张瑜：今年以来的外资流动特征与下半年中国资本市场展望

意见领袖丨中国金融四十人论坛

未来国外变化趋势可以总结为，一是难以确定美国通胀已经见顶，二是从当前通胀宽度上看，已有约 90%的商品细项出现 2%以上的涨幅，从宽度视角看已经接近 1980 年水平，这意味着通胀形势更难判断，且未来通胀和加息均超预期的风险依然很大。同时，各类指标表明，美国当前经济依然强劲，预测三季度美国需求紧而不崩，实体经济需求崩塌可能在四季度或四季度后期才会逐渐发生。

预测未来国内经济表现为“深蹲起跳”，即二季度“蹲”、三季度“跳”、四季度“平”的状态，三季度为确定性修复，但四季度 GDP 环比增速很难继续超预期。

基于上述国内外形势分析，未来中国权益市场可能表现为“外乱内安”——三季度以“内安”为主，四季度权益市场表现将较为谨慎，关注“外乱”演变，或难以走出独立行情；利率方面，在三季度经济复苏之下利率将有自然的回升；汇率方面，只要国内经济修复、PMI 修复、企业结汇意愿正常化，就可以支撑人民币汇率保持较好的稳定性，四季度需关注欧洲危机导致美元继续走强的可能，以及国内经济复苏动能减弱，这将造成人民币汇率承压，贬值的可能性就会加大。

——张瑜 CF40 青年论坛会员、华创证券研究所所长助理、首席宏观分析师

https://www.yunbaogao.cn

* 本文为作者在 CF40 青年论坛双周内部研讨会“全球资本流动和资本市场新动向”上所做的主题演讲。

”

年初以来中国股市、债市

外资流动的特征和原因

从长周期来看，自 2014 年起，我们一直在探讨外资到底是不是更聪明的钱（smart money）。2018、2019 年曾出现市场越跌但是外资越买的情况。如今回头看，自 2016、2017 年我国加大金融市场开放力度以来，整体上外资处于持续增配中国资产的路上，2018、2019 年个别年份的波动便也不足为奇。总体而言，中国资产吸引力一直稳定增长，每一年外资稳定流入大概 2000-4000 亿人民币。

图 1 外资流入中国股市情况

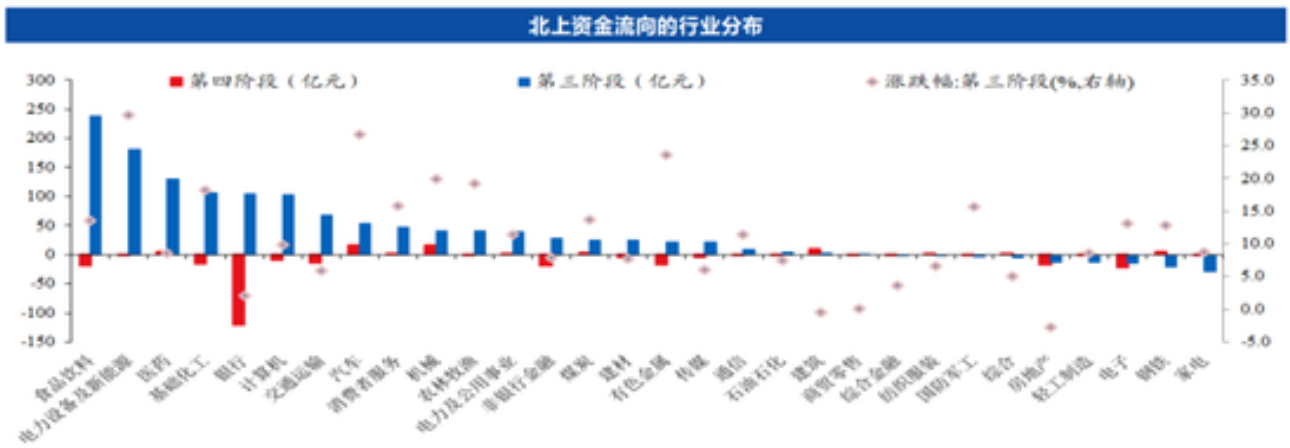
今年资金流动非常有特点，与行情也紧密相关。北上资金流动基本可分为四个阶段：1-3 月份比较震荡，其实一个季度流出流入几百亿人民币的量也比较正常；3-5 月份股市受到疫情冲击较大，但外资并没有出现恐慌性撤离，比较稳定；5-7 月份可以看到非常凶猛的外资流入，一个季度流入了大概 1000 亿人民币，这与 5 月 13 日上证综指的见底，以及这一轮市场行情的明确反弹紧密相关；近期比较明显的是，7 月份房地产断贷事件引起了很多外国投资人的担心，北上资金出现了较快的变化，一两周内持续流出约 200 亿人民币。

图 2 2022 年北上资金净流入额

https://www.yunbaogao.cn

其中，第三阶段中的外资大流入，比较聚焦的行业都为经典的核心资产、好赛道以及稳增长相关板块，即食品、饮料、新能源、医药和基础化工等。但是最近受断贷事件影响，资金从银行板块撤出较为明显，这一段时间资金流出的 230 亿人民币当中大部分为银行板块。

图 3 北上资金流向的行业分布



我们把汇率套保成本剔除，获得一个更加接近交易层面的纯到手息差，这比简单的中美息差更差。今年 2-4 月份，中美息差倒挂比较严重，表现为中国债券市场资本的纯流出，近期略有改善，流出幅度收窄，但还未绝对翻正。这是自 2016 年以来十分罕见的状态，过去很多年里中美息差都没有出现过如此大规模的倒挂。

图 4 中美无汇率风险息差与外资购债量

https://www.yunbaogao.cn

关于中美息差倒挂现象以及对资本流动和人民币汇率的影响，我谈几点看法。

第一，中美息差倒挂在 2008 年以前是多年持续存在的现象，那时中国加入全球产业链，出口竞争优势非常大，多年来货物贸易顺差非常大，因此外汇占款投放量特别大，造成国内流动性过度投放，央行为此还上调外汇存款准备金率以稳定汇率。在当时环境下，我们并没有看到资本外流现象。

第二，当下对于中美息差倒挂的分析，为什么跟美德息差倒挂、美日息差倒挂以及美欧息差倒挂等海外纯金融开放市场的分析相比没有那么重要？因为在海外国家主要的货币对手之间其实都有比较成熟的利差交易（Carry Trade）。但我们并没有这样的环境，因为我国的经营账户没有放开，人民币和海外并没有非常庞大的体量去做比如日元兑美元这种 Carry Trade。日元与美元的流动体量大概有 1.5 万亿美金，我个人认为人民币跟其它金融开放市场的货币是不太一样的。

第三，中美息差收窄变化，包括今年 3-4 月份的人民币贬值，本质上还是以内因为主。其实央行在此之前还发文提示汇率有贬值风险，不要过度压制人民币升值。那时企业结汇意愿还是非常强，美元走强人民币更强，市场对国内稳增长期待非常高。3、4 月份纯粹是因为国内疫情造成生产链暂停，包括国内资产停摆，主流资产权益跌幅比较大。目前经营账户没有完全放开，汇率绝对面还是以出口和内部经济景气度作为最根本因素去分析。本身我们并没有一个非常成熟的庞大的套期交易基础，基于像美日、美欧货币的分析方法，在中国未必完全适用。

国际国内形势分析与预测

首先是未来国外的变化趋势。

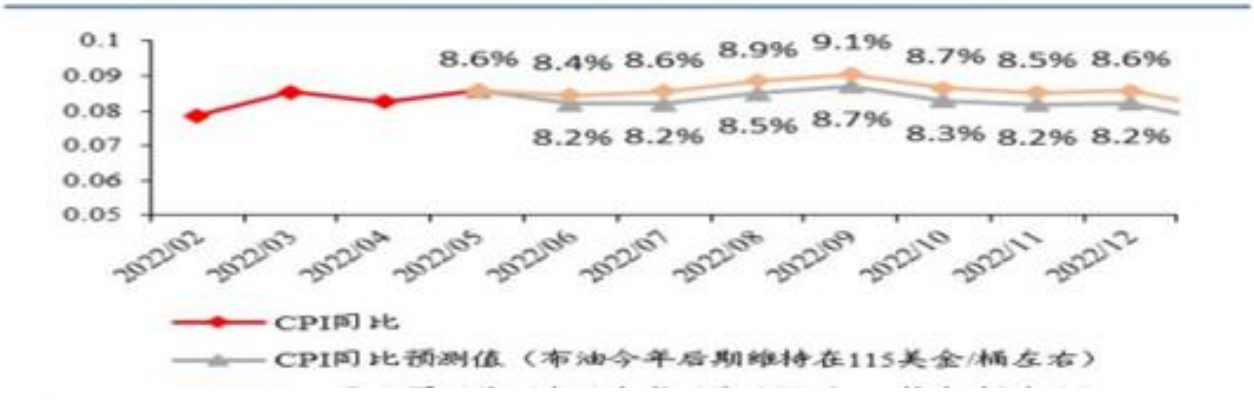
第一，对于美国通胀，我们做了美国不同 CPI 的敏感性测试，发现最近通胀很大概率不是确定性回落，如果对油价、对核心服务业稍微作一些假设调整，则今年三季度美国通胀会有二次微冲锋的可能，所以我们不敢断言美国通胀现在已经见顶。

图 5 美国核心 CPI 同比走势预测

https://www.yunbaogao.cn

资料来源：wind，Bloomberg，华创证券

图 6 美国 CPI 同比走势预测



预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_44834