

报告日期: 2020 年 05 月 18 日

分析师

分析师: 汪毅 S1070512120003

☎ 021-61680675

✉ yiw@cgws.com

联系人 (研究助理): 王小琳

S1070118060039

☎ 021-31829751

✉ wangxl@cgws.com

相关报告

<<蛟龙将起日腾阁: 海南自贸港总体方案发布在即>> 2020-05-12

<<盈利拐点已现, 关注新经济方向>> 2020-05-05

<<二季度机会在于内需提振相关行业>> 2020-04-15

外资有望保持平稳净流入的节奏

——近期 A 股外资流入分析及展望

核心观点

- 截止 2020 年一季度末, 外资持有股票市值 18874 亿元, 占 A 股流通市值比重 4.14%, 和 2019 年年末相比均有所下降。长期看, 自沪深港通开通以来, 外资持股市值和持股占比处于持续上升的趋势中, 其占比和公募基金逐渐接近。尤其是 2018 年以来, 在 A 股被分批次纳入 MSCI 指数体系的过程中, 外资的话语权逐渐提升, 已经成为影响股市的重要力量。今年年初受疫情影响, 外资特别是北上资金出现了短期的净流出; 随着国内疫情逐步得到控制, 全面复工复产有效推进, 海外疫情影响趋于平稳, 3 月下旬 A 股市场企稳反弹, 北上资金也出现了“反弹式”的大规模净流入。预计未来外资将恢复平稳净流入的节奏。
- **北上资金变化情况:** 3 月 23 日为 A 股的阶段性低点, 此后市场逐渐从海外冲击中恢复, 北上资金再度净流入。5 月 15 日, 北上资金持股市值 14898 亿元, 相较 3 月 23 日大幅增加 26828 亿元。创业板、中小企业板的持股占比有所上升, 主板占比下降。行业方面, 持股市值占比最大的行业为食品饮料、医药生物、家用电器、银行、电子、非银金融等, 北上资金仍偏好大消费、大金融龙头, 但是科技成长的占比已逐渐提升。相较于 3 月 23 日, 食品饮料、电子、医药生物、电子设备等加仓较多, 而非银金融、银行、建筑装饰、公用事业等减仓较多。个股方面, 相较于 3 月 23 日, 北上资金持股市值增加较多个股为贵州茅台、五粮液、美的集团、格力电器、恒瑞医药等, 持股占比增加较多个股为移远通信、金域医学、韦尔股份、赛腾股份、珀莱雅等。
- **QFII、RQFII 资金管理要求进一步简化:** 5 月 7 日, 央行、国家外汇管理局发布《境外机构投资者境内证券期货投资资金管理规定》, 在去年宣布取消 QFII、RQFII 投资额度的基础上, 进一步简化 QFII、RQFII 的资金管理要求, 更加便利境外机构投资者参与我国金融市场。截止 2020 年一季度末, 外资持有 A 股股票市值 18874 亿元, 其中陆股通占比 68.80%, QFII 占比 8.19%, 目前陆股通仍是外资进入 A 股市场的最主要途径。进一步简化 QFII、RQFII 的资金管理要求, 短期有望提振市场风险偏好, 但可能不会带来明显的外资增量资金, 更多反映了监管层持续深化金融市场开放、引入更多长线资金的决心, 长期来看有利于改善 A 股投资者结构。
- **后续外资有望保持平稳净流入的节奏:**
 - ✓ **MSCI:** 5 月 13 日, MSCI 公布了半年度指数审议结果, 本次审议不改变 A 股 20% 的纳入比重, 仅对成分股进行部分调整, 本次增加的成分股中电子、计算机、非银金融、传媒、医药等行业标的较多, 减少成分股中汽车、基础化工、钢铁、交运等行业较多。MSCI 仍未公布未来对 A 股的扩容计划, 当前进入到外资进一步大规模流入前的

“平稳过渡期”。参考韩国、台湾等市场的开放经验，此阶段仍会保持外资的净流入趋势。国内疫情基本得到控制，国外疫情冲击最大的时间也已经过去，A 股的低估值和成长性在全球范围内仍然具有较强的投资吸引力，将确保外资稳节奏地流入 A 股。

- ✓ **富时罗素指数：**富时罗素将于 5 月 22 日发布半年度指数审议结果，变动将于 6 月 22 日开盘前生效。按照计划，本次纳入 A 股的比重将从 17.5% 上升至 25%。和 MSCI 指数相比，跟踪富时罗素指数的资金量相对较小，本次纳入比重提升有望进一步提升市场风险偏好，但带来的海外资金增量可能相对有限。还需要等待 MSCI 再次公布扩容计划后，外资流入规模才有可能出现大规模的上升。
- ✓ **市场观点：**随着一季报披露完毕，4 月经济数据落地，两会即将召开，目前处于政策和经济数据的真空期。当前市场情绪随着国内外疫情逐步得到控制、经济数据和业绩数据将迎来 V 型反转、估值深度调整逐步恢复而好转，在乐观情绪的提升下，成长股的涨幅跑赢了大盘股，近期涨幅较大的几个板块分别是一季度业绩较好的电子、军工和需求稳定增长的必须消费以及前期需求受到压制 4 月开始大幅度回升的消费者服务和汽车等。当前市场对于两会的政策预期较高，但近期市场的宽松并没有进一步加码，市场需要新的超预期才能迎来新一轮上行。当前市场重点关注的仍然是 5G 产业链的科技主线和拉动内需的消费龙头。
- ✓ **总结：**国内疫情基本得到控制，国外疫情冲击最大的时刻也已经过去，整体风险偏好逐渐恢复，市场再次巨幅震荡的概率较低。海外市场的不确定性仍存，A 股的低估值、成长性以及避险属性再度凸显，后续外资有望持续平稳净流入。外资的大规模净流入可能需要等到 MSCI 再次公布 A 股的扩容计划，同时需要金融市场的对外开放程度进一步提升。外资中科技成长行业的占比仍将边际提升。国内需求仍待进一步恢复，新基建、老基建将持续加码，在此背景下，外资仍将沿科技成长和大消费这两条主线稳步流入。
- **风险提示：**经济下行风险，疫情控制不及预期，海外市场持续下跌，全球经济衰退。

目录

1. 当前外资持股的整体情况.....	5
2. 3月23日以来北上资金变化情况.....	6
2.1 北上资金的行业配置及变化.....	6
2.2 北上资金的个股配置及变化.....	8
3. QFII、RQFII 资金管理要求进一步简化.....	10
4. 后续外资有望保持平稳净流入的节奏.....	12
4.1 2020年MSCI纳入A股权重不变，进入“平稳过渡期”.....	12
4.2 富时罗素指数纳入比重将从17.5%上升至25%.....	13
4.3 市场观点：重点关注以5G产业链为代表的科技主线和拉动内需的消费龙头.....	13
4.4 总结：后续外资有望保持平稳净流入的节奏.....	13
5. 风险提示.....	14

图表目录

图 1: 公募基金和外资的持股市值	5
图 2: 公募基金和外资的持股市值占比	5
图 3: 2020 年以来北上资金净流入情况	6
图 4: 北上资金每月净流入 (亿元)	6
图 5: 北上资金板块持股占比 (5 月 15 日)	7
图 6: 北上资金板块持股占比变化 (5.15 相比 3.23)	7
图 7: 北上资金行业持股市值变化 (5.15 相比 3.23)	7
图 8: 北上资金行业持股市值变化 (5.15 相比 3.23)	8
图 9: 北上资金行业持股占比变化 (5.15 相比 3.23)	8
图 10: 各行业 QFII 持股市值占比 (2020 年一季报)	11
图 11: MSCI 再次提升 A 股纳入比重需要解决的四个问题	12

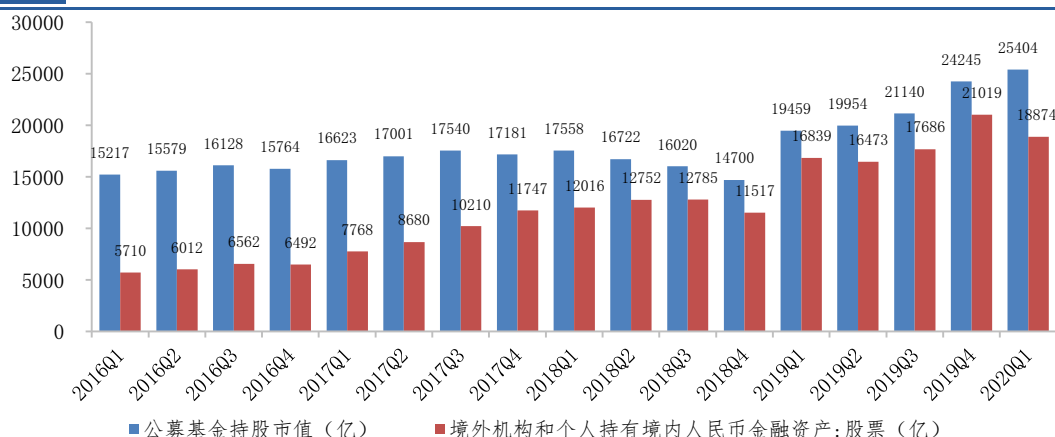
表 1: 北上资金持股市值增加前 10、持股市值占比增加前 10 (5.15 相比 3.23)	9
表 2: 北上资金持股市值减少前 10、持股市值占比减少前 10 (5.15 相比 3.23)	9
表 3: 5 月 15 日北上资金持股市值前 20	9
表 4: QFII 前 20 大重仓股 (2020 年一季报)	11

1. 当前外资持股的整体情况

截止 2020 年一季度末，外资持有股票市值 18874 亿元，和 2019 年年末相比减少 6530 亿元。从持股市值占 A 股流通市值的比重情况来看，一季度末外资的占比为 4.14%，和 2019 年年末相比环比减少 0.22%。整体来看，自沪深港通开通以来，外资持股市值和持股占比处于持续上升的趋势中，外资占比和公募基金占比逐渐趋近。尤其是 2018 年以来，在 A 股被分批纳入 MSCI 指数体系的过程中，外资的话语权逐渐提升，已经成为影响股市的重要力量。

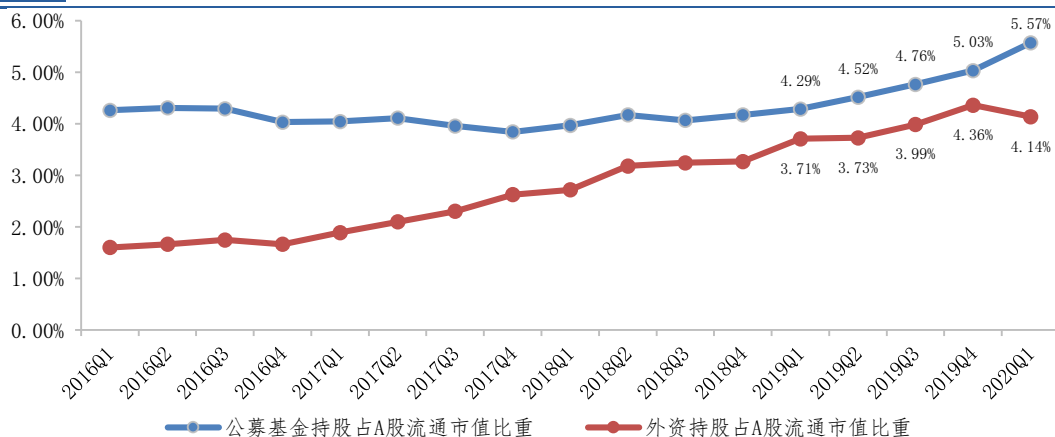
今年年初受疫情影响，外资特别是北上资金出现了短期的净流出；随着国内疫情逐步得到控制，全面复工复产有效推进，海外疫情影响也趋于平稳，3 月下旬 A 股市场企稳反弹，北上资金也出现了“反弹式”的大规模净流入。随着经济数据的落地，国内经济复苏的不确定性逐渐明朗化，A 股也重拾韧性，再加上金融市场对外开放进程的不断推进，预计未来外资将恢复平稳净流入的节奏。今年 MSCI 对 A 股没有进一步的扩容计划，预计全年北上资金的总流入规模可能稍少于去年（3517 亿元）的水平。

图 1：公募基金和外资的持股市值



资料来源：Wind，长城证券研究所整理

图 2：公募基金和外资的持股市值占比

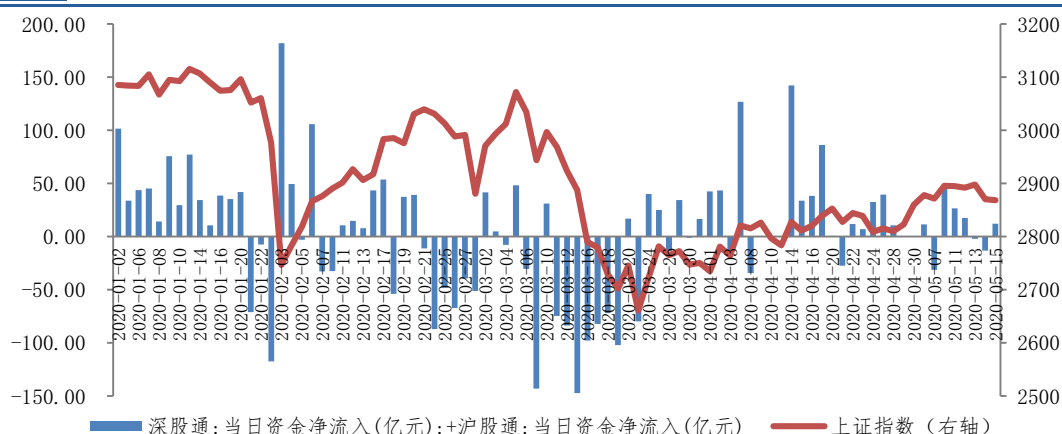


资料来源：Wind，长城证券研究所整理

2. 3月23日以来北上资金变化情况

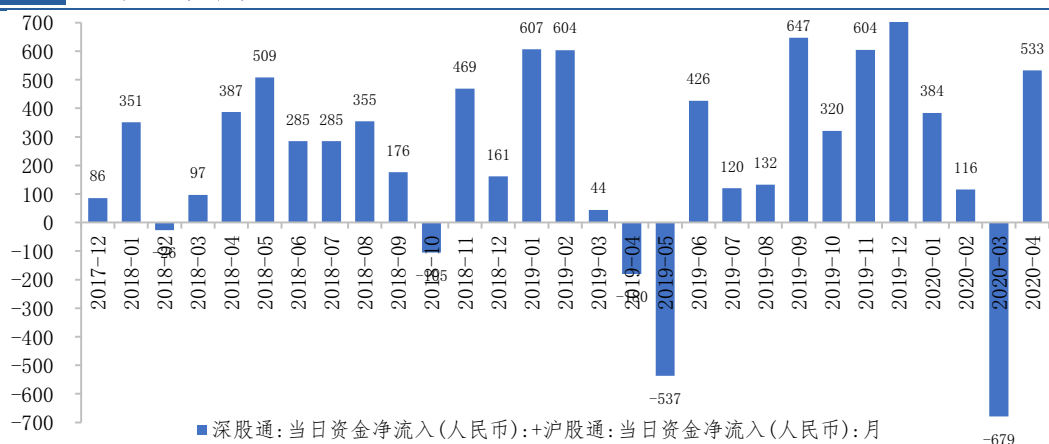
自2月下旬开始，以美国为代表的海外市场受疫情冲击巨幅震荡，全世界范围流动性相对紧张，A股中的外资出现净流出。3月23日为A股的阶段性低点，此后市场逐渐从海外冲击中恢复，国内生产持续复苏，风险偏好有所上升。北上资金开始大规模净流入，4月下旬以来净流入节奏趋于平缓。此处将重点分析3月23日后北上资金的行业分布变化及持股变化情况。

图3: 2020年以来北上资金净流入情况



资料来源: Wind, 长城证券研究所整理

图4: 北上资金每月净流入（亿元）



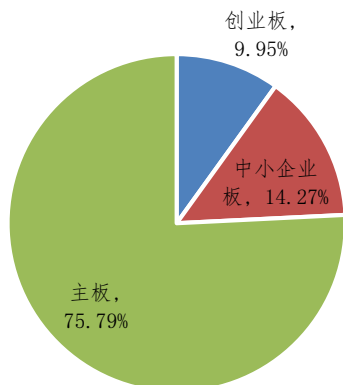
资料来源: Wind, 长城证券研究所整理

2.1 北上资金的行业配置及变化

5月15日，北上资金持股市值14897.95亿元，相较3月23日大幅增加2682.19亿元。主板、中小企板、创业板的配置比例分别为75.79%、14.27%、9.95%，主板依然是配置比重最大的板块。但是和3月23日相比，创业板、中小企板的持股占比有所上升。中

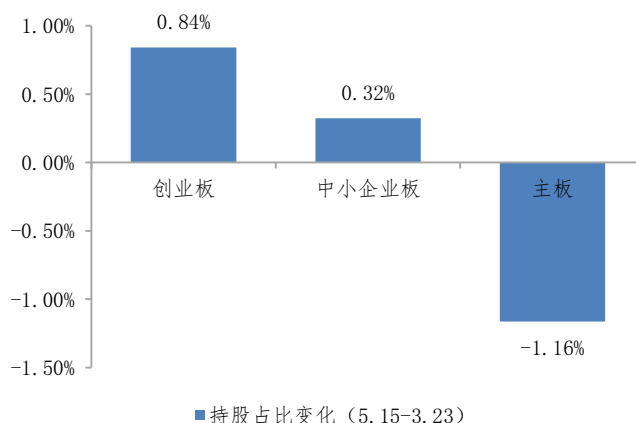
长期来看，北上资金在各板块间的配置比重相对稳定，创业板、中小企业板的占比持续小幅上升。

图 5：北上资金板块持股占比（5 月 15 日）



资料来源：Wind，长城证券研究所整理

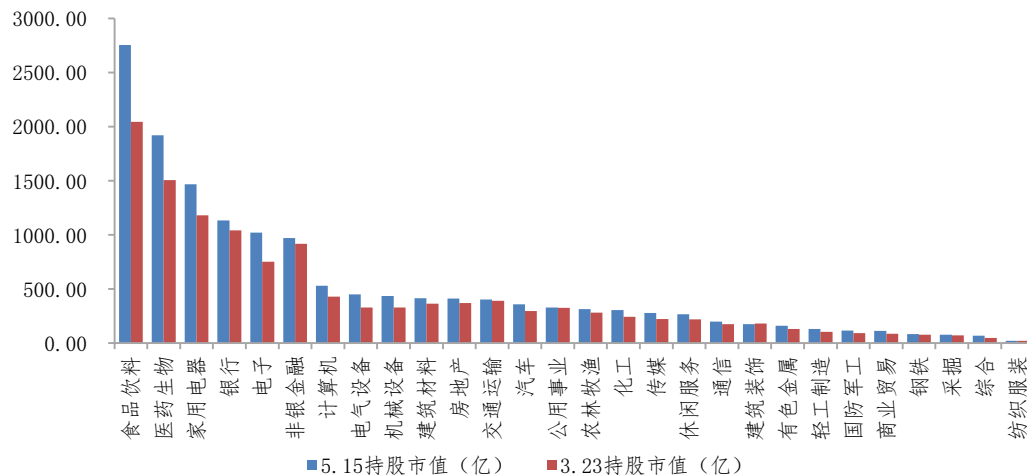
图 6：北上资金板块持股占比变化（5.15 相比 3.23）



资料来源：Wind，长城证券研究所整理

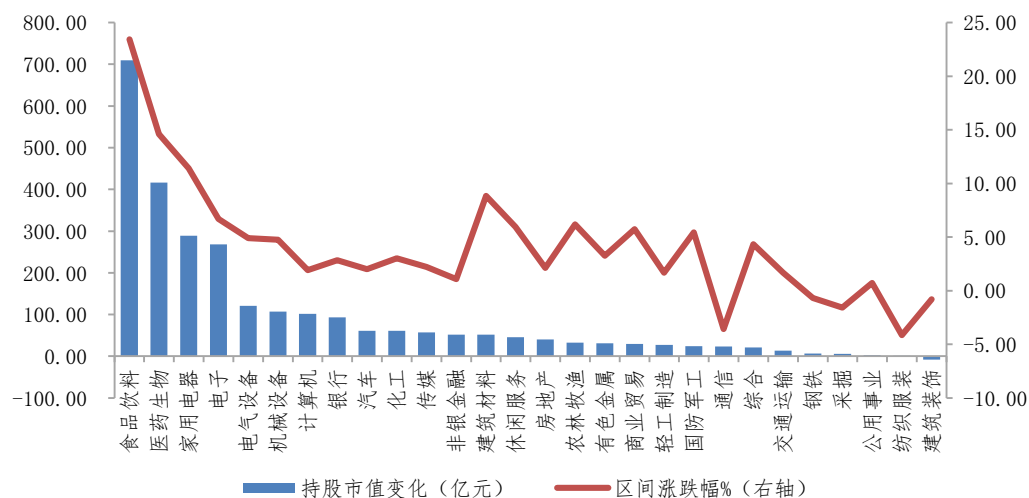
行业方面，持股市值占比最大的行业为食品饮料、医药生物、家用电器、银行、电子、非银金融等，北上资金仍偏好大消费、大金融龙头，但是科技成长的占比已逐渐提升。和 3 月 23 日的行业配置相比，从持股市值的变化来看，绝大多数行业 5 月 5 日的持股市值均出现上涨，其中食品饮料（+709 亿）、医药生物（+416 亿）、家用电器（+289 亿）、电子（+268 亿）、电气设备（+121 亿）持股市值增加较多。从持股市值占比的变化来看，食品饮料（+1.75%）、电子（+0.69%）、医药生物（+0.58%）、电气设备（+0.33%）、机械设备（+0.24%）等行业占比有所上升，非银金融（-1.00%）、银行（-0.91%）、交通运输（-0.48%）、公用事业（-0.46%）、建筑装饰（-0.32%）等占比有所下降，其他行业占比相对稳定。整体来看，食品饮料、电子、医药生物、电子设备等加仓较多，而非银金融、银行、建筑装饰、公用事业等减仓较多。

图 7：北上资金行业持股市值变化（5.15 相比 3.23）



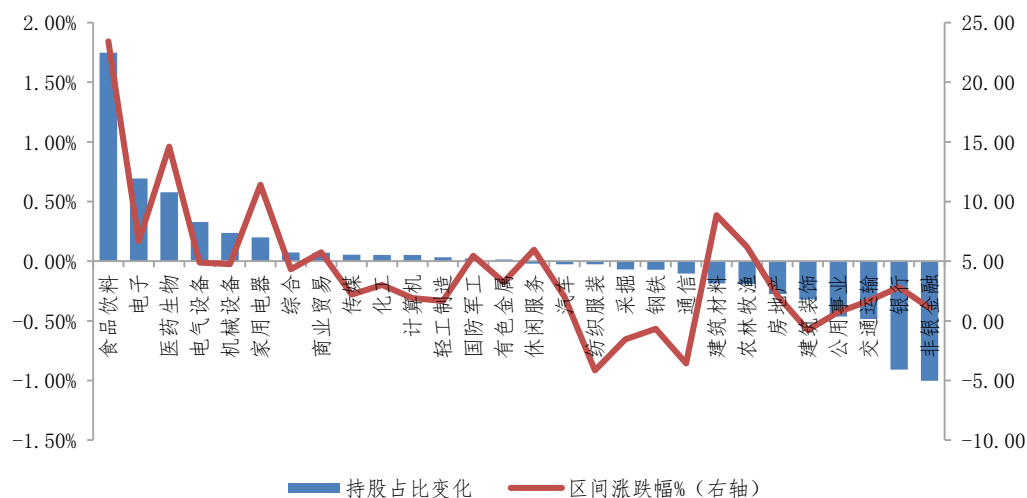
资料来源：Wind，长城证券研究所整理

图 8: 北上资金行业持股市值变化 (5.15 相比 3.23)



资料来源: Wind, 长城证券研究所整理

图 9: 北上资金行业持股占比变化 (5.15 相比 3.23)



资料来源: Wind, 长城证券研究所整理

2.2 北上资金的个股配置及变化

个股方面, 和 3 月 23 日相比, 5 月 15 日北上资金持股市值增加较多个股为贵州茅台、五粮液、美的集团、格力电器、恒瑞医药等, 持股市值减少较多个股为海尔智家、伊利股份、温氏股份、中国铁建、白云机场等。北上资金持股占比增加较多个股为移远通信、金域医学、韦尔股份、赛腾股份、珀莱雅等, 持股占比减少较多个股为欧派家居、志邦家居、丸美股份、聚光科技、地素时尚等。

表 1: 北上资金持股市值增加前 10、持股市值占比增加前 10 (5.15 相比 3.23)

证券代码	证券简称	持股市值变化 (亿元)	证券代码	证券简称	持股占比变化 (%)
600519.SH	贵州茅台	379.73	603236.SH	移远通信	6.70
000858.SZ	五粮液	169.80	603882.SH	金域医学	5.04
000333.SZ	美的集团	159.53	603501.SH	韦尔股份	3.83
000651.SZ	格力电器	107.24	603283.SH	赛腾股份	3.79
600276.SH	恒瑞医药	73.88	603605.SH	珀莱雅	3.65
603288.SH	海天味业	68.95	603713.SH	密尔克卫	3.60
603259.SH	药明康德	57.59	002008.SZ	大族激光	3.54
002475.SZ	立讯精密	47.22	600201.SH	生物股份	3.50
600036.SH	招商银行	45.95	000789.SZ	万年青	3.41
002415.SZ	海康威视	42.80	603259.SH	药明康德	3.33

资料来源: Wind, 长城证券研究所整理

表 2: 北上资金持股市值减少前 10、持股市值占比减少前 10 (5.15 相比 3.23)

证券代码	证券简称	持股市值变化 (亿元)	证券代码	证券简称	持股占比变化 (%)
600690.SH	海尔智家	-8.74	603833.SH	欧派家居	-15.45
600887.SH	伊利股份	-5.90	603801.SH	志邦家居	-4.32
300498.SZ	温氏股份	-5.51	603983.SH	丸美股份	-3.63
601186.SH	中国铁建	-5.01	300203.SZ	聚光科技	-2.78
600004.SH	白云机场	-4.71	603587.SH	地素时尚	-2.34
002714.SZ	牧原股份	-4.27	600004.SH	白云机场	-2.25
601668.SH	中国建筑	-3.91	600660.SH	福耀玻璃	-2.09
300628.SZ	亿联网络	-3.84	600323.SH	瀚蓝环境	-2.02
601006.SH	大秦铁路	-3.73	603897.SH	长城科技	-2.02
600660.SH	福耀玻璃	-3.61	300130.SZ	新国都	-1.95

资料来源: Wind, 长城证券研究所整理

表 3: 5 月 15 日北上资金持股市值前 20

证券代码	证券简称	北上资金持股市值 (亿元)	EPS (TTM)	2020 一季报 ROE (%)	PE (TTM)	行业
600519.SH	贵州茅台	1390.13	34.29	9.18	38.29	食品饮料
000333.SZ	美的集团	660.32	3.27	4.63	17.41	家用电器
000651.SZ	格力电器	554.27	3.42	1.40	16.93	家用电器
601318.SH	中国平安	500.96	7.11	3.82	10.16	非银金融
000858.SZ	五粮液	500.93	4.80	9.86	30.25	食品饮料
600276.SH	恒瑞医药	476.46	1.23	5.17	76.94	医药生物
600036.SH	招商银行	314.23	3.78	4.44	8.95	银行

证券代码	证券简称	北上资金持股市值（亿元）	EPS（TTM）	2020 一季报 ROE（%）	PE（TTM）	行业
600585.SH	海螺水泥	244.18	6.12	3.51	9.62	建筑材料
601888.SH	中国国旅	237.23	1.13	-0.60	77.61	休闲服务
603288.SH	海天味业	220.30	1.69	9.27	65.18	食品饮料
000001.SZ	平安银行	219.59	1.51	2.57	8.76	银行
600900.SH	长江电力	213.76	0.95	1.52	18.05	公用事业
600887.SH	伊利股份	182.09	0.96	4.31	29.78	食品饮料
002415.SZ	海康威视	175.44	1.32	3.28	23.32	电子
600009.SH	上海机场	147.45	1.93	0.25	33.98	交通运输
600031.SH	三一重工	146.78	1.21	4.83	16.00	机械设备
603259.SH	药明康德	135.73	1.07	1.73	101.92	医药生物
300760.SZ	迈瑞医疗	134.87	4.10	6.82	63.41	医药生物
300015.SZ	爱尔眼科	132.82	0.37	1.20	127.52	医药生物
002475.SZ	立讯精密	130.46	0.95	4.68	51.00	电子

资料来源：Wind，长城证券研究所整理

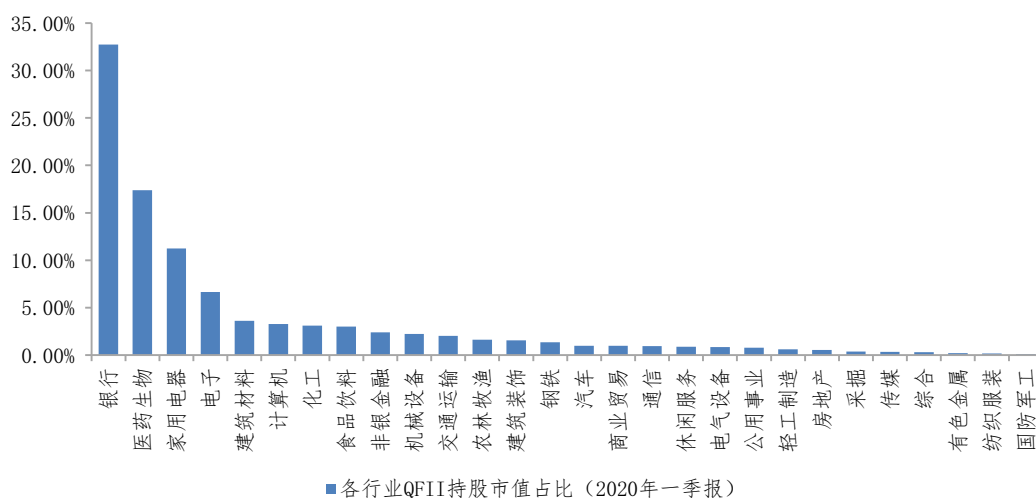
3. QFII、RQFII 资金管理要求进一步简化

5月7日，央行、国家外汇管理局发布《境外机构投资者境内证券期货投资资金管理规定》，实施本外币一体化管理，允许合格投资者自主选择汇入资金币种和时机。大幅简化合格投资者境内证券投资收益汇出手续，取消中国注册会计师出具的投资收益专项审计报告和税务备案表等材料要求，改以完税承诺函替代。《规定》在去年宣布取消 QFII、RQFII 投资额度的基础上，进一步简化 QFII、RQFII 的资金管理要求，更加便利境外机构投资者参与我国金融市场。

截止 2020 年一季度末，外资持有 A 股股票市值 18874 亿元，其中陆股通持股市值 12985 亿元，占比 68.80%；QFII 持股市值 1546 亿元，占比 8.19%。目前陆股通仍是外资进入 A 股市场的最主要途径，通过 QFII 进入市场的资金相对较少；但是和陆股通资金相比，QFII 资金更加偏向长期投资。取消 QFII、RQFII 的投资额度，再进一步简化资金管理要求，短期有望进一步提振市场风险偏好，但可能不会带来明显的外资增量资金，更多反映了监管层持续深化金融市场开放、引入更多长线资金的决心，长期来看有利于改善 A 股投资者结构，向着机构化、长线化的方向发展。

2020 年一季报披露的 QFII 重仓持股数量为 409 家。从 QFII 持股市值的行业分布来看，持股占比最大的行业为银行，比重高达 32.75%，原因是境外机构投资者对宁波银行、北京银行、南京银行等股票的投资占比较高。其他持股市值较高的行业有医药生物、家用电器、电子等。可以比较明显的看出 QFII 偏好金融、消费板块的龙头公司。

图 10: 各行业 QFII 持股市值占比 (2020 年一季报)



资料来源: Wind, 长城证券研究所整理

表 4: QFII 前 20 大重仓股 (2020 年一季报)

证券代码	证券简称	QFII 持股 市值 (亿 元, 2020Q1)	总市值 (亿 元, 2020Q1)	QFII 持股 占总市值 比重	归母净利润 同比增长率 (2020Q1) (%)	ROE (2020Q1) (%)	PE (TTM)	申万行业
002142.SZ	宁波银行	259.61	1297.89	20.00%	18.12	3.88	9.46	银行
601169.SH	北京银行	120.24	1021.21	11.77%	5.26	3.16	4.76	银行
000333.SZ	美的集团	117.31	3382.35	3.47%	-21.51	4.63	14.30	家用电器
601009.SH	南京银行	91.46	614.96	14.87%	12.96	4.22	4.96	银行
600276.SH	恒瑞医药	72.42	4070.32	1.78%	10.30	5.17	76.39	医药生物
300015.SZ	爱尔眼科	48.53	1219.92	3.98%	-73.41	1.20	88.31	医药生物
600585.SH	海螺水泥	37.56	2919.92	1.29%	-19.21	3.51	8.69	建筑材料
601229.SH	上海银行	35.12	1170.62	3.00%	4.34	2.92	5.77	银行
300003.SZ	乐普医疗	27.26	645.31	4.22%	-34.13	4.99	37.40	医药生物
601688.SH	华泰证券	23.72	1563.91	1.52%	3.90	2.33	17.37	非银金融
603160.SH	汇顶科技	23.10	1189.30	1.94%	-50.58	3.12	55.68	电子
300347.SZ	泰格医药	22.98	480.06	4.79%	75.22	5.83	56.62	医药生物
000651.SZ	格力电器	22.65	3140.21	0.72%	-72.53	1.40	11.54	家用电器
002410.SZ	广联达	22.51	482.37	4.67%	-4.32	1.59	205.20	计算机
603259.SH	药明康德	19.94	1494.10	1.33%	-21.59	1.73	80.56	医药生物
600009.SH	上海机场	19.22	1171.78	1.64%	-94.21	0.25	23.29	交通运输
600690.SH	海尔智家	19.12	947.46	2.02%	-50.16	2.22	10.43	家用电器
002008.SZ	大族激光	17.38	300.81	5.78%	-33.25	1.21	45.73	电子
600019.SH	宝钢股份	17.07	1084.61	1.57%	-43.63	0.86	7.38	钢铁
002311.SZ	海大集团	16.21	635.30	2.55%	147.93	3.20	38.47	农林牧渔

资料来源: Wind, 长城证券研究所整理

4. 后续外资有望保持平稳净流入的节奏

4.1 2020 年 MSCI 纳入 A 股权重不变，进入“平稳过渡期”

5 月 13 日，MSCI 公布了半年度指数审议结果，本次审议不改变 A 股 20% 的纳入比重，仅对成分股进行部分调整，增加 45 只，剔除 34 只，调整结果将于 5 月 29 日收盘后生效。本次增加的成分股中电子、计算机、非银金融、传媒、医药等行业标的较多，减少成分股中汽车、基础化工、钢铁、交运等行业较多。

MSCI 仍未公布未来对 A 股的扩容计划，当前进入到外资进一步大规模流入前的“平稳过渡期”。参考韩国、台湾等市场的开放经验，此阶段仍会保持外资的净流入趋势。国内疫情基本得到控制，国外疫情冲击最大的时间也已经过去，A 股的低估值和成长性在全球范围内仍然具有比较强的投资吸引力，将确保外资稳节奏地流入 A 股。

去年以来，可以观察到外资流入到科技成长行业的比重在逐渐增加，本次 MSCI 成分股调整也再次增加了一些科技成长的龙头公司。预计未来科技成长龙头公司的占比将进一步上升，但这并不意味着外资不再偏好消费和金融行业，外资始终青睐业绩相对稳定、确定性更强的消费和金融。国内需求仍待进一步恢复，新基建、老基建将持续加码，在此背景下，外资仍将沿科技成长和大消费这两条主线稳步流入。

关于 MSCI 何时再公布扩容计划这个问题，去年 11 月 MSCI 曾经公布过如果再扩容需要解决的 4 个问题，包括缺乏衍生品、交易结算周期过短、大陆香港休市时间不一致、沪深港通交易机制缺乏灵活性等。交易机制完善、进一步金融市场对外开放程度、提升 MSCI 等指数纳入 A 股权重这几点应该是相互匹配的。近期进一步优化 QFII、RQFII 制度表明我国的金融开放是持续推进的，MSCI 提出的制度问题也将一步步得到解决，A 股的纳入权重长期来看一定是逐渐提升的。只是我们的纳入节奏可能没有韩国、台湾等市场那么快，可能将使用更平缓的节奏来推行。

图 11: MSCI 再次提升 A 股纳入比重需要解决的四个问题

- **Access to hedging and derivatives instruments:** International institutional investors require liquid on and offshore index futures and options contracts in order to expand their allocation to China and manage their increased exposure. Index futures and options contracts are critical risk management tools for global investors, particularly for complex, deep and varied equity markets such as in China.
- **Short settlement cycle for China A shares:** International institutional investors have highlighted that they continue to face significant operational challenges and risks in dealing with the short settlement cycle of China A shares. China currently operates on a T+0/T+1 non-Delivery versus Payment (non-DVP) settlement cycle. Most markets in the MSCI ACWI operate currently on a T+2/T+3 DVP settlement cycle.
- **Trading holidays of Stock Connect:** International institutional investors are concerned with the misalignment between onshore China and Stock Connect holidays. Given that most global institutional investors currently rely on Stock Connect as the primary access channel for China A shares, it is important that the current trading holiday arrangement be reviewed to minimize unnecessary investment frictions.
- **Availability of Omnibus trading mechanism in Stock Connect:** Many large fund managers and broker dealers have highlighted the pressing need for a well-functioning omnibus mechanism. The ability to place a single order on behalf of multiple client accounts is critical to facilitate best execution and lower operational risk to international institutional investors.

资料来源：MSCI 官网，长城证券研究所整理

4.2 富时罗素指数纳入比重将从 17.5% 上升至 25%

富时罗素将于 5 月 22 日发布半年度指数审议结果，变动将于 6 月 22 日开盘前生效。按照计划，本次纳入 A 股的比重将从 17.5% 上升至 25%。和 MSCI 指数相比，跟踪富时罗素指数的资金量相对较小，本次纳入比重提升有望进一步提升市场风险偏好，但带来的海外资金增量可能相对有限。还需要等待 MSCI 再次公布扩容计划后，外资流入规模才有可能出现大规模的上升。

4.3 市场观点：重点关注以 5G 产业链为代表的科技主线和拉动内需的消费龙头

4 月制造业 PMI 为 50.8%，仍在荣枯线以上，但是相较 3 月环比有所回落。从高频数据来看，发电耗煤、高炉开工率等数据表明国内生产恢复较快。用电量、货运量、社会消费品零售额等数据的同比降幅虽有收窄，但恢复仍相对较慢。4 月汽车销量同比转负为正，底部已现，乘用车产业链或已进入右侧。国内需求恢复整体弱于生产，需求仍待进一步拉动。

今年“两会”即将召开，政策预期向好有助于提升市场风险偏好，但预期需要相对谨慎的看待。货币政策方面，央行的一季度货币政策执行报告对逆周期调节的表述更强，但是近期货币宽松并没有进一步加码。财政政策方面，财政赤字或将进一步扩张，发行抗疫特别国债并继续发行地方政府专项债以刺激新、老基建共同拉动投资。两会后新、老基建有望进一步提速。

美国 4 月 ISM 制造业 PMI 为 41.5，失业率达到 14.7%，均创历史记录。市场对此已有一定的预期，所以没有对海外市场造成明显冲击。国外疫情冲击最大的时期基本已经过去，市场对于疫情冲击的担忧将逐渐转变为对经济恢复节奏和幅度的担忧。全球产业链将步入至少一个季度的停摆期，二季度海外需求方面仍有较大拖累，特别需要注意对外需占比较大行业的影响。

在乐观情绪的提升下，近期成长股跑赢了大盘股，涨幅较大的几个行业分别是一季度业绩较好的电子、军工，需求稳定增长的必需消费，以及前期需求受到压制、4 月开始大幅度回升的消费者服务和汽车等。当前市场对于两会的政策预期较高，但市场需要新的超预期才能迎来新一轮上行。市场关注的重点仍然是 5G 产业链的科技主线和拉动内需的消费龙头。

4.4 总结：后续外资有望保持平稳净流入的节奏

国内疫情基本得到控制，国外疫情冲击最大的时刻也已经过去，整体风险偏好逐渐恢复，市场再次巨幅震荡的概率较低。海外市场的不确定性仍存，A 股的低估值、成长性以及避险属性再度凸显，后续外资有望持续平稳净流入。外资的大规模净流入可能需要等到 MSCI 再次公布 A 股的扩容计划，同时需要金融市场的对外开放程度进一步提升。外资中科技成长行业的占比仍将边际提升。国内需求仍待进一步恢复，新基建、老基建将持续加码，在此背景下，外资仍将沿科技成长和大消费这两条主线稳步流入。

5. 风险提示

经济下行风险，疫情控制不及预期，海外市场持续下跌，全球经济衰退。

研究员承诺

本人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，在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则，独立、客观地出具本报告。本报告反映了本人的研究观点，不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的报酬。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于 2017 年 7 月 1 日起正式实施。因本研究报告涉及股票相关内容，仅面向长城证券客户中的专业投资者及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者。若您并非上述类型的投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研究报告中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

免责声明

长城证券股份有限公司（以下简称长城证券）具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格。

本报告由长城证券向专业投资者客户及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者客户（以下统称客户）提供，除非另有说明，所有本报告的版权属于长城证券。未经长城证券事先书面授权许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布，亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用的证明或依据，不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发，需注明出处为长城证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向他人作出邀请。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。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。

长城证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。长城证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

长城证券版权所有并保留一切权利。

长城证券投资评级说明**公司评级：**

强烈推荐——预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅 15%以上；
推荐——预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅介于 5%~15%之间；
中性——预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅介于 -5%~5%之间；
回避——预期未来 6 个月内股价相对行业指数跌幅 5%以上

行业评级：

推荐——预期未来 6 个月内行业整体表现战胜市场；
中性——预期未来 6 个月内行业整体表现与市场同步；
回避——预期未来 6 个月内行业整体表现弱于市场。

长城证券研究所

深圳办公地址：深圳市福田区福田街道金田路 2026 号能源大厦南塔楼 16 层

邮编：518033 传真：86-755-83516207

北京办公地址：北京市西城区西直门外大街 112 号阳光大厦 8 层

邮编：100044 传真：86-10-88366686

上海办公地址：上海市浦东新区世博馆路 200 号 A 座 8 层

邮编：200126 传真：021-31829681

网址：<http://www.cgws.com>