

人民币国际化与 离岸人民币中心的演变： 悉尼的机会

研究报告- 2015 年 11 月



KATHLEEN WALSH

澳大利亚国立大学副教授

GEOFF WEIR

金融服务有限公司董事



**Department
of Industry**



**Australian
National
University**

**KING & WOOD
MALLESONS**
金杜律师事务所

本报告由新南威尔士州工业部、悉尼商会和澳大利亚国立大学联合资助完成，并得到了金杜律师事务所和金融信息服务信息中心的大力支持。本报告中的观点仅代表作者本人意见，不完全代表上述机构立场。

研究报告- 2015 年 11 月

鸣谢

这份研究报告得到了澳大利亚和海外诸多金融机构和政府部门的反馈和意见。我们特别感谢指导委员会成员为报告撰写提供了细致的建议，感谢澳大利亚联邦储备银行、财政部和外交贸易部与我们进行的非常有帮助的讨论，并在数据方面提供支持。同时我们还特别感谢澳大利亚安保集团、澳新银行和澳大利亚证券交易所同意为报告提供案例。

本报告中的观点仅代表作者本人意见，不完全代表上述机构立场。

关于作者



Kathleen Walsh

澳大利亚国立大学副教授

kathleen.walsh@anu.edu.au

Kathy Walsh博士以金融副教授身份在澳大利亚国立大学研究和执教。她主要关注资本市场，在国际范围内发表相关报告并吸引了可观的研究经费。她目前主要研究中国资本市场，特别是人民币国际化问题。她新近在国际金融监管中心的委托下以共同作者的身份完成了一份重要报告。

Kathy在新南威尔士大学和悉尼大学拥有超过20年的学术经验。她在澳大利亚管理研究所获得了金融博士学位和金融一级荣誉学位。此前Kathy在保险领域工作了十年。



Geoff Weir

金融服务有限公司董事

geoff.weir@mq.edu.au

Geoff Weir早期就职于澳大利亚财政部、澳大利亚联邦储备银行和经济合作与发展组织。他于1991年开始转投金融界，先后在伦敦和巴黎担任信孚国际与摩尔资本的对冲基金策略师。1996年，Geoff回到悉尼并在BT基金管理公司担任全球固定收益部门主管。2002年他加入JBWere（现在的高盛JBWere）担任一支全球宏观对冲基金的策略师。

Geoff于2008年9月被任命为澳大利亚金融中心论坛主席。该论坛为联邦政府起草了一份关于澳大利亚金融系统的蓝图报告，名为《澳大利亚的金融中心建设》。2013年和2014年早期，他成为了悉尼国际金融监管中心的一名研究人员，并联合撰写了《人民币国际化：路径、影响和机遇》。Geoff拥有悉尼麦考瑞大学经济学一级荣誉学位和牛津大学新学院哲学硕士学位。

本报告登载于<http://www.cbe.anu.edu.au/research/rmb> 如需打印版请联系Kathleen.walsh@anu.edu.au

前言

2015 年 11 月

随着悉尼在 2014 年下半年被指定为官方离岸人民币中心，这份报告的出现可谓恰逢其时。它对全球离岸人民币中心的策略和成功因素进行了阐述，并探讨了人民币国际化对这些中心可能造成的影响。随后，作者运用这些见解对和澳大利亚有关的问题进行了剖析。



本报告在国际金融监管中心 2014 年发布的《人民币国际化：路径、影响与机会》报告基础上完成。这份较早面世的报告指出，随着人民币国际化相关改革的深入，中国和世界之间的金融关系会逐渐跟它们之间的贸易关系互相匹配，并概括了这些预期变化为国际金融市场带来的深远影响。报告认为，人民币国际化将对全球金融市场活动的种类、数量和地点产生影响，赢家和输家也将随之出现。

目前全球共有 18 个离岸人民币中心，它们之间是互相竞争的关系。本报告分析了澳大利亚可以从其他离岸中心的发展中学到什么。它还探讨了澳中两大经济体的结构性互补以及如何在此基础上和中国建立起更紧密的金融关系，并指出了我们拥有相对优势的特定领域。此外，报告还对多个更具技术性的市场问题进行了研究，比如我们是否应该为了成功打造人民币中心而增加本地人民币流动性。

除了悉尼被指定为官方离岸人民币中心之外，澳大利亚和中国最近还签署了《中澳自由贸易协定》，这有望为许多不同的行业带来更多机会共享，包括金融服务。如果澳大利亚希望充分利用这些进展，报告建议金融业和官方部门通过进一步合作来找出那些需要纠正的政策制约，用结构来支持市场力量。它们可能是国内政策制约或有待和中国谈判的市场准入问题。我强烈推荐这个重要建议。

中国政府一直致力于金融市场改革和自由化。大方向是清晰的。人民币国际化的浪潮不断前进。这份报告正是告诉我们如何从中获益。

Mark Johnson AO

Gresham Partners 高级顾问

ASIC 外部顾问组主席

前 APEC 工商咨询委员会（ABAC）澳大利亚代表；前麦格理银行副主席；前麦格理基础设施集团主席；前澳大利亚金融中心特别小组主席。

目录

执行摘要	v
导论	2
第一部分：其他离岸中心的一些经验	4
第一章：“官方”离岸人民币中心是怎么选出来的？	4
第二章：人民币国际化变迁与“先行者”优势	7
第三章：人民币国际化进程以及它们可能对离岸人民币业务分配造成的影响	13
第四章：人民币中心成功的关键决定因素	14
第五章：本地人民币流动性对成功有多重要？	17
第六章：与中国的对话	22
第七章：悉尼面临的一些问题	25
附录 1.1：上海自由贸易区	27
第二部分：	28
作为离岸人民币中心的悉尼：寻求细分市场	28
第一章：潜在收益	28
第二章：悉尼的优势何在？	33
(a) 悉尼的金融中心建设	33
(b) 作为人民币中心的悉尼	36
第三章：直接投资	39
(a) 中国对澳大利亚的直接投资	40
(b) 澳大利亚对中国的投资	41
第四章：交易银行业务	43
第五章：基金管理	53
(a) 中国资本市场的投资	55
(b) 从中国外流的资本组合管理	59
第六章：资本市场	74
第七章：与中国的约定	80
第八章：测算过程	84
第九章：潜在增长的领域和政策建议	86
第十章：结论	91
参考资料	92

附录

附录 2.1: QFII 和 RQFII 机制比较	95
附录 2.2: 合格境内投资者计划	96
附录 2.3: 国际货币基金组织关于人民币加入 SDR 的谈判	101
附录 2.4: 寻求来自中国资金的替代方案	104
附录 2.5: 提议的中国金融行动小组的可能框架	110
附录 2.6: 顾问机构	112

表格和图示

表格 1.1: 离岸人民币中心 ³ : 互换机制、RQFII 额度与官方清算银行	4
表格 1.2: 在岸和离岸市场的人民币活动指数	18
表格 1.3: 不同中心的人民币活动比较	19
表格 2.1: 澳大利亚银行在中国	44
表格 2.2: 中国机构可投资资产, 2009-2013 (十亿元-人民币)	60
图示 1.1: 亚洲向中国和香港支付的货币权重演变(付款的价值)	14
图示 1.2: 离岸人民币支付总值	17
图示 1.3: 伦敦人民币在其他离岸中心进行的可交割外汇交易	20
图示 2.1: 中国经济输出和城市收入分布	28
图示 2.2: 人民币贸易结算	30
图示 2.3: 中国各经济领域的存款	31
图示 2.4: 澳大利亚管理的海外投资者基金比例	35
图示 2.5: 澳大利亚对中国的投资水平	42
图示 2.6: 以人民币结算的澳中商品贸易份额	46
图示 2.7: 中国占全球贸易份额的增长	47
图示 2.8: 各国使用的 RQFII 额度	55
图示 2.9: 中国居民金融资产, 2010-2014 (人民币一万亿元)	60
图示 2.10: 中国可投资的人寿保险公司资产, 2009 - 2014 年 6 月 (十亿元-人民币)	62
图示 2.11: 澳大利亚来自海外的投资 (2013 年 12 月)	69
图示 2.12: 2015 年 3 月, 按来源国和州的重大投资者签证申请者	71
图示 2.13: 点心债券市场的发展	74
图示 2.14: 新南威尔士财政公司人民币债券的投资者类型和区域	78

执行摘要

通过促进中国境外人民币交易以及为离岸和在岸市场建立起联系，离岸人民币中心对中国逐步实现人民币国际化有着决定性作用。本研究报告：

- 分析了离岸人民币中心的发展、人民币国际化进程可能对它们造成的影响、以及它们在人民币实现完全自由化后可以起到哪些作用；
- 指出悉尼成为人民币中心和澳中两国加强金融关系所带来的主要影响和机遇；以及
- 审视有哪些主要制约因素（包括市场和政策方面）阻碍了澳大利亚金融服务公司充分利用现有契机。

本报告的调查结果来自在九个离岸人民币中心对官方及市场领域人士的访谈；以及和银行、基金管理和资金市场板块内众多金融服务公司的广泛讨论。

第一部分：其他离岸人民币中心的一些经验

- 近年来，拥有官方人民币清算银行的离岸金融中心数量飞速增长，现在已经有 18 个这样的离岸中心。这些中心之间的竞争正在加剧，特别在一些地区有好几个以重叠性很强的模式吸引人民币的业务中心。
- 对其中一部分中心而言（尤其是香港和新加坡），离岸人民币中心的经济益处显而易见，而且都以某些因素为中心，比如为数众多的本地中国人口、大量中国公司业务和贸易关系，包括区域贸易中心的作用。其他中心（比如卢森堡和伦敦）则有效地为自己找到了一个细分市场：卢森堡是基金管理和人民币资本市场活动，身为全球最大外汇交易中心的伦敦是离岸人民币外汇业务。
- 今后，中国将继续开放资本市场，而新推行的人民币跨境支付系统将把离岸银行和中国大陆银行越来越紧密地联系在一起，因此，官方清算银行、人民币互换机制、以及在中国资本市场进行投资的 RQFII 额度将不如以往重要。和其他货币一样，离岸人民币交易将转向那些具有流动性的中心以及那些拥有专门活动领域的中心。
- 然而，人民币可能会在 5-10 年后才成为一种自由交易、高流动性的国际货币。在此期间，认识到其商业价值的金融服务公司将获得“先行者”优势：它们将在中国建立起品牌名称和业务，并和从事金融产品的中国公司及其消费者达成商业关系。
- 离岸人民币中心之间的金融联系越来越紧密，这意味着某些形式的人民币相关活动可以在一个中心进行，但同时也可以从其他中心提取流动性。贸易相

关的人民币银行业务活动正是如此。同理，在基金管理领域，中国资本市场投资配额方案的演变意味着本地离岸人民币流动性不一定是为了在中国资本市场投资。

- 不过，在离岸人民币活动的其他领域，如资本市场，本地流动性似乎是一个重要条件。
- 针对和人民币有关的问题，大多数离岸人民币中心都在官方及市场层面和中国进行持续对话。无论对两国的市场参与者与官员建立起信任和理解，还是对相关政策问题的讨论，这一点都非常重要。
- 许多离岸中心还针对国内市场部门出台了举措，使它们能够和官方部门讨论并发展政策问题，以保证重要的政策问题和制约因素得到辨明和处理。

第二部分：作为离岸人民币中心的悉尼：寻求细分市场

- 中国和澳大利亚经济的结构性互补不但有助于悉尼发展人民币活动，从长期而言更有助于澳中两国推进金融关系。其中最重要的几个方面如下：
 - 澳大利亚是资本输入国，中国是资本输出国，而且正迅速成为一个重要的资本输出国；
 - 中国无疑是澳大利亚最大的贸易伙伴，而澳大利亚是比香港、新加坡和英国等重要离岸人民币中心更大的中国进口商品供应商；以及
 - 中国拥有庞大且飞速增长的储蓄池，需要将其用于离岸资产投资，而澳大利亚拥有一个大规模、有效和复杂的基金管理行业。
- 报告指出，今后能推动澳大利亚发展人民币相关业务的关键领域是交易银行业务和基金管理。
- 就银行业务而言，提供跟贸易有关的人民币产品和服务应该是未来数年的主要增长点，因为我们和中国的商品贸易有望大量以人民币交易和结算。
- 银行业的另一个重要增长点可能是为想在中国投资的澳大利亚公司以及想在澳大利亚投资的中国公司提供产品和服务。有时，澳大利亚银行在中国提供的上述及其他银行服务是通过和中国银行成立的合资公司来完成的。然而，它有一个不利因素：这样的资本投资行为受到澳大利亚资本充足性规定的监管，因此与其他有竞争关系的国家相比成本非常昂贵。
- 就基金管理而言，随着中国进一步开放资本项目并成为全球基准指数的重要组成部分，对中国资产的投资可能性很可能将大为增加。
- 在中国筹集可投资基金的潜力极大，因为中国拥有巨大的储蓄池，而且对离岸资产多元化投资的需求不断增加。在机构层面，对离岸基础设施和房地产投资

的兴趣非常大，而这两者都是澳大利亚擅长的领域。规模较大的澳大利亚基金管理公司和规模较小的精品基金都在更好地利用这一方面的新机遇。

- 然而，这一领域面临的挑战和机会一样大。报告中指出的重要挑战包括：
 - 澳大利亚基金在中国的认知和分销。考虑到这两大挑战，报告详细探讨了在中国筹集可投资基金的其他方式；
 - 中国对金融市场监管的不同处理方法和政策转变的速度。要克服这一点往往需要在中国本地展开业务；
 - 缺乏在中国及亚洲其他地方销售基金的集体投资工具。这一点对亚洲地区基金护照的发展也至关重要；以及
 - 许多澳大利亚公司不清楚中国政策转变的速度和方向，以及随之而来的新机遇。增强相关意识能够为悉尼乃至澳大利亚带来更多利益。

能够促进中国在澳大利亚投资的一个特定举措是重大投资者签证和高端投资者签证计划。随着最近 SIV 计划资产配置要求的改变和悉尼金融科技企业的发展，未来金融科技企业吸引大量 SIV 投资的可能性相当大。

澳大利亚和中国展开了多个官方层面的对话，包括根据《中澳自由贸易协定》

（ChAFTA）条款成立的金融服务委员会。如果悉尼想充分利用成为官方人民币中心以及 ChAFTA 谈判带来的机会，这些对话需要得到有效利用。我们需要建立起国内结构，来促进官方和市场部门之间对跨境金融服务政策问题的讨论。

导论

本研究报告着重论述悉尼成为离岸人民币中心后如何自我定位，以更好地利用中国向世界开放金融市场带来的诸多机遇。它在一份名为《人民币国际化：过程、影响与机会》的报告基础上完成，这篇更早发布的报告提供了大量相关背景信息和分析¹。

作者们在这篇较早的报告中概述了历届中国政府为实现人民币国际化这一政策目标而作出的努力。货币的国际化意味着它在国内和国外都被广泛用于支付和投资，包括作为一种国际储备资产。国际化的要求之一便是向离岸投资者开放本国资本市场，让市场来决定汇率并放开本国利率。

此前中国已经允许用人民币来进行跨境贸易相关交易，同时也在逐渐放开资本项目，但它仍然对人民币的跨境非贸易相关交易进行普遍监管，比如投资。为此，两个外汇市场应运而生：一个是离岸或 CNH 市场，另一个是在岸或 CNY 市场。离岸市场中的 CNH 交易并无限制。

随着这一与贸易相关的离岸人民币流动性增长，中国大陆之外的多个人民币中心和枢纽²将重心放在了促进跨境贸易相关 CNY 支付，以及提供一系列可以用于投资和其他目的的 CNH 产品。通过鼓励中国境外的离岸人民币流通和为在岸及离岸市场建立起联系，这些人民币中心对中国逐步实现人民币国际化有着决定性作用。鉴于它们的重要性，中国在不同的离岸人民币中心指定了多家中国银行为“官方”清算银行，与中国大陆进行贸易相关交易清算。拥有官方清算银行的中心也就成为了所谓的“官方”人民币中心。

中国目前是世界上最大的贸易国，从某种程度而言也是最大的经济体。但是，由于对资本进出实行监管，它与世界其他国家的金融联系有限。随着中国继续推进人民币国际化以及随之而来的资本市场放开、公司治理改善和利率及汇率市场化，它的国际贸易联系和金融联系之间的差距会迅速缩小。

在接下去十年乃至更长的时间里，这些持续不断的政策转变可能会对资金流动和金融市场活动产生深远影响。许多金融中心正在做好准备从新变化和新机遇中获益。

对澳大利亚而言，利用这些政策转变和随之而来的机遇，从而与中国建立起更紧密的金融关系应该是政府工作的重中之重，同时，联邦和各州都正在投入大量资源，以实现这一目标。它对澳中两国应该是互惠互利的，就像建立起更紧密的贸易关系那样。

悉尼是澳大利亚金融业的中心，因此新南威尔士州尤其能够从中获益。不过，悉尼建设人民币中心的成功取决于金融服务公司的高级管理层是否了解人民币国际化的速度和影响及其带来的商业机遇，并愿意投入大量资源来把握住这些机遇。其次，它还取决于联邦政府：联邦政府有责任确保澳大利亚的税收和监管架构不会阻碍跨境金融关系，以及和中国正在进行的市场准入问题谈判是富有成效的。再次，它也取决于州政府

¹ 来源：Eichengreen, Walsh and Weir (2014)

² 这两个词在报告全文中是可以互换的，尽管“枢纽”有时指的是较小、较专业的离岸人民币中心。

府，要确保悉尼拥有一切必需的基础设施，从而能够一直吸引金融服务公司前来开展业务。

基于这些事实，本报告针对的是一个更广泛的受众，包括金融服务部门、州政府和联邦政府。报告的第一部分着眼于其他离岸人民币中心和枢纽的现状，以及影响它们成败的关键因素。随后，它提出了悉尼需要重视的一部分主要问题。报告的第二部分深度探讨了这些问题，以便更清晰地对机遇和挑战进行表述。两个方面同样重要：尽管与中国建立起更紧密的金融关系有着巨大的潜在机遇，挑战也同样巨大——只有认清并克服了这些挑战，才能将机遇变成现实。

报告在最后一章列出了主要结论和建议。

第一部分：其他离岸中心的一些经验

本报告的第一部分基于 2015 年 2 月间在多个官方人民币中心所做的访谈——包括新加坡、香港、首尔、上海、法兰克福、伦敦和巴黎——以及这次旅程之后对离岸和国内内容的进一步广泛讨论。讨论还曾在纽约和华盛顿进行。旅程结束后，中国又指定了四个新的官方离岸人民币中心，分别为圣地亚哥、布达佩斯、约翰内斯堡和布宜诺斯艾利斯。

第一章：“官方”离岸人民币中心是怎么选出来的？

所谓的“三宝”——亦即能为市场动荡提供紧急流动性的央行互换机制、对跨境人民币交易进行清算的官方人民币清算银行、以及能够进入中国资本市场的人民币合格境外投资者额度（简称 RQFII）——目前由中国分配给全球 12 个地区（见表格 1.1）。在“三宝”中，官方清算银行被认为是中国认可的离岸人民币中心的最重要标志。包括澳门和台湾在内，全球共有 18 个拥有官方人民币清算银行的离岸中心。

表格 1.1: 离岸人民币中心：互换机制、RQFII 额度与官方清算银行

官方清算银行*				互换机制	RQFII 额度
指定日期	国家	城市	指定银行	目前金额 (10 亿元 人民币)	目前金额 (10 亿元 人民币)
03 年 12 月	香港	香港	中国银行	400	270
04 年 9 月	澳门	澳门	中国银行		
12 年 12 月	台湾	台北	中国银行		***
13 年 2 月	新加坡	新加坡	中国工商银行	300	50
14 年 6 月	英国	伦敦	中国建设银行	200	80
14 年 6 月	德国	法兰克福	中国银行	350**	80
14 年 7 月	韩国	首尔	交通银行	360	80
14 年 9 月	法国	巴黎	中国银行	350**	80
14 年 9 月	卢森堡	卢森堡	中国工商银行	350**	50
14 年 11 月	卡塔尔	多哈	中国工商银行	35	30
14 年 11 月	加拿大	多伦多	中国工商银行	200	50
14 年 11 月	澳大利亚	悉尼	中国银行	200	50
15 年 1 月	马来西亚	吉隆坡	中国银行	180	
15 年 1 月	泰国	曼谷	中国工商银行	70	
15 年 5 月	智利	圣地亚哥	中国建设银行	22	50

15 年 6 月	匈牙利	布达佩斯	中国银行	10	50
15 年 7 月	南非	约翰内斯堡	中国银行	30	
15 年 9 月	阿根廷	布宜诺斯艾利斯	中国工商银行	70	

*表格中仅列出了至少有一家官方清算银行的地区。

**中国人民银行与欧洲央行签署的货币互换协议令卢森堡、法国和德国获益。

***台湾的 ROFII 额度将在一个先前签署的贸易协议最终确定后生效。

在获得“三宝”之前，有些地区已经是成功的离岸人民币中心，如香港、新加坡和在某种程度上而言的伦敦。可是对其他中心（包括悉尼）而言，“三宝”是在最近才获得的，因此才处于建设人民币中心或枢纽的初级阶段。

如何分配“三宝”的决策过程似乎是由市场和其他因素决定的。在某些中心，如香港、新加坡和伦敦，市场因素显而易见。香港是全球首个离岸人民币中心，而且在直到2013年2月之前的近十年时间里都拥有唯一的一家官方离岸人民币清算中心。这为“三宝”起到了试点作用，后者最近才扩展到香港以外的地区。香港政府和政府机构与本地金融市场参与者紧密合作，以促进香港作为重要金融中心的地位，包括身为最重要离岸人民币中心的作用。它与中国内地的独特关系——包括居民向内地汇款的需求和大量中国公司进驻——意味着它是中国逐步实现人民币国际化进程中理所当然的第一站，无论从市场还是政治角度而言。

同理，新加坡³成为离岸人民币中心有着经济上的合理性。和香港一样，当地政府、政府机构和市场参与者一直都紧密合作，以一种“全政府”的方式去推广并发展新加坡作为重要金融中心的地位，尤其是人民币中心的地位。例如，和香港一样，新加坡央行在跟中国人民银行（PBOC）达成央行互换机制后建立了人民币流动性机制，以促进和鼓励人民币市场活动。此外，新加坡是东南亚的传统贸易和金融中心，许多中国公司在这里经营业务，当地散户广泛用外币储蓄，因此，新加坡第二个获得“三宝”的经济理由是强有力的。

伦敦的情况则有稍许不同。身为重要国际金融中心 and 全球外汇市场交易量的主要中心，伦敦金融城可能会一直吸引着离岸人民币交易银行业务的大份额。然而，中国实现人民币国际化的第一步就是借助贸易账户，鼓励离岸公司以人民币贸易和结算。直到最近，只有欧洲几家公司以人民币交易和结算。

因此，将“三宝”引入伦敦金融城的市场或经济行为只在人民币国际化的第二阶段得以真正发展，亦即资本管制的逐步放宽和非贸易相关的离岸人民币交易增长。这一点在伦敦的人民币营业额中得到了体现：大部分营业额都是非贸易相关的。

此外，其他因素对伦敦的影响也有所不同。英国政府一度认为“三宝”基本上不是必需的，因此没有去争取。随后，市场和官方观点都渐渐发生了改变，伦敦展开了争取，并最终在 2014 年中期获得了“三宝”。

在这些金融中心之外，非市场因素对“三宝”分配的影响有时会大于市场因素。例如，法国政府（包括法兰西银行）长期以来一直想从伦敦和卢森堡吸引金融业务，并成为

³ 第二章进一步探讨了新加坡和伦敦成功建设离岸人民币中心的主要原因。

一个重要的欧洲金融中心，但法国相对高的税率和巴黎相对低的金融中心排名使其目标难以实现。尽管中国是法国重要的贸易伙伴，但在和其他欧陆国家竞争人民币中心的过程中，巴黎的人民币流动性要低于卢森堡，而德国与中国的贸易量又远远高于法国。

尽管面临这些不足，法国政府还是积极支持并争取让巴黎成为人民币中心。这一举动背后的还有一个原因，那就是至少有一部分官方部门认为无论出于地缘政治还是金融稳定的理由，世界都需要摆脱对美元这一主导性全球储备货币的过度依赖；欧元和（以后的）元⁴是挑战美元霸权的天然候选货币；法国需要直接参与实现这一目标的国际进展和讨论。

离岸人民币中心和“三宝”分配受市场力量和其他因素的共同作用——这方面另一个有趣的例子是纽约。美国政府和美国金融市场参与者都未积极争取这些机制，中国也没有主动提供。于是，加拿大在 2014 年末争取到了“三宝”的分配。

从市场角度而言，美国至今都未争取获得“三宝”或其中任何一项机制的主要原因如下：

- 美元仍然是主导型国际货币，大部分跨国美国公司的大量业务都以美元进行，几乎没有必要进行多货币财务运作，因为它的前期成本很高；
- 许多大型美国银行在亚洲拥有大量业务，包括中国内地，如有需要可以方便地通过海外运作进行人民币交易；以及
- 在基金管理部门，大型国际美国公司已在其他国家拥有业务并已获得 RQFII 配额，这些国家能够以灵活和可替代的方式来利用这些海外配额，从而让美国公司进入中国资本市场。对小型美国基金管理公司而言，它们大都对进入中国资本市场的兴趣有限。

在官方层面，某些因素似乎也造成了美国对“三宝”兴趣缺乏。首先，至今为止几乎没有市场诉求，而典型的官方部门观点是任何此类诉求都应该由市场主导。其次，有些（如果不是许多）处理中国事务的美国政府官员认为，尽管已经有了进展，可是人民币要成为主要国际货币还需几十年的时间，因此没必要着急。再次——这可能有关联——在某些领域，有人暗暗希望中国不会成功或只获得有限的成功，因为美国从主要国际储备货币的地位中获得了“嚣张的特权”⁵。

由于“三宝”的规模和地理分配有时是由非市场因素决定的，其后果之一便是 RQFII 配额的使用有限。至 2015 年 9 月底，国家外汇管理局（SAFE）向 141 家机构发放了 4120 亿人民币的 RQFII 配额⁶，仅占全部 RQFII 配额的 42%。如果 RQFII 执照不是可以在不同辖区“便携”的话（拥有配额国家的公司可以在另一个没有配额的国家使用它），配额的使用率甚至会更低。

⁴ 中国货币的正式名称是人民币（RMB）。元是指人民币的记帐单位。

⁵ 这一术语最早由法国财政部长 Valéry Giscard d'Estaing 在 1960 年代创造，指的是美国从主要国际储备货币地位中获得的重大权益。

⁶ 来源：SAFE

第二章：人民币国际化变迁与“先行者”优势

人民币国际化的结果将会如何？

如前所述，中国对人民币的跨境贸易相关交易并无限制，但它仍然对以投资为目的的人民币跨境交易进行普遍监管。为此，两个外汇市场应运而生：一个是可以自由进行离岸投资和其他交易的离岸或 CNH 市场，另一个是受到资本管制的在岸或 CNY 市场。随着资本管制逐渐放松，这两个市场之间的联系也在加强并呈现出越来越紧密的协同关系。

最终，一旦人民币实现了国际化，离岸人民币（CNH）和在岸人民币（CNY）之间的差异将消失。官方离岸人民币清算银行会在很大程度上变得多余，因为所有银行都可以便捷地进行贸易和非贸易相关人民币交易。一旦资本管制解除，RQFII 配额也会变得多余，而央行之间的人民币互换协议除了在重大市场动荡时会变的不那么重要，因为流动性可以便捷而广泛地通过贸易和资本项目交易来获得。人民币与其他任何可自由交易的货币将没有什么不同——除了它的成交量能够反映中国经济、国际贸易往来和资本市场的规模。

和其他自由交易货币一样，一旦人民币实现了国际化，人民币交易业务在全球的分配将由市场来决定。在中国内地之外，大量人民币业务往往会转向流动性“池子”的所在地，而中国央行则是全球流动性的最终源头。

但是，人民币会在何时、通过何种途径最终实现人民币国际化？“三宝”和市场力量对人民币业务在日益增多并相互竞争的金融中心及枢纽之间的分配有何作用？

人民币国际化的时间

要回答这个问题，一个重要因素是中国实现人民币国际化需要多久。人民币国际化离不开资本管制解除、银行存款利率上限放开⁷、市场决定汇率、人民币成为国际储备货币并在中国内地之外广泛用于交易和投资。人民币国际化的进程越快，“三宝”在现在和将来的重要性就越低；正在积累人民币专业知识和客户、或正在获得中国资本市场准入的公司的“先行者”优势就越不明显。如果人民币很快变得和其他主要可兑换货币一样，中国资本项目完全放开，那么一个合乎逻辑的问题是：为什么要花这么多力气和成本去探索当下资本管制特许的复杂网络？

作者在 2014 年 3 月发表的报告《人民币国际化：路径、影响与机会》中预测，人民币实现上述程度的国际化需要 10 年左右⁸。但接下来的局面大致在往相反的方向发展。积极的一面是，进一步放开资本项目的举动比我们预想的更早发生，尤其是通过沪港通计划、RQFII 的广泛分配、放松对直接外国投资流入的监管、公司在中国内地和境外运营之间的人民币互换机制监管放开。在上海自贸区（SFTZ）等现有和新自贸区的进

⁷ 2015 年 8 月，中国部分放开了部分银行存款上限，但仅针对一年以上的存款。

⁸ 来源：Eichengreen, Walsh and Weir (2014) 第 68-69 页。

一步开放举措试验也在加强（见附表 1.1）。此外，金融中心之间对离岸人民币业务的竞争比我们预想的更快加剧，这在某种程度上也和“三宝”分配有关。

中国政策变化的速度表明，在没有重大经济或政治挫折，中国的大部分资本管制都可以解除，它的货币浮动和银行利率管制会在十年内放开，比预计要早得多。届时，中国还将成为基金经理使用的一系列全球基准指数的重要组成部分。

然而，我们也在较早的报告中指出，人民币国际化想要完全成功，离岸投资者不仅需要进入中国资本市场，还要对它们有信心⁹。没有市场准入和对市场的信心，离岸投资和金融交易中的人民币使用会更有限。这种信心还包括了其他领域，比如法治和争端解决程序、中国金融服务监管结构和公司治理的质量。

就这种信心的前两个方面而言——法治和监管结构——上海自贸区有潜力为更简单、更透明的举措起到重点示范作用。然而，这需要连续不断的试验和改变，上海自贸区的这些新举措究竟多有效还有待观察（见附表 1.1）。

作者的第一份报告还认为，公司治理是人民币国际化进程的重要一步。不过，这方面的进展更为缓慢。中国中小型企业在国内上市变得更容易、更快速了。另外，政府还采取措施将私营部门资本注入国有企业（SOE）。可是，这些私营部门对国有企业的投资很少甚至完全没有涉及多数股权或控制。另外，非金融国有企业和国有银行——它们为前者提供更便捷的银行贷款——之间不利于发展的纽带仍然存在，尽管中国当局多次鼓励银行加强向私营部门中小企业的借贷（比如通过对这些借贷实行更低的银行准备金比率）。无论国有企业如何使用贷款，国有银行仍然认为它们的信贷风险更小，因为它们被看作是有政府担保的。这部分反映了许多中国银行在信贷风险管理和专业知识方面的不足。

这一领域对中国政府而言是个挑战。有些共产党高层官员认为，国有企业董事会的党员代表和国家对国有企业活动的影响是党对经济与社会影响的重要一部分，不能轻易放弃。但如果政府希望成功实现人民币国际化、放开中国资本市场和改善国内资源配置，这一领域的深化改革不可或缺。

另一个和人民币国际化进程及时间表有关的问题是，今年早些时候中国股市的波动对中国今后的资本项目自由化有何影响。

2015 年中期，中国股市的巨大日跌幅并非前所未有——例如，2007 年 2 月及 6 月和 2015 年 1 月都出现了程度近似的日跌幅。然而，在中国致力于人民币国际化和推进市场作用的环境下，这一次股市下跌的特别之处在于应对政策的性质，包括：

- 禁止大股东减持；
- 国有企业增持股票；
- 央行为股票融资公司提供信用额度；以及
- 一度将上交所和深交所的半数上市公司停牌¹⁰。

⁹ 来源：Eichengreen, Walsh and Weir (2014), 第 74 页。

¹⁰ 来源：Grigg (2015)

尽管只是推测，但这一应对政策的程度和性质可能反映了多个因素，包括：

- 在经济增长放缓的情况下，对股市暴跌的宏观经济影响的担忧（尽管这一点不应被夸大，因为国内股份持有只代表了中国家庭财富的一小部分；以及
- 在中国不断向资本项目自由化迈进的情况下，对中国资本市场离岸信心的担忧。中国当局非常了解人民币国际化的成功不但需要离岸投资者进入中国资本市场，还需要他们的信心，而且它也非常希望中国资产能够被纳入投资者基准指数。

中国监管者采取的一些措施也被包括西方经济在内的其他多个国家采用过，如禁止卖空，但有时会引发金融压力。然而，中国当局采取的整套措施及其程度反映了对依赖市场作用，并接受随之而来的波动的矛盾态度。

中国对重大市场波动持续时间的明显担忧，可能会对人民币国际化和资本项目自由化的发展造成多重影响。

首先，它会在短期内减缓资本项目自由化的速度。尤其因为对 2015 年 8 月人民币贬值和人民币每日指导汇率更偏向于市场决定的担忧及不确定，中国当局最近加强了对资本流出的管制。

其次，它可能会导致人民币国际化相关政策优先顺序的调整。最重要的是，它可能会让国内市场改革——比如改善市场监管和管理影子银行部门——重要性大过任何额外的重大资本市场开放措施。

再次，这一经历可能还会促使中国内部对人民币国际化的终极目标展开讨论——用稍微不同的话说，拥有“浮动”汇率和“开放的”资本项目的含义是什么。中国可能会决定保留一定程度的资本管制和汇率管理。

最后，近来市场波动的经历和政府应对政策的性质表明，资本项目放开的过程可能会减缓一段时间，接下来的政策变化也可能不同。不过，到了这一阶段，颠覆整个过程似乎是不可能的。资本项目自由化的速度实际上非常快，因为它在 2013 年十八届三中全会上得到了强烈肯定，市场开发措施的任何放慢都应该放在这一背景下考量。

除非中国的公司治理和法治改革加快，就官方政策背景而言，中国很可能在五到十年内基本实现资本项目放开和浮动汇率，但人民币非常广泛地用于私营部门投资——也就是完全国际化则要花上更长的时间。

尽管这完全是一个商业判断的问题——对优点和缺点的考量完全取决于具体的公司——五到十年对想要建立或加强“先行者”优势的金融服务公司来说似乎足够长了。一旦资本管制解除，人民币实现了国际化，下面这些金融服务公司就可能会处于一个有力得多的位置：跟和中国有贸易关系的公司客户建立起了初期联系，跟中国内地公司建立起业务关系，或抓住了管理中国流出资本的初期机会。然而，这不是万无一失的保障：许多率先进入中国内地市场的金融和非金融公司都发现它的成本很高，而且直至目前都没有带来什么好处。

政策转变的速度

在衡量人民币国际化带来的“先行者”优势的利弊时，另一个相关因素是中国资本监管“窗口”放开的政策转变速度。这影响到了境外金融服务公司的思考和运营方式。有时，大型国际公司会同时使用几个窗口或机制，然后等能够更清楚地看出哪个通道开放得更快、在将来更可能符合它们的需求时，再把更多资源投入那个通道。可是，这么做需要大量资源。

对不具备大量资源的小型公司而言，最好的短期策略可能是静观其变，看看资本账户中的这些不同窗口是如何扩张发展。然而，在这一过程中，规模较大、资源更佳的公司可能会把它们甩在身后。

通过对中国政策（无论是在基金管理或金融服务的其他领域）快速转变的观察，许多人都会得到一个结论：在中国内地拥有实实在在的业务是无法替代的，这能让你跟相关政府官员保持紧密关系，并对政策发展和前景有一个好的感觉。

那些常驻中国内地、而且和中国官员联系紧密和密切的合作也可能会非常有用，原因见下文。

“三宝”的重要性

对希望利用人民币实现国际化之前这段过渡时期的公司而言，“三宝”对官方离岸中心吸引离岸人民币活动有多重要？

首先是央行互换机制。大多数但不是所有央行都认为它仅适用于市场严重混乱、流动性干涸的情况下。然而，第一章指出，在那些官方部门更积极促进市场发展的地区，多个央行已经在官方互换机制之后推出了提供市场流动性的机制，以鼓励人民币业务发展，而非仅仅应对紧急情况。这方面最明显的例子可能要属香港，它的互换机制催生了一个指定的人民币流动性做市商群体，受香港金融管理局¹¹鼓励，得到了颇为活跃的运用。

至于新加坡和首尔，尽管它们的央行似乎也超越了单纯的紧急情况应对，但目前互换机制并未得到广泛运用，一部分原因是市场认为成本太高，另一部分原因是依靠它的银行将会受到歧视。这些阻碍在今后可能会得到调整。

简而言之，人民币互换机制在某种程度上可能有助于加强市场动荡之时令人民币在市場有充足性的信心，但除此之外，它只是努力鼓励和促进市场交易的地区央行拥有的一种竞争优势。

对官方人民币清算银行而言，作者在早前的报告中表示，它们可能也提供了某种流动性方面的信心，但考虑到一系列其他颇为有效的人民币清算机制的存在，它们并不具

¹¹ 2014 年末，香港金融管理局（HKMA）为香港离岸人民币市场指定了七家银行为流动性主要提供者（PLP）。这些指定 PLP 的任务是为不同的 CNH 工具在香港拓展做市活动，并利用香港平台来推广它们的国际离岸人民币业务。作为回报，HKMA 为每家 PLP 分别提供 20 亿人民币的专门回购机制，以便在它们从事做市及其他 CNH 市场业务时进行更有效的流动性管理。

有核心重要性¹²。在和多个离岸人民币中心的官方市场参与者讨论之后，我们仍然持这一观点，而且原因是同样的。此外，至少对一些中心而言，筹备中的跨境人民币支付系统（CIPS）似乎阻碍了官方清算银行对其清算基础设施进行大力投资。更主要的是，如今 PBOC 已经上线了 CIPS 第一期¹³，这些官方清算银行的重要性预计会降低。下面的框 1.1 对 CIPS 跨境人民币支付系统进行了概述。

框 1.1 中国的跨境人民币支付系统

随着最近 CIPS 一期的上线，中国的支付系统正在经历重大升级，前者的诞生正是为了促进跨境人民币的贸易结算和其他用途。

新系统的运营方式类似于美元清算系统——银行间市场清算体系（CHIPS），为离岸和中国内地参与者提供直接清算。它将同时提供中文版和英文版，并采用国际标准信息。直接接入有望大幅降低交易成本和处理时间。十九家银行被宣布为第一批直接参与者，其中八家为外国银行，有一家澳大利亚银行。其他符合资质的银行可以向 PBOC 申请直接参与，或通过直接参与者进入网络。CIPS 将覆盖各大主要商业时区，包括欧洲、亚洲、非洲和大洋洲。

现有清算和结算机制将继续运营。然而，一旦完全铺开，CIPS 可能会极大地降低官方人民币清算银行的重要性。

无论如何，一两个人民币中心——最明显的是新加坡——建立起官方清算银行的确鼓励了人民币更广泛用于贸易结算。新加坡的原因是，在 ICBC 成为官方清算银行之前，尽管多家银行有能力高效地清算人民币交易，但没有一家对此进行了大范围的广告或宣传。官方清算银行的建立改变了这一点，让公司和其他机构了解了人民币计价的优势和潜力。

在考虑官方清算银行的重要性或者说非重要性时，另一个因素是它们是否代表着额外的人民币流动性来源。例如，如果清算银行能通过它们的其他分行或香港的中央清算银行——这是除澳门之外唯一一个能直接接入在岸中国支付系统，亦即中国现代化支付系统（CNAPS）的清算银行，获得比非清算银行更多的人民币流动性，那么答案是肯定的；而且，它们愿意用这一入口为其他在本行开户的银行提供流动性。

然而，这又是一个非市场考量和市场推动行为之间的界限开始模糊的领域。在多个中心，本地银行已经在官方清算银行开设了账户。可是在许多情况下，它们之所以这么做是为了响应官方部门的号召，很少或没有想到把它们当作流动性来源之一。银行间对人民币和其他货币业务的竞争——包括中国的银行之间——相当激烈，除了在极端情况之下，这可能会遏制它们对依赖官方清算银行获取流动性的积极性。

¹² 来源：Eichengreen, Walsh and Weir (2014), 第 90-91 页。

¹³ CIPS 第一期于 2015 年 10 月 8 日上线。我们将在第二部分第四章对它的潜在重要性进行深入探讨。

“三宝”中的最后一项是 *RQFII* 配额的分配，它能让受许可的基金经理根据自身占总配额的比例进入中国资本市场，而这一方面的发展颇为有趣。在多个金融中心拥有业务的国际基金管理公司能够不止在一个辖区获得 *RQFII* 配额，然后把它们结合在一起后分散在任意地区，从其他地点管理基金并在不同的国家进行销售，而且是以多种货币定价。配额的辖区也就变得不是那么重要了。

但总体而言——除了配额已用完的香港——配额的申请使用至今仍然缓慢。这再次反映了 *RQFII* 配额分配的规模和数量在许多情况下是由多个因素决定的。

总结：

获得“三宝”的重要性体现在：

- 增强市场信心，说明中国政府和受惠国政府都支持本地人民币活动的发展，因而在紧急情况下也能获得流动性；
- 向市场宣传以人民币交易的可能性和潜在优势；以及
- 表明中国对这些中心建设离岸人民币业务的支持，包括进一步的政策转变。

不过，在这些考量之外，是否获得“三宝”对某个特定中心而言，可能并非人民币业务发展成败的决定性因素。

第三章：人民币国际化进程以及它们可能对离岸人民币业务分配造成的影响

任何对人民币国际化路径的讨论在某种程度上都自然是推测性的，因为从当下的政策设定到实现国际化之间有着许多不同的潜在道路。然而，在没有发生重大经济或政治危机的情况下——那会是一个重大威胁，因为它不仅将影响到人民币国际化进程，还有中国政府对其的承诺——通过观察中国迄今的动作就能获得许多指导。

这一动作包括一系列“试点”或试验项目，通常最早以香港为中心，成功后再扩展到香港以外的其他离岸中心。以此为模板的项目包括了人民币贸易结算；官方清算银行；对外投资额度，如合格境内机构投资者（QDII）计划（见附表）；以及离岸人民币债券发行。

我们有理由相信，未来也将使用同样的模板。因此，接下来几年我们可能会看到：

- 沪港通计划延伸至中国其他交易所（如深交所）和其他离岸股票市场，新加坡将会是最有可能的下一个连接；
- 在中国境内和境外的投资流动方面，离岸金融中心会获得更多的配额和更灵活的投资要求；
- 中国大陆和香港的互认协议被扩展至其他金融中心；
- 在岸货币（CNY）汇率允许被波动的变动幅度会进一步加大，从而鼓励更多中国公司以人民币贸易和结算，并推动汇率市场化；
- 中国在一系列海外国家的直接投资和中国的外国直接投资流入持续快速增长；以及
- 目前在上海自贸区内进行的试点（见附录 1.1）将会扩展至全中国。

此外，CIPS 可能会在接下去数年内进一步铺开。一旦实现完全的运营，这一新的人民币清算平台将为所有成员银行提供直接且更高效的清算离岸人民币业务服务，可能会逐渐在很大程度上令官方人民币清算银行失去地位。

鉴于上述及相关动作对整体的影响：

在不断发展的人民币国际化进程之中，我们很有可能将继续看到整体离岸人民币业务越来越多地从香港转移至其他中心，香港的特殊地位将受到影响，包括作为首家和重点离岸清算银行的中国银行（香港）。此外，作为融资中心和离岸人民币流动性的源头，上海的作用可能会越来越重要，从而进一步影响香港一直以来的地位¹⁴。

简而言之，人民币国际化进程可能会为香港之外的离岸人民币中心业务发展提供更多机会，包括悉尼。

¹⁴ 中国政府多次表达了在 2020 年之前将上海建设成为重要国际金融中心的决心。

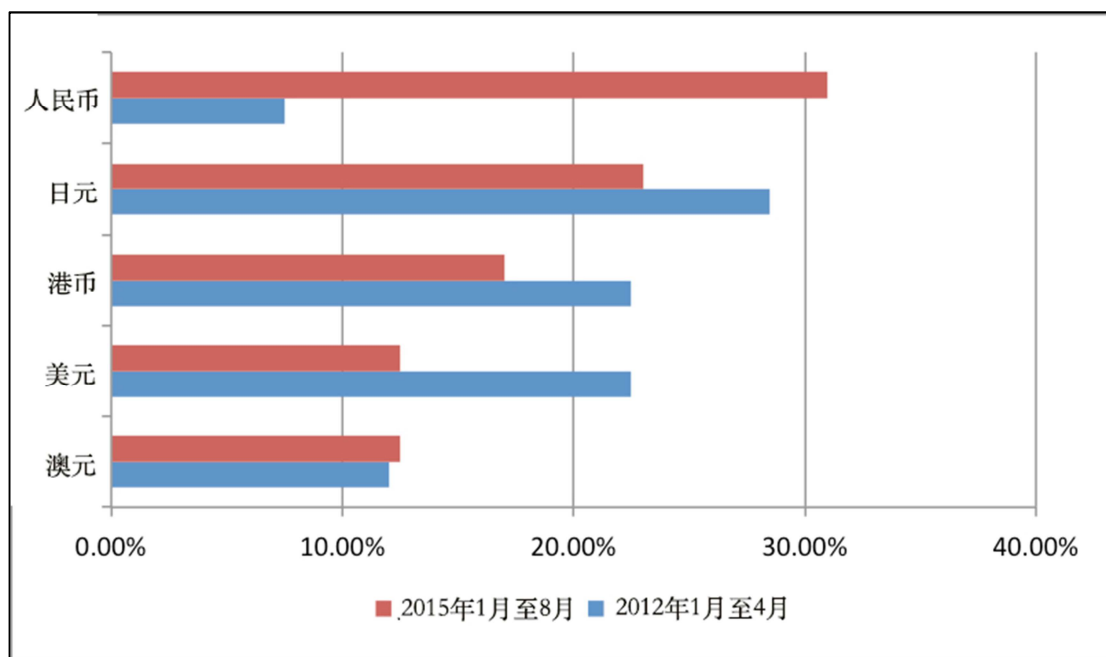
第四章：人民币中心成功的关键决定因素

鉴于它们的优势，新加坡和伦敦可能将继续发展自己的离岸人民币中心地位，即使它们没有获得“三宝”。思考这背后的原因有助于加强理解大型人民币中心成功的关键决定因素。

答案是历史、市场专业知识和流动性的结合——还有一部分支持性的政府政策。先来看一下新加坡，它之所以能够成功发展人民币中心，真正的关键因素在于它曾经也将继续是一个区域性贸易（包括商品贸易）和外汇枢纽；许多中国公司在这里经营业务；它和上海处于同一时区；新加坡政府推出的低税率和其他激励措施，以促进公司在当地进行区域资金运营和金融市场参与者在当地工作；以及包括散户在内的新加坡投资者是重要的外汇存款持有人，包括人民币存款。

以上这些因素结合起来，就意味着新加坡拥有为数众多的人民币资产“天然持有人”，比如拥有人民币存款及其他工具的散户和资产负债表上拥有人民币的中国公司。新加坡在该地区的历史角色意味着它还是亚洲许多和中国有¹⁵关的供应链的关键枢纽。这一区域间贸易正在越来越多地以人民币贸易和结算（图示 1.1）。

图示 1.1: 亚洲向中国和香港支付的货币权重演变（付款的价值）



来源: SWIFT

现在来看看伦敦，和新加坡不同的是，它无论在散户层面还是企业层面都几乎没有人民币资产的天然持有者。因此，它至少按这一标准来看并非重要的人民币流动性中心：包括银行间存款在内的伦敦人民币存款总额仍然不多。不过，伦敦长久以来便是全球最大的外汇中心，许多欧陆及其他银行都通过它们的伦敦办事处或伦敦的代理银行来

¹⁵ 这点在 Eichengreen, Walsh and Weir (2014) 第 58–61 页。

进行外汇业务定价和交易。国际银行及公司与伦敦金融城之间的这些长期联系，正是后者迅速发展为离岸人民币外汇交易中心的关键因素——比获得“三宝”重要的多。另外，尽管远比不上新加坡的程度，但鼓励外国人在金融城和其他地方工作的政府政策也早已出台。

那么，其他规模较小的离岸人民币中心获得“三宝”后又将如何呢？基本而言，它们作为人民币中心的命运也将由市场决定——尽管政府在金融服务监管和跨境资金流动征税方面的政策制定也将促进或阻碍发展，我们将在报告的第二部分对此进行探讨。

下面框 1.2 提供了一个成功找到细分市场中心的范例，亦即卢森堡。

对这些规模较小的人民币中心而言，迄今为止的发展表明成功关键在于它们能否根据自身的特点和市场实力，为自己找到一个有效的“细分市场”。这可能是多个因素的结合，比如时区及地理位置、贸易联系或在某个金融市场行为领域的专业历史。有利于市场的税制和监管结构也将起到重要作用。

框 1.2: 卢森堡是如何成功建设人民币中心的？

卢森堡是欧盟的创始成员国和欧元区成员之一，而且从地理上看正处于欧洲中心。身为国际金融中心，它提供了一个有利于商业的税收和监管环境，以及鼓励金融服务业的“全政府”路线。它还拥有欧洲最大的基金管理注册和分配中心。

卢森堡的面积和人口都非常小，这意味着它不能依靠和中国的贸易来发展人民币业务。相反，它把精力集中在非贸易金融交易。卢森堡很早以前就开始和中国紧密合作，发展两国之间的双向金融流动。比如在基金管理领域，两国的监管机构早在 2008 年就签署了一份谅解备忘录，建立了允许中国投资者对某些国外市场和商品进行投资的工具——对在卢森堡注册的投资工具进行投资。

更近一些时候，大多数通过香港子公司在欧洲推出了投资基金的中国基金经理都选择了卢森堡作为自身基金的注册地。卢森堡是欧洲最大的中国股票交易所交易基金注册地。

在资本市场领域，卢森堡证券交易所早就是国际债券上市的重要中心，也是大中华地区之外首个发行商业点心债券¹⁶的地点——2011 年 5 月由大众汽车发行。随后，它便成为了欧洲点心债券发行、上市和二级市场交易的主要地点。如今，它是全球第四大点心债券发行中心。

卢森堡已经成为了多家中国主要银行的欧洲总部所在地，包括当地的人民币清算银行 ICBC。中国银行通常将卢森堡作为向欧洲客户发放人民币商业贷款的区域中心。此外它还是多家中国非金融公司的欧洲总部所在地。这些是卢森堡积累人民币流动性背后的重要因素，现在它已经成为了欧洲最大的人民币存款基地。

¹⁶ 点心债券是在中国内地之外发行的人民币债券。

与卢森堡成功找到细分市场相反，有些获得了“三宝”的金融中心在积累人民币流动性方面模式重叠，这可能会限制它们的有效性，尤其当它们处于同一地理区域的情况下。法兰克福和巴黎就是很好的例子。德意志联邦银行已经在对法兰克福成为人民币中心进行积极讨论和谈判，尽管经济部从 2012 年前后开始充当了官方层面的关键推手。官方部门的动力似乎来自两方面：促进德中两国之间的贸易往来，并协助希望以人民币进行贸易和结算的德国公司；从更宽泛的角度而言，让法兰克福成长和发展成为一个金融中心。预计中能够发展人民币业务的机制是贸易：德国模式是鼓励大公司将财务运作设在德国，为这些公司加强人民币贸易提供便利，然后进一步发展本地流动性和更丰富的人民币金融产品。

德国执行这一路线的“正面因素”包括德中两国之间的贸易量（德国是中国的第六大贸易伙伴）；以及许多和中国进行贸易的大型跨国德国公司业已习惯了多货币财务运营，比如大众汽车，它们在中国内地的业务规模极大，因此（假设以人民币贸易）更可能在资产负债表上持有人民币。

“消极因素”包括来自伦敦的对外汇业务的强烈竞争；以及德国向中国出口的一大部分并非来自大型跨国公司，而是来自中小型企业，它们在中国的业务规模往往并不大，因此不太可能通过贸易结算在资产负债表上持有人民币。另外，尽管法兰克福希望吸引人民币债券的发行和交易业务，可是它们在这一领域面临着来自卢森堡的强劲挑战。

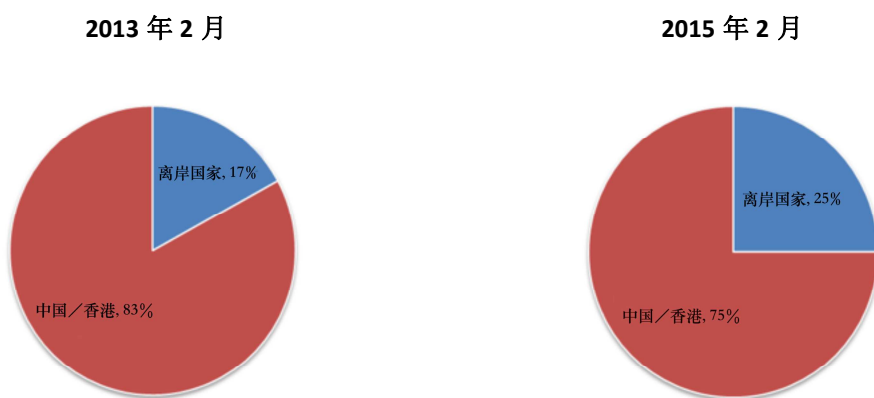
至于巴黎，它的人民币中心建设也得到了央行的强烈支持，原因类似于法兰克福。它的模式也非常相似：鼓励和中国进行贸易的法国跨国公司及中小型企业将财务运作设在法国，然后在此基础上积累本地流动性。巴黎拥有多个优势：中国是法国的重要出口市场，尽管从绝对角度而言远不如德国那么重要；许多大型法国出口商在中国拥有相当大的业务规模；而且法国在某种程度上是和中国进行贸易的北非及南欧部分地区公司的枢纽。劣势仍然是来自伦敦和卢森堡的竞争；以及从更宽泛的角度而言，巴黎作为金融中心相对低的排名¹⁷。

¹⁷ 例如在 2015 年 3 月发布的全球金融中心指数将巴黎排在第 37 位，低于伦敦（2）、苏黎世（6）、日内瓦（13）、卢森堡（17）、法兰克福（19）和维也纳（35）。

第五章：本地人民币流动性对成功有多重要？

由于与中国内地的特殊关系、香港是离岸（CNH）流动性的主要来源，拥有“先行者”的优势和为数众多的人民币资产天然持有者。不过，随着资本管制的放开，随着贸易和资本项目相关人民币交易转到香港境外，以及 CNH 金融产品的范围和深度增加，其他流动性中心的发展势头也在不断加强（图示 1.2）。规模最大的是新加坡、台湾、卢森堡和伦敦。

图示 1.2: 离岸人民币支付总值



来源：SWIFT

因此，离岸 CNH 的总营业额和流动性在近年得到了很大提升。许多增加的总营业额来自对冲，同时包括了贸易和非贸易目的。尽管当日流动性有时仍然是个问题，尤其是在伦敦，离岸可交割远期市场已成为了总营业额和流动性的重要来源。偶尔的证据和讨论显示，远期市场上的一大部分总营业额来自投机，而不是与贸易有关。

下面的表格 1.2 将离岸人民币和在岸人民币（CNY）的总流动性及营业额进行了一些比较。

如果能够在将来得到更广泛的运用，那么沪港通的中国资本流出和通过（人民币合格境内机构投资者）RQDII 配额计划（它允许中国内地投资者对离岸人民币产品进行投资）流出的资本可能会成为重要的离岸流动性来源。

表格 1.2: 在岸和离岸市场的人民币活动指数

	离岸可交割人民币 (CNH 市场)	在岸可交割人民币 (CNY 市场)	离岸无本金交割人民币
即期	每日交易量 350 亿美元	每日交易量 300 亿美元	无
远期/外汇掉期	每日成交量 400 亿美元, 流动性限期 10 年	每日成交量 50-100 亿美元, 限期 5 年	无本金交割远期 (NDF) / 无本金掉期。每日成交量 50 亿美元, 限期 5 年
外汇期权	交易活跃。每日平均交易量约为 15 亿美元	尚处于非常初期的阶段, 有待进一步发展	交易活跃
远期利率协议	可能很快开始交易	可能很快开始交易	非常缺乏流动性
利率掉期	越来越多的公司开始用 CNH IRS 来对冲人民币债务利率风险。CNH IRS 限期 5 年, 但主要以 2 年期小额交易	交易活跃。可通过 Repo IRS、Shibor IRS、Depo IRS 等品种交易。在岸 IRS 交易限期 5 年	在金融机构间交易活跃
交叉货币掉期	每日交易量 5-8 亿美元, 大多限期 5 年, 但流动性限期可达 10 年。随着 CNH CCS 在当下成为运用广泛的债券发行对冲和跨国公司对冲工具, 流动性在迅速增加	CCS 允许被公司用于以对冲为目的的交易。流动性限期 5 年	无本金交割 CCS, 交易活跃
结构性产品	CNH 市场能够提供各种 OTC 衍生品和证券形式的结构性产品, 与 FX、利率、信贷、商品与股票相关	CNY 标准欧式期权和组合可以被公司进行交易	市场能够提供各种结构性产品, 与 FX、利率、信贷、商品与股票相关。交易量在 CNH 结构性产品增加后有所下降

来源: Lee (2014): 2015 年 10 月—渣打银行

离岸人民币流动性增加跟离岸中心之间的 CNH 流动性加强¹⁸。这可能反映了各种各样的因素, 但最重要的是, 尽管人民币业务越来越多地从香港分散到其他人民币中心, 但这些其他中心之间的流动性分布非常不均衡。因此, 离岸人民币中心到目前为止组成了一个“辐射状”网络, 较小的中心——如巴黎、悉尼或法兰克福——从香港、新加坡或伦敦较大的流动性池中汲取流动性。

¹⁸ 离岸人民币中心之间流动的数额、性质和方向几乎没有可靠的相关数据 (见第二部分第八章)。不过, 和许多不同市场参与者的讨论表明这些流动在近年迅速增加。

例如，这一形势反映在：

- 国家和国际银行（包括离岸中国银行）从处于大型人民币中心的分行中内部提取所需流动性，以及/或者将自身持有的人民币合并在大中心管理。后者有一个范例是卢森堡 ICBC，它是当地的清算银行，也是欧洲其他 ICBC 分行人民币银行存款的中心；以及
- 不断增加的代理行业务，小银行从大银行提取人民币流动性，而大银行则从它们在主要人民币中心的分化提取人民币流动性。

下面的表 1.3 体现了不同中心之间的人民币流动性和总营业额的不均衡分布。不幸的是，澳大利亚尚无法提供其中许多相关数据。

表格 1.3: 不同中心的人民币活动比较

人民币中心（亚洲）	香港	新加坡	台湾	韩国
人民币存款	9790 亿人民币 (2015 年 8 月)	3220 亿人民币 (2015 年 6 月)	3260 亿人民币 (2015 年 8 月)	680 亿人民币 (2015 年 8 月)
人民币贷款	1880 亿人民币 (2014 年 12 月)	无	220 亿人民币 (2015 年 8 月)	无
RQFII 配额/已使用数额 (2015 年 7 月)	2700 亿人民币/ 2700 亿人民币	500 亿人民币/ 290 亿人民币	1000 亿人民币/ —	800 亿人民币 /490 亿人民币
上市人民币债券数量 (2014 年 12 月)	148	74	30	-
人民币外汇平均日成交量 (2013 年 4 月)	490 亿美元	240 亿美元	30 亿美元	2 亿美元
指定人民币清算和结算银行	BOC	ICBC	BOC	BoComm
与中国的货币互换	4000 亿人民币	3000 亿人民币	-	3600 亿人民币
人民币中心（欧洲）	卢森堡	英国	法国	德国
人民币存款	620 亿人民币 (2014 年 12 月)	200 亿人民币 (2014 年 12 月)	250 亿人民币 (2014 年中 期)	120 亿人民币 (2015 年 3 月)
人民币贷款	610 亿人民币 (2014 年 12 月)	无	无	120 亿人民币 (2015 年 3 月)
RQFII 配额/已使用数额 (2015 年 7 月)	500 亿人民币/ —	800 亿人民币 /210 亿人民币	800 亿人民币 /150 亿人民币	800 亿人民币/60 亿人民币
上市人民币债券数量 (2014 年 11 月)	47	17	5	3

人民币外汇平均日成交量 (2013 年 4 月)	4 亿美元	240 亿美元	11 亿美元	5 亿美元
指定人民币清算和结算银行	ICBC	CCB	BOC	BOC
与中国的货币互换	3500 亿人民币	2000 亿人民币	3500 亿人民币	3500 亿人民币

来源：韩国银行、德意志联邦银行、CEIC 数据库、中华民国中央银行（台湾）、伦敦金融城、HKMA、IMF、Luxembourg for Finance、新加坡金融管理局、PBOC、Paris Europlace、SAFE、PWC 市场研究中心。

从表 1.3 中还可以看出：

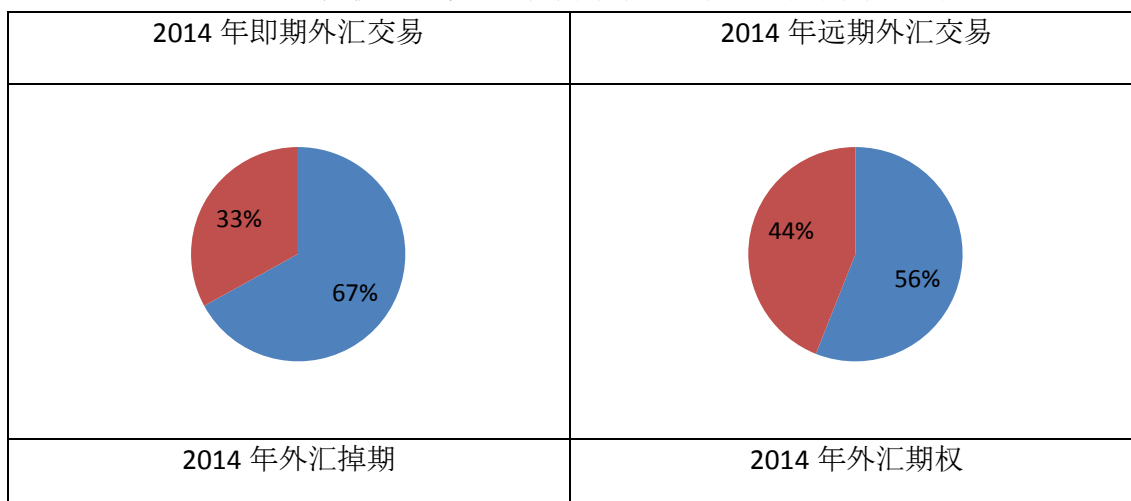
- 香港、台湾和新加坡的人民币存款尤其具有规模，但随后迅速减少；
- 香港、新加坡和英国的人民币外汇交易量极大，但其他地方并非如此；以及
- 香港、新加坡、卢森堡和台湾的上市人民币债券数量极大，但随后减少。

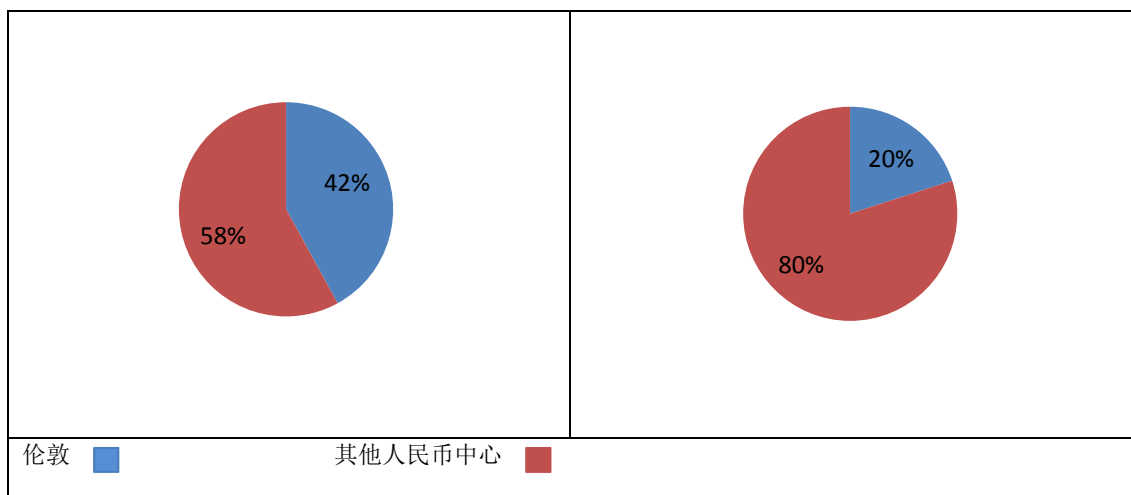
不均衡的活动模式在货币市场颇为正常，并且反映了上文中的观点，亦即金融市场活动倾向于向流动性和/或专业知识所在地转移。

多个中心——包括首尔、法兰克福和巴黎——的人民币中心建设模式是通过贸易结算增加本地人民币流动性和总营业额，然后在此基础上发展一系列更丰富的流动人民币产品。但是，如果本地散户拥有的外汇存款并不是很多，而且没有许多公司选择用人民币结算和/或在资产负债表上持有人民币，那又会如何？如果离岸中心之间的 CNH 流动正在增加，那么本地流动性对发展人民币活动而言是不可或缺的吗？

这一问题的最佳答案似乎是：根据具体的人民币活动种类，答案可以是肯定的，也可以是否定的。伦敦是人民币外汇业务的主要来源，而伦敦的人民币存款却仍然很少。如前所述，远期可交割外汇市场已经成为人民币总营业额和流动性的重要来源，对冲基金在这一领域相当活跃。然而也要注意的，根据 Bourse Consult 所做的伦敦人民币交易量调查，银行列在伦敦运营名下的人民币业务有一大部分是在其他中心交易的，尤其是在香港和新加坡。例如，根据最近的 2014 年调查，约 33% 的即期外汇交易和 44% 的远期外汇交易都是如此(图示 1.3)。

图示 1.3：伦敦人民币在其他离岸中心进行的可交割外汇交易





来源：伦敦金融城人民币系列（2015）

伦敦是一个很好的例子，证明在更广泛的程度上人民币银行业务可以在任何离岸中心进行，交易也可以类似地根据税务或其他理由分配给不同中心。这一点无论对大型澳大利亚银行还是其他任何银行都是适用的：它们可以为本地客户提供人民币即期或远期产品或交易金融服务，但这些交易可以在流动性更大的其他中心进行定价和风险管理。

同理，在基金管理领域，如果某个特定中心的基金经理拥有使用一部分 RQFII 配额的许可，他可以开设一个用任何货币计价的 RQFII 基金，并用这一 RQFII 配额来从他的银行获得 CNH，而后者又可以用来从流动性更大的其他离岸中心购买基金。

此外，如前所述，RQFII 配额本身具有颇高的可互换性，所以进入了多个中心的大型基金管理公司可以把它们在某个国家获得的配额与在另一个国家获得的配额结合起来，然后从第三国进行管理，而且可以在任何地方销售。

但在另一方面——亦即随着资本管制进一步放开，澳大利亚基金经理们将获得管理中国流出的投资组合的机会——本地人民币流动性显然并不重要。重要的是，澳大利亚基金管理行业是否具有在恰当资产类别的技能组合、投资工具和专业知识，以吸引中国投资者。这会是报告第二部分的焦点之一。

在离岸人民币活动的其他领域，本地流动性似乎是关键。第二部分详细讨论的一个例子便是资本市场。如果一个离岸人民币中心雄心勃勃地想要成为人民币债券发行、结算和二级市场交易的中心，就像新加坡和卢森堡那样，那么本地流动性似乎是不可或缺的。

这种流动性的一个潜在重要来源是基金管理行业：例如，如果行业内对人民币债券的需求不断增长，那么这不但会鼓励本地发行，还将为二级市场交易和总营业额提供基础。这些问题会在第二部分得到进一步论述。

第六章：与中国的对话

在和其他离岸中心的联系人进行讨论时，话题之一便是正在进行的与中国关于发展人民币活动的对话，包括官方和市场层面。焦点在于哪些取得了很好的效果，哪些没有。目标是用这一信息来考量澳大利亚已有的架构及其是否有提升空间：第二部分将谈到这个问题。

除了参考其他人民币中心和中国的对话安排，我们的讨论还重点关注了国内市场和官方部门之间对跨境和国内人民币相关政策问题的持续对话安排。

我们到访过的所有离岸人民币中心都针对与中国的持续对话作出了制度性安排。大多数情况下，这些机制既存在于官方层面——包括政府部长和/或市场监管者——也存在于市场参与者层面。

有时，一部分安排是早已有之，比如香港和新加坡，反映了两个辖区在金融市场问题上的历史渊源和合作。有时，它们是刚出台，比如加拿大。

由于离岸人民币中心和中国内地之间的历史及文化联系不同，以及如前所述，不同中心的官方部门在推广和促进人民币活动时的作用不同，有些中心的现有安排其实并不适用于澳大利亚。一个直接有关的例子是伦敦：

- 就促进金融部门活动而言，两国官方部门——政府、央行和监管者——的作用性质是相似的；以及
- 两国在官方和市场层面推出的离岸人民币问题持续对话架构都相对新鲜，而非反映了澳大利亚所不具有的悠久历史及文化联系。

下面的框 1.3 较为详细地介绍了英国在两个方面的现有安排：与中国之间的人民币相关问题持续对话，以及英国官方和市场部门之间对人民币问题的国内对话。它还包括了这些对话的一部分参与者的反馈。一部分重点如下：

- 如果旨在促进国内官方和市场部门对话（可以在之后融入和中国的谈判）的现有机制想要取得很好的效果，那就需要坦诚的意见交换，以及市场部门参与者尽可能地从“大局”着眼并达成一致；
- 针对这些对话和讨论的正式机构能够起到促进作用，来自金融部门的高级代表可以以私人身份参加，而不是代表他们的公司。
- 能够提供中国决策者和顾问对未来政策建议的初步反馈的架构也很重要。

这些问题将在第二部分得到进一步阐述。

框 1.3: 英国和中国的人民币问题对话

英国和中国之间就伦敦建设人民币中心问题的对话包括两个方面：

- 由英国财政大臣和中国副总理领头的中英经济财金对话。这一对话于 2008 年创办，参加者还包括英格兰银行、英国审慎监管局和金融行为监管局。它聚焦于一系列金融服务和其他问题，因而能够远远超出伦敦建设人民币中心这一话题；以及
- 和中国的市场讨论。这些讨论往往是针对互利话题临时进行，而非定期举办。近年来，它还包括了一个在中国举办、由中国人民银行副行长主持的会议。在英国方面，它的参与者包括行业代表、在香港和中国内地拥有业务的国际银行、以及英国财政部和英格兰银行。

这些对话部分参与者的反馈说明，同时开通官方和私营部门渠道，并在大多数非官方对话中有政府代表非常有助于保证信息得到固定和持续的传播，以及和市场有关的政策问题得到讨论。正如一位参与者所说：“想要找出实际障碍在哪里并如何解决，确保行业消息灵通并定期向其咨询是必要的。”

英国国内的人民币问题对话

伦敦对人民币问题的持续对话和工作的主要官方机制是伦敦金融城人民币业务中心计划。这是一个私营部门计划，但也得到了官方部门的积极参与：它是伦敦金融城在英国财政部和行业的同意及支持下推出的。

人民币业务中心计划于 2012 年 4 月正式启动，它的作用是：

- 为伦敦人民币产品及业务市场提供技术、基础设施和监管方面的支持与发展方向；
- 就如何提高伦敦在人民币交易、清算和结算方面的能力，向英国财政部提供咨询意见；阐明发展伦敦人民币市场的下一步措施与长远目标。另外，该计划工作组还将把观察到的任何威胁金融稳定的隐患向英国财政部及其它政府部门提供咨询意见；
- 在适当的情况下，为私营部门和香港及中国内地的监管者发起并维持对话，以补充英国公共部门已经在持续进行的对话(www.cityoflondon.gov.uk)。

这一计划首先包括了一个专家顾问组（EAG），它的工作受英格兰银行监督。顾问组成员由 13 家伦敦银行的高级/中级管理层代表组成，其中包括 5 家中国银行。不过，私营部门可以灵活参与：来自不同区域的银行代表可以根据议程上的话题参加一部分会议，而来自其他金融服务公司的非会员也可以在议程项目合适的情况下受邀参加，如清算所、资产经理、贸易协会或律师行。与会者还包括英格兰银行、英国财政部、审慎监管局和金融行为监管局。伦敦金融城为人民币业务中心计划推举秘书长。

第二个因素是三个工作组，它们的工作主要来自 EAG：

- 清算和结算工作组；
- 产品和服务工作组；以及
- 教育和推广工作组。

有些 EAG 成员也是工作组成员：银行自行决定谁能最好地代表它们，而且它们被鼓励对讨论的问题进行内部交流。EAG 每月会面，而工作组会面的次数一般更少。

人民币业务中心计划还为了支持伦敦的人民币中心建设进行委托研究；发布包含伦敦现有的人民币产品和服务信息的人民币业务资源包；并发布和人民币业务有关的最新信息、论文、发言和媒体报道，包括来自行业成员和官方部门的。它定期发布季度通讯，重点关注伦敦的人民币业务发展和计划最近的工作成果。官方网站为 www.cityoflondon.gov.uk。

EAG 和工作组的官方部门“观察者”会将行业对相关政策问题的反馈通报给官方部门。

与多位计划参与者的讨论表明，这些安排的效果很好。EAG 和工作组的讨论通常是开放和活跃的，尽管这在相当程度上和涉及的人物有关。允许灵活参与 EAG 被认为是这些反馈安排成功的重要原因之一。

然而，这些较为正式的国内对话机制的一部分弱点包括：

- 它们过于集中在银行部门，而英国人民币金融服务的更广泛发展涉及到金融服务的其他部分，如基金管理；以及
- 因为互相竞争的金融机构都参与其中，有时很难进行坦诚的讨论和争辩。

英国贸易投资总署、外交部、财政部和较小程度上的英格兰银行也会和各个金融服务部门的联系人进行持续以及临时和非正式讨论，不仅仅包括银行部门。这些非正式讨论主要由财政部监督，在一年一度的经济财金对话前举行得更密集，目的是为了收集在这些对话中进行讨论和谈判的问题。

在通过这一程序进入经济财金对话议程的问题中，有一个和澳大利亚有着很大关系，那就是在中国的基金管理金融服务合资公司的 49% 上限。

一个能够让讨论“从圆变方”的更重要元素是从中国政府和监管者那里获得初步反馈，看看特定的政策建议是否现实并符合中国政府的广泛目标。这主要由英国贸易投资总署通过设在中国各地的办事处来完成。它们有责任与中国内地的政府和监管者保存密切联系，以让它们成为一个政策建议的“传声板”，同时从更全面的角度而言，了解和进一步有关放开中国金融市场及人民币国际化问题的最新观点与进展。

第七章：悉尼面临的一些问题

与离岸人民币中心有关的一些重要观察如下：

- 和其他自由交易的货币一样，一旦人民币实现了国际化，全球离岸人民币交易业务将主要由市场决定，人民币活动将倾向于转向流动性池的所在地，中国央行将成为全球流动性的终极源头。
- 然而，人民币可能会在 5-10 年后才成为一种主要国际货币。这段时间对想要建立或加强“先行者”优势的金融服务公司来说应该足够长了。
- 离岸中心之间的人民币流动已经大为增强，它们组成了一个“辐射状”网络，较小的中心——如巴黎、悉尼或法兰克福——从香港、新加坡或伦敦较大的流动性池中汲取流动性。在这一框架下，小型中心要获得成功可能需要在自身特点和市场优势的基础上，为自己找到一个“细分市场”。在跨境税制和监管方面的合理政策制定也是决定性的。
- 在离岸人民币活动的某些领域，比如资本市场，本地人民币流动性可能是关键。但是在其他领域，比如交易银行业务或基金管理，本地人民币流动性可以部分依靠从其他中心提取流动性。
- 无论是官方还是市场层级，和中国就人民币相关问题的持续对话和讨论安排对促进市场参与者和官员之间的信任，以及探讨相关政策问题都十分重要。同时开通官方和私营部门渠道，并在大多数非官方对话中有政府代表非常有助于保证信息得到固定和持续的传播，以及相关政策问题得到行之有效的讨论。
- 许多离岸中心都出台了关于市场和官方部门就人民币问题进行国内对话的安排。如果政策问题想要得到有意义的处理，市场部门向官方部门进行反馈的有效机制是关键。

这些观察又突出了一系列和悉尼建设人民币中心的问题，报告第二部分会对它们进行进一步探讨，尤其是下面几个问题：

悉尼将在未来数年积累起大量本地流动性是一个合理设想吗？

- 如果悉尼不可能变成离岸人民币流动性的重要来源，哪些人民币活动的潜在领域——交易银行业务、资本市场、基金管理——可能会受到最大的影响？
- 在发展本地人民币业务时，基金管理行业和资本市场有哪些潜在联系？
- 考虑到前三个问题，即使是在可能没有大量本地流动性的情况下，作为离岸人民币枢纽的悉尼寻找细分市场的最大优势在哪里？
- 澳大利亚基金管理行业是否在恰当的资产类别下拥有必要的技能、投资工作和专业知识，以吸引中国资本管制进一步放开后流出的投资组合？

- 在各州或联邦层面，悉尼有没有可能阻碍人民币业务发展的政策壁垒？我们是否有能够分辨并解决它们的有效机制？
- 是否有任何市场阻碍？
- 在官方和市场层面，我们在和中国讨论和谈判金融服务市场准入及相关政策问题时是否有最佳机制？
 - 针对这些问题，我们是否有让官方和市场部门进行国内互动的最佳机制？
 - 我们是否有从中国决策者和顾问那里获取潜在政策建议的初步反馈的机制？

附录 1.1: 上海自由贸易区

上海自由贸易区（SFTZ）建立于 2013 年，它有着两大主要目标——加快国内改革速度，以及为金融自由化充当试验场。自贸区实行“负面清单”¹⁹管理，只要是未列入清单的行业，外国投资者都将获得和国内公司同等的待遇，尤其是通过更便捷的“注册”而非“批准”程序。在自贸区试点成功的项目可能会拓展至全中国。

SFTZ 是一个充满活力的试点计划，因为区内对什么可以做、什么不可以做的规定会随着时间发生变化。许多入驻 SFTZ 的金融服务公司都怀着这样的一个期待：随着时间推移，它们能够从事的业务种类以及 SFTZ 和中国内地其他地方的联系会慢慢扩展并进化。

SFTZ 的一个重要金融改革是减少对跨境人民币现金余额集中的限制，要比中国内地其他地方更宽松。这让公司能够更方便地对它们的离岸运营进行现金余额集中，并返还给它们的离岸运营。对之前收入被困在中国运营的公司来说，这种让营运资本更自由地进出 SFTZ 的能力很重要²⁰。在一定的限制条件下，自贸区内的金融机构还能获得潜在成本更低的离岸资金，并在 SFTZ 内部进行利用。

如前所述，申请手续简化代表着进一步的创新，SFTZ 如今为外国投资提供“一站式服务”。这和自贸区之外的制度形成了对比，后者往往需要几个不同管理机构的合作。

SFTZ 拥有一个独立的仲裁程序，由上海国际仲裁中心（SHIAC）管理²¹。它的规则更符合国际标准，因此在解决争端时更具确定性。此外，在双方都同意遵守相关规则的情况下，这一程序也可以适用于跟自贸区无关的案件。

自贸区的面积已扩展到 120 平方公里，目前还将陆家嘴金融区包括在内。

对有些行业而言，入驻 SFTZ 的成本可能很高。例如，目前银行被严格规定在自贸区和内地其他地方的业务之间建立起防火墙。因此，由于需要区分分类账，外国银行面临着高昂的启动成本费用。对每家 SFTZ 内的银行分行而言，针对自贸区分行的独立会计制度可能会带来额外的 100 万美元成本²²。

¹⁹ 一份修订过的负面清单于 2015 年 4 月发布，并于 2015 年 5 月实施。相关研讨见 China Briefing（2015）

²⁰ Treasurytoday (2014)

²¹ China Briefing (2014)

²² Yu (2015)

第二部分：

作为离岸人民币中心的悉尼：寻求细分市场

第一章：潜在收益

金融紧随贸易

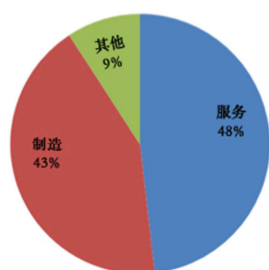
中国经济正处于一个转型期，从飞速扩张、能源密集、投资和出口主导的发展模式转变为更缓慢、能耗较小、消费主导的发展模式。这是同时由政策和市场推动的：随着中国的财富不断增长和中产阶级崛起，对更清洁的环境和对更丰富的消费商品及服务的需求也在上升，包括金融服务。

关于中国收入和财富的迅猛增长以及随之而来的服务需求加大，有着广泛的数据和研究²³。值得简单介绍的突出特点如下：

- 服务业已经是中国经济的一个重要驱动力，占 2014 年中国经济产出的 48% (见图 2.1(a))²⁴；
- 中国的中上阶级（定义为可支配年收入在 16000-34000 美元的人群）预计将从 2012 年占城市家庭的 14% 增加到 2022 年的 54%，与此同时，服务业对中国经济的重要性也将加大 (图 2.1(b))²⁵。

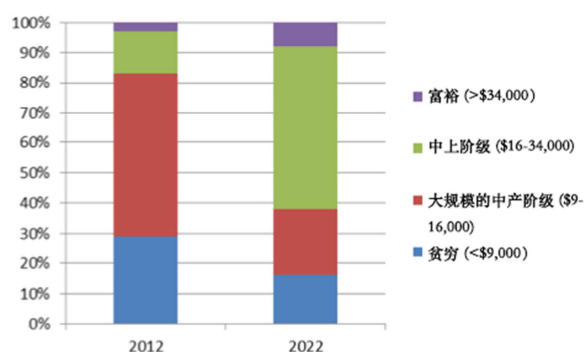
图示 2.1: 中国经济输出和城市收入分布

(a) 2014 年中国各行业经济输出



来源：CEIC，毕马威（2015）

(b) 中国城市家庭收入比例



注意：2022 年数据为预测且以美元计算。
来源：麦肯锡全球研究院

²³ 见 Barton et al (2013) and Ernst and Young (2014) 例子

²⁴ 毕马威(2015)

²⁵ Barton et al (2013)

澳大利亚已经从能源密集、出口主导的迅猛发展中获得了诸多利益，既通过我们向中国的商品出口，也通过进口一系列比我们本身生产成本和销售价格低得多的制造品。另一方面，中国也从自身发展必需的可靠、低成本商品来源和多样性的出口市场中获利。

在中国向更节能、消费主导的发展模式的转型过程中，澳大利亚面临的政治和经济挑战是拓宽并深化我们的互惠贸易联系。政府和私人企业怎样才能最好地进行合作，在两国之间建立起更广泛的经济合作？或者，用更直接的方式来问同一个问题：我们有哪些是中国需要的，中国有哪些是我们需要的？

这些问题的答案多种多样，一方面包括澳大利亚在卫生保健、教育、农业综合产业、金融服务和能源方面的专长，另一方面包括澳大利亚一直以来对进口资本的需求，从而为我们的投资需求提供资金。

本报告将重点同时放在两个方面，但对象只有一个，那就是金融服务业。中国正在进行的转型不仅是经济发展，还是重大的政策改变——这一点对金融服务业的意义要大于其他大多数行业。一个因素在于中国中产阶级崛起和私营部门快速扩张造成的对完整金融服务的需求上升，包括有助于金融经济发展的资本市场；能够保障私人财富的资产管理和保险产品；以及退休收入计划。但同样重要的是中国对人民币国际化和随之而来的向外国开放金融市场的承诺。

把这些因素结合起来考量，澳大利亚金融业面临的潜在机遇显而易见。作者早前发布的报告详细探讨来中国资本市场的预期增长率，它已经是全球最快的之一；中国广泛的国际贸易联系将为人民币交易银行业务和产品提供越来越多的机会；以及中国私营和官方部门拥有的巨大储蓄池，它们对多样化离岸资产投资的需求不断增加，为离岸基金经理们带来了机遇²⁶。

作者早前发布的研究报告有一个隐含主题，亦即历史上金融总是紧随贸易：“随着贸易联系加强，公司需要更多的金融产品。而一个强有力的贸易关系有助于两国公司分辨并发展在另一国的投资机会²⁷。”尽管迄今中国和世界其他国家的金融联系跟它的贸易关系相比还极其有限，但随着中国放松资本管制和开放资本项目，这些联系将会有非常长足的发展，并逐渐和中国的贸易联系及经济体量相匹配。

澳大利亚需要确保自己的定位准确，以利用国际金融流动中这些潜在的地震式转变。

潜在收益有多大？

就中国和我们的重要贸易联系、中国对成熟金融服务的需求增长和中国资本项目放开而言，悉尼乃至澳大利亚从中获得的潜在机遇有多大？

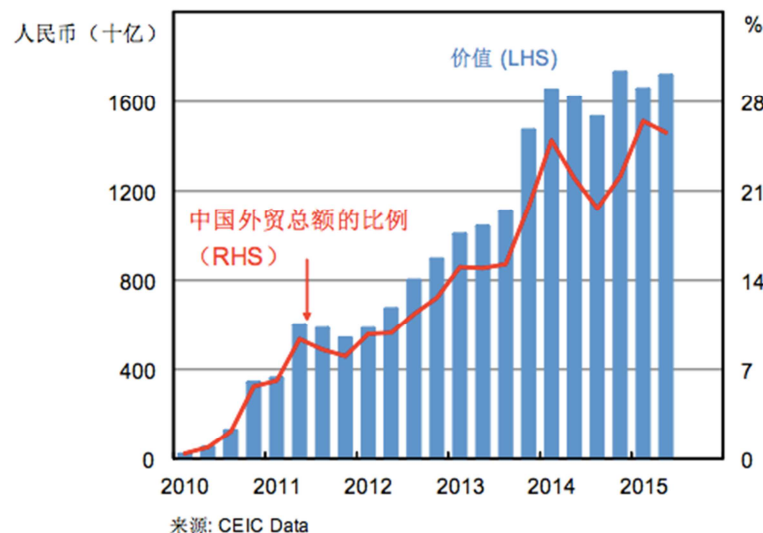
离岸人民币（CNY）在跨境贸易相关外汇交易中的使用从 2009 年开始逐步放开。与此相关的是以人民币结算的中国贸易比例激增，从 2009 年的 0% 到 2015 年第二季度的

²⁶ Eichengreen, Walsh and Weir (2014)

²⁷ Lowe (2013)

26%左右（见图示 2.2）。有些市场预期认为，人民币贸易结算可能在 2020 年之前占到中国总贸易的 50%²⁸。

图示 2.2 人民币贸易结算



由于人民币贸易结算的这一增长，全球人民币交易量也得到了很大提高。SWIFT 数据显示，就作为国际支付货币的排名而言，人民币总量从 2013 年 6 月的第 11 位升到了 2015 年 8 月的第 4 位，以微弱优势超过了日元²⁹。

澳大利亚银行的重点是为跟中国有贸易关系的公司提高一整套服务，包括外汇、对冲衍生产品、贸易金融和人民币银行业务。澳大利亚大银行还将有意愿在中国投资的澳大利亚公司作为重点，并为想在本地投资的中国公司提供支持。已经进入澳大利亚市场的中国银行也希望为想在本地投资的中国公司提供帮助。这种投资可能会在未来数年间增长迅速，下面的第三章对此进行了探讨。

最近一个受波士顿咨询公司³⁰支持的 CBA 项目研究了未来五年内中国相关业务可能为金融服务公司带来的收入增长，包括交易银行业务、贷款、商品、小额银行业务、债务资本市场和财富管理。根据和一套和隐藏参数有关的保守估计³¹，情景分析表明来自中国/澳大利亚贸易、直接投资和资产组合流动及相关活动的总收入可能会从 2015 年基础上的 30 亿澳元增长到 2020 年的 57 亿澳元。

把这些不同因素结合在一起：

²⁸ 参见 HSBC (2015)

²⁹ 来源: SWIFT (2015)。SWIFT 数据需要谨慎看待: 见第八章。

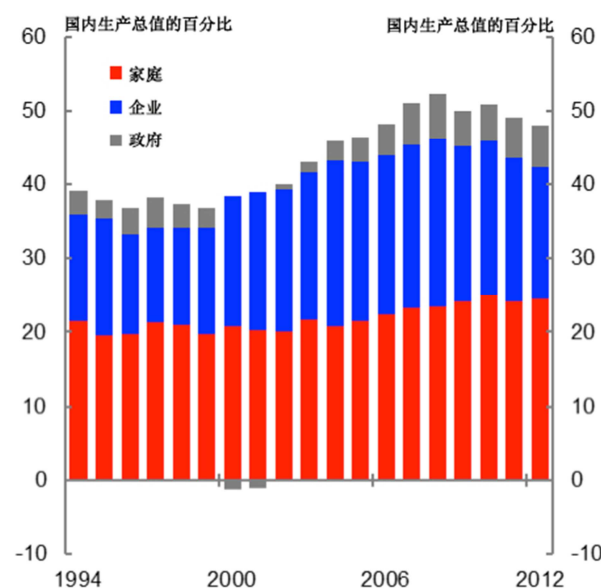
³⁰ Boston Consulting Group (2015)

³¹ 例如，研究推断这一阶段中国经济的平均年增长率为 6%；澳大利亚对中国出口的评价年增长率为 6%；澳大利亚的中国直接投资的平均年增长率为 10%；以人民币结算的澳大利亚商品贸易比例将从不足 1% 增长为 2020 年的 6% 左右。最后一项推断似乎尤其保守: 见第四章。

对澳大利亚银行和在澳大利亚拥有业务的外国银行而言，建设人民币相关银行业务有着巨大的发展空间，尤其是考虑到未来几年大量澳大利亚对中国的商品出口可能都将以人民币结算，第四章会对这一点进行详细探讨。

作者早前发布的人民币国际化报告指出，中国经济的一个重要特征便是它巨大而且持续增长的国内储蓄池，来自全部三个经济领域——公司、政府和家庭（下面的图示 2.3）。这份早前发布的报告还指出，未来可能会有多个因素造成这些储蓄池增长放缓。然而，中国可能会继续拥有世界上最大的国家储蓄池之一。

图示 2.3: 中国各经济领域的存款



来源: CEIC (最新数据)

出于对最优资产管理和风险分散的考虑，除了国内资产投资之外，这些储蓄池需要而且正在对海外资产进行投资。许多这些海外投资将会由本地共有基金和其他投资经理从国内进行管理，但有些将会而且正在外包给外部经理或合资企业的海外资产经理。随着资本管制逐步放开，这一过程可能还将持续。

哪怕只是管理中国这些巨大储蓄池的一小部分也会给澳大利亚经济带来哪些潜在利益呢？Deloitte Access Economics 受金融服务委员会委托、在 2015 年 5 月发布的一份报告对此进行了研究。报告估计，澳大利亚国内基金管理工具吸收的离岸投资基金流为 2012-2013 年的澳大利亚经济总共贡献了约 4 亿美元附加值³²。

Deloitte Access Economics 的模型表明，管理离岸基金翻番将为 GDP 带来 3.25 亿美元的增长、1 亿美元的税收并为澳大利亚经济增添 750 个以上工作岗位。这是一个非常不

³² Deloitte Access Economics (2014) 第 1 页

起眼的目标：2014 年的一个调查表明，离岸基金在 2013 年底之前的四年间增长了一倍多³³；中国政策变化的速度为离岸基金经理提供的机会正在越来越多；最近的国内政策变化应该会在接下来促进基金流入，尤其是今年早些时候推出的投资经理制度；而且，即使再翻一番，澳大利亚管理的离岸基金比例仍然远远少于其他许多金融中心³⁴。

由于一方面澳大利亚管理的离岸基金目前只占全部管理基金的极小一部分，另一方面中国的巨大储蓄池需要转向离岸投资，显而易见，管理更多中国可投资基金对澳大利亚经济的潜在贡献是非常大的。

实现潜在机遇

认清人民币国际化为澳大利亚带来的巨大潜在机遇是一回事，把这些机遇变成现实又是另外一回事。它需要各种不同因素的作用。一部分关键需求如下：

- 在离岸市场看来，一个开放、高效、活跃和监管得力的金融行业；
- 一个拥有必要基础设施和设备的金融中心，能够吸引人们来工作和经商；
- 一个寻求离岸机会增长的商业文化；
- 找出澳大利亚在哪些金融领域拥有相对优势；
- 对中国文化和商业模式的理解，包括金融产品如何分配，以及它的监管系统如何运作和监管者如何思考；
- 一个提供稳定和确定性的金融服务税收和监管框架，不会为寻求海外机会设置任何不必要的障碍；
- 和中国就市场准入和相关问题进行坦诚谈判的意愿，着需要清楚地分辨出中国希望澳大利亚做出哪些切实政策转变，以及澳大利亚金融服务业希望中国做出哪些改变；以及
- 澳大利亚金融服务业和官方部门针对和中澳金融关系有关的政策问题的有效合作。

第二部分将用剩下的篇幅来考量这些要求以及我们的金融市场及政策制定是否能满足它们。

³³ 来源：FSC/Perpetual (2014)

³⁴ 同上，第 1 页

第二章：悉尼的优势何在？

(a) 悉尼的金融中心建设

新南威尔士州拥有澳大利亚最大的金融服务部门，2012-2013 年度贡献了 560 亿澳元和 12% 的州内生产总值。悉尼 CBD 近 40% 的雇员在金融服务业工作。在澳大利亚运营的 64 家银行中，53 家的总部位于悉尼，重要的金融机构机构和澳大利亚证券交易所³⁵也都位于悉尼。

与同区域和区域外的其他金融中心相比，悉尼作为金融中心的排名如何？它有哪些独特的优势？

这一问题在 2009 年澳大利亚金融中心论坛为联邦政府所做的报告（约翰逊报告）³⁶中得到了分析。该报告认为，领先、可发展持续的金融中心有两个重要特点：

- 一个全业务运营、高效、竞争力强和监管得力的国内金融中心；以及
- 高程度的通过该中心交易的跨境金融活动。

该报告认为，如果金融市场是开放、竞争力强、高效的，而且对和其他国家进行金融服务“交易”没有重大政策阻碍，那么跨境交易就是一个有可能而理想的结果。换言之，如果我们擅长金融服务——就像我们擅长教育服务、矿业或农业那样——那么我们就应该充分利用这一相对优势，发展我们的技能和服务。

该报告指出，悉尼参照上述第一个标准的排名颇高：也就是说，是一个全业务运营、高效、竞争力强和监管得力的金融中心。这一评估的一部分依据如下：

- 各种国际金融中心调查一般将悉尼排较高的位置，尤其是在政策稳定方面；提供的产品种类丰富；它的教育系统和人力资源的质量；公司整理和监管的质量；以及
- 在国际金融危机最严重阶段观察到的一个现象：“当交易对手风险成为金融市场参与者高度关注的问题，我们的大银行的高信用评级和充足资本已为它们带来了更多区域内业务。我们的监管系统的声誉在全球范围内得到了极大提升³⁷。”

³⁵ 来源：<http://www.industry.nsw.gov.au/invest-in-nsw/about-nsw/economic-growth/industry-structure> 2014 年 10 月 1 日查阅

³⁶ 澳大利亚金融中心论坛（2009）

³⁷ 同上，第 11 页

不过，悉尼在参照第二个金融中心的标准时——亦即通过该中心交易的跨境活动量——排名要低得多。该报告的这一评估以多个因素为依据：

- 2009 年的一份咨询报告³⁸对 33 个金融中心举行了分类，悉尼在“全业务经营”类目下的排名非常高，但在跨境活动程度方面位居中游；
- 论坛的自行研究显示，与其他国家相比，澳大利亚的金融服务出口相对于整个行业规模而言很小；以及
- 尽管澳大利亚拥有一个大规模、高效和竞争力强的基金管理行业，可是离岸基金的比例非常小。

继该报告发布之后的进展和研究似乎并未改变这一整体评估，尽管它们带来了一些微妙变化。对上述第一个标准而言，2014 年 7 月发布的《金融系统调查临时报告》作出了如下陈述：

“各种定期发布的全球指数会对不同的国家特征进行比较，包括‘竞争力’。澳大利亚通常因为宜居、法治强大、金融市场成熟、独绝腐败和整体经济环境而排名前列。然而，澳大利亚一般在整体监管负担和监管者的商业意识方面排名较低³⁹。”

就第二个标准——高度跨境流动而言，《临时报告》指出，尽管澳大利亚金融系统的要素在全球范围内得到了整合，但对其他市场的金融服务出口有限。报告继续写道：

“区域内的金融系统发展将需要政府继续致力于促进和亚洲的融合⁴⁰。”

在基金管理领域，澳大利亚统计局（ABS）的最新数据显示，澳大利亚管理的离岸基金仅占总基金的 3.5% 左右，与《约翰逊报告》发布时的比例相同⁴¹。作为对比，伦敦的这一比例为 40%，香港为 65%⁴²。不过，鉴于澳大利亚管理的全部基金增长迅猛——这在活动程度上要归功于我们的强制性超级年金计划，这一固定百分比代表离岸基金绝对值的极大提高（图示 2.4）。

最近一份关于亚太区金融整合的报告对澳大利亚跨境金融服务业务作出了有趣而中肯的分析。它认为金融服务出口数据的一大限制在于它们不包括澳大利亚国外商业运营提供的服务。通过多个针对金融和保险公司的国外附属机构活动的调查，以及考虑到 2009 年之后其他经济领域的国外附属机构销售额缺乏数据而作出的估算，该报告为了包括国外附属机构销售额，根据出口的宽泛定义作出了以下结论：

“澳大利亚金融服务业本身是一个重要的出口商——它的规模往往不被业界所了解。本报告经研究认为，2013 年金融服务出口的年度总值可能达到了 550 亿美元，包括澳大利亚在国外的附属机构或子公司的销售额。这相当于全部商品和服务出口的 17% 左右，超过了旅游出口，而且是教育出口价值的两倍多。不过在投资领域，澳大利亚 70% 以上的金融服务出口是面向美国、英国和新西兰的⁴³。”

³⁸ Oliver Wyman (2009)

³⁹ 金融系统调查（2014），第 4-81 页

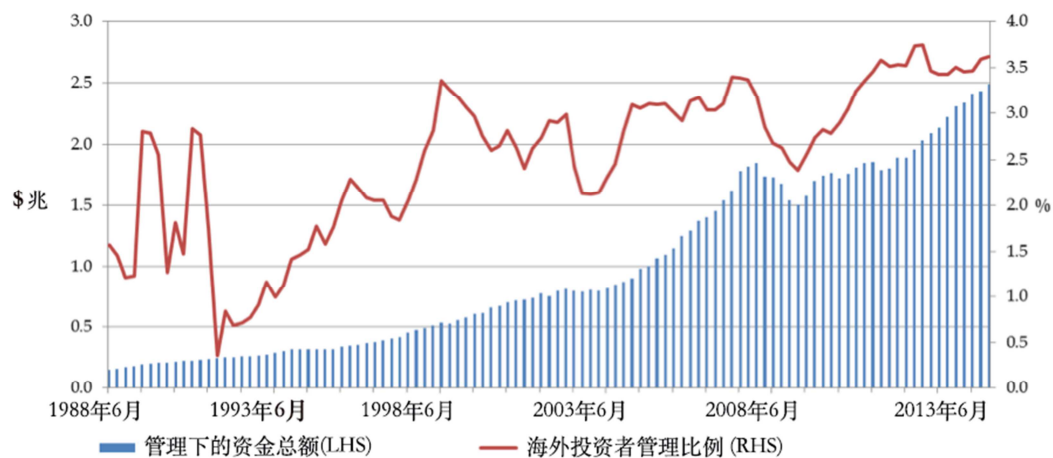
⁴⁰ 同上，第 1-10 页

⁴¹ 来源：澳大利亚统计局，《澳大利亚管理基金》，5655.0，2015 年 3 月季度

⁴² 见金融服务委员会（2014）第四章

⁴³ 澳大利亚金融研究中心（2015）

图示 2.4：澳大利亚管理的海外投资者基金比例



来源：澳大利亚金融研究中心 (2015) 图 22

对国外附属机构销售数据的分析表明，基金管理服务仅占总数的一小部分，像保险这样的类别比例要大得多。

这份采用了宽泛定义的金融服务出口报告相当有趣，它提出了几个中肯的问题：

该报告强调的主题之一是，和中国进行金融服务交易需要进入中国境内的许多领域。这通常是为了更好地了解并和中国监管者建立起联系，同时也是出于对品牌认知和分销的考虑。

那么，这是否意味着澳大利亚在本地就业、技能和税收方面的直接得益就此没有了呢？最近来自美国的研究尤其强调了离岸外国投资和相关国外销售及业务对本国经济的益处。例如，一份 2013 年的报告发现：

“美国公司国外附属机构的业务增长能为美国带来更多生产、就业、出口和研发⁴⁴。”

该报告认为，美国公司国外附属机构的离岸雇佣人数每增长 10%，就会给美国境内的总公司带来平均 4% 的雇佣人数增长⁴⁵。

悉尼不但是一个主要的金融服务城市，还是澳大利亚的信息通信技术（ICT）中心，这里的科技创业公司也是全澳最多的。这些行业和金融领域的交集——也就是许多人口中的金融科技⁴⁶——正在全球迅速壮大。

悉尼在金融服务和 ICT 行业方面的优势使之成为了发展金融科技中心的理想选择。例如，2015 年悉尼建立了一个名为 Stone & Chalk 的非营利性独立金融科技枢纽，目的是为了鼓励和加快世界领先金融科技创业公司的发展。

⁴⁴ Hufbauer 等著（2013）《执行摘要》。这一结论和其他研究相符，包括 Desai Foley and Hines（2009）和麦卡锡国际研究院（2003）

⁴⁵ 同上，《执行摘要》

⁴⁶ <http://www.industry.nsw.gov.au/business-and-industry-in-nsw/key-industry-sectors/information-and-communication-technology> 2015 年 10 月 1 日查阅

悉尼的另一个重要计划是面积为 22 公顷的 Barangaroo 地标建设，它可能在未来数年成为许多澳大利亚和外国金融服务公司的本地或区域总部，从而加强悉尼在亚太区的重要金融中心地位。

(b) 作为人民币中心的悉尼

上一部分对悉尼建设全业务经营金融中心的优势进行了论述。那么更具体而言，它作为人民币中心有哪些优势呢？

本报告第一部分已经指出，和大多数中国指定的“官方”离岸中心一样，澳大利亚现在拥有：

- 一家官方人民币清算银行；
- 澳大利亚储备银行和中国人民银行之间的互换机制；以及
- 500 亿人民币的 ROFII 配额。

这些都是非常有利的进展。然而，正如第一部分所述，它们本身无法自动引起人民币活动的迅猛发展，也不能自动为我们带来针对其他官方人民币中心的竞争优势。

最近的一个重要进展是 2015 年 6 月签署的《中澳自由贸易协定》（ChAFTA）。假设被国会批准，这一标志性协定能够在接下去几十年间推进两国之间的贸易乃至经济发展。由于外国投资审核委员会将门槛从 2.52 亿澳元提高到了 10.64 亿澳元，ChAFTA 应该会进一步引导中国投资流入澳大利亚。就更具体的金融服务领域而言，ChAFTA 的部分作用包括⁴⁷：

- 为澳大利亚银行、保险公司、基金经理和证券公司提供更广泛的市场准入；
- 为在中国的澳大利亚公司简化一系列金融服务的执照申请程序；
- 鼓励澳大利亚对中国的私人股权投资；
- 令澳大利亚证券投资委员会（ASIC）和中国证券监督管理委员会致力于加强对彼此监管框架的合作并增进共识；以及
- 在《协定》规定的最惠国待遇下，未来将更多的优惠待遇从别国证券公司扩展至澳大利亚公司，同时澳大利亚公司也可以申请获得别国在其他领域得到的优惠待遇。

ChAFTA 在金融服务领域的一个重要方面是金融服务委员会（FSC）的成立，令中澳两国的金融监管者和官员得以讨论双方都感兴趣的问题，在双边金融服务关系中出现的问题也可以得到处理。FSC 不但有助于讨论 ChAFTA 框架下出现的问题，还能在将来促进对互利市场开放措施的讨论。

⁴⁷ 有关更多 ChAFTA 和金融服务部门的详细信息，请参阅外交事务部和贸易 (2015 年)

澳大利亚还在中国内地进行澳元和人民币的直接交易，两家澳大利亚银行已获得了在岸澳元/人民币直接交易执照。作者的第一份报告发布之时，只有三种货币能在中国直接和人民币交易，如今可直接交易的货币包括美元、港币、日元、英镑、新加坡元、澳元、新西兰元、俄罗斯卢布和泰铢。

从更广的角度而言，澳大利亚在加强和深化两国金融流动方面的优势要比上述具体因素更基本。那就是两国经济结构之间的互补。把这些互补综合起来考虑，澳大利亚——尤其是作为澳大利亚金融之都的悉尼——拥有足够的优势在互相尊重、互惠互利的基础上和中国建立起更深、更广的金融关系。

框 2.1 列出了一部分重要的互补之处。

- 框 2.1：中国和澳大利亚经济的结构性互补。
- 澳大利亚是资本输入国，中国是资本输出国，而且会在未来数年成为一个重要的资本输出国。这本身就为两国之间的直接和资产组合流动提供了重要基础。
- 澳大利亚拥有丰富的能源和农业资源，而中国正致力于提高这两者的供应保障。
- 中国显然是澳大利亚最大的贸易伙伴，而澳大利亚对中国的商品出口要大于香港、新加坡和英国这些重要离岸人民币中心。这会逐步成为两国发展更紧密金融和贸易关系的重要因素之一。
- 中国继续致力于开放资本市场、改革并提高金融业监管结构、完全放开利率和逐步实现浮动利率。它也亟需让公司资金摆脱对银行融资的过度依赖，更多地转向资本市场资金。这些都是澳大利亚在不久之前经历过的改革，而我们的监管结构在金融危机中展示出了世界级水准。在中国看来，我们还有另一个优势，亦即没有其他国家背负的一些历史和地缘政治“包袱”。建设性沟通的空间很大，而且随着中国继续在人民币国际化的道路上前进，我们可以在需要的时候为中国提供官方和市场层面的协助。
- 如前所述，中国在官方和私人领域都拥有非常大且增长迅速的储蓄池，它们对投资离岸资产的需求将不断上升。澳大利亚拥有一个大规模、高效和成熟的基金管理行业，能够在基金管理的许多方面为中国公司提供技术支持和建议，并对一部分中国离岸资产组合投资进行管理。
- 通过超级年金计划，澳大利亚也拥有非常大且不断增长的储蓄池，对离岸投资的需求将不断上升。从某些方面而言，因为中国已经是全球最大经济体，而且未来的发展前景也位居世界前列，它会逐渐成为澳大利亚基金管理投资组合越来越重要的一部分。

然而，要完全理解和中国更广泛的金融关系带来的机遇不是一件想当然的事，实际上也不是一件容易的事。本报告第一部分强调，悉尼作为一个“官方”离岸人民币中心，与增长迅速的其他离岸人民币中心存在竞争关系，其中一些中心比我们规模大得多、成熟得多；我们需要集中精力发展自身拥有相对优势并且能够找到“细分市场”的领域。此外，多个和中澳金融服务业务发展有关的国内政策制约需要去克服。

本报告的下一章将对这些机遇和制约进行更详细的分析。

第三章：直接投资

如上所述，中澳两国之间最重要的一个互补之处在于，中国拥有世界上最大的净储蓄池之一，中国政府正在积极鼓励离岸之间投资，而澳大利亚是一个资本输入国。出于多个原因，这一点是悉尼建设人民币中心的核心背景。

第一，正如下面的第四章所言，澳大利亚银行面向中国的业务重点的一个主要领域是为想在中国投资的澳大利亚公司，以及想在澳大利亚投资的中国公司提供协助。最大程度低利用这些商业机会通常需要实实在在地进入中国内地市场。

第二，正如第五章将要进一步阐述的，中国拥有大量储蓄的多个领域和进行多样化离岸投资的需求（如保险业）显示出对直接投资，而非资产组合投资的强烈需求。第五章还指出，多个金融服务公司正在建立的商业模式将重点放在帮助中国大型机构投资者在澳大利亚寻求恰当投资，有时还为它们管理资产组合。

第三，第五章的主题之一是，对希望和中国建立起更紧密金融关系的基金管理公司而言，核心需求通常是实实在在地进入中国市场。

第四，下面的第七章指出了和中国就持续市场准入和相关问题进行谈判的良好意愿的重要性。推动澳大利亚对中国直接投资应该是两国之间这些和金融服务市场准入有关的谈判的一部分。另一方面，中国政府正积极鼓励中国公司进行离岸直接投资，这正在成为一个越来越重要的政策目标。促进这些直接投资是中国在《中澳自由贸易协定》谈判中的关键重点之一，澳大利亚因而提高了 FIRB 对私人、非国有投资审批的总体门槛，从 2.48 亿澳元提高到了 10.8 亿澳元。就能够促进中国在澳直接投资的进一步措施而言，澳大利亚应该对相关谈判持开放态度。

第五，中国对澳大利亚直接投资的增长也能加强本地人民币流动性。离岸中国直接投资正越来越多地以人民币进行。一份近期 IMF 报告显示，2014 年，近 30% 的中国在外国直接投资以人民币结算，“人民币正迅速成为双方直接投资支付结算的首选货币⁴⁸”。此外，澳大利亚的中国公司更可能在资产负债表上持有人民币。随着更多中国公司进入澳大利亚市场，在澳大利亚进行人民币集资的空间也会越来越大，第六章将对这一前景进行探讨。

从更广的角度而言，由于澳大利亚要依靠输入资本来满足投资需求，因此来自中国的外国投资流动对它极其重要。新南威尔士州的情况无疑正是如此，它接收的中国直接投资是最多的（见下文），而且为鼓励并促进这种投资作出了大量努力。新南威尔士州在多个领域有着极大的资金需求，包括它的大型基础建设项目。在接下去四年，它的前景预测显示将有 685 亿澳元的资金支出⁴⁹。中国建设行业的衰退使得许多中国建设公司转而寻求海外合同。在更广泛的互利机遇方面，最近一个有趣的例子是中国招商局集团和 Hastings Funds Management 共同投资纽卡斯尔港 99 年租赁期，以及双方为寻求更多基础建设项目而达成广泛战略合作。

⁴⁸ IMF (2015) 第 49 页

⁴⁹ 新南威尔士州政府（2015）

尽管没有来自外国投资数据的证据表明中国受到了歧视，但作者还是在早前发布的报告中讨论了中国内部对这种歧视的认知——从调查数据看来⁵⁰，它是显而易见的。最近有些和 ChAFTA 有关的公共辩论无疑加剧了这种认知。*官方和市场层面的每一次努力都需要向中国强调，澳大利亚境内投资非常友好，而且是互惠互利的。*

以上述评论为背景，这一部分将在剩下的篇幅中对中国对澳大利亚的直接投资和澳大利亚对中国的直接投资进行简单介绍。

(a) 中国对澳大利亚的直接投资

近年来，中国政府已经转向了积极鼓励中国公司进行海外投资的政策。这些努力体现在了国家发展与改革委员会和商业部在 2014 年出台的监管政策变化，中国对外投资的审批要求得以放宽。2014 年中国海外直接投资首次超过了对内外国直接投资，证明了这一政策的成功。

2014 年，中国政府还宣布了多个国家战略计划，它们可能会为基础设施建设领域注入大量新的离岸直接投资流动。至少在接下去 5-10 年⁵¹，“一带一路”战略、丝路基金和亚洲基础设施投资银行（AIIB）的建立都可能推动“一带一路”沿途国家及地区的大规模基础设施投资。

作者的第一份人民币国际化报告仔细分析了中国对澳大利亚的直接投资。关键信息如下：

- 中国对澳大利亚的直接投资在近年来发展迅速，尽管基础不高：和我们的贸易联系不同，澳大利亚的直接投资水平仍然由传统贸易伙伴支配，尤其是美国和英国；
- 由于“金融紧随贸易”，澳大利亚和中国之间直接投资流动的深度和广度可能会在未来大幅提高；
- 大部分流入澳大利亚的直接投资都进入了矿业和资源领域；以及
- 在澳大利亚证交所上市的中国公司数量仍然较少。

更近期的数据证明了同一点，但有些有趣的变化。在中国政府的积极鼓励下，中国的海外投资继续强势增长。另外——这反映了本报告的主题之一，亦即中国的需求模式会随着收入和财富增加而发生改变——离岸中国投资的模式不再局限于资源，而是扩展到了高科技、食品、农业、房地产和服务。2015 年 5 月一个关于中国在澳投资⁵²的调查突出了以下几点：

- 2014 年中国对澳大利亚矿业和能源领域的投资有所下降；

⁵⁰ Eichengreen, Walsh and Weir (2014), 第 66-67 页。

⁵¹ “一带一路”是一个旨在促进贸易和投资融合的经济发展计划。它包括通过中西亚连接中国和欧洲的丝绸之路经济带，以及将中国和东南亚、非洲及欧洲连接起来的 21 世纪海上丝绸之路。AIIB 的重点是支持亚太区基础设施建设。

⁵² 毕马威和悉尼大学（2015）

- 不过，澳大利亚仍然是 2014 年中国投资第二大接收国，2013 年则是最大接收国。2007 至 2014 年期间，澳大利亚是中国直接投资第二大接收国，仅次于美国；
- ABS 数据显示，中国是 2014 年澳大利亚第五大直接投资国，占投资存量的 4%，排在美国（24%）、英国（13%）、日本（10%）和荷兰（6%）之后⁵³；
- 2014 年，新南威尔士州吸引了中国对澳投资的 72%；
- 去年，中国对澳投资首次有近一半流入了商业地产领域。对基础设施和娱乐的投资也超过了矿业投资；以及
- 对进行澳大利亚投资的机构种类发生了重大改变。去年，中国私人投资首次超过了国有企业投资，无论是交易数量还是总值。

自上述调查完成之后，中国主要的主权财富基金——中国投资有限责任公司（CIC）耗资 25 亿澳元收购了 Investa Property Group 旗下一系列办公楼。这是澳大利亚最大的一笔直接投资销售。

(b) 澳大利亚对中国的投资

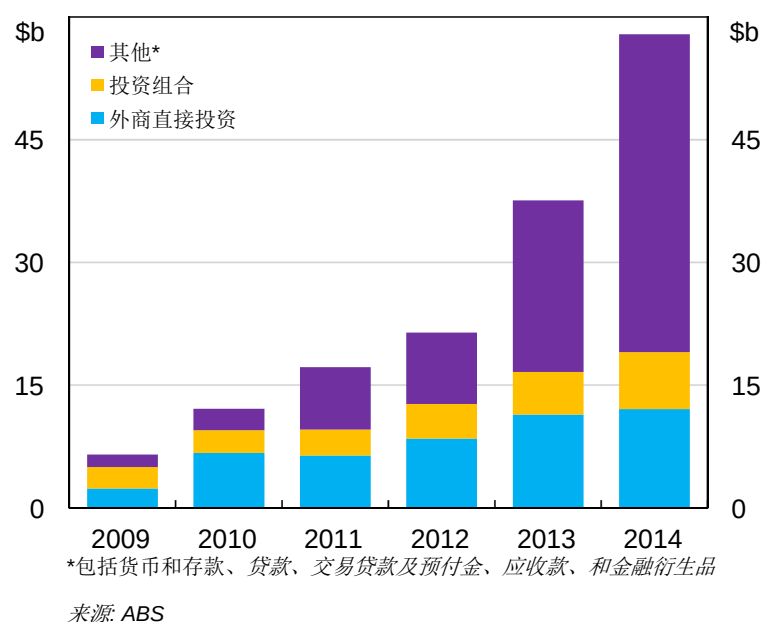
澳大利亚对中国的投资水平近年来有了很大提升，尽管基础很低，其中大部分是直接投资的形式（图示 2.5）。

尽管 ABS 并未发布澳大利亚对中国各行业直接投资的数据，但所有澳大利亚大银行在中国的业务规模都在增长，澳大利亚银行在中国的国外资产提升正反映了这一点。近年来，这些代表着澳大利亚银行对中国贷款的资产得到了很大提升，从七年前的 54 亿澳元到 2015 年 6 月的 454 亿澳元⁵⁴。尽管仍然受资本管制和其他规定的制约，澳大利亚金融服务业的其他组成部分也对中国进行了直接投资，如保险和基金管理，尽管整体规模颇为有限。

⁵³ 来源: ABS (5352.0) “澳大利亚国际投资定位: 补充数据”, 2014

⁵⁴ 来源: 澳大利亚储备银行 (RBA) 数据表, 表 B13.2。

图示 2.5：澳大利亚对中国的投资水平



澳大利亚与中国加强贸易联系和悉尼成为官方人民币中心的正面溢出效应之一是，随着金融逐渐跟上贸易，中国对新南威尔士州乃至澳大利亚的直接投资可能会强势增长。作为一个重要的资本输入国，澳大利亚在州际和国际层面都应该对此表示欢迎。同理，澳大利亚公司对中国的直接投资能够带来国内效益，也应受到欢迎。事实上，对下面两个能够为悉尼乃至澳大利亚提供更多发展空间的两个领域来说，亦即交易银行业务和基金管理，为了利用跨境金融交易的新兴机遇，进入中国内地市场往往是必需的，这种投资是悉尼建设人们中心的重要一部分，而且能够增加国内就业、盈利性和税收。

第四章：交易银行业务

如前所述，大部分人民币交易银行活动都和贸易有关：例如，提供外汇服务、衍生产品对冲、现金管理服务、定期存款和贸易融资⁵⁵。此外，特别是对在中国内地有大量业务的银行而言，促进双向直接投资也是一个焦点。

澳大利亚四大银行全都进入了中国市场，但程度各不相同⁵⁶。它们从事的活动取决于所获执照的种类⁵⁷以及银行是否为在华外资法人银行。例如，拥有普通银行业务执照的外资银行可以在中国同时为散户和机构客户（在岸和离岸）提供外汇服务，包括按揭、存款和分期偿还贷款等产品；拥有单独人民币业务执照的银行则可以向在岸中国公司提供人民币银行业务产品和服务。另外还有人民币零售执照，但它只能颁发给在华外资法人银行，而非外资银行的在岸分行。

- ANZ 拥有种类丰富的银行业务执照，而且是首家在中国成立外资法人银行的澳大利亚银行。ANZ 还进入了中国的实时总清算系统（CNAPS）。除了在华外资法人银行，ANZ 在中国还有六家分行和两家支行。ANZ 还跟上海农村商业银行和天津银行建立了合资企业，股权分别为 20% 和 14.16%。
- 在北京和上海设立了分行。上海分行是 CNAPS 的直接参与者之一。
- 澳大利亚联邦银行在上海设立了分行，在北京设立了代表处。它分别拥有杭州银行和齐鲁医院 20% 的股份，同时和交通银行签署了谅解备忘录。它还在河南省和河北省拥有多个县级银行，被批准向本地中小型企业和个人提供服务。
- 澳大利亚国家银行分别在上海和北京设立了分行。

下面的表格 2.1 对每家银行的主要获批活动进行了概括。

在澳大利亚四大银行中，ANZ 在中国的业务规模最大，事实上也是亚洲最大。它在中国的银行业务在下面的框 2.2 中得到了进一步介绍。

如上所述，两家主要澳大利亚银行拥有中国银行的股权。目前，中国对此类合资企业的规定上限是 20% 股权，但这可能在接下去数年发生变化。此类合资企业的战略目标可能根据银行的不同而不同，但一般包括的问题有提高本地品牌知名度和市场准入；从本地合作伙伴那里获得真知灼见；以及/或者拓宽和中国政府及监管者的关系。

普通银行业务执照让外资银行能够为外国个人开展人民币业务，但外资银行分行需要单独的批准才能为公司提供人民币服务。为了能够向本地居民提供人民币服务，外资银行必须先在本地注册，然后才能单独申请此类执照。

⁵⁵ 在贸易相关银行产品和服务之外，银行还可以提供其他服务，为公司及其他客寻求长期人民币投资机会，以及为希望筹措人民币资金的公司提供资本市场服务。这些服务将在接下去两章内容中分别进行论述。

⁵⁶ 以下只包括银行活动，而非基金管理或保险运营。

⁵⁷ 这些执照不影响澳大利亚银行在本国为中国公司提供服务的能力。

表格 2.1：在中国的澳大利亚银行

银行经营活动	ANZ	Westpac	CBA	NAB
普通银行业务执照——人民币存款、贷款、即期外汇、资金市场、贸易金融和面向中国境内公司的跨境业务（非个人）	X	X	X	X
衍生产品——包括远期外汇、互换和与中国内地本土公司的固定收益	X	X	X	X
商业人民币——面向外国个人、外国及中国公司的人民币贷款和存款	X	X	X	X
人民币零售——面向中国个人的人民币贷款和存款	X			
是否进驻上海自贸区	X	X	X	
造市商——在中国以澳元/人民币进行直接交易	X	X		
中国银行间债券市场配额——为投资中国债券市场的在岸和离岸机构提供服务	X		X	

银行和保险公司在讨论中提出了一个问题，那就是澳大利亚对合资企业投资的审慎资本要求。出于资本充足率的考虑，澳大利亚审慎管理局（APRA）要求将其他公司的全部股权融资风险从股权中完全减除。但巴塞尔协议 III 建议（它适用于大多数其他国家），只有在投资总额超过银行自身资本基数的 10% 时才需要减除资本。这一较保守办法——它与 APRA 的总体监管策略相符，后者比巴塞尔协议规定的最低资本要求更保守——使得澳大利亚银行在离岸合资企业中投入的资本通常是某些外国银行的四倍⁵⁸。这一转变是在 2001 年实行的，而有些合资企业早在这之前就成立了；可是这一规定并未将它们排除在外。

与服从政府及政府要求相关联的是，许多银行和保险公司都认为 APRA 对股权投资的资本要求令澳大利亚公司建立合资企业的成本大大高于竞争国家的许多公司，从而限制了澳大利亚银行和保险公司的国际竞争力。它也不符合最近发布的《亚洲世纪中的澳大利亚》白皮书精神，及其对拓宽并深化我们与亚太区经贸关系的注重。

APRA 增加合资企业风险权重的理由足够明显。在中国，外资银行和保险公司在合资企业中的股权不得大于 20%，这使得它们在困难时期无法起到足够的管理作用。与此同时，澳大利亚公司的审慎考虑和竞争力必须达到平衡。《金融系统质询》报告认为，

⁵⁸ 有些来自采用巴塞尔协议 III 最低要求的国家的银行可能已经在其他投资中超过了这一门槛，因此会被要求保持和 APRA 规定一样的资本水平。

澳大利亚监管制度的弱点之一在于监管机构无需解释自己如何对这些有时相互矛盾的目标进行平衡⁵⁹。

下面对这一问题进行深入探讨。

随着人民币相关活动的增长，澳大利亚的所有大型本地和外国银行都扩充了面向客户的人民币产品和服务种类。澳大利亚国内公司对这些产品及服务的需求，以及它们会从本地还是离岸银行购买这些产品取决于多个因素，其中最重要的是以人民币计价并结算的贸易规模；本地流动性；和（紧密相关的）产品定价。下面是对这些因素的分析。

框 2.2：ANZ 在中国的银行业务

亚洲是 ANZ 总体增长战略的重中之重，而这一战略旨在将它自身建设成为一家重要的区域性银行。在国际金融危机期间，许多欧洲和美国银行对 ANZ 显示出了不断增强的兴趣，而且在许多情况下开始和它进行业务往来，这不但促成了巴黎办事处的建立，还使得它仍然将精力主要放在亚太区。

由于它是一家澳大利亚银行，也由于中国在区域贸易和投资流动方面的重要性不断提高，ANZ 的亚洲战略核心是澳中之间的双向流动。ANZ 从 1986 年开始进入中国，并于 2010 年进行了本地注册。目前它的分行遍布上海、北京、广州、杭州、成都、重庆和青岛，并在成都建立了一个运营中心。它还和上海农村商业银行和天津银行达成了战略合作关系。

尽管在中国筹集人民币银行存款从融资角度而言颇为重要，但品牌认知问题和中国巨大的地理面积让它变得困难而昂贵。出于这一及其他因素，ANZ 在中国从事银行业务的主要重点是机构和公司银行业务，尤其是在澳大利亚乃至区域内投资和/或跟它进行贸易的中国公司，以及在中国投资和/或跟它进行贸易的澳大利亚及跨国公司。它们广泛的区域业务意味着它们能够更好地“把每个点连接起来”：例如，向在区域内多个国家开展业务的跨国公司提供现金管理设施和其他服务。

ANZ 在中国扩张的关键是先获得本地银行业务执照，然后通过有机扩张的方式来发展业务。不过，ANZ 还在中国参与了两家合资企业，分别拥有上海农业商业银行——它在上海的分行网络规模第二大——20%股权（中国规定的银行合资企业上限）和天津银行 14.16%股权。进入这些合资企业的目的是通过本地合作伙伴来获得对本地市场的了解、市场准入和跟中国政府及监管者建立起更广泛的关系。ANZ 认为，中国对银行合资企业的 20%外国股权上限应该会逐步发生变化，至少对较小的银行而言。

2014 年 4 月，ANZ（中国）在中国（上海）自由贸易试验区（SFTZ）开设了一家支行，以帮助客户利用不断进行中的中国金融市场自由化带来的潜在机遇。根据 SFTZ 目前的监管框架，该支行将提供一系列银行业务产品和服务，包括外币和人民币商业贷款、贸易金融、外汇、商品金融和现金管理，对象是由中国及跨国大型公司组成的 ANZ 在华客户基础。和其他许多进驻 SFTZ 或其他自贸区的公司一样，这一举措部分上

⁵⁹ 《金融系统质询》第 30 条建议包括：“和监管者如何平衡竞争与其核心目标有关的报告需要改进。”

是战略性的，因为 SFTZ 实行的更开放的跨境交易安排可能会逐步推广到中国内地其他地方。

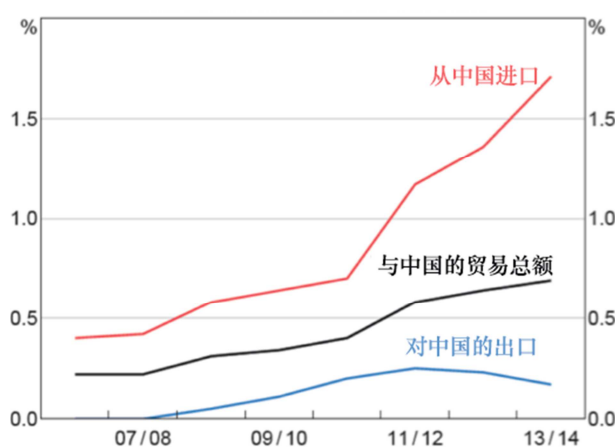
ANZ 是拥有在 CFETS 平台上进行澳元/人民币直接在岸交易的两家澳大利亚银行之一，CFETS 是中国的银行间乃至整个金融系统的交易平台。ANZ 也是直接参与 CIPS（一期）的 19 家银行之一。这一系统的运营方式类似于美元清算系统 CHIPS，既对离岸和中国内地之间的清算、也对单纯的离岸人民币支付进行实时全额结算。

中国的基金管理机遇并非 ANZ 的首要工作。在澳大利亚，它最近刚和 ETF Securities 联手启动了一个合作项目，并将在悉尼推出一系列交易型开放式指数基金，包括一支人民币基金。但它并不确定这支人民币基金会有多大需求：这更像是一种“试水”行为。

贸易计价

目前，以人民币计价和结算的澳中贸易比例仍然很小。RBA 进行的一项澳大利亚离岸人民币市场研究表明⁶⁰，2014 年 6 月澳中商品贸易只有不足 1% 以人民币计价（图示 2.6）。

图示 2.6：以人民币结算的澳中商品贸易份额



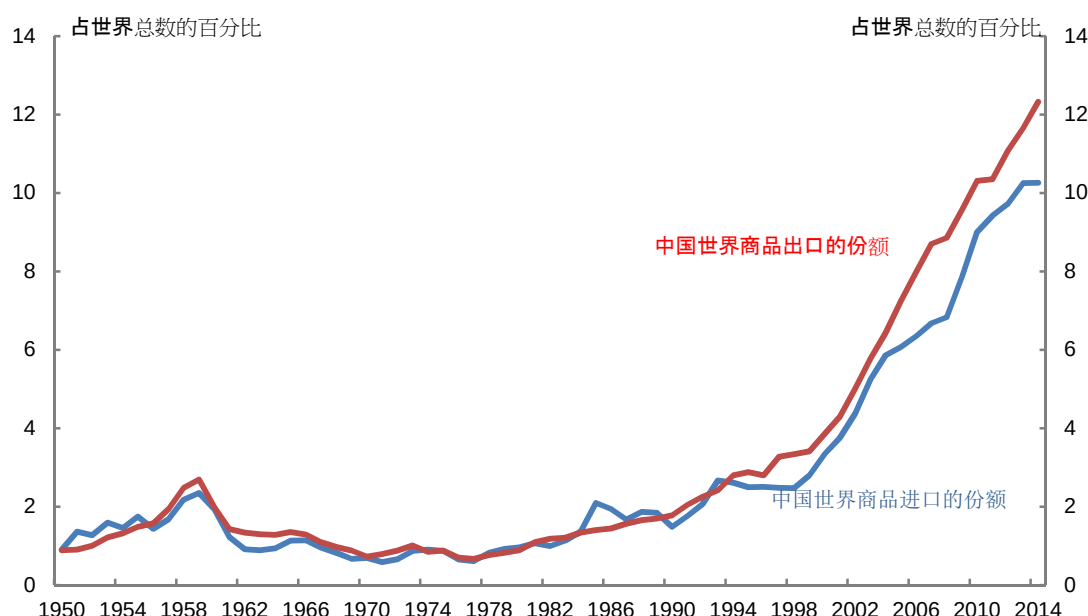
来源: Hatzvi, Nixon and Wright (2014)

与银行讨论中的偶然证据说明，人民币计价无疑正在上升。由于悉尼成为了拥有官方清算银行的人民币中心，这可能会提高中小型企业对人民币计价可能性的认识，从而提供更多边际推动力。

⁶⁰ Hatzvi, Nixon and Wright (2014)

第二部分第二章粗略探讨了中国贸易以人民币计价比例的迅速提高，以及这一势头持续上升的极佳前景。此外，中国和世界其他国家的贸易量也在继续强势增长（图示 2.7）。

图示 2.7：中国占全球贸易份额的增长



来源：世界贸易组织数据库

这些进展可能会造成以人民币计价的澳中贸易比例上升吗？

本报告通篇都提到了中国的发展和国内需求模式在不断改变，这是因为政策目标转向以消费为主导的发展模式，以及中国中产阶级的迅速崛起和随之而来的对一系列产品及服务的需求，如卫生保健、旅游和金融服务。这些转变已经在澳中贸易模式的变化中得到了体现。例如，教育服务是澳大利亚最大的出口类别之一，而中国是最大的目标国。2013-14 年度澳大利亚教育服务出口的总额为 157 亿澳元，它已经发展为我们的第四大出口类别⁶¹。其中，2013-14 年度对中国的教育出口额为 40 亿澳元，占总额的 25%⁶²。

澳大利亚对中国的出口贸易仍然以美元定价和结算的商品为主。尽管中国的需求模式正在发生变化，我们对中国的出口因而很可能会更多地以人民币结算，但有些出口受到的影响会更小：例如教育出口，其主要形式是中国学生到澳大利亚完成教育课程，学费基本以澳元支付。在其他领域，如品质较高的农业出口和食品，它们显然有人民币结算的发展空间，而且在某些情况下已经开始实现。

⁶¹ 这一数字低估了教育服务销售总额，因为它不包括海外附属机构销售的服务——这一点在上文中已有指出。

⁶² 来源：Austrade Economics（2015）

此外，阻碍人民币贸易定价的一个因素是美国的利率水平比中国低得多，这意味着人民币贸易金融的成本要高得多。不过这一点可能会在未来发生变化。公司习惯以美元进行贸易的另一个原因是几年来人民币一直对美元贬值。2015 年上半年情况并非如此，而且至少有一部分人估计人民币现在处于“公允价值”上下。

不过，即使中国的政策目标是转而使用更清洁的能源，煤炭和铁矿石在很长一段时间内仍然将是澳大利亚对中国出口的主要组成部分。因此，在未来十年左右，我们和中国的贸易能否更多地以人民币结算取决于一个关键因素：我们对中国出口的主要商品尤其是铁矿石和煤炭，是不是会渐渐从以美元定价并进行全球贸易变为普遍以人民币定价并交易。

作者撰写的第一份报告也提到了这个问题，它指出中国是一系列全球交易商品的唯一一个最重要的需求来源，而中国也渴望成为亚洲乃至全球的商品定价和交易中心，包括成为一系列商品的人民币基准定价者。报告还指出，中国已有多家交易所以人民币为商品期货合约定价，尽管“在某些情况下——而且无疑对铁矿石和煤炭而言，流动性是有限的，交易也主要在位于中国的生产商和用户之间进行⁶³。”

自第一份报告完成之后，中国便开始对一系列商品的定价拥有更大的影响力，因为它是其中许多商品的全球最大消费国，而且议价能力也随着全球供应相对高于需求而从生产商转移到了买方身上。而且，商品领域的发展证明了中国对成为全球商品定价者的不懈努力，以及它为实行这一目标而制定的战略。第一，中国一系列人民币计价商品期货合约的交易量有了极大增长，其中许多商品在中国内地的交易量现在甚至超过了离岸交易量。和澳大利亚尤其相关的一个例子是铁矿石。自 2013 年 10 月挂牌上市以来，中国大陆大连商品交易所的铁矿石期货合约取得了爆炸式的交易量增长。截至 2015 年 8 月的 12 个月期间，这一合约的交易量增长了 294%⁶⁴。《2014 年期货业协会年度报告》指出，它如今是全球交易量最大的铁矿石期货合约，同时也是交易量第三大的金属期货合约。全球四大金属期货合约都在中国交易所挂牌上市⁶⁵。

第二，中国的战略是先发展以人民币计价的流动在岸商品期货合约，然后向离岸贸易商开放这些合约，有时是先通过它的自贸区。这一战略取得了重大进展。例如：

- 近年早些时候，上海黄金交易所（SGE）在上海自贸区推出了国际交易板，供境外投资者进行人民币计价的黄金合约交易；
- 上海国际能源交易中心计划在 2015 年底之前在上海自贸区创建一个人民币计价的原油期货合约，面向境外投资者开放；
- 2015 年 7 月，伦敦金属交易所（它于 2012 年被香港交易所收购）宣布，一旦获得英格兰银行批准，它将接受离岸人民币（CNH）作为其清算所的现金抵押；
- 中国证券监督管理委员会（CSRC）最近批准了数家大型离岸商品交易公司获得一系列国内合约。这可能会在未来得到推广；以及
- 特定商品合约的国内和跨境交易可能会转移至同一板块。

⁶³ Eichengreen, Walsh and Weir (2014) 94 页

⁶⁴ 来源：www.dce.com.cn，2015 年 10 月 1 日查阅

⁶⁵ 来源：期货业协会（2015）

第三，为了将本地人民币计价期货合约和境外实体联系在一起，中国延长了多个期货市场的本地交易时间，并计划将其继续延长。

将来，这些举措会让境外商品出口商和中国进口商更方便地进行人民币对冲，从而更愿意以人民币计价和结算，许多国际商品基准价格也可能会以人民币计算。

在 2014 年 11 月沪港通计划实施之前，商品原本是香港和上海之间相关讨论的一部分，但技术和其他难题使其暂时未能实现，这也是为了让沪港通计划顺利启动。更近一些时候又出现了关于在沪港通计划中包括商品的讨论。但这不会直接成功：比如，中国清算所的不同监管安排和高得多的资本需求都是需要解决的问题。

中国在这一领域的野心和举措已足够清晰，但从澳大利亚商品出口商的角度而言有哪些进展呢？除非能获得价格更高或数量更大的某些优势，澳大利亚的主要资源公司并无动机去要求中国贸易伙伴进行人民币结算。这些公司实际上是美国公司，主要以美元进行财务和风险管理运营。不过，对许多中国进口商而言，动机是显而易见的。例如，一家中国钢材生产商现在以美元支付进口商品投入，但以人民币向中国采购者销售产出。为了对冲由此造成的外汇风险敞口，在中国的国内费用可能数目很大，而且比离岸费用要高得多。那么，这家公司可以向澳大利亚出口商提供一个更优惠的价格——比对冲外汇风险敞口的国内费用低，但比离岸费用高，这样双方都能获利。

然而，为了实现这一点，生产商和进口商都必须能够将他们的风险敞口和未来的人民币商品价格走势对冲：也就是说，他们都必须能够获得高流动性的人民币计价期货合约。中国十分清楚这一点，所以才想方设法为一系列人民币计价的国内商品合同创造流动性，然后再把这些合同开放给离岸参与者。

另一个和澳大利亚商品出口商有关的因素是，铁道车辆和资本设备对中国的出口正在不断增长。如果一家公司同时支付和收取人民币，那么以人民币计价和结算就会有吸引力得多。

最后，第一份报告发表后的情况发展巩固了我们之前的观点，那就是人民币有望被广泛用于一系列商品的贸易结算，包括煤炭和铁矿石。与多位全球商品专家的讨论说明，这一点可能会在 3-5 年间变成现实。

作者的第一份报告⁶⁶包括一个关于公司对人民币贸易结算态度的调查。调查在 2013 年后期进行，包括了从事中澳贸易的 103 家中国公司和 93 家澳大利亚公司。该调查及相关讨论的一部分重要发现如下：

- 如果中国贸易伙伴提出要求，许多澳大利亚公司愿意以人民币进行贸易结算；
- 许多中国公司都不了解以人民币定价的能力。澳大利亚公司的了解程度要高得多；
- 有些中国银行在阻碍人民币计价，因为这会影响到它们的高利润外汇业务；以及
- 两国公司，尤其是澳大利亚公司，都在等待贸易伙伴主动提出或同意以人民币计价。

⁶⁶ Eichengreen, Walsh and Weir (2014), 第 95-97 页。

这一调查及相关讨论表明，中国制约人民币贸易计价发展的因素要大于澳大利亚。由于这一发现，2015 年初我们在撰写这份报告的过程中对 100 家中国公司发起了一次新的调查。两次调查比较得出的重要结论如下：

- 中国公司的了解程度仍然较低，只有 70% 的调查对象了解人民币贸易结算，而第一次调查为 69%；
- 在两次调查中，只有少数公司表示它们目前以人民币进行贸易结算。不过在这些公司中，表示结算难度大幅降低的公司比例从 70% 降至 14%；
- 在第一次调查中，一半中国公司预期在未来加强人民币的运用。在第二场调查中，一年后的比例升至 65%，五年后的比例升至 85%。
- 41% 中国公司表示，在悉尼建立官方清算银行和来自当局的积极鼓励将令它们加强人民币结算。

与第一次调查相比，第二次调查在答题中多出了一个有趣发现：没有一家通过贸易公司⁶⁷来进行贸易和定价管理的公司是以人民币结算的。部分原因可能是贸易公司向客户收取高昂的外汇交易费用。

促进人民币贸易结算是人民币国际化成功的一个重要部分。上述两次调查阐明了中国发展人民币计价的一些制约因素，这极有可能引起中国官员的兴趣，因此值得在今后的讨论中提出。

流动性与定价

第一部分探讨了离岸人民币流动性问题，并提到了它可能对不同人民币业务造成的影响。

这一问题有两个相互关联的方面。一个和人民币外汇交易定价和风险管理的地点有关。

作者的第一份报告对这一方面进行了探讨，观点如下：

“澳大利亚不需要大规模的本地人民币流动性池来发展人民币交易业务……对澳大利亚国内银行而言，和澳大利亚本地客户进行交易人民币业务时，交易本身是在悉尼完成还是通过新加坡或香港等地的办事处完成并不重要，尽管拥有更多流动性的人民币中心能够让离岸分行（举例）更方便地在银行间市场抵消任何不利外汇风险敞口。它唯一的意义就是澳大利亚总部是价格接受者，而非价格制定者。对客户而言，交易实际发生的地点也不重要：客户从交易中获得的潜在利益是相同的，银行收取的是交易业务费用，无论这些费用是澳大利亚银行收取，还是新加坡或香港办事处收取⁶⁸。”

这一结论仍然有效。事实上，随着整体离岸人民币流动性的提高和离岸人民币中心之间的联系加强——这一点已经在发生——各个枢纽和中心互相提取流动性的空间也变大了。

⁶⁷ 在中国悠久和传统的历史上，贸易公司作为外国和中国的公司交易彼此之间的中间人。

⁶⁸ Eichengreen, Walsh and Weir (2014), 第 99 页。

这一方面的一个有趣范例是伦敦，它拥有世界上最大的外汇市场。伦敦的人民币外汇业务得到了非常有力的发展。然而，正如本报告第一部分所述，列在伦敦银行名下的一大部分即期和远期外汇交易实际上是通过其他离岸人民币中心完成的⁶⁹。这些及其他数据说明，即使是像伦敦这么大的市场，在其他离岸人民币中心（如新加坡和香港）开展业务的银行也经常在其他这些中心进行部分或全部定价和风险管理。澳大利亚银行也是如此。

另一个和流动性有关的方面是跨境贸易相关人民币交易的结算程序。贸易公司需要确信它在双方都得到了有效可靠的完成。公司的银行必须确保清算资金及时到达自己的账户，以向客户进行人民币支付。

澳大利亚四大银行使用不同的清算机制，而且有些使用不止一种。在澳大利亚从事人民币业务的其他银行也是如此。如前所述，所有这些机制的运行一般都颇为有效。从客户的角度而言，他们在大多数情况下都不是很了解或关心清算机制，只要它运行顺畅，而且及时：他们只需和自己在澳大利亚的银行接触。

在 2015 年 10 月 CIPS 上线之前，可以使用的主要清算程序包括：

- 使用官方的中国银行/ASX/Austraclear 机制；
- 通过中国银行（悉尼），但不使用 ASX/Austraclear 机制；
- 通过香港或其他离岸人民币中心的代理行；或
- 直接通过上海的代理行或下属分行。

官方清算机制的优点在于它能够提供实时清算，并允许相关方面追踪清算过程，从而提前发现任何问题。然而，它的弱点是每笔交易都要收取本地清算费。撰写本报告时，澳大利亚正在考虑如何让官方清算机制币其他清算机制更具竞争力。

官方清算机制仍然要通过中国银行（香港）到达中国内地。如果中国银行（香港）处理的巨大人民币清算业务量造成了清算过程的延误，这会同时影响到官方清算机制和其他非官方清算机制，除了直接通过中国内地银行清算。

本报告第一部分指出，在其他几个人民币中心，尤其是香港和新加坡，央行已经在和 PBOC 达成互换机制后建立起了为市场提供当日人民币流动性的机制。在香港，HKMA 于 2014 年指定了七家银行作为主要流动性提供者（PLP），同时设置了一个有限回购协议，这些银行动用后需进行偿还。可是，这一机制有时面临着各方压力，并被批评为不够有效，比如在今年 8 月银行间流动性枯竭，银行间同业拆借率飙升的时候。

然而，在包括澳大利亚在内的大多数其他国家，这样的流动性机制并未实施，事实上相关中心银行也并未把它当成自己职责的一部分：相反，它们认为和 PBOC 的互换额度只适用于市场严重动荡时期，而非一个日常简易化机制。

那么，官方清算银行呢？它的一部分作用是为市场提供流动性吗？从中国政策的角度而言，这似乎是合理的：中国在全球人民币中心设立官方清算银行的潜在理由是提高

⁶⁹ 见第二部分图示 1.2。

和拓宽地理意义上的离岸人民币流动性，这是充分实现人民币国际化过程的一部分。为了让这个临时步骤有效运作，确保各个中心拥有足够流动性是合理的。

我们和国内银行进行的讨论表明，在大多数情况下，当日流动性至今都不是一个问题，尽管有时它可能引发了一些忧虑。官方清算银行确实通过它的清算机制为其他银行提供一部分流动性支持，但规模和持续时间都有限。

最近上线的全球人民币清算新机制令这个问题进一步复杂化了。CIPS 有望极大提高离岸人民币流动性，因为既有中国内地通过 PBOC 支持下的参与行提供的流动性，又有通过其他一些 PBOC 支持的机制提供的流动性。但具体的操作方式还有待观察。目前，PBOC 可以通过和其他央行的互换机制在市场动荡时期提供离岸流动性。至于每日流动性机制，当官方离岸清算银行为其他离岸银行提供流动性时，这可以引入信贷风险因素乃至信贷限额。例如，假设一家澳大利亚银行向中国银行（悉尼）申请流动性，官方清算银行，也就是中国银行（悉尼）必须在这家澳大利亚银行身上施加中国银行全部信贷限额的一部分，其中大部分将分配给中国银行（香港）。

最近上线的全球人民币清算新机制令这个问题进一步复杂化了。CIPS 有望极大提高离岸人民币流动性，因为既有中国内地通过 PBOC 支持下的参与行提供的流动性，又有通过其他一些 PBOC 支持的机制提供的流动性。但具体的操作方式还有待观察。目前，PBOC 可以通过和其他央行的互换机制在市场动荡时期提供离岸流动性。至于每日流动性机制，当官方离岸清算银行为其他离岸银行提供流动性时，这可以引入信贷风险因素乃至信贷限额。例如，假设一家澳大利亚银行向中国银行（悉尼）申请流动性，官方清算银行，也就是中国银行（悉尼）必须在这家澳大利亚银行身上施加中国银行全部信贷限额的一部分，其中大部分将分配给中国银行（香港）。

此外，随着越来越多和中国的双向贸易逐渐以人民币结算，本地银行本身可能会成为更重要的人民币流动性来源，银行间市场也可能得以发展。因为澳大利亚对中国拥有大量进口和出口，同时接待进口和出口客户的银行会迎来更多双向外汇业务。这可能会让它们更容易实现资产负债表上该货币的平衡。无论如何，这一点可能需要时间来实现。

结论

随着越来越多的中国和澳大利亚公司在对方市场投资，以及澳中贸易更多地以人民币结算，商业银行发展人民币业务的潜力极佳。

随着人民币交易量逐渐上升，确保流动性不变成制约很重要，无论是在现有的清算安排下，还是 CIPS 完全实施的情况下。这一问题可以由人民币工作组进行有效监管。

如前所述，APRA 的资本充足率要求在和澳大利亚银行的讨论中被提出：

许多澳大利亚银行和中国银行建立了合资企业，但由于 APRA 对合资企业的资本要求高得多，它们觉得自己在和其他国家的银行竞争时处于劣势。合理平衡审慎和竞争力目标的一个办法似乎是以巴塞尔协议 III 为参考，在实施这些更高的资本要求之前设立

一个“有形”门槛，就像许多其他国家的做法那样。如果澳大利亚金融服务公司要在发展区域离岸活动时和海外公司进行竞争，在这一领域作出改变似乎是合理的。这既和银行有关，也和保险公司有关。

第五章：基金管理

中国从某些角度看已经是世界最大的经济体，它的资本市场也是最大的之一。但是它实施的资本管制，它没有被列入一些基金经理们使用的全球主要指数或者它在被列入的指数中的比重低于市值的事实，意味着流入流出中国的全球投资组合配置资金还十分有限。

但这在很多方面正在迅速地改变。首先在流入中国资本市场的配置资金中：

- 中国正将被纳入各种基准指数，它在所占的比重也将上升以与市值相匹配。跟踪指数的被动投资者，以及使用基准指数在国家间分配资金的主动投资者对中国资产的需求将剧烈增加；以及
- 从供给方面来看，随着 QFII 和 RQFII 额度的不断推广，2014 年末开始的沪港通（见下文）和中国债券市场⁷⁰的开放，接触中国资本市场的机会在迅速增加。

其次，从中国流出的配置资金流来看：

- 从需求方面看，随着中国的财富以及相关投资资金增加，它们向海外资产分散以优化投资组合回报并分散风险的需求也在增加；以及
- 从供给方面看，中国和香港之间的零售基金互认协议，以及一系列已经存在和期望建立的配额系统（见附录 2.2）为中国个人投资者和机构投资者直接或者通过基金投资海外提供了更多机会。

同样重要但没有被广泛认识的是，对外国基金在中国销售的监管近些年也在发生剧烈的变化⁷¹。

这些正在发生的配置资金流入和流出中国的变化，给澳大利亚基金经理们提供了更多的机会。中国机构投资者表现出了对可替代资产的更多兴趣，特别在基建，房地产和其他一些澳大利亚被公认一直在全球领先的领域。不过澳大利亚基金公司也面临着一些重要的挑战，特别在中国市场中的品牌认可度以及分销渠道上。

我们接下来会讨论存在的机遇和挑战。(a)部分将探讨进入中国资本市场投资，而(b)部分将着眼于管理来自中国的资金。更多的精力将放在后半部分，一个澳大利亚来说十分关键的机会：

在撰写这系列报告的过去两年间，我们在和很多基金经理讨论中看到了两个关键的趋势：

⁷⁰ 2015 年，中国进一步对外国中央银行，主权投资基金，国际金融机构以及 30 多家跨国金机构，包括汇丰银行，摩根士丹利和法国巴黎银行，开放了银行间债券市场。从中国惯常的市场开放方式来看，这个机构的名单在近期会进一步扩大。

⁷¹ 我们在之前的报告中已经提到，随着今天早期中国股市的大幅下跌，中国监管层收紧了对资本流出的监管。不过，作者们认为这是一种暂时举措而非中国开放资本市场承诺的一种倒退。

- 一方面，更多的澳大利亚基金公司，不管是大型的还是精品型的，已经认识到了中国开放过程中涌现的机会并积极布局；但是
- 但是另一方面，还有很多澳大利亚基金公司还没有充分认识到中国政策上的变化以及随之而来的机会。

这章的很大一部分将关注最近的政策变化以及他们对投资中国和从中国吸引投资资金带来的正反两面的影响。这是基于和一大批澳洲公司和一些大型积极参与中国的离岸基金管理公司的讨论得出的。很大程度上这部分也是为这第二类公司而写，以希望能提高他们对并存的机遇和挑战的认识。

(a) 中国资本市场的投资

中国股票市场目前名列全球第二大，而债券市场为全球第三大。不过境外投资者对两个市场的投资都受到限制。大多数的外国个人投资者是通过两种渠道：中国的合格境外投资者制度以及上海香港股票市场互通机制。下面将简要介绍两种机制：

合格境外投资者制度

2002 年 12 月，中国首次设立了合格境外投资者制度（QFII），并在 2011 年正式启动了 40 亿美元的额度。自那以后，这项制度不断被拓展和放松。截至 2015 年 9 月，总额度已经达到了 787 亿美元⁷²。

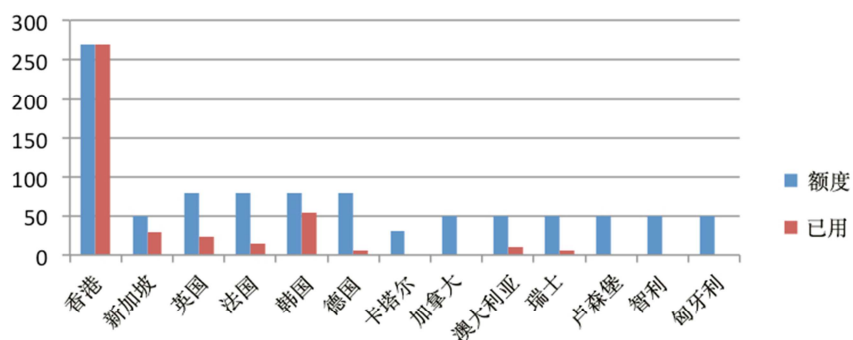
额度被分配给各个机构投资者。这项制度安排允许境外机构投资者获取人民币投资中国的 A 股市场，股指期货和银行间市场的固定收益产品。

另一项制度安排，人民币合格境外投资者制度（RQFII）是在 2011 年 12 月推出的。首期 200 亿人民币的额度只限于香港。这项制度也得到了很大扩展。在过去两年中，很多国家包括英国，新加坡，法国，德国，韩国，卢森堡，澳大利亚和瑞士也已经获得了总额 9700 亿人民币的额度（图示 2.8）⁷³。

图示 2.8: 各国使用的 RQFII 额度

⁷² 来源：中国国家外汇管理局

⁷³ 表 1.1 按国家列举额度时并未包括瑞士（获得了 500 亿元人民币额度），因为该国没有官方清算银行。



来源：中国国家外汇管理局（2015 年 9 月）

RQFII 允许获得牌照的境外投资者把离岸人民币（CNH）投至中国资本市场。但额度分配至具体国家而不是单个投资者，投资者需要进一步申请所在国家的一部分额度。实际上 RQFII 牌照使用时可以转移：一个国家的投资者可能在另一个国家使用他的额度。

截至 2015 年 9 月，QFII 和 RQFII 牌照一共颁发了 418 个⁷⁴。

QFII 和 RQFII 牌照都是由国家外汇管理局颁发，但他们也需要获得中国证监会的核准。QFII 和 RQFII 额度主要分配给了资产管理者，他们拥有近乎 60%的牌照。

自推出以来 QFII 和 RQFII 的核准要求以及投资限制已经极大地放宽。例如在 2013 年 3 月，要求 RQFII 将 80%额度投资于固定收益产品，20%投资于权益类的限制被取消。附录 2.1 列出了申请 QFII and RQFII 时的主要要求。

上海香港股票市场互联互通

沪港通在 2014 年 11 月 17 日推出，它允许香港机构和个人投资者投资大陆的 A 股市场（北向）以及中国投资者投资香港股票（南向）。最初的北向额度为 3000 亿元人民币而南向额度为 2500 亿元人民币，并分别有每日 130 亿元人民币和 105 亿元人民币的额度限制。截至 2015 年 9 月，尚有 1400 亿元人民币和 900 亿元人民币额度未被使用⁷⁵。每日的双向投资额度都有相当程度的波动但经常会充分利用超过 90%的额度；而且官方言论显示若有需求额度未来可以增加。

虽然这项制度初期存在很多问题例如不同交易结算制度以及不同法律体系下的托管要求差异，这些问题目前看来大多已经解决。

这项制度很可能在近期推广以覆盖深圳交易所上市的股票。它也可能被推广至其他海外交易所，例如新加坡。

⁷⁴ 来源：国家外汇管理局

⁷⁵ 2015 年 10 月 1 日显示 <http://www.aastocks.com/en/cnhk/market/quota-balance/sh-connect>

不同制度的优略

总体而言，不需要资质核准⁷⁶同时允许个人投资者参与是沪港通相对于 QFII and RQFII 制度的主要优势。不过 QFII 制度已经推出一段时间，而沪港通还相对较新，存在许多发展初期的问题和不确定性。此外许多大型基金经理对沪港通每日交易额度有所顾虑。所以，并不出乎意料地，没有证据表明离岸基金经理们大规模地从 QFII 或者 RQFII 制度转向沪港通北向投资。沪港通总体更被看作是 QFII 的一个补充而不是代替品。我们还不确定这是不是会随着时间的推移而改变。

目前 RQFII 的审核和其他要求不那么严格，所以对大多数基金经理和投资者来说比 QFII 更有吸引力。例如，在 QFII 制度下投资有三个月到一年的锁定期限制，而 RQFII 开放式基金没有锁定期限制。最近对 QFII 制度的变革⁷⁷显示中国监管层正在试图使两项制度安排更和谐，甚至整合它们，让 QFII 的政策要求大致趋同 RQFII。出于这个原因，很多我们访问的持有 QFII 牌照的基金公司并没有去申请 RQFII 牌照。

海外对中国资本市场的投资

如上所述，中国股票市场是目前全球第二大而债券市场是第三大。不过由于资本管制和一系列其他原因，外国投资者的参与十分有限；在股票市场中，外国投资者仅占大约 1%；而债券市场中的外国资本，虽然在迅速增长，但也仅占大约 1%⁷⁸。

除了资本管制和相关的 QFII, RQFII 和沪港通对外国资本参与中国资本市场的额度限制，另一个因素，十分倚靠指数分配投资组合，解释了如此有限的外国投资者参与。如前所述，除了数量多规模大的被动跟踪基金，许多主动型管理基金也利用指数，例如 MSCI 股票指数和巴克莱（之前的雷曼）债券指数来在不同国家之间分配投资。许多澳大利亚和海外的主动型基金被很多季刊批评实际成了“指数拥抱者”⁷⁹。

在股票方面，中国在 MSCI 世界指数中目前仅占 1.1% 的比重，虽然它整个股票市场的市值—包括 A 股，B 股，H 股和红筹股⁸⁰—已经占全球股票市场 8.1% 左右的比重。

2015 年 7 月，MSCI 宣布经过综合考虑，它们不将中国 A 股纳入主要新兴市场指数，不过宣布将与中国证监会成立一个联合工作组以在 2017 年前纳入 A 股，从初期的 5% 到随着中国放松并放弃资本管制并进行其他市场改革之后，完全反映中国市场的市值比重。

⁷⁶ 大陆投资者在香港投资帐户中需要拥有 50 万元人民币，不过北向投资没有这样的要求。

⁷⁷ 2015 年 8 月 13 日国家外汇管理局公布了一项 QFII 草案进一步放宽了 QFII 规定，例如让公司层面的额度转移更简便。

⁷⁸ 来源：彭博和国家外汇管理局

⁷⁹ 请参见澳大利亚 Minifie 的案例（2015）

⁸⁰ A 股是在中国大陆上市的本地公司，境外投资者只能通过 QFII or RQFII 或者沪港通投资。H 股是在香港上市的中国大陆公司。B 股是在中国大陆上市的特别为国际投资者开放的本地公司。“红筹股”是在香港上市的非中国本地注册但实际由中国大陆实体控制的公司。

目前大约有美元 1.7 万亿的全球资产以 MSCI 新兴市场指数为基准，这是此类资产中最重要的指数。如果中国 A 股按照目前的市值被纳入指数，中国股票将占据其中 44% 的比重⁸¹。未来中国在指数中的比重将会向它的市值占比靠拢，因为数百亿美元的资金很可能从其他新兴市场流向中国随着资本管制的放松和对中国资本市场信心的提升。随着时间推移，中国将成为全球指数不仅仅是新兴市场指数的重要组成部分。

其他指数编制者比 MSCI 行动得更快。2015 年 5 月，富时罗素—另一个重要的股票指数编制者—宣布将让 A 股在它两只新兴市场指数中给予 5% 的比重，并计划在未来将比重提高到最高 32%。富时罗素这种调整主要考虑了分布在全球的 RQFII 额度，5% 的比重对应了当时大约 3640 亿元人民币的 RQFII 总额度。这个消息的宣布促使全球最大的资产管理者之一 Vanguard 宣布旗下的新兴市场股票指数基金将转而跟踪使用新的富时指数和其中的 A 股比重。

在固定收益方面，中国被没有纳入大多数被广泛跟踪的全球新兴市场指数（它们剔除了所有存在资本管制的国家），比如新兴市场全球分散指数—摩根大通国债。不过，中国债券被收入了其他考虑市值，流动性和离岸通道，比如 QFII，RQFII 这样的制度安排的指数中。其中一个例子是汇丰银行亚洲本地债券指数（ALBI），当中中国的比重目前在 13% 左右，并在随着离岸参与额度和其他参与机制规模扩大而提高。在摩根大通国债—新兴市场全球全局指数中，它进一步包括了存在资本管制的国家，所以市场规模会在其中影响更大，中国的比重目前在 28% 左右。

简单来说，就像股票市场的情况一样，随着中国不断扩展海外投资进入的渠道，债券市场将会成为许多固定收益指数的重要组成部分并被纳入全球债券投资组合。

国际货币基金组织将会很快宣布是否将人民币纳入 SDR 货币篮子（见附录 2.3）。这样的举动—越来越只是一个时间问题而不是是否会发生的问题—会进一步增加人民币资产的吸引力，包括海外中央银行储备和私人部门投资组合。

在中国的澳大利亚组合投资

在中国的澳大利亚组合投资部分目前很小但正在增长。在官方层面，澳大利亚储备银行目前投资 5% 储备于人民币资产。

在市场方面，澳大利亚投资者对中国资产的需求在大多数市场参与者看来都在增加，不过是以十分缓慢的速度从一个非常低的基础增加。目前中国股票市场非常高的波动率在某种程度上带来了两面的影响：一方面股票的估值增长了，但他们带来了中国政府对于这种波动的可能反应的担忧，以及这对未来影响的担忧。

澳大利亚目前对中国资本市场来说是极少的投资，而目前主要是间接投资，通常是澳大利亚基金把部分组合委托给离岸基金经理。不过，有迹象显示越来越多的非澳元基金正在转向公司内部管理，包括通过行业基金管理。

⁸¹ 来源：MSCI (2015)

目前只有三家澳大利亚金融机构拥有 QFII 牌照：

Platinum 资产管理公司，安保集团和麦格理集团。它们利用很多方式使用这些额度，包括通过共同基金投资中国 A 股，以及通过内部自营交易投资中国。其他基金对中国投资要么通过沪港通，如果它们在香港有落脚点，或者通过 H 股—在香港上市的中国公司。后一种做法会有对投资中国公司对范围极大地限制，不过和基金经理们的讨论，显示有些基金经理愿意为了公司更好的治理和香港的法律体系而接受这些束缚。这又佐证了我们前文的观点，对中国来说如果人民币国际化要进一步推进，不仅放开市场渠道很重要，增强市场对其资本市场和监管的信心也很重要。

2014 年 11 月，澳大利亚获得了 500 亿美元 RQFII 额度，可以用于将离岸人民币（CNH）投资于中国资本市场，不过目前只有一家公司 Vanguard 申请并获得了使用其中一部分额度的牌照，它在 2015 年 1 月获得了 100 亿元人民币的额度。他们将同时投资于主动型股票基金和除美国之外的 ETF 基金，虽然交易将在他们的墨尔本办公室执行，但那里是执行 Vanguard 所有亚洲区的交易。市场讨论还显示一系列其他金融机构考虑申请 RQFII 牌照，用于设立人民币 ETF 或者用于主动型投资基金。一些大型全球基金经理，例如 Van Eck 在 ASX 所拥有中国 A 股 ETF 上市交易，不过它们是基于在其他途径获得的 QFII 或 RQFII 额度。

小结：

虽然目前澳大利亚基金在中国的投资还很少，他们在未来十年很可能快速增长

- 中国的资本市场成为基准指数中规模可观并且份额不断增长的一部分；
- 中国还将是全球增长最快的主要经济体之一；以及
- 澳大利亚退休金向海外资产分散的需求不断增长。

(b) 从中国外流的资本组合管理

机遇：中国的储蓄

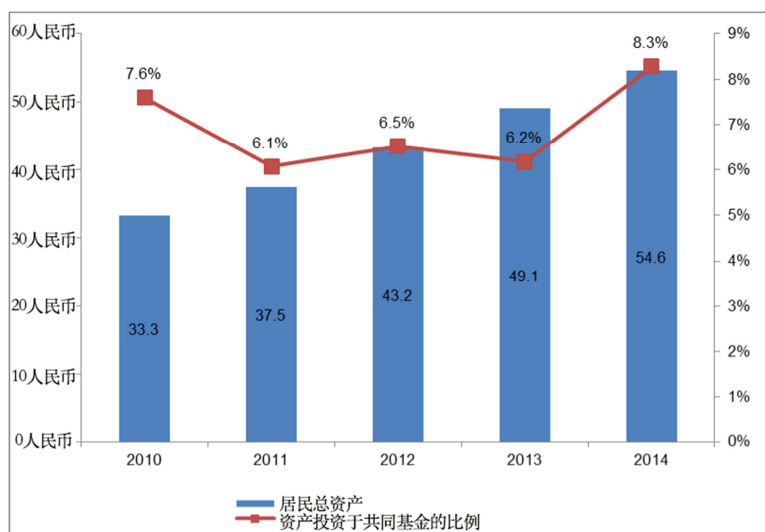
我们在第二章的第二部分提到过中国巨大的储蓄规模和他们日益增长向海外资产分散投资的压力。中国目前有许多制度安排来应对这些压力，例如合格境内投资者制度以及允许合格的大陆投资者离岸资产投资。这在中国资本对外投资管制中，打开了一个“窗口”。有些制度安排关系到个人投资者有些则关系到金融机构，例如境内共同基金或者保险公司。有些安排已经运行了一段时间，而有些还新推出，有些还没有发展完善宣布细节。大多数现存的制度安排带有额度限制。

附录 2.2 总结了各种允许中国投资者投资海外的机制。媒体报道也显示中国正在酝酿进一步的制度安排。

更仔细地观察中国这些储蓄，会发现没有多少投资经验的民众储蓄会大多数被存放在低利率的银行存款中，不过这正随着中国金融市场的发展成熟而改变，更多家庭的财

富正在寻找更复杂，回报更高的投资机会。中国投资在共同基金的资产规模尚小，不过正在增长（见图示 2.9）并且可能随着时间推移继续扩大。

图示 2.9: 中国居民金融资产，2010-2014（人民币-万亿元）



来源：中国人民银行，中国人力资源和社会保障部，Cerulli Associates

中国的家庭经常被基金经理们描述为“圣盘”。他们的规模和成长空间潜力巨大，因为居民财富在不断增长，不过许多中层收入的个人投资者，在中国依旧主要关注国内资产：房地产，影子银行的高利息存款和高风险的理财产品，国内股票和现金。此外他们的投资国内股票的周期通常很短，寻求快速的资本收益而不是“买入持有”的投资模式。

不过这正在开始改变，特别在高净值个人投资者身上。中国持有 QDII 牌照的共同基金（见附录 2.2）已经可以投资在监管允许的海外资产，不管是直接投资还是通过离岸基金。这给外国公司提供了管理部分这些离岸资产的机会。同时也出现了很多知名大型跨国公司进入共同基金领域，他们通常通过合资的模式，当中部分合作有些成功，有些差强人意。而大约一半的中国共同基金实际上已经跟外国资产管理者合资。

除了中国家庭以外，公司和公共部门可投资的储蓄同样巨大地快速增长。表格 2.2 提供了一个总结。

表格 2.2: 中国机构可投资资产，2009-2013（十亿元-人民币）

	2009	2010	2011	2012	2013
养老金					
公共养老金制度	1,894.2	2,313.5	2,917.9	3,773.7	4,473.5
国家社保基金 ⁽¹⁾	776.6	856.7	868.8	1,106.0	1,241.6

企业年金	252.5	280.9	357.0	482.1	603.5
养老金市场规模	2,923.3	3,451.1	4,143.7	5,258.4	6,209.1
外包资产管理 (%) ⁽¹⁾	21.0%	18.5%	17.4%	17.8%	18.9%
央行					
中国人民银行外汇储备	16,355.3	18,769.5	20,246.6	20,915.7	23,363.4
保险					
人寿保险（总账和专账）	2,775.5	3,369.9	3,760.9	4,495.0	4,914.4
主权财富基金					
中国投资有限责任公司	2,238.5	2,665.3	3,020.0	3,605.6	3,960.3
机构市场规模	24,292.6	28,255.8	31,171.2	34,274.8	38,447.2

(1) 包括全部的企业年金第三方经理，不仅限于基金管理公司。

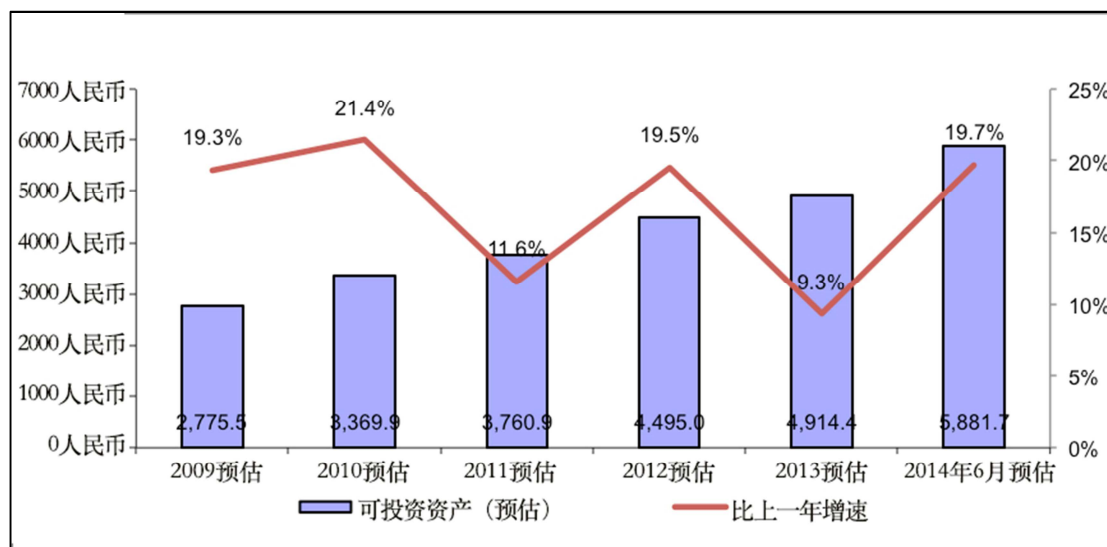
来源: Cerulli Associates

在公司层面，多数储蓄在大型国有企业的资产负债表上。目前他们投资的主要渠道是直接投资，这是被中国政府积极鼓励的。作者们之前的报告已经指出了中国对更高能源安全和食品供给的需求可能成为更高级别直接海外投资的主要推动力，而澳大利亚可能继续扮演主要接受者的角色。这对两个国家都有利，应该被鼓励。

保险公司储蓄是另一个主要来源，随着中国中产阶级寻求更多的保险服务，他们可投资的资金也正在迅速增长（图示 2.10）。

保险行业未来几年对境外的投资的潜力极大地增加。它可于投资的资产在迅速增加，他们尽可能为未来负债和不断增长的保险理赔作高效管理，促使他们进一步进行多元化投资，其中包括将更多资产投向海外。

图示 2.10: 中国可投资的人寿保险公司资产，2009-2014 年 6 月（十亿元-人民币）



来源：中国保监会，Cerulli Associates

考虑到这个现实，最近的监管已经允许保险公司向海外投资更多资产。不过，保险行业容许将 15% 的资产投资海外，但目前只使用了大约当中十分之一。事实上，整个行业还在调整专业知识和结构以适应投资海外更多资产的初期。

到目前为止许多海外投资还较保守，投向了流动性强，期限短的固定收益产品，不过这也正在改变，对直接投资房地产和基建的兴趣正在增长。澳大利亚因此受益，因它是保险公司离岸投资批准目的地之一。

为什么保险行业，以及其他许多中国机构投资者更喜欢直接投资房地产而不是通过组合投资房地产和基建？一个理由可能是他们在 2007 年市场下跌之后投资国内股票和香港上市的中国股票基金的经验非常差。其他保险行业为什么更喜欢直接投资而不是组合投资的原因如下：

- 直接投资看上去有更高回报率，透明度和更好的控制，而且更长期的现金流与保险公司资产负债表的负债端更为匹配；
- 对离岸组合投资的监管比对直接投资更严格；以及
- 保险公司对直接投资更为熟悉。

此外，房地产投资的管理组合 REITS 最近才获得监管层批准，但目前在中国并不为人所熟悉。这也可能随着时间推移而改变。

转而在政府层面，中国汇率的管理制度和大额项目顺差，带来公共储蓄领域，令外汇储备极为迅猛增长。过去这部分资产集中投资美国国债，不过正越来越多转向其他货币和更广泛的资产，以寻求更高回报和更好的风险控制。外汇储备的投资由国家外汇管理局来负责——公共部门由中国央行监管，中国主要的主权基金由中投公司监管。

在这两个机构中，外管局可以说在更积极地转向海外资产并授权给外部机构，不过其对海外投资的数据比中投公司更难获得。中投公司可投资的资产近年在显著增长，从

2009 年的大约 2.2 万亿元人民币到 2014 年⁸²的超过 4.5 万亿元人民币。目前不能获得中投在岸内外市场的资产分配数据，不过 2014 年它全球投资组合的 68%（它所有资产的一部分）是通过外部管理的，与 2013 年⁸³的 63%相比。他们中大多数是外国投资基金或者直接投资。中投 2014 年年报现实外部基金投资在这一年增长迅猛⁸⁴。

中国的国家社保基金（NSSF）是增长最快并有潜力成为重要寻求外部资产管理的来源。中国国务院在 2000 年建立了社保基金，授命其建立专业投资队伍为国家养老金提高更高的回报。历届中国政府也高度重视全国养老金，并建立一个层次丰富的体系，现任政府也持同样观点。现任政府在 2013 年年底宣布国有企业需将 30%的年终分红分配至全国社保基金直到 2020 年。此外，国有企业上市 5%的 IPO 募集资金也需要投入该资金。为了建立一个全国退休金体系，未来更多的地方养老金也可能归入社保基金⁸⁵，社保基金管理的资产将迅速增加并可能有更多投资海外的份额。最近获得的数据显示，社保基金的海外资产大约占其总资产的 8.5%，相对于 20%的最高上限⁸⁶。

受到这些政策的支持，社保基金的可投资资产增长迅猛，从 2009 年的大约 7700 亿元人民币到 2014 年的 1.6 万亿元人民币⁸⁷。到 2014 年六月，它已经委托了大约 66 个外部管理人，其中 38 个为海外管理人。2014 年，外部管理人管理的社保基金资产略低于 50%，比 2013 年的 46%有所增长⁸⁸。

中国机制下的资金来源和管理

作为人民币国际化的一部分，中国承诺逐步开放它的金融市场，离岸基金经理能接触到中国可投资资金的机制也在扩容。事实上，这部分的政策放开正在加速。

寻求中国投资者主要通过以下机制：

- 通过从中国机构投资者获取委托，例如中投公司，外管局或者社保基金，或者以顾问身份为拥有 QDII 牌照中国的银行，海外资产基金管理；
- 与中国金融机构合资；
- 成立外商独资企业。2015 年中，外国公司在中国基金行业的管理范围发生了重要变化，例如外商独资的金融公司可以持有中国证券交易牌照，使他们可以参与一系列基金管理活动，例如运营基金管理平台。不过目前这看来只限于高净值机构客户，而不包括通过基金投资的零售客户；
- 通过两个地区之间的基金互认协议，从香港向中国出售共同基金。

⁸² 来源：中投公司 2014 年年报，第 60 页

⁸³ 来源：中投公司 2014 年年报

⁸⁴ 来源：中投公司 2014 年年报，第 36 页

⁸⁵ 目前看来很可能，随着中央政府建立多层次全国社保体系努力的展开，全国社会保障基金理事会—社保基金的上级部门—可能更多地承担起管理中央和地方社保基金的职责。2012 年，广东政府把 1000 亿元人民币划拨给了社保基金理事会。

⁸⁶ 来源：全国社会保障基金理事会（2014）

⁸⁷ 来源：社保基金

⁸⁸ 来源：全国社会保障基金理事会（2014）

这几项机制会在附录 2.4 中详细解释，附录同时会根据我们和境内外市场人士的讨论列出他们各自的优缺点。附录 2.4 中几个关键点如下：

首先，澳大利亚基金管理公司进入中国募集资金最主要的两个障碍可以说是品牌认可度和销售渠道。在所有进入中国寻求资金的渠道中，与已经有**知名度和良好渠道**的中国公司合资是克服这两个障碍最显然的方式。不过成立一个成功的合资公司需要大量的时间建立互信并充分理解中国的监管体系。同时非常重要地是，找到一个有类似企业文化和类似目标的合作伙伴。框 2.3 列出了一个澳大利亚公司成功在中国建立合资公司的例子，以及他们背后的一些成功因素。

在中国成立合资公司的几个可能不足是缺乏最终控制（外资占据多数股份的合资方式目前在中国不被允许）；以及中国合资方将从外资方尽可能地榨取知识产权然后寻求独立。

其次，如前所述对离岸投资者来说两个最有希望的机构资金来源来自中投公司和社保基金。为这样的机构提供自由存取的投资管理显然是一个有吸引力的选择，这通常也不需要在中国有太大影响力。部分因为这个原因，这种管理人的竞争非常激烈。安邦集团在这个领域成功展示了它在中国长期的耕耘以及与关键监管机构，决策人物的高层接触——以及非常关键地，良好的业绩表现和 REIT 管理能力（见框 2.3）。

第三，香港和中国的零售基金互相认可协议（MRF）自 2015 年 7 月 1 日起开始实施。这一机制的潜在好处是令市场快速发展。中国证监会 2015 年 8 月确认从申请到批复可能需要长达六个月，但它如何展开还有待观察。但比较负面的是，对那些没有香港经验的机构来说监管要求的至少一年的投资业绩会非常昂贵和费时。此外，这条路径并不解决销售和品牌认可这两个关键问题，除非这个香港公司同时是在中国的合资公司或者与分销渠道有合作协议。

最后外商独资公司最常被提到的好处是对知识产权的保护。劣势是一特别与合资公司相比——这不能直接解决对外国公司面临对两大主要障碍，也就是本地分销渠道和品牌认知度。不过基金管理外商独资公司可以再成立一个合资公司或者与中国公司在分销渠道，联合品牌，市场和销售等方面合作。这些监管变化正在带来更多新机会。

海外资产管理者最主要使用哪个模式？

这个问题没有一个简单的答案。像之前提到的，中国 90 个共同基金中的大约半数已经与外国投资者成立了合资公司。不过，一些全球最大的基金管理公司碍于自身政策不能参与合资。有些已经在中国设立 WFOE；有些从离岸市场以顾问方式为机构管理资金；有些试图通过零售基金互认协议在香港设立基金进入中国；而有些特别大型的基金们，使用了上述中几种方式。

这些机制发展对海外金融机构思考和操作的方式有影响。假设你是一个大型基金管理公司希望在中国大陆销售你的部分产品，但你并不想通过一个只占少数股权的合资公司来投资。一个选项是在上海自贸区建立一个外商独资公司并且开始只向区内公司销售产品，期望自贸区实验将会很快拓展并允许你在全中国销售。最近政策变化允许全

外资公司在中国大陆进行广泛的金融管理，所以这也许是一个好的策略？或者，既然现在已经可以操作，你可以立足香港，然后在一定时间后利用两地的零售基金互认协议？

不过，你也许听到报道称中国正在设计新的 QDII2 机制（见附录 2.2），也许你会倾向于申请 QDII2 牌照来管理你已经有联系人和资源的资金。你会选择哪种方式呢？

对那些迫切希望取得“先行者”优势的大公司，对一系列可能获得中国资金的途径尝试是一种战略可行性的选择：你尝试一系列的选择，然后情况会越来越明朗哪个渠道会开放最快，并最可能适合你的需求，你就把更多的资源投入其中。

不过，追求这种可行性你至少需要以下两个条件：

- 有大量的资源，允许你一开始就尝试多种选择；以及
- 来自中国监管层和中国政府的有效消息通道，以获知他们怎么想，怎么做以及各种不同的路径会怎么展开。

对不能达到这两点的小公司，短期的策略也许是等着看这许多资本项下的“窗口”怎么打开和发展。但在这种时候，更大的，资源和信息更丰富的公司就可能悄悄赶上你。

我们可以从中学到的一课是，不管是在基金管理还是金融服务的其他领域，在中国大陆实际有落脚点这一点经常是不可替代的，它能帮助你和政府官员保持密切接触并了解现在和未来的政策发展方向，并了解本地市场和当地的关键参与者。此外，和自己国家派驻中国的政府官员（他们也和中国官员保持密切联系）保持密切合作也可能非常有用。

我们还观察到了以下这些情况：

不少大型对冲基金通过合格境内有限合伙人（QDLP）安排进入中国市场（见附录 2.2）。这项制度在 2013 年推出，允许离岸基金经理在中国设立全资子公司以帮助国内投资者以有限合伙人的身份购买境外资产。在第一轮上海有限合伙人安排中，只有六家对冲基金，包括美国的 Och-Ziff Capital Management Group LLC, Citadel LLC, 和英国的 Man Group Plc, 分别获得了 5000 万美金的额度。市场人士和报道显示这六家公司在募集资金的过程中也并不十分顺利，也许说明他们中有些人不愿意投入大量资本来建立他们的营销网络。考虑到他们每家只有 5000 万美金的募资额度，这也许并不奇怪。

最近另外 5 家外国对冲基金和私募股权基金 - UBS Global Asset Management, Deutsche Asset & Wealth Management, Nomura Asset Management, EIJ Capital and CBRE Global Investors，被允许设立本土公司，从中国投资者融资人民币来投资海外资产。此外投资限额也被显著提高。当中国对冲基金业还处在它的摇篮时期，看跨国公司如何经营，未来如何提高市场份额将十分有趣。

澳大利亚基金公司该提供什么？

既然管理来自中国的资金如此重要，竞争又如此激烈。澳大利亚基金管理行业应该提供什么来获得一些优势？

澳大利亚的金融行业在我们的地区内在法律，监管体系，银行体系的治理，基金管理行业的规模和成熟度上受到很高的评价。不像很多美国和欧洲银行，我们的银行并不需要为最近部分的金融危机负责；事实上，我们的金融行业经历过这场危机后名声更好了。许多中国代表团近年来悉尼观察和学习我们的金融行业是怎样运作和监管的，我们的退休金制度是怎么运作的。同时，作为一个更小的经济体，我们也许对机构上，文化上，监管框架上等等的差异是怎样影响不同国家的商业模式，并充分尊重这种不同。

澳大利亚基金管理行业是区域中最大的，有非常成熟的分销体系和世界水平的风险管理体系。中国基金行业相比之下尚在发展初期。此外许多中国大型机构投资者近年已经被允许并鼓励进行海外组合投资，但他们在管理全球投资组合中经验有限。

这里就出现了对澳大利亚公司来说非常重要的机会。一方面可以从中国金融公司提供组合构建，风险管理和销售培训等技术和培训领域建立关系并合作，然后逐渐寻求作为战略合作人管理投资组合。如上所述，大多数能管理基金的中国金融机构的合资公司还给他们管理海外组合的优先群，例如，通过中国合伙方获得 QDII 牌照。

遵循利用这种思路的澳大利亚公司的一个优秀案例是安保资本。它在中国的运作，以及部分他们成功的原因被列在框 2.3 中。

框 2.3: 安保在中国的业务

a) 合资公司

安保自 1997 年起就在中国设立了代表处。他与中国人寿的关系开始于 2005 年，但直到 2009 年他们才签订了谅解备忘录，其中提到了在投资和养老金方面的潜在合作机会。

安保集团签订谅解备忘录的长期目标是建立互相信任的战略关系，并且通过和中国人寿的合作，确保安保未来能给中国市场带来更多价值。随着中国市场的深入改革，这可能给安保带来先行者的优势。特别是安保还在期待监管改革将允许中国保险公司设立共同基金公司。

2013 年十月，中国人寿成为中国第一家设立自己的基金公司的保险公司。它和安保资本设立了一家合资公司，这是中国人寿在大陆第一家和外国公司设立的金融领域合资公司。安保资本在**国寿安保基金管理公司**中占有 15% 的股权。这家公司目前为中国的个人和机构投资者提供股票，固定收益和货币市场产品的投资。它的第一支共同基金成立于 2014 年，目前已经有 11 支公开发行的基金。

这共同基金业务发展十分迅速。事实上，从设立之处到 2015 年，已经是中国发展最迅速的共同基金公司，目前名列中国前 50 大，管理 700 亿元人民币资产。它可以从各种不同渠道募集资金，包括公司，其他保险公司，高净值人群和个人投资者。

这些基金都由合资公司管理。而安保在销售，产品开发，风险管理和投资策略等方面提供支持。

2014 年 10 月，安保在*中国人寿养老保险股份有限公司*投资了 19.99% 的股份，这家公司提供企业年金缴款计划。这业务由 2008 年开始运作。这也是外国公司第一次在中国的养老金公司中获得股份。

*中国人寿养老保险股份有限公司*固定缴款的企业年金计划。像其他合资公司一样，安保并不管理其中任何资产，但在销售和分销，产品开发，投资，运营，IT，财务和风险管理等方面提供支持。

安保在这两家合资公司中都看到了巨大的增长潜力。一个原因是正在扩展的企业年金覆盖范围，包括企业年金的固定缴款计划是中国政策的重点支持对象。

此外，安保希望未来能管理年金和共同基金并投资于海外资产。安保认为中国的个人和机构投资者正在逐渐增加他们海外的投资。不管他们扮演的是顾问的角色还是通过合资公司参与，安保认为中国正在进行的金融市场改革更广泛地为海外基金管理者提供了巨大的机会。

安保觉得他合资公司成功的关键是什么？安保作为澳大利亚最大的保险公司，在本国已经有良好声誉，历来严谨；投资大量时间建立信任；尊重中国文化，理解中国的监管体系和商业模式；不试图强加外国的体系和商业模式给中国人寿。更关键的一点是两家公司有类似的谨慎文化和高度一致的目标。事实是他们两家都是以保险公司起家然后再发展基金管理和养老金业务（中国人寿最近几年才开始涉足这些领域），以及安保在这个领域里的长期经验，意味着安保的相关经验可以在中国所用。随着中国开始建立一个全国养老金体系，安保在澳大利亚养老金系统的经验对中国来说非常有用。中国人寿对安保和澳大利亚的经验很感兴趣，希望能利用在澳洲的一些成功经验并进一步改进。

另一个重要的原因是安保在中国已经连续运作了超过 17 年。在国际金融危机之后，许多欧洲和美国金融机构撤出了中国，这被看作是缺乏对这个国家的长期承诺。

安保给这两家合资公司带来了什么？经验以及关于治理机构，风险管理，销售人员培训和分销平台方面的建议。比如说，安保参与了山东省的一个试点计划，将中国人寿代理培训成财务计划师（山东有 8 千万人口；中国人寿在该省有 25000 人寿保险顾问）。

为什么安保选择了合资公司的路线而不是其他潜在途径？它在中国成功的关键是分销渠道，中国人寿的一百万名销售代表组成了巨大的分销网络。另一个潜在的分销网络是中国其他的银行，不过这些银行通常收费很高。

安保是否会担忧知识产权会被窃取，随着时间的推移自己会变成多余的？这虽然经常会成为合资公司的主要风险，事实上很多在中国的合资公司相当长寿。长寿的关键是不要主导合作关系而要像伙伴一样合作。同样重要地是不要让这种合作关系进入停滞状态：安保一直在寻找他能提供价值的领域。此外，这种经验分享是双向的。安保也能从很多中国人寿里学到很多。

如果政策允许，他们会选择成立占多数股权的合资公司吗？也许跟一家中国小型公司合资时可以，但安保在和中国人寿这样大的合作伙伴合资时，发现作为小股东时更有价值。

安保在合资公司时主要投入来自北京，而悉尼也有重要的投入，在悉尼他们有一支专注于中国的队伍，并有大量两个合资伙伴之间的双向交流。安保在合资公司中并无永久员工，不过他们在中国有高层人员专注于和关键股东建立并维持关系。事实上，和关键股东建立互信的合作关系是安保在中国成功的关键。

b) 其他中国业务

除了和中国人寿的两个合资公司，安保另外还为全国社保基金理事会管理养老金(NCSSF)，而理事会下属的社保基金还投资了安保资本全球上市的房地产业务。安保资本全球上市的房地产队伍有在澳大利亚，亚洲，欧洲和美国的基金经理。

安保成为社保基金理事会代理人的成功经验正好展示了它在中国长期耕耘的意义。

安保是否考虑在中国有更多领域的拓展业务？安保和中国人寿的两个现存合资公司是他们关注的重点。安保在两个公司中看到了重要的增长潜力，因为他们提供了养老金和共同基金两个最大的平台。随着中国市场进一步改革，安保已经拥有了平台，知识和洞察力去发现并抓住中国发展战略下一阶段。

我们的基金管理行业在组合管理方面有什么样的优势呢？当然我们很擅长澳元的资产管理，但这方面的机会非常有限，考虑到我们可投资资金相对于中国大规模的资本市场是非常小。

不过在全球或者区域性组合中，我们还是管理基建和房地产资产的全球领先者。就像此前多次提到的，中国机构投资者对这几个领域的兴趣越来越浓厚。

我们还提到离岸对冲基金通过合格境内有限合伙人制度管理中国资产的机会开始涌现，这一制度允许离岸对冲基金在中国大陆募集资金。澳大利亚的对冲基金行业在亚太地区排名第二，仅次于香港。考虑到中国的对冲基金行业尚幼，中国财富的增长和监管部门的更多市场开放措施可能会为澳大利亚对冲基金和私募股权公司提供更多机会。

中国欢迎澳大利亚基金管理公司更多地参与其金融行业。在给中国 / 澳大利亚自由贸易协定单边承诺函中，中国商务部部长高虎城先生这样说：

“中国欢迎澳大利亚私募股权基金和基金投资者作为合格境外投资者进入中国市场。澳大利亚和中国会增进未来的协作以便澳大利亚中型基金进入中国投资，同时增进澳中人民币基金在中国投资的机会⁸⁹。”

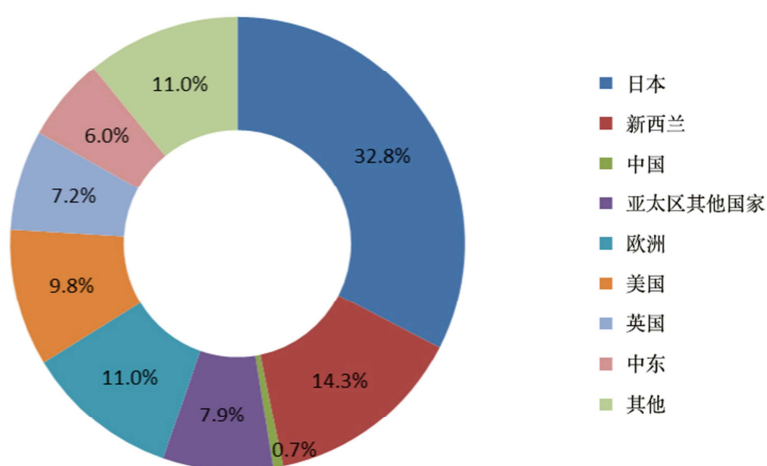
澳大利亚基金管理公司目前如何管理来自中国的基金？

总体来说目前澳大利亚管理来自海外的资金属于什么阶段，特别是来自中国的资金？一份 2014 年澳大利亚金融业服务协会和 Perpetual 公司的报告⁹⁰在这方面有好消息也有不那么好的消息。

被访问的基金包括了大约一半在澳大利亚管理来自海外的基金。一方面，调查显示从外国投资者流入澳大利亚投资信托的资金到 2013 年年底，在大约四年的时间内大约翻了一倍，从 203 亿澳元增长至 404 亿澳元。亚太区是目前这些资金最大的来源，占大约 55%。之前提到的德勤经济研究显示管理这些来自海外的资金对澳洲经济贡献了大约 4.34 亿澳元的价值。

不过另一方面，就象之前提到的，截至 2015 年 3 月，澳大利亚管理的 2.4 万亿澳元资产中，来自外国的资金进展大约 3.5%，跟四年之前的比例相近。此外，金融服务业协会和 Perpetual 的调查显示中国仅占有所有来自海外资产中的 0.5%。日本目前是最大的海外资金来源，其次是新西兰。（见图示 2.11）

图示 2.11: 澳大利亚来自海外的投资（2013 年 12 月）



资料来源: 金融服务局和 Perpetua (2014 年)

⁸⁹ 2015 年 6 月 17 日至澳大利亚贸易投资部部长安德鲁罗布的信

⁹⁰ 金融业服务协会和 Perpetual 公司（2014）

就像报告中强调的，中国的机会在迅速增加，部分因为正在变革的政策，他们当中很多发生在 2013 年年末调查进行时。澳大利亚基金经理有更好地把握中国涌现的机会吗？说来有趣，答案时肯定的，而且这个数字正在增长，不过整体规模依然很小。

目前，大多数正在管理中国资产的澳大利亚基金经理或近期计划、关注机构多余资金例如保险公司，社保基金，中投公司和超高净值个人的基金经理们。但澳大利亚基金经理看来很少瞄准了中国零售客户们。与这个观察相一致的是，在香港符合基金互认框架，可以在中国大陆销售共同基金的 100 个基金中，只有一家澳大利亚公司⁹¹。不过，这也许会随着这部分市场的开放而改变。

就像之前提到的，中国机构投资者对基建和房地产两个领域兴趣日浓：在这两个领域澳大利亚金融机构相当专业。之前讨论过的一些原因，许多中国机构，特别是大型机构，很多时候会寻找直接投资而不是通过基金架构进行组合投资，这也许会随着时间改变。许多大型澳大利亚金融公司已经对房地产和基建资产机构的感到强烈的兴趣。

不过不仅仅是大型金融公司正在中国寻找机会：还有一系列更小的精品型公司也在这么做。他们部分在搜寻符合中国机构投资者需求的海外房地产和基建资产。有时候他们只需要找到期望把房产卖给中国机构买家的业主；有时候，或者他们同时需要设立特别针对中国机构投资者和高净值个人需求的房地产和基建基金。这可能可以通过和知名香港或大陆私人银行合作来完成，这些私人银行有分销渠道并可能帮助解决品牌认知度问题。

部分澳大利亚公司则着重于帮助中国投资者利用重大投资者签证项目来帮助寻找合适合规的投资项目。其他公司则瞄准更广义的中国高净值投资者。

重大投资者签证（SIV）目标吸引高净值投资者并为来自全球的商务人士提供一条在澳大利亚永久居住权的通道。到目前为止，90%这类签证都发放给了中国人（见图示 2.12）。这个项目的第二个，也是最近的目标，是为澳大利亚一些渴求融资的市场提供更多流动性：重大投资者签证政策在 2015 年 7 月 1 日修改后，要求投资 500 万澳元的项目来获得永居资格，并设立了更严格的资产配置规定。修改后的规定不允许投资房地产。符合规定的投资和资产类别包括：

- 至少 50 万澳元投资于注册的风险投资，创业，私募股权项目；
- 至少 150 万澳元投资于本地新兴企业（可以通过基金或者上市投资公司投资）；以及
- 300 万澳元均衡投资于合格的资产（可以少于 300 万，如果前两项投资金额更多）。

澳大利亚现在还提供一个高端投资者签证计划（PIV），为国际投资者更快速地提供永居资格。高端投资者签证是用来吸引少数的天赋异禀的企业家，他们可以长期为澳大利亚的经济做贡献。参加这个计划是需要被邀请的，并需要投资 1500 万澳元在规定的领域，投资满 12 个月可以获得永居资格。

而签证发放的数量没有限制。

⁹¹ 见 Liang (2015)

重大和高端投资者签证项目为中国对澳洲日益增长的投资提供了一个重要渠道同时并鼓励了中国的高净值人群移民。此外，他们为悉尼的新金融科技公司（Fintech）的发展提供了潜在的重要支持。根据目前的获批率，基点咨询公司⁹²预测通过重大投资者项目进入风投基金每年可能达到3.5 亿澳元。新金融科技公司企业主们和风险资本会有潜在机会成为部分这些资金的重要去向。

不过这不会成为一件理所当然的事。首先有担忧显示，中国投资者可能会有新的资产配置要求吓退而倾向于一个更保守的资产配置方案⁹³。如果能为潜在的中国重大和高端投资者签证申请人提供有关悉尼的新金融科技中心和投资机会的资讯，这将会很有帮助。

其次，新南威尔士州在吸引重大投资者方面有些落后。表格 2.12 分析了各州吸引签证的数量。和新南威尔士州的 32%相比，占主导地位的维多利亚州吸引了 57%获得签证的投资者。这些表格绘制于新投资规定宣布之前；不过，市场反映这种趋势依旧。

图示 2.12: 2015 年 3 月，按来源国和各州的重大投资者签证申请者



来源：澳大利亚移民与边境保护署

与相关人士的讨论表示如果新南威尔士州希望提高在投资签证中的占比，它需要加强市场营销和配套服务，特别是通过跟新南威尔士州的基金经理和移民中介们建立更广泛的连接，并在中国大陆进行更积极的市场活动，就像维多利亚州所做的那样。在市场活动中邀请金融科技界代表参加也会有帮助，这可以吸引更多中国高净值居民为新南威尔士州的金融科技创新资本们提供重要的资金来源。

在许多领域特别是电子商务方面，中国在金融科技创新上是世界领导者。澳大利亚和海外的一部分金融科技企业的关注点是研发新的及更便利的跨境支付技术。即将到来的悉尼上海金融研讨会上，讨论跨境支付系统环境对金融科技的发展和机会也许会有所帮助。

我们还将在第九章讨论这个问题。

⁹² <http://basispoint.com.au/>

⁹³ Rose (2015)

展望：删除约束

为什么澳大利亚基金管理行业在寻找中国以及亚洲其他地区机会时有些行动缓慢？在广义层面上，有两个可能的原因：

- 退休金的规模和法律允许的增速意味着多数零售基金更多关注国内，并没有太多吸引更多海外资金来管理的需求；同时
- 在分散投资组合至非澳元资产时，许多基金经理仅仅将资金分配给离岸基金经理而不是试图自己管理这些资金。相应地，它们也就不具备为离岸投资者管理非澳元资产的能力。

就上面提到的第一点，费用收入下滑的压力是推动零售基金经理们寻求为海外资金投资的机会和规模的一个原因。这个原因对第二点也同样适用。在许多案例中，费用下滑的压力以及加强对资产管理的监管和控制也是一些澳大利亚基金开始专注于建立自己的非澳元组合管理团队。此外，就像之前提到的，在两大资产领域—房地产和基础设施建设—一系列澳大利亚基金管理公司已经有良好的投资纪录和经验积累。

就像在前文强调过的，在亚洲包括中国募集投资资金并不容易。我们讨论的重点主要在中国的品牌认知度和分销渠道这几个难点上。此外还有文化差异，监管体制和具体措施差异，公司治理和法规差异等许多其他的差异。

要驾驭这些问题都是极为挑战的。要完善地处理它们耗费巨大，因为这通常需要在中国有立足点。对许多基金经理来说，这里的门槛和成本太高，所以只关注国内市场非常说得通。不过对许多其他基金来说，中国提供了巨大机会来发挥自己的技术和经验并在过程中获得规模效应—考虑到在澳大利亚的费用下降压力，这显得非常吸引人。

除了市场方面的限制，许多重要的政策限制也不鼓励基金经理们寻求海外资金募集。2009 年 Johnson 的报告“澳大利亚作为一个金融中心”指出 着重于限制澳大利亚基金管理公司管理海外资金的关键点。它提到的部分与上面的市场限制非常类似，特别是品牌和分销。不过这份报告看到了政策相关的一些障碍—比如说，澳大利亚对金融资金流动的税收政策。报告提出了以去除这些限制为中心的建议，包括：

- 投资者管理制度（IMR）以去除海外投资者通过澳洲基金投资时在税收方面的不确定性；以及
- 引入一个更宽泛的税收渠道—通过集合投资载体来解决在澳洲主流的投资结构，有管理的投资信托（MIT），在亚洲包括中国不被广泛使用和认可的问题。

在驾驭不同国家的基金监管框架方面，Johnson 报告提议建立一个亚洲基金护照以在一个国家注册的基金可以更容易地在另一个国家发行。

虽然花了比应需更长的时间，一个可行的投资者管理制度在今年早些时候终于建立。这是一个通过密切合作，协商和信任在不同金融领域和金融监管者（这里是财政部）之间可能达成的结果的良好范例，这受到了基金界的广泛欢迎。

澳大利亚在设立亚洲基金护照方面走在**最前线**，这正在亚太经合组织框架下进行。澳大利亚，日本，韩国，新西兰，菲律宾和泰国的部长们在 2015 年 9 月 11 日签署了一个无约束力的协议声明书共同参与这个框架的建设。虽然中国并没有参与创设这一制度，它可能会在未来加入，因为这个框架希望能扩展包含区域中的其他国家。作为中澳自由贸易协定下协商机制的一部分，澳大利亚证券，投资委员会和中国证监会正在协作，以加强合作和互相理解。

在新基金管理模式上，财政部已经做了大量的工作。在政治层面，已经被放在税收白皮书的日程上。何时能完成这个白皮书，并带来包括新基金管理模式方面的政策变化，还不可知。

非常不幸是推迟引入可以在中国和亚洲销售新的集合投资模式。通过投资基金制度，让利用澳大利亚机构投资的离岸投资者获得更大的税收确定性的作用被极大地削弱，这些是海外投资者不熟悉或不喜欢的投资机制。

此外，澳大利亚基金经理不仅需要合适的模式来进入亚洲：它们还需要此前的良好投资纪录，一个能被海外所理解的基金投资结构下的纪录。这对中国来说尤为如此，特别是监管的变化和新机会可能会在近期允许海外管理的基金在大陆销售。

此外，亚洲基金护照的作用可能会大幅下降，如果澳大利亚基金经理无法使用其他护照国家投资者熟悉的集合投资工具。

这个问题我们还将第九章讨论。

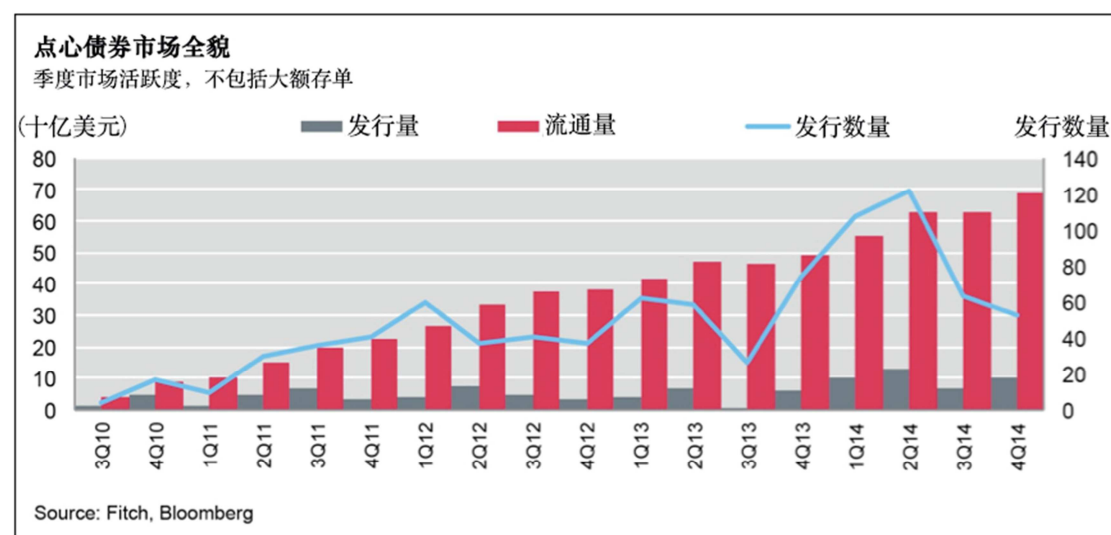
第六章：资本市场

介绍：流动性限制

随着中国开放资本市场并转向自由浮动汇率制度，在资本项目下和经常项目交易中使用人民币会迅速增长。这将包括更多使用人民币募集资金，包括中国公司寻求国内外扩张和境外公司寻求建立或拓展自己在中国的立足点。事实上，允许公司在中国大陆以外发行人民币计价的点心债券市场正在迅速发展（图示 2.13）。

事实上只需要几年时间，中国就可能拥有全世界最大的资本市场并成为基准投资指数的重要组成部分，人民币计价的资本市场活跃度—不管是债券还是股票发行量和二级市场交易—都可能实质性地增长。

图示 2.13: 点心债券市场的发展⁹⁴



来源：惠誉国际，彭博

现实中悉尼可以期望在这个领域扮演什么样的角色呢？作者们的第一份报告指出澳大利亚并没有巨大的人民币池，而且这会是一个渐进的过程，虽然情况会有所变化⁹⁵。在报告的第一部分提出一些问题，包括当地人民币流动性和悉尼作为一个人民币中心可能期望在哪些活动中提供价值和两者之间的关系。报告提到，以伦敦为例子，离岸中心之间的资金流动增加和多数主要银行在很多中心都有活动，意味着缺少一个大人民币流动性池应该不会限制澳大利亚银行发展使用人民币交易并提供产品的能力。

⁹⁴ Jamieson and Bauer (2015)

⁹⁵ 请参阅关于这一问题讨论 Eichengreen, Walsh and Weir (2014) 第 98-99 页。

在类似的基金管理领域报告已经指出，由于 QFII, RQFII, 和沪港通这些机制以及允许中国投资者投资海外的各种渠道存在，澳大利亚缺乏一个巨大人民币流动性池并不会阻止澳大利亚基金投资中国资本市场或者替中国投资者理财。

不过在资本市场活跃度方面呢？悉尼是否可以现实地期望成为澳洲和外国公司发行人民币债券和股票的中心吗？还是想如果在这方面成功就需要在本地有巨大的人民币流动性池？

资本市场的流动性有赖于大量的发行者和一级市场购买者以及二级市场显著的成交量。在发行方面，很明确地有更多澳大利亚公司可能在中国经营业务，也有更多的中国公司可能去澳大利亚。双方都可能考虑在澳大利亚募集人民币资金。如果中国进一步放松资本管制，有什么引导他们在这里发行而不是在其他离岸市场或中国大陆？

定价是一个影响决策的关键的因素，而这则依赖于需求——虽然需求可能来自离岸或发行国当地。第二是在不同法律体系下对募集资金的监管放松。第三是有一个高效的清算和结算制度。

在需求方面，一个显而易见的需求来源是基金管理行业。在之前就已经明确提出，随着中国继续改革公司治理和对海外投资者开放资本市场，这会成为被动和主动基金经理们使用全球基准指数不断增长的一部分，不管是股票还是债券。随之，基金经理对人民币资产的需求会增加，随着中国在指数中的比重逐渐变大而接近它的巨大市值。

不过就像处理其他非澳元资产一样，许多基金经理可能会把这部分投资委托给专注于中国的离岸基金经理。这就像那些离岸基金经理一样自己管理部分投资的基金，他们可能会购买更多流动性好的债券以便控制风险。

第二部分—发行方面监管放松—澳大利亚在股票上比其他法律体系控制更严格，不过这样做有很好的理由：鼓励公司在悉尼上市或双重上市可能是一个合理的目标，不过通过放松上市规则来达到这个目标可能会冒“逆向选择”的风险，因为那些不能满足严苛上市规则地区条件的公司可能会因为“监管套利”而选择这里。我们下面还将研究这点。

在债券方面，2009 年 Johnson 报告“悉尼作为一个金融中心”就指出澳大利亚金融市场的一个弱点就是我们国内澳元债券市场缺乏流动性和多样性。报告发现我们在发行批发市场方面并没有明显的政策限制，包括在监管要求方面；不过报告同时发现对个人投资者发行债券时是非常繁琐和昂贵，这方面的监管有放松的需要。这个领域已经出现了合理的政策变化并一定程度上鼓励发行，不过整体而言市场还是缺乏深度和多样性。

来看影响公司选择发行地的第三点，也就是清算和结算的放松，自从中国银行（悉尼）和澳大利亚证券交易所（ASX）Austraclear 的证券结算平台联接后，ASX 就开始试图扩大 Austraclear 能结算的范围，从贸易相关的交易到人民币计价的债券，股票和一系列人民币衍生产品。它同时希望能为客户在同一平台上提供一系列人民币计价的产品和服务。Austraclear 和超过 840 家澳大利亚金融机构和客户相连接，潜力是非常明显的。以下框 2.4 详解了澳大利亚交易所的计划和对该领域的时间表。

本章剩余部分将更细节地讲述有关建设人民币债券和股票发行，二级交易市场。

框 2.4: 澳大利亚证券交易所和 Austraclear 清算平台的发展

“金融随着贸易而来”，更多澳大利亚公司可能在中国开展业务，同时更多的中国公司可能在澳大利亚开展业务。两种公司都可能象其他公司一样，有可能决定在澳大利亚募集人民币资本。什么可能引导它们在这里而不是其他离岸中心发行？

一个关键影响决策的因素是有效的清算和结算系统。自从 2014 年 11 月中国银行（悉尼）分行，通过和 ASX 旗下 Austraclear 系统联接，成为官方清算银行，ASX 开始扩展 Austraclear 的交易和清算范围以能处理更广范围的人民币交易。更具体来说，ASX 正在从一个外部供应商为 Austraclear 引入一种转换创新的技术以处理多种货币交易，包括人民币。各种资产中以债券为优先的：它们的目标是能在未来两到三年内能清算人民币债券发行业务。

另一个影响发行地决策的关键因素是债券定价，而这取决于需求。ASX 认识到他们要在这方面的成功，是需要和潜在的人民币资产买家，例如超级基金们合作以确保能满足他们的需求。而为债券持有人提供必要的工具来控制风险是鼓励本地需求的先决条件。考虑到这个情况，ASX 正在建设澳大利亚交易人民币衍生工具的能力，比如互换，期权和期货。

另一个和潜在本地人民币债券买家合作的例子是提供人民币回购机制。ASX 正在测算这种需求，并研究是否能够通过 Austraclear 提供该品种。这样可能通过日内债券回购进行人民币流动性管理。

那股票发行方面如何？这目前并没有像债券优先度那么高。ASX 并没有看到中国公司在澳洲上市的巨大需求，虽然最近有一些公司有兴趣考虑除美国之外离岸上市的选择。他们也在考虑让外国公司通过存托凭证在澳洲上市⁹⁶。

人民币流动性会成为发展这项业务的重大障碍吗？这就像一个“鸡和蛋”问题：如果更多的银行使用 Austraclear 的人民币结算服务，当地交易的流动性会极大地改善，更好的流动性会鼓励更多人使用它。这里的中央清算机制和抵押品现实存在而不是海外也会成为重要的考虑因素，监管者也会这样想。

债券市场

就像我们在第一部分指出，卢森堡已经成功地在人民币业务方面建立了一个细分市场，虽然他们的市场规模尚小也没有很多贸易支持。特别是他们已经成为了一个人民币基金和人民币资本市场业务的欧洲中心，人民币点心债（中国大陆之外发行的人民币债券）发行，上市和交易的欧洲主要场所。澳大利亚在卢森堡资本市场的成功中可以学到什么吗？

⁹⁶ 存托凭证结构是可转移的金融证券，通常它们是在本地证券交易所交易由外国上市公司发行的股票。

自 20 世纪 60 年代初和欧元债券市场时代开始，卢森堡长期以来就是一个国际债券发行和上市中心。最初，欧元债券是在离岸市场发行的美元债券以规避美国的利率平衡税，这个税是用来降低美国对外币计价的外国证券的需求。如果这些证券以美元计价，就可以规避这种税，这带来了这类发行的迅速增长。第一类欧元债券已在 1963 年在卢森堡证券交易所上市。

欧元债券一词现在更多广泛地指在国际上用非发行国货币发行的债券。卢森堡在欧元市场上继续扮演一个中心的角色。

卢森堡成功成为一个基金注册和欧元债券发行，二级交易的欧洲中心的重要因素，是它友好的税收和监管系统，以及低成本的注册基金，债券上市。这在某种程度上反映了卢森堡的小而不分散的经济和它政府主导的吸引金融业务的法律体系。随着数量上升，它就比较容易维持它的低成本，低利率政策。

卢森堡同时成为了几家主要中国银行的欧洲中心，这些银行倾向于在用他们的区域总部给欧洲客户发放人民币商业贷款。它同时成为了一系列中国非金融企业的欧洲中心。这些在卢森堡积累人民币流动性和它在人民币债券发行，上市和二级市场交易上的成功也发挥了关键作用。

在澳大利亚，袋鼠债券市场—外国公司和机构在澳大利亚发行的以澳元计价的债券—已经具有一定规模，不过还没有公司在本地发行非澳元债券。

在这样的背景下，悉尼有希望建立起人民币债券发行和二级市场交易的市场吗？有三个因素需要考虑：澳大利亚人民币债券的潜在发行者（例如供给）；人民币固定收益产品的未来可能的需求；市场基础建设和配套支持。我们先看供给方面，最可能的人民币潜在发行者可能是有较多中国业务的澳大利亚银行；在澳洲有业务的中国银行，以及在澳大利亚需要人民币资金投资，流动资金的公司。目前，就像前面提到的澳大利亚公司在中国的直接投资规模不大，它可能随着澳大利亚和中国贸易关系发展而在量和广度上继续增长。不过，随着中国资本控制的进一步放松和资本市场深化，上海本身就可能成为募集人民币资本的中心，像报告在第一部分已经提到的。

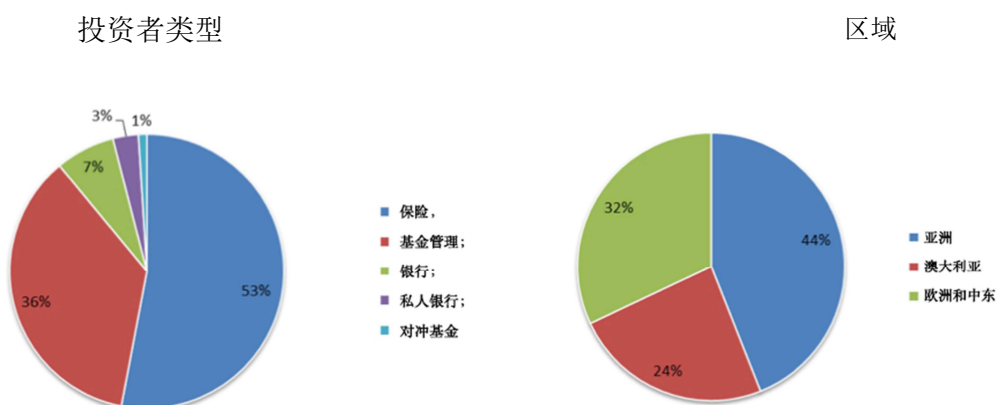
另一个看问题的角度是去考虑那些澳大利亚公司已经有大量投资的国家，比如新西兰，美国和英国。这些公司如果需要募集在这些国家使用的资本，他们通常会在当地募集而不是在澳大利亚，因为这样会更便利和便宜。随着中国的市场变得更开放，成熟和有流动性，在中国投资的澳大利亚公司也会这么倾向，这也适用于在离岸市场使用人民币直接投资的中国公司。随着时间推移，上海可能成为人民币资本募集的全球中心。事实上，在 2015 年 9 月中国银行（香港）和汇丰银行被批准成为第一批在大陆发行人民币债券的外国银行。

需求方面，资产负债表上有人民币的银行可能成为一个需求方。比如去年晚些时候发行人民币债券的新南威尔士财政公司就是如此。图示 2.14 展示了这笔 10 亿元人民币具体的需求方。本地投资者中占 24%，而最大一类是银行。

像之前讨论过的，随着中国成为全球基准指数的重要部分，人民币债券的潜在大量需求将来自基金部门。不过，实践中这部分资产可能会被外包给离岸基金经理，而不是可能被投资于流动性更好的离岸市场中的大型人民币发行。

第三个因素，也就是市场基础建设，是澳大利亚在最近可能布局较好的一方面，得益于 Austraclear 正在发展的多货币平台和澳大利亚证交所发展一系列人民币风险管理产品的计划（见以上框 2.4）。

图示 2.14: 新南威尔士财政公司人民币债券的投资者类型和区域



来源：财政公司

另一个相关因素是货币互换市场。财政公司把他们最近的 1 年期人民币债券换回了澳元，就像他们对待其他外币发行的债券一样。那些希望做此长期限债券发行人，货币互换市场有限的流动性可能对长期限交易是一个约束和不利因素。市场流动性是另一个“鸡和蛋”的问题：澳洲有更多人民币债券的发行，货币互换市场就会更有效和有竞争力；不过要争取更多的发行，至少对部分发行人来说，他们首先需要一个有效和竞争充分的互换市场。

股票市场

我们上面提到在澳大利亚开展人民币固定收益业务的几个难点在股票市场同样适用。

中国公司可能需要很多年——特别是私人公司而不是国有企业——在中国股票市场上市。当监管部门试图减少积压的申请并缩短时间，这还将是一个缓慢的过程：有大约 1200 家企业在中国等待上市；但当地消化的速度很慢。这已经鼓励一些公司寻求其他地方

上市，例如香港，新加坡和美国。ASX 也鼓励中国公司在这里上市，不过过程也相当缓慢：有 19 家中国公司目前在 ASX 上市，而 2 年之前只有 16 家⁹⁷。

一家位于澳大利亚的亚太证券交易所（APX）就是特别设立用来吸引亚洲公司上市，以充分利用排队等待上市的中国公司并鼓励他们在这里上市。这家公司有自己的交易所牌照不过没有自己的清算或结算牌照：他们需要利用 ASX 的 CHES 系统。

APX 在 2014 年 3 月开始营业，开始时有两家公司上市。第三家公司上市在 2015 年 7 月，还有一系列公司可能在未来上市。这里公司以澳元计价；他们的长期目标是希望公司能以人民币上市，交易和结算，这还有待 ASX 未来把 Austraclear 建设成一个股票以及固定收益产品的多货币平台，当然这需要几年的时间（见表 2.4）。APX 同时在寻求其他机会帮助人民币上市和交易或者短期先实现人民币报价。

这个进程缓慢有一系列的原因。经纪商连接到新的交易所成本很高；经纪商连接到没有清算系统的交易所还有监管限制；澳大利亚比部分其他地区更严格的上市规则还会抑制一些公司的兴趣，即使 APX 比 ASX 允许更低市值和股权更分散的公司上市；中国也开始为一些很难在主板上市的公司发展更低层次的交易所；及相关交易量很低。APX 正期望通过和他们母公司旗下另一家公司的合作，连接到香港和大陆的一些跨境经纪商来克服部分问题。

就像之前提到的，鼓励在其他地方无法上市的公司存在“逆向选择”的风险，这可能会吸引到一部分错误的公司。多年前，新加坡积极地鼓励无法在中国大陆上市的中国公司去新加坡交易所上市。这个政策在某方面是成功的；不过部分这些公司的质量值得怀疑，及令新加坡投资者损失了不少钱，引发了政策的倒退和改变。

结论

随着时间的推移，更多的中国公司可能在澳大利亚建立一个基地，而更多的澳大利亚公司可能在中国做同样的事。此外，随着中国成为基准固定收益和股票指数的一个重要部分，人民币资产的需求会显著增加。

这些发展为澳大利亚发展人民币资本市场业务提供了空间，ASX 发展 Austraclear 成为一个多货币清算平台的举措也为这提供了帮助。

不过这个领域的发展可能会很慢，特别因为缺乏当地流动性和来自其他中心的竞争—更多地来自上海—那里的流动性比较强。

⁹⁷ 来源：澳大利亚证券交易所

第七章：与中国的约定

未来悉尼的人民币业务发展将取决于几个因素，比较重要的包括澳大利亚与中国贸易的发展速度；贸易中以人民币结算的比例的提升；澳大利亚金融机构能进入中国的通道，包括澳大利亚的商业银行，基金公司和保险公司。

就像在第二章提到的，相比很多其他人民币离岸中心，悉尼的一个重要潜在优势是最近正在协商的中澳自贸协定。中澳自贸协定关于金融服务的一个重要方面是它为进一步市场开放提供了协商的机制。如果悉尼要充分利用它作为官方人民币中心的地位，以最高的效率和最有成效的方式利用这些机制来讨论未来市场开放措施非常重要。这是第 7 章的重点。

与中国的官方对话

澳大利亚正在与中国进行一系列有关战略和经济关系的对话。主要包括：

- 年度领导对话。由澳大利亚总理和中国总理进行。它将讨论广泛的战略和经济话题，可能包括潜在地的金融服务；
- 年度中国澳大利亚战略经济对话。开始于 2013 年，是澳大利亚财政部长，贸易部长和中国国家发展与改革委员会委员长之间进行的。主要关注贸易和直接投资，多过组合投资，这也和发改委的主要职责有关；
- 年度外交部长间的外交和战略对话；以及
- 两年一次的金融服务委员会（FSC）会议。金融服务委员会建立于中澳自贸协定之下，并计划每两年会面一次：如果中澳自贸协定能在 12 月获批，它的第一次会议可能要等到 2017 年 12 月。澳大利亚方面，出席包括财政部，外交和贸易部（DFAT），澳大利亚审慎监管局（APRA），澳大利亚证券投资委员会（ASIC）和澳大利亚储备银行（RBA）。中国方面将有商务部和关键的监管部门，包括中国央行和外管局出席。它的任务是监管自贸区中金融服务附约的执行情况，包括市场准入问题，并随着中国推进经济自由化和改革，为有共同兴趣的领域提供合作的便利⁹⁸。

金融服务委员会的存在和职责是双方政府的一种承诺，以确保在金融领域，中澳自贸协定是一个有活力和不断发展的协议，而不是一个僵化的协议。金融服务委员会看上去可能会随着时间推移变成讨论更多进入对方市场通道和放松进入管制的重要实体。它的思考和工作议程可能通过其他对话进入部长级别的讨论和协商，虽然目前阶段这些不同的对话将如何互相联结尚未确定。

⁹⁸ 外交和贸易部（2015）

金融服务委员会的代表将局限于官方：私人部门代表不会名列其中。很有可能，如果中澳自贸协定被批准，金融服务委员会会有自己的秘书处，不过据我们了解目前还没有开始讨论秘书处的建立。

如果想抓住中国开放资本市场和悉尼成为人民币中心带来的机会，澳大利亚需要继续跟中国就市场准入和相关事宜继续积极协商。中澳自由贸易协定和金融服务委员会都提供了理想的框架，而且同样重要的是它们展示了中国的意愿和渴望。澳大利亚需要充分利用这个机会并对中国可能发生政策变化保持开放的心态。

在准备这份报告时，不少官员和市场人士都强调，如果这样的协商要进行得有效率，需要有一个机制能让金融领域提出可行的，经过充分考虑的建议，以供金融服务委员会和联邦政府参考并可能用于高层对话。

不少联系人反映在 2014 年 11 月与中国签署意向声明时就缺乏这样一个机构来搜集市场反馈，这很大程度上使得 2015 年 6 月中澳自贸协定签署前的市场调查过程不那么有用。

中澳自贸协定需要一个机构来向官方提供过滤后的合理反馈，这就跟我们最近和日本，韩国签订贸易协定时情况一样。在这三个贸易协定中，都有机制来协商过程中处理金融机构的市场准入问题；不过并没有机制让澳大利亚的金融机构和官方来探讨相关的问题。

我们很早就认识到需要一个官方和市场之间的机构来协商更广泛的金融政策，这包括重要的跨境资金流对本地政策的影响。1997 年的金融系统调查（Wallis 调查）中有建立一个这样机构的建议，它带来了 1998 年三月成立的金融行业顾问委员会。然而，虽然被广泛认可，但这委员会并没有为了解市场意见，过滤市场想法和建议，并形成合理可行的政策变化提供一个有效的平台⁹⁹。所以 2008 年 Johnson 的报告“澳大利亚作为一个金融中心”中提议了一个新机构，金融中心专职小组，它在 2010 年成立但在 2013 年 11 月因为预算限制被解散¹⁰⁰。2014 年的金融系统调查的中期报告里，也提到了成立这样一个机构的重要性，特别是关系到“为政府提供关于澳大利亚国际金融整合的经济方面的意见”¹⁰¹，不过由于不可知的原因，在最终报告中并没有相关的具体建议。

第九章就这个重要的问题提出了建议。这样一个机构该如何构建和它应该如何与其他覆盖更广的金融咨询机构互动，以保证建议能被接受，关键在于利益方需要考虑的问题。附录 2.5 提出了一个可能性的框架。

考虑到中国的金融政策变化的步伐和方向的不确定性，为了在市场准入和相关事宜上和中国的商谈能有成果，一个进一步的要求是在中国官方的资源，以保证跟上政府，监管层对未来市场开放举措的思路，并为它们考虑政策是否可行和提供早期的立见分晓的试验反馈。这可以补充，并协助金融服务委员会内的讨论。

⁹⁹ 见 Johnson and Weir (2014)

¹⁰⁰ 见 Johnson and Weir (2014)

¹⁰¹ 金融系统报告（2014）第四页到第 101 页

澳大利亚有相当大的官方部门驻扎中国。主要负责和中国的官方联系的部门是外交和贸易部，财政部和澳大利亚储备银行在中国的代表。新南威尔士政府也有贸易和投资官员在上海，广州和成都。澳大利亚贸易委员会在中国十个城市也有代表，主要关注与企业界的联系。在中澳自贸协定的协商和完成过程中，这些机构紧密合作，在相关政策上扮演了一个“探测板”的角色。

考虑到金融服务委员会对未来双方互惠金融市场开放政策的关注，保证在中国有相关的机构继续协同工作并就金融政策互换信息有相当的帮助—包括提出可能成为金融服务委员会日程一部分的政策建议。

我们还将第九章讨论上述建议。

新南威尔士派驻中国的代表团

2013 年 4 月新南威尔士政府委托的一份报告考察了自身在国际上的参与度¹⁰²。报告主要调查了以下内容：

“优先考虑新南威尔士州企业并协助他们有进一步国际贸易的机会。”

报告提出了一系列建议来确保与投资贸易伙伴国家建立有效和有成果的国际约定，而中国是最重要的合作伙伴之一。它同时强调了与联邦政府进行在“澳大利亚在亚洲世纪”¹⁰³白皮书中提到的一些紧密合作，包括通过影响联邦政府的政策发挥作用。

2014 年 9 月，根据之前的部分报告，新南威尔士政府发布了自己与中国合作的战略。除了提出常规贸易和对中国投资活动的承诺；为可能受益于中澳自贸协定的行业提供支持，指示和信心，并与这些行业进行贸易合作。

此外，更多关注新南威尔士州与中国合作战略的工作正在进行中。

新南威尔士政府已经在多份报告中把侧重点明显放在和中国建立更紧密的贸易和投资关系上，在这份它们支持的报告中也是如此。不过考虑到新南威尔士政府的中国策略¹⁰⁴已经倾注了相当多资源，而且更多的战略工作也在进行中，这不会是这份报告的重点。不过：

我们和市场参与者的讨论显示有一个领域我们可以改进工作，我们可以更早针对在任何金融领域的行动就与行业协调，可以更早锁定日期，而且有充分时间和行业讨论并在关键的问题上咨询它们。

在可能的情况下，协调联邦和各州金融服务代表团访问中国，似乎也会有相当的益处。在金融和其他领域，澳大利亚向中国传递一致和连贯的信息是十分重要。

¹⁰² 新南威尔士政府（2013）

¹⁰³ 同上，第 33 页

¹⁰⁴ 新南威尔士政府（2014）

第九章提出了这方面的建议，通过更好地利用改组后的人民币工作小组（见下一部分）作为官方和市场之间的通道。

人民币工作小组和悉尼人民币委员会

2013 年 4 月，澳大利亚和香港的官方及企业领袖，在澳大利亚和香港人民币贸易和投资对话开幕式上会面。这个官方主导的年度对话关注人民币贸易结算，产品和离岸人民币发展。

首次的澳大利亚和香港对话其中一个成果是在悉尼建立一个人民币工作小组，成员包括来自澳大利亚和香港金融界的高级人士。工作小组的使命是为拓展人民币贸易结算和投资寻找机会。这个市场导向的小组，和来自澳大利亚财政部，香港金管局和澳大利亚储备银行的官员，全年定期举行会议，并促成了正式的年度对话机制。

人民币工作小组在 2014 年 7 月同意为澳大利亚金融服务计划设立一个行动计划和时间表，该计划是为了将悉尼建设成一个人民币中心。这促成了悉尼人民币委员会的成立，它由来自政府和市场的代表人士组成。

悉尼委员会与新南威尔士政府在把悉尼建设成为一个人民币中心上紧密合作。一个明显的例子是它积极参与了 2014 年 11 月在悉尼举办的悉尼上海金融研讨会。

人民币工作小组和悉尼人民币委员会负责人的讨论显示，从行动的效率 and 考虑到效果，两个机构都应该合并，拓展合并后机构的职能。新的人民币工作小组可能负责以下工作：

- 讨论悉尼建设人民币业务的相关问题，可以涵盖银行，基金管理和资本市场等不同方面；
- 观测人民币流动性；
- 与离岸咨询机构在年度澳大利亚和香港人民币贸易和投资对话等跨境问题上协调；
- 建立一个人民币网站，关注并监控人民币数据，相关研究和将发生的事件；同时
- 在各州和联邦金融代表团访问中国时，与新南威尔士工业部协作，并可能地与联邦财政及外交和贸易部合作，（见之前章节）。

我们还将第九章讨论这个问题。

第八章：测算过程

之前的章节已经提到悉尼有相当的空间来发展人民币金融业务，不过也存在很大的挑战。往前看，重要的是观察人民币相关业务在已经讨论过的金融活动中的发展情况。

不过从市场和公共政策角度来看，澳大利亚人民币相关金融交易的数据目前非常有限。在某些领域，人民币业务的低交易量意味着到目前为止，并没有单独的数据发布。两个例子是澳大利亚统计局在 2014 年对驻澳大利亚公司记帐使用的外币，和澳大利亚储备银行持有的外币存款的统计¹⁰⁵。在这两个例子中，人民币交易量如此小所以没有单独数据。

人民币交易数据的潜在来源是环球银行金融电信协会（SWIFT）¹⁰⁶ 的外汇交易电信数据。不过 SWIFT 电信系统的使用在国家和地区之间分布并不平均，所以它的数据也会有地域偏差。同时它们的数据也不能被根据交易发生地进行市场细分。2011 年，法国巴黎银行—人民币离岸交易的重要参与者—决定开始簿记所有的 CNH 业务给巴黎总部。这种背对背的簿记过程非常显著地，还人为地（从研究的观点来看）提高了表面上法国巴黎银行亚洲运营中心香港和巴黎总部之间的 CNH 现金流，这个过程中就人为地提高了表面上 CNH 通过巴黎的交易量。

此外，一系列离岸人民币现金流的大型国际银行，用它们自己的内部电报系统而不是 SWIFT，这增加了数据的不可靠性。

如果一笔交易有很多参与方，SWIFT 数据有时还会在某种程度上，也许非常大程度上，发生重复计算。比如说，SWIFT 数据把外汇互换交易分作两个现货交易来纪录，这样就会夸大互换交易中两个货币的市场成交数据¹⁰⁷。

官方人民币清算银行所在地的中央银行，其中一个职责是收集当地人民币业务的数据并发送给中国央行。不过中国央行或者其他中国官方机构只会发布其中很少数量的数据。在一些人民币离岸中心，当地中央银行正在发布，或未来将发布部分收集并报送中国央行的数据。在伦敦，英格兰银行在今年八月开始部分公布替中国央行收集的数据。

澳大利亚和澳大利亚储备银行已经开始收集数据，不过澳大利亚储备银行在决定何时发布什么数据之前，希望获得更多数据以恰当地评估它们的准确性和可能的季节性，这也需要提供数据的银行们的同意。这可能会需要一些时间。

在其他一些离岸人民币中心，负责推广人民币中心和鼓励更多人民币活动的机构们也发布当地不同来源的人民币活动信息。

¹⁰⁵ 见澳大利亚统计局“进口和出口记帐货币，2014 年六月”，发表在“国际货物和服务贸易”的专题文章，5368.0，2014 年六月；和澳大利亚联邦储备银行公告，表 B2：“银行资产负债表内资产，负债和表外业务”。

¹⁰⁶ 环球银行金融电信协会

¹⁰⁷ 这些关于 SWIFT 数据可信度的观察主要来自于市场讨论，不过它们也与 IMF 最近关于 SWIFT 数据可靠性的评价相一致。见 IMF（2015）59-63 页。

官方机构和市场参与者都需要可信和公开的人民币业务时间序列数据。我们看到一个重组后的人民币工作小组有相当多好处，它们来自澳大利亚储备银行，财政部，新南威尔士工业部和市场的各方代表，它们的重多职责之一是确保发布可靠和及时的数据。

第九章有关于这些方面的一个政策建议。

第九章：潜在增长的领域和政策建议

这份报告的两个主要目标是：

- 悉尼成为人民币中心后,带来最有希望发展的领域并建立人民币相关的金融业务；同时
- 考察市场和政策方面的主要限制，给澳大利亚公司全面利用这些机会。

主要采取了两种方式来解决这两个问题：

- 访问九个人民币离岸中心来，看可以从其他中心目前的动作中主要学到什么；同时
- 广泛地和国内及离岸金融机构人士交流，包括银行，基金管理和资本市场领域。

(a) 寻找细分市场：潜在增长的领域

涉及的第一个目标，提升人民币业务的关键领域是银行和基金管理。对银行来说，提供贸易相关的人民币产品和服务，被认为在未来几年是增长的领域，因为我们有很多和中国大宗商品交易，可能将会转用人民币记帐和结算。另一个银行的重要增长领域，可能是为希望直接投资中国的澳大利亚公司，以及希望直接投资澳大利亚的中国公司提供产品和服务。

涉及基金管理，报告已经同时考量了澳大利亚基金公司会在未来增加在中国组合投资，以及澳大利亚公司为中国投资者代理投资的前景。从第一个角度看，报告已经建议，考虑到中国的经济和资本市场体量和发展前景，对中国资产的投资可能在未来几年显著增加，随着中国继续改善它的公司治理，以及它的股票和固定收益市场成为国际基准指数的重要部分。人民币资产的更高需求，可能未来会为在悉尼建设人民币资本市场业务带来一些溢出效应。

第二方面，寻求在中国募集投资资金，报告注意到了在这方面的活动增加，不管是在自较大的澳大利亚基金管理公司，还是较小的精品型基金。不过，报告也提到了许多公司似乎尚未注意到中国政策变化的步骤和正在涌现的机会。中国的私人和官方资金池的规模，和它们日益增长的分散投资至离岸资产的需求，意味着这个领域有很多机会，报告已经强调并详细讨论了这里存在的市场和政策方面的挑战。

我们转过来看在悉尼开展人民币资本市场业务的前景—主要是人民币股票和债券的发行和二级市场交易—报告看到了有限的发展空间，至少在短期到中期内。正面来看，ASX 正在扩展 Austraclear 的业务范围，未来它有潜力清算贸易相关的外汇交易和人民币债券，以及未来股票和一系列的人民币衍生产品。此外，就像之前提到中国成为全球固定收益和股票基准指数的越来越大的一部分，本地对人民币资产的需求可能会在未来几年显著增长。不过，缺乏本地流动性，来自其他人民币中心例如香港，卢森堡，

新加坡甚至是更多的是上海的竞争，澳大利亚缺乏募集非澳元股票或债券的历史可能会限制这个领域的发展前景。

(b) 删除约束：观察¹⁰⁸ 和建议

银行

与银行界的讨论，以及来自银行客户的调查反馈，发现了三方面的限制或潜在阻碍人民币贸易和投资业务的增长。首先，作者在他们的第一份和第二份报告中分布对贸易相关业务进行了调查，考察企业对人民币贸易结算的态度，并佐以市场讨论和反馈，显示了中国和澳大利亚更多地使用人民币贸易结算最大限制的因素来在中国一方：

- 中国企业，特别是中小企业对人民币结算可能性了解很少；同时
- 反馈显示部分中国银行们并不鼓励客户以人民币记帐，因为这可能会带来高利润的外汇业务流失。

这些人民币结算调查结果可能对中国官员在未来的讨论中有所帮助，尤其考虑到更多人民币贸易结算对人民币国际化的重要意义。

其次，在银行和保险领域，一系列金融公司提出了澳大利亚审慎监管局（APRA）对合资公司股权投资有严格的资金要求，严重影响了它们相对于其他国家的竞争力。这个问题其实在更广泛在亚洲业务拓展中存在，不仅仅在中国。虽然保险行业不是本报告的重点，但值得注意的是，较大的澳大利亚保险公司，进一步扩大国内市场份额有点被限制，他们正在寻找进一步的离岸发展，包括越来越多地在亚洲。不过它们觉得能力是受到了澳大利亚审慎监管局在合资要求上的限制。

建议 1: 澳大利亚审慎监管局对资本要求

澳大利亚银行和保险公司需要在中国和亚洲地区合资才能和其他公司公平竞争。为了达到这个目标，应该考虑采用巴塞尔三（Basel III）协议（这大多数在其他国家都适用）并只要求在其他公司投资的资本总和超过母公司资本金 10% 时，才要求这部分股权在计算资本充足率时被减计。

第三，一系列银行提出了保证日间人民币流动性充足的重要性，考虑到人民币贸易结算可能迅猛增长和最近推出了新的跨境银行间支付系统。

未来监控本地日间人民币流动性和不同的结算协议的影响将变得十分重要。这将会是改组后人民币工作小组的职责之一（见建议 5）。

¹⁰⁸ 观察的解说在下面的斜体字

基金管理

报告认为基金管理将是未来几年有巨大发展潜力的一个领域，因为中国投资者在澳大利亚特别感兴趣的领域—房地产和基础建设，这正好是澳大利亚所擅长的。不过，报告也发现了澳大利亚公司面临的一些挑战，特别是在中国的品牌推广和分销渠道建设。应对这两个问题有许多不同的选择，我们将在附录 2.4 中详细讨论。

总的来说，基金公司的主要挑战是如何跟上中国快速变化的政策步伐以及带来的机会。当更多的澳大利亚公司在充分利用涌现的基金领域机会，很多其他公司还没有意识到中国政策变化的步伐以及带来的影响。

建议 2: 基金管理行业的机会和市场意识

人民币工作小组应当与其他有兴趣的机构，例如金融服务委员会，提高基金管理行业对在中国募集资金的机会和相应挑战的了解。这可以通过举办年度研讨会来达成：

- **中国监管的变化，离岸基金经理对市场准入安排；以及**
- **在中国募集资金的各种方式优劣的比较。**

这个建议同时得到了人民币工作小组组长和金融服务委员会的支持。

2009 年的 Johnson 报告提出了一些税收方面的限制使得澳大利亚基金募集海外资金更为困难。报告提出了一系列解决问题的建议。其中一条—建立投资经理机制，计划为通过澳大利亚机构投资的离岸投资者们提供更多的税收确定性—已经被立法。不过，虽然财政部已经针对第二条建议做了相当多工作—引入另一个集合投资机制—这一条在政治方面有所耽误因为它被列入了联邦政府的将发布的税收白皮书。这对澳大利亚是否能充分利用亚洲基金护照制度也有重大影响，澳大利亚在与其他区域内国家讨论护照制度时一直走在前列，而且这个制度也很快能开始试行。缺乏一个合适的集合投资制度将使得澳大利亚失去护照机制带来的潜在好处。

建议 3: 另一个集合投资机制

考虑到一个新机制的重要性和以及在上面投入的大量工作，联邦政府应当优先考虑相关的立法，新的投资机制将在税收上享受和管理投资信托一样的待遇。

吸引中国投资者投资澳大利亚基金的几个潜在重要来源时重大投资者签证。部分澳大利亚公司已经建立了帮助中国申请人寻找合适合规澳大利亚投资项目的业务。本地的金融科技企业和风险投资基金将可能成为这些资金的重要去向。如果中国投资者能更多地意识到金融科技企业方面的机会也将缓解这方面的顾虑。不过新南威尔士州在重大投资者签证项目上已经落后于维多利亚州。根据市场反馈，其中的一个原因是维多利亚对本地和境外的市场和配套服务都承诺投入了更多资源。

建议 4: 重大投资者签证项目

- (a) 新南威尔士州英国考虑为签证项目的市场和配套服务上投入更多资源，不管是在国内还是境外。**
- (b) 应考虑邀请金融科技行业代表参加前去中国推广签证项目的新南威尔士代表团。**

中国在某些金融科技创新领域是全世界的领导者，例如电子商务平台。澳大利亚和其他地区正在进行一项有趣的工作，发展更便宜和更快捷的跨境支付技术。

宣传，市场和派往中国的代表团

多数人民币中心有一个用于提高市场对人民币机会和产品的认识，委托相关研究，发布人民币相关数据，最新政策，报告，演讲和媒体报告的机构来支持中心的发展。在悉尼，多数这些领域的工作分配给了人民币工作小组和悉尼人民币委员会。

和人民币工作小组组长以及悉尼人民币委员会的讨论显示，从效率和效果的角度来看，人民币工作小组和悉尼人民币委员会应该合作并设计一个更广泛的工作机制。

一个新南威尔士州和中国合作策略的战略报告正在撰写中，所以这不会是这份报告的关注点。不过我们和市场参与者讨论显示，有一个领域我们可以改进，我们可以在早任何关注金融领域的行动前很久就与行业协调，这样我们很早就可以设定行动时间而且有充分时间和行业在它们愿意讨论的关键问题上咨询它们。

考虑有很多不同国家代表团访问中国，我们的联邦体制和派遣代表团时表达一致信息的重要性，协调前往中国的联邦和州金融代表团将会有相当好处。

建议 5: 人民币工作小组的角色

人民币工作小组和悉尼人民币委员会应该合并。新的人民币工作小组应该包含来自银行，基金和资本市场的代表，以及新南威尔士工业部，财政部和澳大利亚联邦储备银行。它应该负责：

- **与银行，基金和资本市场讨论关于在悉尼建设人民币业务相关的市场问题；**
- **监测人民币流动性；**
- **和离岸咨询团体协调跨境事宜，包括年度澳大利亚—香港贸易和投资对话；**
- **建立并维护人民币网站涵盖人民币活动数据，相关的研究和即将发生的事件；同时**
- **和相关的州和联邦政府机构协调计划和日程并派遣市场代表参与未来前往中国**

的新南威尔士金融代表团。*与中国协商*

悉尼拥有的相对于其他 17 个离岸中心的优势,在于澳大利亚和中国已经商议了一个自由贸易协定（正在撰写过程中还未被批准），它提供了一个机构，金融服务委员会（FSC）来负责正在进行的双方对话和协商进一步的市场开放措施。

为了将这些进展带来最大化的好处，有效利用金融服务委员会和其他官方机构对话将会十分重要。报告提议一个金融机构能为金融服务委员会和联邦政府提供 经过充分考虑合理的提议会很有帮助。这样一个机构可以给政府提供本地政策建议,鼓励跨境金融活动。

同时值得一提的是悉尼办公室的财政部正在寻求和私人部门在各种本地政策制定上的合作，部分这些政策可能会和中国和区域内的其他国家建立更紧密的金融合作关系。提议把悉尼办公室的财政部加入行动小组应该是一个合理建议。

建议 6: 中国金融行动小组

我们建议成立一个中国金融行动小组（CFSTF），由金融界高管和政府官员组成，为联邦财政部和从财政部到政府提供有关对本地和在中国政策建议，建立中澳更广泛和深层次的金融关系。

过去的经验显示，这样一个机构想要有效率地工作，需要有一个小型的专职秘书处服务。它可以和其他机构，例如悉尼办公室财政部和人民币工作小组协同展开工作。这样的设置需要利益相关人来安排。附录 2.5 提出了一个可能的结构。

考虑到中国的政策变化步伐，在中国不同官方机构之间关于中国金融行业的监管和市场准入方面的协作和信息共享变得日益重要。这些部门包括，外交和贸易部，财政部，澳大利亚储备银行，新南威尔士州工业部和澳大利亚贸易委员会。同样重要的是在早期摸索出可能成为金融服务委员会日程的政策建议。

测量进展

未来，政府机构和市场人士都需要可靠和公开的人民币相关业务时间序列数据，以便观测它在一系列讨论过的活动中的发展。就像之前提到的，可靠的人民币金融交易数据在澳大利亚目前还十分有限，这会随着澳大利亚储备银行发布部分搜集的数据而改善。未来还可能发布一些市场调查数据。

明显最合适这项任务的是被提议建设的新人民币工作小组。

建议 7: 人民币活动数据

重组后的人民币工作小组（建议 5）应该被给予发布本地人民币活动的可靠和及时数据的职责，包括官方数据和可能的市场调查数据。

执行

考虑到很多关系到悉尼作为人民币中心是否成功的关键政策因素取决于联邦政府，上述提到的建议包括很多州政府和联邦政府的职责。新南威尔士政府很早就认识到了和联邦政府在关于国际问题上紧密合作的重要性。

建议 8: 执行

向总理和内阁部的贸易和投资部门派驻代表以跟踪并确保本报告中的政策建议被州政府采纳会有所帮助。

第十章：结论

悉尼正在同其他 17 个被提名为官方人民币离岸交易中心的城市，进行着一场越来越激烈的业务竞争。悉尼被指定为官方人民币交易中心之一，双边近期正在协商的自由贸易协定，都显示了澳大利亚同中国的关系不断加大和加深。悉尼想要成为一个成功的人民币离岸交易中心，就必须立足于基本面并将工作重心放在在澳大利亚特别有优势和技术领域。

两国的基本面十分契合。它们紧紧围绕着两大经济体的互补性展开：一个是巨大的资本吸收国而另一个正在快速成为主要的资本输出国；一方需要迫切需要稳定安全的能源和食物供给，另一方则是全球排名领先的能源和食物出口国；一方拥有非常成熟的服务产业，另一方需要大量的服务以满足正在成长的中产阶级的需求；一方需要为巨量储蓄寻找离岸资产投资，而另一方恰好拥有大规模的，成熟而监管良好的基金行业。就算其他经济体也和中国有互补之处，少有国家能达到澳大利亚和中国的程度。

澳大利亚应该为这种关系提供何种具体的金融服务和专业技能并致力其中？我们的四大主要本土银行都有非常高的评级，并在中国大陆设立了机构。中国的所有主要银行同样也入驻了澳大利亚。我们对中国的商品出口额比新加坡、伦敦、香港这些其他主要离岸中心都要大。随着出口商品的多样化，以及越来越多的商品使用人民币计价和交易，针对贸易和直接投资的银行间交易业务正在增长，规模非常可观。

资金管理方面，获取更多来自中国的投资，在中国市场提升品牌认知和拓展销售渠道，澳大利亚需要面对非常激烈的竞争和巨大的挑战。但澳大利亚也有很多的优势。我们是中国直接投资资金最大的流入国之一，大大小小的澳洲金融服务公司已经在同中国机构投资者展开业务往来，帮助他们寻找正确的可投资资产。随着时间的推移，这些机构投资者的直接投资很可能越来越多样化，形成组合投资。而澳大利亚在中国机构投资者越来越感兴趣的两大资产种类上，既全球房地产基金和全球基础设施建设基金，拥有非常强的专业经验。

毫无疑问，无论是在市场还是政治层面，限制总是存在，阻碍澳大利亚完全抓住这些凸显的机会。此报告中的一些建议正是为了消除部分限制而设计。不过，假以时日，越来越多的金融机构将体察中国政策变革的步伐，并着手从中获得收益。因此，澳大利亚与中国的金融关系应该进一步的拓展和加深，如同双方目前的贸易关系一样，为两国创造更多的双赢机会。

参考资料

澳大利亚贸易委员会 经济报告 2015 “澳大利亚出口对中国的依赖程度?” 贸易和投资记录, 2 月

澳大利亚金融研究中心 2015 “亚太区金融整合: 事实和虚构”, 澳大利亚金融研究中心给澳新金融服务业协会的报告, 6 月

澳大利亚财经中心论坛 2009 “金融中心澳大利亚: 构筑我们的强项”, 11 月

Barton D, Chen Y, and Jin A 2013 “中国中产阶级描绘” 麦肯锡季度报告, 6 月

波士顿咨询 2015 “人民币自由化和澳中走廊的演化: 前景, 机遇和能力”, 5 月

中国简报 2014 “上海自贸区铺平中国仲裁改革道路”, 2014 年 6 月 20 日由 Matthew Zito 发表在 <http://www.china-briefing.com/news/2014/06/20/shanghai-ftz-paves-way-arbitration-reform-china.html#sthash.3Eq56Mqh.dpuf> 查看 2015 年 10 月 1 日

中国简报 2015 “新自由贸易区解释, 第二部分: 黑名单”, 4 月 30 日由 Dezan Shira and Associates 发表在 <http://www.china-briefing.com/news/2015/04/30/new-free-trade-zones-explained-part-ii-negative-list.html> 查看 2015 年 10 月 1 日

中国投资有限责任公司 2014 年度报告

伦敦金融城和 Bourse Consult 咨询公司 2015 “2014 伦敦人民币业务总量” 伦敦金融城系列, 政策实施者报告, 伦敦金融城集团。

德勤经济研究所 2014 “澳大利亚基金管理服务出口增长对经济的影响”, 金融服务委员会, 5 月

澳大利亚外交贸易部 2015 “中澳自由贸易协定事实表: 金融服务” <http://dfat.gov.au/trade/agreements/chafta/fact-sheets/Documents/fact-sheet-financial-services.pdf> 查看 2015 年 10 月 1 日

Desai M A, Foley C F & Hines Jr J R 2009 “美国跨国公司的国外活动对本土的影响”, 美国经济行业期刊: 经济政策, 第一期 (2 月): 181-203

Eichengreen B, Walsh K and Weir G 2014 “人民币国际化行动路线, 后果和机会” 澳大利亚国际金融和管理中心。

安永 2014 “安永快速成长市场展望”, 2 月

澳大利亚金融服务委员会 2014 “澳大利亚金融系统调查机构的第二轮提案”

澳大利亚金融服务委员会和 Perpetual 2014 “澳大利亚投资公司：跨境现金流报告”

澳大利亚金融系统调查机构 2014 “金融系统调查机构中期报告”，7 月
<http://fsi.gov.au/publications/interim-report/> 查看 2015 年 10 月 1 日

富时指数公司 2015 “准备中国加入全球标准”，5 月

期货行业协会 2015 年度报告，3 月

Grigg A 2015 “过半中国股票停牌”澳大利亚金融评论报”，7 月 8 日

Hatzvi E, Nixon W and Wright M 2014 “离岸人民币市场和澳大利亚” 澳大利亚储备银行 9 月季报

汇丰银行 2015 “人民币的崛起” 汇丰国际研究所

Hufbauer G C, Moran T and Oldenski L 2013 “外向型海外投资和美国出口，工作机会和研发：对美国政策的启示”，国际经济中的政策分析，8 月

国际货币基金组织 2015 “SDR 定价方法回顾-初步考虑”
<http://www.imf.org/external/np/pp/eng/2015/071615.pdf> 查看 2015 年 10 月 1 日

Jamieson M and Bauer S 2015 “中国点心债券市场成长将加速” 中国货币网，1 月 23 日 <http://www.chinamoneynetwork.com/2015/01/23/chinas-dim-sum-bond-market-growth-will-accelerate> 查看 2015 年 10 月 1 日

Johnson M and Weir G 2014 “发展中金融市场的政策构想” 给澳大利亚金融系统调查机构的书面报告

毕马威 2015 “中国展望” 毕马威报告

毕马威和悉尼大学 2015 “揭开在澳中国投资的神秘面纱”，5 月

Lee B H 2014 “离岸人民币概览” 德意志（中国），1 月

Liang Z W 2015 “对 950 只中港基金互认协议内基金的研究报告” 晨星（中国），6 月 2 日

Lowe P 2013 “金融改革之路” 对上海澳大利亚商会的演讲稿，4 月 24 日

Mazzochi R, Siu M and Flinn H 2013 “QDII-海外视角”，KWM 通讯

麦肯锡全球研究所 2003 “去海外投资：这个是一个双赢游戏吗？” 美国加利福尼亚州旧金山麦肯锡公司，8 月

- Minifie J 2015** “超级储蓄” 格拉斯坦研究所 2015 年 4 月 1 日报告
- 美国明晟公司 2015** “中国 A 股纳入国际基准指数的协商路线图”，6 月 9 日
- 中国全国社会保障基金理事会 2014** 年度报告
- 澳大利亚新南威尔士政府 2013** “澳大利亚新南威尔士国际参与策略”，4 月
- 澳大利亚新南威尔士政府 2014** “中国战略：澳大利亚新南威尔士国际参与策略”，9 月
- 澳大利亚新南威尔士政府 2015** “基础设施陈述 2015-16”，第二号预算报告，澳大利亚新南威尔士政府，6 月
- Oliver Wyman 2009** “英国国际金融服务的未来，一份英国金融服务业领袖给政府的报告”，花旗集团，5 月
- Rose S 2015** “Arowana 盯上中国 3.5 亿美金的投资者资格馅饼”，澳大利亚金融评论报，6 月 21 日
- Siu M, Flinn H and Shek C 2015** “中国大陆和香港基金互认 2015 年 7 月 1 日启动”，金杜律师事务所
- 环球同业银行金融电讯协会 2015** “人民币的恒星式升起：你在上面吗？” 全球金融年会 2015 年人民币追踪
- Treasurytoday 2014** “陷于中国现金的终结？” 由 D Blair 于 2014 年 5 月发表于 <http://treasurytoday.com/2014/05/the-end-of-trapped-cash-in-china-ttpv> 查看 2015 年 10 月 1 日
- Yu J 2015** “外国银行蜂拥进入上海自贸区 回报寥寥” 南华早报，2 月 15 日

附录 2.1: QFII 和 RQFII 机制比较

QFII 和 RQFII 机制

	QFII	RQFII
资格	资产管理公司 ：≥ 2 年行业经验; 资产管理规模 ≥ 5 亿美金 保险公司 ：≥ 2 年行业经验; 资产管理规模 ≥ 5 亿美金 证券公司 ：≥ 5 年行业经验; 净资产 ≥ 5 亿美元; 资产管理规模 ≥ 50 亿美金 商业银行 ：≥ 10 年行业经验; 一级资本 ≥ 3 亿美金; 资产管理规模 ≥ 50 亿美金 其他机构投资者 （养老保险公司，基金会，信托公司等）：≥ 2 年行业经验; 资产管理规模 ≥ 5 亿美金	1. 香港分支机构 ： • 中国基金公司; • 中国证券公司; • 中国商业银行; • 中国保险公司 2. 在监管机构批准的 RQFII 中心注册过的金融机构，或者主营业所所在地就在这些 RQFII 中心的金融机构。
审批流程	最多 20 个工作日（牌照审批） 最多 20 个工作日（额度审批）	最多 60 个工作日（牌照审批） 最多 60 个工作日（额度审批）
最晚投资期限	审批通过后 6 个月	审批通过后 6 个月
锁定期	养老保险基金，保险资金，公益基金，捐献基金，共同基金，政府投资和货币当局投资和开放式基金（公众开放式基金占中国本地市场投资 ≥ 70%）：3 个月 其他：1 年	1 年（不包括不在限制范围内的开放式基金）
资本返还	中国开放式基金：每周； 每月返还 ≤ 上一年底总投资的 20% 其他形式：由外汇管理局的审批决定； 每月返还 ≤ 上一年底总投资的 20%	开放式基金：每天 其他：每月
持有量	单个 QFII 持有人 ≤ 10% 国外投资者累计总额 ≤ 30%	单个 RQFII 持有人 ≤ 10% 国外投资者累计总额 ≤ 30%

来源：富时指数有限公司 2015 “为中国加入国际基准做好准备” 2015 年五月

附录 2.2: 合格境内投资者计划

中国允许有资质的大陆投资者投资离岸资产的机制有很多。最主要的一种是 QDII 合格境内机构投资者计划，它允许被批准的境内投资者，例如银行和投资银行通过符合规

定的载体投资离岸市场。这些投资产品还可以转向中国个人投资者开放。这项机制于 2006 年正式发布，在过去的 10 年内几经修改。有迹象表明，该计划的新版本，所谓的 QDII2 将可能会推出，但目前尚未正式宣布。

澳大利亚在 2008 年被批准成为 QDII 投资目的地。中国机构投资者可以投资澳大利亚的证券市场，以及在澳大利亚证券和投资委员会注册的投资计划。投资者也可以由澳大利亚证券和投资委员会（ASIC）认证的基金经理，协助管理 QDII 投资事务¹⁰⁹。澳新银行在中国有 QDII 额度。

QDII 执照的相关管理规定随着执照持有机构，以及这些机构的管理方的不同而不同。下面的表格给出了适用于不同机构的监管需求和投资限制。

中国设立的其他一系列其他境内投资者计划：

- 人民币合格境内机构投资者项目，允许境内投资者投资离岸人民币产品，例如香港市场发行的点心债券。
- 合格境内有限合伙人项目（QDLP），允许注册于海外的对冲基金进入境内资本市场。该项目正在上海进行试点，参与者由上海市政府审批。天津和深圳¹¹⁰也推出了不同版本的合格境内有限合伙人项目。

a. 不同机构被许可的离岸投资内容区别

离岸投资产品	商业银行	信托公司	基金/证券公司	保险公司
--------	------	------	---------	------

¹⁰⁹ 澳大利亚证券和投资委员会 2008 年新闻稿 08-126 “中国市场上的一次真正胜利，澳大利亚证券和投资委员会欢迎 QDII 投资目的地协议”，2008 年 6 月 16 日

¹¹⁰ 深圳项目被称为 QDIE 项目。

货币市场工具	银监会 ¹¹¹ 的 QDII 规则里 无明确规定	✓（投资级别或 以上）	✓	✓（发行人评级为 A 或者以上）
固定收益产品	✓（产品评级 BBB或以上）	✓（投资级别或 以上）	✓（发行人由 证监会 ¹¹² 认可 ）	✓（发行人和产 品评级BBB或以上 ）
股票产品（在被认可的 海外交易市场上市）	✓（仅限股 票）	✓（股票，全球/ 美国存托凭证和 房地产投资信托 基金 ¹¹³ ）	✓（股票，全 球/美国存托凭 证和房地产投 资信托基金）	✓（股票，全球/ 美国存托凭证和房 地产投资信托基金 ）
共同基金（由被认可的 海外基金监管者认证）	✓	✓	✓	✓
结构性产品	✓（发行人 评级为A或者 以上）	✓（发行人评级 为投资级别或者 以上）	✓（无评级需 求）	✓（结构性存款- 根据2007年保险业 QDII评测标准属于 许可范围内的固定 收益产品）

来源: Mazzochi R, Siu M and H Flinn 2013 “QDII-离岸市场投资展望”，KWM 通讯，第四页

¹¹¹ 中国银行业监督管理委员会 (CBRC)

¹¹² 中国证券监督管理委员会 (CSRC)

¹¹³ 房地产投资信托基金

b. 针对不同基金来源和境内销售行为的监管要求

QDII 机构类型	资金来源	境内销售行为	投资标准
商业银行	具有 QDII 资格的银行可以根据“离岸财富管理机制”，通过在境内发行外汇或者人民币财富管理产品来募集资金。	具有 QDII 资格的银行的销售行为在监管上被认为该商业银行的财富管理机制的一部分，需要符合银监会¹¹⁴关于销售财富管理产品的相关规定。 具有 QDII 资格的银行必须在发行任何 QDII 财富管理产品之前向中国银行业监督管理委员会报备它的 QDII 产品计划。	具有 QDII 资格的银行必须遵循“合适的产品面向合适的客户”原则，即 QDII 银行必须对他的财富管理产品和客户进行 5 个层级对应的分级。不允许向没有足够投资经验或者风险偏好偏低的客户销售复杂的有风险的产品。 针对投资海外证券的 QDII 产品的额外限制：-- 单独投资者购买 QDII 产品的最低投资额度为人民币 10 万元（或者等值外汇）；每个投资者必须有证券投资的经验，同时 QDII 资格银行必须制定特别的评估流程以确定产品和投资者的契合度。
信托公司	具有 QDII 资格的信托公司可以针对单一或者几个境内投资者设定信托计划进行离岸投资。这些离岸投资计划，将依照信托合同内设定的投资规定，以信托公司名义执行。 具有 QDII 资格的信托公司必须在发行任何 QDII 信托计划之前，向中国银行业监督管理委员会报备。	具有 QDII 资格的信托公司可以在其信托计划中，将离岸投资产品进行重新打包，销售给能够承受风险的国内机构和个人投资者。	单个投资者（机构或个人）的最低投资额度为 1 百万人民币（或者等值外汇）。 以下财务标准用于界定可以参与共同信托计划的“合格个体投资者”： -- 购买信托计划期间，个人或者家庭财务资产必须高于 1 百万人民币，或者 -- 个人年收入必须超过 20 万人民币。
基金/	具有 QDII 资格的基金公司	具有 QDII 资格的基金公司	对境内投资者没有特别

¹¹⁴ 中国银行业监督管理委员会

证券公司	可以向公众销售基金份额募集资金，并将募集到的资金的全部或者部分投入离岸投资产品中。 具有QDII资格的证券公司可以： --设立集合计划募集资金投资离岸市场，或者 --在某个单独境内投资者的投资指示下，根据相关的资产管理合同内的规定，进行离岸投资。	必须在发行任何基金产品前获取中国证券监督管理委员会的批准。 以下要求适用于基金发行或者集资计划： --基金最低募集规模：2亿人民币（或等值外汇），集资计划最低金额为1亿人民币。 --开放式基金的持有人最低人数200，封闭式基金最低人数为1,000，募集资金计划最少应有两位投资者。	设定标准。
------	---	--	-------

来源：Mazzochi R, Siu M and H Flinn 2013 “QDII-离岸市场投资展望”，KWM 通讯，第四页

附录 2.3: 国际货币基金组织关于人民币加入 SDR 的谈判

特别提款权（Special Drawing Right, SDR）由国际货币基金组织 1969 年创造发行，作为黄金和美元的补充，是支持世界贸易发展和 GDP 增长的不可或缺一种国际储备资产。目前，特别提款权的价值由美元、欧元、英镑和日元这四种货币组成，并且可以兑换成 IMF 会员国的可自由使用货币。它也是国际货币基金组织和众多国际组织的会计核算单位。

作为一个阶段性回顾过程，国际货币基金组织今年正在对 SDR 相关的一系列问题进行检讨和解决，并计划在 2015 底完成这一阶段性的回顾。包括是否可能在现有的 SDR 一篮子货币中添加新的货币，以及如何分配各个货币之间的权重，使用何种金融工具计算 SDR 的利率。

美国对任何涉及 SDR 的“根本性变化”有否决权。因为此类变化需要获得国际货币基金组织执行委员会 85% 的赞成票，而美国拥有 17.64% 的票数。然而，SDR “估值方法”的更改一例如，改变组成货币的权重或者使用金融工具——只需要 70% 的赞成票。国际货币基金组织执行委员会，有权决定运用何种比例多数票规则。

人民币加入 SDR 一篮子货币对于人民币的国际化进程有非常重要的象征意义。它将刺激人民币作为储备货币被更多的使用：这是货币是否国际化的标准之一。出于这些和各种其他原因，中国非常积极的追求人民币加入 SDR。而根据 2000 年国际货币基金组织执行委员会颁布的决定，SDR 一篮子货币由国际货币基金组织成员国（或者包括国际货币基金组织成员的货币联盟）发布满足以下条件的货币组成：

- 发行货币的国家和地区，在评估年的前 5 年间，出口的商品和服务总值最高，收入最高；以及
- 被认定为可以“自由使用”。

第一个条件相对直截了当，而“可自由使用”相对不够清晰。货币可完全兑换或者自由浮动利率并非“可自由使用”的必要条件。根据国际货币基金组织的定义，一个“可自由使用”的货币只需兼备以下两个特点：

- 在国际交易支付中被广泛使用（由它所占的全球外汇储备，国际债券和银行负债决定）；以及
- 在全球主要金融交易市场上被广泛交易（由其所占的全球现货外汇交易额份额决定）。

下面五个表格展示了中国在这些指标上的状态。目前并无一个明确的方法对各个指标重要程度进行比较，完成指标所需的最低门槛也不清楚。国际货币基金组织表示，最终决定某种货币是否为“可自由使用”由国际货币基金组织执行委员会判断。

人民币的“可自由使用”身份

a. 商品和服务出口（5年平均，占全球百分比）

	2005-09		2010-14	
	SDR 十亿	%	SDR 十亿	%
欧元地区	2138	19.8	2648.0	18.2
美国	1539	14.2	1978.0	13.6
中国（包括香港和澳门）	872	8.1	1613.0	11.0
英国	780	7.2	708.0	4.9
日本	616	5.7	728.0	5.0
加拿大	341	3.1	394.0	2.7
韩国	296	2.7	465.0	3.2
新加坡	269	2.5	401.0	2.8

b. 官方外汇资产（占全球百分比）

	2013		2014	
	SDR 十亿	%	SDR 十亿	%
美元	2701	61.3	2961.0	63.7
欧元	1041	23.7	978.0	21.0
英镑	187	4.2	190.0	4.1
日元	147	3.3	160.0	3.4
澳元	98	2.2	98.0	2.1
加拿大元	87	2.0	92.0	2.0
人民币	29	0.7	51.0	1.1
新西兰元	11	0.2	11.0	0.2
瑞士法郎	10	0.2	11.0	0.2

c. 国际债券

	2010 第一季	2015 第一季
	%	%
美元	31.3	43.1
欧元	48.3	38.5
英镑	10.3	9.6
日元	3.3	2.0
瑞士法郎	1.7	1.4
澳元	1.3	1.3
加拿大元	1.4	0.9
人民币	0.1	0.6

d. 国际银行负债（占全球百分比）

	2009 第四季	2009 第四季
	%	%
美元	47.7	51.1
欧元	34.4	29.7
英镑	6.6	5.4
日元	3.3	2.8
瑞士法郎	1.8	1.7
其他	6.3	8.3

e. 全球现货外汇交易额（五年平均占全球百分比）

	2010		2013	
	美元（十亿）	%	美元（十亿）	%
美元	1188	39.9	1691.0	41.3
欧元	691	23.2	754.0	18.4
日元	300	10.1	612.0	15.0
英镑	213	7.1	227.0	5.5
澳元	111	3.7	196.0	4.8
加拿大元	78	2.6	93.0	2.3
瑞士法郎	92	3.1	84.0	2.1

来源：国际货币基金组织 2015 “SDR 估值方法回顾-初步考虑” 表格 2，4，6，5 和 10

附录 2.4: 寻求来自中国资金的替代方案

作为人民币国际化的步骤之一，中国承诺打开它的金融市场。由此，离岸基金经理可能用于获得可投资中国资金的方案也在增多。正如第一部分提及过的，这一领域的政策变化正在加速。

连接中国投资者的主要方案如下所述：

- 从中国金融机构投资者手中直接获得托管权，比如中国投资有限责任公司（CIC），国家外汇管理局（SAFE），或者是中国社会保险基金(NSSF)。或者以顾问的形式，为持有 QDII 牌照的中国银行或共同基金管理离岸资产。
- 同一家中国金融服务公司设立合资公司。
- 在中国设立外商独资公司（WFOE）。直到最近，外商独资公司都只被允许从事咨询，顾问和调查业务，无法直接管理资金或者发行基金。然而，2015 年中的一个重大变化让外资公司可以在基金管理领域有所为。这个变化来自于本年的中美战略经济对话——所有外商独资金融服务公司现在可以持有证券市场交易执照，进而能够参与一系列基金管理活动，包括运营一个基金管理平台。目前，这个变化只适用于向高净值和机构客户发行基金，而不能对零售客户发售共同基金
- 利用香港和大陆之间的基金互认协议，将在香港发行的共同基金售入中国大陆。

每个方案的优缺点验证如下：

(a) 直接管理

目前，中国投资有限责任公司，或者是中国社会保险基金，是目前离岸外国投资者最有希望管理的机构基金。中国投资有限责任公司发布的关于外部托管的信息非常有限。在早期做过一些不成功的投资决定之后，中投对自身做了一个表现评估并在其 2012 年的报告中提出了一个“捐赠型模式”的新投资方法，即在另类资产类别上进行更多的投资配置。其中包括对冲基金，私募股权，房地产，基础设施建设和大宗商品。2014 年，中投公司 26% 的国际投资组合属于“长期投资”，即直接投资，私募基金，房地产，基础设施建设和商品。其余的 12% 在集中在对冲基金和其他的“绝对回报”基金¹¹⁵。市场上的讨论表明，中投在提升另类资产类别上投资配置的过程中，将更多的资金交给了有经验的外部资产管理机构进行管理。

中国社会保险基金的情况也一样。迄今为止，中国社保基金已经选择了 38 个海外资产管理人，其中主体——特别是在早期的海外管理人——集中在股票上，例如全球，美国，香港，亚太和新兴市场的基金。少数管理人关注全球和新兴市场债券组合。不过近期，

¹¹⁵ 来源：中国投资有限责任公司（2014）第 33 页。

更多的管理人开始管理多种资产，还有一些积极的国际房地产资产管理人，其中一个项目就由安保资产管理。

在众多寻求外部管理人的大型机构中，中国社保基金无疑可以提供最多的机会，因为中国需要建立起一个全国性的养老保险体系。它也是外部托管业务的先锋。在不久的将来，中国其他养老体系的资金也很可能会转入中国社会保险基金，大大拓展它的规模。中国社会保险基金已经进行了三轮外部管理人投标。市场反应表明投标过程非常的透明。

成为中投公司，或者是中国社会保险基金这样的机构的完全自由管理人显然资金管理极具吸引力，这通常情况下甚至不需要在中国大陆有业务——至少对于那些顶尖的全球资产管理公司是如此。一定程度上因为这个原因，此类托管业务的竞争非常激烈：

2006 年，大概有 106 家全球最具声望的资产管理公司参与了中国社会保险基金的第一轮托管竞标；其中 25 家入选第二轮；12 家赢得托管业务。虽然投标和选择的过程据报道十分专业和透明，如果没有一个全球知名的品牌想要在与这些机构的竞争中获胜会很困难。安保获得社保基金一个全球 REIT 组合管理人资格的成功案例也告诉我们这也不是完全不可能的。安保的成功或许展示了在中国长期经营并与监管层和决策层中部分高层任务保持联系的重要性，同时关键的是它管理 REIT 产品的良好业绩以及高评级。

除了为中国投资有限责任公司，或者是中国社会保险基金，这样的机构直接管理资产，海外资产管理公司还可以以提供咨询的名义或者通过一个投资经理，为中国的共同基金，银行或者其他有 QDII 资格的机构管理资产组合。这将对品牌营销和/或分销有很大帮助，不过同样，同中国分销机构建立起联系和信任不是一件容易的事情。

(b) 合资

中国资产管理领域的合资公司数量众多。Oliver Wyman 公司 2014 年的一份报告指出，彼时中国有 90 家共同基金（或按照中国的说法，基金管理公司），其中 48 家是有国外资本管理公司参与的合资公司。外资股份从 10%到 49%（法定最高比例⁷）不等。然而值得注意的是，这份报告指出，这 90 家基金公司中的三分之一都在亏损。

中国资本市场的逐步自由化正在拓宽基金管理公司的种类和数量。举例来说，2014 年 1 月，中国人寿获就得了保险业内的首张执照，得以同澳大利亚安保资本合资组建基金管理公司。更广泛的来看，随着中国市场的自由化，基金管理公司同银行，证券公司，信托基金以及保险公司的联合在不断加强。

传统合资形式最近有了新的变化：在自由贸易区开设合资公司。目前的经验是，尽管境外公司还不能向自贸区外的客户销售金融产品，但可以向在自贸区内设立了分公司的中国本土金融机构提供金融产品和投资建议，然后这些本土金融机构就可以向自贸区外的客户销售这些金融产品。这种方法是否能在上海自贸区以及中国其他城市的自由贸易区得到发扬光大，可以拭目以待。

只要选对了合作伙伴，在中国以合资公司形式进行运营的好处显而易见。海外合作方一般会在合资协议谈判中加入以下条款，在中方获得 QDII 资格后，外方对合资公司的海外资产有优先管理权。由于中国投资者被赋予更多的额度和自由度进行海外投资，海外资产管理公司可能发现合资协议里这样一个条款的价值越来越大。

同中国的知名金融机构合作还能澳大利亚的资产管理公司解决两个在中国市场发展业务时会遇到的障碍——品牌营销和产品分销。境外基金不被允许进入中国基金发售渠道，除非他们通过中国大陆和香港的基金互认协议进行发行。在中国，基金产品发行一直以来都是由大型银行统治的业务。不过发行成本会很高，销售时间也可能很长。中国的银行们正面临来自其他分销渠道越来越强烈的挑战：近年来，金融产品分销规定已经放宽，期货公司，信托公司和保险公司都可以获得销售共同基金的执照。不过，对于海外公司来说，进入任何一个分销渠道，比如通过香港/中国互认的基金协议，依然是困难的任务。

另外，中国的电子商务自 2013 年以来发展迅猛，包括对基金的销售。中国无疑已经是全世界电子商务领域的领导者，在移动互联网分销平台的使用上也是如此。网上基金销售正在获取越来越大的市场份额。海外资产管理公司在开拓中国市场时有必要对此领域更加重视。中国电商起初主要是在自己的平台上销售货币市场基金，近期逐渐进入了共同基金的销售领域。阿里巴巴在今年早些时候发布了他们的蚂蚁金服智能手机软件，向消费者销售 900 只基金。消费者可以通过支付宝平台进行购买这些基金产品。由于巨大的用户基数，阿里巴巴这样的电商平台可以为数量巨大的潜在投资者提供量身定制的投资产品。

对于没有本地合作伙伴的海外公司来说，传统的销售模式可能非常的困难和昂贵。在中国建立一个实体销售网络，就可能意味着在 50 个甚至更多的大型城市里设立销售网点。

在中国成立合资公司的潜在缺点也众所周知。尤其是当前外资无法获得合资基金公司控股权。首先，拥有较少股份的外资公司对业务没有最终控制权；其次，中方合作伙伴在尽量榨取外方的知识产权之后退出合作的风险始终存在；第三，建立合资公司需要特别组建能够讲中文的团队——对于大公司来说这不是一个大问题，但对精品基金公司来说就可能是个问题。

很多大型且知名的全球基金管理公司不愿意在中国投资合资公司，因为作为小股东没有主导权，而且担心会有知识产权上的损失。此外，还有一些公司不愿意接受不同的商业模式和文化差异。在中国或者在任意其他亚洲国家，运营一家成功的合资公司，需要投入大量的时间去建立信任，尊重文化差异和不同的商业模式，在中国的法规下工作并结识监管者，还要避免将国外的体系和方法强加到本地合作伙伴身上。此外，至关重要的是要找到一个有相近商业文化和一致目标的合作伙伴。

尽管近年来一些外资撤出合资基金公司吸引了很多关注，但实际上很多合资公司的表现都很稳健。

如果法规上允许外资公司在合资公司里占有主要股份，是不是能够锦上添花？有一些迹象表明，这种变化可能会很快发生。同一个较小的中国公司合资，并持有更多的股

份也许会获得一些外资公司的青睐。但是，对于一些澳大利亚的公司来说，以较少的股份同大型中国公司合资，例如安保公司和中国人寿的合作，也许更具吸引力。而且，控股合资公司意味着花费高昂。

(c) 外商独资企业

中国 1986 年开始就允许外商独资公司的存在。最开始主要是集中在制造业，允许外国公司在中国建立产能，以及开办贸易公司。近年来，中国又开放了服务业领域，包括金融服务。最早的外商独资金融服务公司是 GIC，设立于 2002 年 6 月。

中国不允许外商独资公司进入的行业设置了一个“负面清单”。随着时间的推移，这个表单的内容已经被放宽。最近的一个例子，一批海外对冲基金在 2013 年成为中国首批合格境内有限合伙人（QDLP），第二批在 2015 年 3 月获批（见附录 2.2）。

还有很多外商独资公司在上海自由贸易区（SFTZ）成立。最近的一个例子是法国巴黎银行，该银行于 2014 年 12 月在上海自贸区成立了法国巴黎银行证券投资顾问有限公司（上海），做为其与海富通基金管理有限公司的合资公司的补充，并且向一大批机构投资者推介该银行的投资管理能力。

在上海自由贸易区设立外商独资公司，除了方便资金汇转，另一个潜在的优势是知识产权保护。上海自贸区于 2015 年 4 月设立了自贸区知识产权法庭，为外资公司的知识产权保护提供了更多的信心。不过，该法庭的实际运行情况有待观察。

中国监管的“灰色地带”，以及具体哪个监管者负责领域的不确定性，让外商独资公司很难清晰了解哪些事情可做，哪些事情不可做。不过，如早先所述，最近发生了一个非常重要但不被重视的法规变化，中国正式允许外商独资资产管理公司进入中国市场。在本文写作之际，外商独资资产管理公司可以在此安排下为机构投资者和高净值投资者提供投资服务，但不可进入零售市场。

对于外商独资公司来说，最经常被提及的优势就是该模式对知识产权的保护。独资公司还可以同时雇佣本地和国外员工，建立和解散公司也相对合资公司简单。

独资公司的劣势也显而易见—特别是与合资公司相比较—它没有解决许多外资公司进入中国市场最大的两个障碍：本地销售渠道和品牌认知度。不过，对于一家外商独资的基金管理公司来说，还是有空间做很多事情的：成立合资公司或者与中国公司在分销渠道，品牌，市场和/或销售上建立合作伙伴关系。不同的公司有不同的解决办法。中国在法规上的变化提供了无数可能性。

香港/中国大陆基金互认

两个地区之间的互认协议旨在帮助在其中一地注册和获得执照的金融服务公司，更加方便地在另一个辖区内销售产品。但是，协议的制定同协议的成功实行之间还有很远的距离：澳大利亚和香港在 2008 年就已经达成了互认协议，但直至今天，无论是香港

方面还是澳大利亚方面，还没有一家公司利用这个协议。协议的成功执行需要两个互有协议的管辖区拥有大量“同等规章”，或者是相近似的规章需求和流程。究其原因，在两地金融法规有相当区别的情况下，监管者们一般很难简单接受对方市场的一套规章制度——特别是当这些法规被认为对消费者权益保护级别不够的情况下。

2015 年 7 月 1 日，香港/中国大陆基金互认机制（MRF）开始执行。来自中国政府高层的大力政治支持，是促成该条例的一个重要因素。

2015 年 5 月 22 日，中国证券监督管理委员会针对香港基金在大陆申请注册问题发布了一系列的规定，包括资格要求，申请流程和运营要求。一些重点的资格要求和限制值得总结，因为他们与这个机制的优缺点相关。一家香港注册的基金，如要中国证监会注册在中国大陆销售其产品，必须符合以下要求：

- 在香港设立和公开发行
- 至少 12 个月的经营记录
- 名下至少管理 2 亿人民币或者等值外汇

运营限制：

- 该基金不可将中国大陆作为主要的投资地。中国证监会已经给出指导意见，基金在大陆的资产不可超过总资产的 20%；
- 该基金出售给中国大陆投资者的股份价值不得超过基金总价值的 50%；
- 该基金不得将的投资委托其他任何的地区的机构（不过它可以在其他地区制定一个“投资顾问”）；同时
- 基金不可以是香港监管者，证券与期货事务检查委员会，过去三年内任何重要监管行为的对象（或者自其成立之日起，如公司成立不足三年）。

基金互认协议下合规的基金包括股票基金，债券基金，平衡基金和指数基金例如 ETF，黄金 ETF。上市的开放式基金，基金中的基金，结构基金和保本基金目前不合规

香港基金必须指定一个证监会批准的合格代理人作为它在大陆的代理人。合格的代理人包括资产管理公司，银行和证券公司。代理人负责在香港和大陆之间交换信息；基金发行等多种职责。合格的分销机构—可能同时是基金的大陆代理人—包括商业银行，证券公司，期货公司，保险公司或独立基金分销公司。

目前香港有 100 家左右基金公司符合基金互认协议的要求。这个机制下大陆认购香港和香港认购大陆基金的额度分布为 3000 亿元人民币。

通过基金互认协议接触大陆投资者的优缺点在哪里？

对已经在香港运行的基金来说，一个潜在的优势是监管确定性和熟悉的环境：投资行为，托管规定，基金估值和税收会继续自香港法律下被监管。只有基金的销售和分销需要遵守大陆法律并被中国大陆监管。

另一个现在的优势是能快速行动：基金互认协议的想法就是为了在另一个地区更方便和快速地分销产品，一旦你在自己本国注册并获得牌照。不过，香港 / 中国基金互认

协议的效果还有待观察：中国证监会 2015 年 8 月确认从申请直到批准可能需要最多六个月。

至于通过其他渠道向中国销售产品，品牌认可度和分销渠道依然是关键问题。离岸基金经理中具有较高品牌认知度，在中国客户感兴趣的领域有良好投资纪录，在中国大陆有分销渠道—例如通过中国已有的合资公司—可能会成为主要的胜出者。对有些公司来说，基金互认协议提供了快速把它们现有的投资能力运用到中国市场的渠道。

按照证监会在今年 8 月发布的声明，有七家香港基金公司申请通过基金互认协议向中国销售产品。除了一家之外，它们都是在中国有很高知名度的大型公司并拥有大陆合资公司。这些产品主要关注亚洲资产。

对那些希望利用这一机制但没有香港业务和投资纪录的公司来说，开展业务并拥有一年以上良好投资业绩可能会很昂贵并耗费时间。

附录 2.5: 提议的中国金融行动小组的可能框架

提议的中国金融行动小组应该由一位金融界高层或新近退休的由相当中国经验的管理人士领导。其他的成员应该包括：

- 4 名高官来自积极参与中国业务的公司或者有这样期望的公司，同时在商业银行，投资银行，基金管理和保险行业都有经验；
- 财政部高级官员（包括财政部悉尼办公室负责人）和外交和贸易部高级官员作为当然成员，还有澳大利亚储备银行，澳大利亚证券和投资委员会和澳大利亚审慎监管局成员；同时还有
- 人民币工作小组组长。

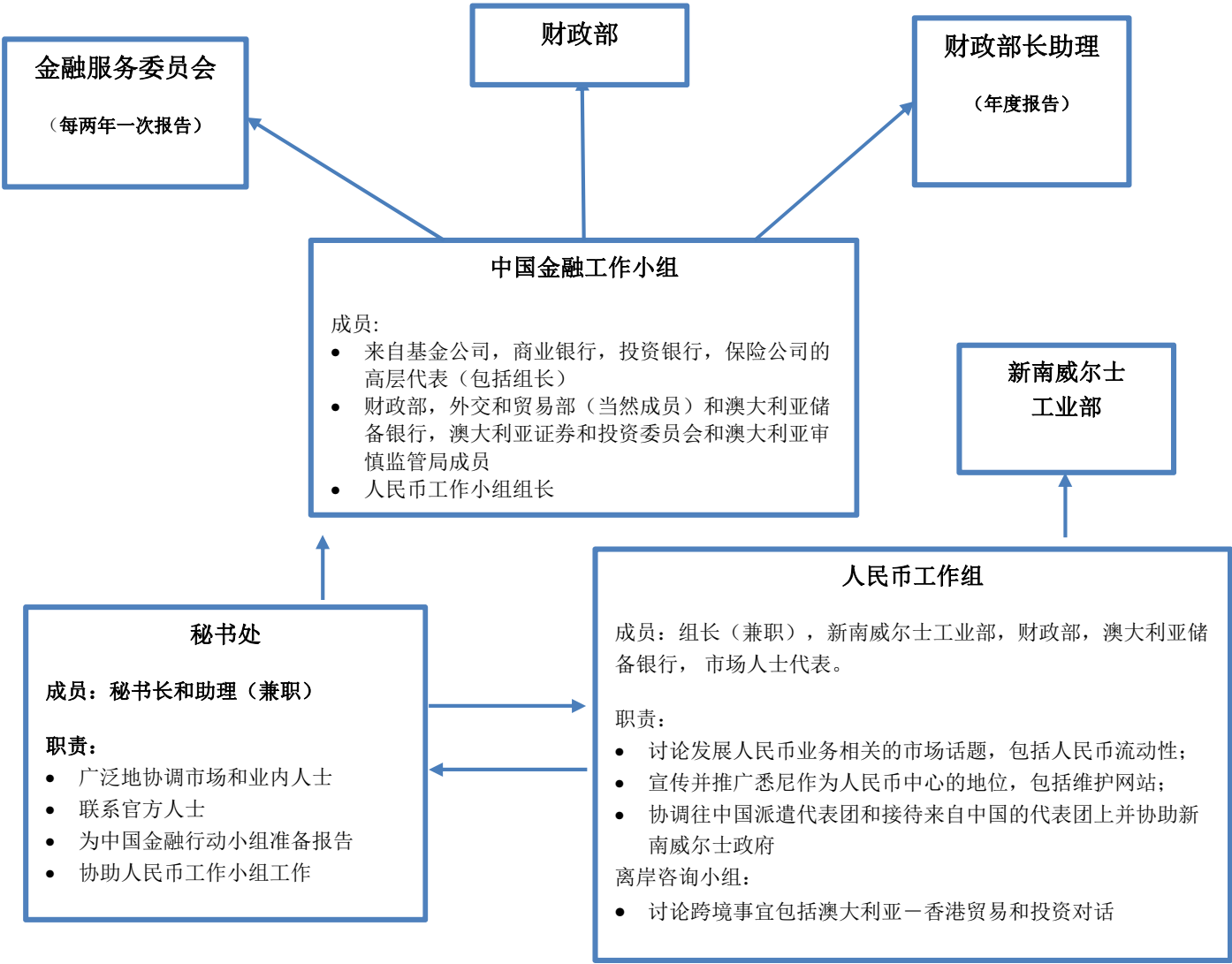
中国金融行动小组需要向财政部市场组的副秘书长汇报。它需要为助理财政部部长准备涉及澳大利亚与中国跨境金融关系的本地和中国政策的年度报告。它还可以为金融服务委员会准备一份有关自贸协定中金融附约执行情况的半年度报告，涉及市场准入领域，以及如何在共赢的基础上进一步提高市场自由度。

人民币工作小组组长可以定期向中国金融行动小组就金融行动小组相关的问题报告。

金融行动小组需要有一个专职秘书处服务，包括一位有金融背景和广泛业界联系人的秘书长，一位兼职助理。秘书处需要负责：

- 与金融界人士广泛联系协调；
- 与官方协调；
- 在咨询组长和财政部的情况下准备报告，以供中国金融行动小组参考；
- 为助理财政部长准备年度报告草稿，并为金融服务委员会准备半年度报告草稿，以供中国金融行动小组参考；同时
- 协助人民币工作小组工作。

下面的关系图设置出一个可能性结构：



附录 2.6：顾问机构

另类投资管理协会	英国皇家国际事务研究所
中国农业银行	中国建设银行
安保资本	中信证券国际
澳大利亚金融管局	中信证券国际澳大利亚分公司
亚太证券交易所	花旗集团
卢森堡基金业协会	伦敦金融城
澳大利亚证券交易有限公司	Colonial First State
澳大利亚贸易委员会	悉尼委员会
澳大利亚和新西兰银行集团	澳大利亚联邦银行
澳大利亚中国工商业委员会	澳大利亚联邦财政部
澳中理事会	中华人民共和国驻悉尼总领事馆
澳大利亚金融研究中心	德勤会计师事务所
澳洲金融市场协会	澳大利亚外交贸易部
澳大利亚证券和投资委员会	德意志银行
澳大利亚退休金基金	德意志联邦银行
中国银行	Eight Investment Partners
中国交通银行	Emerge Capital Partners
英格兰银行	安永会计师事务所
法兰西银行	欧洲中央银行
基点咨询	Europacifica Consulting
法国巴黎银行	法国巴黎金融市场委员会
BT 投资管理有限公司	纽约联邦储备银行

澳大利亚金融服务协会

Financial Services Knowledge Hub

Geoff Raby & Associates

GlobalRMB

高盛资产管理公司

Gresham Partners

英国财政部

香港交易及结算所有限公司

香港投资基金工会

香港金融管理局

汇丰银行

全球基金经理人的行业协会

中国工商银行

中国社会科学院金融研究所

澳大利亚保险集团

摩根大通集团

金杜律师事务所

韩国资本市场研究院

毕马威会计师事务所

La Trobe Financial

卢森堡金融服务公司

麦格理集团

Moelis & Company

新加坡金融管理局

Moreton Bay Partners

穆迪评级

美国明晟公司

澳大利亚国民银行

新西兰中国理事会

澳大利新南威尔士州财政部

澳大利亚新南威尔士商会

澳大利亚新南威尔士工业部

新南威尔士州总理和内阁部

中国人民银行

Perpetual

普華永道会计师事务所

证券及期货事务监察委员会

首尔财经论坛

首尔大学

上海发展研究基金会

上海国际金融研究中心

上海财经大学

Shuhou Associates

新加坡交易所

渣打银行

道富环球投资管理

环球同业银行金融电讯协会

波士顿咨询公司

The CityUK

Think Golbal Consulting

瑞士联合银行集团

英国贸易投资总署

美国财政部

美国国务院

先锋基金

优势资产管理

威灵顿管理公司

西太平洋银行集团