

2019-5-18

投资策略 | 专题报告

外资的“真相”（三）

不同的市场，相同的买法

报告要点

不同于市场静态分析外资配置偏好，本文利用台韩日近 20 年的数据，动态分析外资行为和配置的历史演绎规律。主要包括：1) 外资进场有何特征？影响外资进场节奏的因素有哪些？2) 外资进场买什么？怎么买？如何演变？偏好行业和个股有何特点？3) 落地当下，A 股哪些个股或成为外资潜在配置标的？

■ 经济增长驱动外资依次呈现平稳流入到波动加剧的两阶段表现特征

以台韩日为鉴，资本市场自由化后，经济增长驱动外资依次呈现平稳流入到波动加剧的两阶段表现特征。台韩日外资净流入可分为前后两阶段：前期主要以净流入为主，趋势平稳，波动较小，与本国或本地区股指的相关性较小；后期净流入大幅放缓或保持小幅净流出，波动明显加大，与股指相关性明显提升。台韩日经验显示，不同阶段外资净流入差异特征主要受经济增长及其前景影响。

■ 优势行业受青睐，龙头是重要配置方向，后期向中等偏上市值扩散

行业层面，台韩经验显示，稳定流入区间，外资几乎流向所有行业，不同行业差距较小；波动加剧区间，流向偏向前期持股较高的行业，呈现“强者恒强”。从特征看，外资青睐行业主要有三类行业：优势行业、竞争格局稳定或类“寡头”竞争领域的行业、以及受产业政策影响较深的行业。

行业龙头是外资重要配置方向，但后期配置逐步向中等偏上市值扩散。台韩外资个股持股比例，即使是优势行业，差异也十分显著，主要表现在外资对行业龙头的持股比例非常高，对小市值的持股比例普遍较低，且历史上，这种差异“十分稳定”。需要额外指出的是：1) 大致在台韩稳定流入和波动加剧期的分界点附近，配置逐步向中等偏上市值扩散；2) 外资持股还可能出于战略目的。

■ 当前 A 股外资持股仍具有较大提升空间，两维度筛选潜在受益标的

映射至 A 股，当前外资尚处于稳定流入期，持续性或会维持相当长的一段时间。不管是从市场整体，还是从微观个股比较，相比台韩，当前 A 股外资持股比例远没有达到可能的上限，考虑到经济增长中枢水平在全球范围内具有显著的比较优势，MSCI 纳入因子尚有较大的提升空间，当前外资大概率处于稳定流入期。从持续性看，即使从台韩日有数据记录算起，外资稳定净流入期的持续时间均在 5 年以上，据此，预计 A 股外资稳定流入或将维持相当长的一段时间。

具体到选股，除去大类行业龙头外，参照台韩经验，可从两个维度进行筛选：

第一，按照一定财务指标，并结合纳入 MSCI 的中盘股，在部分细分行业内挑选龙头；第二，战略新兴产业可能成为外资重要的战略配置方向。

风险提示： 产业结构、经济增长前景等差异，可能引致韩日经验在 A 股并非完全适用。

分析师 包承超

☎ (8621) 61118778

✉ baocc@cjsc.com.cn

执业证书编号：S0490518040002

联系人 王丹

☎ (8621) 61118703

✉ wangdan7@cjsc.com.cn

相关研究

《长江策略 5 月月度策略：指数趋弱，盈利分化看结构》2019-5-4

《增配消费及景气成长，龙头配置偏好延续——基金一季报重仓持股分析》2019-4-25

《你应该知道的地方国改》2019-4-17

目录

进场：经济增长驱动外资依次呈现平稳流入到波动加剧的两阶段表现特征.....	5
资本市场自由化后，外资前后呈现从平稳流入到波动加剧的特征	5
不同阶段外资净流入的趋势与波动主要受经济增长及其前景影响	7
偏好：优势行业受青睐，龙头是重要配置方向，后期向中等偏上市值扩散.....	9
不同阶段，外资流向特征差异显著，但优势行业呈现“强者恒强”.....	9
行业龙头是重要配置方向，但后期外资配置向中等偏上市值扩散	12
台韩经验显示，外资在行业内部的配置差异十分显著，即使是优势行业也如此	12
外资偏好龙头，且持股目的并非完全作为财务投资者，还可能作为战略投资者	13
大致在稳定流入期和波动加剧期的分界点附近，外资配置向中等偏上市值扩散	17
启示：当前 A 股外资持股仍具有较大提升空间，两维度筛选潜在受益标的	19
A 股外资尚处于稳定流入期，持续性或会维持相当长的一段时间.....	19
以台韩为鉴，落地至当下，两维度筛选外资长期潜在的买入标的	22

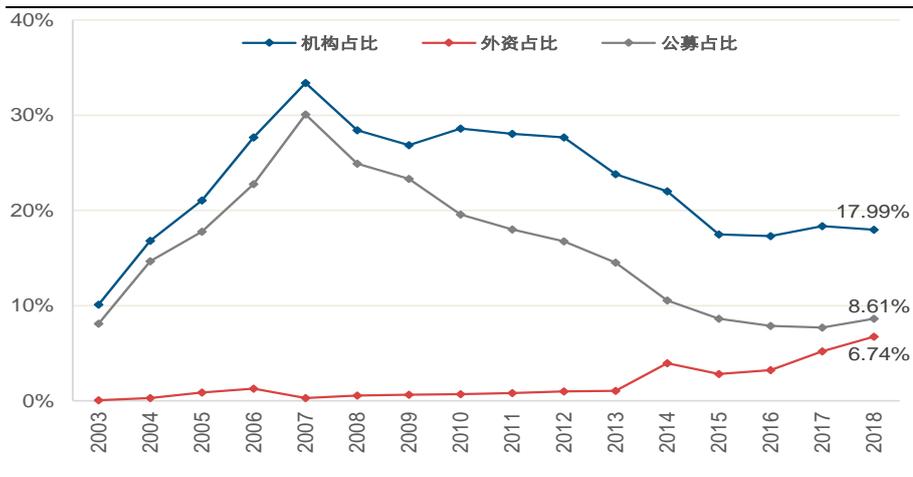
图表目录

图 1：2018 年外资持股市值占 A 股自由流通市值的比例接近 7%	4
图 2：以 06 年 4 月为分水岭，前后两阶段韩国外资净流入特征差异明显	5
图 3：以 07 年 2 月为分水岭，前后两阶段台湾地区外资净流入特征差异明显	6
图 4：以 07 年 8 月为分水岭，前后两阶段日本外资净流入特征差异明显	7
图 5：韩国 KOSPI 指数外资持股比例与 GDP 同比增速	8
图 6：台湾地区外资持股比例与 GDP 同比增速	8
图 7：日本外资持股比例与 GDP 同比增速	8
图 8：08 年、11 年等对经济前景的担忧，主导了台韩日股指大幅调整	8
图 9：台韩日股指与道指收益率相关性趋势提升（滚动 500 个交易日）	8
图 10：第二阶段，韩国外资流向偏向优势行业，“强者恒强”特征显著	9
图 11：第二阶段，台湾地区外资流向偏向头部行业，“强者恒强”特征显著	10
图 12：韩国不同行业内部，个股的外资持股比例差异十分显著	12
图 13：台湾地区不同行业内部，外资对个股的持股比例差异十分显著	13
图 14：韩国经验显示，外资偏好大市值个股	13
图 15：ROE 超过 6%，外资持股比例不会出现显著差异	13
图 16：台湾地区经验显示，外资偏好大市值个股	14
图 17：ROE 超过 6%，外资持股比例不会出现显著差异	14
图 18：外资偏好韩国行业龙头	15
图 19：外资偏好台湾地区行业龙头	16
图 20：统一外资持股比例与普通股本回报率	16
图 21：台积电外资持股比例与普通股本回报率	16
图 22：统一外资持股比例与归属于普通股净利润同比增速	17

图 23: 台积电外资持股比例与归属于普通股净利润同比增速.....	17
图 24: 韩国外资偏好具有稳定性, 但随着持股比例的提升, 配置向中等偏上市值扩散.....	17
图 25: 台湾地区外资偏好具有稳定性, 但随着持股比例的提升, 配置向中等偏上市值扩散.....	18
图 26: 截至 3 月末, 外资持股市值占 A 股总市值的比重不足 3%.....	20
图 27: 当前 A 股外资持股比例前二十大个股的外资持股比例仍较低.....	20
图 28: 中兴通讯被禁止向美国企业购买敏感产品后, 陆股通仅小幅减持.....	23
表 1: 台韩经验显示, 外资青睐行业主要有三类.....	11
表 2: 2018 年台韩外资持股比例前二十大个股, 其外资持股比例均在 50%以上.....	20
表 3: 2003 年以来, 台韩市值处于前三的行业, 合计市值占比几乎均在 40%以上.....	21
表 4: 第一种维度: 外资潜在可能持股的部分细分行业领域龙头.....	22
表 5: 第二种维度: 外资潜在可能持股的部分战略新兴产业产业链龙头.....	24

当前外资已成为市场不可忽视的重要变量。短期看，年初外资持续大幅流入，推动市场情绪回暖，成为引燃本轮春季躁动行情的重要触发因素。MSCI 提升 A 股纳入因子至 20%，海外增量资金或成为今年最重要增量资金来源（详情请参见《我国资本市场开放路径及其影响》）。长远看，伴随外资话语权的逐步提升，市场投资理念、投资者结构等也将会发生重大变化（详情请参见《相同的外资，有所不同的结果——来自韩台股市的经验》）。在资本市场对外开放广度和深度不断延伸拓展的背景下，外资有可能成为未来十年影响资本市场的最重要变量之一。

图 1：2018 年外资持股市值占 A 股自由流通市值的比例接近 7%¹



资料来源：Wind，长江证券研究所

本文是长江策略第三篇外资深度系列报告，借鉴日韩日经验，重点探讨：**外资进场有何特点？进场后买什么？怎么买？对我们有哪些启示？**具体包括：

第一，外资进场有何特征？影响外资进场节奏的因素有哪些？

第二，外资进场买什么？怎么买？偏好行业和个股有何特点？

第三，落地至当下，A 股哪些个股或成为外资潜在配置标的？

¹机构包括：QFII、保险公司、财务公司、基金、券商、券商集合理财、社保基金、信托公司、银行、基金管理公司、阳光私募；

基金包括：基金、基金管理公司；

外资：2014 年之前（不包括 14 年）使用 QFII 重仓流通股持股市值，2014 年（包括 14 年）使用央行口径的境外机构及个人投资者持有 A 股股票金额。

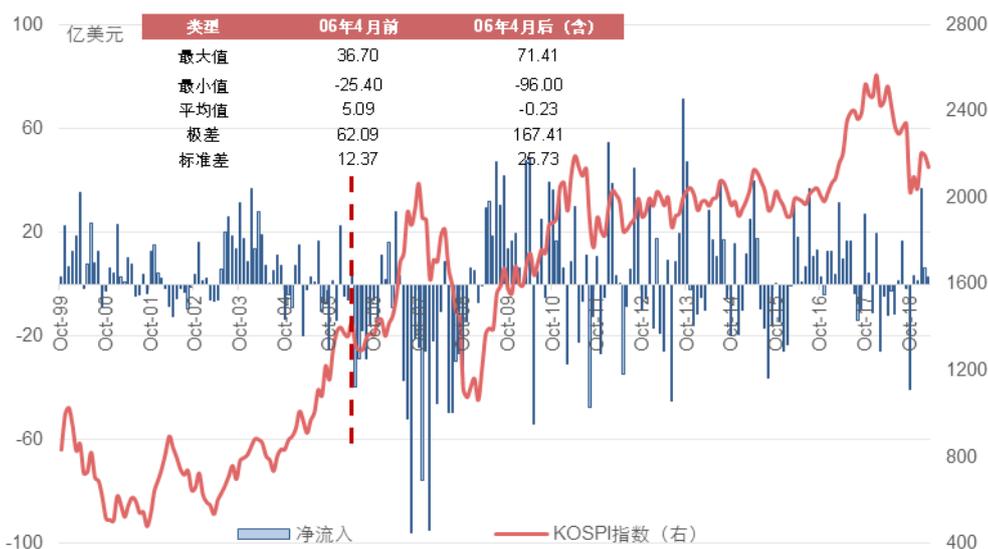
进场：经济增长驱动外资依次呈现平稳流入到波动加剧的两阶段表现特征

资本市场自由化后，外资前后呈现从平稳流入到波动加剧的特征

韩国资本市场开放始于 20 世纪 80 年代，在 90 年代初期，以放开外资股票投资限制为标志，最终实现资本市场完全自由化。1981 年韩国公布了“资本市场国家化长期计划”，按照计划，资本市场开放分为四步，并在 90 年代初期最终实现资本市场完全自由化。1988 年，韩国公布了比长期计划更为明确的“资本市场国际化中期计划”，确定了到 1992 年资本市场开放的最后计划。1991 年，韩国财政部又公布了股票市场对外国人开放直接投资的指南，根据指南，外国投资者可从 1992 年 1 月 3 日起投资所有境内上市股票。制度变革为韩国市场纳入 MSCI 奠定了基础：1992 年，韩国股市以 20% 的纳入因子纳入 MSCI，1996 年和 1998 年，纳入因子又分别提升至 50% 和 100%。

韩国资本市场实现完全自由化后，以 2006 年 4 月为分水岭，外资前期平稳流入，后期波动加剧。2006 年 4 月前，外资主要以净流入为主，趋势平稳，波动相对较小，与韩国股指相关性较小。2006 年 4 月之后（含 4 月），整体上外资小幅净流出，净流入金额极值与方差均较前一阶段显著增加，波动明显加大，且这一阶段外资与股指的相关性明显提升，外资集中撤出时，股指均大幅调整，如 2007 年下半年、2018 年等；外资持续净流入时，股指企稳或趋势上升，典型如 2009 年。

图 2：以 06 年 4 月为分水岭，前后两阶段韩国外资净流入特征差异明显

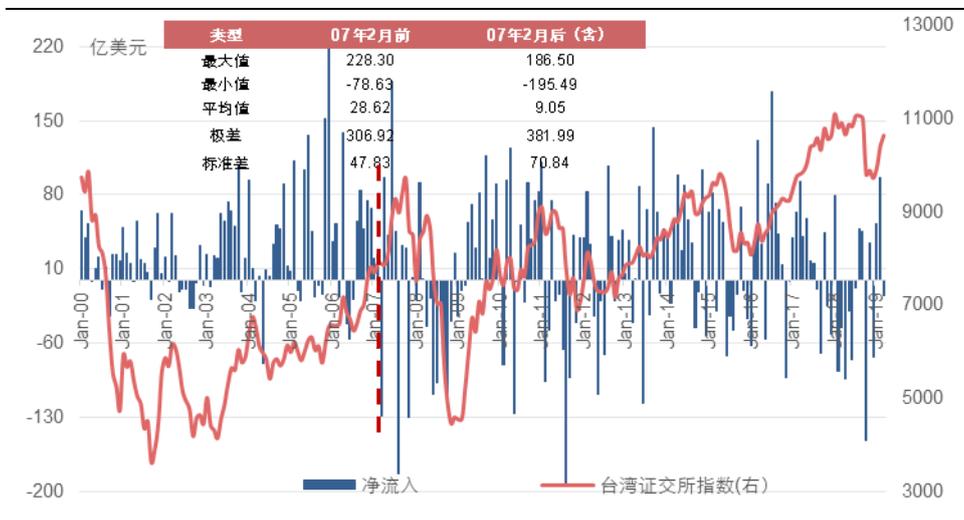


资料来源：CEIC, Bloomberg, 长江证券研究所

台湾地区资本市场开放较早，但步伐相对谨慎。早在 1967 年，台湾地区就公布了《华侨及外国人投资证券实施办法》，这被视为台湾地区证券市场对外开放的开端。1982 年台湾地区公布了《引进侨外资金投资证券计划》，将证券市场对外开放过程分为三阶段，最终实现全面开放侨外自然人直接投资证券。2003 年台湾地区修正通过了《华侨及外国人投资证券管理办法》，正式废除 QFII 制度，迈入了证券市场全面开放时代，2005 年 MSCI 将台湾地区纳入因子提升至 100%。

在实现资本自由化后，台湾地区外资净流入呈现与韩国类似特征。2007 年 2 月之前，台湾地区月均外资净流入约 28.62 亿美元，极差为 306.92 亿美元，标准差为 47.83 亿美元。2007 年 2 月后（含 2 月），月均外资净流入降至不足 10 亿美元，极差接近 400 亿美元，标准差约为之前的 1.5 倍，波动明显加大。从与股指相关性看，2007 年 2 月之前，相关性相对较小，之后相关性明显增大。

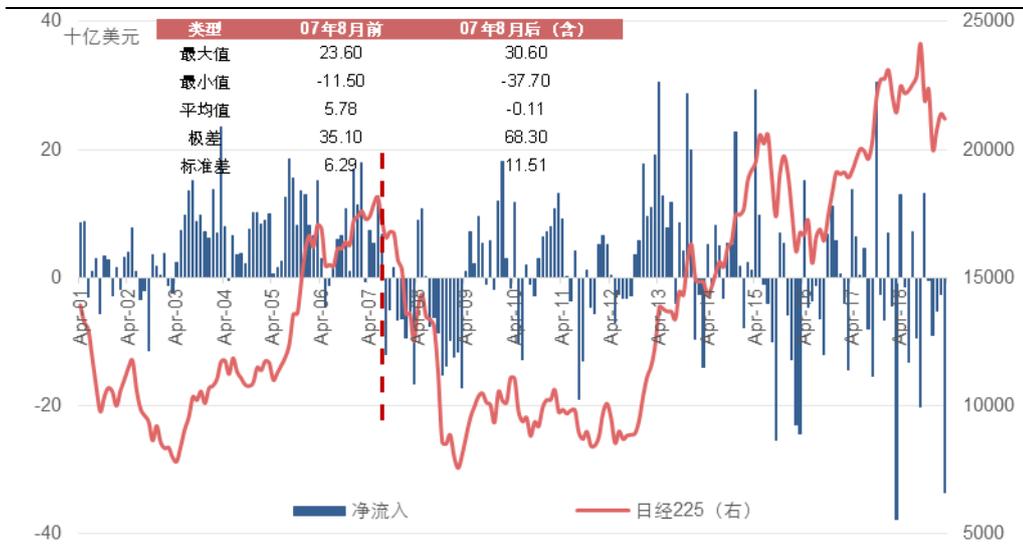
图 3：以 07 年 2 月为分水岭，前后两阶段台湾地区外资净流入特征差异明显



资料来源：CEIC, Bloomberg, 长江证券研究所

日本资本市场开放进程快于台韩，外资净流入也呈现明显的两阶段特征。虽然在 1980 年，日本外汇管理法被修正，内外证券投资原则上可自由进行，外国人投资日本股票、日本人投资海外股票程序得到简化，但 20 世纪 90 年代以前，日本资本市场对外开放具有明显的保护主义色彩和被外力推动的被动性。以 1995 年金融危机为契机，1996 年时任首相桥本龙太郎提出了日本金融体制改革的三项原则——自由化、公正化和国际化。1997 年初又进一步明确把金融改革纳入整个经济、社会总体改革方案之中，并把金融改革作为改革的先导，这次改革成为日本金融市场激进开放战略的分水岭，此后金融市场开放进程大大加快。与台韩类似，资本市场自由化后，日本外资净流入呈现明显的两阶段特征：以 2007 年 8 月为分水岭，前期外资保持持续流入，波动较小，与股指的相关性较低；后期外资整体小幅净流出，波动明显加大，与股指的相关性提升。

图 4：以 07 年 8 月为分水岭，前后两阶段日本外资净流入特征差异明显



资料来源：CEIC, Bloomberg, 长江证券研究所

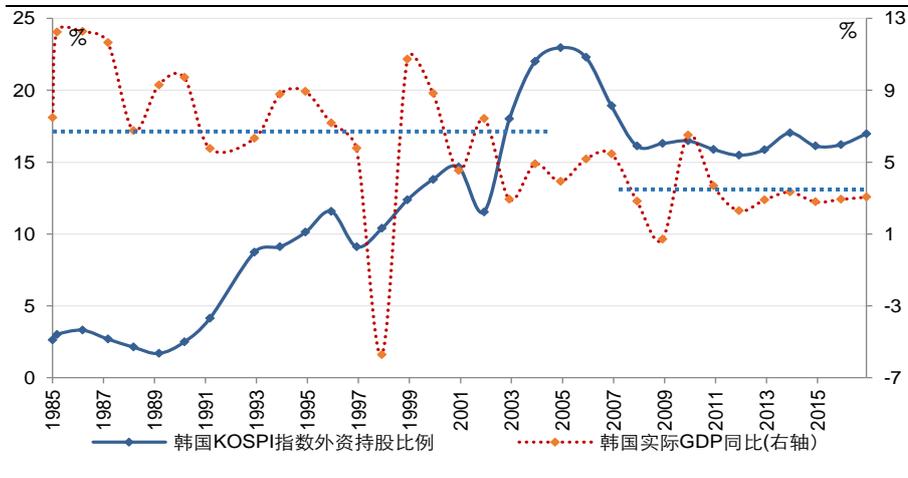
不同阶段外资净流入的趋势与波动主要受经济增长及其前景影响

台韩日制度变革虽为资本自由流通创造了前提条件，但并不能解释外资净流入趋势变化，以及净流入放缓区间为何波动加大。前期报告中，我们曾指出，纳入国际主流指数代表了国际投资者对本地资本市场制度建设的认可，是本国资本市场开放达到了一定阶段的反映²，这也并非是外资净流入的核心决定要素。什么决定了外资净流入及波动？**我们认为驱动全球资金流向的主要因素在于经济增长水平。**

台韩日经验显示，相对波动加剧期，外资平稳流入区间的经济增长水平均相对较快，即使经济增速绝对水平较低的日本，在资本自由化前，经济也维持了一段相对长的中高速增长，积累了较多回报率较高的资产。后期经济增速下台阶，外资净流入放缓，或小幅净流出区间，台韩日外资持股比例在一定水平范围内小幅波动（台湾地区约 27%，韩国约 17%，日本约 30%）。

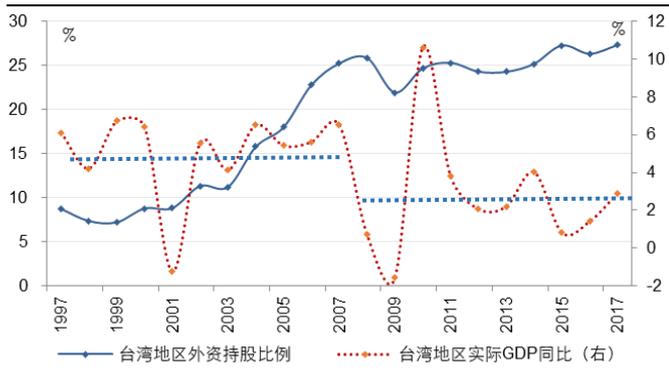
² 详情请参见《相同的外资，有所不同的结果——来自韩台股市的经验》。

图 5：韩国 KOSPI 指数外资持股比例与 GDP 同比增速



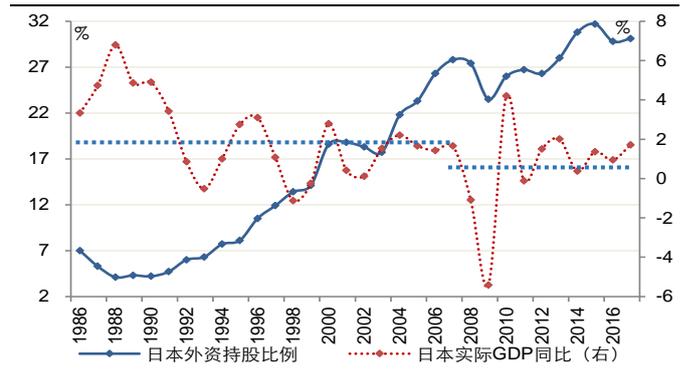
资料来源：KRX, CEIC, Bloomberg, 长江证券研究所

图 6：台湾地区外资持股比例与 GDP 同比增速



资料来源：CEIC, Bloomberg, 长江证券研究所

图 7：日本外资持股比例与 GDP 同比增速



资料来源：CEIC, Wind, 长江证券研究所

经济增长前景主导了外资后期波动。台韩日外资出现集中流出的区间主要有 2008 年、2011 年以及 2018 年等，分别对应次贷危机、欧债危机以及全球贸易争端演绎与升级，对经济增长前景的担忧引致外资大幅净流出。实际上，外资净流出又进一步加剧了台韩日股指调整，强化了负反馈，提升了相应股指与道指的相关性。

图 8：08 年、11 年等对经济前景的担忧，主导了台韩日股指大幅调整



资料来源：Bloomberg, Wind, 长江证券研究所

图 9：台韩日股指与道指收益率相关性趋势提升（滚动 500 个交易日）



资料来源：Bloomberg, Wind, 长江证券研究所

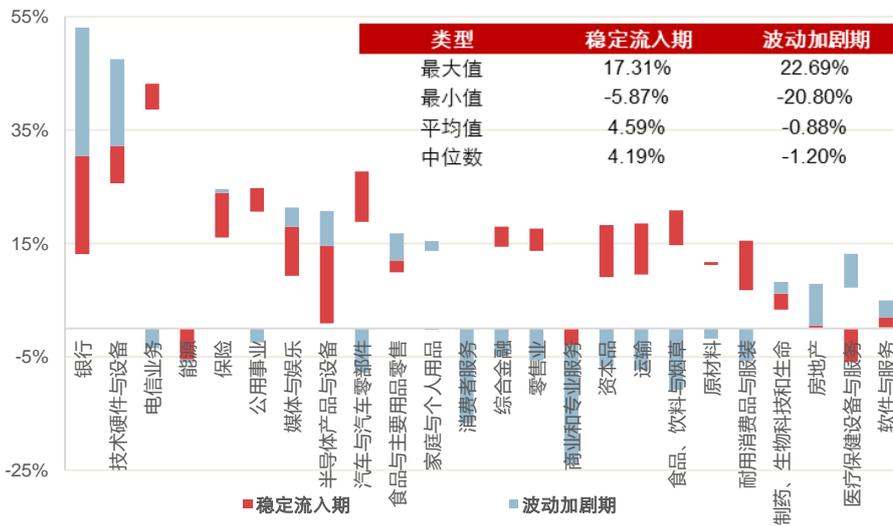
偏好：优势行业受青睐，龙头是重要配置方向，后期向中等偏上市值扩散

上文显示，外资进场后，一般会经历两个阶段：**稳定流入期**和**波动加剧期**。不同阶段行业配置是否有差异？配置的行业和个股具有什么特点？不同阶段是否会分化？这些都是关系到市场定价权的战略问题。

不同阶段，外资流向特征差异显著，但优势行业呈现“强者恒强”

稳定流入期，外资几乎流向韩国所有行业，且行业差距较小；**波动加剧期**，流向偏向于前期持股较高的行业，呈现“强者恒强”的格局。按照 GIS 行业分类，稳定流入期，韩国仅有四个行业持股比例下降，下降比例最大的为医疗保健设备与服务（-5.87%），其他行业外资持股比例均有所提升，其中有十个行业外资持股比例提升 5%以上。波动加剧期，韩国有十三个行业外资持股比例出现下降，最大下降比例为 20.80%，其余行业持股比例虽有所提升，但提升比例超过 5%的仅有 5 个行业，主要集中在前期持股比例较高的银行、技术硬件与设备、半导体产品与设备等行业，“强者恒强”特征显著。

图 10：第二阶段，韩国外资流向偏向优势行业，“强者恒强”特征显著



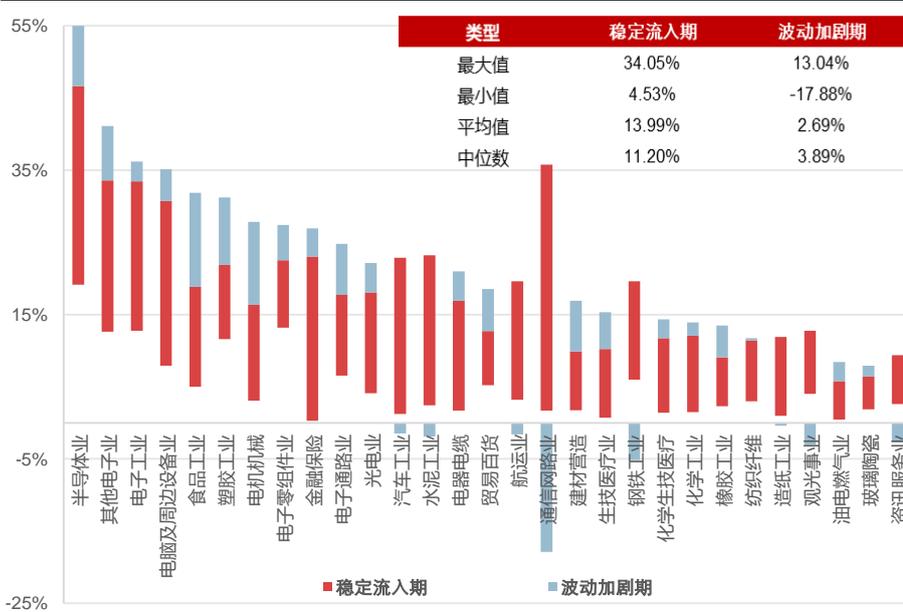
资料来源：KRX, Bloomberg, 长江证券研究所

注：鉴于数据的可获得性，此处韩国稳定流入期指 2002 年-2006 年，波动加剧期指 2006 年-2018 年，下文同；台湾地区稳定流入期指 2002 年-2007 年，波动加剧期指 2007 年-2018 年，下文同。

台湾地区外资持股也呈现类似特征。稳定流入期，台湾地区所有行业外资持股比例均有所上升，其中，有接近 20 个行业外资持股比例提升幅度超过 10%，平均上升 13.99%，

中位数为 11.20%，外资持股比例最小上升 4.53%。波动加剧期，外资平均持股比例上升幅度不足 3%，中位数降至不足 4%，最大下降幅度为 17.88%，仅有两个行业持股比例上升幅度超过 10%，且均为前期持股比例相对较高的食品和电机工业，其他优势行业，如半导体业、其他电子业等持股比例上升也接近 10%。

图 11：第二阶段，台湾地区外资流向偏向头部行业，“强者恒强”特征显著



资料来源：台湾证券交易所，Bloomberg，长江证券研究所

从行业特征看，台韩经验显示，外资青睐行业主要有以下三类：

- 1、优势行业外资持股比例稳定上升：如韩国的技术硬件与设备业（如三星电子（57.16%）），台湾地区的半导体业（如台积电（78.91%）、日月光（76.49%））、其他电子业（如鸿海精密（42.93%））、电子工业（台达电（69.35%））等；
- 2、竞争格局稳定或类“寡头”竞争领域行业：如韩国的电信业（SK 电讯株式会社（40.19%））、台湾地区的食品工业（如统一企业（55.17%））；
- 3、受产业政策影响较深的行业，这类行业外资持股比例之所以较高，往往是“历史遗留问题”，如韩国的银行业³。

³ 1997 年初开始，韩国一些大型企业集团宣告破产，叠加同年 7 月东南亚金融危机的爆发，金融市场稳定性遭到破坏。为重建金融市场，政府花费了大量资金，通过退出、合并、新设等方式重建金融市场，而且还选择向外资出售银行股份：2001 年开始，韩国银行部门的外国证券投资迅猛增加，到 2005 年末，在重组后剩余的七家全国性银行中，有六家外国股权占比超过 60%。整体外资在商业银行的股权比例占比高达 66%，比 1998 年提高 46Pct。

表 1：台韩经验显示，外资青睐行业主要有三类

序号	韩国						台湾地区					
	2018年	2015年	2012年	2009年	2006年	2003年	2018年	2015年	2012年	2009年	2006年	2003年
1	银行 (53.10%)	银行 (49.22%)	银行 (42.51%)	电信业务 (42.07%)	电信业务 (43.19%)	电信业务 (42.23%)	半导体业 (55%)	半导体业 (50.87%)	半导体业 (45.33%)	半导体业 (41.95%)	半导体业 (42.72%)	半导体业 (29.25%)
2	技术硬件与设备 (47.53%)	电信业务 (36.39%)	电信业务 (32.50%)	银行 (33.99%)	商业和专业服务 (32.47%)	商业和专业服务 (36.20%)	其他电子业 (41.1%)	其他电子业 (38.17%)	其他电子业 (33.45%)	通信网路业 (32.94%)	通信网路业 (31.91%)	汽车工业 (23.01%)
3	电信业务 (39.74%)	能源 (35.51%)	能源 (30.73%)	能源 (26.61%)	技术硬件与设备 (32.19%)	能源 (30.77%)	电子工业 (36.19%)	电子工业 (34.15%)	电子工业 (30.85%)	电子工业 (28.91%)	电子工业 (31.41%)	塑胶工业 (18.05%)
4	能源 (29.05%)	公用事业 (25.33%)	汽车与汽车零部件 (23.92%)	公用事业 (21.12%)	消费者服务 (30.93%)	技术硬件与设备 (26.36%)	电脑及周边设备业 (35.14%)	电脑及周边设备业 (31.68%)	电子通路业 (28.24%)	其他电子业 (26.62%)	其他电子业 (29.29%)	电子工业 (17.92%)
5	保险 (24.60%)	汽车与汽车零部件 (22.02%)	消费者服务 (22.01%)	保险 (19.89%)	银行 (30.41%)	汽车与汽车零部件 (25.04%)	食品工业 (31.86%)	食品工业 (27.94%)	电脑及周边设备业 (28.23%)	电脑及周边设备业 (23.92%)	电脑及周边设备业 (28.1%)	其他电子业 (16.62%)
6	公用事业 (22.33%)	技术硬件与设备 (21.66%)	技术硬件与设备 (20.63%)	技术硬件与设备 (19.67%)	能源 (29.62%)	保险 (24.28%)	塑胶工业 (31.21%)	金融保险 (26.6%)	塑胶工业 (27.64%)	水泥工业 (23.16%)	电子元件业 (21.51%)	航运业 (14.78%)
7	媒体与娱乐 (21.37%)	保险 (20.90%)	公用事业 (20.01%)	汽车与汽车零部件 (19.41%)	汽车与汽车零部件 (27.70%)	消费者服务 (23.89%)	电机机械 (27.82%)	塑胶工业 (25.7%)	食品工业 (24.9%)	金融保险 (22.35%)	塑胶工业 (20.28%)	电子元件业 (13.06%)
8	半导体产品与设备 (20.72%)	半导体产品与设备 (20.41%)	保险 (17.57%)	消费者服务 (19.01%)	公用事业 (24.79%)	公用事业 (23.70%)	电子元件业 (27.42%)	电子元件业 (24.6%)	电子元件业 (22.98%)	塑胶工业 (20.54%)	光电业 (19.47%)	观光事业 (12.58%)
9	汽车与汽车零部件 (19.89%)	食品与主要用品零售 (16.64%)	媒体与娱乐 (16.94%)	商业和专业服务 (18.19%)	保险 (23.92%)	媒体与娱乐 (22.87%)	金融保险 (26.94%)	电子通路业 (22.78%)	通信网路业 (22.91%)	食品工业 (19.72%)	航运业 (18.77%)	电脑及周边设备业 (12.25%)
10	食品与主要用品零售 (16.80%)	消费者服务 (15.71%)	食品与主要用品零售 (16.52%)	食品与主要用品零售 (15.92%)	食品、饮料与烟草 (20.85%)	食品、饮料与烟草 (21.98%)	电子通路业 (24.81%)	光电业 (22.61%)	金融保险 (22.15%)	光电业 (17.28%)	汽车工业 (18.65%)	电器电缆 (8.57%)
11	家庭与个人用品 (15.27%)	家庭与个人用品 (13.58%)	食品、饮料与烟草 (14.94%)	食品、饮料与烟草 (15.12%)	运输 (18.50%)	运输 (20.01%)	光电业 (22.15%)	水泥工业 (22.24%)	汽车工业 (22.03%)	贸易百货 (17.28%)	金融保险 (17.83%)	金融保险 (8.14%)
12	消费者服务 (14.20%)	商业和专业服务 (13.55%)	半导体产品与设备 (14.46%)	媒体与娱乐 (14.29%)	资本品 (18.25%)	食品与主要用品零售 (19.06%)	汽车工业 (21.42%)	贸易百货 (21.63%)	水泥工业 (21.09%)	电子元件业 (16.97%)	电子通路业 (17.64%)	电机机械 (7.93%)
13	综合金融 (13.19%)	媒体与娱乐 (13.33%)	零售业 (13.44%)	半导体产品与设备 (14.21%)	综合金融 (17.95%)	银行 (16.11%)	水泥工业 (21.27%)	汽车工业 (21.09%)	贸易百货 (19.13%)	汽车工业 (16.79%)	电器电缆 (14.86%)	食品工业 (7.73%)
14	零售业 (12.04%)	食品、饮料与烟草 (12.95%)	家庭与个人用品 (11.93%)	运输 (12.52%)	媒体与娱乐 (17.90%)	零售业 (16.00%)	电器电缆 (20.96%)	电机机械 (20.43%)	电机机械 (17.65%)	电器电缆 (16.77%)	钢铁工业 (14.78%)	钢铁工业 (7.62%)
15	商业和专业服务 (11.67%)	综合金融 (12.55%)	商业和专业服务 (11.77%)	零售业 (12.30%)	零售业 (17.65%)	综合金融 (14.51%)	贸易百货 (18.55%)	航运业 (18.58%)	光电业 (16.68%)	钢铁工业 (16.04%)	食品工业 (13.11%)	通信网路业 (6.62%)
16	资本品 (11.55%)	零售业 (11.24%)	综合金融 (11.17%)	资本品 (11.62%)	耐用消费品与服装 (15.51%)	资本品 (13.08%)	航运业 (18.01%)	航运业 (18.5%)	航运业 (16.38%)	航运业 (15.56%)	水泥工业 (12.8%)	电子通路业 (6.4%)
17	运输 (11.22%)	资本品 (9.21%)	资本品 (11.07%)	综合金融 (10.64%)	半导体产品与设备 (14.61%)	原材料 (12.82%)	通信网路业 (17.87%)	通信网路业 (17.3%)	通信网路业 (15.89%)	电机机械 (15.19%)	电机机械 (11.85%)	纺织纤维 (5.95%)
18	食品、饮料与烟草 (10.08%)	原材料 (8.65%)	运输 (9.93%)	家庭与个人用品 (10.01%)	家庭与个人用品 (13.51%)	耐用消费品与服装 (12.50%)	建材营造 (16.9%)	建材营造 (16.76%)	观光事业 (14.1%)	电子通路业 (13.62%)	贸易百货 (11.31%)	贸易百货 (5.43%)
19	原材料 (9.90%)	耐用消费品与服装 (7.09%)	原材料 (8.60%)	原材料 (9.36%)	食品与主要用品零售 (11.99%)	家庭与个人用品 (11.32%)	生技医疗业 (15.32%)	橡胶工业 (14.44%)	橡胶工业 (13.05%)	观光事业 (12.7%)	观光事业 (10.82%)	水泥工业 (5.37%)
20	耐用消费品与服装 (9.75%)	运输 (6.53%)	耐用消费品与服装 (6.64%)	耐用消费品与服装 (9.04%)	原材料 (11.72%)	医疗保健设备与服务 (6.15%)	钢铁工业 (14.45%)	生技医疗业 (12.58%)	化学工业 (12.59%)	化学工业 (10.89%)	橡胶工业 (10.4%)	橡胶工业 (5.34%)
21	制药、生物科技和生命 (8.23%)	制药、生物科技和生命 (5.23%)	制药、生物科技和生命 (4.96%)	制药、生物科技和生命 (4.64%)	制药、生物科技和生命 (6.14%)	制药、生物科技和生命 (5.69%)	化学生技医疗 (14.33%)	钢铁工业 (12.37%)	化学生技医疗 (11.48%)	纺织纤维 (10.33%)	化学工业 (9.9%)	光电业 (4.52%)
22	房地产 (7.87%)	软件与服务 (4.28%)	医疗保健设备与服务 (1.82%)	软件与服务 (2.58%)	软件与服务 (1.99%)	半导体产品与设备 (2.11%)	化学工业 (13.89%)	纺织纤维 (11.3%)	纺织纤维 (10.39%)	化学生技医疗 (10.11%)	化学生技医疗 (9.64%)	生技医疗业 (4.42%)
23	医疗保健设备与服务 (7.31%)	房地产 (2.36%)	软件与服务 (1.39%)	医疗保健设备与服务 (1.51%)	医疗保健设备与服务 (1.32%)	软件与服务 (1.41%)	橡胶工业 (13.49%)	化学生技医疗 (10.92%)	建材营造 (10.24%)	资讯服务业 (9.18%)	纺织纤维 (8.7%)	造纸工业 (4.1%)
24	软件与服务 (4.97%)	医疗保健设备与服务 (2.08%)	房地产 (0.81%)	房地产 (0.50%)	房地产 (0.49%)	房地产 (0.00%)	纺织纤维 (11.73%)	造纸工业 (10.89%)	钢铁工业 (10.16%)	玻璃陶瓷 (9.07%)	生技医疗业 (8.42%)	资讯服务业 (3.4%)
25	-	-	-	-	-	-	造纸工业 (11.5%)	化学工业 (10.22%)	造纸工业 (10.22%)	橡胶工业 (7.66%)	造纸工业 (6.67%)	化学生技医疗 (3.26%)
26	-	-	-	-	-	-	观光事业 (9.72%)	观光事业 (9.71%)	生技医疗业 (8.2%)	建材营造 (7.17%)	资讯服务业 (5.7%)	化学工业 (3.06%)
27	-	-	-	-	-	-	油电燃气业 (8.43%)	玻璃陶瓷 (9.69%)	玻璃陶瓷 (7.54%)	生技医疗业 (6.55%)	建材营造 (4.85%)	玻璃陶瓷 (2.98%)
28	-	-	-	-	-	-	玻璃陶瓷 (7.9%)	油电燃气业 (7.11%)	油电燃气业 (6.47%)	造纸工业 (5.52%)	玻璃陶瓷 (4.38%)	建材营造 (2.52%)
29	-	-	-	-	-	-	资讯服务业 (6.65%)	资讯服务业 (5.36%)	资讯服务业 (4.72%)	油电燃气业 (5.42%)	油电燃气业 (3.85%)	油电燃气业 (2.22%)

资料来源：台湾证券交易所，KRX，Bloomberg，长江证券研究所

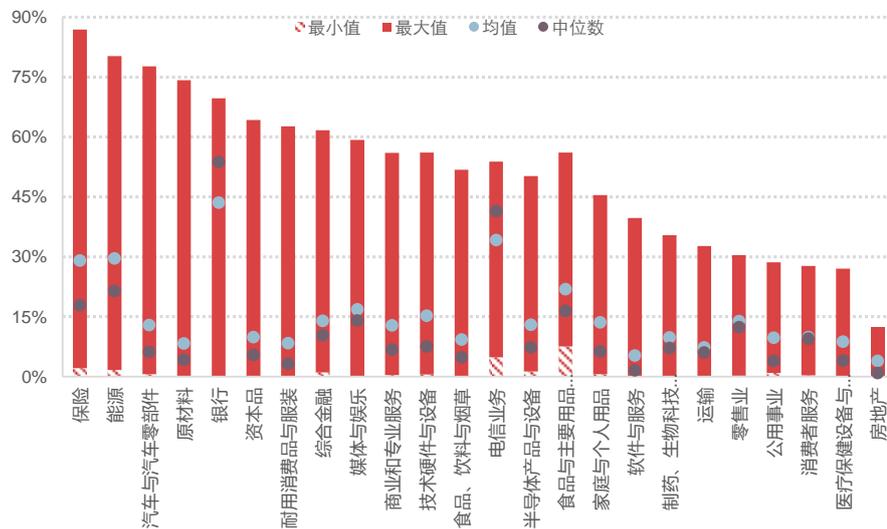
行业龙头是重要配置方向，但后期外资配置向中等偏上市值扩散

落地至个股，不同行业内部外资配置差异是否显著？若明显，受到外资青睐的个股具有哪些特征？

台韩经验显示，外资在行业内部的配置差异十分显著，即使是优势行业也如此

韩国不同行业内部，外资对个股持股比例差异十分显著，即使是优势行业，差异也非常显著。2018年诸如能源、保险等行业，个股的外资持股比例最高在80%左右，银行、综合金融、耐用消费品与服装等行业，个股外资持股比例最高均在60%以上，但个股外资持股比例最低均不足3%。持股比例较高的优势行业如汽车与汽车零部件、技术硬件与设备等，个股外资持股比例最低也不足1%，电信业务行业中持股比例最低的个股不足5%。体现在统计上，绝大部分行业个股外资持股比例的均值均大于中位数，反映行业内部个股外资持股比例差异显著。

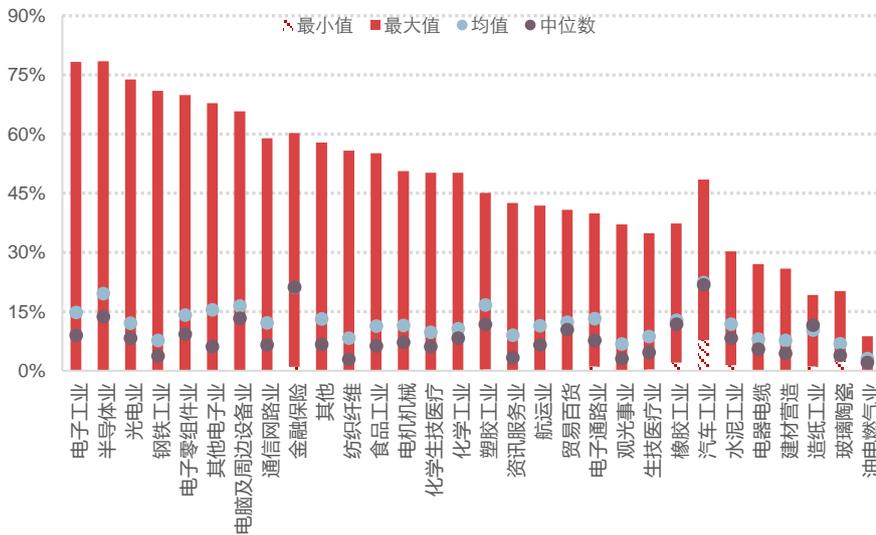
图 12：韩国不同行业内部，个股的外资持股比例差异十分显著



资料来源：KRX, Bloomberg, 长江证券研究所

台湾地区呈现相同的规律。如2018年电子工业、半导体业等，外资对个股的持股比例最高均在70%以上，但最低持股比例均不足1%。从均值和中位数看，台湾地区绝大部分行业个股外资持股比例均值均大于中位数，反映行业内个股外资持股比例差异显著。

图 13: 台湾地区不同行业内部, 外资对个股的持股比例差异十分显著

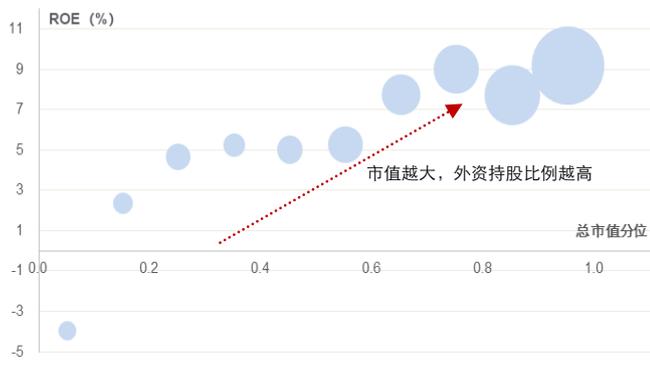


资料来源: 台湾证券交易所, Bloomberg, 长江证券研究所

外资偏好龙头, 且持股目的并非完全作为财务投资者, 还可能作为战略投资者

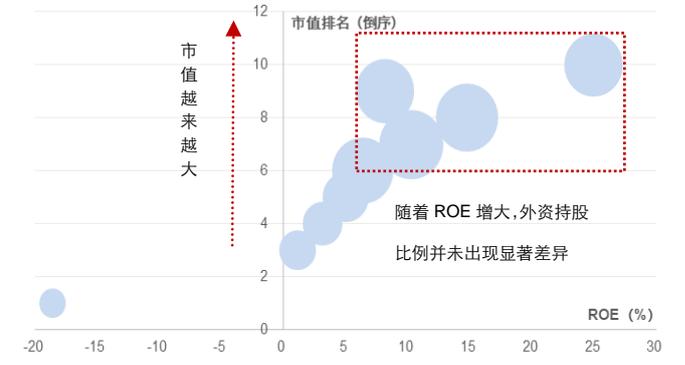
韩国经验显示, 外资偏好大市值个股, 且持股目的或并非完全作为财务投资, 部分还可能作为战略投资者。从总市值、ROE 与外资持股比例关系来看, 总市值越大的组别, ROE 一般越高, 外资持股比例也往往越大; 在一定范围内, ROE 越高, 外资持股比例越大, 但一旦 ROE 超过 6%, 外资持股比例不会出现显著差异, 但 ROE 与总市值的关系趋向稳定——ROE 越高的组别, 总市值倾向越大。这可推演出: 1) 盈利向韩国大市值企业集中; 2) 外资偏好大市值个股, 盈利能力较强或是重要原因, 但仅凭盈利并不能完全解释, 另外一个可能的解释为并非所有的外资投资大市值股票均作为财务投资者, 部分还可能是作为战略投资者。

图 14: 韩国经验显示, 外资偏好大市值个股



资料来源: KRX, Bloomberg, 长江证券研究所

图 15: ROE 超过 6%, 外资持股比例不会出现显著差异



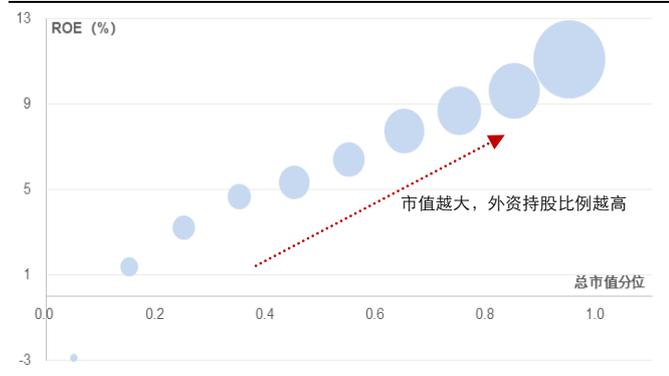
资料来源: KRX, Bloomberg, 长江证券研究所

注：左图：1、按照 KOSPI 指数每只成份股的总市值，从小到大等距分为十组，并计算每组 ROE、外资持股比例的中位数，作为整组 ROE、外资持股比例的水平；2、图中用 0.95 分位代表市值最大的组别的总市值，0.85 分位代表次大组别的总市值，以此类推；气泡大小代表外资持股比例。

右图：按照 KOSPI 指数每只成份股 ROE，从小到大等距分为十组，并计算每组总市值、外资持股比例的中位数，作为整组水平，将总市值倒序排列——总市值越高，名次越大。

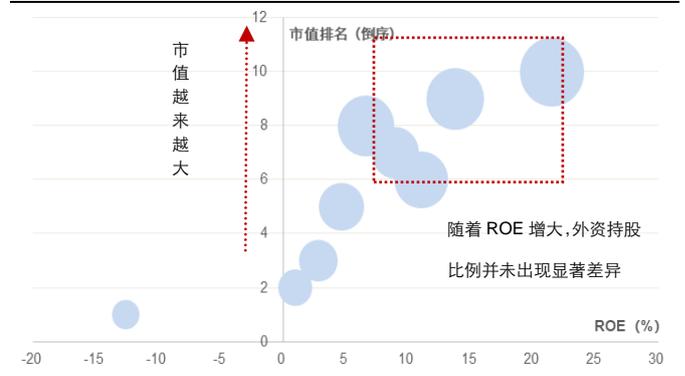
台湾地区外资持股也呈现类似的规律。外资偏好大市值个股，盈利能力强或是重要原因（盈利向台湾地区大市值企业集中），但 ROE 一旦超过 6%，外资持股比例几乎不会出现显著差异，类似于韩国，背后原因可能是并非所有的外资投资大市值股票均作为财务投资者，部分还可能是作为战略投资者。

图 16：台湾地区经验显示，外资偏好大市值个股



资料来源：台湾证券交易所，Bloomberg，Wind，长江证券研究所

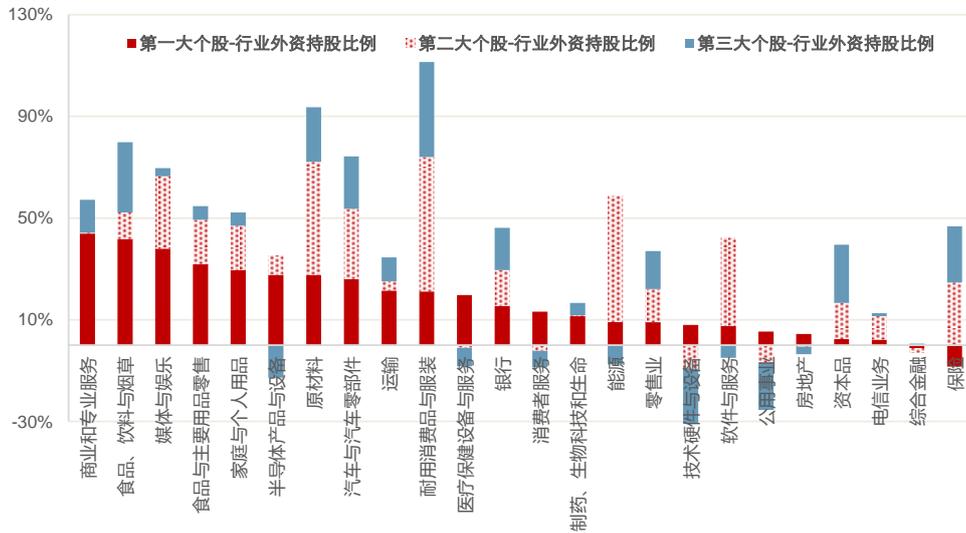
图 17：ROE 超过 6%，外资持股比例不会出现显著差异



资料来源：台湾证券交易所，Bloomberg，Wind，长江证券研究所

外资偏好的大市值个股大概率是行业龙头。利用各行业前三大市值个股的外资持股比例，分别与其所属行业外资持股比例做差值，可以发现，整体上，外资对台韩各行业前三大市值的持股大于行业外资持股比例，且市值越大，其持股比例与行业外资持股比例的差值越大。这表明，外资偏好的大市值个股大概率是各行业龙头。

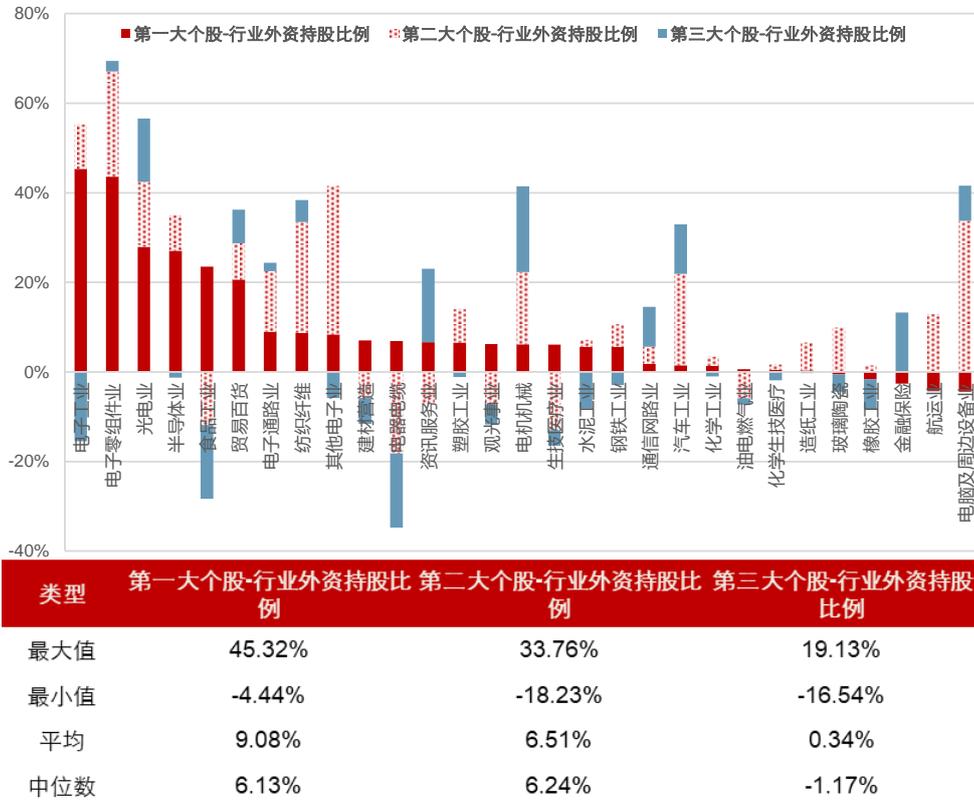
图 18: 外资偏好韩国行业龙头



类型	第一大个股-行业外资持股比 例	第二大个股-行业外资持股比 例	第三大个股-行业外资持股比 例
最大值	43.95%	52.90%	37.32%
最小值	-8.44%	-9.28%	-26.85%
平均	16.97%	14.52%	5.80%
中位数	14.35%	11.77%	5.03%

资料来源: KRX, Bloomberg, 长江证券研究所

图 19：外资偏好台湾地区行业龙头



资料来源：Bloomberg，台湾证券交易所，长江证券研究所

外资非完全作为财务投资者，还可能作为战略投资者可从微观角度得到印证。以台湾地区消费领域的龙头统一企业和半导体领域的龙头台积电为例，若外资仅作为财务投资者，通常应可观测到外资持股比例会随着 ROE 和归属于普通股净利润同比增速波动而波动。2003 年以来，台积电不仅外资持股比例高于统一企业，波动相对较小，且与 ROE、归属于普通股净利润同比增速的关系不紧密，如 2014 年 ROE、归属于普通股净利润同比增速持续下降，但外资持股比例却维持高位略有上行。

图 20：统一-外资持股比例与普通股本回报率



资料来源：Bloomberg，台湾证券交易所，长江证券研究所

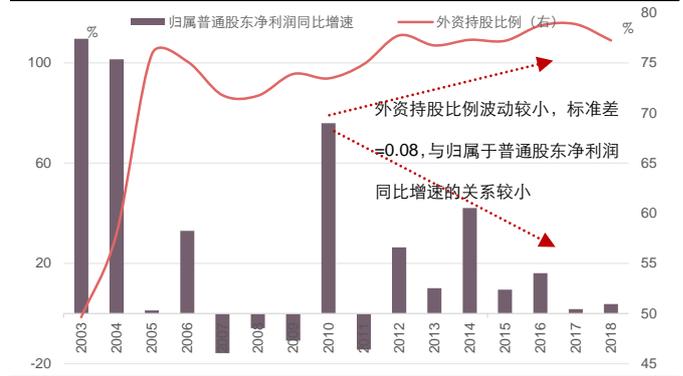
图 21：台积电-外资持股比例与普通股本回报率



资料来源：Bloomberg，台湾证券交易所，长江证券研究所

图 22：统一外资持股比例与归属于普通股净利润同比增速

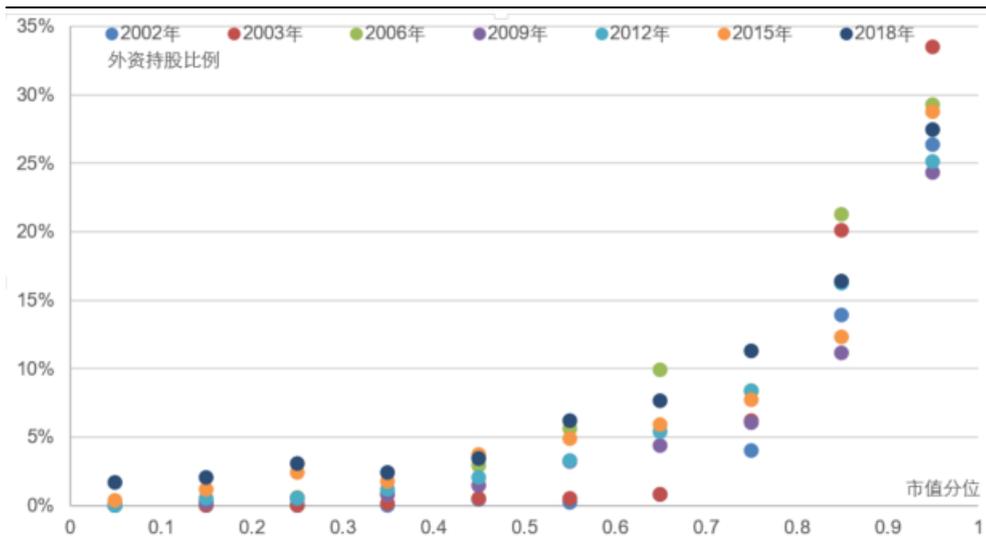

资料来源：Bloomberg，台湾证券交易所，长江证券研究所

图 23：台积电外资持股比例与归属于普通股净利润同比增速


资料来源：Bloomberg，台湾证券交易所，长江证券研究所

大致在稳定流入期和波动加剧期的分界点附近，外资配置向中等偏上市值扩散

外资偏好具有稳定性，但大致在稳定流入期和波动加剧期的分界点附近，配置逐步向中等偏上市值扩散。按照市值从小到大将 KOSPI 指数成份股等距分为十组，计算每组外资持股比例的中位数作为该组外资持股比例的整体水平。从历史演变规律看：1) 整体上，市值越小，外资持股比例越低，市值处于 50% 分位以下的组别，外资持股比例始终不超过 5%，80% 及以上分位数的组别，外资持股比例始终处于 10% 以上。不管是在外资稳定流入期，还是外资净流入波动加大期，这一规律均成立；2) 外资配置向中等偏上市值扩散。外资净流入波动加大期，总市值处于 80% 及以上分位数的外资持股比例有所下降，总市值处于 50%-80% 分位之间的个股外资持股比例明显上升。

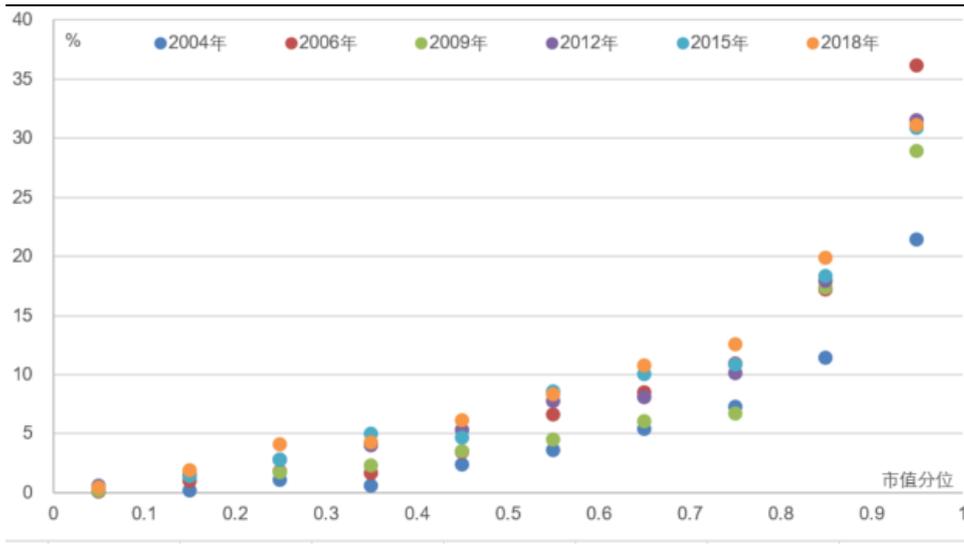
图 24：韩国外资偏好具有稳定性，但随着持股比例的提升，配置向中等偏上市值扩散


资料来源：KRX，Bloomberg，长江证券研究所

注：图中横坐标 0.95 表示市值分位处于(0.9, 1]的个股，0.85 表示市值分位处于(0.8, 0.9]的组别，以此类推，下图同。

台湾地区外资持股比例呈现类似规律。从台湾地区外资持股比例看，市值越小，整体上持股比例越低，市值处于 50%分位以下的成份股，持股比例始终在 6.5%以下，80%及以上分位数的个股，2004 年以来外资持股比例始终处于 10%以上。大致以 2004 年为分水岭，总市值处于 50%-80%分位区间的个股，外资持股比例稳步提升。与韩国稍有不同的是，2004 年之后，台湾地区总市值处于 80%分位以上的个股，外资持股比例也持续抬升，一个可能的原因在于随着半导体、电子工业等行业继续成长壮大，外资不断加大对这些优势行业的配置。

图 25：台湾地区外资偏好具有稳定性，但随着持股比例的提升，配置向中等偏上市值扩散



资料来源：Bloomberg，Wind，台湾证券交易所，长江证券研究所

启示：当前 A 股外资持股仍具有较大提升空间， 两维度筛选潜在受益标的

复盘日韩日外资进场经验，并非认为历史会简单重复，而是认为历史总是会押着相同韵脚。当前外资进场空间还有多大空间？除大类行业龙头外，哪些个股会受青睐？

A 股外资尚处于稳定流入期，持续性或会维持相当长的一段时间

外资净流入稳定流入期和波动加剧期的分水岭，通常可从三维度进行判断：1) 经济增长中枢。日韩日外资净流入波动期间，经济增长中枢均在 3.5% 以下；2) 外资持股比例。外资净流入波动期时，韩国外资持股比例在 15% 以上，台日外资持股比例在 20% 以上，接近外资持股比例上限；3) 纳入 MSCI 进程。1992 年韩国股市以 20% 的纳入因子纳入 MSCI，1996 年和 1998 年纳入因子又分别提升至 50% 和 100%。台湾地区 1996 年初始纳入，2005 年完全纳入，外资显著波动期均发生在台韩完全纳入 MSCI 后。

从外资持股比例看，当前 A 股外资持股比例远没有达到可能的上限。从外资持股比例看，以市值计，截至 3 月末，外资持股占 A 股总市值的比重不足 3%。以持股量⁴计，3 月末，外资持股量占全部 A 股总股本的比重不足 1%，占自由流通股本比例不足 3%。从微观角度看，比较日韩地区外资持股比例前二十大的个股和当前 A 股持股比例前二十的个股，忽略制度层面对外资持股比例限制，当前 A 股远低于日韩水平，这意味着若按照日韩外资持股比例的演绎路径，即使是龙头，未来持股比例也有较大的提升空间。

⁴将 QFII 和陆股通作为外资代理变量，分别计算 2019 年 1 季度末持股量占全部 A 股总股本的比例，并加总。QFII 持股占全部 A 股总股本的比例为 0.15%，陆股通持股比例为 0.79%；QFII 持股占全部 A 股自由流通股本的比例为 0.45%，陆股通占比为 2.29%。

图 26: 截至 3 月末, 外资持股市值占 A 股总市值的比重不足 3%


资料来源: Wind, 长江证券研究所

图 27: 当前 A 股外资持股比例前二十大个股的外资持股比例仍较低⁵


资料来源: Wind, 深圳证券交易所, 长江证券研究所

表 2: 2018 年台韩外资持股比例前二十大个股, 其外资持股比例均在 50%以上⁶

台湾地区外资持股比例 (%)				韩国外资持股比例 (%)			
名称	2018年	名称	2006年	名称	2018年	名称	2006年
台积电	77.25	铭旺科	81.34	东洋人寿保险	84.87	Hanon系统公司	87.51
日月光投控	77.20	台积电	75.15	S-Oil 公司	78.58	韩国国民银行	82.69
盛余	71.37	台达电	72.21	双龙汽车公司	77.17	韩亚金融集团公司	80.16
瑞仪光电	70.63	日月光	68.90	乐扣乐扣有限公司	74.21	韩国玻璃工业公司	79.04
联咏	68.43	硅品	66.94	韩亚金融集团公司	69.71	双龙汽车公司	78.71
致伸	66.96	盛余	65.84	赛龙汽车公司	68.67	KEB Hana银行	76.95
可成科技	65.45	中和羊毛	61.98	韩国国民银行金融集团	68.54	一成建设有限公司	73.04
华硕	65.12	鸿海	60.43	新韩金融集团	67.25	GS国际公司	69.92
台达电	63.68	中保	58.50	韩国壳牌石油有限公司	64.69	Uniquest公司	66.93
瑞昱	63.31	仁宝电脑	57.37	DGB金融集团公司	64.63	韩国壳牌石油有限公司	66.40
力成	62.67	光宝科技	56.85	起信精机株式会社	64.27	大邱银行	65.72
致茂电子	60.87	健鼎科技	56.75	一成建设有限公司	64.13	现代产业开发控股有限公司	63.40
安泰银行	59.33	三洋电	54.42	熊津豪威有限公司	62.65	Hankuk Electric Glass Co Ltd	63.15
凌巨	59.10	宏普建设	54.07	元大证券韩国有限公司	60.70	浦项制铁公司	62.21
联发科	57.33	友讯科技	53.63	NAVER株式会社	59.31	GIR公司	60.58
卓越成功	57.33	中信金	52.27	GMB Korea Corp	57.17	新韩金融集团	58.92
旭隼	57.24	飞瑞	52.21	S1 公司(韩国)	55.62	永元控股有限公司	56.33
中和羊毛	55.86	纬创	52.00	三星电子有限公司	55.54	釜山银行	56.06
宝成工业	55.76	联发科	51.04	浦项制铁公司	54.43	KT&G公司	55.10
东哥	55.60	新兴	49.99	BS金融集团股份有限公司	53.77	三一制药有限公司	54.95

资料来源: 台湾证券交易所, KRX, Bloomberg, 长江证券研究所

未来 A 股市场外资持股比例或大于韩国。当前韩国外资持股比例稳定在 16%左右, 台日外资持股比例稳定在 30%上下, 我们认为, 未来 A 股市场外资持股比例或大于韩国。这是因为: 从产业体系和产业结构看, 台韩日优势产业主要集中在几个领域, 如韩国的电子、台湾地区的半导体等, 产业结构较为单一 (可从市值分布主要集中在几个行业), 而 A 股工业体系更为完善, 考虑到境内庞大的市场, A 股或会孕育数量与规模远大于台韩日的细分行业龙头, 符合外资偏好的投资标的也更为多样。

5注: 大族激光和美的集团 (2019/4/22) 外资持股比例来自于深圳证券交易所, 上海机场来自于上海证券交易所 (2018/6/15), 利用公式 QFII 持股比例=外资持股比例-陆股通持股比例, 计算 QFII 持股比例。需要指出的是, 这三家公司 QFII 持股比例实际上内涵还包含 RQFII 的持股比例。

6 剔除了境外上市股、优先股等。

表 3: 2003 年以来, 台韩市值处于前三的行业, 合计市值占比几乎均在 40% 以上

名称	台湾地区							行业	韩国						
	2003年	2006年	2009年	2012年	2015年	2018年	2019年		2003年	2006年	2009年	2012年	2015年	2018年	2019年
半导体业	21.85%	20.54%	19.55%	19.34%	23.49%	26.39%	26.99%	技术硬件与设备	23.19%	15.87%	17.38%	22.70%	17.75%	20.58%	22.42%
金融保险	18.04%	15.65%	13.00%	12.74%	13.90%	14.66%	13.71%	资本品	11.83%	17.72%	16.80%	14.05%	13.23%	12.34%	11.54%
塑胶工业	7.73%	6.15%	7.10%	7.27%	6.44%	6.99%	6.50%	原材料	9.88%	8.98%	13.87%	11.15%	8.96%	9.18%	9.02%
其他电子业	3.85%	9.17%	8.25%	6.65%	7.34%	5.16%	5.74%	汽车与汽车零部件	7.10%	4.77%	6.65%	11.10%	9.00%	6.21%	6.31%
通信网路业	6.28%	7.91%	7.75%	8.49%	6.72%	6.19%	6.54%	制药、生物科技和生命	0.84%	1.49%	1.37%	1.25%	3.29%	7.03%	6.18%
电子元件业	-	4.49%	0.00%	4.19%	4.67%	4.54%	5.15%	银行	3.96%	7.78%	8.01%	5.53%	4.77%	5.57%	5.27%
电脑及周边设备业	9.22%	7.69%	8.30%	5.99%	5.82%	4.78%	4.88%	媒体与娱乐	0.98%	0.68%	1.93%	2.03%	3.22%	4.41%	4.32%
光电业	-	0.00%	6.80%	4.68%	3.84%	3.68%	4.17%	半导体产品与设备	1.10%	2.65%	1.75%	1.81%	2.15%	3.59%	4.26%
其他	4.70%	1.83%	2.17%	2.93%	3.59%	3.44%	3.68%	保险	1.44%	2.02%	2.22%	4.31%	4.97%	3.85%	3.68%
其他	4.70%	1.83%	2.17%	2.93%	3.59%	3.44%	3.68%	家庭与个人用品	0.64%	1.02%	1.34%	2.10%	5.05%	3.24%	3.53%
油电燃气业	0.18%	3.80%	4.13%	4.09%	3.31%	3.79%	3.53%	食品、饮料与烟草	2.96%	3.12%	2.75%	3.47%	4.71%	3.40%	3.20%
食品工业	0.75%	1.03%	1.43%	2.07%	2.10%	2.18%	2.05%	耐用消费品与服装	3.01%	2.19%	3.05%	2.26%	3.36%	2.67%	3.05%
钢铁业	3.23%	3.10%	3.22%	2.81%	1.76%	2.19%	2.03%	综合金融	2.40%	4.02%	4.57%	2.72%	3.01%	2.73%	2.87%
电机机械	1.29%	1.41%	1.22%	1.40%	1.82%	1.90%	1.98%	能源	1.03%	1.67%	2.47%	3.25%	2.32%	2.62%	2.49%
航运业	2.54%	2.05%	2.13%	2.01%	1.70%	1.95%	1.84%	电信业务	8.45%	4.53%	3.04%	2.23%	2.45%	2.89%	2.36%
纺织纤维	1.67%	1.66%	1.86%	1.88%	2.11%	1.74%	1.79%	运输	1.35%	1.70%	2.28%	2.10%	1.96%	1.76%	1.82%
贸易百货	0.82%	0.94%	1.17%	1.68%	1.69%	1.75%	1.54%	公用事业	4.81%	4.94%	3.16%	2.53%	3.24%	2.19%	1.80%
建材营造	0.96%	1.67%	1.83%	1.70%	1.59%	1.53%	1.49%	软件与服务	0.05%	0.08%	0.09%	0.08%	1.79%	1.47%	1.65%
汽车工业	1.30%	1.02%	0.84%	1.58%	1.63%	1.06%	1.24%	零售业	1.68%	3.76%	2.90%	2.09%	1.80%	1.50%	1.56%
水泥工业	0.92%	1.14%	1.27%	1.42%	0.95%	1.16%	1.23%	食品与主要用品零售	0.03%	0.06%	0.05%	0.94%	1.01%	1.16%	1.09%
橡胶工业	0.74%	0.70%	1.26%	1.74%	1.25%	0.96%	0.89%	消费者服务	0.88%	0.78%	0.67%	0.89%	1.10%	0.89%	0.91%
化学工业	0.98%	1.08%	1.47%	1.37%	1.02%	1.06%	0.84%	商业和专业服务	0.30%	0.31%	0.48%	0.54%	0.74%	0.47%	0.43%
电子通路业	0.74%	0.78%	1.23%	1.13%	0.80%	0.80%	0.78%	房地产	0.01%	0.01%	0.01%	0.02%	0.07%	0.18%	0.17%
生技医疗业	0.35%	0.38%	0.40%	0.87%	1.04%	0.70%	0.70%	医疗保健设备与服务	0.02%	0.02%	0.03%	0.03%	0.05%	0.08%	0.08%
观光事业	2.79%	0.33%	0.36%	0.65%	0.53%	0.41%	0.41%	-	-	-	-	-	-	-	-
电器电缆	0.73%	-	-	0.41%	0.25%	0.32%	0.32%	-	-	-	-	-	-	-	-
造纸工业	0.42%	0.41%	0.39%	0.34%	0.26%	0.29%	0.28%	-	-	-	-	-	-	-	-
资讯服务业	5.36%	0.18%	0.17%	0.17%	0.20%	0.18%	0.19%	-	-	-	-	-	-	-	-
玻璃陶瓷	0.33%	0.33%	0.34%	0.39%	0.18%	0.16%	0.14%	-	-	-	-	-	-	-	-

资料来源: 台湾证券交易所, KRX, Bloomberg, Wind, 长江证券研究所

经济增长中枢和纳入 MSCI 进程也均支持目前 A 股外资处于稳定流入期, 且其持续性或会维持相当长的一段时间。从增长中枢看, 目前大陆经济虽有一定下行压力, 但中枢仍在 6% 以上, 不仅远高于台韩日外资净流入波动期间经济增长中枢水平, 还高于外资稳定流入期间台日经济增长中枢, 只略低于韩国经济增长中枢。从纳入 MSCI 进程看, 目前 A 股纳入因子仅提升至 20% (尚未完全实施), 距离完全纳入仍有较大提升空间。从台韩日经验看, 即使从有数据记录算起, 外资稳定净流入期的持续时间也均在 5 年以上, 线性外推, 我们预计 A 股外资稳定流入或会维持相当长的一段时间。

以台韩为鉴，落地至当下，两维度筛选外资长期潜在的买入标的

落地当下，除去大类行业龙头外，潜在外资买入标的可从两维度进行筛选。

➤ 维度一：台韩经验显示，从大类行业龙头到细分行业龙头是外资持股扩散的重要途径

从上文台韩外资持股研究中，可得到几点重要结论：第一，外资偏好优势行业、竞争格局稳定或类“寡头”竞争领域行业以及受产业政策影响较深的行业。第二，偏好行业龙头。第三，ROE 在 6% 以上时，长期看，外资持股比例几乎没有显著差异。综合上述三点，并结合纳入 MSCI 的中盘股，潜在外资买入个股，可按照以下条件进行筛选：

- 1、**行业属性**：优势行业包括银行、部分制造业等；竞争格局稳定或“寡头”竞争领域行业如家电、食品饮料等；
- 2、**个股属性**：所属为 MSCI 潜在纳入中盘股⁷、细分行业龙头，总市值位于全部 A 股 50% 分位以上，过去三年 ROE 持续稳定在 6% 以上，未来两年业绩有保障。

表 4：第一种维度：外资潜在可能持股的部分细分行业领域龙头

代码	名称	所属细分行业	ROE (%)			预测净利润同比增速 (%)			总市值 (亿元)
			2016N	2017N	2018N	2019E	2020E	2021E	
600582.SH	天地科技	矿山冶金机械	6.82	6.50	6.26	34.70	20.02	15.01	145.68
002152.SZ	广电运通	专用计算机设备	13.10	10.42	7.63	46.36	28.60	-	156.10
002281.SZ	光迅科技	网络接配及塔设	10.39	11.28	10.26	29.25	35.07	16.79	172.85
000513.SZ	丽珠集团	化学制剂	14.46	51.26	10.10	15.21	15.24	15.10	211.79
600298.SH	安琪酵母	其他食品	17.01	23.88	21.06	16.07	17.01	16.55	218.96
002223.SZ	鱼跃医疗	医疗器械	14.24	11.67	13.58	21.37	21.54	21.40	226.56
600167.SH	联美控股	火电	38.34	19.24	19.93	20.44	17.84	15.14	216.84
300136.SZ	信维通信	通信终端及配件	32.09	37.97	30.67	37.45	30.00	20.73	232.39
601233.SH	桐昆股份	其他石化	12.64	14.46	14.40	28.03	26.44	17.24	244.32
002601.SZ	龙蟠佰利	涂料涂漆	6.04	19.84	18.06	33.57	19.74	16.13	310.49
000977.SZ	浪潮信息	PC 及服务器硬件	8.47	7.62	8.10	39.37	44.49	34.27	316.12
600498.SH	烽火通信	通信终端及配件	10.76	9.82	8.64	25.06	25.56	17.38	310.06
002311.SZ	海大集团	饲料	16.07	19.91	20.21	29.80	37.23	23.00	475.66
000661.SZ	长春高新	生物医药	17.08	15.90	20.71	37.77	30.44	28.17	508.79
002032.SZ	苏泊尔	小家电	24.05	26.86	30.07	19.27	18.39	18.62	540.54

资料来源：MSCI, Wind, 长江证券研究所

注：总市值是 2019/5/14 日数据，预测净利润同比增速来源于 wind 一致预期，表 5 同。

⁷ 比对是否属于 2019 年 3 月初披露的初步名单的标的。

➤ **维度二：战略新兴产业领域可能成为外资重要战略配置方向**

上文指出外资可能不仅仅作为财务投资者，还可能作为战略投资者，这通常意味着外资会淡化短期利润波动。虽然如此，考虑到外资短期可淡化利润波动，但长期终归要回归盈利，相关标的潜在长期成长性必须具有想象空间。这一结论不仅在台韩适用，在 A 股也同样适用，典型如 5G 龙头中兴通讯——2018 年 4 月美国政府禁止其向美国企业购买敏感产品，股价出现大幅调整，但陆股通小幅减持后又趋势上升。落地当下，A 股具备长期想象空间的行业，我们认为，主要集中在战略新兴产业，包括高端装备制造、新能源汽车、新能源、5G、半导体等。结合上述产业链，我们筛选标的如下表。

图 28：中兴通讯被禁止向美国企业购买敏感产品后，陆股通仅小幅减持



资料来源：Wind，长江证券研究所

表 5：第二种维度：外资潜在可能持股的部分战略新兴产业产业链龙头

产业链	细分领域	代码	公司	ROE (%)			预测净利润同比增速 (%)			总市值 (亿元)
				2016N	2017N	2018N	2019E	2020E	2021E	
新能源车	上游设备	300450.SZ	先导智能	34.76	28.85	23.85	46.16	31.94	24.36	262
	中游材料/零部件	002812.SZ	恩捷股份	14.31	9.66	18.90	62.28	27.94	23.59	250
		603659.SH	璞泰来	43.11	26.18	22.19	31.78	28.94	25.34	214
		002050.SZ	三花智控	17.19	18.73	15.67	15.55	16.46	14.69	299
	中游三电	300750.SZ	宁德时代	34.07	19.30	11.75	35.20	22.96	20.73	1,584
		300014.SZ	亿纬锂能	13.79	16.05	17.18	53.25	39.20	41.85	252
下游整车	002594.SZ	比亚迪	12.09	7.65	5.05	32.62	24.94	17.50	1,296	
光伏	硅片	601012.SH	隆基股份	19.68	29.35	16.69	61.55	30.35	24.70	848
	电池	600438.SH	通威股份	14.46	16.09	14.38	57.34	25.67	21.85	596
	组件	002506.SZ	协鑫集成	-0.69	0.57	1.07	237.75	79.29	6.70	296
	设备	300274.SZ	阳光电源	12.63	15.89	11.05	35.28	26.04	22.01	143
	其他	601877.SH	正泰电器	21.75	17.02	17.25	18.66	18.88	17.48	497
5G	工程网优	002465.SZ	海格通信	8.06	3.96	5.19	34.15	35.46	28.20	201
	终端芯片	000063.SZ	中兴通讯	-6.31	11.91	-19.92	169.80	30.64	27.42	1,175
	主设备	600498.SH	烽火通信	10.76	9.82	8.64	21.51	25.19	23.74	310
		600703.SH	三安光电	12.99	17.01	13.80	23.47	26.04	-2.21	477
	射频器件	002179.SZ	中航光电	19.56	18.35	17.44	21.40	23.92	20.86	336
		300408.SZ	三环集团	22.55	19.68	20.46	16.87	21.78	19.33	339
光通信	600487.SH	亨通光电	25.16	26.04	22.24	3.53	27.88	-1.49	299	
半导体	设备	002371.SZ	北方华创	3.67	3.87	6.82	65.08	48.74	40.60	306
	材料	300666.SZ	江丰电子	20.96	14.98	9.98	38.30	32.38	-2.94	83
		603986.SH	兆易创新	19.08	26.19	22.17	23.28	31.86	9.77	228
	设计	603160.SH	汇顶科技	43.87	28.52	19.56	102.62	19.57	15.66	603
		002049.SZ	紫光国微	11.08	8.37	9.55	13.23	19.35	21.93	250
	制造	600703.SH	三安光电	12.99	17.01	13.80	23.47	26.04	-2.21	477
		600460.SH	士兰微	3.92	6.63	5.63	59.76	37.88	23.83	211
	封装测试	600584.SH	长电科技	2.39	4.89	-8.64	124.33	181.95	4.31	178

资料来源：Wind，长江证券研究所

投资评级说明

行业评级 报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准, 投资建议的评级标准为:

看好: 相对表现优于同期相关证券市场代表性指数

中性: 相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平

看淡: 相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

公司评级 报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准, 投资建议的评级标准为:

买入: 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 10%

增持: 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5%~10%之间

中性: 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间

减持: 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%

无投资评级: 由于我们无法获取必要的资料, 或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件, 或者其他原因, 致使我们无法给出明确的投资评级。

相关证券市场代表性指数说明: A 股市场以沪深 300 指数为基准; 新三板市场以三板成指 (针对协议转让标的) 或三板做市指数 (针对做市转让标的) 为基准; 香港市场以恒生指数为基准。

联系我们

上海

浦东新区世纪大道 1198 号世纪汇广场一座 29 层 (200122)

武汉

武汉市新华路特 8 号长江证券大厦 11 楼 (430015)

北京

西城区金融街 33 号通泰大厦 15 层 (100032)

深圳

深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场 3 期 36 楼 (518048)

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师, 以勤勉的职业态度, 独立、客观地出具本报告。分析逻辑基于作者的职业理解, 本报告清晰准确地反映了作者的研究观点。作者所得报酬的任何部分不曾与, 不与, 也不将与本报告中的具体推荐意见或观点而有直接或间接联系, 特此声明。

重要声明

长江证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格, 经营证券业务许可证编号: 10060000。

本报告仅限中国A股地区发行, 仅供长江证券股份有限公司 (以下简称: 本公司) 的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告的信息均来源于公开资料, 本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本公司已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价, 投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

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、价值及投资收入可升可跌, 过往表现不应作为日后的表现依据; 在不同时期, 本公司可以发出其他与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告; 本报告所反映研究人员的不同观点、见解及分析方法, 并不代表本公司或其他附属机构的立场; 本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时, 本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改, 投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司及作者在自身所知范围内, 与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告版权仅为本公司所有, 未经书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为长江证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的, 应当注明本报告的发布人和发布日期, 提示使用证券研究报告的风险。未经授权刊载或者转发本报告的, 本公司将保留向其追究法律责任的权利。