

会议主题：MSCI 会影响你持有的股票吗？——方正金工会议

课题：境外资本对境内市场的影响

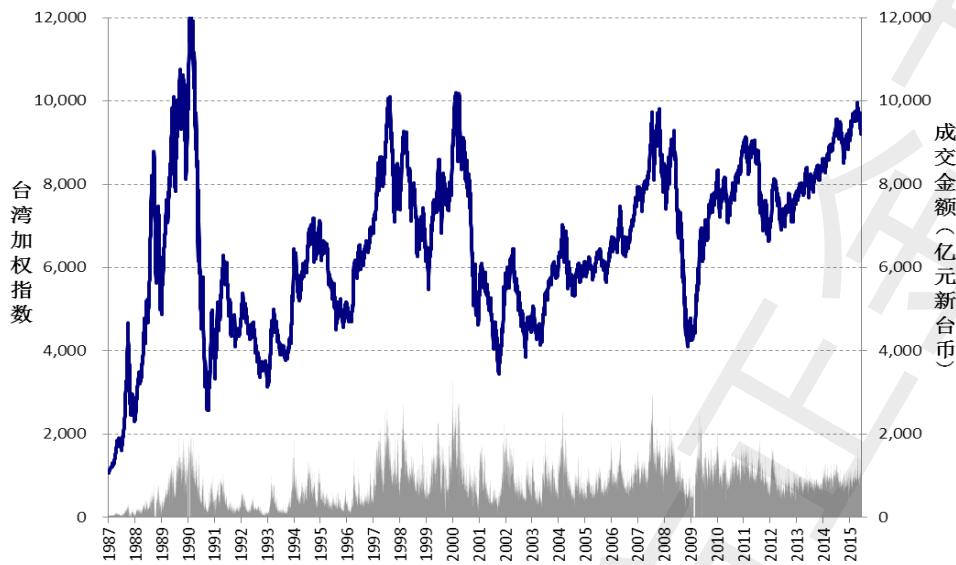
主讲人：方正证券金融工程首席分析师 高子剑

大家下午好，欢迎参加方正金工在北京的会议，这是今年办的第二次会议，上一次办的是在3月份的时候，介绍了期权的策略和全新量化选股的策略，这次议题更为宏观，我们谈的是MSCI这个话题，我先自我介绍，我是方正金工的首席分析师高子剑，今天的议程有三个，我等一下会介绍第一个，讲境外资本对境内资产的影响。我想MSCI这个问题A股要不要加入MSCI今年已经是第三次讨论这个话题，去年如果各位还有印象的话，去年宣布MSCI要加入A股的哪一天，我们刚好在北京办了期权的会议，我们办会议的时候结果已经出来了，因为它是上午。今年是在6月15日的时候给各位再次说MSCI要不要把A股加进去，各位从A股市场已经看到，有很多人在关注这个议题，到底MSCI把A股加进去对A股有什么影响，但是有一点比较可惜的，可能是我们A股炒消息、炒概念炒惯了，把这个事情当成一个事件来炒，当做推论，MSCI加入A股之后有多少钱进来，偏好买蓝筹股，把蓝筹股炒一把。如果照这样去想这个事件的话非常的可惜，因为我是从台湾过来的，台湾经验来讲，资本市场加入MSCI之后对资本市场格局改变非常大，包括整个市场的效应还会更强，另外价值投资这件事情能不能在做，还只是受波动性的影响，这些方方面面的影响是很巨大的。我想各位身为资产管理行业的一员，这个议题是值得各位关注的。

今天的介绍内容分三部分，我会给各位做简短的介绍，介绍境外资本对境内市场的影响。第二个题目是我们很荣幸的邀请到了华夏基金的基金经理荣膺来跟各位介绍相应的ETF的介绍，其实我们可能觉得MSCI还没有把A股加入，但实际上华夏基金很早已经发了MSCI ETF的基金，由他们介绍再合适不过了。最后一个议题很荣幸邀请到台湾最大的基金公司元大投信的基金经理林忠义给各位介绍MSCI对整个台湾资本市场的影响。所以这个是今天的议程。

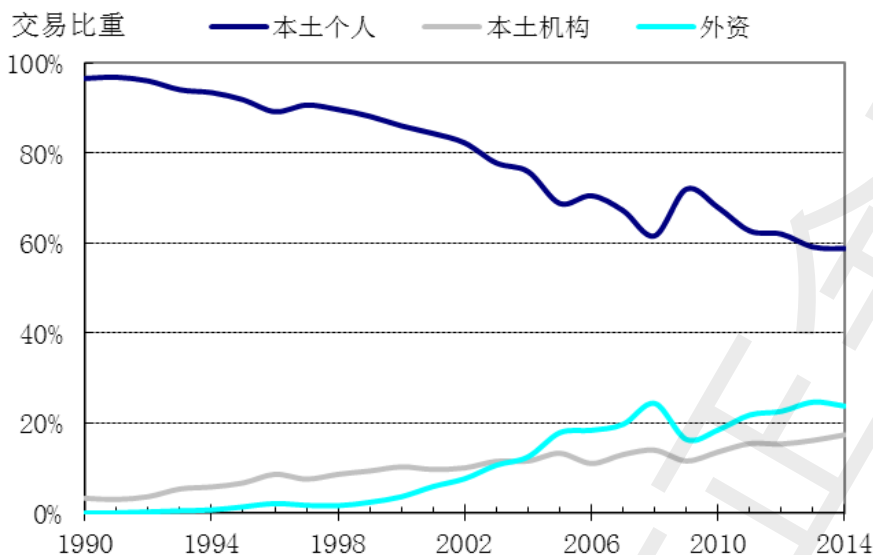
境外资本对境内资本的影响，1987-2015年底，蓝色的是加权指数，蓝色的线是成交的金额，1987年的时候只有1000点，到1990年的到1.2万点，足足涨12倍，下来的非常快，1.2万点跌到2500点，跌掉了只剩下原来的五分之一的数字。只花了而已，这是大家的印象。从2000点立刻杀回到3000点，后来再缓慢上去的过程，其实非常的痛苦，股灾以后的特点。到了1996、2000年的时候两次到1万点，随着科技股的航行产生的。2000年随着纳斯达克的泡沫再砍一半，缓慢的回升，2003、2004非典以后A股涨的最好的跟原材料制造业有关的，像钢铁、汽车、水泥都是当时很红的股票，台湾也一样，也涨这些股票。到2008年金融危机的时候再有一个下跌，所以这个是台湾股市整体的一个历史。

图表 1：台湾历年加权指数及成交金额图



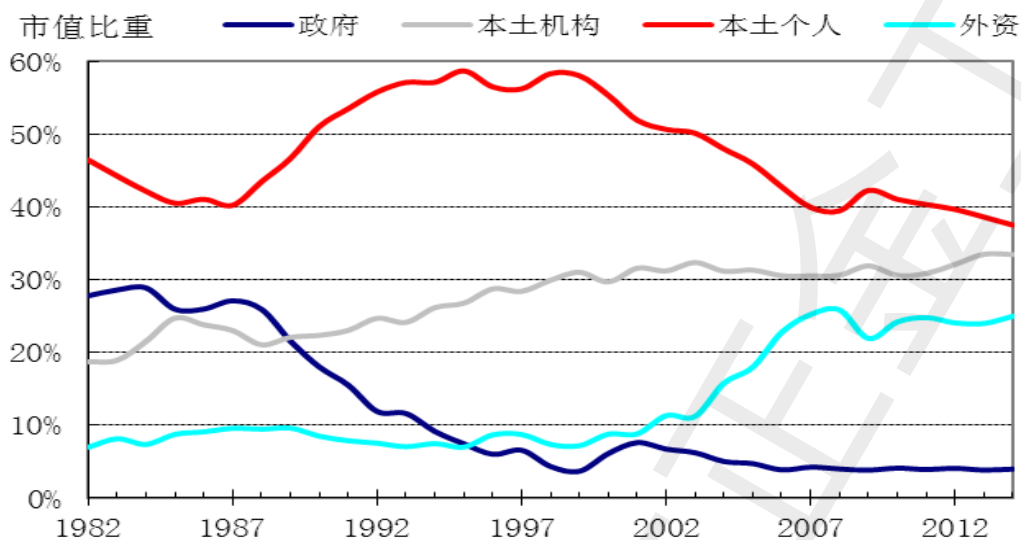
我们说台湾的股市里面到底谁扮演主角的话，这是台湾整个市场交易比重，这个交易比重各位可以看到，深蓝色的这一条是台湾本土的个人投资者，不管在什么时候，虽然说是呈现一个缓慢下降的过程，但是不管在什么时候这个比例都是在 60% 以上，所以说以我们在台湾，在证券公司工作的人来讲，如果谈到经济业务毫无疑问，这些个人投资者是我们最重要的主人。淡蓝色是 QFII，是呈现缓慢上升的过程。

图表 2：台湾股市交易比重图



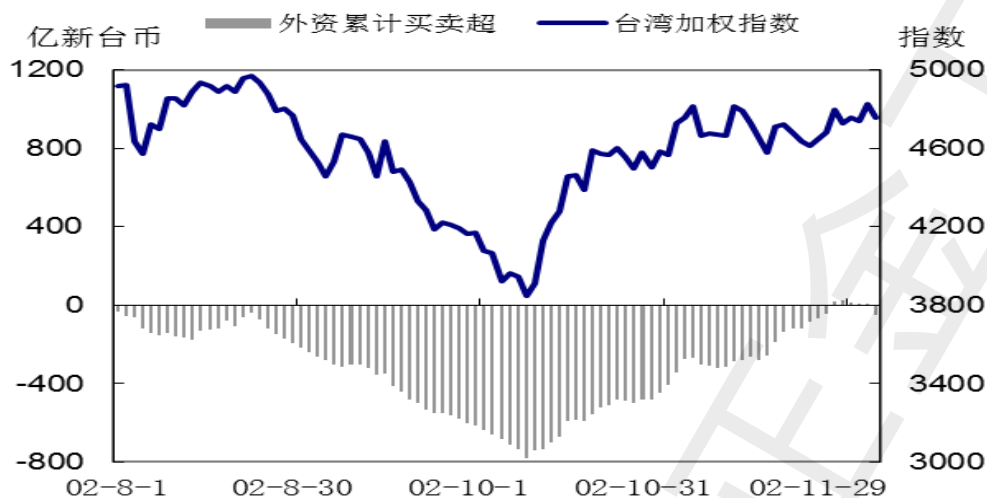
刚才看的是交易，现在看的是持有市值，持有市值的部分，个人投资者还是最高的，但是没有像交易的比重 60% 那么高，大概在 40% 左右，最高的时候会在 60% 这个水平。这几条线里有一条线，我知道做投资的人看这些线都很敏感，有些做投资一看到这些线就会发现，深蓝色这一条，刚刚看指数的时候，从 1987 到 1990 年的过程，有一条线是持续下降，这条下降的线是在上涨大牛市的过程当中，它是一直在减持的。它是谁呢？是台湾的政府，那一轮是散户接盘，政府把这个股票丢出来。淡蓝色的是台湾的 QFII，本来是 10% 左右，但是 2000 年有明显的上升，到 2012 年接近 5% 的数字。我们如果说主人是个人投资者的话，对市场有很大影响力的话。个人是不是对市场有很大影响，灰色这条线是个人投资者持有台湾股票的比例，这个数字因为是一年一个，所以我们只能按照年这个频率来划，我们当然希望能够划的更密一点，到月，或者到周，或者到天，但是只有年化的数据。我们对上那一年的指数，各位看这一轮往上涨的时候，其实到 1988 年为止，台湾的个人投资者是把手上的股票倒出来，最大牛市起涨点手上的股票没有拿住，很可惜的。到 1990 年最高点开始增持了。当牛市没了，开始连续下跌的时候，手上的股票也没有卖出来，继续再加，基本上被套在高位这个位置。后面这一段第二次上万点的时候，初期筹码是下降的，也是到了高点才加长，如果看个人投资者很容易理解，A 股看也是一样，个人投资者交易比重很高，可能也是市场最重要持有的群体，但是他们对于整个市场的指引性其实并不强。也可以说，他们在股票市场里其实没有左右比价的权力。

图表 3：台湾股市市值比重图



谁是比较相关的？这张图关联度比较低，这个是把它从原来的本土个人持有的比例换成整个外资持有台湾股票的比例，这个后面相关性是比较高一点，这是年化数据，看起来感觉还不深。我们给各位看一下这个图你就会觉得很神奇了，这个图是从2002年开始，我们把2002年的第一个交易日当做是0，上面是加权指数的总值，这是日数据，灰色这条线是他们手上所持有台湾股票的市值，这两条线是不是很像？非常像。这个线代表在台湾整个市场里，境外资本的影响其实是很重要的。这个数字每天收盘以后公布一次，今天台湾的外资对于台湾股市的股票是增持还是减持，这个数据非常受到关注。关注到一个地步，我以前在工作的时候，我们领导如果说他今天在外面出差，他没有办法第一时间在电脑前面看到这个数据的话，到了下午3点半公布这个数据的时候，他会打电话回来问我，说今天外资对整个市场是买超还是卖超，到底是加仓了还是减仓了，这个是大家很关注的数据。这个时间比较长，从2002-2015年底，总共有13年。我们如果给各位看一个比较短的，这是半年，你会发现这个更准。这个指数原先是在5000点，中间在2002年三季度跌到3800点，再反弹回5000点，这是V形反转，看下面境外资本的买卖超持有台湾股票的比例本来是0，卖到最低的时候是总共卖了800个亿新台币，再买回来发现这两个很像，包括这里稍微买回来的时候市场可以有一点反弹。这些是台湾市场的特点。

图表 4：2002 年内台湾外资累计买卖超



图表 5：2002-2015 年台湾外资累计买卖超



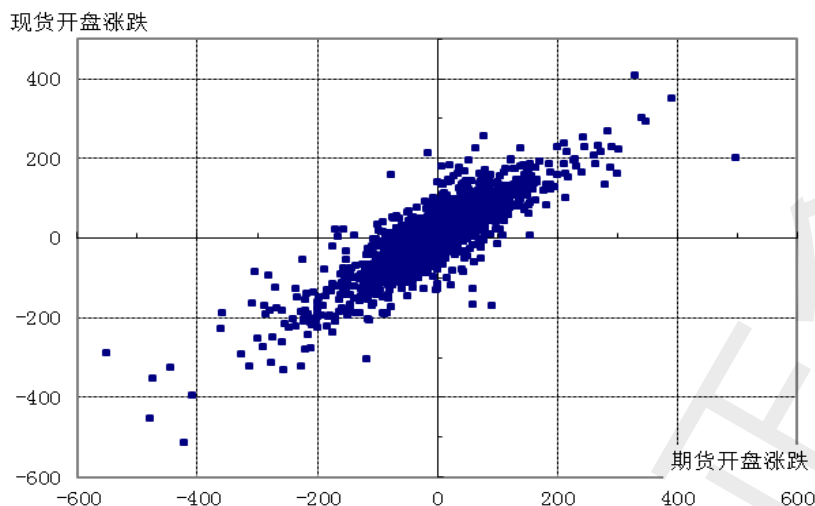
各位，我们这样想这个事情，到底是不是卖了很多股票，我们如果这样算的话，其实在 2002 年的时候外资所持有上市公司的股票是 11%，如果换算成市值的话是 1 万亿新台币，这个是卖

800 个亿，800 除以 1 万是 8%，仓位卖出来 8%的股票多不多呢？不会很多。有一个朋友在去年 5 月 31 日的时候，他的股票帐户里有 100 万，然后股灾整个结束到去年年底的时候他很骄傲的跟我们说，我卖了股票了，在高点出逃了，我们问他卖了多少钱，他说卖了 8 万，我们的反应肯定是打肿脸充胖子，明明 20%的仓位都在套在里面，卖了 8%感觉等于没卖，对 QFII 也一样等于没卖，损益的角度不是太大，但是对台湾的股市影响就可以这么大，从 5000 点跌到 3800 点，足足跌 25%。

这样再往下想的话，我们会想是不是好事情，乍一听是好事情，我卖股市就跌了，我买股票股指就涨了。这在资产管理行业的人不是好事情，资产管理者在卖这些条顺的时候不是很快能完成的，需要一段时间。所以如果在他买股票的时候股票会涨的时候不见得好，为什么？因为他今天买了今天涨，实际还有很多钱在后面进来，后面进来的这些钱建仓的成本就会提高了。例如说如果您在股市的时间比较久的话，您可能印象中会有一个新闻，2007 年中期的时候，我们牛市最疯狂的时候，大概二季度，嘉实发了一档基金一天募了 400 个亿，接下来出来之后当时你可以从基金一季报看到嘉实老的重仓股是哪些，这个新闻出来了，嘉实基金某一档一天募 400 个亿结束募集了。后来看到市场上嘉实其他基金的重仓股过来都涨，涨的都不错，我们一听也觉得不错。但是各位想，如果你就是管理这档基金的基金经理不见得是好事情，因为这 400 个亿还没到，建仓还没建好，将来真的想要买这个股票的时候都买贵了，所以这个不见得是一件好事情。有没有什么办法？就像对 QFII 而言，有没有办法在这种情况下发生的时候可以赚更多的钱，有一个很直观的做法。你在买股票以前，先买股指期货，卖股票的钱先卖股指期货，这个怎么讲？可能是把头寸给加倍了，但是做法是这样的，例如我现在要建仓 10 个亿的股票，我在这股票还没有买之前，我先买 10 个亿的股指期货，每当股票买了 1 个亿就把股指期货的头寸减 1 个亿，股指期货再买 1 个亿，头寸再减 1 个亿，保持这两个加起来一直是 10 个亿的水平。

图表 6：现货期货开盘涨跌图



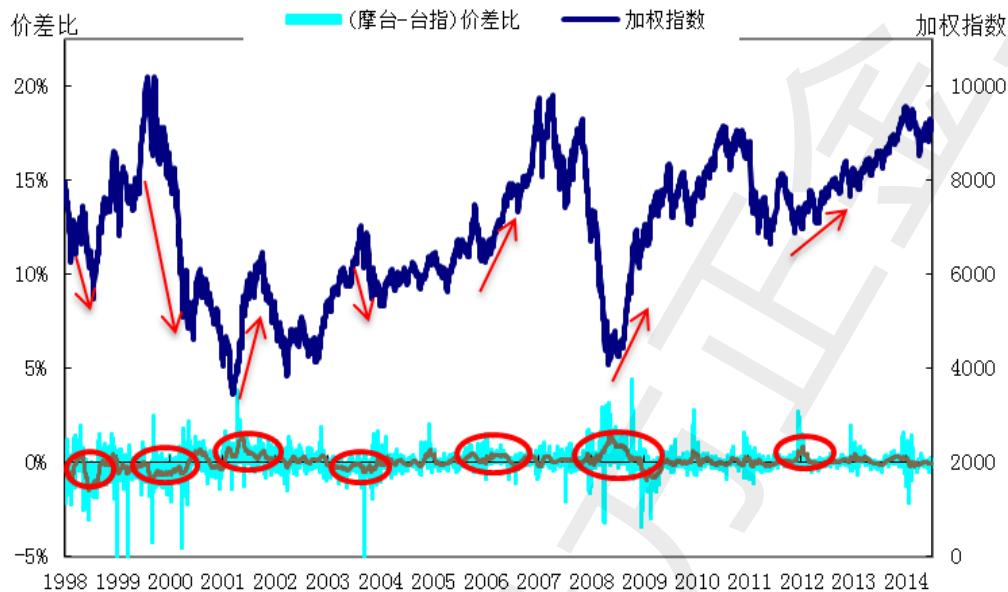


这样很有意思，我还没有买股票的时候股票涨上去了，没关系，我有股指期货在那里，这个也是一种套期保值，是预先性建仓性的套期保值。卖股票也是一样，我担心卖股票的时候人家认为我是砸盘，我们卖股票也可以先卖股指期货。有一个很合理的指标，台湾的期货市场上你看，横轴是期货开盘的涨跌幅，纵轴是现货开盘的涨价幅，投资者买现货的时候先去期货市场调仓。台湾跟以前的沪深 300 一样，期货的开盘比现货早 15 分钟，所以这种领先性就更明显，这里期货是提前 15 分钟的数据。就像一个人每天 9 点 15 分发一个短消息给人，说我预测今天上证开盘是多少，5 天只要有 2 天讲对很厉害，有 3 天真的是蛮神奇的，有 4 天考虑把皮夹给他，这里的钱全给他买股票，赚了钱都给你。期货比现货领先 15 分钟。

很合理的来讲，我们可以构建一个指标，我们去算期货的价差，但是要把它相减，一个是要用摩台期，一个是台指期，新加坡的外资比例比较高，台湾的股指期货 QFII 比例比较低，一相减会得出比较纯净外资的看法，因为摩台期有一半是个人投资者做的。这个是所画出来的指标，我们认为可以代表境外资本的看法，上面是指数的走势，下面是这个指标。你有没有发现 2008 年金融危机的时候还没有见底以前这个指标已经扳正了。我们进一步算一个数据，如果这个指标是正的，是你就去买台湾的指数，然后我们只看一天，因为这指标一天算一次。你买了之后看隔天会不会涨，如果指标是负的去卖看会不会跌。如果发现绝对值是 0% 的话，比例是 57.66%。有的人说调高一点，指标正 0.01 也进去，这数字和小，我们调高一点，你就会发现调到 0.25 的时候比例变 60%，0.5 变 62%，1.25 变 69%，如果调到 2%，84%，极准。但是有一个缺

点，只有 25 天，只有 21+4，每九个月才会出现大于 2，但是只要出现你就去赚，这个比例很高。这些现象是台湾发生的。

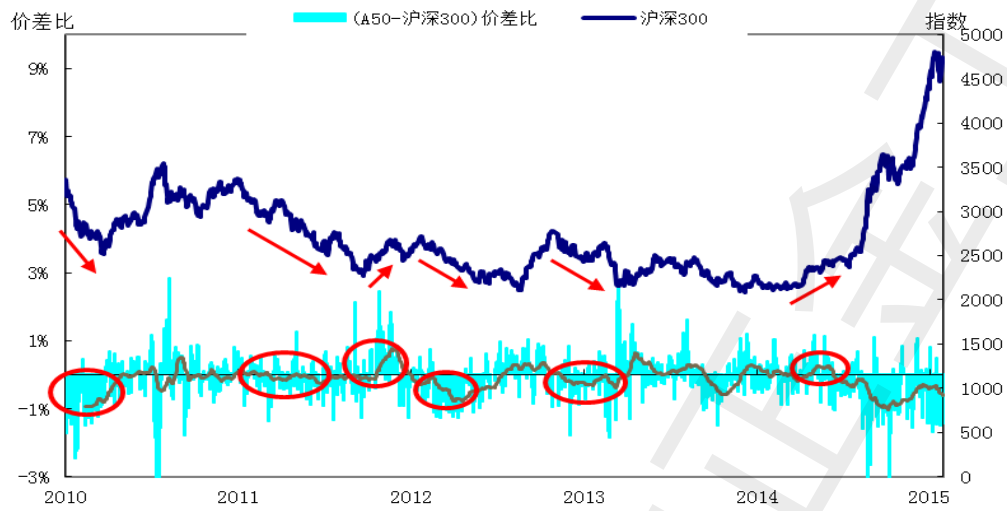
图表 7：（摩台-台指）价差比



在 A 股有没有？也有，首先这个图是沪深三板的期货开盘的涨跌图和现货开盘的涨跌图，相关度 75%。如果用沪深 300 相减的话做出来的图，你会发现像这个高点开始回落的时候，指标是先开始负的，牛市开始之前是正的，也已经有这样的效果。

图表 8：（A50-沪深 300）价差比





以上就是我介绍的部分，从境外资本对境内资本市场的影响。最后结论其实可以考虑从境外的期货和境内期货的价差可以看到境外资本的动向。