

## 【宏观专题】华创宏观·跨境资本季度跟踪第2期

## 2019年为境内外证券投资的大进大出年

❖ **核心观点：2019Q4及2019年全年资本均重回净流入状态，Q4净流入规模为542亿美元（Q3净流出1327亿美元），全年净流入规模221亿美元（2018年为净流出454亿美元）。2019年跨境资本流动的特点在于：1）2019年全年证券投资活动活跃，资本流动规模显著提升：**外资对我国证券投资的流入规模大幅增长至2682亿美元，仅次于2017年，为历史次高；内资对海外证券投资流出规模同样录得大幅增长，为1480亿美元，仅次于2006年，为历史次高。**2）此前市场担忧的外资对华直接投资未出现大幅减少：**全年外资对华直接投资规模增加1010亿美元，与2018年基本持平，或体现了在2019年中美贸易摩擦加剧的背景下，外资对华直接投资的步伐并未放缓。**3）2019年外资在华存款大幅撤回，**主要原因在于2019Q2中美贸易摩擦升级后汇率大幅贬值引发了外资存款大幅流出。

❖ **2019Q4资本流出拆解：境内投资者海外投资和海外净存款大幅增长。**  
本季度资本流出1868亿美元，继续保持大幅流出态势，流出规模环比上季度增长20%。其中内资流出3316亿美元（Q3为2035亿美元），外资流出870亿美元（Q3为502亿美元）。具体来看，Q4资本流出的去向主要为：

- ① 境内投资者对海外资产的投资大幅增加，导致资本流出1022亿美元，占资本流出比重的55%（Q3流出规模413亿美元）。
- ② 我国居民的海外净存款增加，导致资本流出375亿美元，占资本流出比重的20%（Q3流入7亿美元）。
- ③ 对外净贷款增加产生的资本流出252亿美元，占比13%（Q2为流出10亿）。
- ④ 储备资产增加导致资金流出185亿美元，占资本流出比重的10%（Q3为流入208亿）。
- ⑤ 其他负债减少，导致资本流出35亿美元，占资本流出比重的2%（Q3为流入16亿美元）。

❖ **2019Q4资本流入拆解：外资证券投资流入规模大幅增加。**  
本季度资本流入规模大增，达到2410亿美元，资本流入的主力是境外证券投资资本。其中内资流入141亿美元（Q3为208亿美元），外资流入2269亿美元（Q3为23亿美元）。具体来看，Q4资本流入的去向主要为：

- ① 境外投资者对境内投资大幅增长，达到2269亿美元，占资本流入比重为94%（Q2流出981亿美元）。
- ② 贸易信贷净额减少引起的资本回流规模为88.5亿美元，占资本流入规模的4%（Q3为流入130亿）。
- ③ 其他海外资产减少带来资本流入52.3亿美元，占资本流入比重2%（Q3为流出39亿美元）。

❖ **2019年全年资本流出拆解：海外净存款与证券投资规模大幅增加。**  
2019年全年资本流出的总额为4186亿美元（上年2538亿美元），与2018年相比，2019年资本流出大幅增长，同比达到65%。具体来看，2019年资本流出的去向主要为：

- ① 境内投资者对海外资产的投资流出2608亿美元（上年流出1790亿美元），占比62%。值得一提的是，2019年我国境内投资者对海外的证券投资大幅增

## 华创证券研究所

**证券分析师：张瑜**

电话：010-66500918  
邮箱：zhangyu3@hcyjs.com  
执业编号：S0360518090001

**联系人：殷雯卿**

电话：010-66500833  
邮箱：yinwenqing@hcyjs.com

## 相关研究报告

《【华创宏观】基建投资的四个维度的跟踪——扩内需系列三&每周经济观察第15期》

2020-04-12

《【华创宏观】全球主要国家的银行业尾部风险有多大？——疫世界资产观系列八》

2020-04-22

《【华创宏观】拨备覆盖率下调意味着什么？——疫世界资产观系列九》

2020-04-23

《【华创宏观】疫情影响下的全球经济如何评估？如何演化？——全球央行双周志第23期》

2020-04-26

《【华创宏观】美联储会进行YCC吗？——4月FOMC会议点评&疫世界资产观系列十》

2020-04-30

加 1480 亿美元，为历史次高值。

② 我国海外净存款增加带来资本流出 870 亿美元（上年流入 182 亿美元），占全年资本流出的 21%。

③ 储备资产增加导致资本流出 549 亿美元（2018 年流入 679 亿美元），占全年资本流出的 13%。

④ 其他金融资产增加导致资本流出 158 亿美元（上年流入 213 亿美元），占全年资本流出的 4%。

❖ **2019 年全年资本流入拆解：境外证券投资资本大幅流入。**

2019 年全年资本流入的总额为 4407 亿美元（上年为 2084 亿美元），资本流入规模同比增长 111.5%。具体来看，2019 年资本流入的去向主要为：

① 境外投资者对我国的投资大幅增长，带来资本流入 3697 亿美元（上年流入 1009 亿美元），占全年资本流入的 84%（上年 48%）。且 2019 年境外投资者对我国的增量投资主要体现在证券投资上。

② 我国对外净贷款减少，带来资本流入 569 亿美元（上年流出 476 亿美元），占全年资本流入的 13%。

③ 贸易信贷净额减少，带来资本流入 80.5 亿美元（上年流出 245 亿），占全年资本流入的 2%。

④ 其他金融负债增加，带来资本流入 59 亿美元（上年流出 26 亿美元），占全年资本流入的 1%。

❖ **境外投资者为何在 2019Q4 大幅增加对境内的证券投资？**

2019 年 4 季度，境外投资者持有的境内投资大幅增长，从后验的市场表现看，主要原因是 4 季度我国股债收益大幅跑赢全球市场，可以为海外投资者带来可观的超额收益。2019 年 4 季度，MSCI 中国指数收益为 14.6%，全球市场、发达市场和新兴市场的收益则为 8.6%、8.2% 和 11.4%。巴克莱中国债券指数涨幅 3.8%，而巴克莱全球指数涨幅仅 0.5%。

❖ **我国国际投资变化的简要历程**

1) 我国国际投资规模总体呈持续增长态势，随着投资规模的扩大，资产增长率也随之下降。2004 年末，我国国际资产总额仅为 9291 亿美元，到 2019 年末，资产总额已达到 77145 亿美元，15 年间增长幅度超过 8 倍。

2) 贸易与直接投资双顺差长期存在，我国即是贸易大国，也是最受国际资本青睐的市场之一。从贸易顺差看，我国自入世以来，外汇储备资产长期保持大幅增长态势，主要原因是出口贸易带来大量结汇。从直接投资看，我国外商直接投资（FDI）规模一直大于对外直接投资（ODI）规模；2010 年以后，我国 ODI 的增长率就已超过 FDI 的增长率。

3) 资本市场不断开放，境外证券投资规模不断扩大。2004 年，境外投资者对我国的股权投资和债券投资的规模分别仅为 835 亿美元、133 亿美元，到 2019 年末，两者分别达到 8617 亿美元和 5029 亿美元，增幅分别达到 1032%、3772%。资本市场的投资开放既包括“开放对内投资”，也包括“开放对外投资”。我国对外证券投资规模一直以来就小于境外对内投资规模，这与我国发展中国家的国情是相符的。

❖ **风险提示：海外疫情升级，全球风险偏好下降，美元流动性风险。**

## 投资主题

### 报告亮点

目前对跨境资本流动情况的跟踪多使用国际收支平衡表，而我们则选用了国际投资头寸表这一数据库，相比于国际收支平衡表该表包含了估值因素（汇率波动与资产价格涨跌）的影响，因此能更充分的反映跨境资本的变动情况。通过将国际投资头寸表分拆为内资流入/流出与外资流入/流出，可以跟踪到季度影响跨境资本流动的具体因素。

### 投资逻辑

报告对 2019Q4 与 2019 全年的跨境资本流动数据进行拆分，区分出内资流入/流出与外资流入/流出的细项。从而总结出 2019 年跨境资本流动的特点在于：1）2019 年全年证券投资活动活跃，资本流动规模显著提升，内资对外证券投资与外资对华证券投资均呈现大进大出；2）此前市场担忧的外资对华直接投资未出现大幅减少，或体现了在 2019 年中美贸易摩擦加剧的背景下，外资对华直接投资的步伐并未放缓。3）2019 年外资在华存款大幅撤回，主要原因在于 2019Q2 中美贸易摩擦升级后汇率大幅贬值引发了外资存款大幅流出。

# 目 录

一、2019 年资本流动情况：净流入 221 亿美元，逆转 2015-2018 年来的资本净流出趋势.....	6
（一）2019Q4 资本流动情况.....	6
（二）2019 年全年资本流动情况.....	7
二、资本流出拆解：2019Q4 及全年境内投资者的海外投资和海外净存款大幅增长.....	8
（一）2019Q4 资本流出拆解：境内投资者海外投资大幅增长.....	8
（二）2019 年全年资本流出拆解：海外净存款的负净头寸收窄.....	9
三、资本流入拆解：2019Q4 境外证券投资资本流入规模历史次高.....	10
（一）2019Q4 资本流入拆解：境外证券投资资本流入规模大幅提升，规模为历史次高.....	10
（二）2019 年全年资本流入拆解：境外证券投资资本大幅流入.....	11
四、境外投资者为何在 2019Q4 大幅增加对境内的证券投资？.....	12
五、我国国际投资变化的简要历程.....	13

# 图表目录

图表 1	2019Q4 对外投资总资产持续增加 .....	6
图表 2	2019Q4 总负债环比大增，外资大量流入 .....	6
图表 3	Q4 资本重回净流入状态 .....	6
图表 4	Q4 储备资产和外汇储备总量再次回升 .....	6
图表 5	2019Q4 资本流动细项（单位：亿美元） .....	7
图表 6	2019 年对外投资总资产持续增加 .....	7
图表 7	2019 年总负债环比大增增长 .....	7
图表 8	2018-19 年 FDI 存量保持正增长 .....	8
图表 9	2019 年我国货币黄金储备大幅增长 .....	8
图表 10	2019 年资本流动细项（单位：亿美元） .....	8
图表 11	资本流出都由哪些元素组成 .....	9
图表 12	2019 年资本流出都由哪些元素组成 .....	10
图表 13	资本流入都由哪些元素组成 .....	11
图表 14	2019 年资本流入都由哪些元素组成 .....	11
图表 15	Q4 陆股通净买入额持续大幅增长 .....	12
图表 16	Q4 我国股市收益超过发达和新兴市场 .....	12
图表 17	Q4 境外投资者债券持有量新增 566 亿元 .....	12
图表 18	Q4 我国债市收益大幅跑赢全球市场 .....	12
图表 19	2019 年外资持有我国股票的比重最高达 7% .....	13
图表 20	2019 年外资持有我国债券的比重最高达 5% .....	13
图表 21	我国国际投资规模持续增长 .....	13
图表 22	资产、负债和净头寸增长率呈逐年下降趋势 .....	13
图表 23	2016 年以来我国外汇储备资产维持平稳 .....	14
图表 24	我国 FDI 与 ODI 规模持续扩大 .....	14
图表 25	境外投资者在我国的证券投资规模变化 .....	15
图表 26	境内投资者对外证券投资规模变化 .....	15



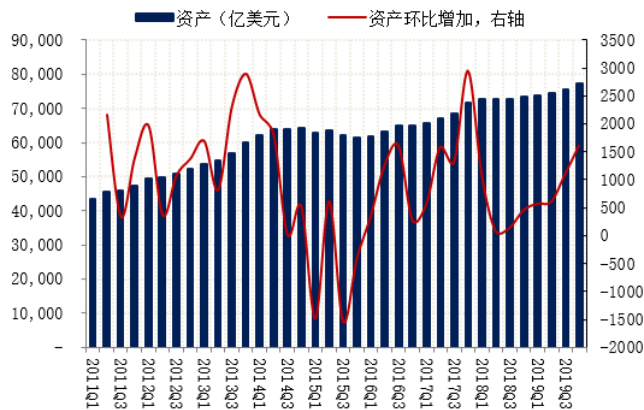
## 一、2019 年资本流动情况：净流入 221 亿美元，逆转 2015-2018 年来的资本净流出趋势

### （一）2019Q4 资本流动情况

以 2019 年 4 季度末的国际投资头寸表为观察口径，2019 年 4 季度资本流动反转，净流入 542 亿美元，3 季度是净流出 1327 亿美元。从存量上看，2019 年 4 季度末，我国国际投资的总资产为 7.71 万亿美元，总负债为 5.59 万亿美元，国际投资净头寸为 2.12 万亿美元。从边际增长上看，2019 年 4 季度，对外总资产较上季度增长 1616 亿美元，境内资金持续流出，且流出规模自 2018 年 2 季度以来持续扩大；对外总负债增加 2157 亿美元，境外资金在前两个季度流出后再度大幅流入，流入规模与 2019 年 1 季度大致相当。所以，2019 年 4 季度国际投资净头寸环比减少 542 亿美元，资本流向反转，3 季度时净流出，4 季度则净流入。

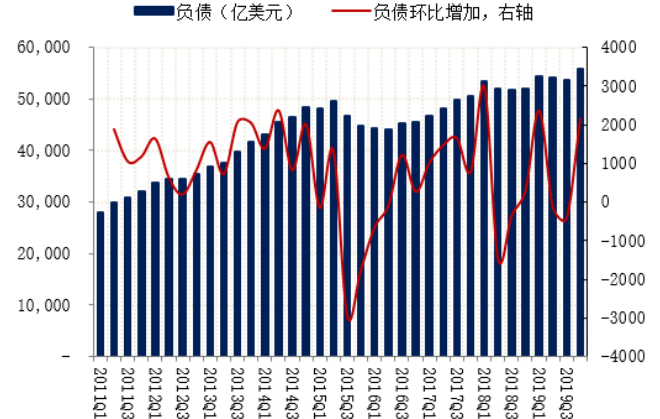
此外，央行储备资产 Q4 增加 185 亿美元（上季度减少 208 亿美元），达到 3.22 万亿美元。其中，外汇储备增加 155 亿美元（上季度减少 268 亿美元），达到 3.11 万亿美元；货币黄金增加 24 亿美元（上季度增加 58 亿美元），达到 954 亿美元。

图表 1 2019Q4 对外投资总资产持续增加



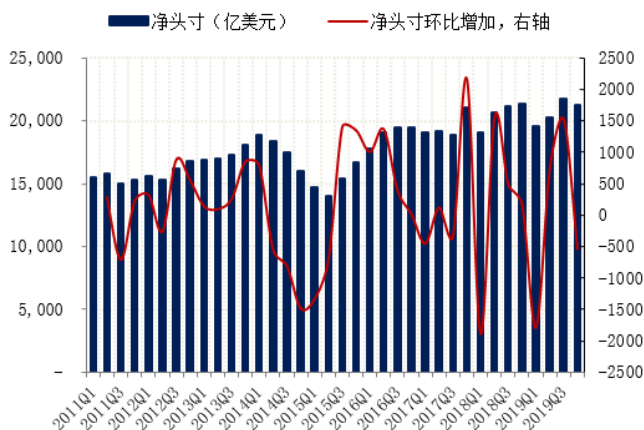
资料来源：国家外汇管理局，华创证券

图表 2 2019Q4 总负债环比大增，外资大量流入



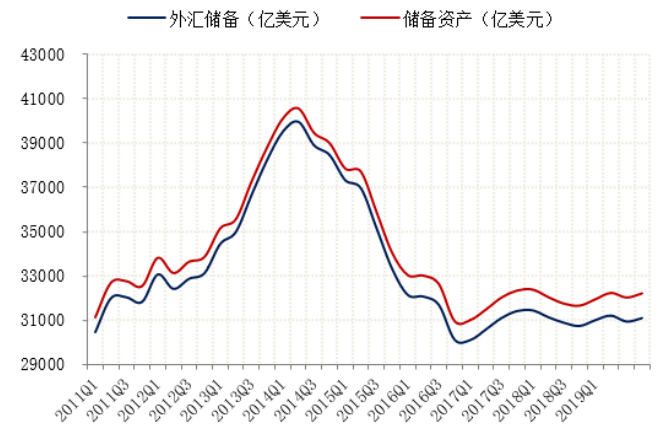
资料来源：国家外汇管理局，华创证券

图表 3 Q4 资本重回净流入状态



资料来源：国家外汇管理局，华创证券

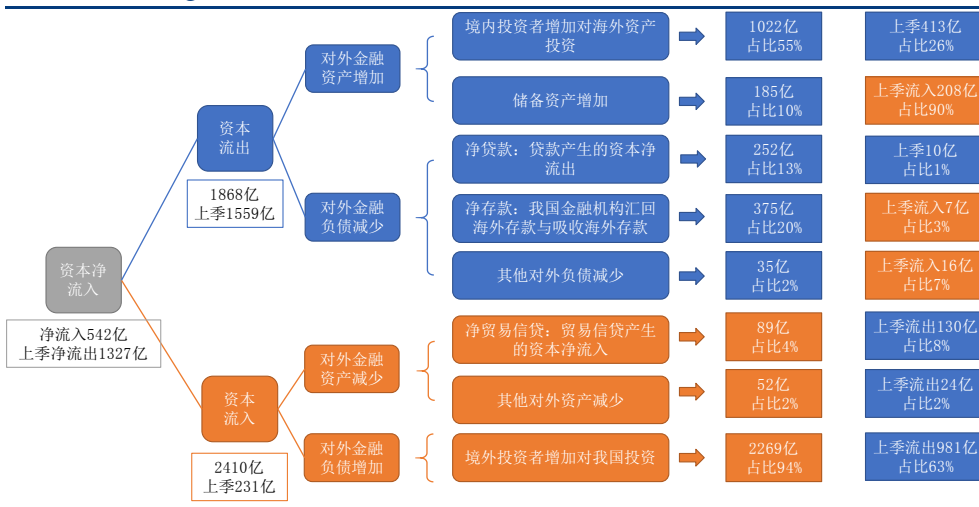
图表 4 Q4 储备资产和外汇储备总量再次回升



资料来源：国家外汇管理局，华创证券

以下为 2019Q4 我国资本流动的细项划分，后文有详细分析。

图表 5 2019Q4 资本流动细项 (单位: 亿美元)



资料来源: 国家外汇管理局, 华创证券

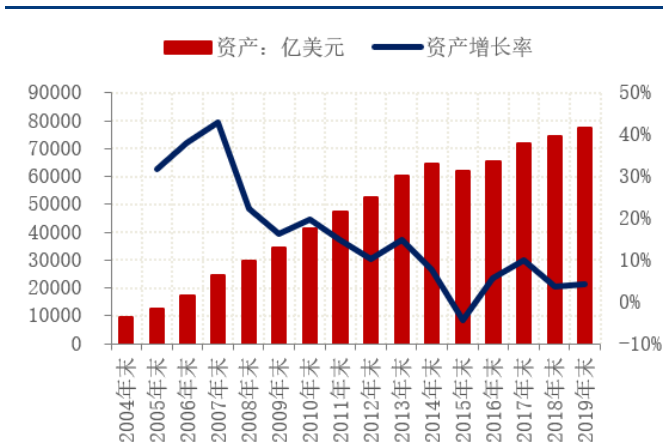
## (二) 2019 年全年资本流动情况

**2019 年资本小幅净流入 221 亿美元, 逆转 2015-2018 年的资本净流出趋势。**2019 年资本流入 4407 亿美元 (2018 年流入 2084 亿美元), 资本流出 4186 亿美元 (2018 年流出 2538 亿美元), 2019 全年资本净流入 221 亿美元 (2018 年净流出 454 亿美元), 逆转 2015-2018 年以来我国资本净流出的趋势。2019 年我国国际资产为 7.71 万亿美元, 同比增长 4.2%, 国际负债为 5.59 万亿美元, 同比增长 6.3%, 净头寸为 2.12 万亿美元, 同比下降 1%。

**2019 年我国储备资产边际增长。**2019 年我国储备资产达到 32229 亿美元, 较 2018 年增长 549 亿美元。其中, 外汇储备 31079 亿美元, 较 2018 年增长 352 亿美元; 货币黄金大幅增长 191 亿美元, 达到 954 亿美元。

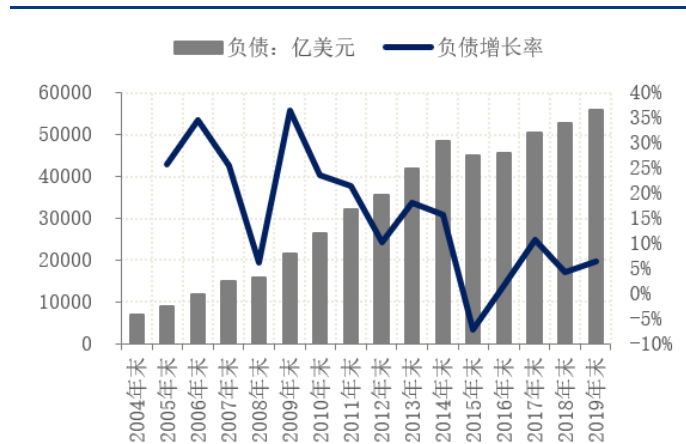
**自 2018 年中美贸易摩擦升级以来, 我国 FDI 存量并未下降, 仍大幅增长。**2017 年末, 我国 FDI 存量 2.73 万亿美元, 2018 年末为 2.83 万亿美元, 2019 年末达到 2.93 万亿美元, 年均增幅达到 3.6%。

图表 6 2019 年对外投资总资产持续增加



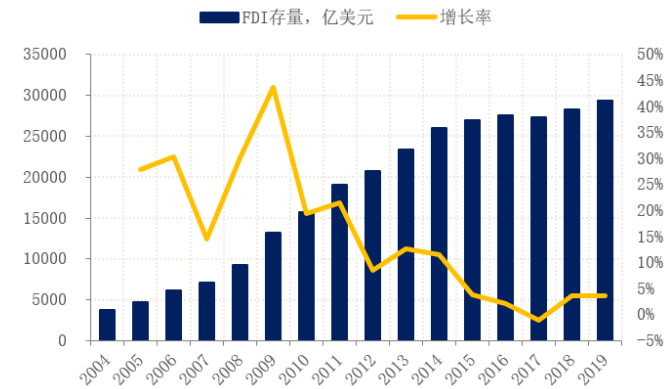
资料来源: 国家外汇管理局, 华创证券

图表 7 2019 年总负债环比大增增长



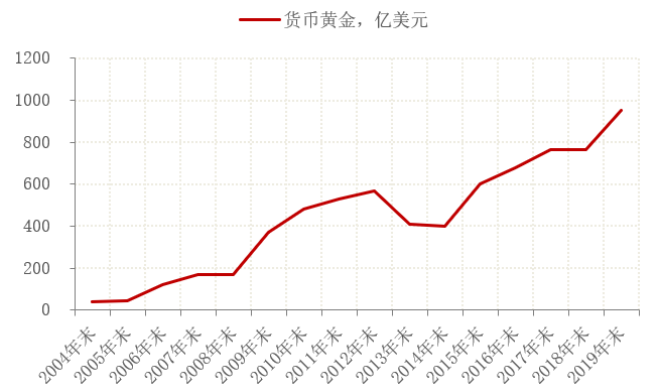
资料来源: 国家外汇管理局, 华创证券

图表 8 2018-19 年 FDI 存量保持正增长



资料来源：国家外汇管理局，华创证券

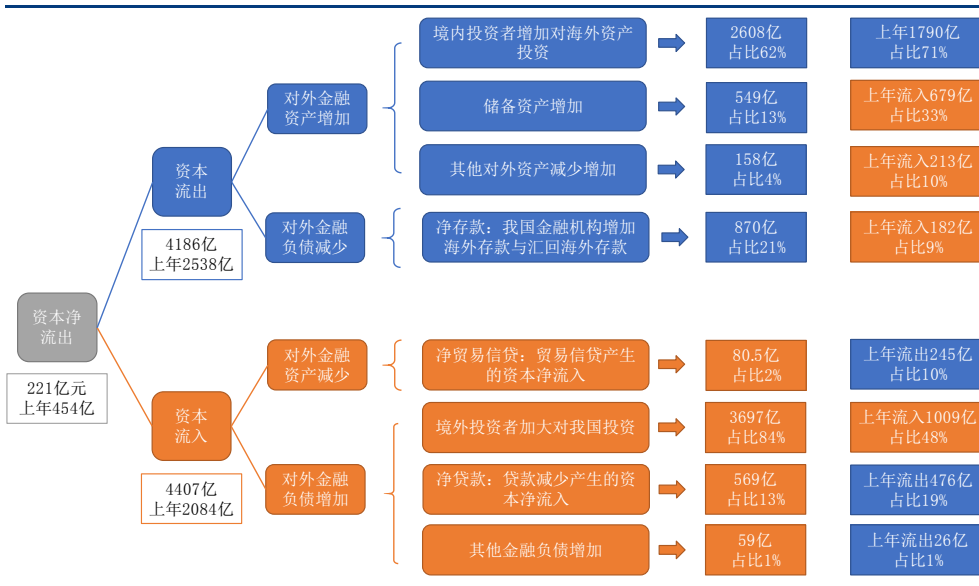
图表 9 2019 年我国货币黄金储备大幅增长



资料来源：国家外汇管理局，华创证券

以下为 2019 年我国资本流动的细项划分，后文有详细分析。

图表 10 2019 年资本流动细项（单位：亿美元）



资料来源：国家外汇管理局，华创证券

## 二、资本流出拆解：2019Q4 及全年境内投资者的海外投资和海外净存款大幅增长

### （一）2019Q4 资本流出拆解：境内投资者海外投资大幅增长

在资本流出端，本季度资本流出 1868 亿美元，继续保持大幅流出态势，流出规模环比上季度增长 20%。根据计算，2019Q4 资本流出的总额为 1868 亿美元（上季度为 1559 亿美元），对外金融资产的增加（境内资金流出）和对外金融负债的减少（境外资金撤回）会共同导致资本流出。

从对外金融资产增加方面（境内资金流出）来看，境内投资者对外投资大幅增加（Q4 流出 1022 亿美元，Q3 流出 413 亿美元）、储备资产增加（Q4 流出 185 亿美元，Q3 流入 208 亿美元）、对外净贷款增长（Q4 流出 252 亿美元，Q3 流出 10 亿美元）共同导致 2019Q4 境内资金的流出，Q4 境内资金流出规模总计 1206 亿美元，Q3 为 567 亿美元。

从对外金融负债减少方面（境外资金撤回）来看，对外净存款增加（Q4 流出 375 亿美元，Q2 流入 7 亿美元）、其他金融负债减少（Q4 为流出 35 亿美元，Q2 为流入 16 亿美元）导致 2019Q4 境外资金流出，Q4 境外资金流出规模

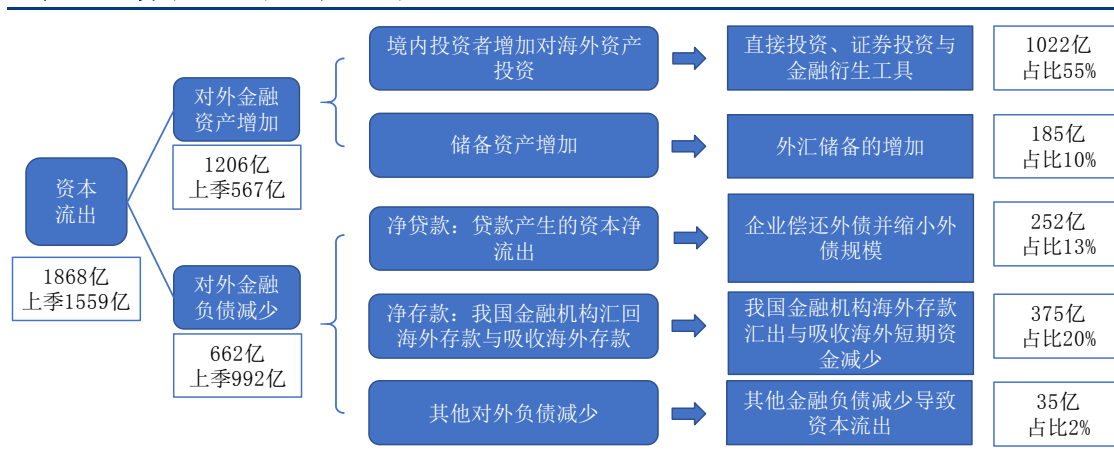


总计 662 亿美元，Q3 为 992 亿美元。

具体来看，Q4 资本流出的去向主要为：

- 1) 境内投资者对海外资产的投资大幅增加（包括海外并购、投资建厂、海外房地产金融投资等直接投资，证券投资和金融衍生品工具投资），导致资本流出 1022 亿美元，占资本流出比重的 55%（Q3 流出规模 413 亿美元，占比 26%）。其中内资对外直接投资引起的资本流出规模有所扩大，为 417 亿美元（Q3 流出 173 亿美元），内资对外证券投资引起的资本流出规模环比扩大至 611 亿美元（Q3 为 246 亿美元），金融衍生工具的投资环比减少 6.7 亿美元至 67 亿美元（Q3 流出 74 亿美元）。
- 2) 我国居民的海外净存款增加，导致资本流出 375 亿美元，占资本流出比重的 20%（Q3 流入 7 亿美元）。截至 2019 年 4 季度，我国国际投资资产端的“货币和存款”（境内居民在海外的货币或存款）规模为 4179 亿美元，负债端的“货币和存款”（海外居民在境内的货币或存款）规模为 4245 亿美元，共同带来我国居民海外净存款增加。
- 3) 贷款产生的资本流出为 252 亿美元，占比 13%（Q3 为流出 10 亿美元，占比 1%）。我国金融机构对境外提供的贷款和拆放资金规模扩大。
- 4) 储备资产增加导致资金流出 185 亿美元，占资本流出比重的 10%（Q3 为流入 208 亿美元）。其中，外汇储备环比增长 155 亿美元，货币黄金增加 24 亿美元。
- 5) 其他负债减少，导致资本流出 35 亿美元，占资本流出比重的 2%（Q3 为流入 16 亿美元）。其他负债中，主要包括其它股权、保险和养老金、特别提款权及其他负债情况。

图表 11 资本流出都由哪些元素组成



资料来源：国家外汇管理局，华创证券

## （二）2019 年全年资本流出拆解：海外净存款的负净头寸收窄

根据计算，2019 年全年资本流出的总额为 4186 亿美元（上年 2538 亿美元）。在资本流出端，与 2018 年相比，2019 年资本流出大幅增长，同比达到 65%。境内投资者对海外资产的投资增加（流出 2608 亿美元）是导致 2019 年资本流出的主要原因（占比 62%），此外，我国海外净存款增长（流出 870 亿美元）、储备资产增长（流出 549 亿美元）、其他金融资产增加（流出 158 亿美元）也是导致 2019 年资本大幅流出的原因。另外，2019 年内资流出与外资流出规模均有大幅扩张，内资流出 3316 亿美元，2018 年为 2035 亿美元，外资流出 870 亿美元，2018 年为 502 亿美元。

具体来看，2019 年资本流出的去向主要为：

- 1) 境内投资者对海外资产的投资流出（包括海外并购、海外房地产金融投资等直接投资以及证券类投资为代表的

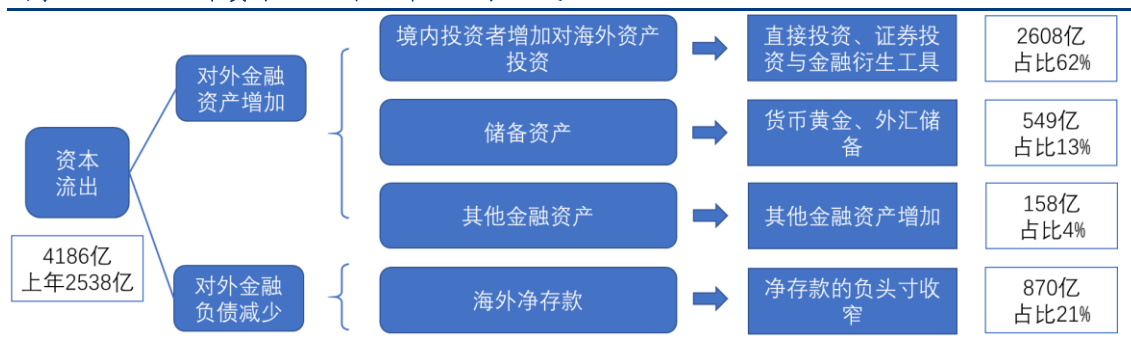
间接投资) 2608 亿美元 (上年流出 1790 亿), 占比 62% (上年 71%)。其中, 直接投资增加导致资本流出 1122 亿美元, 证券投资增加导致资本流出 1480 亿美元。值得一提的是, 2019 年我国境内投资者对海外的证券投资大幅增加 1480 亿美元, 而 2018 年仅增加 55 亿美元。

2) 我国海外净存款增加, 带来资本流出 870 亿美元, 占全年资本流出的 21%。

3) 储备资产增加导致资本流出 549 亿美元 (2018 年流入 679 亿美元), 占全年资本流出的 13%。其中, 外汇储备增加 352 亿美元, 货币黄金增加 191 亿美元。

4) 其他金融资产增加导致资本流出 158 亿美元 (上年流入 213 亿美元), 占全年资本流出的 4%。

图表 12 2019 年资本流出都由哪些元素组成



资料来源: 国家外汇管理局, 华创证券

### 三、资本流入拆解: 2019Q4 境外证券投资资本流入规模历史次高

#### (一) 2019Q4 资本流入拆解: 境外证券投资资本流入规模大幅提升, 规模为历史次高

在资本流入端, 本季度资本流入规模大增, 达到 2410 亿美元。根据计算, 2019 年 4 季度资本流入的总额为 2410 亿美元 (Q3 仅为 231 亿美元)。资本流入的主力是境外证券投资资本, 达 1438 亿美元, 流入规模大幅提升至历史次高值, 仅次于 2019Q1 的 1593 亿美元。此外, 贸易信贷引起的资本内流为 88.5 亿美元, 其它金融资产的减少贡献了 52 亿美元的资本回流。

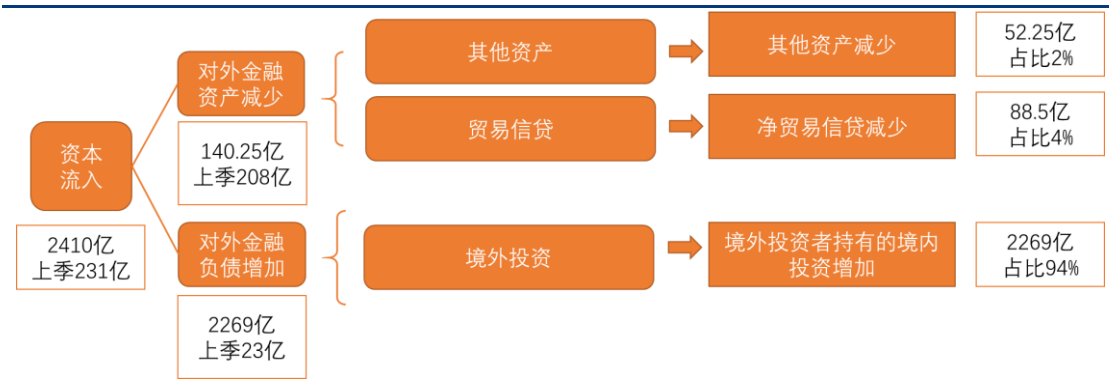
具体来看, Q4 资本流入的来源主要为:

1) 境外投资者对境内投资大幅增长, 达到 2269 亿美元, 占资本流入比重为 94% (Q3 流出 981 亿美元)。其中, 直接投资增加 880 亿美元 (Q3 减少 594 亿美元), 证券投资增加 1438 亿美元 (Q3 减少 425 亿美元), 金融衍生工具投资减少 49 亿 (Q3 增加 37 亿美元)。

2) 贸易信贷引起的资本回流规模为 88.5 亿美元, 占资本流入规模的 4% (Q3 为流入 130 亿)。从进出口方向看, 我国出口贸易信贷回流 52 亿美元, 主要可能来自于境外进口商偿还我国出口商的贷款。我国进口贸易信贷增加 36.5 亿, 主要来自于我国进口商拖欠海外出口商的贷款。进出口贸易信贷叠加, 4 季度贸易信贷引起的资本回流共计 88.5 亿美元。

3) 其他海外资产减少带来资本流入 52.3 亿美元, 占资本流入比重 2% (Q3 为流出 39 亿美元)。其中, 其他未分类的资产的减少带来资本流入 69 亿美元; 而养老和保险金 (资产端) 的增加带来 16.9 亿美元的资本流出。

图表 13 资本流入都由哪些元素组成



资料来源：国家外汇管理局，华创证券

## (二) 2019 年全年资本流入拆解：境外证券投资资本大幅流入

根据计算，2019 年全年资本流入的总额为 4407 亿美元（上年为 2084 亿美元），资本流入规模同比增长 111.5%。在资本流入端，境外投资者对我国的投资增加是最主要的原因，对 2019 年资本流入的贡献率达到 84%。同时，净贷款减少、净贸易信贷减少、其他金融负债增加一起贡献了全年资本流入的 16%。

具体来看，2019 年资本流入的来源主要为：

- 1) 境外投资者对我国的投资大幅增长，带来资本流入 3697 亿美元（上年流入 1009 亿美元），占全年资本流入的 84%(上年 48%)。其中，直接投资增加带来资本流入 1010 亿美元（上年为 1014 亿美元）；证券投资增加带来资本流入 2682 美元，而上一年是证券投资减少导致资本流出 30 亿美元，所以，2019 年境外投资者对我国的增量投资主要体现在证券投资上。
- 2) 我国对外净贷款减少，带来资本流入 569 亿美元（上年流出 476 亿美元），占全年资本流入的 13%。2019 年，我国对外贷款额为 6963 亿美元(上年为 7097 亿美元)，海外对我国的贷款额为 4605 亿美元(上年为 4169 亿美元)。
- 3) 净贸易信贷减少，带来资本流入 80.5 亿美元（上年流出 245 亿），占全年资本流入的 2%。2019 年我国对海外的贸易信贷额（主要体现为我国境内银行和出口商给与海外进口商的贸易信贷支持）为 5604 亿美元，上年为 5972 亿美元；海外对我国的贸易信贷额(主要体现为境外银行和出口商给与我国进口商的贸易信贷支持)为 3644 亿美元，上年为 3931 亿美元。
- 4) 其他金融负债增加，带来资本流入 59 亿美元（上年流出 26 亿美元），占全年资本流入的 1%。

图表 14 2019 年资本流入都由哪些元素组成



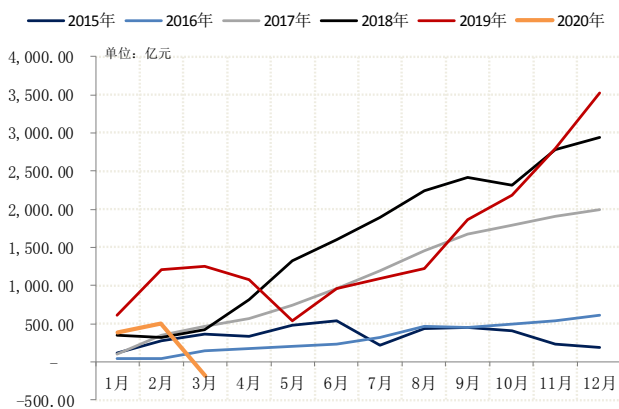
资料来源：国家外汇管理局，华创证券

#### 四、境外投资者为何在 2019Q4 大幅增加对境内的证券投资？

2019 年 4 季度，境外投资者持有的境内投资大幅增长，境外资本主要流向为我国证券市场，Q4 证券投资大幅增长 1438 亿美元。从后验的市场表现看，主要原因是 4 季度我国股债收益大幅跑赢全球市场，可以为海外投资者带来可观的超额收益。

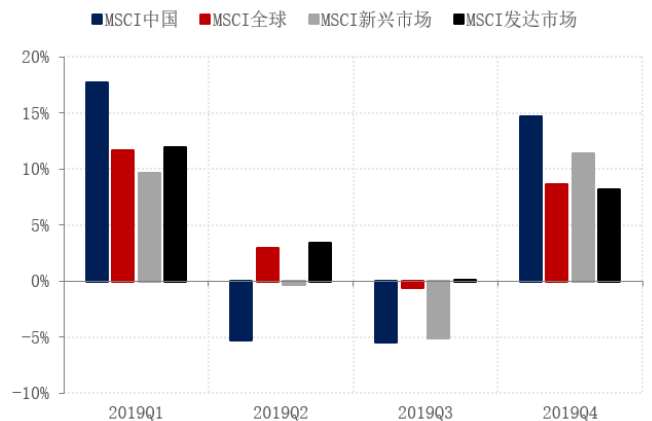
股票投资方面，陆股通季度净买入额大幅增长，净买入额 1654.81 亿元，季度净买入金额为 2019 年最高。Q4 由于中美贸易摩擦缓和，风险偏好提升，叠加国内的政策空间预期和基本面缓和，A 股 4 季度表现较好，大幅跑赢全球市场。从 MSCI 指数看，A 股收益为 14.6%，全球市场、发达市场和新兴市场的收益则为 8.6%、8.2% 和 11.4%。

图表 15 Q4 陆股通净买入额持续大幅增长



资料来源：wind，华创证券

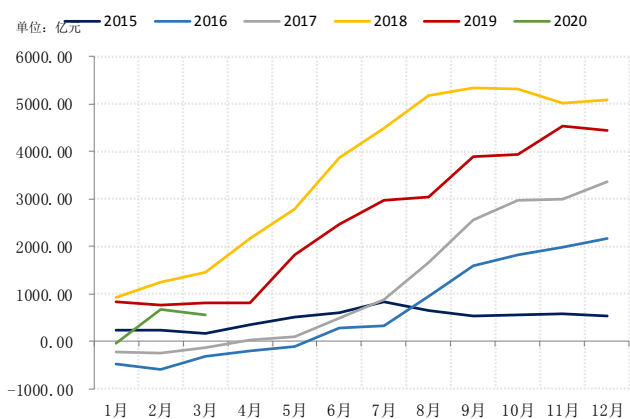
图表 16 Q4 我国股市收益超过发达和新兴市场



资料来源：wind，华创证券

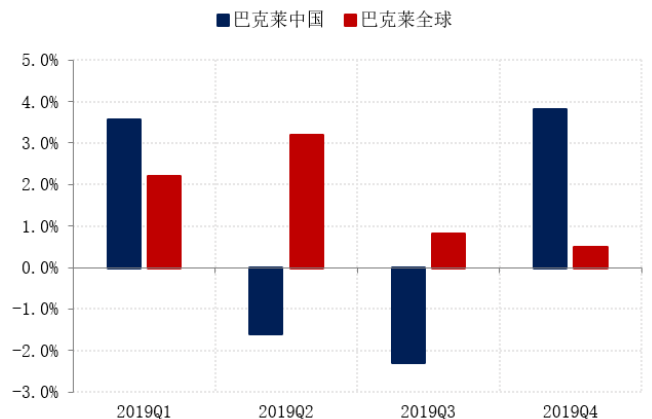
债券投资方面，境外投资者的债券托管季度增量持续增长，Q4 季度新增 709 亿元。从中债登、上清所债券托管数据来看，截至 2019 年末，境外投资者债券持有量 2.02 万亿，Q4 新增量为 566 亿元（Q3 为 913 亿元），虽然新增量较前两个季度大幅缩减，但仍然维持正增长趋势。2019 年 4 季度，巴克莱中国指数涨幅 3.8%，而巴克莱全球指数涨幅仅 0.5%，我国债市收益大幅跑赢全球债市。

图表 17 Q4 境外投资者债券持有量新增 566 亿元



资料来源：wind，华创证券

图表 18 Q4 我国债市收益大幅跑赢全球市场



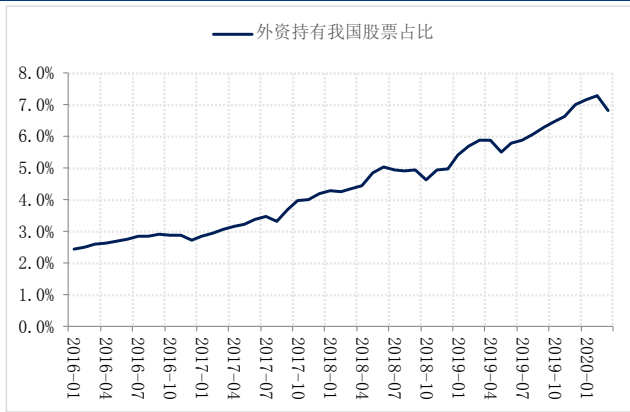
资料来源：Bloomberg，华创证券

外资持有我国股、债比重持续上升。根据中债与上清所数据合计，2019 年外资持有我国债券规模突破 2 万亿人民币达到 2.02 亿元，占国内债市总规模的比重最高达 5%；而根据中国人民银行的同比，2019 年外资持有我国股票的规



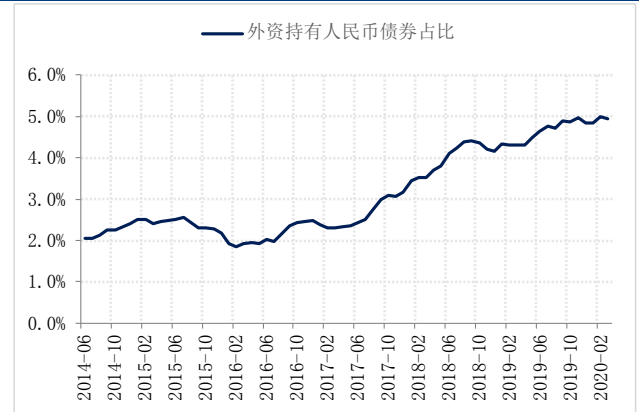
模也首次突破 2 万亿人民币，达到 2.10 亿元，占国内 A 股总市值的比重最高达 7%。从趋势上来看，外资持有我国股、债的规模持续上升，在部分市场大幅波动时期有所回落，例如 2020 年 3 月因全球疫情发酵引发外资大量从国内股市撤出，导致外资持有 A 股的规模下降至 1.89 亿元，占比回落至 6.8%。

图表 19 2019 年外资持有我国股票的比重最高达 7%



资料来源：wind，华创证券

图表 20 2019 年外资持有我国债券的比重最高达 5%



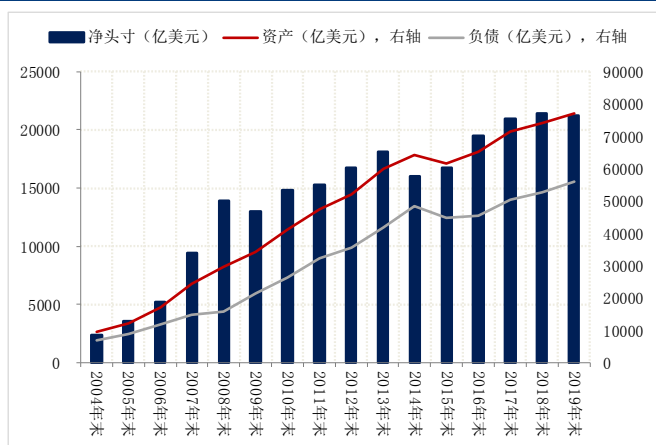
资料来源：wind，华创证券

## 五、我国国际投资变化的简要历程

我国国际投资头寸表的历史数据可追溯至 2004 年，从其分项数据的变化可以看出我国国际投资的一些特点。

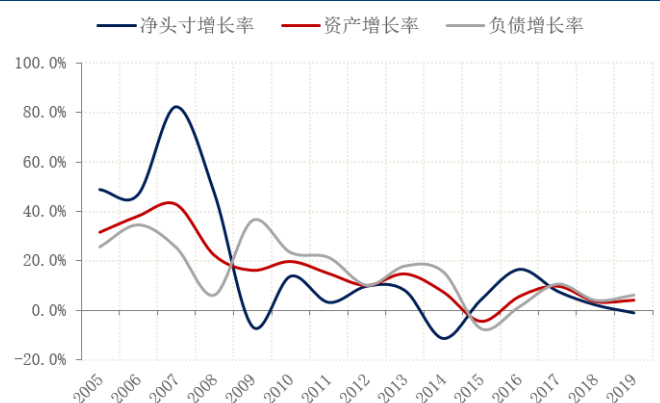
1) 我国国际投资规模总体呈持续增长态势，但随着投资规模的扩大，资产、负债和净头寸的增长率也随之下降。2004 年末，我国国际资产总额仅为 9291 亿美元，到 2019 年末，资产总额已达到 77145 亿美元，15 年间增长幅度超过 8 倍。值得注意的是，2015 年，我国外部有新兴市场危机，内部适逢汇率改革和经济增长困局，我国国际资产规模首次下降，跌幅达 4.4%。

图表 21 我国国际投资规模持续增长



资料来源：国家外汇管理局，华创证券

图表 22 资产、负债和净头寸增长率呈逐年下降趋势



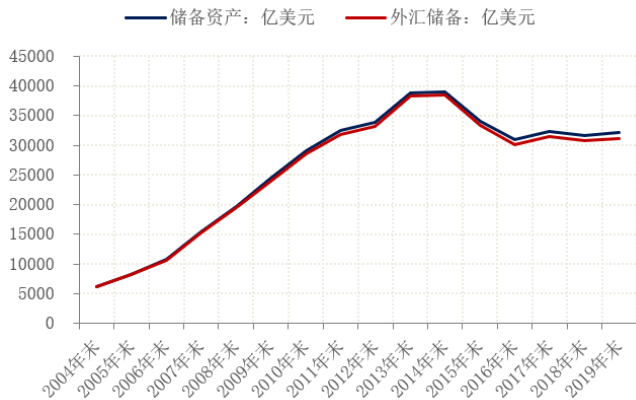
资料来源：国家外汇管理局，华创证券

2) 贸易与直接投资双顺差长期存在，我国即是贸易大国，也是最受国际资本青睐的市场之一。从贸易顺差看，我国自入世以来，外汇储备资产长期保持大幅增长态势，主要原因是出口贸易带来大量结汇。过去十几年，外汇占款也是我国基础货币重要的投放方式。2014-2015 年，人民币面临巨大贬值压力，叠加国内汇率改革，我国外汇储备大幅减少，从 2014 年底的 3.84 万亿美元降至 2016 年底的 3.01 万亿美元。从直接投资看，我国外商直接投资 (FDI) 规模一直大于对外直接投资 (ODI) 规模。一方面，我国 FDI 规模持续扩大，2004 年 FDI 存量仅为 3690 亿美元，到



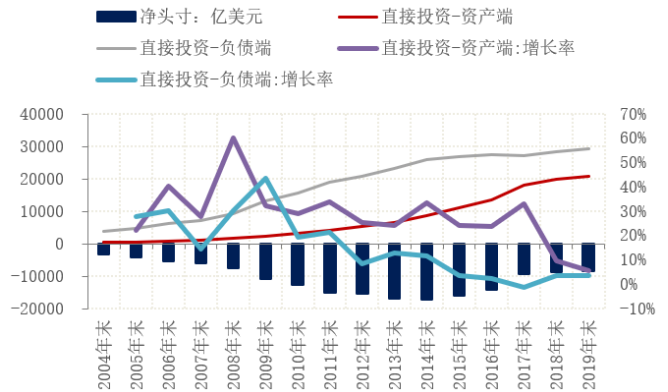
2019 年末增长至 29281 亿美元。另一方面，“引进来”的同时，我国“走出去”的水平也在同步提高。随着我国经济不断发展，我国企业也在积极开拓国际市场，对外投资规模不断扩大，2004 年 ODI 规模仅 527 亿美元，2019 年末达到 20945 亿美元。2010 年以后，我国 ODI 的增长率就已超过 FDI 的增长率。

图表 23 2016 年以来我国外汇储备资产维持平稳



资料来源：国家外汇管理局，华创证券

图表 24 我国 FDI 与 ODI 规模持续扩大



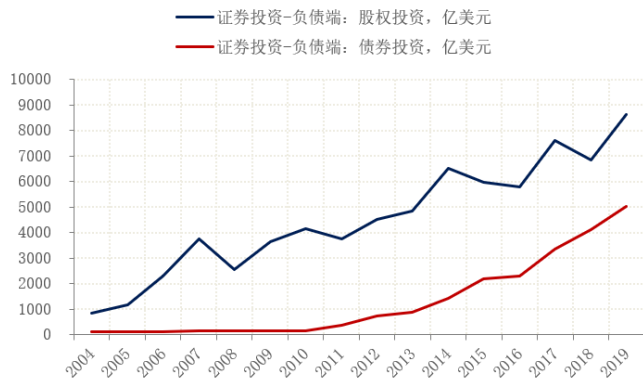
资料来源：国家外汇管理局，华创证券

3) 资本市场不断开放，境外证券投资规模不断扩大。我国证券市场的开放和建立基本上是同步的，1992 年我国设立 B 股供境外投资者投资。2002 年，我国推出 QFII 并允许外资参股券商，此后我国陆续实施 QDII、RQFII 和 RQDII，逐步放开外资投资限制，修改《外资参股证券公司设立规则》，扩大证券服务业开放，我国市场开放步伐越来越快。金融市场互联互通机制是我国市场开放的特色创举。A 股纳入 MSCI 指数是我国证券市场开放的标志性事件，意味着我国市场开放愈发得到国际社会的认可。

伴随着我国证券市场的开放，境外投资者对我国的证券投资规模日益扩大。2004 年，境外投资者对我国的股权投资和债券投资的规模分别仅为 835 亿美元、133 亿美元，到 2019 年末，两者分别达到 8617 亿美元和 5029 亿美元，增幅分别达到 1032%、3772%。

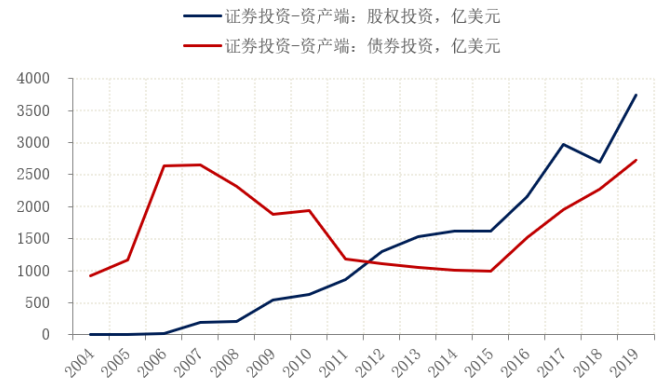
资本市场的投资开放既包括“开放对内投资”，也包括“开放对外投资”。我国对外证券投资规模一直以来就小于境外对内投资规模，这与我国发展中国家的国情是相符的。作为发展中国家，资本市场开放的主要目的之一是引入外资以改变国内资本不足的困境。但在我国经济短期下行压力增大、外部环境严峻的背景下，过快放开境内投资者对境外投资限制，投资者为对冲经济风险而增加境外资产配置的行为可能诱发国内资本大量外流，分流国内资金。2004 年，我国尚无对外股权投资头寸，债券投资规模也仅为 920 亿美元，到 2019 年，我国境内投资者对外股权投资和债券投资规模分别达到了 3738 亿美元、2722 亿美元。

图表 25 境外投资者在我国的证券投资规模变化



资料来源：国家外汇管理局，华创证券

图表 26 境内投资者对外证券投资规模变化



资料来源：国家外汇管理局，华创证券

## 宏观组团队介绍

### 组长、首席分析师：张瑜

中国人民大学经济学硕士。曾任职于民生证券。2018 年加入华创证券研究所。2019 年新浪金麒麟宏观经济新锐分析师第一名，2019 年上证报最佳宏观经济分析师第五名，2019 年卖方分析师水晶球奖宏观经济入围。

### 研究员：杨轶婷

香港大学经济学硕士。2018 年加入华创证券研究所。2019 年新浪金麒麟宏观经济新锐分析师第一名团队成员，2019 年上证报最佳宏观经济分析师第五名团队成员，2019 年卖方分析师水晶球奖宏观经济入围团队成员。

### 分析师：陆银波

中国人民大学经济学硕士，CPA。曾任职于中信证券。2019 年加入华创证券研究所。2019 年新浪金麒麟宏观经济新锐分析师第一名团队成员，2019 年上证报最佳宏观经济分析师第五名团队成员，2019 年卖方分析师水晶球奖宏观经济入围团队成员。

### 研究员：高拓

加拿大麦克马斯特大学金融学硕士。2019 年加入华创证券研究所。2019 年新浪金麒麟宏观经济新锐分析师第一名团队成员，2019 年上证报最佳宏观经济分析师第五名团队成员，2019 年卖方分析师水晶球奖宏观经济入围团队成员。

### 助理研究员：殷雯卿

中国人民大学国际商务硕士，2019 年加入华创证券研究所。2019 年新浪金麒麟宏观经济新锐分析师第一名团队成员，2019 年上证报最佳宏观经济分析师第五名团队成员，2019 年卖方分析师水晶球奖宏观经济入围团队成员。

## 华创证券机构销售通讯录

地区	姓名	职 务	办公电话	企业邮箱
北京机构销售部	张昱洁	北京机构销售总监	010-66500809	zhangyujie@hcyjs.com
	杜博雅	高级销售经理	010-66500827	duboya@hcyjs.com
	张菲菲	高级销售经理	010-66500817	zhangfeifei@hcyjs.com
	侯春钰	销售经理	010-63214670	houchunyu@hcyjs.com
	侯斌	销售经理	010-63214683	houbin@hcyjs.com
	过云龙	销售经理	010-63214683	guoyunlong@hcyjs.com
	刘懿	销售经理	010-66500867	liuyi@hcyjs.com
	达娜	销售助理	010-63214683	dana@hcyjs.com
广深机构销售部	张娟	所长助理、广深机构销售总监	0755-82828570	zhangjuan@hcyjs.com
	汪丽燕	高级销售经理	0755-83715428	wangliyan@hcyjs.com
	罗颖茵	高级销售经理	0755-83479862	luoyingyin@hcyjs.com
	段佳音	高级销售经理	0755-82756805	duanjiayin@hcyjs.com
	朱研	销售经理	0755-83024576	zhuyan@hcyjs.com
	包青青	销售助理	0755-82756805	baoqingqing@hcyjs.com
上海机构销售部	石露	华东区域销售总监	021-20572588	shilu@hcyjs.com
	潘亚琪	高级销售经理	021-20572559	panyaqi@hcyjs.com
	张佳妮	高级销售经理	021-20572585	zhangjiani@hcyjs.com
	何逸云	销售经理	021-20572591	heyiyun@hcyjs.com
	柯任	销售经理	021-20572590	keren@hcyjs.com
	蒋瑜	销售经理	021-20572509	jiangyu@hcyjs.com
	沈颖	销售经理	021-20572581	shenying@hcyjs.com
	吴俊	销售经理	021-20572506	wujun1@hcyjs.com
	董昕竹	销售经理	021-20572582	dongxinzhu@hcyjs.com
	汪子阳	销售经理	021-20572559	wangziyang@hcyjs.com
	施嘉玮	销售经理	021-20572548	shijiawei@hcyjs.com

## 华创行业公司投资评级体系(基准指数沪深 300)

### 公司投资评级说明:

**强推:** 预期未来 6 个月内超越基准指数 20% 以上;  
**推荐:** 预期未来 6 个月内超越基准指数 10% - 20%;  
**中性:** 预期未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在 -10% - 10% 之间;  
**回避:** 预期未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10% - 20% 之间。

### 行业投资评级说明:

**推荐:** 预期未来 3-6 个月内该行业指数涨幅超过基准指数 5% 以上;  
**中性:** 预期未来 3-6 个月内该行业指数变动幅度相对基准指数 -5% - 5%;  
**回避:** 预期未来 3-6 个月内该行业指数跌幅超过基准指数 5% 以上。

## 分析师声明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此作以下声明:

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断; 分析师对任何其他券商发布的所有可能存在雷同的研究报告不负有任何直接或者间接的可能责任。

## 免责声明

本报告仅供华创证券有限责任公司(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。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的,但本公司不保证其准确性或完整性。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。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。本公司在知晓范围内履行披露义务。

报告中的内容和意见仅供参考,并不构成本公司对具体证券买卖的出价或询价。本报告所载信息不构成对所涉及证券的个人投资建议,也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。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,自主作出投资决策并自行承担投资风险,任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的预期收入可能会波动。

本报告版权仅为本公司所有,本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用本报告的任何部分。如征得本公司许可进行引用、刊发的,需在允许的范围内使用,并注明出处为“华创证券研究”,且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

证券市场是一个风险无时不在的市场,请您务必对盈亏风险有清醒的认识,认真考虑是否进行证券交易。市场有风险,投资需谨慎。

## 华创证券研究所

北京总部	广深分部	上海分部
地址: 北京市西城区锦什坊街 26 号 恒奥中心 C 座 3A 邮编: 100033 传真: 010-66500801 会议室: 010-66500900	地址: 深圳市福田区香梅路 1061 号 中投国际商务中心 A 座 19 楼 邮编: 518034 传真: 0755-82027731 会议室: 0755-82828562	地址: 上海浦东银城中路 200 号 中银大厦 3402 室 邮编: 200120 传真: 021-50581170 会议室: 021-20572500