

中国资本市场的对外开放及开放效应分析：2003-2008

程 华

(chengcheng1220@vip.sina.com)

摘 要：2003-2008 年期间，中国资本市场对外开放获得实质性进展，这主要表现为通过 QFII（合格境外机构投资者）项目的实施，有选择地允许国外机构投资者直接进入国内资本市场进行投资，通过 QDII（合格境内机构投资者）项目开通了居民和企业的金融资产投资于国际金融市场的通道，通过成立国有独资投资公司——中国投资有限公司，进行了较大规模的政府外汇储备的境外投资活动。这些改革措施使中国资本市场事实上呈现出一定程度的“双向”开放。虽然这些跨境资本的投资规模有限，但已对国内资本市场和金融资源配置产生了一定影响。对于上证综指与恒生指数、道琼斯指数的相关性实证分析表明，2003 年以来，中国 A 股市场与香港、纽约证券市场的联动性逐渐加强，大陆股市独立于国际资本市场的格局已经发生了变化。另外，QFII 的投资表现出与国内机构投资者不同的价值取向和更广泛的国际视野，对国内机构投资者产生了很强的示范效应，这对中国资本市场的稳定发展和国际化水平提高起到了积极作用。QDII 和政府外汇储备目前的投资虽然基本处于亏损状态，但这一国内资产投资于海外资本市场通道的出现，起到了对冲“热钱”涌入、减缓由于外汇储备增加导致国内流动性被动增加的压力作用。其明显不同于国内证券市场的价值波动，也显示出分散风险和资产配置多元化的效果，

关键词：资本市场开放 QFII QDII 开放效应

一、导 言

资本市场的开放包括服务性开放和投资性开放。前者是指允许外国金融中介机构在本国证券市场上为证券投资、融资提供服务和允许本国金融中介机构在他国证券市场提供服务；后者属资本流动范畴，是允许资金在国内与国际资本市场之间的自由流动，包括融资的开放和投资的开放（巴曙松，2003）。在服务性开放方面，近年来，外资参股的中国证券公司、银行以及基金管理公司已经在资本市场上发挥着重要的作用，而中国金融机构的身影也频繁出现在国际资本市场的大规模并购行为中；在投资性开放中，中国政府于 2003 年推行了 QFII（合格的境外机构投资者）项目和 QDII（合格的境内机构投资者）项目。这两个项目的实施实际实现了资本项目管制下一定规模资本的境内外自由流动，在一定程度上直接联通了国内和国际证券市场。在服务性开放和投资性开放中，后者对资本市场的冲击是直接而富有实际意义的，是衡量一国资本市场国际化程度的最重要方面，因此本报告对于近年中国资本市场开发的分析将集中在这一方面。

作为金融发展的重要组成部分，资本市场开放被许多研究证明对资本市场发展本身及宏观经济具有明显的影响力。Wurgler(1999)的分析认为发达国家的金融体系比发展中国家更加有效，资本市场开放能够提高发展中国的资源配置效率，有利于经济增长；Kim 和 Signal(1997)的研究证实资本市场开放提高了新兴经济金融市场的有效性，并对市场波动、通货膨胀和汇率水平都产生正面的影响，可以起到稳定宏观经济的作用。但与此同时，也有研究认为资本市场开放使得金融脆弱性暴露，加剧了经济的波动而不是稳定增长（Stiglitz, 2000）；资本市场开放在短期可能具有显著的负面效应（Kaminsky and

Achmukler, 2002)。关于中国资本市场的开放效应分析，无疑是一件困难的工作，原因在于，第一，资本市场开放取得进展的近几年也是中国资本市场自身不断改革和完善的时期（如股权分制改革、融资融券的施行和股指期货的即将实施等），我们很难控制资本市场开放以外因素的干扰，单独分析开放效应；第二，已有的实证研究或者使用跨国面板数据，或者在案例研究中使用较长的数据进行分析，而中国的资本开放才刚刚开始，规模有限，得出明确的结论是很不合实际的想法；第三，国外资本在中国资本市场的投资行为至今为止都基于强烈的人民币升值预期，而实际中的人民币汇率变动加强和实现了这种预期。因此，目前人民币汇率的制度是左右资本流入和流出的重要因素，而这不具有一般意义上的证券市场投资行为特征。尽管如此，本报告在可得数据的范围内，试图对近年来资本市场的开放效应进行分析。

二、2003-2008 年的资本市场开放

中国从上个世纪 80 年代就已经开始尝试性地发行海外债券，90 年代国内企业发行了 B 股、H 股和 N 股等，为数不少的企业进入到香港和纽约证券市场进行融资。但一直到这个世纪初，中国资本市场所表现出来的国际化仅仅停留在从外部获取融资、解决企业发展中金融资源缺乏的初级阶段，证券市场还基本是一个封闭的、与国际资本市场相互隔绝的独立市场。一直到 2002 年 11 月，证监会等部门联合发布了《关于向外商转让上市公司国有股和法人股有关问题的通知》和《合格境外机构投资者（QFII）境内证券投资管理暂行办法》，才在一定程度上实现了中国上市公司 A 股的非流通股和流通股的对外资开放，正式开启了外资直接投资中国证券市场的通道。随后，经过国内激烈的讨论，2005 年又推出了符合条件的境内金融机构投资于国外金融产品的 QDII 项目，打开了国内资金投资于国际金融市场的一扇门。至此，中国的资本市场与国际资本市场间资金直接流动的渠道被建立起来，虽然目前为止，QFII 和 QDII 的规模还不大，在具体操作中还受到许多严格的限制，但在中国资本市场开放过程中具有着标志性意义，也是中国资本市场渐进式开放的必经之路。

1. 向外资敞开的中国资本市场通道：QFII 的实施

QFII 是在资本管制情况下，新兴国家允许境外机构投资者投资本国资本市场而专门设置的一种制度安排。上个世纪 90 年代以来，韩国、印度、马来西亚、巴西、泰国、智利和中国的台湾地区都先后实施了 QFII 制度。自 2003 年瑞士银行（UBS）成为首家获批投资中国资本市场的合格境外机构投资者以来，QFII 已经成为中国资本市场不可小觑的重要机构投资者。到 2008 年 4 月，53 家 QFII 已经获得了 100 亿美元的额度，在国内资本市场运作。另外有近 70 家机构向证监会递交了 QFII 的申请，等待批准，而中国外汇管理局尚有 200 亿美元的新额度准备发放。2007 年年底中国 A 股流通股总市值约为 8 万亿元，假设 QFII 全部持仓 A 股，也不超过流通股市值的 1%，因此从规模上来讲，QFII 尚没有成为有重要支配力的机构投资者。

为了防范潜在的风险，同时也为了通过引入 QFII 促进国内资本市场的价值回归和投资理念提升，中国政府设定了较高的 QFII 准入门槛，基本把范围确定在国际大型金融机构。这一点，从与沪深股市有很大可比性的中国台湾地区的股市引入 QFII 制度时设定的准入门槛的对比中可以明确看出。表 1 给出了大陆和台湾对相关进入门槛的详细规定。

从已获得批准的 QFII 机构（请参考附录 1）的构成来看，有这样三个特点。第一，国际大型金融机构投资者众多。国际知名的投资银行、基金管理公司，如花旗、汇丰、摩根士丹利、高盛、东京三菱等等都在名录当中，这充分反映了中国资本市场的吸引力。对于这些投资机构，平均只有 2 亿美元的投资额度，在其全球可投资的资产中所占比重很小，目前进入

中国市场，与其说是为了追求盈利，不如说是为了达到未来全球金融市场布局的目的。第二，机构的种类分布和地域分布广泛。已有的 53 家机构来自美国、英国、法国、德国、澳大利亚、瑞士等主要的欧美国家，和日本、香港、新加坡以及韩国等亚洲重要的金融中心，机构类型包括银行、基金、保险公司等证券公司等，这种广泛的分布体现了监管当局构造未来中国均衡、稳定、国际重要金融市场的出发点。第三，在投资额度的配置中也体现了分布广泛、单个机构投资额度不大的特点。在已获得投资额度的 QFII 机构中，额度最多是瑞士银行，为 8 亿美元，最少的为 5000 万美元，大部分的机构都获得了 1 亿至 2 亿美元的额度。据称，在今年即将审批和发放的新 200 亿美元额度时，证监会和外管局将继续贯彻这一原则。在已有的投资范围内引入较多的机构投资者，尽可能均匀分配投资额度，同时将优先考虑养老金投资机构等具有长远稳定投资理念的申请者。显然这一做法，可以防止少数外资投资者对中国股市进行操纵的风险，鼓励价值发现和长期投资。

表 1. 中国大陆和台湾地区关于 QFII 准入资格的规定比较

项 目		大 陆	台 湾
投资额度要求		单个投资者投资额度范围 0.5 亿 - 8 亿美元	单个投资者投资额度范围 500 - 5000 万美元
机 构 资 格 要 求	商业银行	总资产排名 100 名以内，管理的 证券资产不少于 100 亿美元	总资产排名 500 名以内，持有 证券资产总额 3 亿美元以上
	保险公司	经营历史 30 年以上，管理的证券 资产不少于 100 亿美元	经营历史 10 年以上，持有证 券资产总额 5 亿美元以上
	基金管理机构	经营基金业务 5 年以上，资产不 少于 100 亿美元	成立满 5 年，经营证券投资基 金总额 5 亿美元以上
	证券公司	经营证券业务 30 年以上，管理的 证券资产不少于 100 亿美元	

资料来源：巴曙松，《从台湾经验看 QFII 市场效应发展趋势》，2005 年 5 月 4 日《中国经济时报》

从整个资本市场开放的历程看，QFII 仅仅是一个渐进的步骤，其发展方向是逐渐降低准入门槛，减少对外资机构投资行为的限制，最终放松对外资进入本土市场的管制。而整个开放进程的推进速度，则取决于国内资本市场、人民币汇率、宏观经济形势等因素。

2. 国内资金进入国际金融市场的通道：QDII 的实施和政府外汇储备的海外投资

在 QFII 开始实施以后，外汇管制下允许国内投资者去海外投资的 QDII 机制也很快进入了人们的视野。我国资本项目尚未放开，利率和汇率的管制也将在较长一段时间里存在，所以人民币资本项目下的自由兑换难以在短期内实现。但国内长期的高速经济增长和高储蓄率，使民间和政府都积累了丰富的金融资源，客观上要求在海外寻找多元化的投资渠道。

与 QFII 一样，QDII 的实施也采取了资格和投资额度的审批方式，并且相关的监管部门对不同类型金融机构的投资方向作了相应的规定（表 2）。截止到 2007 年底，共有 7 家银行、3 家证券公司、10 家基金管理公司、2 家保险公司获得了 QDII 境外理财的资格。其中银行类 QDII 机构取得了 161 亿美元的境外投资额度，共推出了 154 个产品。而基金公司自从 2007 年 9 月份推出了 QDII 产品以来，QDII 业务进入快速发展阶段，“资金出海”已成为境内许多居民在考虑投资多元化和分散风险时的一个选择。

从表 2 可以看出，监管部门对银行、保险公司的 DII 投资方向规定比较严格，而对于基金和证券公司的 QDII 产品投资则没有明确的限制，这种差别是与银行和保险公司的“风险

规避型”和基金与证券公司追求高收益的“风险偏好型”特征相吻合的。因为缺乏国外资本市场投资的经验、也不具备基本的研究团队作支撑，目前国内的 QDII 投资主要集中在香港，在资产配置中，除了美国和欧洲的国债、企业债券等固定受益的产品外，非固定收益产品的配置主要集中在香港股市，尤其是 H 股和大陆红筹股。因此，QDII 尚没有在真正的意义上走入国际金融市场，通过资产多元化配置实现国内金融资产分散风险、获得稳定收益的目标还远远没有达到，中国的 QDII 还“路漫漫其修远兮”。

表 2. 获得 QDII 资格的金融机构一览表

	公司名称	投资限制
信托系 (2 家)	中信信托投资有限责任公司 上海国际信托投资公司	以国债、企业债券、金融债等固定收益产品为主
银行系 (7 家)	中国工商银行 中国建设银行 中国银行 交通银行 香港上海银行 东亚银行 花旗银行	以固定收益的产品为主，股票投资的上限为 50%
基金系 (10 家)	南方基金管理公司 华夏基金管理公司 嘉实基金管理公司 上投摩根基金管理有限公司 海富通基金管理有限公司 华宝兴业基金管理公司 长盛基金管理公司 银华基金管理有限公司 汇添富基金管理有限公司	没有特别限制 (但对于股票和基金的投资限于与中国监管机构签订有协议备忘录的国家和地区)
证券系 (3 家)	中金国际金融有限公司 招商证券 中信证券	
保险系 (2 家)	中国平安保险公司 华泰财产保险股份有限公司	股票投资只限于香港，投资金额不超过总资产的 5%

资料来源：根据网上资料整理而成

实际上，在 2007 年，中国的境外投资活动引起世界广泛关注的是被称为中国第一个主权财富基金（Sovereign Wealth Fund）的“中国投资有限公司”（以下简称中投）的成立。主权财富基金是使用政府所有的资金在国际资本市场上进行商业化、市场化运作的基金，近年来，以俄罗斯、阿联酋的“石油美元”基金、瑞士、新加坡的“养老金”基金为代表的主权财富基金在国际资本市场上非常活跃，因其资本规模大、运作机制灵活，这些基金已成为国际资本市场上引人注目的一股力量。中投是中国专门从事外汇资金投资业务的国有投资公司，成立的目的是使用外汇储备在海外投资以缓解中国外汇储备超常增长的压力，在美元贬值人民币升值的情况下实现外汇储备的保值和升值，并解决国内目前流动性过剩的问题，起到稳定宏观经济的作用。虽然中投成立的时间不到一年，但至今已经进行了几笔广泛引起关注的海外投资。

- * 2007 年 5 月，中投斥资 30 亿美元以每股 29.605 美元收购美国百仕通集团 9.9% 无投票权的股权单位
- * 2007 年 11 月，中投公司投资 1 亿美元认购在香港上市的中国中铁股份有限公司股份
- * 2007 年 12 月，中投公司与摩根士丹利公司达成交易协议，购买约 50 亿美元摩根士丹利公司发行的可转换股权单位。股权单位全部转换后，中投公司持有摩根士丹利公司的股份将不超过 9.9%

* 2008年4月,中国外汇管理局已经累计购买了英国石油公司(BP)近1%的股权¹,按照市价计算总金额近20亿美元

仅上述不完全的统计,近一年来中国外汇储备在海外的投资就已经达到了100亿美元,超过了外管局给予境外机构进入中国资本市场100亿美元的QFII额度。近日,中投公司总经理兼首席投资官高西庆在北京向西方银行家表示,中国2000亿美元的主权财富基金将在原有660亿美元的基础上增至900亿美元资金,专门用于投资海外资产。因此可以相信,在短期内,中国政府在海外资本市场的投资会有大幅度的增加。

通过上述分析可以发现,2003年以来的中国资本市场的开放是以允许资本在国内和国际资本市场的双向流动为主线而展开的,QFII制度的引入,使中国A股市场第一次迎来了直接的资金流入,QDII制度的实施,则使中国居民的投资选择范围扩大到国际资本市场,这两项制度的实施是中国资本市场真正意义上开放的开始,而“双Q”规模的扩大和管制的放松也将是中国资本市场继续开放的必经之路。但是,目前为止,政府严格监管下资本的流入和流出中具有明显的下属特点:第一,在推进资本市场开放这一大的前提下,改革措施的推出服从于国内宏观经济形势的需要。QFII大规模的审批是在2004年,这一年中国资本市场低迷,交易清淡,引入国外资金进场,无疑反映了监管当局借助外力“救市”的企图;而到了2006和2007年,国内资本市场流动性过剩,股市进入上涨阶段后,QFII的审批则基本处于停滞阶段。进入2007年下半年因为股权分置改革后“大小非”减持等原因造成股市下跌,证监会又开始启动了资格和新额度的审批。在允许资本流出方面,2006年和2007年是QDII产品推出的高峰以及中投和其他金融机构在海外投资的活跃期,这个时期正是中国外汇制度改革后人民币稳步升值、外汇储备急剧增加、国内流动性过剩、资本和房地产市场涌现泡沫的阶段。鼓励民间主体和相关政府主体大规模海外投资,与其说是为了促进资本市场的国际化,不如说是为了解决国内宏观经济中面临的问题。

第二,资本流出的量大于资本流入的量²,并且政府的海外投资行为构成了国内资本进入海外资本市场的主体。这一特征,在中国资本市场渐进开放的过程中是非常有转折意义的。因为正如本报告前面提到的,此前中国资本市场的开放是以吸引外资、国内企业在国外融资为主要目的的,资本流出规模的扩大似乎可以意味着中国在国际资本市场上从单纯的资本吸收性角色向资本输入输出双向角色的转变。

上述特点对下面将要分析的2003-2008年资本市场的开放效应有着直接的关联

三、资本市场的开放效应分析

从理论上讲,资本市场的开放效应主要表现在三个方面,一是稳定效应,资本市场开放条件下,各国之间资金流动,市场与市场之间的关联性增强,开放国市场除受到本国经济运行因素的影响外,还不可避免地受到其他国家尤其是发达国家资本市场的影响;二是增长效应。一般认为资本市场开放有利于解决发展中国家的金融抑制,优化金融机构,促进金融体系发展,改善国内资本积累和配置效率,从而促进经济增长;三是公司治理结构改善效应。开放的资本市场可以在更大范围内发挥融资和并购机制,要求有更透明的信息披露制度和规范化的会计制度,从而促进公司治理结构的改善(沈坤荣,2005)。其中增长效应的显现需

¹ 此项投资虽然是由中国外汇管理局而不是中国投资有限公司操作进行的,但其资金来源和性质,与中投完全相同。

² 除了本文中提到的正规途径的资本流入、流出外,以其他途径隐蔽流入国内资本市场的“热钱”构成了资本市场的被动性开放。虽然无法统计确切地数字,但相信这个规模远远大于QFII的额度。本文在这里的结论不包含“热钱”因素。

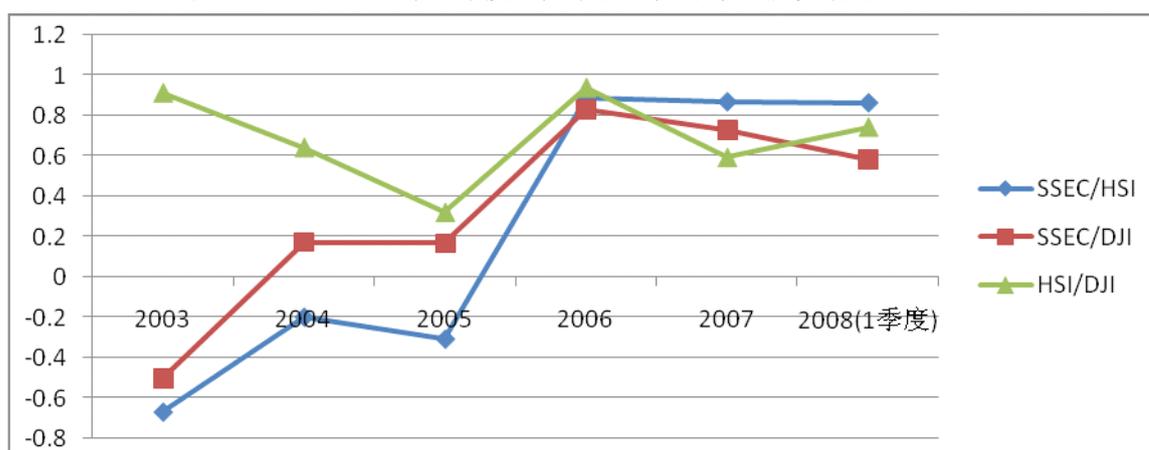
要较长的一段时间，而中国资本市场开放的规模非常有限，时间也比较短，其分析是比较困难的。况且目前为止，国内许多关于中国资本市场发展与经济增长关系的实证研究（如谭儒勇，1999，庞晓波、赵玉龙，2003）表明了二者之间的弱相关关系，因此即使进行分析，结果可能也是不尽人意的。关于资本开放的公司治理改善效应，在中国目前股权分置改革刚刚结束，还存在相当大比例非流通股的情况下，更是无从谈起。因此本文以下的分析主要集中在资本市场开放的宏观经济稳定效应分析。

1、中国 A 股市场与香港、纽约证券市场联动性提高

表 3. 上证综指（SSEC）、恒生指数（HSI）、道琼斯指数（DJI）相关性分析

相关系数	SSEC / HSI	SSEC / DJI	HIS / DJI
2003 年	-0.6672	-0.5017	0.915
2004 年	-0.1971	0.1744	0.6434
2005 年	-0.3054	0.1692	0.3207
2006 年	0.8891	0.8324	0.9409
2007 年	0.8694	0.7299	0.5934
2008 年（1 季度）	0.8643	0.5834	0.7442

图 1. 2003-2008 年一季度三大股指相关系数的历史动态



注：1. 2008 年数据为一季度数据，其相关系数使用每日收盘价格计算，且对上证指数和恒生指数进行了滞后，其中恒生指数滞后道琼斯指数一个交易日，上证指数滞后道琼斯指数两个交易日；
2. 2003-2007 年数据均为年度数据，使用每周收盘价格计算。

上述对上证综指（SSEC）、恒生指数（HSI）和道琼斯指数（DJI）相关性分析表明，2003、2004 和 2005 年，A 股市场与香港和纽约证券市场相关度很低，甚至为负，A 股市场基本表现出独立于国际金融市场的走势。但从 2006 年到 2008 年第一季度，上证综指与香港恒生指数的相关系数分别为 0.8891、0.8694 和 0.8643，与道琼斯指数的相关系数分别为 0.8324、0.7299 和 0.5834，表现出明显的正的高度相关性。中国股市与香港和纽约股市关联度提高的直接原因包括两个。第一是中国内地企业在香港和美国等国际资本市场上市数量的增加，使得国内外投资人在一定程度上有了共同的投资目标和价值评估尺度。第二是 QFII 和 QDII 制度的推出建立了资本在中国市场和全球市场进行配置与流动的通道，促进了国内与国际资本市场的融合。虽然，从相对规模上来看，上述因素在国内资本市场上占的比重有限，但具

有“自我实现”和“自我加强”特征的投资人预期和理念往往主导着市场的发展，而通过这些通道不断输入的信息和国际通行的投资理念，常常会放大反映到国内资本市场上，使得国内与国际市场的关联度增强。

国内资本市场与国际市场关联性增强的意义是多方面的。首先，从资本市场本身来说，国内资本市场一直表现为投机性强、换手率高、价格波动频繁的特点，联动性增强下，长期中国际资本市场对国内市场应该产生示范效应，促进国内市场稳定性的提高和长期投资价值取向的形成。另外，在资本市场规模不断扩大的背景下，资本市场的变动常常会影响到政府宏观经济政策的实施，反之亦然。因此国内与国际资本市场关联度的提高，使影响国内资本市场变化从而影响宏观经济形势运行的因素更加多元化，这无疑加大了政府进行宏观调控的复杂性。

2、QFII 投资行为的示范效应：投资的长期性和价值取向

由于 QFII 在中国资本市场投资的时间比较短，规模较小，还不可能对中国资本市场运行、从而对宏观经济产生较大的影响。同时，在可得信息方面，我们也很难准确把握所有 QFII 机构的投资和收益情况，因此只能依据公开媒体披露的信息进行研究。

关于 QFII 投资机构进入中国资本市场波动性的变化，沈坤荣（2005）曾经做过实证分析。他以第一个 QFII（瑞士银行）于 2003 年 7 月 9 日投资国内证券市场为分界标，衡量了在此前后一年国内 A 股市场的波动情况研究。结果如下：

表 4. QFII 进入中国证券市场前后市场波动情况比较

	QFII 进入前一年	QFII 进入后一年
上证指数收益率		
平均收益率	-0.0249251	0.0078638
方差	1.44043	1.49559
深证指数收益率		
平均收益率	-0.0563469	-0.0179166
方差	1.25104	1.32195

资料来源：沈坤荣，2005，《中国资本市场开放研究》

从上面的结果可以看到，QFII 进入中国市场后并没有减缓市场的波动性，相反，在中国宏观经济向好的情况下（2003 年 GDP 为 9.1%，2004 年为 9.5%），上证指数和深证指数日收益率的方差均有放大。在随后的 2005 年、2006 年 2007 年到现在，上证指数经历了从不到两千点上升到 6300 点高位，后又回落到 3300 点的起起伏伏，这些证据似乎说明 QFII 作为一种长期持股理念的机构投资者没有体现出稳定证券市场的积极作用。但是，把这样一个整体资本市场的波动情况直接地与 QFII 的引入直接联系起来是牵强的。原因是首先，QFII 整体的投资额度只有 100 亿美元，按照目前汇率大概是 700 亿元人民币，这相比于中国 A 股 8 万亿元的市值，其影响力是非常有限的。另外，QFII 进入中国后的五年，国内宏观经济高位运行，上市公司效益不断提高，同时 2004-2005 年又很快基本完成了股权分置改革，解决了困扰中国资本市场股权割据、流通股比率较低的问题，这些国内因素为原本投机性很强的资本市场注入了许多波动性增强的要素。

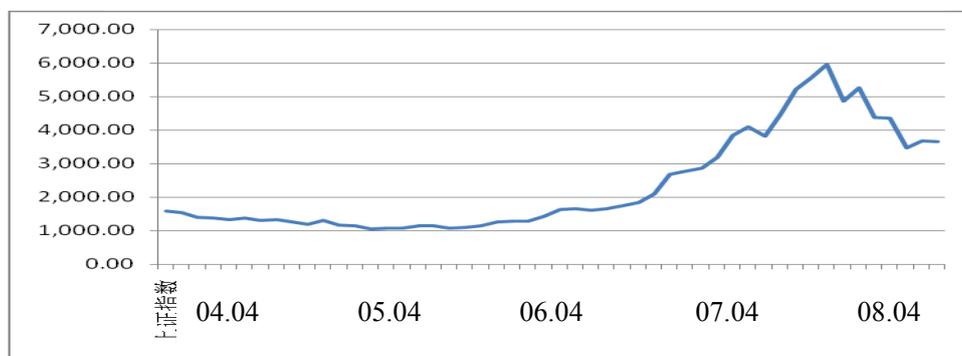
实际上，从上市公司定期公布的信息和许多分析家透露的情况看，QFII 的进入在促进投资的价值回归和长期投资方面起到了积极的示范作用。这表现为

第一，QFII 的投资行为表现出一定购程度的“羊群效应”，带动了国内市场对大盘蓝筹

股的投资倾斜，引领了国内投资者在投资理念上的变化。“羊群效应”是指许多投资机构在资本市场中相互模仿，对同种或同类证券采取相同的投资及交易策略。在国内 A 股市场上，以往小盘股、概念股往往成为市场炒作的热点，而进入中国股市的 QFII 机构，其投资的重点基本集中在市值和流通量大、公司治理与管理层透明度高、盈利增长能力比较强、在行业中居于龙头地位的企业。如 2004 年，QFII 机构集中持有的 10 大重仓股是长江电力、福耀玻璃、中兴通讯、上港集箱、浦发银行、外运发展、燕京啤酒和中金黄金；2007 及 2008 年中国股市大幅波动的时期，QFII 的投资主要集中在中国人寿、中国平安、招商银行、民生银行、中国石油、海螺水泥、中国铁建等金融、石油石化、基建等板块的大盘蓝筹股上。而这些股票基本是近年来市场的热点，反映了 QFII 机构的投资方向对国内投资者的示范效应。

第二，从波段操作方面看，QFII 进入中国市场后奉行“价值为基础”的投资理念，上市公司市盈率为基本判断指标，当市盈率偏离正常水平时抛出股票，回落到合理水平时购入股票，这使中国证券市场一直追涨杀跌的做法得到一定程度的纠正。下图是 2004 年 4 月至 2008 年 4 月上证指数的变动状况，在这几年中，QFII 机构有过在 2005 年 6 月 1000 点左右和 2006 年第一季度 1300 点左右成功抄底的经验。进入 2008 年前三个月，A 股市场经历了幅度达到 45% 的下跌，在“大小非”减持形成的市场压力下国内基金纷纷继续看空时，QFII 又在 4 月份纷纷涌入 A 市场。按照 Topview 的统计，在 3300 点左右，汇丰、瑞银、花旗等国际机构发布看好 A 市场的报告，并有大量资金进入进入中信证券、中国人寿、招商银行等金融类股票，随后，在证监会颁布《上市公司解除限售存量股份转让指导意见》（该意见要求对于大宗转让的存量股份，要到大宗交易系统去做转让）和将印花税从 0.3% 降低到 0.1% 之后，A 市场出现回暖迹象，近日已上涨到 3700 点左右。虽然，对近日 QDII 近日的做多和国内基金的做空进行评价为时尚早，但可以看到的是左右 QFII 机构投资的理念是“股票的价值和风险”，也是中国目前资本市场健康稳定发展、减少对宏观经济稳定运行的干扰所需要的投资精神。

图 2. 上证综指 2004 年 4 月-2008 年 4 月走势



3、QDII 投资：账面亏损，但已初显出资产配置多元化和分散风险的作用

与境外投资机构进入中国市场赚得盆满钵满形成鲜明对比的，是国内机构自从走出国门就遭遇“次贷危机”，大部分产品处于亏损状态。下表简单给出了最近媒体所披露的基金和银行系 QDII 产品的净值状况。

中国投资有限公司进行的投资也处于基本相似的状态。以每股 29.61 美元的价格购入的 1.01 亿股百仕通，到 2007 年年底每股浮亏 7.35 美元，总计浮亏约 7.45 亿美元。对中铁和摩根士丹利的投资，在香港和纽约股票市场还没有从“次贷危机”中走出来的情况下，收益情况也不容乐观。

但是，在国际资本市场的投资，对于中国的投资者来讲不过是万里长城刚刚踏出了第一步。其对中国资本市场的发展和宏观经济产生的影响不能仅仅用不到一年的短期投资收益率进行评价，而应该在长期的、整体的视角上予以分析。首先，在金融资产的投资上，“不要把所有的鸡蛋放在一个篮子里”几乎是一个铁律。QDII 的实施为中国投资者规避国内单一市场的系统风险、在全球范围里进行资产组合提供了可能。实际上，QDII 分散国内市场风险的效应在今年一季度已经初步显现。今年 2 月份以来，A 股市场持续大跌，而香港等海外市场却止跌回稳，并率先展开反弹。而且因为一些 QDII 基金积极调整投资区域，加强了对拉美市场的投资比例，减少了日本、欧洲以及亚太地区的投资比例，使 QDII 基金在 2、3、4 月份均跑赢了 A 股基金。

表 5. QDII 产品净值状况

QDII 产品	时间	净值状况
南方基金管理公司的“南方全球”基金	08. 3. 26	0. 792 （亏损 20%）
华夏基金管理公司的“华夏全球”基金	08. 3. 26	0. 741 （亏损 25%）
嘉实基金管理公司的“嘉实海外”基金	08. 3. 26	0. 656 （亏损 34%）
上投摩根基金管理公司的“亚太优势”基金	08. 3. 26	0. 675 （亏损 33%）
民生银行的“港股直通车”	08. 3. 18	亏损 50%，被迫清盘
东亚银行的“利财通”系列 1 号	08. 3. 15	亏损 60%
中国银行的“中银美元增强型现金管理”	07 年年底	由于收益率偏低导致巨额赎回，被迫中止

资料来源：整理自《21 世纪经济导报》2008 年 3 月 28 日刊“民生回应清盘：我们不推卸责任”及 2008 年 3 月 29 日刊“海外市场回暖，QDII 基金净值回升”等文。

其次，外汇储备增速过快、央行被动性提供国内市场流动性是近几年宏观调控始终面临的困境，民间和政府的金融资源投向国际市场通道的建立，无疑可以减轻这种压力，并提供更多地调控国际收支的手段。中投近期计划投向海外市场的金额为 900 亿美元，QDII 的海外投资额也超过 1000 亿元人民币，在今后一段时间国内证券市场前景不明朗、对人民币升值预期逐渐减弱的情况下，估计国内投资者对海外市场的投资仍会逐步增加。

四、结 论

2003-2008 年期间，中国资本市场对外开放获得实质性进展，这主要表现为通过 QFII（合格境外机构投资者）项目的实施，有选择地允许国外机构投资者直接进入国内资本市场进行投资，通过 QDII（合格境内机构投资者）项目开通了居民和企业的金融资产投资于国际金融市场的通道，通过成立国有独资投资公司——中国投资有限公司，进行了较大规模的政府外汇储备的境外投资活动。这些改革措施使中国资本市场事实上呈现出一定程度的“双向”开放。

虽然这些跨境资本的投资规模有限，但已对国内资本市场和宏观经济运行产生了一定影响。对于上证综指与恒生指数、道琼斯指数的相关性实证分析表明，从 2003 年以来，中国 A 股市场与香港、纽约证券市场的联动性逐渐加强，大陆股市独立于国际资本市场的格局已经发生了变化。另外，QFII 的投资表现出与国内机构投资者不同的价值取向和更广泛的国际视野，对国内机构投资者产生了很强的示范效应，这对中国资本市场的稳定发展

和国际化水平提高起到了积极作用。QDII 和政府外汇储备目前的投资虽然基本处于亏损状态，但小于国内证券市场的价值波动幅度，使其在一定程度上已经显示出分散风险和资产配置多元化的效果，并且起到了对冲“热钱”涌入、减缓由于外汇储备增加导致国内流动性被动增加压力的作用。因此，除了通过传统的国际贸易和 FDI（外商直接投资）的传导渠道，中国宏观经济与世界经济发生相互影响外，资本市场也成为中国直接受到国际经济冲击的重要途径。

参考文献：

1. 巴曙松，2003，“论中国资本市场的开放路径选择”，中国社会科学院世界经济与政治研究所网站 www.iwep.org.cn。
- 2005，“从台湾经验看 QFII 市场效应发展趋势”，《中国经济时报》2005 年 5 月 4 日。
2. 黄庭钧、陈芳，2007，“2007 年中国资本市场对外开放进程“双向提速””，新华社。“从台湾经验看 QFII 市场效应发展趋势”。
3. 沈坤荣，2005，《中国资本市场开放研究》，人民出版社。
4. 谈儒勇，1999，“中国金融发展与经济增长关系的实证研究”，《经济研究》，第 10 期
5. 王国刚，2003，《资本账户开放与中国金融改革》，社会科学文献出版社。
6. 张春玲，2000，“国际游资的经济影响及我国的对策选择”，《世界经济研究》第 3 期。
7. 《中国证券报》2007 年及 2008 年各期
8. 《21 世纪经济报道》2008 年各期
9. Kaminsky, Graciela L., and Carmen Sergio L. Schumukler, 2002, “Short-run Pain, Long-run Gain: The Effects of Financial Liberalization”, NBER Working Paper, wp9787.
10. Kim, E. Han, and Singal, Vijay, 2000, “Stock Market Openings: Experience of Emerging Economics”, Journal of Business.
11. Stiglitz, Joseph E. 2000 “Capital Market Liberalization, Economic Growth, and Instability”, World Development, Vol. 84, No. 6.
12. Wurgler, Jeffrey, 1999, “Financial Market and the Allocation of Capital”, Yale ICF Working Paper No. 9908.

附录 1. QFII 资格及额度统计表 (2008 年 3 月)

QFII 名称	QFII 资格批准时间	外汇额度 (亿美元)
瑞士银行	2003. 5. 23	8
野村证券株式会社	2003. 5. 23	3. 5
摩根士丹利国际有限公司	2003. 6. 5	4
花旗环球金融有限公司)	2003. 6. 5	5. 5
高盛公司	2003. 7. 4	3
德意志银行	2003. 7. 30	4
香港上海汇丰银行有限公司	2003. 8. 4	4
荷兰商业银行	2003. 9. 10	3. 5
摩根大通银行	2003. 9. 30	1. 5
瑞士信贷 (香港) 有限公司	2003. 10. 24	5
渣打银行香港分行	2003. 12. 11	0. 75
日兴资产管理有限公司	2003. 12. 11	4. 5
美林国际	2004. 4. 30	3
恒生银行有限公司	2004. 5. 10	1
大和证券 SMBC 株式会社	2004. 5. 10	0. 5
雷曼兄弟国际公司	2004. 7. 6	2
比尔·盖茨美林达基金	2004. 7. 19	1
景顺资产管理有限公司	2004. 8. 4	2. 5
荷兰银行有限公司	2004. 9. 2	1. 75
法国兴业银行	2004. 9. 2	0. 5
邓普顿资产管理有限公司	2004. 9. 14	未批
巴克莱银行	2004. 9. 15	0. 75
德雷斯登银行	2004. 9. 27	0. 75
富通银行	2004. 9. 29	5
法国巴黎银行	2004. 9. 29	2
加拿大鲍尔集团	2004. 10. 15	0. 5
东方汇理银行	2004. 10. 15	0. 75
高盛国际资产管理	2005. 05. 9	2
马丁可利投资管理有限公司	2005. 10. 25	1. 2
新加坡政府投资公司	2005. 10. 25	1

AIG 全球投资公司	2005. 11. 14	0.5
淡马锡富敦投资私人有限公司	2005. 11. 15	1
怡富资产管理有限公司	2005. 12. 28	1.5
第一生命保险相互会社	2005. 12. 28	1
星展银行	2006. 2. 13	1
安保资本投资有限公司	2006. 4. 10	2
加拿大丰业银行	2006. 4. 10	1.5
比联金融产品英国有限公司	2006. 4. 10	1
法国爱德蒙得洛希尔银行	2006. 4. 10	1
耶鲁大学	2006. 4. 14	0.5
摩根士丹利投资管理公司	2006. 7. 7	2
英国保诚资产管理（香港）有限公司	2006. 7. 7	2
斯坦福大学	2006. 8. 5	0.5
通用电气资产管理公司	2006. 8. 5	2
大华银行	2006. 8. 5	0.5
施罗德投资管理有限公司	2006. 8. 29	2
汇丰投资管理（香港）有限公司	2006. 9. 5	2
新光证券株式会社	2006. 9. 5	0.5
瑞银环球资产管理（新加坡）有限公司	2006. 9. 25	2
三井住友资产管理株式会社	2006. 9. 25	2
挪威中央银行	2006. 10. 24	
百达资产管理有限公司	2006. 10. 25	
纽约市哥伦比亚大学校董会	2008. 3. 12	

截至到 2008 年 3 月累计批准 53 家 QFII 资格，外汇额度 101.95 亿美元。