McKinsey & Company

中国金融开放新机遇

麦肯锡中国区金融研究中心

2020 年 10 月





目录

2 摘要

5 第一章 新一轮金融对外开放：
广度与深度空前

17 第二章 中国金融体系结构性变革：
孕育新的业务机遇和增长逻辑

29 第三章 外资金融机构核心关注点：
如何赢得市场份额并获得可持续的成功

39 第四章 对外开放对中国金融体系转型升级具有重大价值：推动高质量发展

47 结语

摘要

过去二十多年间，中国金融市场发展迅速，从业务规模和成长性来看，在全球市场中表现均十分亮眼。2001年加入WTO之后，中国金融市场迎来了首轮开放，第一轮开放主要以全资法人银行、保险及非银金融机构非控股合资为主线。有了前一轮开放的市场积淀，最新一轮开放引起了国内外金融界的热切关注，“进一步开放”成为中国金融市场的高频词汇。对外开放一般分为两类，第一类是金融服务业的开放，包括金融牌照和业务准入的开放；第二类是金融资本项目的开放。本文将重点讨论金融牌照和业务准入的对外开放。

自2018年央行行长易纲于博鳌亚洲论坛宣布扩大金融业对外开放起，新一轮对外开放措施加速释放。这一轮的金融对外开放不仅是持续完成中国对WTO的承诺，更是中国推动自身金融体系结构性改革的主动选择，将有望支持中国经济的高质量发展以及金融体系自身的转型升级。在规模和增长之外，中国金融行业的结构性变化也已然成为吸引外国投资者的另一个重要因素。随着中国经济从高速增长向高质量发展转型，供给侧改革、防范化解系统性风险、支持实体经济、实现高质量发展成为金融业的关键议题，主要金融行业均开启了力度空前的结构性改革，资管新规、IPO注册制改革等一系列代表性监管举措正逐步落地。外资机构也在密切关注这些结构性变化所蕴含的新机会，以及如何在这些结构性变化中赢得市场份额。在以改革促开放的思路指引下，新一轮开放将进一步推动中国金融行业的深化改革，促进行业迈向高质量发展之路。

回顾历史，展望未来，我们对中国金融业新一轮对外开放有以下四大洞察（图1）：

1. 与2001年加入WTO后的开放相比，此轮始于2018年的金融对外开放，无论在金融牌照开放广度、业务资质开放深度、还是开放速度上都超过了上一轮。

2. 全球已就中国金融市场的地位与增长前景达成共识，中国金融行业的结构性变化已经成为吸引全球领先金融机构的关键因素。

3. 如何在中国市场获得持久稳定的成功，是外资在新一轮金融开放中关注的重点。

4. 金融业的进一步对外开放对中国金融体系顶层设计、行业高质量发展以及机构化能力建设均具有重大价值，未来可期。

图1 麦肯锡对中国金融业开放的四大洞察

1 新一轮对外开放广度扩大、深度加深、速度加快

- **广度扩大：**
  - —中国当前共有涵盖银行、证券、保险、支付、信评等30余种大类金融牌照
  - —此轮开放不仅涵盖了银行、保险、证券、资管、信托等各类主要金融业务牌照，还涉及金融基础设施牌照，如支付、托管、评级等
- **深度加深：**大部分主流金融牌照都允许外资独资，外资进入中国市场的方式更加灵活，可经营的业务资质更加丰富
- **速度加快：**外资牌照及业务资质申请批复时间缩短，在某些领域（如银行理财子公司）主动加速推动外资的进入

2 金融行业结构性变革孕育重大业务机遇，引起外资广泛关注

- 从全球来看，中国各金融行业的市场规模均**十分可观并保持良好成长性，**外资对中国金融行业在全球的市场地位及未来增长潜能已达成**广泛共识**
- 外资更看重与本轮开放同步推动的**金融体系结构性变革**，比如资管新规、资本市场注册制改革等
- 全球领先金融机构非常关注中国在**金融科技**业务模式上的创新和突破，希望通过在金融科技应用领域的合作和探索，获取新的能力，复制到全球市场

3 外资金融机构在中国市场的核心关注层次正在转变

- 上一轮开放中，外资金融机构在华业绩整体表现欠佳，本轮他们更为关注如何与本土领先机构**差异化竞争，赢得市场份额，实现可持续的成功**
- 新一轮开放力度空前，但**中国市场今非昔比**，外资在华运营如今面临**全新的挑战**
- **清晰一致的战略方向和长期的战略投入、差异化的价值主张、兼顾全球矩阵管理和本地灵活授权的本土化体制机制、合作伙伴的精诚合作、拥抱金融科技创新**是外资金融机构的五大制胜要素

4 对外开放对中国金融市场与金融机构具有重大价值

- 宏观上助力**中国金融体系的发展**
  - — 促进**金融监管与法制体系**健全发展及**金融基础设施**建设
  - — 引入海外领先金融机构在业务、运营及管理模式上的先进经验，如**风险管控、处置能力等**
  - — **引入国际资金**，尤其是成熟的海外机构资金
- 微观上促进**金融机构同业高质量发展**
  - — 从规模导向的粗放式管理向**价值导向的精细化管理转型**，从以监管套利为主的金融创新向**以客户导向的产品服务创新转型**
  - — 对推动金融更好地**支持实体经济和居民财富增长**，优化资源配置都将起到良好的作用
  - — **加强人才融合**，国内人才走向全球，国际人才进入中国

资料来源：麦肯锡分析

新一轮金融对外开放在金融牌照开放广度上全面扩大，在业务资质开放深度上进一步加强，同时开放速度也在加快





第一章
新一轮金融对外开放

自2001年加入WTO后的金融业对外开放，在广度与深度上尚未全力推进。银行业开放力度最大，外资银行获得了独资准入的资格，然而在网点扩展、业务资质准入、具体业务展业方面仍然受到较大限制；寿险、证券、资管等其他重点金融牌照仅对外资开放了非控股合资准入，对合资企业具有话语权的外资机构也较少；而支付、信用评级、托管等金融基础设施领域限制严格，未开放外资准入，导致外资金融机构无法在中国形成集聚与协同效应。

与之相比，自2018年起的新一轮金融对外开放在金融牌照开放广度上全面扩大，在业务资质开放深度上进一步加强，同时开放速度也在加快。

30
余类金融牌照

一、广度扩大——近乎全牌照开放

当前，中国共有30余类金融牌照，涵盖银行业、证券业、保险业、支付行业等各金融行业。此轮开放涉及几乎所有金融牌照，不仅涵盖了银行、保险、证券、资管、期货、信托、不良资产管理（AMC）等主要金融业务领域，还涉及支付、托管、信用评级等一系列金融基础设施牌照（图2、图3）。

新一轮开放大潮下，对中国业务基于寄予厚望的外资金融机构正在加速入场，获得了心仪已久的牌照准入。例如，花旗银行新获托管牌照、美国运通获得银行卡清算业务牌照、橡树资本获得AMC牌照等。

图2 在新一轮对外开放中，中国各类主流金融牌照的外资持股比例正在全面放开（1/2）

行业		上一轮对外开放 (2001-08)	新一轮对外开放 (~2018-)	此前	2017	2018	2020
银行		• 04年工中建交等国有大行逐步引入外资 • 06年出台《外资银行管理条例》，外资银行实现本地法人化	• 18年8月取消中资银行外资持股比例限制 • 19年10月取消外资入股中资银行总资产要求、放宽机构设置条件、降低人民币业务资质要求	100%			
保险	财产险	• 03年允许外国非寿险公司设立独资子公司		100%			
	寿险	• 04年允许外资持股寿险公司不超过50%	• 18年放宽至51%，20年全面取消限制	49%		51%	100%
资管	私募基金	• 仅对外资开放私募股权和创投基金	• 16年允许外商独资/合资成立私募证券基金	100%			
	公募基金	• 02年允许外资持股基金管理公司不超过49%	• 18年放宽至51%，20年4月起全面取消限制	49%		51%	100%
	保险资管/养老金管理公司	• 04年允许外资持股保险资管不超过25%	• 19年全面取消外资持股比例上限 • 19年7月允许外资设立/参股养老金管理公司	25%			100%
	银行理财子/理财公司		• 19年鼓励外资参与设立/少数股权参股银行理财子公司，允许外资与中资银行/保险公司的子公司设立外资控股的合资理财公司	N/A			可控股
证券		• 02年允许外资持股证券公司不超过1/3，12年放宽至49%	• 18年放宽至51%，20年12月起全面取消限制	49%		51%	100%
期货		• 07年审慎开放外资入股期货公司 • 12年外资间接持股上限明确为5%	• 18年放宽至51%，20年12月起全面取消限制	5%		51%	100%

资料来源：国务院；中国人民银行；银保监会；证监会；新闻检索

图3 在新一轮对外开放中，中国各类主流金融牌照的外资持股比例正在全面放开（2/2）

行业	上一轮对外开放 (2001-08)	新一轮对外开放 (~2018-)	此前	2017	2018	2020
信托	• 07年允许单个境外机构持股信托不超过20%，且其与关联方不得投资入股超过2家信托	• 15年取消外资持股比例限制，但绝对控股信托不得超过1家 • 20年4月起取消外资入股信托的10亿美元总资产要求	20%	100%		
托管		• 19年允许外资银行从事证券投资基金托管业务 • 20年7月允许外国银行分行从事证券投资基金托管业务	N/A			100%
征信机构		• 16年发布《外商投资征信机构的有关事宜》	N/A	100%		
信用评级	• 06年起允许外资参股国内评级机构	• 17年允许外国信评公司开展银行间债券市场信用评级业务；19年7月起允许对银行间和交易所交易债券市场上的所有类型的债券进行评级 • 20年允许美国公司收购现有合资企业的多数股权	49%	100%		
支付 第三方支付		• 18年3月允许外资申请第三方支付牌照	N/A		100%	
支付 银行卡清算		• 15年4月允许外资申请人民币银行卡清算牌照	N/A	100%		
金融资产管理公司		• 18年取消金融资产管理公司外资持股比例限制 • 20年允许美国公司申请独资省级资产管理公司牌照	N/A		100%	

资料来源：国务院；中国人民银行；银保监会；证监会；新闻检索

二、深度加深——放开业务资质，降低展业申请门槛

在此轮开放中，外资机构进入中国市场的方式更加灵活，可经营的业务资质更加丰富。目前，银行、保险、证券、公募基金等领域均放开了外资持股比例上限，允许外资设立控股合资、独资和控股集团，大幅放开业务资质，降低展业申请门槛。外资机构可以通过更加灵活和个性化方式参与中国市场。

其中，有明显示范作用的案例包括安联保险获外商独资保险控股牌照、友邦人寿获外商独资人身险牌照、贝莱德基金管理公司获外商独资公募牌照，以及东方汇理成立首家外资控股的合资银行理财公司。

同时，过去受限的业务资质正在逐步放松。以银行业为例，2019年新修订的《外资银行管理条例》开放了外资银行代理发行、代理兑付和承销政府债券的业务，将外国银行分行吸收中国境内公民定期存款的数额下限由每笔不少于100万元人民币下调为每笔不少于50万元，并取消了对外资银行开办人民币业务的审批。

三、面对新一轮开放，各类外资金融机构加速入场

41家
外资机构已在中国获得了外商独资/中外合资银行牌照

自上一轮开放以来，众多国际领先金融机构已在中国初步建立起业务布局；新一轮开放政策显著增强了中国市场对外资的吸引力，各类外资机构积极响应，纷纷跑步入场。

例如，东方汇理与中银理财成立了中国首家外资控股的合资理财公司，安联设立了首家外商独资保险控股公司，贝莱德设立了首家外商独资公募基金，瑞银通过增持合资券商成为首家外资控股券商，以及美国运通成为首家获得人民币银行卡清算资格的外卡组织等（图4）。

1. 银行业：降低市场门槛、放松机构设置、放宽业务资质

在本轮金融行业对外开放前，中国银行业已经历了两轮较大规模的对外开放，分别为2007年外资银行法人化改革和2014年《外资银行管理条例》修订。经过十几年的耕耘，外资银行业在中国市场已经实现了稳步发展。目前，已有41家外资机构在中国获得了外商独资/中外合资银行牌照（图5）。其中，既有根植中国百年以上的老牌全球性银行，如汇丰银行和渣打银行，也有诸多富有特色的区域性银行，如星展银行、澳新银行等。

图4 新一轮对外开放下，各类外资金融机构开始积极布局中国市场

行业	案例	
银行	荷兰国际集团	• 19年3月，荷兰国际集团ING拟与北京银行设立中国首家外资控股的合资银行
银行理财子公司	东方汇理	• 19年12月，东方汇理与中银理财合资成立汇华理财，成为中国首家外资控股合资理财公司
	贝莱德	• 19年12月，贝莱德、淡马锡与建行商议成立由外方控股的合资理财公司
保险	标准人寿安本	• 19年3月，首家合资养老保险公司恒安标准养老获批成立
	安联	• 19年11月，安联保险控股获批开业，成为中国首家外商独资保险控股公司
	安盛	• 20年7月，安盛信利获批成为中国首家外资再保险法人机构
	友邦	• 20年8月，友邦人寿获批成为首家外商独资人身险公司
公募基金	摩根大通	• 19年8月，摩根大通增持上投摩根基金至51%，并寻求100%独资
	贝莱德	• 20年8月，贝莱德获准设立首家外商独资基金管理公司
财富管理	先锋领航集团	• 19年6月，先锋领航集团和蚂蚁金服成立先锋领航投顾，20年4月于支付宝平台上线投顾工具“帮你投”
证券	瑞银 高盛 摩根士丹利 瑞信	• 19-20年，瑞银、高盛、摩根士丹利、瑞信纷纷增持其合资券商至51%
	野村证券 摩根大通 大和证券 星展银行	• 19年3月-20年8月，野村东方国际证券、摩根大通证券、大和证券和星展证券核准设立，野村、摩根大通、大和和星展分别持股51%；摩根大通拟增持至全资
托管	渣打 花旗	• 18年10月和20年9月，渣打银行和花旗银行先后获得证券投资基金托管业务资质
信用评级	标普 惠誉	• 19年1月和20年5月，标普信评和惠誉博华先后获批成立，成为首两家在中国银行间债券市场开展信用评级的外资机构
支付	PayPal贝宝	• 19年9月，PayPal收购国付宝70%股权，成为境内首家外资支付机构
	美国运通	• 20年6月，美国运通获得人民币银行卡清算业务牌照，成为境内首家外资银行卡清算机构

资料来源：新闻检索

图5 自2007年以来，已有41家外资机构在中国获得了外资银行牌照

全球性银行

汇丰银行	摩根大通	摩根士丹利	渣打银行
德意志银行	瑞士银行	法国兴业银行	
花旗银行	法国巴黎银行	法国农业信贷银行	

区域性银行

华商银行	东亚银行	玉山银行	韩国国民银行
恒生银行	富邦银行	瑞穗银行	菲律宾首都银行
星展银行	大华银行	新韩银行	国泰世华银行
韩国中小企业银行	韩亚银行	正信银行	三井住友银行
永丰银行	开泰银行	加拿大蒙特利尔银行	友利银行
盘谷银行	华美银行	华侨永亨银行	菲律宾国家银行
澳新银行	浦发硅谷银行	彰化银行	大新银行
中信银行（国际）	南洋商业银行	三菱日联银行	

资料来源：银保监会

本轮银行业开放始于2018年，主要从降低市场门槛、放松机构设置、放宽业务资质三方面放松对外资银行的限制。

从市场门槛来看，本轮开放按照内外一致原则，降低了对外资银行股东的资产和资格要求，并取消了外资对中资银行的持股比例上限，赋予外资机构和外国投资者国民待遇。

从机构设置来看，外资银行可以在中国境内同时设立外商独资/中外合资银行和外国银行分行。

从业务开展来看，本轮开放扩大了外资银行的业务范围，取消了人民币业务的审批及等待期，并大幅下调了外国银行分行零售存款数额下限。同时，本轮开放也丰富了部分业务牌照，例如花旗银行于2020年9月获批基金托管牌照。

我们预计，这些举措将进一步提升外资银行在华业务运营的灵活性和便利性，吸引外资银行扩大在华投资。同时，新的举措也有利于外资银行利用其成熟的管理经验、服务能力和国际视野，丰富其在中国市场的产品和服务，更好地满足中国市场和中国客户的需求。

全球领先保险公司已在中国设立了

67家

外资保险机构

2. 保险业：解除外资持股限制，允许控股架构展业

在此轮保险业的对外开放中，监管机构解除了寿险公司和保险资管公司的外资持股比例限制，开放了养老保险牌照，解除了保险控股公司和再保险公司的法人机构设置限制，并取消了外资保险公司进入中国的经营年限及代表处设立要求（图6）。具体来看，安联已拔得外商独资保险控股头筹，友邦人寿成为首家外商独资人身保险公司，安盛信利成为首家外资再保险法人机构，首家由合资寿险公司设立的养老保险公司恒安标准养老也已经获批。

11家

全球知名投行在中国组建了合资券商

我们认为，随着保险业务牌照更加丰富以及经营范围的扩大，新一轮开放政策或将推动外资保险公司在产品、分销、运营和服务上更加灵活，并降低协调成本。这将有利于国内保险市场引进外资公司先进的管理、风控和产品设计理念，并进一步丰富消费者的选择，满足消费者多元化、多层次的金融需求。

3. 证券业：放开持股比例上限，外资巨头加码增资

全球前20大资管机构已有

11家

在中国活跃布局

此轮证券行业的开放主要集中在放开外资持股比例和业务资质上。监管部门允许外国投资者控股（2020年4月1日起）或独资（2020年底）持有证券公司，并开放了经纪业务等业务资质。这些举措解决了过去外资因表决权有限而对经营管控话语权有限的状况。

目前，众多国际巨头纷纷入局，已有11家全球知名投行在中国组建了合资券商，包括9家外资控股券商。例如，摩根大通和大和证券已重新进入中国市场并控股合资券商；高盛、摩根士丹利、瑞银等诸多已经在中国市场活跃多年的大投行则积极加码增资，实现控股（图7）。

4. 资管行业：开放力度显著加大，市场积极响应

在资管新规稳步落地与中国市场强劲增长的双重吸引下，全球顶尖资产管理公司纷纷加码中国，通过多种方式参与市场，包括设立外商独资私募证券投资基金（Private Fund Manager, PFM）、控股与独资公募基金，以及合资银行理财子公司等。目前，全球规模排名前20的资管公司中已有11家在中国活跃布局，包括大名鼎鼎的贝莱德、先锋集团等（图8）。

不同机构在华的战略布局依照其自身禀赋优势各有所异。全能型银行摩根大通全线布局中国，力图独资运营旗下各大业务条线，包括资管、证券、公司银行、财富管理等；欧洲领先资管机构东方汇理选择与具有强大分销能力的全国性大银行开展合作，自身更多专注于专业的投资管理能力；而以被动投资与智能投顾闻名的先锋集团选择从智能投顾切入，与蚂蚁财富合资开展公募基金线上投资顾问业务。

图6 自1992年以来，全球保险公司已在国内设立了67家合资及外商独资保险机构

人寿保险公司 (28家)

工银安盛人寿	中德安联人寿	瑞泰人寿	光大永明人寿[4]
中英人寿	德华安顾人寿	中意人寿	恒安标准人寿
陆家嘴国泰人寿	中信保诚人寿	同方全球人寿	中法人寿
恒大人寿	中荷人寿	君龙人寿	交银康联人寿
华泰人寿	中韩人寿	大都会人寿	北大方正人寿
长生人寿	招商信诺	复星保德信人寿	中宏保险
友邦人寿	中银三星人寿	鼎诚人寿	汇丰保险

财产保险公司 (21家[1])

安盛天平	三井住友海上火灾保险	瑞再企商保险	东京海上日动（中国）
安达保险	利宝保险	三星财产保险	爱和谊日生同和财产保险
劳合社中国[2]	日本财产保险	乐爱金产险	
国泰产险	中航安盟保险	中意财险	日本兴亚财产保险
苏黎世保险	史带中国	现代保险	
京东安联	美亚保险	富邦产险	

再保险公司 (8家)

瑞士再保险	慕尼黑再保险	通用再保险	大韩再保险
汉诺威再保险	法国再保险	美国再保险	安盛信利再中国[3]

保险资管公司 (7家)

光大永明资产	中意资产管理	交通康联资管	招商信诺资管
中英益利资管	工银安盛资管	中信保诚资管	

健康保险公司 (1家)

平安健康[4]

养老保险公司 (1家)

恒安标准

保险控股公司 (1家)

安联保险控股

1. 2020年，信利财险已变更业务范围，故外资财险公司总数变为21家
2. 劳合社的经营范围除财产险直保业务外，还包含中国境内的非寿险再保险业务、中国境内的转分保业务和国际再保险业务，未避免重复计算，仅计入财产险公司
3. 2020年7月，银保监会批准信利财险的变更业务范围申请，公司更名为信利再保险（中国）有限公司，成为中国首家外资再保险法人机构
4. 外资持股占比24.99%

资料来源：银保监会；麦肯锡分析

图7 11家全球知名投行已在华建立合资券商，由于市场准入条件放宽，更多机构正计划加入

外资持股51%

外资	在华合资券商	外资持股比例	市场进入年份	
高盛	高盛高华证券	**51%**	2004	2020年，高盛持股比例从33%增加到51%
瑞银	瑞银证券	**51%**	2006	2019年，瑞银持股比例从24.99%增加到51%
瑞信	瑞信方正证券	**51%**	2008	2020年，瑞信持股比例从33.3%增加到51%
德银	中德证券	**33.3%**	2008	
摩根士丹利	摩根士丹利华鑫证券	**51%**	2011	2020年，摩根士丹利持股比例从49%增加到51%
汇丰	汇丰前海证券	**51%**	2017	
东亚银行	东亚前海证券	**49%**	2017	
摩根大通	摩根大通证券	**51%**	2019	2017年退出原合资券商，2019年重组合资券商，持股51%
野村证券	野村东方国际证券	**51%**	2019	
大和证券	大和证券	**51%**	2020	2014年退出原合资券商，2020年重组合资券商，持股51%
星展银行	星展证券	**51%**	2020	

计划进入的外资券商[1]

麦格里	• 2018年12月，就成立控股的合资券商展开洽谈
法国兴业银行	• 2019年10月，宣布了成立独资券商的计划
花旗	• 2020年4月，正式退出合资券商东方花旗，计划未来组建独资券商

1. 未穷尽

资料来源：证监会；公司网站；新闻检索

图8 全球资产管理规模前20大资产管理公司中，有11家活跃于中国市场

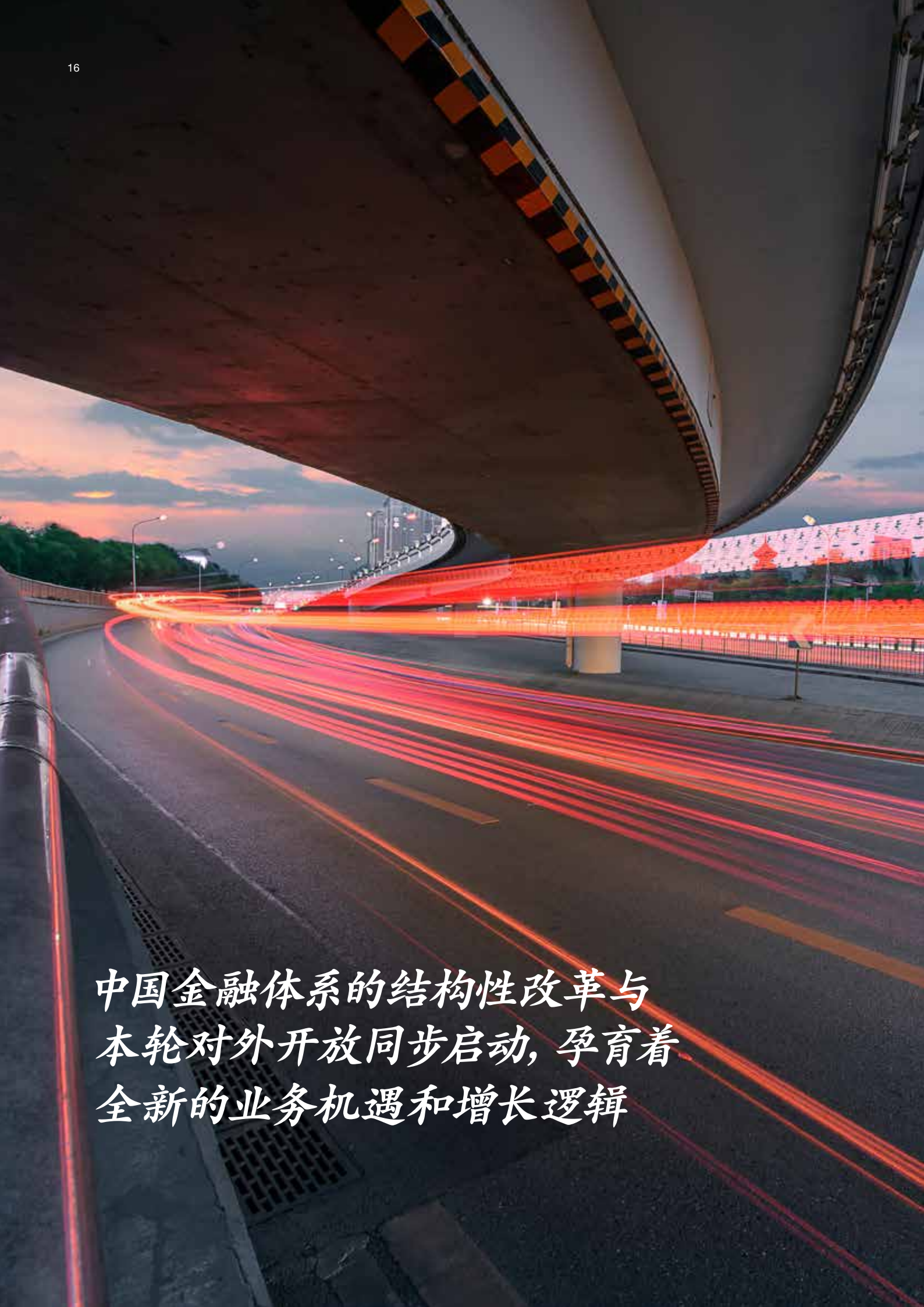
公司	2018年管理资产规模 万亿美元	在华资产管理业务布局		
		银行理财子公司	公募基金	其他
贝莱德	4.6	✓ *与建行、淡马锡商讨银行理财子公司*	✓ 中银基金 (17%) 贝莱德基金 (100%)	✓ 私募证券基金，QDLP[1]
领航先锋	3.8		✓ 先锋领航公募投顾 (51%)；正在申请独资公募牌照	
道富银行	1.9		*(2014年退出)*	
富达	1.9		✓ 正在申请独资公募牌照 (通过Fidelity Intl.)	✓ 私募证券基金 (通过Fidelity Intl.)
纽约梅隆银行	1.3		*(2014年退出)*	
摩根大通资管	1.3	✓ *与招行结成战略合作伙伴*	✓ 上投摩根 (51%，欲增持至100%)	✓ 证券公司，QDLP[1]
资本集团	1.3			
太平洋投资管理公司	1.3			✓ 私募证券基金，QDLP[1] (通过Allianz GI)
东方汇理	1.3	✓ 汇华理财 (55%)	✓ 农银汇理 (33%)	
保德信投资管理	1.1		✓ 光大保德信 (45%)	
高盛资管	1.0	✓ *与工行商讨银行理财子公司*		✓ 证券公司
法通	1.0			
威灵顿管理	0.8			
普信	0.7			
纽文	0.7			
景顺	0.7		✓ 景顺长城 (49%)	✓ 私募证券基金，QDLP[1]
北方信托	0.7			
安盛投资管理	0.6		✓ 浦银安盛 (39%)	
三井住友信托	0.6		✓ 中邮基金 (23.67%)	

1 QDLP：合格境内有限合伙人

资料来源：IPE；新闻检索







中国金融体系的结构性改革与本轮对外开放同步启动，孕育着全新的业务机遇和增长逻辑



第二章
中国金融体系结构性变革

2019年，中国银行业总资产近

300万亿元，居全球第一

保险业原保费收入达

4.3万亿元，居全球第二

大资管资产管理规模达到

113万亿元

一、全球领先金融机构普遍认为，中国金融业在全球市场占有重要地位，未来增长潜能巨大

中国银行业2019年总资产达到近300万亿元人民币，居全球第一，全球银行业排名前20的银行中有7家中国银行。同时，中国银行业的金融科技与创新亦成绩斐然，已有11家领先内资行成立了金融科技子公司，加大对金融科技的投入、转化和输出。

中国保险业原保费收入在2019年达到4.3万亿元人民币，仅次于美国，居全球第二；养老金管理规模达到13.5万亿元。然而，保险深度与密度均有很大发展空间，个人健康险和养老险等新兴业务也存在巨大发展机会（图9）。

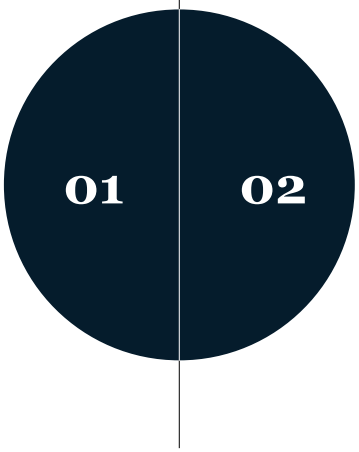
中国证券业规模相对有限，2019年总收入为3,605亿元人民币，仅为全球领先投行高盛2019年总收入的1.5倍。然而，随着市场结构性制度改革逐步落地，未来增长潜力可期。

中国大资管市场在2019年的总资产管理规模达到113万亿元人民币。伴随居民财富持续增长与长期资金稳步入市，预计2020-25年化增长率有望达到约10%，约为全球平均增速的两倍（图10）。

图9 中国主要金融市场孕育重大发展机遇（1/2）

银行

- 中国银行业2019年**总资产290万亿元**，11-19年**CAGR达13%**，**ROE超过10%**
- 2020年全球银行业排行[1]前20名中，有**7家**中国银行
- 银行加强科技赋能和创新
  - 目前已有**11家**银行建立**金融科技子公司**



保险

- 中国已成为**全球第二大保险市场**，19年原保费收入**4.3万亿元**，11-19年**CAGR达15%**，预计25年市场规模将达约**7.5万亿元**
- **保险深度和密度发展空间巨大**，目前仅**4.3%**和**~3,000元/人**；**新兴市场**如**健康险、养老险**存在巨大机遇，2019年中国的**养老金**市场规模约**13.5万亿元**，占中国GDP比重仅**13%**，而同期美国养老金市场规模占GDP比重已达150%

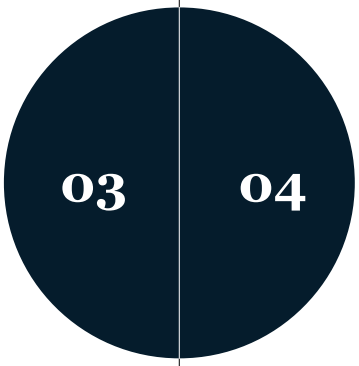
1. 《银行家》全球1000家大银行排名

资料来源：银保监会；Wind；新闻检索；麦肯锡分析

图10 中国主要金融市场孕育重大发展机遇（2/2）

证券

- 证券市场经历行业宽松期、调控期和转型期，随着制度性改革落地，未来**或将迎来新一轮上升周期。**2019年中国境内上市公司总市值占GDP比重约**60%**，而同期美国上市公司总市值占GDP比重已达150%
- 随着注册制落地和多层次资本市场体系逐步完善，**上市公司数量有望加快增长**。截至2020年8月，中国境内上市公司达到**3,990家**，总市值达**76万亿元**，其中率先试点注册制的科创板已有**165家**公司上市



资管

- 中国大资管市场蓬勃发展，2019年**管理规模**已达**113万亿元**，预计19-25年**CAGR达~10%**，2025年管理规模将达到**~200万亿元**，19-25年预计贡献全球资管AuM近**40%**的增量
- **银行理财、保险资管及公募基金**是重点关注领域，管理资产规模至2025年将分别达**46万亿元、37万亿元及34万亿元**
- 随着资管新规的逐步落地，**到2021年底所有产品均需符合资管新规**

资料来源：证监会；基金业协会；Wind；麦肯锡分析

二、中国金融体系的结构性改革与本轮对外开放同步启动，结构性改革孕育着全新的业务机遇和增长逻辑

随着中国经济从高速扩张向高质量发展转型，经济正在实现新旧动能转换，金融体系结构性调整时机成熟，金融体系的结构性改革与本轮对外开放同步启动，孕育着全新的业务机遇和增长逻辑。

1. 银行业：从以规模驱动的粗放式增长转向以价值驱动的高质量增长

国内银行业面临日益严峻的内外部挑战，亟待向价值银行转型，实现高质量发展。贷款市场报价利率（LPR）改革进一步提高了利率的市场化水平，对银行精细化、差异化风险定价能力提出前所未有的高要求；宏观经济进入新常态、中美贸易摩擦升级、新冠疫情肆虐，给实体经济带来了不小压力，对银行预防和化解问题资产的能力提出更高要求；金融科技公司凭借技术和生态圈优势，对银行的获客渠道、业务拓展和利润增长都带来了巨大冲击。

在多重挑战下，传统粗放式、重资本的规模驱动型增长不再占据优势，中国银行业向以价值创造为导向、精细化、专业化、数字化、敏捷化的高质量发展转型势在必行。外资银行在低利率、强监管、全球化竞争环境下，积累了丰富的经营经验，具有较为成熟的风险预防、应对和化解能力，在金融科技赋能应用方面已经形成丰硕成果。在国内银行业向高质量发展转型的背景下，外资银行有望发挥所长，与中资银行充分竞合，共同促进行业健康成长。

2. 保险业：回归本源，推陈出新

近年来，保险行业坚持“守正出新”。一方面持续回归保险本源，加强风险防控，提升服务水平；另一方面推陈出新，以适应新的发展形势，以消费者为中心，满足市场不断释放的保险需求。

人身险方面，健康险、意外险、定期寿险等风险保障型产品占比持续提升，投资型和中短存续期产品规模下降。

财产险方面，随着商车费改的持续推进和新车销量增长放缓，车险市场竞争日趋激烈。各公司主动转换发展动能，不断提升非车险，如农业保险、责任保险和信用保证保险等产品的占比。

再保险市场进一步开放，保险公司引入先进经验技术开发多灾因巨灾保险产品，并推动开发巨灾债券等衍生品，不断完善产品体系和风险分散机制。

随着居民收入水平和保险意识的提升以及人口老龄化的加剧，健康和养老领域展现出巨大商机，各保险公司在商业模式、产品和服务等各个维度上不断创新，以求在新的市场机遇面前获得一席之地。

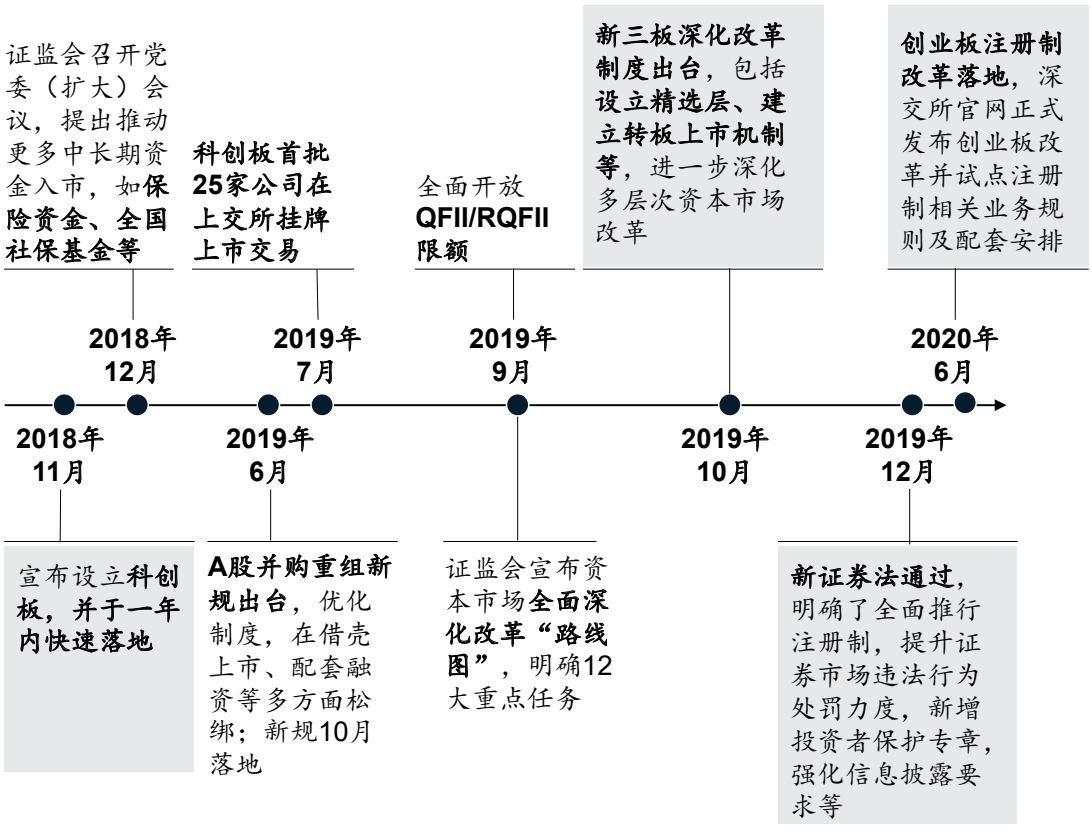
随着新技术的应用，保险公司纷纷通过科技赋能推动定价、分销、核保和理赔全价值链的精细化管理，洞察客户需求，触达长尾市场。

外资保险公司在特定业务领域拥有丰富经验，同时还有覆盖保险全价值链的先进技术。随着保险行业对外开放的持续深化，外资保险公司在中国市场将迎来巨大发展机会，在追求自身发展的同时，他们也能为行业提供借鉴、共同促进保险市场的健康发展。

3. 证券业：完善多层次资本市场体系，提升服务实体经济能力

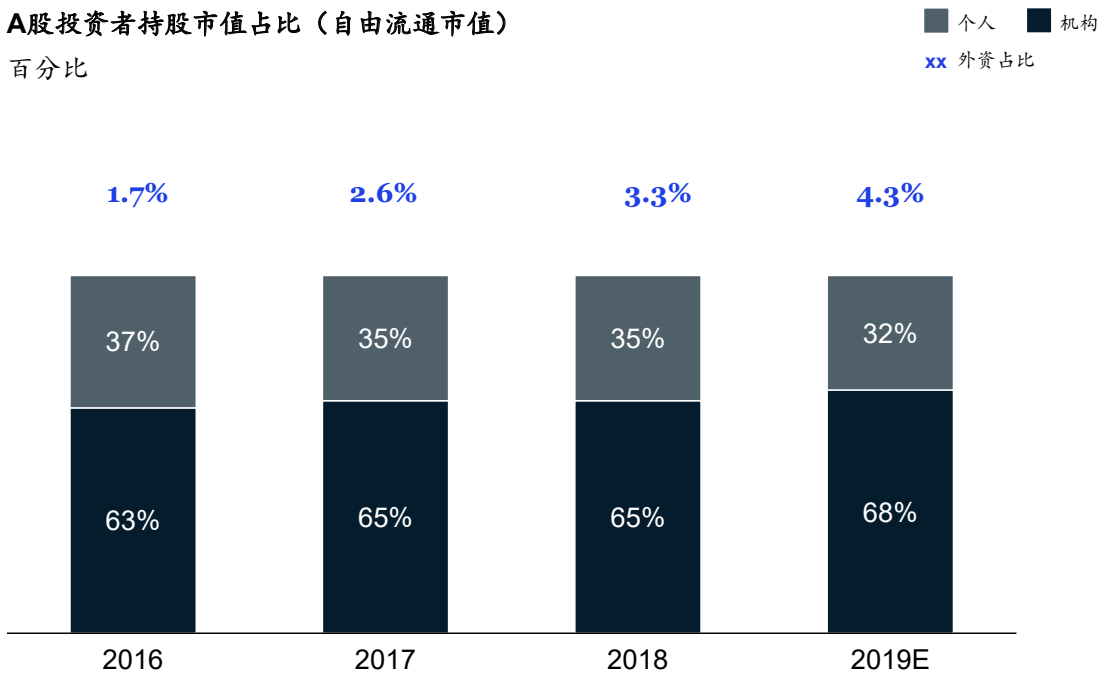
在新的经济发展阶段，中国金融体系逐渐暴露出资源配置低效、定价功能薄弱、融资成本结构性高企等问题。自2018年以来，以科创板注册制、新证券法等为代表的基础性市场制度快速出台落地，标志着资本市场改革的顶层设计主线日渐清晰，自上而下深化改革开放的信号越来越明确（图11）。

图11 2018年以来顶层设计日渐清晰，以“注册制”为先导的基础性制度逐步落地，资本市场迎来转型拐点



资料来源：新闻检索；麦肯锡分析

图12目前看来制度性改革效果向好，机构化、国际化投资者占比持续提高



资料来源：中国人民银行；新闻检索；Wind；麦肯锡分析

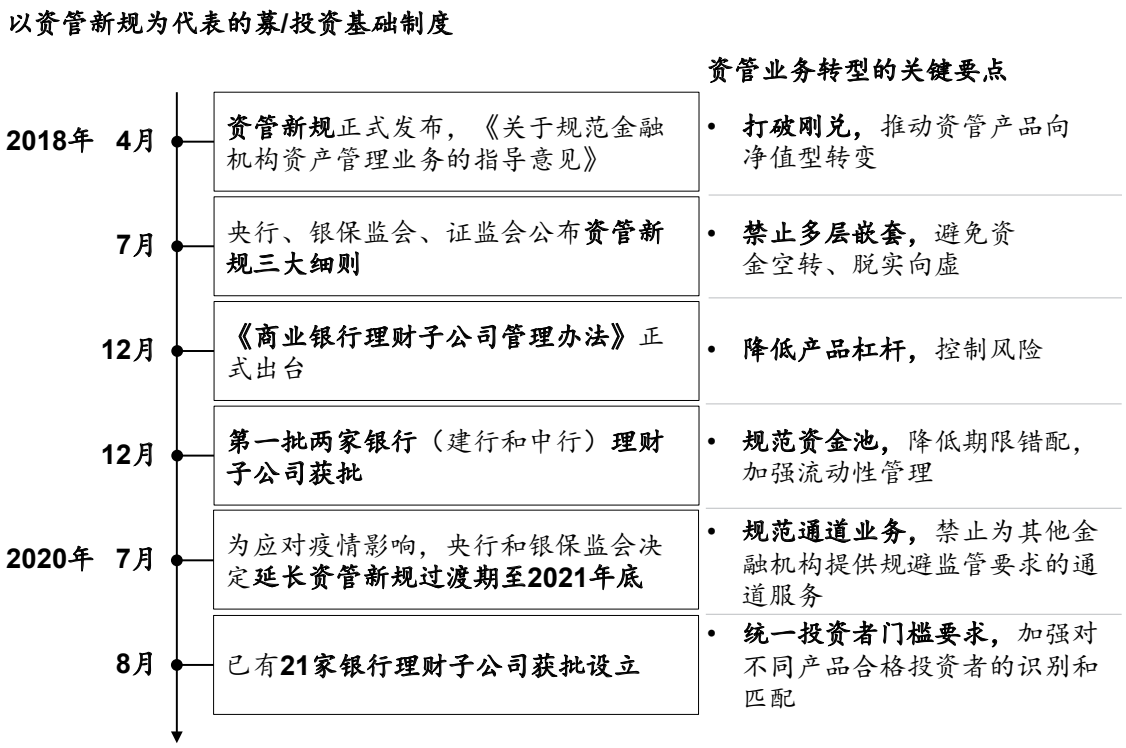
目前看来制度性改革效果良好。资本市场机构投资者和国际投资者占比持续提高；科创板审核周期显著缩短，科技独角兽企业也越来越倾向回归国内资本市场（图12）。

在资本市场制度性改革红利下，券商核心业务有望迎来新的发展机遇。投行业务将从监管驱动转向专业能力驱动，券商将承担更为重要的职责，新股定价、信息披露、承销组织等专业能力要求更高。

在中国经济新旧动能转换过程中，并购重组活跃度将增加，并购目的将由套利逻辑向产业逻辑转移，未来将更加考验券商交易撮合、产业理解、资本嫁接等专业服务能力。衍生品扩容与创新不断加速，产品创设、风险定价、交易等能力将成为券商打造衍生品业务优势的差异化能力。

顶尖外资投行拥有在成熟市场的长期经营经验，以及穿越经济周期的历史积累，具备强大的综合专业能力。随着外资进入中国，他们有望在资本市场发展新阶段引领行业走上专业化发展路径。

图13资管新规系列政策快速出台和落地，实现去错配、去嵌套、去刚兑，倒逼行业回归本源，加速转型



资料来源：新闻检索；麦肯锡分析

4. 资管行业：回归本源，逐步统一监管

自2018年资管新规快速出台落地后，资管行业的监管体系逐步完善，资管业务明确回归“受人之托、代人理财”之本源，开启了从影子银行主导向资本市场主导的净值化转型。

券商资管、基金子公司等私募资管业务去通道改革如火如荼，银行理财净值化转型也在稳步推进，理财子公司加速入场，保险资管第三方业务不断拓宽，大资管统一监管趋势确立（图13）。

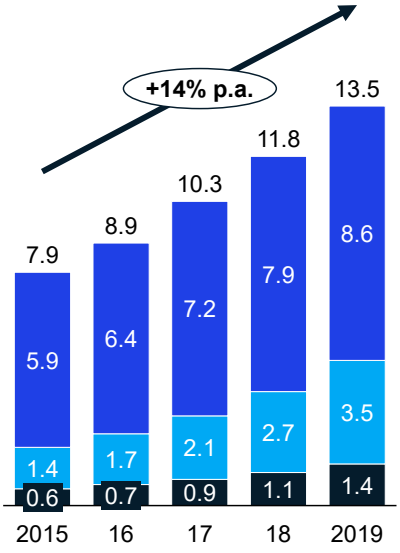
随着资管行业近年来持续向规范化发展，外资资管公司将从中国市场获益。一方面，外资已有多年的成熟市场运营经验，在产品规范化转型的大背景下，更有机会发挥所长，与国内机构真正同台竞技。另一方面，银行理财子公司等新兴牌照，让外资机构在业务战略布局方面更加灵活，在合作伙伴选择上也更多元化。

同时，公募投顾试点的推出与落地，也标志着资产管理行业分销渠道开始从传统卖方佣金思维向买方投顾模式转型，这将成为内外资机构财富管理业务转型的破局关键。另

图14 在政策支持和需求增加的推动下，中国养老金市场规模快速增长

第一支柱：基本养老保险与社保基金
第二支柱：企业年金、职业年金和团体养老保险/年金
第三支柱：个人养老保险/年金和公募养老目标基金

养老金市场规模快速增长
万亿人民币



驱动因素

政策支持

- **基本养老保险基金的投资范围扩大，预期收益提高。**2016年12月放松了对基本养老保险基金证券投资的限制，预期净资产收益率将与社保基金相当
- **税延养老年金有助于扩大第三支柱比例。**2018年4月，个人税延养老年金推出，税前扣除限额按月收入的6%和1000元孰低确定，标志着国内第三支柱养老正式开启
- **证监会试点公募养老目标基金，**未来预计推出更多配套激励政策

需求增加

- **人口老龄化加剧，**老年人口赡养比快速上升，未来需求有望增加
- **随着人们财富管理意识的加强，**消费者会继续优化其资产配置，个人养老资产在家庭净资产配置的占比有望增长

资料来源：人力资源和社会保障部；全国社会保障基金理事会；银保监会；Wind；麦肯锡分析

一方面，投顾试点也更适合以指数产品为代表的被动投资业态，助推被动投资管理业务的发展。在被动投资领域拥有成熟运作经验的国际资管机构将有机会充分发挥其所长。比如，贝莱德已于2020年8月获批公募牌照，先锋集团与蚂蚁合资推出的智能投顾已经上线运营。

5. 养老体系：结构调整，未来可期

在政策支持与需求增加的推动下，中国养老金市场规模快速增长。然而，当前中国的养老体系替代率低，仍然高度依赖第一、第二支柱，发展第三支柱势在必行。为加快第三支柱构建，中国政府目前已推出个税递延型养老保险、养老目标公募基金等多项试点措施，但试点规模仍然较小。

未来一、二支柱委外投资管理的市场化转型，以及三支柱方面更有吸引力的政策支持，都将持续吸引全球保险、养老和资管机构广泛参与。具备成熟市场养老金运作经验的外资机构有望发挥带头作用，促进养老相关业态提质扩容（图14）。

中国银行业、保险业、证券业、资管行业和养老金体系的结构性变化，有望推动金融行业整体由粗放式增长迈向价值驱动的高质

量发展模式。在这一过程中，金融机构的管理水平、服务意识以及创新能力也将得到提升。这些结构性变化既为外资金融机构公平参与市场竞争奠定了坚实基础，也将有助于外资机构发挥其在成熟市场中积累的丰富行业经验和专业能力，更加积极有效地服务中国市场和中国客户，从而在中国市场取得长足发展。

6. 区域性结构变化：重点区域加快金融开放，加速建设金融中心

近期，政府在粤港澳、长三角与京津冀等重点区域密集落地一系列金融支持政策，推动重点地区金融行业开放和资本项目开放，并加快建设金融中心、汇聚金融要素和金融人才。

区域性金融支持政策旨在鼓励外资机构在重点地区设立分支机构，支持金融行业进一步开放。例如，在国家层面的开放政策之上，粤港澳大湾区进一步鼓励支持境外银行在大湾区同时设立外商独资银行和外国银行分行、支持商业银行在大湾区发起设立不设外资持股比例上限的金融资产投资公司和理财公司。

区域性金融支持政策明确重点地区资本项目下开放，在跨境金融服务领域发挥带头作用。例如，长三角区域金融支持政策探索在临港新片区取消外商直接投资人民币资本金专用账户，并进行本外币合一跨境资金池试点，加速推进金融市场自由流通。粤港澳大湾区探索建立跨境理财通机制，支持银行开展跨境贷款、支持内地非银金融机构在港澳地区开展跨境业务，打通境内境外资金通道，加快资本项下开放速度和力度（图15）。

区域性金融支持政策鼓励资金、人才在内的金融要素聚集，从而加快国际金融中心建设。政府通过鼓励外资机构设立、改革和开放现有资本市场（创业板注册制、沪港通、深港通、债券通等）、建立新兴资本市场（科创板等）、促进投资贸易自由化便利化等一系列举措，已经在上海、北京、深圳、广州等核心城市汇聚了大量境内外资金、领先金融机构和高端金融人才，加快了区域和国际金融中心建立进程，使其成为境外资本和境内市场连通的主要门户，也促进了国内金融体系改革升级。在2020年9月公布的最新“全球金融中心指数”排名中，上海、北京和深圳已位列全球金融中心前10名。其中，上海更是首次进入全球三强行列，仅次于纽约和伦敦。

粤港澳、长三角和京津冀等重点区域的金融支持和开放政策为外资机构提供了大量大展身手的机会，建议外资机构保持对最新政策的跟踪，并与当地政府和监管机构持续沟通，充分利用政策红利，进一步发展中国战略。

图15 粤港澳、长三角和京津冀区域金融支持政策密集落地，为外资开放提供了额外的政策优惠和便利条件

区域	国家最新金融业相关区域政策
粤港澳	• 2020年5月发布**《关于金融支持粤港澳大湾区建设的意见》，着眼于实现高质量跨境金融服务：** — 促进跨境贸易和投融资便利化，**建立本外币合一银行账户体系** — 支持**外资行在粤同时设立外商独资银行和外国银行分行、取消金融资产投资公司和理财公司外资持股比例上限**等 — 促进金融资源跨区域服务，包括**建立跨境理财通、开展跨境贷款、支持内地非银金融机构开展跨境业务**等
长三角	• 2020年2月发布**《关于进一步加快上海国际金融中心建设和金融支持长三角一体化发展的意见》，着力于实现同城化金融服务：** — 支持银行在沪设立**理财子公司及专业子公司**、**金融资产投资公司**和**专业投资子公司，试点中外合资理财公司** — 支持金融机构设立**金融科技公司**，积极稳妥探索**新技术在金融领域应用** — 在临港新片区内开展**本外币合一跨境资金池试点** — 推动金融机构跨区域协作，探索建立长三角**跨省（市）联合授信机制**
京津冀	• 2015年4月发布**《京津冀协同发展规划纲要》**，明确**北京金融管理、天津金融创新运营、河北金融后台服务功能** • **河北雄安新区**：2018年4月《河北雄安新区规划纲要》明确在金融机构方面，雄安新区承接银行、保险、证券等金融机构总部及分支机构，鼓励金融骨干企业、分支机构开展金融创新业务 • **北京城市副中心**：2018年12月《北京城市副中心控制性详细规划》要求通州著力打造国际一流和谐宜居之都示范区、新型城镇化示范区、京津冀区域协同发展示范区

资料来源：新闻检索；麦肯锡分析

三、全球领先金融机构非常关注中国在金融科技业务模式上的创新和突破，希望通过在金融科技应用领域的合作和探索，获取新的能力，并复制到全球市场

中国在金融科技应用领域的突破创新正在引领全球。在最重要的一些新生代技术领域内，中国企业不断崭露头角，已经得到全球各领域金融机构的关注和学习（图16）。

许多国际知名银行、保险公司、资管公司等金融机构纷纷到阿里、腾讯、平安以及其他中国领先金融科技公司考察其金融科技技术，学习并寻求与其达成战略合作的机会，希望能够以科技之力打开中国市场，并借鉴中国的金融科技理念和经验，将之进一步扩展至海外其他市场。

例如，蚂蚁集团通过生态化经营客户、持续创新、深度数据驱动的客户洞察，以及与各类金融机构广泛合作，目前已积累了约7.3亿用户，上架6,000余种金融产品，服务超过300家金融机构。其运用科技赋能金融服务的成功案例，已成为国内外诸多金融机构的学习样本。全球领先的资管与智能投顾机构先锋集团已与蚂蚁集团联手推出数字化投顾平台（先锋集团持股49%）。该平台结合了先锋集团丰富的财富顾问和资管线上直销业务经验，与蚂蚁集团的大数据KYC、生态经营和广阔的客户基础相结合，为个人投资者提供专业化、智能化、便捷化的线上投顾服务（图17）。

图16 在最重要的新生代技术领域，中国领先企业不断崭露头角，令世界刮目相看

技术	云	生物识别	自动化	人工智能	物联网	标记化
金融服务应用	软件即服务（SaaS） 核心银行平台	人脸识别用于客户尽调（KYC）及安检	数字化核保和理赔	投资决策解决方案	按使用付费的保险	新一代贸易融资
中国金融科技企业示例	腾讯云 百度智能云 阿里云	旷视 商汤	保险师 评驾 和金在线	数库科技 品钛 璇玑	感知科技 新大陆	云象

资料来源：新闻检索；麦肯锡分析

图17 中国金融科技全球领先，蚂蚁集团等成功案例已成为国内外诸多金融机构的学习样本

中国领先的数字金融科技平台

用户数

7.29亿
截至2020 年6 月的12 个月内，在公司平台上使用过至少一种数字金融服务的用户数

10倍
与2015年相比，截至2020年6月的12个月内数字金融服务规模[1]上涨倍数

服务规模

约**100**家 银行

截至2020 年6月，公司平台促成的信贷余额中与金融机构联合放款或已证券化的比例约为 **98%**

约**170**家 资产管理公司

6,000 多种产品

约 **90**家 保险公司

截至2020年6月，促成的保费及分摊金额 **518**亿元

业务模式

- **坚持“客户第一”**
  - **了解客户**：通过阿里巴巴生态系统积累大量深入洞察
  - **预测需求**：运用自有算法并充分利用客户洞察预测客户需求与偏好
  - **提升体验**：持续利用新技术解决客户痛点，实现普惠服务
- **持续产品创新**
  - **持续推出创新产品和服务**，例如花呗、余额宝等
  - **开发场景化数字金融产品**，帮助金融机构快速、低成本地触达过去未被服务的客户
- **加强机构合作**
  - **提供技术支持**，包括客户触达、智能商业决策、动态风险管理及技术基础架构等
  - **联合风险管理**，开发风控解决方案和风险识别算法，降低金融机构在欺诈、反洗钱、信用、数据因素等方面的风险

1. 单用户在支付宝平台使用相应服务的总规模，包括消费信贷日均贷款余额、余额宝日均余额、支付保费和相互宝分摊余额

资料来源：《蚂蚁集团招股说明》及公开报道

上一轮开放中，外资金融机构整体在华业绩表现欠佳；本轮开放中他们更关注如何与本土领先机构差异化竞争、赢得市场份额、实现可持续的成功





第三章
外资金融机构核心关注点

一、经过上一轮金融开放的洗礼，外资金融机构对中国金融市场已经有了更为清晰和深入的认识，在本轮开放中如何竞争并赢得市场份额、取得可持续的成功是他们关注的重点

1. 整体而言，上一轮开放中，外资金融机构在中国市场的业绩表现并不尽如人意，背后主要有三大深层次原因：上一轮中国金融开放的广度和深度有限，过去十年中国金融行业的增长方式与外资金融机构的优势存在错配，以及外资机构自身对中国市场仍处于试探和探索的阶段，持续性的重视和投入不足。

监管层面

上一轮对外开放中，保险、证券、资管等重点牌照尚未全面开放，外资作为合资公司非控股股东的治理模式下，外资股东对公司经营的管控能力和影响力较低。虽然银行业早已开放独资，但外资在部分关键业务（如人民币零售业务）和机构设置上，仍然受到较多限制。

此外，在上一轮金融业开放中，广度尚未覆盖全行业，尤其是在支付、托管、评级等金融基础设施领域仍限制严格，使得外资金融机构无法在中国形成集聚与协同效应。

行业发展

过去十几年中，外资机构并不适应中国金融行业高速扩张、跑马圈地的粗放增长模式，其金融危机后持续保守的风险偏好无法适应中国作为高成长新兴经济体所代表的风险收益特征。同时，中国过去以影子银行为主体的财富/资产管理体系与海外以资本市场为核心的财富/资产管理体系存在根本性的差别，外资机构在全球的成熟经验与专业能力无法在中国充分发挥。

机构自身

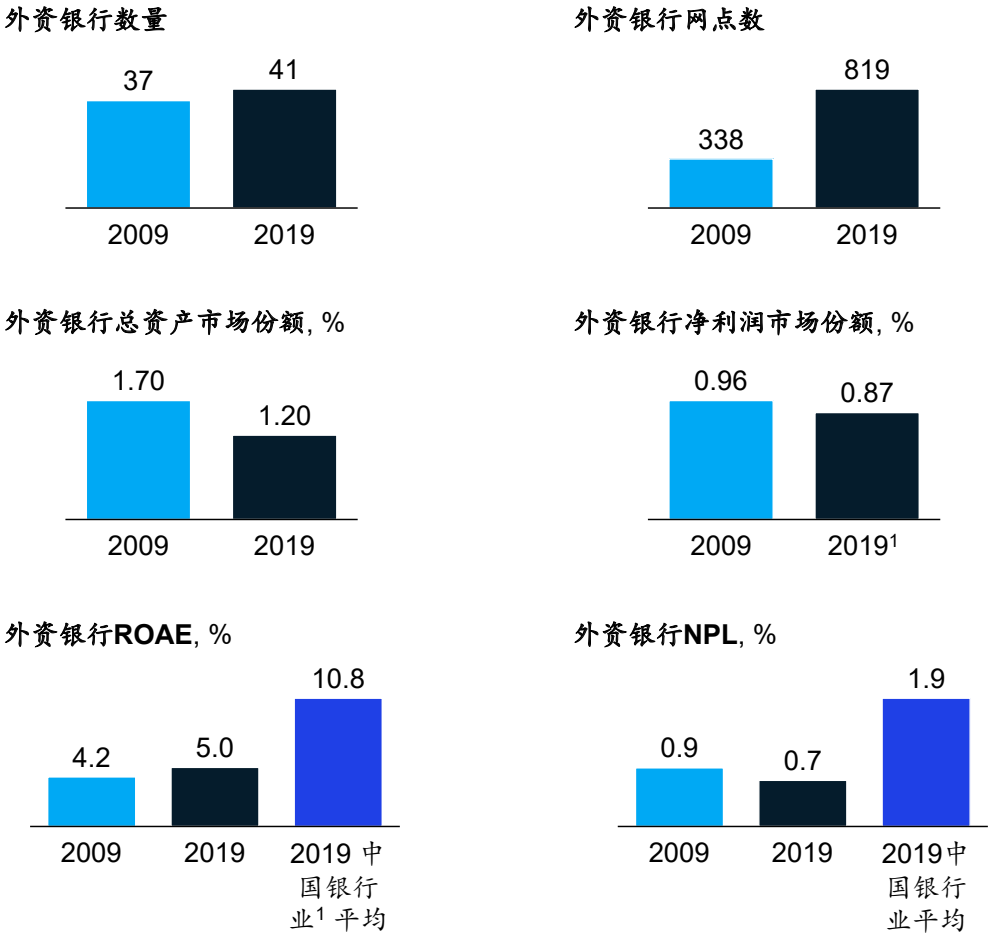
在过去较长一段时间内，外资金融机构在中国市场并不占据主流地位，同时中资金融机构快速发展，对外资机构形成了巨大挑战，外资机构的品牌在中国本土客户中的光环效应逐步淡化。

同时，外资金融机构对中国市场的独特性和复杂性预估不足，在产品、服务、体制机制和人才体系方面的本土化程度不足。另外，随着其业务多年止步不前，中国市场在其所在机构的全球地位和受重视程度也逐年下滑，导致资源流向其他市场。

2. 目前，银行、保险、证券行业的外资市场份额较小；资管行业的合资公司市场份额虽然较高，但是大多数外资股东缺乏实质话语权。

以外资银行法人化改革为标志，中国银行业自2006年起正式向外资开放。然而，外资银行在中国银行业的市场份额却持续下降：以资产总额计算，2009年外资银行在中国的市场份额为1.7%，2019年却仅有1.2%，较十年前下降了0.5个百分点（图18）。

图18 自2007年以来，外资银行不断扩大业务，但市场份额却逐渐下降



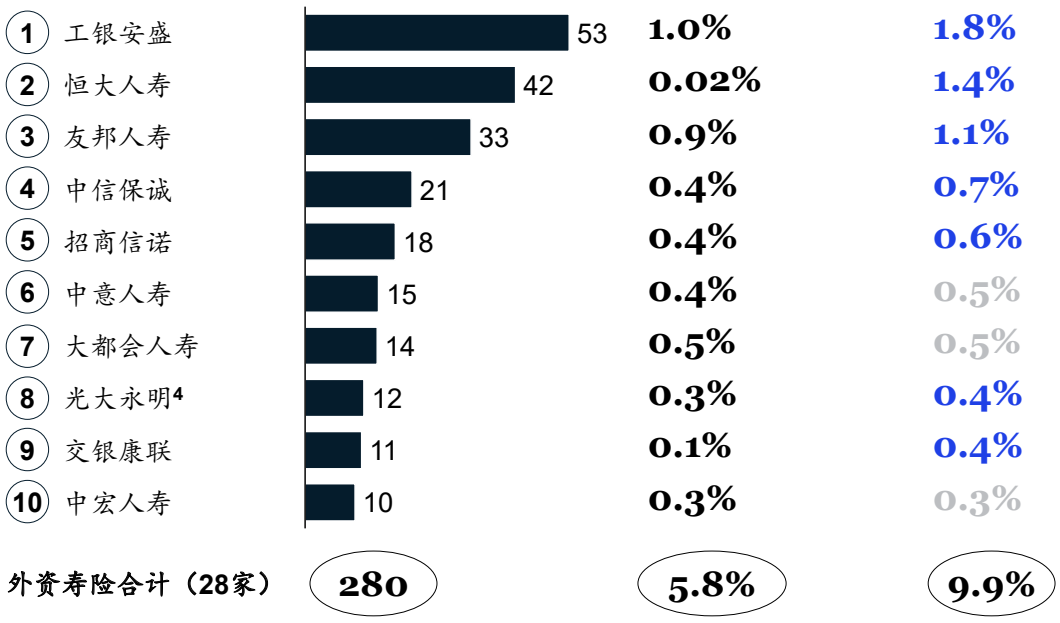
1. 总体银行业净利润基于2018年数据测算

资料来源：银保监会；Wind

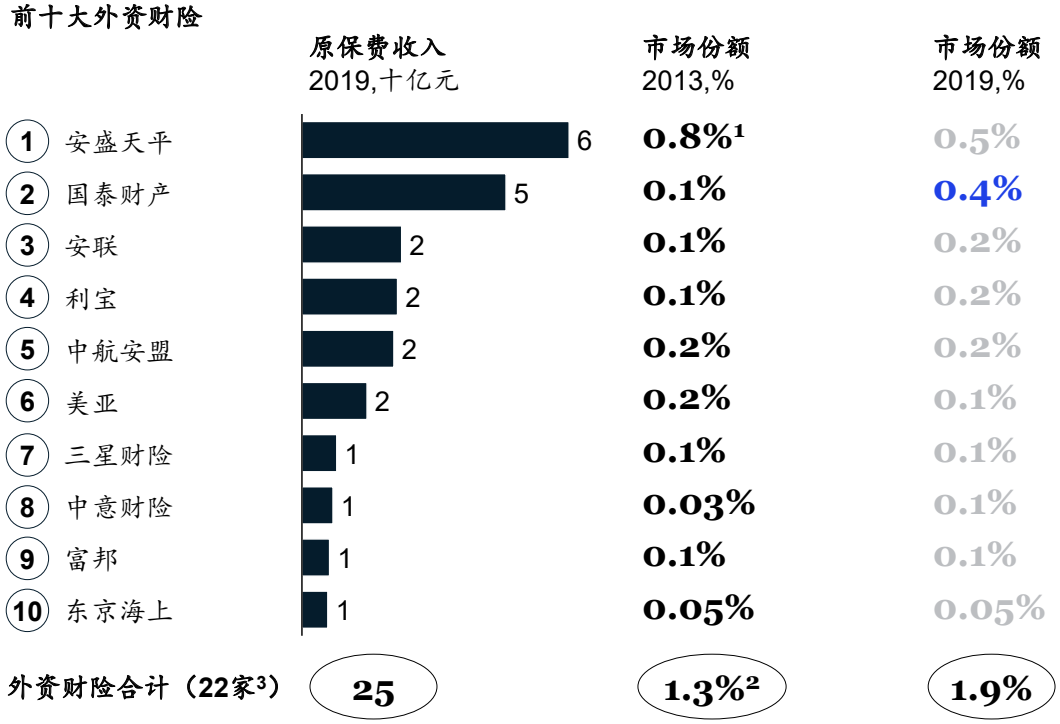
图19 外资保险公司的规模也较小，且增长幅度有限

xx 份额增长>0.1%　xx 份额增长<= 0.1%

前十大外资寿险



前十大外资财险



1. 包括原丰泰保险和原天平车险
2. 13年数据包含原丰泰保险，不包含原天平车险
3. 2019年外资财险公司中包含了信利保险，该公司2020年7月经银保监会批准变更业务范围，更名为信利再保险（中国）有限公司，成为中国首家外资再保险法人机构，截至2020年9月外资财险公司共计21家
4. 光大永明人寿外资持股占比24.99%

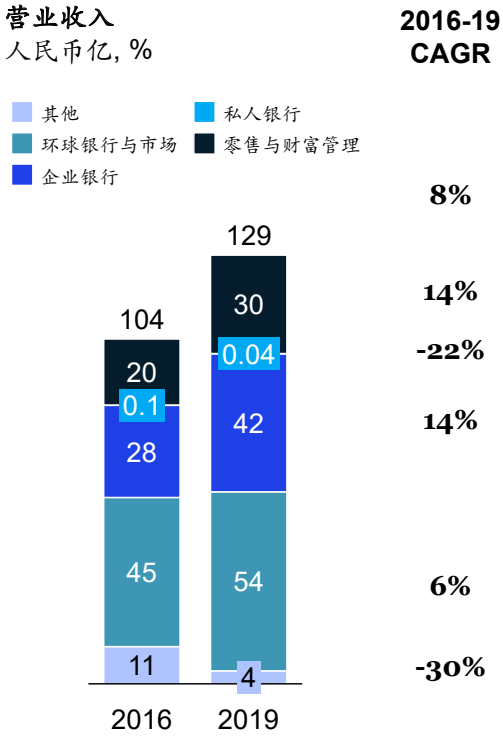
资料来源：银保监会；新闻检索；麦肯锡分析

同样的，外资保险公司在中国保险市场的份额也较小。以原保费收入计算，外资寿险合计占中国寿险市场份额不到10%，外资财险合计占市场份额不到2%，且过去几年增长也有限（图19）。

3. 虽然上一轮开放中，外资金融机构整体上在中国业绩表现欠佳，但仍然有少量外资金融机构通过差异化的价值主张、坚定且持续的战略执行、全球专业能力与本土化落地的高度结合，以及与中国合作伙伴的精诚合作，在一定程度上取得了成功。

某全球领先银行聚焦重点区域，积极拓展沿海发达地区网点覆盖，成为内地网点最多的外资银行，也是唯一一家在广东省全部地级市均设有网点的外资银行。同时该行还引入成熟的财富管理业务模式，实现了从大众客群到超高净值客群的财富管理全覆盖，打造了一致性的全球客户体验，同时完成了本地数字化渠道建设（图20）。

图20 某全球银行通过引入成熟的零售与财富管理业务模式，积极拓展线下网点，成为中国领先的外资银行



关键成功因素

- 提供**结合成熟市场先进经验和本地实际**的财富管理方案
  - 拓展本地财富管理目标客群：
    - 2009~12年率先提出**家庭财富管理**概念，并拓展客户分层
    - 2019年面向**高净值人群**的财富管理中心开幕
  - 打造高连贯性全球客户体验
    - 设立IBC（全球商务中心）机制，满足客户跨境需求
    - 各地IBC团队共享客户信息，提升业务效率和客户体验
- 积极扩展**线上线下渠道**
  - 近170家网点覆盖全国57个城市，外资银行中排名第一
  - 唯一一家在广东全部地级市设有网点的外资银行
  - 加强中国手机银行线上渠道创新
- **“全银行”战略**提升各业务板块联动
  - 2016年建立客户转介系统，通过业务协作提供全面银行业务

资料来源：公司年报；新闻检索；麦肯锡分析

图21 作为长期合作的最新硕果，某领先城商行与欧洲领先银行拟携手推出国内首家外资控股合资银行



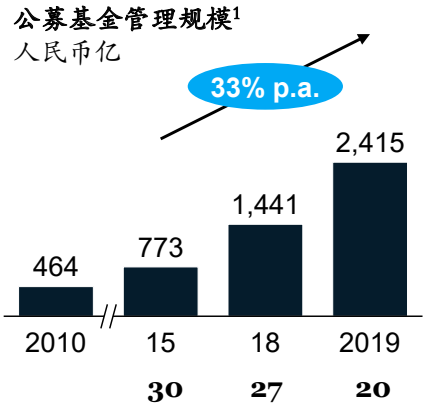
资料来源：公司年报；新闻检索

无独有偶，某欧洲领先银行长期与国内某领先城商行深度合作，结合外资方在直销银行业务领域的丰富经验，双方合作推出了国内首家直销银行，其成绩斐然：截止2018年底，该城商行直销银行账户已达45万户，其中超过60%来自其他银行，实现累计销售额115亿元人民币。2019年3月，双方的合作进一步深化，宣布拟成立国内第一家由外资控股的合资银行（图21）。

某领先合资公募基金通过资源共享、联合调研、联席会议交流等多重方式，引入外资方领先的全球投资理念与风险管理体系。同时，配合深度本土化定制，该基金以市场化的体系吸引人才，打造了领先的主动管理权益品牌，建立了良好的渠道战略合作伙伴关系。其整体公募基金（包括货币基金）管理规模增长迅猛，过去5年翻了三倍，市场排名也一路上升（图22）。

图22 某领先合资公募基金，引入外资全球领先经验并进行本土化改造，打造了领先的主动管理权益品牌

- 国内首批中美合资的基金管理公司之一，致力于成为股票投资领先的多资产管理专家
- 过去十余年管理规模高速增长，行业排名逐步上升



中外双方顺畅的沟通与合作促使公司良好发展

清晰治理

- 坚守明确的治理结构，清晰分工合作
  - 中方股东在整体战略、薪酬、合规等流程参与把控，充分授权管理层经营决策
  - 外资方在投研能力体系建设方面给予充分支持

战略专注

- 传承外资股东的经营理念
  - 传承并坚守外资方主动权益能力优势，不会因为短期压力而偏离主业

业务能力

- 将先进的投研框架与投资理念带到合资公司
  - 借鉴外资方的经验与理念，注重长期业绩、风控严格，并与本土实践有机结合，因地制宜，建立了独有的投研文化和体系
- 结合全球严谨风控体系+中国本地化改造
  - 引入外资方多次穿越危机积累的成熟风险把控能力，建立了高标准的内部风控流程与制度
- 借力全球资源和量化投资经验
  - 充分利用外资方全球投研资源，通过电话会议、信息交流、联合调研、投资顾问等多种形式，对产品开发提供支持
  - 在量化投资业务方面，与外资方设立月度投资联席会议、研究计划讨论、全球市场经验分享等多种交流机制

1 包括货币基金总规模

资料来源：新闻检索；公司年报；麦肯锡分析

二、新一轮开放力度空前，但中国市场今非昔比，外资金融机构在华经营面临全新挑战

随着中国经济从高速增长转向中低速增长阶段，宏观市场从高利率时代过渡到中低利率时代，个人客户的数字化程度达到历史新高，机构客户对专业化、差异化服务需求不断提升，以银行为代表的国内金融机构正在走向高质量、精细化发展的二次增长曲线。

新一轮对外开放中，外资金融机构基于上一轮开放对中国市场的了解，更为关注如何发挥自身的差异化优势与本土机构竞争和合作，赢得市场份额和可持续的成功：

监管层面

— 从过去有限的对外开放力度，到如今全面开放，监管能否在中长期保持一致和公平？

— 监管机构能否合理考虑外资机构（尤其是全球领先的金融机构）作为“新设机构”的实力和成熟度，从而灵活调整现有政策，让此类外资“新设机构”能够更快更全面取得各类业务资质（如券商业务资质申请限制）？

行业发展

— 如今本土巨头已然成熟强大，尤其是具有强大的分销网络与本土资源，外资将如何与之竞争？如何与之建立合作关系？

机构自身

— 如何在产品、客户、服务、公司治理与人才及IT系统等方面打造个性化、差异化、本土化的外资品牌，并与中国本土市场高度融合？

三、清晰一致的战略方向和长期的战略投入、差异化的价值主张、兼顾全球矩阵管理和本地灵活授权的本土化体制机制、与合作伙伴的精诚合作、拥抱金融科技创新是外资金融机构的五大制胜要素

清晰的战略方向和长期的战略投入

要在中国市场取得成功，会是一场马拉松，而不是百米赛，其需要付出的时间之长可能会超出首席执行官的一届任期。外资金融机构需要遵循一个清晰且始终如一、与其目标与能力相匹配的战略，避免急功近利，为短期业绩牺牲长期健康。

差异化的价值主张

与中国本土机构同质化竞争胜算很低，外资金融机构需要找到如何将自身全球杀手锏带到中国并获得成功的有效方法。好消息是随着中国金融体系结构性变革的深入，市场的增长逻辑将逐步与外资所习惯的市场接轨。

图23 攀登“万里长城”需要有坚忍不拔的信念和深谋远虑的策略



资料来源：麦肯锡分析

结合全球矩阵式管理和人才本地化

根据我们的调研，人才本地化是制约外资金融机构上一轮业务发展的重要因素。本轮开放中，随着外资话语权的提升，如何在发挥全球矩阵式管理专业优势的同时，大力推行人才的本土化、并在中国激烈的人才争夺战中胜出将是核心的战略议题。

与本土合作伙伴精诚合作

我们总结了打造成功合作伙伴关系的三大要素：一是人际关系，成功的伙伴关系中，双方领导层应保持通畅、高频、密切的顶层沟通，这将有利于促使双方在面对分歧时迅速达成一致。第二是开宗明义，明确双方合作的切入点、各自的合作目标与需求、以及责任划分。最后，需要将双方的合作框架植入到公司治理和管理流程中，以确保公司决策体系的高效运转。

拥抱金融科技创新

外资机构需要积极拥抱中国金融科技数字化创新的步伐，在数字化渠道建设、金融与非金融生态合作等领域积极推动创新能力建设，并与本土金融科技巨头和细分领域的金融科技公司充分合作（图23）。





新一轮对外开放将加速国内金融业改革，助推行业高质量发展，进一步提升金融行业的国际地位和全球影响力





第四章
对外开放对中国金融体系转型升级具有重大价值：推动高质量发展

从宏观层面看，对外开放符合国家对于金融市场体系的顶层设计，国外先进经验与技术将有助于加速金融体系改革，促进其健康发展。全球金融机构在应对金融危机和低利率环境方面有着丰富的实战经验，可以为中国带来精细化的经营理念和风险管理方式。同时引入全球金融行业人才、引入国际评级等先进方法，将加速提升中国金融市场管理能力和基础设施建设，使其进一步与全球接轨。

从微观层面看，对外开放将引入各个金融行业的全球全资控股主体，促进金融机构走向精细化、专业化、差异化的高质量发展之路，对推动金融更好地支持实体经济和居民财富增长、优化资源配置都将起到良好的作用（图24）。

图24 对外开放将加速国内金融业改革，助推高质量发展，增强国际竞争力

宏观层面

推动国家金融体系的发展与国际竞争力的提升

- 促进**金融监管与法制体系健全**发展及**金融基础设施**建设，提升**金融资源配置效率**
- 引入海外领先金融机构在**业务、运营及管理模式的先进经验**，学习借鉴外资积累的历史经验，完善对**风险的评估、防范、预警和处置能力**
- 引入**国际资金**，提升资本市场成熟度和透明度，加速**国际金融中心建设**，提升**全球影响力**

微观层面

促进金融行业实现精细化、专业化、差异化的高质量发展

- 从规模导向的粗放式管理向**价值导向的精细化管理转型**，从以监管套利为主的金融创新向**以客户导向的产品服务创新转型**
- 对推动金融更好地**支持实体经济和居民财富增长**，优化资源配置都将起到良好的作用
- **加强人才融合**，国内人才走向全球，国际人才进入中国

资料来源：文献检索；麦肯锡分析

一、助力顶层金融体系改革与升级

中国金融市场体系过去长期依赖庞大的银行与影子银行体系，金融资源配置效率低下。引入外资金融机构将激发市场经营活力，优化金融市场结构与配置效率，有助于推动国家金融体系的改革发展。

银行业：

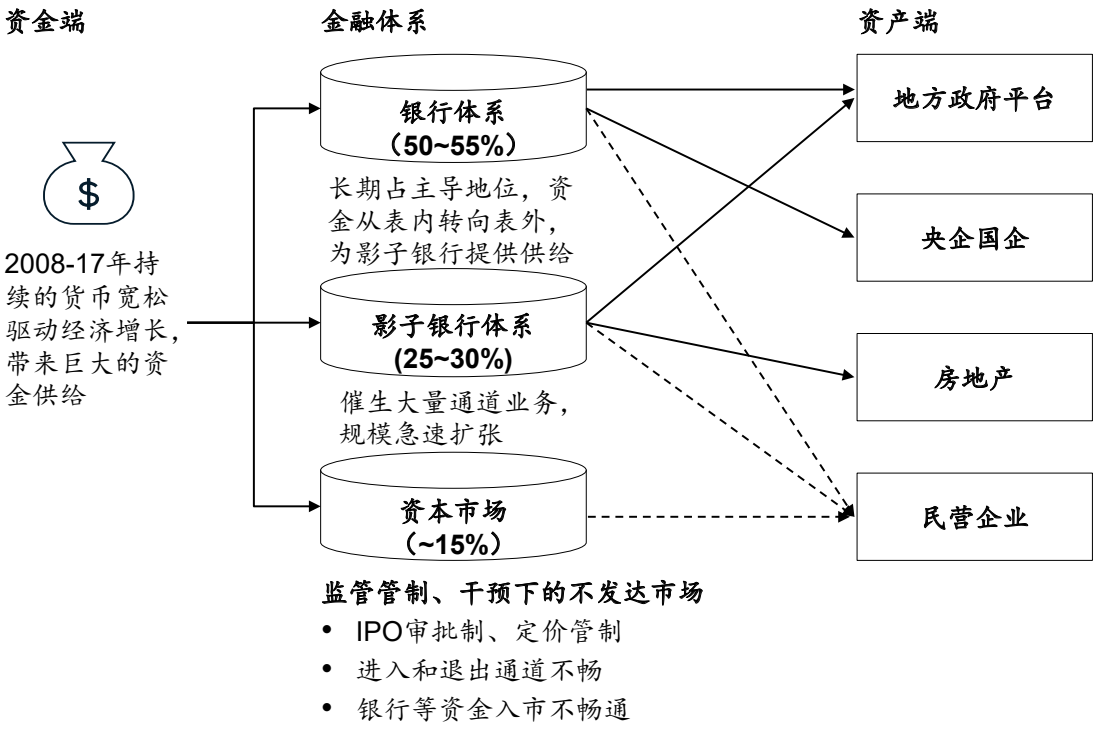
在上一轮WTO开放中，国内银行纷纷引入外资银行作为战略投资者，在资金支持、信息援助、公司治理、风控等各方面开展了丰富的合作；在此过程中，外资机构亦获得了可观的收益回报。如某国内大行与某国际领先银行合作成果丰硕，双方完成了约100项协助项目，并开展了多期赴美跟岗培训，多领域派驻外资银行专家，从而全面提升了该国内大行零售银行的销售与服务能力。

新一轮开放政策放开了子公司层面的新牌照，表明监管部门希望在理财子公司及金融资产投资公司领域吸引外资，引入其在投资、资产管理与不良资产处置等领域的国际先进技术与经验，从而协助庞大影子银行体系的吸收与转型。

资本市场：

过去资本市场基础设施与制度不够完善，受监管干预过多，市场化程度较低，其在优化资源配置、建立定价机制、服务实体经济等方面的功能没有得到充分发挥（图25）。

图25 中国金融体系长期依赖庞大的银行及影子银行体系，在经济稳健转型的当下，新一轮金融改革势在必行



资料来源：文献检索；麦肯锡分析

伴随着以“注册制”为代表的一系列资本市场改革，扩大双向开放也在稳步推进。一方面资本账户开放有助于引进长期优质资金，另一方面金融服务业开放将促进良性竞争，外资机构在成熟市场拥有长久、丰富的运营经验，通过充分的合作与交流，有助于推动国内监管与法制体系等基础设施建设，促进行业良性竞争，为资本市场改革引入先进的技术、服务能力与管理方法。

二、提升防范和化解金融风险的能力

对外开放有助于培育和提升中国金融行业防范金融风险、化解金融危机的能力。中国金融市场当前经营环境存在诸多不确定性，防范化解系统性金融风险是全面建成小康社会决胜阶段的三大攻坚战之一。虽然现阶段中国金融业面临的风险远不及2008年全球金融危机时那么严重，但面对全球经济放缓、疫情冲击，国内金融市场、金融机构和金融监管仍须提升防范风险、化解危机的能力和手段。

以美国监管部门应对2008年次债危机的措施为例（图26），成熟市场监管机构和金融机构在应对金融危机的过程中已经积累了丰富的经验并形成了一套行之有效的应对措施。全球金融机构在应对危机上亦有丰富的经验。某全球标杆银行在应对2009年全球金融危机时期启动了三阶段组合压力分析：首先对资产组合进行详尽梳理，按照各类危机相关变量进行了细分；其次预测危机进展对不同细分组的影响，运用敏捷最小可行方案进行压力建模与测试；最后，根据压力测试结果制定应对决策与预防措施，并制定详细行动计划（图27）。

通过引入外资机构并学习外资机构的管理、服务和风控理念和经验，国内金融机构和监管部门能有效提升风险对抗能力和水平。

三、助力国内金融同业向高质量发展转型

在上一轮银行业对外开放中，国内银行成功引入了先进的技术与丰富的经营经验，通过多年发展，已经在产品、渠道、服务、科技等方面初步建立了专业能力。然而，国际领先银行经过多年的全球扩张和竞争，在精细化管理能力、规模化创新能力、机构化的中后台管理体系方面仍然值得国内同业学习。

例如在治理和运营方面，我们看到，国外领先金融机构前台与中后台人员比例为5：5，而国内金融机构前台与中后台人员比例达到了2：8，在高效、精细化的运营流程管理上尚需提升。

其他金融行业——尤其是证券与资管——由于国内市场发展成熟度低、监管干预较多等因素，其在业务专业能力和机构化管理能力方面距离国际领先水平存在较大提升空间。通过与领先外资机构的合作和竞争，证券、资管等金融行业可以学习全球领先的管理方法、服务理念和产品设计能力，加速实现转型升级。

图26 案例分析：2008年美国监管部门应对次债危机的措施

Ⓐ 纾困 Ⓑ 重启 Ⓒ 复苏 Ⓓ 再造

危机造成的经济影响

- 2009年失业率达到10%，约800万个工作岗位消失
- GDP下滑4.3%
- 股市崩盘，道指较2007年顶峰下挫53.8%
- 贫困率上升，从2007年的12.5%增加到2010年的15%
- 美国家庭净值估计蒸发16万亿美元

危机应对措施

Ⓐ
- 国会通过不良资产援助计划（TARP）（授权7,000亿美元、放款4,310亿美元），允许财政部对陷入困境的银行提供资助（提供可发放的贷款以稳定危机）
- ARRA[1]减免扣缴税款金额达到400美元/人或800美元/家庭，对补贴对象提供了价值250美元的各类福利，扩大了针对贫困工薪阶层的子女税收优惠以及针对三孩家庭的低收入家庭福利优惠（EITC），并将失业补助延长了33周（合计约2,600亿美元）

Ⓑ
- 美联储将利率从5.25%（2007年）调降为0-0.25%（2008年）
- ARRA 提供多项具有时效性的激励措施以强力启动经济活动，例如针对首次购房者提供8,000美元税收抵免，购买新车可享销售税抵扣

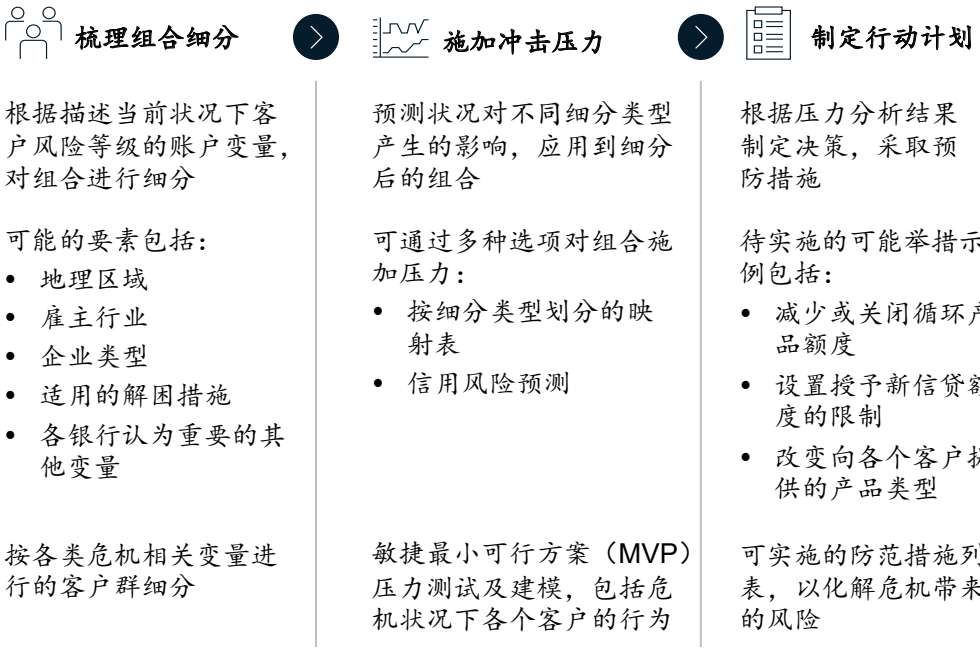
Ⓒ
- ARRA提供拨款，支持待开工的公共建设工程，如公共交通、联邦大楼、水利项目等（合计约830亿美元）；提供医疗健康补贴（合计约830亿美元）；支援教育项目、设施以及教师工资（合计约1,080亿美元）；支持科学技术工程数学（STEM）领域的创新（合计约180亿美元）
- 对小企业提供包括机械折旧、聘用退伍军人或学生在内的税收抵扣和税收优惠；SBA 7(a)贷款担保比例提高到90%

Ⓓ
- 多德-弗兰克法案催生出多个银行行为监督机构，新增了旨在加强金融稳定性的保护措施
- 美联储持续变革其沟通政策，并实施大规模资产购买计划 (LSAP)

1. 美国复苏与再投资法案

资料来源：美国政府；美联储；沃顿商学院；布鲁金斯学会；新闻检索

图27 某全球标杆银行在危机状态下分三阶段开展组合压力分析



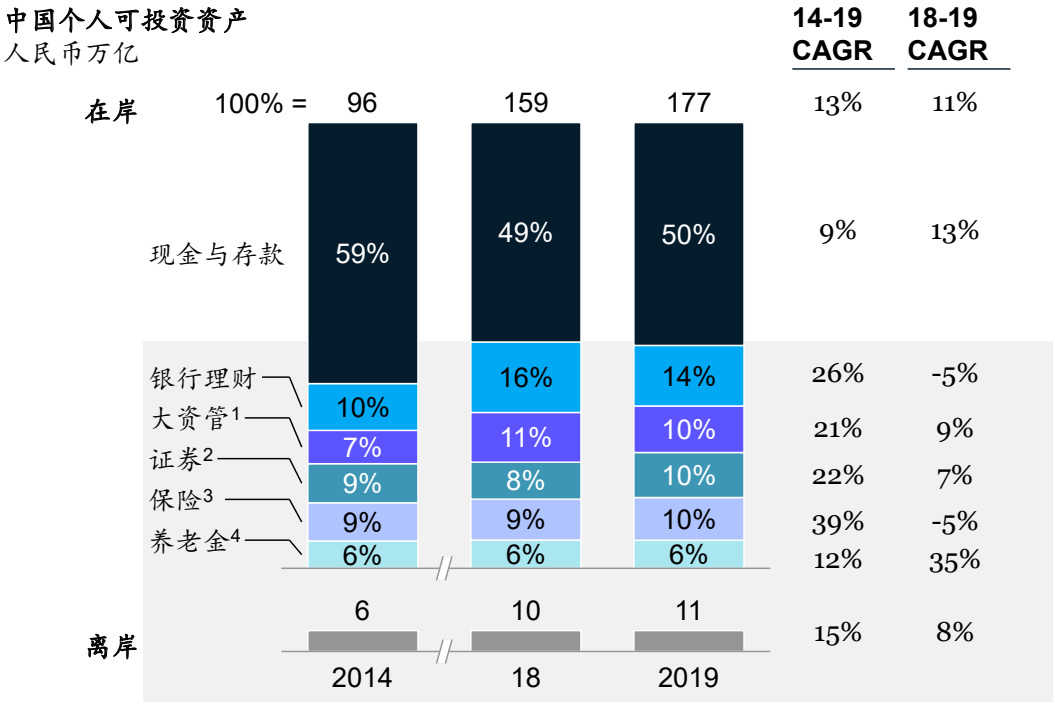
资料来源：麦肯锡分析

四、丰富金融产品服务体系，助力实体经济和社会民生

国内金融产品服务深度与发达市场尚存在差距。例如，国内银行的单个零售客户的产品渗透率仅为1.6个产品，对公客户则为2.3个产品。而在发达市场，单个零售客户产品渗透率可达5~6，对公客户则为4~6。在深耕客户经营方面，国内银行亦有较大提升空间。目前国内单个客户经理平均服务约1,200个客户，而国外单个客户经理仅覆盖约200个客户，因此能给客户提供更加个性化、专业化的服务。

引入外资机构将进一步丰富金融产品体系与服务渠道，一方面提升对实体企业横跨信贷市场和资本市场的投融资一体化服务，另一方面提升对居民财富管理、个人信贷需求的全方面服务。同时，引入外资不仅只是引入产品服务，更是引入金融理念，比如资管新规背景下应对产品净值化的投资者教育就尤为重要（图28）。

图28 中国居民财富保持高速增长，对各类金融产品与服务的需求将不断提升，经验丰富的全球机构可以带来先进资产配置和投顾技术，以及成熟的投资理念



领先外资机构差异化价值主张举例：

未穷尽

多层次产品与服务体系

基于细分客群与画像（大众、大众富裕、职业经理人、企业家等）的差异化产品与服务体系

投资者教育

兼顾专业金融知识普及与陪伴式良好客户体验的投资者教育，帮助投资者建立健康理性的投资理念

资产配置和专业顾问服务

去刚兑的后资管新规时代，资产跨类别、跨区域多元化配置、优质产品识别、以及基于目标的一揽子财富规划等服务（如子女教育、退休养老等）

私人银行与离岸财富管理

针对高净值客户的客制化资产配置建议，针对超高净值企业家客户的投融资一体化服务

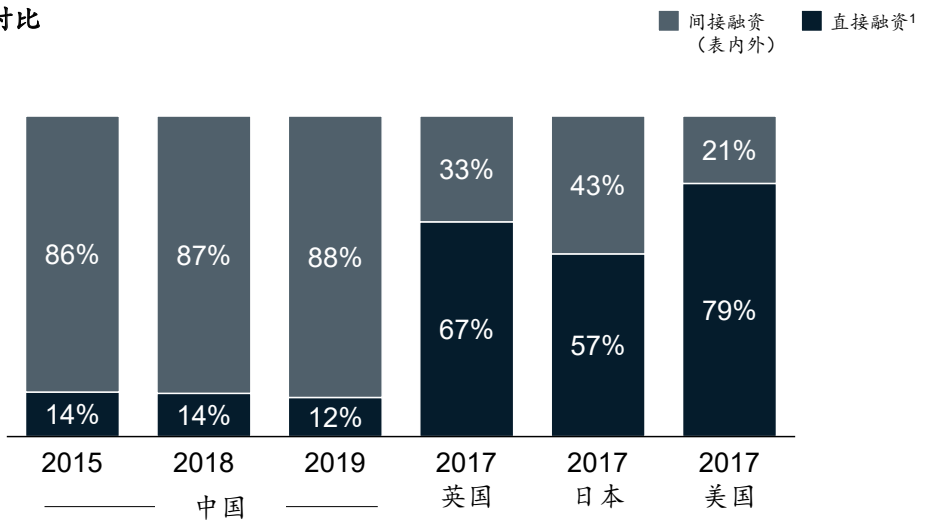
1. 包括公募基金、信托、私募基金、基金专户、券商资管
2. 股票与债券
3. 人寿保险运用资金
4. 不包括第三支柱

资料来源：中国人民银行；银保监会；证监会；基金业协会；信托业协会；麦肯锡分析

随着经济增长换挡、产业更新换代，由传统产业整合与新兴产业崛起双轮推动的收购并购、多渠道融资等需求将兴起。国内资本市场仍在发展阶段，直接融资占比低，国内券商的机构综合服务能力尚待完善，外资机构能够利用其先进经验与能力，全方位满足实体企业对综合服务、收购兼并、产品创新与设计等多元化的需求，推进行业变革（图29）。

图29 中国资本市场尚处于发展阶段，服务实体经济效率不足，国际领先投行在业务专业能力、机构化管理能力建设、兼并收购外延增长等领域具有丰富经验

直接融资对比
百分比



领先全球投资银行的差异化价值主张举例：

未穷尽

专业业务能力

包括财富管理业务能力、投行行业专业化、商行+投行一体化业务能力、做市/撮合/交易/销售一体化机构服务能力、以及多策略全球化的投资管理能力

机构化管理能力

精细化资产负债管理、关键人才导向的系统化人力资源管理、全球化矩阵管理、高效率数字化运营管理能力、规模化敏捷开发和大数据应用能力等

兼并收购外延式增长

并购标的选择、并购实施、并购后整合管理能力、深度行业理解能力

1. 存量占比；包括企业债券及非金融企业境内股票余额

资料来源：中国人民银行；世界银行；国际清算银行；Wind；新闻检索；麦肯锡分析



结语

“以改革促开放，以开放促改革”。中国金融行业的改革和开放相辅相成，行业改革为外资金融机构公平参与市场、发挥独特优势奠定基础，引入外资也将进一步推动中国金融行业的深化改革，促进行业高质量发展。这也给中资金融机构带来了新的机遇和挑战。在转型过程中，我们认为中资金融机构需把握四大关键点：

一、金融业要回归本源，以客户为中心，要服务好客户，做好客户经营，大力发展轻资本模式。

二、风险跟合规是核心竞争力，可以创造价值，在这方面很多金融机构都有深刻的经验教训。

三、产品创新和科技赋能一定要真正提到战略议程，要从口号变成行动。

四、要具有精细化、专业化、敏捷化、协同化的管理及差异化的发展模式。

与上一次金融开放不同，过去数年，国内机构在跟国际金融机构合作过程中，从文化、对外资专业性的尊重度和包容度方面都越来越理性，形成良性循环。这给本轮开放奠定了良好的开端，双方可以取长补短、实现共赢，推动中国金融市场繁荣发展！



关于麦肯锡公司

麦肯锡是一家全球领先的管理咨询公司，1926年创立于美国，致力于为企业和公共机构提供有关战略、组织、运营和技术方面的咨询，足迹遍布全球60多个国家和地区的120多座城市。来到中国内地三十余年来，麦肯锡一直致力于帮助本土领先企业改善管理技能和提升全球竞争力，并为寻求在本地区扩大业务的跨国企业提供咨询，同时也积极参与中国公共政策咨询和公共事业建设。目前在中国区开设了北京、上海、深圳、香港、台北及成都等六家分公司，共有70名合伙人，500名咨询顾问，以及150名研究员及350名专业支持人员。

作者



倪以理

全球资深董事合伙人
香港分公司



曲向军

全球资深董事合伙人
香港分公司



马奔

全球副董事合伙人
上海分公司



廖红英

金融研究专家
上海分公司



盛海诺

全球董事合伙人
香港分公司



毕强

全球董事合伙人
北京分公司



于志洋

金融研究员
上海分公司



苏文扬

金融研究员
上海分公司



吴奕珺

金融研究员
上海分公司



王逸敏

金融研究员
上海分公司

麦肯锡公司2020年版权所有。

关于麦肯锡中国区金融研究中心

麦肯锡大中华区金融研究中心是麦肯锡的内部行业研究团队，覆盖中国区（涵盖大陆和香港、台湾地区）的金融全行业研究分析，通过客观、独立、严谨的专业研究，为麦肯锡中国区金融机构咨询业务提供具有前瞻性的分析和判断。



麦肯锡中国区金融机构咨询业务
2020年10月
Copyright © McKinsey & Company
Design contact: GCO NewMedia
www.mckinseychina.com

