

我国 QDII 产品的风险管理与发展趋势探析 ——从全球性金融危机谈起

谷冬青

摘 要: 我国的 QDII 产品是为了分流国内过剩流动性、缓解人民币升值压力而推出的,但是受全球性金融危机的影响,近一年来净值亏损严重,不但没有实现其初衷,还使各方面尤其是投资者对其失去了信心。然而, QDII 的功能决定了其长期市场需求是不可估量的,无论是监管层还是操作层都应深刻理解 QDII 制度的重要意义,坚定和明确今后的发展方向,同时要从本次危机中汲取教训,加强 QDII 的风险防范,完善和丰富其产品线,并对境外投资机构要审慎选择和加强管理,从而使 QDII 产品真正实现其功能和意义。

关键词: QDII 产品; 金融危机; 风险管理

中图分类号: F830.91 **文献标识码:** A **文章编号:** 1006-1894(2009)02-0062-07

所谓 QDII (Qualified Domestic Institutional Investors), 即合格境内机构投资者,是指在资本项下不可兑换、资本市场未开放情况下,政府有限度地允许境内机构投资境外的一项制度安排。我国的 QDII 制度于 2006 年 4 月 18 日正式出台,目的一是帮助境内机构投资者分散风险,参与全球资产管理业务,在国际竞争中强化自身管理水平;二是在外汇储备增长迅速、流动性过剩的背景下,能在一定程度上缓解流动性过剩局面,减缓人民币升值压力。截至 2008 年 8 月,一共有 22 家银行(中资 12 家,外资 10 家)、25 家基金公司、9 家券商、21 家保险公司和 2 家信托机构获得 QDII 资格。

一、我国 QDII 产品的现状

尽管我国的 QDII 产品问世只有短短的两年多,但是发展非常曲折。2006 年~2007 年上半年,虽曾面临一些较好市场机会,但由于投资管理者经验不足, QDII 产品的市场表现并不理想,甚至出现由于大量赎回而提前终止的情况;2007 年 5 月份以后,监管部门逐步增加了投资领域与地域, QDII 产品一度出现迅速发展的态势。但是好景不长,2008 年愈演愈烈的全球性金融危机使得 QDII 产品出现大面积亏损,并一度形成全行业亏损的态势。

现阶段我国 QDII 产品的发行者主要是基金公司和商业银行,其余机构发行的寥寥无几。截止到目前,基金系 QDII 已设立 10 只,资产规模 824.26 亿元。银行系 QDII 则产品众多,外资行占据了主导地位,仅 2008 年 1 月~7 月,中外资银行共发行了 233 款 QDII 理财产品,其中外资银行 230 款,中资银行 3 款,中资银行仅占 1% 的市场份额。

从产品形式看, 10 只基金系 QDII 均采用开放式基金的形式, 其中仅华安国际配置为保本基金; 银行系 QDII 产品则相对多样, 主要采取个人理财计划的形式, 存续期限不等, 其 2 年期的品种最多, 超过总数的 1/3。产品形式以非保本浮动收益为主, 大致可以分为 3 类: 第一类有明确的收益率区间, 主要投资于结构型票据, 其预期收益与金融衍生品市场挂钩, 挂钩标的包括汇率、期权、股指等, 代表银行包括交通银行、渣打银行等。第二类则没有比较明确的收益区间, 预期收益以相应的业绩比较基准来衡量, 实际收益结果取决于市场的变化和管理人的运作水平, 主要代表银行为中国农业银行。第三类, 也是目前亏损较严重的 QDII 产品, 无预期收益值, 直接投资于海外基金市场, 追随基金涨跌势, 实际收益与所投资的基金浮动成正比关系, 代表银行包括花旗银行、汇丰银行、德意志银行。

从委托币种看, 基金系 QDII 均以人民币为投资币种, 而银行系 QDII 的委托货币则相对多样化, 单一美元或单一人民币的各占 1/3。

根据 2007 年第四季度投资组合, 基金系 QDII 倾向投资于新兴市场, 投资比例达 71%, 其中亚洲新兴市场比例最大, 占到 66%, 其次是亚洲成熟市场及北美市场, 而欧洲市场占比最小; 市场投资集中度较高, 绝大部分资产集中在 10 个国家或地区, 其中香港平均比例达 45%; 在行业配置上, 金融服务行业配置最高, 能源、商业服务、通信和工业材料次之。

而银行系 QDII 更多采用与单个海外基金挂钩的形式, 投资相对基金系更加激进; 在投资区域方面, 银行系 QDII 投向成熟市场的比例较新兴市场高出两倍多, 欧洲市场是银行系挂钩基金的第二大投资区域, 这与基金系 QDII 正好相反; 从投资区域来看分布比较均匀, 亚洲新兴市场、欧洲成熟市场、北美和亚洲等发达市场, 投资比例均在 20% 上下。在行业配置上金融服务、商业服务、工业材料、能源和通信相对配置较高。

表 1 基金系 QDII 产品与银行系 QDII 产品的比较

	基金系 QDII	银行系 QDII
产品形式	单一, 除华安国际配置外均不保本	多样, 个人理财计划, 非保本为主
主要委托币种	人民币	美元、人民币、人民币 / 美元
投资区域	新兴市场为主, 区域集中	成熟市场为主, 区域相对分散
行业配置顺序	金融、能源、商业服务、通讯	金融、商业服务、工业材料、能源、通讯

资料来源: 晨星网 <http://cn.morningstar.com>

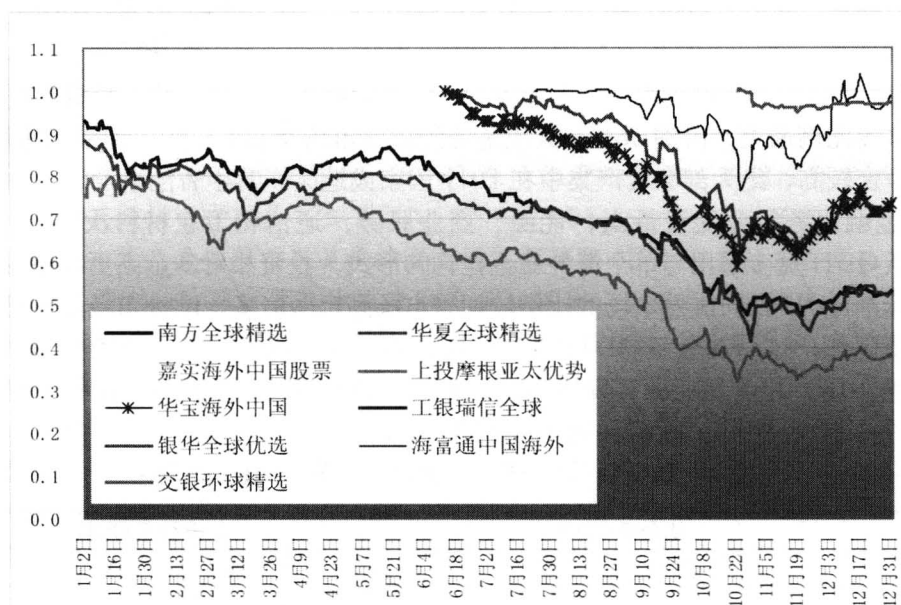
二、全球金融危机对 QDII 产品的影响

QDII 制度对分散国内居民投资, 疏导地下金融, 强化外汇管理, 缓解人民币升值和通胀压力具有重要的意义, 同时还可以为开放资本项目和实现人民币自由兑换奠定基础。但是其产品的推出却生不逢时, 几乎诞生于金融风暴眼中, 并且还未站稳脚跟就草草扬帆出海, 结果是频频“呛水”, 甚至于出师未捷身先死, 如民生银行的“港基直通车”运行不到半年就亏损过半, 触发产品终止底线被迫清盘。美国金融海啸发生后, 华尔街五大投行相继陨落, 而我国发行 QDII 的各家机构与这八大投行关系密切, 不是以其为投资顾问, 就是投资其发行的证券产品, 集中度相当高, 所以这次金融海啸对我国 QDII 产品的影响巨大, 其具体表现在:

1. 净值大幅降低 2008 年以来, 无论是银行系还是基金系 QDII 产品, 除非是发行期较晚或投资对象集中于债券等产品的, 投资于海外股票和基金的几乎无一幸免。来自 WIND 资讯的统计数据显示, 截至 2008 年 12 月 31 日, 按照复权单位净值增长率计算, 9 只 QDII 基金(剔除停牌的华安国际配置)全线亏损, 全年平均跌幅为 32.53%。首批出海的 5 只基金(嘉实海外中国股

票、华夏全球精选、南方全球精选、上投摩根亚太优势、工银瑞信全球配置), 跌幅均接近或超过“腰斩”水平, 而上投摩根亚太优势跌幅竟然超过60%, 即使是成立时间较晚的工银瑞信全球配置, 同期跌幅也达到44.4% (见附图)。

银行系QDII产品损失更大, 甚至还有亏损超过八成的。据普益财富网报告统计, 截至10月31日, 中资银行46款QDII产品中43款为负收益, 亏损超过50%的有15款, 其中4款累计亏损逾60%; 外资银行207款QDII产品中, 亏损超过50%的有97款, 占比近5成; 亏损介于50%—60%的有22款, 介于60%—70%的有64款, 另外11款亏损超过70%, 净值跌入“两毛”区。表现最差的是汇丰银行“贝莱德美林世界矿业基金挂钩 (IPFD1045) 和 (IPFD0045)”两款产品, 其累计收益率分别为-70.09%和-68%。



基金系QDII产品2008年净值走势图

注1: 根据和讯基金网数据整理; 注2: 剔除长期停牌的华安国际配售。

2. 规模大幅萎缩 由于净值大幅走低, 曾经风光一时的QDII遭到了投资人的无情抛弃。Wind资讯统计的数据显示, 除了在8月底新成立的交银施罗德环球精选外, 其余8只QDII基金三季度净赎回51.06亿份。尤其2008年新成立的4只QDII中, 只有工银瑞信全球配置的规模超过10亿份, 其余3只QDII的规模只有寥寥几亿份。海富通中国海外精选、华宝兴业海外中国成长和银华全球核心优选的规模分别只有1.22亿份、2.41亿份和2.47亿份。海富通中国海外精选三季度被净赎回3.87亿份 (首发5亿份), 净赎回比例达76.11%, 华宝兴业海外中国成长和银华全球核心优选的净赎回比例也分别达48.02%和40.85% (见表2)。

银行系QDII尽管存续期长短不一, 但一样难逃厄运。2008年第三季度上海市场的QDII业务募集规模比上季下降了64.58%, 尤其是中小型银行, 募集金额下降最为显著。目前已推出QDII开放式海外基金的外资行, 除了花旗、汇丰、渣打、东亚四大行外, 还有德意志银行, 其QDII产品设计大多存在封闭式, 持有人提前赎回难度很大, 只能眼看着亏损, 以至对其投诉不断, 其中首当其冲的就是花旗和汇丰。东亚和渣打两家银行则不得不将重点转向境内市场, 并成为了第一批在国内市场发售人民币信托产品的外资银行。

3. 产品暂停发售或推迟 QDII的大幅亏损不但让投资者对其失去信心, 也引起了监管层的关注。11月银监会召集中、外资银行理财部门相关负责人进行风险提示, 明确建议相关银行审慎

表 2 基金系 QDII 最新净值及规模一览表 (截至 2008.12.31)

序号	基金简称	成立时间	单位净值 2008-12-31	首发规模 (亿元)	2008 三季 末规模	规模变动率
1	南方全球精选	2007/9/19	0.531	300	259	-13.67%
2	华夏全球精选	2007/10/9	0.526	300	269	-10.33%
3	嘉实海外中国股票	2007/10/12	0.440	298	271	-9.06%
4	上投摩根亚太优势	2007/10/22	0.330	296	289	-2.36%
5	工银瑞信全球	2008/2/14	0.556	31.5	22.6	-28.25%
6	华宝兴业海外中国	2008/5/7	0.736	4.62	2.41	-48.02%
7	银华全球核心优选	2008/5/26	0.735	4.17	2.47	-40.85%
8	海富通中国海外	2008/6/27	0.988	5.09	1.22	-76.11%
9	交银环球精选	2008/8/22	0.973	5.08		

注 1: 规模变动率指首发至 2008 第三季末的规模变动率; 注 2: 华安国际配置由于停牌没有统计在内。

资料来源 和讯基金网 <http://funds.money.hexun.com>

推出 QDII 产品, 并强调严格控制销售非保本型产品。在内外压力之下, 各家商业银行均对 QDII 产品的销售持谨慎态度, 纷纷放缓了 QDII 产品的发行。2008 年 10 月仅外资行发行了 4 款 QDII 产品, 之后大部分外资行的非保本型 QDII 产品大幅收缩, 而中资行基本已经停发, 12 月至今, 尚无新品发行。在基金系方面, 对 QDII 产品的审批已基本停止。目前共有 27 家基金公司获得 QDII 基金发行资格, 而真正发行 QDII 基金的公司只有 10 家。其余 17 家基金公司中, 大多数已经上报了 QDII 方案, 但没有获批发行, 甚至已经获批的 QDII 产品也迟迟不发, 以至于错过期限而需要重新向证监会申请。有些基金公司不得不给高薪聘请来的港台投资顾问放长假, 海外投资部门也沦为基金公司最清闲的部门。

三、QDII 产品的主要风险

尽管造成目前 QDII 产品困境的原因主要是全球金融风暴引起的系统性风险, 但是其他风险对其也有重大影响, 具体包括:

1. 汇率风险 相对于境内理财业务, QDII 产品最大的不同就在以人民币计价的产品需要投资机构先将资金兑换为外币, 再将相应的外币投资于国外资本市场, 并在存续期结束后兑换为人民币。其间汇率波动就有可能使投资收益受损, 面临汇率风险。即使委托币种为人民币, 汇率问题也经常使得收益率大打折扣。花旗银行 2007 年 10 月 24 日推出一只海外基金——“施罗德环球能源”, 截至 2008 年 7 月 21 日, 不到一年时间, 绝对收益高达 12.37%, 在金融海啸的扫荡中似乎可圈可点, 但期间美元贬值高达 8.9%, 客户的最终收益不到 4%。据统计, 外资行推出的开放式海外基金多为美元产品, 受人民币升值影响, 使投资于美国市场、印度市场、新兴市场等本来就表现不好的 QDII 产品更加雪上加霜。如下跌最严重的“美林印度基金”, 自成立以来跌幅本来只有 34%, 但加上美元贬值因素的影响, 跌幅达到了四成以上。同时由于港元兑人民币的持续贬值, QDII 的主战场——香港市场成为另一个重灾区, 投资这一地区的 QDII 产品成为灾区中的“重中之重”。

2. 市场风险 尽管 QDII 设计的初衷是分散国内单一的市场风险, 但 QDII 业务直接投资的是境外金融市场, 就无可避免地面临着境外投资市场的风险, 还包括各国汇率、税法、政策、对外贸易、结算、托管以及其他运作风险等多种因素的变化导致的潜在风险, 本次美国金融海啸就是典型一例。我国的商业银行也好基金公司也好, 其主要业务及投资经验还局限于国内市场, 对境外国家的金融市场及相关投资产品了解不够深入, 尽管通过聘请境外投资顾问可以将这

一风险降低,但同时也缺乏对境外投资顾问的投资策略和投资手段的监管,所以我国的QDII产品面对的系统性风险是相当之大。华安国际配置就是受害于境外市场风险从而从QDII的投资“先驱”变成投资“先烈”的。根据普益财富网2008年12月25日公布的“QDII产品最新表现”报告统计,在计入统计范围的110只中外资银行系QDII产品中,总共只有3只QDII取得正收益,其余均遭遇亏损,亏损最大的超过60%。这些基金绝大部分都是在次贷危机爆发前不久或之后才成立的,给QDII造成了重创的正是系统风险。

3. 信用风险 由于境外投资标的的发行人出现违约、无法支付到期本息,或由于发行人信用等级降低导致投资标的的价格下降,将对产品的财产造成损失,投资者到期可能无法获得预期收益,甚至可能遭受本金损失的风险。银监会因此特别要求商业银行代客境外理财时应审慎选择交易对手。一旦交易对手的信用情况出现问题,则可能影响证券及资金收付的及时性并进而影响证券和资金的安全。此次全球性金融危机就是因为美国次级抵押债券的原始贷款大量违约发生,从而造成了次债危机,并愈演愈烈成全球性金融危机,进一步证实了信用风险的危害。

4. 政治风险 所投资的国家或地区政治经济局势变化(如罢工、暴动、战争等)或法令的变动,将对市场造成波动,将会给投资收益造成直接或间接的影响。欧美政府实际上对我国的出海资金是非常警惕的,中投公司直接收购行动屡屡受挫于政治原因已说明了我国海外投资资金的阻力很大,并且不能排除对QDII在二级市场上的买卖行为构成影响。由此可见,QDII在国际市场上不仅存在市场本身的风险,同时也存在着政治上的风险。

此外,还有利率风险、法律风险、金融衍生工具投资风险、不可抗力因素等也对QDII产品具有不利影响。

四、QDII产品的前景

QDII产品目前遭受的重创不但是全球性金融危机造成的,还与投资管理者的不成熟有关,但是是否就可以将其全盘否定还是值得商榷的。笔者认为QDII的作用目前还没有真正体现,应该给予其客观的评价,长期来看,在加强风险防范的基础上应该给予大力的支持。

1. 不能因噎废食,依然还要走出去 尽管QDII生不逢时,但是其分散A股单一市场风险、丰富投资配置渠道、缓解国内过剩流动性、实现“藏汇于民”指导思想的功能不能一笔抹杀。海外市场对于国内的金融机构而言还是一个非常陌生的市场,QDII基金进入后,需要一个摸索与适应的过程,出现困难或问题是在所难免的。事实上,推出QDII产品是境内资本市场发展到一定阶段的必然选择,也是今后的大方向之一。QDII产品对于不熟悉国际市场的境内投资者来说,是非常好的投资工具,其价值长期必将得以体现,因此,对QDII产品不应以阶段性表现论成败。监管层应该审时度势,一旦国际经济形势有所好转,应适时放松目前的严格管制,加大QDII产品的推行力度,以发挥QDII的功能和使命,使我国的各投资主体能“在游泳中学游泳”,积累和丰富海外资本市场的投资经验,为今后我国资本市场的开放做好准备。

2. 加强汇率风险和市场风险的防范 这次金融海啸虽然给我国的投资者造成了巨额损失,但是也给国人上了一堂实实在在的风险教育课。损失主要源自于汇率风险和市场风险,所以今后的QDII产品应该在产品设计上加大对这两大风险的规避力度,在产品的销售上应加强风险测评与提示。对于商业银行而言,还要特别注意两大操作风险,一是内部流程问题导致的产品设计缺陷,或是用于产品测试的数据信息或质量出现偏差,或未经过充分测试造成的错误定价;二是因为不透明的信息披露、不充分的风险提示以及不恰当的营销行为导致的声誉风险。

3. 加强产品线的深度扩展和广度扩张 微观层面上来看,QDII产品的重创与其产品同质

化严重不无关系,今后可以加强产品线深度和广度上的挖掘和扩张。前者主要是对现有产品线的细化,包括产品类型的细化和投资区域的细化;后者主要是对产品进行多元化的创新,包括创新投资理念和投资策略,发展绝对收益型产品和拓展另类资产投资的途径。随着国内投资管理人海外投资管理能力和后台运作、开拓能力的提高,加之法规允许的可投资国家或地区的进一步扩展,投资管理人可以推出投资于包括新兴市场在内的特定区域或单一国家QDII产品,更可以加大灵活性,考虑推出跨市场的QDII产品,即投资范围可以包括内地资本市场,以发挥其真正的全球配置功能。

产品线水平式扩张是指产品的创新与多元化。市场制度成熟、证券产品丰富的海外市场非常有利于QDII产品的设计创新。例如,通过利用卖空机制以及买卖各种金融衍生产品,投资管理人可以推出QDII系列的“绝对报酬型”产品;通过利用海外投资的平台,QDII产品可以拓展另类资产投资策略,比如对冲基金、私募投资、外汇对冲、商品基金、房地产信托基金、基础设施等,甚至包括一些艺术品和精品酒,以优化资产风险收益比。

4. 加强对境外投资顾问及其投资行为的监管与评估 目前,证监会只是要求各QDII基金配备海外投资顾问,但对海外投资顾问尚未制定出详细具体的要求,对其提供的投研服务也缺乏基本考核和约束手段,长此以往,中国市场难免沦为外方投资产品的销售点。同时,此次金融海啸也为我国紧缺金融人才的引进提供了难得的契机,各QDII投资机构应加紧聘请国际一流基金经理来管理相应资产,还可以直接到海外收购一些投研实力较强的小型资产管理公司,以培养自己的投研团队。海外投资顾问受托管理持有人资产时必须尽到专业义务的能力,首先体现在资产配置能力方面,包括大类资产配置、类属资产配置、区域资产配置等。

五、结 语

QDII的暂时失利不但是受全球金融危机的影响,还与其管理人缺乏全球视角、缺乏对境内外市场的系统性分析,走得过快过急不无关系。所以无论是监管部门、发行机构还是投资者,都应该从中吸取教训,充分认识各类风险,即使是小概率事件也一样不能忽视。将目光放长远来看,国内经济长期增长带来的庞大的理财需求、海外市场的广阔空间、国内资金全球配置需求的增长都决定了QDII产品的中长期市场需求是不可估量的,QDII的市场价值终将体现,全球资产配置的理念绝不应该轻言放弃。

(作者单位:上海应用技术学院)

参考文献:

- [1] 黄晓萍,梁锐汉,钟恒.全球化视野下中国QDII现状分析[J].证券市场导报,2008,(8).
- [2] 史萍.个人投资商业银行QDII产品的风险研究[J].特区经济,2008,(8).
- [3] 谭慧,雷雯,孙静.QDII背景下基金管理公司产品设计趋势分析[J].证券市场导报,2008,(8).
- [4] 上海银监局.2008年第三季度个人理财业务分析报告.2008,(10).
- [5] 王艳伟.QDII基金:翻身需要创新?[N].第一财经日报,2009-01-05.

A Discussion of the Risk Management and Development Trend about China's QDII Products —— Talk from the Global Financial Crisis

GU Dong-qing

Abstract: China's QDII products put out in order to divert excess domestic liquidity and ease the pressure of RMB appreciation,

but by the global financial crisis, over the past year net value seriously loss, not only failed to achieve its original intention, but also to enable all parties, particularly the investors to lose confidence. It is immeasurable of QDII long-term market demand determined its function, Whether government or operating layer should deeply understand the importance of QDII system and firm its future development, at the same time, draw the lesson from this crisis, enhance to guard against of QDII risk, improve and enrich its product line, and carefully select outside institutional investors, so that QDII products to achieve its true function and significance.

Key words: QDII products; financial crisis; risk management



(上接第61页)

A Study of Volatility in Warrants Pricing Based on GARCH Family Models

XU Xi

Abstract: The traditional pricing methods of warrants assume that the yield of the underlying stock follows the log-normal probability distribution. But in reality it failed to take into account the experiential phenomenon of the financial time series, such as the cluster and fat tail phenomena of the distribution; the aggregation of volatility; the leverage effect in securities market, etc, which may lead to price variance between theory and practice. In this paper, historical volatility is replaced by stochastic volatility to remove the impact of conditional heteroscedasticity of financial time series. GARCH Models (including GARCH, EGARCH, GJR-GARCH) will be used to estimate the parameters of the yield of the underlying stock and to price the warrants. Further more, we will analyze and discuss the differences between historical volatility and stochastic volatility; between symmetric and asymmetric GARCH models; and between theory and practice. In the conclusion, besides the imperfect theoretical model and the incomplete trade systems, the speculativeness of China Stock Markets is the main reason of such price variance.

Key words: warrants; volatility aggregation; Black-Scholes; asymmetric GARCH models; speculativeness