

研究报告

2016年第58期

2016.06.27

执笔人：杨 荇 朱 妮

邮箱：yangxing@icbc.com.cn

民间投资增速大幅下跌

MSCI 再拒 A 股市场

——2016年6月国内经济金融市场走势述评

要点

- 2016年5月，我国主要经济数据下行压力仍然较大。受外需偏弱和过剩产能行业增速放缓影响，工业增加值同比增长6%，与4月持平，比3月回落0.8个百分点。1-5月，固定资产投资增速回落，从投资的三大领域来看，地产投资保持较高增速，基建投资相对持稳，制造业投资下滑严重；从投资的主体来看，“国进民退”现象逐渐凸显，民间投资断崖式下跌，创下历史最低增速3.9%。
- 5月，地方债存量置换效应减弱，新增信贷有所回升，居民中长期贷款新增创2008年以来新高，显示出住房按揭贷款需求依旧旺盛。5月M1为23.7%，与M2剪刀差扩大至11.9个百分点，仅次于2010年1月，资金活化现象明显，但可能仍是货币在虚拟经济重复周转，“脱实向虚”，并不能有效表征实体经济的资金需求回升。
- A股市场自2013年之后第三次申请纳入MSCI新兴市场指数，但再度失利，其象征意义大于实质影响。未来中国A股的市场化改革任重道远。

重要声明：本报告中的原始数据来源于官方统计机构和市场研究机构已公开的资料，但不保证所载信息的准确性和完整性。本报告不代表研究人员所在机构的观点和意见，不构成对阅读者的任何投资建议。本报告（含标识和宣传语）的版权为中国工商银行城市金融研究所所有，仅供内部参阅，未经作者书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、上网、引用或向其他人分发。

民间投资增速大幅下跌 MSCI 再拒 A 股市场

——2016年6月国内经济金融市场走势述评

一、经济数据反弹动力不足，民间投资增速大幅下跌

工业生产相对平稳。5月，我国规模以上工业增加值同比增长6%，与4月持平，比3月回落0.8个百分点，工业生产没有延续3月份的回升。1-5月，我国工业增加值累计同比增长5.9%，比1-4月和一季度高0.1个百分点。从工业结构内部来讲，高技术产业、先进的装备制造业增长速度在明显加快，比重也在持续提高。5月，高技术产业增加值同比增长11.5%，比4月加快1.8个百分点；1-5月高技术产业增加值占规模以上工业增加值的比重为12.1%，比去年同期提升了0.8个百分点。5月，装备制造业工业增加值同比增长8.5%，比4月加快0.6个百分点，1-5月装备制造业工业增加值占规模以上工业增加值的比重为32.5%，比去年同期提升1.3个百分点。

5月工业增加值增速反弹乏力主要受到外需偏弱和过剩产能行业增速放缓的双重影响。5月，以美元计价的外贸出口同比下降4.1%，比4月回落2.3个百分点，规模以上工业出口交货值同比低速增长0.8%。与此同时，高耗能行业继续去产能。今年的去产能有两大行业作为攻坚领域，一个是煤炭，一个是钢铁，1-5月份原煤产量下降8.4%，其中，5月当月原煤产量同比下降15.5%，5月末规模以上原煤生产企业库存同比下降6%。1-5月，粗钢产量同比下降1.4%，去产能效果初显。去产能行业工业生产放缓对工业生产增长形成制约。

从工业景气指数看，5月份中国制造业采购经理指数（PMI）为50.1%，与上月持平，连续三个月高于临界点。从结构看，高技术制造业和消费品制造业PMI分别为50.8%和51.5%，持续高于制造业总体水平；高耗能制造业PMI为49.1%，比上月下降1.0个百分点，落至临界点以下。值得关注的是，虽然今年以来钢铁、有色、化工等部分流通领域重要生产资料价格连续攀升，但国内外供大于求的状况没有实质性改善，近期上涨动力开始减弱，本月主要原材料购进价格指数降至55.3%，连续5个月上升后首现回落。

考虑到外贸需求短期内难有较大改善，去产能过程任重道远，我国工业生产还将在



较长时间内承压。

图1 工业增加值增速



固定资产投资增速回落，民间投资断崖式下跌。在一季度固定资产投资增速明显反弹后，1-4月投资增速小幅回调0.2个百分点至10.5%；1-5月，该增速进一步下跌0.9个百分点至9.6%，创下近十六年来的最低增速。其中，东北地区投资降幅扩大，1-5月东北地区投资累计同比下降30%，比1-4月扩大5.3个百分点。从投资的三大领域来看，地产投资保持较高增速，基建投资相对持稳，制造业投资下滑严重。1-5月，制造业投资累计同比仅增4.6%，比1-4月进一步下滑1.4个百分点，今年以来连续刷新历史最低纪录。同期，基础设施建设累计同比反弹至20%，比1-4月高1个百分点，创2015年5月以来最高。根据麦肯锡全球研究所的研究，中国基建投资占GDP的比重高达8.6%，而北美和西欧的投资占比皆为2.5%，全球平均为3.5%。基建投资对中国经济增长的拉动作用不言而喻。1-5月，房地产开发投资累计增长7%，比1-4月下降0.2个百分点。今年以来，房地产开发投资增速总体保持反弹态势，从去年末的1%一路向上，在4月末达到7.2%，5月末微降至7%，是固定资产投资增长的重要推动力。

从投资主体看，今年来民间投资增速出现“断崖式”下跌。1-5月仅增3.9%，比1-4月下降1.3个百分点，创历史最低增速。与之对应，国有及国有控股企业投资增速今年来明显回升，在1-4月创下2010年3月以来最高（23.7%）后，1-5月增长23.3%，为同期次高水平。投资的“国进民退”现象逐渐凸显。由于民间投资在全社会投资中占比已超过60%，民间固定资产投资增速持续放缓值得重视。2015年之前，民间投资增

速一直明显高于全社会投资增速，2015年以后，民间投资增速持续下滑，与固定资产投资增速间的差距也随之缩小。进入2016年以后，民间投资增速进一步回落至全社会投资增速以下，截至5月末，民间投资增速比全部投资低5.7个百分点。从行业看，一、二、三产业的民间投资增速都出现下降。其中工业民间投资下滑是整体投资下降的最主要原因，尤其是制造业民间投资增速从去年同期的11.3%下降至今年1-5月份的3.9%。从制造业细分行业看，拉动民间投资下降的最主要行业依次是计算机、通信和其他电子设备制造业，非金属矿物制品业，专用设备制造业以及通用设备制造业。需要注意的是，大类行业分类中，水利、环境和公共设施，教育、卫生和社会工作，文化、体育和娱乐、公共管理和社会组织等领域的民间投资也在大幅下降，这将不利于我国的产业结构转型。

民间投资的增速下滑，显示出经济的内生动力需要增强。近年来工业品出厂价格持续下滑，尤其是部分产能过剩行业的企业利润增速下降，一定程度上影响了投资的积极性。同时，政策制定落实不到位、制度成本仍然偏高、市场环境有待改善等问题依然突出。一系列支持民间投资的政策在实际执行中没有完全落地，有些法律法规缺乏配套的细则，没有把实惠落到民营企业身上。虽然国家取消下放了很多审批事项，大力精简办事程序和环节，但制度成本依然比较高，审批事项多、审批时间长、标准不统一等问题仍然存在。很多企业感到土地贵、房租贵、税费高、人力成本高，民营企业特别是中小微企业普遍感到融资难、融资贵、资金紧张。一些中小企业由于缺乏转型升级方面的储备，加上信息不对称，一时很难找到新的投资领域。在投资效益普遍下滑时期，应警惕和限制国有资本过度进入市场竞争性领域，对民间资本形成“挤出”效应。比如在房地产开发领域，今年以来不乏有央企国企凭借资金成本优势频繁拿地，对私营房地产企业产生“挤出”效应。

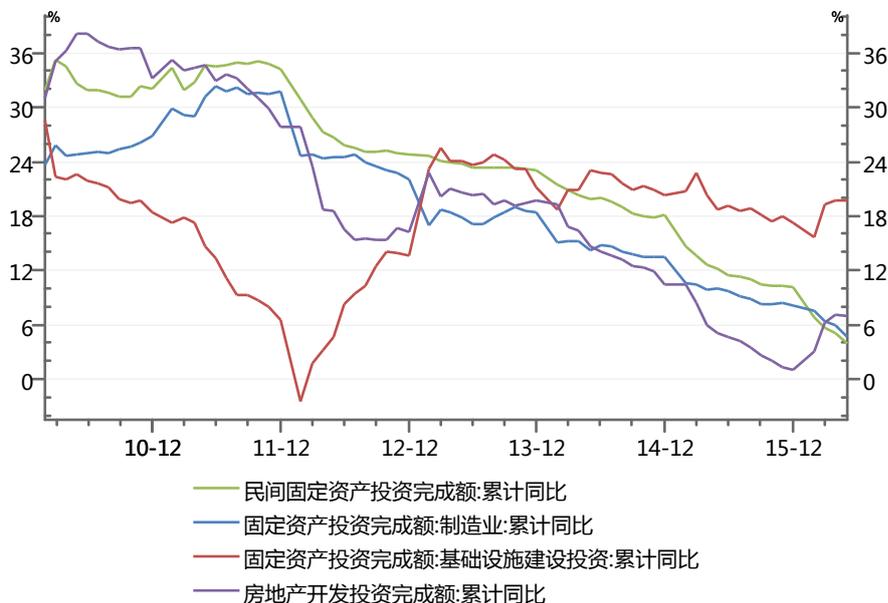
从到位资金看，1-5月投资到位资金同比增长7.9%，比1-4月低0.2个百分点，比一季度提高1.5个百分点。其中，预算内资金增速保持在20%以上，但自筹资金仅增长1%，反映出政府在拉动投资上的资金投入力度加大，但项目主体资金投入意愿不足。

当前我国投资增长主要依靠政府拉动下的基建投资和房地产开发投资的反弹，制造业投资和民间投资表现均不佳，甚至出现一定程度的恶化。反映出民间主体对未来经济



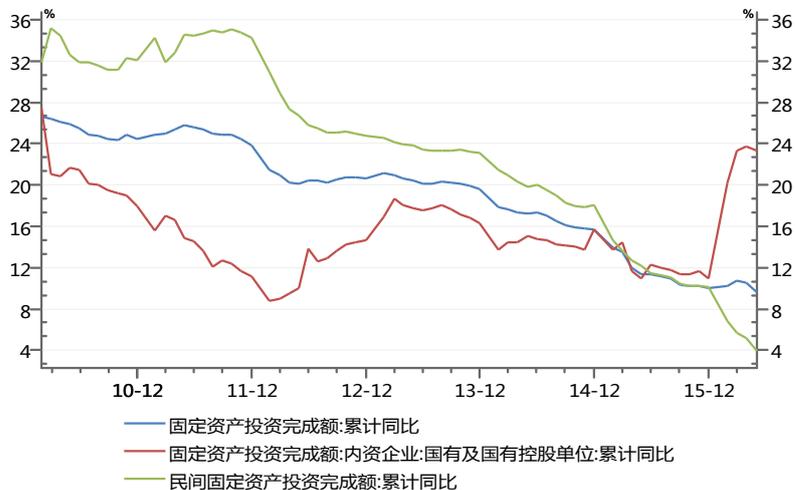
形势看法不乐观。受此影响，我国固定资产投资增速可能将继续回落。

图2 三大领域固定资产投资累计同比增速



数据来源:Wind资讯

图3 固定资产投资累计同比增速（按投资主体）



数据来源:Wind资讯

消费增速略有回落，继续充当国民经济第一驱动力。5月，我国社会消费品零售总额同比增长10%，分别比4月和3月低0.1和0.5个百分点，3月份的增速反弹稍纵即逝。1-5月，国内消费累计同比增长10.2%，比1-4月和一季度下降0.1个百分点。在经济增速回落时期，国内消费一直保持了两位数增长，是防止经济失速下滑的重要因素。

其中，网络零售消费、与消费升级相关的消费品和休闲娱乐类商品是当前国内消费的主要增长点。1-5月，全国实物商品网上零售额同比增长25.9%，比1-4月份加快0.3个百分点，高于社会消费品零售总额增速15.9个百分点。升级型乘用车销售继续向好。5月份，限额以上单位汽车类商品同比增长8.6%，增速比上月加快3.5个百分点，拉高社会消费品零售总额增速约0.4个百分点。同时，限额以上单位体育娱乐用品类商品同比增长12.9%，保持较快增长。

随着经济下行压力逐步向就业、收入领域传导，对居民消费的不利影响将逐步显现。消费增速可能出现回调。

鲜菜价格下降使CPI回落，核心CPI保持低位。5月，我国居民价格指数（CPI）同比上涨2%，比上月回落0.3个百分点。当月猪肉价格继续高位运行，同比上涨33.6%，影响CPI上涨约0.77个百分点。鲜菜价格同比上涨6.4%，涨幅比上月回落16.2个百分点，对CPI的影响也从上月的0.56个百分点回落至0.14个百分点。5月CPI环比下降0.5%，主要是受鲜菜价格下降较多的影响。5月蔬菜价格环比下降21.5%，为2007年该项数据统计以来最大单月降幅，影响CPI环比下降约0.64个百分点。年初寒潮天气袭击我国大部分地区，影响了鲜菜的生产和运输，鲜菜价格高位运行。随着应季鲜菜上市，市场供应逐步增加，鲜菜价格趋于正常。5月份猪肉价格环比继续上涨，涨幅为2.3%，影响CPI环比上涨约0.07个百分点。5月，剔除食品和能源价格后的核心CPI同比上涨1.6%，比4月高0.1个百分点。1-5月累计上涨1.5%，与1-4月持平，比一季度略涨0.1个百分点。

5月，工业生产者出厂价格同比下降2.8%，降幅比上月收窄0.6个百分点，连续第51个月处于负增长区间。

短期看，天气转暖有利于鲜菜鲜果等农产品运输，蔬菜价格回归正常水平之后近期难以再次反弹飙升，但生猪养殖补栏需要一定周期，猪肉价格由于生猪库存较低在短期内仍将维持较高水平。预计物价水平总体仍将在2%水平上下波动。

二、房地产销售有所放缓，开发商拿地总体谨慎

5月，我国一、二、三线城市房价环比涨幅均比上月有所收窄。其中，一线城市收

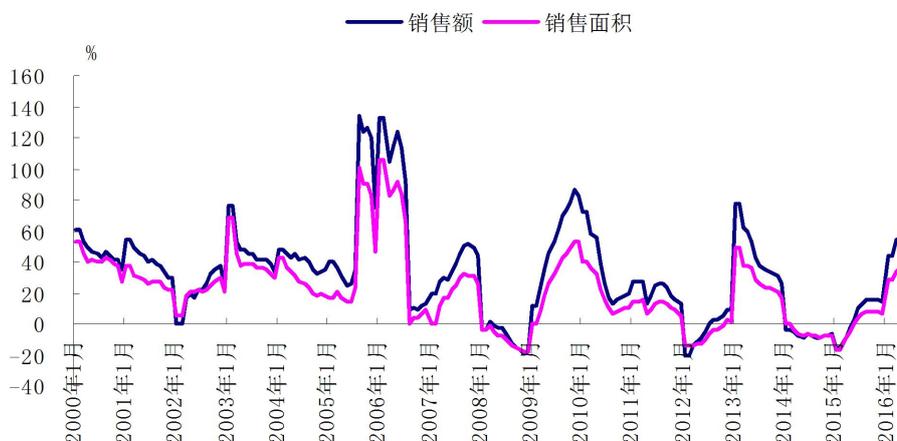


窄幅度最大，环比平均涨幅比上月收窄 0.8 个百分点，二、三线城市环比平均涨幅则分别比上月收窄 0.2 和 0.1 个百分点。从同比数据来看，一线城市新房和二手房同比平均涨幅均开始收窄，二、三线城市涨幅则继续扩大。

1-5 月，全国商品房销售增速有所放缓。全国商品房销售面积 4.8 亿平方米，同比增长 33.2%，增速比 1-4 月回落 3.3 个百分点；销售额 3.68 万亿元，增长 50.7%，增速比 1-4 月回落 5.2 个百分点。尽管销售增速放缓，但依然处于近两年以来的较高水平。商品房特别是住宅待售面积持续减少。5 月末，全国商品房待售面积 7.22 亿平方米，比 4 月末减少 521 万平方米。其中，重点城市待售面积规模已降至去年末水平以下。

5 月，苏州、合肥、南京、杭州、上海等一、二线热点城市相继出现地王。但从总体情况来看，目前房地产商的投资依然比较谨慎。表现在：一是 1-5 月份房地产开发投资同比增长 7%，比 1-4 月份回落 0.2 个百分点。二是土地购置面积在去年大幅下滑 30% 左右基础上继续下滑，1-5 月份同比下降 5.9%。

图4 房地产销售累计增速

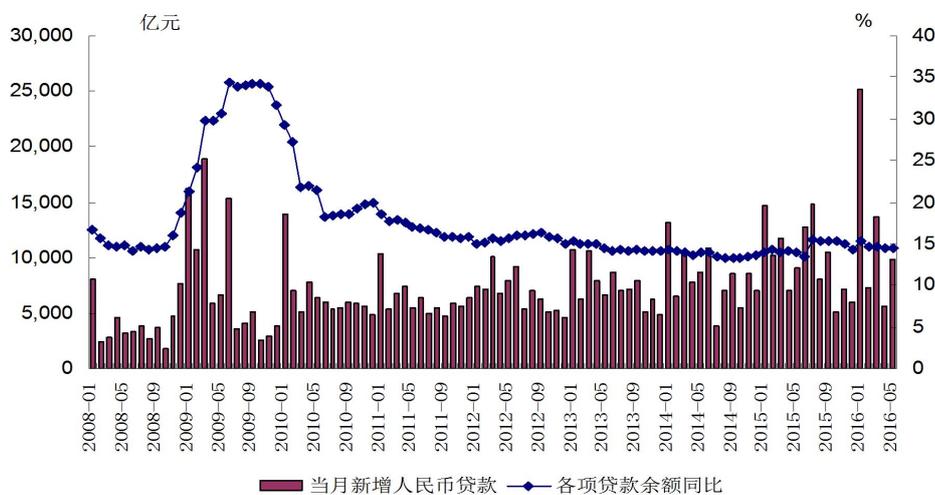


三、新增贷款有所回升，社会融资规模明显下降

5 月，我国金融机构新增人民币贷款 9855 亿元，比 4 月大幅增加 4299 亿元，同比多增 847 亿元。新增贷款较上月明显回升，主要原因在于地方债发行减速。5 月地方债发行总额 5271 亿元，仅相当于上月发行总额的一半，地方债存量置换对新增贷款的影响也相应减弱。分部门看，住户部门贷款增加 5759 亿元，其中，短期贷款增加 478 亿

元，中长期贷款增加 5281 亿元。居民中长期贷款当月新增创 2008 年以来新高，超过新增贷款的一半以上，显示出住房按揭贷款需求依旧旺盛。相比之下，对公贷款的投放却显动力不足。当月企业新增贷款 3597 亿元，其中新增中长期贷款由负转正，达到 1825 亿元；短期贷款继续负增长，当月减少 121 亿元。中长期企业贷款恢复，反映企业对经济前景预期改善，但新增规模仍不及去年同期，则显示对经济前景信心仍较弱；而短期贷款维持负增长，也表明企业经营的活跃度降低。

图5 当月人民币贷款新增量和人民币贷款余额同比增速
(2008.01-2016.05)



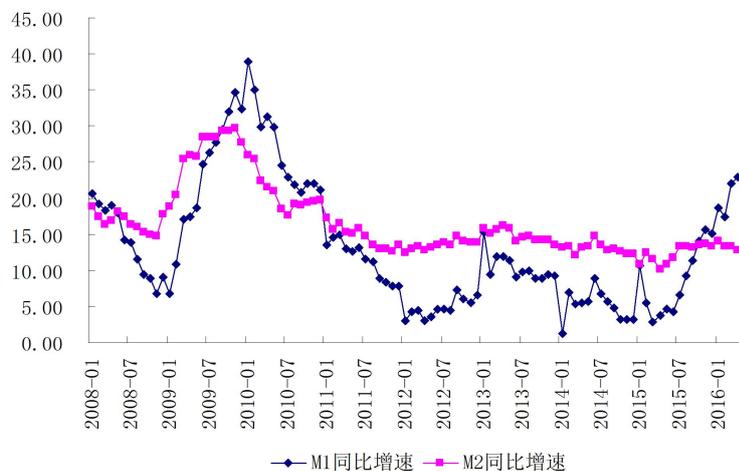
与新增信贷回升不同的是，5月社会融资增量大幅减少。当月新增社融总量 6599 亿元，同比少 5798 亿元。新增社融的大幅下滑主要由表外融资急剧萎缩所致，当月未贴现银行承兑汇票减少 5066 亿元，同比少增 6027 亿元。二季度以来，央行及银监会加强了对表外业务的监管，央行成立票据交易所，并先后发布《关于加强票据业务监管 促进票据市场健康发展的通知》（简称 126 号文）、《关于规范银行业金融机构信贷资产收益权转让业务的通知》（简称 82 号文）。126 号文要求加强实物票据保管，强化贸易背景真实性，严禁银行与非法“票据中介”、“资金掮客”开展合作，禁止跨行清单交易、一票多卖，使票据资管业务受限，集中化运营成为趋势，影响短期开票量。82 号文对银行信贷资产收益权转让做出了全面的规定，包括操作流程、会计处理、风险资产计提、登记平台等内容。票据属于银行信贷资产类别，今后票据收益权转让将不再计入非标资产，但不能减少风险资产的计提，只能减少信贷规模的占用。上述文件强调了



票据业务真实性，对票据收益权转让等业务进行规范，一定程度上影响了短期票据业务量。此外，受4月以来连续暴露的债券违约风险影响，5月债券市场融资情况也不乐观，企业债净融资减少397亿元，同比减少2107亿元。

5月M2与M1增速剪刀差持续放大，资金活化现象更为明显。广义货币(M2)同比增长11.8%，增速比上月末低1.0个百分点，比去年同期高1.0个百分点；狭义货币(M1)同比增长23.7%，增速比上月末高0.8个百分点，比去年同期高19.0个百分点，M1、M2剪刀差扩大至11.9个百分点，仅次于2010年1月。近阶段M1增速持续回升，一方面是自2015年下半年以来持续降息降准后，货币流动性趋向宽松。在宽松货币政策下，贷款投放量加大，流通中的现金增加，M1增速高企。另一方面，内需不足和投资渠道缺乏，使得居民和企业虽然获得了大量资金（信贷超预期投放导致派生存款大量增加），但既不敢盲目投资或扩大生产，又不敢存为定期怕错失投资机会，于是形成了资金淤积在活期存款的特殊情况，使M2增速有所上升，但增幅弱于M1。因此，现阶段的M1已经不能有效表征实体经济的资金需求回升。M1由现金和单位活期存款构成，其中，单位活期存款占比超过80%。现金和活期存款是最具活性的货币，对应着即期购买力，因而M1增速通常被视为反映经济景气状况的重要指标。但近年来，这一景气指标的指示作用有所“失真”。2015年9月份以来，M1恢复两位数增长，2016年4月末同比增幅高达22.9%，比去年同期大幅提高19.2个百分点，但同阶段GDP增速却在小幅下滑。资金是否真正活化还取决于实体经济复苏程度和政府刺激经济的力度能否持续，否则可能仍是货币在虚拟经济重复周转，“脱实向虚”，没能对实体经济产生有利的推动作用。

图6 M1与M2同比增速
(2008.01-2016.05)



社会融资成本稳中有降，央行开始定期发布国债收益率曲线。5月同业拆借加权平均利率为2.10%，质押式回购加权平均利率为2.07%，分别比上月低0.01和0.04个百分点。自6月15日起，央行网站定期发布中国国债及其他债券收益率曲线，其中三个月期国债收益率是用于计算国际货币基金组织特别提款权（SDR）利率的人民币代表利率。这将有助于提升市场主体对国债收益率曲线的关注和使用程度，发挥国债收益率曲线利率基准锚的作用，为进一步深入推进利率市场化改革奠定基础。

人民币存款平稳增长，银行存款准备金考核基数调整。5月末，人民币存款余额同比增长11.5%，增速比上月末低1.4个百分点，比去年同期高0.6个百分点。当月人民币存款增加1.83万亿元，同比少增1.40万亿元。其中，非金融企业存款和非银行业金融机构存款分别增加5415和5018亿元，而财政性存款和住户存款仅分别增加1619亿元和543亿元。本月财政性存款较上月大幅回落4002亿元，主因是营业税集中清缴工作暂告一段落；住户存款新增较上月由负转正，但新增有限，表明新型金融机构和产品对居民储蓄的分流转化仍较为强烈。6月3日，央行宣布将银行存款准备金的考核基数由考核期末一般存款时点数调整为考核期内一般存款日均余额。境外人民币业务参加行存放境内代理行人民币存款的缴存基数也由上季度期末时点数调整为上季度日均余额（自7月15日起生效）。存款考核新规将原来的“节点法”改为“平均法”，有助于防范过去银行每到季末“冲时点”搬存款的行为，增强商业银行流动性管理的自主性。同时防范离岸存款机构在季末大量拆出人民币资金、以减少存款准备金上缴等行为，避免离岸人民币头寸在季末时点的大幅变动¹，稳定离岸人民币资金利率。

四、人民币波动幅度明显，美元指数震荡加剧

5月，美联储加息预期一度升温，美元指数全月上涨3.0%，5月31日收盘价报收于95.84。受此影响，5月人民币对美元汇率呈现持续贬值态势。截至5月31日，人民币对美元中间价为6.5790，较4月末贬值1.86%；同期，在离岸市场，人民币对美元汇率也出现贬值态势，人民币对美元汇率即期定盘价（CNH）和人民币对美元12个月远期

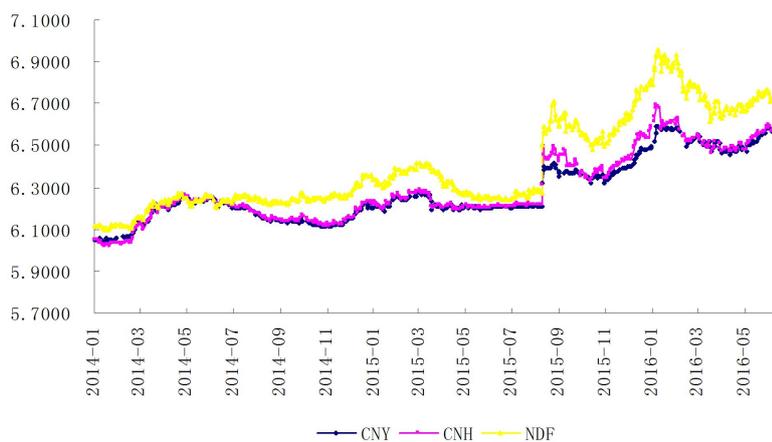
¹ 2016年1月起，央行对境外参加行存放在境内代理行等境内银行的境外人民币存款执行正常存款准备金率，且征收基准是季末的时点数字。离岸的存款机构为了减少上缴的准备金，在3月末大量拆出人民币资金，导致香港银行间隔夜拆借利率大跌477个基点，香港离岸人民币隔夜存款利率也大跌至负16.17%，创历史最大降幅。



汇率（NDF）分别为 6.5894 和 6.7635，较 4 月末贬值 1.66% 和 1.38%。

但进入 6 月之后，受美国公布 5 月份非农就业人口数据大幅低于预期、美联储议息会议（FOMC）暂缓加息和下调经济增长预期影响，美元指数震荡走低，收盘价由 6 月 1 日的 95.42 下跌至 6 月 20 日的 93.57。再加之 A 股被推迟纳入 MSCI、英国脱欧公投即将来临等多重事件影响，人民币汇率中间价多个交易日的调整幅度超过 200 个基点，人民币汇率的波动幅度明显。6 月 15 日，人民币对美元汇率中间价为 6.6001，时隔 5 年首次跌破 6.6 大关，较前一交易日下跌 210BP；16 日则在美联储宣布暂缓加息之后开始走强，人民币对美元汇率中间价大幅上调 262BP，报 6.5739，创 3 个多月来的最大升幅。6 月 22 日，人民币对美元汇率中间价报 6.5935，较上一交易日贬值 279BP，创 5 月末最大降幅。

图7 人民币对美元在岸与离岸市场汇率走势
(2014.01-2016.06)



5 月，我国跨境资金流出压力逐步缓解。表现在：一是银行结售汇逆差继续收窄，市场主体购汇意愿进一步减弱。5 月份银行结售汇逆差环比下降 47%，日均逆差连续 5 个月下降（1 月至 4 月，银行结售汇逆差分别为 544 亿、339 亿、364 亿和 237 亿美元）。非银行部门涉外外汇收付小幅顺差 2 亿美元，而 1 月至 4 月分别为逆差 201 亿、105 亿、59 亿和 20 亿美元。售汇率（也就是客户从银行买汇与客户涉外外汇支出之比）为 73%，较 4 月份下降 2 个百分点；结汇率（也就是客户向银行卖出外汇与客户涉外外汇收入之比）为 67%，较 4 月份上升 4 个百分点，显示企业和个人保留外汇的意愿减弱。其中，

外汇融资余额较4月多增113%，已连续3个月回升，显示企业对外债务去杠杆化步伐放缓。二是**外汇占款降幅继续收窄**。5月央行口径外汇占款减少537.02亿元，为连续第七个月下降，降幅持续收窄（前4个月分别减少6445亿元、2279亿元、1447亿元、544亿元）。影响外汇占款的变量主要有贸易顺差、外商直接投资（FDI）和我国对外直接投资（ODI）等。5月份货物贸易顺差为499.8亿美元（服务贸易数据尚未公布，初步预计与4月持平，4月为逆差203亿美元），维持资金净流入。5月外商直接投资（FDI）为88.9亿美元，我国对外直接投资（ODI）为134.47亿美元，两者之差为45.57亿美元，资金净流出较4月减少55.43亿美元，三是**外汇储备规模虽略有下降，但减少主因是汇率变化**。在连续两个月回升之后，5月我国外汇储备余额3.19万亿美元，较上月下降279亿美元。而以国际货币基金组织特别提款权（SDR）计价来看，5月末我国外汇储备余额为2.28万亿SDR，较4月增加34.39亿SDR。外汇储备的变动是多重因素综合作用的结果，既包括央行在外汇市场的操作，也包括外汇储备投资资产的价格波动，还包括美元汇率变动导致的外汇储备规模的变化。而SDR作为一篮子货币，其计价比单一货币更加客观。从两者对比来看，因人民币对美元汇率上升所造成的汇兑损益是5月外储下降的主因。

展望下半年，经济下行压力仍然较大，制造业及民间投资持续低迷，信贷投放对经济增长的拉动作用有所降低，央行货币政策将更趋于稳健，短期难以见到降准降息。加之英国公投脱欧已成定局，美元指数持续走强，预计人民币汇率仍将在年内持续下跌，且震荡加剧。综上，我们预计至2016年底，人民币对美元汇率将跌至7.0左右。

五、A股申请MSCI第三次失利，市场化程度有待改善

6月15日，美国明晟公司（MSCI）²宣布延迟将中国A股纳入MSCI新兴市场指数³。这是A股市场自2013年之后申请纳入MSCI的第三次尝试，但再一次失利。从MSCI的解释来看，此次延迟纳入的顾虑主要有三点：一是QFII每月资本赎回不超上年净资产

² 摩根士丹利国际公司（MSCI）成立于1968年，是首家提供全球指数及相关衍生金融产品标的的国际公司，其推出的MSCI指数是全球投资组合经理中最多采用的投资标的。据MSCI估计，在北美及亚洲，超过90%的机构性国际股本资产是以MSCI指数为基准。目前唯一纳入中国A股的MSCI指数是MSCI中国A股指数。

³ MSCI新兴市场指数是MSCI系列指数的其中一个，囊括23个新兴市场，占全球市场总市值的10%，包括超过800只成分股。中国也在这23个市场之列，但仅限于B股、H股、红筹股、P股以及2015年11月新纳入的14只中概股。



20%的额度限制尚存；二是中国交易所对涉及A股的金融产品预先审批的限制未解决；三是QFII额度分配、资本流动限制进展、交易所停牌新规仍需时间观察。虽然近年来A股在沪港通落地、完善监管规则、酝酿推出深港通等方面取得了很大进步，但境外机构投资者对A股的市场化程度仍然存在疑虑。不过，落选MSCI的靴子落地之后，A股意外大涨。6月16日，沪指涨1.58%报收2887.21点，深成指涨2.82%报收10173.85点，重返万点之上。

总体来看，A股申请MSCI又一次失利，象征意义大于实质影响。短期来看，按照MSCI之前公布的A股纳入路线图，A股纳入MSCI指数初始配置比例仅为5%（在MSCI新兴市场指数和MSCI中国指数中所占的权重将分别为1.3%和4.2%），再加上国内资本市场投资仍受到严格的额度管制，因此即便纳入带来的增量资金也非常有限。而且宣布纳入和最终实施之间，至少还需要12个月的准备时间。长期来看，若A股要以100%比例纳入MSCI指数，前提条件是完全废除配额制度、实现资本的自由流动，依据国际经验，这一过程大约需要8至10年，甚至更长时间才能完成。在一个如此长的区间内，增量资金对A股市场的影响将会进一步稀释降低。但是，A股申请MSCI又一次失利，无疑将促使中国政府加快资本市场化改革进程，使国内与国际资本市场的互联互通继续加速。下一步，预计将会在扩大QFII、RQFII覆盖范围，切实减少额度申请审批环节，逐步放开境外投资者在金融产品可投资种类方面的限制等方面做出改进，健全相关法规制度和配套资源建设，继续完善多层次资本市场体系。

图8 上证综指与深圳成指
(2015.01-2016.06)

