

中国股票市场国际化研究

资产配置处 宋论升¹

近年来，中国股票市场国际化水平不断提高，海外资金通过 QFII/RQFII 渠道以及沪港通、深港通等互联互通机制加速流入 A 股。MSCI 和富时等国际指数的纳入既是对 A 股开放程度的认可，也为 A 股带来了长期增量资金。

从国际比较来看，发达国家资本市场开放普遍较早，采用全面开放模式，而新兴市场国家开放相对较晚，主要采用渐进开放模式，逐步放宽限制。中长期来看，A 股市场国际化进程稳步推进，有利于改善国内股票市场的投资者结构和投资生态，进而吸引更多海外资金，形成良性循环。同时，在持仓风格上，外资更加青睐于各国具有核心竞争优势的产业和价值股，外资持股占比的提高伴随着其投资风格的外溢，国内外市场的联动性增强，A 股估值体系更加国际化，换手率和波动率有望下降。

我国股票市场正处于国际化的关键时期，外资影响越来越大，既带来了机遇也提出了挑战。我们应借鉴各国的成熟经验，关注外资流入带来的影响，采取有效措施，抓住投资机会，同时防范股票市场国际化可能带来的潜在风险。

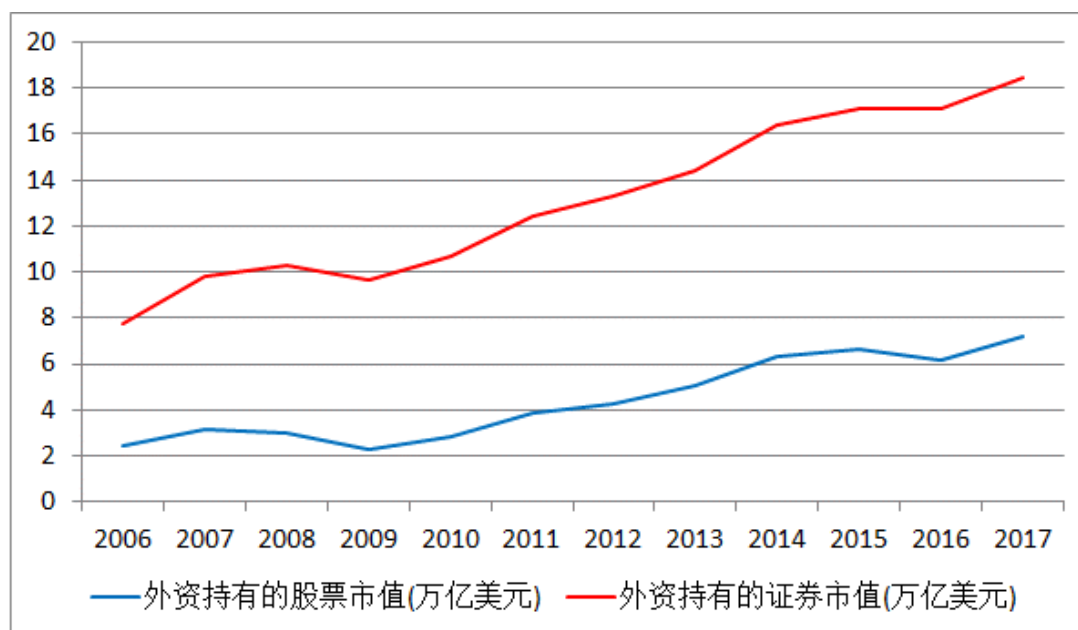
¹本文在数据上参考借鉴了国信证券和中信证券等机构的研究报告。

一、各国资本市场国际化比较研究

(一) 美国股票市场国际化情况

美国证券市场在建立之初就是开放的，一战之前流入美国的资金主要来自欧洲大陆，二战之后美国开始大量向海外进行资本输出。随着全球化程度的提高，流入美国资本市场的外国资金也在逐步增加。根据美国财政部公布的数据显示，从 2006 年至 2017 年，外国投资者持有的美国证券市值从 7.78 万亿美元大幅上升至 18.41 万亿美元，其中权益类资产市值达到 7.19 万亿美元。

图 1 外资持有美国股票和证券市值变化

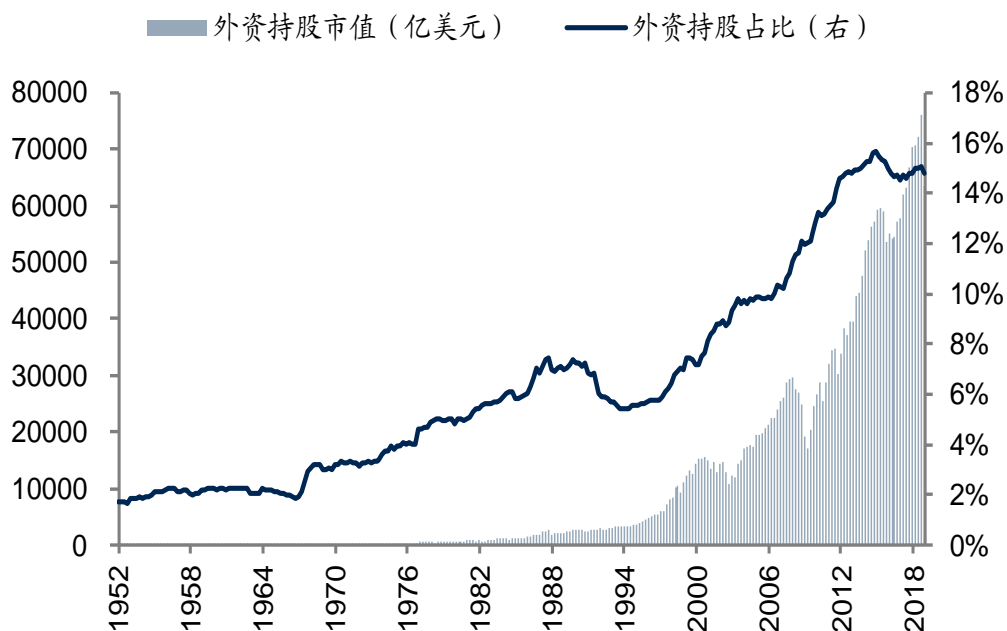


数据来源：美国财政部、社保基金会

从美国股市的外资流入情况来看，外资持股占比逐年提升，从 1951 年底的 1.7% 大幅上升至 2018 年底的 14.8%，目前外资持股占比仅低于美国家庭部门和共同基金（分别为

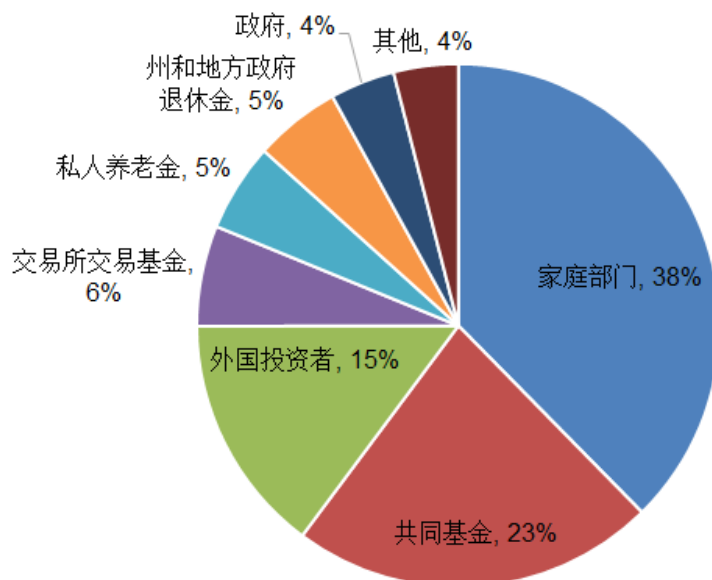
38%和 23%)，在美国股票市场中的影响越来越大。

图 2 外资持有美国股票占比情况



数据来源：FED、国信证券经济研究所

图 3 美国股票市场各类投资者占比

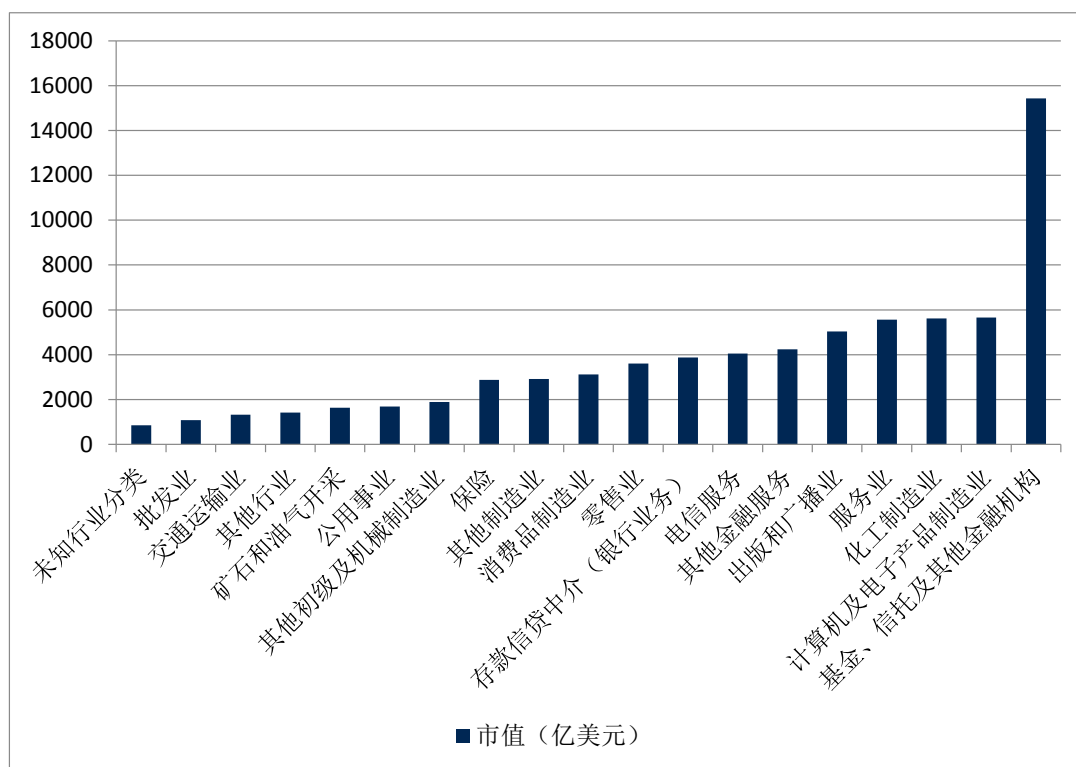


数据来源：FED、国信证券经济研究所

从持仓行业分布来看，外资更偏好持有高科技及服务行业

公司的股票，尤其是信息技术和消费服务行业。这是因为，一方面美国市场科技股较多，汇集了全球顶尖的科技公司，且在资本市场表现较好；另一方面美国个人消费占 GDP 的比重较高，个人消费、特别是服务业消费对 GDP 的贡献长期占据主导地位，消费行业具有长期投资价值。从个股的角度，外资更加偏好美国市场的蓝筹股，尤其是道琼斯工业平均指数成份股。

图 4 外资持股行业分布情况



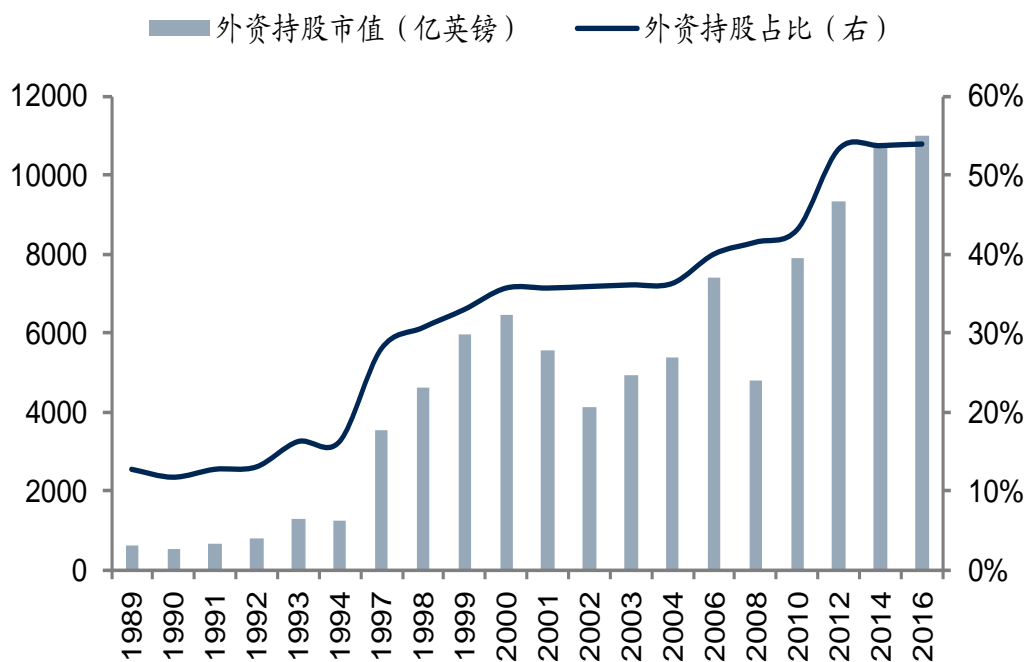
数据来源：美国财政部、社保基金会

(二) 英国股票市场国际化情况

英国证券市场在建立之初就是开放的，自 1989 年以来英国股票市场中外资持股市值及占比均持续提高，其中，市

值从 645 亿英镑大幅升至 2016 年底的 11005 亿英镑，占比从 13% 上升至 2016 年底的 54%，可见英国股票市场的国际化程度之高。

图 5 外资持有英国股票市值及占比

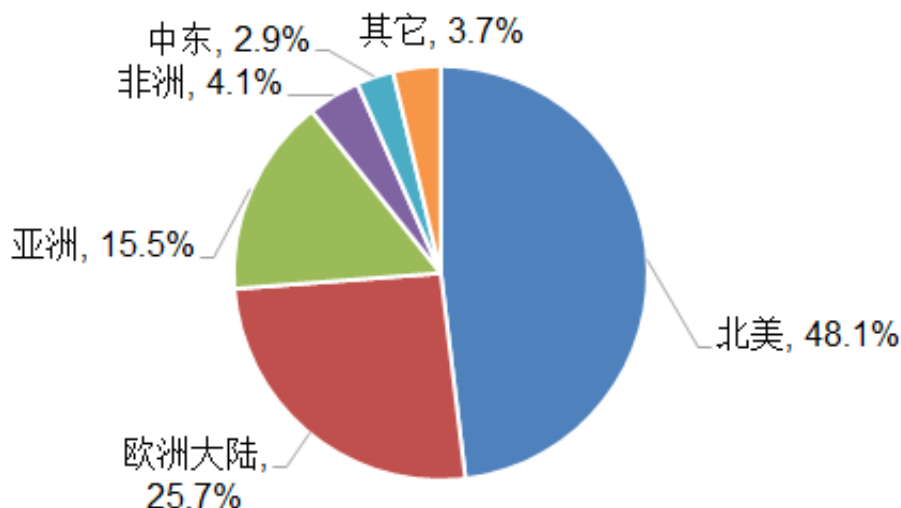


数据来源：Office for National Statistics、国信证券经济研究所

英国股票市场的外资主要来自北美和欧洲大陆，截至 2016 年底，北美地区持有英国股票中外资部分的 48.1%，欧洲大陆持有 25.7%，亚洲地区持有 15.5%。从外资净流入趋势与欧洲行业指数的走势来看，欧洲材料、工业和非必须消费品行业受外资关注度较高，外资流入趋势和这几个行业的指数走势高度拟合。英、法、德等国家都是工业强国，材料、工业等行业在全球都具有较强的竞争力，可见外资更加青睐欧洲具有竞争优势的核心产业。同时，外资流入与欧洲

斯托克 50 指数（Euro Stoxx 50）走势高度一致，反映出外资偏好大市值股票的特征。

图 6 英国股票市场外资来源分布



数据来源：Office for National Statistics、国信证券经济研究所

（三）日本股票市场国际化情况

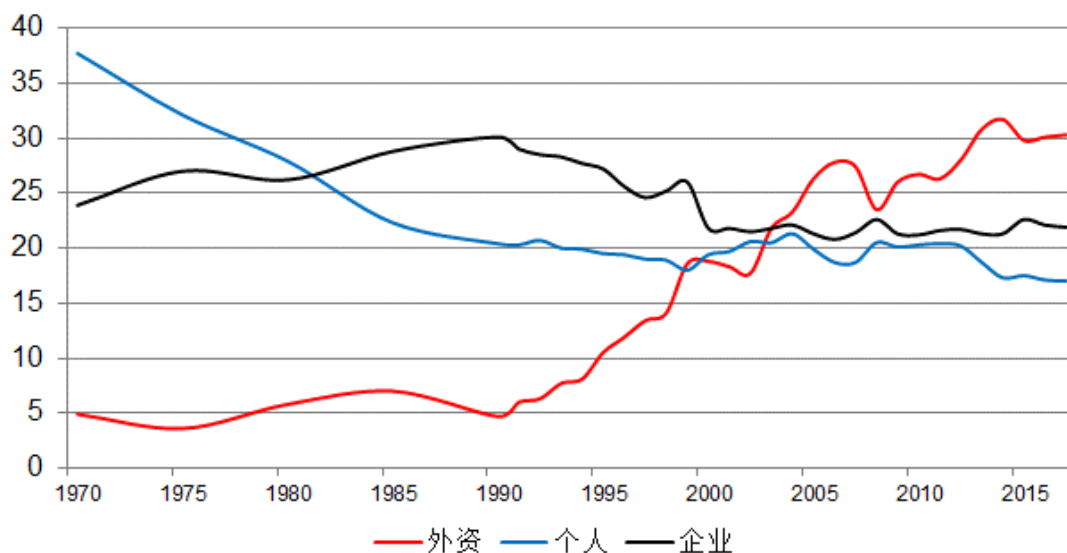
日本股票市场的国际化始于 20 世纪 60 年代，日本经济逐渐从二战中复苏，开始分阶段放宽对外资的投资限制。

1967 年 7 月 1 日，日本将铁路、金融等限制性行业外资持股比例由 10% 提高到 15%，将非限制性行业的外资持股比例由 15% 提高到 20%，同时允许外资以证券投资基金等形式投资股票市场。随后日本又逐步放宽外资持股比例限制，到 1979 年《外汇法》修改后，基本取消了外资投资日本股票市场的限制。

从存量数据看，1970 年以来日本股票市场中外资持股市值占比整体呈现上升趋势，从 4.9% 升至 2017 年底的

30.3%，但近几年来，由于日本经济复苏乏力，外资净流入的意愿并不强烈。

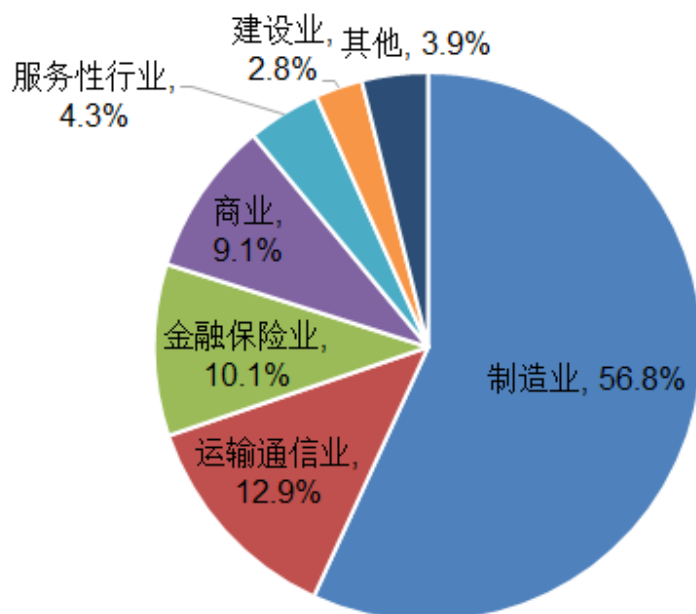
图 7 日本股票市场外资持股比例变化



数据来源：Japan Exchange Group、社保基金会

分行业来看，2017 年底外资持有日本制造业股票市值高达 115 万亿日元，占外资持股总市值的 56.8%，运输通信业和金融保险业次之，市值分别为 26 万亿日元和 20 万亿日元，占比分别为 12.9%和 10.1%。由此可见，外资更加偏好制造业等日本支柱和优势产业。

图 8 日本股票市场外资持仓行业情况



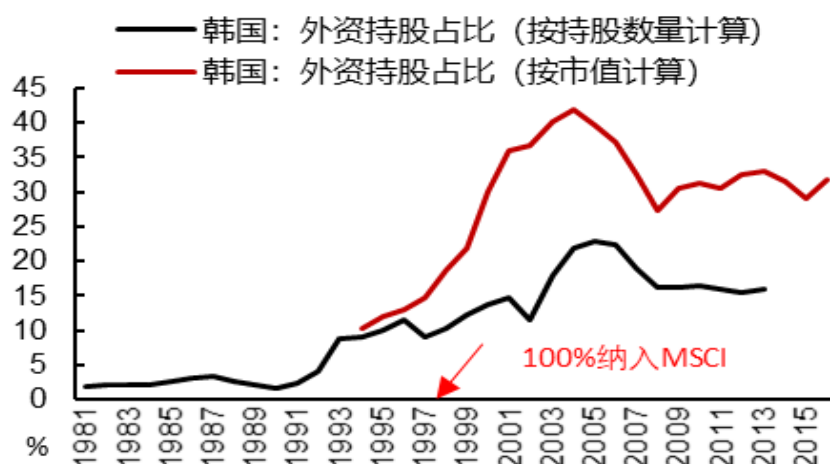
数据来源：Japan Exchange Group、国信证券经济研究所

(四) 韩国股票市场国际化情况

韩国股票市场的国际化进程始于 20 世纪 90 年代。1992 年韩国政府推出 QFII 政策, 外国投资者获准有限度地直接购买韩国股票, 起初允许外资持股比例的上限为 10%, 1993 年 6 月韩国政府提出全面金融改革方案, 随后逐步放宽外资投资上限, 直至 2000 年全面取消限制。

从持股结构上看, 2000 年外资对韩国股票市场的持股比例开始大幅上升, 并超越个人投资者成为韩国股票市场的主导力量。截至目前, 按市值计算, 外资持股比例为 30% 左右, 在各类投资者中占比最高。

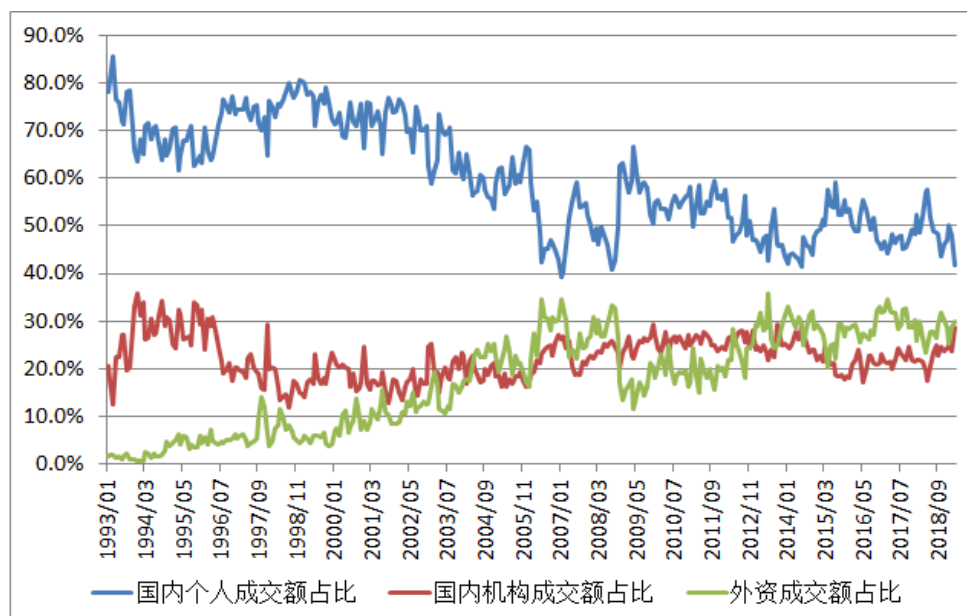
图 9 韩国股票市场中外资占比



数据来源：CEIC、FSS、中信证券研究部

从成交量上看，90年代初韩国股市个人投资者成交额占市场总成交额的80%左右，目前个人投资者仍然占比最高，但外资已经成为机构投资者的主导力量。在市场总成交额中，外资机构、内资机构和个人投资者占比分别为30%、20%和50%左右。

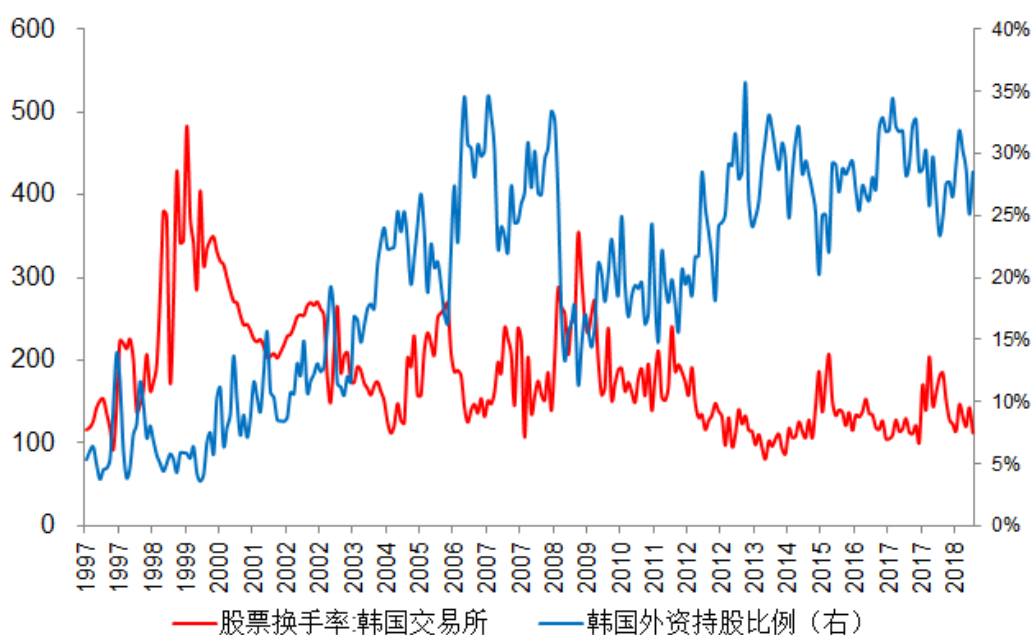
图 10 韩国股票市场中各类投资者成交量占比



数据来源：CEIC、社保基金会

随着外资流入，韩国股票市场的交易风格也随之变化，主要表现为：一是换手率不断降低，当外资持股比例较高时，股票市场的换手率较低；二是估值体系逐步国际化，主要表现为韩股和美股的估值比不断收敛，目前在 0.5 左右。

图 11 韩国股票市场换手率与外资持股比例



数据来源：KRX、社保基金会

外资在韩国股票市场偏好投资具有核心竞争力的行业龙头股，主要是高端制造业和服务业。目前外资持仓的前 20 大个股中，主要是金融保险、电子、化妆品等行业的龙头公司。

二、中国股票市场国际化进程

(一) 外资投资 A 股的通道和机制

2002 年 11 月 5 日,中国证监会和中国人民银行发布《合格境外机构投资者境内证券投资管理暂行办法》, QFII 制度正式推出,标志着中国资本市场国际化进程的开始。经过十几年的发展, A 股的国际化程度不断提高。目前, 外资流入 A 股主要有两种途径: 一是 QFII/RQFII 渠道; 二是互联互通机制,包括已经开通的沪港通、深港通, 以及在讨论中的沪伦通和沪德通。

QFII/RQFII 的推出, 是中国股票市场开放的第一阶段。QFII 全称是“合格的境外机构投资者 (Qualified Foreign Institutional Investors)”, 是外国专业投资机构到境内投资的资格认证制度。2011 年 12 月 16 日, 中国证监会、中国人民银行和国家外汇管理局共同发布《基金管理公司、证券公司人民币合格境外机构投资者境内证券投资试点办法》, 正式推出 RQFII 业务。RQFII 全称是“人民币境外合格机构投资者 (RMB Qualified Foreign Institutional Investors)”, 是指经中国证监会批准, 并取得国家外汇管理局审批额度, 运用境外人民币资金进行境内证券投资的境外法人。

为了进一步推进中国股票市场国际化进程, 沪港通和深港通先后于 2014 年 11 月 17 日和 2016 年 12 月 5 日正式开

通，与 QFII 和 RQFII 单向的、投资额度受限的政策设计不同，陆港通（包括沪港通和深港通）是一种双向开放的制度设计。沪港通是指上海证券交易所和香港联合交易所允许两地投资者通过当地证券公司（或经纪商）买卖规定范围内的对方交易所上市的股票，是沪港股票市场交易互联互通机制。深港通是指深圳证券交易所和香港联合交易所有限公司建立技术连接，使内地和香港投资者可以通过当地证券公司或经纪商买卖规定范围内对方交易所上市的股票，是深港股票市场交易互联互通机制。此外，沪伦通和沪德通也将成为未来外资布局 A 股市场的重要渠道。

图 12 中国股票市场开放进程

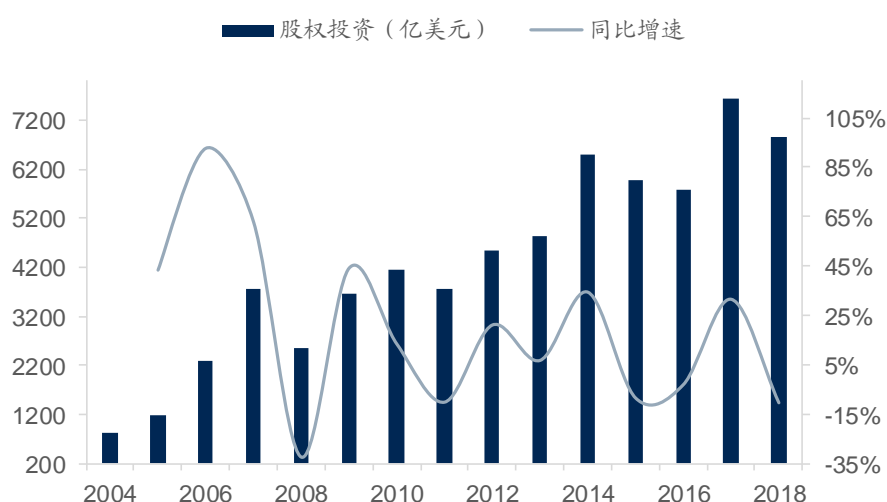


资料来源：Wind、社保基金会

（二）外资投资 A 股的进展情况

根据国家外汇管理局公布的数据，截至 2018 年末，通过证券投资流入我国的外资共计 10964 亿美元，其中股权投资 6842 亿美元，占全部证券投资的 62.4%。

图 13 证券投资类外资流入规模



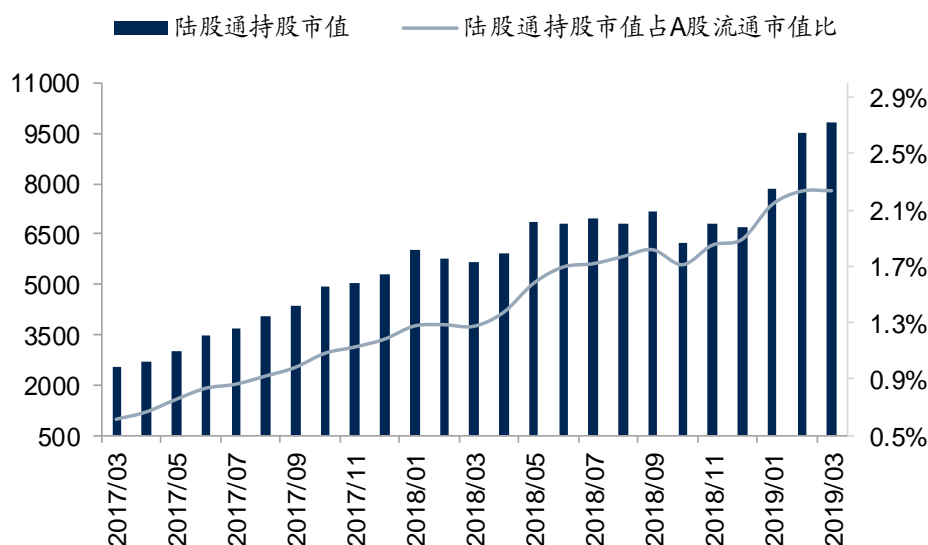
数据来源：Wind、国信证券经济研究所

截至目前，共有 289 家境外机构获得了 QFII 资格，210 家境外机构获得了 RQFII 资格，投资额度分别为 1015.96 亿美元和 6609.72 亿元人民币。

自 2014 年推出沪港通机制以来，由于其交易的便利性，相比 QFII 通道，外资更倾向于通过陆港通机制配置 A 股，因此虽然获批的 QFII 额度大幅增长，但 QFII 规模从 2014 年以后基本保持稳定，陆股通代之成为外资流入 A 股的主要渠道。截至 2019 年 3 月底，沪股通自开通以来北上资金累计达到 4411 亿元，深股通自开通以来北上资金累计达到

3261 亿元，合计为 7672 亿元，陆股通持股市值为 9843 亿元，占 A 股流通市值的 2.2%，总体上比例尚不高。

图 14 陆股通持仓市值及比例

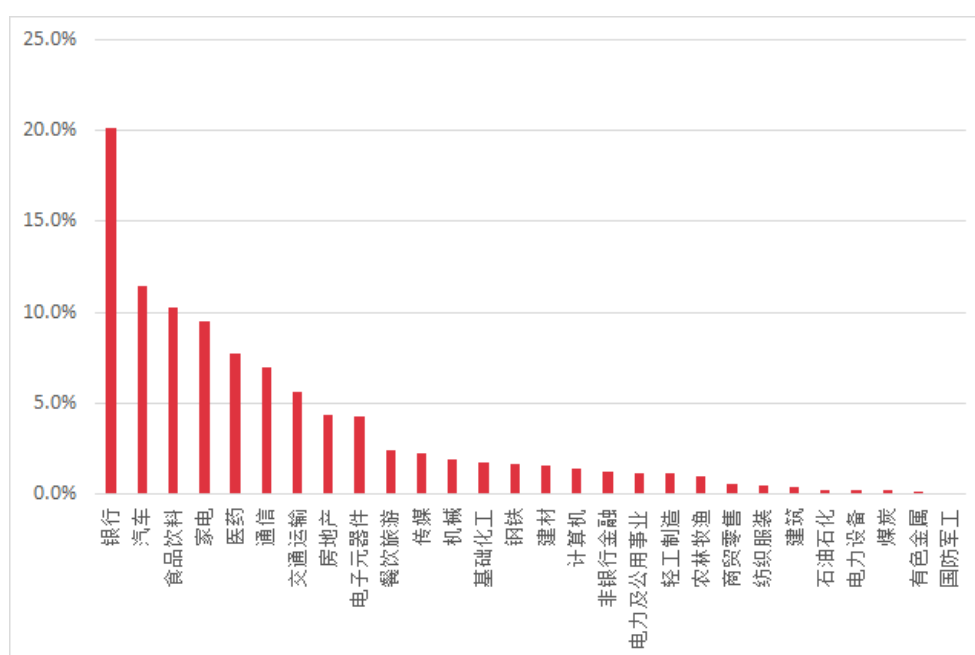


数据来源：Wind、国信证券经济研究所

(三) 外资投资 A 股的持仓结构

QFII 不同于国内的公募基金，不需要发布季报披露持仓数据，只能通过上市公司披露的前 10 大股东和前 10 大流通股股东数据进行估计(涵盖数据约占 QFII 持仓规模的 23%)。通过大体估算可以看出，QFII 持仓占比较高的是银行、汽车、食品饮料等行业。从个股的角度，QFII 更加偏好股息率高、杠杆率低、现金流状况良好的大市值股票，QFII 持仓股票的平均 PE 低于市场平均，2016 年开始 QFII 更加青睐高 ROE 的股票。

图 15 QFII 持仓行业分布情况



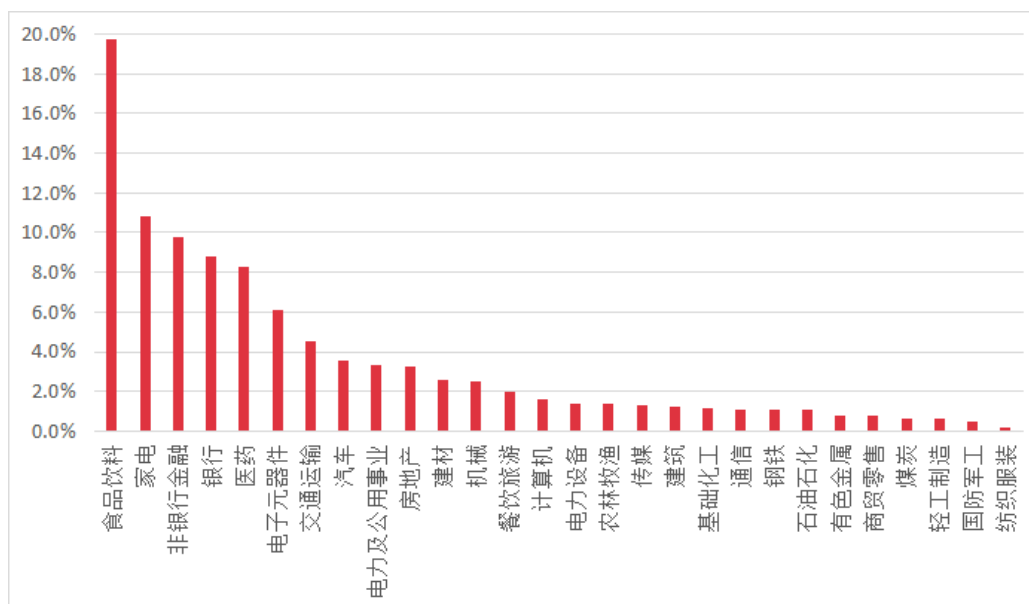
数据来源：Wind、中信证券研究所

从板块分布来看，陆股通持股主要集中在主板。截至 2019 年 3 月底，其主板持仓市值占比达到 83%，其次是中小板，持仓占比 13%，创业板仅占 4%。从行业分布来看，与国内机构相比，外资在持股行业分布上明显更加集中、偏好稳定，其持仓的前 6 大行业市值占比在 65% 以上，远高于国内机构的 50%。外资更加偏好消费、金融和医药等行业，持仓市值占比近 60%，食品饮料行业一直位居榜首。

总体来看，陆股通北上资金的持仓结构相比 MSCI 中国指数明显超配消费板块，而低配金融板块。这主要是因为，国内 A 股的标的结构和海外（主要是美国）中概股形成了明显互补，国内最优质的消费品公司都聚集在 A 股，海外中概股主要是腾讯、阿里等互联网公司。在 MSCI 中国指数中，

传媒娱乐（主要是腾讯）贡献了约 22% 的市值，零售（主要是阿里）贡献了约 15% 的市值。

图 16 陆股通资金持仓行业分布情况



数据来源：Wind、中信证券研究所

从个股持仓风格来看，陆股通资金与 QFII 资金偏好基本一致，区别在于陆股通资金对低杠杆率的股票没有表现出明显倾向。同时，随着时间的推移外资呈现出明显的集中趋势，部分 A 股龙头公司的成交金额中外资已占比近半。截至 2019 年 3 月底，陆股通北上资金持有的前 5 大公司为贵州茅台、中国平安、美的集团、恒瑞医药和五粮液，其成交额占 5 只股票总成交额的比例分别达到 38%、28%、60%、33% 和 31%。可以发现，外资对于其重仓持有行业的龙头公司，一直保持着较为活跃的交易状态，且成交占比不断上升。

三、结论与启示

(一) 初步结论

通过国际比较分析可以发现，随着资本市场发展成熟，股票市场国际化是金融开放大背景下的必然趋势，也是进一步推动市场发展的重要途径。从长期来看，影响外资流入的核心要素是基本面和估值，总体上目前 A 股对外资具有较强的吸引力。A 股的净资产收益率在全球一直处于相对较高水平，且比较稳定，持续稳健的高盈利能力是外资看好 A 股并愿意长期布局的根本原因。

近几年来，外资通过 QFII 和陆股通等方式逐步进入 A 股市场，持股比例逐步上升。虽然目前绝对占比仍然较低，但随着我国资本市场开放程度的加深，尤其是 MSCI 纳入因子提升并纳入富时指数，预计外资流入步伐将有所加快。目前，A 股市场专业机构投资者占比仍然较低，外资的持续流入将提升机构投资者占比，进一步提升中国股票市场的有效性程度。

同时，外资普遍具有持股集中、风格稳定、长期投资等特点，更加偏好具有核心竞争优势的行业和个股。随着外资占比的持续上升，其在 A 股市场上的“话语权”和影响力也将不断增大，外资风格的外溢可能改变国内股票市场尤其是一些行业和个股的投资逻辑，对国内机构投资者而言，既是

成长的机遇，也会面临更大的挑战。

对于重仓持有的行业，外资可能获得结构性“定价权”。通过对比主动偏股型基金与外资持仓可以看出，自 2018 年以来外资在其重仓行业（包括食品饮料、家用电器、休闲服务和建筑材料等）的占比持续上升，已高于国内主动偏股型基金的仓位，显示外资对于特定行业已具有较大影响力。

（二）投资启示

通过对比研究可以发现，随着资本市场的开放，各国股票市场的估值逐渐收敛趋同，未来 A 股的估值体系面临重构的过程。外资流入的同时也带来了国外先进的投资经验和投资理念，促进机构投资者队伍壮大，投资者结构有望更加合理，A 股的长期投资价值进一步凸显，与全球市场的联动将更加密切。国内机构投资者应充分认识到这一大趋势下的机遇和挑战，不断完善投资理念和分析框架，坚持长期投资、价值投资理念，强化大类资产配置研究，更加关注长期业绩的可持续性。

第一，从长期来看权益类资产仍具有较高性价比。中国居民部门金融资产配置比重远低于国际水平，未来居民部门资产配置有望由房地产为主体转向以金融资产为主体，权益类资产将成为重要方向。

第二，价值投资将成为 A 股的主流投资策略。外资流入将对 A 股的投资者结构、估值体系、交易风格产生深远的影响。

响，A 股的整体波动有望缩窄，市场稳定性将显著提高。低估值、现金流稳健、商业模式清晰、业绩可预测性强的蓝筹股，或者利润增速较高且稳定的优质成长股，有望获得更多长期资金的青睐。

第三，长期持有坚定看好的 A 股“核心资产”。外资相对更加偏好投资优势产业和龙头公司，未来“核心资产”的估值溢价具有较大确定性，将成为长期超额收益的重要来源。大型机构投资者应在战略上高度重视对“核心资产”的精选和投资，通过创新投资方式，增强研究能力，重点关注经得起时间检验的可持续性、可预测性强的增长动力，长期持有具有核心竞争优势和发展前景的领先行业和龙头公司，挖掘差异化投资机会，将进一步提升长期投资收益水平，增强投资回报的稳定性。