

## 外資配置A股 關注高景氣行業

遠見卓識 張啟堯 程魯堯 陳恭斌

興業證券研究員

2022年11月以來，外資大幅回流以食品飲料和銀行為代表的大消費和大金融板塊，推動本輪「核心資產」的回暖行情。外資是否只買消費和金融？其配置思路和持倉結構是否會發生變化？我們詳細梳理了2016年以來北上資金持倉偏好、流入行為和投資邏輯，供投資者參考。

1、行業：不僅僅買消費，越來越注重成長。動態來看，外資的行業配置思路逐漸多元化：

(1) 外資大規模配置A股的初期，其更注重新盈利能力的穩定性，集中布局大消費和大金融板塊。2017-2019年，歷年60%左右的北上資金主要流入銀行、食品飲料和醫藥生物等行業。

(2) 2020年以來，外資主要加倉高景氣行業，且對板塊行業的淨流入結構更加均衡。第一，在政策催化和技術創新驅動下，半導體和新能源等成長行業先後進入加速發展階段，高景氣成長板塊獲得外資大幅增配，2020-2021年，每年接近一半的外資流向電力設備、電子和計算機等成長行業。並且，在2022年淨流入規模大幅縮量的背景下，外資也積極布局電力設備、傳媒和通信等成長行業。第二，隨着全球大宗商品價格走高，周期行業景氣度提升，北上資金也加倉煤炭、化工和有色金屬等周期行業。第三，儘管規模有所回落，但外資依然持續地流入大消費和大金融板塊。

靜態來看，北上資金的持倉風格並非一成不變，重倉行業逐漸多元化。自2016年滬深股通機制逐漸完善以來，外資加速增配A股，並在過去幾年中持續重倉食品飲料、家電、醫藥、銀行和非銀金融等大消費和大金融板塊，而成長板塊倉位相對較低。但是2020年以來，北上持倉風格已在悄然發生變化，新能

源「異軍突起」並一度成為第一大重倉行業，突破了市場對北上資金僅倉「抱團」重倉消費的「刻板印象」。

從集中度來看，外資行業配置更加均衡。截至2022年底，北上資金持倉Top3、Top5、Top10行業的市值佔比分別為37.50%、51.24%、71.80%，較2016-2019年的中樞明顯回落。

2、個股：從「ROE（淨資產收益率）」到「ROE+G（增速）」，個股持倉更加多元化動態來看，外資擇股思路經歷了從ROE到「ROE+G」的轉變：

(1) 2016-2019年，外資用不貴的估值買高ROE個股。2016-2019年，北向資金累計淨流入最多的20家上市公司在ROE指標上要明顯優於後面組別的公司，並且估值相對較低、區間平均市值相對較高，指向外資喜歡尋找盈利穩定且性價比較高的「核心資產」。

(2) 2020年至2022年，在兼顧ROE的同時，外資更加注重新股成长性。2020年以來，外資淨流入排名靠前的個股在估值方面不具備明顯的優勢，但營收和淨利潤增速以及ROE相對較高，說明北上資金在關注現階段盈利能力的基礎上，逐漸開始更重視成長性。

靜態來看，外資的個股持倉同樣並非一成不變，其重倉股的分布逐漸均衡。2016年以來，外資主要重倉貴州茅台、美的集團、恆瑞醫藥等傳統大消費和大金融板塊中的龍頭企業，2016-2019年，外資前20大重倉股中僅出現過1-2隻成長類型的企業，但2020年中開始，外資重倉股出現了較大變化，諸多新能源等成長標的被外資快速大幅增持，改變了過去主要布局「核心資產」的思路。

## 湧入新能源及電子業

從持倉集中度來看，外資持倉逐漸多元化。截至2022年底，北上資金持倉Top5、Top10、Top30、Top50、Top100個股的市值佔比分別已經回落至17.41%、26.54%、44.03%、53.23%、66.13%。

3、總結：外資不止買「核心資產」，流向有望向景氣行業擴散。從行業和個股的維度來看，外資的配置思路逐漸以景氣為核心，其持倉風格也並非一成不變。2016年-2022年，隨着流入A股的規模不斷擴大，疊加北向交易可投資標的池的持續擴容，外資多元化的持倉風格和配置思路是新的趨勢。在今年外資淨流入規模大幅回暖的背景下，以史為鑒，我們認為外資的加倉方向有望從前期的大金融和大消費進一步擴散至高景氣的行業。

事實上，除卻繼續大幅流入銀行和食品飲料等行業外，近期外資已逐漸開始配置景氣度邊際改善的新能源和電子行業。



▲分析指，近期外資開始配置電子和新能源行業。 新華社



▲分析認為，美國通脹回落方向已經成為市場一致預期，但更大的不確定性是下半年回落速度和終點在哪。 法新社

美元去年底以來大幅走弱，本質上是由於中國增長和美國通脹都出現了方向性的拐點。短期預期無法證偽下，方向依然成立，但從風險收益比角度值得思考，如果短期逆轉，問題可能來自哪裏？

## 如果美元短期再走強？



中金點睛 劉剛

中金公司研究部策略分析師

美元當前所處位置有搶跑預期和交易「透支」的情形。交易上逼近超賣區間、多頭倉位減少，技術面接近支撐位。同時，與我們構建的全球「便宜錢」指標也明顯背離。

往後看，過多寬鬆預期和衰退壓力升溫都可能帶來轉向風險，日央行按兵不動也是短期催化劑。需要關注部分交易的獲利了結，如預期計入過多的黃金和人民幣等。

## 技術走勢逼近「超賣」區

美元自去年底以來的大幅走弱，本質上是由於中國增長和美國通脹都出現了方向性的拐點。雖然本身也是風險偏好改善的結果，但美元的快速走弱提振了諸多資產的表現，如黃金和其他大宗商品、新興市場匯率及資金流向等等。顯而易見，弱美元已經成為市場共識，是目前很多交易的前提和基礎。

短期內，中國增長和美國通脹改善預期將繼續支持這一方向，這也是我們認為一季積極窗口仍在的主因。但從擁擠程度和風險收益比角度看，對投資者更有價值的思考是，如果美元短期出現逆轉，可能會因為什麼，例如日央行本周議息會議意外按兵不動是否會成為一個契機？哪裏可能出現預期差？又會帶來什麼影響？

一、當前所處位置？交易層面超賣且多頭減少、技術面接近支撐位、與全球流動性指標明顯背離。

從多個維度看，美元當前所處位置都有搶跑預期和交易「透支」的情形。具體而言：

1) 預期上搶跑美國通脹回落和中國增長改善預期。去年11月美國通脹和中國增長的拐點從一正一反兩個方向都對美元指數形成了明顯的壓制。不過，考慮到當前美債利率已經計入加息終點低於5厘且年底有兩次降息的預期，我們認為是有明顯「搶跑」，更何況相比此前還有所回調的美債，美元基本沒有修正。

2) 交易上逼近超賣區間、多頭倉位減少。美元指數RSI(相對強弱指標)點位進一步下探，已近超賣區間。同時，美元多頭倉位也明顯回落，合約數從去年6月高點降63.3%。

3) 技術面接近支撐位，美元指數月線級別逼近100的支撐位。

4) 與我們構建的全球「便宜錢」指標明顯背離。我們通過計算英美日歐四大央行的資產負債表變動來衡量貨幣政策對流動性的影響，同時通過計算主要國家(中澳歐日瑞英美等)私人部門的信貸脈衝作為貨幣當局外信貸派生的效果，將兩者加總後得到全球流動性的「便宜錢」指標。歷史經驗顯示，該指標與美元走勢高度相關，實際上近期美元下行也被我們



的模型捕捉到，只不過下行幅度明顯超過模型測算水平，表明透支過多。

往後看，基於模型測算，全球「便宜錢」指標指向美元短期可能有一定上行空間，更大的下行拐點或出現在下半年。我們這一測算的下行風險來自於中國政策支持力度超預期、美國通脹回落超預期；上行風險則是美國通脹持續處於高位使得美聯儲緊縮時間更長，以及全球衰退壓力加大。

## 衰退預期升溫 刺激避險需求

二、如果逆轉，可能會因為什麼？加息停止預期充分計入、增長壓力和衰退預期升溫。

實際上，交易上的明顯超賣和預期搶跑，本身就提供了短期階段性逆轉的可能性。那麼，哪裏可能出現預期差？首先，加息結束預期的充分計入和過多寬鬆預期可能被糾正。近期美元持續走弱建立在美聯儲緊縮停止甚至轉為寬鬆的預期之上。美國通脹回落方向已經成為一致預期，但更大的不確定性是下半年回落速度和終點(取決於服務型價格)。當前市場預期的加息終點已經低於美聯儲點陣圖指引(4.75厘 vs. 5.1厘)，且市場預期年底兩次降息，短期可能難再往前推動更多。2月初FOMC會議加息進一步放緩25點和預期3月停止加息兌現後，可能會面臨一段時間無降息的預期政策空窗期。

其次，增長壓力和衰退預期升溫或催生避險情緒。我們預計美國二季度衰退壓力增大，從歷史經驗看，在美國衰退周期中，美元往往因避險和資金回流等因素維持強勢。中國經濟增長修復方向已從11月開始持續計入，但最終修復程度取決於消費修復水平和地產復甦速度，短期難以證實證偽。如中國經濟在全國兩會之後政策支持力度和消費修復程度不及預期，又或再度出現意外的地緣風險，都可能催生避險情緒下的走強。

三、短期的催化劑？日央行YCC按兵不動、消除短期下行壓力。

去年底日央行意外調整10年期公債殖利率曲線控制(YCC)目標，給了已經大幅走弱的美元更多下行理由，而日央行有可能進一步上調甚至完全取消YCC的擔憂，也使得市場不敢輕易交易轉向。然而，本周三日央行意外決定維持現有利率及YCC控制上限不變(0.5%)，使得市場此前的調整預期落空，因此短期消除美元短期的下行壓力，或許成為短期走勢變化的一個事件性催化劑。

往前看，進一步上調或取消YCC仍有合理性和可能性，但是時間上可能要等到3月中甚至4月後。去年底調整後，日債在美債利率回落下依然基本運行在上限，日央行仍不得不繼續以較大代價購買日債(日央行單日購債規模連創下歷史紀錄，1月12日及13日分別達4.6萬億和5萬億日圓，而期待外部美聯儲降息的幫助也是「遠水解不了近渴」。因此，較大的購債壓力和日本國內通脹走高可能使得最終調整甚至取消YCC的概率依然存在。中金外匯組預計3月中旬議息會議上再度意外調整的可能性依然存在，而市場也有聲音可能要等到4月黑田行長任期屆滿後下任行長到任後再做調整。

## 日央行行長換屆 幣策添變數

四、如果逆轉的影響？短期或導致部分交易獲利了結或逆轉，特別是預期計入過多資產。

黃金更大的超額收益或在二季度衰退擔憂升溫時。近期黃金反彈除降息預期推動利率下行外，還受到美元回落的影響，也已明顯超買，當前漲幅不排除已搶跑。下一個超配和跑贏契機來自二季度之後因衰退壓力升溫導致的市場波動和倒逼的降息預期，根據2019年加息結束到降息的經驗，之前和之後都可能跑輸甚至下跌。

人民幣超買，外資回流規模加大，增長預期有待兌現。人民幣近期明顯升值，主要受到中國增長預期升溫影響。資金流向上外資回流也明顯加速，截至1月16日，年初至今北向資金淨流入規模達到799億元(其中滬股通年初至今淨流入388億元，深港通淨流入410億元)，相較過去5年同期不到300億元的平均淨流入規模明顯擴大。但去年11月以來經濟修復方向上的確定性預期已經計入較多，最終水平仍有待更多經濟數據驗證。從交易層面看，當前人民幣點位也已經突破超買區間，需要關注美元走勢可能帶來的影響。

部分新興市場的壓力依然存在。在過去一年全球流動性緊縮影響下，我們已經看到諸如瑞信風波、英國養老金事件、斯里蘭卡違約等區域性金融風險的暴露。對於內需弱、外需經常賬戶受損或高槓桿國家，美元「荒」和流動性收緊帶來的壓力會更加明顯。近期美元的走弱明顯緩解了新興市場匯率及資金流向的壓力，但持續的改善還需要美元趨勢拐點和自身基本面改善為主要支撐。

## 內地客重臨 港豪宅市道轉旺



主樓布陣 布少明

美聯物業住宅部 行政總裁(港澳)

先向各位讀者拜年，祝大家「福兔迎春，虎盡金來」。

去年樓市受疫情影響，整體交投陷入「低谷」。當中，豪宅業主持貨能力相對較強，未有急於劈價放售物業，導致交投跌幅更加顯著。綜合《一手住宅物業銷售資訊網》資料顯示，以逾5000萬元物業類型為例，2022年逾5000萬元物業新盤銷售量，由2021年的290宗按年急跌約60%至2022年錄得的116宗，創自2013年一手銷售條例後新低；期內逾5000萬元二手住宅註冊量錄212宗，較2021年的367宗大跌約42%，則創5年新低。

交投跌，豪宅及大單位的價格卻極為「硬淨」。綜合差餉物業估價署資料，大型單位跌幅則明顯低於整體樓價跌幅，表現「跑贏大市」，當中屬於中小型單位的A、B、C類物業樓價於去年首11個月錄得約14.1%的跌幅；反觀屬於大型單位的D、E類物業樓價，同期僅下跌約7.6%，表現遠優於大市，反映本港豪宅非常保值。

本港豪宅物業向來受內地客追捧，但礙於過去3年疫情出現，兩地未能全面免檢疫通關，窒礙內地買家來港購買豪宅。根據美聯物業房地產數據及研究中心綜合土地註冊處數據，已知的一二

手住宅個人買家登記中，內地買家(以買家姓名拼音辨別)於2020年至2022年(截至11月)近3年逾5000萬元物業註冊量合共錄約350宗，遠不及於2017至2019年3年未出現疫情時的「正常」時期錄得的452宗，差距達約22.6%。

## 一手交投有望彈兩倍

近期樓市不乏利好豪宅後市的因素，包括兩地通關、本港經濟前景露曙光利好金融市場，加上豪宅供應匱乏，均利好豪宅未來走勢。「通關」有助釋放積壓的內地買家購買力，利好整體樓市，豪宅表現可看高一線，其中逾5000萬元一手交投量，預料有望由2022年的116宗急彈2倍，至估計今年的350宗；同期逾5000萬元二手住宅註冊量則回升逾四成，由2022年的212宗升至估計今年300宗。樓價方面，估計整體豪宅價格有望升15%至20%，跑贏大市。

至於受惠地區，資料統計，在近3年逾5000萬元的一手私宅中，最受內地買家歡迎的5個地區，分別是排名第一的深井/青龍頭/青山公路/掃管笏區；中半山與馬鞍山並列第二；緊隨其後的是包括將軍澳在內的西貢區；排名第五的是火炭/九肚山。至於逾5000萬元二手方面，根據資料，過去3年最受內地買家青睞的5個地區，排名首位的是中半山區；排名第二的是貝沙灣/薄扶林；中西區排名第三；是九龍站，以及淺水灣/陽明山莊/南灣雙雙排名第四。相信以上區域豪宅續受追捧。