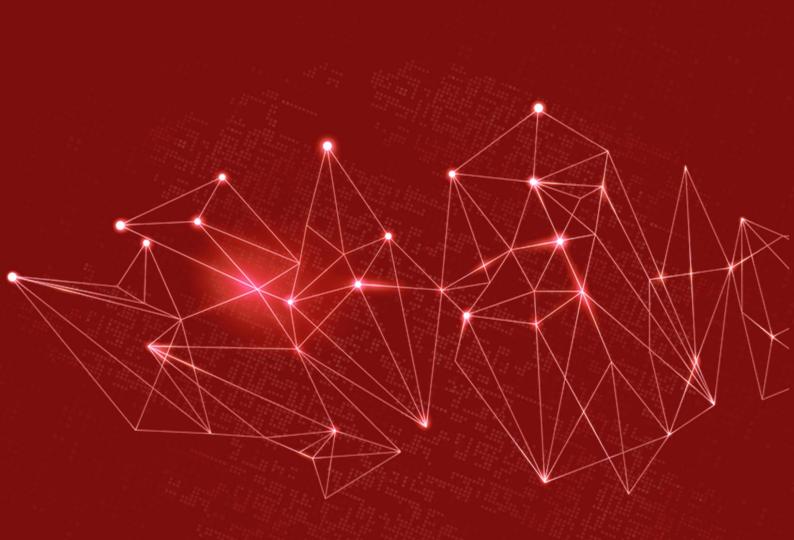


公募基金对外投资 是否实现了全球布局?

2024年6月



摘要

近年来,QDII基金增势迅猛,多次出现限购。当本国金融资产的回报水平下降时,海外布局是重要的拓展路径。过去得益于中国经济高速增长,不进行全球布局也可以获得较高的资产收益。但目前中国处于低利率周期中,经济增速放缓,境内资产收益下降,海外资产配置需求大幅增加。

QDII 制度的主旨在于允许境内金融实体投资于国际市场,实现资产配置的全球化和风险分散。然而,本报告发现,QDII 基金实则较多投资于中国香港及美国市场的中资企业股票和债券,并未完全实现全球布局。截至 2023 年末,被动型QDII 基金规模中,47.15%跟踪香港市场指数,23.16%跟踪中概股相关指数;主动型QDII 基金持仓规模中,中概股占股票投资的 58.03%; QDII 基金债券投资中,62.71%投向美国国债,18.36%投向中资海外债。由于中资企业的运行周期和与国内经济金融环境息息相关,此类投资难以真正实现风险分散化。

本报告对基金公司境外投资业务相关专家进行了深度访谈和问卷调研,发现公募基金难以实现全球布局的原因包括调研投研成本高、信息不对称、人才成本高、QDII 额度不足、客户偏好本土资产、地缘政治风险、跨国官司成本高、汇率波动风险、基金公司委托代理问题等。

对此,本报告提出以下政策建议: 1)鼓励开发 QDII-ETF 及 QDII-FOF 产品; 2)鼓励港股通纳入更多跨国公司; 3)完善跨境 TRS 等衍生品监管细则; 4)优化基金管理人激励机制; 5)鼓励设立海外子公司,加强海外合作。

成稿时间: 2024年6月19日 | 总第97期 | 2023-2024学年第23期

联系人: 程云 (0755-26032270, chengyun@phbs.pku.edu.cn)

北大汇丰智库金融组(撰稿人: 巴曙松、刘柏霄、马琳琳、吴佳璇、詹星意、张霄。作者感谢招银国际资产 管理部经理方堉豪、南方基金研究员朱伟豪,以及广发基金、华安基金、招商基金、华泰柏瑞基金、汇添富 基金、国海富兰克林基金、长信基金、平安基金、宝盈基金相关专家对本报告的贡献。)

一、全球布局的必要性

现处的资产价格周期: 2023 年,多国股票市场表现突出(表 1),许多发达经济体的债券市场也享有较高收益率(表 2)。过去得益于中国经济高速增长,不进行全球布局也可以获得较高的资产收益。但目前中国处于低利率周期中,经济增速放缓,境内资产收益下降,必须加大海外资产配置。此外,从近十年的股指收益和波动看,多个市场的股指收益率较中国大陆高而波动率较中国大陆低,全球布局有助于增加投资组合收益、降低投资组合波动率(图 1)。

表 1: 主要经济体 MSCI 指数涨跌幅(2023年全年)

区域	涨跌幅(%)	区域	涨跌幅(%)	区域	涨跌幅(%)
匈牙利	45.48	瑞典	20.98	哥伦比亚	2.27
波兰	44.98	德国	19.92	菲律宾	1.71
希腊	44.19	印度	19.55	新加坡	0.41
埃及	37.73	法国	18.75	挪威	-0.36
墨西哥	36.22	日本	17.83	智利	-1.18
意大利	31.69	瑞士	13.35	南非	-1.62
秘鲁	30.15	奥地利	12.78	俄罗斯	-2.73
丹麦	29.65	加拿大	12.60	卡塔尔	-2.88
西班牙	28.21	澳大利亚	9.95	阿联酋	-2.96
中国台湾	26.91	英国	9.51	马来西亚	-7.20
美国	25.05	以色列	9.29	芬兰	-8.22
荷兰	23.67	葡萄牙	5.05	土耳其	-8.90
巴西	23.39	比利时	4.14	泰国	-12.56
爱尔兰	22.92	新西兰	3.37	中国大陆	-13.26
韩国	21.65	印度尼西亚	3.31	中国香港	-17.83

表 2: 主要经济体债券收益率(2023年全年平均)

地区	综合债券指数回报(%)	10 年期国债收益率(%)	S&P 国债评级
中国大陆	2.90	2.277	A+
中国香港	7.32	3.954	AA+
中国台湾	7.25	1.635	AA+
美国	5.61	4.659	AA+
加拿大	9.10	3.764	AAA
德国	9.56	2.485	AAA
法国	10.53	3.008	AA
意大利	13.04	3.911	BBB
英国	10.57	4.303	AA
西班牙	10.72	3.326	Α
荷兰	10.38	2.744	AAA

地区	综合债券指数回报(%)	10 年期国债收益率(%)	S&P 国债评级
丹麦	9.67	2.523	AAA
瑞士	17.18	0.692	AAA
澳大利亚	6.68	4.419	AAA
新西兰	6.84	5.036	AA+
日本	-5.38	0.873	A+
韩国	7.03	3.614	AA
新加坡	6.51	3.434	AAA
马来西亚	2.53	3.99	Α-
泰国	5.25	2.795	BBB+
菲律宾	7.08	6.909	BBB+
印度	8.78	7.193	BBB-

注: 综合债券指数回报率为 Bloomberg 统计的各国 Total Return Index Unhedged USD, 以中国为例,指数名称为 Bloomberg Global Agg - China Total Return Index Unhedged USD, Bloomberg 代码为 I03376US。

数据来源: Bloomberg, 10 年期国债收益率来源 www.worldgovernmentbonds.com, 北大汇丰智库-北京大学汇丰金融研究院资管研究中心整理。

	累计收益率	月度波动率		累计收益率	月度波动率
丹麦	198.68	4.88	阿联酋	-0.69	6.67
美国	157.41	4.44	泰国	-1.11	5.68
印度	126.27	5.54	奥地利	-1.24	7.89
中国台湾	120.32	5.76	德国	-2.36	5.77
荷兰	84.46	5.58	西班牙	-7.92	6.12
匈牙利	70.07	8.12	菲律宾	-8.89	5.57
秘鲁	48.47	7.48	中国香港	-10.18	5.58
瑞士	42.43	4.01	中国大陆	-12.10	6.78
法国	41.36	5.44	英国	-14.44	4.71
爱尔兰	35.16	6.06	卡塔尔	-17.90	5.63
日本	33.86	4.07	埃及	-18.20	8.01
加拿大	24.71	5.19	巴西	-18.86	10.03
印度尼西亚	21.65	6.08	葡萄牙	-19.51	5.63
瑞典	17.80	5.61	比利时	-19.69	5.56
新西兰	15.83	6.01	挪威	-20.85	6.18
韩国	15.50	6.48	南非	-21.67	7.27
意大利	15.22	6.50	新加坡	-25.01	5.39
捷克共和国	7.38	6.68	波兰	-31.87	8.36
澳大利亚	6.09	5.95	智利	-40.41	7.46
以色列	1.18	5.86	土耳其	-41.49	9.82
墨西哥	1.08	6.83	马来西亚	-50.71	4.47
芬兰	0.11	4.92	希腊	-77.80	10.57

图 1: 主要经济体近十年 MSCI 指数表现

注:根据 2014 年 1 月至 2023 年 12 月的月度涨跌幅计算。

经典投资组合理论: 受全球产业链分工差异和区域经济发展阶段差异的影响,各国资产价格周期存在差异,主要经济体股市指数波动周期存在一定时间差。A股与大部分经济体的股市相关性均较弱(图 2),与此相比,A股和中概港股的相关性为 0.96,和中概美股的相关性为 0.78,明显高于 A股和其他区域股票的相关性。现代投资组合理论指出,投资者应该持有多元化的资产组合分散风险[1][2][3]。配置中概股难以起到分散风险的作用,公募基金应更多关注和 A股关联度较低的资产。配置海外资产有利于降低投资组合中的资产相关性,进而对冲国家和产业的特异性风险,提高抵抗单一经济体波动的风险。

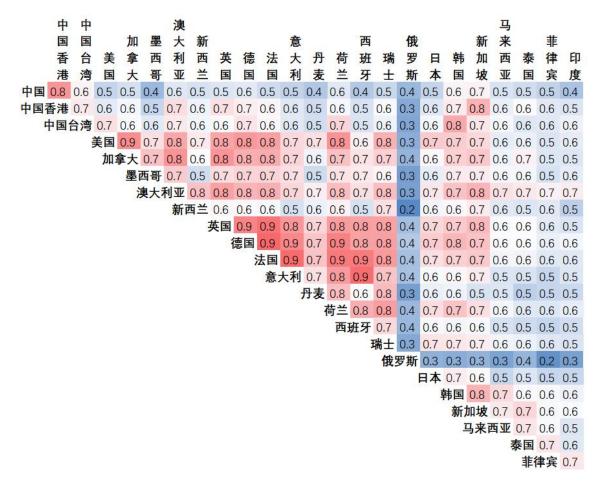


图 2: 主要经济体 MSCI 指数相关性

注:根据 2010 年 1 月至 2023 年 12 月的月度涨跌幅计算指数间的 Pearson 相关系数。数据来源:Wind,北大汇丰智库-北京大学汇丰金融研究院资管研究中心整理。

公募基金的本土偏好(Home bias^[4])现象十分突出。晨星数据显示,中国开放式基金投资于本国市场的比重远高于中国在全球股票市场的比重,两个比重间的差值和发达经济体差距甚远(图 3)。学术研究显示,本土偏好可能会导致投资组合收益率水平下降、投资组合效率低下^[5]、金融风险加剧^[6]。

	开放式股票型基金 本地敞口占比	全球股票指数中 市值占比	差值	2023MSCI股指 涨跌幅
中国大陆	88.36	2.70	85.66	-13.26
美国	76.55	61.16	15.39	25.05
英国	24.88	3.37	21.51	9.51
法国	31.42	2.39	29.03	18.75
德国	16.67	1.93	14.74	19.92
瑞士	13.97	2.34	11.63	13.35
日本	19.17	6.62	12.55	17.83
韩国	37.39	1.42	35.97	21.65
加拿大	29.55	2.69	26.86	12.60
澳大利亚	33.66	1.78	31.88	9.95
新西兰	21.13	0.09	21.04	3.37
新加坡	4.18	0.37	3.81	0.41
印度	93.12	2.24	90.88	19.55

图 3: 开放式股票型基金本地敞口占比 vs 全球股票指数中市值占比(单位:%)

注: 仅统计初始基金, 且基准货币为本地货币的基金。全球股票指数参照 S&P Global BMI。数据截至 2024 年 3 月 31 日。

数据来源: Morningstar, 北大汇丰智库-北京大学汇丰金融研究院资管研究中心整理。

二、公募基金对外投资现状

1、境外投资渠道

近年来,随着中国资本市场对外开放水平的不断提升,境内主体对境外资产配置的需求日益增长,QDII(Qualified Domestic Institutional Investors,合格境内机构投资者)、港股通、债券"南向通"等对外投资渠道的逐渐成熟使得更多的境内金融机构得以走出国门,参与到国际资本市场的竞争与合作中。

QDII 制度的主旨在于允许境内金融实体(包括商业银行、信托公司、证券公司、基金管理公司以及保险公司)投资于国际市场,为金融机构代客境外理财业务提供制度保障,有助于实现资产配置的全球化和风险分散。2001年至今,我国QDII 制度历经探索、筹备、全面推行阶段,最终形成规范性制度^[7]:

探索阶段: QDII 制度的建立最早可追溯至 2001 年,香港特别行政区政府向国务院呈交报告,建议设立特许内地机构投资者制度。2003 年,时任中国人民银行副行长、国家外汇局局长郭树清透露,正在研究 QDII 如何投资境外资本市场,探索允许少数符合条件的非银行金融机构将一定比例的资产用于境外运作^[8]。

筹备阶段: 2004年9月,原中国保险监督委员会发布《保险外汇资金境外运用管理暂行办法》,允许合格保险公司从事外汇资金的境外运用,进而在 2005年发布《关于保险外汇资金投资境外股票有关问题的通知》,允许保险外汇资金投资境外股票。同年7月21日,央行宣布我国开始实行以市场供求为基础、参考一篮子货币进行调节、有管理的浮动汇率制度。QDII 实施的条件趋于成熟。

全面推行阶段: 2006年4月13日央行发布公告^[9], 2006年4月17日《商业银行开办代客境外理财业务管理暂行办法》发布,标志着QDII完成了从试点到制度的转变。2007年6月18日,中国证监会发布《合格境内机构投资者境外证券投资管理试行办法》及《关于实施<合格境内机构投资者境外证券投资管理试行办法>有关问题的通知》标志着我国QDII业务的全面提速,使基金类QDII、券商类QDII等业务取得了与银行类QDII业务同等的法律地位^[10]。

同时,我国不断探索与国际金融市场接轨的不同形式,推出了港股通和债券"南向通",允许境内投资者通过互联互通机制投资香港股票市场及债券市场。 2014年沪港通开通,2016年深港通开通,2021年债券"南向通"正式启动,为境内投资者提供了便捷高效的境外投资渠道。

表 3: 公募基金境外投资渠道

	QDII 基金	港股通	债券"南向通"	跨境 TRS
额度	截至 2024 年 5 月, 证	每日额度 840	年度总额度5000	具备 TRS 业务资格的券
限制	券类机构累计批准	亿元	亿元,每日额度	商按照2024年1月末的
	921.7 亿美元 QDII 额度		200 亿元	金额为上限进行额度管
				理
可投	货币市场工具;政府债	恒生大型股指	境外发行并在香	挂钩标的应当具备公允
范围	券、公司债券、可转换	数成分股、恒	港债券市场交易	的市场定价、良好的流
	债券、住房按揭支持证	生中型股指数	流通的所有港元	动性,包括但不限于股
	券、资产支持证券等证	成分股,恒生	和人民币债券。	票、股票指数、大宗商
	券;证监会准许地区的	小型股指数成		品等。收益互换业务不
	股票类产品及公募基	分股、同时在		得挂钩私募基金及资管
	金;结构性投资产品;	上交所和港交		计划等私募产品、场外
	经证监会认可的金融衍	所上市的 A+H		衍生品,证监会认可的
	生产品。	公司。		情形除外。
灵活	额度限制严格,汇率敏	额度宽松,但	额度限制较严	调仓困难,灵活性无法
性	感度较高,但投资标的	投资标的限制	格,交易登记程	保证,但汇率敏感度较
	限制较宽松。	较严格。	序待优化。	低。

1) QDII 基金

截至 2023 年 12 月,基金公司与证券公司累计批准 905.5 亿美元 QDII 额度,折合人民币约 6,447.52 亿元,QDII 基金规模占额度的比例逐年上升(图 4)。2023 年末,我国公募基金市场中共有 281 只 QDII 基金,总规模约 4,169.82 亿元(图 5,仅统计初始基金)。近年来,QDII 基金增势迅猛,2023 年 QDII 基金数量同比增加 26.58%,规模同比增加 27.60%。截至 2023 年末,78.15%的 QDII 基金为跟踪指数的被动型基金,仅有 21.85%为主动型基金。



图 4: 证券类 QDII 累计批准额度及已使用额度占比(单位: 亿美元, %)

注:已使用额度=人民币计价 QDII 基金规模/(年末汇率*美元计价证券类 QDII 累计批准额度)数据来源:Wind,国家外汇管理局,北大汇丰智库-北京大学汇丰金融研究院资管研究中心

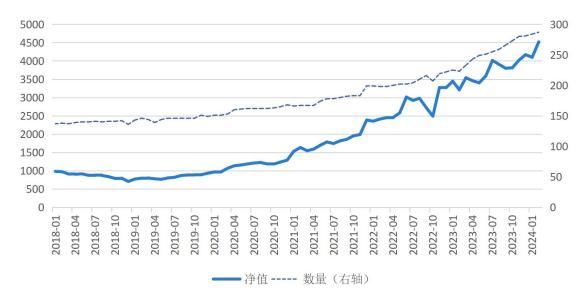


图 5: QDII 基金规模(单位: 亿元, 只)

表 4: 证券类 QDII 监管政策

文件名称	主要内容
《合格境内机构投资者境	投资者资格条件:净资产不少于2亿元人民币的基金管理公司
外证券投资管理试行办法》	和净资本不低于8亿元人民币的证券公司
《中国证券监督管理委员	投资范围 :货币市场工具;政府债券、公司债券、可转换债券、
会关于实施<境内机构投资	住房按揭支持证券、资产支持证券等证券;证监会准许地区的
者境外证券投资管理试行	股票类产品及公募基金;结构性投资产品;经证监会认可的金
办法>有关问题的通知》	融衍生产品。
	投资比例限制:同一家银行存款不超过 20%,同一机构发行证
	券不超过 10%

资料来源:北大汇丰智库-北京大学汇丰金融研究院资管研究中心整理。

2) 港股通

截至 2023 年末除 QDII 基金外, 8,319 只可投资股票的基金中, 共有 2,095 只持有港股, 持有港股市值 3,210.61 亿元, 占这 8,319 只基金股票投资的 5.86%(图 6)。其中, 可投资股票的主动型基金持有港股市值 2,718.12 亿元, 占其股票投资的 7.54%。



图 6: 公募基金港股投资(单位: 亿元, %)

注: 仅统计非 ODII 的初始基金。

数据来源: Wind, 北大汇丰智库-北京大学汇丰金融研究院资管研究中心整理。

港股通允许内地投资者使用人民币在香港交易所进行香港股票交易,交易规则见表 5。2018 年 5 月 1 日起,沪港通及深港通下的港股通每日额度分别为 420 亿元(沪深各 420 亿)。2023 年平均每日投资额度余额达 808.82 亿元(图 7),投资额度较充裕。2023 年平均每日成交金额为 280.09 亿元,同比上升 2.42%(图 8)。

表 5: 港股通交易规则

具体内容
投资者可以投资恒生大型股指数成分股、恒生中型股指数成分股,恒生
小型股指数成分股、同时在上交所和港交所上市的 A+H 公司。
T+2
竞价限价盘: 有指定价格的买卖盘
增强限价盘:指定申报价格申报要在最优十档内,最优十档即时成交,
剩余使用输入价格转限价盘
投资者通过港股通买卖港股通股票,均以港币报价成交,实际支付或收
取人民币。参考汇率为人民币真实成本价(市值)/当日参考买入汇率
印花税:直接投资港股需要缴纳双边印花税,通过港股通投资可以降低
一半印花税支出
交易费用(券商收取): 千分之 1.5
香港联交所收取的交易费用同样为双边收取,为成交金额的 0.0565‰

资料来源:北大汇丰智库-北京大学汇丰金融研究院资管研究中心整理。

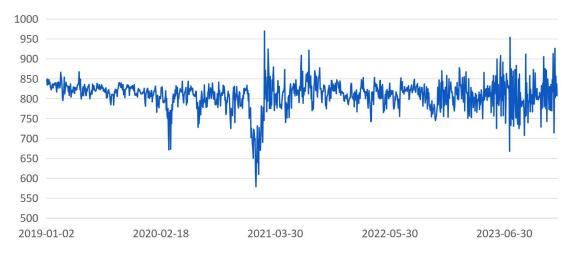


图 7: 港股通每日投资额度余额(单位: 亿元)

数据来源: Wind, 北大汇丰智库-北京大学汇丰金融研究院资管研究中心整理。

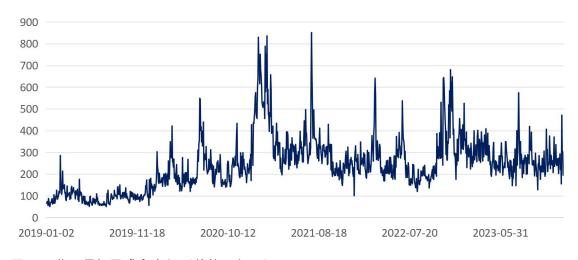


图 8: 港股通每日成交金额(单位: 亿元)

3) 债券"南向通"

2021年9月,《关于开展内地与香港债券市场互联互通南向合作的通知》颁布,债券"南向通"正式上线运行。截至2024年2月,托管数量为734只,托管总规模3,982.7亿元。但Wind数据显示,在债券型、混合型、FOF型公募基金的前十大重仓债券中,仅有境内市场发行的债券,没有香港交易所的"南向通"债券,较少有公募基金通过债券"南向通"投资境外债券。

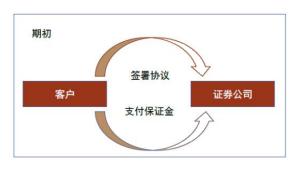
表 6: 债券南向通规则整理

	··-···-
规则	具体内容
投资额度	年度总额度 5000 亿元等值人民币,每日额度 200 亿元等值人民币。
资质要求	41 家一级交易商银行和有 QDII/RQDII 资格的投资者。
交易对手	香港金融管理局指定的做市商
托管模式	直联托管模式(上海清算所和香港金管局债务工具中央结算系统直联)和全
	球托管模式(工商银行、中国银行和中信银行)
结算周期	T+1、T+2 和 T+3 三种结算周期
交易模式	仅支持做市商模式
投资标的	境外发行并在香港债券市场交易流通的所有券种

资料来源:北大汇丰智库-北京大学汇丰金融研究院资管研究中心整理。

4) 跨境 TRS

跨境 TRS(Total Return Swap,总收益互换)指金融机构与符合条件的客户约定在未来一定期限内,针对特定资产的收益与固定利率进行现金流的交换。即一方向另一方支付固定利率以换取另一方向其支付特定基础资产的总收益,一般不发生本金交换和实物交割。TRS由于其互换交易的性质(图 9),不需要交换本金,即不发生实质的跨境资金流通,仅在期末交换票息和损益,结算货币均为人民币,因此其额度不受外汇管制限制。



期末 返还保证金本息 支付标的债券 资本利得和利息 **证券公司** 支付境外融资成本

图 9: 跨境 TRS 运作流程

资料来源:中国证券业协会,中金公司研究部

尽管没有公开渠道统计通过跨境 TRS 投资海外资产的规模,但多名业内人士称,受高收益和低汇率敏感度吸引,这是目前资管机构,特别是私募基金参与境外市场的重要方式之一[11]。目前获得跨境业务试点资格的券商共有 10 家,包括中信证券、海通证券、国泰君安、华泰证券、招商证券、广发证券、中金公司、中信建投、中国银河、申万宏源证券。据财联社 2024 年 3 月报道,有跨境 TRS 资格的数家券商已被要求以 2024 年 1 月末投资余额时点为限,禁止新增跨境 TRS 投资。

5) 持有存在境外业务的 A 股公司

除 QDII 和港股通,公募基金也可通过持有发展境外业务的 A 股公司间接实现境外投资,获得境外经济增长产生的收益。公募基金(除 QDII 基金)持仓的 A 股公司 19.15%披露了海外业务收入(仅统计截至 2024 年 4 月 12 日已披露 2023 年年报的公司)。按公募基金持单只股票市值占公募基金持 A 股总市值比重加权,公募基金持仓的 A 股公司海外业务收入占主营业务收入的比重达 8.33%。可以粗略地认为,约有 4,314.44 亿元的公募基金投资额通过 A 股公司获得了境外业务收益(表 7)。关于上市公司开展境外业务的监管规定见表 8。

表 7: 公募基金通过 A 股获得境外业务收益投资额前 30(2023年报,除 ODII 基金)

	公募基金持股市值	海外业务收入占	通过A股获得境外业务
证券简称	(亿元)	主营业务收入(%)	收益的投资额(亿元)
药明康德	493.70	81.81	403.90
宁德时代	901.63	33.89	305.59
澜起科技	232.41	84.30	195.92
美的集团	320.25	43.85	140.43
沪电股份	129.38	84.12	108.83
万华化学	218.79	45.63	99.84
海尔智家	160.50	52.13	83.66
晶晨股份	89.70	90.23	80.94
通富微电	103.05	78.35	80.75
中芯国际	395.46	19.92	78.79
康龙化成	94.71	82.92	78.53
凯莱英	85.75	81.14	69.58
歌尔股份	69.24	95.32	66.00
中油资本	5.50	1195.25	65.69
翱捷科技	64.16	81.03	51.99
比亚迪	182.78	27.13	49.60
洛阳钼业	60.09	82.48	49.57
石头科技	95.02	48.95	46.51
泰格医药	101.60	42.89	43.58

八井井人社四六片	**************************************	2 4 m 共和原 4 m 左
公募基金狩股市值	海外业务收入占	通过A股获得境外业务
(亿元)	主营业务收入(%)	收益的投资额(亿元)
78.53	55.38	43.49
1454.13	2.96	43.07
50.80	79.67	40.47
74.34	53.96	40.11
48.32	82.09	39.67
52.32	71.84	37.59
68.34	51.14	34.95
110.36	31.32	34.56
76.02	45.30	34.44
101.21	33.72	34.12
79.02	39.25	31.02
	78.53 1454.13 50.80 74.34 48.32 52.32 68.34 110.36 76.02 101.21	(亿元)主营业务收入(%)78.5355.381454.132.9650.8079.6774.3453.9648.3282.0952.3271.8468.3451.14110.3631.3276.0245.30101.2133.72

数据来源: Wind, 北大汇丰智库-北京大学汇丰金融研究院资管研究中心整理。

表 8: 证券类 ODII 监管政策

表 8: 证券类 QDII	监管政策	
文件名称	文号	主要内容
《上市公司监管指	证监会	规范上市公司募集资金的管理和使用:
引第2号——上市	公告	上市公司募集资金原则上应当用于主营业务。除金融类企业外,募集资
公司募集资金管理	[2022]	金投资项目不得为持有交易性金融资产和可供出售的金融资产、借予他
和使用的监管要求	15 号	人、委托理财等财务性投资,不得直接或间接投资于以买卖有价证券为
(2022年修订)》		主要业务的公司。
《关于进一步引导	国办发	限制境内企业开展 与国家和平发展外交方针、互利共赢开放战略以及宏
和规范境外投资方	[2017]	观调控政策不符的境外投资,包括:1) 赴与我国未建交、发生战乱或
向的指导意见》	74 号	者我国缔结的双多边条约或协议规定需要限制的敏感国家和地区开展
		境外投资。2)房地产、酒店、影城、娱乐业、体育俱乐部等境外投资。
		3) 在境外设立无具体实业项目的股权投资基金或投资平台。4) 使用不
		符合投资目的国技术标准要求的落后生产设备开展境外投资。5)不符
		合投资目的国环保、能耗、安全标准的境外投资。其中,前三类须经境
		外投资主管部门核准。
		禁止境内企业参与 危害或可能危害国家利益和国家安全等的境外投资,
		包括:1) 涉及未经国家批准的军事工业核心技术和产品输出的境外投
		资。2) 运用我国禁止出口的技术、工艺、产品的境外投资。3) 赌博业、
		色情业等境外投资。4) 我国缔结或参加的国际条约规定禁止的境外投
		资。5) 其他危害或可能危害国家利益和国家安全的境外投资。
	L 4 11 -	+ 1 × - + 0 = 1 + 1 + 1 + 1 + 1 + 1 + 1 + 1 + 1 + 1

资料来源:北大汇丰智库-北京大学汇丰金融研究院资管研究中心整理。

2、境外投资标的分布

1) 资产类别:股票为主

QDII 基金方面,以股票型基金为主。Wind 数据显示,截至 2023 年末,QDII 基金中股票型、混合型、债券型、另类型基金数量分别为 183 只、55 只、25 只、

18 只,规模占比分别为 84.89%、9.97%、4.42%、0.73%。另类型 QDII 基金主要投资于黄金、原油、贵金属以及海外房地产信托(REITs)等另类资产,规模和数量占比均较小。除 ETF 基金外的 QDII 基金中,股票、债券、基金、现金占总资产比重分别为 80.75%、4.87%、6.82%、5.92%。互联互通方面,公募基金主要通过"港股通"投资香港股市,许多基金持有"港股通"标的,而几乎没有公募基金通过债券"南向通"投资境外债券市场,因此互联互通的出境渠道主要投向股票资产。此外,持有的 A 股公司发展海外业务,对公募基金而言也是股票投资。因此,公募基金对外投资的资产类别以股票为主。

2) 股票地区: 香港和美国市场为主, 中概股占比过半

QDII: Wind 数据显示, QDII 基金主要投向中国香港、美国市场,小部分投向越南、印度等新兴市场(表9)。截至2023年末,主动型QDII 基金持仓前3的港股为腾讯、阿里巴巴、香港交易所,持仓前3的美股为微软、拼多多、英伟达(表10)。中概股(办公地址在中国境内的企业)占主动型QDII 基金股票投资的58.03%。主动型QDII 基金的港股投资中,87.63%为中概股;主动型QDII 基金的美股投资中,19.28%为中概股。而中概股市值占港股市值仅78.43%,占美股市值仅2.30%。总体而言,中概股在QDII 基金的股票投资中占比较高。

表 9: QDII 基金股票投资区域分布(2023年报)

地区	投资市值(万元)	占比(%)	地区	投资市值(万元)	占比(%)
中国香港	18,394,603.95	60.81	丹麦	1,802.92	0.01
美国	9,249,167.58	30.57	瑞典	1,800.31	0.01
中国	1,615,181.29	5.34	荷兰	1,693.81	0.01
越南	482,378.16	1.59	俄罗斯	1,614.99	0.01
日本	86,472.13	0.29	西班牙	1,538.34	0.01
印度	78,748.78	0.26	巴西	356.35	0
中国台湾	61,968.38	0.2	墨西哥	298.5	0
德国	55,967.29	0.19	比利时	251.6	0
法国	46,802.20	0.15	爱尔兰	180.11	0
澳大利亚	45,013.94	0.15	南非	166.15	0
韩国	44,360.75	0.15	芬兰	58.45	0
英国	33,430.69	0.11	奥地利	56.72	0
瑞士	11,263.18	0.04	希腊	54.25	0
新加坡	9,690.65	0.03	匈牙利	45.53	0
意大利	8,448.14	0.03	波兰	44.86	0

地区	投资市值(万元)	占比(%)	地区	投资市值(万元)	占比(%)
印尼	7,554.12	0.03	土耳其	32.68	0
加拿大	5,039.13	0.02	智利	16.91	0
泰国	3,822.71	0.01	葡萄牙	7.44	0
挪威	1,835.68	0.01			

数据来源: Wind, 北大汇丰智库-北京大学汇丰金融研究院资管研究中心整理。

表 10: 主动型 QDII 基金投资美股、港股前 30(2023年报)

	美股		····· 港/	股
序号	投资证券名称	持有市值(万元)	投资证券名称	持有市值(万元)
1	微软(Microsoft)	152,465	腾讯控股	292,090
2	拼多多	109,451	阿里巴巴-SW	192,256
3	英伟达(NVIDIA)	103,511	香港交易所	124,197
4	超威半导体(AMD)	95,345	京东集团-SW	110,579
5	谷歌(Alphabet)	88,511	中国海洋石油	100,241
6	脸书(META PLATFORMS)	77,627	药明生物	84,326
7	台积电	63,941	美团-W	74,667
8	特斯拉(TESLA)	61,313	华住集团-S	68,995
9	SERVICENOW	53,067	新东方-S	58,365
10	亚马逊(AMAZON)	44,709	快手-W	46,606
11	奥多比(ADOBE)	37,677	巨子生物	45,697
12	苹果(APPLE)	34,392	百胜中国	43,536
13	好未来教育集团	31,664	网易-S	36,208
14	赛富时(SALESFORCE)	31,355	信达生物	32,529
15	阿斯麦	28,412	招商银行	29,918
16	PALO ALTO NETWORKS	25,464	森松国际	26,350
17	英特尔(INTEL)	25,452	科伦博泰生物-B	23,691
18	科天半导体(KLA)	20,424	金蝶国际	23,523
19	美光科技(MICRON TECH)	19,550	中国移动	22,611
20	SEA	18,933	中国电信	21,847
21	贝壳控股有限公司	18,620	中海物业	21,242
22	CROWDSTRIKE	17,080	紫金矿业	19,217
23	博通(BROADCOM)	15,284	友邦保险	18,550
24	高途集团	14,189	固生堂	18,295
25	富途控股	13,943	比亚迪电子	17,936
26	高通(QUALCOMM)	13,572	药明康德	17,504
27	新东方	13,048	康诺亚-B	17,157
28	CELSIUS	11,455	联想集团	16,667
29	VISA	11,408	中芯国际	16,386
30	阿里巴巴	11,344	百度集团-SW	16,278

港股通:公募基金(除QDII基金)持有的港股通企业办公地址85.49%在中国大陆,办公地址在中国香港的公司仅占13.58%,办公地址在其他国家的公司仅占0.93%(表11)。较多办公地址在中国香港或其他国家的公司,其主要业务同样集中于中国大陆(表12)。公募基金通过港股通对外投资的资金仍主要投向业务在中国的企业。

表 11: 公募基金持有港股通企业办公地区分布(2023年报,除 QDII基金)

省份	持股市值(亿元)	占港股投资(%)
北京	1062.23	33.09
广东省	723.18	22.53
香港特别行政区	435.89	13.58
上海	249.24	7.76
江苏省	233.60	7.28
山东省	175.91	5.48
浙江省	61.03	1.90
福建省	60.96	1.90
河北省	49.27	1.53
陕西省	30.88	0.96
四川省	27.60	0.86
天津	15.95	0.50
安徽省	15.38	0.48
河南省	12.54	0.39
辽宁省	9.08	0.28
澳门特别行政区	5.41	0.17
湖南省	5.28	0.16
江西省	2.41	0.07
湖北省	2.30	0.07
重庆	1.23	0.04
新疆维吾尔自治区	1.17	0.04
广西壮族自治区	0.28	0.01
其他	29.71	0.93

表 12: 办公地址为中国香港或其他的港股通企业(2023年报,除 QDII 基金持股市值前 40)

证券简称	持股市值(亿元)	地区	证券简称	持股市值(亿元)	地区
香港交易所	67.82	香港	中国黄金国际	5.28	其他
华润啤酒	41.69	香港	瑞声科技	5.06	香港
中国电力	26.52	香港	五矿资源	4.82	香港
中国海外发展	26.50	香港	周大福	4.69	香港
中国生物制药	16.91	香港	中国有色矿业	4.62	香港
汇丰控股	16.49	其他	昆仑能源	4.48	香港
石药集团	15.06	香港	长和	4.41	香港

证券简称	持股市值(亿元)	地区	证券简称	持股市值(亿元)	地区
波司登	14.41	香港	海丰国际	4.23	香港
和黄医药	13.79	香港	天能动力	4.22	香港
友邦保险	13.26	香港	中国海外宏洋集团	4.16	香港
中海物业	10.40	香港	中广核新能源	4.09	香港
越秀地产	9.79	香港	耐世特	3.93	香港
协鑫科技	9.56	香港	蒙牛乳业	3.58	香港
敏华控股	9.25	香港	中教控股	3.29	香港
华润置地	8.61	香港	万洲国际	3.17	香港
中国联通	7.42	香港	华润燃气	2.90	香港
创科实业	7.33	香港	中广核矿业	2.69	香港
吉利汽车	7.08	香港	同仁堂国药	2.33	香港
中国建筑国际	6.88	香港	石四药集团	2.23	香港
新秀丽	6.21	香港	中银航空租赁	2.16	其他

数据来源: Wind, 北大汇丰智库-北京大学汇丰金融研究院资管研究中心整理。

表 13: 主动型 QDII 基金投资行业分布(2023年报)

74 20	_ <) .	
	股票规模占比(%)	持仓美股行业分布(%)	持仓港股行业分布(%)
信息技术	31.18	62.90	23.57
可选消费	19.56	21.94	30.45
日常消费	13.13	2.20	3.59
医疗保健	9.79	5.55	16.97
金融	8.29	4.03	8.94
工业	3.27	0.76	4.32
能源	2.70	0.51	5.83
材料	1.54	0.19	1.53
电信服务	1.50	0.15	2.10
房地产	1.27	1.70	1.72
公用事业	0.45	0.04	0.99

注:根据 Wind 行业分类,互联网公司如亚马逊、阿里巴巴、拼多多、美团等分属可选消费。数据来源:Wind,北大汇丰智库-北京大学汇丰金融研究院资管研究中心整理。

3) 股票行业: 信息技术及可选消费为主

QDII: 截至 2023 年末,主动型 QDII 基金持仓的股票规模中,信息技术公司占比 31.18%,可选消费公司占比 19.56%,日常消费公司占比 13.13%,医疗保健公司占比 9.79%,金融公司占比 8.29%(表 13)。

港股通:除 QDII 基金外,公募基金持有的港股通中,信息技术、可选消费、医疗保健公司分布占比 25.53%、19.42%、15.54%(表 14),和 QDII 基金行业分布十分接近。腾讯是公募基金持有最多的港股通标的(表 15),占港股投资的 11.88%。

表 14: 公募基金持有港股通企业行业分布(2023年报,除 QDII基金)

行业	持股市值(亿元)	占港股投资(%)
信息技术	819.64	25.53
可选消费	623.42	19.42
医疗保健	498.96	15.54
能源	251.83	7.84
金融	226.55	7.06
电信服务	149.24	4.65
工业	149.19	4.65
日常消费	137.53	4.28
公用事业	131.11	4.08
房地产	112.35	3.50
材料	110.73	3.45

表 15: 公募基金持有港股通企业前 30(2023年报,除 QDII基金)

衣 15:	公寿奉玉持有港版进企	业削 30(2023 平报,	际 QDII 基金/	
序号	证券简称	持股市值(亿元)	省份	行业
1	腾讯控股	381.55	广东省	信息技术
2	中国海洋石油	164.39	北京	能源
3	美团-W	154.18	北京	可选消费
4	中国移动	124.75	北京	电信服务
5	快手-W	107.46	北京	信息技术
6	药明生物	91.25	江苏省	医疗保健
7	香港交易所	67.82	香港特别行政区	金融
8	金蝶国际	59.01	广东省	信息技术
9	信达生物	54.75	江苏省	医疗保健
10	中芯国际	52.98	上海	信息技术
11	小米集团-W	50.32	北京	信息技术
12	小鹏汽车-W	48.86	广东省	可选消费
13	理想汽车-W	46.33	北京	可选消费
14	长城汽车	42.02	河北省	可选消费
15	华润啤酒	41.69	香港特别行政区	日常消费
16	李宁	36.45	北京	可选消费
17	金斯瑞生物科技	34.65	江苏省	医疗保健
18	兖矿能源	32.45	山东省	能源
19	青岛啤酒股份	31.42	山东省	日常消费
20	巨子生物	30.88	陕西省	日常消费
21	海吉亚医疗	30.44	上海	医疗保健
22	华能国际电力股份	29.08	北京	公用事业
23	华润电力	28.78	广东省	公用事业
24	中国电力	26.52	香港特别行政区	公用事业
25	中国海外发展	26.50	香港特别行政区	房地产
26	康方生物	25.89	广东省	医疗保健

序号	证券简称	持股市值(亿元)	省份	行业
27	中国宏桥	22.53	山东省	材料
28	康诺亚-B	21.78	四川省	医疗保健
29	中国神华	21.73	北京	 能源
30	安踏体育	21.68	福建省	 可选消费

数据来源: Wind, 北大汇丰智库-北京大学汇丰金融研究院资管研究中心整理。

4) 债券: 美国国债占比最高, 中资海外债受青睐

截至 2023 年末,共有 59 只 QDII 基金投资债券,债券投资额约 182.48 亿元。 其中,债券型、混合型、股票型基金的债券投资市值分别为 168.82 亿元、6.88 亿元、6.78 亿元。根据 Wind 的 QDII 基金持债明细数据,2023 年末,QDII 基金债券投资中,50.49%投向美国中期国债,18.36%投向中(港)资海外债,12.22%投向美国短期国债,10.01%投向中国政策银行债,8.05%投向中国国债,不足 1%投向中国外的企业债券。

5) 基金: 投资地区和资产类型较多元

截至 2023 年末,被动型 QDII 基金规模中,47.15%跟踪香港市场指数,28.52%跟踪美国市场指数,23.16%跟踪中概股相关指数。跟踪指数行业分布方面,72.68%跟踪信息技术相关指数^[12],16.09%跟踪宽基指数^[13],6.90%跟踪医药相关指数^[14],1.80%跟踪油气相关指数^[15]。被动型 QDII 基金主要跟踪股票型指数,仅有少数跟踪 REITs 指数。主动型 QDII 基金中配置了相当体量的基金,持有基金市值达 69.35亿元,占主动型 QDII 基金资产总值的 7.45%。印度市场、黄金、全球主题的 QDII 基金往往更多持有基金(表 16、表 17)。虽然绝大部分 QDII 基金的名称里没有"FOF"字样,但实际为 Fund of Funds。

表 16: 持有基金较多的主动型 QDII 基金(2023 年报)

	** ************************************	· ·		
	证券简称	持有市值(亿元)	基金资产总值(亿元)	基金投资占总资产比例(%)
1	易方达原油 A 人民币	0.74	0.78	94.52
2	易方达黄金主题 A 人民币	1.24	1.32	94.50
3	嘉实黄金(QDII-FOF-LOF)	1.29	1.38	93.52
4	嘉实原油	0.66	0.71	93.26
5	摩根全球多元人民币 A	4.43	4.77	92.99
6	诺安全球黄金	2.77	2.98	92.94
7	汇添富黄金及贵金属 A	1.11	1.21	91.62
8	银华抗通胀主题	1.20	1.34	89.56
9	诺安油气能源	2.31	2.65	86.94
10	南方原油 A	4.09	4.88	83.85

	证券简称	持有市值(亿元)	基金资产总值(亿元)	基金投资占总资产比例(%)
11	景顺长城全球半导体芯片产业 A	2.27	2.86	79.27
12	华宝海外科技 A	9.39	11.87	79.16
13	摩根海外稳健配置 A	6.19	8.09	76.52
14	工银印度市场人民币	12.04	16.21	74.28
15	华夏海外聚享 A	0.28	0.40	70.84
16	招商普盛全球配置人民币	0.35	0.52	67.41
17	中信保诚全球商品主题 A	0.57	0.85	67.02
18	博时抗通胀增强回报	0.28	0.42	66.42
19	南方全球精选	10.27	15.46	66.39
20	中银全球策略 A	0.33	0.52	63.79

数据来源: Wind, 北大汇丰智库-北京大学汇丰金融研究院资管研究中心整理。

表 17: 主动型 QDII 基金持有较多的基金(2023年报)

	投资证券名称	持有市值(亿元)
1	T ROWE PRICE FUNDS SICAV - GLOBAL FOCUSED GROWTH EQUITY FUND	3.04
2	WELLINGTON GLOBAL QUALITY GROWTH FUND	2.98
3	ISHARES MSCI INDIA UCITS ETF	2.30
4	ISHARES MSCI INDIA ETF	2.27
5	WISDOMTREE INDIA EARNINGS	2.13
6	AMUNDI MSCI INDIA II	1.99
7	ARK NEXT GENERATION INTERNET ETF	1.95
8	ARK INNOVATION ETF	1.94
9	E FUND US DOLLAR MMF-I ACC	1.79
10	ARK FINTECH INNOVATION ETF	1.68
11	ISHARES GOLD TRUST	1.58
12	JPM MGD RESERVES-I ACC USD	1.47
13	JPM BETA USTRES 0-1 USD UCITS LN	1.46
14	JPM USD ULTSHT INC UCITS ETF LN	1.46
15	JPM BETA US TRE BD 0-3 USD A ETF	1.46
16	KRANESHARES CSI CHINA INTERNET ETF	1.43
17	ISHARES INDIA 50 ETF	1.36
18	SPDR GOLD SHARES	1.27
19	ARK GENOMIC REVOLUTION ETF	1.22
20	ISHARES SEMICONDUCTOR ETF	1.08

三、难以实现全球布局的可能原因

本报告对多家资管机构的境外投资业务相关专家进行了深度访谈和问卷调研, 共收集到 31 份有效问卷。参与调研的 10 家境内基金公司 QDII 额度达 197.2 亿美 元,占证券类 QDII 额度的 21.78%; QDII 基金规模共计 1,083.49 亿元,占 QDII 基金总规模的 25.89%(表 18)。根据问卷情况(图 10),可以将 QDII 基金较少 投资于别国资产的原因总结为四大类:一是信息获取成本,二是渠道限制,三是 行为因素,四是风险管理。值得一提的是,从全球资产收益情况(表 1、表 2)以 及问卷结果看,海外优质标的稀缺和对海外资产的收益预期并不是阻碍公募基金 全球布局的主要因素。

表 18: 参与问卷的基金公司 QDII 额度(数据截至 2023 年末)

机构名称	累计批准额度(亿美元)	QDII 基金规模(亿元)
南方基金管理股份有限公司	59.4	75.4
广发基金管理有限公司	42.8	557.9
华安基金管理有限公司	22.6	155.9
招商基金管理有限公司	20.5	3.5
华泰柏瑞基金管理有限公司	15.1	177.3
汇添富基金管理股份有限公司	14.9	88.8
国海富兰克林基金管理有限公司	12.0	21.9
长信基金管理有限责任公司	7.0	2.8
平安基金管理有限公司	2.0	0.0
宝盈基金管理有限公司	0.9	0.0

数据来源: Wind, 北大汇丰智库-北京大学汇丰金融研究院资管研究中心调研整理。



图 10: QDII 基金较少投资于别国资产的主要原因(认同度 1-5 分打分取平均分)数据来源: 北大汇丰智库-北京大学汇丰金融研究院资管研究中心调研整理。

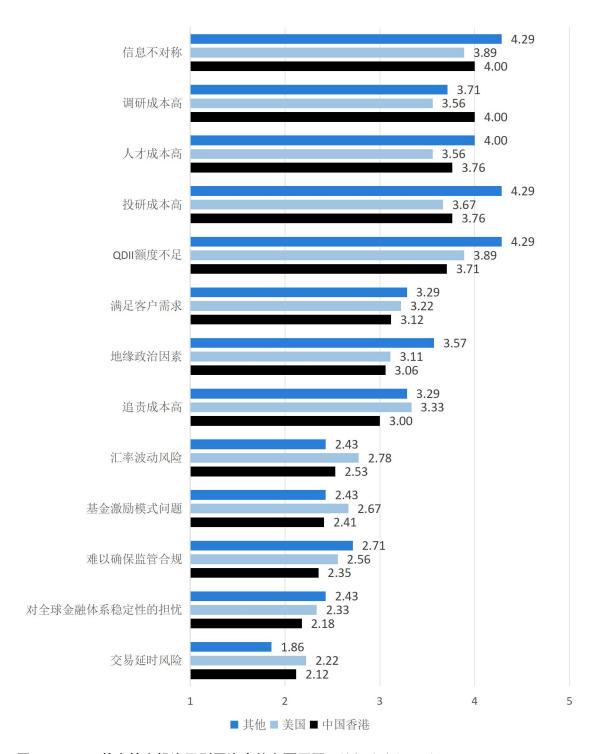


图 11: QDII 基金较少投资于别国资产的主要原因(按投资市场区分)数据来源: 北大汇丰智库-北京大学汇丰金融研究院资管研究中心调研整理。

1、信息获取成本

境内基金管理人获取境外市场信息的成本明显高于获取境内市场信息的成本。 无论按投资的市场还是按投资的资产类别区分,信息获取成本都是制约 QDII 基金 投资他国资产的最重要的因素(**图 11、图 12**)。 一方面,是调研投研成本。问卷结果显示,调研投研成本高以及信息不对称是阻碍公募基金实现全球布局最重要的因素。这包括时差、距离、出入境限制等因素导致的高调研成本,文化、语言等差异导致的信息不对称,以及交易机制、市场定价机制等差异导致的高投研成本。学术研究显示,由于本土信息优势,投资于本土企业可能获得更高的超额收益[16]。即使能够获取境外信息,本土信息优势形成的信息不对称仍是造成本土偏好的重要原因[17]。

另一方面,是人才成本。唐岳华等学者发现,基金经理的海外血统和对海外公司基本面信息的了解是他们在离岸市场获得信息优势的重要来源,离岸集中度较高的基金表现明显更好^[18]。但由于国际化人才的引进成本较高,目前国内基金公司的薪资待遇对在海外求学或工作的有海外投研能力的人才吸引力不足,因此国际化人才较稀缺,境内基金公司拥有的国际化投研力量非常有限。此外,国内学者研究发现,基金经理倾向于投资曾经工作过或者入籍的市场,由于中国基金经理境外工作区域相对局限于中国香港和美国,QDII资金也更多投向这些市场^[19]。

2、渠道限制

QDII 额度不足一定程度影响了公募基金全球布局。近年来,已使用的 QDII 额度比例逐年上升(图 4)。额度紧张多次引起 QDII 基金限购[20][21]。例如,2024年5月7日,国泰基金旗下标普 500ETF 暂停申购,长信全球债券宣布暂停大额申购业务。在此之前,华夏纳斯达克 100ETF、南方原油、广发道琼斯石油指数、交银中证海外中国互联网指数等海外基金也公告限购。Wind 统计显示,截至 2024年5月17日,617只 QDII 基金中,处于限购或"直接闭门谢客"状态的有 338只,占比 54.8%。此外,部分产品限购额度非常"迷你",如景顺长城纳斯达克科技市值加权联接将单日申购限额定为 10 元,华夏海外收益、华夏大中华信用精选的每日申购上限是 20 元,易方达香港小型股指数、景顺长城纳斯达克科技 ETF 联接人民币、工银印度基金人民币等产品的单日申购上限为 100 元。过半 QDII 基金限购,背后是快速增长的规模和紧缺的 QDII 投资额度[22]。

此外,额度限制了基金规模大小,进而限制了 QDII 基金的管理收益,较低的管理费收入难以支撑较高的投研成本,因而基金管理人较难投入开发全球化分散风险的产品。截至 2023 年末,每个证券类机构平均 QDII 额度为 12.07 亿美元,额度在 50 亿美元以上的仅有 3 家,而额度在 5 亿美元以下的多达 30 家。许多额度

在 5 亿美元以下机构尽管受批运营 QDII 基金,但由于批准额度过小,无法真正投入于境外投资业务。问卷调研显示,投资中国香港外其他市场,以及投资债券的基金管理人认为,QDII 额度不足是限制 QDII 基金全球布局最重要的原因(图 11、图 12)。此外,问卷受访者还提到政策激励不足、销售渠道有限、国内银行在海外托管和交易清算方面有较大提升空间同样阻碍了公募基金全球布局。

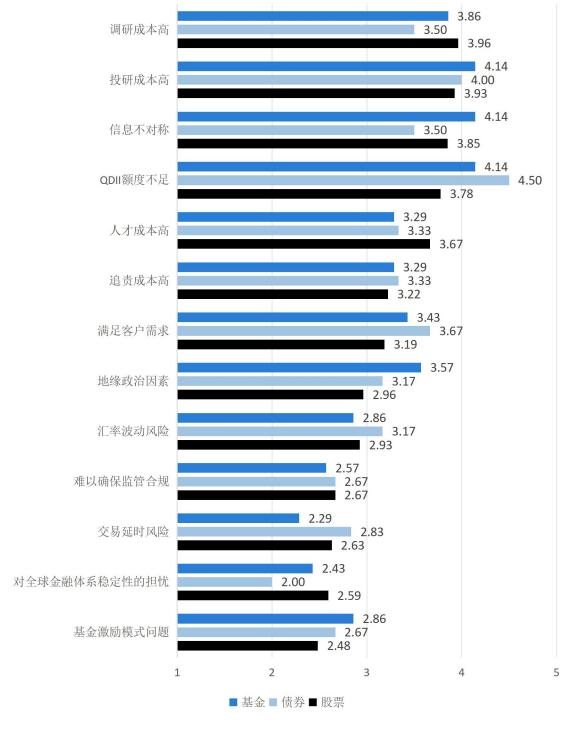


图 12: QDII 基金较少投资于别国资产的主要原因(按资产类别区分)数据来源: 北大汇丰智库-北京大学汇丰金融研究院资管研究中心调研整理。

3、行为因素

客户的行为倾向也导致了公募基金的本土偏好。境内基金投资人倾向于境内资产,对不熟悉的境外资产有高溢价要求,投资于境外市场的基金在境内市场的认可度较低。问卷结果显示,满足客户需求是仅次于信息获取成本高及渠道限制的重要限制因素(图 10)。学术研究发现,人们倾向于投资熟悉地区的资产,而高估外国资产的风险^[23]。本土偏好源于投资者存在的一种固有心理偏差,投资者注意力存在局限性,对非本地资产存在模糊性厌恶^[24]。基于 A 股的实证研究表明,个人投资者对本地公司的过度关注削弱了 A 股的定价效率,投资者的行为偏差对 A 股市场本土偏差现象极具解释力^[25]。

基金公司委托代理问题导致基金管理人全球分散风险的动力不足。基金经理的收入和基金规模密切相关,而和基金分散风险的能力关系较小,因而基金经理往往没有动力做全球布局为投资者分散风险。同时,投资境外资产的基金管理起来会涉及更多问题,但主动偏股型 QDII 基金收取的管理费率比例(平均 1.4%)和投资境内的主动偏股型基金(平均 1.2%)相差较小。此外,顺应客户需求、创造"爆款"产品对基金公司而言是更"经济"的选择,因此,基金公司不愿意投入精力为投资者的长期收益去进行投资者教育和全球布局。

4、风险管理

地缘政治风险以及对制裁和打压措施的担忧也导致基金管理人不愿意进行全球布局。俄乌战争爆发后,美西方出台了密集的对俄经济制裁措施,包括将部分俄罗斯银行移出 SWIFT 中的重要信息传输系统、限制俄罗斯央行动用其 6000 多亿美元的外汇储备、对俄罗斯部分主权债务施加交易限制、在最严厉的金融制裁清单 SDN 当中列入了 120 余家俄罗斯相关实体、部分俄罗斯银行被冻结资产^[26]。近年来,美国对华采取一系列干预和打压措施。近期仍有较多对中国企业和资金出海不利的信息在释放,包括美国参议院通过《生物安全法案》,对药明康德、华大基因等中国企业的海外业务将产生巨大冲击;美国众议院点名防范 TikTok 等对美国国安的威胁;欧盟公报发布了欧盟委员会关于对中国电动汽车进行登记的实施法规,将会作为欧盟对中国电动车征收追溯性关税的基础;美国商务部长吉娜·雷蒙多表示,美国有可能进一步收紧对中国获取先进芯片技术的控制等等^[27]。

境外追责成本高同样是阻碍原因之一。若基金所投资的境外公司出现财务造

假等问题,打跨国官司的成本高、难度大、周期长。跨国诉讼需要聘请国内和国外两方的律师,仅支付律师的费用就是一笔不小的开支。例如在欧美一些国家,律师每小时收费为数百美元。虽然在美国等可以采取风险代理的方式,也就是说打官司的费用由律师事务所全部承担,一旦打赢后,律师再按照约定的比例提取报酬。但这种风险代理的收费比例很高,远高于正常的代理费。而且,在一些英联邦国家还没有这种约定代理方式。在一些国家,如果被告提出反诉,法院还可能要求原告提供担保,这也是一不菲的费用[28]。相反,若中概股出现需要追责的情况,由于其企业总部在境内,相关诉讼的推进会更容易,成本更低,周期也更短。问卷调研显示,投资中国香港外其他市场,以及投资股票的基金管理人对追责成本高的重视度更高(图 11、图 12)。

汇率波动风险也是基金经理布局境外资产时存在的顾虑。投资境外资产需要额外考虑汇出汇入时的汇率波动问题,汇率的不确定性导致了投资回报的不稳定性,加大了产品收益管理的难度。汇率波动还可能导致投资收益下降,若被投资国货币贬值,投资所得的本币回报将减少,导致资本损失。债券类 QDII 产品非常需要考虑锁汇,因为债券类的收益水平本身就不高,如果遇到汇率波动,在市场极端的情况下,有可能损失一年的全部收益[29]。汇率风险管理也会导致基金管理成本增加,基金公司需要投入成本研究汇率波动并通过锁汇工具进行风险对冲。此外,近年来人民币贬值也导致了 QDII 已使用额度比例上升,汇率波动使海外资产布局的难度进一步提升。

四、政策建议

1、鼓励开发 QDII-ETF 及 QDII-FOF 产品

ETF 关注宏观趋势,投研成本相对更低。发展全球多个市场不同资产类别的 QDII-ETF,可以在投研成本较低的条件下,大大丰富中国投资者的可投资产类别,增强中国投资者通过全球布局实现风险分散的能力。

QDII-FOF 是目前较少见的产品类别,但大有发展空间。基金经理可着眼于大类资产配置,发展持有海外市场基金的 QDII-FOF 实现全球布局分散风险。例如,招商普盛全球配置这款 QDII 另类投资基金(表 16 No.16)就较好地实践了养老目

标风险策略。其业绩比较基准为: MSCI 全球权益指数(未对冲)收益率*54%+彭博巴克莱全球综合债券指数(未对冲)收益率*36%+中国人民银行人民币活期存款利率(税后)*10%。其投资目标为: 有效控制组合风险与保持资产流动性的基础上,通过全球化的资产配置和组合管理,实现组合资产的分散化投资,力争实现基金资产的长期稳健增值。此类基金通过全球资产分散化投资实现更长期的目标。自成立以来,复权单位净值增长近25%,同期增幅远超大部分投资境内的基金。

可以考虑对符合条件的 QDII-ETF 及 QDII-FOF 产品在设立、运营、投资等环节给予税收或费率优惠,鼓励其发展。例如,在设立环节对设立费用、注册费用等给予一定比例的优惠,降低其设立成本;在运营环节对管理费用、托管费用等进行税收减免;在投资环节对境外取得收益所缴纳的税款在境内予以抵免。

2、鼓励港股通纳入更多跨国公司

当前,尽管港股通机制已经为境内基金打开了境外投资的便捷渠道,但我们必须承认,在港股通中,优质的国际公司标的仍然较为稀缺。根据 2023 年末的统计数据,在所有纳入港股通的企业中,其办公地址位于中国大陆以外的比例仅为 19.93%。同时,较多办公地址在中国大陆以外的公司,其主要业务同样集中于中国大陆。这意味着,尽管港股通提供了便利的境外投资渠道,但投资者在选择时,能够接触到的真正具有国际化背景和实力的公司仍然有限。

港股通作为境内投资者投资境外股票的最便捷途径,其投资额度与交易机制的限制相对较小。如果能够将更多优质的跨国公司纳入港股通,那么境内金融机构将能够更便捷地实现全球布局。学术研究发现,持有跨国公司可以改善基金业绩——跨国公司的交易和信息成本较低,同时,跨国公司的境外收益可以有效减缓基金投资组合的本土偏见问题,形成有利可图的投资机会^[30]。境外跨国公司寻求在中国市场的深入布局将为港股通纳入更多优质国际公司标的提供可能。此外,鼓励国内公司出海并纳入港股通也能帮助金融机构解决境外投资机制限制问题。

随着监管政策的不断完善和市场机制的日益成熟,港股通在吸引国际资本、推动境内外市场互联互通方面的作用将进一步凸显。我们期待未来能够有更多的 跨国公司选择在港股上市,并纳入港股通机制。这将为境内投资者提供更多的投资选择,同时也将推动港股市场的进一步发展和国际化。

3、完善跨境 TRS 等衍生品监管细则

有跨境 TRS 资格的数家券商已被要求以 2024 年 1 月末投资余额时点为限,禁止新增跨境 TRS 投资。一些境内资金借道 TRS 投资城投境外债,市场猜测监管或出于防控城投企业新增隐形债务的风险而提出限额^[31]。去年,一些面临巨大还本付息压力的城投,将相对容易发行的一年期境外债当作短期过桥资金使用,并为此付出高昂的资金成本,包括比国内高的收益率以及认购资金借通道出境的成本等,存在较大风险^[32]。目前,部分城投境外债无法完成备案,难以进入下一步发行程序;一些银行也不再为城投境外发债开具有担保效力的备用信用证。

本报告认为,不应因为城投境外债风险而对跨境 TRS "一刀切"。TRS 的优势在于额度不受限制,其次汇率敞口小。由于不存在换汇交易等流程,其本金部分不受汇率波动的影响,仅损益部分存在外汇敞口,所受到的汇率风险也较低^[33]。尽管目前 TRS 通道仍存在费用较高、调仓困难等问题^[34],公募基金通过 TRS 投资于境外债券市场,可以弥补境外投资机制上的限制,同时丰富全球配置的资产标的。监管应完善跨境 TRS 管理细则,对城投境外债风险实施精准管控的同时鼓励通过 TRS 配置全球优质资产标的。

4、优化基金管理人激励机制

目前基金管理费基本只和规模挂钩,仅有一只 QDII 基金收取浮动管理费,这在一定程度上导致了基金管理人与基金投资者在收益需求上存在差异。为了使基金管理人的激励模式与基金投资者的利益更加趋于一致,在**管理费的计算**上应更多考虑**衡量收益和风险**的指标,如夏普率。

此外,当前基金管理人往往过于追求短期收益,而忽视了长期布局的考虑。 这种短视行为不利于基金的稳健发展,也无法为投资者带来持续稳定的回报。因 此,基金公司的激励机制中,应当更多地纳入**长期表现的考量**,鼓励基金管理人 关注长期回报,为投资者持续创造收益。

在现有的基金公司治理制度下,基金经理往往更倾向于为管理公司股东服务,而非为基金投资人服务。基金经理在决策时可能更多地考虑公司股东的利益,而非投资者的利益。为了改变这一现状,我们应当在利益分配机制中更多地反映管理人的长期风险收益能力,使得基金经理的利益与投资者的利益更加一致。

激励机制的优化可以参考国际经验:

- 1) 富兰克林·坦伯顿基金公司(Franklin Templeton Investments)基金经理年终奖的决定因素除了基金业绩的定量指标外,还有包括荐股价值、团队协作、管理基金/专户资产的复杂程度等定性指标。业绩考核包括了一年、三年及五年期的相对于比较基准的单期收益率。年终奖分为三部分以不同形式发放:50%-60%的现金,17.5%-25%的股权激励,以及17.5%-25%的基金份额。这种现金与长期激励相结合的薪酬结构,既能即时奖励基金经理当期的优秀业绩,又能将其与持有人长期利益有效绑定。在良好的激励机制运作之下,基金经理保有率水平相当高,经资产加权平均的任职时间达13.1年。[35]
- 2) 美洲基金(American Funds)的年终奖主要取决于税前一年、四年及八年期的相对于比较基准的滚动收益率,且四年与八年业绩占主要地位。其旗下基金经理留职率高达 96%,平均任期超过 12 年。^[36]
- 3) 普信集团(T. Rowe Price)基金经理的奖金很大程度上与基金的1年、3年、5年,以及10年业绩挂钩,而且其业绩考核基准将绝对收益、相对收益以及风险调整后收益三者结合起来。基金经理留职率为93%,基金经理平均任职年限近8.4年。

优秀的激励机制的特质是相似的:全面均衡且更注重长期投资业绩。以中长期占主导的业绩考核机制更有利于持有人的长远利益,同时能消除基金经理短期业绩压力并鼓励长期投资;将相对收益、风险调整后收益引入业绩考核,能够有效地遏制基金经理承担额外风险博取短期超额收益的冲动,最终也有利于保护持有人利益。当基金经理更关注长期的风险调整后收益,就更有动力进行全球布局分散风险。

5、鼓励设立海外子公司,加强海外合作

基金公司走出去设立子公司和分支机构也是全球布局的重要举措,有助于提升公募基金投资国际市场的能力,解决全球布局不足的问题。《机构监管情况通报》数据显示,截至 2022 年底,共 26 家公募基金管理公司合计设立 27 家境外一级子公司和 7 家境外二级子公司,其中香港 27 家、美国 3 家、英国和新加坡各 2 家。截至 2022 年底,基金境外子公司合计受托管理资产规模约 4000 亿元,其中80%的管理资产投向中国市场(含香港市场)。基金公司应积极寻求跟海外大型资产管理公司合作,通过合作管理产品弱化信息不对称问题。此外,基金公司可通

过海外子公司协助国内上市公司出海。中企出海也能帮助公募基金更好地解决投资机制限制问题,实现全球布局。

- [2] Kho B C, Stulz R M, Warnock F E. Financial globalization, governance, and the evolution of the home bias[J]. Journal of Accounting Research, 2009, 47(2): 597-635.
- [3] Sharpe W F. Capital asset prices: A theory of market equilibrium under conditions of risk[J]. The journal of finance, 1964, 19(3): 425-442.
- [4] Home bias means that a portfolio's geographic exposure is skewed toward the investor's home market compared with a theoretical global portfolio that includes all assets. Prior literature has found that the stronger the country-specific home bias is, the lower the expected return of the country asset.
- [5] Cooper, I., Sercu, P., & Vanpée, R. (2013). The equity home bias puzzle: A survey. Foundations and Trends® in Finance, 7(4), 289-416.
- [6] Sialm, C., Sun, Z., & Zheng, L. (2020). Home bias and local contagion: Evidence from funds of hedge funds. The Review of Financial Studies, 33(10), 4771-4810.
- [7] https://hankunlaw.com/portal/article/index/cid/8/id/13699.html
- [8] 央行副行长郭树清: 落实 QFII 研究 QDII 运作, https://finance.sina.com.cn/y/20030324/0736324041.shtml
- [9] 中国人民银行公告〔2006〕第 5 号, http://www.gov.cn/zwgk/2006-04/14/content_253831.htm。
- [10] 黎四奇.QDII 制度与我国证券监管新问题的法律分析[J].法律科学(西北政法学院学报), 2008(01):115-122...。
- [11] 2024-03-15 财联社《跨境 TRS 投资美元债受限,业内:被要求以1月末时点为限,禁止新增》 https://new.qq.com/rain/a/20240315A04RV600
- [12] 此处统计的信息技术相关指数包括:新交所泛东南亚科技指数、恒生科技、恒生互联网科技业、港股科技(CNY)、纳斯达克 100、纳斯达克科技市值加权、纳斯达克 100 全收益、标普 500 信息技术、中国互联网 50、中国互联网 30、中美互联网(CNY)、全球中国互联网(CNY)、中国互联网。
- [13] 不根据行业只根据市值或其他指标选取标的的指数均视为宽基指数,此处统计的宽基指数包括: 英国富时 100、恒生指数、恒生小型股、港股通高股息(CNY)、恒生港股通高股息低波动、日经 225、东证指数、标普 500、标普 500 净总回报、标普 500 等权重指数、标普 100 等权重指数、MSCI 美国 50、法国 CAC40、德国 DAX、恒生中国企业指数、内地国有、标普香港上市中国中小盘精选指数、标普中国新经济行业。
- [14] 此处统计的医药相关指数包括: 恒生医疗保健、港股创新药(CNY)、标普全球 1200 医疗保健行业
- [15] 此处统计的油气相关指数包括:标普石油天然气上游股票全收益指数、道琼斯美国石油开发与生产、标普石油天然气勘探及生产精选行业、标普全球石油指数
- [16] Coval, J. D., & Moskowitz, T. J. (2001). The geography of investment: Informed trading and asset prices. Journal of political Economy, 109(4), 811-841.
- [17] Van Nieuwerburgh, S., & Veldkamp, L. (2009). Information immobility and the home bias puzzle. The Journal of Finance, 64(3), 1187-1215.
- [18] Bai J J, Tang Y, Wan C, et al. Fund manager skill in an era of globalization: Offshore concentration and fund

^[1] Adler M, Dumas B. International portfolio choice and corporation finance: A synthesis[J]. The Journal of Finance, 1983, 38(3): 925-984.

performance[J]. Journal of financial economics, 2022, 145(2): 18-40.

[19] 田澍,江萍.中国 QDII 基金经理海外联系与投资偏好研究[J].世界经济, 2016, 39(05):146-167.

DOI:10.19985/j.cnki.cassjwe.2016.05.008.

[20] 2022-03-15 中国证券报《QDII 基金密集限购,发生了什么?》

https://new.qq.com/rain/a/20220315A09G3A00

[21] 2023-09-18 中国基金报《额度告急 多只 QDII 基金发布"限购令"》

https://www.chnfund.com/article/AR20230916014000264

[22] 2024-05-20 中国基金报记者 张燕北《额度告急 过半 QDII 基金限购》

https://www.chnfund.com/article/AR20240519122039810

[23] Huberman, G. (2001) Familiarity breeds investment. Review of Financial Studies 14(3): 659-680.

[24] 杨晓兰,沈翰彬,祝宇.本地偏好、投资者情绪与股票收益率:来自网络论坛的经验证据[J].金融研究,2016(12):143-158.

[25] 向诚,陆静.本地投资者有信息优势吗?基于百度搜索的实证研究[J].中国管理科

学,2019,27(04):25-36.DOI:10.16381/j.cnki.issn1003-207x.2019.04.003.

[26] 2022-03-01 中国金融四十人论坛《金融制裁对俄罗斯影响的评估》

https://finance.sina.com.cn/wm/2022-03-01/doc-imcwipih6055292.shtml

- [27] 北大汇丰智库《中国宏观经济分析(2024年一季度)》
- [28] 中国人打跨国官司有多难? https://www.liuxue86.com/a/229373.html
- [29] QDII 基金如何应对汇率波动风险? https://xueqiu.com/2063220147/267491137
- [30] Demirci I, Ferreira M A, Matos P, et al. How global is your mutual fund? International diversification from multinationals[J]. The Review of Financial Studies, 2022, 35(7): 3337-3372.
- [31] 2024-02-06 财新 程思炜、王娟娟《跨境收益互换暂停新增规模 城投境外债投资受限》

https://finance.caixin.com/2024-02-06/102164421.html

[32] 2024-01-05 财新 丁锋《城投境外债被刹车 监管出手限制高成本借新还旧》

https://finance.caixin.com/2024-01-05/102153522.html

[33] 2022-09-08 中金固定收益研究《中国投资者如何投资海外固收产品》

https://mp.weixin.qq.com/s/ykuxqG6PoPemcdxjk_cQgA

[34] 2024-03-15《揭秘境外债投资两大"通道", TRS 和 QDII 额度何处寻?》

https://www.eeo.com.cn/2024/0315/644791.shtml(据中金固收团队统计,以点心债为例,QDII 通道费用一般在 1-1.5%左右,需求旺盛时期可达到 2%以上,但 TRS 通道费用一般在 2-4%左右。TRS 通道费用高的原因主要在于,中美利差较高,通道机构会在海外直接借入美元,或者通道自有的美元,都需要付利息。)

- [35] https://m.cngold.org/fund/zs4721093.html
- [36] https://finance.sina.cn/stock/relnews/us/2020-03-02/detail-iimxyqvz7101461.d.html?from=wap