

## 以台韩为鉴，观 A 股之变

### ——资本市场开放对 A 股的影响

#### 报告摘要:

● 1月14日官方宣布 QFII 总额增至 3000 亿美元，而近期证监会副主席表示今年外资流入 A 股有望达 6000 亿元。资本市场开放步伐不断深化，这对 A 股有何深远影响？我们将以台韩为鉴，前瞻资本开放对 A 股影响。

#### ● 资本市场开放对我国台湾股市的影响

我国台湾自 1983 年至 2003 年分四个阶段逐步开放资本市场，自 1996 年我国台湾股市开始纳入 MSCI。以 MSCI 为节点，资本开放影响如下：

**资金流入方面**，我国台湾股市纳入 MSCI 后最初 10 年内外资加速流入，之后节奏逐渐放缓，但仍以净流入为主。期间金融市场动荡会导致外资临时流出；**市场走势方面**，外资流入并非一定能催生牛市，但会明显提高境内外股市联动性；**投资者结构方面**，纳入 MSCI 后机构投资者与外资占比持续提升；**换手率方面**，长期来看换手率中枢有所下降。

**外资当前持仓特征**：行业方面，外资偏好我国台湾优势产业电子、计算机等；**市值方面**，外资略偏好大盘股；**盈利方面**，外资偏好高 ROE 股票；**流动性方面**，外资偏好高成交额股票；**估值方面**，外资并没有偏好低估值。

#### ● 资本市场开放对韩国股市的影响

韩国自 1981 年至 1991 年起分四步逐步开放资本市场，自 1992 年韩国股市开始纳入 MSCI。资本开放对韩国影响与我国台湾基本一致，**资金流入方面**，纳入 MSCI 之后外资持续放量流入；**市场走势方面**，明显提高境内外股市联动性；**投资者结构方面**，机构与外资占比明显提升；**外资持仓特征方面**，外资偏好韩国的优势产业，偏好大盘股、高 ROE、高流动性股票。

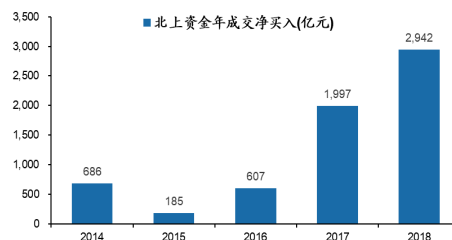
#### ● 资本市场开放对 A 股的影响和台韩经验启示

自 2014 年 11 月开通沪深港通以来，北上资金持续流入，且 2015 年后外资持股市值占比逐渐提升。在 19 年入富及提高 MSCI 因子带动下，我们预计北上资金流入规模将达 4000-5000 亿元。在可预见的未来数年甚至十年维度，外资持续放量流入 A 股将成为常态。外资持续流入 A 股不一定意味着牛市，但未来境内外股市联动性将会进一步提高，外资对 A 股的影响也将越来越大。我们在去年 12 月《变与不变-外资路演感悟》中也精选了海外路演中外资对 A 股的热点问题与看法。

17 年上证 A 股散户交易占比超过 80%，显著高于机构，根据台韩经验以及中国国民特点，预计未来 A 股散户交易占比将出现一定下降，但也不会特别低，可能呈现散户与机构各占半壁江山的局面。目前外资持股占比不足 3%，预计未来十年将趋势性提高。持仓特征方面，预计外资仍偏好消费板块，并偏好大盘股、高 ROE、高流动性的股票，但对低估值没有明显偏好。

● **风险提示**：资本开放进程低于预期、外资流入规模和影响与预期不符。

图：陆股通北上资金加速流入 A 股



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

分析师：

戴康



SAC 执证号：S0260517120004

SFC CE No. BOA313



daikang@gf.com.cn

分析师：

陈伟斌



SAC 执证号：S0260518080005



gfchenweibin@gf.com.cn

请注意，陈伟斌并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人，不可在香港从事受监管活动。

## 目录索引

前言	5
一、资本市场开放对我国台湾股市的影响	5
1.1 我国台湾资本市场开放历程	5
1.2 我国台湾股市外资流入情况	6
1.3 我国台湾股市走势	6
1.4 我国台湾股市投资者结构	7
1.5 我国台湾股市换手率	8
1.6 我国台湾股市外资持股特征	8
二、资本市场开放对韩国股市的影响	12
2.1 韩国资本市场开放历程	12
2.2 韩国股市外资流入情况	12
2.3 韩国股市走势	13
2.4 韩国股市投资者结构	13
2.5 韩国股市换手率	14
2.6 韩国股市外资持股特征	15
三、资本市场开放对 A 股的影响和启示	18
3.1 A 股外资流入情况	18
3.2 A 股投资者结构	19
3.3 A 股北上资金持股特征	19
3.4 从台韩经验看资本市场开放对 A 股影响和启示	22
风险提示	23

## 图表索引

图 1 : 我国台湾资本市场开放路径 .....	5
图 2 : 我国台湾股市纳入 MSCI 历程示意图 .....	6
图 3 : 我国台湾股权证券投资年度净流入 .....	6
图 4 : 我国台湾股市纳入 MSCI 后 TWII 指数和标普 500 指数相关性 .....	7
图 5 : 我国台湾机构投资者占比持续提升(按交易额) .....	7
图 6 : 我国台湾机构投资者占比持续提升(按市值) .....	7
图 7 : 我国台湾股市境外投资者交易占比不断提升 .....	8
图 8 : 我国台湾股市境外投资者持股占比不断提升 .....	8
图 9 : 我国台湾股市纳入 MSCI 后换手率先升后降 .....	8
图 10 : 我国台湾股市外资持股行业分布(市值维度) .....	9
图 11 : 我国台湾股市全市场行业分布(市值维度) .....	9
图 12 : 我国台湾股市外资持股市值分布(市值维度) .....	9
图 13 : 我国台湾股市全市场市值分布(市值维度) .....	9
图 14 : 我国台湾股市外资持股 ROE 分布(市值维度) .....	10
图 15 : 我国台湾股市全市场 ROE 分布(市值维度) .....	10
图 16 : 我国台湾外资持股流动性分布(市值维度) .....	10
图 17 : 我国台湾股市全市场流动性分布(市值维度) .....	10
图 18 : 我国台湾股市外资持股估值分布(市值维度) .....	11
图 19 : 我国台湾股市全市场估值分布(市值维度) .....	11
图 20 : 韩国资本市场开放路径 .....	12
图 21 : 韩国股市纳入 MSCI 进程示意图 .....	12
图 22 : 韩国证券投资年度净流入 .....	13
图 23 : 韩股指数和美股指数相关性 .....	13
图 24 : 韩国股市机构投资者结构变化(按交易额) .....	14
图 25 : 韩国股市机构投资者结构变化(按市值) .....	14
图 26 : 韩国股市境外投资者变化(按交易额) .....	14
图 27 : 韩国股市境外投资者变化(按持股市值) .....	14
图 28 : 韩国股市换手率变化 .....	15
图 29 : 韩国股市外资持股各行业分布(市值维度) .....	15
图 30 : 韩国股市全市场各行业分布(市值维度) .....	15
图 31 : 韩国股市外资持股市值区间分布(市值维度) .....	16
图 32 : 韩国股市全市场市值区间分布(市值维度) .....	16
图 33 : 韩国股市外资持股 ROE 分布(市值维度) .....	16
图 34 : 韩国股市全市场 ROE 分布(市值维度) .....	16
图 35 : 韩国股市外资持股流动性分布(市值维度) .....	17
图 36 : 韩国股市全市场流动性分布(市值维度) .....	17
图 37 : 韩国股市外资持股估值分布(市值维度) .....	17
图 38 : 韩国股市全市场估值分布(市值维度) .....	17
图 39 : 北上资金年成交净买入 .....	18

图 40 : 我国 A 股外资持股市值占比 .....	18
图 41 : 上交所个人投资者交易占比明显偏高 .....	19
图 42 : 上交所个人投资者与机构投资者持股占比 .....	19
图 43 : A 股市场北上资金持股各行业分布 (市值维度) .....	20
图 44 : A 股北上资金持股市值分布 (市值维度) .....	20
图 45 : A 股全市场股票市值分布 (市值维度) .....	20
图 46 : A 股北上资金持股市值分布 (ROE 维度) .....	21
图 47 : A 股全市场股票市值分布 (ROE 维度) .....	21
图 48 : A 股北上资金持股市值分布 (流动性维度) .....	21
图 49 : A 股全市场股票市值分布 (流动性维度) .....	21
图 50 : A 股北上资金持股市值分布 (PE 维度) .....	22
图 51 : A 股全市场股票市值分布 (PE 维度) .....	22
表 1 : A 股纳入富时指数的资金流入测算 .....	19
表 2 : A 股 MSCI 纳入因子提高的资金流入测算 .....	19
表 3 : 资本市场开放对台韩股市影响汇总 .....	22

## 前言

我国自2014年11月开通沪深港通以来，北上资金持续流入，16年、17年及18年，北上资金分别流入约600亿元、2000亿元、3000亿元，加速流入迹象显著。在A股入富时及MSCI因子提高的促进下，预计19年外资会通过陆港通机制加速流入，我们估算19年全年北上资金净流入规模将达到4000-5000亿元。

今年1月12日中国资本市场论坛上，中国证监会副主席方星海表示今年外资流入A股的资金量有望达到6000亿元。今年1月14日，国家外汇管理局QFII总额度由1500亿美元增加至3000亿美元。种种迹象表明，我国资本市场对外开放步伐不断加快，在可预见的未来数年甚至十年维度，外资持续放量流入A股将成为常态。那么，资本市场开放对A股将带来哪些深远影响？

本文将从资金流入规模、股市走势、投资者结构、换手率、外资持仓结构等角度，深度分析我国台湾和韩国资本市场开放对股市的影响，并展望未来资本市场开放对A股的影响。

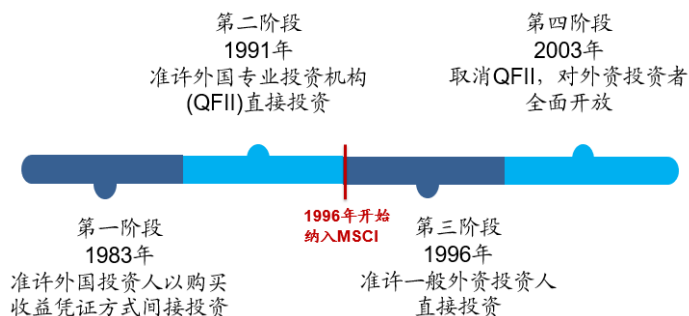
## 一、资本市场开放对我国台湾股市的影响

资本市场扩大对外开放与股市纳入MSCI密切相关，我们选取我国台湾股市开始纳入MSCI这一时点，表征我国台湾股市对外开放的关键时点，并分析资本市场开放对股市走势、交易特征和投资者结构的影响，并总结外资持股偏好。

### 1.1 我国台湾资本市场开放历程

我国台湾自1983年起分四个阶段逐步开放资本市场，至2003年我国台湾证券市场完全开放。第一阶段（1983-1990年），开放岛内投资信托公司募集海外基金投资我国台湾股市；第二阶段（1991-1995年），准许外国专业投资机构（QFII）直接投资我国台湾证券市场；第三阶段（1996-2002年），准许一般境外投资人（GFII）直接投资我国台湾证券市场；第四阶段（2003年以后），废除QFII制度，对外资投资者全面开放股市。

图 1：我国台湾资本市场开放路径

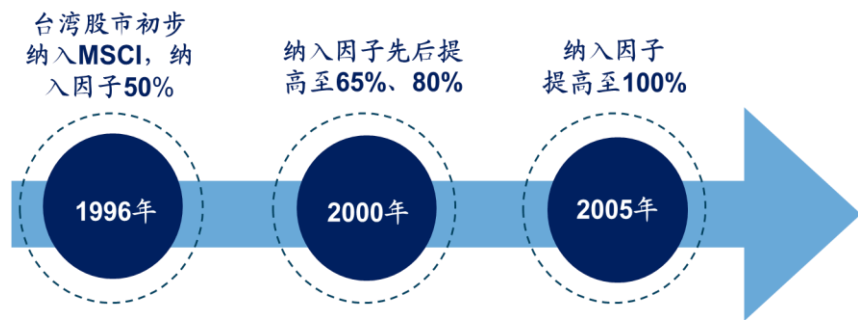


数据来源：《台湾证券市场发展经验》，刘彬、于宏巍，广发证券发展研究中心

资本市场扩大对外开放与股市纳入MSCI密切相关，可以用是否纳入MSCI表征股市在对外开放方面是否明显改善。我国台湾在1996年9月初步纳入MSCI，2005

年完全纳入，一共经历了9年的时间。1996年初始纳入因子为50%，2000年纳入因子先后提升到65%和80%，2005年纳入因子提高到100%。

图 2: 我国台湾股市纳入MSCI历程示意图

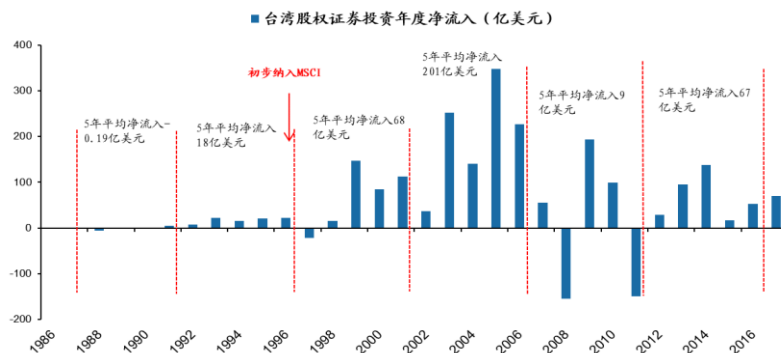


数据来源：广发证券发展研究中心

### 1.2 我国台湾股市外资流入情况

我国台股纳入MSCI后外资在最初10年内放量流入我国台湾股市，此后依然以净流入为主，但节奏有所放缓，金融市场动荡会导致外资临时流出。在1996年9月纳入MSCI初期，受到97年亚洲金融危机影响，97-98年外资流入趋势并不明显；99年开始，境外资金连续9年持续放量流入。1986-1995年我国台湾股权证券投资区间年均净流入仅为6.6亿美元，而1998-2007年，区间年均净流入规模为142亿美元，后者是前者的22倍。此后外资依然以净流入为主，但节奏有所放缓。

图 3: 我国台湾股权证券投资年度净流入

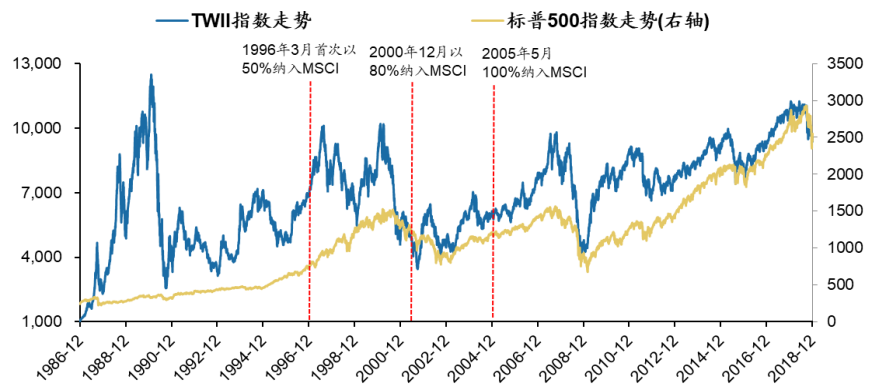


数据来源：wind，广发证券发展研究中心

### 1.3 我国台湾股市走势

资本市场加速开放后，外资流入并非一定能催生牛市，但会明显提高境内外股市联动性。1997-2003年台股震荡下跌超过5年，最大跌幅超过50%。资本市场开放后，台股与全球股市的联动性明显提高。1986-1995年台股与美股月度收益率相关性仅为18%，1996-2005年相关性提高至42%。

图 4: 我国台湾股市纳入MSCI后TWII指数和标普500指数相关性



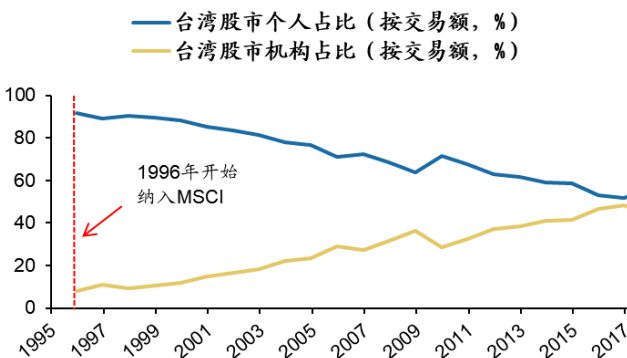
数据来源: wind, 广发证券发展研究中心

## 1.4 我国台湾股市投资者结构

### (1) 机构投资者与个人投资者

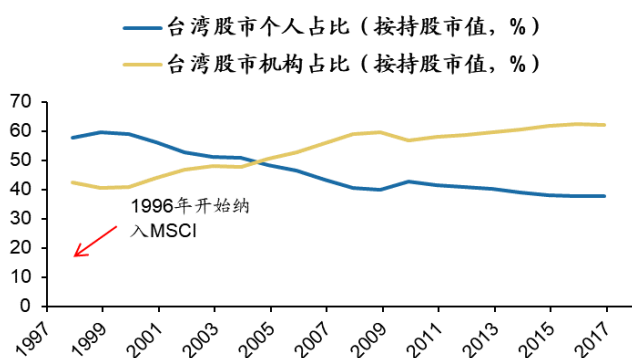
我国台湾股市机构投资者占比持续提升, 个人占比明显下降。台股纳入MSCI对投资者结构的影响较为显著。从交易占比来看, 我国台湾股市机构投资者占比从1995年(纳入MSCI前一年)的8%上升到2016年的48%, 同期个人投资者占比从92%下降到52%。从持股市值占比来看, 我国台湾股市机构投资者占比从1997年的42%上升到2008年的60%, 同期个人投资者占比从58%下降到40%。2008年之后, 机构投资者和个人投资者持股比例基本稳定在六四开。

图 5: 我国台湾机构投资者占比持续提升(按交易额)



数据来源: CEIC, 广发证券发展研究中心

图 6: 我国台湾机构投资者占比持续提升(按市值)

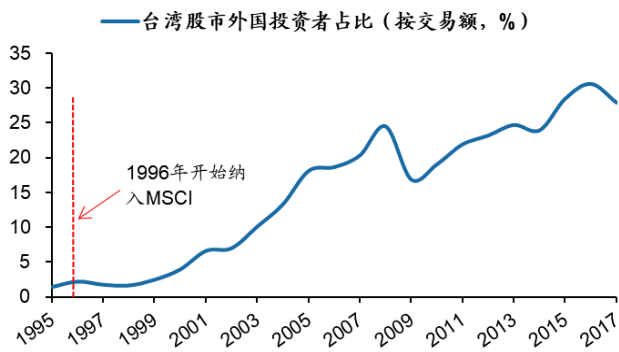


数据来源: CEIC, 广发证券发展研究中心

### (2) 外资占比

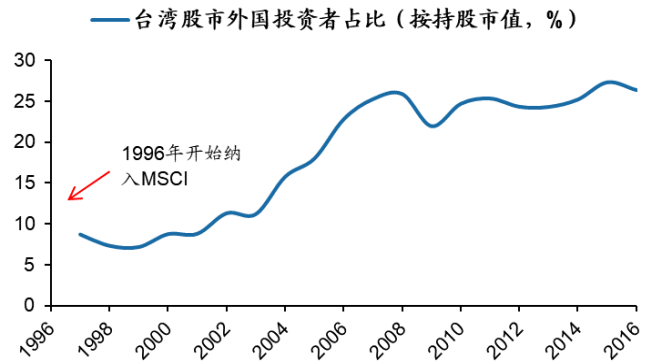
我国台湾股市外资占比明显上升。从交易占比来看, 外资从1995年(纳入MSCI前一年)的1%上升到2008年的25%。从持股市值占比来看, 外资从1997年的9%上升到2008年的26%, 平均每年上升1.6个百分点。从2008年之后, 境外投资者持股市值占比基本稳定在25%-30%左右。

图 7: 我国台湾股市境外投资者交易占比不断提升



数据来源: CEIC, 广发证券发展研究中心

图 8: 我国台湾股市境外投资者持股占比不断提升

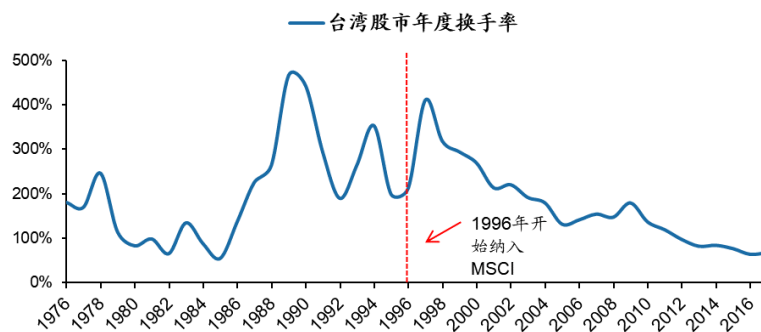


数据来源: CEIC, 广发证券发展研究中心

### 1.5 我国台湾股市换手率

长期来看,我国台湾股市纳入MSCI后换手率中枢有所下降。我国台湾股市纳入MSCI后次年,台股年换手率几乎翻倍,1996年为213%,1997年飙升至411%,但随后逐渐下降至2017年的68%。我国台湾股市换手率中枢的下降与散户交易占比逐渐下降是一枚硬币的两面。

图 9: 我国台湾股市纳入MSCI后换手率先升后降



数据来源: CEIC, 广发证券发展研究中心

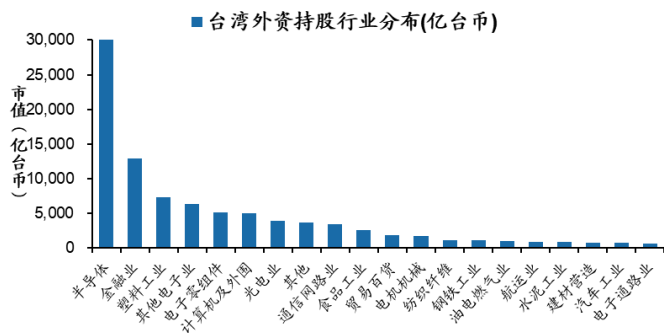
### 1.6 我国台湾股市外资持股特征

#### (1) 行业特征

我国台湾股市外资偏好我国台湾优势产业——电子、计算机行业等。我国台湾地区的优势产业是电子、计算机产业。外资持股最多的行业集中在我国台湾电子行业及计算机行业,包括半导体业、其他电子业、电子零组件、计算机及外围等,此外,金融业、塑料工业外资持股也较多。



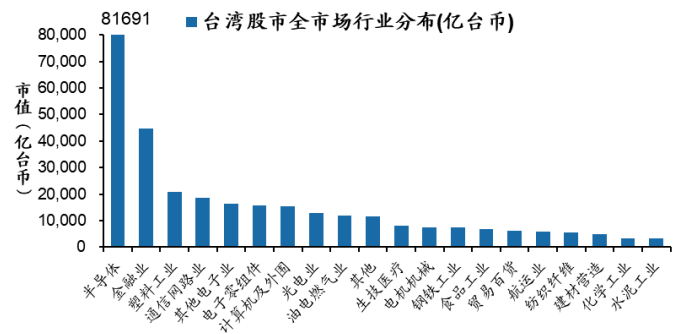
图 10: 我国台湾股市外资持股行业分布 (市值维度)



数据来源: 台交所, 广发证券发展研究中心

截止日期: 2019年1月4日 注: 人民币兑台币汇率 ≈ 4.5

图 11: 我国台湾股市全市场行业分布 (市值维度)



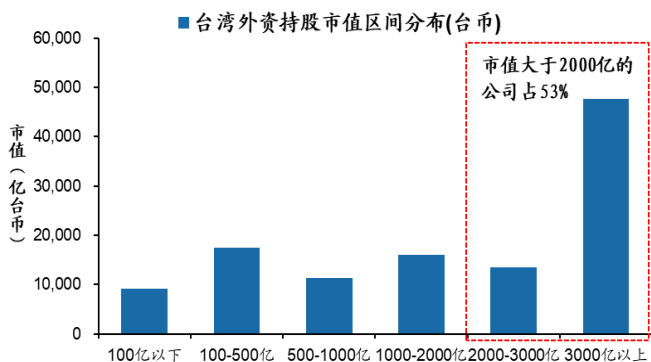
数据来源: 台交所, 广发证券发展研究中心

截止日期: 2019年1月4日 注: 人民币兑台币汇率 ≈ 4.5

### (2) 市值特征

我国台湾股市外资略偏好大盘股。整体来说外资持股市值区间分布与全市场市值区间分布大体一致。外资略偏好大盘股, 外资持有2000亿台币市值以上的公司占比53%, 略高于全市场51%的比例。

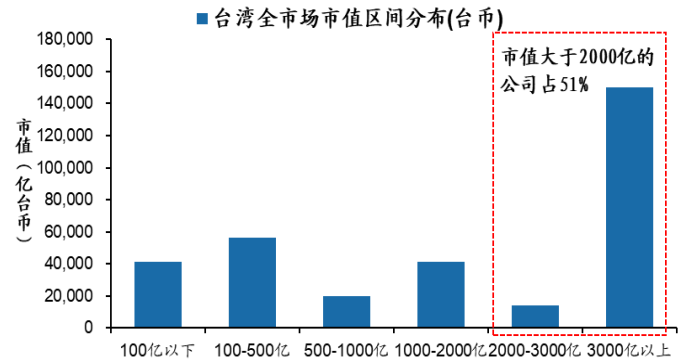
图 12: 我国台湾股市外资持股市值分布 (市值维度)



数据来源: 台交所, 广发证券发展研究中心

截止日期: 2019年1月4日 注: 人民币兑台币汇率 ≈ 4.5

图 13: 我国台湾股市全市场市值分布 (市值维度)



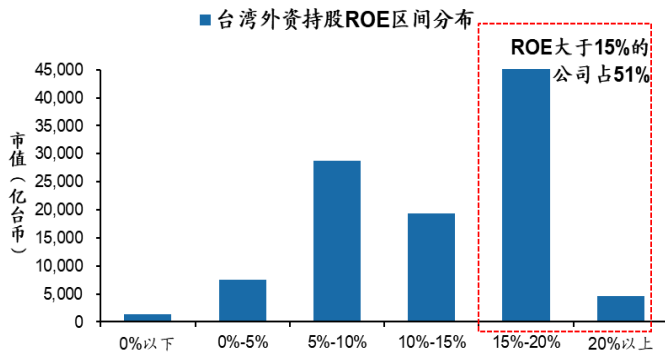
数据来源: 台交所, 广发证券发展研究中心

截止日期: 2019年1月4日 注: 人民币兑台币汇率 ≈ 4.5

### (3) ROE特征

我国台湾股市外资偏好高ROE股票。外资偏好ROE较高的股票, 外资持股ROE大于15%的公司市值占比达到51%, 而全市场这一比例仅为37%。

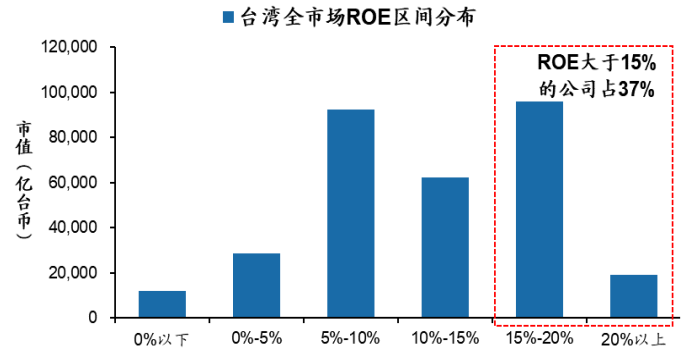
图 14: 我国台湾股市外资持股ROE分布 (市值维度)



数据来源: 台交所, 广发证券发展研究中心

截止日期: 2019年1月4日 注: 人民币兑台币汇率 ≈ 4.5

图 15: 我国台湾股市全市场ROE分布 (市值维度)



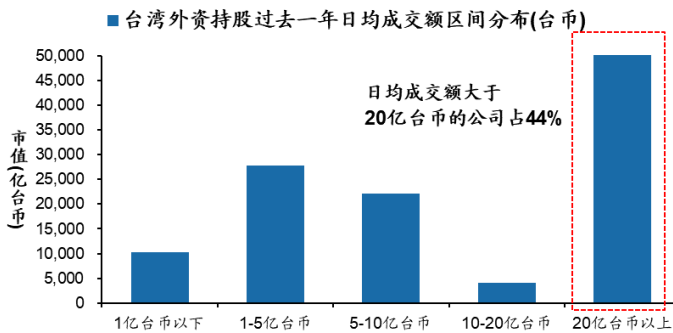
数据来源: 台交所, 广发证券发展研究中心

截止日期: 2019年1月4日 注: 人民币兑台币汇率 ≈ 4.5

#### (4) 流动性特征

我国台湾股市外资偏好流动性好的股票。外资持股日均成交额大于20亿台币的市值占比达到44%，而全市场这一比例仅为23%。

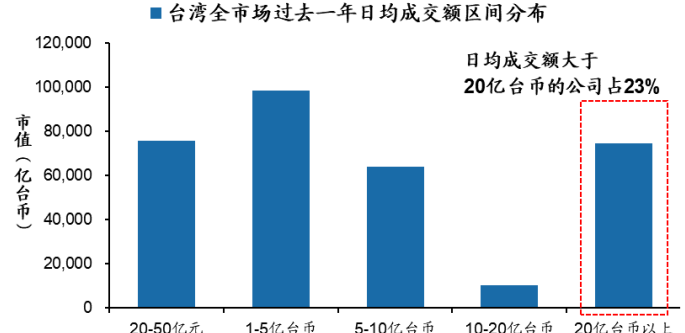
图 16: 我国台湾外资持股流动性分布 (市值维度)



数据来源: 台交所, 广发证券发展研究中心

截止日期: 2019年1月4日 注: 人民币兑台币汇率 ≈ 4.5

图 17: 我国台湾股市全市场流动性分布 (市值维度)



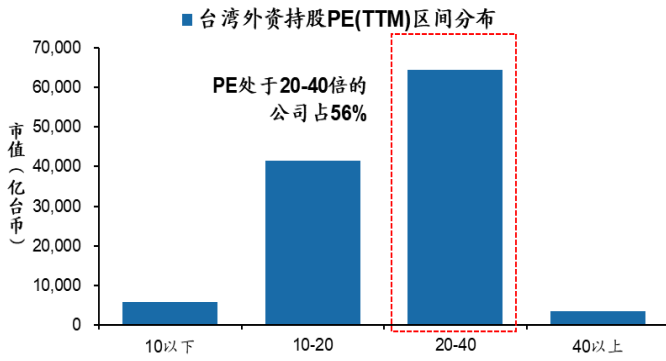
数据来源: 台交所, 广发证券发展研究中心

截止日期: 2019年1月4日 注: 人民币兑台币汇率 ≈ 4.5

#### (5) 估值特征

我国台湾股市外资中等估值占比最高, 并没有偏好低估值。外资持有的PE(TTM)处于20-40区间的市值最高, 占比达到56%, 而全市场这一比例为40%。外资偏好的电子、计算机等行业属于典型的成长股, 一般而言成长股投资并不追求低估值。

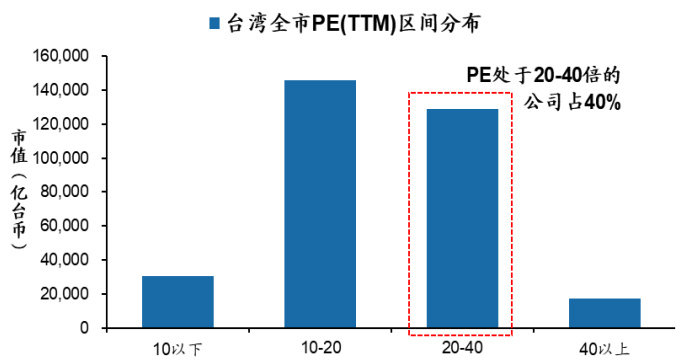
图 18: 我国台湾股市外资持股估值分布 (市值维度)



数据来源: 台交所, 广发证券发展研究中心

截止日期: 2019年1月4日 注: 人民币兑台币汇率 ≈ 4.5

图 19: 我国台湾股市全市场估值分布 (市值维度)



数据来源: 台交所, 广发证券发展研究中心

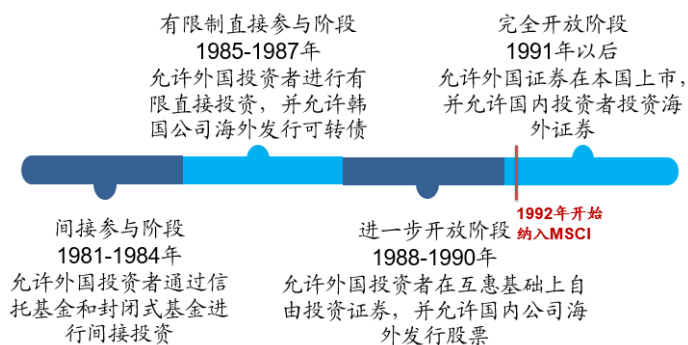
截止日期: 2019年1月4日 注: 人民币兑台币汇率 ≈ 4.5

## 二、资本市场开放对韩国股市的影响

### 2.1 韩国资本市场开放历程

韩国自1981年起分四个阶段循序渐进对外开放。第一阶段，间接参与阶段（1981-1984年），允许外国投资者通过韩国信托基金和外国封闭式基金对国内进行间接投资；第二阶段，有限制直接参与阶段（1985-1987年），允许外国投资者对国内证券进行有限直接投资，并允许韩国公司在海外市场发行可转债；第三阶段，进一步开放阶段（1988-1990年），允许外国投资者在互惠基础上进行证券投资，并允许国内公司在海外市场发行股票；第四阶段，完全开放阶段（1991年以后），允许外国证券在韩国上市，并允许国内投资者投资海外证券。

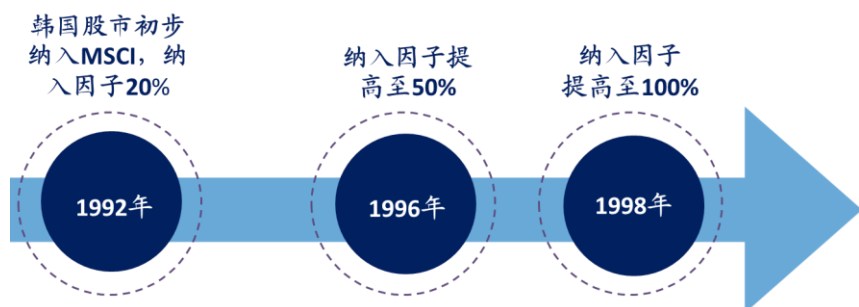
图 20: 韩国资本市场开放路径



数据来源：《从韩国资本市场对外开放看我国的对外开放过程》，王明伟、蒋星辉，广发证券发展研究中心

资本市场扩大对外开放与股市纳入MSCI密切相关，可以用是否纳入MSCI表征股市在对外开放方面是否明显改善。韩国在1992年首次纳入MSCI，历时6年于1998年实现全部纳入。1992年首次纳入时的纳入因子仅为20%，其后于1996年纳入因子提升到50%，最后在1998年纳入因子提高至100%。

图 21: 韩国股市纳入MSCI进程示意图



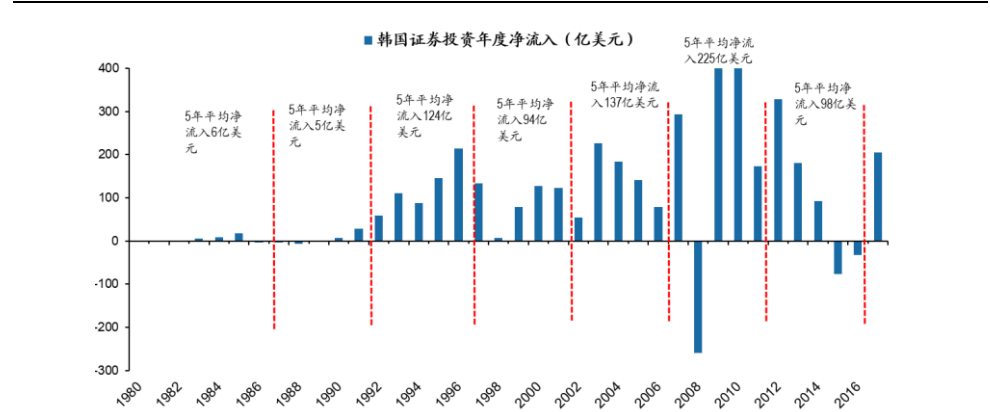
数据来源：广发证券发展研究中心

### 2.2 韩国股市外资流入情况

纳入MSCI之后，外资放量流入韩国股市，金融市场动荡会导致外资临时流出。

韩国股市纳入MSCI之前，净流入资金量较少且稳定，纳入之前的十年（1982年-1991年）外资年度平均净流入仅5.5亿美元；纳入之后的十年（1992年-2001年），外资流入近乎呈现逐年上升的走势，外资年平均净流入达109亿美元，是韩国股市纳入MSCI之前年均净流入的近20倍。金融市场动荡会导致外资临时流出。1998年亚洲金融危机期间，外资净流入大幅缩减，但危机过后又迅速恢复；2008年全球金融危机期间出现大幅净流出。

图 22: 韩国证券投资年度净流入

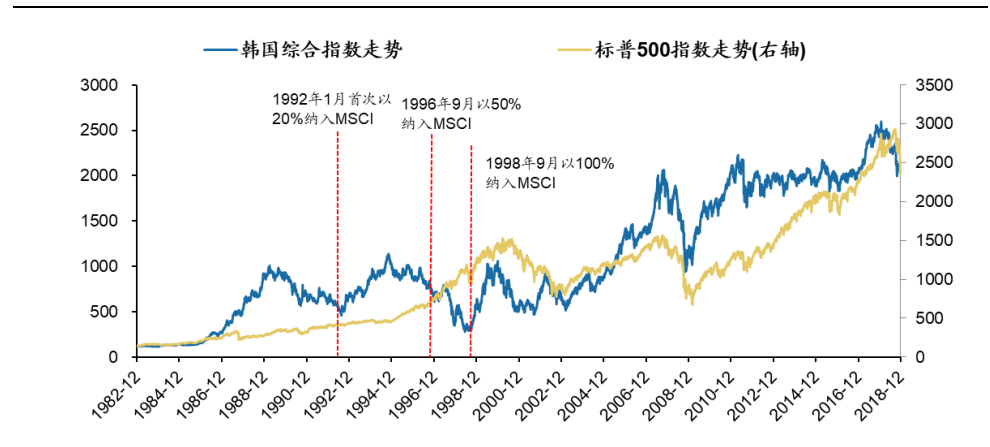


数据来源: wind, 广发证券发展研究中心

### 2.3 韩国股市走势

资本市场加速开放后，外资流入并非一定能催生牛市，但会明显提高境内外股市联动性。1994-2003年韩国股市震荡市超过8年，期间最大跌幅超70%。资本市场开放后，韩股与全球股市的联动性明显提高。1982-1991年韩股与美股月度收益率相关性仅为21%，自1998年按100%纳入因子完全纳入后，相关性提高至53%（1998-2018年）。

图 23: 韩股指数和美股指数相关性



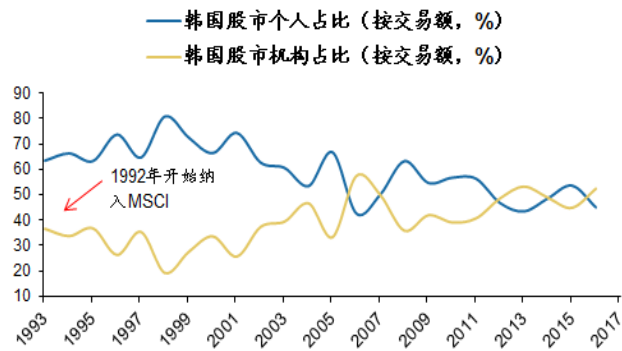
数据来源: wind, 广发证券发展研究中心

### 2.4 韩国股市投资者结构

#### (1) 机构投资者与个人投资者

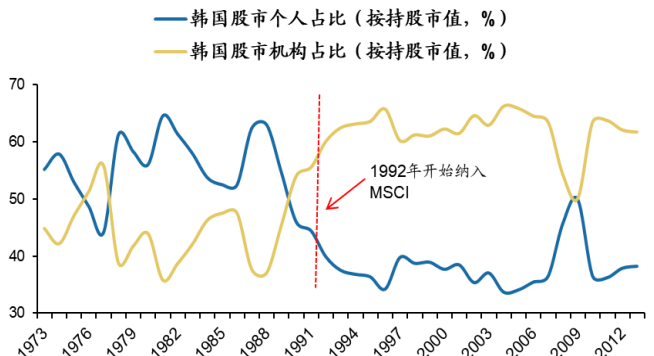
韩国股市机构投资者占比明显提升，个人占比明显下降。从交易占比来看，纳入MSCI之后韩国股市的机构投资者占比从93年的28%上升至17年的47%，同期个人投资者占比从72%下降至48%。从持股市值占比来看，机构投资者占比从88年的37%上升至97年的60%，此后一直维持在61%左右的较高水平；同期个人投资者占比从63%降至40%。

图 24: 韩国股市机构投资者结构变化 (按交易额)



数据来源: CEIC, 广发证券发展研究中心

图 25: 韩国股市机构投资者结构变化 (按市值)

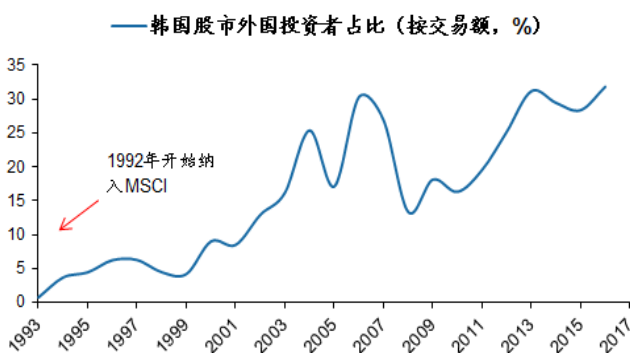


数据来源: CEIC, 广发证券发展研究中心

## (2) 外资占比

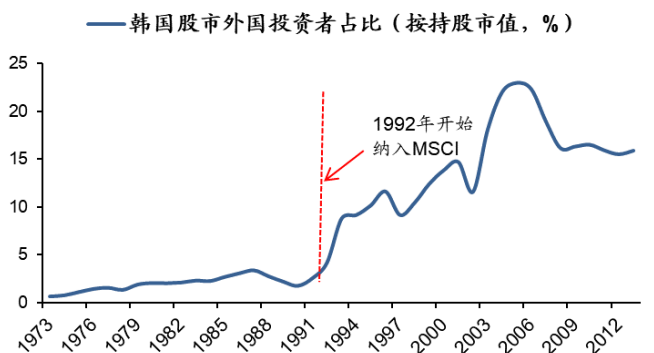
韩国股市外资占比显著上升。从交易占比来看，境外投资者从1993年（纳入MSCI后一年）的1%上升到2017年的32%，平均每年上升1.24个百分点。2008年之后有所波动，但趋势仍然往上，并在2013年境外投资者交易占比达到36%的高点。从持股市值占比来看，境外投资者从1991年（纳入MSCI前一年）的2.5%上升到2005年的高点23%，平均每年上升1.4个百分点；2008年过后小幅下降并维持在16%左右的高位水平。

图 26: 韩国股市境外投资者变化 (按交易额)



数据来源: CEIC, 广发证券发展研究中心

图 27: 韩国股市境外投资者变化 (按持股市值)



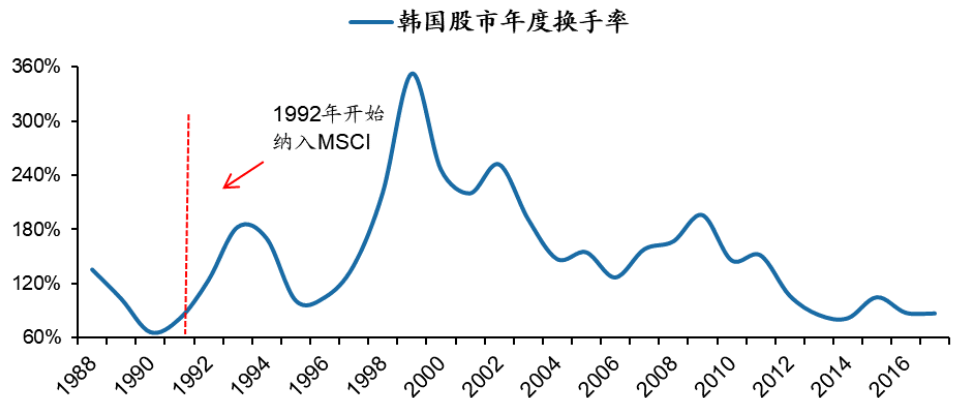
数据来源: CEIC, 广发证券发展研究中心

## 2.5 韩国股市换手率

韩国股市在纳入MSCI后，换手率先上升，2000年之后中枢趋势性下降。韩国股市在1991年（纳入MSCI前一年）换手率仅为81%，随后迅速攀升至100%以上并波动上升，至1999年达到高点353%。2000年之后股市换手率中枢趋势性下降，2002

年为252%，2007年为158%，2012年为107%，2017年降至87%。

图 28: 韩国股市换手率变化



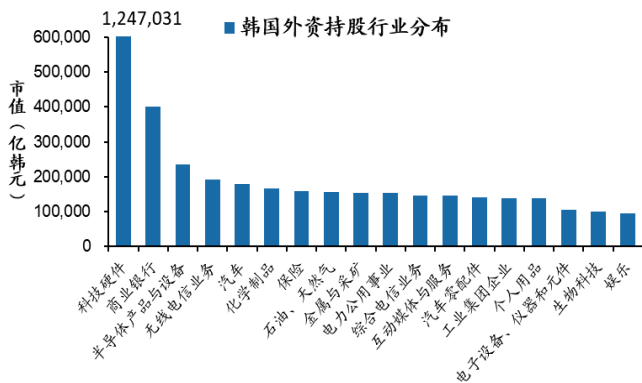
数据来源: CEIC, 广发证券发展研究中心

## 2.6 韩国股市外资持股特征

### (1) 行业特征

韩国股市外资偏好科技硬件、商业银行、半导体、无线电信、汽车。外资持有股票市值最高的五个行业是: 科技硬件、商业银行、半导体产品与设备、无线电信业务、汽车。其中科技硬件持股市值最高, 科技硬件行业的外资持股占比达到55%。

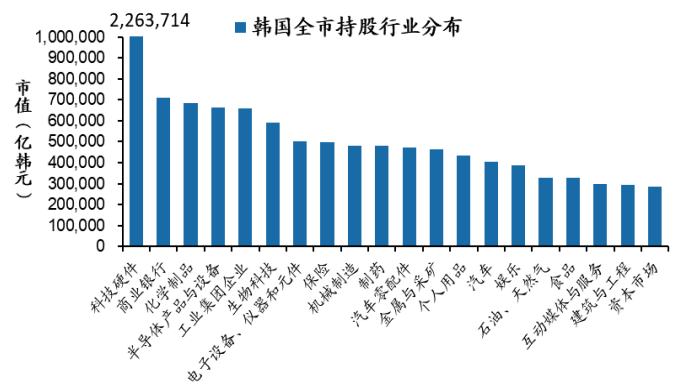
图 29: 韩国股市外资持股各行业分布 (市值维度)



数据来源: KRX, Bloomberg, 广发证券发展研究中心

截止日期: 2019年1月4日 注: 人民币兑韩币汇率 ≈ 164

图 30: 韩国股市全市场各行业分布 (市值维度)



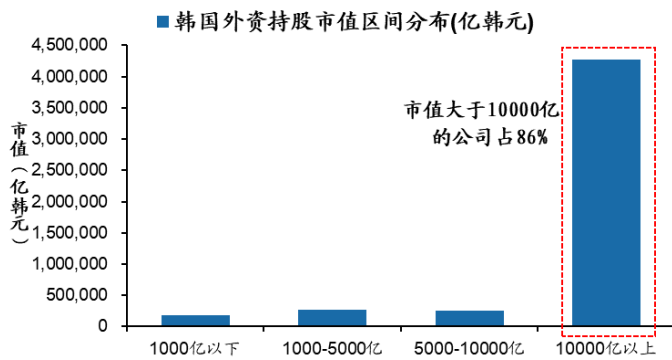
数据来源: KRX, Bloomberg, 广发证券发展研究中心

截止日期: 2019年1月4日 注: 人民币兑韩币汇率 ≈ 164

### (2) 市值特征

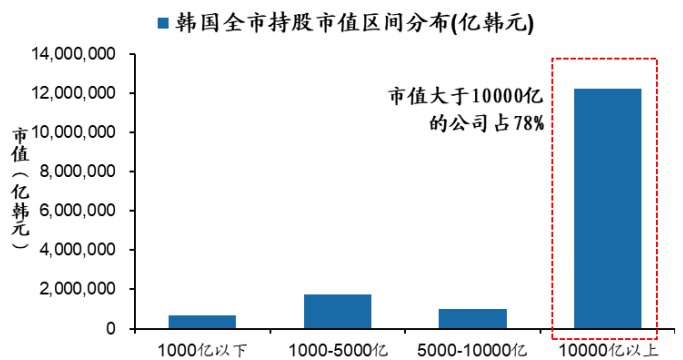
韩国股市外资偏好大市值股票。市值大于10000亿韩元的公司占比达到86%, 高于全市78%水平。

图 31: 韩国股市外资持股市值区间分布 (市值维度)



数据来源: KRX, Bloomberg, 广发证券发展研究中心  
截止日期: 2019年1月4日 注: 人民币兑韩币汇率 ≈ 164

图 32: 韩国股市全市场市值区间分布 (市值维度)

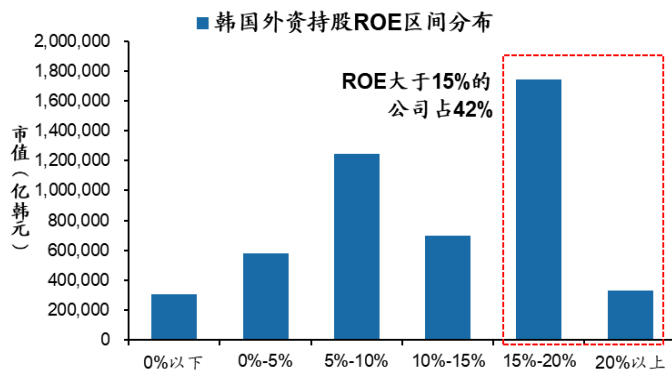


数据来源: KRX, Bloomberg, 广发证券发展研究中心  
截止日期: 2019年1月4日 注: 人民币兑韩币汇率 ≈ 164

### (3) ROE特征

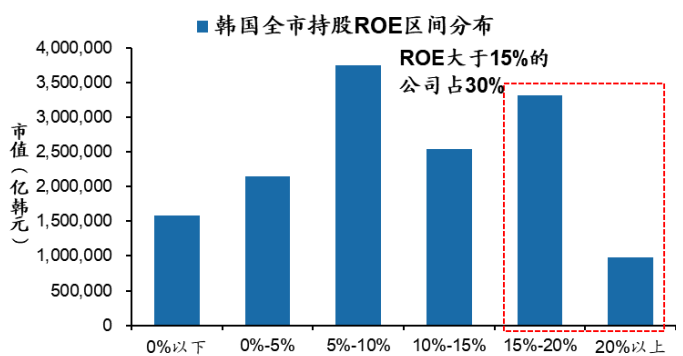
韩国股市外资偏好高ROE股票。ROE高于15%的股票外资持股比例为42%。全市场这一比例为30%。外资偏好高ROE的股票。

图 33: 韩国股市外资持股ROE分布 (市值维度)



数据来源: KRX, Bloomberg, 广发证券发展研究中心  
截止日期: 2019年1月4日 注: 人民币兑韩币汇率 ≈ 164

图 34: 韩国股市全市场ROE分布 (市值维度)



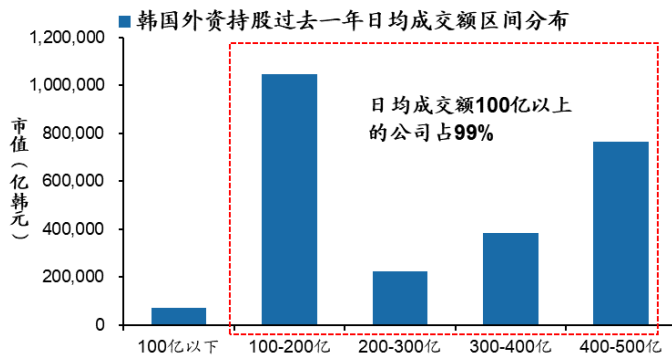
数据来源: KRX, Bloomberg, 广发证券发展研究中心  
截止日期: 2019年1月4日 注: 人民币兑韩币汇率 ≈ 164

### (4) 流动性特征

韩国股市外资偏好流动性中高的股票。外资持有的股票中过去一年日均成交额在100-200亿韩元的市值比例最高。外资持有过去一年日均成交额100亿韩元以上股票的市值占比达到99%，远高于全市81%的比例。

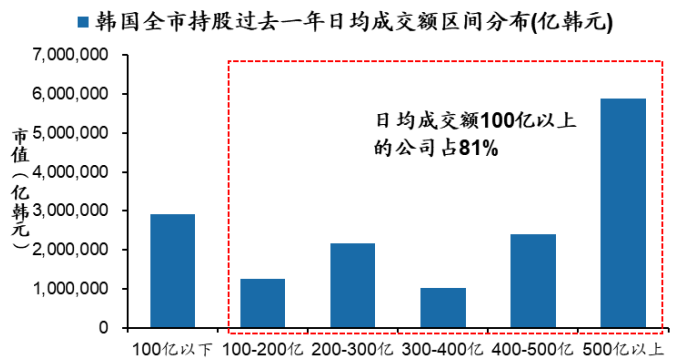


图 35: 韩国股市外资持股流动性分布 (市值维度)



数据来源: KRX, Bloomberg, 广发证券发展研究中心  
截止日期: 2019年1月4日 注: 人民币兑韩币汇率 ≈ 164

图 36: 韩国股市全市场流动性分布 (市值维度)

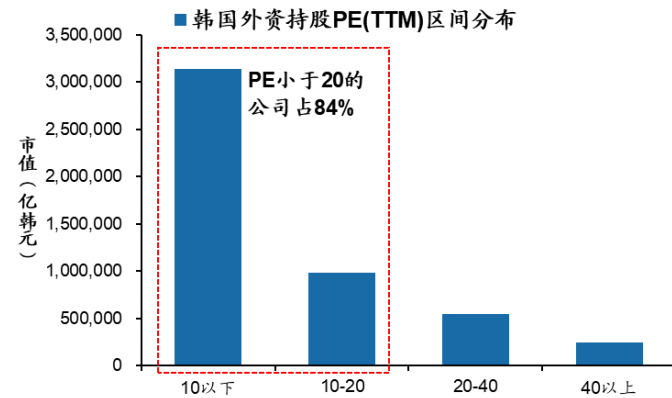


数据来源: KRX, Bloomberg, 广发证券发展研究中心  
截止日期: 2019年1月4日 注: 人民币兑韩币汇率 ≈ 164

### (5) 估值特征

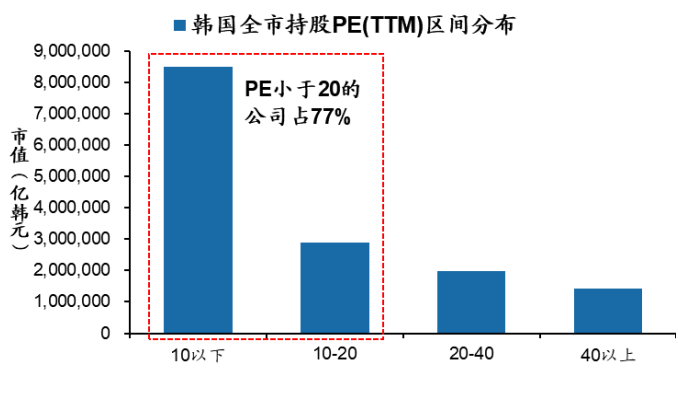
韩国股市外资略偏好低估值。外资持股的估值分布与全市场基本一致。外资略偏好低估值的股票,其中PE(TTM)小于20的股票市值占比达到84%,高于全市场77%的比例。

图 37: 韩国股市外资持股估值分布 (市值维度)



数据来源: KRX, Bloomberg, 广发证券发展研究中心  
截止日期: 2019年1月4日 注: 人民币兑韩币汇率 ≈ 164

图 38: 韩国股市全市场估值分布 (市值维度)



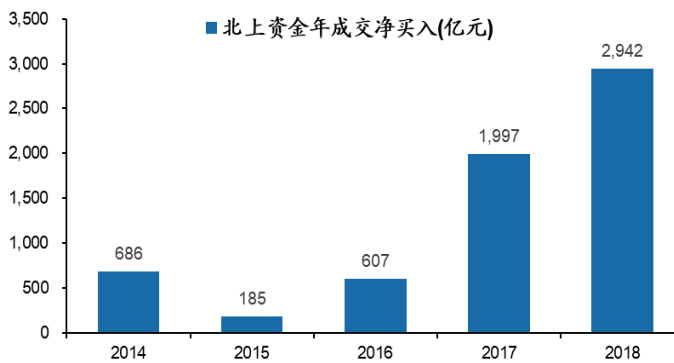
数据来源: KRX, Bloomberg, 广发证券发展研究中心  
截止日期: 2019年1月4日 注: 人民币兑韩币汇率 ≈ 164

### 三、资本市场开放对 A 股的影响和启示

#### 3.1 A 股外资流入情况

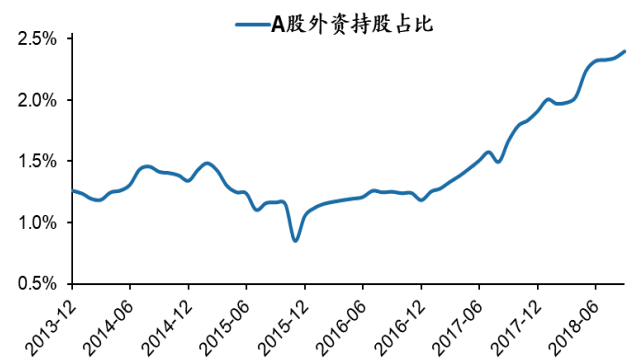
16年以来外资加速流入A股，外资持股占比持续提升。我国自2014年11月开通沪深港通以来，北上资金持续流入，北上资金自2016年开始加速流入，在2018年全年净流入达到约3000亿元，同比提高约50%。2015年12月我国A股外资持股占比约为1.06%，之后逐渐提升，2018年9月达到2.4%，预计未来北上资金继续加速流入，外资持股市值仍将进一步提升。

图 39: 北上资金年成交净买入



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图 40: 我国A股外资持股市值占比



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

**预计19年入富及提高MSCI纳入因子将吸引外资加速流入A股。**北上资金2018年全年流入约3000亿元。根据我们测算，假设主动型基金按比例配置，预计19年入富会给A股带来的3,500亿元资金流，MSCI因子提高带来3,900亿元资金流。考虑到主动型基金可能低配，我们预计在富时及MSCI促进下，19年吸引外资通过陆港通机制流入A股规模可能达到4,000-5,000亿元。今年1月12日中国资本市场论坛上，中国证监会副主席方星海则表示今年外资流入A股的资金量有望达到6000亿元。

**QFII扩容预计将进一步吸引外资加速流入A股。**2019年1月14日，国家外汇管理局在官网公示，为满足境外投资者扩大对中国资本市场的投资需求，经国务院批准，合格境外机构投资者（QFII）总额度由1500亿美元增加至3000亿美元。此次扩容，将引导更多外资进入A股市场。

表 1: A股纳入富时指数的资金流入测算

指数	跟踪基金规模 (亿美元)	第一步 (19年6月)		第二步 (19年9月)		两步合计
		20%		40%		60%
		A股权重	新增资金流入规模 (亿美元)	A股权重	新增资金流入规模 (亿美元)	
富时新兴市场指数	13000	1.11%	145	3.34%	290	435
富时环球市场指数	25000	0.11%	29	0.34%	57	86
资金流入合计 (亿美元)			173		347	520
资金流入合计 (亿元)			1179		2358	3537

数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

注: 假设主动型基金按比例配置

表 2: A股MSCI纳入因子提高的资金流入测算

指数	跟踪基金规模 (亿美元)	5%纳入因子情况下		20%纳入因子情况 (标的股票范围不变)	
		A股权重	预计流入A股规模 (亿美元)	A股权重	预计新增流入A股规模 (亿美元)
MSCI中国指数	142	2.8%	4	10.43%	11
MSCI亚洲市场 (除日本) 指数	2,000	0.83%	17	3.24%	48
MSCI新兴市场指数	19,000	0.71%	135	2.78%	393
MSCI全球指数	37,000	0.10%	38	0.41%	114
资金流入合计 (亿美元)			194		567
资金流入合计 (亿元)			1,317		3,853

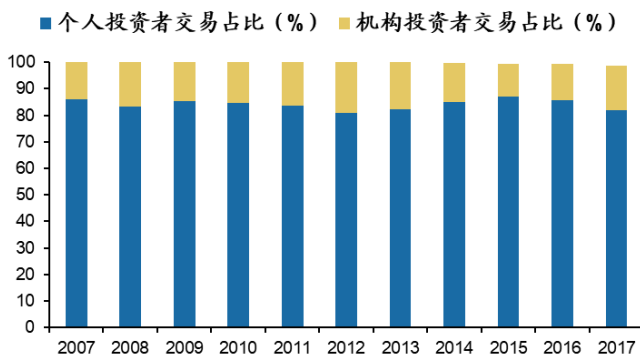
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

注: 假设主动型基金按比例配置

### 3.2 A股投资者结构

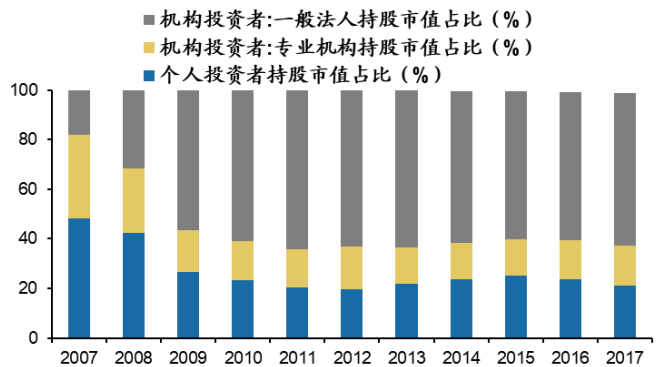
A股个人投资者占比依然偏高。2017年个人投资者交易占比82%，明显偏高。2017年个人投资者持股市值占比21%，高于专业机构投资者16%的比重。预计未来个人投资者交易及持股市值占比进一步下降，机构投资者占比进一步提升。根据台韩经验以及中国国民特点，预计未来A股散户交易占比也不会特别低，可能呈现散户与机构各占半壁江山的局面。

图 41: 上交所个人投资者交易占比明显偏高



数据来源: 上交所, 广发证券发展研究中心

图 42: 上交所个人投资者与机构投资者持股占比



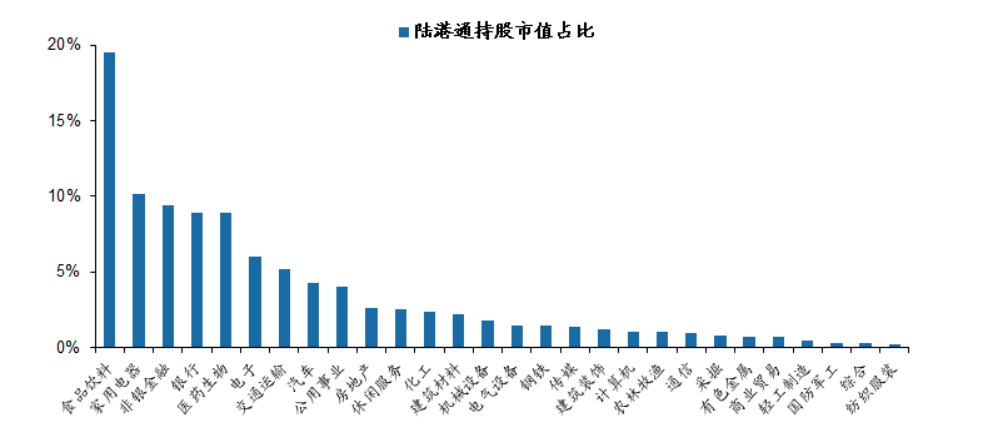
数据来源: 上交所, 广发证券发展研究中心

### 3.3 A股北上资金持股特征

#### (1) 行业特征

A股北上资金对消费行业最为偏好，尤其是食品饮料。北上资金持有股票市值最高的五个行业是：食品饮料、家用电器、非银金融、银行、医药生物。

图 43: A股市场北上资金持股各行业分布 (市值维度)



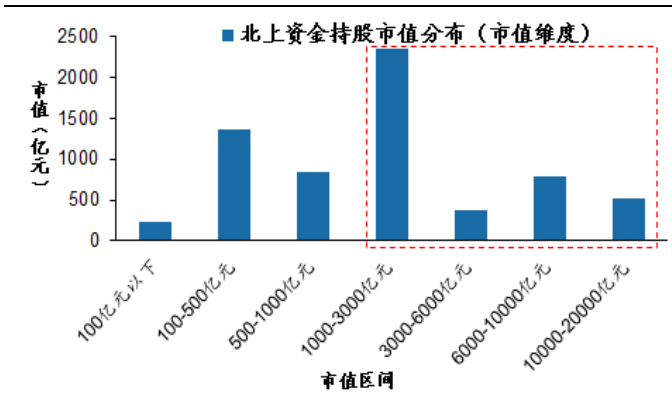
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

截止日期: 2018年12月31日

### (2) 市值特征

A股北上资金偏好市值为1000亿元以上的大盘股。市值大于1000亿元的公司占比达到62%，高于全市场47%水平。

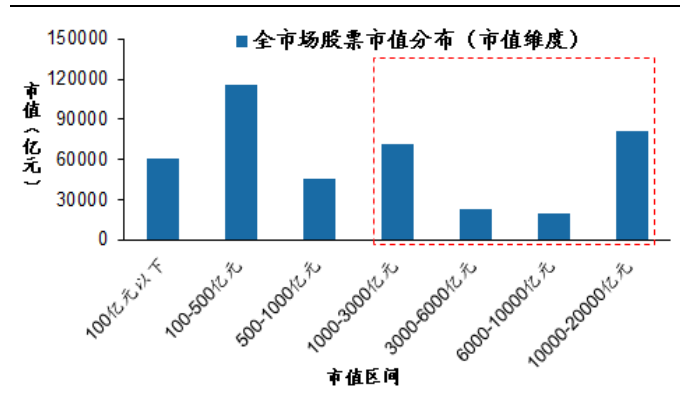
图 44: A股北上资金持股市值分布 (市值维度)



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

截止日期: 2018年12月31日

图 45: A股全市场股票市值分布 (市值维度)



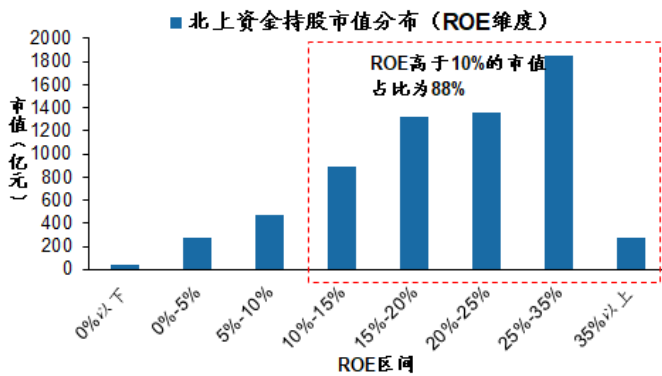
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

截止日期: 2018年12月31日

### (3) ROE特征

A股北上资金偏好高ROE股票。北上资金集中分布的ROE区间为25%-35%，而全市场股票市值集中分布的ROE区间为10%-15%。北上资金在ROE高于10%的股票上持股市值占比为88%，而全市场这一比例仅为66%。

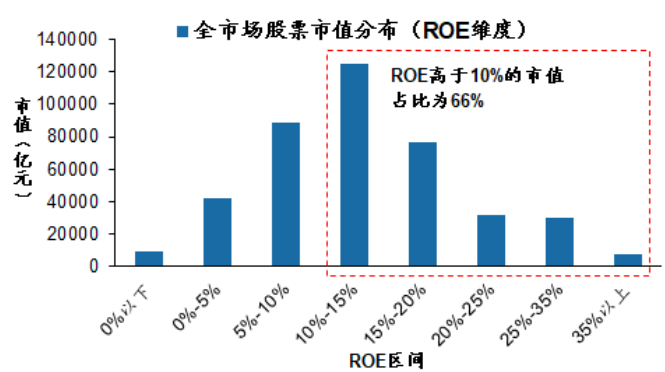
图 46: A股北上资金持股市值分布 (ROE维度)



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

截止日期: 2018年12月31日

图 47: A股全市场股票市值分布 (ROE维度)



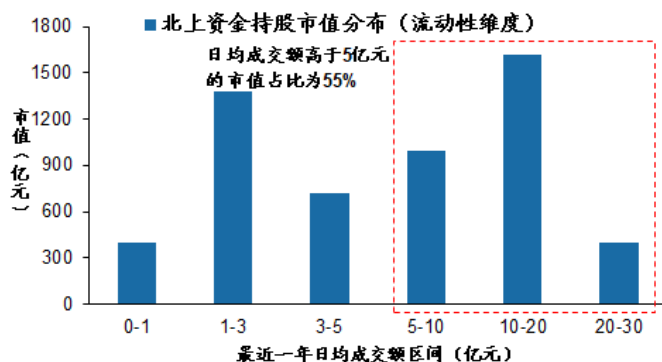
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

截止日期: 2018年12月31日

#### (4) 流动性特征

**A股北上资金偏好高流动性股票。**北上资金持股中最近一年日均成交额在5亿元以上的股票市值占比约55%，而对北上资金而言的全市场来说，这一比例仅为39%。

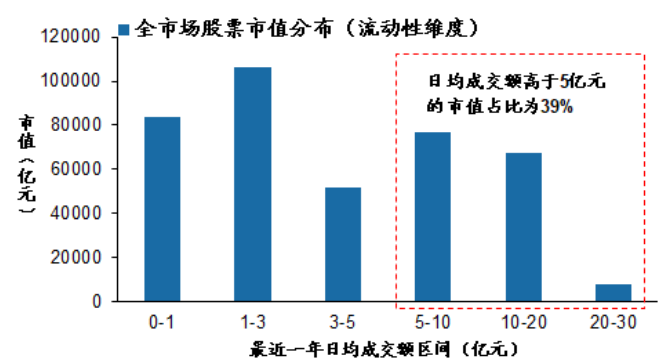
图 48: A股北上资金持股市值分布 (流动性维度)



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

截止日期: 2018年12月31日

图 49: A股全市场股票市值分布 (流动性维度)



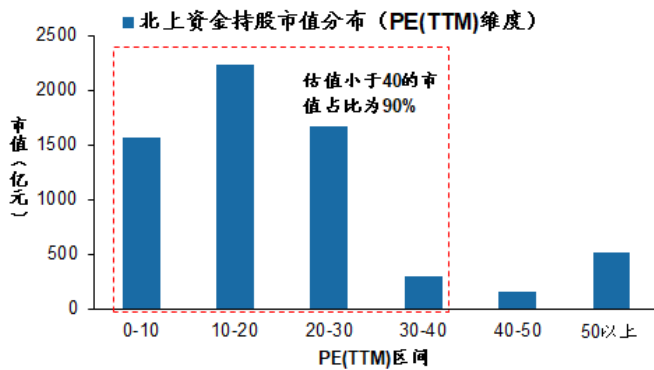
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

截止日期: 2018年12月31日

#### (5) 估值特征

**A股北上资金对低估值没有明显偏好。**北上资金持股的估值分布与全市场基本一致，北上资金持仓PE(TTM)在40以下的市值占比约为90%，而全市场这一比例为89%。

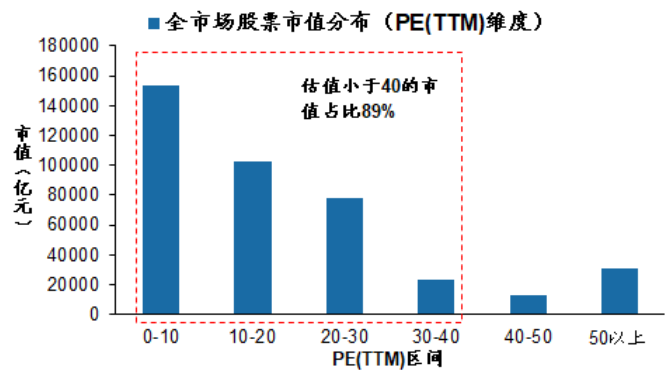
图 50: A股北上资金持股市值分布 (PE维度)



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

截止日期: 2018年12月31日

图 51: A股全市场股票市值分布 (PE维度)



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

截止日期: 2018年12月31日

### 3.4 从台韩经验看资本市场开放对 A 股影响和启示

回顾我国台湾和韩国股市的资本市场开放之路, 都经历了循序渐进纳入MSCI的过程, 相比较, 二者有很多相似之处。纳入MSCI后, 外资长期放量流入。两地市场上投资者结构也发生了共同的变化, 即机构投资者持续提升, 外资占比明显上升。对股市影响上, 资本市场开放不一定催生牛市, 但使得本地股市与外国股市的联动性增强; 换手率短期内上升, 长期来看趋势性下行。预计我国A股未来外资也会长期放量流入, 外资占比提升, 机构投资者占比提升, 与外国股市联动性增强。

外资偏好方面, 外资在我国台湾更偏好当地优质产业如电子、计算机产业, 外资在韩国更偏好银行、电信产业。在A股, 外资更偏好消费类行业如食品饮料、家电、医药生物等, 目前来看这一趋势将继续延续。此外, 在我国台湾、韩国的外资及A股的北上资金都偏好具备大市值、高ROE、高流动性特征的公司, A股当前持仓特征与台韩高度一致, 我们预计未来外资对A股的偏好仍将沿袭, 即偏好大盘股、高ROE、高流动性的股票。但在估值方面, 外资不一定偏好绝对低估值。

表 3: 资本市场开放对中台韩股市影响汇总

	我国台湾股市	韩国股市	A股股市	
纳入MSCI起止时间	1996-2005年	1992-1998年	2018年起	
外资流入情况	长期放量流入	长期放量流入	预计长期放量流入	
股市走势	不一定催生牛市, 但会明显提高境内外股市联动性	不一定催生牛市, 但会明显提高境内外股市联动性	预计会提高境内外股市联动性	
投资者结构	机构投资者占比持续提升, 个人占比明显下降	机构投资者占比持续提升, 个人占比明显下降	预计机构投资者占比持续提升, 个人占比下降	
	外资占比明显上升	外资占比明显上升	外资占比预计进一步提升	
换手率	中枢有所下降	先上升, 2000年之后中枢趋势性下降	不确定	
外资持股特征	行业特征	偏好半导体、金融业、塑料工业、电子业等	偏好科技硬件、商业银行、半导体、无线电信、汽车等	
	市值特征	偏好大市值	偏好大市值	偏好大市值
	ROE特征	偏好中高ROE	偏好高ROE	偏好中高ROE
	流动性特征	偏好高流动性	偏好中高流动性	偏好高流动性
	估值特征	偏好中估值	偏好低估值	偏好低估值

数据来源: wind, 广发证券发展研究中心

## 风险提示

- 1、资本市场对外开放进程低于预期;
- 2、陆股通北上资金流入不及预期;
- 3、外资对A股影响与预期不符。

## 广发投资策略研究小组

- 戴康：分析师，CFA，中国人民大学经济学硕士，8年A股策略研究经验，2017年加入广发证券发展研究中心。
- 郑恺：分析师，华东师范大学经济学硕士，2013年加入广发证券发展研究中心。
- 曹柳龙：分析师，华东师范大学管理学硕士，2014年加入广发证券发展研究中心。
- 俞一奇：分析师，波士顿大学经济学硕士，2017年加入广发证券发展研究中心。
- 陈伟斌：分析师，CPA，复旦大学经济学硕士，2016年加入广发证券发展研究中心。
- 韦冀星：联系人，杜兰大学金融学硕士，2018年加入广发证券发展研究中心。
- 倪康：联系人，中山大学经济学硕士，2017年加入广发证券发展研究中心。

## 广发证券—行业投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘10%以上。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘10%以上。

## 广发证券—公司投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘15%以上。
- 增持：预期未来12个月内，股价表现强于大盘5%-15%。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘5%以上。

## 联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河北路183号大都会广场5楼	深圳市福田区益田路6001号太平金融大厦31层	北京市西城区月坛北街2号月坛大厦18层	上海市浦东新区世纪大道8号国金中心一期16楼	香港中环干诺道中111号永安中心14楼1401-1410室
邮政编码	510075	518026	100045	200120	
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn				

## 法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

## 重要声明



广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

## 权益披露

(1) 广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去 12 个月内并没有任何投资银行业务的关系。

## 版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。