



浦银国际月度资金流：“TACO”交易重现，中美市场均受资金青睐

- 虽然地缘政治风险再起，中国和美股市场仍受外资青睐。过去一月（9月18日至10月15日），中美贸易摩擦再起，市场或押注“TACO”交易，美股和中国市场均受到外资的加仓。美股录得大幅净流入328.9亿美元。中国市场中，内地市场净流入34.3亿美元，香港市场录得净流入3.2亿美元。欧洲市场中，法国股市和德国股市分别录得净流入17.3亿美元和12.5亿美元。英国市场录得净流入26.3亿美元。亚太市场中，日本股市净流入17.9亿美元，韩国股市净流入8.8亿美元，印度股市净流出3.9亿美元。大部分市场重新受到本土投资者的加仓。录得本土资金加仓领先的市場为中国内地和美国，分别为226亿美元和168亿美元。然而，需留意获利了结意愿上升或带动资金转向。
- 美联储重启降息，新兴市场对全球资金吸引力将上升。过去一月，资金净流入发达市场619.8亿美元，较可比同期净流入757.5亿美元略有下降。新兴市场录得净流入309.8亿美元，较可比同期净流入160.5亿美元明显加速。期间，新兴市场股价跑赢发达市场1%。全球资金对于分散配置的需求上升，美联储亦已在9月重启降息周期，年内或仍将有两次降息，新兴市场货币还将受益于美元走弱，吸引力有望增加。
- 被动型外资流入中国内地市场放缓。根据EPFR，过去一月，外资继续净流入中国市场，录得34.3亿美元净流入，其中被动型外资净流入38.0亿美元，主动基金净流出3.7亿美元。然而，10月2日-15日，被动型基金净流入8.6亿美元，较9月最后两周净流入29.4亿美元明显放缓，反映在市场波动时，交易型外资获利了结意愿较强。此外，本土资金大幅净流入中国内地市场，有助于维护市场的稳定。
- 正回报资金获利了结意愿较强，外资净流入港股放缓。过去一月，外资净流入港股市场约3.2亿美元，较可比同期净流入30.1亿美元明显放缓。期间，主动型外资净流出0.8亿美元，被动基金净流入放缓至4.0亿美元（可比同期净流入30.6亿美元），反映出前期累积了较多正回报的对冲型和交易型基金或开始获利了结。
- 南向资金的避险意愿有所上升，高息股重获青睐。截至10月20日，10月南向资金累计净流入470.8亿港元，日均净流入52.3亿港元，较9月日均净流入85.7亿港元下降。9月南向资金累计净流入1885.2亿港元，创下年度单月净流入新高。南向资金在港股的活跃度有所降低。10月至今，南向资金的当月日均成交额在港股占比为23.7%，较9月日均成交额占比24.1%有所下降。过去一月，南向资金净流入互联网零售、信息科技（软件+硬件）等板块的规模较大，但前期累积较多涨幅的半导体、生物制药等板块则受到南向资金的减持。虽然成长股仍受青睐，但由于避险需求上升，银行、能源、电信服务等红利属性较强的龙头股重获南向资金的青睐。
- 投资风险：政策刺激不及预期，地缘政治紧张局势升级，流动性趋紧。

赖烨烨

首席策略分析师

Melody_lai@spdbi.com

(852) 2808 6411

2025年10月21日



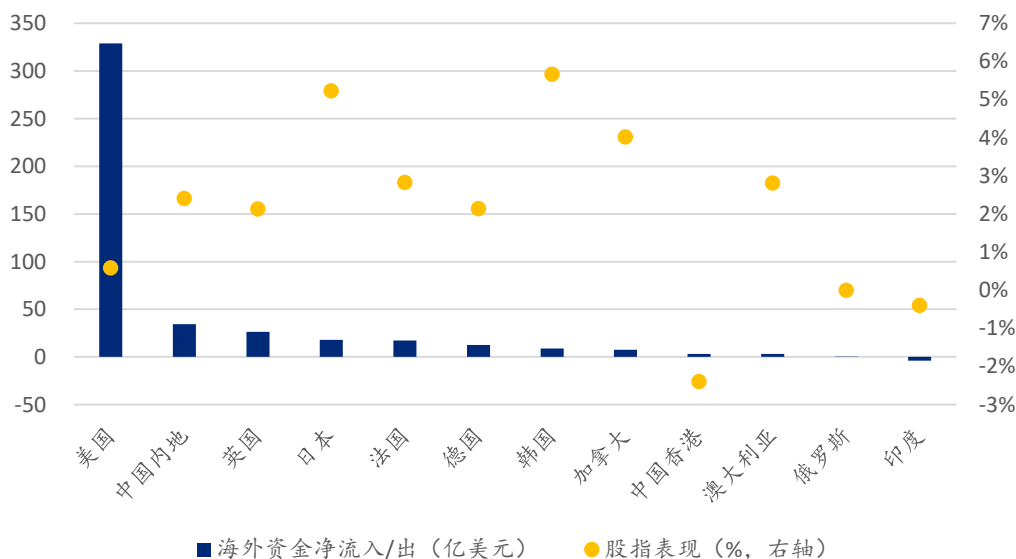
扫码关注浦银国际研究

全球资金流向：地缘政治风险再起，市场或押注“TACO”交易

虽然中美贸易摩擦再起，美股和中国内地市场仍较受外资青睐。过去一月（9月18日至10月15日），虽然中美贸易摩擦再起，但由于市场或押注“TACO”交易，美股和中国市场均受到外资的加仓。其中，美股录得大幅净流入328.9亿美元。中国市场中，内地市场净流入34.3亿美元，香港市场录得净流入3.2亿美元。欧洲市场中，法国股市和德国股市分别录得净流入17.3亿美元和12.5亿美元。英国市场录得净流入26.3亿美元。亚太市场中，日本股市净流入17.9亿美元，韩国股市净流入8.8亿美元，印度股市净流出3.9亿美元。从表现上看，日本、韩国等股市表现亮眼，但中国香港、印度、美国等股市表现落后（图表1）。

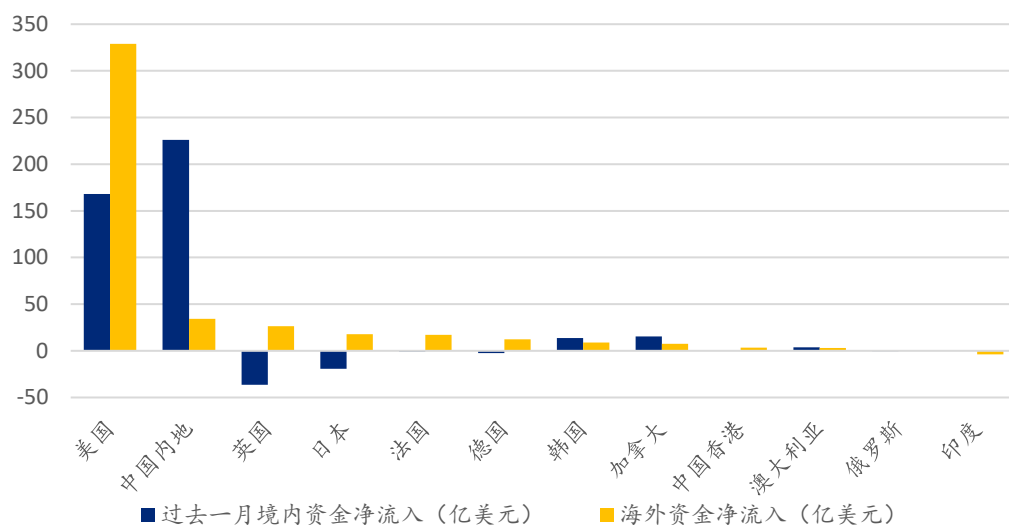
本土投资者重新加仓美股和中国内地市场。过去一月（9月18日至10月15日），大部分市场重新受到本地资金的加仓，其中录得本土资金加仓领先的市场为中国内地和美国，分别为226亿美元和168亿美元。然而，英国和日本市场录得本土资金净流出规模较大，分别为36亿和19亿美元。接下来，需要留意部分市场的本土资金可能重新净流出，因为本土资金主要以被动基金（ETF）为主，以美股市场为例，本土投资者前期仓位已达到偏高水平，尤其是在高涨情绪有所降温后，个人投资者加仓动能减弱，甚至部分开始获利了结（图表2）。

图表 1：全球主要市场海外资金流向：9月18日至10月15日，中国和美国市场较获青睐



注：数据截至2025年10月15日。
资料来源：EPFR、Bloomberg、浦银国际

图表 2：全球资金流向：过去一月，美国和中国内地市场受到本土资金加仓较多

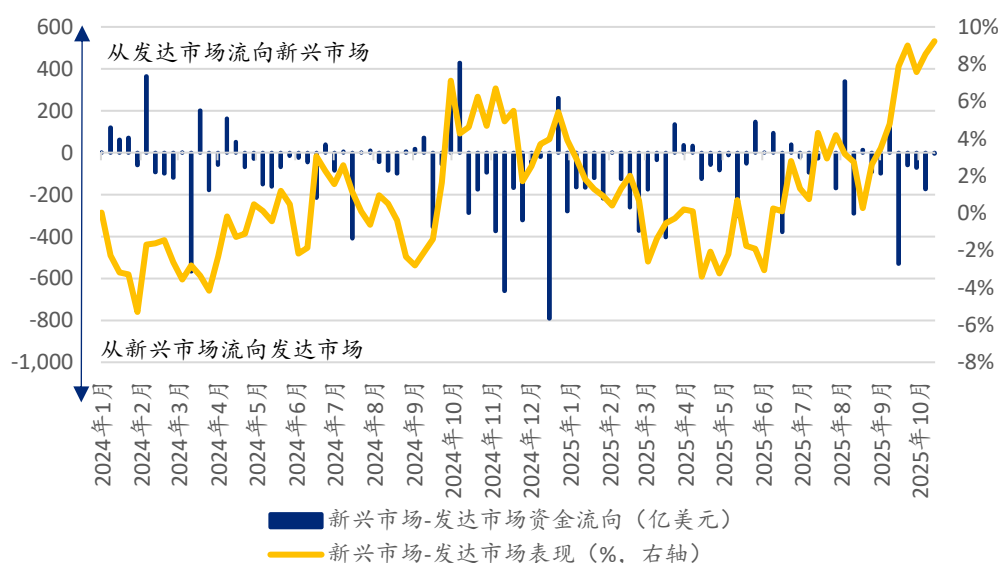


注：数据截至 2025 年 10 月 15 日。

资料来源：EPFR、浦银国际

美联储重启降息，新兴市场对全球资金吸引力将上升。根据 EPFR，过去一月（9 月 18 日至 10 月 15 日），资金净流入发达市场 619.8 亿美元，较可比同期净流入 757.5 亿美元略有下降。新兴市场录得净流入 309.8 亿美元，较可比同期净流入 160.5 亿美元明显加速。期间，新兴市场股价跑赢发达市场 1.0%（图表 3）。在全球市场波动成为常态的背景下，资金对于分散配置的需求上升，且美联储已在 9 月重启降息周期，年内或仍将有两次降息，新兴市场货币还将受益于美元走弱，如果赚钱效应上升，对全球资金的吸引力有望增加。

图表 3：过去一月，虽然发达市场对资金吸引力更强，但是股价跑输新兴市场



注：数据截至 2025 年 10 月 15 日。

资料来源：EPFR、浦银国际

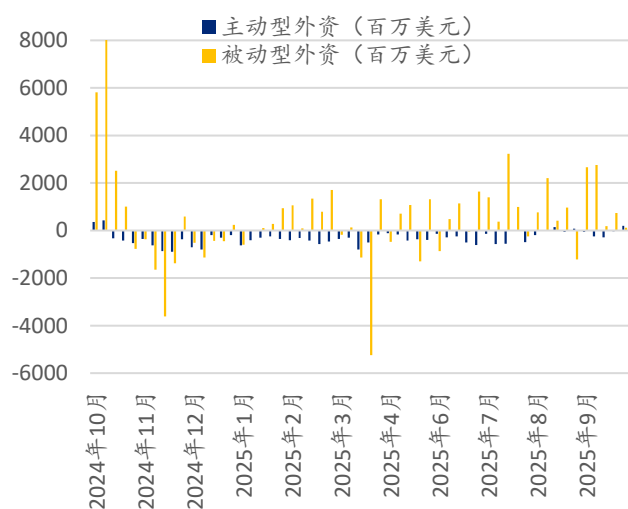
被动型外资净流入放缓，本土资金大幅净流入中国市场

外资持续净流入中国，但被动型外资净流入放缓。根据 EPFR，过去一月（9 月 18 日至 10 月 15 日），外资继续净流入中国市场，主要由被动型外资驱动。期间共有 34.3 亿美元外资净流入中国市场（可比同期：净流入 29.3 亿美元），被动型外资净流入 38.0 亿美元，主动基金净流出 3.7 亿美元，主动型外资回流尚未形成趋势。值得注意的是，10 月 2 日-10 月 15 日，被动型基金净流入 8.6 亿美元，较 9 月最后两周净流入 29.4 亿美元明显放缓，反映在市场波动时，交易型外资获利了结意愿较强（图表 4）。

外资在中国股市的仓位仍然偏低，仍有较大的回流空间。中国市场在全球主要股票市场中的性价比更高，因其盈利增速较稳健，估值水平相对其他市场更低，在市场情绪明显改善，赚钱效应提升的情况下，有望吸引外资继续净流入。

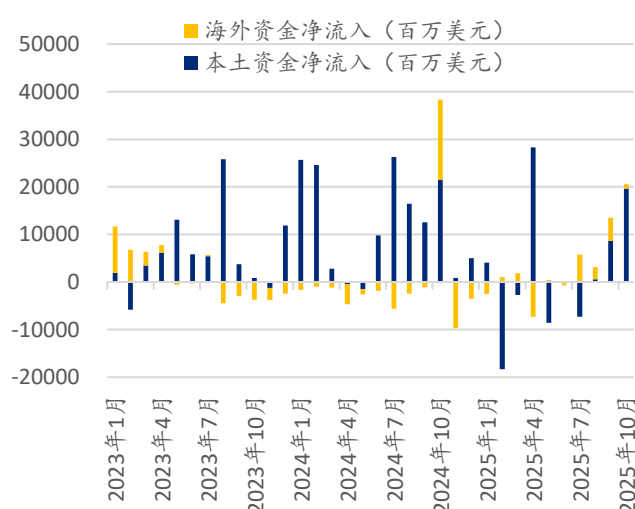
本土资金大幅净流入中国内地市场。根据 EPFR，过去一月（9 月 18 日至 10 月 15 日），共有 226 亿美元的本土资金净流入中国股市（可比同期：净流入 92 亿美元），净流入明显加速，主要以被动型资金为主（图表 5）。10 月以来，贸易摩擦升温，导致市场波动加大，本土资金呈现明显的“逆向投资”特征，即在市场下跌时集中增持，在市场狂热时有序减持，有助于维护市场的稳定。

图表 4：过去一月，外资仍由被动型外资净流入驱动，主动型外资净流入尚未形成趋势



注：数据截至 2025 年 10 月 15 日。
资料来源：EPFR、浦银国际

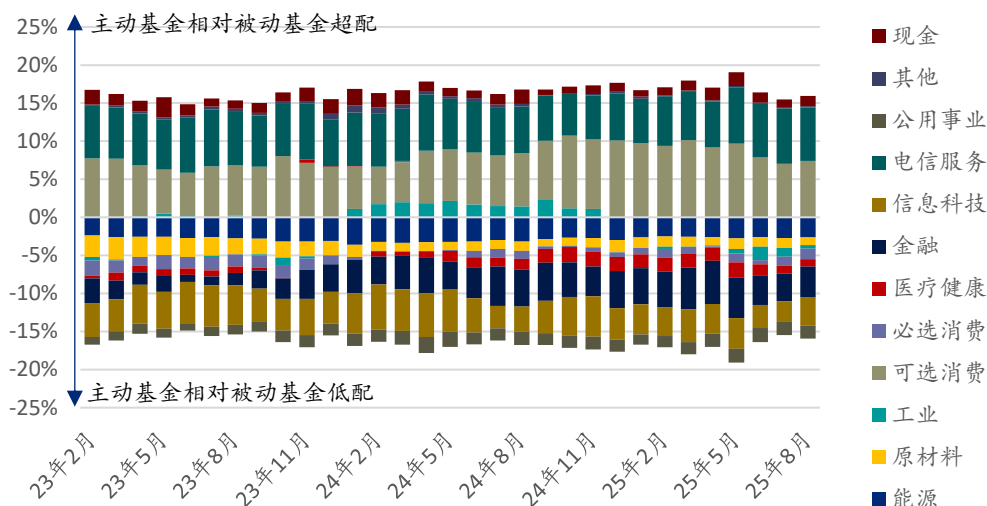
图表 5：过去一月，外资和本土资金均录得净流入



注：数据截至 2025 年 10 月 15 日。
资料来源：EPFR、浦银国际

继续关注低配行业重回标配的结构性机会。根据 EPFR，截至 8 月底，专注中国的主动型基金相对（追踪指数的）被动型基金低配了大部分板块，包括原材料、公用事业、金融、必选消费、医疗健康、工业、能源和信息技术等板块，当中信息技术和金融板块低配的程度较深，而超配的有可选消费板块、电信服务和现金（图表 6）。

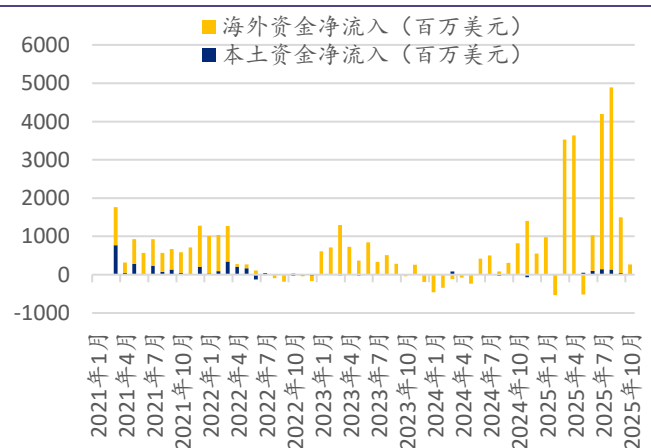
图表 6：根据 EPFR，截至 8 月底，专注中国的主动型基金相对（追踪指数的）被动型基金对大部分板块都是低配，金融、信息技术和能源低配程度较深



注：数据截至 2025 年 8 月 31 日。资料来源：EPFR、浦银国际

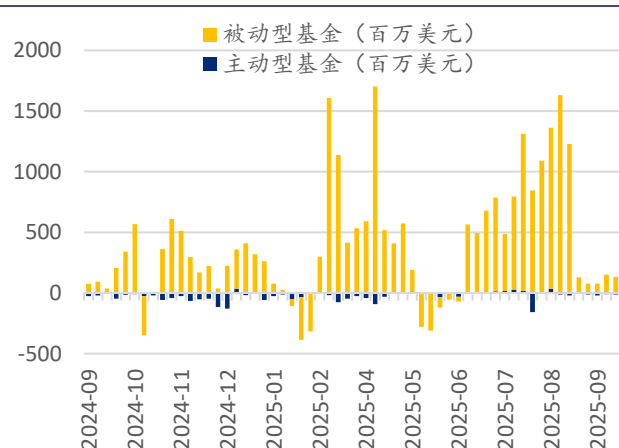
外资净流入港股有所放缓。从过往的资金流向来看，海外资金流向的变动对港股的资金面影响较大。根据 EPFR，9 月 18 日至 10 月 15 日，本土资金录得净流入 0.05 亿美元，与可比同期基本持平，外资净流入港股市场约 3.2 亿美元，较可比同期净流入 30.1 亿美元明显放缓。期间，主动型外资净流出 0.8 亿美元，被动基金净流入放缓至 4.0 亿美元（可比同期净流入 30.6 亿美元），反映出前期累积了较多正回报的对冲型和交易型基金或开始获利了结（图表 7-8）。

图表 7：过去一月，外资净流入港股放缓.....



注：数据截至 2025 年 10 月 15 日。资料来源：EPFR、浦银国际

图表 8：.....主要由被动型外资驱动

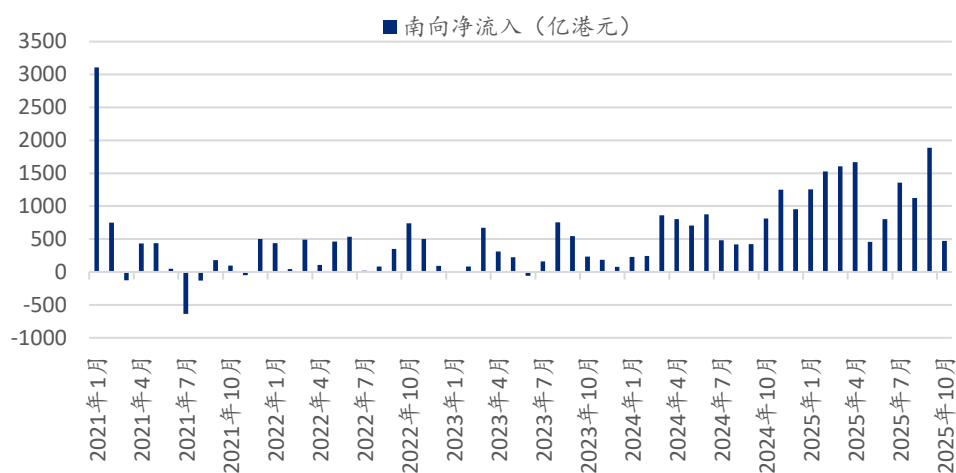


注：数据截至 2025 年 10 月 15 日。资料来源：EPFR、浦银国际

南向资金的避险意愿有所上升

南向资金净流入 9 月创新高后有所放缓。截至 10 月 20 日，10 月至今南向资金累计净流入 470.8 亿港元，日均净流入 52.3 亿港元，较 9 月日均净流入 85.7 亿港元下降，9 月累计净流入 1885.2 亿港元，创下年度单月净流入新高（图表 9）。年初至今（截至 10 月 20 日），南向资金累计净流入港股约 1.2 万亿港元，为去年同期的 2 倍以上。

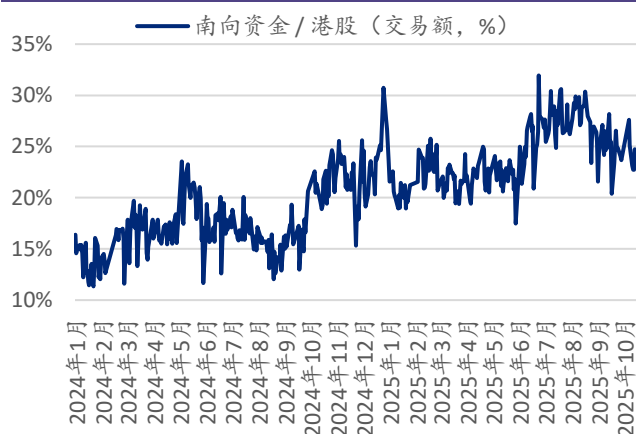
图表 9：近期，南向资金净流入创新高后有所放缓



注：数据截至 2025 年 10 月 20 日。资料来源：港交所、iFinD、浦银国际

南向资金在港股的活跃度有所降低。10 月至今，南向资金的当月日均成交额在港股占比为 23.7%，较 9 月日均成交额的 24.1% 有所下降，但仍位于高位。北向资金成交额占比持续回升，反映出外资在 A 股的活跃度较此前提升。10 月以来北向资金的当月日均成交额在 A 股的占比为 13.5%，较 9 月的 12.9% 进一步上升（图表 10-11）。

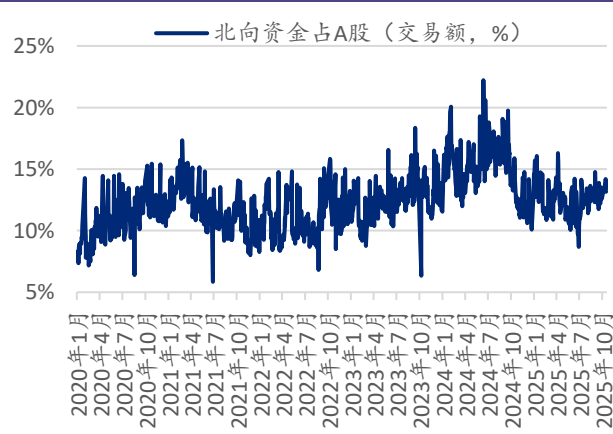
图表 10：10 月以来，南向资金在港股日均成交额的占比为 23.7%，较 9 月的 24.1% 略有下降



注：数据截至 2025 年 10 月 20 日。

资料来源：Bloomberg、iFinD、浦银国际

图表 11：10 月以来，北向资金在 A 股日均成交额的占比为 13.5%，较 8 月的 12.9% 进一步上升

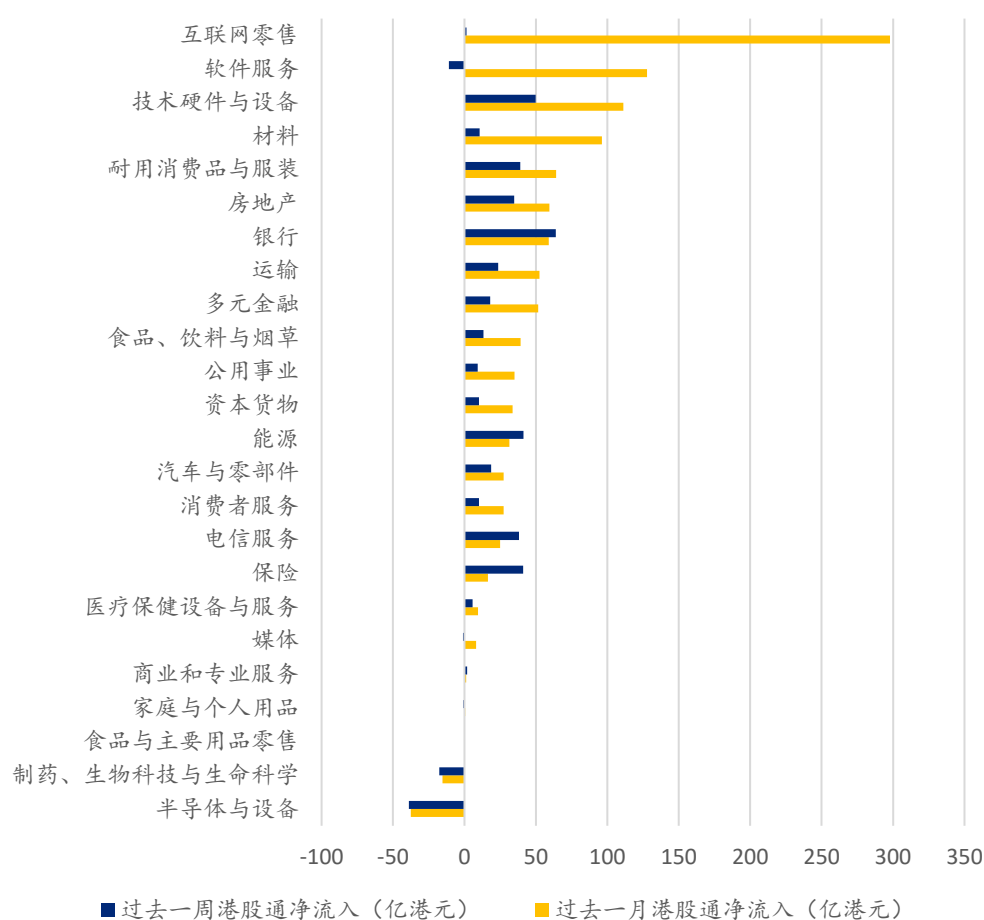


注：数据截至 2025 年 10 月 20 日。

资料来源：Bloomberg、浦银国际

过去一月，南向资金净流入互联网零售、信息科技（软件+硬件）等板块规模较大。过去一月（9月21日-10月20日），大部分港股板块都录得南向资金的净流入。其中，互联网零售、软件服务、技术硬件与设备、材料等录得南向资金净流入规模较大，但半导体与设备、生物制药等录得净流出较多。过去一周（10月14日-20日），由于避险需求上升，银行、能源、电信服务等红利板块获得南向资金青睐，而前期累积较多涨幅的半导体与生产设备和生物制药等板块仍受南向资金的减持（图表12）。

图表 12: 过去一月，互联网零售、信息科技（软件+硬件）等较获南向资金青睐，但半导体与设备、生物制药等板块录得净流出较大



注：数据截至 2025 年 10 月 20 日。月度数据计算区间为 9 月 21 日-10 月 20 日，周度数据计算区间为 10 月 14 日至 10 月 20 日。
资料来源：iFinD、浦银国际

南向资金仍较偏好成长股。过去一月，南向资金净流入成长股较多，大部分为互联网、硬件设备、新能源汽车等行业龙头。例如：互联网公司阿里巴巴（9988.HK）、美团（3690.HK）和腾讯（700.HK）等，硬件设备龙头小米（1810.HK），地平线机器人（9660.HK），新能源汽车公司比亚迪股份（1211.HK）和理想汽车（2015.HK）等受到资金青睐。由于地缘政治风险上升，市场波动加大，**低估值高息股也重新受到南向资金的青睐**，比如电信服务龙头中国移动（941.HK），能源龙头中海油（883.HK），银行龙头农业银行（1288.HK），保险龙头中国平安（2318.HK）等（图表 13）。

图表 13：过去一月，南向资金净流入前 20 大个股

公司名称	股票代码	行业	市值 (亿港元)	日均成交额 (百万港元)	港股通净流入 (亿港元)	港股通持股占比 (%)	月度 相对回报
阿里巴巴	9988.HK	互联网零售	30,904	22,887	218.9	11%	4.3%
山高控股	0412.HK	非银金融	169	1,607	76.5	17%	3.4%
小米集团	1810.HK	硬件设备	12,270	10,149	66.2	15%	-1.8%
美团	3690.HK	互联网零售	5,907	5,301	54.1	18%	-17.6%
泡泡玛特	9992.HK	耐用消费品	3,658	3,577	53.9	15%	25.7%
地平线机器人	9660.HK	硬件设备	1,210	2,267	32.6	15%	33.9%
腾讯控股	0700.HK	软件服务	57,439	11,295	30.1	11%	10.1%
中国移动	0941.HK	电信服务	18,970	1,430	30.1	14%	6.0%
快手	1024.HK	传媒	3,204	3,623	28.9	16%	7.1%
紫金矿业	2899.HK	有色金属	8,648	2,924	24.6	6%	16.8%
理想汽车	2015.HK	汽车与零配件	1,850	1,549	22.1	23%	-20.9%
中国海洋石油	0883.HK	石油石化	9,335	1,287	21.7	20%	5.8%
农业银行	1288.HK	银行	28,817	644	21.6	4%	3.9%
比亚迪股份	1211.HK	汽车与零配件	10,077	3,129	17.7	3%	-8.2%
工商银行	1398.HK	银行	27,587	1,262	17.3	9%	-2.4%
极兔速递	1519.HK	交通运输	915	316	16.7	9%	-2.2%
中国平安	2318.HK	非银金融	10,800	2,068	15.2	5%	2.4%
招商银行	3968.HK	银行	11,616	838	14.2	4%	-6.1%
蒙牛乳业	2319.HK	食品饮料	565	351	14.0	16%	-7.5%
安踏体育	2020.HK	纺织服装	2,406	1,193	13.0	8%	6.8%

注：数据截至 2025 年 10 月 20 日，相对回报为相对于恒生指数的回报。

资料来源：iFinD、浦银国际

免责声明

本报告之收取者透过接受本报告(包括任何有关的附件),表示及保证其根据下述的条件下有权获得本报告,且同意受此中包含的限制条件所约束。任何没有遵循这些限制的情况可能构成法律之违反。

本报告是由从事证券及期货条例(香港法例第 571 章)中第一类(证券交易)及第四类(就证券提供意见)受规管活动之持牌法国-浦银国际证券有限公司(统称“浦银国际证券”)利用集团信息及其他公开信息编制而成。所有资料均搜集自被认为是可靠的来源,但并不保证数据之准确性、可信性及完整性,亦不会因资料引致的任何损失承担任何责任。报告中的资料来源除非另有说明,否则信息均来自本集团。本报告的内容涉及到保密数据,所以仅供阁下为其自身利益而使用。除了阁下以及受聘向阁下提供咨询意见的人士(其同意将本材料保密并受本免责声明中所述限制约束)之外,本报告分发给任何人均属未经授权的行为。

任何人不得将本报告内任何信息用于其他目的。本报告仅是为提供信息而准备的,不得被解释为是一项关于购买或者出售任何证券或相关金融工具的要约邀请或者要约。阁下不应将本报告内容解释为法律、税务、会计或投资事项的专业意见或为任何推荐,阁下应当就本报告所述的任何交易涉及的法律及相关事项咨询其自己的法律顾问和财务顾问的意见。本报告内的信息及意见乃于文件注明日期作出,日后作修改而不另通知,亦不一定会更新以反映文件日期之后发生的进展。本报告并未包含公司可能要求的所有信息,阁下不应仅仅依据本报告中的信息而作出投资、撤资或其他财务方面的任何决策或行动。除关于历史数据的陈述外,本报告可能包含前瞻性的陈述,牵涉多种风险和不确定性,该等前瞻性陈述可基于一些假设,受限于重大风险和不确定性。

本报告之观点、推荐、建议和意见均不一定反映浦银国际证券的立场。浦银国际控股有限公司及其联属公司、关联公司(统称“浦银国际”)及/或其董事及/或雇员,可能持有在本报告内所述或有关公司之证券、并可能不时进行买卖。浦银国际或其任何董事及/或雇员对投资者因使用本报告或依赖其所载信息而引起的一切可能损失,概不承担任何法律责任。

浦银国际证券建议投资者应独立地评估本报告内的资料,考虑其本身的特定投资目标、财务状况及需要,在参与有关报告中所述公司之证券的交易前,委任其认为必须的法律、商业、财务、税务或其它方面的专业顾问。惟报告内所述的公司之证券未必能在所有司法管辖区或国家或供所有类别的投资者买卖。对部分的司法管辖区或国家而言,分发、发行或使用本报告会抵触当地法律、法则、规定、或其它注册或发牌的规例。本报告不是旨在向该等司法管辖区或国家的任何人或实体分发或由其使用。

美国

浦银国际不是美国注册经纪商和美国金融业监管局(FINRA)的注册会员。浦银国际证券的分析师不具有美国金融监管局(FINRA)分析师的注册资格。因此,浦银国际证券不受美国就有关研究报告准备和分析师独立性规则的约束。

本报告仅提供给美国 1934 年证券交易法规则 15a-6 定义的“主要机构投资者”,不得提供给其他任何个人。接收本报告之行为即表明同意接受协议不得将本报告分发或提供给任何其他人士。接收本报告的美国收件人如想根据本报告中提供的信息进行任何买卖证券交易,都应仅通过美国注册的经纪交易商来进行交易。

英国

本报告并非由英国 2000 年金融服务与市场法(经修订)(「FSMA」)第 21 条所界定之认可人士发布,而本报告亦未经其批准。因此,本报告不会向英国公众人士派发,亦不得向公众人士传递。本报告仅提供给合格投资者(按照金融服务及市场法的涵义),即(i)按照 2000 年金融服务及市场法 2005 年(金融推广)命令(「命令」)第 19(5)条定义在投资方面拥有专业经验之投资专业人士或(ii)属于命令第 49(2)(a)至(d)条范围之高净值实体或(iii)其他可能合法与之沟通的人士(所有该等人士统称为「有关人士」)。不属于有关人士的任何机构和个人不得遵照或倚赖本报告或其任何内容行事。

本报告的版权仅为浦银国际证券所有,未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用,浦银国际证券对任何第三方的该等行为保留追述权利,并且对第三方未经授权行为不承担任何责任。

权益披露

- 1) 浦银国际并没有持有本报告所述公司逾 1%的财务权益。
- 2) 浦银国际跟本报告所述公司在过去 12 个月内并没有任何投资银行业务的关系。
- 3) 浦银国际并没有跟本报告所述公司为其证券进行庄家活动。

评级定义

证券评级定义:

“买入”: 未来 12 个月, 预期个股表现超过同期其所属的行业指数

“持有”: 未来 12 个月, 预期个股表现与同期所属的行业指数持平

“卖出”: 未来 12 个月, 预期个股表现逊于同期其所属的行业指数

行业评级定义 (相对于 MSCI 中国指数):

“超配”: 未来 12 个月优于 MSCI 中国 10%或以上

“标配”: 未来 12 个月优于/劣于 MSCI 中国少于 10%

“低配”: 未来 12 个月劣于 MSCI 中国超过 10%

分析师证明

本报告作者谨此声明: (i) 本报告发表的所有观点均正确地反映作者有关任何及所有提及的证券或发行人的个人观点, 并以独立方式撰写; (ii) 其报酬没有任何部分曾经, 是或将会直接或间接与本报告发表的特定建议或观点有关; (iii) 该等作者没有获得与所提及的证券或发行人相关且可能影响该等建议的内幕信息 / 非公开的价格敏感数据。

本报告作者进一步确定 (i) 他们或其各自的关联人士 (定义见证券及期货事务监察委员会持牌人或注册人操守准则) 没有在本报告发行日期之前的 30 个历日内曾买卖或交易过本报告所提述的股票, 或在本报告发布后 3 个工作日 (定义见《证券及期货条例》(香港法例第 571 章)) 内将买卖或交易本文所提述的股票; (ii) 他们或其各自的关联人士并非本报告提述的任何公司的雇员; 及 (iii) 他们或其各自的关联人士没有拥有本报告提述的证券的任何金融利益。

浦银国际证券机构销售团队

杨增希

essie_yang@spdbi.com

852-2808 6469

浦银国际证券财富管理团队

张帆

vane_zhang@spdbi.com

(852) 2808 6467

浦银国际证券有限公司

SPDB International Securities Limited

网站: www.spdbi.com

地址: 香港轩尼诗道 1 号浦发银行大厦 33 楼

