

# 外资基金持股或已超国内公募基金 茅台的定价权之争

□本报记者 吴娟娟 余世鹏

2月18日, 牛年首个交易日, 贵州茅台股价罕见下跌5%; 2月19日, 该股继续逆市下跌0.45%, 收于2460元。

作为全球最大的中国股票基金, 瑞银旗下的瑞银(卢森堡)股票基金-中国机遇(美元)在1月减持茅台。另外, 持有茅台最多的基金——美国资本集团旗下的美洲基金-欧洲亚太成长基金曾在2020年底减持茅台。两则外资减持的消息披露后, 均引发茅台股价大跌, 那么, 茅台的定价权究竟掌握在谁的手中?



视觉中国图片 数据来源/Wind 制图/王春燕

## 外资基金持股比例超7%

当很多人得知持有贵州茅台最多的基金是一只外资基金时感到愕然。不过, 数据显示, 不仅是单只基金, 外资基金整体持有贵州茅台的总数或也已超过国内的公募基金。

来自伦敦交所旗下数据分析机构路孚特(Refinitiv)的数据显示, 截至2020年四季度末, 包括公募基金(共同基金)和部分对冲基金在内的外资基金持有茅台的总数占总股本比例为7.02%。而Wind根据基金2020年四季报统计的同期国内公募基金持有茅台总数占总股本比例为6.62%。由于四季报仅统计重仓股, 因此这一结果可能存在偏差。

此外, Wind数据显示, 截至2020年三季度末, 代表北向资金的香港中央结算公司持有贵州茅台占总股本8.01%, 而这其中一大部分是外资基金。这也从另一个侧面印证了外资基金对于贵州茅台的持股比例之高。

来自路孚特的数据显示, 过去三年外资基金对贵州茅台的投资经历了三个阶段:

第一阶段是2018年一季度末至2019年一季度末。2018年一季度末外资基金持有茅台占总股本比例为6.97%, 2018年二季度末这一数值上升至7.03%。随后每个季度这一数值均大幅上升, 到了2019年一季度末这一数值达到阶段性高点9.44%。

第二阶段是2019年二季度到2019年四季度末。2019年二季度之后, 外资基金持有茅台总量一路下降, 到了2019年四季度末, 外资基金持股占总股本比例达到阶段性低点6.47%。

第三阶段是2020年至今, 外资基金先增后减。2020年一季度末外资基金持股占比从6.47%升至6.92%, 2020年二季度末进一步升至7.40%, 2020年三季度末又降至7.10%, 2020年四季度末降至7.02%。

与此同时, Wind数据显示, 国内公募基金对贵州茅台的投资也可分为三个阶段:

第一阶段是2018年先增后减, 整体变化不大。2018年一季度末公募基金持有茅台占总股本比例为3.40%, 到了三季度末这一数值变为4.11%。不过到了2018年四季度, 公募基金在悲观行情下, 对茅台产生了怀疑, 截至2018年四季度末这一数值降至3.41%。

第二阶段是2019年有增有减, 整体增加。2019年公募基金先对贵州茅台一路加仓, 到了2019年三季度末, 公募基金持股占总股本比例升至4.79%。2019年四季度末这一数值回调至4.33%, 不过与2018年四季度末相比还是有显著提升。

第三阶段是2020年大幅增加。2020年公募基金持有茅台占总股本比例一路攀升, 截至2020年四季度, 持股比例达到6.62%。

值得注意的是, 外资基金持有茅台比例在2019年一季度末已达到阶段性峰值9.44%, 而国内公募基金则在2020年四季度才达到阶段峰值6.62%。因此有投资者认为, 2018年至2020年, 前半段的茅台行情由外资基金驱动, 后半段则由国内公募掌控。

确实, 不少外资基金在2018年大幅加仓贵州茅台。例如, 瑞银资管中国股票主管施斌掌管全球最大中国股票基金, 他曾在2018年11月加仓茅台。他在接受采访时说, 当时贵州茅台等龙头股估值都很便宜, 虽然很难判断市场何时反弹, 但如果基于未来两、三年进行判断, 为投资者创造超额收益的可能性非常大。再如, 持有茅台最多的基金美洲基金-欧洲亚太成长基金也在2018年大幅加仓。而国内公募基金在2018年前三季度加仓之后四季度又大幅减仓。

## 国际指数因素不可忽视

如果外资基金持有贵州茅台数量超过国内公募基金, 那么是否意味着外资已抢占了茅台的定价权?

谈及茅台等核心资产的定价权, 一个不可忽视的因素是明晟MSCI和富时罗素等国际指数供应商。海外经验显示, 伴随着国际指数纳入某国股市, 该国股票定价倾向于与国际接轨。

例如, 1998年明晟MSCI完成对韩国股市纳入。东吴证券研究报告显示, 1998年之后, 三星的股价走势逐渐与索尼和松下接近。

无独有偶, 2004年中国台湾股市尚未被完全纳入MSCI指数前, 台积电市盈率与全球半导体同行有较大差距。而从被完全纳入的2005年起, 在全球半导体行业估值中枢下降的情况下, 台积电市盈率与全球半导体顶尖同行的差距逐渐缩小, 变化趋势也更为相似, 到了2018年已经基本与全球半导体顶尖竞争者同步。投资者更

倾向于将它与其它市场同行业竞争者对比, 在全球化视野下进行估值。

眼下, 明晟MSCI和富时罗素仅完成对A股第一阶段的纳入, 待国际指数完全纳入A股, 那么包括茅台在内的A股核心资产定价权是否也会由外资掌控, 并与国际同行趋同?

答案可能没有这么简单。前海联合润丰混合基金基金经理熊钰表示, 在一个充分竞争的市场上, 股价是由边际资金驱动的, 同时受其它相关因素影响。在此背景下, 进行边际交易的外资容易在短期掌握这类标的的定价权。在横盘震荡期, 尤其如此。2020年春节后, 疫情导致白酒板块大幅下跌。内资在公司深度研究上存在优势, 敢于在大跌时买入。短期来看, 可以说内资获得了白酒板块的定价权, 也获得了丰厚的收益。

招商商业模式优选混合型基金经理王奇玮说, 近几年来, 外资的定价和估值方式在不断促进国内投资者的理念和行为趋于成熟。对白酒板块而言, 国内的机构投资者应该比外资机构更了解白酒行业, 尤其是白酒背后凝聚着的中国社交文化底蕴。而在现阶段, 白酒的消费市场主要还是在国内, 这和当年台积电定价权旁落以及半导体全球化行业分工的特殊背景不同。

另一个值得注意的因素是, 随着越来越多的外资机构在境内开展资产管理业务, 内资与外资人员流动加速, 内资、外资对个股的研究融合趋势加速。

## 核心资产高估值或成常态

如果说2018年内资与外资不谋而合看到了抄底茅台的机遇, 那么眼下他们则不约而同关注到茅台的风险。

贵州茅台是新加坡资产管理机构APS创始人王国辉最早重仓的A股股票之一。他2004年开始买入, 在茅台上赚得盆满钵满。

牛年A股开市首日, 茅台股价大跌, 王国辉立即召开内部会议。在他看来, 茅台面临三大风险: 一是盈利增速放缓; 二是来自五粮液、泸州老窖等竞争品牌的挑战; 三是中国的消费者转向啤酒、葡萄酒等类型酒精饮品。

不过, 王国辉认为, 在未来5年, 茅台的盈利大概率还可维持平均每年15%的增长。这是由

茅台较高的毛利率、提价空间和供不应求的供求关系等因素决定的。他说, 茅台这类股票在熊市会表现很好, 它的盈利确定性可以穿越熊市, 而令人担心的则是牛市。王国辉没有透露他是否在市场下跌时对茅台进行了减仓。

价值大师网站创始人、旅美投资人士田测产坦言: “茅台现在是太贵了, 但是我也没有卖。卖了买什么呢?” 他于2014年首次买入茅台, 最近一次买入是在2018年, 当时股价550元。

尽管高企的贵州茅台股价令人恐高, 不过机构人士认为A股可能要学会习惯核心资产的高估值。

熊钰表示, 目前核心资产估值的确都处于历史高位, 但是在机构化趋势延续以及流动性不会急转弯的大背景下, 核心资产的估值仍有走高的可能。

王奇玮则将茅台的估值抬升放到全球利率宽松的环境下来看。货币宽松、利率下行带来DCF模型中分母端变化导致的估值上行, 这是2020年以来A股各细分领域核心资产估值不断创新高的主要原因。这种基于利率变化导致的估值中枢抬升过程, 是可逆的。但是, 从几年的时间维度看, 会存在某些龙头公司业绩增长的速度或稳健性显著好于同行业公司, 他们的品牌溢价、行业地位或者市占率在持续提升。同时, 在业绩持续增长或业务模式持续创新的同时, 他们的估值也和同行拉开了差距, 这种伴随“戴维斯双击”的估值提升变化, 是不可逆的。也就是说, 在不考虑系统性的利率变化情况下, 在现有行业格局持续演绎背景下, 高估值核心资产享有相对同行的高估值状态, 可能会是未来一段时间内的常态。具体到白酒行业, 短期来看, 2020年的低基数叠加2021年春节因素, 酒企实现了近几年来最好的旺季销售, 这将为二季度进入淡季厂家控量提价提供必要条件。白酒资产的价值并没有因为短期的涨跌发生变化。

在多方机构更为充分的博弈之下, 熊钰认为, 机构对核心资产的价值发现到定价之间的传导, 将会更快实现。多方机构对核心资产的极致化追逐, 也意味着未来个股之间的“二八”分化格局或将更加严重, 核心资产将持续受到关注, 而小市值的边缘个股可能成交量会持续萎缩。