



浦银国际月度资金流：贸易谈判进入关键期，亚太新兴市场开始受青睐

- **欧美等发达市场仍较受外资青睐。**过去一月(5月15日-6月11日)，贸易谈判进入关键期，中美原则上达成贸易框架协议，缓解了贸易紧张局势，除中国市场外，全球主要股市都获得外资净流入。美股仍是最吸金的市场，录得净流入43.4亿美元。同时，欧洲和亚太市场也较受全球资金青睐。然而，中国内地市场和香港市场均录得净流出。不过，大部分市场受到本土资金的减仓。本土资金主要以被动基金(ETF)为主，减仓或主要由前期推动行情的个人投资者转为部分获利了结导致。从表现上看，美国、德国、法国、印度股市表现较弱，但韩国、澳大利亚、英国的股市表现亮眼，而估值仍偏低的港股依然表现不俗。
- **新兴市场对全球资金吸引力上升。**根据EPFR，过去一月，资金净流出发达市场189亿美元(可比同期：净流入448.6亿美元)。新兴市场录得净流入0.8亿美元(可比同期：-9亿美元)。我们预计，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，且新兴市场货币还受益于美元走弱，对全球资金的吸引力有望增加。
- **外资转为净流出中国市场。**根据EPFR，过去一月，外资转为净流出中国市场，主要由主动型外资驱动。期间共有15.5亿美元外资净流出中国市场(可比同期净流入17.3亿美元)，其中主动基金净流出11.9亿美元，被动基金净流出3.6亿美元。我们观察到外资对中国资产的兴趣明显提升。截至4月底，主动型外资在中国股市的仓位仍然低于基准指数，若接下来市场情绪重新高涨，**外资仍有较大的回流空间。**由于信息技术和金融板块被低配的程度较深，在资金回流时或受青睐。
- **本土资金净流出中国市场明显放缓。**根据EPFR，过去一月，共有51.9亿美元的本土资金净流出中国股市，较可比同期明显收窄，主要为被动型资金。今年以来国内资金呈现明显的“逆向投资”特征，**在市场下跌时的集中增持**：4月，国内资金净流入282.9亿美元，创下过去5年来最大月度净流入记录。当时汇金公司、中国诚通、中国国新等“国家队”迅速宣布大规模增持A股ETF，市场信心明显提振，推动A股企稳；**在市场狂热时有序减持**：2-3月，科技板块因AI概念炒作出现非理性上涨，部分个股市盈率远超历史均值。期间，尽管国内资金累计录得净流出210.9亿美元，但并未对A股市场造成明显波动。
- **南向资金净流入加速，优质高息股和成长股较受青睐。**过去一月，外资净流出港股市场约5.6亿美元，由被动型资金驱动。然而，我们认为短暂的净流出并不能改变外资持续配置港股的趋势。6月至今(截至6月13日)南向资金日均成交额在港股占比为24.4%，较5月时22.1%进一步抬升，位于高位。南向资金净流入银行、互联网零售、生物制药等板块规模较大，但信息技术(包括软件、硬件、半导体等)净流出较多。从个股上看，南向资金偏好优质高息股和成长股。
- **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6月16日



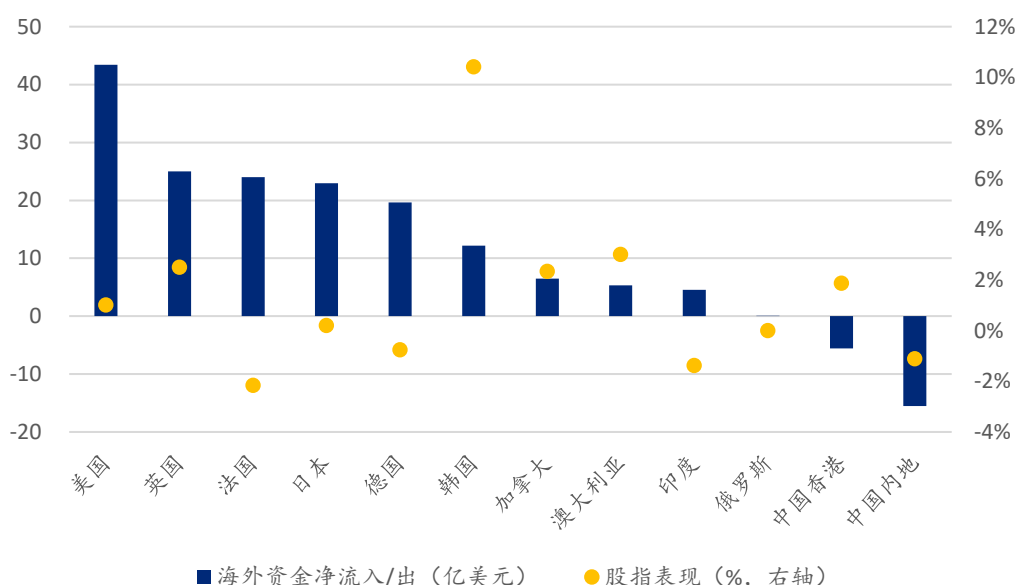
扫码关注浦银国际研究

全球资金流向：发达市场仍较受资金青睐， 新兴市场吸引力上升

贸易谈判进入关键期，美国、欧洲和亚太市场获外资青睐。过去一月（5月15日-6月11日），贸易谈判进入关键期，中美原则上达成贸易框架协议，缓解了贸易紧张局势。除中国市场外，全球主要股票市场都获得外资净流入。美股仍是最吸金的市场，录得净流入43.4亿美元。同时，欧洲和亚太市场也较受全球资金青睐。欧洲市场中，德国股市和法国股市分别录得净流入19.7亿和24.0亿美元。而亚太市场中，日本股市净流入23亿美元，韩国股市净流入12.2亿美元，印度股市转为净流入4.5亿美元。然而，中国内地市场录得净流出15.5亿美元，中国香港市场转为净流出5.6亿美元。从表现上看，美国、德国、法国、印度股市表现较弱，但韩国、澳大利亚、英国的股市表现亮眼，而估值仍偏低的港股依然表现较佳（图表1）。

不过，大部分市场受到本土资金的减仓。过去一月（5月15日-6月11日），美国和日本的本土资金录得净流出规模较大，分别为230.2亿和133.8亿美元。而欧洲市场也受到本土资金的减仓，德国股市和法国股市分别录得净流出4.2亿和0.8亿美元。英国股市也录得本土资金净流出23.1亿美元。中国内地市场录得净流出51.9亿美元，中国香港市场则录得净流入0.3亿美元。而本土资金主要以被动基金（ETF）为主，本土资金减仓或主要由前期推动行情的个人投资者转为部分获利了结导致（图表2）。

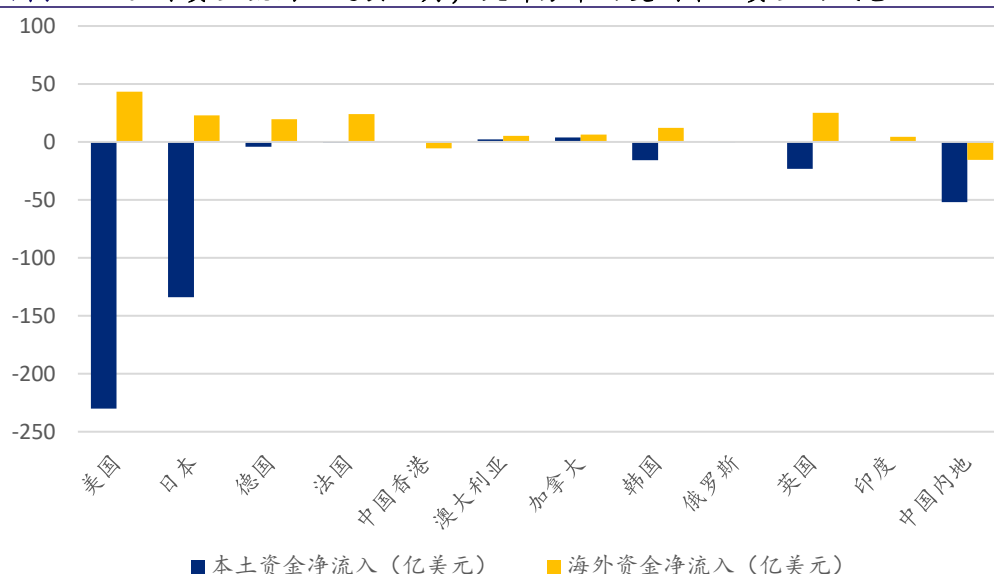
图表 1：全球主要市场海外资金流向：2025 年 5 月 15 日至 6 月 11 日，美国、欧洲和亚太市场获青睐



注：数据截至 2025 年 6 月 11 日。

资料来源：EPFR、Bloomberg、浦银国际

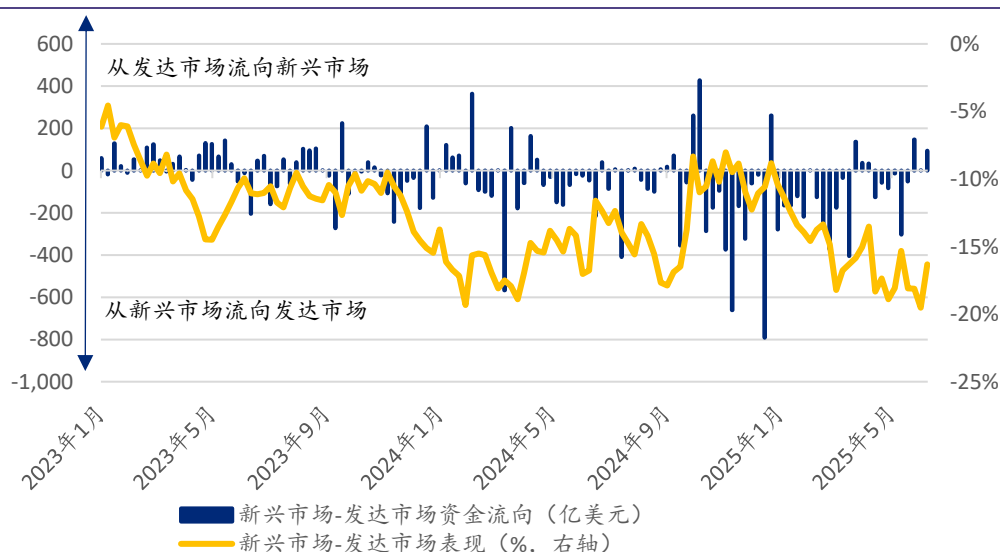
图表 2：全球资金流向：过去一月，大部分市场受到本土资金的减仓



注：数据截至 2025 年 6 月 11 日。
资料来源：EPFR、Bloomberg、浦银国际

短期新兴市场对全球资金吸引力或将上升。根据 EPFR，过去一月（5 月 15 日-6 月 11 日），资金净流出发达市场 189 亿美元（可比同期：净流入 448.6 亿美元）。新兴市场录得净流入 0.8 亿美元（可比同期：净流出 9 亿美元）。期间，发达市场股价跑赢新兴市场 2%。（图表 3）。短期来看，需密切留意美国关税政策变动，以及国际地缘政治局势变动，若全球资金避险情绪抬升，或驱使资金流出风险资产。此外，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，且新兴市场货币还受益于美元走弱，对全球资金的吸引力有望增加。

图表 3：过去一月，新兴市场对资金吸引力更强，但股价跑输发达市场



注：数据截至 2025 年 6 月 11 日。
资料来源：EPFR、浦银国际

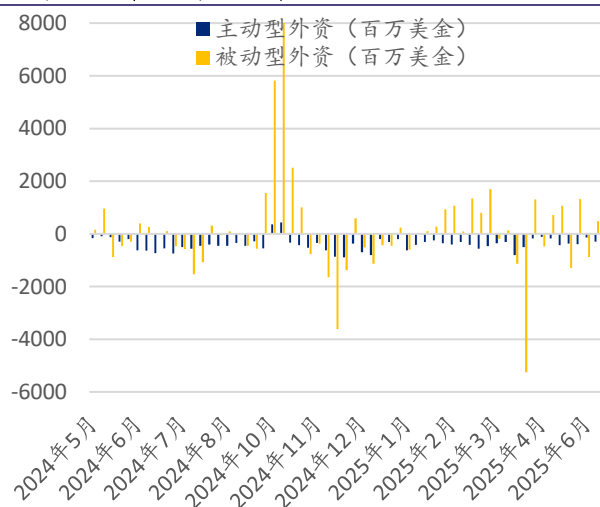
外资转为净流出，国内资金净流出放缓

外资由净流入转为净流出。根据 EPFR，过去一月（5 月 15 日-6 月 11 日），外资转为净流出中国市场，主要由主动型外资驱动。期间共有 15.5 亿美元外资净流出中国市场（可比同期净流入 17.3 亿美元），其中主动基金净流出 11.9 亿美元，被动基金净流出 3.6 亿美元（图表 4）。

外资仍有较大的回流空间。虽然，目前主动型外资尚未出现回流的趋势，但截至 4 月底，主动型外资在中国股市的仓位仍然低于基准指数，回流空间较大。在全球主要股票市场中，中国市场的性价比更高，因其盈利增速较强，估值水平更低。在市场情绪明显改善、基本面出现拐点、赚钱效应提升的情况下，中国市场有望吸引主动型外资把中国资产的配置从低配提升至标配。

本土资金净流出有所放缓。根据 EPFR，过去一月（5 月 15 日-6 月 11 日），共有 51.9 亿美元的国内资金净流出中国股市，较可比同期的净流出 76 亿美元显著收窄，主要以被动型资金为主（图表 5）。我们观察到今年国内资金呈现明显的“逆向投资”特征。**在市场下跌时的集中增持：**4 月，美国对华关税政策持续升级，市场恐慌情绪快速上升，导致中国资本市场出现大幅波动，外资净流出中国市场，而国内资金净流入 282.9 亿美元，创下过去 5 年来最大月度净流入记录。4 月 7 日，上证指数下跌 7.3%，当日汇金公司、中国诚通、中国国新等“国家队”迅速宣布大规模增持 A 股 ETF，市场信心明显提振，推动 A 股企稳。截至 4 月底，上证指数较低点反弹约 12%。**在市场狂热时有序减持：**2-3 月，科技板块因 AI 概念炒作出现非理性上涨，部分个股市盈率远超历史均值。期间，尽管国内资金累计录得净流出 210.9 亿美元，但并未对 A 股市场造成明显波动，上证指数上涨了 3%。

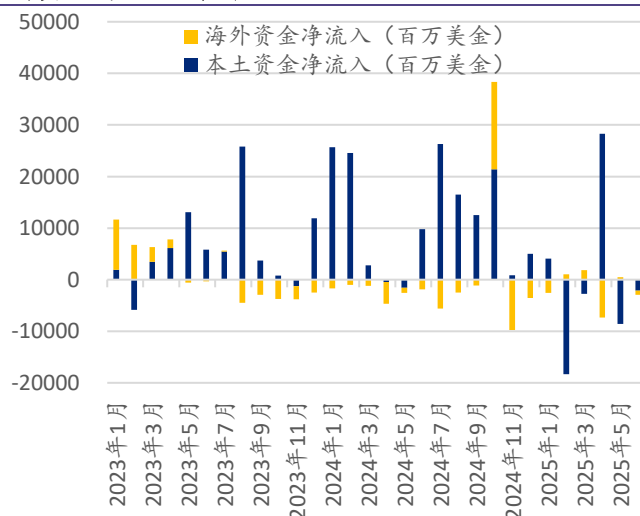
图表 4：过去一月，无论是被动型还是主动型外资均净流出中国内地股市



注：数据截至 2025 年 6 月 11 日。

资料来源：EPFR、浦银国际

图表 5：过去一月，外资转为净流出中国市场，国内资金净流出有所放缓

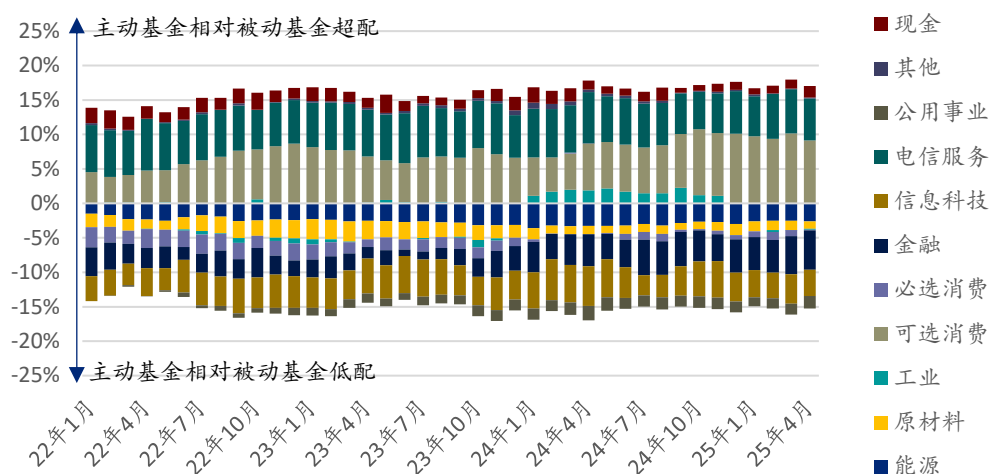


注：数据截至 2025 年 6 月 11 日。

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 4 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、能源和信息科技等板块，当中信息技术和金融板块低配的程度较深，而超配的只有电信服务、可选消费板块、其他和现金（图表 6）。

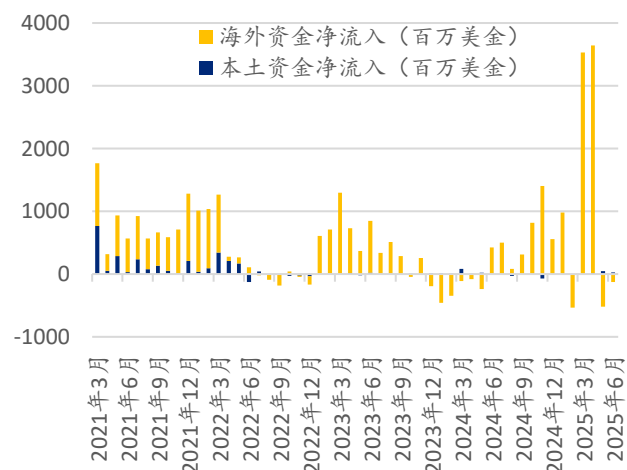
图表 6：根据 EPFR，截至 4 月底，专注中国的主动型基金相对（追踪指数的）被动型基金对大部分板块都是低配，信息技术和金融低配程度较深



注：数据截至 2025 年 4 月 30 日。资料来源：EPFR、浦银国际

外资转为净流出港股，由被动型资金驱动。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 过去一月（5 月 15 日-6 月 11 日），本土资金录得净流出 0.3 亿美元，与可比同期基本持平，外资净流出港股市场约 5.6 亿美元，而可比同期净流入 8.9 亿美元。但我们认为，短暂的净流出并不能改变外资持续配置港股的趋势。主动型和被动型外资均录得净流出，其中主动基金净流出 0.8 亿美元，被动基金大幅净流出 4.8 亿美元（图表 7-8）。

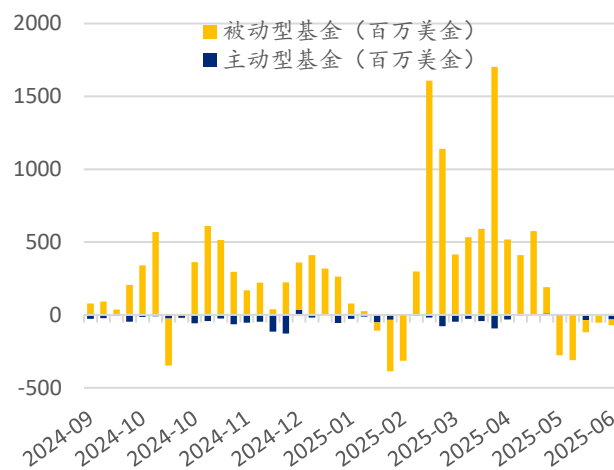
图表 7：过去一月，外资转为净流出港股.....



注：数据截至 2025 年 6 月 11 日。

资料来源：EPFR、浦银国际

图表 8：.....主要由被动型外资驱动



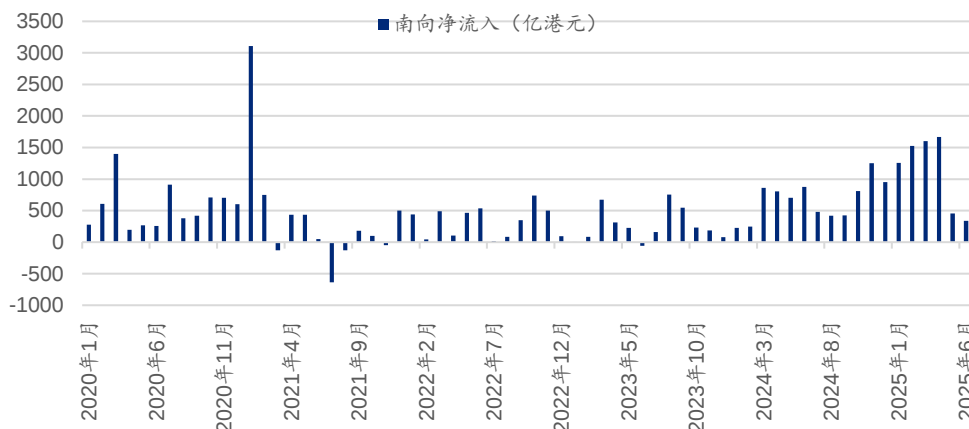
注：数据截至 2025 年 6 月 11 日。

资料来源：EPFR、浦银国际

南向资金净流入港股有所加速

南向资金净流入较上月有所加速。截至 6 月 13 日，6 月以来南向资金累计净流入 337.5 亿港元，日均净流入 33.7 亿港元，较 5 月日均净流入 24.0 亿港元有所上升，净流入明显加速（图表 9）。年初至今，南向资金累计净流入为 6,847 亿港元，为去年同期的 2 倍左右。

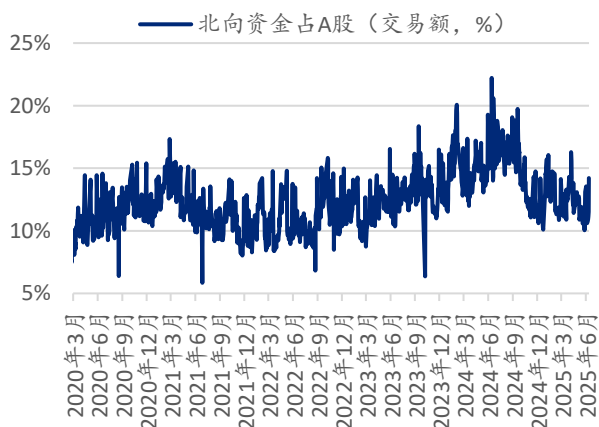
图表 9：近期，南向资金净流入保持强劲



注：数据截至 2025 年 6 月 13 日。资料来源：港交所、iFinD、浦银国际

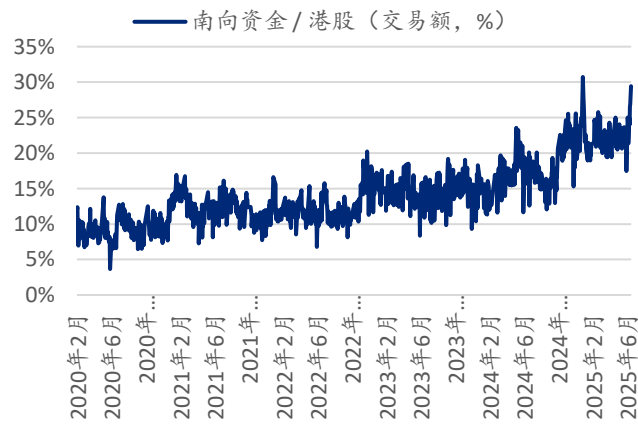
南向资金在港股的成交占比持续上升。截至 6 月 13 日，6 月以来南向资金的当月日均成交额在港股占比为 24.4%，较 5 月日均成交额的 22.1% 明显提升，位于高位。过去一月，多个新消费股被纳入港股通，可投资标的进一步拓展，有望提升内地投资者对投资港股的吸引力。另外，我们观察到在中长期资金入市引导、AH 溢价等多个因素驱动下，国内险资和公募基金正加快在港股的布局，有望成为南向资金的增量来源。北向资金成交额占比略有回升，反映出外资在 A 股的活跃度较此前有所提升。6 月以来北向资金的当月日均成交额在 A 股的占比为 11.7%，较 5 月的 11.4% 微幅上升（图表 10-11）。

图表 10：北向资金在 A 股 6 月以来日均成交额的占比为 11.7%，较 5 月的 11.4% 微幅上升



注：数据截至 2025 年 6 月 13 日。资料来源：Bloomberg、iFinD、浦银国际

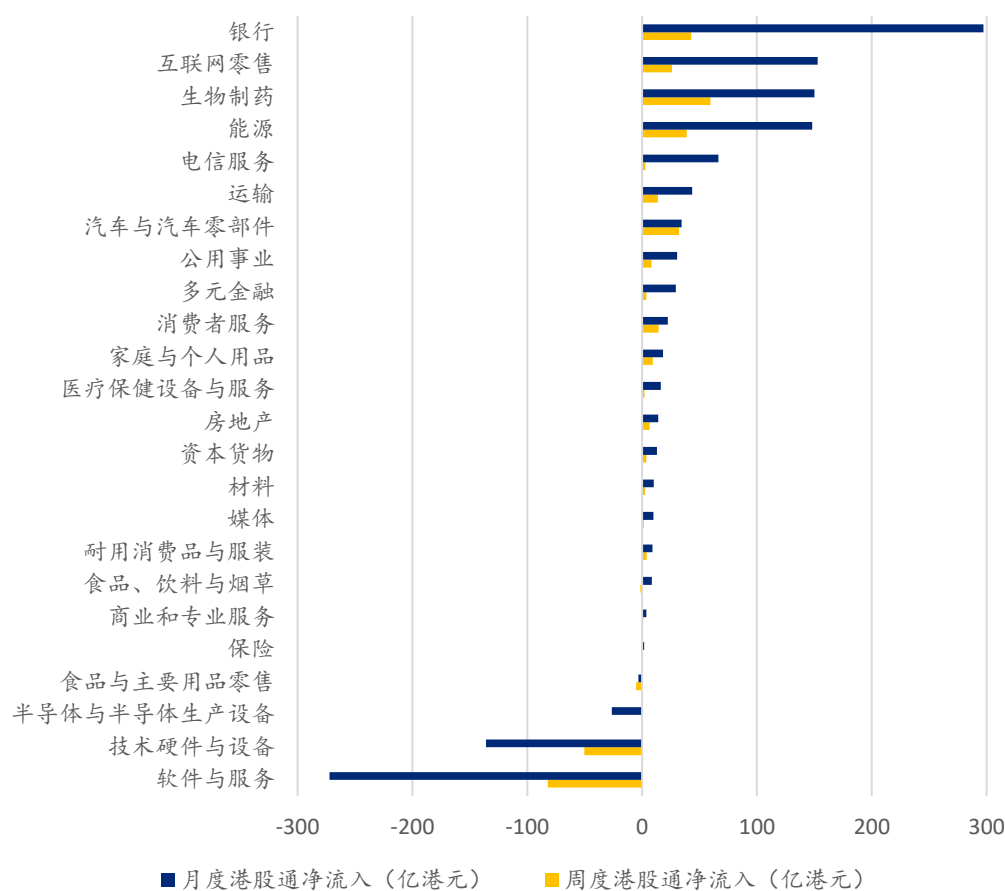
图表 11：南向资金在港股 6 月以来日均成交额的占比为 24.4%，较 5 月的 22.1% 进一步抬升



注：数据截至 2025 年 6 月 13 日。资料来源：Bloomberg、iFinD、浦银国际

过去一月（5月15日-6月13日），南向资金净流入银行、互联网零售、生物制药等板块规模较大。过去一月，大部分港股板块都录得南向资金的净流入。其中，银行、互联网零售、生物制药等板块录得南向资金净流入规模较大，但信息技术（包括软件、硬件、半导体等）录得净流出较大。过去一周（6月9日至6月13日），南向资金净流入生物制药、银行和能源板块较多，但净流出软件与服务、技术硬件与设备板块较多（图表12）。

图表 12：过去一月，银行、互联网零售、生物制药等板块仍较获南向资金青睐，但信息技术（包括软件、硬件、半导体等）板块录得净流出较大



注：数据截至2025年6月13日。月度数据计算区间为5月15日-6月13日，周度数据计算区间为6月9日至6月13日。
资料来源：iFinD、浦银国际

南向资金仍较偏好高息股和成长股。过去一月，南向资金净流入高息股较多，主要集中在银行和能源板块，比如银行龙头建设银行（939.HK）、招商银行（3968.HK）、中国银行（3988.HK）、能源龙头中海油（883.HK）、中国石油（857.HK）、中国神华（1088.HK）等，电信服务公司中国移动（941.HK）也受到资金青睐。成长股也持续受到南向资金的青睐，大部分为生物医药、互联网、机器人和智能驾驶汽车行业龙头。例如：生物医药龙头石药集团（1093.HK）和信达生物（1801.HK），互联网公司美团（3690.HK），机器人公司地平线（9660.HK），新能源汽车公司比亚迪股份（1211.HK）和理想汽车（2015.HK）（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
美团	3690.HK	可选消费	8,444	7,338	183.9	14%	-1.5%
建设银行	0939.HK	银行	19,273	2,562	144.9	12%	-1.3%
中国移动	0941.HK	电信服务	19,306	1,560	49.8	15%	-1.4%
招商银行	3968.HK	银行	12,573	865	45.8	4%	-1.4%
地平线机器人	9660.HK	硬件设备	908	1,561	42.2	4%	-1.5%
石药集团	1093.HK	生物医药	1,018	1,942	41.0	27%	-0.8%
信达生物	1801.HK	生物医药	1,333	1,778	41.0	37%	-0.8%
中国海洋石油	0883.HK	石油石化	9,233	1,630	38.8	21%	-1.3%
中国石油股份	0857.HK	石油石化	17,480	1,095	38.5	4%	-1.3%
中国神华	1088.HK	煤炭	8,249	656	34.2	11%	-1.4%
中国银行	3988.HK	银行	16,129	1,693	32.0	9%	-1.5%
农业银行	1288.HK	银行	21,253	830	28.0	4%	-1.3%
比亚迪股份	1211.HK	汽车与零配件	11,682	6,246	21.4	1%	-1.5%
香港交易所	0388.HK	非银金融	5,244	2,788	21.2	5%	-1.4%
中石化	0386.HK	石油石化	7,326	640	20.5	5%	-1.4%
工商银行	1398.HK	银行	26,198	1,589	19.3	9%	-1.3%
理想汽车	2015.HK	汽车与零配件	2,351	1,885	18.5	17%	-1.5%
中国太保	2601.HK	非银金融	3,426	453	16.9	11%	-1.3%
远大医药	0512.HK	生物医药	343	436	16.1	17%	-1.3%
邮储银行	1658.HK	银行	5,650	285	15.3	5%	-1.4%

注：数据截至 2025 年 6 月 13 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

王玥

emily_wang@spdbi.com

852-2808 6468

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

