

境外 QFII 的发展历程 对我国 A 股市场的借鉴意义

The Reference to China's A-Share Market of the Development of Overseas QFII

何济生

(广发期货, 广东广州 510620)

截止 2016 年 12 月底, 我国证券账户市值在 10 万元以下的账户比例高达 72.22%, 市值在 100 万以内的比例更是高达 97.17% (图 1)。散户占比过大倒逼机构行为散户化, 跟风炒作、

概念炒作、垃圾股炒作已经成为证券市场一道道奇葩的风景。那么 QFII 在引入我国十四年后, 为何仍旧没法有力改善该局面呢? 本文将对此问题进行简单研究。

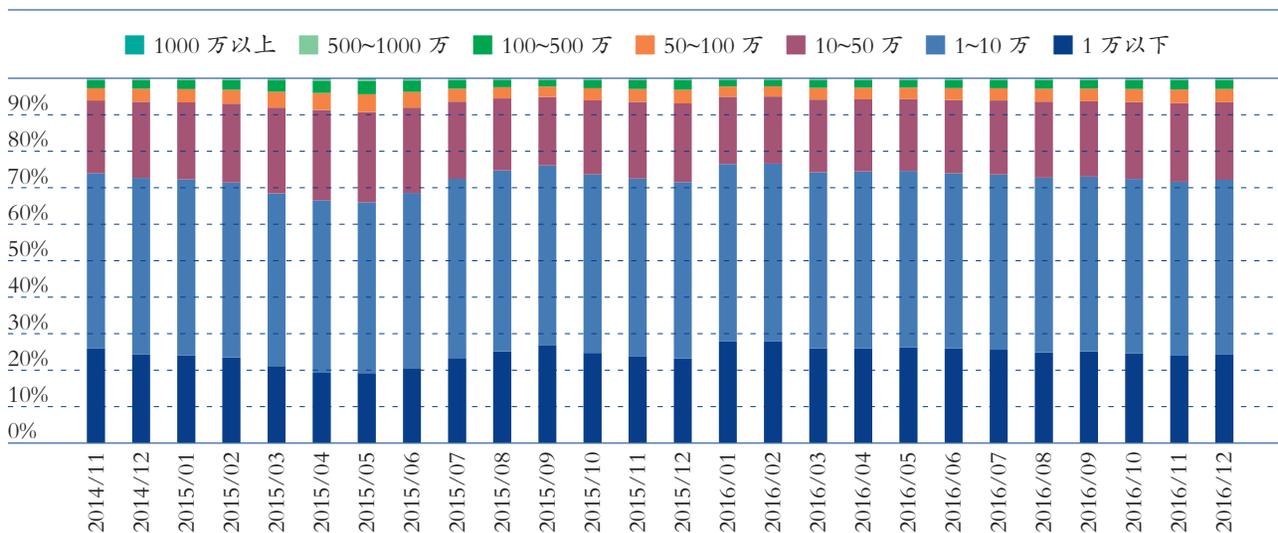


图 1: 2014-2016 年中国证券账户市值比例分布

一、QFII 的含义与作用

QFII (Qualified Foreign Institutional Investors) 是合格的境外机构投资者的英文简称, QFII 机制是指外国专业投资机构到境内投资的资格认定制度。QFII 是一国在货币没有实现完全可自由兑换、资本项目尚未开放的情况下, 有限度地引进外资、开放资本市场的一项过渡性的制度。

在严格的资本管制下, 外汇无法自由流动, 国际资本需要在本国政府的市场准入条件下才能有序的进出。因此, QFII 制度要求外国投资者若要进入一国证券市场, 必须符合一定的标准, 得到该国有关部门的审批通过后汇入一定额度的外汇资金, 并转换为当地货币, 通过严格监管的专门账户投资当地证券市场。

一般而言, 各国政府之所以愿意引进 QFII 制度, 主要是认为: 一是这些经过严格筛选的合格境外投资者能为本国的证券市场带来大量的新增资金, 能促进证券市场的繁荣; 二是这些专业的投资机构能引导市场进行价值投资, 平抑市场波动, 并能推动市场投资结构朝着成熟的方向变化, 进而促进金融服务实体经济; 三是扩大本国证券市场的影响力, 提升本国证券市场的国际地位。

二、QFII 在境外的发展历程

从上世纪 90 年代初开始, 中国台湾 (1991 年)、韩国 (1992 年)、印度 (1992 年) 等境外国家和地区逐步开始了 QFII 制度的摸索, 本章希望通过对台湾和韩国的研究获取一些有利于我国证券市场发展的思路。

(一) 中国台湾的 QFII 发展历程

在上世纪 50 年代后, 台湾经济逐步恢复, 并取得了连续 40 年平均 9% 的高速增长。高速增长 GDP 给投资者带来了极度的乐观情绪, 从 1980 年开始台湾股市开始了一波轰轰烈烈的大牛市。但台湾股市作为一个新兴市场, 自然人占比过高¹, 投机氛围极其浓厚, 这加剧了市场的暴涨暴跌。实际上, 1990 年春节后到 10 月份, 台湾股市发生暴跌, 从 12000 点跌至 2600 点, 短短时间内跌幅超过 75%, 证券市场极度恐慌和低迷。为了挽救市场, 提振人心, 台湾当局在 1991 年开始实行 QFII 制度。

台湾的 QFII 资格认定主要通过世界排名、资产管理规模、公司成立年限等指标进行的, 并且该指标是随着市场的演变而不断改进放松。1991 年, 其要求的 QFII 资格为: 商业银行排名世界前 500 名之内, 管理证券资产总数 3 亿美元以上; 保险公司成立 10 年以上, 管理证券资

¹ 在 1990 年末, 自然人账户的成交金额占比高达 96.7%。

产总数5亿美元以上；基金管理公司成立满5年，且管理的基金总额5亿美元以上；证券公司禁入。两年后，各项标准逐步放宽，例如商业银行排名扩大到1000名之内；保险公司、基金公司的经营年限降为5年、3年，并对各自的管理规模均下调至3亿美元；同时还允许外资投行进入台湾市场。1995年，成立满2年的养老基金和主权投资基金也可以入场。1996年，成立满3年、资产达2亿美金的公募基金、信托公司也可以进入市场。2003年，台湾全面放松了QFII的投资上限和最低资产数量。

与市场准入资格这些指标相伴随的是台湾当局对QFII投资额度的逐步放松。在1991年1月份，台湾对QFII的投资总额和单个QFII投资额度分别为25亿美元和500-5000万美元。但到了1995年2月，投资总额度的限制率先取消。一年后，对单个QFII投资额度也取消了最低500万的限额并陆续提高最高额度，到2001

年，单个QFII的额度已经提高到了30亿美金，基本上是放开了限制，QFII的投资自由得到了极大的解放。

从资金的汇入汇出上看，一开始，QFII需在获得当局批准后3个月内完成资金汇入，否则失效；而汇入后必须停留至少3个月才能汇出，这就限制了资金的短期投机行为，这也正是政府引入QFII资金来抑制国内证券市场的波动而不是加大波动的初衷。而如今，随着市场的逐步成熟，政府对QFII的汇入汇出已经完全放开，QFII可以自由决定。至于QFII获得的利润汇出，刚开始也是要求非常严格，时间频率为一年，即每年只能有一次机会将盈利从台湾转移出去；如今，QFII只需缴清应交税款便可将盈利转走。

随着台湾不断下调QFII的准入资格、放开对QFII投资额度的限制，台湾证券市场的投资者结构出现了较为明显的改变。在1990年末，

表 1：台湾引入 QFII 效果对照表

内容	刚引进 QFII 时	引进 QFII 一段时间以后
投资者结构	1990 年末，96.7% 的成交金额是由自然人所带来的，法人只占 3.3%。 散户投机氛围极度浓厚。	到 1999 年，自然人成交金额占比 88.6%，台湾岛法人和侨外法人各占比 9% 和 2.3%；岛内外的自然人开户数量仅占 59%。
市盈率	1991 年台湾市场的股票市盈率为 32 倍，是纽约市场和伦敦市场的两倍。	到 2001 年 10 月，台湾、纽约和伦敦的市盈率水平已经十分接近。
QFII 持有市值占比	1994 年持有市值占比 1.9%	1999 年持有市值占比 6.4%
换手率	年换手率在 300%-700% 波动	目前年换手率维持在 100% 内

3.3% 的市场成交金额通过法人账户成交，而到了 1999 年，该比例已经提高到 11.3%，换手率也从 QFII 之初的 300%-700% 逐步下降到最新的 100% 以内；从市盈率上看，在 1991 年台湾的市盈率是纽约、伦敦市场的 2 倍，但十年后，这三个地方的市盈率已经非常接近，台湾股市开始成为了成熟、高效的证券市场，这从某种程度上意味着政府一直倡导的价值投资理念得到了生存的土壤。

（二）韩国的 QFII 发展历程

韩国是亚洲发达国家，其资本市场的发展深受美国影响，都推崇金融自由化。从 1992 年推出 QFII 制度到废除该制度，韩国仅花了 6 年时间。但需要注意的是，由于韩国经济体量较小，虽然都是推行金融自由化，韩国抵抗冲击的能力与美国不可相提并论。

1992 年，韩国正式实施 QFII 制度。韩国的 QFII 制度比台湾宽松，境外投资者大受鼓舞，连续十年保持资金净流入，累计总额高达 468.8 亿美元；截止 2001 年底，境外投资者持有股份比例上升到 14.7%，持有市值占 36.6%。

从市盈率上看，韩国证券市场在亚洲金融危机以后，市盈率同样有较大的波动，例如从 2001 年最高峰 50 倍市盈率在极短的时间内下跌至 20 倍市盈率，最后又快速反弹到 40 倍，显示出较大的波动性。而在 2008 年金融危机时，也是出现了较大的调整（图 2）。

从换手率上看，如图 3 所示，由于韩国在 1998 年对境外机构投资取消了限制，时值国际对冲基金横扫亚洲市场，投机氛围再起波澜，这造成了当时整体换手率偏高，随后换手率逐步下降，目前换手率在 100%-200% 波动。实



数据来源：韩国中央银行

图 2：1993-2016 年韩国证券市场市盈率变动情况

际上，QFII 机构的换手率明显低于其他类投资者的换手率，QFII 对市场整体的稳定性依旧起正面作用。

整体而言，韩国 QFII 制度废止后的较短时

间内，韩国证券市场的波动幅度较大，换手率也激增。但随着时间的推移和市场成熟度的提高，目前韩国证券市场的整体换手率以及市盈率的波动已经大幅降低。

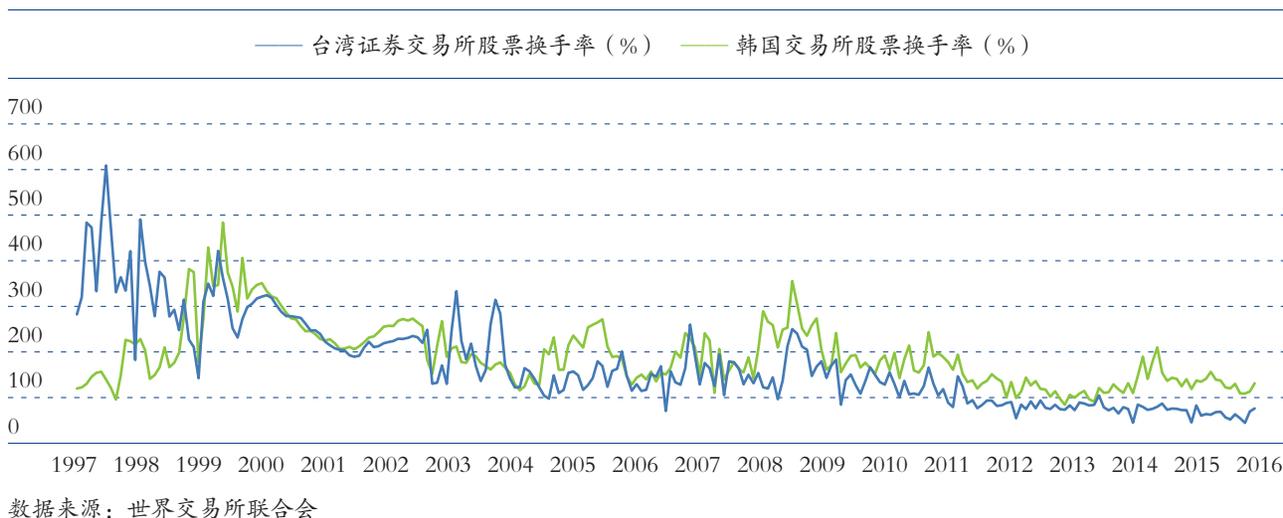


图 3：1997-2016 年韩国和台湾证券交易所换手率变动情况

通过对台湾和韩国的 QFII 发展历程的回顾，我们可以得出以下结论：

1.QFII 能直接给股市带来新增资金，稳定投资者信心。由于 QFII 机构一般而言都是将大部分资金投向证券市场，这就为证券市场直接带来了新增资金，对存量资金的投资者持股信心起了积极作用。虽然长期来看，市场走强还是需要依靠基本面的改善，但短期新增资金的介入能推动存量资金的升值预期，这对股市短期走势有一定的提振作用。

2.QFII 提高了证券市场的机构投资者话语

权，使市场波动率逐步降低。政府对 QFII 的限制是逐步放松的过程，随着国际资金的不断涌入，QFII 在市场的分量逐步增加。与散户相比，QFII 属于非常专业的投资机构，偏好中长线价值投资，换手率低、不喜追涨杀跌，这自然对市场的波动能起到平抑的作用。从实际情况来看，韩国、台湾的换手率有逐步降低的趋势，同时其境外资金所占市值份额稳步提高。

三、我国 QFII 的发展情况

2002 年 11 月 7 日，中国证监会（以下简称“证

监会”）和中国人民银行（下简称“央行”）联合发布《合格境外机构投资者境内证券投资管理办法》，自2002年12月1日起施行。该办法称，合格境外机构投资者是指符合办法规定的条件并取得国家外汇管理局额度批准的，中国境外的基金管理机构、保险公司、证券公司以及其他资产管理机构。QFII应该委托境内商业银行作为托管人托管资产，委托境内证券公司办理在境内的证券交易。2002年11月28日，国家外汇管理局发布了《合格境外机构投资者境内证券投资外汇管理暂行规定》，包括托管人管理、投资额度管理、账户和汇兑管理以及监督管理等内容，自2002年12月1日起施行。

2003年1月中旬，央行批准工、农、中、交、建、招行以及渣打、汇丰、花旗三家外资银行

的上海分行从事QFII境内证券投资托管业务。其后，证监会在2003年2月和3月先后批准了上述银行QFII的托管人资格。2003年3月19日中国证监会发言人进一步明确QFII制度实施细则，放宽了申请人范围和投资人范围，明确境外信托机构和政府投资机构也可成为QFII投资品种，从挂牌交易的A股股票、国债、可转换债券、企业债券等扩展到基金，且无比例限制，还可参与股票增发、配股、新股发行、可转换债发行的申购。

2003年5月26日，瑞士银行有限公司成为我国证券市场首家获得QFII资格的境外机构。当年7月，瑞士银行和花旗环球金融公司已经有选择地对中国国内股市的一些股票进行了首笔投资，标志QFII已进入实质性操作阶段。随后我国QFII机构逐步进入中国证券市场（图4）。



数据来源：国家外汇管理局

图 4：2003-2016 年中国 QFII 额度变化情况

从我国的 QFII 发展历程来看，目前我国的 QFII 机构比例中，国外发展较为稳健的基金公司一直占据着主体地位，2009 年至今一直保持 50%–60% 的比例。这主要是与我国政策的倾斜相关。2006 年 8 月 25 日，中国证监会、中国央行、国家外管局共同发布了《合格境外机构投资者境内证券投资管理暂行办法》（以下简称《管理办法》），同时，证监会还发布了《关于实施《合格境外机构投资者境内证券投资管理暂行办法》有关问题的通知》，对 QFII 的投资监管行为进行细化和完善。

《管理办法》首先从政策层面降低了市场准入资格的标准。除了基金、保险公司的管理规模、成立年限有所降低外，还增加了其他机构投资者，如养老金、慈善基金、主权财富投资基金均可按规定入市。其次，加强了对境外机构的实际投资者的监管。最后，允许 QFII 可以在不同证券公司开立账户，降低境外机构之前持仓暴露过于集中于一家的弊端。

随着《管理办法》的实施，我国 QFII 管理制度逐步走向完善，这为后面 QFII 额度的快速增大打下了良好的基础。从 2003–2011 年，我国央行和外管局对 QFII 的试点保持稳步推进态度。额度从 2004 年的 15.5 亿美金缓慢增长至 200 亿美元。从 2012 年起，国家开始加快 QFII 的额度上限，希望能从国际市场上获得资金给我

国证券市场输血、加大我国的直接融资比例。截止 2017 年 4 月底，总额度已经高达 900 亿美元。

从近十年来 QFII 机构持仓来看，这些境外机构投资者不跟风炒作概念股、题材股，而是以成熟市场奉行的价值投资积极参与 A 股的证券投资。以 2008 年次贷危机为例，A 股市场在 2008 年第四季度沪指狂跌到 1700 点区域时，QFII 并没有被这种恐慌所吓倒，相反是选择逆市加仓股票，越跌越买。根据当时上市公司 2008 年年报资料的统计，QFII 在 2008 年第四季度逆市加仓的股票业绩几乎都有明确的增长趋势。这与国内公募基金追涨杀跌、狂买题材股的行径形成了鲜明的对比。而在 2016 年元旦后的这波股市大跌中，QFII 不仅没有减仓，还逆势不断增仓绩优蓝筹股摊平成本。因此，QFII 确实能对我国的证券市场的投资氛围起到积极的作用。

但实际上，国内 A 股市场暴涨暴跌的怪圈依旧难以改变。原因何在？根据沪深交易所公布的数据，截止 2017 年 4 月底，我国沪深两市的总市值 52.748 万亿人民币，其中流通市值约为 40.59 万亿元。而与此同时，我国的 QFII 投资额度仅为 907.64 亿美元，折合人民币 6262 亿元²，这意味着，即使将其全部额度都购买了流通 A 股，其占比也不足 1.55%。相比之下，韩

国境外投资者所占权重大得多，截止 2001 年底，韩国境外投资者持有股份比例上升到 14.7%，持有市值占比高达 36.6%。这与我国不足 1.55% 的比例有天壤之别。正因为 QFII 在我国 A 股市场的权重太小，直接导致境外成熟机构投资者进入中国市场后却无法更大地发挥其积极正面作用。

因此，为了我国 A 股市场的健康发展，不仅需要监管当局从发行制度、交易制度、惩罚机制等制度完善上做出根本性的改革，还需要继续扩大成熟境外机构投资者参与市场的额度。

（责任编辑：黄伟）

² 按照美元兑人民币汇率约 6.9 测算。