



## 宏观专题

# 股债市场的外资流出压力有多大？

### 证券分析师

芦哲

资格编号：S0120521070001

邮箱：luzhe@tebon.com.cn

### 联系人

王洋

资格编号：S0120121110003

邮箱：wangyang5@tebon.com.cn

### 相关研究

《如何定量评估 2022 年“宽信用”——流动性创造系列专题之一》

《2022 年流动性缺口有多大？——宏观年度展望之货币与信用篇》

《降息又降准，股市何时上涨？——流动性创造系列专题之三》

《央行反复强调“超储率”有何深意？——流动性创造系列专题之四》

《Flight-to-Quality、信用债策略应如何变——流动性创造系列之五》

### 投资要点：

- **2022 年 2 月跨境资金流动显现净流出压力。** 银行代客净结汇规模环比下行超过 80%至 25.67 亿美元；银行代客证券投资净结汇规模录得-27.11 亿美元逆差；2 月份银行代客涉外收付款录得逆差-64.80 亿美元，银行代客证券投资收付款录得-323.06 亿美元的逆差，创下 2010 年以来最大规模的单月赤字。
  - **本币与外币的拆分：**2 月以外币结算的银行代客涉外收支差额为 187.33 亿美元，将证券投资项目做币种拆分：外币证券投资收支差额为-140.54 亿美元，以人民币结算的证券投资收支差额为-182.52 亿美元（陆股通和债券通资金）。
  - **股票和债券的拆分：**2 月份本币结算证券投资逆差主要由债券减持贡献，北向资金流出还未体现在跨境资金流动中。2022 年年内陆港通资金已经转为净流出 395.65 亿元，股票市场的跨境资金净流出将会体现在 3 月份银行结售汇和涉外收付款数据上，预示着随着美联储正式开始加息进程，并且不排除未来单次加息幅度达到 50 个 BP 的可能，未来 6 个月内证券投资账户跨境资金流出压力或增大。
- **评估跨境资金流出的压力：**从经济基本面对比、贸易条件和资金流动角度判断，人民币对美元单边汇率从 2021 年 11 月之后存在高估，美元兑人民币汇率水平应位于 6.40-6.50 区间，但是与 2019 年底相比，人民币也是显著升值的币种，今年人民币汇率向均衡汇率的回归不意味着贬值趋势的开始。
  - **债券通：中美利差持续收窄。**从债券通来看，影响境外机构持有中债的重要因素是中美利差的变化。而且实际上，中美利差的变化领先外资持债的变化。（1）随着中美利差收窄，外资买入中债的速度同步下降；（2）中美利差触及拐点之后才是外资持债的拐点。
  - **陆股通：美元指数强势上涨。**影响证券投资账户下股票市场跨境资金流动的是境内外套息“利差”以及美元指数涨跌，而非人民币汇率波动。
- **风险提示：**（1）美联储货币政策紧缩路径超预期发展；（2）全球通胀水平超预期甚至“滞胀”风险或重塑货币政策周期；（3）中国央行货币政策路径还存在不确定性。

## 内容目录

1. 2月份跨境资金始显净流出 .....	4
1.1. 2月份证券投资逆差拆分：外币和本币 .....	5
1.2. 2月份证券投资逆差拆分：债券和股票 .....	7
1.3. 跨境资金逆差的流动性影响 .....	8
2. 评估跨境资金流出的压力 .....	11
2.1. 债券通：中美利差持续收窄 .....	12
2.2. 陆股通：美元指数强势上涨 .....	13
3. 风险提示 .....	15

## 图表目录

图 1：2022 年 2 月代客涉外收付录得逆差 .....	4
图 2：2022 年 2 月涉外收付证券投资差额录得逆差 .....	4
图 3：2022 年 2 月代客净结汇规模大幅萎缩 .....	4
图 4：2022 年 2 月代客结售汇证券投资差额录得逆差 .....	4
图 5：2 月不包含人民币结算的代客涉外收支维持顺差 .....	5
图 6：银行代客涉外收付款使用人民币结算的比重 .....	5
图 7：代客涉外收付款证券投资项目人民币结算与外币结算规模估算值 .....	5
图 8：境内美元贷存比降至 2015 年以来最低 .....	6
图 9：代客结售汇总额/代客涉外收付总额比值持续下降 .....	6
图 10：2022 年 2 月贸易顺差收窄 .....	7
图 11：2022 年 2 月主动结汇率降至 62% .....	7
图 12：2022 年 2 月中债减持贡献较大资金流出 .....	8
图 13：2022 年 2 月陆股通维持净流入 .....	8
图 14：2017 年至今跨境资金流动对外汇占款的影响下降 .....	9
图 15：2022 年 2 月结售汇和外汇占款轧差回落 .....	9
图 16：超额流动性驱动证券投资顺差转负 .....	9
图 17：超额流动性扩张/收缩和证券投资差额负相关 .....	9
图 18：2017 年至今跨境资金流动对外汇占款的影响下降 .....	11
图 19：2020 年以来经汇率对冲后中债美元收益率低于美债收益率 .....	11
图 20：外资买债随中美利差收窄而减弱 .....	12

---

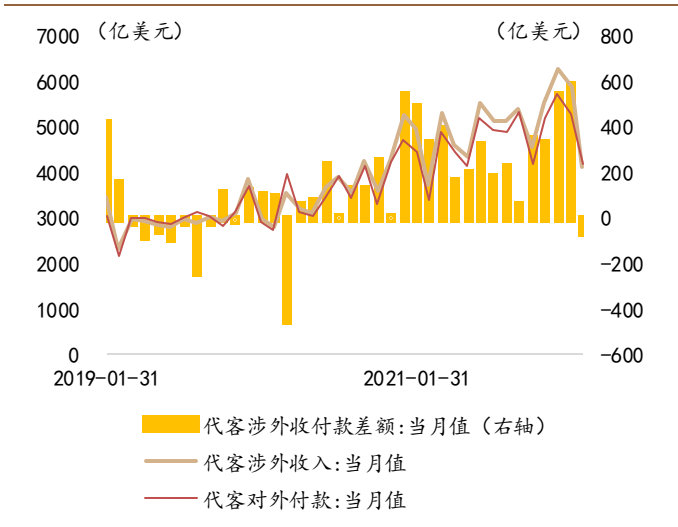
图 21: 中美利差收窄领先外资持债变化 .....	12
图 22: 美元指数涨跌决定陆股通的净流入/净流出 .....	13
图 23: 陆股通资金流动不反映人民币汇率升贬值预期 .....	13
图 24: 强势的人民币汇率推高 AH 股溢价 .....	14
图 25: 中美 10 年期利差收窄压制沪深 300 指数 .....	14

在 3 月 18 日外管局发布 2 月份银行结售汇和涉外收付数据之后，股票市场和债券市场都开始担忧资金流出的压力。从股票和债券市场的资金流动数据看，截止 3 月 23 日陆股通今年已经累计净流出 395.65 亿元，债券市场 2 月份全市场托管数据显示外资持有额度下降 803 亿元。这与外管局公布的涉外收付款中证券投资项目录得 2020 年 3 月以来首次逆差、也是 2010 年以来单月最大逆差相互佐证。在 3 月份中美货币政策正式进入背离阶段后，跨境资金流动面临多大的资金流出压力、对股债市场的影响有多大、人民币汇率又在其中发挥怎样的作用，本文将对这些问题做出一些简答。

## 1.2 月份跨境资金始显净流出

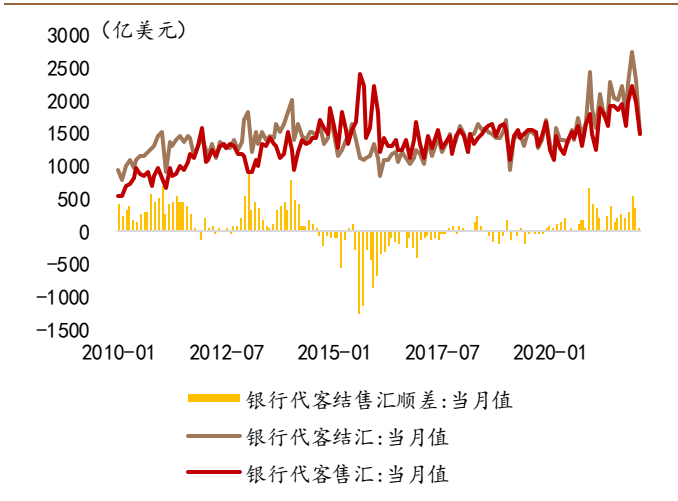
衡量跨境资金流动有交易角度的国际收支、资金划转角度的涉外收付和资金兑换角度的结售汇等三种口径，在还没有发布季度的国际收支平衡表之前，我们只能从涉外收付款和结售汇两个口径来分析跨境资金流动的变化。

图 1：2022 年 2 月代客涉外收付录得逆差



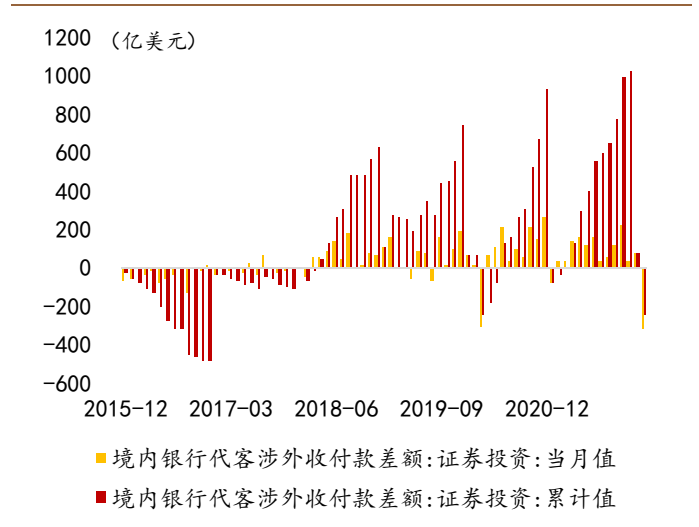
资料来源：Wind，德邦研究所

图 3：2022 年 2 月代客净结汇规模大幅萎缩



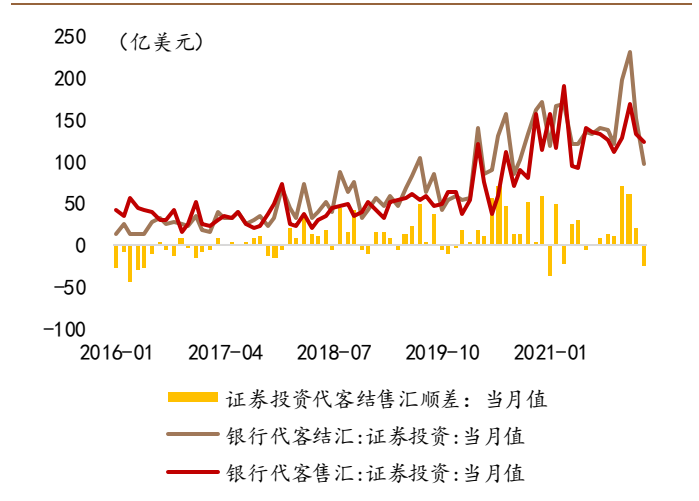
资料来源：Wind，德邦研究所

图 2：2022 年 2 月涉外收付证券投资差额录得逆差



资料来源：Wind，德邦研究所

图 4：2022 年 2 月代客结售汇证券投资差额录得逆差



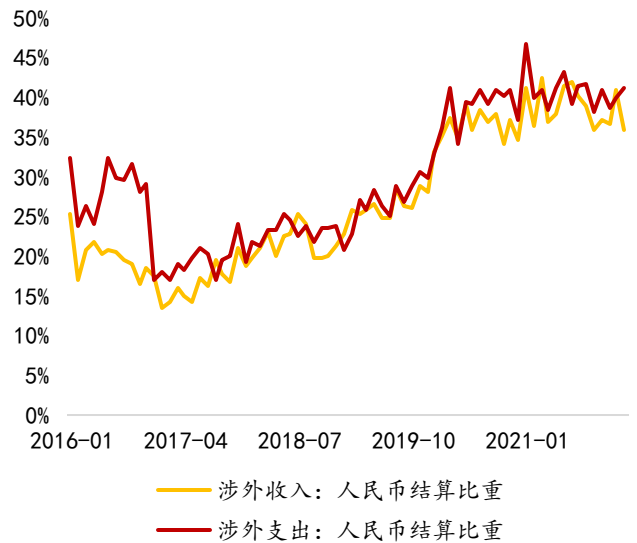
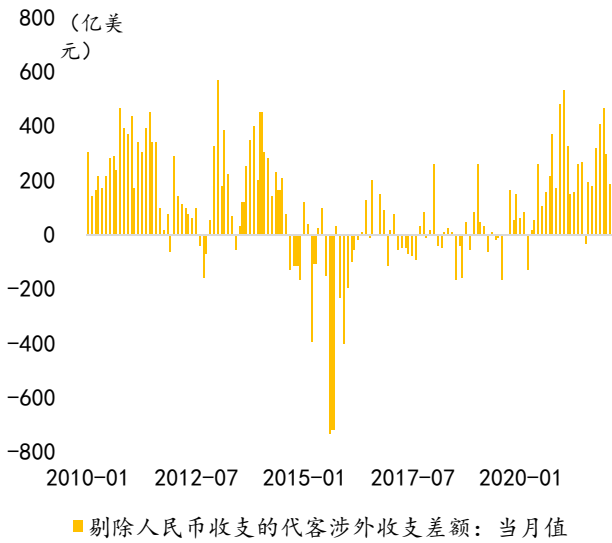
资料来源：Wind，德邦研究所

### 1.1. 2月份证券投资逆差拆分：外币和本币

从银行代客结售汇数据来看，2月银行代客净结汇规模环比下行超过80%，相比352.34亿美元的前值，2月份仅仅有25.67亿美元；银行代客结售汇项目也可以分为经常账户和资本与金融账户，在资本与金融账户中，2月份银行代客证券投资净结汇规模也从前值19.50亿美元转为2月份-27.11亿美元的逆差。从银行代客涉外收付款数据来看，2月份银行代客涉外收付款录得逆差-64.80亿美元，而前值1月份还维持顺差583.78亿美元；银行代客证券投资收付款也从前值71.72亿美元的顺差逆转为单月-323.06亿美元的逆差，这一逆差规模不仅超过2020年3月份全球美元流动性危机期间创下的313.52亿美元的逆差规模，也是2010年以来最大规模的单月赤字。

图 5：2月不包含人民币结算的代客涉外收支维持顺差

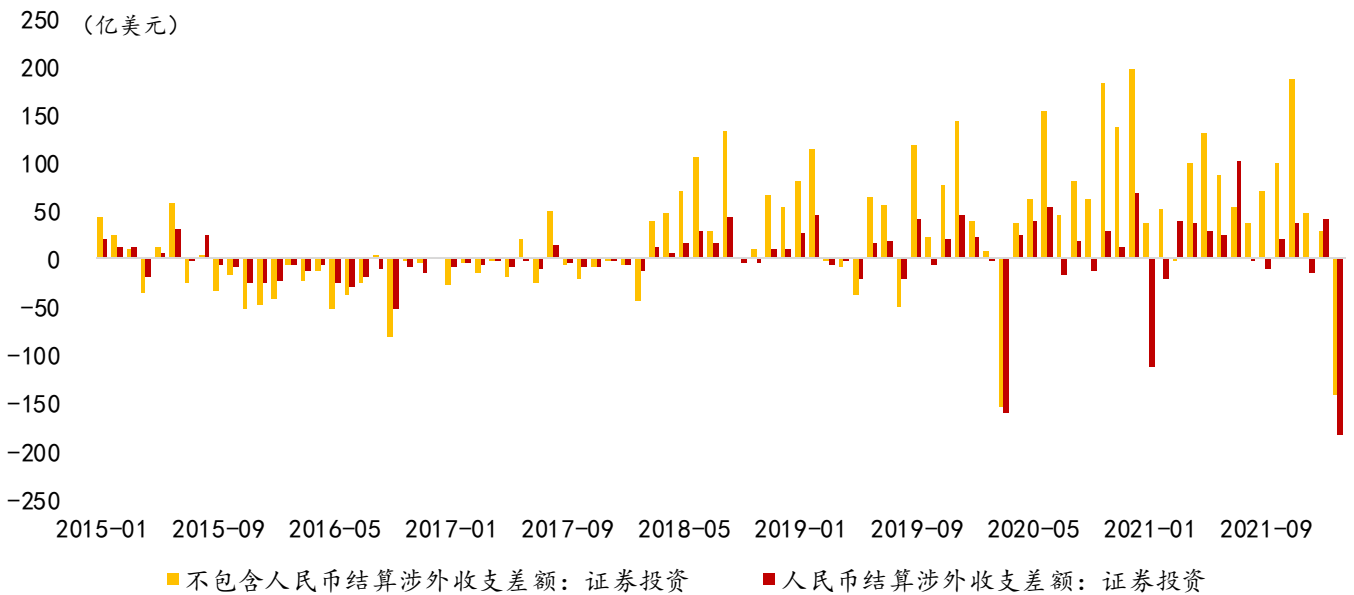
图 6：银行代客涉外收付款使用人民币结算的比重



资料来源：Wind，德邦研究所

资料来源：Wind，德邦研究所

图 7：代客涉外收付款证券投资项目人民币结算与外币结算规模估算值



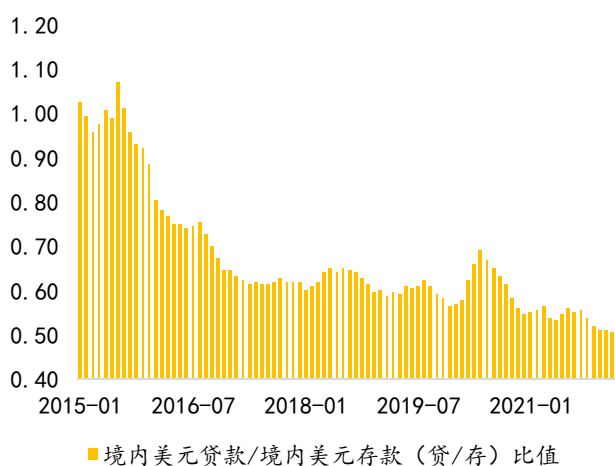
资料来源：Wind，德邦研究所

对比银行结售汇和涉外收付款两个口径，不难发现两种口径下证券投资逆差规模存在较大差异，2月份银行代客涉外收付口径下的逆差规模-323.06亿美元远超过结售汇口径下的逆差规模-27.11亿美元。其中的差别在于从统计口径来看，结售汇统计范围小于涉外收付款统计，后者包含人民币结算和外币结算两种，人民币结算不经过银行兑换外币的过程，因此需要区分出纯外币结算的部分。

(1) 银行代客涉外收入和支出的人民币结算比重从2020年之后快速上升，2021年全年涉外收入中使用人民币结算的平均比例为39%，涉外支出中使用人民币结算的平均比例为41%。截止2022年2月份，使用人民币结算的涉外收入比重为36%，本币结算涉外支出为41%。假设人民币结算的证券投资项目涉外收支比例和涉外收入总体保持一致，那么将人民币结算的部分减去，即可得到与结售汇相同统计口径的涉外收支，以此方法测算，2022年2月，以外币结算的银行代客涉外收支差额为187.33亿美元，如果将其中证券投资项目做币种拆分，在-323.06亿美元的结构中，不包含人民币结算的外币证券投资收支差额为-140.54亿美元，而以人民币结算的证券投资收支差额则为-182.52亿美元。

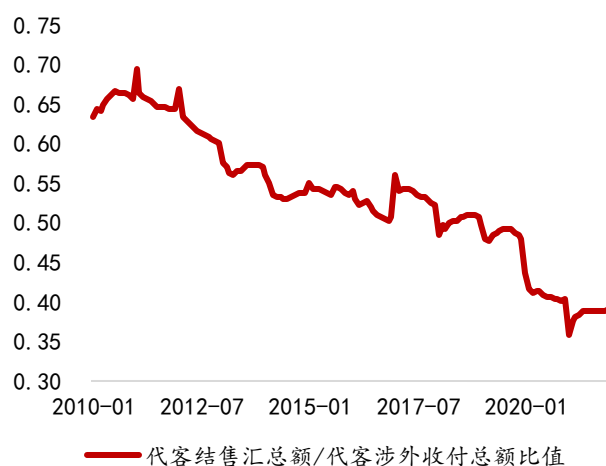
(2) 以外币结算的跨境资金涉及到外汇兑换，能够体现为银行代客结售汇数据的变化。但是以外币结算的证券投资逆差(-140.54亿美元)和证券投资代客结售汇逆差(-27.11亿美元)之间也出现了偏离，相应的，非金融企业和居民通过商业银行购买/出售外汇的总额占证券投资涉外收付款总额的比例也仅为23.7%，表明非金融企业和居民更加倾向于利用跨境人民币支付、外汇存贷款和跨境贸易融资替代银行柜台买卖外汇。

图 8：境内美元贷存比降至 2015 年以来最低



资料来源：Wind，德邦研究所

图 9：代客结售汇总额/代客涉外收付总额比值持续下降



资料来源：Wind，德邦研究所

(3) 2022年2月证券投资项目逆差中，人民币结算的逆差规模(-182.52亿美元)超过外币结算的逆差规模(-140.54亿美元)，这是由于陆股通和债券通项目的结售汇发生在离岸市场，外资净流入会先在离岸美元市场将外币兑换为人民币，再用离岸人民币通过商业银行转换为在岸人民币并买入股债资产，而流出亦是通过对本币结算的方式先将在岸人民币资产转化为离岸人民币，继而在离岸市

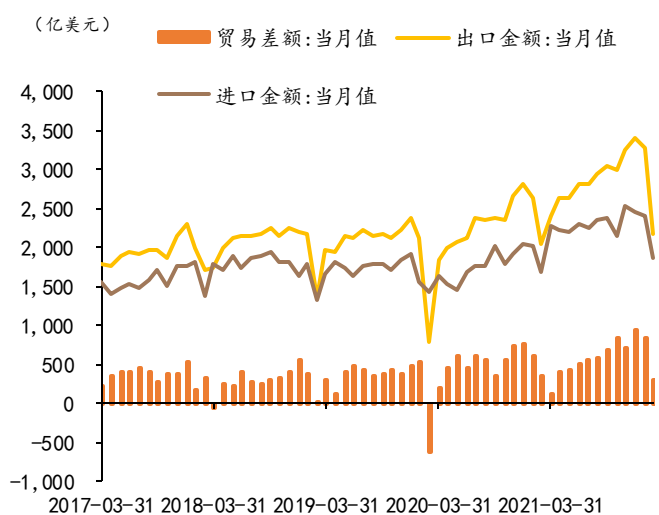
场做售汇操作，因此股票和债券资产的净流出压力体现在证券投资项目中以人民币结算的逆差规模变化上。

值得注意的是，根据外汇管的论述<sup>1</sup>，证券投资项目涉及到的跨境资金流动渠道包括：QFII、QDII、境内上市公司境外上市以及通过沪港通、深港通、债券通等渠道进行的跨境证券交易。但是 QFII 的资金流入数据却不会被统计在非银行部门的跨境收入上，而是被统计在银行部门吸收的非居民存款项目上。

## 1.2.2 2 月份证券投资逆差拆分：债券和股票

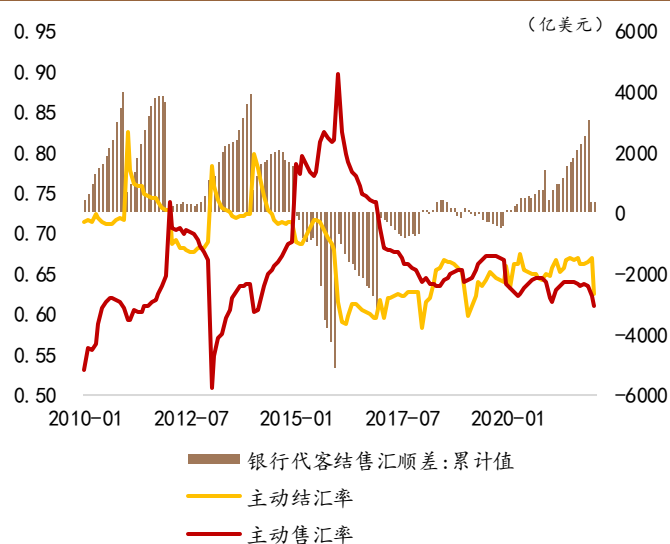
从驱动 2 月份银行涉外收付逆差形成的原因看，货物贸易结售汇顺差下滑、主动结汇率下降是跨境资金由净流入转为净流出的底层因素。而证券投资逆差则反映了中美利差收窄和人民币汇率预期正在发生变化。

图 10：2022 年 2 月贸易顺差收窄



资料来源：Wind，德邦研究所

图 11：2022 年 2 月主动结汇率降至 62%

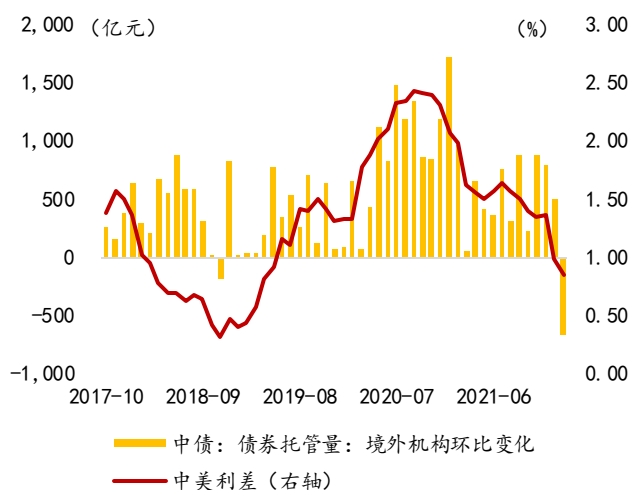


资料来源：Wind，德邦研究所

**2 月份贸易顺差收窄和主动结汇率下降。**一方面从贸易顺差变化看，此前海关总署发布的 2 月份进出口数据显示，2 月份贸易顺差从前值 853.72 亿美元降至当月 305.84 亿美元，除却季节性因素之外，外部需求景气度边际减弱对出口增速的支撑作用也出现下降；另一方面，在贸易顺差回落的同时，非银行部门结汇需求也在下降。如果从总的结汇量和涉外外汇之比来度量结汇率，1-2 月结汇率同比下降 3.2 个百分点至 62.4%；同样的从总的售汇量和涉外支出之比度量售汇率，1-2 月售汇率同比下降 0.5 个百分点至 61%。如果做进一步区分，使用“银行代客结汇/售汇和银行代客涉外外币收入/支出”度量市场主题“主动”结售汇的意愿，2022 年 2 月份主动结汇率环比下降 4.6 个百分点至 62.39%、主动售汇率环比下降 1 个百分点至 61.03%。市场主动结汇意愿下降，反映非金融企业和居民对人民币汇率升值的预期出现了变化，进而主动减少结汇需求。

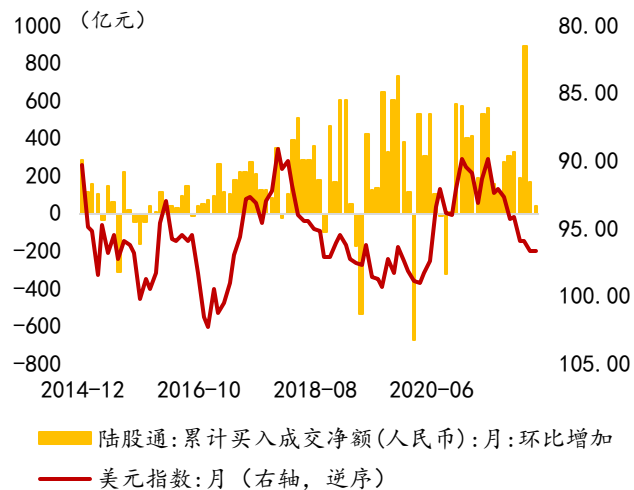
<sup>1</sup> 国家外汇管理局国际收支分析小组：《2014 年中国跨境资金流动监测报告》2015-02-15

图 12: 2022 年 2 月中债减持贡献较大资金流出



资料来源: Wind, 德邦研究所

图 13: 2022 年 2 月陆股通维持净流入



资料来源: Wind, 德邦研究所

**本币结算证券账户逆差=债券通+陆股通。**2022 年 2 月份, 以人民币结算的证券投资收支差额则为-182.52 亿美元, 其中债券通和陆股通是其中主要部分。从 2 月份两项统计数据来看, 2 月份证券投资账户本币结算逆差主要是外资减持中债导致, 2 月份外资机构在中债登的债券托管总量单月环比下降 669 亿元, 达到 36666 亿元, 相比 1 月份有不小的落差; 而 2 月份陆股通渠道外资净流入规模为 40 亿元, 尽管较 1 月份前值 185 亿元环比降幅较大, 但是陆股通资金还未贡献负值, 累计来看 1-2 月份累计净流入 207.54 亿元。进入 3 月份之后股票市场风云突变, 截止 3 月 23 日统计数据显示, 2022 年年内陆港通资金已经转为净流出 395.65 亿元, 股票市场的跨境资金净流出将会体现在 3 月份银行结售汇和涉外收付款数据上, 预示着随着美联储正式开始加息进程, 并且不排除未来单次加息幅度达到 50 个 BP 的可能, 未来 6 个月内证券投资账户跨境资金流出压力或增大。

### 1.3. 跨境资金逆差的流动性影响

跨境资金流动往往会通过“商业银行外汇占款+中央银行外汇占款”的渠道影响境内广义流动性的变化, 度量跨境资金流动对境内流动性影响的一个指标是“银行结售汇差额+以本币结算的银行代客涉外收付款差额”。

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\\_39743](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_39743)



云报告  
<https://www.yunbaogao.cn>

云报告  
<https://www.yunbaogao.cn>

云报告  
<https://www.yunbaogao.cn>