

亚洲新兴集合市场的托管业务



招商銀行
CHINA MERCHANTS BANK

资产托管
Custody Service

招商银行
中华人民共和国深圳市
深南大道7088号
招商银行大厦
邮编：518040
电话：+86 755-83077415

Asset Publishing and Research Limited
中华人民共和国香港特别行政区
鲗鱼涌海灣街1号
华懋交易广场
12楼1203-05室
电话：+852 2573 6078

免责声明

本报告所含任何研究均根据Asset Publishing & Research Ltd获得的信息编制而成。尽管Asset Publishing & Research Ltd已经尽力确保内容具有代表性且准确，但笔者和Asset Publishing & Research Ltd董事均不为所提供材料中出现的任何错误或误导性信息负责。本研究中任何相关材料的知识产权均归Asset Publishing & Research Ltd所有。有关本报告及未来的报告的内容均不构成且不会构成任何投资建议、以及消费者指南。本报告及未来的报告无任何恶意。对于任何关于本报告的嘉奖和批评，以及内容方面的建议和意见，我们都非常欢迎，以提升我们日后报告的质量。

亚洲新兴集合市场的托管业务



招商銀行
CHINA MERCHANTS BANK

目录

一. 执行摘要	3
二. 中国资本市场的开放	4
三. 境内外增值服务	9
四. 结论：首要挑战及计划	14
五. 术语表	17

一. 执行摘要

QDII、MRF、ARFP，这些耳熟能详描述亚洲投资管理行业市场发展动态的缩略词，在近几年越来越多的出现在我们面前。《财资》杂志旗下的财资基准研究（Asset Benchmark Research）与招商银行携手，于2016年第三季度，对149位资产管理人、机构投资者和其他市场参与者进行了调查。此次的调查内容主要针对受访者如何把握住亚洲资本市场一体化所带来的机遇。本报告呈现了本次泛亚调查的结果，并对亚洲地区的服务机构业，尤其是托管银行业，提出了针对性的建议。

受访者中的最大群体是资产及基金管理人（66%），其次是证券公司和做市商、信托公司及长期机构投资者。近三分之二受访者的所在地为中国大陆、而剩余受访者则为在亚洲立足的国际市场参与者。

据观察，受访者对大部分已对投资者开放或即将对投资者开放的跨境市场一体化计划的兴趣甚浓，首当其冲的便是沪港通及合格境内机构投资者（Qualified Domestic Institutional Investors，简称QDII）计划。调查中，有逾三分之一的受访者已经使用过沪港通，而其中的大多数也将计划使于2016年12月推出的深港通。

对境内外服务机构而言，在变幻莫测的形势中，机遇与挑战共存。客户期望托管银行提供更多的增值服务，包括更多现金及流动性管理产品及个性化定制的报告。但调查结果还显示，托管银行还将需要调整其战略，以适应地区差异。

66%

受访者中的最大群体是资产及基金管理人

图1
境内对比境外受访者 - 按地区分布

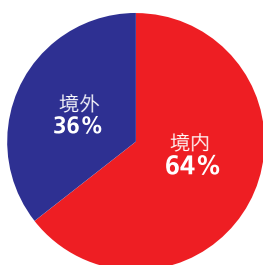
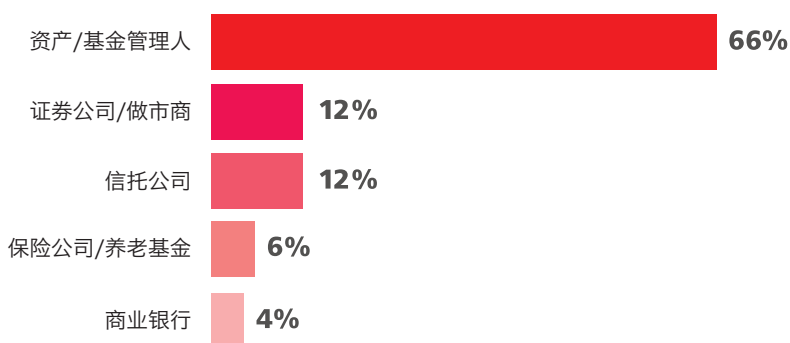


图2
受访公司 - 按类型分布



二. 中国资本市场的开放

80%

至8月底，相较于沪股通额度只使用了一半的情况，港股通的额度已经使用了近80%

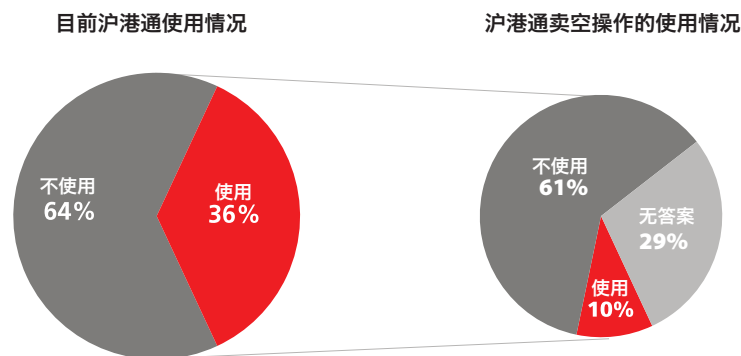
沪港通

在过去的两年里，境内外机构投资者见证了中国资本市场的多次改革，而这些改革也拓宽了他们的投资选择。中国银行间债券市场及股票市场进一步对外开放，激发了境外投资者的浓厚兴趣，尤其是相比其他市场，中国的投资收益一直居高不下。举例来说，截至7月底，以人民币计价的国债收益率高达230个基点左右，高于其他四种特别提款权（Special Drawing Rights，简称SDR）货币计价的国债平均收益率。

同时，境内投资者也渴望增加境外资产在投资组合中的配置。就沪港通而言，截至8月底，相较于沪股通额度只使用了一半的情况，港股通的额度已经使用了近80%。

在我们的受访者中，有36%的受访者声称，他们已经在使用由香港交易所和上海证券交易所（下称上交所）联合设立的沪港通计划。以地区分布来看，境内投资者的使用比例（43%）则略高于境外受访者（23%）。在这些使用此计划的受访者中，10%利用了沪港通允许卖空的机制。尽管自2015年3月以来，上交所某些股票便开始允许被卖空，但截至目前，卖空的情况还是普遍出现在港股通而非沪股通当中。

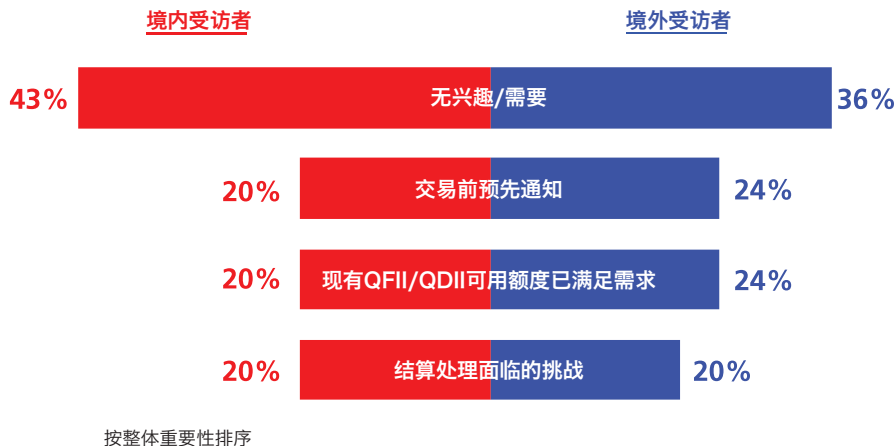
图3
目前的沪港通使用情况;以及他们是否曾经利用沪港通作卖空操作



对境内外投资者而言，不使用沪港通的最常见原因，只是因为任何一个管辖区都没有开展相关业务。境外投资者只需在香港当地的证券经纪开立一个证券经纪的账户，便可轻松地买卖上交所的A股。然而，对于那些不了解沪港通中的股票，或不具备相关专业知识的投资者而言，沪港通便不存在任何价值。对大部分境外投资者而言，中国庞大的市场仍是一个黑匣子。如果没有切身实地深入调查来获取股票研究途径的话，使用沪港通则并非一种可行的选择。

与此同时，对于那些目前在中国市场已经具备专业知识的机构投资者来说，除了沪港通之外，其他进入股票市场的计划已经成熟，也足够他们使用，当中包括合格境外机构投资者（Qualified Foreign Institutional Investors，简称QFII）和人民币合格境外机构投资者计划。因此，还未开始使用沪港通的境外受访者中，近四分之一表示，没有使用沪港通是因为现有的QFII额度已能满足其需求。同样地，在没有使用沪港通的境内受访者中，有五分之一认为，QDII计划或相应计划便能满足其需求。其他挑战包括要求交易前预先通知（适用于证券借贷及卖空）以及结算处理中出现的挑战。

图4
不使用沪港通的原因



“ 税务管理和在税务方面的专业程度是QDII托管行最重要的条件。总的来说，我们大部分的托管行在税务管理方面做的都不够专业。作为营运部门来讲，我们尤其注重托管行结算和评估的能力。营运效率，营运能力，以及处理是否及时也是我们看重的。举例来说，我们大多数托管银行并不十分熟悉W-8BEN表格，而这个表格是我们投资美国的时候都会用到 ”

— 中国基金经理

我们还询问受访者，他们是否会使用在12月出台的深港通计划。绝大多数受访者给出了肯定的答案。有76%的境内受访者表示，他们将会使用深港通计划，尽管他们可以通过现有的沪港通买卖香港股票。的确，在目前使用沪港通的境内受访者中，只有一家机构表示，对深港通不感兴趣。而其他受访者均表示，对通过深圳当地的证券经纪买卖香港股票感兴趣。

76%

的境内受访者表示，他们将会使用深港通计划

合格境内机构投资者计划

2016年是QDII计划施行的第10个年头。该计划允许境内投资者投资境外资本市场。自2014年11月以来，中国央行曾六次降低基准利率，而受此影响，中国大陆的投资收益也随之下滑，境内机构投资者对境外资产的兴趣也与日俱增。在境内受访者中，有22%表示，他们已获得QDII资格，享有批准的额度及可分销的基金。共有三位投资者表示，他们获得资格和额度，但还没有可分销的基金。与此同时，有26%的境内受访者从事QDII基金投资，而不足一半的受访者表示并没有该计划的敞口。

图5
境内受访者使用深港通计划的意向

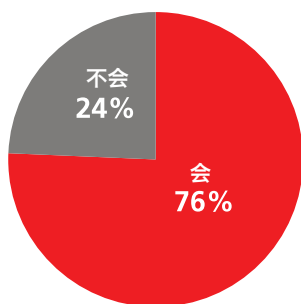
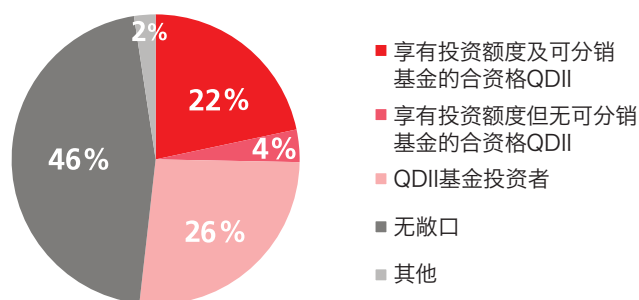


图6
QDII计划的敞口



设立QDII基金的流程并不复杂，体现了境内托管银行在其中扮演的重要角色：

1. 境内主要托管银行与境内QDII签订一份声明（信托基金合同）；
2. 境内主要托管银行开立一个国内的托管账户以存放基金资产，并代表QDII完成境外投资的证券交割和清算；
3. 资金直接从境内托管账户转移至境外托管账户，并由境外次托管银行完成境外证券交割及清算与基金结算；
4. 境内托管银行进行记录（把QDII投资活动记录到账户中）以及资产估值（依照国际会计准则估算QDII投资资产）；
5. 在QDII投资的最后阶段，取出的资金直接从境外托管账户转至境内托管账户，并分配至特定账户。

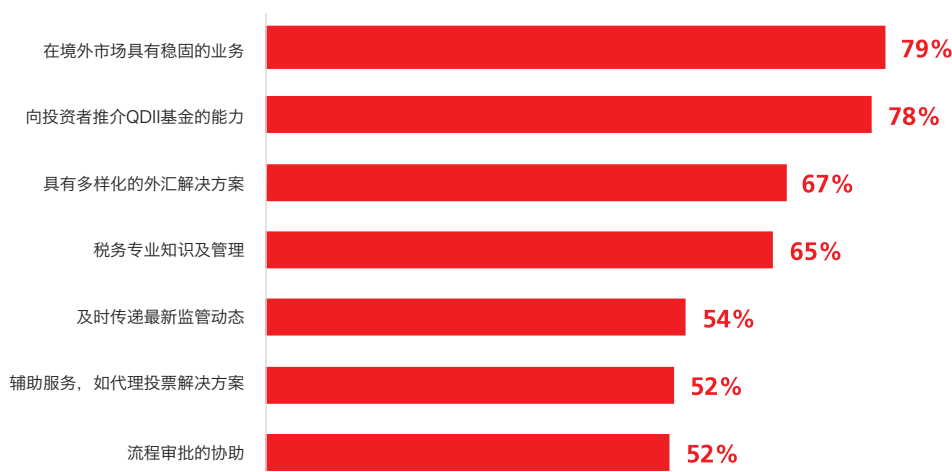
显而易见，在许多方面，境内托管银行都是QDII选择中最重要的服务机构与合作伙伴。作为投资者与境外次托管银行之间的桥梁，境内托管银行必须完成一些至关重要的任务，其中包括资金核算和资产估值。当被问及QDII托管银行应具备的最重要的条件是什么时，受访者认为，最重要的三个条件为“在境外市场具有稳固业务”（在加权的基础上有79%）、“向投资者推介QDII基金的能力”（78%）及“具有多样化的外汇解决方案”（67%）。这意味着对于境内托管银行来说，要想在这个新兴市场获得竞争优势，它们不仅仅需要表现优于行业标准。事实上，一些更优秀的QDII托管银行通常能够帮助资金管理人向投资者推介其基金，尽管这通常并非托管银行的职责。

79%

的受访者认为“在境外市场具有稳固业务”为QDII托管银行之最重要的条件

图7

QDII托管银行应具备的重要条件



55%

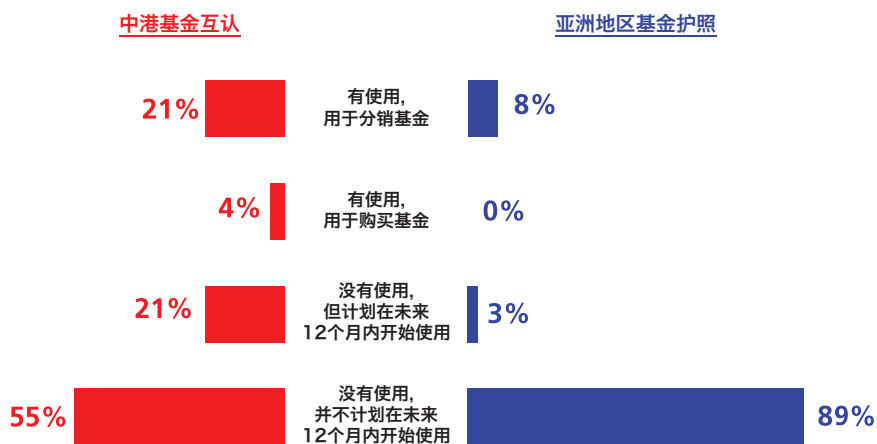
的受访者不打算涉足
跨境基金分销

中港基金互认

中港基金互认 (Mutual Recognition of Funds, 简称MRF) 计划是另外一个让中国资本市场与国际接轨的创新项目, 该计划允许在香港注册并分销中国大陆的共同基金, 反之亦然。共有15位基金管理人 (占受访者的21%) 已通过MRF计划跨境分销其基金, 然而另有15位基金管理人表示, 它们计划在未来一年里分销或投资MRF基金。

逾一半 (55%) 受访者不打算涉足跨境基金分销。而相比之下, 有89%的受访者 (大部分为境外) 表示, 现时和未来都不会通过亚洲地区基金护照 (Asia Region Funds Passport, 简称ARFP) 计划分销其基金。受访者指出, 该计划对其公司没有任何吸引力, 或是他们所在国家的监管机构并未就该计划发布任何监管条例。另外还有些受访者则表示完全不知道该计划。

图8
MRF和ARFP的使用情况比较



三. 境内外增值服务

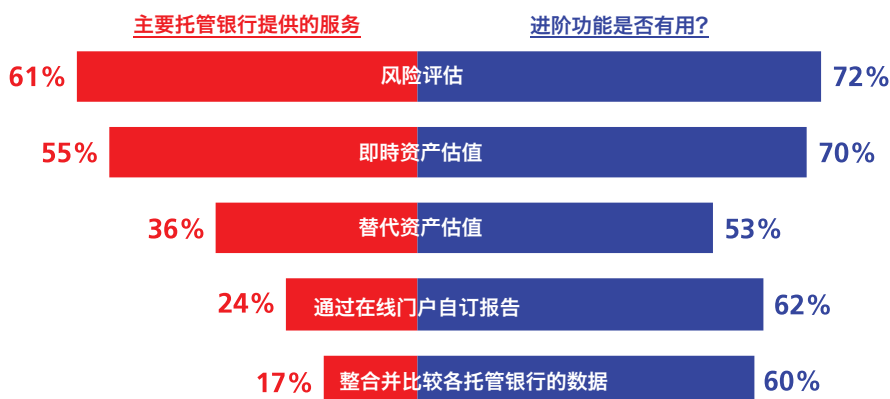
托管服务的发展瞬息万变，不论在境内或是境外。随着客户期望托管银行能够提供更多样化的服务，结算与报告服务亦开始变得商品化。为提升自身的吸引力，部分服务机构做得更多，像是提供一些并不被认为是托管银行核心竞争力的服务。例如，招商银行推出了一个基金对比平台，让认购人能对各种共同基金及货币市场基金的表现及费用进行比较。根据我们受访者的经验，招商银行是唯一一家提供此类平台的银行——而其他银行（例如渣打银行）则一般由第三方供应商（例如美国晨星公司 Morningstar）提供基金数据库。

但我们的受访者表示，亚洲托管银行在提供服务方面仍存有差距。60%的受访者认为，整合并比较各托管银行的数据，会是一个很有用的功能，然而仅有17%的受访者表示，其主要托管银行目前有提供不同银行的报告。而通过托管银行的网络平台而实现自定义报告的功能则是更多客户希望其主要托管银行提供的服务。与此同时，托管银行所提供的最有用的增值服务已经得到了广泛支持。61%的受访者表示，他们的主要托管银行有提供风险评估工具，而这些工具的其中一个作用便是可以让他们了解，将托管资产集中一起之后，会有多少比例的托管资产将被暴露在风险之下。有72%的受访者认为这个功能是有用的。

60%

的受访者认为，整合并比较各托管银行的数据，会是一个很有用的功能

图9
主要托管银行在估值方面提供的服务；以及它们是否有用



不同区域的外包趋势区别

境内外受访者对于价值链上的各个部分的外包以及对于服务机构整合态度明显不同。仅有2%境外受访者计划减少与服务机构在外包解决方案上的捆绑关系，而境内受访者的这一比例为37%。计划增加与服务机构在外包解决方案上的捆绑关系的境内外受访者的比例分别为17%和10%。大部分境内外受访者都不会改变其现有战略。

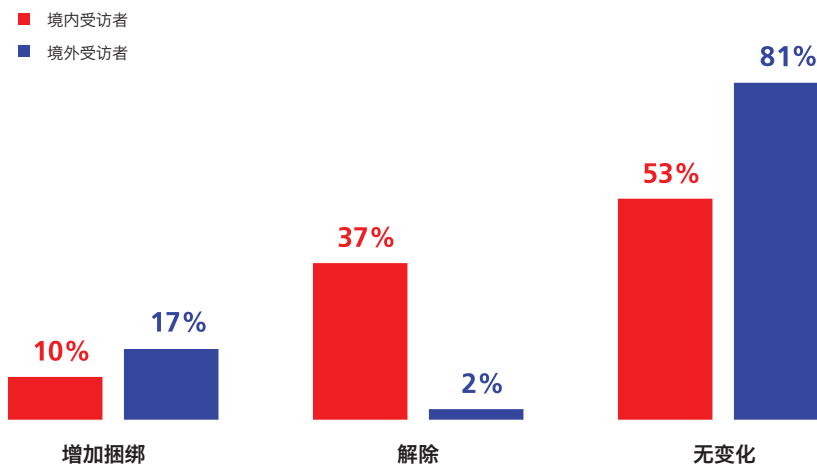
增加与减少各有其利弊。合理规划服务供应商数量的受访者可从折扣及营运成本的减少中得到效益，而这些折扣及营运成本的减少则一般是后勤和中间部门在管理一众服务机构的过程中产生。与单一服务机构捆绑更多服务则能提升资产管理人（或拥有人）在供应商眼中的地位。这样一来，便可以更好地实践其产品战略。

另一方面，境内受访者似乎尤其青睐选择多种服务机构。与捆绑服务不同的是，他们认为所有服务机构都不适合在其主要市场提供“一站式”服务，或是更喜欢利用各服务机构在不同领域的优势。对一些受访者而言，这可能也是一种风险管理的战略，因为维系一个更大的服务机构网络能够减少单一交易对手带来的风险且更容易在他们当中切换。

37%

的境内受访者计划减少与服务机构在外包解决方案上的捆绑关系

图10
在未来两年里，对捆绑外包解决方案的意向



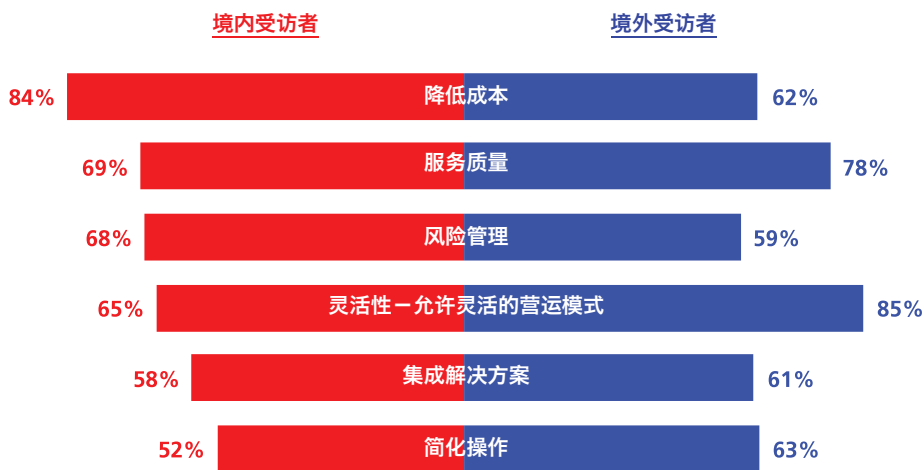
在投资过程中，可以外包给托管银行和专业服务机构的价值链中的不同业务横跨后勤部门，当中包括定价、资产净值计算、基金管理、纳税及法定会计，以及中间部门，包括交易匹配和确认。

在此，不得不再次提到，在被问到外包任何这些业务的潜在考虑因素时，地理差异便变得明显。对境内受访者（84%）而言，“降低成本”是主要动力，而“更灵活的营运模式”则是大部分境外受访者（85%）所期许的。对于迎合这两个群体的服务机构而言，这意味着在一个国家有效的营运及营销战略可能在其他国家效果更差。也就是说，境内托管银行在海外扩张时将越来越难以仅仅通过定价而赢得业务，而他们的国际竞争对手在进入中国市场时，也将不得不调整其整体战略来赢得更多的捆绑业务。

84%

的境内受访者认为“降低成本”是主要动力

图11
外包决策中的优先考虑因素



按整体重要性排序

专题：境外投资者间的现金、流动性及抵押品管理

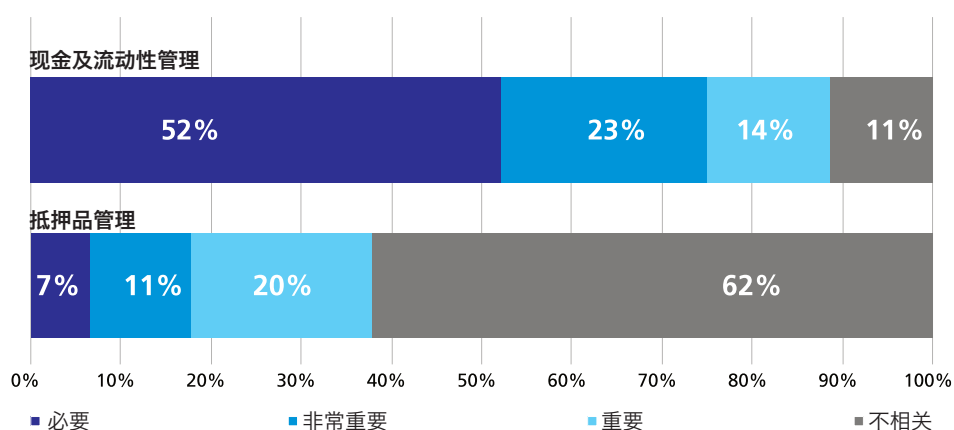
此外，我们还对比了境内外客户所需的服务所存在的差异。首先，我们要求境外受访者对其托管银行所提供的现金及流动性与抵押品管理服务的重要性进行评价。他们认为现金及流动性管理的服务至关重要，而抵押品管理的服务则还是一个尚未被完全发掘的服务。

75%

的境外受访者认为现金及流动性管理服务是有必要或非常重要

图 12

现金及流动性管理和抵押品管理服务的重要性对比



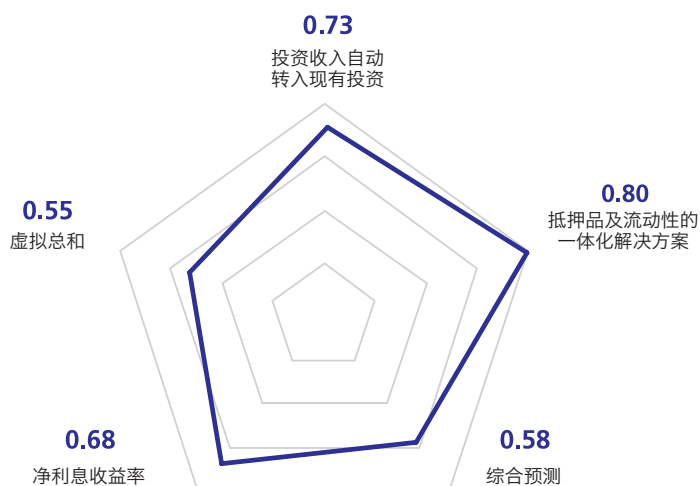
由托管银行提供的现金及流动性管理服务的重要性经常被低估。例如，一个全面的服务不应仅仅只包括基金在认购与赎回时，及时地记录每一笔交易，还应基于各种假设，作出有关流动性方面的全面预测，以及在某些特定情况下，基金的资产管理规模将如何变动，其净资产值将如何被影响，这又如何影响证券借贷的能力等等。

事实上，有75%的境外受访者认为现金及流动性管理服务是有必要或非常重要。对受访者而言，最重要的服务包括抵押品及流动性的一体化解决方案、投资收入自动转入现有投资以及闲置资金的利息收入。

受访者对于现金及流动性管理服务的认同与抵押品管理服务的需求形成了鲜明的对比。在欧洲和美洲，抵押品管理已成为一个复杂的托管银行服务领域。典型的抵押品——一般为无风险的现金或证券，资产管理人在进行证券借贷、场外衍生品交易（包括集中清算和未清算）以及回购协议业务时，会对抵押品有更迫切的需求。鉴于金融危机之后，交易对手风险已经增加，抵押品的重要性也随之提升。抵押品管理服务包括，抵押品的证券资格筛选、利润率的跟踪与公布，以及撰写交易行为相关报告。

图 13

现金及流动性管理解决方案中的重要特质



评分标准：0—不重要；0.5—一般；1—最重要

然而，在亚洲其他国家（除中国内地）的受访者看来，抵押品管理仍然是一个专营的领域。仅仅7%及11%的受访者分别表示抵押品管理服务是不可或缺及非常重要。62%的受访者认为这一服务并不相关。

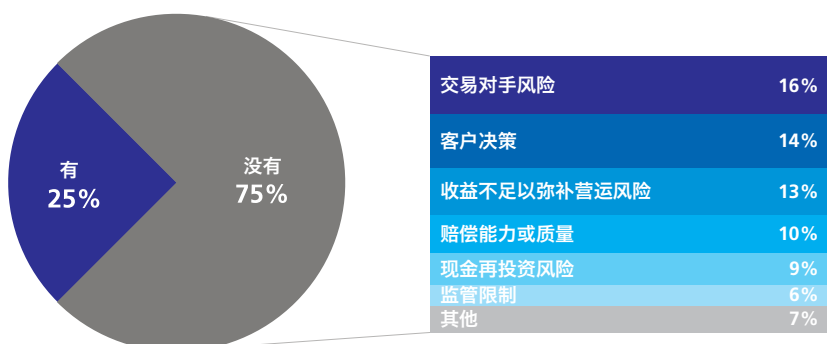
抵押品管理服务需求下降的其中一个原因是，证券借贷在我们的境外受访者，包括资产管理人、基金和保险公司中的渗透程度有限。有四分之一的境外受访者从事证券借贷业务，而四分之三的则没有。有趣的是，有16%的受访者认为，最常见的阻碍因素是交易对手风险。而抵押品管理服务则可能解决这一问题。此外，资产管理人经常需要面对不愿进行证券借贷的客户。部份受访者表示，贷出证券的低收益并不足以弥补制定证券贷出计划所产生的营运风险及付出的努力。

16%

的境外受访者没有从事证券借贷业务的阻碍因素为交易对手风险

图 14

证券借贷的参与情况及其阻碍因素



四. 结论：首要挑战及计划

89%

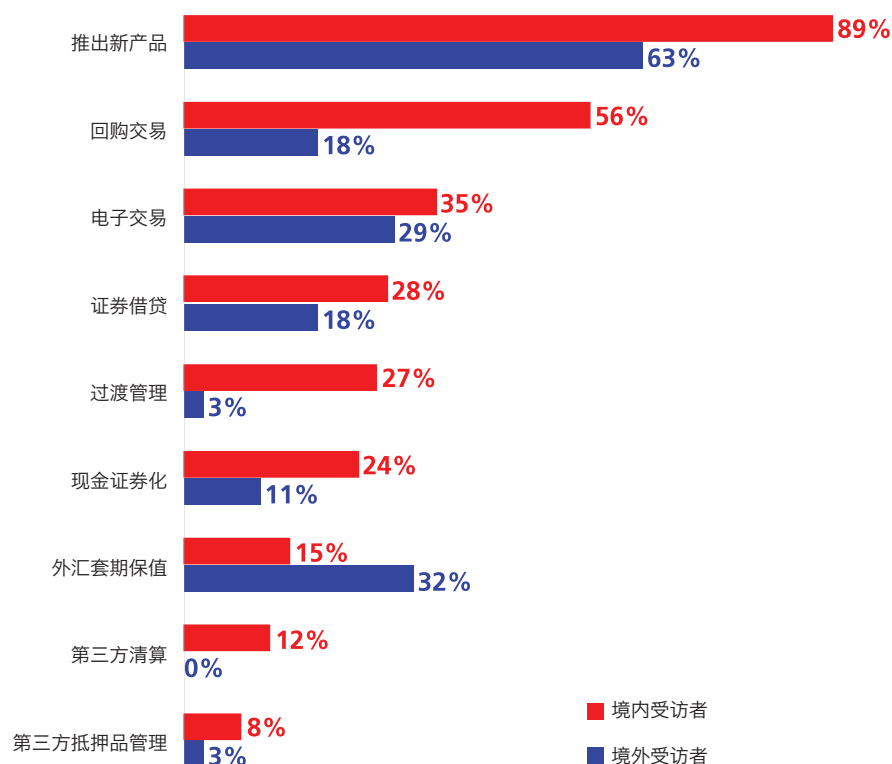
的境内投资者计划在今年下半年或明年上半年推出新产品

亚太地区目前在公开市场见证的巨变是世界上其他任何地区都无法比拟的。中国的固定收益及股票市场的大规模开放，再加上境内投资者对境外资产重燃的热情，势必会对全球投资的流向以及托管银行的营运模式带来深远的影响。

显而易见的是，资产管理人看到了更多的投资机遇，他们中的大多数都计划利用更宽松的政策环境，尤其在中国大陆。在我们的境内受访者中，大部分（89%）计划在今年下半年或明年上半年推出新产品。另有63%的境外受访者计划这样做。逾一半（56%）的境内受访者还计划开始回购交易或扩大回购交易。

更多的境内投资者发现了投资的过程中那些还未被完全发掘的服务。例如，27%的境内投资者计划利用专业的过渡管理服务，而有24%则通过现金证券化追求更高的闲置资金收益。境外受访者则似乎在接下来的一年里，仅仅对外汇的套期保值表现得更为活跃。

图15
受访公司2016-17年的业务计划

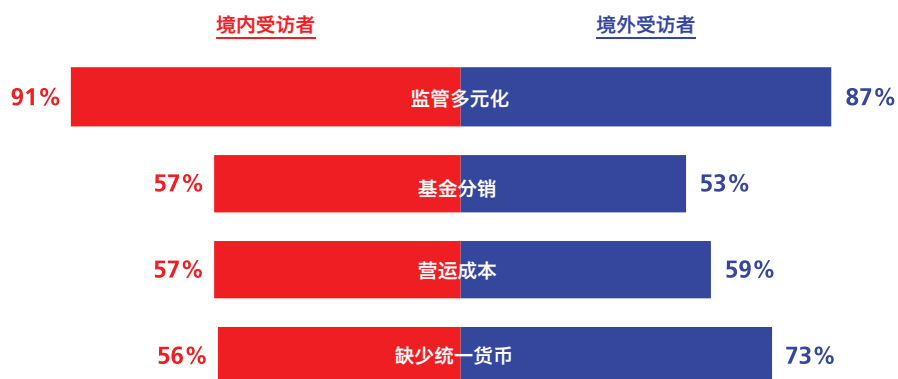


百分比为受访者增加业务计划

尽管境内外投资者未来几个月的计划不同，但他们所面临的挑战却基本上相似。境内外投资者均认为监管多元化为首要挑战的比例分别为91%和87%。而其他挑战则包括基金分配的难度、高昂的营运成本及缺少统一的货币。

图16

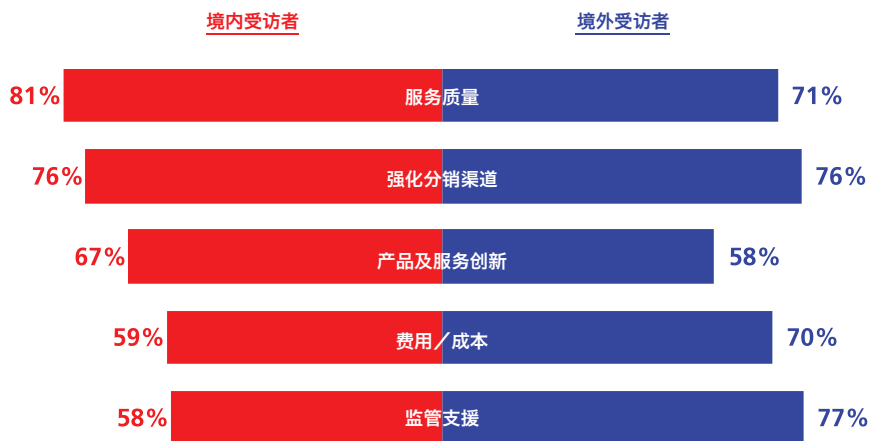
在亚洲营运的首要挑战



按整体重要性排序

图17

银行需要改善的服务



按整体重要性排序

“因为在行业内没有对估值有一个统一的政策和估值法，这样会使我们沟通上出现困难。估值对帐发生问题对后续清算造成不良后果，也对日常营运产生不良影响”

— 中国信托管理人

因为亚洲投资者所面临的大量机遇，托管银行也面临着保持其业务模式灵活性的挑战。我们总结了受访者认为托管银行需要注意的一些经验和教训：

1. 选择性地投资	对投资者而言，在亚太地区并非所有政策的放宽都是具有吸引力。如果没有足够的资源来投资相应的业务，托管银行便应当避免那些几乎没有任何吸引力的产品（如亚洲地区基金护照计划），而集中精力在一些客户大力支持的计划上（如沪港通与深港通）。
2. 打破传统思维模式	为满足亚洲（尤其是中国的）新兴的基金机构的各种需求，托管银行需要提供一些一般不被认为是其核心竞争力的服务，包括向投资者推介基金、指明监管上的差异等等。
3. 了解不同地区的規章	尽管现阶段境外投资者关注的焦点，仍然是将某些外包的后勤和中间部门职能予服务机构，但境内资产管理人和资产拥有人则更倾向于在核心及非核心的服务上，使用更多不同的服务机构。因此，立足境内外市场的服务机构必须要擅长提供全面且专业的服务。
4. 为不同客户仔细调整不同产品或服务	对境内客户而言，成本是最大的考虑因素，而服务机构如果能够尽快采用其自有的营运模式，他们便能得到境外投资者的回报。
5. 某些小众服务更为重要	有关抵押品管理服务的行业新闻报道已有不少，但始终未能得到境内外投资者的重视。因为利率一直处于低位，现金及流动性管理获得了客户更多的关注。这为相关的领域带来了机遇，包括提供诸如现金证券化服务，尤其是对那些渴望高收益的境内投资者。

五. 术语表

术语	解释
合格境内机构投资者	简称QDII，是一个允许经认可的境内投资者参与境外资本市场的重要投资制度
现金及流动性管理	保持银行和金融机构足够的头寸，用于日常运营成本
卖空	投资者对证券价格前景看淡，在现价借入股票出售，以预期证券价格在将来下跌时，再以低价购回偿还给借股人，赚取下跌价格
合格境外机构投资者	简称QFII，是一个允许经认可的外国投资者参与以人民币定价的中国境内资本市场的重要投资制度
证券借贷	贷方将证券借给借方，同时借方需要给贷方同等价值或更高的证券或现金作为抵押物
本地托管机构	通过与全球托管机构合作，以专注于本国客户和外国投资于本地的客户的托管业务
基金互认	已获一个司法管辖区相关监管机构认可或注册（原地区）的基金，一般而言被视为已大致符合另一司法管辖区（客地区）的相关规定，因此可以按简化审批程序于客地区申请认可资格向公众发售
亚洲地区基金护照	亚洲地区内基金互认，通过一套由多方协议的框架，允许符合条件的产品在亚洲地区内作跨境基金投资，亦可在其他成员国向个人投资者发售
捆绑	捆绑指的是将几种产品或服务结合在一起，以一个组合的单位向客户销售。捆绑令客户能够从一个托管机构购买几种产品或服务，从而获得节省成本及简化相关产品服务的效益
交易对手风险	指交易对手不履约的风险，包括不能够按时偿付或交收证券。因为交易对手风险的存在，使得信用衍生产品并不能完全消除信用风险
全球托管机构	提供一站式服务，通常业务覆盖超过100个市场和与当地市场的中介机构合作。他们可以在不产生大量设置成本和持续的固定成本的前提下撮取跨境托管业务
虚拟总和	一种利息优化服务，将客户不同币值的账户进行虚拟集中。（意思指只是表面上，并不是实际从不同账户转账）银行会以加总金额水平，提供更优惠利率
综合预测	此为一些托管银行所提供的服务，提供这项服务的托管银行会向数个托管银行收集数据，再就交易（包括不同托管银行所持有的不同资产分类、证券上的交易）将如何影响基金的组合，向基金经理提供全面的意见
再投资风险	债券持有者在持有期间收到的利息收入、到期时收到的本息、出售时得到的资本收益等，用于再投资所能实现的报酬，可能会低于当初购买该债券时的收益率
回购交易	交易双方同意债券持有人临时出售债券，同时签约在一定时间回购债券。这种方式通常用于政府债券
过渡管理	一项由卖方提供的服务，帮助买方在管理发生变化的情况下，以较低成本实现投资组合的过渡
现金证券化	指投资组合经理人以超额现金短期投资股票挂钩产品，包括期货合约和交易型开放式指数基金
外汇套期保值	若预期未来将收付一定金额的外汇交易，为避免因汇率变动产生的损失所采用的规避风险的方法
权变模式	在管理实践中根据组织所处的环境和内部条件的发展变化随机应变
公司行为	指任何会为公司股东带来实质上改变的行动（如供股）
分销代理人	指第三方能够以其广泛的覆盖能力，分销基金或其他服务予境内及境外市场
综合融资	基于企业自身的评估判断，从融资的角度出发，明确企业自身具备的条件和对应的渠道的特征，并基于此选择资本市场上可以实现的工具，并从现金流、资本成本、时间周期、现金流的影响等几个角度进行多个金融工具的组合，从而实现自身条件支持下的较宽松的现金流状况、较低的成本和相对优化的资本结构
过户代理人	指信托公司、银行或同类金融机构接受企业委托，办理有关发行股票或债券的具体事务，包括投资者和账户余额及交易纪录、取消或颁发证书、处理投资者邮寄事项、以及处理任何相关问题（与证书丢失或被盗）。同时，过户代理人亦是购买者的代理人，参与对发行单位的建设项目进行检查和监督



招商銀行

CHINA MERCHANTS BANK

**本土最佳托管銀行
中國**

**2016年《財資》
Triple A 資產服務、基金管理
及投資者獎項**