

A 股“入摩”记

郑一真 洪小棠

MSCI 首席执行官亨利·费尔南德兹(Henry Fernandez)自 1979 年以来频繁到访中国，而这一次，可能是他近 40 年来最重要的一次中国之旅。6 月 1 日，历经 5 年反复地沟通与协商之后，中国 A 股正式纳入 MSCI。费尔南德兹此次行程排得满满当当，拜访中国监管层、MSCI 的客户，参加上交所入摩启动会，之后密切追踪机构投资者对 A 股投资的反馈。

如果说过去 30 年是中国以及其它新兴市场融入全球经济体系的过程，费尔南德兹现在看到的是，“未来 10 年将是中国金融体系融入全球金融体系的一个过程。”推出中国存托凭证 CDR、加速推进沪伦通、优化沪深港通、允许外资控股中国金融机构，在中国大步推进金融开放之际，A 股被纳入 MSCI 顺理成章。摩根大通首席经济学家朱海斌如此评价道，中国股票市场正式与国际接轨，这是继人民币被纳入 SDR 货币篮子之后第二个里程碑事件。

226 只 A 股以 5% 的纳入因子纳入 MSCI 新兴市场指数，以入摩为支点，撬动的是 220 多亿美元流入 A 股市场，而这一切都只是开始。初始阶段，A 股在 MSCI 新兴市场的权重为 0.8%，假如完全纳入，A 股占比则将上升至约 16% 的权重。参考中国台湾和韩国的入摩进程，全部纳入的周期可能会拉长至 10 年。而在 5 月 29 日的媒体见面会上，费尔南德兹很肯定地表示，“未来 A 股纳入的百分比更高，步伐也将走得更快”。

境外投资者对 A 股的兴趣超出费尔南德兹的预期，也超出诸如摩根士丹利这样的外资投行的预期。在今年持续几个月的 A 股低迷期后，

有迹象显示，外资正在通过沪深港通渠道抄底 A 股优质个股。诚然，在资本市场的普遍预期之下，短期 200 多亿美元的资金流入，对市值 9 万多亿美元的 A 股来说不能搅动任何风云。

但长期来看，随着外资逐步进入，中外长期投资理念与短期投资理念不断碰撞，未来将重塑 A 股的生态，中国资本市场在国际资本市场体系的话语权也将逐步提升。

下一步：中盘股？

5 月 31 日，A 股实现平稳纳入 MSCI 新兴市场指数。当天，上证综指收报 3095.47 点，涨幅 1.78%，成交 1851.99 亿元。上交所数据显示，沪市 MSCI 纳 A 板块上涨 1.81%，成交 760 亿元，较上一交易日增加 14%。

从资金流入情况看，沪股通流入 MSCI 纳 A 板块金额明显放大，买入金额增加至 112.7 亿元，创年内单日最高，约为近一个月平均水平（44 亿元）的 2.5 倍，146 只样本股上涨率 91%，无个股涨停，涨幅超过 5% 的个股仅 7 只。上交所表示，主要被动基金已完成建仓。

初步纳入之后，费尔南德兹将跟国际投资者进行密切地沟通，了解他们对纳入的体验、需要改善的问题、有什么可以做得更好。其表示，在这个过程中，MSCI 方面会接触各种不同的机构，包括交易所、监管机构、央行、投资者等，了解他们的反馈意见以作下一步规划。

这次，A 股将分两步，以每次 2.5% 的纳入因子于 5 月 31 日及 8 月 31 日实施。最终，纳入 MSCI 的 A 股成分股由 233 只调整为 226 只。入摩前夜，MSCI 发布临时公告，将东方园林、海南橡胶、中国中铁、太钢不锈、中兴通讯等五只股票从此次纳入的成分股中剔除。这些个股截至 5 月 30 日仍在停牌，本次调整将自 6 月 1 日起生效。

MSCI 成分股的选股逻辑，简而言之，初始纳入阶段只考虑大盘股，沪股通、深股通投资不到的股票去除，停牌时间太长的股票也剔除，同时考虑到这些标的是否能很好地代表 A 股，与其他地区成分股选取的标准是否一致，以及是否能动态地反映出市场的变化。而大规模停牌是 2015 年 MSCI 将中国拒之门外的主要原因之一，这次将上述 6 只处于停牌状态的个股剔除也在市场的预期之中。

回顾过去五年，2013 年 6 月，MSCI 将中国 A 股列入 2014 年市场分类评审的纳入审核名单；2014 年至 2016 年，MSCI 对 A 股进行的前三次咨询，由于沪深港通额度分配、资本流动性限制、QFII 资本赎回额度限制、创设金融产品的预先审批制度等问题最终没有纳入。而这些，在 MSCI 与中国监管频繁地沟通过程中，都逐步得到解决。

随着 A 股的初始纳入，中国在 MSCI 新兴市场的权重将上升 0.8% 至 31.3%。假如中国 A 股获全部纳入，届时中资股将占新兴市场指数约 42% 的权重，而 A 股则占约 16% 的权重。

为何只纳入大盘股以初始权重只占 0.8%？MSCI 亚太区执行董事暨中国区研究部主管魏震解释道，追踪 MSCI 指数的包括海外的主权基金、养老基金、学校的捐赠基金、保险公司、大型资产管理人等机构投资者，对他们来说，投资 A 股的挑战非常大，从大的角度来说，他们审视资产配置框架可能性会发生改变，因为长期来看，A 股相对其他新兴市场的成长性是比较高的，当然风险也比较高。从实践的角度来说，大部分现有新兴市场管理人没有长期管理 A 股，或者说没有对 A 股有绩效的历史经验。未来可能在一到三年，甚至是更长的时间里，对新兴市场管理人管理 A 股的能力提出了额外的要求。

如何决定下一步的计划，费尔南德兹表示，现阶段主要是两个纳

入的过程需要顺畅，然后我们也要考虑国际投资者是否有能力去迎接中盘股的纳入。其坦言，中盘股确实是在我们的下一步的考虑之中。目前有两种方案，一是我们可以继续的把 200 多只大盘股的纳入因子提高，或者是我们也可以把中盘股加进去，然后把整个纳入因子提升。

根据 MSCI 指数编制规则，纳入的 A 股大盘股市值必须在 86 亿美元以上并且需要有至少 43 亿美元的最低自由流通市值；中盘股市值必须在 32 亿美元以上并且需要有至少 18 亿美元的最低自由流通市值。“目前 MSCI 新兴市场指数有将近 850 家公司或成分股，我们此次将纳入 230 多家 A 股公司，而新兴市场指数本身已有一百六七十只中国股票，如果把中盘股也加进去，整个 MSCI 新兴市场指数的成分股将提高到 1300 只，而其中超过 600 只是中国企业。在这样的情况下，投资者是否能跟随这个步伐去了解 A 股市场的可投资机会，有没有足够的研究能力去追踪，都是我们所需考虑的因素。”

外资热情超预期

投资 A 股的国际机构投资者，大致可以分为三类，一是被动型投资者，追踪 MSCI 中国相关的指数基金；二是主动型投资者，通常以 MSCI 为基准来主动选择投资的股票；第三类则是全球量化基金。这三类投资者在 MSCI 这样一个契机下，以及沪港通、深港通的机制下，对中国 A 股的关注度大幅提高。

MSCI 明晟董事总经理、亚洲研究部主管谢征滨回忆五年前，当 MSCI 提出有意纳入中国 A 股于其主流指数时，全球投资者的反应并不积极。自 MSCI 于 2017 年 6 月宣布纳入中国 A 股后，国际投资者对中国股市的兴趣与日俱增。主要体现在，反映国际机构投资者对买

卖 A 股准备程度和投资兴趣的特别独立账户（Special Segregated Account）的开立数目现已超过 4000 个，远超互联互通运作了三年累计下来的 1700 个；其次，投资者透过沪深股通计划持有的中国 A 股数目现时亦超过 1800 只。

外资机构投资者投资 A 股主要通过沪深港通、QFII（合格境外机构投资者）和 RQFII（人民币合格境外机构投资者）等渠道。虽然近期以来 A 股的交易量有所下降，但是国际投资者对 A 股的布局却在增加。瑞银证券中国首席策略分析师高挺梳理数据发现，北向资金净流入维持强势，过去两周的资金净流入量高达 200 亿元（4 月单月净流入 410 亿元，年初至今共净流入 1380 亿元）。其中，海外投资者最偏爱的板块依次是食品饮料、材料、资本货物、医疗保健和银行。根据其于海外投资者的交流，他们对经济增长的预期并没有像国内投资者那么悲观，外资已开始逢低布局部分优质个股。

瑞银中国证券业务主管房东明同样看到，一些主要的全球基金不断地把 A 股的配置从原来的 1%-2% 提高到了 7%-8%，总体的上限在 10% 左右，外资对 A 股的布局上有很大的增加。同时，沪深港通每日额度的提高极大地满足了 A 股的被动式投资者的需求。

摩根士丹利亚洲及新兴市场首席策略师郭强盛（Jonathan Garner）5 月 30 日指出，在 A 股正式纳入 MSCI 这个指数之前，国外的投资者已经加重了他们对于 A 股的投资。在过去一个月当中，沪港通、沪深通的北向通的交易量达到了 60 亿美元。“这个交易量实际上是高于我们的预期，可能会比未来几天内被动股指的投资者进行再平衡的量要大。”

在新兴市场中配置 5% 的权重在中国，摩根士丹利中国市场策略

师王滢给出了这样的建议。相比之下，中国 A 股在 MSCI 新兴市场指数的权重仅为 0.8% 左右。

郭强盛补充道，给出这样的建议，我们也对全球投资人解释，这样他们会有什么好处。首先，A 股市场的表现和全球股票市场的表现相关度不是很高，这就给投资组合提供了多样化的选择。其次，对于海外投资者来说，投资 A 股给他们更多的板块选择，而目前这些板块在离岸的中国股票市场是没有的，比如健康医疗领域、清洁能源、环保、高端制造业以及航空领域。另外，A 股现在的估值处于一个偏低的价值区间。

关于 A 股与全球股市的相关性，魏震认为，这个系数是比较低的，大概在 30% 多左右，这是一个长期的数据，在 2009 年之前跟之后变化不大。“我们可以经常看到这样的情况，如果全球市场在跌，可能 A 股是唯一一个市场跌幅没那么大的，甚至还在涨的。”

为了应对海外投资者的需求，作为中介，外资投行纷纷加大在经纪、研究等方面的投入。花旗银行公开表示，在中国监管开放市场之际，为了抓住新的盈利机会，正在增加对中国股市的研究和覆盖。瑞士信贷也表示，去年中国股市的研究团队增加了 11 名股票分析师。

作为国内最大 QFII 投资人，瑞银证券在 MSCI 宣布纳入 A 股的近一年时间里，在全球市场通过不同形式——包括路演、研究团队、销售和交易团队与投资者举行见面会、举办投资研讨会，还包括协调大批中国公司、交易所等监管部门，与海外的投资者进行对接，做了很多地推动工作。另外，据房东明介绍，瑞银证券在中国与 MSCI 相关的业务端，在人员和平台方面进行了大量投入，在系统上，不管是通过 QFII 还是 RQFII 的渠道，或者是沪深港通，瑞银证券在平台和

人员上都已经完全做好准备。

除此之外，中资机构亦在踩点布局。国内基金公司也纷纷推出 MSCI 相关指数。第一家推出 MSCI 中国 A 股国际通指数的招商基金国际业务部总监白海峰在 2016 年底就做出了 A 股入摩的预判，第一时间与跟 MSCI 进行沟通和交流，希望成为第一家推出追踪 MSCI 中国 A 股国际通指数产品的基金公司。“去年 11 月 27 日上报产品，今年 3 月份拿到批文，前后从布局设计产品到后来产品发行花了大概 1 年的时间。”

拿到批文以后，招商基金马上开始启动销售，该基金销售接近 50 亿元，也是今年成立的最大的 MSCI 指数基金。这只产品公司也很重视，4 月 13 号到现在，进入了紧张的建仓期。根据基金合同，招商基金有半年的建仓期，白海峰表示，将踏着 MSCI 的脚步和节奏逐步建仓，这个过程考验建仓的节奏和主动管理能力以及对市场的判断。目前，招商基金 MSCI 团队有 10 余人，其中，负责研究 2 个人，交易 1 个人，投资 2 个人。

金融开放“里程碑”

为了初步入摩能有效的实施，中国人民银行将北向投资的每日投资额度提高四倍至 520 亿元人民币，同时，香港金管局采取一系列措施确保离岸人民币市场流动性充裕。MSCI 认为，这些行动都充分反映当局致力开放市场的决心。

基于追踪 MSCI 的总资产达 13.9 万亿美元，MSCI 认为，5%的初始纳入因子预期将为 A 股市场带来约 220 亿美元的资金流入。

高挺认为，初期纳入 MSCI 能够给 A 股带来的海外资金量还是相对比较小，更多地是对整体市场信心的提振。但是从长期来看，纳入

更直接的影响体现在外资占 A 股流通市值比例的提高,这个比例现在大概 5%左右,2017 年,这个比例只有 3%左右。未来,A 股纳入 MSCI 之后,这个比例还会提高很多,而这个过程也会推动 A 股机构投资者比例的提升,A 股过去的一些弊病——散户主导、羊群效应等都会因此有所改善。

在近期的海外路演中,姜超也看到了海外机构投资者与中国机构投资者诉求的差异——“美国投资者所关心的话题,其实也是五花八门。比如我有幸见到了 Oppenheimer 基金的 CIO,他的平均持股期是 10 年以上,所以他问我的问题是怎么看 5 到 10 年以后的中国?这和我们在国内大家主要只关注短期问题形成了鲜明对比。”

在这一点上,中欧基金董事长窦玉明给出了更为直接的数据,国内公募基金和海外基金最大的差别体现在换手率上。从 2004 年至 2016 年,国内偏股基金过去 13 年的年均换手率基本保持在 400%以上,即平均每年会换手四次左右;而在美国,股票基金过去 33 年的年均换手率仅为 57%(截至 2016 年),且最近一年的数据仅为 34%。我们的换手率大概是国际或者美国同行的 10 倍。

机构化与国际化是未来 A 股的两大发展方向。朱海斌认为,A 股纳入 MSCI 指数是中国资本项目开放过程中的重要一步,是中国资本市场与国际市场连通的标志性事件。过去几年中国金融市场对外开放的标志性事件还包括,沪港通深港通的开通和运行、债券通的开通运行、QFII 和 QDII 的运行和发展,还有人民币正式纳入特别提款权篮子。

不仅对 A 股,对境外的机构投资者来说,这都只是一个开始。随着中国 A 股获逐步纳入,投资者仍将持续关注市场准入的问题,包括

额度分配、停复牌、衍生品审批等，同时也会面临一些新的问题，诸如随着中国在指数权重的占比日增，投资者应如何评估新兴市场在资产配置中的角色？A 股的纳入将会如何改变新兴市场整体的基本面特征？因子量化投资策略适应用于中国市场吗？未来新兴市场投资趋势会如何发展？

费尔南德兹表示，在与投资者的广泛地交流中发现，有些投资者想通过买卖股票来参与这个市场，有些投资者想通过 ETF、被动基金或者衍生工具来进入市场，这些衍生工具比如期货、期权，或者结构性产品等。“他们关心的是，在中国有什么可以去投资以及如何进行投资。”

今年 5 月 1 日起，沪深港通单日交易额度双双扩大 4 倍，即分别由 130 亿元和 105 亿元调整为 520 亿元和 420 亿元。中国目前是全球第二大股票市场，以及全球第三大的债券市场。

在中外双方的谈判中，关于金融衍生品的开放问题也取得实质性的进展。费尔南德兹透露，市场参与者能较为自由地使用交易所的数据去做衍生产品，比如柜台交易 OTC 的使用已经没有约束，市场参与者可以获得授权进行产品开发。证监会也在特别关注衍生产品，比如说期货、期权等，中国监管也在等待更为成熟的市场条件去放宽对这类型产品的发展。据我们所知，目前证监会正在非常积极地研究这方面的工作。目前，沪深交易所对金融机构在全球任何交易所推出的包含 A 股的金融产品实行预先审批的制度。

王滢对经济观察报记者表示，我们如果看中国台湾和韩国，用了差不多十年的时间才把整个市场全部纳入 MSCI 指数。中国如果按照目前改进的状态持续下去的话，有可能会比这个速度要快一些。

