

人民币升值会吸引外资增持 A 股吗？

2020年5月最后一周，股票通北上资金创纪录买入 A 股，人民币突破 6.40 后继续升值，背后可能是短期交易行为而非长期资产配置。

- 人民币升值吸收外资增持 A 股是一个伪命题。自我国股市对外开放以来，外资持股占比稳步攀升，目前仍处于配置阶段，对汇率并不敏感。从风格上看，外资坚持价值投资，主要关注基本面和估值水平，因而需要稳定的汇率来减少外汇波动风险。况且，人民币升值虽有助于增厚存量外资利润，却会增加增量外资成本。此外，人民币汇率升贬值与沪深 300 指数涨跌幅的相关性较低且时有背离。
- 不管是从陆股通净买入额与人民币汇率涨跌的相关性较低来看，还是从人民币升破或跌破关键点位时陆股通跨境资金流动不规律来看，陆股通项下跨境资金流动与人民币升贬值无必然联系。进一步分析 5 月底前后陆股通的微观持仓变化，可以发现部分股票有快进快出、剧烈变动的迹象，说明陆股通创纪录的净买入或更多出于交易性质而非资产配置。
- “股市+汇市+期权”交易策略或是陆股通异动的重要诱因：一是人民银行退出外汇市场常态化干预，逆周期因子已经逐步淡出使用；二是消息面和宏观面缺乏显著利空，市场存在临近特殊日子的维稳预期；三是 A 股已经较海外市场率先调整，具有一定的安全边际。此外，媒体和机构的情绪放大器作用也有一定的助力。
- 虽然股汇同涨似是而非的逻辑已经被外汇存款准备金率上调所打破，但不排除未来这类投机活动不会卷土重来。不管是对于企业还是个人投资者来说，人民币市场化波动将是常态，涨多了会跌，跌多了会涨，切忌押注人民币单边预期。
- 风险提示：美元指数超预期，政策不及预期。

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

宏观及策略：宏观经济

证券分析师：管涛

(8610)66229136

tao.guan@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300520100001

联系人：付万丛

wancong.fu@bocichina.com

一般证券业务证书编号：S1300120090034

5月25日，当境内外人民币汇率交易价冲击6.40关口之际，陆股通当日净买入217.23亿元，较前日上升近200亿元，刷新单日净买入成交额记录。5月最后一周（5月24至28日）连续四天大幅买入，当周合计净买入额468亿元，创下陆股通开通以来的历史新高。同期，在岸人民币对美元收盘价升值1.07%，离岸人民币升值1.19%，沪深300指数上涨3.64%。同时，“人民币升值催生A股长牛”、“人民币升值吸引外资增持人民币资产”之说甚嚣尘上。

5月最后一周的股汇市场双双大幅收涨，让人联想到亚洲金融危机时期外资同时做空港股和港币的“股市+汇市+期货”的组合交易策略。我们猜测，当前不排除离岸市场构建了一个“汇市+股市+期权”的做多人民币的组合交易策略，即机构（如对冲基金，不排除有中资机构）或提前在离岸市场买入未来一两个月到期、执行价在6.20至6.30的买入美元/人民币看跌的美式期权¹。然后，在近端拆入等额美元，于离岸市场现货抛出美元换取人民币，砸低美元/人民币离岸汇率CNH（见图表1）。接着，通过陆股通买入A股，同时通过炒作人民币升值与股市的“故事”，进一步助燃市场做多人民币和A股热情。如果人民币升值触发行权价，则这类资金将卖出A股套现行权，归还美元融资，赚取汇差和价差。否则，就很难理解汇市不信官方宣传，却一味曲解官员学术观点，股市陆股通无重大利好，却单日和单周刷新记录的奇怪现象。

图表1. 执行价为6.20-6.3交易策略的四种情形（未考虑概率分布；直接标价法）

未来1-2个月 USDCNH 即期汇率	情形 1: 6.5	情形 2: 6.4	情形 3: 6.3	情形 4: 6.2
较5月24日（6.4097）升贬值幅度	-1.4%	0.2%	1.7%	3.4%
沪深300指数涨跌幅	-2.2%	0.2%	2.8%	5.4%
期权费	a	a	a	1.6%-a
无杠杆总收益	-3.6%-a	0.4%-a	4.5%-a	10.4%-a

资料来源：万得，中银证券

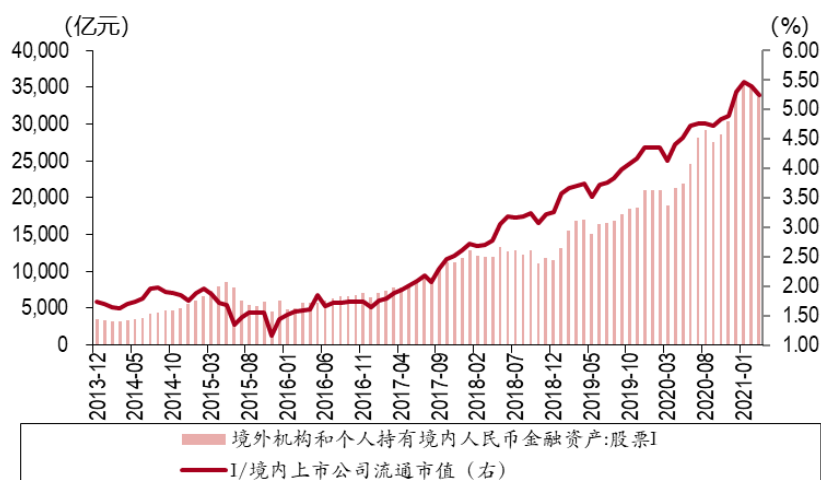
注：（1）沪深300指数涨跌幅=人民币汇率离岸汇率CNH涨跌幅*弹性系数；（2）根据2017年年初至今月度沪深300涨跌幅与人民币汇率升贬值的无截距简单线性回归测算，弹性达到1.65，P值0.0004，拟合度0.19。股市的波动更大，风险补偿收益更高。

¹ <https://m.21jingji.com/article/20210521/herald/533bab6ecb16e5aa2c7647a4dfcf037.html>；据5月21日的21世纪财经报道，美债收益率迅速冲高回落，一下子削弱市场买涨美元人气，对冲基金开始加大买涨人民币力度，买入执行价在6.2-6.3,期限在1-2个月的人民币汇率看涨期权，或者增加执行价格在6.3附近的离岸人民币掉期交易头寸。

一、人民币升值吸收外资增持 A 股是一个伪命题

2015 年以来，随着中国加快国内金融市场开放，先后推出沪港通、深港通，取消 QFII 和 RQFII 投资额度限制，A 股陆续纳入国际指数，外资在中国股票市场的参与程度逐步上升。根据人民银行的统计数据，到 2021 年 3 月底，境外持有境内人民币股票资产 33614 亿元，相当于境内 A 股流通市值的 5.24%，较 2014 年底提高了 3.48 个百分点（见图表 2）。

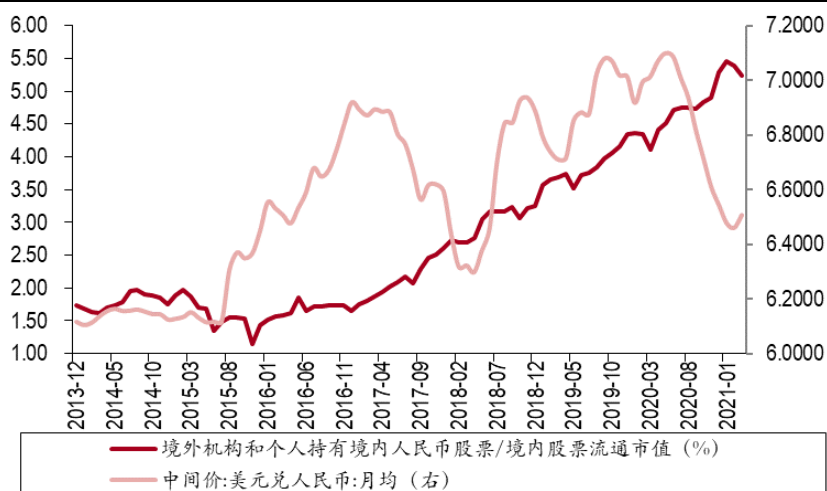
图表 2. 境外机构和个人持有境内股票的总市值及其在流通市值中的占比



资料来源：万得，中银证券

在这一时期，人民币汇率跌多涨少，累计贬值 5.9%。同期，人民币汇率升贬值与外资持有 A 股市值占比变动的相关性仅在 0.1 左右（见图表 3）。而且，人民币贬值并未“劝退”外资。例如 2016 年以来的三轮贬值阶段中，外资持有市值占比均有所上升。相应的，人民币升值也不会显著带动外资流入。尤其是，2020 年 6 月以来人民币升值 10% 以上，外资占比仅上升了 0.52 个百分点。

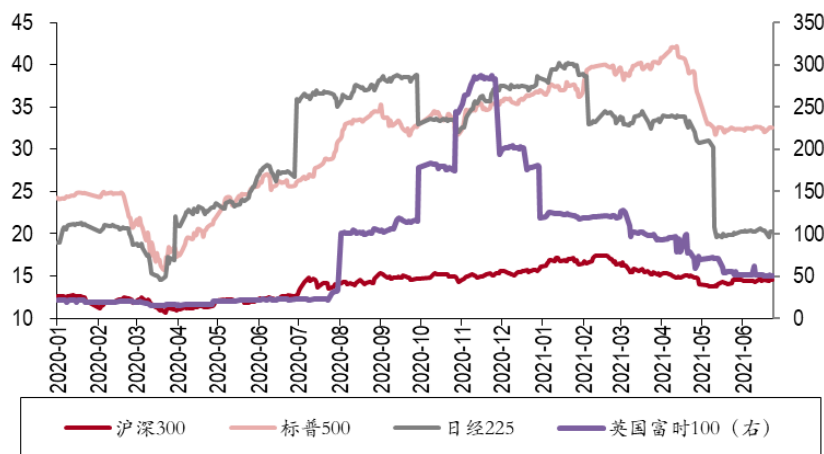
图表 3. 外资持有市值占比和美元兑人民币中间价



资料来源：万得，中银证券

整体上看，尽管过去六年来人民币汇率跌宕起伏，外资在 A 股占比却稳步提升。主要是因为我国股市刚刚加快开放，外资处于进入期，在 A 股市场参与程度较低，大多是配置盘，主要看基本面，而且 A 股的估值水平低于国际主要股票指数，风险溢价仍有提升空间（见图表 4），汇率并非主要考虑因素。至于人民币升值，有助于增厚存量外资利润，却会增加增量外资成本，升值对于外资来讲不一定是绝对的好事情。根据资产再平衡交易策略，若不考虑其他因素，人民币升值反倒可能促使外资减少 A 股配置。

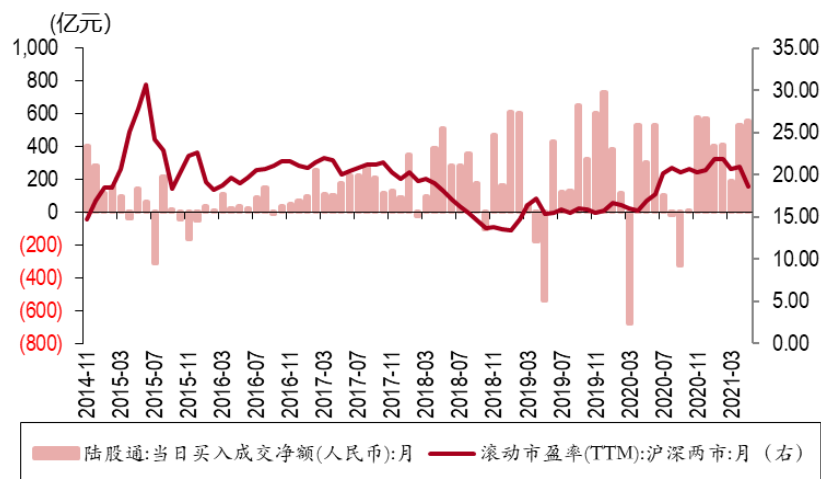
图表 4. 国际主要股指的市盈率 PE (TTM)



资料来源：万得，中银证券

当然，就更不要说 A 股整体走势与人民币汇率的线性相关性了。一方面外资占比低，对 A 股整体是信号作用大于实质作用；另一方面外资坚持价值投资，部分交易盘坚持高抛低吸，才有外资“聪明钱”，善于抄底逃顶之说。如 2015 年股市异动前夕，外资已经减缓买入节奏，4 月份首次净卖出约 36 亿元股票；2017 年 1 月份和 8 月份外资两次成功逃顶；2018 年 11 月至 2019 年 2 月外资大规模抄底，平均每个月买入 460 亿元，增持规模接近此前每月平均净买入额的四倍，此时恰逢 A 股估值处于低谷；最近一次便是 2020 年 4 月至 6 月连续三个月大幅买入后成功“埋伏”2020 年 7 月初股市暴涨（见图表 5）。

图表 5. 陆股通每月净买入额与沪深两市月均市盈率



资料来源：万得，中银证券

再者，以 60 个交易日为频率观察趋势，可以发现 2020 年 3 月以来股汇相关性趋弱。在 2020 年 2 月中旬达到峰值后，由于股市出现过较大的调整和汇市快速大幅升值，相关性呈现震荡下行的趋势；2021 年以来虽有反弹，但仍处于样本均值（0.3）附近，仅是回归常态而已（见图表 6）。

若是仅凭相关性来交易，显然 2020 年相关性更高，但也不是没有风险，例如 2020 年 7 月至 10 月汇率升值速度进一步加快，而 A 股却陷入震荡调整。这也再次说明股汇之间的相关性并不稳定，机会稍纵即逝。而抓短期机会恰恰符合投机风格。

图表 6. 人民币汇率变动与沪深 300 变动的滚动相关系数



资料来源：万得，中银证券

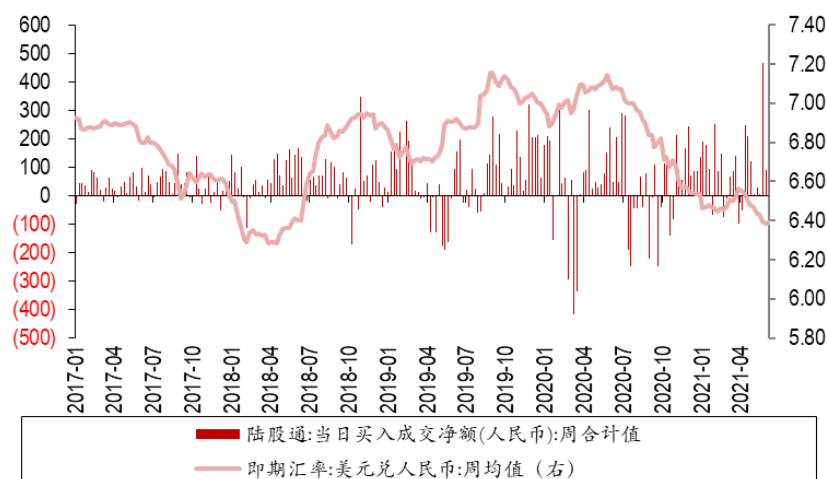
二、陆股通项下跨境资金流动与人民币升贬值也无必然联系

虽然外资买入有助于推升 A 股风险偏好，但整体并不会以汇率点位或人民币涨跌来交易。2017 年以来，每周陆股通净流入额与 A 股涨幅之间的相关性达到 0.56，而与人民币汇率变动的相关性仅有 0.25，甚至比不上同期陆股通净买入额与标普 500 涨跌的相关性（0.5），说明外资的需求是 A 股涨跌动能的一个重要力量，但与人民币的关系还不如全球风险偏好风向标的美股来得紧密。

历史上，陆股通跨境资金流动与人民币升贬值并无必然联系。如 2018 和 2019 年，人民币汇率持续承压，陆股通累计净买入成交额分别较上年增长 47% 和 20%；2020 年，人民币大涨，陆股通净买入却环比下降 41%。

就以本轮人民币升值为例，也看不到升值驱动陆股通资金净流入的情况。本轮人民币升值始于 2020 年 6 月初，到 2021 年 5 月底，陆股通累计净买入成交额 3517 亿元，较 2019 年 6 月至 2020 年 5 月累计净买入成交额还低了 3.2%。其中，2020 年 3 月，因美股十天四次熔断、全球金融动荡，陆股通累计净卖出 679 亿元。2020 年 7 月中旬至 2020 年 10 月底，人民币汇率持续单边升值，一路由 7.0 升破 6.70 关口，但同期陆股通以净流出为主，与 A 股突然暴涨后震荡调整相符（见图表 8）。2021 年新年伊始，人民币升破 6.50，但 1 月份陆股通净买入成交额 384 亿元，环比减少了 47%。

图表 7. 陆股通单周净买入额与人民币即期汇率

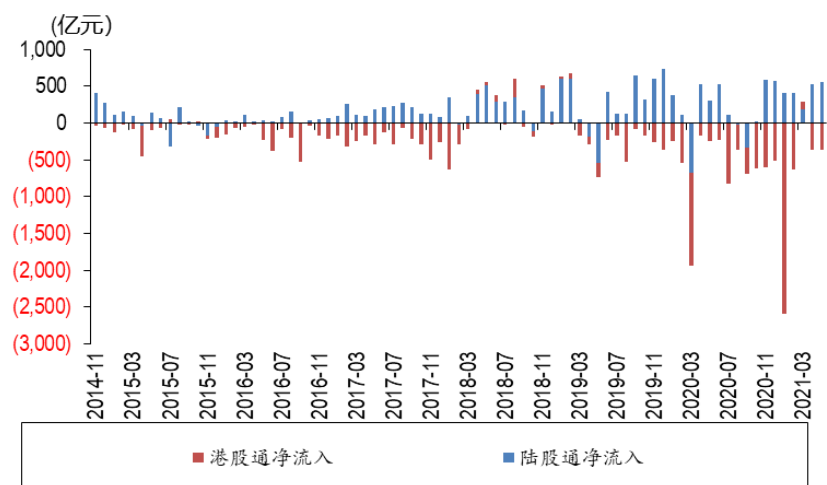


资料来源：万得，中银证券

人民币跌破或升破 7 时并不一定出现反常流动，主要是因为目前外资对 A 股仍处于配置阶段，我国外资的持仓占比与主要发达国家相比依然偏低。例如 2018 年 11 月第一周是单周陆股通净买入历史次高，而同期的人民币再次撞上破 7 的“警戒线”。同样的，2019 年 8 月初人民币首次跌破 7 时，8 月份后三周陆股通持续净买入，表明人民币贬值遇上或突破关键点位不一定会引发外资抛售 A 股。而 2020 年 7 月中旬人民币升破 7 时，由于前期 A 股经历一波较大涨幅，7 月份下半个月外资开始获利了结，持续净流出。

此外，股票通属于双向开放。于内地来讲，陆股通净买入是资本流入，港股通净买入则是资本流出。2020 年 6 月至 2021 年 5 月，港股通累计净买入成交额 7332 亿元，较前 12 个月增长 70%；陆股通与港股通轧差后，股票通项下跨境资金净流出 3814 亿元，较前 12 个月增长 4.66 倍（见图表 9）。由此可见，即便陆股通净买入是推动人民币升值的力量，但也可能被港股通净买入的流出力量所抵消了。探讨 2020 年 6 月份以来人民币升值的原因，显然也不宜简单从陆股通入手。

图表 8. 陆股通和港股通对于境内的资本净流入



资料来源：万得，中银证券

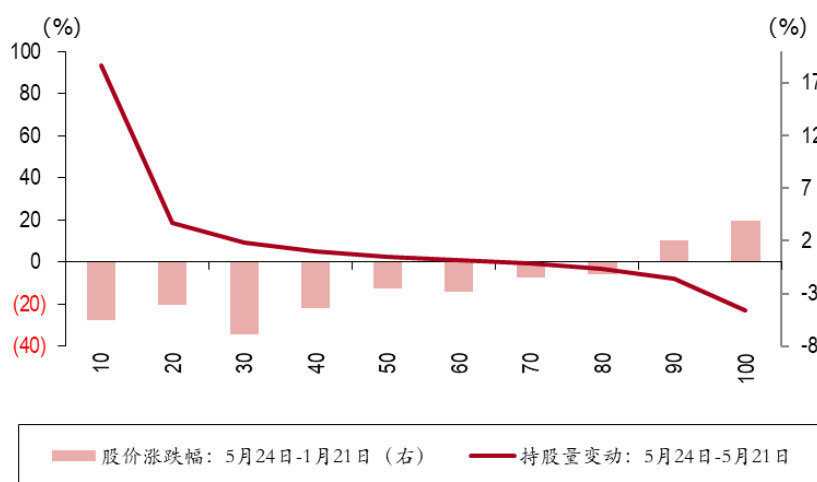
三、5月底陆股通净买入或更多出于交易性质而非资产配置

2021年5月底，在人民币升值至接近三年来的历史高位时，5月25日出现单日217亿元陆股通净买入，远高于上日18亿元的规模，单周创下468亿的历史净买入新高，A股也明显上涨。而这是2017年以来唯一的三个标准差以上净流入，在既无消息面也无基本面新增利好情况下，确实令人意外。此前5次两个标准差以上的净流入均不以人民币汇率为触发点，例如2020年2月第一周外资大幅流入抄底开市暴跌的A股²。

从上述论证可以看出，外资大量买入A股不一定拉动人民币升值，而人民币升值也不一定推动A股上涨，尤其是对于配置为主的外资来说，人民币是外资的资金错配，人民币升值意味着汇率风险和交易成本会有所上升。三者之间的涨跌并不存在连贯的因果关系。**这也使得五月最后一周陆股通创纪录流入和市场鼓吹“股汇同涨”显得格外不同寻常。**

根据对5月最后一周陆股通持股数量变化百分位的表现分析，我们发现外资整体仍是高抛低吸的节奏，即持仓上升的均是较1月21日沪深300指数高点下跌的股票、持仓下降的均是同期上涨的股票（见图表10），而且流通市值分布呈现正态分布，即持仓小幅变动的是大市值股票、持仓剧烈变动的为小市值股票（见图表11）。不过，虽然流通市值小的股票易于“操作”，但是是否含有快进快出的交易盘属性还需看较长周期内的持仓变化。

图表9. 陆股通持股量变动和股价较1月21日变动

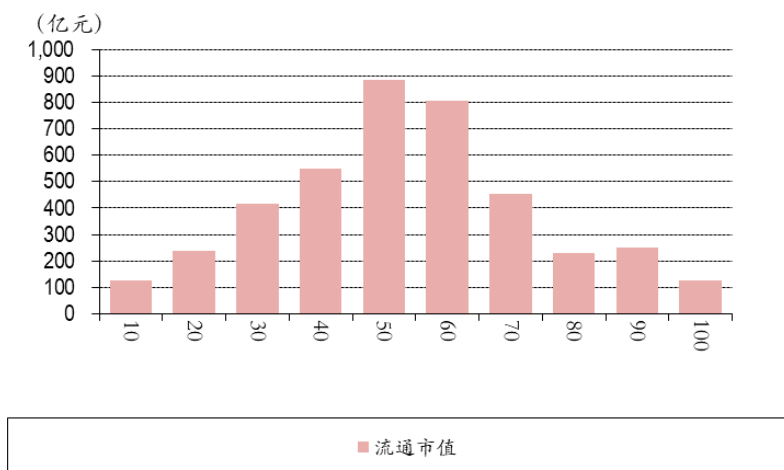


资料来源：万得，中银证券

注：横坐标为5月最后一周陆股通净买入额前百分X位的股票组合。

² 5次两个标准差以上的净流入分别为2018年11月第一周（接近破7），2019年11月第四周中美第一阶段经贸协议意向书达成前夕，2020年2月第一周新冠复市后A股暴跌，2020年4月第三周央行实施定向降准，2020年7月第一周A股罕见大涨。

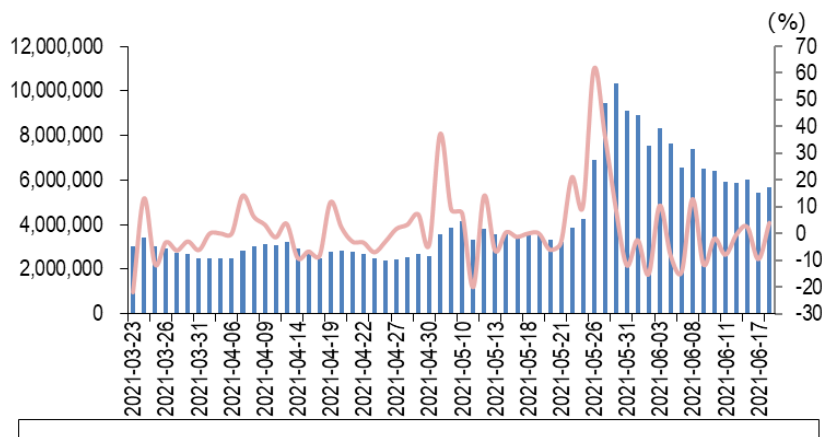
图表 10. 按照陆股通净买入额百分位数的股票组合的流通市值均值



资料来源：万得，中银证券

进一步将 5 月最后一周持股数量翻番的 25 支股票合并统计³，我们可以发现 5 月 24 日平均持股量开始大幅上行至 28 日高点，日均增加 28%，明显高于 3 月 22 日以来的 3% 日均增持幅度；此后，随着 5 月 31 日外汇准备金率上调后快速流出（见图表 12）。如果没有政策干预来打破似是而非的股汇同涨逻辑，考虑到市场做多情绪不断升温，人民币汇率可能会在短期内升破 6.3，外资顺势继续流入股市可能会进一步提高收益。

图表 11. 3 月 22 日以来“异常”买入的 25 支股票持股数量变化



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_20353

