

中银研究产品系列

- 《经济金融展望季报》
- 《中银调研》
- 《宏观观察》
- 《银行业观察》
- 《人民币国际化观察》

作者：范若滢 中国银行研究院
电话：010 - 6659 2780

签发人：陈卫东
审稿：周景彤
联系人：梁 婧 叶银丹
电话：010 - 6659 6874

* 对外公开
** 全辖传阅
*** 内参材料

我国资本市场加快对外开放的影响及相 关对策建议*

开放是国家繁荣发展的必由之路。一直以来，我国坚持资本市场对外开放，并取得显著进展，双向开放的广度、深度持续升级。这将给 A 股市场带来大规模的增量资金，有利于引导我国资本市场投资风格的转变，有利于完善我国资本市场的价格发现功能，有利于增强资本市场服务实体经济的能力。未来，在推进资本市场开放背景下，建议把握资本市场的开放节奏，保持开放的自主性；营造与资本市场高水平开放相配套的制度环境；平衡好对外开放与防控风险的关系。商业银行应创新产品和服务，积极拓展资本市场业务机会；加强“投贷联动”，提高综合化金融服务能力；加强内外资金融机构的合作交流，实现共赢发展；构建、完善与资本市场业务相适应的风控体系。

我国资本市场加快对外开放的影响及相关对策建议

开放是国家繁荣发展的必由之路。一直以来，我国坚持资本市场对外开放，并取得显著进展，双向开放的广度、深度持续升级。这将给 A 股市场带来大规模的增量资金，有利于引导我国资本市场投资风格的转变，有利于完善我国资本市场的价格发现功能，有利于增强资本市场服务实体经济的能力。未来，在推进资本市场开放背景下，建议把握资本市场的开放节奏，保持开放的自主性；营造与资本市场高水平开放相配套的制度环境；平衡好对外开放与防控风险的关系。商业银行应创新产品和服务，积极拓展资本市场业务机会；加强“投贷联动”，提高综合化金融服务能力；加强内外资金融机构的合作交流，实现共赢发展；构建、完善与资本市场业务相适应的风控体系。

一、我国资本市场对外开放不断加速

（一）我国资本市场对外开放措施密集推出

一直以来，我国坚持资本市场对外开放，并取得显著进展，双向开放的广度、深度持续升级（表 1）。在 2018 年 4 月的博鳌论坛上，习近平主席明确指出“中国开放的大门不会关闭，只会越开越大”，人民银行易纲行长宣布了一系列金融开放的具体措施。此后，一系列资本市场对外开放措施密集推出，为中国资本市场开放按下了“加速键”。一方面，外资投资便利度不断提升。“沪伦通”正式启动；QFII 和 RQFII 投资额度限制被取消；2019 年版《市场准入负面清单》已修订完成；新修订的《外商投资法》将于 2020 年实施。另一方面，外资金融机构的持股比例限制进一步放宽。今年 10 月，证监会宣布进一步提前取消外资持股比例限制的时间表，将于 2020 年 1 月、4 月、12 月起分别取消期货公司、基金管理公司和证券公司的外资持股比例限制。

表 1：中国资本市场对外开放的历程与进展

时间	事件
2002 年	实施合格境外机构投资者(QFII)制度，首家中外合资基金管理公司招商基金成立
2005 年	熊猫债暂行管理办法，允许国际开发机构在境内发行人民币债券
2008 年	国务院明确进一步放开境外机构和企业在境内发行人民币债券
2011 年	实施人民币合格境外机构投资者(RQFII)制度
2013 年	中国人民银行会同中国证监会与外汇管理局联合颁布《人民币合格境外机构投资者境内证券投资试点办法》，赋予了 RQFII 投资者进入中国银行间债券市场的资格。同年，中国人民银行印发《关于合格境外机构投资者投资银行间债券市场有关事项的通知》，允许 QFII 在获批额度内进入银行间债券市场。自此，RQFII 和 QFII 投资者正式进入银行间市场，开启了银行间债券市场对外开放的新纪元
2013 年 12 月	人民银行发布《关于金融支持中国（上海）自由贸易试验区建设意见》，规定自由贸易账户体系内机构、企业和个人可从事各种投资交易活动
2014 年 11 月	“沪港通”启动
2015 年 10 月	人民银行、证监会等多部门联合发布《进一步推进中国（上海）自由贸易试验区金融开放创新试点加快上海国际金融中心建设方案》，率先提出实现人民币资本项目可兑换
2016 年 2 月	国家外汇管理局发布《合格境外机构投资者(QFII)境内证券投资外汇管理规定》，放宽 QFII 额度管理，简化 QFII 审批程序
2016 年 9 月	国家外汇管理局发布《关于人民币合格境外机构投资者（RQFII）境内证券投资管理有关问题的通知》，放宽 RQFII 额度管理，由审批制改为备案+审批制
2016 年 12 月	“深港通”启动
2017 年 6 月	宣布 A 股将被纳入 MSCI 新兴市场指数（落实时间为 2018 年 6 月）
2017 年 7 月	“债券通”启动
2017 年 7 月	《银行间债券市场开展信用评级业务有关事宜公告》发布，对符合条件的境内外评级机构进入银行间债券市场开展业务予以规范
2017 年 12 月	证监会开展 H 股上市公司“全流通”试点，优化境内企业境外上市融资环境，深化境个上市制度改革
2018 年 3 月	沪深交易所发布《关于开展“一带一路”债券试点的通知》
2018 年 4 月	把互联互通每日额度扩大四倍，即沪股通每日额度从 130 亿调整为 520 亿元人民币，港股通每日额度从 105 亿调整为 420 亿元人民币
2019 年 6 月	“沪伦通”启动
2019 年 9 月	取消 QFII 和 RQFII 的额度限制

资料来源：作者整理，中国银行研究院

（二）国际指数纳入 A 股并不断提高权重

伴随着我国金融对外开放的不断推进，以及我国资本市场的不断完善，明晟（MSCI）、富时罗素、标普道琼斯三大国际指数公司先后将 A 股纳入其全球指数体系，并相继提高纳入因子（表 2）。

2019 年 8 月 28 日，MSCI 将 A 股纳入因子提升至 15%。2018 年，MSCI 已经分两步把中国 A 股纳入 MSCI 新兴市场指数和 MSCI ACWI 全球指数。根据 MSCI 计划显示，2019 年，MSCI 将在 5 月、8 月、11 月进行三次扩容，最终纳入因子将提升至 20%，当前已经完成了扩容计划。预计 2020 年 A 股的纳入比例有望进一步提升。

2019 年 9 月 23 日，富时罗素将 A 股纳入因子提升至 15%。根据富时罗素公布的计划，A 股纳入其全球股票指数系列第一阶段将分三步走：2019 年 6 月、9 月和 2020 年 3 月的纳入因子分别为 5%、15%和 25%。当前已经完成了扩容计划的第二步。

2019 年 9 月 23 日，标普道琼斯指数将 A 股纳入其全球指数体系，纳入因子为 25%。

表 2：三大国际指数纳 A 进程

指数	时间	纳入 A 股（大盘）情况
明晟（MSCI）	2018 年 6 月	A 股以 2.5%的纳入因子首次被纳入
	2018 年 8 月	将 A 股纳入因子提升至 5%
	2019 年 5 月	将 A 股纳入因子提升至 10%
	2019 年 8 月	将 A 股纳入因子提升至 15%
	2019 年 11 月	将 A 股纳入因子提升至 20%
富时罗素	2019 年 6 月	A 股以 5%的纳入因子首次被纳入
	2019 年 9 月	将 A 股纳入因子提升至 15%
	2020 年 3 月	将 A 股纳入因子提升至 25%
标普道琼斯	2019 年 9 月	A 股以 25%的纳入因子首次被纳入

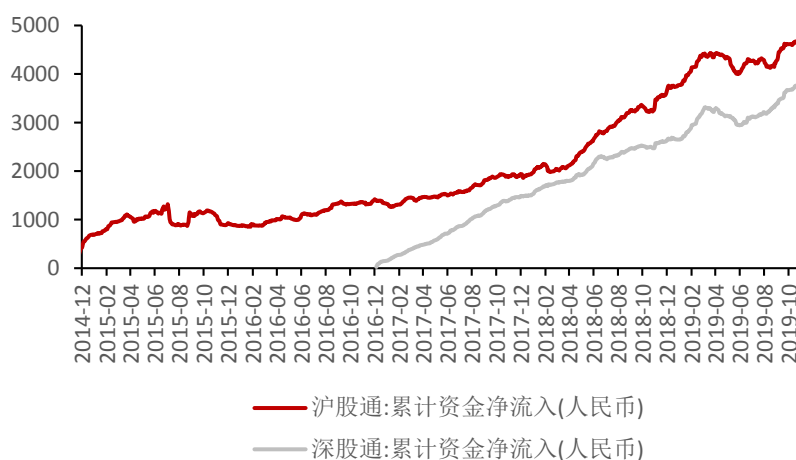
资料来源：作者整理，中国银行研究院

二、对外开放加快、外资流入对我国资本市场的影响

（一）将给 A 股市场带来大规模的增量资金

随着中国资本市场对外开放不断推进，外资流入规模不断扩大。截至 2019 年 10 月底，“沪股通”“深股通”北上资金累计净流入规模分别达 4723 亿和 3878 亿元（图 1）。初步测算，考虑主动资金在内的情况下，明晟（MSCI）、富时罗素、标普道琼斯等国际指数逐步提高 A 股纳入因子，共将带来 6400 亿元左右的外资流入（表 3、4、5）。其中，若只考虑被动资金，将带来 1350 亿元左右的外资流入。

图 1：沪股通、深股通资金净流入情况



资料来源：Wind，中国银行研究院

表 3：纳入 MSCI 指数将带来的增量资金测算

	指数	跟踪资金 (亿美元)	A 股在指数中的比例 (%)					A 股新增资金 (亿元) ¹					合计
			2018 .05	2018 .08	2019 .06	2019 .08	2019 .11	2018.05	2018.08	2019.06	2019.08	2019.11	
MSCI	新兴市场 指数	14400 (主动)	0.39	0.75	1.76	2.58	4.04	393	363	1018	827	827	3427
		1600 (被动)						44	40	113	92	92	381
		16000 (合计)						437	403	1131	918	918	3808
	全球 指数	28800 (主动)	0.05	0.09	0.21	0.31	0.48	101	81	242	202	202	827
		3200 (被动)						11	9	27	22	22	92
		32000 (合计)						112	90	269	224	224	918

资料来源：作者测算，中国银行研究院

¹ 此处，统一用 7 的人民币汇率来进行换算。

表 4：纳入富时罗素指数将带来的增量资金测算

指数		跟踪资金 (亿美元)	A 股在指数中的比例			A 股新增资金（亿元）			
			2019.06	2019.09	2020.03	2019.06	2019.09	2020.03	合计
富时罗素	新兴市场指数	89（主动）	1.11%	3.34%	5.57%	7	14	14	35
		404（被动）				32	63	63	158
		493（合计）				38	77	77	192
	全球指数	2911（主动）	0.11%	0.34%	0.57%	23	46	46	115
		13596（被动）				108	217	217	542
		16507（合计）				132	263	263	658
	合计	3000（主动）				30	60	60	150
		14000（被动）				140	280	280	700
		17000（合计）				170	340	340	850

资料来源：民生证券，中国银行研究院

表 5：纳入标普道琼斯指数将带来的增量资金测算

指数		跟踪资金 (亿美元)	A 股在指数中的比例	A 股新增资金（亿元）
			2019.09	2019.09
标普道琼斯	新兴市场全球基准指数	1483（主动）	6.20%	644
		415（被动）		180
		1989（合计）		824

资料来源：民生证券，中国银行研究院

（二）有利于引导我国资本市场投资风格的转变

虽然我国资本市场取得了长足的发展与明显的进步，但也存在一些不成熟、不规范的问题。一方面，二级市场参与者结构不合理，投资者以散户为主。散户缺乏专业知识，“追涨杀跌”，交易换手率偏高，导致短线投机气氛浓重、市场波动较大。2019 年 9 月，上海证券交易所和深圳证券交易所换手率分别高达 166%和 374%，而发展较为成熟的市场如香港交易所、伦敦证券交易所的换手率仅 42%和 46%。另一方面，一级市场估值虚高和泡沫化的现象普遍。大量新经济企业在美股、港股上市后都经历破发，甚至连小米、美团这样的神兽级公司也没能幸免。针对这些情况，加大开放力度，吸引更多境外投资者，有利于引导 A 股投资理念和风格与国际市场接轨，由原来的短线投机为主转向长线价值型投资为主。事实上，这种转变正在发生。未来随着对

外开放程度不断提升，绩优蓝筹、行业 ETF、指数基金等可能将成为未来市场的主流，而绩差股、垃圾股、概念股将会被市场抛弃。资本市场有望迈入持续健康发展的新阶段。

（三）有利于完善我国资本市场的价格发现功能

资本市场很重要的一个功能就是价格发现，通过价格发现机制引导资本向效率更高、前景更好的企业聚集，进而实现资源的优化配置。鉴于我国资本市场散户投资者占比高、体制机制不完善等原因，市场价格发现能力和定价效率并不高。提高资本市场对外开放水平，吸引更多外资流入，能够一定程度上弥补这个不足。一是多样化的投资者有利于提高市场价格发现的效率。不同投资的持股偏好、投资逻辑等方面均存在差异，随着投资者结构的丰富，市场对于不同类型、不同行业企业的内在价值挖掘将更为深入。二是伴随开放水平的提升，外资更理性、更成熟的投资理念有利于引导资本市场的价值投资行为，培育市场合理定价的能力。三是对外开放倒逼对内改革，在构建资本市场高水平双向开放格局的同时，需要市场准入、信息披露、监管机制等方面的改革配套，进而提高市场定价效率。四是提高双向开放水平、改变国内外市场分割的情况，能够使得全球市场的信息更快地传递到国内市场，并反映到国内股票的价格中去，引导 A 股估值水平与国际接轨，从而更好地发挥资本市场的资源配置作用。

（四）有利于增强资本市场服务实体经济的能力

我国经济正处于转变发展方式、优化经济结构、转换增长动力的关键阶段，对金融结构的调整和资本市场的发展提出了非常迫切的要求。其一，通过更加成熟的资本

预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_8733

