

外资流入 A 股的长期和短期影响

——韩国、中国台湾市场国际化比较研究

策略深度

◆**2019 年初外资加速流入，风格转换再起波澜。**截至 1 月 25 日，外资一贯偏好的蓝筹白马股票在一月份集体上涨了约 10%。当前陆股通和 QFII 对 A 股的持股占比 3.8%，远低于韩、台市场外资持股比例（16%和 27%），流入空间仍大。

◆**2019 年外资仍将对市场资金面产生重要影响，纳入三大指数预计吸引海外跟踪资金规模约 4200 亿元。**其中 MSCI、富时罗素、标普道琼斯分别吸引跟踪资金 3300 亿、500 亿和 400 亿人民币。中国台湾和韩国纳入 MSCI 的历史表明，纳入国际指数后，外资持股比例有望快速上升。

◆**外资流入短期对市场产生积极影响，但难以改变市场趋势。**（1）新兴市场纳入 MSCI 指数后 1 个月、3 个月、6 个月及 12 个月内，当地股票市场上涨的概率均在 50-60%之间，这意味着纳入 MSCI 和当地股票市场涨跌并没有显著联系。中国台湾和韩国最后一次纳入 MSCI 后的大涨是基本面决定的长期趋势。（2）随着对外开放程度的加大，中国台湾、韩国股指与美股的相关性提升，相关系数中枢从 20 世纪 80-90 年代的 0.2 上升至 2000 年后的 0.6 附近，全球资本的流动，加速了外部市场风险对内部的传导。

◆**外资长期影响：（1）外资选股偏好本地核心资产。**韩国外资持股靠前的行业主要是金融、技术硬件、汽车等韩国核心产业，及石油、钢铁两大垄断行业；中国台湾外资对半导体行业持股比例达到 51%，对电子行业持股整体偏高；A 股外资持股风格未变，持股集中于高 ROE、大市值个股，行业偏好白酒、家电、银行。（2）**外资对市场估值中枢影响难以判断。**外资持股到达 10%分位以上后，市场估值中枢和波动性下降，但企业盈利增速放缓可能是估值下降的更主要的原因；中国台湾股市中，境外投资者持股比例较高的电子、食品等行业估值水平受外资占比影响也较小。外资对核心股票的高比例持有降低了市场的波动。

◆**外资对 A 股影响前瞻：（1）目前监管层正在大力度为 A 股引入长线资金，2019 年预计仍会出台鼓励外资政策，流入规模可期；（2）外资流入是稳定的吗？**长期来看并非稳定资金，外资流入加大全球联动，但 A 股仍然处在外资从“低配”至“标配”的区间，资金流入有望相对稳定；（3）**外资选股偏好持续性强，**高 ROE、地区优势行业、竞争格局良好的龙头公司依然是外资偏好的方向；（4）**对市场风格的影响程度仍将取决于外资进入的意愿。**A 股当前的估值具有较高的配置价值，但外资持股比例不超过 30%的限制意味着外资重仓持有核心个股的意愿在短期内难以实现，A 股外资比例提升节奏预计慢于台韩两市。当前外资流入对 A 股的影响偏短期，若期望市场整体选股方式向价值转变，则需要 3-5 年潜移默化的影响。

◆**重要时点：2019 年 2 月底，MSCI 将公布“进一步提高 A 股在 MSCI 指数中的权重方案，值得投资者重点关注。**

◆**风险提示：1、**指数纳入计划及全球市场风险偏好的变化，可能使外资流入不及预期。2、韩国、中国台湾市场规模相对较小，A 股外资占比难以达到韩台两市水平。3、国内经济增速超预期下行。4、美股超预期波动。

分析师

谢超（执业证书编号：S0930517100001）
010-56513031
xiechao@ebsecn.com

李瑾（执业证书编号：S0930518100001）
lijin@ebsecn.com

联系人

黄亚钊
021-5252 3815
huangyr@ebsecn.com

相关研报

《MSCI 不是救世主：短期助力反弹，长期不改走势——A 股首次纳入 MSCI 指数的深度分析》……2018.05.11

《陆股通重现持续流入，有助于市场短期表现——A 股二次加入 MSCI 指数的点评》……2018.08.22

《援军到了？创业板标的关注哪些？——纳入富时罗素与 msci 欲提比例点评》……2018.09.27

《加速融入全球市场，资金层面担忧应无惧——“沪伦通”专题报告》……2018.12.04

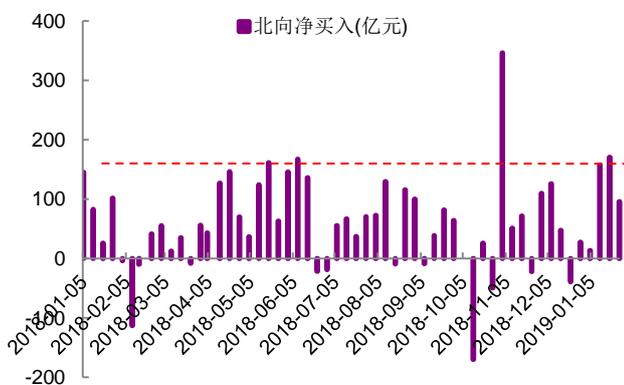
目录

1、 为什么再次关注外资？	3
2、 A 股对外开放的征途与进程	6
2.1、 新兴市场 80-90 年代的国际化	7
2.2、 A 股国际化历程	8
3、 国际化对股票市场的影响	10
3.1、 纳入 MSCI 与市场涨跌关系？	10
3.2、 外资流入稳定吗？	15
3.3、 与海外市场的关联性提升	17
4、 外资的长期影响	19
4.1、 外资选股偏好：核心产业及竞争格局优异的行业	19
4.2、 外资对市场定价的影响：对估值的影响难以判定	21
5、 外资对 A 股的影响	24
5.1、 外资在 A 股的持股偏好	25
5.2、 年初外资流入选股风格依旧	29
6、 总结：外资流入无关牛熊、影响风格	30
7、 风险提示	30

1、为什么再次关注外资？

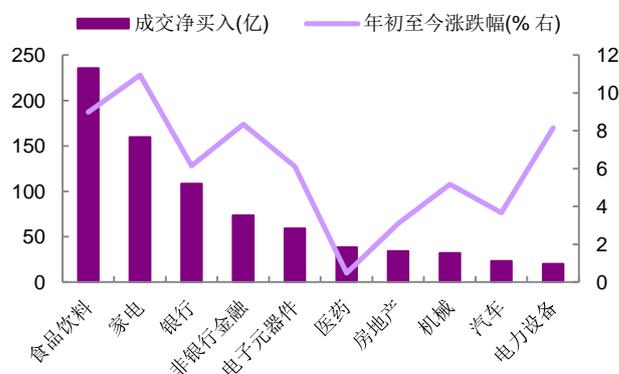
2019年1月，风险偏好明显修复，市场风格偏向大盘蓝筹白马，政策和资金层面的边际变化，均指向“外资”或是本轮上涨行情中的重要力量：1月14日，国家外管局将QFII的总额度从1500亿美元扩大至3000亿美元；13日，证监会副主席方星海谈A股改革时，对2019年外资流入规模的进一步增加，持乐观态度，表示“去年净流入A股达3000亿元，今年预计会进一步增加，6000亿元应该是可以预期的”。而1月以来，陆股通周均北向净买入金额109亿元，处于2018年以来的较高水平，而市场涨幅前三的行业分别是家电（10.94%）、食品饮料（8.98%）、非银金融（8.4%），这与外资净流入的行业基本相吻合。

图 1：2019 年初陆股通北向资金大幅流入



资料来源：wind、光大证券研究所

图 2：2019 年 1 月陆股通北向净流入流入行业及涨跌幅



资料来源：wind、光大证券研究所，截止2019年1月25日

2018年，外资对市场资金的边际影响继续较强。2018年仍是一个存量资金的市场，根据我们跟踪的反映市场资金面指标，2018年全年市场资金合计流出185亿元。其中陆股通北向资金贡献了2942亿的资金流入，两融余额的下降贡献了2639亿的资金流出。在弱势A股的背景下，海外增量资金对A股市场边际资金变化影响较大。

表 1：2015-2018 年部分股票市场资金项目测算（流出为“-”）

单位：亿元	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年
IPO	-1576.39	-1496.08	-2301.09	-1378.15
两融余额	1363.40	-2222.79	870.59	-2639.32
偏股型新发基金	13008.48	3237.63	3011.37	3774.35
重要股东增减持	-1732.41	-1157.86	-492.88	-912.27
陆股通	165.26	606.79	1997.38	2942.18
交易费用	-5572.53	-2783.28	-2458.69	-1971.76
合计	5655.81	-3815.59	626.68	-184.97

资料来源：Wind、光大证券研究所

相比2018年，2019年外资流入规模有望进一步增长。2019-2020年，A股进一步纳入MSCI、富时罗素、标普道琼斯三大国际指数，根据我们基于现有资料的测算，2019年外资流入规模合计约4200亿元资金，实际流入可能更多。

2019年MSCI提高A股权重的三步走方案，包括：首先，在今年5月和8月指数评审中，将中国大盘A股的纳入因子从5%增加到20%；其次，从5月开始，将创业板市场纳入交易名单；第三，2020年5月，进一步将中盘A股以20%的比例纳入MSCI中国指数。若顺利执行，2019年A股占MSCI新兴市场指数比例将上升2.82%，新增资金流入485亿美元，约3300亿人民币；2020年A股占MSCI新兴市场指数比例将增至3.36%，继续新增约820亿人民币。

表2：MSCI扩大A股权重增量资金测算

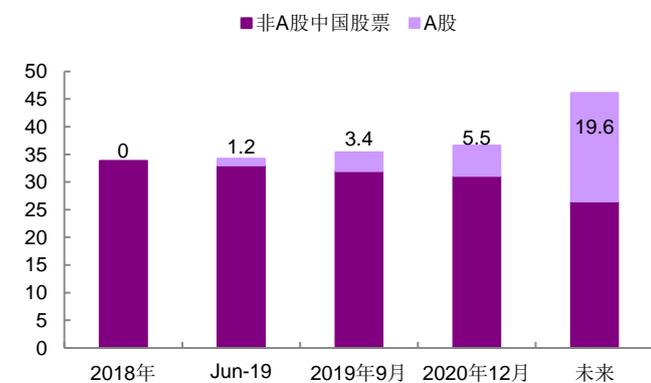
指数	跟踪资金 (截至2018年6月, 亿美元)	2019年5月及8月			2020年5月		
		A股占比 (MSCI官网公告)	测算流入 A股资金 (亿美元)	其中, 测算流入 A股挂钩型资金 (亿美元)	A股占比 (MSCI官网公告)	测算流入 A股资金 (亿美元)	其中, 测算流入 A股挂钩型资金 (亿美元)
MSCI新兴市场指数	18000	2.82%	508, 新增380	29, 新增22	3.36%	605, 新增97	34, 新增6
MSCI ACWI指数	41000	0.34%	139, 新增105	8, 新增6	0.40%	164, 新增25	9, 新增1
合计			647, 新增485	37, 新增28		769, 新增122	45, 新增7

注：以上测算内容是根据2018年6月指数跟踪资金规模、以及MSCI测算A股市值占比进行的静态测算

资料来源：MSCI，光大证券研究所

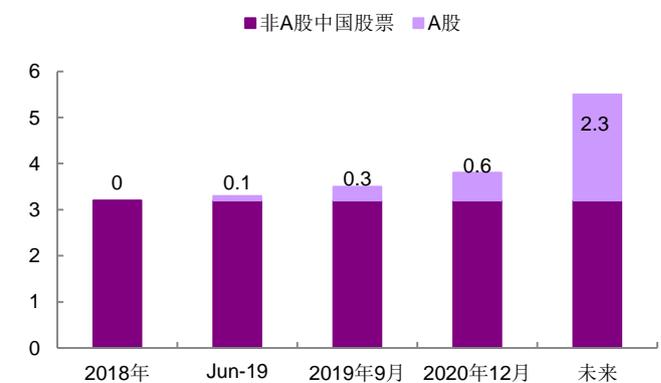
今年6月到明年3月，富时罗素也将分三步将A股按25%因子纳入其全球股票指数体系。到2020年，A股占富时新兴市场指数5.5%，保守估计流入资金121亿美元，其中2019年流入资金约500亿人民币。未来全部纳入后，A股占富时新兴市场指数将接近20%。

图3：中国A股在富时新兴市场指数中的权重（%）



资料来源：FTSE、光大证券研究所

图4：中国A股在富时环球指数中的权重（%）



资料来源：FTSE、光大证券研究所

表2：FTSE官方公告的资金流入

		2019年6月		2019年9月		2020年3月	
		A股占比	测算流入 (亿美元)	A股占比	测算流入 (亿美元)	A股占比	测算流入 (亿美元)
富时新兴市场指数	挂钩型资金	1.2%	20	3.4%	60, 新增40	5.5%	100, 新增40
	主动跟踪资金		4.2		12.6, 新增8.4		21, 新增8.4
			24.2		72.6, 新增48.4		121, 新增48.4

资料来源：FTSE、光大证券研究所

2019年9月，标普道琼斯指数按25%比例纳入A股，这次调整影响指数达8支，跟踪资金比较准确的，只有标普和道琼斯全球指数2支。仅以跟踪这两支指数的资金测算，流入资金预计约400亿人民币。

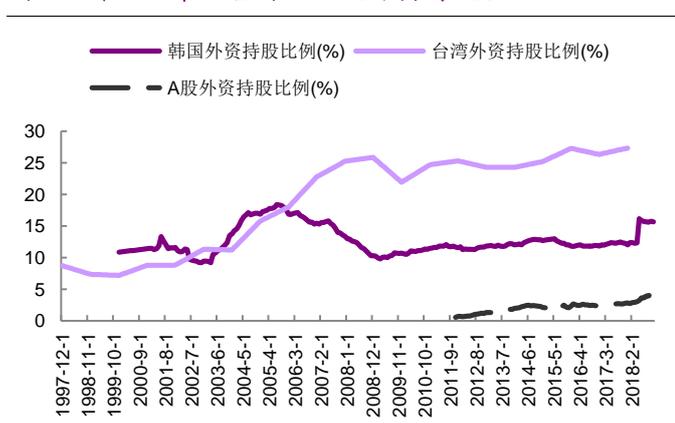
表3：2019年9月A股纳入标普道琼斯指数体系吸引资金规模

编号	本次调整涉及的指数	以25%因子纳入中国A股部分所占权重	跟踪资金规模(2017年披露)	测算流入
1	S&P Global BMI	0.57%	1.18万亿美元	60亿美元，合400亿人民币
2	Dow Jones Global Index	0.48%		
3	S&P Global BMI Shariah	0.45%	-	-
4	Dow Jones Islamic Market World Index	0.30%	-	-
5	S&P Emerging BMI	5.48%	-	-
5.1	S&P Asia Pacific Emerging BMI	7.66%	-	-
5.2	S&P China BMI	15.23%	-	-
6	S&P Global Property	0.67%	-	-
6.1	S&P Global Ex-U.S. Property	1.24%	-	-
7	S&P Emerging Under USD2 Billion	8.22%	-	-
8	S&P Emerging LargeMidCap	4.12%	-	-

资料来源：S&P Dow Jones Indices，Annual Survey of Assets as of Dec 31 2017、光大证券研究所

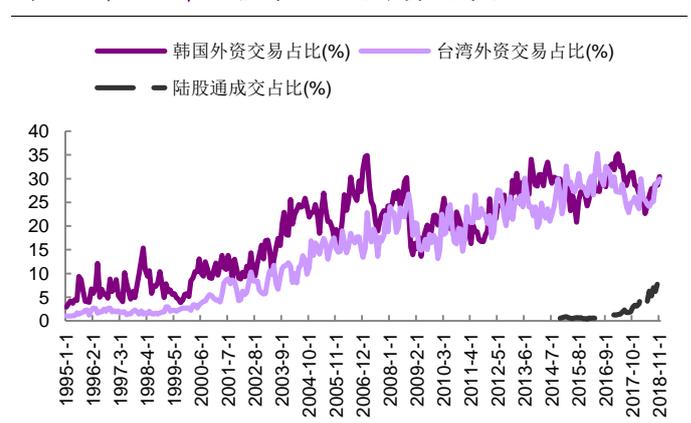
再次，当前A股中，外资占比仍然较低。截至2018年底，陆股通、QFII合计持有A股市值的比例为3.8%，约相当于中国台湾1996年之前、韩国1992年附近水平；A股陆股通交易代表的外资交易占比7%，约相当于中国台湾2002年、韩国1997年水平。这也意味着外资继续增配A股还有很大的空间。

图5：韩国、中国台湾、A股外资持股占比



资料来源：wind、光大证券研究所

图6：韩国、中国台湾、A股外资交易占比



资料来源：wind、光大证券研究所

年初市场的上涨，我们认为更多是在国内多项的“稳增长”政策出台、全球资本市场回暖的背景下，A股投资者市场偏好改善，从而带来A股市场的估值修复。而外资的大规模流入，使得龙头白马在一轮行情中拔得头筹。那么，2019年在外资大概率较大规模进入A股的背景下，对市场大势是否产生重要影响呢？1月以来的市场风格是否将延续至全年？外资流入新兴市场又有什么特点呢？我们通过对中国台湾和韩国纳入MSCI及外资进入的历

程，分析外资流入规模情况和选股偏好，对 A 股市场外资进入的节奏和影响进行预判，对上述问题进一步阐释。

2、A 股对外开放的征途与进程

“中国开放的大门不会关闭，只会越开越大”¹。2018 年 A 股吸引外资的步伐加快，期间 A 股正式纳入 MSCI 等国际投资者广泛认可的指数，“沪伦通”上线在即，中日 ETF 合作备忘录签署等事件，有利于 A 股受到更多海外投资者的认可。对金融领域外资持股比例的放开，更是对外开放中的一大步。A 股扩大开放、引入外资的政策导向是明确的。

引入外资的必要性在近几年得到加强。我国过去经常项目顺差较多，双顺差引起人民币升值压力。2018 年以来，经常项目占 GDP 的比重接近于 0，在外需较弱，经济“稳增长”更多依靠内需的情况下，未来很大概率看到经常项目逆差，人民币汇率有贬值压力。在这样的背景下，资本项目顺差的必要性加强，最核心的还是通过财政政策提升我国经济增长前景，而资本市场不断完善市场公平交易和融资制度，加大开放也更加重要。

图 7：经常项目顺差下降

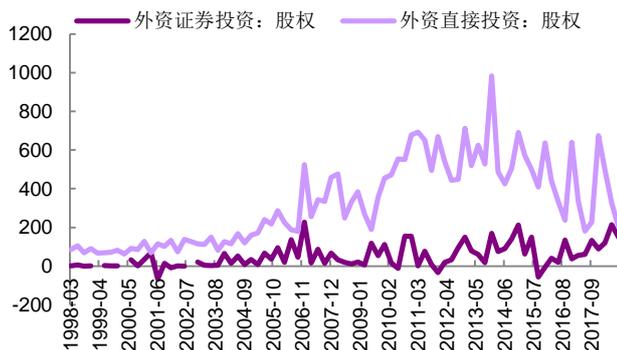


资料来源：wind、光大证券研究所

2018 年外资通过直接投资和证券投资流入国内资金分别为 1508 亿美元和 1521 亿美元，证券投资首次超过直接投资规模。证券投资中债券和股票投资约为 2:1，2018 年前三季度，外资投资国内股票市场资金 483.9 亿美元，较 2017 年同期增长 93.2%，流入国内债券市场的资金规模 1037.5 亿美元，较 2017 年同期增长 81.7%。

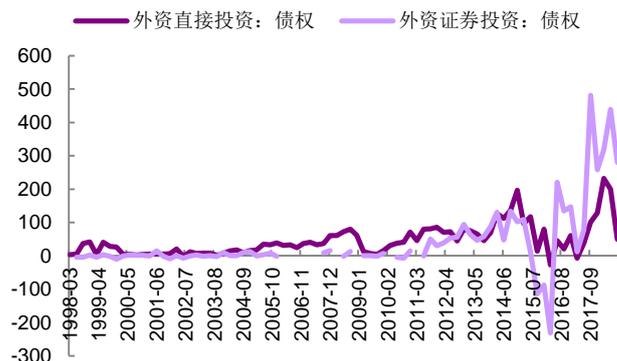
¹ 国家主席习近平在博鳌亚洲论坛 2018 年年会开幕式发表主旨演讲提到。
http://www.xinhuanet.com/comments/2018-04/12/c_1122667040.htm

图 8：股票投资逐年增加，接近 FDI 规模（亿美元）



资料来源：国家外汇管理局、光大证券研究所

图 9：证券债券投资规模超过直接债务投资（亿美元）



资料来源：国家外汇管理局、光大证券研究所

2.1、新兴市场 80-90 年代的国际化

回顾历史，新兴经济体证券市场的国际化是 20 世纪 80 年代以来世界金融市场的一大发展趋势²。20 世纪 90 年代以后欧美资本在亚洲的证券投资推动中国台湾市场、韩国科技产业的兴起。而对外商业借款容易受到国际外债规模的限制，并加大外债风险，争取国外直接投资也会受到其他发展中国家需求竞争等方面的制约。上述两种方式，在 20 世纪 90 年代中期以前已得到较为充分的利用，且需要还本付息，融资成本较高。而以证券投资形式募集国际资金不仅不受一国外债规模限制，同时也符合国际资本流动证券化的趋势。对于成熟市场经济体而言，进一步提升证券市场与交易所国际化程度是为了巩固其全球金融市场中心地位，对于新兴经济体而言，则是通过国际化进一步推动自身经济发展。

大多数新兴经济体的对外开放都经历了 2-3 个步骤，第一步，通过境内公司在海外发行收益凭证或 ETF 基金投资于本地市场，实现间接开放，这一阶段额度多为审批制，作用较小；第二阶段，也是最重要的，是在货币未自由兑换前，通过 QFII 制度，有限制的引入外资，之后通过逐步放开外资持股比例，实现全面开放。韩国、中国台湾证券市场开放均在 80 年代初起步，韩国在 2000 年，中国台湾股市在 2003 年左右完成全面开放。

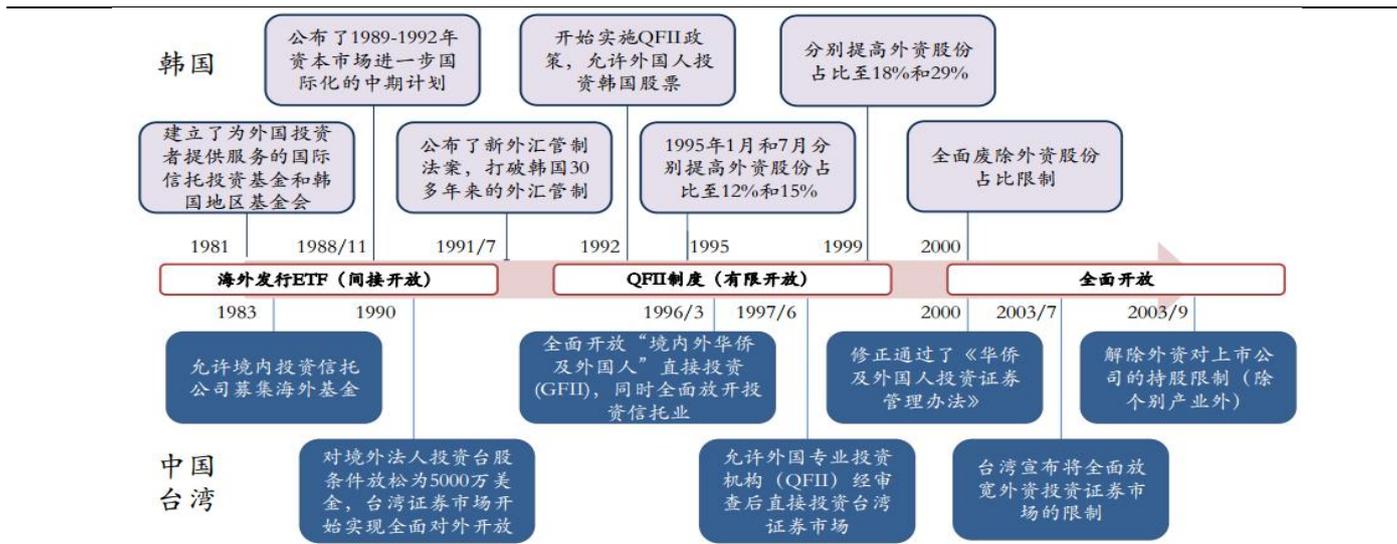
韩国政府自 1992 年实施 QFII 政策，允许外国人投资韩国股票，全部外国资本所占份额不超过 10%，个人投资者最高不超过 3%。1995 年 1 月、7 月及 1996 年 4 月，提高外资股份占比至 12%、15% 和 18%。到 1999 年可达 29%，2000 年实现全面开放。

中国台湾 1990 年至 1996 年，以允许境外专业投资机构（QFII）经审查后直接投资中国台湾证券市场为标志，采用资格控制方式控制外资入市，逐步开放 QFII 直接投资。限制和审查的内容包括：资格条件、投资金额、持股比例、资金汇出汇入期限等。1996 年 3 月后允许境外自然人直接投资台股，同时全面放开投资信托业。对境内境外人投资台股没有限制，对境外投

²对外开放的原因，可以概括为以下几点：（1）生产力发展和国际分工协作的结果（外向经济）；（2）世界经济发展不平衡的结果（新兴经济体引入技术、弥补资本不足）；（3）国际政治形势的要求。卢静、周启朋，《发展中国家对外开放研究——政治经济学的分析》，2006 年 5 月。

资人的限制为：自然人 500 万美金，法人 2000 万美金。境外投资者投资货币市场、定存及公债总额不能超过汇入资金 30%。1997 年 6 月对境外法人投资台股条件放松为 5000 万美金。中国台湾证券市场开始实现全面对外开放。2000 年开始，除个别特殊产业外，已经解除外资对上市公司的持股限制。并于 2003 年 7 月 7 日，中国台湾宣布将全面放宽外资投资证券市场的限制，于 9 月 30 日修正通过了《华侨及外国人投资证券管理办法》（以下简称《管理办法》），正式废除了实行多年的 QFII 制度，迈入了证券市场全面开放时代。

图 10：韩国及中国台湾渐进式国际化历程：从有限开放到全面开放



资料来源：孙丽、何晓蕾,科学经济社会,《亚洲新兴国家证券市场国际化进程的比较及实证研究》,2011年第4期,光大证券研究所

2.2、A 股国际化历程

与韩国、中国台湾等有计划、稳步推动资本市场国际化的部分新兴经济体类似³，我国资本市场的国际化也采用逐步、渐进的开放⁴。

我国吸引外资的第一阶段是在货币未自由兑换时，通过 QFII 制度，有限制的引入外资。在该制度下，QFII 将被允许把一定额度的外汇资金汇入并兑换为当地货币，通过严格监督管理的专门账户投资当地证券市场，包括股息及买卖价差等在内各种资本所得经审核后可转换为外汇汇出。2002 年 11 月 5 日，《合格境外机构投资者境内证券投资管理暂行办法》正式出台，2003 年 7 月瑞银达成第一笔 QFII 交易，标志着外资开始有有限制的参与 A 股市场。其后，证监会及外汇管理局多次调高 QFII 单家额度和总额度、降低 QFII 机构申请门槛、放松本金及资金汇入汇出管理要求。2016 年 2 月，外汇管理局监管文件进一步放松了 QFII 投资所面临的包括投资额度和本金锁定的限制，不再对单家机构设置统一额度上限；对 QFII 本金不再设置汇入期限

³按照国际上的一般经验，资本市场的开放要经过两个阶段，在第一阶段可以先设立“海外基金”（台湾的模式）或者“开放型国际信托基金”（韩国模式）；而这一阶段台湾用了 7 年，韩国也用了 11 年。

⁴上海证券交易所，《中国资本市场对外开放总体设想》，上海证券交易所研究中心，2006 年 9 月。

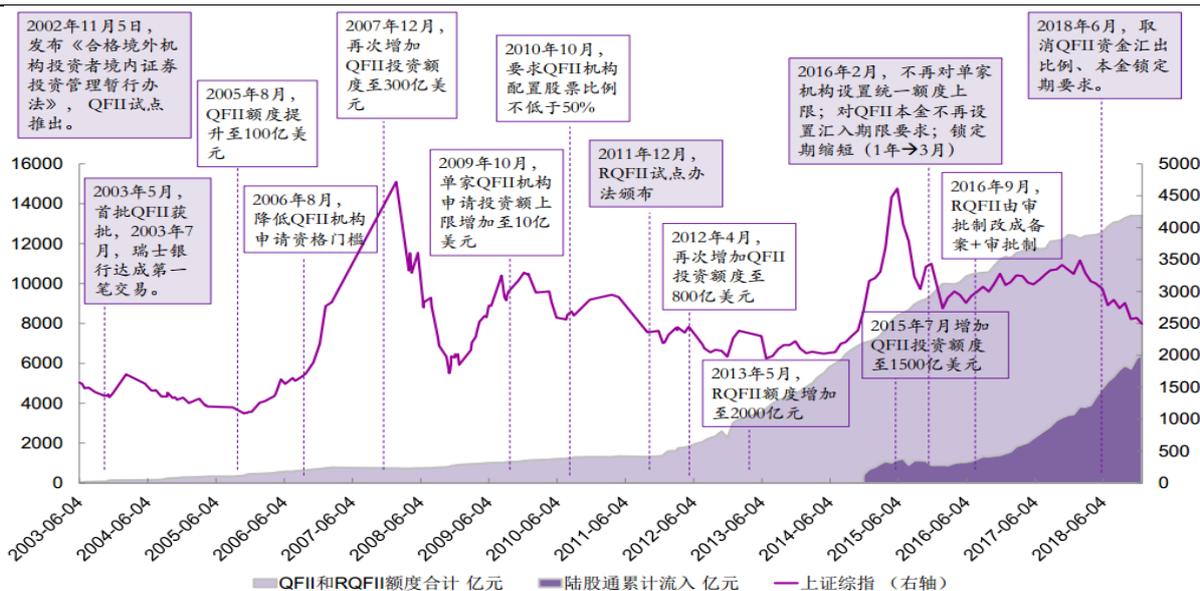
要求；锁定期缩短（1年至3月）等；2018年6月，进一步取消本金锁定期和汇入汇出比例的限制，极大方便了海外投资机构通过QFII制度参与A股。

表 4：当前我国 QFII 的具体规定：

主体	(一) 资产管理机构：经营资产管理业务 2 年以上，最近一个会计年度管理的证券资产不少于 5 亿美元； (二) 保险公司：成立 2 年以上，最近一个会计年度持有的证券资产不少于 5 亿美元； (三) 证券公司：经营证券业务 5 年以上，净资产不少于 5 亿美元，最近一个会计年度管理的证券资产不少于 50 亿美元； (四) 商业银行：经营银行业务 10 年以上，一级资本不少于 3 亿美元，最近一个会计年度管理的证券资产不少于 50 亿美元； (五) 其他机构投资者（养老基金、慈善基金会、捐赠基金、信托公司、政府投资管理公司等）：成立 2 年以上，最近一个会计年度管理或持有的证券资产不少于 5 亿美元。
投资品种	(一) 在证券交易所交易或转让的股票、债券和权证； (二) 在银行间债券市场交易的固定收益产品； (三) 证券投资基金； (四) 股指期货； (五) 中国证监会允许的其他金融工具。
额度限制	3000 亿美元
比例限制	(一) 单个境外投资者通过合格投资者持有一家上市公司股票的，持股比例不得超过该公司股份总数的 10%； (二) 所有境外投资者对单个上市公司 A 股的持股比例总和，不超过该上市公司股份总数的 30%。 境外投资者根据《外国投资者对上市公司战略投资管理办法》对上市公司战略投资的，其战略投资的持股不受上述比例限制。
汇入汇出	原合格投资者可在投资本金锁定期满（此前规定为三个月）后，分期、分批汇出相关投资本金和收益，不过每月累计净汇出资金（本金及收益）不得超过其上一年度境内总资产的 20% 的规定取消。

资料来源：证监会、外管局，光大证券研究所

图 11：我国基于 QFII 制度逐渐放开的进程



资料来源：wind、光大证券研究所

QFII 制度对于进入资本市场的资金提出了很高的准入门槛，使得获准进入我国市场的 QFII 资金大都是相对稳定的资金，并且拥有中长期的投资理

念，这使得 QFII 资金与国际游资的性质有本质的不同。其次，QFII 制度设计中锁定期的政策进一步加大了资金的稳定性。加上对 QFII 持股比例、信息披露等方面的严格限制，基本上杜绝了 QFII 操纵市场的可能性。其他国家和地区的经验表明，QFII 资金一般专注于在股市进行投资，很少从事外汇或股市投机。例如，在 2000 年中国台湾股市暴跌的过程中，QFII 资金连续净买入（买入减去卖出），而在同一时期，中国台湾本地的机构投资者几乎都是净卖出。

2014 年 11 月 17 日上海与香港股票市场互联互通机制的开通，代表着 A 股对外开放进入到一个新的阶段。相对 QFII 制度，陆股通对资金双向流动限制更少，无主体资格备案/审批要求，额度没有总量限制，资金的汇入汇出也更加便捷。2018 年 5 月 1 日之后，陆股通的日交易限制也进行了放松，沪股通及深股通每日额度从 130 亿调整为 520 亿元人民币。2018 年，陆股通累计净流入增长 147.3%；QFII 投资额度仅增长 8.0%，陆股通日渐成为外资进入中国 A 股市场最主要的渠道。2018 年大量陆股通北向流入中，也不排除原 QFII 机构通过陆股通买入而带来的流入。

2017 年是国内资本市场国际化第三阶段的元年，外资对市场的影响力显著增加，监管机构也利用多种工具不断拓宽对外开放的边界，包括被纳入 MSCI、富时罗素、标普道琼斯等国际主流指数、引导独角兽 CDR 回流上市、沪伦通交易规则的发布、中日 ETF 合作备忘录的签署等。同时，A 股借助外资进入的契机，进一步完善市场交易行为、上市公司信息披露制度，严格退市制度，确保优胜劣汰，改善投资者结构，培育长线资金。根据新兴经济体引入外资的一般规律，在引入外资的过程中，各国均通过一系列的汇率制度改革，金融制度的完善，来加深货币的国际化水平和提升本国金融机构的竞争力，最终在一定监管下，实现本国资本项目下的可兑换。而在 A 股吸引更多海外投资者的同时，也将承受更多专业投资者的挑选，承受海外市场波动的影响，从而引起市场交易和定价行为的根本变化。

3、国际化对股票市场的影响

3.1、纳入 MSCI 与市场涨跌关系？

大部分新兴经济体，在 90 年代国际化浪潮中，进行了初步开放后，被纳入 MSCI 新兴市场指数。MSCI 新兴市场指数于 1988 年建立，初始由 10 个国家组成，之后伴随着新兴经济体经济的发展和资本市场的放开不断纳入更多国家以保证其完备性、参考性和投资价值。MSCI 新兴市场指数目前囊括了 24 个国家。截至 2017 年，约 3.7 万亿美元资产以 MSCI 为投资基准，MSCI 指数具有较强国际性影响力，入选 MSCI 新兴自由市场指数一直被视作新兴经济体或地区资本市场实现国际化的典型标志。

1、10 个初始国：墨西哥、阿根廷、巴西、智利、约旦、马来西亚、泰国、菲律宾、希腊、葡萄牙；

2、后续被一次性纳入的国家共 18 个：哥伦比亚、捷克、埃及、匈牙利、印度、印尼、以色列、摩洛哥、巴基斯坦、秘鲁、波兰、卡塔尔、俄罗斯、南非、斯里兰卡、土耳其、阿联酋、委内瑞拉；

3、逐步被纳入的国家和地区：韩国、中国台湾、中国大陆。

表 5: 新兴经济体资本市场开放及纳入 MSCI 指数时间

新兴经济体	开放时间	主要内容 ⁵	首次纳入 MSCI	备注
阿根廷	1989 年 11 月	颁布《新外国投资制度》	1988/1/1	2009/5/29 调入 MSCI Frontier 指数
巴西	1991 年 5 月	允许外国投资者持有不超过 49% 的股权和优先股	1988/1/1	
智利	1989 年 10 月	允许外国投资者投资于本国基金	1988/1/1	
哥伦比亚	1991 年 12 月	全面开放	1994/2/2	
墨西哥	1989 年 5 月	允许外国投资者投资于 70% 以上的经济部门	1988/1/1	
葡萄牙	1986 年 7 月	允许外国投资者拥有除军工以外的本国股票	1988/1/1	1997/12/1 调入 MSCI 发达国家指数
土耳其	1985 年	80 年代持续鼓励利用外资	1989/9/1	
俄罗斯	1996 年	逐步完善开放, 允许外资投资 10% 以下上市公司股份	1997/12/1	
印度	1992 年 11 月	允许外国投资者通过 FII 从事一级和二级市场投资	1994/2/2	
印度尼西亚	1989 年 9 月	允许外国投资者购买除银行外上市公司 49% 的股份	1989/9/1	
韩国	1992 年 2 月	开放韩国证券市场, 外国资本所占份额不高于 10%	1992/1/7	逐步纳入
马来西亚	1975 年 12 月	除银行等金融公司, 外国投资者可持有马来西亚公司 100% 股份	1988/1/1	
菲律宾	1987 年底	放松对外资收益汇回管制, 允许持有本国公司 40% 股份	1988/1/1	
中国台湾	1991 年 1 月	允许境外投资者拥有中国台湾企业股份的 10%	1996/9/3	逐步纳入
泰国	1988 年	为外国投资者购买本地证券开辟板块, 允许外国基金投资	1988/1/1	
南非	1988	取消对所有对非居民在南非投资者和撤资的限制	1995/3/2	
中国	2002 年 11 月	《合格境外机构投资者境内证券投资管理办法》正式出台	2018/6/1	逐步纳入

资料来源: MSCI 官网, 光大证券研究所整理

测算新兴经济体纳入 MSCI 指数后的市场表现发现, 纳入 MSCI 后 1 月、3 月、6 月及 12 月内当地股票市场上涨的概率均在 50-60% 之间。这意味着纳入 MSCI 和当地股票市场涨跌并没有明显联系。

表 6: 纳入 MSCI 后股票市场收益水平

国家/地区	纳入 MSCI 时间	加入 MSCI 后股市收益率 (%)			
		后 1 月	后 3 月	后 6 月	后 12 月
印尼	1989/9/1	-5.7	-16.3	7.8	19.3
韩国	1992/1/7	7.1	-10.3	-17.0	8.0
	1996/9/3	3.1	-5.7	-11.7	-10.5
	1998/9/1	-1.3	44.0	67.9	192.4
印度	1994/2/2	0.7	-7.8	6.8	-10.8
波兰	1995/3/2	-5.7	17.4	29.0	70.4
南非	1995/3/2	1.7	4.7	5.0	23.9
捷克	1996/9/3	1.1	7.0	56.9	116.9
匈牙利	1996/9/3	-4.0	-10.9	4.6	-5.2
中国台湾	1996/9/3	5.7	10.8	25.9	51.2
	2000/6/1	-6.5	-16.1	-39.6	-43.3
	2000/12/1	-11.2	3.0	-6.1	-16.9
	2005/6/1	5.0	1.0	3.5	15.1
俄罗斯	1997/12/1	22.9	0.3	-46.8	-79.0
埃及	2001/6/1	-5.7	1.2	-21.3	-26.8
中国 A 股	2018/6/1	-7.4	-11.4	-15.8	
	2018/9/1	3.5	-5.0		
平均收益率	-	0.2	0.3	3.1	20.3
上涨概率	-	56%	56%	59%	56%

资料来源: wind、光大证券研究所

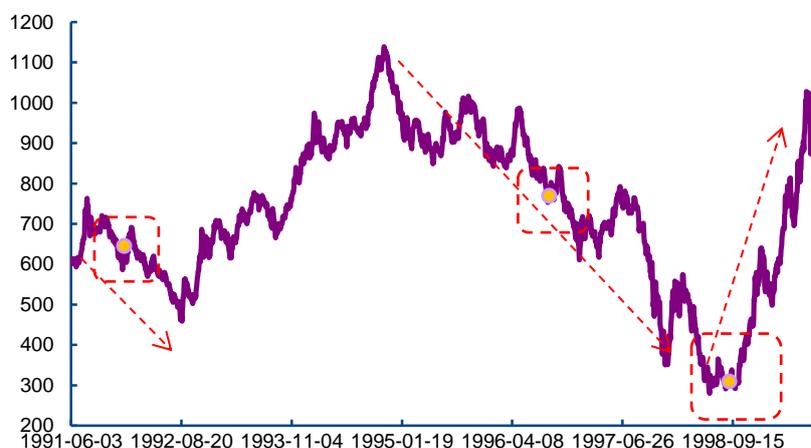
⁵ [1] 上海证券交易所,《境外证券交易所国际化研究》, 资本市场研究所, 2017 年 11 月。
 [2] 陈立成、谷源洋、谈世中主编:《发展中国家的经济发展战略与国际经济新秩序》, 北京: 经济科学出版社, 1987 年版。
 [3] 卢静,《发展中国家对外开放研究——政治经济学的分析》, 博士论文, 2006 年 5 月。

我们在之前的报告中也分析过，股票市场涨跌归根到底仍然需要宏观环境的配合。仍以韩国和中国台湾为例，在纳入 MSCI 后，即韩国 1998-1999 年，中国台湾 2005-2007 年，均处于经济增速反弹、通胀向下的复苏区间，非常有利于权益资产表现。

3.1.1、韩国加入 MSCI 市场复盘

从 1992 年起，韩国股票市场纳入 MSCI 一共经历了三个阶段，历时超过 6 年，纳入因子逐步提升至 100%：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。

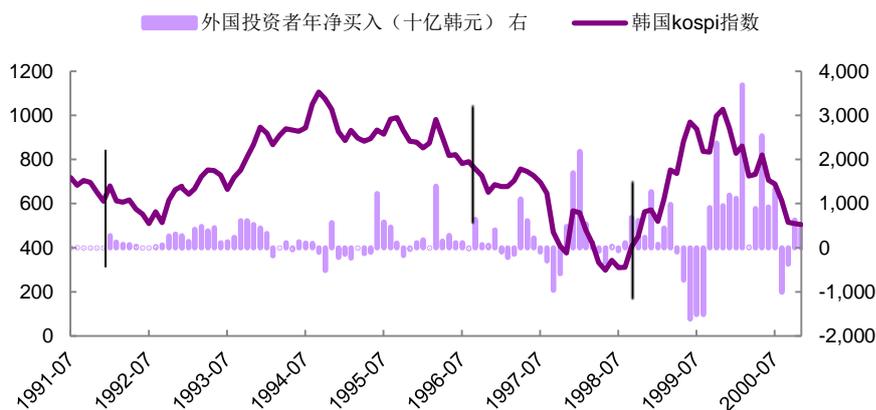
图 12：韩国综合指数



资料来源：Wind

1998 年最后一次纳入 MSCI 时，资金流入规模和波动均较大。分次来看，韩国股市 1992 年 1 月首次加入 MSCI，当月出现明显外资流入和股市反弹，但随后外资并没有明显流入，股市继续进入下跌状态。1996 年 9 月，纳入 MSCI 的比例上升至 50%，资金出现短期净流入，但未改变市场下跌趋势。1998 年 9 月，韩国股市完全纳入 MSCI，之后韩国市场迎来 9 个月的大牛市，指数涨幅超过 200%，但这一期间，外资流入规模的波动也较大，1999 年 7 月附近的大幅流出，也没有改变股市上涨的态势，因此，加入 MSCI 所引起的外资流入并非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。

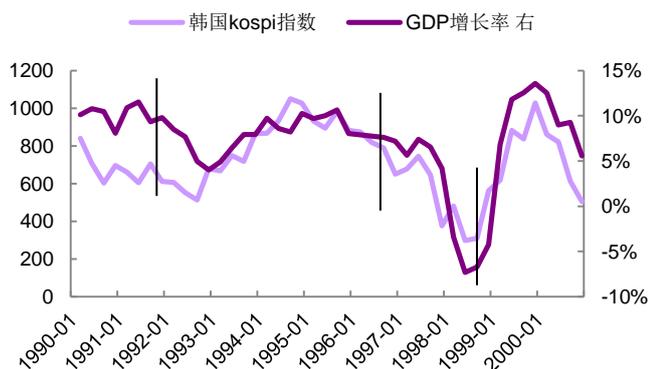
图 13: 韩国股指与外资净流入



资料来源: wind, 光大证券研究所

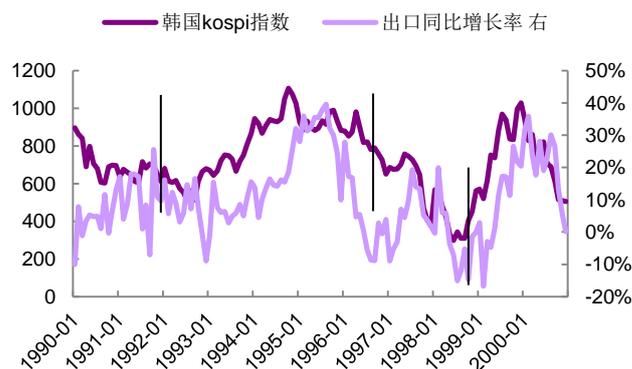
韩国股票指数与 GDP 实际增长率具有高度正相关性,二者走势重合度高,股市变化略领先于 GDP 增长率变化。韩国是典型的出口导向型国家,月度出口同比增速在 1997 年亚洲金融危机中见底,1998 年中开始反弹, GDP 同比同步反弹,同时 CPI 和无风险利率处于较低水平,有利于权益市场的表现。

图 14: 韩国股指与实际 GDP 增长率



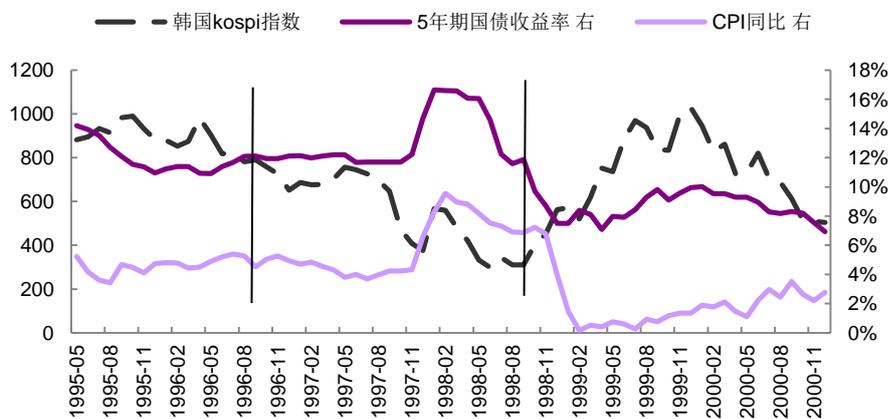
资料来源: wind, 光大证券研究所

图 15: 韩国股指与出口同比增长率



资料来源: wind, 光大证券研究所

图 16: 韩国股指与通胀水平、市场利率



资料来源: wind, 光大证券研究所

3.1.2、中国台湾加入 MSCI 市场复盘

中国台湾股票市场纳入 MSCI 是在其证券市场全面开放之后，一共经历了 4 个阶段，历时近 9 年，纳入因子逐步提升至 100%：第一阶段，1996 年 9 月 3 日，中国台湾股市首次按照 50% 的比例纳入 MSCI 指数；第二阶段，2000 年 6 月 1 日，中国台湾股市纳入 MSCI 的比例由 50% 提升到 65%；第三阶段，2000 年 12 月 1 日，中国台湾股市纳入 MSCI 的比例由 65% 提升到 80%；第四阶段，2005 年 5 月，中国台湾股市完全纳入 MSCI 指数。2000 年，FTSE 也将中国台湾纳入其全球指数。

分 4 次纳入 MSCI 过程中，市场在 1996 年首次纳入及 2005 年完全纳入时涨幅较大，另 2 次市场处在下跌过程中。2000 年及 2005 年前后，外资已经有较为显著的流入，甚至 2006 年后外资流入的波动性更大，但结果却是相反的，因此很难说明外资的流入流出能左右市场的大趋势。

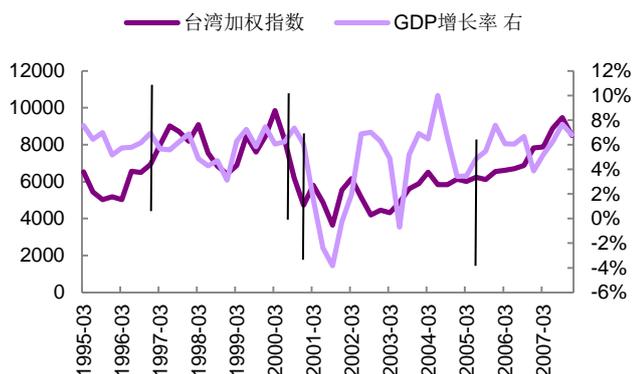
图 17：中国台湾股指与外资净流入



资料来源：wind，光大证券研究所

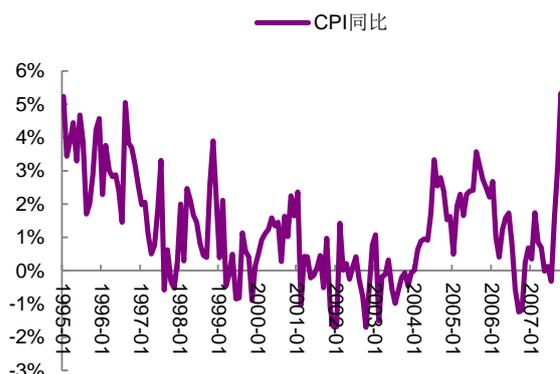
从基本面看，中国台湾股市与 GDP 增长率同样存在明显正相关性。中国台湾股市首次纳入 MSCI 时，GDP 增速处于底部回升的上行通道中，CPI 在 3% 附近波动。2000 年中国台湾遭受互联网泡沫的冲击，经济增速及股市均大幅下跌。2005 年 6 月中国台湾股市完全纳入 MSCI 时，中国台湾市场的内需和出口都在恢复，GDP 增速保持在 4%-6% 的增长水平，而且当时处于美元指数弱势、全球新兴经济体牛市的背景中，中国台湾股市也因此受益而呈现慢牛。

图 18：中国台湾股指与当地 GDP 增长率



资料来源：wind，光大证券研究所

图 19：中国台湾 CPI



资料来源：wind，光大证券研究所

从韩国与中国台湾几次纳入 MSCI 时点的股市表现看，股市涨跌与外资进入并无绝对联系，而是取决于经济增长、利率、通胀等宏观经济环境，数据组合有利或不利决定了牛市或熊市，外资在改变市场趋势上的作用有限。

3.2、外资流入稳定吗？

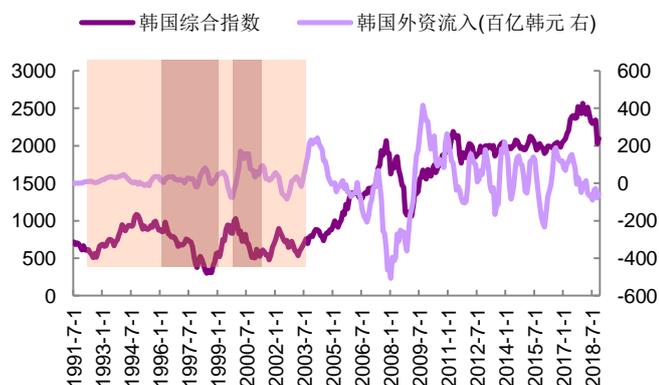
一种观点认为外资是长线投资者，则其资金进出相对稳定，与短期市场涨跌关系不大。我们研究韩国和中国台湾市场外资流入的情况发现，从较长期的角度看，外资流入与当地市场的相关性较高，仍呈现随波逐流的态势。

但在两国市场对外开放的早期，的确存在这样一个外资相对稳定的阶段，之后外资规模的波动明显加强。我们称为“外资流入的红利期”。

韩国 2003 年以前，特别是 90 年代，是外资流入稳定红利期。90 年代外资稳定流入，即便在 1994-1998 年的大熊市期间，也并未出现超过 3 个月的连续流出；2003 年后，外资流入的波动有所增加。

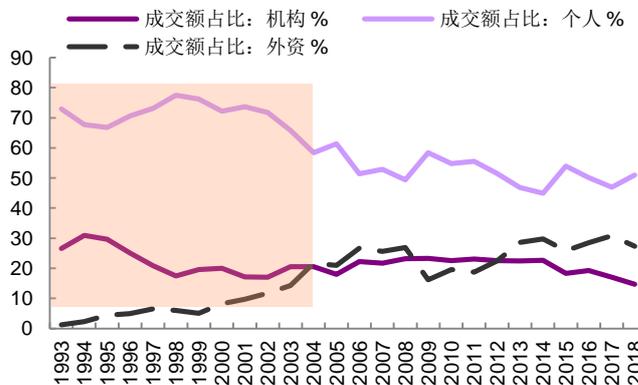
红利期间外资持股比例也快速增加，2002 年，外资持股市值占比 32.0%，持股比例 9.5%，而 2018 年外资持股市值 32.9%，持股比例 15.5%，期间外资持股比例虽然继续上升，但上升幅度相对红利期较小。

图 20：韩国：每月外资净流入和韩国综合指数



资料来源：wind、CEIC、韩国证券交易所、光大证券研究所

图 21：韩国：机构、个人及外资成交额占比

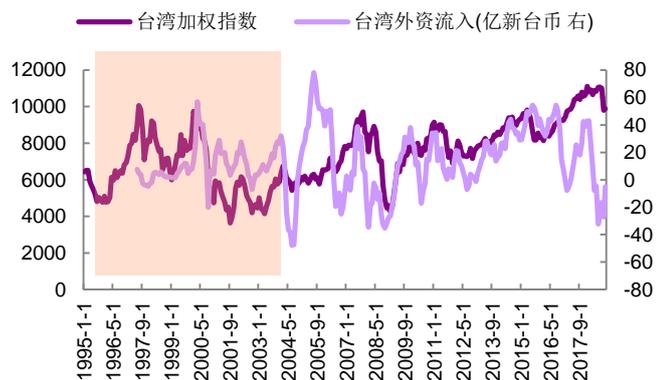


资料来源：CEIC、韩国证券交易所、光大证券研究所

中国台湾在 1997-2006 年为外资稳定期，2000 年附近，中国台湾股市暴跌的过程中，QFII 资金连续净买入，而在同一时期，中国台湾本地的机构投资者几乎都是净卖出。**2002-2006 年外资流入加速**。除 2004 年中外资有一段时间的流出外，2002-2006 年外资占比快速提升，期间股票市场呈慢牛趋势。2006 年以后，外资持股市值占比 33.25%，持股占比 22.3%，而外国投资者的交易量占比已经超过本地机构投资者交易量占比。此后境外机构投资者交易占比基本稳定，截至 2018 年 11 月，境外机构投资者成交占比达到 30%。

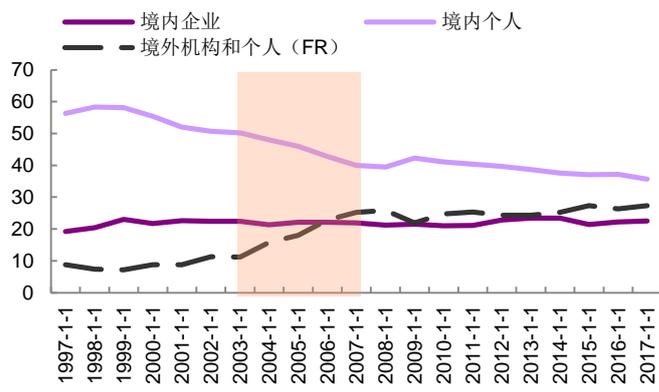
截至 2017 年底，境外投资者持股数量占比 27.3%。

图 22：中国台湾：每月外资净流入和台湾加权指数



资料来源：wind、CEIC、光大证券研究所

图 23：中国台湾：机构、个人及外资持股比例 (%)



资料来源：wind、CEIC、光大证券研究所

外资流入稳定的红利期中，最重要的开放事件是当地市场纳入 MSCI，这也是外资占比快速提升期。在台、韩证券市场纳入 MSCI 的过程中，外资在当年有明显流入，且之前外资持仓较多的行业和股票，外资持股比例进一步增加。中国台湾、韩国分别历时 6-7 年和 9-10 年纳入 MSCI 指数，在此期间，外资持股比例分别提高 10 个百分点 (8%→18%) 和 7 个百分点 (3%→10%)；外资交易占比分别提升 14 个百分点 (2%→16%) 和 5 个百分点 (1%→6%)。

表 7：纳入 MSCI 前后，中国台湾、韩国外资持股和交易占比

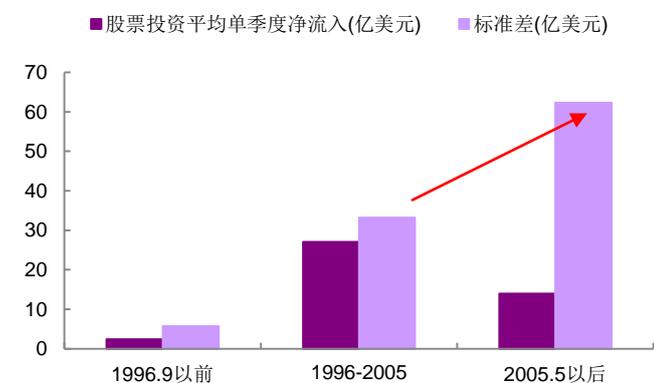
地区	时间	外资持股比例 (%)	外资交易占比 (%)
中国台湾	纳入 MSCI 前：1996	8	2
	纳入 MSCI 后：2005	18	15.6
	当前	27.3 (2017 年底)	29.9 (2018-11)
韩国	纳入 MSCI 前：1992	3	1.2 (1993 年底)
	纳入 MSCI 后：1998	10	6
	当前	15.5 (2018-12)	14.7 (2018-11)

资料来源：CEIC、台交所、韩交所、光大证券研究所

我们分别统计了中国台湾、韩国纳入 MSCI 前、中、后的单季度股市外资流入的平均值和标准差。韩国从 1992 年首次纳入 MSCI 到 1998 年完全纳入 MSCI 期间资金月均流入量与 1998 年以后基本相当，流入资金的变动

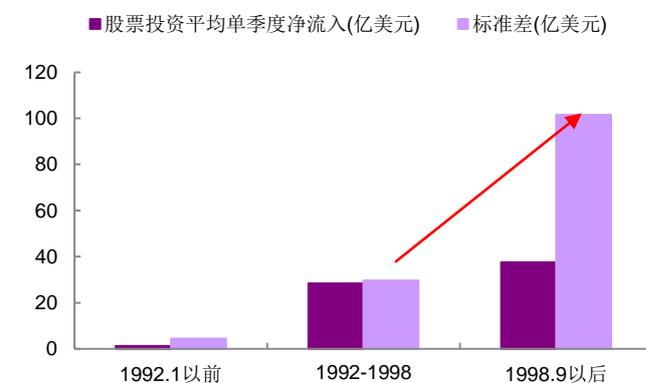
则小很多；中国台湾市场呈现类似的特征，1996-2005 年间，外资平均月度流入规模高于 2005 年后，波动也更小。

图 24: 中国台湾纳入 MSCI 前后资金流入规模和标准差



资料来源: wind、光大证券研究所

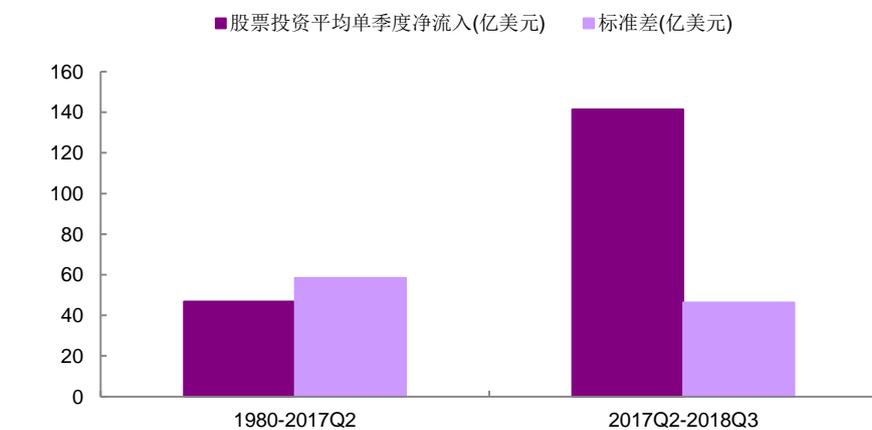
图 25: 韩国纳入 MSCI 前后资金流入规模和标准差



资料来源: wind、光大证券研究所

大致可以认为，外资持股比例 10-15% 以前，资金流入会相对稳定。而后外资流入的波动性放大，意味着外资配置该区域市场的比例从“低配”提升至“标配”。对于 A 股市场来说，当前陆股通持股比例仅为 1.8%、交易占比 7%，相对韩国和中国台湾市场提升空间较大。统计 2017 年 6 月公布 A 股拟纳入 MSCI 后的资金流入情况发现，当前 A 股外资流入的规模和波动也呈现类似的“红利期”特征。

图 26: A 股公布纳入 MSCI 前后资金流入规模和标准差



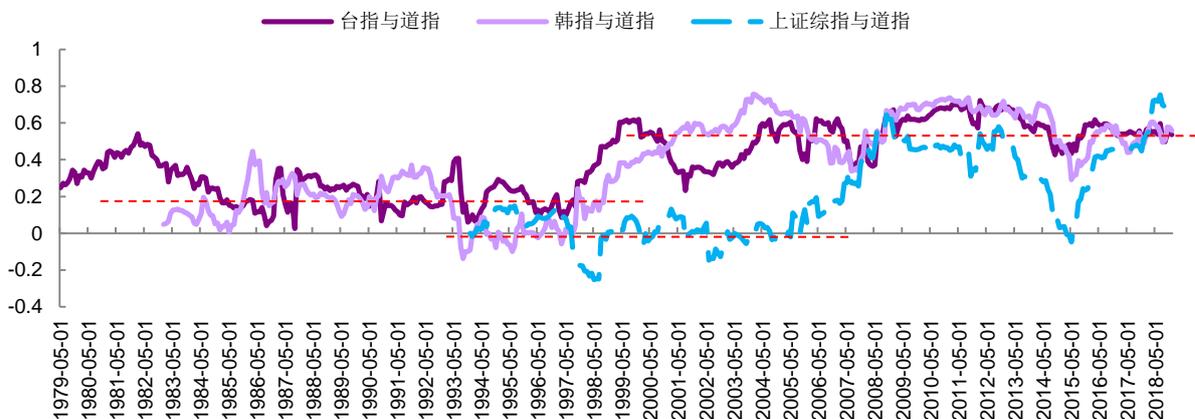
资料来源: wind、光大证券研究所

3.3、与海外市场的关联性提升

外资流入并非稳定，表明新兴经济体的增量资金的多少应受到全球投资者风险偏好的影响，从而加大了新兴经济体与美股的相关性。随着中国台湾、韩国股票市场开放，与海外市场的相关性加大。韩国股市 1998 年从 50% 纳入到完全纳入 MSCI 后，中国台湾股市 1996 年 9 月首次以 50% 比例纳入 MSCI 后，与美股道琼斯指数月收益率的相关性中枢从 20 世纪 80-90 年代的约 0.2 提升至 2000 年后的 0.6 附近。

A股在2005年以前,与美股市场的相关性都是比较低的。在2005年“721”汇改⁶,2015年“811”汇改后,出现2次比较明显的同美股的相关性提升的过程;2012年前后美欧政府债务危机中,A股与美股相关性水平下降。目前,A股市场与美股相关性已达到较高水平。

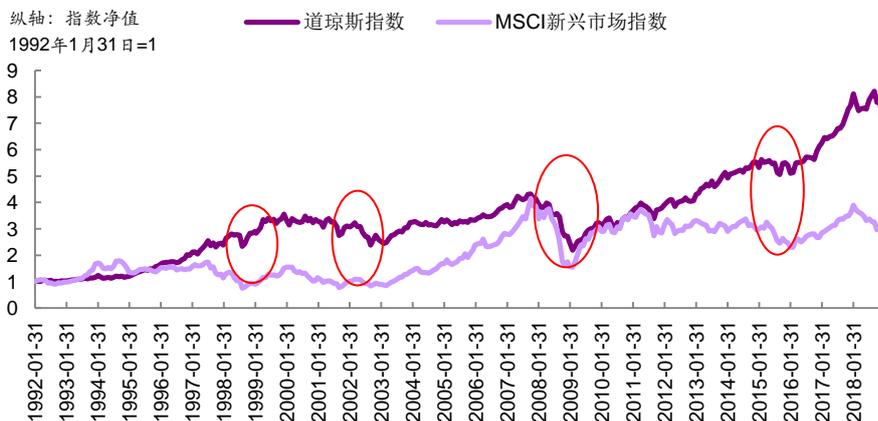
图 27: 韩国、中国台湾、A 股股票指数月收益与道琼斯指数月收益相关系数



资料来源: wind、光大证券研究所, 相关系数为 36 个月月收益滚动计算

相关性的增加,也意味着美股下跌时,新兴市场指数一般出现同步的下跌。而如 2007 年金融危机、2015 年中国股市波动及人民币汇改、2016 及 2018 年初全球金融市场动荡时,韩国、中国台湾指数及上证综指与美股相关性提升较快。1997-1998 年亚洲金融危机时,中国台湾、韩国股市与美股的相关性不高。

图 28: 新兴市场指数与美股道琼斯指数走势 (初始值调整为 1)



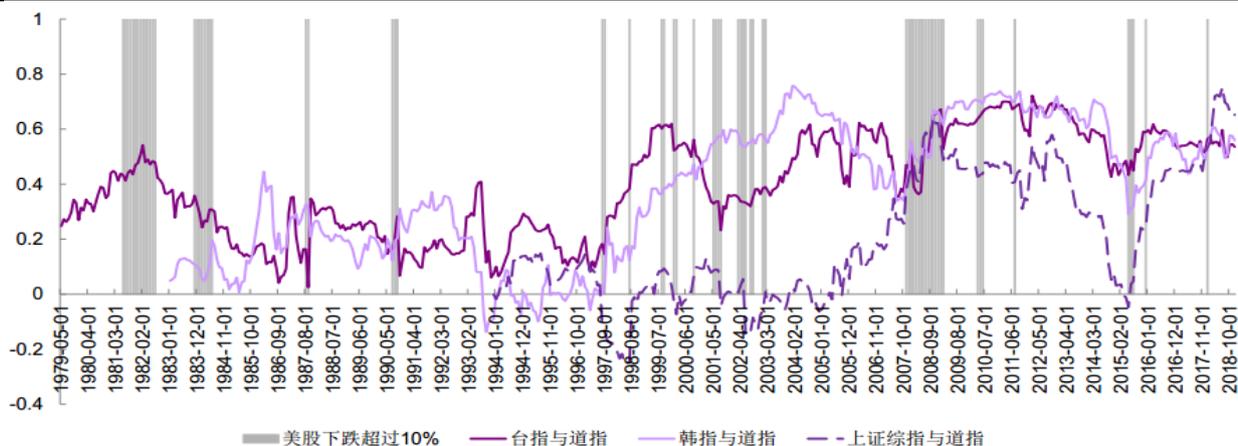
资料来源: wind、光大证券研究所

⁶也有学者认为,2006 年 QDII 机制推出是 A 股国际化水平提高的原因。

[1]张兵,范致镇,李心丹.中美股票市场的相关性研究[J].经济研究,2010,11:141-150.

[2]韩非,肖辉.中美股市间的相关性分析[J].金融研究,2005,11:117-129.

图 29：道琼斯指数回撤超过 10%时，各指数相关性抬升现象在 2002 年后比较显著



资料来源：wind、光大证券研究所，相关系数为 36 个月月收益滚动计算

全球资本的流动，加速了市场风险的传导。而在金融周期下半场，全球流动性都处于收缩的过程中，外资流入流出的波动性有加大的风险。

4、外资的长期影响

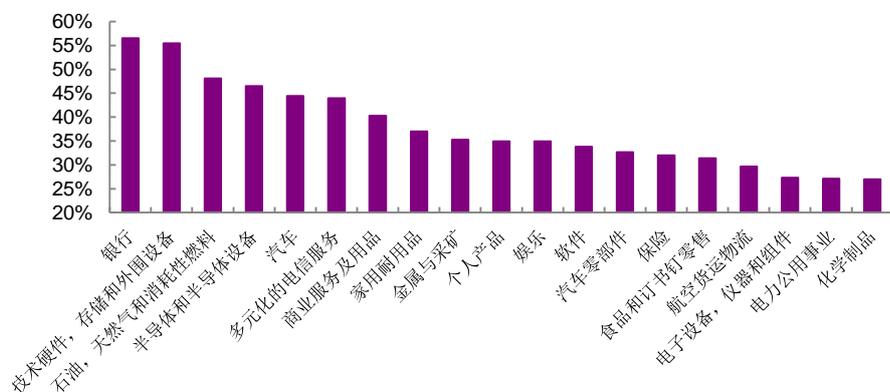
除了资金进出带来的市场波动以外，新兴经济体外资比例提升的过程，也是个人投资者减少，机构投资者比重上升的过程。而外资对新兴经济体的长期影响还在于投资者结构改变后，外资选股偏好对市场风格和定价的影响。

4.1、外资选股偏好：核心产业及竞争格局优异的行业

韩国：外资偏好大市值。截至 2018 年底，韩国外资持股比例 15.6%，持股市值比例 32.3%，其差异代表了外资对大市值股票更为青睐。

从行业来看，2018 年外资规模最大的三个子行业分别为技术硬件，存储和外围设备、银行、半导体和半导体设备，持股比例最高的三个子行业分别是银行、信息技术技术硬件，存储和外围设备、石油天然气，持股市值占比分别为 56.5%、55.5%和 48.1%。

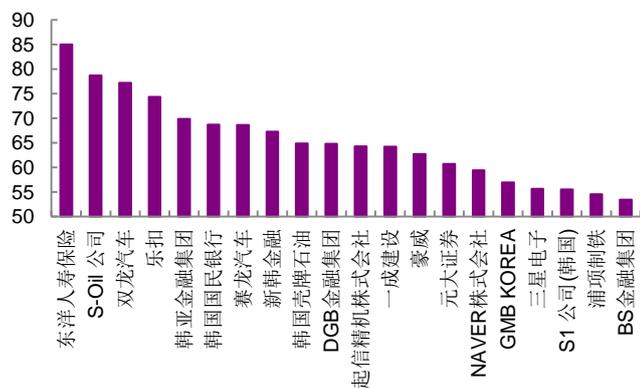
图 30：韩国：外资持股二级行业前 20 的持股比例



资料来源：韩交所、Bloomberg、光大证券研究所

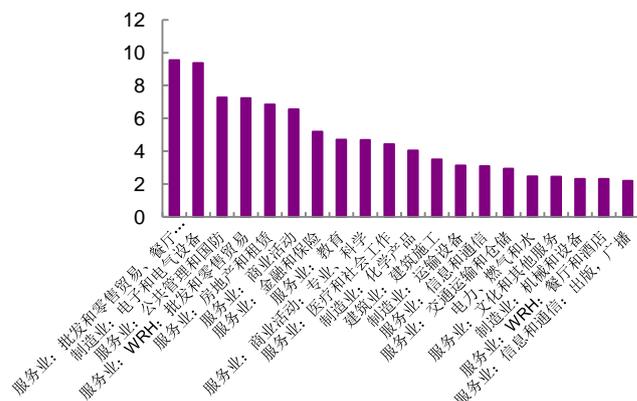
韩国境外投资者偏好 2 类股票：①当地具有竞争优势的核心产业；②行业格局优异的核心个股。韩国 2018 年底外资持股比例前 20 的公司中，有 7 家金融公司、3 家汽车公司，信息技术、能源、零售企业各两家。而零售（化妆品连锁）、电子（三星电子）、金融保险（韩国国民银行）、运输设备制造业（现代汽车）等，也是韩国 GDP 占比靠前的行业。石油、钢铁等则是韩国政府垄断行业，竞争格局优异，龙头公司的市占率接近 50%。

图 31：外资持股前 20 公司的外资持股比例 (%)



资料来源：韩交所、光大证券研究所

图 32：韩国行业 GDP 占比前 20 (%)



资料来源：CEIC、光大证券研究所，根据 2017 年年底各二级行业内生产总值计算

中国台湾外资持股体现出非常强的行业偏好和极高的个股集中度，截至 2018 年底，外资持股比例前三大的行业为半导体业、其他电子业、电子工业，持股比例分别为 51.3%、34.6%和 33.0%。

外资对中国台湾半导体、电子行业的偏好非常的持续，在 2000 年，中国台湾股市纳入 MSCI 的比例从 50%先提升至 65%后提升至 80%，2005 年，中国台湾股市最终完全纳入 MSCI 期间，外资对中国台湾电子、半导体、通信等行业持股上升 15-20%；仅 2005 年一年，外资对半导体行业的持股比例就上升了 10 个百分点。

表 8：中国台湾市场外资持股股数比例 (%)

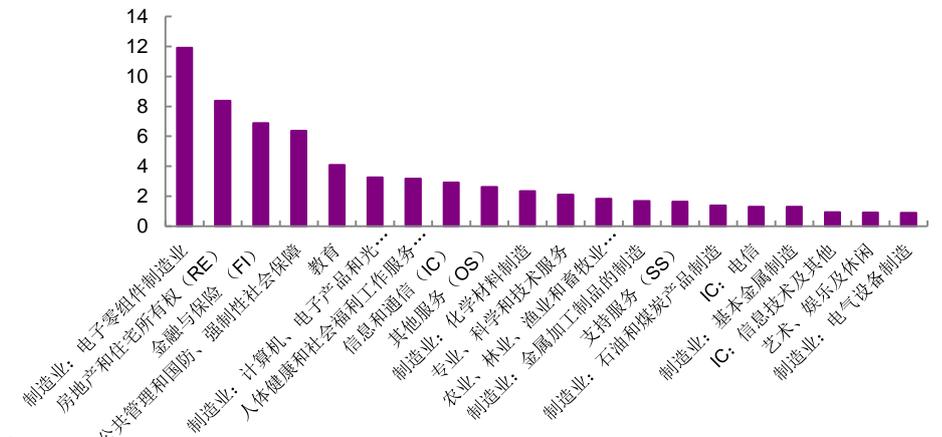
	2018/12/31	2005/12/31	2005/1/1	2000/12/31
水泥工业	23.23	12.81	13.26	2.21
食品工业	31.65	13.12	9.52	5.87
塑胶工业	31.56	20.28	20.78	10.19
纺织纤维	14.43	8.7	7.53	3.79
电机机械	26.22	11.85	10.89	2.79
电器电缆	20.08	14.89	14.69	0.79
化学生技医疗	14.76	9.58	6.41	0.62
化学工业	13.88	9.83	6.11	0.66
生技医疗业	16.76	8.41	7.96	0.25
玻璃陶瓷	7.77	4.38	3.12	1.2
造纸工业	11.87	6.65	10.47	1.05
钢铁工业	16.17	14.84	13.26	4.05
橡胶工业	13.67	10.4	9.53	1.75
汽车工业	20.3	18.66	20.08	1.49

电子工业	32.99	31.4	24.08	9.1
半导体业	51.32	42.71	32.27	13.1
电脑及周边设备业	32.01	28.05	19.39	5.63
光电业	22.18	19.51	15.32	2.68
通信网路业	15.64	31.91	21.92	1.74
电子组件业	25.75	21.45	17.18	8.65
电子通路业	25.26	17.68	17.27	6.41
资讯服务业	7.38	5.63	6.21	2.4
其他电子业	34.59	29.3	26.97	13.96
建材营造	16.83	4.85	4.66	1.23
航运业	18.69	18.73	17.65	3.85
观光事业	9.49	10.8	14.76	3.49
金融保险	27.67	17.83	13.94	0.25
贸易百货	20.13	11.31	9.84	3.63
油电燃气业	7.99	3.83	1.26	0.14

资料来源：中国台湾证券交易所，光大证券研究所

2017年中国台湾各行业对区域GDP的贡献中，电子零组件制造业占比12%排名第一，排名前20的行业中电子和信息技术设计、制造业占5席。与外资持股偏好相一致。

图 33：中国台湾行业 GDP 占比前 20 (%)



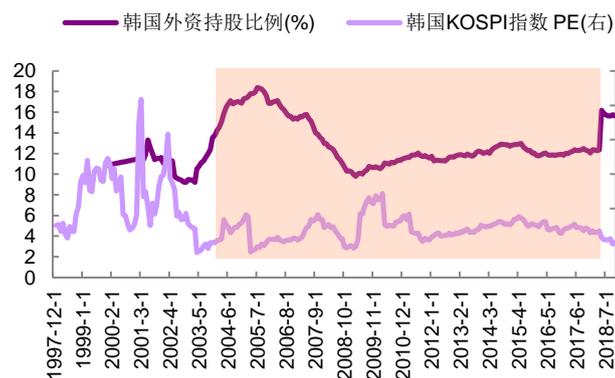
资料来源：CEIC、光大证券研究所，根据 2017 年年底各二级行业国内生产总值计算

4.2、外资对市场定价的影响：对估值的影响难以判定

外资对市场整体估值的影响难以确定。首先我们看到，当外资持股比例上升到约 10% 以上时，中国台湾市场 PE 中枢从之前的 40 倍下降至 20 倍附近，韩国市场估值中枢从 30 倍下降至 15 倍附近。同时，PE 的波动也明显下降。这似乎意味着外资进入后，市场估值中枢和波动下降了。

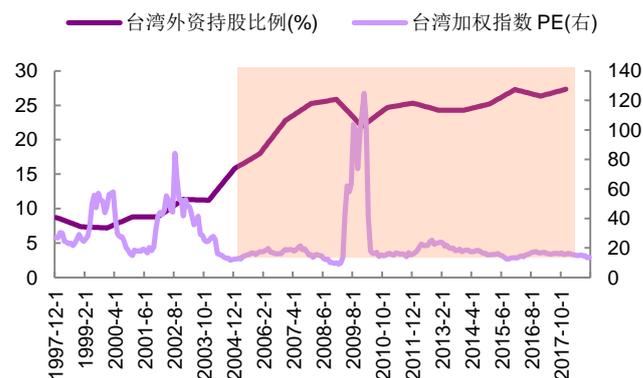
但这一时期伴随着中国台湾、韩国经济进入低速增长期，较难判断外资对估值的影响程度。

图 34: 韩国 KOSPI 指数 PE 与外资持股关系



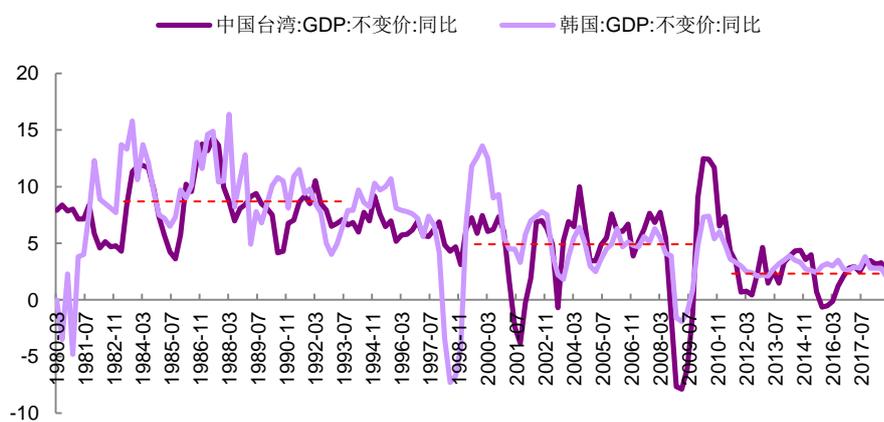
资料来源: CEIC、韩交所、光大证券研究所

图 35: 中国台湾加权指数 PE 与外资持股关系



资料来源: CEIC、韩交所、台交所、光大证券研究所

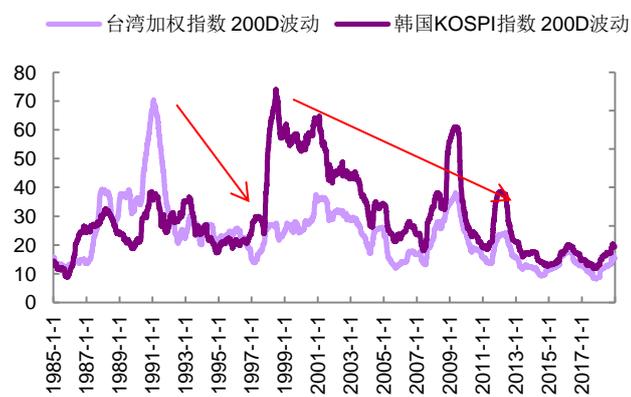
图 36: 2000 年后中国台湾和韩国 GDP 增速中枢下台阶 (%)



资料来源: wind、光大证券研究所

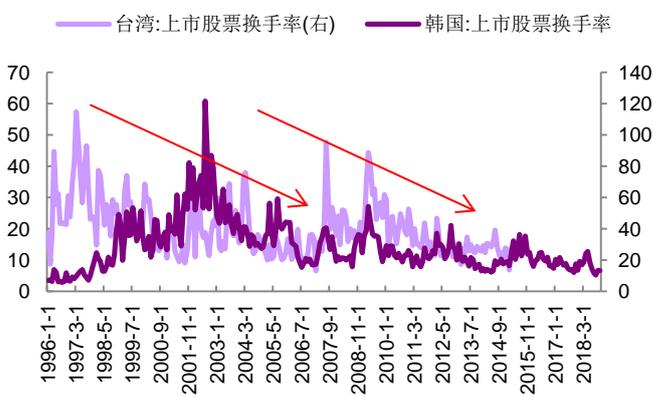
但投资结构改变对市场波动率和换手率的影响是明显的, 外资进入的过程同样也是机构投资者占比增加, 个人投资者减少的过程, 中国台湾股市波动率和换手率自 20 世纪 90 年代以来稳定下跌, 韩国股市波动率和换手率在 2000 年后也有所下行。

图 37: 韩国、中国台湾股票市场波动率 (%)



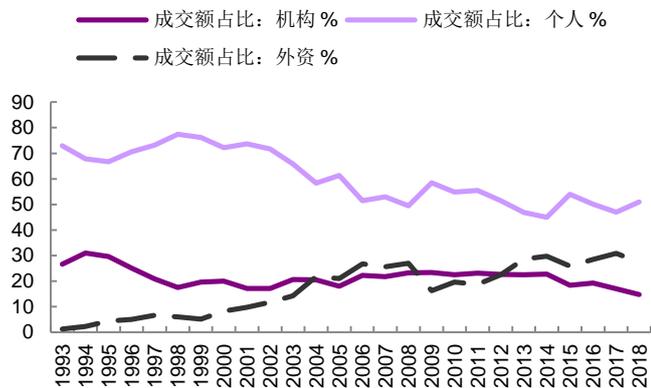
资料来源: Bloomberg、光大证券研究所

图 38: 韩国、中国台湾股票市场换手率 (%)



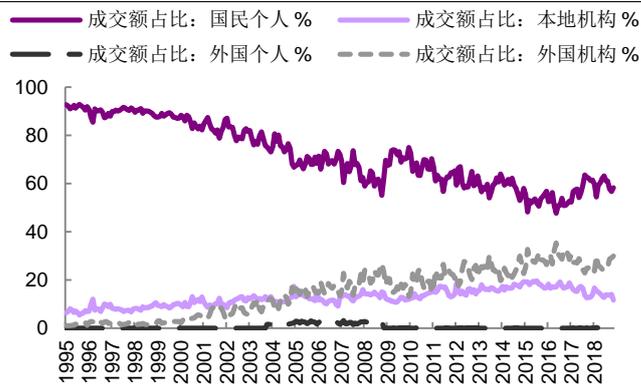
资料来源: wind、光大证券研究所

图 39：韩国 KOSPI 指数外资交易占比



资料来源：CEIC、光大证券研究所

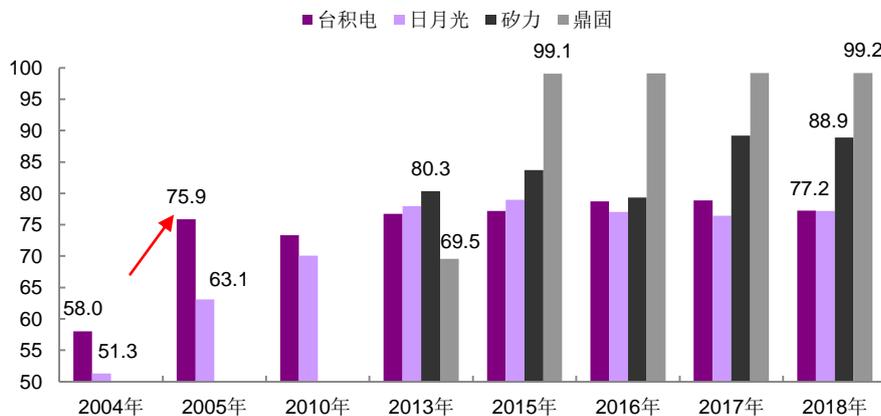
图 40：台交所各机构成交额占比



资料来源：CEIC、光大证券研究所

中国台湾市场对外开放晚于韩国，但外资交易和持股占比的提升却比韩国更快。主要原因仍然在于外资对中国台湾部分行业及个股的重点、集中持有（剔除半导体和电子工业后，外资持股下降约 5 个百分点至 23%）。以台积电为例，2004 年底，外资对台积电的持股比例为 58%，2005 年当年，外资持股比例从 58% 增加值 75.9%，与 MSCI 最终完全纳入中国台湾股票市场不无关系。此后，外资对台积电的持股均保持在 70% 以上，2018 年底持股比例上升至 77%。部分个股外资持股比例接近 100%，体现了外资对核心资产的重仓配置，也降低了市场整体的换手率。

图 41：外资持股比例 (%)



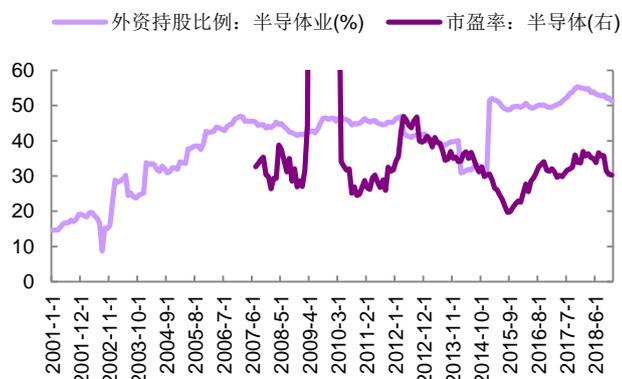
资料来源：台交所、光大证券研究所

鉴于外资持股具有明显的行业集中性，那么，外资持股比例提升后，其重仓行业和个股的估值水平是否发生了显著变化呢？

中国台湾市场中，外资对半导体和电子行业持股比例较高。但半导体行业市盈率数据在 2007 年后才单独计算，此时外资持股比例已达到 46%，较难区别外资对行业估值的影响。以电子零组件行业来看，该行业在 2001 年、2004 年、2009 年、2011 年、2015 年及 2018 年底的 PE 估值低点分别为 13.20、11.03、6.86、11.72、12.94 和 10.62 倍。伴随外资持股比例的上升，

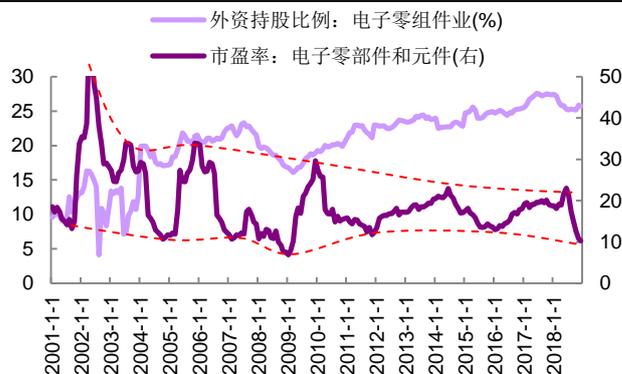
每一轮行业估值的底部并没有明显的上升或下降，因此，较难说明外资偏好的重仓行业，下跌时的估值中枢出现提升。

图 42：半导体行业：市盈率和外资持股比例



资料来源：中国台湾交易所、光大证券研究所

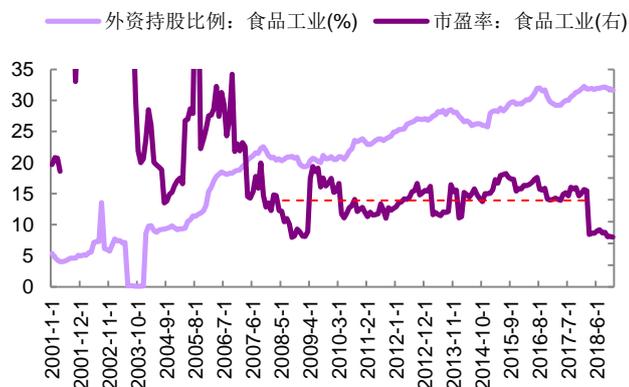
图 43：电子零部件业：市盈率和外资持股比例



资料来源：中国台湾交易所、光大证券研究所

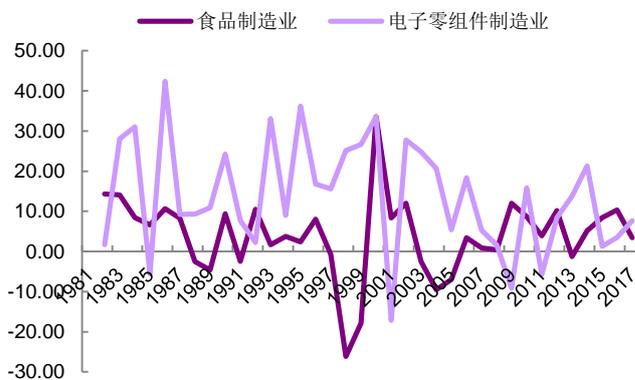
与 A 股类似，外资对中国台湾的食品工业也具有较高的持股比例，从 2001-2008 年，持股比例从 5.4% 上升至 31.7%。2009 年后，中国台湾食品工业的估值在 19 倍左右波动，但 2018 年食品行业的估值也下降至 12 倍附近，同期外资持股比例并未下降。

图 44：食品工业：市盈率和外资持股比例



资料来源：中国台湾交易所、光大证券研究所

图 45：食品及电子工业国内生产总值同比增速 (%)



资料来源：CEIC、光大证券研究所

总体来说，外资持股比例对估值中枢的影响难以简单判定。对于外资持股较重的行业来说，持股比例提高，并不必然导致估值中枢或每一次行业估值见底区域的提高。

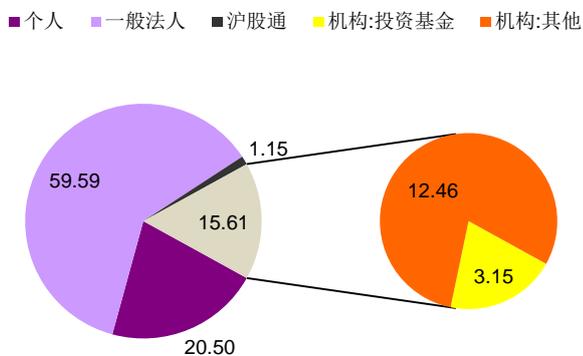
5、外资对 A 股的影响

当前陆股通+QFII 机构表征的外资持股 3.79%⁷，外资比例随着 A 股对外开放程度持续提升，对 A 股市场影响已不再是杯水车薪。截至 2018 年 6

⁷RQFII 主要投向为债券，故未计算在内。截至 2018 年底，陆股通占 A 股流通市值比重为 1.82%、QFII 占比 1.97%。

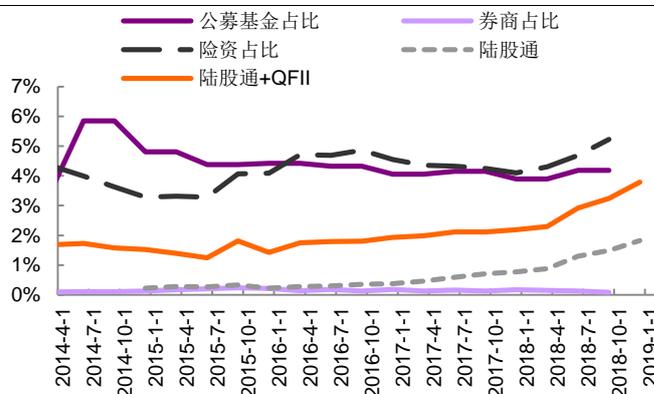
月,A股主要机构投资者——保险、公募基金、券商,持股比例分别为4.70%、4.19%、0.13%。A股市场投资者结构生态正发生巨大的变化,研究外资的加入对A股市场产生的影响具有重要的意义。

图 46: 2017 年底上交所上市公司持股市值分布 (%)



资料来源: 上交所 2017 年年鉴、光大证券研究所

图 47: 外资及主要机构持股占 A 股流通市值比重



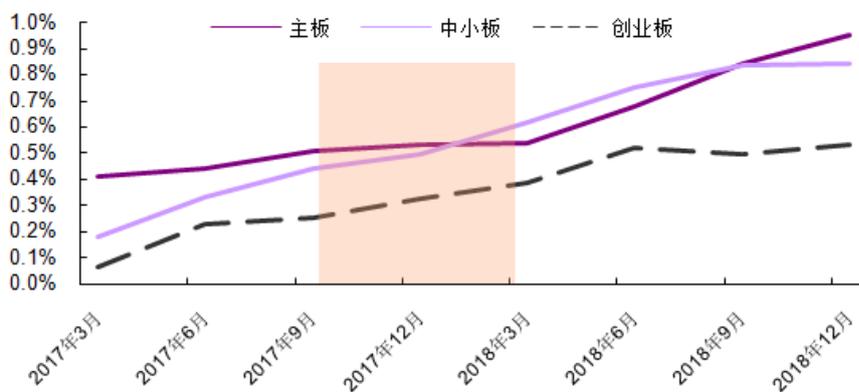
资料来源: wind、光大证券研究所

5.1、外资在 A 股的持股偏好

我们通过陆股通的持股情况,对外资的持股偏好进行分析。整体来说,大市值、高 ROE 仍然是外资选股的主要特点。

(1) 陆股通持股仍以主板为主。从 2017-2018 年各季度陆股通占板块流通市值比例看,陆股通对三个市场持股水平总体处于提升状态,2017 年下半年-2018 年上半年,外资增加了对中小板和创业板的配置,直至 2018 年下半年,主板配置比例再次大幅提升,截止 2018 年底,陆股通持股占主板、中小板和创业板流通市值比例分别为 0.95%、0.84%和 0.53%。在该阶段创业板持股市值的增幅低于主板和中小板,中小板的外资持股占比增幅最大,共提升 0.66 个百分点。

图 48: 陆股通持股占各板块流通市值比例



资料来源: wind, 光大证券研究所

截至 2018 年底,陆股通所有持股中,主板持股占比 84.7%,略高于主板本身的市值占比 81.5%。主板的上证 A 股 2018 年平均市盈率处于 11-17 倍之间,远低于中小板和创业板。陆股通总体而言更偏好成熟度高和估值低

的主板市场，随着陆股通投资者对中小板和创业板的逐渐熟悉和提升认知，资金也开始逐步流向其中的优质股票，两个板块受外资关注明显提升。

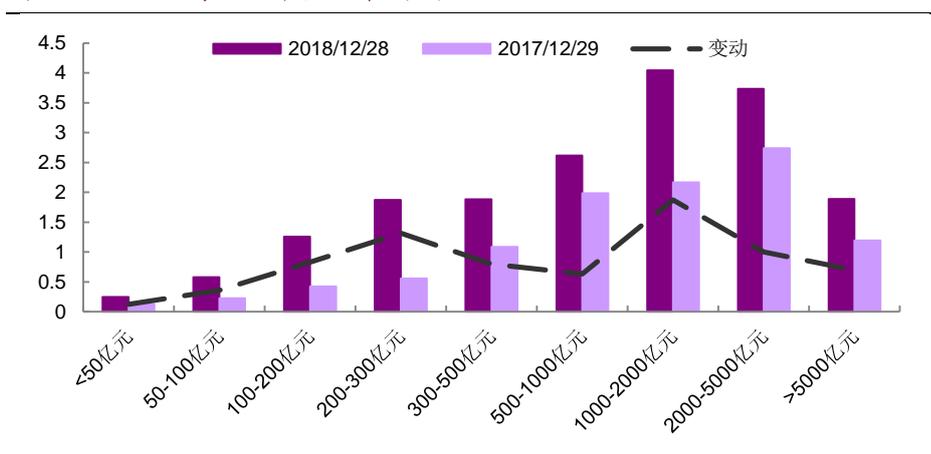
表 9：陆股通持股的板块相对分布

	陆股通持股相对分布			板块市值分布
	2017/3/31	2017/12/31	2018/12/31	2018/12/31
主板	93.9%	85.1%	84.7%	81.5%
中小板	5.4%	11.9%	12.1%	13.1%
创业板	0.7%	3.0%	3.2%	5.4%

资料来源：wind，光大证券研究所

(2) 陆股通资金对 A 股的公司类型偏好与外资对韩国市场偏好相似，对大市值公司持股比例高。陆股通持股比例最高的依然是 1000-2000 亿元、2000-5000 亿元规模的股票，2018 年底占流通市值比例分别为 4.04% 和 3.73%，较 2017 年底提升 1.87 和 1 个百分点。市值 200-300 亿元股票持股比例也有较大提升，2018 年底占流通市值比例 1.87%，较 2017 年底提升 1.32 个百分点。对于市值低于 50 亿和 50-100 亿市值的公司，陆股通 2018 年持股占其流通市值比重仅为 0.25% 和 0.58%，低市值股票受陆股通资金关注度明显较低，且提升幅度不明显。

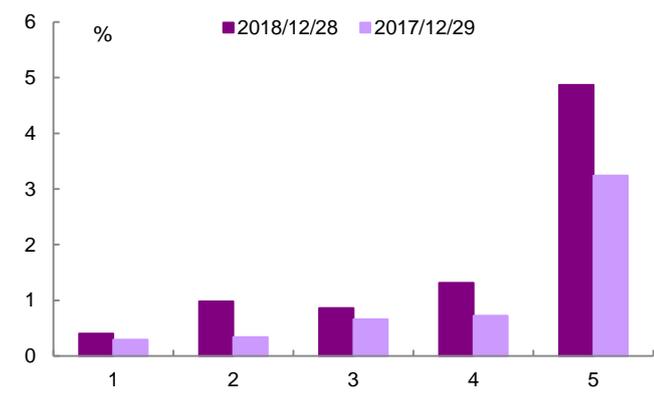
图 49：陆股通持股的市值分布 (%)



资料来源：wind，光大证券研究所

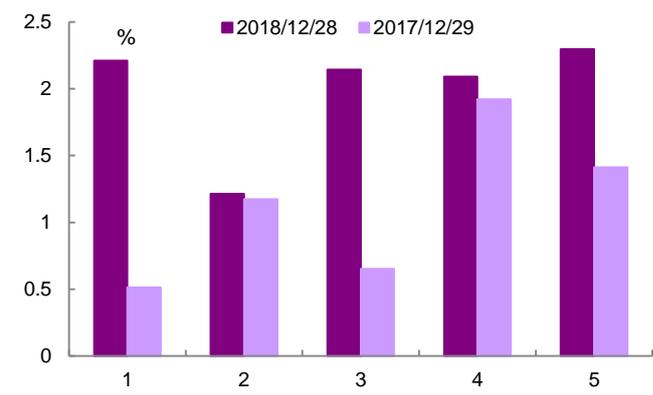
(3) 高 ROE 组 (ROE 大于 20%) 陆股通持股比例明显偏高。通过 ROE 由高到低进行分组进行统计，陆股通对于高 ROE 的上市公司有明显偏好，对 ROE 最高部分公司持股比例从 2017 年的 3.24% 上升至 2018 年的 4.87%。而对于其它 ROE 相对较低的分组，陆股通持股比例均低于 1.5% 且 2018 年上升幅度小。

图 50: 陆股通持股 ROE 分布 (1-5 组⁸ROE 由高到低)



资料来源: wind、光大证券研究所

图 51: 陆股通持股股息率分布 (1-5 组⁹股息率由高到低)



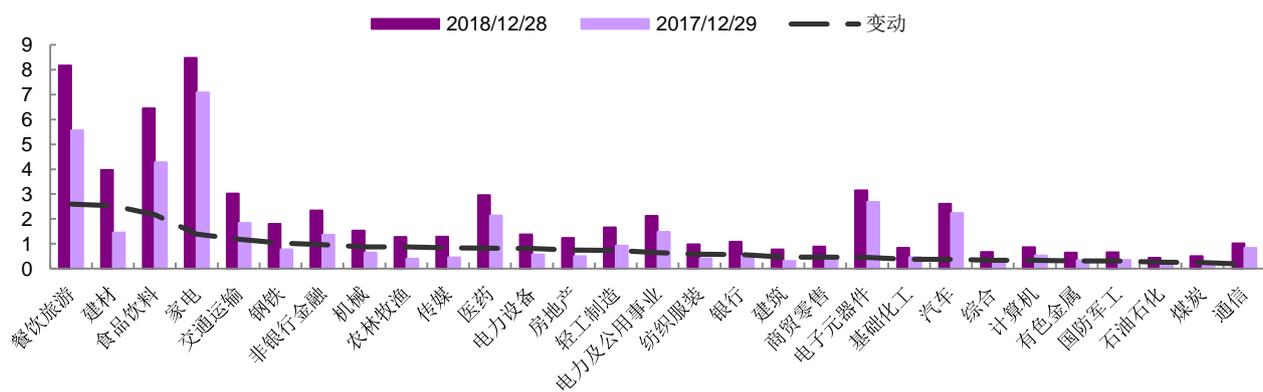
资料来源: wind、光大证券研究所

此外,按股息率从高到低分为 5 个层次,结果显示 2018 年底,陆股通对低股息率和高股息率公司的持股比例没有明显差别。这一阶段 A 股市场高股息率并不是吸引外资的绝对重要指标。

(4) 2017 年持股比例高的家电、餐饮旅游、食品饮料行业依然为 2018 年陆股通持股比例前三的行业。从各行业陆股通持股占流通股本比例看,2018 年所有 29 个中信一级行业陆股通的持股比例都较 2017 年底有所提升。2018 年陆股通持股在餐饮旅游、建材和食品饮料行业三个行业提升最大,持股市值占流通市值比例为 8.17%、3.98%和 6.45%,分别提升 2.60、2.53 和 2.17 个百分点。

除了对偏成熟型行业持股比例较高,陆股通对于医药和电子元器件等偏成长型行业同样有较高持股比例,周期型行业中的建材受益于景气度提升,陆股通 2018 年也进行了明显的增持。

图 52: 陆股通各行业持股占流通市值比例 (%)



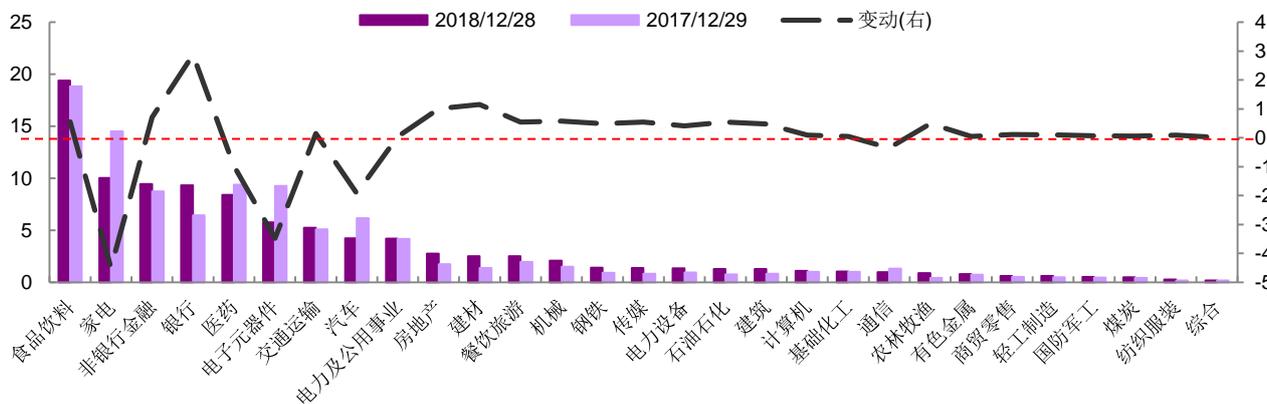
资料来源: wind, 光大证券研究所

⁸ 陆股通持股 ROE 分布中,将截至 2018 年 12 月 28 日的陆股通全部持股按照 2017 年 Q4 的 ROE 按从高到低排列,等分为 5 组,第 5 组为 ROE 最高组;同理,截至 2017 年 12 月 29 日的陆股通全部持股按照 2016 年 Q4-2017Q3 的 ROE 排列。

⁹ 陆股通持股股息率分布中,将截至 2018 年 12 月 28 日的陆股通全部持股按照 2018 年 12 月 28 日前 12 月股息率从高到低排列,等分为 5 组,第 5 组为 ROE 最高组;同理,截至 2017 年 12 月 29 日的陆股通全部持股,按照 12 月 29 日前 12 月股息率排列。

(5) 从陆股通持股的仓位分布看，食品饮料、家电、非银金融仓位占比前三。变动方面，消费板块中家电、汽车仓位占比有所下降，银行、建材、房地产、非银金融占比提升，其中银行占比提升2.88%至仓位排序的第4位，提升幅度居前。2018年陆股通增持行业主要是利率敏感型行业，在利率下行期间收益更多。

图 53：陆股通各行业持股在整体陆股通持股中的比例 (%)



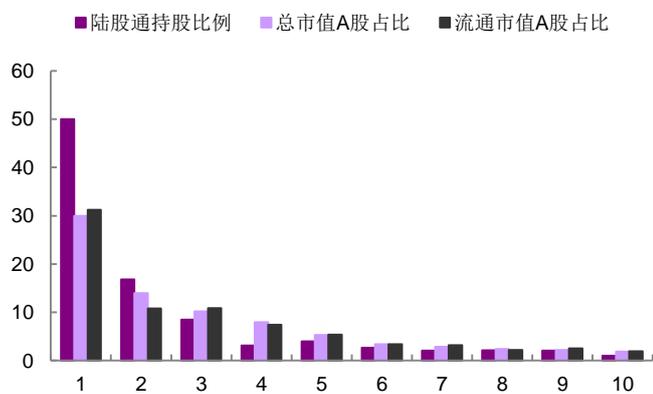
资料来源：wind，光大证券研究所

陆股通大幅超配了行业龙头，我们观察到：对于各中信二级行业市值排名第一的上市公司，陆股通持股占总陆股通持股比例约50%，而这些公司总市值之和仅占A股总市值比例约30%；且排名第二、第三及之后的公司，陆股通超配的程度显著减少，或明显低配。

外资对较高且稳定ROE的追求，将持续引导外资向“核心资产”进行配置。2018年底陆股通持股比例前20的个股，外资持股比例均已达到10%以上。其中上海机场陆股通持股占流通股本比重高达28.9%，持股比例仅次于控股股东上海机场集团，伊利股份则长期由港资占据第一大股东的位置。

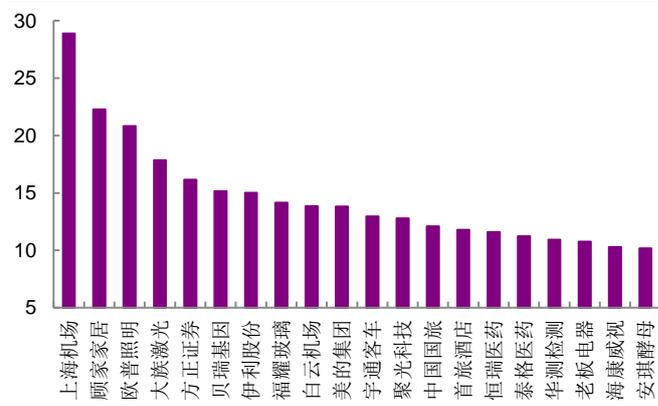
这意味着，目前，我国对所有境外投资者（引入战略投资者除外）对单个上市公司A股的持股比例总和限制为，不超过该上市公司股份总数的30%。但伴随着对外开放的程度提升，对于韩国和中国台湾已经出现的，核心股票外资持股比例过高的问题，A股最终或难幸免。

图 54：中信二级行业各行业前 10 公司陆股通持股市值占比，及相应总市值、流通市值占 A 股的比例 (%)



资料来源：wind，光大证券研究所

图 55：陆股通持股比例前 20 的个股 (%)

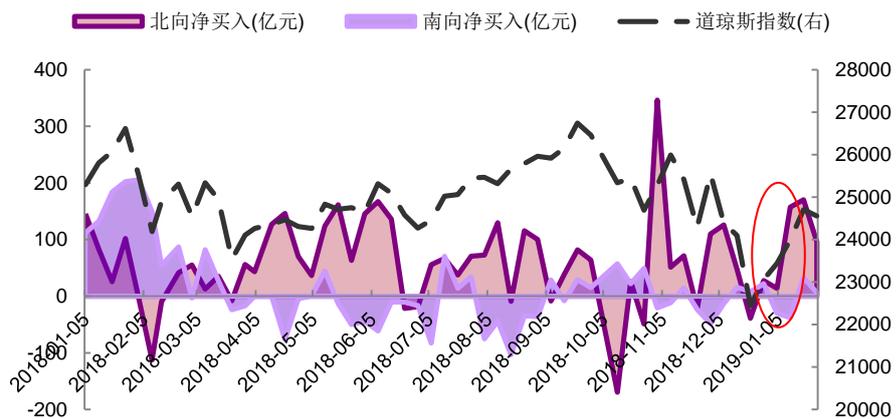


资料来源：wind，光大证券研究所

5.2、年初外资流入选股风格依旧

今年以来，海外投资者情绪明显强于内地投资者：陆股通北向流入明显高于港股通南向买入资金规模。前四周陆股通资金净买入规模分别为 14 亿元、157 亿元、170 亿元和 95 亿元，类似于 2018 年 6 月 A 股首次纳入 MSCI 时点附近的资金流入。

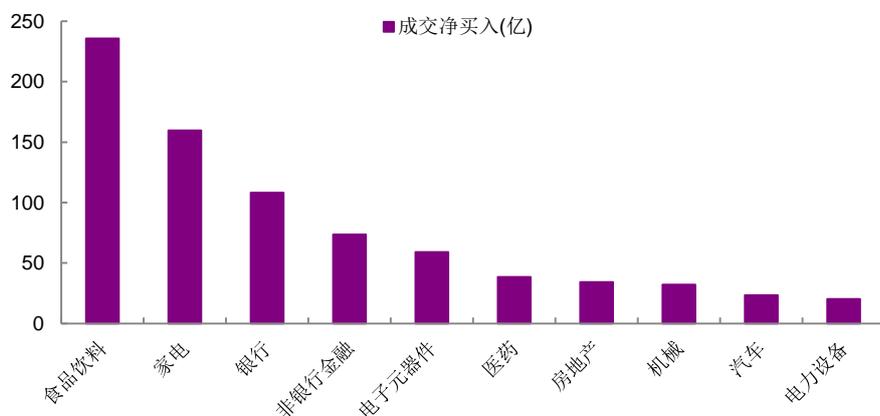
图 56：北向、南向资金净流入与美股市场表现：2018 年陆股通 2 次净流出分别是 2 月和 10 月美股大跌时



资料来源：wind，光大证券研究所

陆股通资金对 A 股的行业偏好未发生大的变化：净买入规模较多的行业仍然是白酒、家电和银行，白酒行业净流入规模高达 203.79 亿元，家电行业净流入 159.74 亿元，金融业中的银行和非银流入规模均较高。截止 2019 年 1 月 25 日，净买入规模居前的个股包括贵州茅台、美的集团、格力电器、海康威视和中国平安；净买入占流通市值比例最高的个股为老板电器、先导智能、深南电路、三棵树和索菲亚。

图 57：2019 年以来北向资金净买入规模最高的 10 个行业



资料来源：wind，光大证券研究所

表 10: 2019 年以来北向资金净买入规模最大/占个股流通股比例最大的股票

外资增持规模前 5		外资增持规模占流通市值比例前 5	
公司	增持规模 (亿元)	公司	增持比例 (%)
贵州茅台	157.91	老板电器	2.08
美的集团	69.56	先导智能	2.01
格力电器	53.19	深南电路	1.97
海康威视	39.54	三棵树	1.60
中国平安	35.98	索菲亚	1.60

资料来源: wind, 光大证券研究所

6、总结：外资流入无关牛熊、影响风格

我们认为，2019 年资金面有望改善，外资是重要的增量因素。MSCI、富时罗素、标普道琼斯的顺利纳入，将带入约 4200 亿人民币资金，对资金面形成利好；但外资流入难以影响市场大势：资金仍是顺周期指标，纳入 MSCI 无法改变股票市场走势，股票市场涨跌仍然与企业盈利预期的变动更相关。

外资流入对市场的影响，一方面在于外资的持续流入会加大 A 股与海外市场的关联性，但当前 A 股整体外资占比仍低，预计继续处于外资流入红利期，外资流入相对稳定。另一方面在于外资通过增持一个地区核心产业和市场格局优良的个股，对市场风格产生影响。外资对行业龙头、大市值、高 ROE 股票具有一贯偏好。因此，从增量资金角度，行业龙头仍然具有配置价值。

从我们跟踪资金的情况可以发现，外资买入 A 股和买入新兴经济体基本同步，且 2018 年美股在 2 月和 10 月出现大幅波动时，全球市场的风险偏好下降，陆股通也呈现净流出。基于以上两点，我们认为目前外资对 A 股的配置，还是作为对新兴经济体配置的一部分，并没有对 A 股特殊对待。

展望未来，虽然随着 A 股占 MSCI 和富时罗素等指数比例的提升，外资对 A 股的重视程度有望提高，但资金最终流入规模，仍然取决于 A 股市场的吸引力。A 股市场的吸引力受到 A 股市场上市公司估值和制度设计的双重影响。A 股当前的估值具有较高的配置价值，但对外资持股仍然有 30% 的限制，这意味着外资希望重仓持有核心个股的意愿在短期内难以实现，A 股外资比例提升的过程预计比台韩两市节奏更慢。因此，外资流入对 A 股的影响偏短期，若期望看到市场整体选股方式向价值转变，则需要 3-5 年潜移默化的影响。

2019 年 2 月底，MSCI 将公布“进一步提高 A 股在 MSCI 指数中的权重方案”，因本次 MSCI 提升 A 股权重的力度较大，值得投资者重点关注。

7、风险提示

1、指数纳入计划及全球市场风险偏好的变化，可能使外资流入不及预期。MSCI 正就“进一步提高 A 股在 MSCI 指数中的权重方案”咨询海外投

资者意见，将于 2019 年 2 月 28 日前公布方案的相关结果，顺利扩大 A 股权重的概率较高，但仍存在一定不确定性。

2、韩国、中国台湾市场规模相对 A 股较小，A 股外资占比难以达到韩台两市水平。截至 2018 年底，韩国交易所总市值 1.41 万亿美元，中国台湾交易所市值 0.96 万亿美元，而 A 股总市值 6.32 万亿美元。A 股体量偏大意味外资整体持股市值的占比难以达到韩台市场 30-40%的比重，因此对换手和波动的影响相对较小。但从对核心股票的影响来看，外资对核心个股的持股比例仍然具有可比性。

3、国内经济增速超预期下行。社会融资数据还未出现显著改善，工业品通胀持续回落，需求端表现疲弱，消费、出口、地产投资增速面临下滑，经济增长下行压力仍然较大，对 A 股业绩表现产生负面影响，从而影响外资流入的意愿。

4、美股超预期波动。外资流入与全球投资者情绪有关，美股的大幅波动可能造成全球投资者风险偏好的下降，从而引起资金对风险资产的配置降低。但美国经济处于“金融周期上半场”，出现危机的概率不大；同时美元走弱概率增强，使得新兴经济体相对发达市场占优的概率增强，从而有利于资金增配新兴经济体。

行业及公司评级体系

评级	说明
买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15% 以上；
增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 至 15%；
中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差 -5% 至 5%；
减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5% 至 15%；
卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15% 以上；
无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。

基准指数说明：A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，光大证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本证券研究报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。报告中的信息或所表达的意见不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司不就任何人依据报告中的内容而最终操作建议做出任何形式的保证和承诺。在任何情况下，本报告中的信息或所表达的意见并不构成对任何人的投资建议。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表达的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理部、自营部门以及其他投资业务部门可能会独立做出与本报告的意見或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅向特定客户传送，未经本公司书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络本公司并获得许可，并需注明出处为光大证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

光大证券股份有限公司

上海市新闻路 1508 号静安国际广场 3 楼 邮编 200040

总机：021-22169999 传真：021-22169114、22169134

机构业务总部	姓名	办公电话	手机	电子邮件	
上海	徐硕	021-52523543	13817283600	shuoxu@ebsecn.com	
	李文渊		18217788607	liwenyuan@ebsecn.com	
	李强	021-52523547	18621590998	liqiang88@ebsecn.com	
	罗德锦	021-52523578	13661875949/13609618940	luodj@ebsecn.com	
	张弓	021-52523558	13918550549	zhanggong@ebsecn.com	
	黄素青	021-22169130	13162521110	huangsuqing@ebsecn.com	
	邢可	021-22167108	15618296961	xingk@ebsecn.com	
	李晓琳	021-52523559	13918461216	lixiaolin@ebsecn.com	
	郎珈艺	021-52523557	18801762801	dingdian@ebsecn.com	
	余鹏	021-52523565	17702167366	yupeng88@ebsecn.com	
	丁点	021-52523577	18221129383	dingdian@ebsecn.com	
	郭永佳		13190020865	guoyongjia@ebsecn.com	
	北京	郝辉	010-58452028	13511017986	haohui@ebsecn.com
梁晨		010-58452025	13901184256	liangchen@ebsecn.com	
吕凌		010-58452035	15811398181	lvling@ebsecn.com	
郭晓远		010-58452029	15120072716	guoxiaoyuan@ebsecn.com	
张彦斌		010-58452026	15135130865	zhangyanbin@ebsecn.com	
鹿舒然		010-58452040	18810659385	pangsr@ebsecn.com	
黎晓宇		0755-83553559	13823771340	lix1@ebsecn.com	
张亦潇		0755-23996409	13725559855	zhangyx@ebsecn.com	
深圳	王渊锋	0755-83551458	18576778603	wangyuanfeng@ebsecn.com	
	张靖雯	0755-83553249	18589058561	zhangjingwen@ebsecn.com	
	苏一耘		13828709460	suyy@ebsecn.com	
	常密密		15626455220	changmm@ebsecn.com	
	国际业务	陶奕	021-52523546	18018609199	taoyi@ebsecn.com
梁超		021-52523562	15158266108	liangc@ebsecn.com	
金英光			13311088991	jinyg@ebsecn.com	
王佳		021-22169095	13761696184	wangjia1@ebsecn.com	
郑锐		021-22169080	18616663030	zh Rui@ebsecn.com	
凌贺鹏		021-22169093	13003155285	linghp@ebsecn.com	
周梦颖		021-52523550	15618752262	zhoumengying@ebsecn.com	
私募业务部		戚德文	021-52523708	18101889111	qidw@ebsecn.com
		安玲娴	021-52523708	15821276905	anlx@ebsecn.com
		张浩东	021-52523709	18516161380	zhanghd@ebsecn.com
		吴冕	0755-23617467	18682306302	wumian@ebsecn.com
	吴琦	021-52523706	13761057445	wuqi@ebsecn.com	
	王舒	021-22169419	15869111599	wangshu@ebsecn.com	
	傅裕	021-52523702	13564655558	fuyu@ebsecn.com	
	王婧	021-22169359	18217302895	wangjing@ebsecn.com	
	陈潞	021-22169146	18701777950	chenlu@ebsecn.com	
	王涵洲		18601076781	wanghanzhou@ebsecn.com	