

# 资金从新兴市场回流发达国家，惊现 外资流出中国

——全球资金流向分析(2013年2月14-21日)

## 相关研究

《资金加速流入新兴市场，利好风险资产》  
2013年1月14日

《资金回流发达国家股市，流入中国的资金继续减速》  
2013年2月4日

《资金流出西欧，流入中国的资金明显减速》  
2013年2月18日

## 主要观点：

- 2013年2月14-21日，流入全球股市和债市的资金不再放缓，转而加速，特别是流入全球股市的资金环比增加3.7倍，而流入债市的资金环比增加34%。
- 一个重要趋势在于，资金持续从新兴市场回流至发达市场。相比于上周，上周流入发达国家的资金呈回升之势，而流入新兴国家包括金砖四国的股市和债市的资金继续减少。其中，流入中国和巴西股市的资金小幅回升，而流入印度和俄罗斯股市的资金仍呈下降趋势。资金回流发达市场的原因在于：一是因为美国企业财报好于预期，经济数据整体改善，吸引资金回流；二是德国商业信心攀升至10个月新高，为市场注入信心；而且英国主权评级下调导致英镑贬值，反而促使资金涌入股市。
- 值得警惕的是，尽管从周度数据来看，流入中国股市的资金不再减速，环比微升；但从日度数据来看，自2月20日起，外资开始流出中国股市，符合我们的预测，这对中国股市也构成压力。我们认为，原因在于：1、政府出台新“国五条”打压楼市，2、银行相比去年12月初估值已大幅提升，吸引力减弱；3、由于去年至今年1月信贷投放过多，担忧中国央行收缩市场流动性；4、两会迫近，对政治风险或政策不及预期的担忧，导致避险情绪上升。
- 从近一年外资对中国的行业配置，主要集中在金融（40%-49%）、能源（16%-22%）、和电信（9%-13%）。过去两个月最大的是变化，外资大幅提高对银行业的配置3.5个百分点至49%，一直减持能源股。预计2月外资减持银行股最多，其次是工业和消费。
- 由于发达经济体经济数据的好转，而新兴经济体不确定性的增加，我们预计资金将继续从新兴市场流向发达市场，特别是外资继续流出中国股市对A股构成压力。随着美国减赤问题的解决以及中国两会召开等，投资者信心可能回升，这一趋势可能于3月中旬逆转。短期，我们投资者对资金流入新兴市场和风险资产仍保持谨慎态度；全年来看，我们仍认为资金将流入新兴市场，流入量高于去年。

## 证券分析师

谢伟玉 A0230512070007  
xiewy@swsresearch.com

## 联系人

钟嘉妮  
(8621)23297818x7484  
[zhongjn@swsresearch.com](mailto:zhongjn@swsresearch.com)

地址：上海市南京东路99号  
电话：(8621)23297818  
上海申银万国证券研究所有限公司  
<http://www.swsresearch.com>

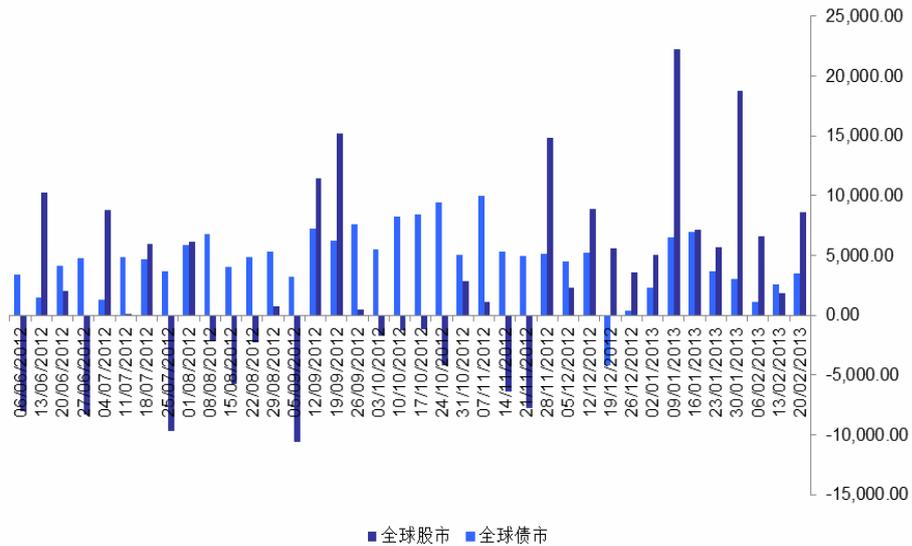
本周，流入全球股市和债市的资金转而加速，但流入新兴国家经济体的资金仍呈下降趋势

## 1. 流入全球股市资金转而加速，主要流向发达国家

今年1月至今，流入全球股市的资金整体上从高位回落。这种回落的态势在2月下半月得到缓解，3月14至20日，流入全球股票环比增加3.72倍；流入全球债券的资金延续前一周的回升趋势，流入全球债券的资金量环比增加34%。

一个重要趋势在于，资金从新兴市场回流至发达市场。相比于上周，本周流入发达国家股市和债市的资金开始回升，而流入新兴国家股市和债市的资金依然呈现下跌的态势。

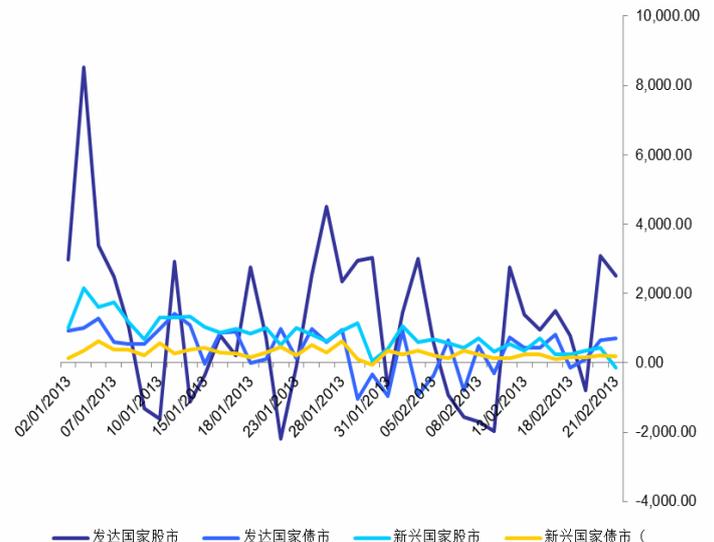
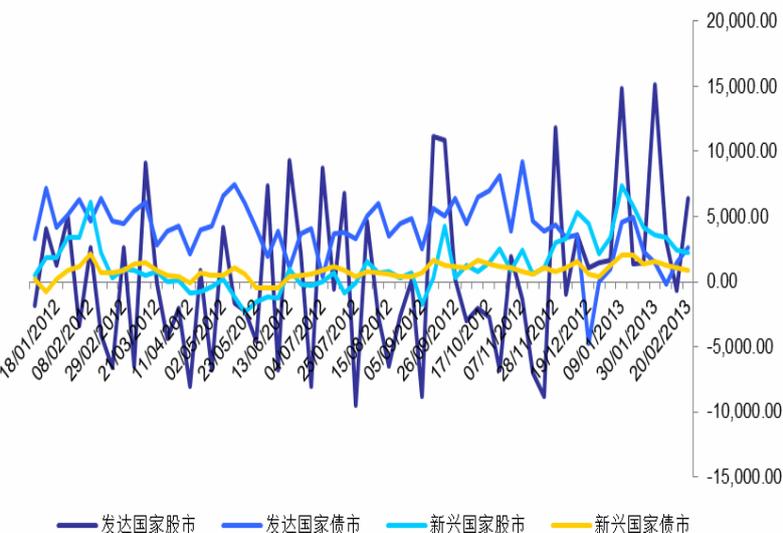
图1：从周度数据来看，2月14-20日流入全球股市和债市的资金扭转此前的减速趋势，有所回升



资料来源：EPFR、申万研究

图2：从周数据来看，本周内流入发达国家股市和债市的资金有所回升；而流入新兴市场近一周资金流入量仍然持续减速

图3：从日数据来看，流入发达国家股市的资金稍有回落，而流入新兴国家股市的资金下降趋势明显



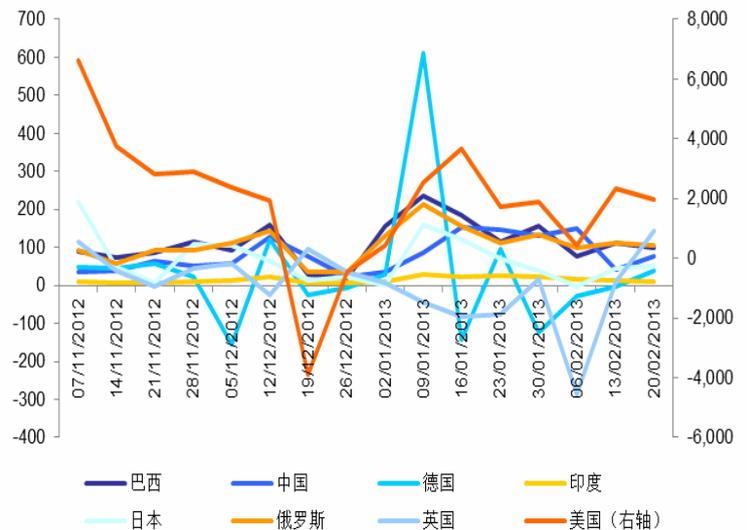
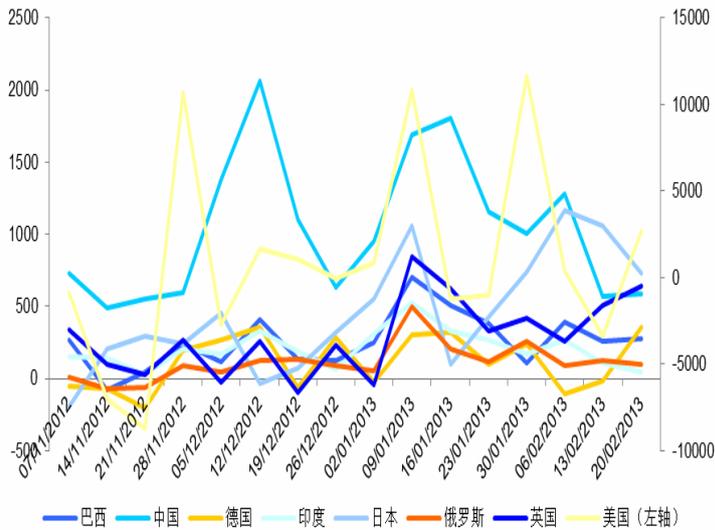
资料来源：EPFR，申万研究

资料来源：EPFR，申万研究

流入全球股市资金上升，主要依靠发达国家的提振，而在全球资金流入中占比高达32%的美国对全球资金流向起着主导作用。在发达国家中，流入美国、英国、德国股市的资金回升明显。在债市方面，流入美国债市的资金有所下降，但流入英国和德国债市的资金有所上升；流入中国、巴西债市的资金有所上升，但流入印度和俄罗斯债市的资金有所下降。

图 4：发达国家中，流入美国、英国、德国等发达国家股市的资金量相比上周都有所回升

图 5：发达国家中，流入美国债市的资金有所下降，流入英国、德国市场的资金也有上升趋势



资料来源：EPFR，申万研究

资料来源：EPFR，申万研究

此外，上周共有 86 亿美元净流入美国股票基金，已是连续第 13 周出现净流入，创下 13 年以来最长资金净流入记录。而同时，债券基金也有 37 亿美元资金净流入。这也支持资金流入美国市场的趋势。

导致资金流入全球股市和债市，特别是发达国家市场的原因在于：1) 美国大企业业绩表现强劲，提振美国股市；3) 奥巴马在回答自动减支“是否能避免”时，回答“没有什么东西不能避免”，这似乎暗示着自动减支可能得到避免；4) 本周公布的德国商业信心攀升至 107.4，达到 10 个月高点；4) 穆迪下调英国 AAA 评级，导致英镑汇率创两年来新低，货币贬值提高了出口商品的竞争力，引发了股市的繁荣。

## 2. 新兴市场资金流入放缓，中国连续两日加速流出

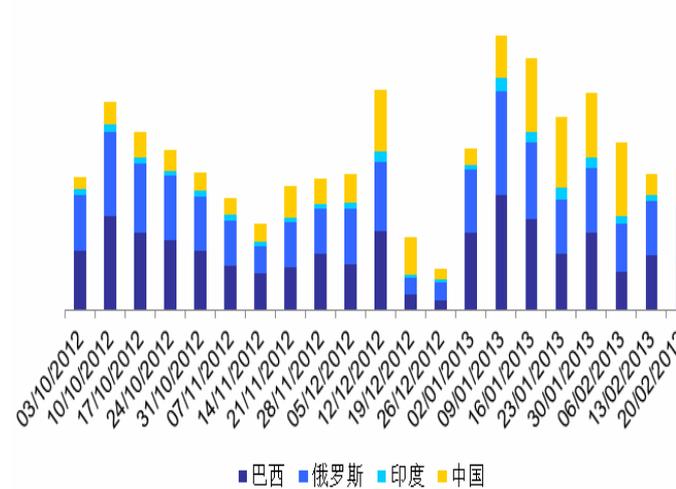
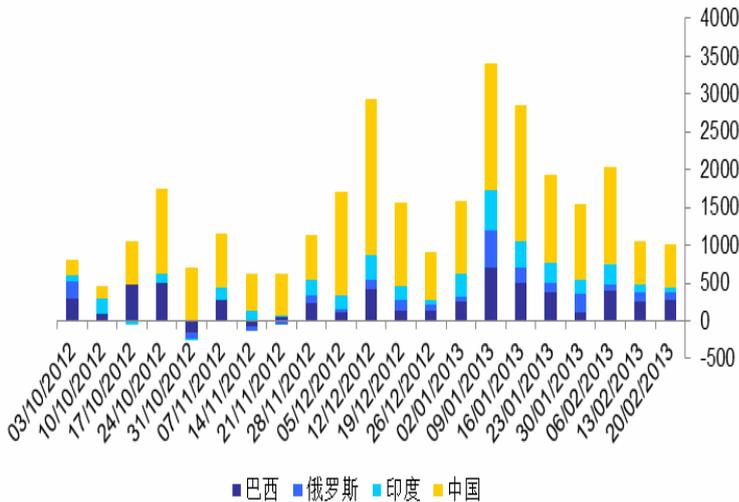
自今年 2 月初起，流入作为新兴经济体中代表的金砖四国股市和债市的资金开始减速，这种态势一直持续到了本周。但是，流入金砖四国股市的资金减幅开始减小，流入金砖四国债市的资金相比于上周环比甚至有 2.76% 的小幅回升。

其中，流入中国和巴西股市的资金有所回升，但幅度不大；流入到印度和俄罗斯股市的资金仍呈下降趋势。自 2013 年年初以来，流入印度股市的资金一直呈现下降趋势，2 月月初，印度官方发布的预测也显示，截至 3 月底的当前财政年度，印度经济估计增

长 5%，相比上一财年减少了 1.2 个百分点，增速创 10 年来最低水平；同时，印度的制造业和农业产值增长乏力，本财年预测增长值相比于去年同比分别减少了 0.8 个百分点和 1.8 个百分点。

图 6：流入金砖四国股市的资金相比上周略有下降，但降幅减小

图 7：流入金砖四国债市的资金稍有回升

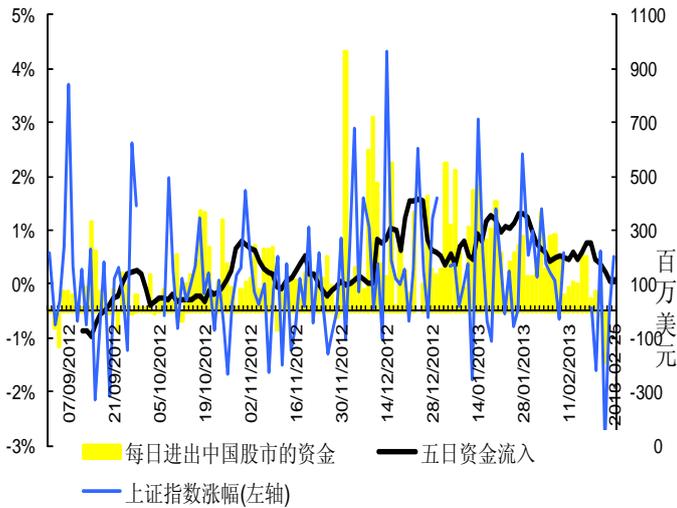


资料来源：EPFR，申万研究

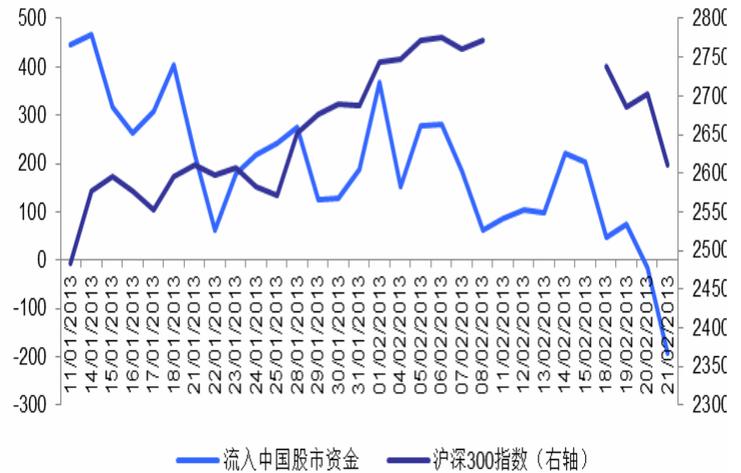
资料来源：EPFR，申万研究

最后来看中国的资金流动情况。自 2013 年 2 月初以来，尽管在本周流入中国股市的资金从前一周的 5.69 亿美元回升至上周 5.86 亿美元，但上周三（2 月 20 日）起连续两日加速流出，分别流出 0.16 亿美元和 1.92 亿美元，说明外资短期内不看好中国股市的回报率。这主要是因为：1) 2 月 20 日，国务院总理温家宝主持国务院常务会议，确定采取 5 项措施继续做好房地产调控市场，房地产的政策预期开始收紧；2) 在有关信贷收缩的担忧下，资金开始撤离中国股市，例如今年 1 月的社会融资达到创纪录的 2.5 万亿元。央行上周通过公开市场操作回笼了 9100 亿人民币的资金，市场预期中国经济的流动性短期可能收缩，导致近几天资金流出中国股市。相应地，沪深 300 指数自 2 月 18 日开市起已经下跌了 5 个百分点至 2610.55 点。

图 6：今年 2 月至今，流入中国股市的资金整体减速，2 月 20 日起资金持续两日加速流出  
 图 7：近两周外资撤离中国，对 A 股也造成一定压力



资料来源：EPFR，申万研究



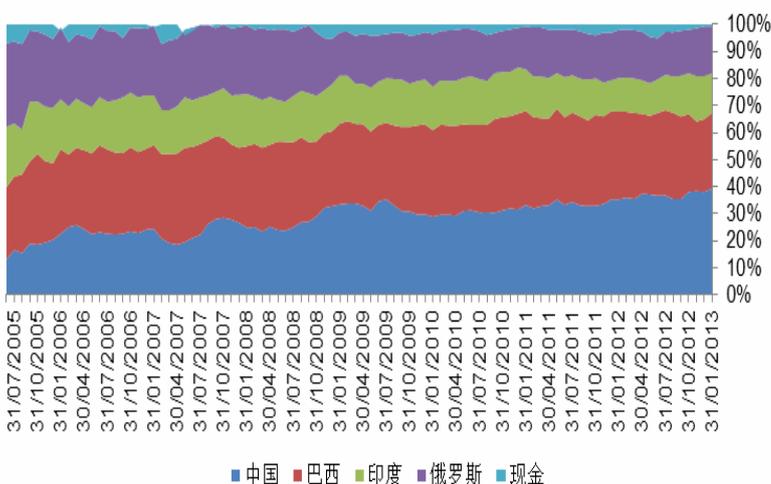
资料来源：EPFR，申万研究

此外，近期风险点较多，日本重新任命 3 月 1 日自动减赤机制的迫近，都对投资者信心造成打压，避险情绪有所升温，资金可能流出股市和新兴市场，对股价形成压力。

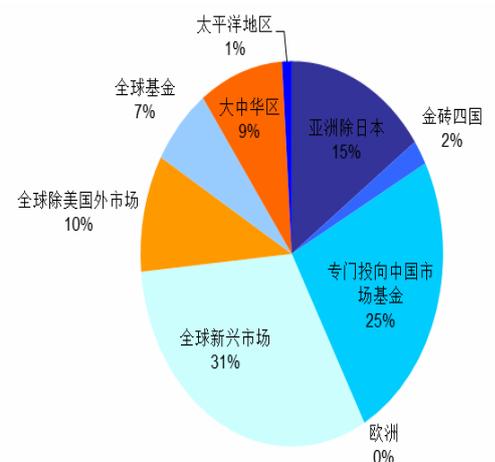
从金砖四国基金的国别资产配置来看，巴西和中国、俄罗斯的配置占比均有所提升，只有配置印度的比例和现金近三个月有所减少，说明大家整体仍看好新兴市场。从资金来源来看，配置中国的海外基金中，1/4 来自于海外发行的中国 A 股基金，31%来自于全球新兴市场基金。

图 7：流入金砖四国股市的资金中，流入中国的资金占比逐月增大

图 8：流入中国的资金中，多来自于新兴市场基金以及投资中国的专项基金



资料来源：EPFR，Capital IQ，申万研究



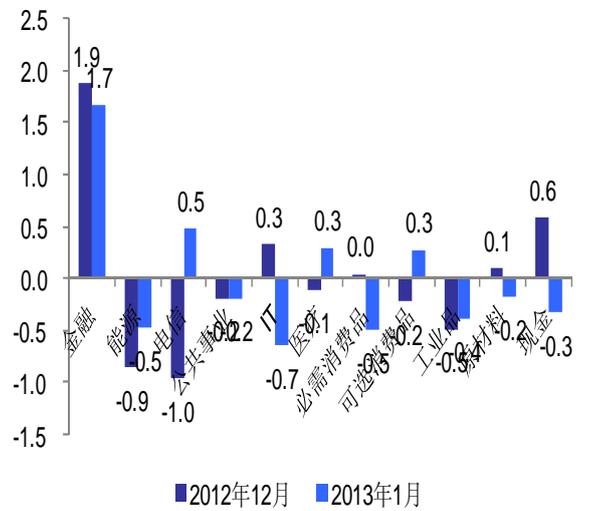
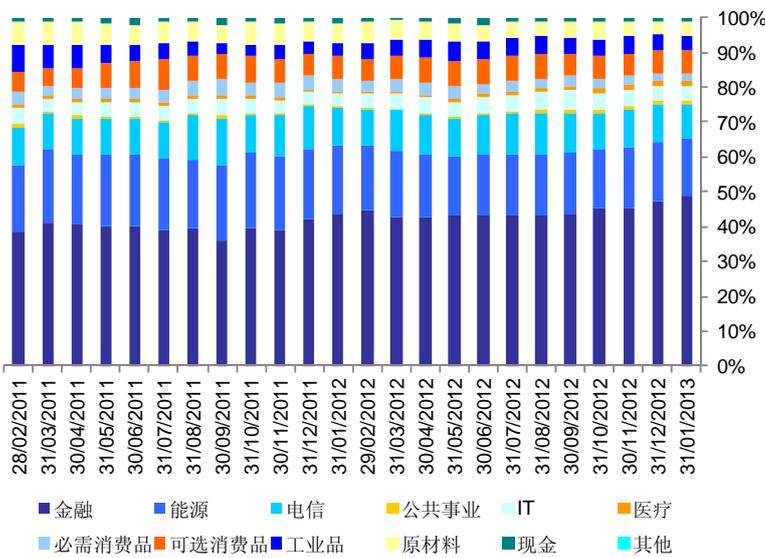
资料来源：EPFR，申万研究

从近一年外资对中国的行业配置，主要集中在金融（40%–49%）、能源（16%–22%）、和电信（9%–13%）。过去两个月最大的是变化，外资大幅提高对银行业的配置 3.5 个

百分点至 49%，一直减持能源股，而对于电信股先减持 1 个百分点，1 月再增持 0.5 个百分点。1 月，除了金融、电信板块增持比例最大，其次是医疗和可选消费品，均增持 0.3 个百分点，说明外资适当开始偏重防御。而目前，在房地产政策预期恶化、不确定性增加，而且银行估值提高的现状下，外资倾向于获利了结。在房地产受到约束、银行的信贷可能会受到政策约束的预期下，资金可能会流出金融板块。由于海外资金主要集中在金融板块，金融板块资金的流出很有可能带动流入中国资金的全面萎缩。如果政府继续出台抑制房价上涨的政策，房地产市场相关板块将受到影响，例如工业品和原材料板块也会受到打压，对消费也造成一定拖累。因此，预计 2 月外资减持银行股最多，其次是工业和消费。

图 7：外资对中国的行业配置上，近期增加金融业的配置，流入金融业、工业品、原材料板块的资金较多

图 8：近两个月，外资在中国股市的行业配置上最大的变化是增持金融股



资料来源：EPFR，申万研究

资料来源：EPFR，申万研究

全球经济复苏前景仍存在众多不确定性：1) 2月24日意大利大选结果和3月1日自动减赤问题还未尘埃落定，仍然对全球经济前景带来不确定性；2) 欧洲经济复苏状况令人担忧：2月22日欧盟下调2013年欧元区GDP增速预测至-0.3%，而原预测为+0.1%；3) 欧洲央行宣布银行业将在2月27日偿还611亿欧元第二轮3年期LTRO贷款，市场预期1225亿欧元；偿还17.44亿欧元首轮LTRO贷款，市场预期为偿还30亿欧元。还款数额远低于市场预期，再度显示了欧洲经济复苏缓慢。

此外，中国资金面的变化还面临着以下不确定性：1) 2013年3月3日将召开全国政治协商会议，3月5日召开全国人民代表大会，届时将选举省级人大、政协、政府等新领导人，外资认为中国新一届政府的政策具有不确定性。2) 如果一线城市仍面临房地产价格上涨过大的压力，房地产行业的调控短期不会松动；3) 随着中国经济逐步复苏，政策可能转向抑制通胀，紧缩性的货币政策出现苗头。

由于发达经济体经济数据的好转，而新兴经济体不确定性的增加，我们预计资金将继续从新兴市场流向发达市场，特别是外资继续流出中国股市对A股构成压力。随着

美国减赤问题的解决以及中国两会召开等，投资者信心可能回升，这一趋势可能于3月中旬逆转。短期，我们投资者对资金流入新兴市场和风险资产仍保持谨慎态度；全年来看，我们仍认为资金将流入新兴市场，流入量高于去年。

#### 附表 1、上周重大经济事件一览表

1. 意大利大选活动 2 月 24 日停止。投票于当地时间周日开始，周一结束。
2. 2 月德国商业信心指数为 107.4，攀升至 10 个月最高；
3. 日本首相安倍晋三本周或提名亚洲开发银行行长黑田东彦为下一任日本央行行长，岩田规久将出任副行长。
4. 哥伦比亚央行将基准利率从 4.00% 下调至 3.75%；
5. 俄罗斯官方预测，俄罗斯 1 月 GDP 同比增长 1.6%，12 月增幅为 2.4%；
6. 香港政府再度调控楼市，财政司长曾俊华上周五宣布，全面上调物业印花税，最高税率至 8.5%，并于 2 月 23 日起生效。
7. 欧盟委员会下调 2013 年欧元区 GDP 增速至 -0.3%，原预测值为 +0.1%；
8. 欧元区 2 月综合 PMI 意外回落，复苏前景蒙阴。法国 PMI 创 47 个月新低；
9. 穆迪下调英国 AAA 评级
10. 全美住宅建筑协会公布的美国 2 月住房建筑商信心指数从 47 降至 46，为 11 个月来首次下降，预期为 48。

资料来源：申万研究整理

附表2、本周重大经济事件一览表

日期		公布数据					欧债重大事件	重要讲话**
		地区	时间	数据名目	前值	预期		
星期一	02/25/2013	中国	9:45	2月汇丰制造业PMI预览值	52.3	52.2	意大利大选第二日	ECB的Assmusen讲话 (02:00)
		美国	21:30	1月芝加哥联储全美活动指数	0.02	—		亚特兰大联储主席Lockhart就经济前景发表讲话 (08:00)
		美国	23:30	2月达拉斯联储制造业活动指数	5.5	3		意大利拍卖长债 (18:00)
星期二	02/26/2013	美国	22:00	12月S&P/CS20座大城市房价指数 (年率)	5.52%	6.60%	意大利拍卖183天期短债 (18:00)	美联储主席伯南克在参议院银行委员会就货币政策作证词陈述 (23:00)
			12月FHFA房价指数 (月率)	0.60%	0.60%			
		美国	23:00	2月里士满联储制造业指数	-12	-3		
			2月密歇根大学消费者信心指数	58.6	62			
星期三	02/27/2013	新西兰	5:45	1月贸易余额 (亿纽元)	4.86	1.25	意大利拍卖长债 (18:00)	美联储主席伯南克在众议院银行委员会就货币政策作证词陈述 (23:00)
			日本	7:50	1月季调后零售额 (月率)	0.10%		
		德国	15:00	1月零售额 (年率)	0.40%	-1.60%		
				1月进口物价指数 (月率)	-0.50%	0.50%		
		法国	15:45	3月GfK消费者信心调查	5.8	5.9		
		意大利	17:00	2月消费者信心指数	86	86		
		欧元区	17:00	2月Istat商业信心指数	88.2	88.4		
		英国	17:30	1月季调后M3货币供应 (年率)	3.30%	3.20%		
		欧元区	18:00	第四季度GDP修正值 (季率)	-0.30%	-0.30%		
				2月经济景气指数	89.2	89.9		
		美国	20:00	2月消费者信心指数终值	-23.6	-23.6		
		美国	21:30	2月22日当周MBA抵押贷款申请指数月率	-1.70%	—		
		美国	21:30	1月耐用品订单月率	4.60%	-4.60%		
美国	23:00	1月待建住宅销售指数 (月率)	-4.30%	1.60%				
星期四	02/28/2013	新西兰	5:45	1月营建许可月率	9.40%	-2.00%	意大利拍卖长债 (18:00)	美联储主席伯南克在众议院银行委员会就货币政策作证词陈述 (23:00)
		日本	7:15	2月制造业PMI	47.7	—		
		日本	7:50	1月工业产出初值 (月率)	2.40%	1.50%		
		新西兰	8:00	2月商业信心指数	22.7	—		
		德国	16:55	2月失业人员变动 (万)	-1.6	0		
				2月季调后失业率	6.80%	6.80%		
		欧元区	18:00	1月CPI (年率)	2.0%	2.0%		
		德国	21:00	2月CPI初值 (年率)	0.017	0.017		
		加拿大	21:30	第四季度经常帐 (亿加元)	-189	-170		
		美国	21:30	1月工业PPI指数月率	0.00%	0.40%		
		美国	21:30	第四季度GDP年化季率修正值	-0.1%	0.5%		
美国	21:30	上周首次申请失业救济人数 (万)	36.2	36				
美国	22:45	2月芝加哥PMI	55.6	54.1				
星期五	03/01/2013	日本	7:30	1月失业率	4.20%	4.20%	意大利拍卖长债 (18:00)	美联储理事Raskin讲话 (01:30)
				1月工作与申请人数比率	0.82	0.83		
				1月全国CPI (年率)	-0.10%	-0.20%		
		日本	7:50	第四季度资本支出 (年率)	2.20%	-7.20%		
		中国	9:00	2月官方制造业PMI	50.4	50.5		
		中国	9:45	2月汇丰制造业PMI终值	52.3	—		
		英国	15:00	2月Nationwide房价指数 (月率)	0.50%	0.20%		
		德国	15:00	1月零售额 (月率)	-1.70%	0.90%		
		意大利	16:45	2月制造业PMI	47.8	47.5		
		法国	16:50	2月制造业PMI终值	43.6	43.6		
		德国	16:55	2月制造业PMI终值	50.1	50.1		
		欧元区	17:00	2月制造业PMI终值	47.8	47.8		
		欧元区	18:00	2月CPI初值年率	2.00%	1.90%		
				1月失业率	11.70%	11.80%		
		意大利	18:00	2月季调和CPI初值 (年率)	2.40%	2.40%		
		加拿大	21:30	第四季度GDP年化季率	0.60%	0.60%		
		美国	21:30	12月GDP月率	0.30%	-0.20%		
1月个人收入月率	2.60%			-2.40%				
1月个人开支月率	0.20%			0.20%				
2月密歇根大学消费者信心指数终值	76.3			76.3				
1月营建支出月率	0.90%			0.40%				
美国	23:00	2月ISM制造业PMI	53.1	52.5				
星期六	03/03/2013	中国	9:00	2月非制造业PMI	56.2	—		美联储主席伯南克就长期利率讲话 (03/02 11:00)

注：以上均为北京时间。

资料来源：华尔街见闻

## 信息披露

### 证券分析师承诺

谢伟玉：经济研究。

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

### 与公司有关的信息披露

本公司在知晓范围内履行披露义务。客户可通过 [compliance@swsresearch.com](mailto:compliance@swsresearch.com) 索取有关披露资料或登录 [www.swsresearch.com](http://www.swsresearch.com) 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及关联公司持股情况。

## 法律声明

本报告仅供上海申银万国证券研究所有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司并接受客户的后续问询。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户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。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。市场有风险，投资需谨慎。

若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。