总量研究中心

“全球流动性外溢”专题报告

策略专题研究报告

本报告的主要看点：

1. 全球流动性宽松下外资流入 A 股规模

全球流动性外溢：预计下半年北上资金流入 3000 亿

基本结论

- **全球流动性外溢效应下，下半年全球资本加速流入新兴市场，类比 2008 年底美联储第一次量化宽松后的情形。**流动性宽松是当前全球金融环境最大的特征。在疫情冲击下，美联储持续投放市场流动性，重启无限量量化宽松，兜底信用风险和流动性风险，美联储资产规模由疫情前的 4 万亿美元急剧扩张到 7 万亿美元。在全球疫情仍存一定不确定性，全球经济短期内全面复苏难度较大的背景下，全球流动性宽松的局面将持续 1-2 年。类比 2008 年金融危机情况，随着美联储 2008 年 11 月底开启第一轮量化宽松，市场恐慌情绪缓解，美元持续走弱，全球资金再度流入新兴市场。自 2009 年起新兴市场资金外逃基本结束，资金开始重返新兴市场。

- **下半年资金层面最大的边际变化在于外资，预计下半年北上资金流入规模在 3000 亿左右。**全球流动性宽松背景下，美元或进入新一轮贬值周期，全球资本将持续流入新兴市场，A 股作为最大新兴市场持续受益于全球流动性外溢。上半年北上资金流入 A 股资金规模为 1182 亿，我们预计下半年流入规模在 3000 亿左右，月均 500 亿左右，也就是全年北上资金流入规模将超 4000 亿。去年在 MSCI 等事件带动下北上资金流入规模为 3500 亿，在没有 MSCI 提高权重等事件的带动下，今年超 4000 亿规模的北上资金流入或超市场预期。

- **影响北上资金流入的主要因素：人民币汇率与美股走势。**1）人民币汇率变化直接影响外资投资收益率，当人民币大幅贬值或贬值预期较高时，会造成外资的流出，反之则反。从数据来看，历次外资的较大规模流出 A 股往往是在人民币贬值阶段，比如 2019 年 5-6 月和 2020 年 3 月；2）北上资金的流动与美股走势也存在一定的相关性，特别是在美股调整时，全球风险偏好降低，外资也一般会流出 A 股。其中内在的逻辑是：美股作为全球头号风险资产，美股的调整往往意味着全球风险偏好的下降，在这个过程中，外资将缩减全球权益类资产的配置，因此 A 股也会受到影响。

- **我们认为下半年人民币汇率和美股走势这两个因素均利于外资流入 A 股市场。**首先，我们判断下半年人民币将存在一定的升值压力，一方面从基本面来看，中国经济在疫情冲击下较美国等其他海外国家恢复的更快。另一方面，在美联储持续宽松的背景下，美元或进入新一轮贬值周期，中美息差不断创新高的情况下，人民币面临升值压力。其次，对于美股市场，美联储兜底美国信用风险和流动性风险，流动性宽松推升美股重回疫情前的新高。全球风险偏好相对较高，这也有助于全球资金流向回报率更高的新兴市场。

- **外资行业配置主要集中在消费和科技领域，外资对流动性和基本面俱佳的龙头公司的话语权和定价权不可忽视。**在北上资金持仓中，消费占比始终保持第一名，截至 2020 年 6 月底，消费占比为 49.1%；持仓第二为金融地产，占比 15.5%；第三为中游制造，占比 14.5%；第四为 TMT，持仓占比为 13.7%。从具体行业来看，持股集中在食品饮料（18%）、医药生物（14%）、家用电器（9%）、电子（8%）、银行（7%）、非银金融（6%）等行业，前 6 大重仓行业持股市值占比达 62.0%。从个股话语权和定价权来看，在北上资金每日成交的前十大活跃股中，北上资金成交金额占个股总成交额比重平均在 20%左右，甚至部分个股北上资金成交占比高达 70%。

- **风险提示：**疫情严重程度超出预期、经济恢复不及预期、海外黑天鹅事件（主权违约、政治风险、中美经贸冲突再起等）

艾熊峰 分析师 SAC 执业编号：S1130519090001
aixiongfeng@gjzq.com.cn

魏雪 分析师 SAC 执业编号：S1130518090001
weixue@gjzq.com.cn

内容目录

一、全球流动性外溢效应下，下半年全球资本加速流入新兴市场 4
1.1 全球流动性环境持续宽松的态势在未来 1-2 年难有逆转.....4
1.2 全球资本将加速流入新兴市场，类比 2008 年底美联储第一次量化宽松后的情形 4
二、预计下半年北上资金流入规模 3000 亿左右，全年超 4000 亿.....5
三、影响北上资金流入的主要因素：汇率与美股.....6
3.1 北上资金密集流出往往发生在在人民币汇率贬值阶段.....6
3.2 在美股调整阶段，由于全球风险偏好下降，外资一般会也有所流出.....6
3.3 人民币升值压力和美股维持新高的背景下外资流入 A 股趋势不断加强...7
四、北上资金的配置风格有何特征.....8
4.1 外资行业配置主要集中在消费和科技领域 8
4.2 个股方面，外资偏好那些流动性和基本面俱佳的龙头公司.....9

图表目录

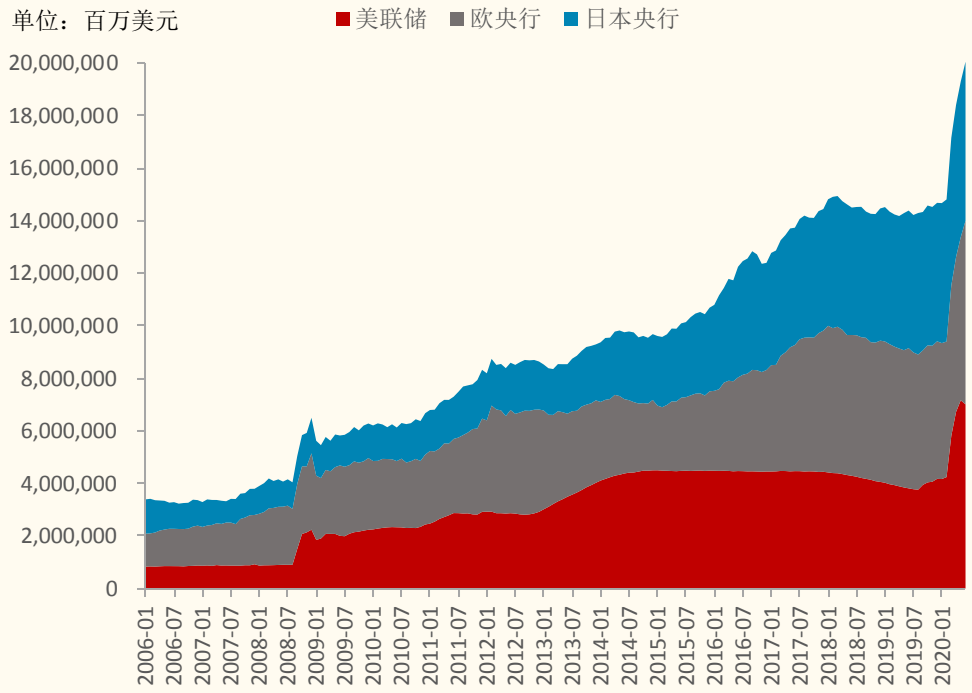
图表 1：美联储、欧央行和日本央行总资产.....4
图表 2：新兴市场资金流入与 MSCI 新兴市场指数变动.....5
图表 3：历年北上资金流入规模.....5
图表 4：北上资金流动与人民币汇率关系.....6
图表 5：北上资金流动与美股走势.....7
图表 6：中美十年期国债收益率息差.....7
图表 7：陆股通大类行业板块持仓占比变化.....8
图表 8：陆股通持仓行业分布（截至 2020 年 6 月底）.....9
图表 9：北上资金持股市值最大的前十家公司（截止 7/3）.....9
图表 10：北上资金十大活跃股中北上资金成交金额占总成交额比重.....10

一、全球流动性外溢效应下，下半年全球资本加速流入新兴市场

1.1 全球流动性环境持续宽松的态势在未来 1-2 年难有逆转

- **流动性宽松是当前全球金融环境最大的特征。**在疫情冲击下，美联储持续投放市场流动性，重启无限量量化宽松，兜底信用风险和流动性风险，美联储资产规模由疫情前的 4 万亿美元急剧扩张到 7 万亿美元。在全球疫情仍存一定不确定性，全球经济短期内全面复苏难度较大的背景下，全球流动性宽松的局面将持续 1-2 年。正如美联储 6 月 FOMC 会议提到："将把资产购买速度至少维持在当前水平，预计基准利率将保持接近零的水平直至 2022 年底"。

图表 1：美联储、欧央行和日本央行总资产

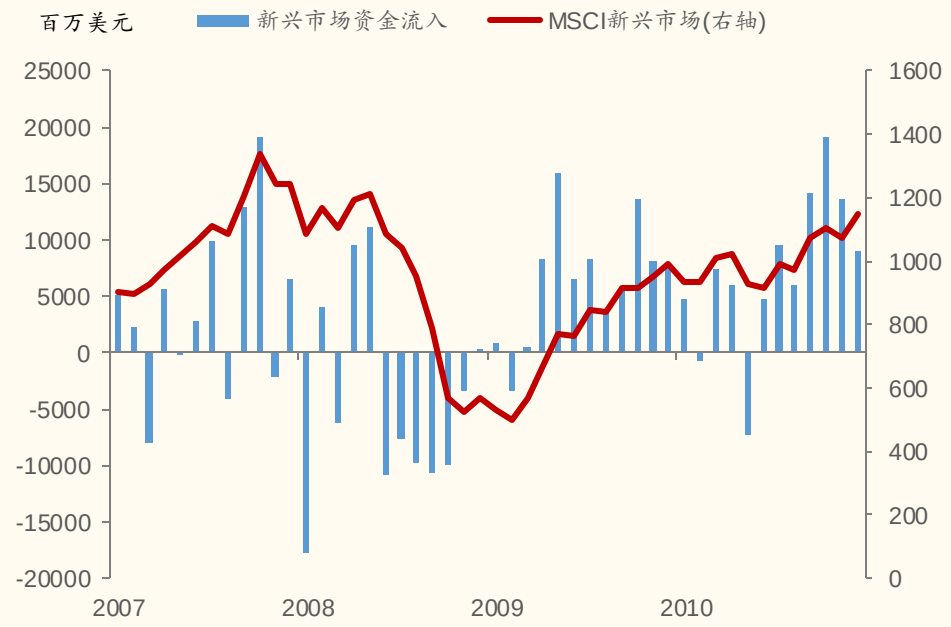


来源：Wind、国金证券研究所

1.2 全球资本将加速流入新兴市场，类比 2008 年底美联储第一次量化宽松后的情形

- **2008 金融危机期间，随着美联储量化宽松，全球资金流入新兴市场，抬升新兴市场资产价格。**新兴市场资金流入与 MSCI 新兴市场指数有着很强的正相关关系，这说明外资流入对新兴市场的资产价格有着重要的影响。受金融危机影响，在避险情绪的主导下，2008 年下半年全球资金持续流出新兴市场，流入美国市场。随着美联储 2008 年 11 月底开启第一轮量化宽松，市场恐慌情绪缓解，美元持续走弱，全球资金再度流入新兴市场。自 2009 年起新兴市场资金外逃基本结束，资金开始重返新兴市场。同时，受外资流入的影响，MSCI 新兴市场指数于 2009 年起逐步上行。

图表 2：新兴市场资金流入与 MSCI 新兴市场指数变动

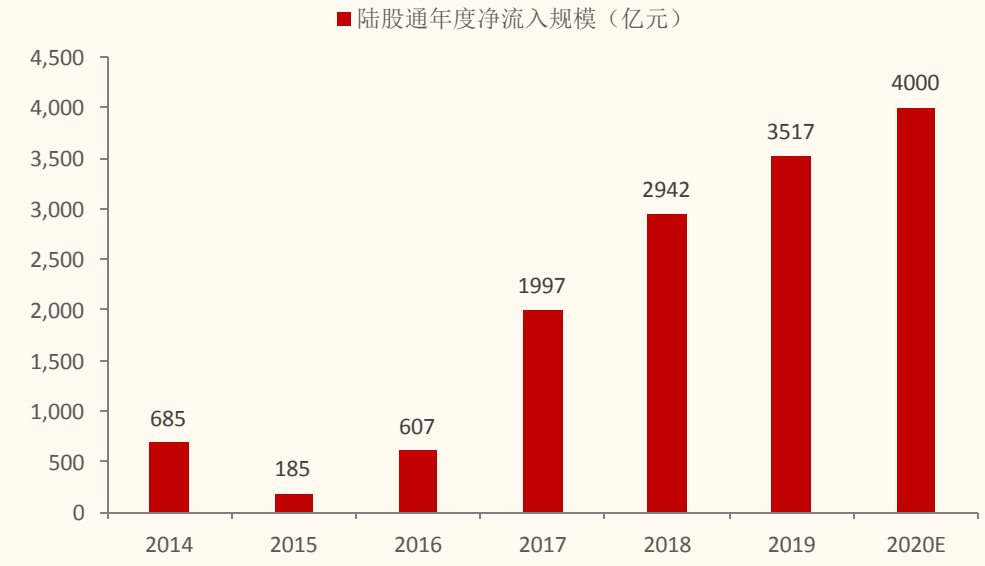


来源：EPFR、国金证券研究所

二、预计下半年北上资金流入规模 3000 亿左右，全年超 4000 亿

- **下半年资金层面最大的边际变化在于外资，预计下半年北上资金流入规模在 3000 亿左右。**全球流动性宽松背景下，美元或进入新一轮贬值周期，全球资本将持续流入新兴市场，A 股作为最大新兴市场持续受益于全球流动性外溢。上半年北上资金流入 A 股资金规模为 1182 亿，我们预计下半年流入规模在 3000 亿左右，月均 500 亿左右，也就是全年北上资金流入规模将超 4000 亿。去年在 MSCI 等事件带动下北上资金流入规模为 3500 亿，在没有 MSCI 提高权重等事件的带动下，今年超 4000 亿规模的北上资金流入或超市场预期。

图表 3：历年北上资金流入规模



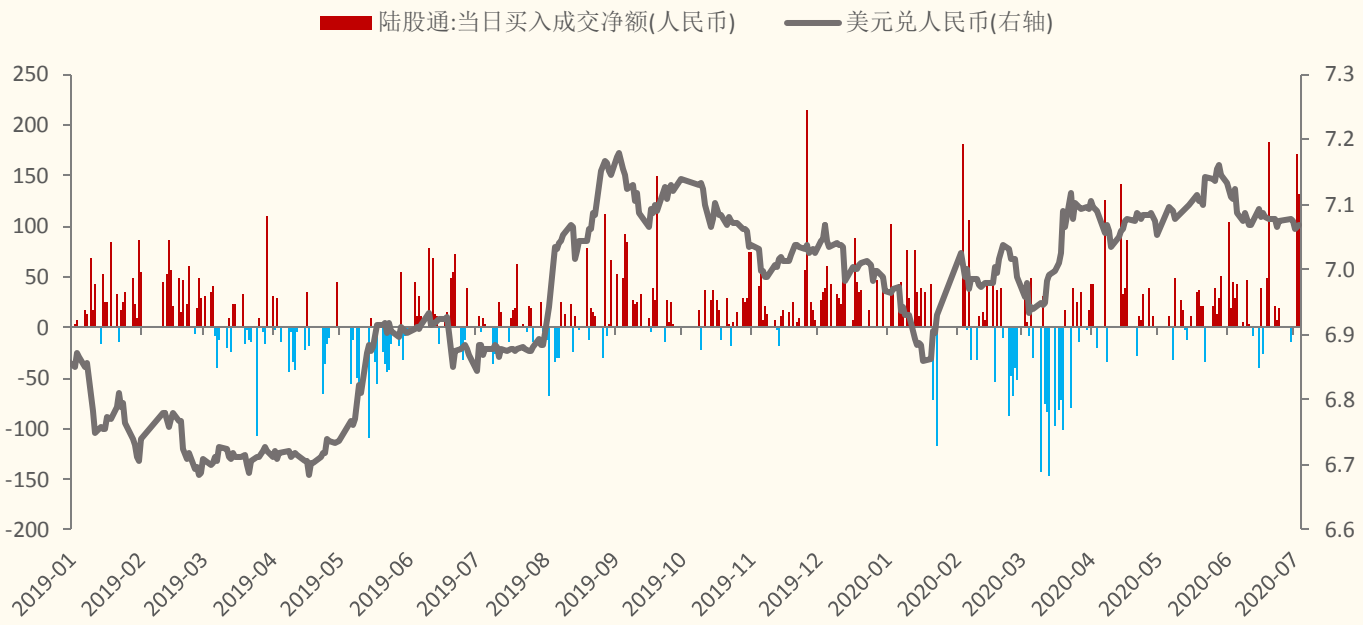
来源：Wind、国金证券研究所

三、影响北上资金流入的主要因素：汇率与美股

3.1 北上资金密集流出往往发生在在人民币汇率贬值阶段

- **人民币汇率是影响外资流入流出的重要因素之一。**人民币汇率变化直接影响外资投资收益率，当人民币大幅贬值或贬值预期较高时，会造成外资的流出，反之则反。从数据来看，历次外资的较大规模流出 A 股往往是在人民币贬值阶段，比如 2019 年 5-6 月和 2020 年 3 月。但从今年 4 月以来的情况来看，人民币经历了先贬后升的波动，但外资持续流入的趋势不改。核心原因在于全球流动性宽松的格局短时间难以逆转，全球资本将加速流入新兴市场以获取更高的收益。此外，市场对后续人民币存在一定的升值预期，这也加强了外资流入的趋势。

图表 4：北上资金流动与人民币汇率关系

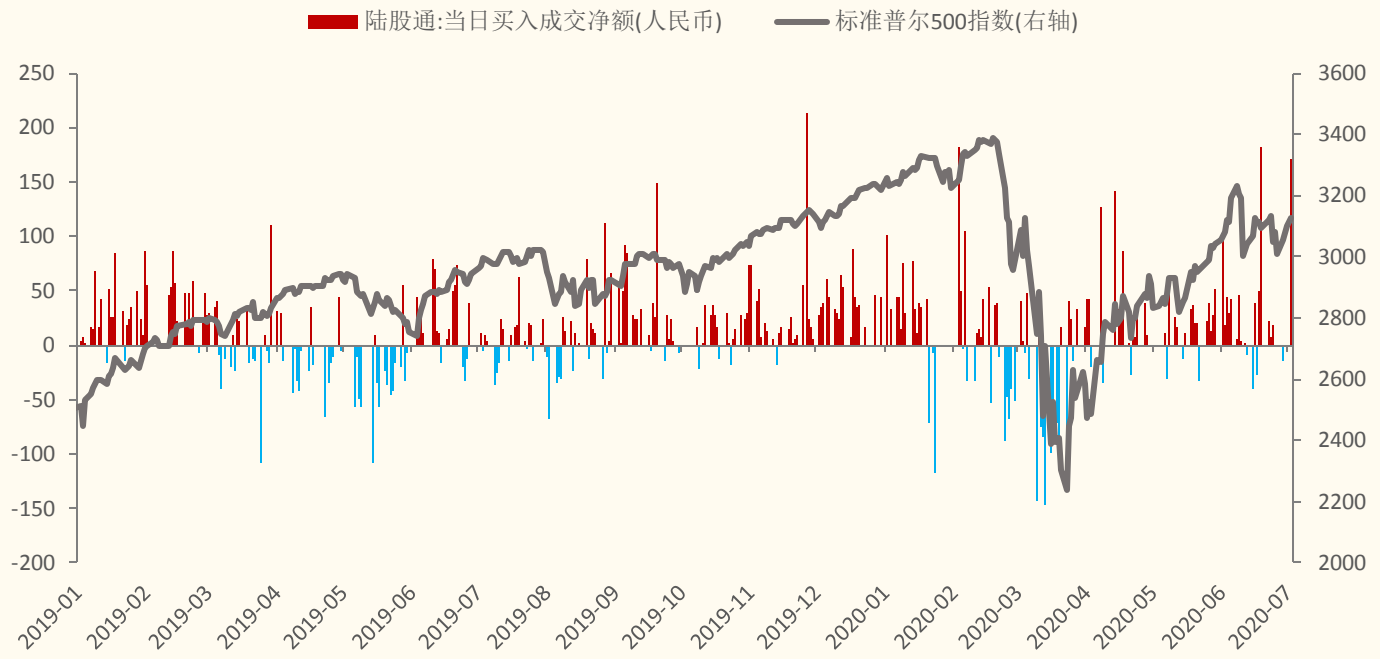


来源：Wind、国金证券研究所

3.2 在美股调整阶段，由于全球风险偏好下降，外资一般会也有所流出

- **北上资金的流动与美股走势也存在一定的相关性，特别是在美股调整时，全球风险偏好降低，外资也一般会流出 A 股。**从数据来看，今年 3 月份外资大量流出 A 股伴随着美股的大跌，2019 年 5 月外资的流出也同样伴随着美股的下跌。其中内在的逻辑是：美股作为全球头号风险资产，美股的调整往往意味着全球风险偏好的下降，在这个过程中，外资将缩减全球权益类资产的配置，因此 A 股也会受到影响。

图表 5：北上资金流动与美股走势



来源：Wind、国金证券研究所

3.3 人民币升值压力和美股维持新高的背景下外资流入 A 股趋势不断加强

■ **正如前文所述，人民币汇率和美股走势是影响外资流入流出 A 股的重要影响因素，我们认为下半年这两个因素均利于外资流入 A 股市场。**首先，我们判断下半年人民币将存在一定的升值压力，一方面从基本面来看，中国经济在疫情冲击下较美国等其他海外国家恢复的更快。另一方面，在美联储持续宽松的背景下，美元或进入新一轮贬值周期，中美息差不断创新高的情况下，人民币面临升值压力。其次，对于美股市场，美联储兜底美国信用风险和流动性风险，流动性宽松推升美股重回疫情前的新高。全球风险偏好相对较高，这也有助于全球资金流向回报率更高的新兴市场。

图表 6：中美十年期国债收益率息差



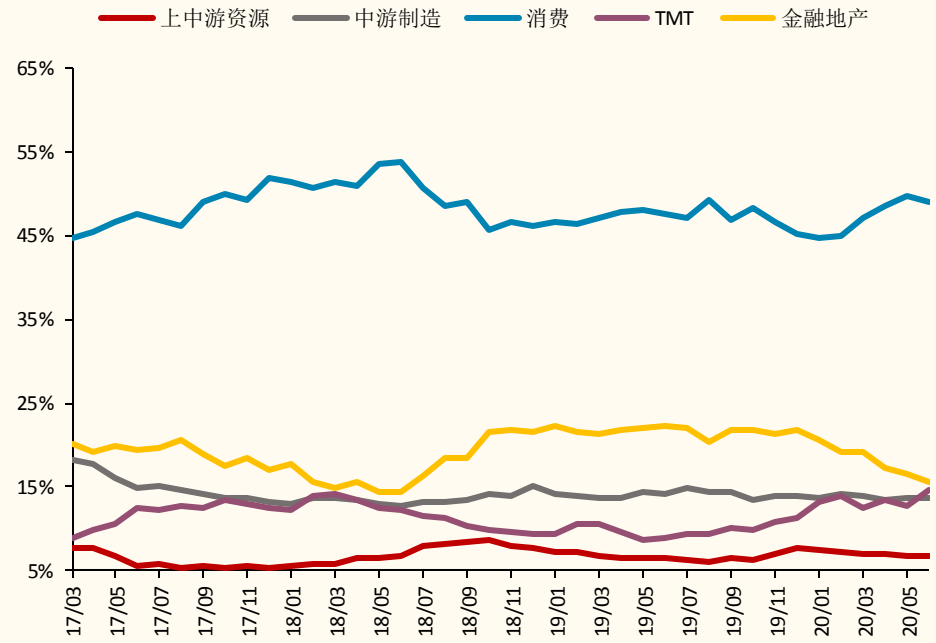
来源：Wind、国金证券研究所

四、北上资金的配置风格有何特征

4.1 外资行业配置主要集中在消费和科技领域

- **从陆股通持仓的大类行业板块分布来看，外资配置集中在消费板块。**2020 年以来，外资对消费和 TMT 板块的配置比例持续提高。陆股通持仓中，消费占比始终保持第一名，截至 2020 年 6 月底，消费占比为 49.1%；持仓第二名为金融地产，占比 15.5%；第三为中游制造，占比 14.5%；第四为 TMT，持仓占比为 13.7%。

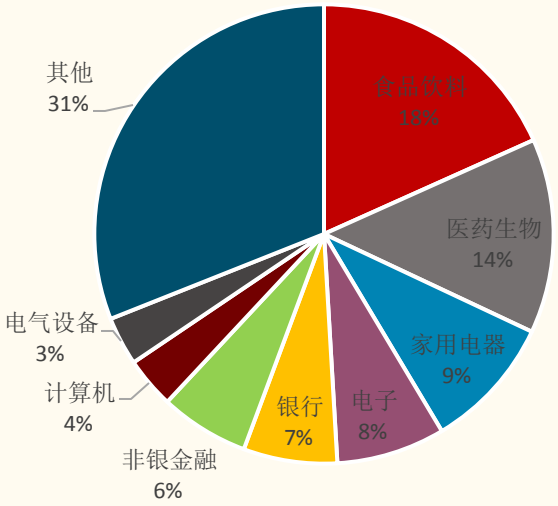
图表 7：陆股通大类行业板块持仓占比变化



来源：Wind、国金证券研究所

- 从具体行业来看，截至 6 月底，陆股通持股集中在食品饮料（18%）、医药生物（14%）、家用电器（9%）、电子（8%）、银行（7%）、非银金融（6%）等行业，前 6 大重仓行业持股市值占比达 62.0%。

图表 8：陆股通持仓行业分布（截至 2020 年 6 月底）



来源：Wind、国金证券研究所

4.2 个股方面，外资偏好那些流动性和基本面俱佳的龙头公司

从北上资金持股规模最大的前十家 A 股公司来看，基本集中在消费和金融行业的龙头企业。前十大重仓持股规模占全部北上资金持股市值规模的 33%，集中持仓的特征较为显著。

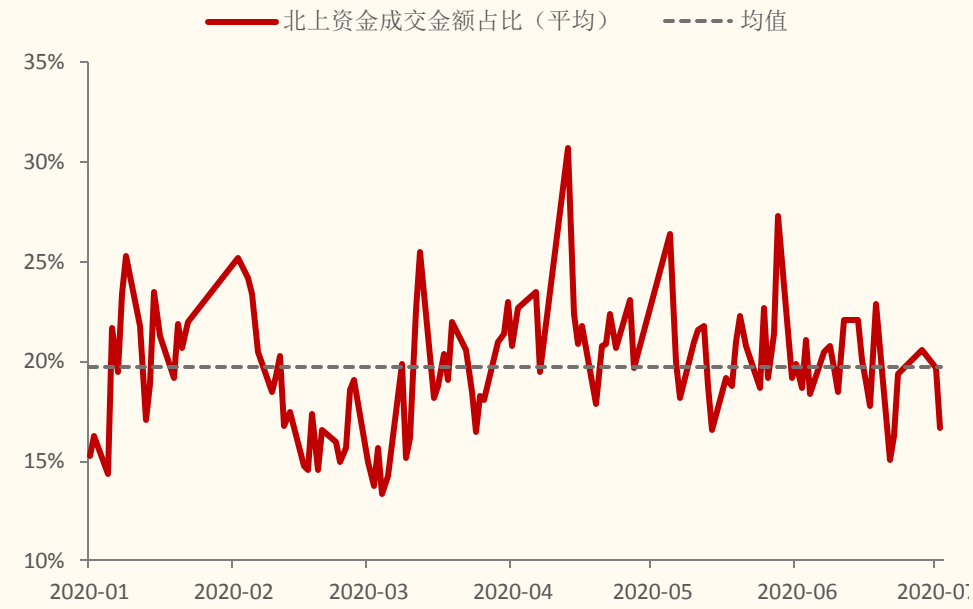
图表 9：北上资金持股市值最大的前十家公司（截止 7/3）

证券代码	证券简称	持股市值（亿元）	占北上资金规模比重（%）	行业
600519.SH	贵州茅台	1645.80	9.07	食品饮料
000333.SZ	美的集团	759.42	4.19	家用电器
000858.SZ	五粮液	596.88	3.29	食品饮料
601318.SH	中国平安	582.93	3.21	非银金融
600276.SH	恒瑞医药	561.01	3.09	医药生物
000651.SZ	格力电器	542.13	2.99	家用电器
601888.SH	中国中免	461.84	2.55	休闲服务
600036.SH	招商银行	352.69	1.94	银行
603288.SH	海天味业	259.44	1.43	食品饮料
600900.SH	长江电力	250.95	1.38	公用事业

来源：Wind、国金证券研究所

此外，从北上资金对这些公司的话语权和定价权来看，北上资金每日成交的前十大活跃股中，北上资金成交金额占个股总成交额比重平均在 20%左右，甚至部分个股北上资金成交占比高达 70%，这表明北上资金在这些龙头公司的话语权和定价权不可忽视。

图表 10：北上资金十大活跃股中北上资金成交金额占总成交额比重



来源：Wind、国金证券研究所

风险提示：疫情严重程度超出预期、经济恢复不及预期、海外黑天鹅事件（主权违约、政治风险、中美经贸冲突再起等）

特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员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。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；非国金证券 C3 级以上（含 C3 级）的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号时代金融中心 7GH