

國際視野

潘迪藍：A股全面入摩或需10年

文章日期：2017年6月26日

【明報專訊】A股第四度闖關終於成功「入摩」。經過3年醞釀，MSCI終於在6月20日宣布，將在明年正式在MSCI全球新興市場指數中納入A股，初期將分階段納入222隻大型A股，約佔指數權重的0.73%，比之前諮詢內容的169隻還要多。

中國一直在努力游說其他國家認同國內的資本市場，這次代表了中國的勝利。然而，若期望MSCI的指數納入A股之後，就能夠迅速引發大量資金流入內地股市，形成持續的牛市，卻幾乎肯定是不切題和不靠譜的。MSCI只表示，將會在其全球新興市場指數中現有的離岸中國公司股票之外增加222隻A股，這將會令MSCI新興市場指數中的中國權重增加0.73%。中國不願放鬆資本管制及MSCI的謹慎態度，意味着將A股全面納入MSCI的環球指數，可能需要多10年時間。

自從1996年正式亮相以來，內地公司的股票在新興市場的地位急劇提升。現時，離岸的中國公司股票佔MSCI新興市場指數的27%，幾乎是韓國公司股票的15%比重的兩倍。理論上，MSCI的決定應該會將中國權重大幅推高，因為上海和深圳上市公司的自由流通總價值為2.7萬億美元，比起在香港和紐約上市的內地公司的自由流通總價值1.5萬億美元還要多。

首年流入A股資金僅150億美元

由於外國人最多可以擁有任何A股已發行股票的30%，因此若MSCI新興市場指數全面納入A股，指數中的中國權重將可以上升至40%，這意味將有3500億美元流入A股，而當中的1000億美元是來自離岸的中國公司股票，2500億美元是來自其他的新興市場指數成分股。不過，實際上並不會出現這種情形。由於內地制度封閉，MSCI對A股設下5%的「納入因子」，所以指數中的整體中國權重只會有0.73%的輕微升幅。因此，在MSCI新興市場指數納入A股的第一年，估計將會有大約150億美元追蹤新興市場指數的資金流入A股，但與A股每日大約700億美元的成交額以及大約8萬億美元的總市值相比，只是滄海一粟。

MSCI的指數何時才會全面納入A股？MSCI認為，對外資持有A股顯著開放，以及放寬資本流動管制，是兩大條件。要實現這個目標可能需要好一些時間。例如MSCI新興市場指數在1992年開始納入韓股，但要到1998年才全面納入韓股。至於台股，則是在1996年開始納入，但要到2005年才全面納入。

然而，韓股和台股開始納入MSCI新興市場指數時的起點，都遠遠高於A股。韓股當年的「納入因子」是20%，台股的「納入因子」更高達50%，但內地A股的「納入因子」卻只是5%。

滬深港通未受干預 外資信心增

以其中一個較全面的資本帳開放程度指標——Chinn-Ito指數來說，內地與埃及、印度、南非、泰國相若。既然這些國家的股市都是全面納入MSCI新興市場指數的，那A股也可以嗎？未必。因為實際上，即使某些資本流動已獲得正式批准，但內地的監管機構往往還會施加嚴格限制。

例如，「合格境外機構投資者」（QFII）每年仍然只能將20%的資金調離內地。某些股票長期停牌（通常其藉口都相當薄弱），仍然是A股市場的特點，也令到重視流動性的人士關注。可以肯定的是，滬港通和深港通對情況有所改善。外資可以毋須註冊為QFII，就買賣A股。外國人透過滬港通和深港通，在上海和深圳股市的累積投資已經上升至2410億元人民幣（約350億美元），今年還可能再增加250億至300億美元。由於滬港通和深港通還未有受到隨意干預，外界對這些渠道的信心正在上升之中。

成功「入摩」象徵意義較大

那麼內地資本市場有什麼方法可以更加開放？即使只期望MSCI新興市場指數逐步邁向全面納入A股，也需要進一步擴大滬港通和深港通。假設MSCI新興市場指數在9年內分階段全面納入A股（好像以往納入台股般），那意味每年至少會有400億美元流入A股市場，這亦假設了A股市場的規模沒有變化，乃相當保守的假設。因此，若希望MSCI對A股設定的「納入因子」大幅上升，內地的監管機構將需要穩步地擴大滬港通和深港通的交易額上限，更不要說大改善管治和開放了。

中國花了20年，才得到MSCI現時的有限度認同。若要達到下一個階段，將涉及更艱難的決策，不太可能會少過10年。內地的監管機構可能會傾向採取漸進式的做法，因為這可以避免突然流入大批熱錢，潛伏破壞性。因此，MSCI這次納入A股指數的象徵意味較濃厚，不太可能在短期內就產生翻天覆地的變化。

A股市場去年的每月交易額高達1.4萬億美元，即使每年流入多400億美元的資金，也不會太起眼。A股市場的規模已經龐大至可以要求MSCI的指數納入A股，但亦因為其市場規模龐大，它本身已足以達到融資的目的。

GaveKal Dragonomics資深經濟師

[潘迪藍 國際視野]