



视觉中国图片

## 跟随北上资金“抄作业” 机构紧盯外资“对手盘”

□本报记者 徐文肇 林荣华

### 北上资金动向“每日必看”

随着北上资金不断流入,外资在A股的话语权越来越高,也日益成为内资机构关注焦点。

中国证券报记者采访多位机构人士了解到,部分内资机构对外资交易行为的研究和应对集中在三方面:一是跟随外资“买买买”;二是提前买入,等待外资“抬轿”;三是从防风险的角度,减少部分外资持股比例较大的个股。

王强表示:“一些内资喜欢跟着‘抄作业’,外资买什么就跟着买什么,每天的陆股通成交量和买入卖出名单都成了必看的内容。”

数据显示,截至3月8日,2019年以来北上资金净流入超1000亿元,成为A股重要的增量资金来源,其投资标的和风格也因此成为部分公募基金关注的对象。内资机构在加强外资动向研判的同时,有的采取跟随买入、提前埋伏、预先减持外资持股比例过高的个股等应对策略。业内人士指出,外资的操作手法多元,绝非单纯的价值投资。

不过,单纯的跟随策略并不容易奏效。王强表示,“这里面有一个关键问题是,即使跟着买了,我们也不知道外资在个股上什么时候撤退,并不是那么好精准跟踪的。所以,还是得有自己完整的投资逻辑。”

上海一家大型公募基金人士则表示,外资的持股风格较为明显,因此在外资持续流入A股的大趋势下,也可以选择提前进场“埋伏”,等待外资“抬轿”。“去年底有些机构买入了消费股和银行股,这两个板块很受外资青睐,今年以来也是外资的主要配置方向,两个板块在年初都表现不错。不过,如果外资对这些板块的配置比例达到预期,这种提前埋伏的策略可能就不那么奏效。”

值得注意的是,按照证监会要求,所有境外投资者(QFII/RQFII/陆股通)对单个上市公司A股的持股比例总和,不超过该上市公司股份总数的30%。一旦上交所/深交所通知交易所个别沪股通/深股通股票的境外持股比例合计达到28%,任何有关该沪股通/深股通股票的进一步买入即不获接纳,直至该沪股通/深股通股票的境外持股比例回落至低于26%。从这个角度看,如果北上资金对个股的持仓触发“限购令”,将可能给相关个股带来卖盘压力。

前述上海公募基金人士表示,如果外资对某些个股的持仓逼近持仓上限,将会考虑提前减仓或卖出相关个股,避免因单纯的交易性因素带来的冲击。

北京一家公募的权益投资总监则认为,未来外资的突然离场将成为内资机构的日常风险防范内容。“已经将外资的资金动向、行为模式等纳入自己的投资框架中,进行日常监测与研究。”他说,“随着外资进入A股的比例越来越高,外资的话语权和在个股上的定价权会越来越强。一方面,需要研究他们偏好的市场风格和介入个股的节奏和特点,例如何时买入卖出,持股周期长短等,从中分析利润来源,争取‘取其精华’;另一方面,在遇到外资和我们相同的持股情况时,更需要仔细研究对比双方手中的筹

码,减小外资突然离场对我们造成的冲击,未来这会成为日常防风险的要点之一。”

深圳一家私募的投资总监也表达了相同的担忧,他说:“当前外资在部分个股上的持股比例过高,接近30%的持股上限。买超了必须卖,当一致性预期形成的时候,买盘就会成为卖盘,对个股的冲击也会较大。所以,即便是对外资看好的行业和个股,投资时也不应该集中度太高。这对集中度通常较高的私募而言,考验更大。”

### “对手盘”手法多元

虽然目前从持股总量上看,外资的力量似乎不强,但在个股上,则可能成为主导力量。Wind数据显示,截至3月8日,北上资金对上海机场、顾家家居、欧普照明、方正证券、伊利股份、大族激光、华测检测、美的集团、贝瑞基因等9只个股持仓量占流通股的比例超过15%。从公募基金2018年四季报看,上述9只个股中的不少个股目前外资持股数量已经超过公募基金在去年的持有数量。

有基金经理感叹,目前部分个股的每日成交量中,外资的成交占比不断提高,甚至影响个股走势。随着未来外资持续流入A股,外资有可能成为公募基金的对手盘,必须加强研判。

从北上资金对个股的持有情况看,外资持股变化确实风格多变。例如,北上资金对京东方

A的持股表现出了“追涨”的特点:近期京东方A股价涨幅较大,在2018年12月京东方A股价处于底部时大量减持的北上资金也随即迅速增持,持股比例逼近前期高点。然而,从2018年以来的持股情况看,北上资金对五粮液等个股的持有量则表现为不断买入,持股比例不断抬升,而对五粮液的股价波动并不在意。

此外,北上资金也存在突然大幅买入的行为,例如贝瑞基因。2018年5月至6月,北上资金大幅增持贝瑞基因,持有流通股的比例从不足1%迅速提升至超过13%,此后尽管贝瑞基因股价震荡下行,但北上资金未再大幅增持或减持。

上海某大型公募基金策略分析师表示,外资在A股的体量不断变大,其操作手法也更加多元。目前外资在A股市场的操作同样包括趋势和配置两类,甚至也有做多空策略的,具体手法比如买入茅台的同时融券卖出五粮液,在市场急跌情况下,有时也会大量卖出,绝非单纯的价值投资。

上海远见投资总经理唐祝益称,从品种上看,外资偏重相对海外市场比较独特的标的,如白酒、家电等板块的个股。在外资持续净流入的过程中,这类股票在市场下跌过程中表现较好,呈现出非常好的稳定性。“海外资本是长期资金,对市场的稳定性会有作用,但是过度夸大这个作用也是没有必要的。从历史的角度来看,外资流入的不同阶段作用是不同的。在净流入阶段,外资持续买入,会有效提升一些优质资产的估值水平。在外资占比达到了一定均衡之后,波动性就会体现出来。”他说。

唐祝益认为,从香港经验来看,海外资金还会导致股价出现长周期的波动性与短周期的趋势性,这与资金的性质与投资行为有很大的关系。投资的规范性与资金的长期性,要求这类资金更多以公司报表作为投资依据,这会导致股价在中短期出现很强的趋势性。另外,配置因素会加大股票波动与海外市场的相关性。

前述深圳私募投资总监也指出,外资的投资视角通常是站在全球范围,有时会受到全球经济联动影响而并非是看空A股而短暂撤离,这种资金的流出往往更令人猝不及防,因此要求内地的机构投资者具备研究全球资产波动规律的能力,具备全球投资视野。

### 关注投资理念差异

知己知彼,百战不殆。面对外资在A股的影响力与日俱增,部分机构也表示将关注内资机构和外资机构的投资理念差异,研究外资的交易行为和买入节奏,预判及学习其如何发挥定价权作用。

唐祝益分析称,国内投资者普遍强调周期性与成长性,特别关注成长性的波动性,导致股价波动幅度远远超过公司业绩的波动幅度,因

此习惯于周期操作的投资者不明白,在经济下滑的情况下,为什么外资如此青睐消费股。以白酒为例,从去年三季度开始,受宏观经济环境影响,白酒公司的销售出现了压力,收入增速低于市场预期,国内机构投资者普遍减持。而年初以来,外资大规模流入,在1000多亿元的流入资金中,超过30%的比例配置在白酒行业,龙头公司更是占据了大头。

唐祝益表示,从国际经验来看,海外投资者更关注公司的长期价值。以美国市场为例,可口可乐、麦当劳等公司长期维持在20-30倍PE的合理估值水平,投资者更多是从业务稳定性、现金流、分红率等角度看待公司的长期价值,忽略公司的短期业绩波动。从实际经营来看,对于规模巨大的公司,短期业绩的波动往往不具有持续性,投资者过度关注业绩的成长性更多是短期行为。他认为,国内外机构投资者理念上的差异最终会被国际化的逻辑替代,优质龙头公司将享受更好且稳定的估值水平。一个鲜明的例证是,在港股市场,国际资本长期盘踞在腾讯、香港交易所等有核心竞争优势的公司,这几个公司更是获得了超出市场平均水平很高的估值,其PE长期维持在30倍以上。

不过,关于定价权之争,也有业内人士表达出不同的观点。信达证券首席策略分析师陈嘉禾认为,即使外资买入量很大的内地股票,外资对内地股市交易价格的定价能力仍然很弱,因为外资的换手率实在太低。对于大部分崇尚价值投资的外资而言,一年50%以上的换手率被认为是难以接受的,而20%的换手率被认为是比较合理的。但成交而不是持仓,才是决定市场交易价格的关键。

虽然如此,机构人士依然对外资的深度研究能力倾囊有加。上述深圳私募的投资总监称:“外资机构往往对企业的判断有相对成熟的分析方法,并且十分注重细节。”他举例说,一家全球知名对冲基金最近在为公司的投资组招聘几位有调查记者背景的调查员,希望帮助投资组搜寻、论证一些公开信息之外的信息,调查员对投资组直接负责。“看来他们已经在做准备,应对A股市场的各种复杂环境。”他说。

王强则指出,外资的资金期限和考核周期通常比较长,投资者的预期收益也没那么高,便于他们长期稳健地从A股获取收益。内资机构如果要做他们的对手盘,不仅要在投资逻辑、投资策略、研究力量等技术方面对标,更应该在制度上向他们“靠拢”。他表示,国内投资者预期收益高,对产品的考核周期一般又较短,带来的结果往往就是“外资抄了内资的底”,内资总是在追随,且往往还追在高位。与其讨论A股的定价权未来是在外资还是内资手上,不如讨论定价权是在长线资金还是短线资金手里。只有定价权掌握在长线资金的手中,A股才能真正走向专业化和价值投资的方向。