仅供内部参考，请勿外传

政策类

政策研究报告

证券研究报告

开放的下一程：从要素流动到制度衔接

■ 资本市场开放系列报告之一

何韫露(分析师)
021-23185849
heyunlu@gtht.com
登记编号 S0880525110003

董琦(分析师)
021-38674711
dongqi@gtht.com
登记编号 S0880520110001

李明亮(分析师)
021-23185835
limingliang@gtht.com
登记编号 S0880525040001

本报告导读：

资本市场开放的下一程，不在于再增加多少通道，而在于能否以统一规则、主体监管、涉外法治和全链条风控，把市场规模优势转化为人民币资产的全球配置与定价能力。

投资要点：

- **中国资本市场开放历经境外融资型开放（1992-2001）、资格和额度型开放（2002-2013）、互联互通型双向开放（2014-2018）三个阶段后，自 2018 年中央经济工作会议首次提出“制度型开放”以来，已进入以规则、规制、管理、标准为核心的高水平制度型开放新阶段。**我国开放范围已由 B 股、H 股扩展至股票、债券、基金、期货和衍生品，开放主体由少数特定机构扩展至全球投资者和境内外金融机构，开放功能也由引入境外资金延伸至跨境融资、全球配置、风险管理和人民币国际化。
- **为何制度型开放？我国已经拥有全球第二大股票市场和债券市场，但境外投资者参与程度、人民币资产国际配置比例及国际定价影响力，尚未与我国经济和市场规模完全匹配。**开放的主要矛盾已由“有没有渠道、能不能进入”，逐步转向“进入后是否便利、规则是否统一、风险能否有效管理”。进一步扩大开放的关键，也不再是简单增加开放通道、额度和产品，而是推动规则、规制、管理和标准相通相容，通过制度建设降低跨境投资成本，提高政策透明度、稳定性和可预期性。
- **当前制度型开放主要面临四方面堵点。**第一，开放渠道较多但制度规则仍需进一步整合，各渠道在账户体系、托管结算、投资范围等方面规则各异，尚未形成统一制度框架。第二，跨境投资便利化集中于单项业务，全生命周期制度仍有提升空间。境外投资涉及准入、开户、托管、税务、汇兑、对冲、退出等多环节，仅从单笔业务或单一账户监管较难识别综合风险敞口。第三，涉外法治体系在跨境数据、审计监管、法律域外适用等领域仍有制度空白。第四，跨市场、跨部门风险传导加快，监管能力面临同步提升的挑战。跨境资金对利率、汇率和预期变化更加敏感，传统分市场、分环节监管难以及时识别风险全貌。
- **“十五五”时期资本市场开放将向何处推进？**从现有政策部署看，下一阶段将沿着“四个深化”展开：由渠道开放向制度型开放深化；由业务便利向主体便利深化；由外汇管理向本外币协同深化；由汇兑环节管理向全链条管理服务深化。同时，“引进来”与“走出去”将更加协调，上海与中国香港形成更紧密的制度联动，传统基础设施向数字化基础设施深化。
- **未来政策着力点应从扩大市场准入进一步转向完善制度型开放生态。**第一，加快制定跨境证券投资统一规则框架，推动不同开放渠道的底层制度对接。第二，探索建立跨渠道“监管通行证”和统一主体风险档案。第三，加快推出人民币外汇期货，构建完整的人民币风险管理工具体系。第四，完善跨境数据与审计监管的法治框架，提升涉外法治的可执行性和确定性。 第五，建立覆盖跨境资本流动全链条的宏观审慎管理框架。
- **风险提示：政策落地不及预期，国际政治局势动荡。**

相关报告

【区域经济】四大增长级的产业格局重构 2026.08.10
总量稳中提质，K 型分化延续 2026.08.06
上市公司再融资规则迎来系统性优化——资本市场月报（2026 年 7 月） 2026.08.05
新经济的胜利 2026.08.05
政策导向的五个新信号 2026.07.31

仅供内部参考，请勿外传

目录

1. 中国资本市场开放的历史脉络 3
1.1. 第一阶段：境外融资型开放——“企业先出去” 3
1.2. 第二阶段：资格和额度型开放——“允许特定机构进来” 4
1.3. 第三阶段：互联互通型双向开放——以中国香港为桥梁 5
1.4. 第四阶段：高水平制度型开放——从“能不能进”转向“进来后怎么管” 7
2. 资本市场开放广度显著拓展，开放深度仍待突破 9
2.1. 开放广度明显提升 9
2.1.1. 开放范围已覆盖主要市场 9
2.1.2. 开放主体由少数机构扩展至全球投资者 11
2.1.3. 开放功能由引入资金拓展至全球资源配置 13
2.1.4. 开放保障升级为跨境协同监管 14
2.2. 市场规模领先，但国际参与度和定价功能仍显不足 16
3. 制度型开放：内涵、必要性与堵点 17
3.1. 制度型开放以规则、规制、管理、标准为核心 17
3.2. 建设金融强国目标下制度型开放具有必要性 18
3.3. 当前制度型开放面临渠道、便利、法治、监管四方面堵点 19
4. 未来展望：“十五五”时期资本市场开放的六大趋势 20
4.1. 由渠道开放向制度型开放深化，规则统一将成为改革主线 20
4.2. 由业务便利向主体便利深化，监管方式将更加注重信用和风险分类 21
4.3. 由外汇管理向本外币协同深化，人民币跨境使用与资本市场开放将更加紧密结合 21
4.4. 由汇兑管理向全链条管理服务深化，开放与安全将进一步一体化 21
4.5. “引进来”和“走出去”将协同推进，资本市场双向开放进一步深化 21
4.6. 上海和香港将在在岸离岸协同中承担更加重要的制度接口功能 21
4.7. 由传统基础设施向数字化基础设施深化，金融科技将重塑开放形态 22
5. 政策建议 22
6. 风险提示 23

仅供内部参考，请勿外传

1. 中国资本市场开放的历史脉络

1.1. 第一阶段：境外融资型开放——“企业先出去”

1992—2001 年，我国资本市场开放主要围绕境内企业如何利用境外资本展开，政策重点是建立外资股发行和境外上市制度，境内证券市场对境外投资者的开放较为有限。这一时期，资本市场逐步形成境内上市外资股、境外直接上市和境外间接上市三类对外开放渠道。B 股在境内交易所上市，面向境外投资者交易；H 股和境外存托股份由境内企业直接在境外发行；红筹股则通过境外注册企业承接境内资产或业务，再赴境外上市。三类渠道的发行主体、上市地点和法律结构不同，但制度安排都集中在证券品种、发行地点和上市架构，中国企业连接境外资本的渠道得到拓展。

1992 年，国务院规定，企业到海外公开发行股票和上市须由国务院证券委员会统一安排并经其审批，并于 1993 年列明境内企业直接和间接境外发行上市的主要方式。**境外直接上市方面**，1994 年《国务院关于股份有限公司境外募集股份及上市的特别规定》明确，境内股份有限公司经批准可以向境外投资者募集股份并在境外上市，境外上市外资股也可以采取境外存股证等形式。1999 年，企业申请境外上市的条件、申报文件和批准程序进一步明确。**境外间接上市方面**，1997 年《国务院关于进一步加强在境外发行股票和上市管理的通知》规定，境内企业资产通过收购、换股、划转等方式转移至境外中资企业并在境外上市，须履行审批程序。**境内上市外资股方面**，1995 年《国务院关于股份有限公司境内上市外资股的规定》对境内上市外资股的发行、上市和交易作出规定，明确其以人民币标明面值、以外币认购和买卖，并在境内证券交易所上市交易。1999 年，企业申请发行 B 股的所有制限制被取消。

截至 2001 年底，境内共有 112 家企业发行 B 股，约占境内上市企业总数的 9.7%。中国香港已成为境内企业境外上市和中国相关资产交易的重要境外市场。同期，已有 59 家境内企业在境外发行上市 H 股，累计筹资 182 亿美元。按香港交易所主板统计口径，2001 年底 H 股和红筹股合计市值约 1.01 万亿港元，占主板股票总市值的 25.96%；全年成交额占主板股票成交总额的 38.07%。

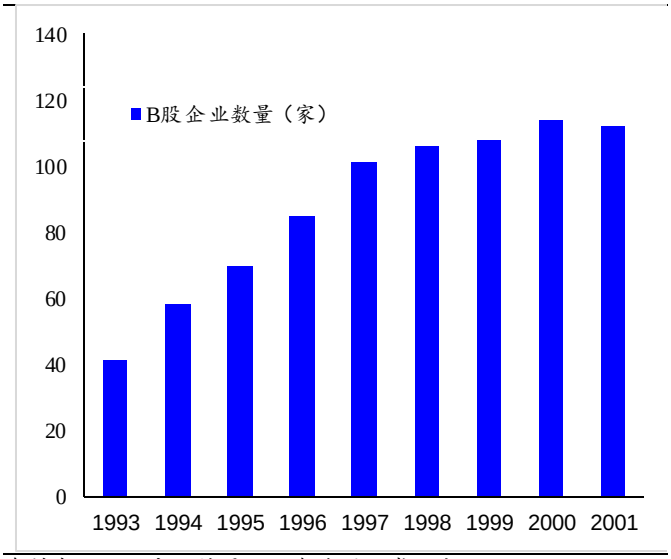
表 1：1992—2001 年间中国资本市场开放渠道、核心政策与事件

开放渠道	时间	核心政策与事件	主要内容
境内上市外资股	1992 年	上海真空电子 B 股在上海证券交易所上市	境内上市外资股开始在境内证券交易所上市交易
	1995 年	《国务院关于股份有限公司境内上市外资股的规定》	境内上市外资股以人民币标明面值、以外币认购和买卖，在境内证券交易所上市交易
	1999 年	《关于企业发行 B 股有关问题的通知》	取消企业申请发行 B 股的所有制限制
境内企业直接境外上市	1993 年	首批境内企业在香港和纽约上市	青岛啤酒成为首家 H 股上市公司；上海石化发行 H 股并以美国存托股份形式在纽约上市
	1994 年	《国务院关于股份有限公司境外募集股份及上市的特别规定》	境内股份有限公司经批准可以向境外投资者募集股份并在境外上市，也可以采取境外存股证等形式
	1999 年	《关于企业申请境外上市有关问题的通知》	规定企业申请境外上市的条件、申报文件和批准程序
境内资产间接境外上市（红筹方式）	1984 年	中银集团与华润集团收购香港上市公司康力投资股权	形成中资机构控股香港上市公司的早期红筹实践
	1997 年	《国务院关于进一步加强在境外发行股票和上市管理的通知》	境内企业资产通过收购、换股、划转等方式转移至境外中资企业并在境外上市，须履行审批程序

资料来源：国家行政法规库，中国证监会，上交所，深交所，广东省人民政府，国泰海通证券研究

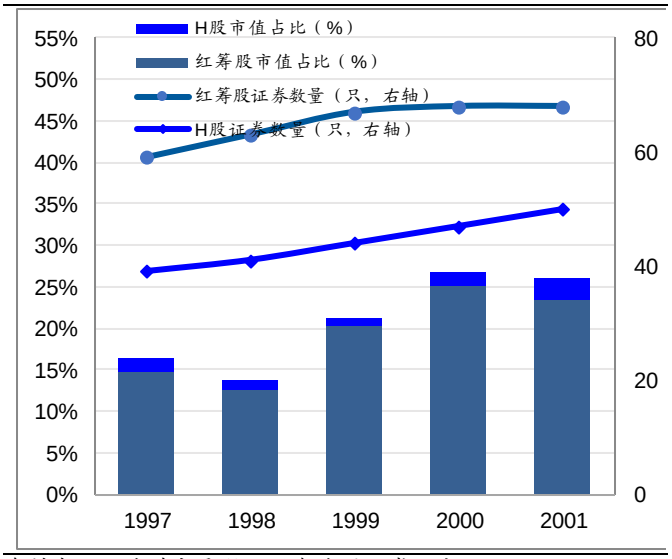
仅供内部参考，请勿外传

图 1：B 股企业数量先增后稳



资料来源：国家统计局，国泰海通证券研究

图 2：H 股与红筹股扩容，香港主板市值占比波动上升



资料来源：香港交易所，国泰海通证券研究

1.2. 第二阶段：资格和额度型开放——“允许特定机构进来”

2002—2013 年，我国资本市场开放以合格机构为主体的双向跨境投资为主要特征，政策重点是建立并扩展以资格审批和额度管理为基础的跨境投资通道，但跨境证券投资仍限于获批机构和核定额度，尚未形成面向市场主体的普遍准入。这一时期，资本市场开放由境外机构单向进入境内市场，逐步扩展为境内外资金双向投资，并进一步建立离岸人民币回流境内市场的渠道。

2002 年，QFII 制度及其外汇管理规则出台，境外机构须经资格和额度审批，通过托管和专用账户投资境内证券。2003 年后制度进入实际运行，2005 年总额度增至 100 亿美元。2006—2007 年，QDII 制度由商业银行扩展至基金、证券、信托和保险机构，境内资金获得投资境外市场的受控渠道；同期 QFII 由暂行制度转为正式制度，并持续扩容。2011 年 RQFII 制度建立，离岸人民币可以通过合格机构投资境内市场。2012—2013 年，QFII 和 RQFII 进一步放宽资格、投资范围和额度限制，QDII 外汇管理规则也得到整合。由此，以资格审批、额度控制和账户管理为核心的双向跨境证券投资框架基本形成。

合格投资者制度覆盖机构持续增加，跨境证券投资已具一定规模，但在我国对外金融资产负债中的占比较低。截至 2013 年末，QFII、RQFII 和 QDII 获批机构分别达到 228 家、52 家和 115 家，批准额度分别为 497 亿美元、1572 亿元人民币和 842 亿美元；QFII 累计净汇入 357 亿美元，QDII 累计净汇出 338 亿美元。国际投资头寸数据显示，境外投资者持有我国证券资产约 3868 亿美元，我国持有境外证券资产 2585 亿美元，分别占我国对外金融负债和资产的 10%和 4%。

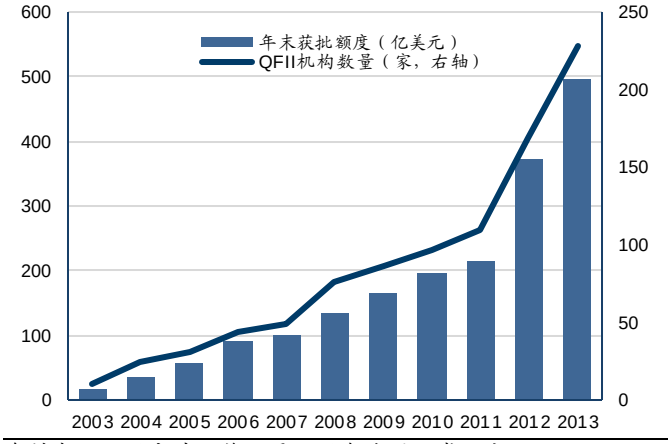
仅供内部参考，请勿外传

表2：2002—2013 年中国资本市场开放进程、核心政策与事件

政策阶段	时间	核心政策与事件	主要内容
QFII 制度建立：境外机构受控进入境内市场	2002	**建立 QFII 制度**：《合格境外机构投资者境内证券投资管理暂行办法》及外汇管理配套规定	境外机构须取得投资资格和额度，通过境内托管银行、证券公司及专用账户投资规定范围内的境内证券，并接受持股比例、资金锁定和汇出入管理。
	2003—2005	制度落地与扩容：首批 QFII 获批；制度总额度增至 100 亿美元	首批机构取得 QFII 资格、投资额度并开立人民币特殊账户；2005 年制度总额度提高至 100 亿美元。
双向通道形成：QDII 建立并与 QFII 并行	2006—2007	**建立 QDII 制度**：商业银行 QDII 办法及基金、证券公司 QDII 办法相继出台	允许符合条件的银行、基金管理公司和证券公司在批准额度内，运用境内募集或受托资金投资境外证券；同期逐步扩展至信托和保险机构。
	2006—2009	规则定型与扩容：QFII 正式管理办法、额度扩容及外汇管理调整	2006 年正式办法取代暂行办法；2007 年制度总额度增至 300 亿美元；2009 年调整账户、汇兑和部分长期资金锁定期安排。
人民币通道建立：合格机构制度扩容和优化	2011	**建立 RQFII 制度**：《基金管理公司、证券公司人民币合格境外机构投资者境内证券投资试点办法》	允许境内基金管理公司和证券公司的中国香港子公司，使用在香港募集的人民币资金投资境内证券市场，并实行资格、额度、托管和账户管理。
	2012	规则优化与扩容：QFII 实施规则调整，QFII 和 RQFII 额度扩大	降低部分 QFII 资格要求，扩大投资范围，放宽交易券商和持股限制；QFII 总额度增至 800 亿美元，RQFII 总额度增至 2700 亿元。
	2013	制度扩围：RQFII 第 90 号令、试点地区扩大及 QFII 总额度提高	扩大 RQFII 申请机构和投资范围，取消部分资产配置限制，将试点由香港扩展至其他国家和地区；QFII 总额度增至 1500 亿美元。
	2013	制度整合：《合格境内机构投资者境外证券投资外汇管理规定》	统一 QDII 额度、账户、资金汇兑和统计监测规则，简化额度申请和资金汇出入程序。

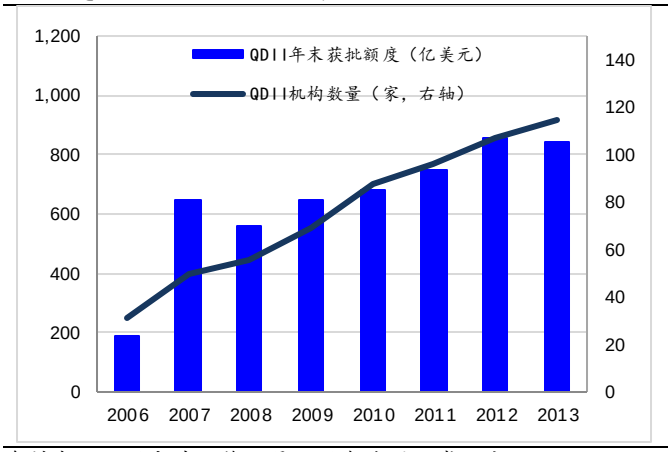
资料来源：中国证监会，国家外汇管理局，中华人民共和国司法部，国泰海通证券研究

图3：QFII 机构数量与获批额度持续扩张



资料来源：国家外汇管理局，国泰海通证券研究

图4：QDII 机构数量稳增，获批额度波动扩张



资料来源：国家外汇管理局，国泰海通证券研究

1.3. 第三阶段：互联互通型双向开放——以中国香港为桥梁

2014—2018 年，我国资本市场开放以境内外市场连接为主要特征，政策重点是建立依托交易和托管结算基础设施的双向跨境投资通道，但开放仍按市场分别推进，尚未形成跨市场普遍适用的开放规则，开放仍主要停留在通道扩展层面。政策由股票市场互联互通向基金和债券市场扩展，继而转向基础设施连接、通道扩容和既有渠道优化。沪深港通、债券通等机制降低了跨境投资对机构资格和单独额度的依赖，扩大了投资范围并提高了交易便利度。

2014—2018 年资本市场形成了以香港为枢纽、以市场和金融基础设施连接为主，并由直接入市和合格投资者制度共同补充的双向开放格局。2014 年，沪港通开通，境内外股票市场首次形成双向交易连接。2015—2016 年，内地与香港基金互认、银行间债券市场直接入市和深港通相继落地，开放范围由单一股票通道扩展至基金和债券市场，股票互联互通覆盖沪深两市。2017

仅供内部参考，请勿外传

年债券通“北向通”开通，中国香港与内地债券市场的交易和托管结算基础设施进一步连接。2018 年，沪深港通额度扩大，特定期货品种开始向境外交易者开放，QFII、RQFII 资金管理限制同步放宽。

截至 2018 年底，沪港通、深港通和债券通已将中国香港与境内股票、债券市场连接起来。沪股通和深股通北向每日额度均提高至 520 亿元人民币，两条港股通南向每日额度均提高至 420 亿元人民币。债券通获批投资者增至 503 名，覆盖 24 个司法管辖区，全年日均成交 36 亿元人民币。2018 年 6 月 1 日和 9 月 3 日，A 股分两步纳入 MSCI 相关指数。以香港为接入端的沪深港通和债券通交易容量及境外参与范围明显扩大，A 股也开始经由互联互通渠道进入国际指数体系。

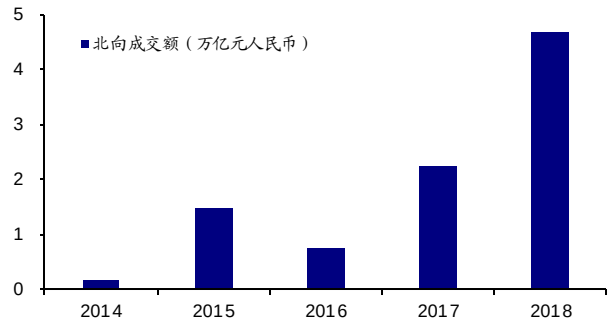
表3：2014—2018 年资本市场开放阶段核心政策与事件

政策方向	时间	核心政策与事件	主要内容
市场连接起步	2014	**沪港通**制度建立并正式开通：《沪港股票市场交易互联互通机制试点若干规定》	上交所与港交所建立技术连接，两地投资者通过当地证券公司或经纪商买卖规定范围内的对方市场股票。机制包括沪股通和港股通，采用人民币交收，初期实行标的范围、总额度和每日额度管理。
连接范围扩展	2015	内地与香港**基金互认**制度建立并落地：《香港互认基金管理暂行规定》	符合条件的两地公募基金经对方监管机构注册或者认可后，可以在对方市场向公众投资者销售；实行基金资格、当地代理人、信息披露和双向总额度管理。
	2015—2016	**银行间债券市场**直接入市通道形成：《关于境外央行、国际金融组织、主权财富基金运用人民币投资银行间市场有关事宜的通知》；《中国人民银行公告〔2016〕第 3 号》；《国家外汇管理局关于境外机构投资者投资银行间债券市场有关外汇管理问题的通知》	境外央行类机构和商业性机构经备案后，可通过境内结算代理人投资银行间债券市场，并办理开户、交易、结算和资金汇兑，不再实行单家投资额度管理。
	2016	**深港通**建立，股票互联互通覆盖沪深两市：《内地与香港股票市场交易互联互通机制若干规定》	建立深交所与港交所之间的交易结算连接，形成深股通和港股通；股票互联互通扩展至沪深两市，取消累计总额度，继续实行每日额度管理。
基础设施互联深化	2017	**债券通“北向通”**制度建立并正式开通：《内地与香港债券市场互联互通合作管理暂行办法》	境外投资者通过香港与内地债券市场在交易、托管和结算等方面的基础设施连接，投资内地银行间债券市场；初期仅开通北向通，后续配套完善外汇风险管理和税收安排。
通道扩容与品种扩展	2018	**沪深港通额度扩容**：《中国证券监督管理委员会与香港证券及期货事务监察委员会联合公告》	沪股通和深股通每日额度分别由 130 亿元提高至 520 亿元，沪港通和深港通下港股通每日额度分别由 105 亿元提高至 420 亿元，跨境股票交易通道承载能力明显提高。
	2015—2018	**特定期货品种**向境外交易者开放：《境外交易者和境外经纪机构从事境内特定品种期货交易管理暂行办法》	允许境外交易者和境外经纪机构按照特定品种规则直接参与境内期货交易，开放范围由股票、基金和债券进一步延伸至商品期货市场。
既有渠道优化	2018	**QFII、RQFII 资金管理限制放松**：《合格境外机构投资者境内证券投资外汇管理规定》；《中国人民银行 国家外汇管理局关于人民币合格境外机构投资者境内证券投资管理有关问题的通知》	取消 QFII 资金汇出 20%的比例限制，取消 QFII、RQFII 本金锁定期，并允许其开展外汇套期保值；投资资格和额度管理仍予保留。

资料来源：中国证监会，国家外汇管理局，中国人民银行，国泰海通证券研究

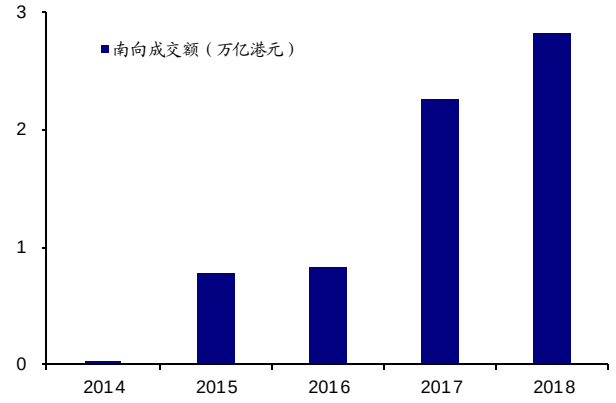
仅供内部参考，请勿外传

图5：北向成交额波动上升，规模加快扩张



资料来源：香港交易所，国泰海通证券研究

图6：南向成交额持续增长，交易规模扩大



资料来源：香港交易所，国泰海通证券研究

1.4. 第四阶段：高水平制度型开放——从“能不能进”转向“进来后怎么管”

2018 年以来，我国资本市场开放以规则衔接和制度完善为主要特征，政策重点由放宽机构和资金准入，逐步扩展至跨市场规则、跨境发行和监管制度。这一阶段，我国资本市场开放这一阶段的核心特征，是以放宽市场准入为基础、以制度规则衔接为重点的高水平双向开放。其本质是制度型开放：资本市场开放不再主要依赖新增通道和扩大额度，而是逐步完善境内外主体参与跨境投融资的制度安排，开放范围由市场准入向投资运行和跨境监管延伸。

2018 年中央经济工作会议提出由商品和要素流动型开放向制度型开放转变。2019—2020 年，证券、基金和期货机构外资股比限制及 QFII、RQFII 投资额度限制相继取消，合格境外投资者制度实现整合。2021—2022 年，债券通“南向通”启动，境外机构投资扩展至交易所债券市场，存托凭证和沪深港通投资范围继续扩大。2022—2024 年，期货和衍生品跨境交易、境外上市备案、跨境利率风险管理和外国投资者战略投资等制度相继完善，开放规则进一步延伸至跨境发行和监管领域。

2025 年至今，资本市场制度型开放由前期放宽准入、扩大投资范围，进一步推进到境外主体进入市场后的监管整治、流动性和风险管理。2025 年 5 月和 6 月，证监会部署资本市场对外开放一揽子举措；10 月正式印发《合格境外投资者制度优化工作方案》，进一步完善合格境外投资者准入、投资和服务制度。 2025 年 9 月，中国人民银行、中国证监会、国家外汇局三部门允许可开展现券交易的境外机构投资者开展债券回购，将债券市场开放由现券投资延伸至融资和流动性管理。2025 年 12 月，人民银行、国家外汇管理局统一境内企业境外上市本外币资金管理，调整募集资金调回、结汇和境外留存规则，使 2023 年建立的境外上市备案制度进一步延伸至上市后的跨境资金运行。跨境投融资外汇管理改革持续深化，国家外汇管理局于 2023 年推出 9 项便利化措施，扩大跨境贸易投资便利化政策覆盖范围；2024 年修订《资本项目外汇业务指引》，系统优化资本项目外汇业务办理规则；2025 年，国家外汇管理局进一步深化跨境投资、跨境融资和资本项目收入支付便利化改革。跨境监管“开正门、堵偏门”，2026 年 5 月，证监会联合八部门印发《综合整治非法跨境证券期货基金经营活动实施方案》，设置两年集中整治期。方案对富途、老虎、长桥等机构非法跨境证券业务展开集中整治，要求存量境内客户仅可单向卖出资产、转出资金，禁止任何买入、入金等新增投资操作。在岸与离岸风险管理工具协同落地，在岸市场，2026 年 4 月证监会允许合格境外投资者以套期保值为目的参与国债期货交易。离岸市场，2026 年 8 月港交所 5 年期人民币国债期货正式上市。

仅供内部参考，请勿外传

跨境证券投资已形成较大规模的双向配置。截至 2025 年末，境外机构和个人持有境内人民币股票和债券合计 7.17 万亿元；我国对外证券投资资产和证券投资负债分别达到 1.99 万亿美元和 2.35 万亿美元。到 2025 年 8 月末，已有来自 80 个国家和地区的 1170 家境外机构进入中国债券市场、907 家境外机构取得合格境外投资者资格。“十四五”期间，证监会新增核准 13 家外资控股证券、基金和期货机构来华展业。

表4：2018—2026 年资本市场开放阶段核心政策与事件

政策方向	时间	核心政策与事件	制度变化
机构和资金准入放宽	2018-2020	证券、基金和期货机构外资准入政策调整；国家外汇局**取消 QFII、RQFII 额度管理**；《合格境外机构投资者和人民币合格境外机构投资者境内证券期货投资管理办法》	外资机构可控股或独资经营证券、基金和期货业务；QFII、RQFII 不再实行投资额度管理，并统一资格和投资规则。
统一规则与市场扩围	2021—2022	**债券通“南向通”**启动；《关于进一步便利境外机构投资者投资中国债券市场有关事宜》；《境内外证券交易所互联互通存托凭证业务监管规定》；ETF 互联互通	债券通开通南向投资；境外机构直接投资范围扩展至交易所债券市场；境内外存托凭证适用市场范围扩大；ETF 纳入沪深港通。
跨境发行与监管制度建立	2022—2024	《期货和衍生品法》；境外上市备案制度及保密档案规定；互换通；《境外机构投资者境内证券期货投资资金管理规定》；《外国投资者对上市公司战略投资管理办法》	跨境期货和衍生品交易纳入法律规范；境内企业直接和间接境外上市实行备案管理；境外投资者可参与境内利率互换；QFII 资金账户和汇兑规则调整；外国投资者战略投资上市公司规则修订。
投资便利化，风险管理工具完善	2025 年 5—10 月	资本市场对外开放一揽子举措；QFII 参与 ETF 期权公告；《合格境外投资者制度优化工作方案》	部署优化 QFII 资格审批、外汇登记、账户开立、资金汇划、交易结算和投资服务；允许 QFII 以套期保值为目的参与 ETF 期权；进一步扩大期货期权投资范围。
流动性管理工具完善	2025 年 9 月	《关于进一步支持境外机构投资者在中国债券市场开展债券回购业务的公告》	境外机构投资者可开展质押式回购和买断式回购。
境外上市资金管理完善	2025 年 12 月	《中国人民银行 国家外汇管理局关于境内企业境外上市资金管理有关问题的通知》	统一境外上市人民币和外币资金管理；募集资金和股份减持所得可跨境调回，外币募集资金可自主结汇，并调整境外上市登记和资金境外留存安排。
风险管理工具完善	2026 年 4 月	《关于合格境外机构投资者和人民币合格境外机构投资者**参与国债期货**交易的公告》	允许合格境外投资者以套期保值为目的参与国债期货交易
跨境监管	2026 年 5 月	《综合整治非法跨境证券期货基金经营活动实施方案》	全面取缔境外证券期货基金经营机构非法跨境经营活动
风险管理工具完善	2026 年 8 月	港交所 5 年期**人民币国债期货**上市	离岸市场唯一的中国国债期货合约，为境外投资者提供有效管理中国内地债券久期及利率风险的工具

资料来源：国家互联网信息办公室，中国证监会，国家外汇管理局，中国人民银行，港交所，国泰海通证券研究

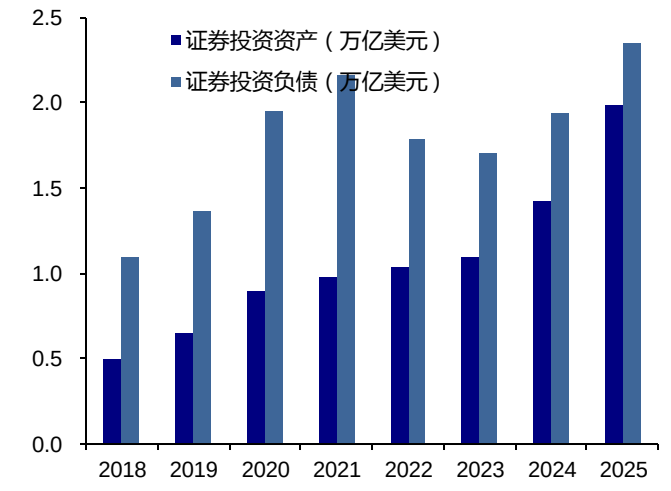
表5：2023-2025 跨境投融资外汇管理改革一揽子政策

年份	政策文件	一揽子政策内容	政策重点
2023	《国家外汇管理局关于进一步深化改革 促进跨境贸易投资便利化的通知》	**经常项目方面**，优化市场采购贸易、加工贸易、委托代理项下跨境贸易资金收付等外汇管理；**资本项目方面**，推广跨境融资便利化试点，优化境外直接投资（ODI）前期费用管理，便利外商直接投资（FDI）境内再投资项下股权转让资金和境外上市募集资金支付使用，完善资本项目收入使用负面清单管理和外债账户管理。	扩大便利化政策覆盖范围
2024	《资本项目外汇业务指引（2024 年版）》	**规则体系方面**，整合境内直接投资、境外直接投资、外债、跨境担保等资本项目外汇业务规则；**业务办理方面**，细化办理要求，优化材料提交和业务流程，提高业务办理规范性和便利性。	整合资本项目业务规则，优化业务办理流程
2025	《国家外汇管理局关于深化跨境投融资外汇管理改革有关事宜的通知》	**跨境投资方面**，取消外商直接投资前期费用基本信息登记，取消外商投资企业境内再投资登记，优化外商直接投资外汇登记管理；**跨境融资方面**，优化企业外债登记管理，完善跨境融资便利化政策安排；**资本项目收入支付方面**，优化资本项目外汇收入支付便利化业务，便利境外个人境内购房结汇支付。	深化跨境投融资外汇管理改革

资料来源：国家外汇管理局，国泰海通证券研究

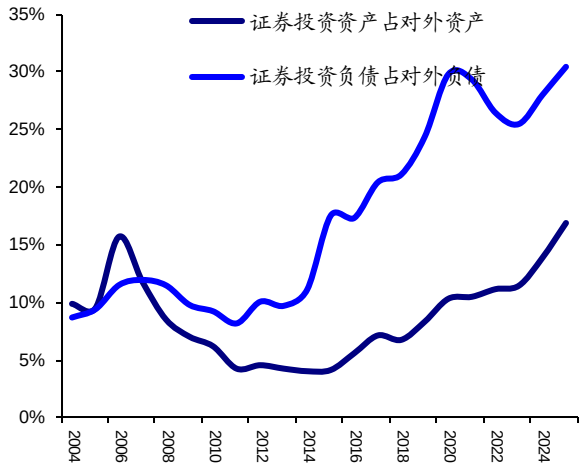
仅供内部参考，请勿外传

图7：跨境证券投资双向扩张，近两年提速



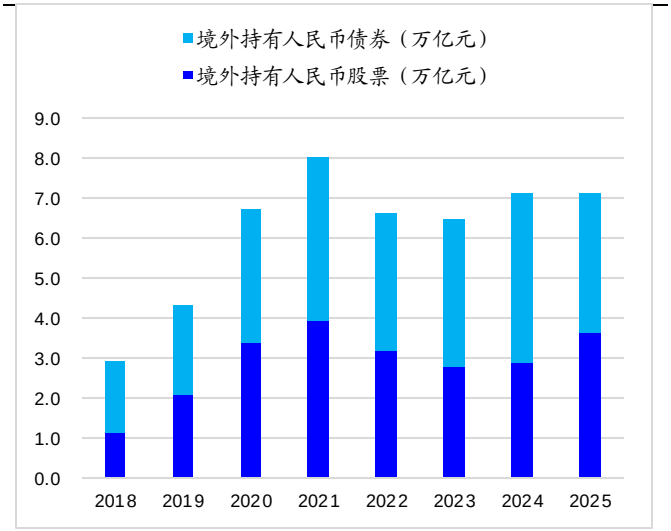
资料来源：国家外汇管理局，国泰海通证券研究

图8：我国证券投资负债占比 2018 年后快速上行



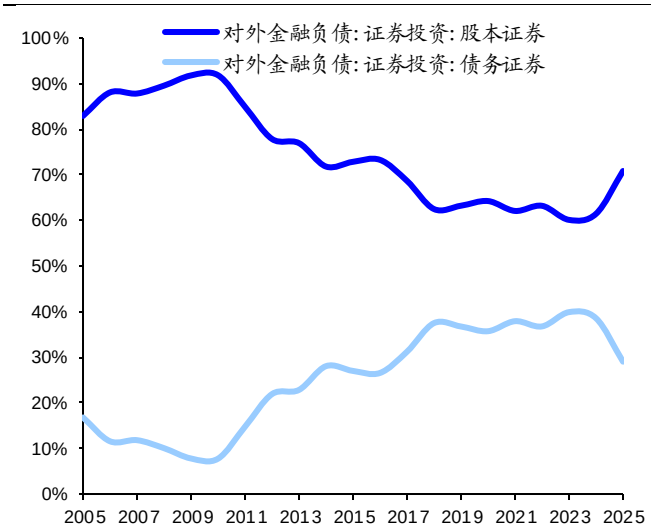
资料来源：Wind，国泰海通证券研究

图9：境外人民币证券持仓近年企稳回升



资料来源：Wind，国泰海通证券研究

图10：境外投资者持有股票占比近几年回升



资料来源：Wind，国泰海通证券研究

2. 资本市场开放广度显著拓展，开放深度仍待突破

2.1. 开放广度明显提升

总体而言，我国资本市场开放的成效可以概括为“开放什么、谁来参与、发挥什么作用、如何保障安全”四个层次：**第一，开放范围扩大**，由 B 股、H 股扩展到股票、债券、基金、期货和衍生品；**第二，开放主体扩大**，由少数境外投资者扩展到全球机构投资者、外资经营机构和境内各类投资机构；**第三，开放功能深化**，由单纯引进资金扩展到企业跨境融资、居民全球配置、人民币国际化和价格影响力提升；**第四，开放保障增强**，跨境监管、审计合作、资本流动监测和宏观审慎管理逐步与开放程度相匹配。

2.1.1. 开放范围已覆盖主要市场

我国资本市场开放对象由少数外币股票逐步扩展到股票、债券、基金、商品期货、金融期货和利率衍生品，基本形成覆盖主要资本市场的开放产品体系。

股票市场开放由 B 股试点扩展至 A 股全面参与。1992 年 2 月 21 日，上海

仅供内部参考，请勿外传

真空电子器件股份有限公司 B 股上市，成为上交所首只 B 股。此后，随着 QFII、RQFII 以及沪深股通等制度建立，境外投资者的投资范围由单独设立的 B 股市场逐步扩展至规模更大、流动性更好的 A 股市场，2019 年取消 QFII、RQFII 投资额度限制后，境外投资者投资 A 股不再受到单家机构额度约束，沪深港通又将跨境投资由特定机构扩展至符合条件的境外市场投资者。截至 2025 年末，沪深股通投资者持有 A 股流通市值 2.6 万亿元，占 A 股流通市值的 2.5%。

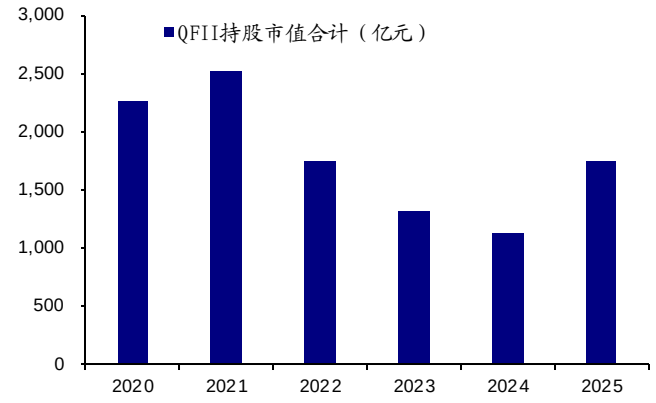
债券市场开放形成较完整的投资和交易体系。债券市场开放起步虽晚于股票市场，但近年来发展速度较快。2010 年，我国允许境外央行等机构进入银行间债券市场；2016 年，银行间债券市场进一步向符合条件的境外机构开放；2017 年债券通“北向通”开通，境外投资者可以通过中国香港基础设施投资境内银行间债券市场；2021 年“南向通”开通，境内机构也可以通过香港投资离岸债券，债券市场由单向开放转向双向开放。债券通开通八年后，境外机构投资中国债券规模已从开通初期约 1 万亿元上升到 2025 年约 4.4 万亿元，已有来自 80 个国家和地区的 1170 家境外机构进入中国债券市场。人民币债券还先后被纳入彭博巴克莱全球综合指数、摩根大通全球新兴市场政府债券指数和富时世界国债指数。三大国际债券指数相继纳入人民币债券，使中国国债和政策性金融债逐渐成为全球主权类、养老金和指数型资金的标准配置资产。风险管理方面，互换通上线初期，交易以挂钩 FR007、Shibor 的利率互换为主，期限相对较短。随后，业务逐步引入 IMM 结算日、历史起息、远期起息合约和合约压缩功能，更好对接国际掉期市场惯例。此后，合约期限进一步延长至 30 年，LPR 利率互换合约也被纳入产品体系，进一步丰富了境外投资者管理人民币利率风险的工具。2026 年一季度，互换通业务清算量达 1.78 万亿元，同比增长 25.82%，创业务上线以来季度最高规模。截至一季度末，已有 23 家境内报价商、95 家境外投资者参与互换通业务，市场参与主体持续扩容。

基金和跨境资产管理产品不断丰富。我国资本市场产品开放已经由直接买卖股票、债券，进一步扩展至基金互认、ETF 互挂和跨境理财产品。内地与中国香港基金互认，截至 2026 年 5 月底，共有 85 个基金获两地监管机构认可。其中，46 只证监会已注册的北上互认基金在内地公开销售，最新规模合计约 2700 亿元人民币。中日、中新、沪港和深港 ETF 互挂，2026 年 4 月，南向 ETF 通进一步扩容至 31 只，资产范围拓展至韩国、日本、澳大利亚等市场。截至 2026 年 4 月末，粤港澳大湾区参与“跨境理财通”的个人投资者达 18.06 万人（港澳投资者 5.52 万人、内地投资者 12.54 万人），跨境资金汇划规模 1374.60 亿元。

期货期权市场的对外开放品种扩容。2026 年以来，QFI 可交易品种新增了 8 个，主要包括：20 号胶期权、国际铜期权、镍期货、镍期权，以及二年期、五年期、十年期和三十年期国债期货合约。截至 2026 年 7 月底，中国期货市场共有 167 个品种，其中 37 个特定品种直接面向全球投资者开放，115 个品种已向合格境外投资者（QFI）开放，开放品种数量占比 69%，已形成覆盖能源、金属、化工、农产品、新能源等多领域的开放品种体系。

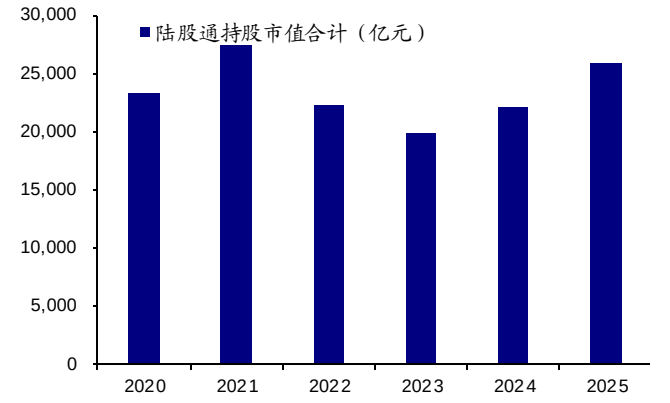
仅供内部参考，请勿外传

图 11：2025 年末 QFII 持股市值超过 1700 亿元



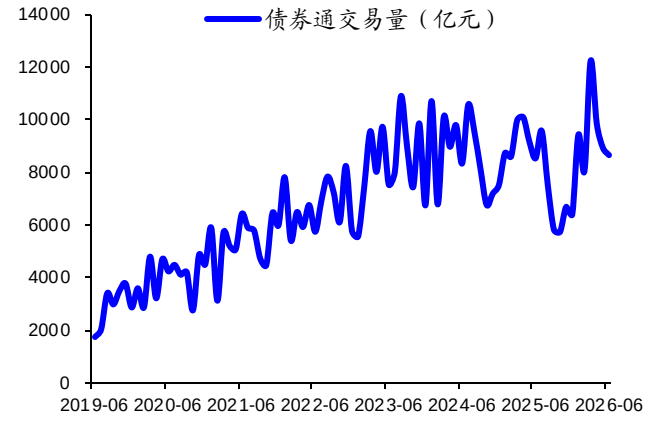
资料来源：Choice，国泰海通证券研究

图 12：2025 年末，陆股通投资者持有 A 股流通市值 2.6 万亿元



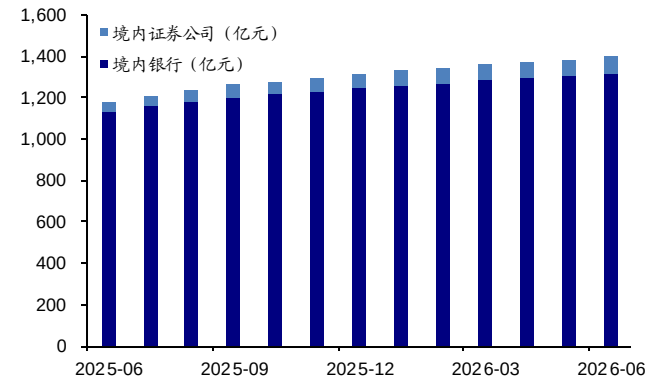
资料来源：Choice，国泰海通证券研究

图 13：债券通交易活跃度整体呈上升趋势



资料来源：Wind，国泰海通证券研究

图 14：跨境理财通资金汇划规模不断增加



资料来源：Wind，国泰海通证券研究

表 6：2026 年 4 月 8 只 ETF 新入选“南向 ETF 通”

代码	英文简称	简体中文简称（参考）	调整方向
3406	PA TECHSELECT	平安科技精选	调入
3431	CSOP HKKRTECH	南方港韩科技	调入
3437	BOS CSOE HIDV	博时央企红利	调入
3443	CSOP HK EQUITY	南方香港股票	调入
3469	CSOP SCHIGHDIV	南方港股通红利	调入
3477	PA EW SELECT	平安东西精选	调入
3483	EFUND APAC HD	易方达高股息	调入
3489	EFUND AI	易方达 AI	调入

资料来源：上海证券交易所，国泰海通证券研究

2.1.2. 开放主体由少数机构扩展至全球投资者

合格境外机构投资者持续扩容，覆盖国家和地区不断扩展。截至 2026 年 6 月底，合格境外投资者（含 QFII、RQFII）机构数量已达 990 家，覆盖全球逾 40 个国家和地区，2026 年以来获批资格许可的机构已达 60 家，创历年同期新高。截至 2026 年 6 月 24 日，2026 年已有 75 家境外机构申报 QFI 资格许可。

外资经营机构加速在华落地，形成多元主体格局。截至 2026 年 5 月，已有 27 家知名国际金融机构在华设立控股或全资的证券期货基金机构。**券商领域**，已有 6 家外商独资券商，包括摩根大通证券（中国）、 高盛（中国）证

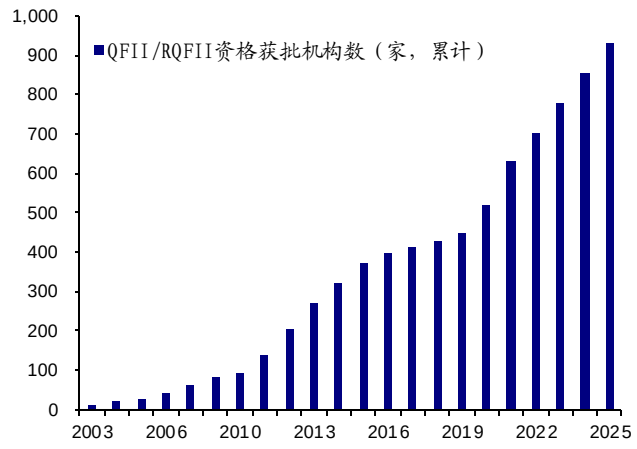
仅供内部参考，请勿外传

券、渣打证券（中国）、法巴证券（中国）（法国巴黎证券）、瑞穗证券（中国）、瑞银证券。2026 年 5 月花旗证券（中国）设立审批已完成，即将增至 7 家。**公募基金领域**，境内已有 9 家外商独资公募基金公司，其中新设机构包括贝莱德基金、富达基金、路博迈基金、施罗德基金、联博基金、安联基金 6 家，摩根资产管理、宏利基金和摩根士丹利基金 3 家由中外合资转型而来。**期货领域**，境内四家外资独资期货公司包括摩根大通期货、摩根士丹利期货、瑞银期货、高盛期货。

境外机构入市数量大幅增长，债券市场尤为突出。截至 2026 年 6 月末，共有 1200 家境外机构主体进入银行间债券市场，其中 635 家通过结算代理渠道入市，841 家通过“债券通”渠道入市，276 家同时通过两个渠道入市。互换通入市机构累计达 100 家，为上线初期 3 倍，参与机构涵盖境外主权类、银行、资管、券商等多元主体，其中银行类投资者占比七成。全球前 100 大资产管理机构中，已有超过 80 家进入境内债券市场投资。

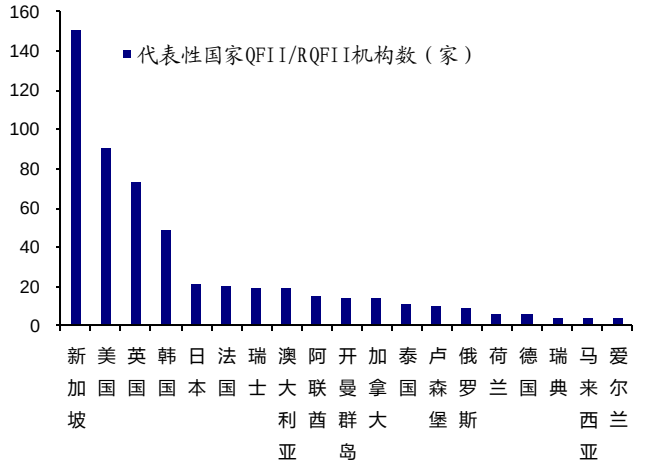
境内机构“走出去”方面，中国香港继续发挥中资证券、基金和期货机构国际化经营的主要平台作用。2026 年 8 月，证监会披露已有 103 家内地证券、基金和期货公司在中国香港设立分支机构，业务范围逐步覆盖境外上市保荐承销、财富管理、资产管理、主经纪商等领域。

图 15：2025 年末合格境外投资者累计获批数超过 900 家



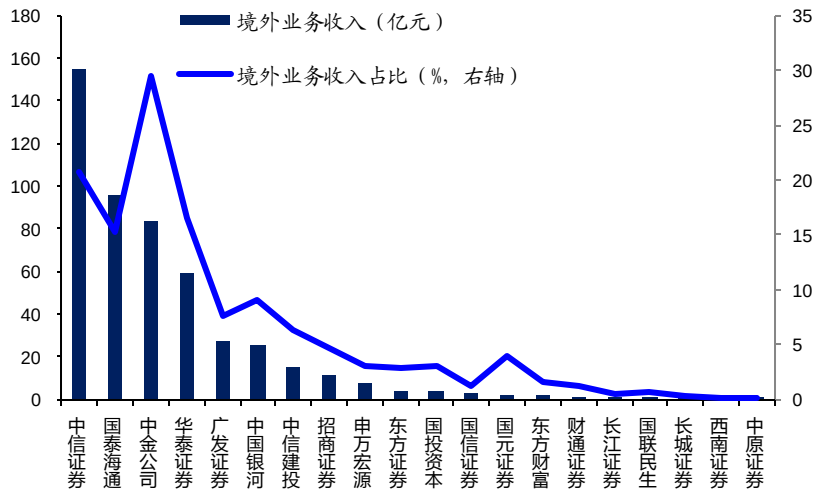
资料来源：证监会，国泰海通证券研究

图 16：来自新加坡、美国、英国、韩国的合格境外投资者机构数较多



资料来源：证监会，国泰海通证券研究

图 17：头部券商境外业务占比大于 10%



资料来源：Wind，国泰海通证券研究

仅供内部参考，请勿外传

2.1.3. 开放功能由引入资金拓展至全球资源配置

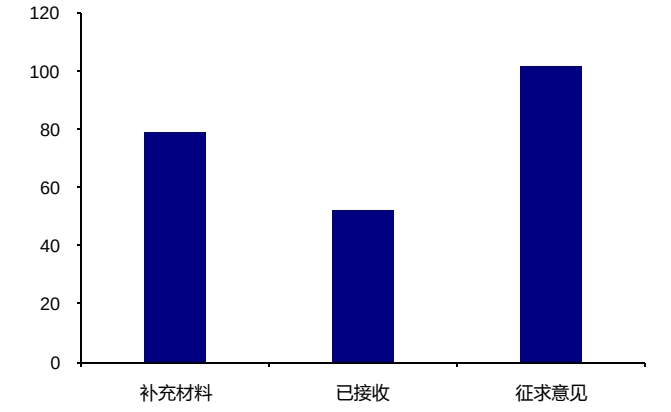
总体来看，资本市场开放的功能已经超越单纯引进外资，进一步拓展到支持企业境外融资、形成中国价格、提高全球资源配置效率和推动人民币国际化。

企业境外融资活跃。自 2023 年境外上市备案制度实施至 2026 年 4 月，证监会已经办结 418 家境内企业首次境外发行上市备案申请。相比截至 2024 年末的 199 家，备案数量增加一倍以上，说明统一备案制度实施后，企业境外上市渠道总体保持畅通。截至 2026 年 7 月末，233 家企业备案中。赴港上市方面，内地企业已经成为中国香港股票市场发行、交易和产业结构的主体。2024 年以来，截至 2026 年 8 月，已有 270 余家内地企业完成备案并赴港上市，融资超过 6500 亿港元，内地企业在中国香港上市公司总市值中的占比约为八成，在成交金额中的占比约为九成。

国际资产配置方面，外资配置方向已经从传统金融、消费和周期行业，逐步扩展到人工智能、信息技术、高端制造、新能源和生物医药等领域。2026 年一季度末，境外投资者持有境内股票约 6000 亿美元，其中信息技术行业约 900 亿美元，占外资股票持仓的约 15%。

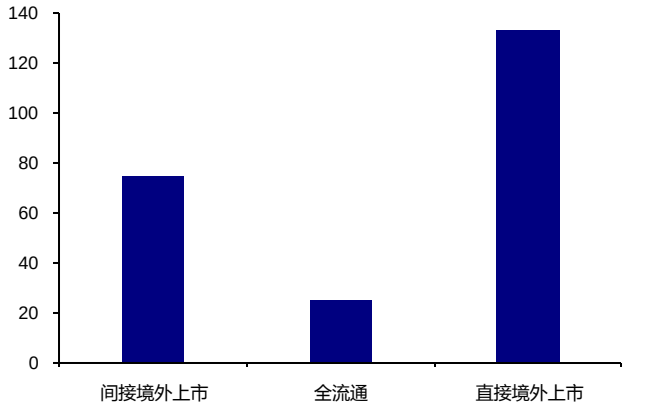
人民币在跨境收付、全球支付、贸易融资等多个维度取得突破性进展。**跨境收付方面**，2026 年上半年人民币在跨境收支中的比重达 52.9%，较上年全年提高 1.3 个百分点，资本项下人民币收付占比已升至 60%左右，人民币已成为我国对外收支第一大结算货币。**全球支付与储备方面**，2026 年 6 月人民币全球支付占比达 3.10%，稳居全球第五大活跃货币，同时为全球第二大贸易融资货币。2026 年 5 月底中国香港离岸人民币存款达 1.13 万亿元历史高位，人民币清算量升至 53.2 万亿元，首次在港超越港元和美元结算规模。**基础设施方面**，人民币跨境支付系统（CIPS）单日处理交易额突破万亿元关口，达 1.22 万亿元。2026 年 7 月，CIPS 日军交易金额为 8413.4 亿元。综合来看，人民币国际地位正从“边缘补充”加速迈向“主流选择”，国际化水平站上新台阶。

图 18：截至 2026 年 7 月末，233 家企业备案状态（家）



资料来源：证监会，国泰海通证券研究

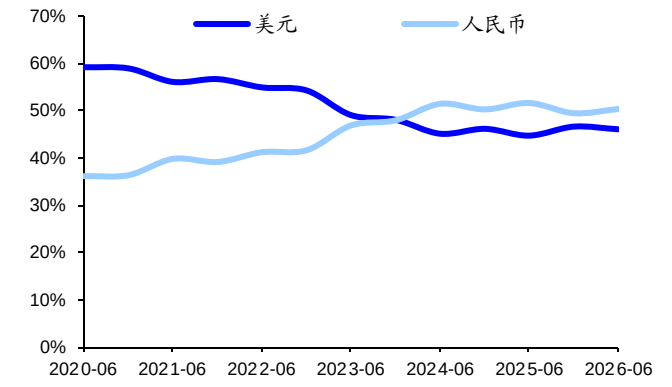
图 19：截至 2026 年 7 月末，233 家企业申报类型（家）



资料来源：证监会，国泰海通证券研究

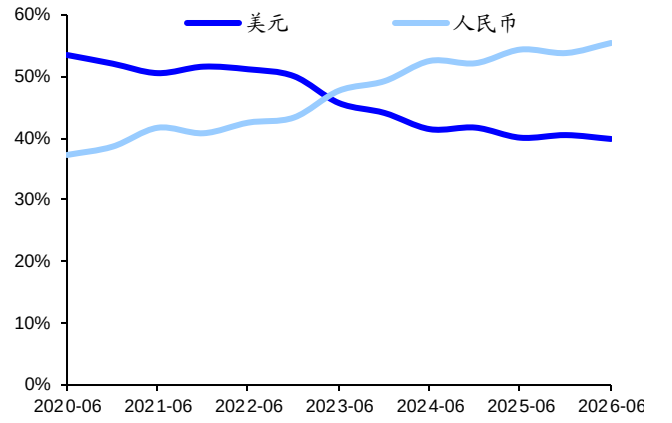
仅供内部参考，请勿外传

图20：截至 2026 年 6 月末，银行代客涉外收款人民币占比已过半



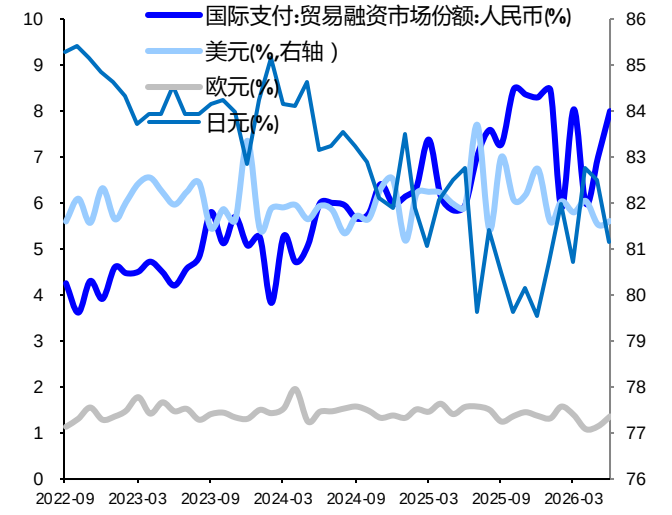
资料来源：Wind，国泰海通证券研究

图21：银行代客涉外付款人民币占比连续多年超过50%



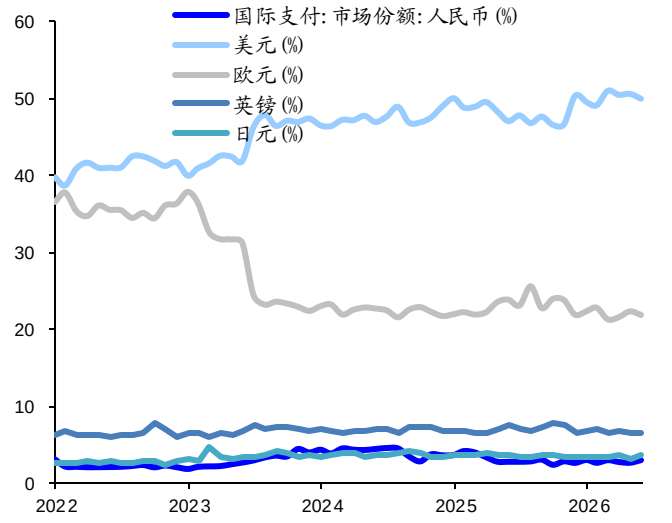
资料来源：Wind，国泰海通证券研究

图22：截至 2026 年 6 月末，人民币为全球第二大贸易融资货币



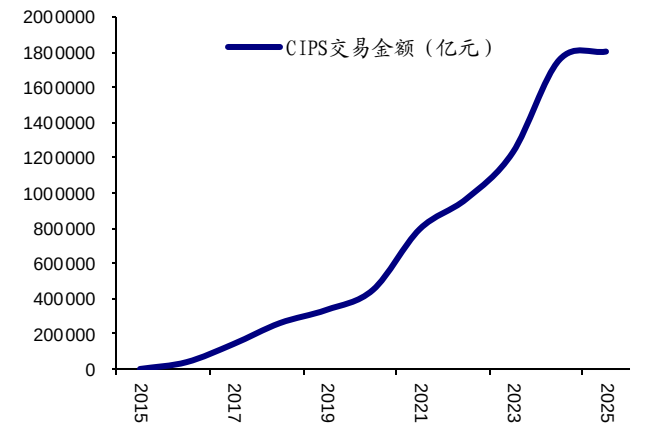
资料来源：Wind，国泰海通证券研究

图23：截至 2026 年 6 月末，人民币为全球第五大支付货币



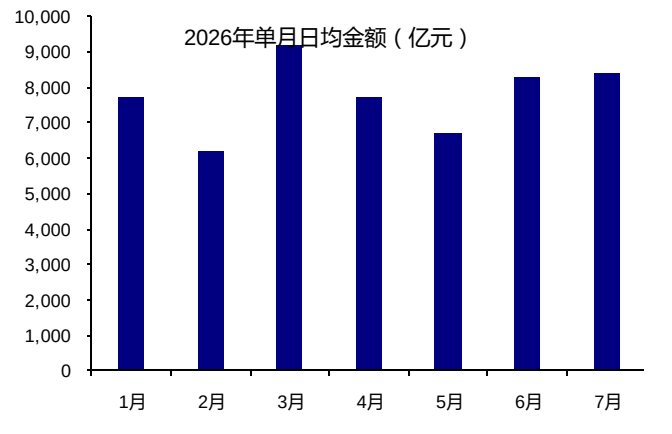
资料来源：Wind，国泰海通证券研究

图24：CIPS 交易金额快速增长



资料来源：CIPS，国泰海通证券研究

图25：2026 年 3 月 CIPS 日均支付金额最高，达 9204.6 亿元



资料来源：CIPS，国泰海通证券研究

2.1.4. 开放保障升级为跨境协同监管

总体来看，我国在扩大市场、机构和产品开放的同时，逐步建立跨境监管协

仅供内部参考，请勿外传

作、审计监管、资本流动监测和宏观审慎管理体系，开放环境下识别、防范和处置风险的能力明显提高。

跨境监管方面，中国证监会已与 67 个国家和地区的证券期货监管机构签署双边监管合作谅解备忘录，建立了跨境监管与执法合作机制。2026 年 5 月，中国证监会等八部门联合印发《综合整治非法跨境证券期货基金经营活动实施方案》，明确强化跨境监管协作，设置 2 年集中整治期，目标是全面取缔境外机构面向境内投资者开展的非法证券、期货和基金经营活动。在与中国香港的跨境执法合作方面，两地证监会于 2026 年 7 月召开了第十七次两地执法合作工作会议，相互通报执法工作情况、违法违规行为趋势及案件办理情况。

我国通过建立内地与香港审计认可、名单审核和后续监管机制，进一步压实跨境上市企业及会计师事务所的责任。2010 年，财政部和中国证监会首次向中国香港方面推荐了 12 家可以本所名义从事 H 股企业审计业务的内地会计师事务所；此后有 2 家事务所因不再符合要求退出，反映这一名单并非“一经进入、永久有效”，而是实施动态管理。2025 年启动的新一轮增补中，共有 4 家事务所申请，财政部、中国证监会通过材料审核、社会公示、实地核查和综合评议，最终于 2026 年 5 月增补容诚、天职国际 2 家事务所。增补事务所还需持续满足统一质量管理、内部治理、信息化建设和跨境服务能力等要求。该机制既降低了内地企业赴港上市审计成本，也通过两地监管部门共同确认、持续监管和动态退出，提高了 H 股财务报告的可靠性。

我国资本市场跨境交易监管已由汇总规模监测进一步深入到具体投资者、具体账户和具体交易策略。2026 年 1 月生效《上海证券交易所证券交易规则适用指引第 2 号——沪股通投资者程序化交易报告》按照内外资一致的原则，将沪股通投资者纳入程序化交易报告范畴。报告主体方面，以北向投资者识别码（BCAN 码）为基础进行报告；报告路径方面，由北向投资者向香港经纪商报告，再经由香港联交所提供给上交所。报告内容涵盖基本信息（投资者名称、券商客户编码等）、资金信息（资金规模及来源、杠杆率等）、交易信息（交易策略类型、最高申报速率、单日最高申报笔数等）以及交易软件信息等。对于高频交易情形，还需额外报告系统服务器所在地、测试报告及应急方案等。正式实施后 3 个月内，存量投资者应当完成报告。2026 年 3 月证监会发布的《关于短线交易监管的若干规定》明确要求，同一境外投资者须将其通过 QFII、RQFII、外国战略投资者以及互联互通机制持有的境内同一公司证券数量进行合并计算，对境外投资者的穿透识别提出了更高要求。2026 年 7 月，中国银行间市场交易商协会发布场外衍生品交易数据报送规范，要求市场参与者向数据报告库报送交易明细、持仓信息，首次报送须追溯至 2023 年 1 月 1 日以来的全部历史交易，报送主体涵盖商业银行、证券公司、保险公司、基金公司、私募基金管理人等全链条机构。

宏观审慎管理和应急流动性工具更加丰富，系统性风险防控能力进一步增强。2025 年 1 月 13 日，中国人民银行、国家外汇局将企业和金融机构的跨境融资宏观审慎调节参数从 1.5 上调至 1.75，进一步完善全口径跨境融资宏观审慎管理。在企业汇率风险管理方面，2026 年上半年企业外汇套期保值比率升至 35.3%，比 2025 年全年提高 5.3 个百分点。2026 年，人民银行宣布设立境外央行类机构回购工具，允许境外央行、货币当局、国际金融组织和主权财富基金以中国国债等高等级债券为抵押获取人民币流动性，缓解境外长期投资者在市场波动时期集中出售人民币资产的压力；同时研究建立“特定情景非银流动性支持宏观审慎工具”，当债券市场出现系统性压力、正常融资渠道受阻并可能引发机构群体性流动性风险时，可以通过互换方式提供紧急流动性，但要求机构满足宏观审慎条件并提供高等级抵押品，以兼顾市场稳定和防范道德风险。此外，人民银行在上海自贸区授权工行、农

仅供内部参考，请勿外传

行、中行、建行、交行和中信等 6 家银行依托中国外汇交易中心开展离岸人民币外汇交易试点，并正式挂牌银行间市场数据报告库，集中收集交易、托管和结算数据，提高跨市场、跨机构风险的穿透监测能力。

表7：从事 H 股企业审计业务的会计师事务所名单

	名称
初始名单	立信、天健、立信大华（后更名为大华）、信永中和、安永华明、国富浩华、京都天华（后更名为致同）、普华永道中天、德勤华永、毕马威华振、中瑞岳华（后更名为瑞华）、大信会计师事务所
调整退出	国富浩华会计师事务所、瑞华会计师事务所
增补	容诚会计师事务所（特殊普通合伙）、天职国际会计师事务所（特殊普通合伙）

资料来源：证监会，财政部，国泰海通证券研究

2.2. 市场规模领先，但国际参与度和定价功能仍显不足

境外投资者参与程度仍有提升空间。我国股票、债券市场规模均已位居全球第二，2025 年末境外机构和个人持有境内人民币金融资产超过 10 万亿元，表明人民币资产的国际吸引力不断增强。但从占比看，国际养老金、主权财富基金和保险资金等长期资本的配置规模仍有较大增长潜力。2025 年末我国境外投资者持股市值占比不足 5%。截至 2026 年 3 月末，日本外国法人等持有上市股票市值约 420.6 万亿日元，占全部调查范围内上市股票市值的 34.7%；2025 年末，境外投资者持有美国公司权益约 20.45 万亿美元，占美国公司权益总市值约 18.4%；截至 2026 年 1 月底，韩国境外投资者持有上市股票占市值的 32.0%。

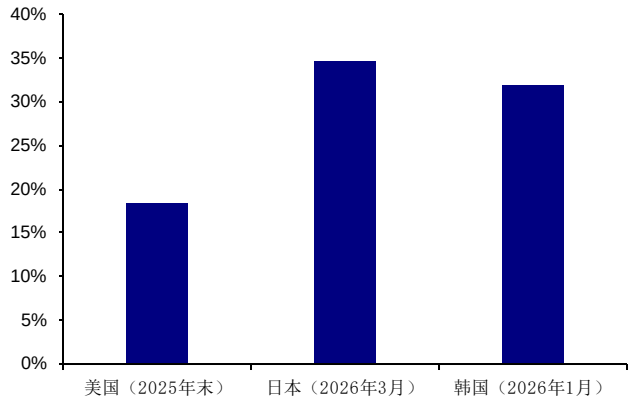
跨境投资便利度可进一步提高。我国已形成 QFII/RQFII、沪深港通、债券通、互换通等多层次开放体系，为境外投资者提供了较为丰富的进入渠道，但不同渠道在账户、托管、投资范围、资金汇兑和数据报送等方面仍存在一定差异。2026 年 MSCI 市场可进入性评估也指出，中国内地市场在结算周期、综合账户、场外证券转让、证券借贷及英文信息供给等方面，与部分国际成熟市场惯例尚未完全接轨。

跨境风险管理产品有待进一步丰富。与我国超过 200 万亿元的债券市场规模相比，境外投资者可以便利使用的利率、汇率、信用及流动性管理工具仍有拓展空间。BIS 数据显示，2025 年人民币占全球外汇交易量的 8.5%，但人民币利率衍生品仅占全球交易量的 0.75%，说明人民币资产市场的发展快于相关风险管理市场。

资本市场国际配置和定价功能仍需增强。我国人民币股票、债券已被纳入 MSCI、富时罗素和彭博巴克莱等全球主要指数，但 A 股在部分全球指数中仍按 20%-25%的纳入因子计算，尚未按照全部可投资市值纳入。与此同时，2025 年末人民币在全球外汇储备中的占比约为 1.95%，与我国经济体量、贸易规模和资本市场规模相比仍有提升空间。2025 年末中国 GDP 占全球 16.5%、出口占 13.9%，而人民币全球储备占比不足 2%、国际支付市场份额不足 3%。

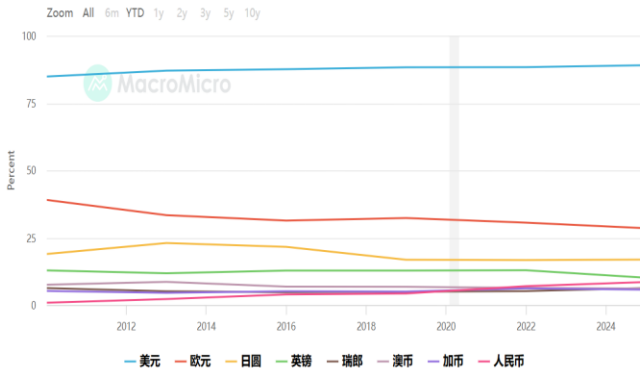
仅供内部参考，请勿外传

图 26：美日韩境外投资者持股市值占比较高



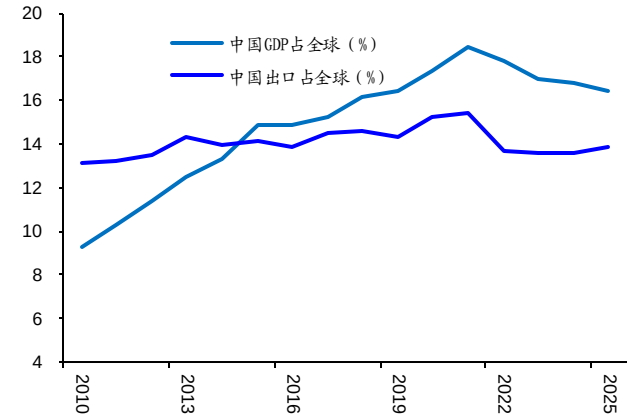
资料来源：美联储，日本交易所，KDI，国泰海通证券研究

图 27：2025 年人民币占全球外汇交易量的 8.5%



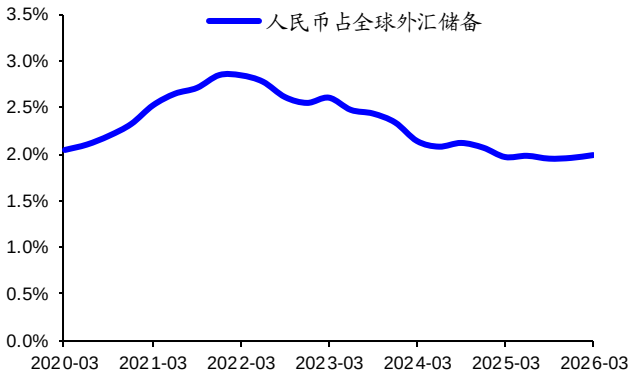
资料来源：MacroMicro

图 28：2025 年中国 GDP、出口分别占全球的 16.5%、13.9%



资料来源：Wind，国泰海通证券研究

图 29：人民币全球储备占比不足 2%



资料来源：Wind，国泰海通证券研究

3. 制度型开放：内涵、必要性与堵点

3.1. 制度型开放以规则、规制、管理、标准为核心

制度型开放是以规则、规制、管理、标准相通相容为核心的更高层次开放。制度型开放是指对外开放由主要降低关税、放宽准入和促进商品、资本、技术、人员等跨境流动，进一步拓展到法律法规、监管制度、管理方式和技术标准等制度层面，通过主动对接国际高标准经贸规则，完善国内市场经济基础制度，形成透明、稳定、可预期的制度环境。2018 年 12 月中央经济工作会议首次提出“推动由商品和要素流动型开放向规则等制度型开放转变”。党的二十大报告强调“稳步扩大规则、规制、管理、标准等制度型开放”。党的二十届三中全会将稳步扩大制度型开放作为完善高水平对外开放体制机制的重要举措，强调主动对接国际高标准经贸规则，打造透明稳定可预期的制度环境等。党的二十届四中全会通过的“十五五”规划建议再次强调稳步扩大制度型开放。其核心内涵是推进建设市场化、法治化、国际化的营商环境，实现国内制度与国际高标准经贸规则的衔接。

与商品和要素流动型开放相比，制度型开放实现了由“市场通道开放”向“制度环境开放”、由“边境上开放”向“边境后开放”的深化。商品和要素流动型开放主要解决商品、资金、技术和人员“能否进入、能够进入多少”的问题，政策工具以降低关税、取消数量限制、扩大市场准入、增加开放品种和跨境投资额度等为主，开放成效通常表现为贸易投资规模扩大和跨境要素流动增加。制度型开放则进一步解决各类经营主体进入市场后“按什么规则经营、

仅供内部参考，请勿外传

接受怎样的监管、能否获得公平待遇”的问题，开放重点由关税、配额和准入限制等“边境上”措施，延伸到竞争政策、产权保护、监管体系、政府采购、产业补贴、数据流动、环境和劳动标准等“边境后”制度。

制度型开放突出全面性、系统性、稳定性。一是具有全面性，开放对象由商品和生产要素扩展到市场准入、产权保护、公平竞争、监管执法、政府采购、标准认证和争端解决等市场运行全过程；二是具有系统性，不是某一领域或单项政策的局部放宽，而是要求规则、规制、管理、标准以及国内各部门政策相互协调，形成完整的开放制度体系；三是具有稳定性和可预期性，更多依靠法律法规和长期制度安排，政策透明、程序规范和公平竞争。

表8：制度型开放的主要内容

	含义	举例
规则开放	遵守现有国际经贸规则（包括世界贸易组织规则和区域贸易协定规则），也包括参与全球治理、共建国际经贸新规则	上海自贸试验区含临港新片区积极主动对接 DEPA、CPTPP
规制开放	明晰政府边界，减少不必要的政府干预，其最终指向是各国监管规则的协调和一致，降低合规成本，提升国际经济活动效率	制造业领域外资准入限制措施“清零”，金融业领域取消外资持股比例限制
管理开放	简政放权，优化政务服务，提升行政效能	加强国际贸易“单一窗口”建设、创新海关综合监管模式、实施“证照分离”等商事制度改革
标准开放	提高产品质量以及服务水平	国际通行的标准主要由国际标准化组织（ISO）等制定；在国际标准下，各国或区域也有自己的标准，如欧盟标准（CE）、中国国家标准（GB）、日本工业标准（JIS）

资料来源：求是网，中国(上海)自由贸易试验区临港新片区管理委员会，国泰海通证券研究

3.2. 建设金融强国目标下制度型开放具有必要性

当前，中国资本市场开放已从“管道式”的要素流动型开放迈向更高水平的制度型开放新阶段。稳步扩大制度型开放，既是顺应国内外形势变化的必然要求，也是建设金融强国的战略选择。

第一，传统开放红利边际递减，境外资本的实际参与深度与我国资本市场规模仍不相匹配，需要以制度型开放打通“进入之后”的堵点。过去一个时期，我国资本市场开放主要通过取消外资持股比例限制、扩大沪深港通标的、放宽合格境外投资者投资范围以及增加跨境产品等方式推进，这些措施有效扩大了跨境资金流动和境外机构参与范围。但是，当行业外资持股比例限制已经全面取消、互联互通标的已覆盖绝大部分市场市值后，继续单纯增加额度或扩大标的范围，对提升开放质量的边际作用相对减弱，且外资持有境内股票和债券市值相对于我国世界第二大股票市场和债券市场的规模仍然偏低。因此，下一阶段需要由“开放市场入口”进一步转向完善境内市场运行规则，使境外机构不仅“进得来”，而且能够“看得懂、投得便、留得住、管得好”。更深层次的开放红利取决于市场基础制度是否稳定透明、监管标准是否清晰一致、跨境投资成本是否足够低以及投资者合法权益能否得到有效保护，把前期形成的管道优势转化为持续的资金配置和市场功能提升。

第二，国际资本配置环境已由全球化快速扩张转向高波动、高分化和更加重视制度确定性的阶段，需要以制度竞争力增强人民币资产吸引力。当前保护主义、单边主义和地缘政治冲突加剧，主要经济体经济增长、通胀和货币政策周期分化，全球金融市场波动明显上升，国际资本更加重视市场流动性、政策连续性、法治保障和风险对冲能力。与此同时，全球资本并未停止跨境配置资源，2025 年全球外商直接投资达到 1.6 万亿美元，恢复至 2019 年水平；全球跨境证券净投资超过 4 万亿美元，同比增长 14%，创历史新高，资金进一步向人工智能、半导体、生物制造和能源转型等领域集中。由

仅供内部参考，请勿外传

此看，中国面对的已不只是“是否开放”的问题，而是能否通过稳定透明可预期的制度环境、充分的风险管理工具、高效的交易结算体系和国际通行的投资者保护机制，在全球资本竞争中形成确定性优势。制度型开放本质上也是制度环境和市场治理能力的竞争，是将我国经济增长、科技创新和产业升级优势转化为全球资本长期配置人民币资产的重要条件。

第三，我国资本市场开放目标正由侧重“引进资金”转向提升市场功能和人民币资产定价能力，以制度型开放服务人民币国际化和金融强国建设。“加快建设金融强国”于 2025 年首次写入五年规划建议，并被正式写入国家“十五五”规划纲要，“十五五”规划提出“推进人民币国际化，拓展人民币在国际贸易和投融资中的使用，提升资本项目开放水平”。然而，2025 年末中国 GDP 占全球 16.5%、出口占 13.9%，而人民币全球储备占比不足 2%、国际支付市场份额不足 3%，人民币国际使用与实体经济地位严重错配。稳步扩大制度型开放，加快建设人民币资产全球配置中心和风险管理中心，是推动人民币从“贸易结算货币”走向“投资储备货币”的必由之路。

第四，统筹开放与安全要求从行政性、分环节管理转向规则化、全链条和宏观审慎管理，制度型开放本身也是提升金融安全能力的重要手段。 资本市场开放程度提高后，跨境资金流动规模更大、速度更快、金融产品关联性更强，境外货币政策调整、资产价格波动和地缘政治风险更容易通过资金流动、汇率、证券价格及金融机构资产负债表向境内传导。仅依靠事前审批和额度控制，既可能降低跨境投融资效率，也难以覆盖复杂金融产品和多市场联动风险。制度型开放则要求把风险监测和审慎监管嵌入资金汇兑、交易、支付清算、托管结算、风险对冲和退出安排的全过程，通过跨境资金流动监测、宏观审慎调节、交易数据报送、穿透式监管、跨境监管合作和风险处置机制，在提高便利度的同时增强风险识别与应对能力。“十五五”规划纲要已明确提出强化开放条件下金融安全保障，完善跨境资金流动监测预警响应机制。因此，制度型开放不是简单放松监管，而是以更加成熟、透明和可执行的监管制度替代粗放式限制，使开放节奏与监管能力相适应、开放程度与风险防控水平相匹配，实现“放得活”与“管得住”的统一。

3.3. 当前制度型开放面临渠道、便利、法治、监管四方面堵点

第一，开放渠道较多但制度规则仍需进一步整合，如何由“多通道开放”转向“统一规则开放”是主要难点。 目前境外投资者可以通过 QFII/RQFII、沪深港通、债券通等渠道进入我国资本市场，《关于进一步便利境外机构投资者投资中国债券市场有关事宜》按照“一套制度规则、一个债券市场”原则制定，简化了入市程序，统一资金跨境管理、银行间与交易所债券市场的对外开放，但不同渠道在投资者资格、账户体系、托管结算、投资范围、监管等方面各有制度安排，不同渠道之间的规则差异也可能增加投资者的制度识别和运营成本。因此，当前急需解决的不是简单合并所有渠道，而是在保留必要风险隔离机制的基础上，统一底层规则和监管口径，减少重复开户、重复报送和跨渠道转换障碍，逐步形成权责清晰、标准统一、运行高效的跨境证券投资制度。

第二，跨境投资便利化仍较多集中于单项业务，形成覆盖经营主体全生命周期的便利化制度仍有提升空间。近年来，我国持续深化跨境投融资外汇管理改革，2025 年 9 月外汇局推出涵盖跨境投资、融资及资本项目收付等 9 项便利化政策。但境外机构的实际投资活动往往同时涉及市场准入、账户开立、托管结算、税务处理、资金汇兑、风险对冲和资金退出等多个环节，任何一个环节不顺畅都可能影响整体投资效率。在传统管理模式下，监管部门主要通过审核交易真实性、资金用途、投资额度和汇兑材料控制跨境风险，这种模式在资本项目开放初期具有较强的可操作性。但随着金融集团同时开展证券投资、跨境融资、衍生品交易和全球资金管理，仅从单笔业务或单

仅供内部参考，请勿外传

一账户进行监管，较难完整识别同一主体在不同渠道、币种和市场形成的综合风险敞口。Archegos 事件中，家族办公室利用收益互换等场外衍生品在多家经纪商间分散建仓，单一经纪商仅可见自身敞口，无法掌握整体风险。

第三，资本市场制度型开放需要稳定、可执行的涉外法治体系，但跨境数据、审计监管、法律域外适用等领域仍有制度空白需要填补。境外机构在华展业、境内企业境外上市以及全球金融集团开展风险管理，都涉及财务、交易、客户、审计和风控数据的跨境使用。不同国家和地区在数据安全、个人信息保护、审计底稿调取、监管保密和法律域外适用等方面存在差异，可能使市场主体同时面对多个法域的合规要求。我国已出台金融业数据跨境流动合规指南，但证据出境的标准与转化、监管互认的标准与程序，以及跨境审计监管合作仍需要在实践中进一步明确。

第四，开放条件下跨市场、跨部门风险传导加快，监管能力能否同步提升是制度型开放最核心的约束。全球跨境资金更多通过债券、股票、基金等渠道配置，相较于直接投资和传统银行信贷，这类资金对利率、汇率、市场预期和风险偏好变化更加敏感，顺周期波动和跨市场传导特征更加明显。与此同时，跨境资本流动已经贯穿底层交易、资金汇兑、支付清算、托管结算、风险对冲和资金退出等多个环节，传统分市场、分机构和分环节监管可能难以及时识别风险的全貌。跨部门数据共享、跨市场风险识别、压力测试、宏观审慎调节和应急处置尚需形成更加制度化的协同框架。

表9：QFII/RQFII、CIBM Direct 与债券通（北向通）差异

参与者特征		各自局限	共性问题
QFII/RQFII	国际大型金融机构、养老基金以及其他长期资本管理机构	准入门槛依旧偏高，审批流程复杂，对中小机构构成了较高的参与壁垒	1.托管结算方面，银行间市场与交易所市场处于相对独立状态，通过转托管机制相互连接。银行间市场中，根据不同券种又分为中央结算公司和上海清算所两家托管机构，导致境外机构需要在不同托管机构开户并适应多套不同的流程。 2.风险管理工具方面，信用违约互换等关键工具的发展相对滞后，由于境内外市场的分割，跨市场风险对冲机制缺失，境外机构在进行跨境投资时，无法全面有效地管理风险。 3.税收政策方面，税收征收流程不够明晰，债券转让利得税、利息税的征免规则模糊，不同通道在税收执行标准上也存在差异。 4.债券资产的再使用方面，目前境外机构持有的中国债券尚未运用到跨境担保品领域，增加了境外机构持有中国债券的资金成本和风险管理成本
CIBM Direct	境外央行、货币当局、主权财富基金、商业银行、保险公司及资产管理机构，偏向长期持有和低风险资产配置	对于中小投资者而言，国际交易平台操作难度大且服务费用较高	
债券通	大中小型资管机构和基金公司，兼具配置和交易行为	“北向通”与“南向通”的托管协同效率低下，跨境回购业务在额度、品种、交易对手等方面存在诸多限制，制约了境外机构的流动性管理与资金运作效率	

资料来源：刘邗《外机构跨境配置中国债券的通道比较与投资行为分析》，国泰海通证券研究

4. 未来展望：“十五五”时期资本市场开放的六大趋势

4.1. 由渠道开放向制度型开放深化，规则统一将成为改革主线

2026 年 6 月，国家外汇管理局局长朱鹤新在陆家嘴论坛上提出资本项目开放的“四个深化”，其中第一便是“从渠道开放向制度型开放深化”，要求“进一步提升证券发行市场开放度，推动证券交易市场开放规则与国际基本接轨，推进开放渠道整合、制度优化和规则统一，提升金融市场双向开放水平”。中国证监会在 2026 年系统工作会议提出完善境外上市法规制度，提高备案管理规范化、标准化和透明度。因此，未来开放将更加重视账户、托管、交易、结算、汇兑和信息披露等基础制度的协调，而不是单纯以新增多

仅供内部参考，请勿外传

少产品和扩大多少额度衡量开放成效。

4.2. 由业务便利向主体便利深化，监管方式将更加注重信用和风险分类

外汇局已经提出由“单项业务便利”转向“经营主体便利”，由“事前审核”转向“事中监测和事后核查”。 目前银行外汇展业改革已覆盖跨境业务主要经办银行，便利企业业务超 1.3 万亿美元；跨国公司资金池政策惠及超 1100 家跨国公司、2 万家成员企业，便利跨境收支超 2.4 万亿美元。由此看，“十五五”时期资本项目管理将更加重视主体信用、合规记录和整体风险，经营稳健、信用优良的市场主体有望获得更高便利度，而高风险主体和异常交易将受到更加精准的监测监管。监管逻辑将由普遍性的材料审核，逐步转向风险分类和持续监管。

4.3. 由外汇管理向本外币协同深化，人民币跨境使用与资本市场开放将更加紧密结合

“十五五”规划纲要提出推进人民币国际化，拓展人民币在国际贸易和投融资中的使用，提升资本项目开放水平，建设自主可控的人民币跨境支付体系，发展人民币离岸市场。外汇局明确“推动外汇管理与人民币跨境政策更高效协同，支持人民币离岸市场发展，丰富人民币投资和避险产品”。未来资本市场开放将更加重视人民币在证券投资、跨境融资、风险对冲和储备配置中的使用，并推动上海在岸市场与香港离岸人民币市场形成更加紧密的产品和流动性联系。

4.4. 由汇兑管理向全链条管理服务深化，开放与安全将进一步一体化

“十五五”规划纲要提出强化开放条件下金融安全保障，完善跨境资金流动监测预警响应机制。外汇局明确提出将资本项目开放视角由汇兑环节拓展到跨境资本流动全链条。未来监管重点将更加突出跨部门数据共享、跨市场风险识别和宏观审慎管理，开放便利化措施也将更多与风险监测和应急处置安排同步设计。

4.5. “引进来”和“走出去”将协同推进，资本市场双向开放进一步深化

2026 年 8 月，中国证监会主席吴清在香港推出人民币国债期货上市仪式上表示，证监会将聚焦功能、产品、生态、监管、治理等五方面协同，进一步推出深化双向务实合作、支持香港资本市场发展的政策举措，支持拓展国际布局的境内企业赴港上市，同时支持优质港股上市公司境内上市。外汇局则在 2026 年已优化境内企业境外上市、境外放款等制度基础上，进一步简化对外直接投资（ODI）、外债等汇兑管理，优化外汇贷款、跨境股权激励等制度，并发放新一批 QDII 投资额度。未来开放将更加注重支持境内企业利用国际资本市场、推动中资金融机构提升全球服务能力，同时发挥外资机构在资产管理、风险管理和全球资源配置方面的专业优势。

4.6. 上海和香港将在在岸离岸协同中承担更加重要的制度接口功能

国家“十五五”规划纲要提出加快建设上海国际金融中心、支持香港巩固提升国际金融中心地位。上海“十五五”规划则提出扩大金融领域制度型开放，拓展优化“沪港通”、“债券通”、“互换通”和“ETF 互通”机制，加快建设人民币资产全球配置中心和风险管理中心。因此，“十五五”时期两地合作将更

仅供内部参考，请勿外传

加重视在岸离岸人民币产品、流动性、定价基准和风险管理工具的协同。

表10：外汇管理局持续提升资本项目开放水平的“四个深化”

“四个深化”	举措
从渠道开放向制度型开放深化	更好对接国际高标准经贸规则，提升开放制度的透明度和可预期性，保持政策跨周期连续性、稳定性。 进一步提升证券发行市场开放度，推动证券交易市场开放规则与国际基本接轨，推进开放渠道整合、制度优化和规则统一，提升金融市场双向开放水平。
从业务便利向主体便利深化	进一步从“单项业务便利”向“经营主体便利”转变，从“事前审核”向“事中监测和事后核查”转变。对经营稳健、信用优良主体，给予更高便利度。
从外汇管理向本外币协同深化	将推动外汇管理与人民币跨境政策更高效协同，支持人民币离岸市场发展，丰富人民币投资和避险产品，为人民币国际化提供稳定制度支撑。
从汇兑环节向全链条管理服务深化	从汇兑环节，拓展至跨境资本流动全链条。通过更系统的开放政策、更健全的风险防控体系、更完善的治理框架，在守住安全底线前提下，不断提升开放合作水平。

资料来源：外汇管理局，国泰海通证券研究

4.7. 由传统基础设施向数字化基础设施深化，金融科技将重塑开放形态

资本市场开放的下一程，不仅体现在规则的统一与制度的完善，更体现在金融基础设施的数字化升级。数字人民币、区块链与智能监管技术的深度融合，正在重塑跨境资本流动的效率、安全与监管模式。**数字人民币正从零售支付试验加速迈向跨境支付与投融资的核心基础设施。**2026 年，随着数字人民币计量框架调整和基础设施体系整体架构升级，跨境数字支付平台、区块链服务平台、数字资产平台三大业务平台升级为“数币达”（CBETS）跨境结算综合服务平台。数字人民币正由个人消费场景向企业跨境贸易、投融资等核心金融场景延伸。**智能监管技术正在成为开放条件下风险防控的关键支撑。**传统依赖人工审核、事后排查的模式正在被实时监测、智能预警所取代。新加坡金管局也在推动银行及金融机构扩大 AI 技术应用，用于识别可疑交易和监测异常资金流动。跨境数据流动的加速要求监管能力同步升级，智能监管（RegTech）将贯穿从交易数据报送、异常行为识别到宏观审慎调节的全链条。**数字化基础设施的完善，将推动资本市场开放从“通道连接”迈向“智能互联”。**当跨境支付可以秒级到账、资产结算可以在链上实时完成、资金流动可以被智能系统精准监测时，制度型开放将从规则的“书面对接”升级为系统的“实时互联”，为人民币资产全球配置提供更加高效、透明、安全的技术底座。

5. 政策建议

第一，加快制定跨境证券投资统一规则框架，推动不同开放渠道的底层制度对接。国家外汇管理局已提出“推进开放渠道整合、制度优化和规则统一”的政策方向，但具体实施路径和制度框架尚未细化。建议在保留 QFII/RQFII、沪深港通、债券通等渠道必要风险隔离的基础上，研究制定覆盖投资者准入、账户管理、托管结算、投资范围、资金汇兑和数据报送等全流程的统一基础规则，减少不同渠道之间的重复开户、重复报送和跨渠道转换障碍，逐步形成权责清晰、标准统一、运行高效的跨境证券投资制度体系。针对政策透明度和可预期性要求，建议将重大开放规则影响评估、公开征求意见和过渡期安排制度化。 对涉及境外投资者账户、税收、交易、数据和资金退出的重大规则，可以同步发布中英文文本、规则说明、适用案例和新旧制度衔接安排。

第二，探索建立跨渠道“监管通行证”和统一主体风险档案。针对由业务便利向主体便利转变的方向，建议建立覆盖证券、外汇和跨境人民币业务的统一主体风险档案。 对经营稳健、合规记录良好的境外机构，可以赋予跨渠道“监管通行证”，在开户、资金划转、对冲交易和数据报送等方面适用简

仅供内部参考，请勿外传

化程序；对存在高杠杆、异常交易或违规记录的主体，则提高报告频率和监管强度。该机制的关键不在于给予身份优惠，而在于把分散在不同渠道的监管信息归集到同一主体，实现便利度与风险程度相匹配。

第三，加快推出人民币外汇期货，构建完整的人民币风险管理工具体系。2026 年 6 月，证监会主席吴清在陆家嘴论坛上明确表示“加快研究推进人民币外汇期货试点”，证监会将会同人民银行指导中金所扎实做好合约规则设计、监管风控安排、技术系统准备等各项基础工作。当前人民币利率衍生品仅占全球交易量的 0.75%，境内企业汇率避险主要依赖银行间远期、期权等场外工具，存在门槛高、成本高、覆盖有限等问题。建议加快推动人民币外汇期货在境内交易所上市，初期可推出人民币对美元、欧元等主要货币的标准化期货合约，与现有的银行间远期、期权等场外工具形成互补。在合约设计上，可参照国际主流外汇期货的成熟经验，采用标准化交割方式和保证金制度；在监管安排上，应建立与银行间外汇市场之间的信息共享和风险联动机制。

第四，完善跨境数据与审计监管的法治框架，提升涉外法治的可执行性和确定性。建议在现有制度基础上，进一步明确重要数据的识别标准和范围、监管数据的使用边界和跨境执法的程序规则，加快建立公开透明、系统完备的资本市场涉外法律体系。考虑到沪深港通、债券通和 QFII 等不同渠道涉及证监会、人民银行、外汇局等多个部委的监管权限，建议建立跨部门制度型开放协调机制，定期评估并统筹解决制度冲突和空白。在国际层面，可积极推动与主要资本市场的监管互认协议和跨境执法合作安排，增强境外机构的制度可预期性。

第五，建立覆盖跨境资本流动全链条的宏观审慎管理框架。外汇局已提出将资本项目开放视角“从汇兑环节拓展至跨境资本流动全链条”，并在 2026 年下半年工作部署中强调“筑牢外部冲击防波堤防浪堤”，加强跨境资金流动监测，不断完善宏观审慎管理和预期管理。建议在现有跨境资金流动监测体系基础上，监测工具方面，可建立跨境资本流动的实时监测平台，对证券投资、衍生品交易等高风险渠道实施重点监控；预警机制方面，可设定资本流动的阈值指标和压力测试场景，实现风险的早识别、早预警；政策工具方面，可丰富宏观审慎调节参数库（如跨境融资调节参数、外汇风险准备金率等），根据风险状况灵活调节；在跨部门协同方面，推动央行、外汇局、证监会、金融监管总局之间的数据共享和风险联动。

6. 风险提示

政策落地不及预期，国际政治局势动荡。

仅供内部参考，请勿外传

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告仅供国泰海通证券股份有限公司（以下简称“本公司”）授权客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“国泰海通证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

评级说明

投资建议的比较标准

投资评级分为股票评级和行业评级。

以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。

	评级	说明
股票投资评级	增持	相对沪深 300 指数涨幅 10%以上
	谨慎增持	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%～10%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-5%～5%
	减持	相对沪深 300 指数下跌 5%以上
	无评级	对于个股未来市场表现与基准指数相比无明确观点
行业投资评级	增持	明显强于沪深 300 指数
	中性	基本与沪深 300 指数持平
	减持	明显弱于沪深 300 指数

国泰海通证券研究所

地址 上海市黄浦区中山南路 888 号 邮编 200011 电话 （021）38676666