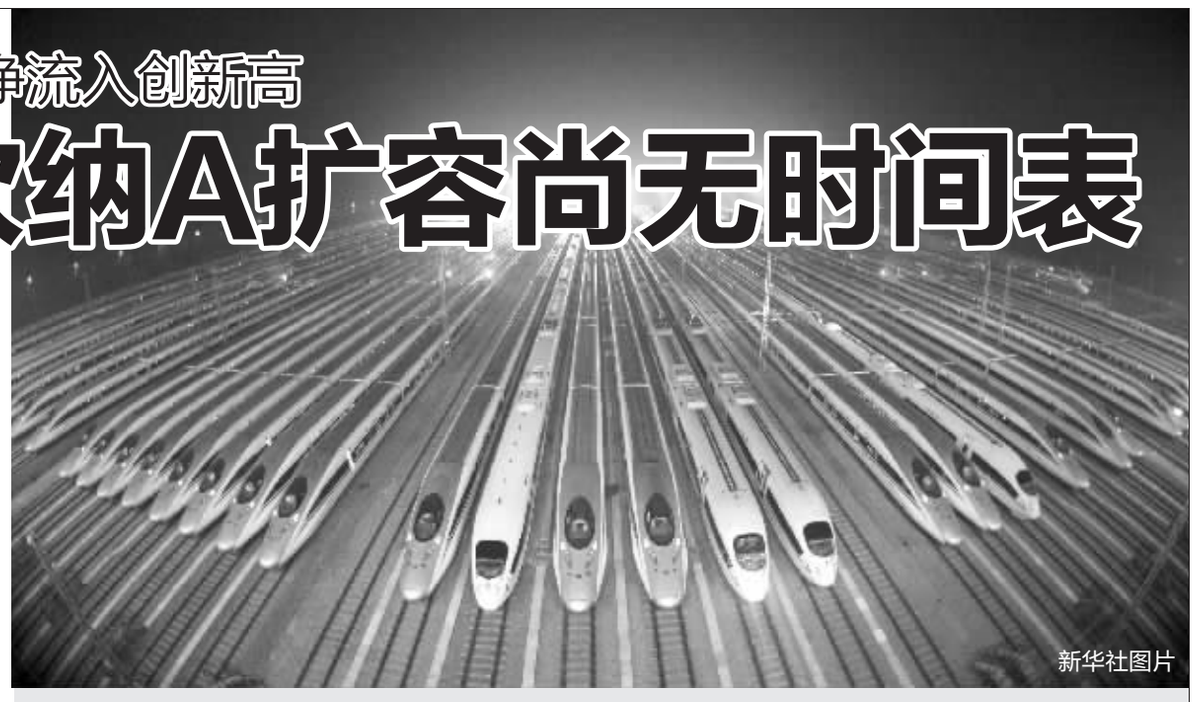
抢筹惊心动魄 北向资金净流入创新高

MSCI下次纳A扩容尚无时间表

□本报记者 吴娟娟 林荣华

26日收盘，MSCI纳A扩容生效，A股再现巨量资金尾盘抢筹，北向资金盘中挂单金额一度超过500亿元，尤其是中盘股放量明显，砸盘与拉升互现，可谓惊心动魄。

巨量北向资金何时再来？MSCI有关人士于26日收盘后在媒体电话会上表示，下一步A股扩容尚无时间表。



新华社图片

11月以来北向资金净流出较多的个股

证券代码	证券简称	11月以来减持数量（万股）	11月以来资金流出情况（亿元）
600276.SH	恒瑞医药	1733.08	15.86
600519.SH	贵州茅台	111.05	13.41
002304.SZ	洋河股份	1304.74	12.96
601012.SH	隆基股份	3854.22	8.67
601688.SH	华泰证券	3231.15	5.65
600885.SH	宏发股份	1842.60	5.13
300015.SZ	爱尔眼科	1173.77	5.10
601318.SH	中国平安	564.64	4.98

11月以来北向资金净流入较多的个股

证券代码	证券简称	11月以来增持数量（万股）	11月以来资金流入情况（亿元）
000651.SZ	格力电器	3389.00	20.65
002415.SZ	海康威视	5407.14	18.04
600690.SH	海尔智家	8756.79	15.64
000333.SZ	美的集团	2695.76	15.59
300750.SZ	宁德时代	1174.21	9.02
000977.SZ	浪潮信息	2666.69	7.97
601398.SH	工商银行	11498.55	6.72
002271.SZ	东方雨虹	2664.04	6.48

数据来源/Wind，截至11月25日，资金流入以区间成交均价估算

尾盘现巨量资金挂单

MSCI纳A最大幅度扩容生效日到来。26日开盘，北向资金便显示了强劲的流入势头。东方财富网显示，截至上午收盘，北向资金净流入71.56亿元。下午北向资金继续强势流入，至尾盘再度上演抢筹“大戏”。与5月28日尾盘8分钟脉冲和8月27日尾盘5分钟脉冲不同，这次的脉冲时间缩短到了最后3分钟。东方财富网数据显示：14时56分，北向资金净流入177.68亿元；14时57分，北向资金净流入陡升至487.07亿元；14时58分，北向资金净流入继续攀升至506.99亿元；14时59分，北向资金净流入达到全天高点529.86亿元；15时收盘，北向资金净流入回落至243.63亿元（14时57分至15时为集合竞价时间，无成交，东方财富网此时数据为挂单买入数据）。

为何跟踪指数的被动资金都在最后一刻入场？

一位来自全球排名前二的资管机构指数投资人士解释：“我们在指数调整生效日原则上是尽量靠近最后一刻挂单，让交易价格尽量与指数使用的股价一致。但遇到股票流动性不佳或交易拥挤的情况，每家都会设计一些交易策略来降低风险。如果最终交易失败了，只好事后再补救。如果宽基的底层股票都在同一个市场，一般问题不大，交易失败的可能性非常低。全球或区域性的跨市场指数会复杂一点。MSCI新兴市场指数调整设计的股票数特别多，一般各家都会搭配程序化交易。”

下一步扩容尚无时间表

26日收盘后，MSCI董事总经理兼指数研究部环球主管Sebastien Lieblich在媒体电话会上表示，从目前情况看，本年度最后一次MSCIA股扩容实施顺利，目前没有发现任何问题。谈及下一步A股纳入计划，他表示目前MSCI内部尚无时间表。

按照既定流程，MSCI需先启动市场参与者咨询，然后根据市场参与者意见确定下一步提升A股纳入因子的时间安排，并确定下一步纳入因子提升幅度。目前，MSCI还没有确定就A股下一步纳入计划向市场参与者进行咨询的时间。

上世纪90年代，MSCI在纳入韩国市场股票时，曾在第一阶段纳入结束后，暂停了两年才进入第二阶段。MSCI在纳入A股第一阶段完成之后，会不会选择暂停一段时间？Sebastien Lieblich表示韩国的例子对A股不具有借鉴意义。当时选择在第一阶段纳入之后暂停一段时间，是为了让投资者适应韩国市场，同时给韩国改善市场准入的时间。而上世纪90年代的韩国市场与2019年的A股市场大相径庭。纳入韩国市场股票时，纳入因子提升到20%之后暂停不意味着纳A因子提升到20%也会暂停。

MSCI前不久宣布取消纳入港交所上市股票雅高控股，Sebastien Lieblich表示取消纳入主要是由于市场参与者对该股票的纳入有所顾虑，此前MSCI也有“取消纳入”的先例。他表示，MSCI并没有改变指数编制规则，雅高控股是极端个例。而MSCI在没有公告的情况下，不会改变其指数编制规则。

中盘股砸盘与拉升互现

值得注意的是，本次纳A扩容也是MSCI首次纳入中盘股，且纳入因子一次性从0提升至20%，这对中等市值公司的影响比较大。从北向资金的持股动向看，本周一有不少中盘股被提前埋伏。具体看，北向资金净买入顺鑫农业4360.66万元，对紫光国微、亿联网络的净买入额也超过3000万元。

昨日尾盘资金大幅变动也令诸多个股上演多空大戏，尤其是中盘股放量明显，砸盘与拉升互现，可谓惊心动魄。比如本次新纳入的华大基因、中炬高新尾盘遭遇暴力砸盘，广联达、古井贡酒、亿联网络则被强力拉升。

对此，业内人士认为，如果套利资金提前入场可能会在尾盘砸盘出货，指数带来的资金净流入则有可能造成拉升。同时，不排除部分场内资金借助尾盘的高额成交卖出离场。Wind数据显示，截至11月26日，本月以来北向资金净流入556.07亿元，但是从持股动向看，北向资金也在积极调仓换股。具体看，以区间成交均价估算，截至25日，本月以来北向资金减持恒瑞医药达15.86亿元，减持贵州茅台和洋河股份也分别达到13.41亿元和12.96亿元。对隆基股份也减持了8.67亿元，对华泰证券、宏发股份、爱尔眼科的减持金额也都超过5亿元。从增持看，家电股被明显增持，其中，对格力电器、海尔智家、美的集团的增持金额分别高达20.65亿元、15.64亿元、15.59亿元，对海康威视、宁德时代的增持金额也分别达到18.04亿元和9.02亿元。

接下来外资投资A股会买什么？瑞银中国股票主管施斌作为消费股选股老手，重申了对消费蓝筹的厚爱。他表示2020年还是看好消费蓝筹，同时外资持股集中的趋势也会持续。景顺投资则表示，在A股投资上，短期内利用红利低波策略积极把握投资确定性，中长期看好高成长性的公司，关注包括科技、医疗在内的高成长性企业。景顺投资董事会主席、CEO Marty Flanagan上周在领英上发表文章表示：“确信中国经济在保持强劲增长，中国为改善资本市场、改善市场准入条件在持续努力。这一切对海外投资者和本地投资者来说都是有吸引力的机遇。”

MSCI扩容形成长期利好

基金经理认为A股具备国际吸引力

□本报记者 张焕昀 余世鹏

至11月26日收盘，MSCI今年对A股的最后一次扩容生效。据悉，本次的扩容所带来的海外增量资金将超过以往任何一次。对此，多位MSCI主题基金经理表示，MSCI扩容引外资持续流入，将对A股形成长期利好。从MSCI代表的选股偏好来看，外资更青睐确定性较高的绩优股。站在当前时点看，A股明显具备国际吸引力。

外资流入形成长期利好

景顺长城MSCI中国A股ETF基金经理徐喻军表示，本次扩容，提升比例高，且纳入个股数量较多，新增个股权重扩容量较大，主要集中在医药、计算机、化工、食品饮料等行业。从今年的表现看，对应的行业指数涨幅也比较高，这表明市场已经反映了一定的预期。

前海开源MSCI中国A股指数基金经理陶曙斌认为，相较前两次扩容，本次扩容A股反应有所提前，“外资风向标”的北向资金近期显著流入也验证了这一点。短期来看，相对资金面的影响，本轮扩容将更多起到对市场情绪的提振作用。长期来看，一个国家或一个地区的股票纳入国际性指数，通常会带来海外资本的长期流入。“随着入摩进程的推进，外资有望持续流入A股市场，为市场带来增量资金，这对于股市是一个长期持续的利好因素。”

大成MSCI中国A股质优价值100ETF基金经理黎新平表示，从资金层面看，北向资金在10月底已经出现显著增加，外资陆续布局A股。根据过往经验，在扩容生效日前后会有较大规模的资金净流入。

招商MSCI中国A股国际通指数基金经理白海峰指出，增量资金很可能会再次超过市场预期，对MSCI基金更是直接的利好，对A股市场权重股也将形成有力的推动。北向资金持续流入，大部分会借道陆股通渠道来完成调仓。

创金合信MSCI中国A股国际指数基金经理陈龙表示，此次中盘股也将被纳入。而随着中盘股登上国际舞台，科创板股票也有机会进入相关的国际指数，将促进中国新兴成长行业吸引更多全球目光和关注，有利于中国新兴产业和公司价值的挖掘，有助于中国中小型实体经济的发展。

青睐高确定性绩优标的

MSCI纳入的标的有哪些共性，是市场较为关注的话题。基金经理表示，确定性高、盈利稳、业绩优的公司往往会受到海外成熟投资机构的青睐。

徐喻军指出，这可能与外资的配置逻辑有关。他们比较偏爱估值相对合理、确定性较高、安全边际较大的股票，具体表现是布局大蓝筹。外资在投资过程中更追求确定性，比如企业的盈利能力、盈利模式以及成长空间等。未来，随着外资对中国A股市场的理解更深刻，他们可能会从科技成长股中选取一些符合自己投资逻辑、具有确定性的股票。

陶曙斌认为，外资更看重投资的确定性，质量好、市场地位高的龙头白马股票更符合外资的投资偏好。短期内，外资对蓝筹股的偏好格局不会发生太大改变，这在一定程度上有利于促使A股市场更加成熟。

黎新平表示，过往外资选股偏大市值、低估值、盈利稳定、高流动性等特征，而本次扩容集中在大盘和中盘股，因此，大中盘低估值和盈利稳定的股票都会是外资重仓配置的板块。

A股具备国际吸引力

站在当前时点，基金经理表示，从估值等角度而言，A股具备国际吸引力。

徐喻军表示，境外投资者相对而言是更理性的，他们更看重基本面，并且有自己的选股逻辑，所以指数普涨行情可能较难出现，部分符合他们配置价值和投资逻辑的个股或会有所表现。

陶曙斌指出，后续行情更多取决于资金面和市场情绪，外资的流入是对资金面的长期利好。在布局上，长期战略性看好增长确定性高、基本面良好的大健康、大消费板块。

黎新平表示，未来业绩基本面仍然是一个非常重要的选股因素。所以，四季度机构选股会逐渐回归基本面，以盈利高、业绩稳健的股票为主。而今年前三季度获利的资金在未来一段时间也可能向防守因子如低波动倾斜。

陈龙认为，截至目前，外资持有的A股占A股总市值的比例仅约3%。在全球主要市场负利率或接近负利率的情况下，A股（尤其沪深300）股息率以及估值水平对国际投资者具有非常大的吸引力。

白海峰表示，目前MSCI中国A股国际通指数成分股估值仍处于历史底部，且低于主流宽基指数，有业绩支撑且估值低的标的向上修复空间较大。

私募对核心资产阶段性“审美疲劳”

长期表现依然可期

□本报记者 王辉

年内A股纳入MSCI指数的最后一次扩容于11月26日正式生效。在全天巨量北向资金流入的背景下，当日沪深两市多数受影响突出的股指走势反而较为平淡，单个交易日的事件性套利机会有些乏善可陈。而来自私募业的最新策略和问卷调查结果显示，目前部分一线私募对于以消费、医药为代表的核心资产出现了阶段性的“审美疲劳”。不过，看好核心资产板块的长期表现，仍然是私募业内的共识。

看淡短期利多效应

来自东方财富网的监测数据显示，26日陆股通北向资金合计净流入243.63亿元，创互联互通机制开放后的单日历史新高。但在此背景下，当日沪深两市多数受纳A扩容影响突出的股指，如上证50、中证100、沪深300、上证380等大中盘指数的走势反而较为平淡，均落后于中小板指、创业板指的表现。此外，招商银行、贵州茅台等部分受益明显的白马股和蓝筹股甚至在尾盘及收盘前的集合竞价阶段出现较大规模的“主动甩货卖单”。

宁波美港资本总经理陈龙表示，26日的第三次扩容对市场做多心理有明显支撑。但年初以来，在外资、险资、公私募等机构资金联手做多的背景下，A股白马蓝筹股已集体收获巨大涨幅，目前市场对这类股票的预期已经出现分歧。整体来看，本次扩容对于核心资产板块的利多作用已提前反应，这可能导致白马蓝筹板块的整体股价在中短期面临一定的调整压力。

上海域秀资本研究总监许俊哲称，26日之后，本次扩容带来的资金流入将会呈现出渐进特征，短期内对蓝筹股和中盘股股价的提振作用比较有限。上海少数派投资相关投研负责人也表示，MSCI扩容对于核心资产板块的利好作用会逐步衰减。

一份来自第三方机构的最新问卷调查显示，目前有部分私募表示对核心资产“审美疲劳”。私募排排网26日最新公布的关于“核心资产上涨行情是否已经走向终结”的私募问卷显示，目前有23.74%的私募判断，今年以来的核心资产上涨行情将告一段落。

核心资产“长线看多”

对于消费、医药等核心资产板块的长期表现，“长线看多”仍然是一线私募的主流观点。陈龙表示，外资指数资金配置A股是“超长线”，这将有助于与长线内资一起共同夯实A股白马蓝筹的价值基础。过去几年白马蓝筹的股价扬眉吐气，本质上是一场包括外资在内的所有长线资金发掘中国经济核心资产内在价值的旅程。整体来看，这一长期旅程尚未结束。

少数派投资分析称，虽然MSCI指数纳入A股的第一阶段已经收官，但A股市场海外资金权重和话语权不断增加的长期趋势并没有改变，市场整体的供求结构也依然没有发生变化，即增量资金需求集中在大蓝筹，而筹码供应则主要集中在中小盘，这种供求结构依然不会发生本质性变化。该私募认为，海外资金也不是买入白马蓝筹唯一的资金来源，越来越多的国内投资者也在增加大蓝筹的仓位，海外投资者的行为正在影响着国内投资者的行为。在此背景下，白马蓝筹的强势风格可能还会持续几年。

此外，茂典资产表示，近期核心资产板块中的部分机构抱团股年底回调符合预期，因为部分核心资产今年涨幅较大，机构浮盈较多，但从整体估值来说，还并未出现明显的泡沫，这类公司业绩增长的确定性在明年依然较高，长期强势行情预计不会轻易地结束。

天弘基金陈国光：

差异化估值助力科技股投资

□本报实习记者 王宇露

下半年以来，市场走出了一波科技牛行情，在机构中也随之出现了科技股投资热潮。但与传统产业相比，科技股的甄选和投资更为复杂，对科技企业进行合理估值尤为困难。近日，天弘基金股票投研部TMT组组长、天弘互联网基金经理陈国光在接受中国证券报记者采访时表示，科技产业在商业模式、盈利兑现性等方面与传统行业不同，需要针对不同类型的企业，采用不同的逻辑进行估值。

看好通讯产业前景

陈国光表示，中国经过数十年的发展，现已成为全球第二大经济体，随着人口红利进入尾声，以投资拉动的增长模式已进入瓶颈期，未来科技才是中国经济转型的重要抓手。此外，以前靠政策补贴的发展模式也已难以为继，需要通过市场化的手段拉动科技发展。再加上科创板落地，科技投资的序幕已经拉开。

“从产业周期来说，这次科技行情由5G建设带动，分为几个阶段：首先是5G建设期，拉动设备供应商、零部件供应商；接着是建设后期，数据开始爆发，与数据相关的产业链将会受益；而5G建成后，应用会启动。”陈国光表示，5G建设从今年开始，2021年或将达到峰值，整个通讯产业有望出现连续12个季度的业绩上涨。从行业周期来说，电子会在今年四季度见底，明年二季度将是计算机周期的低点，也就是说明年会面临比今年更好的产业盈利提升机遇。

陈国光表示，每次科技革命都会带来整个市场市值的变化，市场重新洗牌。“在新的科技浪潮面前，电商、搜索、社交都不再是新经济，而是价值投资的一种。新经济应该在云计算、人工智能领域产生。”

从估值方面看，陈国光认为，虽然经过前三季度的上涨，但科技股的估值仍然处在合理位置，比泡沫时期要安全得多。

具体到选股策略，陈国光将科技类公司自下而上分为项目型、产品型、平台型、生态型。他认为，平台型和生态型公司是长期持有的最优选择，此外尽可能甄选产品优秀的公司和项目有爆发性的公司。陈国光表示：“超额研究创造超额价值是我们坚持的投资理念。对于进入核心池的股票，我们团队要做到全角度访谈和高密度调研，覆盖公司高管、研发、上游供应商、下游客户、行业专家、竞争对手。只有这样，才可能取得超额收益，在同类产品中脱颖而出。”

把握多种估值逻辑

与传统产业相比，科技股投资最困难的地方在于其波动性比较大。从商业模式来说，传统行业可以通过品牌和渠道建立壁垒，但科技企业的成长性比较明显，进入蓝海市场的机会相对较多，通过创新往往可以开拓一个新市场，因而风险和不确定性较大。

通过对产业特点进行分析，陈国光认为，投资科技企业对基本面和产业的分析与传统产业一样，但最大的区别在于对科技板块估值的理解。如果按照传统产业的估值进行配置，科技行情来的时候往往束手无策。陈国光表示：“科技股估值首重科学性，次重艺术性。如果只注重科学性，可能会错失很多机会；如果太注重艺术性，泡沫破灭时你没有及时兑现，就有可能坐‘过山车’。”

陈国光及其团队目前主要运用三种方法对科技股进行估值。第一，对于市场成熟的、研发投入低的公司，采用传统PE的估值方式，比如近年盈利增速放缓、竞争格局趋于稳定的安防类企业。

第二，对于海外已经比较成熟而在中国还处于爆发前期的产业，比如半导体，估值时需要做出未来情景假设，对公司两年或三年后的销售收入、市场空间做出预测，并判断在不同情景下，现在买入能不能有价值。陈国光表示：“海外科技企业经过高速成长，已经进入周期性比较明显的阶段，所以估值给得比较低，而中国在很多领域是空白，市场占比只是个位数，面临很大的市场空间。在未来的龙头公司不确定的情况下，大家愿意给有可能性的公司一定估值溢价。”

第三，对于创新型公司，比如软件等领域，初期研发投入较高，利润多为负，估值时要把研发投入还原到利润中来判断估值是否合理，有时也可采用企业价值除以收入的估值方法。陈国光表示，这些公司一旦在其所处领域有所突破，就会形成很高的市场壁垒。

大家关心的浮动费率收费模式究竟啥意思？

兴全基金 蒋寒尽

买入一只基金，就是把自己辛苦赚来的钱交到了基金经理手上，希望依靠专业投资来实现财富保值增值。

这种“信托关系”，有时也会带来“信任问题”。持有人最期望的，莫过于基金管理人能够与他们“统一战线”，尽心尽力地提升业绩表现。要做到这一点，除了管理人主观的责任感，许多持有人也希望能在激励方式上与基金经理“绑定”，进而实现投资结果的共赢。

比如基金经理自购基金产品，他们也成为自己产品的持有人。除此以外，“浮动费率”的管理费收取模式，也是一种很好的激励机制。

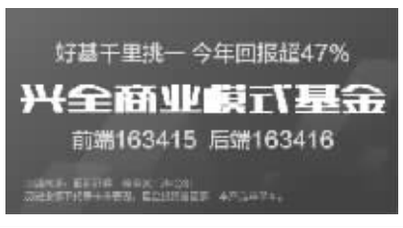
大家都知道，大部分公募基金是按照“固定费率”收取管理费的，也就是说，无论基金业绩如何，费率水平不会变化。管理费的多少只与基金资产规模有关，而与收益率无关。

而“浮动费率”基金则是在传统固定管理费产品上的一种创新。浮动费率，就是使基金管理费与产品业绩挂钩，一定程度上为投资人的业绩贡献高则收费多，业绩贡献低则收费低。

目前，国内市场上的“浮动费率”主要有两种形式：一是“业绩提成”方式，也就是当基金的业绩超越预先设定的业绩报酬计提基准时，按照超过计提基准部分的一定比例收取业绩报酬。二是“分档管理费率”方式，也就是对产品的投资业绩进行分档，并收取不同水平的管理费，当业绩处于较低水平时，管理费率相对较低，反之亦然。这其实是一种“对称浮动”机制。

那“浮动费率”有哪些优势呢？首先，将管理费与业绩挂钩，使得基金管理人与持有人更加“同甘共苦”，激励基金经理做好投资业绩。其次，在业绩低于业绩报酬计提基准时执行了相对普通基金更低的管理费费率，一定程度上也能够在业绩不佳时降低持有人的成本。第三，相对来说，很多“浮动费率”基金把绝对收益作为业绩报酬计提基准，这对于偏好绝对收益产品的投资者来说是不错的选择。

当然，无论固定管理费费率还是浮动管理费费率，投资的首要目标还选择适合自己的产品，在中长期获得良好回报。所以在选择基金产品的时候，首先要关注的还是基金管理人的整体投研能力以及对应基金经理的管理水平，在此基础上，通过设定合理的费率和对基金管理人的适度激励，也有助于投资者与基金管理人的长期共赢。



-CIS-