2020 年 09 月 09 日

# 流动性的变局与破局

## ——投资策略专题

策略研究团队

牟一凌（分析师）
mouyiling@kysec.cn
证书编号：S0790520040001

方智勇（联系人）
fangzhiyong@kysec.cn
证书编号：S0790120040049

梅锴（联系人）
meikai@kysec.cn
证书编号：S0790120070044

相关研究报告

《投资策略点评-调的是结构，不是仓位》-2020.9.7

《投资策略周报-最好的进攻，最强的防守》-2020.9.6

《投资策略专题-面向中报里的未来——2020 半年报深度分析》-2020.9.5

● **全球大类资产价格指示流动性预期出现变化，实际利率上行是关键**

当下市场出现了类似 2008 年金融危机后二次流动性危机的特征：美元指数大幅反弹，而几乎其他所有的大类资产均出现了不同程度的下跌。但我们认为，美联储并未出现明显的缩表，同时黄金仍处于震荡并未暴跌，美元指数反弹的背后很大程度来自于前期过度交易宽松预期的行为修正（非商业净空头头寸历史高位）。因此我们认为此次出现流动性危机的概率不大，但伴随疫情控制和经济开始复苏，市场对于全球流动性预期的拐点正在逐步形成，最终的指示就是预期实际利率开始见底回升，与其相关的资产价格开始出现波动。在股票市场内部，成长性资产的时间价值正遭遇挑战，这也是中美核心资产出现共振趋势的原因。

● **复盘 2008 年流动性的二次危机：流动性推升→定价经济复苏**

在一个为应对经济短期衰退而大幅增加货币供给的环境下，短期更有可能形成资产价格的通胀而非实体经济的通胀，在这个过程中前期更受益于流动性的资产可能表现得更好，而到了后期与经济复苏更相关的资产可能表现更好，但中间需要经历流动性的边际收紧带来的资产价格波动。典型的例证便是 2008 年金融危机之后大类资产价格表现基本上遵循了从流动性推升→流动性边际收紧→定价经济需求复苏和通胀回升的过程，即美元→黄金/白银/股票/债券→农产品/铜/原油。在 2008 年 12 月中后出现了以美元指数重新上行为代表的第二次流动性危机，大类资产经历了广泛的调整，但是当时中国股市由于经济复苏强劲，只经历了短暂调整，随后就开启了市场反弹。我们同期找到了外资周期性涌入中国资产的证据。当下预期在类似路径上演绎，但是流动性问题本身并不用过度担忧。

● **谁定外资之去留**

9 月以来北上资金也开始大幅流出 A 股，背后真正的驱动可能是实际利率预期的变化：历史上看，外资对于消费类核心资产的买入和收益率与美国实际利率呈现明显负相关。在实际利率出现拐点的同时，海外投资者积累了大量的浮盈，有兑现盈利的需求。但是在盈利兑现后，我们认为后期 A 股将会因为基本面的优势重新获得外资流入。需要认识到的是，“周期性流入”的力量在交易逻辑上将会出现深刻变化。根据历史经验指示，周期性热钱流入期，陆股通流入 A 股时更喜欢配置金融、机械设备、有色以及交运等顺周期板块以及家电等顺周期消费板块。

● **结构务必调整，市场不用悲观**

我们认为，站在全球流动性预期的拐点，市场将体现两个特征：所有好的消息都来自于经济复苏带来的盈利修复，所有不好的消息都来自于流动性与风险偏好带来的估值压力，这就为通过结构调整以应对市场的不确定创造了条件。我们认为当下市场调整中，适当回避实际利率下行周期中外资收益较高的“核心资产”，重点配置低估值+顺周期：**房地产、银行、煤炭、建筑**；后续市场并不用悲观，要为反击做好准备，布局内外交易经济复苏的合力点：**建材、化工和工程机械**。

● **风险提示：**国内经济下行超预期；美元指数大幅走弱；美联储超预期扩表

# 目 录

1、 流动性预期拐点，并非流动性的拐点 ..... 4
2、 复盘：2008 年流动性危机下的大类资产表现 ..... 5
2.1、 从流动性到资产价格通胀：经典的“时滞” ..... 5
2.2、 2008 年两次流动性危机时的大类资产表现 ..... 6
3、 2020 年 VS 2008 年：更充裕的流动性，但更疲软的总需求 ..... 9
4、 热钱“周期性流入”短期或有扰动，但终将回归 ..... 13
4.1、 热钱流入时期我国宏观经济特征：确认复苏，货币收紧 ..... 13
4.2、 热钱流入时期我国资产表现：交易经济复苏 ..... 14
4.2.1、 热钱流入与各类资产净买入的相关性：热钱在债市、房地产的参与度更高 ..... 14
4.2.2、 热钱流入的资产配置特征：交易我国经济复苏 ..... 15
5、 结构务必调整，市场不用悲观 ..... 18
6、 风险提示 ..... 19

# 图表目录

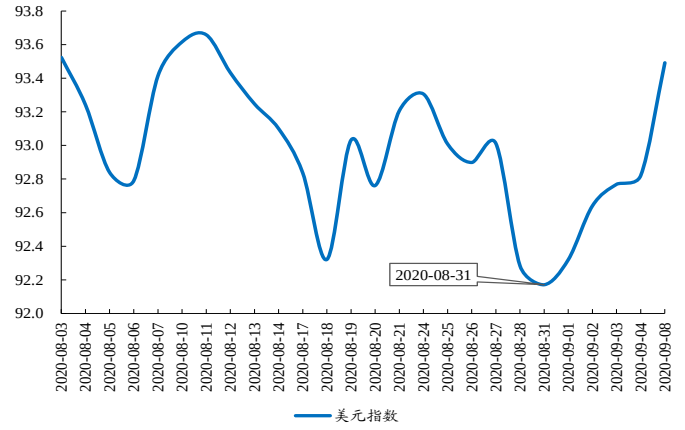
图 1： 9 月以来美元指数大幅反弹 ..... 4
图 2： 9 月以来其他资产价格出现不同程度的下跌 ..... 4
图 3： 相比于 2008 年，当下美联储并未出现明显的缩表 ..... 4
图 4： 美元指数净空头头寸近期有所回落 ..... 4
图 5： 实际利率近期大幅上行，而与之相关的 ETF 则下跌 ..... 5
图 6： 从流动性推升到定价实体经济复苏的资产价格轮动 ..... 6
图 7： 流动性相对不足时美元成为最受欢迎的资产 ..... 7
图 8： 美国股债表现基本同步，在流动性宽松时表现更好 ..... 7
图 9： 中国股市表现得比美国更好 ..... 7
图 10： 大宗商品中黄金、白银表现更好，原油和铜较差 ..... 7
图 11： 美国房地产价格指数持续下行 ..... 7
图 12： 中国房地产价格下行幅度不大，恢复更快 ..... 7
图 13： 2009 年 3 月之后国际资本开始大幅流入中国 ..... 8
图 14： 大宗商品中铜、白银与原油等与工业需求更为相关的资产表现最好 ..... 8
图 15： 2020 年上半年中美欧三国均增加了货币供给，中国相对收敛 ..... 9
图 16： 2020 年的美元指数更为疲软 ..... 10
图 17： 2020 年标普 500、A 股相比于 2008 年强势许多 ..... 10
图 18： 2020 年美债的下行速度更快，时间更短 ..... 10
图 19： 2020 年中债在美联储扩表时整体处于上行趋势 ..... 10
图 20： 2008 年的黄金与 2020 年的黄金区间收益率相差不大 ..... 11
图 21： 2020 年铜、原油和农产品的表现都超过 2008 年 ..... 12
图 22： 金铜比与 2008 年相近，而金油比则相差很远 ..... 12
图 23： 我国对铜进口增速已达到 2009 年 3 月时期的水平，供需平衡水平与当时相近 ..... 12
图 24： 2020 年铜价基差走阔相比于 2008 年更为明显，而原油基差仍未有起色 ..... 12
图 25： 前期白银的大幅上涨主要由流动性驱动 ..... 13
图 26： 美国房价开始抬头，中国房价较为平稳 ..... 13
图 27： 历次热钱流入时期往往也是我国经济复苏得到确认的时期 ..... 14
图 28： 历次热钱流入时大多是我国货币政策收紧之时，而信用基本也处于扩张期 ..... 14

图 29: 热钱与陆股通净买入/外资净买入债券显著正相关，与外资净买入债券更相关 ..... 14
图 30: 热钱与地产利用外资金额的增速显著正相关，正相关程度位于陆股通净买入与外资净买入债券之间 ..... 15
图 31: 热钱流入与中美利差显著正相关 ..... 15
图 32: 中美利差与外资当月净买入债券行为显著正相关，但与陆股通当月净买入行为无显著关系 ..... 15
图 33: 境外机构主要持有国债以及政金债等利率债 ..... 16
图 34: 热钱流入时往往伴随着我国房地产和股市其中至少一个资产价格的抬升 ..... 16
图 35: 周期板块的表现往往在热钱流入时期比流出时期更好（2015 年除外） ..... 17
图 36: 历史上陆股通净买入行为与热钱的净流入行为一致时的区间 ..... 17
图 37: 热钱通过陆股通流入 A 股时更偏爱顺周期板块 ..... 18
图 38: 2020 年 7-8 月热钱流入时期白酒与调味发酵品板块遭到北上资金净卖出 ..... 18
图 39: 部分北上资金偏好的“核心资产”周度净买入与美国实际利率存在明显的负相关 ..... 19
图 40: 部分北上资金偏好的“核心资产”周度股价表现与美国实际利率存在明显的负相关 ..... 19

## 1、 流动性预期拐点，并非流动性的拐点

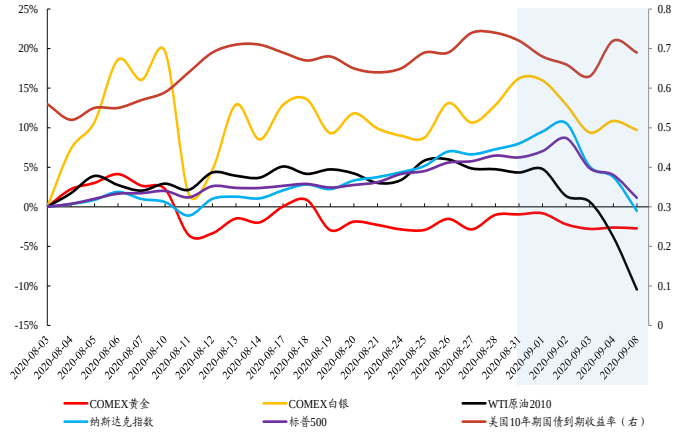
从 9 月以来的大类资产价格表现来看，出现了典型的类似 2008 年金融危机之后第二次流动性危机的特征：**美元指数大幅反弹，而几乎其他所有的大类资产均出现了不同程度的下跌。**

**图1：9 月以来美元指数大幅反弹**




数据来源：Wind、开源证券研究所

**图2：9 月以来其他资产价格出现不同程度的下跌**



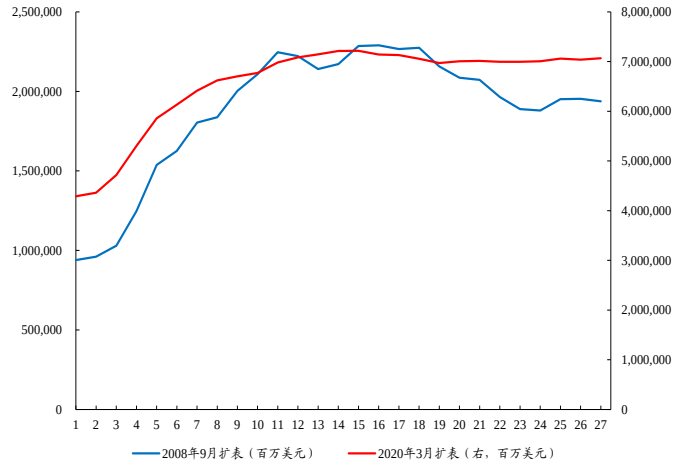

数据来源：Wind、开源证券研究所

**我们认为上述资产价格背后隐含的是市场对于前期全球流动性持续宽松预期拐点的出现，而并非真正出现了流动性危机：**

（1）从最新的美联储资产负债表来看并未出现明显的缩表，而且黄金也并未出现暴跌，从美元指数净空头头寸的回落来看美元指数反弹背后更多是对于前期过度交易宽松预期的修正，因此当前资产价格的波动并不是因为真正出现了实质流动性危机。

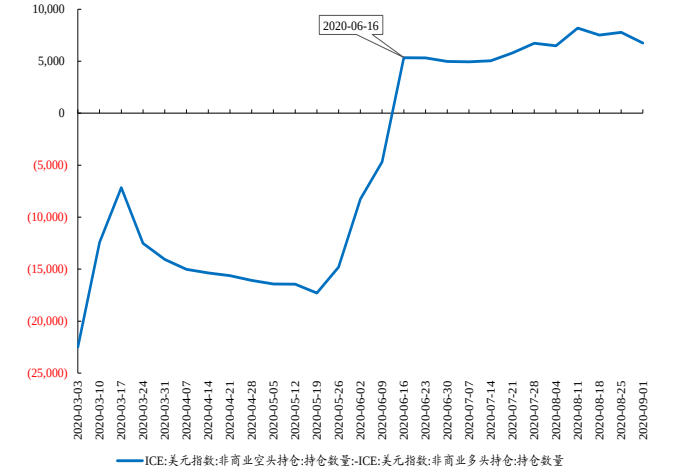
（2）**我们认为背后隐含的是市场对于前期全球流动性持续宽松的预期已经开始出现拐点**，最终结果是实际利率出现了明显上行，与之相关的 ETF（部分反应预期）也有所下跌，说明名义利率上行得比通胀预期更快，这也印证了在美国经济数据好转的背景下市场对于流动性边际收紧的担忧。

**图3：相比于 2008 年，当下美联储并未出现明显的缩表**



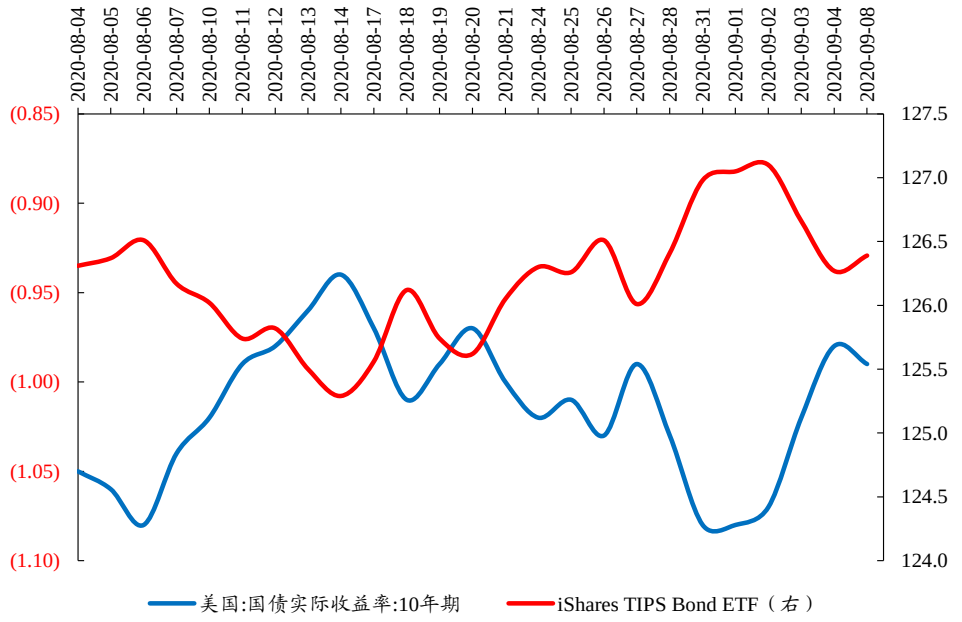

数据来源：Wind、开源证券研究所

**图4：美元指数净空头头寸近期有所回落**




数据来源：Wind、开源证券研究所

图5：实际利率近期大幅上行，而与之相关的 ETF 则下跌




数据来源：Wind、开源证券研究所

参考 2008 年流动性危机之后大类资产价格的表现，我们发现基本上遵循了**流动性推升→流动性边际收紧→定价全球经济需求复苏**的演绎过程。因此面对当下流动性边际收紧的预期，**我们认为流动性推升的阶段已经基本结束，在我们此前报告《最好的进攻，最强的防守》曾指出，中美核心资产都出现了最后乐观者的拥挤交易行为，这解释了在无风险利率上行阶段“最后的疯狂”。后续来看，受益于流动性宽松的资产或板块仍将面临估值下行的压力**，但后续过程可能相对温和。

## 2、 复盘：2008 年流动性危机下的大类资产表现

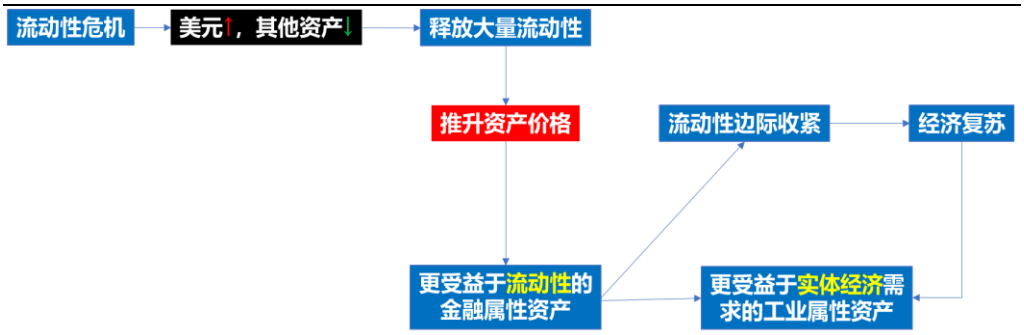
### 2.1、 从流动性到资产价格通胀：经典的“时滞”

根据费雪公式 MV=PQ，在一段时间内假定货币流通速度不变，则货币供给 M 与产出 Q、商品价格水平 P 之间存在上述等式关系，然而我们发现短期内货币供给 M 的大幅增加其实并不会立刻反映到商品价格水平 P 或者产出 Q 上，因为从货币供给到通货膨胀存在经典的“时滞”，时滞期往往是金融资产在发挥蓄水池作用，而这种“时滞”取决于实体经济复苏的强弱。

典型的案例便是 2008 年金融危机之后全球主要的经济体采用了极为宽松的货币政策，此时由于实体经济需求仍未恢复，因此流动性首先更多地流向金融资产，体现为资产价格的“通胀”，之后才流向实体。当然，资产价格本身的上涨不仅仅来自于流动性，也基于对于后续经济复苏的预期，因此我们认为在这个过程中资产价格上涨的驱动力先是来自充裕的流动性，后续则更多地来自经济复苏，而这种驱动力的变化自然就带来了大类资产价格表现的轮动。从资产属性上看，一般我们认为股票、债券、黄金以及货币是更具金融属性的资产，而铜、原油以及农产品等是更具有工业和商品属性的资产，房地产、白银则金融和工业属性都具备，因此相比之下，股票、债券、黄金以及货币可能更易受到流动性的影响，而铜、原油以及农产品则更易受到实体经济需求的影响，房地产、白银则受流动性和实体经济需求的影响都很大。所以在上述资本流动“逐利”的过程中，前期更受益于流动性的资产可能表现得更好，而

到了后期实体经济需求改善之后，与经济复苏更相关的资产可能表现更好。

**图6：从流动性推升到定价实体经济复苏的资产价格轮动**




资料来源：开源证券研究所

## 2.2、 2008 年两次流动性危机时的大类资产表现

我们以 2008 年两次流动性危机之下大类资产价格的表现来进行对上述结论进行说明。2008 年 Q4-2009 年 Q1 美联储经历了从大幅扩表到边际缩表再到重新扩表的一个过程，而在这个期间大类资产的表现分析如下：

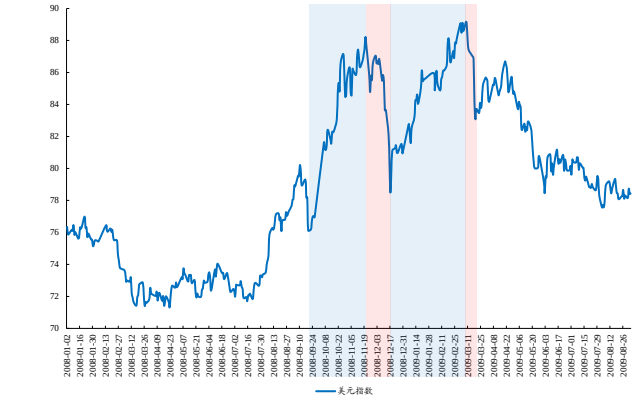
（1）2008 年 9 月至 11 月流动性危机，美元大幅上涨；美国 10 年期国债到期收益率高位震荡，而中国 10 年期国债到期收益率大幅下行；其他所有资产被无差别抛售；此时国际资本也大幅流出中国。

（2）2008 年 9 月美联储逐步开始扩表，尤其是在 10-12 月，到了 11-12 月流动性危机解除，“美元荒”缓解，此时美元指数大幅下跌；而美国股市、债市开始反弹，中国股市也开始触底反弹而且表现更好，债市收益率也仍在下行趋势中；大宗商品中明显与流动性更相关的黄金和白银开始反弹，而房地产、铜以及原油等与实体经济需求更相关的资产仍在探底（农产品有所反弹）。

（3）2009 年 1 月至 2 月美联储边际缩表，此时美元指数在经历了一个月的急跌之后又开始大涨，美国股市、债市、房地产三杀，但黄金和白银仍在上涨通道中（此时全球通胀预期），同时与实体需求更相关的大宗商品价格已经开始企稳甚至有所回升，背后其实是全球其他经济体（以中国为代表）的需求开始逐步被定价，这一点也可以从中国股市的强劲上涨和长期（10 年期）国债到期收益率大幅上行中得到相互印证，而美国经济前景仍处于不明朗的状态。

（4）2009 年 3 月美联储继续扩表，一次性向市场投放 1.05 万亿美元的货币供应量，美元指数大幅下跌，美国股债开始回暖，房地产跌幅也开始收窄，大宗商品继续回升，预示着全球经济复苏的预期继续被定价，但明显的是美国经济相比于中国而言仍处于劣势，股价和房价都没有中国表现的好，背后其实反映了实体经济需求的相对强弱，即中强美弱。这也体现在 2009 年 3 月之后国际资本开始大幅流入中国。

**图7：流动性相对不足时美元成为最受欢迎的资产**



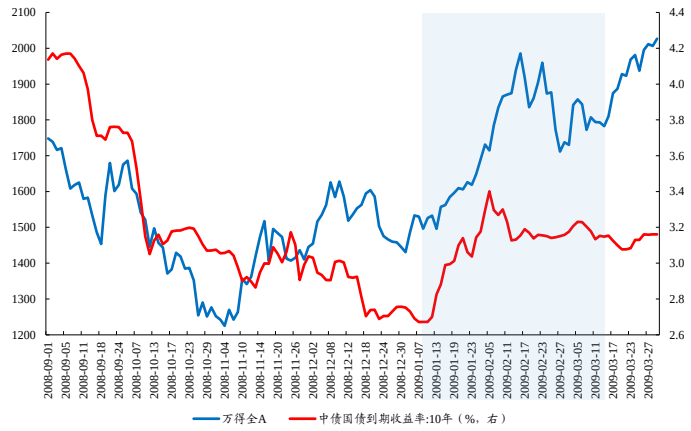

数据来源：Wind、开源证券研究所。注：蓝色代表流动性相对紧张时期，而红色代表流动性相对宽松时期。

**图8：美国股债表现基本同步，在流动性宽松时表现更好**



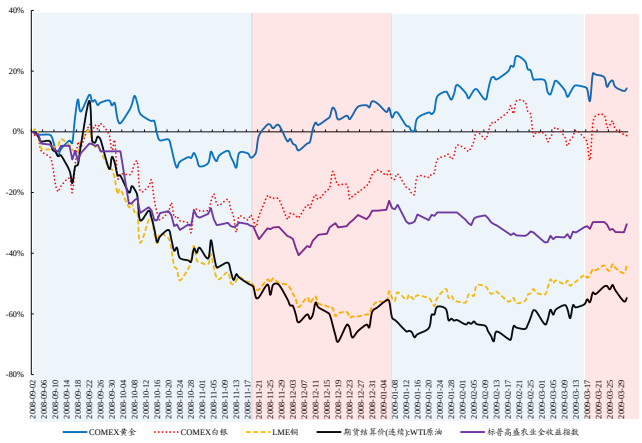

数据来源：Wind、开源证券研究所。注：左轴为累计收益率，蓝色代表流动性相对紧张时期，而红色代表流动性相对宽松时期。

**图9：中国股市表现得比美国更好**



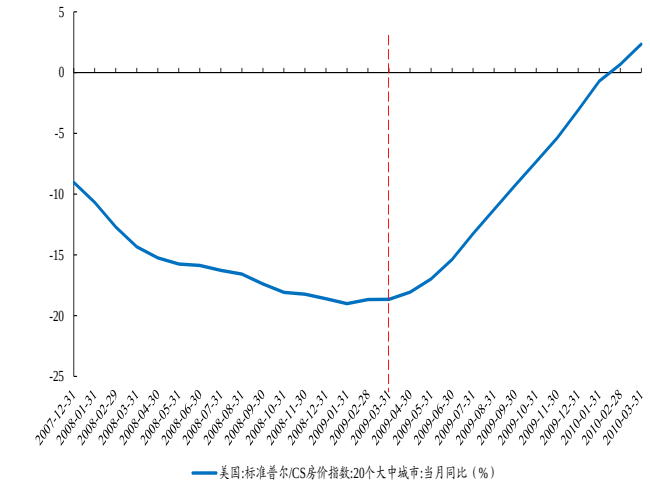

数据来源：Wind、开源证券研究所

**图10：大宗商品中黄金、白银表现更好，原油和铜较差**



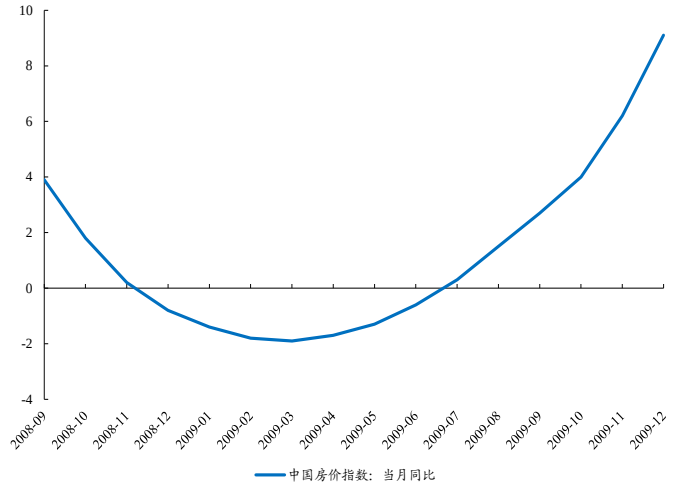

数据来源：Wind、开源证券研究所。注：纵轴为各类资产的累计收益率，蓝色代表流动性相对紧张时期，而红色代表流动性相对宽松时期。

**图11：美国房地产价格指数持续下行**



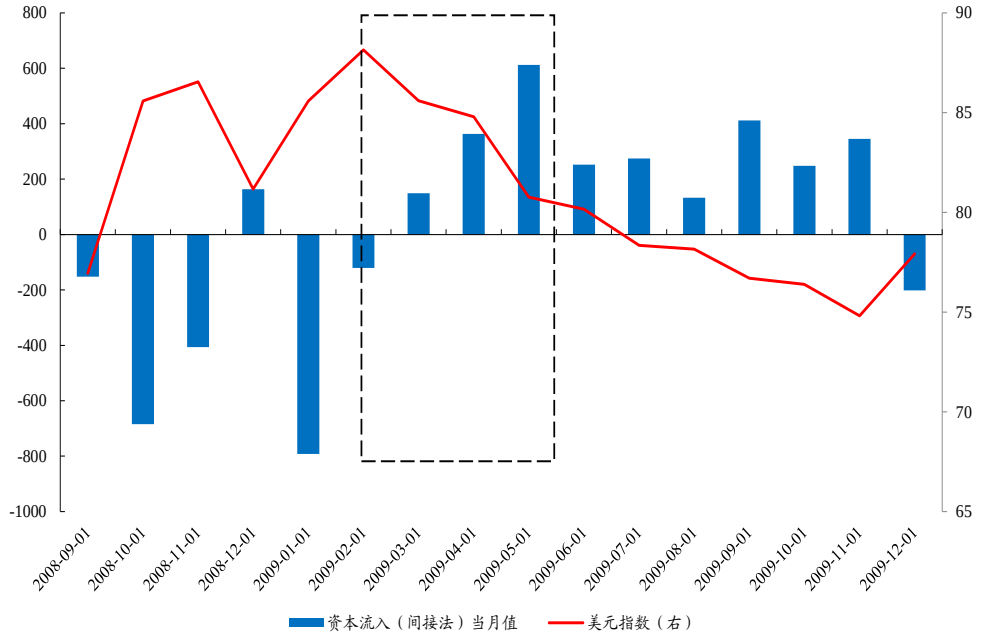

数据来源：Wind、开源证券研究所

**图12：中国房地产价格下行幅度不大，恢复更快**




数据来源：Wind、开源证券研究所

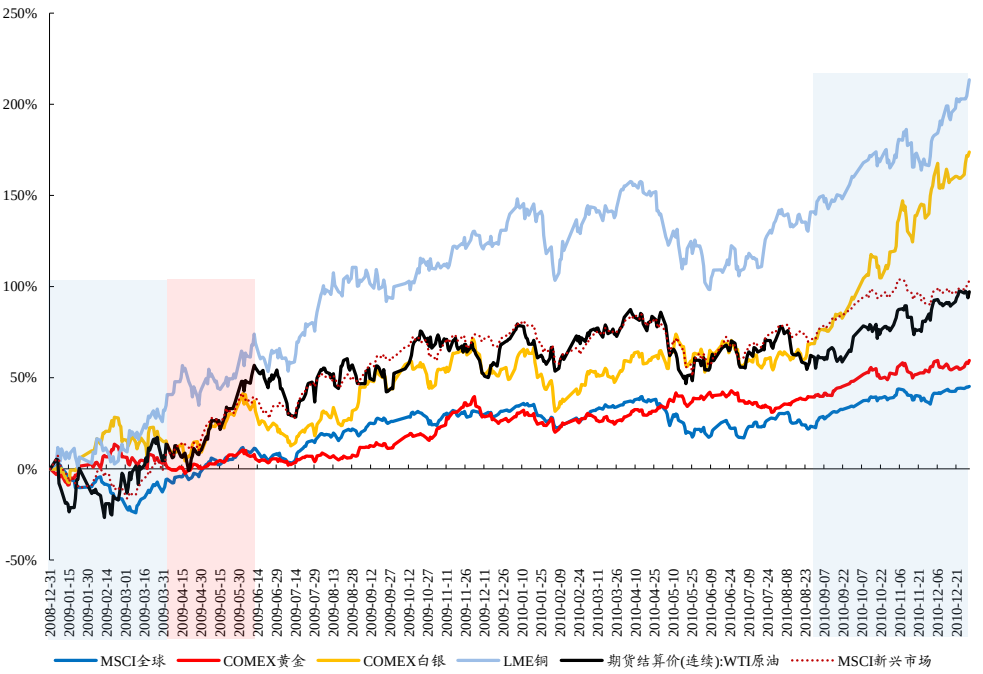
图13：2009 年 3 月之后国际资本开始大幅流入中国




数据来源：Wind、开源证券研究所

而在这之后，随着全球其他经济体复苏强劲，尤其是在我国“4 万亿”政策刺激下，我国基建+房地产投资增速大幅上升，需求端的强劲奠定了工业金属和资源品走强的经济基础。

图14：大宗商品中铜、白银与原油等与工业需求更为相关的资产表现最好




数据来源：Wind、开源证券研究所

**因此根据上述分析，我们可以得到以下两点核心结论：**

**第一，从大类资产的轮动顺序上看，2008 年金融危机之后大类资产价格表现基本上遵循了从流动性推升→流动性边际收紧→定价全球经济需求复苏的过程；**

**第二，从大类资产的区间收益率排序上看，铜＞白银＞原油≈新兴市场的股票＞黄金＞MSCI 全球指数＞标普 500＞房地产＞债券，说明与工业需求更相关的大宗商品在经济复苏到过热的过程中是表现最好的资产，而新兴市场的股票受益于自身基本面的大幅改善叠加国际资本流入，表现也好于黄金、MSCI 全球/美股，房地产和债券弹性相比于大宗商品和股票而言较低。**

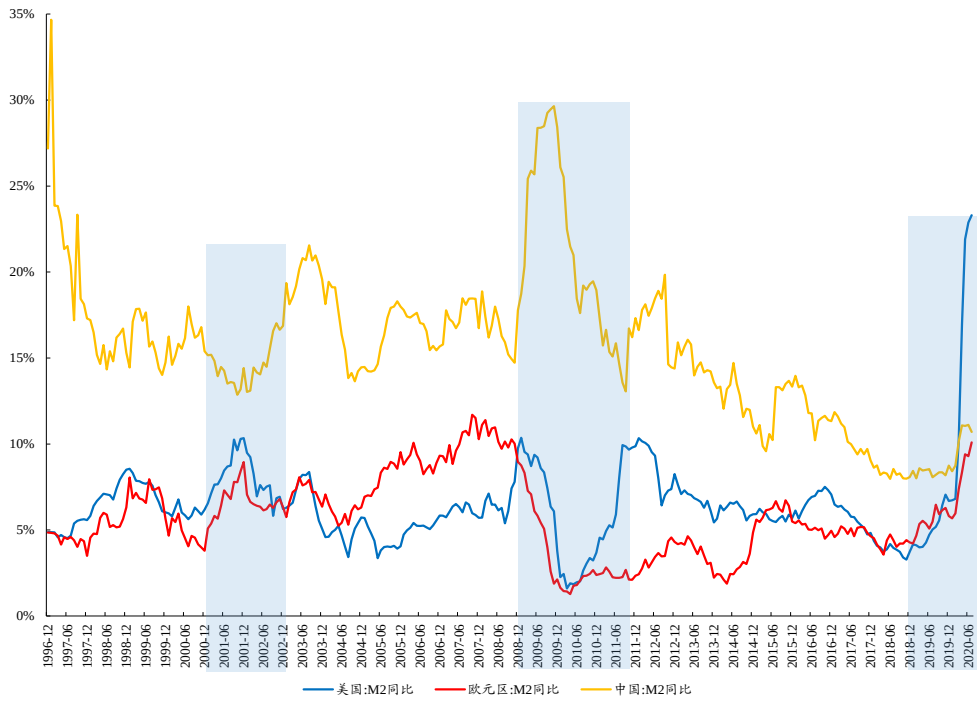
## 3、 2020 年 VS 2008 年：更充裕的流动性，但更疲软的总需求

我们通过 2008 年金融危机之后全球流动性宽松下的大类资产表现特征论证了在资本流动“逐利”的过程中，前期更受益于流动性的资产可能表现得更好，而到了后期实体经济需求改善之后，与经济复苏更相关的资产可能表现更好。

上述结论对于当下的启示在于：**由于 2020 年的流动性投放相比于 2008 年更多，当前由大量流动性推升的资产价格的通胀其实已经形成；后续随着资产价格逐步走向经济复苏定价的阶段，这种定价将会更多地以率先复苏的中国为锚，全球需求的恢复可能仍需等待，但从大宗商品的定价来看当前总需求相比于 2008 年显得更为疲软（详见后文分析）。**

2020 年上半年全球的货币投放已经达到了历史罕见的水平，中美欧三国在 2020 年上半年均放开了闸门，只是中国相对收敛，而美国已经远超 2008 年时的水平，欧洲也已经接近 2008 年时的水平，这意味着等式的左边在上半年已经达到了历史较高的水平，而等式右边 Q 显然在上半年属于下滑的状态，实体经济的总需求不足导致全球 CPI/PPI 也很疲软，这说明似乎资产价格的通胀成为上半年的大量流动性的唯一出路，而这也正是上半年已经发生的事情。

**图15：2020 年上半年中美欧三国均增加了货币供给，中国相对收敛**

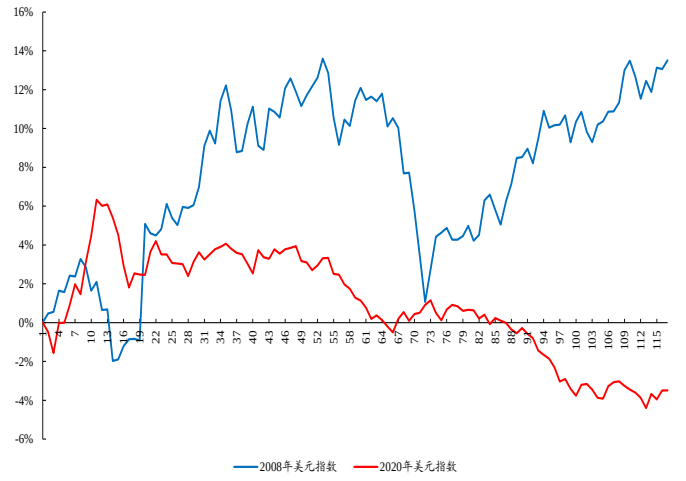



数据来源：Wind、开源证券研究所

我们通过对比 2008 年 9 月 1 日美联储开始扩表之后与 2020 年 3 月 5 日美联储开始扩表之后各个大类资产的表现来看：

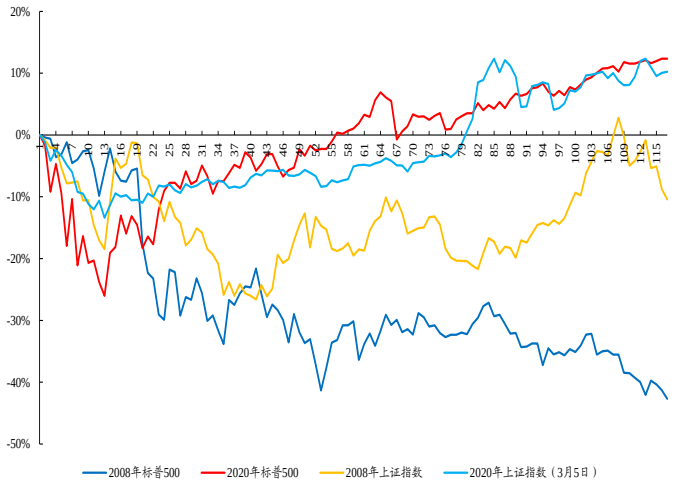
（1）**从与流动性更为相关的资产上看，确实能够明显看到 2020 年的流动性比 2008 年要更为宽松许多**。首先美元指数在 2020 年更为疲软，2008 年美元指数还经历了第二次流动性危机带来的上涨，说明 2020 年的美元供给更为充裕；而标普 500 以及 A 股的走势相比于 2008 年都表现得更为强势，足以说明更多的钱进入了股市；从债市来看，美债相比于 2008 年而言下行速度更快，时间更短，而中债相比于 2008 年一直处于上行趋势，说明美国的货币政策相比于 2008 年而言更为宽松，而中国的货币政策相比于 2008 年更为谨慎，这也从侧面印证了我国经济复苏远领先于美国；从黄金的表现来看，黄金的区间累计收益率 2020 年与 2008 年相差无几，但有一个明显的差异在于 2008 年的黄金波动率明显更大，原因在于中间仍经历了一次流动性危机（见前文分析）。

**图 16：2020 年的美元指数更为疲软**



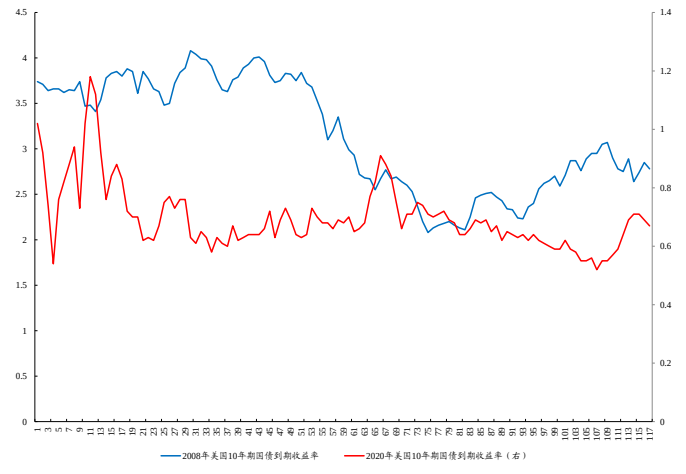

数据来源：Wind、开源证券研究所

**图 17：2020 年标普 500、A 股相比于 2008 年强势许多**



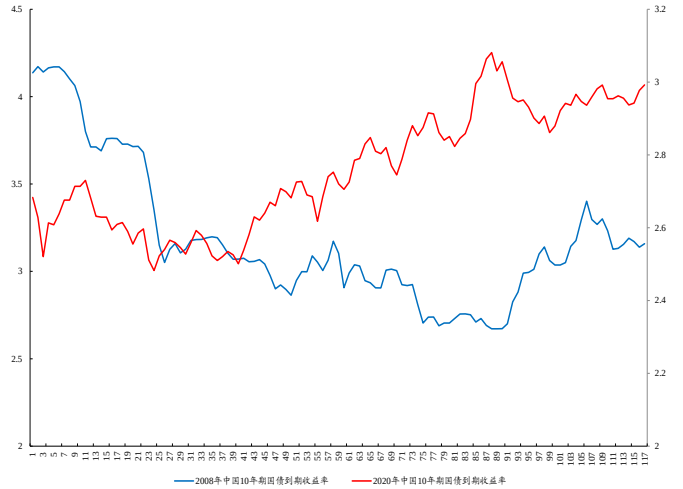

数据来源：Wind、开源证券研究所

**图 18：2020 年美债的下行速度更快，时间更短**



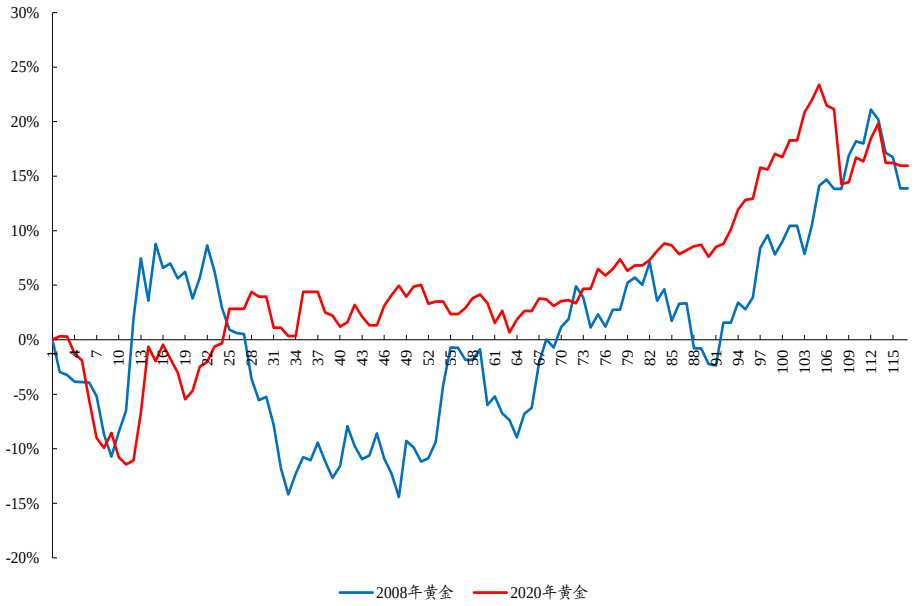

数据来源：Wind、开源证券研究所

**图 19：2020 年中债在美联储扩表时整体处于上行趋势**




数据来源：Wind、开源证券研究所

图20：2008 年的黄金与 2020 年的黄金区间收益率相差不大



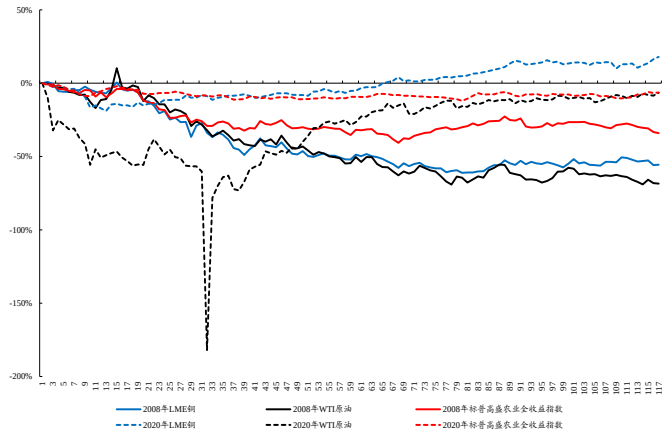

数据来源：Wind、开源证券研究所

（2）相比于黄金，其他与工业需求更相关的大宗商品的表现都超过了 2008 年，我们认为这相比于 2008 年而言可能提前预支了太多后续经济复苏对于这些大宗商品需求的预期，说明当下这些与工业需求更相关的资产也受到了大量流动性的影响，从而推升了它们的价格。但具体到不同商品来看，铜与原油之间的差异还是很大，从金铜比与金油比对比来看，金铜比与 2008 年相近，而金油比则与 2008 年相差很远，说明剔除流动性因素带来的上涨之后，铜的期货价反映的实体经济需求已经达到 2008 年时期的水平（同时考虑到供需平衡的水平与当时相近，说明供给的因素带来的铜价上涨），而目前我国对铜的进口也已经达到了当时的水平，相比之下原油也还远远没有达到；同时从基差来看，铜价基差走阔比 2008 年更为明显，说明对于铜的需求预期很强，而原油基差仍未有起色。上述铜与原油的价格差异背后，我们认为有两个很重要的原因：

首先，相比于 2008 年金融危机，2020 年的新冠疫情对于全球总需求带来的影响主要来自生产活动不能正常开展，人员的流动性处于停滞，这与金融危机显然是完全不一样的，因此工业/交通运输等需求的大幅下滑/长期停滞使得对于原油的需求十分悲观；

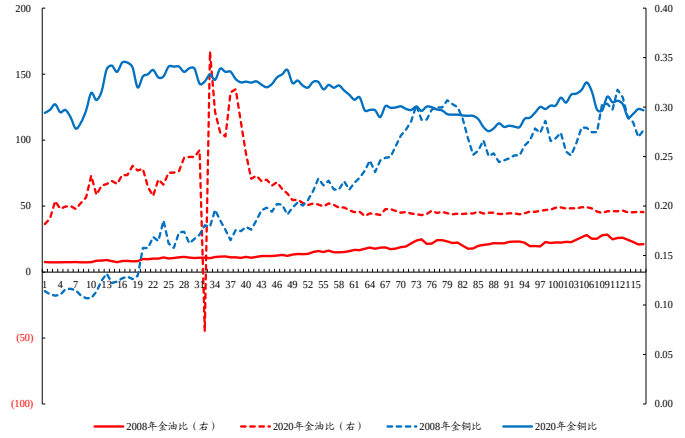
其次，相比于锚定全球需求的原油，铜的需求更多地来自中国，而中国的经济率先从疫情中走出，因此对于铜的需求定价必然领先于原油，这种领先在 2008 年的时候也出现过（见前文分析），这预示着在接下来的经济复苏过程中，这种复苏的定价当前更多地以中国为锚，全球需求的恢复可能仍需等待。但我们认为后续随着全球疫情逐步得到控制，实体经济需求逐步恢复，对于锚定全球需求的大宗商品也将逐步被定价。

图21：2020 年铜、原油和农产品的表现都超过 2008 年



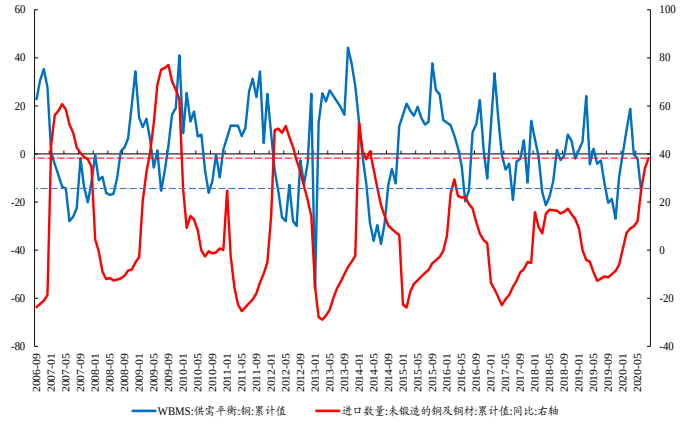

数据来源：Wind、开源证券研究所

图22：金铜比与 2008 年相近，而金油比则相差很远



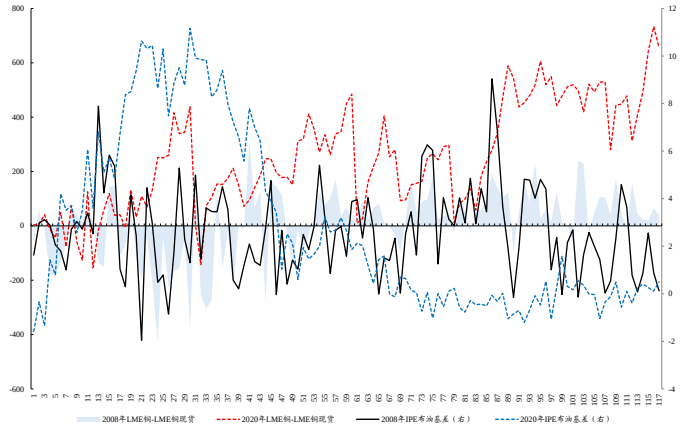

数据来源：Wind、开源证券研究所

图23：我国对铜进口增速已达到 2009 年 3 月时期的水平，供需平衡水平与当时相近




数据来源：Wind、开源证券研究所

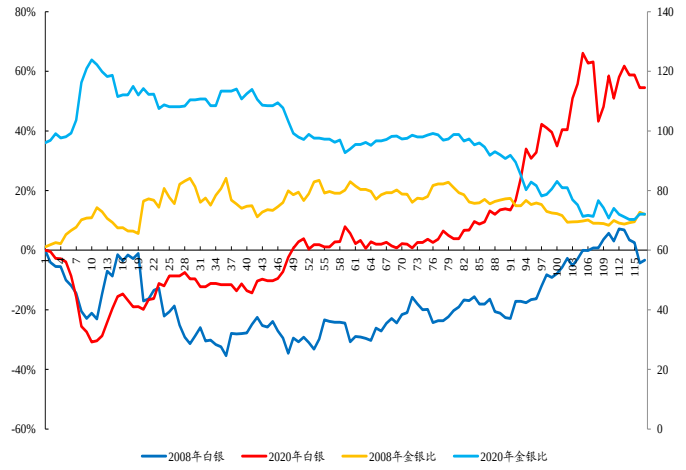
图24：2020 年铜价基差走阔相比于 2008 年更为明显，而原油基差仍未有起色




数据来源：Wind、开源证券研究所

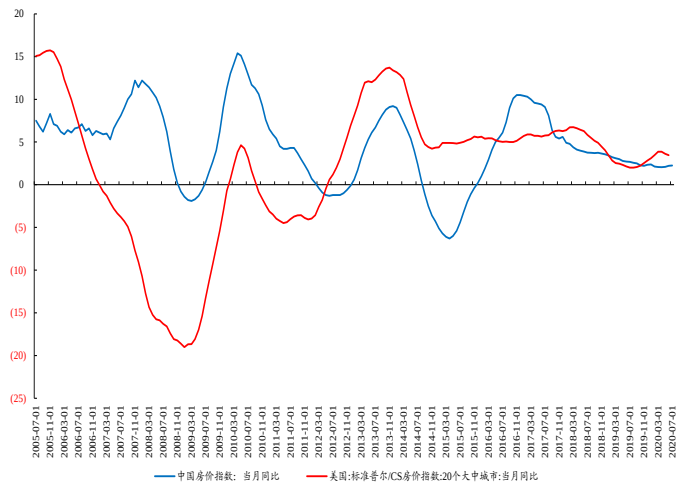
（3）从白银、房地产等同时受到流动性和实体经济需求影响较大的资产表现来看，当前实体经济需求仍停留在预期层面，而实际需求的改善仍需时间。2020 年银价上涨远比 2008 年更快更猛，但金银比与 2008 年相近，同样印证了 2020 年流动性更为充裕。而从代表实体投资的房地产来看，美国 20 个大中城市的房价已经有抬头的趋势，而中国的百城房价指数则由于政策收紧调控表现得较为平稳，说明整体而言全球的房地产市场仍未容纳大量的流动性，但这也就意味着未来存在资金流入其他国家的房地产的可能。

图25：前期白银的大幅上涨主要由流动性驱动




数据来源：Wind、开源证券研究所

图26：美国房价开始抬头，中国房价较为平稳




数据来源：Wind、开源证券研究所

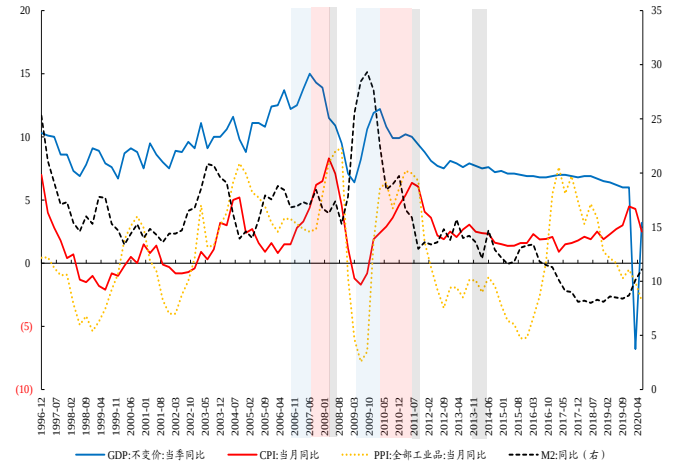
## 4、 热钱“周期性流入”短期或有扰动，但终将回归

在全球流动性预期反复的背景下，9 月以来北上资金也开始大幅流出 A 股，类比 2009 年 1-2 月，虽然短期内这种流出的压力仍将存在，但正如我们此前一直反复强调的，历次热钱流入我国的时期往往对应着我国经济确认复苏，因此后续随着我国经济持续复苏，叠加全球经济也开始逐步走向复苏，这种“周期性流入”的力量终将回归。

### 4.1、 热钱流入时期我国宏观经济特征：确认复苏，货币收紧

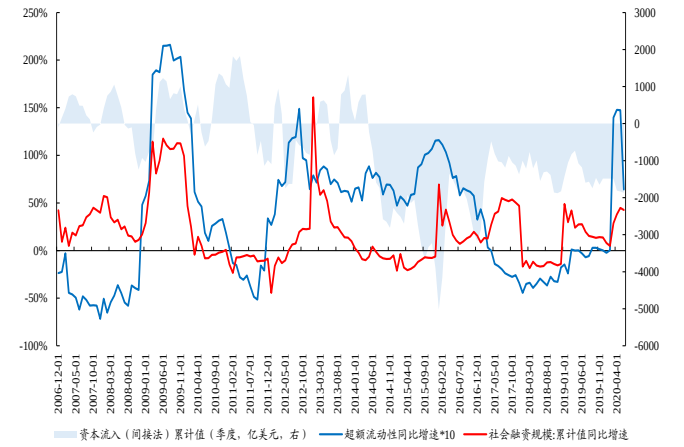
**从历史上看，自 2000 年以来历次热钱流入时期往往也是我国经济复苏得到确认的时期，而在这期间也是由宽货币、宽信用走向紧货币、宽信用再到紧货币、紧信用的时期。**历史上热钱大幅流入的时期是 2006 年 10 月至 2008 年 7 月（累计资本流入 2539.56 亿美元）、2009 年 4 月至 2011 年 8 月（累计资本流入 6501.64 亿美元）以及 2013 年 9 月至 2014 年 4 月（累计资本流入 2067.96 亿美元），而 2016 年 1 月至 2017 年 4 月虽然从绝对值上看仍处于资本流出，但对比 2014-2015 年的资本大幅流出，已经出现明显的放缓。上述时期热钱流入背后的逻辑其实是我国经济基本面随着从宽货币+宽信用到货币政策常态化（收紧）、信用继续扩张而大幅改善，实际利率在经济复苏时期不断提升，相比于美国而言经济优势更为明显，体现在汇率上即人民币强而美元弱，因此也吸引国际资本流入中国。值得一提的是 2013 年 9 月至 2014 年 4 月我国处于货币、信用双收缩的环境，而且房地产调控也趋严，房价很快见顶回落，经济继续下滑，因此在这期间热钱快速流入之后在 2014 年下半年-2015 年大幅流出，而 2014 年也是美联储正式退出 QE、美元指数开启金融危机之后的第二轮上涨的时期（也是近 10 年最猛的一次上涨），全球资本开始迅速回流美国。

图27：历次热钱流入时期往往也是我国经济复苏得到确认的时期




数据来源：Wind、开源证券研究所

图28：历次热钱流入时大多是我国货币政策收紧之时，而信用基本也处于扩张期




数据来源：Wind、开源证券研究所

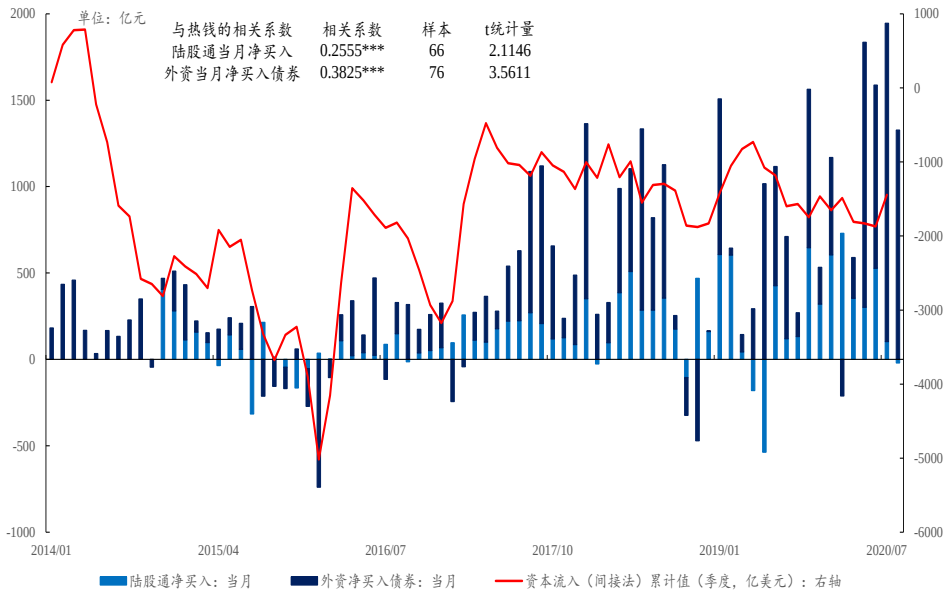
## 4.2、 热钱流入时期我国资产表现：交易经济复苏

热钱进出中国的背后是对各类资产的买卖行为，为了更好地说明这点，我们对股票、债券以及房地产市场分别进行讨论。

### 4.2.1、 热钱流入与各类资产净买入的相关性：热钱在债市、房地产的参与度更高

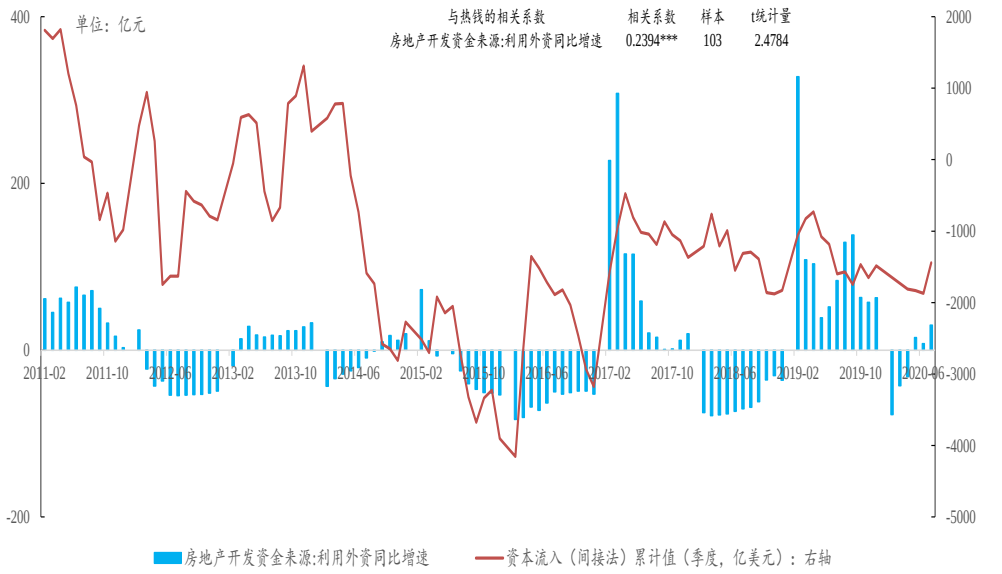
通过对热钱流入与各类资产净买入的相关性进行测算，我们发现：**热钱与陆股通净买入、债券北向通净买入以及地产利用外资金额的增速显著正相关。**但从显著性大小来看：**热钱与外资净买入债券更为相关，其次是地产利用外资金额的增速，最后是陆股通净买入。**我们认为，这种相关性体现的是参与我国股票市场、债券市场以及房地产市场的外国投资者中热钱的活跃程度。这意味着从历史上看，相较于股票市场，热钱在债券市场以及房地产市场的参与度更高。

图29：热钱与陆股通净买入/外资净买入债券显著正相关，与外资净买入债券更相关




数据来源：Wind、开源证券研究所。注：***表示在1%显著性水平下显著。

**图30：热钱与地产利用外资金额的增速显著正相关，正相关程度位于陆股通净买入与外资净买入债券之间**

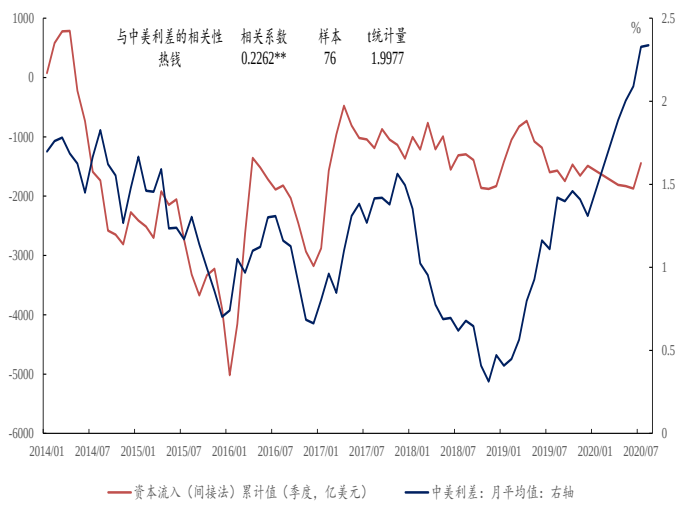



数据来源：Wind、开源证券研究所。注：***表示在1%显著性水平下显著。

### 4.2.2、 热钱流入的资产配置特征：交易我国经济复苏

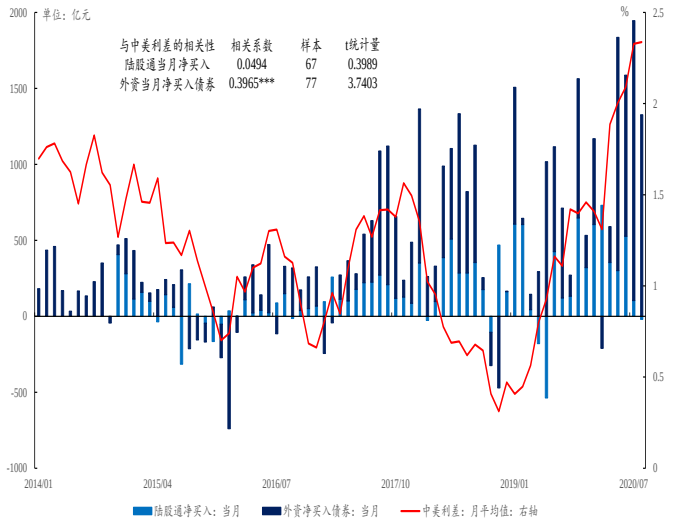
**热钱更易受中美利差驱动进入我国债券市场，而这也正好对应历次热钱流入我国时的宏观环境（货币收紧+经济复苏）。**通过探究热钱、各类资产净买入与中美利差的关系，我们发现**热钱与中美利差高度正相关，而外资对股票、债券以及房地产市场的净投资中，仅债券净买入与中美利差正相关**，这说明热钱流入债市更易受中美利差驱动。通过对外资持有债券的类型拆分来看，主要配置的债券类型为利率债，当我国经济逐步走向复苏时，中美利差有扩大的趋势，此时债券市场也是热钱偏好的“投机”场所。

**图31：热钱流入与中美利差显著正相关**



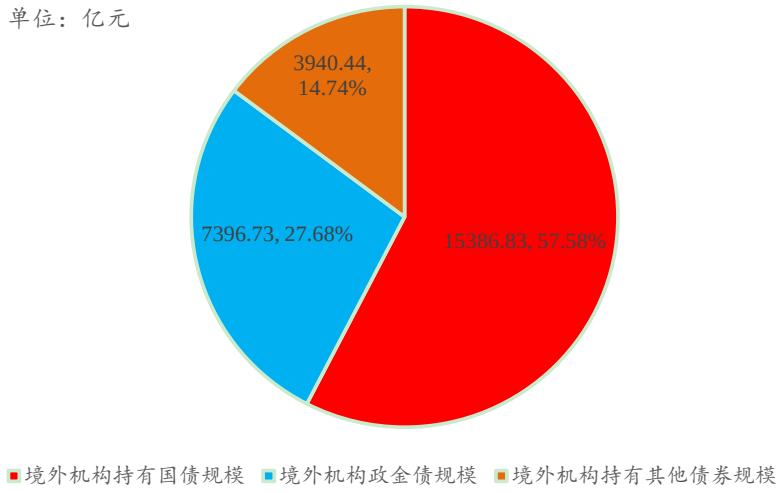

数据来源：Wind、开源证券研究所。注：**表示在5%显著性水平下显著。

**图32：中美利差与外资当月净买入债券行为显著正相关，但与陆股通当月净买入行为无显著关系**




数据来源：Wind、开源证券研究所

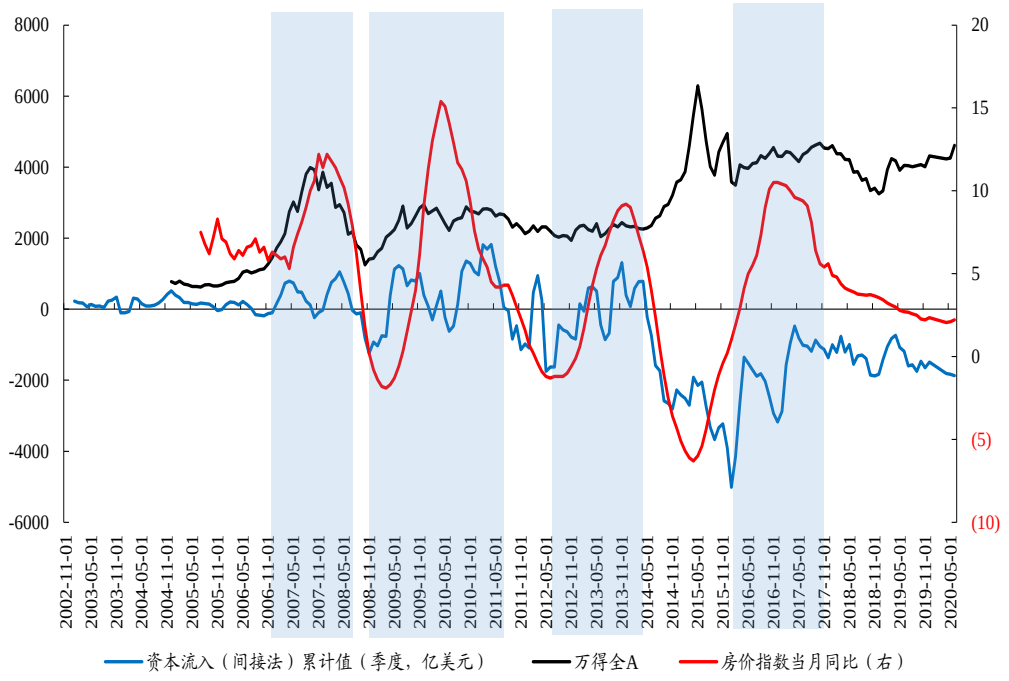
图33：境外机构主要持有国债以及政金债等利率债




数据来源：Wind、开源证券研究所。注：时间截至为 20200831。

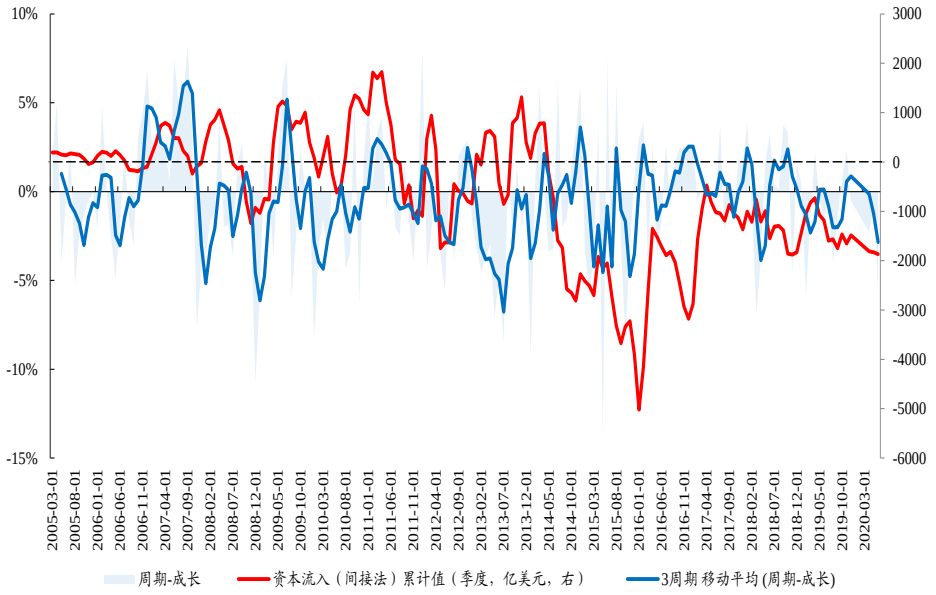
**热钱流入时往往伴随着房地产和股市其中至少一个资产价格的抬升，而从股市的表现特征上看我们发现周期板块往往在热钱流入时表现更好**。我们发现热钱流入我国的主要四个时期都伴随着房地产价格的大幅上涨，而其中 2006 年 10 月至 2008 年 7 月、2016 年 1 月至 2017 年 4 月这两个时期则同时也伴随着股价的大幅上涨，这意味着热钱流入我国时往往伴随着房地产和股市其中至少一个资产价格的抬升，虽然这种资产价格的抬升背后不是直接由于热钱流入推升导致的，但这至少可以说明当热钱涌入时大概率会加大资产价格的波动。同时也正是因为经济走向复苏、紧货币+宽信用的环境特征，所以我们发现周期板块往往在热钱流入时表现都更好，这意味着这种宏观经济特征下周期板块表现背后不可忽视的另一种力量来自于海外投资者交易我国经济复苏。

图34：热钱流入时往往伴随着我国房地产和股市其中至少一个资产价格的抬升




数据来源：Wind、开源证券研究所

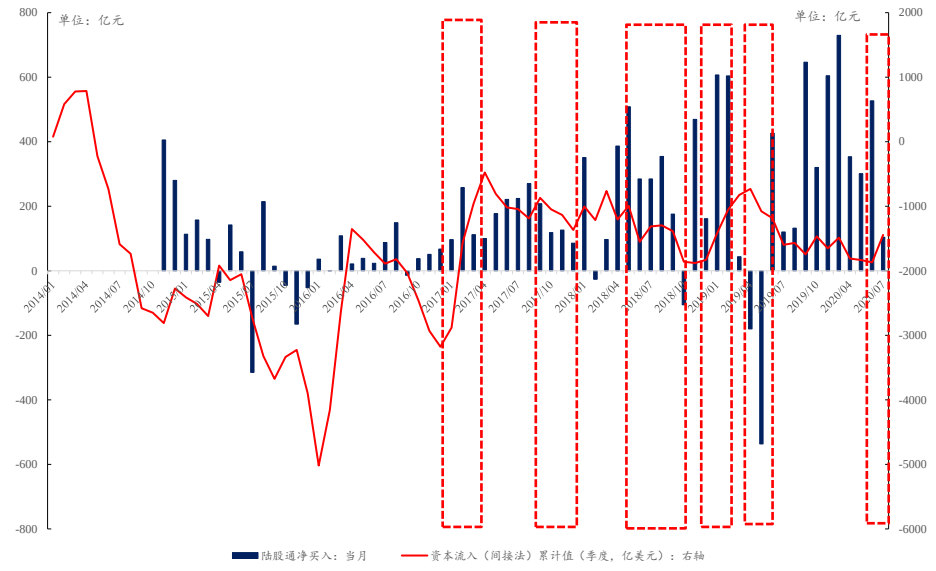
图35：周期板块的表现往往在热钱流入时期比流出时期更好（2015 年除外）




数据来源：Wind、开源证券研究所

**进一步地，我们对于热钱流入时期北上资金的交易行为进行分析，我们发现确实也体现了交易我国经济复苏的特征**。由于热钱所覆盖的资产范围不仅仅局限于 A 股，因此历史上热钱流入时期真正流入 A 股的确切时刻我们可能无法得知，但通过对比陆股通净买入行为与热钱的流入行为来看，**当陆股通净买入行为与热钱的净流入行为一致时，我们可以认为此时北上资金中大概率是由热钱占据主导，由此我们筛选出热钱进出 A 股市场的区间**。

图36：历史上陆股通净买入行为与热钱的净流入行为一致时的区间

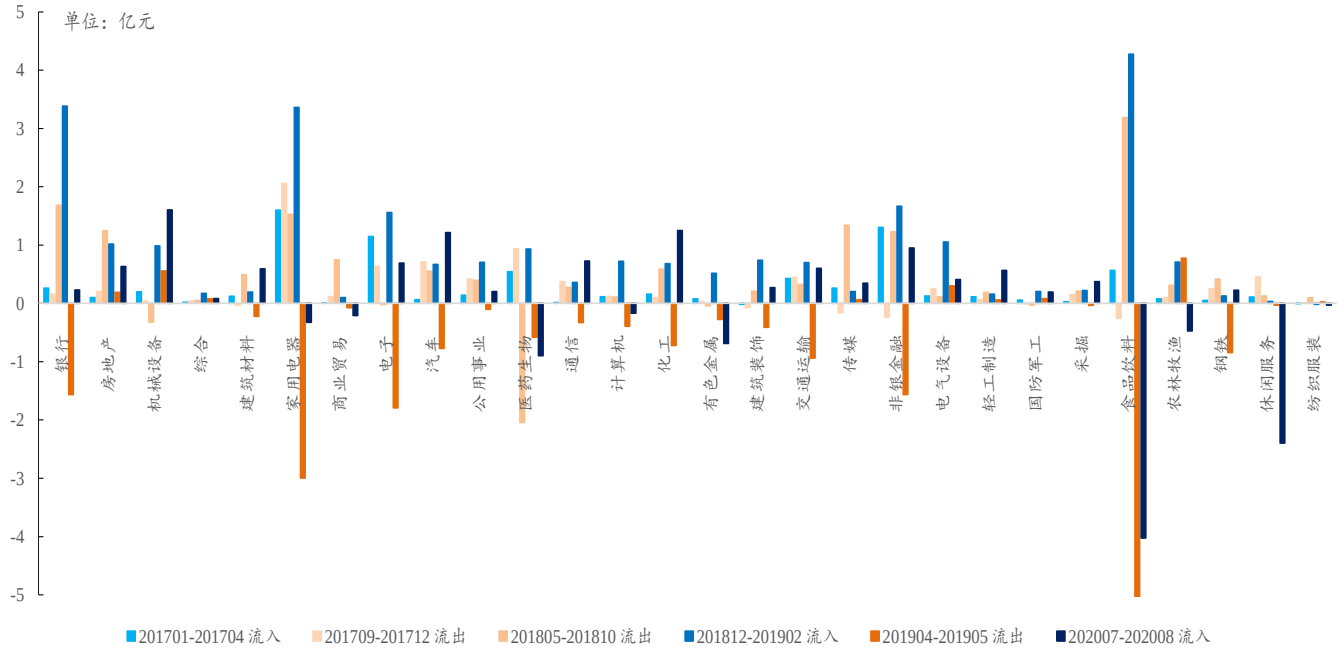



数据来源：Wind、开源证券研究所

通过测算我们发现：**当热钱通过陆股通流入 A 股时，它们更喜欢配置金融、机械设备、有色以及交运等顺周期板块以及家电等顺周期消费板块，同时对电子、计算机以及医药等高成长板块和食品饮料等稳定成长板块有一定偏好。**然而我们发现在 2020 年 7-8 月热钱流入时期，医药生物、食品饮料都遭遇了北上资金的净卖出，与此前有所不同，尤其是白酒和调味发酵品板块，这意味着对于北上资金长期持续

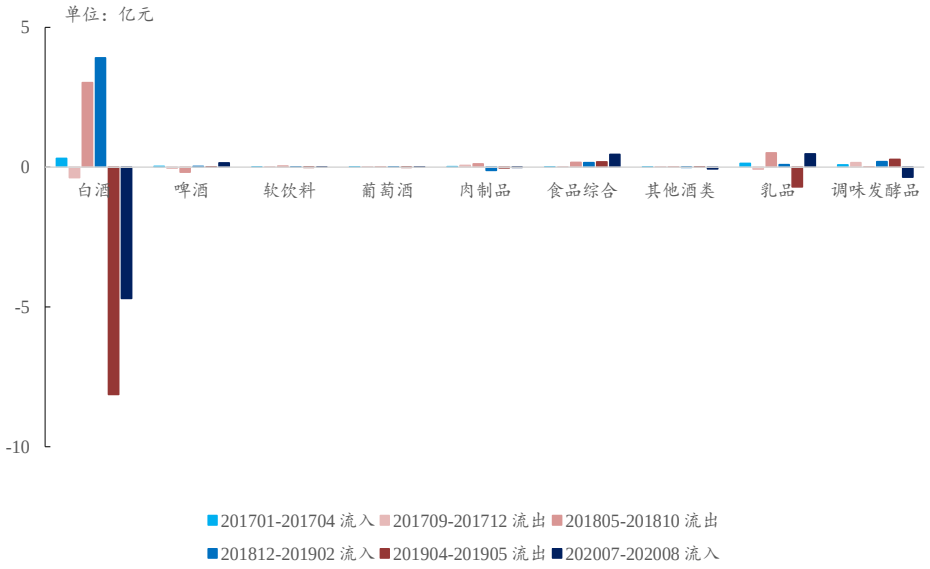
买入“核心资产”的一贯认知将不再有效，这些成长板块的预期收益率在不断降低。

**图37：热钱通过陆股通流入 A 股时更偏爱顺周期板块**




数据来源：Wind、开源证券研究所。注：图中净买入数值为考察区间内的日均净买入。

**图38：2020 年 7-8 月热钱流入时期白酒与调味发酵品板块遭到北上资金净卖出**




数据来源：Wind、开源证券研究所。注：图中净买入数值为考察区间内的日均净买入。

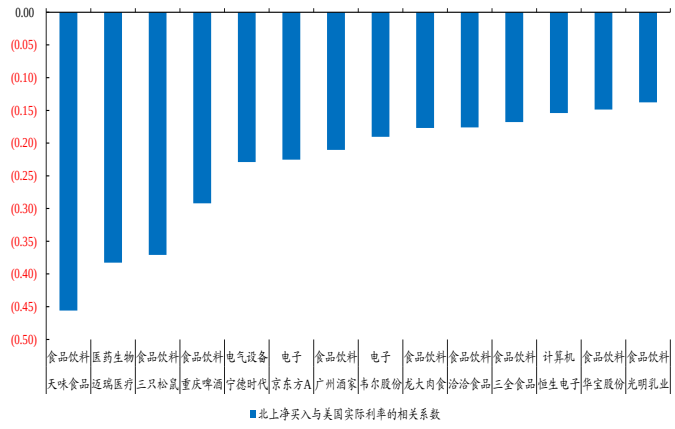
## 5、 结构务必调整，市场不用悲观

站在当前，流动性收紧的预期使得资产价格大幅波动，尤其是前期更受益于流动性宽松的资产或板块，而全球复苏节奏的不一致也使得大宗商品的价格出现较大的分化。我们认为在这种背景下，**参考 2008 年 Q4-2009 年 Q1 的大类资产价格表现以及背后所体现的流动性与经济复苏的预期，接下来资产定价的核心将从前期的流动性推升转向经济复苏，这意味着当前更受益于流动性宽松的资产的价格通胀将会有**

**下行风险，而更受益于经济复苏的资产或板块将会在未来的一段时间内表现更好。**

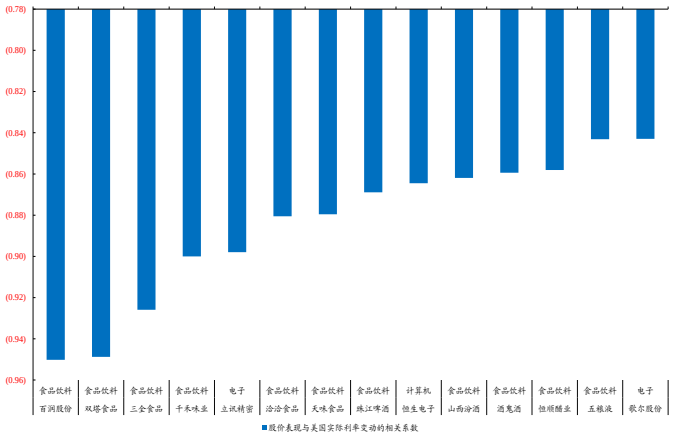
因此，站在全球流动性预期的拐点，我们认为市场将体现两个特征：所有好的消息都来自于经济复苏带来的盈利修复，所有不好的消息都来自于流动性与风险偏好带来的估值压力，这就为通过结构调整以应对市场的不确定创造了条件。我们认为当下市场调整中，适当回避实际利率下行周期中外资收益较高的“核心资产”，重点配置低估值+顺周期：**房地产、银行、煤炭、建筑**；后续市场并不用悲观，要为反击做好准备，在海外资金调仓完成后，下一阶段布局内外资金交易经济复苏的合力点：**建材、化工和工程机械**。

**图39：部分北上资金偏好的“核心资产”周度净买入与美国实际利率存在明显的负相关**




数据来源：Wind、开源证券研究所

**图40：部分北上资金偏好的“核心资产”周度股价表现与美国实际利率存在明显的负相关**




数据来源：Wind、开源证券研究所

## 6、 风险提示

国内经济下行超预期；美元指数大幅走弱；美联储超预期扩表

## 特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。
因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

## 分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

## 股票投资评级说明

| | 评级 | 说明 |
|---|---|---|
| 证券评级 | 买入（Buy） | 预计相对强于市场表现 20%以上； |
| | 增持（outperform） | 预计相对强于市场表现 5%～20%； |
| | 中性（Neutral） | 预计相对市场表现在－5%～＋5%之间波动； |
| | 减持 | 预计相对弱于市场表现 5%以下。 |
| 行业评级 | 看好（overweight） | 预计行业超越整体市场表现； |
| | 中性（Neutral） | 预计行业与整体市场表现基本持平； |
| | 看淡 | 预计行业弱于整体市场表现。 |
| 备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。 | | |

## 分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

## 法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于机密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

## 开源证券股份有限公司

**上海**
地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

**深圳**
地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

**北京**
地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座16层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

**西安**
地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn