

A 股納入 MSCI：短期影響有限，長期或改變市場風格

2016/6 月

研究員 劉世滔

010-66555831

shitao_liu@chiefgroup.com.hk

主要觀點：

- A 股被納入 MSCI 中國指數以及新興市場指數的可能性的確大大增加。近一年在配額分配過程，資本流動限制與受益所有權都有較大改進。
- 即使被納入，帶來的海外資金量過低，短期不會出現實質性影響。可能會引起事件性的短期資金博弈。
- 資本項目放開使納入 MSCI 新興市場指數水到渠成。資本項放開速度越快，納入速度越快。如果資本項放開後又收緊，則本國市場會面臨從新興市場指數剔除的可能。
- 回顧中國臺灣和韓國歷史，納入 MSCI 指數及上調比例與短期上漲無明顯因果關係，基本面仍是主導因素。
- 回顧中國臺灣和韓國歷史，資本市場的放開將對市場屬性產生影響。被完全納入 MSCI 指數能使外資最終在市場內占比上升至 15%-30% 區間，本國市場與國際市場的正相關性很可能將維持在 0.5 以上。隨著資本市場的放開，市場換手率會漸漸降低。



目錄

• 一、MSCI 簡介及相關結構.....	4
1、MSCI 簡介.....	4
2、MSCI 相關指數結構.....	4
3、MSCI 納入標準.....	5
• 二、A 股市場納入 MSCI 歷程與問題.....	6
• 三、如果納入的短期影響.....	7
• 四、從國際經驗看中長期影響.....	8
1、臺灣市場.....	9
2、韓國市場.....	12
3、對比結論.....	13
• 五、結論.....	14



圖 1	MSCI 市值加權指數體系	4
圖 2	MSCI 中國指數行業權重	5
圖 3	MSCI 新興市場指數各國權重	5
圖 4	MSCI 新興市場指數行業權重	5
圖 5	中國臺灣指數與交易量	11
圖 6	中國臺灣市場資金來源分佈變化	11
圖 7	中國臺灣股市換手率	11
圖 8	中國臺灣指數與標普指數相關性	11
圖 9	韓國 KOSPI 指數及成交量	13
圖 10	韓國市場外資占比變化	13
圖 11	韓國股市換手率	13
圖 12	韓國 KOSPI 與標普指數相關性	13



一、MSCI 簡介及相關結構

1、MSCI 簡介

摩根士丹利資本國際公司（MSCI）成立於 1968 年，是首家全球基準供應商，指數資料和公司資訊的提供者。摩根士丹利資本國際指數（Morgan Stanley Capital International Index）是摩根士丹利所編制的一系列股價指數，涵蓋不同的行業、國家以及區域。MSCI 指數是在投資界最為廣泛使用的用以代表各國家、地區資本市場表現的參考指數。在考慮指數的組成部分時，MSCI 將以流通股市值為依據，納入各行業中最具有代表性的公司。

在全球大約有 3 萬億美元的投資管理組合資金是以 MSCI 指數為基準。MSCI 指數體系下包括市場指數、因素和策略指數、主題指數、房地產指數、ESG 指數、自訂指數等六大類。涵蓋 23 個發達國家市場和 27 個新興市場，對不同國家編制了國家指數、價值指數和成長指數、小市值指數和擴展指數，以及中國指數系列。

2、MSCI 相關指數結構

最近熱議中國 A 股或將被納入的 MSCI 中國指數，屬於 MSCI 市值加權指數體系的一部分。該指數結構如圖 1 所示，其中東亞的香港、日本被列入發達市場，中國、臺灣、韓國被列入新興市場。

圖 1 MSCI 市值加權指數體系

MSCI ACWI & 前沿市場指數										
MSCI ACWI 指數						MSCI 新興 & 前沿市場指數				
MSCI 世界指數			MSCI 新興市場指數			MSCI 前沿市場指數				
發達市場			新興市場			前沿市場				
美洲	歐洲及中東	太平洋地區	美洲	歐洲及中東	亞洲	美洲	歐洲及獨立體 國家	非洲	中東	亞洲
加拿大 美國	奧地利 比利時 丹麥 芬蘭 法國 德國 愛爾蘭 以色列 意大利 荷蘭 挪威 葡萄牙 西班牙 瑞典 瑞士 英國	澳大利亞 香港 日本 新西蘭 新加坡	巴西 智利 哥倫比亞 墨西哥 秘魯	捷克 埃及 希臘 匈牙利 波蘭 卡塔爾 俄羅斯 南非 土耳其 阿聯酋	中國 印度 印尼 韓國 馬來西亞 菲律賓 台灣 泰國	阿根廷	保加利亞 克羅地亞 愛沙尼亞 立陶宛 哈薩克斯坦 羅馬尼亞 塞爾維亞 斯洛文尼亞	肯尼亞 毛里求斯 摩洛哥 尼日尼亞 突尼斯	巴林 約旦 科威特 黎巴嫩 阿曼	孟加拉國 巴基斯坦 斯里蘭卡 越南
MSCI 獨立指數										
			沙特阿拉伯			牙買加 特立尼達和 多巴哥	波斯尼亞 黑塞哥維那 烏克蘭	博茨瓦納 加納 WAEMU ² 津巴布韋	巴勒斯坦	

資料來源：MSCI、致富研究院



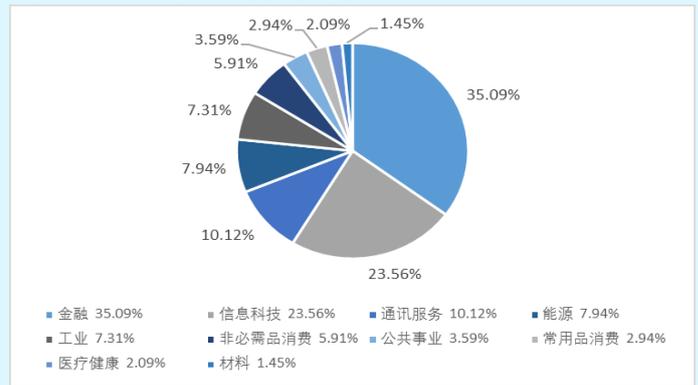
MSCI 中國指數追蹤在中國 H 股、B 股、紅籌以及 P 股中的大中型市值股票。中國指數由 153 支股票組成，覆蓋了大約 84% 的中國股票市場。如表 1 所示，中國指數的前十大組成中多數是 H 股以及 ADR。

表 1 MSCI 中國指數前十大成分股

名稱	市值 (十億美元)	指數权重%	板塊	板塊内权重%
騰訊控股	105.92	12.29	信息科技	52.2
中國移動	70.44	8.17	通訊服務	80.8
中國建設銀行H股	54.13	6.28	金融	17.9
中國工商銀行H股	40.04	4.65	金融	13.2
阿里巴巴ADR	38.1	4.42	信息科技	18.8
中國銀行H股	32.46	3.77	金融	10.7
百度ADR	26.3	3.05	信息科技	13
平安保險H股	24.63	2.86	金融	8.1
中國海洋石油H股	22.24	2.58	能源	32.5
中國石化H股	18.19	2.11	能源	26.6

資料來源：MSCI、致富研究院

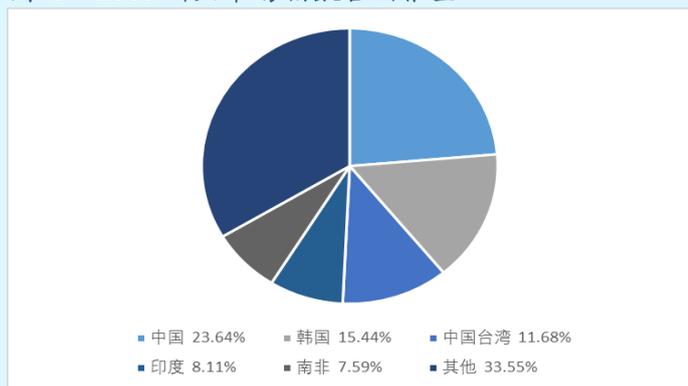
圖 2 MSCI 中國指數行業權重



資料來源：MSCI、致富研究院

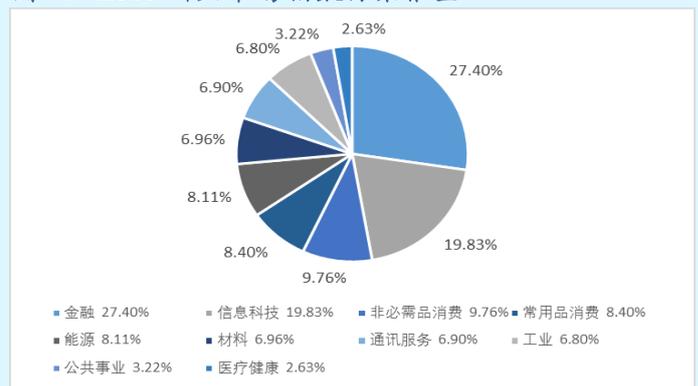
當 A 股被納入 MSCI 中國指數後，涵蓋 MSCI 中國指數的 MSCI 新興市場指數也會同時按比例將 A 股納入。MSCI 新興市場指數追蹤 23 個新興市場的大中市值股票，包含 836 支成份股，該指數大約覆蓋了 85% 的所在國的浮動調整市值。如圖 3 所示，目前中國市場占該指數權重的 23.64%。如圖 4 所示，新興市場指數行業權重前兩位元也是金融和資訊科技。

圖 3 MSCI 新興市場指數各國權重



資料來源：MSCI、致富研究院

圖 4 MSCI 新興市場指數行業權重



資料來源：MSCI、致富研究院

3、MSCI 納入標準

如表 2 所示，MSCI 從經濟水準、市場規模與流動性、市場可參與性三個角度評估市場。符合條件的市場可以相應編入前沿市場指數、新興市場指數或發達市場指數，未入選的市場被稱為獨立市場 (Standalone Market)。



表 2 MSCI 納入標準

标准	前沿市场FM	新兴市场EM	发达市场DM
A经济发展	无	无	人均国民收入GNI连续三年高出世行高收入国家门槛 25%以上
B规模与流动性	符合以下条件的上市公司数	2	3
	企业市值	USD 449M	USD 898M
	流通市值	USD 33M	USD 449M
C市场可参与性	股票流动性	年成交比率2.5%	年成交比率15%
	对外资开放程度	部分	显著
	资本流入/流出难易	部分	显著
	操作框架的有效性	适中	检验良好
	制度框架的稳定性	适中	极高

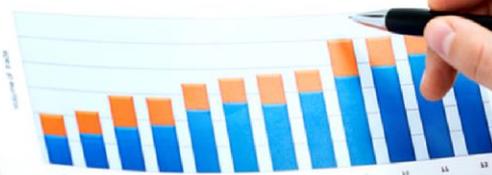
資料來源： MSCI、致富研究院

MSCI 公司每年進行一次市場分類評估，並於六月公佈結果。評估報告由三部分組成：一、已入選觀察名單的市場的評估結果，包括潛在升級市場、潛在降級市場；二、本年度入選觀察名單的市場的評估結果，包括潛在升級市場、潛在降級市場；三、尚未入選觀察名單，但已取得重要進展的市場。

• 二、A 股市場納入 MSCI 歷程與問題

2013 年開始，中國證監會就與 MSCI 進行交流探討，希望將 A 股納入 MSCI，2013 年 6 月 MSCI 公佈的市場分類評估結果雖未將 A 股納入，但 A 股市場也首次入選“潛在升級市場觀察的名單”，2014 年及 2015 年 6 月的年度市場劃分審議中，明晟公司均決定暫不將 A 股納入全球基準指數。

2015 年 6 月審議後，MSCI 表示評估 A 股能否納入 MSCI 指數，國際機構投資者強調關注的三個主要領域需要首先解決。這三個領域主要是配額分配過程，資本流動限制與受益所有權。具體領域問題及目前改進情況如表 3 所示，可以看出大部分問題都已得到解決。A 股被納入 MSCI 中國指數以及新興市場指數的可能性的確大大增加。


表 3 MSCI 納入 A 股仍需解決的問題及已有解決方案

配額分配過程	解決方案
獲得與管理資產規模相稱的配額的能力	基礎額度（50億美元以下）按照資產管理規模一定比例計算
當配資需求增加時能穩定獲得追加配額的能力	超過基礎額度的投資額度申請，才須經外匯管理局批准。
更加流暢、透明並且可預測的配額分配流程	簡化QFII申請及額度審批程序，基礎額度備案取得。
資本流動限制	解決方案
擴展覆蓋所有投資工具的流動性，做到每日資金的匯入匯出	允許開放式基金每日匯入匯出資金
去除資本鎖定期和資本匯出的限制	取消本金匯入限制，本金鎖定期由一年縮短為三個月，但是QFII每月匯出資金總規模不得超過境內資產20%
消除跨境股票連接中由於每日交易限額帶來的潛在交易不確定性	未解決
受益所有權	解決方案
對跨境股票連接受益所有權進行解釋	5月6日，證監會例行發布會對投資受益所有權問題進行了澄清
對專戶理財賬戶的所有權進行明確劃分需要儘快解決	

資料來源：MSCI、公開資料整理、致富研究院

• 三、如果納入的短期影響

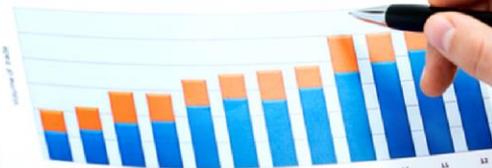
如果將 A 股按計劃 5% 比例納入 MSCI 中國，其成分股票將由 156 支增長至 522 支，其中 313 支為 A 股股票。如下圖所示，如果納入，A 股在新興市場和中國指數中占比將為 1.3% 和 4.2%。中國指數占各個指數的權重也有改變。

表 4 MSCI 以不同比例納入 A 股後的大致變動

	目前情況		納入5% 比重	納入100%	
	比重	股票數量		比重	股票數量
MSCI A股指數	100%	526	100%	100%	526
MSCI 中國指數	100%	156	100%	100%	522
A股	0%	0	4.2%	47.20%	313
B股	0.5%	2	0.5%	0.30%	4
H股	47.4%	69	45.4%	25.10%	87
紅籌股	20.4%	32	19.5%	10.80%	40
P Chips	19.4%	36	18.6%	10.30%	61
海外	12.2%	17	11.7%	6.30%	17
A股占新興市場指數比重	-	-	1.3%	20.50%	-
中國成分占新興市場指數比重	25.30%	-	30.0%	43.60%	-
中國成分占全球市場指數比重	2.70%	-	3.3%	5.90%	-

資料來源：MSCI、致富研究院

原有成分權重將有所下調。如表 5 所示，MSCI 中國指數的成份股占比也將由於 A 股的納入而減少。以目前 5% 的納入比例足以將原有成份股權重在原有基礎上壓縮 15% 以上。


表 5 MSCI 中國指數原有成份股權重變動

MSCI China Current				Pro Forma MSCI China (Full Inclusion of A-shares)				Pro Forma MSCI China (5% Inclusion of A-shares)			
Rank	Security Name	Share Type	Weight(%)	Rank	Security Name	Share Type	Weight(%)	Rank	Security Name	Share Type	Weight(%)
1	TENCENT HOLDINGS LI (CN)	P CHIP	10.2%	1	TENCENT HOLDINGS LI (CN)	P CHIP	4.4%	1	TENCENT HOLDINGS LI (CN)	P CHIP	8.0%
2	CHINA MOBILE	RED CHIP	7.9%	2	CHINA MOBILE	RED CHIP	3.5%	2	CHINA MOBILE	RED CHIP	6.2%
3	CHINA CONSTRUCTION BK H	H	7.1%	3	CHINA CONSTRUCTION BK H	H	3.1%	3	CHINA CONSTRUCTION BK H	H	5.6%
4	ICBC H	H	6.3%	4	ICBC H	H	2.8%	4	ICBC H	H	5.0%
5	BANK OF CHINA H	H	5.2%	5	BAIDU ADR	ADR	2.3%	5	BAIDU ADR	ADR	4.2%
6	PING AN INSURANCE H	H	3.8%	6	BANK OF CHINA H	H	2.3%	6	BANK OF CHINA H	H	4.1%
7	CHINA LIFE INSURANCE H	H	3.5%	7	PING AN INSURANCE H	H	1.6%	7	PING AN INSURANCE H	H	3.0%
8	CNOOC	RED CHIP	2.7%	8	CHINA LIFE INSURANCE H	H	1.5%	8	CHINA LIFE INSURANCE H	H	2.8%
9	PETROCHINA CO H	H	2.5%	9	CSR CORP A	A	1.4%	9	ALIBABA GROUP HLDG ADR	ADR	2.2%
10	CHINA PETRO & CHEM H	H	2.2%	10	ALIBABA GROUP HLDG ADR	ADR	1.2%	10	CNOOC	RED CHIP	2.2%
11	CHINA OVERSEAS LAND & INV	RED CHIP	1.5%	11	CNOOC	RED CHIP	1.2%	11	PETROCHINA CO H	H	1.9%
12	CHINA MERCHANTS BANK H	H	1.4%	12	PETROCHINA CO H	H	1.1%	12	CHINA PETRO & CHEM H	H	1.7%
13	CHINA PACIFIC INS GRP H	H	1.3%	13	CHINA PETRO & CHEM H	H	1.0%	13	CHINA OVERSEAS LAND & INV	RED CHIP	1.1%
14	AGRI BANK OF CHINA H	H	1.1%	14	PING AN INSURANCE A	A	0.8%	14	CHINA MERCHANTS BANK H	H	1.1%
15	LENOVO GROUP	RED CHIP	1.0%	15	CHINA MERCHANTS BANK A	A	0.8%	15	CHINA PACIFIC INS GRP H	H	1.1%
16	CHINA UNICOM	RED CHIP	1.0%	16	INDUSTRIAL BANK A	A	0.7%	16	AGRI BANK OF CHINA H	H	0.9%
17	CHINA TELECOM CORP H	H	0.9%	17	SHANGHAI PUDONG DEV BK A	A	0.7%	17	CTRIP COM INTL ADR	ADR	0.9%
18	CHINA MINSHENG BANK H	H	0.8%	18	CHINA RAILWAY GROUP A	A	0.6%	18	JD.COM ADR	ADR	0.9%
19	CSR CORP H	H	0.8%	19	CHINA OVERSEAS LAND & INV	RED CHIP	0.6%	19	NETEASE COM ADR	ADR	0.9%
20	HENGAN INTL GROUP CO	P CHIP	0.8%	20	KWEICHOW MOUTAI A	A	0.6%	20	LENOVO GROUP	RED CHIP	0.8%
21	CHINA SHENHUA ENERGY H	H	0.8%	21	CITIC SECURITIES CO A	A	0.6%	21	CHINA UNICOM	RED CHIP	0.8%
22	BANK OF COMMUNICATIONS H	H	0.8%	22	CHINA MERCHANTS BANK H	H	0.6%	22	CHINA TELECOM CORP H	H	0.7%
23	PICC PPTY & CASUALTY H	H	0.8%	23	AGRI BANK OF CHINA A	A	0.6%	23	CHINA MINSHENG BANK H	H	0.7%
24	CHINA MENGNIU DAIRY CO	RED CHIP	0.8%	24	CHINA PACIFIC INS GRP H	H	0.6%	24	CSR CORP H	H	0.7%
25	CHINA COMMUNIC CONST H	H	0.8%	25	CHINA STATE CONST ENGR A	A	0.6%	25	HENGAN INTL GROUP CO	P CHIP	0.7%
26	CHINA RESOURCES LAND	RED CHIP	0.7%	26	CHINA MINSHENG BANK A	A	0.6%	26	CHINA SHENHUA ENERGY H	H	0.6%
27	CHINA CITIC BANK H	H	0.7%	27	ICBC A	A	0.6%	27	BANK OF COMMUNICATIONS H	H	0.6%
28	WANT WANT CHINA HLDGS	P CHIP	0.7%	28	BANK OF COMMUNICATIONS A	A	0.6%	28	PICC PPTY & CASUALTY H	H	0.6%
29	GREAT WALL MOTOR H	H	0.7%	29	CHINA SHIPBUILDING IND A	A	0.5%	29	CHINA MENGNIU DAIRY CO	RED CHIP	0.6%
30	CHINA TAIPING INSURANCE	RED CHIP	0.6%	30	AGRI BANK OF CHINA H	H	0.5%	30	CHINA COMMUNIC CONST H	H	0.6%

資料來源： MSCI、致富研究院

短期帶來的資金量相對於 A 股交易量似泥牛入海。目前追蹤新興市場指數的資金約有 1.4 萬億美元，追蹤全球市場指數的資金約有 1.7 萬億美元。假設追蹤 MSCI 各類指數的資金全部是被動性基金，根據表 4 的比例變動推算出 MSCI 中國指數以 5% 比例納入 A 股將為 A 股帶來最多 1300 億人民幣的資金流入。而這資金量還不如 A 股一天的成交量，況且追蹤 MSCI 指數的基金中有一部分不是被動基金，另一方面按照 MSCI 指數配置進程，如果六月 A 股被納入指數，被動 ETF 基金需等到 2017 年 5 月最後一個交易日才可以選擇配置部分 A 股。

• 四、從國際經驗看中長期影響

從國際經驗來看，新興市場股市被 MSCI 新興市場指數納入或剔除的節奏與其資本專案放開程度相關。外匯管制的市場在納入 MSCI 新興市場指數時多採用漸進納入的辦法，從開始到完成需 7-10 年時間。如表 6 所示，印尼 9 年、韓國 7 年、馬來西亞 10 年、泰國 10 年及臺灣地區 7 年。而對資本項目自由放開的國家，例如巴西和俄羅斯，則採取一次性納入的方法。然而，當 2014 年底俄羅斯出現經濟動盪可能採取外匯管制時，MSCI 表示，若俄羅斯當局進行資本或外匯管控，則可能將俄羅斯從新興市場指數中剔除並重新分類為獨立市場。



表 6 MSCI 新興市場指數納入各國市場的歷史

印尼	韩国	马来西亚	台湾	泰国	巴西	俄罗斯
1989.09.01	1992.01.07	1988.01.01	1996.09.03	1988.01.01	1988.01.01	1997.12.01
启动	启动	启动	启动	启动		
1997.06.02	1998.09.01	1997.06.02	2002.06.02	1997.06.02		
完全纳入	完全纳入	完全纳入	完全纳入	完全纳入		

資料來源： MSCI、致富研究院

我們將參考對比同樣作為東亞國家並且當時同樣具有資本項目管制的中國臺灣和韓國被納入 MSCI 指數的情況，對 A 股被納入的長遠影響進行考察。

1、臺灣市場

為反映中國臺灣股市整體表現，MSCI 從 1988 年就開始編制 MSCI 中國臺灣指數。考慮到其股票市場的發展狀況及對外資的限制，直至 1996 年 9 月 MSCI 才將台股指數納入 MSCI 新興市場指數，但此時僅按中國臺灣股票市場市值 50% 的比重進行計算。此後中國臺灣對相關限制政策進行調整，逐步開放資本管制，至 2005 年終於被全面納入 MSCI 新興市場指數，按照中國臺灣股市市值 100% 的比例計算。

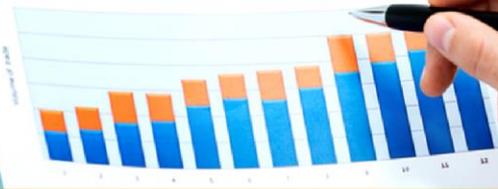
臺灣的資本帳戶開放包括五個方面內容：利率自由化、外匯自由化、金融機構准入自由化、金融業務自由化和資本流動自由化。利率和外匯自由化在 80 年代基本完成，金融機構准入和資本流動自由化則在 90 年代完成，與 MSCI 將其納入指數的時間一致。



表 7 臺灣對外開放時間表

时间	政策	MSCI 纳入情况
1983 年	外资可通过证券投资信托间接投资股票市场。	
1987 年	修改《外汇管理条例》，大幅放宽资本管制以及解除经常账户的外汇管制	
1988 年		编制 MSCI 台湾指数
1989 年	成立美元拆借市场供国内金融机构调整外汇部位 修改《银行法》，完成利率自由化改革	
1991 年	推行 QFII 制度，总额度 25 亿美元，银行、保险公司、基金公司等经批准可在一定额度（0.05-0.5 亿美元）内直接投资台湾证券市场。 核准后三个月内汇入本金，期满三个月后可汇出本金（后延期），投资利得每年结汇一次。 上市公司单一 QFII 持股不超过 5%，外资持股合计不超过 10%。	
1993 年	总额度上调至 50 亿美元，单一 QFII 投资额度上调至 2 亿美元。	
1994 年	总额度上调至 75 亿美元。	
1995 年	上市公司单一 QFII 持股不超过 6%，外资持股合计不超过 12%。 单一 QFII 投资额度上调至 4 亿美元，符合条件的还可年内追加一次额度。	
1996 年	对一般外国人、海外机构等全面开放，其中海外外国人投资 500 万美元上限、机构 5,000 万美元上限，岛内外国人无上限；取消汇入、汇出时间限制。 上市公司单一 QFII 持股不超过 10%，外资持股合计不超过 25%。 上调单一 QFII 额度至 6 亿美元。	以市值 50% 计入 MSCI EM
1998 年	上市公司单一 QFII 持股不超过 15%，外资持股合计不超过 30%。	
1999 年	上市公司单一 QFII 持股不超过 50%，外资持股合计不超过 50%。 上调单一 QFII 额度至 12 亿美元。	
2000 年	债券市场对外资开放。 上调单一 QFII 额度至 20 亿美元。 解除外资投资上市公司持股比例限制（特别行业除外）。	以市值 65% 计入 MSCI EM
2001 年	上调单一 QFII 额度至 30 亿美元。	以市值 80% 计入 MSCI EM
2002 年	开放二板、三板市场。	以市值 100% 计入 MSCI EM
2003 年	取消单一 QFII 额度限制。	

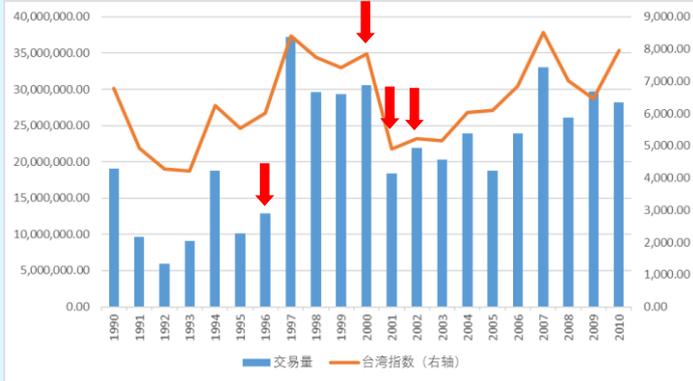
資料來源：臺灣金管會證期局、致富研究院



在資本流動自由化以及 MSCI 指數納入的作用下，臺灣股票市場結構發生明顯變化，主要表現為外資比例增加，換手率下降以及與國際市場正相關性增強。

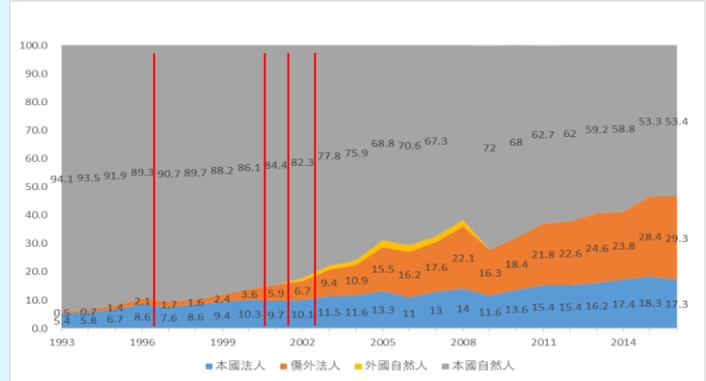
如圖 5 所示，在初次將臺灣市場納入 MSCI EM 時，臺灣股指出現了伴隨交易量大漲的明顯上漲，但在 2000 年由於互聯網泡沫破滅，之後的三次提高比例並未對臺灣股指帶來多大正面影響。

圖 5 中國臺灣指數與交易量



資料來源： WIND 資訊、致富研究院

圖 6 中國臺灣市場資金來源分佈變化



資料來源： WIND 資訊、致富研究院

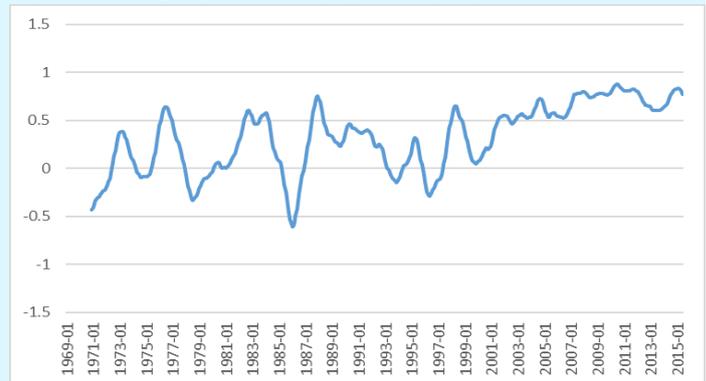
如圖 6 所示，1996 年首次納入後的兩年裡臺灣市場裡的國外資金比例由於東南亞金融危機影響不升反降，可見首次納入後的顯著上漲更多是島內資金驅動的結果；然而在 2000 年以後，隨著臺灣市場逐步被完全納入新興市場指數，其中的外資比例明顯升高。如圖 7 所示，在被納入 MSCI 新興市場指數後，臺灣地區股市換手率幾乎一路下滑，市場風格有較大改變。如圖 8 所示，隨著外資比例的提高，臺灣市場與國際市場的正相關性也漸漸增強。

圖 7 中國臺灣股市換手率



資料來源： WIND 資訊、致富研究院

圖 8 中國臺灣指數與標普指數相關性



資料來源： WIND 資訊、致富研究院



2、韓國市場

韓國也採取了漸進式的對外開放進程，從開始納入到全面納入時間跨度使用了 6 年，時長和臺灣相似。納入過程中同樣伴隨了資本管制放鬆。韓國資本市場對外資開放始於 1981 年，初期僅允許外資間接投資股票市場。1992 年韓國實行利率自由化並開放外國投資者直接投資股市，同年 MSCI 將韓國市場 20% 市值計入 MSCI EM 指數。1996 年比例升至 50%，1998 年完成 100% 納入。

表 8 韓國對外開放時間表

時間	政策	MSCI 納入
1981 年	《資本市場國際化計劃》，允許外國投資者通過基金等間接投資韓國證券市場	
1991 年	允許境外投資者通過外資托管銀行投資韓國股市	
1992 年	允許外國投資者直接投資韓國證券市場 匯率自由化 單一外資持股上限 3%，所有外資持股上限 10%□	以市值 20% 計入 MSCI EM
1993 年	宣布資本項可兌換	
1994 年	所有外資持股上限 12%	
1995 年	所有外資持股上限 15% 允許外企在韓交所（KES）上市	
1996 年	單一外資持股上限 5%，所有外資持股上限 20%	以市值 50% 計入 MSCI EM
1997 年	單一外資持股上限 50%，所有外資持股上限 50%	
1998 年	單一外資持股上限 50%，所有外資持股上限 55%	以市值 100% 計入 MSCI EM
2000 年	取消外資持股比例限制	

資料來源：公開資料整理、致富研究院

韓國股市在被納入 MSCI 新興市場指數後，外資占比持續擴大，市場風格同樣發生改變，表現為換手率下降以及與國際市場正相關性增強。

即使納入指數或提高比例能帶來一定的資金流入，經濟基本面依然是主導股市走勢的核心因素。如圖 9 所示，韓國市場在 1992 年初次納入後也經歷了一次上漲，此時韓國經濟正處於一輪衰退期後的復蘇期與繁榮期，GDP 增速與通脹見底反彈，此時韓國匯率較為平穩。隨後增加其納入比例時並沒有出現上漲，而是伴隨東南亞金融危機出現明顯下挫。成交量在 2000 年以後才顯著放大。如圖 10 所示，自從韓國市場被納入新興市場以來，外資占比日漸增大。

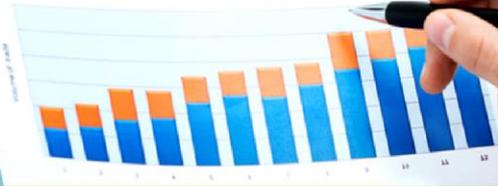
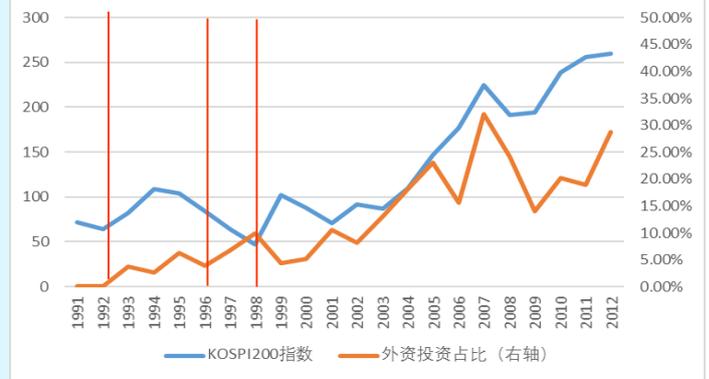


圖 9 韓國 KOSPI 指數及成交量



資料來源：WIND 資訊、致富研究院

圖 10 韓國市場外資占比變化



資料來源：WIND 資訊、致富研究院

如圖 11 所示，韓國股市換手率在初被納入至完全納入的六年間依然增長，在被完全納入的四年後達到頂峰並持續走低。如圖 12 所示，在被完全納入後，韓國股指與標普股指正相關性明顯增強。

圖 11 韓國股市換手率



資料來源：WIND 資訊、致富研究院

圖 12 韓國 KOSPI 與標普指數相關性



資料來源：WIND 資訊、致富研究院

3、對比結論

資本項目放開和被新興市場指數納入將對市場屬性產生明顯影響。從中國臺灣和韓國的歷史變化來看，股票市場被完全納入 MSCI 指數後很大程度上能使外資在市場內占比上升至 15%-20%區間，同時當外資占比達到這個區間時，本國市場與國際市場的正相關性很可能將維持在 0.5 以上。至於換手率，總體趨勢隨著外資占比上升而下降，但具體下降時點與被納入指數時點以及外資占比沒有明顯關係。



• 五、結論

1. **A股被納入MSCI中國指數以及新興市場指數的可能性的確大大增加。**近一年在配額分配過程，資本流動限制與受益所有權都有較大改進。
2. **即使被納入，帶來的海外資金量過低，短期不會出現實質性影響。**可能會引起事件性的短期資金博弈。
3. **資本項目放開使納入MSCI新興市場指數水到渠成。**資本項放開速度越快，納入速度越快。如果資本項放開後又收緊，則本國市場會面臨從新興市場指數剔除的可能。
4. **回顧中國臺灣和韓國歷史，納入MSCI指數及上調比例與短期上漲無明顯關係，基本面仍是主導因素。**
5. **回顧中國臺灣和韓國歷史，資本市場的放開將對市場屬性產生影響。**被完全納入MSCI指數能使外資最終在市場內占比上升至15%-30%區間，本國市場與國際市場的正相關性很可能將維持在0.5以上。隨著資本市場的放開，市場換手率會漸漸降低。



研究員聲明

主要負責撰寫本研究報告全部或部分內容的研究分析員在此聲明：（1）該研究員以勤勉的職業態度，獨立、客觀地出具本報告，本報告清晰準確地反映了該研究員的研究觀點；（2）該研究員所得報酬的任何組成部分無論是在過去、現在，還是將來均不會直接或間接地與研究報告所表述的具體建議或觀點相聯繫。

一般聲明

本報告由香港致富證券有限公司（以下簡稱“致富證券”）製作，報告中的資訊均來源於公開資料，本公司對這些資訊的準確性和完整性不作任何保證。報告中的內容和意見僅供參考，並不構成對所述證券買賣的出價和征價。本公司及本公司員工對使用本報告及其內容所引發的任何直接或間接損失概不負責。本公司或關聯機構可能會持有報告中所提到的公司所發行的證券頭寸並進行交易，還可能為這些公司提供或爭取提供投資銀行、財務顧問或者金融產品等服務。

市場有風險，投資需謹慎。投資者不應將本報告作為做出投資決策的惟一參考因素，亦不應認為本報告可以取代自己的判斷。在決定投資前，如有需要，投資者務必向本公司或其他專業人士諮詢並謹慎決策。在任何情況下，本報告中的資訊或所表述的意見均不構成對任何人的投資建議。投資者務必注意，其據此做出的任何投資決策與本公司、本公司員工或者關聯機構無關。

本報告版權歸致富證券所有。未經本公司的明確書面特別授權或協議約定，除法律規定的情況外，任何人不得對本報告的任何內容進行發佈、複製、編輯、改編、轉載、播放、展示或以其他任何方式非法使用本報告的部分或者全部內容，否則均構成對本公司版權的侵害，本公司有權依法追究其法律責任。

本報告內的所有意見均可在不作另行通知之下做出更改。本報告的作用純粹為提供資訊，並不應視為對本報告內提及的任何產品買賣或交易的專業推介、建議、邀請或要約。