



▲EPFR數據顯示，截至上月底的過去四個星期，累計有70.5億美元（約550億港元）外資淨流入內地、香港及海外上市的中資股。

北向資金自2023年8月以來，持續流出引發廣泛關注。若按照資金流向監測機構EPFR（覆蓋範圍較大的全球資金流向監測平台之一）數據，北向持續流出的時間更是已接近一年之久。那麼，外資流向近期如何變化？當前配置情況如何？如何判斷後續方向？我們在本文中聚焦上述市場普遍關心的問題。

外資對中國股市配置有望回升

中金點晴 劉剛 張巍瀚

中金公司分析師

根據人民銀行截至2023年6月底的統計，境外投資者持有境內股票約3.3萬億元（人民幣，下同），考慮到過去半年資金面的變化，當前規模應更小，但可能偏差不至很大。在此其中：交易型資金約佔5%（含對沖基金、個人或理財顧問等非長期持有資金），政府型資金約佔10%至20%（主權、養老或捐贈基金），價值型資金約佔60%到80%（如共同基金等長期持有資金）。

在上述三類北向資金中，交易型資金佔比少且快進快出，政府型資金受非基本面因素影響大，都無法成為分析外資的抓手。剩下的價值型資金中，25%為被動資金自動跟蹤指數，無需專門分析，75%為主動資金（參考MSCI統計的資產規模）。因此，佔整體比例一半（60%*75%，約1.5萬億元）的價值型外資就是我們重點關注的分析抓手。

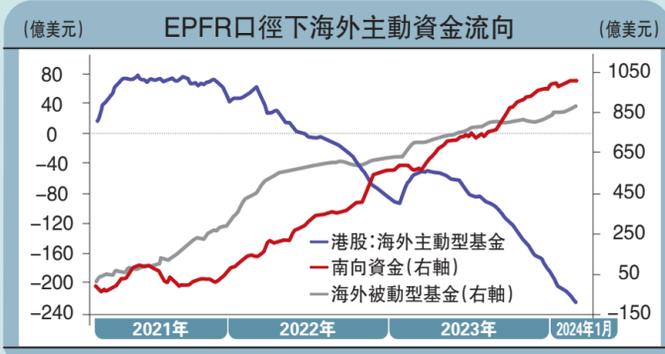
從歷史經驗看，由於主動價值型外資持有時間周期長且受基本面影響大，因此自然是市場和基本面的同步甚至滯後指標，這也是為什麼預期外資可以率先流入而推動市場的邏輯並不奏效的原因。

被動基金持續流入

如前文分析，佔整體規模一半的主動價值型外資是我們分析的重點，這部分資金現有最好的觀測指標是「EPFR主動資金」。雖然因統計口徑問題，EPFR無法做到窮盡所有資金類型，但作為觀測窗口的效果已經足夠。從歷史經驗看，其與市場走勢更高的貼合度，拐點也可以一一對應，不像北向資金近兩年與市場走勢時常背道而馳。

主動外資維持弱勢，雖然速度有所放緩；近期歐洲資金為流出主力。整體看，EPFR口徑下全球主動資金自去年3月中起維持弱勢，目前已持續46周，雖然時長還不及2021年底至2022年底的59周與2018年中至2020年上旬的96周，但252.4億美元的累積流出規模（含A股與海外中資股）已經超過2018年那一輪。進入2024年，海外資金維持流出，雖然速度有所放緩。分區域看，近期歐洲資金為流出主力，這一部分資金恰好也是自2023年初主要流入的資金。相比之下，由於美國資金當時流入不多，因此近期流出也不顯著。

被動資金維持持續流入，但代表性有限。一些投資者可能會指出，EPFR口徑下的被動資金過去幾年都在持續流入，且規模也不小，為什麼效果有限。的確，去年3月以來被動資金流入中資股市場221.8億美元（同期主動資金流出252.4億美元）。這種流入代表性有限且對市場也沒起到作用，與EPFR口徑統計的資金特點有關：被動資金看似規模不小，但主要是因為其比主動資金更容易統計。但根據MSCI統計，追蹤新興市場指數的資產規模中，主動資金佔到75%，是被動資金的3倍。因此，如果簡單用被動資金或者被動加



主動的總體資金作為判斷依據，會造成誤導。

北向資金同樣存在類似問題。作為僅有的日度高頻數據，市場對北向資金的關注度更高。但實際上，北向資金過去幾年與市場走勢持續背離。此外，由於缺乏數據，我們無法判斷北向資金中多少為真正的外資，2023年以來幾次北向資金超百億元的大幅流入都未能持續。即便全是外資，短期可能更多是我們上文中提到的交易型資金。

截至目前，北向資金自開通以來，累計淨買入1.76萬億元（較去年8月初1.96萬億元高峰下滑10.3%），持股市值1.86萬億元（較2021年12月2.75萬億元高峰下滑33.7%）。2021年以來，北向資金的淨買入和持股市值差距越來越小，目前收斂到基本持平（104%），而就在2021年初持股總市值還接近淨買入規模的兩倍（197%），相當於近12%的年均複合回報，十分可觀。過去幾年投資收益的快速收斂一定程度上解釋了外資的流出。

外資對中國股市仍低配

絕對水平方面，截至去年12月底，全球各主要類型主動資金（全球、新興市場、全球除美國，以及亞洲除日本這四類）對中資股絕對配置比例均已接近甚至達到MSCI納入中國A股以來（2018年）的最低點。

但相比絕對水平，筆者認為相比基準的超/低配水平更有價值。截至去年12月，全球型基金（配置範圍為全球的基金）已低配中資股0.3個百分點（基準比例0.98%，2018年以來最低時低配0.42%）。新興市場基金低配中資股2.8%（基準比例25.2%，最低時低配6.8%）、全球除美國基金低配2.0%（基準比例4.1%，最低時低配2.2%），亞洲除日本基金當前低配4.8%（基準比例28.1%，最低時低配6.7%）。

那麼，如何判斷並測算後續趨勢？我們從幾種方法入手進行「壓力測試」：

如果對中國市場的配置比例重新回到標配的話，將帶來593億美元流入。前文中提到，當前各主要區域資金均已低配中國。假設上述四類基金對中資股均回到標配，以全球基金為例，如果從當前低配0.3%回歸標配，對應89.2億美元的潛在流入（總規模2.95萬億美元）。同樣的方法測算，全球除美國、新興市場及亞洲除日本基金的潛在流出，合計可能帶來593億美元的資金回流，這一數字相

比2021年底以來海外主動型資金累積流出規模（456.1億美元）還要高出137億美元。

相反，如果低配程度降至歷史低點，可能還有一定壓力。假設上述四類基金對中資股的低配幅度均降低至2018年以來的低點，以全球基金為例，如果低配程度降至0.42%，對應33.5億美元的潛在流出。同樣的方法測算，全球除美國、新興市場及亞洲除日本基金的潛在流出，都可能還有一定壓力。

當然，如果進一步假設上述各類基金對中國的配置比例降至基準比例的一半，那相應的壓力也會放大。但這一情形本身比較極端，隱含了較為悲觀的假設，在基準情形下並不具有完全的參考意義。

亞洲基金加倉港股

如果外資對中國配置比例降低，那麼流向哪裏了？這也是另一個投資者普遍關心的問題。除了資金流向外，各類基金的超低配情況可以更好的揭示這一變化。綜合對比後，筆者發現，全球（除美國）基金當前雖然對日本市場仍低配，但低配比例過去兩年來已明顯降低，同時印度、印尼、巴西、墨西哥的配置比例也有不同程度的提升。具體來看：

(1) 全球基金2022年以來對英國與法國的超配幅度增加最多，分別提升1.0%與0.4%。對日本與印度雖然持續低配，但低配幅度分別降低0.4%與0.1%。(2) 全球除美國基金對於印度低配幅度明顯增加，從低配0.4%降至低配1.2%。相反，對德國的超配比例提升最多（+1.1%）。此類基金對日本持續低配，但低配幅度降低近1%；(3) 新興市場基金這對印度持續低配，且低配幅度降至3.4%。相反，同期對於巴西市場從低配近0.5%轉為超配1.9%。(4) 亞洲除日本基金2022年以來對於中國香港本地股超配幅度提升最為顯著（+1.6%）。對韓國市場持續低配，且低配幅度加深2.2%。對印度市場雖然持續超配，但超配幅度卻降低0.8%。

資金流向也可以作為交叉驗證。2023年初以來主動資金開始流入印度，同時2023年5月至10月中旬，主動資金流入日本，但後續又轉為流出。與之相對應的，被動資金在這一時期大幅流入中國、日本及美國市場，但中國市場表現與日本和美國市場大相逕庭，背後原因可能與筆者在本文中提到的不同市場被動佔比不同有關。

大共享平台提升社會生產力



共創共享 戈峻

天九共享集團CEO

自2016年起，國家便制定了數字化發展的重要戰略，積極推動重要產業數字化轉型，打造數字經濟。2022年，二十大報告明確指出，要加快發展數字經濟，促進數字經濟和實體經濟深度融合。國家戰略的指引和數字經濟的蓬勃發展，極大地改變全球要素資源配置方式、產業發展模式和人民生活方式，也成為國民經濟發展的重要推動力量。

據直屬於國家工業和信息化部的中國信息通信研究院《中國數字經濟發展研究報告（2023年）》指出，2022年中國數字經濟規模首次突破50萬億元（人民幣，下同），達到50.2萬億元，按年增長10.3%；佔國內生產總值（GDP）比重也上升，首次超過四成，達到41.5%，可見中國數字經濟進一步實現量的合理增長，數字經濟作為國民經濟的重要支柱地位更加凸顯。同時，數字經濟結構也在不斷優化，一、二、三產業數字經濟滲透率分別達到10.5%、24%及44.7%，按年分別提升0.4、1.2、1.6個百分點，其中二產與三產滲透率增幅差距進一步收窄，形成服務業和工業數字化共同驅動發展格局，促進數字經濟質的有效提升。

而作為提升數字經濟效率的有效方式，共享平台在加快建設數字中國的作用越來越大，可以說，共享平台帶來的數字經濟效應在日常生活已處處可見，也在持續擴大。國家信息中心共享經濟研究中心的《中國共享經濟發展報告（2023年）》便指出，2022年中國共享經濟市場交易規模約3.8萬億元，按年增長3.9%。

不過，在共享經濟規模持續擴大同時，我們也要意識到，在後疫情時代的經濟恢復期，內外部壓力仍存，實現高質量發展充滿挑戰，共享經濟的市場結構也悄然在新形勢下出現變化，像交通出行、共享住宿、共享辦公這些傳統的狹義共享經濟領域，於2022年的交易額分別按年倒退-14.2%、-24.3%、-37.7%；但另一方面，縱使國內外環境複雜嚴峻，發展穩定任務艱巨繁重，我們卻不能忽視中國經濟韌性強、潛力

大、活力足的「底氣」。

「底氣」何來？生活服務、生產能力和知識技能這三個共享經濟領域於2022年的市場規模達到1.8萬億元、1.2萬億元及4806億元，位居眾領域前三位，按年增速分別有8.4%、1.5%及5.9%。撇除生活服務領域，生產能力和知識技能都是與產業型共享經濟息息相關的領域，這兩大領域的市場規模增長，正好說明了隨着數字技術的廣泛使用，共享經濟正朝着「大共享」方向邁進。

間接定價無形資產

何謂「大共享」？過去我們所接觸到的共享類產品，例如共享單車、充電寶等，是「物理層面」的共享類產品，這類狹義的共享類產品，促成的交易都需要依託互聯網平台進行直接定價和直接交易。在這種傳統共享經濟模式下，知識產權、企業家影響力、市場資源等對生產十分重要的要素，因為看不見摸不着，就很難實現直接定價。

舉個例子，我們可以很容易確定一種網約車的車程價格，但卻不能為愛迪生的知識和創新能力去定一個價格；我們很清楚能用多少金錢去購買充電寶的充電服務，卻不可能知道能以什麼價格買到任正非的企業家精神。而我們要承認，像愛迪生的創新能力、任正非的企業家影響力，雖然沒法直接定價，但卻是重要的商業要素。

大共享平台就是在廣義的共享經濟模式之下，將商業生態中的信息化能力、市場、商機等各個層面，通過間接定價的方式促成這些核心要素的交易，讓這些從前沒有辦法自由交互的各類資源得到共享，並在共享領域逐漸變成領導品牌，從而實現提高社會效率與生產價值。

再者，正因大共享平台能讓過去難以定價交易的要素變成可能，便能打破行業賽道與市場區域的藩籬，最大限度地實現資源共享、合作共贏。對於社會而言，能夠提高資源利用率、促進可持續發展，對於企業而言，則可通過大共享平台鏈接到更多資源，實現自我發展，對於國家戰略而言，大共享平台也能在提升數字經濟效率，深挖共享經濟潛力，擴大更廣闊市場方面提供了更高效應。



打擊公屋富戶有助資源流轉



樓市新態 汪敦敬

祥益地產總裁

在本港房屋政策方面，新一屆特區政府有不少地方是值得稱讚的，例如造地取得很多突破，最近追求減低建築成本和加強效率方面，都給予市民驚喜，在公屋和居屋的政策亦有令人稱讚的成效。

新近房屋施政對公屋富戶作出嚴肅處理，事實上公屋單位的轉流率保守估計應該起碼是有3%至6%才算合理，可是很多時候僅僅只有1%左右，這是極端不合理的，數字反映出「本應搬出而未搬出」的租戶是存在的。太少人搬出公屋系統，其實是對「排長龍、等上樓」人士的不公平，亦導致衍生出龐大的割房板塊，因此近期一系列措施，是要求資產遠遠超越規定限額的住戶搬出公屋。

放寬資助房按揭盤活供需

過去社會輿論都傾向於將公屋塑造為一個可以終身寄居的福利，筆者必須要強調公屋從沒有改變性質，就是低收入人士的居所，有需要的時候可以支援住戶一世，但絕不是世襲。當住戶擺脫低收入階段，就應該通過其他資助方式

或者憑藉自己實力出來置業。住戶是不應該將公屋當作個人資產，因為這會剝削了其他有需要群體的權利。

外界灌輸不思進取的觀念，這是錯誤的。人生不可以永遠停留在低收入狀態，但是過去的政策漏洞令到大量住戶走「法律罅」，在愈來愈富裕情形之下仍然長期佔有公屋。上述描述並沒有誇大，筆者在不少地方都有擔任公職，在招聘方面遇到很多年輕人因為想繼續住在公屋而不進取的，散布這些錯誤觀念的人是相當惡毒的，令排隊上車人士覺得社會不公，而佔據公屋人士亦不肯上進，香港變得不思進取。所謂認知戰（認知領域作戰，Cognitive Domain Warfare，又稱為認知作戰 Cognitive warfare），無論是錯誤的政治或者軟實力社會價值觀，其實早已在香港出現。

另外，放寬資助出售單位的按揭安排亦做得很好，即時凍結盤活了第二市場本來沒有按揭配合的約30萬個居屋單位。之前因為沒有延長擔保期，第二市場樓價持續走低，甚至不乏呎價5000多元的成交價。照計有了按揭槓桿支持，價格應該回升才對的，但是現在市場仍能同時提供平價及高按揭，的而且確對未上車人士是非常吸引的時段，筆者建議個人在認清自身實力及市場風險後，可以考慮入市置業。