

对我国实施QD II制度的现实思考

王志扬

(厦门大学 财政系, 福建 厦门 361005)

摘要: 随着QFII制度的实施, 相对应的QD II也提上了议事日程。对QD II制度之实行可能对我国造成的影响, 主要是其对外汇管理和国内证券市场稳定的效应提出自己的看法, 并对实施QD II制度的具体规定提出建议。

关键词: 资本市场; QD II制度; 面临的问题; 模式选择

中图分类号: F830.91

文献标识码: A

文章编号: 1004-972X(2004)03-0014-03

一、我国资本市场的开放与双Q 制度的实施

QD II (Qualified Domestic Institutional Investor) 制度即合格的境内机构投资者制度, 是指一国国际收支的资本项目未完全开放及本币与外币未实现完全可自由兑换的情况下, 有限度的允许本国机构投资者投资境外资本市场的一种制度。QD II 作为特许的机构投资者, 可以从事自营业务, 也可以作为经纪机构, 为境内居民提供境外资本市场的投资渠道。QD II 制度是一种过渡性措施, 是本币可完全兑换前的一种保护性措施。在此制度下, 境内居民投资境外资本市场须通过国家核定的中介机构进行, 国家可以有效地监管本国投资者的国际投资行为, 从而稳定本币价值和抑制外汇资金的流失, 维护本国的金融秩序。而且由于所投资资本市场的监管机构也会提出其监管要求, 这将有利于境内机构投资者的健康发展。

QD II 可以说是QFII的一种反向, QFII (Qualified Foreign Institutional Investor) 制度即合格的外国机构投资者制度, 该制度是一国在国际收支的资本项目未完全开放和本币未实现完全可自由兑换情况下, 对符合条件且允许进入本国资本市场的国外机构投资者有限度地开放资本市场。QFII 是资本市场开放的一种过渡性措施, 是对不成熟的资本市场走向国际化的一种保护性举措, 它有利于维护一国

的金融秩序, 保持一国资本市场的独立性, 避免受到国际游资的突袭, 并且通过引入国外相对完善资本市场的机构投资者, 促进本国资本市场和机构投资者的健康发展。

随着世界经济的全球化, 资本市场的开放对我国是必然且迫切的选择。加入世界贸易组织后, 不管是来自其他成员方要求我国开放资本市场的压力, 还是我们自身寻求发展的需要, 均要求我国开放资本市场。但是, 应该看到, 资本市场的开放在给开放国带来收益的同时也带来了各种风险, 上世纪90年代在亚洲一些国家发生的金融危机便是一个例子。因此, 我国资本市场的开放既要进行, 又必须采取适当方式减少不必要的经济动荡。一国资本市场的开放应包括两个方面: 一是允许外资进入本国市场, 二是允许国内资金流向境外市场。而在目前我国资本项目还未完全放开的情况下, QFII 与QD II 组成的双Q 机制应是一种现实的选择, 既走向开放, 又采取渐进的不危及本国资本市场的方式。我国已于2002年12月1日正式实施QFII 制度。QFII 制度所采取的有限制的开放措施对境外进入我国的机构投资者在投资者资格、注册登记程序、资金汇出入限制、在我国资本市场的投资范围等有着严格的规定。这是我国有步骤、分阶段开放资本市场, 逐步提高境外投资者参与深度的重要举措。但是, 推出QFII 制度而不推出QD II 制度在决策上是不对称的, 前者

收稿日期: 2003-11-12

作者简介: 王志扬(1975—), 男, 福建惠安人, 厦门大学财政系博士研究生, 研究方向为投资理论和投资管理。

是境内企业对外融资,而投融资是连在一起的,不能说只让境内企业融资,而不让境内机构对外投资,所以在政策层面上推出QF II制度的同时也必须考虑QD II制度的推出。

二、实施QD II制度的现实意义

入世后,随着我国证券业作为服务贸易的组成部分的逐渐开放,我国资本市场将逐渐融入国际资本市场,QD II制度作为我国资本市场开放中投资者“走出去”的制度安排将是我国渐进的市场开放步骤的重要组成部分。QD II制度的基本设计思路是一种对资本性境外投资的有限度开放,具体表现为四重限制:投资者的身份限于少数经监管当局认可的机构投资者;投资额度限于经批准的固定数额,且资金的进出要经严格的监控;境外投资市场的限制,比如只能投资于香港等几个资本市场;许可投资的证券品种和比例限制。这样的一种制度安排是和我国当前的资本市场和机构投资者发展现状相适应的,其积极意义表现如下:

1. QD II制度的建立有利于支持香港经济发展。建立QD II制度源于香港金融局为引入内地资金活跃香港证券市场,重振香港经济的设想,可以理解为我国资金的“北水南调”,而维持一个经济繁荣和社会稳定的香港,不仅有着现实的经济意义,而且有着重大的政治意义,但其实际意义已远不止于此,而将是同时惠及中港两地的双赢举措。

2. 推动国内机构投资者走向国际市场,给有实力的国内机构投资者更多的发展空间和积累国际业务经验的机会,促进其做大做强。从市场化与国际化的角度考虑,QD II制度的实施不但可以为内地的投资者开辟新的投资渠道和为市场增添新的交易品种,而且也有利于境内外市场间及境内外上市公司间的相互交流和相互影响,从而有利于培育国内机构投资者的投资理念和提升国内市场的市场化与国际化水平。

3. 引导国内居民通过正常渠道参与境外证券投资,减轻资本非法外逃的压力,将资本流出置于可监控的状态。由于我国人民币与外币不能自由兑换,部分投资者投资国外资本市场时只能以非正常方式将外币输往国外,如目前大量内地资金通过地下渠道参与香港证券市场已是不争的事实,通过QD II制度的实施可以将这些非法资金导入国家允许的合理流动中。

4. 增强国内企业到国际资本市场的融资能力。在香港上市的内地公司,对内地投资者颇有吸引力,比如由于H股能吸引到更多的境外机构投资者并有助于扩大国际影响,因此必然为国内企业所青睐,同时他们又会在香港上市后,利用港股与A股在市盈率上的差别,获取巨额回报,因此将有更多内地企业到香港上市。

5. 有利于通过迂回的方式,引导国内证券市场逐步缩小泡沫。目前我国A股市场平均估值偏高,市盈率远比香港的H股红筹股和蓝筹股高,在相同条件下投资市盈率低的H股,显然会得到更多的回报。这样有利于引导部分国内居民通过QD II投资海外股市,可以分散风险,提高回报率,有利于通过资金的流出降低A股市场的市盈率和泡沫风险。

三、目前对境内居民开放境外投资面临的问题

1. 实施QD II制度对我国外汇管理的冲击。QD II制度其实是一种对外投资的特别形式,是在外汇管制下一国开放资本市场的特殊举措。我国虽然是外汇储备大国,但作为最大的发展中国家,外汇总量仍然短缺。引入外资及防止资金外逃,在今后一个相当长的时间内,仍将是国家外汇管理工作的主要任务。QD II将挑战现行外汇管理制度,贸然引入QD II有可能引发金融市场动荡,从而危及国民经济大局。人民币自由兑换是顺利实施QD II制度最重要的前提,而这一目标短期内难以实现。虽然是大势所趋,但此项改革事关重大,需与时俱进,“稳”字当头。一般说来,货币的自由兑换应当具备以下几个条件:稳定的宏观经济、健全的微观基础、完善的金融体系、有效的金融监管、良好的国际环境。当前和今后相当长的时间之内,由于我国在宏观经济运行、经济基础、金融体系和金融手段上存在的种种问题,我国还无法实现人民币自由兑换。在此情况下,我国只能实施QD II制度,但必须防止对外汇管理的各种负面影响。由于我国的外汇管制较严,随着QD II制度的推行和一部分投资者的投资热情高涨,也许会刺激外汇黑市的交易,对黑市的外汇市场产生影响。

2. 实施QD II制度对我国证券市场的影响。实际上这一点可以说是有关决策层最为担心的,即实行QD II制度后A股市场的反应以及由此所产生的连锁反应,毕竟现在最需要的是市场的稳定。对B股市场来说,QD II制度的实施无疑是一个重大利空,而在对国内居民开放B股市场后A股与B股市

场已经出现联动效应的情况下,如果B股市场大幅下挫,将不可避免地会殃及A股市场,进而引发市场的整体波动。由于QD II制度的实施势必会使一部分资金流向香港市场,这在一定程度上会对内地市场产生心理和实际的影响,特别是对在内地和香港市场同时上市的国企股以及B股市场的影响将十分明显,同一上市公司如果有A股和H股,那么较低的H股股价必然对A股产生向下的牵拉作用,届时其他A股股价因为整个证券市场的价值定位下移而被迫大幅下跌,因此会造成市场剧烈波动。

3. 进入国外资本市场的境内投资者的竞争能力问题。由于我国的证券市场相对于国外证券市场而言出现较迟,很不完善,投资品种也比较单一,机构投资者面临的各种风险远小于国外完善的证券市场。在实施QD II制度的情况下,有多少国内的资金敢于投向国外市场并且有多少投入的资金经得起市场的考验也是有关当局制定政策时要考虑的问题。

四、实施QD II制度的模式思考

1. QD II制度的推出过程要求中国证监会、中国人民银行、外汇管理局合理协调。正如前文所分析的,实施QD II制度后,我国将面临着诸多可能出现的问题,包括对货币政策、外汇管理、证券市场稳定、进入境外的机构投资者之保护等,因此要求三个部门充分协调以对QD II制度推行后的负面影响和相关的风险因素有足够的承受和预防能力。截至2003年6月末,我国外汇储备余额为3465亿美元,再创历史新高。针对这一情况,有关专家指出,应该放松对外汇需求的限制,适当消化外汇储备。允许合格境内机构投资者投资海外资本市场的QD II制度是调整我国国际收支平衡的重要举措之一,有利于部分外汇资金的合理流出,有助于缓解甚至扭转中国外汇储备快速增长的现状,并避免因外汇储备增长过快给人民币带来的巨大升值压力。但是,QD II制度的实施也会对沪深股市形成一定冲击,因此要求有关监管部门进行协调。

2. 对于若干具体规定的建议。第一,关于合格

机构投资者身份的认定,应由中国证监会从申请从事国外证券投资的综合类证券公司、基金管理公司、保险公司中择优审批,审批的依据为其以往的国内市场业绩、诚信状况、人员素质、资金配备等,对有专门的业务部门在港从事港股投资的机构投资者可以优先考虑。第二,要求获选的机构投资者采取设立封闭式基金的方式运作。QD II投资基金设定投资额上限,由境内居民用外汇认购。这种外汇封闭式投资基金,一是方便外汇管理局监管资金流向,保证资金按期限返回,不会造成国家外汇流失,也不会对人民币汇率造成冲击;二是方便规模控制,外汇管理部门每年公布许可输出的QD II资金规模,然后由证监会审批当年认可的QD II基金数量和相应可募集份额。这样,管理部门对外汇流出规模就能实施有效控制。第三,对可投资的证券市场、证券品种、比例应有严格的限制。投资市场可先限定在香港,然后逐步开放其他市场,可投入这些市场的投资额占基金的比例逐步扩大。初期可限定只能投资H股、红筹股、蓝筹股。在条件成熟时,可开放投资所有港股。对每个QD II基金持有单个上市公司股份的比例也应做出一定限制,比如单个QD II基金持有上市公司股份不得超过该公司全部发行在外股份的5%,持有同一上市公司股票按成本价计算的总市值不得超过基金净资产的10%等(这两个数据的依据为监管机构对基金国内业务的监管内容)。

3. 作为一种保护性的过渡措施,QD II制度实施过程应是渐进的。正如上述的规定,为了保护国内参与外汇封闭式投资基金的中小投资者和直接操作的机构投资者免受损失,在可投资的市场、投资范围和证券品种的放开上均必须是渐进的。待积累了一定的经验之后方可全面放开。最终在我国国际收支的资本项目完全开放及本币与外币实现完全可自由兑换的情况下,资本市场全面开放,境内投资者可自由投资国外资本市场。

(责任编辑:韩克勇)