



浦银国际月度资金流：全球资金再平衡，中国市场重获青睐

- **全球资金开始再平衡，中国市场重获青睐。** 1月30日至2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202亿美元，较1月净流入399亿美元明显收窄，而印度股市转为净流出15亿美元。全球资金开始净流入欧洲和中国市场。德国和法国股市分别净流入28亿、25亿美元。中国市场从净流出转为净流入10亿美元，是去年10月以来的首次月度净流入。从表现上看，前期涨幅领先的美股、日股和印度股市回调幅度较大，而处于估值洼地的港股则表现最为亮眼，欧洲股市也表现较佳（图表1）。
- **中国AI技术突破驱使全球资金再平衡。** 在去年年底，大多数市场参与者的共识是美股会继续跑赢全球其他市场，大型科技企业依然领涨，因此不少机构都超配了美股，尤其是AI相关的大科技股，资金对于其他市场的布局相对偏低。然而，中国大语言模型DeepSeek取得的突破打破了AI竞赛只属于美国的叙事，同时4Q24业绩中AI对美股大科技公司的贡献未能满足市场的高预期，部分资金开始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。然而，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，将推升市场避险情绪，或驱使资金流出风险资产。
- **被动型外资大幅净流入中国市场。** 根据EPFR，1月30日至2月26日，共有10.4亿美元外资净流入中国市场，其中主动型基金净流出放缓至13.2亿美元，被动型基金大幅净流入23.6亿美元。虽然，目前主动型外资尚未出现回流的趋势，但截至1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（图表4-6）。
- **本土资金从净流入转为净流出中国市场。** 根据EPFR，2025年1月30日至2月26日，共有183.3亿美元的本土资金净流出中国股市，主要为被动型资金，是过去5年以来的最大月度净流出（图表5）。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2月净流入港股创下历史第二高，AI概念股较受青睐。** 外资转向净流出港股本土股，由被动型资金驱动，短期净流出或难形成趋势（图表7-8）。2月，南向资金累计净流入1,528亿港元，创下2021年2月以来的最高，且南向资金成交额占比持续上升，在港股定价权进一步上升（图表9、11）。互联网零售、银行、电信服务等净流入规模较大，但能源板块录得净流出（图表12）。从个股上看，南向资金偏好AI概念受益股，大多为互联网、电信和智驾行业龙头（图表13）。
- **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3月4日



扫码关注浦银国际研究

浦銀國際

策略月报

浦銀國際月度资金流

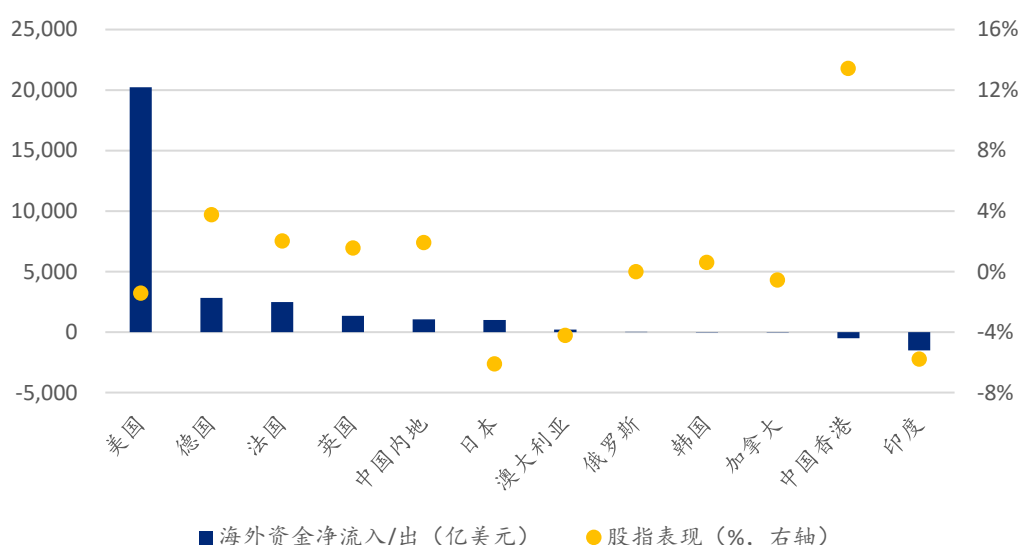
全球资金流向：全球资金再平衡迹象初现

全球资金开始再平衡，中国市场重获青睐。1月30日至2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，美股净流入202亿美元，较1月净流入399亿美元明显收窄，而印度股市转为净流出15亿美元。全球资金开始净流入欧洲和中国市场。欧洲市场在1月已转为净流入，2月净流入加速。德国和法国股市2月分别录得净流入28亿、25亿美元（1月分别净流入10亿、11亿美元）。中国内地市场从净流出转为净流入10亿美元，是去年10月以来的首次月度净流入。从表现上看，前期涨幅领先的美股、日股和印度股市回调幅度较大，而处于估值洼地的港股则表现最为亮眼，欧洲股市也表现较佳（图表1）。

中国AI技术突破驱使全球资金再平衡。在去年年底，大多数市场参与者的共识是美股会继续跑赢全球其他市场，大型科技企业依然领涨，因此不少机构都超配了美股，尤其是AI相关的大科技股，资金对于其他市场的布局相对偏低。然而，今年1月中国大语言模型DeepSeek取得的突破打破了AI竞赛只属于美国的叙事，同时4Q24业绩中AI对美股大科技公司的贡献未能满足市场的高预期，部分资金开始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。

美国、日本股市仍获本土资金加仓。2月，无论是海外资金和本土资金均净流入美国和日本股市。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）。

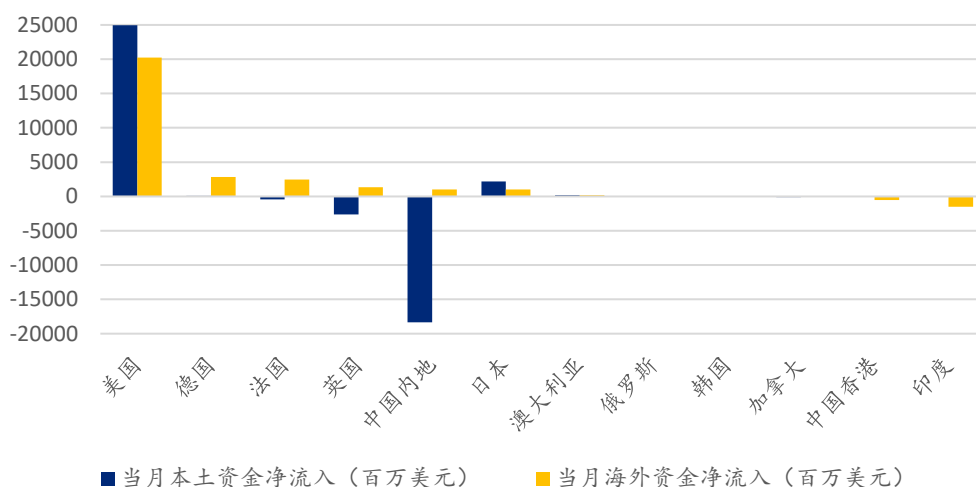
图表 1：全球主要市场海外资金流向：2025 年 1 月 30 日至 2 月 26 日，美股仍最受青睐，同时资金开始加速净流入欧洲和中国市场



注：数据截至 2025 年 2 月 26 日。

资料来源：EPFR、Bloomberg、浦银国际

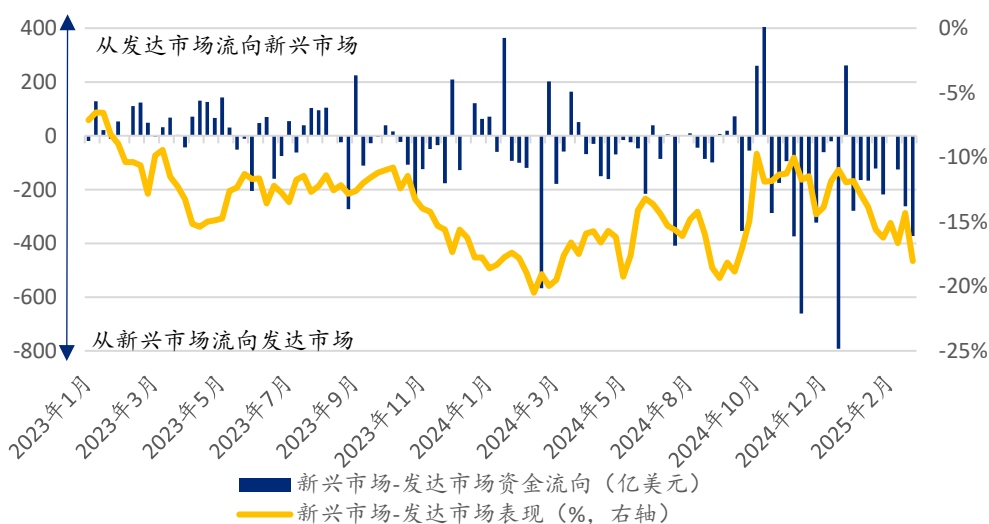
图表 2：全球资金流向：过去一月，美国、德国市场获得外资和本土资金的净流入，本土资金（ETF 为主）大幅流出中国内地和英国市场



注：数据截至 2025 年 2 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。2025 年 1 月 30 日至 2 月 26 日，资金持续净流入发达市场，录得 591 亿美元（1 月：净流入 677 亿美元）。新兴市场录得净流出 167 亿美元（1 月：净流入 5 亿美元）。期间，发达市场股价跑赢新兴市场 1.4%。2025 年 2 月 20 日至 2 月 26 日当周，资金流动趋势维持不变。期间，发达市场录得净流入 322 亿美元，而新兴市场录得净流出 51 亿美元（图表 3）。短期来看，如果俄乌冲突等地缘政治风险有所缓和，全球资金风险偏好将有所提升。相对于发达市场，我们预计短期资金或更青睐新兴市场。然而，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，将推升市场避险情绪，或驱使资金流出风险资产。

图表 3：2 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 2 月 26 日。
资料来源：EPFR、浦银国际

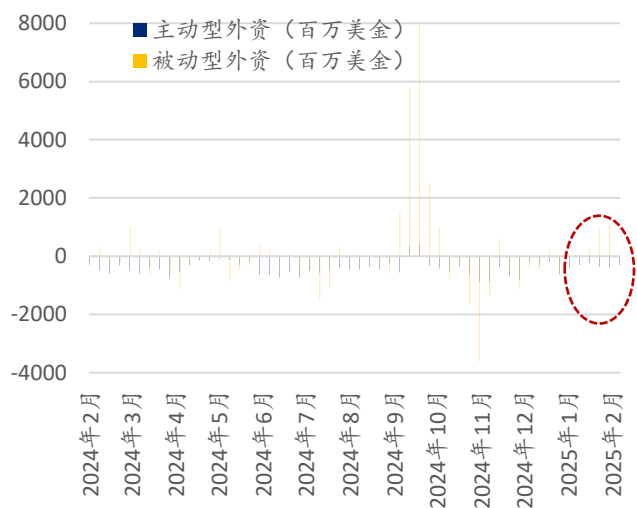
外资转为净流入，但国内资金转为净流出

中国市场重获资金青睐，被动型外资大幅净流入。根据 EPFR，1 月 30 日至 2 月 26 日，外资由净流出转为净流入中国市场，主要由被动型外资驱动。期间共有 10.4 亿美元外资净流入中国市场（1 月净流出 17.8 亿美元），其中主动型基金净流出放缓至 13.2 亿美元（1 月净流出 15.4 亿美元），被动型基金大幅净流入 23.6 亿美元（1 月净流出 2.4 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 1 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。

本土资金从净流入转为净流出。根据 EPFR，2025 年 1 月 30 日至 2025 年 2 月 26 日，共有 183.3 亿美元的国内资金净流出中国股市，主要为被动型资金，是过去 5 年以来的最大月度净流出，1 月为净流入 40.8 亿美元（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。

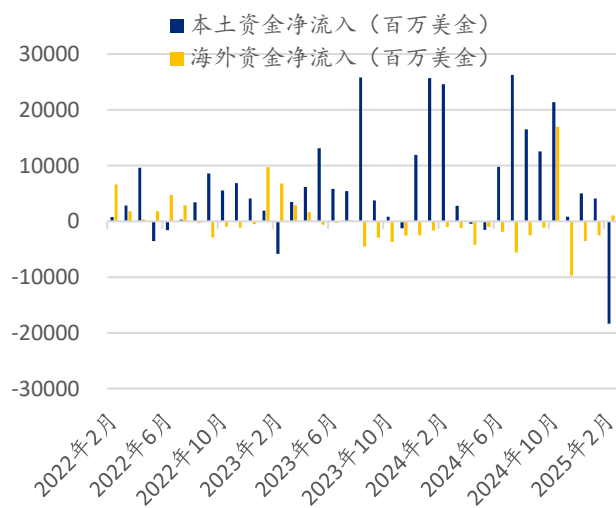
图表 4：过去一月，被动型外资持续净流入中国内地股市，但主动型外资仍未转为净流入



注：数据截至 2025 年 2 月 26 日。

资料来源：EPFR、浦银国际

图表 5：过去一月，外资转为净流入，但国内资金转为净流出

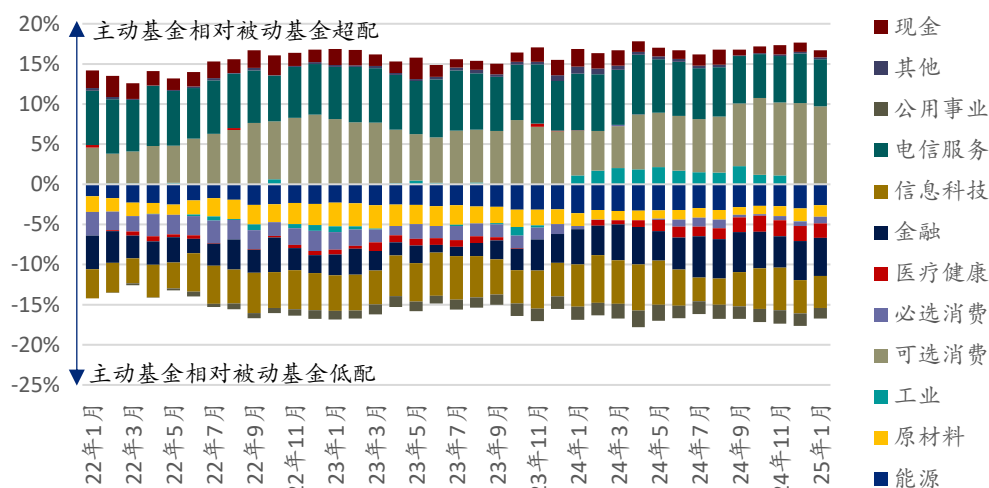


注：数据截至 2025 年 2 月 26 日。

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 1 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，而超配的仅有 3 个板块，分别是电信服务、可选消费和工业（图表 6）。

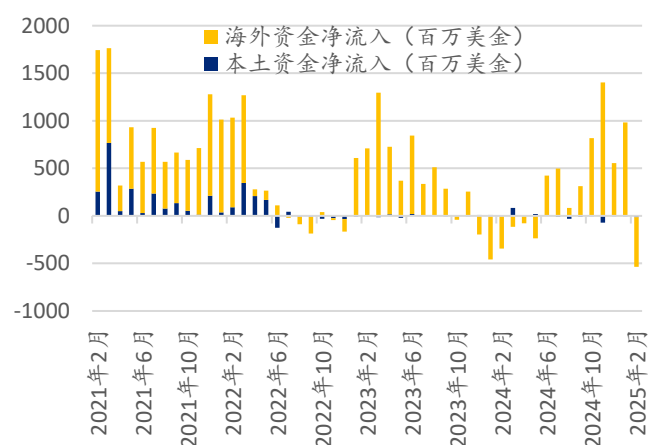
图表 6：根据 EPFR，截至 1 月底，专注中国的主动型基金相对（追踪指数的）被动型基金对大部分板块都是低配，信息技术和金融低配程度较深



注：数据截至 2025 年 1 月 31 日。资料来源：EPFR、浦银国际

外资转向净流出港股本土股，但短期或难形成趋势。从过往的资金流向来看，海外资金流向的变动对港股市场的资金面影响较大。根据 EPFR，1 月 30 日至 2 月 26 日，外资和本土资金均净流出港股本土股，总共净流出 5.4 亿美元（可比同期净流入 9.8 亿美元），其中本土资金录得净流出 0.2 亿美元，外资净流出港股市场约 5.2 亿美元，结束了过去连续 7 个月的净流入。外资净流出由被动型基金驱动，其中主动基金净流出 1.0 亿美元，被动基金净流出 4.2 亿美元。值得注意的是，2 月 20 日至 2 月 26 日，外资重新净流入港股，录得净流入 3 亿美元，反映短期的净流出或难形成趋势（图表 7-8）。

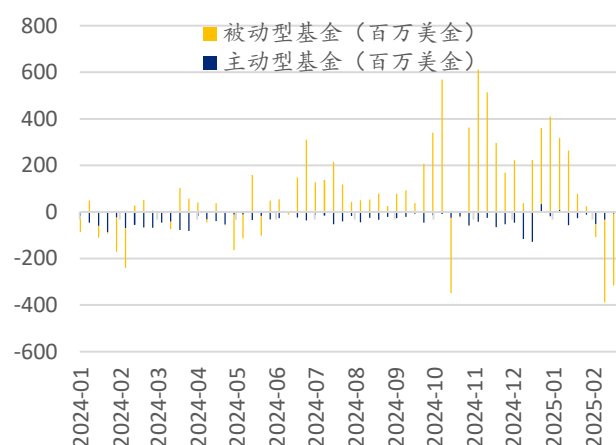
图表 7：2 月，外资从净流入转为净流出港股.....



注：数据截至 2025 年 2 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



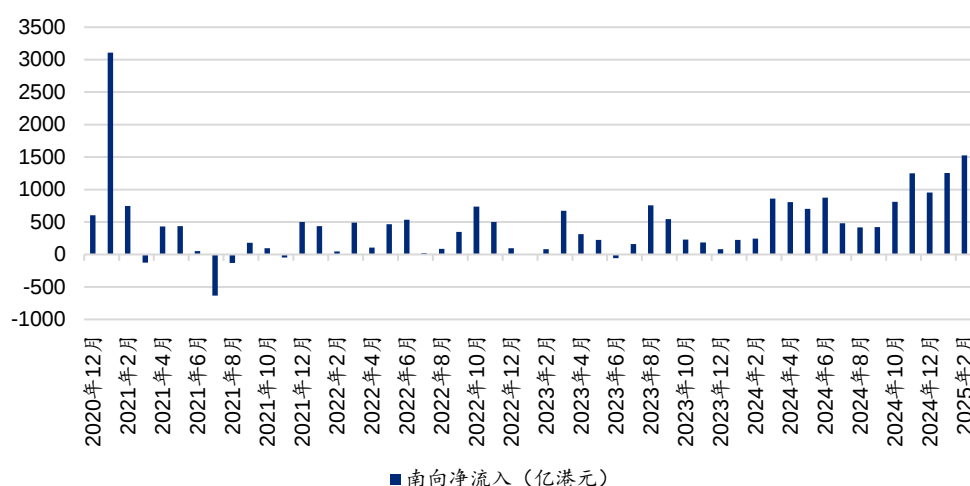
注：数据截至 2025 年 2 月 26 日。

资料来源：EPFR、浦银国际

● 南向资金净流入创下历史第二高，在港股定价权上升

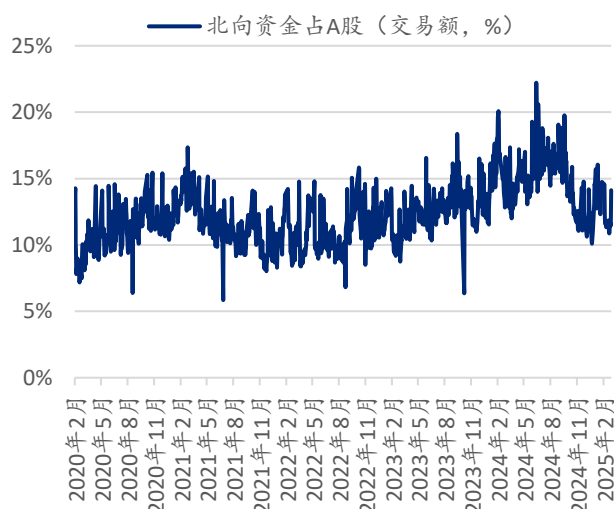
南向资金净流入非常强劲。2月，南向资金累计净流入1,528亿港元，创下2021年2月以来的最高，较上月净流入1,256亿港元进一步上升，反映近期内地投资者对港股的兴趣大幅提升（图表9）。南向资金成交额占比持续上升，在港股定价权进一步上升。截至2月28日，2月南向资金的当月日均成交额在港股占比为23.3%，较1月的20.1%持续提升。然而，北向资金成交额占比持续下行，反映出外资在A股的活跃度较此前有所降低。2月，北向资金的当月日均成交额在A股的占比为11.9%，较1月的14.0%有所下降（图表10-11）。

图表 9：2月，南向资金净流入十分强劲，创下历史第二高



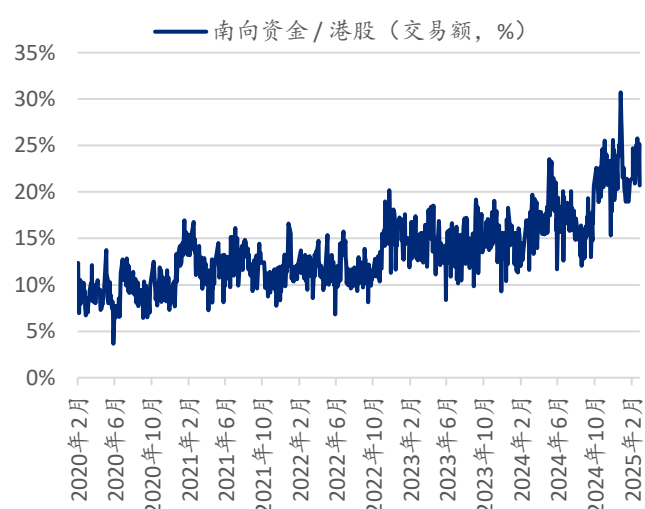
注：数据截至2025年2月28日。资料来源：港交所、iFinD、浦银国际

图表 10：北向资金在A股2月日均成交额的占比为11.9%，较1月的14.0%有所下降



注：数据截至2025年2月28日。
资料来源：Bloomberg、iFinD、浦银国际

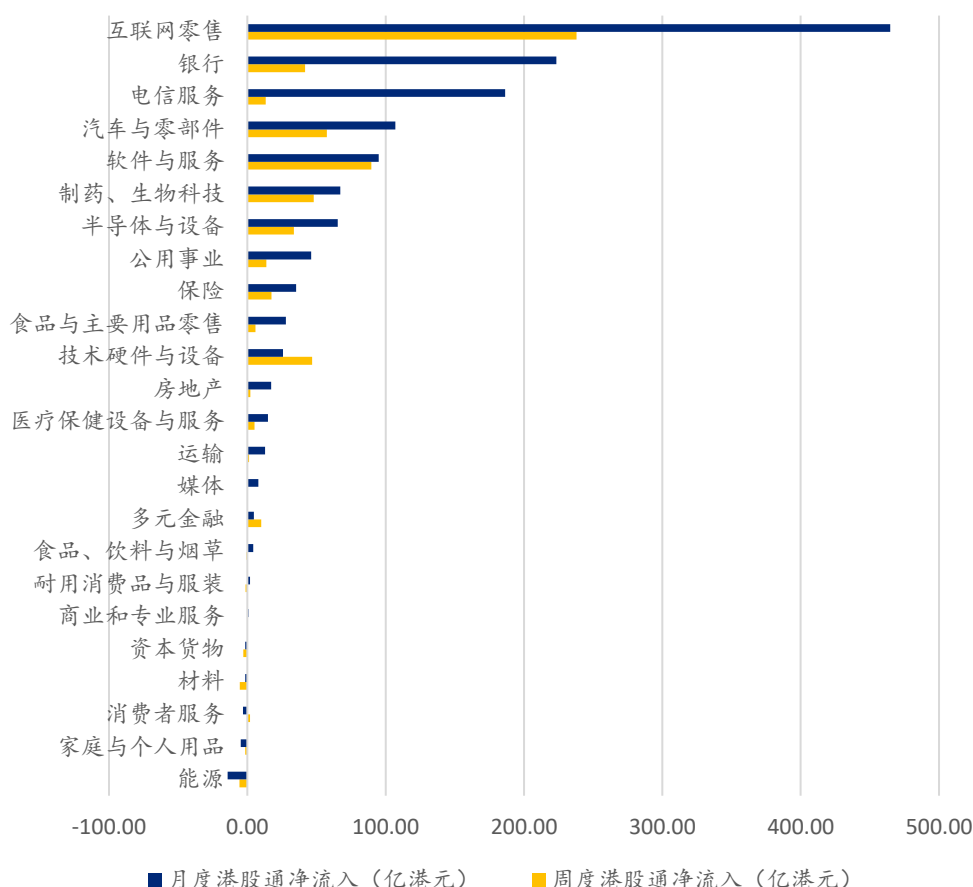
图表 11：南向资金在港股2月日均成交额的占比为23.3%，较1月的20.1%有所提升



注：数据截至2025年2月28日。
资料来源：Bloomberg、iFinD、浦银国际

2月，南向资金净流入互联网零售、银行、电信服务等板块规模较大。2月，港股大部分板块录得南向资金的净流入。其中，互联网零售、银行、电信服务等板块录得南向资金净流入规模较大，能源、家庭与个人用品等板块录得净流出。过去一周（2月24日-2月28日），南向资金净流入互联网零售、软件与服务、汽车与零部件较多，但净流出能源、材料板块较多（图表12）。

图表 12：2月，互联网零售、银行、电信服务等板块净流入规模较大，能源、家庭与个人用品等板块录得净流出



注：数据截至2025年2月28日。

资料来源：iFinD、浦银国际

南向资金偏好 AI 概念受益股，大多为互联网、电信和智驾行业龙头。2 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、电信和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），软件公司黑芝麻智能（2533.HK）和快手（1024.HK），芯片龙头中芯国际（981.HK）和华虹半导体（1347.HK），电信服务公司中国移动（941.HK）和中国铁塔（2943.HK），新能源汽车公司理想汽车（2015.HK）和小鹏汽车（9868.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，主要集中在银行和能源板块，比如中国银行（3988.HK）、工商银行（1398.HK）、招商银行（3968.HK）、中国神华（1088.HK）等（图表 13）。

图表 13：2 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 (亿元)	日均成交额 (百万元)	港股通净流入 (亿元)	港股通持股占比 (%)	月度 相对回报
阿里巴巴	9988.HK	互联网零售	24,235	23,422	405.6	6.8%	31.0%
中国铁塔	2943.HK	多元电信服务	1,943	330	105.5	5.2%	-20.5%
中国银行	3988.HK	商业银行	16,024	1,577	48.6	7.5%	-3.7%
工商银行	1398.HK	商业银行	24,850	1,895	46.4	8.9%	-9.5%
理想汽车	2015.HK	汽车	2,493	2,516	43.3	13.7%	14.4%
招商银行	3968.HK	商业银行	11,491	1,068	42.4	2.7%	-6.7%
中国移动	0941.HK	多元电信服务	17,339	3,333	42.3	13.4%	-9.1%
中芯国际	0981.HK	半导体产品与设备	5,319	8,387	36.3	29.5%	27.6%
小鹏汽车	9868.HK	汽车	1,517	2,074	29.8	20.5%	21.8%
建设银行	0939.HK	商业银行	16,728	2,390	29.0	11.0%	-9.3%
黑芝麻智能	2533.HK	软件	131	837	28.3	17.9%	-31.8%
快手	1024.HK	软件	2,178	4,777	24.6	12.9%	6.8%
农业银行	1288.HK	商业银行	19,174	871	23.5	3.5%	-5.3%
中国神华	1088.HK	石油、天然气	7,338	770	19.4	9.4%	-18.9%
优必选	9880.HK	信息技术服务	399	1,554	18.4	16.9%	13.3%
晶泰控股	2228.HK	信息技术服务	268	1,282	18.4	20.8%	14.8%
华虹半导体	1347.HK	半导体产品与设备	681	2,551	17.9	19.6%	36.7%
速腾聚创	2498.HK	电子设备、仪器	198	1,336	17.2	34.7%	17.6%
迈富时	2556.HK	软件	127	342	17.1	11.5%	-38.5%
联想集团	0992.HK	电脑与外围设备	1,436	2,095	16.7	6.1%	11.2%

注：数据截至 2025 年 2 月 28 日，货币单位为港币。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(迈富时 2556.HK)在过去 12 个月内有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

