



人民币与外汇市场论坛

国家金融与发展实验室

2017年9月13日

人民币与外汇市场论坛

Mark Austen:

您在讲到全球资产管理者遇到的一些挑战方面讲的非常详细，对于其他的嘉宾来说，我们也看到这个市场上有很大的机会。因为现在在三位发言当中，对于这些问题有达成共识也有不同的意见，我们还有一些时间，我先来问几个问题，之后如果大家有问题可以提出来。

宋先生，你在自己的发言里面提到说，固定收入市场其实有很大潜力，现在外资只占 2%，以后会占 10%，您还提到了，为什么这对中国来说非常有价值。在我看来，作为一个听众来讲，中国现在已经增长的非常快了，在过去 30 年里面，比如说在增长这一块，中国已经增长的非常快了，为什么中国还想要进一步去吸引在固定收益市场上面的外国投资者呢？

宋跃升:

我觉得有几个地方需要考虑，像您刚才所说的，中国确实在过去 30 年里已经增长非常快了，但在将来还会继续有较快的增长，基本上来说中国已经是第二大经济体，债券市场排名第三，这在很大程度上是无法被忽视的，而且对于多元化来讲，央行也希望其能够进行。中国加入 SDR 之后就有好几个中央银行还有主权基金，对人民币进行了相应的配置，还有债券离岸、在岸市场、股票市场。其实，对于中国加入 SDR 作出了反映，就等于对中国作为国际货币作出了反映。看回报的话，欧洲在 6~12 个月里面变化非常快，很多央行都在讨论 QE 的退出，但是从总回报角度来讲，人民币的资产的收益率还是比较高的。我们看中国五大银行三月期的债券收益率大概在 4.5%，即使考虑到对冲风险，但是仍然能够实现一个比较高收益的。因为中国已经是世界第二大经济体，又能够有比较稳定的回报，所以对投资者来说他们都在考虑中国。还有，进入中国市场有很多基金，他们有数十亿的零售规模，中国的债权市场，其实仍然需要对亚洲市场进行更多的配置，我们其实不在做这块市场，只是看到市场的需求在进一步的增加。

Mark Austen:

我觉得其实有很多需要讨论的，我想问 Winnie Pun 的一个问题就是，您觉得为什么中国需要去吸引更多的外国投资者？

Winnie Pun:

一方面是回报，另一方面还要考虑多元化，中国市场和其他债券市场的相关度还很低，所以尽管我们看到回报在上升，但是由于相关性很低，有时没有办法建立和其他债券市场搭便车的关系。人民币债券(主要是政府债)的三个指数大概都在 3000—4000 亿这样一个规模，现在看来仍然是比较低的，但我们看到还有很多的债券指数，没有明确说他们的这个指数都要包括哪些市场，因此我们估计从 2018 年~2019 年肯定会有很多的债券指数都会加重中国市场的权重。

Mark Austen:

David Cruikshank, 你一开始就提到我们常在 ASIFMA 说的不确定性、接受国际标准、实现监管的一致性等等，我想你可能强调的一点就是中国与国际接轨的问题。刚刚也说到中国已经是世界第二大经济体了，可能有一天他也会成为世界上最大的经济体，那么和国际模式接轨、和国际标准接轨，中国是否可以有自己的标准？我们是否能够抓住这个机会去进行标准的协调？我想，我们看到有很多模式其实都是从美国出现的，有很多标准慢慢制定出来，但是这些东西其实并不反映中国自己的愿望，他是不是能够根据自己的愿望制定一个标准，然后把自己的标准在全球进行进一步的拓展？

David Cruikshank:

中国是有理由去制定自己的标准的，像是美国也有一些美国标准的出口，但是为什么不能建立自己的标准，而一定要遵循世界标准呢？我想我们作为一个全球性的托管机构，是对全球客户承担责任的，实际上他们在做决定的时候是基于托管人的责任，而这个责任是基于国际标准的。如果说你是资产所有者，你要把资金投到任何一个市场，你都要在国际标准大背景下去看这个市场。所以作为托管者来说，需要有一个全球的视角，要从这个角度去讨论你的模式或者是研究的方法论。

Mark Austen:

Winnie Pun, 对于标准的问题是不是也有自己的观点。

Winnie Pun:

对于我们来说，有一个单一的国际运营模式是非常重要的，但并不是完全可能的。因为每个市场都有自己的特点、国情，很多市场都有自己的特定模式，同时中国也参与了很多国际的监管机构，比如 FSB，基本上是 G20 的央行组织，中国也参与其中，而且银监会也参与进去，所以中国已经进入国际舞台了，也可以说是在运用自己制定规则的权力了。我们也看到越来越多的这种现象，规则不再是由西方来决定，而是有更多的广泛的国际参与。

Mark Austen:

其实我们也认为，如二位所说，会有更多在国际舞台上出现的新领导者，比如说 AIB，这也是逐渐国际化的模式。我们也希望有更多的国际标准，其实标准是根据几个市场慢慢引

进出来的，可能对于有些地区来说是非常有帮助的，但不一定适合于全球不同的市场。我觉得这也是一种世界观上的改变，对于那些监管机构来说，如果监管失控导致金融危机，之后会像钟摆一样又摆回来，再次影响到监管机制从完全的自由化变成严格的信息披露体制，所以要学习中国一方面关注着金融稳定性，另一方面要实现一个比较平衡的监管。

Mark Austen:

Winnie Pun, 你提到了不同项目的融合, 还提到了有效性的问题, 我们认为中国想吸引的是长期投资者, 希望能够吸引长期的投资, 能够把这些投资留在中国, 同时对于长期的投资者来说, 他们又希望能够看到流动性, 因为流动可以有效地改变资产组合, 我们如何在这两点之间实现一个平衡呢? 我们非常难抉择, 因为流动性越大实际上风险也越大, 而没有流动性的话也是不行的, 你在这方面有什么样的观点?

Winnie Pun:

这里我想强调两点, 首先, 什么叫长期的投资者? 我们说到长期投资者时, 指的是长期持有一定的投资项目, 10 年? 这是你的长期投资者的概念吗, 个人的概念可能是不一样的。长期指的是你的目标, 在此期间增长的价值, 就是你的投资的长期的价值。如果是这样的定义的话, 我们需要看一下哪些公司有最佳的实践行为, 可以确保长期下他们的资产能够保值增值。同时, 我们提到流动性的时候, 我想流动性不是一个最终的目标, 流动性是一个市场结构的终端产品, 这里意味着不同的产品, 也许是债券、股票等等, 如果拥有多样化的投资同时交易成本又最低的话, 我们相信就会有流动性。所以我们首先要了解这样的定义, 再来看如何来降低交易成本、获得投资的多样性。对于投资者来说, 有不同的投资产品; 对于投资产品来说, 也有国内投资者、国外投资者、机构投资者、个人投资者等不同的投资者, 由于不同的投资者他们的需求和投资目标是不一样的, 投资目的也是不一样的, 他们可能会在内部进行交易、各取所需, 这就是流动性的定义。

Mark Austen:

非常好! 下面进入问题回答阶段。我还想问一下, 宋先生, Winnie Pun 提到了投资者关注的问题, 你们在亚洲是一个非常大的金融机构, 当我们提到 CIBM 或债券时, 对于投资者来说在进入市场之前他们最担心的问题是什么? 刚刚提到了 BlackRock 作为资产管理, 他们关心的是政策等, 我也想听听你的观点, 还有其他一些基金类型, 也会有自己担心的问题, 你再补充补充他们的担忧又是什么?

宋跃升:

我想他们最关注的问题就是人民币贬值的压力。我们看到, 有时候人民币贬值达 6%, 还有很多人讲, 在中国进行投资连续一个月人民币一直在贬值。此外, 还有一些货币的控制也是他们担心的问题。

实际上, 中国政府承诺资金自由的流动, 中国经济也非常稳定、非常有活力, 因此他们这样的忧虑已经消失了。所以跟去年同期相比, 我们的海外投资者翻了一番, 而且我们看到人民币即使有贬值的预期, 还是有越来越多的海外投资进入中国。因此随着货币的稳定性,

不同的市场参与者考虑的内容也发生了变化。我也同意 Winnie Pun、David Cruikshank 刚刚说的很多观点，其中包括一些对冲的工具，中国也有自己的一些国情，所以对于一些投资者来说，他们需要签署当地的一些合同，对于海外的投资者，他们也和当地的合作伙伴进行合作，未来，我们将看到更大的变化。

我还想讲的一件事情，Winnie Pun 也提到对用户有利的一些平台，在进入市场的时候，他们需要来进行注册，按照一些模式来进行交易，如果你是非中国的交易员，有时在中国用这些模式、模型交易会非常困难，所以我和 BlackRock 以及一些这样的国际公认的平台进行对接，因为我们看到不同的渠道可能的交易模式是不一样的。

Mark Austen:

非常感谢！现在我想把时间留给听众，听众们有非常好的机会，因为我们看到卖方方面有一些机构，买方方面也有一些公司，他们都在台上，所以你们抓住机会，问一些自己感兴趣的问题。

听众:

我的问题是问给 David 和 Winnie 的。因为你们都提到了国际投资者的投资，还有一些信息、可预测性等等客户关心的问题，我想问，根据你的经验，在近几年中国的这些方面有改善吗？如果是的话，你认为在哪些方面的进步或进展是最大的？哪些方面做的还不够？

如果没有进展的话你们要做哪些方面的调整？据我的经验，中国的客户有许多关于透明度、可预测性、一致性等担心的问题，你认为在哪一方面中国取得了巨大的进展，在哪一方面做的还不够，还需要进一步改善？

David Cruikshank:

毫无疑问，积极的进步是有的，因为我之前也讲了，我们看到有很多可喜的进步，首先，海外的投资者机会更多了。哪些方面取得了巨大的成功呢？我们看到，首先市场更开放了，能够允许海外的投资者进行投资，所以从整体上来说方向是没有问题的。哪些方面中国还需要做更多的工作呢？哪些方面要加快步伐呢？我想再强调一下我们之前已经分享的，因为这里我不想说具体哪一点，在我看来所有这几个方面都需要。进一步开放市场、提高市场的透明度、扩大它的兼容性或者一致性、简化各种程序、提高效率，我们希望在大的方向正确的前提下在这些方面有所提升。

Winnie Pun:

我同意 David 刚刚所说的，在自由化的过程中，我们看到在开放市场前我们很难进入这个市场，但现在已经有很多外国投资者进入了中国市场，所以这个成就是斐然的、令人鼓舞的。同时，我想强调我们需要进一步改善的地方，就是我们要明确我们的政策是什么、我们发展的方向是什么。举个例子，债券通，我们应该有怎样的渠道，因为我之前也提到，我们必须确保我们的运营模式是符合渠道的，所以如果我们能提前知道我们想通过这些债券通实现的最终目标，就可以确定要怎样的运营政策、运营策略，所以刚刚 David 提到的一致性、整合非常重要。总的来说，中国进步的步伐还是惊人的，整体的方向是趋好的。

David Cruikshank:

我想还有一点我们需要认真考虑。实际上中国的投资需求是越来越大的，那么我们做决策的时候，要看一下大环境以确保资本是流入中国的。所以我们需要了解如何更好地吸引外商投资、了解做决策时可能会面临怎样的风险，来确保中国营造的竞争环境。

Mark Austen:

这里我也想补充几点。首先我同意刚刚两位发言人的观点，中国开放的速度以及市场准入的速度是惊人的，同时我们提到了透明度、一致性，David 提到如果早期跟国际社会介入的话，中国改革开放的步伐会加快不少，因为当我们看到沪港通以及债券通的时候，我们看到不同的渠道，但实际上我们不太确定整个的结构是怎样的情况。举个例子，我们花了很多的时间来回答这些问题，但是如果提前一点进行对话的话，实际上能够节约时间做出决定。所以在这里我也想提，对于沪港通等，我们期望能提前知晓方向性的、结构性的变化，不希望突然就听到有一个新的想法宣布了，然后我们再去跟踪这样的变化、政策变化带来什么样的影响。

第二点我想说的是，在原则的基础上我们要增强灵活度，对于一些投资者特别是国际投资者，如果不了解规则的话，应当给予他们较为灵活的规定。同时应形成一个安全网，通过安全网给国际投资者更多确定性，让他们能够更好地进行投资决定。

听众:

非常高兴我有这个机会。请举例谈谈在不同的国家，在一个新兴的经济体，他们的监管趋势是什么，是增加监管还是放松监管？我想听听发言人，从你们的观点来看，有哪些这种监管方面的趋势，你们对中国监管的方面有什么建议？

Winnie Pun:

这实际上跟我所说的监管变化是有密切关系的，我们希望看到更透明的市场、更及时的消息，在这样的市场上确保监管与金融稳定是未来的发展趋势。对于监管方面的变化，首先我们要制定一个目标，这就像一个钟摆一样，早期的时候我们可能要加强监管，然后我们什么东西都控制住了，我们再加强监管，就会看到这个钟摆又摇回了原点，所以对于监管的部门来说他们如果控制过多的话，可能就要放松监管。实际上在不同的阶段我们看到监管的程度是不一样的，为使监管更合理化，我们要预测监管带来的结果是怎样的。

当然我们认为这种监管是非常有必要的，能够让市场更好的运营，同时我们也需要大量的数据，由监管人员通过数据分析市场参与者的行为、整个体系的运营情况，所以我认为监管人员搜集数据的任务也是非常重要的。

宋跃升:

这里面我想分享一下我们的观点，主要是从中国的角度来说。我们看到整个监管情况实际上在中国发生了很大变化，有的时候在一个方向钟摆可能摆得太低了，但是相反方向又摆得太高了，所以我们需要一个合理的监管，而且美国、欧洲以及其他地区实际上都是有监管

的。中国可能在这方面起步比较晚，但是毫无疑问，中国有非常特殊的情况，在中国整个金融市场，CBRC 监管银行业，又有一个保监会，主要监管保险行业，他们实际上不仅仅是监管整个的行业，他们还有一个非常重要的责任——推动这些行业的发展。所以不管是银监会还是保监会，他们首先要推动整个行业的发展。他们要观察监管市场、不断进行创新，来确保有一些好的进展，同时他们也会牵头制定一些策略，他们来确定他们整体的发展方向。对于所有的监管方，他们不是互相竞争的关系，而是互相合作的关系，他们要把市场当成一个整体来进行监管。

所以我们看到，中国有国家的金融委员会，他们对如何稳定金融做一些重要的决策，ICO 暂停进入中国或者最后关闭，可能会造成一些消极的影响，但是我们可以看到，监管方是在进行协调的，为了经济、为了帮助金融行业进一步促进经济的发展、为了让金融完全脱离实体经济，监管有所加强。

Mark Austen:

感谢 CLS 邀请我们，也希望让大家能够进一步思考如何让中国进入国际金融市场，这对中国是有利的，希望我们也能够进一步帮助中国融入国际市场，感谢各位嘉宾的参与，我们稍后进行下一个环节的讨论。