

本地基金業界如何運用QFII

在合格境外機構投資者(QFII)推出之前，所謂投資中國，其實是以紅籌國企為主，只可算是投資部份的中國市場。自去年年中以來，情況開始改觀，境外機構投資者有機會透過 QFII 參與內地金融市場。今期，我們將與巴克萊國際投資管理北亞區董事何文略先生及香港投資基金公會中國事務委員會主席陳永祐先生，探討基金業界對 QFII 的看法。

(何：何文略；陳：陳永祐)

問： 什麼是 QFII?

陳： 簡單而言，QFII 是一個讓符合特定資格的境外機構投資者在特定範圍或條件下參與國內金融市場的機制。這種制度模式並不是中國獨有，之前如臺灣及南韓等地亦有類似的做法，所以可說是一般封閉金融市場走向對外開放的第一步。以臺灣的經驗，有關當局會按制度的運作情況及對該地市場的影響而續漸放寬對開放的限制，並一步步發展至開放式市場。

何： 補充一點，一般有外匯管制的市場都傾向採用類似的機制作為開放市場的起步點。

陳： 除了外匯管制外，很多封閉市場亦禁止外資直接參與金融市場，而中國可謂具備了以上兩種情況。

問： 請簡單介紹 QFII 的最新發展情況(包括已獲批核的機構數目、已批核的投資額等)?

何： 到目前為止，共有 27 間機構作出 QFII 申請，當中 20 間已成功獲得審核，投資額合共 30 億美元。個別機構投資額則由 5 千萬美元至 8 億美元不等。

問： 以上情況能否算是踴躍?

何： 其實 30 億美元的額度可說是頗為理想，加上很多申請都未獲足額審批，例如申請 1 億美元可能只獲批 5 千萬美元等，所以整體情況是頗為踴躍的。

陳： 同意，其實本地及海外投資均有興趣透過 QFII 投資內地。反而，中國當局會因應情況調整審批進度，例如較早前人民幣升值壓力較大，審批 QFII 進度亦較慢，而最近則較為暢順。

問： 你們認為投資者為什麼熱衷於透過 QFII 投資內地?

陳： A 股市場估值較高，相對而言其實並非特別吸引，所以基金業界暫時反應不算特別積極。反而，其他大型國際金融機構，如投資銀行、證券行

及保險公司等均希望在內地政策未有變化前盡早打入中國市場。此外，人民幣的升值問題也是一個主要原因。

何： 其實，之前在國外所謂投資中國，主要是以紅籌國企為主。雖然過去紅籌國企表現相對 A 股為佳，但它們始終不能反映整體中國市場，而且亦有很多其他大型企業不在紅籌國企之列，所以很多投資者都希望盡早進入中國市場，而至於刻下是否最佳時機，反而並非他們的首要考慮。

問： 你們對 QFII 的各項限制(包括投資額、鎖定期及門檻等)，有什麼意見？

陳： 作為金融市場對外開放的第一步，釐定較高的標準限制可說是無可厚非。當然，部份投資者可能由於較高的門檻而被摒於門外，但從國家利益出發，以擁有龐大資產及豐富投資經驗的國際大型金融機構作為吸納對象，也是可以理解的做法。

何： 但是，從另一角度看，較高的標準限制亦無可避免地減低了 QFII 預期效果。例如有部份獲批的資金並沒有積極投入股票市場，以及原先被認為應積極參與的基金經理，亦未有直接參與 QFII 機制。

問： 你們提到基金公司沒有直接參與 QFII，具體情況是怎樣呢？

陳： 其實很多基金公司都符合申請 QFII 的資格，但基於實際需要及情況考慮，在現階段都未有積極參與。主要原因是基金經理必須以基金表現為依歸，若基金公司直接以 QFII 形式投入資金，則須面對很多限制，如獲批資金額須於 3 個月內到位及資金鎖定期等。這些規定都會對投資策略的執行及運用構成莫大影響。現時一般大型國際金融機構的做法是以投資銀行申請 QFII，並預留部份額度予基金經理按其投資策略及市場情況運用。當然，不排除若 A 股市況好轉，基金經理會更積極投入國內市場。如果參照臺灣的發展模式，基金經理更可以在擁有配額的機構設立戶口 (sub-account)，直接利用這些機構的配額投資當地市場。

何： 現時內地的情況更為複雜一些。首先，現時政策不容許獲得 QFII 的機構為其他公司設立戶口。而且 QFII 是 A 股的法定持有人，即基金經理並不能持有 A 股。所以，現時一般做法是基金經理持有由 QFII 發行的可換股票據(ELN)或認股證，但香港的監管法則要求，認可基金不可以投資多於其資產值 10%的資金於 ELN 或認股證等衍生工具上。以上種種均令到基金經理只能以十分有限及間接的方式透過 QFII 參與 A 股市場。

陳： 除了基金經理參與 QFII 的積極性與時間性問題外，亦有很多人關注中國股票指數什麼時候才加入國內 A 股市場的股票。其實，紅籌國企只能夠反映一小部份的中國股票市場，所以若將來基金經理加重在 A 股的投資，這些指數亦有需要反映實際投資市場的情況。現時，基金經理及指數公司正密切留意市場發展，並考慮在適當的時間作出有關的配合。

問： 投資中國的基金一般以投資紅籌國企為主，也有部份投資 B 股。有沒有趨勢基金經理會加快投資 A 股市場？

何： 我相信這方面應有較快的增長。現時，全中國的股票(包括香港的紅籌國企)市值若為 6 千億美元，香港的紅籌國企只佔 3 分之 1。所以，有意長期投資中國市場的基金都希望有機會涵蓋整個中國市場，而不是只集中於 30%或某些行業內的股票。但是如剛才提到，香港基金只可以投資 10%的資金於 ELN 或認股證，所以這方面仍有較大的限制。其實，市場現時亦開始有一種交易所買賣基金推出，透過 QFII 以每股持有一個 ELN 單位型式全面反映國內的 A 股市場指數，可說是某程度上解決以上問題。

問： 以 QFII 投資內地市場有什麼風險？

陳： 首先，內地上市公司質素參差，無論在公司管治及帳目方面的透明度都不高，所以有關的研究報告資料都不太準確，對我們的分析研究工作構成很大困難。在宏觀的層面，經濟及金融政策轉變快，而 QFII 亦只是剛剛推出不久，市場仍受封閉市場因素，包括行政主導、消息主導所影響。整體而言，市場波幅大，而基金經理常用的基礎分析技巧亦難以派上用場。

問： 基金經理如何控制這些風險呢？

陳： 由於內地公司質素參差，要從中找出值得投資的，就必須小心進行公司研究。可是內地證券行所編制的研究報告質素不高，加上兩地研究方法不同，這些研究亦未必是基金經理想要了解的資料。所以除非基金公司在內地派有自己的分析員，或設有合資基金公司，否則只靠在香港參閱研究報告，則未必可以做到理想的分析效果。

何： 傳統以來，內地市場都欠缺機構投資者，及至最近社保基金、保險公司及 QFII 的出現，市場人士才開始著重研究報告的重要性。隨著市場繼續開放，內地的投資文化將進一步與國際接軌，相信只有透過時間建立分析研究的觀念和培養這方面的人才，才可以有效地改善現時的情況。整體而言，境外投資者投資內地時，都不會傾向集中投資個別公司，而是利用分散投資策略，投資一籃子的上市公司或指數基金。以我個人所見，很多外國投資者是由於環球資產分配策略，或因為看好中國經濟前景，希望參與整體市場發展的機會而投資中國市場，而不是因為特別熟識或看好個別公司，所以他們都以採用分散的投資組合為主。

香港投資基金公會

網址：www.hkifa.org.hk

電郵：hkifa@hkifa.org.hk