



视觉中国图片

北向资金杠杆来源揭秘

内地资金“穿马甲”加杠杆回A股

□本报记者 吴娟娟

三类内资“绕道”加杠杆

一家外资银行投行的PB人士Jason告诉中国证券报记者,目前三种内资正显示出旺盛的加杠杆需求。

所谓PB,英文为Prime Brokerage,直接翻译为主经纪商,是外资投行中为对冲基金提供托管、交易等全套服务的部门。“一般人认为PB的主要收入来自于托管费和交易佣金。实际上,融资融券,也就是加杠杆才是PB最赚钱的业务。”Jason告诉记者。最近几个月,由于股市红火,PB的收益也急剧上升,正是对冲基金加杠杆业务为PB部门带来了丰厚收益。

Jason介绍,前来加杠杆的有三类资金,其中来自市场中性策略对冲基金的杠杆需求尤为显著。“这类对冲基金利用多头和空头对冲来规避风险。一般来说,基金的风险较低,相应的收益也较低。为了增强收益,这类基金选择通过PB加杠杆。”Jason说。

据了解,PB作为对冲基金的托管方,对基金的持仓了如指掌。他们会根据基金持仓的风险特征,确定最多提供几倍杠杆。“如果是流动性很好的A股和港股,我们能给的杠杆倍数要高些。但如果是流动性欠佳的债券,我们能给的杠杆倍数就较为有限。”Jason补充说。

为何要将基金的持仓与客户可获杠杆的倍数联系起来?据Jason介绍,一是外资行风险管理的需要;二是因为外资行要将对冲基金持仓的资金拿去抵押获得融资,这也是对冲基金持仓中资产的流动性决定它能在PB那里加到几倍杠杆的原因。

对冲基金加杠杆的费率有多高?Jason说,他们对基金加杠杆采取基准利率(香港同业拆借利率)+浮动部分的收费结构。如3月29日,Hibor一周利率为1.88%。Jason说,其收取的利率在其基础上加几十个基点。也就是说,对冲基金通过PB借7日期的资金,杠杆的成本在1.88%-2.88%之间。

Jason介绍,其服务的客户中不少是内地人在开曼群岛设立的对冲基金。这些对冲基金中,市场中性策略对冲基金最近几个月的杠杆需求明显见长。但是市场中性策略基金不是唯一有杠杆需求的对冲基金,股票多头策略近期的杠杆需求也明显增加。“并不是因为这些对冲基金有了新的玩法,而是因为市场好了,对冲基金增强收益的需求也增加了。”Jason表示,这些对冲基金通过陆股通主要投向A股。

除了上述两种策略的对冲基金,内资还可以通过在海外设立家族办公室的方式返回A股投资。“这部分业务本来外资行中私人银行部做得最多,但是,对于离岸设立家族办公室这类业务,我们比私人银行更专业,更容易赢得客户

3月25日,北向资金净流出107亿元,净流出幅度创下沪港开通以来第二大纪录。而至3月29日,剧情反转,北向资金净流入110亿元,创近4个月新高。“大进大出”的剧情再次上演。

市场人士称,内地资金“穿马甲”加杠杆再回A股是市场大幅波动的原因之一。中国证券报记者近日从多家香港银行、券商、对冲基金处了解到,目前“穿马甲”加杠杆再回A股的至少有三类内地资金。随着A股市场热度上升,这些资金的杠杆需求随之提升。而鉴于北向资金包含此类资金,业内人士认为,投资者要破除“北向资金”迷信,不可盲目跟随。

的信任。”而PB向这些家族办公室提供一揽子服务,也包括加杠杆服务。

“穿上马甲”回A股

内资在海外设立对冲基金、家族办公室之后,钱还是投向A股。从Jason服务的内资客户的实际案例来看,这些资金就大多回到A股,因为他们对A股最熟悉,投资A股胜算最高。

一家新近出海的私募,这样解释出海之后为何还是以A股为主战场:“在内地耕耘多年,我们运作家族资金和客户资金的时候遇到一个问题,即在A股市场缺乏避险工具。如果再遇到2015年、2018年那种市场怎么办?资产管理机构如何才能摆脱靠天吃饭的情形?出海之后,我们发现做空或是做套期保值避险变得相对容易。”也就是说,出海只是为了更好地管理风险,并不是全方位地转移战场。

该私募基金进一步解释,到了海外,可以做多也可以做空。目前大中华区哪个市场的股票具有配置价值?答案是A股。随着2019年前两个月沪指的高歌猛进,部分个股估值修复已经接近完成,但是仍有部分个股具有吸引力。所以,这部分内资“穿上马甲”之后,仍然选择返回A股。

全球基金跟踪机构EPFR3月30日发布的报告显示,截至3月28日,注册在美国的中国概念对冲基金(投向中国股票的对冲基金)连续6周实现资金净流入。这意味着,即便北向资金进出,周度流入A股的幅度呈现较大波动,但外资中仍有一类对冲基金在持续投资中国。

需要说明的是,香港证监会对对冲基金的杠杆水平并没有特别限制。对冲基金根据自身的风险管理来决定使用杠杆的情况。即便如此,多家大型机构向记者表示,使用杠杆非常谨慎。惠理集团投资董事中国业务主管余小波说,惠理集团投资A股20多年,选股是业绩的唯一来源,惠理不用杠杆。

香港一家中型对冲基金权益投资主管告诉记者,香港的监管部门对对冲基金的监管较松,胆大的对冲基金,其杠杆可以加到很高,一些投资国债的固定收益型基金杠杆放到7-8倍也不罕见。但一些回撤控制严格的股票多头基金则表示从不用杠杆。

香港券商争相为散户提供孖展业务

不过业内人士介绍,除了对冲基金,散户也是北向资金中杠杆资金的重要来源。记者以投资者身份向多家香港银行、传统券商和在线券商了解后发现,散户加杠杆进入A股的资金成本较高,重利之下券商趋之若鹜。据记者了解,A股相关经纪和杠杆业务已经成为香港券商争抢的“香饽饽”。

记者向5家包含香港银行、传统券商和在线券商等股票经纪机构了解后发现,不少香港机构都提供A股的相关融资服务。这种融资服务在粤语中称为“孖展”,为英文Margin Credit的谐音。设立孖展账户需要一定的资质,但是不同券商对资质的审核的标准不一。

例如,一家知名的在线券商表示,开设孖展账户的投资者年收入要大于4万美元,但是并不需要提供收入证明。投资者需要秉承“诚信”原则填报数据,账户的流动性余额需要大于2万美元。而且并不是所有的股票都可以加杠杆,只有指定的股票才可以加杠杆,而杠杆水平也是按照股票的属性确定的。

另一家较新的在线券商则表示,由于该券商的清算结算是由上述知名在线券商做的,因此它也顺带“继承”了前述知名在线券商加杠杆方面的安排,哪些股票可以加杠杆,可以加到几倍,这些都由负责清算结算的券商来定。

总体来说,散户做孖展并不便宜,年利息在6%-8%之间,杠杆倍数则不等。记者查询香港一家老牌券商提供的孖展服务发现,贵州茅台、美的集团这些陆股通个股,该券商提供70%的

孖展借贷比率,30%的保证金比率。也就是说,账户有30万元可借70万元,3.33倍的杠杆。部分券商区分日内孖展借贷比率和隔夜的孖展借贷比率,后者一般低于前者。投资者在做孖展当天收盘前,需要将杠杆水平降到合乎隔夜孖展借贷比率的要求。

另一家新近成立的在线券商则表示,正在申请陆股通经纪业务。“对于香港券商来说,现在做A股经纪最赚钱了。”他表示2019年二季度预计可申请下陆股通业务。

“大进大出”仍会延续

北向资金中究竟混进多少杠杆资金?在近期市场波动较大的情况下,北向资金的换手率是否较此前显著上升?记者就北向资金的换手率问题请教上交所和港交所,上交所方面表示,上交所没有北向资金的相关交易数据,港交所也表示无法提供相关数据。

由于并无公开数据显示香港对冲基金整体杠杆水平,也无法了解这一杠杆水平是否随着A股的高歌猛进而呈现上升趋势,因此也难以明确北向资金中,对冲基金贡献了多少。

业内人士认为,目前难以明确北向资金大进大出的现象多大程度上是由杠杆资金引起的。不过种种迹象表明,这种“大进大出”大概率还会持续。

目前,海外投资机构对A股的看法也出现了分歧。2019年前2个月A股高歌猛进,从2018年全球最差市场逆袭成为全球最好市场。现在,外资机构对A股的短期走势并无十足把握。澳洲安保集团动态资产配置部主任Nader Naeimi表示,3月沪深两市单日交易额突破1万亿元时,其选择获利了结一部分仓位,目前对A股的持仓比较保守。而英国对冲基金英仕曼集团客户全权委托投资股票策略主管Edward Cole在接受中国证券报记者采访时表示,短期A股将进入调整期,但他长期看好A股。在此期间,资金可能会采取进进出出试探市场的方式。Nader Naeimi也认为,北向资金大进大出的现象会持续。

“许多人认为外资就是买入好股票并长期持有,这个理解有些片面。外资不择时,但是并不是简单地买入并长期持有。买入并持有是在这个投资哲学下,对部分优质个股的持仓结果,而非最初的预设。通常大家看到的外资持股10年100倍收益的案例,最后是开花结果的那只股票而已,其他的‘杂草’已经在股价的波动中被修剪掉了。”曾任职某QFII机构13年的现六禾投资合伙人基金经理曾生表示。他认为,要破除外资迷信,因为目前北向资金由多种性质的资金组成,每种资金的风险属性不同,投资者不可盲目盯住北向资金亦步亦趋。