

中银研究产品系列

- 《经济金融展望季报》
- 《中银调研》
- 《宏观观察》
- 《银行业观察》
- 《人民币国际化观察》

作者：李佩珈 中国银行国际金融研究所
李义举 中国银行国际金融研究所
电话：010 - 6659 4312
010 - 6659 4026

签发人：陈卫东
审稿：周景彤
联系人：梁婧 叶银丹
电话：010 - 6659 6874

* 对外公开
** 全辖传阅
*** 内参材料

开放提速为金融供给侧结构性改革 增加了新动能*

金融开放是我国经济体制改革的重要内容，也是我国应对国内外复杂经济形势下的重要选择。2019年7月20日国务院金融稳定发展委员会办公室宣布了新的十一条金融开放措施(以下简称“11条”)，这是对习近平总书记在2018年4月博鳌论坛讲话的进一步落实，标志着我国金融市场开放又迈出重要一步。在中美贸易摩擦前景未定以及国际经济形势愈发复杂的背景之下，加快金融开放是我国通过开放提升金融竞争力的主动之举，也是促进金融供给侧结构性改革的及时之举，这为全球分享中国经济增长的红利提供了新机遇，也为中国金融市场的完善增加了新动力。

开放提速为金融供给侧结构性改革增加了新动能

金融开放是我国经济体制改革的重要内容，也是我国应对国内外复杂经济形势下的重要选择。2019 年 7 月 20 日国务院金融稳定发展委员会办公室宣布了新的十一条金融开放措施(以下简称“11 条”)，这是对习近平总书记在 2018 年 4 月博鳌论坛讲话的进一步落实，标志着我国金融市场开放又迈出重要一步。在中美贸易摩擦前景未定以及国际经济形势愈发复杂的背景之下，加快金融开放是我国通过开放提升金融竞争力的主动之举，也是促进金融供给侧结构性改革的及时之举，这为全球分享中国经济增长的红利提供了新机遇，也为中国金融市场的完善增加了新动力。

一、主要内容与特点

本次宣布的金融开放措施主要内容有 11 条，呈现以下特点：**第一**，市场准入进一步放宽。境外金融机构可通过参股或控股的方式经营理财业务、养老金子业务、货币经纪公司。 **第二**，业务范围进一步扩大。境外金融机构在信用评级、债券业务承销等方面的经营范围将进一步放宽。 **第三**，股权比例放宽。外资股在人身险、保险资产管理等方面的持股比例限制取消或进一步放宽。 **第四**，经营年限进一步放松，提出取消人身险外资股占比限制由原定 2021 年提前到 2020 年等(表 1)。

表 1：此次金融开放 11 条的主要内容及特点

序号	主要内容	含义
1	允许外资机构在华开展信用评级业务时，可以对银行间债券市场和交易所债券市场的所有种类债券评级	经营范围放宽
2	鼓励境外金融机构参与设立、投资入股商业银行理财子公司	市场准入放宽
3	允许境外资管机构与中资银行或保险公司子公司合资设立外方控股的理财公司	市场准入放宽
4	允许境外金融机构投资设立、参股养老金管理公司	市场准入放宽
5	支持外资全资设立或参股货币经纪公司	市场准入放宽
6	人身险外资股占比限制从 51%提高至 100%的过渡期，由 2021 年提前到 2020 年	股权比例要求放宽
7	取消境内保险公司合计持有保险资产管理公司的股份不得低于 75%的规定，允许境外投资者持有股份超过 25%	股权比例要求放宽
8	放宽外资保险公司准入条件，取消 30 年经营年限要求	经营年限放宽
9	将取消证券公司、基金管理公司和期货公司外资股比限制时点提前到 2020 年	股比时间节点缩短
10	允许外资机构获得银行间债券市场 A 类主承销牌照	经营范围放宽
11	进一步便利境外机构投资者投资银行间债券市场	投融资便利度提升

资料来源：中国银行国际金融研究所

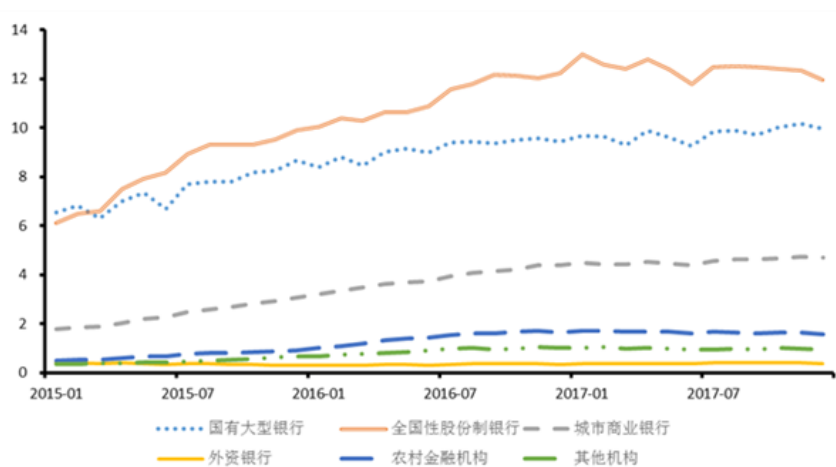
总的来看，“11条”的核心是放宽了外资金融机构经营范围和持股比例等限制，有利于进一步扩大外资机构在华经营的空间，提升其经营便利度。

二、对我国银行业及金融市场的主要影响

（一）对银行业的影响

目前我国的理财子公司主要是由商业银行独资设立。外资银行在境内理财产品的市场份额相对较低且增长速度缓慢（图1）。在2015年到2017年全行业理财余额翻倍的情况下，2017年末外资银行理财余额为3700多亿，同比减少了10%，市场占有率仅为1.25%。这主要是由于外资银行代客理财仍然存在额度限制（花旗银行与汇丰银行分别为34亿美元），且需要购汇办理代客境外理财业务，流程较为繁琐。

图1：理财产品资金余额情况



资料来源：中国银行国际金融研究所

“11条”提出，“鼓励境外金融机构参与设立、投资入股商业银行理财子公司”“允许境外资产管理机构与中资银行或保险公司子公司合资设立由外方控股的理财公司”，这意味着外资金融机构未来可直接设立理财子公司，既可以参股，也可以控股。考虑到境外金融机构在资产管理方面经验丰富，允许其投资入股理财公司，不仅有利于促使理财子公司股权结构多元化，扩大资金来源，也有利于将境外金融机构投资决策经验与国内商业银行的渠道和客户基础结合起来，帮助境内理财公司借鉴和吸收国

外先进的管理经验。长期来看，还有利于丰富形成多元化、错位竞争的资管体系，促进我国资产管理业务走向成熟。

“11 条”也提出“允许外资机构获得银行间债券市场 A 类主承销牌照¹”。这意味着外资金融机构未来可以从事所有非金融企业的债务发行承销，进一步扩大其业务经营范围。此前，外资金融机构只能从事 B 类债券承销业务，且仅有 3 家外资银行获得 B 类主承销业务、3 家获得 B 类承销业务资格，其债券承销市场占有率不足 0.03%，未有外资金融机构获得 A 类主承销牌照（表 2）。对境内金融机构来说，债券承销业务的放宽虽然加大了承揽此类业务的竞争压力，但也有利于加大与外资金融机构在国际债券方面的合作，并提升在债券设计、定价等方面的能力。

表 2：债务融资工具承销资质情况

主承销商		承销商（共 65 家，银行 29 家）	
A 类主承销商（共 41 家，银行 29 家）		盛京银行	广东南海农村商业银行
工商银行	平安银行	哈尔滨银行	锦州银行
农业银行	恒丰银行	广州银行	华融湘江银行
中国银行	渤海银行	富滇银行	厦门国际银行
建设银行	北京银行	龙江银行	珠海华润银行
交通银行	上海银行	昆仑银行	四川天府银行
国家开发银行	南京银行	成都农村商业银行	甘肃银行
进出口银行	浙商银行	苏州银行	齐商银行
招商银行	邮政储蓄银行	西安银行	重庆三峡银行
中信银行	江苏银行	洛阳银行	廊坊银行
兴业银行	农业发展银行	乌鲁木齐银行	泉州银行
中国光大银行	徽商银行	东莞银行	湖北银行
中国民生银行	宁波银行	广西北部湾银行	深圳农村商业银行
华夏银行	杭州银行	摩根大通（中国）	
浦发银行	天津银行	花旗银行（中国）	
广发银行		德意志银行（中国）	
B 类主承销商（共 26 家，外资机构 3 家）			
汇丰银行	渣打银行		
法国巴黎银行			

资料来源：银行业交易商协会，中国银行国际金融研究所

¹A 类与 B 类主承销资质的业务差别在于 A 类主要从事所有非金融企业债务融资工具承销，而 B 类只能从事本地企业的债务承销，外资银行只能从事境外企业境内融资的承销

（二）对保险业的影响

“11 条”提出，“人身险外资股占比限制从 51%提高至 100%的过渡期，由原定 2021 年提前到 2020 年”“取消境内保险公司合计持有保险资产管理公司股份不得低于 75%的规定，允许境外投资者持有股份超过 25%”“放宽外资保险公司准入条件，取消 30 年经营年限要求”。由于保险公司主要分为产险公司与寿险公司，两类公司具有一定的差异，“11 条”对于两类机构的影响也不同。具体来讲：

从产险公司来看，“11 条”带来的影响有限。市场上目前有 22 家外资产险公司，大部分为独资企业，市场占有率仅为 2%左右（图 2）。国内产险公司的最大业务是车险（占总业务量的 60%左右），由于我国存在产险不能异地承保的限制，外资产险公司只能在一个地区开展业务，车险的利润率较低且存在规模效应，因此外资产险公司无法快速发展车险业务。2018 年外资收入前十名的产险公司当中只有 5 家净利润为正，最高的为美亚保险的 1.39 亿元，亏损企业中安盛太平亏损达到 2.75 亿元。外资产险企业整体发展受到监管政策限制较多，“11 条”虽减少了外资金融机构参与国内产险公司的限制，但并没有放开其他监管措施。由于外资金融机构无法在内地迅速扩张分支机构，也无法形成规模效应，因此“11 条”对于产险企业的影响相对较小。

从寿险公司来看，“11 条”为寿险行业带来了发展机遇。伴随着中国老龄化和国民可支配收入的上升，考虑到寿险政策上的限制小于产险，外资寿险公司存在较大的发展空间。国内已经展现出越来越多的高端医疗保险的需求，外资的寿险企业依托国外较高的医疗水平相较于国内的寿险企业存在产品上的优势。寿险公司在市场上的占有率也由 2004 年的 2.6%上升至 2018 年的 8.1%（图 3），外资寿险公司亏损数量从 2016 年的 12 家降低至 2018 年的 8 家，合计净利润也由 24.26 亿元增长至 128.98 亿元。在股权结构上，之前外资不超过 51%股权比例的政策导致合资寿险公司大多是中外各占 50%的股权，当管理层变动更换时，公司发展策略缺乏延续性。提前放开人身险外资股占比限制可以使合资寿险公司提前形成自身稳定的股权结构，改变此前管理层频繁变动的局面，形成未来寿险公司稳定发展的基础。

整体来看，外资保险公司的资产在行业内的占比在 2014 年曾高达 6.54%（图 3），

处于逐步上升趋势。未来随着“11条”政策的落实，外资保险公司在国内会进一步发展，新的寿险公司建立速度应快于产险公司，并在经营管理、风险定价以及险资配置层面逐步展现竞争力，与国内保险企业形成竞争。

图 2：外资保险公司市场占有率情况

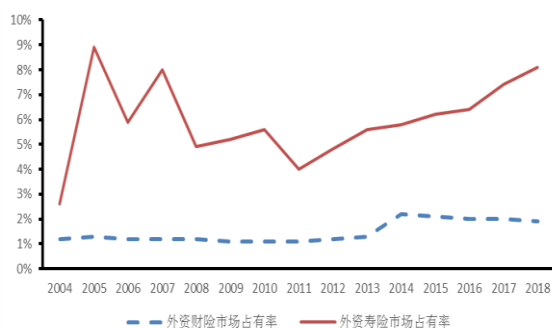
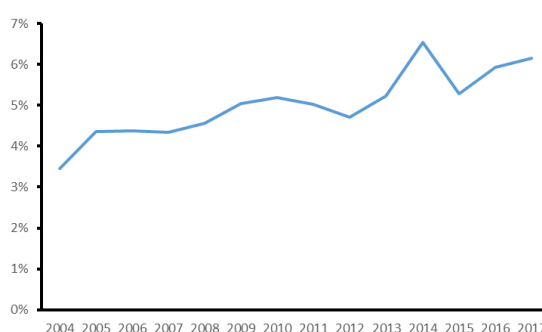


图 3：外资保险公司资产占比



资料来源：Wind，中国银行国际金融研究所

（三）对证券业的影响

目前国内一共有 11 家合资券商，2018 年合资券商营业收入占行业的比重为 6.1%，其中有 6 家处于亏损状态，由于中金公司外资股东占比较低，在剔除中金公司之后其余 10 家合资券商在总资产、净资产和营业收入方面仅占行业的 1%左右，整体利润也为负（表 3）。本次“11 条”提出了“将原定于 2021 年取消证券公司、基金管理公司和期货公司外资股比限制的时点提前到 2020 年”。虽然提前了取消股比限制的时点，但短期内由于外资金融机构在资本金、交易牌照和客户基础上与国内证券公司相比差距较大，对国内证券公司影响相对较小。

长期从业务层面来看，随着“11 条”中“进一步便利境外机构投资者投资银行间债券市场”政策的逐步落地，外资投行在投行业务以及衍生品业务上的优势也将逐步显现，这能够提升国内券商的专业化发展水平。投行业务方面，11 家合资券商当中参与合资的国际投行有高盛、花旗银行、摩根士丹利等国际大型投行，这些投行的参与能够提升国内投行的国际化视野与市场化交易能力。例如海外债券发行数据显示，截止 2019 年 7 月境外人民币债券发行总额为 2864.88 亿元，其中外资机构作为主经办人

的占比 67.5%。境外中资美元债券发行总额为 4130.41 亿美元，经办外资机构占比为 59.1%。衍生品业务方面，2017 年我国金融期货成交 0.25 亿手，全球占比不到 1%。场外衍生品交易规模与发达国家差距较大。因此，外资投行在全球大宗商品配置与衍生品业务层面能够提供丰富的经验。其在中国资本市场的深度参与能够促进证券业的差异化竞争，在一定程度上能够倒逼国内券商的转型，提升整体服务能力。

表 3：2018 年合资券商经营状况（单位：亿元）

合资券商	总资产	净资产	营业收入	净利润
东方花旗	18.28	14.27	8.03	1.32
东亚前海证券	23.28	14.00	0.91	-0.56
高盛高华	16.82	14.61	4.56	0.69
华菁证券	28.14	27.48	1.79	-0.64
汇丰前海证券	16.92	15.01	1.79	-1.22
摩根士丹利华鑫	7.18	6.51	1.75	-1.00
瑞银证券	33.41	19.38	8.24	0.08
瑞信方正	9.29	8.54	1.81	-0.36
申港证券	71.30	40.01	1.97	-3.75
中德证券	13.27	11.53	3.02	0.01
中金证券	2050.30	379.40	129.14	23.13

资料来源：Wind，中国银行国际金融研究所

（四）对债券市场的影响

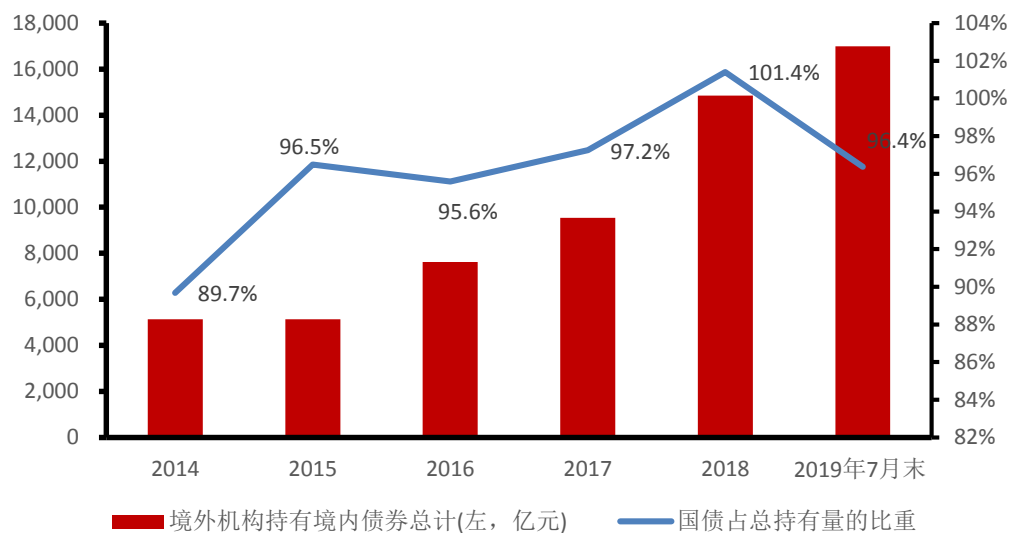
受国内信用评级机构起步较晚、实力较弱等影响，我国国内债券机构与境外评级机构在债券评级质量等方面有一定差距，突出体现在我国债券评级的差别性不强，定价作用不太明显，一定程度上影响了境外投资者投资境内市场的便利性。随着更多境外金融进入境内债券市场，其对国内评级机构的评级质量等要求进一步提高，需要加快债券信用评级等金融基础设施建设。2019 年初，美国标普公司已获准进入我国信用评级市场。

目前境内外机构持有境内债券主要集中于国债、政策性金融债等有限的债券品种，持有非金融企业债券较少。截至 2019 年 7 月末，境外机构持有我国境内的国债和政策性金融债规模约为 1.64 万亿元，占其持有总额的 96%（图 4）。“11 条”提出，允许外

资机构在华开展信用评级业务时，可以对银行间债券市场和交易所债券市场的所有种类债券评级，这有利于改善各类债券信用评级的质量，提高我国债券在国际市场的影响力，满足国际投资者对国债、金融债和非金融企业债等多样化需求。这也给我国非金融企业债券走向国际市场提供了新的机遇。

目前，境外机构投资银行间债券市场主要通过四种渠道，即境外三类机构、QFII、RQFII 和“债券通”。2018年，随着“债券通”的启动，境外机构投资境内债券市场的热情进一步高涨，截止2019年6月末，境外机构持有我国境内债券市场的规模已达到2万亿元，相比2017年末增加了79%。“11条”提出，将进一步便利境外机构投资境内债券市场，可以预计，未来境外机构投资者将在额度、品种等方面获得进一步的提高和扩大。从长期看，我国债券市场开放潜力较大，2019年7月末，外资持有我国债券余额占全部银行间债券市场的比重约为2.9%，低于印度（19.4%）、日本（26%）、韩国（38.8%），更远低于美国（63.4%）。

图4：境外机构持有的境内债券及占比



资料来源：Wind，中国银行国际金融研究所

三、商业银行的应对策略

金融开放对中资金融机构有利有弊。总的来看，随着外资金金融机构准入条件、持

股比例的提高以及业务范围的扩大等，有利于发挥“鲶鱼效应”，通过开放倒逼中国金融机构提高效率，但也在一定程度上加大了金融体系的竞争压力，部分业务领域将受到来自外资机构的较大冲击。中资银行业需要努力适应新的竞争环境。

第一，借鉴境外金融机构资产管理的先进经验，加快理财业务转型发展。“11 条”有利于商业银行理财子公司扩大资金来源，提高投资运作能力。商业银行要把握这一机遇，加快理财子公司转型发展。银行系理财子公司在客户及销售渠道等方面具有相对优势，但外资金机构富有资产管理的长期经验，未来要加强双方优势互补。商业银行系理财子公司在立足银行自身优势的基础上，加强向境外金融机构学习在业务发展模式、投资能力等方面经验，提升专业化经营水平和核心竞争力。而外资金机构也需要加快本土化转型，将国际管理经验、产品和投资优势真正运用到中国市场。

第二，与先进同业建立更为深度的互利合作，实现引资、引智和引制的同步发展。外资行既是竞争对手，也是合作伙伴。从上一轮我国金融开放的实践来看，通过股份制改革、引进境外战略投资者和公开上市，不仅为中国金融业发展吸引了资金，还给国内金融机构引进了先进的管理经验和技术。未来，中资金融机构要加快与先进同业的深度合作，不断提升中资金融机构的治理水平，吸引其先进的管理经验，实现引资、引智和引制的同步发展。

第三，借鉴国际经验，做好风险防范。各国金融发展的经验教训表明，债券市场开放过程中也容易出现境外机构利用其信用评级的垄断霸权威胁各国经济金融安全。例如，1998 年亚洲金融危机和 2012 年欧债危机中，亚洲和欧洲各国都因三大评级机构在经济危机中推波助澜而饱受痛苦。未来在加强与外国评级机构合作、学习先进评级技术的基础上，也需要进一步完善信用评级监管框架，对涉及国家军工技术、高新技术、信息安全及金融安全的行业，设立严格“负面清单”管理。与此同时，加大对本土信用评级机构的支持，帮助其提升国际竞争力。