

**会议主题：MSCI 会影响你持有的股票吗？——方正金工会议**

**课题：MSCI 点燃台湾哪些股票？**

**主讲人：台湾元大投信基金经理 林忠义**

高子剑：台湾其实从 1996 年的时候已经开始把股市加入 MSCI，目前有 20 多年时间，这次我们很荣幸请到台湾元大投信的投资经理林忠义给各位做介绍，因为身为资产管理人，林先生在市场里对资本市场纳入 MSCI 的过程跟影响有最直观的感受。我们掌声欢迎他。

林忠义：各位大家午安，我来自台湾元大投信，我今天跟大家分享这个主题，这个主题大家都关心的，我这次分两方面跟大家做一个讨论。台湾是新兴市场的国家，我们站在新兴市场十年前台湾被 MSCI 加入指数，当一个新兴市场国家被加入以后这个股市会不会有什么变化，投资上有没有我们值得注意的，这可能是第一个想要探讨的点。第一个点我们来探讨一下，目前 MSCI 针对 A 股站在外资的角度，或者站在国外投资者的角度，MSCI 正在探讨哪些问题。

首先先来看一下台湾过去的发展过程，台湾在 1990 年就有 QFII 的指数，在 1996 年把所谓的外国专业机构切分出来，不止金融机构可以进来台湾，一般投资人或者一般法人也可以进来，而 2003 年把名字又改一下，叫做 FINI 的制度和 FIDI 制度，不管你是不是法人，只要是一般的华侨，或者一般外国的自然人也欢迎你进来，等于把外资的大门全部都打开了，欢迎你进来。而名称上的改变不是一个重点。重点是在于后面，你来投资没有任何的限制。重点外资或者 MSCI 在看中国市场开放也不是在看要叫什么 QFII，要叫什么 FINI，看中国外管局针对外国投资的限额是不是有做开放的动作，这个比较重要，叫什么名字不是重要的点。

看接下来这两页，这是过去一年来代表开放的一些历程，重点不是在于这个历程，重点是跟大家沟通，如果今天在座各位是主管机关，你就是外管局好了，你想要针对外国投资人做一些限制或者放宽，你会从哪些点来控制它。第一个，可能你有三张牌，第一张牌持股比例，你可以控制外国人的持股比例。第二张牌叫做投资的额度，第三张牌叫做资格的限制，如果大家是外管局，你手上有这三张牌你想限制外国人开始渐进式的开放，你会先打哪一张牌？看到一个很有趣的例子，不管在台湾，不管在韩国，不管在现在的中国，大家打的第一张牌几乎都一模一样，那一张牌叫先把额度放宽吧，大家都先把中间的额度放宽。台湾是在 1995 年的时候就先放宽了它的额度，而我们的外管局这边也是在今年的 2 月针对 QFII 制度有重大的改变，采用了一个全额申请的角度，所以其实把额度放开。为什么你不先放开持股比重，对外资而言你不先打这张牌，为什么？因为你打了这张牌以后，你中国的企业很快会变成国际的企业了，有可能就变美国的企业了。所以就是为什么不会把持股比例放开，这件事情也是基于相对在保护本国企业的角度。每个国家的历程都差不多这样做。

我们接下来看投资的范围，很有趣的就是一开始每个国家也都一样，先开放有价证券的买卖，股票、债券，我们跟 MSCI 沟通的时候很有趣的点，它觉得中国大陆官方比较希望外国人进入它的股市还是债市，大家有没有什么感觉？觉得比较喜欢外国人来买它的股票还是债券？当然是债券了，他觉得很愿外国人先来买它的债券，觉得股市一般投资人参与太深了。如果外资进来的话可能对他的股市容易产生一些波动，他不希望一开始很多的钱进入股市。他对哪一种商品最敏感？股市、债市和货币型商品？以主管机构的角度对哪一种最敏感？货币型商品，因为他觉得我一开放货币以后，你可能会操纵这个国家的汇率，你热钱进来什么东西都不买，只想趴在那里。我们看到韩国、印度他们很头痛，进来一个礼拜一定要买股票，不然就出去，这是很多国家都采用的策略。

我们看到接下来开放期货选择权，而且期货一开始用市值的比重，也就是说宣告透明的资讯很明确的告诉外资，我不希望你在这个国家做杠杆性交易。而等到慢慢成熟以后才会开放用保证金来做计算的表针。目前中国其实也已经走到这个阶段了，其实也已经开放外资做相关期货买卖，只是说目前一样是用市值来计算标准。而中国很有趣的是，这些大家都是按部就班的开放，但是中国是把过去人家需要十年花的时间，他可能希望三四年走完。所以差一点是在这里。大家的步骤是一样的。

刚才谈到额度部分重要是额度的控管这件事情，其实 MSCI 也一直在等待中国的外管局宣布对于外资的控管可不可以采用更有弹性的控管。这次外管局在今年的 2 月也作出了善意回应，MSCI 觉得够了，这样听起来好像是不是中国就快加入了，因为这一点开放了。

这一页台湾是什么时候加入 MSCI 新兴市场指数，是 1996 年加入的，而为什么不是 1992 年，1993 年和 1995 年，是 1996 年，因为这个数字听起来比较好听？不是的。因为台湾在 1995 年把外资的投资额度放宽了，所以 MSCI 在等待什么？等待这个国家作出了什么样的动作，会对应开放到什么程度。中国什么时候加入 MSCI，不应该问 MSCI，其实应该问我们的外管局跟监管机构，因为球在他们身上。也就是说你做到多少的步骤，MSCI 对应会开放到多少。相比台湾的例子，我们看到 1996 年，因为台湾开放了外资持有的权重，所以开始把它纳入了，而在 2001 年台湾开放外资持有比例也无限制，所以 MSCI 快速从 50%、65%、80% 到 100%，完全把台湾市场纳入新兴市场指数了。而以目前的阶段大家都要纳进来的话，MSCI 初步只会纳大陆市值的 5% 进到市场，为什么只纳 5%，台湾一开始要纳 50%，其实很容易理解，因为大陆太大了，如果全部都纳进来，刚刚报告有听到，几乎占到新兴市场的四成左右，在买新兴市场就在买中国，中国实在是太大了，用 5% 把你纳入的。

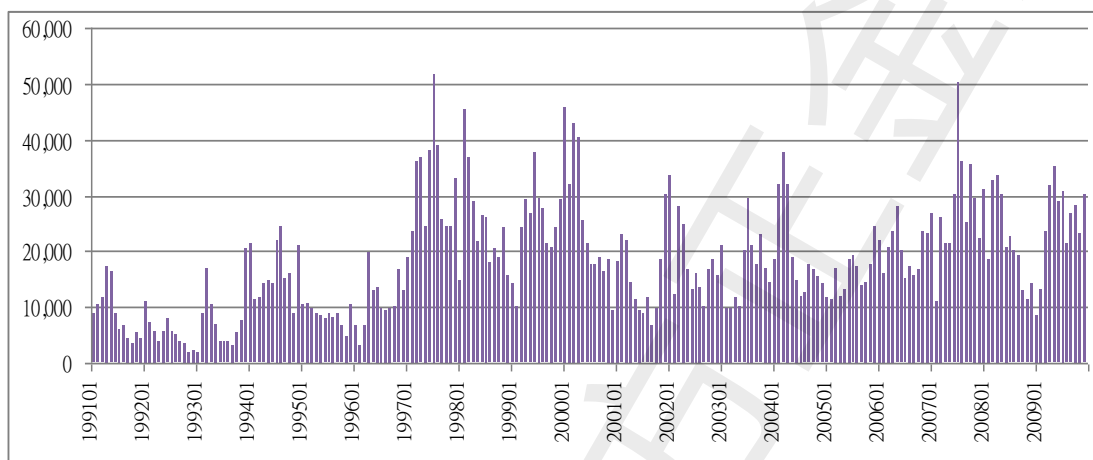
实际外资进来后对台湾的资本市场有什么样的影响，的确有产生结构性的影响。例如我们的成交量变高了，整体来讲外资的成交金额从一兆慢慢提高到二到三兆，而期货的持有比重也从 2% 提升到 10%，而成交的金额也从 1 亿、2 亿、1000 亿、5000 亿一直慢慢的跑上去，最后我们会看到这有两个时间点，第一个时间点是在 1996 年的这个时间点，是 MSCI 第一次把台湾纳进去，然后 2002 年 6 月这个时间点是 MSCI 100% 把台湾市值纳进去，这两个时间点纳进去一到两年时间，台湾股市涨了 50%。在座既然会参加这个论坛，应该对投资有兴趣。我们要问一个问题了，你觉得 MSCI 把中国纳进去以后，中国就会大涨吗？是不是这个议题一发生，中国股市就要大涨，这个是我们投资要思考的问题。所以等一下我们可以来讨论一下这个问题。

我们再来看一下股市的波动性跟外部的波动性，不因为外资的加入而让这个市场更加波动，如果以台湾的例子告诉我们，其实并不会。股票的波动性引进长期投资的投资人跟专业的投资人以后，把本来 90% 一般投资人驱动的市场做的更加分散了，所以股市反而是比较稳健一点。外汇，我本来把国家大门关起来，很多人一直要来，这些人为什么一直要来？因为他想吃这个国家外汇的“豆腐”，因为你来根本不能买什么资产，现在把大门打开了，原先想攻击这个国家外汇的人会不会不来了？不会，一定来，你关起门的时候都来了，所以还是来。但是你把门打开会吸引哪些人进来，你会吸引真的想投资这个国家股市、债市的投资人进来，大家的目的不同了，就像我们学投资组合，多讲话了，你进出大家的步骤就不一致了，其实对于汇市来讲长期是相对比较稳健的，我们几乎有看到这样一个现象。

大家可能会反问 1990 年代的亚洲金融风暴，我们看到泰国、新加坡不是因为外资大幅进入，外资大幅撤出把他们的国家经济搞垮了，大家会不会想这件事情发生中国，如果我把外资的门打开了，告诉我们也那么容易，为什么？因为中国现在的体制比当初的泰国、马来西亚好很多了，中国的外汇存比这么高，即使外资全部开放进来，其实在股市大概也就 10%，跟当初的

亚洲金融风暴是不一样的一个比拟的状况。台湾外汇存比也很高，如果 100%开放外资进来，外资也没有这么强的主导力量。所以主要是看这个国家的外汇体制，外汇存比够不够。以市场的效率性来看，我们的确看到外资进来的话，对这个国家投资的逻辑是会产生一些结构性的变化，会比较更重视在基本面，或者股票长期获利性的看重。

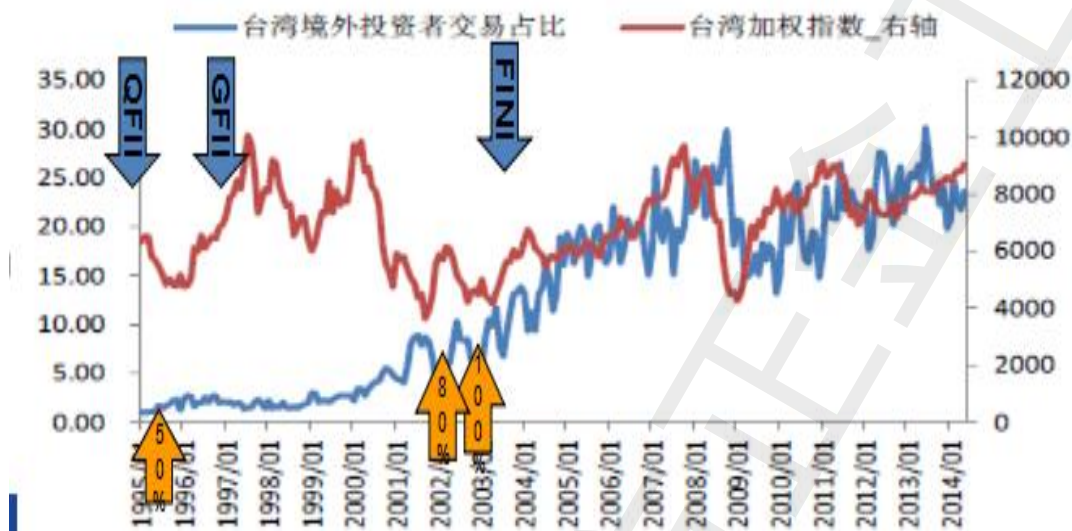
图表 1：台股成交量



这张图要跟大家讨论刚刚的问题，MSCI 开放把中国纳入以后，中国股市是不是就会大涨，有没有人很笃定的说会或者不会。应该很难，值得思考的问题。这边提供一个想法给大家思考，要不要涨要天时地利人和互相配合，这边看这张图，上面蓝色的部分是代表政策的开放，QFII 政策的开放要有天时，地利部分这边是 MSCI 把产品引进来，也就是说 50%的市值+100%市值加入，看起来股市的成交量真的会起来了，但是真的是这样吗？我们看下面这张图。红色是台湾加权股价的指数，蓝色是台湾境外投资者交易占比。台湾占比为什么在 1%、2%，等 2001 年外资开始大幅进来以后股市才开始慢慢有不错的涨幅，外资企业才进来，外资为什么在那个时间点才进来，如果你外资进入那个国家的股市是因为政策开放进来，还是想赚钱才进来，你一定想赚钱才进来。当时政策开放的时候是不是可以吸引国外投资人，是不是够有吸引力才是重点。所以一个很有趣的离子计以去年大陆股市的高点的时候，很多外资都一直很担心，MSCI 把中国纳入新兴市场，为什么？大陆股市太高了，如果那时候把大陆股市纳入新兴市场，是叫这些外资结很高的 A 股吗？大家很担心。今年大家觉得比较兴奋一点，一直问今年会不会把中国加入，那个氛围有点不一样了。所以股市的位置跟股市代表后来的吸引力跟你希望在这个国家会不会赚钱其实很重要的关联。其实我们想要表达的是政策的开放引进来的产品，外资的动作要互相配合，跟当时市场的位置有很大的关系。如果这个位置吻合了，三个条件天时地利人和都吻合了，外资的门一打开，其实几乎就不会往回头走了。你看到那个速度慢慢上去了，想要表达的第二点，只要门一打开几乎不会看到往后退了。

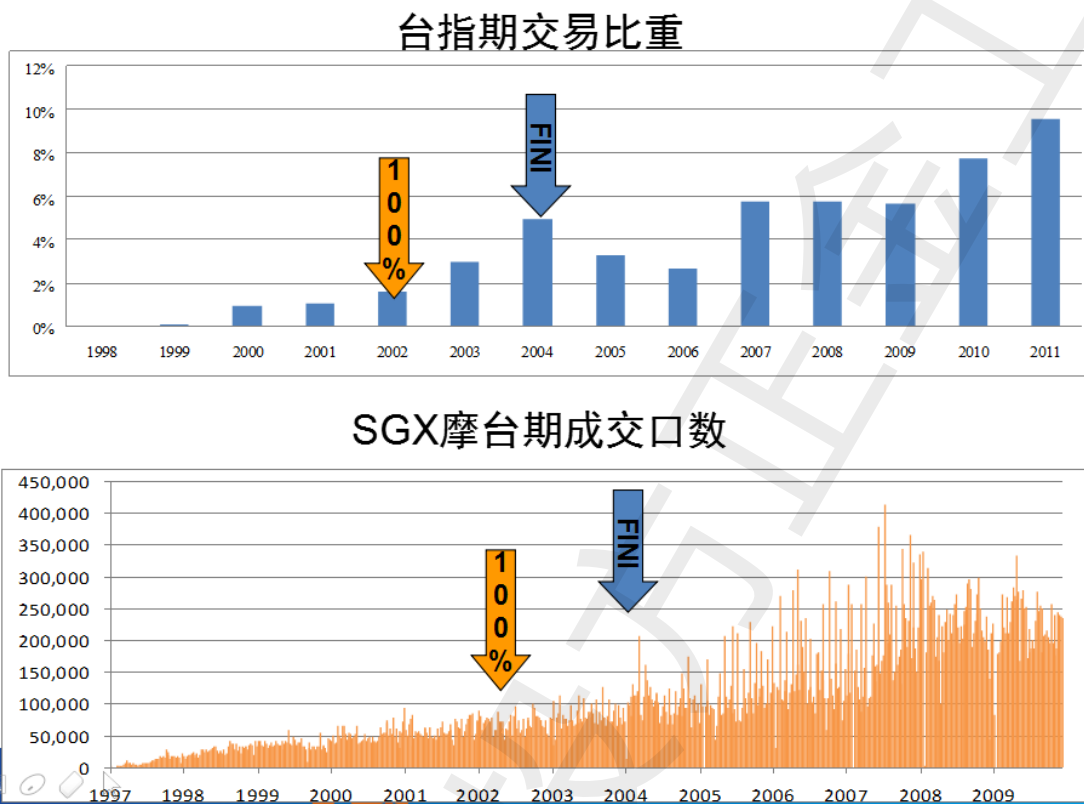


图表 2：外资台股交易比重



这张是开放国内的期货市场给外资，觉得是好还是不好？大家会担心外资进来的话是不是会把这个国家的期货给带到国外去，或者说引进商品市场的波动，告诉大家也没有那么的容易。通常以台湾的例子看到，1999-2000 年，台湾就开放了外资进来买卖台湾的台指期货了，但是你看成交量一开始占的比重并不高，到后期外资开始大量采用台指期货。后现货市场在 2001、2002 年才大幅进来，跟期货是互相搭配的，这两个市场不要切开看，是在一起的一个想法。而下面这一张是新加坡交易美元计价的台指期货，你会看到其实供给的力量也会跟着起来，这边的想法是跟大家讲，如果你今天是个美国大型的机构投资人，你代表着外资，那你今天想要交易中国的期货好了，如果你的美国交易所挂了美元计价的中国期货，你会先交易美国挂牌的中国期货，还是把你手上的美金换成人民币，跟中国申请 QFII 额度进来交易中国的沪深 300 股指期货，你应该会先做第一件事吧，所以其实这个要跟大家分享另外一个想法，其实外资进来之前，跟中国相关的衍生性商品在全球的市场或者现货市场都会同步成长，你不用去担心是不是开放以后就会把中国的钱吸引到外面等等，其实是一个一步一步大家一起去走的，而且从国外的商品更容易看到外资是不是对中国有兴趣，其实是一个领先指标，反而不是我们在看官方公布我们看的 QFII 开放多少，或者是说外资交易国内的期货多少比重等等，反正不是这些数字，真正的领先指标应该是在海外的商品上。

图表 3：外资于期货交易



我们看到 2000 年以后，外资交易台股的比重跟以前一样，是不会改变的形态，跟之前来讲会开始改变之后就慢慢把额度买上去，只要这个国家的估值够低，他觉得有吸引力，他进来以后就缓步的上升。

接下来探讨刚刚讨论的这两个点，假设天使地利人和都可以配合，股市也要涨了，我已经好不容易抓到这个时间点都做对了，我要买哪些股票，什么样的股票比较会涨。这是那时候台湾两个类股，我们切两个时间点，第一个时间点 1996 年，第二个时间点 2002 年。第一个时间是 MSCI 一开始把台湾加入，2002 年全部把台湾加入，现在开放了，时间点也选对了，要交易台湾，请问选择台湾什么类股，台湾吸引外资的是台湾的强项是电子类股，第一个样本区间 1996 年指数只涨了 50%，但是电子类股涨 270%，外资进来是买你强项的那一股，不用怀疑。第一个样本区间你看到 2002 年的样本区间怎么变了？指数涨幅 50%，电子类股只涨 30%，外资好像到各个类股，着重在钢铁，为什么会这样？因为 2000 年股灾泡沫的之后，2001 年左右全球股市下降的过程中，全球政府都用财政政策救股市，而不是货币政策救股市。而那个时候背景下会涨的股票跟基础建设有关，外资进来的钱也撒在这上面。跟大家分享的结论，外资的钱进来并不会把这个国家所有的类股全面的拱高，他也很聪明，看这个时空背景下这个国家有前景的产业在哪里，这也是我们可以去思考的一个点。之前路演过程中也跟朋友聊到，我们应该反问自己一个问题，中国现在有前景的产业是谁？这可能是我们要投资现在要问的问题。

图表 4：指数及产业期间报酬

指數別	1996/09-1997/07	2002/06-2006/12	平均
加權指數	54.76%	51.81%	53.28%
MSCI 摩根台股	48.74%	40.01%	44.38%
電子類指	271.65%	36.84%	154.24%
金融保險	13.69%	39.88%	26.79%
水泥工業	-11.97%	169.97%	79.00%
食品工業	34.95%	114.50%	74.72%
塑膠工業	28.79%	120.70%	74.75%
紡織纖維	23.99%	90.30%	57.14%
電機機械	13.59%	55.28%	34.44%
電器電纜	40.88%	45.73%	43.30%
化學生技	40.64%	86.80%	63.72%
玻璃陶瓷	1.97%	71.71%	36.84%
造紙工業	24.14%	86.06%	55.10%
鋼鐵工業	27.86%	138.39%	83.13%
橡膠類指	42.57%	103.79%	73.18%
汽車工業	92.86%	60.47%	76.67%
建材營造	37.15%	231.21%	134.18%
航運業類	0.98%	93.80%	47.39%
觀光事業	7.95%	125.38%	66.67%
貿易百貨	68.21%	47.59%	57.90%
其他類指	64.61%	78.43%	71.52%

看完类股看外资到底比较喜欢大型股还是中小型类股。这边举例是台湾前 50 大的一个股票，其实前 50 大的股票，台湾的股票规模比较小一点，前 50 个股票占台湾 60%，外资进来买这前 50 大的股票，在第一个样本区间会看到红色的字对应出来的类股就是电子类股，很容易理解买台湾当然是买电子类股。但是第二个区间的确所有的股票也散开在各个不同类股上，这边跟大家表达的是中间这块，这块是属于台湾电子的龙头股，你看到台湾电子的龙头股不管是在样本 1 或者样本 2 都有超过大盘的涨幅，这也就是说外资进来要买这个国家，不管愿不愿意买这个产业，就是要付自己这个国家的样子，所以蓝筹股绝对会被他买动。只要外资想进来。所以股性上我觉得蓝筹股或许是我们可以去琢磨的，在外资这个效应上。

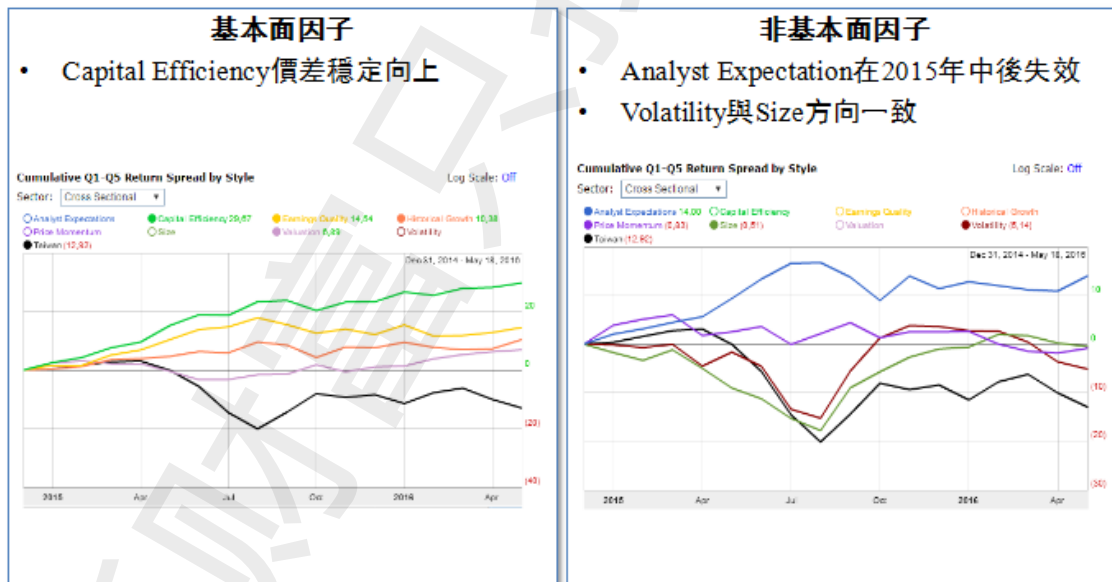
图表 5：龙头股期间报酬

股票	產業	1996/09-1997/07	2002/06-2006/12	平均	股票	產業	1996/09-1997/07	2002/06-2006/12	平均
加權指數		54.76%	51.81%	53.28%	2408 南亞科	電子 - 半導體	-	-10.93%	-10.93%
1101 台泥	水泥工業	-28.47%	167.73%	69.63%	2409 友達	電子 - 光電	-	43.81%	43.81%
1102 亞泥	水泥工業	-17.09%	148.00%	65.46%	2412 中華電	電子 - 通信網路	-	12.22%	12.22%
1216 統一	食品工業	31.64%	165.31%	98.47%	2454 聯發科	電子 - 半導體	-	-21.26%	-21.26%
1301 台塑	塑膠工業	9.02%	34.91%	21.96%	2474 可成	電子 - 其他電子	-	358.27%	358.27%
1303 南亞	塑膠工業	44.76%	73.48%	59.12%	2498 宏達電	電子 - 通信網路	-	460.87%	460.87%
1326 台化	塑膠工業	22.05%	79.28%	50.67%	2880 華南金	金融保險	-	-4.17%	-4.17%
1402 遠東新	紡織纖維	50.50%	93.22%	71.86%	2881 富邦金	金融保險	-	-8.68%	-8.68%
2002 中鋼	鋼鐵工業	26.56%	101.16%	63.86%	2882 國泰金	金融保險	-	50.41%	50.41%
2105 正新	橡膠工業	43.20%	4.03%	23.62%	2883 開發金	金融保險	-	-34.21%	-34.21%
2301 光寶科	電子 - 電腦及週邊設備	96.88%	-2.11%	47.38%	2884 玉山金	金融保險	-	72.52%	72.52%
2303 聯電	電子 - 半導體	278.83%	-49.50%	114.66%	2885 元大金	金融保險	-	53.05%	53.05%
2308 台達電	電子 - 電子零組件	196.61%	132.82%	164.71%	2886 兆豐金	金融保險	-	5.51%	5.51%
2311 日月光	電子 - 半導體	208.41%	66.67%	137.54%	2887 台新金	金融保險	-	6.11%	6.11%
2317 鴻海	電子 - 其他電子	282.61%	70.33%	176.47%	2890 永豐金	金融保險	-	19.52%	19.52%
2325 矽品	電子 - 半導體	191.10%	118.80%	154.95%	2891 中信金	金融保險	-	-7.63%	-7.63%
2330 台積電	電子 - 半導體	189.72%	-0.74%	94.49%	2912 統一超	貿易百貨	-	25.92%	25.92%
2801 彰銀	金融保險	-23.13%	33.82%	5.35%	3008 大立光	電子 - 光電	-	165.82%	165.82%
9904 寶成	其他	222.77%	-	222.77%	3045 台灣大	電子 - 通信網路	-	-20.84%	-20.84%
2354 鴻準	電子 - 其他電子	-	1041.81%	1041.81%	4904 遠傳	電子 - 通信網路	-	-9.88%	-9.88%
2357 華碩	電子 - 電腦及週邊設備	-	-11.24%	-11.24%	2207 和泰車	汽車工業	-	166.07%	166.07%
2382 廣達	電子 - 電腦及週邊設備	-	-37.13%	-37.13%					
2395 研華	電子 - 電腦及週邊設備	-	59.18%	59.18%					

接下来我们看一下刚才跟大家提到的，其实你是一个外资的角度，如果外资开放到这个国家进来之前，你看外资是不是真的有兴趣，不仅看国内自己公布的数字，你在海外交易的商品就可以看出端倪，甚至会领先你国内看到的数字，所以关心一下海外相对应挂牌的产品是有领先性的。比如说这边是以台湾的例子，挂牌在台湾摩根 ETF，EWT，外资开放的时间这一档 ETF 的规模也在成长，而且成长的速度也很快，这也是要告诉大家，如果你是外资，你想投资台湾，美国就已经挂了一个台币计价的 ETF，如果要快速布局要购买它，如果有量或者有规模，会比换成台币到台湾市场快速多了，海外的 ETF，或者海外的衍生性商品跟中国有关都可以看出外资对中国的态度。举个最简单的例子，你觉得现在全世界的外资，如果我们把亚洲分一区，欧洲分一区，哪一个区域对中国接受度比较高的。从 A 股 ETF 告诉我们，全世界主要的 A 股 ETF 交易量最大的在亚洲区，所以亚洲的投资人其实对中国市场接受度比较高。而中国开放一批 RQFII 给美国等一些国家，但是你发现这里发的没有像那么热，这里可以看出外资对中国的看法。

接下来从量化的角度来看，假设外资进来了，中国股市也够低，估值也觉得很有吸引力，我从上来量化因子选什么股票比较容易涨。这里有一条粉红色曲线的因子叫做价值型股票的因子，大家选股比较容易理解的，在 EPS 的因子，外资大举进来这个因子表现比较低，很容易理解，如果国内一堆主要基金经理人和散户把股票炒高了，估值都很高了，你觉得外资进来是买这些强势的股票吗？他进来是要帮大家接货的吗？我想不是。所以他们会从这些价值型的股票开始布局，当 MSCI 开放大陆股市又够低的时候，其实这个因子可以值得大家看一下。另外分析师预期的因子也不错，外资进来改变国内投资的习性，从公司的基本面、长期的营运展望，EPS 是不是每年正向调整而看待这家公司的价值，这几个方面都是我们在选股初期可以琢磨的。

图表 6：基本面因子与非基本面因子





第二阶段 MSCI 现在到底怎么看 A 股要不要纳入的议题，这个议题也很有趣。在今年的年初 MSCI 跟我们沟通的时候，我们会觉得其实蛮乐观的，因为 MSCI 跟我们讲，过去三个主要的因素，中国大陆官方都有做很明显的回应，他觉得今年要纳入的氛围还蛮正面的。但是 5 月份，上个礼拜再来台湾拜访客户的时候，我们听完就开始转为保守了，为什么？因为全世界闹完一圈以后客户多了两个问题出来，第一个是停牌的问题，第二个是资讯使用权力的问题。其实最后 MSCI 是持比较中性，他觉得等中国官方的回应。

这里目前 MSCI 的态度上接受到的一些想法。我们来看一下 2014 年这三个问题，MSCI 我把中国加入，一样额度的问题，QFII 的额度，一样流动性的问题，一样税的问题。2015 年你看到这三个问题又出来了，一样额度的问题希望可不可以外管局在额度的分配上更透明，更有效率一点，给我们更多一点额度。但是外管局的回答也很有趣，你猜外管局怎么回答？外管局说我已经开放给全世界这么大的 QFII、RQFII、沪港通你们都用不完，为什么还要额度，两边立场不一样。外资的想法为什么希望更大的额度，他觉得如果中国股市真的涨了，天时地利人和，人和的事情假设真的发生了，他们需要很快速的资金进入中国，而这时候如果慢慢申请就来不及了，所以大家着眼于的点可能不太一样。

资金的流动，我们看到的确今年以来中国官方针对这三个问题都有示出很大的善意，这是 MSCI 跟我们讲的，他们觉得很有正面的回应是在于把红色的字体，针对这三个问题，其实今年中国官方都有作初步的回应。比如说额度的限制这个议题上，中国官方在今年的 2 月针对 QFII 有采用额度的放宽，甚至采用是一个申请基本额度的制度，这句话怎么讲？不再针对每个产品给你多少钱了，看你背后管理的资产是多大，例如你今天如果是全世界最大的资产管理公司，你来跟中国申请 QFII，你可能会拿到中国释放出来 QFII 额度的 40%，因为你是很大的资产管理公司。但是如果台湾那么小，我去申请只会拿到一丁点，好像对我们没有利，我反而去参与旧的一个方式比较好一点，专案申请可能会比较好一点。资本移动这边官方表示出来的善意，以前 QFII 每月或者每周才可以出去一次，这个相对于国内的投资来讲，国内的投资人，或者国内的基金经理信服很多，外资这方面受到的管制蛮多的，而目前外管局也都完全开放，每日可以汇出一次，但是每日汇出的月度不能超出去年申请总额度的 20%，他要你钱进来，但是出去不行，出去还是限制你，只能够慢慢出去，这个法令三年都没有松口，可见外汇是外管局很在意的点。

所有权的问题是从哪里延伸出来的？是从沪港通延伸出来的。主要外资关注股票进入中国，股票进入中国以后权益会不会受损，主要因为中国监管机构采用的是 ID 的系统，我任谁来跟我申请我就是认他了，通常会代替外资来申请的是托管行，最终认定的可能是托管行这个名字，但是对于背后真正的投资人来讲，他们可能会有疑虑的，托管行倒了我的钱跟谁要，中国官方只认托管行。这也是延伸出来很有趣的一个点，针对这个问题 MSCI 跟我们沟通，亚洲区的法人几乎没有这个问题，欧美的法人几乎都有这个疑虑。为什么亚洲区的法人没有这个问题？因为我们在申请的过程中都会觉得交易所就是官方，中债登就是官方，怎么可能会倒，代表这个国家的信用。以西方的文化觉得交易所是公司，怎么可能不会倒，双方认知是不一样的，这个意义上产生蛮大的差异。

这是今年新衍生出来的两个议题，上个礼拜讲了以后我们心里稍微降下来了一点，第一个是停牌，第二个是资讯反垄断，什么是停牌的问题，全世界都有停牌的机制，香港也有，美国也有，欧洲也有，但是中国很大，所以跟人家不一样，他的停牌可以 1000 多只在去年发生的，停牌可以一个月、两个月到半年，全世界都没有见过的。这个效应确实引起了外资圈很大的一个震撼，其实实际上也影响了很多产品，所以这个问题才被提出来。第二个问题是资讯垄断的



问题，在于说中国以后可能会公布，你外国人如果要用中国股票的价格或成交量等等这些资讯，需要跟交易所做申请，我交易所说 OK 才可以发产品，然后可能主管机关也要同意。这个问题一样 MSCI 也跟我们反映，全世界的反应也两极，亚洲国家觉得这不是一个问题，欧美国家觉得这是很大的问题，因为什么，以台湾的例子来讲，台湾发中国相关的产品，除了申请 QFII 额度以外，我们本来就会知会交易所，本来跟主管机关打招呼，中国人做事面面俱到，取得大家的同意发产品。但是欧美都不理解，我都跟你申请 QFII 额度了，我拿 QFII 额度做什么产品还要经过你同意，他们觉得很奇怪。我如果现在已经发行了产品，我现在去申请，你跟我说不行，我要怎么办，我要把客户的资金，客户的产品全部收回来吗？这个在外资也产生了一些疑虑跟想法。

图表 7：市场信息与评论

MSCI 系列指数纳入 A 股脚步近：

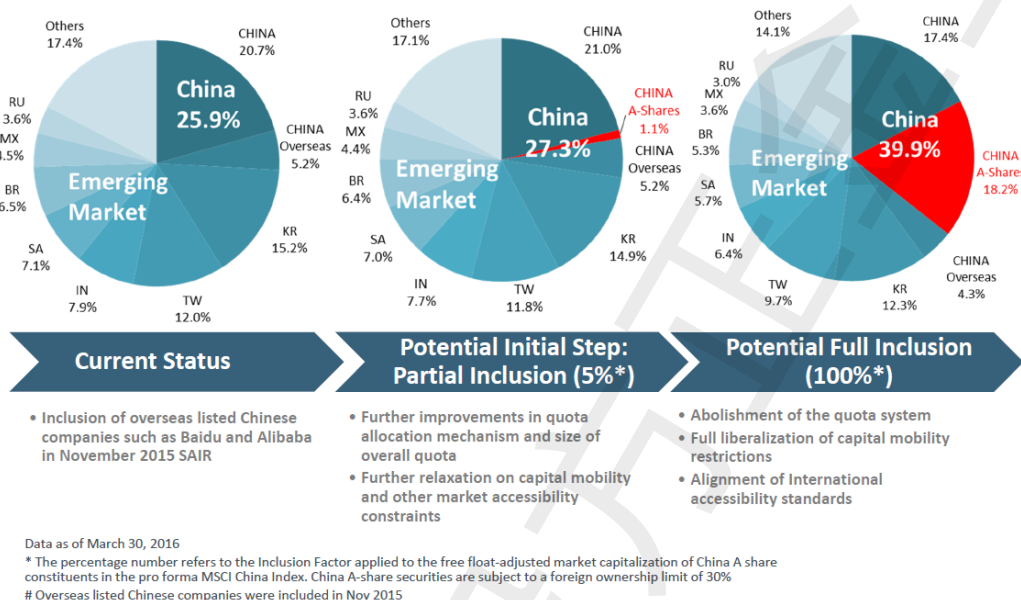
	2014	2015	2016
1	额度分配限制 QFII 单一机构额度上限 RQFII 合作区域不足	额度分配限制 大部分投资者期望额度 分配流程能做到更有效 率、透明度更高及更易 预期	额度分配限制 单一机构可在额度内自 行分配调度，简化额度 申请
2	资金流动限制 QFII 资金汇出入每月仅 一次，闭锁期最少半年	资金流动限制 QFII 按账户类别，存在 每周及每日汇出入限制 ，另外还有资本锁定期 和赎回的限制	资金流动限制 额度采余额管理，可每 日资金汇出入，锁定期 只限首次汇入，资金汇 出额度不注销
3	资本利得税 税制不明确，提拨标准 不一，无法完税，资金 无法汇出	实际权益拥有权 沪股通，结算所作为 A 股的名义持有人，与实 际权益拥有人存在模 糊空间	实际权益拥有权 QFII 和 RQFII 专户理财 的证券权益拥有人享有 他们所应享有的财产权 利

整体来讲其实今年的 6 月 15 日 MSCI 就会公布了，在早上的时间点会公布，可以揭晓了。蓝色的字体是 MSCI 讲的，我们复制出来了。简单的看法就是他觉得中国官方回应是正面的，但是目前也是还无法决定到底会不会加入，主要的原因就在于刚刚提到新增的两点，中国官方是不是有作出善意的回应。我们才会上礼拜看到交易所针对停牌这边开始作出了一些说明，但是细则我们好像还没看到，我想也是因为大家还是想要在 6 月 15 日赶快有一个结果，所以交易所也赶快在赶进度。

这是我们一直讨论很久的，MSCI 中国 A 股纳入新兴市场造成的影响，刚刚已经有看到了。大概是 1.1% 左右，如果完全纳入影响大概是 18.2% 左右，如果中国全部加入的话，新兴市场中国、泛中国，蓝色的中国跟红色的中国，加起来就是四成。什么是蓝色的中国？就是现在已经在香港买到的 H 股、红筹股，还有在美国挂牌的中国相关的股票是属于蓝色的中国，红色

的中国就是真正要在内地在交易所，上海交易所，深圳交易所买到的叫红色的中国，几乎占到四成，你买新兴市场就在买中国，很可怕的比重。

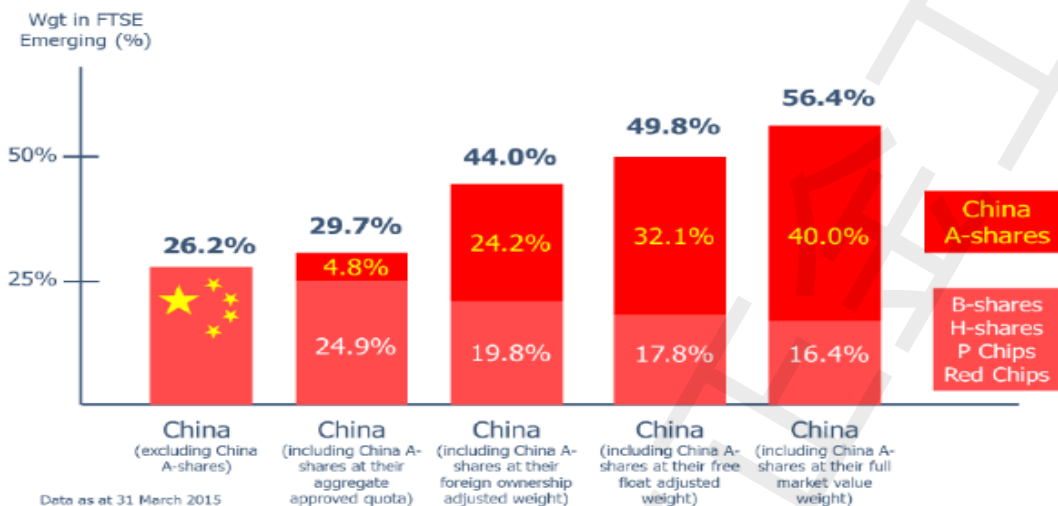
图表 8：MSCI 纳入 A 股评估 March 2016



我们刚刚也有看到 421 档的股票是会属于这次会新加入，红色中国的部分。我对 421 档也很感兴趣的，大家如果有兴趣的话可以找我们前一个讲师跟他来讨论一下，大家对于这 421 档中小型类股会蛮有兴趣的，因为有些经理人会觉得如果外资真的开放进来，这 421 档里面的中小型类股会有超额报酬。

这边是 MSCI 相关的指数跟 A 股有关的，大家关注点主要在红色，以亚太来看几乎占 45%，泛中国的比例。以全球的角度来看，中国几乎占到 5%，请问你在全球市值可以占 5%，相当于现在已经是欧美的哪个国家了？相当于英国，如果全部中国都纳入的话，你全球的地位已经跟英国做比较了。

图表 9: China's expansion in the FTSE Emerging Index



若纳入EM标准指数，最终中国相关权重会从29.7%提升至56.4%  
于全球指数中中国将占6.4%与英国6.7%相当。

有一些关注点想再跟大家分享，刚才讨论 MSCI 要不要中国加入，这个感觉好像是未来式。其实是不是未来式，不是，已经是未来发生的事情。去年临时指数加入 MSCI China A 在里面，有相关的产品发生了，这个指数早就加入中国 A 股了，也有产品。对我们来讲是一个有趣的现象，如果你今天是个新兴市场的投资基金经理人，市场上有一个新兴市场的 ETF 产品有含 A 股，有一个新兴市场的 ETF 没有 A 股，如果你是基金经理人你要帮投资人做什么样的判断？请问是有买含 A 股的新兴市场，还是买没有含 A 股的新兴市场？对你的绩效会不会有影响？对最终投资人会不会有影响？这可能是我们要探讨的。他要不要加入，加入以后对投资决策有没有影响。这个 ETF 已经加入 A 股的，你看不产业别有一些比重，这个是进入类股 29%，科技类股 11%，国家别中国仍然是最大的比重，大概是 27%，接下来是台湾，接下来是印度，这里是有含中国的。没有含中国的 ETF 新兴市场的指数，金融 29%降到 26%，科技类从 10%提升到 20%，以国别中国是 23%仍然是最大的，第二大的反而是韩国，接下来在台湾，接下来在印度，国家别这两个 ETF 好像也有差异，你如果是基金经理人看到这张判断应该有差异，产业别有差异。看这两档 ETF 的规模可不可以？绿色的区域是代表有加入 A 股 ETF 的规模，这边流通外的股市，红色是没有加入 A 股的，如果从规模用钱的角度绿色的好像比较受欢迎，因为有加入中国投资人喜欢的吗？其实最后告诉我们事实不是，为什么？因为当初是采用降价策略把红色的钱吸引过来，因为打价格战几乎只用一半的成本。我投资新兴市场是要赚钱，我们在今年看到年初新兴市场的股价、汇率都涨幅蛮大的，这一波我如果想帮投资人赚钱，我有绿色的 ETF，有红色的 ETF，代表有含中国，没有含中国的，你会用哪一种 ETF 布局新兴市场？我们一样由钱来说话，我们看到红色好像才是实际流通在外股数有增加的，好像投资人是用红色的来参与新兴市场的，看起来有没有加入中国，从各个方面分析没有一致的答案，而为什么投资人的面向那么不一致。

这张就告诉我们答案，为什么？你有没有看到这两条线走势几乎一模一样，白色的这条线是有含中国，右边是没有含中国，你看到 2015 年 1 月到 2016 年 4 月底，报酬只差了多少？0.36%，所以我们刚才讲那么大的篇幅，以新兴市场目前加入中国只影响 1.1%的角度来看，对新兴市场

投资的报酬几乎影响性不大，你就会知道，为什么新兴市场的基金经理人，或者是投资人所关注的点倒不是这个产品有没有加入中国，而是新兴市场本身的走势有没有投资的价值，你才会看到前面的资讯为什么那么分歧，没有一致的感觉。

图表 10: VWO VS EEM 绩效差异



我们看今年新的问题，万科，也就是说停牌的问题，我们拿万科当例子，万科在深圳是停牌，还没复牌。香港万科 AH 已经复牌了，复牌折价很深的，折价两到三成，股票不同的交易的确造成影响。香港万科为什么会跌跌不休，同样是一档股票，可以理解，如果你今天是投资人，基金要被赎回你有变现的压力，应该哪边市场可以卖就卖哪边市场，之前熔断机制都不能交易的时候，哪个股市先遭殃？香港先遭殃，接下来台湾，接下来韩国、日本，大家都喜欢流动性，都需要流动性。初步衍生出来的影响，这个是新加坡发行的 A 股期货，同一天 5 月份的契约是 9300 点收盘，6 月份契约是 9045 点收盘，大家有没有觉得很奇怪，同一天同样一个期货为什么差了 250 点收盘，做指数或者对期货很有概念的可能会回答我说，因为可能是红利蒸发了指数、点数，很合理，的确一个月里大概有 30 点的点数被蒸发了。其他的 200 点跑哪里去了？指数告诉我们万科停牌太久了，要剔除了，剔除需要做什么？评价。问题就头大了，是用已经停牌的万科去评价，还是要用有交易价格的 H 股的万科去评价，最后他们开会出来的结论是采用 A 股有交易价格的万科去评价，所以 200 点不见了，会不会有影响？有影响，而且停牌不仅国内有影响，外面只要跟中国有相关的产品都有影响。

新加坡除了有 A50 期货以外，最近有发行 MSCI 的 A 股期货，所以 A 股在国际上可以交易的期货有两个，A50 期货，和 MSCI 期货。MSCI 对中国是很友善的公司，我们先归为听话的朋友，这个听话的朋友，中国向比较大的国外发期货，因为要先投资国内的沪深 300 期货，你会看到成交量累计下来未平常两只有 289 口，你看到上面这个是当初跟中国的官方也当好朋友的 -10%，当成坏朋友，这个商品量 50 万口，当一个产品要发行的时候可能会有时间点，我们等中国官方



或者交易所发行，时间点会过了，所以为什么外资对资讯要告知这件事情他们很在意的点在这里，从这里可以看到这个例子。

最后做一个小小总结，其实外资进来台湾大概有一些身份，退休基金、共同基金或者自盈的部分，对台湾影响比重也很重，我们看到可以影响台股的比重有 20%-30%，不过的确会改变持股的一些特定，本来以一般投资人为主的，慢慢过度到不管外资还是国内法为主的投资生态。外资的选股逻辑的确会比较重视基本面，可能会从营收，可能会从公司盈余的增长，公司治理做着眼。这个很有趣，因为外资会参加股东会，对公司治理无形中会产生潜移默化的功能。你说外资进来对于这个国家资本市场有没有好处，他参与公司治理会更加的透明，更加完备。

图表 11：外资投资台股特性与影响

資金種類		資金規模	台股占其投資比重	資金特性&對台股影響
退休基金		數百~數千億	0.6%	買進後就放著，除非換股，否則影響有限。
共同基金	全球型/全球科技型	數億~數十億	0.6~5%	與退休基金類似
	新興市場	數千萬~十億	14~25%	台灣比重拉高，影響性大
	區域性	數千萬~數億	10~25%	投資台股最積極
	台灣股票	數百~數千萬	100%	規模較小，影響性不及區域型基金
對沖基金		2~5億	不一定	進出快、大小通吃，對台股有短暫影響
外資券商自營部資金		十億以下	不一定	與對沖基金類似

MSCI 相关的议题，香港媒体上礼拜的报道，主要瑞银代表欧美体系外资来看，有提到离中国越远对这个议题稍微冷一点。瑞银觉得这一次加入可能会比较难一点。

最后一个结论，刚才也有提到，MSCI 这次真的算加入了，实质的影响可能是比较小的，真正带来的影响应该是在于说已经宣示了这个市场是开放的，把门打开了，另外带来是预期心理，门打开了觉得有资金，或许亚洲区的投资人，或者国内的投资人可能在资金效益上有预期的，反而会带来筹码的跟进，预期心理比较重。刚才有提到 MSCI 新兴市场指数大概是有 1.5 兆美金左右，所以乘 1.1 大概 165 亿美金而已。如果以中国经验来开放给外资的，不管是 QFII，RQFII 或者沪港通早就已经超过 1000 亿了，中国的大门早就已经打很开了，只是外资自己要不要进来而已，而 MSCI 公布完这件事情只是逼着 165 亿的钱，不管要不要进来，你都得要短期内进来，主要的效应是在这边。另外第二点假设 MSCI 真的完全 100%纳入中国，新兴市场的指数，刚才有提到最高给到四成，其实你的资金是 6000 亿美金，现在两个交易所市值 4.6 兆来看，进来的资金是 4 兆左右人民币，占市值也有可能 6%-10%，比重跟现在已经发生在新兴市场指数里的其他新兴市场的国家来看，台湾的例子可以占到三成，像韩国、印度等等比例都很高，其实外资进入中国的比重一开始看起来并没有那么高，所以影响性也没有我们在分析的这些新兴市场国家来的重。但是我觉得带来了一个宣誓效果，中国把大门打开了，跟股票投资的评价结构以及投资人的比重改变我觉得会有潜移默化的效果。

以上是我的报告。谢谢大家！