

QFII 首批融资融券信用账户 开通，金融开放再进一步

一直以来，QFII、RQFII 是外资投资 A 股市场的重要通道，外资投资的价值投资理念也在不断影响着 A 股的投资者。融资融券账户的开通，标志着我国资本市场开放的步伐向前迈进了一大步。

文 | 向悦

2020 年 12 月 28 日，沪深市场 QFII、RQFII 登记结算制度业务上线。同日，中信证券为 QFII 客户成功开立 A 股市场首批融资融券信用账户，从账户开立次交易日起可参与融资融券类证券交易。不难看出，QFII 机构借两融加速入场，更多资金会涌入 A 股市场，通过两融交易带动 A 股活跃度，同时也意味着中国市场正在逐步向境外投资者放开。无论是两融交易还是定增配股融资，以及陆股通通道，外资进场配置中国资产的通道正在多元化，中国市场和国际市场的双向通道也会加速打开，金融市场的成熟化和国际化发展也将步入新的阶段。

发展历史

对资本市场尚未成熟的新兴市场国家而言，直接开放国内资本市场往往给宏观经济带来巨大的风险。因此，20 世纪 90 年代以来，韩国、印度、中国台湾相继引入了 QFII 制度。

所谓 QFII 制度，是指境外机构投资者在规定的限制下汇入外汇资金，在转换为国内货币后，通过严格监管的专门账户实现证券市场投资，经审核批准，取得的资本利得和股息等可

转为外汇并汇出至境外账户，其本质是新兴市场国家资本市场对外开放过渡期实施的一种制度安排。

1992 年，为了在鼓励境外投资的同时保护国内资本，我国开设了独立于 A 股市场的 B 股市场，后随着合格境外机构投资者制度（以下简称“QFII 制度”）和沪港通制度的确立和发展不断边缘化。2002 年 11 月 5 日，证监会与中国人民银行颁布了《合格境外机构投资者境内证券投资管理暂行办法》，标志着我国 QFII 制度正式实施。在此基础上，我国确立了允许境外机构在额度内直接使用人民币对国内资本市场进行投资的 RQFII（人民币合格境外投资者）制度。

19 年来，外国投资者通过 QFII、RQFII 等制度参与到境内资本市场的交易中，在增强境内外互联互通的同时，丰富了市场的投资者类型，进而对我国资本市场的稳定起到了积极正向的作用。随着我国金融市场的不断发展，QFII 的投资额度限制也不断放开，从 2012 年的 40 亿美元增至 2019 年的 3000 亿美元，最终于 2019 年 9 月宣布取消 QFII 的投资额度限制。

此外，QFII 对于期货、基金和证券公司的外资持股比例限制也逐步放宽。与此同时，随着 QFII、RQFII 制度相对成熟，各交易所之间也积极开展互通合作。2014 年 11 月，沪港通正式施行，标志着中国资本市场实现双向开放。以此为基础，我国相继开放深港通和沪伦通，进一步促进了内地市场与香港市场、国内市场与境外市场的双向开放。

重要意义

从现有的实践经验看，QFII 制度的实施对我国资本市场的发展具有重要意义。

首先，促进融资方式的多元化。当前我国金融市场的融资方式是以商业银行为主的间接融资，随着我国经济的不断发展和成熟，这种融资方式在资本配置效率上的劣势日益突出，轻资产公司获得银行贷款的难度增大，例如高科技公司的知识产权在间接融资的模式下难以体现真正的价值。而 QFII 在具有识别高新技术能力的同时，也能够承担市场风险，进而为境内创新型企业提供支持。

其次，有助于构建成熟的资本市场。由于 A 股市场起步较晚且投资渠道较窄，因此在全球范围内，其散户投资者占比较高。中金公司最新数据显示，2020 年机构持有 A 股流通市值的 48%，而美股基本 90% 以上都是机构投资者，散户仅占不到 6%。由于个人投资者受投资能力、信息不对称等多种局限，常常采用“追涨杀跌”的投资模式，因此以散户为主的市场股价波动大、换手率高。而机构投资者由于秉持长期价值投资理念，以机构为主的市场波动较小，因此 QFII 的引入有利于资本市场平稳健康发展。

最后，有利于金融行业实现充分竞争。改革开放 40 多年的经验表明，积极参加国际竞争是刺激行业充分发展的重要途径。与农业、制造业等传统行业相比，金融业在宏观经济中承

担资源配置作用，作为竞争性服务行业的金融业，扩大开放不仅更有利于刺激活力和提高效率，也更有利于境外投资者配置我国资产，并增加我国资产的海外吸引力。

远期影响

融资融券交易又称“证券信用交易”或保证金交易，是指投资者向具有融资融券业务资格的证券公司提供担保物，借入资金买入证券（融资交易）或借入证券并卖出（融券交易）的行为。QFII 作为受到投资者高度关注的外资投资 A 股市场的重要渠道，融资融券账户的开立能够在使用融资交易加大杠杆壮大其购买力的同时，通过融券交易实现卖空操作。

QFII 融资融券账户开立所带来的最直接影响就是产生增大合格境外机构投资者的交易杠杆，在扩大 A 股市场中价值投资所占比重的时候，传播价值投资理念，使 A 股市场逐步成为一个以价值投资为主导的市场，投机性股票在未来将逐渐失去吸引力，进而遏制市场中的短期投机行为，促进资本市场平稳健康发展。

QFII 可以使用融资融券账户实现做空操作，做空机制的存在能够使投资者对价格高于其价值的股票进行反向操作，最终使其价格与价值相匹配，对有效资本市场的构建有着十分重要的意义。尽管对于外资而言，做空属于常规操作，但对于 A 股投资者而言，做空股票仍是一个相对另类的投资方式。

从监管的角度看，无论是加大杠杆还是做空操作，无疑都增大了资本市场的风险。一方面，资金体量较大的 QFII 实施做空操作也容易导致股价过度下跌；另一方面，杠杆会放大投资所得的收益和损失，由于 QFII 位于境外，超出保证金的损失追偿往往会更加困难并产生额外成本。□

（作者供职于中国电建集团国际工程有限公司）

作为竞争性服务行业的金融业，扩大开放不仅更有利于刺激活力和提高效率，也更有利于境外投资者配置我国资产，并增加我国资产的海外吸引力。