

外资限制再度放开，三个趋势值得关注

摘要

● 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》（中国人民银行 国家外汇管理局公告〔2020〕第2号，以下简称《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。

● 总体而言，这是继2019年9月外管局取消QFII和RQFII投资限额后的进一步动作。限额取消正式落地，标志着我国资本市场对外开放取得新进展。

● 回顾QFII/RQFII监管政策的变化历程，可以明显观察到2005年至今投资限额的不断扩大和规则的不断放松。但比较陆股通灵活性，QFII/RQFII审批手续比较复杂，使得资金被严重分流。截至一季度末，陆股通持股市值约占外资整体的68.8%，显著高于QFII/RQFII。这就造成了后者以往限额的使用比例不高。

● 我们重申观点，取消QFII和RQFII投资限额的信号作用可能强于实质作用。本次限额取消落地之后，市场可以期待更有力的开放政策。日后外资进出中国的渠道将更加方便，助推A股国际化和机构化的大趋势。对资本市场而言，以下三个趋势值得关注：

其一，外资在A股持股额度将快速增长。当前A股外资持股规模约在2万亿左右，如果保持过去5年的增长速度不变，未来5年外资持股规模（包括QFII/RQFII北上资金）有望上升到4万亿，实现翻番。短期内市场需要关注5月的MSCI半年度评审结果和6月的富时罗素指数扩容实施。

其二，A股定价将更加价值、更加长期化。自2016年中国资本市场开始全面对外开放以来，外资逐步获取了资本市场部分的定价话语权。未来优质资产与劣质资产的价格差异会更加明显。

其三，做大利益共享的盘子，凸显大国自信。本次落地标志着中国资本市场对外开放的提速，带动更多外资涌入，凸显了大国开放的自信。在中美冲突日益加剧的当下，更大力度地对外开放，能够让中国与世界联系更紧密，助力中国国际地位提升。

● 投资建议：重点关注中国优质稀缺资产，外资将会重点布局的板块。当前，结合复工复产的背景，有两个方向的优质资产值得关注：其一是会不断出台政策进行刺激的新兴产业，包括新能源汽车产业链、5G产业链等；其二是受益于复工复产的困境反转板块，包括传媒影视、交运、社服等行业龙头企业。

● 风险提示：重大风险冲击导致外资流出。

西南证券研究发展中心

分析师：朱斌

执业证号：S1250515070001

电话：021-68415861

邮箱：zhbin@swsc.com.cn

相关研究

1. 疫情冲击显著，业绩大幅下滑——A股2019年年报及2020年一季度分析（2020-05-04）
2. A股2020年二季度投资策略：投资在阳光灿烂的季节（2020-04-23）
3. 创业板业绩大幅下滑，分化态势愈明显——2020年一季度业绩预告分析（2020-04-20）
4. 策略专题：政治局会议传递的十大关键信息（2020-04-18）
5. 策略专题：全球疫情为何拐点将至？（2020-04-05）
6. 策略专题：疫情到底冲击了哪些行业？（2020-04-01）
7. 策略点评：3月PMI超预期对市场意味着什么？（2020-03-31）
8. 策略专题：市场的韧性（2020-03-29）
9. 策略专题：全球疫情将迎拐点，市场重启上行趋势（2020-03-26）
10. 策略周报（0302-0308）：市场步入震荡，坚持四大主线（2020-03-08）

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》（中国人民银行 国家外汇管理局公告〔2020〕第2号，以下简称《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。

此次《规定》主要包括六个方面：一是落实取消合格境外机构投资者和人民币合格境外机构投资者（以下简称合格投资者）境内证券投资额度管理要求，对合格投资者跨境资金汇出入和兑换实行登记管理。二是实施本外币一体化管理，允许合格投资者自主选择汇入资金币种和时机。三是大幅简化合格投资者境内证券投资收益汇出手续，取消中国注册会计师出具的投资收益专项审计报告和税务备案表等材料要求，改以完税承诺函替代。四是取消托管人数量限制，允许单家合格投资者委托多家境内托管人，并实施主报告人制度。五是完善合格投资者境内证券投资外汇风险及投资风险管理要求。六是人民银行、外汇局加强事中事后监管。总体而言，这是继2019年9月外管局取消QFII和RQFII投资限额后的进一步动作。限额取消正式落地，标志着我国资本市场对外开放取得新进展。

回顾QFII/RQFII监管政策的变化历程，可以明显观察到2005年至今投资限额的不断扩大和规则的不断放松。但比较陆股通灵活性，QFII/RQFII审批手续比较复杂，使得资金被严重分流。截至一季度末，陆股通持股市值约占外资整体的68.8%，显著高于QFII/RQFII。这就造成了后者以往限额的使用比例不高。2019年8月30日，QFII总额度3000亿美元，共有322家境外投资机构合计获批了1113.8亿美元的额度，占比37.1%；RQFII总额度19400亿元人民币，共有260家境外投资机构合计获批了6941亿元的额度，占比35.8%。2020年4月30日，QFII已用额度有1146亿美元，仍远低于3000亿美元的限额。当然，长期来看，QFII直接用美元结算的利好可能会随着我国金融市场国际影响力的提升获得更强吸引力。

表 1：QFII 监管政策的变化历程

日期	证券简称
2005.07	QFII 总额度扩大到 100 亿美元
2007.12	QFII 总额度扩大到 300 亿美元
2012.04	QFII 总额度扩大到 800 亿美元
2012.07	QFII 持股比例限制由 20%放宽到 30%
2013.07	QFII 总额度扩大到 1500 亿美元
2018.06	取消了 QFII 资金汇出规模的限制和本金锁定期要求，允许开展外汇套期保值
2019.01	QFII 总额度扩大到 3000 亿美元
2019.09	取消投资限额

数据来源：Wind，西南证券整理

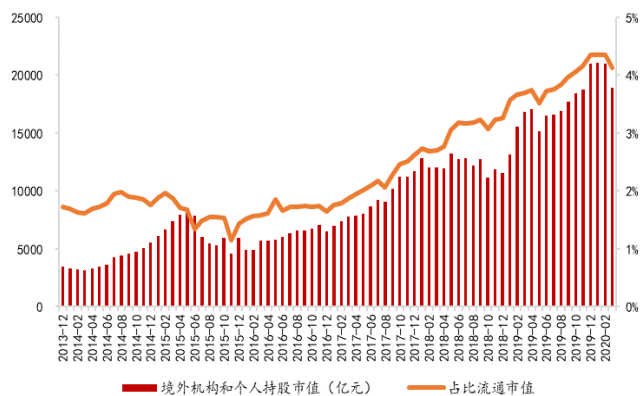
我们重申观点，取消 QFII 和 RQFII 投资限额的信号作用可能强于实质作用。本次限额取消落地之后，市场可以期待更有力的开放政策。日后外资进出中国的渠道将更加方便，助推 A 股国际化和机构化的大趋势。对资本市场而言，以下三个趋势值得关注：

其一，外资在 A 股持股额度将快速增长。2015 年起，外资积极入场，坚定流入，几乎以固定斜率强势布局，至今持股市值上升了约 1.2 万亿元，占比也翻了两番。但与此同时，我国外资占比仍处于低位，截至 2018 年底，我国外资持股占比境内流通股票市值 3.5%，不仅远低于美国和日本等发达国家，比起韩国、巴西等新兴市场国家也逊色不少。所以外资布局 A 股尚处初级阶段，长期流入态势不改。当前 A 股外资持股规模约在 2 万亿左右，如果保

持过去 5 年的增长速度不变，未来 5 年外资持股规模（包括 QFII\RQFII\北上资金）有望上升到 4 万亿，实现翻番。

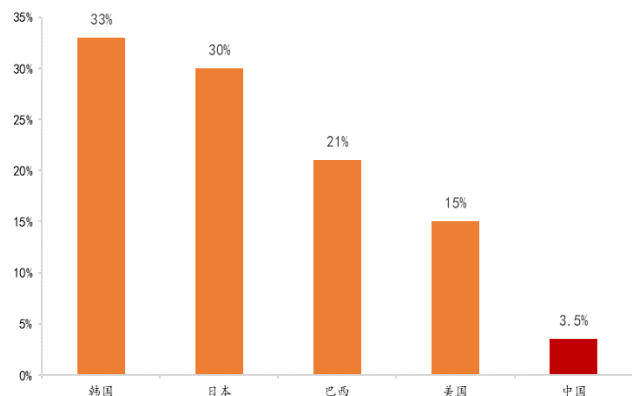
2019 年三大指数的相继扩容均带动主动和被动国际资金密集流入，不断刷新北上资金日交易记录。短期内市场需要关注 5 月的 MSCI 半年度评审结果和 6 月的富时罗素指数扩容实施。

图 1：外资持股市值和占比不断攀升



数据来源：Wind，西南证券整理

图 2：我国外资持股仍处相对低位



数据来源：Wind，西南证券整理

其二，A 股定价将更加价值、更加长期化。自 2016 年中国资本市场开始全面对外开放以来，外资逐步获取了资本市场部分的定价话语权。外资偏好于布局全行业龙头股，看重盈利能力和业绩的稳定性，且持股较为集中，对优质资产形成了价格支撑。放眼未来，除外资之外，A 股未来增量资金还包括银行理财、社保基金、企业年金、保险资金等，他们的共同特点是评价体系更为中长线，大量筹码将在优质资产上集中，优质资产与劣质资产的价格差异会更加明显。

表 2：前 50 北上资金重仓个股行业及地位分布（2020 年 5 月 10 日）

证券简称	持股市值 (亿元)	持股占比 (%)	行业	行业市值 排名	证券简称	持股市值 (亿元)	持股占比 (%)	行业	行业市值 排名
贵州茅台	1,387.97	8.40	食品饮料	1	海尔智家	99.48	10.27	家电	3
美的集团	643.07	16.30	家电	1	泰格医药	96.95	16.62	医药	15
格力电器	534.86	15.60	家电	2	兴业银行	96.86	3.01	银行	6
中国平安	510.70	6.46	非银行金融	1	云南白药	93.26	7.98	医药	7
五粮液	493.19	8.89	食品饮料	2	上汽集团	82.42	3.47	汽车	1
恒瑞医药	488.52	11.40	医药	1	保利地产	81.19	4.28	房地产	2
招商银行	324.39	4.49	银行	4	牧原股份	78.82	2.89	农林牧渔	1
海螺水泥	250.91	10.30	建材	1	潍柴动力	77.42	8.98	汽车	3
中国国旅	247.96	13.70	消费者服务	1	广联达	67.75	11.48	计算机	细分行业云服务排名第一
平安银行	236.46	8.73	银行	8	汇川技术	64.72	10.77	电力设备及 新能源	7
海天味业	215.88	7.35	食品饮料	3	东方雨虹	62.00	10.16	建材	2

证券简称	持股市值 (亿元)	持股占比 (%)	行业	行业市值 排名	证券简称	持股市值 (亿元)	持股占比 (%)	行业	行业市值 排名
长江电力	211.11	5.61	电力及公用事业	1	华测检测	61.38	21.06	机械	细分行业仪器仪表排名第一
伊利股份	192.05	11.09	食品饮料	4	中国建筑	61.38	2.86	建筑	1
海康威视	181.28	6.09	电子	1	工商银行	60.89	0.44	银行	1
上海机场	160.00	21.20	交通运输	3	分众传媒	60.06	8.18	传媒	4
三一重工	152.44	8.86	机械	1	恒立液压	59.97	9.20	机械	4
迈瑞医疗	132.40	4.09	医药	2	温氏股份	59.81	3.72	农林牧渔	2
爱尔眼科	130.51	9.00	医药	4	国电南瑞	59.77	10.18	电力设备及新能源	3
立讯精密	129.36	5.09	电子	2	中信证券	59.51	2.54	非银行金融	3
万科 A	125.99	4.93	房地产	1	大秦铁路	55.40	5.36	交通运输	4
药明康德	120.37	11.54	医药	3	隆基股份	53.85	4.58	电力设备及新能源	2
方正证券	106.17	17.81	非银行金融	细分行业证券排名第一	民生银行	53.50	2.58	银行	9
宁德时代	105.42	3.31	电力设备及新能源	1	生物股份	53.19	18.36	医药	细分行业生物医药排名第十
洋河股份	102.78	6.83	食品饮料	5	韦尔股份	51.19	15.66	电子	3
贵州茅台	1,387.97	8.40	食品饮料	1	中炬高新	50.82	12.50	食品饮料	细分行业食品排名第三

数据来源: Wind, 西南证券整理

其三，做大利益共享的盘子，凸显大国自信。本次落地标志着中国资本市场对外开放的提速，带动更多外资涌入，凸显了大国开放的自信。在中美冲突日益剧烈的当下，更大力度地对外开放，能够让中国与世界联系更紧密，助力中国国际地位提升。

投资建议：重点关注中国优质稀缺资产，外资将会重点布局的板块。当前，结合复工复产的背景，有两个方向的优质资产值得关注：其一是会不断出台政策进行刺激的新兴产业，包括新能源汽车产业链、5G 产业链等；其二是受益于复工复产的困境反转板块，包括传媒影视、交运、社服等行业龙头企业。

风险提示：重大风险冲击导致外资流出。

分析师承诺

本报告署名分析师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，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，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获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级

买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
持有：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-20%与 10%之间
卖出：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-20%以下

行业评级

强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区南礼士路 66 号建威大厦 1501-1502

邮编：100045

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	黄丽娟	地区销售副总监	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
	张方毅	高级销售经理	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	杨博睿	销售经理	021-68415861	13166156063	ybz@swsc.com.cn
	吴菲阳	销售经理	021-68415020	16621045018	wfy@swsc.com.cn
	付禹	销售经理	021-68415523	13761585788	fuyu@swsc.com.cn
北京	张岚	高级销售经理	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	王梓乔	销售经理	13488656012	13488656012	wzqiao@swsc.com.cn
	高妍琳	销售经理	15810809511	15810809511	gyl@swsc.com.cn
广深	王湘杰	销售经理	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	谭凌岚	销售经理	13642362601	13642362601	tll@swsc.com.cn
	陈霄（广州）	销售经理	15521010968	15521010968	chenxiao@swsc.com.cn