

當前，外資已經成為A股重要的配置力量之一。北上資金和合格境外機構投資者（QFII）是外資押注中國的兩大重要渠道。在2014年滬港通開通以前，QFII是外資配置A股的主要形式，但絕對規模並不大。截至2021年6月1日，整個A股的QFII規模僅有2904億元（人民幣，下同），佔A股流通總量的0.42%。隨着2014年底滬港通落地、2016年底深港通開通，北上資金成為外資下注A股的首選方式。截至2021年5月底，北上資金持市值達到2.6萬億，佔流通A股的比例達到3.8%（2017年初只有0.5%）。可以說，外資已經深度參與到了A股當中，很大程度上地影響和改變了A股。由於北上資金是外資配置A股的主要方式，同時相關數據高頻可得，分類詳細，我們通過研究北上資金的配置規律，來一覽外資下注A股的方式。

外資在A股買什麼？



▲北上資金持續重點配置電氣設備（新能源）、化工、醫藥等板塊。

新華社

斌眼觀市



朱斌

西南證券首席策略分析師

北上資金加速布局A股市場。2021年至今，北上資金已經淨流入A股近2100億規模，與2020年全年相當，較2020年同期有接近翻倍的增長。

淨流入2083億接近去年全年

從宏觀上看，北上資金對A股的配置受匯率、美股以及事件性因素的擾動非常顯著。從歷史數據來看，北上資金與人民幣匯率水平以及美股的走勢存在一定的相關性。這是符合經濟學基本原理的：人民幣升值吸引國際資本流入，美股的走勢與正負面事件影響外資的風險偏好，進而影響外資流入A股的節奏。例如在2017年底至2018年年初，人民幣快速升值5%，同期北上資金日均淨流入13億元；2019年4月至5月，受中美貿易摩擦影響人民幣貶值3%，同期北上資金日均淨流出33億元；2020年2月至3月份，新冠疫情爆發使得標普500大幅下跌50%，同期北上資金日均淨流出45億元。

從總量上看，北上資金淨流入的規模長期增長成為大趨勢。2017年至2020年北上資金分別流入1997億、2942億、3517億、2089億元，其中2020年受到新冠疫情的影響淨流入規模有所放緩。從歷年1月至5月的淨流入情況來看，2019、2020分別受貿易戰和疫情影響北上資金淨流入規模有所降低，2021年以來北上資金淨流入已經達到2083億元，大幅超過歷年同期北上資金的淨流入水平，已與2020年全年淨流入規模相當。北上資金長期呈現淨流入背後反應的是中國國際影響力的日益提升，A股投資價值凸顯，此外MSCI等國際指數提升A股納入因子也一定程度上加速了外資的布局。

截至2021年5月底，滬深港通共

有1475隻標的。北上資金作為A股重要的增量資金，其資金配置將對市場投資風格以及配置體系產生重要的影響。行業偏好方面，北上資金表現出對大盤藍籌股和消費、金融板塊的持續性偏愛，這種行業選擇或源於優勢產業。我們通過統計分析2021年以來北上資金配置A股的行業和個股情況，從而對當下的資金面情況帶來有益的參考。

我們以當日滬深股通持股數量變化×當日成交均價來估算個股當日北上資金的淨流入情況，進而統計各個行業的情況，儘管存在一定誤差，但是仍對我們分析北上資金配置情況具有重要參考價值。

增配電氣銀行化工股

我們發現2021年以來北上資金明顯增配的行業為電氣設備、銀行、化工，淨流入分別為427億元、403億元、367億元，而食品飲料、汽車板塊出現較程度的資金淨流出，分別淨流出了79億元、66億元。而電氣設備（新能源）、化工等，正是中國當下崛起的最具有世界級競爭力的行業。

當然，在押注優勢行業的同時，北上資金並不是僵化不變的，隨時會根據行業的回調情況和新的業績預期進行改變。如5月以來，北上資金大幅增配食品飲料和銀行，分別淨流入了244億元、107億元，明顯減配汽車、機械設備，資金分別淨流出31億元、23億元。

對於食品飲料板塊，北上資金在今年前4個月分別淨流出161億元、74億元、43億元、45億元，但是5月大幅淨流入244億元。主要是因為年初以來，資金抱團使得食品飲料估值處於歷史高位，流動性收緊的擔憂加強後北上資金大幅流出兌現收益，隨着食品飲料板塊估值回調同時一季業績表現出較強的穩定性，5月以來北上資金又大幅淨流入。對於銀行、化工、非銀金融、電氣設備板塊，北

上資金2021年以來則一直是淨流入的狀態。從歷史上看北上資金偏好消費、金融板塊，此外2021年以來銀行板塊淨息差和資產質量明顯改善，因此進一步強化了北上資金對大金融板塊的配置，此外，化工、電氣設備（新能源）景氣度也處於較高的水平。

北上資金大幅流出的板塊同樣值得關注。近三月北上資金持續淨流出汽車板塊，在前4個月的淨流入機械設備板塊之後5月也轉為淨流出。

從個股層面來看，我們的測算表明2021年以來北上資金流入排名前三的個股為招商銀行、寧德時代和東方財富：分別淨流入144億元、112億元、89億元。從淨流出的個股來看，排名前三的個股分別是貴州茅台、海康威視、格力電器，分別淨流出164億元、124億元、57億元。

今年以來各月份北上資金淨流入最多的十大個股中，主要為大金融、電新、家電行業的龍頭公司。但是從邊際變化來看，5月以來北上資金明顯加碼了海天味業、貴州茅台、美的集團、五糧液等大消費龍頭公司。

從北上資金的配置規律來看，未來一個季度仍然處於人民幣升值期，同時美聯儲大概率不會在2021年底之前加息，北上資金仍將持續流入。

配置上看，電氣設備（新能源）、化工、醫藥等是北上資金持續重點配置，同時今年景氣有望持續的板塊，除了北上資金配置的龍頭，如寧德時代（300750）、隆基股份（601012）、通威股份（600438）、萬華化學（600309）、揚農化工（600486）、藥明康德（603259）等外，投資者還可以關注天奈科技（688116）、蔚藍鋰芯（002424）、復星醫藥（600196）、智飛生物（300122）、康泰生物（300601）、華北製藥（600812）、華峰測控（688200）、新益昌科技（688383）、西部超導（688122）、光威復材（600699）等細分賽道龍頭。

信用趨緊 貸息小幅上行

明若觀火



明明

中信證券固定收益首席研究員

貸款利率的上行趨勢是經濟周期向上、貨幣政策緊信用的必然結果，這在一季度的數據中已經體現得較為顯著。貸款利率的上行是否會引發國債利率的聯動？本文從貸款利率與債券利率的關係切入，認為若未來貸款利率上行，將會對債券利率形成向上的推力。

貸款利率與債券利率存在顯著的長期相關性。歷史上貸款利率與債券利率的關係比較密切，拐點往往保持同步。二者的相關性與銀行在金融市場中扮演的角色密不可分：銀行承擔全社會信貸投放功能，同時也是債券市場最大的參與者。信貸與債券是銀行最重要的兩類資產，二者既同時受到銀行負債端的影響，又存在替代關係，這就意味着二者的走勢具備強相關性。

銀行配置債券並不僅僅關注其表面的利息收益，與信貸之間的權衡需考慮機會成本。銀行在信貸和債券之間做權衡時，考量的是經濟利潤而非會計利潤。考慮機會成本後，需要使用EVA的概念來大致比較銀行貸款與債券的性價比。EVA=平均資產收益率-稅收成本率-資本佔用成本-信用風險成本。

測算結果顯示，債券利率下行、貸款利率上行之後，利率債相比於貸款的優勢在減弱。一季度10年期國債收益率的高點在接近3.3%的位置，債券的EVA顯著高於貸款，而當前10年期國債收益率回落到3.1%附近，相比於貸款的優勢已經不那麼顯著了。同時，在緊信用的環境下，二季度貸款利率可能還會繼續小幅上行的趨勢，貸款的競爭力可能會處於逐步增強的過程。

從數據上看，貸款利率呈現上行趨勢。一季度貸款加權平均利率環比上行，貸款市場報價利率（LPR）加點重

心顯著上移。同時，信貸所體現的實體融資意願仍然較為強勁。其中，中長期貸款需求旺盛，顯著多增，4月的新增企業和居民中長期貸款甚至均超過了去年同期。2021年第一季度在強勁的生產需求的帶動下，製造業貸款需求指數創下近年來的新高；大、中、小型企業的貸款需求在一季度均有反彈。

貸款利率上行是經濟周期向上、貨幣政策緊信用的必然結果。從貨幣供應的邏輯上講，經濟周期的上行時期，前期寬鬆的貨幣政策會逐漸退出，貨幣供應從源頭開始逐級收緊；經濟活動更加頻繁推升貨幣需求，貨幣供不應求導致利率上行。

另一方面，經濟活躍度和企業利潤的改善會提升一些主體的信用資質，使進入到信貸市場的低資質主體增多，他們的融資包含更高的風險溢價，會拉高整體的融資利率。

對於銀行而言，未來配置利率債相比於貸款的優勢或將不斷減弱，貸款利率回升給予債券利率向上的推力。這一輪的資產荒和利率下行不在於信貸需求不足，核心的問題在於政府債券的發行量太少，導致無風險資產的稀缺。在銀行欠配到欠配逐漸被消化的過程中，雖然利率顯著下行，但利率債相比於信貸的配置性價比也是在不斷下降的。

如果未來一段時間政府債或者城投債發行節奏仍然較慢，資產荒得以延續，利率或許還能夠在低位震盪。一旦債券供給上來，利率債不再稀缺，再疊加信貸利率上行、貸款相比於債券的性價比提升，銀行可能會動態調整其在信貸和債券之間的資金配比，帶來利率的上行壓力。考慮到近期資金面波動開始上升，貸款利率也處於上升通道當中，債券利率的下行已經面臨較大的阻力，3%的關鍵點位料難以被突破。

需要警惕的是三季度開始中期借貸便利（MLF）集中到期會帶來的資金面壓力以及四季度經濟增長動能放緩和海外貨幣政策收緊的風險。



▲分析認為，加息太多對於美國經濟有太大傷害，更直接打擊消費市場，對美國非常不利。

法新社

債務大增 美加息必忍手

樓市智庫



陳永傑

中原地產亞太區副主席兼住宅部總裁

國際金融協會（IIF）表示，今年首季全球債務總額下降1.7萬億美元，至289萬億美元，是兩年半以來首次下降。但美國總債務經已上升到86.7萬億美元，又創歷史新高，即使通脹有上升可能導致加息，加息加大債務利息支出重擔，聯儲局加息亦必須忍手。

IIF指出，期內新興市場債務增加6000億美元，至超過86萬億美元，創歷史新高。儘管全球債務水平下降，但很多地區的經濟難以恢復到疫情前水平，令債務比率繼續上升。

以美國為例，政府與國民總債務上升至86.7萬億美元的破紀錄，儘管通脹形成加息壓力，但聯儲局加息亦會盡量忍手，不敢大手加息。因為新冠肺炎造成全球與美國的經濟破壞，需要很長時間醫治。聯儲局加息亦要大打「因往波」，不會像七、八十年代大手加息達到22厘新高，原因是美國經濟對加息承受力已大不如前，現在虛弱得多，政府以至國民亦負擔不起太高的加息幅度。無可否認，美國人儲蓄率與2008

年時負數相比，有很大改善，近年儲蓄率接近收入的20%，與昔日先使未來錢分別很大。不過，加息太多對於美國經濟有太大傷害，更直接打擊消費市場，對美國非常不利。

加上長年累月美國政府用赤字預算營運，加息太多會造成沉重利息開支，所以，聯儲局加息亦要精打細算，不能加得太多。

美國拜登政府提出，將基礎設施與就業計劃規模，縮減大約四分之一，由原來計劃的2.25萬億美元，下降至1.7萬億美元，爭取共和黨人的支持。並公布首份財政預算案達6萬億美元，量化寬鬆可謂一浪一浪。

有分析家估計在後年第三季美國會展開加息行動，如果美國經濟形勢大好就不必在5月底推出6萬億美元刺激經濟措施。

美國經濟好壞紛陳，今次新冠肺炎的傷害比金融海嘯更甚，美國在海嘯之後要七年才加息，無理由今次加息來得比海嘯快。物業投資者作最壞打算預期美國會在兩三年之後加息，但如果到期加不到息，在投資市場如樓市、股市及金市又有額外收益。不妨作最壞打算，投資者分鐘有意外驚喜，等候更長時間才加息。

長期來看北上資金淨流入規模逐步增加



外資持市值及佔流通A股的比例不斷增加



數據來源：Wind，西南證券整理