2021 年 01 月 22 日

南下资金难夺“定价权”

——投资策略专题

策略研究团队

牟一凌（分析师）
mouyiling@kysec.cn
证书编号：S0790520040001

梅锴（联系人）
meikai@kysec.cn
证书编号：S0790120070044

相关研究报告

《投资策略专题-还周期以“成长”，看金融以“当下”》-2021.1.21

《投资策略专题-人民币升值后，出口链还有机会》-2021.1.15

《投资策略专题-当下市场的困境与破局》-2021.1.14

● **南下夺取“定价权”之辩**

2020 年 12 月下旬以来，南下资金持续买入港股，近期有所加速，南下持有港股市值占比在逐步提升。部分投资者认为南下加速流入将夺取对港股的“定价权”，港股也将迎来“牛市”。实际上，从风险溢价角度看，**当下港股可能并不便宜，对于港股“原住民”来说，当下港股继续上行可能缺乏潜在价值认同。**即使内资“挥师”南下，也可能面临对手盘的潜在“抛售”压力和丰富融券资源下的做空力量。评估对手盘资金实力成为夺取定价权口号下更需要面对的现实问题。

● **南下资金拆解：险资占比高，负债端驱动的公募基金是边际力量**

当下南下资金持有市值占港股比重较低，约占 4.84%。结构上，从存量来看保险资金仍是主要力量。但多种迹象表明公募基金成为了近期的边际力量：**潜在能投资港股的基金数量的提升以及居民对港股相关基金的申购行为**为本轮公募南下提供了“弹药”，这**成为本轮公募南下的重要助推力量**。由于南下资金结构的实时数据不可得，我们从另一视角也能得出上述推论：在**软件服务、电讯、石油及天然气以及半导体行业**是本轮南下净买入最多的行业，其中高景气资产偏多并与此前买入风格不同，公募资金改善自身组合的需求成为了较为明显的边际力量。

● **分歧之下，南下资金以少胜多难**

当下对于整个港股市场持仓，双方力量较为悬殊，南下持仓约 2.45 万亿港币，经法人股调整后的原有境外资金持仓约 12.75 万亿港币。按照在 A 股和港股同时上市和港股独有的资产进行分类来看，**两类资金已经出现分歧。第一，**对于同时在两地上市的“替代性”港股通标的，2020 年以来南下资金往往倾向于在 AH 溢价走阔时买入相关港股的金融或周期，近期随着 AH 溢价走低，南下净买入相关港股的力度边际减弱，买入风格更偏向于成长；外资行为与 AH 溢价关联较弱，**近期外资配置/交易盘均选择加仓 A 股和港股的金融周期板块且更偏好 A 股，这实际上与南下形成了分歧。第二，**对于未在 A 股上市“互补性”港股通标的，南下与外资配置盘同样存在较大分歧，**当下被南下资金追逐的境外核心资产已经开始遭到外资的减持，这可能会成为南下夺取“定价权”需要面对的重要对手盘。**

● **“定价权”难夺，低估值在身边**

当下，以腾讯为代表的几家境外核心资产被主要托管于汇丰银行、摩根大通以及渣打银行的投资者持有了主要股份（以进行法人股调整），规模普遍是南下资金持仓的 4-5 倍。**而托管于上述机构背后资金曾以“北上”形式与 A 股投资者在 A 股市场进行了定价权的争夺**：上述北上资金从境内公募基金低配白酒开始买入，对白酒的持有占比不断提升并在 2019 年 3 月初达到高点，最终北上资金掌握了白酒板块“定价权”，并对国内机构投资逻辑产生了深远影响。2020Q3 前后北上资金开始明显减持白酒，主动偏股基金则受“价值认同”与规模扩张影响不断加仓白酒，最终重夺定价权。北上资金在白酒板块的整体浮盈震荡上行，并做到了有序撤退。对于当下而言，**南下资金涌入港股如果要“重夺定价权”，需要面对当下数倍于自身持仓且观点有所分歧的海外机构投资者**。值得投资者重视的是，**在南下资金冲向港股的同时，A 股内的金融地产板块却在被北上资金悄然增持。**

● **风险提示：**测算误差；经济复苏不及预期；流动性超预期宽松

目 录

1、 南下夺取“定价权”之辩 4
2、 “会师”香江：南下资金拆解 5
3、 “两军对垒”：南下资金与“外资”的分歧 7
3.1、 A-H 股资产看：南下之变化，外资之“偏好” 7
3.1.1、 南下资金参与者比此前更为丰富 7
3.1.2、 外资在 A-H 股上的交易逻辑：配置资金其实更偏好 A 股 9
3.2、 “互补性”核心资产视角：外资配置盘与南下资金分歧较大 11
4、 香江易过，“定价权”难夺 13
5、 风险提示 16

图表目录

图 1： 2020 年 12 月下旬以来，南下资金持续买入港股，近期有所加速 4
图 2： 2020 年 12 月以来，港股通成交额占全部港股的比重逐步上升，12 月下旬南下持有港股市值占比开始提升 4
图 3： 按 10Y 国债算，当下恒生指数的风险溢价处于历史负一倍标准差水平 （很贵） 4
图 4： 按 10Y 美债算，当下恒生指数的风险溢价处于历史中枢以下水平（不便宜） 4
图 5： 2019 年以来南下资金持有港股规模及市值占比逐步上升。截至 2020Q3 南下资金中公募基金占比较低 5
图 6： 2021 年 1 月中旬以来，与港股相关的 ETF 开始被持续净申购 6
图 7： 2020 年以来，新发的开放式偏股基金中，能投资港股的基金数量以及占比均呈上升趋势，近期加速上行 6
图 8： 无论是 2020 年 12 月以来还是 2021 年 1 月以来，软件服务、电讯、石油及天然气以及半导体行业均是南下资金买入最多的行业。 7
图 9： 2020 年以来，对于同时在 A 股上市的港股通标的，南下资金往往倾向于在 AH 溢价走阔时买入相关港股通标的，近期随着 AH 溢价走低，南下资金净买入相关港股通标的的力度边际减弱 8
图 10： 2020 年以来，对于同时在 A 股上市的港股通标的，在 AH 溢价走阔时，南下资金往往倾向于买入相关港股通标的中的金融或周期，近期更偏向于买入相关港股通标的中的成长 9
图 11： 对于同时在 A 股上市的港股通标的，外资交易型资金对于相应 A 股和港股的买卖行为基本趋同，与 AH 溢价关联较弱，近期同时买入相应的 A 股和港股 9
图 12： 对于同时在 A 股上市的港股通标的，配置型资金则在相应的 A 股和港股上的行为关系并不稳定，且与 AH 溢价的相关性较弱，近期更偏好于买入 A 股 9
图 13： 2020 年以来的 AH 溢价明显走阔期，对于同时在 A 股上市的“替代类”港股通标的，外资配置型资金在 A 股的行为并不稳定，近期加仓相应 A 股的金融周期 10
图 14： 2020 年以来的 AH 溢价明显走阔期，对于同时在 A 股上市的“替代类”港股通标的，外资配置型资金在港股的行为亦不稳定，近期加仓相关港股通标的中的金融周期板块 10
图 15： 2020 年以来的 AH 溢价明显走阔期，对于同时在 A 股上市的“替代类”港股通标的，外资交易型资金在 A 股的行为并不稳定，近期加仓相应 A 股的金融板块 10
图 16： 2020 年以来的 AH 溢价明显走阔期，对于同时在 A 股上市的“替代类”港股通标的，外资交易盘在港股的行为不稳定，近期加仓相关港股通标的中的金融周期消费板块 10
图 17： 对于未在 A 股上市的港股通标的，2020 年以来南下资金持续净买入，12 月下旬以来有所加速，相应地外资配置型资金在逐步卖出该类标的 11
图 18： 对于未在 A 股上市的具有“互补性”的港股通标的，2020 年 12 月中旬以来，南下资金持续净买入该类资产中的成长、周期以及消费板块 12

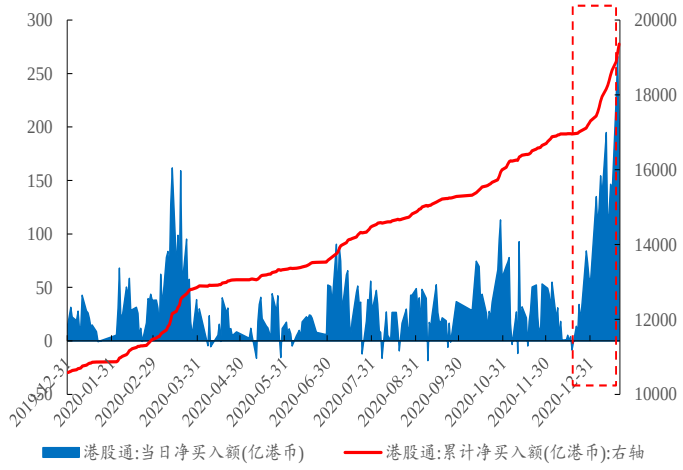
图 19： 对于未在 A 股上市的具有“互补性”的港股通标的，2020 年 12 月中旬以来，外资配置型资金持续卖出该类标的中的成长和周期板块 12
图 20： 对于未在 A 股上市的具有“互补性”的港股通标的，2020 年 12 月以来，外资交易型资金持续净买入成长和周期板块 12
图 21： 对于未在 A 股上市的具有“互补性”的港股通标的，无论是整体还是各个板块，外资持有市值均显著高于南下资金 13
图 22： 12 月以来南下净买入排名前 30 的标的，外资配置型资金对软件服务、电讯、石油及天然气行业的持有市值占相应标的港股市值的比重较高，数倍于南下资金 14
图 23： 12 月以来在港股市场中，外资配置型资金与外资交易型资金先后开始卖出，与南下资金产生明显分歧 15
图 24： 北上资金的持有白酒市值占比在 2019 年 3 月初达到高点之后震荡下行，与此同时浮盈上行。2020Q2 后开始有序撤退 16
图 25： 在 2019Q1 北上持有白酒占比达最高点之后，主动偏股基金开始加仓白酒，在经历折返跑之后，2020Q1 以来持续加仓，终于在外资卖出后重夺定价权 16

表 1： 2020 年 12 月以来南下资金净买入前 30 标的为腾讯控股、中国移动中国海洋石油等，主要分布在软件服务、电讯、石油及天然气行业 14

1、 南下夺取“定价权”之辩

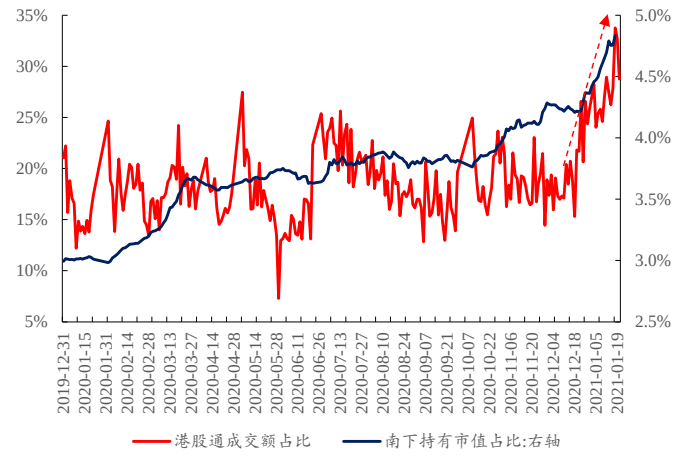
2020 年 12 月下旬以来，南下资金持续买入港股，近期有所加速，随之而来的是南下资金持有港股市值的占比在逐步提升。部分投资者认为港股被低估，南下加速流入将夺取对港股的“定价权”，港股也将迎来“牛市”。实际上，**当下港股相较于其历史而言并不便宜**。从风险溢价角度看，无论是采用 10Y 国债收益率还是 10Y 美债到期收益率计算，恒生指数风险溢价处于均处于历史低位，这意味对于港股本身而言，当下可能并不便宜。那么这意味着，对于港股“原住民”来说，对于当下港股继续上行的价值认同可能偏弱。**内资“挥师”南下，可能面临来自对手盘的潜在“抛售”压力。**南下资金是否有足够力量，去接纳对手盘的筹码和应付港股充足的融券资源下的做空力量，是我们需要考虑的问题。**其中结构性机会的挖掘比起亢奋的“定价权”之争，应该是更为务实的。**

图1：2020 年 12 月下旬以来，南下资金持续买入港股，近期有所加速



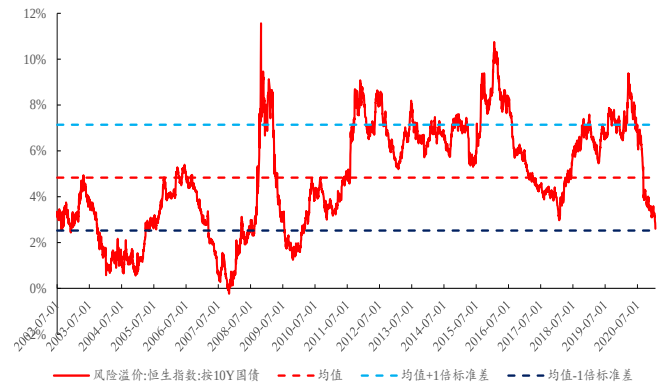
数据来源：Wind、开源证券研究所

图2：2020 年 12 月以来，港股通成交额占全部港股的比重逐步上升，12 月下旬南下持有港股市值占比开始提升



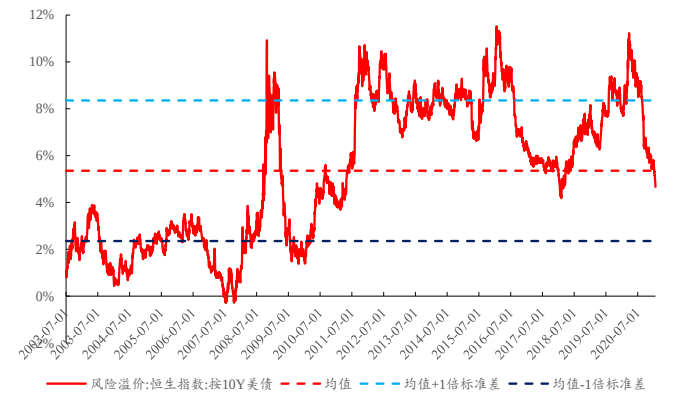
数据来源：Wind、开源证券研究所

图3：按 10Y 国债算，当下恒生指数的风险溢价处于历史负一倍标准差水平 （很贵）



数据来源：Wind、开源证券研究所

图4：按 10Y 美债算，当下恒生指数的风险溢价处于历史中枢以下水平（不便宜）

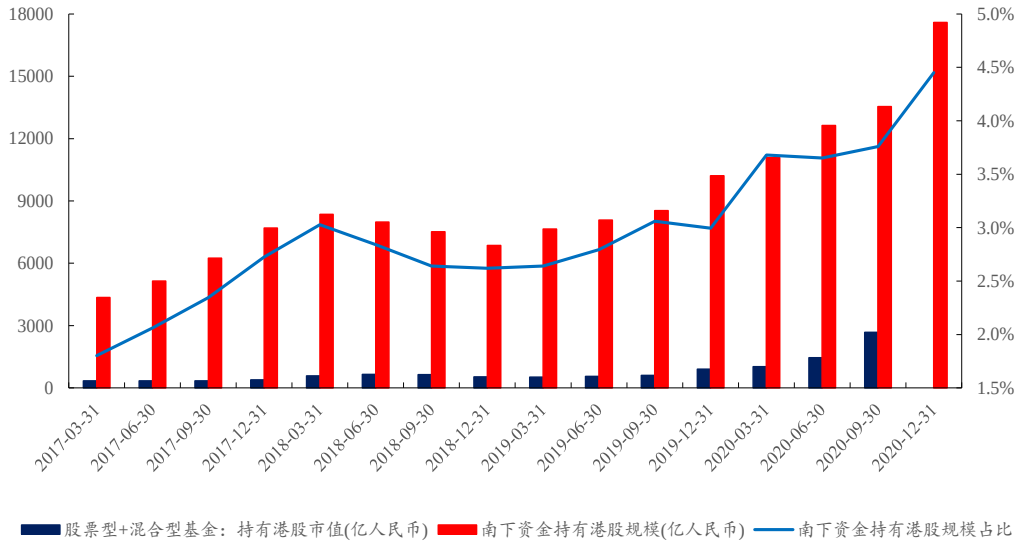


数据来源：Wind、开源证券研究所

2、 “会师”香江：南下资金拆解

险资、公募基金以及个人投资者是港股通的主要参与者。2019 年以来南下资金持有港股规模及市值占比逐步上升，**截至 2020Q4，南下资金持有市值占港股比重大约为 4.42%，整体占比较低**。值得一提的是，截至 2020Q3 南下资金中公募基金占比较低，这意味着当下**南下存量资金结构中可能仍以险资为主**。

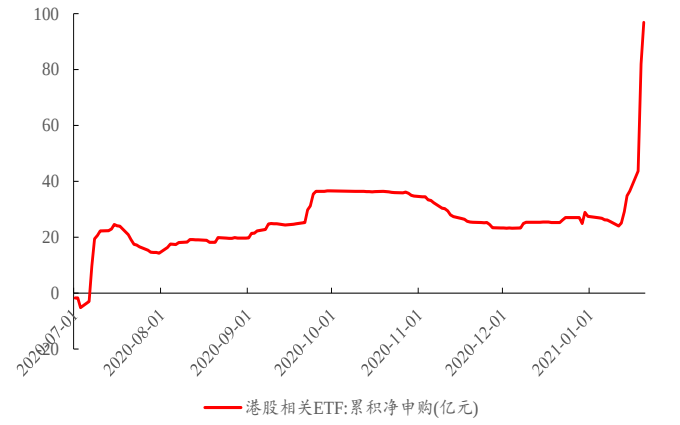
图5：2019 年以来南下资金持有港股规模及市值占比逐步上升。截至 2020Q3 南下资金中公募基金占比较低



数据来源：Wind、开源证券研究所

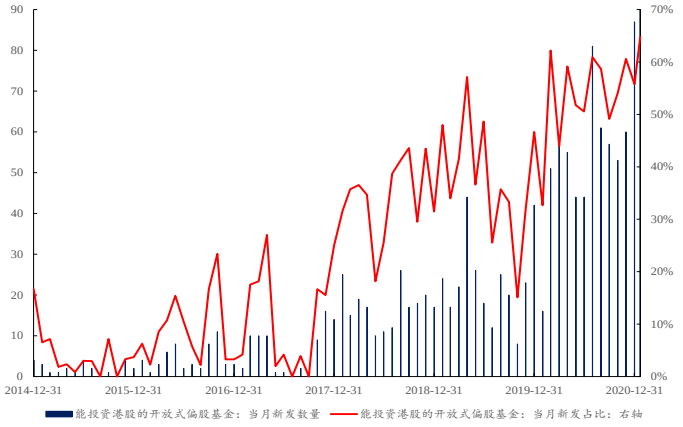
对于公募基金而言，潜在能投资港股的基金数量的提升以及居民对港股相关基金的申购行为为本轮公募南下提供了“弹药”。2020 年以来，新发的开放式偏股基金中，能投资港股的基金数量以及占比均呈上升趋势，近期加速上行，且自 2021 年 1 月中旬以来，与港股相关的 ETF 开始被持续净申购，这成为本轮公募南下的重要助推力量。

图6：2021 年 1 月中旬以来，与港股相关的 ETF 开始被持续净申购



数据来源：Wind、开源证券研究所

图7：2020 年以来，新发的开放式偏股基金中，能投资港股的基金数量以及占比均呈上升趋势，近期加速上行



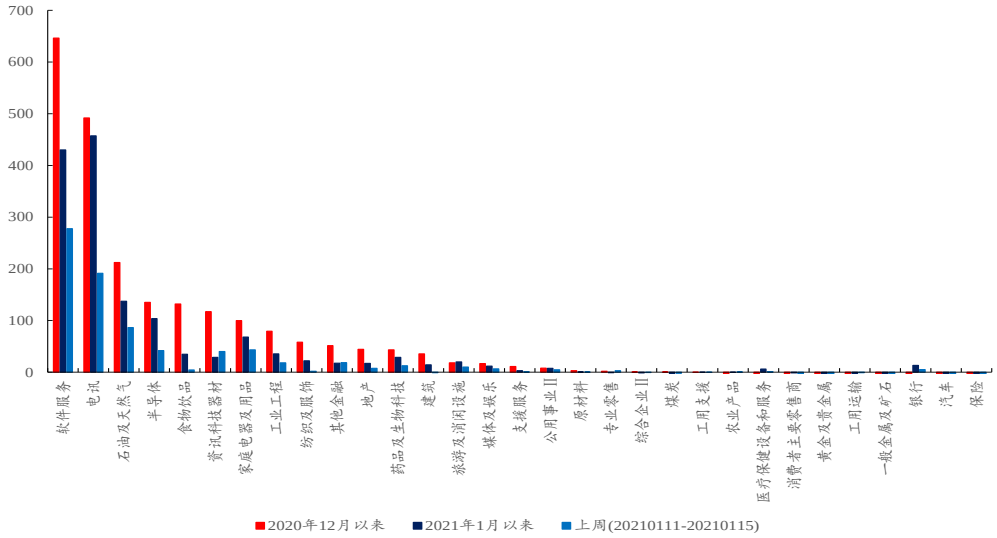
数据来源：Wind、开源证券研究所

注：1、我们以业绩基准中是否包含“恒生”、“港股”、“沪港深”等关键词、投资范围内是否包含“港股”或者“全球”等关键词或过往持仓是否包含港股判断基金能否投资港股；2、按基金发行起始日统计。

我们在 2021 年度“新共识”系列的第二篇《机构配置的变局时刻》中提到，对于险资而言，在当下面临“还旧账”时期，**寻找高景气，提升 ROE 是其配置的最优解**。而**软件服务、电讯、石油及天然气以及半导体行业**是本轮南下资金净买入最多的行业，**高景气类资产偏多**，这意味着：**本轮南下的力量可能是改善自身组合的险资与公募资金共同作用的结果**。

不过需要提醒部分投资者按照 50%持有港股比例上限去估计公募新发基金对于港股增配的增量资金可能存在问题：现实情况是研究和投资框架是否可以匹配；其次是我们发现大量新发基金中选用恒生指数作为基准的权重一般不高于 20%。因此过于乐观的估计都可能存在高估。

图8：无论是 2020 年 12 月以来还是 2021 年 1 月以来，软件服务、电讯、石油及天然气以及半导体行业均是南下资金买入最多的行业。



数据来源：Wind、开源证券研究所

注：净买入日期计算截至 2021 年 1 月 15 日

3、 “两军对垒”：南下资金与“外资”的分歧

港股通标的可分为**同时在两地上市的标的和仅在港股上市的标的**。这对于投资者而言，可能存在替代和互补两种不同的效应：**同时在 A 股和港股上市的标的由于具备相同的基本面使得该类资产具有一定的“替代性”，而仅在港股上市的标的则由于 A 股可能缺少相关标的而更有“互补性”**。投资者在这两类资产上的决策行为也会因此存在差异，这也是本节的主要研究视角。

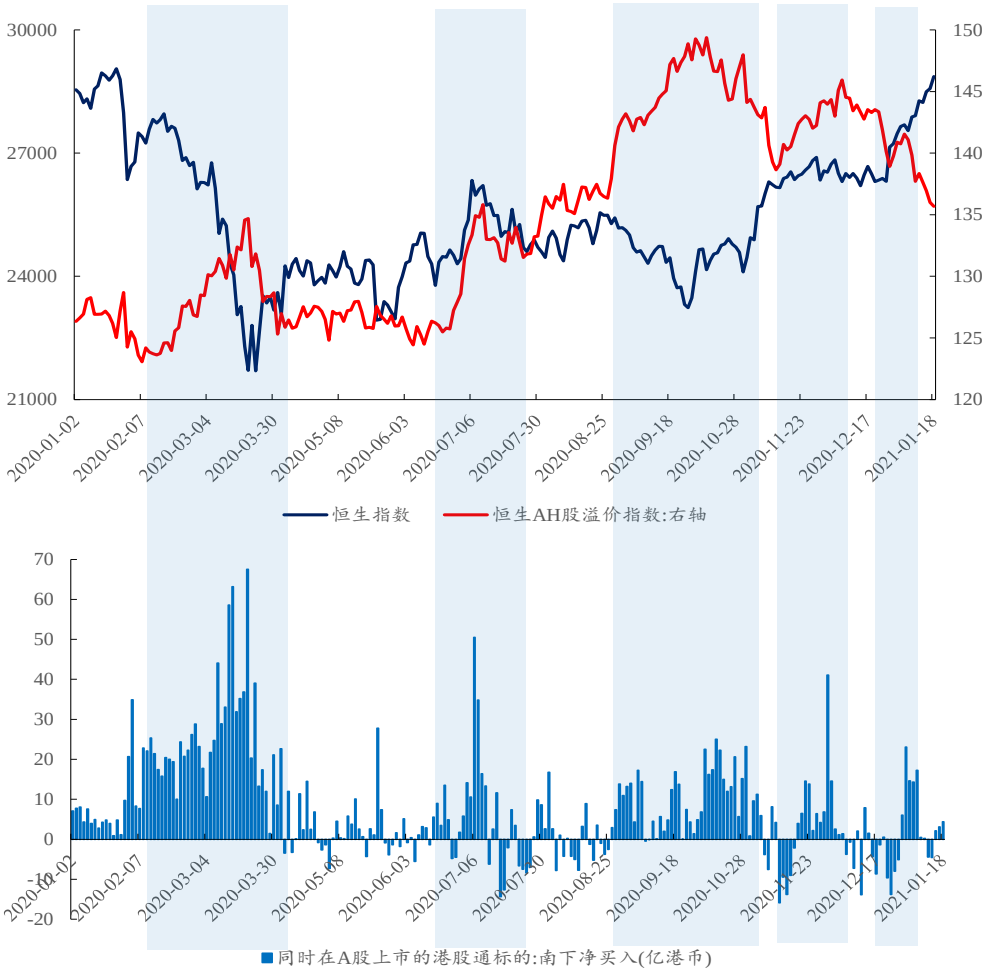
3.1、 A-H 股资产看：南下之变化，外资之“偏好”

3.1.1、 南下资金参与者比此前更为丰富

对于同时在 A 股和港股上市的具有“替代性”的港股通标的，**2020 年以来南下资金往往倾向于在 AH 溢价走阔时买入相关港股通标的**，即南下资金对同时在 A 股和港股上市的港股通标的会有性价比的考量，具体来看，南下资金在 AH 溢价走阔时期往往倾向于买入相关港股通标的中的金融或者周期，更多呈现“类债”属性配置，有很强的保险资金的交易风格。

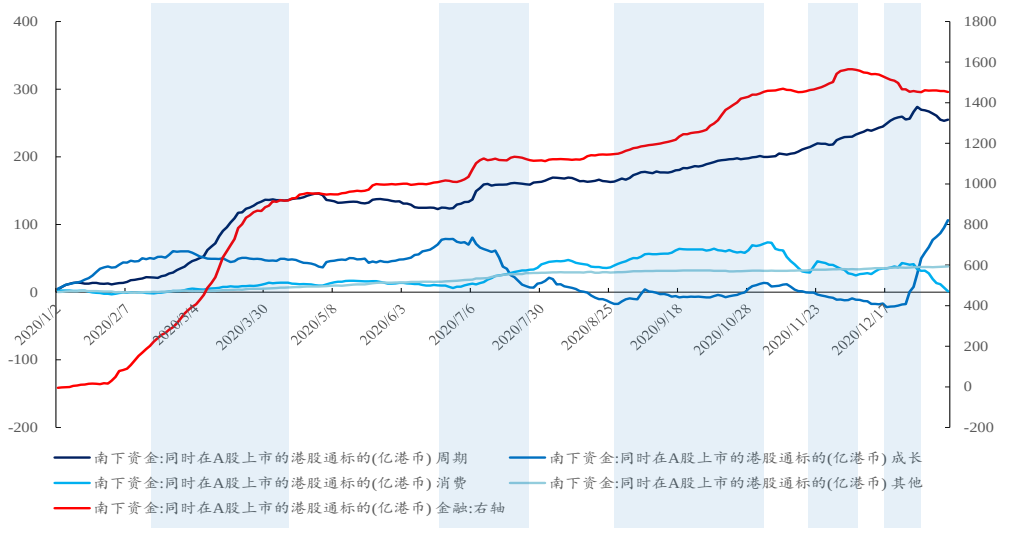
近期随着 AH 溢价走低，南下资金净买入相关港股通标的的力度边际减弱，买入风格更偏向于买入相关港股通标的中的成长板块。这意味着，估值对于当下南下资金而言可能并非持续买入港股的核心缘由，这和传统的以保险为代表的南下投资者风格不一致，**新的参与者可能加入了南下的队伍。**

图9：2020 年以来，对于同时在 A 股上市的港股通标的，南下资金往往倾向于在 AH 溢价走阔时买入相关港股通标的，近期随着 AH 溢价走低，南下资金净买入相关港股通标的的力度边际减弱



数据来源：Wind、开源证券研究所

图10：2020 年以来，对于同时在 A 股上市的港股通标的，在 AH 溢价走阔时，南下资金往往倾向于买入相关港股通标的中的金融或周期，近期更偏向于买入相关港股通标的中的成长



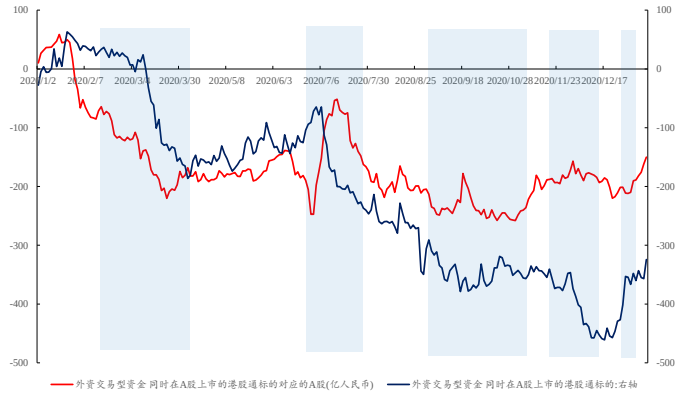
数据来源：Wind、开源证券研究所

注：阴影部分对应 2020 年以来历次 AH 溢价较大幅度走阔的时期。

3.1.2、外资在 A-H 股上的交易逻辑：配置资金其实更偏好 A 股

换个视角看，对于同时在 A 股上市的港股通标的，**外资交易型资金对于相关 A 股和港股通标的的买入行为基本趋同**，与 AH 溢价关联较弱；**而配置型资金则在相应的 A 股和港股通标的上的行为关系并不稳定**，且与 AH 溢价的相关性较弱。对于近期而言，**外资交易型资金同时净买入相关 A 股和港股通标的，而配置型资金更偏好于 A 股**。

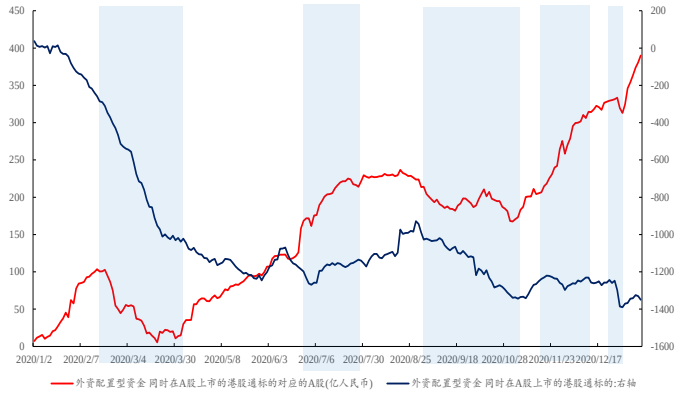
图11：对于同时在 A 股上市的港股通标的，外资交易型资金对于相应 A 股和港股的买卖行为基本趋同，与 AH 溢价关联较弱，近期同时买入相应的 A 股和港股



数据来源：Wind、开源证券研究所

注：外资配置/外资交易型资金的席位与北上配置/交易型资金的托管席位相同。

图12：对于同时在 A 股上市的港股通标的，配置型资金则在相应的 A 股和港股上的行为关系并不稳定，且与 AH 溢价的相关性较弱，近期更偏好于买入 A 股

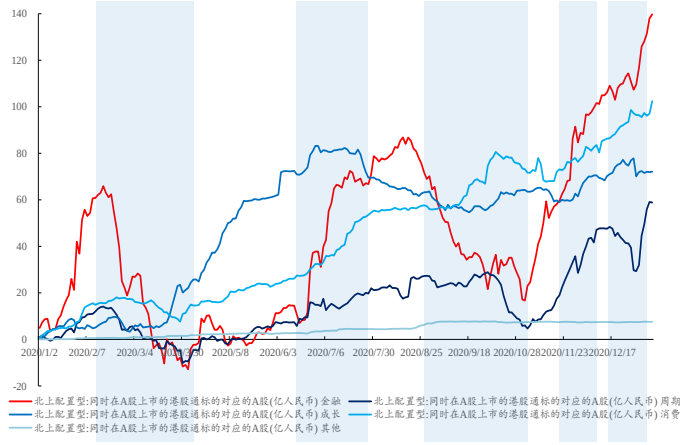


数据来源：Wind、开源证券研究所

注：阴影部分对应 2020 年以来历次 AH 溢价较大幅度走阔的时期。

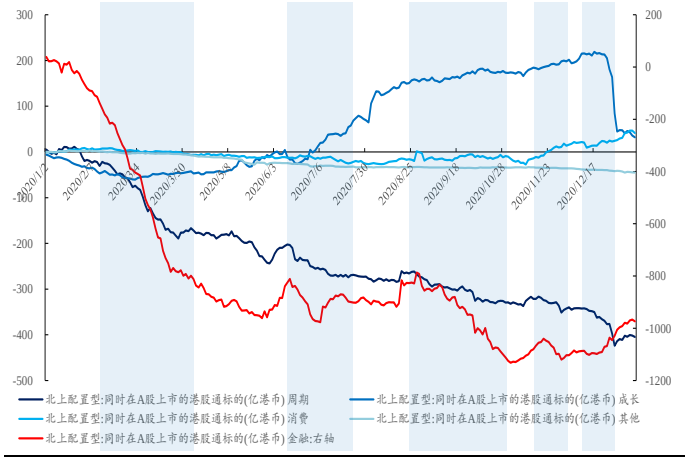
从风格来看，**对于同时在 A 股和港股上市的具有“替代”性质的港股通标的，**无论是外资配置型资金还是交易型资金的行为均与 AH 溢价关联不大，**近期两类投资者均选择加仓相应 A 股和港股通标的中的金融周期板块且更偏好 A 股，这与实际上与南下资金形成了分歧。**

图13：2020 年以来的 AH 溢价明显走阔期，对于同时在 A 股上市的“替代类”港股通标的，外资配置型资金在 A 股的行为并不稳定，近期加仓相应 A 股的金融周期



数据来源：Wind、开源证券研究所

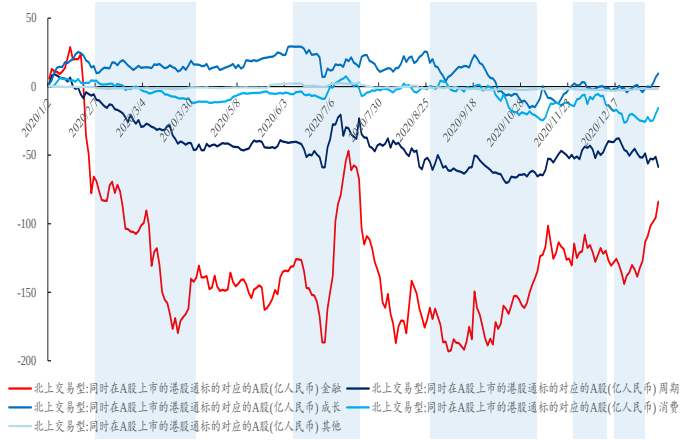
图14：2020 年以来的 AH 溢价明显走阔期，对于同时在 A 股上市的“替代类”港股通标的，外资配置型资金在港股的行为亦不稳定，近期加仓相关港股通标的中的金融周期板块



数据来源：Wind、开源证券研究所

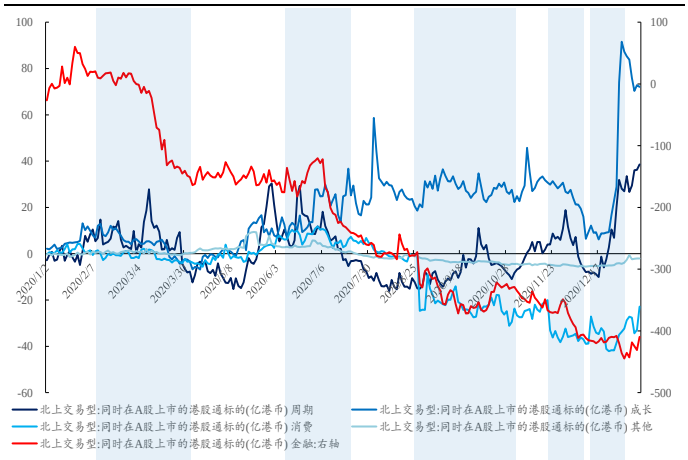
注：1、外资配置型资金的席位与北上交易型资金的托管席位相同；
2、阴影部分对应 2020 年以来历次 AH 溢价较大幅度走阔的时期。

图15：2020 年以来的 AH 溢价明显走阔期，对于同时在 A 股上市的“替代类”港股通标的，外资交易型资金在 A 股的行为并不稳定，近期加仓相应 A 股的金融板块



数据来源：Wind、开源证券研究所

图16：2020 年以来的 AH 溢价明显走阔期，对于同时在 A 股上市的“替代类”港股通标的，外资交易盘在港股的行为不稳定，近期加仓相关港股通标的中的金融周期消费板块



数据来源：Wind、开源证券研究所

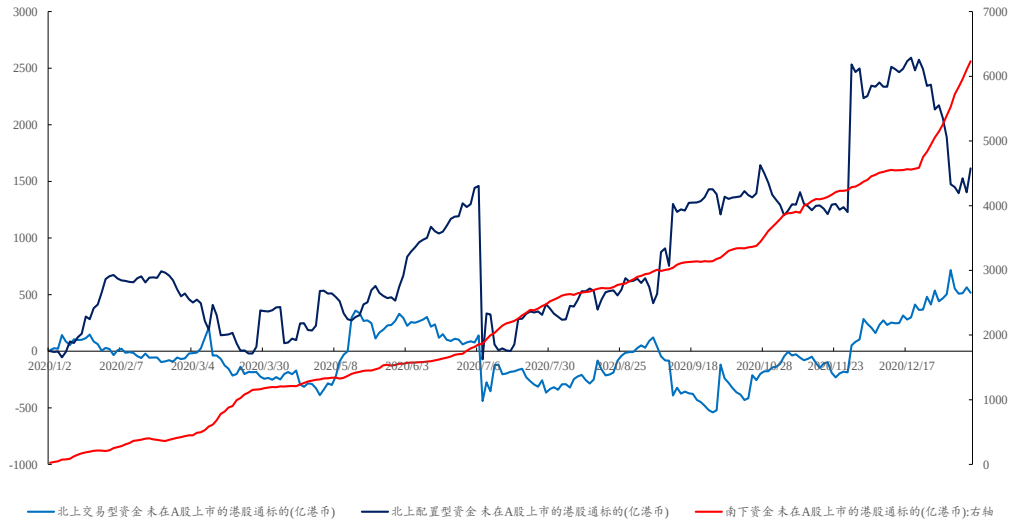
注：1、外资交易型资金的席位与北上配置型资金的托管席位相同；
2、阴影部分对应 2020 年以来历次 AH 溢价较大幅度走阔的时期。

3.2、 “互补性”核心资产视角：外资配置盘与南下资金分歧较大

港股存在有 A 股未上市和缺乏的板块的核心资产是当下配置港股的另一重要理由。我们将从这一领域继续挖掘内外资态度的差异。

对于未在 A 股上市的具有“**互补性**”的港股通标的，2020 年以来南下资金持续净买入，12 月下旬以来有所加速，虽然外资交易型资金仍在缓慢流入，但相应地外资配置型资金已经在逐步卖出该类标的。即**整体上看，对于该类未在 A 股上市的“互补性”资产，南下资金与外资配置型资金同样存在较大分歧**。

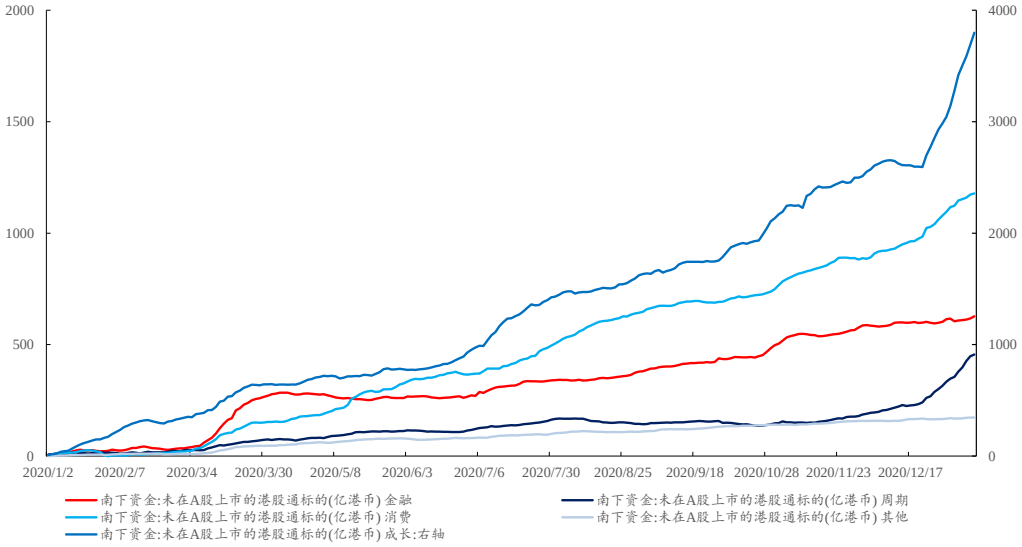
图17：对于未在 A 股上市的港股通标的，2020 年以来南下资金持续净买入，12 月下旬以来有所加速，相应地外资配置型资金在逐步卖出该类标的



数据来源：Wind、开源证券研究所

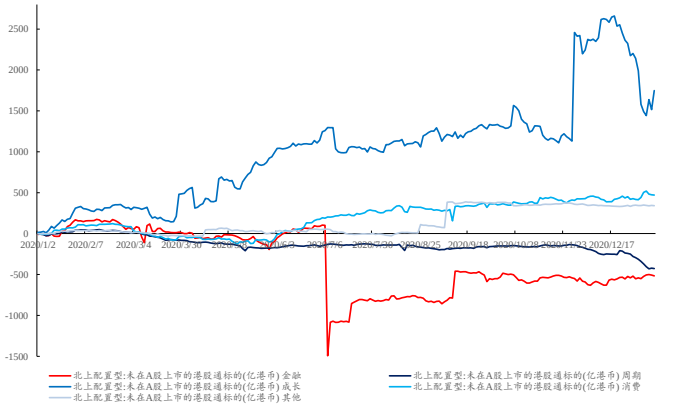
分风格来看，对于未在 A 股上市的具有“**互补性**”的港股通标的，南下资金和交易型资金均持续净买入相关资产中的成长和周期板块，而外资配置型资金持续卖出该类标的中的成长和周期板块，**这意味着，在风格配置型外资配置型资金与南下同样存在较大分歧。**从持仓市值来看，对于未在 A 股上市的具有“**互补性**”的港股通标的，**无论是整体还是各个板块，外资持有市值均显著高于南下资金**。整体来看，南下资金/外资配置型资金/外资交易型资金/修正后的外资持有市值分别为 16589.5 亿港币/124780.02 亿港币/33847.83 亿港币/104691.44 亿港币；对于成长板块，南下资金/外资配置型资金/外资交易型资金/修正后的外资持有市值分别为 8458.61 亿港币/57266.77 亿港币/16370.09 亿港币/45315.07 亿港币，外资持有规模明显高于南下资金。这意味着，**外资配置型资金与南下资金在风格配置上的分歧可能会成为制约南下夺取“定价权”的重要力量**。

图18：对于未在A股上市的具有“互补性”的港股通标的，2020年12月中旬以来，南下资金持续净买入该类资产中的成长、周期以及消费板块



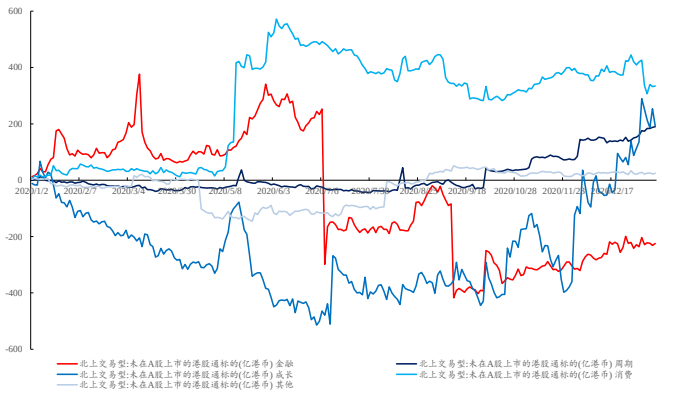
数据来源：Wind、开源证券研究所

图19：对于未在A股上市的具有“互补性”的港股通标的，2020年12月中旬以来，外资配置型资金持续卖出该类标的中的成长和周期板块



数据来源：Wind、开源证券研究所

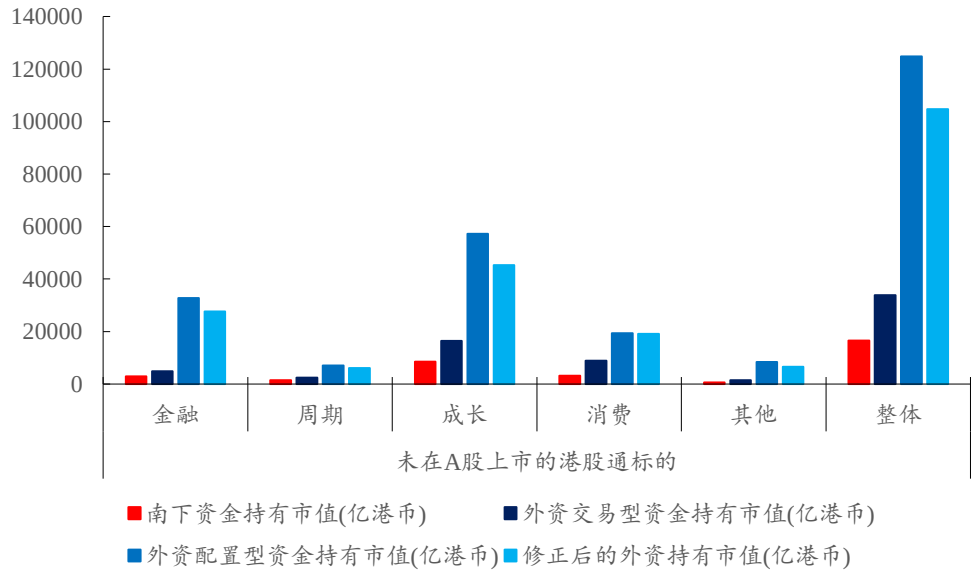
图20：对于未在A股上市的具有“互补性”的港股通标的，2020年12月以来，外资交易型资金持续净买入成长和周期板块



数据来源：Wind、开源证券研究所

注：外资配置/外资交易型资金的席位与北上配置/交易型资金的托管席位相同

图21：对于未在 A 股上市的具有“互补性”的港股通标的，无论是整体还是各个板块，外资持有市值均显著高于南下资金



数据来源：Wind、开源证券研究所

注：考虑到部分公司大股东将所持股份托管于外资配置/交易型账户，因此需要对其进行修正，具体方法为：比较外资配置与交易型资金持股比例之和与第一大股东持股比例的大小，如果第一大股东持股比例相对大则无需修正，如果第一大股东持股比例相对较小则用外资配置与交易型资金持股比例之和扣减第一大股东持股比例进行较为低估的修正。

4、 香江易过，“定价权”难夺

12 月以来，南下资金净买入前 30 标的为腾讯控股、中国移动以及中国海洋石油等，**主要分布在软件服务、电讯、石油及天然气行业和半导体行业**，值得一提的是，外资配置型资金（托管于汇丰银行、摩根大通以及渣打银行）**对上述行业的持有市值占相应标的港股市值的比重较高，规模数倍于南下资金的持有市值**。截至 2021 年 1 月 15 日的实际持仓数据，南下资金持有上述标的市值占比约为 **9.38%**，相对应的是外资配置盘/交易盘分别持有 **40.80%**以及 **13.22%**。

考虑到部分公司大股东可能将所持股份托管于外资配置/交易型账户，因此需要对其进行修正，具体方法为：比较外资配置与交易型资金持股比例之和与第一大股东持股比例的大小，如果第一大股东持股比例相对大则无需修正，如果第一大股东持股比例相对较小则用外资配置与交易型资金持股比例之和扣减第一大股东持股比例进行修正。**这一方法可能会导致修正后的外资持股比例比实际值低，即便如此，无论是对于整体，还是近期主要买入的行业，外资持股比例仍数倍于南下资金。**

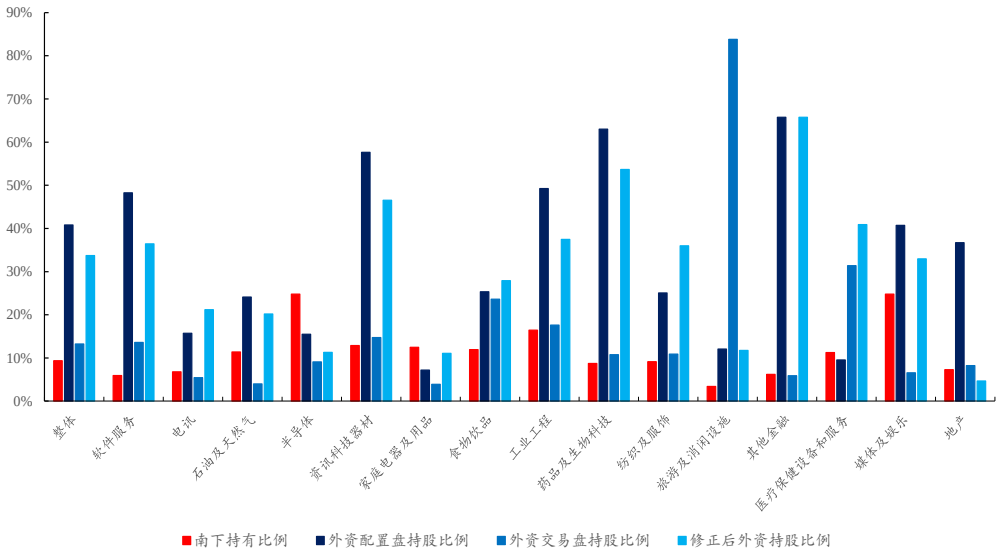
表1：2020 年 12 月以来南下资金净买入前 30 标的为腾讯控股、中国移动中国海洋石油等，主要分布在软件服务、电讯、石油及天然气行业

排序	名称	行业	2020年12月以来南下资金净买入前30					
			南下净买入(亿港币)	南下持有比例	外资配置盘持股比例	外资交易盘持股比例	修正后外资持股比例	是否同时在AH上市
1	腾讯控股	软件服务	572.77	5.27%	48.08%	11.64%	28.73%	否
2	中国移动	电讯	387.78	5.18%	13.29%	3.66%	16.95%	否
3	中国海洋石油	石油及天然气	208.24	7.26%	20.01%	3.40%	23.41%	否
4	中芯国际	半导体	115.56	26.62%	15.69%	8.74%	9.32%	是
5	小米集团-W	资讯科技器材	72.74	13.36%	58.12%	15.00%	47.19%	否
6	思摩尔国际	家庭电器及用品	71.30	7.52%	5.95%	3.11%	9.06%	否
7	中国联通	电讯	59.40	4.90%	6.52%	4.72%	11.24%	否
8	美团-W	软件服务	58.34	7.75%	48.73%	18.79%	56.87%	否
9	华润啤酒	食物饮品	56.14	14.16%	27.09%	5.31%	32.40%	否
10	中国电信	电讯	50.80	20.70%	43.96%	19.63%	63.60%	否
11	舜宇光学科技	工业工程	49.49	15.28%	57.52%	22.11%	44.16%	否
12	信达生物	药品及生物科技	48.73	12.22%	63.41%	11.82%	67.40%	否
13	安踏体育	纺织及服饰	32.62	9.12%	25.08%	10.88%	35.96%	否
14	联想集团	资讯科技器材	29.86	4.08%	48.60%	9.37%	34.10%	否
15	海底捞	旅游及消闲设施	27.36	3.40%	12.06%	83.79%	11.74%	否
16	颐海国际	食物饮品	25.01	13.06%	20.74%	57.54%	42.69%	否
17	中国飞鹤	食物饮品	23.77	9.92%	16.38%	33.24%	6.30%	否
18	香港交易所	其他金融	22.87	6.19%	65.77%	5.89%	65.75%	否
19	中车时代电气	工业工程	22.58	20.95%	55.49%	7.23%	12.56%	否
20	海吉亚医疗	医疗保健设备和服务	22.36	11.24%	9.54%	31.38%	40.91%	否
21	中国中车	工业工程	21.40	26.26%	19.97%	12.18%	32.16%	是
22	中海油田服务	石油及天然气	20.31	33.74%	46.26%	7.12%	2.85%	是
23	微盟集团	媒体及娱乐	19.58	24.79%	40.73%	6.57%	32.95%	否
24	碧桂园服务	地产	17.55	8.39%	38.98%	9.34%	0.16%	否
25	华虹半导体	半导体	16.56	11.22%	14.11%	11.74%	25.86%	否
26	敏华控股	家庭电器及用品	16.54	23.53%	9.96%	5.59%	15.55%	否
27	药明生物	药品及生物科技	15.98	6.84%	62.82%	10.15%	46.25%	否
28	蒙牛乳业	食物饮品	15.81	2.66%	62.58%	1.52%	40.29%	否
29	中航科工	工业工程	14.82	12.17%	18.29%	3.63%	21.92%	否
30	中国海外发展	地产	14.47	1.58%	25.13%	2.56%	27.68%	否

数据来源：Wind、开源证券研究所

注：由于港股为 T+2 结算，因此 1 月 19 日公布的持股数实际为 1 月 15 日的实际持股量，上述标的净买入计算的实际截至日期为 2021 年 1 月 15 日。

图22：12 月以来南下净买入排名前 30 的标的，外资配置型资金对软件服务、电讯、石油及天然气行业的持有市值占相应标的港股市值的比重较高，数倍于南下资金

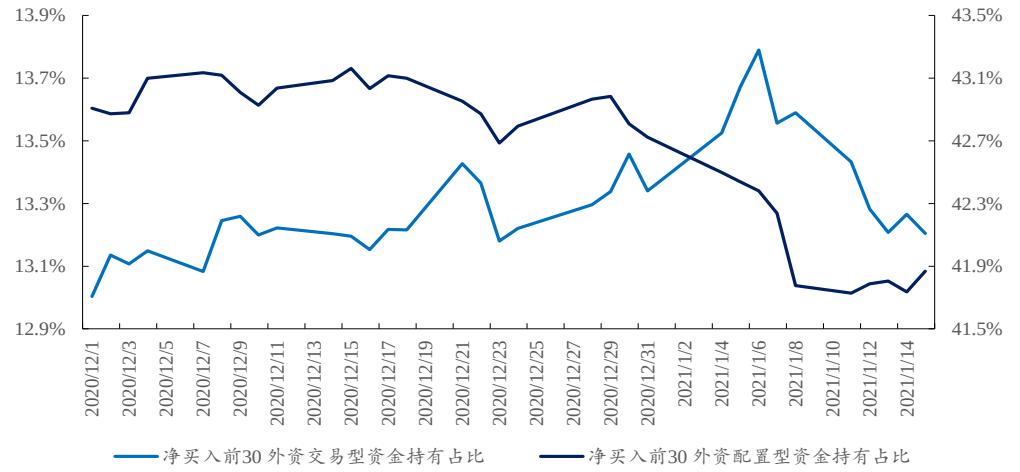


数据来源：Wind、开源证券研究所

注：1、持有占比指的是该类投资者持有市值占相应标的港股市值的比重；2、修正方法与前文相同。

而自 12 月以来，外资配置型资金持有南下净买入前 30 标的市值占比震荡下降，外资交易型资金持有占比则先升后降，整体均与南下资金出现分歧，明显减仓南下资金加仓标的。即**南下资金和外资在净买入前 30 标的上出现了分歧，特别是南下资金与外资配置型资金**。这与我们前文中计算得到的结果是一致的：**无论是整体行为、还是风格配置抑或是对于南下净买入规模前 30 的组合，外资配置型资金与南下资金均存在明显的分歧。对于南下资金而言，短期内与体量较大的外资配置型资金争夺港股“定价权”可能存在较大难度。**

图23：12 月以来在港股市场中，外资配置型资金与外资交易型资金先后开始卖出，与南下资金产生明显分歧

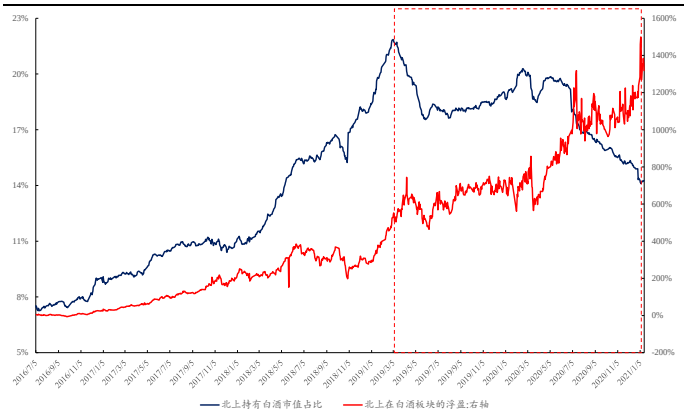


数据来源：Wind、开源证券研究所

注：1、资金持有占比指的是该类投资者持有市值占相应标的港股市值的比重；2、考虑到第一大股东持股比例往往不会变动，因此相关账户的持有比例变动更多的来自于市场投资者。

所谓“定价权”的争夺在 A 股市场的白酒板块已有先例。主要同样托管于上述机构（汇丰银行、摩根大通以及渣打银行等席位)的北上资金对白酒的持有占比在 2019 年 3 月初达到高点，期间国内机构投资者的持仓比例从低位上行并不断反复，最终北上资金掌握了白酒板块“定价权”。往后看：2020Q3 前后北上资金开始明显减持白酒，主动偏股基金则在白酒板块不断加仓，最终重夺定价权。**当然代价就是：北上资金在白酒板块的整体浮盈震荡上行，并做到了有序撤退**。对于当下而言，**南下资金涌入港股如果要“重夺定价权”，需要面对当下数倍于自身持仓且观点有所分歧的海外机构投资者。“重夺定价权”需要准备更充足的弹药接过分歧者手中的筹码，让他们获利离场。相对于“定价权”的宏大追求，而更聪明的做法，或许是寻找对手盘优势较弱的板块，进行基于基本面的价值发现。**

图24：北上资金的持有白酒市值占比在2019年3月初达到高点之后震荡下行，与此同时浮盈上行。2020Q2后开始有序撤退



数据来源：Wind、开源证券研究所

图25：在2019Q1北上持有白酒占比达最高点之后，主动偏股基金开始加仓白酒，在经历折返跑之后，2020Q1以来持续加仓，终于在外资卖出后重夺定价权



数据来源：Wind、开源证券研究所

5、 风险提示

测算误差；经济复苏不及预期；流动性超预期宽松

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。
因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%～20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在－5%～＋5%之间波动；
	减持	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡	预计行业弱于整体市场表现。
备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。		

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于机密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海
地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳
地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京
地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座16层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安
地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn