Choice数据显示，截至3月20日，北向资金3月份累计净流出699.45亿元，创历史月度净流出新高。

分析人士表示，相较全球市场，A股市场具有韧性优势，一方面是流动性相对充裕，另一方面是风险敞口较低，可以被认为是全球权益市场的避风港。此前海外流动性危机导致外资加速流出A股市场，但A股市场的坚韧有目共睹，海外投资者也逐渐认识到A股市场的机会。

3月以来净流出近700亿元

A股韧性强 北向资金流出近尾声

3月份以来北向资金流向情况

交易区间	区间北向资金净流入（亿元）	区间沪股通净买入（亿元）	区间深股通净买入（亿元）
2020-3-20	16.87	35.95	-19.08
2020-3-19	-102.20	-56.35	-45.85
2020-3-18	-71.91	-41.12	-30.80
2020-3-17	-82.38	-56.02	-26.36
2020-3-16	-98.07	-53.17	-44.91
2020-3-13	-147.26	-105.54	-41.72
2020-3-12	-83.80	-66.40	-17.40
2020-3-11	-74.65	-1.13	-73.52
2020-3-10	30.96	6.26	24.70
2020-3-9	-143.19	-96.71	-46.48
2020-3-6	-30.42	-26.75	-3.67
2020-3-5	48.11	32.20	15.91
2020-3-4	-7.80	13.34	-21.14
2020-3-3	4.80	11.45	-6.65
2020-3-2	41.52	26.50	15.02

数据来源/东方财富Choice数据

新华社图片 制图/苏振

□本报记者 吴玉华

净流出700亿元

3月份以来，在全球市场持续动荡的背景下，资产价格快速缩水引发风险资产和避险资产齐跌，流动性危机进一步蔓延，北向资金近期也呈持续净流出态势。

Choice数据显示，截至3月20日，3月份以来北向资金累计净流出699.45亿元，其中沪股通资金净流出377.49亿元，深股通资金净流出321.96亿元，均创历史月度净流出新高。具体来看，3月份北向资金仅在3月2日、3月3日、3月5日、3月10日和3月20出现净流入，其他交易日均为净流出，其中3月13日净流出147.26亿元，创历史单日净流出新高。

东方证券表示，自2014年11月沪股通开通以来，外资已经逐步成为连接A股与全球资本市场的重要纽带。与2000年互联网泡沫危机和2008年金融危机时期相比，现在外资对A股的影响已经不可同日而语。因此，外资既可以成为推动A股向上的重要力量，同样也可以成为加剧A股波动的一大因素。随着疫情在海外持续发酵，全球资本市场动荡加剧，有必要关注当前A股外资的持股情况。

Choice数据显示，在市场下跌和北向资金持续减仓下，截至3月19日，北向资金的持仓市值为1.24万亿元，合计持有2119只个股，其中对平安银行、方正证券、农业银行、长江电力、中国建筑、分众传媒等27只个股的持股量超过5亿股。对上海机场、欧派家居、华测检测、方正证券、索菲亚、美的集团、格力电器等25只个股的持有流通股比例超过10%。

对于近期北向资金的流出，淳石资本执行董事杨如意表示，流动性造成北向资金流出的状况还将持续，主要是此轮全球股票市场大跌，油价大跌，而A股没怎么跌，北向资金会依照他们的风控原则减配权益类资产。

蓝筹白马股遭减持

Choice数据显示，截至3月19日，北向资金3月份对950只个股进行了减仓操作。从减持股数来看，北向资金对京东方A、分众传媒、宝钢股份、招商银行、中国平安、海尔智家、中国石化、伊利股份、中联重科、光大银行等个股的减持股数居前，分别减持了3.22亿股、1.78亿股、1.01亿股、0.82亿股、0.80亿股、0.67亿股、0.61亿股、0.61亿股、0.57亿股、0.53亿股。此外，对三一重工减持了0.51亿股。可以看出，北向资金减持的重点均为蓝筹白马股。

从减持流通股比例来看，截至3月19日，3月份北向资金对祁连山、金牌厨柜、思源电气、杰瑞股份、金石资源、横店影视、阳光电源的减持流通股比例超过3%，其中减持流通股比例最高的祁连山被减持了4.26%。

从持仓市值来看，截至3月19日，北向资金持仓市值居前的贵州茅台、美的集团、中国平安、格力电器、恒瑞医药等众多蓝筹白马股3月份均遭遇北向资金减持，其中对贵州茅台的持仓市值为994.92亿元，已不足千亿元。

在北向资金持续减仓的同时，仍有不少个股3月份被北向资金加仓。Choice数据显示，截至3月19日，3月份北向资金对554只个股进行了增持，其中对中国建筑、中国铁建、农业银行、南山铝业、沃森生物、东方园林等个股的增持股数居前，分别增持了0.64亿股、0.51亿股、0.44亿股、0.42亿股、0.30亿股、0.28亿股。

从增持流通股比例来看，截至3月19日，北向资金对密尔克卫、傲农生物、沃森生物、欧派家居、志邦家居、香飘飘等18只个股的增持流通股比例超过1%，增持流通股比例最多的密尔克卫被增持3.49%。

净流出有望趋缓

中金公司表示，结合本地相对短线资金的动向，估算基准情形下，本轮北向净流出的累计规模可能达到800亿-1000亿元。目前从高点累计已经净流出750亿元左右，可能逐步接近尾声。中国市场估值偏低，疫情控制相对领先，政策空间相对充足，中期前景不宜过度悲观。

根据富时罗素的安排，富时罗素第一阶段第三批次纳入A股的正式生效时间为2020年的3月23日。中信建投证券表示，预计将带来被动增量资金近300亿元。

海通证券表示，作为价值洼地，从中长期看，全球资产配置资金仍将继续流入A股。而我国资本市场正不断扩大对外开放，从QFII到沪深港通的推出，再到A股被纳入MSCI指数、FTSE指数和S&P指数，外资进入A股的节奏也在加快。韩国市场在纳入MSCI指数后，外资机构在市场中的持股比例从5%左右迅速上升至20%左右。总市值口径下，2019年末A股外资持股占比仅为3.3%，而韩国为32%，美国为15%，外资流入A股还有很大空间，预计2020年还将有3000亿-3500亿元外资流入A股。

国盛证券表示，不管是跌深反弹还是阶段性企稳，A股中长期向好的大趋势不变。当前已是底部区域，而价格远比时间重要。一方面，经历连续调整后，当前指数已极度接近此前国内疫情快速蔓延、市场最为恐慌时期的水平，部分行业甚至已经跌破前低，后续继续下跌的空间和可能性都较小；另一方面，当前海外风险已在较大程度上得到了释放，一旦海外这一短期掣肘因素消除，A股将有望重回自身正轨。此外，国内逆周期调控力度将持续提升。因此，市场每一次的短期恐慌都是中长期配置的绝佳时点。

近百只债基限制大额申购 基金经理直言投资难

□本报记者 张凌之 李惠敏

近期全球市场巨震，大量避险资金涌入债市，使得债券收益率急速走低。3月9日，中国10年期国债收益率报收2.52%，创18年来新低；3月19日，10年期国债收益率报收2.72%。

在此背景下，为保护持有人利益，不少基金公司开始限制大额申购。具体操作方面，基金经理也使出浑身解数，在个券配置上精挑细选，适度做信用下沉并利用信用衍生品工具进行对冲。

暂停大额申购

3月以来，近百只债券基金发布暂停大额申购公告。3月19日，交银裕如纯债债券发布公告称，自3月19日起，除对单笔金额在人民币100万元以上（不含100万元）的申购申请进行限制外，对当日单个基金账户累计申购金额在人民币100万元以上（不含100万元）的申购申请（A类、C类基金份额申请金额并予以合计），基金管理人也有权拒绝，不予确认。同日，银河强化收益债券发布暂停大额申购、定期定额投资及转换转入业务的公告。同一日宣布暂停大额申购的还有中融睿祥纯债、交银裕通纯债、华泰柏瑞稳本增利债券等。

基金经理表示，近段时间债基纷纷暂停大额申购主要是因为买不到性价比合适的债券。

“最近做债券投资真的很难。”某券商资管人士表示，虽然配置品种仍与之前一样，一半是城投债，一半是国企产业债，但在个券的选择上比以前难度更大，除了精挑细选，还要做适当的信用下沉。拉长久期收益会高一些，但风险也可能因此变大。

上述券商资管人士表示，之前拿债较多的机构，这段时间要趁收益率降低、价格提高的行情卖掉一些；之前投资权益类资产较多的机构，为了避险，只能被迫拿些低收益的资产。

银叶投资固收部总监黎至峰也表示，在全球疫情蔓延的背景下，不能一味做纯债。最近做债券策略，一定要有足够的灵活性与对冲工具，如国债期货、利率互换等，必要时可对冲利率上行风险。“当前若追入买债，信用债并非首选，因其本来违约率已很高，而随着收益率下降，其性价比非常低。”

黎至峰表示，疫情对很多企业的盈利会造成影响，债券违约率增加的机会很大。他认为，信用债的风控措施并不广泛，可利用CDS、CRMW等信用衍生品工具进行对冲，但最好还是做好信评，或趁这波牛市抛掉信用债。

中国国债仍是全球核心资产

基金经理普遍表示，当前市场表现有些过度，短期反弹概率已慢慢提升。从中长期来看，中国国债仍然是全球的核心资产。

一位债券基金经理表示，久期长的产品在面临市场反弹时，也会较明显地加大波动。近期正慢慢缩短产品久期，不过幅度不会特别大。他说，未来会更多观察国内的复工情况。无论是债券收益率短期大幅下降，还是股票市场的猛烈调整，其实都过度估计了疫情的影响。后期随着疫情被有效控制，市场情绪会恢复平稳。

中信证券研报指出，近期在海外市场流动性枯竭、利率上行的带动下，国内利率也有一定回调。但从更长期的角度看，基本面、货币政策、海外环境等对债市仍然有利。同时，从陡峭的收益率曲线、180BP的中美利差、海外流动性大幅宽松等情况看，中国国债仍然是全球的核心资产，坚持10年国债到期收益率目标区间2.4%-2.6%的判断不变。

博时基金首席宏观策略分析师魏凤春表示，债券方面，海外央行普遍选择货币宽松以纾解疫情冲击，这将打开国内货币政策进一步宽松的空间，定向降准落地将稳定宽松的流动性预期。但利率债收益率下行空间有限，中高等级信用债在低利率环境下相对有利，结构或可考虑以中高等级信用债为主。

美高收益债市场现高压信号

机构警示违约风险

□本报记者 薛瑾

近期全球市场剧烈波动，众多资产被轮番抛售，美国高收益债券市场压力凸显。有分析预计，在避险情绪进一步蔓延、美元流动性进一步趋紧的情况下，美国高收益债市场将进入更危险区域。非必需消费、能源等行业受疫情冲击较重，且高收益债规模较大，面临相对较大的违约风险。

资金出逃高收益债

据美银美林数据显示，高收益债券和同期国债息差于3月18日已升至4.82%，是今年以来的最高值。MarketWatch指出，Markit高收益信用违约掉期（CDS）指数走高，一度上涨至2011年11月来的新高，表明投资者正在“离场”。

高收益债券ETF也遭到抛售。截至20日，SPDR彭博巴克莱高收益债券ETF价格已经跌至90美元关口下方，创11年以来新低；贝莱德安硕iShares IBOXX高收益企业债ETF价格逼近70美元关口，亦创11年以来新低。

分析人士表示，高收益债券发行企业面临的信用风险要高于投资级债券发行企业。投资级债券往往会与国债变动挂钩，但高收益债券面临的不确定性更高，在市场下行环境下，这些资产首当其冲受到冲击。

由于疫情在全球蔓延，不少机构认为经济衰退风险正在升温。标普全球评级在最新报告中指出，全球经济衰退已经来临，将2020年全球GDP增速区间下调至1.0%-1.5%，预测美国GDP今年出现零增长。该机构预测，美国经济大概率在二季度滑坡。

彭博全球首席经济学家Tom Orlik表示，主要经济体一季度增长会出现较大降幅，对于美国这类疫情爆发尚未达到峰值的国家来说，GDP最大跌幅或出现在第二季度。三菱日联经济学家Chris Rupkey预测，美国经济可能会在第二季度下滑8%。

在避险情绪蔓延、美元流动性紧张的情况下，高收益债出现高压信号。如果流动性进一步趋紧，投资者加速离场，美国高收益债市场将进入更危险区域。

高杠杆下债台高筑

美国证券行业和金融市场协会（SIFMA）数据显示，截至2019年底，美国企业债规模已经超过10万亿美元，升至史上最高水平。但随着经济疲弱和衰退信号出现，很多业界人士发出预警，认为随着经济环境变化，一段时期内利润无法覆盖偿债成本的“僵尸企业”或将增多，将企业债市场置于高风险境地，而高收益债是其中风险最大的一类。

高收益债通常又被称为“垃圾债”，是除国债、投资级企业债券之外美国债券市场的一大核心组成部分。由于其信用等级较低和信用风险较大，收益率通常要高于国债与投资级债券。

后金融危机时代，很多企业在低利率环境下加大借债力度，使得债台高筑。中金公司预计，若卫生事件造成美国经济放缓，叠加油价偏弱，本已杠杆偏高的美国企业债务压力可能增大，企业债信用息差进一步上升。

标普全球评级18日发布的一份报告称，疫情防控措施导致很多经济活动停摆，全球信用压力陡增，现金流骤减，融资环境急剧收紧，加之油价大跌，将冲击全球信用环境。“这些因素可能导致违约数量激增。未来12个月内，美国非金融企业的违约率可能升至10%以上。”标普全球评级信用研究全球首席Alexandra Dimitrijevic表示。

部分行业违约风险升高

“我们预计此次经济紧缩虽然急剧，但相对短期性，主要冲击那些信用状况较弱或受到直接影响的领域。如果经济超预期持续衰退，则将产生更大范围的影响。”Dimitrijevic称。

另有分析人士表示，由于企业债市场受流动性影响较大，且市场风险偏好具有统一性，当一个行业爆发债务违约后，也会影响到其他行业。

莫尼塔研究指出，高收益债中占比最高的三个行业是非必需消费、通讯、能源，占比最低的三个行业是公用事业、工业、必须消费。受本次疫情影响较大的行业包括非必需消费、能源、金融、材料、必需消费、工业等。由此来看，非必需消费、能源等行业面临更高的违约风险。

按照莫尼塔研究的分析，今年企业债务偿还规模较高的月份是4月、5月、8月，这几个月的偿还规模都超过60亿美元。如果仅从到期时间的角度来看，上述3个月份应该是发生实质性违约风险最高的月份。

国盛证券指出，美国能源行业企业债中，高收益债占比达31.2%，明显高于整体企业债市场的21.5%，表明美国能源企业的信用资质普遍较差。从到期分布来看，与2019年相比，2020年美国能源企业债到期规模明显更大，且高收益债到期规模也大幅增加，能源企业将面临较大还债压力。

■ 投资非常道

大盘企稳不会远

□金学伟

“我只是来赚点小钱，为什么要我见证历史？”

这几周全球股市确实是让我们见证了历史——从2月12日到本周，一个月内美股已经历4次熔断，跌幅达36%，连见多识广的巴菲特都只能说“活久见”。

虽然同期A股也在下跌，但最大跌幅仅15%，远小于美股跌幅。其中的原因是两个市场同样经历了2008年金融危机，又在同一时间段一前一后见底，但随后便分道扬镳，A股于2015年6月见顶，美股则一直走到今年2月。所以，当美股开始暴跌时，A股其实相当于已从最高点下跌了42%。

近两周A股跟跌主要有以下几个原因：

一是创业板和科技股涨幅已大，其中半导体50ETF相比去年收盘价已上涨了68%。由于疫情对半导体全产业链会造成冲击，所以近几周，半导体、元器件等科技板块的调整较猛烈，对市场人气的打击也比较大。

二是蓝筹板块。这个板块从2017年起就处于“过度买入”和“过度持有”状态。一个板块或某类股票一旦进入这种状态，如果好就是走势牛皮，一旦坏就是导致集体卖出。2018年下半年蓝筹板块曾跟跌了一波，而正是这一波跟跌，使其过度持有状态得到缓解，为大盘上涨提供了空间和动力。但到2019年下半年，这种过度持有状态反而更甚，这一板块新一轮的集体卖出，成为这两周指数杀跌的重要动力。一旦它们的集体卖出行为告终或告一段落，大盘就会企稳。至于时间，我想不会太远。因为这两年上证指数客观上已形成一个2500点-3100点的箱体。

上述两个原因都是技术性的，更重要的是，疫情在全球蔓延以及美股的持续暴跌，已从根本上改变了人们对后市的预期。预期引导操作，这给市场带来了较大调整压力。

最值得说道的还是美股。在过去相当长的时间，主流言论界一直将美股视为成熟市场典范。但这一个月来先后4次熔断，以及在下跌过程中的时而大幅高开，时而大幅低开，完全撕破了“成熟”的假象。

市场既然是人参与的，那么所有人性的优缺点它都会同时具备。某些所谓成熟的表现，只是环境和条件使然。环境和条件塑造了人的行为方式，形成某种观念，反过来又进一步强化这种市场环境，形成一个不断强化的循环，直到它被打破。

这一个月来美股的表现也与机构有关。虽然在一个散户占多数的市场里，指数的波动很频繁，有时甚至很剧烈，但这种波动仍是小级别的，顶多相当于5级、6级地震。如果将时间拉长来看，我们可以发现，这种频繁的震荡反而更容易导致股市原地踏步，延缓市场上涨速度，压低它的上行高度。而在机构占主导的情况下，看上去震荡是少了，市场是稳定了，但这种稳定源于机构群体行为方向的一致性，其实质就是将几次小级别地震的能量累积成一次8级甚至9级地震。一旦震起来，破坏力十分巨大。

市场最怕的是群体行为方向的一致性，而机构是最容易行为一致的群体。这次美股十一年几乎无调整的牛市，就与被动基金的不断涌入以及群体一致的买入有极大关系。

正如很多有识之士指出的那样，这次美股崩盘，疫情只是起到了导火索的作用，其宏观经济层面的原因则是2008年金融危机后，连续两届美国政府都采取了大水漫灌的放水政策和不合时宜的减税政策。

按照经济学理论，减税和放水之后，企业流动性增加了，相应地，就可以扩大再生产，雇佣更多员工。但这种效应存在的前提是要有一个“无限市场”的存在，任你生产多少产品，提供多少服务，都能销出去。反之，如果企业面对的是一个饱和的市场，那么，因减税和放水之后多出来的流动性就会走另一条路径，诸如回购股票，以提高每股税后利润，驱动股价进一步上涨，拿更多的年终奖励和期权回报。股市，无形中就会虚高。

因此，在宏观政策方面，我更欣赏中国政府的定向政策——定向降准，定向减税，定向降息。因为结构性问题只能用结构性方法来解决，大水漫灌似的放水和一刀切的减税，最后导致的一定是资产的劣质化。

怎么来的，还是要怎么回去。如果中美两市最终会同步，那么，有三个时间节点就很重要：核心是2013年，上证指数见1849点。之前是2012年，国证A指见底；之后是2014年，上证50指数见底。这3个年份道琼斯指数的最高点分别是18103点、16588点、13661点，平均16117点。这就是美股要回补的点位。

股市有风险，请慎重入市。 本版股市分析文章，属个人观点，仅供参考，股民据此入市操作，风险自担。