

学校编码：10384

分类号__密级

学号：15620121151947

UDC

廈門大學

碩 士 学 位 论 文

沪港通对上海股票市场影响的研究

The study of the Influence of Shanghai-Hong Kong Stock

Connect Program on the Shanghai Stock Market

黄文

指导教师姓名：赵华 教授

专业名称：金融硕士

论文提交日期：2016年9月

论文答辩时间：2016年11月

学位授予日期： 年 月

答辩委员会主席：

评 阅 人：

2016年09月

厦门大学学位论文原创性声明

本人呈交的学位论文是本人在导师指导下，独立完成的研究成果。本人在论文写作中参考其他个人或集体已经发表的研究成果，均在文中以适当方式明确标明，并符合法律规范和《厦门大学研究生学术活动规范（试行）》。

另外，该学位论文为（ ）课题（组）的研究成果，获得（ ）课题（组）经费或实验室的资助，在（ ）实验室完成。（请在以上括号内填写课题或课题组负责人或实验室名称，未有此项声明内容的，可以不作特别声明。）

声明人（签名）：

年 月 日

厦门大学学位论文著作权使用声明

本人同意厦门大学根据《中华人民共和国学位条例暂行实施办法》等规定保留和使用此学位论文，并向主管部门或其指定机构送交学位论文（包括纸质版和电子版），允许学位论文进入厦门大学图书馆及其数据库被查阅、借阅。本人同意厦门大学将学位论文加入全国博士、硕士学位论文共建单位数据库进行检索，将学位论文的标题和摘要汇编出版，采用影印、缩印或者其它方式合理复制学位论文。

本学位论文属于：

1. 经厦门大学保密委员会审查核定的保密学位论文，
于 年 月 日解密，解密后适用上述授权。

2. 不保密，适用上述授权。

（请在以上相应括号内打“√”或填上相应内容。保密学位论文应是已经厦门大学保密委员会审定过的学位论文，未经厦门大学保密委员会审定的学位论文均为公开学位论文。此声明栏不填写的，默认为公开学位论文，均适用上述授权。）

声明人（签名）：

年 月 日

摘要

为了改善股票市场环境、完善市场制度，近年来国家不断深化资本市场的开放，陆续推出了 QFII、QDII、RQFII 等制度，推进资本的双向流动。在这个开放的过程中，2014年11月17日开通的沪港通，第一次实现了境内外股票市场的互通互联，实现了在境内外资本在个股层面的双向流动，加快了境内市场对外开放的步伐，是我国资本市场开放进程中的一个里程碑事件。

本文采用自下而上的思路，从三个层面来对沪港通展开研究。首先从标的股票交易层面，分析沪港通开通对标的股票价格和波动性的影响；其次，从股票市场指数层面，分析沪港通资金流向与股指涨跌之间的关系；最后，从股票市场联动性方面，分析沪港通开通前后中国股票市场与世界主要国家及地区股票市场之间的联动关系。

本文研究的意义主要有两个：从投资者的角度来说，通过分析沪港通资金流向与个股和股票指数之间的关系，能够正确评估沪港通资金在股票投资中的参考价值；从监管者的角度来说，目前国际金融市场面临着各种错综复杂的形式，中国也难以独善其身；通过分析世界股票市场对中国市场的影响规律，能够提升监管者工作的预见性，防范金融风险，保护国家金融安全。

本书的主要结论为：沪港通的开通对于上海股票市场有一定程度的影响，但影响偏低。第一，沪港通开通之后，其对标的股票的价格和波动性影响不显著，其中 AH 股票价差不仅没有缩小，反而呈扩大的趋势；第二，总体来说，沪港通资金流向对上证指数收益率的影响强于上证指数收益率对沪港通资金流向的影响；第三，在沪港通开通后，中国股票市场与发达国家（美国、英国、法国、德国、日本）股票市场的相关系数有一定程度的提升，说明沪港通的开通有助于增强中国股票市场与世界之间的联动性；但是中国与香港之间的相关系数未得到明显的提升，说明沪港通在两地之间的作用发挥得还不够充分。

关键词：沪港通；波动性；联动性

Abstract

In order to improve the stock market environment, improve the market system, in recent years we launched the QFII, QDII, RQFII and other systems, to promote the two-way flow of capital. In this open process, November 17, 2014 through the opening of the Shanghai-Hong Kong Stock Connect program, the first to achieve the domestic and overseas stock market interconnection to achieve a two-way flow in the domestic and overseas capital in the stock levels and speed up the domestic market of foreign pace of opening up, China's capital market is in the process of opening up a landmark event.

This paper expands research on the Shanghai-Hong Kong Stock Connect program through three levels. First, research on the stock price and volatility. Secondly, from the stock market index level, analysis of the relationship between Shanghai stock through capital flows and stock indexes were between; finally, from the stock market in terms of linkage analysis of linkage between before and after the opening of China through Hong Kong and Shanghai stock markets and the major countries and regions of the world stock markets.

The main significance of this paper is twofold: from an investor's perspective, by analyzing the relationship between Hong Kong and Shanghai through capital flows and stocks and stock indices, and to assess the Hong Kong and Shanghai stock investment funds through the reference value, and then there help investors determine the trend of the stock market, a reasonable forecast price, so you can make rational investment analysis; from the regulator's point of view, the current international financial market is facing a variety of complex forms, China cannot stay; in Shanghai and Hong Kong after the pass opened, China's stock market will be more and more influenced by international factors. By analyzing the influence of the world's stock markets on the Chinese market, it is possible to enhance the predictability of the work of regulators, prevent financial risks, a reasonable guide the market, the protection of national financial security.

The main conclusion of the book is: first, through the Shanghai and Hong Kong after the opening price and volatility on the underlying stock is not significant; where AH stock spreads not only did not shrink, but showed a tendency to expand; second, Shanghai shares through capital flows Shanghai Composite index on the impact of the stock market by their environment, different at different stages of the impact, the impact on the flow of funds through Hong Kong and Shanghai, the Shanghai index fluctuations in general stronger than the impact of the Shanghai index fluctuations on the Shanghai and Hong Kong through capital flows; third, after Shanghai and Hong Kong through the opening of the correlation coefficient Chinese stock markets of

developed countries (USA, UK, France, Germany, Japan) equity markets have a certain degree of improvement, indicating that Hong Kong and Shanghai through the opening of the stock market will help enhance China and the World linkage between; however, the correlation coefficient between China and Hong Kong, China has not been significantly improved, indicating the role of Hong Kong and Shanghai through between the two places play was not sufficient. Overall, Hong Kong and Shanghai through the opening of the Shanghai stock market impact is less than expected.

Key Words: Shanghai-Hong Kong Stock Connect program; volatility; co-movement.

厦门大学博硕士论文摘要库

目录

1. 导论	1
1.1 研究的背景	1
1.1.1 沪港通介绍.....	3
1.1.2 沪港通与 QFII、RQFII 的区别.....	4
1.2 研究的对象和方法	5
1.3 研究的意义	5
1.4 研究主要内容	6
2. 文献综述	7
2.1 资本市场开放研究	7
2.1.1 资本市场开放对金融市场影响理论简述.....	7
2.1.2 资本市场开放案例描述.....	8
2.2 资本市场开放对股票市场的影响	11
3. 沪股通对标的股票价格的影响	13
3.1 AH 股价差研究	15
3.2 对标的股票的影响	17
3.2.1 变量与数据的选取.....	18
3.2.2 检验方法与检验结果.....	19
3.3 结论	20
4. 沪股通资金流向对上证指数的影响	21
4.1 沪港通期间阶段划分及每个阶段资金动向分析	22
4.2 实证假设和数据的选取	27
4.3 实证研究结果	28
4.3.1 平稳性检验.....	28
4.3.2 格兰杰因果检验.....	29

4.3 结论.....	30
5. 沪港通对中国股票市场与世界股票市场联动性的影响	31
5.1 变量与数据的选取	31
5.2 理论模型与方法	32
5.2.1 平稳性检验.....	32
5.2.2 相关系数.....	32
5.2.3 主成分分析.....	33
5.3 实证检验结果	34
5.3.1 平稳性检验结果.....	34
5.3.2 描述统计.....	34
5.3.3 相关系数矩阵.....	35
5.3.4 主成分分析结果.....	36
5.4 结论.....	38
6. 结论及展望	40
6.1 主要结论	40
6.2 对股票市场互联互通战略的启示	41
6.3 未来主要研究方向	42
参考文献.....	43
致谢.....	45

CONTENTS

1. Introduction.....	1
1.1 Background	1
1.1.1 Introduction of Shanghai-Hong Kong Stock Connect Program.....	3
1.1.2 Difference between Shanghai-Hong Kong Stock Connect Program、QFII and RQFII.....	4
1.2 Subjects and Methods.....	5
1.3 Means of the Essay.....	5
1.4 Main Contents	6
2.Literature Review	7
2.1 Reserch on the Opening of Capital Market.....	7
2.1.1 Brief Theory.....	7
2.1.2 Case Description.....	8
2.2 Influence on the stock market	11
3.Introduction of Shanghai-Hong Kong Stock Connect Program on the Stock Price	13
3.1 AH Stock Price Difference.....	15
3.2 Influence on Stock	17
3.2.1 Select Variables and Data.....	18
3.2.2 Test Methods and Test Results	19
3.3 Conclusions	20
4.The impact of capital flows on the Shanghai index.....	21
4.1 Stages and Each Stage of the Movement of Funds Analysis	22
4.2 Assumptions and Empirical Data	27
4.3 Results	28

4.3.1 Stability Test	28
4.3.2 Granger Causality Test.....	29
4.3 Conclusions.....	30
5.Influence on the linkage of Chinese stock market and the World	
Stock Market	31
5.1 Select Variables and Data.....	31
5.2 Models and Methods.....	32
5.2.1 Stability Test	32
5.2.2 Correlation Coefficient.....	32
5.2.3 Principal Component Analysis.....	33
5.3 Results	34
5.3.1 Stability Test	34
5.3.2 Statistical Description	34
5.3.3 Correlation Matrix.....	35
5.3.4 Principal Component Analysis Results	36
5.4 Conclusions	38
6.Conclusions and Outlook.....	40
6.1 Conclusions.....	40
6.2 Policy Suggestion.....	41
6.3 The Main Direction of Future Research	42
References	43
Postscript	45

1. 导论

1.1 研究的背景

中国的资本市场在成立之初，与境外资本市场是处于割裂的状态，境内资本投资境外股票和境外资本投资境内股票，都受到巨大的限制；A股市场与发达国家的市场相比，有许多顽疾，例如高波动性、投机炒作、政策市、炒作ST股票等，始终无法得到根治。以高波动性举例，从1990年证券市场成立至今，短短的26年间，我国已经九次牛熊转换，波动频率之高、波动幅度之大，在全球主要股票市场之中历史罕见。为了能够让读者有更直观的感受，本文特将历次牛熊转换的时间区间及背景完整地用归纳呈现如下：

表1.1: 上证指数九次牛熊波动表

股市波段	时间区间	天数	点数区间	波动幅度	历史背景
第一次大牛市	1990. 12. 19- 1992. 5. 23	521	96-1429	1388. 54%	1992年5月21日在取消涨跌停板刺激下，一举达到1429点高位
第一次大熊市	1992. 5. 26- 1992. 11. 17	175	1429- 386	-72. 99%	1992年8月深圳发生“8. 10风波”，加大了市场回调，上证指数在两个半月内跌幅达45%。
第二次大牛市	1992. 11. 17- 1993. 2. 16	91	386- 1558	303. 63%	市场投机气氛浓厚
第二次大熊市	1993. 2. 16- 1997. 7. 29	1624	1558- 325	-79. 14%	股市大扩容开始，上市公司数量急剧膨胀
第三次大牛市	1994. 7. 29- 1994. 9. 13	46	325- 1052	223. 69%	1994年8月1日证监会暂停新股上市；出台了三大救市政策
第三次大熊市	1994. 9. 13- 1995. 5. 17	246	1052- 577	-45. 15%	国债市场火爆，投机资金分流
第四次大牛市	1995. 5. 18- 1995. 5. 22	4	582-926	59. 11%	1995年5月17日证监会宣布暂停国债期货交易试点

1. 导论

第四次大熊市	1995. 5. 22- 1996. 1. 19	242	926-512	-44. 71%	——
第五次大牛市	1996. 1. 19- 1997. 5. 12	479	512- 1464	185. 94%	绩优股炒作
第五次大熊市	1997. 5. 12- 1999. 5. 18	736	1501- 1047	-30. 25%	人民日报严查券商操纵股价及银行向券商融资，融资再融资扩容
第六次大牛市	1999. 5. 19- 2001. 6. 14	757	1047- 2245	114. 42%	网络概念股炒作
第六次大熊市	2001. 6. 14- 2005. 6. 6	1453	2245- 998	-55. 55%	原不能流通的国有股按新股发行价减持
第七次大牛市	2005. 6. 6- 2007. 10. 16	862	998- 6124	513. 63%	证监会启动股权分置改革
第七次大熊市	2007. 10. 16- 2008. 10. 28	378	6124- 1664	-72. 83%	全球金融危机
第八次大牛市	2008. 10. 28- 2009. 11. 24	392	1664- 3361	101. 98%	四万亿出台
第八次大熊市	2009. 11. 24- 2013. 6. 25	1309	3361- 1849	-44. 99%	欧洲债务危机
第九次大牛市	2013. 6. 25- 2015. 6. 12	717	1849- 5178	180. 04%	国家鼓吹“慢牛”、杠杆资金入市
第九次大熊市	2015. 6. 12-		5178-		证监会降杠杆、政府救市、全球经济低迷

资料来源：WIND 数据，2016年8月。

从表1.1中，可以看出我国股市的几大特点：

第一，指数波动性大。牛市平均涨幅341.22%，熊市平均跌幅55.7%；

第二，指数波动频率高。从1900年股票市场成立至今，短短25年已经经过了9轮牛熊市，平均不到3年就有一个轮回。

第三，牛短熊长，与发达国家相反。从1990-2013年八次牛熊转换来看，牛

市平均时间为394天，熊市平均时间为770天。而发达国家恰恰相反，以美国为例，美国牛市平均持续755天，平均涨幅为85%；美国股指的熊市持续时间中值大约272天，跌幅约为28%。从这就可以侧面看出我国股市与美国的差距；

第四，股市波动极容易受到政策的影响，股市本身自我纠错机制极差。在19次牛熊的转折点中，因政策调整引起的有12次，占比高达63.16%，政策对股市的影响占据绝对主动地位；这违背了市场经济的规律，股市运行机制亟待完善。

近年来国家不断深化资本市场的开放，陆续推出了 QFII、QDII、RQFII 等制度，推进资本的双向流动，也对改善 A 股的市场环境有积极的作用。在这个开放的过程中，2014年11月17日开通的沪港通，第一次实现了境内外股票市场的互通互联，实现了在境内外资本在个股层面的双向流动，加快了境内市场对外开放的步伐，是我国资本市场开放进程中的一个里程碑事件。

通过沪港通，境外投资者在个股层面投资受到的限制少、决策灵活、时效高，能够精选个股，并且能够根据市场环境迅速地进行调整，在市场波动中屡有斩获，经过媒体的渲染，引起了广大股民的关注，进而导致沪港通资金的动向成为市场的风向标之一。尤其是市场剧烈波动的时候，每次资金出现异动都会成为市场的焦点，甚至在某些时候对市场走势产生了影响。因此，无论是从投资层面还是从监管层面，研究沪港通都十分有意义。

1.1.1 沪港通介绍

沪港通是指上海证券交易所和香港联合交易所允许两地投资者通过当地证券公司（或经纪商）买卖规定范围内的对方交易所上市的股票，是沪港股票市场交易互联互通机制。沪港通包括沪股通和港股通两部分。

沪股通，是指投资者委托香港经纪商，经由香港联合交易所设立的证券交易服务公司，向上海证券交易所进行申报（买卖盘传递），买卖规定范围内的上海证券交易所上市的股票。沪股通的总额为3000亿元人民币，每日额度为130亿元。

港股通，是指投资者委托内地证券公司，经由上海证券交易所设立的证券交易服务公司，向香港联合交易所进行申报（买卖盘传递），买卖规定范围内的香港联合交易所上市的股票。港股通总额度为2500亿元，每日额度为105亿元。

1.1.2 沪港通与 QFII、RQFII 的区别

QFII 是指合格的境外机构投资者，QFII 机制是指外国专业投资机构到境内投资的资格认定制度。QFII 机制于2003年7月9日开始正式实施。

RQFII 是指人民币合格境外投资者，RQFII 境外机构投资人可将批准额度内的外汇结汇投资于境内的证券市场。该机制于2011年12月16日正式实施。

QFII 开启了境外投资者投资中国 A 股市场的先河，RQFII 是对 QFII 机制的补充；但是它们限制比较多；而沪股通作为外资投资 A 股的一条途径，在许多方面有了突破，让我们的股票市场更加的开放。

表1.2：沪股通与 QFII、RQFII 的主要区别

	QFII	RQFII	沪股通
业务载体	境外机构投资者	境外机构投资者	上交所、港交所
投资者准入	仅限机构投资者、有明确准入条件	仅限机构投资者、有明确准入条件	允许机构与个人投资者参与，无额外准入条件
申请事项	时间较长	时间较长	实时
托管人安排	境内符合规定的商业银行	境内符合规定的商业银行	本地第三方存管，无需额外托管机构
额度货币	美元	人民币	人民币
交收货币	人民币	人民币	人民币
总额度	逐一批准额度，目前审批额度为813.80亿美元	逐一批准额度，目前审批额度为5083.88亿人民币	总额度限制+每日额度管理，额度计算为净买入值。其中，沪股通额度为3000亿（总额度限制已于2016年8月取消）
每日额度	无	无	有，沪股通每日净买入130亿
额度使用规则	额度具有排他性	额度具有排他性	额度非排他，使用时先到先得
资金跨境管理	资金汇入，有锁定期	资金汇入，有锁定期	资金原路返回，无锁定期
交易时间	国内开市时间	国内开市时间	仅在沪港两地均为交易日且能够满足结算安排的时候
可投资种类	可投资股票、债券、权证、银行间固收产品、基金、股指期货等，股票投资无标的限制	可投资股票、债券、权证、银行间固收产品、基金、股指期货等，股票投资无标的限制	只能投资上证180指数以及上证380指数成分股，以及不在上述成分股内但 A+H 上市的沪股
参与一级市场	可以	可以	不可以
交易成本	手续费、证券管理费、过户费、印花费、托管费等	手续费、证券管理费、过户费、印花费、托管费等	手续费、过户费、印花费、证券组合费等

资料来源：中国证券监督管理委员会官方网站，2016年8月。

从上表可以看出，沪股通与 QFII、RQFII 比较突出的区别为：

1、允许个人投资者参与，投资群体大。沪股通取消了投资者准入的限制，将投资者准入开放到所有机构投资者和个人投资者，所有境外投资者都可以通过沪股通自由交易 A 股标的股票；

2、实时交易，调整灵活。取消了申请事项的时效限制，通过沪股通，境外投资者能够实时地买入卖出，灵活调整，对于信息的反应更加敏感高效；

3、虽然都是总额度制，但是沪股通计算的标准是净买入值，买入卖出之间的额度可以相互抵消，弹性大，实质上放大了额度的限制（沪股通总额度限制已于2016年8月取消）；

4、沪股通资金流出无锁定期，流动性强，更加贴近股票投资的高流动性需求。

从以上区别可以看出，在境外投资者投资 A 股市场方面，沪股通取消了投资者的市场准入限制、取消了申报限制、取消了资金流动的限制，也增加了额度的弹性，让境外投资者能够享受与我国投资者基本一样的投资条件，基本上实现了个股层面的自由投资。因此研究沪股通（沪港通），比研究 QFII、RQFII，更加贴近真实的投资情形，更有研究的意义。

1.2 研究的对象和方法

本文采用自下而上的思路，从三个层面来对沪港通展开研究。首先从标的股票交易层面，分析沪港通开通对标的股票价格和波动性的影响；其次，从股票市场指数层面，分析沪港通资金流向与股指涨跌之间的关系；最后，从股票市场联动性方面，分析沪港通开通前后中国股票市场与世界主要国家及地区股票市场之间的联动关系。

本文研究方法以定量研究为主，定性研究为辅。统计软件为 R 软件。

1.3 研究的意义

本文研究的意义主要有两个：

第一，从投资者的角度来说，通过分析沪港通资金流向与个股和股票指数之间的关系，以正确评估沪港通资金在股票投资中的参考价值，进而有助于广

大投资者判断股市走势、合理预测价格，从而做出更加理性的投资分析。

第二，从监管者的角度来说，目前国际金融市场面临着各种错综复杂的形式，中国也难以独善其身；在沪港通开通后，中国的股票市场会受到越来越多国际因素的影响。通过分析世界股票市场对中国市场的影响规律，能够提升监管者工作的预见性，防范金融风险、合理引导市场，保护国家金融安全。

同时，深港通也已经于2016年8月获得国务院的批复，今年必定会实施。通过分析沪港通，也能够为未来实施深港通过程中提供有益的借鉴。

1.4 研究主要内容

本文研究内容的结构为：

第一章是导论，通过介绍沪港通交易制度的背景，引出本文要研究的问题、研究的方法、研究的主要思路和意义。

第二章是文献综述，主要介绍国内外关于资本开放、股票价格形成机制方面的文献，并列举了中国台湾和韩国资本市场开放所取得的成绩，作为全球案例的有益补充。

第三章主要分析了沪港通对标的股票价格的影响。股票是沪港通发挥作用的最主要的载体，也是最直观地可以看到成效。经过分析，发现在沪港通开通之后 AH 股价差并没有缩小，而且标的股票的波动性变化也不显著，因此判断再股票层面沪港通的影响偏低。

第四章主要分析沪港通资金流向对上海股票市场指数的影响。在2015-2016年间，中国股票市场出现了频繁且剧烈的波动，在这个过程中沪港通资金的流向颇为引人注目。经过研究发现，沪港通资金在某种情况下确实有发挥出一定的作用，尤其是在股指出现大幅非理性下跌的过程中的时候。

第五章主要分析了沪港通开通前后中国股市与世界主要股票市场之间联动性的关系。本章采用主成分分析法，分析各国股指对数收益率之间的相关系数和因子载荷量。经过分析发现，中国股市与美国、英国等发达国家的相关系数有一定程度的上升，但是与中国香港之间并无明显的变化。

第六章是总结和政策建议。总体来说，沪港通对上海股票市场的影响还比较弱，这里面有沪市的原因，例如投资者结构、交易制度等，也有港市的原因，例如容量偏小等。因此，未来继续加大开放力度是大势所趋。

Degree papers are in the “[Xiamen University Electronic Theses and Dissertations Database](#)”.

Fulltexts are available in the following ways:

1. If your library is a CALIS member libraries, please log on <http://etd.calis.edu.cn/> and submit requests online, or consult the interlibrary loan department in your library.
2. For users of non-CALIS member libraries, please mail to etd@xmu.edu.cn for delivery details.