

投资策略

2019年，外资的入场节奏与关键时点——外资研究系列七

2016年以来，随着A股对外开放全面提速，外资已经成为老生常谈的话题。关于外资，我们在前期开展过广泛且深入地研究，针对市场关心的核心问题发布了系列报告。当前，国内资本市场的对外开放已是共识。外资入场势头在19年能否继续保持？关于MSCI扩容和罗素富时纳入，有哪些时间节点需要关注？本篇报告重点回答这两个问题。

外资已成为A股行业轮动新驱动，尤其表现在对消费股的影响。作为过去两年最重要的增量资金，外资对国内市场话语权显著提升，体量上已同内资公募、保险等机构呈鼎足之势。从过去两年市场运行特征来看，外资已经成为当前A股行业轮动体系中不可忽视的新驱动，尤其表现在对消费股影响上。进入18年以来，外资对于国内市场的驱动力加速显化，北上资金流入规模与消费板块相对收益、消费/成长指数比呈现出高度相关性。

2018年全年流入超市场预期，今年入场节奏大概率仍将提速。2018年全球市场波动加剧，但外资仍在持续配置A股。截至12月初，陆股通年内北上净流入接近3000亿。中期国际资金仍在“水往低处流”，对外开放提速与估值吸引力的提升，使得A股能够一定程度上抵消外围波动的冲击。保守估算下，2019年外资流入节奏大概率将继续提速。

QFII额度再扩容，对外开放继续提速。近日外汇局宣布，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。截至2018年年末，外汇局公布的QFII投资额度审批总规模为1010亿美元。QFII额度翻倍，一方面体现了当前国内资本市场继续扩大对外开放的姿态；另一方面也为后续外资进入中国市场早做准备。当前，国内外官方普遍对今年外资入场持乐观态度，QFII通道的完善能够避免资金超预期流入产生的拥堵，未来关于外资限制性政策放开是大势所趋。

对于2019年而言，需重点关注以下关键时点：

- 2019年2月28日（或提前）：MSCI公布关于市场咨询提议的结果；
- 2019年5月中下旬：若MSCI议题通过，则执行第一轮纳入因子上调，当前水平上调7.5%；
- 2019年6月24日：富时指数纳入A股计划实施20%；
- 2019年8月中下旬：若MSCI议题通过，则执行第二轮纳入因子上调，进一步上调7.5%；
- 2019年9月23日：富时指数纳入A股计划实施40%。

风险提示：海外波动加剧；汇率贬值风险；MSCI扩容或入富不达预期。

作者

分析师 张启尧

执业证书编号：S0680518100001

邮箱：zhangqiyao@gszq.com

分析师 张峻晓

执业证书编号：S0680518110001

邮箱：zhangjunxiao@gszq.com



内容目录

| | |
|--|--|
| 2019年，外资的入场节奏与关键时点 | |
| 1、外资已成为A股行业轮动的新驱动，尤其表现在对消费股走势的影响 | |
| 2、2018年全年外资流入超市场预期，今年入场大概率仍将提速 | |
| 3、2019年对外开放继续提速，需要关注哪些关键时点？ | |
| 风险提示 | |

图表目录

| | |
|-----------------------------------|--|
| 图表 1: 北上资金流入与食品饮料行业相对收益高度相关 | |
| 图表 2: 北上资金流入与绩优股/亏损股指数比高度相关 | |
| 图表 3: A股第一阶段入富计划与增量资金估算 | |
| 图表 4: A股 MSCI 扩容假设与增量资金估算 | |
| 图表 5: A股纳入富时国际指数体系历程与展望 | |
| 图表 6: A股纳入 MSCI 指数历程与展望 | |

2019年，外资的入场节奏与关键时点

2016年以来，随着A股对外开放全面提速，外资已经成为老生常谈的话题。关于外资，我们在前期开展过广泛且深入地研究，针对市场关心的核心问题发布了系列报告。包括：1、近年来消费板块的主要驱动因素（详见《外资驱动下的大消费》2018年8月21日）；2、美元回流压力下，外资流入A股的原因与潜力（详见《全球波动加剧，为何外资还在“买买买”？》2018年8月24日）；3、结合台韩经验，外资对国内市场配置将产生何种影响（详见《长周期视角看外资对大消费板块的驱动》2018年8月27日）；4、外资流入渠道、机制、规模与节奏等问题。当前，国内资本市场的对外开放已是共识。作为过去两年的主要增量资金，外资入场势头在19年能否继续保持？关于MSCI扩容和罗素富时纳入，有哪些时间节点需要关注？本篇报告重点回答这两个问题。

1、外资已成为A股行业轮动的新驱动，尤其表现在对消费股走势的影响

外资已成为A股行业轮动的新驱动，尤其表现在对消费股走势的影响。从过去两年市场运行特征来看，外资对于A股投资行为与定价模式的重构已经在发生。大消费是北上资金最为偏爱的板块，北上资金与消费行业涨跌相关性也最为明显。尤其进入2018年后，外资对于国内市场的驱动力加速显化，北上资金流入规模与消费板块相对收益、消费/成长、食品饮料/TMT、绩优股/亏损股指数比都呈现出高度相关性。因此我们认为，外资已经成为当前A股行业轮动体系中不可忽视的新驱动，传统的基于宏中微观视角决定投资策略的框架也需要纳入这一新变量。

图表1：北上资金流入与食品饮料行业相对收益高度相关



资料来源：Wind，国盛证券研究所

图表2：北上资金流入与绩优股/亏损股指数比高度相关



资料来源：Wind，国盛证券研究所

2、2018年全年外资流入超市场预期，今年入场大概率仍将提速

18年全年外资流入超市场预期，今年入场大概率仍将提速。2018年全球市场波动加剧，强美元加大了新兴市场本币汇率和资产价格压力，但美元外流压力下，外资反而持续涌入A股。截至2018年12月，陆港通资金净流入规模已达到2911亿元，外资持股总市值较年初增长约2000亿。对于中期而言，一方面国际化进程大势所趋，A股外资配置比例尚低，国际资金仍在“水往低处流”，另一方面估值吸引力的提升能够抵消外围波动的冲击（详见报告《全球波动加剧，为何外资还在“买买买”？》、《美股下跌，一个小隐忧与三个大机会》）。距我们保守估算，若MSCI扩容和富时纳入如期落地，2019年外资增量约在4000亿。

图表3：A股第一阶段入富计划与增量资金估算

| A股入富第一阶段 | 第一步 | 第二步 | 第三步 | 第一阶段合计 | 前两步合计 |
|-------------|--------------|--------------|--------------|---------------|--------------|
| 实施日期 | 2019/6/24 | 2019/9/23 | 2020/3/23 | —— | 2019年 |
| 实施比例（增量） | 20% | 40% | 40% | 100% | 60% |
| 纳入因子（增量） | 5% | 10% | 10% | 25% | 15% |
| A股在富时新兴权重 | 1.11% | 2.23% | 2.23% | 5.57% | 3.34% |
| A股在富时全球权重 | 0.11% | 0.23% | 0.23% | 0.57% | 0.34% |
| 增量资金 | 24亿美元 | 48亿美元 | 48亿美元 | 120亿美元 | 72亿美元 |

资料来源：FTSE官网，国盛证券研究所

图表4：A股MSCI扩容假设与增量资金估算

| 纳入因子 | 5% | 20% | 50% | 100% |
|------------------|---------------|---------------|----------------|----------------|
| A股在MSCI新兴权重 | 0.75% | 2.80% | 6.72% | 12.77% |
| A股在MSCI全球权重 | 0.10% | 0.34% | 0.82% | 1.55% |
| A股在MSCI亚洲（除日本）权重 | 0.98% | 3.63% | 8.71% | 16.55% |
| A股在MSCI中国权重 | 2.78% | 10.29% | 24.70% | 46.92% |
| 增量资金 | 175亿美元 | 468亿美元 | 1077亿美元 | 1859亿美元 |

资料来源：MSCI官网，国盛证券研究所

3、2019年对外开放继续提速，需要关注哪些关键时点？

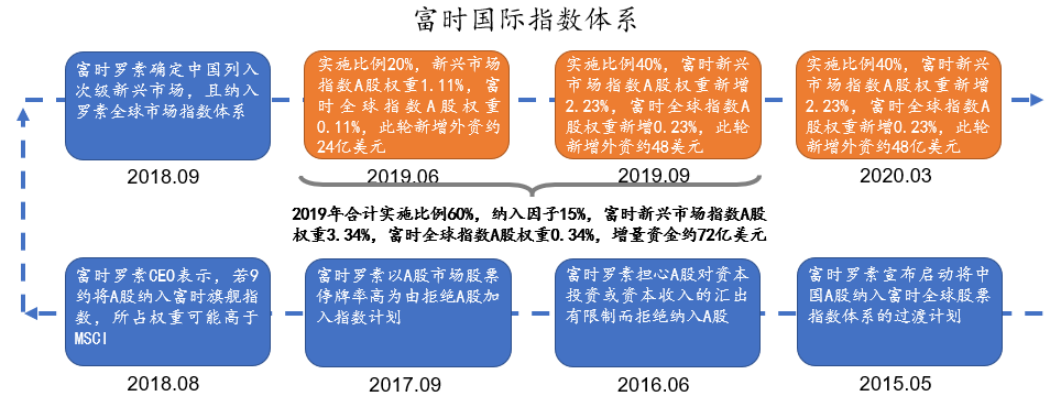
QFII额度再扩容，对外开放继续提速。近日外汇局宣布，合格境外机构投资者（QFII）总额度由1500亿美元增加至3000亿美元。截至2018年年末，外汇局公布的QFII投资额度审批总规模为1010亿美元。QFII额度翻倍，一方面体现了当前国内资本市场继续扩大对外开放的姿态；另一方面也为后续外资进入中国市场早做准备。当前，国内外官方普遍对今年外资入场持乐观态度，QFII通道的完善能够避免资金超预期流入产生的拥堵，未来关于外资限制性政策放开是大势所趋。

对于2019年而言，无论是MSCI计划提高纳入因子，还是A股纳入富时罗素指数，将对A股市场产生重要影响。需重点关注以下关键时点：

——2019年2月28日（或提前），MSCI关于市场咨询提议的结果公布；

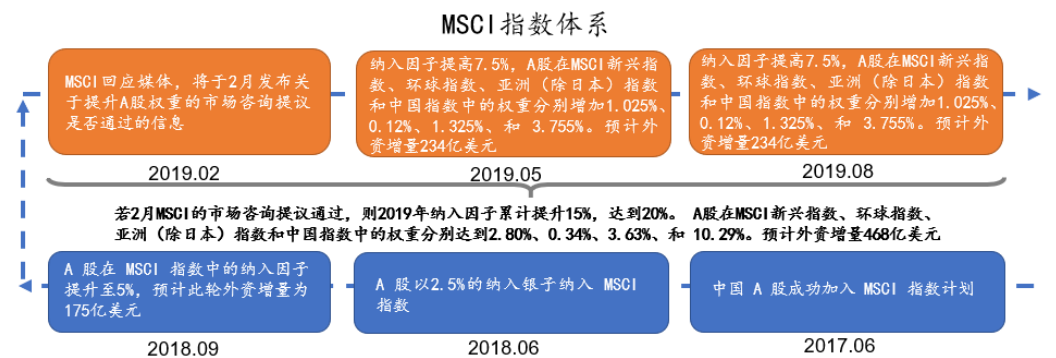
- 2019年5月中下旬，若MSCI议题通过，则执行第一轮纳入因子上调7.5%；
- 2019年6月24日，富时指数纳入A股计划实施20%；
- 2019年8月中下旬，若MSCI议题通过，则执行第二轮纳入因子上调7.5%；
- 2019年9月23日，富时指数纳入A股计划实施40%；

图表 5: A股纳入富时国际指数体系历程与展望



资料来源：公开资料整理，国盛证券研究所

图表 6: A股纳入MSCI指数历程与展望



资料来源：公开资料整理，国盛证券研究所

风险提示

- 1、海外环境超预期变化；
- 2、宏观经济超预期波动。

免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告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。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。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。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

| 投资建议的评级标准 | | 评级 | 说明 |
|---|------|------------------|------------------------|
| 评级标准为报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普500指数或纳斯达克综合指数为基准。 | 股票评级 | 买入 | 相对同期基准指数涨幅在15%以上 |
| | | 增持 | 相对同期基准指数涨幅在5%~15%之间 |
| | | 持有 | 相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间 |
| | | 减持 | 相对同期基准指数跌幅在5%以上 |
| | 行业评级 | 增持 | 相对同期基准指数涨幅在10%以上 |
| | | 中性 | 相对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间 |
| 减持 | | 相对同期基准指数跌幅在10%以上 | |

国盛证券研究所

北京

地址：北京市西城区锦什坊街35号南楼

邮编：100033

传真：010-57671718

邮箱：gsresearch@gszq.com

南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道1115号北京银行大厦

邮编：330038

传真：0791-86281485

邮箱：gsresearch@gszq.com

上海

地址：上海市浦明路868号保利One56 10层

邮编：200120

电话：021-38934111

邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳

地址：深圳市福田区益田路5033号平安金融中心101层

邮编：518033

邮箱：gsresearch@gszq.com

