

## A 股正式纳入 MSCI 指数：开放进行时

郑联盛 时间：2018 年 06 月 07 日 来源：21 世纪经济报道

历时约 5 年，2018 年 6 月 1 日 A 股 234 只股票终于被正式纳入了 MSCI 新兴市场指数。A 股被纳入 MSCI 指数将采用两步走的安排：第一步是 6 月 1 日 A 股正式纳入 MSCI 新兴市场指数，权重为 2.5%；第二步是 9 月 3 日将权重提升至 5%。MSCI 指数纳入 A 股代表着中国资本市场的开放进一步深化，中国金融市场与国际金融市场的互动、互联、互通不断深化，资本市场开放将开启新历程，这是一个值得祝贺的事情。

A 股被纳入 MSCI 指数是一个瓜熟蒂落的过程，不应妄自菲薄，亦不能沾沾自喜。一是代表性。随着中国经济总量的提高，中国 A 股市场已是全球第二大股票市场，包括 A 股市场在内的中国金融市场在全球市场体系中的作用不断提高，任何一个将中国市场刨除在外的指标体系可能都不是完善的指标体系。与 2016 年 10 月 1 日人民币正式纳入国际货币基金特别提款权货币篮子相似，中国金融市场的重要性和代表性在提高。

二是事实性。在 QFII、QDII 和 RQFII 等制度安排之后，中国又先后实施了沪港通、深港通、债券通等，不久还可能实现沪伦通，中国资本市场对外开放、与国际市场互动水平日益深化。A 股纳入 MSCI 指数代表市场开放的事实得到国际社会的认同。

三是差异性。从 2013 年 6 月 A 股纳入 MSCI 新兴市场指数的全球征询开启，MSCI 坚持其“新兴市场标准”来考评 A 股，遗憾的是 A 股市场多次不达标。直至 2018 年，A 股市场才被纳入到该指数之中。这个过程实际上是共同标准与个体差异的博弈，时至今日，共同见证的是“相向而行”的结果。

A 股被纳入 MSCI 指数可以边际改善 A 股市场的外部资金来源和市场微观结构。一方面，A 股被纳入 MSCI 指数之后，最为直接的结果是国际投资者对于 A 股的投资将会更加直接，比如被动型指数基金将投资指数中的股票篮子，主动型投资者亦将逐步加大对 A 股市场的投资。另一方面，国外证券投资者主要是机构投资者，国内以个人投资者为主导的股票市场投资者结构将会逐步变化，市场微观结构将得以优化。不过，由于 A 股在 MSCI 新兴市场指数中的权重较低，外部机构投资者很多可以且已通过 QFII、沪港通、深港通等机制投资 A 股，外部资金流入和微观市场结构改善是一个渐进的过程。

比起 A 股被纳入 MSCI 指数这一“标志性”事件而言，市场功能的建设和发挥更加重要，这需要重点解决中国市场特殊性约束与国际市场普遍性功能的匹配。真正重要的是投资过程的实现以及市场功能的发挥，这涉及两个问题：一是 A 股需要适应国际金融体系的普遍性；二是国际投资者需要适应中国资本市场体系的特殊性。从市场普遍性功能出发，核心的要素是三个：一是投资标的可得性；二是交易结算

顺畅性；三是投资风险可控性。中国市场体系特殊性在于中国存在资本项目管制。

中国资本市场特殊性约束可能妨碍国际市场普遍性功能的实现。虽然中国设有 QFII 机制，但投资资格与投资额度的审批使得 A 股投资实现较难，这实际上是投资可得性问题。随着沪港通和深港通的实施，国际投资者可以通过香港借助沪港通、深港通来实现对 A 股的投资，投资可得性得以提高。但是，这仍然有两个技术性问题：一是陆股通股票池与 MSCI 指数股票池的匹配性，理论上 MSCI 指数股票池不一定是陆股通品种。二是陆股通额度限制与现实投资额度的差异性，理论上就存在超过一定额度后的交易难以进行的可能性。当然，与中国资本市场坚定开放的趋势相比，这些技术问题都不是真正的问题，但需要注意其对市场功能发挥的基础性约束。

一个更加值得深入思考的问题是 A 股纳入 MSCI 指数后，中国是否应该加快资本项目自由化进程？不管是人民币纳入特别提款权货币篮子，还是 A 股纳入 MSCI 新兴市场指数，其中核心的“自由使用货币标准”和“新兴市场平均标准”与中国资本项目管制具有直接且关键的联系。本质上，中国资本项目管制是人民币纳入特别提款权货币篮子以及 A 股纳入 MSCI 指数的“绊脚石”。

资本项目开放是中国与世界经济互动的长期目标，但是，不管是人民币纳入特别提款权货币篮子还是 A 股纳入 MSCI 指数都不应该成为加速资本项目自由化进程的“催化剂”。过去 2-3 年，国内和国际

金融市场波动加剧，短期跨境资本流动规模上升，跨境资本流动双向频繁化成为主导趋势，尤其美国政策外溢效益十分显著。在国内金融要素定价机制弹性不够充分、金融市场广度深度有待深化的情况下，保持资本项目的审慎管理对于防范内外共振的潜在系统性风险是一种基础保障。

“打铁还需自身硬”，完善包括股票市场在内的国内金融市场体系，健全金融要素定价机制是中国金融体系重要的“家庭作业”。国债收益率曲线建设、利率市场化和汇率市场化需要加速推进，包括资本市场在内的金融市场开放、资本项目自由化和人民币国际化需要统筹进行，体制机制改革和法律制度建设应加快匹配。