## 「入摩」料成催化劑 助引源源「洋活水」

# 虎視A股 對沖基金伺機而動

A股入摩

A股遭遇2015年股災重創後，近3年來走勢寡淡，今次A股「入摩」，市場寄望源源不斷「洋活水」打破僵局，但佔比絕大多數的主動基金對A股真實態度仍不明朗。數位接近海外投資者、熟諳其操作風格的私募界人士接受香港文匯報採訪時均透露，即使大規模的海外「正規軍」尚未入場，但歐美機構對亞洲對沖基金的盡職調查頻率明顯增加，認為A股「入摩」有望成為催化劑，將機構資金引流至亞洲，尤其是與中國相關的對沖基金策略。 ■香港文匯報記者 章蘿蘭 上海報道

總部位於香港的東英投資管理公司，業務涉及與新興基金經理合作，推出投資於大中華區域，以至全球市場的對沖基金，並幫助對沖基金對接機構投資人。東英資管CEO范文啟對香港文匯報表示，A股「入摩」是全球投資人密切關注的投資機會，大型基金公司會先通過被動工具部署A股，隨着客戶對A股的配置需求增加，包括公募和對沖基金在內的主動管理產品，也將迎頭趕上。

### 估值低回報高 投資信心增

通過長期與海外機構溝通，范文啟發現，海外機構投資人已經意識到，必須增加對亞洲區，尤其是中國相關資產配置比重。首先，相比於其他新興市場和發達市場的估值，MSCI中國A股國際通指數（MSCI China A Inclusion Index）的估值較低，目前標普500估值為23倍，道瓊斯是24倍，MSCI中國A股國際通指數僅為12倍。且A股與其他市場相關系數較小，均利於海外投資者進行分散投資配置。

「尤其是2017年亞洲區整體對沖基金表現出色，大中華區對沖基金升幅28.83%，印度基金高見31.35%，而全球市場同期表現僅為8.25%，這亦極大增加了投資人信心。」范文啟表示。

「當前，香港、台灣、新加坡等地區的機構對A股持倉已高於海外其他地區。」范文啟透露，儘管部分歐美機構目前仍在觀望，但是他們對亞洲對沖基金的盡職調查頻率明顯增加。「MSCI納入A股有望成為催化劑，長遠來看將把機構資金引流至亞洲區、尤其是與中國相關的對沖基金策略。」

「A股市場的不成熟性和散戶投資者為主的現狀，使市場定價缺乏有效性，這為對沖策略帶來絕佳機會，從而獲取絕對收益。」據范文啟觀察，海外機構投資人希望能找到對宏觀市場、政策風險有獨到理解的對沖基金經理，尤其在市場出現系統性風險的時候，能夠行之有效地控制回撤。

### A股未成熟 對沖正中下懷

此外，由於亞洲對沖基金發展歷程較短，歐美機構在做盡職調查的時候，除基金策略本身和業績表現外，會尤其關注基金運營、風控和合規的專業性，其餘關注點還包括策略本身的容量，流動性，特別是在極端市場環境下的流動性。

范文啟續指，以A股入摩為契機，隨着境外投資者對於A股的資產配置增量，境外券商A股存貨量料成倍增長，將為對沖基金在境外借貨、及其相關的做空交易，提供更多選擇，緩解海外投資人對於A股缺乏有效對沖工具的擔憂。

### 今天不入 日後不得不入

即便並不看好短期外資流入，MSCI中國區研究前主管、世誠投資（香港）亞太區CEO王崎亦對香港文匯報直言，市場在高估MSCI短期流動性衝擊的同時，低估A股全額納入的時間表。其實A股有希望在未來3年至5年內完成全額納入，最終在新興市場指數的權重將接近20%。他相信，對外資主動基金來說，A股今天權重低可以不配，未來權重高就不得不投資了，「如果A股被全額納入至新興市場20%權重，哪怕基金經理對中國再悲觀，也不會一分錢都不投A股。」

■市場寄望「入摩」後源源不斷「洋活水」打破A股僵局。 資料圖片

## 專家見解

**東英資管 CEO 范文啟**

境外投資者對於A股的資產配置增量，將為對沖基金在境外借貨、及其相關做空交易提供更多選擇。

**源樂晟 創始合夥人 呂小九**

從結構上看，對於指數類資金所青睞的藍籌標的，將有較明顯的邊際增量效應。

**世誠投資(香港) 亞太區CEO 王崎**

A股「入摩」僅佔新興市場0.39%權重的情況下，主動基金沒有必要也沒有動力投資A股。

**道樸資本 董事長 王紅欣**

外資機構有資產配置的邏輯和操作流程，調整是逐步，其資產規模總量對A股長期影響不容忽視。

## 道樸資本：外資機構配置逐步調整

■從平抑單一市場風險來看，投資者加大A股投資並不會降低港股的吸引力。 資料圖片

中國量化投資之父、私募基金道樸資本董事長王紅欣接受香港文匯報採訪時表示，公司在海外成立的道樸中國絕對收益基金專注於A股投資，基於MSCI概念的精選組合是該基金的重要策略之一，近期表現優異。在他看來，MSCI指數的構建方法，體現海外機構成熟的選股邏輯，中國A股市場從最大的新興市場過渡至成熟市場的過程中，這樣的選股方式和投資理念本身是先進。

### 股災促成規範化強監管

王紅欣提到，2015年以前，A股基本上是一個封閉、充滿不規範行為、系統風險巨大、估值過高的投機市場。而當年的股災堪稱A股規範化、強監管的分水嶺。之後的滬港通、深港通，為A股提供全方位對外開放的契機。此番「入摩」更是中國股票市場走向成熟和國際化的里程碑，表明國際投資者認可A股市場，同時亦將催生新的投資理念，促進A股市場投資者結構與投資策略多元化，利於市場穩定和長期向上的格局。

### 海外對沖基金提前佈局

道樸中國絕對收益基金以MSCI成分A股名單作股票池，從中篩選具有高投資價值的股票，策略佈局上考量A股納入MSCI指數所帶來的國外資本以及流動性利好。王紅欣透露，最近根據最新的A股入MSCI名單作了適當調整，未來還將繼續跟蹤MSCI成分股的表現進行操作。

即便A股「入摩」短期帶來的資金有限，在王紅欣看來，對長期投資者而言仍然值得關注和參與，「外資機構投資者有資產配置的邏輯和操作流程，他們的調整是逐步的，但其資產規模總量對A股的長期影響不容忽視。至於海外對沖基金，基於其對短期收益的關注和靈活性操作，往往會提前佈局。」

王紅欣說，2015年以前，A股市場系統風險很高，不適合海外投資者思路。但現在A股市場的估值和市場波動率均低於美國，且得益於中國政府對金融穩定與去槓桿的重視，近期亦看不到系統性風險。

### A股H股正相關性互動

今年A股「入摩」，滬倫通、獨角獸上市等利好連連，港股是否會受到影響？王紅欣指，資本市場短期雖有流動性此消彼長，但長期仍是基於基本面邏輯和收益風險特徵，A股和港股是正相關性，上述利好消息定會提升A股的吸引力，給投資者更多優質資產選擇。「當投資者賺到了錢，就會加大股票市場的投資總量，以平抑單一市場風險，所以並不會降低港股的吸引力。」

另外，從A股的投資邏輯考慮，內地股市有近4,000隻股票，各行業表現差別巨大，所以對A股的風險管理首先是分散化投資，然後是在極端情況下以股指期貨對沖，而適當投資H股，尤其是相對於A股有大幅折價的H股，可降低投資組合風險。

## 權重低 主動基金或0配置

■有上萬億美元規模的全球基金，對A股市場的配置才剛進入可行性研究。 資料圖片

相對市場人士普遍的樂觀情緒，私募基金世誠投資（香港）亞太區CEO王崎對A股「入摩」的短期效應並不是那麼樂觀。他強調，切勿高估指數框架下外資主動基金的配置，甚至預計短期內，主動基金在A股的配置非常可能將是0。加盟世誠前，王崎曾擔任MSCI中國區研究主管兼亞太區執行董事，彼時正是由其負責領導MSCI納入A股的研究與諮詢工作，是MSCI在此課題上的領軍人物。

### 資金少至「幾分鐘交易量」

新興市場指數目前約有2萬億美元的跟蹤規模，按首次納入0.39%的權重就是78億美元。「但這78億美元裡，或僅有15%是純被動基金（指數基金、ETF等），必須在5月31日當天收盤買入。」王崎推算，5月底真正可預測的資金流入僅約10億美元，「這也就是A股市場幾分鐘的交易量。」

在他看來，其餘佔到85%大頭的主動基金，能不能買A股？什麼時候買A股？買多少A股？都沒有底，故難估有多少資金會配置A股，或者多少資金已買入A股。

「別指望主動管理的資金今年會有什麼大動作，我判斷主動基金在A股的配置將會是0。」他從外資基金的特性入手分析，外資的主動管理更像「指數增強」基金，偏離指數的程度較低，跟蹤誤差（tracking error）一般控制在6%左右，前10大倉位基本和指數差不多，在A股僅佔新興市場0.39%權重的情況下，主動基金沒有必要也沒有動力投資A股，所以0配置非常可能是短期的常態。

### 中外基金跟蹤誤差分野大

「這與內地的『主動管理』有天壤之別，內地的主動管理相對指數的跟蹤誤差至少20%，某些基金經理可以把指數權重百分之零點幾的一個小盤股，買到投資組合的10%，換手率也非常高，但外資的主動管理很少有這種打法，當然對沖基金除外。」王崎猜測，目前通過滬港通、深港通等渠道對A股市場的強勁流入，很大部分也未必是指數框架下的主動基金，或許是海外中資、對沖基金和其他已經利用QFII/RQFII投資A股的外資機構，「這些錢與指數納入也許沒多大關係。」

### 「外資正規軍還未到來」

他還談到，5月剛與一間最早一批進入A股市場的海外資產管理公司交流，得知其上萬億美元規模的全球基金，對A股市場的配置才剛進入可行性研究，實際上「真正的外資正規軍還未到來。」

## 外資持貨比例增 降大市波動性

規模逾百億元人民幣的私募基金源樂晟，其創始合夥人、基金經理呂小九認為，由於A股納入MSCI的比例較低，短期或帶來約千億資金，對市場影響有限。然而，從結構上看，對於指數類資金所青睞的藍籌標的，將有較明顯的邊際增量效應。

### 各業龍頭股估值抬升

「A股納入MSCI，將是國際投資者對A股戰略性重視的開端。」呂小九對香港文匯報記者說，相較內地投資者，海外機構投資者更看重公司增長的持續性，更強調盈利的自由現金流含量，看重盈利的持續性甚於爆發性。因此，隨着後者持股比例上升，料將適度降低A股市場的波動性，提高消費、醫藥等特定行業的整體估值水平，明顯抬升各行業龍頭公司的估值溢價。

談及近一年A股與港股的投資機會，呂小九表示，中國經濟從2016年開始進入一個新的增長平台，其重要特徵是增速降低、韌性增強。在這樣一個新的經濟發展階段，源樂晟主要的投資關注點落於四大方向，分別為宏觀與盈利的韌性、消費升級、各個行業的產業結構變化，以及創新驅動的機會。

■海外機構投資者持股比例上升，料將提高A股消費、醫藥等特定行業的整體估值水平。 資料圖片