

CADERUS

2003-2013: 10 年国际投资顾问的历史

中国资产管理行业

几十年经济快速增长，财富的迅速积累，监督管理不断的开放化，使得中国个人和机构投资者在国际金融市场上的活动逐渐增长。中国组合投资有潜力对俄罗斯股票市场造成很大影响。

Andrei AKOPIAN
+79175776911
andrei.akopian@caderus.com

王锡哲
+8618810106990
xz@caderus.com

在等待着中国组合
投资

2013 年 十一月

即将来临

中国占全球经济、消费、国际贸易和各国投资者的投资战略比重每年逐步增加。

有一些投资者寻找购买中国金融产品的渠道，还有一些难以掩饰对中国组合投资进入俄罗斯股市使俄罗斯股市增长的期待。

尽管大多数境外金融专业人士对于中国金融市场很感兴趣、对于中国资产规模和投资潜力概况也有所了解，但对于中国金融市场的走向、进出中国投资监管体系的不断开放化没有一个明确的想法。

与此同时，中国投资者，并不满足于一个比较封闭的金融市场，所以开始寻求境外投资的渠道。但目前俄罗斯市场还没有成为中国境外投资的目标之一，尽管俄罗斯和中国是两个世界上面积最大的国家也是邻国。

双方的障碍是语言上的困难、文化差异，以及长期对对方的特有印象。即使过去俄罗斯帮助年轻的中国建立了约 150 个重大的基础设施项目，但是大多数中国人和很少一部分俄罗斯人至今记得。

这项研究基于众多市场参与者、资产管理、投资银行、财务顾问、监管机构进行面对面的会晤和远程访问，我们想做一个可行的贡献来消除这些障碍，迈出重要一步为了解和进入中国金融和管理市场提供一个机会。

研究中国资产管理行业

在这项研究中，我们和 QDII 基金经理、新产品开发主任、发展国际业务股票及债券基金经理、董事，同时与信托管理、私募基金、保险资产、私募股权投资基金、分析师和各部门控制风险的负责人、主管国际交流部、富豪投资者、投资银行家和投资顾问，进行了 50 次以上的交流。

会晤的主要部分是在 2013 年六月下旬和七月上旬进行的。

本调查的第一部分目的是给出关于中国金融市场规模的概况、投资管理行业的现状、国际投资的调控。

第二部分是我们的研究成果。

中国金融资产规模

许多成功的金融机构在中国的年度报告都展现出了令人印象深刻的数字比例和他们多年来两位数的增长速度。

银行

例如，截至到2013年7月中国银行总资产达到23.6万亿美元，而在2012年以美元计算的增长为19.1%（人民币增长为17.9%，同时人民币兑美元的增率为1.01%）。为了便于比较，根据央行的统计所有俄罗斯银行在2013年7月1日总资产为52.74万亿卢布（1.6万亿美元）。

在 2012 年年底中国的银行存款总额高达 15.1 万亿美元，显示出了每年两位数的增长速度。

这一点，连同银行资产的增长是快速增长的影子银行（商业银行业以外的存款信贷活动）：根据统计，中国影子银行业的规模达 15 到 36 万亿元（相当于 2.4-5.85 万亿美元）。

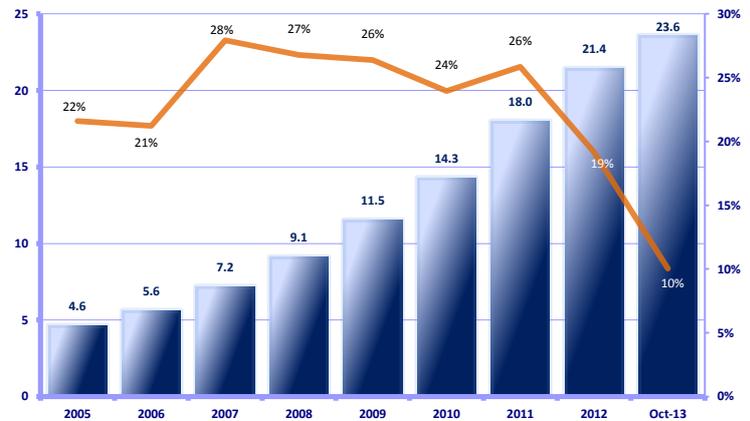
股市

到 2013 年 8 月底在中国内地有近 2500 家上市公司，总市值高达 23.62 万亿元，其中上海证券交易所为 15.2 万亿元，深圳证券交易所为 8.42 万亿元。

自 20 世纪 90 年代初股市创建以来，散户投资者是中国股市主要的驱动力，而不是机构投资者。

到现在为止，中国股市每日平均成交金额的 70%-80%是由私人投资者完成的。这种过度依赖私人投资者说明了，中国的领导层积极发展金融服务市场，特别是各种机构投资者的投资活动。

中国银行业总资产 (万亿美元) 及年度增长 (% 右轴)



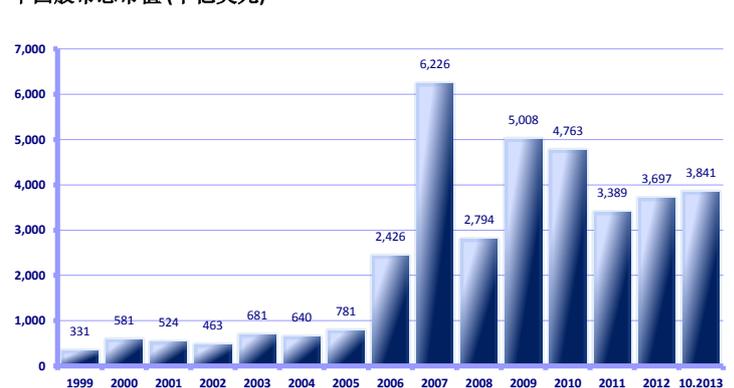
资料来源: 中国国家统计局, Caderus 分析

中国银行业总存款 (万亿美元) 及年度增长 (% 右轴)



资料来源: 中国银行业监督管理委员会, Caderus 分析

中国股市总市值 (十亿美元)



资料来源: 上海证券交易所, 深圳证券交易所, Caderus 分析

然而，近几年来股市未能吸引到更多的投资，总市值好几年停滞不前，新的 IPO 从 2012 年下半年开始停止，为了提高企业管理质量和维护小股东的权益。在这种情况下，其它的金融行业部门发展较快，尤其是信托行业。

中国储备总值

人民

在20世纪70年代后期邓小平奠定了符合中国国情的市场化改革，使得中国人口福利的增长，改革的结果主要体现为提高了人民可支配收入：工资、商业收入、租金收入、资产价值的增长。

据中国招商银行和贝恩咨询公司研究调查，于2012年年底在中国有超过70万的富豪人士（个人资产超过1000万人民币）。在2010年富豪人士仅为50万。根据招商银行和贝恩咨询公司预测，在2013年年底这种富豪人士将达到84万。据他们估计，富豪人士投资于银行存款、股票和不动产占自身总资产的一半。

该调查研究还指出富豪人士对国际投资兴趣的提高，在所有受访问的投资者中有超过 30% 的人已经持有海外资产，而其他大部分人也在考虑中。

据中国招商银行和贝恩咨询公司估计在 2012 年年底，中国人口总投资资产达到 80 万亿人民币，到 2013 年年底，预计达到 92 万亿人民币。

有关中国人口的重要趋势

- 持续的城镇化进程和中产阶级的形成。到 2012 年年底城市人口大约占 45%-52%。

城镇居民人均可支配收入 (美元) 及年度通胀后实际增长 (%) (右轴)



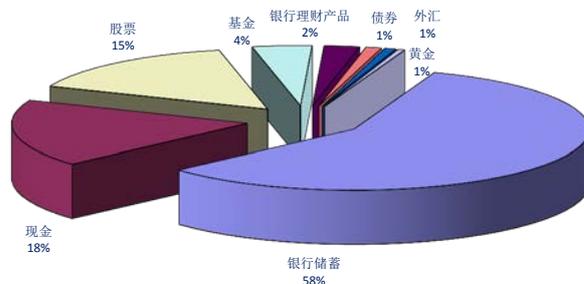
资料来源: 中国国家统计局, Caderus 分析

农村居民人均可支配收入 (美元) 及年度通胀后实际增长 (%) (右轴)



资料来源: 中国国家统计局, Caderus 分析

中国家庭平均资产支配分布, %



资料来源: 中国证券投资基金业协会, Caderus 分析

- 人口老龄化。
- 在中国的工作人员短缺，劳动力成本的继续增加。
- 放宽独生子女政策，随后消费比例增加。
- 政府有针对性的努力增加消费额在 GDP 中所占的比例。
- 富豪人士数量的进一步增长，总储蓄、总投资资产继续增长。
- 降低赋税，促进储蓄和消费的增长。
- 对于中国的西部地区，中国中部和西部中产阶级的增长转换。

企业

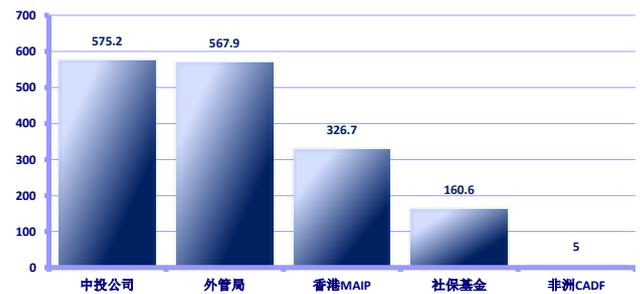
国有与私有的企业积极地积累流动资金。其中有的企业独自与西方最大的投资银行合资创建资产管理公司和信托公司。中国企业总投资资产为 10 万亿元。

国家政府

在中国最大的投资方是政府，同时政府外汇储备、主权财富基金总值不断地增长。至今，政府在经济市场中依然扮演着重要角色。根据 CRS 给美国国会的报告 (05.09.2013) 数据指出，中国国有企业占 GDP (除去农业) 的比例达 50%。

在最近一段时间政府开始进行减税政策。这将帮助企业获得更多的发展资金，同时减缓了主权财富基金的增速。政府的总投资资产，国家水平由主权财富基金管理，地方水平（养老基金的主要部分）由地方政府管理。

中国主权财富基金: 管理资产总值 (2012), 十亿美元



资料来源: SWF Institute, Caderus 分析

中国资产管理者类型

主权财富基金 1: 中国投资有限责任公司

中投(与外管局同时)是全球五只最大主权财富基金之一，成立于 2007 年 9 月 29 日。起始资金为 2 千亿美元。其后资产的增长来源于投资收益和政府给予的资金。

中投主席，丁学东，曾任国务院副秘书长。上一任主席，楼继伟，现任中国金融部部长。

中投公司管理资产总值 (2007-2012, 十亿美元) 及年度增长, %



资料来源: 中国投资有限责任公司年报, Caderus 分析

2012 年投资组合的大部分（63.8%）投资于其他的基金，剩下的（36.2%，2011 年为 43%）独自投资。

全球股市中，投资以美国股市为主(49.2%，2011 年为 43.8%)，其它发达国家股市比例为 27.8%，新兴市场比例为 23%。

中投投资类型 32%为股票，32.4%为长期直接投资，19%为债券，剩下的为流动资金和另类投资。

2012 年中投以金融行业股票为主(占股票组合的 22.3%)。其后为消费行业(21.1%)、资讯科技行业(11.6%)、能源(10.2%)、工业(9.1%)以及医疗(8.2%)。

中投是在俄罗斯最大的中国投资机构，主要进行长期战略性投资。

中投在俄罗斯的投资项目包括:

- 2009 年 11 月购买 45%俄罗斯诺贝尔石油公司 (Nobel Oil) (3 亿美元)。
- 2010 年 2 月参加 VTB 银行 SPO(再次公开发行)，共投资 1 亿美元。
- 2012 年 5 月购买极地黄金公司 (PolyusGold) 5%的股权，减去 1 股 (4.25 亿美元)。
- 2012 年 6 月与 RDIF (俄罗斯直接投资基金) 共同成立直接投资基金 (中投投资金额为 10 亿美元)。
- 2012 年 10 月购买俄钾肥 (Uralkali) 可换股债券，其后 2013 年 9 月换得 12.5%的股份。总投资额为 20 亿美元。
- 2012 年 12 月购买俄罗斯交易所 4.58%股票 (约 1.87 亿美元)。
- 同俄罗斯外经银行签署协议共同投资远东基础设施项目。

主权财富基金 2: 国家外汇管理局

外汇管理局是中国人民银行管理的副部级国家局。外汇管理局的局长兼任央行的副行长。主要负责管理外汇收支、买卖、借贷、转移以及国际间的结算、外汇汇率和外汇市场。截至到 2013 年 6 月底中国外汇储备为 3.5 万亿美元。

外汇管理局也负责持牌机构 QFII, RQFII, QDII

中投资产类型投资组合和变化, %

	2008	2009	2010	2011	2012
股票	3.2%	36%	48%	41%	32%
债券	9%	26%	27%	26%	19%
另类投资	0.4%	6%	21%	28%	45%
现金	87%	32%	4%	6%	3.8%

资料来源: 中国投资有限责任公司年报, Caderus 分析

中投境外投资组合年度收益率 (橙线) 及平均年度累计收益率 (自 2007 年起, 蓝色)



资料来源: 中国投资有限责任公司年报, Caderus 分析

中国外汇储备, 十亿美元



资料来源: 国家外汇管理局, Caderus 分析

的配额分配。

外汇管理局的投资政策一直是非常保守的，但是近年来，受中国外汇储备快速增长的影响，外汇管理局逐渐开始发挥更加积极的作用。

外汇储备比较大的部分(1.28 万亿美元)是投资于美国国债。在这种情况下，外汇管理局从 2007 年开始投资于全球股票市场，到 2009 年中国外汇管理局是全球国家股权基金之中持有美国股票最多的组织(布拉德·塞斯特，鲁比尼全球新兴市场)。

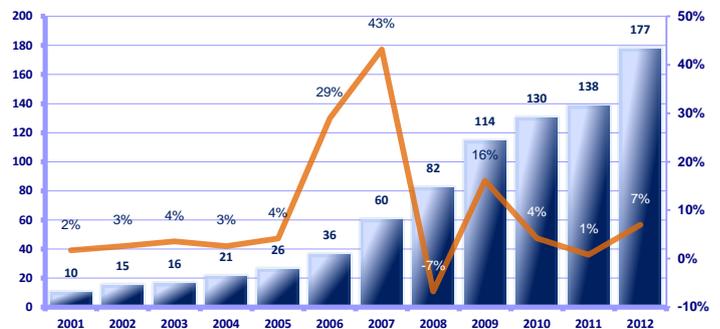
很有可能，外汇管理局将很快开始减少持有美国国债的份额，并增加全球基础设施和其它长期外国投资的份额。

主权财富基金 3: 全国社会保障基金

全国社会保障基金是由全国社会保障基金理事会来管理的，始建于 2000 年 8 月，作为战略储备基金以应对未来人口老龄化的挑战。

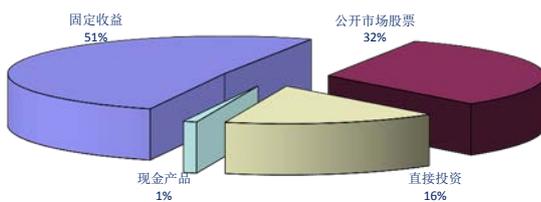
全国社会保障基金理事会独立管理的基金占 59%，剩下的 41%交给其它的基金管理公司进行管理，其中包括私募股权基金。

全国社会保障基金资产总值（十亿美元）及年度收益率，%



资料来源: 全国社会保障基金理事会年报, Caderus 分析

2011 年 NSSF 资产类型投资组合 (按类型, %)



资料来源: 中国证券投资基金业协会, Caderus 分析

全国社会保障基金可以用其总资产的 20%进行海外投资(股票, 债券和其它基金)。2012 年年底, 实际上仅有 7%的基金资产投资于海外。

据预计, 到 2020 年, 基金资产管理规模将扩大 4 倍, 并且海外投资份额也会有所提高。

基金管理公司

基金管理行业是从 20 世纪 90 年代一直到 1997 年底的亚洲金融危机自由发展。金融危机之后中国证券监督管理委员会对其行业开始进行监督管理。

截至 1997 年 10 月, 在中国有 72 家小型封闭式投资基金, 其总资产金额为 66 亿人民币, 而当前股票总市值达到 5200 亿人民币。

1998年，根据新的规则成立了5家新的管理公司：南方基金管理有限公司、国泰证券资产管理公司、博时基金管理有限公司、华夏基金管理有限公司、华安基金管理公司。其中每家管理公司有一个封闭式基金，总资产规模达到20亿人民币。

当前许多股市参与者反对新的规则并拒绝购买新基金投资的股票，以这种方式阻挠新公司的正常运行与投资收益率。

在这中情况下，证监会出台新的政策，以保护新的资产管理行业，其中所有IPO总金额的20%分配给新的基金公司。在当时IPO投资者会有比较高的收益率。这样，管理公司得以保存。

2001年9月华安公司设立了中国第一只开放式基金，2002年9月他设立了第一只债券基金，之后10月他又设立了第一只指数基金，2003年12月他设立了第一只货币市场基金。

目前，基金管理公司不仅可以管理公共基金，而且还能为富豪人士、企业（下限为5至25百万美元）及股权基金提供专门管理帐户的服务。

近年来，管理公司还积极争取管理养老基金资产。根据中国证券投资基金业协会的数据，2012年所有管理公司的总资产的21%为专门管理帐户的资产。

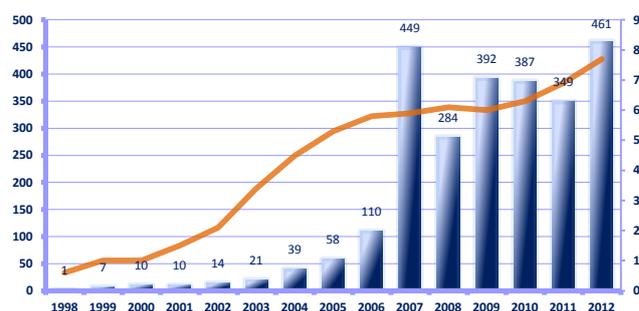
2013年7月，在中国有82家管理公司，其总资产规模约3.7万亿人民币(0.6万亿美元)，包括公共基金和专门管理账户资金。全球公共基金总资产规模为27.86万亿美元（根据2013年第一季度国际投资基金协会的数据）。

在2012年，中国一共设立了260新的基金，其总投资规模为6450亿人民币。

尽管在2010-2012年国内金融市场的状态不佳，而管理公司行业却较快发展：管理公司的数量从2010年的60家上升至2013年的82家，基金的数量从2010年的557只上升至2012年年底的1173只，并且其管理资产金额从2010年年初的3920亿美元上升到了2012年年底的4610亿美元。

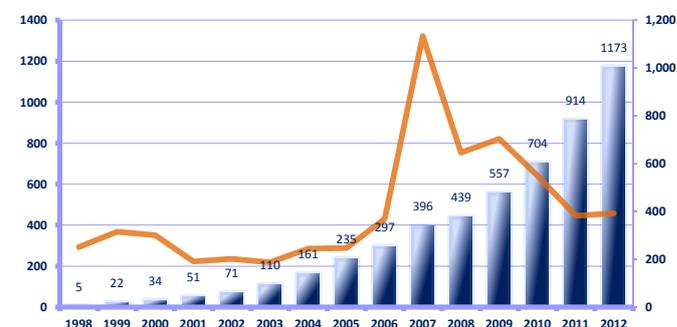
在接下来的金融市场自由化的步骤中，在2006年允许使用合格境内机构投资者(QDII)的资格创建第一批到海外投资的基金。海外投资的项目在富豪人士和零售客户中是非常受欢迎的。而且在发布后1-2天内就完成了筹集资金。

所有基金总资产规模(十亿美元), 基金管理公司数量(曲线, 右轴)



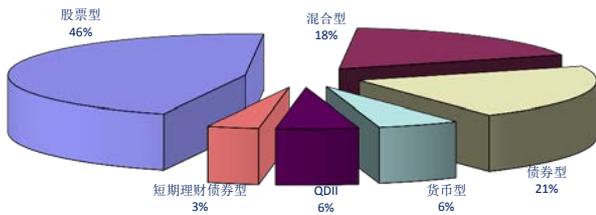
资料来源: 中国证券监督管理委员会, Caderus 分析

总公共基金数量, 基金平均资产(百万美元, 曲线, 右轴)



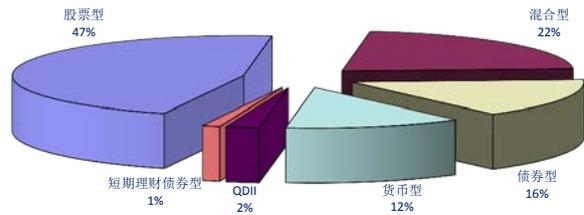
资料来源: 中国证券监督管理委员会, Caderus 分析

中国基金数量分配 (按资产类型), 6 月 2013 年



资料来源: 中国证券监督管理委员会, Caderus 分析

中国基金资产分配 (按资产类型) 6 月 2013 年

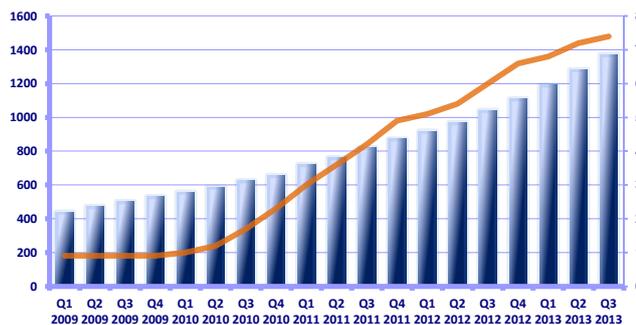


资料来源: 中国证券监督管理委员会, Caderus 分析

但是在 2008 年, 所有 QDII 基金在全球金融市场中经历了大幅度的下滑, 很多客户连续几年都被 QDII 基金“套牢”。2008 年的金融风暴就是 QDII 基金目前的困难。

在这种情况下, QDII 基金的成绩是比其它基金的收益率更好: 比如 2012 年 QDII 的平均收益率是 11.88%, 华宝兴业公司 Offshore China Growth 基金的成绩在 2013 年前 8 个月中高达 41%, 广发公司 Asia-Pacific (ex Japan) Enhanced Equity 基金的收益率则为 31%。

中国公共基金总数量与 QDII 基金数量(曲线, 右轴)



资料来源: 中国证券监督管理委员会, Caderus 分析

QDII 基金数量占总公共基金数量比例 (蓝色), QDII 基金总资产占公共基金总资产比例, %



资料来源: 中国证券监督管理委员会, Caderus 分析

根据中国的法律, 管理公司注册为有限公司, 外资股东在公司可以拥有不超过 49% 的股份, 而新型的 QDLP 资格对外国管理公司给出了更多业务发展的空间。

基金销售渠道, 吸引客户的新形式

所有管理公司吸引新的资金, 主要渠道是通过银行出售基金, 也可以在较小的范围内通过券商及自己的销售网络等手段。此外, 管理公司也可以从企业和富豪人士中进行资金筹集。

据普华永道咨询业务公司(PWC)讲, 通过银行销售基金占 75% (其三分之二是由 5 家最大的银行进行销售), 13% 是由管理公司直销, 而 8% 左右是通过券商销售。

在 2012 年中期, 中国共有 157 家基金销售公司, 其中包括 59 家商业银行, 94 家券商和 4 家独立的经销商。

管理公司不专注于直接销售其产品, 是为了避免与主要销售渠道(银行)的冲突。

然而，银行也会对管理公司造成一定负面影响：例如，银行为了增加交易量，鼓励客户出售成绩好的基金，从而使成功的管理公司减少总资产。

不过，也有创新的解决方案：阿里巴巴有大量的客户，也有自己的支付系统（支付宝），在客户账户里有着大量的现金余额。现在这些客户可以用这些钱网上投资于天弘基金管理公司货币市场基金。

这样，2.5 百万客户已经投资了 500 亿人民币，预测总投资额到 2013 年年底会达到 1000 亿元人民币。

最近新证券投资基金法的颁布，保险管理公司也可以设立自己的公共基金并进行销售。这样，保险管理公司可以使用自己庞大的销售网络，并提高自己销售渠道的重要性。

银行

银行参与其零售和富豪客户的资本管理（私人银行）。中国银行业监督管理委员会监察各银行金融产品销售运作：共同基金、私募基金、信托产品、私募股权基金和风险资本基金的进程。

由银行向客户提供的金融产品的形式：理财产品。对于银行客户这是一种可获得更高的回报而非银行存款的可调整利率。对于借款人这是一种获得信贷融资的另一种方式，对于许多借款人的类型正常的银行关闭贷款通道。

除银行外，理财产品也提供其客户的信托，保险公司，券商，私募股权基金。经常由理财产品销售而获得客户的资金，被集合共同投资到许多种类的金融产品。

根据银监会 2012 年年底，银行发行理财产品总额为 7.1 万亿人民币（1.1 万亿美元）。

信托

信托活动在中国的位置是在银行和投资活动的交界处。信托对银行和基金的主要区别是拥有更大的自由调节空间，由于零售投资者无法获得信托产品：投资者必须投资不少于 100 万人民币。

信托的快速发展主要是由于严格的银行监管制度以及富有投资者寻找更加有利可图的金融工具，超过了银行存款的监管限制通常是负实际回报率。

监管制度让信托公司支付自己客户更高的收益率。通常是银行收益率的5倍。与基金相比较信托产品多样化，投资策略和解决方案更丰富。部分信托产品保障资产最低回报率或固定回报率。

因此，2013年9月底的67家中国信托公司经营管理资产总额为10.13万亿元，60.3%的前12个月度增长。

67家信托公司在2013年上半年的总收入达到35.1十亿人民币（年度增长率为35.4%），利润总额为25.78十

中国信托资产总额（十亿人民币）及年度增长（%，右轴）

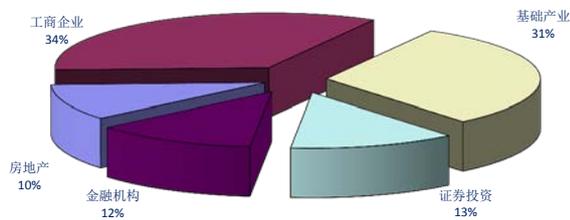


资料来源: 中国信托业协会, Caderus 分析

亿人民币（年度增长率为35.69%）。

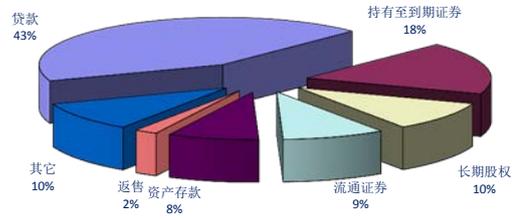
外资参与信托股份有限公司最大持有股份为 25%，而每个外资参与者单独不能拥有超过 20%的股份。然而，参与信托活动并分享其收入是可以通过投资咨询公司来进行询问。

2013 年六月信托资产分布（按行业）



资料来源: 中国信托业协会, Caderus 分析

2013 年六月信托资产分布（按投资产品）



资料来源: 中国信托业协会, Caderus 分析

保险资产管理公司

十几家保险管理公总资产为7.27万亿人民币（根据2013年8月底中国保监会），从年初增长了6.07%。

由于保险管理行业的监管不断开放化。直到最近一段时间保险管理公司只对自身的资金进行管理。自2013年年中起，允许保险管理公司设立私人基金，可以有第三方参与投资。

同时可以投资的金融工具也将更加广泛。目前保险资产除了传统保守的金融工具，也可以投资于股票、私募股权、房地产以及基础设施等项目。

外资保险公司参与股本是有限制的，可以控制股本为25%。

保险投资公司的投资分布，2013 年 8 月

	CNY bn	USD bn	占百分比
债券	3,265	531	44.9%
存款	2,214	360	30.5%
股票及基金	731	119	10.0%
其它	1,060	172	14.6%
合计	7,271	1,182	100%

资料来源: 中国保险监督管理委员会, Caderus 分析

养老基金

中国养老基金主要分为 3 种类型: 由地区政府控制的主要养老基金 (共约 2 万亿人民币)、由企业组织的养老基金和全国社会保障基金(截至 2012 年底为 1.1 万亿人民币, 储备养老资产)。

地区政府控制的养老基金主要资金投资于银行存款或政府债券, 收益率低于通货膨胀。近日, 出现了社会保障基金管理公司资金转移的倾向。此外根据塔菲克商务咨询处的调查, 有 52 家管理公司的公共基金也参与养老金管理的业务,

全国社会保障基金资产规模(十亿美元), 及年度增长 (蓝线, 右轴, %)



资料来源: 全国社会保障基金理事会, Caderus 分析

总金额高达 4450 亿人民币。

阳光私募基金

到 2013 年初阳光私募基金的总数量超过 900，但是管理资产总规模仅为 1383 亿人民币(根据中国信托业协会的数据)。私募基金并不受金融工具选择的限制，所以可以给客户提供多元化的投资策略。他们的宗旨是绝对回报，而不是与任何指数比较。私募基金经常使用金融杠杆。

私募基金只可以通过私募发行募集资金。通常情况下，私募基金借助信托公司进行发行并筹集资金。

由于私募基金是面向少数特定的合格投资者非公开发售，所以不受 CSRC 的监管。根据 2013 年 6 月 1 日新生效的证券投资基金法规定私募基金需要到中国证券投资基金业协会(AMAC)注册。

私募基金管理公司的盈利模式一般是收取总资金 2%左右的管理费和投资盈利部分的 20%做为佣金收入。公共基金管理公司的盈利模式是仅收 1.5%左右的管理费。

家庭理财

近年来，一些中国成功的企业家开始放弃企业的管理并逐步关注管理自己的资产。根据“胡润百富”的调查，刘永浩(62 岁)是中国最大的私人投资者，新希望集团董事会成员，其投资组合规模高达 200 亿人民币。

据“胡润百富”的调查，目前在中国一共有 22 位个人资产最少有 50 亿人民币的企业家。他们的总资产合计达到 2120 亿人民币。

资产管理行业的监管机构

中国证券监督管理委员会(CSRC)是证券市场和资产管理行业、券商，以及私募股权基金和风险投资基金的主要监管机构。

中国银行业监督管理委员会(CBRC)负责监管信托行业。银监会也监管着银行的理财活动。

中国保险监督管理委员会(CIRC)负责监管保险管理行业。

中国证券监督管理委员会、国家外汇管理局及中国人民银行都负责监管 RQFII。

在 2013 年 6 月之前私募股权基金和风险投资基金是由国家发展和改革委员会监督管理的，目前发改委仍对该行业有所影响。

国际投资交流发展

合格境外机构投资者(QFII) 和人民币合格境外机构投资者(RQFII)

QFII 和 RQFII 牌照，是允许合格境外投资者用外国货币及离岸人民币直接投资于国内金融证券如股票、债券、基金及衍生产品。海外管理公司想要到中国大陆投资，必须得到有中国证监会颁发的 QFII 牌照，然后通过中国国家外汇管理局获得投资配额。

RQFII 牌照首次发行于 2011 年 12 月，是为了给设在香港和内地的金融机构可以投资关于离岸人民币金融产品的机会。在 2013 年 7 月，第一家国际银行，汇丰银行拥有了自己的配额。而在这年 10 月中旬中国和英国已同意分配一个高达 800 亿人民币的配额给在英国注册的金融公司。

QFII 牌照只能颁发给股东权益不低于 5 亿美元的投资公司或银行，或管理总资产规模至少为 5 亿美元的管理公司。获得 QFII 牌照手续一般需要 6-12 个月。

截至到 2013 年 9 月一共颁发 QFII 有效牌照 216 个，在 9 月一共颁发了 6 个牌照和 10.5 亿美元的配额。

RQFII 配额总发行额高达 1343 亿人民币（比前一个月增长 5%）。2013 年年初的总配额只有 670 亿离岸人民币。其中 85%是给予基金，15%是给予银行和券商投资。

今年 QFII 总配额上限从 800 亿美元上升到了 1500 亿美元。

直到 2013 年 10 月中旬，RQFII 总配额上限为 2700 亿离岸人民币。而现在，包括英国的配额在内，RQFII 总配额上限为 3500 亿离岸人民币。截止到 2013 年 9 月已发行 QFII 和 RQFII 总配额分别为 475 亿美元和 1343 亿离岸人民币。

QFII 和 RQFII 总发行额为 693 亿美元与股市总市值为 3.75 万亿美元相比，并考虑到 QFII 和 RQFII 牌照不仅允许在股市进行投资也可以投资于债券和其它金融产品，这种情况说明监管自由化越开放，国际投资者在中国金融市场的投资比例越大。

合格境内机构投资者(QDII)

QDII 牌照是允许内地投资者往海外资本市场进行投资。

QDII 牌照是 2004 年出现的，在出现后的一年半之内仅有一家保险公司（平安保险）获得该牌照，并获得总配额为 88.9 亿美元。

在 2006 年 4 月，QDII 体系扩展到了资产管理市场。2006 年 7 月第一家银行（中国银行）获得 10 亿美元的配额，2006 年 9 月，第一家管理公司（华安管理公司）获得了 5 亿美元的配额。

在 2007 年 9-10 月，4 只开放式 QDII 基金共同筹集配额 1200 亿人民币，而且开盘后一两天内出现了大幅度超额认购的情况。在该期间内实际收到的认购申请共计金额为 2800 亿人民币，超出 4 只 QDII 基金所获得总配额的 2 倍。

在 2008 年，QDII 基金均遭遇了全球金融危机并出现了严重损失，并且在之后的长时间内大批投资者继续持有 QDII 基金以免带来损失。这种情况使得内地投资者对海外投资出现了负面影响。

然而，不断增长的储蓄使得投资者寻找投资组合的多样化，包括通过国际投资的方法。早在 2010 年，QDII 基金的数量已经从 9 只上升到了 17 只，平均每只基金吸引 6 亿人民币的资金。

在 2011 年，QDII 基金不断积极创新，到了年底 QDII 基金已经有 42 只。然而，这些基金的收益率为负数（-20%）与 MSCI 中国指数的收益率相同，与地方基金平均收益率（-23%）相比要有优势。这就造成了 QDII 基金总资产净值下降了 21%--约合 580 亿人民币。

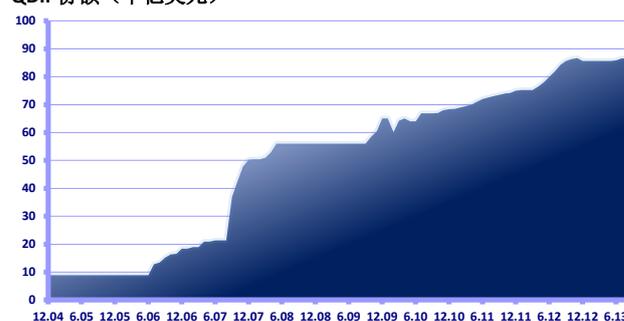
2012 年的情况就要乐观得多，QDII 基金的平均收益率为 11.88%，这是一个显著的成就，但是在这背后地方基金收益率仍然是负数。

QDII 基金总数量及资产总值（十亿美元，曲线，右轴）



资料来源: 中国证券监督管理委员会, Caderus 分析

QDII 份额（十亿美元）



资料来源: 国家外汇管理局, Caderus 分析

到 2013 年 9 月 QDII 牌照总发行量为 113，总配额为 883 亿美元。每个拥有 QDII 资格的公司不一定要设立 QDII 基金，而实际上使用的配额仅占总配额的 15%。但是，一些大的资产管理公司告诉我们，他们自身 QDII 配额已经快要用完，他们有申请提高配额上限的计划。

QDII 资格持有者	份额,	比例,	份额,	比例,	份额,	比例,	公司数量
	6 月 10 年	6 月 10 年	2 月 12 年	2 月 12 年	9 月 13 年	9 月 13 年	
基金, 券商	39.2	61.2%	44.4	59.0%	45.2	51.2%	47
保险	16.3	25.4%	19.6	26.0%	26.9	30.5%	29
银行	8.0	12.4%	9.5	12.6%	11.3	12.8%	29
信托	0.6	0.9%	1.8	2.4%	4.9	5.6%	8
合计	64.0	100%	75.2	100%	88.3	100%	113

资料来源: 国家外汇管理局, Caderus 分析

目前，大多数大中规模的基金管理公司、大的银行、投资券商、信托公司、保险公司、主权财富基金拥有 QDII 资格。

QDII 基金的资产一般投资到中国大陆、香港、台湾有关的股票。因此，很多中国投资者不能获得国际投资多样化的主要优势。

监管体系的自由化

金融市场监管机构在逐步自由化。比如，根据 2013 年 6 月 1 日新生效的证券投资基金法，允许信托、券商、保险管理公司设立开放式基金。这将增加资产管理行业内的竞争并促进产品的创新。

中国金融市场监管体系正在逐步自由化、开放化，包括外汇管制、人民币的完全兑换性。

合格境内个人投资者(QDII2)

QDII2 的出台日期尚未确定，预计将会在 2014 年年初颁布新的 QDII2 资格。客户可通过具有 QDII2 资格的金融机构自由买卖香港上市的股票。必要条件：客户必需具有 3 年以上证券投资经验、以及拥有至少 150 万人民币的资产。每个私人投资者被允许到海外投资额为 50 万至 2000 万人民币。

合格境内有限合伙人 (QDLP)

在 2012 年夏天成立的 QDLP 资格，允许注册于海外，并且投资于海外的对冲基金能向境内的投资者募集人民币资金，并将所募集的人民币资金投资于海外市场。新的 QDLP 基金可以通过传统的销售渠道，以及直接与富豪人士进行交流。

2013 年 9 月，前 6 家外国管理公司已经获得批准，募集的总额为 3 亿美元（每个为 5 千万美元）。

我们认为，QDLP 基金未来成功的可能性比较大。有以下两个原因：首先，到目前为止，所有的海外投资活动都需要通过 QDII 资格，但是在 2008 年 QDII 信任度严重受损，仍然没有恢复。现在，为海外投资活动提供了一个新的品牌，带来了新的发展机遇。

其次，QDLP 基金是由海外管理公司进行运作，然后募集资金由本公司进行海外投资。这种方式有可能被零售投资者认可。

中国（上海）自由贸易区

在 2013 年 9 月 29 日正式开通的自由贸易区，满足了一些合格的私人 and 机构投资者可以到海外的证券进行投资，国际资产管理公司也可以直接和国内投资者进行交流。

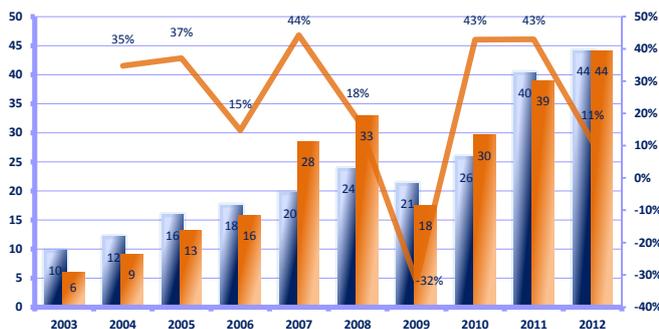
自由贸易区的宗旨主要是对利率自由化、人民币自由兑换、外汇法规的测试。

中俄之间的贸易投资活动

俄罗斯和中国之间的贸易营业额不断增长，两国之间的进出口比例逐年增加。

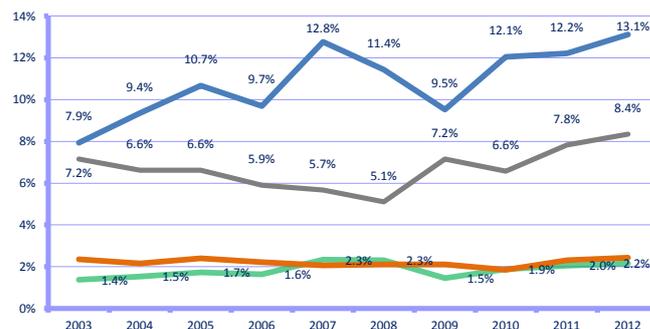
毫不奇怪，俄中之间的进出口额占全俄的跨经贸易的比例，相比中俄之间对全中国进出口的比例大的多。

俄对中的出口 (蓝色, 十亿美元), 俄从中的进口 (橙色, 十亿美元), 中俄双边贸易额的增长 (曲线, 右轴)



资料来源: 俄罗斯统计局, 世贸组织, 中国海关总署, Caderus 分析

俄从中进口占全俄进口比例 (蓝色), 俄对中出口占全俄出口比例 (灰色); 中从俄进口占全中进口比例 (橙色), 中对俄出口占全中出口比例 (绿色)



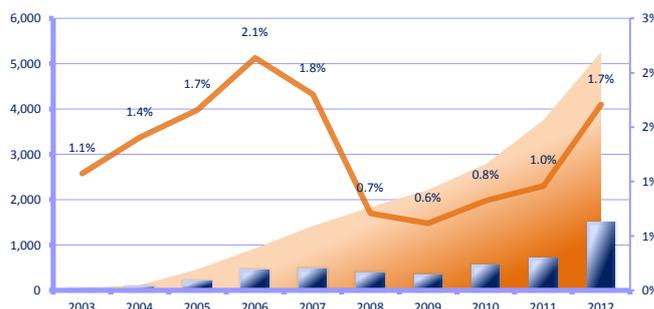
资料来源: 俄罗斯统计局, 世贸组织, 中国海关总署, Caderus 分析

直接投资也蓄势待发。

从 2008 年金融危机以来，每年中国对俄罗斯的直接投资金额不断增长，中对俄占全中国对外直接投资的比例也在逐年增加。

所以，我们的意见，中俄两国之间投资组合的活动发展是合理的也是必然的。

中对俄直接投资 (百万美元)、占全国对外直接投资的比例 (曲线, 右轴) 和中对俄直接投资累计净额



资料来源: 中华人民共和国商务部, 中国国家统计局, 外管局, Caderus 分析

拥有香港资产管理资格的公司对内地直接的运作

在不久的将来期待境外获得证券及期货事务监察委员会(香港)资格的投资管理公司可以同样在中国内地为私人投资者提供服务。这让境外管理公司可以不通过与内地管理公司的合作，而可以独立持有该管理公司 100% 股权。

我们的调查

在 2013 年夏天，我们进行了一个关于中国资产管理市场的调查。我们的目的是为了更好得了解中国资产管理行业的现况和前景。

我们与很多家基金管理公司、信托公司、保险管理公司以及私募基金的代表进行了会晤。

资产管理者的看法

关于资产管理行业内的竞争

许多资产管理者已经注意到资产管理市场的竞争日益激烈。在金融行业自由化的过程当中，创建一个基金除了传统的基金管理公司以外，信托公司、保险和券商同样可以创建基金。由于过多的市场参与者，这会扰乱资产管理市场的平衡，从而使市场竞争急剧增加。

与此同时，据一些专家预测，对传统的基金管理公司来说，竞争力最强的是券商。券商拥有与投资者直接进行金融产品销售的渠道。

关于国际投资

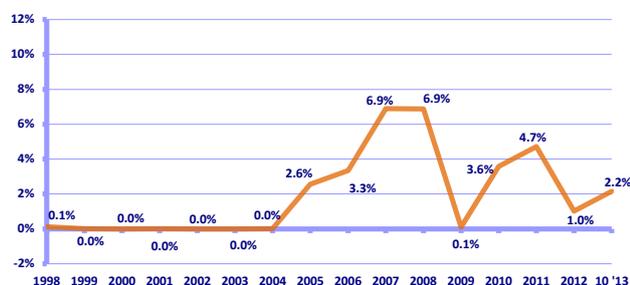
许多管理者已经注意到客户对国际投资日益增长的兴趣。担当这个主要动力的是在 2013 年发达市场指数强劲增长，尤其是映衬出国内市场无意义的停滞从而形成对比。

中国投资者开始国外投资的最简单渠道是香港股市。很多中国内地和其他国家公司的股票在香港联交所进行交易。这种方式是简单，但是不能完全解决投资组合的多元化问题。

对外国投资发展的主要障碍:

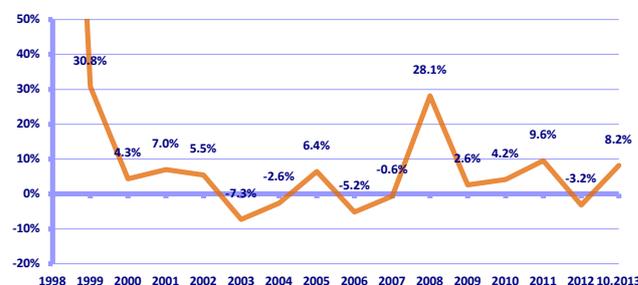
- 语言和文化障碍。
- 信息获得渠道更困难。
- 缺乏对国际市场了解的专家。
- 永久提高人民币的价值（如果人民币汇率上涨，这将降低外汇投资资产的人民币收益率）

人民币兑美元的年度增长（每年年末，2013 年则前 10 月，%）



资料来源: 中国人民银行, Caderus 分析

人民币兑卢布的年度增长（每年年末，2013 年则前 10 月，%）



资料来源: 俄罗斯央行, Caderus 分析

对国际投资有利的原因:

- 投资组合的多元化。
- 商业、贸易、教育和文化之间的关系延续。

- 市场竞争激烈，促使金融产品创新。
- 监管限制的逐步减少。
- 如果对不断增长的投资资金保持国际流动性的限制，可能导致国内市场出现经济泡沫。
- 人民币兑美元的不断增长，有人预测要相反。

关于到俄罗斯投资

在对俄罗斯进行投资时仍有许多中国投资者察觉到投资的风险太大，无论风险是来源于价格（过渡依赖于不可预测的石油和天然气价格），还是缺乏财产权利保护和低效的司法和执法系统。

作为约束，我们也听到了以下的事实：1998年的债务违约；过渡依赖一个人的关键战略决策；最后一次总统选举中的“王车易位”。

负面消息的传播会影响投资机构和私人投资者的看法，对俄罗斯的投资吸引力影响是在俄罗斯关闭的切尔基佐夫斯基市场和相关的单方面行动中，造成了大量中国投资者在俄罗斯的中小型企业都出现了重大损失，这个事件被广泛的中国媒体报道。

对于到俄罗斯投资的障碍：

- 缺乏对俄罗斯整体情况的信息，没有经济和金融市场的信息渠道。
- 缺乏关于俄罗斯经济，金融运作和金融市场方面的专家。
- 关于商业环境、投资环境和社会环境的负面消息的流通。
- 担忧不平衡的经济结构，过度的依赖石油和天然气。
- 担忧关于公司与政治的管理，行政的效率，商业合作伙伴以及合同和协议法律保护的可靠性。
- 人名币兑卢布的各种预测。
- 过去的不良事件影响中国投资者对俄罗斯的投资。
- 少数的国际著名品牌和较差的国际市场营销，这样会降低品牌的知名度以及减少股市的吸引力。
- 俄罗斯股市在过去的2-3年内呈现不活跃的状态。

然而，许多资产管理者认为，俄罗斯单独的或组合的金融产品对中国零售和富豪投资者来说可能很有吸引力。最重要的是，对该产品的准确定位和推广。

俄罗斯股市对中国资产管理者吸引力的原因：

- 股市的低平均价值水平（平均 P/E 为 5-6）。
- 高股息收益率（从 3%到 15%或者往上）。
- 俄罗斯商业房产的收益率比较高。
- 未来的结构性改革将会基于俄罗斯股市特别大的吸引力。

- 俄罗斯是为数不多的还没有提供出售给中国投资者的金融市场之一。从中国资产管理行业的严格竞争情况来看，准确定位俄罗斯股市产品可能取得成功。

结果及结论

1. 在中国内地总投资资产呈现快速增长的状态。而零售及富豪投资者也不断增加。
2. 中国政府一贯奉行金融市场和国内外投资自由化，有望在 2015 年发生质的变化。
3. 资产管理市场、国内外投资活动不断增加。我们预计在未来几年内，会到世界金融中心城市设立中国管理公司分公司。
4. 随着中国金融市场监管的逐步开放，基金管理行业的竞争环境更加激烈，这也提高了产品创新的要求。这主要包括海外和新市场的投资产品。
5. 富豪和零售客户，在美国股市指数成绩的背景下，开始改变对 QDII 基金的态度。在寻找更高的收益率中，他们更愿意听取银行家或券商关于海外投资的推荐。
6. 用 QDLP 资格设立的新基金会比 QDII 基金更受投资者的亲赖。
7. 俄罗斯应该积极参与国际的以及来自中国的投资组合和直接投资的竞争。
8. 重要的任务是给专注于俄罗斯股市金融产品找到正确定位。
9. 我们确定了在俄罗斯已经进行投资的管理公司。
10. 我们确定了准备开始到俄罗斯投资的管理公司。
11. 我们确定了希望获得更多关于俄罗斯市场分析消息的管理公司和希望找到俄罗斯投资伙伴的管理公司。

联系



CADERUS GROUP

Andrei AKOPIAN
安德雷·阿哥变
管理合伙人

香港: +85281799277
莫斯科: +79175776911
英国: +44-207-1930219

© 2013 Caderus Group. 版权所有