

## 2019 年外资行为展望：

# 买在黎明破晓之前

### 报告摘要

● 2018年是资本市场的困难之年，但全年海外资金净流入近3000亿元。这显然是中国资本市场不断开放等长期逻辑在“雪中送炭”。2019年，我们测算外资增量有望超过5700亿人民币，外资正在成为A股愈加重要的“稳定器”。2019年上半年，在中美贸易摩擦中性演进的情景下，我们认为海外主动型资金将在企业盈利触底前持续流入，主要原因有三：

第一，以中国台湾和韩国等为例，在MSCI纳入初期，外资加速净流入并未受到经济增速下行和全球流动性收紧的扰动；

第二，目前中国股市和经济先于美国股市和经济调整。历次美国经济衰退期中，国际资金倾向于流出美股而流入其他优先见底的市场；

第三，近期我们注意到海外机构开始认同中美贸易摩擦的长期性，普遍将关注焦点转向中国（财政）政策托底及经济转型的可能，并对此表示乐观。这意味着，去年贸易摩擦对外资流向的重要影响或将趋弱。

● 我们认为2019年主动型与被动型的资金流入依然难以决定市场指数的运行方向，但将对市场风格和行业配置产生重要影响。

● 影响海外资金A股市场行业和标的偏好的主要因素有陆股通标的范围、纳入MSCI指数的个股的行业分布、行业盈利估值配比情况、海外资金对A股的熟悉程度。当前仍是A股国际化的初期，中国市场对于大部分国外资金仍是需要不断学习和研究的。当前外资偏好“大票”、高分红的标的正是在外资在“不够熟悉”中国市场的阶段下的必然选择。

● 预计2019年海外资金将对A股市场产生影响的两个主要路径：

第一，根据MSCI市值调整方法，MSCI指数行业权重与A股业绩基准（比如沪深300）行业权重存在差异。MSCI指数超配食品饮料以及房地产等行业，海外被动型资金的入场有望带来交易性机会；

第二，国内部分资金对北上资金存在“跟随行为”，2018年北上资金的两次大幅流入均在1-2个月后兑现为了消费板块的上涨行情。今年，海外主动型资金仍有望继续影响国内资金行为，而其综合行业估值与盈利进行“择优”配置的思路值得关注。

● 此外，2018年2月以来，北上净流入数额与人民币汇率相关性明显增强。一方面，中美贸易关系进展已经成为二者变动的重要影响因素，反映着国际投资者在评价中国经济基本面情况时密切关注中美贸易进展；另一方面，我们发现北上资金流向也开始逐渐影响人民币汇率并贬值预期。如2018年6月之后，市场对人民币汇率担忧情绪严重，甚至不乏“破7”之论，但8月MSCI纳入比例上升，被动资金流入，在一定程度上缓解了人民币汇率的贬值预期。

### 研究部

杨其予

[qyyang@cebm.com.cn](mailto:qyyang@cebm.com.cn)

张颖锐

[yrzhang@cebm.com.cn](mailto:yrzhang@cebm.com.cn)

## 目录

一、如何看待 2019 年北上资金的增量与流入节奏？ .....	4
1.1 中国台湾、韩国股市在 MSCI 纳入初期，外资净流入情况未受到经济增速下行与全球流动性收紧的干扰.....	4
2、美国经济衰退期间，全球主要股指见底的异步将带来美国资金的外流.....	5
3、海外机构对 A 股市场的看法正出现一些积极变化.....	7
4、2019 年北上资金增量预估 .....	8
二、增量外资对 A 股影响几何？ .....	11
2.1 MSCI 标的市值行业分布与沪深 300 有异，被动型资金的超配板块有望产生交易性机会 .....	11
2.2 关注主动型资金动向对国内资金行为的影响.....	12
2.2.1 海外主动型资金依据估值盈利择优思路灵活变动 .....	12
2.2.2 国内部分资金对北上资金存在“跟随”行为.....	15
三、汇率与北上资金动向，谁影响谁？ .....	17

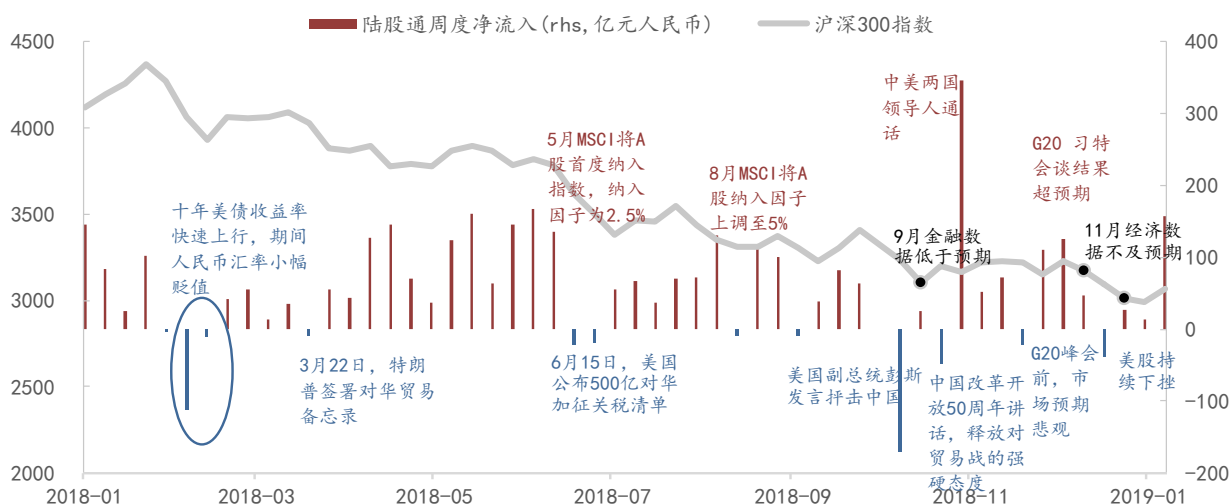
## 图表目录

图 1: 北上资金对贸易摩擦进展敏感, 对经济数据不敏感 .....	4
图 2: 韩国股市纳入 MSCI 指数的进程及同期股市外资持股比例与经济增速变动 .....	5
图 3: 中国台湾股市纳入 MSCI 指数的进程及同期股市外资持股比例与经济增速变动 .....	5
图 4: 2000 年之前, 韩国股市年均净流入 50 亿美元 .....	5
图 5: 中国、韩国、中国台湾占 MSCI 新兴市场指数比重对比 .....	5
图 6: 美国经济周期衰退之前及衰退初期, 通常对应着美国股票遭国外投资者抛售, 而美国投资者购买国外股票 .....	6
图 7: 最近四次美国经济衰退周期中, 仅 2002 年全球主要股指底部区域集中 .....	6
图 8: 多数机构上调新兴市场股市评级 .....	8
图 9: AXA 认为中美贸易冲突是制约中国经济增速企稳的最大因素 .....	8
图 10: 2018 年 9 月之后, A 股市场对贸易摩擦进展逐渐钝化 .....	8
图 11: Blackrock 认为 2019 年中国财政与信贷政策的组合有望重回双双发力的状态 .....	8
图 12: 截至 2019 年 9 月, 预计追踪 MSCI 指数的被动型基金将带来 535 亿美元资金增量 .....	9
图 13: 2017 年 6 月以来, 陆股通资金真实净流入情况及估计的被动性资金对比 .....	10
图 14: 2020 年之前, A 股在 MSCI、FTE 新兴市场指数中的占比将分别为 2.82%、3.4% .....	10
图 15: 不同情境下 2019 年北上资金增量预估 .....	10
图 16: MSCI 标的行业分布较沪深 300 超配食品饮料与房地产行业 .....	11
图 17: 2017 年 1 月-2019 年 1 月, 北上资金月度分行业净流入额 .....	12
图 18: 2017 年 1 月-2019 年 1 月, 北上资金月度分行业净流入排名 .....	13
图 19: 2017 年末至 2018 年初北上资金在消费板块内部出现资金流向的分化 .....	14
图 20: 食品饮料与家用电器估值盈利优势的切换; 房地产近期估值盈利优势快速提升 .....	14
图 21: 部分龙头股票主力资金净流入、北上资金净流入与个股涨跌幅的相关系数 .....	16
图 22: 主力净流入额与贵州茅台变动的相关系数超 0.7, 北上资金净流入额与贵州茅台变动的相关系数小于 0.4 .....	16
图 23: 主力资金对北上资金存在“跟随”行为 .....	16
图 24: ...最终体现为北上资金对消费板块涨跌存在先导效应 .....	16
图 25: 2018 年 2 月以来北上资金与人民币汇率相关性明显增加 .....	17
图 26: ...2018 年以来二者滚动相关系数多数时间处于负值区域 .....	17
图 27: 2018 年 10 月以来, 陆股通单日大额变动均会明显影响离岸人民币汇率变动 .....	18
图 28: 2018 年, 陆股通净流入变动对人民币升值/贬值预期开始产生影响 .....	18

## 一、如何看待2019年北上资金的增量与流入节奏？

2019年MSCI、富时罗素将逐步扩大纳入因子，A股在指数组合中的权重将随之提升并带动被动指数型资金的入场。被动型资金入场时间较为明确，而增量额度主要取决于两个因素——其一，纳入因子的扩大将直接导致A股在MSCI、FTSE相关指数中的市值占比提升，纳入因子将扩大的确定性较高<sup>1</sup>；其二，全球被动型基金规模（尤其是新兴市场资金规模）将受到全球流动性、股票资产在大类资产配置中的风险收益比、新兴市场与发达国家股市的相对优势等好坏参半的因素共同影响。而主动型资金增量与行业配置情况的不确定性则更大，如2018年中美贸易关系进展在深层次上影响着海外投资机构对A股市场的评价（图1）。但在三方面因素支撑之下，我们依然对2019年北上资金整体的增量保持乐观。

图1：北上资金对贸易摩擦进展敏感，对经济数据不敏感



来源：Wind，莫尼塔研究

### 1.1 中国台湾、韩国股市在MSCI纳入初期，外资净流入情况未受到经济增速下行与全球流动性收紧的干扰

韩国纳入MSCI指数的进程启动于1992年1月，结束于1998年9月；中国台湾股市的纳入起点和完成时间分别为1996年9月和2005年5月。而同期韩国和中国台湾均处于经济转型与经济增速换挡期（1980年-2002年），但这并未影响到外资持股比例逐级上升的长趋势。尤其如韩国股市自1989年3月连续下跌，直至1992年9月才阶段性见底回升，彼时经济转型前景尚不明朗，但同期海外资金对韩国股市的持股比例由2.13%快速上升至4.13%。

此外，美国加息周期对海外资金快速布局台韩股市的影响也十分有限，如1992年-1995年，美国联邦基金利率由3%上调至6%，期间韩国股市外资持股比例由4.13%上升至10.12%；2003年-2006年，美国联邦基金利率由1%上调至5.25%，期间韩国股市外资持股比例由18%上升至22.29%，中国台湾股市外资持股比例由11.22%上升至22.79%。

这大概率意味着对于海外投资机构而言，当前A股国内投资者所普遍担心的盈利超预期下滑问题也“瑕不掩瑜”（这与我们目前看到此前外资流入A股的节奏几乎不受经济数据下行的影响是吻合的，图2），在MSCI纳入因子持续扩大、A股市场资本开放程度逐渐提高的历史性机遇下，加速资金的入

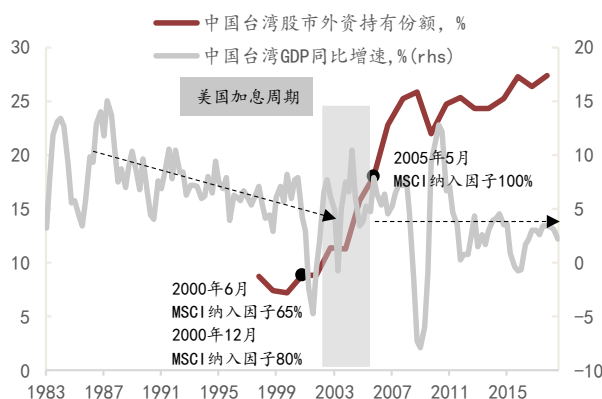
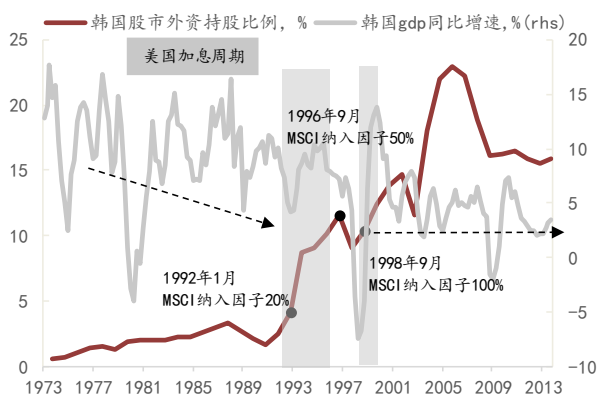
<sup>1</sup> MSCI对A股纳入因子的扩大仍待2019年2月会议的最终决议，目前看来概率较大。

场与布局才是当务之急。伴随着2019年A股纳入因子的扩大，海外资金将在A股盈利触底的二次冲击阶段扮演着更重要的“稳定器”角色。

此外，当前A股在新兴市场指数中纳入因子偏小，美联储加息带来的流动性收紧对海外增量资金的冲击也将有限。1998年，中国台湾股市市值占MSCI新兴市场指数之比约10%，这意味着海外资金的持续流入所需要的体量相对较大；而当前A股占MSCI比重为1.17%，预计2019年9月将达到3.4%，绝对数值依然较小。换言之，当前A股市场对海外资金而言是一个“增配意愿强烈”+“在现有纳入因子下充分配置所需的资金不多”的优质标的。

图 2：韩国股市纳入 MSCI 指数的进程及同期股市外资持股比例与经济增速变动

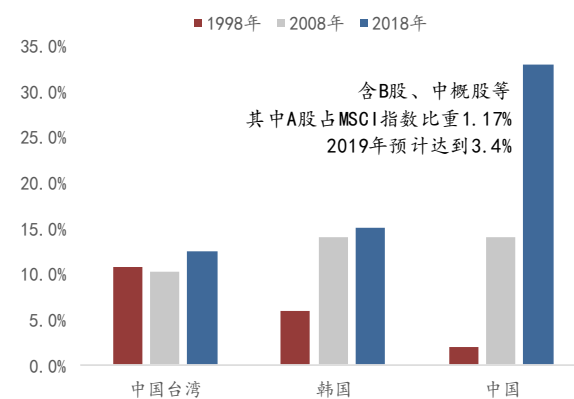
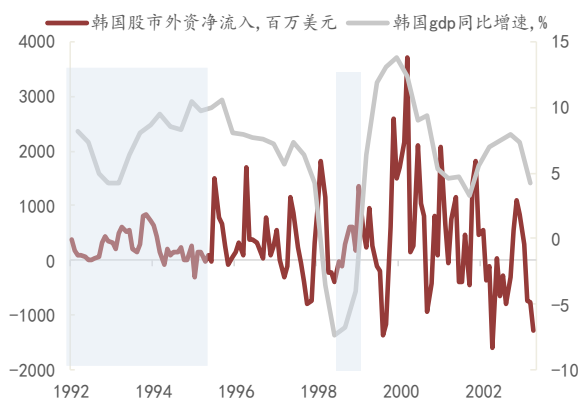
图 3：中国台湾股市纳入 MSCI 指数的进程及同期股市外资持股比例与经济增速变动



来源：CEIC，莫尼塔研究

图 4：2000 年之前，韩国股市年均净流入 50 亿美元

图 5：中国、韩国、中国台湾占 MSCI 新兴市场指数比重对比



来源：CEIC，MSCI，莫尼塔研究

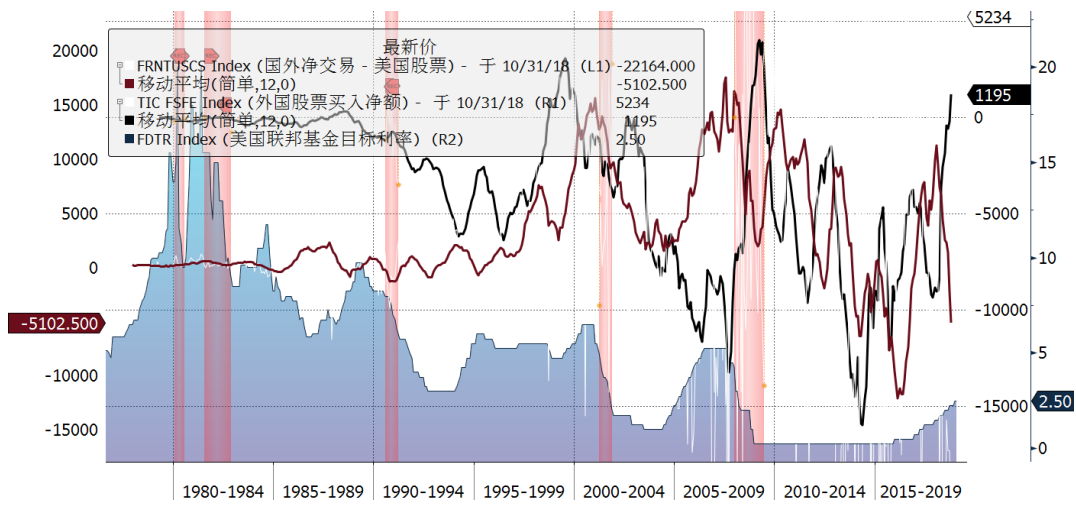
## 2、美国经济衰退期间，全球主要股指见底的异步将带来美国资金的外流

由于全球资金流向数据的时间区间有限，我们以美联储所公布的美国购买国外股票、国外购买美国股票的资金流量数据作为替代（图6）。在美国历次衰退期之前及衰退前期，均对应着美国股票遭国外资金抛售，而同期多数情况下伴随着美国资金加速购买国外股票。仅2001年较为特殊，期间上述两项资金流量都录得持续下降，意味着全球投资者从股票市场的撤离。究其原因，我们认为这可能是由全球主要股指见底是否异步而决定的。

我们观察了最近四次美国经济衰退期全球17个国家股票指数的见底时间分布。除了2001年主要股指见底时间十分相近以外，其他时间均存在着不小的分化；其中2007-2009年新兴市场股市优先企

稳回升。这意味着2018年以A股为代表的新兴市场指数遭遇重挫，今年全球股市的风险收益比将重新定价，资金向新兴市场的持续流入可期。

图 6：美国经济周期衰退之前及衰退初期，通常对应着美国股票遭国外投资者抛售，而美国投资者购买国外股票

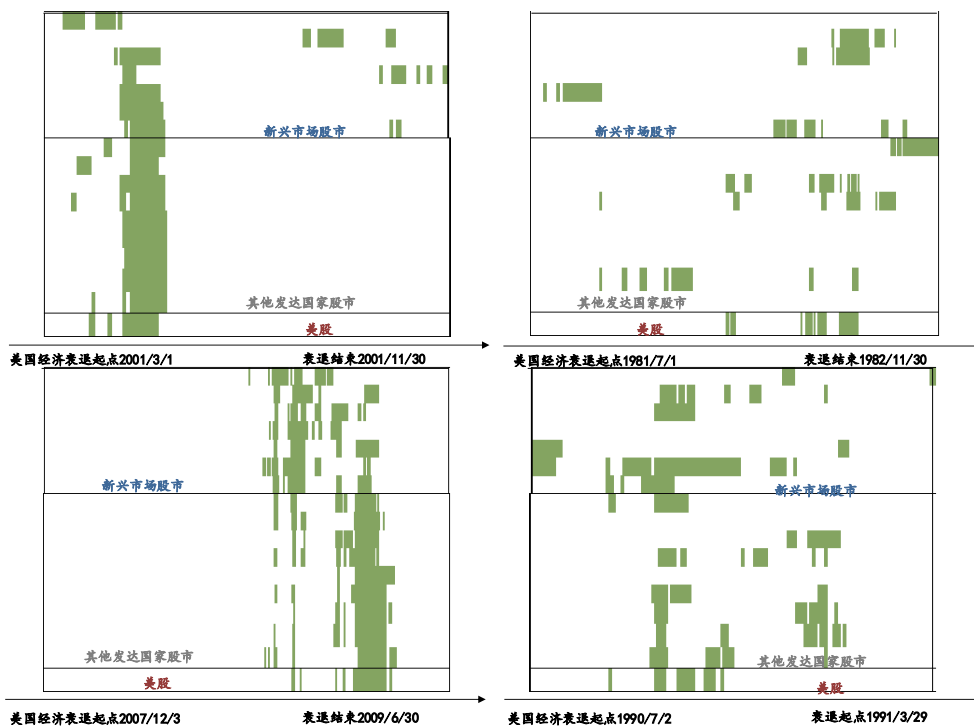


\*国外净交易-美国股票为国外投资者购买美国股票的资金净流入额；外国股票买入净额为美国投资者购买外国股票的资金净流量。

\*此处采用过去12个月移动平均值，单位十亿美元。

来源：Bloomberg，莫尼塔研究

图 7：最近四次美国经济衰退周期中，仅 2002 年全球主要股指底部区域集中



\*上图从上至下分别为新兴市场股票指数（中国上证综指、马来西亚KLCI指数、中国台湾证交所指数、俄罗斯MICEX指数、印度SENSEX指数、巴西IBOV指数、韩国KOSPI指数）、发达国家股市（香港恒生指数、新加坡海峡时报指数、澳大利亚AS30指数、日本Nikkei225指数、意大利MIB指数、西班牙IBEX指数、法国CAC40指数、德国DAX30指数、伦敦FT100指数）、美股（标普500指数）。

\*绿色部分表示当前股价的历史分位数低于10%（含），我们以此来表征该股票指数的底部区域。

\*各列绿色部分集中出现的水平位置不同，意味着上述股票指数见底时间的分化；整体来看2001年，全球主要股指见底时间较为集中，而其他时期均有明显错位。

来源：Bloomberg，莫尼塔研究

### 3、海外机构对A股市场的看法正出现一些积极变化

整体来看，海外机构当前对新兴市场尤其是中国市场的态度较为乐观，且多数机构在2019年全年或一季度的投资展望中上调了对新兴市场（或中国市场）的评级。

海外机构与国内投资者的观点存在微妙差异的地方主要有以下两点：

#### （1）认为中美贸易关系恶化是中国经济较大的下行风险

其一，海外投资机构认为在中美互征关税的过程中，中国市场受到的冲击更大。如AXA基于中国向美国出口的商品是美国对华出口的3倍，认为中美贸易摩擦之间中国经济受损较大，而对美国经济影响的则较为有限（美国可以通过进口产品替代等缓解对中国加征关税的部分影响）。Nuveen认为中美贸易摩擦不大可能会导致美国经济提前步入衰退，贸易摩擦给中国带来了相对于美国更大的经济下行风险。

其二，多数海外投资机构认为中美贸易关系仍将是影响2019年中国经济走向的最主要变量。这一点解释了2018年北上资金多次的大幅波动均与中美贸易关系进展密切相关的现象，也是与国内投资者观点最大的分歧之处。如AXA在2018年11月的投资报告中认为，若两国全面加征关税将导致中国GDP下降0.9%，且当前中国市场货币政策的转向与财政政策的发力均难以抵消该负面影响，预计中国2019年GDP增速将在2018年预计的6.5%的基础上进一步放缓至6.1%。

其三，海外机构也经历了从未对中美贸易争端给予较多重视，到最终逐渐认同中美贸易摩擦将步入常态化的过程。具体体现为，虽美国政府在2017年对中国进行了多次“双反”调查，并在2018年3月签署了“301”调查备忘录，但直到2018年下半年中美两国互征关税层层加码之后，多数海外机构的投资展望才出现了关于“中美贸易摩擦”的字眼，并在2018年四季度开始认同中美贸易摩擦来自于两国意识形态的差别。如PIMCO在2019年投资展望中提及即使三个月窗口期之后中美双方达成暂时的协议，中美贸易关系仍将是资本市场波动和不确定性的重大来源。这一观点的转变过程虽与国内投资者相似，但时间上存在异步，国内投资者对中美贸易战将步入常态化的定价已经过早完成。事实上我们看到自2018年9月以来，A股市场50ETF期权隐含波动率变动与贸易摩擦进展逐渐脱钩，反映国内资本市场对于中美贸易关系的变化逐渐趋于钝化，转而更加关注国内政策与经济基本面。

#### （2）对中国经济转型之路普遍较为乐观，即使这一过程可能较为漫长

这一点与我们目前看到的2018年北上资金对国内经济数据的超预期下行不敏感相吻合。

如Nuveen将2018年中国经济的下行称为有控制的放缓（China's managed slowdown），即认为这是中国主动进行经济转型的结果；且认为当前市场普遍低估了中国经济转型的能力和前景，认为中国新一轮的经济刺激政策（货币政策的转向和财政政策的发力）有望成为其他地区经济复苏的支撑力。PMICO在2018年Q4的投资展望中认为中国财政政策的扩张有望推动2019年GDP上升1%。AXA认为2019将是中国经济政策在稳增长与保持可持续发展间做平衡的一年，这也意味着经济刺激政策不同于以往，中国经济面临着一条缓慢的复苏之路，但也将是更加健康的发展道路。

而国内投资者则普遍认为当前刺激地产、基建对经济的托底能力正在趋弱，国内去杠杆之路是被动的、“迫在眉睫”的；对于“宽货币”至“宽信用”的传导、减税政策的实际效力有期待，但仍难以改变对当前经济的悲观预期。

整体上看，海外机构认为中国经济转型虽然漫长，但对政策的实际效力较为乐观；而国内投资者更多感受着经济转型的“切肤之痛”，且限于投资考核期限偏短等原因，仍关注经济转型成功前盈利下行风险的兑现。

**综合来看，海外机构对A股市场保持乐观的几个理由如下：**

其一，如前所述，海外机构普遍看好中国当前的经济刺激力度。JP morgan认为当前中国财政政

策转向积极，经济有望成功转型。Nuveen认为即使2019年中国存在内需不足的风险，但经济的下滑依然将是平稳的。Blackrock认为中国科技行业回暖，加之政府推行相关刺激政策提振经济，有望带动新兴市场企业盈利维持双位数增长。

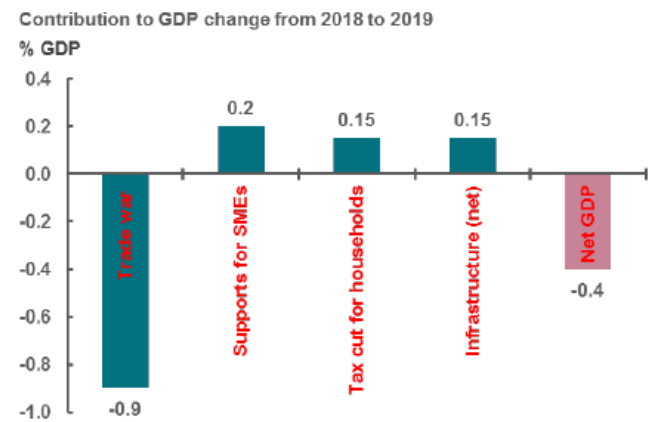
其二，A股市场已经较为充分地释放了风险。Wellington认为中美贸易关系紧张、利率上行、全球民粹主义回潮等风险已经被市场较为充分地定价，Wellington开始更多注意市场上行的可能，如美联储放缓加息、中美贸易关系出现缓和等。在上述情况下，最先受益、反弹强度最大的将是新兴市场股票和大宗商品市场，认为A股有望跑赢全球股指。

其三，对于全球投资者而言，A股仍存在着较大的增配空间。AXA认为从2016年以来全球资本流动数据来看，新兴市场配置在全球投资组合中的权重依然低于基准。

图 8：多数机构上调新兴市场股市评级

机构	新兴市场股票	2018年新兴市场股票	美股	债券	商品	黄金
AXA	超配 ↑	中性	超配	美债超配	中性	
JPMorgan	低配 ↓	中性	超配	低配	中性	
Nuveen	超配	中性偏多	中性	新兴市场债券超配		
Wellington	中性	中性	超配	美债低配	超配	
Blackrock	超配	超配	超配	中性	中性	
Amundi	超配	中性	中性	美债超配	石油中性	超配
Neuberger	超配	中性	超配	新兴市场债券超配	超配	

图 9：AXA 认为中美贸易冲突是制约中国经济增速企稳的最大因素



来源：各资管机构官网，莫尼塔研究整理

图 10：2018 年 9 月之后，A 股市场对贸易摩擦进展逐渐钝化

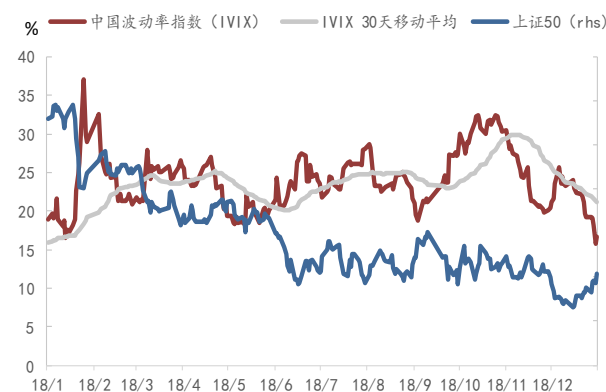
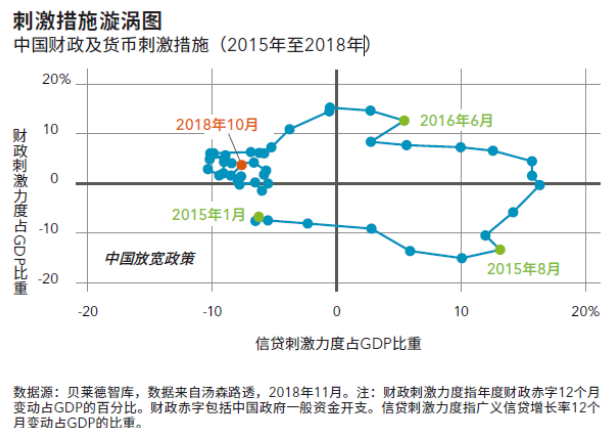


图 11：Blackrock 认为 2019 年中国财政与信贷政策的组合有望重回双双发力的状态



来源：Wind, Blackrock, 莫尼塔研究

#### 4、2019 年北上资金增量预估

被动型资金方面，截至2018年9月，A股在MSCI新兴市场、FTSE新兴市场指数中的权重将分别达到2.82%、3.4%，而2018年上述数据分别为0.71%、0%，预计这两项权重的扩大将分别对应着380亿



美元、61亿美元的被动型增量资金<sup>2</sup>。此外我们估计同时A股在MSCI中国、亚洲、全球指数中的市值占比也将分别扩大至8.83%、1.82%、0.31%，合计对应156亿美元的被动型增量资金（图12）。亦即整体将有596亿美元被动指数型资金入场（约4000亿人民币，这一金额已经超过2018年沪股通全年净流入额）。需要说明的是，2020年3月、5月之前还将分别对应跟踪FTSE的38亿美元、跟踪MSCI的97亿美元被动型资金到位，我们认为被动型资金主要选择在临近纳入因子正式生效前入场，故在预估2019年被动型增量资金时并不计入上述资金。主要原因有二，一方面过早入场反而增加了被动型资金控制跟踪误差的难度；另一方面当前沪港通、深股通分别有每日520亿元的投资额度，相对于被动资金的体量这一额度十分充裕，无需提早入场以规避交易通道的拥挤。事实上2018年陆股通资金在5月、8月呈现出明显的较前月加速流入的情况，这分别对应着6月初、8月度两次MSCI纳入因子的扩大。

主动型资金方面，虽难以明确预估总额，但我们认为该增量有望在2018年的主动型资金增量基础上进一步扩大。从2018年的情况来看，我们估算全年合计有约180亿美元被动型海外资金入场（约合1200亿人民币），而18年全年陆股通资金净流入逾2900亿人民币，这意味还有1700亿人民币的增量资金为主动型资金（约为被动型资金的1.5倍）。这反映着海外主动型资金配置A股意愿的持续上升，可能的原因有：其一，A股为冲击MSCI大考，在准入情况、资本开放程度、停牌问题上均已明显改善，资本市场开放持续推进；其二，A股海外资金配置规模与中国经济体量不相称，伴随着市场的持续调整，A股的吸引力愈发增强；其三，部分主动型资金同样需要跑赢基准指数，A股在MSCI指数中权重的增加提高了主动型资金对A股的关注。

我们对2019年全年外资增量资金的估计为：

（1）谨慎情景下，2019年全球流动性超预期收紧；中美贸易关系出现明显恶化，海外机构降低对中国市场的评级等，预计全年A股陆股通净流入全部由被动型资金贡献，净流入596亿美元（约4000亿元人民币）（我们认为主动型基金全年转为净流出的可能性不大）；

（2）中性情景下，2019年主动型资金维持2018年的净流入情况，预计全年净流入达5700亿元人民币；

（3）乐观情景下，新兴市场相对配置价值明显提升，海外长线资金加速布局；2019年主动型资金继续保持相较于被动型资金约1.4倍的净流入额，预计全年净流入9600亿元人民币。

我们倾向于中性偏乐观的情景。

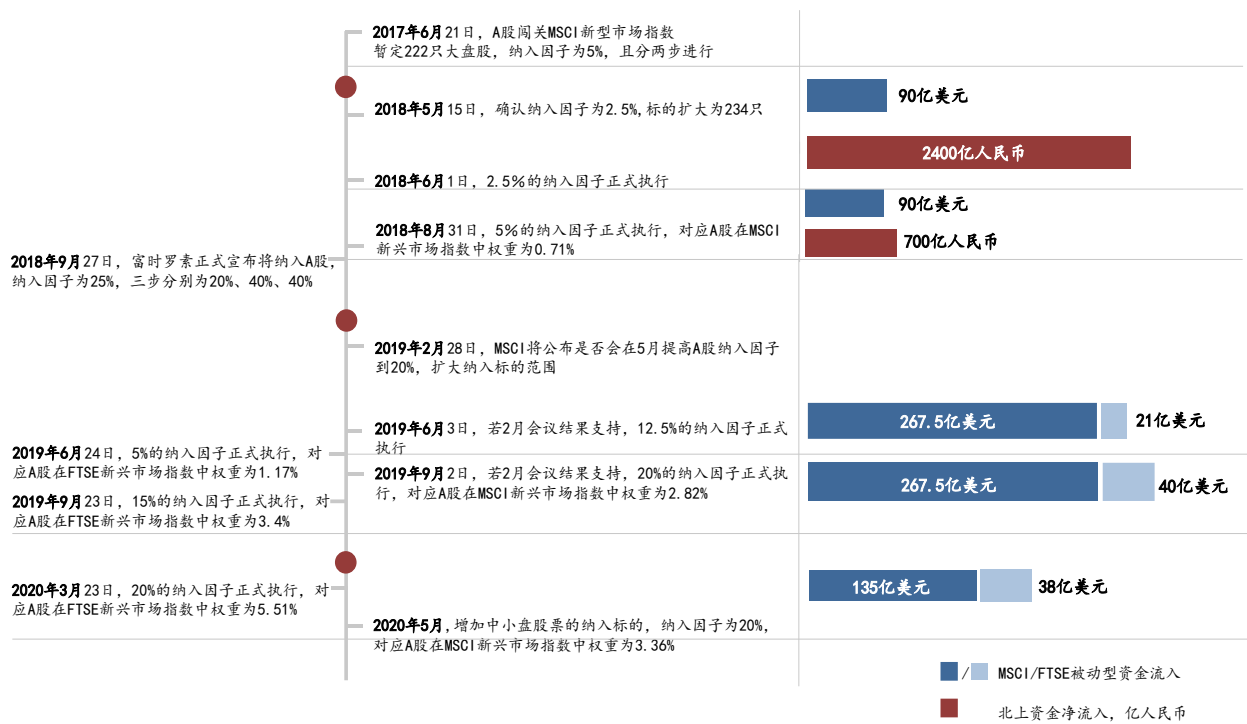
图 12：截至 2019 年 9 月，预计追踪 MSCI 指数的被动型基金将带来 535 亿美元资金增量

MSCI 指数	被动指数型基金规模, 亿美元	截止时间 A股纳入因子	中国股票市值占比	中国股票 (除A股)	A股	被动型资金, 亿美元	被动型资金增量, 亿美元
MSCI 中国	100	2018年8月, 5%	100%	97.73%	2.27%	2	7
		2019年9月, 20%	100%	91.17%	8.83%	9	
MSCI 亚洲	4000	2018年8月, 5%	20.25%	19.79%	0.46%	18	54
		2019年9月, 20%	20.56%	18.75%	1.82%	73	
MSCI 新兴市场	18000	2018年8月, 5%	31.31%	30.60%	0.71%	128	380
		2019年9月, 20%	31.92%	29.10%	2.82%	508	
MSCI 全球	41000	2018年8月, 5%	3.43%	3.35%	0.08%	32	95
		2019年9月, 20%	3.49%	3.19%	0.31%	127	
合计							535

来源：MSCI，莫尼塔研究

<sup>2</sup> 需说明，如前所述。我们认为大部分被动型资金的入场发生在临近纳入因子正式执行之前，故此处我们假设上述资金均在2020年开始入场，暂不计入2019年的增量中。

图 13：2017 年 6 月以来，陆股通资金真实净流入情况及估计的被动性资金对比



\*A股纳入MSCI/FTSE指数后的权重 = (纳入因子\*A股特定标的市值总额) / (纳入因子\*A股特定标的市值总额+原指数标的市值总额)

\*追踪MSCI被动型基金增量资金的测算依据：MSCI官网提供的不同纳入因子执行后A股在新兴市场指数中的占比；跟踪MSCI全球指数、亚洲指数、新兴市场指数的被动型基金规模。

\*追踪FTSE被动型基金入场资金的测算依据：富时罗素测算20%纳入因子的三批次落实将对应A股市值占比分别为1.17%、3.4%、5.51%，三批次完成后将带来100亿美元被动增量资金。

\*上图中蓝色条形图为MSCI/FTSE被动型基金流入额，以美元计价；红色条形图为陆股通资金实际净流入或预估情况，以人民币计价。为方便将被动型基金流入额与真实净流入额做对比，条形图长度统一依据人民币计价。

来源：MSCI, FTSE, Wind, 莫尼塔研究

图 14：2020 年之前，A 股在 MSCI、FTE 新兴市场指数中的占比将分别为 2.82%、3.4%

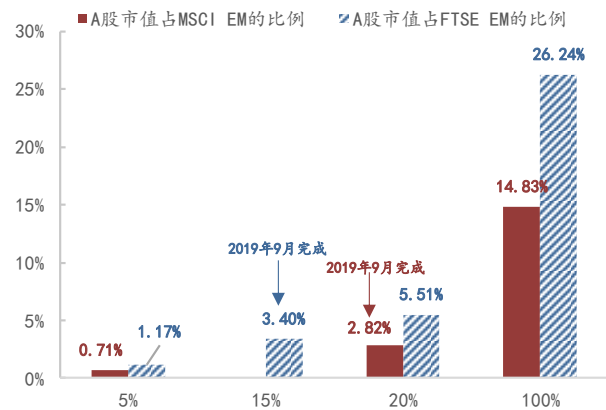
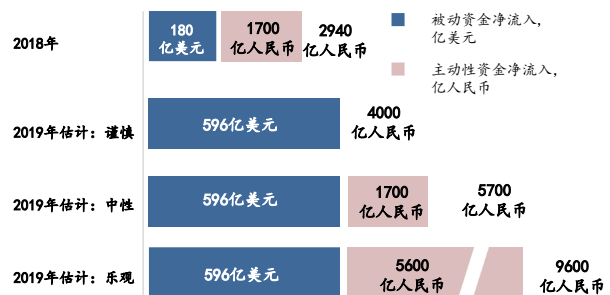


图 15：不同情境下 2019 年北上资金增量预估



来源：MSCI, FTSE, Wind, 莫尼塔研究

## 二、增量外资对 A 股影响几何？

回看2018年初，市场在A股入选MSCI成分股后对外资的流入及其可能会对A股市场“生态”的重塑给予了诸多期待，但全年来看，普跌之下金融消费蓝筹的超额收益未有兑现；2018年9月之前市场换手率的逐级下降源于国内机构投资者几乎无分歧的悲观预期，而非海外长线资金开始发挥“稳定器”的作用。上述预期的扑空本质上在于海外资金的增量还尚未达到“量变催生质变”的程度，外资入场的中长期影响被过度解读为短期利好。

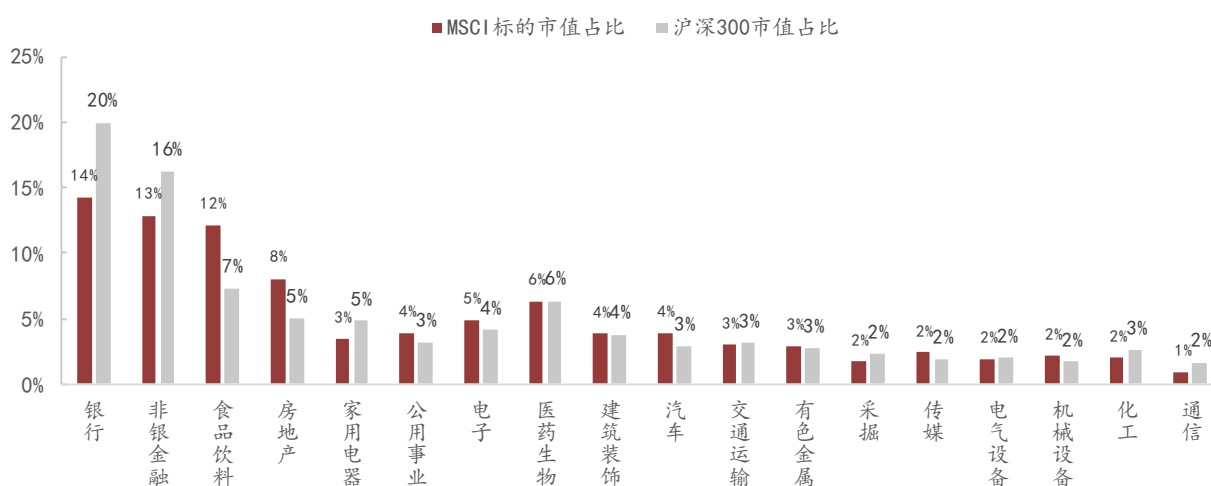
2018年二季度，陆股通资金持有股票市值占A股流通市值的3.34%（8500亿元），同期公募基金占比6.82%（约17000亿元）；2018年年末陆股通持有股票市值占A股流通市值的3.53%（9100亿元）。上述乐观情形下，2019年陆股通持股比例有望比肩甚至超过公募基金；中性情形下，陆股通在A股的定价权提升但依然有限。往后看，我们认为2019年外资的持续流入依然难以改变宽基指数整体的运行方向，但在结构上有望进一步影响行业配置逻辑。

### 2.1 MSCI 标的市值行业分布与沪深 300 有异，被动型资金的超配板块有望产生交易性机会

2019年A股被动型资金增量以跟踪MSCI指数的基金为主，当前MSCI标的行业市值分布与A股整体存在差异<sup>3</sup>，差异较为显著的有食品饮料（MSCI 12% > 沪深300 7%），房地产（8% > 5%），电子（5% > 4%）；银行（14% < 20%）；非银金融（13% < 16%）；家用电器（3% < 5%）。

2019年海外被动型资金体量大增，预计今年6月、9月前食品饮料板块均将到位240亿（人民币），房地产行业将分别到位160亿（人民币）。往后看，海外被动型资金的入场有望为超配板块带来交易性机会。

图 16：MSCI 标的行业分布较沪深 300 超配食品饮料与房地产行业



\*MSCI 标的的行业市值分布依据 MSCI 证券调整市值计算 (MSCI Security Adjusted Index Market capitalisation)。

来源：MSCI, Wind, 莫尼塔研究

<sup>3</sup> 2019年2月MSCI将公布是否继续扩大纳入标的范围，届时行业市值分布可能会发生变化。

## 2.2 关注主动型资金动向对国内资金行为的影响

2018年至今北上资金在行业配置层面遵循着较为明确的估值盈利择优思路；而海外资金虽尚未对特定行业具备定价权，但对国内资金动向开始逐渐产生影响（尤其在食品饮料等消费板块上更为明显）。往后看，关注海外资金整体流入变动及估值盈利择优思路下对特定行业的配置情况，当北上资金在消费板块的净流入出现上行拐点或上行趋势的加强，国内外资金有望构成“合力”以推动板块行情。

### 2.2.1 海外主动型资金依据估值盈利择优思路灵活变动

2017年3月以来的陆股通数据以日度频率记录了外资的动向，17年市场对外资的认识还集中于“偏爱白马蓝筹”，而伴随着18年A股在诸多风险因素下经历了剧烈波动，我们也得以看到不同情景下外资更加丰富的配置思路。

我们依据相关个股每日的陆股通持仓占流通股比例推算北上资金在个股层面的变动情况，并绘制北上资金月度分行业净流入图（图17）。

横向来看，北上资金长期对消费、金融和电子板块较为偏爱。互联互通机制规定了相关股票的纳入门槛，整体上标的集中于大盘股。以最新的纳入标的名单来看，流通市值排名前五的行业分别为银行、非银金融、房地产、食品饮料与医药生物。我们对比行业资金净流入额占比与纳入标的市值占比，以评价北上资金的行业偏好。食品饮料、家用电器、医药生物为代表的消费板块资金净流入占比显著高于行业市值占比，此外符合上述情形的行业还有银行、非银金融、电子、化工。其中，化工资金净流入占比高于市值占比主要是因为2018年外资在高油价背景下加仓了中国石化。与此同时，地产行业、除电子以外的TMT行业、大部分周期行业的资金流入占比低于行业流通市值占比。

图 17：2017 年 1 月-2019 年 1 月，北上资金月度分行业净流入额

净流入	2017年												2018年												19年	资金流入占比	陆股通标的市值占比
	4月	5月	6月	7月	8月	9月	10月	11月	12月	1月	2月	3月	4月	5月	6月	7月	8月	9月	10月	11月	12月						
银行	-13	12	13	19	36	-11	4	27	-5	27	-36	4	50	46	0	59	52	9	21	81	36	16	8.86%	8.22%			
非银金融	17	25	23	20	36	9	-9	-5	-9	36	-24	-7	52	23	36	54	48	2	-1	55	22	1	8.00%	6.93%			
房地产	-2	2	7	3	9	14	2	2	1	4	-8	-7	7	19	0	23	24	1	17	18	3	9	2.96%	6.01%			
食品饮料	11	34	26	28	15	27	-45	-22	33	20	12	63	87	117	61	12	59	36	-70	127	23	46	13.87%	5.81%			
医药生物	21	57	26	23	22	10	16	16	22	35	10	31	36	151	48	12	-11	-5	-26	49	4	4	10.93%	5.56%			
家用电器	28	40	51	49	57	67	51	24	18	32	-12	-29	-4	33	49	19	40	-3	-13	31	13	41	11.55%	5.12%			
商业贸易	0	-1	0	1	2	3	1	2	3	2	1	3	5	13	6	3	1	1	-2	1	1	2	1.04%	5.42%			
汽车	0	6	11	5	11	27	15	10	-1	14	-6	-3	14	27	12	5	9	10	-19	-5	6	8	3.09%	4.89%			
纺织服装	1	0	0	1	0	-1	0	0	0	0	1	1	1	3	2	4	3	1	0	0	1	0	0.31%	4.99%			
休闲服务	-1	2	14	7	7	2	7	23	0	1	-9	6	13	5	-3	-4	5	9	1	11	3	2	1.98%	4.71%			
电子	31	104	63	27	30	22	18	12	1	61	29	8	23	34	13	6	9	-1	-34	11	13	14	9.81%	4.89%			
计算机	3	4	4	6	4	3	5	-2	-2	1	0	3	11	18	4	-3	5	11	0	-3	-1	5	1.50%	4.34%			
通信	3	-1	1	2	1	4	9	10	3	6	0	0	3	0	-1	2	6	-2	9	7	2	5	1.37%	3.96%			
传媒	3	4	6	10	3	-9	-1	0	1	15	1	6	15	8	15	10	14	13	2	-4	1	1	2.24%	3.74%			
采掘	2	-2	-1	-1	0	5	0	4	2	1	-2	0	4	9	7	3	1	4	3	4	1	3	0.95%	3.45%			
建筑材料	2	-11	-12	-11	0	3	10	-14	-3	0	1	7	27	18	10	24	6	14	-11	16	3	-2	1.50%	3.26%			
钢铁	-2	3	-1	3	-1	1	7	7	3	8	-3	-2	16	4	11	24	18	2	3	-7	1	5	2.00%	3.13%			
有色金属	3	1	1	5	4	3	1	-1	-1	25	2	-3	3	9	7	2	-11	4	7	0	1	2	1.26%	2.97%			
化工	6	4	-4	3	1	5	0	6	4	8	3	9	7	33	15	14	21	16	-14	10	8	1	3.05%	2.62%			
轻工制造	10	3	1	2	1	4	2	2	-3	8	12	9	-4	11	4	1	4	0	-4	0	0	0	1.30%	2.17%			
机械设备	-6	-2	0	5	2	2	4	-2	1	1	-2	-3	5	17	11	10	19	13	7	5	4	8	1.97%	2.06%			
交通运输	11	-4	2	8	4	3	9	12	7	27	0	-2	1	4	5	17	12	8	-9	26	6	-1	2.86%	1.77%			
公用事业	1	1	13	14	19	10	10	9	1	4	4	4	8	16	1	10	0	5	1	7	2	2	2.85%	1.46%			
建筑装饰	-6	-3	0	6	2	0	0	-2	-1	8	-6	0	9	8	1	6	8	5	5	6	3	8	1.12%	1.07%			
电气设备	-7	6	6	8	2	5	1	6	10	9	7	1	3	10	10	-6	4	0	0	8	2	5	1.75%	0.72%			
国防军工	-1	-3	0	-1	0	0	0	1	-2	-1	0	-1	5	0	2	-1	2	2	2	2	2	1	0.22%	0.41%			
农林牧渔	3	5	3	2	2	2	4	1	0	4	0	1	5	9	4	3	-1	2	6	7	2	4	1.33%	0.25%			
综合	-2	1	2	0	1	0	1	3	0	1	0	1	-1	1	1	0	0	0	1	3	0	1	0.32%	0.04%			
金额合计 亿人民币	116	288	254	244	272	209	119	129	84	358	-25	101	401	649	332	309	350	156	-115	462	160	193					

\*北上资金分行业净流入情况，绿色表示当月该行业为净流出

来源：Wind, HKEX, 莫尼塔研究

图 18: 2017 年 1 月-2019 年 1 月, 北上资金月度分行业净流入排名

行业排名	2017年												2018年												19年 1月	排名中 位数	陆股通标的 市值排名
	4月	5月	6月	7月	8月	9月	10月	11月	12月	1月	2月	3月	4月	5月	6月	7月	8月	9月	10月	11月	12月						
银行	28	6	7	6	3	28	13	1	27	6	28	10	3	3	25	1	2	8	1	2	1	3	6.0	1			
非银金融	4	5	5	5	2	8	27	26	28	2	27	26	2	8	4	2	3	19	19	3	3	23	5.0	2			
房地产	22	16	10	17	9	5	16	15	12	18	24	27	14	9	26	5	5	20	2	7	11	5	13.0	3			
食品饮料	5	4	4	2	7	2	28	28	1	8	2	1	1	2	1	10	1	1	28	1	2	1	2.0	4			
医药生物	3	2	3	4	5	7	3	4	2	3	4	2	4	1	3	9	28	28	26	4	10	13	4.0	5			
家用电器	2	3	2	1	1	1	1	1	2	3	4	26	28	28	6	2	6	4	27	23	5	4	3.5	7			
商业贸易	19	22	20	23	19	15	20	17	7	20	10	12	19	14	15	18	16	15	15	24	21	19	18.5	6			
汽车	18	8	9	16	8	3	4	7	20	10	22	23	9	7	8	16	11	7	25	27	8	8	9.0	9			
纺织服装	17	20	24	24	24	26	23	21	19	26	12	14	25	25	21	17	21	21	18	23	24	26	22.0	8			
休闲服务	21	15	6	11	10	21	10	3	18	22	25	8	10	22	28	27	18	9	14	10	13	17	14.5	11			
电子	1	1	1	3	4	4	2	5	14	1	1	5	6	4	7	14	12	25	27	9	5	4	4.5	10			
计算机	12	10	13	12	11	18	11	23	24	24	18	11	11	11	19	26	17	6	16	25	28	11	14.5	12			
通信	11	21	17	22	21	13	7	8	8	16	14	19	23	27	27	22	14	26	3	15	16	10	16.0	13			
传媒	9	12	11	8	14	27	26	20	11	9	11	7	8	20	5	12	9	4	10	26	25	22	11.0	14			
采掘	14	23	26	27	25	10	22	13	10	23	20	17	20	19	14	20	23	14	8	18	23	15	19.5	15			
建筑材料	15	28	28	28	26	17	6	27	25	27	9	6	5	10	12	4	15	3	22	8	14	28	15.0	16			
钢铁	24	14	25	18	28	22	9	10	9	14	21	21	7	23	10	3	8	18	9	28	20	9	16.0	17			
有色金属	10	18	19	15	12	16	18	22	21	7	8	25	21	17	13	21	13	4	22	22	16	17	17.5	18			
化工	8	11	27	19	23	9	21	11	6	12	7	3	15	5	6	8	6	2	24	11	6	24	10.0	19			
轻工制造	7	13	18	21	20	12	15	16	26	13	3	4	27	15	17	23	19	22	20	21	27	25	18.5	20			
机械设备	26	24	22	14	15	20	12	24	13	25	19	24	17	12	9	11	7	5	5	17	9	7	14.5	21			
交通运输	6	27	16	10	13	14	8	6	5	5	16	22	24	24	16	7	10	10	21	6	7	27	11.5	22			
公用事业	16	17	8	7	6	6	5	9	15	17	6	9	13	13	23	13	25	12	12	13	17	18	13.0	23			
建筑装饰	25	25	23	13	16	25	24	25	22	15	23	18	12	21	24	15	13	11	7	16	12	6	17.0	24			
电气设备	27	7	12	9	17	11	19	12	4	11	5	13	22	16	11	28	20	24	17	12	19	12	12.5	25			
国防军工	20	26	21	26	27	23	25	19	23	28	15	20	18	28	20	25	22	16	11	20	18	20	20.5	26			
农林牧渔	13	9	14	20	18	19	14	18	17	19	17	16	16	18	18	19	26	17	6	14	15	14	17.0	27			
综合	23	19	15	25	22	24	17	14	16	21	13	15	26	26	22	24	24	23	13	19	26	21	21.5	28			

\*行业在当月所有28个申万行业中净流入金额排名, 红色为排名前1-5, 黄色为6-10, 绿色为倒数1-5, 即23-28名。

\*各行业北上资金净流入数据依据行业内个股的陆股通持股比例(起始数据为2017/3/17)推算, 该推算数据与当日陆股通整体净流入数据偏差度在3%以内。

\*沪股通名单包括上证180、上证380成分股和A+H股; 深股通名单包括市值在60亿以上的(最近6个月平均)的深证成指、中小创新成分股和A+H股。被列入仅供卖出的股票; 不再是上述指数成分股; 成为ST股票; 对应的H股退市。

\*具体标的以日度频率更新, 2019年1月的陆股通交易名单中, 上交所所有578支可同时买入和卖出的股票标的、280只仅供卖出的股票标的; 深交所所有740支可同时买卖的股票标的、445支仅供卖出的股票标的。

来源: Wind, HKEX, 莫尼塔研究

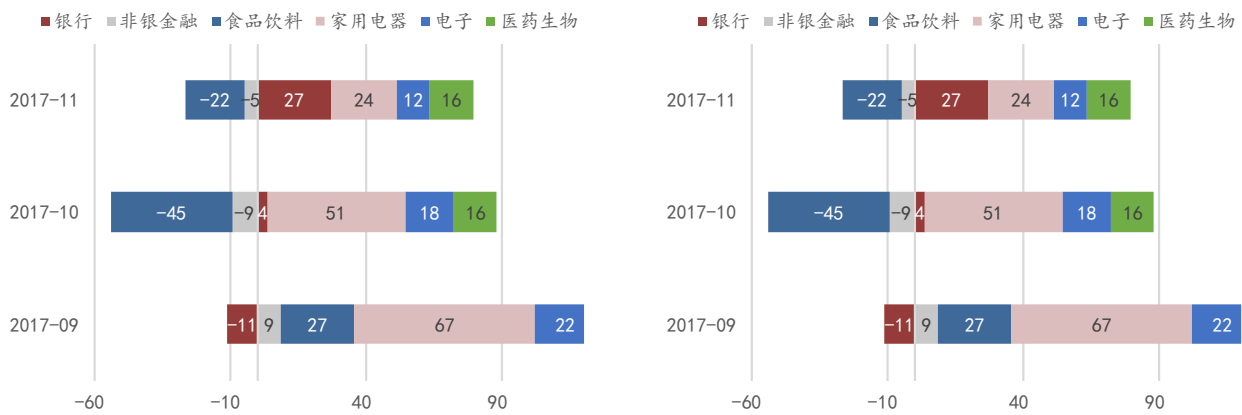
纵向来看, 北上资金在月度级别上对特定行业的净流入情况存在波动, 主要的情形有:

### (1) 估值盈利比价思路

其一, 2017年末-2018年初, 食品、家电依次经历了净流出。这可能主要源于2017年四季度之后, 食品饮料、家电行业的估值分别达到历史相对高位, 但家用电器的安全边际相对更高。进入2018年3月、4月后, 北上资金重回净流入, 家用电器行业则遭到北上资金抛售, 但食品饮料行业净流入增加, 重获青睐。此外, 值得注意的是消费板块连续的净流出很少超过三个月(或许因为外资不同机构之间存在着投资观点的分歧), 这意味着未来即使北上资金快速流出白马蓝筹股, 也不必过度解读, 海外资金仍有较大概率重回净流入。

其二, 长期以来北上资金对房地产、周期等行业兴趣不大, 但在2018年下半年净流入情况增加, 主要源于上述行业先于盈利下行的兑现出现了快速的大幅回调, 估值相对于短期盈利能力具备了较高的安全边际。如房地产行业净流入金额长期排名在15/28左右, 2018年上半年房地产行业月均净流入仅2.44亿元, 但2018年下半年至今月均净流入超过15亿元; 此外钢铁与建筑材料行业此前月度净流入很少超过10亿元, 甚至在很多月份中呈净流出状态, 但在2018年4月、6月均出现了大幅净流入, 月均净流入超22亿元。

图 19：2017 年末至 2018 年初北上资金在消费板块内部出现资金流向的分化



来源: Wind, 莫尼塔研究

图 20：食品饮料与家用电器估值盈利优势的切换；房地产近期估值盈利优势快速提升

	日常消费品	非日常生活消费品	医疗保健	金融	房地产	原材料	
2019 年年初	预测下一年 ROE	25.93%	21.80%	18.66%	12.81%	<b>19.71%</b>	16.34%
	预测下季度 EPS 增速	-2.91%	-2.77%	-0.92%	-6.17%	<b>1.12%</b>	-20.71%
	预测未来 12 月市盈率	20.56	13.02	27.96	9.85	<b>6.49</b>	14.59
	预测未来 12 月市净率	5.29	2.31	5.19	1.12	<b>1.24</b>	1.61
2018 年 9 月末	预测下一年 ROE	26.94%	21.62%	18.24%	13.48%	<b>20.00%</b>	17.52%
	预测下季度 EPS 增速	-1.20%	2.67%	-3.27%	-2.48%	<b>0.31%</b>	-3.93%
	预测未来 12 月市盈率	21.98	14.09	37.69	9.86	<b>6.77</b>	18.96
	预测未来 12 月市净率	5.82	2.48	6.38	1.23	<b>1.31</b>	1.96
2018 年 6 月末	预测下一年 ROE	27.55%	22.23%	18.09%	13.52%	<b>19.60%</b>	<b>17.34%</b>
	预测下季度 EPS 增速	0.06%	-2.69%	1.28%	-1.66%	<b>1.36%</b>	<b>0.82%</b>
	预测未来 12 月市盈率	22.31	15.47	39.86	9.26	<b>7.15</b>	<b>19.31</b>
	预测未来 12 月市净率	5.95	2.88	7.41	1.13	<b>1.38</b>	<b>2.26</b>
2018 年 3 月末	预测下一年 ROE	26.10%	21.49%	16.92%	13.69%	19.14%	<b>14.75%</b>
	预测下季度 EPS 增速	-0.79%	0.84%	1.12%	-1.01%	-3.33%	<b>9.60%</b>
	预测未来 12 月市盈率	21.70	18.23	40.67	10.81	9.22	<b>23.19</b>
	预测未来 12 月市净率	5.68	3.14	7.05	1.34	1.86	<b>2.94</b>
2017 年 12 月末	预测下一年 ROE	<b>24.59%</b>	<b>20.59%</b>	15.91%	13.39%	18.24%	16.07%
	预测下季度 EPS 增速	<b>17.43%</b>	<b>-0.34%</b>	0.00%	-5.04%	0.83%	22.09%
	预测未来 12 月市盈率	<b>25.74</b>	<b>19.70</b>	38.77	11.83	10.34	26.97
	预测未来 12 月市净率	<b>6.53</b>	<b>3.23</b>	6.19	1.48	1.88	2.98
2017 年 9 月末	预测下一年 ROE	<b>22.89%</b>	<b>20.59%</b>	16.03%	12.90%	18.86%	14.74%
	预测下季度 EPS 增速	<b>-0.76%</b>	<b>0.51%</b>	-0.70%	-2.57%	0.19%	20.43%
	预测未来 12 月市盈率	<b>24.00</b>	<b>20.46</b>	37.52	12.58	9.67	38.06
	预测未来 12 月市净率	<b>5.53</b>	<b>2.74</b>	5.33	1.41	1.82	3.08

来源: Wind, 莫尼塔研究

(2) 若北上资金出现全局性的大额净流出，则前期资金流入较多的板块（主要是消费板块）将首当其冲。2018 年 10 月，北上资金在中美贸易关系释放恶化信号、美股出现大幅调整的背景下，资金出现全局性的撤出（当月北上资金净流出 105 亿元，为深股通开通以来首次），同期食品饮料、家用电器的分别净流出 70 亿元、13 亿元（2018 年初至 9 月，食品饮料、家用电器分别净流入 467 亿元、125 亿元）。

(3) 北上资金对行业黑天鹅事件更为敏感，对于短期利空长期利多的行业政策则比国内投资者更为乐观。医药生物此前是北上资金 2017 年明显偏爱的行业，却在 2018 年 8 月疫苗事件后经历了连续的大幅净流出，8 月、9 月分别净流出 11.08 亿元、4.92 亿元（同期北上资金整体分别净流入 354.53 亿元、175.79 亿元），虽然 9 月北上资金对医药行业的净流出减少，但行业黑天鹅事件的影响仍持续了两个月之久。进入 11 月之后，中美关系出现缓和迹象，美元兑人民币汇率下行，北上资金大举流入；

12月第一批带量采购价格公布，药品价格降幅超市场预期，受此影响医药行业开启了新一轮下跌，与此同时北上资金虽流入速度趋缓但依然维持了净流入（全月净流入医药生物行业4亿元）。

### 2.2.2 国内部分资金对北上资金存在“跟随”行为

北上资金的持股主要集中于消费、金融等的行业龙头，当前陆股通已进入多个行业龙头公司的前十大流通股股东名单，对部分公司的流通股持股比例甚至已经超过10%（如伊利股份、恒瑞医药、海康威视等），但从资金流向与行业指数或个股的涨跌幅来看，依然少见北上资金变动对股价产生直接影响，主要原因在于龙头公司仍有较多筹码在国内机构手中。

限于国内多数机构仅公布重仓股数据，无法获得机构对特定个股或行业完整的持仓比例。我们分别比较陆股通资金所偏好的部分龙头企业股价涨跌幅与主力资金周度变动的相关系数、与陆股通资金周度变动相关系数，前者读数均在0.65以上，而后者则在0.4以下。但将时间区间由周度调整为月度后，贵州茅台和恒瑞医药股价变动与陆股通资金净流入情况的相关系数明显增加（图21）。我们认为，这背后或许反映着主力资金对北上资金动向的追随与共振效应。我们着重分析北上资金与消费板块指数涨跌幅、主力资金走势出现背离的几个时间段：

（1）2017年10月，北上资金净流出消费板块44.56亿元。2017年年初至9月末，食品饮料板块涨幅31.6%，在所有申万行业中涨幅居首，但2017年基金三季报显示机构依然抱团于消费板块（偏股混合型与灵活配置型基金对于食品饮料行业的超配比例达11.1%）。随后主力资金净流入与指数点位在11月出现了小幅回调。

（2）2018年3月份，北上资金经历了2月的净流出后重回净买入状态，食品饮料行业成为北上资金最受青睐的行业（3月、4月、5月净流入分别为63亿元、86亿元、117亿元）。但3月食品饮料行业并未出现明显的超额收益，当时国内主要投资者在CDR发行的预期之下带动了成长股的上涨；最终主力资金大幅净流入消费板块并兑现为超额收益发生在5月——债券市场信用风险的弥漫让市场重新关注现金流稳定的消费板块。

（3）2018年6月、7月，北上资金整体净流入速度趋缓，消费板块相对大盘的强势延续，主要源于主力资金净流入并未明显衰减，随后8月主力资金在食品饮料行业出现减少，同时伴随着强势行业轮动至银行。

（4）2018年8月，北上资金重新大举流入，白马龙头的结构性行情在9月重现。

整体来看，2018年消费板块的三次走强/走弱并非北上资金大举净流入/净流出的必然结果，而是取决于主力资金是否对北上资金动态进行了“跟随”。对于上述现象一个可能的解释是：消费板块在弱市中多空立场同源共生，看多的立场源于消费板块相对稳健的盈利增速，看空的立场源于弱市中“抱团取暖”行情无法持久。而陆股通资金作为全市场中资金动向的透明度和更新频率最高的参与主体，其动态在一定程度上影响着主力资金的多空观点，最终主力资金“合力”的达成兑现为了板块的涨跌。

图 21：部分龙头股票主力资金净流入、北上资金净流入与个股涨跌幅的相关系数

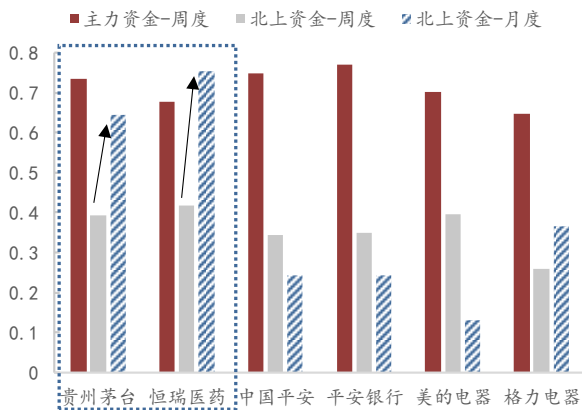
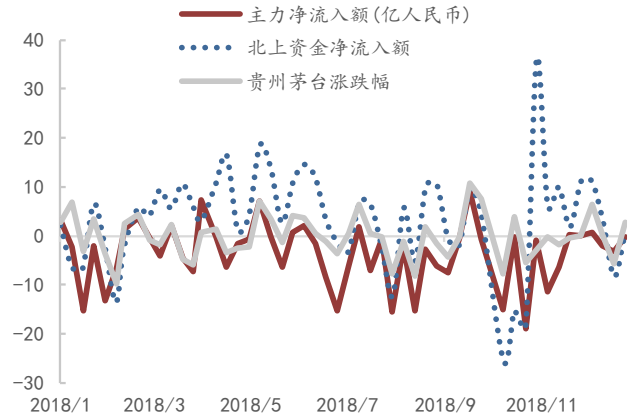


图 22：主力净流入额与贵州茅台变动的相关系数超 0.7，北上资金净流入额与贵州茅台变动的相关系数小于 0.4



来源：Wind，莫尼塔研究

图 23：主力资金对北上资金存在“跟随”行为

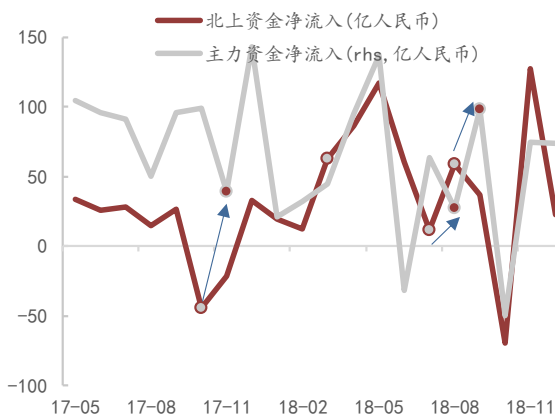
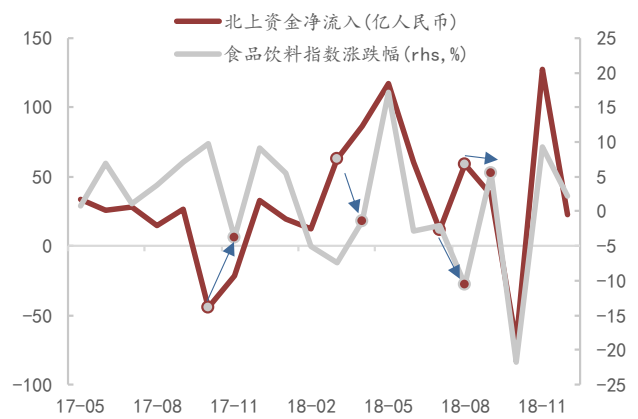


图 24：...最终体现为北上资金对消费板块涨跌存在先导效应



\*需说明，2018年10月，北上资金受中美贸易关系进展不乐观而净流出105亿元（其中食品饮料行业净流出69亿元），但这并未对指数构成显著冲击，后续食品板块在茅台三季度业绩不达预期、伊利管理层出现利空消息等影响下而大幅回撤。

来源：Wind，莫尼塔研究



### 三、汇率与北上资金动向，谁影响谁？

2018年2月以来，北上净流入情况与人民币汇率相关性明显增加（图25、图26）。

一方面，中美贸易关系进展已经成为二者变动的重要影响因素，反映着国际投资者在评价中国经济基本面情况时更关切中美贸易进展。

另一方面，陆股通资金的流入也分别在供需和预期层面影响着人民币汇率的变动。

(1) 自2018年10月以来，陆股通单日净流入或净流出超过50亿美元均会直接带动离岸人民币汇率的波动。（图27）

(2) 2018年6月之后，中美贸易摩擦格局生变，人民币汇率快速贬值之时逆周期因子也一度发挥助贬作用，市场对人民币汇率担忧情绪严重，甚至不乏“破7”之论。随后8月1日美国将对从中国进口的2000亿美元商品关税从10%上调至25%，中美贸易关系进一步恶化，但北上资金却加速流入（这与北上资金在中美贸易关系恶化时通常大幅流出相悖，主因8月31日，MSCI指数对中国A股5%的纳入因子正式执行，被动型基金需要完成对A股的增配），并在一定程度上缓解了人民币汇率的贬值预期。而这一影响路径持续到2018年11月，期间离岸美元兑人民币逆转因子的变动几乎完全跟随北上资金的变动（图28，我们计算得2018年全年北上资金日度净流入的HP滤波趋势项与滞后两天的离岸美元兑人民币逆转因子相关系数达-0.35%）。2018年12月下旬，强美元节奏生变，期权市场所隐含的美国2019年加息预期快速下行，人民币汇率开启反弹，北上资金与人民币汇率贬值预期开始脱钩。

往后看，2019年随着海外被动型资金规模的大增，北上资金有望成为人民币汇率越来越重要的支撑因素。

图 25：2018 年 2 月以来北上资金与人民币汇率相关性明显增加

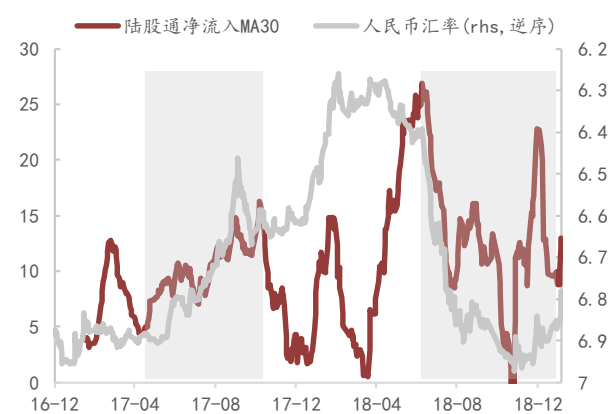
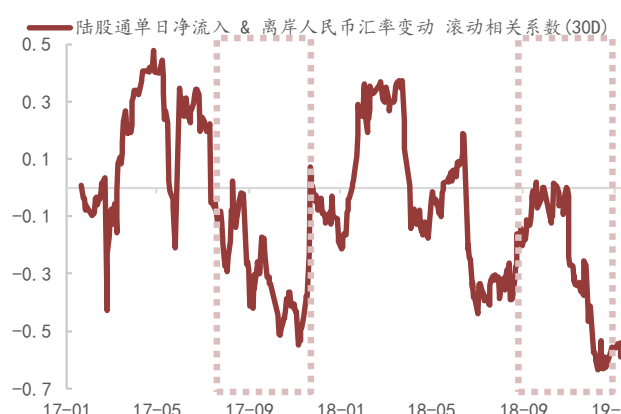


图 26：...2018 年以来二者滚动相关系数多数时间处于负值区域



来源：MSCI, Wind, 莫尼塔研究

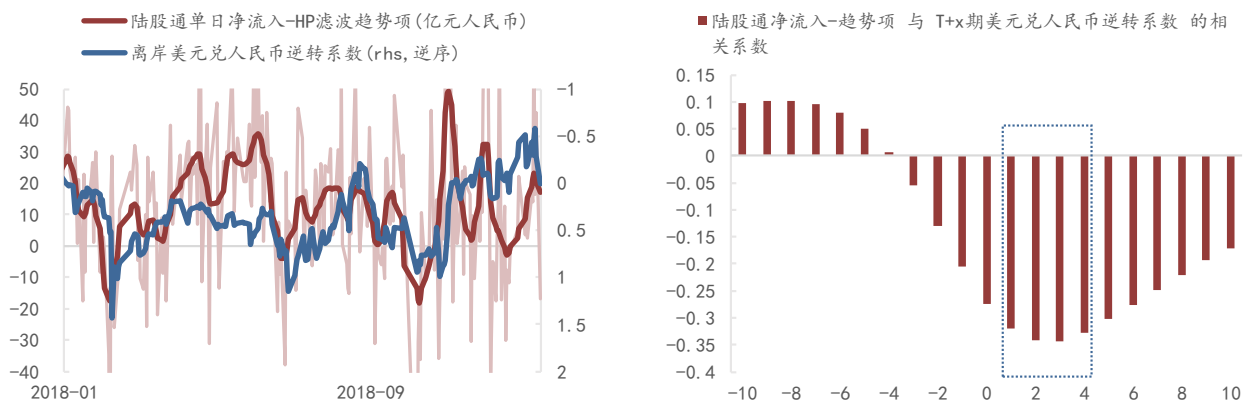
图 27：2018 年 10 月以来，陆股通单日大额变动均会明显影响离岸人民币汇率变动



\*陆股通购买或出售A股通过离岸人民币交易。

来源：Wind，莫尼塔研究

图 28：2018 年，陆股通净流入变动对人民币升值/贬值预期开始产生影响



\*我们以离岸美元兑人民币风险逆转指数表征人民币贬值预期，该指数上行表征贬值预期增强。

来源：Wind，Bloomberg，莫尼塔研究

#### 免责声明

本研究报告中所提供的信息仅供参考。报告根据国际和行业通行的准则，以合法渠道获得这些信息，尽可能保证可靠、准确和完整，但并不保证报告所述信息的准确性和完整性。本报告不对外公开发布，只有接收客户才可以使用，且对于接收客户而言具有相关保密义务。本报告不能作为投资研究决策的依据，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价，不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证，无论是否已经明示或者暗示。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。本公司不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。本报告的内容、观点或建议并未考虑个别客户的特定状况，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告旨在发送给特定客户及其它专业人士，未经本公司事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。本报告所载观点并不代表本公司，或任何其附属或联营公司的立场，且报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告，本公司可能发表其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。

#### 上海（总部）

地址：上海市浦东新区花园石桥路66号东亚  
银行大厦7楼702室。邮编：200120

#### 北京

地址：北京市东城区东长安街1号东方广场E1  
座18层1803室。邮编：100738

#### 纽约

Address: 295 Madison Avenue, 12FL  
New York, NY 10017 USA

业务咨询: [cebm-service@cebm.com.cn](mailto:cebm-service@cebm.com.cn)