

2019年9月19日

中国宏观观察

QFII/RQFII 总额度取消加速中国市场对外开放

- 9月10日，国家外汇管理局决定取消合格境外机构投资者（QFII）和人民币合格境外机构投资者（RQFII）投资额度限制。具备相应资格的境外机构投资者，只需进行登记即可自主汇入资金进行证券投资，不再需要就投资额度进行备案和审批。此次 QFII/RQFII 额度的全面取消将大幅提升境外投资者参与境内资本市场的便利性，是中国资本市场对外开放进程中的关键一步。
- 短期来看，QFII/RQFII 额度取消为 A 股市场带来的增量资金有限，对市场并无显著的提振作用。QFII/RQFII 的总额度使用率仅为三分之一，并未用尽。并且，互联互通的逐渐完善抑制了 QFII/RQFII 渠道的效用。互联互通没有准入条件的限制，然而 QFII/RQFII 的资质限定仍然存在。同时，北上资金累计净流入逾万亿元，规模远超 QFII 额度使用。此外，从市场表现来看，历次提升 QFII 总额度对 A 股市场的提振作用有限。
- 中长期来看，未来外资对中国资产的配置空间较大。QFII/RQFII 总额度的取消为境外投资者进入中国市场提供便利，助力完善市场机制和优化投资者结构，是中国资本市场开放的关键一步。目前外资对中国市场仍处于低配状态，相较于其他主要经济体仍有较大的提升空间。随着资本市场开放进程的深入和国际主流指数对我国股票与债券的纳入，未来外资对中国资产的配置需求也将逐渐上升。
- 外资持股比例较高的公司，不仅拥有良好的基本面，其股票表现也优于大盘。外资持股比例最高的 50 家公司构成的投资组合，相较于大盘，在过去十几年中拥有较高的年化收益率与较小的回撤。从基本面来看，这 50 只股票的盈利能力强劲，净利润增速较高，且 ROE 与利润率大幅高于全市场水平。与此同时，它们拥有较低的杠杆率与良好的偿债能力，息税前利润与利息支出的比值显著高于市场水平。

谭淳

karen.tan@bocomgroup.com
(852) 3766 1825

蔡涵

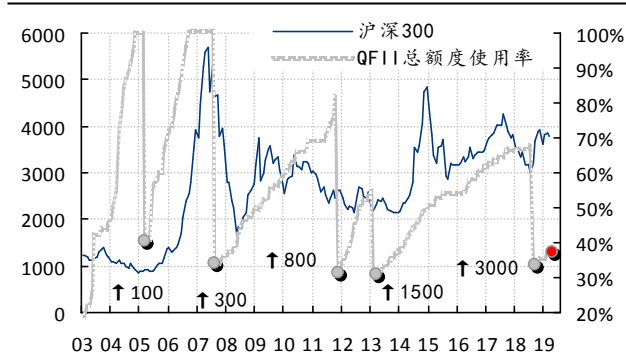
hanna.cai@bocomgroup.com
(852) 3766 1805

彭非

fei.peng@bocomgroup.com
(852) 3766 1804

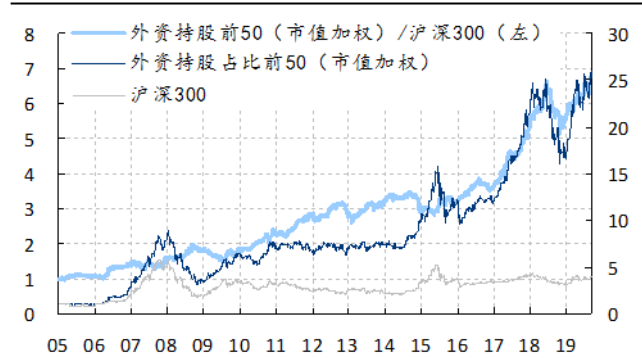
本周焦点图表

图表 1: 现阶段 QFII 总额度的使用率较低，此次额度取消作用有限



资料来源：彭博，交银国际（灰色结点代表历次 QFII 额度提升的情况，100,300,800,1500,3000 为提升后的总额度，单位为亿美元）

图表 2: 外资持股比例前 50 只股票组合跑赢大盘



资料来源：万得，FactSet，交银国际

QFII/RQFII 总额度取消短期效用有限

9月10日，国家外汇管理局决定取消合格境外机构投资者（QFII）和人民币合格境外机构投资者（RQFII）投资额度限制。具备相应资格的境外机构投资者，只需进行登记即可自主汇入资金进行证券投资，不再需要就投资额度进行备案和审批。与此同时，RQFII 试点国家和地区限制也一并取消。此次 QFII/RQFII 额度的全面取消将大幅提升境外投资者参与境内资本市场的便利性，是中国资本市场对外开放进程中的关键一步。

短期来看，QFII/RQFII 额度取消为 A 股市场带来的增量资金有限，对市场并无显著的提振作用。QFII/RQFII 的额度使用率较低。截至 8 月末，QFII 总额为 3000 亿美元，合计 292 家投资机构获得 1114 亿美元额度，总额度使用率仅 37%。RQFII 总额为 1.99 万亿元（人民币，下同），共有 222 家境外机构获批 6933 亿元额度，总额度使用率仅 35%。此外，已获批的额度投资使用率较低。截至 2019 年 2 季度，QFII 于 A 股持仓市值为 1605 亿元，于过千亿美元的获批额度占比约 20%。

互联互通的发展挤压了 QFII/RQFII 的使用空间。虽然互联互通的投资标的范围不及 QFII/RQFII 全面，但已覆盖了境内市场的核心资产标的，且已不设总额度。互联互通并没有准入条件的限制，机构与个人投资者均可参与。然而，此次虽然取消了总额度，但 QFII/RQFII 的资质限定仍然存在，财务稳健、资信良好等准入条件并未有所宽松。截至 2019 年 9 月 12 日，陆股通累计净流入逾万亿元，北上资金规模已远超 QFII/RQFII 的额度使用。因此，QFII/RQFII 总额度的放开作用有限。

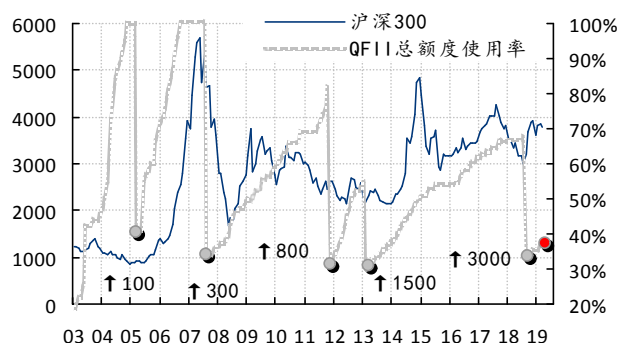
从市场表现来看，历次提升 QFII 总额度对 A 股市场的提振作用有限。历次 QFII 扩容后，A 股也并不会持续上涨。

图表 3: 中国股票市场开放历程



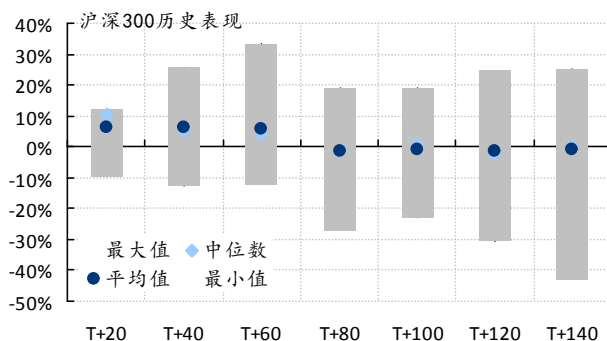
资料来源: 公开资料整理, 万得, 交银国际

图表 4: 目前 QFII 额度的使用率较低, 此次总额度取消作用有限



资料来源: 万得, 交银国际 (灰色结点代表历次QFII额度提升的情况, 100,300,800,1500,3000亿美元为提升后的总额度)

图表 5: QFII 启动及 QFII 总额度提升对 A 股并无显著提振



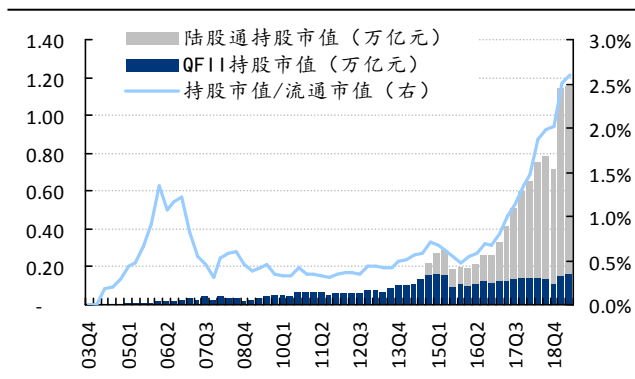
资料来源: 万得, 交银国际

中长期, 为外资布局中国市场打开更多空间

中长期来看, 未来外资对中国资产的配置空间较大。QFII/RQFII 总额度的取消为境外投资者进入中国市场提供便利, 助力完善市场机制和优化投资者结构, 为中国资本市场开放的关键一步。目前, 中国资本市场仍处于开放初期, 外资持股于 A 股市值占比虽然逐渐上升, 但仍处于低配状态。相较于其他主要经济体, 外资对 A 股的配置仍有较大提升空间。同时, A 股整体估值接近历史低位, 盈利温和扩张, 对于长线资金具有吸引力。随着 MSCI、富时罗素、标普道琼斯以及彭博巴克莱等各类国际指数系列对我国股票与债券纳入比重的提升, 外资对 A 股的配置需求也将持续上升。

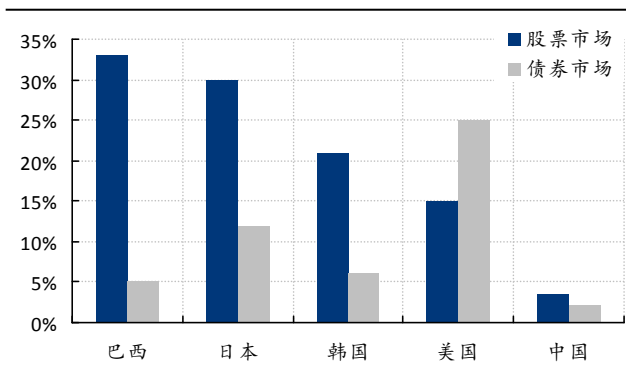
金融市场的开放将吸引外资加速入场，优化投资者结构。从韩国的经验来看，在股票市场对外资完全开放后，外资流入规模迅速攀升；外资的市场参与度亦不断提高，成交额占比上升。并且，市场投资者结构逐渐改善，个人投资者占比下降，而以中长期资产配置为主要目的的境内外机构投资者占比增加。

图表 6: 外资持股占 A 股市值比例较低



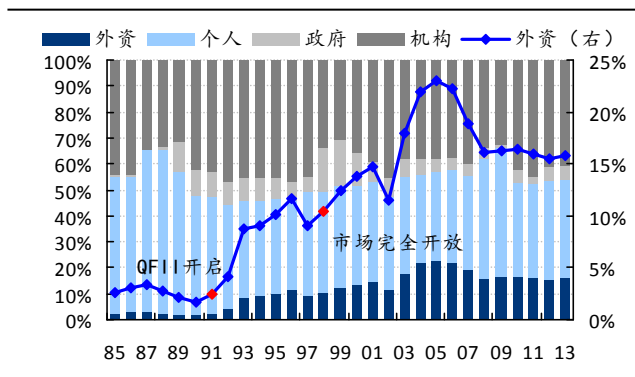
资料来源：万得，交银国际

图表 7: 相较其他经济体，中国的外资持股与持债比重仍有较大提升空间



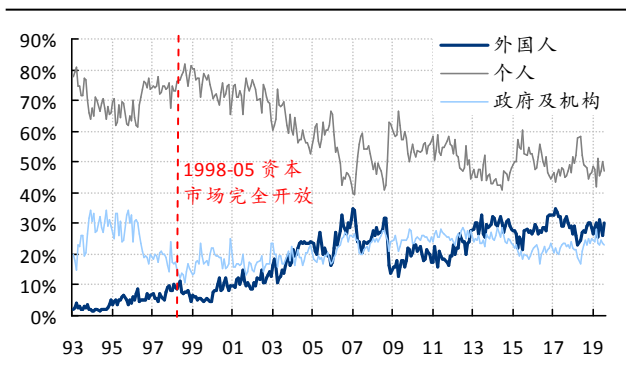
资料来源：《2018年中国国际收支报告》，交银国际

图表 8: 韩国市场完全开放后，外资持股市值占比攀升



资料来源：CEIC，交银国际

图表 9: 韩国市场完全开放后，外资在股票市场的成交额占比上升



资料来源：CEIC，交银国际

外资投资业绩强劲

海外投资者遵循价值投资理念，青睐低估值、高 ROE、低换手率的股票。在 A 股市场中，他们青睐消费、金融与工业板块，尤其偏爱行业龙头。外资持股比例较高的公司，不仅拥有良好的基本面，其股票表现也优于大盘。

我们选取外资持股比例最高的 50 家公司进行市值加权构建外资持股指数，该指数在过去十几年中拥有较高的年化收益率与较小的回撤。具体来看，2005 年至今，指数的年化收益率达 23%，对比沪深 300 的超额收益率为 14%，最大回撤为 65%，而沪深 300 的最大回撤为 72%。后危机时代，即 2009 年至今，

该指数年化收益率为 19%，对比沪深 300 的超额收益率为 12%。指数的最大回撤为 40%，低于沪深 300 的 47%。

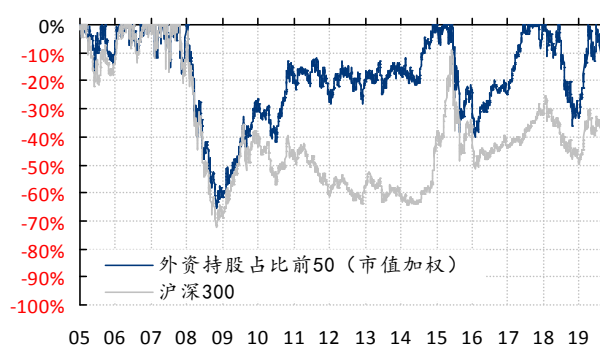
从基本面来看，外资持股比例最高的前 50 只股票拥有强劲的盈利能力与优质的资产结构。后危机时代，这 50 只股票的盈利能力强劲，净利润增速多数时间段高于全体 A 股，且 ROE 与利润率大幅高于全市场水平。与此同时，这 50 家公司杠杆率低，偿债能力较强，息税前利润与利息支出的比值显著高于市场水平。在行业分布上，可选消费、日常消费与医疗保健为市值占比最高的三大行业。

图表 10: 外资持股比例前 50 股票组合跑赢大盘



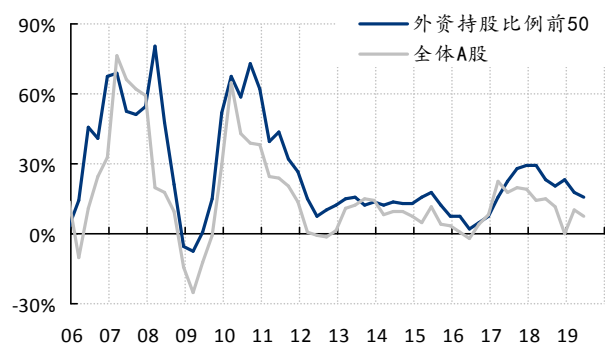
资料来源：万得，FactSet，交银国际

图表 11: 外资持股比例前 50 股票组合回撤较小



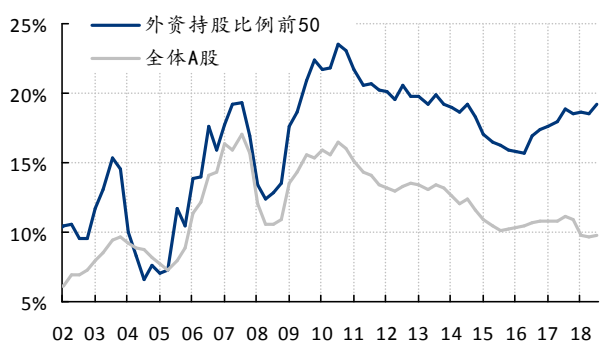
资料来源：万得，交银国际

图表 12: 外资持股比例较高的组合盈利能力较强，净利润增速领先



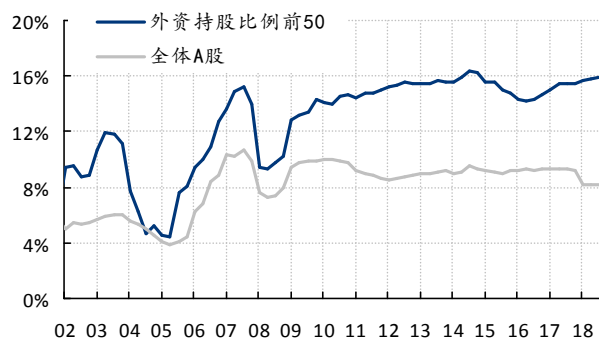
资料来源：万得，交银国际

图表 13: 外资持股比例较高的组合股本回报率持续高于全体 A 股



资料来源：万得，交银国际

图表 14: 外资持股比例较高的股票利润率持续高于全体 A 股



资料来源：万得，交银国际

图表 15: 外资持股比例较高的股票偿债能力较强，EBIT/利息支出高于全体 A 股



资料来源：万得，交银国际

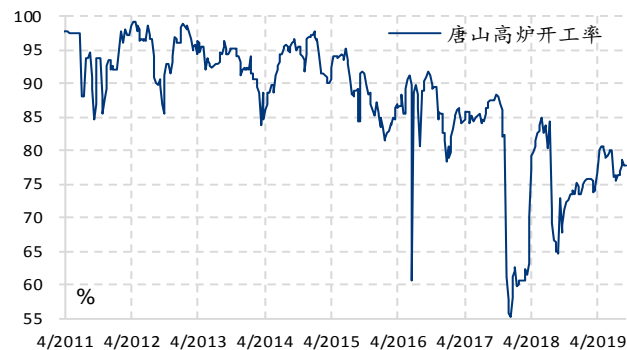
经济领先指标

图表 16: 螺纹钢价格（周度）



资料来源：Macrobond，交银国际

图表 17: 唐山高炉开工率（周度）



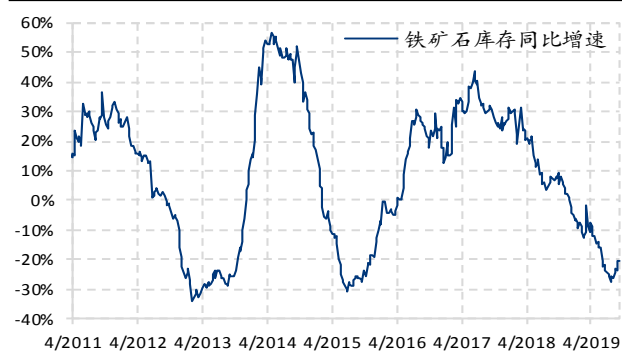
资料来源：彭博，交银国际

图表 18: 铁矿石价格指数及进口量



资料来源：Macrobond，交银国际

图表 19: 铁矿石库存同比增速（周度）



资料来源：彭博，交银国际

图表 20: 水泥市场价格 (周度)



资料来源: CEIC, 交银国际

图表 21: 西部地区水泥市场价格 (周度)



资料来源: CEIC, 交银国际

注: 西部地区城市包括昆明、成都、重庆、贵阳、西安、兰州、西宁和银川。

图表 22: 长江有色市场无氧铜丝价格 (日度)



资料来源: 彭博, 交银国际

图表 23: 生猪、豆粕价格 (周度)



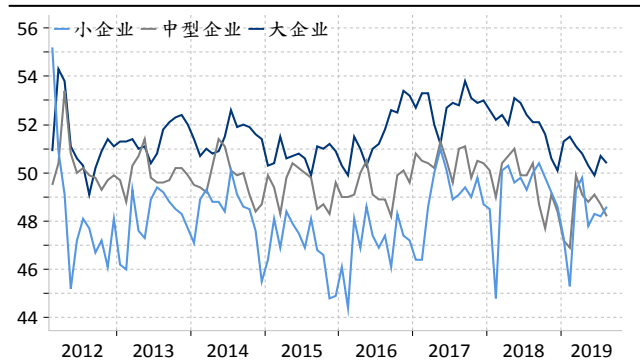
资料来源: 万得, 交银国际

图表 24: PMI 中国制造业与非制造业 (月度)



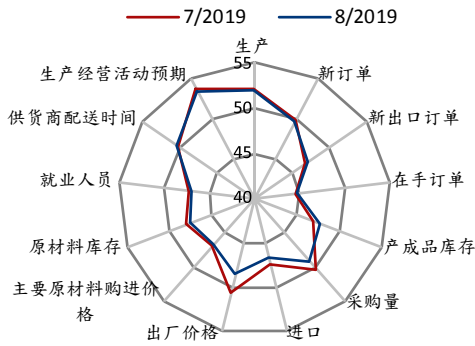
资料来源: Macrobond, 交银国际

图表 25: PMI 中国大中小企业 - 带季调 (月度)



资料来源: Macrobond, 交银国际

图表 26: PMI 制造



资料来源: Macrobond, 交银国际

图表 27: PMI 非制造



资料来源: Macrobond, 交银国际

图表 28: 粗钢产量



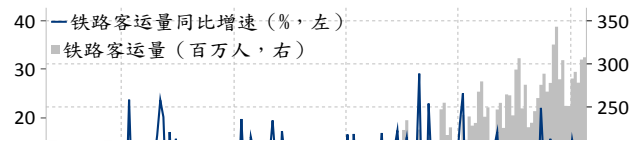
资料来源: Macrobond, 交银国际

图表 29: 钢材价格

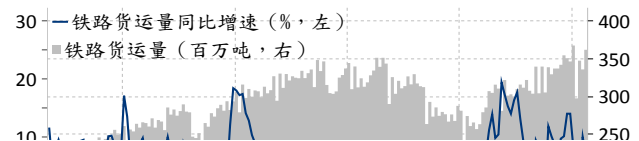


资料来源: CEIC, 交银国际

图表 30: 铁路客运量 (月度)



图表 31: 铁路货运量



预览已结束, 完整报告链接和二维码如下:

https://www.yunbaogao.cn/report/index/云报告?reportId=1_10026

