

QFII 参与股指期货的相关问题研究

摘 要

在证券市场对外开放的进程中，QFII 制度由于其独特的优势受到新兴市场国家和地区的青睐。本文以台湾金融期货市场发展经验为主轴，重点探讨 QFII 参与股指期货的历史进程和市场影响，从中得到一些对内地证券市场开放的有益启示。

从台湾的发展经验看，QFII 在投资组合构建以及风险管理方面的优势对该地区发展起到了良好的示范效应。它一方面使台湾地区的股市列入国际重要股价指数，提高了台湾股市在全球金融市场的国际地位。另一方面也提高了台湾地区的法人投资比重，使市场结构更加完善。

无论是监管层还是投资者，都不应该视 QFII 为洪水猛兽。在人民币没有实现完全可自由兑换的情况下，有序稳妥地引进 QFII，以稳定为基础，在发展中规范，不断完善市场结构，规范市场投资行为，逐步开放中长期投资外资是切实可行的。QFII 的进入门槛和管制条件是一个逐步放宽的过程。因此，对现阶段国内期货市场而言，QFII 的引入或许不在于资金大小的推动，而更多是市场制度创新方面的积极作用。

引 言

QFII 如同一面对外开放的窗口，向海外市场传达监管者的态度和信号。上个世纪九十年代初，以印度、台湾、韩国为首的新兴市场纷纷引入境外机构投资者制度，而唯独中国没有融入到这场全球新兴资本市场的浪潮中。中国证监会于 2002 年 12 月开放 QFII 投资国内证券市场，时隔近 10 年，又于 2011 年 5 月 6 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。

我们注意到，开放 QFII 参与股指期货的时间距我国股指期货上市仅一年左右，目前国内期货市场与国外成熟市场存在很大差距，具有“新兴加转轨”的双重特征。在开放过程中，我们应采取比其他新兴国家和地区更加稳妥、谨慎的方法，有效规避股指期货市场开放的风险。在国内监管能力和信息披露尚处于初步发展阶段的背景下，我国期货市场的 QFII 开放之路任重而道远。

一、国内发展 QFII 的必要性

（一）QFII 制度简介

所谓 QFII (Qualified Foreign Institutional Investors) 制度,是合格境外机构投资者的简称,指允许经核准的合格外国机构投资者,在一定规定和限制下将一定额度的外汇资金汇入,并兑换为当地货币,通过严格监管的专门帐户投资当地证券市场,其资本利得、股息等经审核后可转为外汇汇出,其实质可以归结为渐进的投资配额制度。

QFII 是一国在货币没有实现完全可自由兑换、资本项目尚未开放的情况下,有限度地引进外资、开放资本市场的一项过渡性的制度。由于我国人民币尚未完全可自由兑换,外资进入中国证券市场可能带来一定冲击。因此,在开放初期对 QFII 设定准入条件是完全必要的,这也是国际上通行的做法。

（二）实行 QFII 制度的市场影响

对一国实施 QFII 制度的积极影响,学者们所持观点基本一致:如壮大机构投资者队伍、引进先进的投资理念、增加证券市场的资金供应、有利于证券市场监管趋向成熟、推动一国的资本市场更好地与国际接轨等。

从台湾地区的发展经验看,它一方面使台湾地区的股市列入国际重要股价指数,提高了台湾股市在全球金融市场的国际地位。另一方面也提高了法人投资比重,使市场结构得到完善。此外,QFII 注重价值发现和长期投资的投资理念不仅对台湾股市的健

康发展起到了积极作用，同时也增大了对债券、金融期货等相关金融商品的需求，提高了市场流动性，促进了金融创新。

（三）我国期货市场大力发展 QFII 的必要性

截止 2011 年 5 月，我国股指期货开户数将近 7 万，但参与者仍以个人为主，包括商品市场的老客户及有经验的股票交易者，机构投资者只占少部分，散户参与特征明显。整体来看，目前国内证券市场依旧存在投机氛围浓厚、机构投资者偏低、短线炒作盛行、理性投资缺乏、国际化程度低等特点。

为提高我国金融市场的国际化竞争力，深化 QFII 制度改革箭在弦上不得不发。允许作为海外成熟市场的机构投资者参与，可能对我国金融市场形成较好的示范效应。在推动更多的机构运用股指期货套期保值的同时，提供其风险管理经验，带动国内市场进一步成熟、理性地运行。

众所周知，国内证券市场开放合格境外投资者参与 A 股市场由来已久，站在海外投资者的角度考虑，不能进行对冲的交易无异于一种“赌博”。此次股指期货市场对 QFII 的进一步放开，使他们终于在中国找到了现货风险对冲工具，这对海外投资者也更加公平。只有让更多的投资者进入市场交易，股指期货的价格发现和避险功能才能充分发挥。

二、QFII 参与股指期货的境外市场案例

由于发达国家的货币可以自由兑换，金融市场规模大、抗冲击能力强，不需要实行 QFII 制度，因此西方学者对 QFII 制度本身的研究甚少。经验借鉴上，我们可以重点向台湾、韩国、印度等国家和地区学习。目前这些市场的研究主要以事前的可行性分析、预测以及事后的结果统计为主。对我国而言，这些事后的结果统计更有价值，它们不仅可以作为预测我国 QFII 制度的参照，同时，他们的不足之处也是我国的前车之鉴。

国内的证券市场与当初台湾开始实施 QFII 时有诸多相似之处，海峡两岸一脉相连，有相同的人文传统，因此，我国 QFII 的发展道路可以重点借鉴台湾的经验。

（一）台湾 QFII 发展概况

1983 年台湾开放岛内投资公司募集资金，1991 年台湾正式引入 QFII。不到 6 年时间，QFII 持有台湾的股票市值就突破 10%。随着 QFII 持股的不断增加，他们对参与股指期货进行套期保值的需求也不断增加。1997 年 1 月 9 日，新加坡抢先上市摩根台湾指数期货。为了与新加坡市场争取台湾股票市场的“定价权”并填补其本身市场的空白，台湾地区于 1998 年 7 月 21 日推出首张台股发行量加权指数（TAIEX）期货合约。

在推出股指期货之初台湾就引入了 QFII，修改后的《华侨及外国人投资证券管理办法》第 1 条就明确规定“已投资国内证券者，基于避险需要，得在国内期货市场从事期货交易”。1998

年 7 月 21 日，台湾证期会颁布了《外国专业投资机构和境内外华侨及外国人从事期货交易应注意事项》，2004 年 5 月 21 日修改为《华侨及外国人从事期货交易处理要点》，分别规定了 QFII 在期货市场的行为、进入方式、申报事项、外汇管理、资金报告等内容，并允许 QFII 在基于避险需要的前提下，可以对已持有或预期持有的台湾股票部位进行相应的对冲避险交易。2006 年 3 月，台湾期交所出台《开放外资得以非避险目的及综合账户从事期货交易》，将外资投资者的范围进一步扩大，使得以非避险目的从事期货交易事务的套利及投机交易者有资格进入本土期货市场。在一系列措施实施后，台湾股指期货与期权交易获得了突飞猛进的发展。

台湾 TAIEX 期货合约的成交量从 1999 年的 971578 张增长到 2010 年的 25332827 张，增幅达 25 倍。外资在整个期货交易所占比也稳步上升。毋庸置疑，台湾金融期货市场引入 QFII 制度是成功的，不但促进了市场的活跃，掌握了本土股票市场的定价权，还实现了投资者结构的合理配置，其经验值得借鉴。

（二）台湾 QFII 发展简史

QFII 的进入门槛显示出不同地区的监管机构向国际金融机构的市场开放定位。表 1 重点列举了台湾市场开放外资投资国内证券市场的发展历史过程。总体来看，台湾地区实施 QFII 制度的过程呈现三个明显的特征，即阶段性、平稳性和渐进性。

表 1：台湾开放外资投资国内证券发展史简表

期间	开放类别	总持股比例	个别持股比例	投资总额	个别投资额度	资金汇出入限制
1991/01/02	QFII	10%	5%	25 亿美元	0.05-0.5 亿美元	1.于核准后三个月内汇入本金 2.汇入本金满三个月始得汇出本金 3.利得每年结汇一次
1991/11/01	QFII					本金汇入期限延为六个月
1993/01/16	QFII				1 亿美元	
1993/08/19	QFII			50 亿美元		
1993/11/08	QFII					汇出本金后三个月内得再行汇入
1993/11/19	QFII				2 亿美元	
1994/04/19	QFII			75 亿美元		
1995/02/08	SITE 及 QFII			取消额度限制		本金汇入期限修改为四个月
1995/07/08	SITE 及 QFII	12%	6%			
1995/08/24	SITE 及 QFII					本金汇入期限修改为六个月
1995/09/13	SITE 及 QFII	15%	7.5%			
1995/12/29	QFII				4 亿美元	
1996/01/13	SITE 及 QFII					取消汇出期间限制
1996/03/03	GFII				1.境内外国人无限制 2.境外外国人:自然人 500 万美元;法人 2000 万美元	1.汇入资金净额不得逾规定投资证券之限额 2.无期间限制
1996/03/04	SITE、QFII 及 GFII	20%				
1996/11/20	SITE、QFII 及 GFII	25%	10%			
1996/12/19	QFII				6 亿美元	循环汇入延长为半年
1997/06/02	QFII				境外法人 5000 万美元	
1997/10/08	QFII					循环汇入延长为一年
1998/01/07	SITE、QFII 及 GFII	30%	15%			
1998/07/21	避险性期货交易					
1999/03/30	SITE、QFII 及 GFII	50%	50%			
1999/10/30	避险性期货交易					
1999/11/20	QFII				12 亿美元	
2000/10/20	QFII				15 亿美元	
2000/11/21	QFII				20 亿美元	
2001/01/01	QFII 及 GFII	取消限制	取消限制			
2001/3/7	QFII					1.QFII 资金汇入出期限改为二年。 2.取消循环额度,改以申请核准之总额度控管
2001/11/13					30 亿美元	
2003/1/7	QFII 及境内 外华侨及外国人					
2003/1/7	全体侨外资					
2003/7/9	QFII				取消 30 亿美元限额	
2003/10/02	FINI 及 FIDI				FINI 无额度限制; IDI 500 万美元	

注: SITE=证券投资信托事

QFII=外国专业投资机构
GFII=一般外国人
FINI=外国机构投资者
FIDI=华侨及外国自然人

由于篇幅限制，表 1 只列举了台湾 QFII 发展的主要历程。进一步总结可知，台湾 QFII 制度主要围绕资格条件、申请程序、投资额度、资金汇出入期限、持股比例上限及投资范围几方面发展变化，具体可以概括为以下几点：

1、资格条件放宽

1991 年开放当时规定，仅有外国银行、保险公司及基金管理机构等三类始具有申请 QFII 之资格条件。1995 年增加外国证券商及其他投资机构。

2、申请程序简化

1991 年开放 QFII 投资国内证券市场时，不论金额大小均由申请人向财政部提出申请，再由该部洽会中央银行意见，该部收到央行同意函后始发核准投资函。之后历经多次简化申请程序，最后于 2001 年 5 月 1 日再简化为投资额度超过 5 千万美元者，由申请人同时向证期会及央行外汇局分别申请核准及同意；投资额度未逾 5 千万美元者，申请人仅需向证期会申请核准。

3、投资额度多次提高后已取消额度上限

开放之初，全体 QFII 投资总额为 25 亿美元；个别 QFII 投资额度最高 5 千万美元，最低为 5 百万美元。之后历经多次放宽，1995 年取消全体 QFII 投资总额度之限制，并最终于 2003 年 7 月 9 日取消个别 QFII 投资额度上限。

4、资金汇出入期限逐次放宽后已取消

汇入本金方面,1991年规定,应于核准后3个月内汇入本金,且汇入本金满三个月始得汇出本金,利得每年结汇一次。之后历经多次修改,最后于2003年取消汇入期限限制,自1996年1月取消汇出本金及投资利得的期限限制。

5、持股比例上限逐次提高后已取消

1991年开放时,规定全体QFII对单一上市(柜)公司持股比例上限为10%,个别QFII持股比例为5%。之后随着市场发展,不断提高持股比例上限,直至1999年3月30日将全体及个别外资持股比例均放宽为50%。自2001年1月1日起,除特定行业另有规定外,取消全体及个别外资持股比例上限。

6、投资范围逐渐扩大

1991年开放当时规定,外资投资国内证券范围包括:上市公司股票、上市受益凭证、政府债券、金融债券、一般公司债券以及其他经证券主管机关核定之有价证券,之后逐渐放宽至台湾存托凭证、转换公司债、附认股权公司债及认购(售)权证等外资投资项目。

(三) 台湾期货市场参与者结构现状

对于新兴市场来说,投机气氛浓厚可能是市场初期遭遇的共同问题。而QFII制度的引入,通常被视为促进投资者结构和投资行为转变的重要手段,这一点在台湾地区的实践中得到印证。台湾通过实施QFII制度,近年来法人机构投资比重显著增加,

外资投资决策行为对散户形成了良好的示范效应。

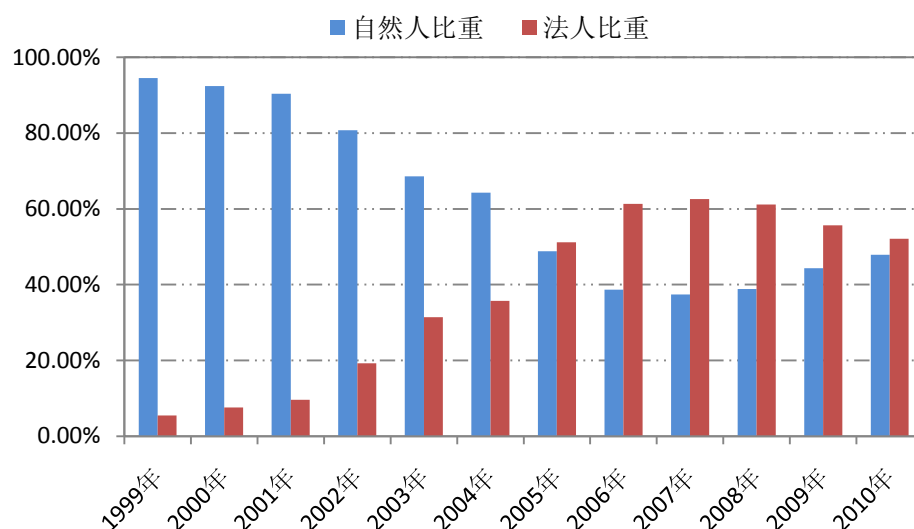


图 1 台湾期货交易所自然人及法人交易比重比较

台湾从 1998 年推出股指期货，自然人交易的比例是从高到低变化的。1999 年自然人和法人的比例是 95:5，发展到 2007 年是 39:61，2010 年的最新比例是 48:52。可见，台湾股指期货市场已发展为相对成熟的市场，也基本上是一个法人掌控的市场。

表 2: 台湾期货市场外资参与比重

年度	外资交易量 (手)	占市场交易比重
2001 年	88877	1.02%
2002 年	246115	1.55%
2003 年	1886042	2.96%
2004 年	5809751	4.91%
2005 年	5978493	3.23%
2006 年	6025323	2.63%
2007 年	13123009	5.70%
2008 年	15585609	5.70%
2009 年	15219863	5.63%
2010 年	21594219	7.72%

由于台湾金融期货市场的发展历程比股票市场短，法人参与

比重相对于证券市场仍属偏低。结合表 2 和表 3 可知，以外资为例，2010 年外资在台湾证券市场中的持股市值比例为 31.19%，而同期外资在期货市场的交易量比例仅占 7.72%，数据暗示台湾期货市场在提高法人参与程度和发挥避险功能的道路上，仍有较大的发展潜力。

表 3: 全体外资及陆资所持有股票占总市值比例统计表(单位:%)

	上市	上柜	全部	上市	上柜	全部	上市	上柜	全部	上市	上柜	全部
	原外国专业投资机构 (1)			原一般境外侨外及海外基金 (2)			外人直接投资 (3)			全体外资 (4) = (1) + (2) + (3)		
2003 年	14.19	3.96	13.31	1.05	0.42	1.00	7.33	5.21	7.15	22.57	9.59	21.46
2004 年	15.83	4.02	14.95	0.78	0.64	0.77	6.58	5.01	6.46	23.19	9.67	22.18
2005 年	23.61	8.41	22.43	0.74	0.08	0.69	7.49	2.88	7.13	31.84	11.38	30.25
2006 年	26.41	7.05	24.68	0.75	0.05	0.69	6.83	3.48	6.53	33.99	10.58	31.90
2007 年	26.32	7.76	24.79	1.11	0.01	1.02	5.51	2.81	5.29	32.94	10.58	31.10
2008 年	23.94	4.17	22.71	0.86	0.01	0.81	5.60	3.25	5.46	30.40	7.43	28.98
2009 年	25.97	6.05	24.30	0.89	0.00	0.81	5.03	4.06	4.94	31.89	10.11	30.05
2010 年	26.94	7.49	25.44	0.81	0.00	0.74	5.11	3.80	5.01	32.86	11.30	31.19
201101	27.45	7.38	25.82	0.83	0.00	0.76	5.14	3.84	5.03	33.42	11.22	31.61
201102	27.11	7.29	25.53	0.88	0.00	0.81	5.37	3.92	5.26	33.36	11.21	31.59
201103	26.82	7.01	25.26	0.93	0.00	0.86	5.25	4.07	5.16	33.00	11.09	31.28
201104	27.87	7.65	26.33	0.92	0.00	0.85	4.87	3.88	4.80	33.67	11.54	31.98
201105	27.81	8.06	26.27	0.86	0.00	0.79	4.92	3.88	4.84	33.59	11.94	31.91
201106	27.42	7.97	25.91	0.86	0.00	0.80	4.74	3.89	4.68	33.02	11.87	31.39

三、我国 QFII 的发展现状及展望

(一) 国内 QFII 发展规模

中国证监会在 2003 年批准瑞银与野村证券成为首批 QFII，2008 年金融危机后，国内 QFII 保持平稳快速发展，截止 2010 年 11 月底，已有 97 家外国银行、券商/投行、资产管理公司和主权基金获得相关资格，总额度累计达 197.2 亿美元。

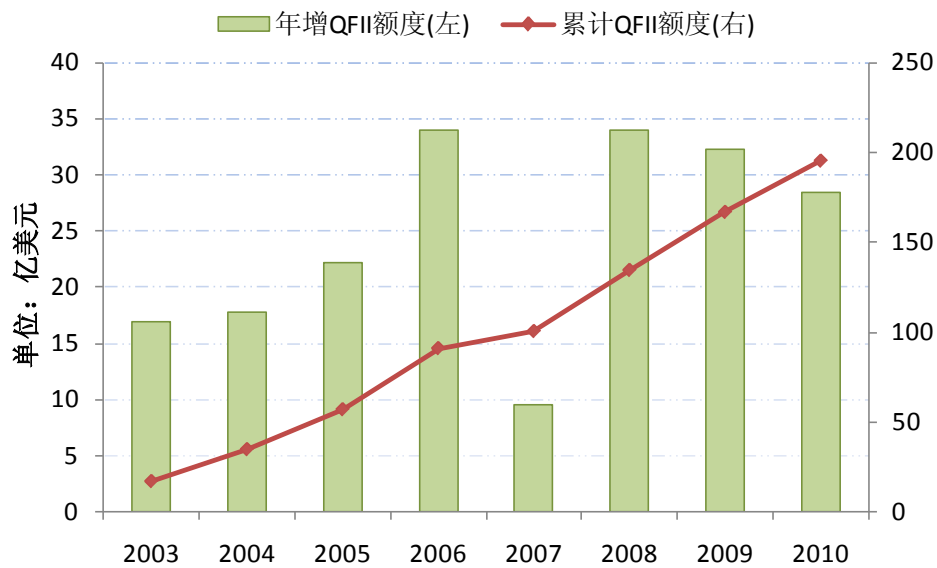


图 2 我国年度 QFII 增幅及累计增幅

目前，瑞银是我国最大的 QFII 额度持有人（8 亿美元）。国内早期的 QFII 以欧美商业银行及投行居多，后续的 QFII 国籍更加多元化，且偏向于长期投资者如外资资产管理公司。

图 3 给出了 QFII 在我国证券市场的份额占比变化。

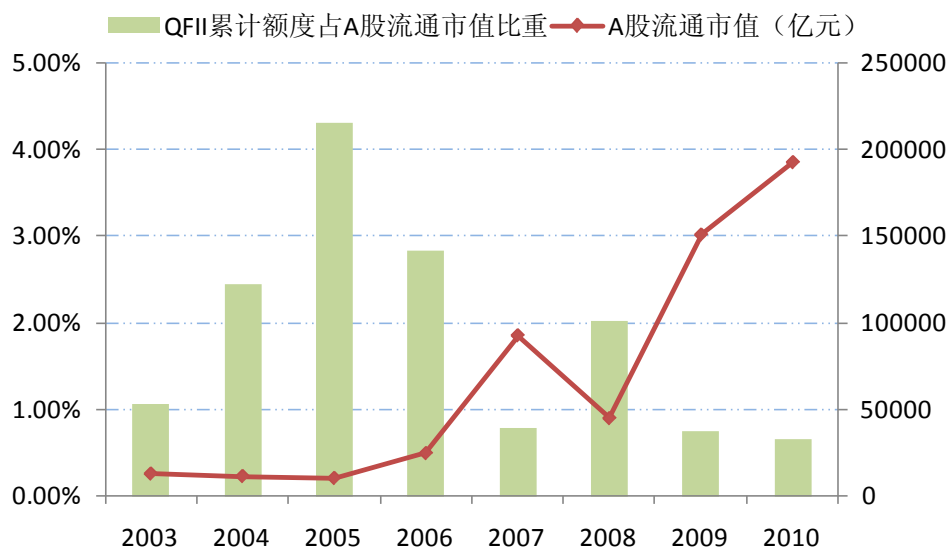


图 3 QFII 累计额度占 A 股流通市值比重变化

由图 3 可知，2008 年 12 月因 A 股市场跌至谷底，导致当年年底沪深两市 A 股总流通市值大幅减少，QFII 的投资额度占比因此显著增加。虽然近年来随着国内市场的逐渐开放，QFII 额度不断增加，但是与国内金融市场迅速增长的巨大规模相比，QFII 在外部资金的供给方面依旧有限，具体表现为截止 2010 年 12 月底其市值占比不足 1%。

由此可知，投资者并不需要过于担心国内股指期货被外资操纵的情形。因 QFII 参与股指期货会与现货头寸相匹配，加上所持股指期货合约价值不得超过投资额度、仅限于套期保值等法规限制。出于投资理念的需要，境外机构参与股指期货很可能是“有限参与、风险可控”。换句话说，现阶段，我国引入 QFII 的积极意义更多在于市场制度方面的创新，而非资金本身规模的大小。

(二) 国内对 QFII 参与股指期货的政策放开

2011年5月6日，证监会发布了《合格境外机构投资者参与股指期货交易指引》，中金所也在此前发布了《特殊法人机构交易编码管理业务指南》的修订版，增加了合格境外机构投资者(QFII)开立股指期货交易编码申请条件和申请材料等内容，在交易所开户环节已经为QFII扫清障碍。至此，QFII参与股指期货已到了临门一脚的阶段。

从制度规定上看，此次证监会在设计QFII参与股指期货交易原则时，仍延续“逐步开放、有限参与、风险可控”的审慎思路。即允许QFII参与股指期货交易，但对其交易类型、交易行为等进行一定限制。具体体现在：

1.明确了QFII只能从事套保交易，以满足其资产风险管理需求，但不得利用股指期货在境外发行衍生品。

点评：把QFII限制在套保交易的范围，可以发挥国外成熟机构对市场的定价作用，将促使市场进一步回归合理估值。

2.每个QFII可分别委托不超过三家境内期货公司进行期指交易，但只能选择一家保证金存管银行。

点评：出于分散风险的考虑，通过3家期货公司进行期指交易，QFII可借此避免自己的持仓暴露。

3.规定在任何交易日日终，QFII持有的合约价值不得超过其投资额度，在任何交易日日内，QFII的成交金额（不包括平仓）不得超过其投资额度。

点评：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。QFII 对于对冲和资产组合的强烈投资偏好，或许也将给股指期货市场带来可喜的新变化。

4. QFII 参与股指期货交易，应当根据国家外汇局核准开立的不同资金帐户分别向中金所申请交易编码,交易编码应当与批准的人民币特殊账户一一对应。

点评：人民币特殊账户结算成为 QFII 参与股指期货一大难题。

（三） QFII 为何迟迟 “备而不战”

自 2011 年 1 月 QFII 参与股指期货指引试行办法颁布起，期货公司便开始积极与 QFII 接洽，意在抢占 QFII 阵地。然而，一些细节性问题使得中金所至今还没有开始受理 QFII 开户事宜。总结了业内人士的各种意见和建议，目前 QFII 参与股指期货存在以下问题。

1、由于 QFII 的托管行多是外资银行，而当前期货的保证金存管行只有五大行，保证金的划转问题尚需解决。

相关经验人士指出：对于在五大行托管的，操作起来相对简单，只要外汇局发文，明确 QFII 现有的人民币特殊账户作为期货保证金账户即可。而对于非五大行托管的，则有两种解决办法：一是由人民银行出台相关文件指引，单独针对托管行为非五大行的 QFII 在五大行开立人民币特殊账户。二是由人民银行出台《境外机构人民币银行结算账户管理办法》的实施细则，将 QFII 的相关内容纳入到该管理办法中，按新的管理体系安排。

2、QFII 对于技术平台的要求很高，其 90%的下单指令是在境外完成的，因此技术对接是很多公司的当务之急。我国采用 API 编码，而 QFII 通常采用 FIX 协议，因此如何将 FIX 转换为 API 成为解决交易通道中的一大问题。现在国内能够提供此类转换测试的公司并不多，且费用高昂。

3、QFII 参与股指期货还面临着境外法律法规的束缚。根据美国有关规定，在美国注册的 QFII 要受到 CFTC 的监管。这就需要由中金所向 CFTC 申请获批无异议函后才能参与。这一点可以借鉴台湾经验，台湾期交所曾向美国 CFTC 提出 Part30.10 豁免申请。一旦申请被通过则台湾期货经纪商可以直接在美国开拓业务，代理美国交易者从事台本土期货交易。

(四) 关于我国发展 QFII 的政策建议

目前大陆的金融体系与开放前的台湾极为相似，我们认为 QFII 在台湾金融期货市场的成功经验可为大陆提供借鉴。

(1) 首先，实行 QFII 制度要遵循“先立法，后建市”的思路。法律法规是 QFII 制度成功的先决条件，国内应制定具体的法律依据，对境外金融机构的引进资格、资金汇入汇出、投资领域等做一专门的详细、硬性规定。

(2) QFII 制度是一个动态发展的过程，不能一蹴而就。从台湾实施 QFII 制度的过程可以看出，随着时间的推移和市场风险承受能力的提高，可以考虑逐步放宽 QFII 的资格条件。只有这样，才能在保证对外开放成果的同时，逐步引导我国市场走向

成熟和理性。

(3) 健全 QFII 信息披露制度。

信息披露制度的健全对监管层提出了更高的要求，例如，如何保证 QFII 只套保不套利就是监管的重点。为了确保其资金处于正常使用范围，监管部门还可以采取定期月度报告和大户报告制度等手段。如何平衡有效管理和交易弹性的问题，不仅是门管理艺术，更是门管理技术。

四、小结

据中金所统计，自 2010 年 4 月 16 日股指期货上市至今，历经一年多的时间，沪深 300 股指期货的开户数从第一天的 9000 个账户增长到 2011 年 7 月的 7 万多个账户，其中机构投资者的账户数量是仅为 1500 个。可见，我国股指期货的散户参与特征明显。近年来，通过证监会等各方监管层的共同努力，目前我国股指期货已逐步向券商、基金、QFII、信托等机构投资者开放。一个成功的期货品种离不开资金的广泛参与，只有各方资金在期货交易充分诉求不同的观点和期望，才能形成一个具有良好流动性的、有效的期货市场。

开放 QFII 投资是中国期货市场对外开放的关键一步。只有吸引更多投资者参与，中国期货市场才有望成为国际定价中心。展望后市，QFII 参与股指期货积累一定的经验以后，或将被允许参与商品期货，比如先将国内运行相对成熟的商品期货作为开放试点，最终全部开放。在交易方式上，可以由严到宽，逐渐允

许 QFII 进行套利和投机交易活动等。QFII 制度的实施，将逐渐改变内地股市相对独立于国际市场走势的现象，并进一步加强国内外市场的联动。