

宏观点评 20240119

外资“回心转 A”需要什么条件？

2024 年 01 月 19 日

证券分析师 陶川

执业证书：S0600520050002

taoch@dwzq.com.cn

证券分析师 邵翔

执业证书：S0600523010001

shaox@dwzq.com.cn

■ 美联储松口、美债收益率下行，是今年许多机构看好 A 股的重要理由之一。不过从去年第四季度以来 10 年美债收益率在宽松预期下从 5% 一度下跌至 3.8% 左右，A 股反应平淡，倒是日本股市领跑（图 1）。而且如图 2 所示，我们发现 2023 年以来一个有趣的现象，日股涨得越好，A 股的涨幅反而会越受限。这与疫情前的 2019 年相比存在明显的不同，彼时中日股市还是存在比较明显同步性。

怎么去看待这一现象？在本篇报告中，我们从一个全球流动性的简单框架入手去分析，我们认为当前不是历史的重复，在美联储宽松的大方向上，今年外资要“回心转 A”，重要的条件之一是日股的表现不能太好。

■ 从美联储到全球“美元”流动性：一个简单的外资流动性框架。框架出发点源自近年来中国股市的一大特点：受外资的影响大，其中最主要的是美元资金（图 3）。因此，如图 4，我们将以美元为核心的全球流动性简化成两个环节，第一个环节是狭义的美元流动性（主要是以美元计价的货币和信贷），直接受到美联储货币政策的影响，尤其是联储资产负债表扩张和收缩。

第二阶段是在狭义美元流动性的基础上，对全球市场的扩张，这一环节我们称之为广义“美元”流动性。这个阶段的主要特征是需要把美元换成各个市场的本地货币（local currency），流动性的扩张中价格很重要，从狭义流动性到广义流动性，这个“价格”对应的就是汇率和利差。

举个简单的例子，外资把美元换成人民币用于国内投资，如果不对冲，期间面临的主要成本是美元的潜在升值空间和利差——美元升值空间越大、中国短端利率越低于美国，则成本越高。

■ 当然我们这里忽略了两个重要的细节。第一，各个经济体也有自己流动性创造和扩张的内部循环，这个也会支撑各自的市场，比如此前国内常用社融、企业信贷或者 M1 来判断权益市场的走势；同时外资也可以通过这个体系放大资金的撬动效应；第二，全球范围内存在不止一个具有足够国际影响力的货币，除了美元，欧元可能也算一个。因此欧股受到单纯美元流动性的影响就不是那么直接和明显，这也是为什么我国一直在稳步推进人民币国际化的重要原因之一。

■ 在这个基本框架下，我们能解答一些基本的问题。比如市场经常会出现美元“一鲸落，万物生”的情况——美元下跌，全球风险资产上涨。在其他条件不变的情况下美元贬值会带来全球广义流动性的扩张（或者扩张预期），利好风险资产。

同样，如果美联储宽松，若由于力度相对不足等原因导致美元不跌甚至反而升值，对于非美市场、尤其是十分依赖外资的市场而言，可能并不能立刻享受到流动性的“红利”。典型比如 2019 年经过年初的一轮宽松预期浪潮之后，由于美元一直保持相对强势，直到 7 月美联储开始降息、随后美元见顶，中国、日本等非美股市才创下年内新高。

■ 今年对全球市场来说最好的外资环境无疑是美联储宽松+美元贬值。如图 5，在这一情景下，狭义流动性宽松的同时，全球广义的流动性也趋向宽松，这种情景下全球风险资产受益最大。目前看来这是市场的基准预期，但是我们认为对于 A 股而言这可能是不够的。

■ 疫情之后、尤其是 2022 年之后，我们在这个框架上要加上一个新的维度——美元资金投向的优先级。这种优先级的偏好，除了一般而言的市场容量、流动性、行业构成等外，疫情之后地缘政治事件频发，与美国之间关系的紧密程度也成了越来越重要的考量，这方面日本相较中国的优势在扩大，导致中日受外资的青睐是不对称的：

当美元流动性扩张时，资金可能会优先选择日本市场。极端情况下甚至可能会对中国市场产生虹吸作用，尤其是考虑到中日近邻，且市场规模

相关研究

《5.2%的不易与 4.6%的不甘》

2024-01-17

《2024 美国大选指南：这次有何不一样？》

2024-01-15

相差并不大的情况下，这一点尤其值得重视（图 6）。典型的例子是 2023 年的 3 月至 6 月，美国硅谷银行事件后，美联储通过便利工具和贴现窗口提供大量的流动性，美元持续贬值。日本股市在第二季度领跑主要市场，沪深 300 出现明显调整（当然这其中也有经济基本面的因素），外资的选择是流入日本、逐步流出中国。

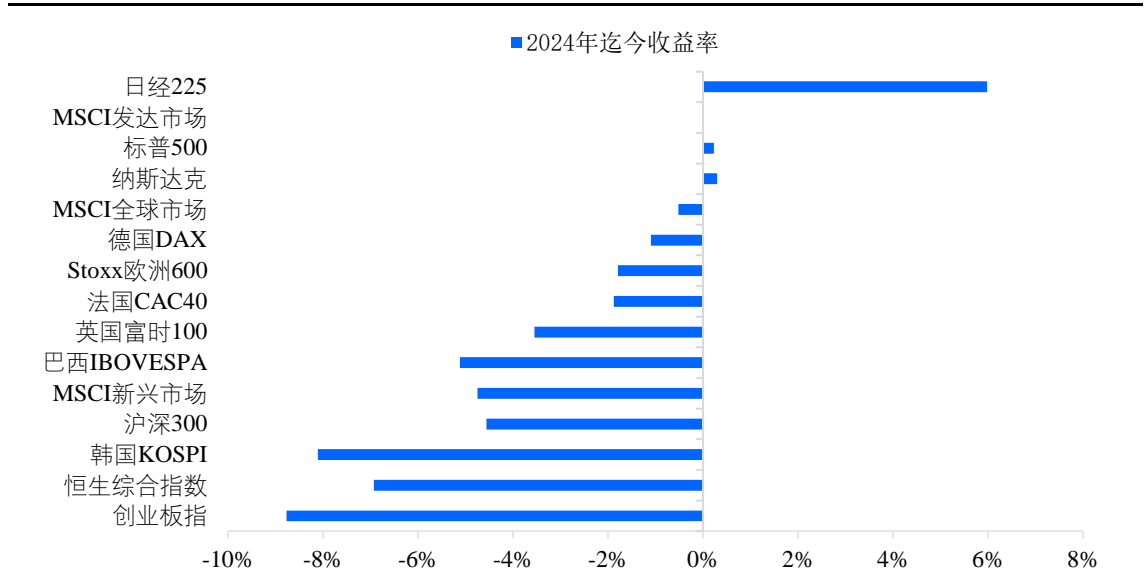
而当日股“吞金兽”上涨受阻的情况下，A 股（或者其他一些市场）的表现会更好。例如当市场开始对于日本央行放弃负利率、调整 YCC 的预期升温时，这集中体现在 2023 年第四季度，彼时欧洲和韩国股市的表现都要好于日本。

- 所以，今年 A 股最期待的外部环境除了美联储降息带来的狭义美元流动性降息外，还有以日本为代表的经济体宽松不及预期，甚至边际紧缩。2024 年日本结束负利率、调整 YCC 的预期升温（当然从当前全球和日本的经济环境和基本面来看，真正落地这一改变并不容易），对于 A 股可能是利多。这会阶段性拖累日股的表现，当然也可能短期推高美债收益率。

而对于狭义美元流动性宽松的期待，不要仅限于降息。我们觉得至少还有两点值得关注：一是美联储可能会迫于流动性市场的压力，**缩减或停止 QT，甚至可能阶段性扩表**（可以参考 2023 年 3 月至 6 月，2019 年 9 月至 10 月），这会超预期改善流动性环境；二是，随着降息带来类现金资产收益率下降，**当前囤积在货币市场基金中的约 6 万亿美元的资金会不会重新入市。**

- **风险提示：**俄乌冲突超预期升级，巴以问题超预期加剧导致中美关系走弱；美国经济超预期陷入衰退，宽松也无法托起市场；日本央行坚持宽松很坚决，市场预期持续受打压。

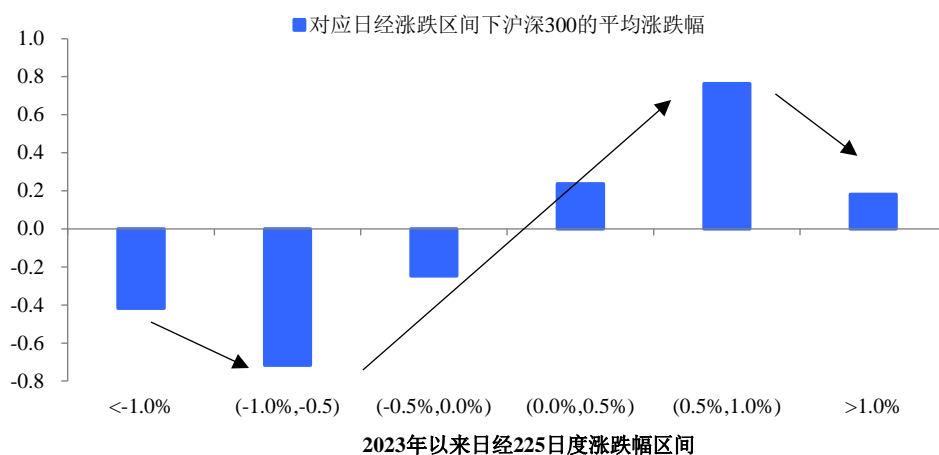
图1：2024年以来主要股指的表现（截至1月18日）



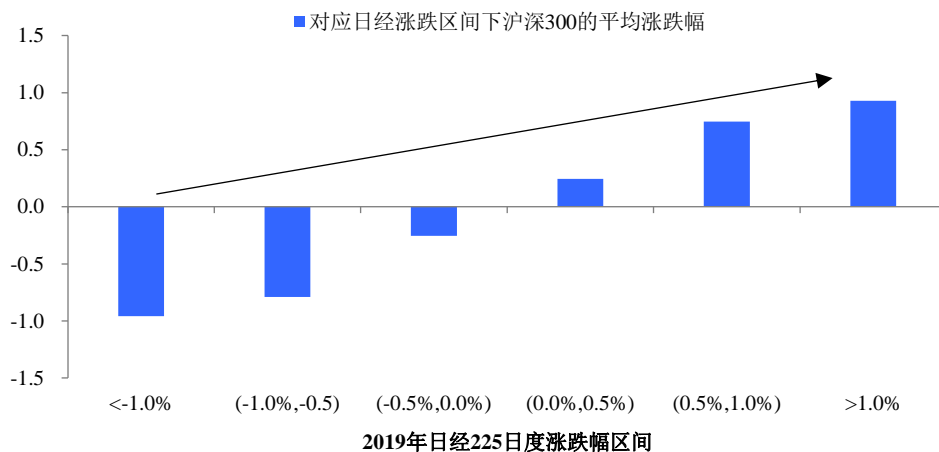
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图2：日股和 A 股的关系在疫情前后发生重要变化

2023年以来沪深300日度涨跌幅均值（%）

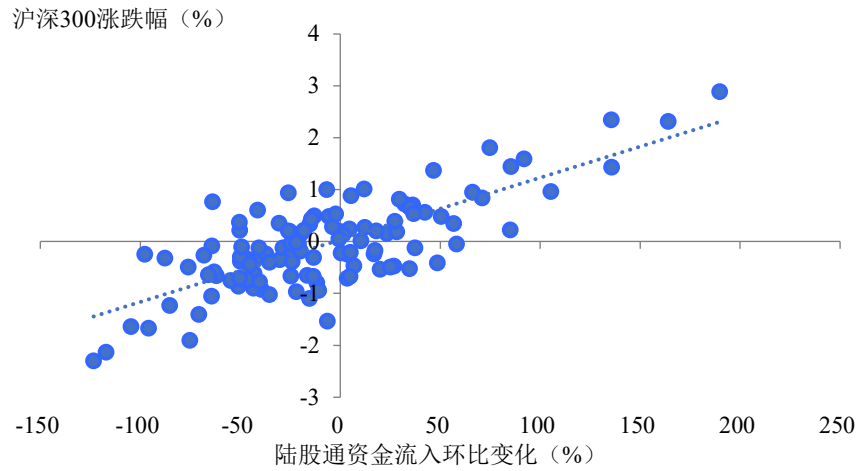


2019年沪深300日度涨跌幅均值（%）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

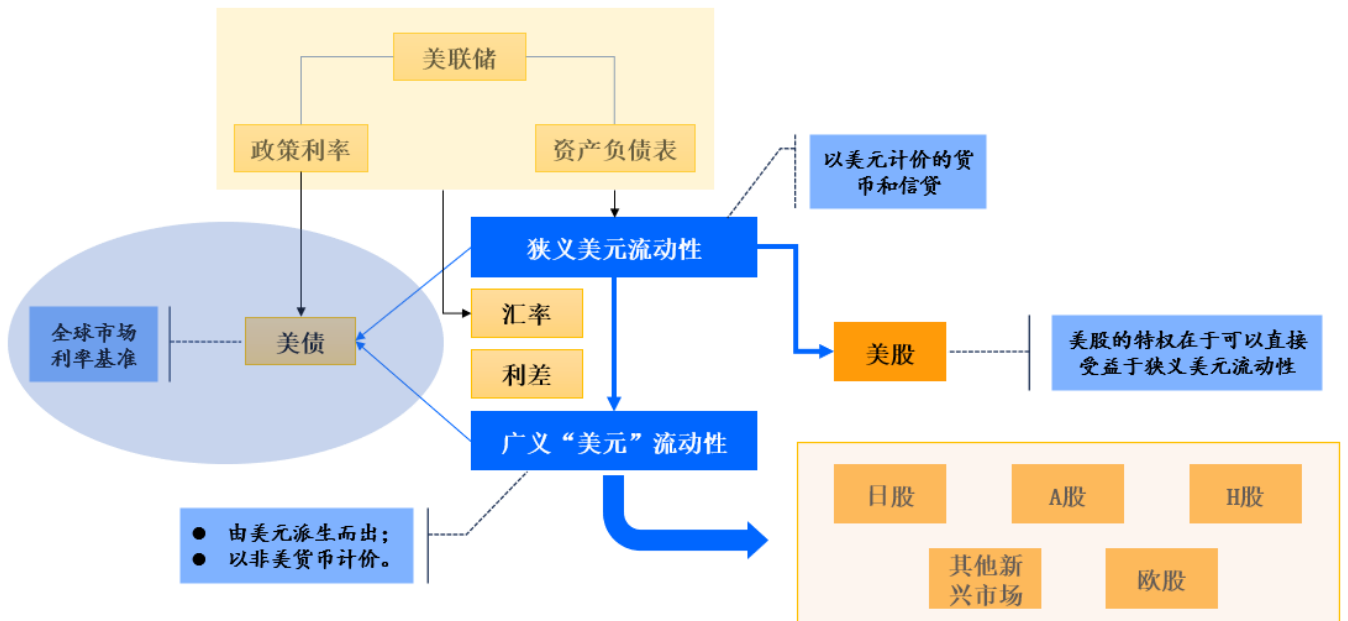
图3：近年来外资对于沪深300指数的影响越来越明显



注：以上为日度数据，时间区间为 2023 年 6 月至今。

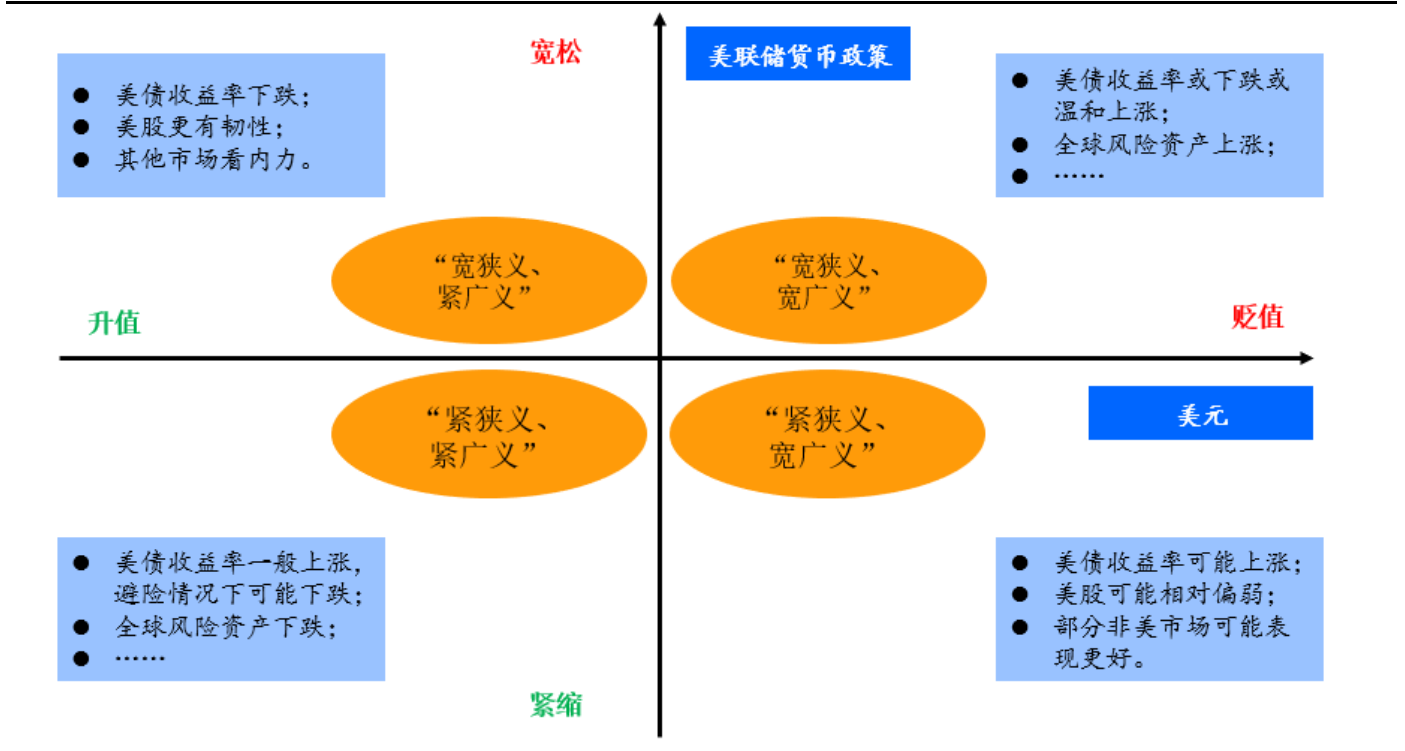
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图4：以美元为核心的全球流动性的简单框架



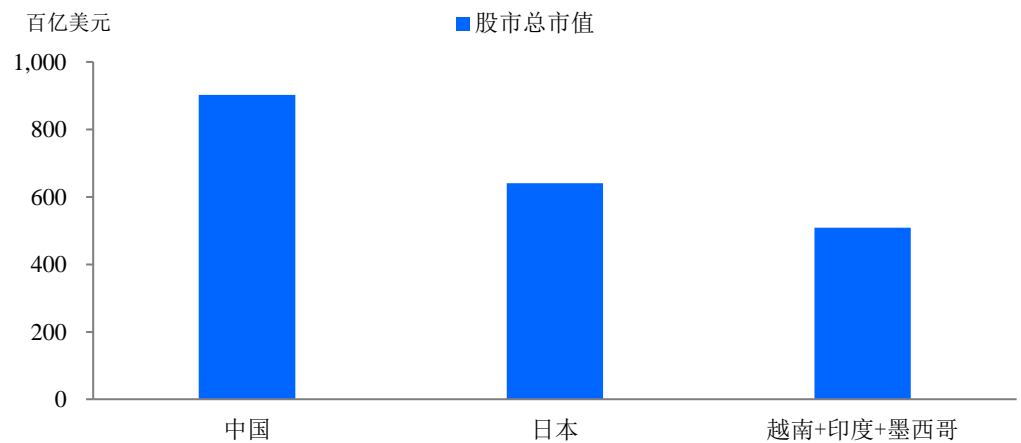
数据来源：东吴证券研究所绘制

图5：狭义-广义流动性双宽松最利好全球风险资产



数据来源：东吴证券研究所绘制

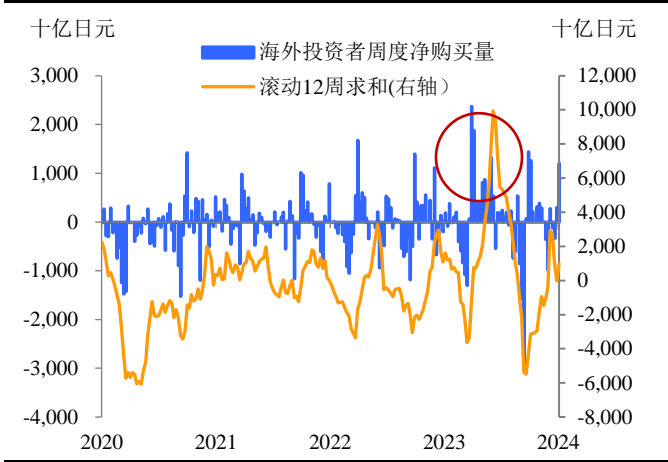
图6：中日和部分新兴市场国家市值对比



注：截至 2024 年 1 月 15 日，各国股市市值根据已发行股票，在剔除 ETF 和 ADR 后进行加总。

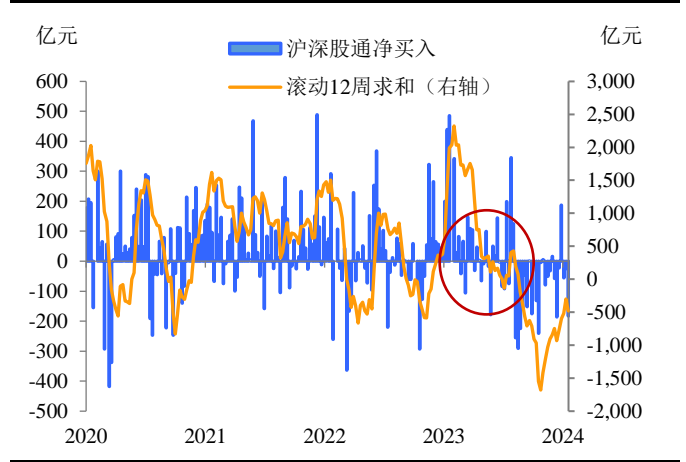
数据来源：Bloomberg，东吴证券研究所

图7：硅谷银行事件后大量外资流入日本



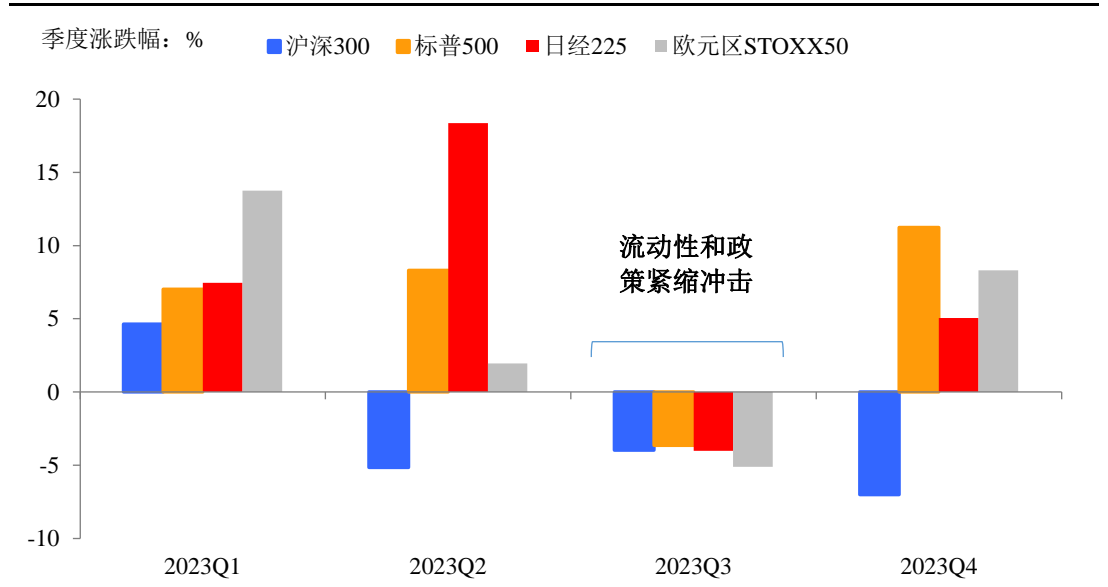
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图8：硅谷银行事件后外资由流入逐步转为流出



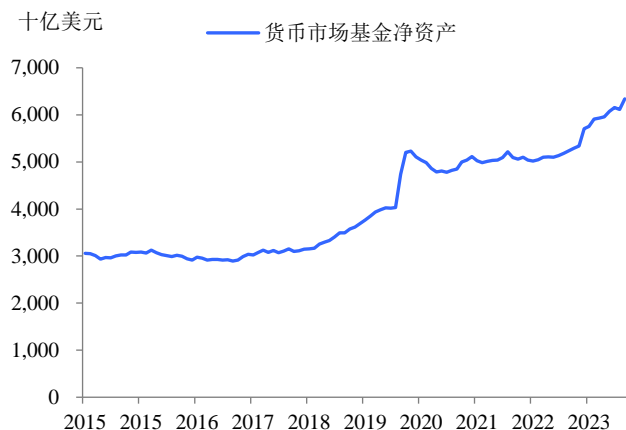
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图9：2023年各季度部分主要股市表现



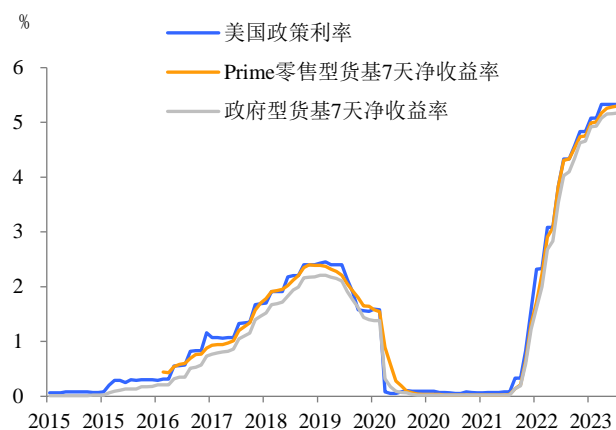
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图10：美国货币市场基金规模近两年不断上涨



数据来源：CEIC，东吴证券研究所

图11：货基的高收益是重要原因



数据来源：CEIC，东吴证券研究所

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(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。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,本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。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。

在法律许可的情况下,东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,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。

本报告的版权归本公司所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的,应当注明出处为东吴证券研究所,并注明本报告发布人和发布日期,提示使用本报告的风险,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的,应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期(A 股市场基准为沪深 300 指数,香港市场基准为恒生指数,美国市场基准为标普 500 指数,新三板基准指数为三板成指(针对协议转让标的)或三板做市指数(针对做市转让标的),北交所基准指数为北证 50 指数),具体如下:

公司投资评级:

买入:预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上;

增持:预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间;

中性:预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间;

减持:预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间;

卖出:预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级:

增持:预期未来 6 个月内,行业指数相对强于基准 5%以上;

中性:预期未来 6 个月内,行业指数相对基准-5%与 5%;

减持:预期未来 6 个月内,行业指数相对弱于基准 5%以上。

我们在此提醒您,不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系,表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况,如具体投资目的、财务状况以及特定需求等,并完整理解和使用本报告内容,不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码: 215021

传真: (0512) 62938527

公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>