

再挂云帆

国际金融机构中国征途2.0



目录

序言与摘要	3
1 中国对国际性金融机构的重要性日益提高	6
1.1 更为有利的市场环境	7
1.2 层涌的商业机会	13
2 国际性金融机构在中国市场的重要战略议程	17
2.1 确定合适的中国市场整体目标	18
2.2 全局业务定位与牌照申请齐头并进	19
2.3 选择“基础”运营实体	21
2.4 建立合作伙伴关系，推动业务繁荣发展	22
2.5 打造具有前瞻性的基础设施	25

序言与摘要

过去两年中，我们见证了国际金融机构对进入或重新进入中国市场的浓厚兴趣。为促进与支持金融业的发展，中国正逐步开放市场，放宽外资在金融机构中的持股比例。2019年7月，中国人民银行宣布将于2020年取消合资券商、基金管理公司和期货公司中外资持股比例最高为51%的限制，比原计划提前了一年。

2018年初，我们发布了一篇关于外资进入中国市场的报告：《全球资产管理公司在中国：在改革浪潮中前行》。此后，外资涌入中国的势头保持强劲。例如，已有22家全球资产管理公司在中国成立了私人基金管理公司。¹与此同时，诸多外资

企业一直在努力获取其在中国基金管理合资公司中的控股地位。更有机构正在考虑设立或投资银行财富管理子公司。

这股势头并不仅仅局限于资产管理领域。资本市场正在发生根本性的变化，这为国际性金融机构在财富管理和证券领域的竞争带来了新的机会。截至发稿，已有4家全球性投行实现了对其在华证券合资企业的控股，多家其他投行的同类申请正在审批中。将来，越来越多的全球券商将植入中国为全球资产管理公司提供服务，这样的服务显然更符合全球惯例。

¹ 截至2019年9月30日

图 1: 全球金融机构进入中国市场进程 (不完全) 概述

门类	机构 (不完全)	银行		证券公司		资产管理公司		其他
		境内独资企业		基金管理公司	私募证券基金	合格境内有限合伙人 (QDLP)		
综合银行	汇丰	外商独资企业	51%	49%				
	渣打	外商独资企业						
	花旗	外商独资企业	33% → (新 100%)					
批发银行	高盛		33% (→) 51%					期货 ¹
	摩根士丹利	外商独资企业	49% (→) 51%	37%				
	摩根大通	外商独资企业	新 51%	49% → 51%				期货 (49%)
	瑞银	外商独资企业	49% → 51%	49%				期货 ²
	瑞信	分行	33% (→) 51%	20%				
	德意志银行	外商独资企业	33%	30%				
	巴黎银行	外商独资企业		49%				
	法兴	外商独资企业						
	野村		新 51%					
资产管理公司	贝莱德			17%				
	先锋							投顾合资企业
	富达							
对冲基金	安联			49%				保险
	桥水							
	英仕曼							

→ 新近增持股比例

(→) 拟增持股比例

■ 完全管理控制

■ 合作伙伴/合资企业

1. 北京高华证券有限公司全资持有

2. 瑞银证券合资公司全资持有

资料来源: 中国证券投资基金业协会, 中国证监会, 国家外汇管理局, 新闻稿, 奥纬咨询分析

我们还观察到，中国正逐步放宽对外资金融机构经营范围的限制。比如，外资券商现在可以拿到业务范围更为全面的牌照。过去，外资银行苦于无法取得经纪人资质。而如今它们获准申请银行间债券市场的A类主承销牌照，同时可以设立或投资货币经纪公司。此外，2019年5月，中国银行保险监督管理委员会宣布，将取消外资银行经营人民币业务的审批流程。过去，由于无法吸收人民币存款，外资银行在竞争中始终处于不利地位。

目前，针对中国市场已有大量相关的研究。我们既无意重复这些资料，也不欲简单堆砌事实。本报告旨在实现两个目的：其一，我们希望通过整理过去几年间的各项实质性进展，向国际性金融机构展示中国市场的整体动态发展，进而阐明为何相较于10年前，如今更为国际金融机构进入中国的好时机，其二，我们愿将自己的第一手经验转化为实用建议，根据国际性金融机构在中国的不同发展阶段，帮助其更好地梳理轻重缓急并作出决策。

第1部分归纳了一些主要趋势，它们正为国际性金融机构营造更为有利的经营环境。随着中国本地投资者日趋成熟，他们开始寻求更为全面的金融服务；同时，全球投资者也正将更多的资源分配给中国市场。跨境投资计划的引入与发展为全球投资者提供了进入中国市场的便捷渠道。中国金融体系正在发生根本性转变，从“银行”与“影子银行”转向“资本市场”。这对财富与资产管理的传统“黄金标准”提出了全新的挑战，同时要求行业创新，而国际性金融机构在创新方面处于有利地位。我们预计，到2023年，资本市场将为国际性金融机构带来约150亿美元的收入池。

第2部分讨论了5个关键议题，它们对有志于进入中国或在中国拓展业务的国际性金融机构非常重要。首先，国际性金融机构应就中国业务制定合适的目标，以便确定“主动展业”与“被动投资”的最佳配比；其次，国际性金融机构应了解中国繁复的牌照申请要求，尽早在业务定位的同时申请牌照；第三，针对国际性金融机构建立的“基础”运营实体，我们对各种不同的选项作出比较；第四，国际性金融机构必须深入了解本地潜在合作伙伴的动态，以建立真正有意义的合作伙伴关系；最后，我们建议国际性金融机构采用绿地模式，以模块化的方式构建基础架构。

对于国际性金融机构在中国市场的前景，我们踌躇满志。衷心希望本报告能够帮助它们国际性金融机构在中国市场大展宏图。

1 中国市场对国际性金融机构的重要性日益提高

较之全球其他主要经济体，中国市场拥有庞大的规模与强劲的增势，因此，对于外国金融服务公司深具吸引力。今天，中国已成为世界第二大经济体。截至2018年底，中国股市市值高达人民币43.5万亿元（约合6.3万亿美元美元），成为全球第二大股票市场。² 截止2019年上半年，中国广义资产管理市场（即包括影子银行投资）规模为人民币111万亿元（约合16.2万亿美元美元）。³

为了进一步推动经济增长，中国正在采取各种前瞻性举措、进一步对外开放，加速资本市场的发展。

在本节中，我们将讨论中国市场环境的变化将如何为外国金融机构提供一个更为公平的竞争环境，进而指出外国金融机构可以捕捉的潜在机会。

² 上海证券交易所和深圳证券交易所的市值总和

³ 在我们以往的出版物中，有时对中国资产管理市场采用狭义的定义，因而导致市场规模的差异

1.1 更为有利的市场环境

近年来，中国的市场环境于国际性金融机构的发展已经更为有利。

图 2: 中国金融系统的主要趋势及全球金融机构的机遇

	融资方	资产方
境内	<p>趋势 - 在资本外流管制的背景下，机构资产负债表与财富不断增长。同时，投资者日趋成熟（例如：产生“遗产继承计划”等需求）</p> <p>机遇 - 本地金融机构的优势在减少（例如：涉足高收益产品的机会），全球金融机构终于能利用自身的全球专业知识加入竞争</p>	<p>趋势 - 以往影子银行投资难以持续，资本市场发展迅猛（例如：多层次市场，更多衍生产品等）</p> <p>机遇 - 全球金融机构得以运用在全球资本市场的专业知识（例如：结构化），推动市场创新</p>
境外/全球	<p>趋势 - 在岸资产交易需求日增（例如：股票被纳入全球指数），便利度提升（例如：配额增加、协调统一）</p> <p>机遇 - 全球金融机构因其专属关系处于有利地位，为全球基金提供服务</p>	<p>趋势 - 在全球贸易摩擦的困境下，人民币国际化进程仍在继续（例如：离岸人民币债券和衍生品的发行）</p> <p>机遇 - 全球金融机构具备将人民币资产与全球资本接轨的良好条件</p>

来源: 奥纬咨询分析

中国的投资机会对全球投资者的吸引力日增，与此同时，本地投资者也在寻求更先进、更成熟的投资解决方案，这是国内金融机构无法充分满足的。从根本上说，中国本地资本市场所实现的高速发展，一方面获益于有利的政策扶持，另一方面归因于离岸人民币市场的持续发展。

尽管国际性金融机构不一定能在中国市场立即取得成功，但无论是吸引客户还是管理投资，它们逐渐获得更好的竞争机会。此外，在服务全球客户方面，国际性金融机构拥有天然优势，可以利用其全球层面的关系为这些机构在中国的投资提供更好的服务。

国内投资者不断增长的多样需求

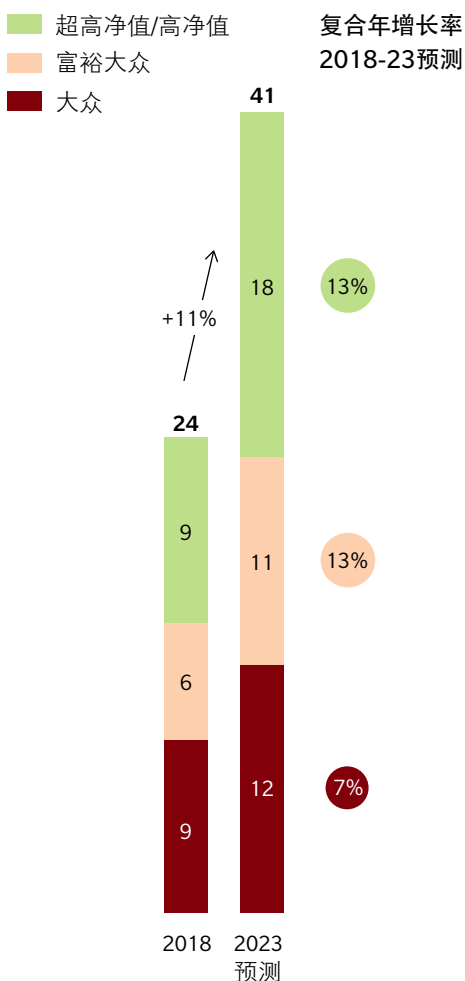
国内投资者的需求巨大，并且有望继续增进。零售客户的可投资财富预计将从当前的167万亿元人民币（约合24.3万亿美元）提升到2023年的280万亿元人民币（约合40.7万亿美元）。同期，机

构客户的资产负债表（仅包括保险、基本养老金、全国社保基金、企业年金和商业养老金产品）预计将增长一倍以上，从24万亿元人民币（约合3.5万亿美元）飞升至59万亿元人民币（约合8.6万亿美元）。

图 3: 零售投资者的可投资财富及机构投资者资产负债表的规模

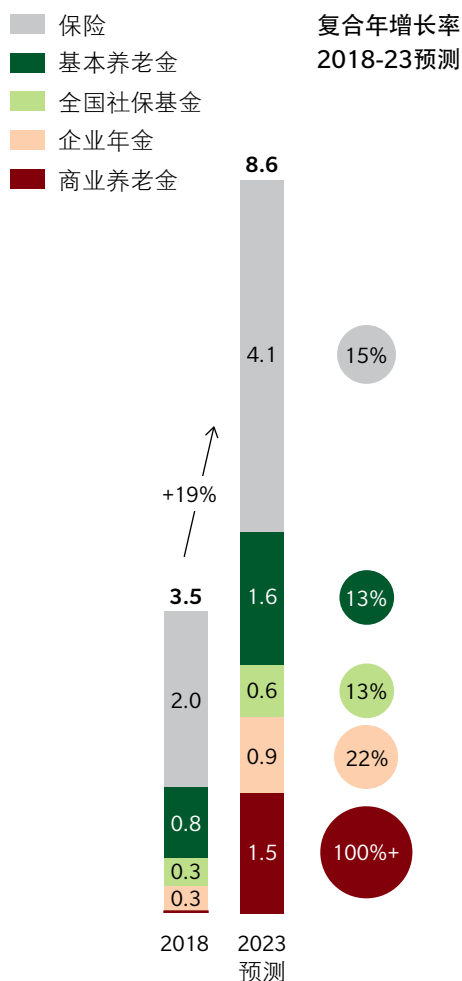
零售客户的可投资财富不断增长

2018-2023预测, 万亿美元



机构投资者的资产负债表不断增长

2018-2023预测, 万亿美元



注释: 由于四舍五入, 数字相加和总数可能存在误差。

资料来源: 国家统计局, 中国银行保险监督管理委员会, 全国社会保障基金理事会, 人力资源和社会保障部, 奥纬咨询分析

越来越多的家庭开始进入财富传承阶段。资本外流受到越来越严格的管控，遗产税的开征亦是甚嚣尘上，对于高净值人士而言，在岸财富管理变得日渐重要。

养老金与保险市场也在不断壮大。在收益率下降的环境下，养老金提供者与保险公司都在寻求改善投资业绩，这将引发对外包投资管理的巨大需求。这些机构尚未充分利用所持有的股票投资的配额，但由于缺乏股票投资能力，它们需要外部管理者的帮助。

境外投资者越来越多地参与中国市场

过去十年里，有鉴于中国巨大的市场规模和强劲的宏观经济增长，一些全球投资者已将中国视为重要的投资市场，在全球资产配置组合中积极地向中国加码。随着全球指数供应商开始将中国境内资产纳入基准指数，这种需求被进一步扩展至被动投

资者。预计这将在 2019 年为中国带来近 1,000 亿美元的资本流入。

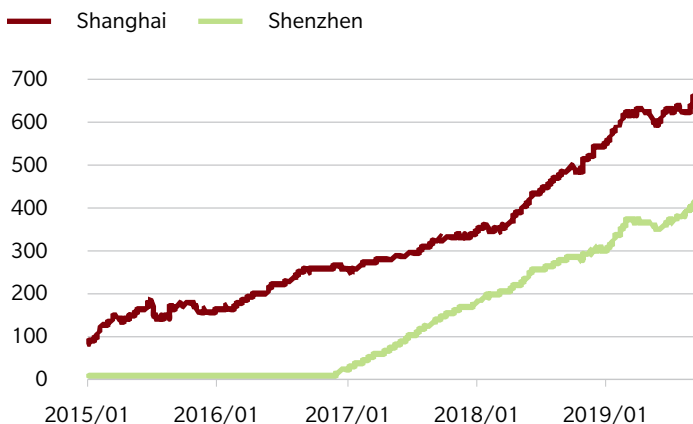
展望未来，许多资产管理公司甚至已开始公开讨论主要指数提供商是否会将中国列为独立的资产类别（像日本一样）。随着全球机构投资者（例如养老金和保险类产品供应商）根据基准指数追加对中国的投资，资本流入的规模将随之进一步大幅提升。

随着境内投资需求的不断增长，中国不断引入跨境投资计划，包括合格境外机构投资者（QFII）、人民币合格境外机构投资者（RQFII）、沪港通、深港通以及债券通，外国人因而可以在中国境内进行投资。过去几年中，监管机构一直在增加跨境投资计划的配额，直至 2019 年 9 月，QFII 和 RQFII 计划的配额限制被彻底取消。

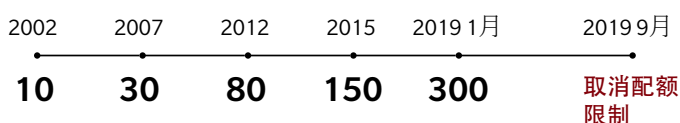
图 4: 入境投资配额规模及A股纳入全球指数后的资本预期流入

拓宽跨境投资渠道

已使用配额合计 - 北向通¹
2015-2019, 10元亿人民币



获批投资额度 - 合格境外机构投资者 (QFII)
10亿美元



股票纳入指数后增加的流入需求

港交所预期资本流入
2019, 10亿美元

	Q2	Q3	Q4
Bloomberg	+18	+18	+12
MSCI	+13	+13	+13
FTSE	+2	+4	-2
S & P Dow Jone Indices	-	+1.2	-
总计	33	36.2	25

1. 北向交易是指外国投资者通过香港证券交易所的股票通计划交易上海证券交易所和深圳证券交易所的股票

资料来源: 香港交易及结算所有限公司, 国家外汇管理局, 奥纬咨询分析

取消QFII配额限制的短期影响可能不大, 因为目前该配额使用率仍仅维持在30-40%的较低水平。然而, 随着入境投资需求不断增长, 监管机构逐步打破不利于QFII/RQFII发展的传统壁垒, 将带来更大的灵活性。例如, 自2019年初以来, QFII计划下可交易工具的范围有所扩大。⁴ 此外, 决策者正趋向于统一投资计划, 拟对QFII和RQFII进行合并, 这将有助于减轻外国参与者的管理负担。

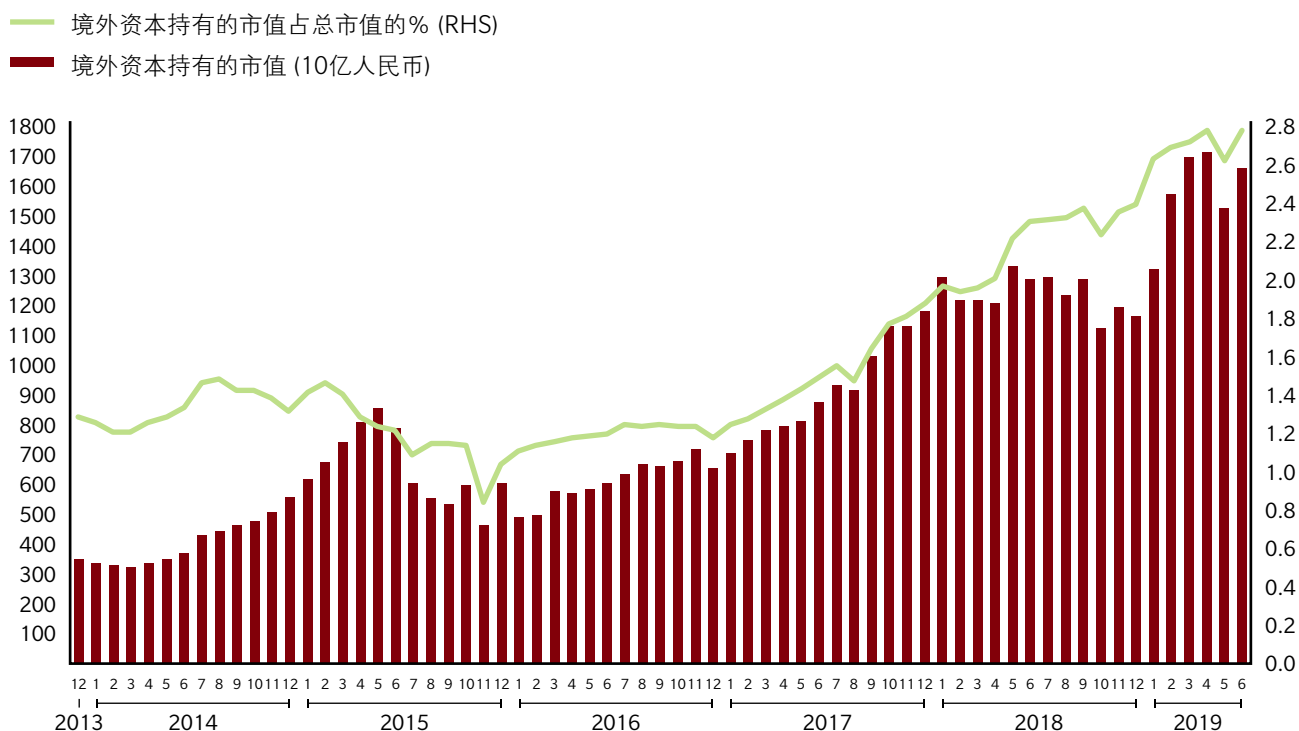
我们在沪港通/深港通/债券通计划中也观察到了类似的趋势。这些计划都提高了

资本流动的限额 (2018年沪股通和深股通每日额度翻了两番, 达到520亿元人民币 (约合76亿美元))。投资工具范围也得到扩大 (例如在2017年引入债券通)。我们预计, 中国将继续引入更宽泛的投资计划, 包括ETF通、大宗商品通、IPO通及至权证通。不过, 这些计划不会一蹴而就, 监管机构和交易所需要做出相应安排, 同时确定运作流程。

这些举措将鼓励外国投资者更深、更广地参与中国市场。目前外国资本仅占A股总市值的2.7%。

⁴ 2019年1月, 中国证监会扩大了QFII的投资范围, 使其涵盖更多种类的在岸金融工具, 例如全国中小企业股份转让系统 (NEEQ) 中的股票、债券回购、私募基金、金融期货、商品期货、期权等。

图 5: 境外资本持有的A股市值



数据来源: 中国人民银行, 万得资讯, 奥纬咨询分析

本地资本市场的发展

过去, 中国的实体经济主要通过银行存款或影子银行⁵等间接渠道筹措资金。然而, 这些渠道已给金融体系带来了巨大的潜在信贷风险。在经济增长放缓的背景下, 这样的模式变得难以为继。为此, 决策者积极推动本地资本市场的发展。例如, 上海证券交易所成立了科创板 (STAR⁶), 允许不同类型的公司上市筹资, 为风险偏好各异的投资者创造出交易机会。

同时, 中国政府最近出台了一系列政策和改革, 旨在提升本地资本市场的宽度、深度和透明度。因此可以料想, 资本市场的交易环境将逐步改善, 并向国际标准靠拢。这些政策包括为在岸市场引入更多新的衍生产品、执行更严格的股票停牌标准以及推出提振股票交易活动的各项举措。

⁵ 影子银行是指通常以银行财富管理产品与信托产品为形式提供给借款人的表外间接信贷。银行把财富管理产品出售给投资者, 将收集到的资金投资于信托产品 (不同于发达市场的信托) 等“渠道工具”, 进一步将这些资金用于项目融资。如需了解更多详情, 敬请参阅我们最近的报告《中国的全球资产管理: 在改革浪潮中前行 (2018)》

⁶ 科创板于2019年7月开始交易, 首批企业25家, 目前正在注册的公司数量约为150家。科创板允许目前尚未盈利的企业在上海上市, 包括暂时无收入的生物技术初创公司, 为投资者提供了更多的投资资产选择。科创板采用了一种全新的注册制新股发行流程, 要求公司在IPO申请中充分披露收益和运营情况。上海证券交易所对这些文件进行评估, 方才允许企业发行新股。最重要的是, 监管机构让市场决定公司的价值。这不同于当今主板适用的审批制度。

图 6: 针对资本市场交易环境的具体政策概览

方向	政策细节	影响
在境内市场引入新的衍生产品	2015年推出第一支股指期货 自2018年以来持续发展大宗商品期权 将有更多新型的衍生工具面世（例如：境外交易市场期权，利率期权，合成股票期权，跨境衍生产品等）	为投资者提供更多交易和对冲工具
更为严格的A股停牌/复牌交易规则	于2018年11月明确了股票停牌/复牌的具体标准 允许交易所拒绝不合理的停牌申请 对股票停牌/复牌提出更高的披露要求	减少不适当的停牌，提升市场透明度
刺激股票交易活动的更多举措	于2019年1月取消了维持保证金130%的要求，改由证券公司根据自己的风险测评来决定保证金 放宽了证券公司投资股票的风险资本要求	创造出一个流动性更好、活跃度更高、价格效率更优的市场

来源: 中国证监会, 奥纬咨询分析

我们还预计，国内科技巨头成熟的数据分析工具和技术专业知识将有望转化为具有深度洞见的交易解决方案，服务于资本市场的参与者。例如，阿里巴巴和百度等龙头企业一直在利用自身的专有数据（如电子商务分析工具与搜索引擎结果）来打造创新的股票市场指数，这些指数已为诸多被动型基金所使用。

所有这些因素将合力推动中国境内市场创造出种类更多、品质更好的可投资资产，切合到各种类型的投资策略。

离岸人民币资产的持续发展

根据人民币国际化的蓝图，人民币将从贸易结算货币演变为投资货币，并最终成为储备货币。与10年前相比，人民币已更具国际性。

然而，受到贸易战的影响，伴随外汇管制放松的缓慢推进，人民币作为结算货币的发展进程遭遇了挫折。可是，其作为投资货币的步伐取得了实质性进展。多种人民币金融产品在香港市场表现活跃，其中不仅有人民币债券，还包括在香港证券交易市场上市的多种人民币证券（即以人民币计价交易的证券），如ETF、REIT和股票等。政策的松动也促成了离岸人民币风险管理工具的发展。例如，港交所于2017

年推出首只债券衍生品，作为利率对冲工具，旨在满足债券通等渠道对人民币债券投资的需求。

此外，中国还在同步倡导多项全球发展战略，包括粤港澳大湾区（GBA）计划和覆盖面更广的“一带一路”倡议（BRI）。因此，人民币产品生态体系有望获得蓬勃发展，为投资经理、金融中介机构以及市场基础设施供应商带来发展良机。⁷

1.2 层涌的商业机会

中国金融体系正从影子银行向资本市场的过渡，国际性金融机构中国境内市场的巨大商机由此展现，尤其是当国际性金融机构看到以下几个领域的结构性劣势现已得到缓解：

- 过去，资产管理领域由银行及其“渠道”合作伙伴垄断，它们在影子银行运作系统下发行“类固定收益”投资产品，使得专业基金管理机构无法施展拳脚
- 相应地，财富管理领域被风险偏好较高的第三方财富管理公司和本地银行所控制，分销这些保本的“类固定收益”投资产品
- 因为影子银行融资手段的盛行，加上机构市场的迟缓发育，资本市场目前仍相对平庸、混沌，基本为那些拥有大型分支机构网络 and 良好客户关系的机构所掌控

资产管理：寻找“类固定收益”的替代品

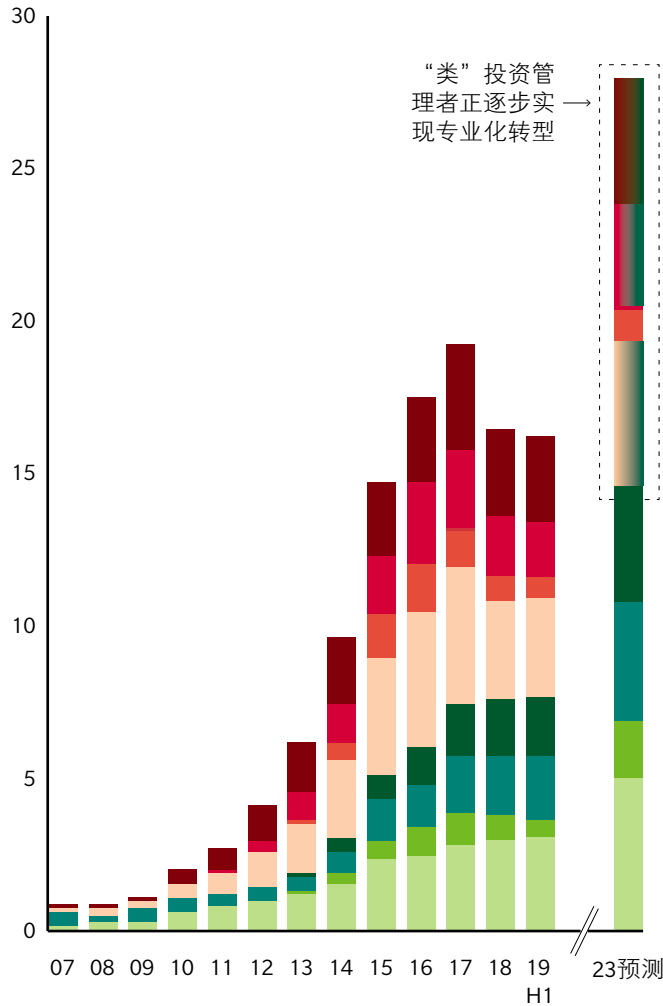
在我们2018年《中国全球资产管理者》报告中，我们预测管理资产将从“类”管理者流向“专业”管理者。我们相信，这一趋势将持续发展。最近发生的类固定收益产品违约事件昭示着将有越来越多的客户对此类传统产品持怀疑态度。

更重要的是，许多传统的“类”管理者将转型成为“专业”管理者。银行正在积极设立银行财富管理子公司来取代原有的理财产品。这些理财子公司将专注于标准资产（例如股票），而非影子银行资产。同时，证券资产管理公司正在积极打造主动型管理的集合资产管理计划。信托公司也开始摆脱影子银行投资产品“渠道工具”的角色，开始向“家庭信托”转型。如今，信托公司。综上所述，截止2023年，整个市场的资产规模预计将达到170-205万亿元人民币（约合25-30万亿美元）。

⁷ 如需获得更多信息，敬请参见Celent的最新报告《人民币的全球化：长城与全球资本市场的交融》

图 7: 中国资产管理行业的资产管理总量

2007 - 2023预测, 万亿美元 (左轴), % (右轴)



'17-'18³ 行业展望 趋势
复合年
增长率

“类”投资管理者¹

信托	-14%	➔	转向家庭信托
证券资产管理公司	-21%	➔	重新聚焦主动管理 (例如集合资产管理计划)
期货资产管理公司	-48%	➔	
基金管理子公司	-28%	➔	价值下降
银行理财产品	-25%	➔	转向理财子公司

“专业”投资管理者¹

私人基金 ²	14%	↗	继续与“转型”中的类管理人建立并形成共生关系 (例如, 为银行理财子公司管理股票投资组合)
共同基金	12%	↗	
基金管理公司独立账户	-6%	↗	
保险资产管理公司	8%	↗	

总计	-10%	~10-12% 复合年增长率
----	------	-------------------

18-23 复合年增长率 ↗ 10%+ ➔ 5-10% ➔ <5%

- “类”资产管理包括银行理财产品 (以“委托”为主要形式)、基金管理子公司、期货资产管理公司、证券资产管理公司和信托, 上述资产管理均以“渠道”业务为主。“专业”资产管理包括私人基金、共同基金 (包括独立账户) 和保险资产管理公司, 上述资产管理均以“主动投资”为主。
- 包括私人证券基金 (主要为二级市场投资); 私募股权/风险投资资金 (主要为一级市场投资) 和其他 (例如艺术品、葡萄酒等投资)
- 为撇除汇率波动的影响, 年复合增长率以人民币计算。

资料来源: 中国证券投资基金业协会, 保监会, 证监会, 大宗商品期货投资基金, 银监会, 万得资讯, 奥纬咨询分析

因此，资产管理牌照之间的差异正在缩小，由此带来三个重要的影响：

1. 资产管理者，无论是全球的还是本地的，都将不再那么强调“根据业务范围来选择牌照”。反之，他们应当积极主动地确定自己主攻的业务类型（例如，全权委托投资组合管理、FOF、基金、投资咨询等），彰显自己的长处。
2. 这将导致更激烈的直接竞争，因为大多数持牌者都将开展基于上市股票的主动管理型公募基金业务。谁能提供合适的解决方案来取代传统的类固定收益产品，便能抓住最大的机会。于此，我们已经见证过去两年来公募基金领域的飞速增长，尤其是在被动型基金和ETF领域。⁸ 随着这些交易工具的不断发展壮大，我们认为量化基金将有机会开发低风险的套利产品，成为不错的替代选择。这还仅是外国管理者引入全球经验技能的诸多领域之一。
3. 银行理财子公司和其他“准”管理者缺乏股票投资和另类投资的经验和能力，因而需要“专业”管理者提供咨询服务。这将是一个有趣的共生过程，银行理财子公司的优势在于长期以来建立的强大品牌与分销网络，而全球金融机将以自己的专业技能满足它们的特定需求。

财富管理：从产品分销到更广泛的咨询服务

国际性金融机构应专注于构建产品平台，产品线包括“类固定收益”产品的替代产品。

在本地机构忙于解决历史产品遗留问题时，外国财富管理公司可以利用这个机会推出专业化程度更高的投资管理解决方案，来吸引客户。根据我们最近的调查，目标家庭的“第二代”倾向于寻求全权委托型财富管理解决方案，这样，他们就无需费心打理家族财富，进而投身于自己的个人兴趣发展。

外国财富管理公司还可以利用自身的全球业务能力，引入高端私人银行解决方案，如财富和继承计划。

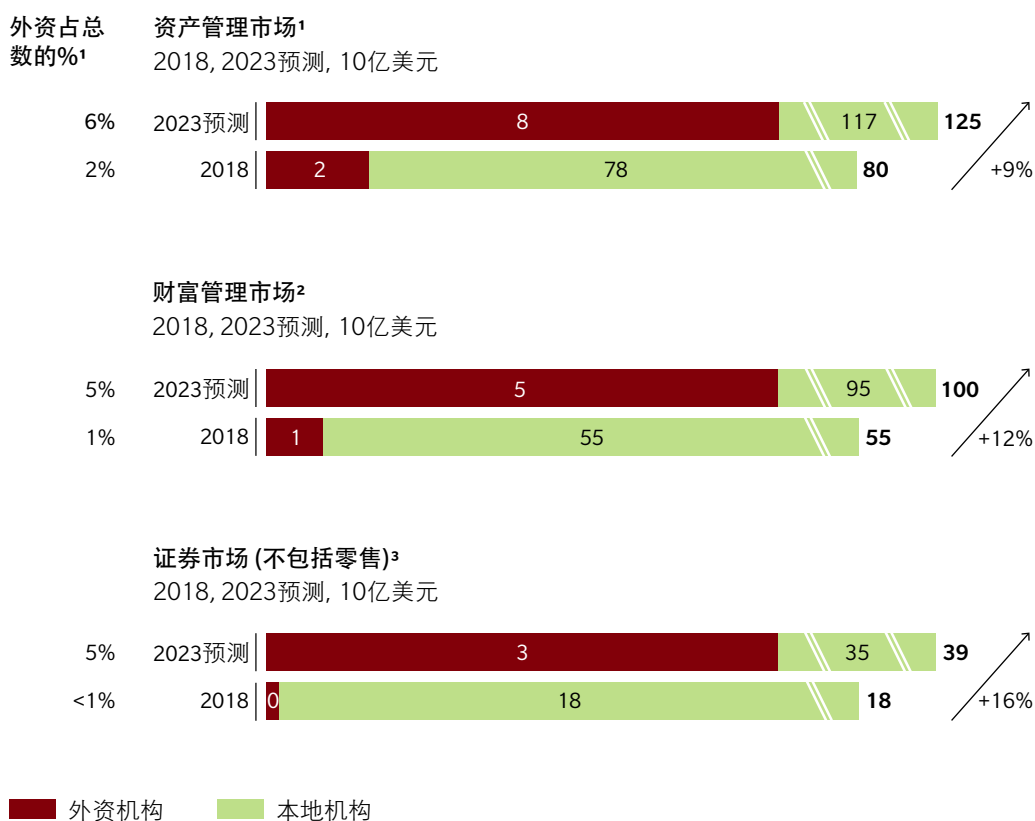
证券：衍生产品创新和符合国际标准的证券服务

全球投资银行将能参与销售与交易领域的竞争，专注于开发创新的衍生产品和各种结构化解决方案。我们相信，全球资产管理公司的涌入将催发对复杂金融产品的渴求。

同时，随着境外机构的深入参与、本地机构客户群体不断发展，市场亟待更符合国际标准的托管与证券服务。

⁸ 如需获得更多信息，敬请参见我们最新报告“中国资产管理：ETF将引领下一波增长(2019)”

图 8: 全球金融机构在中国市场的收入机会



注: 由于四舍五入, 数字加和总数可能存在误差。

1. 包括源自所有资产管理牌照的收入 (例如银行理财子公司); 由于外国机构在其他牌照上的参与度较低, 导致其收入份额被稀释。
2. 包括源自银行、证券和第三方管理行业的收入。
3. 仅包括经纪 (机构)、投资银行和投资回报 (即自营交易和/或做市商)。

资料来源: 中国证券业协会, 中国证券投资基金业协会, 万得资讯, 奥纬咨询专有数据和分析

2 国际性金融机构在中国市场的重要战略议程

对于国际性金融机构而言，中国的市场环境比十年前优化了不少，但激烈的本地竞争与特定的市场结构（如证券与银行业务各自独立的实体和牌照）仍是深化本地业务所面临的巨大挑战。

各家机构拥有不同的背景，在中国处于不同的发展阶段。我们建议这些机构采取以下行动：确定合适的中国市场整体目标；全局业务定位与牌照申请齐头并进；考虑建立一系列有机、无机及基于合作伙伴关系的成长渠道；最后，建设具有前瞻性的基础设施，使其贴合中国独特又不断变化的市场结构。

2.1 确定合适的中国市场整体目标

所有机构都将中国市场称作增长引擎，望能占据一席之地。然而，国际性金融机构需要充分考虑自身的“获胜权”和“投资意愿”。为此，它们需要为中国境内业务制定合适的目标。

全球领先的大型银行对进入中国市场兴致勃勃，但我们同时看到一些其他机构似乎很难在中国市场和其他全球业务之间找到平衡点。扎根中国需要经历长期的投入（通常历时10年左右）来赢得市场声誉、建立客户关系，这对决策层来说是一个两难选择。通常，在区域和/或离岸业务的相互竞争中需决定自营优先事项，解决迫在眉睫的挑战。

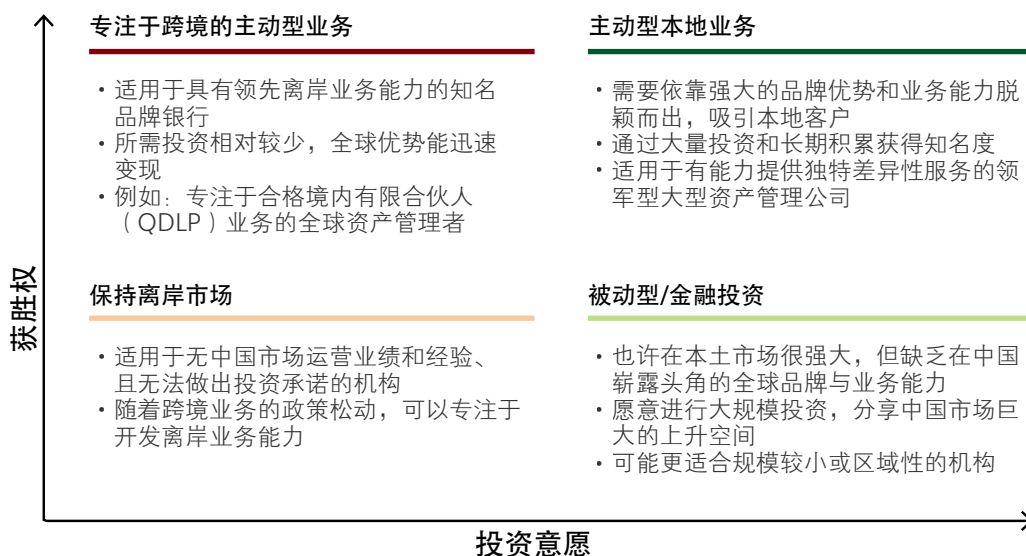
因此，董事会与高级管理层必须深入讨论，考虑清楚入市中国的益处，以及需要做出的权衡。国际性金融机构它们需要探索未来中国业务与现有全球业务之

间的潜在协同效应，尽管这在目前看来并不容易。

投资意欲较小的机构可能会考虑着眼于某些特定领域。例如，多家全球资产管理公司认识到自己缺乏中国境内市场的投资经验，它们选择专注于对外业务，优先发展在中国的“合格境内有限合伙人”（QDLP）业务，旨在利用自身的全球产品优势。

规模较小或产品特色较不突出的机构可以通过控股中国境内的企业，被动地参与市场活动，分得一杯羹。如今，中国允许外国企业控股境内的金融机构，这对它们是个契机，可以考虑前景看好的本地金融机构。尽管初始投资不菲，但这可以为国际性金融机构提供稳定增长的回报。关键在于要选对目标。如果管理得当，国际性金融机构也可以将其在中国市场积累的全新专业知识（如投资技巧）“输出”到本国市场或亟需此道的全球其他市场。

图 9: 全球金融机构在中国市场不同层级的潜在目标



来源：奥纬咨询分析

2.2 全局业务定位与牌照申请齐头并进

国际性银行通常希望在中国复制其全球业务模型，但它们会发现由于中国市场的企业和牌照结构，这一招是行不通的。在中国，它们需要设立多个实体，取得不同的牌照，才能开展全线业务。

在中国的“独立牌照制度”下，各持照实体彼此独立运营，这必然导致效率降低，困难重重。因此，国际性银行需要从银行的整体层面制定实体与牌照规划，充分考虑到这方面的限制，最终确定合适的业务组合方案。经验告诉我们，资产管理与财富管理业务受到的影响最大。

在中国，资产管理业务需要被拆分为多个实体，各自获得不同的牌照。顺应于此，国际性金融机构可以使用外商独资投资管理公司（IMWFOE）/私募证券投资基金管理人（PFM）或合资基金管

理公司（FMC）等形式建立独立实体。它们也可以基于现有的银行或证券实体，申请银行理财子公司牌照（虽叫这个名称，实质是资产管理实体）或证券资产管理牌照，然后再将它们拆分为子公司。

国际性金融机构需要在实体所有权的掌控程度与牌照的实用性之间做出权衡。比如说，IMWFOE/PFM的多头基金管理人拥有绝对的控股，但相应牌照的性质迫使他们必须采用绝对回报策略，而该策略可能不是他们所擅长的。此外，国际性金融机构还应从全局的角度来规划资产管理业务。比如，如果一家国际性金融机构偏重银行业务，那么可以考虑围绕银行理财子公司构建资产管理业务结构，使得银行理财子公司能够支持整个机构的优先目标（例如，私人银行部门可以通过银行理财子公司来提供全权委托解决方案、与零售银行业务线共同推出商业养老金产品等）。

图 10: 中国市场典型业务线相应载体与牌照

典型业务线	主要实体 / 牌照				
	证券合资企业	基金管理合资企业	外商独资投资管理公司 (IMWFOE) / 私募证券投资基金管理人 (PFM)	银行理财子公司	银行 (外商独资企业)
资产管理	产品仅供合格投资者 ¹	大众 + 合格投资者	产品仅供合格投资者	大众 + 合格投资者	新规不利于银行资产管理部的发展
财富管理	交易 + 第三方产品	适用于创造自有产品, 全权委托产品等			银行 + 第三方产品
销售与交易	股票和固定收益产品				仅固定收益
证券服务	大部分为私募基金托管				多适用于公募基金托管
投资银行	股票类和债券类资本市场 (并非所有类型的债券)				债券类资本市场 (一些类型的债券)

— 与业务线高度相关 — 与业务线部分相关

1. 除非合资证券公司资产管理业务拥有公募基金牌照

来源: 奥纬咨询分析

同样地, 国际性金融机构的财富管理业务往往建立在现有银行或证券实体的基础上。因此, 各家机构所提供的服务大相径庭。比如说, 在中国市场, 由银行开展的财富管理业务能够提供存款等银行业务, 但无法向银行客户提供证券交易服务。反之亦然。此外, 为了向客户提供全权委托投资管理解决方案, 国际性金融机构必须持有资产管理牌照和资质。这会使经营变得更加复杂, 因为相关业务将横跨多个实体, 而监管法规却要求各主体独立经营 (我们将在以下段落中详述)。

国际性金融机构要综合考虑目标客户群以及适合他们的业务方向, 据以确定承载财富管理业务的“母体”, 同时。例如, 针对企业家群体的业务方向可能需要与资本市场解决方案建立大量联系, 因此可以采用“以证券为中心”的业务模型。国际性金融机构还需要审查组织内资产管理牌照的“可用性”。如果以银行作为“母体”设立私人银行和/或财富管理业务, 那么可能更容易开展银行理财子公司业务。最终采用什么样的母体, 还取决于现有牌照和业务重点 (相应牌照申请状态) 以及中国市场整体业务情况。

证券业务的情况类似。较之证券实体，银行实体更容易开展共同基金托管服务以及某些债务交易和承销业务。

最后还有一点：各业务线之间有时会出现利益冲突，这意味着必须从整个机构的全局角度来进行业务规划。例如，新成立的证券合资企业最初只能申请开展四项主要业务，此后的每次只能新增两项业务，这可能会对初始业务类型构成限制。

2.3 设立“基础”运营实体

国际性金融机构可以根据各自当前的情况，选择多种途径来部署中国战略。那些已在中国开展业务的全球机构可以考虑是否控股现有合资企业，亦或是设立一家全新的合资企业。首先，国际性金融机构它们需要评估现有合资企业的实

力和前景，从而确定是否值得追加投资。与此同时，它们还要考虑更实际的因素，比如现有合作伙伴是否愿意出售自己的股份。另外需要思考的是，如果将现有的合资企业转变为控股公司，将会给运营带来什么样的影响。比方说，国际性金融机构可能会希望将转控股企业的运营与其全球运作流程相统一。但是，该构想可能会遭到合资企业现有管理层的强烈反对。

那些尚未设立实体的机构自然会作出新设的决定。在此过程中，全球银行需要认真考虑合作伙伴关系，比如中外双方管理层的经营理念是否一致（之前多个合资企业的失败案例便是祸从此起）；中方将来是否愿意减持股份、促成国际性金融机构外方的控股地位；合作伙伴是否具有战略价值，比如能带来独家客户资源，等。

图 11: 全球金融机构可以考虑的初建运营实体

	已有合资公司		尚未建立合资公司	
	提高持股比例	先退出，再建立新的合资企业/实体	参股现有的合资企业/实体	建立新的合资企业/实体
证券	瑞银集团通过收购国电资本和中粮集团所持股份，使持股比例增至51%	摩根大通出售其持有合资企业（合资方为第一创业证券）33%的股权；再重设拥有51%股权的合资	可行方案，但尚未有实例	野村证券与东方国际集团建立新的合资企业，占股51%
基金管理公司	摩根资管成功竞购获得上投摩根2%的股份，实现控股。	可行方案 多家机构退出中国合资企业（比如道富环球，纽约银行，领先资产管理等）；重返计划不详	可行方案，但尚未有实例	可行方案，但尚未有实例
外商独资投资管理公司 (IMWFOE) / 私募证券投资基金管理人 (PFM)	不相关，通常从一开始就100%控股	多家公司尽管可能已有合资基金管理公司建立外商独资私募证券投资基金管理机构；目标是将其转型为基金管理公司，然后再退出现有公司	可行方案，但尚未有实例	富达是首个建立外商独资私募证券投资基金管理机构的全球机构，目标是转型为基金管理公司

来源: 新闻稿，奥纬咨询分析

结合之前讨论的不同投资愿景，那些规模相对较小的区域性机构应该认真地考虑是否真的有能力有耐心从头开始构建业务。一些国际金融机构正在考虑收购现有机构的股份。它们可以考虑那些希望引入战略投资者的本地公司，或是由投资公司持股的机构，把握投资方的机会寻求从现有合资企业中套现抽身。

2.4 建立合作伙伴关系，推动业务繁荣发展

尽管国际性金融机构在产品专业知识与服务质量方面具备优势，如何赢得当地客户对它们而言仍是一项挑战。它们可以通过不同形式的合作伙伴关系来解决这一问题。

在资产管理领域，新入市的管理人最迫切的任务是为首支产品赢得种子资金，从而建立起良好的业绩声誉，继而进行产品分销。一些机构与本地证券经纪商达成双赢协议，通过将基金托管与管理业务交给本地券商，换取它们对产品分销的支持。其他一些机构则试图通过“投资顾问”策略来扩大业务规模。在这种模式下，这些机构为知名投资管理人提供咨询服务，而这些管理人在终端客户群中已久负盛誉。已有6家外商独资投资管理公司（IMWFOE）在以私募证券投资基金管理人（PFM）身份运营一年之后，获得了“投资顾问”资质。

同样地，私人银行和财富管理公司可以将金融机构、金融科技公司以及生活方式生态系统视为潜在合作伙伴，通过它们获取客户。许多领先的金融科技和消费类科技企业都在自有平台上积累了庞大的客户群。国际性金融机构可以与这些伙伴紧密合作，分析筛选出最有价值的客户群体，为他们提供财富管理解决方案。

国际性金融机构需要深入了解潜在合作伙伴的优势，以及影响该合作伙伴及其行业的主要趋势。例如，数字生态系统和传统金融机构的客户群体和能力截然不同，这意味着差别很大的合作伙伴定位。

这就要求国际性金融机构站在本地机构的角度进行思考（例如：本地机构为什么会对外国合作伙伴的提议感兴趣）。具体的问题包括以下若干：

1. 在监管改革的大背景下，本地金融机构也正在大力调整战略部署和投资重点。比如，银行可能会围绕全新的理财子公司来构建未来的财富管理业务，而不是投资于多个实体。这可能会对现有合资企业（如基金管理公司）带来不利影响。
2. 本地机构正在探索境内市场的战略协同效应（例如，本地第三方财富管理公司套用外国机构在境内市场的企业和投资银行业务牌照），因此它们也会认真评估外国机构在中国境内的发展前景，而不仅着眼于它们在境外的优势。
3. 在合作之初时，本地机构通常会选择非核心业务或是非绩优业务进行尝试，降低合作风险。这意味着外国机构要对最初不平等的合作地位做好准备，抱着长期合作的心态，而不是短期的业务互补。就初期合作形式而言，外国机构同样需要采用非传统的灵活方法（例如，先锋集团在与蚂蚁金服共同建立的合资企业中占少数股权）。

图 12: 潜在合作伙伴的专注业务领域和动态

门类	重点客户				动态
	大众	富裕大众	新兴富裕人士	高净值人士	
科技巨头	←————→				<ul style="list-style-type: none"> 大规模用户群，拥有高频接触点 数据详实，可识别高价值用户并了解用户的行为与需求
在线个人金融管理	←————→				<ul style="list-style-type: none"> 拥有大量深度财务数据，以了解客户并确定潜在客户
在线信息聚合商	←————→				<ul style="list-style-type: none"> 高度集中的“投资者群体” 主要机构正尝试向证券和财富管理领域拓展业务
在线产品平台	←————→				<ul style="list-style-type: none"> P2P业务的繁荣带来了强大的投资者基础 随着准金融产品出现低迷，需要进行转型
在线证券经纪商	←————→				<ul style="list-style-type: none"> 独特的客户群体（拥有离岸资产的中国人） 境内业务规模有限，意味着与境内合作伙伴的利害冲突微小
核心传统金融机构（银行，证券）	←————→				<ul style="list-style-type: none"> 基于庞大的分支机构网络和用户根深蒂固的“安全感”，通常拥有庞大的客户群 积极推动财富管理转型
第三方财富管理	←————→				<ul style="list-style-type: none"> 高净值客户群高度集中 准金融产品遭遇挫折，可能会迫使机构进行业务模式转型
资产管理者（基金管理公司，私募证券投资基金管理人，私募股权基金）	←————→				<ul style="list-style-type: none"> 在数字平台上建立了一些直销客户关系 产品（基金）种类有限，却可能带来更广泛的合作空间

来源: 奥纬咨询分析

2.5 打造具有前瞻性的基础设施

由于许多外国机构目前在中国的业务体量很小，它们有机会以最有效的方式建立基础架构，实现未来扩张。我们建议它们通过“可连接”与“模块化”的方式来构建自身的基础设施。

由于我们此前所说的“独立牌照制度”，跨实体和跨境业务在很大程度上彼此隔离。尽管已有声音开始讨论不同监管制度的融合以及跨境信息流的协调统一，但没有人可以预测合流的进程速度。因此，我们建议国际性金融机构以灵活的方式来

设计技术架构，使不同实体之间的系统能够相互兼容。如此，一旦将来监管进一步放宽，只需简单地更改权限，就可以实现跨实体的信息流通。

在进入中国市场时，国际性银行还需要做出相应的技术设计：是建立中国本地运行的核心技术平台、将其接入全球网络，还是使用全球运行的平台，建立本地连接。中国的监管机构越来越多地提倡使用本地运行的平台，但这也意味着外国银行需要进行本地汇报、必须拥有足够数量使用本地语言的后勤部门员工，同时还需要满足其母国的报告要求。

关于奥纬咨询

奥纬是一家国际性管理咨询公司，在全球29个国家60个城市开设办公室。奥纬将专深的行业知识与战略、运营、风险管理和组织转型多领域经验优势相结合。奥纬在全球范围拥有5,000多名专业咨询顾问，咨询顾问与客户合作，优化业务、完善运营和风险轮廓、加快客户的组织绩效，以抓住最具吸引力的机遇。

www.oliverwyman.com

作者:

Anutosh Banerjee, 董事合伙人

Jason Ekberg, 董事合伙人

Kai Upadek, 董事合伙人

Peter Reynolds, 董事合伙人

Ray Chou, 董事合伙人

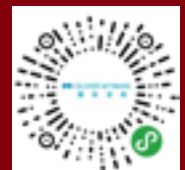
Toby Pittaway, 董事合伙人

Baro Han, 副董事合伙人

Jasper Yip, 副董事合伙人

未经奥纬咨询书面许可，不得复制或分发本报告的全部或部分内容，奥纬咨询对各类第三方的上述行为不承担任何责任。

本报告以及此处提供的任何建议或分析(i)均基于我们作为保险和再保险经纪人的经验或顾问(如适用)，(ii)无意作为有关任何个别情况的建议或意见，(iii)不应依赖任何个别情况的投资、税务、会计、精算、监管或法律建议，或作为与专业顾问或会计师或专业税务、法律、精算或财务顾问沟通讨论的替代，以及(iv)不对任何一方交易的公平性提出意见。此处表达的观点仅适用于此处所述目的和截至本报告发布日期。对于未经授权使用本报告造成的后果，我们概不负责。未经我们书面许可不得将修改报告内容或整合或用于其他材料，或全部或部分出售或以其他方式提供给任何其他个人或实体。我们没有义务修改报告以反映在此日期之后发生的变化、事件或条件。其他人提供的信息以及报告的全部或部分可能基于的公共信息、行业和统计数据被认为是可靠的，但尚未得到验证。任何建模、分析或预测均受固有的不确定性影响，如果任何基本假设、条件、信息或因素不准确或不完整或应更改，则此处提供的任何意见、建议、分析或建议可能会受到重大影响。我们使用了我们认为可靠的、最新的和全面的信息和分析，但所有信息均不提供任何明示或暗示的保证，我们对此类信息或分析或更新信息不承担任何责任，或在报告中进行分析。对于因报告包含的任何内容或报告提及的任何报告或信息来源或实际结果或未来所采取或依赖任何行动而产生的任何损失，我们不承担任何责任即使被告知可能发生此类损害，这里的事件或任何形式的损害包括但不限于直接、间接、后果、范例、特殊或其他损害。本报告不是购买或出售证券的要约，也不是购买或出售证券的要约邀请。对于在此日期之后发生的市场条件或法律或法规的变更，我们不承担任何责任。



欢迎关注奥纬咨询微信公众号及小程序