

# 国海富兰克林基金徐荔蓉: 资金结构发生质变 港股成配置“必选项”

□本报记者 王鹤静



徐荔蓉,CFA,CPA(非执业),律师(非执业),中央财经大学经济学硕士。现任国海富兰克林基金管理有限公司管理层董事、总经理、投资总监、基金经理。

## 投资者结构生变

近年来,关于南向资金对港股市场定价权的讨论几度升温又沉寂。直到近来,徐荔蓉发现,这一趋势已变得尤为显著。

徐荔蓉表示,港股市场过去是典型的离岸市场,十分容易受到海外因素的影响。离岸市场的典型特征是资金只对核心资产定价,其余资产都被边缘化且缺乏流动性。主流资金覆盖的范围十分有限,也不愿意接触非核心资产标的,外资在港股市场覆盖的只有一两百只个股。

“随着过去这一年A股市场流动性充分释放,南向资金开始涌向港股市场,并且逐步占据港股市场交易量的半壁江山,定价权正在慢慢向内资投资者转移。”在徐荔蓉看来,港股市场的资金结构正在经历“从量变到质变”的关键性转折。

从内地机构尤其是公募基金过去十年的资金流向来看,最开始只是初涉港股,后来老产品纷纷扩充港股投资范围,新产品的投资范围也普遍纳入了港股标的,目前境内已有近半数的含权公募产品可以投资港股。Wind数据显示,截至2025年三季度末,在公募基金重仓持有市值最多的前十只股票中,港股标的占据三席。

以部分港股互联网龙头公司为例,徐荔蓉表示,近一年时间内资的投资占比已经从5%左右迅速提升至10%以上,并且这样的增长未来大概率仍会持续。

对于港股的中大市值公司,徐荔蓉注意到,它们受离岸资金影响较大,全球投资者会经常因为美联储加息或降息、自身资本流入流出等因素对这些公司进行调仓操作,叠加丰富的金融衍生工具影响,港股市场很难形成持续的单边行情,而这正好为擅长基本面研究的境内投资机构提供了逢低买入、增加阿尔法收益的机会。

除核心资产外,内资对港股的定价能力提升还显著地体现在中型市值公司上。徐荔蓉表示,目前在部分中型市值的港股公司当中,内资的投资占比已经高达70%-80%;叠加外资对此类标的没有足够的研究资源覆盖,而内资的公私募机构近年来都在加大对港股的研究力度,这些累积起来的认知和理解都会慢慢兑现到对港股的定价方面。

国海富兰克林基金总经理、投资总监、基金经理徐荔蓉入行已有二十多年的时间,这位投资老将始终坚守在市场一线,保持着对市场的紧密跟踪和敏锐嗅觉。此次在接受中国证券记者采访时,徐荔蓉分享了自己及投研团队近期对于港股市场的最新观察。

在徐荔蓉看来,当前无论是基于资金结构、资产质量,还是外资风向、市场预期等因素判断,港股市场正在经历根本性的价值重估。当“跨过香港去,夺取定价权”不再是口号,近一年来内资充分释放的流动性正汹涌奔向港股市场,迅速占领优质资产的权重高地,逐步以合围之势夺取港股定价权。

近一年来随着A股市场强势修复,港股市场同步迎来估值的系统性抬升。近期港股市场行情阶段性走弱,徐荔蓉认为,主要是受到全球资金基于大类资产配置策略采取的止盈调仓等因素扰动。从估值水位来看,港股市场目前仅仅修复到接近正常的位置,还没有看到泡沫的情况。

在和一些海外机构投资者的接触中,徐荔蓉了解到,不少此前偏向于低配中国资产的全球资产配置组合普遍开始转变态度,无论是基于战略地位提升还是科技水平进步的判断,越来越多的外资开始将目光投向中国资产,尤其是投向港股市场的资金较此前明显增多。

港股市场的核心资产之一就是互联网公司,也是驱动港股行情的重要力量。徐荔蓉将互联网公司的业绩拆分成两部分来看,一部分是传统的流量业务,另一部分是AI相关业务。

“互联网公司的传统业务就是最核心的广告和流量业务,虽然会受到经济基本面的影响,但也

会提前反映一定的市场预期,具有前瞻意义。回过头来看,一些互联网龙头公司已经在2023年到2024年陆续完成了估值的筑底,流量业务开始走向正常化甚至逐步增长。AI板块目前仅有硬件端的定价相对充分,应用端估值反映的预期远远不够,AI业务的收入也远没有覆盖投入的成本。对于这些掌握流量入口的互联网公司来说,我们不必担心未来AI业务的发展空间,可能只是时间的问题。”对于港股互联网公司未来的盈利和估值空间,徐荔蓉抱有期待。

港股市场的另外一类核心资产,则是以银行为代表的红利资产。徐荔蓉提到,当前港股市场大型银行股的市净率水平普遍低于0.6倍,而全球主要市场的银行股市净率多在1到2倍之间,一定程度上是市场对其资产质量的过度担忧,“1倍以上的市净率是这些银行股较为合理的估值中枢,这类兼具高股息率与深度估值优势的资产,比较符合保险资金等长期配置型资金的审美,仍然具备一定的配置价值。”

## 港股未现泡沫迹象

由于长期服务于合资基金公司,投资老将徐荔蓉不仅深耕国内市场,同样还具备丰富的全球视角。站在资产配置角度,徐荔蓉总结发现,全球无论是发达国家还是发展中国家,普遍具备两个特点:一是“本土偏见”,大部分资金会投资于本土资产;二是会一定比例进行跨市场分散配置,在分散风险的同时,争取多元收益。

而在徐荔蓉看来,中国现阶段的资产配置结构呈现明显的特殊性,即跨市场配置比例偏低,目前公募基金中QDII产品占比不足4%,若将银行储蓄、理财产品纳入统计,海外资产在整体资产组合中的占比更低。参考美国市场经验,即使其本土市场竞争力强劲,海外资产配置比例仍维持在15%-20%的水平,甚至一度高达30%以上。理想状态下,中国居民的海外资产配置提升至10%-15%是相对合理的水平。

对于海外配置,徐荔蓉认为不宜过度分散,小

## 配置港股不可或缺

规模的市场普遍存在研究覆盖不足的问题,若盲目介入,容易在市场大幅波动时陷入追涨杀跌的困境。在当前全球的新形势下,美股及港股与境内市场相关性较弱,并且风格明确、研究覆盖充足,是分散配置的优选。

虽然近期市场热议“港股A股化”,但徐荔蓉认为,港股的离岸市场特征即便逐步降低,但依然存在,两地市场的底层资产存在一定的重叠,而行业结构各有侧重,形成互补。

“虽然南向资金在港股市场的占比逐年提高,但海外资金仍占据相当的比例,受全球货币政策周期等影响远大于国内市场。从过去几年的实际运行情况来看,底层资产的重叠并未抵消行业属性差异、投资者结构、资金驱动逻辑等带来的弱相关特征,港股与A股的分化运行仍是常态。”徐荔蓉认为,港股已成为居民分散风险、丰富收益来源的不可或缺的核心一环。

## 主被动双线挖掘机遇

长期以来,国海富兰克林基金在投资方面始终坚持以“底仓”文化为导向,通过深度的基本面研究,自下而上挖掘行业与公司背后的价值,以均衡配置的方式累积长期收益,为投资者提供风格稳健的投资底仓选择。

徐荔蓉介绍,由于港股市场存在许多估值占优、业绩有韧性的稀缺标的,中长期投资价值巨大,公司自五年前开始着力锻造港股投资能力。目前,投研团队在港股研究的广度和深度方面已迅速成长,无论是成长类、周期类还是价值类标的均有覆盖,组合构建趋于成熟。

根据资料,目前徐荔蓉、赵晓东、徐成、刘晓、王晓宁等多位国海富兰克林基金的基金经理旗下均有覆盖A股和港股市场的投资产品,并且逐渐增加港股的配置比例。

从A股投资到港股投资,国海富兰克林基金的底仓文化一脉相承,依然强调组合的长期回报以及合理的风险收益比。徐荔蓉表示,投研团队在

A股累积的投资经验和策略将在港股进一步迭代,充分发挥逆向投资的优势,力争在港股多方资金博弈带来的市场波动中,为投资者谋求更多的阿尔法收益。

同时,为了兼顾投资者对投资锐度的需求,国海富兰克林基金今年也开始加大被动指数产品线的布局力度。10月,国海富兰克林基金旗下首只港股指数基金——国富国证港股通科技指数宣告成立。

“我们团队主动权益投资的整体风格偏向均衡,为了满足客户资产配置的需要,我们在底仓型基金的核心池之外,也有意发力指数型及行业主题基金,希望给客户提供卫星池的补充选择。”对于公司未来的产品布局方向,徐荔蓉表示,港股红利、消费、创新药、互联网等都是投研团队相对看好的方向,后续可能会落地相应的被动产品;同时,在公司擅长的全球AI产业链投资领域,港股相关的主题型产品也正在研究布局中。