

袁淑琴点评QFII十年： 扩大规模更应放宽交易限制

近日，中国证监会主席郭树清赴港参加某论坛时重申，支持扩大资本市场对外开放，支持进一步扩容 QFII 以及 RQFII，充分体现出我国资本市场对外开放的决心。对此，海外机构投资者如何看待？证券时报记者日前采访了当年最早进入中国的 QFII 代表、现任瑞信董事总经理的袁淑琴。当年，袁淑琴曾指挥旗下 QFII 买入 A 股第一单，可谓中国资本市场上的 QFII 先驱，如今，袁淑琴仍然致力于推动 QFII 进入 A 股市场。袁淑琴表示，随着未来中国资本市场进一步开放，中国证券市场逐步与国外市场接轨并加快引入外资的步伐将不可逆转。在此过程中，监管机构应更加重视培养机构投资者在 A 股市场的参与及成长，进而深化 A 股二级市场的改革。

证券时报记者 徐欢 李明珠

2003年7月19日，外资通过合格境外机构投资者(QFII)途径投资中国A股第一单交易正式完成，这一重要的历史时刻同时也将力主推动QFII进入中国市场的功臣——现任瑞信董事总经理、大中华区副主席的袁淑琴带入公众视野。回想当时其主持投下的QFII第一单，袁淑琴感慨道：“这是A股市场发展的重要里程碑，开启了海外资金进入中国资本市场的首条通道。”

时至今日，QFII发展已经经过了十载春秋，数量和规模均已大幅增长。国家外汇局的数据显示，截至2012年底，已经批准了169家QFII，投资额度也成倍增长到374.43亿美元。

QFII进入中国十年，带来了海外的价值投资理念，在一定程度上也影响了本土投资人。袁淑琴谈到QFII十年来的历程时说：“当初引入QFII时，我曾向时任中国证监会主席的尚福林表示，将同时引入外资的交易技术及投资理念。当初有一个很强烈的愿望就是，希望激发对A股二级市场的改革，但事实上，当年初的预期并没有实现，自2006年后，QFII的审批速度放缓，对A股的影响力也逐渐削弱。”

不过，袁淑琴表示，中国监管机构在引入外资方面一直持鼓励态度，并在近期加快了对QFII的审批，这是值得肯定的，但她认为，引入外资不应流于表面，而应该让其更深入地参与市场，从而在更大程度上发挥外资的作用。这需要监管层打破资本市场的保护层，扩大外资交易范围，让其为深化市场改革发挥作用。”

未来改革重点 应放在二级市场

人才、交易技术以及配套政策法规支持是股票市场当下发展的三大瓶颈。中国的股票市场要真正实现与国际接轨，成为全球金融中心，接下来这几年的改革是非常重要的，未来改革的重点应该在二级市场。

袁淑琴认为，郭树清出任中国证监会主席之后，内地资本市场改革力度有所加大，但仍需要进一步深化二级市场的改革。

她指出，中国A股市场发展速度惊人，短短20多年已经完成3-4

个周期的转换，但是，中国证券市场的问题在于，虽然容量足够，但是缺乏深度、缺乏层次。从市值来看，中国证券市场已经是全球第二，但与海外市场相比还存在很大的差异，主要表现在国际成熟市场的惯例、新技术和创新产品都进不来，而本土的券商、证券中介也由于缺乏相应的市场经验走不出来。

袁淑琴指出，虽然目前中国内地资本市场的容量大大提高了，也有效发挥了筹资功能，但一直以来，证券市场改革很大程度上都集中于一级市场，二级市场的改革力度一直比较小，进程比较慢。比如发行询价制度、审批过程、保荐人制度等都不断得到更新，一级市场“硬件”已经相对完善，只需在“软件”方面进一步提升，如人才储备等。相比之下，A股二级市场存在巨大的“功能障碍”，在一、二级市场发展失衡的情况下，两者之间出现割裂，不能有效联动，导致资本市场仅仅具备了融资功能，而另一重要的财富增值功能却未能发挥，如果长此以往，将大大打击股民信心，不利于资本市场长远发展。

袁淑琴认为，人才、交易技术以及配套政策法规支持是股票市场当下发展的三大瓶颈。中国的股票市场要真正实现与国际接轨，要成为全球金融中心，接下来这几年的改革是非常重要的，未来改革的重点应该在二级市场。“一个证券市场如果总是停留在一级市场层面，而二级市场缺乏补充，是无法获得持续发展的。”她说。

袁淑琴认为，缺乏改革导致二级市场发展缓慢，首先体现在“硬件”层面，比如二级市场买卖双方的交易技术以及监管法律法规方面都还比较落后，这与全球第二大股票市场的地位是脱节的。

袁淑琴指出，目前，A股交易技术极为落后，比如缺乏国外一篮子交易(basket trading)能力，即下达指令同时买入多只股票。具体来说，交易技术的问题不是交易所的问题，而是买方与卖方市场参与者自身的交易技术20多年来缺乏提升，还停留在高度人工化阶段，对推动金融创新形成了很大的阻力。

此外，由于二级市场改革力度相对较小，使得A股市场目前仍处于一个单边投资市场，依然停留在以散户为主导的状态，衍生品发展滞后，缺乏足够的风险对冲工具。事实上，适当引入风险可控的避险工具有助于丰富市场的投资产品，促进股市发展。”她说。

袁淑琴认为，深化二级市场的改

革应该成为监管层的重中之重。改革可以从引入海外竞争以及放开监管限制着手，解除目前对外资进入的种种限制，充分发挥本土机构投资者在二级市场上的作用，此外，也需要引入外资机构进入二级市场，并学习发达市场的风险管理经验。袁淑琴建议，改革可从大力培育发挥本土机构投资者以及QFII作用入手。

监管本土机构投资者 需严防“散户思维”

如果从引导价值投资角度看，目前中国A股市场没有真正意义上的机构投资者，国内的社保基金、公募基金等并未起到机构投资者的作用。在散户作为大多数参与者的A股市场，监管机构需要严防陷入散户思维，应建立培育机构投资者的意识，将机构投资人分类，真正用监管机构投资人的方式去进行监管。

袁淑琴认为，内地本土的机构投资者可在促进二级市场的改革上发挥更大作用，但遗憾的是，由于种种原因，机构投资者可发挥的作用受到局限。

袁淑琴指出，从市场结构看，目前还缺乏一支多元化的机构投资者群体，机构投资人的持股占比在国内大约是20%~30%，个人投资人占到70%~80%，由于散户在市场上的比例较高，使A股的投机性很强，股市容易大起大落。

袁淑琴指出，如果从引导价值投资角度看，目前中国A股市场没有真正意义上的机构投资者，国内的社保基金、公募基金等并未起到机构投资者的作用，事实上，机构投资者应该以长远、战略性的眼光进行资产配置，而不是短线的、投机性的投资行为，这样才能让机构投资者发挥引导价值投资理念、促进市场健康发展的作用。

袁淑琴认为，未来监管机构应该推动机构投资人多元化以稳定市场，目前，本土机构投资者已经有公募基金、证券公司、私募基金、保险基金等等，各种力量已经出现了，机构投资者内部也开始了细化发展，但还需要政策的扶持和鼓励，而最近加速QFII的审批以及继续放开QFII的额度有利于进一步促进投资主体的多元化。

此外，要培育多层次的市場投資，還需要監管機構改變監管理念。在散户作为大多数参与者的A股市场，监管机构需要严防陷入“散户思维”，应建立培育机构投资者的意识，将机构投资人分类，真正用监管机构投资人的方式去进行监管。”她表示。

目前，证监会对于券商的监管包括研究服务、产品创新、销售服务等方面，但是，并没有按服务对象分类，很多针对散户券商的法规根本不适合于为机构投资者提供服务。希望以后证监会可以考虑把以散户为主和以机构投资者服务为主的券商进行分类管理，在特定时段和领域里更有效、更有针对性地进行监管。

袁淑琴指出，近年来监管机构为股票市场的多层次发展进行了一些准备工作，但推出后力度有限，并未能真正地为股票市场和投资人服务，尤其是融资融券的推出，至今只是针对散户，未能大规模吸引机构投资者参与，这非常可惜。她表示，随着融资融券转为常规业务，希望能解决规模受限的问题，对市场发挥积极作用。她还希望，接下来期货市场的产品推出力度会加强。

另外，袁淑琴认为，券商也需要进行自我提升。首先，应该从制度着手。“中国证券业的最大问题在于机构管理机制不完善。”她认为，目前中国是自上而下的集权式管理模式，因此，管理机制首先需要改变“一言堂”的局面，应该学习西方的管理理念，结合中国的实际情况从中西两种管理制度中找到平衡。其次，还应该逐步放开法律保护。在引入外资的过程中，很大程度上，国家的政策一直停留在一级市场，其实，引进外资券商参与二级市场，对推进中国资本市场现阶段发展的意义更大。”袁淑琴说。

应对症下药 让QFII充分参与市场

对于外资来说，更实质的开放应该是放宽对QFII的交易限制，只有在市场能够提供充分的交易工具的情况下，QFII才能充分参与市场，引入先进技术以及市场化竞争，从而激发A股市场的改革。

袁淑琴认为，QFII能够在促进A股二级市场的改革中发挥更大的作用，监管机构应该充分发挥QFII的积极一面。“QFII是一把双刃剑，用得好，可发挥其有利一面。”袁淑琴说，事实上，通过QFII可为A股引入市场竞争机制以及先进投资理念、操作模式、交易技术等，这从市场整体的交易技术、风险管理能力、产品设计能力、投资服务水平四个方面都将带来全方位的提升。

内地资本市场改革已经谈了多年，事实上，从近期证监会加快审批QFII的步伐来看，监管机构进一步开放资本市场的决心非常坚定，但是，袁淑琴认为，当前的改革没有针对核心问题对症下药。有两个方面的问题需要监管机构斟酌：一方面，即使QFII门槛降低，依然有大型机构保持观望；另一方面，选择进入的QFII发挥的作用也相当有限。”袁淑琴说。

对于第一个问题，袁淑琴指出，吸引QFII来投资A股，监管层更需要的是了解QFII的兴趣点以及关注点所在，为其进入排忧解难。事实上，QFII对进入中国存在种种担忧，其中很重要一点就是资金进入以及退出规定尚未明确，包括是否对QFII征税等问题还没有结论。2008年税制改革时，专门针对QFII的税制没有落地，这导致QFII不了解退出机制，获利无法得到保障，因此不敢贸然进入。期待未来监管机构能够在QFII的征税问题上考虑到国内资本市场的实际，并参照H股和B股市场的情况，尽早有一个明确的态度和稳妥的方案。”她表示。

对于第二个问题，袁淑琴表示，目前QFII未能发挥作用的主要原因是被种种限制束缚了手脚。目前，中国监管机构还不允许QFII参与融资融券、股指期货以及银行间市场。此外，由于交易活动被严格限制，QFII没有途径将海外先进的交易技术引入内地，这在很大程度上限制了QFII在A股市场的发展以及进行产品设计的能力。”

袁淑琴认为，对于外资来说，更实质的开放应该是放宽对QFII的交易限制，只有在市场能够提供充分的交易工具的情况下，QFII才能充分参与市场，引入先进技术以及市场化竞争，从而激发A股市场的改革。没有基本的对冲工具，就像没有合适的食材，是不能做好一道菜的，只有食材全了，才能做出更美味的菜肴。”她说。

此外，她认为，监管机构还需要在一定情况下放宽政策，参照国际市场经验，改变目前规定过于细微繁琐的局面，让机构有更多的发展空间，能更好地发挥创新能力，可以考虑以一个大的原则规范市场行为，在尊重这一大原则的前提下，允许各类机构根据自身情况从事各种经营活动，这样将可以提高各类机构参与的积极性和程度。此外，还应该放开融资融券、股指期货的限制，让QFII也可以参与其中。

袁淑琴认为，目前实施的“低门槛”并不是有效鼓励QFII进入的方式，反而可能会引入一批低质量的机构，市场也未必能承受大规模资金的突然进入，此举得不偿失。她指出，降低QFII门槛的速度不宜过快，应该循序渐进、逐级下降。

QFII能促进H股与A股接轨 及人民币国际化

目前，在外资眼中，H股市场非常A股化了，外资更为关注H股和A股中的行业龙头股票，对A+H股选择标准主要是估值水平，价格低的更能吸引资金，长远来



袁淑琴印象

在整个采访过程中，袁淑琴说话速度很快，给人印象精明强干。对于去年从瑞银跳槽到瑞信，她仅仅轻描淡写地说了一句：“这只是不同平台的变化而已。”确实，袁淑琴的角色始终如一。内心坚毅的她始终遵循同一个使命：作为中国，致力将外资引入A股市场并推动中国资本市场走向成熟。

(徐欢 李明珠)

看，将有助于促进A股和H股的接轨。人民币在海外已经积累了一定的基础，在目前储蓄功能基本实现的情况下，未来向国际化方向发展的重要一步将是实现人民币的投资功能。

QFII的作用还远不止于促进二级市场改革，袁淑琴表示，预计未来QFII能促进H股与A股的逐渐接轨，并促进人民币国际化进程。

袁淑琴指出，目前，在外资眼中，H股市场非常A股化了，外资更为关注H股和A股中的行业龙头股票，对A+H股选择标准主要是估值水平，价格低的更能吸引资金，长远来看，将有助于促进A股和H股的接轨。

袁淑琴还表示，通过与多个国家的贸易结算，人民币目前在海外已经积累了一定的基础，在目前储蓄功能基本实现的情况下，未来向国际化方向发展的重要一步将是实现人民币的投资功能。她指出，QFII作为外资买入人民币资产最大的窗口，有利于海外资金进一步了解中国。在海外基金配入人民币资产之后，世界上的各类指数可以增加在中国的比重，这将能够极大地促进人民币更快作为可投资的货币。

对于外资在全球的布局，袁淑琴表示，目前，美国、欧洲在海外市场的投资上十分看重的是中国内地和香港，国际资金也看重中国未来的增长潜力，愿意配置中国股票。她表示，预计2013年是可以乐观期待的一年，海外资金配置会流向亚太地区。在这种情况下，证券配置应该从固定收益转向股票，中国市场行业方面可关注城镇化进程带来的机会，建议长线布局消费、医药、基础设施建设等成长性行业。

新股发行改革核心 在于实现定价市场化

在目前新股发行制度改革中，“询价”还仅仅流于表面，主要是由于目前内地的发行人主导价格力量太强大，而发行时间限制也造成不必要的压力。

作为A股发审委员会曾经的唯一一名外资投行代表，袁淑琴还对如何进行A股新股发行制度改革表达了自己的见解。她认为，未来改革的关键还在于真正实现市场化的定价。

袁淑琴指出，在目前新股发行制度改革中，“询价”还仅仅流于表面，主要是由于目前内地的发行人主导价格力量太强大，而发行时间限制也造成不必要的压力。

此外，对于目前一、二级市场价差过大的现象，她认为，其中一个很重要的原因就是机构投资者在新股定价中所起的作用并不显著，中国市场也没有真正的机构投资者去带动整个市场对新股进行市场化定价；再者，准备上市的企业质量调查、管理层检查的工作现在还停留在一个程序化的阶段；此外，保荐人应该切实履行监督责任，而不是一纸承诺，监管层、从业人员都应实实在在做事，要有责任心，将职业操守摆在首要的位置。

城镇化是未来中国 经济发展重要推动力

相信城镇化进程一定能将中国经济带上一个新台阶。但是，在这一过程中需要注意的是，涉及不同地区、阶层、部门甚至个人的利益分配应公平合理、公开透明。

要成功完成A股市场的改革，除了要贯彻落实各项改革方案外，经济的基本面也对改革起着重要的支持作用。袁淑琴表示，对中国的经济前景乐观看好。她认为，城镇化进程将是未来中国经济发展的重要推动力，将影响中国经济未来几十年的发展，这是中国政府面临的一个重大课题，也将是巨大的挑战。“以出口拉动经济增长的模式已经不可持续，城镇化将可提高居民消费，促进内需，提高中国经济内部增长的能力。”袁淑琴说，相信城镇化进程一定能将中国经济带上一个新台阶。但是，在这一过程中，需要注意的是，涉及不同地区、阶层、部门甚至个人的利益分配应公平合理、公开透明。”

此外，对于今年中国的经济形势，袁淑琴持谨慎乐观的态度。她认为，全球经济潜在的危机尚未解决，但是中国作为全球经济发展的火车头，通过城镇化进程释放出大量的内需还将支持中国经济长足发展，中国也需要顺应经济发展的形势，参照亚洲四小龙此前的发展轨迹并学习发达国家成熟的管理经验以及先进的技术，把产业逐渐从低端的劳动密集型转向高端的技术以及资本密集型发展，真正提高自身的竞争能力，才能实现经济的持续繁荣发展。



徐欢/摄