

## 资本市场高水平对外开放之 QDII 境外投资合规指南

作者：毛慧 | 唐晓诚<sup>1</sup>

近年，中国资本市场的对外开放节奏明显加快。随着证券、期货以及基金管理公司的外资股比限制在 2020 年得到全面放开，外资机构在经营范围和监管要求方面已实现与国内机构相同的待遇，众多国际知名机构加快了在华投资及业务拓展的步伐。与此同时，境内主体对境外资产配置的需求也日益增长，正所谓对外开放是双向的，2023 年以来，我国出台的各项开放举措政策包括扩大沪深交易所互联互通股票标的范围、优化上线沪深港通交易日历、推动国内指数“走出去”等等。随着对外开放水平的不断提升，为响应市场变化与需求，国家外汇管理局（“国家外汇局”）也逐步扩大了 QDII 的投资额度，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 投资额度的审批情况每月在国家外汇局官网公示，每一轮的额度发放意味着境内主体境外资产配置需求能够进一步得到满足。本文拟对 QDII 产品类型、基金管理公司 QDII 业务、QDII 制度监管等问题进行重点分析，温故而知新，为行业把握好 QDII 制度这一跨境投资的重要渠道、助力境内资本出海远航提供参考。

### 一、QDII 制度概述

QDII（Qualified Domestic Institutional Investors），即合格境内机构投资者，是一种在资本项目未完全开放的情况下，允许政府所认可的境内金融投资机构到境外资本市场投资的过渡性制度。QDII 制度于 2006 年创立，其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。简而言之，QDII 制度的大致框架为各境内金融实体须向其各自的监管机构申请 QDII 资格，并向国家外汇局申请 QDII 额度，获得批准后发行 QDII 产品，QDII 产品的投资领域则需要遵守各自监管机构的相关规定。

#### （一）发展历程

2001 年至今，QDII 项目历经探索、筹备、全面推行阶段，最终形成规范性制度。

##### 1. 探索阶段

我国 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（“央行”）副行长、国家外汇局局长郭树清透露，目前正在研究放宽对外证券投资的限制，在完善合格境外机构投资者制度的基础上，研究 QDII 如

<sup>1</sup> 张一明、左昭阳对本文的写作亦有贡献。

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<sup>2</sup>。

## 2. 筹备阶段

2004年9月，原中国保险监督管理委员会发布《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。

## 3. 全面推行阶段

2006年4月13日，央行发布公告（中国人民银行公告〔2006〕第5号），对银行、基金管理公司、保险机构等不同机构开展境外投资的资产管理业务设置了不同的募集币种要求与境外投资标的要求——允许符合条件的银行集合境内机构和个人的人民币资金，在一定额度内购汇投资于境外固定收益类产品；允许符合条件的基金管理公司等证券经营机构在一定额度内集合境内机构和个人自有外汇，用于在境外进行包含股票在内的组合证券投资；允许符合条件的保险机构购汇投资于境外固定收益类产品及货币市场工具<sup>3</sup>。这一公告明确更多类型的机构和个人能够参与境外投资。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。这一制度的发布明确了商业银行代客境外理财业务的监管规定，包括资格申请、投资范围、业务操作等方面的具体要求，为商业银行代客境外理财业务提供了制度保障。

2007年6月18日，中国证券监督管理委员会（“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》（“《QDII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》（“《QDII通知》”），自2007年7月5日起施行。《QDII办法》《QDII通知》标志着我国QDII业务的全面提速——经中国证监会批准，境内基金管理公司、证券公司等证券经营机构可以在境内募集资金，运用所募集的部分或全部资金进行境外证券投资管理，且基金、集合计划可以以人民币、美元或其他主要外汇货币为计价货币募集，突破了募集币种上的限制，从而使基金类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<sup>4</sup>。这为境内投资者提供了更多样化的境外投资选择，有助于实现资产配置的全球化和风险分散。

### （二）制度优势

在资本项目受管制的情况下，境内机构投资者可利用的主要境外投资渠道包括QDII、合格境内有限合伙人（Qualified Domestic Limited Partner，“QDLP”）、合格境内投资企业（Qualified Domestic Investment Enterprise，“QDIE”）等制度。相比于其他境外投资渠道，QDII制度具有如下优势：

#### 1. 制度稳定

比起2012年启动的QDLP和2014年启动的QDIE，QDII制度确立较早，并有常态化的QDII额度发放。如下表所示，自2006年启动开始，除个别年份外，QDII累积额度稳步增长。

<sup>2</sup> 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>。

<sup>3</sup> 中国人民银行公告〔2006〕第5号，[http://www.gov.cn/zwggk/2006-04/14/content\\_253831.htm](http://www.gov.cn/zwggk/2006-04/14/content_253831.htm)。

<sup>4</sup> 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..。

年份	QDII 累计额度/亿美元	增长率
2006	183.08	
2007	487.53	166.3%
2008	520.08	6.7%
2009	600.87	15.5%
2010	683.61	13.8%
2011	749.47	9.6%
2012	855.77	14.2%
2013	842.32	-1.6%
2014	833.23	-1.1%
2015	899.93	8.0%
2016	899.93	0.0%
2017	899.93	0.0%
2018	1,032.33	14.7%
2019	1,039.83	0.7%
2020	1,166.99	12.2%
2021	1,575.19	35.0%
2022	1,597.29	1.4%
2023（截至 9 月 30 日）	1,655.19	3.6%

数据来源：Wind 数据库及国家外汇局官网

## 2. 程序简便

若投资活动不属于《企业境外投资管理办法》（中华人民共和国国家发展和改革委员会令 第 11 号）境外投资的，QDII 可以在额度范围内直接投资于境外证券市场，一般无需经过商务部对境外投资行为的核准或备案、国家发展和改革委员会（“发改委”）对境外投资项目的核准或备案、银行外汇登记三大环节。

## 3. 实施区域广

不同于在北京、上海、天津、青岛、深圳、海南等地试点的 QDLP 和在广东深圳试点的 QDIE，设立在全国各地的合格金融机构都有机会申请通过 QDII 进行境外投资。

## 4. 投资主体多样化

QDII 制度适用于多种类型的投资主体，证券公司、基金管理公司、商业银行、信托公司、保险机构以及保险资产管理公司等机构均可申请成为投资主体，这意味着资产管理行业中各个业态的机构均有资格布局投向海外证券市场的产品，因此进一步，对普通投资者而言也有了更为丰富的投资选择。

## 5. 参与群体广泛

QDII 的部分产品，如 QDII 公募基金，采用公开募集方式，投资门槛较低，给普通投资者参与境外投资提供了渠道。

## 二、QDII 产品类型

目前，能够取得 QDII 资格的主体仅限于证券公司、基金管理公司、商业银行、信托公司、保险机构以及保险资产管理公司。在中国金融体系监管框架下，QDII 制度没有统一的法律法规用于规范，而是由监管机构分别出台规则规制不同业态的 QDII 产品，其中基金类 QDII 和券商类 QDII 所适用的法规一致。下表将对来自不同业态的 QDII 产品的投资范围、规模、限制进行比较分析。

	证券类 (基金类/券商类)	银行类	信托类	保险类
投资范围	<p>(一) 货币市场类：包括银行存款、可转让存单、银行承兑汇票、银行票据、商业票据、回购协议、短期政府债券等货币市场工具；</p> <p>(二) 固定收益类：包括政府债券、公司债券、可转换债券、住房按揭支持证券、资产支持证券等及经中国证监会认可的国际金融组织发行的证券；</p> <p>(三) 权益类：已与中国证监会签署双边监管合作谅解备忘录的国家或地区证券市场挂牌交易的普通股、优先股、全球存托凭证和美国存托凭证、房地产信托凭证；</p> <p>(四) 境外基金：在已与中国证监会签署双边监管合作谅解备忘录的国家或地区证券监管机构登记注册的公募基金；</p> <p>(五) 结构性投资产品：与固定收益、股</p>	<p>(一) 固定收益类：包括具有固定收益性质的债券、票据和结构性产品；</p> <p>(二) 权益类：符合条件的境外证券交易所上市股票；</p> <p>(三) 境外基金：与中国银行业监督管理委员会已签订代客境外理财业务监管合作谅解备忘录的境外监管机构所批准、登记或认可的公募基金；</p> <p>(四) 结构性产品：应选择获国际公认评级机构 A 级或以上评级的金融机构发行的结构性产品；</p> <p>(五) 衍生品：掉期、远期等金融市场上流通的衍生金融工具；</p> <p>(六) 资产支持证券及抵押贷款支持证券。</p>	<p>(一) 货币市场类：国际公认评级机构最近 3 年对其长期信用评级至少为投资级以上的外国银行存款；国际公认评级机构评级至少为投资级以上的外国银行票据、大额可转让存单、货币市场基金等货币市场产品；</p> <p>(二) 固定收益类：国际公认评级机构评级至少为投资级以上的外国政府债券、国际金融组织债券和外国公司债券；中国政府或者企业在境外发行的债券；</p> <p>(三) 权益类：满足一定条件的已与中国银行业监督管理委员会签订代客境外理财业务监管合作谅解备忘录的国家或地区证券市场挂牌交易的普通股、优先股、全球存托凭证和美国存</p>	<p>(一) 货币市场类：包括满足一定条件的期限不超过 1 年的商业票据、银行票据、大额可转让存单、逆回购协议、短期政府债券和隔夜拆出等货币市场工具或者产品；</p> <p>(二) 固定收益类：包括满足一定条件的银行存款、政府债券、政府支持性债券、国际金融组织债券、公司债券、可转换债券等固定收益产品；</p> <p>(三) 权益类：包括满足一定条件的普通股、优先股、全球存托凭证、美国存托凭</p>

	证券类 (基金类/券商类)	银行类	信托类	保险类
	<p>权、信用、商品指数、基金等标的物挂钩的结构性投资产品；</p> <p>(六) 衍生品：远期合约、互换及经中国证监会认可的境外交易所上市交易的权证、期权、期货等金融衍生产品。</p>		<p>托凭证、房地产信托凭证；</p> <p>(四) 境外基金：已与中国银行业监督管理委员会签订代客境外理财业务监管合作谅解备忘录的国家或地区相关监管机构所批准或登记注册的公募基金；</p> <p>(五) 结构性投资产品：与固定收益、股权、信用、商品指数、基金等标的物挂钩的结构性投资产品，且该类产品应获得国际公认评级机构投资级或以上评级的金融机构发行的结构性产品；</p> <p>(六) 衍生品：为规避受托境外理财集合信托计划风险所涉及的金融衍生产品交易的品种或者工具。</p>	<p>证、未上市企业股权等权益类工具或者产品；</p> <p>(四) 不动产：包括满足一定条件的成熟商业和办公不动产；</p> <p>(五) 境外基金：包括满足一定条件的证券投资基金、股权投资基金和房地产信托投资基金 (REITs)。</p>
禁止行为	<p>基金、集合计划不得有下列行为：</p> <p>(一) 购买不动产；</p> <p>(二) 购买房地产抵押按揭；</p> <p>(三) 购买贵金属或代表贵金属的凭证；</p> <p>(四) 购买实物商品；</p> <p>(五) 除应付赎回、交易清算等临时用途以外，借入现金。该临时用途借入现金的</p>	<p>商业银行开办代客境外理财业务不得有下列行为：</p> <p>(一) 投资于商品类衍生产品，对冲基金以及国际公认评级机构评级 BBB 级以下的证券；</p> <p>(二) 投资于不动产、房地产抵押按揭、贵金属和实物商品；</p> <p>(三) 出于投机或放大交易的目的，运用掉期、远期等金融市场上流通的衍生金</p>	<p>境外理财信托计划或产品不得直接投资于实物商品相关的衍生品。</p>	<p>保险资金境外投资不得有下列行为：</p> <p>(一) 投资实物商品、贵金属或者代表贵金属的凭证和商品类衍生工具；</p> <p>(二) 利用证券经营机构融资，购买证券及参与未持有基础资产的卖空交易；</p> <p>(三) 除为交易清算目的拆</p>

	证券类 (基金类/券商类)	银行类	信托类	保险类
	<p>比例不得超过基金、集合计划资产净值的10%;</p> <p>(六) 利用融资购买证券, 但投资金融衍生品除外;</p> <p>(七) 参与未持有基础资产的卖空交易;</p> <p>(八) 从事证券承销业务。</p>	<p>融工具;</p> <p>(四) 以任何形式进行杠杆放大交易, 包括以放大交易为目的借入现金, 利用融资购买证券, 参与未持有基础资产的卖空交易;</p> <p>(五) 投资于境内二级市场公开交易的股票或与其相关的证券投资基金;</p> <p>(六) 投资于未上市企业股权和上市公司非公开发行或交易的股份。</p>		<p>入资金外, 以其他任何形式借入资金。</p>
主要适用法规	<p>《合格境内机构投资者境外证券投资管理试行办法》</p> <p>《中国证券监督管理委员会关于实施&lt;境内机构投资者境外证券投资管理试行办法&gt;有关问题的通知》</p>	<p>《商业银行开办代客境外理财业务管理暂行办法》</p> <p>《关于商业银行开展代客境外理财业务有关问题的通知》《关于调整商业银行代客境外理财业务境外投资范围的通知》</p> <p>《关于进一步调整商业银行代客境外理财业务境外投资有关规定的通知》</p>	<p>《信托公司受托境外理财业务管理暂行办法》</p> <p>《关于调整信托公司受托境外理财业务境外投资范围的通知》</p>	<p>《保险资金境外投资管理暂行办法》</p> <p>《保险资金境外投资管理暂行办法实施细则》</p>

### 三、基金管理公司 QDII 业务

在 QDII 项目中，基金类 QDII 发挥了重大作用。截至 2023 年 9 月 30 日，国家外汇局累计批准 QDII 额度 1,655.19 亿美元，证券类机构累计获批额度最高为 905.5 亿美元，其中获得 QDII 投资额度超过 10 亿美元的基金管理公司达到 25 家，2023 年以来已有超过 28 家基金管理公司获批新增 QDII 额度。

#### （一）公募 QDII 业务

现阶段的基金类 QDII 项目多以公募基金的形式设立。截至 2023 年 8 月，根据中国证券投资基金业协会统计，市场上有 259 只 QDII 基金，净值达到 3,903.75 亿元，成为境内个人投资者参加境外投资证券市场的主要方式。

#### （二）私募 QDII 业务

与此同时，私募 QDII 产品也正在强势发展。随着私募市场的海外投资研究布局不断完善，人才储备不断加强，产品涉及更加多元化，私募 QDII 产品市场表现值得期待。

对于基金管理公司开展私募 QDII 资产管理计划（“QDII 专户”）业务，涉及到私募资管产品与 QDII 业务两类监管规则的适用，相对较为复杂，故有必要进行厘清。根据《〈资管细则〉适用相关问题解答（一）》<sup>5</sup>（“《解答》”）的相关规定，考虑到 QDII 业务的特殊性，基金管理公司开展私募 QDII 业务主要适用《QDII 办法》和《QDII 通知》等，包括募集起点、投资范围、投资比例限制、金融衍生品投资等投资运作要求，与证券公司私募 QDII 的监管标准保持一致。且考虑境外投资交易的实际需求，私募 QDII 业务境外投资不受“一层嵌套”限制。QDII 业务规则没有特别规定的，如业务形式、非公开募集、杠杆比例、结构化产品设计等，适用《资管细则》的规定<sup>6</sup>。

根据委托人人数的不同，QDII 专户可以细分为集合资管计划与单一资管计划，二者在具体适用规则上也有所区别。首先，《解答》已明确基金管理公司与证券公司私募 QDII 业务的监管标准应保持一致，又根据《〈合格境内机构投资者境外证券投资管理试行办法〉第四十六条证券公司开展境外证券投资定向资产管理业务的适用意见——证券期货法律适用意见第 6 号》，《QDII 办法》及《QDII 通知》中针对基金、集合计划等向多个客户募集资金进行证券投资的理财产品的特点做出的规定不适用于证券公司的定向资产管理业务<sup>7</sup>，例如禁止投资事项、投资比例限制、费用及净值计算以及信息披露等，因此我们理解相较于公募基金和集合资产管理计划，基金管理公司单一资产管理计划在 QDII 业务相关规则的法律适用上更为宽松。

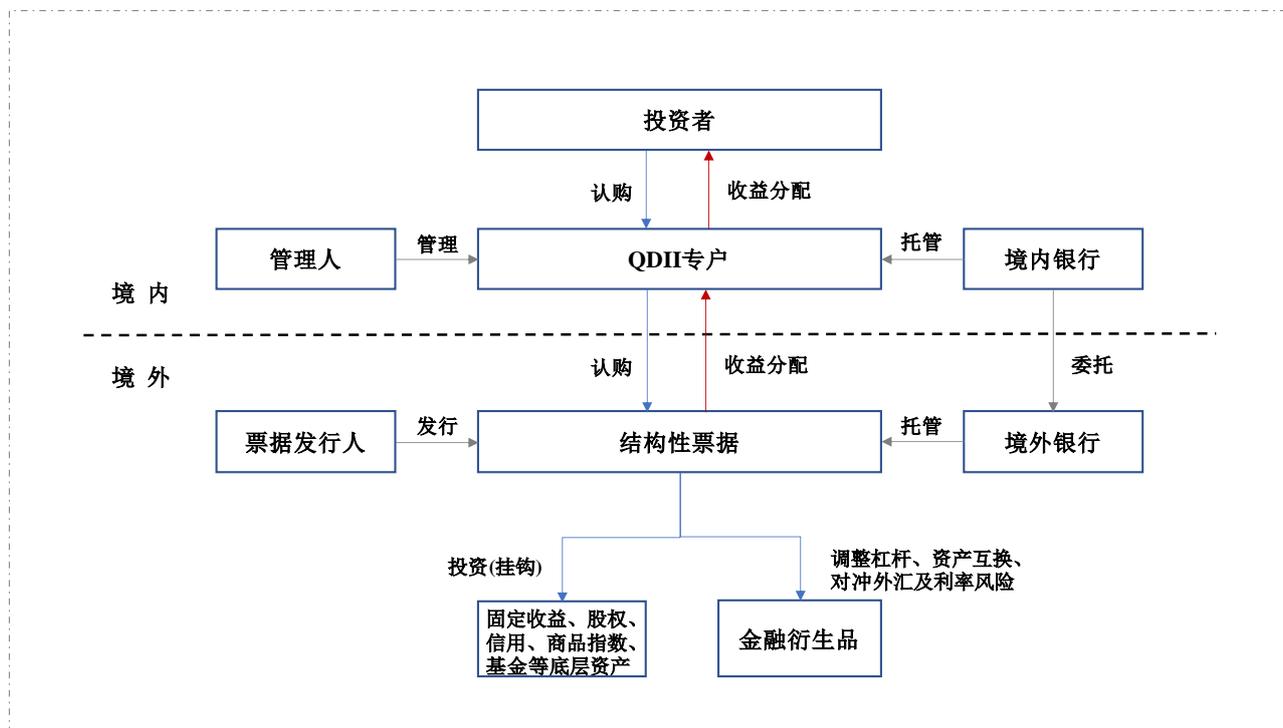
经过本文第二部分的分析，基金类 QDII 产品可投资的领域较多，包括货币市场、固收市场、权益市场以及衍生品市场等，但在具体选择投资标的时，还面临进一步的投资比例限制。其中，“结构性票据”作为与固定收益、股权、信用、商品指数、基金等标的物挂钩的结构性投资产品，相对而言受限制较少，且设计更为灵活，因此常被基金类 QDII，特别是私募 QDII 产品（如私募基金/专户）作为海外

<sup>5</sup> 《资管细则》指《证券期货经营机构私募资产管理业务管理办法》及《证券期货经营机构私募资产管理计划运作管理规定》。

<sup>6</sup> 尽管《解答》发布时有效的法规《证券期货经营机构私募资产管理业务管理办法》（证监会令第 151 号）、《证券期货经营机构私募资产管理计划运作管理规定》（证监会公告〔2018〕31 号）已经废止，现行有效的法规为《证券期货经营机构私募资产管理业务管理办法》（证监会令第 203 号）、《证券期货经营机构私募资产管理计划运作管理规定》（证监会公告〔2023〕2 号），但我们理解 QDII 业务仍主要适用《QDII 办法》及《QDII 通知》的规定，QDII 业务规则没有特别规定的，适用《资管规定》的相关要求。

<sup>7</sup> 指证券公司接受单一客户委托，与客户签订定向资产管理合同，根据合同约定的方式、条件和要求，通过客户的账户管理客户委托资产，进行境外证券投资管理的活动。

投资的投资对象，下文将着重于分析投资于结构性票据的 QDII 专户的交易架构。



### 1. 基金管理公司：QDII 专户的资产管理人

基金管理公司首先须根据《QDII 办法》向中国证监会申请 QDII 资格并向国家外汇局申请获得足够的 QDII 额度后，方可开展 QDII 业务并成为专户的资产管理人。基金管理公司根据《资管细则》对专户进行非公开募集，并按照《QDII 通知》规定的投资范围投资境外资产。其中，结构性票据属于 QDII 专户的可投范围，但需注意保证底层资产的类别和投资比例符合 QDII 的业务规则。基金管理公司须切实履行主动管理职责，代表专户作为结构性票据的持有代表人。

### 2. 境内银行：QDII 专户的托管人

境内银行根据资产管理合同和托管协议成为该专户的托管人，履行相应托管职责和受托人职责，负责资产托管业务，提供账户开立、资产保管、交易结算、会计核算、监督与报告等服务。托管人可委托符合《QDII 办法》规定条件的境外资产托管人负责境外资产托管业务；托管人亦可授权境外托管人代为履行其承担的受托人职责，但托管人并不因此而免除责任。

### 3. 结构性票据：QDII 专户的投资标的

结构性票据往往由特殊目的实体（“SPV”）发行，挂钩固定收益、股权、信用、商品指数或基金等底层资产，并可能由 SPV 的关联方以一定资产作为担保。为了达到调整杠杆、资产互换、对冲外汇及利率风险的目的，金融衍生品是结构性票据的重要组成部分。

## 四、几项重点问题

### （一）结构性票据仍须受到穿透式监管

对于投资于结构性票据的 QDII 专户，如前所述，主要适用 QDII 业务规则的特别规定，针对 QDII

业务规则中已有规定的问题不受私募资管产品规则中的有关限制性要求的制约，但值得注意的是实践中委托人可能同为资产管理产品，因此通常建议管理人对 QDII 专户拟投资的结构化票据的底层资产进行穿透式监管，在获取委托人资产管理产品相关法律文件后进一步核对判断底层资产是否属于委托人资产管理产品的投资范围，以避免 QDII 专户成为委托人规避其所适用的资产管理产品规则的工具，引发合规风险。

## （二）须区分通道业务与主动管理业务的界限

根据《关于规范金融机构资产管理业务的指导意见》第 22 条，金融机构不得为其他金融机构的资产管理产品提供规避投资范围、杠杆约束等监管要求的通道服务。在此基础上，《证券期货经营机构私募资产管理业务管理办法》对证券期货经营机构进一步提出了“主动管理”的要求，禁止向委托人让渡决策管理权，包括不得由委托人或其指定第三方尽职调查、投资运作、下达投资指令或者提供具体投资标的等实质性建议、不得根据委托人或其指定第三方的意见行使资管计划所持证券的权利等。QDII 专户资产管理人更应当充分了解通道业务与主动管理业务的区别，充分知悉并履行 QDII 监管规则项下的管理人职责。

## （三）QDII 业务与 ODI 程序的交叉

此前，一般认为 QDII、ODI 是并列的平行关系，QDII 多用于海外二级市场投资，ODI 更多用于境外投资新设或者并购企业。但是根据发改委官网的《境外投资项目备案核准办事指南》第三十二问<sup>8</sup>，投资主体通过 QDII、QDLP、QDIE 等途径开展境外投资，有关投资活动属于《企业境外投资管理办法》第二条所称境外投资的，投资主体应按照 11 号令履行境外投资有关手续。所以，若有关投资活动的投资对象属于《企业境外投资管理办法》列举的投资种类，QDII 专户作为投资主体，仍需（由 QDII 专户管理人）办理 ODI 审批手续。因此，QDII 专户管理人在开展 QDII 业务的时候应当留意评估是否需要履行 ODI 相关程序。

## 五、结语

QDII 产品不仅拓宽了我国居民投资海外证券市场渠道，也反映了中国资本市场对外开放的坚定步伐。随着国家对资本市场改革和对外开放力度的不断加大，境内外的投资环境也日益紧密联系，为境内主体提供了更为广阔的国际投资舞台。与此同时，QDII 作为涉及多个司法辖区的跨境业务，不仅对于投资环境提出了更高的要求，也展现了中国资本市场与国际标准接轨的决心和能力。当前，国内外经济环境持续变化，境外投资既存在良好机遇，也面临诸多风险挑战。因此，各类资产管理机构应当审慎开展 QDII 业务，既要关注防范法律合规风险，也要留意把控投资运作风险，合理有序开展境外投资活动，推动境外投资高质量发展。

<sup>8</sup> <https://services.ndrc.gov.cn/ecdomain/portal/portlets/bjweb/newpage/guide/guidService.jsp?idseq=a85cb67f2a5f4b45b3e13ba3f35292b4&code=&state=123>。

## 特别声明

汉坤律师事务所编写《汉坤法律评述》的目的仅为帮助客户及时了解中国或其他相关司法管辖区法律及实务的最新动态和发展，仅供参考，不应被视为任何意义上的法律意见或法律依据。

如您对本期《汉坤法律评述》内容有任何问题或建议，请与汉坤律师事务所以下人员联系：

### 毛慧

电话： +86 21 6080 0506

Email: [ellen.mao@hankunlaw.com](mailto:ellen.mao@hankunlaw.com)