

外资将如何配置中国资产？

——中国金融市场开放专题

宏观深度

◆要点：

国际资本进入中国金融市场是 2018 年以来中国外汇储备规模相对稳定的重要原因。考察国际资本进入中国的行为逻辑，有助于我们预判国际资本进入中国的增长路径，并为中国资本市场的演进提供参考。考虑金融开放、国际政策和基本面三个层面的影响，未来三年流入中国的国际资本可能会有显著增加。

从政策角度来讲，当前中国的金融开放正在经历市场和展业双重加速开放的大变局。中国的金融开放，经历了由金融市场到金融展业，由流入开放逐渐带动流出开放的过程，金融开放的广度和深度正在经历最关键的变动。从日本和韩国的历史经验来看，国际资本全球配置的需求下，金融开放深化初期都会伴随着国际资本的流入。当前的中国金融开放，与 1990 年代初的韩国类似，开放的方向具有一定的不对称性，并且都施行有管理的浮动汇率制度，这为判断当前国际资本流入中国提供了一定的参考。

此外，明晟、富时罗素、标普道琼斯、彭博巴克莱 BBGA、摩根大通 GBI-EM GD 等国际主要的权益或债券指数开始将中国资产纳入其中。这将吸引跟踪这些指数的主动或被动型基金，将部分组合管理的资金配置在中国。从 2019 年开始，国际的权益和债券指数纳入中国资产的速度明显快于以往，考察国际权益和债券指数未来纳入中国资产的步骤和计划，也将有助于评估国际资本注入中国金融市场的情况。

最后，从基本面因素来讲，中国市场相对估值水平、全球风险程度是影响国际资本进入中国证券市场的重要因素，另外人民币汇率的变化也起到一定程度的作用。外资流入中国金融市场影响因素众多，但综合金融开放、国际政策和基本面三个层面，并从权益和债券市场两个角度切入，从 2020 年到 2022 年，国际资本流入中国的年均金额可能接近 2 万亿人民币，这将给中国资本市场增添新动力。

风险提示：基于基本面、金融开放、指数纳入三个层面的动因，本文提供了一个估算未来三年外资流入中国金融市场的基础框架。在此框架上，我们需要注意外资的流入受较多随机因素影响：比如全球央行货币政策，中美贸易摩擦走势，全球经济波动、全球地缘政治的影响，国际指数的纳入政策等。随着这些随机冲击的发生以及更多外资流入信息的产生，我们需要对预测框架的参数，预测变量的演进做相应调整，这将影响对外资流入中国资本市场的预期值。而外资的流入量可能会支撑中国的金融市场，但对资产的支撑作用有多大则需要更多实证研究。

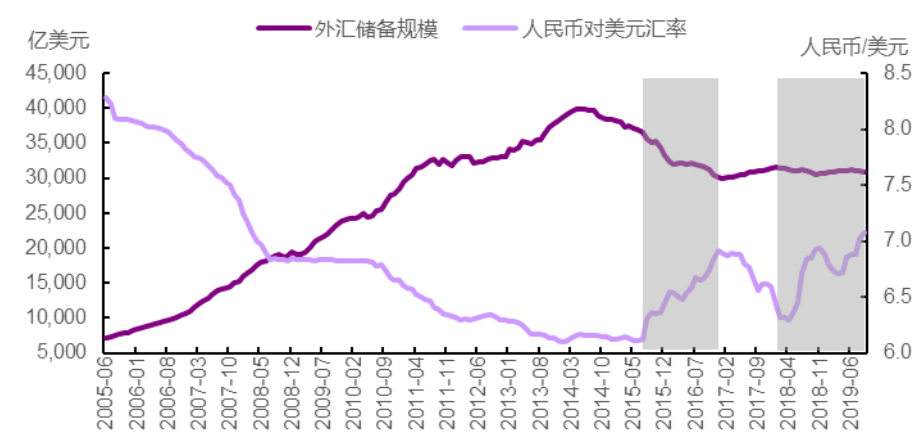
分析师

周子彭 (执业证书编号：S0930518070004)
021-52523803
zhouzipeng@ebcn.com

张文朗 (执业证书编号：S0930516100002)
021-52523808
zhangwenlang@ebcn.com

回顾我国外汇储备规模与人民币汇率的历史，从 2005 年 7 月开始推进人民币汇率形成机制改革以来，人民币对美元汇率与外汇储备规模走势更多呈现出反向的关系。不过这种负向关系自 2018 年以后似乎变得不那么显著（图 1）。尽管 2018 年 4 月至 2019 年 9 月，人民币兑美元贬值了 11%，但外汇储备规模变动轻微，同期只减少了 324 亿美元，约占总量的 1%。作为对比，2015 年 6 月到 2017 年 1 月，人民币同样贬值 11% 左右，但我国外汇储备却减少近 7000 亿美元，已经接近总量的 20%。

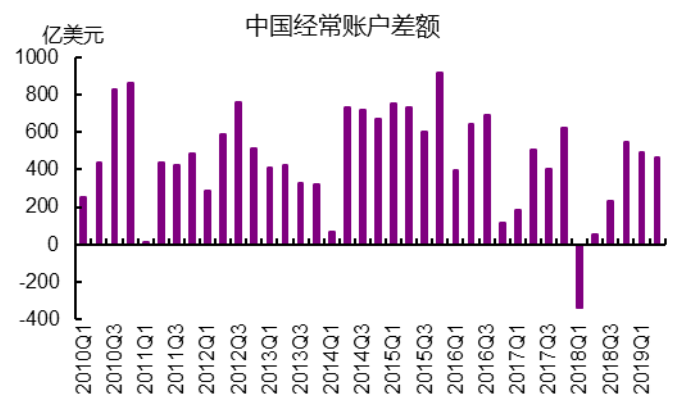
图 1：2018 年以来人民币贬值，但我国外汇储备规模保持稳定



资料来源：Wind，光大证券研究所

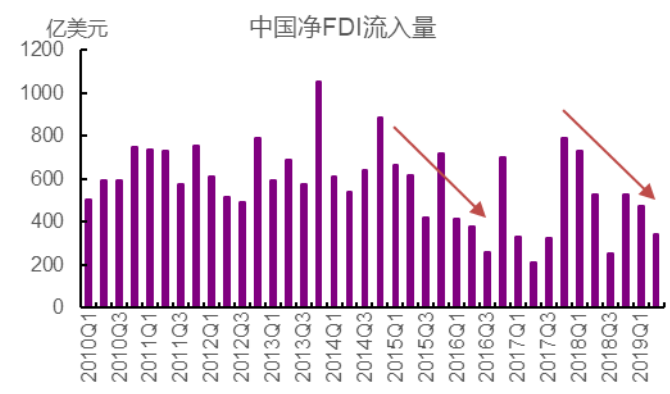
贸易账户顺差是外汇储备的重要来源，却可能并非 2018 年以来维持中国外储稳定的主要因素。从 2015 年开始，从趋势上看，中国贸易账户差额有下行的倾向。特别是 2018 年后，受全球贸易摩擦加剧影响，2018 年 1 季度中国的经常账户还出现了较大的逆差（图 2）。这就导致很难用贸易账户差额来解释 2018 年后中国外汇储备相对平稳的事实。而外储的另一个来源，FDI，也无法用来解释 2018 年之后的外储总量稳定。尽管 2017 年 4 季度中国净 FDI 增量较大，但随后中国 FDI 净增长连续三个季度下滑，这与 2015-2016 年相似，但却没有造成相似的外汇储备下滑（图 3）。从经常账户和 FDI 两个角度，都比较难解释 2017 年 4 季度之后中国外汇储备水平的平稳。

图 2：2018 年之后中国经常账户差额表现不突出



资料来源：Wind，数据截至 2019 年 2 季度

图 3：2017 年之后中国净 FDI 增量不稳定

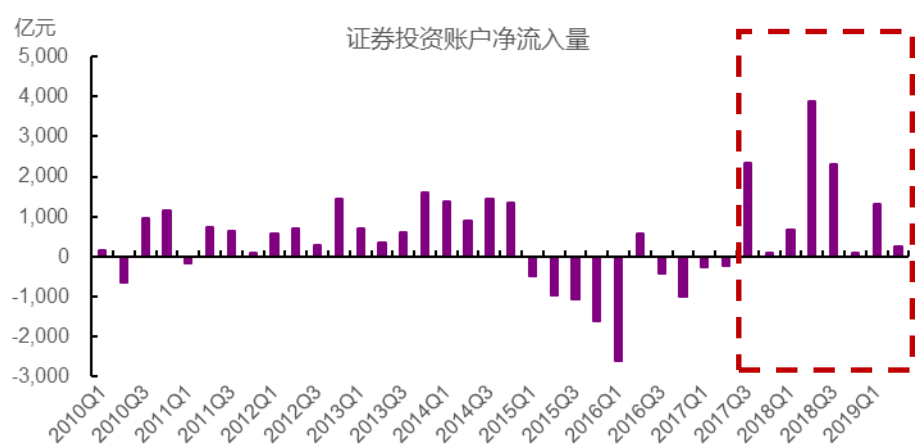


资料来源：世界银行，数据截至 2019 年 2 季度

即便考虑估值因素的影响，对外储可能也起到偏负向的拉动作用。2018年以来由于全球利率下行（比如美国10年期国债收益率从2018年初的2.56%下滑至2019年10月1.70%，欧元区10年期公债收益率从0.61%降至-0.4%），有可能导致外储300-400亿美元左右的估值增量，但由于美元指数上行（从2018年1月的90.82上行至2019年10月的98.17），又可能导致900亿美元左右的估值减量。因此估值整体上对外储可能更多是一个弱的负向拉动作用。

剔除经常账户顺差、FDI净流入以及估值因素之后，边际支撑中国外储稳定的重担还是落在了中国的FPI身上。事实上，与2015年和2016年不同，中国证券投资账户净流入量从2018年至2019年都有较大的正流入量（图4），这很可能成为支撑中国外汇储备的重要力量。

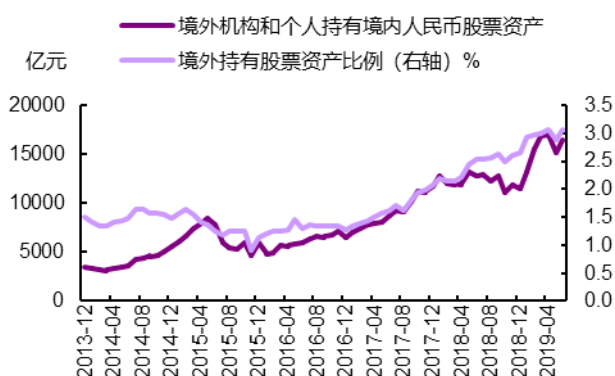
图4：2018年与2019年中国的证券投资账户净流入量为正



资料来源：Wind，光大证券研究所，数据截至2019年2季度

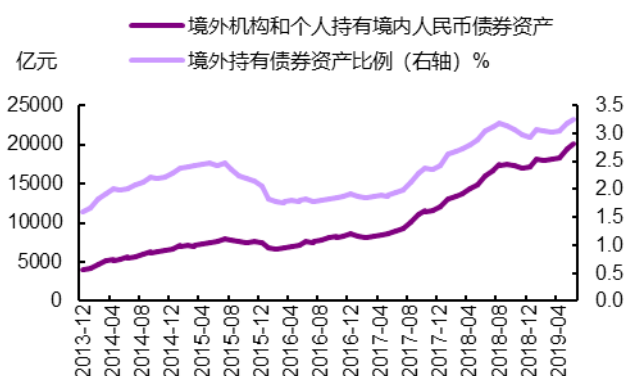
从2018年Q2至2019年Q2，外资持有人民币股票或债券资产，无论是在市值中的占比还是其绝对数量都在增长。其中外资持有股票资产总量占比从2018年Q2的2.2%上升至2019年Q2的3.1%（图5），而同期持有债券资产总量占比从2.8%上升至3.3%（图6）。从2018年Q2至2019年Q2，外资分别流入中国权益和债券市场资金量达到3719亿人民币和8135亿人民币。

图5：2018年后外资持有人民币权益资产比例上行



资料来源：Wind，光大证券研究所，数据截至2019年6月

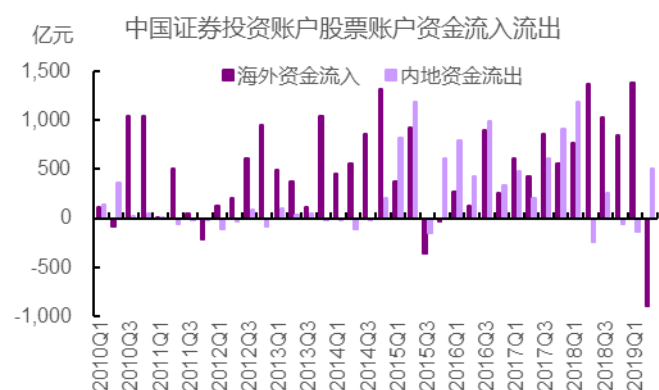
图6：2018年后外资持有人民币债券资产比例上行



资料来源：Wind，光大证券研究所，数据截至2019年6月

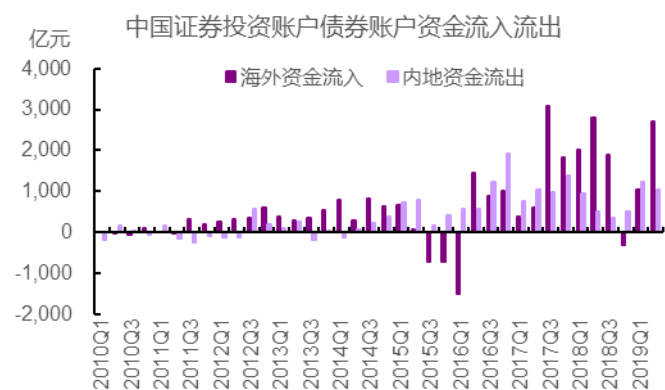
根据外管局 BOP 数据,从 2018 年开始,从外资净流入绝对值上看,最主要是外资流入的增多¹,同时内资流出并不强劲,特别是权益市场的投资在 2018 年有明显下滑的迹象(图 7,图 8)。海外资金流入与内地资金流出的不对称,导致了 2018 年以来证券投资账户的净流入。如果说内资流出受政策监管影响较大,那么在金融开放大踏步的背景下,外资流入中国资本市场的束缚较小,外资流动的行为会遵循什么模式,又受哪些因素影响呢?

图 7: 中国证券投资股票账户资金流入流出情况



资料来源: 国家外汇局, 光大证券研究所, 截至 2019 年 Q2

图 8: 中国证券投资债券账户资金流入流出情况



资料来源: 国家外汇局, 光大证券研究所, 截至 2019 年 Q2

归纳起来,我们认为影响外资流入中国资本市场的因素基本上可以分为三个层面:国内政策、国外政策和基本面因素。国内政策包括金融市场开放,金融账户开放等;国外政策包括国际指数是否纳入中国市场等;基本面因素则包括经济增长、风险和信用环境、汇率预期等。在中美贸易谈判仍有不确定性、汇率预期还存在波动的情况下,如果能厘清国际资本流入中国资本市场的驱动力以及可持续性,将为预判未来中国的外汇储备稳定性以及资本市场的整体走势提供帮助。

随着金融市场和展业的开放加速、国际指数持续纳入中国资产以及基本面的推动,我们认为当前国内外环境有利于外资流入中国金融市场,2019 年预期流入 A 股和债券市场外资的总和约 1 万亿至 1.3 万亿人民币。短期外资的流入波动会受到汇率、金融风险以及相对估值水平等多种因素的影响,而从趋势上看,未来三年外资平均每年流入中国证券市场总量可能会突破 2 万亿人民币。

层面一: 金融开放政策驱动外资进入

投资市场非对称对外开放,力度日益加大

1990 年上海证券交易所开业,1991 年深圳证券交易所开始营业,标志着我国证券市场正式拉开序幕。而我国股市的对外开放其实最早可以追溯到

¹ 除了 2019 年 Q2 外资获利了结流出股票账户,以及 2018 年 Q4 海外资金流出债券账户。

1992 年 B 股市场的设立。通过开通 B 股账户，境外机构和个人投资者可以通过汇入外汇存款以购买 B 股股票（2001 年之后也开放给持有外汇存款的境内投资者）。但 B 股投资品种并不多，事实上截至 2019 年 7 月也仅有 95 只 B 股股票处于交易状态，在吸引国际资金方面作用相对有限。

进入 21 世纪初，随着我国证券市场发展逐渐规范和成熟，证券投资的对外开放被提上了议程。到了 2002 年，合格境外机构投资者制度（QFII）最终成立，这是金融开放过程中的一个里程碑事件。QFII 基金在后续 10 年的时间里成为外国投资者投资中国资本市场的首选渠道。QFII 基金指的是取得证监会许可投资境内证券市场的境外机构投资者管理的基金。设立初期，QFII 基金的投资范围只包括证券交易所挂牌交易的 A 股股票、国债、可转换债券、企业债券，投资总额度限定在 100 亿美元。不过随着资本市场对外开放程度的扩大，对 QFII 基金投资范围的限制和其规模的管控也正在逐步放开（表 1）。截至 2018 年 5 月，根据公开数据，共有 287 家机构得到 QFII 认证，QFII 基金投资总额度也逐步扩大到 3000 亿美元，其中 1011 亿美元额度已经获得批准。到了 2019 年 9 月 10 日，经国务院批准，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。

表 1：对 QFII 基金和资产管理的限制逐步完全放开

时间	政策
2006 年	允许养老基金、慈善基金会、捐赠基金、信托公司、政府投资管理公司等机构获得 QFII 申请资格
2009 年	批准单家 QFII 申请投资额上限为 10 亿美元
2011 年	允许 QFII 基于套期保值参与股指期货市场
2016 年	取消 QFII 和 RQFII 股票投资比例限制，取消股票配置不低于 50% 的要求
2018 年	取消 QFII 每月资金汇出不超过上年末境内总资产 20% 的限制
2019 年	取消（QFII）和（RQFII）投资额度限制

资料来源：光大证券研究所整理

到了 2011 年，人民币合格境外机构投资者制度（RQFII）成立，允许外资机构募集离岸人民币并投资国内证券市场，拓展了离岸人民币投资国内市场的渠道。相比于 QFII 基金，RQFII 将基金投资品种扩展到了银行间债券市场。初期，RQFII 基金仅限于香港的中资证券公司和基金公司，投资总额度为 200 亿元人民币。但经过八年的发展，截至 2019 年 1 月，RQFII 制度已经从香港拓展到 19 个国家和地区，获批额度达到 6467 亿人民币。

不过中国投资者投资海外资本市场的开放时间上却具有一定的“不对称性”，直到 2006 年，中国投资者才可以通过合格境内投资者制度（QDII）投资国际证券市场。QDII 制度允许符合条件的国内的银行、基金管理公司、保险等金融机构募集境内资金进行境外指定范围内投资品的投资，包括交易所股票、存托凭证、各类债券货币市场工具、结构性产品、金融衍生品等。在投资额度方面，2006 年外汇管理局首次公布 QDII 基金获批额度为 88.9 亿美元。截止 2019 年 6 月 20 日，QDII 获批投资额度为 1039.83 亿美元。

当然，后期中国对海外投资的渠道也逐渐扩展，推出了合格境内投资企业(QDIE)、合格境内有限合伙人(QDLP)、外商投资股权投资企业(QFLP)等对外投资模式。三者的特点是投资范围广、方式灵活，但投资额度都比较低、仍在初步探索阶段，目前影响相对较小。QDIE于2014年首次在深圳试点，额度为10亿美元，允许获得批准的国内机构投资海外市场，比QDII的投资范围更广，可以投向私募产品、非上市公司股权、大宗商品、不动产等。QDLP是指注册于海外并投资于海外的合伙制基金公司，向境内投资者募集人民币资金，投资海外市场，QDLP于2012年在上海试点。QFLP，合格境外有限合伙人，指由外国机构投资者于中国境内投资设立的机构，以非公开方式向境外投资者募集资金并兑换为人民币，投资于国内非公开交易的企业股权的企业。

沪港通、深港通分别于2014年和2016年开始实行，允许境内和香港两地的投资者通过当地的证券公司直接投资对方交易所股票。2018年，取消对沪港通的总额度限制，同时将初期的每日额度分别扩大4倍：将沪股通及深股通每日额度分别调整为520亿元人民币，沪港通下的港股通及深港通下的港股通每日额度分别调整为420亿元人民币。

2019年6月，沪伦通通航。试点初期只有西向业务开通，上交所的A股上市公司在伦交所主板发行上市全球存托凭证（简称GDR），总规模为3000亿元人民币。同年6月17日，上交所挂牌的华泰证券发行的沪伦通下首只GDR产品在伦交所挂牌交易。

也是在2019年6月，中日ETF互通启动。中日ETF互通的具体方式是上交所和日交所集团分别上市以对方市场ETF为投资标的基金，具体由中日两国基金公司分别通过现行QDII和QFII机制设立跨境基金（占用QDII和QFII额度），并将全部或绝大部分基金资产投资于对方市场代表性的ETF产品。现在已有4只ETF互通产品在境内和日交所同时上市交易。

在债市对外开放方面，2017年推出的“债券通”为国内银行间债市带来外资流动性。目前只有“北向通”开通，允许香港及其他国家和地区的境外投资者通过香港与内地基础设施机构在交易、托管、结算等方面互联互通，并投资于内地银行间债券市场。

表2归纳了，中国金融市场中相对活跃的对内以及对外开放的金融渠道的主要信息。开放力度逐渐加码，额度限制也越来越弱化。

金融展业进入开放加速期

相较于国内投资市场的开放，中国“金融展业”的开放，特别是银行和证券开放曾经相对缓慢，但2018年以博鳌论坛的召开为标志，开放进程全面加速。1979年，中国开始允许国际金融机构和外资银行在中国设立代表处，中国的金融展业开放正式启程。1980年，日本输出入银行(EIBJ)设立北京代表处，成为第一家进入中国的外资银行。1981年，中国允许外资机构在华设立营业性机构，并在经济特区开展试点。1994年商务部出台了《中国外资金金融机构管理条例》，首次以法规的形式对外资金融机构在中国设立外资银行及相关机构设定了准入条件和监管条例。2001年加入世贸以来，中国逐渐开始向外资银行开放外汇业务，允许经营地区扩展到全国，取

消了外资银行人民币负债不得超过外汇负债的 50% 的限制，放宽外资银行在境内吸收外汇存款的比例。

表 2：中国金融市场开放中的金融工具额度限制

名称	细分	成立时间	投资主体	方向	投资范围	期初额度限制	当前额度限制
QFII	/	2002	境外机构	流入	A 股股票、国债、可转换债券、企业债券	100 亿美元	总 3000 亿美元， 获批 1011 亿美元
QDII	/	2004	境内机构	流出	境外证券，不能投向私募	88.9 亿美元	1039.83 亿美元
RQFII	/	2011	境内机构的香港子公司、在境外取得资产管理资格的境内机构	流入	交易所市场的人民币金融工具、银行间债券	200 亿人民币	总 19400 亿， 获批 6467 亿
互联互通	沪股通	2014	境外机构和个人	流入	沪股	总 3000 亿人民币， 每日 130 亿	无总额度限制， 每日 520 亿
	港股通（沪市）	2014	境内机构和个人	流出	港股	总 2500 亿人民币， 每日 420 亿	无总额度限制， 每日 420 亿
	深股通	2016	境外机构和个人	流入	深股	每日 130 亿人民币	每日 520 亿人民币
	港股通（深市）	2016	境内机构和个人	流出	港股	每日 105 亿人民币	每日 420 亿人民币
	沪伦通（西向业务）	2019	境外机构和个人	流入	GDR	3000 亿元人民币	同期初
中日 ETF 互通	/	2019	内外机构和个人	双向	ETF	占用 QDII 和 QFII 额度	同期初
债券通	北向通	2017	境外机构和个人	流入	银行间债券市场	无限制	同期初
QDLP	/	2013	境外机构	流出	境外证券、对冲基金、REITS 基金、一级市场、大宗商品	20 亿美元	50 亿美元
QDIE	/	2014	境内机构	流出	境外一级、二级市场：私募、非上市公司股权、大宗商品、贵金属、不动产、实物资产	10 亿美元	50 亿美元
QFLP	/	2011	境外机构的境内分支	流入	境内非公开交易的股权	上海、北京：各 30 亿美元换汇额度， 深圳：逐笔审批、无额度限制	

资料来源：光大证券研究所整理，数据截至 2019 年 7 月

中国的保险领域展业开放较早，速度也相对较快。1992 年上海保险市场对外开放，1995 年广州开始试点。1994 年中国平安保险公司与摩根斯坦利、高盛合作成立了中国第一家外资入股的保险公司。1996 年第一家中外合资的保险公司成立。2003 年，外资财产险公司经营除法定保险业务以外的全部非寿险业务。2004 年，不再对外资非寿险机构在华设立公司形式进行限制。

就证券展业开放而言，2018 正式进入快车道。1995 年成立的中金公司是国内第一家合资证券公司。1998 年，国泰基金管理公司成立，成为国内第一家外资参股的基金公司。入世之后，证监会颁布一系列法规，对外资参股证券公司和基金公司的条件、业务范围做出了明确规定，银行、证券、基金、保险各个市场上的对外开放逐步推进。但从 2018 年开始，金融展业整体开放指数级加速。2018 年 4 月，证监会发布了《外商投资证券公司管理办法》，允许成立外资控股的合资证券公司，允许单个境外投资者持有上市证券公司发行股票的比例超过 30%。同年 4 月的博鳌亚洲论坛上，中国宣布了在 6 月底前落实“取消银行和金融资产管理公司外资持股比例，提高证券公司、基金管理公司、期货公司、人身险公司的外资持股比例上限至 51%”，标志着中国金融市场进一步扩大开放。2018 年 4 月，中国人民银行行长易纲在博鳌论坛宣布，将证券公司、基金管理公司、期货公司、人身险公司的外资持股比例上限扩大到 51%，且将在 2021 年完全放开；放开外资保险经纪公司的经营范围，与中资一视同仁。

2019 年 7 月 20 日，中国国务院金融稳定发展委员会办公室公布了金融业对外开放“新 11 条”（表 3）。这 11 条措施的开放对象包括信用评级、理财公司、养老金管理公司、货币经纪公司、保险公司等金融机构，涵盖内容包括降低准入门槛、放宽外资持股比例限制，以及缩短外资持股比例限制的过渡期。随后，银保监会发布 7 项对外开放新政策措施，持续推进银行业保险业对外开放，优化金融领域外资营商环境。7 月 26 日，证监会发布《境外证券期货交易所驻华代表机构管理办法》，把境外期货交易所代表处纳入监管，消除监管空白；规范代表处活动范围，加强风险防控。

表 3：金融展业对外开放全方位加速

2019 年 7 月 20 日金稳会公布金融业开放新 11 条	
1	允许外资机构在华开展信用评级业务时，可以对银行间债券市场和交易所债券市场的所有种类债券评级。
2	鼓励境外金融机构参与设立、投资入股商业银行理财子公司。

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_8823

