

## MSCI 系列专题之一

### ——短期或有提振，中期不改趋势

华泰期货研究院 宏观策略组

徐闻宇

宏观贵金属研究员

☎ 021-68757985

✉ xuwenyu@htfc.com

从业资格号: F0299877

投资咨询号: Z0011454

#### MSCI 简介

截止到 2017 年底，MSCI 的客户囊括了全球 Top100 资产管理机构中的 99 家，全球 980 多只 ETF 基金跟踪 MSCI 指数，在所有的指数编制和提供商中排名第一。

5 月 A 股入摩进度符合 MSCI 去年 6 月公布的方案。从总量上看，此次公布的 234 只入摩 A 股市值占比前五的行业为银行、非银金融、石油石化、食品饮料、医药，与 A 股市值分布高度重合，集中于大金融、大消费板块。从进度上看，初始纳入计划分两步走实施，第一步计划于今年 6 月 1 日 A 股按 2.5% 纳入因子正式纳入 MSCI，第二步计划于今年 9 月 3 日将纳入因子提高至 5%。未来 A 股纳入 MSCI 进程将不断深化双线并进——纳入因子提高和标的股票扩容。

联系人:

陈峤

股指国债研究员

☎ 0755-82537411

✉ chenqiao@htfc.com

从业资格号: F3036907

#### 横向坐标下解读

选取跟 A 股类似采取“逐步纳入”的中国台湾和韩国股市进行复盘。第一，在纳入 MSCI 是点附近外资流入将会加速，市场有望出现短期上涨行情（包括下跌趋势中的阶段性反弹）。第二，随着资本市场逐步纳入 MSCI，市场中的资本净流入将会在长期出现质的飞跃，提升市场流动性。第三，加入 MSCI 与国际资本流动可能并不是市场长期趋势的决定因素，在短期行情之后，市场走势仍是由经济基本面来决定。

相关研究:

通胀短期压力犹存，央行释放维稳信号

2017-09-10

同存新规落地，期债未见趋势性方向

2016-09-04

#### 纵向坐标下解读

从中国经济运行周期的角度来看，伴随着人口红利和资本红利的边际趋弱，未来经济转型需要金融市场从“债权”转向“股权”融资的进一步开放，激活技术创新的钥匙。从时间上，在开放金融服务业的同时，加大完善金融行业的监管规则设计，逐步放开资本项目。

#### 股指定价的影响

短期，预计 A 股初始资金流入在 170 亿美元-180 亿美元左右，增量资金的入市对于短期的市场走势是有积极影响的，蓝筹板块有望在 MSCI 的催化剂下继续展开修复行情。中长期，市场的担忧仍然集中于：第一，在去杠杆和信用收缩下，对经济的担忧仍然挥之不去；第二，板块业绩增速仍然面临较大压力；第三，美债利率的不断上升，中国股市也将受到直接的情绪冲击。

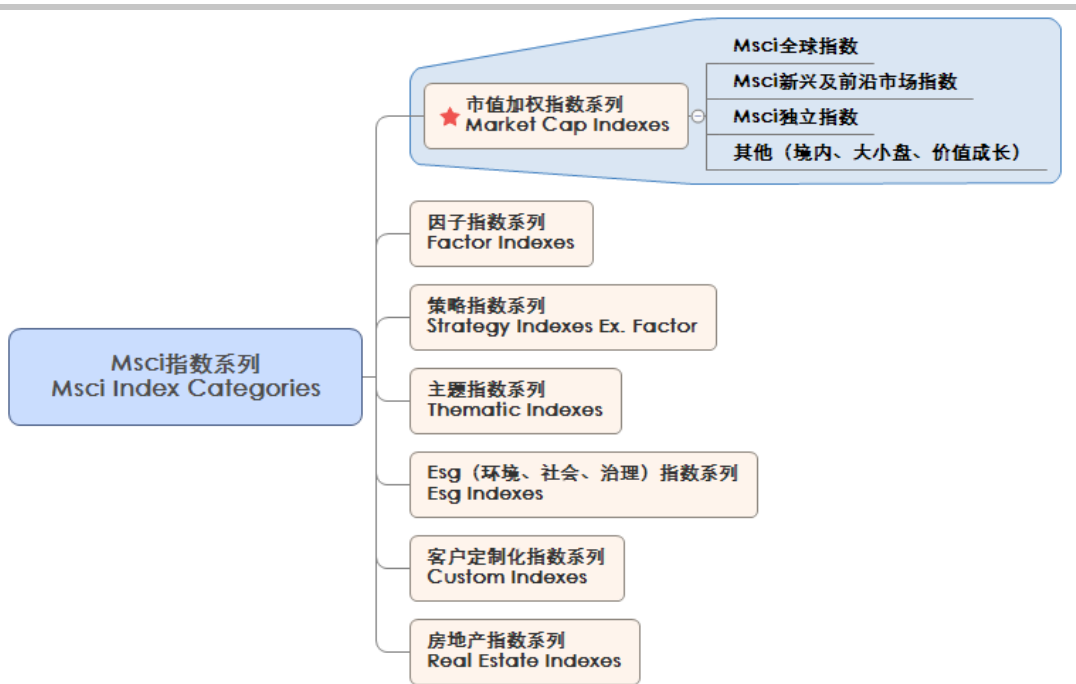
## 简介

### · MSCI 指数体系

MSCI (Morgan Stanley Capital International) 是一家在纽交所上市的金融服务提供商, 以使用全球统一的系统方法编制股票指数著称。根据 MSCI 官方公布的信息, 截止到 2017 年底, MSCI 的客户囊括了全球 Top100 资产管理机构中的 99 家, 全球 980 多只 ETF 基金跟踪 MSCI 指数, 在所有的指数编制和提供商中排名第一。

根据 MSCI 官网给出的分类方式, MSCI 指数系列共划分为市值加权指数系列、因子指数系列、策略指数系列、主题指数系列、房地产指数系列、ESG 指数系列、客户定制化指数系列等共七大系列。其中 MSCI 市值加权指数系列是按照 MSCI 全球可投资市场指数 (Global Investable Market Indexes, 简称 GIMI) 编制方法编制的, 这一编制方法是基于全球投资者可投资视角, 通过 GIMI 编制方法编制的市值加权指数系列是 MSCI 公司的旗舰指数系列。

图 1: MSCI 指数系列



数据来源: MSCI 华泰期货研究院

图 2: MSCI 全球国别指数

MSCI ACWI & FRONTIER MARKETS INDEX										
MSCI ACWI INDEX						MSCI EMERGING & FRONTIER MARKETS INDEX				
MSCI WORLD INDEX			MSCI EMERGING MARKET'S INDEX			MSCI FRONTIER MARKETS INDEX				
DEVELOPED MARKETS			EMERGING MARKETS			FRONTIER MARKETS				
Americas	Europe & Middle East	Pacific	Americas	Europe, Middle East & Africa	Asia	Americas	Europe & CIS	Africa	Middle East	Asia
Canada	Austria	Australia	Brazil	Czech Republic	China	Argentina	Croatia	Kenya	Bahrain	Bangladesh
United States	Belgium	Hong Kong	Chile	Egypt	India		Estonia	Mauritius	Jordan	Sri Lanka
	Denmark	Japan	Colombia	Greece	Indonesia		Lithuania	Morocco	Kuwait	Vietnam
	Finland	New Zealand	Mexico	Hungary	Korea		Kazakhstan	Nigeria	Lebanon	
	France	Singapore	Peru	Poland	Malaysia		Romania	Tunisia	Oman	
	Germany			Qatar	Pakistan		Serbia	WAEMU <sup>2</sup>		
	Ireland			Russia	Philippines		Slovenia			
	Israel			South Africa	Taiwan					
	Italy			Turkey	Thailand					
	Netherlands			United Arab Emirates						
	Norway									
	Portugal									
	Spain									
	Sweden									
	Switzerland									
	United Kingdom									
MSCI STANDALONE MARKET INDEXES <sup>1</sup>										
				Saudi Arabia		Jamaica	Bosnia Herzegovina	Botswana	Palestine	
						Panama <sup>1</sup>	Bulgaria	Ghana		
						Trinidad & Tobago	Ukraine	Zimbabwe		

数据来源: MSCI 华泰期货研究院

· **MSCI 中国相关主要指数**

MSCI 指数体系庞大，而对中国股市又“青睐有加”，足足设置了 240 余个指数来覆盖中国市场。其中最重要的旗舰指数是 MSCI 中国指数 (MSCI China Index)，这一指数隶属于市值加权指数系列。我们通常所说的 A 股纳入 MSCI，是纳入 MSCI 中国指数。

1) **MSCI 中国相关指数系列分类**

MSCI 中国指数系列 (MSCI China Indexes) 由一系列国家指数、综合指数、境内以及非境内指数组成，提供给国内外投资者，包括 QDII 和 QFII 持牌机构多样化的选择。整个指数系列按照投资者使用限制情况可以分为以下三类：

-综合指数：MSCI 中国全股票指数 (MSCI China All Share Index)、MSCI 金龙指数 (MSCI Golden Dragon Index)、MSCI 中华指数 (MSCI Zhong Hua Index) 等

-境内指数：MSCI 中国 A 股在岸指数 (MSCI China A Onshore Index)

-境外指数：MSCI 中国 A 股指数 (MSCI China A Index)、MSCI 中国 A 股 (国际) 指数 (MSCI China A International Index)、MSCI 中国指数 (MSCI China Index) 等

表格 1: 主要 MSCI 中国相关指数系列

主要 MSCI 中国相关指数	境内					非境内					
	成分股分类	A 股	H 股	B 股	红筹股	民企股	港股	汇丰	台股	美股	新股
<b>境内中国指数系列</b>											
MSCI 中国 A 股在岸指数	•										
<b>非境内中国指数系列</b>											
MSCI 中国指数	•	•	•	•	•						
MSCI 中国 A 股国际指数	•										
MSCI 中国 A 股国际大盘暂行指数											
MSCI 中国 A 股国际通指数											
MSCI 中国 A 股指数	•										
MSCI 中国全部股票指数	•	•	•	•	•						
MSCI 香港指数							•				
MSCI 海外中国指数										•	•
<b>中国综合指数系列</b>											
MSCI 中国 A 股+H 股指数	•	•									
MSCI 中国 A 股+B 股指数	•		•								
MSCI 中国 A 股+B 股+H 股指数	•	•	•								
MSCI 国际中国指数		•	•	•	•					•	•
MSCI 中国自由指数+海外中国指数		•			•	•				•	•
MSCI 大中华指数		•	•	•	•	•	•				
MSCI 大中华指数+海外中国指数		•	•	•	•	•	•			•	•
MSCI 大中华指数+汇丰银行		•	•	•	•	•	•	•			
MSCI 金龙指数		•	•	•	•	•	•		•		
MSCI 金龙 (A) 指数	•	•	•	•	•	•	•		•		
MSCI 金龙指数+海外中国指数		•	•	•	•	•	•		•	•	•
MSCI 全中国指数	•	•	•	•	•	•				•	•
MSCI 全中国指数+香港指数+台湾指数	•	•	•	•	•	•	•		•	•	•

数据来源: MSCI 官网 华泰期货研究院

## 2) MSCI 重要中国指数介绍

### -MSCI 中国指数 (MSCI China Index)

这是 MSCI 覆盖中国的旗舰指数。它按照 MSCI 全球可投资市场指数 (GIMI) 编制方法所编制,属于 MSCI 全球可投资市场指数体系中的一员。MSCI 中国指数就是我们平常所说的“A 股纳入 MSCI”所要纳入的中国相关指数。MSCI 中国指数 (MSCI China Index) 是非境内中国指数系列中的一个指数,这个指数也是这 240 余个指数中最核心的指数。

截止 2017 年 4 月底, MSCI 中国指数拥有 149 支成分股,涵盖港股中的 H 股、红筹股和民企股,以及 B 股和海外上市的股票 (如美股 ADR)。指数总市值达 1.21 万亿美元,覆盖了全球范围内中国股票市值的 85% (除 A 股以外的市值)。

### -MSCI 中国 A 股指数 (MSCI China A Index)

在 2018 年 3 月之前, MSCI 中国 A 股指数成份股选股范围为全部 A 股,主要目的是供国内投资者使用。覆盖了沪深市场 865 支大盘股和中盘股,相当于沪深 300 指数的扩充版。目前总市值 1.7 万亿美元,比 MSCI 中国指数规模还要大。在 2018 年 3 月, MSCI 将“MSCI 中国 A 股指数”更名为“MSCI 中国 A 股在岸指数”。

2018 年 3 月, MSCI 发布了新的 MSCI 中国 A 股指数 (MSCI China A Index)。该指数遵循 GIMI 方法编制,是以 MSCI 中国 A 股国际指数为基础,但只包括互联互通机制下可以投资的 A 股大盘股和中盘股。

### -MSCI 中国 A 股 (国际) 指数 (MSCI China A International Index)

在 2014 年,为了弥补 A 股未能纳入 MSCI 可投资市场指数体系的缺陷, MSCI 推出了专为 QFII 和 RQFII 投资者设计的 MSCI 中国 A 股 (国际) 指数。这一指数的成分股权重考虑了自由流通调整因子 (Foreign Inclusion Factor, FIF) 以及外国投资者的持股比例限制 (Foreign Ownership Limits), 因此可以更好地适应海外投资者投资 A 股的需求。目前这一指数共有 448 支成分股,覆盖市值达 9100 亿美元。

### -MSCI 海外中国指数 (MSCI Overseas China Index)

在 MSCI 中国指数纳入中概股之前,投资者想要跟踪在海外上市的中国公司,最主要的基准就是 MSCI 海外中国指数。它包含了在美国各大交易所和新加坡交易所上市的中国公司 (排除反向收购上市和在新加坡交易所观察列表的公司),但对市值规模要求较高,截止 4 月底只有 12 支成分股。

### -MSCI 中华指数 (MSCI Zhong Hua Index)

MSCI 中华指数 (MSCI Zhong Hua Index) 是 MSCI 中国指数 (MSCI China Index) 和 MSCI 香港指数 (MSCI Hong Kong Index) 的合集, 也就是说它是大陆公司 (不含 A 股) 加上香港本土公司的综合指数。截止 4 月底这个指数拥有 195 支成分股, 其中十大权重股中有两支香港本地股, 分别是友邦保险 (AIA GROUP) 和长江和记实业 (CK HUTCHISON)。

**-MSCI 金龙指数 (MSCI Golden Dragen Index)**

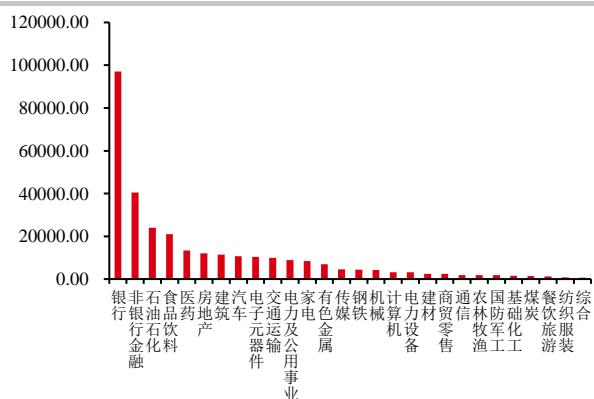
MSCI 金龙指数 (MSCI Golden Dragen Index) 则是大陆 (不含 A 股)、香港和台湾三地上市公司的综合指数, 可以看做是大中华区的跟踪指数, 因此也被很多希望投资一篮子大中华区股票的海外投资者喜爱。

**· 最新名单纳入**

此次 A 股入摩进度符合 MSCI 去年 6 月公布的方案, 并未超预期。从总量上看, 此次公布的 234 只入摩 A 股市值占比前五的行业为银行、非银金融、石油石化、食品饮料、医药, 市值占比分别为 31.26%、13.06%、7.72%、6.76%和 4.30%。与 A 股市值分布高度重合, 集中于大金融、大消费板块。

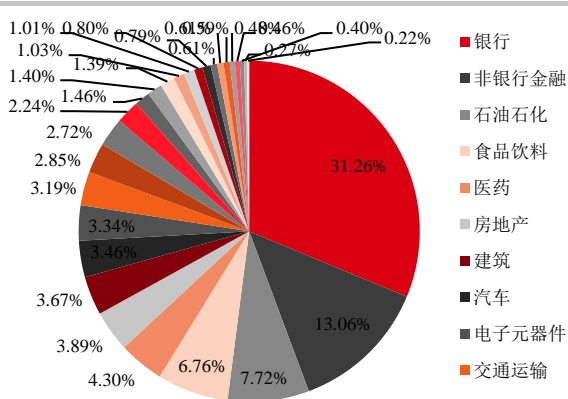
变化上看, 新增 A 股成分股多集中于医药、电子、传媒行业对比此次公布的 234 只最新入摩成分股名单和此前公布的 235 拟加入名单, 名单中新增了 11 只支成分股, 并且剔除了 12 只成分股。新增的股票为上海电气、片仔癀、海澜之家、世纪华通、科伦药业、通威股份、通化东宝、完美世界、深天马 A、步长制药、纳思达。剔除的股票为大唐发电、陆家嘴、海航控股、必康股份、泛海控股、百联股份、中远海能、太平洋、贵州百灵、东北证券、皖新传媒、国海证券。根据最新剔除和新增的股票名单可得, MSCI 新增 A 股成分股多集中于医药、电子、传媒, 而剔除的成分股中所处行业较多的是非银金融、交通运输。

图 3: 234 只入摩 A 股上市公司市值按行业



数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 4: 234 只入摩 A 股行业市值占比



数据来源: Wind 华泰期货研究院



表格 2: 本次新增和剔除的 A 股股票名单

新增 11 支					
代码	简称	中信一级行业	总市值 (亿元)	PE(TTM)	EPS(TTM)
601727.SH	上海电气	电力设备	793.9348	31.9848	0.1923
600436.SH	片仔癀	医药	620.9341	68.4777	1.5030
600398.SH	海澜之家	纺织服装	614.6093	17.8157	0.7679
002602.SZ	世纪华通	传媒	505.6206	52.0630	0.6655
002422.SZ	科伦药业	医药	494.7840	52.6874	0.6521
600438.SH	通威股份	农林牧渔	502.7672	24.3265	0.5323
600867.SH	通化东宝	医药	514.5868	57.1724	0.5260
002624.SZ	完美世界	传媒	470.9263	30.5919	1.1709
000050.SZ	深天马 A	电子元器件	341.0125	35.1654	0.4735
603858.SH	步长制药	医药	345.1272	21.2804	2.3787
002180.SZ	纳思达	电子元器件	335.5620	17.7248	1.7800
剔除 12 支					
代码	简称	中信一级行业	总市值 (亿元)	PE(TTM)	EPS(TTM)
600663.SH	陆家嘴	房地产	521.1520	17.9398	1.0011
000750.SZ	国海证券	非银行金融	173.2588	58.4933	0.0703
002411.SZ	必康股份	基础化工	499.8310	53.0370	0.6150
002424.SZ	贵州百灵	医药	195.4512	36.4003	0.3805
600221.SH	海航控股	交通运输	546.8809	14.2780	0.2276
600827.SH	百联股份	商贸零售	193.7778	25.1223	0.4458
601099.SH	太平洋	非银行金融	192.9018	89.2278	0.0317
601801.SH	皖新传媒	传媒	179.6252	15.6188	0.5782
601991.SH	大唐发电	电力及公用事业	550.9497	38.7870	0.0877
000046.SZ	泛海控股	房地产	366.8518	9.2282	0.7650
000686.SZ	东北证券	非银行金融	181.8532	29.9843	0.2591
600026.SH	中远海能	交通运输	176.4061	17.4861	0.2774

数据来源: MSCI Wind 华泰期货研究院

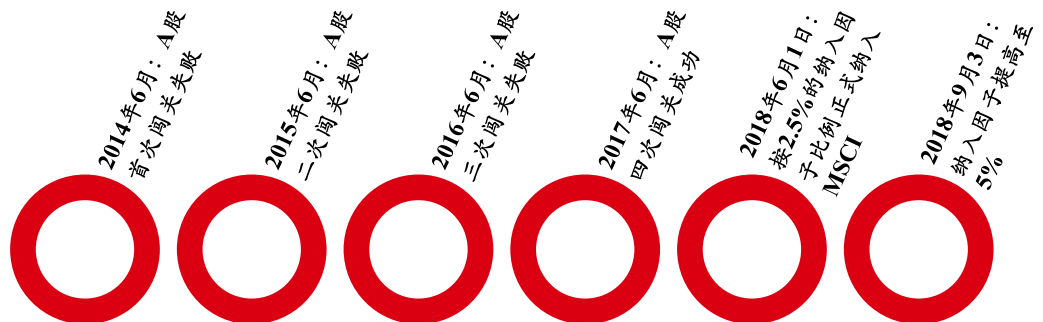
· **A 股的纳入计划与展望**

A 股在去年 6 月份闯关 MSCI 成功，将于今年 6 月 1 日正式纳入 MSCI。初始纳入计划分两步走实施，第一步计划于今年 6 月 1 日 A 股按 2.5% 纳入因子正式纳入 MSCI，第二步计划于今年 9 月 3 日将纳入因子提高至 5%。长期来看，随着 A 股的准入状况与国际水平更加密切接轨，未来 A 股纳入 MSCI 进程将不断深化双线并进——纳入因子提高和标的股票扩容。

**1) A 股初步纳入计划**

MSCI 计划分“两步走”实施初始纳入计划。第一步预定在 18 年 5 月半年度指数评审时宣布，18 年 6 月 1 日 A 股按 2.5% 纳入因子正式纳入各相关指数；第二步在 18 年 8 月季度指数评审时宣布，18 年 9 月 3 日正式将 A 股纳入因子从 2.5% 提高至 5%。

图 5： A 股纳入 MSCI 进程



数据来源：MSCI 华泰期货研究院

**2) 未来纳入进程演绎**

长期来看，随着 A 股的准入状况与国际水平更加密切接轨，未来 A 股纳入 MSCI 进程将不断深化，主要包括纳入因子提高和标的股票扩容至中盘股这两条主线。根据 MSCI 官网，前提条件有四个，分别是（1）互联互通机制长期稳定运行；（2）沪股通和深股通每日额度的放宽；（3）股票停牌状况的不断改善；（4）对创建指数挂钩投资产品限制的进一步放宽。



## 横向坐标下的解读

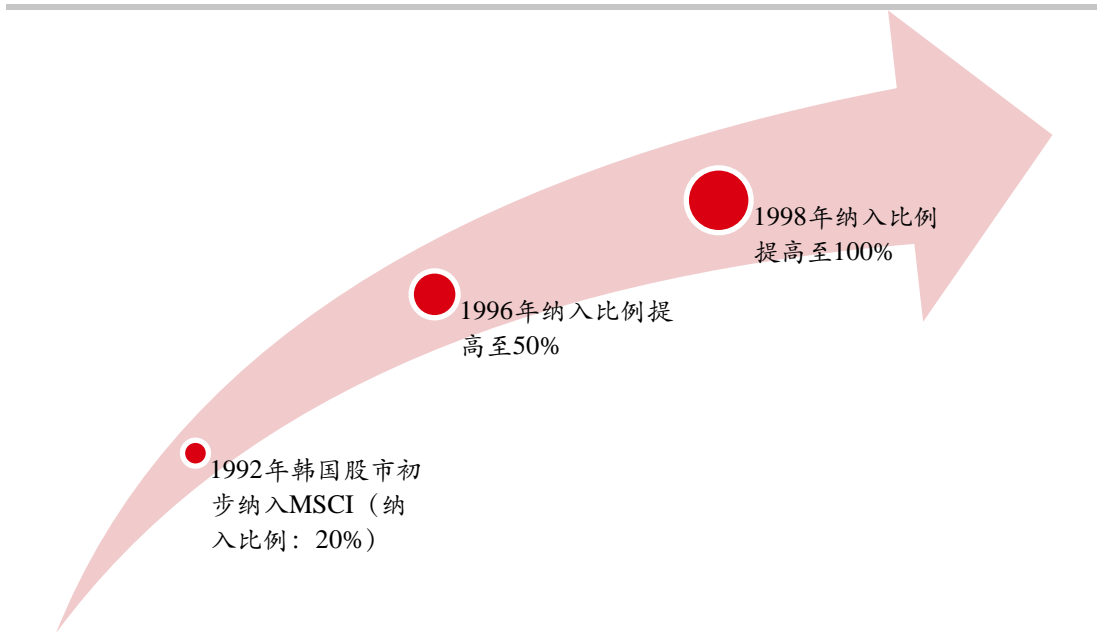
自 1988 年 MSCI 发布新兴市场指数以来，共有 13 个新兴股票市场纳入该指数，但只有台湾和韩国是跟 A 股类似的“逐步纳入”。因此，选取台湾和韩国案例复盘分析。

### · 韩国纳入 MSCI

#### 1) 韩国股市纳入 MSCI 历程

韩国纳入 MSCI，一共经历了三个阶段：第一阶段，1992 年 1 月 7 日，韩国股市首次按照 20% 的比例纳 MSCI 指数；第二阶段，1996 年 9 月 3 日，韩国股市纳入 MSCI 的比例由 20% 提升到 50%；第三阶段，1998 年 9 月 1 日，韩国股市完全纳入 MSCI 指数。

图 6： 韩国股市纳入 MSCI 进程



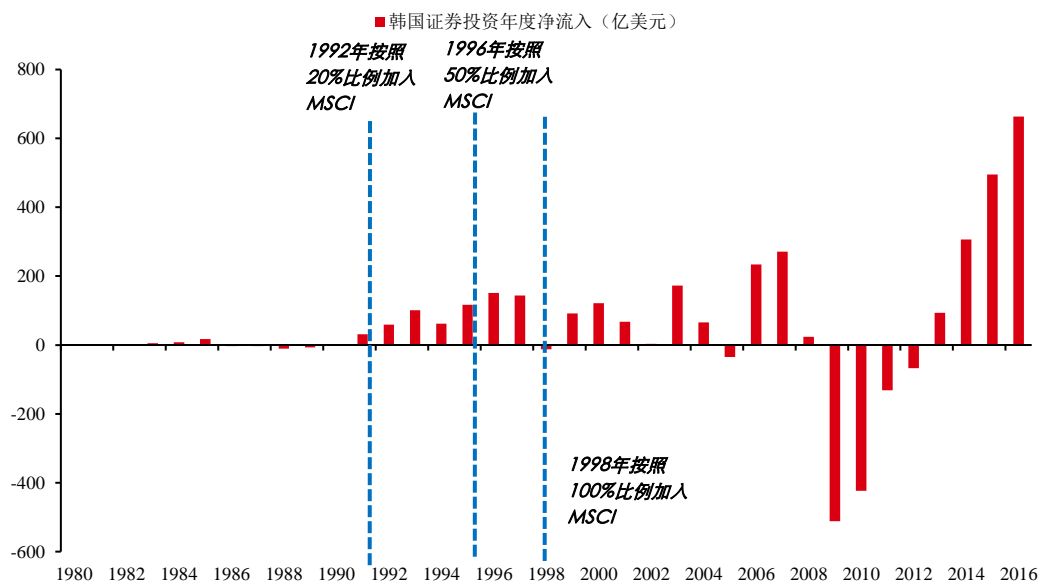
数据来源：MSCI 华泰期货研究院

#### 2) 外资流入

韩国股市纳入 MSCI 之前，净流入资金量较少且较为稳定，在 1980-1990 年间外资年均净流入仅 0.91 亿美元，自纳入之后直至亚洲金融危机之前的五年（1992 年-1997 年）内，外资流入近乎呈现逐年上升的走势，外资年平均净流入达 105.80 亿美元。1998 年受亚洲金融危机影响，外资净流入缩减幅度较大。危机过后，自 1999 年开始至 2006 年，外资流入恢复

至危机之前的水平，平均每年净流入 90.22 亿美元。整体来看，韩国股市自纳入 MSCI 之后，外资流入显著增加。

图 7： 韩国证券投资年度净流入（亿美元）



数据来源：Wind 华泰期货研究院

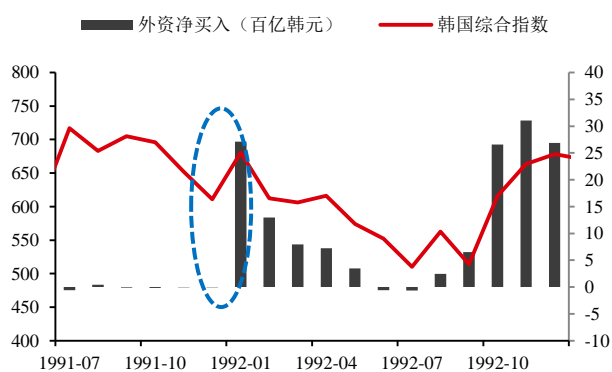
### 3) 股指走势 vs 外资资金流分析

**第一阶段：**我们考察了韩国股市第一次纳入 MSCI 的前后半年的市场走势，从资金流入水平来看，在 1992 年 1 月 7 日之前的半年内，基本上没有多少外资进入韩国股市，但在首次纳入 MSCI 前后确实陆续有少量资金入场。与此同时，韩国综指从 1 月 7 日的 645 点逐步上升到 2 月 1 日的 691 点左右，三周之内上涨约 7.1%。但是，在三周的反弹之后，韩国股市又重新回归下行的趋势之中。在此期间，外资流入减少，直到 1992 年 8 月 17 日（相比于首次加入 MSCI 之后的反弹高点，下跌了大约 28.4%），才达到底部。此后，流入韩国股市的外资开始逐步增多，这与跟踪 MSCI 的参考型基金的择时性可能存在一定的相关性。

**第二阶段：**在第二次加入 MSCI 期间，在资金流入方面，与第一次略有不同，这次的海外资金开始出现提前抢跑的现象。在 1996 年 9 月 3 日之前外资持续流入股市，高峰出现在 1996 年 4 月。在二次加入 MSCI 的 1996 年 9 月 3 号附近，依然有资金流入，但规模已经比不上此前 4 月份的高峰水平。与此同时，从 1996 年 8 月 26 日到 9 月 9 日，韩国综指从 766.89 点上涨到 797.38 点，15 天上涨了约 4%。但这一轮伴随着二次加入 MSCI 的反弹最终只持续到 1996 年的 10 月中旬，此后即开始下跌，直到 1997 年 3 月 21 日才见底，相比

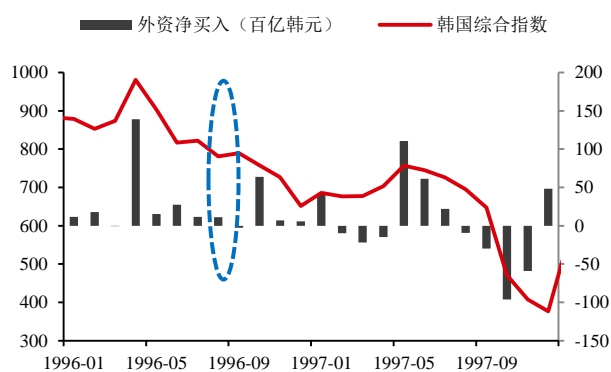
于 1996 年 10 月 10 日的高点，已经跌去了 24.4%。事实上，拉长时间看，伴随着二次加入 MSCI 所带来的上涨，依旧是下跌过程中的反弹，并不能改变下行的大趋势。

图 8: 第一次纳入 MSCI 前后韩国综指表现



数据来源: Wind 华泰期货研究院

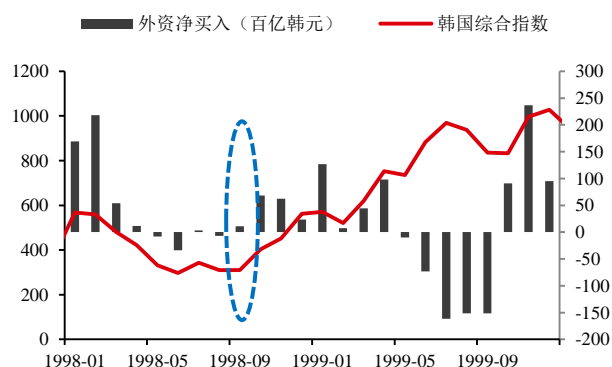
图 9: 第二次纳入 MSCI 前后韩国综指表现



数据来源: Wind 华泰期货研究院

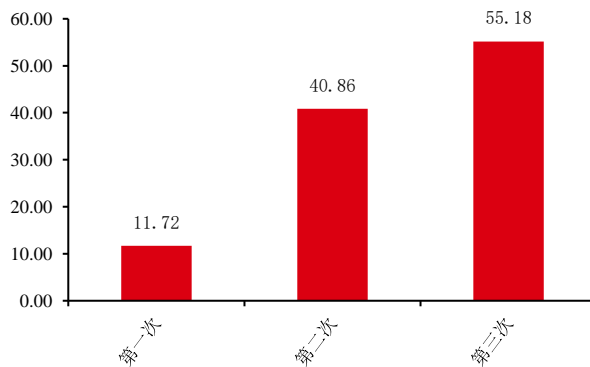
**第三阶段:** 在第三次加入 MSCI 的 1998 年 9 月 1 日之后，韩国股市开启了波澜壮阔的大牛市，时间上的完全吻合，似乎可以作为加入 MSCI 推动大牛市的佐证，但实际上得不到资金流入数据的完全支持。围绕第三次纳入 MSCI 的资金流入大约是在 1998 年 9 月-1999 年 4 月，此间韩国综指上涨了约 116%，远大于第二次加入 MSCI 期间的涨幅，但是资金流入的强度并不比第二次纳入期间强很多。并且，随后外资流入量开始减少并转为流出，在 1999 年 7 月份甚至单月净流出达到 1.6 万亿韩元，但丝毫没有改变韩国股市的上涨态势。因此，加入 MSCI 所引起的外资流入并非是此次韩股大牛市的根本决定因素，而是来自于韩国经济的基本面。

图 10: 第三次纳入 MSCI 前后韩国综指表现



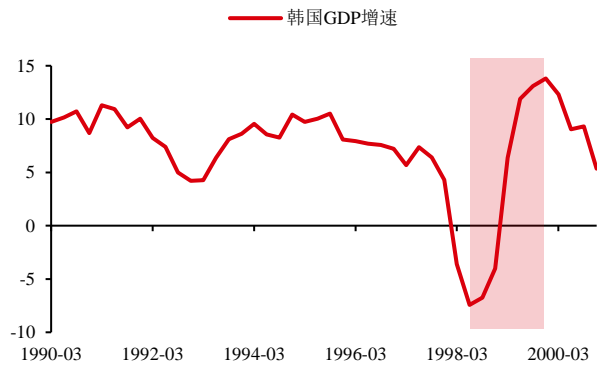
数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 11: 三次月均资金流入强度对比 (百亿韩元)



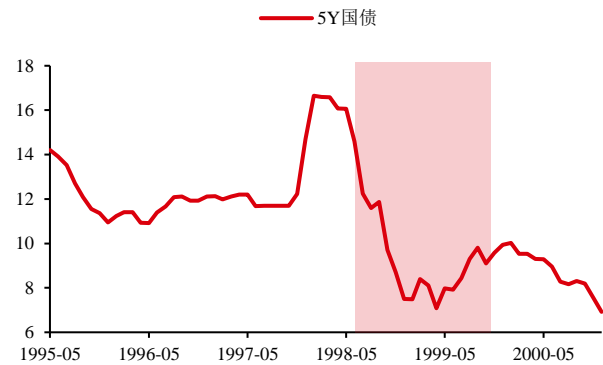
数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 12: 1998-1999 年间韩国经济增速快速上涨



数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 13: 98-99 年间利率处于低位利于风险资产复苏



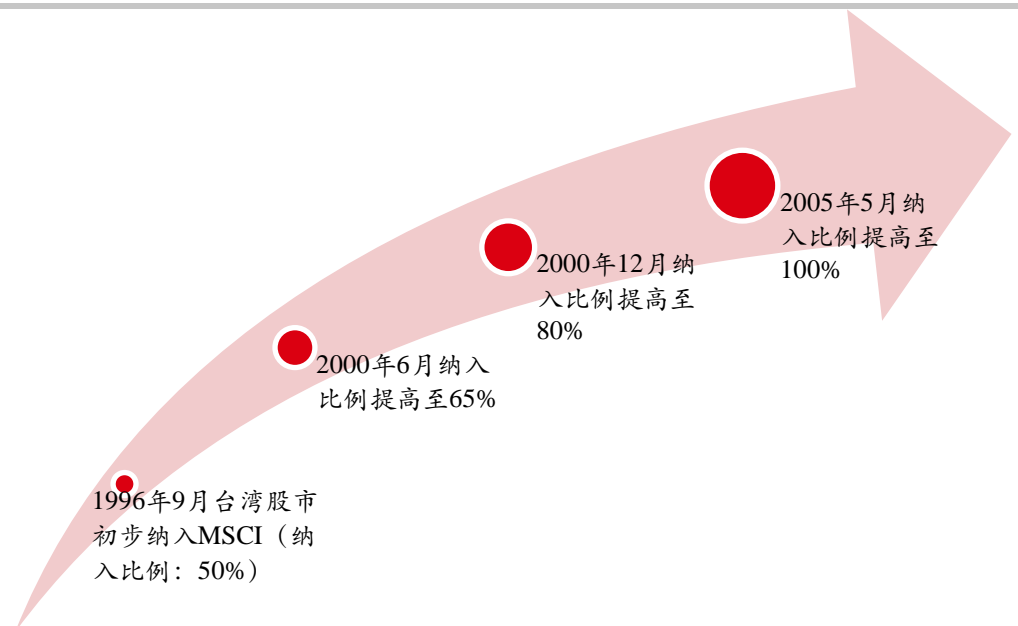
数据来源: Wind 华泰期货研究院

· 中国台湾纳入 MSCI

1) 台湾股市纳入 MSCI 历程

台湾股市纳入 MSCI 的时间轴: 第一阶段, 1996 年 9 月, 台湾股市按 50% 的比例初步纳入 MSCI。第二阶段, 2000 年 6 月, 台湾股市纳入因子提高至 65%, 2000 年 12 月纳入比例调至 80%。第三阶段: 2005 年 5 月, 台湾股市纳入因子提高至 100%。

图 14: 台湾股市纳入 MSCI 进程

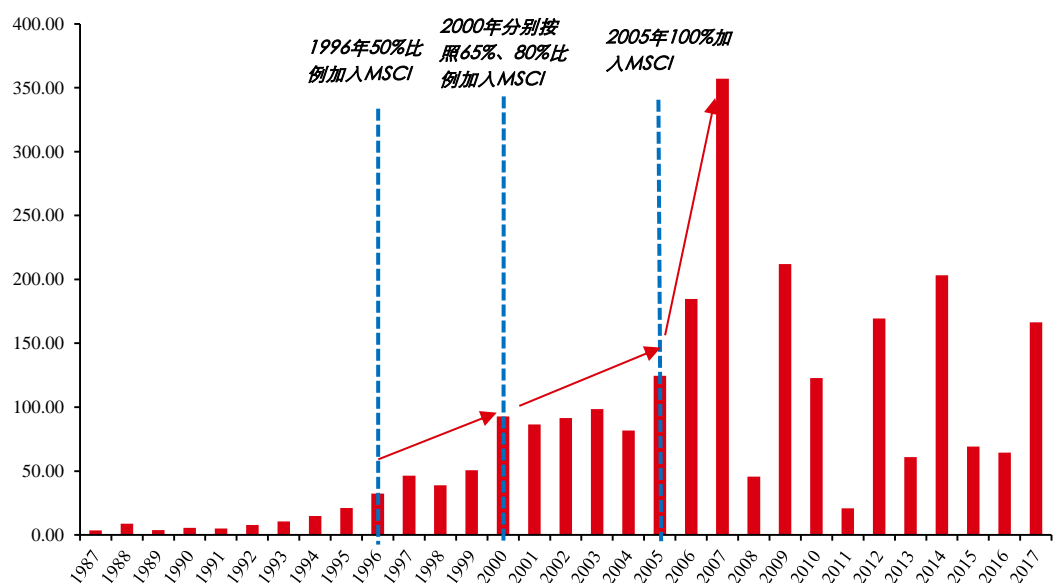


数据来源: MSCI 华泰期货研究院

## 2) 外资流入

台湾在 1996 年 9 月纳入 MSCI 之后，外资净流入规模相较之前出现大幅提升，但随着 1998 年金融危机发酵，外资流入台湾股市规模未出现大幅抬升。当亚洲金融危机逐渐平息后，从 1999 年开始，境外资金连续 9 年持续放量流入台湾股市。1993-1995 年台湾股权证券投资年度净流入平均仅为 19 亿美元，而 1999-2007 年，每年平均流入规模为 156 亿美元。

图 15: 中国台湾股权证券投资年度净流入 (亿美元)



数据来源: MSCI 华泰期货研究院

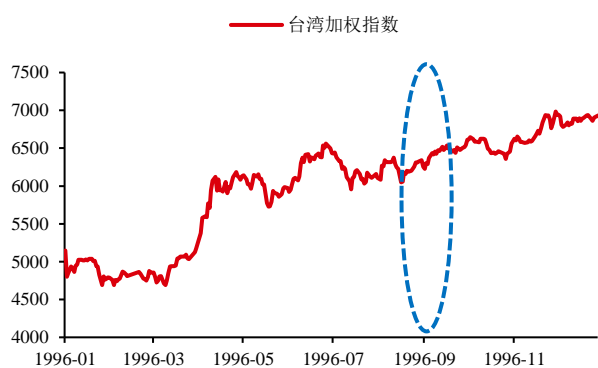
## 3) 股指走势 vs 外资资金流分析

**第一阶段:** 台湾加权指数短期持续上行。加入 MSCI 新兴市场指数 1 个月后短期涨幅达到 5.7%，1 年后台湾加权指数区间涨幅达到 51%。同时，1996 年外资净流入量相较 1995 年涨幅达到 52%。但同时，我们需要留意到，从 1995 年底到 1996 年，台湾经济增速出现了复苏迹象，对资本市场的复苏也有提振作用，因此我们无法将此轮股市的上行完全归因于外资的净流入。

**第二阶段:** 2000 年 6 月，台湾纳入因子提高至 65%，外资净流入从 5 月开始提前反应，台湾加权指数也出现了短暂的上行，5 月指数涨幅达到 1.85%。但我们需要留意到，进入 6 月后，虽然外资净流入幅度继续走阔，但也仍然难抵指数的趋势性下行。2000 年 12 月，台湾

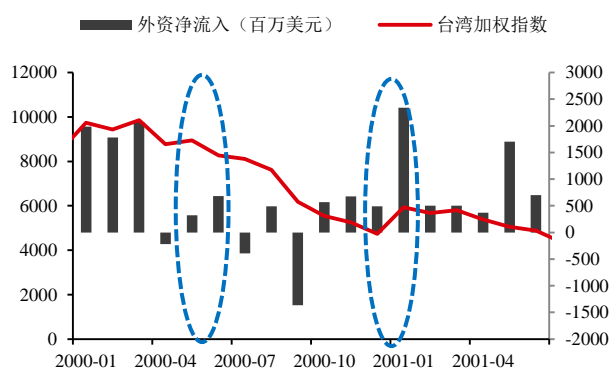
纳入因子提高至 80%，随即隔年 1 月外资净流入量出现大增，台湾加权指数也出现触底回升，但是直到 2001 年 6 月，指数仍然呈现下跌趋势。（2001 年台湾基本面出现下行）

图 16: 第一阶段纳入 MSCI 前后台湾股市表现



数据来源: Bloomberg 华泰期货研究院

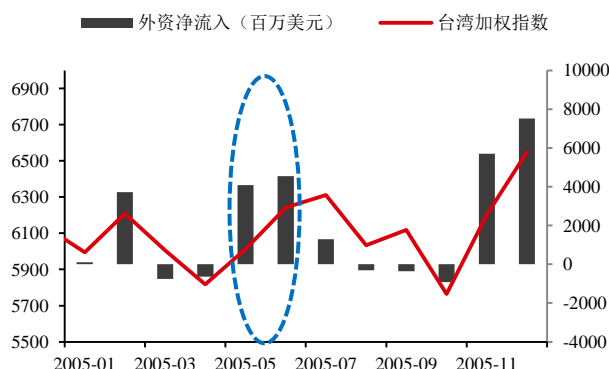
图 17: 第二阶段纳入 MSCI 前后台湾股市表现



数据来源: Bloomberg 华泰期货研究院

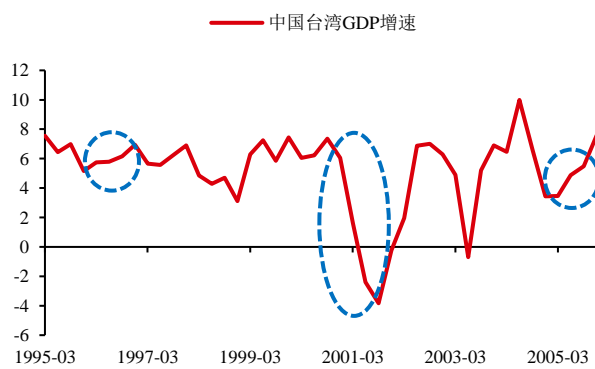
**第三阶段:** 2005 年 5 月，台湾纳入因子提高至 100%。此时很明显的可以发现，同年 5 月-6 月，外资净流入出现明显增长，同时带动了台湾加权指数的阶段性上涨。但是在连续两个月的反弹后，股市又再次回到下跌阶段中。

图 18: 第三阶段纳入 MSCI 前后台湾股市表现



数据来源: Bloomberg 华泰期货研究院

图 19: 台湾 1996-2005 年 GDP 增速



数据来源: Wind 华泰期货研究院

综合来说，从台湾和韩国纳入 MSCI 的例子中可以看出，对于因纳入 MSCI 而有望吸纳国际资本的市场来说，其影响主要有如下几点：第一，在纳入 MSCI 是点附近外资流入将会加速，市场有望出现短期上涨行情（包括下跌趋势中的阶段性反弹）。第二，随着资本市场逐步纳入 MSCI，市场中的资本净流入将会在长期出现质的飞跃，提升市场流动性。第三，



加入 MSCI 与国际资本流动可能并不是市场长期趋势的决定因素，在短期行情之后，市场走势仍是由经济基本面来决定。因此，我们认为纳入 MSCI 虽然对 A 股运行无法形成趋势性影响，但对于 5 月以及 6 月的市场走势产生短期积极影响的可能性较大。

## 纵向坐标下的解读

如果你控制了**石油**，你就控制住了所有国家；

如果你控制了**粮食**，你就控制住了所有的人；

如果你控制了**货币**，你就控制住了整个世界。

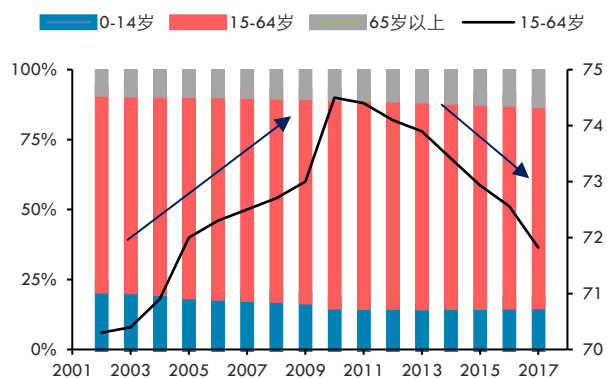
—— 美国前国务卿亨利·基辛格

石油、粮食和货币代表了经济中的不同发展要素，A股纳入MSCI意味着金融开放的更进一步，也意味着人民币国际化的进一步深化，从战略的角度而言，有利于人民币资产的流动性。下文我们仅从经济增长的历史角度来看A股加入MSCI指数这一事件。

### · 我国经济增长进入到“技术”阶段

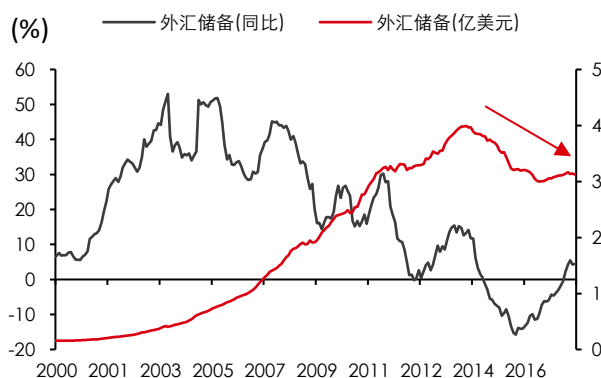
从罗默的内生增长模型的角度来看，经济增量来自于三个部分——劳动、资本和技术。1978年开始的改革和开放，释放了劳动这一要素——人口红利。无论是婴儿潮的一代，还是农村补贴城市的方式，劳动力的溢价在经济增长中得到充分体现。2001年加入WTO，释放了资本这一要素——由于人口红利带来的全球化分工中资本要素的迅速增长。在工业化阶段，体现的是资本积累下的加工贸易和快速城镇化，所谓“量的积累”推动的经济增长。而在**赶超经济学**中，“技术创新”要素在这一阶段对经济增长更多的体现在“模仿创新”带来的生产率提高——对于劳动力密集型、资本密集型的工业化经济体而言，这种技术创新业已足够。

图 20: 人口红利的消失——劳动人口占比 (%)



数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 21: 资本走过积累阶段——外储回落



数据来源: Wind 华泰期货研究院

但是经济持续增长下的人口红利于 2010 年转负（图 20），劳动力对经济的推动作用逐渐减弱，与之相对的资本积累的优势在劳动力退潮之下下滑（图 21），而“工程师红利”下的技术创新带来的劳动生产率的提升似乎在逐步接近——经济增长的推动将更多的来自效率和技术进步。如果说 1978 年的改革和开放推动了劳动和资本要素的提升，那么**再次改革开放，在当前的背景下更多的是需要改变增长模型中的“技术创新”要素——劳动生产率的向上飞跃问题<sup>1</sup>**。

· **通过金融开放激活“技术”创新**

在中国经济发展的过程中，技术进步的积累在持续的进行中。通过扩大开放，一方面有助于引进先进的经营管理经验，以提高生产效率；另一方面有助于引进先进技术，营造创新型社会的环境。过去在制造业开放过程中，试图通过“技术换市场”的方式提高实体部门的劳动生产率；目前不少制造业部门在 WTO 保护期之后都实现了开放，但是**金融部门的开放依然相对滞后，在进一步开放的进程中需要进一步提高开放空间。**

这其中，工业化时代伴随着“旧经济”发展的自然结果，我国走向了举债发展的道路。改革开放以来的“人口红利”和“城镇化”模式下，最适合的融资模式是以银行为主的债务融资模式。而面向创新的时代，“美好生活”的创建需要增长升级和创新——创新的根基是知识产权，是人力资本。从融资方式上来看，**更适宜的是股权融资——以人的创造性和市场的追求为源动力，而风险投资则是驱动新经济扩张的最关键因素，而风险投资必须以资本市场为出口，股权融资是分担风险、激励创新的最佳机制<sup>2</sup>**，这就需要引入“金融服务”的开放机制——通过金融市场的双向开放，激活股权融资的激励模式。

表 1：中国金融开放的主要阶段

阶段	时间	重要事件	阶段意义	阶段成果
破冰期	1978-1993	1980 日本输出入银行在北京设立第一个外资银行代表处；同年设立经济特区；1985 年开始实施外汇留成制度。	1978-1993 年，金融开放处于初始阶段，几乎所有的金融开放政策均围绕“ <b>经济建设</b> ”这样一个中心展开，无论是金融业的开放、人民币汇率的改革，跨境资本的流动等无一不是以促	外资进入中国的速度开始加快，经济特区迎来了快速的发展。以深圳为例，在做出开放决定后的 5 年时间里，GDP 年均增速达到了 65%，而同期全国增速仅为 9.6%。经济特区与对外开放窗口取得了较好的成绩与效果；中国企业已经开

<sup>1</sup> 从 2017 年起我国的 GDP 核算中纳入研发支出这一点可以看出，“技术”要素在经济增长的核算中得到重视。虽然 2010 年以来经济增速持续回落，但是 2016 年以来逐步趋稳，显示出研发支出带来的经济结构转变正在发生。

<sup>2</sup> 引自海通证券《兼论资本市场改革开放的重要性：中国创新的大时代要来了》

		进经济发展增加外汇储备扩大对外开放为目的。	始走出国门，利用海外市场发债或发行股票来融资。
起步期	1994-2001	<p>1994 年汇率改革；颁布《中华人民共和国外资金融机构管理条例》，1996 年，发布《上海浦东外资金融机构经营人民币业务试点暂行管理办法》；1999 年取消设立外资银行的区域限制；保险业开始引进海外投资者。</p>	<p>这个时期金融业与金融市场的开放需要在谨慎中循序渐进，采取循序渐进<b>由点到面的顺序</b>和策略展开。</p>
推进期	2002-2016	<p>2001 年加入 WTO；QFII、QDII、RQFII、RQDII 制度陆续实施；811 汇改及入篮 SDR；沪港通、深港通、债券通陆续推出。</p>	<p>人民币汇率长期稳定；两年实现经常账户的自由兑换；2001 年底，国内外资银行营业性机构已经达到了 177 家，较 1993 年底，增加了 100 家，年均增长 13 家；总资产达到了 450 亿，在 8 年的时间里，年均复合增长率 22%。</p>
加速期	2017-至今	<p>中共 19 大召开，进一步明确金融监管和开放；2018 年 4 月 10 日，习近平总书记在博鳌亚洲论坛上宣布，中国将大幅放宽包括金融业在内的市场准入；2018 年 5 月 15 日，MSCI 公布自 2018 年 6 月 1 日起将 234 只 A 股纳入 MSCI。</p>	<p>银行业实现了全面的开放，完成了入世时的开放承诺，2016 年底，已经有 22 家中资银行在海外 63 个国家和地区设立 1353 家分支机构，其中一级分支机构达到了 229 家。；保险业也进入全面开放阶段，2016 年底，共有来自 16 个国家和地区的境外保险公司在中国设立了 57 家外资保险机构，同时也有 12 家中资保险公司在境外设立了 38 家保险类营业机构；2006 年，国内证券业基本完成了入世时的开放义务，国内金融业也正式进入全面开放时代。</p>
		<p>金融开放在二十多年的积淀准备下，步入了关键阶段，各个方面在加入世贸组织后都迎来了快速的发展。<b>学习外资金融机构的先进技术、管理经验与创新等要素</b>，以提高金融业竞争力成为这一时期的重点；入世后，汇率制度改革、金融市场开放以及放开资本管制共同向前，互相促进。</p>	<p>A 股被纳入 MSCI 本身意味着中国资本市场被国际接纳；意味着 A 股市场对企业价值的挖掘能力被认可；意味着中国已具备进一步金融开放并在此过程中防范金融风险的能力；意味着中国企业的市场价值和发展潜力对国际投资者具有一定得吸引力。</p>

来源：中原证券整理

图 22: 中国金融开放进程和纳入 MSCI 对比 (图 5)

QFII/RQFII							
2002	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
启动 200 亿美元的 QFII 计划初始配额	启动 200 亿人民币的 RQFII 计划初始配额	QFII 和 RQFII 额度与资格边际放宽	RQFII 第一批外国投资者范围扩大	RQFII 扩大至更多城市	RQFII 扩大至更多城市	将 QFII 和 RQFII 的配额与基金规模挂钩	放宽与指数挂钩投资工具预先审批的要求
陆港通				2014	2016	2018	
				推出沪港通	推出深港通	陆股通每日额度扩容四倍	

数据来源: MSCI 华泰期货研究院

**A 股纳入 MSCI, 将循序的培育国内的股权融资市场, 从而带动制造业转型和科技创新。**从金融开放顺序上, 证监会方星海指出, “中国政府选择先开放金融服务业, 待金融服务市场、金融服务机构的质量提升后, 才会考虑开放资本市场, 并且, 资本市场的开放一定是缓慢的在政府的控制之下完成的, 我还是蛮有信心的, 不应该会有大规模的金融危机或者风险。”事实上去年以来持续的监管加强, 资管新规的出台等都是对于金融开放过程中资本市场有效监管的布置, 4 月份国务院办公厅发布了《关于全面推进金融业综合统计工作的意见》(国办发〔2018〕18 号), 全面部署金融业综合统计工作——由人行统筹, 牵头成立统筹金融业综合统计管理工作小组, 掌握金融家底, 最终要建立国家金融基础数据库, 将金融业全流程全链条进行统计覆盖。

## 股指定价影响

**短期来说**，基于 5% 的纳入因子，预计 A 股加入 MSCI 后初始资金流入在 170 亿美元-180 亿美元左右。在中国扩大对外开放的政策和 A 股加入 MSCI 事件的驱动下，北上资金 4 月净流入达到开通以来的次高，达到 386.5 亿人民币。在当前 A 股估值仍然偏低的背景下，5-6 月或依然有可能有数百亿资金（人民币）流入 A 股，增量资金的入市对于短期的市场走势是有积极影响的，蓝筹板块有望在 MSCI 的催化剂下继续展开修复行情。

**中长期来看**，市场的担忧仍然集中于以下几个方面：第一，在去杠杆的大背景下，地产融资和地方政府的融资受到较大限制，在信用收缩下，对经济的担忧仍然挥之不去。第二，随着 PPI 的下行、融资成本以及劳动力成本的抬升，大部分板块业绩增速仍然面临较大压力。第三，美债利率的不断上升，都将会对当前高估的美国市场产生冲击。若美股市场出现快速下跌，中国股市也将受到直接的情绪冲击，因此预计 A 股市场在今年或难有系统性行情，主要以阶段性和结构性行情为主。同时，虽然 A 股逐步纳入 MSCI 会给市场带来近千亿的增量资金，不过对比 A 股市场的日增量来说或仍然难以起到决定性作用。此外，从韩国股市纳入 MSCI 的历史来看，加入 MSCI 虽有短期的利好影响，却无法决定趋势。韩国综指在韩国股市纳入 MSCI 的三次过程中均有短期的上涨行情，之后再次回到基本面决定的长期趋势之中。因此，中长期来说，我们仍然对股市持弱势态度。



## ● 免责声明

此报告并非针对或意图送发给或为任何就送发、发布、可得到或使用此报告而使华泰期货有限公司违反当地的法律或法规或可致使华泰期货有限公司受制于的法律或法规的任何地区、国家或其它管辖区域的公民或居民。除非另有显示，否则所有此报告中的材料的版权均属华泰期货有限公司。未经华泰期货有限公司事先书面授权下，不得更改或以任何方式发送、复印此报告的材料、内容或其复印本予任何其它人。所有于此报告中使用的商标、服务标记及标记均为华泰期货有限公司的商标、服务标记及标记。

此报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作查照之用。此报告的内容并不构成对任何人的投资建议，而华泰期货有限公司不会因接收人收到此报告而视他们为其客户。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被华泰期货有限公司认为可靠，但华泰期货有限公司不能担保其准确性或完整性，而华泰期货有限公司不对因使用此报告的材料而引致的损失而负任何责任。并不能依靠此报告以取代行使独立判断。华泰期货有限公司可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。为免生疑，本报告所载的观点并不代表华泰期货有限公司，或任何其附属或联营公司的立场。

此报告中所指的投资及服务可能不适合阁下，我们建议阁下如有任何疑问应咨询独立投资顾问。此报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何投资或策略适合或切合阁下个别情况。此报告并不构成给予阁下私人咨询建议。

华泰期货有限公司 2018 版权所有并保留一切权利。

## ● 公司总部

地址：广东省广州市越秀区东风东路761号丽丰大厦20层、29层04单元

电话：400-6280-888

网址：[www.htfc.com](http://www.htfc.com)