

# QFII进入将给期指市场带来深刻变化

QFII(Qualified Foreign Institutional Investors)制度，即合格的境外机构投资者制度，是指允许合格的境外机构投资者在一定条件限制下汇入一定额度的外汇资金，并转换为当地货币，通过严格监管的专门账户投资当地证券市场，其资本利得、股息等经审核可转为外汇汇出的一种市场开放模式。对于外国机构投资者，往往会限定一定的条件和程序，包括资格条件、持股比例、投资额度、资金的汇出入、投资登记(托管)及范围等等。实施 QFII 制度的好处在于，经济体可以灵活地根据具体实施情况对开放的程度进行微调，以达到减少开放资本市场对经济冲击的目的。

实施 QFII 制度，经济体可以灵活地根据具体实施情况对开放的程度进行微调，以达到减少开放资本市场对经济冲击的目的。在我国，政策关放开之后，QFII 或仍将短暂受制于制度的完善和系统的搭建，而无法马上参与我国的期指市场。股指期货作为我国为数不多的有投资价值的金融衍生品工具，对 QFII 应该也是有独特的吸引力的。我们知道，去年年底以来，券商开始逐步大规模参与期指套保交易，这给股指期货市场带来了一些变化。那么，目前与券商相仿规模的 QFII 机构如果进入期指市场，会给市场带来哪些变化呢？我们相信，随着我国资本市场的发展，以及资本管制的逐渐放松，QFII 也将带来越来越大的影响。

## 一、QFII 进入中国市场的法律保障和系统搭建

中国证监会于 2002 年 12 月开放了 QFII 投资国内证券市场，时隔 8 年，又于 2011 年 1 月 25 日发布《合格境外投资者(QFII)参与股指期货交易指引》，拟有限开放其参与股指期货的交易。沉寂数月，在征求各方意见后，中国证监会在 2011 年 5 月 6 日公布了《合格境外机构投资者参与股指期货交易指引》(以下简称《指引》)，正式宣告 QFII 可以参与期指套保交易，而正式文件较之前的征求意见稿并无太大的改动，这表明管理层并没有改变他们的思路和初衷。

政策方面放行之后，具体实施的事宜和细则需要由中国金融期货交易所开展和完善。在日前举行的“2011 陆家嘴论坛”上，中国金融期货交易所总裁朱玉辰表示：“中金所将根据制度框架做一些严格的管理措施，QFII 来了之后，会做到有序参与，理性参与，各方面风险准备和制度设计都非常完整。”

在引入 QFII 进入股指期货这个过程中，协助中金所进行各项具体工作的是各期货公司。QFII 参与期货交易的需求与面临的问题是多方面的，由于国内外的数据通信标准不同，QFII 在海外也将造成交易延时，因此，首先存在着系统搭建的问题，其次期货公司为了服务 QFII，也必须招募专门的团队。期货公司在这些系统和平台搭建上需要花费一定的时间，并且也会有不小的投入，因此也可能延缓 QFII 机构真正开始交易的时间。

## 二、从三个方面看 QFII 对于期指的需求

### 1. QFII 对股指期货的研究和应用相对成熟

一个完整的股票市场，既要有发行股票的一级市场，又要有交易股票的二级市场，同时还应该有管理股市风险的股指期货等衍生品市场。上世纪 80 年代，股指期货就已经在美国市场上出现，并且伴随着资本市场的起起落落走过了几个轮回，因此，几十年的投资经验下来，在投资组合构建以及风险管理方面，国外的基金或者投资公司对于股指期货等金融衍生品的研究和应用已经非常成熟。

根据规定，QFII 仅能借助股指期货进行套期保值，但是所谓国外对冲基金，本来对持有单边头寸的行为就较为谨慎，一般来讲他们的投资理念是获取相对收益，因此，目前规定的

额度和仅限套保交易的方式也能大约满足其需要。开放 QFII 参与股指期货，将给 A 股市场带来新的投资理念、人气和资金。

#### 股指期货在海外共同基金的应用

改变资产配置/快速建仓	为满足规定的资产配置比例要求，在现货资产重配置前，先建立对应股指或利率期货的仓位，降低冲击成本。
积蓄资金	对于定期的小额净流入资金，基金将其一部分购买短期国债，一部分建立股指期货多头，在积蓄的资金达到一定规模后，将期指平仓，一次性买入现货，以降低交易成本。
应对申购	为锁定基金的建仓成本，可采取先买入股指期货合约、然后逐步建仓的策略，以应对预期的现金流入。
应对现金流出	建立相应的股指期货多头头寸。后者相当于将短期存款投资于股票市场，但又可以迅速平仓以应对现金流出的需求。
改变投资倾向性	基金可卖空大盘股对应股指期货，以很低的成本将投资组合向小盘股股票倾斜，以应对市场热点的切换。
间接买入、卖空股票	基金可以卖空成份股包括这只股票的股指期货，并买入除了该股票之外的一篮子成份股，以应对重仓股遭遇重大事项并停牌。
推迟赋税	基金预测未来市场下跌，准备将投资组合全部清仓后再买进，此时需要缴纳升值部分的资本利得税。如果基金此时卖空股指期货，则可以避免卖出组合，以延缓缴纳税负。
套期保值	卖空股指期货，规避系统性风险
套利策略	通过股指期货可实现期现套利、统计套利、阿尔法套利、事件套利、封基套利、权证行权套利等多种套利策略
发行基金产品	通过股指期货可发行指数基金、指数增强基金、可转移阿尔法产品、绝对收益产品、股指期货套利产品、保本产品等等

从上表可以看出，股指期货可以在调整配置、流动性管理、风险管理等方面发挥极大的作用，尤其是在缺乏比如期权等金融工具的中国市场，显得一枝独秀。

#### 2.QFII 在我国 A 股市场的持仓变化暗示了其股指期货的需求

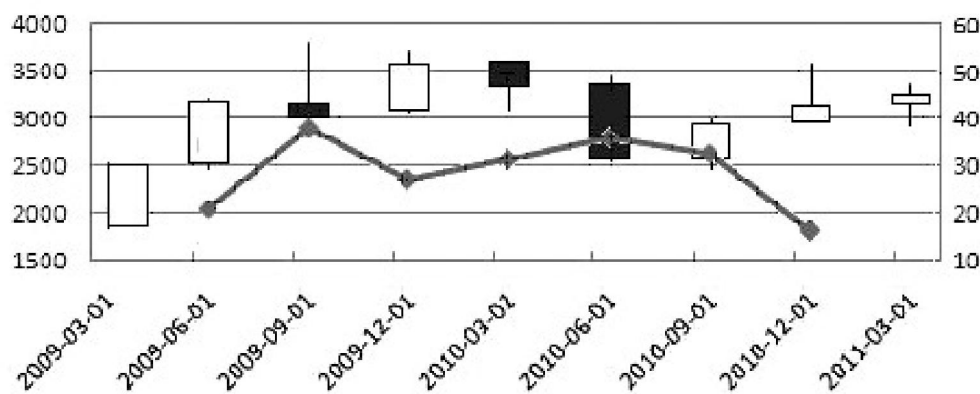
截至 2011 年 3 月，共有 110 家 QFII 获准参与我国证券市场，每一家 QFII 额度为 0.5 亿—8 亿美元不等，共计约 200 亿美元。而截至 2010 年年底，我国 A 股市值为 22.44 万亿元，QFII 份额仅占市场容量的 0.58%。由于额度的限制，QFII 在 A 股市场的角色仅仅被定位为一个参与者，而非主导者，这可能会在一定程度上打击 QFII 的积极性。

查询 QFII 去年的年报数据，我们统计了获批额度最大的 6 家 QFII 在 A 股市场的持仓（其中的证券市值按当日收盘价计算）：

#### 额度最大的几家 QFII 在 A 股市场的持仓

QFII	额度 (亿美元)	2010.12 (亿)	2010.9 (亿)	2010.6 (亿)	2010.3 (亿)	2009.12 (亿)	2009.9 (亿)	2009.6 (亿)
瑞士银行	8	9.4	31.3	35.3	19.7	8.1	27	8.2
挪威中央银行	7	0.58	0.32	0.41	1.8	1.5	1.7	0.92
花旗环球金融 有限公司	5.5	3.2	6.4	11.3	20.4	20.0	20.8	2.0
高盛国际资产 管理公司	5	0	0	0	0	0.18	0.15	0
富通银行	5	3.7	17.5	15.4	12.1	14.8	10.9	13.0
瑞士信贷(香 港)有限公司	5	16.5	22.6	24.4	19.7	17.9	32.3	21.9

沪深 300 指数走势及 6 家 QFII 持仓占其额度百分比 (右轴)



2010 年 A 股市场的大背景并不好，沪指全年下跌 14%，跌幅列世界第三，并且资本市场也不够规范，呈现出较为明显的投机市场的特征。从上图我们可以看到近两年 QFII 的调仓情况，QFII 在 2009 年三季度减仓，直至 2010 年二季度才开始大幅加仓，然后在 2010 年四季度又大幅减仓，QFII 的持仓和沪深 300 指数的涨跌有一定的负相关性。直观来看，为了规避系统性风险，QFII 采取了低吸高抛的操作策略。另外，还有不少 QFII 甚至在 2010 年年报中披露中国 A 股市场零持仓。出现以上现象的原因，一方面归结于 QFII 的额度不大，另一方面可能要归结于缺乏风险对冲工具。说到风险管理工具，在国外市场使用最为广泛，同时也最为标准的当属期权和期货。目前国内期权市场缺失，可以使用的主要对冲工具还是只有沪深 300 股指期货。

### 3. 离岸股指期货 (A50) 活跃，暗示 QFII 对于对冲工具的需求强烈

在沪深 300 股指期货上市之前，早在 2006 年 9 月，新加坡交易所就推出了新华富时中国 A50 指数期货，成为第一支离岸中国 A 股股指期货，其 1 手合约价值约 5 万美元，对冲 QFII 200 亿美元的额度，则需数十万张 A50 合约。但是 A50 上市后交易并不活跃，在 2006 年剩余的 4 个月内总成交量仅为 8932 手；2007 年全年总成交量仅为 12349 手；2008 年上半年月度成交量一度超过 6000 手，随后便迅速归于沉寂；整个 2009 年，A50 仅成交了象征性的 1 手；2010 年前 7 个月，A50 也一直保持零成交的纪录。

沪深 300 股指期货于 2010 年 4 月正式上市，甫一上市，成交便异常火爆。在这样的大背景下，2010 年下半年，A50 指数期货却突然出现了转机，8 月、9 月的月度成交量分别达到了 10860 手、42115 手，9 月底时持仓量达到了 7637 手，而当年国庆长假后第一个交易

日的日成交量也达到了 4422 手。在沪深 300 股指期货正式上市之后，A50 股指期货才焕发了“第二春”，这是否可以认为是 QFII 暂时不能参与国内沪深 300 交易的机构投资者的无奈之举。截至目前，沪深 300 股指期货最少也有每天 3 万手左右的持仓量和十几万手的成交量，流动性明显增强，从冲击成本和交易成本方面考量，沪深 300 股指期货无疑具有很大优势。

### 三、QFII 入场后对资本市场的影响

#### 1. 对比期指上市以来其他机构投资者的表现

《指引》中在额度方面的具体限制为：(1) 在任何交易日日终，合格投资者持有的股指期货合约价值不得超过其投资额度。(2) 在任何交易日日内，合格投资者的股指期货成交金额（不包括平仓）不得超过其投资额度。其中，持有的合约价值指多头合约与空头合约的价值之和，多头合约与空头合约不进行轧差。成交金额指买入合约和卖出合约的成交金额之和，不包括平仓交易。

目前放行参与股指期货的机构投资者主要有：公募基金、证券公司和 QFII。另外，证监会规定，公募基金产品卖出的期货合约价值不得超过股票总市值的 20%，成交量不得超过基金资产净值的 20%；而券商自营业务证券及金融衍生品的合计额不得超过净资本。因此，从证监会的相关规定来看，相比公募产品与券商自营，QFII 的额度显然更宽松，在同样的规模下，操作的空间更大，这在一定程度上提升了其对市场的影响力。

目前市场上共有 60 余家公募基金，尽管管理的资产超过 2 万亿元，但除去监管部门的因素外，公募基金迫于排名和业绩的压力，对于参与股指期货交易一直较为谨慎。今年以来，共有 15 只公募基金产品将股指期货纳入可投资范围，加上去年的产品，截至目前约有 30 只公募基金投资股指期货。不过，公募基金到目前为止还没有真正开始参与交易，只有一些采取对冲策略的专户理财产品参与股指期货，由于专户理财产品的规模很小，一般在 5000 万元，因此对市场的影响非常有限。

相对来说，券商参与期指交易较为积极，大约用掉了套保额度的一半，给股指期货市场带来的影响也较大，每天持仓量中约有 30% 是券商的套保单，这一点我们从券商系期货公司的持仓量也能看到，他们是所谓的主力“空军”。总的来说，自去年券商自营开始参与期指交易后，股指期货市场成交量显著减少，持仓量显著增加，市场结构、持仓成交比趋于合理。

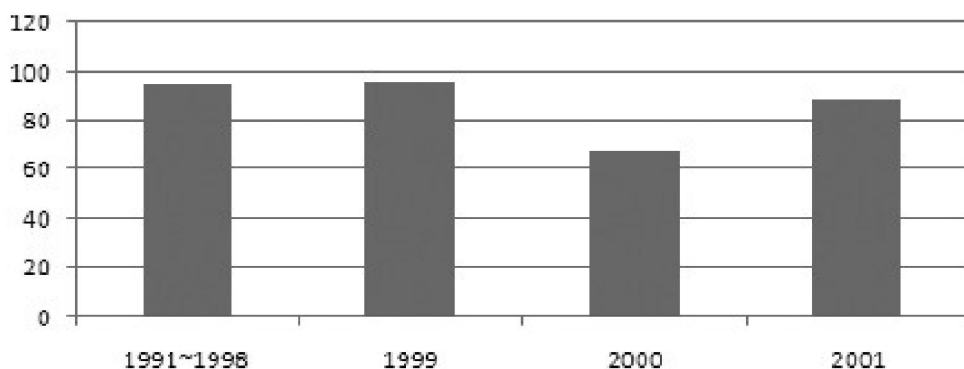
就 QFII 的现状看，大约和券商自营的规模相近。我们知道，美国市场的大盘基金中有 53% 参与了股指期货。QFII 对于对冲和资产组合的强烈投资偏好，或许也将给期指市场带来可喜的新变化。

#### 2. 其他亚洲国家的 QFII 制度发展历史

从资本流动占 GDP 比重的情况来看，境外资本流动对中国、日本、韩国这些经济体的影响在 20% 左右，而中国台湾、中国香港等小经济体受外资影响较大，分别为 40% 和 60%。中国香港和日本未出现过类似 QFII 的制度，而中国台湾和韩国则实施过 QFII 制度，初期也有一定投资额度的限制，随后逐步开放资本市场，直至完全自由。

中国台湾于 1991 年 1 月起正式实施 QFII 制度，其时上下限额分别为 500 万美元和 5000 万美元。随后，监管当局对 QFII 政策中的各项限制条件逐步放宽，不断放开 QFII 额度，并于 1998 年允许 QFII 投资台湾的期货市场，最终于 2003 年废除 QFII 制度，允许外资自由进出。1998 年 7 月，台湾证券交易所推出加权股指期货，QFII 汇入金额也随之急剧增加。

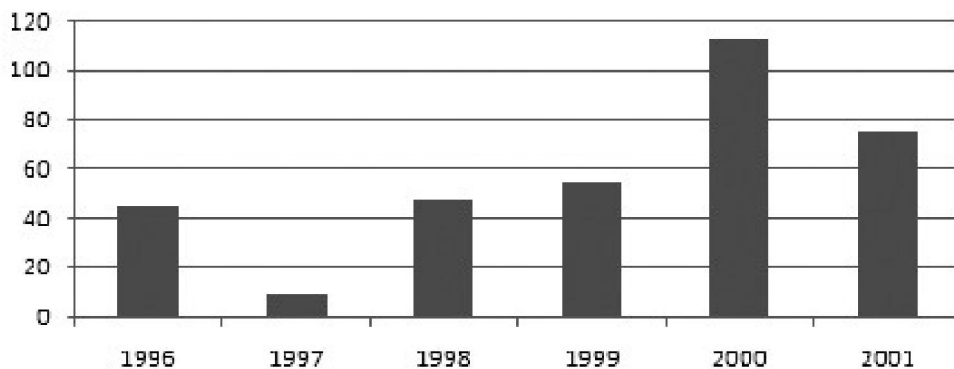
台湾股指期货上市后 QFII 净汇入势头明显



由上图可知,在台湾市场上,1999年QFII的净汇入金额达到95.33亿美元,超过了1991—1998年的汇入金额总和。截至2002年年底,外资持股比例占台湾市场总市值的18%,成为台湾资本市场的重要力量。台湾股指期货市场投机氛围很浓,以个人投资者为主,开市当年个人投资者交易量曾高达95%,QFII以套保为主,在前4年的交易量不足1%,近年来,台湾股指期货市场上的境外机构参与比例持续提高,至2010年已经达到12%。

韩国政府于1992年正式实施QFII制度,后于1994年11月开始进行了长达4年的调整,其间韩国政府一共提高了8次QFII的额度,最终于1998年5月取消对外资持股限制。直至1996年韩国股指期货上市,QFII汇入资金上升势头才开始明显增强。

韩国股指期货上市后QFII保持净汇入状态



韩国股指期货上市初期的主要参与者是本地机构投资者,个人投资者占16.8%,而境外投资者参与比例仅为2.5%;近年来,境外投资者参与比例逐步上升,到2010年时提升至29.5%。

我国经济正处在逐渐开放的进程中,人民币国际化是近期热议的话题,逐步实现资本项目可兑换也已写进“十二五”规划,尽管目前宏观经济还谈不上稳定,金融监管也并不完善,但是我国资本市场改革的脚步不会停止。在这样的背景下,如果QFII的额度不断提高,毫无疑问将拥有对中国资本市场更大的影响力。自去年股指期货推出以来,我国A股市场的日内波动率显著降低,专家学者认为这是股指期货给股票现货市场带来的可喜变化之一。

综上所述,QFII对于交易所和期货公司来说,是必须要服务好的客户;对管理层来说,可能是全新的挑战,必须做到监管平衡而不宜激进;对于期货市场来说,QFII的进入可以进

一步完善市场投资结构；而对于 A 股市场来说，QFII 将带来新的资金和投资理念。