华南农业大学学报(社会科学版)
2004年第2期 JOURNAL OF SOUTH CHINA AGRICULTURAL UNIVERSITY No.2 2004
(第3卷) (SOCIAL SCIENCE EDITION) (Vol.3)

QFII制度对中国证券市场的影响

蒋 敏

(深圳大学 经济学院,广东 深圳 518060)

摘 要:文章基于分析QFII制度在台湾、韩国和印度等国家实施后对证券市场产生的不同程度的影响,阐述了QFII制度是一项通过允许一国(地区)资本市场与国际资本的有限制流动,从而解决在资本项目管制条件下向外资开放本土证券市场问题的有效措施。QFII制度将以其成熟的国际资本市场运作方式、先进的管理模式对中国证券市场在投资理念和盈利模式等方面产生积极影响。

关键词:QFII;中国证券市场;制度安排

中图分类号:F830.91 文献标识码:A 文章编号:1672-0202(2004)02-0069-06

由中国证监会与中国人民银行联合发布的《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《办法》),已于2002年12月1日正式实施。截至2003年12月已有12家境外机构投资者的QFII资格获得批准。此前,已有10家QFII累计17亿美元的投资额度获得国家外汇管理局批准,其中首批获得QFII资格的瑞士银行已于2003年7月投下了第一单。QFII制度作为我国‘全方位、多层次、宽领域的对外开放’政策下的一项重大举措,毫无疑问将对我国证券市场的发展产生积极而深远的影响。

一、QFII制度——境外机构投资者通向境内证券市场的途径

(一)QFII制度的实质

资本市场国际化是QFII产生的动因。新兴市场经济国家(或地区)在证券市场开放过程中一般都遵循从间接开放,到有限度直接开放,最后过渡到完全直接开放的路径,但每个阶段花费时间不尽相同。QFII制度是新兴市场经济体实施的在货币没有完全可自由兑换、资本项目尚未开放的情况下有限度地引进外国证券投资、开放资本市场的一项过渡性制度。其实质是对进入本国证券市场的外资进行一定的限制,包括对外国机构投资者资格的限制、对资金汇入汇出的监管、对投资额度的限制、对持股比例的限制、对投资品种的限制和对其所持证券的管理规则等等。根据韩国、印度和中国台湾省的经验,QFII制度的创意在于通过一国(地区)资本市场与国际资本的有限制流动,成功解决在资本项目管制条件下向外资开放本土证券市场的问题。

(二)QFII制度的运作模式

QFII的运作模式有两种:一种是间接开放的模式,即成立面向外国投资者的中国基金(境外基金),由国内的券商或基金管理公司管理,境外投资者通过中国基金间接地投资于国内证券市场。另一种是有限制的直接开放模式,即允许经核准的境外机构投资者根据有关法规通过以国内的证券公司作为经纪人直接向国内证券市场投资一定额度的资金。

收稿日期:2004-01-12

作者简介:蒋 敏(1965-),女,深圳大学经济学院金融系副教授,主要研究方向为金融理论和证券市场.

(三)我国实施 QFII 的重要性

中国目前尽管有不少生产要素是稀缺的,但作为一个人均收入相对较低的发展中国家,资本在各种生产要素中仍旧是最为稀缺的。因此,若要建立和健全要素市场,就必然要重视资本市场,积极推动资本市场的改革开放和稳定发展。吸引外资是我国的一项重要国策。在直接投资规模扩大的同时,包括证券投资等方面也要有新的发展,以完善和丰富多种投资方式。因此,引进 QFII 的重要性在对外开放和吸引外资政策的延续与拓展方面得到了具体体现。

另外,我国已正式加入 WTO,我国的资本市场也将遵循世贸组织的《服务贸易总协定》逐步走向全面开放。与国际接轨,不仅体现在国家经济实力向世界经济强国靠拢,而且还体现在国家的经济理念与国际经济的理念接轨,包括资本的管理,技能等。为此有必要也有理由确定合理的限制措施,采取循序渐进、稳步开放的战略,减缓全面开放带来的冲击。QFII 制度为我国资本市场渐进式开放提供了一种过渡性制度安排,为中国证券市场逐步实现与国际接轨创造了条件,有利于加快国际化进程。

(四)我国 QFII 制度的相关规定

截止到 2003 年 12 月 15 日,在我国已获得 QFII 资格的境外投资机构有 12 家。除渣打银行香港分行和日兴资产管理有限公司外,其他境外投资机构申请的外汇投资额度均已获得国家外汇管理局的批准(见表 1)。

表 1

机构名称	所属控股公司	获批资格时间	获批投资额度(亿美元)
瑞士银行有限公司		03 年 05 月 26 日	6.00
野村证券株式会社	野村控股	03 年 05 月 26 日	0.50
花旗环球金融有限公司	花旗集团	03 年 06 月 08 日	2.00
摩根士丹利有限公司		03 年 06 月 08 日	3.00
高盛集团		03 年 07 月 04 日	0.50
德意志银行		03 年 08 月 03 日	2.00
香港上海汇丰银行	汇丰控股有限公司	03 年 08 月 06 日	1.00
ING 银行	荷兰国际集团	03 年 09 月 16 日	1.00
摩根大通银行		03 年 10 月 08 日	0.50
瑞士信贷第一波士顿		03 年 11 月 19 日	0.50
渣打银行香港分行		03 年 12 月 12 日	—
日兴资产管理有限公司		03 年 12 月 12 日	—
合　　计			17

资料来源:《获 QFII 资格境外机构达 12 家》,证券时报,2003 年 12 月 15 日。

根据《办法》规定,合格的境外机构投资者可以是中国境外基金管理机构、保险公司、证券公司和商业银行,其经营业务年限的长短和资产规模的大小必须满足相应的基本要求(见表 2)。

《办法》对合格投资者的境内证券投资方向有一定限定,要求应当在《外商投资产业指导目录》的范围以内。要求单个合格投资者对单个上市公司的持股比例,不超过该上市公司股份总数的 10%;所有合格投资者对单个上市公司的持股比例总和,不超过该上市公司股份总数的 20%。中国证监会将根据证券市场发展情况调整上述比例。

表 2

	基金管理机构	保险公司	证券公司	商业银行
经营业务年限	5 年以上	30 年以上	30 年以上	
最近一个会计年度管理的资产	不少于 100 亿美元	不少于 100 亿美元	不少于 100 亿美元	不少于 100 亿美元
实收资本		不少于 10 亿美元	不少于 10 亿美元	
备　　注				总资产在世界排名前 100 名以内

资料来源:《合格境外机构投资者境内证券投资管理暂行办法》,中国证监会,2002 年 11 月 7 日。

《办法》还规定,境内商业银行为合格投资者的托管人,并为其托管资产、委托境内证券公司办理在境内的证券交易活动。

二、QFII 制度在海外的市场效应

韩国、台湾和印度实施 QFII 政策对证券市场都有不同程度的积极影响。在韩国,截至 2001 年底,外资持股市值 936,982 亿韩元,占韩国股市总市值的 36.6 %;截至 2002 年 8 月,台湾的外资持股市值已超过台湾股市总市值的 18 %;印度股市自实施 QFII 后的十年总体保持了上升格局[1]。QFII 在以上三个国家或地区实施后,在减少市场波动、改善投资者结构、引导市场理性投资和推动新兴市场国际化进程方面效果明显。

(一)QFII 制度在韩国

韩国政府于 1992 年开始实施 QFII 政策,QFII 的核心作用是提高了证券市场在国际资本市场中的地位。据有关资料统计,随着市场开放程度的提高,韩国股市中,国外投资者的结构也在变化,外国机构投资者数目已经占韩国证券市场上全部国外投资者的 60 % 以上,且该比例有继续增加的趋势。从表 3 可以看出,2001 年外国机构投资者的数量和外国个人投资者的数量分别比 2000 年增加了 11.96 % 和 5.71 %。全部外国投资者以不到 0.5 % 的投资者数量持有了韩国市场超过 1/3 的市值,说明在韩国市场上的外国投资者,尤其是机构投资者的实力非同小可,足以对市场的行情演变产生影响。

表 3　　单位:个

时间	外国机构投资者					外国个人投资者	总计
	基金	养老金	券商	其它	小计		
2000 年	4966	686	336	1225	7213	4535	11748
2001 年	5503	766	361	1436	8066	4794	12860

资料来源:《外资介入对新兴证券市场的机会和挑战》,中国证券报,2002 - 11 - 08。

另外,从换手率角度分析,外资机构的换手率远低于韩国市场的整体换手率(见表 4),说明境外投资者一般更注重长期投资,这在一定程度上起到了降低市场波动、稳定市场的作用。

表 4

时间	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001
境外机构投资者平均换手率 %	76	64	93 .5	110 .2	186 .6	109 .3	109 .8
市场总体平均换手率 %	105 .1	97 .2	137 .2	273 .6	466 .9	387 .8	599

资料来源:《韩国、台湾、印度 QFII 政策实施后的市场效应分析》,中国证券报,华夏基金管理公司课题组,2003 - 03 - 04。

(二)QFII 制度在台湾

1991 年,台湾允许 QFII 入市。随着 QFII 入市条件的放宽和额度的加大,外资不断补仓摊平成本,并坚持长线投资策略,最终成为 1993 年、1994 年台湾新一轮牛市的主导力量。QFII 在台湾股市的影响力也随之壮大,外资机构所投资的股票日益受到本地投资者的青睐,台湾人跟着 QFII 买股票的现象浮现。而原来高换手率、短线投机盛行的市场特征也逐渐消失。据资料显示,QFII 在台湾市场持仓前 10 位的股票规模是市场平均规模的 18 倍;持有股票的平均净资产收益率是 15.7%,而台湾股票的平均净资产收益率是 4.2%;持有股票的平均市盈率为 27 倍,而台湾股票的平均市盈率为 69 倍[2]。在台湾实行 QFII 措施的 10 年中,国外机构投资者的数目和资金实力都得到长足的发展(见表 5)。

表 5 外国机构资者投资台湾股市概况 单位:亿美元

年度	申请件数	核准件数	申请金额	核准金额	积累汇入净额	汇入资金持股比例
1992	27	23	11.89	5.69	8.46	—
1993	74	58	47.1	27.88	25.99	85.57
1994	65	42	76.35	45.54	50.03	76.63
1995	105	105	97.17	89.91	84.64	76.26
1996	244	270	259.82	274.28	87.26	84.14
1997	346	312	488.13	433.77	86.71	83.99
1998	220	209	308.59	283.84	94.34	86.59
1999	343	301	392.82	332.39	—	95.28

资料来源:《外资介入对新兴证券市场的机会和挑战》,中国证券报,新华网,2002-11-08。

三、QFII 制度对中国证券市场的影响

在我国证券市场投资者结构从以散户型为主向以机构投资者为主转变,以及投资理念逐步由资金型向价值型的转变过程中,QFII 将以其成熟的国际资本市场运作方式、先进的管理模式对国内证券市场在投资理念和盈利模式等方面产生积极影响。

(一) 对市场投资者结构的影响

我国证券市场作为新兴市场,虽然发展迅速,进步巨大,但其结构等方面仍有许多问题需要解决。目前,国内证券市场短期买卖相当频繁,市场投机气氛较浓,导致换手率较高,2002 年平均换手率达 16.81%。2002 年国内证券市场的集中度仅为 2.73%,表明国内证券市场中散户占很大比重[3]。通过引进 QFII,吸引合格的境外机构投资者参与进来,这不仅直接增加了股市的资金供给,而且丰富了投资者种类,使市场投资主体向机构化、国际化和专业化转换。截至 2003 年底,100 余家证券投资基金管理的总资产超过 1600 亿元,券商注册资本金超过 1000 亿元。QFII 队伍不断壮大并追加投资额度,体现出专业投资者正在取代自然人投资者成为股票市场的投资主体[4]。

(二) 对市场投资理念和盈利模式的影响

国内原有的盈利模式主要指以资金推动为主,配合板块的概念或者上市公司的题材炒作推高股价的庄家行为。其投资手法以集中投资、重点持仓为主,其他投资者以跟庄为主要的获利方式。随着以基金为代表的机构投资者迅速崛起,市场中机构投资者博弈开始成为主流。在此背景下,机构投资者面对广为熟悉的做庄模式,彼此戒备、互不跟庄,主力拉抬股价渐渐出现了曲高和寡的

尴尬局面。这种股价炒作方式完全脱离了公司投资价值,所以隐藏着巨大的风险。

QFII 的导入,将使流动性、成长性、禀赋垄断性、行业地位、分红、公司治理结构、少数股东利益的保障等要素成为价值判断和价值挖掘的主要指标;不仅扩大了机构投资者的规模,而且将带来成熟市场的盈利模式和投资理念。通过以挖掘上市公司投资价值为核心,从一级市场定价到二级市场交易,从获取价差收益到长线投资、参与管理,从单一的股价炒作转向多角度的分享企业经营收益的过程,达到形成我国证券市场崭新的盈利模式的目的。短期来看,由于 QFII 资金量有限,对整个市场的价格结构和市场均衡的影响较为有限;但从长期来看,这种投资理念和盈利模式的变化有助于抑制市场的过度投机,调整市场价格结构,增加市场的有效性和稳定性,减少市场的非理性波动和与宏观经济的背离程度,提高市场发展的规范化、市场化和国际化程度,有利于国内证券市场的稳定发展和国际化进程。

(三)对证券公司经营理念和管理模式产生深刻影响

QFII 的实施为境外投资者提供了直接投资的渠道,同时也将给国内券商带来非常丰厚的证券交易量和委托资产管理业务。根据《办法》的规定,每个 QFII 只能委托一个境内投资机构进行境内证券投资管理。这就决定了国内券商和基金管理公司将面临激烈的竞争压力。面对巨大的市场蛋糕,获胜的关键在于国内券商经营理念和管理模式能否满足 QFII 的需要。

QFII 对于国内合作伙伴所拥有的资源有多方面的要求。据一些券商透露,那些获准开展人民币业务的外资银行希望国内代理券商今后能够在资金业务上加强往来,甚至期望将保证金放在他们所属的银行;有些则考虑券商投资银行的业务能力如何,是否能够拿到很多很好的 IPO 大项目,并且承诺给 QFII 一定的配售额度;还有的关注合作伙伴是否有境内优秀的机构推荐到海外上市。QFII 对研究报告非常重视,而在研究方面国内机构与国外机构之间的差距非常大。此外,外资机构一般都注重控制风险,诸如把自营和非自营业务分开,强调品种组合,强化内控机制等等。总之,QFII 希望的是全面合作,这使得一些实力不够雄厚、资源不够丰富的券商无法获得 QFII 的青睐。所以,国内机构只有不断地提高自身管理水平,按照世界资本市场运作的国际惯例以及境外机构的经营理念,紧密围绕 QFII 的投资理念和需求进行产品配置的设计和调整;为 QFII 提供专业化服务,尽可能地与国际惯例接轨,促进理财业务规范发展,增强风险管理的意识,才能在激烈竞争中立于不败之地。

(四)对市场监管部门的影响

首先,QFII 资格的认定就对市场监管部门的鉴别判断能力提出了更高的要求。其次,QFII 进入后如何规范其行为,防止其短期炒作,引导其中长期投资,以实现既定的政策目标,同样是对监管部门的严峻挑战。最后,引进 QFII 必然使市场参与者多元化,违规行为的波及面可能会更大,对市场信心的影响也要大得多,这就要求管理层必须加强监管力度,增强打击违法行为的力度。

(五)对上市公司法人治理结构的影响

目前我国上市公司的质量普遍不高,业绩普遍较差,信息披露不透明,主体股权结构不合理,有的上市公司甚至编造虚假财务报告,欺骗广大股民。实施 QFII 制度将加速这些薄弱环节的完善,有利于促进上市公司提高自身素质,加速向现代企业制度靠拢。首先,QFII 作为上市公司的有着丰富管理经验的股东,将对上市公司法人治理结构和信息披露的准确性和及时性充分施加影响,促使上市公司提高自身素质,进一步完善法人治理管理结构。其次,QFII 倾向投资于绩优股、重视上市公司分红的做法以及关注企业长远发展的理性投资理念,会促使企业规范经营行为,提

升经营业绩,重视对投资者的回报和对少数股东利益的保护。

(六)进一步推动证券市场创新和发展

QFII 的入市将对市场交易制度和产品创新提出更高的要求,以期降低风险和增加流动性;亦将加快证券市场成熟与开放,进一步拓展市场的广度和深度。QFII 还可以通过一定途径在 A 股市场买 A 股,同时也可买 B 股,逐步将 A、B 股差价拉近。这将在一定程度上推动人民币自由兑换的过程。

需要引起注意的是,在实施 QFII 制度后,境内股市不再是以前那种完全封闭的市场,与境外股市之间的联系将会更加紧密,其关联度会逐渐增大,由此,影响境内股市运行的因素会变得更加复杂,不排除在境内基本经济因素完全正常的情况下,境内股市由于受境外经济因素的影响而出现剧烈波动的可能性。另外,在实行 QFII 制度后,合格境外机构投资者因汇入本金、汇出本金或收益引起外资的大规模流动,也可能会对人民币币值的稳定产生影响。

参考文献:

[1] 华夏基金管理公司课题组.韩国、台湾、印度 QFII 政策实施后的市场效应分析[N].中国证券报,2003-03-04.

[2] 刘 杰.QFII 升华基金投资理念[N].证券时报,2003-12-08.

[3] 换手率统计表[S/OL].http://data.stock888.net.

[4] 王 栋.2003 年 A 股市场架构全面转型[N].上海证券报,2003-12-23.

Effects of QFII on China's Stock Market

JIANG Min

(*College of Economics, Shenzhen University, Shenzhen* 518060, *China*)

Abstract: Based on the analysis of the effects on securities markets of QFII regulation which has been applied in Taiwan, Korea and India, this paper illustrates that QFII regulation which admits a country's capital market operation and international capital flows in a constrained manner is an effective way of solving the problems of opening homecountry's securities market to foreign capital. QFII regulation will positively influence the investment perspective and the pattern of making profit in China's securities market with its mature way of operating and developed managing pattern in international capital markets.

Key Words: QFII; China's stock market; system design