

asifma 

Growing Asia's Markets



中国资本市场 前路导航 (续)

2018年3月



免责声明

本报告题为《中国资本市场：前路导航（续）》，其中的信息和评论意见由亚洲证券业与金融市场协会编制，反映了本协会各成员的观点。亚洲证券业与金融市场协会认为，这些来源多样的信息在本报告发布之日可靠可信。由于各来源的预测可能有所不同，因此本文中对类似数据类型的预测也可能不尽相同。然而，在任何情况下，我们都不对这些信息的准确性或完整性做任何声明。我们无义务更新、修订或修正本报告中的信息；若任何信息过时或不准确，我们也无义务通知读者。一旦获得最新资讯，我们会将尽一切努力将其整合到本报告或后续报告中。



亚洲证券业与金融市场协会 (ASIFMA) 是一个独立的地区性行业协会，会员基础广泛，由买方和卖方市场 100 多个领先金融机构组成，包括银行、资产管理人、律师事务所、市场基础设施服务提供商等。我们与各会员共同发掘金融行业的共同利益，推动亚洲各资本市场的发展深度、广度和流动性。我们致力于促进亚洲资本市场的稳定、创新和竞争力，为区域经济增长提供必要动力。我们针对关键问题，群策群力，统一立场，努力形成共识，寻求解决方案，并促成变革。我们多管齐下，包括与监管部门和交易所开展磋商，制定统一的行业标准，发表政策性专文呼吁深化市场发展，并降低亚太地区金融交易费用。通过与全球金融市场协会 (GFMA) 及欧洲金融市场协会 (AFME) 合作，我们还积极推介 全球最佳规范和标准，促进本区域发展。

执行摘要

2018 年是中国改革开放 40 周年。过去 40 年来，中国逐步开放资本市场，对世界经济的贡献不断提高，如今已成为世界第二大经济体。自本协会于 2017 年 3 月发布《中国资本市场：前路导航》以来，中国继续以空前的速度开放资本市场，过去 12 个月中实施的新举措包括：宣布将放宽或取消外资投资证券、基金管理公司、期货公司的比例限制；启动债券通；进一步发展“沪港通”和“深港通”；允许境外机构投资者在银行间债券市场开展外汇风险对冲交易；并向境外评级机构开放债券信用评级市场。本报告对 2017 年报告中的部分建议进行了必要修订，提出了继续发展与开放中国资本市场需要考虑的相关方面。

党的十九大提出，要进一步扩大资本市场开放，促进改革与发展，特别是要让资本市场服务实体经济，提高直接融资比例，并促进多层次资本市场体系健康发展，我们深受鼓舞。中央财经领导小组办公室主任刘鹤在达沃斯论坛发表讲话时证实了上述措施：他表示中国政府将在近期出台新措施，放宽市场准入，加强知识产权保护力度。

业界欣见国务院在十九大闭幕后不久宣布将放宽境外投资者对证券公司、期货公司和基金管理公司的持股比例限制，且最终会取消限制。这是非常及时的举措，也是中国深化经济开放与改革的重要一步。境外投资者对上述三类金融机构的持股限制将放宽到 51%，而且三年之后，将完全取消比例限制。业界鼓励尽快落实这项政策，同时也期待中国能清除妨碍外资企业公平参与中国市场竞争的其他间接障碍和隐性壁垒。为此，我们欢迎证监会就 2018 年 3 月 9 日发布的《外商投资证券公司管理办法》公开征求意见。据传闻说，中国政府将取消 QFII 投资者每月 20% 的资本回撤上限，这正是本协会一直所呼吁的，我们希望让这一政策能尽快出台。

我们也高兴地看到，中国政府宣布设立国务院金融稳定发展委员会，以更好地统筹协调金融业各领域的改革。中国金融市场面临着巨大机遇，不仅可以帮助经济去杠杆、降风险，还可以让金融更好地支持实体经济发展，增强整体经济实力，改善社会民生。

“债券通”是中国政府的宣布的另一项重大改革，表明中国正加速开放本市场。“债券通”是一种创新型双向市场准入机制，在此机制下，境内外投资者可以通过香港与内地相关基础设施机构之间的连接，交易两地市场上流通的债券。“北向通”是“债券通”的一种形式，于 2017 年 7 月 3 日开始试运行，香港和其他地区的境外投资者可通过“债券通”在交易、托管、结算等方面的互联互通机制安排，投资于内地债券市场。“债券通”的另一个组成部分“南向通”将在今后适时推出。我们认为，若要发展完善的“债券通”机制，就需要推出更多交易平台，进一步向外国投资者阐明税收政策，并确保政府债券能实时券款对付。同时，市场期待中国银行间债券市场的债券能早日被纳入相关国际固定收益指数。如能实现，我们认为这是一个可喜的进展，因为这将为银行间债券市场带来稳定的外国投资；当然，前提是我们提出的相关建议能得到落实。2018 年 2 月，彭博决定不将在岸人民币债券纳入彭博巴克莱固定收益指数，至于未来何时纳入，将取决于中国解决上述关键技术障碍的进展情况。

2017 年资本市场的又一项重要开放举措，是允许银行间债券市场上的境外机构投资者使用在岸汇率对冲工具。过去，境内金融机构无法办理人民币对外汇衍生品业务，给境外投资者带来不便，他们只能花费更多的资金使用离岸人民币对冲工具。尽管本会一直在呼吁相关部门允许



银行间债券市场上的合格境外机构投资者（QFII）、人民币合格境外机构投资者（RQFII）使用在岸对冲产品，但是否会出台政策尚不得而知。

债券市场的另一项积极进展是中国银行间债券市场开始向境外信用评级机构开放。但境外评级机构对此反应并不热烈，吸引国际评级机构在内地设立外商独资企业的努力也收效甚微。

股市方面，2018 摩根士丹利资本国际公司（“明晟”）决定将中国 A 股的 222 支股票纳入 MSCI 明晟新兴市场指数，标志着中国资本市场取得了里程碑式的发展。纳入计划将分两步走，分别于 2018 年 5 月和 8 月实施。基于 5% 的纳入因子，这些 A 股将占 MSCI 明晟新兴市场指数 0.73% 的权重。截至 2017 年 6 月，全球以 MSCI 明晟新兴市场股票指数为基准的管理资产总额达 1.6 万亿美元。明晟将 A 股纳入新兴市场股票指数后，预计会吸引越来越多的国际投资者涌入中国市场。

虽然我们赞赏明晟决定将中国 A 股纳入其新兴市场股票指数，但我们也注意到，当前的纳入因子只有 5%，仍然存在很大的提升空间。我们期待与中国政府合作，拓宽境外机构投资者参与中国资本市场的渠道，为把纳入因子提高到 100% 铺平道路。

“沪港通”和“深港通”的顺利实施以及越来越多的投资者借助这两条投资渠道开展投资，是促成明晟将 A 股被纳入其新兴市场股票指数的重要因素。中国向不同类别、不同参与程度的境外投资者提供多种市场准入渠道，我们非常钦佩这种自信。本协会目前正与投资界密切合作，计划在第三季度推出“北向通”投资者识别码制度，以提高市场透明度；同时，也在与内地和香港的监管部门合作，共同解决北向交易日配额不足以及离岸人民币流动性不足的问题。作为全球金融服务业的代表机构，本协会了解境外投资者投资中国市场的兴趣非常浓厚，并愿意把握一切机会发挥桥梁作用，适时推动一系列有益改革，让中国资本市场在可控的情况下加深与世界资本市场的联系。

最后，在股市方面，我们很高兴看到，随着监管力度的加强以及企业治理的改善，过去一年上市公司自行停牌次数大幅减少。这也是本协会在去年的白皮书中针对 A 股市场提出的第一条建议。

中国在绿色金融——尤其是绿色债券发行方面也处于领先地位。气候债券倡议组织的数据显示，2017 年中国发行的绿色债券总额达 371 亿美元（约合人民币 2,486 亿元），比创下最高发行纪录的 2016 年增长了 4.5%，成为世界第二大绿色债券市场。

中国如今也一跃成为世界领先的金融科技中心，在全球金融科技百强企业榜单中，中国企业占据前五强的四席。

改革开放 40 年来，中国实现了长足的发展，仅 2017 年一年就取得了许多重大进展。但即便如此，中国仍需进一步加快改革，促进经济由高速增长阶段转向高质量发展阶段。境外投资者进入中国金融市场的渠道仍然非常有限。若缺少了金融业和资本市场的支持，上述转变将不可能实现。我们在下文列出了进一步发展中国资本市场的建议。与 2017 年报告一样，这些建议的并非按重要程度罗列，我们也无意规定其实施顺序。现实情况是，管理中国这样一个大国是一项非常复杂的工程，重要的是去实施可实现的建议，而非严格遵守特定的实施顺序。过度强调实施顺序有可能使改革陷入困境，因为监管总有惰性，各方也会对细枝末节产生意见分歧。此外，



大多数资本市场改革都高度相关。我们认为，要让中国资本市场和金融市充分发挥潜力，需要落实本文提出的绝大部分改革建议。

建议

1. 股票

- 提高机构投资者的参与水平，借助他们的力量稳定市场，提高资本市场效率
 - 让在任何一个交易所开展投资的 QFII/RQFII 投资者都能通过多个券商开展买卖交易，以确保最佳执行
 - 将午市大宗交易时段从目前 15:00 至 15:30 的有限窗口延长到收盘后，确保大宗交易在整个交易日保持开放，更好地与国际做法接轨。
 - 放宽有关“第三方连接”的规定，授予机构客户直接市场准入(DMA)权利，允许其直接通过券商交易系统完成交易。
 - 支持基金管理公司进行综合交易，以便其提高交易效率，对标的基金做出公平、合理的定价
 - 培育高效的股票借贷环境，以便提高股票市场的整体效率，支持高效卖空以更好地管控风险，允许保险公司和养老基金入市以提高长线投资收益
 - 继续深化改革，减少交易停牌次数，保护市场流动性（明确实行的规则规定必须停牌的特殊情况除外），行业对已经取得的进步表示赞赏
 - 取消当前的“窗口指导”做法，提供明确的卖盘活动规则和指导限制
 - 批准场外交易平台，包括多边交易设施 (MTF)和另类交易系统(ATS)等非交易所交易平台，推动实现最佳执行
 - 扩大股价的最大允许波动幅度，考虑重新引入熔断机制。
 - 变更结算周期，让现金交收和股票结算同步进行，如采取“券款对付”模式，以保护投资者（如 T+2），同时取消资金提前到位要求，与国际做法接轨
 - 允许日间交易
 - 减少对对期货合约交易的限制
- 允许中外合资证券公司在成立后立即申请证券经纪业务经营许可，取消现有的三年连续盈利这一申请条件，完善其承销功能
- 改革 IPO 定价机制，让市场力量决定价格；简化线下/线上新股认购流程
- 采用透明标准，勒令不合标准的公司退市。
- 以个人客户/基金、而非基金经理为单位计算短线交易收益

2. 固定收益

- 丰富金融工具的种类，满足关于银行流动性的要求，降低规定的绝对水平
- 信息披露工作采用符合国际标准的最佳做法，在发行新产品时发布说明书或发行文件，此后持续披露信息。
- 加强金融、法务和业务尽职调查程序。
- 简化累计投标询价流程，接近国际发行采用的定价流程，使定价过程更加灵活。
- 为回购市场建立流动性强的传统回购框架。
- 建议由中央国债登记结算有限责任公司在中国外汇交易系统中直接向债券贷款人支付（质押式）回购债券票息，并阐明在中国外汇交易系统中以银行间债券市场债券作为基础工具进行债券借贷的税收待遇。
- 允许银行（主要债券持有人）参与债券期货市场。

- 发布境外投资者和其他市场参与者参与中国国内信用违约掉期市场的指南。
- 将信用违约掉期的中央清算和中央对手方的指定正式化，以减轻交易对手方风险。
- 统一不同的证券化制度，建立一个更大、更深入、流动性更强的证券化市场。
- 允许投资于中国债券市场的所有外国投资者（包括 QFII 投资者）在岸对冲其外汇和利率风险。
- 向投资中国债券市场的外国投资者阐明税收待遇和预扣机制，包括：
 - 现行增值税条例中定义的金融机构范围非常狭窄，应将目前适用于国内金融机构的增值税豁免扩大至境外机构，包括豁免金融债券利息和回购利息。给予国内金融机构限制豁免待遇等于歧视境外金融机构。
 - 若对银行间债券市场利息征收增值税和预扣税，应由结算所统一代扣，同时考虑外资债券持有人的税务协定地位。
- 继续推进并完成欧洲投资银行和中国人民银行就绿色债券目录分类办法所做的工作。

3. 外汇

- 允许其它类似于 R5 的平台与中国外汇交易中心合作或竞争，继续鼓励电子交易领域开展更激烈的竞争，从而提高电子交易效率，降低交易执行成本。
- 继续适时推出新产品，为最终用户提供更多成本较低的汇率风险对冲方式。
- 阐明是否根据本地货币市场的增值税豁免规定，免除银行间外汇市场外汇对冲交易的增值税。

4. 法律法规

- 通过制定更加开放的市场咨询流程，大力宣传新立法规，向公众征询意见，提高监管透明度与一致性。
- 提高审计与会计标准的透明度和可靠性，以增强国际投资者对中国企业治理的信心。
- 在企业重组或破产案件中，以公平、透明、明确的方式，通过确保所有投资者的直接担保权益（如有）的强制执行等一系列措施，赋予投资者预测违约影响的能力，改善企业处置和破产流程。
- 实施符合金融稳定委员会《金融机构有效处置框架的关键属性》的金融机构破产处置和恢复机制。
- 在法规中清晰、明确地加入国际通用强制执行终止净额结算条款。
- 修订《证券法》，为国际市场采用的变动保证金交换手段提供支持，同时应符合国际统一标准。
- 在《证券法》中阐明受益所有人的权利和提名持有人的责任。
- 阐明金融机构资产管理规定对私募基金管理人，特别是外商独资私募基金管理人是否适用。

5. 市场基础设施

- 在《破产法》中增加法律法规，规范与中央对手方的交易和各金融基础设施的交易的结算最终性，反映 CPMI-IOSCO 的金融市场基础设施原则中的国际标准。

- 允许清算会员对保证金账户中的现金拥有担保物权，且此担保物权应得到中国《物权法》或《证券法》的认可。
- 上海清算所申请取得《欧洲市场基础设施监管规则》认可的同等中央对手方地位和美国商品期货交易委员会授予的衍生品清算机构豁免地位应作为当务之急。
- 允许外国投资者选择使用综合账户，为他们提供在其它发达市场可享受到的低成本、高效率优势。由于投资者在整个过程中无需开立隔离账户，这将简化操作模式，缩短新产品上市时间。
- 确保境内市场基础设施与国际标准兼容，包括金融市场基础设施原则，以便提高人民币作为国际货币的使用量。
- 在央行现金账户下以同步支付方式开展的人民币多边净额结算将推动人民币在国际贸易、投资 and 外汇储备中的用量持续稳定增长，还将满足国际公认标准。
- 允许第三方托管人代表发起交易的对手方持有初始保证金。

6. 市场准入

- 落实放宽并最终解除外资在证券、信托、资产管理和信用评级实体中的所有权限制的新规。
- 统一相似准入计划的要求，以期未来进行整合和/或接轨，以提高效率。
- 允许国际银行和金融机构在公平、透明的基础上获得承保许可，进而提供公平的竞争平台。
- 取消所有准入计划下的所有资金回撤限制（如针对 QFII 投资者的限制）和投资配额（如“沪港通”和“深港通”机制下的每日配额）。
- 允许 QFII/RQFII 投资者投资中国的私募基金
- 修订股票市场交易互联互通机制的规则，允许交易所参与者的附属机构如资产管理人和托管人从事股票借贷，并允许他们通过该机制进行大额交易。
- 提高在基金互认机制下北上基金审批流程的透明度和效率。
- 扩大熊猫债券发行人的范围（而不局限于主权和半主权发行人），允许国际信用评级机构对熊猫债券进行评级，灵活应对会计规则，与全球规则一致（尤其是美国公认会计原则）。
- 进一步加强“债券通”计划，包括简化注册流程、实施券款对付结算、增加大宗交易机制、加快批准更多交易平台、降低登记和交易成本、扩大核准券商的范围，允许受监管的境外券商参与。
- 允许境外投资者投资境内信托控股公司，投资证券化资产。
- 对金融行业执行《网络安全法》时，应灵活释法。
- 推进投资者教育计划，传授投资的关键原则，例如了解投资风险、多元化投资的作用，以及在适当的投资范围内建立投资组合的重要性。



亚洲证券业与金融市场协会向参与编制本报告的所有个人和会员公司表示感谢



香港金钟

金钟道 89 号

力宝中心

第二座 3603 室

电话 : +852 2531 6500

WWW.ASIFMA.ORG