



A股“入富” 加大对外开放步伐

随着沪伦通、A股纳入MSCI比例扩容及纳入富时罗素指数，外资的配置偏好仍会聚焦于金融及消费板块，同时“抄底”思维的增量资金涌入，短期内可提振市场情绪，以稳定理性的投资风格优化A股市场。

文 | 徐驰

9月27日，A股第三次闯关富时罗素成功，纳入富时次级新兴市场指数可期。

A股“入富”指的是A股成功纳入富时次级新兴市场，与A股纳入MSCI过程保持一致，A股纳入富时罗素指数即为A股以一定比例纳

入到次级新兴市场指数，然后以一定的纳入市值乘纳入因子参与到富时全球全指指数、富时环球指数与富时新兴市场指数中。如此一来，富时罗素指数体系中的三个主力指数中均可以包含A股市值纳入的标的，因此依靠富时指数

的追踪资金给 A 股带来外资增量。

三闯富时终登堂

富时罗素作为全球第二大指数公司，计算了美国约 1 万家上市公司的市值，其中规模最大的 3000 家公司组成罗素 3000 指数，前 1000 家进入罗素 1000 指数，后 2000 家进入罗素 2000 指数。

富时罗素指数的跟踪资金来源主要为主动基金、被动基金、咨询公司等，据统计，全球范围内约有 16 万亿美元的资金，其中包括交易所交易基金（ETF）为主的资金作为罗素指数及其相关产品的追踪资金。本次富时罗素年度讨论会的核心议题为把中国 A 股从“未分级”上调至“次级新兴市场”，作为 A 股正式被纳入富时全球股票指数体系内的标志。

A 股入富即通过一定纳入因子参与到富时新兴市场指数、富时全球全指指数及富时环球指数并占一定权重，进而外资随富时指数被动配置基金进入 A 股市场。

QFII/RQFII 及互联互通机制限制取消，第三次闯关富时成功在预料之内。参照 A 股四次闯关 MSCI 指数，第四次闯关成功的解决方案在于首次提出以互联互通为渠道的框架取代此前提案中基于 QFII/RQFII 渠道的框架，并缩小纳入比例及指数配置权重帮助 A 股成功入摩。

结合 A 股前两次闯关失败的根源在于 A 股有限制的 QFII/RQFII 及沪/深港通的机制，伴随互联互通加大及取消 QFII/RQFII 汇出限制及本金锁定期要求，本次 A 股第三次闯关富时成功，则在 QFII/RQFII 汇出限制障碍清除后，纳入比例及指数配置权重都有望超过 MSCI 指数。

依据 MSCI 公布的进度，按短期 5% 纳入、长期 100% 纳入测算，分别对应纳入权重 0.73%、16.9%，则 A 股入富初期纳入比例及指数权重都要大于入摩比例。保守测算，A 股占富时次级

新兴市场基准指数的权重为 0.73%~1.46% 区间，将带来海外资金约为 1600 亿元。

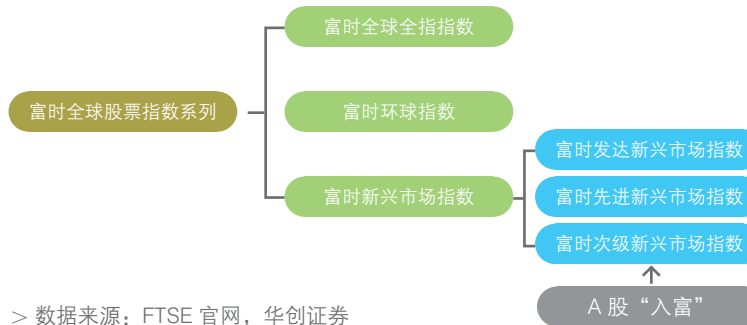
富时新兴市场指数行业偏好银行、计算机信息技术及能源板块，或预示 A 股纳入标的风格。A 股纳入富时新兴市场指数作为闯关富时罗素的开端，其后纳入比例也像 MSCI 一样不断扩容，而新兴市场指数的行业配置风格或对 A 股纳入成分股有所参照意义。

从富时新兴市场指数的行业分布来看，银行、科技类、石油及天然气等能源类行业占比分别为 17.25%、16.56%、8.79%。从富时先进新兴市场指数成分股的行业分布看，银行、科技类及工业制造类行业占比分别为 18.07%、15.05% 及 7.73%，银行与科技类公司为其重仓行业。

而富时次级新兴市场指数，科技类、银行及能源类占比分布为 17.66%、16.66% 及 11.35%，可以预计根据富时次级新兴市场指数的持仓偏好，富时公司或钟情于 A 股银行板块中的优质公司。总体来看，与 MSCI 新兴市场指数一样，外资偏好的大金融板块仍是富时新兴市场指数配置重镇。

富时新兴市场指数行业偏好银行、计算机信息技术及能源板块，或预示 A 股纳入标的风格。

A 股纳入次级新兴市场指数



A 股三次闯关富时指数

富时罗素指数公司宣布启动将中国 A 股纳入富时全球股票指数体系的过渡计划。

FTSE 担心 A 股市场对于资本投资或资本与收入的汇出有限制而拒绝。

FTSE 再次将 A 股拒绝，理由为股票停牌率高。

A 股第三次闯关富时全球新兴市场基准指数，并决定纳入比例。

2015.05



2016.06



2017



2018.09

资料来源：华创证券

在富时新兴市场指数中的十大重仓股中，除建设银行、工商银行及平安保险（H 股）外，科技类公司腾讯控股、台积电、阿里巴巴集团控股（N 股）分别以 5.49%、4.46%、4.2% 的权重位列前三。目前 A 股还没有标的进入富时罗素三大主力指数，但是按照富时新兴市场的行业偏好，A 股中代表先进制造的科技龙头或也是潜在纳入成分。

沪伦通、入富、入摩扩容“纷至沓来”

2017 年 6 月，A 股四次闯关 MSCI 终获“准入证”，计划在 6 月和 9 月分两步纳入 MSCI 新兴市场指数和 MSCI 全球指数。2017 年 6 月公布的纳入方案分为两步：第一步，在 5 月半年度指数评审后 A 股正式纳入，纳入比例为 2.5%；第二步，在 8 月季度指数评审后，纳入比例上调至 5%，完成 A 股首次纳入。

现如今 A 股已经完成 5% 比例的纳入计划，在 MSCI 全球指数及 MSCI 新兴市场指数所处的权重分别为 0.1% 和 0.73%。短期内，5% 的纳入比例给 A 股带来外资持股比例的不断增加；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，主要表现为 A 股纳入比例的提高及标的股票扩容至中盘股这两方面。2019 年 A 股纳入 MSCI

指数比例将再扩容至 20%，可带来外资增量资金约 3600 亿元，按长期 100% 纳入测算，则引入外资增量资金约 17000 亿元。

A 股成功纳入 MSCI 指数和富时罗素指数，随着资本市场稳健运行基础的夯实，长期资金和海外投资者比例增加，沪伦通监管规定及相关业务规则逐步出台，落地已是渐行渐近。

9 月 25 日，华泰证券拟发行 GDR（全球存托凭证）并在伦敦证券交易所上市。华泰证券由此成为首家公告拟发行 GDR 的 A 股上市公司，而沪伦通也有望在年底正式起航，伦敦、上海两地资本市场将实现互联互通。

从资金流向来看，开通初期沪股通北上资金较多，2016~2017 年期间港股南下资金较多，未改变双向流动的总趋势，并且沪港通交易量逐年放大。2018 年 5 月，沪股通每日额度从 130 亿元人民币调整至 520 亿元人民币，沪港通下港股通每日额度从 105 亿元人民币调整至 420 亿元人民币，随着资本市场稳健运行基础的夯实，长期资金和海外投资者比例增加，两者均偏好理性的价值投资，长期促使 A 股波动率收敛，价格发现功能也将更加完善。

沪伦通在初始阶段中方发行的 GDR 不会超过 10 只，仍处于前期构造关联性的测试阶段。沪、伦两市之间关联性不如 A 股与港股的联系

“紧密”，而关联性是市场波动传导的影响因素，中短期来看风险波动加大不容易引起联动效应，同时国际市场较为成熟的风险管理与控制手段也将对 A 股的长期发展形成利好。

沪伦两市以蓝筹为主，外资价值投资的风格偏好或逐渐引导 A 股市场投资趋于价值博弈。A 股估值水平目前处于合理区间，市场紧密监管下双向跨国资金对估值影响有限。

国际联动性大幅提升

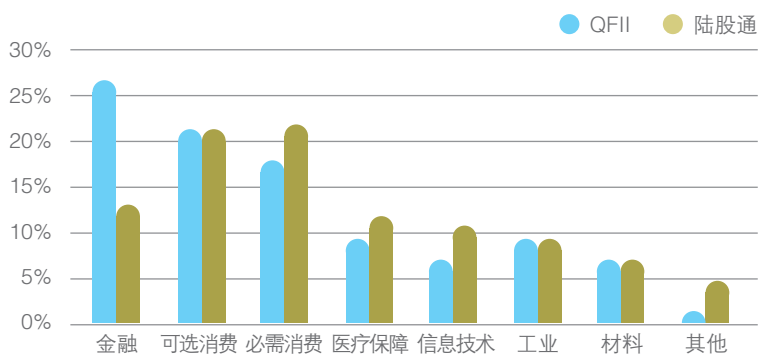
2018 年以来，A 股入摩的两步扩容，全球资本持续流入 A 股市场背后依赖于中国经济基本面的韧性。目前整体市场估值处于较低水平，从中报披露数据来看，全体盈利增长仍保持平稳，外加市盈率低于 30 倍的上市公司比例已经超过 40%，越来越多的公司已经出现配置价值，特别是以大盘蓝筹股为代表的优质公司在经过近期风险释放后配置价值凸显。从外资机构投资风格来看，QFII 机构的投资偏好于大消费及传媒、计算机等领域，在个股上，以交通、消费为代表的白马股成为外资流入的主要选择。

9 月 MSCI 纳入 A 股中新扩容的 10 只成分股仍保持大盘蓝筹的配置风格。从 A 股纳入 MSCI 指数后的成分占比来看，银行与非银金融两大金融业板块合计占比 36.15%，占据绝对地位；食品饮料、医药生物等板块紧随其后，流通市值占比分别为 8.39%、6.43%，外资仍青睐金融及消费的大蓝筹的投资偏好。

从 QFII、陆股通持股行业占比分布看，金融与消费依旧是外资配置洼地。在 QFII 持股行业占比“金融+可选、必需消费”行业占比达 65%，而在陆股通中这三个行业占比也达 56%。

随着沪伦通、A 股纳入 MSCI 比例扩容及纳入富时罗素指数，外资的配置偏好会仍聚焦于金融及消费板块，同时“抄底”思维的增量资金涌入，短期内可提振市场情绪，以稳定理

外资持股行业持股比例分布



> 数据来源：华创证券

性的投资风格优化 A 股市场。

参考中国台湾和韩国的入摩经验，中长期将使市场波动率、换手率大幅收敛，国际联动性大幅提升。从细分行业来看，消费品类行业表现相对更佳。结合中国消费行业的发展趋势来看，在“弱增长”格局中，消费品行业的并购整合力度在加大，“强者恒强”的马太效应将演绎明显。从消费品内部结构上看，传统意义上关注的消费升级需求，从地区上看，以东部、一线城市为核心；从行业上看，以金融、地产从业人员为主；从社会结构上看，以顶端 1 亿人的富裕阶层为核心，辐射 2 亿左右上层中产和 3 亿中高端人群，消费习惯向发达国家接轨为主。代表高端人群消费需求的贵州茅台近 2 年以来的走势是这一逻辑淋漓尽致的体现，中国城镇化加速所带来的“人口红利”提供了巨大的消费规模和消费升级基础，随着大众消费的崛起，景气度向上的消费行业也会受到外资的关注。E

(作者系华创证券策略分析师)

从 QFII、陆股通持股行业占比分布看，金融与消费依旧是外资配置洼地。