

相关研究

《货币是紧还是松？——从利率走廊看货币政策》2019.04.28

《减税落地后，通胀怎么走？——物价观察系列之二》2019.04.22

《日本消费：经济兴衰下的成熟之路——“消费和创新”系列之二》2019.04.15

如何看待外资的持续流入？ ——兼论外资流入的因与果

投资要点：

- 近几年我国资本市场对外开放明显提速，海外资金持续大规模流入，外资的加入对我国资本市场产生哪些影响？未来外资的流向又将如何？
- **对外开放提速，认可度提升。**2014年之前我国资本市场属于渐进式对外开放。2002年QFII正式推出，我国资本市场对外开放拉开序幕。2006年QDII推出实现境内外投资的双向流动，随后2011年RQFII制度出台，拓宽了境外机构投资者在境内投资的途径。2014年以后，我国加快了资本市场开放步伐。股市方面，2014年沪港通和2016年深港通的开通建立了一个双向且投资者限制大大减少的市场开放方式。债市方面，2015年以来我国陆续取消债券市场投资额度、扩大投资产品范围，并于2017年启动债券通。此外，QFII和RQFII的限制和额度也不断放松。随着开放程度的持续加大，我国资本市场逐步受到国际投资者的认可。18年6月和19年4月A股和债市先后纳入MSCI指数和巴克莱指数，19年6月A股还将纳入FTSE全球指数。
- **外资持续流入，增配股票债券。**2014年之前，外资每季度新增证券投资规模在56亿美元左右，而随着资本市场对外开放的提速，2014年以后这一规模扩大到217亿美元。股市方面，QFII和RQFII投资额度多次提升扩大了股票投资规模，而沪港通和深港通的开通更是加速了外资流入A股。目前外资持有我国股票规模达到1.15万亿元，5年间增长了2.3倍，其中外资通过陆股通持股占比超过一半。债市方面，15年债券投资限制放开以后，外资增持债券规模持续扩大，特别是债券通开通以来，外资月均增持规模达到400多亿元。目前境外投资者持有我国债券规模达到1.71万亿元，相比于2014年末增长了1.5倍。
- **重要增量资金，改变市场结构。**股市方面，外资已经成为市场重要的配置力量。3月陆股通成交金额占A股总成交额的比重为6.18%，截止去年12月外资持有股票占A股总流通市值的比重为3.27%，而同时期公募基金持股占比为4.17%。外资改变市场风格，增加境内外股市联动。作为近几年重要的增量资金，外资对消费和金融板块的偏好影响着近两年A股相关行业的股价表现。同时，境外投资者的风险偏好更容易受到全球主要大盘走势的影响，而外资流动会对A股走势产生扰动，进而增加内外市场联动性。债市方面，外资偏好利率债和同业存单，是国债市场的重要增量。外资持有国债、政策性银行债和同业存单的占比分别为63%、19%和11%，而2018年增持国债占总新增规模的比重达到32.5%。但国内债券市场投资主体集中，外资对债市影响或小于股市。由于我国债券市场交易主体较为集中，商业银行占据大头，而商业银行的资金主要受到货币政策影响，投资行为具有一致性，因此目前外资对债券市场的影响可能小于股市，但仍然是不可忽视的力量。
- **对外开放继续，流入趋势不变。**首先，2019年国际多项指数都将陆续提高我国资本市场的权重，这将带来海外配置资金。其次，目前我国股票市场估值仍然比较便宜，债券收益率也一直高于其他发达国家，并且今年中美债券利差有可能重新走阔。更为重要的是，去年以来我国对开放持续提速，外资持股金融机构增多能够吸引海外资金进入，资本市场对外开放通道也在进一步拓宽。而人民币汇率形成机制的完善意味着汇率波动更加符合市场化，也有利于外资消除对汇率风险的担忧。总体来说，金融对外开放是我国持续推进的改革之一，未来我国对外开放的脚步不会停下，外资持续流入的趋势也不会发生改变，外资对我国资本市场的影响将会进一步增强。

分析师:姜超

Tel:(021)23212042

Email:jc9001@htsec.com

证书:S0850513010002

联系人:宋潇

Tel:(021)23154483

Email:sx11788@htsec.com

目 录

1. 对外开放提速，认可度提升.....	5
2. 外资持续流入，增配股票债券.....	7
3. 重要增量资金，改变市场结构.....	9
4. 对外开放继续，流入趋势不变.....	11

图目录

图 1	2014 年以来我国资本项目开放重大事件	6
图 2	沪港通交易机制	6
图 3	A 股纳入 MSCI 指数的过程	7
图 4	资本与金融账户下股权和债券投资季度资本净流入规模（亿美元）	7
图 5	QFII 和 RQFII 的投资额度	8
图 6	沪港通和深港通当月净流入（亿人民币）	8
图 7	境外投资者持有境内股票和通过陆股通持有境内股票规模（亿人民币）	8
图 8	外资持有政府债和政策性银行债新增规模（亿元）	9
图 9	境外投资者持有境内债券规模（亿人民币）	9
图 10	陆股通当月成交金额（亿元）	9
图 11	境外投资者持有境内股票占总流通市值比重（%）	9
图 12	截止 4 月 30 日陆港通各行业持有市值（亿人民币）	10
图 13	标普 500 指数和北上资金净流入	10
图 14	2018 年 12 月境外投资者持有债券类型分布（%）	11
图 15	各类机构投资者增持国债规模（亿元）	11
图 16	外资持有国债和所有债券占比（%）	11
图 17	A 股纳入 MSCI 指数占比变化（%）	12
图 18	4 月 30 日全球各大股指 PE（倍）	12
图 19	中美日欧国债或者公债 10 年期收益率（%）	12
图 20	中国、美国、日本和欧元区 GDP 同比增速（%）	13

表目录

表 1 QFII、QDII、RQFII 主要文件.....	5
-------------------------------	---

近几年我国资本市场对外开放明显提速，海外资金持续大规模流入，外资的加入对我国资本市场产生哪些影响？未来外资的流向又将如何？

1. 对外开放提速，认可度提升

2002年QFII正式推出，我国资本市场对外开放拉开序幕。QFII (Qualified Foreign Institutional Investors) 指的是合格境外机构投资者，是我国在资本项目尚未完全开放情况下有限度地允许国外投资者投资境内证券市场的制度安排。2002年11月，《合格境外机构投资者境内证券投资管理暂行办法》发布，这标志着QFII试点的正式出台，2013年5月瑞士银行和野村证券获中国证监会批准，成为首批取得证券投资业务许可证的合格境外机构投资者。随后，QFII制度不断放开。一方面，合格境外投资者的资格门槛、投资范围不断扩大；另一方面，QFII的投资额度也在不断提升，短短11年额度从40亿美元迅速增加至1500亿美元，增长了36.5倍。

虽然QFII制度为境外资本的引入提供了通道，但是境内资本的流出问题却尚未解决。在这种资本流动需求的推动下，2006年QDII制度正式推出，并逐步放松了境内机构的海外投资限制。随后，2011年RQFII出台，该制度允许符合条件的境外人民币资金直接投资境内市场，进一步拓宽了境外机构投资者在境内投资的途径。可以说，2014年之前我国主要通过QFII、QDII和RQFII实现资本市场的渐进式对外开放。

表1 QFII、QDII、RQFII主要文件

时间	机制	文件名称或发文机构	主要内容
2002年11月	QFII	《合格境外机构投资者境内证券投资管理暂行办法》	QFII试点正式推出。
2006年4月	QDII	《中国人民银行公告〔2006〕第5号》	QDII正式推出，允许符合条件的银行、基金管理公司和保险三大金融机构可按规定进行境外投资。
2006年8月	QFII	《合格境外机构投资者境内证券投资管理暂行办法》	降低了合格境外机构投资者的资格门槛，养老基金、慈善基金会、捐赠基金、信托公司、政府投资管理公司等机构获得了QFII申请资格。
2007年6月	QDII	《合格境内机构投资者境外证券投资管理试行办法》	允许作为合格境内机构投资者证券公司、基金管理公司公开募集资金进行境外证券投资。
2007年12月	QFII	国家外汇管理局	QFII投资额度从100亿美元增加到300亿美元。
2009年9月	QFII	《合格境外机构投资者境内证券投资外汇管理规定(征求意见稿)》	单家QFII申请投资额上限增至10亿美元。
2010年10月	QFII	证监会	要求QFII在资产配置时股票比例不低于50%，现金比例不高于20%。
2011年12月	RQFII	《基金管理公司、证券公司人民币合格境外机构投资者境内证券投资试点办法》	RQFII试点正式推出，允许符合一定资格条件的基金管理公司、证券公司的香港子公司作为试点机构，运用其在港募集的人民币资金在经批准的人民币投资额度内开展境内证券投资业务。
2012年4月	QFII	国家外汇管理局	QFII投资额度从300亿美元增加到800亿美元。
2012年11月	RQFII	国家外汇管理局	增加2000亿元RQFII投资额度，试点总额度达到2700亿元人民币。
2013年3月	RQFII	《人民币合格境外机构投资者境内证券投资试点办法》	扩大RQFII试点机构类型、放宽投资范围限制。
2013年7月	QFII	国家外汇管理局	QFII投资额度从800亿美元扩大到1500亿美元。

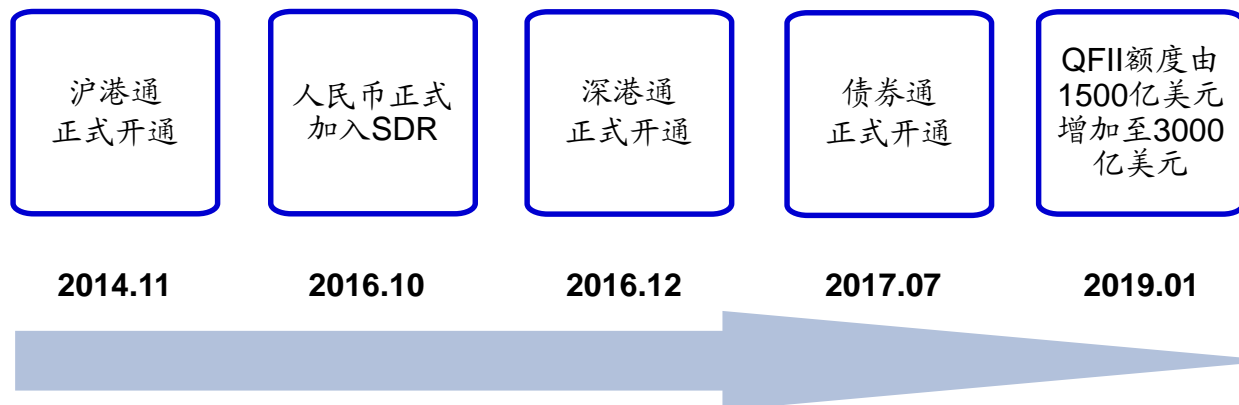
资料来源：国家外汇管理局、证监会，海通证券研究所

2014年以后，我国加快了资本市场开放步伐，A股与港股开启互联互通。2014年4月10日，总理在博鳌论坛上发表了主题演讲，提出要建立上海与香港股票市场交易互联互通机制，经过半年多的准备期，2014年11月沪港通正式开通。在沪港通试点取得了一定经验成果后，2016年12月深港通正式启动。除了陆港通的陆续开通，两地市场的投资限制也持续开放，沪港通开通时设置了每日投资额度和总投资额度，深港通开通时取消了总投资额度的限制，而2018年5月陆港通的每日投资额度又扩大为原来的四倍。

同时债券市场投资限制也逐步放开，并于2017年开通债券通。2016年10月人民币正式加入IMF特别提款权(SDR)货币篮子，为了配合境外央行机构的配置需要，早在2015年我国就开始陆续开放债券市场，包括取消债券市场投资额度和扩大投资产品范围。而2017年7月，债券通正式上线，标志着我国债券市场对外开放进入了一个新阶段。此外，QFII的限制和额度也进一步打开。2016年9月，证监会取消了对QFII资产配置中股票配置不低于50%的要求，同月RQFII管理由审批制改为备案或审批管

理。2018年6月外管局取消了QFII资金汇出20%比例，取消QFII、RQFII本金锁定期要求，同时允许QFII开展外汇套期保值。2019年1月，外管局又将QFII总额度由1500亿美元增加至3000亿美元。

图1 2014年以来我国资本项目开放重大事件

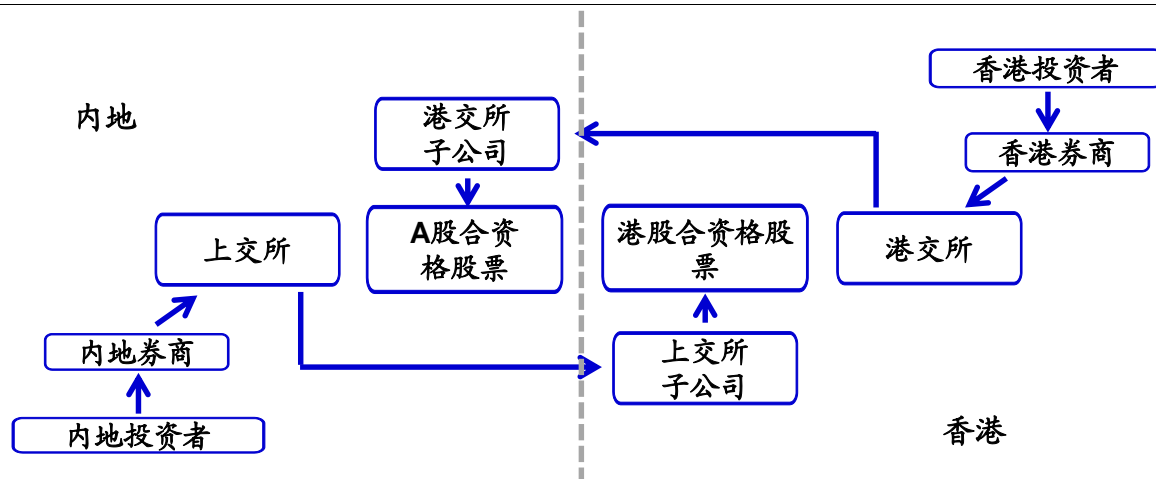


资料来源：海通证券研究所整理

与QFII有限制的开放不同，陆港通的开放真正实现了我国A股市场与港股市场的互联互通，是我国资本市场对外开放的大跨越。QFII、QDII、RQFII制度仅为资本的单向流动，同时还受到投资者资格认定、总投资额度等规则限制。而陆港通则建立了一个双向且投资者限制大大减少的市场开放方式。具体而言，香港投资者在买卖A股合格股票的过程中，所有香港及海外投资者均可自由参与，投资不受到总额度的限制，汇兑管理更加便利，基本上同买卖港股并无差别，内地投资者投资港股的过程与此相类似。

同时，债券通的开放也极大方便了外资投资境内债券市场。在此之前，2016年中国人民银行发布的3号公告已经基本放开了我国银行间债券市场的额度限制。但是，境外机构的开户、交易、结算等手续仍然需要通过境内的结算代理人进行操作，递交备案表后中国人民银行将在20个工作日内出具备案通知书。而债券通的推出则大大简化了这个过程。债券通推出后，境外投资者可直接通过交易中心开立帐户并发出报价请求，不再需要经过结算代理人进行交易。

图2 沪港通交易机制



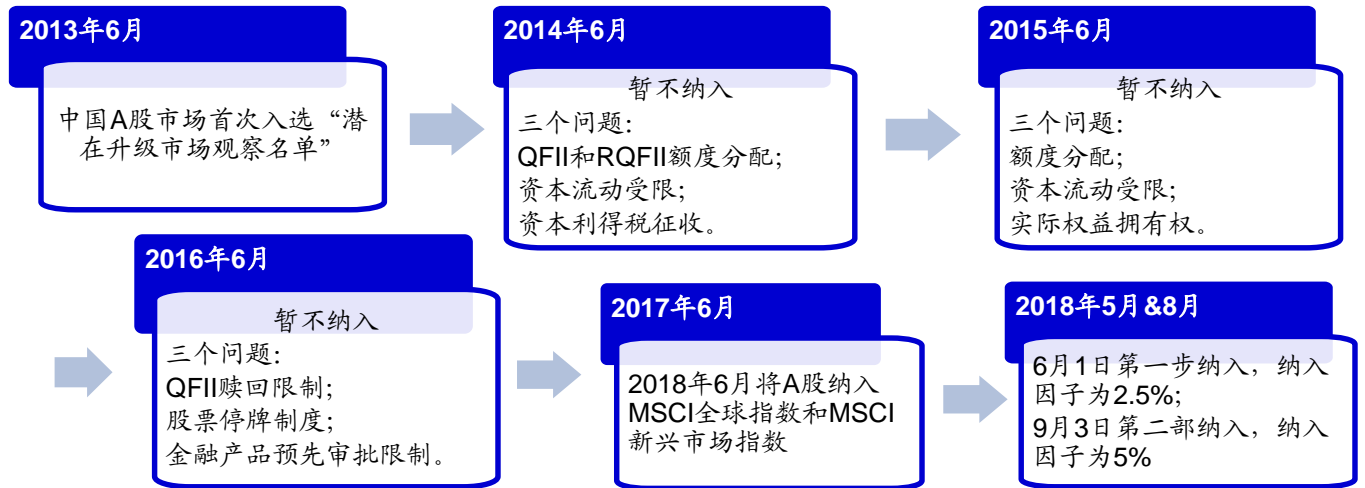
资料来源：证监会，海通证券研究所整理

随着开放程度的持续加大，我国资本市场也逐步受到国际投资者的认可。2018年6月A股纳入MSCI指数。实际上，我国A股纳入MSCI可谓一波三折。在2013年6月的市场分类评估中，中国A股市场首次入选“潜在升级市场观察名单”，这是我国向MSCI指数迈出的第一步。然而，随后MSCI在2014年、2015年和2016年连续三次做出暂不将A股纳入指数的决定，多次受阻的原因与我国资本市场开放程度不高有关。而随着

我国加快资本市场对外开放，包括沪港通、深港通等启动，2017年6月MSCI宣布将于2018年6月将中国A股市场纳入MSCI全球指数、MSCI新兴市场指数等系列。2019年2月，MSCI宣布将进一步增加A股纳入MSCI指数的规模，将纳入因子从5%增加到20%。

同时，2019年4月债市正式纳入巴克莱指数。随着债券投资市场的逐步开放和债券通带来的投资便利，2019年1月彭博宣布将人民币计价国债及政策性银行债券加入彭博巴克莱全球综合指数，全部纳入后人民币标价的中国债券约占指数的6.03%。此外，在MSCI宣布将A股纳入指数以后，2018年9月富时罗素宣布将从2019年6月开始分三步将A股纳入富时全球股票指数系列（FTSE GEIS），纳入因子为25%。

图3 A股纳入MSCI指数的过程

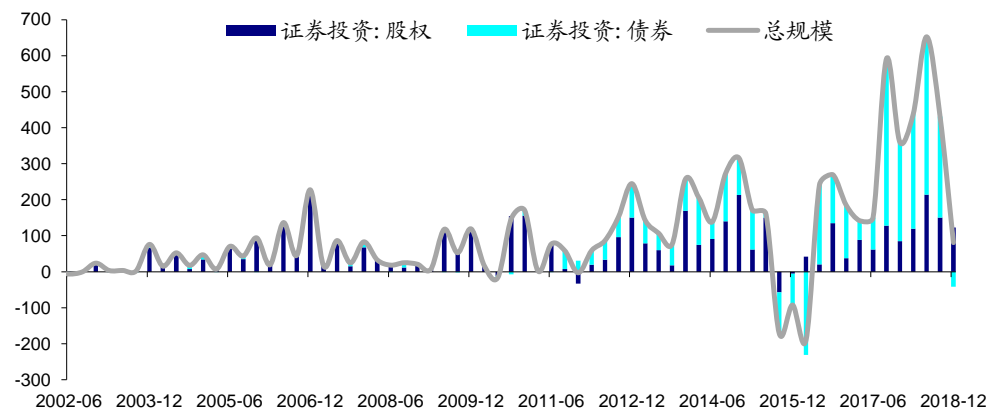


资料来源：MSCI，海通证券研究所整理

2. 外资持续流入，增配股票债券

近几年资本市场开放提速，极大地促进了海外资金增配我国证券资产。在国际收支表的金融账户下，证券投资负债端的规模变化衡量了外资对我国证券资产的配置情况。2014年之前，外资每季度新增证券投资规模在56亿美元左右，而随着资本市场对外开放的提速，2014年以后这一规模扩大到217亿美元。分类型来看，2014年以来股权类资产每季度的新增投资规模在93亿美元左右，相比于2014年之前翻了一倍多，而债券类资产新增投资规模在124亿美元左右，相比于2014年之前增长了9倍多。

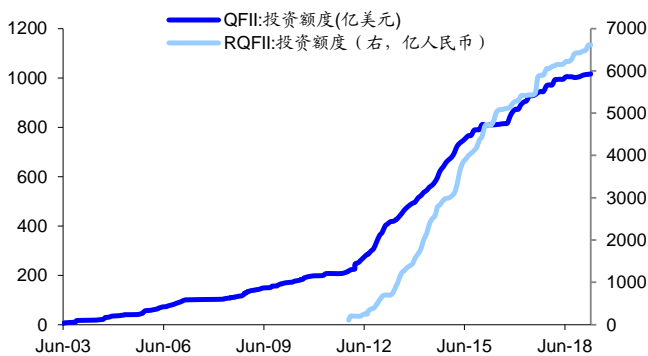
图4 资本与金融账户下股权和债券投资季度资本净流入规模（亿美元）



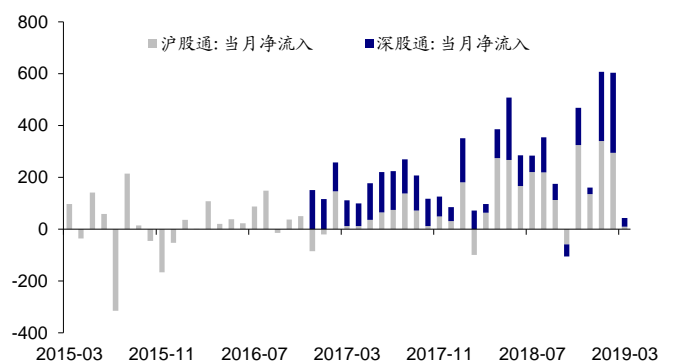
资料来源：Wind，海通证券研究所

具体来说，QFII 和 RQFII 投资额度多次提升扩大了外资股票投资规模。自 2002 年合格境外机构投资者 QFII 正式推出以来，QFII 投资额度经过了多次提升，目前已经获批的 QFII 总投资额度在 1015.96 亿美元。考虑到 2016 年以前 QFII 的股票配置比率不能低于 50%，因此 QFII 额度的不断提升实际上为股票市场带来了大量的海外资金。此外，2011 年我国还推出了 RQFII，投资额度也不断扩大，目前获批规模已经达到 6609.72 亿人民币。

而沪港通和深港通的开通更是加速了外资流入 A 股。前面已经提到，沪港通和深港通相比于 QFII 和 RQFII 对投资者的要求更为宽松，这为外资投资境内 A 股提供了更大的便利，也促进了更多投资者参与到 A 股市场。自 2014 年和 2016 年开通沪股通和深港股通以来，除了 8 个月以外，其余月份外资都是通过陆股通持续增持 A 股股票，特别是 2018 年以来，月均净流入规模达到 280 亿元。

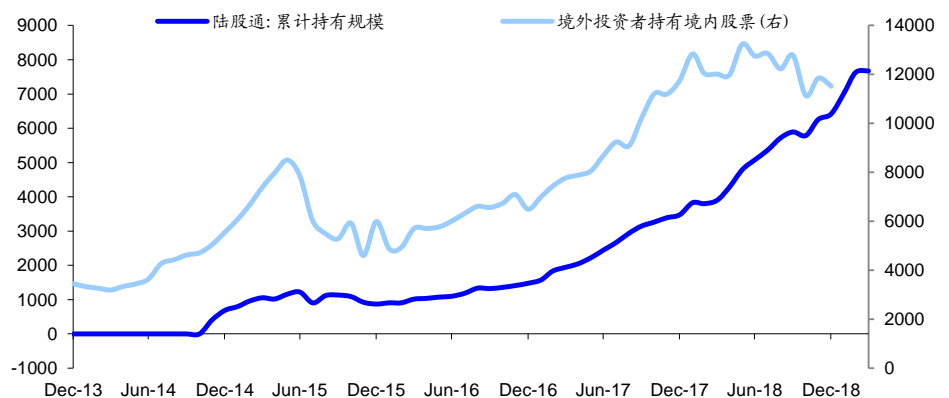
图5 QFII 和 RQFII 的投资额度


资料来源: Wind, 海通证券研究所

图6 沪港通和深港通当月净流入 (亿人民币)


资料来源: Wind, 海通证券研究所

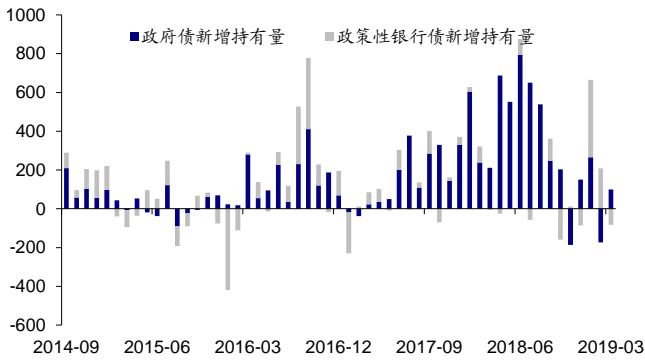
受此推动，我国境外投资者持有境内股票规模在 5 年间增长了 2.3 倍。由于海外资金持续流入 A 股市场，境外投资者持有股票规模不断扩大。根据央行统计，截止 2018 年 12 月境外投资者持有我国股票规模达到 1.15 万亿元，相比于 2013 年末增长 234%。其中截止 2019 年 3 月，外资通过陆股通持有 A 股规模达到 7671.7 亿元，在总规模的比重超过一半，也就是说，陆港通成为海外资金投资国内 A 股市场的主要渠道。

图7 境外投资者持有境内股票和通过陆股通持有境内股票规模 (亿人民币)


资料来源: Wind, 海通证券研究所

我国债券市场的持续开放也扩大了外资对境内债券的持有规模。为了配合人民币加入 SDR 的债券配置需求，我国自 2015 年以来陆续取消了债券市场的投资限制，外资持续增持我国债券资产，2016-2017 年间外资月均增持规模达到 95 亿元左右。而随着债券通的开通，境外投资者投资国内债券获得更大的便利，随后外资月均增持规模达到 458 亿元，其中政府债和政策性银行债是外资增持最多的品种，两者合计月均增持规模达到 338 亿元，占总增持比重的 73.8%。外资持续增持使得境外投资者持有境内债券的存量不断扩大，2018 年 12 月这一规模已经达到 1.71 万亿元，相比于 2014 年末增长了 155%。

图8 外资持有政府债和政策性银行债新增规模(亿元)



资料来源: Wind, 海通证券研究所

图9 境外投资者持有境内债券规模(亿人民币)

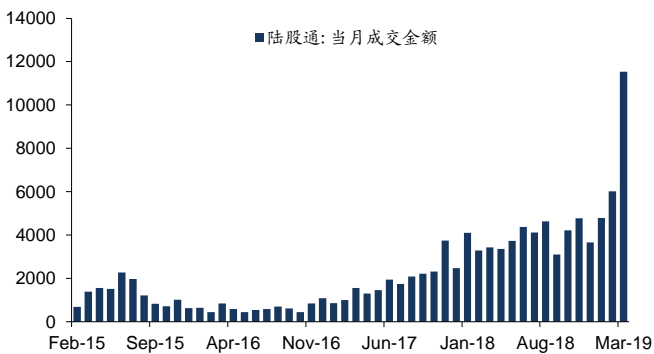


资料来源: Wind, 海通证券研究所

3. 重要增量资金, 改变市场结构

随着外资的持续流入, 外资已经成为国内股票市场的重要配置力量。作为A股市场的新增资金, 海外投资者通过陆股通进行A股交易日趋频繁, 2019年3月陆股通当月成交金额达到1.15万亿元, 占A股市场总成交额的比重为6.18%, 而2014年12月这一比重仅为0.66%。除了成交金额占比持续增加, 境外投资者持有的境内股票占A股总流通市值的比重也持续上升至2018年12月的3.27%。而同时期, 作为主要机构投资者的公募基金占比也仅为4.17%。

图10 陆股通当月成交金额(亿元)



资料来源: Wind, 海通证券研究所

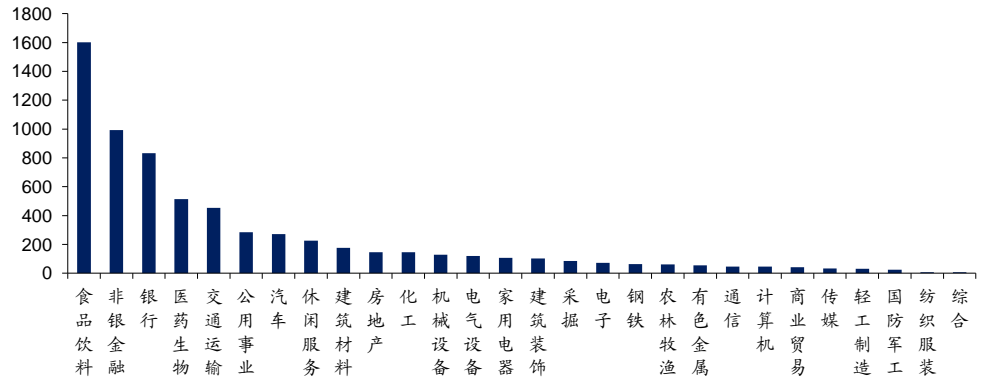
图11 境外投资者持有境内股票占总流通市值比重(%)



资料来源: Wind, 海通证券研究所

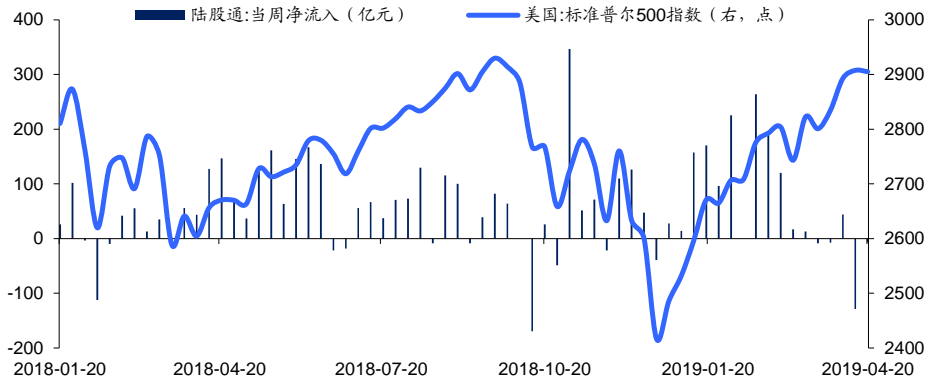
分行业来看, 外资偏好消费和金融板块, 其中在食品饮料、非银、银行和医药行业持股规模靠前。从陆股通的外资持股分布来看, 海外投资者持有市值排名前五的行业分别是食品饮料、非银金融、银行、医药生物和交通运输, 持有规模分别达到1603、993、833、515和454亿元, 而排名6-10的行业也主要分布在消费领域。可见, 外资对消费和金融板块具有明显的偏好, 主要是因为这些行业盈利较稳定, 符合外资的投资风格。而分公司来看, 陆股通中外资持股占流通市值比重超过10%的公司有13家, 也主要分布在消费板块和金融板块, 大部分公司都是盈利能力较强的行业龙头。

作为近几年的增量资金, 外资投资风格影响着A股市场走势。前面已经提到, 外资持有的股票规模占流通市值的比重已经达到3.27%, 与公募基金持股占比仅相差不到1个百分点, 外资已经成为我国A股市场重要的配置力量。同时, 外资的持股规模是在近几年快速扩张, 这意味着外资的资金流入是这几年A股市场重要的新增资金。而外资在行业配置上具有明显的偏好, 所以相应行业能够持续获得增量资金, 而2017年以来食品饮料、银行和非银金融的行业涨幅确实靠前。

图12 截止 4 月 30 日陆股通各行业持有市值 (亿人民币)


资料来源: Wind, 海通证券研究所

同时, 外资占比的上升也增加了境内外股票市场的联动性。境外投资者的风险偏好更容易受到全球主要大盘走势的影响, 如果全球主要股市出现大幅下跌, 外资也会倾向于从 A 股市场短期撤退。2018 年以来, 美股多次大幅下跌时, 陆股通的流入也会减少甚至变成净流出, 反映外资受美股波动而导致风险偏好下降。由于海外资金是 A 股市场重要的增量资金, 所以外资的短期流出也会对 A 股走势产生扰动。因此, 外资交易占比的上升会导致 A 股与全球股市的联动性增强。

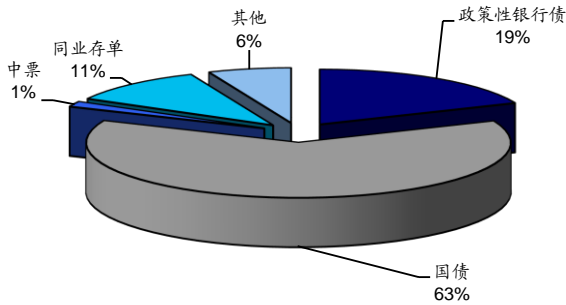
图13 标普 500 指数和北上资金净流入


资料来源: Wind, 海通证券研究所

而对于债券市场, 外资主要偏好信用风险低的利率债和同业存单。从债券类型来看, 外资持有规模排名前三的债券分别是国债、政策性银行债和同业存单, 占比分别为 63%、19%和 11%。国债和政策性银行债属于利率债, 基本没有信用风险, 而同业存单的发行主体是银行, 信用风险也较低。

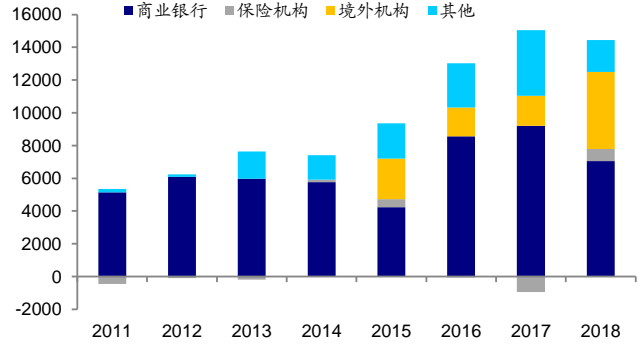
近几年外资成为国债市场重要的增量资金。由于海外资金对国债的偏好, 近几年外资对国债的增持规模持续扩大, 其中 2018 年增持国债 4700 亿元, 占总新增规模的比重达到 32.5%。外资的大量流入使得国债市场新增需求扩大, 有利于国债收益率的下行, 也是去年我国债券市场牛市的一大支撑力。

图14 2018年12月境外投资者持有债券类型分布(%)



资料来源: Wind, 海通证券研究所

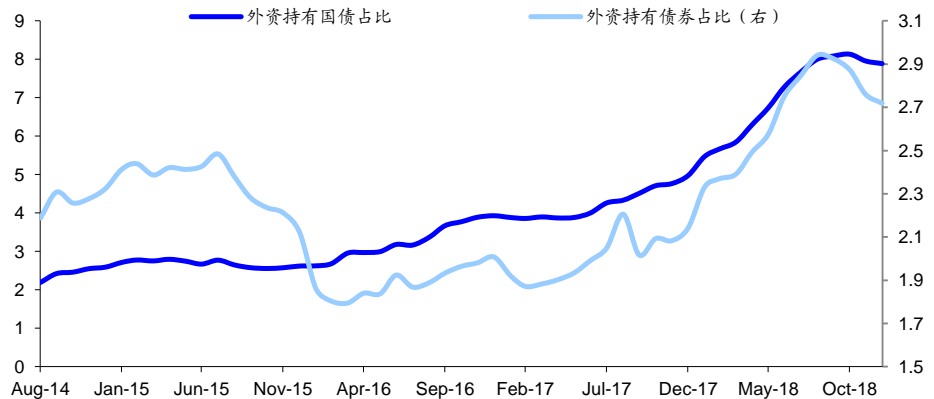
图15 各类机构投资者增持国债规模(亿元)



资料来源: Wind, 海通证券研究所

但国内债券市场投资主体集中, 外资对债市影响或小于股市。截止 2018 年 12 月, 境外投资者持有我国债券占总债券规模的比重达到 2.7%, 由于他们主要偏好国债, 国债市场占比已经达到 7.9%。尽管境外投资者在债券市场的占比持续上升, 但是我国债券市场交易主体较为集中, 商业银行占据大头, 特别是国债市场, 商业银行的持有占比已经超过 60%。由于商业银行的资金主要受到货币政策影响, 投资行为具有一致性, 因此我国债券市场的走势主要还是与央行的货币政策紧密相关, 目前外资对债券市场的影响可能小于股市, 但仍然是不可忽视的力量。

图16 外资持有国债和所有债券占比(%)



资料来源: Wind, 海通证券研究所

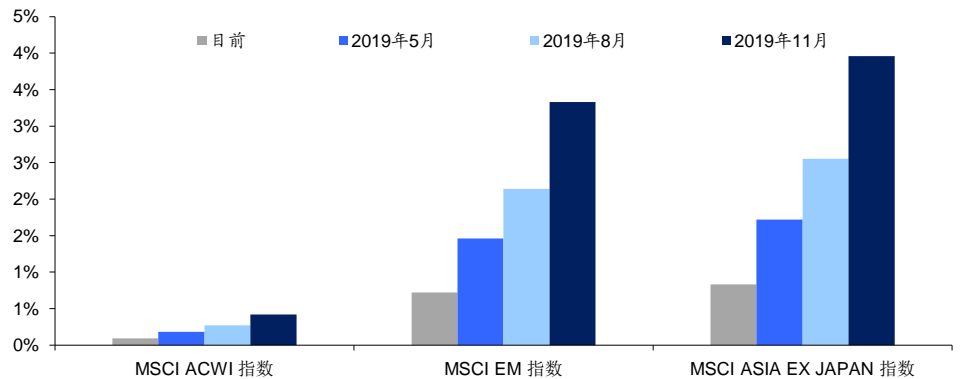
4. 对外开放继续, 流入趋势不变

展望未来, 我们认为海外资金仍将持续流入我国资本市场。

首先, 2019 年是我国资本市场纳入国际指数的关键之年。MSCI 的最新计划将在 19 年 5 月、8 月和 11 月分三步将 A 股的纳入因子从 5% 提升至 20%, 届时 A 股在 MSCI 全球指数和新兴市场指数的比重会从 0.09% 和 0.72% 分别提高到 0.42% 和 3.33%。而富时罗素也将在 19 年 6 月、9 月和 2020 年 3 月分别将 A 股的纳入因子提高到 5%、15% 和 25%, 届时 A 股在 FTSE 的全球指数和新兴市场指数的比重会从 0 分别提高到 0.57% 和 5.51%。同时, 彭博计划从 19 年 4 月开始分 20 个月每个月将我国国债和政策性银行债的纳入因子提高 5%, 全部纳入后中国债券占指数的比重为 6.03%。此外, 花旗富时也将于 2019 年 9 月宣布是否将 A 股纳入全球政府债券指数。

我国纳入各种国际指数将带来海外增量资金。根据 MSCI 的统计, 截止 2018 年 6 月全球超过 4.1 万亿美元资产是基于 MSCI 全球指数, 而超过 1.8 万亿美元资产基于新兴市场指数, 如果考虑这些资产在 A 股纳入指数以后需要调整仓位, 则可在今年 11

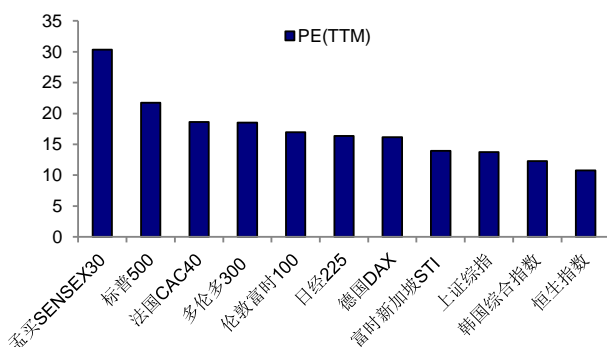
月之前带来大约 135 和 469 亿美元的配置资金。而根据富时罗素的统计，截止 2017 年 12 月有超过 1.7 万亿美元资产基于 FTSE GEIS 指数，如果考虑 A 股比重提高到 0.57%，也会带来约 100 亿美元左右的配置资金。此外，追踪巴克莱全球综合指数的资产规模在 2 万亿美元左右，考虑到最终纳入后我国债券占比为 6.03%，也会带来债券配置资金规模达到 1200 亿美元左右。

图17 A 股纳入 MSCI 指数占比变化 (%)


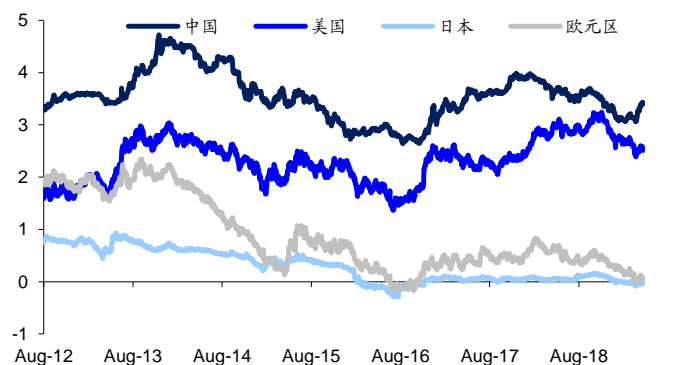
资料来源：MSCI，海通证券研究所

其次，目前来看我国的股票市场相对全球主要股市来说仍然比较便宜。尽管 2 月以来我国股票市场出现一波上涨行情，但是目前我国 A 股估值与全球其他主要股票市场相比仍然不算高。例如，4 月 30 日我国上证综指市盈率 (TTM) 为 13.7 倍，而标普 500、日经 225、伦敦富时 100 和德国 DAX 的市盈率 (TTM) 分别为 21.7 倍、16.4 倍、17.0 倍和 16.1 倍，均高于我国。

同时，我国债券收益率一直高于其他发达国家。次贷危机之后，美国量化宽松政策使得美债收益率持续走低，10 年期利率中枢从 5% 下降至 2.5%，而宽松的货币政策也使得日本国债和欧元区公债利率已经跌至 0% 附近。相比之下，我国 10 年期国债仍然有 3.4% 的收益率。同时，今年美联储暂停加息以后，美国债券收益率已经掉头向下，而目前我国货币政策边际收紧又使得国债收益率上行，今年中美债券利率有可能重新走阔，也会吸引更多海外配置资金。

图18 4 月 30 日全球各大股指 PE (倍)


资料来源：Wind，海通证券研究所，由于 4 月 30 日无交易，部分国家为 5 月 1 日数据

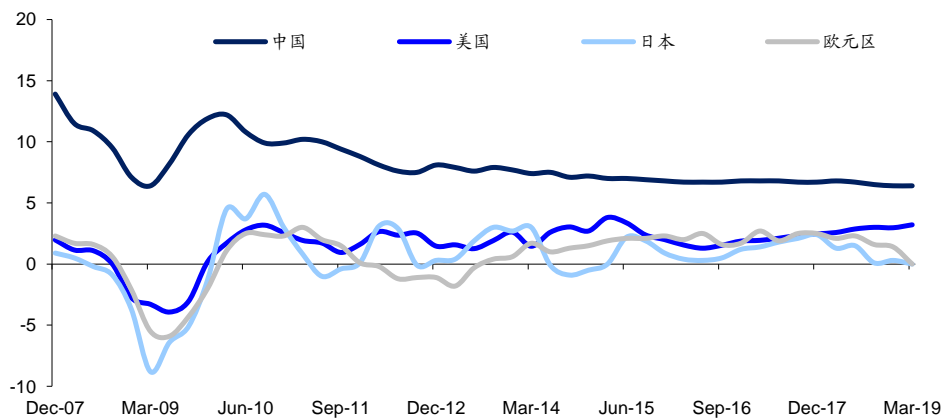
图19 中美日欧国债或者公债 10 年期收益率 (%)


资料来源：Wind，海通证券研究所

更为重要的是，去年以来我国对对外开放进一步提速。去年我国进一步加快了金融行业的对外开放，包括提高外资在证券、基金和保险的持股比例，扩大外资金金融机构的经营范围等，而境内外资金融机构增多能够进一步吸引海外资金进入我国证券市场。同时，目前我国资本市场的开放脚步并没有停下，上交所与多国证券交易所都相继签署了合作协议和备忘录。再者，目前中美贸易谈判进展顺利，人民币汇率形成机制也在进一步完善中，未来人民币汇率变化将更加符合市场化，也有利于外资消除对汇率风险的担忧。

作为新兴市场国家，我国经济一直保持着 6% 以上的增长速度，也为资金带来了较高的投资回报，但是受限于资本项目并未完全开放，以前外资投资我国资本市场多有受限。近几年，随着股票和债券市场开放力度加大，外资持续大规模流入已经反映了海外资金对我国金融资产的需求潜力。金融行业对外开放是我国持续推进的改革之一，目前已出台的政策改革力度空前，未来对外开放的脚步也不会停下。随着我国资本市场的开放程度进一步扩大和国际认可度的不断提升，预计未来外资持续流入的趋势不会发生改变，作为重要的增量资金，外资对我国资本市场的影响也会进一步增强。

图20 中国、美国、日本和欧元区 GDP 同比增速 (%)



资料来源：Wind，海通证券研究所

信息披露

分析师声明

姜超 宏观经济研究团队

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，海通证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经海通证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络海通证券研究所并获得许可，并需注明出处为海通证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。

海通证券股份有限公司研究所

路颖 所长
(021)23219403 luying@htsec.com

高道德 副所长
(021)63411586 gaodd@htsec.com

姜超 副所长
(021)23212042 jc9001@htsec.com

邓勇 副所长
(021)23219404 dengyong@htsec.com

荀玉根 副所长
(021)23219658 xyg6052@htsec.com

涂力磊 所长助理
(021)23219747 tll5535@htsec.com

宏观经济研究团队

姜超(021)23212042 jc9001@htsec.com
于博(021)23219820 yb9744@htsec.com
李金柳(021)23219885 ljli11087@htsec.com
联系人
宋潇(021)23154483 sx11788@htsec.com
陈兴(021)23154504 cx12025@htsec.com

金融工程研究团队

高道德(021)63411586 gaodd@htsec.com
冯佳睿(021)23219732 fengjr@htsec.com
郑雅斌(021)23219395 zhengyb@htsec.com
罗蕾(021)23219984 ll9773@htsec.com
沈泽承(021)23212067 szc9633@htsec.com
余浩淼(021)23219883 yhm9591@htsec.com
袁林青(021)23212230 ylq9619@htsec.com
姚石(021)23219443 ys10481@htsec.com
吕丽颖(021)23219745 lly10892@htsec.com
周一洋(021)23219774 zyy10866@htsec.com
联系人
张振岗(021)23154386 zzg11641@htsec.com
颜伟(021)23219914 yw10384@htsec.com
梁镇(021)23219449 lz11936@htsec.com

金融产品研究团队

高道德(021)63411586 gaodd@htsec.com
倪韵婷(021)23219419 niyt@htsec.com
陈瑶(021)23219645 chen Yao@htsec.com
唐洋运(021)23219004 tangyy@htsec.com
宋家骥(021)23212231 sjj9710@htsec.com
皮灵(021)23154168 pl10382@htsec.com
徐燕红(021)23219326 xyh10763@htsec.com
谈鑫(021)23219686 tx10771@htsec.com
王毅(021)23219819 wy10876@htsec.com
蔡思圆(021)23219433 csy11033@htsec.com
联系人
谭实宏(021)23219445 tsh12355@htsec.com
庄梓恺(021)23219370 zzk11560@htsec.com
吴其右 wqy12576@htsec.com

固定收益研究团队

姜超(021)23212042 jc9001@htsec.com
朱征星(021)23219981 zzx9770@htsec.com
周霞(021)23219807 zx6701@htsec.com
姜珊珊(021)23154121 jps10296@htsec.com
杜佳(021)23154149 dj11195@htsec.com
联系人
李波(021)23154484 lb11789@htsec.com

策略研究团队

荀玉根(021)23219658 xyg6052@htsec.com
钟青(010)56760096 zq10540@htsec.com
高上(021)23154132 gs10373@htsec.com
李影(021)23154117 ly11082@htsec.com
姚佩(021)23154184 yp11059@htsec.com
周旭辉 zhx12382@htsec.com
张向伟(021)23154141 zxw10402@htsec.com
李姝醒(021)23219401 lsx11330@htsec.com
联系人
唐一杰(021)23219406 tyj11545@htsec.com
郑子勋(021)23219733 zzx12149@htsec.com
王一潇(021)23219400 wyx12372@htsec.com

中小市值团队

张宇(021)23219583 zy9957@htsec.com
钮宇鸣(021)23219420 nyum@htsec.com
孔维娜(021)23219223 kongwn@htsec.com
潘莹莹(021)23154122 py110297@htsec.com
联系人
程碧升(021)23154171 cbs10969@htsec.com
相姜(021)23219945 xj11211@htsec.com

政策研究团队

李明亮(021)23219434 lml@htsec.com
陈久红(021)23219393 chenjiuhong@htsec.com
吴一萍(021)23219387 wuyiping@htsec.com
朱蕾(021)23219946 zl8316@htsec.com
周洪荣(021)23219953 zhr8381@htsec.com
王旭(021)23219396 wx5937@htsec.com

石油化工行业

邓勇(021)23219404 dengyong@htsec.com
朱军军(021)23154143 zjj10419@htsec.com
联系人
胡歆(021)23154505 hx11853@htsec.com
张璇(021)23219411 zx12361@htsec.com

医药行业

余文心(0755)82780398 ywx9461@htsec.com
郑琴(021)23219808 zq6670@htsec.com
贺文斌(010)68067998 hwb10850@htsec.com
联系人
范国钦 02123154384 fgq12116@htsec.com
梁广楷(010)56760096 lgk12371@htsec.com
吴佳桢(010)56760092 wjz11852@htsec.com

汽车行业

王猛(021)23154017 wm10860@htsec.com
杜威(0755)82900463 dw11213@htsec.com
联系人
曹雅倩(021)23154145 cyq12265@htsec.com

公用事业

吴杰(021)23154113 wj10521@htsec.com
张磊(021)23212001 zl10996@htsec.com
戴元灿(021)23154146 dyc10422@htsec.com
联系人
傅逸帆(021)23154398 fuf11758@htsec.com

批发和零售贸易行业

汪立亭(021)23219399 wanglt@htsec.com
李宏科(021)23154125 lhk11523@htsec.com
联系人
史岳 sy11542@htsec.com
高瑜(021)23219415 gy12362@htsec.com
谢茂莹 xmx12344@htsec.com

互联网及传媒

郝艳辉(010)58067906 hyh11052@htsec.com
孙小雯(021)23154120 sxw10268@htsec.com
毛云聪(010)58067907 myc11153@htsec.com
联系人
陈星光(021)23219104 cxg11774@htsec.com

有色金属行业

施毅(021)23219480 sy8486@htsec.com
联系人
陈晓航(021)23154392 cxh11840@htsec.com
甘嘉尧(021)23154394 gjy11909@htsec.com

房地产行业

涂力磊(021)23219747 tll5535@htsec.com
谢盐(021)23219436 xiey@htsec.com
杨凡(021)23219812 yf11127@htsec.com
金晶(021)23154128 jj10777@htsec.com

电子行业 陈平(021)23219646 cp9808@htsec.com 尹岑(021)23154119 yl11569@htsec.com 谢磊(021)23212214 xl10881@htsec.com 联系人 石坚(010)58067942 sj11855@htsec.com	煤炭行业 李焱(010)58067998 lm10779@htsec.com 戴元灿(021)23154146 dyc10422@htsec.com 吴杰(021)23154113 wj10521@htsec.com 联系人 王涛(021)23219760 wt12363@htsec.com	电力设备及新能源行业 张一弛(021)23219402 zyc9637@htsec.com 房青(021)23219692 fangq@htsec.com 曾彪(021)23154148 zb10242@htsec.com 徐柏乔(021)23219171 x bq6583@htsec.com 联系人 陈佳彬(021)23154513 cjb11782@htsec.com
基础化工行业 刘威(0755)82764281 lw10053@htsec.com 刘海荣(021)23154130 lhr10342@htsec.com 张翠翠(021)23214397 zcc11726@htsec.com 孙维容(021)23219431 swr12178@htsec.com 联系人 李智(021)23219392 lz11785@htsec.com	计算机行业 郑宏达(021)23219392 zhd10834@htsec.com 杨林(021)23154174 yl11036@htsec.com 鲁立(021)23154138 ll11383@htsec.com 于成龙 ycl12224@htsec.com 黄竞晶(021)23154131 hjj10361@htsec.com 联系人 洪琳(021)23154137 hl11570@htsec.com	通信行业 朱劲松(010)50949926 zjs10213@htsec.com 余伟民(010)50949926 ywm11574@htsec.com 张弋 01050949962 zy12258@htsec.com 张峥青(021)23219383 z zq11650@htsec.com
非银行金融行业 孙婷(010)50949926 st9998@htsec.com 何婷(021)23219634 ht10515@htsec.com 联系人 李芳洲(021)23154127 l f z11585@htsec.com	交通运输行业 虞楠(021)23219382 yun@htsec.com 罗月江(010)56760091 lj12399@htsec.com 联系人 李丹(021)23154401 ld11766@htsec.com	纺织服装行业 梁希(021)23219407 lx11040@htsec.com 联系人 盛开(021)23154510 sk11787@htsec.com 刘溢(021)23219748 ly12337@htsec.com
建筑建材行业 冯晨阳(021)23212081 fcy10886@htsec.com 联系人 申浩(021)23154114 sh12219@htsec.com	机械行业 余炜超(021)23219816 swc11480@htsec.com 耿耘(021)23219814 gy10234@htsec.com 杨震(021)23154124 yz10334@htsec.com 沈伟杰(021)23219963 swj11496@htsec.com 周丹 zd12213@htsec.com	钢铁行业 刘彦奇(021)23219391 liuyq@htsec.com 刘璇(0755)82900465 lx11212@htsec.com 联系人 周慧琳(021)23154399 zhl11756@htsec.com
建筑工程行业 杜市伟(0755)82945368 dsw11227@htsec.com 张欣劼 z x j12156@htsec.com 李富华(021)23154134 lf h12225@htsec.com	农林牧渔行业 丁频(021)23219405 dingpin@htsec.com 陈雪丽(021)23219164 cxl9730@htsec.com 陈阳(021)23212041 cy10867@htsec.com 联系人 孟亚琦 myq12354@htsec.com	食品饮料行业 闻宏伟(010)58067941 whw9587@htsec.com 成珊(021)23212207 cs9703@htsec.com 唐宇(021)23219389 ty11049@htsec.com
军工行业 蒋俊(021)23154170 jj11200@htsec.com 刘磊(010)50949922 ll11322@htsec.com 张恒昭 zhx10170@htsec.com 联系人 张宇轩(021)23154172 z y x11631@htsec.com	银行业 孙婷(010)50949926 st9998@htsec.com 解巍巍 xww12276@htsec.com 林加力(021)23214395 lj12245@htsec.com 谭敏沂(0755)82900489 tmy10908@htsec.com	社会服务行业 汪立亭(021)23219399 wanglt@htsec.com 陈扬扬(021)23219671 cy10636@htsec.com 许樱之 xyz11630@htsec.com
家电行业 陈子仪(021)23219244 chenzy@htsec.com 李阳(021)23154382 ly11194@htsec.com 朱默辰(021)23154383 zmc11316@htsec.com 联系人 刘璐(021)23214390 ll11838@htsec.com	造纸轻工行业 衣楦永(021)23212208 yzy12003@htsec.com 曾知(021)23219810 zz9612@htsec.com 赵洋(021)23154126 zy10340@htsec.com	

研究所销售团队

深广地区销售团队

蔡铁清(0755)82775962 ctq5979@htsec.com
 伏财勇(0755)23607963 fcy7498@htsec.com
 辜丽娟(0755)83253022 gulj@htsec.com
 刘晶晶(0755)83255933 liujj4900@htsec.com
 王雅清(0755)83254133 wyq10541@htsec.com
 饶伟(0755)82775282 rw10588@htsec.com
 欧阳梦楚(0755)23617160 oymc11039@htsec.com
 巩柏舍 gbh11537@htsec.com

上海地区销售团队

胡雪梅(021)23219385 huxm@htsec.com
 朱健(021)23219592 zhuj@htsec.com
 季唯佳(021)23219384 jiwj@htsec.com
 黄毓(021)23219410 huangyu@htsec.com
 漆冠男(021)23219281 qgn10768@htsec.com
 胡宇欣(021)23154192 hyx10493@htsec.com
 黄诚(021)23219397 hc10482@htsec.com
 毛文英(021)23219373 mwy10474@htsec.com
 马晓男 mxn11376@htsec.com
 杨伟昕(021)23212268 yyx10310@htsec.com
 张思宇 zsy11797@htsec.com
 慈晓聪(021)23219989 cxc11643@htsec.com
 王朝领 wcl11854@htsec.com
 邵亚杰 23214650 syj12493@htsec.com
 李寅 021-23219691 ly12488@htsec.com

北京地区销售团队

殷怡琦(010)58067988 yyq9989@htsec.com
 郭楠 010-5806 7936 gn12384@htsec.com
 张丽莹(010)58067931 zlx11191@htsec.com
 杨羽莎(010)58067977 yys10962@htsec.com
 杜飞 df12021@htsec.com
 张杨(021)23219442 zy9937@htsec.com
 何嘉(010)58067929 hj12311@htsec.com
 李婕 lj12330@htsec.com
 欧阳亚群 oyyq12331@htsec.com

海通证券股份有限公司研究所
地址：上海市黄浦区广东路 689 号海通证券大厦 9 楼
电话：(021) 23219000
传真：(021) 23219392
网址：www.htsec.com