



# 程实：外资还会持续流出吗？



文/意见领袖专栏作家 程实、高欣弘

“居高声自远，非是藉秋风。”近期受政策利好影响，资本市场信心大幅提振，但北向资金的进出方向仍有反复，表明外资的疑虑可能尚未完全消除。从历史经验看，除了在美元流动性危机时外资无差别回流的极端情形，过去外资大幅流出中国股市一般是为了获利了结或卖出止损，而基于特定事件的恐慌性流出一般在月内就能恢复。在当前中国股市整体估值较低且近一年波动性较小的情形下，外资呈现净流出实属特别，不过流出资金占外资累计净买入仅为 3.6%，或预示着仅部分外资的配置逻辑发生转变。

当前从政策层传递的信号来看，上一阶段导致外资大规模流出的风险因素已基本释放，外资对中国资产的信心将随着实际举措的展开逐步修复，后续外资进出的关注焦点将转移至美联储加息周期的开启与地缘政治风险的演化。我们认为，这两大因素对中国股市的影响较小，而将更多减缓外资向中国债市流入的速度，从而使人民币汇率小幅承压。



此次外资流出中国股市的现象较为特别，但流出资金规模仍处于可控范围

国际金融协会（IIF）数据显示，自互联互通机制开放以来，中国资本市场对外开放程度显著提升，外资流入境内股市和债市的长期趋势明显，仅在少数月份下出现净流出。从历史经验可见，除了 2020 年 3 月全球美元流动性危机时外资无差别回流的极端情形，其他时间外资流出中国股票市场大多为获利了结或者卖出止损（如图 1 所示）。

图 1：历史上外资明显流出中国股票市场大多都是卖出止损或获利了结



资料来源：IIF, Wind, Bloomberg, ICBC International

比如在 2019 年 4~5 月以及 2020 年 9 月，外资大幅流出中国股市之前，均出现了估值的陡峭上升。在 2015 年 7~9 月，A 股前期经历了大幅的波动，外资则是出于卖出止损的目的流出中国股票市场。如果是基于特定事件的恐慌性流出（比如 2018 年中美贸易冲突和 2021 年中概股问责法案出台期间），在月内基本都能重新恢复流入。这也意味着外资逐利属性强，在中国股票估值上升空间较大的情形下，外资加仓中国的意愿一般都会较为强烈。

而在今年 3 月 11 日和 3 月 18 日两周，外资流出中国股市合计超过 100 亿美元，规模仅次于 2020 年全球流动性危机期间以及 2015 年 A 股

集中大幅下挫时期。图 1 显示，无论是 A 股还是海外的中国概念股票，当前估值均处于较低位置且近一年波动性较小，因而此次外资的持续净流出是相对特别的现象，尤其是在被动型基金依旧保持净流入的情形下。这或许代表着在当前局势下，部分主动型外资基金并非以往短暂的恐慌性流出，而是逐利为主的配置逻辑发生变化，由此回归对中国的长线投资还需静待时日观察。

不过值得注意的是，此次外资流出资金的规模比较有限，无法代表外资的整体意愿。截至 3 月 23 日，北向资金成交净卖出超过 600 亿元，规模与历史最高的 2020 年 3 月相近，但当前外资在 A 股的投资整体规模较彼时增长 50% 有余，经计算净流出的金额占比仅为总量的 3.6%，且自 3 月 16 日金融委会议以来净流出速度已经逐步放缓。相较之下，2015 年 7 月外资因止损卖出 314 亿元，由于中国资本市场对外开放程度较低，占到当时外资累计买入规模的 25.8%。

美联储加息周期重启与地缘政治动荡风险，将继续影响外资流动方向

从近期金融委和国常会的几次发声看，政策已开始着力稳经济稳预期。国常会在五项重点举措中特别提到“要继续做好稳外贸稳外资工作，保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定，保持国际收支基本平衡”。中美关系也在同步缓和，证监会正积极与 SEC 沟通海外上市的相关事宜，防范中概股退市的潜在风险。至此，我们认为上一阶段导致外资大规模流出的风险因素已基本释放，外资对中国资产的信心将随着实际举措的展开逐

步修复。但我们仍需要关注后续可能影响外资流出中国资本市场的两大因素。

第一是美联储加息周期的重启。美联储加息往往伴随新兴市场国家股票市场的紧缩恐慌，而中国则更多表现为债券市场受到波及。在 2005 年和 2018 年美联储密集加息期间，外资流入新兴市场国家速度明显放缓。2005 年，美联储年内连续加息 8 次，利率上调达 200bp，当年外资流入新兴市场国家的月度平均值仅为 69 亿美元，相较 2005 年 1 月至 2022 年 2 月的长期表现明显下降，股债均出现不同程度的流出。2018 年美联储加息 4 次，利率上调 100bp，在此情形下，新兴市场国家债券市场的外资流入仍保持相对稳定，而股票市场外资流入的月度平均值大幅下降至 16 亿美元。在此期间，尽管外资流入中国的速度也同步放缓，但与新兴市场国家相反，中国股市流入保持稳定，债市流入却较往常明显减少。这可能缘于外资流入仍然以购买我国国债为主，在中美利差收窄过程中会出现资本回流。相对而言，股市体现了中国经济基本面的内生韧性，并不会因美联储加息单一因素而大幅撤离。

**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\\_39817](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_39817)

