



浦银国际月度资金流：避险情绪升温，全球资金加速再平衡

- **避险情绪升温，全球资金加速再平衡。** 3月（2月27日至3月26日），去年录得净流入较大的市场，期间净流入大幅收窄或转为净流出，如美股净流入收窄至13.5亿美元（2月同期净流入202亿美元），而日本股市净流出6.2亿美元，印度股市净流出4.5亿美元。**全球资金加速净流入欧洲和中国市场。**德国和法国股市分别净流入57.9亿和40.7亿美元。中国内地市场录得净流入18.6亿美元，为连续第二个月录得净流入，中国香港市场录得净流入35.3亿美元。从表现上看，美股回调幅度较大，而印度、韩国股市则表现最为亮眼，而处于估值洼地的港股依然表现较佳。**短期来看，需留意美国关税政策变动，若美国扩大加征关税的范围及幅度，将推升地缘政治风险，并抬升全球资金避险情绪，驱使资金流出风险资产。**
- **短期新兴市场对全球资金吸引力或将上升。** 根据EPFR，3月，资金持续净流入发达市场，录得511亿美元（2月：+590亿美元）。新兴市场转为净流入32亿美元（2月：-167亿美元）。期间，发达市场股价跑赢新兴市场0.7%。值得注意的是，3月20日-26日当周，全球资金净流出发达市场114亿美元，而净流入新兴市场22.8亿美元。相对于发达市场，我们预计短期资金或更青睐新兴市场。
- **被动型基金驱动外资加速净流入中国市场。** 根据EPFR，3月，共有18.6亿美元外资净流入中国市场，其中主动基金净流出18.0亿美元，被动基金大幅净流入36.6亿美元。虽然，目前主动型外资尚未出现回流的趋势，但截至2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，甚至超配。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，3月，共有27.6亿美元的本土资金净流出中国股市，较2月明显收窄，主要为被动型资金。本轮行情中板块分化十分明显，市场参与者倾向于把握板块和个股的机会，使得追踪主要大盘指数的ETF净赎回意愿较强。
- **南向资金3月净流入保持强劲，AI概念股和高息股较受青睐。** 3月，外资净流入港股市场约35.3亿美元，由被动型资金驱动，反映出2月短暂的净流出并不能改变外资持续配置港股的趋势。南向资金3月日均成交额在港股占比为21.5%，较2月日均成交额的23.3%略有下降，但仍位于高位。互联网零售、银行、软件与服务、电信服务等板块净流入规模较大，但半导体与设备板块录得净流出。从个股上看，南向资金偏好AI概念受益股和高息股。
- **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4月1日



扫码关注浦银国际研究

浦银国际

策略月报

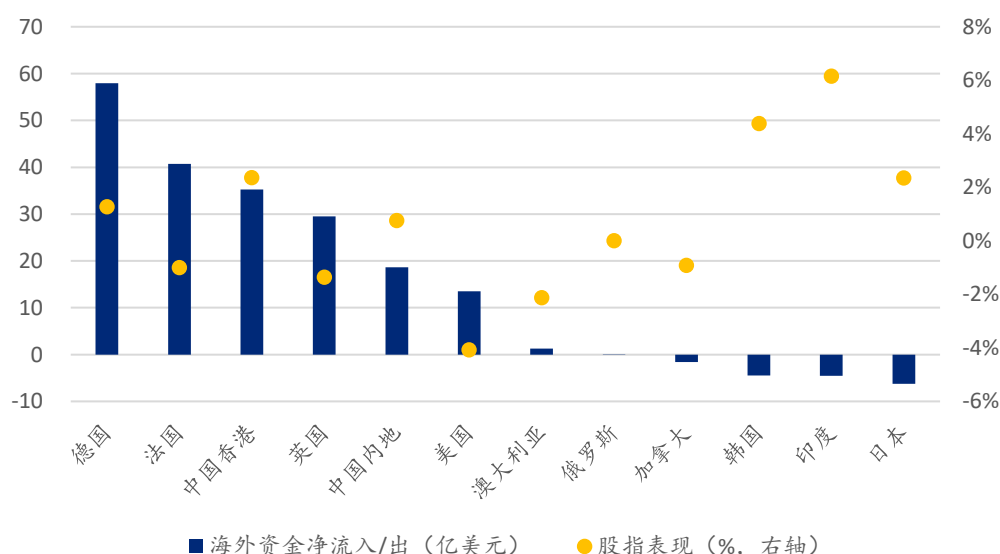
浦银国际月度资金流

全球资金流向：全球资金加速再平衡

全球资金加速再平衡，欧洲和中国市场获青睐。过去一月（2月27日至3月26日），外资仓位再平衡趋势愈发明显，去年录得净流入较大的市场净流入大幅收窄或转为净流出，比如美股净流入收窄至13.5亿美元（2月同期净流入202亿美元），而日本股市净流出6.2亿美元，印度股市净流出4.5亿美元。同时，全球资金加速净流入欧洲和中国市场。欧洲市场中，德国股市和法国股市分别录得净流入57.9亿和40.7亿美元。中国内地市场录得净流入18.6亿美元，为连续第二个月录得净流入，中国香港市场录得净流入35.3亿美元。部分资金继续把仓位从前期拥挤度较高的市场调整至拥挤度较低、情绪改善的市场。从表现上看，前期涨幅领先的美股回调幅度较大，印度、韩国股市表现亮眼，而处于估值洼地的港股依然表现较佳（图表1）。

美国、德国股市仍获本土资金加仓。3月，无论是海外资金和本土资金均净流入美国和德国股市。中国内地市场方面，虽然仍受外资增持，但以被动基金为主的本土资金大幅净流出。英国股市也录得本土资金的净流出（图表2）。

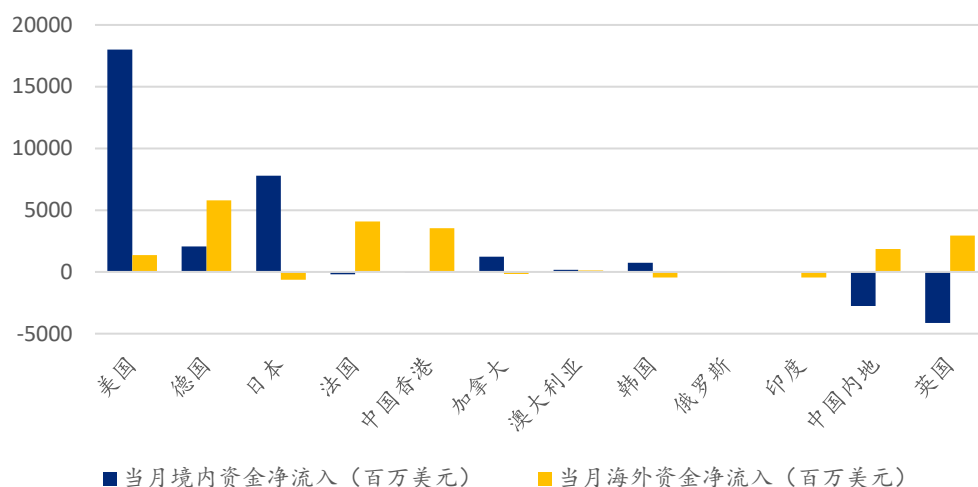
图表 1：全球主要市场海外资金流向：2025 年 2 月 27 日至 3 月 26 日，资金加速净流入欧洲和中国市场



注：数据截至 2025 年 3 月 26 日。

资料来源：EPFR、Bloomberg、浦银国际

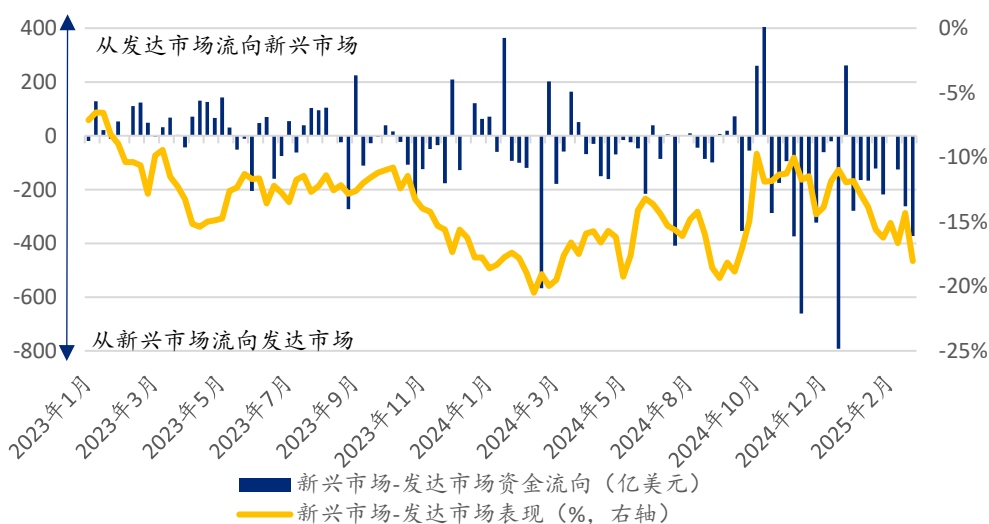
图表 2：全球资金流向：过去一月，美国、德国市场获得外资和本土资金的净流入，本土资金（ETF 为主）净流出中国内地和英国市场



注：数据截至 2025 年 3 月 26 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，3 月（2 月 27 日至 3 月 26 日），资金持续净流入发达市场，录得 511 亿美元（2 月：净流入 591 亿美元）。新兴市场录得净流入 32 亿美元（2 月：净流出 167 亿美元）。期间，发达市场股价跑赢新兴市场 0.7%。值得注意的是，3 月 20 日至 3 月 26 日当周，全球资金大幅净流出发达市场 114 亿美元，而新兴市场录得净流入 22.8 亿美元（图表 3）。短期来看，需密切留意美国关税政策变动，若美国扩大加征关税的范围及幅度，或推升地缘政治风险，全球资金避险情绪将有所抬升，或驱使资金流出风险资产。相对于发达市场，我们预计短期资金或更青睐新兴市场。

图表 3：3 月，发达市场对资金吸引力更强，且股价跑赢新兴市场



注：数据截至 2025 年 3 月 26 日。
资料来源：EPFR、浦银国际

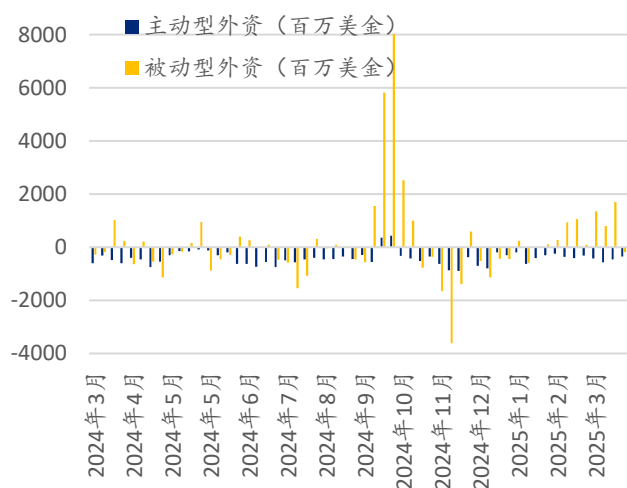
外资加速净流入，但国内资金保持净流出

外资有望在短期维持净流入趋势。根据 EPFR，过去一月（2 月 27 日至 3 月 26 日），外资加速净流入中国市场，主要由被动型外资驱动。期间共有 18.6 亿美元外资净流入中国市场（可比同期净流入 10.4 亿美元），其中主动基金净流出 18.0 亿美元，被动基金大幅净流入 36.6 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 2 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，甚至超配。

本土资金净流出明显放缓。根据 EPFR，过去一月（2 月 27 日至 3 月 26 日），共有 27.6 亿美元的国内资金净流出中国股市，较 2 月同期的净流出 183.3 亿美元显著收窄，主要以被动型资金为主（图表 5）。由于在本轮行情中板块分化十分明显、板块轮动较快，市场参与者倾向于先赎回 ETF 来把握板块和个股的机会，使得追踪主要大盘指数的 ETF 净赎回意愿较强。

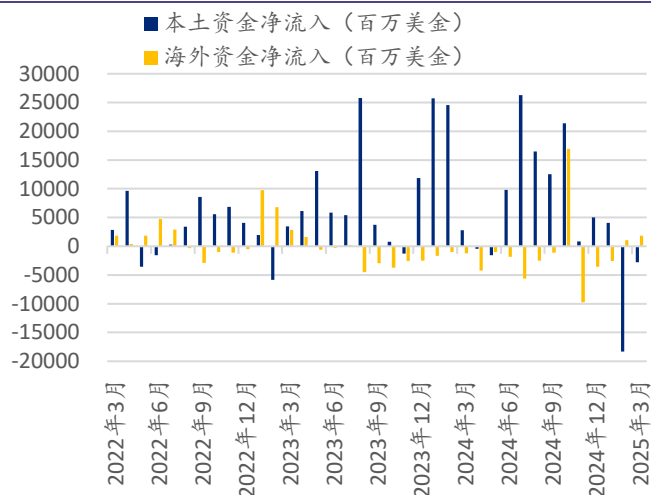
图表 4：过去一月，被动型外资持续净流入中国内地股市，但主动型外资仍未转为净流入



注：数据截至 2025 年 3 月 26 日。

资料来源：EPFR、浦银国际

图表 5：过去一月，外资加速净流入中国市场，国内资金净流出明显放缓

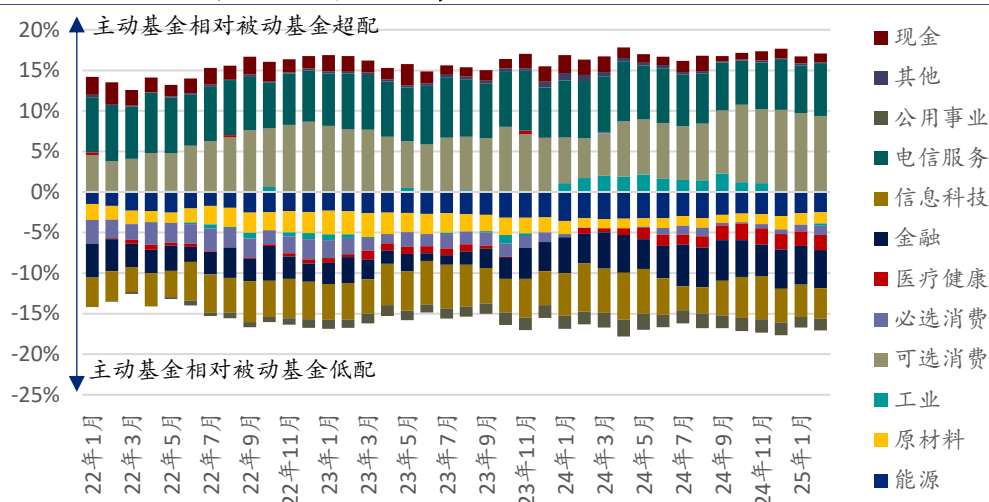


注：数据截至 2025 年 3 月 26 日。

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 2 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）。

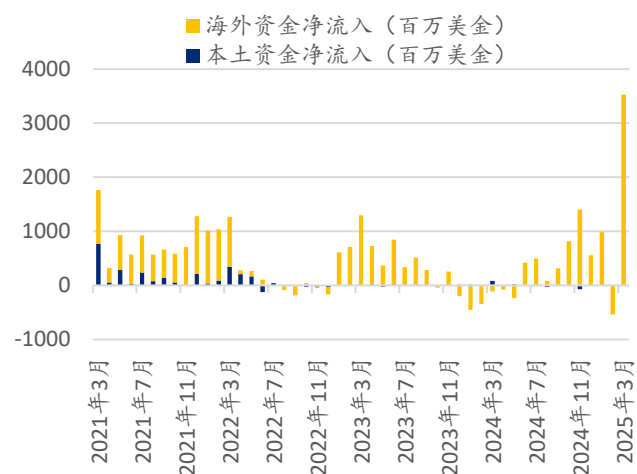
图表 6：根据 EPFR，截至 2 月底，专注中国的主动型基金相对（追踪指数的）被动型基金对大部分板块都是低配，信息技术和金融低配程度较深



注：数据截至 2025 年 2 月 28 日。资料来源：EPFR、浦银国际

外资转向净流入港股本土股，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（2 月 27 日至 3 月 26 日），本土资金录得净流出 200 万美元（可比同期：净流出 0.2 亿美元），外资净流入港股市场约 35.2 亿美元，而 2 月同期净流出 5.2 亿美元，反映出 2 月出现短暂的净流出并不能改变外资持续配置港股的趋势。外资净流入由被动型资金驱动，其中主动基金净流出 1.7 亿美元，被动基金大幅净流入 36.9 亿美元（图表 7-8）。

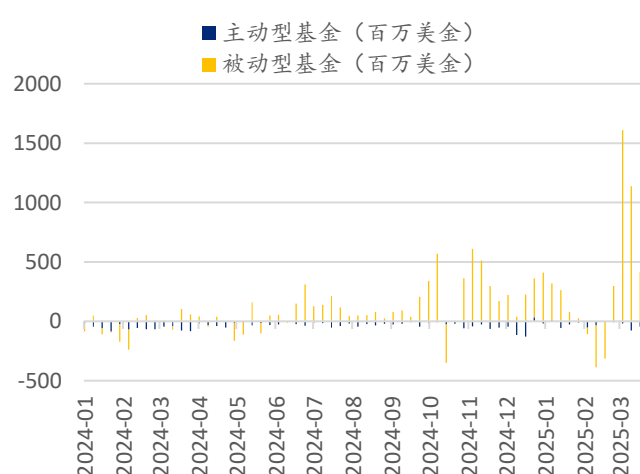
图表 7：3 月，外资大幅净流入港股……



注：数据截至 2025 年 3 月 26 日。

资料来源：EPFR、浦银国际

图表 8：……主要由被动型外资驱动



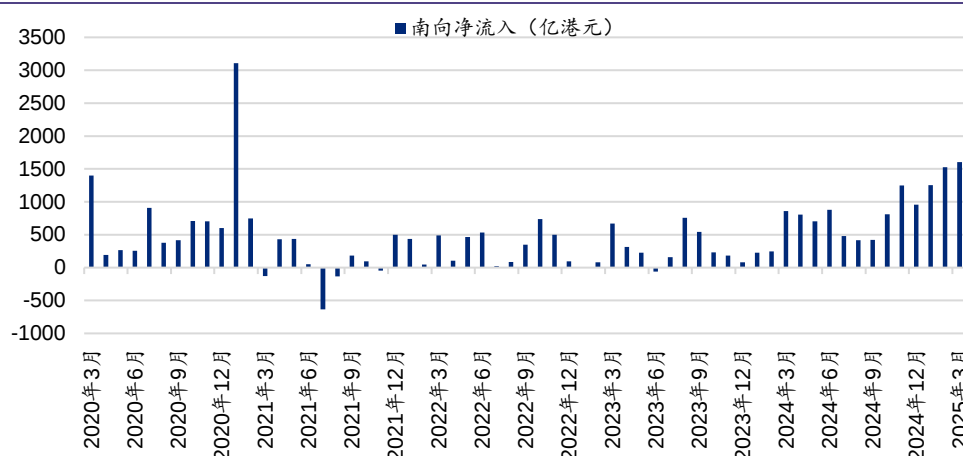
注：数据截至 2025 年 3 月 26 日。

资料来源：EPFR、浦银国际

● 南向资金净流入仍保持强劲

南向资金净流入仍保持强劲。3月，南向资金累计净流入1602.8亿港元，环比增长5%，成为港股通开通以来净流入第二高。3月日均净流入76.3亿港元，较2月日均净流入84.9亿港元有所下降，但仍保持强劲。值得注意的是，3月10日，南向资金录得净流入296亿港元，为港股通开通以来单日最高净流入，反映出近期内地投资者对港股的兴趣仍较浓厚（图表9）。

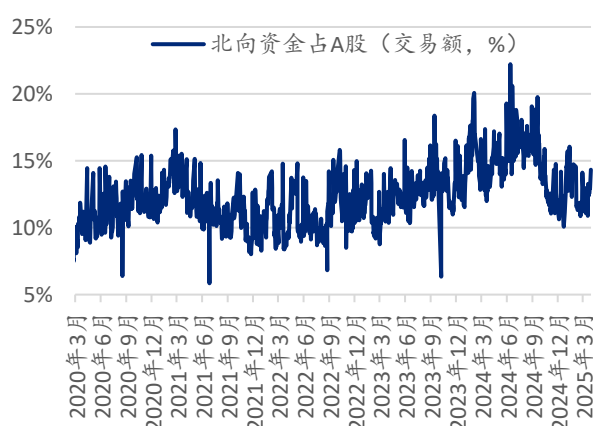
图表 9：3月，南向资金净流入保持强劲



注：数据截至2025年3月31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略有下降。3月，南向资金的当月日均成交额在港股占比为21.5%，较2月日均成交额的23.3%略有下降，但仍位于高位。在3月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，提升南向资金的稳定性。北向资金成交额占比有所回升，反映出外资在A股的活跃度较此前有所提升。3月，北向资金的当月日均成交额在A股的占比为12.4%，较2月的11.9%有所上升（图表10-11）。

图表 10：北向资金在A股3月日均成交额的占比为12.4%，较2月的11.9%有所上升



注：数据截至2025年3月31日。资料来源：Bloomberg、iFinD、浦银国际

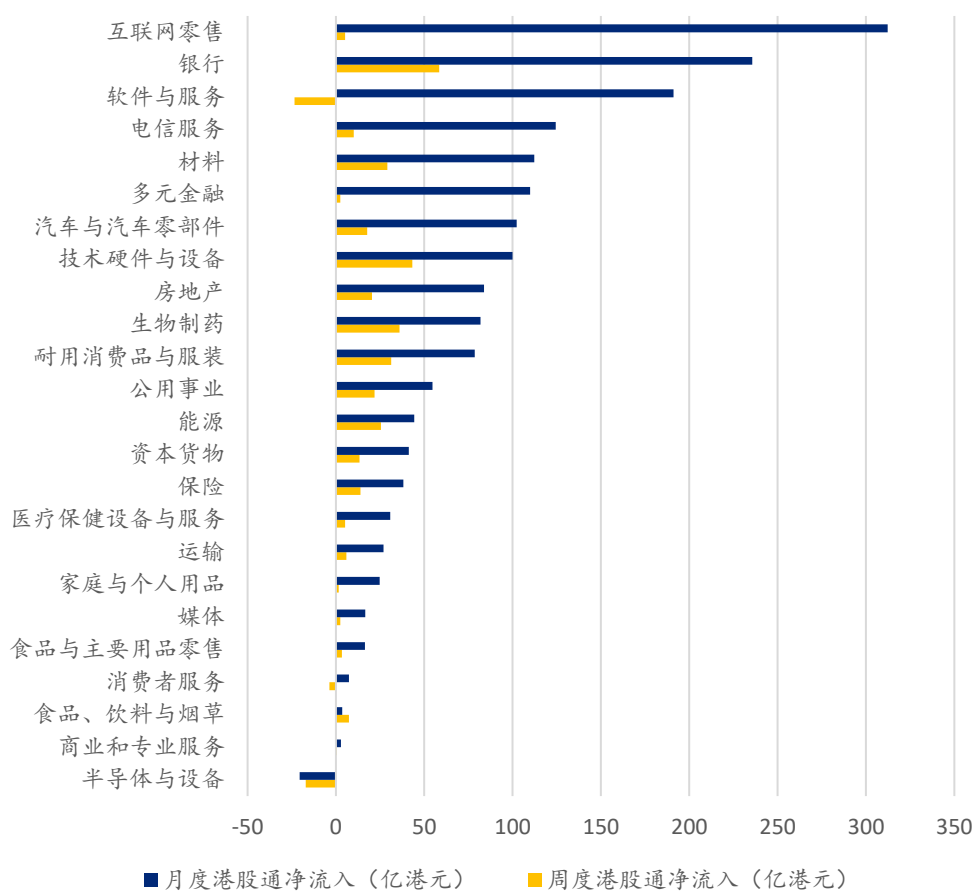
图表 11：南向资金在港股3月日均成交额的占比为21.5%，较2月的23.3%略有下降



注：数据截至2025年3月31日。资料来源：Bloomberg、iFinD、浦银国际

3月，南向资金净流入互联网零售、银行、软件与服务、电信服务等板块规模较大。3月，几乎所有港股板块都录得南向资金的净流入。其中，互联网零售、银行、软件与服务、电信服务等板块录得南向资金净流入规模较大，仅有半导体与设备板块录得净流出。过去一周（3月24日至3月31日），南向资金净流入银行、技术硬件与设备、生物制药板块较多，但净流出半导体与设备、软件与服务板块较多（图表12）。

图表 12: 3月，互联网零售、银行、软件与服务、电信服务等板块仍较获南向资金青睐，仅半导体与设备板块录得净流出



注：数据截至2025年3月31日。周度数据为3月24日至3月31日数据

资料来源：iFinD、浦银国际

南向资金仍较偏好 AI 概念受益股和高息股。3 月，南向资金净流入受益于 AI 概念的个股较多，大部分为互联网、软件 and 智能驾驶汽车行业龙头，这些公司业绩成长性较佳，在市场反弹时较弹性较高。例如：云服务商阿里巴巴（9988.HK）和腾讯（700.HK），软件公司金蝶国际（268.HK）和快手（1024.HK），电信服务公司中国移动（941.HK），新能源汽车公司理想汽车（2015.HK）和比亚迪股份（1211.HK）。值得注意的是，部分去年录得净流入较多的高息股也较受南向资金的青睐，主要集中在银行、券商和能源板块，比如招商银行（3968.HK）、中国银行（3988.HK）、农业银行（1288.HK）、国泰君安（2611.HK）、中国神华（1088.HK）等（图表 13）。

图表 13：3 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	24,318	16,949	318.6	7.8%	-3.2%
小米集团	1810.HK	电脑与外围设备	12,751	18,980	111.9	16.5%	-4.8%
国泰君安	2611.HK	资本市场	3,028	196	96.9	6.7%	-5.2%
中国移动	0941.HK	多元电信服务	18,365	2,086	95.7	14.0%	8.9%
腾讯控股	0700.HK	互联网软件与服务	45,732	17,429	74.9	11.4%	2.8%
招商银行	3968.HK	商业银行	11,784	1,357	74.0	3.3%	1.1%
中国银行	3988.HK	商业银行	16,712	1,575	71.1	8.0%	8.4%
理想汽车	2015.HK	汽车	2,121	2,594	60.2	15.7%	-20.0%
快手	1024.HK	软件	2,342	4,400	52.7	14.8%	3.9%
中国神华	1088.HK	石油、天然气	7,919	672	37.1	9.9%	10.2%
农业银行	1288.HK	商业银行	19,358	838	32.3	3.6%	0.4%
比亚迪股份	1211.HK	汽车	12,181	7,101	32.1	1.9%	1.1%
美团	3690.HK	互联网零售	9,519	7,434	31.7	10.1%	-7.3%
紫金矿业	2899.HK	金属、非金属与采矿	5,101	1,248	30.8	5.7%	19.1%
泡泡玛特	9992.HK	休闲设备与用品	2,102	1,540	30.6	14.5%	48.2%
中银香港	2388.HK	商业银行	3,320	584	22.0	1.6%	15.9%
邮储银行	1658.HK	商业银行	5,432	383	19.8	4.9%	-1.3%
金蝶国际	0268.HK	软件	467	1,089	18.2	24.0%	1.3%
中国银河	6881.HK	资本市场	1,590	701	15.5	14.3%	-7.7%
三生制药	1530.HK	生物科技	287	515	14.0	31.7%	62.0%

注：数据截至 2025 年 3 月 31 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,日后可作修改而不另通知,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

