

香港、新加坡和中国资产管理行业的发展机遇

庄太量 黄凯儿

研究专论第七号

二零一二年三月

全球经济及金融研究所
香港中文大学
香港新界沙田泽祥街十二号郑裕彤楼十三楼

鸣 谢



全球经济及金融研究所衷心感谢以下捐助人、机构及团体的慷慨捐赠
及对我们的支持：

郑海泉

周松岗

冯国经

刘遵义

黄桂林

银联集团

国家开发银行

恒基兆业地产有限公司

香港上海汇丰银行有限公司

新鸿基地产发展有限公司

《香港、新加坡和中国资产管理行业的发展机遇》

庄太量 黄凯儿

一、引言

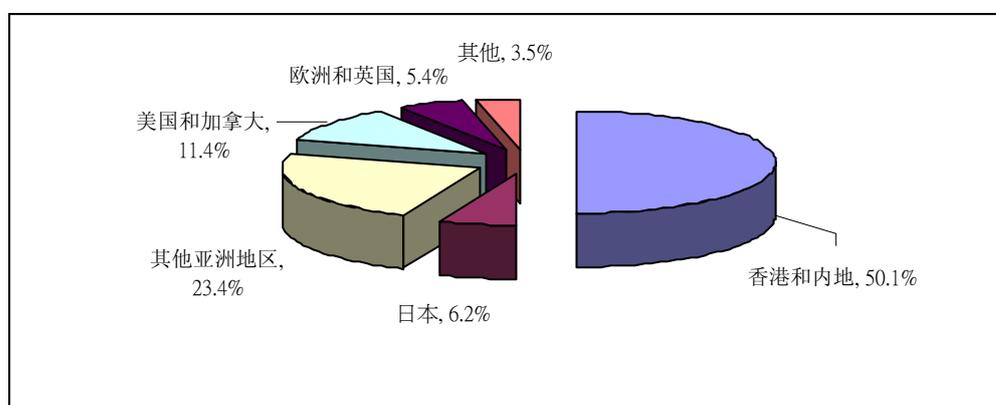
在最新一期的“全球金融中心指数”(Global Financial Centres Index) 调查中，香港和新加坡连续三年在资产管理方面名列第三和第四，仅次于第一的伦敦和第二的纽约。事实上，中国拥有庞大的资产管理市场，不过，基于外汇和金融市场的管理政策，国外的资产管理公司要打入中国市场或国内资产管理企业要投资到海外市场都有所限制。因此，本文对于中国资产管理业务的分析，仅针对国内市场的发展，相对地，香港和新加坡都是完全开放的金融市场，所以分析着重于它们成为区内资产管理中心的潜力。

二、市场概况

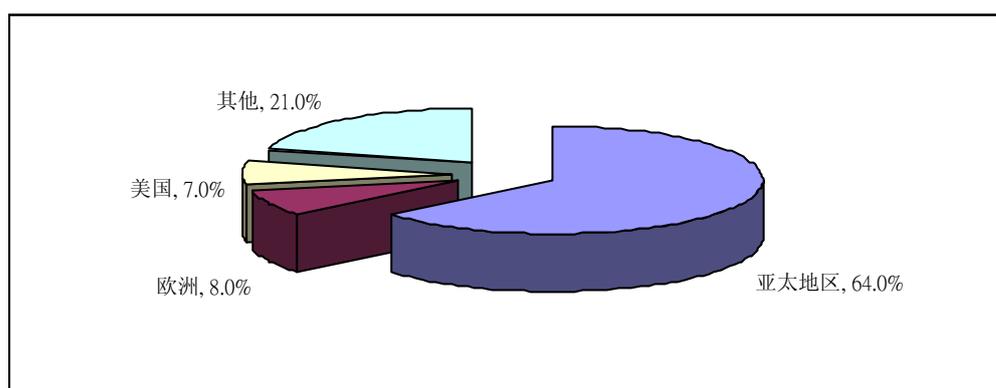
由证券及期货事务监察委员会每年所进行的“基金管理活动调查”显示，在 2010 年，香港的基金管理业务合计资产达 10 万亿港元（约 12,900 亿美元）。在资产管理业务总额之中，有 67.6% 的资金来自香港以外地区的投资者，而在香港管理的基金资产比例为 60.8%。在香港管理的资产中（图一），投资在亚洲的比例最大，占投资总额约八成，而当中的超过六成投资在香港和内地。香港拥有亚洲区内最多的对冲基金管理业务，在 2010 年，由香港基金经理管理的对冲基金有 538 个，资产总值达到 632 亿美元。

由新加坡金融管理局每年的基金管理调查显示，新加坡基金经理管理的资产在 2010 年达到 1 万 4 千亿新加坡元（约 11,000 亿美元），和香港旗鼓相当。资金源自新加坡以外地区占基金资产约八成，而超过六成的资产投资在亚太地区（图二）。新加坡管理的对冲基金资产在 2010 达到 530 亿美元，基金经理数目也增加到 392 名。由中国证券业协会提供的数字显示，在 2010 年，中国的基金管理资产约 2 万 9 千亿人民币（约 4570 亿美元），当中一般基金占约八成。

图一：香港管理的资产投资地区分布



图二：新加坡基金经理管理的资产投资地区分布



在 2010 年底，由普华永道会计师事务所(PwC)发表的一份报告中指出，虽然香港有邻近中国的优势，但新加坡更有潜力成为亚洲区内首屈一指的资产管理中心。它所提出的原因是新加坡政府在推动资产管理产业的发展更为积极，明确定

位成为亚洲资产管理中心的目标，令新加坡现有的资产管理价值较香港高。况且，新加坡以其地理位置之优势，能吸引希望投资在东南亚的国际投资者，而香港则需要和其他中国金融中心竞争，争取国内外的资产管理业务。

三、税务政策和市场限制

在税务优惠方面，资产管理公司所需要支付的营业税率，最低的是新加坡的 10%，然后是香港的 16.5% 和中国的 25%。虽然一些资产管理公司会选择在开曼群岛等地注册成立，以享受 0% 的营业税率，但如果这些公司在其他地方如中国拥有大规模的实质业务，就有机会仍然需要缴交当地的营业税。为了享受较低的营业税率，部分在中国聘请前线员工并有投资业务的资产管理公司会把管理和控制权留给设立在新加坡或香港的总公司。在个人所得税方面，较低的税率能吸引更多资产管理人才到当地工作。香港所征收的个人所得税率以累进形式计算，由 2%-17%；新加坡居民的个人所得税率也以累进形式计算，由 0%-20%，非居民需缴交 15%，另外董事酬金，谘询费用和其他收入需缴税 20%；中国个人所得税的累进税率是由 5% 到收入超过 100,000 人民币的 45%。香港和新加坡没有征收资本利得税，此税率在中国是 20%。

新加坡政府善于运用税收激励计画，以发展资产管理行业，除了低营业税率外，其他优惠政策包括了离岸基金制度，使由新加坡基金经理管理的离岸基金在符合一定条件下，部分收入能够豁免税收。在 2006 年，新加坡政府也推出了类似的优惠政策给予在岸基金（Singapore Resident Fund Scheme）。还有，在 2009 年为资金不少于 5 千万新加坡元的投资推出优惠措施（Enhanced-Tier Fund Management Scheme），有效期限为 2009 年 4 月至 2014 年 3 月止，其特点在于豁免税收时有较少的限制，如投资主体及投资者中的居民所占比例可以是 100% 等。

香港在 2006 年立法通过了豁免离岸基金缴付利得税条例，并提供十个课税年度的追溯期。根据条例，基金必须是非居港者，以及不得在香港经营任何其他指明交易以外的业务，便可获豁免缴税。和新加坡的离岸基金制度有所不同的是，香港的条例不允许基金拥有私人公司，这使不少人宁愿在新加坡而不在香港开设私募股权基金。尽管如此，香港拥有一极大优势，就是作为资金进入和离开中国的窗口。管理层和雇员从香港往返中国比较容易，香港公司在进入中国市场也有较多的优惠，例如透过 CEPA（内地与香港关于建立更紧密经贸关系的安排）。内地的第十二个五年计划中，就明确支持香港发展成为人民币离岸中心及国际资产管理中心。私募股权基金和地产基金比较喜欢在香港透过首次公开招股撤资，而非在新加坡，主因是香港的股票价格利润率及市场成交额一般都比较高。一般来说，同一股票的价格利润率通常在中国是最高的，但由于在中国上市的等候时间较长，有些公司就会选择在香港上市。

基于中国的营业税率较高，外国的资产管理公司只会在投资目标是中国资产或投资者是中国客户时，才在中国成立公司。而且，拥有中国资产的卖家会比较喜欢售卖资产给人民币基金，因为买卖期间无需等候，相对而言，外币基金在国内投资时则受到外汇管制，必须等到国家外汇管理局的批准才能把外币转换成人民币再作投资。外国的资产管理公司可以成为人民币基金的基金经理，但如果涉及外国投资者参与的人民币基金，则需要在确实得到投资项目后，才能把限额的外币转换成人民币投资进基金里，而且这个基金所投资的项目受到行业限制，也必须先通过审批。中国的对冲基金业务尚在刚萌芽的阶段，在 2011 年初才有第一个对冲基金的成立，况且保证金交易和卖空等投资策略只被允许在其中一部分股票，监管机构也不鼓励高频交易，对冲基金在中国经营有一定的困难。还有，由于税制问题和过热的房地产市场，中国暂时没有发展房地产投资信托基金。

为了进一步推动资产管理行业的发展，香港和中国在税务优惠方面应该向新加坡

借镜，适时调整特定行业的营业税率，并合理地运用各种税务政策让更多的业者能够受惠。中国在可控的情况下，可以减少对外国资金和外资资产管理公司的限制，例如 2011 年 1 月份，上海市就发布了《关于本市开展外商投资股权投资企业试点工作的实施办法》，明确表明“获准试点的外商投资股权投资管理企业可使用外汇资金对其发起设立的股权投资企业出资，金额不超过所募集资金总额度的 5%，该部分出资不影响所投资股权投资企业的原有属性”。

四、市场需求

香港富裕人口占总人口的比例高踞亚太区第二位，而且数字不断上升，再加上 2000 年起实施强积金制度，香港居民对资产管理服务的需求不断增加。还有，从 2003 年起实施的资本投资者入境计画，让在香港投资房地产或金融资产不少于 650 万港元的投资者成为香港居民，到目前为止已经为香港带来 500 亿港元的资本。中国尚在发展中的资产管理行业也为香港的业者提供了极大机遇，因为香港的服务业能够透过 CEPA 和发展成为人民币离岸中心来服务中国的市场。随着香港的人民币资金不断增加，资产管理业者将会推出更多以人民币计价的金融产品，以切合国际和本地投资者的需求。

新加坡大部分的雇员都必须提供其薪酬的 20% 和雇主另外提供其薪酬的 16% 给予中央公积金计画，令此计画吸收了新加坡人口的大量储蓄。在 2010 年，新加坡中央公积金局就以约 1448 亿美元的总资产，排名全球第 10 大退休基金。新加坡政府会把部分基金分配给合格的资产管理公司管理，从而促进了资产管理行业的发展。鉴于行业得到政府的强大支援及城中金融专才的服务，不单新加坡本地居民，连邻近东南亚国家的富裕人口也对其资产管理行业有所需求。

根据德勤会计师行在 2011 年完成的全球财富研究，估计于 2011 年到 2020 年期

间，中国的百万富翁会由 120 万增到 250 万，而百万富翁的总财富会由 1.67 万亿美元增至 8.24 万亿美元。除了上海和北京，杭州，武汉，重庆，成都和福州都拥有庞大的资产管理市场。中国日益富裕的中产阶级和退休基金的持续改革，以及 QDII（合格境内机构投资者）和 QFII（合格境外机构投资者）制度的逐渐开放，令中国境内外的资产管理需求定必大幅增加。

五、行业发展

中国国务院副总理李克强在 2011 年 8 月访港时阐述了在内地推出港股组合 ETF（交易所交易基金）和允许以人民币境外合格机构投资者方式（RQFII）投资境内证券市场的计划，而 RQFII 产品已经从 2012 年 1 月起陆续推出市场。这两项措施都有助于香港资产管理行业的发展。

另一方面，新加坡则有意在今年加强对资产管理公司的规管，新加坡金融管理局将要求管理资金多于 2 亿 5 千万新加坡元的资产管理公司都必须取得牌照，规模较小的公司也必须在金管局登记，而且所有资产管理公司将被要求实施风险管理，包括聘请更多投资专才和公司的帐目每年都必须通过会计师的独立审计核实。监管条例的改变有利于确保新加坡资产管理行业的长远发展，但也有机会令较小型的资产管理公司因为营运费用的增加而关闭。

在中国，至去年底基金管理公司的总数达到 67 家，其中中外合资的资产管理公司共 38 家，占 57%，但是按管理资金规模划分，在 10 个最大的公司里有 8 个是中国的公司，反映出合资的资产管理公司在中国市场并不具有明显的竞争优势。整体来说，中国的资产管理市场竞争激烈，但也是最具盈利潜力的市场之一，预计到 2015 年，管理资产的规模将会增长至少两倍。

六、建议

大量的资金持续地流入亚洲加上中国的财富正在快速增长，为香港和中国的资产管理市场带来巨大的发展潜力。为了把握商机，香港和中国应该继续优化现有的监管制度，并且进一步加强合作。

香港应提高其效率，以便利基金公司在香港设立，包括简化和协调涉及多个政府机构的审批程序。此外，也应提高在香港设立和经营基金业务的诱因，例如为资产管理业务提供进一步的税务优惠政策，并检讨基金在性质和业务方面的免税资格。

香港也应加强与其他地区的合作，例如，就监管问题以及避免双重征税方面洽谈和签订更多的谅解备忘录，这将有助提升香港对海外基金公司的吸引力。此外，香港在中国的市场发展中拥有特殊角色和地位，两地应进一步加强合作，包括通过《内地与香港关于建立更紧密经贸关系的安排》及其他先行先试计划与内地城市探索新的发展机会。