

True Partner  
Capital



09-2021, Chicago / Hong Kong

# 中国市场迎来机遇

True Partner Capital

香港九龍尖沙咀  
廣東道25號海港城  
港威大廈二期  
29樓2902-03室

111 West Jackson boulevard,  
Suite 1700, Chicago,  
60604, USA

[www.truepartnercapital.com](http://www.truepartnercapital.com)

Being a True Partner

# 中国市场迎来机遇

资产管理行业在中国飞速发展。随着资本市场的多渠道扩张，中国对于国际投资者的重要性日益凸显。我们认为包括衍生品在内一些特定领域的发展，可能会带来新的机会。

True Partner Capital积极关注世界主要金融市场的发展。鉴于全球资本市场及供应链的内在关联，关注并不局限于我们目前所交易的市场，亦涵盖了那些会影响我们交易的市场，或未来可能适于纳入我们机会集的市场。目前，这个群组中的一个市场，我们已经看到了显著发展：中国。无论以何种标准衡量，中国都是世界上最重要的经济体之一，对全球市场有着举足轻重的影响。在香港设立公司十年之久，亦在美国和欧洲保有国际业务的我们一直长期关注中国发展。通过与红蓝牧的战略合作关系，我们也开展了中国在岸业务，并

期待随着时间的推移会带来更多机会。

包含了一些全球最大也最具流动性市场的中国金融市场，为多元化提供了强大的潜在来源，也日渐开放。随着衍生品市场的发展，更为复杂的策略将应运而生。大量散户和机构资本在寻找更为先进的投资管理方案，而资产管理公司可以通过控股或独资拥有本地资管公司，把他们的投资流程及商业模式应用于中国市场。

## 股票市场

市值超过10万亿美元（如果算上在香港和美国上市的存托凭证则接近20万亿美元）的中国股票市场，现排名仅次于市值约50万亿美元的美国市场。在流动性方面则是全球领导者：沪深股市的换手率约为300%，是美国或

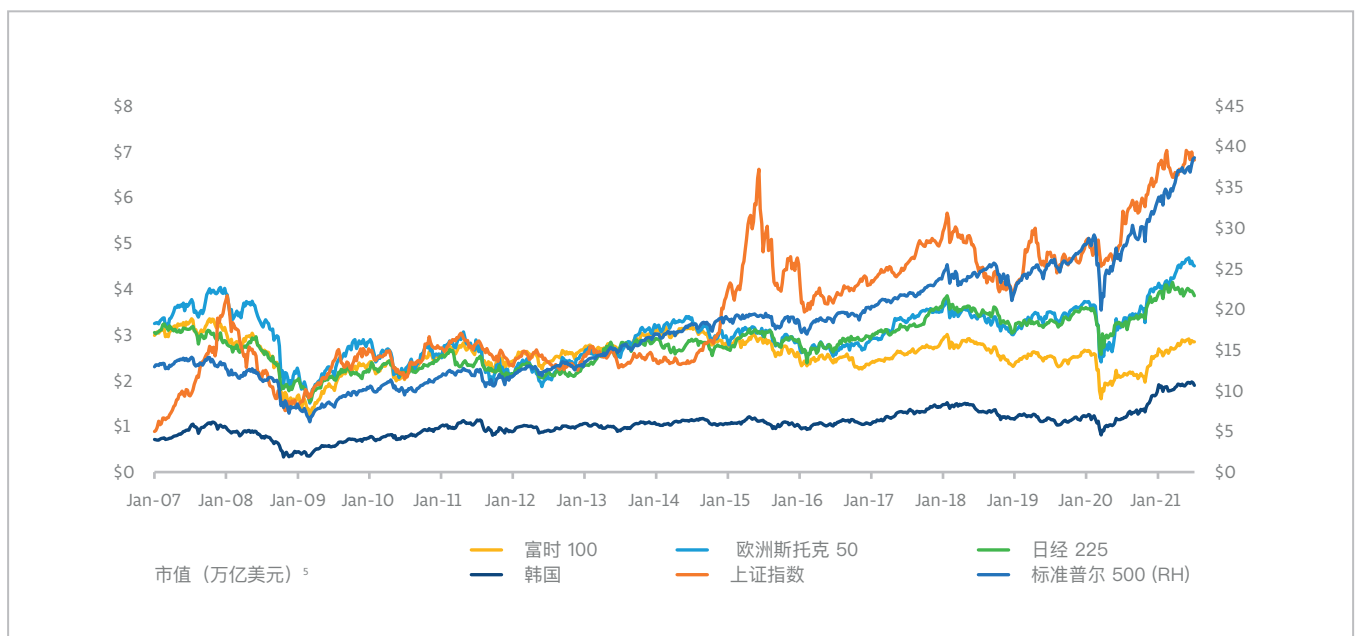


欧洲股市的2到6倍，使其成为全球最具流动性的股票市场。<sup>1</sup> 然而，即便近来资金流入有所增长，<sup>2</sup> 调查仍表明绝大多数外国投资者持仓很少或者几乎没有。<sup>3</sup> 中国股票市场的快速发展也得益于活跃的IPO（和增发）日程。上交所和深

交所上市公司的总量在过去十年里翻了一倍，达到约4000家，此外还有8000家场外上市公司。相比之下，美国股票市场的市值虽然随着时间的推移大幅增长，但广度却在缩小，美国上市公司的数量已从1990年代中期的约8000家，锐减至如今的4000家出头，几乎减半。大

中华在IPO方面领先世界：根据毕马威的数据，在2020年中国上交所和深交所登记了383宗新上市，还有香港140宗。在大陆交易所，新注册制对旧核准制的取代简化了流程。总体而言，在过去几年里，IPO对于市值的显著增长功不可没，正如下图所示。

### 中国股市的市值高于其他很多全球重要股指



股票衍生品在中国内外都在不断发展。在岸股指期货历来仅限于对冲，但现在也可以用于定向交易。此外，中国证监会副主席方星海在2020年12月对美国期货业协会（FIA）表示，监管部门希望鼓励更多机构参与者进入期权市场。

然而，上市期货及期权目前还仅限于指数和ETF，但可能会有所改变：香港金融发展局已提议通过更多与大陆股票挂钩的衍生品和结构化产品来增强股市互联互通机制。<sup>6</sup>

1. 关于中国股票的10件事 (10 things to know about China equities)，安联全球投资者 (Allianz Global Investors)，2020年6月 <https://www.allianzgi.com/-/media/allianzgi/globalagi/china-microsite/10-things-to-know/allianzgi-10-things-to-know-about-china-equities.pdf>

2. 《国际投资者涌向中国资产 (International investors flock to Chinese assets)》，金融时报，2021年7月15日。影响中国市场资产份额的一个因素可能是对于外资进入中国国内市场的限制。这些因素历来十分明显，但近年来许多限制已经减少或消除。

3. 《对中国股票进行独立配置的优点 (The merits of a standalone equity

allocation to China)》，Willis Towers Watson，2020年11月

4. 中国在2020年称霸世界IPO榜 (China to dominate world IPO league in 2020)，日经亚洲，2020年12月18日 <https://asia.nikkei.com/Spotlight/Caixin/China-to-dominate-world-IPO-league-in-2020-report>

5. 资料来源：彭博社，True Partner。2007年1月至2021年7月数据。

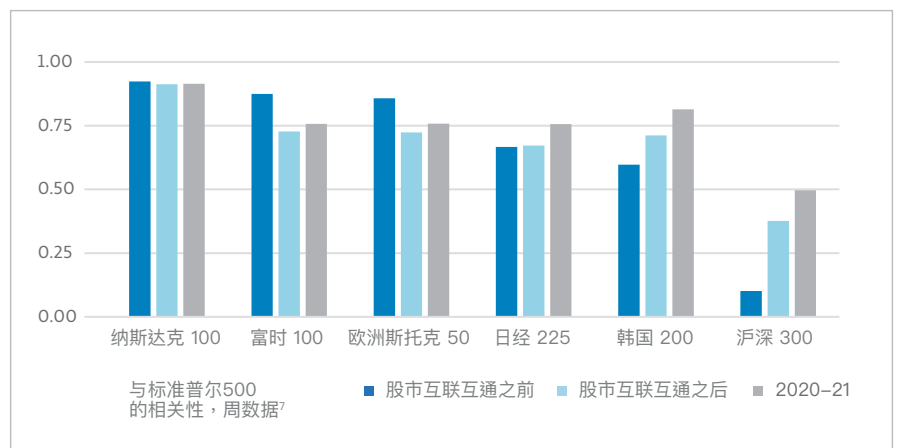
6. 向A股进军 (Expanding Access to the A Share Market)，香港金融发展局，2020年9月 [https://www.fsdc.org.hk/media/soepdalk/fsdc\\_paper\\_no\\_47\\_expanding\\_access\\_to\\_the\\_a-share\\_market\\_en.pdf](https://www.fsdc.org.hk/media/soepdalk/fsdc_paper_no_47_expanding_access_to_the_a-share_market_en.pdf)

一些经纪商也提供掉期。海外交易所也上市了中国股指期货：比如欧洲期货交易所（Eurex）在2021年6月推出了MSCI中国科技100指数，以及MSCI香港大盘指数和MSCI中国公司香港大盘指数的期货和期权。

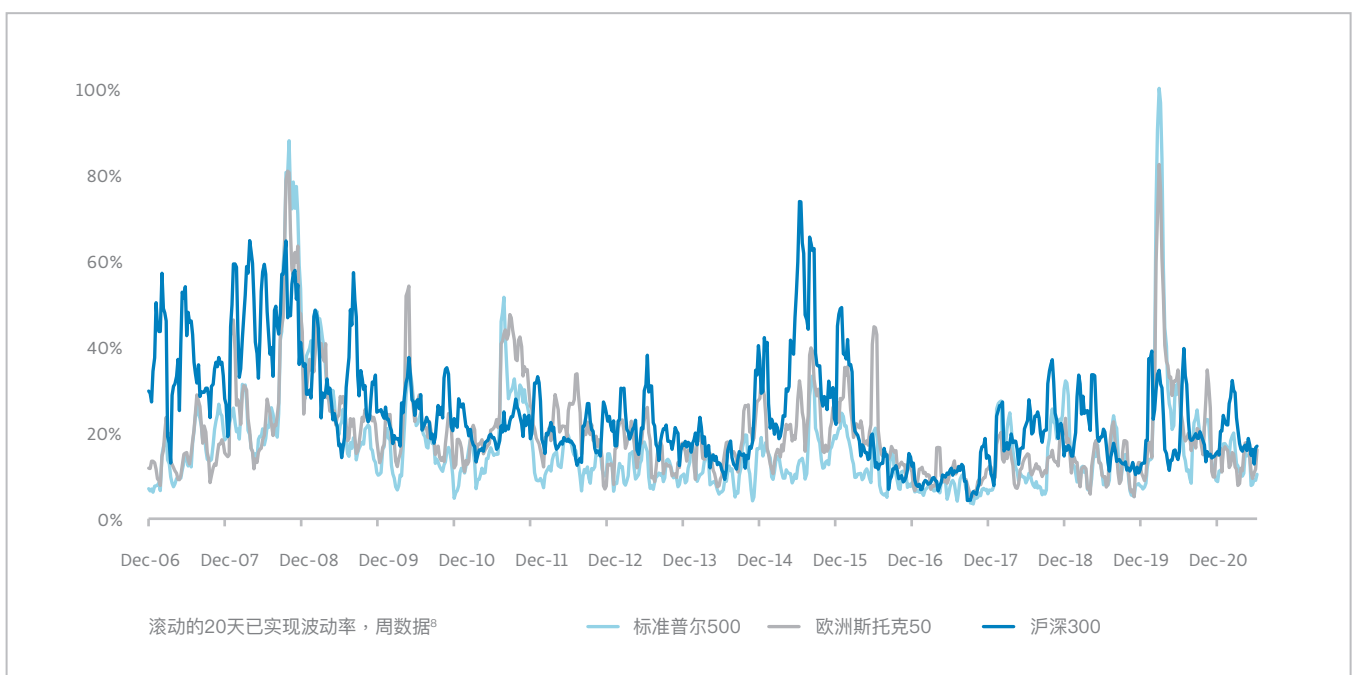
中国股票市场的有趣不仅仅在于其庞大的规模，其市场行为也往往与全球大多数同僚有所不同。下图显示中国市场与标准普尔500指数之间的相关性随着互联互通而有所增加，但依然显著低于全球其他市场与标准普尔500指数之间的相关性。从这个角度而言，中国仍有着可观的多元化收益潜力。

### 中国股市与其他主要股票市场较低但逐渐演变的相关性

有意思的是，中国市场不仅贡献了相关性方面的多样化。其反映在已实现波动率上的市场变化幅值也不同于全球其他主要市场。下图凸显了两种情况下的波幅差异，中国市场的波动幅度要么不成比例（例如2015年底），要么在一定程度上不受全球波动影响（例如2020年初）。



### 中国股市与美国及欧洲市场的动态关系



7. 数据来源：彭博社， True Partner。2007年1月至2021年7月数据。  
8. 数据来源：彭博社， True Partner。2006年12月至2021年7月数据。<sup>1</sup>



## 商品市场

中国商品市场包括全球最大的五个交易所中的三个。根据美国期货行业协会2020年的交易所及合约排名，上海、大连、郑州与芝商所（CME）和洲际交易所（ICE）共同栖身交易量前五的商品交易所之列。从品类合约来看，农产品合约前20强中14个在中国，金属合约前20强中11个在中国，能源合约

前20强中5个在中国。中国的豆粕合约量现在比芝加哥期货交易所（CBOT）的还要大。

中国独有或以中国为主要市场的商品越来越多，包括螺纹钢、热轧卷板、焦煤、动力煤、PTA（精对苯二甲酸）、PVC（聚氯乙烯）、PP（聚丙烯）、LLDP（线性低密度聚乙烯）、苹果和鸡蛋，其中不乏未在其他国际交易所交易的品种。2020年，中国推出了12种新的商品衍生品，交易所紧接着计划将碳期货增加至其他潜在新产品之列。郑商所总经理鲁东升在中期协讲话时表示，计划做好花生、鸡肉、钢坯、烧碱和PX等一系列新产品的准备，并拟投入马铃薯、葵花籽、大蒜、水泥和丙烯等新品种的研发。



中国也在将更多的商品期货国际化。<sup>9</sup> 至少有七种合约可供国际投资者选择：上海国际能源交易所的保税铜期货、原油、20号胶和低硫燃料油；大连商品交易所的铁矿石和棕榈油，郑州商品交易所的PTA（精对苯二甲酸）。上海期货交易所（SHFE）理事长姜岩在第18届上海衍生品市场论坛致辞时表示，将打造期现一体化的高质量产品体系，加快氧化铝、铬铁、合成橡胶、成品油、天然气、石脑油、瓦楞纸、

无木纸、电力等品种上市。

中国商品期权的品种亦在不断增加：过去三年里已增加至18个，包括2020年新增的铝和锌。<sup>10</sup> 根据中国证监会副主席方星海的说法，长期的计划是所有的商品期货都将有对应的期权。上海国际能源交易所的原油期货将于2021年6月开始挂牌交易。

9. 中国进一步对外开放期货市场（China opens futures markets further to outside world，美国期货业协会，2020年11月25日<https://www.fia.org/articles/china-opens-futures-markets-further-outside-world>

10. 中国推出铝、锌期权服务实体经济（China launches aluminum, zinc options to serve real economy），新华网，2020年8月10日 [http://www.xinhuanet.com/english/2020-08/11/c\\_139280255.htm](http://www.xinhuanet.com/english/2020-08/11/c_139280255.htm)

## 债券、利息债及信用债



中国的在岸债券市场规模位居世界第二，共计15万亿美元，其中9.2万亿美元为利率债（国债、地方政府债、政策性银行债和央行票据），5.8万亿美元为公司债（包括公司债、企业债、金融债、债务融资工具和资产支持证券）。中国国内公司债市场仅次于规模10万亿美金的美国市场，与整个欧洲投资级市场旗鼓相当。中国7500亿美元的离岸公司债约占亚太公司债市场的三分之一。

尽管提供了有益的利差，对于海外投资者而言，中国的债券市场在很大程度上仍是未被开发的领域。即便外资可以通过CIBM Direct直接进入主场——银行间债券市场，但境外持有量低于1%（如果加上政府债则为3%），且信用违约掉期（CDS）和回购等衍生品多少还处于起步阶段。这种情况正在迅速改变：2021年4月，纽约梅隆银行成为第一家通过使用香港债券通购买的中国债券作为抵押，提供三方回购的美国银行。<sup>13</sup>

## 加快衍生品发展及外资参与

于前面提到的信用衍生品市场尚处于起步阶段，中国监管部门正致力于进一步发展所有金融衍生品市场。“当前，我国金融期货期权市场还处在发展的初期，远远不能满足市场参与者日益增加的风险管理需求，也远远不能适应我国实体经济发展和金融改革创新的新形势和新要求。”中国证监会副主席方星海在

2020年12月对中国期货业协会表示。同样在2020年，上海第二届外滩金融峰会上，他承诺将进一步推进资本市场和产品开放，以及不断提高证券、基金、期货行业开放水平。

例如，中国起草了新的期货法，该法案得到了美国期货业协会（FIA）的支

持。FIA及其成员已要求对该法案进行一些解释和补充，并正在与全国人大、中国证监会、中国期货业协会等机构合作打磨和完善新法。亦有举措连通银行间和沪深交易所债券市场以扩大准入。

在2020年第十二届陆家嘴论坛上，中国证监会主席重申了中国正在邀请全球投

11. 中国公司债券市场的国际化（The internationalization of the China corporate bond market），ICMA，2021年1月；债券市场规模（Bond Market Size），ICMA，2020年8月<https://www.icmagroup.org/assets/documents/About-ICMA/APAC/The-internationalization-of-the-China-corporate-bond-market-January-2021-270121.pdf>；<https://www.icmagroup.org/Regulatory-Policy-and-Market-Practice/Secondary-Markets/bond-market-size/>

12. 中国公司债券市场的国际化（The internationalization of the China corporate bond market），ICMA，2021年1月<https://www.icmagroup.org/assets/documents/About-ICMA/APAC/The-internationalization-of-the-China-corporate-bond-market-January-2021-270121.pdf>

13. 纽约梅隆银行向中债持有人开放4万亿回购市场（BNY Mellon opens 4 trillion repo niche to holders of China debt），彭博社，2021年4月13日<https://www.bloomberg.com/news/articles/2021-04-13/bny-mellon-opens-4-trillion-repo-niche-to-holders-of-china-debt?sref=ztUfOWRz>

资者更广泛、更深入地参与中国市场。涵盖了更小和更年轻的公司在内的更大范围的资产管理公司现在可以申请自己的 QFII 许可证以直接进入大多数金融市场，并且 QFII 不再有配额。对中国市场有深入了解的资产管理公司将能够利用从中国境内外募集的资金，越来越好地为其部署更多样化的传统及另类投资策略。

## 资产的增长潜力

中国的储蓄总额为120 万亿元人民币（合 18.8 万亿美元），已经是美国 57 万亿美元总额的三分之一左右，并且中国的储蓄池可能会很快赶超，预计到2030年将增加三倍，至 320 万亿元人民币（50 万亿美元）<sup>14</sup>

纵观历史，中国超高的储蓄率被保守地部署在相对熟悉且可预测的领域：房地产、银行储蓄账户以及各种有保证回报的产品。在频繁短线股票交易的不同结果中，散户也往往承担

了更大的风险。既然理财产品/现金类产品既不能保本，也不能承诺比存款或货币市场基金更高的回报，并且在杠杆、信用质量、流动性和多元化方面有更严格的风险标准，投资者和银行正转向资产净值型产品，并接受在寻求更高回报的时候需要容忍一些波动。新规则的明确目标是教育投资者了解他们所承担的风险。投资者很可能在在传统和另类策略中寻求多元化。

## 本地资产管理公司的管控

从文化和治理的角度，外国公司在如何设计投资策略和经营公司方面拥有更多自由。他们最初受限于只能作为小股东参与合资公司，现在则可以控股或全资拥有中国资产管理、财富管理、证券或期货公司，包括为散户投资者提供咨询的公司，即基金管理公司（FMC）。这开辟了一个更广泛的储蓄池：包括零售基金管理、私人资产管理（独立账户）

、合格境内机构投资者（QDII）和目前暂停审批和额度发放的离岸投资、投资咨询和可能的基本养老金、企业年金投资管理、社保基金投资管理、以及保险基金。<sup>15</sup>

外国公司还可以参与证券投资咨询、基金投资咨询和证券研究报告的发布。然而，在某些情况下，资产管理公司可

能仍然更倾向于作为小股东参与合资公司，一些最大的西方资产和财富管理公司已经与中国最大的银行建立了分销合作伙伴关系，以访问由数千家分支机构和数百万客户构成的网络。现在，资产管理公司也更容易利用 QDLP计划在境内筹集资金以投资中国境外。

14. 数据援引自Oliver Wyman《外国资产管理公司正在关注中国庞大的储蓄池（Foreign asset managers are eyeing China's vast pool of savings）》，经济学家，2021年6月12日 <https://www.economist.com/finance-and-economics/2021/06/10/foreign-asset-managers-are-eyeing-chinas-vast-pool-of-savings>

15. 中国市场向全球资产管理公司开放（China market liberalisation for global asset managers），汇丰银行，2020年7月16日 <https://www.gbm.hsbc.com/insights/securities-services/china-market-liberalisation>

## 结论

鉴于中国经济——其财富和资本市场的规模，的体量和全球重要性，它的重大影响已经超越了在岸市场。因此，即便投资者不直接交易中国在岸市场，了解其发展也很重要。我们认为，中国金融市场提供了一种不同寻常的流动性与多元化优势的结合，这将使得其成为对全球投资者具有吸引力的市场，无论是作为战略敞口还是探索定向及相对价值的阿尔法机会。

金融衍生品的可获得性和流动性，原本仅专注于商品，现已扩展到股票和固定收益类的某些领域。此外，中国正稳步对外界开放其金融衍生品市场。我们相信，随着中国市场对海外投资者的愈发开放，跟踪其沿革过程的经验将有助于提供重要的背景信息。我们预期中国市场将在未来呈现出对境内外投资者都富有吸引力的机会。通过关注现今的市场发展，我们相信随着中国衍生品市场的进一步开放，投资者将可以更好的利用机会。



## 关于作者



Govert Heijboer先生，True Partner联席CIO，自2003年起，活跃于欧洲

及亚洲衍生品市场的做市商交易及头寸交易。他在位于阿姆斯特丹的Saen Options公司，从交易员/研究员做起，于2007年成长为衍生品交易总监，并进入执行运营团队。2008年，他移居香港，设立Saen Options香港分公司，并统揽新公司的全部交易活动。Govert拥有管理学博士学位及荷兰Twente大学应用物理学的理学硕士学位。他是创始合伙人，自2010年3月起便致力于推动True Partner Fund的面市。



Tobias Hekster先生，True Partner联席CIO，在过去21年间以不同身份活跃于

全球各类交易市场。1998年，他在阿姆斯特丹IMC以场内交易所代表起步，建立了场外套利交易席位，带领芝加哥办事处完成了从场内交易到电子交易的转变，并在香港设立了亚洲波幅套利交易席位。Tobias Hekster拥有荷兰Groningen 大学的经济学硕士学位。除了高级策略官的身份之外，他还曾在香港中文大学担任兼职副教授，并在国立台湾国立大学担任金融实践兼职教授。



Robert Kavanagh先生自2004年以来一直从事对冲基金行业，2019年加入

True Partner。在加入 True Partner之前，他是高盛资产管理的执行董事，在高盛另类投资和管理者选择集团 (AIMS) 服务了15年。Robert 拥有丰富的对冲基金投资经验，以及与各类对冲基金投资者的广泛合作。Robert 是 CFA持证者，他拥有英国Bristol大学哲学与政治一级荣誉学士学位，并在那里获得了社会科学奖学金。

## 关于True Partner Capital

True Partner Capital是一支由前做市商和IT专家组成，合作超过15年的团队。

地址：

**True Partner Advisor Hong Kong Ltd.**

香港九龍尖沙咀  
廣東道25號海港城  
港威大厦二期  
29樓2902-03室

電話：+852 3845 5900

邮箱：vol.contact@truepartnercapital.com

他们在交易、执行、风险管理以及专有交易技术方面的综合专业知识，使团队能够识别并利用交易机会。

**True Partner Capital USA Holding, Inc.**

111 West Jackson boulevard,  
Suite 1700, Chicago,  
60604, USA

Tel: +1 312 675 6128

## 免责声明

本文由 True Partner Advisor (以下简称“True Partner”)准备并发表。本文呈现的内容属保密信息,仅针对已收到本文的对象。任何情况下,未经 True Partner 的事先书面许可,不得向授权接收人以外的任何人展示、复制、传播或以其他方式向其他人提供。尽管如前所述,投资者可向任何或所有人提供 True Partner 基金(以下简称“基金”)的税收处理及税收架构、包括向投资人提供的任何形式且与之相关的观点或税务分析的资料。在某些司法管辖区,本文所载信息的传播可能属于受限制范围。因此,任何潜在投资者有义务确保自己遵守相关的法律法规。

本文不包含对任何证券的出售要约或对购买要约的引诱,也不构成对任何投资策略或投资工具的背书。任何证券发售仅能通过保密备忘录(以下简称“备忘录”)的形式完成,其包含有关本基金及投资相关费用等额外信息,且只向法律允许的司法管辖区内的成熟投资者提供。在投资前应仔细阅读所有有关的发行文件。任何投资于本基金的决定应完全基于备忘录中所载的信息。如本文与备忘录有任何表述或定义的冲突,以备忘录为准。

过去的业绩并不代表将来的业绩。本文所包含的信息是初步的,仅作为关键信息的摘要供讨论之用,并不完整,也不包含有关发行的某些重要信息。本文所包含的信息亦未考虑任何可能收到本文的特定投资人的投资目标或财务状况。

各位应独立考察任何投资策略或基金经理,并向各自的投资顾问咨询关于法律、税务、会计、监管及其它与投资相关的事宜。这些资料中可能包含历史市场数据,但历史市场趋势并非未来市场行为的可靠指标。此外,于市场波动性的本质,本文讨论的投资策略可能只适用于某些投资者。不能保证基金的资本回报与本文提供的历史回报相同。因为,除其它原因外,在经济条件、监管环境、投资组合规模、杠杆使用、费用和结构以及投资政策和技术方面都可能存在差异。任何关于如何构建投资组合的信息仅作参考, True Partner 可能在任何时候自行决定改变。除非另有说明,本文件所载的信

息为截至所示日期的准确信息。对于该日期之后前述信息的持续准确性,本公司不作任何声明或保证。

本基金并非根据1940年修订的《投资公司法》进行注册,而是基于其修正案规定的例外情况注册。本基金的权益并非依据《1933年证券法》及其修正案、或任何州的证券法登记,而是基于前述法案或法律的规定而依法豁免登记。

本基金的运作文件及其有限合伙权益的发行,都未经美国联邦或州监管机构的审查或批准。本基金的权益并非任何银行或其他被保险的存款机构的存款或义务、亦未被前述机构所担保或背书,亦未受来自联邦存款保险公司的联邦保险。本基金所发行的权益仅根据现行、适用的私募或发行规则提供或其它合法的方式提供。

对本基金的投资不具有流动性,在转移基金的有限合伙权益上有严格的限制。对本基金的有限合伙权益不存在二级市场,且无开发该类市场的预期。 True Partner 对基金资产的分配有独立决定权。本基金系投机性投资,存在高风险。本基金的投资组合由 True Partner 全权管理,基本上属于股票波动套利基金。缺乏分散化可能导致更高的风险。

私募基金一般来说不受与共同基金相同的监管,亦不受同样的监管要求的约束。本基金无需向投资者提供定期定价或估值信息。投资可能因涉及复杂的税收结构而导致重要的税收信息发布延迟。

某些工具可能没有现成的市场或第三方定价。基金业绩可能发生波动,因为私募基金可能使用杠杆和其他投机性投资操作,则可能增加投资损失的风险,而坚持风险控制机制亦不能保证投资回报。此外,费用可能会抵消投资者利润。在发行文件上将潜在风险因素列出一个详细的清单。

投资于金融市场即意味着高风险。无法保证本文所述的投资目标一定会实现。投资损失可能发生,投资者可能会损失部分甚至全部投资,克服市场准入壁垒(如即法律和监管

障碍)的公司亦未必能保证成功的投资业绩。本基金并未保证或声明本基金的投资计划(包括但不限于投资目标、策略、风险监控目的)将会成功,且投资结果可能随时间发生较大变化。投资损失可能一再发生。本文并未暗示本基金的投资方法应被认为是“保守”、“安全”、“无风险”或“规避风险的”。任何对基金的投资均应是严格用于投机目的的可自由支配资金。

本文件所载的某些信息包括:“前瞻性陈述”,可通过使用前瞻性术语来识别。如“可能”、“将”、“应该”、“期望”、“预期”、“目标”、“计划”、“估计”、“打算”、“持续”或“相信”或其否定词,或这些词语的其它变体,或其它类似术语。鉴于各种风险及不确定性,基金的实际事件、结果或业绩可能与这些前瞻性声明所反映或预期的大相径庭。前瞻性信息受制于固有的不确定性和限制条件,并可能以大量假设为基础。其仅以说明为目的,不能、也不应被任何投资者视为事实或概率的担保、保证、预测或决定性声明。

业绩方法论:过往业绩并非未来业绩的指标。 True Partner Fund 的年化回报或业绩数据系基于B级份额得出,且其体现的是扣除了2%的管理费用、20%的业绩奖励、投资者应该支付或已实际支付的与交易相关的其它成本后的净收益。

指数业绩则未反映交易成本、管理费用、或其它可能减少回报的成本等扣除因素。在特定期限内的市场或综合指数、基准或其他指标的相对市场表现(指数)仅供参考,但并不意味着投资组合将实现同样的回报、波动或其他结果。

一个指数的构成可能不能反映一个投资组合的构建与预期或已实现的回报、投资组合指导方针、限制、行业、相关性、集中度、波动性或跟踪误差目标相关的方式,且所有这些都随着时间的推移而改变。指数仅作为业绩基准,因此 Partner 从未试图复制指数。指数的组成与 True Partner 所管理的基金并非必须一致。之前的业绩指数将不能用于预测 True Partner 所管理的基金将来的业绩。投资者不应直接根据指数进行投资。