

周二再迎 MSCI 配置窗口

发展研究中心 宏观金融组

电话: 020-85590051

E-Mail: liuqingli@gf.com.cn

本周要点:

8月8日凌晨, MSCI公布季度评议的最终决定, 将进行本年度A股纳入比例的二次扩大, 将A股纳入因子从10%提高到15%, 将于8月27日收盘后开始生效。

从2018年MSCI指数调整的时间节点来看, MSCI的纳入及扩容对吸引外资进入A股有实质性的作用。2018年A股分两步纳入MSCI指数, 第一步以2.5%的比例纳入, 第二步将纳入比例提升至5%, 生效日分别为6月1日和9月3日。2018年6月首次纳入MSCI以及9月调整纳入比例时均有大量外资净流入。在MSCI扩容时, 部分外资倾向于在非常接近生效日的时间进行配置, 这体现出被动资金精准跟踪指数的需求。

本次扩容对沪深300和上证50影响更大, 对中证500影响较小。在指数的影响上, 本次扩容为沪深300和上证50成分股带来的增量资金将远远大于中证500成分股。在本次MSCI指数调整时, 投资者可以在收盘前提前做多, 或采用多IF空IC或多IH空IC的策略。由于有5月28日的经验, 预计本次资金进场时间有所推前。

策略要点:

股指: 当前经济增长放缓、流动性趋于宽松、风险偏好下行。预计在9月份中美会谈前, 避险情绪还是占主导位置, 其次是流动性, 经济增长仍然是慢变量。预计业绩窗口期中证500的业绩预期相对占优。此外, 经济放缓、风险偏好下行, 信用有望宽松, 风格偏向中小创为代表的中证500。操作上, 前期多单暂时离场, 无单者观望。

国债: 外围市场风险将再次成为市场交易焦点, 避险情绪或影响期债上行, 贸易争端短期解决可能性低, 国内基本面承压, 后续逆周期调节政策力度有望继续加强, 建议投资者保持观望, 谨慎为上。

联系信息 (宏观金融研究小组)

王荆杰 (咨询编号 Z0010774)

020-85594012,

wangjingjie@gf.com.cn;

胡岸 (咨询编号 Z0011267)

020-85598360,

huan@gf.com.cn;

郑旭 (咨询编号 Z0014217)

020-85598371,

zhengxu@gf.com.cn;

王凌翔 (咨询编号 Z0014488)

020-85592765,

wanglingxiang@gf.com.cn;

IF 主力合约近期走势



T 主力合约近期走势



目录

一、本周焦点：周二再迎 MSCI 配置窗口	1
(一) A 股纳入 MSCI 的进度	1
(二) MSCI 指数调整对外资流向的影响	1
(三) 纳入 MSCI 对股市的中长期影响	4
二、本周策略：股指多单离场，国债保持观望	6
三、宏观表现：基本面数据跟踪	7
四、市场表现：股指国债期货数据跟踪	9
免责声明	13

一、本周焦点：周二再迎MSCI配置窗口

（一）A股纳入MSCI的进度

8月8日凌晨，MSCI公布季度评议的最终决定，将进行本年度A股纳入比例的二次扩大，将A股纳入因子从10%提高到15%，将于8月27日收盘后开始生效。根据MSCI公告显示，本轮扩比将使A股在MSCI中国指数的权重达到了7.79%，而在MSCI新兴市场指数中的权重为2.46%。

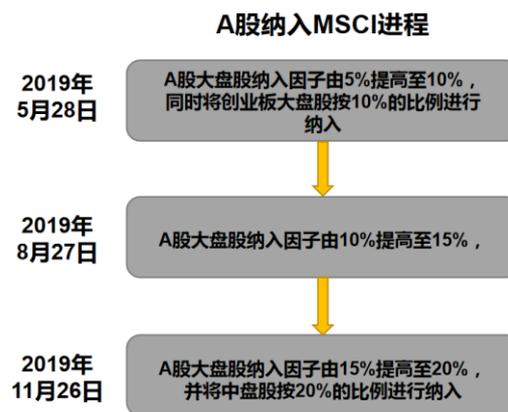
根据计划，MSCI将分三步扩大中国A股在MSCI全球基准指数中的纳入因子至20%的水平，具体的实施方案有如下：

第一步，在2019年5月的半年度指数审议结束后，MSCI将会把指数中现有的A股大盘股纳入比例由5%增加至10%，同时以10%的纳入因子纳入中国创业板大盘A股。

第二步，在2019年8月的季度指数审议结束后，MSCI将会进一步把指数中的A股大盘股的纳入比例由10%增加至15%。

第三步，在2019年11月的半年度指数审议结束后，MSCI将会再次增加A股大盘股的纳入比例，从15%增加至20%，同时以20%的纳入因子纳入A股中盘股。

图：A股纳入MSCI的扩容计划

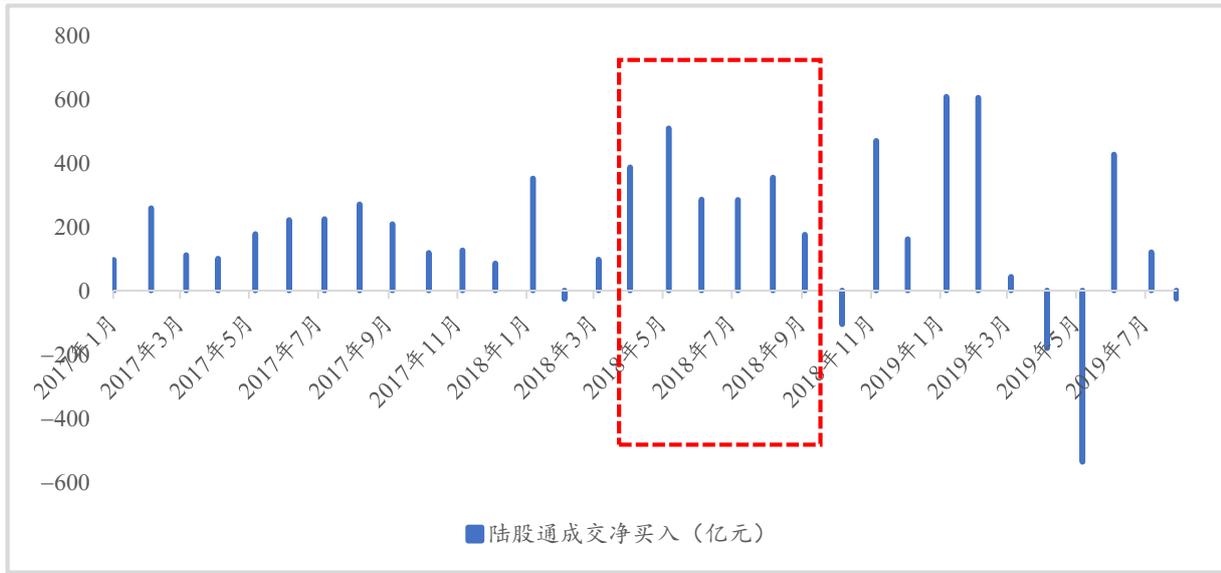


数据来源：Wind 广发期货发展研究中心

（二）MSCI指数调整对外资流向的影响

从2018年MSCI指数调整的时间节点来看，MSCI的纳入及扩容对吸引外资进入A股有实质性的作用。2018年A股分两步纳入MSCI指数，第一步以2.5%的比例纳入，第二步将纳入比例提升至5%，生效日分别为6月1日和9月3日。2018年6月首次纳入MSCI以及9月调整纳入比例时均有大量外资净流入，4月至6月陆股通分别净流入387亿元、509亿元和285亿元，7月至9月陆股通分别净流入285亿元、355亿元和176亿元。我们推测，主动型外资会在MSCI指数调整前后较长的时间窗口内，分散地进行资产配置。根据我们此前对韩国和台湾股市纳入MSCI的研究表明，主动型资金会在正式纳入前的半年左右陆续入市。

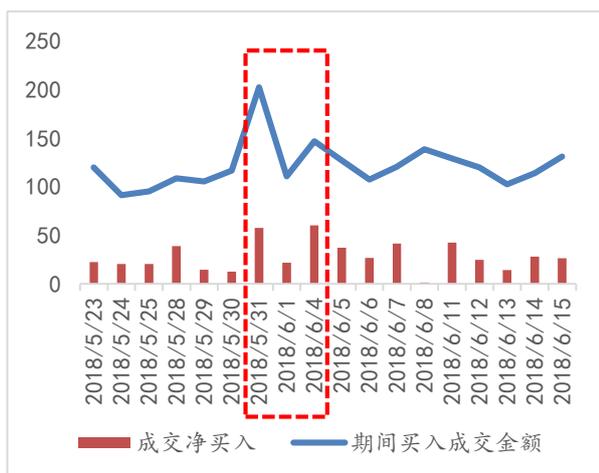
图：MSCI纳入前后陆股通成交净买入（亿元）



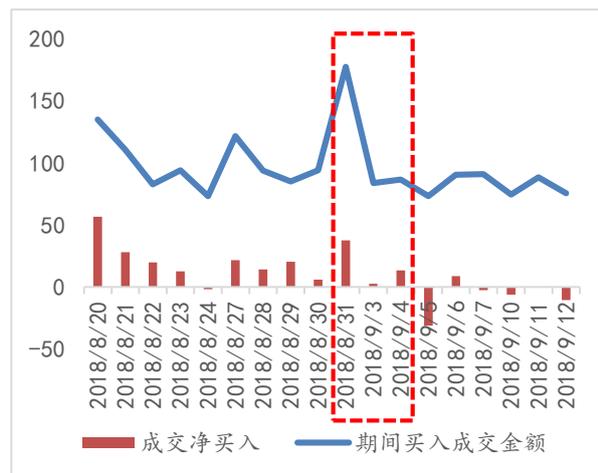
数据来源：Wind 广发期货发展研究中心

MSCI扩容前，被动资金准时入市。2018年6月1日纳入指数时，5月31日和6月4日的陆股通成交净买入和买入成交金额均明显高于阶段平均水平，其中5月31日陆股通买入202亿元。2018年9月3日调整纳入比例时，8月31日的陆股通成交净买入和买入成交金额分别为177亿元和38亿元，显著高于同时期其他交易日。2019年5月28日调整纳入比例时，当日陆股通成交净买入和买入成交金额分别为414亿元和56亿元，同时也是5月16日至5月31日期间唯一一天净流入，其余均为净流出。另外，5月28日临近收盘时，A股突然拉涨，也可以看出被动资金集中买入的行为。可见，在MSCI扩容时，部分外资倾向于在非常接近生效日的时间进行配置，这体现出被动资金精准跟踪指数的需求。

图：MSCI第一步纳入时外资流向 (亿元)



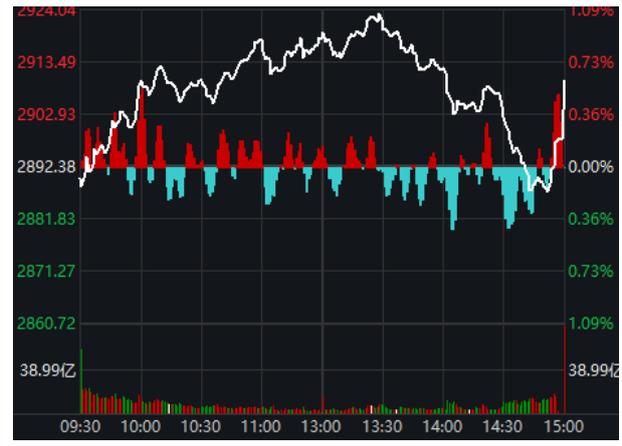
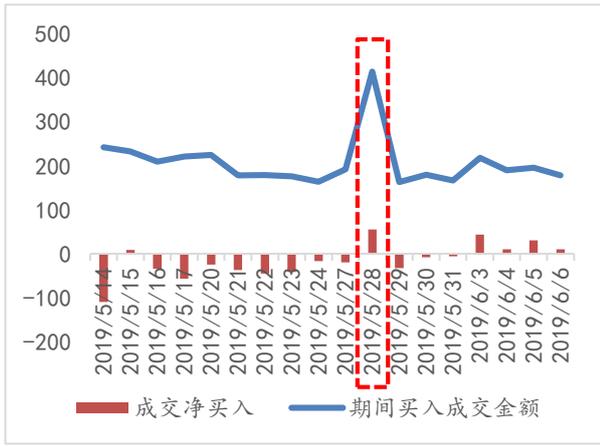
图：MSCI第二步纳入时外资流向 (亿元)



数据来源：Wind 广发期货发展研究中心

图：MSCI比例调至10%时外资流向 (亿元)

图：5月28日上证综指尾盘拉涨



数据来源：Wind 广发期货发展研究中心

本次扩容对沪深 300 和上证 50 影响更大，对中证 500 影响较小。在指数的影响上，本次扩容为沪深 300 和上证 50 成分股带来的增量资金将远远大于中证 500 成分股。个股数上，沪深 300、上证 50 和中证 500 成分股进入 8 月 MSCI 成分股名单的个股数分别为 223 个、48 个和 31 个，占比分别为 74%、96% 和 6%。权重上，MSCI 成分股在沪深 300、上证 50 和中证 500 中的权重分别为 92.1%、99.7% 和 9.33%，MSCI 成分股在上证 50 和沪深 300 中所占权重非常大，而在中证 500 中还非常小。无论从个股数还是所占权重的角度看，MSCI 扩容的影响程度依次为上证 50、沪深 300 和中证 500。根据 5 月调整时的经验，外资集中在收盘前几分钟集中流入，导致指数收盘跳涨（上证综指从 0.20% 跳至 0.61%，且沪深 300 和上证 50 跳涨幅度明显高于中证 500）。据此，在本次 MSCI 指数调整时，投资者可以在收盘前提前做多，或采用多 IF 空 IC 或多 IH 空 IC 的策略。由于有 5 月 28 日的经验，预计本次资金进场时间有所推前。

图：沪深300中MSCI成分股覆盖情况



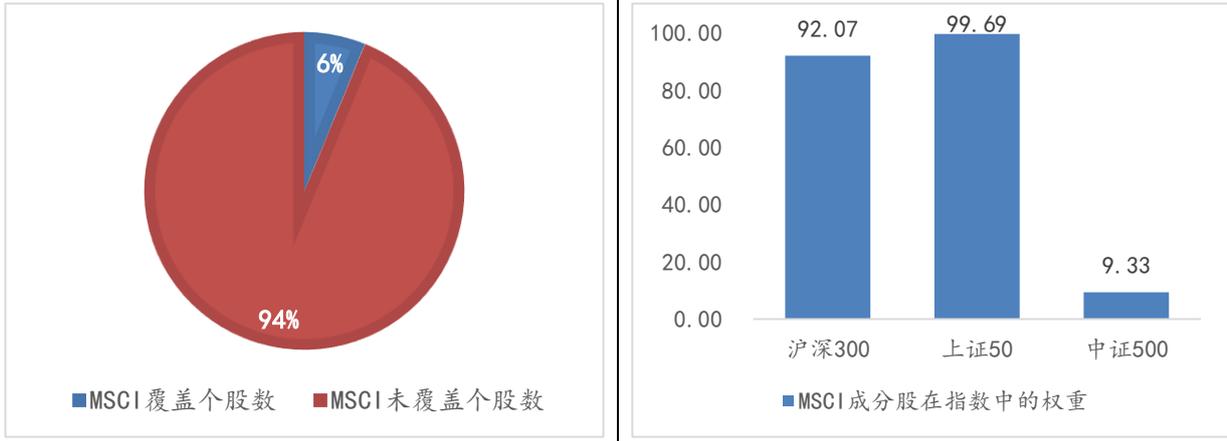
图：上证50中MSCI成分股覆盖情况



数据来源：Wind 广发期货发展研究中心

图：中证500中MSCI成分股覆盖情况

图：MSCI成分股在各指数中所占权重 (%)



数据来源：Wind 广发期货发展研究中心

（三）纳入MSCI对股市的中长期影响

A股国际化吸引外资长期流入

随着中国资本市场对海外资本限制的逐步放松，继MSCI将中国A股纳入MSCI全球基准指数之后，富时罗素和标普道琼斯也将目光投向了A股，并制定了相关计划。富时罗素计划把A股的纳入比例达到25%，分成了三个阶段：于2019年6月、2019年9月和2020年3月三个时间段，分别以20%、40%和40%来完成纳入工作，目前已经完成了第一阶段20%的纳入。8月24日，富时罗素宣布将于9月23日开盘前将A股的纳入因子从5%上调至15%。此前标普道琼斯指数也宣布将于2019年9月23日市场开盘前将中国A股纳入其相关的指数中。虽然2019年以来，受全球经济环境的恶化和人民币汇率波动加剧影响，外资流向呈现出阶段性净流入的现象，但随着我国金融市场的逐步开放，A股国际化继续推进，外资中长期净流入的态势不会改变。

日韩纳入MSCI后的股市表现

台湾、韩国的经验显示，纳入MSCI后，对股市短期有刺激，但中期顺周期，而初次纳入时刺激作用又比调升比例时强。从纳入时点来看，1996年9月3日，台湾市场首次被纳入MSCI新兴市场指数时，大势趋势向上，处于一波牛市当中，纳入MSCI指数后台指继续上涨在情理之中。但仔细分析发现，台湾股市在1996年一季度快速上行，但在二、三季度经历了一段震荡期，而非单边上扬。在纳入MSCI后，台湾股市在外资刺激之下上行更为坚决，在图上体现为向上斜率变大，纳入后首月台湾加权指数上涨4%。1992年1月7日，韩国股市首次纳入MSCI新兴市场指数，韩国综合指数此前4个月呈下跌趋势，处于下行周期的中段，但在纳入MSCI的刺激作用下，韩国股市迎来了短暂的反弹，其后的一个月韩国综合指数仍然录得6%的正收益，之后便继续顺周期下行。

我们对台湾、韩国市场在纳入MSCI或调整纳入比例后一个月内、三个月内以及一年内的表现进行了统计。在台湾市场的12个样本中，其中7次录得正收益，另外5次为负收益；在韩国市场的9个样本中，上涨的有3次，1次基本持平，5次下跌，规律并不明显。在初次纳入MSCI时，对股市的刺激作用在短期内的确有效，但从中长期看，股市走势仍然与当

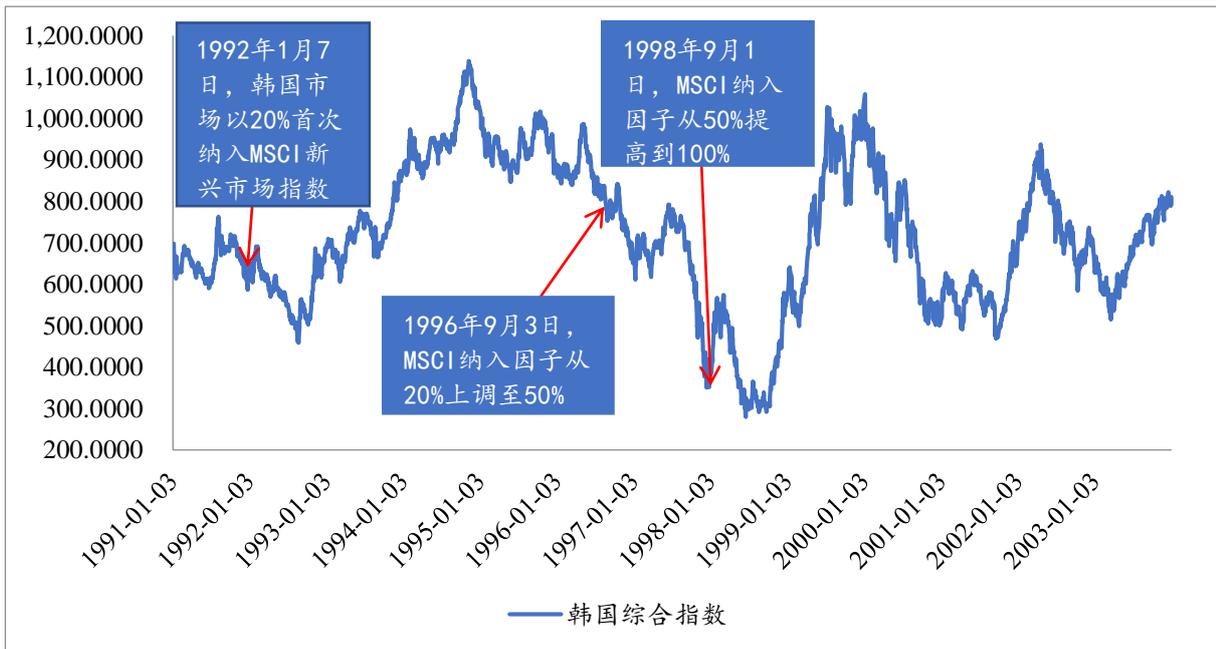
时中长期的趋势同向。可见，影响股市的核心因素始终是经济周期，MSCI因素发挥短期刺激作用，并不能改变股市原有的趋势。另外，初次纳入MSCI对股市的刺激作用更大，而调升纳入比例对股市的刺激作用则不如初次纳入时明显。因此，我们认为本次MSCI提升纳入因子，对于A股走势的影响不大，但有助于促进外资的长期流入，以及对投资者结构优化起到积极的作用。

图：台湾股市纳入MSCI时间点



数据来源：Wind 广发期货发展研究中心

图：韩国股市纳入MSCI时间点



数据来源：Wind 广发期货发展研究中心

二、本周策略：股指多单离场，国债保持观望

股指期货

上周，A股放量，成交量较前一周增加近30%，融资资金、北向资金流入规模均超过百亿元，A股在富时罗素的纳入因子如期从5%提升至15%，大量外资将被动流入。板块方面，收益于深圳现行示范区和上海临港自贸区的发布，周一出现久违的“百股涨停”，深圳概念多只股票涨停，随后涨幅收窄，上海自贸区涨幅和范围明显弱于深圳概念股。周四和周五抱团行情再次出现，茅台等白马股再破新高，带动上证50放量上涨。新版的LPR1年期品种降6个bp至4.25%，5年期以上品种报4.85%，基本符合市场预期，周一为LPR改革后首个MLF利率调整窗口，在美国货币政策尚不明朗的情况下，料利率持稳。

德国发行30年期零息债券，但市场需求低迷，目标发行规模20亿欧元，仅发行了8.24亿欧元。30年的德债收益率曲线一度跌至0以下，欧元区对未来几年通胀率和经济增长预期明显偏低。美联储7月会议纪要偏“鹰”，但周五联储主席称经济面临重大风险，语调偏“鸽”，市场对9月降息预期上涨。美国8月Markit制造业PMI初值49.9，低于市场预期，也是2009年9月以来首次跌至50下方，叠加此前数次出现收益率曲线倒挂的衰退信号，市场情绪难言乐观。欧美的市场仍然是经济增长和流动性宽松的博弈格局。

中美贸易谈判进展仍然是主导市场风险偏好的主要因素，周末中美关系又出现反复。周四商务部发言人高峰称，不可靠实体清单将于近期发布，出现了关系恶化的端倪。周五晚间中国宣布计划对750亿美元美国产商品加征关税，部分反制措施将从9月1日开始生效，其余将自12月15日生效，这与美国对近3000亿美元中国输美商品加征10%关税的计划时间相匹配。特朗普很快也提高了此前5500亿美元中国输美商品加征关税的税率，而且呼吁美国公司关闭其在华业务。市场避险情绪再度升温，尽管A股对于贸易摩擦的反应已经有所钝化，周一预计仍然会低开。短期内A股波动率仍在高位，套保者有必要维持较高的套期保值比率。

当前经济增长放缓、流动性趋于宽松、风险偏好下行。预计在9月份中美会谈前，避险情绪还是占主导地位，其次是流动性，经济增长仍然是慢变量。预计业绩窗口期中证500的业绩预期相对占优。此外，经济放缓、风险偏好下行，信用有望宽松，风格偏向中小创为代表的中证500。操作上，前期多单暂时离场，无单者观望。

国债期货

上周，LPR在改革后首次招标，流动性在央行的呵护下全周保持稳定，权益市场也有一定程度的回暖，但周五后，贸易相关议题再次成为市场焦点，料将对下周的走势造成一定影响。

具体来看，首先，周中LPR在改革后首次招标完成，中标利率较改革前下降6BP，意味着两轨并一轨的改进又推进了一步，后续进展需要关注与之挂钩的MLF利率变化。

其次，资金面方面，央行上周主要通过逆回购调控流动性，而市场的反应也较为积极，本周，将有2700亿元逆回购到期，同时还有1490亿元逆回购以及800亿元国库定存到期，在非资金面因素对市场不断施压的背景

下，料央行或将采取较为积极的动作以确保整体流动性维持“合理充裕”。

同时，周五贸易相关议题再次成为市场关注焦点，国务院关税税则委员会决定就原产地于美国的750亿美元商品加征关税以回应美方即将于9月1日对产自我国的商品加征关税，随之美国总统发表了一系列言论，可以预见的是，随着美国总统大选临近，中美之间的贸易议题将更多的服务于美国国内政治需要，短时间内问题得到解决的可能性不断降低。

总结而言，外围市场风险将再次成为市场交易焦点，避险情绪或影响期债上行，贸易争端短期解决可能性低，国内基本面承压，后续逆周期调节政策力度有望继续加强，建议投资者保持观望，谨慎为上。

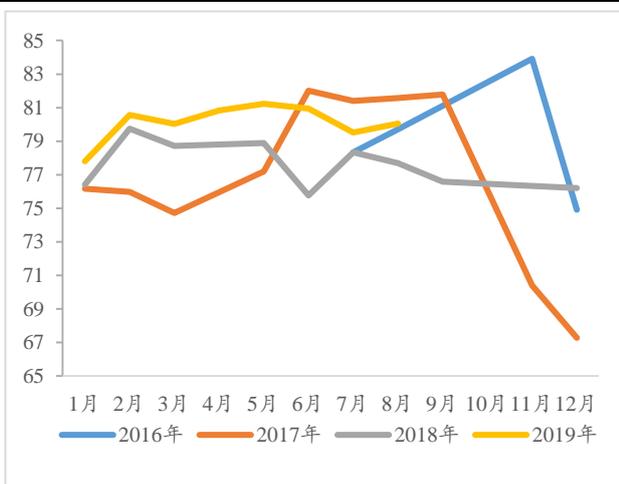
三、宏观表现：基本面数据跟踪

经济：焦炉开工率维持高企，上周开工率为80.57%，较前一周上升了1.13个百分点。高炉开工率上周为68.23%，较前一周上升了0.14个百分点，上周限产继续有所放松。临近10月限产政策短期依旧是影响开工的主要因素，预计限产情况会出现阶段性收紧，因此未来高炉开工波动或较大。需求方面，8月第一周，6大集团平均耗煤量达到77.69万吨/日，较前一周增加了2.62万吨/日。30大中城市成交面积环比前一周增加了3.12万平方米，地产收紧政策不断，居民短期或进一步观望。8月中旬汽车销售进一步走弱，乘用车销售厂家批发同比下降了8%，零售同比下降了121%。

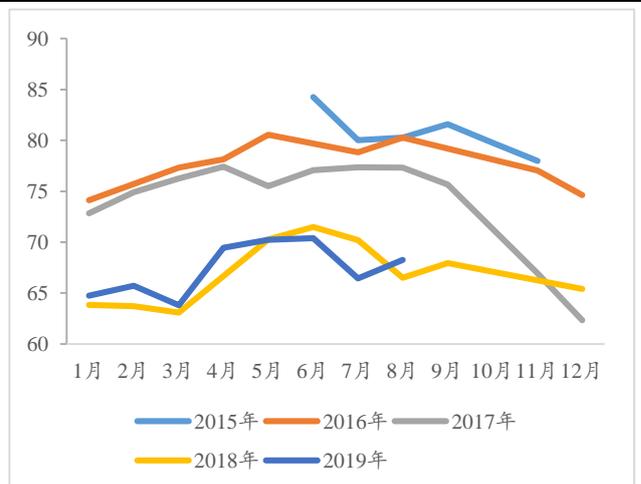
物价：2019年8月25日据猪价格网统计全国外三元均价为24.98元/公斤，较上周上涨1.41元/公斤。近三周以来，猪肉价格快速上行，生猪供应紧缺情况仍旧持续，南北猪价轮番上涨，生猪均价涨势未停。目前仍处夏季高温时段，肉类需求水平较低，终端对于高价猪肉抵触情绪增强，猪价涨幅有缓和迹象。生猪供应紧缺的矛盾短期难以缓解，猪价将继续维持上涨态势。

流动性：上周央行通过逆回购操作净投放3000亿元。随着税期影响消退，央行开始净回笼。本周央行公开市场有2700亿元逆回购到期，无正回购和央票到期；此外还有800亿元国库现金定存和1490亿元MLF到期。其中，1490亿元1年期MLF本周六（8月24日）到期，由于恰逢周末顺延至下周一。因此重点关注本次MLF如何续作以及利率是否会下调。

图：焦炉开工率 (%)



图：高炉开工率 (%)



数据来源: Wind 广发期货发展研究中心

图: 螺纹库存(上海, 万吨)

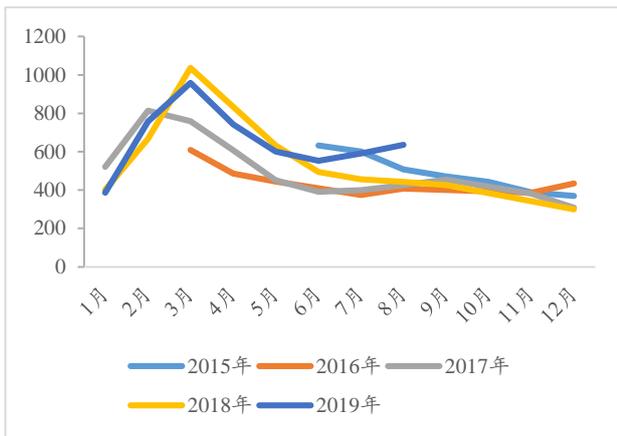
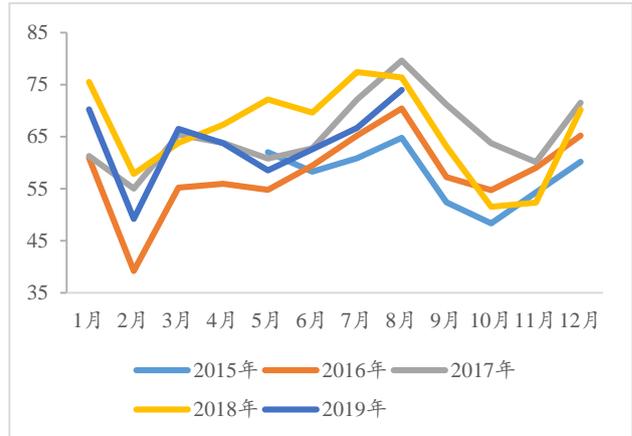


图: 6大发电集团耗煤(万吨)



数据来源: Wind 广发期货发展研究中心

图: 30大中城市商品房成交面积(万平方米)

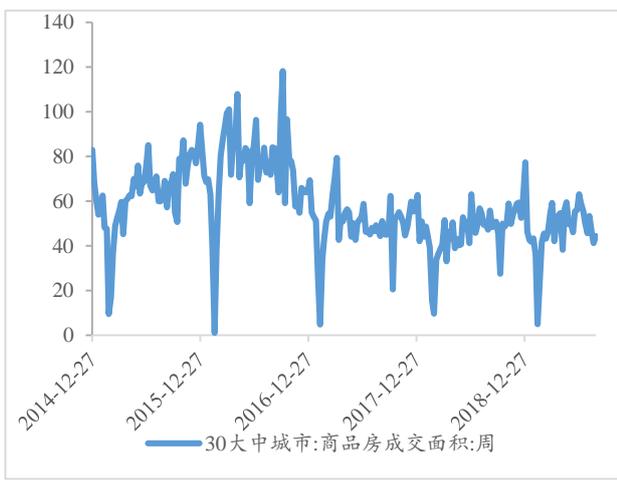
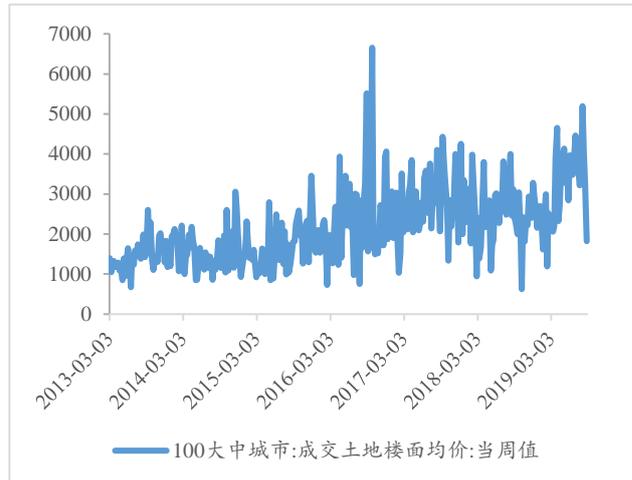


图: 100大中城市成交土地楼面均价(元/平方米)



数据来源: Wind 广发期货发展研究中心

图: 乘用车厂家批发和零售同比增速(%)

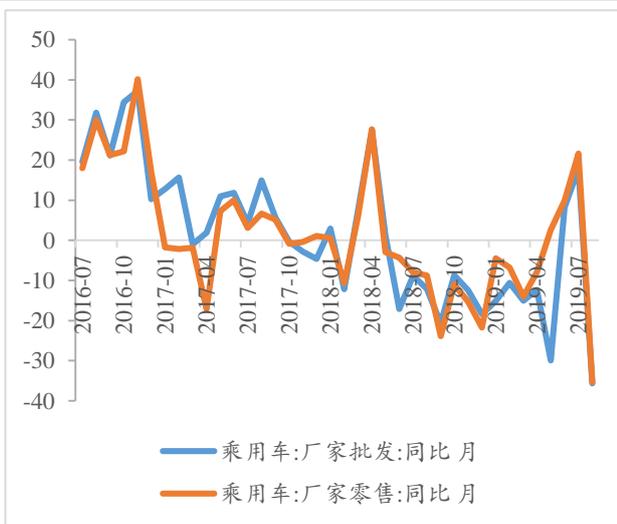
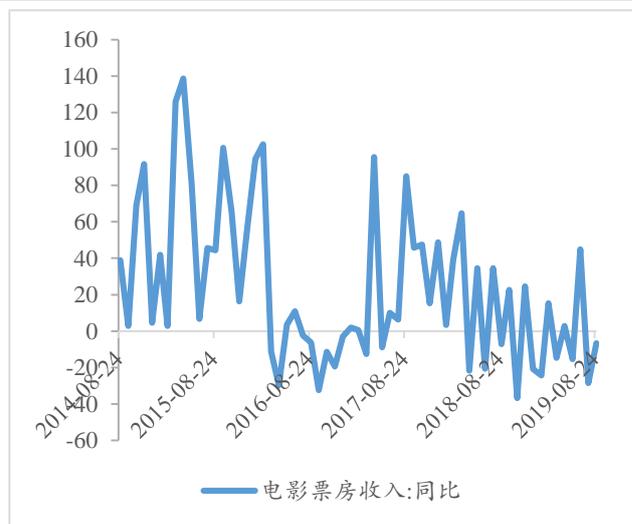


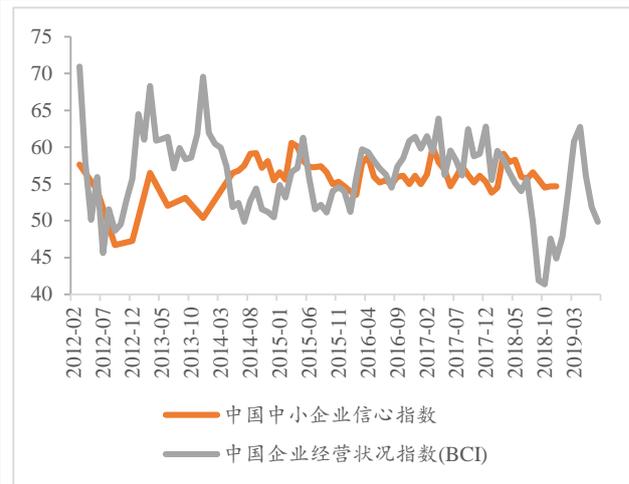
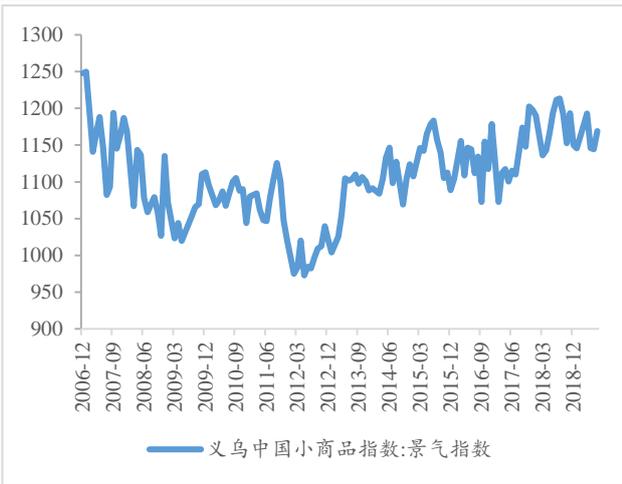
图: 电影票房收入同比增速(%)



数据来源: Wind 广发期货发展研究中心

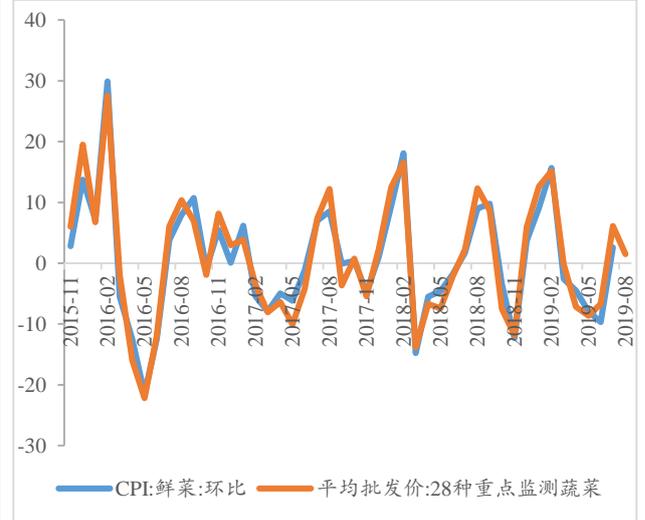
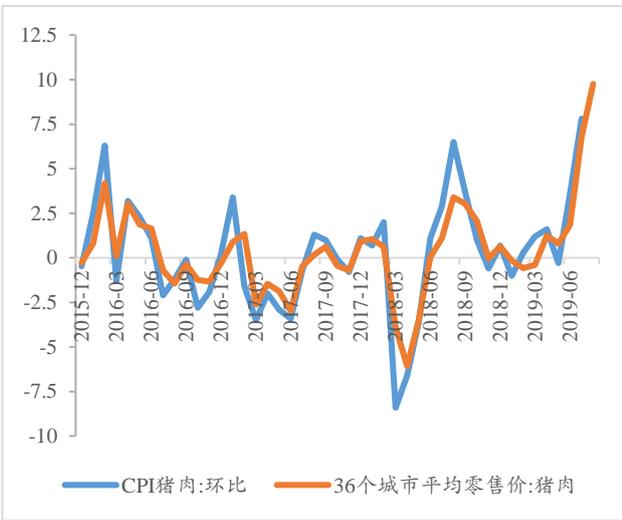
图: 义乌中国小商品指数(%)

图: 中国企业指数(%)



图：猪肉价格环比增速 (%)

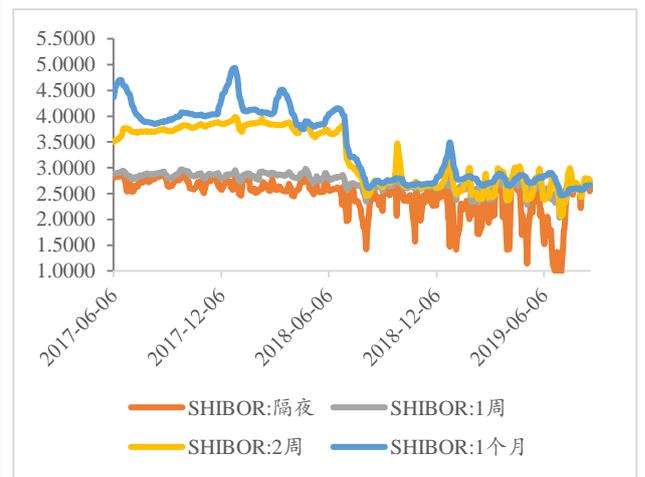
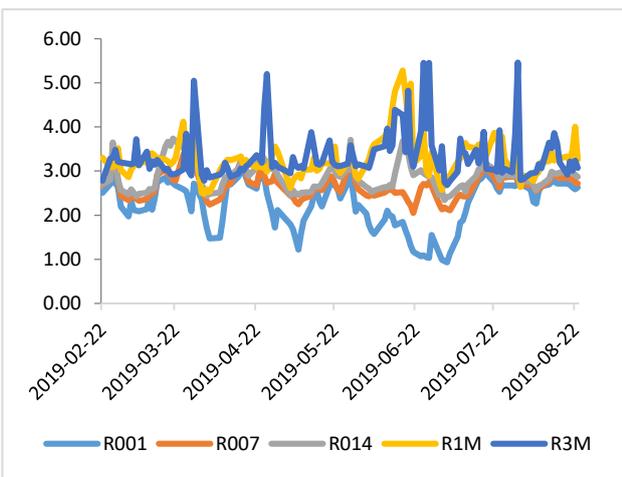
图：蔬菜价格环比增速 (%)



数据来源：Wind 广发期货发展研究中心

图：质押式回购利率 (%)

图：SHIBOR利率 (%)



数据来源：Wind 广发期货发展研究中心

四、市场表现：股指国债期货数据跟踪

股指期货

上周，上证综指上涨2.61%，深证成指上涨3.33%，创业板指上涨3.03%，沪深300指数上涨2.97%，上证50指数上涨3.30%，中证500指数上涨3.50%。期指方面，上周IF1909上涨3.11%，IH1909上涨3.33%，IC1909上涨3.40%。

期现价差方面，上周IF期现价差（期-现）从-25.74点升至-15.66点，IH期现价差从-22.23点升至-16.38点，IC期现价差从-57.86点升至-46.10点。

持仓方面，从上周前5席位持仓变化来看，IF净持仓增加3828手、IH净持仓减少319手、IC净持仓减少150手。从上周前20席位持仓变化来看，IF净持仓减少68手、IH净持仓增加1241手、IC净持仓减少114手。

流动性方面，央行上周共有5笔逆回购，总额为2700亿元；有5笔逆回购到期，总额3000亿元；有1笔MLF回笼，总额1490亿元；公开市场操作净投放（含国库现金）1790亿元。截至上周五，上周隔夜Shibor利率下行7.90个基点，R007下行13.12个基点。

股市资金面方面，截至上周四，两融余额9164.99亿元，环比增加35.06亿元。外资方面，上周陆股通净流入资金112.49亿元，前一周净流入资金9.07亿元。

外围股市方面，上周道琼斯工业指数下跌0.99%，德国DAX指数上涨0.42%，日经225指数上涨1.43%，恒生指数上涨1.73%。

国债期货

上周，国债期货下行调整。10年期国债期货主力合约T1912下跌0.06%至98.775。5年期国债期货主力合约TF1912下跌0.01%至99.970，2年期国债期货主力合约TS1912上涨0.04%至100.275。

成交量方面，10年期国债期货全周成交159550手，5年期国债期货共成交29387手，2年期国债期货成交39507手。

持仓量方面，上周10年期国债期货共有84997手持仓，5年期国债期货共有29275手持仓，2年期国债期货持仓为9619手。

现券收益率方面，2年期国债中债到期收益率下行1.14bp，5年期国债中债到期收益率上行2.65bp，10年期国债到期收益率上行4.270bp。

图:新增投资者数量（万户）

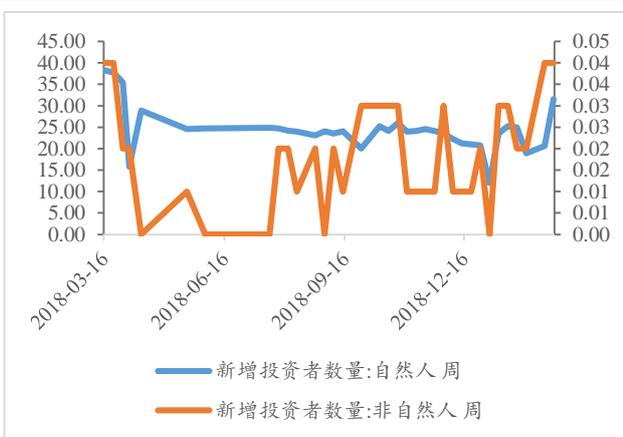
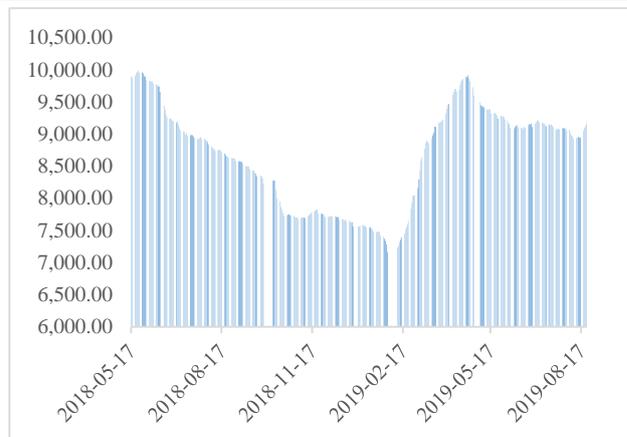


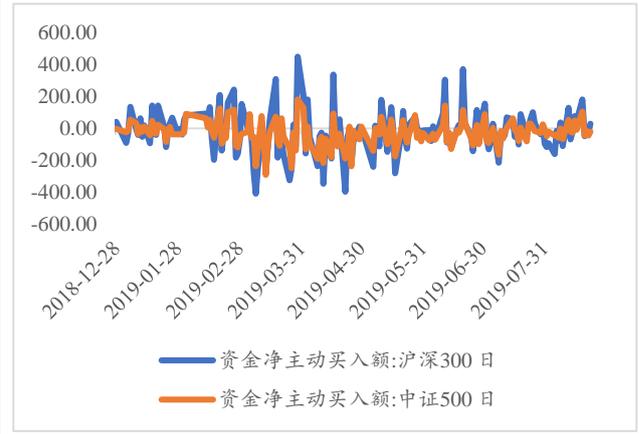
图:两融余额（亿元）



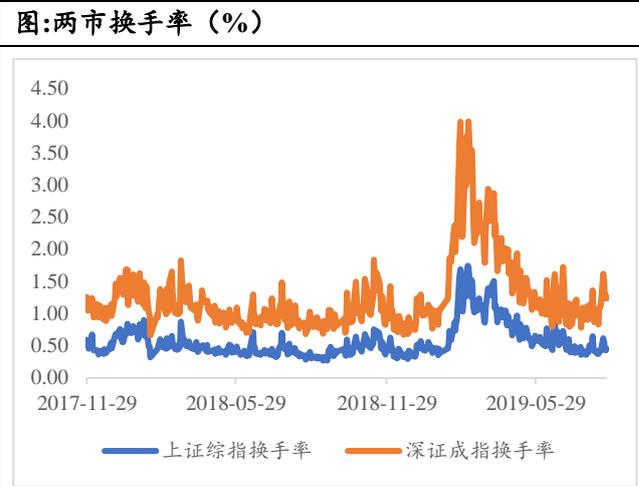
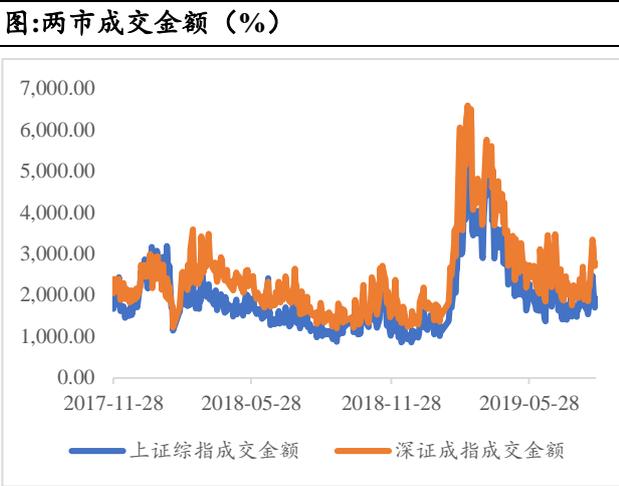
数据来源：Wind 广发期货发展研究中心

图:沪股通、深股通净流入金额（亿元）

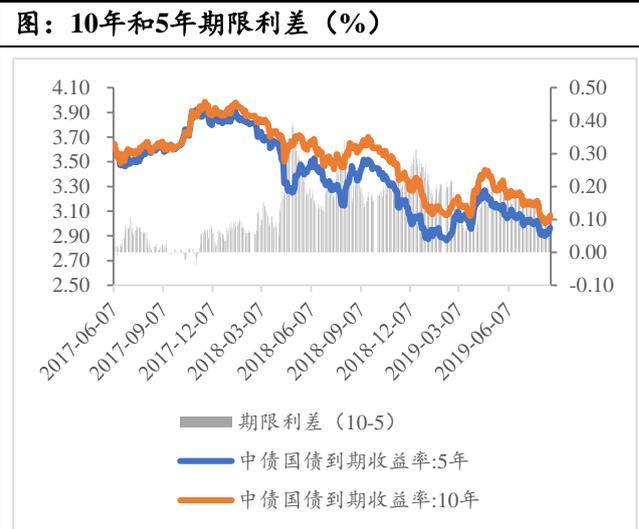
图:资金净主动买入金额（亿元）



数据来源: Wind 广发期货发展研究中心

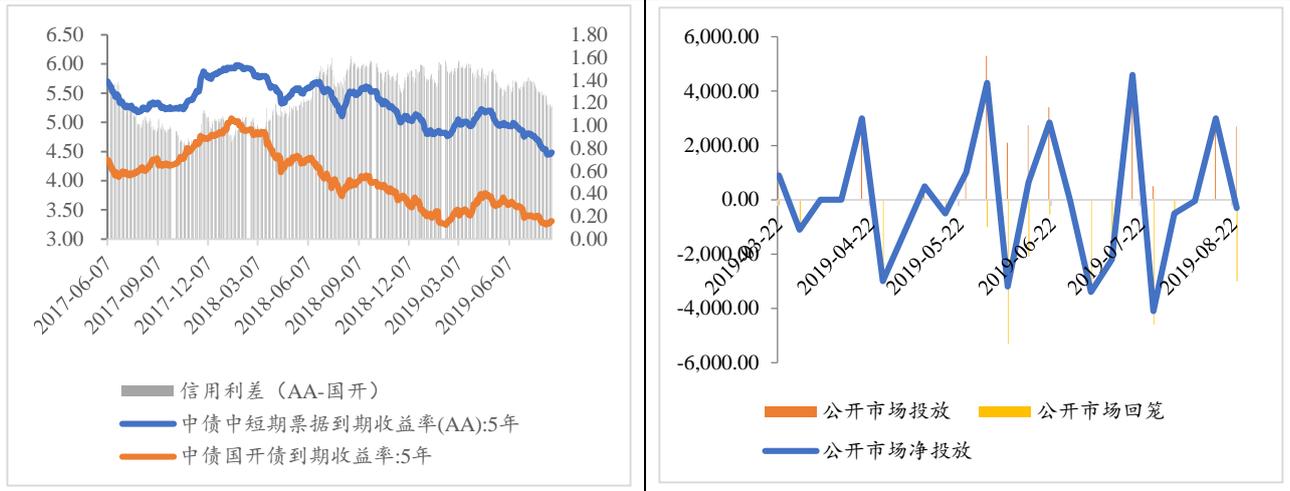


数据来源: Wind 广发期货发展研究中心



数据来源: Wind 广发期货发展研究中心





数据来源: Wind 广发期货发展研究中心

免责声明

本报告中的信息均来源于被广发期货有限公司认为可靠的已公开资料，但广发期货对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。

本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发期货或其附属机构的立场。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

在任何情况下，报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述品种买卖的出价或询价，投资者据此投资，风险自担。

本报告旨在发送给广发期货特定客户及其他专业人士，版权归广发期货所有，未经广发期货书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“广发期货”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。

广发期货有限公司提醒广大投资者：期市有风险 入市需谨慎！

相关信息

广发期货发展研究中心

<http://www.gfqh.cn>

电话：020-38456888

地址：广州市天河区体育西路 57 号红盾大厦 14 楼

邮政编码：510620