

会议主题：MSCI 会影响你持有的股票吗？——方正金工 MSCI 会议

课题：MSCI 中国 A 股指数及 ETF 的介绍

主讲人：华夏基金基金经理 荣膺

大家好，我们这边是因为我们公司管了一个 MSCI 中国 A 股的 ETF，也是目前国内第一个这样的产品，所以我今天给大家介绍一下产品标的指数和产品本身。

因为很多人会问起包括 MSCI 会纳入这个事情，但是很少有人真正去关心 MSCI 对中国 A 股指数到底是怎么编的。这个地方其实是一个矩阵图，实际上在市场上 MSCI 编了好几组指数，是有一个指数架构的，不是非常简单的说就是中国 A 股指数这样一条指数而已。本身纳入 MSCI 全球指数这件事情涉及的指数不仅仅是规模最大的那个新兴市场指数，同时也包括他们的全球指数，还有比如亚太区其他的一些国别指数也会受到相应的影响，这是整个体系的变化。

图表 1：MSCI 指数框架



这个图显示的是目前的一个状况，上面的两个指数是现在现存的，MSCI china A 跟 MSCI china，这两个的差异就是在于左边的东西是 A 股指数，而且完全是站在一个境内投资者的角度去看整个 A 股投资的机会，右边的 MSCI china 是港股，加了一些中概股的情况，目前这两个股是割裂的状态。后续下面这两组指数是未来有可能发生的变化，一个是从 MSCI china 会变成大的指数，MSCI china all，把港股和海外上市的股票和 A 股全部都纳入进来。左下边的是 MSCI China A international 是海外单独拿出来的指数，将来发现 MSCI china 是国内投资者的投资角度看的问题，会变成下面海外投资者的角度来看待 A 股投资的机会，编制方法和指数会发生变化，真正 MSCI 纳入的部分是什么呢？是左下角海外的指数。

看到指数编制的差异，MSCI China A 所有的 A 股总市值拿出来，选取总覆盖率 85% 的股票变成一个指数。但是你看 MSCI China All Shares 是把所有的港股包括 H 股，也包括一些红筹股，还有一些像百度、阿里海外上市的中概股和 A 股所有的股票放在一起进行排序，算成一个国别进行排序。也是 85% 的覆盖率，你就会发现 A 股放到整个跟其他中概的股票放在一起中国大的概念进行共同的排序。如果它入选了的话，就会选入到 MSCI China A Shares，会有专门 A 股的部分编成 MSCI China A international 这样的指数。

我先给大家介绍 MSCI China A，这个产品是我们跟踪标的。实际上到目前为止境外的投资者他们可能在海外大资产管理机构在管理 A 股的时候，其实目前的框架还是更多以 MSCI China A 指数作为一个考评，但是不是作为共同的业绩考评，是单独小的模块，类似于试水尝试去投资 A 股。将来如果纳入了之后，他们可能会对于整个资产配置视角考虑发生明显结构性的变化，就会把 A 股放到跟其他的新兴市场国家指数一起大的框架下进行整体的投资规划。

MSCI China A 这个指数是目前 MSCI 主打跟踪市场的指数。跟国内所熟知其他指数相比还是会有一些差异，这个差异主要是两条，现在国内的指数大部分是固定成分股的编制方法，MSCI China A 它是会实现两个目标，第一个目标是我在自己这个国别的基础上面，我需要满足这个国别的股票，指数对国别的股票有一定的覆盖度。比如说我能够覆盖市值的 85%，这样才会有足够市场的代表性。另外一方面，还要实现另外一个目标，比如说我中国是 85%，可能选取的股票市值是一两百亿规模的水平，你会去跟全球其他同样的新兴市场国家做相比，在其他的一些国家里满足同样市值覆盖率的这些股票，他们的规模也最好能够有一定的可比性，所以 MSCI 的编制方法会综合这两个因素，使得这两个因素实现一个平衡，这样既能够有自己国家的市值覆盖率，也能够跟其他的新兴市场国家在投资方面有一定市值规模的可比性。

图表 2：MSCI 中国 A 股指数与中证 800 对比图

	MSCI 中国 A 股指数	中证 800 指数
指数构建方法	按照自由流通市值、市场覆盖率、上市时间等确定可投资股票范围。在该范围内按市值从大到小排列，依次纳入成分股，直至流通总市值达到可投资股票总市值的 85%，并兼顾与其他新兴市场股票规模的可比性、成分股可投资性等因素	在近一年 A 股日均成交额排在前 50% 的公司中，选取近一年 A 股日均总市值排名前 300 位的公司 + 剔除沪深 300 指数样本股及最近一年日均总市值排名前 300 名的 A 股，按近一年日均成交额由高到低排名，剔除排名后 20% 的公司，再从中选取近一年日均总市值排名前 500 位的公司
成分股数量	不固定，随 A 股数量增加、A 股市值增长等而增加。截至 2016 年 4 月 30 日：807 只	固定，任何时间都是 800 只
指数调整审核与执行	每年 4 次：2 次季度审核：2、8 月审核、次月（3、9 月）执行；2 次半年度审核：5、11 月审核、次月（6、12 月）执行	每年 2 次：5、11 月审核、次月（6、12 月）执行

这个指数是从 2005 年开始编的，目前到这个指数个数一直在变化，从来没有停过，所以发展到现在 2016 年的 4 月底，指数成分股是有 807 只股票。可能跟国内市场比较可比的指数现在已经从原来的沪深 300 变成了中证 800 指数，目前新的阶段这个 MSCI China A 跟我们的中证 800 是非常相似的。另外可能这个变化发生最大的条约点是有两次，一次是在 2014 年的时候，那次发生了非常大的变化，新增了很多股票。上一次就是在 2015 年 12 月这一次指数调整，大概足足从 500 多，600 多只股票变到现在 800 多只，这是一个很大的变化。

这个地方用文字的形式显示 MSCI China A 指数跟其他国内大家熟知指数体系的差异，我简单举中证 800 的指数为例子，他们两个都是按照总市值排序，去从上往下排序，选取排在前面的股票。但是差异的在于 MSCI 是个动态的数量，会截止排序 85% 的时候切一条线，把不管前面有多少都会纳入这个指数，但是中证 800 是保证固定的数目，所以并不会去保证你市值覆盖率的大小，当 A 股市场发生变化，特别比如像去年发生非常明显的扩容，上市公司数量增多的时候，固定数目的指数编制可能对市场的覆盖率就会发生变化。

指数调整的期间上,重大值调整期间还是比较接近的,像 MSCI 是在大的调整是每年 5 月底,6 月 1 日生效,第二次是在大下半年的 12 月 1 日生效,中证期目前指数调整基本发生在 6 月跟 12 月。

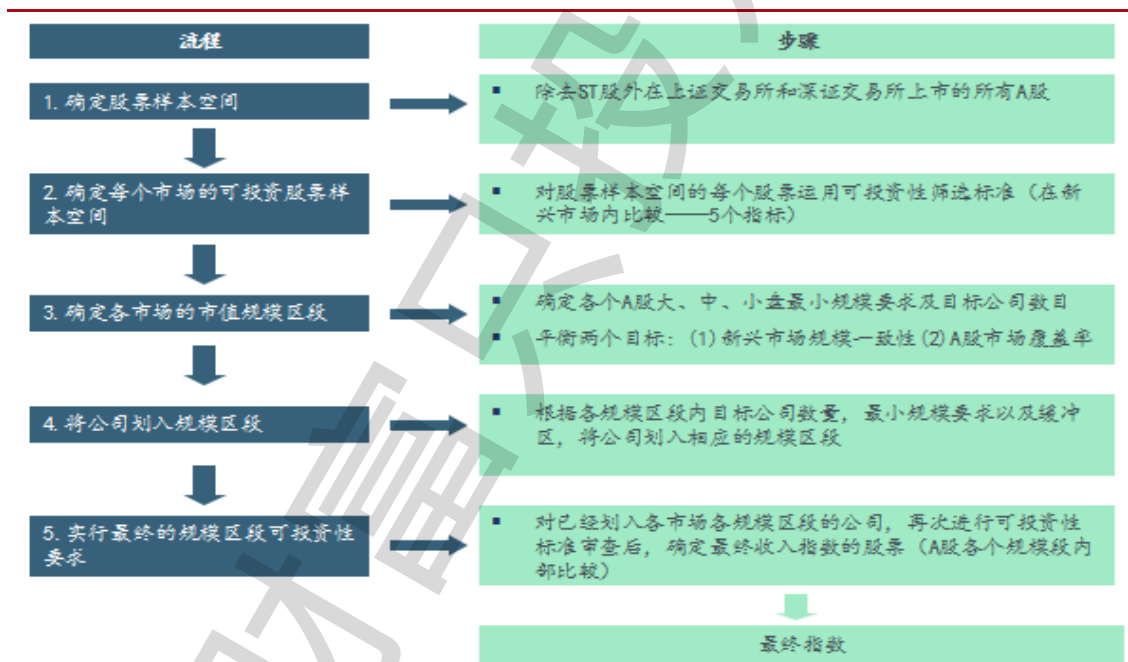
图表 3: 指数调整概述

	半年度指数审议 (SAIR)	季度指数审议 (QIR)
日期	五月, 十一月	二月, 八月
目标	在固定的半年度指数审议中系统性从各个纬度重新评估所有市场的股票样本空间	及时反映应该在下一季度指数审议前就被反映的重大市场变化
更新股票样本空间来包括近来所有符合要求的公司	是	使用当前的可投资股票样本区间。只有非常大型的公司才被加入标准指数
使用发达市场股票样本空间来重新计算股票样本空间最小规模要求, 全球最小规模参照值以及全球最小规模范围	是	否
重新评估每个市场中的市场规模区段截取值以及相应区段内公司数	是	只重新计算市场规模区段截取值
将公司划入相应的规模区段指数	是	是
用缓冲区间来控制不同规模区间指数的变动	是 (缓冲区间定于规模区段截取值的 +50% 以及 - 33%)	是 (缓冲区间定于规模区段截取值的 +80% 以及 - 50%)
评估与最终规模区段可投资性要求的相符性 (对于标准指数额外的自由流通与流动性要求)	是	仅对于新增股票
更新外资自由流通系数 (FIF) 以及公司股份数	是	是

这个是 MSCI 整个编制的流程,可以给大家简单的介绍一下。首先是 MSCI 会先按照国别去把股票归类,像中国遇到的问题不是特别的多,但是如果纳入的话会有 A 股跟 H 股的公司算在什么国家类似这种问题,目前都很方便,因为如果纳入的话,这两个都会算在中国的体系下,会分两个方面进行排序。另外港股汇丰,香港有上市,伦敦也有挂牌,这种在不同的国家挂牌的股票,MSCI 是会给它归类,归到某一个上市地,只作为这个国家的股票。会首先做第二步大层面的流动性和可投资性的筛选,这个层面是在所有新兴市场国家的股票会放在一起,来共同做可投资性和流动性的考量,做第一道的筛选。接下来是比较重要的一步,会去切线来分层,比如说我的大盘是切到多少的市值规模算大盘,中盘多少市值规模算中盘,小盘多少规模算小盘。现在大家所熟知的国别指数,比如 MSCI 某一个国别的指数主要集中标准盘,大盘+中盘股,大概市值覆盖率每个国家覆盖 85%的水平上。中间会有一些问题了。首先既要满足这个国家的市值覆盖率大概在 85%的水平,但与此同时,也会去看,我所有的新兴市场国家的股票,如果全部放在一起进行排序的话,他再切 85%大概是什么样的水平。我们这里就举一个简单的例子,比如说我按照国别来比,现在有这么多的国家,如果每个国家切到 85%的话,市值规模大家会发现参差不齐的,最小的那一个股票的市值规模有的是 30 多亿的美元,有的可能只有 6 亿的美元,新西兰这种就很特殊。这个情况是会发生的。与此同时,如果反过来,你把所有的国家放在一起排序,我统一一切一道线,比如 31.67 亿美元这条线,切完这条线以后,你会发现再去数在这个线以上每个国家的股票数,占自己国家的总股票市值的比例也会有非常大的差异。像新西兰的话,因为它整体的股票市值偏小,所以划线划到 31 亿美元,纳到整个股票范围只占整

个国家股票市值的 38.1%，比例非常小，所以 MSCI 要综合这两件事情。它用的一个方法就是扩大范围，首先把范围扩大，对每个国别算出来自己的标准盘切了一条线以后，会上下给一些浮动的空间，上下有 5% 的档区，对所有的新兴市场国家，或者所有发达国家做完排序以后，也会去切一条线，有一个市值规模，这个市值规模也会做上下的调整。这样就会划出来一个框，大家发现这个框下面的横轴是一个比例的概念，85% 是中间，然后两边会有加减 5%，80%-90%，纵轴是市值规模的概念，中间其实相对的终点是刚才说所有的国家排在一起排的一条序，上下也会有一定的范围。比如说像美国股票相对来讲市值分布相对比较合理的国家，这个框位置就会比较好。为什么呢？比如你把所有美国的上市公司，（阴影的部分是所有美国的上市公司）如果按照从大到小，从左往右排过来的话，你会发现首先切到中间这条线这个地方停下来，这里是 85% 的位置，他会看落点的市值规模是多少呢，大家会看到大概是个 40 多亿美元。如果切到这条线 40 多亿美元会刚刚好落在这个框上下界的范围之内，我会优先确保这个国家的市值覆盖率大概在 85% 左右。美国这条线就切出来了，刚才说 40 多亿美元的公司最后一家纳入标准盘的国家。但是有一些国家规定是不是合理，比如巴基斯坦，如果切到 85 的话在这个点，这个点要比全球所有新兴市场国家排了序以后，能够切出来那一条 85% 的线远远低于他们，低很多。在这个时候国别覆盖率就要被牺牲掉，就会把这根线往左拽，变成只有 65% 的市值覆盖率，使得这个点比别人设定全球的规模区间低点不能低于它，市值覆盖率降一些，65% 左右。你会发现每个国家都会做这样的调整。

图表 4：MSCI 整个编制流程图



中国现在是在什么位置上面？中国现在的编制方法是把所有中国 A 股放在一起编而已，没有把 A 股去跟港股或者其他的中概股在一起编制。编完了以后最新的一次是 5 月这一次，中国的这条线是这个地方，14.42 亿美元，这个地方还会做一个 85% 的市值覆盖率。切出来以后，中间会设定一些缓冲的区域，因为初始是 85%，后来每一次大的调整更多是涉及缓冲区域。最后会再做一次国别内的投资性和流动性的筛选，因为已经发现，后面的统计数据会显示，中国 MSCI China A 对于 A 股市值覆盖率大概 70% 左右，这个跟 85% 有差异的，这差异怎么来的？因为最



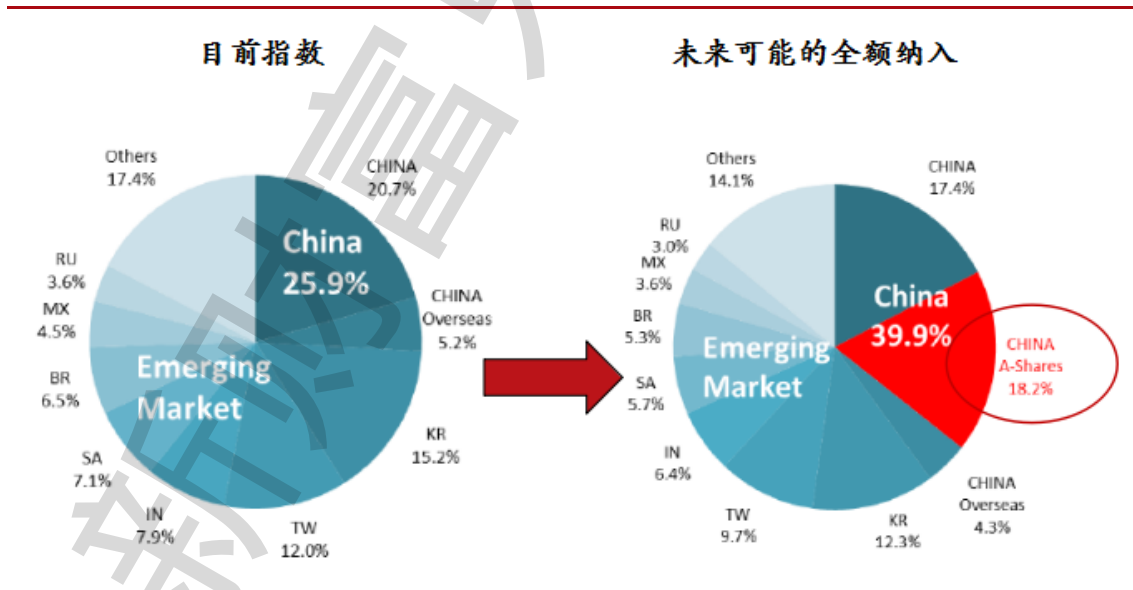
后编制方法产生的，最后会在国别内跟自己国别其他股票相比流通性不是特别好的股票，最后会得出一个总的股票级。

编完以后最后出来的 MSCI China A 的指数目前会更加接近沪深 300 跟中证 500 的组合，我自己测算过，比如拿股指期货对冲比较好做，拿 5 张沪深 300IF 的期货跟 3 张中证 IC 的期货比较 MSCI China A 的走势。现在成分股的数量一共 807 只，如果跟中证 800 指数相比，二者之间虽然成分股的个数上面是相当的，但是因为编制方法是存在明显的差异，其实最后重合的股票还是有差，大概有 600 只的重合，四分之三的股票数二者是重合的。这些股票重合的话，分别占的权重大概是各自差不多都占接近 90% 的市值权重，二者之间的相关性还是比较高的。但是可能 MSCI 自己有自己市值加权方法和选股方法，本身股票的数量和个股之间加权方法权重上还是会有比较明显的差别，我们日常投资当中也会去发现这样的问题，因为我们跟中证 800 比较，发现有一些股票的权重会差异很大。我最后行业的分布是相对来讲很均衡的行业分布。

这是我们去做的比较，其实 MSCI 是个动态的指数，现在已经跟其他市场上固定数量指数相比不太具有那么强的时间轴上的可比性，目前是截面的相比跟 800 比较像，但是将来会发展，股票数量会增多。原来一开始的时候是 260 个，现在是 807 个。如果从投资回报率的角度来讲，因为其实国内大小盘的风格差异很明显，长期跟沪深 300 比肯定赶得上沪深 300，如果拿历史数据跟中证 800 的比较，从历史数据不一定跑得过中证 800，一开始这个指数偏大，会多一些。将来我个人感觉这个指数还是比较均衡大小盘，并没有非常明显的风格偏配的指数。

对于 A 股纳入 MSCI 这件事情，可能大家也会比较关注，纳入的东西到底是什么样的部分。现在的情况是这样，中国目前已经是 MSCI EM 指数最大的组成部分，但是只有 31.1% 的权重，这个权重是已经加了 H 股、B 股、红筹股、海外中概股，海外中概股是去年最新加的，但是没有把 A 股包括进去。你去看这个图的话，右上角是目前中国概念股在 MSCI EM 指数的部分，大概是 30 多的比例。如果将来全额纳入的话，就会纳入红色的扇形，这个是中国 A 股，肯定会去挤占目前 MSCI China A 这些部分的市值占比，肯定都会挤占的，因为是一起做排序。纳入的话，新的中国 A 股的指数全额纳入的话，按照现在的市值规模计算，会占到新兴市场国家指数的 18.2%。

图表 5：MSCI 纳入后 CHINA A-Shares 变化



最后我们这边看一下目前的计划，目前的计划是这样的，因为整个 MSCI 在纳入的过程当中，不太可能一步到位，把所有的 A 股都纳进去。初步是计划先按照全部纳入进行计算，把计算出来的结果乘以 5%，会作为初步纳入的量级。我们大概计算过这样的事情，如果按照全额纳入的话，是 18.2%，跟踪现在新兴市场这一个指数背后资产规模大概是 1.6 万亿美元。这样的话大概会带来 3000 多亿美元的长期资金的净流入。如果只是纳入 5% 的话，实际最后占 MSCI EM 的指数比例也就是 1% 点几，这样会大概人民币的规模是在 1000 亿左右的人民币的短期规模。这个规模其实看起来跟 A 股市场的体量相比并不是很大的数，但是会发生一个根深蒂固的变化，其实是不仅仅这些背后目前跟踪 MSCI EM 指数被动资产所带来的增量，可能更多的会说是从这一刻开始，更多的境外资金会对于 A 股逐渐有一个标准化的配置，刚才我说的，他们原来是在一个完全不在一个平台配置的方式，纳入到更大的框架下。这里有更多增量资金对 A 股有一些增持。大家可以看到，这个图显示的非常明显，最后纳入的一部分组成跟什么最接近呢？跟红色这一个点，我刚才说 MSCI China A international 指数最接近的。

下面讲 ETF，ETF 是去年的时候发行的，上市大概已经有一年多的交易，一直没有落地，在 3% 到 3.5% 的波动，我们产品进行布局，这个产品在境内有，境外也有，香港和美国有同样指数的产品都是跟踪 MSCI China A 的，可能在境内发行这些产品的意义就在于说，这件事情不仅仅是境外投资者关注的事情，A 股投资者同样会对这个事情作出他应有的一些反应，我们也希望这样的一个产品能够给 A 股投资者更好的布局事件的一些机会。这个产品长期跟踪业绩做好，我们保持误差的情况下做指数的增强，目前不管是 ETF 还是连接基金，其实每年都会跑赢指数一两个百分点，这个在 ETF，或者标准的基金里业绩排在比较靠前的，也是希望以此能够吸引更多的机构和长期的资金对它进行一个配置。

将来发生一些变化，6 月宣布 MSCI 纳入 A 股，会考虑 MSCI China A 跟 MSCI China A international，将来大家觉得 MSCI China A international 更有价值的话，会考虑基金发行商的看法，他们可能会做一些调整，比如说原来的 China A 变一个名字，但是现在还没有调整，我们保持关注，将来发生明显的变化，我们也有可能调整自己资金的跟踪标的。这个是新的 MSCI China A international，大家关注这个部分到底组成跟什么比较接近，这个指数现在在 421 个成分股，更接近于沪深 300 指数再+一些沪深 300 股票以外中盘的股票，大概是这个水平。市值覆盖率比沪深 300 要高一些，大概是 50% 多的市值覆盖率，沪深 300 不到 50%。

这个是我们做长期的业绩比较，将来这个股票组合会是首批纳入 A 股的部分，大家为什么问 MSCI China A 是 800，现在剩 400 多只，原因是 MSCI China A 是 A 股一起比较，但是这个是把港股进行比较，MSCI China A 比较大的话会把港股挤掉，我们将来会变更成这些标的。

我就介绍到这里。谢谢！