

“全球流动性外溢”专题报告

策略专题研究报告

本报告的主要看点：

1. 流动性宽松下新兴市场投资机会

全球流动性外溢：外资持续流入中国的密码

基本结论

- **流动性宽松是当前全球金融环境的主要特征。**疫情冲击下，全球主要央行都采取了新一轮的宽松政策，美联储、欧央行、日本央行和中国央行资产规模急剧扩张。为应对美元流动性短缺，美联储采取了一系列措施，包括央行货币互换、货币市场共同基金流动性工具、无限量 QE 等。与此同时，欧央行也采取了一系列措施释放流动性，包括长期再融资操作和紧急资产购买计划等。日本央行也进一步扩大 ETF 等资产购买规模以维持宽松的流动性环境。
- **在美联储持续宽松的背景下，美元往往维持相对弱势。**从历史数据来看，美元指数与美联储宽松政策息息相关。在美联储持续宽松的情况下，美元利率持续下行，美元往往会维持相对弱势。当然，短期内美元指数的走势会有所波折，特别是美元作为全球主要避险货币，在区域性或全球性危机爆发后，美元指数往往因避险情绪而短期走高。比如 2008 年金融危机期间，美元指数在避险情绪的带动下短期走高后进入了新一轮的贬值周期。当前也面临着同样的情景，疫情冲击下，作为避险货币美元短期仍保持相对强势，但随着全球市场风险偏好提升，美元或进入新的贬值周期。
- **美元指数与新兴市场资产相对价格负相关关系明显，其中国际资本流动是核心主导因素之一。**从具体数据来看，美元指数与新兴市场指数相对走势呈现负相关的关系。原因主要有以下两点：1) 在美元升值时（升值原因可能是：市场避险情绪上升，美元作为避险货币的地位突显；美联储加息，美元流动性边际收紧；美国经济相对其他国家更为强劲），投资者撤出投资于新兴市场的资金并转向美元资产，导致新兴市场的资产抛售，新兴市场的资金不断流出。新兴市场的资金流出导致新兴市场货币出现一定程度的贬值，投资者为了防止外汇风险而进一步减少新兴国家资产持有，进一步降低新兴市场资产价格。2) 在美元贬值时，（贬值原因可能是：美联储降息将释放大量流动性，使美元面临着贬值压力；美国经济相对其他国家弱势）全球投资者对美元贬值预期将加速美元流入新兴市场以应对贬值风险以及寻求更高的资本回报，拉动新兴市场资产价格上升。
- **复盘 2008 年美国量化宽松期间新兴市场表现：全球资金流入促进新兴市场资产价格上行。**新兴市场资金流入与新兴市场指数有着很强的正相关关系，这说明外资流入对新兴市场的资产价格有着重要的影响。受 2008 金融危机影响，在避险情绪的主导下，2007 年以及 2008 年全球资金持续流出新兴市场，流入美国市场。随着美联储一系列流动性宽松政策出台，以及市场恐慌情绪缓解，美元持续走弱，全球资金再度流入新兴市场。自 2009 年起新兴市场资金外逃基本结束，资金开始重返新兴市场。同时，受外资流入的影响，MSCI 新兴市场指数于 2009 年起逐步上行。这表明随着美联储量化宽松，全球资金流入新兴市场，抬升了新兴市场资产价格。
- **全球流动性宽松将持续一段时期，全球资本将逐步回流新兴市场，A 股作为最大的新兴市场或持续受益。**在美联储宽松的政策下，前期美元流动性短缺的局面得到缓解。随着市场避险情绪缓解，风险偏好的提升，全球资金将逐渐流入新兴市场。此外，流动性宽松背景下，美元贬值预期会持续加强新兴市场资金的流入。中国作为最大的新兴市场，外资回流中国将是长期趋势。从北上资金的流向也可以看出，3 月份北上资金有所流出，但此后资金开始大幅度回流 A 股。
- **风险提示：**疫情严重程度超出预期、经济恢复不及预期、海外黑天鹅事件（主权违约、政治风险、中美经贸冲突再起等）

艾熊峰 分析师 SAC 执业编号：S1130519090001
aixiong@gjzq.com.cn

魏雪 分析师 SAC 执业编号：S1130518090001
weixue@gjzq.com.cn

内容目录

一、流动性宽松是当前全球金融环境的主要特征.....	4
1.1 美联储持续释放流动性，全球流动性环境持续宽松.....	4
1.2 各国央行均实施宽松的货币政策.....	5
二、在全球流动性宽松的背景下，新兴市场或迎来持续资本流入.....	6
2.1 流动性宽松背景下，美元往往处在相对弱势.....	6
2.2 美元指数与新兴市场资产相对价格负相关.....	7
三、复盘 2008 年美国量化宽松期间新兴市场表现.....	8
3.1 金融危机期间，美联储进行多次量化宽松保障市场流动性.....	8
3.2 量化宽松期间，全球资本流入新兴市场.....	9
四、A 股作为最大的新兴市场，后续或持续受益于全球流动性宽松.....	10

图表目录

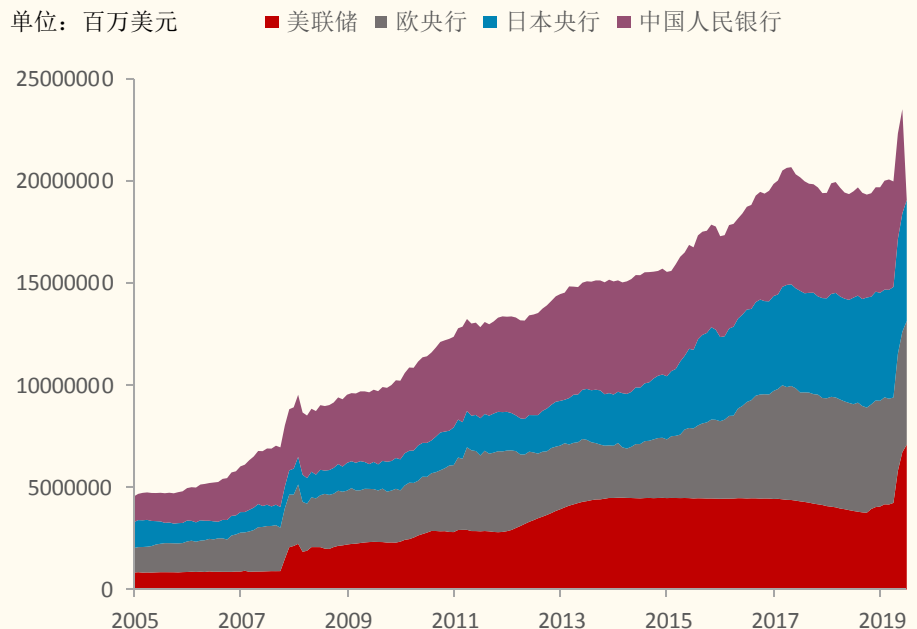
图表 1：全球主要央行资产规模.....	4
图表 2：目前美联储已经实施的资产购买计划及信贷计划.....	4
图表 3：欧央行宽松政策.....	5
图表 4：日本央行进一步扩大资产购买规模.....	6
图表 5：各新兴国家基准利率变动.....	6
图表 6：美元指数与基准利率.....	7
图表 7：美元指数与 MSCI 新兴市场指数相对走势.....	8
图表 8：2007-2008 年美国联邦基金目标利率变动.....	9
图表 9：金融危机后美联储实施了三轮量化宽松.....	9
图表 10：EPFR 新兴市场资金流入与 MSCI 新兴市场指数变动.....	10
图表 11：北上资金持续流入 A 股市场.....	11

一、流动性宽松是当前全球金融环境的主要特征

1.1 美联储持续释放流动性，全球流动性环境持续宽松

- 疫情冲击下，全球主要央行都采取了新一轮的宽松政策，美联储、欧央行、日本央行和中国央行资产规模急剧扩张。受新冠肺炎疫情影响，各国经济受到较为严重的冲击。3月以来，美联储采取一系列措施释放流动性。同时疫情也导致原油需求量降低，并催生了沙特和俄罗斯的价格战，使得原油价格大幅度下跌。为应对美国金融市场急剧下跌以及美元流动性短缺，美联储采取了一系列措施，包括央行货币互换、货币市场共同基金流动性工具、无限量QE等来释放流动性。
- 美联储除了在3月和4月采取了一系列资产购买计划以及信贷计划来缓解金融市场紧张的流动性，还进行了两次降息。在3月3日美联储宣布将联邦基金利率目标区间降至1-1.25%，降息50bp。在3月15日，美联储进一步降息100bp，将联邦基金利率目标区间降至0-0.25%。

图表 1：全球主要央行资产规模



来源：Wind、国金证券研究所

图表 2：目前美联储已经实施的资产购买计划及信贷计划

类型	发布时间	内容
QE4	3月15日	7000亿美元量化宽松计划，包括5000亿美国国债和2000亿美元的机构支持抵押贷款证券
央行货币互换	3月15日； 3月19日	提高央行流动性互换额度，降低美元流动性互换协议定价25bp
一级交易商信贷机制(PDCF)	3月17日	为一级交易商提供隔夜和最长90天期限的融资，担保品包括商业票据、市政债券和股票
商业票据融资便利(CPFF)	3月17日	通过特殊目的载体(SPV)为商业票据发行方提供流动性，购买A1/P1评级的票据；财政部从外汇稳定基金资金池中提供100亿美元保护美联储免受信贷损失
货币市场共同基金流动性工具(MMLF)	3月18日； 3月20日	向金融机构提供贷款，以便金融机构从货币市场共同基金购买优质债券；财政部提供100亿美元信贷保护

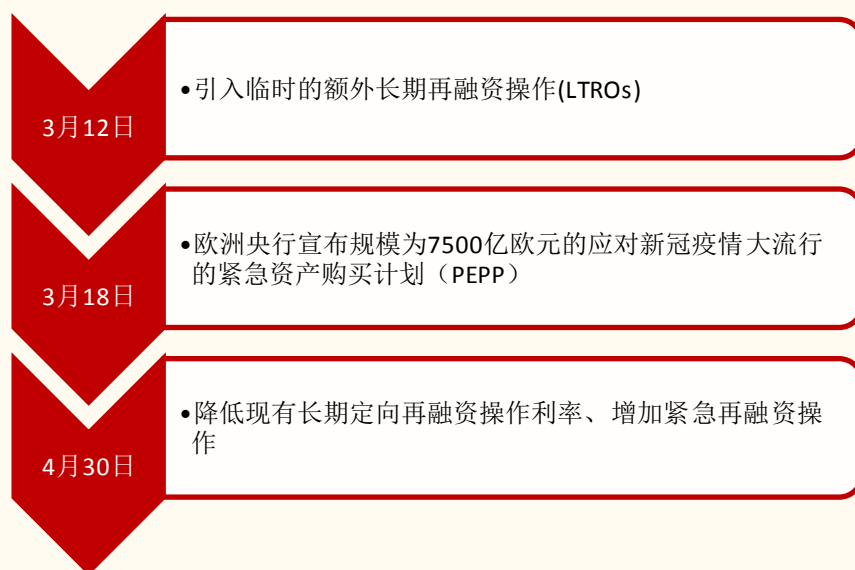
一级市场借贷安排 (PMCCF)	3月23日; 4月9日	通过特殊目的载体 (SPV) 直接从符合条件的企业手中购买债券, 或者为债券发行人提供贷款; 财政部注资 500 亿美元, 范围扩大至 3 月 22 日之前为投资级但近期被下调至投资级以下的所谓「Fallen Angels」
二级市场公司借贷安排 (SMCCF)	3月23日; 4月9日	通过特殊目的载体 (SPV) 二级市场上购买企业债或相关的 ETF, 财政部注资 250 亿美元, 范围扩大至 3 月 22 日之前为投资级但近期被下调至投资级以下的所谓「Fallen Angels」
定期资产支持证券 (TALF)	3月23日; 4月9日	通过特殊目的载体 (SPV) 向符合条件的企业提供贷款, 企业则需提供资产抵押证券 (ABS) 作为担保品; 财政部提供本金 100 亿美元, 规模为 1000 亿美元
无限量 QE	3月23日	推出无限量 QE, 并将商业地产支持证券 (CMSB) 纳入 QE 购买范围
工资保障计划借贷便利 (PPPLF)	4月9日	向小企业管理局提供资金, 再由小企业管理局将资金提供给企业, 并用于发放工人工资; 规模为 3500 亿美元
“主街”大众贷款计划 (MSNLF) 和“主街”扩大贷款便利 (MSELF)	4月9日	主要向小企业提供贷款, 规模为 5000 亿美元, 其中财政部出资 750 亿
市政流动性便利支持 MLF	4月9日; 4月28日	4月9日, 美联储将买入剩余期限 2 年以下的新发地方政府债券, 规模为 5000 亿美元, 其中财政部出资 350 亿美元; 4月28日, 扩大后的 MLF 范围将为 350 亿美元政府债券提供最多 5000 亿美元贷款。

来源: 美联储、国金证券研究所

1.2 各国央行均实施宽松的货币政策

- 面对市场流动紧缩问题, 欧央行采取了一系列措施来释放流动性。欧央行于 3 月 12 日宣布将引入临时的额外长期再融资操作 (LTROs), 为欧元区金融体系即时提供流动性支持。欧洲央行将在今年年底前额外实施总额 1200 亿欧元的资产购买计划。3 月 18 日, 欧洲央行宣布规模为 7500 亿欧元的应对新冠疫情大流行的紧急资产购买计划 (PEPP)。同时, 欧洲央行宣布, 把符合资格的资产扩大至非银行商业票据, 使所有信用质量足够的商业票据都可以在公司部门购买计划 (CSPP) 下购买。4 月 30 日, 欧央行进一步决定通过降低现有长期定向再融资操作利率、增加紧急再融资操作等措施, 向欧元区经济注入更多流动性。

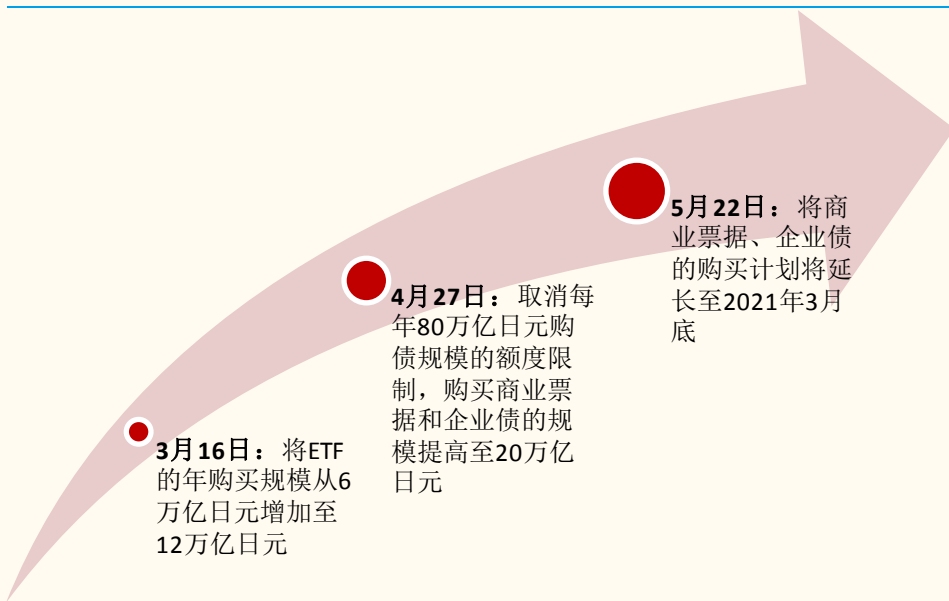
图表 3: 欧央行宽松政策



来源：国金证券研究所

- 日本央行进一步扩大 ETF 等资产购买规模以维持宽松的流动性环境。3 月 16 日日本央行宣布扩大资产购买计划，将 ETF 的年购买规模从 6 万亿日元增加至 12 万亿日元，房地产投资信托基金(J-REIT)年购买规模增加至 1800 亿日元，同时承诺到今年 9 月底，增加购买 2 万亿日元的商业票据和企业债。4 月 27 日，日本央行进一步加大货币政策宽松力度，取消每年 80 万亿日元购债规模的额度限制，不再设上限；同时将购买商业票据和企业债的规模提高至 20 万亿日元，约为之前的 3 倍。5 月 22 日，日本央行将商业票据、企业债的购买计划将延长至 2021 年 3 月底。

图表 4：日本央行进一步扩大资产购买规模



来源：国金证券研究所

- 与此同时，新兴国家采取了降息等措施来缓解流动性危机。其中土耳其在 2019 年降息 12%，今年至今降息 325bp；印度今年至今降息 75bp；印度尼西亚和马来西亚今年以来分别降息 50bp 和 100bp。中国一年期 LPR 利率也于 4 月 20 日降息 20bp。

图表 5：各新兴国家基准利率变动

	当前利率	2019 年初利率	2020 年初利率	今年以来降息幅度
印度尼西亚	4.50%	6.00%	5.00%	50bp
马来西亚	2.00%	3.25%	3.00%	100bp
印度	4.40%	6.50%	5.15%	75bp
俄罗斯	5.50%	7.75%	6.25%	75bp
土耳其	8.75%	24.00%	12.00%	325bp
南非	4.25%	6.75%	6.50%	225bp
墨西哥	6.00%	8.25%	7.25%	125bp
巴西	3.75%	6.50%	4.50%	75bp

来源：国金证券研究所

二、在全球流动性宽松的背景下，新兴市场或迎来持续资本流入

2.1 流动性宽松背景下，美元往往处在相对弱势

- 在美联储持续宽松的背景下，美元往往维持相对弱势。从历史数据来看，美元指数与美联储宽松政策息息相关。在美联储持续宽松的情况下，美元

利率持续下行，美元往往会维持相对弱势。当然，短期内美元指数的走势会有所波折，特别是美元作为全球主要避险货币，在区域性或全球性危机爆发前后，美元指数往往因避险情绪而短期走高。比如 2008 年金融危机期间，美元指数在避险情绪的带动下短期走高后进入了新一轮的贬值周期。当前也面临着同样的情景，疫情冲击下，作为避险货币美元短期仍保持相对强势，伴随着全球市场风险偏好提升，美元或进入新的贬值周期。

图表 6：美元指数与基准利率



来源：Choice、国金证券研究所

2.2 美元指数与新兴市场资产相对价格负相关

美元指数与新兴市场资产相对价格负相关关系明显，其中国际资本流动是核心主导因素之一。从具体数据来看，美元指数与 MSCI 新兴市场指数相对走势呈现负相关的关系。原因主要有以下两点：1) 在美元升值时（升值原因可能是：市场避险情绪上升，美元作为避险货币的地位突显；美联储加息，美元流动性边际收紧；美国经济相对其他国家更为强劲），投资者撤出投资于新兴市场的资金并转向美元资产，导致新兴市场的资产抛售，新兴市场的资金不断流出。新兴市场的资金流出导致新兴市场货币出现一定程度的贬值，投资者为了防止外汇风险而进一步减少新兴国家资产持有，进一步降低新兴市场资产价格。2) 在美元贬值时，（贬值原因可能是：美联储降息将释放大量流动性，使美元面临着贬值压力；美国经济相对其他国家弱势）全球投资者对美元贬值预期将加速美元流入新兴市场以应对贬值风险以及寻求更高的资本回报，拉动新兴市场资产价格上升。

图表 7：美元指数与 MSCI 新兴市场指数相对走势



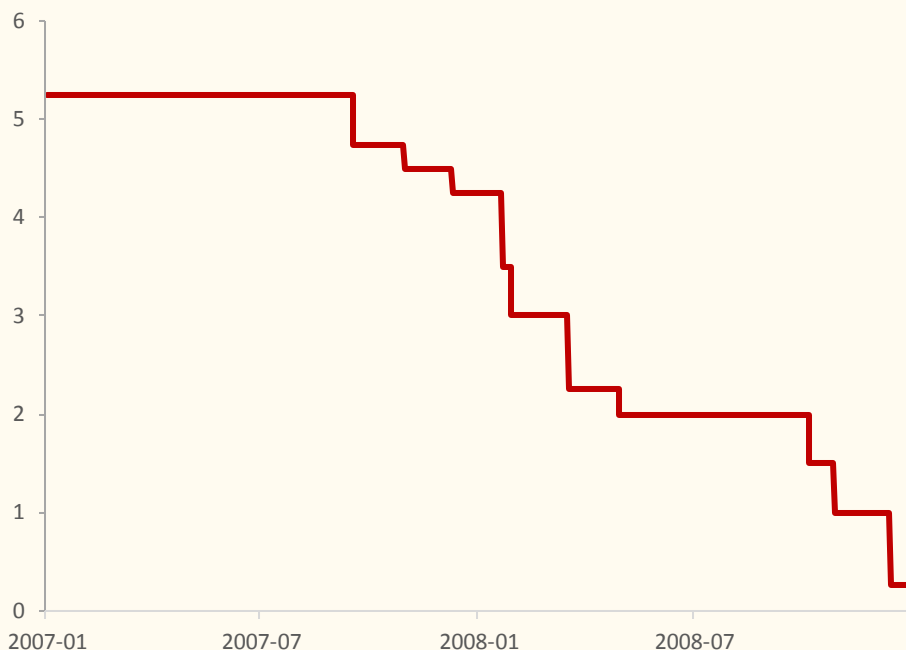
来源：Wind、国金证券研究所

三、复盘 2008 年美国量化宽松期间新兴市场表现

3.1 金融危机期间，美联储进行多次量化宽松保障市场流动性

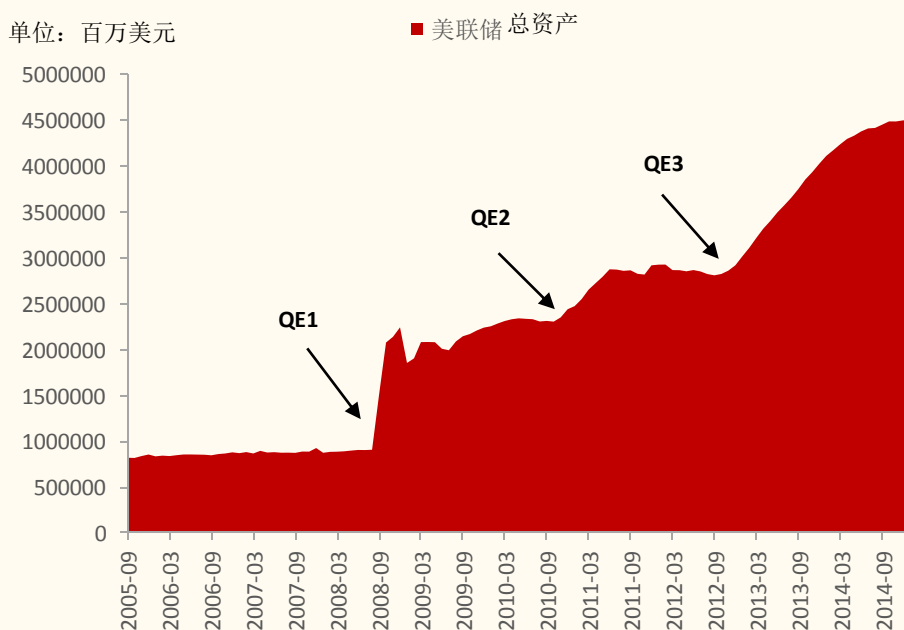
- 2008 年金融危机期间，美联储于 2007-2008 年多次降息以提振经济。2007-2008 年两年间降息十次，共降息 500bp，并于 2008 年年底将基准利率降至 0-0.25%。在传统货币政策无法奏效的情况下，美联储同事采用了大规模的量化宽松政策来刺激经济。
- 从 2008 年 11 月 25 日开始，美联储开始了第一轮量化宽松政策，其目的是通过向市场提供流动性支持，提振市场信心，以达到稳定市场，控制金融体系风险的目的。2010 年 4 月美联储首轮量化宽松政策正式结束，为市场供给提供了 1.725 万亿美元的流动性。在第一轮量化宽松政策期间，美联储资产负债表从 0.88 万亿美元扩大至 2.3 万亿美元。

图表 8：2007-2008 年美国联邦基金目标利率变动



来源：Wind、国金证券研究所

图表 9：金融危机后美联储实施了三轮量化宽松



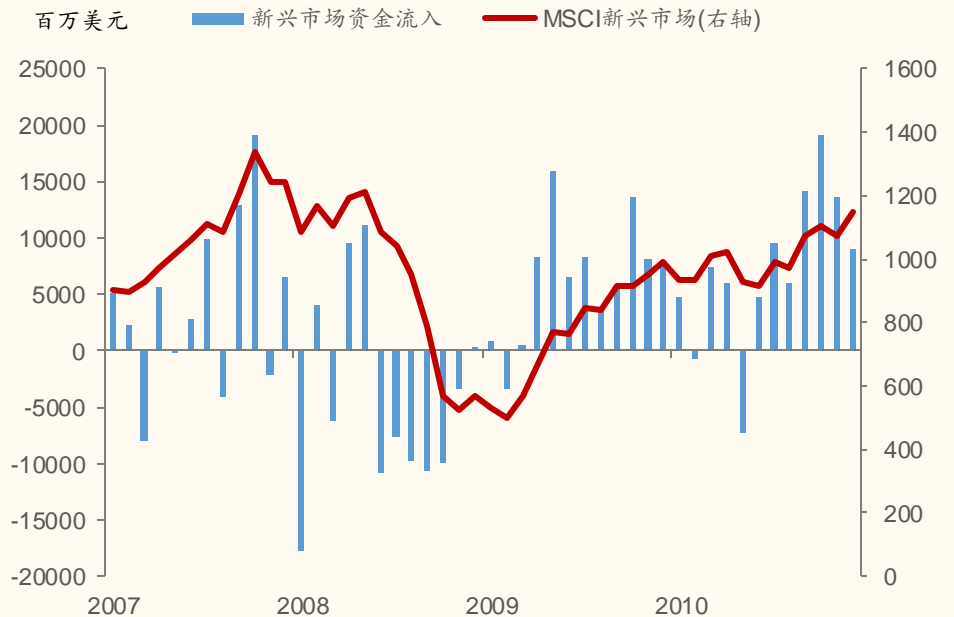
来源：Wind、国金证券研究所

3.2 量化宽松期间，全球资本流入新兴市场

- 金融危机期间，随着美联储量化宽松，全球资金流入新兴市场，抬升新兴市场资产价格。新兴市场资金流入与 MSCI 新兴市场指数有着很强的正相关关系，这说明外资流入对新兴市场的资产价格有着重要的影响。受金融危机影响，在避险情绪的主导下，2007 年以及 2008 年全球资金持续流出新兴市场，流入美国市场。随着美联储一系列流动性宽松政策出台，以及市场恐慌情绪缓解，美元持续走弱，全球资金再度流入新兴市场。自 2009

年起新兴市场资金外逃基本结束，资金开始重返新兴市场。同时，受外资流入的影响，MSCI 新兴市场指数于 2009 年起逐步上行。这表明随着美联储量化宽松，全球资金流入新兴市场，进而抬升新兴市场资产价格。

图表 10: EPFR 新兴市场资金流入与 MSCI 新兴市场指数变动

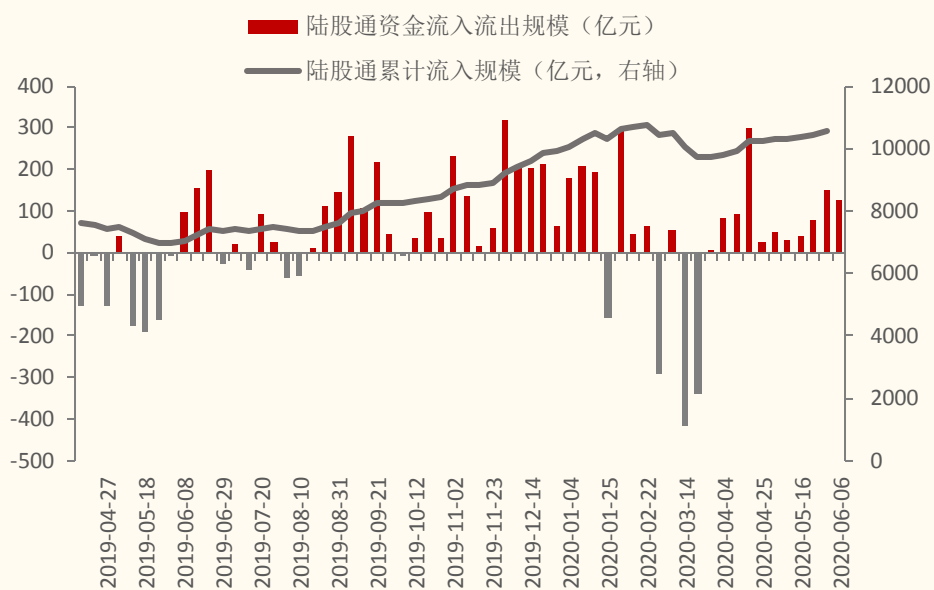


来源：Wind、国金证券研究所

四、A 股作为最大的新兴市场，后续或持续受益于全球流动性宽松

- 随着全球流动性持续宽松，资本逐步回流新兴市场，A 股作为最大的新兴市场或持续受益。站在当前时点，美联储已进行两次降息并采取了一系列的措施来释放流动性，在这些政策的共同作用下，前期美元流动性短缺的局面得到缓解。随着市场避险情绪缓解，风险偏好的提升，全球资金将逐渐流入新兴市场。此外，流动性宽松背景下，美元贬值预期会持续加强新兴市场资金的流入。新兴市场中，中国是其中最大的市场，外资回流中国是长期趋势。从北上资金的流向也可以看出，3 月份有较大幅度的资金流出，但到 4 月份资金净流入的局面得到了改善，资金开始大幅度流入 A 股。
- 此外，长期来看人民币升值预期较强，这将进一步强化外资流入趋势。近期人民币有一定的贬值，但其主要受短期中美关系等事件影响，长期来看人民币不存在贬值压力，人民币升值预期将持续加强。这也是尽管近期人民币有所贬值，但外资仍旧持续流入的原因。

图表 11：北上资金持续流入 A 股市场



来源：Wind、国金证券研究所

风险提示：疫情严重程度超出预期、经济恢复不及预期、海外黑天鹅事件（主权违约、政治风险、中美经贸冲突再起等）

特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；非国金证券 C3 级以上（含 C3 级）的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号

时代金融中心 7GH