



您的位置：首页 - 2003科研成果

QFII：我们能从台湾的经验中学到什么(尹中立)

文章作者：尹中立

2003年5月，随着日本野村证券和瑞士银行被中国证监会批准为第一批合格的境外投资者，我国资本市场迎来了新的发展阶段。对于国内的投资者而言，我们将迎来新的博弈对手，因此市场内外都在推测、揣摩QFII的投资理念、投资方向以及投资中国的资金量的大小，但所有的这些预测与估计都仅限于主观的推测，因为QFII对于我国股市而言毕竟是尚未发生的事件。本文介绍台湾的实施QFII的经验，希望能得到一些有益的启示。

在东南亚诸国中，韩国、泰国、马来西亚、印尼和台湾都曾有过资本市场对外开放的经历，但惟有台湾和我国大陆同祖同宗，有相同的文化，在资本市场的制度变革方面有更多的可比性。在上述诸国的金融对外开放过程中，惟有台湾实行了QFII做法，我国的QFII就是借鉴台湾的做法来设计的，因此，台湾的QFII的经验与教训最值得我们学习。

台湾的QFII始于1990年，它是台湾金融国际化过程中的一个重要步骤。1990年台湾开放外国券商来台设立分公司，开放外国专业投资机构投资台湾股市(即QFII)，但有总的额度限制和比例限制，1990年为25亿美元，最高比例不超过当时台湾股票市值的10%。

台湾的资本市场开放步伐很快，自1990年实施QFII之后，1991年核准境外投资银行来台发行债券，1992年开放11家证券投资公司新设，1995年允许成立外资证券金融公司，取消QFII的总额限制，投资比例上限由10%提高到15%，1997年以后该比例提高到30%。

从实际结果看，外资持有台湾股票的比例从来没有超过1990年设置的10%的最高限制。1991年，实际进入的QFII的资金只有5亿多美元，相当于当年台湾股票市值的0.55%。1992年外资持股比例上升到1.11%，1993年为1.75%，到1995年达到最高峰，为3.89%，随后比重又开始下降(受东南亚金融危机的影响)，到1997年底该比例降到2.79%。可见，外资对台湾股市的兴趣并不是很大。目前国内对QFII吸引外资的数量寄予了过高的希望是没有依据的。

从开放的时机看，1990年正值台湾股市泡沫破灭。1990年2月10日，台湾股票指数达到12495点，至1990年10月1日跌到2560点，下跌幅度为79.5%，市盈率由60倍左右下降到30倍左右。这与2001年以来的大陆股市颇有类似之处，只是我们的跌幅不及台湾的大。从1990年开始实施QFII至1998年金融危机之前，台湾股市的市盈率一直在30倍上下，再也没有重现80年代的牛市行情。因此，可以认为外资并没有过分炒作台湾的股票，这一点同1997年前后的泰国和俄罗斯等国的股票市场有较大差异。在泰国和俄罗斯，由于对外资介入本国资本市场没有任何限制，使内外投机资本联手操纵本国资本市场。在泰国，1997年金融危机爆发之前，外资持有的股票占总市值的30%以上，外资成为1997年之前泰国股市泡沫的主要制造者，也是1997年金融危机的推动者。台湾的QFII有效阻止了上述泰国的情形，在这方面，台湾的经验是值得借鉴的。

如果结合外汇市场的波动来考察QFII则另有心得。台湾在实施QFII前后，迫于外界的压力，使新台币不断升值。新台币兑美元的汇率由1985年8月份的40.55:1升至1992年平均价为25.19:1，升幅达到61%。由于新台币的不断升值使国际资本纷纷进入台湾，换成台币，以期套取新台币升值的差价，QFII是国际资本进入台湾的重要渠道之一。目前，我国刚刚加入WTO，人民币汇率面临1990年前后新台币同样的问题，境外各种利益集团正企图迫使人民币升值，在我国国际收支平衡表中，以往每年都有巨额的负的统计漏损，而从去年开始，统计漏损变成巨额正值，说明有境外资金从地下渠道进入中国，原因就是人民币的升值预期。QFII无疑为这种性质的资金找到了合法的进出渠道，这一点是值得外汇管理部门重视的。

从台湾的教训看，金融市场的开放应该有一个顺序选择。台湾中央银行总裁、著名经济学家梁国树教授在1994年指出：“为使金融自由化不造成金融脱序，必须注意自由化的顺序，如果将最佳的顺序颠倒，则金融自由化将无法发挥预期的效果”。从台湾的经验看，金融开放的顺序应该是“建立健全的金融监管体系→开放国内金融市场→开放国外金融市场”。在实施QFII及其他金融开放政策的过程中，我们可能会遇到以前不曾遇到的监管技术与能力方面的问题。例如跨国金融集团很多都是混业经营，而我国的金融业是分业经营，在国外跨国金融集团混业经营的压力下，我国金融财团必将说服监管当局允许他们开展混业经营。这种压力现在已经显现出来。

从台湾及其他发展中国家的资本市场对外开放的经验中，我们看到，没有良好的金融监管体系与制度无法使资本市场健康成长，本国经济无法从金融对外开放的过程中得到好处。我们的金融改革和金融开放不能再“摸着石头过河”、“看着脚背走路”了，我们应该有成熟的方案设计。这是我们当前喜迎QFII过程中应该冷静思考的问题。

文章出处：《经济学消息报》2003年6月20日

[推荐朋友] [关闭窗口] [回到顶部]

转载请经授权并请刊出本网站名

中国博士论坛

中国社会科学院  
保险与经济研究中心

IFB外商投资中心

IFB基金研究  
与评价中心



地址：北京市东城区建国门内大街5号 邮编：100732 电话：010-65136039 传真：010-65138307  
版权所有：中国社会科学院金融研究所