

# 金融开放与中国证券市场的安全

## ——谈“两 Q”对我国证券市场的影响及对策

于中琴

(上海金融学院,上海 201209)

**【摘要】** 随着资本市场的发展,我国开放金融市场是必然趋势。中国证券市场在 2002 年引入 QFII,在 2006 年成立 QDII。在世界金融风暴席卷之时,这两只证券市场金融衍生品的诞生对中国证券市场的安全问题引起了关注。文章分析 QFII、QDII 对中国证券市场安全性的影响,认为应完善相关制度,提高金融监管水平,从根本上保障我国证券市场的安全。

**【关键词】** 金融开放 QFII QDII 中国证券市场

**【中图分类号】** F832.5 **【文献标识码】** A **【文章编号】** 1004-2768(2008)24-0038-03

### 一、中国引入“两 Q”的背景

#### (一)对“两 Q”制度的阐释

1.QFII(Qualified Foreign Institutional Investors)指合格的境外机构投资者制度,是指允许合格的境外投资者,在一定规定和限制下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帐户投资当地证券市场,其资本利得、股息等经批准后可转换为外汇汇出的一种市场开放模式。

2.QDII(Qualified Domestic Institutional Investors)指合格国内机构投资者,是指在本国货币不能自由兑换前提下,有限度地开放本国资本市场的一种过渡性措施。它通过中介性金融机构控制资本的流入与流出,有限度地允许境内投资者投资境外证券市场的一项过渡性的制度安排。

#### (二)“两 Q”在中国产生的背景

1.对外开放的必然趋势。我国在加入世界贸易组织之后,有关金融业开放的各项承诺要逐步兑现,其中包括银行业的开放(最终允许外国银行业向所有中国客户提供金融服务)、证券业的开放(允许外国证券公司从事中国股票的承销和政府债券、公司债券的承销交易以及基金的发起)以及保险业的开放(最终允许外国保险公司在中国开展保险和再保险业务)。QFII、QDII 的引入,是资本市场开放的一个步骤,我们有选择、有控制、有目的地引入一定规模的外国资本,实现资本市场的部分开放和资本项目下人民币的局部可自由兑换,这是 WTO 在金融业开放方面的基本要求。中国历来是以开放促改革,在内部改革压力和阻力增大、各方利益主体矛盾难以消弭、改革推行成本加剧的时候,通过对外开放来促进改革,是我们一贯的秘诀。

2.“两 Q”都是中国证券市场特定时期的特定产物。QFII 的出台与当年我国股市的持续低迷有一定关系。2001 年以后,我国证券市场逐渐走向低迷,人们对股票市场的消极预期增强,2002 年全年的低迷态势更是十分明显,股票投资收益率大幅下滑。资本市场的低迷态势与我国持续高速增长的国民经济总体发展趋势十分不协调。引入 QFII 这样的合格境外投资者,对于激发资本市场活力,遏止资本市场低迷态势是有一定作用的,为以后中国股市走出熊市注入了新资金。

QDII 的出台与缓解国内 2006 年以来的流动性过剩及经济过热不无关系。2007 年以来,随着中国经济的飞速发展以及美国国内受次债危机的影响,中国经济的火热现状和西方国家的国内经济萧条形成了鲜明的对比,国外资金争先恐后涌入中国资本市场包括证券市场,这使得中国外汇储备规模进一步增大,从而加大了国

**【收稿日期】** 2008-09-05

**【作者简介】** 于中琴(1961-)女,上海人,上海金融学院副教授,研究方向:亚太经济、农村经济。

内的流动性过剩。QDII 则成了输出国内流动性过剩的资金压力、缓解经济过热现状的一个渠道。

## 二、“两 Q”对我国证券市场的影响

### (一)“两 Q”在我国的发展

1.我国 QFII 发展。自 2003 年 5 月 瑞士银行有限公司成为我国证券市场上首家或批准的境外机构投资者,同年 7 月 瑞银在中国股市的第一单 标志着内地 QFII 制度进入实质运行阶段。在此之后的数年中 境外机构投资者对于内地证券市场的热情越发高涨,根据数据显示,截至 2008 年 6 月 30 日,QFII 从 2003 年最初的 35.75 亿美元的投资额度,发展到如今的 58 家机构 300 亿美元的投资额度。

2.我国 QDII 发展。据相关资料显示 截至 2007 年 10 月底,已有 4 家证券公司获得 QDII 资格,分别是:中国国际金融公司、招商证券、中信证券、国泰君安。目前,已有 12 家基金公司先后获得了 QDII 资格,有 5 家基金公司取得了外汇投资额度并成功发行了 QDII 产品。分别是华夏全球精选、南方全球精选配置证券投资基金、嘉实海外中国股票、上投摩根亚太优势证券投资基金等。QDII 一经推出,即在国内市场获得了空前的追捧。几乎每个产品都获得了高倍数的超额认购,上投摩根亚太优势基金的有效认购申请金额达到了创纪录的 1 162.6 亿元,该基金的最终配售比例为 25.8%,创下了 QDII 基金“中签率”的新低。

### (二)“两 Q”对我国证券市场的影响

#### 1.正面影响

(1)调节资金供应量 维护证券市场稳定。在我国实行外汇管制、资本市场较为封闭的情况下,“两 Q”制度的引进可以调节我国证券市场的资金流量 稳定证券市场。

在 2004 年~2006 年这两年熊牛大转换的时期,QFII 参与的市值正是增长的高峰期。2004 年~2005 年的增长率和 2005 年~2006 年的增长率惊人地达到了 236.3%和 217.1%。QFII 所持市值在我国证券市场中这一突如其来的增长,给我国证券市场带来了大量的资金供应量,也给当时正急于走出熊市的我们带来了希望。相反,当出现流动性过剩,QDII 对于缓解外汇储备过多带来的流动性过剩和人民币升值压力起到了缓解作用。

(2)引进先进的投资理念。在 QFII 进入我国证券市场的前三年(2004 年~2006 年),其业绩不但远超国内投资基金,甚至超过沪深两市的平均表现,其价值投资的理念是获胜的法宝。例如在 2006 年 10 月之后,A 股指数一路飙升并不断刷新历史记录,四季度沪深 300 指数涨幅达 41.75%。国内基金在四季度共获得近 430 亿元的投资收益,收益率达 30%。其中,基金从累计涨幅超过 100%的 11 只个股中累计获得近 80 亿元的收益,占总收益的 18.6%。而 QFII 由于提前布局权重蓝筹股,无疑成了其中最大的受益者。到四季度末,QFII 合计持股 32.53 亿股,在四季度共获得 121 亿元的投资收益,收益率高达 50%,比国内基金整整高出 17%。其中,在累计涨幅超过 100%的太钢、重汽、宝钢、浦发行、万科 5 只个股上,QFII 累计获利 38.5 亿元,占总收益的 31.8%,远超国内基金的表现。

在 QDII 的制度设计中,允许海外机构参与合作,使境内资产管理机构和海外同行加深交流合作,而不仅限于现有的“框架性”合作上,让境内的券商、基金更为直接地了解海外机构的运作情况,学习他们如何在金融风浪中抵抗风险的经验,有效提升了国内资产管理公司的投资决策、风险控制能力,树立长期稳健的经营理念。

#### 2.负面影响

(1)国际金融风险对我国的金融体系可能造成国际传导性影响。笔者认为,“两 Q”的负面影响主要来自于 QFII、QDII 制度本身是证券市场国际化、自由化的一个渐进过程,“两 Q”制度越发展,表示该国的证券市场与国际市场的联动越深,QFII 投资者的涌入会将国外的金融风险通过各种传导机制带入国内金融市场,引起较大的国际传导风险,加剧金融风险的防范难度,诱发潜在危机。最近的美国次级债事件后,QFII 出现获利出逃的迹象。QDII 产品在海外市场的失败与国际金融风暴的影响也不无关联。

(2)制度或技术风险。资本在世界上任何地方、任何时候都一定是以追逐利益最大化为唯一的考核标准,QFII 进入中国也不会例外。QFII 进入国内资本市场绝不是为了促进中国资本市场的完善,更不是为了传播新的投资理念。QFII 在中国资本市场的所有投资活动都是为了满足本国投资者的收益要求,在给本国股东创造投资收益最大化的同时,经营者也可以因此而获得更多的报酬收入。QFII 进来后,同样会通过操控股价,来获取收益的最大化,这是在发展中国家、香港等市场已经证明了的事实。QFII、QDII 在我国是金融创新,我们的制度不够健全,运作机制不完善。在与国际竞争者的较量中,我们还在付学费。

### 三、对“两 Q”防范市场风险的相关建议

#### (一)对于 QFII 要健全制度,提高金融监管水平

首先,慎重选择合格的境外机构投资者,规范已获准的 QFII 在大陆证券市场的投资行为,逐步实现管制的严密化、监管规则的规范化。随着获准入境投资的 QFII 逐步增多,国际资本跨境流动的规模将明显扩大,为此也需要建立适当的风险预警机制,以减少金融风险发生的可能。同时应要求 QFII 同国内基金一样定期公布持股情况和业绩,及时披露相关信息,提高其透明度。

其次,审慎开放股指期货,防止外资操纵我国股市。向 QFII 开放股指期货必须未雨绸缪,要在进入门槛、合约设计、运行机制、风险控制、市场监管等方面进行科学设计、严格要求,构筑有效的“防火墙”,保证我国的金融安全。

最后,鼓励 QFII 介入上市公司的治理。国际经验表明,机构投资者能够有效参与上市公司治理,能对公司治理结构的改善起到积极推动作用。与国内机构投资者相比,QFII 更重视独立董事的作用以及公司的财务指标和流动性,偏好控制权分散的企业。并对有不良记录的公司会坚决抵制。如果 QFII 以长期投资者的身份介入上市公司的治理,势必会使上市公司独立性显著增强,日常运作的规范程度明显改善,透明度提高。经营业绩和投资价值得到不断提升。因此,监管机构应不遗余力地自上而下引导 QFII 积极介入上市公司的治理。

#### (二)对于 QDII 要完善公司管理制度

首先,在公司的管理模式上,要积极跟国际接轨,完善和改进投资公司的梯队建设,实行责任明确制度,各部门进行明确的分工,同时做好各部门的工作协调,为未来 QDII 产品海外更好的发展做好准备和必要的铺垫。

其次,对于 QDII 产品这样一种新型产品,必然会遇到一系列从来没有遇到过的问题,因而,在目前的这种情况下,只有依靠政府和职能部门的相关的合理有效的政策出台,依靠政府的监管来保证新产品在投入之初平稳度过。

最后,要借鉴国外大型基金投资公司的成功经验和成熟的运作模式,提高国内从业公司的技术实力和从业人员的个人素质,设置各类从业人员的考核制度和上岗标准。定期对相关人员进行专业知识培训,使操作人员的技术知识跟上市场的变化动态。

#### 【参考文献】

- [1] 熊小奇.海外直接投资风险防范[M].北京:经济科学出版社,2004.
- [2] 博时基金管理有限公司《理财周刊》社.中国基金投资宝典[M].上海:上海远东出版社,2007.
- [3] 沈悦,王书伟,吕婧.初次开放资本账户——国际经验和教训对中国的启示[J].改革,2003(1).
- [4] 屈满学.新兴国家证券市场开放的经验及其借鉴[J].甘肃社会科学,2008(1).
- [5] 吴世农,吴育辉.我国证券投资基金重仓持有股票的市场行为研究[J].经济研究,2003.
- [6] 朱宏泉.QFII 的投资行为分析——基于投资理念的差异与信息的外对称性[J].前沿动态,2008(2).
- [7] 安德鲁·史莱佛.并非有效市场行为金融学导论[M].赵英军译校.北京:中国人民大学出版社,2003.
- [8] 中国证监会.合格境外机构投资者境内证券投资管理办法[Z].2002-12-01.
- [9] Zvi Bodie, Alex Kane, Alan J. Investments(6th Edition). Marcus, McGraw Hill, 2006.
- [10] Glenn Hubbard. Money, the Financial System and the Economy, R. Addison- Wesley, 2002.

(责任编辑: X 校对: Z)

(上接第 8 页)解决一切发展问题时,既要坚持并运用历史的尺度,也要确立并运用合乎人性发展要求的尺度。既要坚持并运用历史的尺度,也要确立并运用合乎人性发展要求的尺度。

在发展中坚持以人为本,就是要在经济发展的基础上,不断提高人民群众物质文化生活水平和健康水平,就是要尊重和保障人权,包括公民的政治、经济、文化权利,就是要不断提高人们的思想道德素质、科学文化素质和健康素质,就是要创造人们平等发展、充分发挥聪明才智的社会环境。

总之,在社会主义初级阶段,我们必须始终坚持科学发展观,以经济建设为中心,更加注重统筹兼顾,更加注重解决好社会发展中的薄弱环节问题,大力推进政治发展、文化发展和各

项社会事业的发展,努力构建一个民主法治、公平正义、诚信友爱、充满活力、安定有序以及人与自然和谐相处的社会主义和谐社会。

#### 【参考文献】

- [1] 周德群.构建和谐社会要澄清的四个问题[J].理论前沿,2006(19).
- [2] 佚名.构建和谐社会[N].人民日报,2005-11-26.
- [3] 葛恒云.马克思的社会发展理论及其当代价值[J].江苏大学学报(社科版),2007(1).
- [4] 陈立旭.科学发展观与当代社会主义[J].江苏大学学报(社科版),2007(1).

(责任编辑: L 校对: Z)