



*Growing Asia's Markets*



# 从资产管理的角度看 外国机构投资者在中国的投资

2019 年 3 月



**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，为区域经济的增长提供必要动力。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。



## 目录

|                        |    |
|------------------------|----|
| A. 引言 .....            | 6  |
| B. 执行摘要 .....          | 7  |
| • 基本原则.....            | 7  |
| • 准入渠道.....            | 7  |
| • 投资效率.....            | 8  |
| • 在中国运营.....           | 10 |
| • 在中国为离岸投资募集资金.....    | 11 |
| C. 自 2017 年以来的进展 ..... | 13 |
| D. 在中国投资 .....         | 18 |
| 1. 股票 .....            | 18 |
| 1.1 QFII/RQFII.....    | 19 |
| • 资格和额度 .....          | 20 |
| • 投资范围 .....           | 21 |
| • 利润汇回和税务清账 .....      | 21 |
| • 券商数量 .....           | 22 |
| 1.2 股票市场互联互通机制.....    | 22 |
| • 投资领域 .....           | 22 |
| • 证券借贷 .....           | 23 |
| • 卖空限制 .....           | 23 |
| 1.3 股票相关事项.....        | 23 |
| • 窗口指导 .....           | 23 |
| • 市场干预 .....           | 24 |
| • 改进首次公开募股程序 .....     | 24 |
| • 停牌 .....             | 24 |
| • 结算周期和券款对付 .....      | 25 |
| • 综合交易 .....           | 25 |
| • 大宗交易 .....           | 26 |
| • 投资管理人与其基金、客户的区别..... | 26 |
| • 境外所有权限制 .....        | 28 |
| 2. 固定收益 .....          | 28 |
| 2.1 QFII/RQFII.....    | 30 |
| 2.2 结算代理模式.....        | 30 |
| • 开户流程 .....           | 31 |
| • 简化“了解你的客户”检查.....    | 31 |
| • 货币兑换 .....           | 31 |
| • 交易执行效率 .....         | 32 |
| • 大宗交易 .....           | 32 |
| • 外汇对人民币比例 .....       | 32 |





|                          |    |
|--------------------------|----|
| 2.3 债券通.....             | 33 |
| • 交易费用 .....             | 33 |
| • 外汇交易对手的选择 .....        | 33 |
| • 境内对冲 .....             | 34 |
| • 操作基础设施和规定的标准化.....     | 34 |
| • 跟踪离岸与在岸人民币 .....       | 34 |
| • 报告失败交易 .....           | 35 |
| • 大宗交易 .....             | 35 |
| 2.4 债务相关问题.....          | 35 |
| • 债券回购与债券期货的接入渠道.....    | 35 |
| • 衍生品及衍生品文件 .....        | 35 |
| • 待阐明的税务问题 .....         | 36 |
| • 交易时间 .....             | 37 |
| • 循环结算 .....             | 37 |
| • 竞价 .....               | 37 |
| • 新发行与已发行政府债券的流动性差别..... | 37 |
| E. 在中国境内运作.....          | 38 |
| 1. 基金管理公司 .....          | 40 |
| • 外资控股的清晰路线图.....        | 41 |
| 2. 私募基金管理 .....          | 41 |
| • 种子资金 .....             | 41 |
| • 扩大私募基金的投资者基础.....      | 42 |
| • 募集资金和销售挑战.....         | 42 |
| • 投资咨询服务 .....           | 44 |
| • 投资门槛和范围.....           | 44 |
| • 向境内机构投资者销售离岸产品.....    | 45 |
| • 收购境内私募证券投资基金管理人.....   | 45 |
| • 转成基金管理公司.....          | 45 |
| 3. 在中国运营的一般性问题.....      | 46 |
| • 同一公司具备多个许可 .....       | 46 |
| • “一参一控”政策.....          | 47 |
| • 利用集团资源 .....           | 47 |
| • 集团数据分享 .....           | 47 |
| • 扩大税收优惠 .....           | 47 |
| • 境外投资基金和机构账户的税收安全 ..... | 47 |
| F. 在中国境内募集资金用于海外投资 ..... | 49 |
| 1. QDII.....             | 49 |
| 2. QDLP/QDIE.....        | 50 |
| 3. 内地与香港基金互认 .....       | 51 |
| 4. ETF 互联互通 .....        | 52 |
| G. 术语 .....              | 54 |



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成员公司表示感谢



## A. 引言

2017 年 3 月，ASIFMA 发布的《中国资本市场：前路导航》报告（以下简称“2017 报告”）<sup>1</sup> 详细阐述并分析了中国资本市场及其发展状况，被业内人士和监管机构广泛阅读并获得一致好评。该报告的内容涵盖：股票、固定收益、外汇、衍生品和回购等市场向境外机构投资者的开放；股票市场交易互联互通机制（“沪深港通”）、直接投资中国银行间债市（“结算代理模式”）和债券通等新的准入渠道；以及为完善中国境内市场基础设施而建议采取的举措等。

2017 报告的内容于 2018 年 3 月<sup>2</sup>得到了补充，以反映短短一年内发生的诸多变化。而其另一更新版报告也将于今年发布。与此同时，本报告由全球规模最大的一些投资管理公司组成的 ASIFMA 资产管理部（AAMG）发布，突出境外投资管理公司在中国投资和/或运营时面临的挑战，并提出吸引更多境外机构投资中国资本市场的改进建议。

### 本报告目标

AAMG 成立于 2014 年，是隶属于 ASIFMA 的一个独立部门，代表在亚洲的投资管理公司。我们发布本报告，旨在帮助境外投资管理公司更好地了解中国市场，也帮助中国的政策制定部门和监管机构更深入地认识境外机构投资者在中国投资和/或运营时所面临的商业、运营和法律方面的挑战。

中国开放和扩大资本市场已取得了巨大进展。我们希望中国各监管机构能够对本报告指出的境外机构投资者的问题和关切加以重视，并采取多种措施加以解决，从而进一步吸引外资流入中国，包括投资中国 A 股和债券、在中国境内管理基金、在中国境内为中国投资者提供投资管理和/或咨询服务。

### 本报告架构

本报告开头是执行摘要，其后是 2017 年以来中国资本市场的发展和进步的概述，以及境外投资管理公司在以下情况所面临的主要关切、问题及挑战：（i）通过不同准入渠道投资中国股市与债市；（ii）在中国运营；（iii）在中国募集资金向境外投资。

本报告所提到境外机构投资者面临的问题及挑战并非详尽无遗。我们希望本报告能够借助 ASIFMA 等机构的力量与境外投资管理公司和政策制定部门开展积极互动，共同努力拓宽中国资本市场的宽度，这也是我们的核心使命。

最后，为了便于区分境内和境外，本报告中对“中国”和“大陆”的提及均是指在内陆市场，不包括香港。

<sup>1</sup>中国资本市场：前路导航。ASIFMA。2017 年 3 月。[https://www.asifma.org/wp-content/uploads/2018/07/china-capital-markets-final-c\\_final-chinese-version.pdf](https://www.asifma.org/wp-content/uploads/2018/07/china-capital-markets-final-c_final-chinese-version.pdf)

<sup>2</sup>中国资本市场——前路导航（续）。ASIFMA。2018 年 3 月。<https://www.asifma.org/wp-content/uploads/2018/06/chinas-capital-markets-continuing-to-navigate-the-road-ahead-simplified-chinese.pdf>



## B. 执行摘要

以下概述了可以使境外机构投资者，特别是境外投资管理公司，投资中国资本市场和在中国营运更容易和有吸引力的事项。

其中最重要的是（a）政策、规则和条例的确定性和明确性，特别是在资金汇出、税收待遇和公平竞争领域，通过发布的而非口头沟通（例如“窗口指导”）；（b）简化、协调并最终将不同的准入渠道融合到最灵活的渠道中；（c）统一债务和股票的交易和结算流程与国际标准；（d）统一中国资产管理行业，如在不同资产管理实体之间以及国内外公司之间，的规则。

### 基本原则

**明确**的政策和法规是境外机构投资者最希望在中国看到的，因为他们可以选择全球很多其他市场进行投资，而且有责任为其相关投资者或客户等利益的管理好风险和将成本降至最低。

境外投资者希望在中国证券交易以及整个资产和财富管理行业中各个监管机构和当局的政策和法规**更加透明、明确并且一致**。他们希望可以由公开的书面通知来取代惯用的“窗口指导”的做法。

境外投资者面临的问题之一是，政策和法规文件通常只有中文版，且未在中国境外广泛传播。境外机构投资者希望能及时获得对他们有影响的政策和法规文件的**英译版**，最好是尽快通过相关监管机构的中英文网站、发给外国金融媒体的新闻稿、发给相关监管机构的新闻订阅者的提醒或诸如 ASIFMA 等境外行业协会发布。

境外投资者还希望，在制定和完善政策法规的过程中，中国监管机构能与境内外的**投资群体进行更多互动**。另外，尽可能早地发布消息并为业内人士**预留充足的时间**让其对草拟的法规条例发表评论，有利于促进法规的顺利实施，并尽可能减少补充说明和/或修订的必要性。在制定政策、法规和法例的过程中确保深思熟虑，同时将行业做法、全球监管条例和国际标准很好地纳入考量，将有助于吸引境外投资者投资中国资本市场。

**不受限制和迅速的资金汇出**是境外机构投资者决定投资任何市场的另一个重要考虑因素，特别是对管理那些需要尽快满足基金赎回或客户提款要求的零售基金和客户委托的投资经理更是如此。直到 2018 年 6 月，合格境外机构投资者（“QFII”）每月汇出 20% 的上限被取消，其一直都是境外机构投资者关注的一个问题。而且，直到在推出了对资金汇出和撤回都没有限制的沪深港通之后，MSCI 才决定将中国 A 股纳入其全球指数。

境外机构投资者，特别是投资管理公司，需要关于**税收待遇的确定性**，因为这不仅会影响他们在中国投资的决定，还会影响他们是否在中国开展业务。尽管境外机构投资者欢迎最近公布的外国投资者税收豁免政策，但许多问题仍未得到解答。境外机构投资者期待得到国家税务总局（“税务总局”）对这些问题的澄清。

### 准入渠道

外商投资中国股市或债市的准入渠道或机制众多，而且每一个渠道的条件或要求也有细微差异，境外投资者常常对此感到困惑。我们理解中国正逐步通过这些渠道开放其市场，但境外投资者





盼望这些**准入渠道的规则和规定得到简化**且向最灵活的机制统一，并最终将所有渠道融合。境外投资者也希望能整合其投资到一个机制里面的资产并容易地从一种机制转至另一种机制，为投资者减少重复、降低运营风险、实现成本效益并优化回报。

境外机构投资者希望看到对市场准入机制**资格和额度要求的简化**，例如向集团或母公司授予资格和额度，让集团的任何成员均可使用；由集团而非个别公司资产管理规模来确认是否满足某些资格要求，或者以注册制代替审批制。**互换或取消额度**将降低境外投资者的准入门槛，并进一步吸引资金流入中国资本市场。

境外机构投资者期望进一步**扩大和增加**所有机制下的**投资范围和允许的活动**。境外机构投资者赞赏与欢迎拟议的扩大 QFII 和人民币合格境外机构投资者(“RQFII”)的投资范围并期待其他的准入渠道也如此。

## 投资效率

尽管中国的交易和结算系统相较于许多发达国家或地区而言更加先进，其是独特的且给许多境外投资者带来了许多挑战，因为他们在中国交易时需要调整或变通他们在全球通用的交易做法。实现股市和债市之间、不同准入机制之间的**交易和结算流程协调统一**，并尽可能使之与国际标准接轨将进一步促境外投资进入中国资本市场。

允许境外机构投资者在股票、债券和外汇投资或交易中使用多个交易对手（如券商、外汇结算银行和托管人），会让那些有最佳执行义务的公司（通常是境外投资管理公司）确保能够履行这些义务。

对于境外投资者来说，**能够使用在岸对冲工具**也是一项重要考量。股票方面，参与沪深港通的境外机构投资者希望能够像 QFII 和 RQFII 一样获准进行指数期货交易。债券方面，境外机构投资者希望获准投资债券期货。参与内地与香港债券市场互联互通（“**债券通**”）计划的境外机构投资者希望能够参与债券回购、债券借贷、债券远期、利率互换以及远期率协议等在结算代理模式下获准进行的投资活动。上述所有工具对于境外机构投资者而言都是重要的对冲和风险管理工具。

## 股票交易

对于权益投资，全球许多市场都在转变为交易日（“T”）后两天（“T+2”）的券款对付结算周期，这使得全球投资者可以简化和标准化他们的运营流程，并轻松地将投资从一个市场转移到另一个市场。中国目前的股票结算周期（股票在 T 和现金在 T+1）转向这一全球趋势，会吸引更多境外投资者进入中国市场。

我们理解中国转为股票 T+2 结算周期可能会需要一定的时间。因此，从短期来看，在岸股票交易转至 T+1 券款对付结算会大大帮助境外机构投资者或其托管人。可行的**证券借贷**机制（不仅券商还有其关联公司、资产所有人和他们的贷款代理人均被允许参与证券借贷）也有助于境外机构投资者在现有紧迫的结算时间内参与交易并降低结算失败的可能性。

对于管理大量基金和/或客户委托的全球投资管理公司来说，通过一次订单同时为多个基金和/或客户账户处理交易，即进行**综合交易**的功能是很重要的，因为这会提供时间和成本方面的效





率。更重要的是，因为按其所在地区的规定，它们必须公平对待其所有客户，而综合交易可以让它们确保其相关基金和/或客户得到一致平均价格。

另外，境外机构投资者还希望中国在股票投资和交易上在大宗交易、卖空、保证金融资、衍生品协议、权益披露和短线交易收益等方面采用国际标准。

除此之外，对于股权披露、短线交易收益归入规则和外资所有权限制，一致行动规则不适用于投资管理公司（特别是管理大量基金和客户委托的投资管理公司）是非常重要的。否则，将很容易达到触发这些要求的比例，对那些除了有同一个投资管理公司外彼此没有关系的基金和客户造成不公平。

### 债券交易

为了投资中国债券市场，境外机构投资者可以将外汇转成在岸人民币或用离岸人民币。为了避免离岸人民币产生的基差风险，以及在岸人民币由于流动性较强而更稳定的利率，境外机构投资者更倾向使用在岸人民币。截至 2019 年 1 月，债券通渠道下仅有 22 家外汇结算代理银行获得资格<sup>3</sup>，其中不包括许多全球基金管理人委托的全球托管人。增加更多全球托管人和/或其附属机构为外汇结算代理机构，将会带来益处。境外机构投资者能使用多家外汇结算代理银行对需要履行最佳交易责任的境外投资管理人来说也是重要的。

目前，中国为追踪债券通渠道下以在岸人民币或离岸人民币支付所作的投资（尤其在目前还没有标准编码来区分两种人民币的情况下）提出了一些要求，例如结算代理模式和债券通下资金流入和流出过程中的监控和保持外币对人民币的汇率稳定的要求，两者都给境外投资管理人及其托管人、外汇结算代理银行的业务带来了许多营运上的挑战，因此境外机构投资者最终希望实现在岸人民币市场和离岸人民币市场相融合。

债券通下**债券交易费用的计费**目前是许多境外投资管理公司的一个大问题。尽管债券通旨在连接中国的债券交易结算平台和境外机构投资者使用的全球交易结算平台，但是全球的债券交易方式和中国的债券交易方式之间仍存在较大差异。例如，在债券交易中，将相关费用和收费纳入债券价格是一种全球通用做法，而在债券通下这些费用是向交易平台收取的，而交易平台会每月将这些费用转移给投资管理公司。这意味着投资管理公司将不得不花费时间和资源来将这些成本分配给他们的基金和/或客户，并因为这些基金和/或客户不习惯单独支付此类费用，需要花时间向它们解释。

境外机构投资者希望在短期内看到债券通下的费用在逐笔交易的基础上向相关基金或客户账户的托管人收取。从长远来看，他们希望将与中国债券交易相关的费用和收费纳入债券价格。

对境外机构投资者在 2018 年 11 月 7 日之前投资境内债券市场取得的债券利息收入的免税还迫切需要澄清。如果这些税收在此日期之前适用于境外机构投资者，由于缺乏有效的扣缴机制以及从相关基金和客户追溯征收此类税款的困难，境外机构投资者很难或不可能支付或收取此类税款。

<sup>3</sup> 资料来源：外汇交易中心。“人民币/外汇市场成员”下的债券通香港特别行政区结算银行。  
<http://www.chinamoney.com.cn/chinese/mtmemfxmk/>



从长远来看，**增强中国债券市场的流动性**将有助于吸引更多外国投资者进入这一市场。允许更多有不通投资策略和投资期限的多元化的投资者进入中国债券市场，通过允许买断式回购而不仅仅是质押式回购来促进回购市场的发展，减少新债券发行的数量，允许更多现有的债券重新发债和引入回购机制和交换计划是改善债券市场流动性的一些方法。

## 在中国运营

外国投资者常常觉得他们与国内投资者或参与者的待遇不同，并希望在中国看到**公平的竞争环境**。例如，在外商独资（“WFOE”）私募证券投资基金管理人（“PFM”）不能发行涉及海外投资的基金（例如通过沪深港通的南向通进行投资）的同时，国内的私募基金管理公司不受该限制。在中国经营的外国投资的公司通常被口头告知（即窗口指导）不允许他们做一些国内公司被允许做的事情，而不是让外国和国内所有的公司适用于同样的规则。具有明确的书面规则并使其适用于外国和国内公司是非常重要的。

中国众多的资产和财富管理公司以及它们各自被允许或不允许做的事情，对不仅整个资产管理行业还有其产品的最终投资者来说都是及其令人困惑的。要求境外投资管理机构建立单独的公司以从事不同的资产管理业务或活动的成本很高，且无法有效地利用资源。境外投资管理公司希望能够在**中国建立一个公司**为它们随着时间的推移而从事的不同业务**持有多个许可**，以便实现规模经济、减少人员重复、降低合规成本并提高运营效率。由于这是中国证券公司的模式，我们认为中国没有理由不转向资产管理行业单一实体多个许可的模式。

对**资产管理行业制定统一规则**（理想情况是基于所涉及的产品和活动类型而不是公司类型）将减少目前资产管理法规的复杂性和混乱程度，并改善资产管理行业在中国四分五裂的情况。在短期内，澄清已出台的法规中的问题和不一致将会有所帮助。

对人员、业绩和系统的本地化要求阻止境外公司**利用其集团资源**。允许他们引入全球投资的专门知识、运营效率、合规和内部流程方面的最佳实践和标准将有助于**中国市场的国际化**，以及为准备向国际拓展业务的中国投资管理公司做更好的准备。

中国有关跨境数据流动的法规应考虑到境外投资者与**全球交易和运营平台连接**的需求，而个人隐私和网络安全关注应与基于无漏洞的数据流动建立的运营模式的效率相平衡。

## 私募基金管理

许多境外投资管理公司正在利用建立 PFM WFOE 进入中国证券投资基金市场。作为在新市场没有业绩记录的初创企业，许多这些 PFM WFOE 面临着为其基金寻找投资者和产生足够收入以维持其业务的直接挑战。

根据证监会与 2019 年 1 月 31 日发布的关于 QFII 及 RQFII 新规定的征求意见稿<sup>4</sup>（简称“**新 QFII/RQFII 管理办法**”）中的规定，允许 QFII / RQFII 投资 PFM WFOE 的基金是对其获取种子资

<sup>4</sup> 《关于〈合格境外机构投资者及人民币合格境外机构投资者境内证券期货投资管理办法（征求意见稿）〉及其配套规则的说明》。证监会。2019 年 1 月 31 日。  
[http://www.csrc.gov.cn/pub/zjhpublic/zjh/201901/t20190131\\_350601.htm](http://www.csrc.gov.cn/pub/zjhpublic/zjh/201901/t20190131_350601.htm)



金问题的一个非常有利的解决方案。允许长期资金，如保险基金、社会保障基金、养老基金和企业年金等投资私募证券投资基金，将大大扩大 PFM WFOE 的投资者基础。

在 2018 年 4 月 27 日由中国人民银行（“人民银行”）、中国证券监督管理委员会（“证监会”）、中国银行保险监督管理委员会（“银保监会”）和国家外汇管理局（“外管局”）发布的《关于规范金融机构资产管理业务的指导意见》<sup>5</sup>（“《指导意见》”）以及各监管机构发布的实施办法实际上使 PFM WFOE 取得商业银行的储蓄资金变得更加困难或不可能。取消商业银行和其理财子公司的理财产品（“理财产品”）和证券公司、基金管理公司、期货公司及其子公司（统称为“证券期货经营机构”）的资产管理产品（“资产产品”）对私募基金管理公司的产品的投资限制是至关重要的，因为 PFM WFOE 很依靠商业银行和证券期货经营机构分销它们的产品。

我们欢迎证监会最近在新 QFII/RQFII 管理办法中拟提允许 PFM WFOE 向其附属 QFII / RQFII 提供投资咨询服务。PFM WFOE 希望在不久的将来将其扩展到非附属 QFII / RQFII 以及国内机构投资者（而不仅仅是理财产品、资产产品和私募基金）。

### 公募基金管理

对于许多全球投资管理公司而言，建立 PFM WFOE 只是他们进入中国市场的开始，因为它们可能希望在未来成立一家基金管理公司在中国发行零售基金。对从私募基金管理公司向基金管理公司的转化的规则的澄清是许多境外投资管理公司所期待的。

基于基金管理公司的外资所有权限制已经增加到 51% 并且将在 2021 年完全取消<sup>6</sup>，外国投资者希望有一个明确的路线图，以走向拥有基金管理公司的多数股权和全资股权。

### 在中国为离岸投资募集资金

合格境内机构投资者（“QDII”）、合格境内有限合伙人（“QDLP”）和合格境内投资企业（“QDIE”）机制为中国的散户和机构投资者进入海外市场、实现投资和风险多样化提供了有效渠道。同时，还提供了一个良好平台，让 QDII、QDLP 和 QDIE 额度持有者可以更加熟悉海外投资，并让境外投资管理公司可以在中国内地建立其品牌和声誉。

境外投资管理公司希望看到上海和深圳政府在 QDLP 和 QDIE 管理人的批准要求上增加透明度。虽然外管局于 2018 年 4 月 24 日宣布，QDLP 和 QDIE 额度都已增至 50 亿美元<sup>7</sup>，境外机构投资者仍希望在授予此类额度方面有更大的透明度。公布额度未来分配计划将有助于现有的 QDLP / QDIE 管理人更好地规划他们的产品发行以及与 QDII 额度持有者的合作。

内地与香港基金互认（“基金互认”）机制是中国散户投资者进入海外市场、实现投资和风险多元化的另一个有效渠道。自 2015 年 5 月基金互认机制启动以来，证监会审批通过的香港

<sup>5</sup> 《关于规范金融机构资产管理业务的指导意见》。人民银行、银保监会、证监会和外汇局。2018 年 4 月 27 日。  
<http://www.pbc.gov.cn/goutongjiaoliu/113456/113469/3529600/index.html>

<sup>6</sup> 2018 年 4 月 11 日易纲行长在博鳌亚洲论坛宣布进一步扩大金融业对外开放的具体措施和时间表。  
<http://www.pbc.gov.cn/goutongjiaoliu/113456/113469/3517821/index.html>

<sup>7</sup> 外管局宣布增加 QDLP 和 QDIE 额度。2018 年 4 月 24 日。<http://www.safe.gov.cn/safe/2018/0424/8875.html>





互认基金数目偏少（截至 2018 年底为 17 只<sup>8</sup>），香港证券及期货事务监察委员会（“香港证监会”）审批通过的内地互认基金数目则比较多（截至 2018 年底为 50 只<sup>9</sup>），许多海外基金行业人士对此感到失望。中国过去几年对资本外流的担忧可能导致了证监会批准的北上基金数量偏少，但是我们相信双向资本流动对中国及其投资者是有利的。

虽然我们理解基金互认机制的互惠性，例如要求在基金注册地内筹集至少 50% 的基金资产<sup>10</sup>，但不可否认的事实是，因为内地市场规模远大于香港市场，香港注册的基金几乎不可能在香港增加管理资产以匹配内地的潜力。

除非放宽北上基金资产管理规模中至少有 50% 来自基金注册地的规则，许多境外投资管理公司不会在香港设立基金来利用基金互认机制。这也将限制内地投资者有机会从其多元化的境外投资中获益。

---

<sup>8</sup> 资料来源：证监会 <http://www.csrc.gov.cn/pub/zjhpublic/>

<sup>9</sup> 资料来源：香港证监会。 <https://www.sfc.hk/productlistWeb/searchProduct/UTMF.do?lang=TC>

<sup>10</sup> 《香港互认基金管理暂行规定》。证监会。2015 年 5 月 14 日。

<http://www.csrc.gov.cn/pub/zjhpublic/G00306201/201505/P020150522552573901196.pdf>



## C. 自 2017 年以来的进展

自 2017 报告发布以来，中国不断推动其资本市场的进一步开放，将报告中的许多建议落到实处。以下是一些受境外机构投资者欢迎的进展。

### 放宽外资持股比例限制

国务院于 2017 年 11 月宣布将取消对银行和金融资产管理公司的外资持股比例限制；将证券公司、基金管理公司和期货公司的外资持股比例限制放宽至 51% 并在三年后完全取消限制<sup>11</sup>。人民银行于 2018 年 4 月证实，以上也适用于人身险公司<sup>12</sup>。

在 2018 年之前，恒生前海基金管理有限公司是中国唯一一家外资控股（70%）的合资基金管理公司。2016 年，该公司在《内地与香港关于建立更紧密经贸关系的安排》框架下成立，该框架规定港资可在合资基金管理公司持有控制股权。2018 年 4 月，证监会确认允许境外投资者（来自不仅仅包括香港的司法管辖区）申请持有基金管理公司 51% 的权益<sup>13</sup>。据媒体报道，一些境外投资管理公司正计划提高其在现有合资基金管理公司的持股比例，或已着手设立控股的合资基金管理公司。

甚至早在 2017 年 11 月国务院的声明之前，外商独资私募证券投资基金管理公司就已获准成立，并可在中国证券投资基金业协会（“基金协会”）登记<sup>14</sup>。截至 2018 年底，在基金协会登记为 PFM WFOE 的机构已从 2017 年 1 月的 1 家增至 16 家，其中有 14 家 PFM WFOE 已发行了共 25 只私募基金。<sup>15</sup>

### 扩大投资额度

2017 年 7 月，香港 RQFII 额度由 2,700 亿元人民币扩大至 5,000 亿元人民币<sup>16</sup>。2019 年 1 月，QFII 的总额度由 1,500 亿美元倍增至 3,000 亿美元<sup>17</sup>。

<sup>11</sup> 国务院新闻办公室吹风会。2017 年 11 月 10 日。

[http://appbriefing.scio.gov.cn/data/gxbimg/gxbwap/2017/11/10/cms\\_2433509307089920.html](http://appbriefing.scio.gov.cn/data/gxbimg/gxbwap/2017/11/10/cms_2433509307089920.html)

<sup>12</sup> 易纲行长在博鳌亚洲论坛宣布进一步扩大金融业对外开放的具体措施和时间表。2018 年 4 月 11 日。

<http://www.pbc.gov.cn/goutongjiaoliu/113456/113469/3517821/index.html>

<sup>13</sup> 2018 年 4 月 28 日证监会新闻发言人就《外商投资证券公司管理办法》答记者问。

[http://www.csrc.gov.cn/pub/newsite/zjhxwfb/xwdd/201804/t20180428\\_337508.html](http://www.csrc.gov.cn/pub/newsite/zjhxwfb/xwdd/201804/t20180428_337508.html)

<sup>14</sup> 《私募基金登记备案相关问题解答（十）》基金协会。2016 年 6 月 30 日。

<http://www.amac.org.cn/xhdt/zxdt/390744.shtml>

<sup>15</sup> 资料来源：基金协会。<http://gs.amac.org.cn/amac-infodisc/res/pof/manager/index.html>

<sup>16</sup> 香港人民币合格境外机构投资者（RQFII）额度扩大至 5000 亿元人民币。2017 年 7 月 4 日

<http://www.pbc.gov.cn/goutongjiaoliu/113456/113469/3338499/index.html>

<sup>17</sup> 合格境外机构投资者（QFII）总额度增至 3000 亿美元 2019 年 1 月 14 日

<http://www.safe.gov.cn/safe/2019/0114/11177.html>



2018 年，上海时隔三年再度启动 QDLP 资格审核，仅该年就有 15 家获得 QDLP 资格的机构在基金业协会完成登记<sup>18</sup>。2018 年 4 月，外管局将沪深两地的 QDLP 和 QDIE 额度分别增至 50 亿美元<sup>19</sup>。此前，QDLP 和 QDIE 试点额度分别为 20 亿美元和 25 亿美元。

2018 年 5 月，证监会将沪深港通每日额度扩大四倍，即北向交易的每日额度从 130 亿上调为 520 亿元人民币<sup>20</sup>，为 MSCI 于 2018 年 5 月和 8 月将 A 股纳入其指数做准备。

### 取消限制并扩大投资范围

2018 年 6 月，外汇局宣布取消 QFII 每月资金汇出不得超过 20% 的限制以及 QFII 和 RQFII 三个月的本金锁定期要求，并允许 QFII 和 RQFII 通过境内 QFII 托管人和其他金融机构进行外汇衍生品交易以对冲其外汇风险<sup>21</sup>。

就在 2019 年 1 月 31 日，证监会发布新 QFII/RQFII 管理办法。该办法拟将 QFII 和 RQFII 制度合二为一，形成一套统一的规定；整合 QFII 和 RQFII 投资者资格认证要求；以及扩大它们的投资范围，允许其投资于全国中小企业股份转让系统（“新三板”）挂牌的股票、债券回购、私募投资基金、在中国金融期货交易所（“中金所”）上市和交易的金融期货、证监会批准的期货交易所交易的商品期货，以及国务院或证监会批准的期货交易所交易的期权等。征求意见稿中的修订内容受到了境外机构投资者的热烈欢迎，我们也尤为感激和赞赏，因为我们之前已向证监会提出了这些建议。

### 开放中国银行间债券市场

境外机构投资者对中国银行间债券市场的开放感到非常兴奋。中国银行间债券市场是政府债券和政策银行债券交易的场所，其债券价值占中国所有债券余额的 38%<sup>22</sup>。境外机构投资者可以通过 2016 年上线的结算代理模式在境内投资中国银行间债券市场的债券，或通过 2017 年推出的债券通从境外在该市场投资。

---

<sup>18</sup> 资料来源：基金业协会。<http://gs.amac.org.cn/amac-infodisc/res/pof/manager/index.html>

<sup>19</sup> 支持境内机构创新对外投资方式稳步推进合格境内有限合伙/投资企业试点工作。2018 年 4 月 24 日。  
<http://www.safe.gov.cn/safe/2018/0424/8875.html>

<sup>20</sup> 《中国证券监督管理委员会 香港证券及期货事务监察委员会联合公告》。2018 年 4 月 11 日。  
[http://www.csrc.gov.cn/pub/newsite/zjhxwfb/xwdd/201804/t20180411\\_336497.html](http://www.csrc.gov.cn/pub/newsite/zjhxwfb/xwdd/201804/t20180411_336497.html)

<sup>21</sup> 《合格境外机构投资者境内证券投资外汇管理规定》。外管局。2018 年 6 月 12 日。  
<http://www.safe.gov.cn/safe/2018/0612/9320.html>

《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》。人民银行和外管局。2018 年 6 月 12 日。<http://www.safe.gov.cn/safe/2018/0612/9321.html>

<sup>22</sup> 来源：人民银行。

<http://www.pbc.gov.cn/eportal/fileDir/defaultCurSite/resource/cms/2019/01/2019011618374478932.htm>





## 改善市场基础设施

2017 年 11 月，沪深港通北向交易采用实时券款对付的结算方式<sup>23</sup>。这种结算方式对许多境外机构投资者，尤其是公募/零售基金及其投资管理人和托管人而言至关重要。这使得境外机构投资者可以与多个券商交易，而不再局限于与其基金/客户的托管人合作的某一券商（通常属于同一集团，即集成模型）。在采用实时券款对付模式之前，券商必须在 T 日预先支付现金给境外机构投资者，因为股票在交易当日结算，而现金直到交易次日（“T+1”）才结算或收讫。

2018 年 8 月，在债券通机制下，券款对付结算方式已经不仅适用于通过上海清算所（“上清所”）结算的债券（多数是公司债券）的，也适用于通过中央国债登记结算有限责任公司（“中央结算公司”）结算的债券（多数是政府债券和政策银行债券）<sup>24</sup>。2018 年 9 月，沪深港通北向交易投资者识别码制度正式启动<sup>25</sup>，投资者编码可灵活地设于基金管理人或基金的层面。这一选择对于管理大量基金和/或客户委托的基金管理人来说至关重要，因为其能让他们为所有的基金/客户委托统一下单（即综合交易），而无需多次下单。多份订单执行起来耗时更长，更重要的是其无法保证所有基金/客户委托获得一致的价格，而保证各个基金/客户委托受到公平的待遇是投资管理人的职责。

银行间债券市场方面，境外机构投资者很高兴在 2018 年 11 月得知债券通将新增彭博作为第二个交易平台<sup>26</sup>，这可导致进一步提升竞争，降低交易成本和提高交易效率。2018 年 8 月债券通上线的大宗交易分仓功能<sup>27</sup>和 2018 年 10 月推出的三方回购也受到境外机构投资者的欢迎<sup>28</sup>。

## 资本流入的增长

MSCI 于 2018 年开始将 A 股纳入其新兴市场指数。2018 年境外投资者在沪深港通北向交易中的 A 股净购入额上升了近 50%，达到创纪录的 447 亿美元，比 2017 年上升了约 150 亿美元<sup>29</sup>。根据香港交易所（“港交所”）的报告，以参与沪深港通的境外机构投资者的名义开立的特别独立户口（SPSA）数量大幅增长。图 1 显示了越来越多的境外机构投资者正在准备进入中国股票市场。

<sup>23</sup> 2017 年 11 月 20 日推出实时券款对付结算和其他中央结算系统服务以改善中国互联互通市场。港交所。2017 年 11 月 6 日。[https://www.hkex.com.hk/-/media/HKEX-Market/Services/Circulars-and-Notices/Participant-and-Members-Circulars/HKSCC/2017/CC\\_SET019\\_2017.pdf](https://www.hkex.com.hk/-/media/HKEX-Market/Services/Circulars-and-Notices/Participant-and-Members-Circulars/HKSCC/2017/CC_SET019_2017.pdf)

<sup>24</sup> 《债券通全面实现实时券款对付》。债券通公司。2018 年 8 月 27 日。  
<http://www.chinabondconnect.com/documents/NewsRelease2018-08-27EN-DVP.pdf>

<sup>25</sup> 《就沪股通及深股通推出投资者识别码》。香港证监会。2018 年 8 月 24 日。  
<https://sc.sfc.hk/gb/www.sfc.hk/edistributionWeb/gateway/TC/news-and-announcements/news/doc?refNo=18PR99>

<sup>26</sup> 《债券通推出彭博交易平台》。债券通公司 2019 年 1 月 17 日。  
<http://www.chinabondconnect.com/documents/BCCLNews2019-1-17EN.pdf>

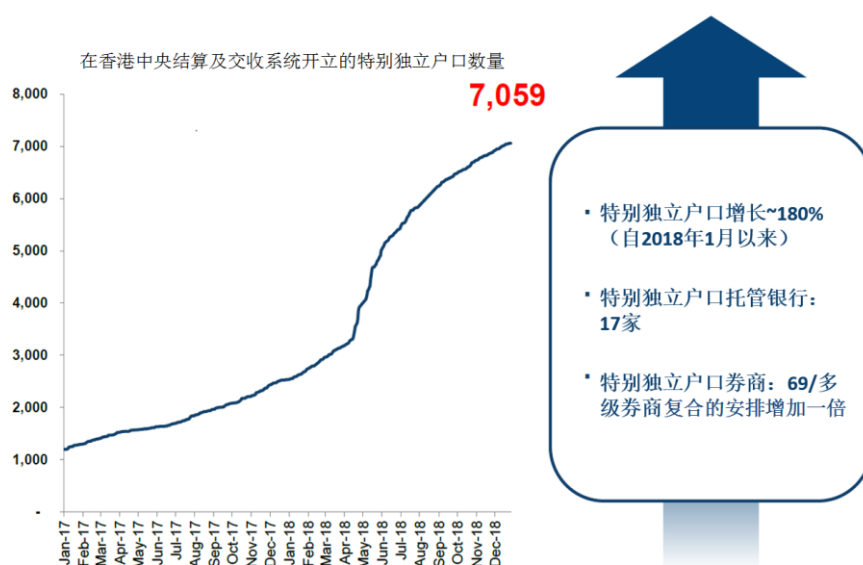
<sup>27</sup> 《债券通推出大宗交易分仓功能》，债券通公司，2018 年 8 月 31 日。  
<http://www.chinabondconnect.com/documents/News2018-08-30EN-Allocation.pdf>

<sup>28</sup> 《银行间债券市场推出三方回购交易》，人民银行，2018 年 10 月 16 日。  
<http://www.pbc.gov.cn/goutongjiaoliu/113456/113469/3645588/index.html>

<sup>29</sup> 资料来源：港交所 [https://sc.hkex.com.hk/TuniS/www.hkex.com.hk/mutual-market/stock-connect/statistics/historical-monthly?sc\\_lang=zh-cn#select1=1&select2=2](https://sc.hkex.com.hk/TuniS/www.hkex.com.hk/mutual-market/stock-connect/statistics/historical-monthly?sc_lang=zh-cn#select1=1&select2=2)



图 1：特别独立户口数量



图表来源：港交所

鉴于全球领先的三大指数提供商宣布了以下决定，我们预计未来一年流入中国股市的资金将大幅增长：

- 2018 年 9 月 26 日，富时罗素宣布将中国 A 股纳入其富时全球股票基准指数，从 2019 年 6 月到 2020 年 3 月分三步完成整个纳入流程；
- 2018 年 12 月 5 日，标普道琼斯指数宣布，将于 2019 年 9 月 23 日将通过沪深港通交易的中国 A 股纳入其全球基准指数；以及
- 2019 年 2 月 28 日，MSCI 宣布进一步提高中国 A 股在其指数中的权重，于 2019 年 5 月，8 月和 10 月分三个阶段从目前的 5%提高至 20%。在这三个步骤完成后，MSCI 新兴市场指数中将有 253 只大型和 168 只中型中国 A 股（包括 27 只创业板股票），约占指数 3.3%的权重。

同样，在固定收益方面，彭博宣布自 2019 年 4 月 1 日起的 20 个月内，人民币计价的中国国债和政策性银行债券将被纳入彭博巴克莱全球综合指数。这意味着在完成纳入后，中国债券将占该 54.07 万亿美元指数的 6.03%的权重，并将成为继美元、欧元和日元债券之后该指数中的第四大货币组成部分。

因此，可以预期境外机构投资者在中国债券市场的投资将增加。根据港交所的资料显示，截至 2019 年 1 月底，为债券通在人民银行注册的境外机构投资者数量已达 598 个<sup>30</sup>。图 2 显示了外国投资者通过各种渠道在银行间债券市场中开立的账户总数。

<sup>30</sup> 来源：港交所



图 2： 境外投资者银行间债券市场账户



图表来源：港交所





## D. 在中国投资

境外机构投资者在投资中国的股票、债券市场时，取决于选择的准入渠道或机制，会遇到不同的问题。本报告的这一部分首先讨论股票投资问题，然后是债券投资的问题。

### 1. 股票

境外机构投资者目前可通过三大渠道投资中国股票市场：QFII、RQFII 和沪深港通。以下是对这三条渠道的不同要求的比较：

**表 1：中国股票市场准入渠道比较**

|         | QFII                                                                                                                                                                                                                    | RQFII                                                                                                                                                 | 沪深港通<br>(北上)                                                                                                                                                 |
|---------|-------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|--------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 合格投资者   | <p>所在市场与中国签订谅解备忘录的境外机构需符合以下要求：</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• 商业银行：营运≥10 年，AUM≥50 亿美元，一级资本≥3 亿美元</li> <li>• 证券公司：营运≥5 年、AUM≥50 亿美元、资本≥5 亿美元</li> <li>• 资产管理公司、保险公司以及其他机构：从业经验≥2 年，资产管理规模≥5 亿美元</li> </ul> | <p>来自 19 个获准 RQFII 司法管辖区的境外机构（包括资产管理公司、证券公司、商业银行、保险公司和中国基金管理公司的海外子公司）</p>                                                                             | <p>包括散户在内的所有境外投资者（但投资深交所创业板股票仅限机构专业投资者）</p>                                                                                                                  |
| 监管批准    | <ul style="list-style-type: none"> <li>• 证监会执照</li> <li>• 外管局额度</li> </ul>                                                                                                                                              | <ul style="list-style-type: none"> <li>• 证监会执照</li> <li>• 外管局额度</li> </ul>                                                                            | 无                                                                                                                                                            |
| 额度      | <ul style="list-style-type: none"> <li>• 总计：3,000 亿美元（截至 2018 年 12 月 29 日共分配 1,010 亿美元）</li> <li>• 每个投资者各自拥有，（最低基本额度为 2,000 万美元）</li> </ul>                                                                             | <ul style="list-style-type: none"> <li>• 每个使用地区各自拥有（截至 2018 年 12 月 29 日共分配 6,470 亿元人民币）</li> <li>• 每个投资者各自拥有</li> </ul>                               | <p>北上每日额度 520 亿元人民币</p>                                                                                                                                      |
| 符合条件的投资 | <ul style="list-style-type: none"> <li>• 上交所/深交所上市的所有证券</li> <li>• 证券投资基金，包括封闭式基金、开放式基金和 ETF 等</li> <li>• 认股权证、指数期货、首次公开发行股票、外汇衍生品（仅用于对冲）等</li> </ul>                                                                   | <ul style="list-style-type: none"> <li>• 上交所/深交所上市的所有证券</li> <li>• 证券投资基金，包括封闭式基金、开放式基金和 ETF 等</li> <li>• 认股权证、指数期货和首次公开发行股票、外汇衍生品（仅用于对冲）等</li> </ul> | <p>截至 2019 年 2 月 1 日，约有 1,320 只股票：</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• 579 只上交所股票：市值超过 60 亿元人民币的上证 180 指数和上证 380 指数成份股，以及在上交所和港交所双重上市的股票</li> </ul> |



|        | QFII              | RQFII       | 沪深港通<br>(北上)                                                                                                       |
|--------|-------------------|-------------|--------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
|        |                   |             | <ul style="list-style-type: none"> <li>740 只深交所股票：市值超过 60 亿元人民币的深证成份指数成份股和深证中小创新指数成份股，以及在深交所和港交所双重上市的股票</li> </ul> |
| 投资货币   | 美元或其他外汇（兑换成在岸人民币） | 离岸人民币       | 离岸人民币、港币、美元                                                                                                        |
| 现金提前到位 | 必需（交易前现金到位）       | 必需（交易前现金到位） | 无                                                                                                                  |
| 大宗交易   | 允许                | 允许          | 无                                                                                                                  |
| 卖空     | 无                 | 无           | 允许，但仅限于担保卖空，不包括裸卖空。                                                                                                |
| 证券借贷   | 暂不允许              | 暂不允许        | 允许，但有限制                                                                                                            |

我们赞赏证监会近年来在整合 QFII 和 RQFII 机制方面所作出的努力，以及最近提出的整合这两个机制要求的建议。境外机构投资者希望，在不久的将来，所有机制的要求和条件都与最灵活的准入渠道的一致，并能实现所投资的在不同渠道之间可容易转换。

## 1.1 QFII/RQFII

2002 年，中国推出了 QFII 机制，初始额度为 200 亿美元。QFII 制度是境外机构投资者进入中国市场的最早准入渠道。随后 2011 年，为推动人民币国际化，RQFII 机制在香港启动，初始额度为人民币 200 亿元。RQFII 机制于 2013 年从香港扩至伦敦和新加坡，之后向更多城市推进。截至 2018 年底，已有 19 个国家或地区获得 RQFII 额度。见下表。



**表 2：RQFII 地区和额度**

|            | 地区       | 获批总额度<br>(单位：十亿元人民币) | 分配额度（外汇局）         |            |
|------------|----------|----------------------|-------------------|------------|
|            |          |                      | 额度<br>(单位：十亿元人民币) | 公司数量       |
| 1          | 香港       | 500                  | 318.6             | 84         |
| 2          | 美国       | 250                  | 29.8              | 7          |
| 3          | 日本       | 200                  | 3                 | 1          |
| 4          | 韩国       | 120                  | 72.9              | 35         |
| 5          | 新加坡      | 100                  | 74.7              | 32         |
| 6          | 英国       | 80                   | 46.5              | 19         |
| 7          | 法国       | 80                   | 24.0              | 7          |
| 8          | 德国       | 80                   | 10.5              | 3          |
| 9          | 澳大利亚     | 50                   | 32.0              | 3          |
| 10         | 卢森堡      | 50                   | 15.2              | 7          |
| 11         | 加拿大      | 50                   | 8.7               | 3          |
| 12         | 瑞士       | 50                   | 7                 | 1          |
| 13         | 马来西亚     | 50                   | 1.6               | 1          |
| 14         | 泰国       | 50                   | 1.1               | 1          |
| 15         | 爱尔兰      | 50                   | 1.1               | 1          |
| 16         | 智利       | 50                   | -                 |            |
| 17         | 匈牙利      | 50                   | -                 |            |
| 18         | 阿拉伯联合酋长国 | 50                   | -                 |            |
| 19         | 卡塔尔      | 30                   | -                 |            |
| <b>总计：</b> |          | <b>1,940</b>         | <b>646.7</b>      | <b>205</b> |

## 资格和额度

随着时间的推移，QFII 和 RQFII 的资格要求被放宽，每个 QFII 的额度上限也不断提高并最终取消。在 2016 年推出的简化的额度授予流程中，QFII/RQFII 的额度基于其资产管理规模，仅当 QFII/RQFII 在基础额度之外还需额外的额度时，才需经过外管局的许可。同年，QFII 的本金锁定期得到缩减，此后在 2018 年 6 月，QFII 和 RQFII 的本金锁定期被完全取消。

2019 年 1 月，QFII 总额度从 1,500 亿美元倍增至 3,000 亿美元，RQFII 额度为人民币 1.94 万亿元人民币。

与所有市场准入渠道一样，新渠道的规则也更加宽松。例如，从 RQFII 制度推出的开始，RQFII 开放式基金可以每日赎回。与 QFII 不同的是，RQFII 利润汇出从未设任何上限。

2018 年 6 月，QFII 每月 20% 资金汇出上限的取消是一项期待已久、喜闻乐见的进展。境外机构投资者感激政府在统一 QFII 和 RQFII 要求、简化额度授予流程上的努力，对证监会于 2019 年 1 月 31 日发布的新 QFII/RQFII 管理办法征求意见稿感到尤为兴奋。





尽管针对QFII和RQFII机制的大部分修订意见是我们希望看到的，但我们想在其他方面提出修订建议。例如，QFII/RQFII许可和额度目前只授予单一实体，且不能转让。因为某些司法辖区内的额度使用滞后于其他司法辖区，我们建议QFII/RQFII新管理办法明确允许QFII和RQFII在不同司法辖区持有的额度可以被同一集团下的公司使用，我们建议允许将已授予特定实体公司的额度与同一集团下的公司互换使用，并且/或者允许已授的额度在不同司法辖区间转让。允许申请人以集团实体的名义在任何符合条件的司法辖区内申请QFII/RQFII额度以供集团成员使用，并允许RQFII和QFII额度互换使用，将大大简化许多全球资产管理公司的QFII/RQFII许可和额度授予流程，促使这些公司为中国资本市场带来更多的长期投资。

## 投资范围

境外机构投资者欢迎新 QFII/RQFII 管理办法中扩大的 QFII/RQFII 投资范围，特别是允许投资私募证券投资基金的规定，原因在于（1）它们可以借助 PFM WFOE 对中国市场更为深入了解的投资组合管理人；（2）作为国际基金管理集团的成员，这些投资组合管理人更加了解集团的文化、运营和投资目标；（3）在 PFM WFOE 努力向大陆投资者建立品牌和业绩的过程中，他们可以给 PFM WFOE 的基金提供种子资金并支持其发展。

此外，正如QFII/RQFII可将其在中国的证券投资管理业务委托给内地证券公司和其他投资管理机构，他们也希望可以把他们在大陆的证券投资委托给PFM WFOE，或至少如新QFII/RQFII管理办法提出的那样委托给与其存在关联关系的PFM WFOE。

## 利润汇回和税务清账

虽然不受到资金汇出的限制，但QFII/RQFII需要向当地税务局进行备案，并将加盖当地税务局印章的税务备案表提交给汇出行，才能将其在中国的收益汇回<sup>31</sup>。QFII/RQFII需要花时间准备提交当地税务局的证明文件，其中包括当地税务顾问出具的税务证明或审计报告。例如，一个QFII在12月进行年终结账，直到次年3月或4月才能提供审计报告，使得其无法在此之前汇出收益。此外，由于一些地方税务局资源紧张，它们只在一周的某一天受理此类申请。

考虑到对境外投资者在股票和债券收益的那些税收豁免，我们理解此备案要求可能仅仅是出于外汇管制目的而不是为了确认应纳税额。因此，我们建议取消提交当地税务顾问出具税务凭证或审计报告的要求来进一步优化汇出过程。

或许税务总局可以和外管局和/或汇出行共同设置一个在线数据共享平台，这样一来政府仍然可以得到监控外汇情况的信息，QFII/RQFII在汇回资金或在中国进行对外支付时也可以从备案程序中解脱出来或者流程可以被简化。

QFII/RQFII无法及时汇出收益是境外机构投资者使用QFII/RQFII机制进行投资时面临的主要抑制因素。它们很多是需要流动性来满足赎回的开放式基金，亦或者是需要依据市场环境和视野而能灵活改变资产配置的投资客户。

<sup>31</sup> 《合格境外机构投资者境内证券投资外汇管理规定》。外汇局。2018年6月12日。

<http://www.safe.gov.cn/safe/2018/0612/9320.html>

《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》。中国人民银行和外管局。2018年6月12日。<http://www.safe.gov.cn/safe/2018/0612/9321.html>



所以，我们特别失望地看到新QFII/RQFII管理办法第26条规定，QFII/RQFII的汇款和收益汇回受限于以下条件：中国的经济和金融市场状况、外汇市场供需以及国际收支平衡。这些都导致境外投资者无法自由地将其收益汇出中国。为了给国际投资者参与没有资本流动限制的中国资本市场的信心，我们希望最终的实施办法不会包括这一条款。

## 券商数量

QFII/RQFII在上海证券交易所（“上交所”）和深圳证券交易所（“深交所”）最多可委托三家券商进行交易。此外，通过一家券商购买的股票必须通过同一券商卖出。由于许多境外机构投资者（特别是投资管理公司）有责任为其客户和基金确保最佳交易执行，能够委托多家券商就对他们很重要。

鉴于最近中国外资证券公司的所有权上限提高和业务范围扩大<sup>32</sup>，可以预期中国证券经纪行业将吸引更多境外参与者，目前最多委托三家券商的限制好像是阻碍新参与者进入市场的保护主义手段。因此，我们希望证监会取消这一限制或增加QFII/RQFII可使用的券商数量。

同样，我们也敦促证监会取消必须委托同一券商购买和出售同一股票的要求，这实际上将每位投资者可委托的三名券商减少到仅一名，而这将使它们无法履行最佳交易的义务。我们未曾察觉其他市场采用了这种做法，因为其他市场的投资者通常可以通过他们自由选择的任一券商进行股票买卖。

上述改进不仅可以使QFII/RQFII能够履行其实现最佳交易的义务，还可以促进券商之间更开放的竞争，为投资者提供更好的服务。

## 1.2 股票互联互通机制

沪港通于2014年启动，深港通也于2016年启动。QFII和RQFII可以投资于所有上市股票和股指期货，而沪深港通机制下的境外投资者可投资证券的范围较为有限。可投资的证券仅包括市值不低于60亿元人民币的上证180指数成份股和上证380指数成份股、深证成份指数成份股和深证中小创新指数成份股、以及有相关H股在港交所上市的所有沪/深交所上市A股。

## 投资领域

截至2019年2月1日，在上交所上市的1,453只股票中，只有579只符合沪深港通机制下的股票交易条件，而在深交所（主板、中小企业板和创业板）上市的2,130只股票中，只有740只符合该条件<sup>33</sup>。境外机构投资者希望沪深港通机制下的可投资领域扩大到上交所和深交所上市的所有股票和中金所上市的股指期货。考虑到MSCI从2019年5月开始将其股票纳入范围从A股大型股票扩展至中型和创业板股票，扩大沪深港通机制下可交易的产品范围尤为重要。

境外机构投资者欢迎证监会最近提出的允许QFII / RQFII投资于新三板上市证券的建议，并期待能够通过沪深港通同样如此。通过沪深港通投资的境外机构投资者也希望能够投资QFII / RQFII

<sup>32</sup> 《外商投资证券公司管理办法》。证监会 2018 年 4 月 28 日。

[http://www.csrc.gov.cn/pub/zjhpublic/zjh/201804/t20180428\\_337509.htm](http://www.csrc.gov.cn/pub/zjhpublic/zjh/201804/t20180428_337509.htm)

<sup>33</sup> 来源：港交所、上交所、深交所



被允许投资的交易所交易基金（“ETF”）、认股权证、指数期货和首次公开发行股票以及债券期货、商品期货、回购和定期存款，以实现其投资多元化，提高其风险管理能力。

## 证券借贷

高效的证券借贷环境有助于提高整体股票市场的效率，实现有效的对冲以更好地管理风险，并防止由于结算时间紧迫而可能出现的失败交易。券商/交易所参与者如果知道可能因为操作限制而发生结算失败，就可以采取行动避免这种事故，例如暂时从其关联公司的账户借入股票以防止结算失败。

尽管沪深港通下允许证券借贷，但由于在香港允许从事证券借贷的只有交易所参与者（即券商），因此在香港几乎没有得到实践。券商通常不会持有股票，而是它们的附属机构或投资管理人、借贷代理人（即托管人）持有可进行借贷的股票。因此，我们建议允许境外机构投资者通过以上所提到的机构参与证券借贷。

另外，我们欢迎看到进一步明确关于证券借贷如何在每个不同的准入渠道下运作的规则。

## 卖空限制

目前，沪深港通允许在一定条件下，北上交易可进行担保卖空（但非裸卖空）。例如，在一个交易日内，可卖空的股票份额不超过香港投资者持有相同股份的1%（在交易日内实时计算），且在十个连续交易日内累计不得超过5%（在每个交易日结束时计算）。因为这些限制是股市收盘后才能得知，在实践中很难进行卖空。

## 1.3 股票相关事项

证监会于 2018 年 10 月 30 日发布声明<sup>34</sup>，宣布将（1）提升上市公司质量，加强其公司治理、规范信息披露和提高透明度；（2）优化交易监督和监管，减少交易阻力，增强市场流动性，减少对交易环节的不必要干预，让市场对监管有明确预期，让投资者有公平交易的机会；和（3）鼓励价值投资，发挥保险、社保、各类证券投资基金和资管产品等机构投资者的作用，引导更多中长期资金进入市场。

## 窗口指导

上述证监会通知发布后不久，上交所宣布<sup>35</sup>不再采用“窗口指导”等口头提醒方式，严格慎用暂停账户交易并采取其他监管措施。境外机构投资者对终止“窗口指导”这一做法表示欢迎，因为很难判断给予某个公司的口头“窗口指导”是针对该公司或业内所有公司的官方政策，还是出于某个不确定是否代表官方的官员。

例如，QFII 每月 20% 的汇出上限仍然存在时，有 QFII 投资者称，他们接到电话告知不得将其 20% 的资产净值全部汇出，或只能汇出 10%。境外机构投资者对其收益汇出限制尤其敏感。由

<sup>34</sup> 证监会声明。证监会 2018 年 10 月 30 日。

[http://www.csrc.gov.cn/pub/newsite/zjhxwfb/xwdd/201810/t20181030\\_345922.html](http://www.csrc.gov.cn/pub/newsite/zjhxwfb/xwdd/201810/t20181030_345922.html)

<sup>35</sup> 第一百四十七期新闻发布会。2018 年 11 月 2 日。

[http://www.sse.com.cn/home/apprelated/news/c/c\\_20181102\\_4671287.shtml](http://www.sse.com.cn/home/apprelated/news/c/c_20181102_4671287.shtml)





于他们许多都是负责管理基金和/或客户委托的投资管理人，投资者决定赎回基金或撤出投资时，希望必须能随时收回投资。

境外机构投资者很高兴上交所和深交所均表示将停止提供“窗口指导”的做法。我们希望中国所有政府和监管部门也都停止此类指导。是适用于行业的政策或指令，则应以相关主管部门书面通告或官方声明的形式发布，而且最好能在生效日之前通知，以保证政策及其适用范围的透明度。

### **市场干预**

全球投资者对政府任何形式的市场干预都持怀疑态度，因为这阻碍了市场的正常运作。我们认为，由市场力量决定每只上市股票的价格和反映经济基本面至关重要。如果某只股票的市价跌到一定的水平，则必然会有投资者看到其投资价值，并希望购入该股票，所以最好让市场做出决定。

只有通过引入更多的长期资本、扩大投资者基础和增加市场参与者的多元化，才能实现市场稳定。吸引更多境外机构资本将有助于实现这一目标。

### **改进首次公开募股程序**

境外机构投资者（以及国内机构投资者也很可能）希望看到更加市场化的首次公开募股程序，而不是通过目前的抽签机制。我们认为，在中国首次公开发行募股程序引入一个包括能够设定发行价格和新股分配的入标定价程序，将有助于价格发现、提高股东基础质量并稳定新上市公司的股价。

### **停牌**

对于境外基金管理人而言，由于需要每天对基金进行估值，停牌无疑会给他们带来很多问题。当他们的基金所投资的证券停牌时，他们就不得不用证券的类似代替，而非用实际市价来决定这些证券的公允价值，否则会导致整个基金估值存在不确定性。如果一只基金中有大量证券同时被停牌，可能会导致该基金出现流动性问题。证券停牌也会导致投资者无法复制指数。一旦中盘股被纳入 MSCI 指数，问题将更加严重，因为目前的停牌只会对小盘股产生比较大的影响。

我们认为上市公司股票停牌的唯一正当理由应该是发生了对公司股价产生影响或可能有影响的重大意外事件。除此之外，停牌期应较短，在此期间上市公司可以编制相关信息并向其所有投资者公布。我们认为，不仅仅是境外机构投资者，所有投资者都重视自由交易的权利，也不希望在长时间内被限制买卖上市公司股票。确保向所有投资者及时和同时提供准确信息，最大程度缩减任何类型的停牌时间，是保护散户和机构投资者的最佳方式。

境内外机构投资者对 2018 年 12 月上交所和深交所采取的以进一步限制上市公司停牌的情况并减少此类停牌的持续时间的措施表示赞赏。我们注意到中国上市公司停牌数量大幅减少，例如，上交所上市股票停牌数量已从 2016 年 12 月的 70 只股票减到 2018 年底的 3 只股票<sup>36</sup>。我们敦促中国证券交易所监控股票停牌数量和停牌时间并把其降到最低。

---

<sup>36</sup> 来源：上交所 <http://www.sse.com.cn/disclosure/dealinstruc/suspension/>



## 结算周期和券款对付

### 股票交易

中国市场的股票和现金结算方式与其他市场相比存在显著差异。在其他市场，股票和现金的结算都是券款对付的方式，通常是在 T+2 同时发生。由于时区差异，美国和欧洲（比中国标准时间晚 6-16 个小时）的境外机构投资者在中国 A 股交易中，必须在买入前预付现金和/或卖出前选择单边结算，这不仅会带来高昂的成本，而且会增加交易对手风险。境外机构投资者，尤其是那些集体投资计划或共同基金的境外机构投资者，需要严格遵守券款对付的结算要求。许多跨境机构投资者在中国投资时，因为时区差异和其多层托管人机制，需要采取重大变通措施，以满足他们相应的监管、法律和合规要求。

尽管沪深港通推出了实时券款对付，但仅适用于港币结算，而不适用于美元结算，这导致一些境外机构投资者无法从中获益，因为结算指令的截止时间过短，且交易中涉及太多市场交易者（例如投资管理人、全球托管人和分托管人）。长期来说，境外机构投资者希望中国能把股票和现金结算转为**T+2结算**，这样能使他们更容易地在中国投资，使他们的成本效率提高并免于承担交割和交易对手风险。

全球各地股票市场正陆续采用**T+2**结算周期下的券款对付模式。除美国市场在2017年3月从**T+3**转为**T+2**结算外，印度、韩国、台湾、泰国、印尼和新加坡等几个亚洲市场均已转用**T+2**结算，日本和马来西亚正计划于今年转为**T+2**结算，以便更好地服务全球机构投资者。与全球证券和现金结算时间协调一致，可以提高境外机构投资者投资效率，促进其作出更多投资。

### 综合交易

对于管理多个基金/客户委托的投资管理公司来说，能够通过一次订单同时为他们管理的所有基金/客户委托处理交易，而不是逐一处理订单，既省时又能节约成本。在中国的**T/T+1**股票结算周期中，境外投资者下单的时间窗口较短，执行该类订单的券商也更加支持综合交易。综合交易还可以提高按需节流的吞吐量来增加算法交易的灵活性和容纳收市竞价交易时段中的额外交易量。

更重要的是，综合交易便于投资管理公司给其每个基金或客户账户带来平均价格。为其基金或客户账户各自下单可能会带来不同的价格，而给有责任对所有客户/基金一视同仁的投资管理公司带来问题。综合交易的另一优势是可以排除市场上，尤其在交易敏感度较高的股市收盘时段，的竞争订单的噪音。

目前，投资管理公司可以在沪深港通下为其买入交易进行综合交易和交易后配置，并且实现买入交易的平均价格。然而，由于要求在交易前检查每个基金或特别独立户口下的持股量，他们无法在卖出交易中进行综合交易。

允许综合交易并不妨碍监管部门了解交易终端投资者的身份，因为投资管理公司在交易前已拥有客户订单的详细信息，并在交易后(即交易后配置)将股票分配给他们的基金和/或客户账户。投资管理公司可向监管机构提供此类信息，所以综合交易不会妨碍市场监督。



## 大宗交易

能够以最少的滑动和干扰进行大宗交易，是全球股票市场的一个重要特点。大宗交易是机构投资者降低影响成本的重要工具，而影响成本是总交易成本的最大组成部分。大宗交易使机构投资者能够更高效地调整其投资组合，因此可提高允许此类交易的市场的吸引力。大多数交易所和监管机构都认识到机构投资者希望能进行独立于普通市场的交易。目前在岸大宗交易窗口开放时间为中国标准时间下午3:00至3:30，时间有限，且为人工操作，这可能是QFII和RQFII鲜少使用的原因。如果大宗交易窗口能够延长开放时间，最好拓展至整个交易日，并通过券商系统的标准化接口实现自动化，将有助于使用。

虽然在满足特定条件的情况下，沪/深交所都允许大宗交易，但目前在沪深港通下大宗交易不被允许。鉴于其对境外机构投资者的重要性，我们希望在沪深港通北向通下可以允许大宗交易。

## 投资管理人与其基金、客户的区别

中国法规规定，在权益披露方面，某集团持有一家上市公司的股票必须汇总持股总量，包括自有资金投资，以及所有集团成员全权投资管理的在岸和离岸基金和客户委托，无论其通过QFII/RQFII 还是沪深港通进行投资。但是，根据中国的股权披露要求，国内零售基金所持有的股份无需汇总。

## 股权披露

我们注意到提出的新 QFII/RQFII 管理办法中，在披露责任上 QFII/RQFII 和其境外投资者客户的义务有所不同。但是，我们担心在上述拟提的管理办法下，QFII/RQFII 必须保证名下境外投资者严格遵循信息披露规则。我们想强调，投资管理公司的客户可以聘请多个投资管理人，通过不同的渠道在中国投资，而一个管理人不会知道其他管理人可能为同一客户在同一家上市公司投资了多少股票。因此，我们希望证监会在其最终办法中澄清 QFII/RQFII 仅负责其管理的境外投资者的投资披露。

在上述拟提的管理办法下，境外投资者必须汇总其在中国内地证券交易所、新三板以及海外上市的同一公司的持股量，并且披露其一致行动人的持股情况。不过，我们希望相关监管部门能够明确，不会因为投资管理公司对境外投资者/客户所有的股份拥有全权投资或行使投票权，而需将其纳入一致行动人范围。

即便投资管理公司是为这些基金或客户委托管理投资，它是基于这些基金或客户的委托而采取不同策略。基金或客户是投资的所有人，有权随时终止使用或替换投资管理公司，且投票控制权往往是附着于全权投资。因此，持有的上市公司股份按照单个基金和客户委托的层面计算是至关重要的。

否则，如果就短线交易收益归入规定将投资管理公司与其管理的基金或客户纳入一致行动人范围，会对管理大量大型基金和客户委托的全球投资管理公司极其不利，因为它们不得不缩减所管理的各个基金或客户委托的投资规模，以避免在短线交易收益归入规定下超过 5% 的门槛。





### 短线交易收益归入规定

对于管理大量基金和客户委托的投资管理公司而言，短线交易收益归入规定无疑是最令人担忧的事情。通常，短线交易收益归入规定被用来防止或阻止内幕交易。《中国证券法》规定，上市公司董事、监事、高级管理人员和主要股东（持有上市公司 5%或以上股票的股东）将其持有的上市公司股票在买入后 6 个月内卖出，或在卖出后 6 个月内买入，由此所得收益归还公司<sup>37</sup>。

尽管持有上市公司 5%或以上股份的个人股东可能是内部人士，或可对该上市公司行使控制权，但为不同基金或客户委托管理资产的投资管理公司通常不是内部人士，亦不知晓内部信息，即使他们和所属的集团管理的客户和/或基金持股合计超过 5%。这也是投资管理公司通常被免于遵守美国等许多司法辖区的短线交易收益归入规定的原因。

在没有阐明一致行动人定义的情况下，许多全球投资管理公司不得不采取谨慎态度，缩减其各个基金或客户在一家上市公司的投资规模，避免超过 5%的门槛、触发短线交易收益归入规定。这不仅对拥有大量基金和/或客户的投资管理公司不利，且其管理的各个基金和客户委托也受到影响。我们相信这不可能是短线交易收益归入规定的初衷。

今年，随着各个指数纳入 A 股，预计大量的境外投资将涌入中国股票市场，豁免短线交易收益归入规定适用于投资管理公司就更加重要。

另外，明确与金融集团，特别是全球金融集团，有关的“一致行动”的含义也是必要且重要的。通常，全球金融集团旗下的附属机构是彼此独立运营的（例如摩根大通银行和摩根大通资产管理公司、汇丰银行和汇丰环球资产管理公司）。即使在资产管理集团内部，由不同基金管理实体或基金管理人管理的基金通常也是独立且分开的。我们谨希望证监会明确在何种情况下以上机构不属于“一致行动”，因为对于境外机构投资者来说，该术语明确、清晰的阐释，尤其在短期交易收益归入规定上非常重要。这是大型境外机构投资者进入中国的最大障碍。

### 对公募和其他基金的豁免

如果对投资管理公司和金融集团的完全豁免无法实现，至少公募零售/共同基金、养老金、社会保障基金（无论其在中国境内外）的持股应被排除在投资管理公司的短线交易收益归入规定计算之外。

国内公募基金和特定基金持有的上市公司股份（如社会保障基金、养老保险基金和企业年金）无需纳入信息披露的股权计算<sup>38</sup>。既然承认这些应被区别对待，我们建议中国境外的此类基金也当享有同样待遇，不仅仅在遵循股权披露时，也在短线交易收益归入规定的情况下。

<sup>37</sup> 《中华人民共和国证券法》（主席令第 14 号，2014 年 8 月 31 日最新修订）。

[http://www.csrc.gov.cn/pub/shenzhen/ztzl/ssgsjgxx/jgfg/zh/201506/t20150612\\_278981.htm](http://www.csrc.gov.cn/pub/shenzhen/ztzl/ssgsjgxx/jgfg/zh/201506/t20150612_278981.htm)

<sup>38</sup> 关于就《上市公司收购及股份权益变动信息披露业务指引（征求意见稿）》公开征求意见的通知（2018 年 4 月 13 日）。[http://www.sse.com.cn/disclosure/announcement/general/c/c\\_20180412\\_4499779.shtml](http://www.sse.com.cn/disclosure/announcement/general/c/c_20180412_4499779.shtml)  
[http://www.szse.cn/main/disclosure/bsgg\\_front/39778750.shtml](http://www.szse.cn/main/disclosure/bsgg_front/39778750.shtml)



## 境外所有权限制

考虑到随着未来全球指数将全面纳入 A 股，流入中国资本市场的外资将会增加，或许现在也是重新考虑上市公司 10% 的外资个人所有权限制和 30% 的总计外资所有权限制的好时机。目前尚不清楚当超过这些限制时会有什么后果，特别是当需要合计国内和境外上市的股份的外资持股时。如果不取消这些限制，我们担心境外投资者可能无法投资许多上市公司，特别是小型的。

## 2. 固定收益

在中国，主要有两大债券交易市场：一是中国银行间债券市场，这是所有政府和政策性银行债券的主要交易场所；二是交易所市场，这是大多数公司债券的交易场所。中国银行间债券市场规模更大；截至 2018 年底，其交易份额接近中国债券交易总量的 88%<sup>39</sup>。中国银行间债券市场的交易受人民银行监管，而交易所市场的债券交易则由证监会监管。

目前境外机构投资者进入中国债券市场主要有四个渠道：QFII、RQFII、结算代理模式以及债券通。不同渠道的要求对比如下：

表 3：中国在岸债券投资渠道对比

|       | QFII                                                                                                                                                                                                                                      | RQFII                                                                        | 结算代理模式                                                                                                                                                                       | 债券通              |
|-------|-------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|------------------------------------------------------------------------------|------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|------------------|
| 合格投资者 | <p>所在市场上与中国签订谅解备忘录的境外机构需符合以下要求：</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• 商业银行：营运 ≥ 10 年、资产管理规模 ≥ 50 亿美元、一级资本 ≥ 3 亿美元</li> <li>• 证券公司：营运 ≥ 5 年、资产管理规模 ≥ 50 亿美元、资本 ≥ 5 亿美元</li> <li>• 资产管理公司、保险公司等：从业经验 ≥ 2 年，资产管理规模 ≥ 5 亿美元</li> </ul> | <p>来自 19 个获准开展 RQFII 投资的司法管辖区的境外机构（包括资产管理公司、证券公司、商业银行、保险公司和基金管理公司的海外子公司）</p> | <ul style="list-style-type: none"> <li>• 外汇储备机构</li> <li>• 离岸人民币清算/参与银行</li> <li>• 境外金融机构（商业银行、保险公司、证券公司、基金管理公司和其他资产管理公司）及其发行的投资产品</li> <li>• 中国人民银行批准的其他中长期机构投资者</li> </ul> | <p>与结算代理模式一样</p> |
| 监管批准  | <ul style="list-style-type: none"> <li>• 证监会执照</li> <li>• 外管局额度</li> </ul>                                                                                                                                                                | <ul style="list-style-type: none"> <li>• 证监会执照</li> <li>• 外管局额度</li> </ul>   | <ul style="list-style-type: none"> <li>• 向人民银行备案，需注明债券结算代理人</li> </ul>                                                                                                       | <p>向人民银行备案</p>   |

<sup>39</sup> 《2018 年金融市场运行情况》。中国人民银行，2019 年 1 月 25 日。

<http://www.pbc.gov.cn/jinrongshichangsi/147160/147171/147173/3752805/index.html>



|         | QFII                                                                                                                                  | RQFII                                                                                                                | 结算代理模式                                                                                                                        | 债券通                                            |
|---------|---------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|------------------------------------------------|
| 额度      | <ul style="list-style-type: none"> <li>总计：3,000 亿美元（截至 2018 年 12 月 29 日分配 1,010 亿美元）</li> <li>每个投资者各自拥有（最低基本额度为 2,000 万美元）</li> </ul> | <ul style="list-style-type: none"> <li>每个使用地区各自拥有（截至 2018 年 12 月 29 日总计分配 6,470 亿元人民币）</li> <li>每个投资者各自拥有</li> </ul> | 无                                                                                                                             | 无                                              |
| 账户结构    | 在托管人设立的在岸账户                                                                                                                           | 在托管人设立的在岸账户                                                                                                          | 在托管人设立的在岸账户                                                                                                                   | 在中央结算公司和/或上清所的 CMU 在岸综合账户；通过托管人在 CMU 香港离岸投资者账户 |
| 持债结构    | QFII 直接在中央结算公司和上交所开立账户                                                                                                                | RQFII 直接在中央结算公司和上交所开立账户                                                                                              | 投资者直接在中央结算公司和上交所开立账户                                                                                                          | CMU 作为投资者的名义持有人                                |
| 符合条件的投资 | <ul style="list-style-type: none"> <li>银行间市场：现金债券</li> <li>交易所市场：政府债券、企业债券、公司债券、可转换债券等</li> </ul>                                     | <ul style="list-style-type: none"> <li>银行间市场：现金债券</li> <li>交易所市场：政府债券、企业债券、公司债券、可转换债券等</li> </ul>                    | <ul style="list-style-type: none"> <li>外汇储备机构：所有现金债券、回购、债券借贷、债券远期、利率互换、远期利率协议等。</li> <li>其他境外机构：人民银行允许的所有现金债券和其他产品</li> </ul> | 所有现金债券                                         |
| 投资货币    | 美元或其他外汇（兑换成在岸人民币）                                                                                                                     | 离岸人民币                                                                                                                | 在岸人民币/离岸人民币                                                                                                                   | 在岸人民币/离岸人民币                                    |
| 交易规模    | 无                                                                                                                                     | 无                                                                                                                    | 市场惯例与增量标准通常单笔最低 1,000 万人民币                                                                                                    | 每类债券交易规模与增量单笔最低 100,000 人民币                    |
| 汇款限制    | 无                                                                                                                                     | 无                                                                                                                    | 无，但入境离岸/在岸人民币与出境离岸/在岸人民币的比率                                                                                                   | 无，但投资完成后相近比率                                   |





|  | QFII | RQFII | 结算代理模式                                                | 债券通                     |
|--|------|-------|-------------------------------------------------------|-------------------------|
|  |      |       | 应相近，其上下波动不应超过 10%，出境在岸/离岸人民币首次汇款不应超过入境在岸/离岸人民币的 110%。 | 的在岸人民币若不用于再次投资，则必须兑换为外币 |

随着被提议的 QFII 和 RQFII 规定的统一和机制合并，境外机构投资者希望中国债券市场的投资也能统一 QFII/RQFII、结算代理模式和债券通间的投资规定，向最灵活的规定靠拢。为了方便管理，境外机构投资者希望能够合并在其一个机制下的所有债券持仓，也非常期待能够一次性将其在多个机制下持有的债券转入单一机制下。

## 2.1 QFII/RQFII

QFII 和 RQFII 可由证监会批准许可，在人民银行进行备案，并由外管局授予额度后，投资所有在内地两大证券交易所上市的证券，包括上市债券（其中大多数为公司债券）和在中国银行间债券市场交易的债券。2018 年 6 月，QFII/RQFII 获准为对冲而进行外汇衍生品交易。QFII/RQFII 希望和结算代理模式下的境外机构投资者一样，参与债券远期交易、远期利率协议、利率互换、期权和债券借贷，对冲其利率风险。

通过 QFII/RQFII 机制投资中国银行间债券市场的境外投资者如果想要将其 QFII/RQFII 账户中的现金和资产转至其银行间债券市场账户以合并头寸，目前需要首先清算、汇出前者账户所持资产，再将“新的资金”汇入后者账户。要实现两个渠道间的转资，境外机构投资者需要经历“汇入汇出”和不必要的买卖交易，成本高昂，而冒汇率和市场变化的风险。对中国而言，“汇入汇出”则带来了资金泄露风险，即部分汇出资金可能将不再投资于中国市场。因此，境外机构投资者希望至少能一次性从其 QFII/RQFII 账户向银行间债券市场账户转资（且转资后释放前者账户额度）。

## 2.2 结算代理模式

中国银行间债券市场最先于 2010 年开放，允许境外中央银行和货币当局、香港和澳门地区人民币业务清算行、以及跨境贸易人民币结算境外参加银行在其中投资<sup>40</sup>。以上首批境外机构投资者投资需经过人民银行批准，由外管局授予额度，且只能投资现金债券和债券回购。QFII 和 RQFII 分别于 2011 年和 2013 年获准进入中国银行间债券市场，其投资需获得证监会和人民的许可，并由外汇局授予额度，且只能投资现金债券。

<sup>40</sup> 《中国人民银行关于印发<境外机构人民币银行结算账户管理办法>的通知》。人民银行，2010 年 8 月 31 日  
<http://www.pbc.gov.cn/zhifujiesuansi/128525/128535/128620/2811661/index.html>



结算代理模式分别于 2015 年向境外央行、货币当局、国际金融组织以及主权财富基金<sup>41</sup>开放和于 2016 年向商业银行、证券公司、保险公司、基金管理公司以及其他金融机构和中长期境外机构投资者（如养老基金、慈善基金、捐赠基金及其投资产品）开放，无须审批或额度<sup>42</sup>。

在结算代理模式下，境外央行、国际金融组织和主权财富基金可投资现金债券，进行债券借贷、债券远期、利率互换、远期利率协议和债券回购（人民币参与/交易行也可参与以上交易）。中长期境外机构投资者可投资现金债券，并基于对冲需求进行债券借贷、债券远期、利率互换、远期利率协议交易。<sup>43</sup>允许境外机构投资者（尤其是全球投资管理公司）开展债券回购，是非常可取的。

结算代理模式的最大优势在于可为境外机构投资者提供境内对冲工具（如利率互换，和如果是境外央行、人民币参与行和交易银行的话，回购），而债券通投资者只能使用外汇对冲工具。但是想要采用结算代理模式的境外机构投资者需要委托国内债券结算代理人（一般为当地托管人或其分支机构）来进行交易。

## 开户流程

在结算代理模式下，境外机构投资者通过中央结算公司和上清所完成开户，开户所需时间一般为几周但视提交实体材料要求可能需要更长时间。若允许在线提交材料或以电子方式提交材料（先提交扫描副本，随后再提交实体原件），可缩短开户时间。

与结算代理人协商并签署协议往往需要时间并常常延缓开户进程。许多境外机构投资者都已与全球和本地托管人达成区域性托管协议，为境外机构投资者提供全面托管服务。为加速开户进程，可用区域性托管协议双方的授权书代替境外机构投资者和结算代理人间的协议，必要情况下，双方可再另行签署并提交一份协议。

## 简化“了解你的客户”检查

结算代理人必须具备国际交易和结算的清算能力。根据人民银行要求，其必须完成“了解你的客户”检查，协助投资者于中央结算公司和上清所两大存管机构完成相应开户。

目前，针对结算代理人的“了解你的客户”检查，尤其是另类基金和独立委托客户方面，尚未有明确规定和指南。简化“了解你的客户”检查程序将有助于境外机构投资者在中国银行间债券市场开展投资。

## 货币兑换

虽然结算代理模式不要求资金提前到位，但是境外机构投资者还是需要准备资金（境内资金或通过境外资金进行外汇兑换），保证结算截止时间（即中国标准时间下午 5:00，比债券通晚 5

<sup>41</sup> 《中国人民银行关于境外央行、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》。人民银行，2015 年 7 月 14 日 <http://www.pbc.gov.cn/goutongjiaoliu/113456/113469/2813723/index.html>

<sup>42</sup> 中国人民银行公告（2016）第 3 号。2016 年 2 月 24 日。  
<http://www.pbc.gov.cn/tiaofasi/144941/144959/3021203/index.html>

<sup>43</sup> 《境外机构投资者投资银行间债券市场备案管理问答》。人民银行上海总部。2016 年 9 月 9 日。  
<http://shanghai.pbc.gov.cn/fzhshanghai/113595/3070360/index.html>



个小时)前资金到位。由于时区差异,许多境外机构投资者需要在结算日期前一天将资金汇入中国,因此产生额外的资金成本。

允许结算代理人向境外机构投资者提供盘中透支服务,避免跨境资金未能在结算截止时间前及时从人民币清算行划出,将为境外投资者提供极大便利。允许与结算代理人以外的第三方进行外汇交易,可带来更强的流动性和更好的定价。

### 交易执行效率

中国银行间债券市场中的所有交易,无论采取哪个交易渠道,都必须在中国外汇交易中心(“**外汇交易中心**”)上预订,并进行确认和记录。此外,虽然 QFII/RQFII 和结算代理模式参与者都可直接登陆外汇交易中心系统,但外汇交易中心的一些规定(如用中文输入交易对手联系人的信息)迫使境外机构投资者不得不将其确认程序外包给结算代理人。与其他市场相比,要求发送给结算代理人的交易信息比较特殊,且需手动输入。

境外机构投资者希望减少待填写的信息栏目来简化外汇交易中心的输入流程,并实现外汇交易中心确认流程的自动化(在线确认效率无疑更高)。境外机构投资者还希望外汇交易中心能够改进其海外版,按照《国际信息安全标准》提供直观且简单易用的英文版面。

2018 年 11 月 29 日,人民银行批准外汇交易中心与彭博建立平台连接,这意味着结算代理模式下对结算代理人交易细节输入的依赖将会减少,交易效率将得到提升。不过,我们也理解,任何交易仍然需要经过结算代理人确认之后,才能在外汇交易中心系统上执行。如果外汇交易中心能够提供“自动确认”功能,实现直接处理,无疑会提高交易效率。

同时,境外机构投资者还希望境内券商与全球交易确认连接,如以《金融信息交换协议》和环球银行金融电信协会系统等国际公认标准进行交易确认,以便他们可以更容易地与这些券商接触。

### 大宗交易

因为中国债券即将在 2019 年 4 月 1 日被纳入彭博巴克莱全球债券指数,且在指数再平衡日可能发生大量交易,结算代理模式下允许通过外汇交易中心或其他额外方式进行大宗交易也就变得十分重要。结算代理模式需要外汇交易中心编号才能匹配和结算一单交易的要求,使得大宗交易处理十分不便。对此,结算代理模式应当制定可行性更高的替代方案。

### 外汇对人民币比例

虽然结算代理模式下境外机构投资者可使用在岸人民币或离岸人民币投资,但他们必须保证汇出人民币与投资所用人民币为同一种人民币。结算代理模式要求累计汇出资金比例应与累计汇入资金的比例保持基本一致,上下波动不超过 10%,首笔汇出可不按上述比例,但汇出金额不得超过累计汇入金额的 110%。复杂的比例计算以及持续的监控为境外机构投资者及其服务提供商(如全球托管人、本地托管人和结算代理人)操作带来挑战。上下 10%的外汇对人民币比例使得投资流程,尤其是拥有大量基金和/或客户的投资管理公司的投资流程更加复杂。如果能够取消该限制,将有利于投资。





## 2.3 债券通

2017 年债券通“北向通”开通，距针对同一类型境外机构投资者的结算代理模式开通时间并不长。随着中国在 2018 年 11 月宣布新增彭博成为债券通的第二个交易平台以及中国债券将于 2019 年 4 月 1 日纳入彭博巴克莱全球债券指数，预计债券通在 2019 年将带来更多境外投资者。截至 2019 年 1 月底，在人民银行注册参与债券通的境外机构投资者已达 598 个<sup>44</sup>。

债券通的最大优势在于境外机构投资者可在境外通过国际电子平台（即 Tradeweb 或彭博）在中国银行间债券市场交易债券。在这些平台上，境外机构投资者可以从被认可的在岸做市商（截至 2018 年 12 月 31 日有 34 家获外汇交易中心认可）通过请求报价（RFQ）的流程获得出价和报价。债券通参与者还可使用自己现有的离岸托管人，不必在中国委托结算代理人。

与沪深港通和在中国股票市场上的交易不同，债券通结算周期可长至 T+2 日，这对一些境外机构投资者来说时间还是很紧迫。为使债券通更有吸引力，如将结算周期延长至 T+3 日或更长将会更好。

### 交易费用

目前外汇交易中心和债券通有限公司（“**债券通公司**”）向交易平台（即 Tradeweb 或彭博）收取的交易费和其他收费为按月计算，这些费用随后由平台转给境外机构投资者。这为境外机构投资者中的投资管理公司带来很大困扰，因为他们需要高效地将这些费用和收费分摊给其客户和/或基金。在世界其他债券市场中，相应的费用和收费通常计入债券价格，不会向投资管理公司单独收取。

因为投资管理公司将按月计算的费用拆分并分摊分配给其基金或客户操作起来十分困难且有挑战性，在短期内，如果这些收费和费用可以包含在每笔交易确认中并由托管行代表投资管理公司进行结算，将会有所帮助。

长期来说，境外机构投资者希望债券交易中的收费和费用能和世界其他市场一样计入债券价格。那样，交易商将负责处理这些费用。

### 外汇交易对手的选择

在债券通下，许多境外机构投资者，尤其是投资管理公司，依靠通过其全球托管人兑换外汇，用以投资和对冲。

债券通下，这些托管人会再委托一个分托管人（“**CMU 托管人**”），该托管人必须是香港金融管理局（“**香港金管局**”）下债务工具中央结算系统（“**CMU**”）成员。每个 CMU 托管人只能指定一家外汇结算行，结算行通常为该 CMU 成员或其的附属机构。无论是通过 QFII/RQFII、结算代理模式还是债券通投资，境外机构投资者在汇入和相应的汇出上都必须使用同一家外汇结算行，这限制了其对外汇对手方的选择。允许 CMU 成员指定多个外汇结算银行或在账户级别指定外汇结算银行将大大改善这种情况。

---

<sup>44</sup>资料来源：港交所



## 境内对冲

对于境外机构投资者而言，能够对冲利率和获准进入在岸债券期货和回购市场进行对冲都十分重要。境外机构投资者迫切希望债券通参与者和结算代理模式参与者一样，进行债券借贷、债券远期、利率互换和远期利率协议交易。同时，在债券通下向境外机构投资者开放中国债券回购和期货市场，也将增加该渠道对他们的吸引力并提高这些市场的流动性。

## 操作基础设施和规定的标准化

目前债券通只支持人工交易确认，发生错误和交易失败的几率也较大。同时，每家全球托管人必须建立自己的系统，便于将客户指令传递至相应市场和分托管人来处理交易并区分资金渠道。这样导致了交易效率低下，成本高昂。为交易指令和确认工作引入自动化解决方案将为市场带来极大便益。行业将十分乐意与有关部门（如人民银行和香港金管局）和存管机构（如CMU、中央结算公司和上清所）一道研究自动化解决方案。

据我们了解，港交所正计划利用区块链或者分布式账本技术提高沪深港通的交易后效率。许多境外机构投资者都同时投资股票和固定收益产品，如果能统一债券通和沪深港通的交易后流程，该些交易将更加便捷。

另一个挑战是用在岸人民币投资债券通的境外机构投资者如果出售以在岸人民币购得的债券，其收益必须用于再投资或者在合理时间内汇出。规定中的“合理时间”定义模糊，由外汇结算银行自行决定，所有不同外汇结算银行对其解释也就各有不同。境外机构投资者希望人民银行能够明确“合理时间”的定义，方便一贯地应用。同时也希望明确，若违反上述规定是否涉及任何处罚，如有，希望能明确处罚。

此外，外汇结算行和CMU托管人都有义务确保境外机构投资者的资金兑换和外汇风险对冲在结算和持有信息上是基于“真实合理”的需求。若CMU托管人指定的外汇结算行对该类交易的真实性和合理性存疑，则可向CMU托管人索要进一步的阐明和信息。由于不明白“真实合理”的含义，境外机构投资者无法明白什么是或不是被允许。因此，境外机构投资者希望人民银行阐明其对“真实合理”交易的定义。

废除以上这些规定将减少市场混乱，使中国债券市场与国际债券市场更加贴近。

## 跟踪离岸与在岸人民币

目前的政策规定，通过债券通购买债券时，须追踪离岸和在岸人民币的使用渠道。我们理解这一政策的初衷。但正如之前所说，由于缺乏统一的编码系统和/或市场惯例区分离岸和在岸人民币，投资管理人及其托管人不得不为监管两者的使用寻求解决方案，而这会耗费大量时间和成本，且效率低下。这种跟踪规定也增加了计算收益/亏损和利息收入的难度。境外机构投资者期待引入系统编码和/或市场规范来轻易地区分在岸和离岸人民币，从而降低市场参与者追踪使用渠道的难度。



## 报告失败交易

债券通和结算代理模式一样，都会出现交易失败问题。一旦交易失败，必须取消该交易，且如果有需要则须执行新的交易。境外投资者和境内对手方都必须在外汇交易中心和相关存管机构填写交易失败报告。报告需中文填写，而流程并不规范，还需依据CMU的交易确认情况。如果允许英文填写失败报告，并向CMU托管人（类似于结算代理模式下的结算代理人）报告失败原因，再由CMU托管人向外汇交易中心和相关存管机构报告失败交易，规范失败交易报告流程，将优化报告流程。在CMU层级集中存储失败原因，可提高报告效率。若债券通公司作为唯一实体负责所有失败交易的报告，则可将所需信息以数据/文档形式分享给中央结算公司、上清所和CMU，无需境外投资者（因其填写中文报告是一项挑战）和境内对手方提交失败交易报告。

## 大宗交易

2018年8月31日，债券通推出大宗债券交易分仓功能，允许投资管理人可在交易前将大宗交易分配给多个客户账户。借助交易前分仓功能，境外机构投资者可执行单笔大宗交易，且最多可向30个独立账户分配不同比例和数量的债券。如能取消单笔大宗交易的账户限额，将为管理大量基金和/或客户的大型投资管理人带来更多便利。同时，还有一些规定为大宗交易处理带来挑战，比如要求输入外汇交易中心编号作为匹配和结算交易的条件。我们建议债券通成立专门工作组，让其利益相关方（如外汇交易中心、中央结算公司、上清所、CMU、债券通公司、人民银行和香港金管局）和行业代表作为组员共同探索此类问题的解决方案。

## 2.4 债务相关问题

以下问题一般适用于境外机构投资者在中国的债务投资。

### 债券回购与债券期货的接入渠道

在进行投资决策时，境外机构投资者需要考量能否循环使用有限的资金。QFII、RQFII以及通过结算代理模式和债券通投资的境外机构投资者希望能够获准进入债券回购市场。目前，该市场只对境外央行、国际金融组织、主权财富基金和人民币清算行开放。债券回购能使境外机构投资者更有效地进行资本配置和投资。

另外，由于债券期货流动性庞大、投资成本普遍较低，境外机构投资者通常使用其作为有效期限管理工具。境内投资者已获准使用债券期货，因此我们希望境外机构投资者也能如此。

### 衍生品及衍生品文件

目前，QFII/RQFII 和采用结算代理模式的境外机构投资者可以参与基于对冲需求的外汇衍生品交易，但它们只能通过其托管人或结算代理人交易。境外机构投资者希望拥有更多选择，与其托管人或结算代理人之外的第三方，如券商，进行外汇衍生品交易，从而获得更好的流动性和价格。除对冲需求外，境外机构投资者还希望能够满足其他衍生品交易的投资或用途的目的，如更高效的投资组合管理和成本优化等需求。

虽然通过结算代理模式的境外机构投资者获准参与基于对冲需求的债券借贷、债券远期、利率互换和远期利率协议交易，他们仍然必须使用中国银行间市场交易商协会（NAFMII）文件进





行非外汇衍生品交易，并且通过上清所进行集中清算。大多数境外机构投资者更倾向于使用全球公认的国际掉期与衍生工具协会（ISDA）的文件进行衍生品交易，因为他们使用该文件可与对手方轧差。这一作用十分重要，因为许多境外衍生品对手方都受到资本储蓄金要求。允许境外机构投资者使用 ISDA 文件会更加促进中国衍生品市场的外资参与度。

### 待阐明的税务问题

一直以来，境外机构投资者通过结算代理模式和债券通的投资活动并不踊跃的一个主要原因是境外机构投资者债券收益的税收待遇并不明确。2018 年 8 月 30 日，国务院最终宣布，对境外机构投资者投资境内债券的利息收入免征三年的企业所得税和增值税。之后，中国财政部（“财政部”）和税务总局于 2018 年 11 月 7 日发布通知（“联合税务通知”），宣布上述的三年免征期自该日开始<sup>45</sup>。

但境外机构投资者仍期待具体的实施细节，因为许多领域还需澄清。

### 免税的追溯

联合税务通知规定，自 2018 年 11 月 7 日起的三年间，对境外机构投资者境内债券市场取得的债券利息收入暂免征收企业所得税和增值税。但在此日期之前的相应税收问题对境外投资者来说仍不清楚。由于缺乏有效的征收企业所得税和增值税的预扣机制，预扣该日期前的税十分困难或不可能。境外机构投资者，尤其是各基金和基金管理人，一直挣扎是否在基金的资产负债表上拨备这些税项。任何拨备都会对基金投资债券的预期回报产生直接影响。并且，向任何基金份额持有人追收这些税款都是不现实或不可能的。

因为境外基金和基金管理人亟需确定性，它们很希望财政部和税务总局能够明确，2018 年 11 月 7 日前的债券利息收入预扣税和增值税是否还会征收，最好是确认无论这些税是否已经预扣或拨备，都不会改变或试图改变境外基金和基金管理人之前处理的税务的方式。这将使整个基金行业获益。如果对 2018 年 11 月 7 日前产生的债券利息征收预扣税和增值税没有明确性和确定性，境外机构投资者在把利润汇回本国的清缴税项过程中将面临问题和不应有的拖延。同时境外机构投资者也担心，若财政部和税务总局不给出明确的指导意见，不同地方税务部门会采取不同的立场和作法，从而导致不一致或给境外机构投资者造成不理想的后果。

### 永久免税

另外，由于免税期限只有三年，境外机构投资者希望能在三年期限结束前得到足够提前的通知，至少在期限结束六个月前为佳。鉴于美国、日本和澳大利亚等大多数国家对境外投资者投资政府债券和部分公司债券所获得的利息收益都免征预扣税，境外机构投资者希望投资中国的债券也能永久免税。据我们所知，中国是唯一一个对非政府债券利息收益和其它金融产品征收增值税的国家。若能永久取消对债券利息收益的增值税，中国一定能吸引更多境外机构投资者投资其债券市场。重要的是，如果三年后要重新征收企业所得税和增值税，那么必须要有具体的预扣机制来支持税务合规和缴税流程，并且还需给境外投资者合理的通知，使他们有充分的时间来实施恰当的程序和流程。

<sup>45</sup> 《关于境外机构投资者投资境内债券市场企业所得税、增值税政策的通知》。财政部和税务总局。2018 年 11 月 7 日。 [http://szs.mof.gov.cn/zhengwuxinxi/zhengcefabu/201811/t20181122\\_3073546.html](http://szs.mof.gov.cn/zhengwuxinxi/zhengcefabu/201811/t20181122_3073546.html)



## 免税范围

上述联合税务通知笼统地提出了对境外机构投资者免收预扣税和增值税。我们认为，该免税政策适用于所有境外机构投资者，无论其过去或将来以哪个渠道购买中国境内债券。我们希望财政部或国家税务总局能以书面形式对此予以确认。

此外，我们希望能阐明免税范围不只限于“债券”，而是指所有“债务工具”。中国银行间债券市场存在各种可交易的工具，除了债券（如国债、地方政府债券、央行债券、金融和公司债券），还有资产担保证券和存款证等。境外机构投资者还可通过结算代理模式投资或交易其它衍生品，如债券借贷、债券远期、远期利率协议和利率互换。我们希望税务总局能够阐明这些工具中哪些的税收会被豁免。

对于境外投资者来说，明确投资所涉的税务待遇是重要考虑因素，制定这些方面的实施细则十分有利于进一步推动中国债券市场发展。

## 交易时间

中国银行间债券市场的交易时间为中国标准时间上午9:00-12:00和下午1:30-4:30，这给欧美的境外机构投资者交易带来困难。延长交易时间，或至少鼓励做市商在该时段以外提供流动性，会促使更多境外投资进入中国银行间债券市场。此外我们注意到，结算代理模式的结算截止时间是下午5:00，而债券通是中午12:00。统一结算代理模式和债券通下的交易时间、结算截止时间以及最小交易规模，将能帮助优化境外机构投资者的操作流程，减少混淆，并确保两个渠道的一致性。

## 循环结算

为了避免在交易失败情况下取消交易并在下一个工作日重新定价交易的需要，可以在交易对手同意的情况下，在中国债券市场引入滚动结算。滚动结算意味着如果交易未能在结算时成功，如果交易对手同意，则可以选择将结算日期延至下一个工作日，从而不需要对交易进行重新定价。

## 竞价

中国债券的竞价日期和上市日期之间没有正式记录，中国新债券的发行或竞价发行流程可以简化。例如，在竞价日期或上市日期应进行正式交易记录，以反映投资者的实际市场风险敞口，并在基金方面，以便向市场准确报告基金资产净值并满足监管报告需求（例如欧盟基金需遵循欧盟金融工具市场法规）。

## 新发行与已发行政府债券的流动性差别

中国政府债券一旦从新发行的债券变为非最新发行的债券，其流动性就会显著减弱，从而使得被动式基金很难完全复制债券指数。从非最新发行的债券转换到新发行的债券也需要巨大的成本。为了改善中国债券的流动性，我们建议在短期内减少新债券的发行数量，允许更多的现有债券重新发债，引入回购机制和交换机制，允许买断式回购而不仅仅是质押回购，并长远来说，允许更拥有不同投资策略和视野的多元化的投资者进入中国的债券市场。



## **E. 在中国境内运作**

境外投资管理公司若想在中国境内运作，可依据自身的业务策略作出不同选择。

### **代表处和咨询外商独资企业**

多年来，境外投资管理公司通过以设立代表处或成立独资咨询或顾问公司的方式进入中国，为境外附属机构提供不受监管的联络、一般咨询和顾问服务（包括 A 股市场研究）。

### **合资基金管理公司**

自 2002 年以来，境外投资管理公司可以在从事共同基金管理业务的合资基金管理公司中拥有其少数股权。2008 年，基金管理公司还被允许从事独立账户资产管理业务，从而使他们能够管理一个或多个机构投资者的独立账户委托或向它们出售私募基金。

如前文所述，2018 年宣布了境外投资者现在可以拥有基金管理公司 51% 的股份并在 2021 年拥有其股份的 100%。能够在中国发行零售基金是许多境外投资管理公司的最终目标。

### **私募基金管理公司**

私募基金是向有限数量的投资者（即不超过 200 个，通常是合格投资者：包括高净值个人，企业和其他金融产品）销售的基金。私募基金管理人有四类：（1）私募股权、创业投资基金管理人；（2）私募证券投资基金管理人；（3）其他私募另类投资基金管理人（例如 QDLP 管理人）；（4）私募资产配置类管理人。本报告将主要关注上述（2）和（3）中的私募基金管理人。

私募证券投资基金在 2013 年实施《中国证券投资基金法》后获得认可，并被允许投资于上市证券、在中国银行间债券市场交易的债券以及金融衍生工具。从 2014 年开始，所有希望从事私募证券投资的投资管理人必须先向基金业协会注册，然后才能发行私募证券投资基金或为此类基金提供投资管理或咨询服务。对于后者，一家私募基金管理公司必须满足特定条件才能成为指定机构投资者或某些资产管理产品的投资顾问，例如由证监会监管的私人资产管理计划，向基金业协会备案的私募基金或由银保监会监管的理财产品。

自 2016 年 6 月 30 日起，PFM WFOE 获准在基金业协会注册<sup>46</sup>。私募基金管理公司必须在注册后的六个月内发行其第一只基金，其必须至少拥有 100 万人民币的资产管理规模。境外投资者已经成立了大量的投资管理外商独资企业，主要集中在上海，但也有的分布在北京和深圳。不过，许多尚未在基金业协会注册为 PFM WFOE，因为 PFM WFOE 必须在注册后六个月内发行其第一个基金。截至 2019 年 1 月，已有 16 家 PFM WFOE 在基金业协会注册。

截至 2018 年 12 月，这些 PFM WFOE 中有 14 家发行了一共 25 只私募基金，其中包括 8 只是股票基金，5 只固定收益基金，11 只混合基金和 1 只期货及其他衍生品基金<sup>47</sup>。

<sup>46</sup> 《私募基金登记备案相关问题解答（十）》. 基金业协会. 2016 年 6 月 30 日.

<http://www.amac.org.cn/xhdt/zxdt/390744.shtml>

<sup>47</sup> 来源: 基金业协会. <http://gs.amac.org.cn/amac-infodisc/res/pof/manager/index.html>





## QDLP / QDIE 管理人

想要从中国投资者那里募集资金用于其国际战略的境外投资管理公司可以在上海、深圳或中国其他拥有类似 QDLP 计划的城市设立 QDLP 或 QDIE。由于 QDLP 和 QDIE 计划由地方政府发起，它们受地方法规管辖，尽管外管局为 QDLP 和 QDIE 产品授予额度。许多想要管理这些产品的境外投资管理公司对 QDLP 和 QDIE 的审批及额度分配缺乏透明度感到失望。这些产品额度的授予现在已经非常少见，且在近年来只分配给了少数的投资管理公司。目前也没有确定额度未来放松的时间表。

以下表格显示了在中国的外资投资管理机构的类型及其被允许的活动。

**表 4： 中国境内的外资投资管理公司比较表**

|       | 基金管理公司                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                         | 私募基金管理公司                                                                                                                                                                                                                                                                                                    | QDII                                                                                               | QDLP/QDIE                                                                                                                                                                                                            |
|-------|------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|----------------------------------------------------------------------------------------------------|----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 合格投资者 | <ul style="list-style-type: none"> <li>零售基金</li> <li>私募资产管理产品（股票、固定收益、混合、商品和金融衍生品资产管理产品的最低认购金额不同）可售于               <ul style="list-style-type: none"> <li>具有 2 年以上投资经历的合格个人投资者，且满足以下条件之一：                   <ul style="list-style-type: none"> <li>家庭金融净资产不低于 300 万元人民币，</li> <li>家庭金融资产不低于 500 万元人民币，或</li> <li>近 3 年个人年均收入不低于 40 万元人民币。</li> </ul> </li> <li>最近 1 年末净资产不低于 1,000 万元人民币的合格机构投资者</li> <li>证监会认可的其他合格投资者</li> </ul> </li> </ul> | <ul style="list-style-type: none"> <li>投资于单只私募基金的金额不低于 100 万元人民币且满足以下条件之一的合格个人投资者               <ul style="list-style-type: none"> <li>拥有金融资产不低于 300 万元人民币，或</li> <li>最近三年个人年均收入不低于 50 万元人民币</li> </ul> </li> <li>投资于单只私募基金的金额不低于 100 万元人民币且净资产不低于 1,000 万元人民币的合格机构投资者</li> <li>金融监管机构认可的其他合格投资者</li> </ul> | <ul style="list-style-type: none"> <li>不同的零售投资者或合格投资者取决于 QDII 的类型（即银行，基金管理公司，证券公司或信托公司）</li> </ul> | <ul style="list-style-type: none"> <li>适用于私募基金管理公司的合格投资者，但投资于               <ul style="list-style-type: none"> <li>有限合伙形式的 QDLP 基金：最低认购金额为人民币 500 万元人民币</li> <li>QDIE 基金：最低认购金额为人民币 200 万元人民币</li> </ul> </li> </ul> |
| 监管批准  | <ul style="list-style-type: none"> <li>证监会许可</li> </ul>                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                        | <ul style="list-style-type: none"> <li>基金业协会备案</li> </ul>                                                                                                                                                                                                                                                   | <ul style="list-style-type: none"> <li>证监会/银保监会许可</li> <li>外管局额度</li> </ul>                        | <ul style="list-style-type: none"> <li>上海或深圳政府许可</li> <li>外管局额度</li> <li>基金业协会备案</li> </ul>                                                                                                                          |



|       | 基金管理公司                                                                                                                                                               | 私募基金管理公司                                                                                                                                                                                                   | QDII                                                                       | QDLP/QDIE                                                                     |
|-------|----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|----------------------------------------------------------------------------|-------------------------------------------------------------------------------|
| 允许的投资 | <ul style="list-style-type: none"> <li>• 证券交易所上市、交易的股票和债券</li> <li>• 银行间债券市场交易的债券</li> <li>• 证监会规定的金融衍生品（如股指期货）</li> <li>• 零售基金</li> <li>• 其他证监会允许的证券和衍生品</li> </ul> | <ul style="list-style-type: none"> <li>• 证券交易所上市、交易的股票和债券</li> <li>• 银行间债券市场交易的债券（如私募基金管理公司的资产管理规模达到或超过 20 亿元人民币）</li> <li>• 期货</li> <li>• 期权</li> <li>• 零售基金和其他资产管理产品</li> <li>• 投资合同约定的其他投资标的</li> </ul> | <ul style="list-style-type: none"> <li>• 主要在海外二级市场交易的股权、债券和零售基金</li> </ul> | <ul style="list-style-type: none"> <li>• 不同类型的海外投资，包括私募股权、房地产和对冲基金</li> </ul> |

来源: 通力律师事务所

## 竞争

最近对银行理财子公司的规则变化意味着银行理财子公司将承接其银行母公司的所有或大部分现有理财业务，并成为新的一类投资管理人<sup>48</sup>。这些银行理财子公司将成为基金管理公司和私募基金管理公司的主要竞争对手，因为它们既可以发行私募也可以发行零售理财产品。银行理财子公司如何制定其业务策略以及其与其他投资管理公司（如基金管理公司和私募基金管理人）如何与其竞争或合作将很值得关注。

本报告的其余部分将专注于外资拥有的基金管理公司和私募基金管理公司，而 QDLP 和 QDIE 将在本报告的下一部分中讨论。

## 1. 基金管理公司

2001 年中国进入世贸组织，境外投资者首次获准开展境内共同基金业务，但他们在基金管理公司的所有权比例当时限于 33%，2005 年增至 49%。截至 2018 年底，共有 44 家全球投资管理公司在中国拥有合资基金管理公司的股权<sup>49</sup>。2013 年，根据《关于建立更紧密经贸关系的安排》补充协议十<sup>50</sup>，香港和澳门的投资管理公司首次获准在国内设立控股的合资基金管理公司。2016 年 7 月 1 日，恒生前海基金管理公司成为第一家“外资”（即香港）控股（70%）合资基金管理公司。

<sup>48</sup> 《商业银行理财业务监督管理办法》. 银保监会. 2018 年 9 月 26 日.  
<http://www.cbrc.gov.cn/chinese/newShouDoc/8F256782CDD74BABB776B1B33F1B6BC0.html>

《商业银行理财子公司管理办法》. 银保监会. 2018 年 12 月 2 日.  
<http://www.cbrc.gov.cn/chinese/newShouDoc/EC5C3807543C4B0EA9DF5A8267B59433.html>

<sup>49</sup> 来源: 证监会 [http://www.csrc.gov.cn/pub/zjhpublic/G00306205/201509/t20150924\\_284315.htm](http://www.csrc.gov.cn/pub/zjhpublic/G00306205/201509/t20150924_284315.htm)

<sup>50</sup> 2013 年 8 月 29 日签署的《关于建立更紧密经贸关系的安排》补充协议十。  
[https://www.tid.gov.hk/sc\\_chi/cepa/legaltext/cepa11.html](https://www.tid.gov.hk/sc_chi/cepa/legaltext/cepa11.html)



2016 年 6 月，中国在第八轮中美战略与经济对话中同意逐步放宽特定金融机构的外资所有权比例限制。随后，国务院于 2017 年 11 月 10 日宣布，基金管理公司的外资所有权比例上限增至 51%，并将在三年内达到 100%<sup>51</sup>。2018 年 4 月 28 日，证监会确认，将外资所有权比例上限提高至 51%并不会给现有的基金管理公司监管规则带来任何变化，但是境外投资者若要变更已存在的合资基金管理公司的实际控制人，或是新设立一个外资占多数所有权的基金管理公司，仍然需要向证监会申请<sup>52</sup>。

### 外资控股的清晰路线图

据媒体报道，一些境外投资者正在与他们的境内合伙人商讨将其所有权增至 51%，还有另外一些正在设立或考虑另设其占多数所有权的合资基金管理公司。增加在此类合资公司的外资持股比例，需要获得证监会批准。但获批步骤以及证监会批准的要求和条件尚不明确。因此，境外机构投资者希望证监会能提供明确的路线图，说明如何从拥有合资基金管理公司少数持股权益过渡到拥有 51%的所有权，再过渡到拥有 100%的所有权。

## 2. 私募基金管理

自2016年6月起，境外投资者获准注册PFM WFOE，这引起了境外投资者的极大兴趣。如要注册一家PFM WFOE，其境外股东或控制人必须满足以下资格要求：（1）它必须是注册地的金融监管部门批准的金融机构；（2）其注册地的证券监管机构必须和证监会或其它证监会认可的机构就证券监管合作签署备忘录；和（3）其近三年没有受到监管或司法部门重大惩罚。

### 种子资金

在PFM WFOE成立之后，其必须在与基金协会注册的六个月内发行其第一只产品（即私募证券投资基金）。尽管规定中基金投资者的数量没有法定最低限制，但基金协会告知一些PFM WFOE，私募“集合”产品（与单一客户的委托相比）在基金发行时必须要有至少两名投资者。另外，每个投资者最低认购额为100万元人民币。

基金管理人在全球内通常的做法是为它们的基金提供首笔投资，以便为其投资策略建立业绩记录，并其在准备扩大基金投资规模时给第三方投资者信心。但是在中国，因为PFM WFOE不被允许使用其注册资本投资其基金<sup>53</sup>，它们为其基金提供初始投资是尤其困难的。它们只可以用它们的利润或其他合法收入投资于其基金。作为初创公司，PFM WFOE在短期内不太可能有任何利润或收入。当然，如果PFM WFOE的境内附属机构也可以投资私募基金若它们被允许的话，但是，许多PFM WFOE并没有境内的附属机构。而且，如果在PFM WFOE的基金发行时需要至少两名投资者，它们将无法仅仅依靠种子资金，可能会给一些PFM WFOE制造挑战。

<sup>51</sup> 国务院公告。2017 年 11 月 10 日。

[http://appbriefing.scio.gov.cn/data/gxbimg/gxbwap/2017/11/10/cms\\_2433509307089920.html](http://appbriefing.scio.gov.cn/data/gxbimg/gxbwap/2017/11/10/cms_2433509307089920.html)

<sup>52</sup> 《中国证监会发言人关于外商投资证券公司管理办法的问答》。2018 年 4 月 28 日。

[http://www.csrc.gov.cn/pub/newsite/zjhxwfb/xwdd/201804/t20180428\\_337508.html](http://www.csrc.gov.cn/pub/newsite/zjhxwfb/xwdd/201804/t20180428_337508.html)

<sup>53</sup> 《国家外汇管理局关于改革和规范资本项目结汇管理政策的通知》。外管局。2016 年 6 月 15 日。

<http://www.safe.gov.cn/safe/2016/0615/6836.html>





目前，QFII/RQFII被允许投资公募证券投资基金以及基金管理公司的独立账户委托。证监会最近提议允许QFII/RQFII投资私募证券投资基金。业界正在等待确认修订后的QFII/RQFII投资范围是否足够广泛并能与私募证券投资基金的投资范围相协调。如果确实如此，那么这一动态将受到境外机构投资者的热烈欢迎和赞赏，因为它将为PFM WFOE的私募基金提供现成的种子资金来源。允许QFII/RQFII成为PFM WFOE的基金的初始投资者将使PFM WFOE推出更多基金，建立业绩记录以增强中国投资者对这些基金的信心。

### **扩大私募基金的投资者基础**

私募产品的其他合格投资者包括银行理财子公司的私募理财产品，基金管理公司及其子公司的自有资本和独立账户委托产品，获得自营证券交易业务许可的证券公司的自有资本，证券公司或其资产管理子公司发行的私募资产管理计划和目标客户资产管理计划，保险资产管理公司（但不包括保险公司本身）发行的目标客户资产管理计划，信托公司的自有资本和信托产品（集体或单一投资者），期货公司或其资产管理子公司的自有资本和私募资产管理产品，慈善基金，以及在基金业协会注册的其他私募基金管理公司的自有资本和私募基金<sup>54</sup>。

我们了解中国允许境内保险公司投资私募股权基金，而不能投资私募证券投资基金。PFM WFOE希望中国能允许境内保险公司投资私募证券投资基金，这样保险公司就可成为它们基金的又一大资金来源。同理，若能将全国社会保障基金、养老基金和企业年金都拓展为私募证券投资基金的投资者，也会给PFM WFOE的持续发展带来帮助。

### **募集资金和销售挑战**

由于PFM WFOE刚刚进入中国市场，他们重度依靠商业银行、证券公司和基金管理公司的投资或协助其筹集资金。

#### **银行资产管理产品**

目前，中国的商业银行不被允许直接或间接地将其自有资本投资于股票，因此也不能投资私募证券投资基金。它们只能通过其理财产品投资于金融机构的私募证券投资基金。但是，自《指导意见》发布以后，商业银行须设立银行理财子公司开展财富管理业务。

因为私募基金管理公司不被视为“金融机构”，银行在过去投资或为其产品募集资金的方式是分销或投资由一个金融机构（如信托公司、证券公司或基金管理公司子公司）发行的投资与私募基金管理公司产品或为其提供投资咨询的资产管理产品（“包装产品”）。

根据银保监会于2018年发布的商业银行及其子公司财富管理业务监督管理办法，商业银行及其理财子公司均可发行和管理零售和私募的理财产品<sup>55</sup>。但是，所有银行理财产品都不再被允许投资私募资金，而只有银行理财子公司的私募理财产品（非零售理财产品）才可以投资私募基

<sup>54</sup> 《外资私募证券投资基金管理机构的资金募集渠道》. 通力律师事务所. 2017 年 9 月.  
[http://www.linksllaw.com/uploadfile/publication/57\\_1515137810.pdf](http://www.linksllaw.com/uploadfile/publication/57_1515137810.pdf)

<sup>55</sup> 《商业银行理财业务监督管理办法》. 银保监会. 2018 年 9 月 26 日.  
<http://www.cbrc.gov.cn/chinese/newShouDoc/8F256782CDD74BA8B776B1B33F1B6BC0.html>  
《商业银行理财子公司管理办法》. 银保监会. 2018 年 12 月 2 日.  
<http://www.cbrc.gov.cn/chinese/newShouDoc/EC5C3807543C480EA9DF5A8267B59433.html>



金，前提是这些基金的管理公司（1）至少在基金协会注册为私募证券投资基金管理人一年，（2）以前没有严重违反法律法规的记录，（3）是基金协会的会员。

由于许多银行刚刚开始设立其理财子公司，目前PFM WFOE只能依靠证券和期货运营机构以及第三方分销平台（例如天天证券网，好买财富和诺亚财富投资理财平台）来为它们的私募基金募集资金。

现已有超过20家商业银行宣布将成立银行理财子公司，其中中国银行、中国农业银行、中国建设银行、中国工商银行和交通银行已经获得银保监会的批准。作为新的一类金融机构，这些银行理财子公司可以发行公募和私募理财产品，而其私募理财产品可以作为PFM WFOE基金的资金来源。但它们也构成了对PFM WFOE的竞争。

### *证券和期货运营机构的私募资产管理产品*

证监会于2018年10月22日颁布的关于证券和期货运营机构私募资产管理业务的实施办法<sup>56</sup>确认所有证券和期货运营机构的私募资产管理产品均可投资由PFM WFOE管理的私募基金，如果它们是关联公司的话，它们的利益冲突须要被处理好。

这些实施办法规定，除非有特殊要求，（1）证券和期货运营机构发行的集合资产管理产品（即投资者数量超过两个的资产管理产品）对同类资产的投资不得超过其资产净值的25%；和（2）同一证券和期货运营机构管理的所有集合资产管理产品对同类资产的投资不能超过该资产净值的25%（简称为“双25%”要求）。

该双25%要求实际上意味着一个证券和期货运营机构发行的包装产品要投资至少四只没有关联的私募基金，换句话说，一只私募基金需有至少四个没有关联的投资者，这让私募管理公司的私募基金包装产品的设计和运作都变得极其复杂，难以实施。最终，这将导致私募基金融资面临比过去更大的困难。

虽然我们理解《指导意见》的目的是为了防止出现多层嵌套的产品投资，但它也确实遏制了PFM WFOE与QDLP管理人向资产管理产品，尤其是基金中的基金产品，募集资金的能力。同时，它也限制了为资产管理产品客户实行多元资产投资策略，因为多元资产策略的落实需要利用底层的私募股权和固定收益基金为构建基础。

境外机构投资者希望中国监管部门能重新考虑包装产品的投资集中度，因为它们在境外十分普遍。双25%要求会严重阻碍PFM WFOE为其基金向证券和期货运营机构募集资金，并阻碍它们为中国市场带来更多境内投资者需求的投资策略。我们建议，若二层以上的投资是出于合法的原因或投资策略（例如资产配置、主联结构），则可以取消双25%要求并放宽多层投资限制。否则，对于那些新成立且少有在岸客户的PFM WFOE和QDLP管理人来说，这些要求将使它们很难为其基金向证券和期货运营机构募集资金，从而可能打消一些境外投资者在中国设立业务点的意愿。

---

<sup>56</sup> 《证券期货经营机构私募资产管理业务管理办法》。证监会 2018 年 10 月 22 日。  
<http://www.csrc.gov.cn/pub/zjhpublic/zjh/201810/P020181022804792210933.pdf>  
《证券期货经营机构私募资产管理业务管理办法》。证监会 2018 年 10 月 22 日。  
<http://www.csrc.gov.cn/pub/zjhpublic/zjh/201810/P020181022809298932631.pdf>



## 投资咨询服务

PFM WFOE被允许向银行理财子公司的私募理财产品<sup>57</sup>、证券和期货运营机构的私募资产管理产品和其他私募基金管理公司的私募基金提供投资咨询服务<sup>58</sup>。但其应具备以下三个条件：

（1）在基金协会登记为私募证券投资基金管理人满一年；（2）拥有至少三名投资管理人员，且各人员应具备三年以上连续可追溯证券、期货投资管理业绩且无不良从业记录；和（3）必须是基金协会会员。这就是所谓的“1+3+3”要求<sup>59</sup>。

因为PFM WFOE的一些投资人员拥有海外的投资管理业绩，PFM WFOE希望该些海外经验能够被接受。我们理解，基金协会在2018年向现有的PFM WFOE表示，海外业绩会被认可。我们期待看到这一政策。另外，若投资管理人员能不仅包括投资组合的管理人，还包括在投资决策过程中发挥重要作用的分析师（股票、固定收益和/或信贷），也会有所帮助。如果投资管理人员仅是指具有当地经验的投资组合管理人，PFM WFOE可能不得不从外部招聘，这将新增成本和需要时间来培训新员工适应该PFM WFOE的文化和投资风格，是不理想的。

境外机构投资者也欢迎证监会最近在新QFII/RQFII管理办法中提出的建议，即允许QFII/RQFII委托其关联PFM WFOE向其提供投资咨询服务。因为这不仅为其关联PFM WFOE提供额外收入来源，也让QFII/RQFII能够利用PFM WFOE的境内投资人员。另外，如果PFM WFOE满足“1+3+3”要求，我们希望它们也能获准向养老基金、保险公司以及境内资产管理人等其他境内机构投资者提供投资咨询服务。该服务资格可带来非常需要的额外收入，而该收入的增加也意味着在中国赚取更多的利润和缴纳更多的税款）。

## 投资门槛和范围

虽然PFM WFOE可以投资于在银行间债券市场上交易的债券，但在该市场开立账户，PFM WFOE的资产管理规模应处于行业前列，即达到或超过20亿元人民币。由于大多数PFM WFOE都是初创企业，因此他们不太可能累积所需的资产管理规模。PFM WFOE希望将其通过QFII、RQFII、沪深港通、结算代理模式或债券通投资于中国证券市场的关联公司管理的资产包括在该计算范围内。我们了解基金协会于2018年12月已关于该要求向现有的PFM WFOE发送通知，说明PFM WFOE可以合并计算其境外母公司或关联方以QFII、RQFII、结算代理模式、债券通、沪深港通等渠道进行的股票和债券投资的资产管理规模。我们希望基金协会公开发布该通知，以及适用于PFM WFOE的任何通知。这样，打算设立PFM WFOE的外国投资管理公司能够更清楚地了解其投资范围或允许的活动。

境外投资者对PFM WFOE的投资范围限制也有忧虑，因其不被允许投资于有海外资产（例如通过沪深港通南向通投资香港股票）的境内基金，而境内的私募基金管理公司则不受同样限制。

<sup>57</sup> 《商业银行理财子公司管理办法》. 银保监会. 2018 年 12 月 2 日.  
<http://www.cbrc.gov.cn/chinese/newShouDoc/EC5C3807543C4B0EA9DF5A8267B59433.html>

<sup>58</sup> 《证券期货经营机构私募资产管理业务管理办法》. 证监会 2018 年 10 月 22 日.  
<http://www.csrc.gov.cn/pub/zjhpublic/zjh/201810/P020181022804792210933.pdf>  
《证券期货经营机构私募资产管理业务管理办法》. 证监会 2018 年 10 月 22 日.  
<http://www.csrc.gov.cn/pub/zjhpublic/zjh/201810/P020181022809298932631.pdf>

<sup>59</sup> 《证券期货经营机构私募资产管理业务运作管理暂行规定》. 证监会. 2016 年 7 月 14 日.  
[http://www.csrc.gov.cn/newsite/qhigb/qhgzcfg/201805/t20180509\\_337965.html](http://www.csrc.gov.cn/newsite/qhigb/qhgzcfg/201805/t20180509_337965.html)





国内投资管理公司凭借其在中国市场的悠久历史和经验以及更高的品牌知名度，已具备一定的天然优势。剥夺PFM WFOE投资于离岸资产不仅加剧了外资和中资私募基金管理公司之间的不公平竞争环境，而且还剥夺了中国投资者跟随在海外市场投资经验更多的外资投资管理人进行投资的机会。

此外，境外机构投资者，特别是境外投资管理公司，希望PFM WFOE在拥有税收安全（详见下文）的情况下，能够获得QDII资格（见下文F节），这将使他们能够为中国投资者提供各种国际战略。境外投资管理公司显然有能力在中国境内制定这些国际战略，允许PFM WFOE这样做能够帮助将国际投资知识转化为中国投资管理人才库。

考虑到私募证券投资基金管理人的投资者更加成熟，其基金投资范围应当扩大。我们建议允许私募证券投资基金投资其他资产，例如跨境ETF、QDII基金，以及其他基金管理公司可投资的资产和金融工具。

### **向境内机构投资者销售离岸产品**

境外机构投资者目前只能通过QDLP或QDIE机制销售离岸产品。在此限制取消之前，境外资产管理人只能以“飞进飞出”的方式继续从香港、伦敦和新加坡等地，向亚洲基础设施投资银行、中国投资有限责任公司、外管局和QDII等投资者推销其国际策略，在中国境外创造收入、利润和应付的税款。允许PFM WFOE的员工向国内机构投资者推广国际策略，特别是其集团的策略，可将更多的相关收益留在中国境内。这也便于中国的资产销售人才深入了解国际投资。允许PFM WFOE推广其离岸关联公司的战略，将对中国资产管理行业和境外投资管理公司都有益处。这也将允许PFM WFOE在推销国内产品和离岸战略之间更灵活地部署其销售团队。

### **收购境内私募证券投资基金管理人**

有兴趣收购境内私募证券投资基金管理人的境外机构投资者希望能看到相关收购指南，或者进一步明确收购流程，包括收购行为的可行性和监管及操作流程等（例如是否仅需变更境内私募证券投资基金管理人的股东即可完成收购，还是必须先设立一个新的PFM WFOE，再与境内私募证券投资基金管理人进行合并，或将境内管理人的资产转入其中来完成收购）。

### **转成基金管理公司**

境外投资者在中国开展基金管理业务时，可通过先设立外资所有权比例为51%的合资基金管理公司，在三年后将所有权提高至100%，或者通过先设立拥有100%所有权的私募基金管理公司，然后在三年后有望获准管理公募基金和/或将其转变为基金管理公司。

符合下列条件的私募证券投资基金管理公司可申请开展共同基金管理业务<sup>60</sup>：

- （1） 具有三年以上证券资产管理经验，最近三年管理的证券类产品业绩良好；
- （2） 公司治理完善，内部控制健全，风险管理有效；

<sup>60</sup> 《资产管理机构开展公募证券投资基金管理业务暂行规定》第5条和第8条。证监会 2018 年 2 月 18 日。  
[http://www.csrc.gov.cn/pub/newsite/flb/flfg/bmgf/jj/gszl/201310/t20131021\\_236629.html](http://www.csrc.gov.cn/pub/newsite/flb/flfg/bmgf/jj/gszl/201310/t20131021_236629.html)



- (3) 最近三年经营状况良好，财务稳健；
- (4) 诚信合规，最近三年无重大违法违规记录，没有因违法违规行为被监管部门调查过，也没有任何整改记录；
- (5) 为基金协会会员；
- (6) 实缴资本或者实际缴付出资不低于 1,000 万元人民币；
- (7) 最近三年证券资产管理规模年均不低于 20 亿元人民币；以及
- (8) 中国证监会规定的其他条件。

我们了解到目前已经有一家私募证券投资基金管理人获准管理公募基金，但有一家私募基金管理公司转变为基金管理公司的先例。倘若能并进一步明确证监会可能对 PFM WFOE 在三年后开展共同基金管理业务所要求的“其他条件”，以及说明允许私募基金管理公司管理共同基金或成为基金管理公司有什么不同之处，则将大大帮助境外投资者在上述两个选项中作出选择。了解允许管理公募基金的私募基金管理公司与可以发行公募基金的基金管理公司之间的区别将会很有帮助。

我们认为，如果允许私募基金管理公司管理公共基金，那么它基本上成为基金管理公司，应该被允许进行基金管理公司的所有活动。否则，那将给境外机构投资者造成进一步的疑惑，并且对已经存在的许多不同类型的投资管理公司造成不必要的复杂性。另外，在转变过程中仅仅通过扩展其牌照或许可条件，而不是要求私募基金管理公司的股东成立新的基金管理公司并将私募基金管理公司的资产和业务转移至该公司，将更为理想。

### 3. 在中国运营的一般性问题

以下是在中国经营的境外企业面临的一些一般性问题。

#### **同一公司具备多个许可**

值得注意的是，在大多数发达市场中，一个投资管理公司可以开展广泛的投资管理活动，如管理公募证券投资基金、私人证券投资基金、私募股权基金、基金中的基金、养老金产品和投资咨询。全球监管趋势是按产品和活动而非公司进行监管。

中国已经拥有一个高度分散的投资管理市场，有多种类型的资产管理公司，每种都有不同的允许活动。允许同一公司为不同的业务持有个别许可将促进更好的人力资源管理，提高成本效率和统一治理和合规标准。

简化投资管理公司的类型并统一它们可以在不同金融服务领域开展的活动，而不考虑它们是外资还是中资，将会有所帮助。



## **“一参一控”政策**

据我们了解，“一参一控”政策<sup>61</sup>指的是基金管理公司股东或间接股东只能最多控股一家基金管理公司并参股（即非控股或只持少数股权）另一家。境外投资管理公司希望证监会阐明这一政策是否同样适用于它们，因为据我们理解，证监会一般不允许境外投资者在两家或以上的基金管理公司中拥有股权。我们也理解，此政策仅适用于基金管理公司而不适用于其他类型的投资管理公司。而如果能够合理地解释设立多个公司的原因，则允许同一最终所有人控股多个私募基金管理公司或 QDLP。为了拥护境内外投资者公平竞争的原则，我们请求给予境外投资者和境内投资者一样的待遇，允许前者享受“一参一控”政策。

## **利用集团资源**

根据《中华人民共和国公司法》规定的一般公司治理原则，目前基金管理公司的股东不得干涉公司的独立运作。这似乎限制了境外投资管理公司分享其在投资决策、公司治理、合规标准和程序等领域的国际经验和最佳投资做法的能力。基金管理公司的境外股东希望能将其在全球交易、合规和风控方面的实践经验应用于公司，因此，若能明确说明他们在不干涉基金管理公司独立运作的前提下可以如何应用其经验，则将大有益处。

## **集团数据分享**

境外机构投资者还关注它们是否符合《中国网络安全法》对“关键信息基础设施运营商”的定义，若符合，则他们必须将重要数据和个人信息储存在境内，同时在将数据信息分享给其集团的境外公司时也会受到限制。允许境外机构投资者在中国的运营连接到其全球交易和运营平台是很重要的。这不仅提高了运营效率，而且对风险管理也至关重要。例如，中国公司股权的数据交换对于权益披露至关重要。

## **扩大税收优惠**

目前，私募证券投资基金管理人和 QDLP 管理人发行的境内产品投资政策性银行债券和金融债券的利息收入，均须缴纳 3% 的增值税。不过，公募证券投资基金享受上述增值税的豁免。由于私募证券投资基金和 QDLP/QDIE 基金和证券投资基金在多方面上都相似，我们请求给予前者同样的增值税豁免待遇。

## **境外投资基金和机构账户的税收安全**

在选择于中国境内设立投资组合管理人或委托境内投资组合管理人对境外基金和机构客户委托进行管理之前，境外投资管理公司需要明确其基金和客户的税收待遇。根据中国现行税法，委托境内投资组合管理人来管理或部分管理这些国际策略，可能会增加境外基金/客户的境内赋税，但若委托境外投资组合管理人来管理，这种情况就不会发生。这是因为，中国境内投资组合管理人可能被视为境外投资者的非独立境内代理人。

<sup>61</sup> 《证券投资基金管理公司管理办法》第 11 条。证监会 2012 年 11 月 7 日。  
[http://www.csrc.gov.cn/pub/shanghai/xxfw/gfxwj/201211/t20121107\\_216586.htm](http://www.csrc.gov.cn/pub/shanghai/xxfw/gfxwj/201211/t20121107_216586.htm)





全球许多如香港、美国、英国、日本、新加坡和澳大利亚的主要金融中心，均将自己定位为全球资产管理中心，希望吸引在其境内开展非常受欢迎的投资组合管理业务。这些主要的资产管理中心均已肯定或明确表示：委托当地投资组合管理人一般不会增加境外投资者在其管辖范围内的任何税负。得益于明确的税收待遇，投资管理公司决定或愿意在上述国家安置投资组合管理人、研究分析师、集中交易平台以及各种各样的技术支持和销售人員。

为了利用基金管理公司和私募证券投资基金管理公司的投资人員为海外基金和客户委托提供投资管理服务，财政部和税务总局最好能明确表示境外投资者不会因为委托中国境内投资组合管理人或交易者，或者在境内进行交易，而面临以下问题：

- 承担更繁重的中国需缴税务（包括管理费对应产生的增值税），或者
- 被划归为税务上的居民，或者在中国境内设立了机构或场所的非税务居民。

将境内管理人视为其管理的境外基金和机构客户的独立代理人十分必要，因为如果一直无法明确上述问题，境外投资管理人则可能放弃在中国境内开设业务，或者被迫改变业务模式，或导致其承担额外成本、无法充分利用境内资源，以及限制境内员工的工作机会。需要强调的是，上述诉求并不影响境外投资基金和机构客户继续按照非居民企业税率来缴纳来源于中国境内所得和资本收益的应付税收。



## F. 在中国境内募集资金用于海外投资

### 1. QDII

2006 年 4 月启动的 QDII 机制为境内机构投资者进入境外证券市场打开了大门。截至 2018 年底，共计 1,030 亿美元的额度被分配至 152 家获批的 QDII 投资者，包括银行、证券公司、基金管理公司、保险公司和信托公司<sup>62</sup>。在三年未发放任何额度后，外管局于 2018 年 4 月 11 日宣布将开始发放新的 QDII 额度，进一步强化 QDII 机制并研究怎样优化该机制。不过，自 2018 年 6 月起，还没有任何新增额度得到发放。

下表展示了不同类型的 QDII。

**表 5：QDII 类型**

| 监管机构 | QDII 类型              | 机构类型          | QDII 产品/资金                  |
|------|----------------------|---------------|-----------------------------|
| 银保监会 | 银行 QDII              | 商业银行          | 境外理财产品                      |
|      | 信托 QDII              | 信托公司          | 境外金融管理机构的单一信托产品和集合信托计划      |
| 银保监会 | 保险公司 QDII            | 保险机构、保险资产管理机构 | 保险基金、保险资产管理公司自有资金           |
| 证监会  | 基金 QDII<br>证券公司 QDII | 基金管理公司        | QDII 基金、QDII 委托             |
|      |                      | 证券公司          | QDII 集合投资计划、QDII 定向客户资产管理计划 |

QDII 机制是中国机构投资者和高净值个人投资者进入境外市场和分散资产池及风险的有效渠道。该机制还为 QDII 额度持有者提供了建设内部投资能力的绝佳平台。

境外投资管理人尤其希望主管部门能发放更多额度给 QDII，并能够出台一份关于新增 QDII 额度发放时间的日程表。中国在渴望资本流入的同时要明白，允许资本流出也同样重要，这样才能满足境内投资者通过合法渠道在境外分散投资的需求。

境外机构投资者希望能看到 QDII 额度的大幅增加，尤其是给保险公司的额度。目前，相关规定已经允许保险公司通过 QDII 投资境外市场，最高投资金额为其资产负债表内资产的 15%<sup>63</sup>。但保险类 QDII 的额度与其资产基础规模相比微不足道。例如，截至 2018 年 11 月，所有中国保险公司的总资产为 26 万亿美元<sup>64</sup>，但截至 2018 年 12 月，整个保险业的 QDII 额度仅为 340

<sup>62</sup>资料来源：外管局。<http://www.safe.gov.cn/guangdong/2019/0107/1294.html>

<sup>63</sup>《保险资金境外投资管理暂行办法》。人民银行、保监会和外管局。2007 年 7 月 26 日。  
<http://bxjg.circ.gov.cn/web/site0/tab5224/info50270.htm>

<sup>64</sup>资料来源：银保监会。<http://bxjg.circ.gov.cn/web/site0/tab5257/info4129066.htm>



亿美元<sup>65</sup>，约占保险资产总额的 0.1%。增加额度将大幅提高保险公司分配资产和风险的灵活性。这对人身险公司来说尤其重要，因为其需要将资产和长期负债（如 30 年）相匹配，而这在境内市场很难实现。此外，增加 QDII 额度还将帮助保险公司增加收益和分散本土偏好风险。

我们理解未被使用的 QDII 额度会被撤回。因为 QDII 额度的使用和投资者情绪以及全球市场环境高度相关，QDII 额度的持有人需要在持有期方面有更高的灵活度，不然很可能被迫将额度归还至外管局。

## 2. QDLP/QDIE

2012 年，上海推出了 QDLP 机制，允许境外基金管理人在中国境内设立全资子公司，作为 QDLP 基金的管理人，向境内合格投资者募集资金，再将募集资金投资海外证券。就如 QDII 一样 QDLP/QDIE 需要得到额度。此外，像私募证券投资基金管理人一样，QDLP 管理人还需要在基金业协会注册，还需在遵守 QDLP 相关规定的同时遵守私募证券投资基金管理人的一般规定。

2014 年 12 月，深圳在前海推出了类似的 QDIE 机制，允许境内外投资管理人设立 QDIE 基金，并募集国内资本用于投资境外。QDIE 机制与 QDLP 机制基本上相似。截至 2018 年底，已有 26 名 QDLP 管理人和 25 只 QDLP 基金在基金业协会完成注册<sup>66</sup>。

2019 年 1 月，人民银行会同七部委联合发布了《上海国际金融中心建设行动计划(2018-2020 年)》进一步发展 QDLP 机制<sup>67</sup>，而深圳也发布了进一步发展 QDIE 机制的办法<sup>68</sup>。境外投资管理人急切期待该计划的细节，并希望在 QDLP 和 QDIE 管理人的审批以及它们产品额度的分配上有更大的透明度。

### 外汇风险对冲

QDLP/QDIE 可在中国境内募集人民币资金，然后将所募资金兑换为外汇投资海外市场，再将外汇兑换回人民币并汇回境内。在这种操作模式下，它们必须承担一定的外汇风险，所以它们希望能在境内进行风险对冲。若能确认 QDLP/QDIE 管理人可以像 QFII 一样参与境内外汇对冲，将有所帮助。

### 募集货币

另外，如前文所述，QDLP 机制会进一步受益于与 QDII 机制在募集资金方面的协调统一。目前 QDLP 基金只能以人民币募集资金，而 QDII 则可以以其他货币募集资金。赋予 QDLP 基金以其他货币集资的灵活性将允许投资管理人为最终投资者提供在募资时投资者所要的货币。鉴于管

<sup>65</sup> 资料来源：外管局。<http://www.safe.gov.cn/guangdong/2019/0107/1294.html>

<sup>66</sup> 来源：基金业协会。<http://gs.amac.org.cn/amac-infodisc/res/pof/manager/index.html>

<sup>67</sup> 关于印发《上海国际金融中心建设行动计划（2018-2020 年）》的通知. 2019 年 1 月 23 日。  
<http://www.pbc.gov.cn/zhengwugongkai/127924/128038/128109/3758540/index.html>

<sup>68</sup> 深圳市人民政府关于印发促进创业投资行业发展若干措施的通知. 2018 年 12 月 24 日。  
[http://www.sz.gov.cn/zfgb/2019/gb1084/201901/t20190108\\_15265373.htm](http://www.sz.gov.cn/zfgb/2019/gb1084/201901/t20190108_15265373.htm)





理人需要在六个月内发行基金的挑战，以及预测市场环境的困难，这种灵活性将大大提高 QDLP 按时发行基金的能力，并为中国的外币储蓄池提供更多投资选择。

QDLP 基金通常被构建为母基金和子基金的结构，因为它们的目标是投资海外的主基金。目前尚不清楚这是否被《指导意见》视为多层嵌套。境外投资管理公司希望证监会能书面确认《指导意见》下的双层限制和证监会实施办法的投资集中度不适用于 QDLP 产品。

### 3. 内地与香港基金互认

基金互认机制在 2015 年 5 月启动，鉴于中国境内市场规模巨大，该机制推出时是三大亚洲基金护照计划中最被看好的一个。不过，截至 2018 年 12 月底，仅 17 只香港北上基金获批在中国销售，而获批在香港销售的中国南下基金则有 50 只。

下表为自基金互认启动以来，每年获批的北上和南下基金数量。

**表 6：基金互认机制下获批的基金数量（截至 2018 年 12 月）<sup>69</sup>**

|      | 北上     |               | 南下     |                  |
|------|--------|---------------|--------|------------------|
|      | 香港获批基金 | 资本外流总净值（截至年底） | 中国获批基金 | 资本内流总净值（截至年底）*** |
| 2015 | 3      | /             | 13     | /                |
| 2016 | 3*     | 77.7 亿元人民币    | 35     | 1 亿元人民币          |
| 2017 | 4**    | 124.6 亿元人民币   | 2      | 3.3 亿元人民币        |
| 2018 | 7      | 90.2 亿元人民币    | 0      | 4.3 亿元人民币        |
| 总计：  | 17     |               | 50     |                  |

\* 三只基金均于 2016 年 3 月前获批

\*\* 2017 年 5 月恢复批准北上基金

\*\*\* 数据来源：外管局网站

对于已经在香港成立了基金，或者特别利用基金互认在香港成立基金的境外基金公司而言，该机制的进展缓慢且令人失望。基金互认未能取得成功是多种原因造成的，但在境外投资者的眼里，中国在过去几年对资本外流的担忧是导致仅有少数北上基金获得证监会批准的一大原因。据报道，尽管一些北上基金符合要求，却仍需等待一年以上才能得到证监会批准。事实上，在 2017 年北上基金重新获批前，有长达 15 个月（即 2016 年 3 月至 2017 年 5 月）无任何北上基金获得批准。今年一月，我们很高兴看到又有两只北上基金获批。

截至 2018 年 12 月，获批的 17 只北上基金的总流入资金达 90.2 亿元人民币，相当于 50 只南下基金 4.3 亿元人民币总流入资金的 21 倍。近几年，由于现有获批的中国基金主要为焦点在

<sup>69</sup> 来源：证监会、香港证监会和外管局。<http://www.csrc.gov.cn/pub/zjhpublic/>  
<https://www.sfc.hk/productlistWeb/searchProduct/UTMF.do?lang=TC>  
<http://www.safe.gov.cn/safe/2018/0424/8884.html>  
<http://www.safe.gov.cn/safe/2018/0424/8885.html>



中国的基金，且中国市场的投资回报表现欠佳，香港投资者对中国共同基金的兴趣比较弱。相反，香港基金对中国投资者更有吸引力。因为该机制为中国投资者打开了通过香港进入国际股票和证券市场的大门，同时，相较于在中国境内市场投资，该机制能显著扩大投资回报的收益范围。

境外机构投资者明白基金互认的互惠本质，例如，一只基金必须在其注册地内筹集 50% 的资产，在投资目的地内筹集剩下的 50% 资产，但一个不可否认的事实是，中国的市场规模远大于香港市场，因此香港基金的资产管理规模再怎么增加，也永远无法达到与中国相提并论的地步。只有考虑了香港市场相对于内地市场的规模差距，并由此对上述要求进行相应修改，全球基金管理人在香港成立符合基金互认要求的基金才能有利可图。我们知道，许多考虑在香港设立机构的全球基金管理人，尤其是那些试图利用基金互认的管理人，纷纷决定持观望态度，直到北上基金参与者能取得更加确定的成功。

对基金管理者和投资者而言，基金的规模十分重要，因为规模越大越能降低成本并越容易管理基金风险。如果基金互认有意为内地和香港投资者提供分散投资和利用对方市场资产管理专业知识的同等机会，那么增加该机制下获批基金的多样性、允许委托境外实体进行投资管理，以及修改香港北上基金 50: 50 的资产管理规模要求将给投资者带来诸多益处，同时也能提高基金互认对基金管理人的吸引力。

在基金互认建立时，双方定了 3,000 亿元人民币的进出额度<sup>70</sup>。但迄今为止，该机制的发展情况显然和商定额度相距甚远。如果能将基金是否满足申请要求和规定条件作为是否获批的唯一标准，将给予有意在中国发行基金的境外基金管理人需要的确定性，并让投资者得以完成基金互认拟实现的分散投资，促进本地和国际基金管理人之间的市场竞争。

对于已经获批的北上基金，部分基金管理人同样期待证监会能接受并批准更多基金类别和级别的申请。目前为止，尚未出台产品开发的正式程序。基金行业的市场惯例是接纳不同基金级别的特点，包括不同的费用等级、货币以及销售频率。这能帮助投资者获得截然不同的投资回报，并能最终面向同样的基础资产池。满足不断变化的市场需求非常重要，因此对基金申请新的级别采取切实的态度十分关键。我们希望证监会能考虑上述需求，允许获批的互认基金申请新的股份类别。

#### 4. ETF 互联互通

2016 年 8 月，港交所首次宣布，继沪深港通和债券通成功实施后，有望开通连接香港和内地市场的 ETF 互联互通机制（“ETF 通”）。基金管理行业的许多从业者，特别是 ETF 发行人或产品供应商为之雀跃。就换手率而言，日本的 ETF 市场仅次于美国。然而，中国内地和香港的 ETF 市场的总换手率是亚洲最大的，比日本高出近 58%<sup>71</sup>。ETF 通很可能会刺激区域和国际投资者在香港和中国交易 ETF，而不仅仅是在美国或英国进行交易。

<sup>70</sup> 《内地与香港证券投资基金跨境发行销售资金管理操作指引》。中国人民银行和外汇局。2015 年 11 月 6 日。  
[http://www.gov.cn/xinwen/2015-11/06/content\\_2962192.htm](http://www.gov.cn/xinwen/2015-11/06/content_2962192.htm)

<sup>71</sup> 来源：世界证券交易所联合会。<http://www.world-exchanges.org/home/index.php/members>



遗憾的是，2018 年 12 月传闻 ETF 通在推进过程遇到了一些障碍，因此不可能在近期内继续推进。据报道，香港和内地可能正在讨论 ETF 存托凭证计划或 ETF 跨境上市，目前，境外的 ETF 已经在香港上市。目前需要考虑的领域包括：哪些 ETF 有资格参加此计划以及如何解决两个市场上 ETF 结算基础设施不同的问题。

对于在香港运营的境内外基金管理公司而言，ETF 通将让它们有机会扩大其在香港上市的 ETF 的资产管理规模。对于中国境内外的投资者而言 ETF 通都是一大机遇，可让他们以较低的成本而相对简单地投资境外的资本市场。

在中国境内，除了股票共同基金和投资国内证券的 ETF 之外，投资者几乎没有其他选择的余地。为了促进投资多元化，并尽量减少风险，国内机构投资者一直在开展或寻求全球投资，他们基本通过 QDII 计划进行境外投资，或直接投资于 QDLP 和 QDIE 产品。其中一些国内机构投资者（如中国主要的主权财富基金）是全球基金管理公司在境外发行的 ETF 的主要投资者，目前主要在美国（即纳斯达克、纽约证券交易所、巴兹全球市场）或英国（即伦敦证券交易所）上市。启动 ETF 通可为香港吸引更多的海外 ETF，从地理位置和时区两方面考虑，香港比较有利于内地机构和散户投资者作出投资决策。

鉴于 ETF 通可为内地投资者带来诸多优势，如果因运营挑战和系统不兼容而导致其失败将使投资者失去这个好机会。我们期待内地和香港监管机构、证券交易所和存托机构之间的持续合作，为此计划寻找有创意的解决方案。





## G.术语

| 术语                | 定义                                             |
|-------------------|------------------------------------------------|
| 2017 报告           | 亚洲证券业与金融市场协会于 2017 年 3 月发布的报告《中国资本市场：前路导航》     |
| AAMG              | 亚洲证券业与金融市场协会资产管理部                              |
| ASIFMA            | 亚洲证券业与金融市场协会                                   |
| CMU               | 中央结算系统                                         |
| ETF               | 交易所交易基金                                        |
| PFM               | 私募基金管理公司                                       |
| PFM WFOE          | 外商独资私募证券投资基金管理人                                |
| QDIE              | 合格境内投资企业                                       |
| QDII              | 合格境内机构投资者                                      |
| QDLP              | 合格境内有限合伙人                                      |
| QFII              | 合格境外机构投资者                                      |
| RQFII             | 人民币合格境外机构投资者                                   |
| T/T+1/T+2/T+3/T-1 | 交易日/交易日后的第 1 天/交易日后的第 2 天/交易日后的第 3 天/交易日的前 1 天 |
| WFOE              | 外商独资企业                                         |
| 财政部               | 中国财政部                                          |
| 港交所               | 香港交易所                                          |
| 沪深港通              | 股票市场交易互联互通机制                                   |
| 基金互认              | 内地与香港基金互认                                      |
| 基金协会              | 中国证券投资基金业协会                                    |
| 结算代理模式            | 直接投资中国银行间债券市场的渠道                               |
| 人民银行              | 中国人民银行                                         |
| 上清所               | 上海清算所                                          |
| 上交所               | 上海证券交易所                                        |
| 深交所               | 深圳证券交易所                                        |
| 税务总局              | 国家税务总局                                         |
| 香港金管局             | 香港金融管理局                                        |
| 新三板               | 全国中小企业股份转让系统有限公司                               |
| 外管局               | 国家外汇管理局                                        |
| 外汇交易中心            | 中国外汇交易中心                                       |
| 银保监会              | 中国银行保险监督管理委员会                                  |
| 资产产品              | 资产管理产品                                         |
| 债券通               | 内地与香港债券市场互联互通                                  |
| 债券通公司             | 债券通有限公司                                        |
| 证监会               | 中国证券监督管理委员会                                    |
| 中国/内地             | 中国大陆，不包括港澳台                                    |
| 中金所               | 中国金融期货交易所                                      |
| 中央结算公司            | 中央国债登记结算有限责任公司                                 |



香港  
金钟道 89 号  
力宝中心  
第二座 3603 室  
电话: +852 2531 6500

**WWW.ASIFMA.ORG**



**asifma**   
*Growing Asia's Markets*

**UNIT 3603, TOWER 2**

**LIPPO CENTRE**

**89 QUEENSWAY**

**ADMIRALTY**

**HONG KONG**

**TEL +852 2531 6500**

**[WWW.ASIFMA.ORG](http://WWW.ASIFMA.ORG)**