

金融开放为何再突破

此番对外开放政策能否起效，取决于能否真正落实准入前国民待遇和负面清单原则，并配合必要的监管政策调整，真正达到以开放促改革的战略目的



文 | 财新记者 彭骏骥 吴红毓然 张榆 杨巧伶

新一轮金融业市场准入开放政策启动。

11月10日，财政部副部长朱光耀在中美首脑会晤后的国新办吹风会上表示，决定将单个或多个外国投资者直接或间接投资证券、基金管理、期货公司的投资比例限制由20%至49%全部放宽至51%，上述措施实施三年后，投资比例不受限制；将取消对中资银行和金融资管公司的外资单一持股不超过20%、合计持股不超过25%的持股比例限制，实施内外一致的银行业股权投资比例规则；三年后将单个或多个外国投资者投资设立经营人身保险业务的保险公司的投资比例由50%放宽至51%，五年后投资比例不受限制。

这是中国金融业对外开放的又一个里程碑。财新记者获悉，此次金融业对外开放的政策，由包括“一行三会”和国家发改委在内的九部委联合制定，主要希望提高外资准入的便捷程度、拓宽外资的业务范围以及深化外资的业务参与程度，增强外资投资中国金融业的信心。

一位接近监管人士透露，未来“三会”将分别出台细则，对外资机构股东资质提出一定要求。

据财新记者了解，此番金融开放，仍是分步骤进行，逐步放开持股比例上限和业务限制。由于银行业在持股比例上对内外资已一视同仁，市场预期外资对于证券业、保险业的开放更感兴趣。

除了持股比例，财新记者还独家获悉，下一步或将考虑取消对外资银行股东总资产的要求，取消对外资银行开办人民币业务的最低开业年限要求；在证券业，考虑取消对合资证券公司中方股东必须有一家是中国证券公司的限制；在保险业，或将不再通过牌照数量

限制合资寿险公司发展。

接近证券监管人士向财新记者表示，持股比例放开后，对业务也不会再进行牌照管理，在符合一定资本金等条件下，原则上承销、经纪、自营、资管业务都可以开展。财新记者还了解到，一家老牌外资券商已在考虑申请境内独资券商牌照。

然而，此番对外开放，能否真正实现准入更便捷、业务更广阔、参与更深入的初衷？市场人士表示，取消持股比例上限的改革确实是中国金融市场对外开放的一大步，但会不会对外资金融机构在中国的业务发展产生实际作用，关键还要看机制。

“外资金融机构在中国发展走出一条高开低走的抛物线。”一位在多家外资行工作多年的中层人员对财新记者表达其困惑：“过去十年证明，外资行的持股比例并非限制其中国业务发展的关键性制约因素。”他认为，外资机构长期以来的经营理念及模式，难以跟上中国日益复杂的金融及监管变化，在华公司治理困境明显，要克服“水土不服”，还有很长的路要走。

上述接近监管人士透露，下一步的金融业开放措施，不仅要打破规则表面数字上的限制，还要打破“玻璃门”：主要为修改准入层面对外资的非国民待遇，同时监管规则制定要考虑外资的特殊性，落实准入前国民待遇和负面清单原则。

同时，这也为少数具有国际化视野和能力的中资金融机构出海，获得相对应国家同等的开放政策条件，打下基础。

与此前“以市场换技术”不同，知情人士告诉财新记者，此次扩大金融业对外开放，核心还是为了强

金融业外资持股比例突破



目前对外资要求		
<p>境外投资者对全资银行和金融资产公司的外资单一持股不超过20%、合计持股不超过25%。</p>	<p>单个境外投资者持有上市内资证券公司股份的比例不超过20%，全部境外投资者持有比例不超过25%；基金公司要求外资比例不超过49%；合资券商，要求境内股东应当至少有1名的持股比例不低于49%。</p>	<p>外资机构不能在中国设立独资寿险公司，且对境内寿险公司持股比例不超过50%。</p>
新政策对外资要求		
<p>取消对外资在中资持股比例限制，内外一视同仁。</p>	<p>单个或多个外国投资者直接或间接投资证券、基金管理、期货公司的投资比例限制全部放宽至51%；三年后投资比例不受限制。</p>	<p>三年后将寿险公司单个或多个外资持股比例上限放宽至51%，五年后不受限制。</p>
对中资持股要求		
<p>对除四大行以外的其他商业银行股东，原则上单一持股比例不能超过20%；民营银行单一持股比例原则上不超过30%。</p>	<p>无明文限制中资投资者对证券业机构持股比例。</p>	<p>2016年末发布的《保险公司股权管理办法》（征求意见稿）拟将内资单一股东持股比例上限由51%降至三分之一。</p>

资料来源：财新记者根据公开资料整理

化国内市场竞争，增强金融机构、金融市场的韧性和稳健性，提高金融市场配置资源的效率和金融服务实体经济的能力。“比起过去更多来自国外的压力，这轮对外开放更多是为了促进自身改革，激发行业的新一轮活力。”一位接近政策制定人士对财新记者表示。

持股比例突破

“开放主要是三个方向，一是准入更便捷，二是业务范围更广泛，三是业务参与更深。”多位接近监管部门的人士对财新记者表示，此次扩大金融业对外开放，将按照内外资同等对待的原则，在持股比例、设立形式、股东资质、业务范围、牌照数量等方面对

中外资机构一视同仁，为外资进入中国市场提供公平、公正的环境。

在银行业，银监会对于境内外主体投资银行的持股比例要求，从一开始就一视同仁。银监会在《中资商业银行行政许可事项实施办法》中未明确中资银行单一持股比例上限，仅明文规定境外主体的持股红线为单一20%。不过，银监会通过其他文件，对除国有银行之外的其他商业银行股东，作出了持股比例的统一限制，即单一股东“原则上不超过20%”。

少数的例外是，对于部分高风险城市商业银行，可适当放宽比例；并购重组高风险农村信用社组建农村商业银行的，单个境内非金融机构及其关联方合计持股上限放宽到20%，因特殊原因持股比例超过20%的，待农商行经营管理进入良性状态后，应有计划地逐步回归至这一红线。2014年开始的民营银行试点，原则上要求股东持股不得超过30%。目前市场上部分银行股东比例超过20%的，均需上报有关部门批准。

在证券基金行业，此次主要是将单个或多个外资对证券、基金管理、期货公司的投资比例上限由20%至49%全部放宽至51%。目前，根据证监会要求，境外股东持股比例累计不得超过49%，对于上市内资券商单个境外投资者持股比例不超过20%，全部境外投资者持有比例不超过25%，基金公司要求外资比例不超过49%；如果是合资券商，要求境内股东应当至少有一名的持股比例不低于49%。对于中资券商，则没有单一持股比例的明确要求。

另外，2015年在《关于建立更紧密经贸关系的安排》（CEPA）的补充协议下，监管开放对港资、澳资参股证券公司限制，比例至不超过51%。目前，已有四家CEPA协议下合资券商获批，包括华菁证券、申港证券、汇丰前海证券、东亚前海证券。此次开放政策意味着，这一政策从港资、澳资扩展至所有外资。

一家美资大型投资基金驻北京办事处负责人对财新记者表示，放开外资持股境内基金比例至51%，意味着外资可以控股。对于国际投资基金而言，控制权决定着投资风格，影响投资决策，非常重要。目前，受限于持股比例不超过49%的规定，大部分国际基金参与在岸市场都是通过在香港的分公司以合格境外机构投资者（QFII）或者“沪港通”等方式参与，境内仅设立负责研究和沟通的办事处。

上述接近证券业监管人士表示，在与监管部门沟通中，外资机构表现出进一步参与中国国内市场的意

愿，尤其是入股中资券商和基金公司。而国内期货公司尽管目前对外资吸引有限，但随着中国资本市场的发展，相信也将吸引外资入股。

从股权比例指标看，保险业是对外开放程度最高的金融领域，此前已经允许设立外资独资的非寿险公司，此次主要开放的是寿险领域，将寿险公司外资持股比例上限由 50% 放宽至 51%。“这是质的变化。”安盛天平财险董事长胡务对财新记者表示，50% 的持股红线被打破，中资转外资亦没有政策限制，未来寿险领域外资持股 51%、中资转外资都有可能。

一位外资保险公司高层人士认为，外资保险公司市场份额小、发展缓慢有多种原因。持股比例确实影响外资保险公司的发展，如果股东方意见不一致，就会产生纠纷，股东“打架”。

不过，对于内资股东，2016 年末发布的《保险公司股权管理办法》（征求意见稿）拟将内资单一股东对境内保险公司的持股比例上限由 51% 降至三分之一。这一政策的背景，是因为当时一些民营险企大股东通过各种方法控制保险公司的股份已超过 90%。

尴尬的十年

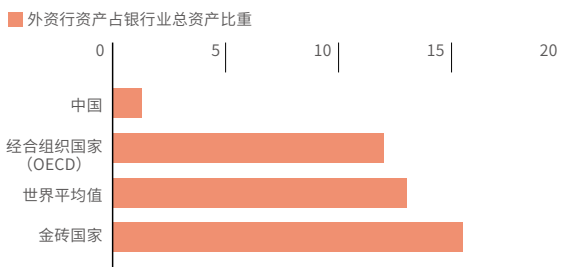
中国金融业开放始于 2001 年加入世界贸易组织（WTO）。当时中国政府承诺五年内逐步向外商开放中国金融市场。受此鼓舞，本世纪初的几年，外资金融机构纷纷涌向中国。然而，最近十年，外资在中国金融业步履放慢，有些领域出现停顿甚至倒退。

曾经踌躇满志的外资股东，2009 年以来陆续减持乃至“清仓”中资金融机构股权，最新的例子是花旗银行将广发银行 20% 的股权转给中国人寿，澳新银行将上海农商行 20% 股权转给中国远洋和宝山钢铁。此外，证券及基金行业都曾出现过外资股东撤离潮：证券公司中，海际大和、财富里昂等均完成由合资向内资的转变；基金公司方面，中融基金、招商基金、西部利得基金、金元顺安基金等均由合资变为内资。

外资金融机构在中国的运营也日益蹒跚。截至 2016 年底，在华外资银行资产总额为 2.93 万亿元，在银行业金融机构总资产中占比仅 1.26%，不仅远远低于 OECD 国家平均高于 10% 的水平，与刚刚加入 WTO 时的 2% 相比也有明显下降。

在证券行业，目前严格意义的外资参股（非港澳台）证券公司只有 9 家，而且外资券商业务全牌照一直未完全放开。除瑞银证券、瑞信方正、高盛高华、中金

中国银行业对外开放程度偏低



数据来源：联讯证券，Wind资讯（中国为2016年数据，其余为2009年数据）

公司有经纪业务牌照外，多数外资持股的合资券商只持有投行牌照。在华合资证券公司占证券公司总数的 10%，总资产占比 4.5%。在基金行业，截至 2017 年 9 月，中国 113 家基金公司中有 45 家为中外合资，资产管理规模接近全行业的 45%。

开放程度较高的保险业，外资资产规模占比从 2005 年 8.9% 的峰值降至 2017 年 7 月末的 6.13%。至 2017 年 8 月，28 家外资寿险公司总保费份额约为 6.5%。

“金融服务业对外资金融机构的开放，此前基本上是‘雷声大、雨点小’。”由北京大学国家发展研究院副院长黄益平、中国人民银行国际司司长朱隽等人合著的《2017 径山报告》指出，目前中国金融业的开放程度，既滞后于实体经济，也滞后于大多数国家、包括新兴市场国家。

加入 WTO 时，中国政府曾承诺根据时间表给外资金融机构准入前国民待遇，五年后逐步放开对外资金融机构在地域、业务和股权比例方面的限制。然而五年后，地域和业务两大限制逐渐取消，但股权限制仍未完全放开。至今，中国仍是国际上为数不多的在银行、证券、保险行业对外资存在持股比例限制的国家。

一位原合资基金公司的高层向财新记者表示，该公司外资撤出与外资股东战略发生变化有关；此外，价值理念水土不服，优势无法发挥，无法获得控股权等都是外资撤出的原因。

中国社科院金融研究所银行研究室主任曾刚则认为，对控股比例的限制，只是近年来外资金融机构在华发展走下坡路的小部分原因，更多是来自自身：一方面是次贷危机后，国际金融机构遭受很大损失，需要现金补充资本；另一方面，后危机时代全球金融监管趋严，很多国家监管部门并不鼓励本国银行持有其

他国家银行的少数股权（低于20%），合并报表要求提高。“过去十年，不仅在中国，在亚洲市场，欧美银行业都全线退出。”

此外，合规方面的不适应，也是外资金金融机构增长缓慢的重要原因。一位银行业监管人士对财新记者表示，外资行合规要求较严，自身专长在中国并没有发挥出来，竞争不过正处于爆发期的中资银行。

一位外资行资深合规部门人士表示，外资一直以来风控合规非常严格，但早期严格的风控使得外资行在初期获客方面难敌激进的中资同行。“引入外资本意是想带来境外银行良好的管理制度，我们一直也这样做，只是受限于自身体量跟监管环境，力量太小。”她无奈地表示。

“外方比较谨慎，这种谨慎在中国不一定成立，可能过分担忧风险了。”一位中资保险公司人士表示：“中国是一个新兴市场，外资的相关经验在中国不一定好用，管理手段存在适应性问题。”

前述外资行资深人士认为，外资金金融机构难以适应中国市场复杂性、低估了中国市场的竞争程度，本身治理空洞且所谓“中国战略”并未落到实处，中资金融机构的快速发展挤压了外资生存空间。

此外，之前很长一段时间，外资银行与境外母行、联行间的跨境业务合作活动一直处于灰色地带。上海市锦天城律师事务所高级合伙人缪剑文曾在财新网撰文指出，受限于此，不少境外金融机构在拟与中国企业或金融同业开展金融交易时，会专门征求中国律师意见，以论证在华活动的合法性。另一方面，一些审慎的境内外资银行在向境外母行或联行推荐境内客户时，也会非常注意不触犯这根监管红线，比如仅仅将客户的联络方式告知境外母行或联行，而后就不再参与业务洽谈和联络，更不敢收取任何费用（referral fee）或参与利润分成，也不让来华洽谈业务的境外母行工作人员使用境内经营实体的办公场所。

这也一定程度上导致外资机构的“中国战略”很难落实激励机制。前述外资行资深人士表示，几乎每家外资金金融机构都反复强调中国市场的重要性，但他们所谓的“中国业务”是个泛指概念，并没有限制在中国境内市场进行的交易。因此，对“中国业务”的考核标准是根据客户来源地而非交易地来进行绩效测算。对于客户来自中国境内的国际交易，收入只会会计上计入中国子公司绩效，并不会实际资金汇入，从而影响对境内子公司员工的激励。

缪剑文表示，尽管今年3月银监会的《关于外资银行开展部分业务有关事项的通知》首次允许境内外资银行与境外母行开展境内外业务协作，但具体措辞也只是点到为止，实际操作中将会有不少具体问题值得注意，并有待监管机构澄清。

何时能落地

接下来，市场关心的是，这些金融对外开放政策何时能切实落地？相关细则何时出台？外资是否真的能获得国民待遇？

财新专栏作家、资深律师葛音认为，要切实落实上述决定，还需要一系列的立法修法工作，包括修改国家发改委和商务部制定的《外商投资产业指导目录》，并由各个行业监管机构（如证监会、银监会、保监会等）修改并出台相应的法规和实施细则，都需要相关部门间的协调合作，“预计是费时耗力的工程”。

由于具体开放细则有待监管部门公布，不少外资机构还持观望态度。“作为一家纯主动型基金，我们不会第一个冲上去，还在等待‘第一个吃螃蟹的’，等他们把监管的备案流程走完，运营一段时间后我们再决定。”前述美资基金在华负责人表示。

“外资乐观其成，但不知道监管的门是否真正打开。”上海元达律师事务所合伙人龚雅玲表示，外资入华，境内持有牌照的金融机构谈判筹码很高，因此价格也是外资机构必须考虑的问题。

上述外资行资深人士指出，从当前市场看，合资金融机构的中方股东不会放弃控制权；如果申请设立持股51%以上的金融机构，外资金金融机构还须寻找一个志同道合的中国境内的金融同业伙伴，费力费时。

此外，曾刚认为，目前投资中国银行业要耗费的资本金太大，如果拿这么多现金来控股，形成资本扣减对外资机构本身不划算。另外，银行业监管较严，外资即使控股，能获得业务的主动性有限。因此，大投入只能获得有限的边际收益，外资控股境内银行的动力和能力或不足。

体量较小的证券、基金和保险业，或是外资更感兴趣的领域。外资私募基金则已实现了备案制。截至目前，有富达、瑞银、富敦、英仕曼、惠理、景顺和路博迈七家外资私募获得私募管理牌照。后续还有桥水、领航、安本等多家外资公司拟在中国开展私募业务。

外资保险公司的持股上限将在三年后放开至51%，五年后放开至100%，但这并不意味着外资一定

会按照最高持股比例来布局。

上述外资保险公司高层人士说，对于存量公司而言，因为现在保险牌照的含金量也很高，外资想持股比例提高至 51% 需要股东同意，相对比较困难；除非有足够的利益吸引中资放弃部分股权，“这些都是市场决定的，要找合资方谈”。

即便五年后持股比例完全放开，是否选择外资独资，也有多重考量。上述外资保险公司高层人士说，虽然持股 100% 的独立性更强，但完全独资并不意味着这全是好处，因为如果合作对象很强，渠道、资源更好，对于公司发展也有好处。

“只是提高持股比例没有意义，（真正市场开放）就是要打破‘玻璃门’。”上述接近监管人士指出，目前中国的投资成本较高、监管约束较多、制度环境不完善，也是外资在华发展受限的重要原因，“例如，如果拿资产论规模，外资就很难参与竞争。”

一位知情人士则分析，此轮扩大开放既展示了中国的自信，也会让外资对中国更有信心。但尚需观察实操中是否还有“玻璃门”，又能否采取市场化的举措。

所谓玻璃门，是指外资在华发展遇到的一些隐形阻碍。例如在银行业，虽持股比例上限一致，但在实操中，外资很难参股中资银行。今年 3 月银监会下发的《关于外资银行开展部分业务有关事项的通知》，就是针对 2006 年之前，在华外资银行主要以分行形式经营，不具有投资银行业金融机构的主体资格。

曾刚对财新记者表示，目前对于投资境内金融机构，监管部门是“一事一议”。实践中很多非金融企业，特别是大型国有企业和资产管理公司，其实单一持股比例突破了限制；金融机构之间的投资，也不乏有投资人突破限制。所以，这次明确给予外资国民待遇有一定意义，“至少给了他们一定的想象空间”。

隐形阻碍还包括错配的监管。一位欧资行资深合规人士指出，外资银行与中资接受一样的监管要求；而目前银监会的监管重点在于同业、理财和表外，但除了同业，其他两项外资行并无涉及，却也要接受繁冗的检查要求，花费了大量精力。

国际评级机构惠誉在最新报告中指出，外商投资者在非银领域，可能面临监管不确定、不透明等实际操作上的挑战。亚洲证券业与金融市场协会(ASIFMA)行政总裁马克·奥斯汀(Mark Austen)对财新记者表示，目前境外券商在牌照方面仍然受限，而在例如美国和英国等其他国家却没有对中资券商有类似限制。

一家外资银行中国区债券市场负责人对财新记者表示，就现有牌照来看，外资机构仍然不能以主承销商的身份参与国内债券市场业务，而仅参加承销团对于外资机构作用有限。对于外资机构而言，作为主承销商才能更好发挥其熟悉境外投资者这一优势。

葛音指出，对于众多海外机构而言，最终看重的是在中国开展业务的情况，而非一味地提高持股比例。而业务的开展，最终还有赖于包括监管政策在内的营商环境，即能否有真正的“国民待遇”。

倒逼改革提速

对外开放政策的迟滞，某种程度上为中资金融机构快速成长占领市场赢得时间。十多年过去了，中国商业银行资产规模名列全球第一，交易所股市市值全球第二，私营部门债券市值全球第三。但随着中国经济进入新常态，潮水退去，暴露出市场机制在资金定价与配置中尚未完善、金融风险积聚等问题。此时推进金融开放，更深的用意在于倒逼改革提速，加大竞争力度，促进机制改革和机构活力。

央行行长周小川在为十九大辅导读物撰写的题为“守住不发生系统性金融风险的底线”文章中指出，改革开放可以提高金融体系的整体健康性，促进金融机构和市场的结构优化，因此主动防控系统性金融风险要靠加快金融改革开放。

“过去，这一滞后现象并没有明显影响中国经济增长与金融稳定方面的表现，但现在已经成为进一步增长的掣肘；从保持经济增长、防控金融风险和参与国际金融治理的角度出发，中国金融业应该进一步开放。”《2017 径山报告》指出。

中国人民银行金融稳定局副局长陶玲提出，金融市场对外开放程度不足，是中国金融风险的形成原因之一。9 月中旬，她在“金融街论坛”上指出，中国作为一个处在新型加转轨时期的大型经济体，对外开放过程中存在一些阻力，例如在某些领域的保护主义倾向较严重，国内规则跟国际通行规则没有完全接轨；市场上缺乏国际性的做市商，导致羊群效应非常明显。

在防范金融风险 and 强化金融监管的基调下，以开放促改革意义再度凸显。今年 7 月召开的第五次全国金融工作会议上，中共中央总书记习近平对金融工作作出明确要求：“不断扩大金融对外开放。通过竞争带来优化和繁荣。”

一位中资保险公司高管人士认为，与 2001 年不同，

当前中资的市场占有率在提升,不管是网点还是品牌,都与“入世”之初不可同日而语。当前逐步放开,对于内资保险行业的冲击不大;更重要的是,会对中国保险业有良好的推动作用,引入文化、技术、管理,带动行业发展更加规范,形成良性循环。

今年以来,相关政策已经陆续出台。2017年1月,国务院下发《关于扩大对外开放积极利用外资若干措施的通知》,提出服务业重点放宽银行类金融机构、证券公司、证券投资基金管理公司、期货公司、保险机构、保险中介机构外资准入限制。

此后,“三会”接连出台相关细则。2017年3月,银监会下发《关于外资银行开展部分业务有关事项的通知》,首次明确外资法人银行可以依法投资其他境内银行业金融机构,并允许外资银行与境外母行或联行开展跨境协作;并放开外商独资银行、中外合资银行依法开展国债承销业务、托管业务、财务顾问等业务。

5月12日,中美商务部先后宣布,作为中美“百日计划”初步成果,双方达成十项协议,其中包括允许摩根大通和花旗银行获取中国银行间债券市场债券承销牌照和结算资格等。

证监会今年陆续批准两家CEPA协议下的合资券商牌照;基金业协会也陆续完成七家外商独资私募证券投资基金管理人备案。

9月,保监会召集十家外资保险公司负责人进行座谈,保监会副主席陈文辉表示,鼓励已进入中国市场的外资进入健康、养老、巨灾保险等专业业务领域,并称将进一步优化准入政策。

作为对中外资持股银行一视同仁的配套政策,11月16日,银监会讨论酝酿已久的《商业银行股权管理办法》终于公开征求意见,针对违规使用非自有资金入股、代持股份、滥用股东权利损害银行利益等乱象,对各类资本持股商业银行作出规范。■

比较

Comparative Studies

订阅3年(18期) 8折优惠 仅400元
订阅2年(12期) 9折优惠 仅300元
订阅1年(6期) 仅168元



双月出刊, 每年双数月份出版
零售价: 28元/本

以比较传递理念、思想和智识

吴敬琏主编, 当今中国权威的经济学连续出版物

广采世界一流经济学家的最新理论和思想
有针对性地介绍国内外学术理论界对中国经济改革的方案设计、政策建议和评论

订购热线: 400-696-0110
客服传真: 010-85905190
订购网址:
客服邮箱: circ@caixinmedia.com