

海外股指系列（三）：知微显著——从资金面视角读懂 AH 溢价

投资咨询业务资格：
证监许可【2012】669号

报告要点

本报告旨在利用资金面指标，解读 AH 溢价指数的走势成因。

摘要：

AH 溢价指数发生偏离，与流动性差异有关：由于港股流动性较差，个股存在流动性折价，中小盘更加显著。而引发流动性差异的主要原因有以下四点：

1) **外资在港股交易行为：**由于外资在港股拥有定价权，外资出现减持后更容易使港股流动性受损，此时折价问题可能加剧。证据在于，**不同风格的 AH 溢价指数与外资持股占比均值的相关性都保持在 $-0.4 \sim -0.6$** ，并且成长股、中小盘股的敏感度更高。此外，**当美债收益率上行时，更容易触发外资减持、AH 溢价指数上行**，该现象在 2010、2022~2023 年非常显著。

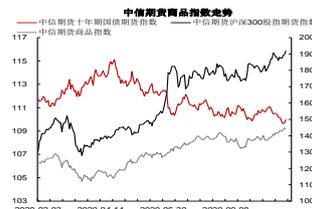
2) **北向资金的交易替代：**2019 年后大量外资通过陆股通流向 A 股市场，或直接导致 **AH 溢价长期结构向上偏移**。证据一是外资在陆股通持 AH 成分股市值与港股市值之差稳定上行，其二是对比 AH 溢价指数与持股差值滚动 60 日的相关性，2019 年后稳定保持在 $0.4 \sim 0.6$ ，可以证明陆股通对 AH 溢价指数可能存在长期结构性影响。

3) **MSCI 中国指数的纳入：**顺着外资交易逻辑线性外推，若个股被纳入 MSCI 中国指数，其更容易获得外资超配，并且在超配时外资可能通过陆股通增持，导致纳入后个股的 AH 流动性比值、以及 AH 溢价会有一定抬升；

4) **个股红利：**大盘价值股的 AH 股息率比值与 AH 溢价的相关性约为 0.267，表明若个股在 A 股股息率越高，则资金可能更倾向买入 A 股、导致大盘价值股 AH 溢价偏高。

资金面指标可应用于 AH 成分股套利：融合 AH 换手率比值、外资在港股持股占比、北向交易盘净流入、美债收益率四个因子，构建 AH 溢价流动性指标，理论上可用于 AH 成分股套利。当信号 >0 时，次日按照 AH 换手率比值多 A 股空 H 股，反之空仓，同时设定单边交易摩擦万分之五，**策略年化收益 33.47%（超额收益 22.25%）**，可以有效跑赢 AH 溢价指数；但指标对沪港 AH 流动性溢价择时效果有限，该特性与指数成分有关。

风险提示：1) AH 溢价风格改变；2) 港交所交易规则改变；3) 港交所流动性限制。



权益及期权策略团队

研究员：

姜沁

021-60812986

jiangqin@citicsf.com

从业资格号 F3005640

投资咨询号 Z0012407

康遵禹

010-58135952

kangzunyu@citicsf.com

从业资格号 F03090802

投资咨询号 Z0016853

重要提示：本报告非期货交易咨询业务项下服务，其中的观点和信息仅作参考之用，不构成对任何人的投资建议。中信期货不会因为关注、收到或阅读本报告内容而视相关人员为客户；市场有风险，投资需谨慎。如本报告涉及行业分析或上市公司相关内容，旨在对期货市场及其相关性进行比较论证，列举解释期货品种相关特性及潜在风险，不涉及对其行业或上市公司的相关推荐，不构成对任何主体进行或不进行某项行为的建议或意见，不得将本报告的任何内容据以作为中信期货所作的承诺或声明。在任何情况下，任何主体依据本报告所进行的任何作为或不作为，中信期货不承担任何责任。

目 录

摘要:	1
一、 AH 溢价简要特征	4
(一) AH 溢价并不存在均值复归的特性	4
(二) 流动性差异或是导致溢价偏离的根源	4
二、导致 AH 股出现流动性差异的原因	5
(一) AH 溢价指数构造	5
(二) 外资行为: 港股外资离场或催化 AH 溢价上升, 中小盘敏感度更高	7
(三) 北向资金: 催化 2019~2021 年 AH 溢价发生偏离	9
(四) 从外资行为联想事件驱动: MSCI 中国指数成分的纳入与剔除	10
(五) 分红差异, 或使大盘价值股的 AH 溢价产生内部区别	11
三、流动性指标能否用于度量 AH 溢价	12
(一) 基于流动性指标的个股套利思路	12
(二) 利用资金面指标搭建 AH 溢价择时框架, 对 AH 溢价指数进行择时	13
四、总结与展望	15
(一) 报告总结	15
(二) 如何判断未来沪港 AH 溢价指数是否会均值复归?	16
免责声明	17

图目录

图表 1: 个股 AH 溢价 25/50/75 分位数	4
图表 2: 某 AH 股根据 AH 溢价组合择时效果	4
图表 3: 港交所交易者类型分布	5
图表 4: AH 股换手率比值分布	5
图表 5: AH 个股 PB 比值 (按照换手率比值从小到大排序)	5
图表 6: 沪港 AH 溢价指数与自建 AH 溢价指比较	6
图表 7: 自建 AH 溢价指数风格分布	6
图表 8: 沪港 AH 溢价指数 (H50066. CSI) 风格分布	6
图表 9: 换手率比值中位数与 AH 溢价指数季度相关性	7
图表 10: 各类风格 AH 溢价指数 (算数平均求和)	8
图表 11: 不同风格与外资持股占比相关性	8
图表 12: 不同风格对外资持股占比的敏感度	8
图表 13: 小盘价值 AH 溢价指数与美债收益率走势	9
图表 14: 各类风格 AH 溢价与十年期美债相关性	9
图表 15: 外资北向持股市值-港股市值	10
图表 16: AH 溢价与外资持股市值 (陆股通-港股) 的相关性	10
图表 17: 换手率比值前后 6 月之差	10
图表 18: 纳入前后外资持股市值与 AH 溢价率变化	10

图表 19: A 股股息率/H 股股息率与 AH 溢价相关性	11
图表 20: A 股股息率/H 股股息率与 AH 溢价回归统计结果	11
图表 21: 大盘价值 AH 溢价: A 股单边分红 VS. 双边分红	11
图表 22: AH 个股套利 10 分位数年化收益	12
图表 23: AH 股等权配置, 套利策略净值	13
图表 24: 单因子 AH 溢价择时净值曲线	14
图表 25: 单因子 AH 溢价择时年化收益率	14
图表 26: AH 溢价指标融合方法	14
图表 27: AH 溢价指数-择时/AH 溢价指数净值	15
图表 28: 不同信号对不同风格的择时效果	15

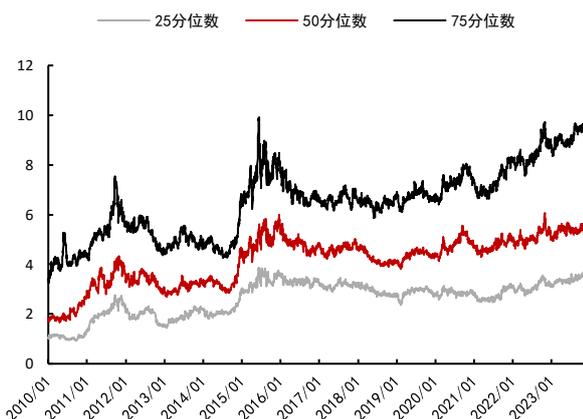
一、AH 溢价简要特征

（一）AH 溢价并不存在均值复归的特性

AH 溢价是指 A 股相对于 H 股的溢价比率，其计算公式： $A \text{ 股股价} / (H \text{ 股股价} * \text{人民币兑港元汇率})$ 。首先从个股的 AH 溢价样本来看，回溯 2010~2023 年 AH 个股的溢价，并抽取每一交易日 AH 成分股 25/50/75 分位数，图表 1 显示曲线在 2014 年以及 2019 年后 AH 溢价加速上扬，尤其近五年出现长期、加速上行的趋势。

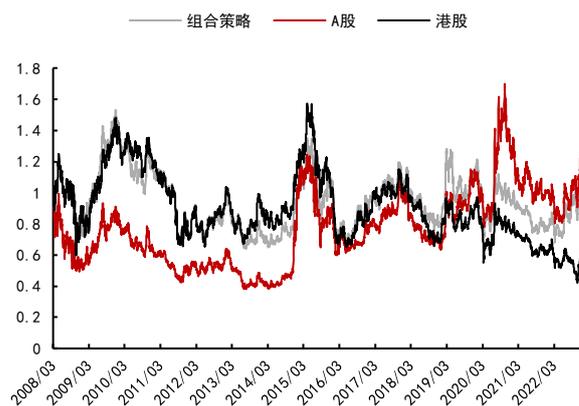
同时，我们也采用 AH 溢价指标尝试对某个股进行择时，即如果某 AH 股溢价历史 250 日分位数向上突破 25 分位数，配置 A 股；如果向下突破 75 分位数，则配置港股；将轮动配置的净值与单边净值做对比，会发现组合效果并没有产生明显的超额收益。从上述两个现象可以大致推测，**AH 溢价可能并不具备稳定的均值复归特征**。那么有哪些原因会导致 AH 溢价产生长期偏离，下文我们就对该问题做探讨。

图表 1： 个股 AH 溢价 25/50/75 分位数



资料来源：Wind 中信期货研究所

图表 2： 某 AH 股根据 AH 溢价组合择时效果

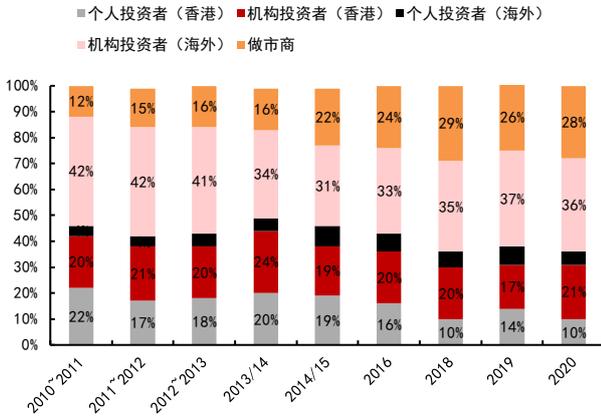


资料来源：Wind 中信期货研究所

（二）流动性差异或是导致溢价偏离的根源

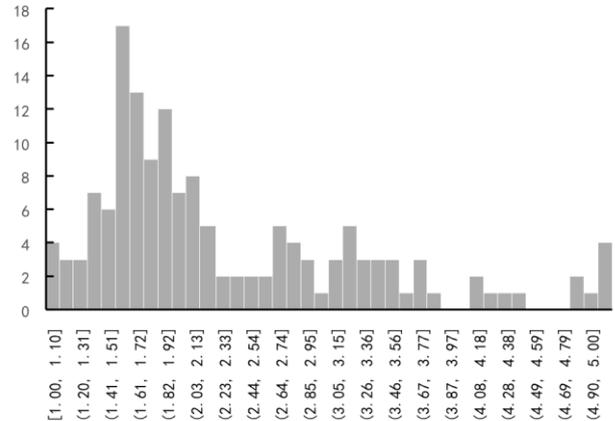
根据港交所《2020 年现货市场交易调查》统计数据，接近 70% 的投资者以机构投资者为主，其中包括海外保险机构、海外年金、政府主权基金以及做市商等，其中**超过 80% 的投资者以长线价值投资为主**；而相比之下 A 股市场个人投资者居多，交易活跃度可能更高。统计 AH 个股在 2023 年两市的换手率比值，并从小到大对样本进行排序，可以发现多数个股的换手率比值约在 1.4~1.8 倍左右，部分个股的流动性甚至会超过 2 倍以上，流动性分布显著右偏，证明**A 股流动性确实相比港股有显著优势**。

图表 3： 港交所交易者类型分布



资料来源：Wind 中信期货研究所

图表 4： AH 股换手率比值分布

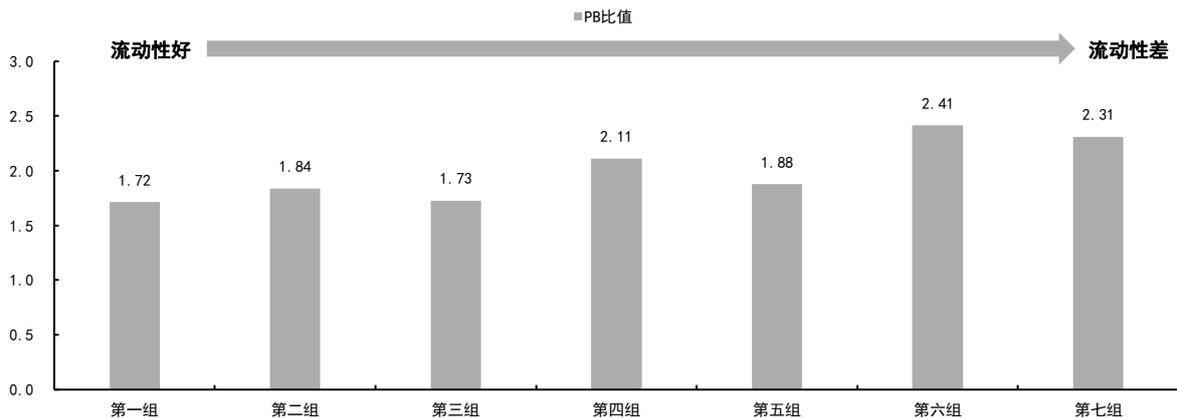


资料来源：Wind 中信期货研究所

港股流动性越差，市场给予的个股估值越低。从市值的分布上看，我们将 2023 年 149 支 AH 股的个股换手率比值，从小到大进行排序，并等分为七组。同时，我们统计每一组样本股 2023 年市净率（最新报告期）的中位数。从图表 5 的高低差异上可以发现，**换手率比值较小的三组（即流动性差异较小），市净率的比值平均在 1.7~1.8 左右，而对比 4~7 组的 A 股市净率往往是 H 股市净率 2 倍以上。**其背后逻辑在于，如果资金买入流动性较差的港股，那么在抛售时可能很难找到足够的对手盘来平仓，在这种情况下或将被迫折价处理。因而由于流动性风险的问题存在，**资金可能更倾向选择溢价交易流动性更好的 A 股。**

那么究竟是哪类资金是在做溢价交易？下文我们就对该问题展开讨论。

图表 5： AH 个股 PB 比值(按照换手率比值从小到大排序)



资料来源：Wind 中信期货研究所

二、导致 AH 股出现流动性差异的原因

（一）AH 溢价指数构造

为了方便对 AH 溢价与市场流动性做整体分析，我们尝试构建出一个以流动性为

权重的 AH 溢价指数，构建方法如下：

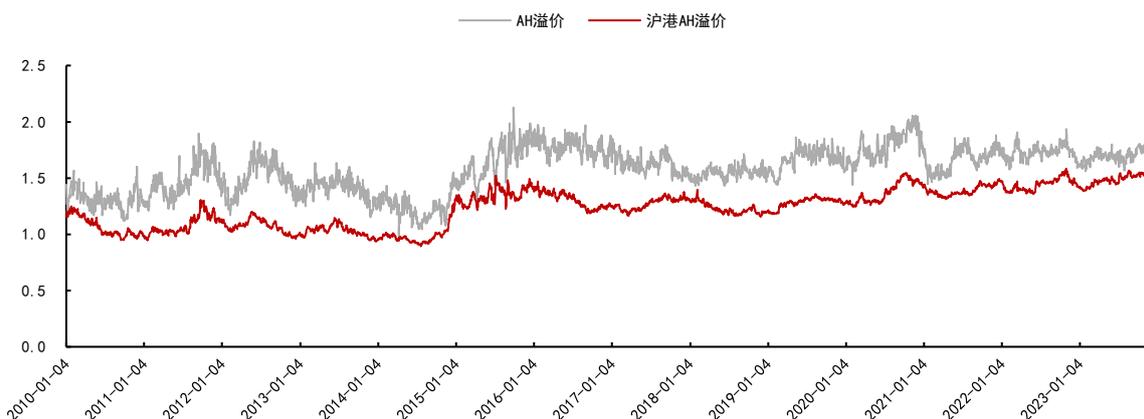
1) 计算 149 支 A 股、H 股价（剔除汇率因素，考虑到后面需要做策略回溯，此处使用开盘价），以及每支个股对应的 AH 换手率比值；

2) 以 AH 个股的两市换手率比值为权重，分别将 A 股股价、H 股股价加权求和，获得以流动性为权重的 A 股价格指数和 H 股价格指数。其中为了防止个股换手率比值过大、权重过高，求权时计算个股换手率比值阈值上限为 5；

3) 将 A 股价格指数、H 股价格指数相除，最终获得流动性加权的 AH 溢价指数（下文简称“AH 溢价指数”），曲线形态如图表 6 所示。

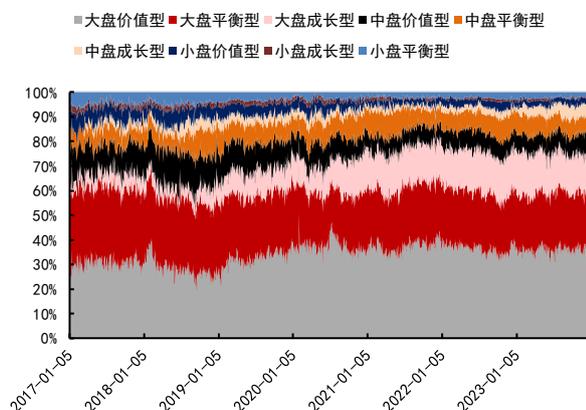
对比中证指数公司编制的沪港 AH 溢价指数（H50066.CSI，下文简称“沪港 AH 溢价指数”），沪港 AH 溢价指数采用流通股市值加权，其中能源股、银行股占比较高，**指数具备显著的大盘特征（占比超 90%）；而采用换手率比值构建的 AH 溢价指数中小盘合计约占 30%左右的规模，大盘价值风格暴露相对较少**。两条溢价指数之间的相关性约为 0.67，尚具有一定可比性。

图表 6： 沪港 AH 溢价指数与自建 AH 溢价指比较



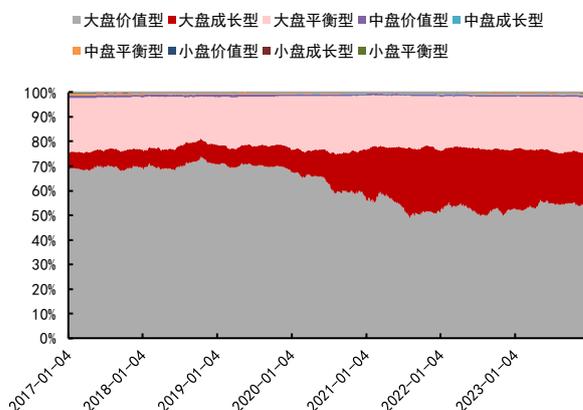
资料来源：Wind 中信期货研究所

图表 7： 自建 AH 溢价指数风格分布



资料来源：Wind 中信期货研究所

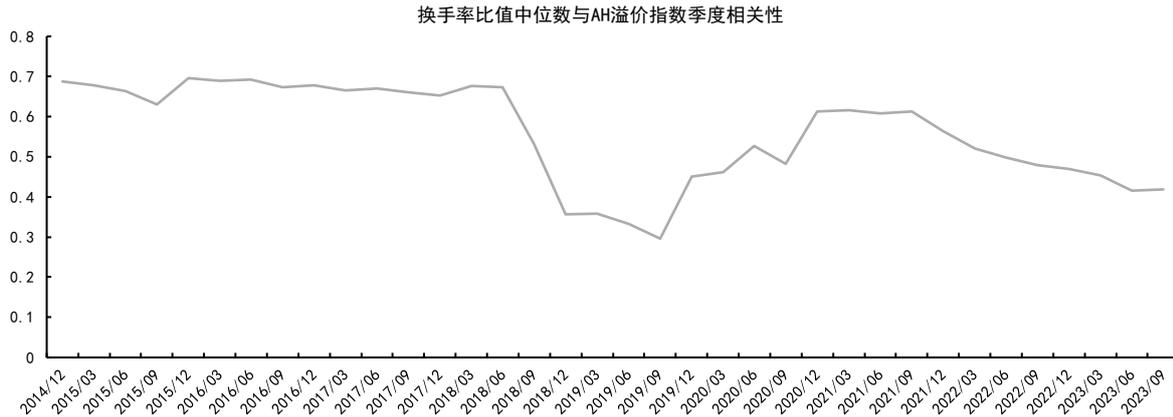
图表 8： 沪港 AH 溢价指数 (H50066.CSI) 风格分布



资料来源：Wind 中信期货研究所

从指数整体来看，计算自建的 AH 溢价指数与成分股换手率比值中位数季度相关性，发现 2014 年以来多数情况下 AH 溢价指数与换手率比值的相关性长期保持在 0.5~0.7 范围内，**证明多数时间段下 AH 溢价指数对市场流动性差异的变化是敏感的**。但同时相关性在 2018~2019 年、2022 年后边际减弱，也暗示换手率比值并非唯一解释变量。

图表 9： 换手率比值中位数与 AH 溢价指数季度相关性



资料来源：Wind 中信期货研究所

（二）外资行为：港股外资离场或催化 AH 溢价上升，中小盘敏感度更高

我们曾在系列报告的第二篇中证实外资对港股具有核心定价权。从该视角考虑，**若外资在港股的参与度减少，可能会引发港股流动性短缺，那么在此情形下原本交易就不活跃的中小盘股，流动性折价问题可能会更严重**。为了验证该结论，我们对不同风格的 AH 成分股进行测算，步骤如下：

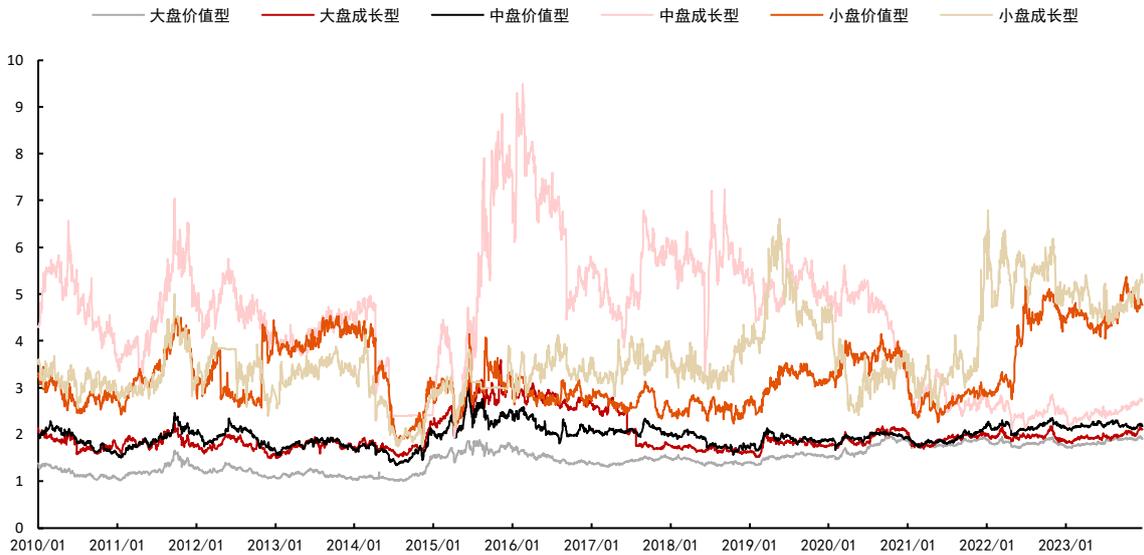
1) 依照万得风格，对 AH 股分别按大小盘、成长价值进行划分，并计算每类风格下个股 AH 溢价的算数均值，获得不同风格的 AH 溢价指数，曲线变化如图表 10 所示；

2) 计算每类风格外资持股占比的中位数，并求滚动 20 日的均值做平滑；

3) 由于 2018 年以前部分中小盘的 AH 股尚未上市，故此处以 2019~2023 年为窗口，计算平滑后的外资持股占比与 AH 溢价指数的相关性以及 Beta 系数，用后者来表征不同风格 AH 溢价指数对外资持股占比的敏感度；相似的，我们对港股通的持股占比如法炮制。

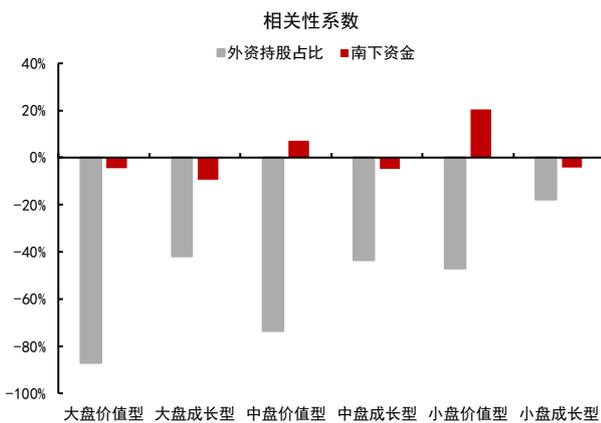
从图表 11~12 可以推测，当外资在港股持股占比下降时，AH 溢价指数往往上行，并且中小盘 AH 溢价波动更大，对该指标的敏感度更高。而相比之下港股通资金的相关性并不明显，这与我们专题二所述的结论大体一致，证明港股的流动性主要受外资扰动。

图表 10：各类风格 AH 溢价指数（算数平均求和）



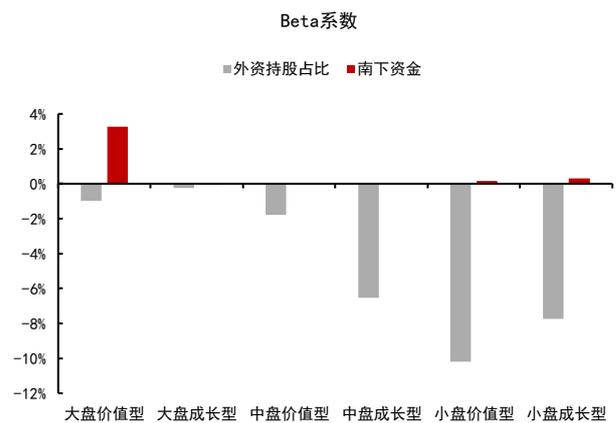
资料来源：Wind 中信期货研究所

图表 11：不同风格与外资持股占比相关性



资料来源：Wind 中信期货研究所

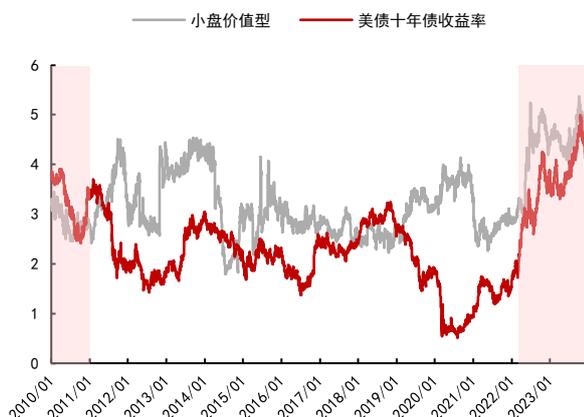
图表 12：不同风格对外资持股占比的敏感度



资料来源：Wind 中信期货研究所

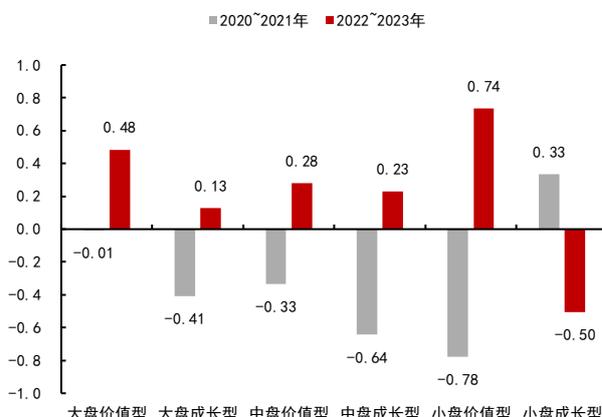
顺着该思路线性外推，也不难发现美债收益率上升时，更容易导致中小盘的 AH 溢价上行。由于外资的风险偏好与十年期美债收益率直接挂钩，当美债收益率上升时，**外资撤出、中小盘流动性折价问题更易暴露**。相应趋势在 2010 年、2022 年 3 月~2023 年 12 月两段区间非常显著，两者同时对美联储货币紧缩的情形。以小盘价值型 AH 溢价指数为例，图表 13 中展示出两者存在强烈的同向共振关系，两者相关性可以达到 0.73；但是在流动性充裕的状态下，例如 2013~2017 年以及 2020~2021 年，AH 溢价指数反而对美债收益率脱敏，说明**美债收益只能解释阶段性的问题，而非必要条件**。

图表 13：小盘价值 AH 溢价指数与美债收益率走势



资料来源：Wind 中信期货研究所

图表 14：各类风格 AH 溢价与十年期美债相关性



资料来源：Wind 中信期货研究所

(三) 北向资金：催化 2019~2021 年 AH 溢价发生偏离

从另一视角出发，2019 年后北向资金大量流入 A 股，与 2019 年后两条 AH 溢价指数持续上行的时间点不谋而合。逻辑上，陆股通为外资提供了流动性便利并形成“替代效应”，**导致 AH 股在香港市场的流动性下降，导致 AH 溢价持续上移。**

我们在图表 15 中分别统计北向资金在 149 支成分股中，每日持有 A 股的持股总市值，以及对应持有港股的总市值，并将两者作差。在陆股通开通 2 年后北向资金的持仓规模开始稳定超越港股，并且在**2020 年后 AH 股的持仓市值差异扩大到 8000 亿元人民币**。差值的单调上行或许可以帮助解释为何在 2019~2021 年货币宽松的周期下，AH 溢价对美债收益率不敏感。如果从流动性角度反推，从 2022 年后美联储加息但曲线依然单调上行的节奏中可以大致推测，**外资可能出于流动性考虑更倾向优先减持流动性稍差的港股；在此先决条件下，如果后续即使美联储出现降息，AH 溢价可能也难以出现下行趋势。**

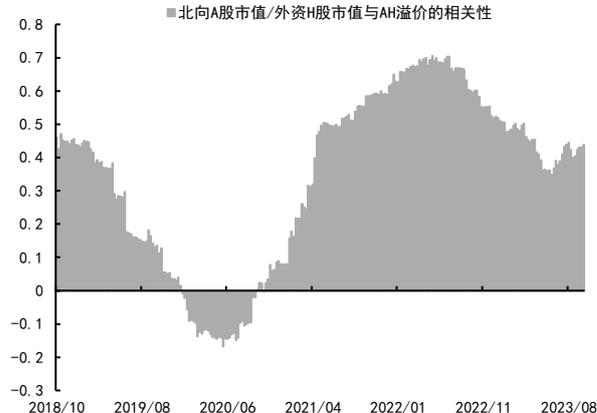
在结构性的影响上，我们分别将外资持仓市值之差以及自己构建的 AH 溢价指数按照 $(x_i - \mu) / \sigma$ 做标准化完成归一化，然后计算两者标准化后滚动 60 日的相关性。如图表 16 所示，2021 年后外资的持股变化与 AH 溢价的相关性明显上升，并且在 2021~2022 年外资集中流入时期，相关性稳定保持在 0.6 以上，可以证明陆股通的开通的确与 AH 溢价指数偏离有关。

图表 15: 外资北向持股市值-港股市值



资料来源: Wind 中信期货研究所

图表 16: AH 溢价与外资持股市值 (陆股通-港股) 的相关性



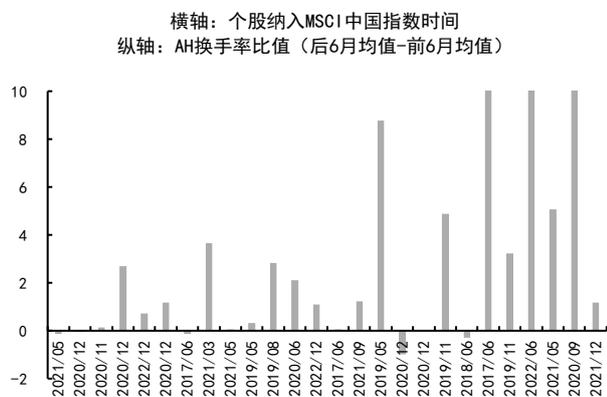
资料来源: Wind 中信期货研究所

(四) 从外资行为联想事件驱动: MSCI 中国指数成分的纳入与剔除

延续上述北向资金的思路, 我们曾在《北向资金的拆解与跟踪》中提及, 北向资金以配置盘为主, 而配置的交易特征为被动型跟踪 MSCI 中国指数。那么如果个股成分被纳入 MSCI 中国指数, 是否会引发外资更积极地增持个股, 从而导致 A 股和港股的流动性和 AH 溢价出现更明显的偏差?

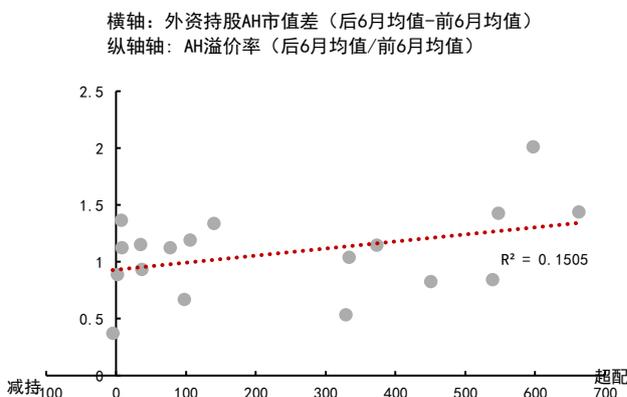
我们统计 AH 股在纳入 MSCI 中国指数成分股, 前后 6 个月的换手率均值之差, 其中剔除纳入成分时上市不足半年的个股。从图表 17 可见, 在 26 支满足要求的成分中, 有 **20 支成分股纳入后 6 个月 AH 换手率比值出现明显上升**。相应的, 在纳入成分股后外资增持幅度往往加大, 并伴随 AH 溢价率上行。此外, 在 26 支成分股中共有 20 支在纳入时同时属于陆股通标的, 其中另外剔除 3 支发生拆并股的样本股, 我们计算相应个股在纳入前后 6 个月外资持有 AH 市值之差的变化, 以及同期 AH 溢价率前后 6 个月的变化。从截面看, 图表 18 显示在 17 支样本股中共计有 16 支在 MSCI 指数纳入成分后, 获得外资超配, 其中有 65% 的个股在纳入成分后 AH 溢价有所提升, 并且**外资超配越多的个股, AH 溢价率上升的幅度和概率越大**。

图表 17: 换手率比值前后 6 月之差



资料来源: Wind 中信期货研究所

图表 18: 纳入前后外资持股市值与 AH 溢价率变化

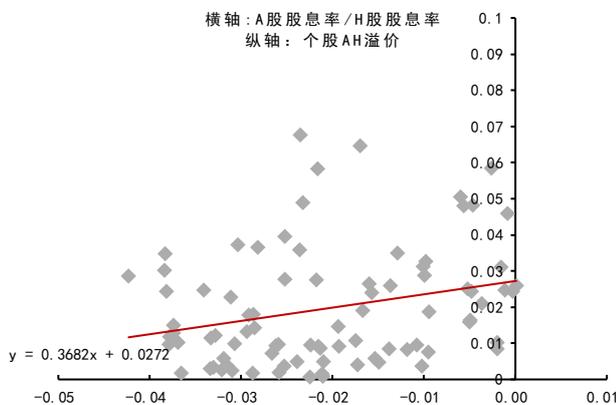


资料来源: Wind 中信期货研究所

(五) 分红差异，或使大盘价值股的 AH 溢价产生内部区别

由于 149 支 AH 股中超过半数为大盘价值股，从 DDM 模型考量，股息率更高的个股可能会被赋予更高的估值，而**若 A 股股息率远超港股，那么相同情况下外资可能更倾向买入 A 股，从而导致个股 AH 溢价更显著**。我们在图表 19~20 中分别计算了大盘价值个股 AH 溢价在 2023 年的算数均值，以及个股 A 股股息率和 H 股股息率的比值，样本中剔除了港股流动性最差的 20% 个股，以及单边分红或双边都不分红的个股。然后将两者取对数做归一化处理，计算得相关性约为 0.267；在 5% 的置信水平下，可以通过一元线性回归的 t 检验，且回归系数为+0.3682，可以证明分红因素确实可以影响大盘价值股 AH 溢价的高低。

图表 19：A 股股息率/H 股股息率与 AH 溢价相关性



图表 20：A 股股息率/H 股股息率与 AH 溢价回归统计结果

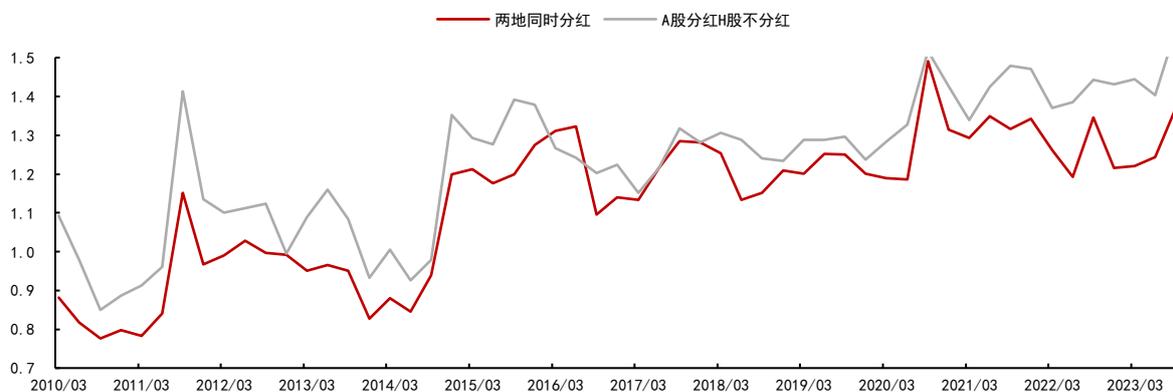
SUMMARY OUTPUT						
回归统计						
Multiple R	0.267165018					
R Square	0.071377147					
Adjusted R Sq	0.06018892					
标准误差	0.015598494					
观测值	85					
方差分析						
	df	SS	MS	F	Significance F	
回归分析	1	0.001552	0.001552	6.379665	0.013444	
残差	83	0.020195	0.000243			
总计	84	0.021747				
	Coefficients	标准误差	t Stat	P-value	Lower 95%	Upper 95%
Intercept	0.0272	0.0034	7.9021	0.0000	0.0204	0.0341
In(div. ratio)	0.3682	0.1458	2.5258	0.0134	0.0783	0.6581

资料来源：Wind 中信期货研究所

资料来源：Wind 中信期货研究所

按分红线索进行外推，若个股在 A 股分红而 H 股不分红，那么资金可能更倾向去买入 A 股收取红利，从而抬高 AH 溢价。以大盘价值股中的金融业为例，我们在 35 支个股中筛选出 A 股分红而 H 股不分红，以及两边同时分红的样本，比较两类样本 AH 溢价的中位数。在确保两者市值相接近的情况下，我们可以发现单边 A 股分红的个股相比两地同时分红的个股，AH 溢价的中枢水平更高，证明资金的确对红利存在偏好。

图表 21：大盘价值 AH 溢价：A 股单边分红 VS. 双边分红



资料来源：Wind 中信期货研究所

三、流动性指标能否用于度量 AH 溢价

(一) 基于流动性指标的个股套利思路

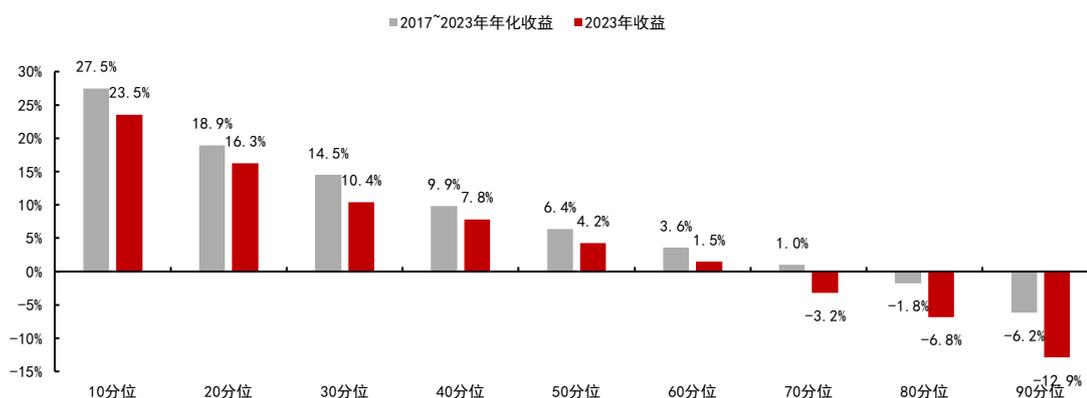
基于上述结论，我们初步尝试从流动性角度切入，对个股 AH 溢价进行套利。从短期维度考虑，我们先尝试利用 AH 换手率比值这一最直观的指标，其处理步骤如下：

- 1) 计算个股 AH 换手率日度比值，并求取滚动 20 日均值进行平滑；
- 2) 计算平滑后的日度换手率比值在历史 100 日的排名百分位数；
- 3) 若百分位数 3 日均值 > 6 日均值，则计为当日信号为 1，反之信号计为 -1；
- 4) 对 ±1 信号按照历史 5 日按天数进行加权求和，即 T-5、T-4、T-3、T-2、T-1 日分别赋予的权重为 1/15、2/15、3/15、4/15、5/15；

我们假设单次开仓、平仓的单边交易摩擦为万分之五；每周五观测指标正负情况，并在下周周初时以开盘价交易。策略中，单支个股信号切换频率约为 2 周/次。我们分别回溯 2017~2023 年、以及报告最近一年的套利收益，并将个股样本的收益从大到小进行排序，每隔 10 分位数做统计；年化收益中位数为 3.6%，2023 年收益中位数为 5.2%，其中 70% 的样本股可以获得累计盈利，证明该思路在个股套利上有一定可行性。

我们顺势将该思路拓展，假设每周仅等权买入信号 > 0 的 A 股，并做空相应 H 股，将该策略收益与前文的两条 AH 溢价指数做对比，结果如图表 23 所示，**策略年化收益 11.22%，周度胜率约为 56.7%，最大回撤 7.09%，相较 AH 溢价指数以及沪港 AH 溢价指数的年化超额收益分别为 9.48%、5.12%**。证明通过 AH 换手率比值，确实可以有效识别 AH 溢价上行的个股，并通过灵活配置来优化收益。

图表 22：AH 个股套利 10 分位数年化收益



资料来源：Wind 中信期货研究所

图表 23：AH 股等权配置，套利策略净值



资料来源：Wind 中信期货研究所

（二）利用资金面指标搭建 AH 溢价择时框架，对 AH 溢价指数进行择时

基于上述观察，我们在确认短期指标有效的基础上，同时纳入表征长期的结构性指标，包括前文所提及的北向资金、美债收益率、外资在港股持股占比，搭建出 AH 溢价的择时框架，并尝试对 AH 溢价指数进行择时，指标初步提取方法如下所示：

- 1) **北向资金指标（用于表征外资对 A 股的买入意愿）**：分别计算外资配置盘净流入、交易盘净流入的日度数据，其中为了简化运算，此处先计算陆股通前二十大席位的持股市值，再用日度差分作为日度净流入的平替，其中使用前二十大席位的缘故是因为内部分主力席位如法巴证券、高盛亚洲、中金公司等 在 2016~2023 年前后名次有较大改变；
- 2) **南下资金指标（用于表征外资在港股市场的买入意愿）**：计算每日 AH 成分股外资持股占比的中位数，其中若个股的持股占比数据缺失，则用前值替代；
- 3) **流动性指标（用于表征短期流动性差异）**：防止个股换手率出现极值，此处提取每日 AH 成分股换手率比值的中位数；
- 4) **辅助指标（用于表征外资风险偏好）**：用十年期美债收益率表征，当指标上升时，暗示美联储货币紧缩，对应外资风险偏好受挫。

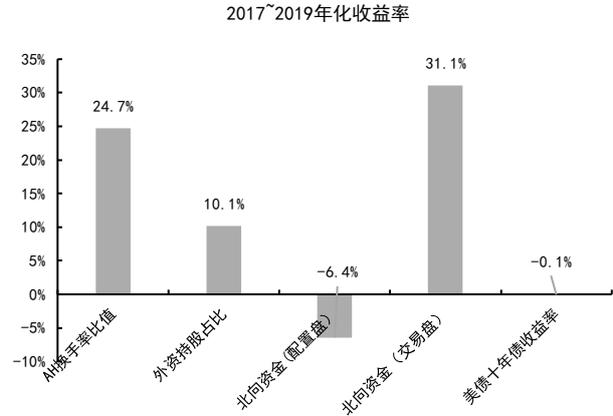
为了确保单一指标的有效性，我们首先采用相同方法，利用单一指标对 AH 溢价指数进行择时，筛选出有效指标。此处采用简化操作，若排名百分位数 3 日均值 > 6 日均值，则做多 AH 溢价指数，反之则做空 AH 溢价指数，其中南下资金指标取反。观察单一指标对 AH 溢价指数的择时效果，可以发现 **AH 换手率、外资持股占比、外资交易盘对 AH 溢价择时相对有效**，并且有效性在 2019 年后有所提升；而北向信号中配置盘无效，此处考虑直接剔除；美债收益率择时效果不佳，可能是 AH 溢价指数仅对美债利率上升敏感，因此在融合指标时需对其进行再调整。指标融合之后，我们同时对短期信号降频、强化，具体操作流程如图表 26 所示。

图表 24：单因子 AH 溢价择时净值曲线



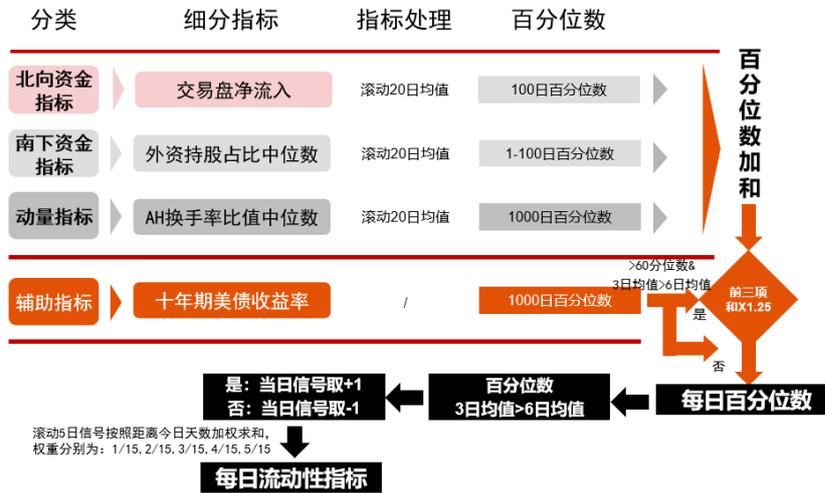
资料来源：Wind 中信期货研究所

图表 25：单因子 AH 溢价择时年化收益率



资料来源：Wind 中信期货研究所

图表 26：AH 溢价指标融合方法



资料来源：Wind 中信期货研究所

若当日流动性指标 >0 ，则在次日开盘时做多 AH 溢价指数，若当日流动性信号 <0 ，则次日空仓，其中假设每次开仓、平仓单边交易摩擦为万分之五，策略平均每月换仓 2 次，操作时考虑港交所限制卖空个股名单机制。我们分别回溯 2017~2023 年对两条 AH 溢价指数的择时效果，结果如图表 27 所示，其中对 AH 溢价指数的择时年化收益 33.47%，超额收益约为 22.25%，证明对 AH 溢价指数择时有效，同时也说明**按照换手率比值做个股加权配置，相较于 AH 换手率比值作个股等权配置收益更高**。而在沪港 AH 溢价指数的择时效果较弱，2017~2020 年多数情况下跑输标的指数，仅在 2021 年后略微跑赢，总体年化收益 6.08%，超额收益约为 -0.01% 。

图表 27：AH 溢价指数-择时/AH 溢价指数净值



资料来源：Wind 中信期货研究所

两条曲线择时效果之所以不同，可能有三点原因：

- 1) 沪港 AH 溢价指数以收盘价计算，可能存在日内信息损耗；
- 2) 报告中构建的 AH 溢价指数按照流动性加权配置，且成长股、中小盘股权重较高，故而指数对外资交易以及流动性的边际变化更加敏感；而沪港 AH 溢价指数采用流通股市值加权，大盘价值股对外资交易和流动性的敏感度不强。
- 3) 沪港 AH 溢价在 2021 年后择时效果好转，或是 2017~2020 年以大盘价值为核心权重，但 2021 年开始大盘成长股占比快速升高，风格变化使指数对外资行为、市场流动性开始变得敏感。

为了验证原因 2、3，我们在图表 28 中比较了不同因子对不同风格的 AH 溢价指数择时年化收益，横向对比来看，**大盘成长和中小盘价值 AH 溢价指数确实对流动性变化更加敏感，而大盘价值对外资结构性指标（如北向资金、外资持股占比和美债收益率）的敏感性一般**；而纵向对比来看，在所有因子效果中，**AH 溢价比值在所有因子中收益贡献最大**，外资指标、美债收益率等或许只能辅助解释长期结构偏离问题。

图表 28：不同信号对不同风格的择时效果

	大盘价值型	大盘成长型	中盘价值型	中盘成长型	小盘价值型	小盘成长型
北向资金（交易盘）	1.7%	1.1%	0.0%	-9.8%	4.8%	-8.4%
外资持股占比中位数	-0.9%	-1.2%	1.8%	-5.0%	8.3%	3.2%
AH 换手率比值中位数	5.1%	10.4%	7.2%	-4.8%	1.4%	-5.3%
美债收益率	2.1%	2.1%	5.1%	-8.5%	-0.3%	0.0%
融合指标	19.3%	42.6%	36.2%	-68.8%	15.0%	17.7%

资料来源：Wind 中信期货研究所

四、 总结与展望

（一）报告总结

综上所述，推动 AH 溢价产生偏离的主要因素包括市场的流动性差异、以及外资交易行为的扰动，前者可帮助解释短期 AH 溢价的偏离，而后者可以辅助解释中长期结构性的问题。在事件驱动层面，MSCI 中国指数的成分股纳入可能也会影响个股 AH 溢价（上行）；截面维度，个股红利的差异可能是导致部分个股 AH 溢价较高的原因。

我们或许可以通过资金面指标对 AH 成分股进行套利交易。回溯发现，我们可以通过 **AH 换手率比值、北向资金的交易盘流入、外资在港股的持股占比、十年期美债收益率等资金面指标**，构建 AH 溢价择时框架，对流动性差异较高的个股进行套利获取收益；若退而求其次，也可直接基于 AH 换手率比值对相应个股进行套利。而在择时效果上，我们可以利用该框架对流动性加权的 AH 溢价指数做趋势判断，但对沪港 AH 溢价指数效果有限，其原因或是后者大盘价值股对外资交易行为不敏感所致。

（二）如何判断未来沪港 AH 溢价指数是否会均值复归？

基于上述讨论以及择时回测，我们认为沪港 AH 溢价指数是否回归，需要满足两个条件，其中后者可能起决定性影响：

1) **成长股、中小盘股权重保持或上升**：若更多大盘成长、中小盘中概股在港股上市，那么可能带动整体指数对外资交易、流动性更加敏感，此时利用资金面指标对指数做判断会更加有效；

2) **外资回流港股**：外资是否回流港股取决于风险偏好以及国内基本面是否修复，若 2024 年内美联储启动降息、国内宽信用路径通畅，在陆股通额度打满的情况下，有望推动外资回流港股、AH 溢价回落。

免责声明

除非另有说明，中信期货有限公司拥有本报告的版权和/或其他相关知识产权。未经中信期货有限公司事先书面许可，任何单位或个人不得以任何方式复制、转载、引用、刊登、发表、发行、修改、翻译此报告的全部或部分材料、内容。除非另有说明，本报告中使用的所有商标、服务标记及标记均为中信期货有限公司所有或经合法授权被许可使用的商标、服务标记及标记。未经中信期货有限公司或商标所有权人的书面许可，任何单位或个人不得使用该商标、服务标记及标记。

如果在任何国家或地区管辖范围内，本报告内容或其适用与任何政府机构、监管机构、自律组织或者清算机构的法律、规则或规定内容相抵触，或者中信期货有限公司未被授权在当地提供这种信息或服务，那么本报告的内容并不意图提供给这些地区的个人或组织，任何个人或组织也不得在当地查看或使用本报告。本报告所载的内容并非适用于所有国家或地区或者适用于所有人。

此报告所载的全部内容仅作参考之用。此报告的内容不构成对任何人的投资建议，且中信期货有限公司不会因接收人收到此报告而视其为客户。

尽管本报告中所包含的信息是我们于发布之时从我们认为可靠的渠道获得，但中信期货有限公司对于本报告所载的信息、观点以及数据的准确性、可靠性、时效性以及完整性不作任何明确或隐含的保证。因此任何人不得对本报告所载的信息、观点以及数据的准确性、可靠性、时效性及完整性产生任何依赖，且中信期货有限公司不对因使用此报告及所载材料而造成的损失承担任何责任。本报告不应取代个人的独立判断。本报告仅反映编写人的不同设想、见解及分析方法。本报告所载的观点并不代表中信期货有限公司或任何其附属或联营公司的立场。

此报告中所指的投资及服务可能不适合阁下。我们建议阁下如有任何疑问应咨询独立投资顾问。此报告不构成任何投资、法律、会计或税务建议，且不担保任何投资及策略适合阁下。此报告并不构成中信期货有限公司给予阁下的任何私人咨询建议。。

中信期货有限公司

深圳总部

地址：深圳市福田区中心三路 8 号卓越时代广场（二期）北座 13 层 1301-1305、14 层

邮编：518048

电话：400-990-8826。