非银金融

2026 年 01 月 15 日

海南全岛封关运作，跨境资管空间广阔

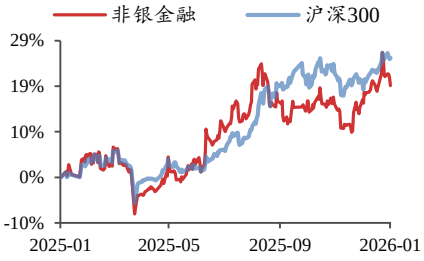
——行业深度报告

高超（分析师）
gaochao1@kysec.cn
证书编号：S0790520050001

卢崑（分析师）
lukun@kysec.cn
证书编号：S0790524040002

投资评级：看好（维持）

行业走势图



数据来源：聚源

相关研究报告

《两融杠杆上限调降对券商影响有限，看好板块行情—行业点评报告》-2026.1.14

《非银金融行业 2026 年度投资策略：景气向好，攻守兼备—行业投资策略》-2026.1.12

《预计投行和资管环比增长，看好板块 ROE 持续改善—上市券商 2025Q4 基本面前瞻》-2026.1.11

● **海南全岛封关运作，跨境资管空间广阔**

海南自贸港是我国制度型开放新高地，税收优惠、投资便利、贸易往来便利等制度优势有望持续吸引境内外资金、全球企业、人才集聚，伴随自贸港的不断发展，企业、居民理财需求将持续提高。美元降息周期开启，人民币资产吸引力有望增强，跨境资管试点有望迎来发展良机，市场空间广阔。根据《实施细则》，注册地在海南自贸港具备发行资管产品资质的金融机构可申请试点发行机构。我们认为上市公司中，两类标的有望受益：（1）国信证券：公司 2025 年完成收购万和证券，万和证券是首批获得海南跨境资管试点资格的券商，有望直接受益于海南跨境资管业务的发展。（2）海南自贸区是国家推进高水平对外开放、深化金融领域改革的重要战略平台，明确支持跨境资金有序流动和跨境金融创新。在此背景下，券商跨境衍生品和理财等业务需求有望逐步释放，我们看好国际业务能力突出的头部券商，推荐中信证券、中金公司、华泰证券、国泰海通。

● **建设高水平自由贸易港，打造制度型开放新高地**

（1）对标高标准经贸规则，“三步走”推进自贸港建设。在经济结构转型升级和全球经济环境不确定性上升的背景下，我国提出加快建设高水平的中国特色自由贸易港。自贸港对标国际高标准经贸规则，聚焦贸易和投资自由化便利化，分三阶段推进自由贸易港建设，到本世纪中叶全面建成具有国际影响力的高水平自由贸易港。（2）**逐步构建起以“五个自由便利、一个安全有序流动”为核心的制度体系。**以要素自由流动、贸易投资自由、税收制度优化和法治保障完善等目标，海南自贸港在人员往来、货物流通、资金跨境流动等方面持续推进制度创新，叠加市场准入放宽、“双 15%”税收优惠及专门立法保障。2025 年 12 月 18 日，全岛封关运作正式启动，制度优势进入集中落地阶段。**（3）完善金融基础设施，服务实体经济。**EF 账户为企业提供高效便捷的资金划转、汇兑等服务。此外，金融领域还包括：QDLP、QFLP、跨境资管试点等多项创新制度安排。

● **账户简化、资金划转便利，差异化优势凸显，试点有望双向打通**

（1）跨境资管试点指境外投资者投资海南自贸港内金融机构发行的理财产品、证券基金期货经营机构私募资产管理产品、公开募集证券投资基金、保险资产管理产品等。**（2）优势对比：跨境资管试点在投资者范围、投资产品类型及资金汇兑便利性方面具有优势。**我们认为：试点与 QFII 相似度较高，但试点较 QFII 开户流程简化，更加适配境外资金在海南自贸港投资、理财的日常场景；试点对于非金融企业及自贸港内个人投资者优势显著。**（3）意义：**跨境资管试点满足境外及自贸港内投资者对便捷投资理财的需求，填补境外人民币回流的传统渠道缺口，有利于提高人民币国际化水平，打造国际一流金融中心。**（4）空间展望：额度上限有望打开，试点对标国际一流。**试点初期实行总额度 100 亿元，目前四家试点发行机构已完成 50 亿元备案并实现首批资金落地，预计产品以现金类和固定收益类为主。参考 QFII 及跨境理财通发展历程，随着制度成熟、产品图谱完善，试点额度有望打开上限，参与主体有望双向打通，海南自贸港吸引全球资管机构集聚，推动国际金融中心建设。**（5）发展机构：**尽快完善产品图谱，从符合境外投资者需求和具备海南自贸港特色两个视角创新产品；积极布局海南本地银行网点渠道，构建直销渠道，与本地银行、中介方广泛合作，获取境外机构和个人客户，利用好先发优势；联动股东资源，发掘具有中国香港等境外主体资质的资金理财或回流需求；吸引具备国际业务经验人才，储备业务拓展能力；构建境外资管产品投资图谱和研究体系，熟悉国际监管合规要求。

● **风险提示：**政策不确定性风险；市场波动风险；市场需求不及预期。

目 录

1、 海南自贸港政策背景：建设高水平自由贸易港 3
1.1、 发展目标：《总体方案》提出“三步走” 3
1.2、 制度安排：五个自由便利、一个安全有序流动 3
1.3、 金融政策：完善金融配套，服务实体经济 4
2、 跨境资管试点业务研究：拓宽外资准入，差异化优势显著 7
2.1、 方案出台：历时五年步入落地阶段 7
2.2、 对比分析：在投资灵活性和便捷度上更具优势 9
2.3、 推动人民币国际化，打造国际金融中心 11
3、 市场空间展望 12
3.1、 试点机构：首批发行机构完成备案，获批 50 亿 12
3.2、 市场空间：额度上限有望打开，对标国际一流金融中心 12
3.3、 发展建议：把握先发优势，完善产品图谱 14
4、 投资结论 14
5、 风险提示 15

图表目录

图 1： 跨境资金流动示意图 7
图 2： 境外投资者通过跨境资管试点投向境内市场 8
图 3： QFII 账户开立流程较为复杂 11
图 4： 截至 2025Q3 末 QFII 重仓持股数量为 87 亿股 13
图 5： 近年来跨境理财通“北向通”汇划金额增速较低 13
图 6： 截至 2024 年末香港管理资产规模 4.52 万亿美元 13
图 7： 截至 2024 年末新加坡管理资产规模 4.46 万亿美元 13

表 1： “五个自由便利、一个安全有序流动” 3
表 2： 推进更高水平的跨境资金流动自由化和金融业对外开放，加强金融服务实体 5
表 3： FT 账户遵循“一线宏观审慎，二线有限渗透”的原则 6
表 4： EF 账户是 FT 账户的升级，机制上较 FT 账户放宽，开立门槛相对更高 6
表 5： EF 账户相较于其他传统账户实现进一步放开 7
表 6： 《实施细则》正式出台，2025 年 8 月 21 日正式实施，初期试点 180 天 8
表 7： 境外符合条件的个人投资者被纳入准入范围 9
表 8： 投资者、投资范围覆盖广，FT、EF 账户资金汇兑便利 9
表 9： 知名投行、资产管理机构通过 QFII/RQFII 参与境内市场 11
表 10： 4 家发行机构共申请 50 亿元人民币试点规模 12
表 11： 丰富产品类别，完善销售渠道 14
表 12： 券商标的盈利预测 15

1、 海南自贸港政策背景：建设高水平自由贸易港

1.1、 发展目标：《总体方案》提出“三步走”

加快建设高水平的中国特色自由贸易港。近年来，我国经济面临结构转型升级，外部保护主义、单边主义抬头，经济全球化遭遇巨大逆风和回头浪。2020 年 6 月 1 日，中共中央、国务院印发《海南自由贸易港建设总体方案》（简称“总体方案”，下同），加快建设高水平的中国特色自由贸易港。

打造新时代对外开放的重要开放门户。《总体方案》对标国际高水平经贸规则，聚焦贸易投资自由化便利化，建立与高水平自由贸易港相适应的政策制度体系，建设具有国际竞争力和影响力的海关监管特殊区域，将海南岛全岛建设成为具有较强国际影响力的高水平自由贸易港。

《总体方案》明确了三阶段的发展目标。（1）到 2025 年，初步建立以贸易自由便利和投资自由便利为重点的自由贸易港政策制度体系；（2）到 2035 年，自由贸易港制度体系和运作模式更加成熟，成为我国开放型经济新高地；（3）到本世纪中叶，全面建成具有较强国际影响力的高水平自由贸易港。

1.2、 制度安排：五个自由便利、一个安全有序流动

要素自由流动、贸易投资自由、税收优惠加大、法律制度健全是自贸港的主要优势。（1）人流、物流、资金流、数据流四类要素进出更为便利，85 个国家人员免签入境，资金通过 EF 账户自由流转；（2）货物贸易、服务贸易和投资三大领域加快开放，推出 22 项放宽市场准入特别措施；（3）出台“双 15%”优惠政策，企业和个人两方面的税收优惠力度持续加大；（4）以海南自贸港法这一专门法律为基础的法治保障持续完善。

构建“五个自由便利、一个安全有序流动”的制度体系。《总体方案》以贸易投资自由化便利化为重点，以各类生产要素跨境自由有序安全便捷流动和现代产业体系为支撑，以特殊的税收制度安排、高效的社会治理体系和完备的法治体系为保障，在明确分工和机制措施、守住不发生系统性风险底线的前提下，构建海南自由贸易港政策制度体系。

表1：“五个自由便利、一个安全有序流动”

设计	举措	内容概述
贸易自由便利	“一线”放开	在强化安全准入风险监管前提下设置负面清单，对清单外的货物实行自由进出，对进口征税目录外的货物免征关税等
	“二线”管住	货物从海南进入内地时原则上按进口管理并征税，但对在海南加工增值超过 30%的鼓励类产业货物免征进口关税等
	岛内自由	海关对岛内企业实施低干预精准监管，允许货物自由存放且不设存储期限，简化中转货物海关手续等
	推进服务贸易自由便利	跨境服务贸易负面清单，消除服务贸易模式下的壁垒，给予境外服务提供者国民待遇，并配套资金支付与转移制度等
投资自由便利	实施市场准入承诺即入制	严格落实“非禁即入”，建立健全备案制，对外商投资全面实施准入前国

		民待遇加负面清单管理模式，大幅缩减限制条款等
	创新完善投资自由制度	建立以过程监管为重点的便利化体系，落实设立便利、经营便利、注销便利、破产便利等政策
	建立健全公平竞争制度	强化竞争政策基础地位，确保各类市场主体平等获取要素和参与竞争，政府采购中内外资一视同仁，同时加强反垄断执法等
	完善产权保护制度	依法保护私人、法人财产的取得、使用、处置和继承的权利，落实公司法等，加强中小投资者保护，保护知识产权，加强区块链技术在知识产权交易、存证等方面应用
跨境资金流动自由便利	构建多功能自由贸易账户体系	以国内现有本外币账户和自由贸易账户为基础，构建海南金融对外开放基础平台，通过金融账户隔离，建立资金“电子围网”
	便利跨境贸易投资资金流动	推动跨境货物贸易、服务贸易和新型国际贸易结算便利化，银行真实性审核从事前审查转为事后核查，在跨境直接投资交易、跨境融资、跨境证券投融资等领域创新便利化制度
	扩大金融业对内对外开放	落实金融业扩大开放政策，支持建设国际能源、航运、产权、股权等交易场所，加快发展结算中心等
	加快金融改革创新	支持住房租赁金融业务创新和规范发展，支持发展 REITs。稳步拓宽产业融资渠道，放宽外资企业资本金使用范围等
人员进出自由便利	对外籍高层次人才投资创业、讲学交流、经贸活动方面提供出入境便利	建立市场导向的人才机制，放宽外籍专业技术人员停居留政策，允许境外人员担任自贸港内法定机构、事业单位、国有企业法人，实行宽松的商务人员临时出入境政策等
	建立健全人才服务管理制度	实现工作许可、签证与居留信息共享和联审联检，推进建立人才服务中心，提供工作就业、教育生活服务，保障合法权益
	实施更加便利的出入境管理政策	逐步实施更大范围适用免签入境政策，逐步延长免签停留时间，优化出入境边防检查管理等
运输来往自由便利	建立更加自由开放的航运制度	建设“中国洋浦港”船籍港，支持自贸港开展船舶登记，建立航运经营及海员管理制度，放宽空域管制与航路航权限制，优化航运路线，鼓励增加运力投放，增开航线航班
	提升运输便利化和服务保障水平	推进船舶联合登临检查、船旗国特殊监管政策，为船舶飞机融资提供优质金融服务，加强与内地运输、通关便利设施建设等
数据安全有序流动	有序扩大通信资源和业务开放	开放增值电信业务，逐步取消外资股比等限制，开展国际互联网数据交互试点，建设国际海底光缆及登陆点等

资料来源：《总体方案》、开源证券研究所

2025 年 12 月 18 日，海南自由贸易港全岛封关运作正式启动。根据海口海关统计，封关首日海关监管“一线”进口“零关税”享惠货物 3.6 亿元，主要为原油、航空器材等；监管进口放宽贸易管理措施货物 34.7 万元，主要为“两头在外”保税维修医疗设备。海关监管“二线”内销加工增值免关税货物 1469 万元，免征关税 81 万元，主要为医疗器械、药品、食品等。自贸港在多领域先行先试，是一个汇聚制度创新的复合型国家战略，为中国未来更高水平的改革开放探索新路径。

1.3、 金融政策：完善金融配套，服务实体经济

推进更高水平的跨境资金流动自由化和金融业对外开放。2021 年 3 月，人民银行、银保监会、证监会、外汇局联合印发《关于金融支持海南全面深化改革开放的意见》（以下简称《意见》）。《意见》共 37 项内容，除 4 项总体原则外，主要从提升人民币可兑换水平、支持跨境贸易投资自由化便利化、完善海南金融市场体系等六个方

面提出 33 项政策。

表2：推进更高水平的跨境资金流动自由化和金融业对外开放，加强金融服务实体

章节	领域	内容概述
提升人民币可兑换水平、支持跨境贸易投资自由化便利化	贸易结算便利化	银行试点凭支付指令为优质客户办理货物和服务贸易结算（事后核查）
	跨境投资管理	**QFLP 按余额管理自由汇出、汇入资金；将海南纳入 QDLP 试点并给予基础额度**
	跨境融资	适当提高海南非金融企业跨境融资上限（不含房地产和融资平台）
	跨境资管试点	**支持境外投资者投资港内金融机构发行的的各类资管产品**
	个人跨境交易	支持境外个人在琼开展证券投资等境内投资；便利非居民购房汇兑
	跨境资金池试点	跨国企业在境内外成员间集中开展本外币资金调剂和归集，专户内按实需兑换
	结售汇试点	非银金融机构参与银行间外汇市场，开展人民币对外汇即期业务和衍生品交易
完善金融市场体系	银行业发展	引进全国性股份行分行；研究海南农村信用社改革；支持引进外资参股地方 AMC
	股权融资	支持符合条件的海南企业 IPO、并购重组
	债券融资	支持企业发行公司信用债、ABS；扩大市场主体在受托管理机构等方面选择空间
	基金发展	**支持公募基金落户；支持设立合资公募基金公司；支持境外机构控股参股期货公司；对投向重点领域的私募基金提供绿色通道**
扩大金融对外开放	银行业开放	鼓励境外金融机构落户；支持设立中外合资银行；支持银行引进境外战略投资者
	保险业开放	研究与港澳保险市场深度合作；探索再保险离岸业务偿付能力监管政策
	准入效率	设立银行业准入事项快速通道
	支付业务	支持符合条件的外资机构依法获取支付业务许可证
	离岸银行业务	允许中资商业银行总行授权海南分行开展离岸银行业务
加强金融产品和服务创新	**人民币产品**	**鼓励创新面向国际市场的人民币金融产品；允许在境外发行人民币计价债券引入境外人民币资金支持实体**
	跨境资产转让	试点扩大可跨境转出的信贷资产范围和参与机构
	农垦金融	探索农垦国有农用地使用权抵押担保试点
	保险创新	**支持设立保险资管公司向境外发行人民币资管产品；支持开展境外投资；研发特色保险产品**
	绿色金融	鼓励绿色金融创新业务先行先试
	科技金融	支持发展海洋科技和科技金融新模式
	金融科技	开展金融科技创新业务试点
提升金融服务水平	**账户体系**	**支持探索开展本外币合一银行账户体系试点**
	普惠金融	推进小微企业卡、乡村振兴卡等业务
	跨境支付	提升跨境移动支付便利化水平（便利境外居民在琼使用移动支付）
	信用体系	持续推进中小微企业和农村信用体系建设；支持引进信用评级机构
	现代服务业	支持加快发展航运金融、船舶融资租赁等
	文旅体育	强化相关领域金融服务；推广产业专项债券；支持邮轮游艇等特色产业
	住房租赁	支持在住房租赁领域发展 REITs，鼓励银行创新金融产品和服务
加强金融监管、防范化解金融风险	监管体系	构建金融宏观审慎管理体系；建立资金流动监测和风险防控体系；完善反洗钱、反恐怖融资、反逃税制度
	司法保障	支持设立金融与破产专业审判机构
	消费者保护	建立金融纠纷非诉第三方解决机制；落实诉调对接机制；开展金融知识普及活动

资料来源：《关于金融支持海南全面深化改革开放的意见》、开源证券研究所

海南于 2019 年 1 月 1 日上线海南自由贸易账户（简称“FT 账户”）。对境内企业，开通 FT 账户可实现与境外资金自由汇兑，享受国际结算、贸易融资等跨境金融服务，开展离岸经贸业务；对境外企业，开通 FT 账户可以按准入前国民待遇原则，获得境内银行的结算、存款、融资、结售汇等金融服务。

海南自贸港多功能自由贸易账户（简称“EF 账户”）于 2024 年 5 月 6 日上线。开立 EF 账户的企业，需要在海南自贸港成立半年以上，且确有对外贸易投资真实业务需求。

表3：FT 账户遵循“一线宏观审慎，二线有限渗透”的原则

特点	内容
分账核算	与境内账户相隔离
本外币合一	同一账户可管理多种货币
适用离岸汇率	使用离岸汇率，利率市场化
一线放开、二线管住、有限渗透	除少数资本项目用途外，FT 账户与境外自由汇兑，凭指令划转；FT 账户与境内账户之间视同跨境业务，严格管理，按照一定规则可以人民币进行划转，外币应结算为人民币

资料来源：海南自贸港官网、开源证券研究所

EF 账户是海南自贸港金融基础设施的核心，为企业提供高效便捷的跨境金融服务。（1）FT 账户是以人民币为本位币，采用主子账户模式的本外币一体化、账户内资金可自由兑换的银行账户，独立于现有的本外币银行账户体系。FT 账户本质上为在岸账户，但具有离岸账户的特征。(2) EF 账户是 FT 账户的升级，在跨一线自由度、资本项下开放程度、同名账户渗透机制上较 FT 账户放宽，开立门槛相对更高。FT、EF 账户目前在自贸港内同时运行，企业或个人只能在 FT、EF 账户中择一进行业务办理。

表4：EF 账户是 FT 账户的升级，机制上较 FT 账户放宽，开立门槛相对更高

区别	特征
跨一线资金划转进一步放开	相较于 FT 账户，进一步放开了多功能自由贸易账户的“跨一线”资金划转，并规定海南自贸港内机构通过 EFE 账户开展证券投资以外的资本项下跨境业务，不受投注差外债、全口径跨境融资、境外放款相关额度和审批限制，无需到外汇管理 z 部门开展前置业务登记、备案或开立专户等
跨二线实行“负面清单+额度管理”	相较于 FTE 账户“跨二线”同名划转的“正面清单”管理方式，对海南自贸港内机构的 EFE 账户“跨二线”同名划转改为按“负面清单+额度管理”方式进行管理，即在不超过企业主体同名划转净流出/净流入额度上限（目前为该海南自贸港内机构上一年度所有者权益的 1 倍）的范围内，对 EFE 账户“跨二线”同名划转的资金用途不再做任何限制（负面清单内用途除外）
EF 账户功能更广泛	EF 账户不仅涵盖了 FT 账户的基本功能，如跨境支付和结算，还提供了融资、投资、风险管理等增值服务

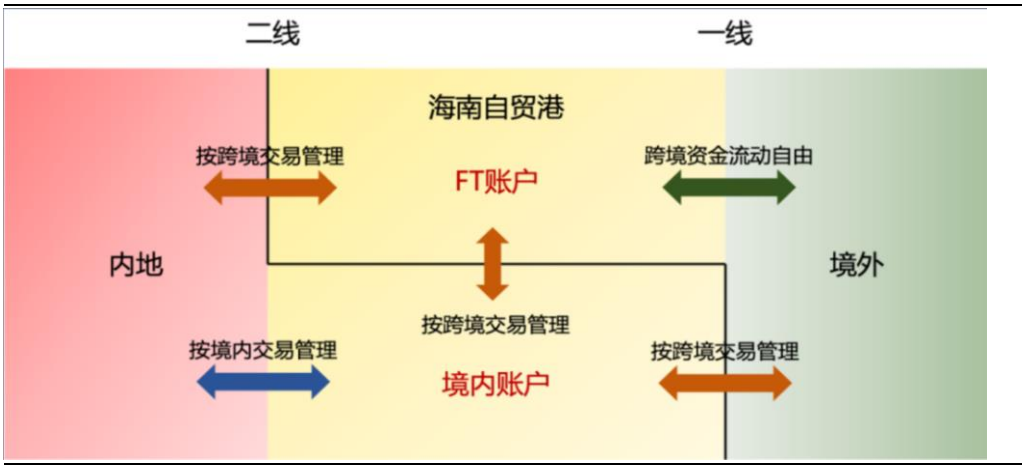
资料来源：《海南自由贸易港多功能自由贸易账户管理办法》、开源证券研究所

表5：EF 账户相较于其他传统账户实现进一步放开

账户简称	FT 账户	EF 账户	OSA 账户	NRA 账户
账户全称	自由贸易账户	多功能自由贸易账户	离岸账户	境外机构境内账户
开户主体	区内、境外机构和个人	区内、境外机构和个人	境外机构及个人	境外机构
申请机构	上海、广东、天津、海南试点银行	海南、横琴试点银行	招商银行、交通银行、浦发银行、平安银行	所有境内银行
账户性质	自由贸易账户	自由贸易账户	境外账户	境内账户
币种	本外币合一	本外币合一	外币	人民币/外币
资金划转	一线放开、二线受限	跨一线进一步放开、跨二线实行“负面清单+额度管理”	自由化转（限境外）	视作跨境管理

资料来源：《离岸银行业务管理办法实施细则》、《境外机构人民币结算账户管理办法》、《海南自由贸易港多功能自由贸易账户业务管理办法》、海南自贸港官网、开源证券研究所

图1：跨境资金流动示意图



资料来源：海南自贸港官网

制度创新激发市场活力，打造离岸金融枢纽。贸易、投资自由化便利化水平有望显著提升，税率优化下，市场主体生产经营成本有望明显下降，制度利于激发市场活力，促进全球优质要素集聚。金融领域看，海南自贸港有望对标国际，打造一流离岸金融枢纽，人民币可兑换水平有望提升，预计金融服务能力和对外开放程度显著提升。

2、 跨境资管试点业务研究：拓宽外资准入，差异化优势显著

2.1、 方案出台：历时五年步入落地阶段

跨境资管试点历时五年步入落地阶段，初期试点 180 天。2020 年《总体方案》出台，提供顶层设计；2022 年起，不断对跨境资管实施细则进行征求意见；2025 年 7 月《海南自由贸易港跨境资产管理试点业务实施细则》（简称“实施细则”，下同）出台并于 8 月 21 日起实施。

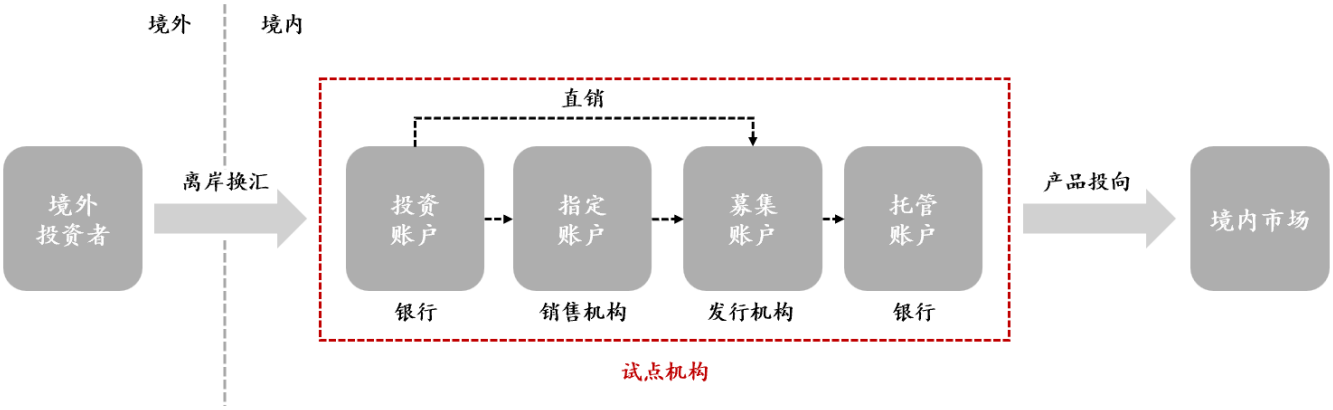
表6：《实施细则》正式出台，2025 年 8 月 21 日正式实施，初期试点 180 天

时间	部门	文件	内容
2020 年 6 月	国务院	《海南自由贸易港建设总体方案》	“在跨境直接投资交易环节，按照准入前国民待遇加负面清单模式简化管理，提高兑换环节登记和兑换的便利性，探索适应市场需求新形态的跨境投资管理”；“探索开展跨境资产管理业务试点，提高跨境证券投融资汇兑便利”，并定位为 2025 年前重点任务
2021 年 4 月	人行、银保监会、证监会、外汇局	《关于金融支持海南全面深化改革开放的意见》	第八条：“探索开展跨境资产管理业务试点。支持境外投资者投资海南自由贸易港内金融机构发行的理财产品、证券期货经营机构私募资产管理产品、公募证券投资基金、保险资产管理产品等资产管理产品”
2021 年 9 月	人行海口中心支行、海南省地方金融监管局、银保监会海南监管局、证监会海南监管局、外汇局海南省分局	《关于贯彻落实金融支持海南全面深化改革开放意见的实施方案》	第一章第四款独立提出探索开展跨境资产管理业务试点，并在第十三条、第十四条明确为境外投资者投资公募基金提供便利，支持海南自贸港内公募基金开展跨境资产管理业务试点
2024 年 4 月	人行海南省分行	《海南自由贸易港多功能自由贸易账户业务管理办法》	明确了四类账户的适用对象与开户条件以及业务规则
2025 年 7 月	人行海南省分行、金管局海南金管局、证监会海南监管局、海南省地方金融监管局、外汇局海南省分局	《海南自由贸易港跨境资产管理试点业务实施细则》	《实施细则》正式出台，2025 年 8 月 21 日正式实施，初期试点 180 天境外持牌金融机构与合法中资企业境外机构试点初期参与

资料来源：国务院、中国人民银行、金管局、证监会、外汇局、开源证券研究所

跨境资产管理试点业务是指**（符合条件的）境外投资者投资海南自贸港内金融机构发行的理财产品、证券基金期货经营机构私募资产管理产品、公开募集证券投资基金、保险资产管理产品等**，是境外机构或个人投资者投资境内资本市场的新增渠道。

图2：境外投资者通过跨境资管试点投向境内市场



资料来源：《实施细则》、开源证券研究所

表7：境外符合条件的个人投资者被纳入准入范围

维度	介绍
投资者	境外机构指境外（含港澳台）合法成立的机构；境外个人指在自贸港内学习、就业、生活的境外人士或者符合自贸港外籍人才政策的高端、紧缺人才，境外投资者需符合境内外金融监管及反洗钱、反恐怖融资等要求
资金	境外投资者境内外资金均可，境外个人投资者资金需来源于境内，并提供在自贸港学习、就业等满一年证明和境内人民币收入证明
投资范围	R1-R4 的公募基金、私募产品，保险资管产品等；可同时面向境内外，也可仅面向境外；试点资管产品募集资金应投向境内市场；产品以人民币计价结算
发行机构	注册在自贸港内，经金管局、证监会等部门许可或者备案，具备发行资管产品资质的金融机构
销售机构	自贸港内经金管局、证监会等部门许可，具备销售资管产品资质的法人金融机构或者金融机构的分支机构
账户	**开户：**可在试点银行开立账户或者指定已有银行账户作为投资账户； **收入：**境外汇入或从境内银行同名账户汇入投资本金，试点资管产品到期或者赎回所得及产品分红款项、孳息，认购或者申购失败时的退款等； **支出：**划入产品募集账户或者销售机构指定账户；汇出境外或者划入境内银行同名账户；认购或者申购产生的费用等
规模	初始总规模上限为 100 亿元人民币，可据实际情况动态调整规模上限

资料来源：《实施细则》、开源证券研究所

2.2、 对比分析：在投资灵活性和便捷度上更具优势

跨境资管业务具有投资者范围大、投资范围覆盖广、账户资金汇兑结算便利等优势。目前境外投资者投资境内资本市场渠道主要有 QFII/RQFII、沪深股通和债券通（北向通）、跨境理财通（北向通）、跨境资管试点等。跨境资管试点的主要优势在于：（1）投资者范围更大：面向境外机构及个人投资者，采取单边主动开放（不限制区域、不依赖双边协议）；（2）投资范围覆盖更广：提供风险等级 R1-R4 的公募基金、私募产品，以及保险资管产品等，产品覆盖全面；（3）资金划转汇兑便利：FT、EF 账户采用分账核算支持汇兑便利，岛内交易降低交易摩擦和合规成本，投资便利性凸显。

表8：投资者、投资范围覆盖广，FT、EF 账户资金汇兑便利

项目	跨境资管试点	跨境理财通-北向通	QFII/RQFII	沪深股通/债券通
设立目的	满足离岸人民币回流、境外资金资产配置需求，推动人民币国际化、吸引全球资本	促进粤港澳大湾区居民个人跨境投资	引入境外机构投资者，扩大资本市场开放	建立内地与中国香港股票、债券市场互联互通机制
监管体系	海南地方金融监管机构负责监管，境外投资者应当符合境内外监管、反洗钱等要求	由粤港澳大湾区三地金融监管机构共同监管	证监会、人行、外汇局对合格境外投资者的境内投资活动及账户实施监督管理	遵循境内外交易及结算规则，由境内外相关监管机构共同监管
投资者	境外机构及符合条件的境外个人	港澳居民	合格境外机构（个人可通过境外持牌金融机构参与）	沪深股通：境外投资者（科创板仅限机构投资者）；债券通：境外机构投资者（货币当局、主权财富基金等）
发行主体	海南自贸港内法人机构	内地理财公司及内地公募基	/	/

项目	跨境资管试点	跨境理财通-北向通	QFII/RQFII	沪深股通/债券通
	金公司（不限于大湾区 9 市）			
投资范围	R1-R4 的公募基金、私募产品，保险资管产品等	人民币存款产品;R1-R3 风险等级的固定收益类、权益类公募理财产品;R1-R4 风险等级的公募基金（商品期货基金除外）	公募基金、私募基金、期货、期权、股票（包括全国股转系统）、债券等	沪股通：上证 180、380 指数成份股，A+H 股； 深股通：市值 60 亿元及以上的深证、深证中小创新指数成份股、A+H 股股票； 债券通：银行间债券市场
账户设立	在试点银行开立或指定已有账户作为投资账户，境外投资者可在自贸港内银行开立 FT、EF 账户等	委托内地合作银行办理，并分别开立专用汇款账户和专用投资账户，且账户名称须为本人名下；资金封闭或专户管理，确保北向资金仅限于购买内地销售机构的“北向通”产品	合格境外投资者在托管人处开立外汇账户和（或）人民币专用存款账户，依法申请开立证券期货账户	沪深股通：由中国香港结算作为名义持有人，在内地集中开立证券账户持有股票； 债券通：使用外汇投资的，需在中国香港结算行开立专门的人民币资金账户，中国香港结算行可到境内银行间外汇市场平盘头寸，结算兑回外汇汇出
资金汇兑	境内自由汇兑，银行离岸平盘	离岸兑换人民币，经过人民币跨境支付系统	资金流入按跨境处理，托管人在岸结汇	沪深股通：离岸汇兑，离岸人民币报价结算； 债券通：中国香港结算行离岸换汇，经人民币跨境支付系统
额度	单个投资者无额度限制 总额度 100 亿元人民币，动态调整	单个投资者额度 300 万元人民币，双向分别 1500 亿元人民币	无限制	沪深股通：每日分别 520 亿元人民币； 债券通：无限制

资料来源：《实施细则》、证监会、中国人民银行、外汇局、上交所、深交所、港交所、开源证券研究所

在现有的“北向”投资渠道中，QFII 与海南跨境资管试点相似度较高。综合对比上述四种“北向”投资模式，**我们认为：**

（1）沪深股通、债券通底层资产主要为股票和债券，直接投资基金或资管产品层面的安排涉及较少，且以大陆、中国香港作为清算和结算枢纽，例如：债券通规定“债券的登记、托管、结算等均由中央结算公司（CCDC）、上海清算所（SHCH）与香港金管局债务工具中央结算系统（CMU）共同负责”。

（2）跨境理财通具有较强的区域属性，主要面向粤港澳大湾区居民，其北向产品的投资者范围和投资产品风险等级相对受限。

（3）海南跨境资管试点与 QFII 在制度目标、投资产品范围以及投资者范围方面相似度较高，二者均以吸引境外投资者配置中国资产为目的，产品均覆盖较广，并允许境外机构、个人投资者（个人投资者通过购买 QFII 产品间接参与）参与境内金融市场。**两者区别主要在：**一方面，海南跨境资管试点通过海南自贸港的试点银行开立投资账户（FT 或 EF 账户）进行交易，离岸换汇，资金划转便利度优于 QFII，不涉及人民币跨境结算。另一方面，跨境资管试点的产品发行方主要为在海南自贸港

注册的金融机构，更加适配境外资金在海南自贸港投资、理财的日常场景，与 QFII 的定位有所区别。

QFII 设置准入门槛，覆盖众多国际组织、国际知名投行、资管机构。（1）QFII/RQFII 分别设立于 2002/2011 年，2020 年合并 QFII/RQFII 管理政策。据证监会披露，截至 2025 年 11 月末，QFII/RQFII 数量为 928 家，涵盖来自 40 多个国家和地区的机构投资者，包括：国际组织（如 IMF）、国际知名投行、资管机构等多类主体参与。（2）QFII/RQFII 申请人要求：财务状况稳健；投资经验丰富；内部控制、合规管理、督察制度健全；经营记录良好（近三年无重大处罚）；不存在对境内资本市场产生重大影响的情形。

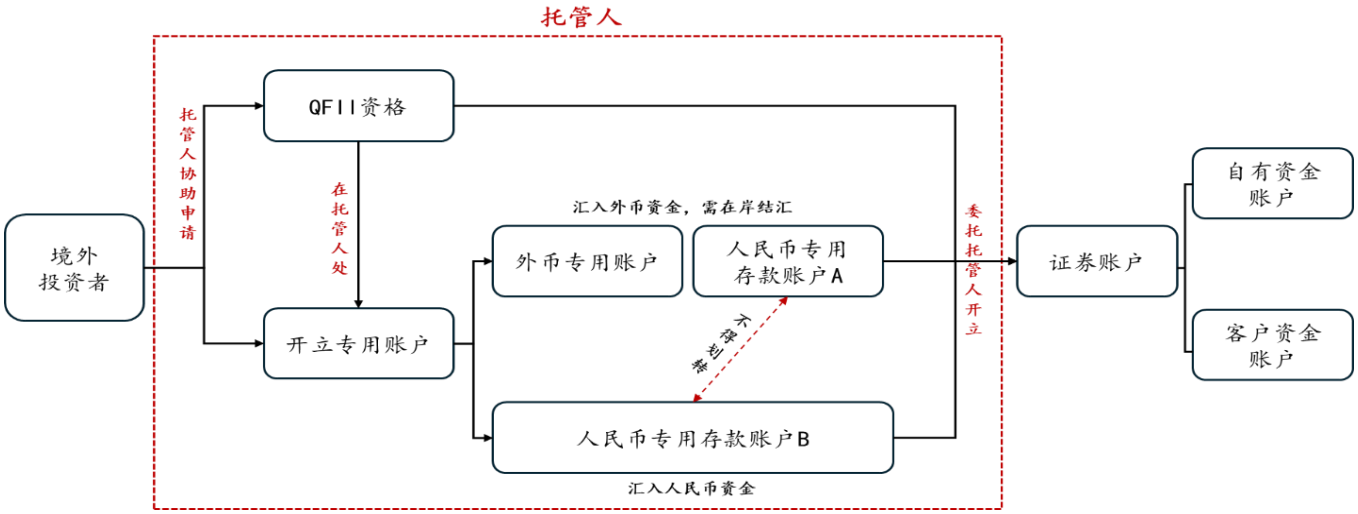
表9：知名投行、资产管理机构通过 QFII/RQFII 参与境内市场

产品	规模（万美元）	产品类别	发行主体	投资渠道
E Fund (HK) Greater China Leaders Fund	549	股票主动基金	易方达资产管理（香港）有限公司	RQFII、互联互通
JPMorgan China A-Share Opportunities Fund	20,460	股票主动基金	摩根大通资产管理有限公司	QFII、互联互通
ChinaAMC China Focus Fund	2,699	股票主动基金	华夏基金（香港）有限公司	QFII、互联互通

资料来源：易方达资产管理（香港）官网、J.P. Morgan 官网、华夏基金（香港）官网、开源证券研究所

注：E Fund (HK) Greater China Leaders Fund 规模截至 2025 年 6 月 30 日；JPMorgan China A-Share Opportunities Fund 规模截至 2025 年 11 月 28 日；ChinaAMC China Focus Fund 规模截至 2025 年 10 月 31 日。

图3：QFII 账户开立流程较为复杂



资料来源：外汇局、中国结算、开源证券研究所

2.3、 推动人民币国际化，打造国际金融中心

跨境资管试点为境外投资者投资境内资本市场提供了一条新渠道。（1）试点满足境外投资者对便捷投资理财的需求，同时填补了境外人民币回流的传统渠道缺口，有利于提高人民币国际化水平；（2）扩展境外投资者业务空间，在动态调整机制下，初始试点规模有望逐步扩大，底层资产有望进一步扩容；（3）远期看有望从单向开放过渡到双向开放，为境内资管机构带来发展机遇。根据《实施细则》要求，试点

银行、销售机构需为海南自贸港内机构，发行机构需为注册地为海南自贸港机构。因此，海南自贸港有望吸引全球资管机构在琼设立区域总部，推动中后台运营中心、跨境合规服务等配套产业链聚集海南，助力海南打造国际金融中心。

3、 市场空间展望

3.1、 试点机构：首批发行机构完成备案，获批 50 亿

四家试点发行机构完成备案，总额度 50 亿元。据人民银行海南省分行公示，2025 年 10 月 16 日四家试点发行机构报备海南自贸港跨境资产管理试点业务规模，总额度为 50 亿元人民币。10 月 17 日，汇百川基金和金元证券完成从境外投资者投资账户向银行代销账户及产品募集账户的资金划转，实现跨境资管试点顺利落地。

表10：4 家发行机构共申请 50 亿元人民币试点规模

序号	试点机构	类型	规模（亿元）
1	金元证券股份有限公司	发行机构	20
2	万和证券股份有限公司	发行机构	10
3	汇百川基金管理有限公司	发行机构	10
4	鹏安基金管理有限公司	发行机构	10
5	兴业银行股份有限公司海口分行	销售机构	-
6	上海浦东发展银行股份有限公司海口分行	销售机构	-

资料来源：中国人民银行、开源证券研究所

预计试点初期产品以稳健的现金类和固定收益类产品为主。中长期随着政策额度扩大，产品或将扩展固收+混合基金、权益、ETF 及跨境衍生资产等，风险对冲与流动性管理逐步完善，充分释放长期增长潜力。据汇百川基金官网披露，2025 年 10 月 17 日，汇百川基金联合浦发银行推出的跨境资管产品正式成立。

3.2、 市场空间：额度上限有望打开，对标国际一流金融中心

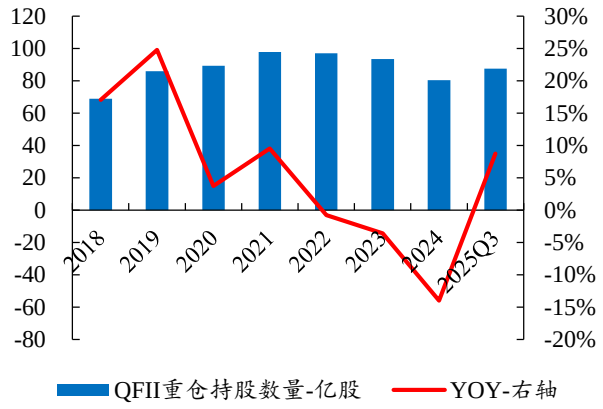
短期额度 100 亿，未来有望逐步调整甚至取消额度上限。从中长期看，可以参考 QFII 额度持续上调的进程，2019 年调整至 3000 亿美元额度，随后取消额度管控。远期看，对标中国香港和新加坡等国际一流金融中心，资产管理业务规模空间广阔。

（1）短期来看，试点额度上限为 100 亿。预计试点机构受风控、监管磨合，产品备案周期等因素或采取保守展业，同时投资者风险偏好较低，100 亿额度上限具有审慎性。但未来随着试点运作规范、试点规模增长，额度上限有望根据市场反馈逐步调整甚至取消。我们参考：QFII 在启动初期也曾施行额度管控，2007 年外汇局将 QFII 额度扩大到 300 亿美元，2012 年 9 月外汇局公布，累计核准 QFII 投资额度达 308 亿美元（约 1954 亿元人民币），2019 年国务院批准将 QFII 总额度由 1500 亿美元调整至 3000 亿美元，随后于同年 9 月取消额度管控。

（2）中长期来看，考虑到跨境资管试点的制度优势以及美元的降息周期，我们预计试点产品扩容、客户群体扩大、跨境资管有望面向境内外双向开放，AUM 增长空间广阔。对比来看，跨境理财通“北向通”2024 年末累计跨境汇划 9.7 亿元，2021-2024 年 CAGR 达 71%。截至 2025Q3 末，QFII 重仓持股数/重仓持股总市值分别为 87.5

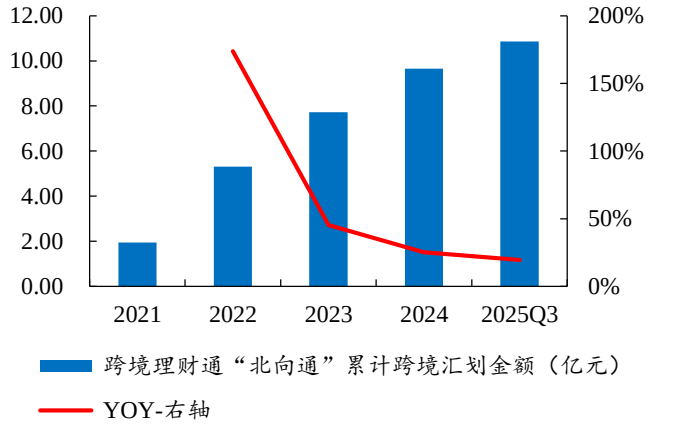
亿股/1501 亿元，同比+9%/+29%，跨境理财通“北向通”累计汇划额度 10.9 亿元，同比+19%。

图4：截至 2025Q3 末 QFII 重仓持股数量为 87 亿股



数据来源：Wind、开源证券研究所

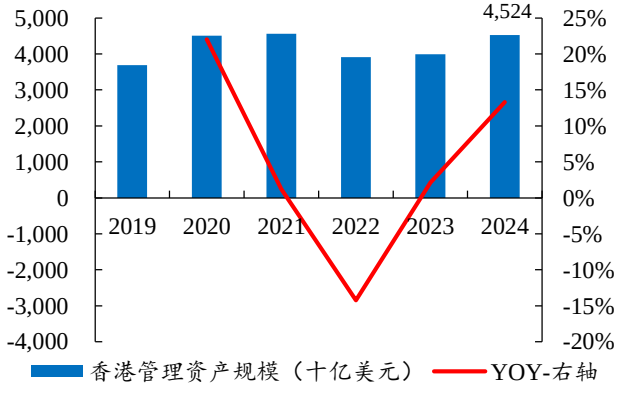
图5：近年来跨境理财通“北向通”汇划金额增速较低



数据来源：中国人民银行、开源证券研究所

对标国际高标准经贸规则，打造国际金融中心。海南自贸港在制度设计上对标国际高标准经贸规则，未来以新加坡、迪拜、中国香港等国际金融中心为目标。随着中国资本市场制度逐渐完善、开放程度不断提高、居民财富稳健增长，跨境资管有望进一步实现更大的业务体量。截至 2024 年末，中国香港/新加坡管理资产规模分别为 4.52/4.46 万亿美元，同比+13%/+9%。

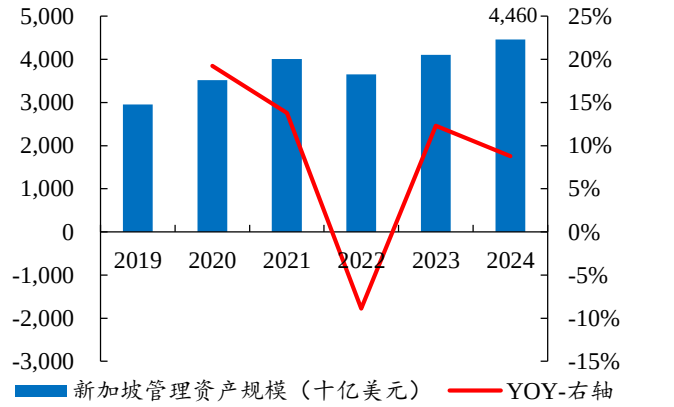
图6：截至 2024 年末香港管理资产规模 4.52 万亿美元



数据来源：香港证监会、开源证券研究所

注：单位以历史汇率换算。

图7：截至 2024 年末新加坡管理资产规模 4.46 万亿美元



数据来源：新加坡金管局、开源证券研究所

注：单位以历史汇率换算。

3.3、 发展建议：把握先发优势，完善产品图谱

以发行机构视角思考未来布局，我们主要有以下五方面建议：

表11：丰富产品类别，完善销售渠道

维度	建议
产品	尽快全面产品图谱，完善 R1-R4 各类产品类型，突出产品差异化的收益风险特征。从符合境外投资者需求和具备海南自贸港特色两个视角开发创新产品，布局数字资产，探索支持金融五篇大文章的相关主题基金（例如绿色金融、科技金融相关），积极布局 ETF 指数基金。通过与私募基金合作的方式，拓宽专户和 FOF 等产品形式
渠道	积极布局海南本地银行网点渠道，构建直销渠道，与本地银行、中介方广泛合作，获取境外机构和个人客户，利用好先发优势，扩大产品规模，用足额度
股东资源	联动股东资源，发掘具有中国香港等境外主体资质的资金理财或回流需求
人才	用好政策优势，吸引具备国际业务经验的产品、风控、投研人才，储备业务拓展能力
战略	提前构建境外资管产品投资图谱和研究体系，熟悉国际监管合规要求，为未来双向扩容做准备

资料来源：开源证券研究所

4、 投资结论

在海南设立总部、分支机构的金融机构有望享受制度红利。万和证券系深圳国资委旗下券商，注册地在海南，是跨境资管试点首批发行试点机构。国信证券于 2024 年 8 月 22 日发布关于筹划发行股份购买资产事项的停牌公告，本次交易拟以发行 A 股股份的方式购买万和证券 96.08%的股份，交易对价为 52 亿元，估值 1.01 倍 PB，并于 2025 年 9 月 8 日公告交易已履行全部所需的决策及审批程序。

海南自贸港是我国制度型开放新高地，税收优惠、投资便利、贸易往来便利等制度优势有望持续吸引境内外资金、全球企业、人才集聚，伴随自贸港的不断发展，企业、居民理财需求将持续提高。美元降息周期开启，人民币资产吸引力有望增强，跨境资管试点有望迎来发展良机，市场空间广阔。根据《实施细则》，注册地在海南自贸港具备发行资管产品资质的金融机构可申请试点发行机构。

我们认为上市公司中，两类标的有望受益：（1）国信证券：公司 2025 年完成收购万和证券，万和证券是首批获得海南跨境资管试点资格的券商，有望直接受益于海南跨境资管业务的发展。**（2）海外业务优势突出的头部券商：**海南自贸区是国家推进高水平对外开放、深化金融领域改革的重要战略平台，明确支持跨境资金有序流动和跨境金融创新。在此背景下，券商跨境衍生品和理财等业务需求有望逐步释放，我们看好国际业务能力突出的头部券商，推荐中信证券、中金公司、华泰证券、国泰海通。

表12：券商标的盈利预测

代码	简称	评级	总市值(亿元)	归母净利润（亿元）			归母净利润 YOY			PB-LF	市盈率 P/E	
			2026/1/14	2025Q1-3	2025E	2026E	2025Q1-3	2025E	2026E	2026/1/14	2025E	2026E
002736.SZ	国信证券	买入	1,361	91.4	118.1	145.4	87%	44%	23%	1.40	11.5	9.4
601688.SH	华泰证券	买入	2,135	127.3	167.5	216.8	2%	9%	29%	1.25	12.7	9.8
600030.SH	中信证券	买入	4,184	231.6	300.5	395.7	38%	38%	32%	1.49	13.9	10.6
601211.SH	国泰海通	买入	3,660	220.7	275.9	265.3	132%	112%	-4%	1.17	13.3	13.8
3908.HK	中金公司	买入	959	65.7	104.1	141.0	130%	83%	35%	0.98	9.2	6.8

数据来源：Wind、开源证券研究所

注：除中信证券 2025 年净利润取自业绩快报外，国信证券、中信证券、华泰证券、中金公司、国泰海通盈利预测来自开源证券研究所；以上币种均为人民币，1 人民币=1.112 港币。

5、 风险提示

（1）政策不确定性风险：跨境资管试点仍处于探索阶段，其具体适用对象、产品范围、资金流动路径及配套监管规则，可能随形势动态调整。

（2）市场波动风险：资本市场波动将对投资者对境内资产配置需求产生影响。

（3）市场需求不及预期：若机构及个人投资者对境内资产配置的实际需求低于预期，相关政策红利在短期内难以释放。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R4（中高风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为境内专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者。若您并非境内专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。
因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%～20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在－5%～＋5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。
备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。		

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。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、价值及投资收入可能会波动。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。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。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海
地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼3层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳
地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京
地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安
地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn