

合格境内个人投资者制度（“QDII2”）真的要来？

作者：魏双娟 张凯南 杨雨格

近期，国家外汇管理局（“国家外管局”）资本项目管理司司长叶海生在《中国外汇》上发表了题为《深化改革 稳步推进高水平资本项目开放》的文章，其中提及 2021 年资本项目外汇管理将按照党中央国务院的部署，有序开展高水平对外开放试点，提升个人用汇便利度；研究有序放宽个人资本项下业务限制，研究论证允许境内个人在年度 5 万美元便利化额度内开展境外证券、保险等投资的可行性，配合人民银行做好粤港澳大湾区“理财通”试点。此文发表后，再次掀起了市场对合格境内个人投资者制度（Qualified Domestic Individual Investor，通常称“QDII2”）的热烈讨论。那么，境内个人（本文仅指境内中国公民，下同）境外投资的渠道真的打开了吗？结合我们近期收到的咨询和市场的关注点，本文就 QDII2 的概念、有关政策的历史沿革以及该制度对现有境外投资监管制度的影响做个简要介绍，供大家参考和探讨。

一、什么是 QDII2

提起 QDII2，就需要先了解一下 QDII。QDII，即合格境内机构投资者（Qualified Domestic Institutional Investor），该名称的正式使用始于中国证监会 2007 年发布的《合格境内机构投资者境外证券投资管理试行办法》，根据《合格境内机构投资者境外证券投资外汇管理规定》，QDII 是指取得相关金融监管部门批准开展境外证券等投资的境内机构，具体包括但不限于商业银行、证券公司、基金管理公司、保险机构、信托公司等金融机构；QDII 可以自有资金或境内募集资金投资于符合规定的境外市场及产品。除了 QDII，还有 RQDII，即人民币合格境内机构投资者（RMB Qualified Domestic Institutional Investor），根据 2014 年《中国人民银行关于人民币合格境内机构投资者境外证券投资有关事项的通知》，RQDII 是指取得相关金融监管部门批准以人民币开展境外证券投资的境内金融机构，RQDII 可以自有人民币资金或境内募集资金投资于境外金融市场的人民币计价产品。

无论 QDII 或 RQDII，还是 QDII2，均是在人民币尚未完全实现自由兑换、资本项目尚未完全开放的情况下，有条件地允许境内主体进行境外证券、金融产品投资的制度。相对于传统的 ODI 投资，即境内机构在履行发改、商委和外汇等程序后进行境外非公开市场的直接项目投资，QDII 和 RQDII 允许境内机构投资境外证券、基金等公开市场产品（保险机构除外，其还可投资于境外非上市企业股权、不动产等非公开市场产品），这是对于境内机构境外直接投资方式和形式的补充。

QDII 及 RQDII 适用于境内机构，QDII2 则是在人民币资本项目不可自由兑换的情况下，有条件地允许境内个人直接投资规定的境外证券、金融产品等。在目前的 QDII 及 RQDII

制度下，境内个人仅能通过购买投资于境内机构发行的 QDII 或 RQDII 产品的方式，间接投资于境外证券、基金等金融产品，但在 QDII2 制度下，境内个人未来则可能直接投资于符合条件的境外产品。

在当前个人外汇监管框架下，境内个人缺乏适当、合法的境外投资路径，从而出现个人外汇管理规定下的 5 万美元外汇额度被变相用于境外投资的情形，产生法律合规问题。如果 QDII2 制度能够真正落地，则在一定程度上解决了境内个人境外直接投资无路的困境。

二、 QDII2 制度 —— 楼梯一直响，终得睹真颜？

- QDII2 最早可追溯到中国人民银行（“央行”）2013 年年度工作会议，会上部署全年主要工作时要求积极做好 QDII2 试点相关准备工作。
- 2013 年 1 月，时任中国证监会主席郭树清在“亚洲金融论坛”上表示，中国内地将在适合时间推广 QDII2。
- 2013 年 5 月，国家发改委发布《关于 2013 年深化经济体制改革重点工作意见的通知》，提出稳步推进人民币资本项目可兑换，建立合格境内个人投资者境外投资制度。
- 2013 年 9 月，中国证监会发布支持促进中国（上海）自由贸易试验区若干政策措施，提出要支持上海自贸区内符合一定条件的单位和个人按照规定双向投资于境内外证券期货市场，在自贸区内就业并符合条件的个人可按规定开展境外证券期货投资。
- 2013 年 12 月，央行发布《关于金融支持中国（上海）自由贸易试验区建设的意见》，提出便利个人跨境投资，在区内就业并符合条件的个人可按规定开展包括证券投资在内的各类境外投资。
- 2014 年 2 月，深圳市政府表示争取年内试行合格境内个人投资者制度。
- 2015 年 3 月，国务院总理李克强在政府工作报告中指出，要稳步实现人民币资本项目可兑换，扩大人民币国际使用，开展个人投资者境外投资试点。随后，上海自贸区宣布将争取年内启动“自贸试验区合格的个人境外投资试点”，探索给予自贸区内居民一定额度，试点到境外进行投资。
- 2015 年 4 月，时任央行行长周小川在第 31 届国际货币与金融委员会系列会议发言中指出，中国将为个人投资者跨境投资创造渠道，包括开展具有试验性质的 QDII2 计划。
- 2015 年 5 月，虽无监管机构正式规定出台，不过，根据《证券时报》¹等媒体报道，首批 QDII2 试点共有六个，分别为上海、天津、重庆、武汉、深圳和温州，居住在试点城市并满足一定条件的个人，在通过境外投资和风险能力测试后可申请 QDII2 资格。
- 2015 年 6 月，央行在《人民银行国际化报告（2015）》中再次强调，将进一步推动

¹ http://epaper.stcn.com/paper/zqsb/html/2015-05/27/content_694131.htm

人民币资本项目可兑换改革，包括考虑推出合格境内个人投资者境外投资试点。

- 2015年10月，国务院总理李克强在国务院常务会议中再次表示要研究启动境内个人投资者境外投资试点。随后，央行发布了《进一步推进中国（上海）自由贸易试验区金融开放创新试点 加快上海国际金融中心建设方案》，其中提及在上海自贸区内进行人民币资本项目可兑换的先行先试，逐步提高资本项下各项目可兑换程度，研究启动合格境内个人投资者境外投资试点，适时出台相关实施细则，允许符合条件的个人开展境外实业投资、不动产投资和金融类投资；抓紧制定有关办法，允许或扩大符合条件的机构和个人在境内外证券期货市场投资，研究探索通过自由贸易账户等支持资本市场开放，适时启动试点。
- 然而，尽管2015年监管部门多次表示研究启动QDII2试点并出台有关实施细则，但后续并无正式规定出台。
- 2021年2月19日，国家外管局资本项目管理司司长叶海生在《中国外汇》上发表《深化改革 稳步推进高水平资本项目开放》一文，其中提及2021年我国将积极谋划未来资本项目开放新格局，提升个人用汇便利度，有序放宽个人资本项下业务限制，研究论证允许境内个人在年度5万美元便利化额度内开展境外证券、保险等投资的可行性，配合央行做好粤港澳大湾区“理财通”试点。QDII2制度重回大众视野，再次引起关注。

三、 QDII2 制度的影响

1. 拓宽境内个人境外投资渠道

虽然我国现行法律法规并未禁止境内个人的直接境外投资，例如，根据《中华人民共和国外汇管理条例》的规定，境内个人向境外直接投资或从事境外有价证券、衍生产品交易，应按照国家外汇管理部门的规定办理登记，国家规定需要事先经有关主管部门批准或备案的，应在外汇登记前办理批准或备案手续，但实践中，由于缺乏明确的法律依据等原因，除了通过返程投资²、境外上市公司股权激励计划³、深港通、沪港通、沪伦通以及内地和香港基金互认制度等安排外，境内个人通常无法进行境外直接实业投资或证券、金融产品投资。

在QDII2制度下，满足条件的境内个人则能够直接投资境外市场证券、保险等产品。例如，根据上文提及的央行于2015年发布的《进一步推进中国（上海）自由贸易试验区金融开放创新试点 加快上海国际金融中心建设方案》，该制度将允许符合条件的个人开展境外实业投资、不动产投资和金融类投资。此外，根据当时的公开媒体报道，QDII2首批试点六个城市的年满18岁的境内个人，只要其个人金融资产最近3个月日均余额

² 指根据国家外管局《关于境内居民通过特殊目的公司境外投融资及返程投资外汇管理有关问题的通知》的规定，境内居民直接或间接通过特殊目的公司对境内开展的直接投资活动。

³ 指根据国家外管局《关于境内个人参与境外上市公司股权激励计划外汇管理有关问题的通知》的规定，境外上市公司以本公司股票为标的，对境内公司的董事、监事、高级管理人员、其他员工等与公司具有雇佣或劳务关系的个人进行权益激励的计划，包括员工持股计划、股票期权计划等法律、法规允许的股权激励方式。

不低于 100 万元人民币，通过境外投资和风险能力测试、无重大不良记录且没有经司法裁决未偿还债务者，均可申请 QDII2，且无额度限制；QDII2 投资范围涵盖境外股票、债券、基金、保险、外汇及衍生品、境外实业投资（含绿地投资、并购投资及联合投资等）、境外不动产投资等。因此，2015 年所讨论的 QDII2 更像是境内个人版“ODI”+“QDII”制度的结合，在该制度下境内个人可以进行境外实业、不动产及金融产品投资。

不过，根据前述叶海生撰文，本次拟推行的 QDII2 制度似乎更为节制：一方面设定额度，即为境内个人设定“年度 5 万美元便利化额度”，同时投资范围也缩窄，仅提及境外证券、保险等产品，未提及可以直接进行境外实业及不动产投资。此外，就叶文所提及“年度 5 万美元便利化额度”，目前尚不清楚是否指现行《个人外汇管理办法实施细则》下境内个人每年等值 5 万美元用汇额度，即该额度未来也能够用于境外投资，还是在当前的 5 万美元额度外设置额外 5 万美元的境外投资额度。该等范围限缩可能是出于市场、行业、汇率、国际政治环境等多种因素的综合考虑，一方面体现了进一步推进人民币资本项目可兑换，加快人民币国际化进程的国家政策和态度，另一方面也体现出对个人资本项目开放程度的谨慎态度。以投资范围为例，与证券、保险等资管产品相比，实业投资及不动产投资中对于资金监管的难度无疑更大。

当然，由于正式规则并未发布，未来落地的 QDII2 具体的投资范围及额度设置还有待观察。例如，除上述叶文提及的证券及保险产品外，QDII2 制度是否将允许境内个人投资境外机构发行及管理的其他金融产品，则有待明确。

2. 境内外机构的机遇和挑战

自 2013 年 QDII2 制度首次提出以来，国内外金融机构一直非常关注中国对境内个人资本项目的监管政策和开放进程，希望把握中国投资者境外投资及跨境交易中的机遇。

对于境内机构而言，QDII2 制度可谓机会与挑战并存，一方面其将在资产投资、管理、服务等各方面与境外机构竞争，争取境内个人尤其高净值个人的投资资金；另一方面，由于境内个人对境外投资环境并不熟悉，也需要境内机构尤其是在境外具有相对成熟布局的境内机构提供相关服务。此外，境外投资所涉及的个人资质的审核、投资账户的开设、投资标的及资金收付的监管等各环节也将促进个人境外投资相关托管、外包、代销、投资咨询等各类业务的发展。

对于境外机构而言，尤其是已经在中国进行了业务布局的境外机构，其将有机会进一步发挥其在境外市场的产品和投资管理能力等优势，实现境内外联动，更加直接地面对境内个人投资者。如何理解和更好地服务于中国投资者的投资需求，以及如何平衡与境内机构的竞争、合作关系，也将是其面临的课题。

3. QDII2 配套制度的建立

长期以来，境外证券、基金等金融产品是否及如何面向境内投资者销售一直是境内外机构，包括我们服务的诸多客户非常关注的问题，而相关活动受制于《证券法》、《证券投资基金法》等诸多法律法规的规范。相信随着 QDII2 制度的落地，有关配套制度也将陆续出台。

四、粤港澳大湾区的“跨境理财通”业务，值得期待

近期市场热议的粤港澳大湾区跨境理财通业务，在一定程度上可以理解为 QDII2 制度在粤港澳大湾区内的先行先试。根据央行、香港金融管理局、澳门金融管理局于 2020 年 6 月联合发布的《关于在粤港澳大湾区开展“跨境理财通”业务试点的联合公告》，“跨境理财通”指粤港澳大湾区居民个人跨境投资粤港澳大湾区银行销售的理财产品，按照购买主体身份可分为“南向通”和“北向通”；其中，“南向通”指粤港澳大湾区内地居民通过在港澳银行开立投资专户，购买港澳地区银行销售的合格投资产品；“北向通”指港澳地区居民通过在粤港澳大湾区内地银行开立投资专户，购买内地银行销售的合格理财产品。

值得注意的是，前述公告明确，“跨境理财通”将遵守三地个人理财产品管理的相关法律法规、国际惯例做法，资金通过银行账户绑定实现闭环汇划和封闭管理，跨境资金流动实行额度管理，并强调“建立健全监管合作安排和联络协商机制”，反映出该业务可能采纳深港通和基金互认机制中的相关做法。

“跨境理财通”业务是国家支持大湾区建设、推进内地与香港澳门金融合作、促进区内居民跨境投资便利化的重要措施之一，由于相关金融产品使用人民币跨境结算，其将有利于丰富人民币计价的金融产品及其在国际上的认可度，有利于加快人民币国际化进程。根据我们了解到的情况，由于商业银行在整个“跨境理财通”机制下将起到重要枢纽作用，目前，大湾区内部分商业银行已开始积极筹备相关基础设施和业务规则，包括人民币跨境支付系统和人民币跨境业务制度的建设和完善，同时，港、澳资管机构已开始积极探索参与“跨境理财通”的可行性。

总之，“跨境理财通”、QDII2 制度均有助于扩大境内个人直接境外投资的渠道和范围，增加资产流动性，满足境内个人资产配置的需求，同时也给境内外机构带来了机遇和挑战，该等制度的后续实施及发展值得期待。我们也将持续关注监管和实践动态，及时分享。