

# 沪股通、深股通与沪深两市的股价波动

张一懿

上海理工大学管理学院, 上海

收稿日期: 2025年4月23日; 录用日期: 2025年5月16日; 发布日期: 2025年5月26日

## 摘要

2014年沪港通开通, 2016年深港通开通, 形成了香港资金流向大陆买卖上交所和深交所股票的“北上资金”。本文基于VAR模型, 通过实证分析探究北上资金流动与沪深两市大盘指数涨跌的相互影响。结果表明, 资金净流入与大盘指数涨跌幅存在相互因果关系, 且短期看大盘指数对资金流动的影响更显著。基于此, 文章提出优化沪深股通投资范围、加强信息披露监管与协调、完善跨境监管合作与协调机制的政策建议, 以促进市场健康发展、提升透明度与公信力、防范金融风险, 充分利用沪深股通的机制优势, 完善国内金融市场。

## 关键词

沪股通, 深股通, 北上资金, 大盘指数, VAR模型

# Shanghai-Hong Kong Stock Connect, Shenzhen-Hong Kong Stock Connect and Stock Price Fluctuations in the Shanghai and Shenzhen Stock Markets

Yiyi Zhang

Business School, University of Shanghai for Science and Technology, Shanghai

Received: Apr. 23<sup>rd</sup>, 2025; accepted: May 16<sup>th</sup>, 2025; published: May 26<sup>th</sup>, 2025

## Abstract

Since the launch of Shanghai-Hong Kong Stock Connect in 2014 and Shenzhen-Hong Kong Stock Connect in 2016, “Northbound funds” have flowed from Hong Kong to the Chinese mainland to trade stocks on the Shanghai and Shenzhen stock exchanges. Based on the VAR model, this paper explores the interaction influence between the flow of Northbound funds and the fluctuations of the major market

index in the Shanghai and Shenzhen stock markets through empirical analysis. The results show that a two-way causal relationship exists between the net capital inflow and the major market index changes. In the short run, the impact of the major market index on capital flow is more significant. Based on these findings, the paper proposes three policy recommendations: expanding the investment scope of Shanghai-Hong Kong and Shenzhen-Hong Kong Stock Connect, strengthening the regulation and coordination of information disclosure, and improving the cross-border regulatory cooperation mechanism. These aim to promote healthy market development, enhance market transparency and credibility, and prevent financial risks, making full use of the advantages of the Shanghai-Hong Kong and Shenzhen-Hong Kong Stock Connect mechanism to improve the domestic financial market.

## Keywords

Shanghai Stock Connect, Shenzhen Stock Connect, Northward Funds, Major Market Index, VAR Model

Copyright © 2025 by author(s) and Hans Publishers Inc.

This work is licensed under the Creative Commons Attribution International License (CC BY 4.0).

<http://creativecommons.org/licenses/by/4.0/>



Open Access

## 1. 引言

2014年沪港通开通,2016年深港通开通。由于内陆与香港之间的资金流向存在差异,进而分化出沪股通、深股通和港股通。其中,沪股通和深股通是指香港的资金流向大陆,用于买卖上交所和深交所的股票。结合上海、深圳和香港的地理位置,将这类资金命名为“北上资金”。经过多年的发展与积累,北上资金已逐渐成长为A股市场中最大且最稳定的增量资金之一,对A股市场形成了较为显著的影响力。尽管其在整个A股市场中的占比相对较小,但北上资金对A股股价走势展现出明显的领先性,并在过去三年中取得了显著的超额收益。正因如此,众多投资者将其视为重要的投资参考指标。因此,无论是在行业内的个股选择,还是在行业筛选层面,北上资金的流向都具有极高的研究价值,值得投资者予以密切关注。

通过对过往日度数据的深入分析,能够总结出北向资金在不同市场环境下的流向规律,以及这些流向与沪深两市股价波动之间的内在关联。此外,此次北向资金披露机制的调整本质上是一种政策的变更。深入研究过去的日度数据,有助于对这一政策调整对市场的实际影响进行客观、准确的评估。

## 2. 相关文献综述

沪深港通的实施显著提升了标的股票的流动性水平,这一结论在学术界已形成共识,其作用机制主要体现在以下三方面:境外投资者的参与直接增加了市场交易活跃度。傅仁辉和王一斐(2018)通过对比深港通标的股与非标的股发现,标的股票流动性水平提升约12%,且对流动性较差、价值低估的股票改善效果更显著,这得益于境外投资者的价值发现能力和交易需求[1]。李沁洋和陈婷(2022)进一步验证,深港通机制通过吸引境外投资者,促使标的股票换手率提高、买卖价差缩小,流动性溢价效应显著。境外投资者的专业分析能力强化了价格发现机制[2]。钟凯等(2018)通过双重差分模型研究发现,沪港通标的股票的信息质量提升,异质性波动率下降,尤其对信息披露质量较差的上市公司效果更明显[3]。李沁洋和陈婷(2022)补充指出,分析师关注度的增加是流动性提升的关键路径,标的公司因境外资金介入而面临更高的信息披露要求,降低了信息不对称性。跨境资金流动改变了市场参与者的行为模式[2]。李洋等(2023)基于陆股通日频持仓数据发现,境外投资者持股稳定性较高的股票流动性提升更显著,因长期资金降低了短期投机交易频率[4]。许从宝等(2016)则指出,沪港通资金持续流入后,标的股票的交易深度和市

场弹性增强，流动性从“量变”转向“质变”[5]。

沪深港通对股价波动性的影响呈现显著分化，具体表现为政策阶段、市场周期和投资者行为的异质性：长期价值型投资者的引入对市场波动起到对冲作用。钟凯等(2018)发现，沪港通标的股票的异质性波动率平均下降 9.2%，十大活跃交易股票的波动抑制效果尤为突出[3]。李沁洋和陈婷(2022)进一步指出，境外投资者通过增持低波动、高流动性的蓝筹股，降低了市场整体波动率。短期投机资本和投资者情绪共振可能放大波动[2]。许香存和陈志娟(2016)的实证研究表明，沪港开通初期，境外投资者携带的国际市场风险引发中小投资者恐慌性交易，导致标的股票价格波动率上升[6]。陈晨(2015)基于双重差分模型发现，沪港通试点阶段(2014~2015 年)上证综指波动率提升 7.8%，因境内投资者对北向资金流向存在过度反应[7]。许从宝等(2016)发现，沪港通初期(2014~2016 年)标的股票波动率上升，但政策实施两年后波动抑制效应逐渐显现，牛市期间外资流入抑制波动，熊市期间流出加剧波动[5]。李洋等(2023)指出，陆股通资金频繁流入流出的股票波动风险较高，而持股稳定的境外资金(如主权基金)对波动性有显著抑制作用[4]。

### 3. 理论分析与假说的提出

#### 3.1. 理论分析

本研究旨在检验沪深港通资金流动与大盘指数涨跌幅之间的双向作用关系。一方面评估资金流入/流出对大盘指数波动的影响；另一方面探讨大盘指数波动如何反馈驱动沪深港通资金流动。通过构建向量自回归(VAR)模型并分别对沪股通和深股通样本进行实证分析，本研究将揭示两者在同一经济环境下的差异与共性。

##### 3.1.1. 资金流动对大盘指数的影响

当沪深港通资金净流入时，新增买盘直接提升股票价格，推动大盘指数上扬；同时，持续的资金流入还通过“信心-预期”通道强化投资者情绪，吸引更多资本入市并形成正向反馈。在宏观层面，国内外货币政策与全球资本流向对北向资金起到重要引导作用：宽松环境下越发便利国际资本配置至内地市场，而当全球或国内政策收紧时，避险需求又会迫使资金回流，给指数带来下行压力。此外，境外投资者的资产配置逻辑、上市公司基本面及相对估值等因素，也会在供需与情绪之外，通过择时或跨市场套利等路径，对大盘指数产生附加影响。

##### 3.1.2. 大盘指数对资金流动的反馈作用

大盘指数的波动通过财富效应、风险偏好与市场预期三条主通道，显著影响沪深港通资金的进出节奏。首先，指数上涨提升投资者账面收益，短期内可能吸引追加资金入市，但当涨幅过大时，套利卖压也会随之增多，迫使部分资金回撤；指数下跌则在诱发恐慌性抛售的同时，也常伴随着低位抄底行为，形成反复循环。其次，指数的持续上行或下行会改变投资者对风险的承受能力：上涨趋势增强乐观情绪和风险偏好，从而吸引更多北上资金；下行趋势则加剧谨慎预期，促使资金撤出或转向港股市场。此外，作为市场情绪的晴雨表，大盘指数的连涨连跌在境外投资者中迅速扩散乐观或悲观预期，进一步强化资金流动的自我强化效应。最后，这一反馈过程还受到宏观经济环境的调节：在经济回暖期，股指回升往往伴随跨境资金净流入；在经济趋弱期，资金则倾向于回流至避险资产，从而对指数形成新的下行压力。

综上，沪深港通资金流动与大盘指数涨跌幅度存在多重相互作用渠道。本研究通过对沪股通和深股通分别建模，并利用脉冲响应与方差分解技术，能够定量评估上述机制的时序传递效应，为理解跨境资金流动与市场波动的内在逻辑提供坚实的实证基础。

#### 3.2. 提出假设

根据上述理论，可将沪股通与深股通资金流动视为一种逐利行为，并假定大盘指数涨跌幅度是其最

关键的影响因素：资金净流入意味着北向资金预期 A 股市场具有盈利机会，资金净流出则表明对价格下跌的担忧。由于多数投资者将北向资金视为风向标，并跟随其操作，这些资金的聚合效应最终推动大盘指数的涨跌。反过来，大盘指数的波动通过市场情绪、投资者预期与宏观经济环境等渠道，反馈影响沪深股通的资金流入与流出。在实践中，股价波动往往是北向资金流动最直接、最重要的驱动因素。考虑到所谓“聪明资金”常能在指数上升前介入并于高位套利退出，本文提出以下两点假设：

假设一：当沪股通与深股通资金持续净流入时，股票价格及大盘指数在随后一段时间内大概率上升；反之，持续净流出则大概率导致价格与指数下跌。

假设二：大盘指数上涨会在短期内吸引沪深股通资金净流入，但随着指数持续上涨，部分资金将选择套利流出；指数下跌则在短期内引发资金净流出，但在低位会出现资金反向流入。

## 4. 模型的构建与实证分析

### 4.1. 变量选择

研究沪股通和深股通的资金净流入对沪深两市大盘的影响，对沪深两市大盘的影响可以分别用上证指数和深证成指的日涨跌幅度来表示，记作  $indexincrease$ ，根据沪股通和深股通的资金净流入量，记作  $daynetinflow$ ，选取市场总成交额、融资融券余额、人民币兑美元汇率、恒生指数日收益率和 SHIBOR 与 HIBOR 隔夜利率差作为控制变量。选取沪股通和深股通开通以来所有有效交易日，数据来源于 Wind 数据库。

### 4.2. 实证分析

#### 4.2.1. 单位根检验

在构建 VAR 模型之前，我们需要对变量进行单位根检验，采取的方法为 ADF 单位根检验，如果检验结果为不平稳序列，则需要对序列进行差分后再检验其平稳性，平稳性检验结果如表 1 所示。

**Table 1.** ADF unit root test results of the variables related to Shanghai-Hong Kong Stock Connect and Shenzhen-Hong Kong Stock Connect data

**表 1.** 沪股通和深股通相关数据的各变量的 ADF 单位根检验结果

变量	定义	沪股通数据处理方式	深股通数据处理方式
$indexincrease$	指数日涨跌幅度	原序列平稳	原序列平稳
$daynetinflow$	资金净流入量的对数	原序列平稳	原序列平稳
$Market\_Turnover$	市场总成交额的对数	原序列平稳	取一阶差分
$Margin\_Trading$	融资融券余额的对数	取一阶差分	取一阶差分
$USDCNY\_Volatility$	人民币兑美元汇率	取一阶差分	取一阶差分
$HSI\_Return$	恒生指数日收益率	原序列平稳	原序列平稳
$SHIBOR\_HIBOR\_Spread$	SHIBOR 与 HIBOR 隔夜利率差	取一阶差分	取一阶差分

#### 4.2.2. 建立模型

这里构建沪股通和港股通的资金净流入量与大盘指数的涨跌幅的 VAR 模型如下，通过 AIC 信息准则，选取最佳值后阶数为 5：

$$indexincrease_t = \alpha + \sum_{\ell=1}^5 \beta_{\ell} daynetinflow_{t-\ell} + \sum_{j=1}^k \sum_{m=0}^5 \gamma_{jm} CtrlVar_{j,t-m} + \varepsilon_t \quad (1)$$

其中，核心自变量  $daynetinflow$  包含当期及 5 期滞后的净流入影响，控制变量  $CtrlVar$  为多个控制变量的

叠加，每个控制变量同样考虑 5 期滞后效应， $\alpha$  为截距项，反映系统固有增长趋势， $\beta$  为净流入量的动态影响系数， $\varepsilon$  为白噪声误差项。

### 4.2.3. GRANGER 检验

VAR 模型给出了沪股通和港股通的资金净流入量与大盘指数的涨跌幅之间的相关关系，但两者背后的时间先后和预测关系还有待进一步研究。GRANGER 检验的并不是检验传统意义上的相关关系，而是检验变量之间的时间先后关系和预测关系，运用 GRANGER 检验法，选择最优滞后期 5，检验大盘指数涨幅与沪股通和港股通的资金净流入量和利率之间的时间先后关系。在 95% 的置信水平下，结果如表 2 所示。

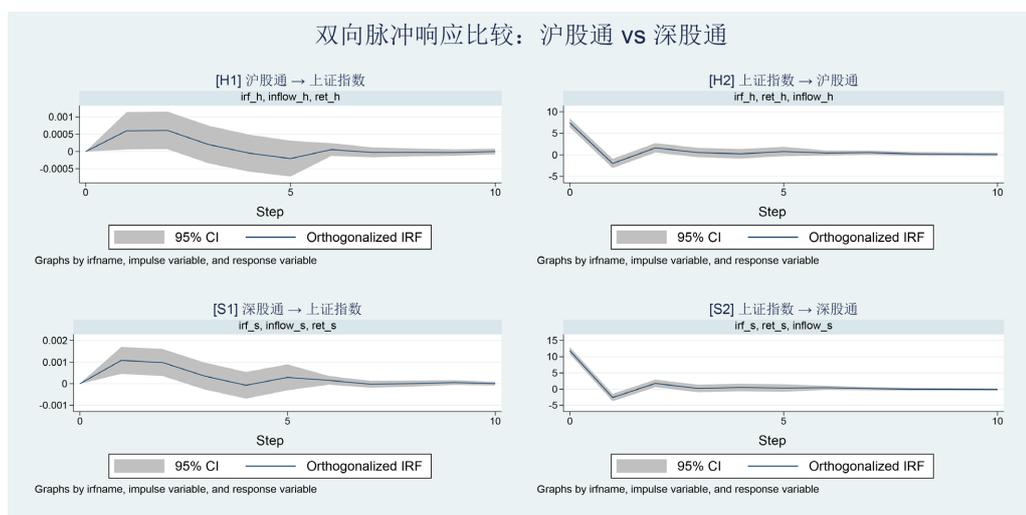
**Table 2.** Granger causality test for Shanghai-Hong Kong Stock Connect and Shenzhen-Hong Kong Stock Connect  
**表 2.** 沪股通和深股通的 Granger 因果检验

	原假设	P 值	结论
沪股通	daynetinflow 不是 indexincrease 的原因	0.331	拒绝原假设
	indexincrease 不是 daynetinflow 的原因	0.000	拒绝原假设
深股通	daynetinflow 不是 indexincrease 的原因	0.002	拒绝原假设
	indexincrease 不是 daynetinflow 的原因	0.000	拒绝原假设

根据表 2 的检测结果可以看出，在滞后期为 5 的情况下，GRANGER 因果检验 daynetinflow 和 indexincrease 之间的因果关系都是拒绝原假设。说明无论是沪股通还是深股通，资金的净流入量和大盘指数的涨跌幅度之间都存在着相互的时间和预测关系，说明这两个变量之间存在着长期的动态相关性，即互相影响的。

### 4.2.4. 脉冲响应

在模型考虑应用到实际问题的时候，为观察某一扰动项冲击对沪股通和深股通的资金净流入与大盘指数的涨幅之间的传导，需要用脉冲响应函数来分析扰动项的影响是如何在两个变量间相互传导的。脉冲响应图如图 1 所示。



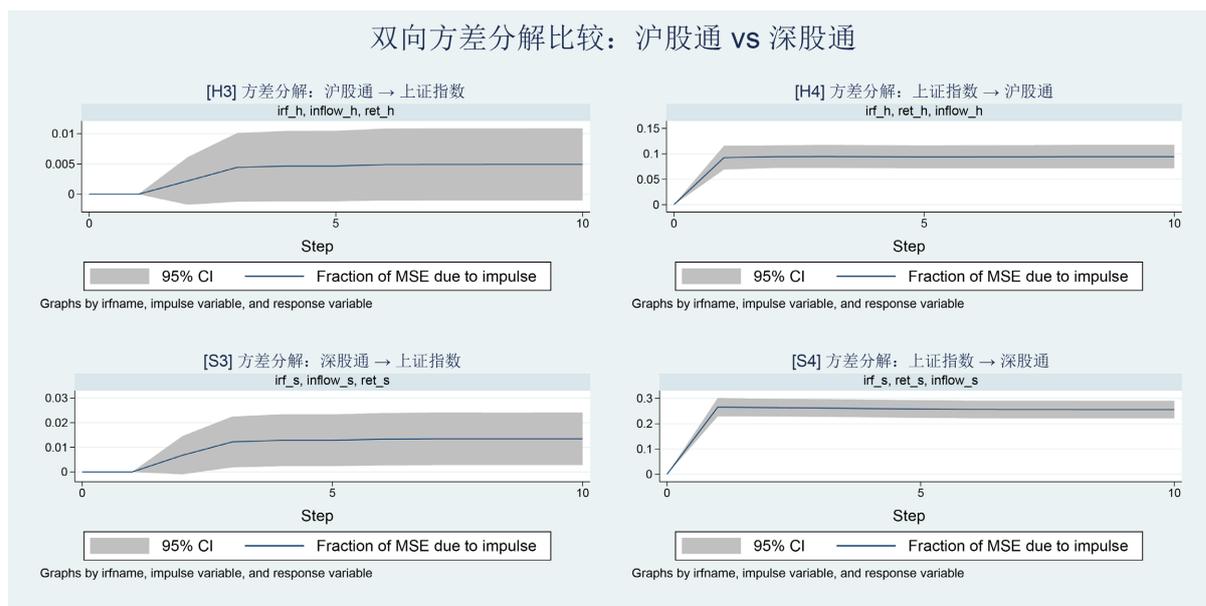
**Figure 1.** Two-way impulse response graph of Shanghai-Hong Kong Stock Connect and Shenzhen-Hong Kong Stock Connect

**图 1.** 沪股通与深股通的双向脉冲响应图

从图 1 可以看出，沪股通和深港通的脉冲响应图呈现相似特征。当给资金日净流入量施加正冲击时，大盘指数短期内几无反应，这符合有效市场假说，即市场已充分消化资金流入信息，短期内难再引发价格大幅波动。反之，给大盘指数涨跌幅施加冲击，资金净流入量短期内出现波动，且在第二期达到显著负效应峰值，随后逐渐减弱。这种现象可从行为金融学角度解释，投资者普遍存在“处置效应”，在市场上涨时倾向于获利了结，落袋为安，导致北上资金流出；而当市场回调时，又基于对长期价值的判断重新买入，以期获取后续收益。结合市场实际，北上资金多为机构投资者，其操作更为理性且规模较大，其资金流向对市场情绪和股价走势存在重要影响。当北上资金因市场上涨而流出时，可能引发市场短期调整，反之则可能推动市场回升，进一步印证了脉冲响应图中二者间的动态影响关系。

#### 4.2.5. 方差分解

从图 2 中可以看出，资金净流入量对大盘指数的冲击贡献比例趋于平稳，而大盘指数对资金净流入量的冲击贡献比例在短期内较高且逐渐稳定，这与我们的假设一致，表明资金净流入量对大盘指数的短期影响较弱，而大盘指数对资金净流入量具有较强的短期影响。结合市场的实际情况，资金流入流出会对股价产生影响，但这种影响可能不会立即显现，而是具有一定的滞后性。当大盘指数上涨时，投资者可能会因获利了结而卖出股票，导致资金流出；而当大盘指数下跌时，投资者可能会逢低买入，导致资金流入。这种现象在北上资金中尤为明显，其操作通常较为理性且规模较大，对市场情绪和股价走势具有重要影响。此外，市场中的投资者行为和资金流动也受到多种因素的综合影响，如市场情绪、政策变化、宏观经济数据等，这些因素可能导致资金流动和股价波动之间存在一定的复杂关系，而不仅仅是简单的因果关系。因此，我们的分析结果与市场实际情况相符，进一步支持了我们的假设。



**Figure 2.** Variance decomposition chart of Shanghai-Hong Kong Stock Connect and Shenzhen-Hong Kong Stock Connect  
**图 2.** 沪股通与深港通的方差分解图

## 5. 政策建议

### 5.1. 优化沪深股通投资范围

进一步扩大沪深股通的投资范围，除了现有的股票外，可以考虑纳入更多优质的 ETF、REITs 等金

融产品。例如，将一些具有代表性和流动性的行业 ETF 纳入其中，使境外投资者能够更便捷地投资于中国特定行业。同时，也可逐步将符合条件的新三板股票纳入沪深股通标的范围，为投资者提供更多的投资选择。

### 5.2. 加强信息披露监管与协调

建立和完善统一的沪深港通信息披露平台，要求上市公司按照国际通行的信息披露标准，同时以中英文双语形式披露重要信息，包括财务报告、重大事项公告等。并且，监管机构应加强对上市公司信息披露的监管力度，对违反信息披露规定的行为进行严厉处罚。

### 5.3. 完善跨境监管合作与协调机制

进一步加强中国证监会与香港证监会以及其他相关监管机构之间的合作与沟通，建立更加紧密的跨境监管协调机制。加强在市场监管、风险防范、执法协作等方面的合作，共同应对可能发生的市场操纵、内幕交易等违法违规行为，维护市场的公平、公正和透明。

## 参考文献

- [1] 傅仁辉, 王一斐. 资本市场开放对股票流动性的影响——以深港通为例[C]//第二届中国财务与会计学术年会论文集. 厦门: 厦门大学管理学院, 2018: 1-15.
- [2] 李沁洋, 陈婷. 资本市场开放、分析师关注与股票流动性——基于沪深港通机制的准自然实验[J]. 管理科学学报, 2022(12): 108-125.
- [3] 钟凯, 孙昌玲, 王永妍, 等. 资本市场对外开放与股价异质性波动——来自“沪港通”的经验证据[J]. 金融研究, 2018(7): 174-192.
- [4] 李洋, 熊熊, 孟永强. 境外投资者持股稳定性与股价波动风险——基于陆股通日频持仓数据的研究[J]. 经济研究, 2023(5): 95-107.
- [5] 许从宝, 刘晓星, 石广平. 沪港通会降低上证 A 股价格波动性吗?——基于自然实验的证据[J]. 金融经济研究, 2016, 31(6): 28-39.
- [6] 许香存, 陈志娟. 沪港通对股票市场波动性和流动性影响的实证研究[J]. 浙江工商大学学报, 2016(6): 76-83.
- [7] 陈晨. 沪港通对沪市股票的波动性、流动性影响研究——基于双重差分模型[J]. 时代金融, 2015(1): 146, 150.