

浅析沪港深投资：中国资本市场双向开放后的投资新趋势

— 国寿安保强国智造混合基金基金经理 李捷

摘要：

中国资本市场改革开放的进程在加快。伴随着改革开放后中国经济的蓬勃发展，中国资本市场的改革开放进程也在不断加快。从 2003 年正式引入合格境外机构投资者制度（QFII）以及随后与之对应的试点合格境内机构投资者制度（QDII），到 2011 年试点人民币合格境外投资者制度（RQFII），再到 2014 年开放沪港通、2016 年开放深港通以及 2017 年中国 A 股纳入 MSCI 新兴市场指数和全球基准指数，国内投资者有幸见证了这场中国资本市场逐渐走向国际化的进程。

市场双向开放的过程中，投资者结构在变化，投资理念将融合。在市场双向开放的过程中，市场新参与者的加入对于该市场的投资风格和理念或多或少会产生一定的影响。随着更多的海外投资者加入 A 股市场，海外投资者的投资风格和偏好也在逐渐影响着 A 股市场。同样，作为国内投资者逐步走向海外市场，我们应该如何更好的适应全球市场，也成为当下我们需要认真思考和探索的问题。

建立国际化视野下研究驱动投资的价值投资理念是取得长期更好回报的

基础。我们相信，基于国际化视野下，在更专业、更理性和更全面的分析和研究基础上做出投资决策，才是投资者能够取得更长期、更稳健、更出色回报的基础。具体到投资思路上，我们认为，通过基于全球比较优势，通过更深入的行业趋势和公司基本面分析，寻找出跨市场中具有相对估值优势和具备稀缺性的优质投资标的进行配置，才有望在更优化的风险收益比的基础上，取得相对更好的投资效果。

正文：

QFII、QDII、沪（深）港通制度是中国资本市场逐步开放的过程

伴随着改革开放后中国经济的蓬勃发展，中国资本市场的改革开放进程也在不断加快，其发展过程如下：

- **QFII 制度：**QFII（Qualified Foreign Institutional Investors）合格的境外机构投资者制度最早于 2002 年提出，于 2003 年 7 月正式启动，经历了近 15 年的发展已正式获批的 QFII 投资额度已从 2003 年末的约 17 亿美元增长到 2018 年 2 月末的约 992 亿美元。
- **QDII 制度：**与之对应的合格境内机构投资者制度（QDII）从 2004 年末的约 89 亿美元增长到 2018 年 2 月末的约 900 亿美元。
- **RQFII 制度：**2011 年人民币合格境外投资者制度（RQFII）开始试点，投资额度从 2011 年末的 107 亿元到 2018 年 2 月末的约 6124 亿元。
- **沪（深）港通机制：**沪港通由中国证监会在 2014 年 4 月 10 日正式批复开展互联互通机制试点，沪港通下的股票交易于 2014 年 11 月 17 日开始开启。深港通于 2014 年 8 月提出，2016 年 12 月 5 日正式启动。其中：截止 2018

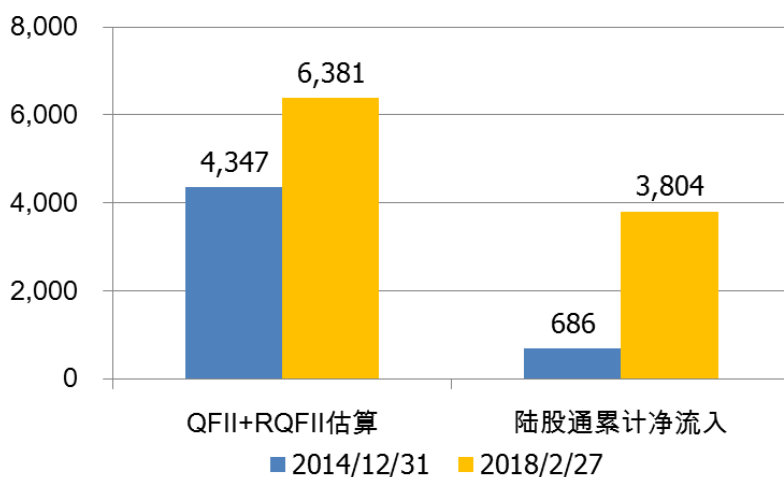
年 2 月末，沪股通累计净流入约 2038 亿元，深股通累计净流入约 1762 亿元，港股通累计净流入 8349 亿港元。

- **A 股纳入 MSCI 新兴市场指数和全球基准指数:** 2017 年明晟公司宣布将中国 A 股纳入 MSCI 新兴市场指数和全球基准指数，标志着中国境内市场与全球资本市场的进一步融合

A 股投资者结构：机构化有所提升，来自海外投资者的比重也在上升

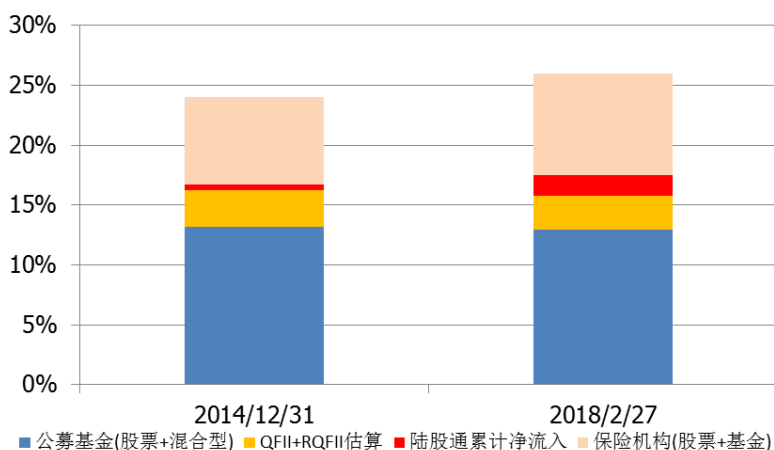
2014 年国务院《关于进一步促进资本市场健康发展的若干意见》(简称新国九条)发布后，随着沪港通和深港通的启动，A 股市场投资者结构也在发生一些积极变化，机构投资者的比重有所上升，来自海外投资者的比重也在上升。

图表 1: QFII、RQFII、沪（深）港通投资额估算（亿元）



数据来源：Wind 资讯、国寿安保基金估算

图表 2: A 股市场投资者结构估算 (占 A 股自由流通市值)



数据来源: Wind 资讯、国寿安保基金估算

港股投资者结构: 来自中国内地的投资额度也出现上升

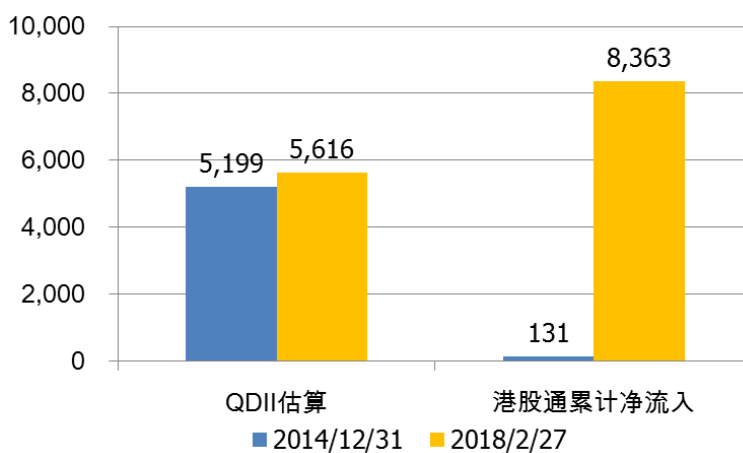
与此同时, 随着港股通的启动, 港股市场来自中国内地的投资额度也出现了显著的上升, 其在整个港股市场外部投资者占比也出现了显著的提升。根据港交所 2017 年 7 月发布的最新统计, 2016 年香港外部市场投资者的交易额中, 中国内地投资者已占 22%, 已经超越美国的 20%, 成为香港第二大外部投资者。根据已披露统计数据估算, 港股市场南下资金占港股总市值比例也已于 2014 年末的 2.2% 上升到 2018 年 2 月末的约 3.7%。

图表 3: 港股外部市场投资者的交易额占比

	2012-2013	2013-2014	2014-2015	2015-2016
美国	28%	26%	22%	20%
英国及欧洲	39%	38%	34%	36%
英国	26%	28%	27%	23%
欧洲 (不包括英国)	14%	10%	8%	13%
亚洲	24%	29%	36%	35%
日本	1%	1%	1%	1%
中国内地	11%	13%	22%	22%
中国台湾	1%	1%	2%	1%
新加坡	6%	10%	8%	8%
亚洲其他地区	4%	3%	3%	3%
澳洲	5%	2%	1%	4%
其他地区	4%	6%	7%	4%
合计	100%	100%	100%	100%

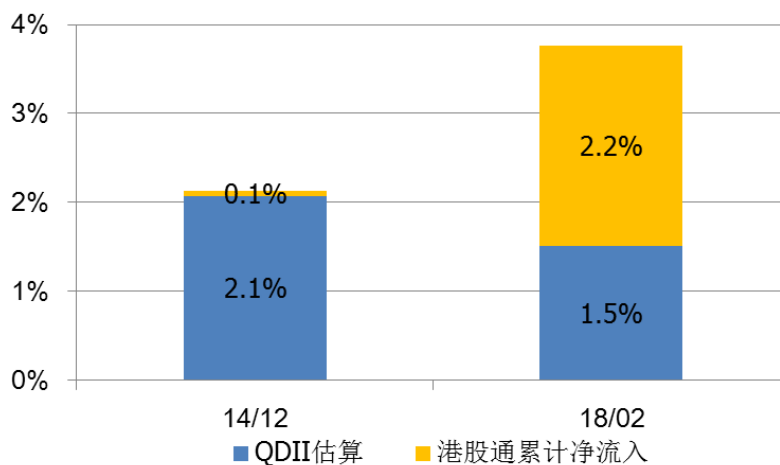
数据来源: 港交所、中信证券

图表 4: QDII、港股通投资额估算 (亿港元)



数据来源: Wind 资讯、国寿安保基金估算

图表 5: 港股市场南下资金占港股总市值估算



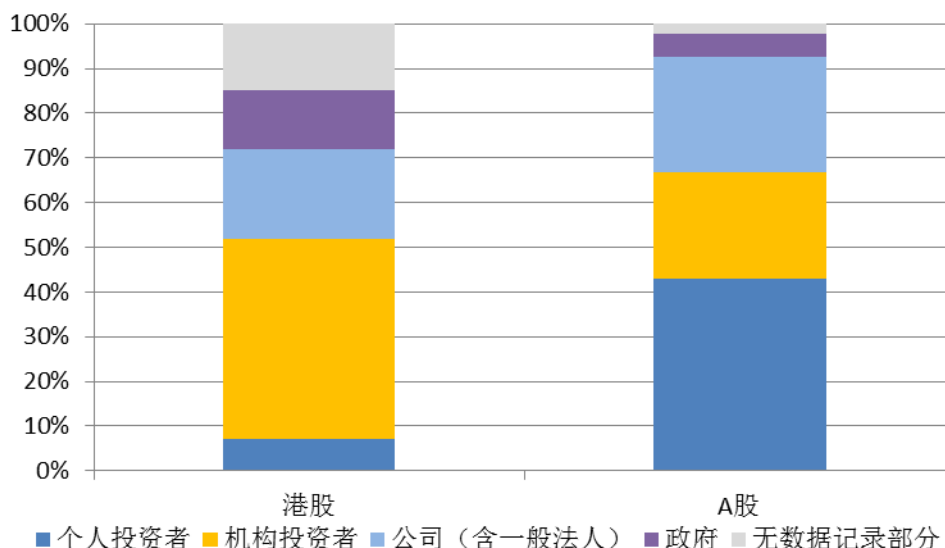
数据来源: Wind 资讯、国寿安保基金估算

两地市场投资人结构的差异性导致市场运行存在一定差异

随着资本市场双向开放的进程推进, 尽管 A 股市场和港股市场的投资者结构都出现了一定的变化, 但其过程仍然是渐进的, 当前两地市场投资人结构的属性仍存在着较大的差异, 港股市场机构化比例高, 而 A 股市场机构化比例仍相对较低。

投资人结构的差异性导致了港股市场换手率和波动率相对于 A 股来的低。根据海通证券的统计, 以换手率为例, 港股市场 2016 年为 56%, 远低于 A 股的 532%; 以振幅数据来看, 港股波动明显低于 A 股, 近 5 年恒生指数和上证综指振幅平均值分别为 31.2%、45.3%。

图表 6: 港股与 A 股持股市值占比分布 (数据截止 2017 年 8 月)



数据来源: 海通证券

两地市场行业和持股结构差异来源于市场自身差异性和投资人理念和逻辑的差异性

首先, 我们来看看陆股通和港股通开通后, “北上” 和 “南下” 投资人主要都投资些什么? 截止 2018 年 2 月, 根据从已披露的沪股通、深股通和港股通持股情况数据来看, 持股市值和比例相对较高的都以大行业中估值相对合理、盈利能力较出色的蓝筹公司为主。(见图表 7、8、10)

但仔细观察行业和个股, 陆股通 (沪股通+深股通) 投资人持股比例相对较高的行业分别为食品饮料、家电、电子、医药生物、非银金融等 (见图表 7、8); 港股通投资人持股比例较高的行业, 分别为银行、地产、软件服务、汽车等。(见

图表 10)。我们发现，陆股通投资人和港股通投资人在行业选择和选股逻辑上仍存在一定的差异性。我们分析，这些差异性一方面可能是由于 A 股和港股市场中上市公司行业和个股结构的差异性所导致的，另一方面也可能反映出国内和海外投资人在投资理念和逻辑上存在一定的差异性。

我们先分析下陆股通的海外投资人。海外投资者主要以机构投资者为主，包括：公募基金、对冲基金、银行资管、券商资管、主权基金、企业年金和养老金等。由于这些机构投资者以全球的机构投资者居多，除部分宏观对冲和量化策略外，这其中不少是以全球资产配置的需求为主且考核和目标投资周期相对较长，他们在投资时通常会通过更符合长期目标的思路去选择行业和个股进行配置。在资产配置上，他们更多的是站在全球资产配置的角度去看待新兴市场和中国市场。在行业选择上，他们会相对更看重长期的成长性、确定性或稳定性，也会更关注行业的竞争格局。在个股选择上，他们会更看重公司在全球行业可比公司中的地位以及其在自身所处市场中的地位，会更关注公司的财务质量和现金流、会更重视公司的核心竞争力和管理能力。

其次，我们再分析下港股通的投资人，一般以国内机构和个人为主。从目前已投资的持股情况来看，投资思路则主要以 A/H 股的估值折价、投资标的相较于 A 股市场的稀缺性等逻辑为主。虽然从行业和个股的选择上存在一定差异，这主要一方面与 A 股和港股市场中上市公司行业和个股结构存在一定的差异性，另一方面，可能与国内投资人目前更多以相对更熟悉的中国资产配置为主有关。

图表 7: 沪股通持股情况 (截止 2018/2/28)

证券代码	证券简称	持股比例 (%)	持股市值 (亿元)	申万行业	市盈率 (TTM)	市净率	股息率 (%)	年初以来涨跌幅 (%)	开通至今涨跌幅 (%)
600519.SH	贵州茅台	5.72	521	食品饮料	37.2	10.8	0.9	4.03	435.57
601318.SH	中国平安	3.83	281	非银金融	17.3	2.8	1.5	-3.17	219.50
600276.SH	恒瑞医药	13.28	271	医药生物	68.9	13.7	0.2	5.07	257.50
600900.SH	长江电力	9.67	183	公用事业	16.5	2.7	3.7	5.64	105.11
600887.SH	伊利股份	9.29	182	食品饮料	35.9	8.2	1.8	0.81	176.29
600009.SH	上海机场	32.26	172	交通运输	27.7	3.7	0.9	8.58	197.91
600104.SH	上汽集团	2.53	98	汽车	12.2	1.8	4.9	4.99	112.17
600036.SH	招商银行	1.54	96	银行	11.2	1.6	2.4	4.41	209.67
601888.SH	中国国旅	9.38	96	休闲服务	45.8	7.3	1.0	20.67	186.43
600690.SH	青岛海尔	7.65	91	家用电器	21.8	3.9	1.3	3.82	133.42
601901.SH	方正证券	14.55	78	非银金融	43.0	1.4	0.0	-5.81	-7.63
603288.SH	海天味业	4.83	72	食品饮料	46.7	14.0	1.2	2.79	180.35
600660.SH	福耀玻璃	12.70	67	汽车	21.7	3.6	2.9	-9.72	163.60
600066.SH	宇通客车	11.89	61	汽车	15.3	3.9	4.3	-3.61	117.17
600741.SH	华域汽车	6.25	47	汽车	13.4	2.1	3.8	-11.52	104.11
600585.SH	海螺水泥	3.22	42	建筑材料	16.4	2.1	1.5	10.88	94.78
600019.SH	宝钢股份	1.75	39	钢铁	15.0	1.4	2.1	16.20	123.62
601006.SH	大秦铁路	2.66	37	交通运输	10.4	1.4	2.7	2.76	17.76
600004.SH	白云机场	10.72	36	交通运输	21.8	2.3	1.6	11.36	159.76
601398.SH	工商银行	0.16	29	银行	8.5	1.2	3.5	7.58	103.44

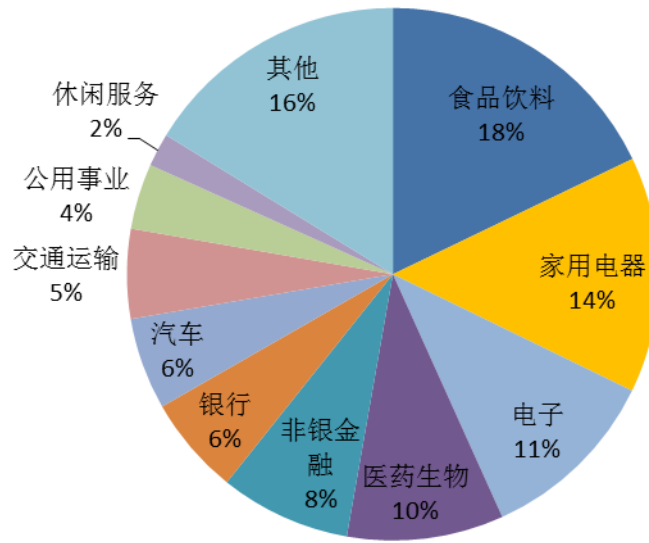
数据来源: Wind

图表 8: 深股通持股情况 (截止 2018/2/28)

证券代码	证券简称	持股比例 (%)	持股市值 (亿元)	申万行业	市盈率 (TTM)	市净率	股息率 (%)	年初以来涨跌幅 (%)	开通至今涨跌幅 (%)
002415.SZ	海康威视	13.58	426	电子	45.9	12.9	0.9	9.15	157.58
000333.SZ	美的集团	10.21	357	家用电器	23.7	5.1	1.8	-0.87	89.33
000651.SZ	格力电器	8.50	262	家用电器	16.0	5.3	3.5	18.28	88.23
000858.SZ	五粮液	3.57	101	食品饮料	32.7	5.6	1.2	-7.01	112.08
002304.SZ	洋河股份	5.14	75	食品饮料	29.3	6.0	1.8	2.60	73.74
000538.SZ	云南白药	6.77	66	医药生物	33.8	5.6	0.9	-8.34	35.98
000001.SZ	平安银行	2.56	52	银行	9.0	1.0	1.3	-9.40	28.05
002008.SZ	大族激光	7.11	40	电子	37.8	8.7	0.4	15.22	151.74
002508.SZ	老板电器	10.39	40	家用电器	28.1	7.4	0.9	-15.45	39.21
002050.SZ	三花智控	10.42	33	家用电器	45.0	5.4	1.3	9.60	99.23
000423.SZ	东阿阿胶	7.10	28	医药生物	21.9	4.4	1.5	-0.28	3.23
300124.SZ	汇川技术	6.70	26	电气设备	62.0	10.3	0.9	8.65	52.66
000002.SZ	万科A	0.77	25	房地产	15.4	3.1	2.4	5.28	27.84
000895.SZ	双汇发展	2.44	22	食品饮料	22.0	6.7	4.4	2.30	27.50
000725.SZ	京东方A	1.11	21	电子	25.5	2.4	0.5	-2.25	92.03
002027.SZ	分众传媒	2.40	21	传媒	40.8	17.7	1.9	6.68	24.57
002572.SZ	索菲亚	8.84	20	轻工制造	42.4	7.6	1.0	-0.41	33.80
000568.SZ	泸州老窖	2.20	18	食品饮料	35.3	5.8	1.6	-11.50	77.29
002236.SZ	大华股份	3.35	16	电子	40.1	8.0	0.3	25.16	106.63
002594.SZ	比亚迪	2.18	16	汽车	55.6	3.2	0.3	-2.37	17.30

数据来源: Wind

图表 9：陆股通持股行业分布（截止 2018/2/28）



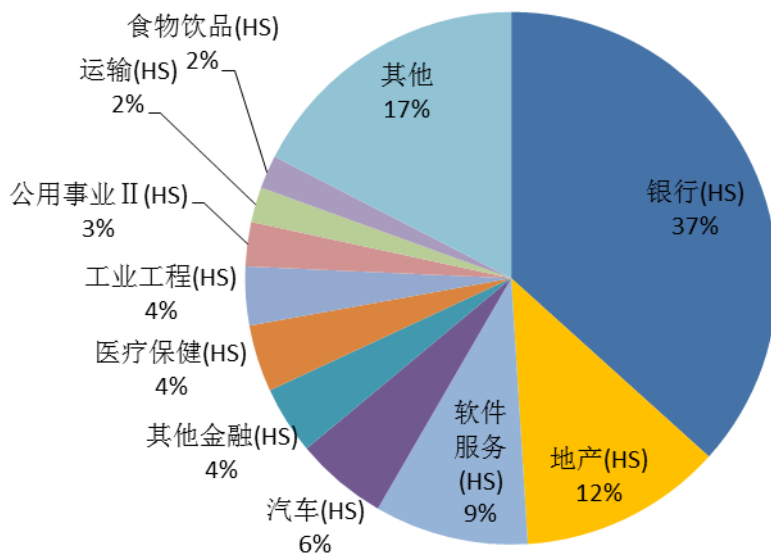
数据来源：Wind

图表 10：港股通持股情况（截止 2018/2/28）

证券代码	证券简称	持股比例 (%)	持股市值 (亿港元)	恒生二级行业	市盈率(TTM)	市净率	股息率(%)	年初以来涨跌幅 (%)	开通至今涨跌幅 (%)
0005.HK	汇丰控股	6.45	1,023	银行(HS)	21.0	1.1	3.0	-0.44	23.63
0939.HK	建设银行	4.36	855	银行(HS)	7.3	1.0	3.9	13.19	66.53
1398.HK	工商银行	13.64	800	银行(HS)	7.3	1.0	4.0	7.47	56.31
0700.HK	腾讯控股	1.91	783	软件服务(HS)	57.0	15.0	0.1	6.45	230.15
1918.HK	融创中国	25.34	320	地产(HS)	29.6	4.7	0.9	-11.28	357.30
3968.HK	招商银行	14.08	214	银行(HS)	10.3	1.6	2.5	6.27	147.56
3988.HK	中国银行	5.73	205	银行(HS)	6.3	0.7	4.5	11.20	30.42
0607.HK	丰盛控股	22.97	199	地产(HS)	83.7	3.5	0.4	22.22	921.25
0175.HK	吉利汽车	8.05	184	汽车(HS)	26.4	7.1	0.5	-5.72	628.88
0998.HK	中信银行	21.68	184	银行(HS)	5.7	0.7	4.3	16.53	16.75
2318.HK	中国平安	2.89	179	保险(HS)	18.0	2.9	1.5	2.58	188.97
1336.HK	新华保险	33.61	163	保险(HS)	23.9	2.0	1.2	-12.27	52.24
1288.HK	农业银行	10.89	146	银行(HS)	6.5	0.9	4.5	19.51	44.16
0966.HK	中国太平	11.75	128	保险(HS)	28.6	1.9	0.3	3.07	64.43
2601.HK	中国太保	11.52	123	保险(HS)	20.9	2.2	2.1	2.53	42.50
2333.HK	长城汽车	37.74	108	汽车(HS)	11.5	1.5	4.3	3.46	-14.44
2238.HK	广汽集团	26.17	101	汽车(HS)	11.2	2.1	2.1	-6.05	145.90
2018.HK	瑞声科技	4.99	95	资讯科技器材(HS)	32.7	11.0	1.0	11.84	275.92
1088.HK	中国神华	12.31	93	煤炭(HS)	8.4	1.3	15.3	9.88	38.28
0981.HK	中芯国际	17.93	93	半导体(HS)	36.9	1.3	0.0	-22.04	22.56
1093.HK	石药集团	7.28	82	医疗保健(HS)	43.8	10.2	0.6	14.58	150.64
0388.HK	香港交易所	2.33	82	其他金融(HS)	47.6	9.4	1.6	18.43	64.04
0656.HK	复星国际	5.41	80	综合企业 II (HS)	11.0	1.3	1.2	-0.35	100.66

数据来源：Wind

图表 11: 港股通持股行业分布 (截止 2018/2/28)



数据来源: Wind

展望未来市场双向开放进一步深化后的投资新趋势

跨市场投资有利于获得更好的风险收益比。随着市场双向开放的逐步深化,我们相信未来跨市场投资将成为未来国内投资人发展的新趋势。跨市场投资的最大优点是投资人可以通过不同市场的配置实现投资组合的多元化,同时,分散单一市场的系统性风险。以港股和 A 股作为两种资产为例,尽管港股和 A 股大部分的投资标的与中国经济基本面的相关性较高,但流动性方面,当前情况下,港股市场受到全球货币政策和流动性的影响相对较大;而 A 股市场受到国内货币政策和流动性的影响相对较大。因此,港股和 A 股作为两类资产的相关性较同一市场中两个股票的相关性来得小,这将更有利于分散投资组合的风险。

跨市场投资仍应遵循价值投资理念。无论是 A 股市场还是港股市场，新投资者的加入对于该市场的投资风格和理念或多或少都会产生一定的影响，这对原市场的投资人带来了一定的挑战。长期来看，A 股市场和港股市场投资人的结构都将更加多元化和合理化，但无论哪个股票市场，我们相信，股票价格长期围绕企业内在价值运行的基本规律仍然是相通的。因此，我们认为，从长期看，综合投资者结构分析，估值合理、具备全球格局并且具有长期核心竞争力的公司，未来有望获得更多投资者的青睐。

建立国际化视野下研究驱动投资的理念是长期取得更好回报的基础。我们认为，基于国际化视野下，在更专业、更理性和更全面的分析和研究基础上做出投资决策，才是投资者能够取得更长期、更稳健、更出色回报的基础。具体到投资思路上，我们认为，通过基于全球比较优势，通过更深入的行业趋势和公司基本面分析，寻找出跨市场中具有相对估值优势和具备稀缺性的优质投资标的进行配置，才有望在更优化的风险收益比的基础上，取得相对更好的投资效果。

注：文中数据均来源于 wind 资讯。

免责声明

本报告版权归国寿安保基金管理有限公司（以下简称“本公司”）所有，仅供本公司客户以及公司内部研究交流使用，不得用于任何其他目的。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告不构成购买本公司旗下产品的要约邀请或要约，涉及本公司旗下产品的描述或说明，均以各产品的基金合同、招募说明书等法律文件为准。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。

在法律许可的情况下，国寿安保基金管理有限公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供其他服务。