

中国和未来的股票 资产配置

魏震

June 2019

目录

- 研讨框架..... 4
- 权衡中国在股票组合中的配置大小..... 6
 - 投资目标..... 6
 - 如何“切割”全球股票市场? 9
 - 投资信念..... 11
- 对中国股票配置的各种方法..... 13
 - 政策型基准指数设计框架..... 13
 - 采取综合还是专业的中国投资策略? 16
 - MSCI 中国相关指数选项 18
 - 投资机会集合的选择：比较容量、广度和因子溢价 19
- 对全球和新兴市场股票配置的思路..... 23
- 结语..... 27
- 参考文献..... 28
- 附录：尚存的市场准入问题..... 29

概述

自 2018 年 MSCI ACWI 全球指数和新兴市场指数开始部分纳入中国 A 股，随后在 2019 年 A 股权重得到进一步增加，这大大促进了全球投资者重新审视股票投资组合中的中国配置。

2019 年 2 月，MSCI 宣布在 2019 年底前，将中国 A 股在其旗舰指数中的纳入因子从 5% 上调到 20%，国际投资者可能需要考虑以下问题：

1. 中国在全球和新兴市场股票投资组合中的配置规模。
2. 在设定政策基准时，选择将中国整合入更广泛的新兴市场投资组合或采用专注于中国的方法。
3. 不同的投资政策选择对资产配置的影响。

本文将分析及对比设定政策基准的两大类方法：一种是“综合”思路，将中国作为更广泛的股票投资标的中不可分割的一部分进行整体考量；二、另一种则是采取“专业”思路，将中国视为单独的股票类别进行划分，类似于美股。投资者可根据具体情况采取不同的选择，并评估每种方法相对的优缺点。

虽然未来可能发生的完全纳入中国 A 股的情形也许不会对 MSCI ACWI 全球指数的“长期增长 - 投资风险”的特征带来显著改变。然而，对中国股票的增长前景及其股票和整体投资组合分散风险持有积极信心的投资者可能希望考虑通过“综合”或“专业”的方式来配置中国。

中国对新兴市场组合的配置也会产生其他显著影响。例如，根据我们的分析，将中国从新兴市场指数中排除在外将降低新兴市场资产组合的长期可持续增长率，收窄投资机会的市场广度，同时增加新兴市场组合的总风险敞口。

假设中国 A 股完全纳入 MSCI 新兴市场指数，根据截至 2019 年 4 月 17 日的指数模拟数据，中国股票权重将占此指数的 40% 以上。无论投资者如何进行股票配置（体现在其政策基准中），中国在全球和新兴市场指数中显著地位都将会对投资者的资产配置和投资组合的实施方式产生重大影响。

研讨框架

MSCI 于 2019 年 2 月宣布进一步增加中国 A 股在 MSCI 新兴市场指数中的权重。

¹此举再次证明中国 A 股市场（境内上市股票）已越来越容易为全球投资者所用。

在 MSCI 于 2017 年 6 月宣布将中国 A 股以 5% 的纳入因子纳入 MSCI 新兴市场指数之前，大约有 1700 个沪深港通（Stock Connect）账户获批并投资中国 A 股。² 在 MSCI 宣布进一步增加 A 股权重后，这一数字增加到超过 7300。活跃的开户行为反映越来越多的国际投资者开始参与中国境内股票市场，以响应其基准指数的相关变化。

截至 2019 年 5 月 30 日，按自由流通调整市值计算，中国股票占 MSCI 新兴市场指数的权重是 31%。随着 A 股权重继续提升，长期投资者会更加重视在其投资策略中与中国配置相关的决策。

本文通过回顾中国日益上升的经济影响力，对比当前 A 股在全球和新兴市场投资组合中权重偏低的情况，我们可以探寻投资者对全球股票投资机遇的看法，并且比较中国在不同全球基准中的权重。笔者将在比较各国家和地区股票资产长期增长潜力以及其对全球股票组合的风险分散能力的框架下探讨这个问题。

在考虑将中国纳入投资基准时，机构投资者通常有两大类方法：一种是采取“综合”思路，将中国作为更广泛的股票投资标的中不可分割的一部分进行整体考量；另一种则是采取“专业”思路，这种方法体现了对中国在资产配置过程中具有特殊意义的理解。

但是，投资者在具体策略实施上，会由于他们的起点不同而做出不同决策。例如，有的投资者具有较丰富的中国投资经验，有的则刚刚开始对中国进行投资；有的投

¹ MSCI 新闻稿（2019 年 2 月 28 日）：[“MSCI 增加中国 A 股在 MSCI 指数中的权重”](#)

² 沪深港通（Stock Connect）账户是指港交所推出的“特别独立户口（SPSA）”服务，以方便投资者在出售存放于托管商的陆股通证券时，可无需预先将存于托管商的证券交付给执行出售证券的经纪。

资者看好中国股市前景，有的则更为谨慎。因此，不同投资者由于自身特殊情况而选择的投资方式往往大相径庭。

通过评估和对比中国股票市场和其他新兴市场的可投资性、市场广度和阿尔法机会、因子溢价的大小、以及各类投资基金产品的发行现状等几个维度，笔者对几类资产配置的场景进行了细节分析。

假设中国 A 股完全纳入 MSCI 新兴市场指数，根据截至 2019 年 4 月 17 日的指数模拟数据，中国股票权重将占此指数的 40% 以上。无论投资者如何进行股票配置（体现在其政策基准中），中国在全球和新兴市场指数中日益上升的权重都将会对投资者的资产配置和投资组合的实施方式产生重大影响。

权衡中国在股票组合中的配置大小

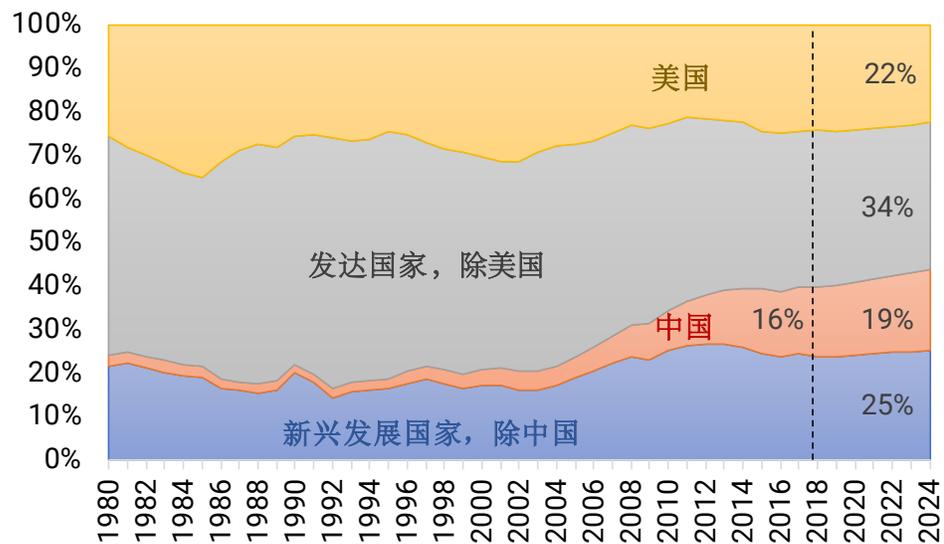
本章节从多个角度分析了如何决定股票资产战略配置里中国股票的权重。这包括投资者的目标，其对分割全球股票投资机会的看法，以及他们的投资信念。

投资目标

投资者对股票资产进行战略配置的原因各不相同。许多投资者希望获得股票投资组合现金流随着绩效增长所带来的长期溢价；有些是希望用股票的回报来弥补未来负债；还有一些则是希望满足预定的储备货币组合预期，或是提高资产组合整体的流动性和透明度，又或是为其他资产类别分散风险等等。

回报导向型的投资者通常会关注股票所在市场的经济规模变化。根据 IMF 的最新预测，到 2024 年，中国将占全球 GDP 的 19%，很快就会接近美国对全球 GDP 22% 的贡献。

图表 1：按名义美元计价的全球 GDP 划分

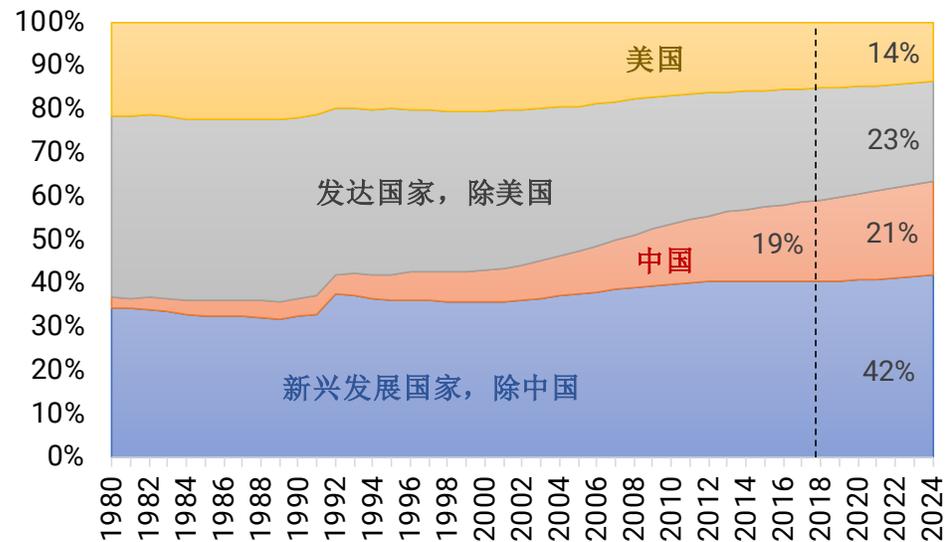


资料来源：IMF 《世界经济展望》，2019 年 4 月

相比之下，中国和美国对全球 GDP 的贡献在 2018 年分别为 16% 和 24%，1998 年则分别为 3% 和 29%。这反映了中国经济在过去二十几年里的快速增长。

按购买力平价，中国的经济规模早在 2014 年就已经超越美国，并且预计在 2024 年将达到美国的 1.5 倍。世界经济格局的这种巨大转变对那些期望从相关的经济成长中获取投资收益的投资者对股票资产的配置方式将会产生重大影响。

图表 2：按购买力平价的全球 GDP 划分



资料来源：IMF 《世界经济展望》，2019 年 4 月

中国经济增长的另一个直接影响体现在中国与世界上许多国家的跨境贸易和投资联系正不断增加。投资者对人民币资产的需求不断上升。此外，各国对中国的技术和基础设施建设能力也越来越认可。

举例来说，继美元、欧元和日元之后，人民币越来越多地被用作新的储备货币，各国央行和货币当局都已增加了对人民币债务和股权资产的配置。有一些负债驱动型的投资者（比如养老金）开始意识到其本国经济的未来与中国紧密相连，并且重新评估对人民币计价的金融资产进行战略配置的意义。

全球和新兴市场投资者是否已对上述变化做出反应？

数据显示，投资者才刚刚开始重新考虑中国在其股票配置的战略地位。这样的反应特别是发生在 2017 年 6 月，当 MSCI 宣布将中国 A 股纳入 MSCI ACWI 全球指数和 MSCI 新兴市场指数以及其他相关指数其及之后。

图表 3 显示，全球型共同基金明显在 2017 年之后才加大了对中国股票的配置。然而，与 MSCI ACWI 全球指数相比，全球型共同基金对中国股票的配置仍然很低。

在 2018 年完成部分纳入后，MSCI ACWI 全球指数中每 6 只股票中就很 1 只是中国股票。相比之下，全球股票共同基金所持有的股票中，每 30 只股票才约只有 1 只是中国股票。

图表 3：全球共同基金和 MSCI ACWI 全球指数中的中国配置



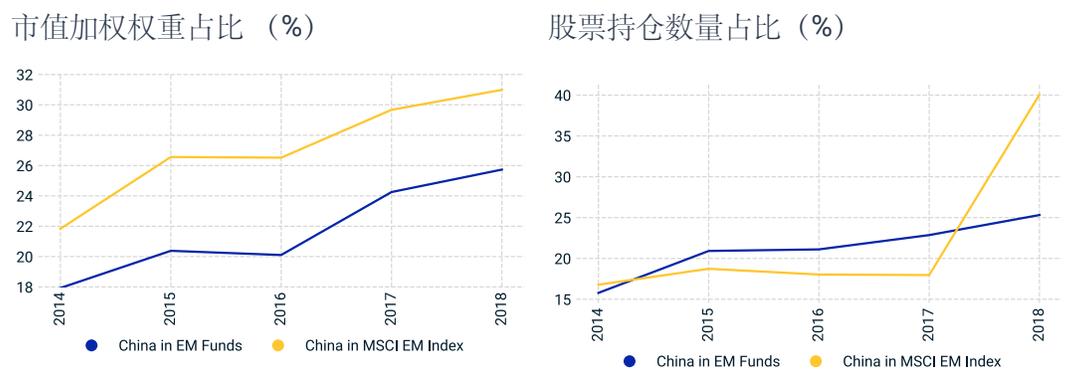
资料来源：理柏，MSCI 同行分析数据库 (Lipper, MSCI Peer Analytics Database)

相比之下，由于中国自 2007 年以来一直是 MSCI 新兴市场指数中权重最大的板块，中国在新兴市场策略中的地位会高出许多。2018 年，新兴市场共同基金投资组合的四分之一配置在中国股票市场，但这仍少于中资股在 MSCI 新兴市场指数中的权重。³

³ 根据康桥汇世 (Cambridge Associates) 的数据，主动型新兴市场机构基金对中国的配置较新兴市场共同基金稍高，但仍低于中国 MSCI 新兴市场指数的权重。

无论是全球型还是新兴市场型基金，其投资组合中中国股票的权重都偏低。这种现状可能是基于投资者对中国的各种担忧，例如中国的宏观经济风险，对中国市场缺乏认知，以及在此市场可用的风险管理工具不足等。因此，随着中国资本市场和金融基础设施的发展，全球基金和新兴市场基金投资者都可能会重新权衡其在资产组合中对中国股票的配置。

图表 4：新兴市场共同基金和 MSCI 新兴市场指数中的中国配置



资料来源：理柏，MSCI 同行分析数据库 (Lipper, MSCI Peer Analytics Database)

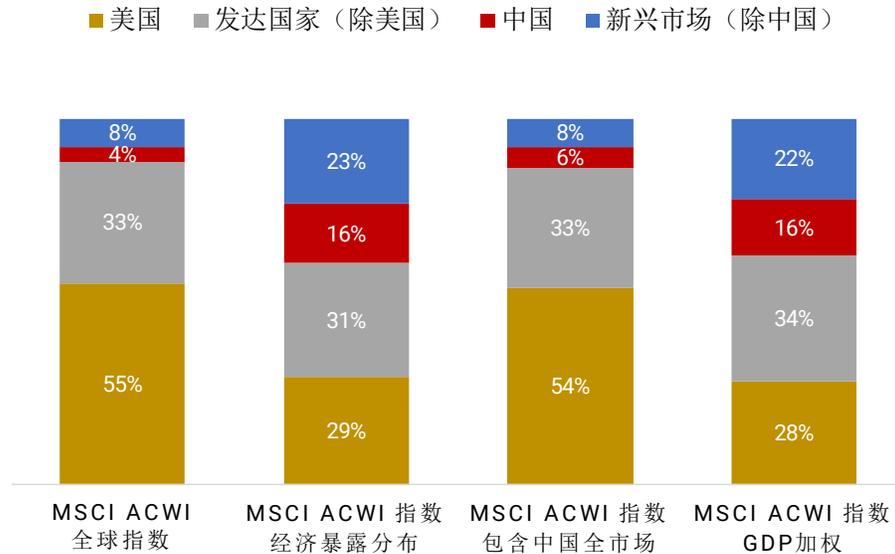
如何“切割”全球股票市场？

许多机构投资者都习惯于用市值加权基准来指导资产配置决策。市值加权基准旨在反映市场中可供投资标的的总体表现，是资产配置决策提供中立起点。

然而，一个国家股票市场的规模并不总能准确地反映该国在全球经济中的相对份额。诸如上市公司对一国企业部分的代表性，股票的自由流通量，所有权限制，资本市场的成熟度，甚至相对市场估值等因素，都可能会扭曲股票市场所代表的经济意义。因此，一些投资者转而使用 GDP 或经济暴露度加权指数作为其进行市场投资时的准绳，指导长期资产配置决策。

据图表 5，尽管中国目前已占全球经济总量以及全球企业盈利产生地（基本 MSCI 经济暴露度数据库）的 16%，中国市场仅占全球市值加权指数的 4%。

图表 5：中国在 MSCI ACWI 全球指数及相关指数中的权重



数据截至 2019 年 2 月 28 日。第二个柱形代表 MSCI ACWI 全球指数的经济暴露度，并基于 MSCI 的经济暴露度数据库。

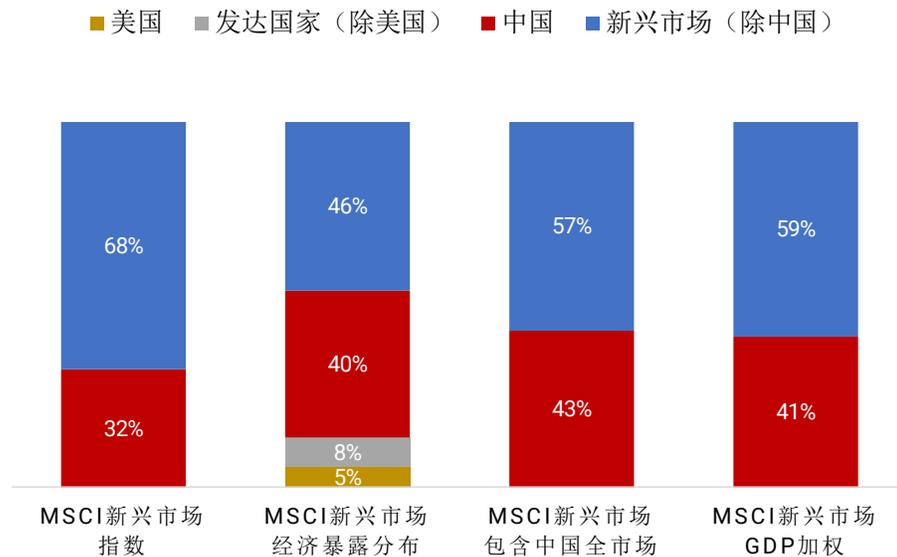
这种权重差异主要反映了两个大方面问题：其一、欠发达资本市场上的上市公司的自由流通股份通常较少；其二、中国 A 股尚未全部纳入全球指数中。

取决于其投资观点和技术能力，一些投资者可能会使用非标准的指数或指数组合来定义全球股票组合中的中国投资机遇。

不过，中国目前在 MSCI 新兴市场指数中的权重并没有明显低于其经济总量或者作为企业盈利来源地的占比。如果 A 股完全纳入市值加权指数，其在新兴市场指数中的权重将会与对应的经济总量加权指数的权重大致相当。⁴

⁴ MSCI 并未就中国 A 股的下一步纳入做出任何决定。

图表 6：中国在 MSCI 新兴市场指数及相关指数中的权重



数据截至 2019 年 2 月 28 日。第二个柱形代表 MSCI 新兴市场指数的经济暴露度，并基于 MSCI 的经济暴露度数据库。

投资信念

在典型的资产配置框架下，投资者在投资于特定资产或资产类别时通常会考虑两个目标：其一是提高投资组合的预期回报，另一方面是提升投资组合的多样化。换句话说，投资者的选择基本上由其回报目标和风险承受能力驱动。不过实际情况下，偿还负债，准入约束和监管限制等因素也可能影响其决策。

没有人能够预测未来，因此提高预期回报可能需要坚信当前投资机遇的前景。然而，机构投资者长期以来一直认为新兴市场股票是其全球股票投资组合中的重要成分，而中国目前已经成为了新兴市场中最大的组成部分。

尽管中国在 MSCI 新兴市场指数中的权重已经很大，但对于一些寻求在早期加大中国 A 股敞口的投资者而言，他们认为虽然中国国内股市目前相对受限，但有朝一日其终将会对国际投资者敞开大门，届时中国 A 股也将成为他们资产组合的重要

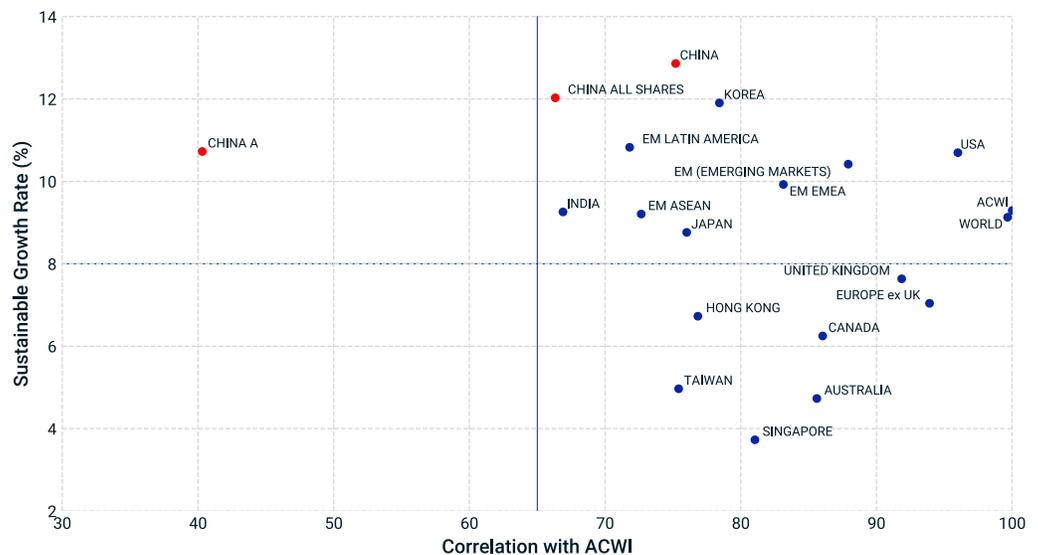
组成部分。此前，这些投资者通过合格境外机构投资者(QFII)或人民币合格境外机构投资者(RQFII)制度对中国进行了“基准之外”的专业化投资。⁵

假设所有其他因素保持不变，就算中国 A 股全部纳入 MSCI 指数，这些投资者的中国配置思路也不一定会改变。也就是说，这些投资者可能继续相于其基准指数高配中国，并采取适合他们的策略。

另一方面，基准敏感型投资者可能会对“基准之外”的任何投资采取更保守的方法。这些投资者也许会继续谨慎地接触新的机会，同时加强对相关市场的了解。

从投资多样化与风险分散的角度来看，历史上 A 股与世界上其他地区的相关性较低，如图表 7 所示。

图表 7：投资者在哪些地区的股票实现了持续增长和风险多样化？



与 MSCI ACWI 全球指数的相关性是基于 2008 年 12 月至 2019 年 4 月的历史月度指数回报数据计算；可持续增长以长期可持续再投资增长率（可持续的股本回报率乘以留存收益比率）和过去五年（2014 年 4 月至 2019 年 4 月）的每股收益增长的平均值来近似表示。

⁵ 合格境外机构投资者 (QFII) 计划于 2002 年推出，允许外国投资者直接进入中国资本市场。人民币合格境外机构投资者 (RQFII) 计划于 2011 年推出，允许在中国大陆以外合格地点筹集的人民币资金投资国内证券市场。

对中国股票配置的各种方法

考虑在股票资产中进行中国配置时，国际投资者通常要么是选择对中国采取专业化配置策略，要么就会跟随 MSCI 新兴市场指数中的中国权重来进行配置。

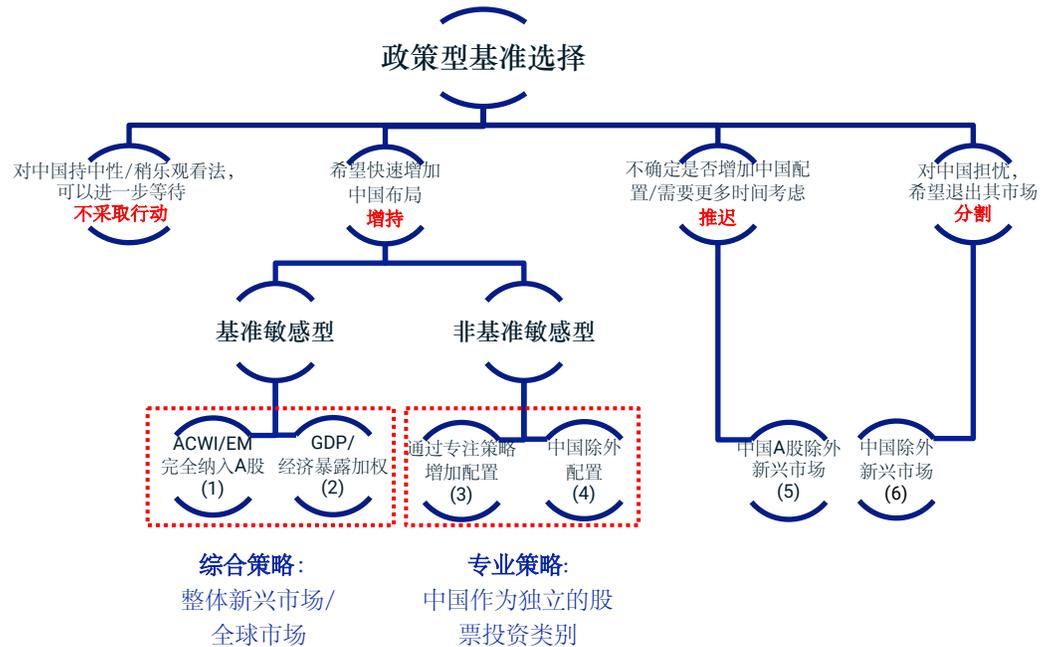
前文提到，看好中国长期前景的投资者通常会选择设立专门的中国配置策略，从而弥补中国在其基准中权重较低的影响。而对标广泛基准的投资者则更倾向于跟踪相关指数的变化。这些不同的方法反映了投资者在投资中国股票时的不同经验水平和市场看法。随着 A 股进一步纳入基准指数，投资者的方法也可能会发生变化。

政策型基准指数设计框架

对中国配置的考量分很多层次，包括政策型基准考量、战略资产配置考量，或是投资组合实施层面的考量。由于政策型基准选择对整体投资过程的影响最大，我们着重对这个问题进行下面的具体讨论。事实上，大多数投资者在资产配置和投资组合实施方面通常比较灵活。

鉴于投资者的投资信念和时间框架不尽相同，没有单一途径可以满足所有投资者的政策基准需求。但是，出于简化的目的，我们假设所有途径都以市值加权的 MSCI ACWI 全球指数为出发点。图表 8 说明了配置策略基准时可能的思考过程。

图表 8：政策基准配置时可能的思考过程



有些投资者认为中国在全球股票市场中的规模和重要性都会不断增加，不过也有些投资者持有不同的观点。因此他们在进行全球股票配置时对中国采取的投资策略也不尽相同。

- 对中国持中性或相对积极看法，但并不急于采取行动的投资者可以选择沿用目前的广泛基准，其对中国股票的配置敞口随着 MSCI 对 A 股纳入的实施相应增加。理论上，因为投资者希望追踪基准（对中国的配置相对于其基准指数保持中性或接近中性），只要基准指数中的 A 股权重增加，这些投资者对中国的配置也会相应增加。
- 对中国经济增长的长期前景持乐观态度，或看好中国股市的投资者则可能希望迅速提高其中国敞口。这意味着他们的中国敞口可能高于其全球股票基准中的权重。取决于投资者对偏离基准的接受程度，他们可能会选择不同的投资路线：

- 希望尽量向基准靠拢的投资者可能会采取“综合”配置的思路，对标 **MSCI ACWI** 全球指数或新兴市场指数相应增加了中国股票权重的特定指数进行配置
- 对基准敏感度较低的投资者则可以专门针对中国资产（甚至是仅对 **A** 股）进行配置，增加其中国相关的敞口
- 不太确定增加中国 **A** 股权重对现有新兴市场投资组合影响的投资者，可以考虑推迟是否增加 **A** 股投资比重的决定。
- 也有些投资者可能对中国在全球经济比重的增长或中国股市的长期发展前景没那么乐观。在这种情况下，他们可能更愿意采取将中国从现在基准中“分割”出来的解决方案。

我们将在下一节中评估各种基准配置方法的优缺点。

采取综合还是专业的中国投资策略?

投资者最终采用的投资策略很大程度上取决于他们的目标和投资限制。对于采取什么策略并没有“一刀切”的标准答案。机构投资者可以从资产配置和实施角度考虑各种方案的优缺点。

我们把投资者在比较综合和专业型的基准设置时需要考虑的相关内容放在图表 9 里。

图表 9：综合与专业的中国配置方法比较

	综合策略	专业策略（中国成为新的股票投资类别）	
	中国权重 中性或调高的特定 新兴市场/ACWI 指数	增持策略： 专门针对 中国策略配置	分割策略： 中国和新兴市场（中国 除外）两部分
优点	<ul style="list-style-type: none"> 与现有投资流程和治理结构的连续性 对经理人的选股或量化策略的影响较小 无需在研究中国市场单独配置上投入额外的资源 	<ul style="list-style-type: none"> 在政策型基准和战术资产配置中进行中国配置的灵活性 可在弱有效市场享受持续风险溢价 对现有的新兴市场 / ACWI 指数基准没有影响 	<ul style="list-style-type: none"> 基准配置的更高精确度和战术资产配置决策的灵活性 可在弱有效市场享受持续风险溢价
缺点	<ul style="list-style-type: none"> 战术资产配置灵活性较低 缺乏能够在中国权重显著提高的情况下管理全球股票组合的经理人 	<ul style="list-style-type: none"> 可能需要改变投资流程和治理结构 需要在中国投入专门的资源 可能需要重新部署现有资产，为新的中国策略提供资金 	<ul style="list-style-type: none"> 可能对现有的投资流程和治理结构造成干扰 缺乏能够管理中国除新兴市场股票的经理人 对中国市场相关的择时风险更高

如果采取综合的配置方案，投资者可以通过在更广泛的股票投资组合中微调中国的权重来保持现有投资流程和治理结构的连续性。如果采用专业的配置方法，投资者则可以使用“增持”的方式分步调整其中国配置，更灵活地反映他们对中国的看法。然而，将中国独立为新的股票类别可能意味着投资流程发生变化，投资组合的治理结构也可能会受到影响。

如果投资者希望在股票配置中实现更高精度并避免重叠，把中国 A 股或整个中国市场从新兴市场指数中分割出来也是一个可能的选项。然而，从新兴市场基准中分割出整个中国市场将会对投资过程造成严重干扰，投资者可能会因此而承担相应风险。

MSCI 中国相关指数选项

考虑专业中国配置策略的投资标的时，投资者通常会选用 MSCI 中国指数。已部分纳入 MSCI 指数的中国 A 股成分股也已包含在 MSCI 中国 A 股指数，MSCI 中国全市场指数，以及其它相关的 MSCI 指数中。图表 10 总结了 MSCI 中国系列指数的构成和特征。

图表 10: “专业”中国配置的基准指数选择

类别	指数名称	指数编制方法重点	特点	成分股数量	
				标准 (大盘+中盘)	小盘股
全中国	MSCI 中国指数	旨在覆盖市值占中国股票市场自由流通量的 85% 的股票，包括 H 股、B 股、红筹股、P 股和外国上市股票。部分 A 股也包括在内。	<ul style="list-style-type: none"> 包含在 MSCI 新兴市场指数中的中国股票 B 股、H 股、P 股、红筹股以及外国上市股票 (于 2018 年 6 月加入 A 股) 外资自由流通因子 (FIF) 调整，离岸人民币汇率 (CNH rate) 	495	239
	MSCI 中国全市场指数	旨在覆盖市值占综合中国股票市场自由流通量的 85% 的股票，包括 A 股、B 股、H 股、红筹股、P 股和外国上市股票。	<ul style="list-style-type: none"> 100% 纳入 A 股的所有中国股票集合 A 股、B 股、H 股、P 股、红筹股以及外国上市股票 外资自由流通因子 (FIF) 调整，离岸人民币汇率 (CNH rate) 	693	1,983
中国 A 股	MSCI 中国 A 股指数	在 MSCI 中国 A 股国际指数的基础上演变，使用沪深港通资格审查	<ul style="list-style-type: none"> 沪深港通适用的 A 股，扩大至中盘；超出初始纳入 MSCI 新兴市场指数中的范围 外资自由流通因子 (FIF) 调整，离岸人民币汇率 (CNH rate) 	436	-
	MSCI 中国 A 股国际指数	包括 MSCI 中国全股票指数的中国 A 股成分股	<ul style="list-style-type: none"> MSCI 中国全股票指数的 A 股成分股 QFII 适用的 A 股 外资自由流通因子 (FIF) 调整，离岸人民币汇率 (CNH rate) 	462	1,744
	MSCI A 股在岸指数	旨在覆盖所有可投资的中国 A 股自由流通市值的 85%	<ul style="list-style-type: none"> 供中国投资者使用 规模并非基于全球指数 境内自由流通因子 (DIF) 调整，离岸人民币汇率 (CNH rate) 	646	1,762

截至 2019 年 5 月 30 日

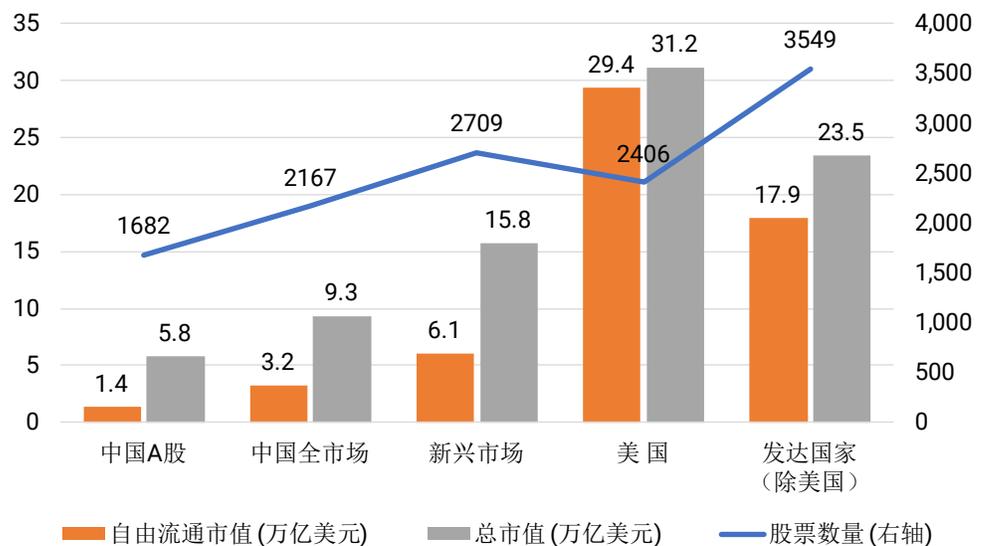
投资机会集合的选择：比较容量、广度和因子溢价

寻找政策型基准时，投资者通常需要详细评估所选基准对更广义的资产配置决策的影响。具体而言，投资者会评估：

- **资产类别可投资性：**基准指数的可投资市值和流动性是多少？
- **市场广度和阿尔法机会：**基准指数包括多少可投资证券？潜在的阿尔法和因子溢价机会有多大？
- **投资结构可用性：**相关机会会有多少种投资结构？有多大？新结构有什么趋势？

换句话说，除了投资理念和资产配置的优点外，确定政策配置基准的过程中还需要考虑能够吸纳一定规模投资的各类投资产品和结构的现状和未来发展情况。图表 11 显示了包括大盘、中盘和小盘股在内的多个 MSCI 可投资市场指数的持股数量，自由流通量和总市值。⁶

图表 11： MSCI 可投资市场指数的规模



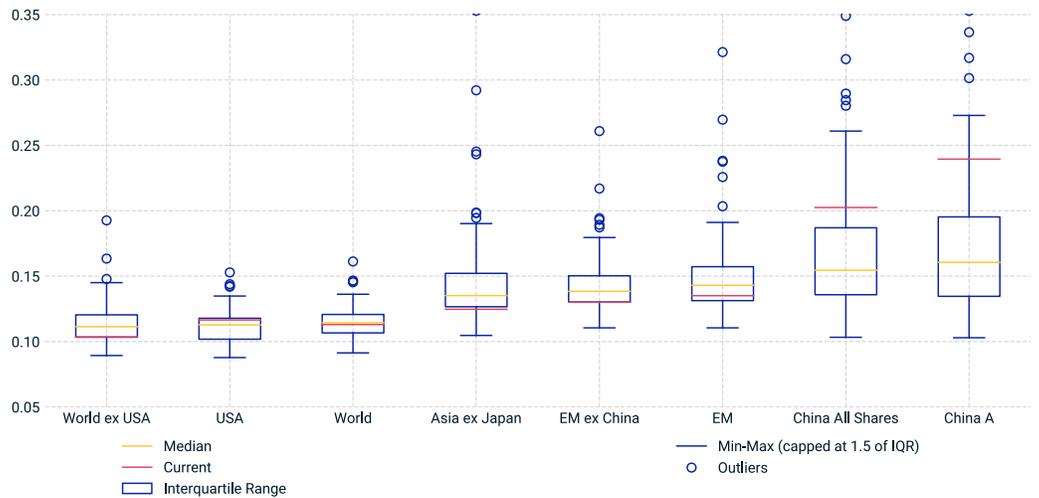
数据截至 2019 年 4 月 30 日

⁶ 自由流通市值是基于外国人纳入因子 (FIF 或者 Foreign Inclusion Factor) 来计算。在计算中国 A 股的相关指标时考虑了 30% 的外国人持股限制 (FOL 或者 Foreign Ownership Limit)。

MSCI 中国全市场指数表现出了中国整体市场（包括内地 A 股和海外上市中资股）的广泛性和多样性。另一方面，包括中国在内的综合性新兴市场基准则提供了更多的投资可能性。在选择基准时，投资者也应考虑这些因素。

从指数成分股过去 3 个月回报的横截面标准误差（CSV 或者 Cross Sectional Volatility）来衡量，该指数历史收益的分散程度很清晰地显示出了指数的市场广度。我们发现，相对于其它主流指数，MSCI 中国 A 股指数和 MSCI 中国全市场指数的成分股收益的分散系数（即表现好的股票比表现差的股票之间的收益落差，体现市场广度的指标）较大，其次是 MSCI 新兴市场指数和 MSCI 亚洲（日本除外）指数。在过去十年中，美国和其他发达市场的成分股收益的分散系数较低。

图表 12：市场广度（横截面标准误差）



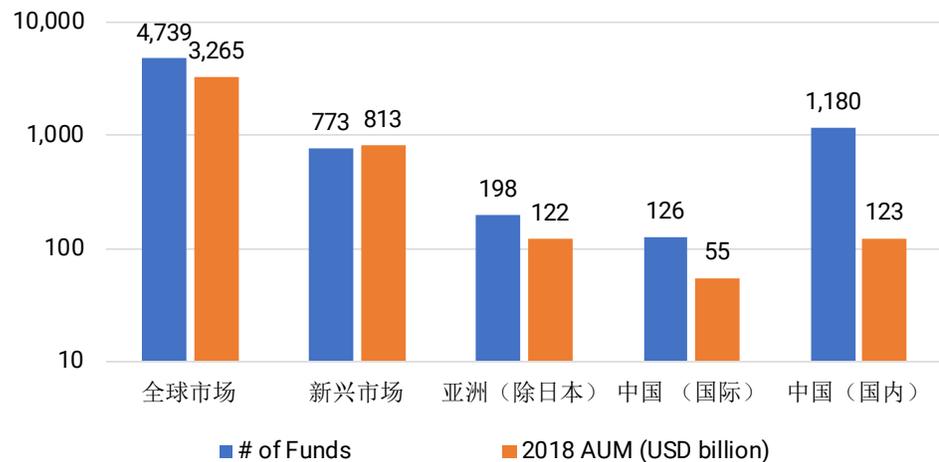
基于 MSCI 国家及区域可投资市场 (IMI) 指数追踪 3 个月回报的加权横截面标准误差绘制，使用从 2010 年 1 月至 2019 年 4 月的数据

特定地区的共同基金数量和管理资产总额也从另一个维度显示市场广度。我们分别考察了不同市场当前共同基金的规模，重点关注全球，新兴市场，亚洲（日本除外）和中国股市。根据 MSCI 同行分析数据库，截至 2018 年 9 月，共有超过 4,700 只专注全球股票的共同基金，资产管理规模超过 3 万亿美元。相比之下，专

注投资新兴市场股票的共有 773 家共同基金，资产管理规模超过 8,000 亿美元，而 198 家专注亚洲（日本除外）股票的共同基金资产管理规模则超过 1,220 亿美元。

中国国内共同基金市场逐渐趋向成熟，参与者众多。另一方面，与亚洲（日本除外）和新兴市场共同基金相比，满足国际投资者需求的专注中国市场的共同基金无论是绝对规模还是平均规模都仍然偏小。

图表 13：共同基金市场规模



全球、新兴市场、亚洲（日本除外）和中国（国际）基金数据来自理柏和 MSCI 同行分析数据库 (Lipper & MSCI Peer Analytics)，数据截至 2018 年 9 月。中国（境内）数据基于 2018 年 12 月中国证券投资基金业协会的数据。

因子也可用于进行市场判断。在图表 14 中，左图比较了 2008 年 12 月至 2019 年 4 月不同市场的历史因子溢价。该图使用的是 MSCI 多元化多因子 (Diversified Multi Factor) 指数的年化表现。该类指数旨在反映归因于价值、质量、小规模和动量因子战略敞口的风险回报溢价。⁷

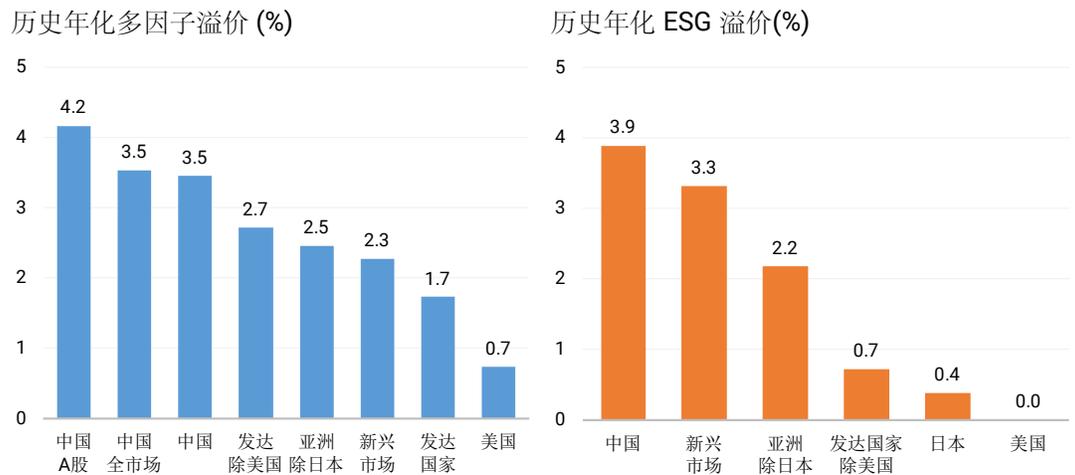
⁷ MSCI 多元化多因子 (Diversified Multi Factor) 指数旨在最大化四个因子敞口 (包括价值, 动量, 质量和小规模因子), 同时保持类似于母指数的风险概况。有关指数编制方法的更多详细信息, 请参阅 <https://www.msci.com/diversified-multi-factor-index>

与图表 12 一致，我们发现，虽然过往业绩不代表未来表现，但因子的量化策略在中国股票市场中的表现比世界其他市场更好。⁸ 有趣的是，多因子策略在美国以外的发达市场的表现也不错，因子历史溢价水平与新兴市场和亚洲（日本除外）相当。

近年来，越来越多的投资者将环境、社会和治理（ESG）的理念整合到其政策组合之中。一些投资者还把 ESG 做为传统量化因子之外的一个新因子，并实践到投资组合管理之中（见研究报告 Melas et al., 2016, Giese et al., 2018）。

如图表 14 右图所示，尽管不代表未来表现，基于因子的量化策略过去在中国股市中的表现比世界其他市场更好。此外，整合 ESG 因子对于中国、新兴市场和亚洲（日本除外）指数历史回报率的提升要高于发达市场。

图表 14：历史年化因子和 ESG 溢价



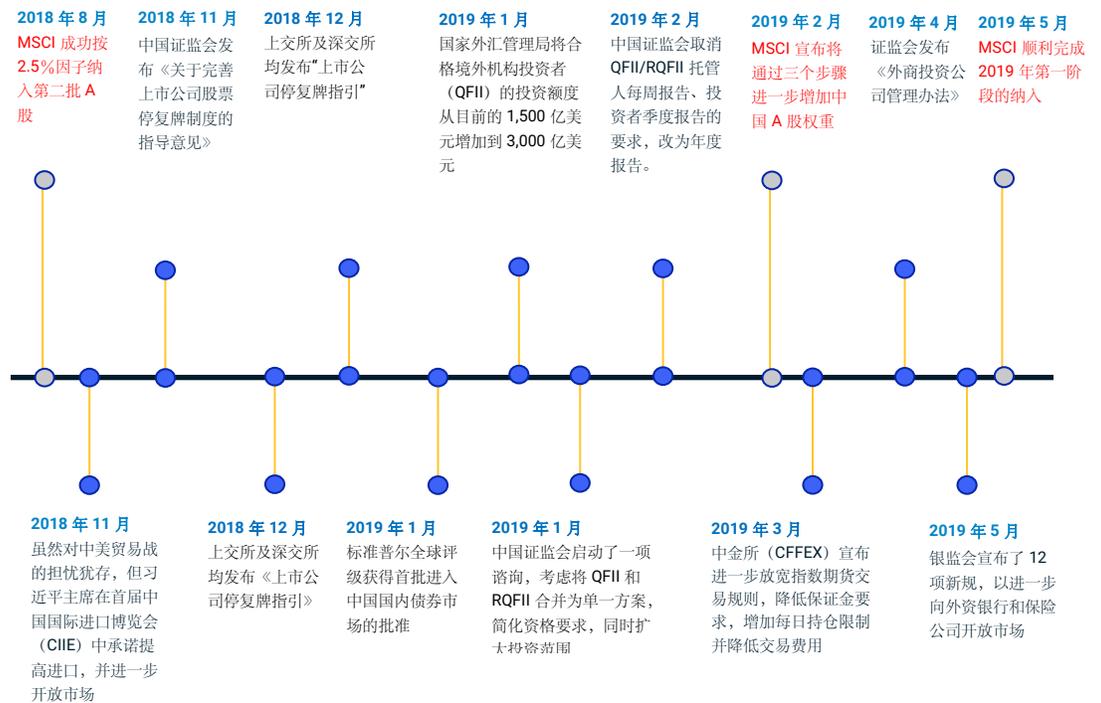
历史年度因子溢价是根据 2008 年 12 月至 2019 年 4 月的 MSCI 多元化多因子 (Diversified Multi Factor) 指数的年化主动回报率 (%) 计算；历史年度 ESG 溢价是根据 2008 年 12 月至 2019 年 4 月的 MSCI ESG 领先者 (ESG Leaders) 指数的年度主动回报率 (%) 计算

⁸ 我们在博客文章《您的投资策略是否适用于中国 A 股 (Can your investment strategy work with China A shares?)》中分析了中国因子策略回报更好的潜在原因。

对全球和新兴市场股票配置的思路

MSCI 最近的市场咨询显示，机构投资者普遍欢迎中国的市场开放措施。不过，有部分投资者认为在进一步提高 A 股纳入因子之前，还有一些市场准入条件需要改善。⁹

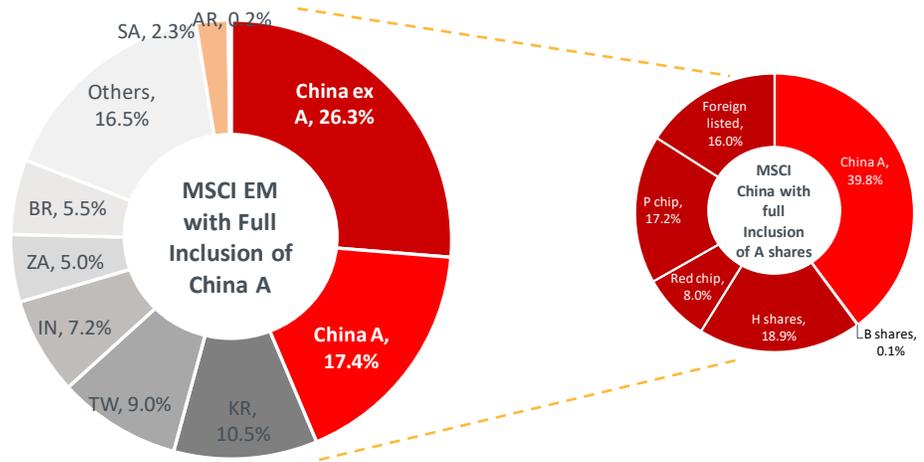
图表 15：中国最新的市场开放措施和 MSCI 纳入中国 A 股的进展



如果中国继续改善市场准入并持续解决投资者关注的一系列剩余问题，A 股纳入因子可能会进一步上升，最终达到 100%。根据截至 2019 年 4 月 17 日的模拟数据，中国股票将占 MSCI 新兴市场指数的 40% 以上（图表 16）。

⁹ 有关投资者关注的尚存市场准入问题的说明，请参阅附录。

图表 16: MSCI 新兴市场指数模拟数据 (假设完全纳入中国 A 股)



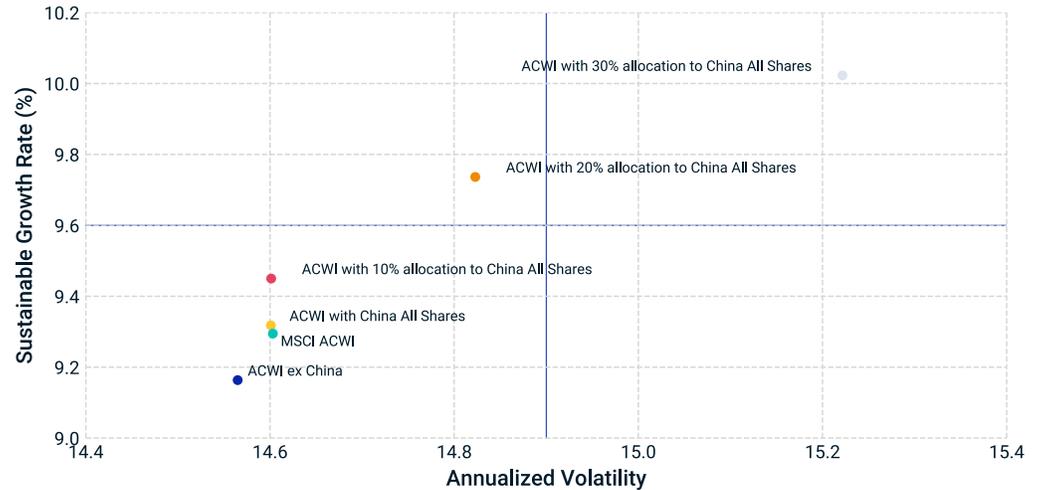
数据截至 2019 年 4 月 17 日

在 A 股完全纳入 MSCI 新兴市场指数的假设前提下，笔者对投资者的潜在思维过程进行了设想，并分别计算了在几种政策型基准指数配置的情景下历史波动率与估计的可持续每股收益 (EPS) 增长率的变化。¹⁰

根据截至 2019 年 4 月 17 日的模拟数据，中国在完全纳入 MSCI ACWI 指数后占 6% 的权重。尽管中国在全球指数中权重较低，但如果将中国除外，全球基准指数的可持续收益增长率将降低约 13 个基点。

¹⁰ 本文中的每股可持续收益增长率采用长期可持续再投资增长率 (可持续的股本回报率乘以留存收益比率) 和过去五年 (2014 年 4 月至 2019 年 4 月) 的每股收益增长的平均值来近似表示。

图表 17: 全球股票战略型配置的效率前沿 (Efficient Frontier) 曲线



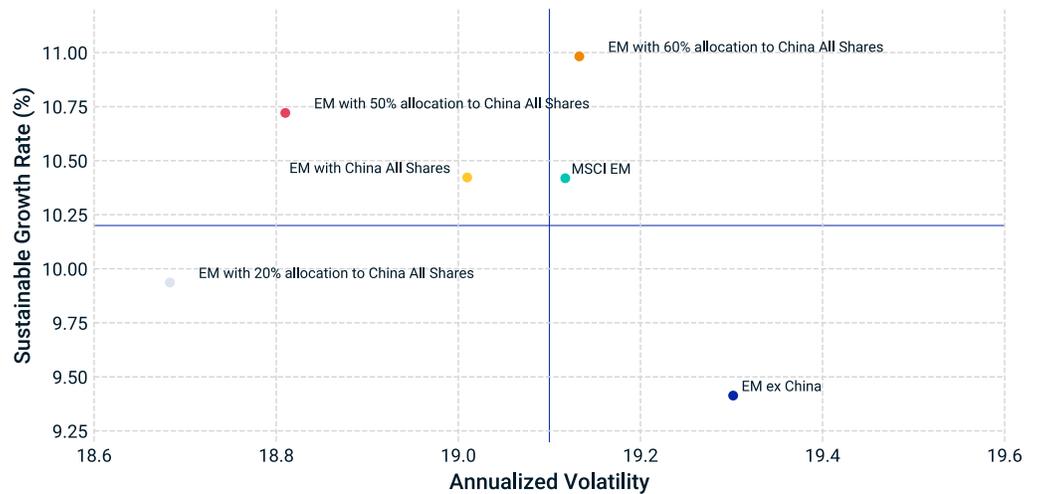
ACWI with China All Shares (ACWI 包括中国全市场) 是假设 A 股完全纳入 MSCI 指数并无任何陆股通可投资性限制的 MSCI ACWI 全球股票指数。MSCI ACWI 全球股票指数以 10%、20% 和 30% 配置到中国全市场是基于政策基准以不同的权重配置于中国全市场 (China All Shares) 指数而剩余的 90%、80% 和 70% 权重配置于 MSCI ACWI 全球 (除中国外) 指数。年化波动率 (横轴) 是根据 2008 年 12 月至 2019 年 4 月的历史月度指数回报计算。可持续增长率 (纵轴) 采用长期可持续再投资增长率 (可持续的股本回报率乘以留存收益比率) 和过去五年 (2014 年 4 月至 2019 年 4 月) 的每股收益增长的平均值来近似表示。

中国对新兴市场股票配置的影响则更大。在图表 18 中, 根据历史数据测算, 若新兴市场基准中将中国除外, 股票指数的可持续收益增长率将降低一个百分点, 同时其风险将增加。

根据同样的分析和历史数据, 虽然 MSCI 新兴市场指数完全纳入中国 A 股并不会显著改变整体新兴市场资产类别的可持续增长前景, 但由于中国 A 股所带来的多样化机会, 增加 A 股权重将降低新兴市场基准指数风险。此外, 如果投资者之前

在新兴市场配置中增加了中国权重（例如将中国权重提升到 50% 或 60%），其可持续收益增长率将得到改善，或者总体新兴市场投资组合的风险会减少。¹¹

图表 18：新兴市场股票战略型配置的效率前沿（Efficient Frontier）曲线



EM with China All Shares（新兴市场包括中国全市场）是假设 A 股完全纳入 MSCI 指数并无任何陆股通可投资性限制的 MSCI 新兴市场指数。MSCI 新兴市场指数以 20%、50% 和 60% 配置到中国全市场是基于政策基准以不同的权重配置于中国全市场（China All Shares）指数而剩余的 80%、50% 和 40% 的权重配置于 MSCI 新兴市场（除中国外）指数。年化波动率（横轴）是根据 2008 年 12 月至 2019 年 4 月的历史月度指数回报计算。可持续增长率（纵轴）采用长期可持续再投资增长率（可持续的股本回报率乘以留存收益比率）和过去五年（2014 年 4 月至 2019 年 4 月）的每股收益增长的平均值来近似表示。

¹¹ 本报告可能包含历史数据分析，其中可能包括假设的、经回溯测试的或模拟的指数表现结果。经回溯测试的或模拟的指数表现与随后通过任何投资策略实现的实际结果之间经常存在重大差异。

本报告中的分析和观察仅限于相关历史数据、回溯或模拟的时期。过往表现（无论是实际，经回溯或模拟的表现）都不能表明或保证未来表现。本文中的任何信息或分析均不构成投资建议或做出（或不做出）任何类型的投资决策或资产分配的建议，且不应作为此类依据。

结语

中国不断增长的经济实力和市场准入条件的改善为全球投资者带来了重大的投资机遇和挑战。了解中国对全球股票配置的重要性可以帮助投资者做出更稳健的投资政策。

投资者的投资经历、目标和限制因素各不相同，因此无法一次性解决所有投资者的问题。采用更具战略性的股票配置方法的投资者可能希望跳出短期市场和宏观经济波动，来对其中国股票的战略配置进行评估。评估过程中，投资者可能希望对以下两个要点进行关注：一、中国配置的权重大小，这包括在全球和新兴市场策略中的配置；二、如何在政策基准指数中实施这一配置。

对于第一个要点，投资者可能需要评估在每种情景下如何才能满足自己的投资目标，匹配其对全球股票机会集的分类看法，并与其投资信念无缝吻合。

至于第二点，投资者可能要在两种配置类型之间做出选择 – 要么是将中国放在 **MSCI ACWI** 全球指数或新兴市场指数的股票机会集中综合考量，要么是对中国股票采取专业的配置方法，将其视为独立的股票类别。如果是后者，投资者可能根据实际情况作出不同的最终决策：譬如决定从新兴市场投资组合中将中国板块“分割”出去，或是采取整合后的“中国全市场”策略，又或是专门对中国 **A** 股形成特定的策略。在决定采取的方法时，投资者需要纳入考量其投资信念，潜在配置方案对整体投资组合的影响，以及相关投资结构的可用性。

无论投资者做出何种选择，理解中国在其股票资产配置中的地位的都尤为重要。

参考文献

- Ang, A., Hodrick, R., Xing, Y., and Zhang, X. 2006. "The Cross Section of Volatility and Expected Returns." *Journal of Finance* 51 (1): 259-299.
- Chia, C.P., Bambaci, J., and Ho, B. 2012. "Built to Last: Two Decades of Wisdom on Emerging Market Allocations." MSCI Research Insight.
- Chia, C.P., and Ho, B. 2014. "A' Opening to the Great Wall." MSCI Research Insight.
- Dimson, E., Marsh, P., and Staunton, M. 2002. "Triumph of the Optimists: 101 Years of Global Investment Returns." Princeton University Press.
- Fama, E. F., and French, K.R. 1993. "Common Risk Factors in the Returns on Stock and Bonds." *Journal of Financial Economics* 33: 3-56.
- Giese G., Lee, L.-E., Melas, D., Nagy, Z. and Nishikawa, L. (2018). "Foundations of ESG Investing." MSCI Research Insight.
- Ilmanen, A. 2011. "Expected Returns: An Investor's Guide to Harvesting Market Rewards." The Wiley Finance Series.
- Melas, D., and Subramanian, M. 2012. "Harvesting Risk Premia in Emerging Markets." *ETFs and Indexing* 1: 118-122.
- Melas, D. 2019. "The Future of Emerging Markets." MSCI Research Insight.
- Melas, D., Nagy, Z. and Kulkarni. 2016. "Factor Investing and ESG Integration." MSCI Research Insight.
- Melas, D., Nagy, Z., Kumar, N., and Zangari, P. 2019. "Beyond Market Equilibrium: The Future of Active Investing." *Journal of Portfolio Management* (forthcoming).
- Nielsen, F., Fachinotti, G., and Kang, X. 2010. "The 'New Classic' Equity Allocation?" MSCI Research Paper.
- Ritter, J. 2005. "Economic Growth and Equity Returns." *Pacific Basin Finance Journal* 13: 489-503.
- Vanguard. 2010. "Investing in Emerging Markets: Evaluating the Allure of Rapid Economic Growth." Vanguard Research Paper.
- Wei, Z., Doole, S. and Saurabh, K. 2015. "Currency Hedging: Adapting to Volatility." MSCI Research Insight.
- Wei, Z., and Chia, C.P. 2017. "Are You Ready for China A Shares? Implications of Including A Shares in Benchmark Indexes." MSCI Research Insight.

附录：尚存的市场准入问题

MSCI 在 2018 年 9 月至 2019 年 2 月进行的最近一次全球咨询期间，国际机构投资者强调，如欲进一步增加中国 A 股在 MSCI 指数中的纳入因子（超过 20%），中国当局需要解决以下市场准入问题：

- **对冲及衍生品工具的获取**

交易所上市股指期货和其他衍生产品的缺乏导致投资者在增加 A 股在 MSCI 指数中的权重和管理风险时效率低下

- **中国 A 股结算周期较短**

中国 A 股的结算周期较短，对（尤其是非亚洲时区的）投资者带来一定运营风险及跟踪挑战。随着 A 股权重和纳入数量的增长，这将带来更大的风险。

- **沪深港机制下的假期风险**

公众咨询结果显示，投资者担心中国境内股票与沪深港通不同的交易假日会对投资造成影响。

- **沪深港通的有效综合账户机制**

很多大型的基金管理公司和经纪交易商都强调了建立高效的综合交易机制的紧迫性。即，对于国际机构投资者而言，可以以单一订单同时执行多个客户账户的交易对于促进最佳执行和降低操作风险至关重要。¹²

MSCI 将继续观察市场发展，以确保中国 A 股在 MSCI 指数中的权重能够反映市场准入标准的改善。

¹² 此项对受相关法规要求对其客户交易须一致同仁的投资者尤为重要。

Contact us

clientservice@msci.com

AMERICAS

Americas	1 888 588 4567 *
Atlanta	+ 1 404 551 3212
Boston	+ 1 617 532 0920
Chicago	+ 1 312 675 0545
Monterrey	+ 52 81 1253 4020
New York	+ 1 212 804 3901
San Francisco	+ 1 415 836 8800
Sao Paulo	+ 55 11 3706 1360
Toronto	+ 1 416 628 1007

EUROPE, MIDDLE EAST & AFRICA

Cape Town	+ 27 21 673 0100
Frankfurt	+ 49 69 133 859 00
Geneva	+ 41 22 817 9777
London	+ 44 20 7618 2222
Milan	+ 39 02 5849 0415
Paris	0800 91 59 17 *

ASIA PACIFIC

China North	10800 852 1032 *
China South	10800 152 1032 *
Hong Kong	+ 852 2844 9333
Mumbai	+ 91 22 6784 9160
Seoul	00798 8521 3392 *
Singapore	800 852 3749 *
Sydney	+ 61 2 9033 9333
Taipei	008 0112 7513 *
Thailand	0018 0015 6207 7181 *
Tokyo	+ 81 3 5290 1555

* = toll free

ABOUT MSCI

MSCI is a leading provider of critical decision support tools and services for the global investment community. With over 45 years of expertise in research, data and technology, we power better investment decisions by enabling clients to understand and analyze key drivers of risk and return and confidently build more effective portfolios. We create industry-leading research-enhanced solutions that clients use to gain insight into and improve transparency across the investment process.

To learn more, please visit www.msci.com.

Notice and Disclaimer

This document and all of the information contained in it, including without limitation all text, data, graphs, charts (collectively, the "Information") is the property of MSCI Inc. or its subsidiaries (collectively, "MSCI"), or MSCI's licensors, direct or indirect suppliers or any third party involved in making or compiling any Information (collectively, with MSCI, the "Information Providers") and is provided for informational purposes only. The Information may not be modified, reverse-engineered, reproduced or disseminated in whole or in part without prior written permission from MSCI.

The Information may not be used to create derivative works or to verify or correct other data or information. For example (but without limitation), the Information may not be used to create indexes, databases, risk models, analytics, software, or in connection with the issuing, offering, sponsoring, managing or marketing of any securities, portfolios, financial products or other investment vehicles utilizing or based on, linked to, tracking or otherwise derived from the Information or any other MSCI data, information, products or services.

The user of the Information assumes the entire risk of any use it may make or permit to be made of the Information. NONE OF THE INFORMATION PROVIDERS MAKES ANY EXPRESS OR IMPLIED WARRANTIES OR REPRESENTATIONS WITH RESPECT TO THE INFORMATION (OR THE RESULTS TO BE OBTAINED BY THE USE THEREOF), AND TO THE MAXIMUM EXTENT PERMITTED BY APPLICABLE LAW, EACH INFORMATION PROVIDER EXPRESSLY DISCLAIMS ALL IMPLIED WARRANTIES (INCLUDING, WITHOUT LIMITATION, ANY IMPLIED WARRANTIES OF ORIGINALITY, ACCURACY, TIMELINESS, NON-INFRINGEMENT, COMPLETENESS, MERCHANTABILITY AND FITNESS FOR A PARTICULAR PURPOSE) WITH RESPECT TO ANY OF THE INFORMATION.

Without limiting any of the foregoing and to the maximum extent permitted by applicable law, in no event shall any Information Provider have any liability regarding any of the Information for any direct, indirect, special, punitive, consequential (including lost profits) or any other damages even if notified of the possibility of such damages. The foregoing shall not exclude or limit any liability that may not by applicable law be excluded or limited, including without limitation (as applicable), any liability for death or personal injury to the extent that such injury results from the negligence or willful default of itself, its servants, agents or sub-contractors.

Information containing any historical information, data or analysis should not be taken as an indication or guarantee of any future performance, analysis, forecast or prediction. Past performance does not guarantee future results.

The Information should not be relied on and is not a substitute for the skill, judgment and experience of the user, its management, employees, advisors and/or clients when making investment and other business decisions. All Information is impersonal and not tailored to the needs of any person, entity or group of persons.

None of the Information constitutes an offer to sell (or a solicitation of an offer to buy), any security, financial product or other investment vehicle or any trading strategy.

It is not possible to invest directly in an index. Exposure to an asset class or trading strategy or other category represented by an index is only available through third party investable instruments (if any) based on that index. MSCI does not issue, sponsor, endorse, market, offer, review or otherwise express any opinion regarding any fund, ETF, derivative or other security, investment, financial product or trading strategy that is based on, linked to or seeks to provide an investment return related to the performance of any MSCI index (collectively, "Index Linked Investments"). MSCI makes no assurance that any Index Linked Investments will accurately track index performance or provide positive investment returns. MSCI Inc. is not an investment adviser or fiduciary and MSCI makes no representation regarding the advisability of investing in any Index Linked Investments.

Index returns do not represent the results of actual trading of investible assets/securities. MSCI maintains and calculates indexes, but does not manage actual assets. Index returns do not reflect payment of any sales charges or fees an investor may pay to purchase the securities underlying the index or Index Linked Investments. The imposition of these fees and charges would cause the performance of an Index Linked Investment to be different than the MSCI index performance.

The Information may contain back tested data. Back-tested performance is not actual performance, but is hypothetical. There are frequently material differences between back tested performance results and actual results subsequently achieved by any investment strategy.

Constituents of MSCI equity indexes are listed companies, which are included in or excluded from the indexes according to the application of the relevant index methodologies. Accordingly, constituents in MSCI equity indexes may include MSCI Inc., clients of MSCI or suppliers to MSCI. Inclusion of a security within an MSCI index is not a recommendation by MSCI to buy, sell, or hold such security, nor is it considered to be investment advice.

Data and information produced by various affiliates of MSCI Inc., including MSCI ESG Research LLC and Barra LLC, may be used in calculating certain MSCI indexes. More information can be found in the relevant index methodologies on www.msci.com.

MSCI receives compensation in connection with licensing its indexes to third parties. MSCI Inc.'s revenue includes fees based on assets in Index Linked Investments. Information can be found in MSCI Inc.'s company filings on the Investor Relations section of www.msci.com.

MSCI ESG Research LLC is a Registered Investment Adviser under the Investment Advisers Act of 1940 and a subsidiary of MSCI Inc. Except with respect to any applicable products or services from MSCI ESG Research, neither MSCI nor any of its products or services recommends, endorses, approves or otherwise expresses any opinion regarding any issuer, securities, financial products or instruments or trading strategies and MSCI's products or services are not intended to constitute investment advice or a recommendation to make (or refrain from making) any kind of investment decision and may not be relied on as such. Issuers mentioned or included in any MSCI ESG Research materials may include MSCI Inc., clients of MSCI or suppliers to MSCI, and may also purchase research or other products or services from MSCI ESG Research. MSCI ESG Research materials, including materials utilized in any MSCI ESG Indexes or other products, have not been submitted to, nor received approval from, the United States Securities and Exchange Commission or any other regulatory body.

Any use of or access to products, services or information of MSCI requires a license from MSCI. MSCI, Barra, RiskMetrics, IPD and other MSCI brands and product names are the trademarks, service marks, or registered trademarks of MSCI or its subsidiaries in the United States and other jurisdictions. The Global Industry Classification Standard (GICS) was developed by and is the exclusive property of MSCI and Standard & Poor's. "Global Industry Classification Standard (GICS)" is a service mark of MSCI and Standard & Poor's.

MIFID2/MIFIR notice: MSCI ESG Research LLC does not distribute or act as an intermediary for financial instruments or structured deposits, nor does it deal on its own account, provide execution services for others or manage client accounts. No MSCI ESG Research product or service supports, promotes or is intended to support or promote any such activity. MSCI ESG Research is an independent provider of ESG data, reports and ratings based on published methodologies and available to clients on a subscription basis. We do not provide custom or one-off ratings or recommendations of securities or other financial instruments upon request.

Privacy notice: For information about how MSCI ESG Research LLC collects and uses personal data concerning officers and directors, please refer to our Privacy Notice at <https://www.msci.com/privacy-pledge>.