

**分析师:**

王德伦 S0190516030001  
李美岑 S0190518080002  
王亦奕 S0190518020004  
张 兆 S0190518070001  
吴 峰 S0190510120002

**研究助理:**

张 勋 张日升

**联系人:**

王德伦  
021-3856 5610  
[wangdl@xyzq.com.cn](mailto:wangdl@xyzq.com.cn)

**张勋**

021-3856 5943  
[zhangxun@xyzq.com.cn](mailto:zhangxun@xyzq.com.cn)

**相关报告**

《QFII 政策解读: 渐进开放的“制度红利”持续, 外资流入 A 股可期, 核心资产受益 (兴证策略王德伦团队 20190115)》

《金融开放的红利继续加速——《境外机构投资者境内证券期货投资资金管理规定》深度解读 (兴证策略王德伦团队 20200508)》

《拥抱权益时代-2020 年 A 股年度策略 (兴业证券策略王德伦团队 20191212)》

《开放的红利——2019 年下半年度投资策略 (兴证策略王德伦团队 20190625)》

《重构创新大时代——2019 年度 A 股市场投资策略 (兴证策略王德伦团队 20181210)》

《A 股四度闯关 MSCI, 成功“入摩”——外资流入 A 股系列研究之三 (兴业策略团队 20170621)》

《白马长嘶转, 挥鞭奔鹏城! ——从外资资金流向角度看本轮白马消费投资的持续性 (兴业策略团队 20170316)》

**团队成员:**

王德伦  
李美岑 王亦奕 张 兆  
吴 峰 张 勋 张日升

## QFII 政策解读之二: 金融开放再接力, DCEP 起航和核心资产持续牛市

2020 年 5 月 9 日

**事件要点、解读与策略**

★ 2016 年以来兴业证券策略团队外资研究成果回顾

★ 事件描述: 便利境外投资者参与我国金融市场

2020 年 5 月 7 日, 中国人民银行、国家外汇管理局发布《境外机构投资者境内证券期货投资资金管理规定》, 明确并简化境外机构投资者境内证券期货投资资金管理要求, 进一步便利境外投资者参与我国金融市场。这一次新规定主要体现在以下六个方面, 重点是体现出对外资投资中国市场程序的简化。这一政策出台伴随着外资持续流入中国股市和债市, 反映出中国金融开放稳步推进的趋势。由此, 本文重点分析金融开放对资本市场的影响和可能的投资机会。

★ 事件解读: 金融渐进有序开放

QFII 最新简化和便利政策仍然是“渐进有序开放”的标志, 如《QFII 政策解读: 渐进开放的“制度红利”持续, 外资流入 A 股可期, 核心资产受益 (兴证策略王德伦团队 20190115)》所提, 其有两层含义不变: (1) 中国金融市场的大门只会越开越大; (2) 中国金融开放不追求一步到位。

这两层含义都是对中国资本市场的利好, 也是对我们 2020 年年度策略报告《拥抱权益时代》、2019 年下半年度策略报告《开放的红利》和 2019 年度 A 股市场投资策略《重构创新大时代》中一再强调“开放红利”逻辑的最大验证。

★ “全球配置”逻辑下外资持续流入

1) 中国经济体量占全球 20%, 而外资配置 A 股仅 2000 余亿美元, 这将使得 A 股在全球资本再配置中最为受益。同时, 2) 十年不涨、估值底部、安全性价比的中国区优质资产极具吸引力。3) 金融开放, 投资中国从无门到大门敞开, “制度红利”、开放的红利, 将使得全球资本具备投资可能性。4) 借鉴日本、韩国、中国台湾地区, 以及印度、巴西、南非等新兴经济体的经验, 开放的红利, 将使股、债、汇、房等中国优质资产价值长期得到支撑, 其中最为受益的是股市。

★ QFII 和陆股通投资偏好: 消费白马 vs. 价值蓝筹

从 QFII 和陆股通对 A 股市场投资风格来看, 相同点是两者均重仓持有以沪深 300 为代表的大市值股, 不同点是陆股通投资方向上更偏好于食品饮料、医药、家电等消费白马, 而 QFII 在大盘股中更偏好以银行为代表的价值蓝筹。

★ 金融开放未来展望: 主权数字货币起航和核心资产持续牛市

第一, 全球货币宽松周期再起, 美债在全球金融地位增强, 后续人民币国际化进程中关注中国主权数字货币 (DCEP) 起航。

第二, 金融供给侧改革持续推进, 外资机构布局中国, “机构配置”势在必行, 持续看好核心资产牛市。

**风险提示: 金融对外开放推进程度与预期不符, 中美贸易摩擦超预期、金融去杠杆等风险因素超预期**

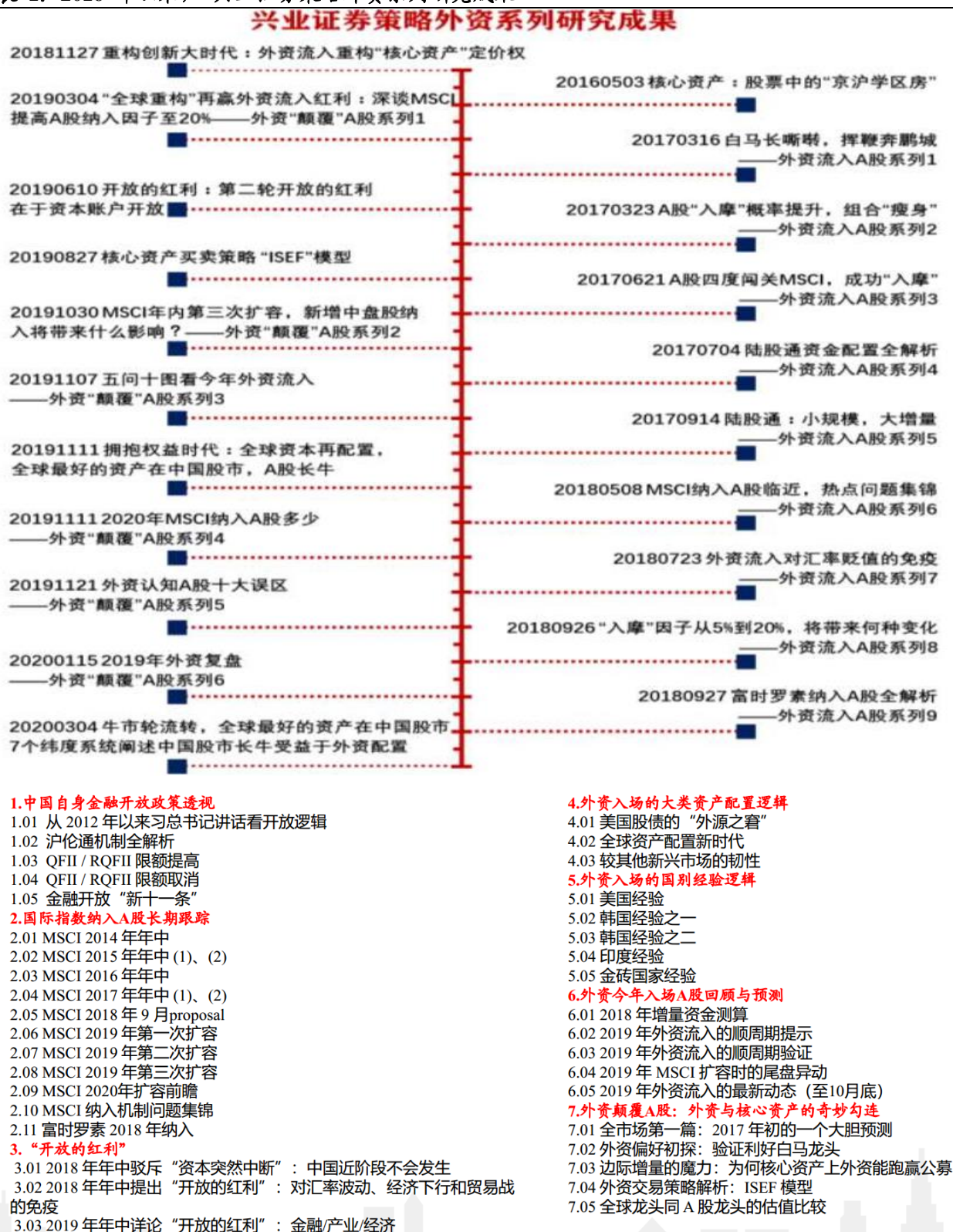
## 目 录

兴业证券策略团队外资研究成果回顾 .....	- 3 -
事件描述：便利境外投资者参与我国金融市场 .....	- 4 -
事件解读：金融渐进有序开放 .....	- 4 -
“全球配置”逻辑下外资持续流入 .....	- 7 -
QFII 和陆股通投资偏好：消费白马 vs. 价值蓝筹 .....	- 9 -
金融开放未来展望：主权数字货币（DCEP）和核心资产持续牛市 .....	- 10 -
风险提示 .....	- 12 -

图表 1：2016 年以来， 兴业证券策略外资系列研究成果 .....	- 3 -
图表 2：20200507《境外机构投资者境内证券期货投资资金管理规定》主要内容 .....	- 4 -
图表 3：中国金融市场对外开放的三个高潮 .....	- 5 -
图表 4：韩国股市渐进开放的四阶段 .....	- 5 -
图表 5：QFII&RQFII 政策发展进程 .....	- 6 -
图表 6：中国台湾地区股市渐进开放的重要政策更迭 .....	- 6 -
图表 7：QFII 投资额度稳步提升 .....	- 7 -
图表 8：同时 RQFII 的开通促进境外人民币回流 .....	- 7 -
图表 9：中国是最特殊的新兴市场（定基 20191231=1） .....	- 7 -
图表 10：5 年维度来看，外资持续流入中国股市和债市，短期波动不改“全球配置”逻辑 .....	- 8 -
图表 11：相对其他途径，北上资金流入 A 股市场的“步伐”更为坚定 .....	- 8 -
图表 12：从年度数据趋势来看，2019 年以来北上资金持续净流入 A 股市场 .....	- 8 -
图表 13：2013-2019 年 QFII 总额度和实际投资额度对比显示 QFII 改革领先实际需求 .....	- 8 -
图表 14：全球“负利率”，中国资产风景独好 .....	- 8 -
图表 15：MSCI 完全纳入将带来 4000 亿美元资金 .....	- 8 -
图表 16：陆股通近八成资金集中在大盘股 .....	- 9 -
图表 17：QFII 近八成资金也集中在大盘股 .....	- 9 -
图表 18：陆股通投资更偏向消费 .....	- 9 -
图表 19：QFII 投资更偏向银行 .....	- 9 -
图表 20：当前中国发展主权数字货币的重要意义 .....	- 10 -
图表 21：2000 至今主要金融资产规模概览 .....	- 11 -
图表 22：美国 80 年代 GDP 增速平稳（%） .....	- 11 -
图表 23：我国 GDP 增长贡献率（%） .....	- 11 -
图表 24：全球上市营收前 10% 中，中国企业数量占比及变化(%) .....	- 12 -
图表 25：全球上市营收前 10% 中，中国企业收入占比及变化(%) .....	- 12 -

## 兴业证券策略团队外资研究成果回顾

图表 1：2016 年以来， 兴业证券策略外资系列研究成果



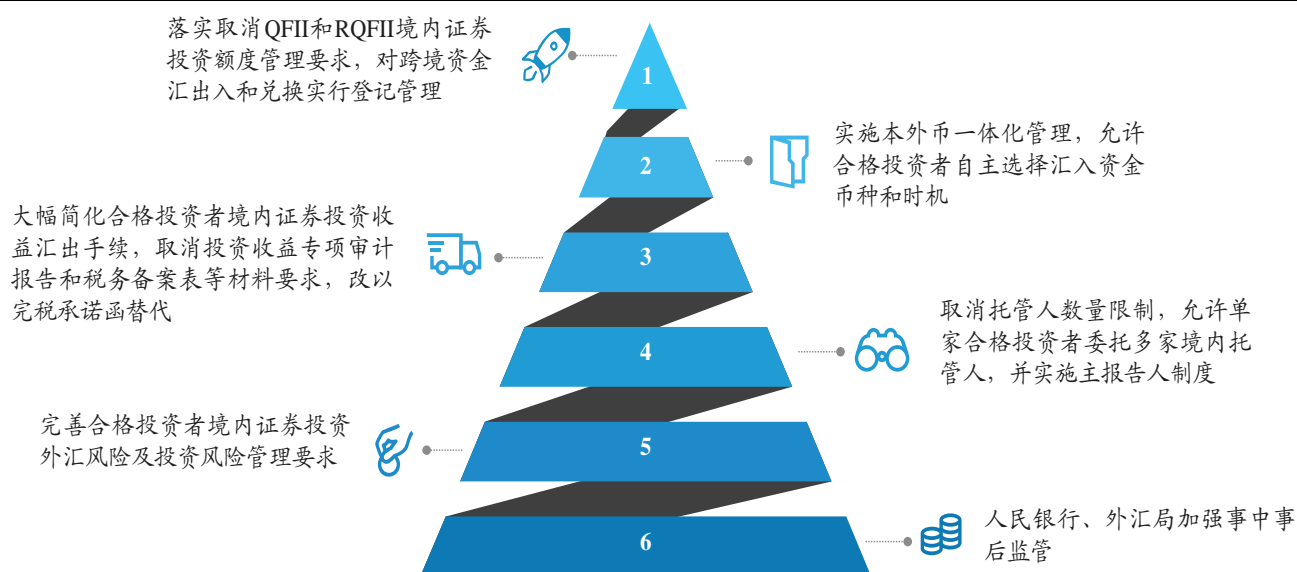
资料来源：兴业证券经济与金融研究院整理



## 事件描述：便利境外投资者参与我国金融市场

2020年5月7日，中国人民银行、国家外汇管理局发布《境外机构投资者境内证券期货投资资金管理规定》，明确并简化境外机构投资者境内证券期货投资资金管理要求，进一步便利境外投资者参与我国金融市场。这一次新规定主要体现在以下六个方面，重点是体现出对外资投资中国市场程序的简化。这一政策出台伴随着外资持续流入中国股市和债市，反映出中国金融开放稳步推进的趋势。由此，本文重点分析金融开放对资本市场的影响和可能的投资机会。

图表 2：20200507《境外机构投资者境内证券期货投资资金管理规定》主要内容



资料来源：人民银行，兴业证券经济与金融研究院整理

## 事件解读：金融渐进有序开放

QFII 最新简化和便利政策是“渐进有序开放”的标志，其有两层含义：（1）中国金融市场的大门只会越开越大；（2）中国金融开放不追求一步到位。

这两层含义都是对中国资本市场的利好，也是对我们 2020 年年度策略报告《拥抱权益时代》、2019 年下半年度策略报告《开放的红利》和 2019 年度 A 股市场投资策略《重构创新大时代》中一再强调“开放红利”逻辑的最大验证。

（1）本轮金融开放始于 2018 年 4 月 10 日国家主席习近平在博鳌亚洲论坛 2018 年年会开幕式上的讲话，内容如下。这将坚定 MSCI 和富时罗素为代表的指数扩大 A 股纳入因子的决心。因为有三条内容影响其纳入决心：a. 经济发展；b. 市场规模和流动性；c. 市场的可得性（即市场开放度）。前两条中国毫无压力，只要在第三条上给予国际投资者足够的信心。

（2）我们早在 2018 年年中《渐进开放的红利：外资流入对汇率贬值的免疫——

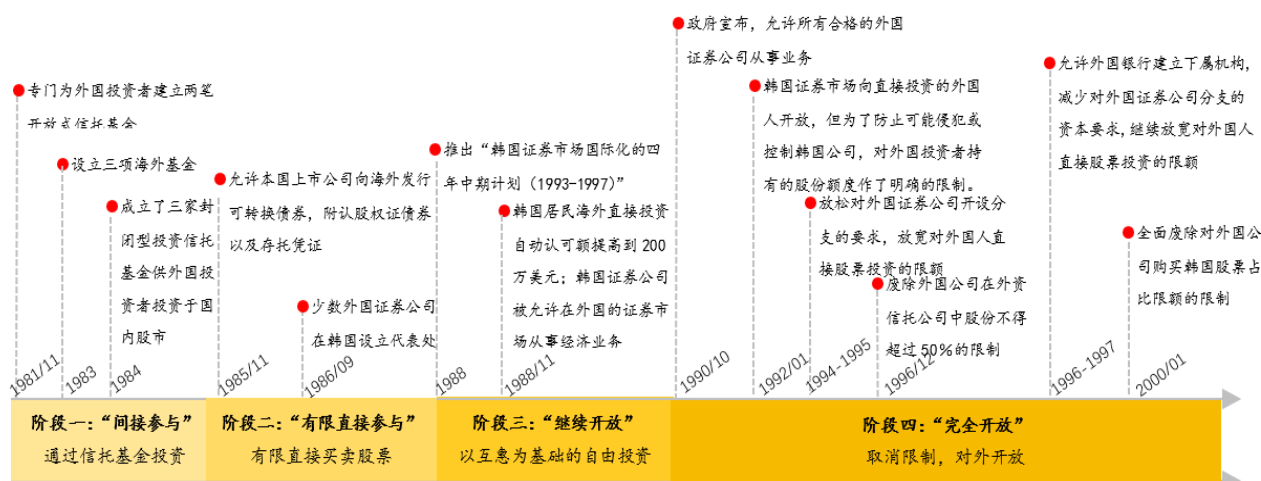
外资流入 A 股系列研究之七》中就在市场中最先提出：渐进有序开放具有“制度红利”，即免疫于宏观经济波动是践行渐进开放策略的新兴市场所普遍享受的“制度红利”，而且中国更是最特殊的新兴市场（没有之一）。2018 年以来，我国重启了 2015 年“811 汇改”后因资本外逃压力而暂停新批的 QDII、RQDII 和 QDLP 额度，并放开 QFII 和 RQFII 资金汇出限制，取消本金锁定期要求，这证明了我们的开放策略不变，外资持续流入可期，这方面类似中国台湾地区。

图表 3：中国金融市场对外开放的三个高潮



资料来源：兴业证券经济与金融研究院整理

图表 4：韩国股市渐进开放的四阶段



数据来源：宋运肇，《亚洲金融角逐》，中国金融出版社，第 159 页；赵淳，《韩国经济发展》，中国发展出版社，第 160 页；兴业证券经济与金融研究院整理

图表 5: QFII&amp;RQFII 政策发展进程

名称	QFII				RQFII								
出台时间	2002.12				2011.12								
额度变化及历史 审批数量、额度	2005.08	100 亿美元	2003.12	12 家 累计额度 17.00 亿美元	2011.12	200 亿美元	2013.06	13 家 累计金额 1049 亿元					
	2007.12	300 亿美元	2005.12	33 家 累计金额 56.95 亿美元		700 亿美元	2018.07	197 家 累计金额 6220.72 亿元					
	2012.04	800 亿美元	2007.12	51 家 累计金额 100.45 亿美元		2700 亿美元	2020.05	268 家 累计金额 7587.72 亿元					
	2013.07	1500 亿美元	2012.12	169 家 累计金额 374.43 亿美元		额度限制取消							
	2019.01	3000 亿美元	2018.05	287 家 累计 994.59 亿美元									
	2019.09	额度限制取消	2020.05	326 家 累计 1146.60 亿美元									
政策变化	2006.08	降低 QFII 资格门槛，养老基金、慈善基金会、捐赠基金、信托公司、政府投资管理公司等机构获得申请资格。			2012.04	允许试点机构用于发行人民币 A 股 ETF 产品，投资于 A 股指数成份股并在香港交易所上市。							
	2009.09	单家投资额上限增至 10 亿美元。				2013.03	扩大试点机构类型，境内商业银行、保险公司等香港子公司或注册地及主要经营地在香港地区的金融机构可以参与试点。放宽资产配置限制，允许机构根据市场情况自主决定产品类型。						
	2009.10	禁止“转让或出售”QFII 额度。					2016.08	对 RQFII 境内证券投资的投资额度、资金账户、资金收付等事项的监督管理进行变革，简化配额申请流程，缩短锁定期。					
	2009.11	对允许外商投资股份有限公司发行 A 股或 B 股，以及允许外商投资企业受让上市公司非流通股做了原则性规定。						2016.09	RQFII 自主决定资产配置比例。				
	2010.10	股票比例不低于 50%，现金比例不高于 20%。							2018.06	取消 RQFII 的 3 个月投资本金锁定期的限制。			
	2011.05	允许 QFII 基于套期保值参与股指期货市场。								2019.03	核准国际货币基金组织（IMF）RQFII 资格。		
	2016.02	取消对单家机构设置统一的额度上限，锁定期由一年缩短为三个月。											
	2016.09	取消对 QFII 资产配置中股票配置不低于 50% 的要求。											
	2018.06	放松资金汇出限制，取消 QFII 每月资金汇出不得超过上年末境内总资产 20% 的限制。											

资料来源：兴业证券经济与金融研究院整理

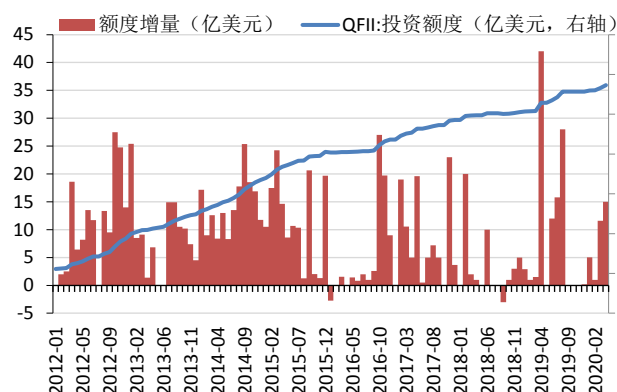
图表 6：中国台湾地区股市渐进开放的重要政策更迭

阶段	日期	投资者类型 a	外国所有权限制 (FOL)		配额限制		备注
			对总共	对单个	对总共	对单个	
预备阶段一	1983/05/26	SITE	无限制	10%	无限制	无限制	
	1991/01/02	QFII	10%	5%	25 亿美元	5 百万美元-0.5 亿美元	QFII 被引入
	1993/01/16	QFII				1 亿美元	
	1993/08/19	QFII			50 亿美元		
	1993/11/19	QFII				2 亿美元	
	1994/04/19	QFII			75 亿美元		
	1995/03/03	QFII SITE			废除		
	1995/07/08	QFII SITE	12%	6%			
	1995/09/13	QFII SITE	15%	7.5%			
	1995/12/29	QFII				4 亿美元	
阶段二	1996/03/04	GFII			境内外国人：无限制 境外外国人：个人：5 百万美元 机构：0.2 亿美元		GFII(NON-QFII)被引入
	1996/03/04	QFII SITE GFII	20%				1996 年 6 月 10 日，MSCI 宣布将台湾股票加入 EMF 指数
	1996/11/20	QFII SITE GFII	25%	10%			
	1996/12/19	QFII				6 亿美元	
	1997/06/02	QFII					
	1998/01/07	QFII SITE GFII	30%	15%			
	1999/03/20	QFII SITE GFII	50%	50%			
	1999/11/20	QFII				12 亿美元	
	2000/10/20	QFII				15 亿美元	
	2000/11/21	QFII				20 亿美元	
阶段三	2001/01/01	QFII GFII	废除	废除			FOL 被废除
	2001/11/13	QFII				30 亿美元	
	2003/07/09	QFII				废除	
	2003/10/02	QFII 取消后，外国投资者被重新分类为外国机构投资者（FINI）和外国个人投资者（FIDI）。最后，FINI 投资额度也被取消。					

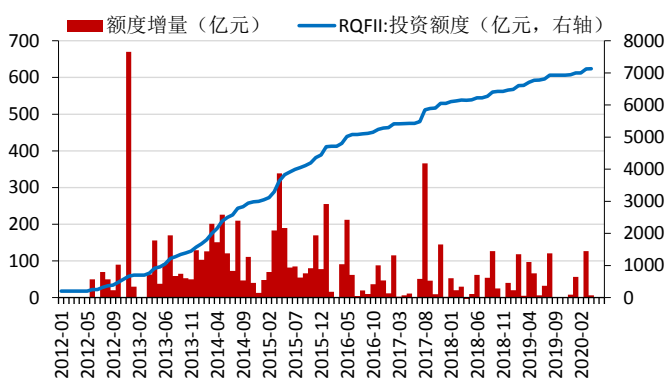
注：SITE：证券投资信托企业；QFII：合格的外国机构投资者；GFII：一般外国机构投资者（NON-QFII）；FINI：外国机构投资者；FIDI：外国个人投资者。

数据来源：JH Hung, TY Tseng, “Impact of the QFII Scheme on Investment-Cash Flow Sensitivity,” Asia-Pacific Journal of Financial Studies, 2010, 38(3): 311-335, 兴业证券经济与金融研究院整理

图表 7: QFII 投资额度稳步提升

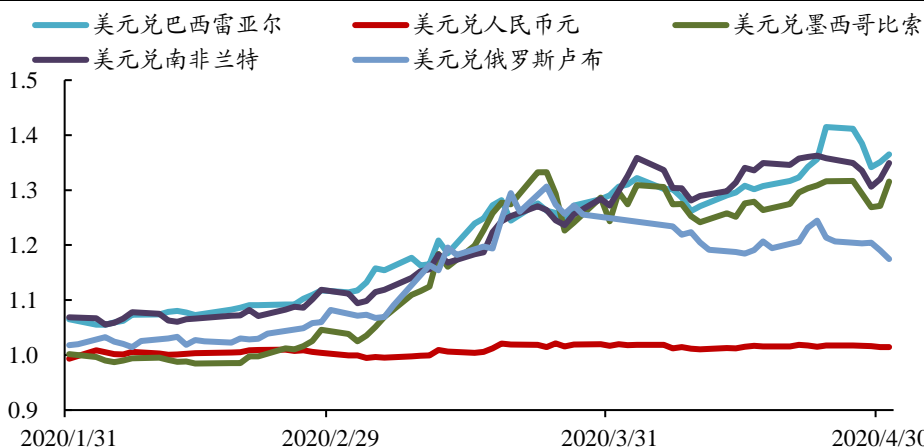


图表 8: 同时 RQFII 的开通促进境外人民币回流



数据来源: Wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

图表 9: 中国是最特殊的新兴市场 (定基 20191231=1)



数据来源: Wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

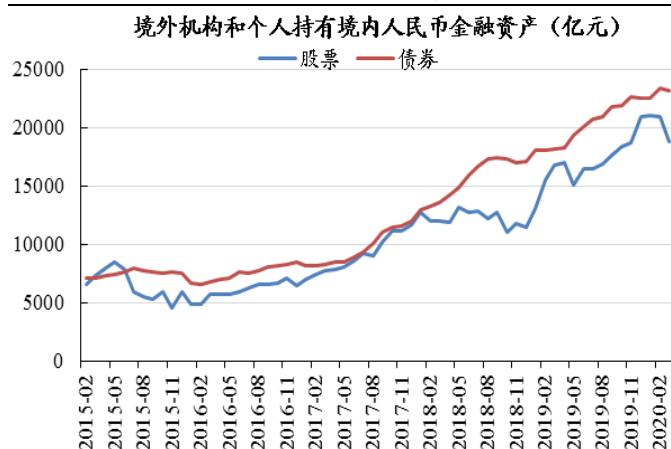
## “全球配置”逻辑下外资持续流入

**“全球配置”逻辑正当其时。**兴业证券 2020 年度投资策略《拥抱权益时代》提出中国权益时代“四重奏”：国家重视、居民配置、机构配置、全球配置。从“全球配置”逻辑来看，金融海啸十年以来，全球资产配置美国，美国经济、美元、美股、美债高位震荡，全球进入“负利率”时代，全球资本面临再配置。1) 中国经济体量占全球 20%，而外资配置 A 股仅 2000 余亿美元，这将使得 A 股在全球资本再配置中最为受益。同时，2) 十年不涨、估值底部、安全性价比的中国区优质资产极具吸引力。3) 金融开放，投资中国从无门到大门敞开，“制度红利”、开放的红利，将使得全球资本具备投资可能性。4) 借鉴日本、韩国、中国台湾地区，以及印度、巴西、南非等新兴经济体的经验，开放的红利，将使股、债、汇、房等中国优质资产价值长期得到支撑，其中最为受益的是股市。

根据我们的测算，A 股以 100% 完全纳入 MSCI 后，通过 MSCI 跟踪 A 股的资金规模将超过 4000 亿美元，其中约 860 亿美元为被动型资金。这将为 A 股引来另

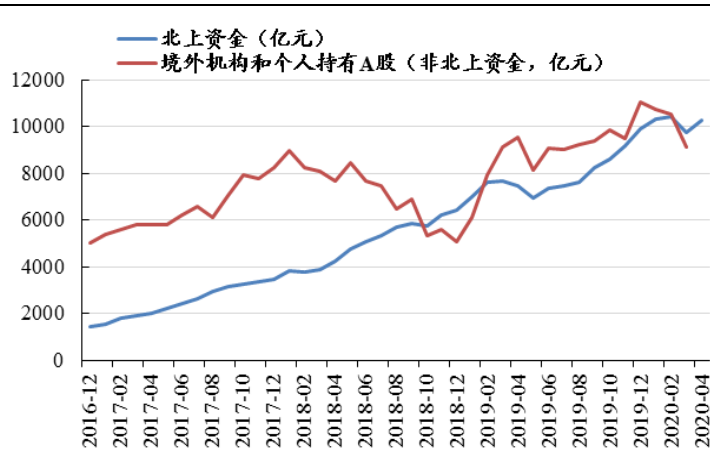
一股“活水”，也将进一步提升外资在 A 股市场中的话语权。

图表 10: 5 年维度来看，外资持续流入中国股市和债市，短期波动不改“全球配置”逻辑

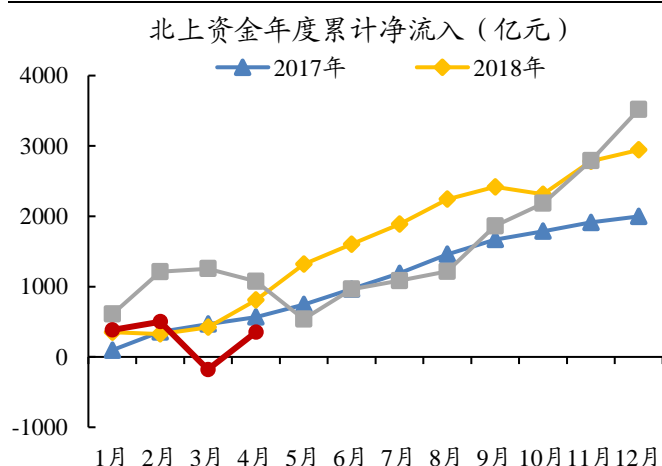


数据来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

图表 11: 相对其他途径，北上资金流入 A 股市场的“步伐”更为坚定

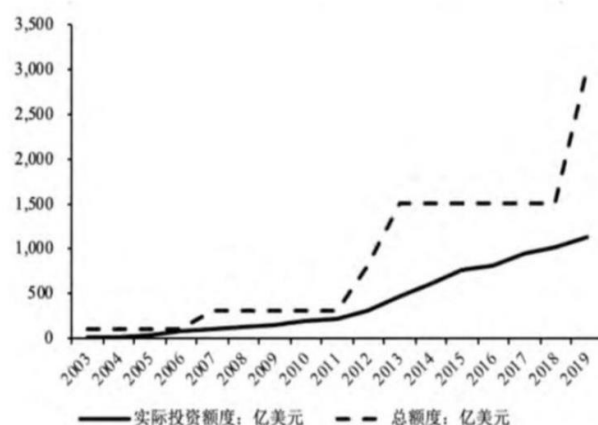


图表 12: 从年度数据趋势来看，2019 年以来北上资金持续净流入 A 股市场



数据来源：Wind，《QFII 投资的发展进程与影响》池晓辉，兴业证券经济与金融研究院整理

图表 13: 2013-2019 年 QFII 总额度和实际投资额度对比显示 QFII 改革领先实际需求



图表 14: 全球“负利率”，中国资产风景独好

国家	1Y国债收益率	10Y国债收益率	现在基准利率	2007基准利率
中国	1.20	2.65	1.50	4.14
美国	0.15	0.69	0-0.25%	4.25
新加坡	2.00	2.08		4.76
加拿大	0.38	0.58	0.25	4.25
韩国	0.76	1.43	0.75	5.00
挪威	0.01	0.40	0.00	5.25
新西兰		0.57	0.25	8.25
澳大利亚	0.23	0.93	0.25	6.74
英国	0.04	0.23	0.10	5.50
法国	(0.47)	(0.035)		
日本	(0.17)	0.002	(0.10)	0.50
欧元区	(0.63)	(0.42)	0.00	4.00
丹麦	(0.55)		(0.75)	4.25
德国	(0.68)	(0.55)		
瑞士	(0.35)	(0.55)	(0.75)	2.75

数据来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

图表 15: MSCI 完全纳入将带来 4000 亿美元资金

MSCI 纳入进程	2018.8	2019.5	2019.8	2019.11	未来
大盘纳入因子	5%	10%	15%	20%	100%
中盘纳入因子	0%	0%	0%	20%	100%
A 股占各指数权重					
MSCI China	2.32%	4.69%	6.88%	10.43%	52.15%
MSCI Asia	0.83%	1.72%	2.55%	3.96%	19.80%
MSCI EM (新兴市场)	0.72%	1.46%	2.14%	3.33%	16.65%
MSCI ACWI (全球)	0.09%	0.18%	0.27%	0.42%	2.10%
跟踪规模(亿美元)					
流入 A 股资金合计	187	378	557	866	4332
其中 20% 为被动型资金	37	76	111	173	866

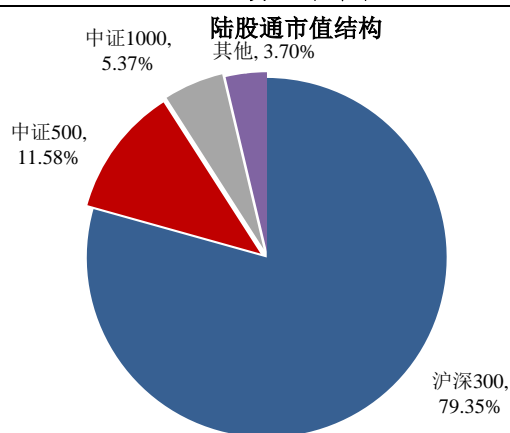


## QFII 和陆股通投资偏好：消费白马 vs. 价值蓝筹

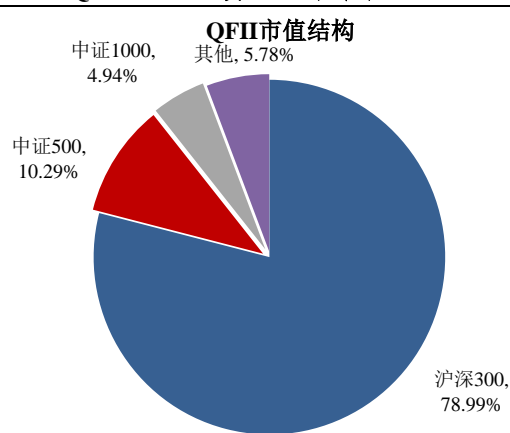
外资配置 A 股市场的主要渠道有陆港通以及 QFII/RQFII 两种方式，除此之外还存在战略投资者和上市前持股情况。陆港通是交易所为交易通道，实现跨市场投资。QFII/RQFII 是为资产管理公司、证券经营机构等机构投资者量身打造的投资渠道。

从 QFII 和陆股通对 A 股市场投资风格来看，相同点是两者均重仓持有以沪深 300 为代表的大市值股，不同点是陆股通投资方向上更偏好于食品饮料、医药、家电等消费白马，而 QFII 在大盘股中更偏好以银行为代表的价值蓝筹。

图表 16: 陆股通近八成资金集中在大盘股

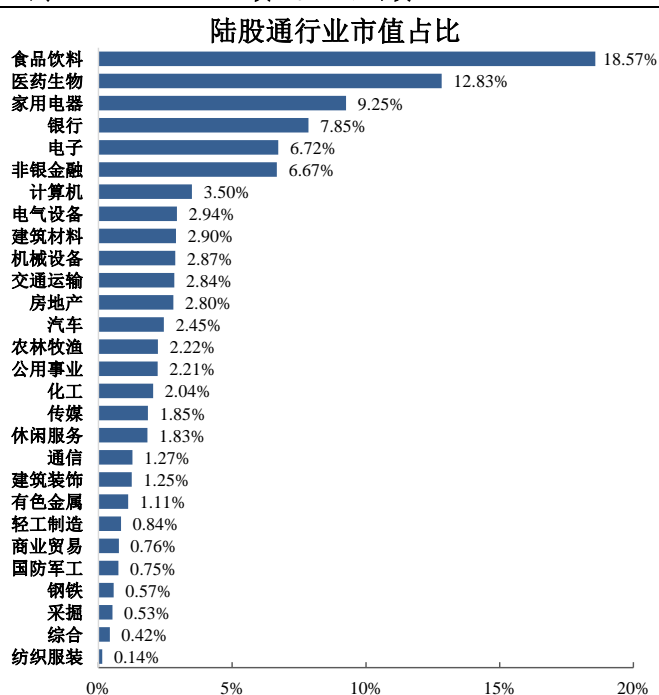


图表 17: QFII 近八成资金也集中在大盘股

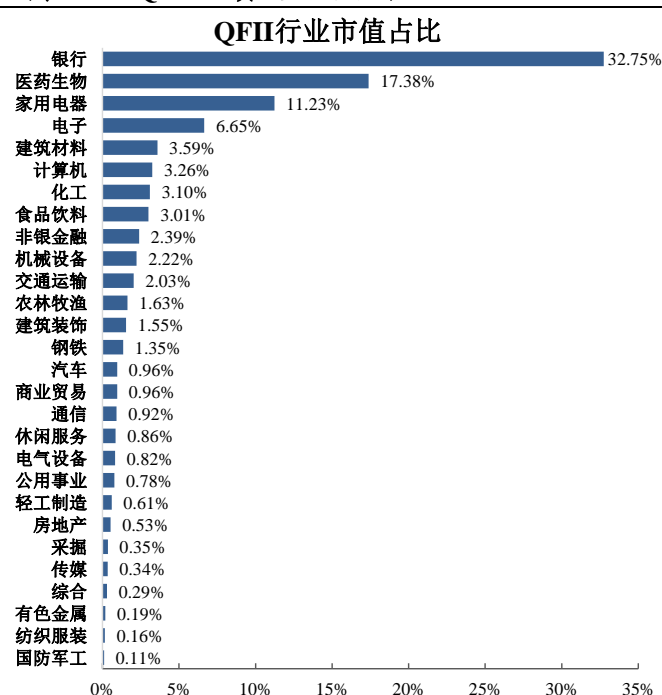


数据来源: Wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

图表 18: 陆股通投资更偏向消费



图表 19: QFII 投资更偏向银行



数据来源: Wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

## 金融开放未来展望：主权数字货币（DCEP）和核心资产持续牛市

在上文分析中，我们基于 QFII 政策历史变化视角分析了中国金融开放历史和现状。站在当前时点，我们从以下三个角度对中国未来金融开放做前景展望。

**第一，全球货币宽松周期再起，美债在全球金融地位增强，人民币国际化进程中关注中国主权数字货币起航。**

近期，随着央行在深圳、苏州等地试行电子货币。基于以下三个方面因素，当前加快推行主权数字货币（DCEP）的重要性凸显。

在金融开放框架下，我们认为主权数字货币发展势在必行。新冠疫情以来，美联储为缓解全球流动性短缺，宣布各国央行可以通过向美联储抵押美国国债获得美元流动性，这使得美债在全球货币体系中地位进一步增强。同时近年来人民币国际化稳步推进，特别是在疫情期间与数字经济相关的新兴产业蓬勃发展，这就意味着主权数字货币(DCEP)可能会成为金融开放趋势下不可忽视的亮点之一。

图表 20：当前中国发展主权数字货币的重要意义



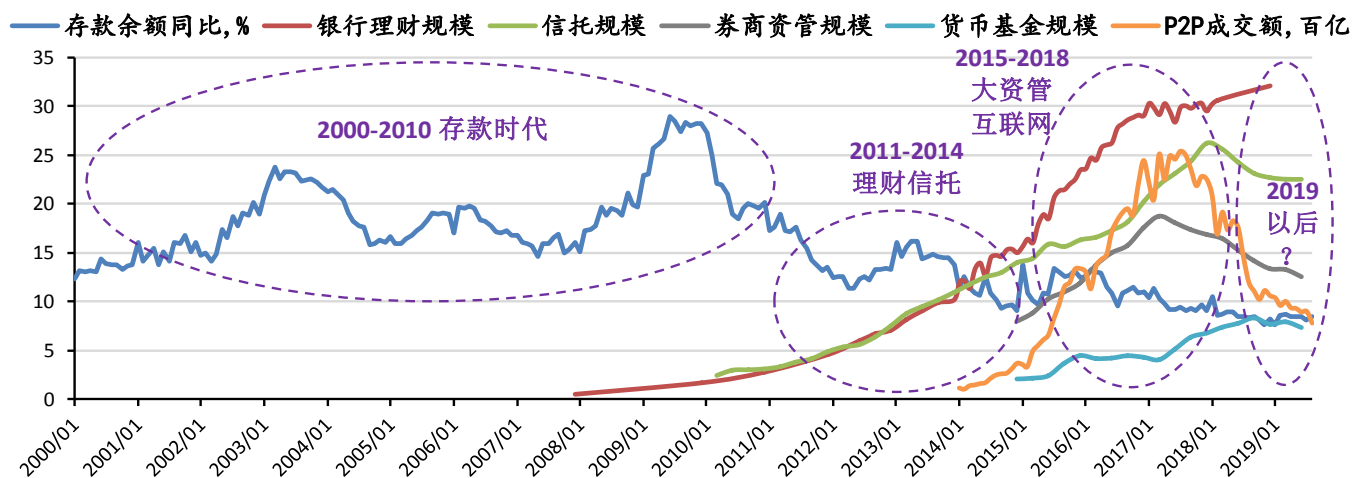
资料来源：兴业证券经济与金融研究院整理

**第二，金融供给侧改革持续推进，外资机构布局中国，“机构配置”势在必行，持续看好核心资产牛市。**

金融供给侧改革带来新一轮资产荒，居民财富配置方向将转向权益类资产。资管新规打破刚兑、严控非标，银行理财规模增长停滞，信托、券商资管、货币基金规模缩水，P2P 天雷滚滚。叠加地产调控从严，一、二、三线城市房价稳定，房地产投资吸引力下降。

国内史无前例的金融供给侧改革，导致资产荒，这将最终利好股票和债券这类标准化资产。2015-2018 年间市场上出现了大量的无风险高收益产品，包括非标、信托、各种互联网金融等等，造成金融资产的大量扭曲配置，但是现这些扭曲逐渐被市场重新定价，金融供给侧改革下逐渐打破刚兑，这是势在必行的趋势。

图表 21: 2000 至今主要金融资产规模概览

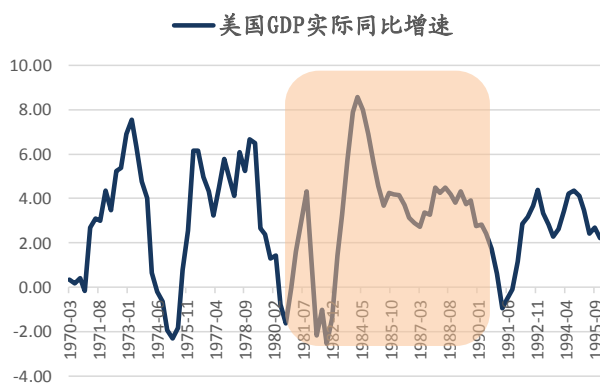


资料来源: Wind, 兴业证券经济与金融研究院整理。图中除存款余额同比单位为%, P2P 成交额单位为百亿外, 其余指标单位均为万亿。

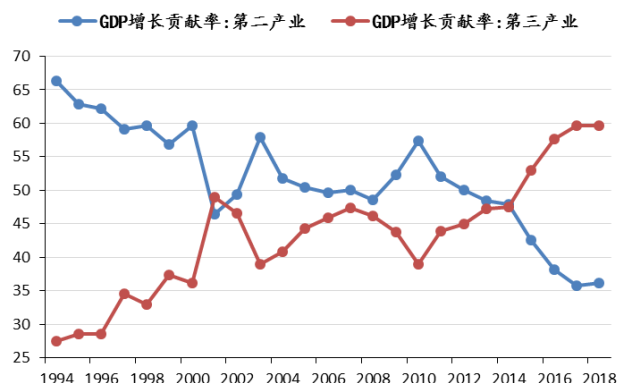
**外资金融机构加速进入中国市场趋势不改。**据媒体报道, 汇丰保险已与其在华寿险合作伙伴国民信托达成协议, 将收购国民信托所持有的汇丰人寿 50% 股权。交易完成后, 汇丰人寿将成为汇丰亚洲在内地的全资控股子公司。此前, 摩根大通表示, 旗下期货和期权业务已向中国证券监督管理委员会提交申请, 有意将其在摩根大通期货有限公司中的持股比例由 49% 增持至 100%。

**中国当前核心资产所处的环境与美国“漂亮 50”在 80 年代类似。**经济层面, 美国 80 年代摆脱了 70 年代“滞胀”, GDP 增速在下台阶之后趋于平稳, 通胀回落, 货币环境中性。美国各行业优秀公司竞争力提升, 依靠盈利改善而不断驱动股价, 带动美股指数实现长牛行情。中国经济经过几十年的高速增长后, 当前进入中速增长、高质量发展的阶段。在巨大经济体量的大环境中, 第三产业对于 GDP 的贡献率在 2015 年后持续高于第二产业, 产业结构优化持续。微观层面各领域加大分化, 大浪淘沙, 劣质企业被淘汰。

图表 22: 美国 80 年代 GDP 增速平稳 (%)



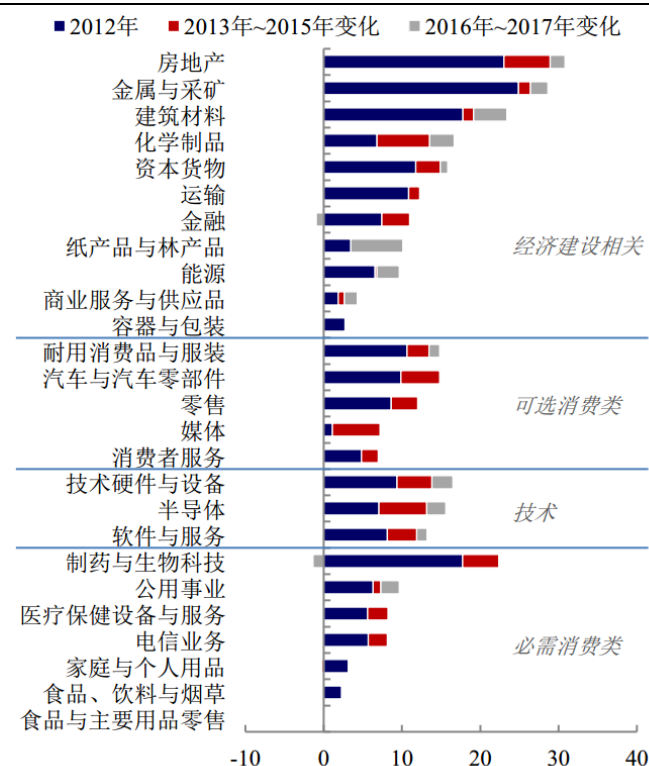
图表 23: 我国 GDP 增长贡献率 (%)



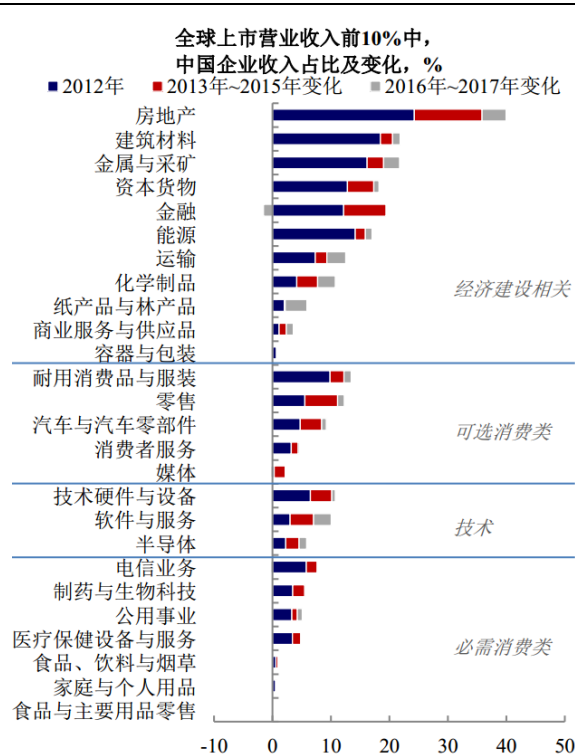
数据来源: Wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

企业层面，80 年代的美国企业一方面国内促进市场化竞争，国内企业优胜劣汰，另一方面参与全球化更为积极，龙头企业抓住全球化的机遇，对外扩张。中国作为全球产业链最完备的国家，加上人口奠定的消费大国基础，龙头公司在全球其行业内均能拔得头筹，近几年来中国公司在全球相关领域排名愈发靠前。

图表 24: 全球上市营收前 10% 中，中国企业数量占比及变化 (%)



图表 25: 全球上市营收前 10% 中，中国企业收入占比及变化 (%)



数据来源: Wind、Bloomberg, 兴业证券经济与金融研究院宏观组整理

投资者层面，美国的两类机构投资者在 1980s 迅速发展，一是 401K 在税收优惠的政策下吸引众多职员和企业参加，私人养老金后来也逐渐成为投资共同基金和股市的重要力量，二是全球资本流动加快，海外资金流入美国。同样，从 2015 年开始，我们金融账户的开放就在逐步加速。15 年“8·11”汇改，15、17 年开通沪港通、深港通；18 年开通债券通；加入 MSCI、巴克莱指数等。我们金融账户的开放已经全面提速。金融市场的开放将吸引海外资金流入中国股市。

## 风险提示

金融对外开放推进程度与预期不符，中美贸易摩擦超预期、金融去杠杆等风险因素超预期



## 分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

## 投资评级说明

投资建议的评级标准	类别	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后的12个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅。其中：A股市场以上证综指或深圳成指为基准，香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于15%
		审慎增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在5%~15%之间
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间
		减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
		无评级	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级
	行业评级	推荐	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
		中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
		回避	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

## 信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 [www.xyzq.com.cn](http://www.xyzq.com.cn) 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

## 使用本研究报告的风险提示及法律声明

兴业证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供兴业证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性或完整性，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此相关的其他任何损失承担任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违反当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民，包括但不限于美国及美国公民（1934年美国《证券交易所》第15a-6条例定义为本「主要美国机构投资者」除外）。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

## 特别声明

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

## 兴业证券研究

上海	北京	深圳
地址：上海浦东新区长柳路36号兴业证券大厦15层	地址：北京西城区锦什坊街35号北楼601-605	地址：深圳市福田区皇岗路5001号深业上城T2座52楼
邮编：200135	邮编：100033	邮编：518035
邮箱：research@xyzq.com.cn	邮箱：research@xyzq.com.cn	邮箱：research@xyzq.com.cn