

一诺千金 德厚载富

一德期货 研究报告

——（专题报告）——

MSCI 来临, 是机遇也是挑战

一德期货期权部

金融衍生品分析师 陈畅

投资咨询号: Z0013351

金融衍生品分析师 霍柔安

投资咨询号: F3045696

2018年5月15日凌晨，MSCI公布半年度指数调整结果，同时揭晓6月1日即将正式纳入MSCI新兴市场指数的A股名单。公告内容显示有234只A股被纳入MSCI指数体系，纳入比例为2.5%，8月该比例将会提升至5%。至此，A股“入摩”的靴子正式落地。毋庸置疑的是，纳入MSCI指数能够吸引外资增加对A股的配置，加速中国资本市场国际化进程，利好人民币国际化。但与此同时，在国内资本市场与全球金融市场融合的过程中，也会对国内的投资者结构、交易风格、资金的行为模式和产品生态产生一系列的影响。

1、机遇：外资配置有望增加

通过对被纳入MSCI的234只A股进行统计分析，我们发现150只个股属于沪股通标的，其余84只个股属于深股通标的。从指标的指数方面，上证50成分股为44只，沪深300成分股为207只，中证500成分股为15只。从市值角度可以明显看出，被纳入MSCI个股普遍为各标的指数的龙头权重股。图1：各主要指数周涨跌幅排行

表1 A股纳入MSCI个股所属标的指数分析

	MSCI 个股数量	成分股总数量	数量之比	MSCI 个股市值 (亿元)	成分股市值 (亿元)	市值之比
沪股通	150	578	25.95%	243916.80	303540.31	80.36%
深股通	84	898	9.35%	53684.85	135731.59	39.55%
上证50	44	50	88%	163201.63	171155.45	95.35%
沪深300	207	300	69%	285665.57	317649.92	89.93%
中证500	15	500	3%	4894.30	66543.99	7.35%

资料来源：wind，一德期权部

从行业角度来看，申万一级行业中除轻工制造业外，其余27个一级行业均有个股入选。其中银行、非银金融和食品饮料行业纳入个股市值较高，占行业整体权重较大。与此同时，我们也可以看出，虽然这234只个股的数量只占到对应行业个股的6.9%，但流通市值比例却达到54.64%。这也进一步印证了MSCI所选择的样本股不仅为各标的指数的龙头权重股，同时也是各个行业的龙头权重股。

表 2 A 股纳入 MSCI 个股所属申万行业分析

申万行业	MSCI 个股数量	行业个股总数量	数量之比	MSCI 个股市值 (亿元)	行业市值 (亿元)	市值之比
采掘	5	62	8.06%	14640.27	23141.84	63.26%
传媒	9	138	6.52%	2366.43	11087.77	21.34%
电气设备	6	193	3.11%	2930.17	13443.88	21.80%
电子	11	220	5.00%	9035.19	21525.87	41.97%
房地产	13	130	10.00%	8646.76	18959.27	45.61%
纺织服装	3	90	3.33%	1122.91	4646.65	24.17%
非银金融	30	57	52.63%	29803.11	32245.30	92.43%
证券	23	36	63.89%	13553.04	14921.98	90.83%
保险	5	6	83.33%	15550.60	15702.82	99.03%
多元金融	2	15	13.33%	699.46	1620.50	43.16%
钢铁	6	33	18.18%	3518.15	6778.74	51.90%
公用事业	12	146	8.22%	5950.07	15684.05	37.94%
国防军工	4	49	8.16%	1516.71	5876.39	25.81%
化工	6	321	1.87%	9168.14	26324.07	34.83%
机械设备	5	324	1.54%	3677.40	16192.41	22.71%
计算机	7	200	3.50%	2281.91	14246.44	16.02%
家用电器	4	63	6.35%	7888.97	11884.13	66.38%
建筑材料	1	76	1.32%	1408.70	5510.29	25.56%
建筑装饰	13	121	10.74%	9963.88	14394.11	69.22%
交通运输	12	109	11.01%	8291.61	16714.18	49.61%
农林牧渔	5	93	5.38%	1317.08	7092.65	18.57%
汽车	11	168	6.55%	8509.34	16008.09	53.16%
商业贸易	4	97	4.12%	1996.08	7630.85	26.16%
食品饮料	9	91	9.89%	20241.74	25590.21	79.10%
通信	4	102	3.92%	1898.82	8012.61	23.70%
休闲服务	1	33	3.03%	1228.89	2978.33	41.26%
医药生物	18	277	6.50%	11678.35	32448.34	35.99%
银行	20	26	76.92%	65067.97	65392.47	99.50%
有色金属	13	119	10.92%	6356.97	14674.54	43.32%
综合	2	53	3.77%	607.04	2765.80	21.95%
合计	234	3391	6.90%	241112.65	441249.25	54.64%

资料来源: wind, 一德期权部

参考台湾、韩国股市国际化的经验，台湾在 2000 年全面取消外资持股比例上限之后，外资持股比例显著上行，由 2000 年的 8.8% 提升至 2007 年的 25%。韩国从 1992 年纳入 MSCI 指数起至 2000 年完全放开限额期间，外资持股比例从 4% 提高到 13.8%。随着 6 月 1 日 A 股被纳入 MSCI 新兴市场指数，这意味着 2018 年将至少有 1000 亿左右人民币的海外资金必须进行 A 股的配置。

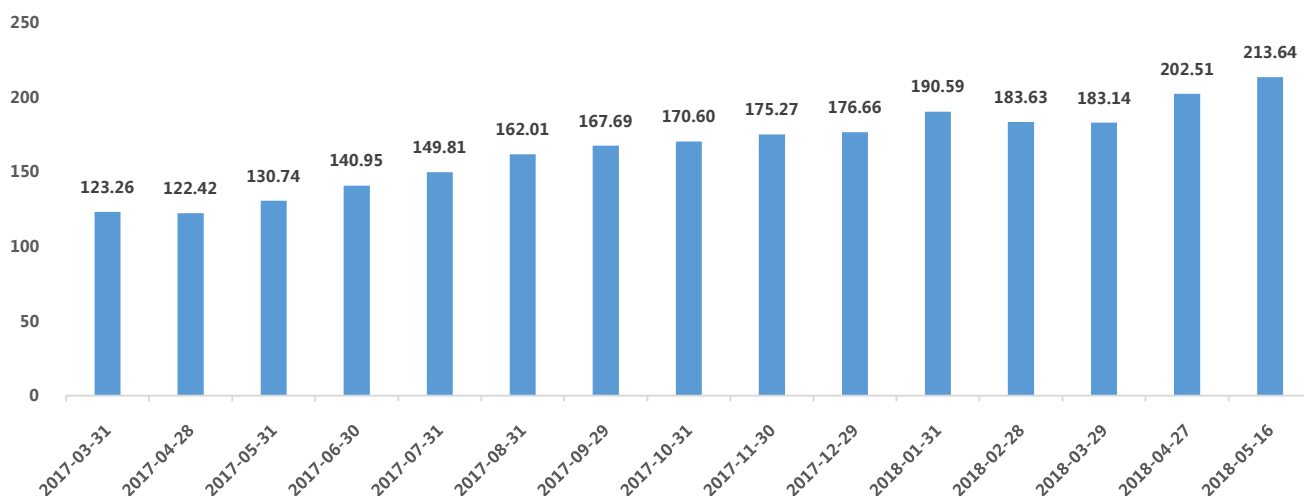
表 3：融资融券余额统计

指数	跟踪资金规模 (万亿美元)	A 股权重 (按纳入比例划分)				增量资金 (亿人民币, 按纳入比例划分)			
		5%	20%	50%	100%	5%	20%	50%	100%
新兴市场	1.5	0.73%	2.86%	6.85%	12.82%	751.9	2945.8	7055.5	13204.7
亚洲(除日本)	0.2	0.83%	3.24%	7.72%	14.34%	114.0	445.0	1060.2	1969.4
中国	0.014	2.50%	9.30%	20.41%	33.90%	24.0	89.4	196.2	325.9
全球市场	2.8	0.08%	0.34%	0.84%	1.66%	153.8	653.7	1615.0	3191.6
总增量 (亿人民币)						1019.7	4044.5	9730.8	18365.7

资料来源：wind，一德期权部

事实上，自 2017 年 6 月 21 日 A 股闯关 MSCI 成功后，外资已经开始逐渐加大对 A 股的投资力度。陆股通持股系统显示，北上资金持有 234 只 MSCI 个股数量已经由 2017 年 3 月 31 日的 123 亿股增加至现在的 213.6 亿股(2018 年 5 月 16 日数据)。上市公司季报数据显示，上述 234 只个股 QFII 持股数量也由 2017 年一季度的 52.26 亿股增加至 2018 年一季度的 60.94 亿股。从央行发布的境外资金持有 A 股规模数据可以看出，虽然在 2018 年 2 月至 3 月期间上证综指出现大幅回调，但境外资金持有 A 股的金额始终维持在 12000 亿元以上，处于历史最高水平。

图 1 MSCI 概念股陆股通持股数量 (亿股)



资料来源：wind，一德期权部

图 2 MSCI 概念股 QFII 持股数量 (亿股)

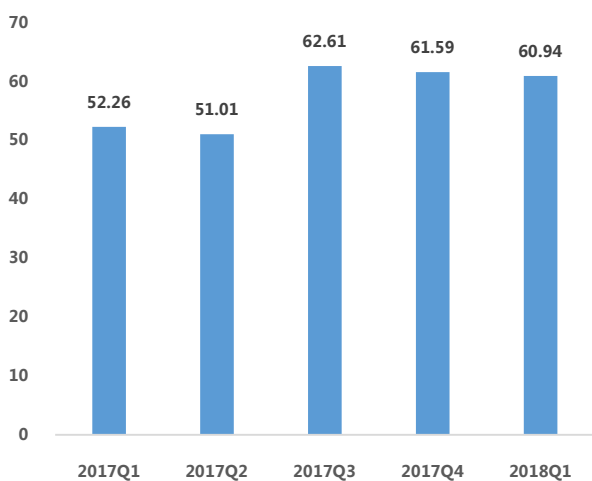
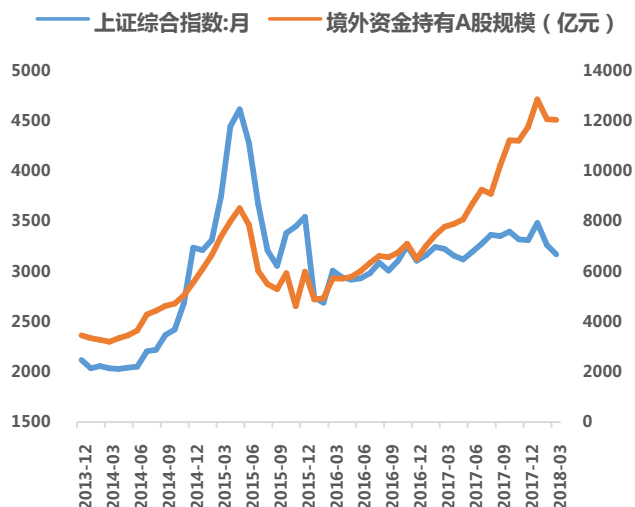


图 3 境外资金持有 A 股规模



资料来源: wind, 一德期权部资料来源: wind, 一德期权部

2、挑战: 内外联动性增强

2018 年市场与 2016 年、2017 年有所不同, 年初至今 A 股指数和外围市场的联动性大大增加。回顾 2016 年和 2017 年, A 股的调整更多源于金融监管趋严背景下利率上行、市场情绪偏紧, 即使在 2016 年 6 月 24 日当天受英国脱欧、恐慌情绪升温 (VIX 指数上涨) 影响出现下跌, 然而市场在极短的时间内就自动消除了外部冲击的影响、继续上涨。2016 年 11 月 VIX 指数再次大涨, 依然没有改变 A 股向上的趋势。但是今年以来美股波动加剧却导致 A 股主要指数在技术形态上出现很多跳空缺口, 在过去两年极为少见。

图 4 上证综合指数



资料来源: wind, 一德期权部

统计数据显示，2016 年年初至 2018 年 5 月 17 日期间道琼斯指数跌幅超过 1% 的交易日共有 42 个，下一交易日上证综指收跌 24 次，收涨 14 次，休市无交易 4 次。我们进一步对数据进行分析发现，2016 年（除 1 月）和 2017 年期间道琼斯指数下跌对下一交易日上证综指收盘影响并不显著，但是 2018 年年初至今两者相关性却骤然增加。

表 4 2016 年至 2018 年 A 股与美股相关性统计

	2016	2017	2018
美股跌幅超 1% 次日 A 股下跌次数	12	2	10
道琼斯指数跌幅均值	1.38%	1.46%	-2.27%
次日上证综指跌幅均值	2.47%	0.48%	-1.58%
美股跌幅超 1% 次日 A 股上涨次数	8	2	4
道琼斯指数跌幅均值	1.88%	1.16%	-1.93%
次日上证综指涨幅均值	1.04%	0.02%	0.44%

资料来源：wind，一德期权部

注：2018 年统计截止 4 月 9 日。2016 年 12 次下跌中有 5 次属于 1 月，道琼斯指数跌幅均值 1.34%，上证综指跌幅均值为 5%；其余 7 次道琼斯指数跌幅均值-1.41%，上证综指跌幅均值仅为 0.67%。

我们认为，这种现象的产生与以陆股通为代表的境外资金流入流出息息相关。自 2016 年底陆股通全面开通后，A 股与港股、美股的联动性已经明显上升，这源于陆股通北上资金作为边际增量资金对 A 股定价影响不断增加。从图 7 可以看出，2017 年以来沪股通当月成交净买入额与上证综指当月涨跌幅呈现显著正相关关系。

图 5 上证综指与 VIX 指数

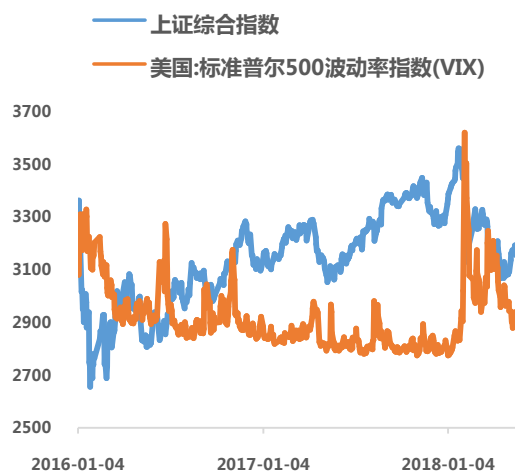
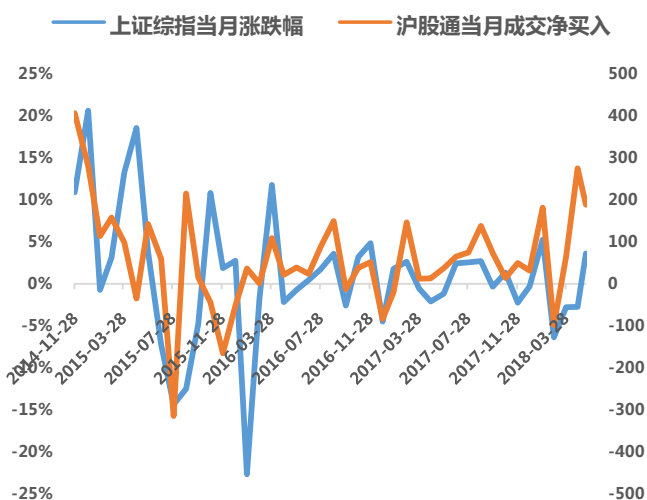


图 6 上证综指涨跌幅与沪股通净买入



资料来源：wind，一德期权部 资料来源：wind，一德期权部

北上资金主要来自海外投资者，受到海外市场情绪影响较大。2018 年初，在北上资金持续流入的背景下，大小指数延续 2017 年“冰火两重天”的分化格局。兴全合宜概念股的火爆恰恰反映出当时存在的普遍现象：2017 年抱团蓝筹的基金普遍业绩好→新发产品快速募集到大量资金→新产品对老产品仓位进行锁仓，继续抱团蓝筹。1 月 29 日至 2 月 2 日，中小创部分公司年报业绩预告“地雷频发”加之信托配资监管从严，导致中小板指、创业板指大跌，中小创个股质押强平风险骤然增大。2 月 5 日至 2 月 9 日，美股大幅下跌，北上资金开始大幅流出。短短一周时间内沪股通净流出达 120.73 亿，为沪股通开通以来单周流出次高，仅次于 2015 年 7 月第二周。由于北上资金持仓大多集中在消费白马、金融等大盘蓝筹股，在其率先减仓之后，国内机构出于风控原因开始被动跟随进行减仓，从而导致以上证 50 为代表的大盘蓝筹股一蹶不振。虽然道琼斯指数在 2 月 6 日出现大幅反弹，但依然改变不了上证 50 2 月 7 日至 9 日跌跌不休的态势。3 月 22 日特朗普签署备忘录，称将根据“301 调查”对价值 600 亿美元的中国商品征收关税。外围不确定性的增加使得国内机构再次对蓝筹股大规模调仓减持，使得上证 50 在整个 3 月和 4 月积弱难反，创下年初至今新低 2613 点。但耐人寻味的是，在内资机构纷纷抛售蓝筹股之时，沪股通自 3 月末以来却呈现持续大规模净流入，此时的“迎难而上”与 2 月的“夺路而逃”截然相反。究其原因，除了对蓝筹股进行价值投资外，MSCI 的预期也起到至关重要的作用。

前期由于 A 股市场相对独立，投资者在分析其演化趋势和市场结构时，大多只考虑 A 股自身基本面状况及国内资金（散户、金融机构、产业资本和维稳资金）的行为模式。未来随着 A 股在 MSCI 的纳入比例不断增加，势必将会吸引更多的境外增量资金入市，A 股与外盘的联动性也会进一步加强。在此背景下，除了要关注 A 股自身的影响因素外，也建议投资者密切关注外围市场的运行情况 and 外资的行为模式对 A 股可能造成的联动影响。

表 5 上证 50 与创业板指涨跌对比

	上证综指	上证 50	沪深 300	中小板指	创业板指
2018 年 1 月 29 日至 2 月 2 日	-2.7%	-0.73%	-2.51%	-5%	-6.3%
2018 年 2 月 5 日至 2 月 9 日	-9.6%	-10.78%	-10.08%	-6.8%	-6.46%

资料来源：wind，一德期权部

图 7 沪股通成交净买入金额统计（2014 年 11 月至 2018 年 5 月）

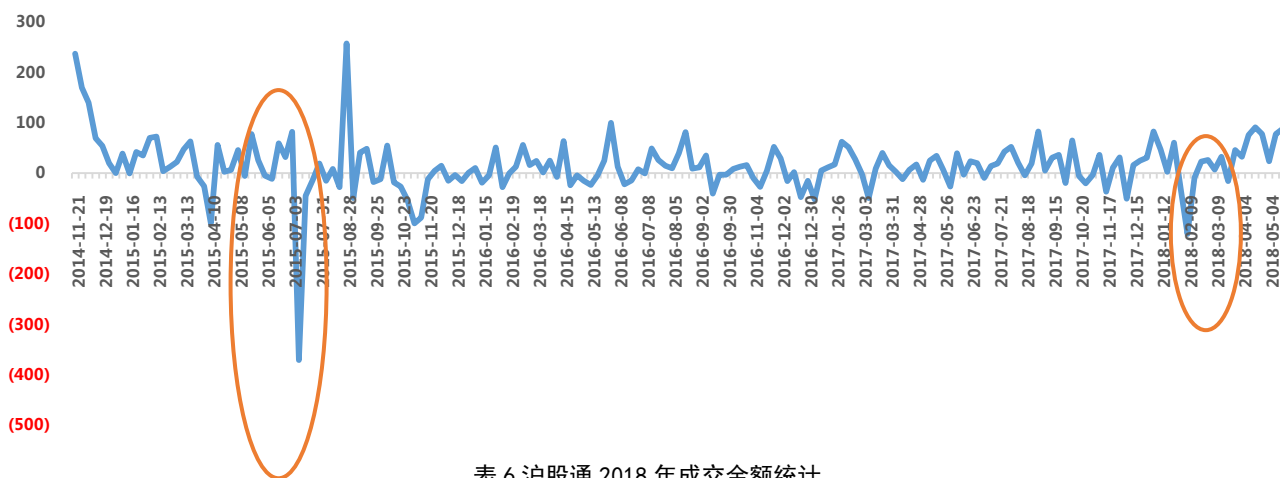


表 6 沪股通 2018 年成交金额统计

	期间总成交金额	期间买入成交金额	期间卖出成交金额	成交净买入
2018-01-05	351.5025	216.9921	134.5104	82.4817
2018-01-12	441.1464	243.9237	197.2227	46.7010
2018-01-19	637.2315	319.6001	317.6314	1.9687
2018-01-26	637.1404	348.7411	288.3993	60.3418
2018-02-02	644.7063	306.3993	338.3070	-31.9077
2018-02-09	895.7124	387.4917	508.2207	-120.7290
2018-02-14	298.2390	144.5069	153.7321	-9.2252
2018-02-23	188.3226	105.3254	82.9972	22.3282
2018-03-02	450.4456	238.2530	212.1926	26.0604
2018-03-09	420.0202	213.3425	206.6777	6.6648
2018-03-16	445.7069	238.9389	206.7680	32.1709
2018-03-23	474.8857	229.2804	245.6053	-16.3249
2018-03-30	348.3918	196.9108	151.4810	45.4298
2018-04-04	230.7872	131.3007	99.4865	31.8142
2018-04-13	478.2875	276.6774	201.6101	75.0673
2018-04-20	543.4035	317.0830	226.3205	90.7625
2018-04-27	543.4990	310.2233	233.2757	76.9476
2018-05-04	309.2540	166.2128	143.0412	23.1716
2018-05-11	432.9940	254.9783	178.0157	76.9626
2018-05-18	447.9175	267.5773	180.3402	87.2371

资料来源：wind，一德期权部

免责声明

- 本研究报告由一德期货有限公司（以下简称“一德期货”）向其服务对象提供，无意针对或打算违反任何国家、地区或其它法律管辖区域内的法律法规。未经一德期货事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式引用、转载、发送、传播或复制本报告。本研究报告属于机密材料，其所载的全部内容仅提供给服务对象做参考之用，并不构成对服务对象的决策建议。一德期货不会视本报告服务对象以外的任何接收人为其服务对象。如果接收人并非一德期货关于本报告的服务对象，请及时退回并删除。
- 一德期货认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。本报告所载内容反映的是一德期货在发表本报告当时的判断，一德期货可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知服务对象。一德期货也不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于服务对象。服务对象不应单纯依靠本报告而取代自身的独立判断。一德期货不对因使用本报告的材料而导致的损失负任何责任。



公司总部：022-58298788 市场发展部：022-28130292
研究院：022-23303538 机构业务部：022-58298788/6111
地址：天津市和平区解放北路188号信达广场16层
邮编：300042

一德期货有限公司 北京北三环东路营业部 100013
北京市东城区北三环东路36号环球贸易中心E座7层702-703
Tel：010-8831 2088

一德期货有限公司 上海营业部 200063
上海市普陀区中山北路2550号1604-1608室
Tel：021-6257 3180

一德期货有限公司 天津营业部 300021
天津市和平区南马路11号、13号-2352、2353-1号（和平
创新大厦A座25楼2352、2353-1号）
Tel：022-2813 9206

一德期货有限公司 滨海新区营业部 300457
天津市经济技术开发区第二大街泰达MSD-G1座3A层10室
Tel：022-5982 0932

一德期货有限公司 郑州营业部 450008
郑州市金水区未来大道69号未来大厦803-805室
Tel：0371-6561 2079

一德期货有限公司 大连营业部 116023
大连市沙河口区会展路129号大连国际金融中心A座大连期
货大厦2303、2310号房间
Tel：0411-8480 6701

一德期货有限公司 淄博营业部 255000
山东省淄博市高新区柳泉路125号先进陶瓷产业创新园A座806、807房间
Tel：0533-3586 709

一德期货有限公司 宁波营业部 315040
浙江省宁波市江东区彩虹北路48号波特曼大厦8-7号
Tel：0574-8795 1915

一德期货有限公司 唐山营业部 063000
河北省唐山市路北区翔云道唐山金融中心金融大厦2号楼905室
Tel：0315-578 5511

一德期货有限公司 烟台营业部 264006
山东省烟台市经济技术开发区长江路177号501室
Tel：0535-2163353/2169678