



谁是最聪明的钱



【财新网】（专栏作家 吴金铎）近期中国颁布了系列中长期改革和市场规范措施，如《关于进一步减轻义务教育阶段学生作业负担和校外培训负担的意见》、《关于落实网络餐饮平台责任切实维护外卖送餐员权益的指导意见》，补齐民生领域短板，着力解决中国的不平衡和不充分问题，不仅利于中国社会公平，也为外资创造了良好的社会环境。

事实上，其他国家如美国针对中国赴美上市企业也出台过“意料之外”的监管政策和措施。如果把“意料之外”的政策当作风险，每个国家都可能存在这种风险。但外国投资者对中国政策的反应比较复杂，外资对中国国内投资者的影响同样无法线性外推。文件出台之后，中概股中的教育板块和平台公司股票大幅下跌。

7月26日，美国证券交易委员会（SEC）委员 Allison Lee 表示“在美国证券交易所上市的中国公司必须披露政策风险”，随后中概股、港股和中国 A 股，中国国债期货以及人民币汇率均出现大幅震荡。

毫无疑问，中国民生领域“新三座大山”——住房、教育和医疗的改革举措长期而言利国利民。但对投资中国的外资机构而言，政策存在影响上市公司的业绩和相关股票估值的可能性，尤其是意料之外的、“看不懂”的政策可能被视为风险。在这样的背景下，外资预期将有更多“看不懂”出台的可能性，于是投资中国的外资——“北上资金”连续多日流出，导致中国 A 股和中概股大跌。与此同时，与外资重仓中国 A 股重合的内资机构重仓股也出现大幅回调。外资为什么重要？外资以什么方式影响中国资

本市场？

10 年期美债收益率影响了谁的估值模型？

10 年期美债收益率被市场和学界广泛认定为“无风险收益率”，一般作为全球大类资产价格和各类证券收益率的下限，并被视为全球资产定价的利率或贴现率的参考基准。宏观上，它反映着债券的期限溢价、未来的经济前景，以及全球安全资产的供需等。

从公司金融的角度，10 年期美债收益率作为无风险利率可以当作发达国家资本资产定价模型里风险溢价的基准（风险溢价为预期回报与无风险利率的差值）。中国国内机构投资者对中国核心资产股票进行估值时其估值模型的贴现率和无风险利率不是参照 10 年期美债收益率，而是中国 10 年期国债收益率或中国 10 年期 AAA 级公司债收益率作为贴现率。

但事实的情形是，年初中国 A 股龙头“核心资产”股价波动确实与 10 年期美债收益率波动高度一致。原因在于：10 年期美债收益率改变了外国投资者的估值模型，更确切的是改变了流入中国境内的资金，即外国投资者对中国股票的估值模型。

股票的估值模型一般分绝对估值和相对估值。绝对估值一般相对于股票的内在价值，而相对估值则是从时间序列与自身历史价值相比或者横截面相较于其它公司价值对比。现金流折现模型（Discounted Cashflow Model, DCF）是比较常用的估值模型之一，表示股票的价值等于其未来

所产生的现金流贴现值之和。DCF 模型的关键在于现金流折现率的估计，大多数情形下 DCF 模型的折现率一般使用无风险利率，还有投资者根据股票指数的平均回报或根据行业的实体平均回报率作为参照。

发达国家投资者一般把 10 年期美债收益率当作无风险利率作为各类股票估值和资产定价模型的利率或贴现率的参照基准。技术上有的投资者没有选用一年的平均值而用过去 5 年的历史数据算术平均值。投资中国的海外机构或个人在对中国股票进行估值的时候，参照的无风险利率或贴现率是 10 年期美债收益率。

此外，海外固定收益投资者考察中国债券的期限利差和品种利差一般使用 10 年期美债收益率作为基准来决定中国债券二级市场的估值。因此，无论是权益市场还是固收市场，10 年期美债收益率更大可能是外资用来估值的基准利率或贴现率。如果海外因素更直接影响的是流入中国的外资，那么外资尤其是“北上资金”为何能影响中国 A 股市场的边际涨跌？原因或在于“北上资金”的同伴效应。

中国市场的边际增量资金——外资大而不能被忽略

中国当前外国投资者流入中国的途径主要通过合格境外机构投资者（QFII）、人民币合格境外机构投资者（RQFII），以及沪股通和深股通——即市场所熟悉的“北上资金”。

2002 年 11 月 5 日，《合格境外机构投资者 QFII 境内证券投资管理暂

行办法》正式出台；2011年12月16日中国发布《基金管理公司、证券公司人民币合格境外机构投资者 RQFII 境内证券投资试点办法》，允许符合条件的基金公司、证券公司香港子公司作为试点机构开展 RQFII 业务并将初期试点额度设为人民币 200 亿元。随后 2019 年 9 月 10 日中国国家外汇管理局宣告取消 QFII 和 RQFII 投资额度的限制。与此同时，中国分别于 2014 年 11 月 17 日正式开通交易“沪股通”；2016 年 12 月 5 日开通交易“深股通”；2017 年 7 月 3 日债券通“北向通”开通交易。

与此同时，MSCI、标普、富时罗素国际三大指数公司都把 A 股纳入其中；富时世界国债指数、彭博-巴克莱全球综合债券指数以及摩根大通新兴市场债券指数将中国债券纳入。中国市场吸引越来越多的全球资金持有中国资产。

随着中国双边开放格局不断推进，人民币加入国际货币基金组织 (IMF) 特别提款权货币篮子，人民币在国际中的低位不断提升，中国市场边际增量资金——外资近年来不断增长，外资“大而不能被忽略”。

IMF 发布的官方外汇储备货币构成最新数据显示，截至 2021 年一季度，人民币外汇储备总额由 2020 年四季度的 2694.9 亿美元升至 2874.6 亿美元，人民币在全球外汇储备中的占比提升至 2.45%，是 2016 年第四季度以来的最高值。

外资持有中国资产的结构方面，海外投资者持有中国债券的资金规模多于中国 A 股；但增速方面海外投资者增持的中国 A 股资金规模上升的速

度快于增持的中国债券。2021年6月海外投资者持有的中国债券资金规模与持有中国A股资金之比大约为56.36%：43.64%。

根据债券通数据，2021年6月上交所境外持有的中国债券规模4438亿元，中央结算公司境外持有的中国债券规模32998亿元，分别是2017年6月的11.4倍和4.1倍。

WIND资讯数据显示，截至2021年7月2日，北向资金累计净买入持有的中国A股14174亿元，较2014年11月21日增长了59.95倍。其中通过沪股通累计净买入7098.27亿元，是沪股通成立之初（2014年11月21日）的29.84倍。2021年7月2日深港通累计净买入7121.5亿元，是成立之初（2016年12月9日）的85.88倍。目前外资持有中国A股的市值28986亿元，占流通A股的4.18%；其中陆股通占流通持股市值26117亿元，占A股流通市值的3.77%（时间截止到2021年6月29日）。WIND数据显示，QFII和RQFII持股市值约2868亿元，占流通A股的0.414%。

综合来看，外资持有中国资产的规模不断增长，尤其是“北上资金”，“陆股通”开通之后持有A股的资金规模增速显著快于债券通。但从外资持有中国资产的绝对规模和比重来看，外资更多持有中国债券。

此外，“北上资金”持有中国A股的规模和占比已远超QFII和RQFII，北上资金持有A股规模大约是QFII和RQFII的10倍左右。“北上资金”通过港交所买入A股，无需换汇，极大地节省了交易成本。此外，陆股通

较 QFII 和 RQFII 在持股机构，持股占比等方面信息更透明。因此陆股通越来越受外资的青睐，成为持有中国资产的重要渠道。

中国国债在绝对收益和对冲波动方面具有明显优势

外资持有的中国债券品种集中在中国国债、政策性金融债，同业存单及少部分高等级信用债。美国国债和日本国债被主要国际当作全球安全资产，全球安全资产规模和占比方面中国国债与美国和日本还有一定差距。目前中国国债在全球安全资产中的地位与中国经济体量和人民币作为储备货币及支付地位还不匹配。

WIND 数据显示，2021 年 5 月外国投资者持有的美国国债规模大约 7.135 万亿美元，而境外持有的中国债券总规模约 5780.5 亿美元（按 7 月 26 日美元对人民币中间价折算，包含中央结算公司和上清所的债券通总额），全球非美投资者持有的美债规模远高于境外机构持有的中国国债规模。近年来，中国对外开放步伐不断加快，随着人民币国际地位提升，人民币债券作为全球安全资产的比例将不断扩大，中国国债在全球安全资产中将发挥更重要的作用。

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_32011

