

# 2020

## 中国资产管理行业

China Asset Management Industry  
Development Report

## 发展报告



—— 中国人民大学 ——  
**国家发展与战略研究院**  
National Academy of Development and Strategy, RUC



**金司南金融研究院**  
Jinsinan Institute of Finance

# 2020 中国资产管理行业 发展报告

中国人民大学国家发展与战略研究院

福建省金司南金融研究院

2020年9月

# 2020 中国资产管理行业发展报告

## 编委会

顾 问 刘元春

主 编 庄毓敏 宋 科

编 委 (按姓氏拼音排序)

廖双辉 廖志明 马晓燕 钱宗鑫 孙 超

谭松涛 田昕明 王 剑 徐力婧 严丹虹

严金明 杨雅鑫 尹彬彬 周文渊

# 2020 中国资产管理行业发展报告

## 编写单位

**中国人民大学国家发展与战略研究院**，是以习近平总书记治国理政思想为指导，以“四个全面”战略为研究框架，以“国家治理现代化”为特色研究领域，通过机制和体制创新，整合中国人民大学优质智库研究资源而打造的、独立的非营利实体研究机构，于2013年6月正式成立，于2015年12月入选首批国家高端智库建设单位，并入选全球智库百强。

2017年，人大国发院拓展国家高端智库的地方合作网络，先后成立了长江经济带研究院（宜宾分院）和青岛分院，迈出了校地合作的标志性步伐；2018年初在“中国大学智库机构百强排行榜”中名列第一；2019年在国家高端智库三年综合评估中入选第一档次梯队，是唯一入选第一档次梯队的高校智库。秉承时代使命，人大国发院努力成为“最懂中国的世界一流大学智库”。

**福建省金司南金融研究院（FJIF）** FJIF 是经福建省民政厅批准登记的学术性、非营利性组织，主管部门为福建省地方金融监督管理局，专注于探索资产管理行业与区域经济的协同发展，致力于长期打造一流的专家智库和行业研讨平台。

FJIF 拥有一支由资深学者、行业专家领衔的智库团队，包括国内著名区域经济学家、金融机构高管、金融科技专家、行业领头人等，着力于探索区域经济升级、金融资源与实体经济有效配置等相关领域研究，并开展课题调研、交流合作、金融能力建设等，为地方政府、研究专家及行业机构提供长期的智库平台支持，助力资产管理行业长效健康发展。

## 目 录

引 言.....	1
第 1 章 中国武夷资产管理行业发展指数：2013-2020 .....	9
1.1 编制原则.....	9
1.2 编制方法.....	10
1.3 指标体系构建.....	19
1.4 数据处理与权重确定.....	23
1.5 指数测算.....	25
1.6 结果分析.....	29
1.7 结论性评价.....	60
第 2 章 银行理财：净值化转型或将提速 .....	77
2.1 2019 年银行理财业务发展情况 .....	77
2.2 2020 年银行理财业务发展展望 .....	89
2.3 银行理财的机遇与挑战.....	96
附录 2-1 理财子公司问题探讨 .....	107
第 3 章 证券公司资管：严监管推动创新发展 .....	115
3.1 2019 年证券公司资产管理业务发展情况 .....	115
3.2 2020 年证券公司资产管理业务发展展望 .....	128
3.3 证券公司资产管理的机遇与挑战.....	138
第 4 章 保险资管：新规落地开启市场化发展新时代 .....	149
4.1 2019 年保费收入及资金运用情况 .....	149
4.2 2019 年保险资管行业发展情况 .....	163
4.3 2020 年保险资管行业展望与建议 .....	173
第 5 章 信托业：金融供给侧改革助推行业转型 .....	183
5.1 2019 年信托业发展情况 .....	183
5.2 2020 年信托业发展展望 .....	200
5.3 机遇和挑战：信托业寻找本源.....	214

第 6 章 公募基金：受益股市回暖，投研能力或成新优势 . . . .	225
6.1 2019 年公募基金行业发展情况 . . . . .	225
6.2 2020 年公募基金行业发展展望 . . . . .	240
6.3 公募基金业的机遇与挑战 . . . . .	247
第 7 章 私募基金：严监管下的规范与转型 . . . . .	252
7.1 2019 年私募基金行业发展情况 . . . . .	252
7.2 2020 年私募基金行业发展展望 . . . . .	263
7.3 私募基金行业的机遇与挑战 . . . . .	274
第 8 章 互联网理财：资管行业的新兴力量 . . . . .	276
8.1 中国居民潜在理财需求旺盛 . . . . .	276
8.2 互联网理财是传统理财的重要补充 . . . . .	279
8.3 互联网理财优化中国居民金融资产配置 . . . . .	286
8.4 互联网理财助推中国居民消费升级 . . . . .	297
第 9 章 主要结论与政策启示 . . . . .	302
参考文献 . . . . .	308

## 图 索引

图 1-1	指数构建流程图 .....	10
图 1-2	中国资产管理行业规模情况（2013Q1-2020Q1） .....	24
图 1-3	中国资产管理行业产品存续情况（2013Q1-2020Q1） .....	25
图 1-4	中国武夷资产管理行业发展指数（不同权重确定方法） .....	28
图 1-5	中国武夷资产管理行业发展指数增速（不同权重确定方法） .....	29
图 1-6	中国武夷资产管理行业总指数（2013Q1-2020Q1） .....	32
图 1-7	中国武夷资产管理行业二级指数（2013Q1-2020Q1） .....	34
图 1-8	中国武夷资产管理行业二级指数同比增长率（2014Q1-2020Q1） .....	34
图 1-9	各行业资产管理业务发展指数（2013Q1-2020Q1） .....	38
图 1-10	各行业资产管理业务发展指数同比增长率（2014Q1-2020Q1） .....	38
图 1-11	银行业资产管理发展指数（2013Q1-2020Q1） .....	41
图 1-12	银行业资管分维度指数（2013Q1-2020Q1） .....	42
图 1-13	银行业资管分维度指数同比增长率（2014Q1-2020Q1） .....	42
图 1-14	证券业资产管理发展指数（2013Q1-2020Q1） .....	46
图 1-15	证券业资管分维度指数（2013Q1-2020Q1） .....	46
图 1-16	证券业资管分维度指数同比增长率（2014Q1-2020Q1） .....	47
图 1-17	保险业资产管理发展指数（2013Q1-2020Q1） .....	50
图 1-18	保险业资管分维度指数（2013Q1-2020Q1） .....	51
图 1-19	保险业资管分维度指数同比增长率（2014Q1-2020Q1） .....	51
图 1-20	信托业资产管理发展指数（2013Q1-2020Q1） .....	54
图 1-21	信托业资管分维度指数（2013Q1-2020Q1） .....	55
图 1-22	信托业资管分维度指数同比增长率（2014Q1-2020Q1） .....	55
图 1-23	基金业资产管理发展指数（2013Q1-2020Q1） .....	58
图 1-24	基金业资管分维度指数（2013Q1-2020Q1） .....	59
图 1-25	基金业资管分维度指数同比增长率（2014Q1-2020Q1） .....	59
图 2-1	GDP 当季同比增速 .....	77

图 2-2	工业增加值累计同比增速 .....	77
图 2-3	PPI: 全部工业品: 当月同比.....	78
图 2-4	社会消费品零售总额: 累计同比 .....	78
图 2-5	2019 年新增企业中长期贷款同比变化 (亿元) .....	78
图 2-6	民企信用利差 (bp) .....	79
图 2-7	2018 年、2019 年当月新增非标 (信托+委托) 同比变化 (亿元) .....	80
图 2-8	非保本理财余额及增速 .....	81
图 2-9	2019 年 6 月末, 不同投资性质非保本理财产品余额占比 .....	82
图 2-10	2019 年 6 月末, 不同运作模式非保本理财产品存续余额占比 ...	82
图 2-11	2019 年末, 部分上市银行净值型产品余额占其非保本理财余额比 例.....	83
图 2-12	2019 年 6 月末, 非保本理财资产配置情况 .....	84
图 2-13	招商银行 2019 年理财资金配置情况 .....	85
图 2-14	2019 年末, 青岛银行理财资金配置情况 .....	85
图 2-15	2019 年末, 建设银行理财资金资产配置情况 .....	86
图 2-16	理财产品预期收益率 (全市场, 1 年期) .....	87
图 2-17	基金销售保有量占比 .....	88
图 2-18	中国居民财富配置比例 .....	90
图 2-19	2018 年末, 国外银行表内资产与表外资管规模比例 .....	90
图 2-20	2019 年末, 部分上市银行表外理财余额占表内总资产比例 .....	91
图 2-21	2020 年银行理财规模预测 (分产品类型, 万亿元) .....	91
图 2-22	2020 年银行理财规模预测 (分产品类型, 万亿元) .....	92
图 2-23	受疫情等影响, 2020 年上半年主要类型债券利率明显下降 (%) .....	95
图 2-24	截至 2019 年末, 银行理财净值型产品规模占比 43.3% .....	97
图 2-25	公募基金规模已经突破 17 万亿元, 近 3 年非货币类基金规模增长 明显 (亿元) .....	98
图 2-26	资管新规之后银行理财产品转型方向 .....	99
图 2-27	招行资管部员工人数与表外理财规模 .....	99

图 2-28	银行理财资金进入股市 .....	103
图 3-1	2020 年一季度末我国各资管机构业务规模占比 .....	119
图 3-2	2014-2020 年一季度末我国各主体资管业务规模（万亿元） .....	119
图 3-3	2018Q4-2020Q1 证券行业资管业务产品规模构成（万亿元） ....	120
图 3-4	2018Q4-2020Q1 证券行业资管业务产品数量构成（万亿元） ....	120
图 3-5	2018Q4-2019Q3 券商资管业务净收入明细（亿元） .....	121
图 3-6	2018Q4-2019Q3 券商资管业务净收入明细（亿元） .....	121
图 3-7	原有银信证合作模式 .....	122
图 3-8	证券公司定向资管规模(亿元) .....	123
图 3-9	上市 ABS 资产规模(亿元) .....	124
图 3-10	券商资管计划下 ABS 产品规模(亿元) .....	124
图 3-11	新兴中产阶级投资型资产分布状况 .....	129
图 3-12	我国不同资管主体风险收益定位 .....	133
图 3-13	2018 年末银行理财投资者结构 .....	134
图 3-14	2019 年末银行理财存续规模结构 .....	134
图 3-15	信托资产规模变化（万亿） .....	135
图 3-16	公募基金产品结构 .....	135
图 3-17	2020 上半年末证监会监管下的 ABS 产品结构（数量比重） ....	138
图 3-18	2020 上半年末证监会监管下的 ABS 产品结构（总额比重） ....	138
图 4-1	2002 年-2019 年我国保险业资产规模及增长率（亿元） .....	150
图 4-2	1999 年-2019 年我国保费收入增速 .....	150
图 4-3	2009 年-2019 年我国保险公司资产总额和资金运用余额及同比增速 .....	151
图 4-4	2019 年 12 月末，我国保险资金运用余额结构 .....	151
图 4-5	2013 年-2019 年我国保险资金运用结构 .....	152
图 4-6	2002 年-2019 年我国保险资金运用平均收益率 .....	152
图 4-7	2017 年财政部对 CAS 22 进行修订后的金融资产分类方式 .....	157
图 4-8	新准则下重分类主要的归类方式（不包含指定分类情况） .....	159
图 4-9	中国平安 2017 年末，在原先的 IAS39 分类下投资组合的“四分类” 情况 .....	160

图 4-10	新准则下，2018 年末中国平安金融资产分类情况 .....	160
图 4-11	中国平安股票投资规模情况 .....	161
图 4-12	2014-2019 年中国平安长期股权投资及其占总投资资产比重 ....	162
图 4-13	2016-2019 年中国平安债券投资结构 .....	163
图 4-14	2014-2019 年中国平安债券投资规模及其占总投资比重 .....	163
图 4-15	2015-2019 年我国保险资管机构数量及从业人数 .....	166
图 4-16	2016-2019 年我国保险资管机构管理费收入（亿元） .....	166
图 4-17	2019 年底我国保险资管机构管理规模结构 .....	167
图 4-18	2015-2019 年我国保险资管机构管理规模（万亿元） .....	168
图 4-19	2019 年底我国保险资管产品数量及近 1 年平均回报率 .....	169
图 4-20	2019 中国平安债权计划及债权型理财产品结构 .....	171
图 4-21	平安资管新投研系统整体框架 .....	172
图 4-22	泰康资产智能投研深度学习平台 .....	172
图 4-23	智能投研平台整体架构 .....	173
图 4-24	2000-2020 年我国保险公司保费收入增速（%） .....	175
图 4-25	2000-2020 年我国保险公司分类型保费收入增速（%） .....	175
图 4-26	2007-2020 年我国主要债券收益率（%） .....	176
图 4-27	2005-2018 年日本保险资金海外资产情况 .....	177
图 4-28	2005-2018 年日本对中国金融保险业直接投资情况 .....	178
图 4-29	2018 年保险资管资金来源结构 .....	179
图 4-30	2013-2019 年我国保险资金运用余额及占比 .....	180
图 4-31	2006-2019 年主要国家保险业对外投资情况 .....	181
图 4-32	2004-2019 年银行与保险资产规模增速 .....	182
图 5-1	2010-2019 年我国信托资产规模及环比增速 .....	183
图 5-2	2010-2019 年我国集合资金信托资产规模及占比 .....	184
图 5-3	2010-2019 年我国单一资金信托资产规模及占比 .....	185
图 5-4	2010-2019 年我国管理财产信托资产规模及占比 .....	185
图 5-5	2010-2019 年我国事务管理类信托资产规模及占比 .....	186
图 5-6	2010-2019 年我国融资类信托资产规模及占比 .....	187
图 5-7	2010-2019 年我国投资类信托资产规模及占比 .....	187

图 5-8	2014-2019 年我国信托行业资金投向占比 .....	188
图 5-9	2010-2019 年投向工商企业的信托资金余额 .....	188
图 5-10	2010-2019 年投向基础产业的信托资金余额 .....	189
图 5-11	2010-2019 年投向房地产的信托资金余额 .....	189
图 5-12	2010-2019 年投向金融机构的信托资金余额 .....	190
图 5-13	2010-2019 年投向证券市场的信托资金余额 .....	191
图 5-14	2010-2019 年我国信托公司所有者权益 .....	192
图 5-15	2015-2019 年我国信托公司所有者权益构成变化 .....	192
图 5-16	2015-2019 年我国信托公司固有资产规模及环比增速 .....	193
图 5-17	2015-2019 年我国信托公司各类固有资产占比 .....	193
图 5-18	2010-2019 年我国信托公司经营收入及增速 .....	194
图 5-19	2015-2019 年我国信托公司业务收入结构 .....	195
图 5-20	2010-2019 年我国信托公司利润总额及同比增速 .....	195
图 5-21	2010-2019 年我国信托公司人均利润及同比增速 .....	196
图 5-22	2010-2019 年我国信托公司年化报酬率和实际收益率 .....	196
图 5-23	2014-2019 年我国信托行业风险资产规模及增速 .....	197
图 5-24	2014-2019 年我国信托行业风险项目个数及增速 .....	197
图 5-25	2015-2019 年我国集合信托风险项目规模 .....	198
图 5-26	2015-2019 年我国单一信托风险项目规模 .....	198
图 5-27	2015-2019 年我国财产权信托风险项目规模 .....	199
图 5-28	我国信托行业未来一年到期规模和个数 .....	199
图 5-29	我国信托行业面临的主要问题 .....	201
图 5-30	我国信托产品发展展望 .....	201
图 5-31	我国信托行业转型的四个方向 .....	219
图 5-32	我国信托行业业务转型方向 .....	221
图 6-1	基金公司及其子公司管理的资产规模变化情况（万亿元） .....	231
图 6-2	基金公司及其子公司管理的资产规模变化情况（万亿元） .....	232
图 6-3	2016Q4-2019Q4 公募资产管理规模发展情况（万亿元） .....	232
图 6-4	公募基金规模发展情况 .....	234
图 6-5	基金管理公司及其子公司私募资管计划只数及规模发展情况 .....	235

图 6-6	基金公司及其子公司一对一专户、一对多专户数量和净资产规模发展情况.....	237
图 6-7	封闭式和开放式公募基金净资产占比情况 .....	238
图 6-8	各类型公募基金净资产占比情况 .....	239
图 6-9	截至 2020 年 3 月资管各行业资产管理规模情况 .....	242
图 6-10	截至 2020 年一季度基金公司及其子公司私募产品管理情况 ....	243
图 7-1	私募基金管理人、在管私募基金数量及私募基金管理规模情况	257
图 7-2	私募基金管理人管理基金规模分布情况（家） .....	259
图 7-3	各类型私募基金管理人数量（家） .....	261
图 7-4	2019 年末各类型私募基金管理人数量占比 .....	263
图 7-5	2019 年末各类型私募基金产品管理规模占比 .....	263
图 7-6	201912-202007 私募基金行业发展整体情况 .....	264
图 7-7	截至 2020 年 6 月各类型私募基金管理人数量（家） .....	264
图 7-8	202006 各类型私募基金产品规模与产品数占比 .....	265
图 8-1	2008—2018 年中国国内生产总值和同比增速 .....	276
图 8-2	中国居民可投资资产规模及财富管理市场规模 .....	277
图 8-3	各国居民金融资产占家庭总财富的比重 .....	278
图 8-4	各国居民非金融资产占家庭总财富的比重 .....	278
图 8-5	2018 年中国居民可投资金融资产配置情况 .....	279
图 8-6	2014 年-2019 年中国互联网理财用户数及增长率 .....	280
图 8-7	2014 年-2019 年中国互联网理财用户使用率 .....	280
图 8-8	2014 年-2018 年中国数字普惠金融投资业务指数 .....	281
图 8-9	周内平均购买用户数 .....	282
图 8-10	断点回归的线性拟合与二次型拟合 .....	282
图 8-11	活跃理财用户的职业与年龄分布 .....	287
图 8-12	活跃理财用户的地域分布 .....	287
图 8-13	理财经验和风险偏好 .....	289
图 8-14	理财经验与风险偏好-按年龄划分 .....	292
图 8-15	按基金类型分布的活跃理财人数 .....	293
图 8-16	基金类型-按职业划分 .....	294

图 8-17	居民家庭理财行为影响消费行为的传导机制 .....	300
--------	---------------------------	-----

## 表 索引

表 1-1	五大类指数编制方法对比 .....	18
表 1-2	中国武夷资产管理行业发展指数指标框架 .....	20
表 1-3	中国武夷资产管理行业发展指数对比（不同权重确定方法） .....	26
表 1-4	中国武夷资产管理行业发展指数及其同比增长率（2013Q1-2020Q1） .....	29
表 1-5	各行业资产管理业务发展指数及其同比增长率（2013Q1-2020Q1） .....	35
表 1-6	银行业资产管理发展指数及其同比增长率（2013Q1-2020Q1） .....	39
表 1-7	证券业资产管理发展指数及其增长率（2013Q1-2020Q1） .....	43
表 1-8	保险业资产管理发展指数及其增长率（2013Q1-2020Q1） .....	48
表 1-9	信托业资产管理发展指数及其同比增长率（2013Q1-2020Q1） .....	52
表 1-10	基金业资产管理发展指数及其同比增长率（2013Q1-2020Q1） .....	56
表 2-1	各家银行理财子公司未来发展规划 .....	93
表 2-2	理财子公司设立情况 .....	113
表 2-3	理财子公司运营情况（单位：亿元） .....	114
表 3-1	资管新规发布以来，证券公司资管业务相关政策梳理 .....	116
表 3-2	2019 年度 ABS 管理规模排名前十券商 .....	125
表 3-3	券商资管、基金、信托特征 .....	126
表 3-4	资管新规相关政策梳理 .....	130
表 3-5	2019 年我国各主体资管业务规模占比 .....	132
表 3-6	国务院金稳委出台金融业对外开放 11 条 .....	139
表 3-7	券商资管 2020 年一季度业绩情况 .....	146
表 4-1	2019 年保险资金运用情况（亿元） .....	153
表 4-2	保险资金运用相关监管政策梳理 .....	154
表 4-3	根据合同现金流测试与业务模式测试的结果进行重分类 .....	158
表 4-4	预期信用损失减值模型 .....	158
表 4-5	2017-2019 年中国平安投资收益（亿元） .....	161
表 4-6	27 家综合性保险资产管理公司概况 .....	164

表 6-1	公募基金行业主要监管规则 .....	228
表 6-2	基金管理公司及其子公司私募资管计划只数及规模（截至 2019 年三季度末） .....	234
表 6-3	2012 年-2019 年开放式公募基金产品净资产数据（亿元） .....	239
表 6-4	截至 2020 年 6 月公募基金产品规模分布情况 .....	242
表 7-1	私募基金管理人按注册地分布情况（36 辖区） .....	259
表 7-2	私募基金行业监管概况 .....	268
表 8-1	近两年内下沉人群购买基金人数变化对比 .....	288
表 8-2	理财经验-按城乡与城市等级划分 .....	289
表 8-3	风险偏好-按城乡与城市等级划分 .....	290
表 8-4	理财经验-按性别划分 .....	290
表 8-5	风险偏好-按性别划分 .....	290
表 8-6	近两年内下沉人群理财观念转变程度 .....	292
表 8-7	是否涉农人群资产配置结构变化趋势 .....	295
表 8-8	不同城市等级人群资产配置结构变化趋势 .....	295
表 8-9	不同青年人群资产配置结构变化趋势 .....	296
表 8-10	各类人群理财获益人数占比 .....	297
表 8-11	合理配置金融资产对消费影响的实证结果 .....	299
附表 1-1	中国武夷资管行业发展规模指数数据原表（单位：万亿元） ....	61
附表 1-2	中国武夷资管行业发展产品指数数据原表（单位：只） .....	63
附表 1-3	中国武夷资管行业发展经营效益指数数据原表（单位：亿元） .....	65
附表 1-4	中国武夷资管行业发展人才资源指数数据原表（单位：万人） .....	67
附表 1-5	指标权重分布对比 .....	69
附表 1-6	各行业资管业务经营效益数据 HP 滤波结果 .....	71
附表 1-7	中国武夷资产管理行业发展指数及其增长率（简单平均法） ....	73
附表 1-8	中国武夷资产管理行业发展指数及其增长率（专家打分法） ....	75

## 引言

2013 年以来，中国“大资管”行业跨界竞合与混业经营的态势加速形成。牌照放开、渠道扩充、投资拓宽等资管新政打破了资产管理业务分业割据的局面，资产管理行业步入具有竞争、创新、混业等特征的“大资管时代”。资管规模迅速扩大，资管产品不断丰富，资管行业已经逐步成为影响国民经济和金融市场运行的重要力量。

近年来，在严监管和有序发展的新形势下，特别是《关于规范金融机构资产管理业务的指导意见》（以下简称“资管新规”）推出以来，资管行业机遇与挑战并存，出现了一些新现象、新特征与新趋势。今年新冠疫情的爆发给全球经济带来冲击，资管产品底层标的资产质量、资金来源以及线下业务等均受到不同程度的影响，资管行业面临严峻挑战。但随着监管层多项稳定市场的政策出台，资管新规过渡期延长，行业风险整体可控，但潜在的不稳定因素仍值得高度重视。

为进一步厘清我国资产管理行业发展历程，科学跟踪行业最新动态，把握未来发展方向，为资产管理行业提供实践指导和决策参考，我们首次编制了“中国武夷资产管理行业发展指数”，并从银行、证券、保险、信托、公募基金、私募基金与互联网理财等七个维度详细阐述资管行业各子领域的发展情况及其未来展望。指数编制兼顾金融理论与资管实践，充分考虑全面性和数据可得性，力求客观、量化地反映“大资管时代”以来中国资产管理行业的整体发展水平和动态变化趋势。我们选取资管规模、资管产品、经营效益和人才资源等四个一级指标，银行业、证券业、保险业、信托业、基金业等五个行业作为二级指标，并以此来构建 2013 年第一季度至 2020 年第一季度“中国武夷资产管理行业发展指数”。

通过构建指标体系、搜集数据，对数据进行标准化、同趋化、HP 滤波剔除周期性扰动项处理之后，采用主成分分析法确定权重，以 2013 年一季度为基期，进行指数测算。结果表明，2013 年一季度至 2020 年一季度，我国资产管理行业

总指数增长近 4.5 倍，整体呈现先增后减两个发展阶段。第一阶段为 2013 年一季度至 2017 年四季度的迅猛增长阶段，该指数从 2013 年一季度基期的 100 增长到 2017 年四季度的 532.19，五年间增长了近 4.3 倍。第二阶段为 2018 年一季度至 2020 年一季度的小幅下调阶段，2019 年第一季度总指数首次出现同比负增长，降至 537.34，而后出现小幅回升。

分维度来看，规模指数、产品指数、经营效益指数和人才资源指数等四个二级指数可分为两个梯队，规模指数与产品指数为第一发展梯队，经营效益指数与人才资源指数为第二梯队，一梯队指数量级约为二梯队的两倍。整体上看，2013 至 2016 年，四个二级指数均保持高速增长。2018 年起，除规模指数出现下降以外，其他指数均进入稳定发展的区间。而 2016 年一季度起，产品指数与人才资源指数同比增长曲线进入下降通道。

经历了资产管理行业蓬勃发展之后，“转型”成为了行业近几年最为重要的主题，“潮水逐步退去”也是面临新规则考验的过程。2017 年以来，在严监管格局下，行业增速逐步放缓，指数增长率大幅下降。2019 年，在资管新规“破刚兑、去通道、去杠杆”指导下，监管部门针对各资管子行业出台相关细则，继续补齐监管拼图，使资管行业回归本源。与此同时，金融业对外开放进一步提速，内资资管正式接轨国际，资管行业面临全新的发展局势，进入新一轮行业洗牌与转型的重要战略机遇期。最新数据显示，截至 2020 年第一季度，总指数为 546.62，同比增长 1.72%，环比增长 1.03%；分二级指标来看，规模指数为 532.17、同比减少 7.46%，产品指数为 814.86，同比减少 7.81%，经营效益指数为 264.24，同比增长 3.33%，人才资源指数为 226.46，同比增长 6.97%。

有鉴于此，我们进一步针对资管子行业进行深入研究，一方面，从指数层面整体反映子行业发展水平和趋势，另一方面针对 2019 年以来相关子行业的发展现状与未来展望进行系统梳理，并据此提出相关政策建议。

第一，银行理财业务稳步发展，净值化转型或将提速。

从银行理财分指数来看，2013 年一季度至 2020 年一季度，我国银行业资产管理业务发展指数整体呈现先增后减两个发展阶段。第一阶段为 2013 年一季度至 2017 年第四季度的增长阶段，指数从 2013 年一季度基期的 100 增长到 2017

年四季度的 615.98，五年间增长了五倍多。第二阶段为 2018 年第一季度至 2019 年四季度的缓慢下行阶段，2019 年第一季度总指数首次出现同比负增长。2020 年第一季度，银行理财分指数进一步下降至 541.29，同比减少 10.96%。通过系统梳理 2019 年以来的行业发展情况，我们发现：

一是资管新规落地以来，银行理财净值化转型逐步推进。依据银行理财年报，截至 2019 年 12 月末，非保本理财中净值型产品规模占比 43.3%。2020 年 7 月底，监管发布资管新规过渡期延长一年之安排。对此，建议进一步细化老产品整改要求，避免拖而不改，防止 2021 年底被迫再度延长过渡期。此外，应对标公募基金公司，进一步完善理财子公司的监管，规范发展。

二是银行理财进入理财子公司时代。我们预计 2020 年底，正式开业的理财子公司将超过 20 家，考虑到从资管部变成子公司的挑战与机遇，对此，建议银行理财子公司加大产品布局，丰富产品线；加强人员团队建设，提升投研能力；完善制度，提升薪酬激励的竞争力；加强科技应运，完善相关 IT 系统。

三是理财子公司与公募基金公司、券商资管将是竞争与合作关系，而并非纯粹的竞争对手。对此，建议银行理财子公司顺应合作的大趋势，借助委外等提升固收+、权益类产品收益率，为客户提供丰富的产品，满足客户的理财需求。

第二，券商资管规模收缩、竞争加剧，业务加速改革创新。

从券商资管分指数来看，2013 年一季度至 2020 年一季度，我国证券业资产管理业务发展指数整体呈现先增后减两个发展阶段。第一阶段为 2013 年一季度至 2016 年第四季度的高速增长阶段，指数从 2013 年一季度基期的 100 增长到 2016 年四季度的 513.15，四年间增长了四倍多。第二阶段为 2017 年第一季度至 2020 年一季度的缓慢下行阶段。截至 2020 年第一季度，券商资管分指数进一步下降至 361.11，同比减少 11.33%。通过系统梳理 2019 年以来的行业发展情况，我们发现：

一是资管新规“降杠杆、去通道”要求下，业务结构发生重心转变。资管新规下，资金端通道业务被全面封堵，资产端被动管理模式也被封堵，以定向计划通道业务为主的券商资管必然要转移重心。对此，建议将工作重心转移至资产证券化（ABS）等“非标”转“标”业务，利用自身比较优势进行主动管理，

从客户拓展、产品创新等方面予以突破。

二是券商利用自身优势，提高业务质量与规模。与基金、信托相比，证券公司资管具有全业务链的优势，可以串联券商各业务板块，但是券商资管规模在“大资管”行业中仅处在中游地位。对此，建议券商资管在资金端与经纪业务协同，在产品端与投研体系协同，在资产端与投行业务、信用业务协同，从而提高资管业务质量的同时扩大规模水平。

三是正确理解与迎合政策导向，迅速完成业务转型，在变化阶段抢占先机。资管新规过渡期正式宣布延长至 2021 年底，目的是保持金融市场稳定，防止资产集中抛售，为券商资管转型提供空间与时间，但长期改革大方向并没有改变。对此，建议坚持改革决心不动摇，充分利用过渡期的延长时间，集中精力处理存量资产和老产品，力争 2021 年底之前完成过渡目标。

第三，保险资管新规落地带来新机遇，提升实力应对金融加速开放。

从保险资管分指数表现来看，2013 年一季度至 2020 年一季度，我国保险业资产管理业务发展指数呈现不断增长趋势，是最具潜力、最稳定的资管行业，指数从 2013 年一季度基期的 100 增长到 2020 年一季度的 538.89，七年间持续、稳定增长了四倍多。2020 年第一季度，同比增长 20.93%。通过系统梳理 2019 年以来的行业发展情况，我们发现：

一是资管新规赋予保险资管市场化地位，利于其长期健康发展。资管新规统一各资管子行业监管要求，缩小监管差异，保险资管新规赋予保险资管市场化地位，在监管要求上向银行理财看齐，有利于保险资管行业长期健康发展。对此，建议进一步明确保险资管机构监管要求，减少监管差异。保险资管新规将保险资管明确定位为私募资管产品，将开启保险资管市场化发展的新篇章。各家保险资管机构应抢抓机遇，加快发展市场化发展。

二是保险资管公司受托业务的竞争压力加大。受托关联保险机构保险资金业务、非关联保险机构的保险资金业务、第三方非保险资金的业务等是目前保险资管公司主要受托业务。2012 年《保险资金委托投资管理暂行办法》实施以来，券商、基金公司等资管机构可作为受托人受托保险资金投资，保险资管的竞争压力加大。对此，建议保险资管机构加强品牌建设，提升市场影响力，扩大

第三方资管业务，避免对母公司资金产生过度依赖。

三是金融业对外开放提速，保险资管行业竞争愈加激烈。随着金融业对外开放明显加快，外资控股的保险资管公司登上舞台，保险资管行业竞争也将更加激烈。对此，建议我国保险资管机构顺势而为，提升实力，积极应对竞争。此外，金融科技也在逐步变革保险资管行业，须跟上时代的步伐，加强金融科技的应运，通过科技赋能提升竞争力。

第四，金融供给侧改革持续推进，信托行业将加速转型。

从信托分指数来看，2013 至 2019 年，我国信托业资产管理业务发展指数总体呈现波动上升趋势。指数从 2013 年一季度基期的 100 增长到 2020 年第一季度的 274.77，七年间增长了近 3 倍。2020 年第一季度，同比增长 6.73%。通过系统梳理 2019 年以来的行业发展情况，我们发现：

一是信托行业直面转型，回归本源，稳健经营，创新发展，服务实体经济的效率和风险管理能力持续提升。面对监管政策和监管环境的根本性变化，信托行业将进入新的发展阶段，行业转型有望加速。未来信托公司融资类业务占用资本可能明显提升，融资类业务发展会越来越受到来自于资本方面的约束。对此，建议信托公司逐渐摆脱对融资类业务的过度依赖，从规模优先转变为质量优先的增长模式。传统融资类业务还面临着与商业银行同质化竞争、综合管控能力不足等困境，未来信托公司还需培养标准化产品投资团队和投资能力，加大股权投资业务拓展力度，逐步提升主动投资管理能力。

二是信托行业的资本实力进一步增强，实收资本、信托赔偿准备和未分配利润都保持了较快的增速。基于中国经济社会的发展现状、金融监管的背景与当前的市场格局，参考境外发达国家及地区信托行业的发展历程，预计未来证券投资服务信托、资产证券化信托、年金信托与家族信托这四类服务信托业务具备较大的业务发展空间。对此，建议：首先，深入挖掘受托服务功能，发展服务信托。服务信托被认为与资金信托、慈善信托并列的信托业务类型；其次，加强销售渠道建设，搭建线上线下一体化财富管理平台将家族信托作为信托业财富管理发展的方向。再次，通过构建信托文化推动行业发展，探索可持续发展模式，为信托行业转型打下坚实基础。

第五，基金资管稳步发展，投研能力或成为行业新优势。

从基金业分指数来看，2013年一季度至2020年一季度，我国基金业资产管理业务发展指数整体呈现波动上升趋势，大致可分为两个发展阶段。第一阶段为2013年一季度至2015年第四季度的迅猛增长阶段，指数从2013年一季度基期的100增长到2015年第四季度的633.88，三年间增长了5.3倍。第二阶段为2016年第一季度至2020年一季度的增长趋稳阶段，且于2019年第二季度指数同比首次出现负增长。截至2020年第一季度，指数为1032.38，同比增长5.73%。通过系统梳理2019年以来的行业发展情况，我们发现：

一是公募基金行业制度体系趋于完善，利好资管业务发展。随着大资管行业制度的完善，公募基金行业监管劣势的局面将得到改善，同时，公募基金行业规范已走在前面，更有利于公募基金行业利用监管红利快速发展。对此，建议公募基金行业应积极履行其普惠金融的社会责任。在业务开展中，基金管理公司应积极布局养老FOF产品业务，不仅是社会责任的体现，也能优化资产管理负债端。

二是货币基金在公募基金行业发展中作用显著。货币型基金产品在各品类产品中的占比一直是最高，多数基金管理公司通过货币型基金的发行和运营，获取了发展的基础和行业地位。基金管理公司依靠货币型基金产品规模获取的行业地位和公众认知度，在短期内是无法改变的。对此，建议公募基金行业应积极进行业务模式、服务模式创新，并积极开展互联网金融的独立布局。

三是私募基金行业规范仍任重道远。目前，中国证券投资基金业协会已经通过AMBERS系统实现了对私募基金管理人和私募基金产品的规范登记和基础信息披露，但是距离一个行业严格意义的监管规范还有一定的距离。对此，建议私募基金行业应加快行业自律的脚步，同时，我们也要考虑到私募基金行业应有的高风险、高灵活度的属性，监管政策不能像银行、券商等金融机构一样，既要考虑到行业的统一化监管要求，也要考虑到业务开展过程中的灵活性。

四是私募基金行业是国内资管行业的重要补充，应在更专业化的领域做出重要贡献。我国的资管行业已经在多元化、多样性的路途中快速发展壮大，私募基金行业作为资管行业与实体经济关系最密切的行业，是我国股权投资的重

要途径之一。对此，建议私募基金管理人在未来的发展中要客观的认识自身的特质、行业小众性，在资产管理业务中不必广布局，更多的应该做一个资深的某领域专业资产管理机构。

第六，传统理财市场存在一定缺口，互联网理财成为重要补充。

一是，理财市场存在缺口为互联网理财留下发展空间。从上述分析不难看出，2018年以来，我国理财市场的规模和产品存续量增速放缓，信托、证券业的理财规模以及银行、证券业的理财产品数量甚至出现了负增长。互联网理财的发展速度虽然受到强监管影响有所下降，但其线上化的模式以及智能投顾的运用能够突破传统理财模式诸多限制，降低理财门槛，为投资者提供多元选择，减少数字鸿沟，将理财服务触达更多下沉人群，扩大理财市场规模，未来发展动力强劲。2018年，我国居民可投资金融资产规模高达147万亿人民币，但是投资结构比较单一，其中居民储蓄占比就达49%。究其原因，一方面在于我国居民理财意识不足；另一方面是我国传统理财市场门槛较高，交易成本昂贵，产品种类单调导致下沉人群缺乏理财渠道，这为我国互联网理财留下发展空间。对此，建议传统金融机构与互联网金融平台展开全方位地深入合作，发展智能投顾，推动理财线上化，创新理财服务模式，提高理财服务的普惠性，满足大众投资者的多样化理财需求，从而推动我国理财业务转型升级。

二是，青年人群和下沉人群是互联网理财的“明日之星”。互联网理财平台有助于培养投资者理财习惯，增加理财经验，帮助理财用户迅速成长为成熟投资人，尤其是对小镇青年和下沉人群理财意识的培养效果更为显著。但整体来看，下沉人群的投资效率和投资能力相对较弱。对此，建议加强金融投资者教育，注重金融知识“向下”普及。加大对下沉人群金融知识的普及力度，增加投资者的金融素养，提高投资效率。一方面可以帮助下沉人群实现收入向上迁跃，拉动内需，促进经济增长；另一方面可以提高金融监管效率，维护金融市场稳定。

三是，互联网理财有助于促进居民消费和消费升级，拉动内需。对居民来说，合理配置金融资产有助于促进居民的消费和消费升级，更进一步，这主要是通过财富效应传导机制、资产效应传导机制和信贷效应传导机制来促进。对

此，建议要充分发挥互联网理财在促进消费升级、改善金融资产配置等方面的作用，进一步拉动内需，促进经济增长。

## 第1章 中国武夷资产管理行业发展指数：2013-2020

中国武夷资产管理行业发展指数旨在动态刻画近年来我国资产管理行业的整体变化情况，我们选取资管规模、资管产品、经营效益和人才资源四个一级指标，银行业、证券业、保险业、信托业、基金业等五大行业作为二级指标，并以此来构建 2013 年第一季度至 2020 年第一季度中国武夷资产管理行业发展指数。

结果表明，2013 年一季度至 2020 年一季度，我国资产管理行业总指数增长近 4.5 倍，整体呈现先增后减两个发展阶段。第一阶段为 2013 年一季度至 2017 年四季度的迅猛增长阶段，该指数从 2013 年一季度基期的 100 增长到 2017 年四季度的 532.19，五年间增长了近 4.3 倍。第二阶段为 2018 年一季度至 2020 年一季度的小幅下调阶段，2019 年第一季度总指数首次出现同比负增长，降至 537.34，而后出现小幅回升。

据测算，截至 2020 年第一季度，总指数为 546.62，同比增长 1.72%，环比增长 1.03%；分二级指标来看，规模指数为 532.17、同比减少 7.46%，产品指数为 814.86、同比减少 7.81%，经营效益指数为 264.24、同比增长 3.33%，人才资源指数为 226.46、同比增长 6.97%；分行业来看，银行业资管指数为 541.29、同比减少 10.96%，证券业资管指数为 361.11、同比减少 11.33%，保险业资管指数为 538.89、同比增加 20.93%，信托业资管指数为 274.77、同比增加 6.73%，基金业资管指数为 1032.38、同比增加 5.74%。

### 1.1 编制原则

第一，以现代金融理论为指导。现代金融理论是资管行业发展评价体系建立的基础，在指数的编制过程中，充分对相关金融理论进行梳理和分析。明确指标体系的构成和分类，既涵盖资管业务所具备的共性因素，又兼顾各个子行业的特性和优势，多维度、全方位建立评价指标体系，运用于我国资管行业发展的评价和分析。

第二，兼顾未来资管行业发展趋势。当前我国正处于金融改革发展的关键期，金融结构不断调整，金融业务发展迅速，要兼顾资管行业发展趋势，涵盖新兴资管业态相关指标，并对其进行合理的评价和赋权，科学展现不同资管业务特点。

第三，充分考虑全面性和数据可得性。金融行业具有综合性和复杂性，对其进行测度和评价需要一个完善的指标体系，需要从多方面进行考虑。在指数的编制过程中，要在充分考虑数据可得性的基础上，尽可能涵盖所应具备的各种因素。

## 1.2 编制方法

中国武夷资产管理行业发展指数编制过程包括，指标体系的确定、数据收集处理、权重的确定、指数测算四个过程。其中，有关指标体系的确定将在下一部分进行介绍，这里主要介绍数据处理和权重确定的方法。

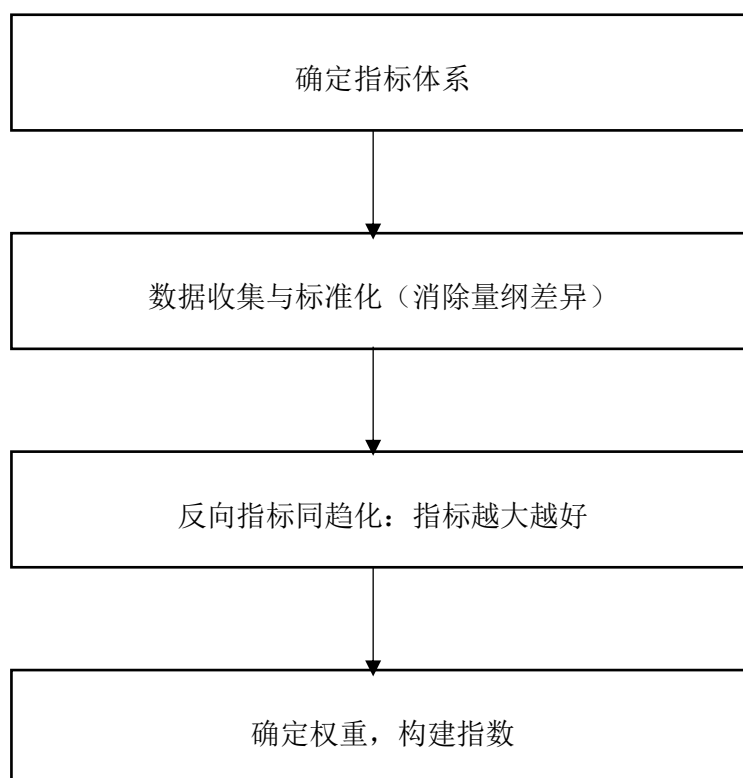


图 1-1 指数构建流程图

图 1-1 为中国武夷资产管理行业发展指数构建流程图，在收集数据后，需要进行标准化、同趋化、确定权重等处理。

中国武夷资产管理行业发展指数是从多角度、多层次对我国资产管理行业发展进行多维度测评的综合性指数，每一维度都是构成特定方面的分指数，每个分指数又由若干定量指标合成。定量指标衡量范围包括规模、数量、盈利能力和人才规模等方面，指标量级与单位不尽相同，因此需要在各分指数计算之前，对这些指标的处理方法统一规范，以使整体测算的指数不仅横向可比，而且纵向可比；不仅可以比较不同金融领域的发展相对水平，而且也可以考察资产管理行业整体发展的历史进程。

### 1.2.1 数量指标的无量纲化

无量纲化，也叫数据的标准化，是通过数学变换来消除原始变量（指标）量纲影响的方法。在计算单个指标指数时，首先必须对每个指标进行无量纲化处理，而进行无量纲化处理的关键是确定各指标的上、下限阈值。在指数的构建过程中我们采用 min-max 方法，对原始数据进行标准化处理，消除量纲。这种方法的好处是能够使得标准化后的指标变量都位于[0, 1]区间内，方便后续指数的计算。具体的标准化的公式如下：

$$Z_i = \frac{\text{指标} - \text{该指标最小值}}{\text{该指标最大值} - \text{该指标最小值}} = \frac{X_i - \min}{\max - \min}$$

上式中 $X_i$ 代表待标准化的变量数据， $Z_i$ 为标准化后的变量， $\min$ 代表该指标变量的最小值， $\max$ 代表该指标变量的最大值

当指标数据存在极端值，离差较大时，简单的标准化方法可能会使得标准化后的数据集中在某一个较窄的范围，使得指标反映的信息模糊化，同时相当于无形中增大了异常值得权重，不利于指标之间的客观比较。因此，针对离差较大（即最大值减去最小值）大于 1000 的变量，我们采用先取自然对数值，再进行标准化的方法进行特殊化处理。

### 1.2.2 指标权重的确定

权重值的确定直接影响综合评估的结果，权重值的变动可能引起被评估对象优劣顺序的改变。所以，合理地确定综合评估发展各主要因素指标的权重，是进行综合评估能否成功的关键问题。

权重的确定方法有很多种。从原理上看，我们可以基于理论研究确定权重，也可以以主观定性与客观定量法相结合的方式来确定不同指标的权重。确定权重的方法主要有专家打分法、层次分析法、主成分分析法、VAR 脉冲响应法和SVAR 脉冲效应法等。

#### 1.2.2.1 专家打分法

专家打分法是指通过匿名方式征询有关专家的意见，对专家意见进行统计、处理、分析和归纳，客观地综合多数专家经验与主观判断，对大量难以采用技术方法进行定量分析的因素做出合理估算，经过多轮意见征询、反馈和调整，由各指标变量的重要性程度确定权重。

专家打分法能够根据经济学原理、资产管理行业发展经验，按照影响资产管理发展水平指标的重要性进行打分，同时能够灵活调整，满足具体要求。该方法的特点就是简单、直观，能够充分反映影响关系以及灵活调整的需求。但缺点是权重确定具有主观性，公允性不足。

#### 1.2.2.2 层次分析法

层次分析法主要分五步获得权重：

第一，将每一层次的各要素相对于上一层次各要素进行两两比较判断，得出相对重要程度的比较权；

第二，建立判断矩阵；

第三，计算最大特征根以及相对应的特征向量，进行层次单排序；

第四，得到各层要素相对于上一层某要素的重要性排序；

第五，自上而下用上一层各要素的组合权重为权数，对本层次各要素的相对权重向量进行加权求和，进行层次总排序，得出各层次要素相对于系统总体目标的组合权重。

该方法的优点是以数据为基础分析获得，科学性较强；缺点是经济意义不明显，理解与接受性稍差。

#### 1.2.2.3 主成分分析法

主成分分析（Principal Components Analysis, PCA）也被称作主分量分析，主要思想是通过降维，将反映个体特征的多个指标转化为一个或少数几个综合性指标，从而使该指标兼具科学性、全面性和有效性等特点。基于主成分分析

还可以进一步作因子分析，以使各变量对研究目标的影响力更为显著。从数学运算上看，主成分分析与因子分析的本质是一致的，都是一种数据集简化技术，通过线性变换将原始数据投影到新的坐标系统中，并且依照数据投影方差的大小将投影坐标依次排序（第一主成分、第二主成分……）。每个主成分包含原有指标或变量的主要信息，而且不同主成分所含信息不存在重叠，所以能够在兼顾多变量信息的同时将相对复杂的因素降维简化，得到更为科学、有效的信息集合。

从实际运用上看，主成分分析法主要为了解决人们在指标（变量）信息量和分析效率之间的矛盾。为了尽可能全面、系统地分析问题或反映情况，在构建指数时，我们理论上应该将所有影响因素纳入考虑。但问题是这些未经处理的指标或变量所包含的信息一般都有重叠，而且变量越多，信息重叠的情况就越严重，进行定量分析时计算就愈加复杂。

主成分分析法正是解决此类问题的理想方法。将原有具有一定相关性（信息重叠）的指标（如  $P$  个变量）组合成为一组新的但相互不相关的综合指标加以替代。组合方法通常为线性组合。随后依据综合指标方差大小来确定最终选择综合指标的个数。如第一个综合指标（F1）的方差最大，即  $\text{Var}(\text{F1})$  最大，那么表明综合指标 F1 所包含信息较多，被称为第一主成分。如果第一主成分所包含信息不能满足分析需要，即遗漏了原始  $P$  个变量较多的信息，那么可以考虑增加选取第二个综合指标 F2，而经过矩阵转化之后，F1 所包含的信息不会再出现在 F2 中，即  $\text{Cov}(\text{F1}, \text{F2})=0$ 。我们可构造出  $P$  个综合指标，顺序增加纳入分析的指标，直到其所包含的信息满足分析需要。

使用主成分分析的计算方法主要如下：

#### 1、对原始数据的标准化

假设有  $n$  个样本，指标体系中的变量有  $P$  个，因此可以得到总体的样本矩阵。并选取反映其特性的  $P$  个变量，从而得到总体样本矩阵：

$$x_i = (x_{i1}, x_{i2}, \dots, x_{ip})^T, i = 1, 2, \dots, n \quad (n > p) \quad (1-1)$$

对样本矩阵元进行标准化：

$$Z_{ij} = \frac{x_{ij} - \bar{x}_j}{s_j}, i = 1, 2, \dots, n; j = 1, 2, \dots, p, \quad (1-2)$$

其中  $\bar{x}_j = \frac{\sum_{i=1}^n x_{ij}}{n}$ ,  $S_j^2 = \frac{\sum_{i=1}^n (x_{ij} - \bar{x}_j)^2}{n-1}$ , 由此得到标准化的矩阵  $Z$ 。

## 2、求解相关系数矩阵

利用标准化矩阵  $Z$  求解相关系数矩阵, 计算方法如下:

$$R = [r_{ij}]_p, xp = \frac{Z^T Z}{n-1} \quad (1-3)$$

## 3、求解特征根

通过  $|R - \lambda I_p| = 0$  求解样本相关矩阵  $R$  的特征方程并得到相应的特征根, 依据信息利用率大小确定主成分个数  $m$ 。一般在指数构建时设定信息利用率达到 85% 以上, 由此得到  $m$  值。对于每个特征根  $\lambda_j$ , 求解特征向量。

## 4、将指标变量转化为主成分

计算公式为:  $U_{ij} = z_i^T b_j^0, j = 1, 2, \dots, m$

其中  $U_j$  为第  $j$  个主成分, 共得到  $p$  个主成分。

## 5、对所选取的 $m$ 个主成分进行综合评价

以信息利用率为标准, 我们选择主成分的前  $m$  个作为最终分析所用综合指数, 以每个主成分的方差贡献率作为权数对  $m$  个主成分进行加权求和, 即可得到每个指标的权重。权重计算过程为: 以所取前  $m$  个主成分特征值乘以对应主成分得分系数的绝对值得到系数值, 再以各系数值占系数值之和的比例作为权重。

主成分或因子分析法的优点是能够将大量指标变量构成的指数体系合成几个简单的变量, 并能够代表内部主要的推动信息。主成分分析法的应用从理论上使得指数的指标体系的范围可以变成无穷大, 能够将所有的相关变量全部纳入, 通过主成分的分析, 去除变量间的代表性, 归纳出主要信息。但主成分(因子)分析法的缺点在于较为依赖指标变量的数值规律——相关性。而变量间的相关性并不完全等价于指标变量对资产管理发展水平的影响程度, 因此主成分分析法的背后的经济学理论的支持力度较弱。

### 1.2.2.4 VAR 脉冲响应法

VAR 脉冲响应方法确定权重的原理是以各指标变量与目标变量进行 VAR 回归, 根据不同指标变量对目标变量的冲击的占比确定权重。

第一步：使用 VAR 脉冲响应确定指标的权重需要先对各指标与目标变量构建 VAR 模型进行回归。 $p$  阶的 VAR 模型可以写成如下形式：

$$y_t = a_0 + \sum_{j=1}^p A_j y_{t-j} + \varepsilon_t, \quad (1-4)$$

其中， $y_t$  是  $N \times 1$  维的向量，由可观测到的指标变量构成。 $\varepsilon_t$  是误差项， $a_0$  是截距项， $A_j$  是  $N \times P$  的系数矩阵。在估计 VAR 模型时通常假设  $\varepsilon_t$  为独立同分布的随机误差向量， $\varepsilon_t \sim NIID(0, \Sigma)$ 。采用贝叶斯参数估计的方法估计上述模型。在  $y_t$  中，存在部分政策制定者、评估者关注的指标，如人才储备、资产管理产品等，我们称其为目标变量。因此，VAR 模型又可以改写成以下形式：

$$y_{it} = \lambda_{0i} + \gamma_i r_t + u_{it}, \quad (1-5)$$

$$\begin{bmatrix} y_t \\ r_t \end{bmatrix} = \phi_1 \begin{bmatrix} y_{t-1} \\ r_{t-1} \end{bmatrix} + \dots + \phi_p \begin{bmatrix} y_{t-p} \\ r_{t-p} \end{bmatrix} + \varepsilon_t \quad (1-6)$$

第二步，计算各指标变量的脉冲响应值，以平均的脉冲响应占比来确定各指标变量在的权重。具体公式如下：

$$w_i = \frac{|z_i|}{\sum_{i=1}^n |z_i|}, \sum_{i=1}^n w_i = 1, \quad (1-7)$$

其中  $w_i$  是各指标对应的权重， $z_i$  是指标变量的信息冲击在一定时期内对目标变量产生的平均脉冲响应值。简单说来，VAR 模型确定的权重是以指标变量的冲击  $y_t$ （即变动）在未来一定时期内，对目标变量  $r_t$  即考察的指标造成的冲击的比例。以各指标变量对目标变量的脉冲响应占比作为权重，能够赋予对目标变量影响力度大的指标更大的权重，保证了指数的有效性，也能够提高指数对目标变量的追踪情况。

VAR 脉冲响应方法的优点是不同指标变量对目标变量的影响程度确定权重，权重背后的经济学意义比较明确。但这个方法的缺点在于，当指标变量很多时，而存在的样本数据较少，VAR 模型回归时可能会出现过度参数而无法识别的问题。因此 VAR 脉冲响应的方法在对应庞大指标体系时的适用性不佳。

#### 1.2.2.5 动态模型选择的时变向量自回归模型（DMS-TVP-FAVAR）

我们将动态模型选择的动态系数因子增广向量自回归模型（TVP-FAVAR）

引入指数构建过程，相当于把主成分分析和 VAR 这两大常见的指数构建方法结合，并引入时间变动因素。这一模型既能解决主成分分析法确定权重存在的只注重数值，经济含义不明的问题，又允许了大量综合指标变量的出现，更是考虑了指数构成的时间变动。指数构建过程更具科学性，对于目标变量的评价能力、预测能力更强。

### 1、FAVAR 模型构建指数

VAR 模型存在过度参数问题。若我们构建的指数体系有  $N$  个指标变量，VAR 模型选择滞后  $P$  阶，则有  $N \times P$  个待估计参数。在实际应用中，由于数据取得的局限性，通常难以获得大量的数据进行估计。

由于资管行业发展水平受多方面因素不同程度的影响，因此，不可能用单一指标或几个指标来反映它。我们有必要建立一个综合性的指标体系，对其进行全面测度。当指标体系的变量数量较多时，由于数据的限制，普通的 VAR 模型会面临过度参数无法识别的问题。因此，引入 FAVAR，将主成分分析法与 VAR 模型进行结合，尽可能地从大量的指标中抽取较少的因子，以保留原始变量所反映的绝大部分信息。FAVAR 模型的形式如下：

$$y_{it} = \lambda_i + \lambda_i f_t + \lambda_i r_t + u_{it}, \quad (1-8)$$

$$\begin{bmatrix} f_t \\ r_t \end{bmatrix} = \phi_1 \begin{bmatrix} f_{t-1} \\ r_{t-1} \end{bmatrix} + \dots + \phi_p \begin{bmatrix} f_{t-p} \\ r_{t-p} \end{bmatrix} + \varepsilon_t, \quad (1-9)$$

$f_t$  是从  $N$  个指标中提取出的一个  $q \times 1$  阶向量，从大量的指标抽取一个最大公因子，尽可能大地体现出原始指标的信息。 $r_t$  是由  $s \times 1$  个可观测到的目标追踪变量构成。

FAVAR 的引入能够保证我们综合运用大量的指标变量得到有用信息，同时能够利用 VAR 模型进行估计，建立脉冲变动的权重，构建各级指数。

### 2、TVP-FAVAR 构建指数

FAVAR 模型解决了大量指标变量的问题，但该模型的假设是模型中的参数在不同的时间内是保持不变的，即不同时期，各指标对各级指数的权重是不变的。而这种假设对分析金融、经济问题可能是不成立的，容易造成分析的误差。例如随着科技进步，金融科技对资产管理行业的影响可能会不断增大，如果在指数中对金融科技的指标赋予固定的权重，则可能导致对资产管理行业发展判

断的不确定性。TVP-FAVAR 模型就是考虑估计参数存在时间变动。

$$y_{it} = \lambda_{0i} + \lambda_{it}f_t + \gamma_{it}r_t + u_{it} \quad (1-10)$$

$$\begin{bmatrix} f_t \\ r_t \end{bmatrix} = \phi_{1t} \begin{bmatrix} f_{t-1} \\ r_{t-1} \end{bmatrix} + \dots + \phi_{pt} \begin{bmatrix} f_{t-p} \\ r_{t-p} \end{bmatrix} + \varepsilon_t \quad (1-11)$$

其中  $y_t$  是  $n \times 1$  维向量，由用于构建资产管理行业发展指数的各指标数据组成。 $r_t$  是  $s \times 1$  维向量，由模型追踪的金融变量构成。在指数构建中， $r_t$  可以选取为人才储备、行业发展水平等政策制定者关心的变量。 $\gamma_{it}$  是回归系数， $\lambda_{it}$  是因子权重， $f_t$  是计算出的资产管理行业发展指数。 $u_t$  和  $\varepsilon_t$  是零均值具有随时间变化方差的高斯分布的随机变量。

### 3、DMS-TVP-FAVAR 模型构建指数

在时间变动的特性中，参数的变动只是其中一种形式，更符合现实的应该是模型因素的动态变化。随着时间变动，以往对目标变量没有或者影响很小的指标，可能会产生更大的影响，应该加入模型中；而过去对目标变量影响较大的变量可能会失去影响力从而从指标体系中剔除。为保持指数动态评价的有效性，采用的 TVP-FAVAR 模型改进如下：

$$y_{it}^{(j)} = \lambda_{0i} + \lambda_{it}f_t^{(j)} + \gamma_{it}r_t + u_{it} \quad (1-12)$$

$$\begin{bmatrix} f_t^{(j)} \\ r_t \end{bmatrix} = \phi_{1t} \begin{bmatrix} f_{t-1}^{(j)} \\ r_{t-1} \end{bmatrix} + \dots + \phi_{pt} \begin{bmatrix} f_{t-p}^{(j)} \\ r_{t-p} \end{bmatrix} + \varepsilon_t \quad (1-13)$$

其中  $y_{it}^{(j)}$  是指标变量  $y_{it}$  的一个子集，由此构成的子模型  $M_j$  计算出的指数为  $f_t^{(j)}$ 。对于有  $N$  个指标变量的模型，最多有  $2^N - 1$  种模型选择，允许不同时期的评价指标的构成存在动态变化，同样的对目标变量进行追踪，得到总指数。

#### 1.2.2.6 各方法比较

不难看出，指数权重的确定方法有简单平均分、专家打分法、主成分分析法、熵值法、VAR 脉冲响应法和 DMS-TVP-FAVAR 等五大类。

对于前三类方法，主要依赖数据数值上的客观规律，以数值相关性、离散程度或空间结构来确定权重，其权重背后的经济学含义较弱，不利于公众的理解。而 VAR 系列的方法以指标对追踪变量的波动的解释程度作为权重，使得权重具有直观明确的经济学含义，且这种方法构建的指数一般具有更好的预测能

力。但简单的 VAR 模型的方法由于模型的假定及局限性，可能会遗漏部分指标变量的信息。同时，随着指标体系的扩大，VAR 模型的方法面临着过度参数问题，因此 VAR 脉冲响应的方法在对应较大的指标体系时的适用性不佳。

表 1-1 五大类指数编制方法对比

方法	主要内容	优点	缺点
简单平均法	平均赋权，每类一级指标相同权重	简单、直接	相同权重不符合客观规律
专家打分法	聘请行业内专家对各指标重要性进行打分	简单、直观、便于理解	缺乏客观性
主成分分析法	发掘指标内部相关性，以共同因子替代，最大限度保留原有信息	客观、可用于庞大的指标体系	背后经济学含义较弱
VAR 脉冲响应法	以指标变量对目标变量冲击的平均脉冲响应的比例作为权重	具备经济学含义，对目标变量追踪效果好	针对庞大指标，易出现过度参数问题
DMS-TVP-FAVAR	VAR+主成分分析+系数动态变化+模型动态选择	先进、追踪效果佳、克服了之前的问题	操作复杂

对比可知，DMS-TVP-FAVAR 是目前在指数估计中最先进的方法，能够解决客观性、经济学含义以及应用庞大指标体系的问题。将主成分分析法与 VAR 方法结合，即因子增广向量自回归模型(FAVAR)既能解决主成分分析法确定权重存在的只注重数值规律，经济含义不明的问题，又避免大量指标变量导致的过度参数问题。而加入动态系数变化(TVP)则考虑了指标体系中权重随时间变化的动态特征。同时，允许对指数的指标体系进行动态模型选择(DMS)，不同时期，影响指标可以发生变化。例如，随着时间变动，以往对目标变量没有或者影响很小的指标，影响能力增大，应该加入模型中；而过去对目标变量影响较大的变量可能会失去影响力而从指标体系中剔除。动态模型选择的采用使得我们能够对指标体系进行动态跟踪、调整而不会对整个模型产生系统性变化。

考虑到我国资管行业数据的可得性问题，暂时无法进行 VAR 系列方法的估计。在此，我们只是先将方法论提出，待中国资产管理行业相关变量扩充完善

后，再进行更高级的方法估计。

参考已有研究，2015—2019 年中国财富管理规模指数、中国财富管理行业产品指数与中国财富管理机构发展指数都是采用主成分分析法确定权重。因此，考虑到数据的可得性与评价客观性，本文对于中国武夷资产管理行业发展指数的评价采用主成分分析法，同时辅以简单平均法、专家打分法进行对比分析。

## 1.3 指标体系构建

### 1.3.1 指标框架

在指标体系构建过程中，我们在借鉴《中国资产管理行业发展报告(2018)》、《中国财富管理发展指数报告(2019)》等研究的基础上，充分考虑当前我国资产管理行业发展特征<sup>1</sup>，以资管规模、资管产品、经营效益和人才资源等四个一级维度，银行业、证券业、保险业、信托业和基金业等五个二级维度，来刻画我国资管行业的发展情况，保证该指数的科学性、系统性与完整性。

---

<sup>1</sup> 2012 年监管部门首次允许期货公司加入资管阵营，2016 年我国泛资管行业所管理的资产总规模约为 102.5 万亿元，期货公司资管规模为 2792 亿元，占比仅为 0.27%，不足百分之一，可见期货公司资管业务还未成为我国财富管理的主要手段，因此暂未将其单独列为二级指标。

表 1-2 中国武夷资产管理行业发展指数指标框架

一级指标	二级指标	指标描述 <sup>2</sup>	数据来源
资管规模	银行业资管规模	银行理财产品存续余额 <sup>3</sup>	普益标准数据库
	证券业资管规模	证券公司及其子公司资管规模	中国证券投资基金业协会
	保险业资管规模	保险业资金运用余额 <sup>4</sup>	中国银行保险监督管理委员会
	信托业资管规模	信托资产余额	中国信托业协会
	基金业资管规模	公募基金、基金公司及其基金子公司的专户业务与私募基金存续余额之和	中国证券投资基金业协会
资管产品	银行业资管产品	银行理财产品存续数量	普益标准数据库
	证券业资管产品	证券公司存续资产管理计划数量	中国证券投资基金业协会
	保险业资管产品	保险资产管理产品存续数量	中国保险资产管理业协会
	信托业资管产品	存续集合类、单一类、财产类信托数量之和	Wind 数据库
	基金业资管产品	公募基金、基金公司及其子公司私募资产管理计划量与私募投	中国证券投资基金业协会、Wind 数

<sup>2</sup>各指标所涵盖的各资产管理业务资金规模总和即为该行业资产管理规模。

<sup>3</sup>由于银行业理财登记托管中心未公开银行资管相关季度数据，为满足本报告聚焦资管行业季度发展的变化，本报告采用普益标准数据库对银行理财规模与产品的统计口径。

<sup>4</sup>根据中国证券投资基金业协会发布的《中国证券投资基金业年报》，在其关于保险公司资产管理业务的描述中采用保险业资金运用余额来代表保险业资产管理规模。

		资基金存续数量之和	据库
经营效益	银行资管经营效益	上市银行手续费及佣金收入 <sup>5</sup>	Wind 数据库
	证券资管经营效益	资产管理业务净收入	中国证券业协会
	保险资管经营效益	上市保险公司非保险业务经营收入 <sup>6</sup>	Wind 数据库
	信托资管经营效益	信托公司经营收入	中国信托业协会
	基金资管经营效益	公募基金及基金子公司管理费总收入	中国证券投资基金业协会
人才资源 <sup>7</sup>	银行资管人才资源	银行业金融机构从业人员数	国家统计局
	证券资管人才资源	已注册从业人员	中国证券业协会
	保险资管人才资源	保险公司职工人数	国家统计局
	信托资管人才资源	信托机构从业人员	中国信托业协会
	基金资管人才资源	公募基金管理机构从业人员、私募基金管理人员数之和	中国证券投资基金业协会

<sup>5</sup>截至 2019 年末，36 家 A 股上市银行理财产品存续规模达到 21.64 万亿元，占银行业理财总规模的 80%。根据上市银行年报所披露的银行机构财务状况，未有银行资管业务的经营效益的具体衡量指标，而上手续费及佣金收入为非息收入，具体包括顾问和咨询费、理财服务手续费、代理手续费、托管及其他受托业务佣金等等，因此用该指标作为银行资管经营效益的替代变量。

<sup>6</sup>数据来源于 Wind 数据库整理的上市保险公司年报，该指标为经营收入与保费总收入之差，该部分包括投资收益、公允价值变动损益、汇兑损益与其他业务收入，其中其他业务收入包括资管业务，鉴于数据可得性，以该指标作为保险资管经营效益的替代指标。

<sup>7</sup>由于银行业、证券业、保险业没有关于资管人才的指标统计，鉴于数据可得性，只能以子金融行业从业总人数的变化情况作为替代变量，以此来衡量该领域人才资源发展情况。

## 1.3.2 指标选取

### 1.3.2.1 资管规模

资管规模指标是对各细分金融领域资管规模的动态刻画，从理论上讲，资管业务发展程度最直接的表现就是市场规模，规模的扩大可以吸引更多的金融机构和金融从业人员，形成规模经济收益。

在资产管理规模一级指标下，我们设置了基于不同子行业的五个二级指标。其中，银行业资产管理规模用银行业理财产品存续余额来度量，具体包括银行理财产品、私人银行业务的产品资金余额，数据来源于普益标准数据库；证券业资产管理规模用证券公司及其子公司资管规模来衡量，数据来源于中国证券投资基金业协会；保险业资产管理规模用保险业资金运用余额来衡量，数据来源于中国银行保险业监督管理委员会；信托业资产管理规模用信托资产余额来衡量，数据来源于中国信托业协会；基金业资管规模用公募基金、基金公司及其基金子公司的专户业务与私募投资基金存续余额之和来衡量，数据来源于中国证券投资基金业协会，其中私募投资基金包括私募证券投资基金、私募股权投资基金、创业投资基金等，数据来源于中国证券投资基金业协会。

### 1.3.2.2 资管产品

资管产品指标是基于银行业、证券业、保险业、信托业和基金业进行集成的一级指标，包括五大行业产品发行量的二级指标，以此对我国资产管理产品总体发行数量与丰富程度进行量化评估。其中，银行业资产管理产品用理财产品存续数量来衡量，数据来源于普益标准数据库；证券业资产管理产品用证券公司存续资产管理计划数量来衡量，数据来源于中国证券投资基金业协会；保险业资产管理产品用保险资产管理产品存续数来衡量，数据来源于中国保险资产管理业协会；信托业资产管理产品用存续集合类信托数量、单一类信托数量和财产类信托数量之和来衡量，数据来源于 Wind 数据库；基金业资管产品用公募基金、基金公司及其子公司私募资产管理计划量与私募投资基金存续数之和来衡量，数据来源于中国证券投资基金业协会。

### 1.3.2.3 经营效益

经营效益指标是对五大细分行业资管业务运作能力和效益进行评价的一级指标。具体来看，银行业资产管理经营效益用上市银行手续费及佣金收入来衡

量，据来源于 Wind 数据库整理的上市银行年报；证券业资产管理经营效益用证券机构资产管理业务净收入来衡量，数据来源于中国证券业协会；保险业资产管理经营效益用上市保险公司非保险业务经营收入来衡量，数据来源于 Wind 数据库；信托业资产管理经营效益用信托公司经营收益来衡量，数据来源于信托业协会；基金业资产管理经营效益用公募基金管理费总收入与基金子公司管理费总收入之和来衡量，数据来源于中国证券投资基金业协会。

#### 1.3.2.4 人才资源

资产管理是一个轻资产、重人才的服务型行业，人才就是竞争力的体现，对人才的吸引和培养是资管业务发展的关键。从理论上讲，金融人才是最重要的供给因素，是金融集聚的重要体现，是每一个金融市场发展不可或缺的因素。人才资源不仅是软实力的重要体现，更是对未来发展趋势的潜在参考指标。

由于银行业、证券业、保险业缺少关于资管人才的指标统计，鉴于数据可得性，我们以子金融行业从业总人数的变化情况作为替代变量，以此来衡量该领域人才资源发展情况。具体来看，银行资管人才资源用银行业金融机构从业人员数来衡量，数据来源于国家统计局；证券资管人才资源用已注册从业人员来衡量，数据来源于中国证券业协会；保险资管人才资源用保险公司职工人数来衡量，数据来源于国家统计局；信托资管人才资源用信托机构从业人员<sup>8</sup>来衡量，数据来源于中国信托业协会；基金资管人才资源用公募基金管理机构有从业人员与私募基金管理员工总数之和来衡量，数据来源于中国证券投资基金业协会。

### 1.4 数据处理与权重确定

#### 1.4.1 数据统计描述

在指标的获取方面，主要分为三种方式：第一种是使用权威的官方数据作为指标的数据来源，主要包括各种统计年鉴、一行两会和相关协会组织的网站、地方政府的信息公开数据等。第二种是使用市场上权威机构整理发布的数据库，比如 Wind 的并购重组库、上市公司库、PEVC 库等。第三种是其他权威机构编

---

<sup>8</sup> 信托机构从业人员数据为信托业协会季报公布的信托业净利润收入总额除以人均净利润额的值。

制发布的指数，比如中国司法文明指数、中国市场化指数、中国城市商业信用环境指数等。

2012 年以前，我国资产管理行业发展相对滞后，监管部门还未大规模放开金融机构的资产管理业务。2012 年之后，监管部门陆续推出新政，如券商资管新政十一条、放宽公募基金投资范围、保险业资管放松以及首次允许期货公司加入资管阵营，使资产管理行业步入具有竞争、创新、混业经营等特征的大资管时代。2013 年，在“放松管制、放宽限制、防控风险”的政策环境下，传统资管的分业经营壁垒逐渐被打破，各类资产管理机构之间的竞争加剧，银行、券商、保险、基金、信托等各类资产管理机构开始涌向同一片红海，我国资产管理行业也开始进入快速发展的新阶段，2013 年也因此被称作“中国大资管元年”。

有鉴于此，我们收集了时间跨度为 2013 年第 1 季度-2020 年第 1 季度的数据，可以比较直观地了解自 2013 年进入大资管元年之后，我国资产管理行业的发展态势（原数据见附表 1-1 至 1-4）。

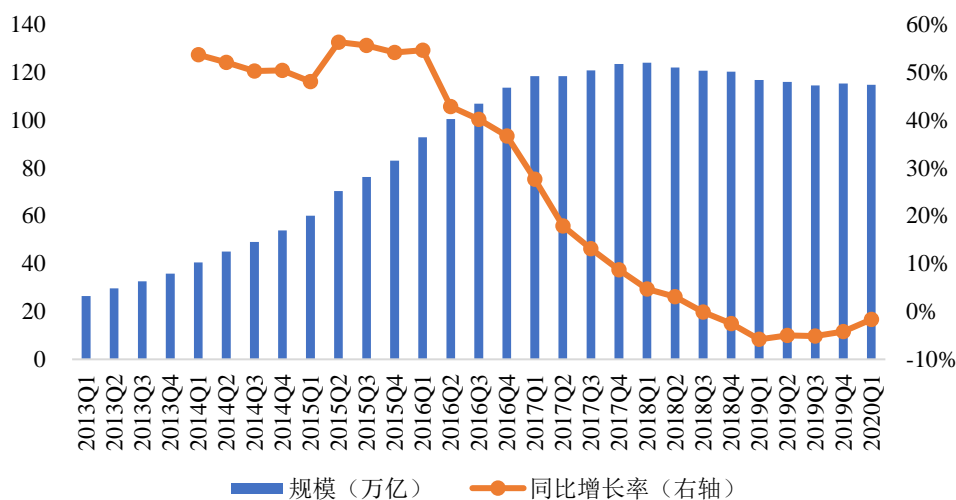


图 1-2 中国资产管理行业规模情况（2013Q1-2020Q1）

资管规模方面，我国资产管理行业总规模呈先增后减趋势，其中 2013 年至 2017 年为迅猛发展阶段，从 2013 年一季度的 26.36 万亿元增长到 2017 年末的 123.37 万亿元，五年来增长了 3.68 倍，年复合增长率高达 36.16%。2018 年起，我国资管总规模进入缓慢下行通道，且逐年企稳。截至 2020 年一季度末，我国资产管理总规模为 114.72 万亿元，同比下降 1.66%。

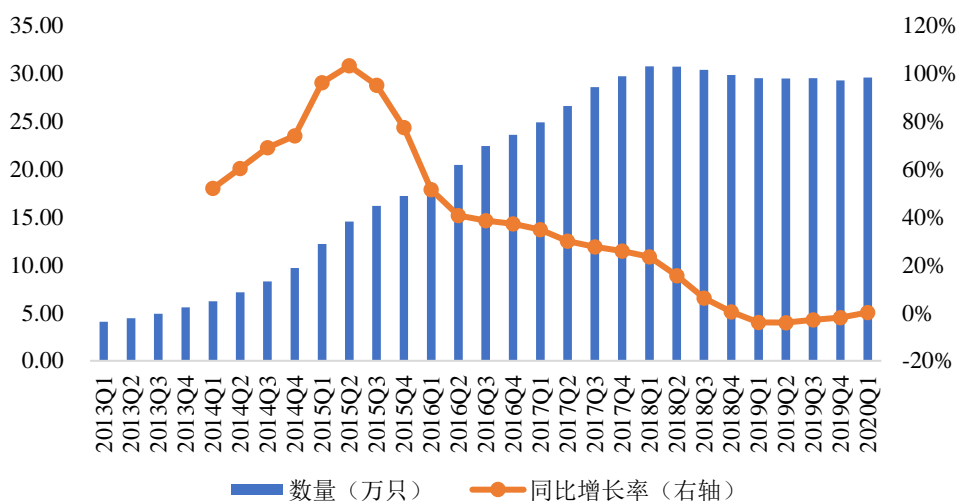


图 1-3 中国资产管理行业产品存续情况 (2013Q1-2020Q1)

资管产品方面<sup>9</sup>，我国资管产品存续量也呈先增后减趋势，其中 2013 年为资管行业起步阶段，2014 年至 2017 年为迅猛增长阶段，2018 年至今为下行趋稳阶段。数据显示，我国资产管理行业产品存续总量从 2013 年第一季度的 4.09 万只增长到 2018 年一季度末的 30.75 万只，五年来增长了 6.5 倍。2018 年二季度起，资管产品存续总量出现下降，截至 2020 年一季度末，资管产品总量为 29.7 万只，同比增加 0.17%。

#### 1.4.2 权重测算

进一步地，我们对原始数据进行标准化无量纲处理，以避免各指标量纲不同所引起的比较无意义性，然后通过简单平均法、专家打分法<sup>10</sup>和主成分分析法计算得到三种权重确定方法下每个指标所占的权重（见附表 1-5）。

### 1.5 指数测算

通过构建指标体系、搜集数据，对数据进行标准化、同趋化处理，特别是对于季度性影响因素过大的资管业务经营效益指标先通过 HP 滤波法剔除周期性扰动因素的影响，以趋势性指标进行指数测算。原数据经过 HP 滤波处理后，输

<sup>9</sup> 由于衡量各金融业态资管业务的经营效益与人力资源的指标多为替代变量，指标简单加总并无意义，因此不对我国资管行业的经营效益与人力资源做统计性描述，下文将通过测算得到的分指数来对这两个维度进行发展与现状分析。

<sup>10</sup> 项目组多次召开专家座谈会，通过多轮匿名打，最终得到基于专家打分法确定的各指标权重。

出结果见附表 1-6。

然后，分别利用简单平均法、专家打分法和主成分分析法确定的权重，以 2013 年一季度为基期<sup>11</sup>，测算中国武夷资产管理行业发展指数，并横向比较三种权重确定方法所构建出的中国武夷资产管理行业发展指数。

基于简单平均法、专家打分法和主成分分析法的权重框架，所测算的中国武夷资产管理行业发展指数见表 1-3。其中，根据简单平均法所测算的二级指数见附表 1-7，根据专家打分法所测算的二级指数见附表 1-8。

表 1-3 中国武夷资产管理行业发展指数对比（不同权重确定方法）

时间	权重确定方法		
	简单平均法	专家打分法	主成分分析法
2013Q1	100.00	100.00	100.00
2013Q2	110.82	111.68	113.42
2013Q3	121.82	123.52	127.02
2013Q4	133.43	136.17	141.49
2014Q1	147.99	152.34	160.28
	(47.99%) <sup>12</sup>	(52.34%)	(60.28%)
2014Q2	164.14	170.09	180.38
	(48.11%)	(52.31%)	(59.04%)
2014Q3	181.48	188.91	201.28
	(48.97%)	(52.94%)	(58.46%)
2014Q4	201.28	210.41	224.63
	(50.85%)	(54.53%)	(58.76%)
2015Q1	228.59	240.05	256.46
	(54.46%)	(57.58%)	(60.01%)
2015Q2	265.08	279.82	300.43
	(61.49%)	(64.51%)	(66.55%)

<sup>11</sup> 基期指数为 100。

<sup>12</sup> 括号内为这一期数据对比上一年同期的同比增长率，下表同。

2015Q3	297.12	312.70	333.75
	(63.73%)	(65.53%)	(65.81%)
2015Q4	328.31	343.96	363.47
	(63.11%)	(63.47%)	(61.81%)
2016Q1	352.93	371.80	397.44
	(54.39%)	(54.88%)	(54.97%)
2016Q2	369.29	392.75	426.48
	(39.31%)	(40.36%)	(41.96%)
2016Q3	378.24	408.04	454.23
	(27.30%)	(30.49%)	(36.10%)
2016Q4	390.07	424.27	478.93
	(18.81%)	(23.35%)	(31.76%)
2017Q1	402.52	437.88	493.98
	(14.05%)	(17.77%)	(24.29%)
2017Q2	411.14	447.71	503.70
	(11.33%)	(14.00%)	(18.11%)
2017Q3	424.51	462.83	519.19
	(12.23%)	(13.43%)	(14.30%)
2017Q4	435.65	475.49	532.19
	(11.69%)	(12.07%)	(11.12%)
2018Q1	442.41	483.66	542.33
	(9.91%)	(10.46%)	(9.79%)
2018Q2	444.43	484.70	541.35
	(8.10%)	(8.26%)	(7.47%)
2018Q3	444.81	484.53	540.14
	(4.78%)	(4.69%)	(4.04%)
2018Q4	446.51	486.22	541.69
	(2.49%)	(2.26%)	(1.79%)
2019Q1	443.02	482.03	537.34

	(0.14%)	-(0.34%)	-(0.92%)
2019Q2	443.19	481.77	534.15
	-(0.28%)	-(0.60%)	-(1.33%)
2019Q3	445.22	483.71	535.22
	(0.09%)	-(0.17%)	-(0.91%)
2019Q4	450.31	489.20	541.04
	(0.85%)	(0.61%)	-(0.12%)
2020Q1	455.10	494.55	546.62
	(1.06%)	(1.09%)	(1.03%)

据测算，三种不同权重确定方法下的中国武夷资产管理行业总指数走势与增长趋势具有极高的相似性。由于简单平均法与专家打分法缺少一定的客观性，同时在分二级指数与分行业指数的横向对比上欠缺科学性与可比性，因此，我们最终选择主成分分析法所确定的权重来测算中国武夷资产管理行业发展指数，并对结果进行分析。

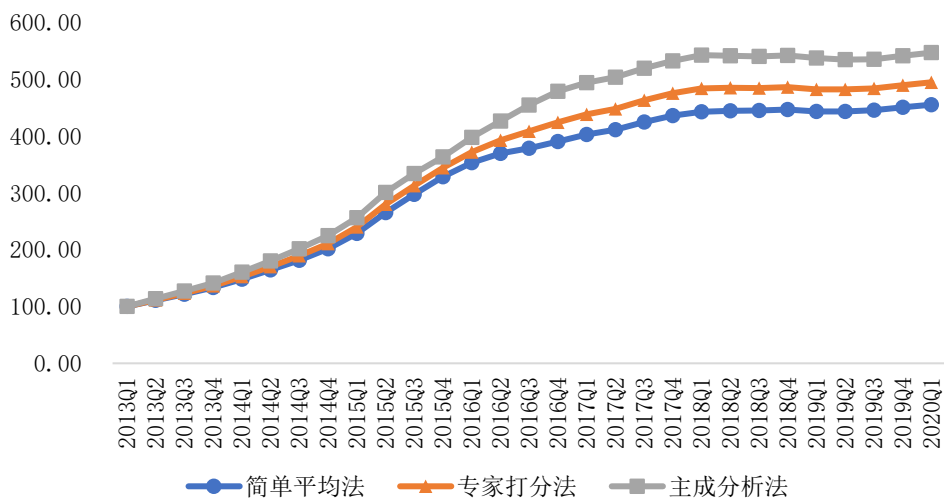


图 1-4 中国武夷资产管理行业发展指数（不同权重确定方法）

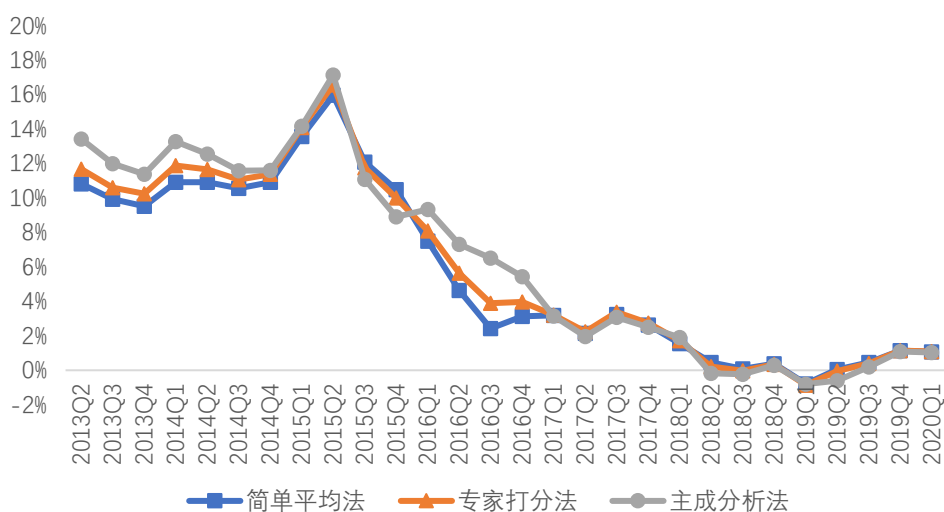


图 1-5 中国武夷资产管理行业发展指数增速 (不同权重确定方法)

## 1.6 结果分析

根据上节对比分析，最终我们选取主成分分析法确定权重，经过三级加权模型，测算得 2013 年第一季度至 2020 年第一季度中国武夷资产管理行业总指数、分维度二级指数和分行业的资产管理发展分指数。本节将针对中国武夷资产管理行业发展指数的得分结果，从总指数、银行业资产管理业务发展指数、证券业资产管理业务发展指数、保险业资产管理业务发展指数、信托业资产管理业务发展指数和基金业资产管理业务发展指数等五大细分金融领域资产管理业务发展分指数进行分析。

### 1.6.1 中国武夷资产管理行业发展总指数

经过三级加权模型，测算得到 2013 年第一季度至 2020 年第一季度中国武夷资产管理行业总指数与规模指数、产品指数、经营效益指数、人才资源指数等四个二级指数及其增长率，具体数值见表 1-4。

表 1-4 中国武夷资产管理行业发展指数及其同比增长率 (2013Q1-2020Q1)

时间	总指数	二级指数			
		规模指数	产品指数	经营效益指数	人才资源指数
2013Q1	100.00	100.00	100.00	100.00	100.00

2013Q2	113.42	117.76	115.09	110.00	103.22
2013Q3	127.02	135.09	130.86	119.99	107.01
2013Q4	141.49	152.85	149.00	129.95	110.08
2014Q1	160.28	176.71	173.48	139.84	112.82
	(60.28%)	(76.71%)	(73.48%)	(39.84%)	(12.82%)
2014Q2	180.38	200.08	201.26	149.61	117.63
	(59.04%)	(69.91%)	(74.87%)	(36.01%)	(13.96%)
2014Q3	201.28	222.64	231.10	159.22	124.76
	(58.46%)	(64.81%)	(76.60%)	(32.69%)	(16.59%)
2014Q4	224.63	246.85	265.62	168.58	133.42
	(58.76%)	(61.50%)	(78.27%)	(29.73%)	(21.21%)
2015Q1	256.46	281.06	312.65	177.62	145.74
	(60.01%)	(59.06%)	(80.22%)	(27.02%)	(29.18%)
2015Q2	300.43	336.48	370.99	186.24	162.57
	(66.55%)	(68.17%)	(84.33%)	(24.48%)	(38.21%)
2015Q3	333.75	374.81	412.24	194.36	188.36
	(65.81%)	(68.34%)	(78.38%)	(22.07%)	(50.98%)
2015Q4	363.47	410.04	444.95	201.93	217.77
	(61.81%)	(66.11%)	(67.51%)	(19.78%)	(63.22%)
2016Q1	397.44	470.39	475.66	208.90	223.75
	(54.97%)	(67.36%)	(52.14%)	(17.61%)	(53.53%)
2016Q2	426.48	513.45	516.53	215.28	215.30
	(41.96%)	(52.59%)	(39.23%)	(15.59%)	(32.44%)
2016Q3	454.23	548.54	568.78	221.07	192.00
	(36.10%)	(46.35%)	(37.97%)	(13.74%)	(1.93%)
2016Q4	478.93	583.52	606.47	226.29	182.16
	(31.76%)	(42.31%)	(36.30%)	(12.07%)	-(16.35%)

2017Q1	493.98	606.67	620.39	230.97	190.59
	(24.29%)	(28.97%)	(30.43%)	(10.57%)	-(14.82%)
2017Q2	503.70	596.50	655.49	235.15	192.86
	(18.11%)	(16.17%)	(26.90%)	(9.23%)	-(10.42%)
2017Q3	519.19	600.81	691.93	238.89	196.63
	(14.30%)	(9.53%)	(21.65%)	(8.06%)	(2.41%)
2017Q4	532.19	604.79	722.33	242.25	199.32
	(11.12%)	(3.64%)	(19.11%)	(7.05%)	(9.42%)
2018Q1	542.33	607.26	747.66	245.28	198.88
	(9.79%)	(0.10%)	(20.51%)	(6.19%)	(4.35%)
2018Q2	541.35	595.63	752.02	248.07	206.25
	(7.47%)	-(0.15%)	(14.73%)	(5.49%)	(6.94%)
2018Q3	540.14	587.29	753.90	250.71	210.67
	(4.04%)	-(2.25%)	(8.96%)	(4.94%)	(7.14%)
2018Q4	541.69	582.75	760.82	253.24	212.96
	(1.79%)	-(3.64%)	(5.33%)	(4.54%)	(6.84%)
2019Q1	537.34	575.05	755.82	255.71	211.71
	-(0.92%)	-(5.30%)	(1.09%)	(4.25%)	(6.45%)
2019Q2	534.15	551.34	768.02	258.17	214.90
	-(1.33%)	-(7.44%)	(2.13%)	(4.07%)	(4.19%)
2019Q3	535.22	539.21	780.73	260.63	218.14
	-(0.91%)	-(8.19%)	(3.56%)	(3.96%)	(3.54%)
2019Q4	541.04	539.66	793.73	263.10	222.76
	-(0.12%)	-(7.39%)	(4.33%)	(3.89%)	(4.60%)
2020Q1	546.62	532.17	814.86	264.24	226.46
	(1.73%)	-(7.46%)	(7.81%)	(3.33%)	(6.97%)

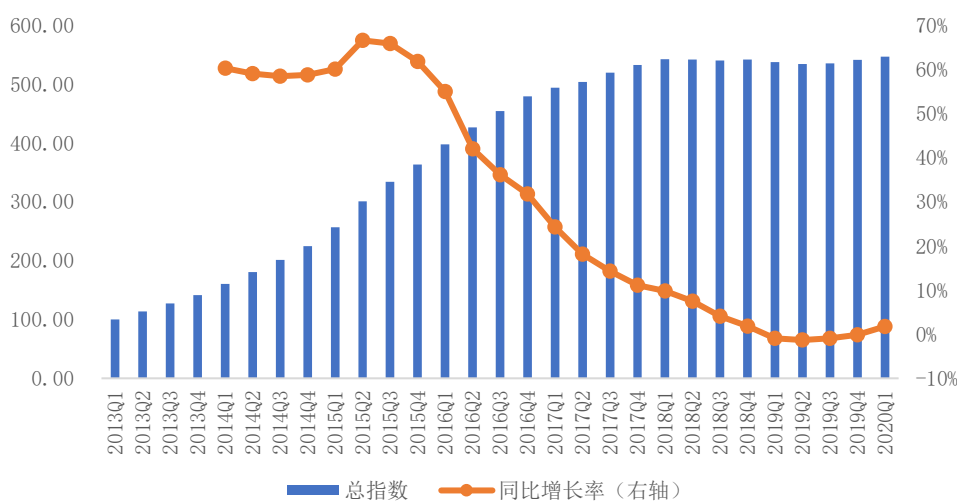


图 1-6 中国武夷资产管理行业总指数（2013Q1-2020Q1）

2013 至 2020 年一季度，中国武夷资产管理行业总指数整体呈现先增后减两个发展阶段。第一阶段为 2013 年一季度至 2017 年四季度的迅猛增长阶段，指数从 2013 年一季度基期的 100 增长到 2017 年四季度的 532.19，五年间增长了近 4.3 倍。第二阶段为 2018 年一季度至 2019 年四季度的小幅下调阶段，2019 年第一季度总指数首次出现同比负增长，降至 537.34，2020 年第一季度指数回升为 546.62，同比增长 1.72%，环比增长 1.03%。

其中，2014 年一季度至 2015 年四季度总指数超高速且加速增长，一方面，2013 年起全球经济总体缓慢复苏，主要经济体增长态势和货币政策分化明显，与此同时，我国金融市场创新发展加快，金融基础设施建设不断完善，金融体系总体稳健，服务经济社会能力不断增强，尤其是 2015 年，我国金融业改革全面深化，利率市场化改革不断推进，养老金获准入市，第二批自贸区建设正式启动，“一带一路”建设务实推进，亚洲基础设施投资银行正式成立，丝路基金投入运营以及人民币加入国际货币基金组织特别提款权货币篮子（SDR）带来的预期向好。基于此，我国金融机构实力进一步提高，资源进一步拓展。另一方面，2013 年我国资管行业刚刚起步，“改革红利”开启了中国资产管理行业大发展的新思维、新方向，“政策红利”也为各金融业态带来了创新创业的激情与激励，资产管理行业也因此而飞速发展。

2016 年一季度起总指数增速出现大幅下降，由上季度的 61.81% 极速下降至

54.97%，增速曲线由此进入下行通道。从宏观层面看，一方面，世界经济处于缓慢复苏进程中，世界经济复杂性、不稳定性、不确定性进一步凸显，另一方面，国内经济金融稳定运行基础还不牢固，经济下行压力较大，行业走势持续分化，重大结构性失衡导致经济循环不畅；从中观层面看，非金融企业杠杆率高企，商业银行不良贷款余额和不良率“双升”，部分地方政府变相举债存在隐患，金融产品创新无序发展风险日渐显现；从技术层面看，总量因素造成的比值差异，也引起增加率下行。

第二阶段为 2017 年第一季度至 2019 年第四季度的缓慢增长阶段。究其原因，国际方面，2017 年以来特别是进入 2018 年，世界政治经济格局发生深度调整变化，外部不确定性增加，使得中国经济金融体系面临的外部环境日趋复杂。影响和威胁全球金融稳定的风险因素也在增加，特别是全球贸易保护主义抬头，由美国挑起的经贸摩擦，对全球及中国宏观经济和金融市场构成负面影响。同时，美国等主要发达经济体货币政策调整也可能引发全球流动性收紧，并对新兴市场国家形成外溢效应。国内方面，我国经济金融体系中多年累积的周期性、体制机制性矛盾和风险正在水落石出，经济运行中结构性矛盾仍较突出，调整体制机制性因素需要一个过程，化解潜在的风险隐患需要付出一定的成本，甚至经历一定阵痛，任务较为艰巨。行业方面，2017 年，五年一次的全国金融工作会议召开，提出服务实体经济、防范金融风险、深化金融改革三项任务，明确指出金融工作的重要原则为“回归本源、优化结构、强化监管、市场导向”。在全国金融工作会议的任务部署下，国务院金融稳定发展委员会成立，加强金融监管协调，确保金融安全稳定发展；中国人民银行、银保监会（原银监会和保监会）、证监会和外管局联合发布《关于规范金融机构资产管理业务的指导意见》；一行两会（原一行三会）等金融监管机构针对银行、证券、基金、保险出台一系列监管政策，在推动资产管理行业不断规范的同时，正本清源、优胜劣汰效应也逐渐显现。2019 年，国际环境深刻变化，经济全球化遭遇波折，国际金融市场震荡，特别是中美经贸摩擦给市场预期带来不利影响；国内经济转型阵痛凸显，周期性、结构性问题叠加，经济出现新的下行压力；在错综复杂的国际国内环境之下，金融领域改革深化，资产管理行业在弱冠之年也迎来重大变局与转型挑战，推动资管业务回归本源的政策相继出台，在不断收紧、规范的监管窗口之下，“政策红利”已尽褪却，在防风险、严监管、大变革的同时，行业将由规

模发展进入高质量发展新阶段。

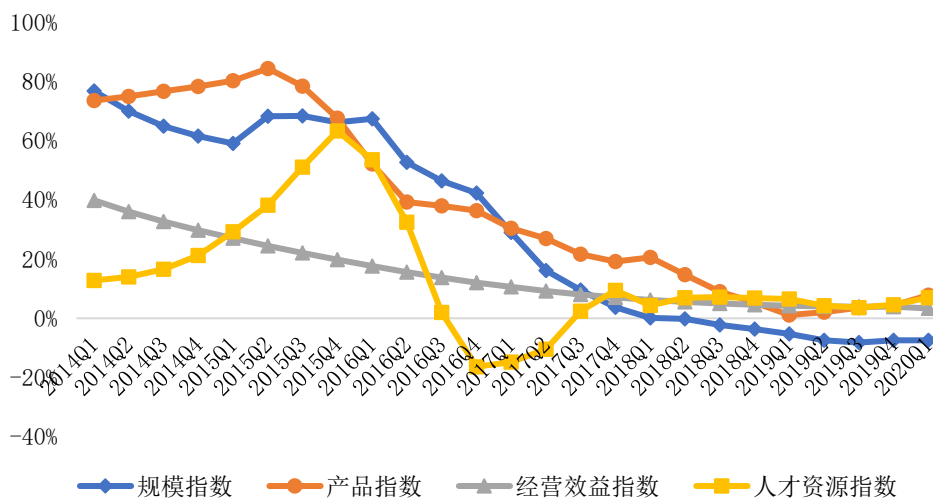


图 1-7 中国武夷资产管理行业二级指数（2013Q1-2020Q1）

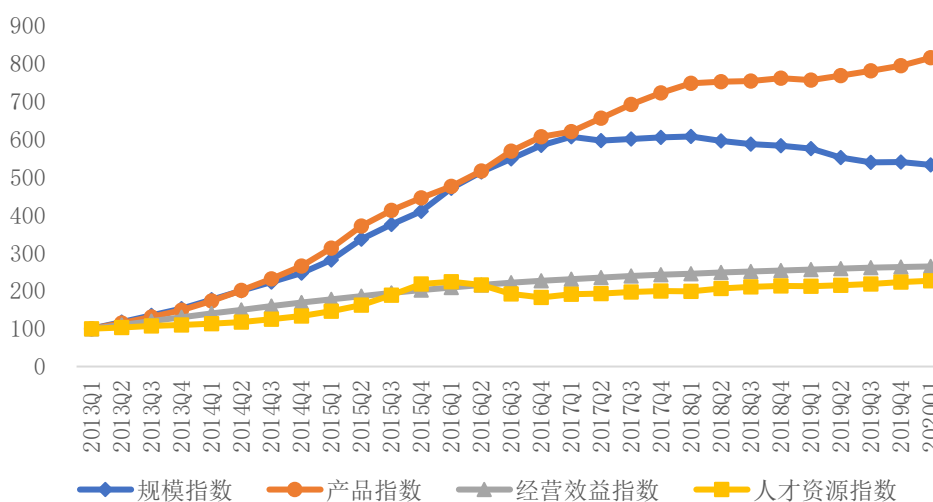


图 1-8 中国武夷资产管理行业二级指数同比增长率（2014Q1-2020Q1）

分维度来看，四项二级指数发展可分为两个梯队，规模指数与产品指数为第一发展梯队，经营效益指数与人才资源指数为第二梯队，一梯队指数量级约为二梯队的两倍。从分指数变化情况看，四项二级指数 2013 至 2016 年均保持高速增长，2018 年起，除规模指数出现下降以外，其他指数均保持较为稳定的水平。2016 年一季度起，产品指数与人才资源指数同比增长曲线均进入下降通道。据测算，截至 2020 年第一季度，规模指数为 532.17、同比减少 7.46%，产品指数为 814.86、同比减少 7.81%，经营效益指数为 264.24、同比增长 3.33%，

人才资源指数为 226.46、同比增长 6.97%。

经历了资产管理行业蓬勃发展之后，转型成为了行业近几年最为重要的主题，“潮水逐步退去”也是面临新规则考验的过程。2017 起年监管趋严，当年 4 月，银监会开展“三三四”检查；7 月，全国金融工作会议强调要加强金融监管协调，设立国务院金融稳定发展委员会。在严监管格局下，行业增速放缓，指数增长率大幅下降。

而 2018 年对于中国资产管理市场而言，是极其不平凡的一年。2018 年，《关于规范金融机构资产管理业务的指导意见》《商业银行理财业务监督管理办法》（下文简称“理财新规”）和《商业银行理财子公司管理办法》等监管文件连续出台，监管规则和监管框架随之变化，给市场带来新的政策导向。

2019 年，针对资管新规“破刚兑、去通道、去杠杆”指导思想，监管部门针对各资管子行业出台相关细则，继续补齐监管。与此同时，金融业对外开放进一步提速，内资资管正式接轨国际竞争，资管行业面临全新发展，这些变化推动中国资产管理行业进入一轮新的洗牌与转型。随着资管新规的逐步实施与落地，监管框架更趋明晰，未来还会对资产管理行业发展产生一定影响。

### 1.6.2 中国武夷资产管理行业发展分指数

为了便于银行业、证券业、保险业、信托业和基金业等五大细分金融行业资产管理业务发展情况对比，现根据主成分分析法确定的各指标加权权重，测算 2013 年一季度至 2020 年一季度各细分金融行业的资管发展指数，具体结果见表 1-5。

表 1-5 各行业资产管理业务发展指数及其同比增长率（2013Q1-2020Q1）

时间	细分金融行业				
	银行业	证券业	保险业	信托业	基金业
2013Q1	100.00	100.00	100.00	100.00	100.00
2013Q2	112.23	124.48	110.08	105.89	111.22
2013Q3	125.63	148.86	119.70	112.24	122.43
2013Q4	142.45	173.11	130.20	118.98	133.64
2014Q1	155.30	194.31	145.76	125.22	169.90
	(55.30%)	(94.31%)	(45.76%)	(25.22%)	(69.90%)

2014Q2	172.32	215.56	160.87	133.64	207.34
	(53.54%)	(73.16%)	(46.14%)	(26.20%)	(86.43%)
2014Q3	192.57	236.86	175.30	142.55	245.96
	(53.28%)	(59.12%)	(46.44%)	(27.00%)	(100.90%)
2014Q4	213.06	258.18	191.59	161.71	285.75
	(49.57%)	(49.14%)	(47.15%)	(35.91%)	(113.82%)
2015Q1	261.99	281.52	205.67	173.63	347.93
	(68.69%)	(44.89%)	(41.10%)	(38.66%)	(104.79%)
2015Q2	294.47	320.05	215.03	196.48	465.14
	(70.88%)	(48.47%)	(33.67%)	(47.03%)	(124.34%)
2015Q3	350.73	345.36	226.22	202.68	533.59
	(82.14%)	(45.81%)	(29.05%)	(42.18%)	(116.95%)
2015Q4	353.29	371.86	238.84	207.81	633.85
	(65.82%)	(44.03%)	(24.66%)	(28.51%)	(121.82%)
2016Q1	424.46	410.63	252.40	209.34	676.21
	(62.01%)	(45.86%)	(22.72%)	(20.57%)	(94.35%)
2016Q2	466.22	445.33	263.14	209.71	730.83
	(58.32%)	(39.14%)	(22.37%)	(6.73%)	(57.12%)
2016Q3	511.51	470.18	278.33	218.15	775.59
	(45.84%)	(36.14%)	(23.04%)	(7.63%)	(45.35%)
2016Q4	531.90	513.05	295.53	231.50	800.13
	(50.56%)	(37.97%)	(23.73%)	(11.40%)	(26.23%)
2017Q1	561.60	523.17	301.29	241.66	821.14
	(32.31%)	(27.41%)	(19.37%)	(15.44%)	(21.43%)
2017Q2	568.66	517.43	317.48	249.43	847.48
	(21.97%)	(16.19%)	(20.65%)	(18.94%)	(15.96%)
2017Q3	598.61	505.61	333.66	258.34	887.68

	(17.03%)	(7.54%)	(19.88%)	(18.42%)	(14.45%)
2017Q4	615.98	493.09	358.47	269.38	917.23
	(15.81%)	-(3.89%)	(21.30%)	(16.36%)	(14.63%)
2018Q1	627.38	480.54	374.40	271.39	955.27
	(11.71%)	-(8.15%)	(24.27%)	(12.30%)	(16.33%)
2018Q2	624.67	458.26	383.87	269.40	972.13
	(9.85%)	-(11.44%)	(20.91%)	(8.01%)	(14.71%)
2018Q3	624.20	435.65	403.17	268.79	974.49
	(4.28%)	-(13.84%)	(20.83%)	(4.04%)	(9.78%)
2018Q4	628.49	420.78	432.04	266.83	967.98
	(2.03%)	-(14.66%)	(20.52%)	-(0.94%)	(5.53%)
2019Q1	607.94	407.27	445.61	257.46	976.38
	-(3.10%)	-(15.25%)	(19.02%)	-(5.13%)	(2.21%)
2019Q2	588.98	396.15	466.43	271.73	957.40
	-(5.71%)	-(13.55%)	(21.51%)	(0.86%)	-(1.52%)
2019Q3	577.18	377.33	487.36	274.32	973.26
	-(7.53%)	-(13.39%)	(20.88%)	(2.06%)	-(0.13%)
2019Q4	569.38	363.67	515.92	276.25	995.93
	-(9.40%)	-(13.57%)	(19.42%)	(3.53%)	(2.89%)
2020Q1	541.29	361.11	538.89	274.77	1032.38
	-(10.96%)	-(11.33%)	(20.93%)	(6.73%)	(5.74%)

分行业来看，2013年至2019年，基金业、保险业和信托业资管发展指数整体呈不断增长趋势，其中，基金业指数始终遥遥领先，银行业和证券业呈先增后减趋势。据测算，截至2020年第一季度，银行业资管指数为541.29、同比减少10.96%，证券业资管指数为361.11、同比减少11.33%，保险业资管指数为538.89、同比增加20.93%，信托业资管指数为274.77、同比增加6.73%，基金业资管指数为1032.38、同比增加5.74%。

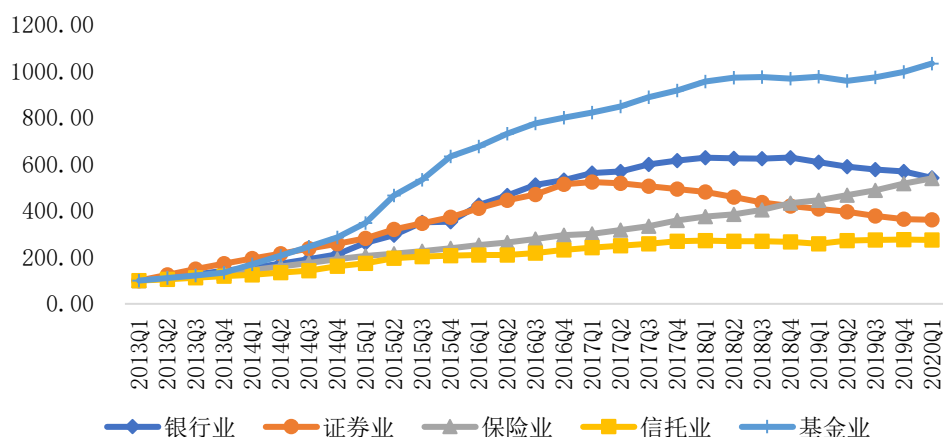


图 1-9 各行业资产管理业务发展指数（2013Q1-2020Q1）

分梯队来看，2013年至2016年，五大行业资管业务发展呈三阶梯队，第一梯队为基金业，第二梯队为证券业和银行业，第三梯队为保险业和信托业；2017年起，各行业梯队出现分化，截至2019年第四季度，呈现行业梯队新格局，第一梯队仍为基金业，第二梯队为银行业和保险业，第三梯队为证券业和信托业。

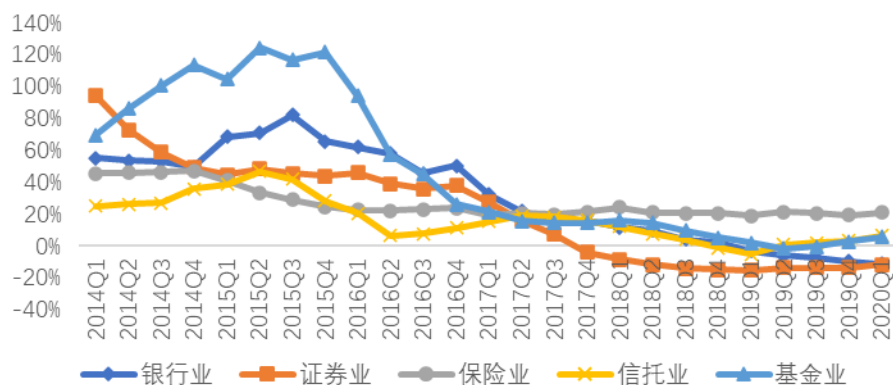


图 1-10 各行业资产管理业务发展指数同比增长率（2014Q1-2020Q1）

分增长率来看，2014年至2016年，基金业、银行业和信托业资管指数同比增长曲线整体呈先增后减趋势，分化点为2015年与2016年之交；证券业和保险业资管指数同比增长曲线整体呈波动下降趋势。截至2020年第一季度，保险业资管同比增速仍保持20.93%的增速，而银行业和证券业同比下降均在一成左右。

## 1.6.2.1 银行业资产管理发展指数

经过加权模型，测算得 2013 年一季度至 2020 年一季度银行业资产管理发展指数及其增长率，具体数值见表 1-6。

表 1-6 银行业资产管理发展指数及其同比增长率（2013Q1-2020Q1）

时间	银行资管指数	银行业资管分维度指数			
		规模指数	产品指数	经营效益指数	人才资源指数
2013Q1	100.00	100.00	100.00	100.00	100.00
2013Q2	112.23	123.06	105.67	103.27	100.86
2013Q3	125.63	146.11	114.77	106.53	102.15
2013Q4	142.45	169.17	134.21	109.78	103.87
2014Q1	155.30	192.23	142.02	113.00	104.31
	(55.30%)	(92.23%)	(42.02%)	(13.00%)	(4.31%)
2014Q2	172.32	215.28	162.50	116.19	105.20
	(53.54%)	(74.95%)	(53.78%)	(12.51%)	(4.30%)
2014Q3	192.57	238.34	192.75	119.33	106.54
	(53.28%)	(63.12%)	(67.94%)	(12.02%)	(4.30%)
2014Q4	213.06	261.40	223.56	122.42	108.32
	(49.57%)	(54.52%)	(66.58%)	(11.52%)	(4.28%)
2015Q1	261.99	308.94	310.37	125.44	108.35
	(68.69%)	(60.71%)	(118.54%)	(11.01%)	(3.88%)
2015Q2	294.47	356.48	346.34	128.38	108.43
	(70.88%)	(65.58%)	(113.13%)	(10.50%)	(3.07%)
2015Q3	350.73	455.70	386.60	131.24	108.59
	(82.14%)	(91.20%)	(100.58%)	(9.98%)	(1.93%)
2015Q4	353.29	451.55	399.29	134.01	108.75
	(65.82%)	(72.75%)	(78.60%)	(9.47%)	(0.40%)
2016Q1	424.46	586.27	438.08	136.69	109.05
	(62.01%)	(89.77%)	(41.15%)	(8.97%)	(0.64%)
2016Q2	466.22	629.02	509.07	139.30	109.44

	(58.32%)	(76.45%)	(46.99%)	(8.50%)	(0.93%)
2016Q3	511.51	702.07	550.34	141.83	110.00
	(45.84%)	(54.06%)	(42.35%)	(8.07%)	(1.30%)
2016Q4	531.90	733.42	570.48	144.32	110.63
	(50.56%)	(62.42%)	(42.87%)	(7.69%)	(1.73%)
2017Q1	561.60	754.66	627.73	146.77	121.65
	(32.31%)	(28.72%)	(43.29%)	(7.37%)	(11.56%)
2017Q2	568.66	727.20	687.31	149.17	118.42
	(21.97%)	(15.61%)	(35.01%)	(7.09%)	(8.21%)
2017Q3	598.61	737.05	765.16	151.54	120.30
	(17.03%)	(4.98%)	(39.03%)	(6.85%)	(9.37%)
2017Q4	615.98	748.19	799.54	153.87	127.97
	(15.81%)	(2.01%)	(40.15%)	(6.62%)	(15.68%)
2018Q1	627.38	753.11	827.62	156.17	127.92
	(11.71%)	-(0.21%)	(31.84%)	(6.40%)	(5.15%)
2018Q2	624.67	753.63	817.99	158.43	127.86
	(9.85%)	(3.63%)	(19.01%)	(6.21%)	(7.97%)
2018Q3	624.20	763.73	802.53	160.68	127.70
	(4.28%)	(3.62%)	(4.88%)	(6.03%)	(6.15%)
2018Q4	628.49	795.60	772.81	162.89	127.22
	(2.03%)	(6.34%)	-(3.34%)	(5.87%)	-(0.59%)
2019Q1	607.94	754.15	764.17	165.08	127.32
	-(3.10%)	(0.14%)	-(7.67%)	(5.71%)	-(0.46%)
2019Q2	588.98	717.10	754.52	167.25	127.52
	-(5.71%)	-(4.85%)	-(7.76%)	(5.56%)	-(0.27%)
2019Q3	577.18	697.41	743.71	169.40	127.77
	-(7.53%)	-(8.68%)	-(7.33%)	(5.43%)	(0.05%)
2019Q4	569.38	695.34	721.72	171.54	128.03
	-(9.40%)	-(12.60%)	-(6.61%)	(5.31%)	(0.64%)

2020Q1	541.29	632.12	718.98	173.14	128.28
	-(10.96%)	-(16.18%)	-(5.91%)	(4.88%)	(0.75%)

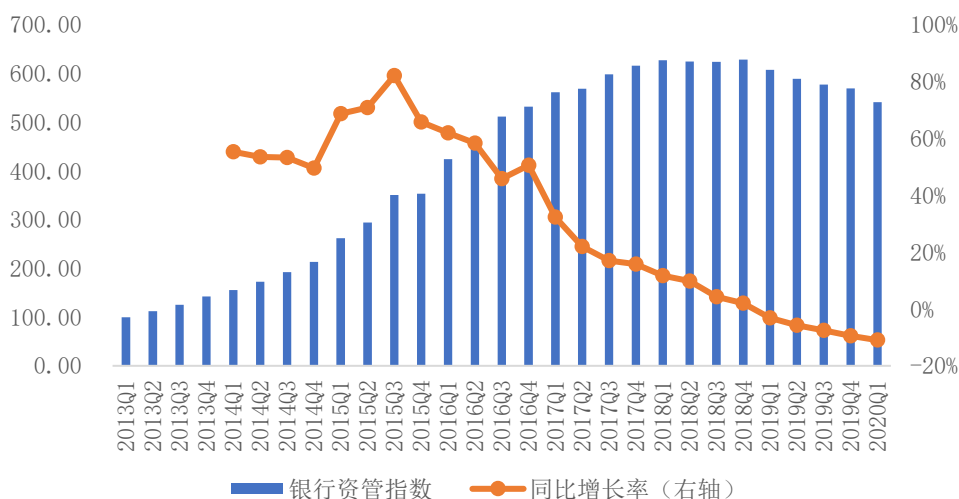


图 1-11 银行业资产管理发展指数（2013Q1-2020Q1）

2013 年一季度至 2020 年一季度，我国银行业资产管理业务发展指数整体呈现先增后减两个发展阶段。第一阶段为 2013 年一季度至 2017 年第四季度的增长阶段，指数从 2013 年一季度基期的 100 增长到 2017 年四季度的 615.98，五年间增长了五倍多。第二阶段为 2018 年第一季度至 2019 年第四季度的缓慢下行阶段，2019 年第一季度总指数首次出现同比负增长，2020 年第一季度指数进一步下降至 541.29，同比减少 10.96%。

分二级指标来看，银行业资管规模指数和产品指数呈现先增后减趋势，且遥遥领先于经营效益指数和人才资源指数。据测算，2020 年第一季度银行业规模指数为 632.12、同比减少 16.18%，产品指数为 718.98、同比减少 5.91%，经营效益指数为 173.14、同比增加 4.88%，人才资源指数为 128.28、同比增加 0.75%。

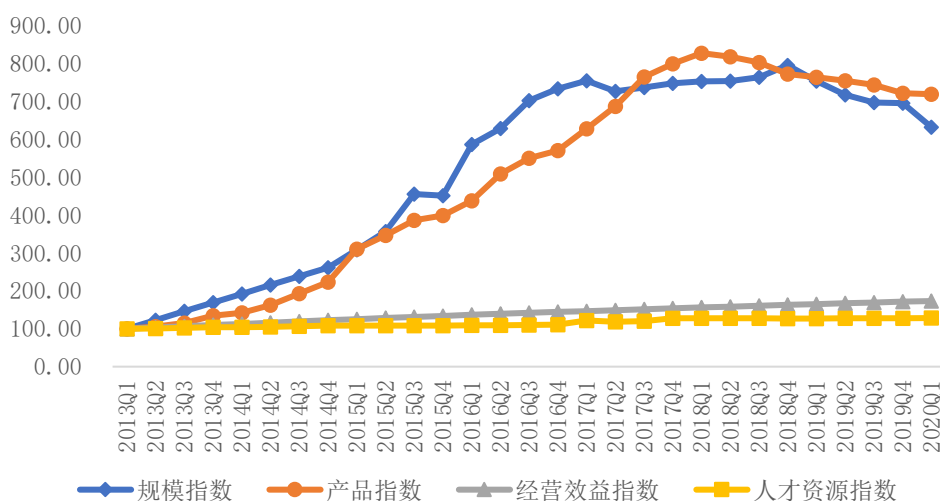


图 1-12 银行业资管分维度指数（2013Q1-2020Q1）

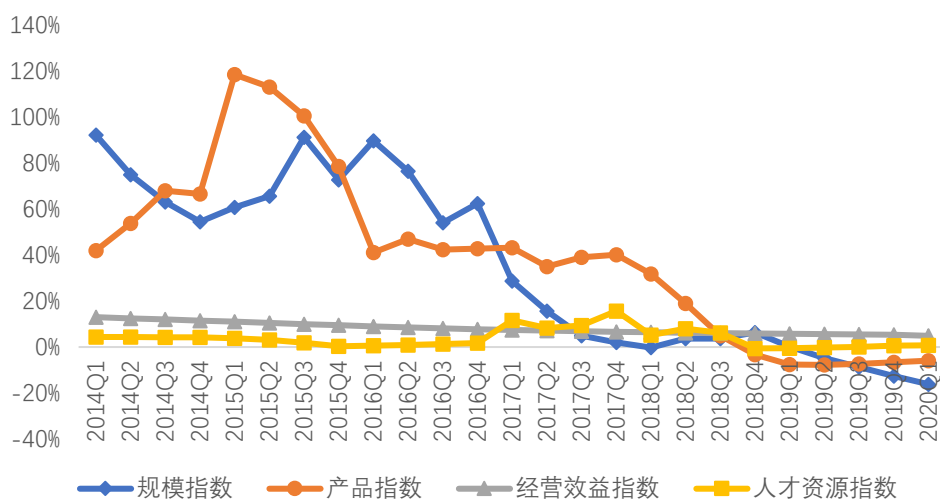


图 1-13 银行业资管分维度指数同比增长率（2014Q1-2020Q1）

自 2004 年以来，我国银行资产管理业务发展迅速。尤其是 2013 年至 2016 年，受金融市场化改革持续推进、居民收入持续增长等诸多利好因素影响，银行在满足客户高收益需求的同时，又迫切需要通过表外理财业务节约银行资本消耗，导致银行表外理财业务规模快速增长。2013-2016 年，银行理财资金账面余额平均增速高于 50%，远高于同期银行业贷款和 M2 的平均增速。长期高速发展使得银行理财的潜在风险不断积聚，管理不规范、不完善等弊病逐步暴露出来。

2016 年以来监管部门陆续发布了一系列针对银行表外理财的监管措施，逐

步收紧银行表外理财业务的监管。尤其是 2016 年第三季度，银行业资管指数同比增速大幅下降，主要是由于 2016 年 7 月，银监会发布《商业银行理财业务监督管理办法（征求意见稿）》。

2017 年开始，银行资管指数同比增长曲线进入持续下行通道，一方面，监管部门以守住不发生系统性风险的底线为基本前提，以推动银行理财回归代客理财的资管业务本源为宗旨，进一步加强监管；另一方面，银行表外理财被明确纳入 MPA 考核体系，以满足去杠杆、挤泡沫，缓慢释放风险的需要。受这两方面因素影响，2017 年银行资管业务增速明显放缓，银行业指数同比增长率持续下降。

从市场情况来看，2018 年《商业银行理财子公司管理办法》等监管文件陆续出台，在资管新规的指导之下，银行保本理财注定将要退出历史。实际上，很多银行在资管新规出台不久，已经开始控制甚至是缩减了保本理发行的规模，为的就是尽早适应新规对于行业的冲击。尤其对于保本理财发行和保有量较大的股份制和城商行，资管新规冲击更大。但是，资管新规毕竟在 2021 年底才全部落地，设置了一定的缓冲时间。目前，很多银行依然售卖保本理财，为的就是对接之前发行的产品。然而，无论是收益还是规模，都有不同程度的控制。

#### 1.6.2.2 证券业资产管理发展指数

经过加权模型，测算得 2013 年一季度至 2020 年一季度证券业资产管理发展指数及其增长率，具体数值见表 1-7。

表 1-7 证券业资产管理发展指数及其增长率（2013Q1-2020Q1）

时间	证券资管指数	证券业资管分维度指数			
		规模指数	产品指数	经营效益指数	人才资源指数
2013Q1	100.00	100.00	100.00	100.00	100.00
2013Q2	124.48	130.39	130.39	120.73	98.48
2013Q3	148.86	160.77	160.77	141.43	96.21
2013Q4	173.11	191.16	191.16	162.07	93.18
2014Q1	194.31	216.57	216.57	182.58	93.82
	(94.31%)	(116.57%)	(116.57%)	(82.58%)	-(6.18%)
2014Q2	215.56	241.99	241.99	202.87	95.11

	(73.16%)	(85.59%)	(85.59%)	(68.04%)	-(3.42%)
2014Q3	236.86	267.40	267.40	222.81	97.05
	(59.12%)	(66.32%)	(66.32%)	(57.54%)	(0.87%)
2014Q4	258.18	292.82	292.82	242.26	99.62
	(49.14%)	(53.18%)	(53.18%)	(49.48%)	(6.92%)
2015Q1	281.52	323.76	318.29	261.04	101.51
	(44.89%)	(49.49%)	(46.96%)	(42.97%)	(8.19%)
2015Q2	320.05	377.53	361.77	278.93	106.67
	(48.47%)	(56.01%)	(49.50%)	(37.49%)	(12.15%)
2015Q3	345.36	404.05	397.54	295.75	113.44
	(45.81%)	(51.10%)	(48.67%)	(32.74%)	(16.89%)
2015Q4	371.86	437.94	427.51	311.36	122.27
	(44.03%)	(49.56%)	(46.00%)	(28.52%)	(22.73%)
2016Q1	410.63	505.71	457.51	325.61	123.93
	(45.86%)	(56.20%)	(43.74%)	(24.74%)	(22.09%)
2016Q2	445.33	552.49	500.97	338.49	126.73
	(39.14%)	(46.34%)	(38.48%)	(21.35%)	(18.81%)
2016Q3	470.18	580.85	536.78	350.00	130.23
	(36.14%)	(43.76%)	(35.03%)	(18.34%)	(14.80%)
2016Q4	513.05	647.51	581.23	360.15	135.36
	(37.97%)	(47.86%)	(35.96%)	(15.67%)	(10.70%)
2017Q1	523.17	691.34	547.05	368.97	152.15
	(27.41%)	(36.71%)	(19.57%)	(13.32%)	(22.77%)
2017Q2	517.43	666.67	553.20	376.56	159.50
	(16.19%)	(20.67%)	(10.43%)	(11.25%)	(25.85%)
2017Q3	505.61	639.78	548.13	383.04	156.53
	(7.54%)	(10.15%)	(2.11%)	(9.44%)	(20.20%)

2017Q4	493.09	621.73	533.45	388.53	146.65
	-(3.89%)	-(3.98%)	-(8.22%)	(7.88%)	(8.34%)
2018Q1	480.54	606.26	511.50	393.19	146.51
	-(8.15%)	-(12.31%)	-(6.50%)	(6.56%)	-(3.71%)
2018Q2	458.26	562.80	494.33	397.21	146.00
	-(11.44%)	-(15.58%)	-(10.64%)	(5.48%)	-(8.46%)
2018Q3	435.65	522.28	472.82	400.76	145.13
	-(13.84%)	-(18.36%)	-(13.74%)	(4.63%)	-(7.28%)
2018Q4	420.78	492.08	462.97	404.03	144.01
	-(14.66%)	-(20.85%)	-(13.21%)	(3.99%)	-(1.80%)
2019Q1	407.27	488.77	423.57	407.12	143.88
	-(15.25%)	-(19.38%)	-(17.19%)	(3.54%)	-(1.80%)
2019Q2	396.15	461.51	421.86	410.15	142.73
	-(13.55%)	-(18.00%)	-(14.66%)	(3.26%)	-(2.24%)
2019Q3	377.33	423.94	409.55	413.18	140.18
	-(13.39%)	-(18.83%)	-(13.38%)	(3.10%)	-(3.42%)
2019Q4	363.67	398.90	398.19	416.23	136.68
	-(13.57%)	-(18.94%)	-(13.99%)	(3.02%)	-(5.09%)
2020Q1	361.11	385.64	407.46	417.90	133.27
	-(11.33%)	-(21.10%)	-(3.80%)	(2.65%)	-(7.37%)

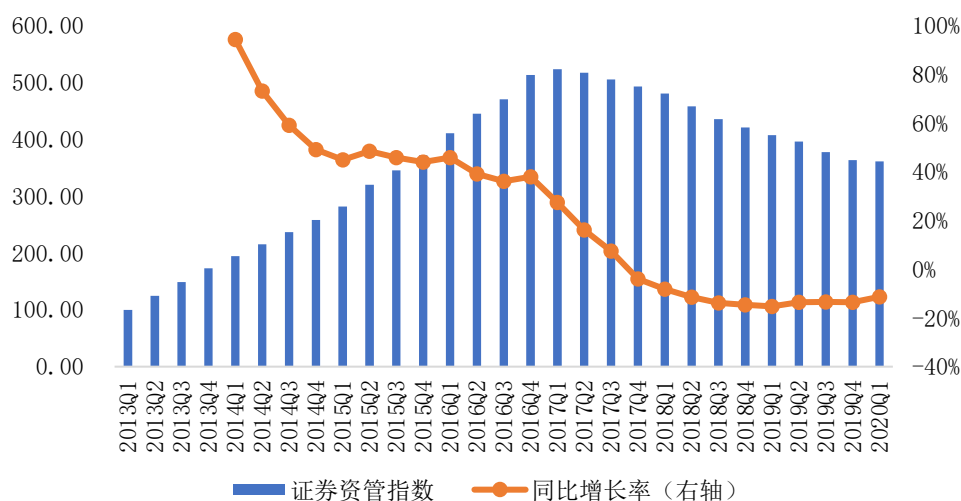


图 1-14 证券业资产管理发展指数（2013Q1-2020Q1）

2013 年一季度至 2020 年一季度，我国证券业资产管理业务发展指数同样整体呈现先增后减两个发展阶段。第一阶段为 2013 年一季度至 2016 年第四季度的高速增长阶段，指数从 2013 年一季度基期的 100 增长到 2016 年第四季度的 513.15，四年间增长了四倍多。第二阶段为 2017 年第一季度至 2020 年第一季度的缓慢下行阶段，截至 2020 年第一季度，指数进一步下降至 361.11，同比减少 11.33%。

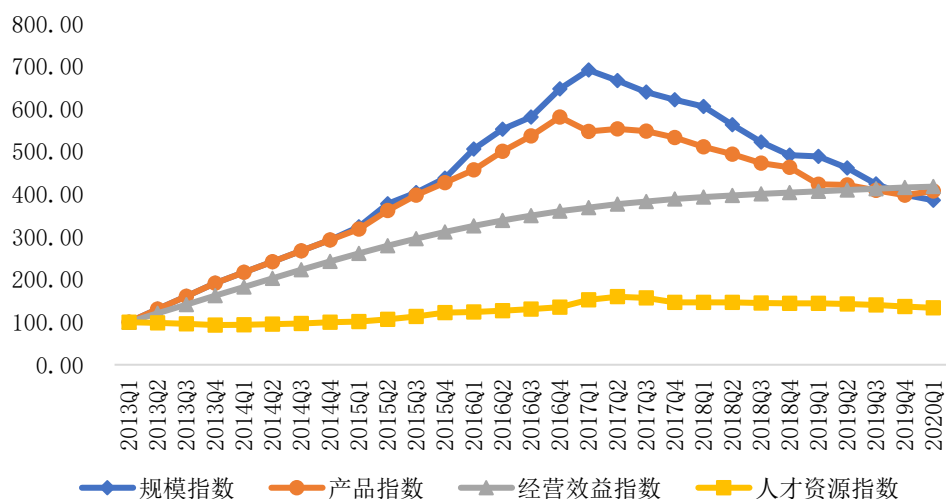


图 1-15 证券业资管分维度指数（2013Q1-2020Q1）

分维度来看，证券业资管规模指数和产品指数整体呈现先增后减趋势，且

均遥遥领先于人才资源指数，经营效益指数一直处于稳定的上升通道。据测算，2020年第一季度证券业规模指数为385.64、同比减少21.10%，产品指数为407.46、同比减少3.80%，经营效益指数为417.90、同比增加2.65%，人才资源指数为133.27、同比减少7.37%。

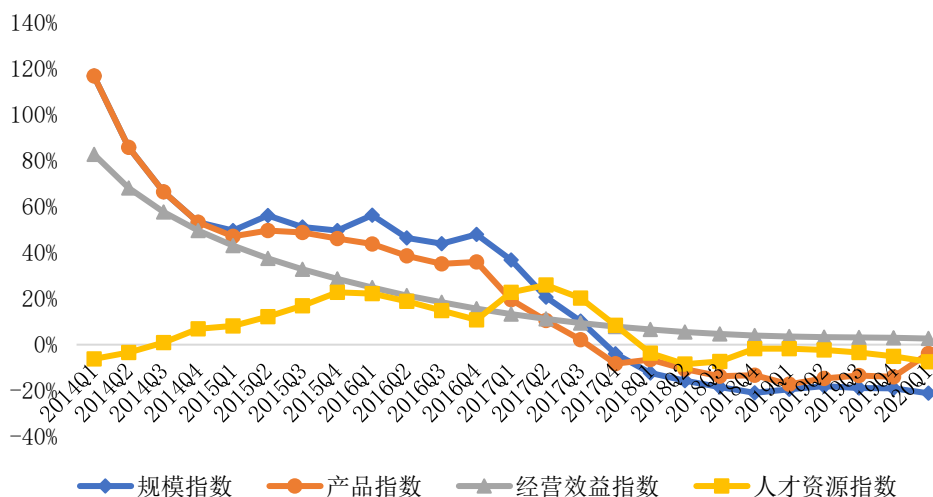


图 1-16 证券业资管分维度指数同比增长率（2014Q1-2020Q1）

2012年之前，与信托、保险、基金、银行业等行业相比，证券业的资产管理规模相对较低。2012年，资产管理业务迎来全面放开之年，行业监管政策环境极大改善。当年10月19日，中国证监会正式发布了《证券公司客户资产管理业务管理办法》《证券公司集合资产管理业务实施细则》及《证券公司定向资产管理业务实施细则》（简称“一法两则”）。根据“一法两则”的相关规定，产品由行政审批制改为报备制、投资范围扩大、允许产品分级、允许集合计划份额转让等，使得证券公司资产管理业务全面驶入快车道。特别是2012年券商通道类资管业务的放开，使之逐渐成为该类业务的重头戏，成为推动券商资管业务发展的主要动力。2013年，证券业资产管理业务充分利用制度红利迅猛发展，同业竞争环境明显改善。随后三年，虽然证券业资管指数增速逐渐放缓，但依靠政策红利的余温，增长率依旧保持较高水平。

2017年，监管开始严控券商通道，由于券商资管对通道的依赖过于严重，资管业务受到极大影响，指数增长率变为负值，资管指数较2016年有所下降。

2018年，主要是在资管新规去通道、降杠杆和消除层层嵌套政策的指引下，券商资管的发展重心从过去的以“规模论英雄”主动向“优质发展”转型，主动提

升主动管理能力。回归资管业务本源是监管的要求，也是券商资管的主攻方向。未来的券商资管，将逐步回归到本源；多层嵌套蕴含极大不确定性的产品将退出历史，主动管理能力和营销能力是未来券商立足市场的核心竞争力所在。

### 1.6.2.3 保险业资产管理发展指数

经过加权模型，测算得 2013 年一季度至 2020 年一季度保险业资产管理发展指数及其增长率，具体数值见表 1-8。

表 1-8 保险业资产管理发展指数及其增长率（2013Q1-2020Q1）

时间	保险资管指数	保险业资管分维度指数			
		规模指数	产品指数	经营效益指数	人才资源指数
2013Q1	100.00	100.00	100.00	100.00	100.00
2013Q2	110.08	104.30	120.48	109.73	102.47
2013Q3	119.70	106.30	140.95	119.46	105.76
2013Q4	130.20	110.13	161.43	129.16	110.60
2014Q1	145.76	117.77	196.22	138.79	112.04
	(45.76%)	(17.77%)	(96.22%)	(38.79%)	(12.04%)
2014Q2	160.87	123.07	231.01	148.30	114.47
	(46.14%)	(17.99%)	(91.75%)	(35.14%)	(11.71%)
2014Q3	175.30	125.64	265.81	157.61	117.39
	(46.44%)	(18.19%)	(88.58%)	(31.94%)	(11.00%)
2014Q4	191.59	133.71	300.60	166.66	121.83
	(47.15%)	(21.41%)	(86.21%)	(29.04%)	(10.16%)
2015Q1	205.67	141.69	330.99	175.33	123.38
	(41.10%)	(20.32%)	(68.68%)	(26.33%)	(10.12%)
2015Q2	215.03	148.57	347.54	183.51	126.26
	(33.67%)	(20.72%)	(50.44%)	(23.75%)	(10.29%)
2015Q3	226.22	148.85	375.35	191.12	129.19
	(29.05%)	(18.47%)	(41.21%)	(21.26%)	(10.05%)
2015Q4	238.84	160.17	396.82	198.10	134.31
	(24.66%)	(19.79%)	(32.01%)	(18.87%)	(10.24%)

2016Q1	252.40	171.78	423.06	204.42	136.66
	(22.72%)	(21.23%)	(27.82%)	(16.59%)	(10.77%)
2016Q2	263.14	179.94	442.94	210.08	140.67
	(22.37%)	(21.12%)	(27.45%)	(14.48%)	(11.42%)
2016Q3	278.33	183.81	479.52	215.11	145.47
	(23.04%)	(23.48%)	(27.75%)	(12.55%)	(12.60%)
2016Q4	295.53	191.85	517.69	219.53	151.89
	(23.73%)	(19.78%)	(30.46%)	(10.82%)	(13.09%)
2017Q1	301.29	201.58	523.26	223.38	154.31
	(19.37%)	(17.35%)	(23.68%)	(9.28%)	(12.91%)
2017Q2	317.48	207.74	562.23	226.72	158.25
	(20.65%)	(15.45%)	(26.93%)	(7.92%)	(12.50%)
2017Q3	333.66	209.89	604.37	229.60	162.73
	(19.88%)	(14.19%)	(26.04%)	(6.74%)	(11.87%)
2017Q4	358.47	213.76	670.38	232.12	168.18
	(21.30%)	(11.42%)	(29.49%)	(5.74%)	(10.72%)
2018Q1	374.40	218.62	710.14	234.36	172.14
	(24.27%)	(8.46%)	(35.71%)	(4.92%)	(11.55%)
2018Q2	383.87	224.79	726.04	236.42	181.11
	(20.91%)	(8.21%)	(29.14%)	(4.28%)	(14.44%)
2018Q3	403.17	227.36	772.96	238.39	192.19
	(20.83%)	(8.33%)	(27.89%)	(3.82%)	(18.10%)
2018Q4	432.04	235.08	839.76	240.30	209.55
	(20.52%)	(9.97%)	(25.27%)	(3.52%)	(24.60%)
2019Q1	445.61	244.41	869.18	242.20	213.01
	(19.02%)	(11.80%)	(22.40%)	(3.35%)	(23.74%)
2019Q2	466.43	248.85	923.26	244.10	218.10
	(21.51%)	(10.71%)	(27.16%)	(3.25%)	(20.42%)
2019Q3	487.36	254.73	974.95	246.00	225.38

	(20.88%)	(12.04%)	(26.13%)	(3.19%)	(17.27%)
2019Q4	515.92	265.47	1042.54	247.90	236.63
	(19.42%)	(12.93%)	(24.15%)	(3.16%)	(12.92%)
2020Q1	538.89	278.37	1092.64	246.55	248.44
	(20.93%)	(13.89%)	(25.71%)	(1.80%)	(16.63%)

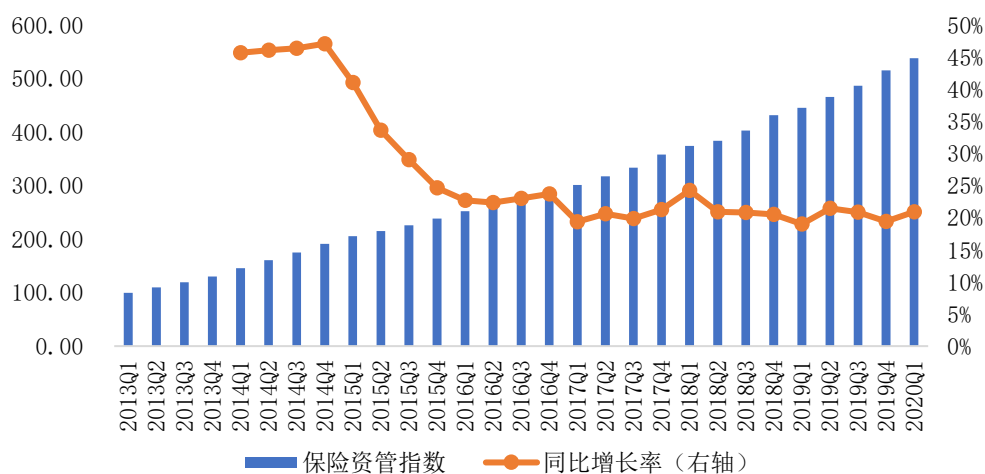


图 1-17 保险业资产管理发展指数（2013Q1-2020Q1）

2013 年一季度至 2020 年一季度，我国保险业资产管理业务发展指数呈现不断增长趋势，是最具潜力、最稳定的资管行业，指数从 2013 年一季度基期的 100 增长到 2020 年一季度的 538.89，七年间持续稳定增长了四倍多。从同比增长率来看，保险业资管指数始终保持高速增长，2015 年第一季度指数同比增长率出现大幅下降，并于 2016 年 1 季度由超高速增长进入高速增长阶段。据测算，截至 2020 年第一季度，保险业资管指数为 538.89，同比增长 20.93%。

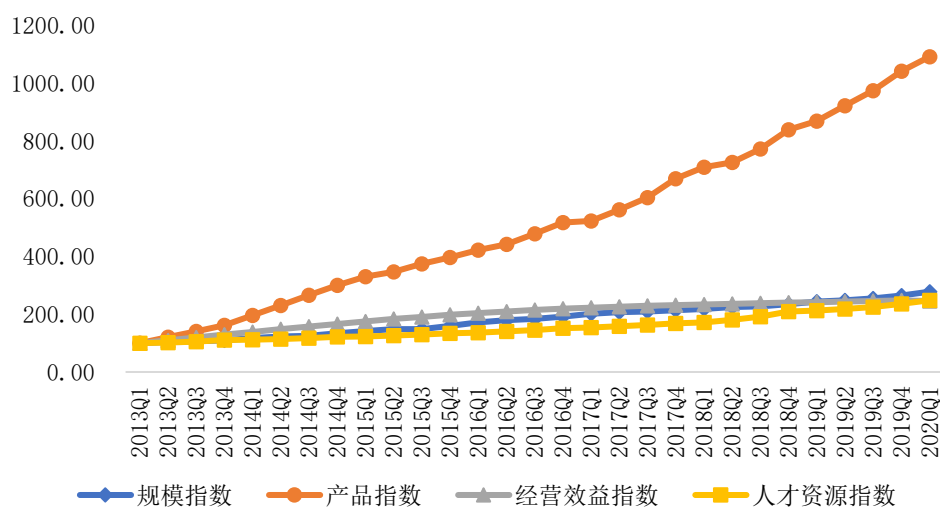


图 1-18 保险业资管分维度指数（2013Q1-2020Q1）

分维度来看，保险业资管规模指数、产品指数、经营效益指数和人才资源指数整体呈不断增长趋势，其中产品指数遥遥领先于其余三项指数。据测算，2020年第一季度保险业规模指数为278.37、同比增长13.89%，产品指数为1092.64、同比增长25.71%，经营效益指数为246.55、同比增长1.80%，人才资源指数为248.44、同比增长16.63%。

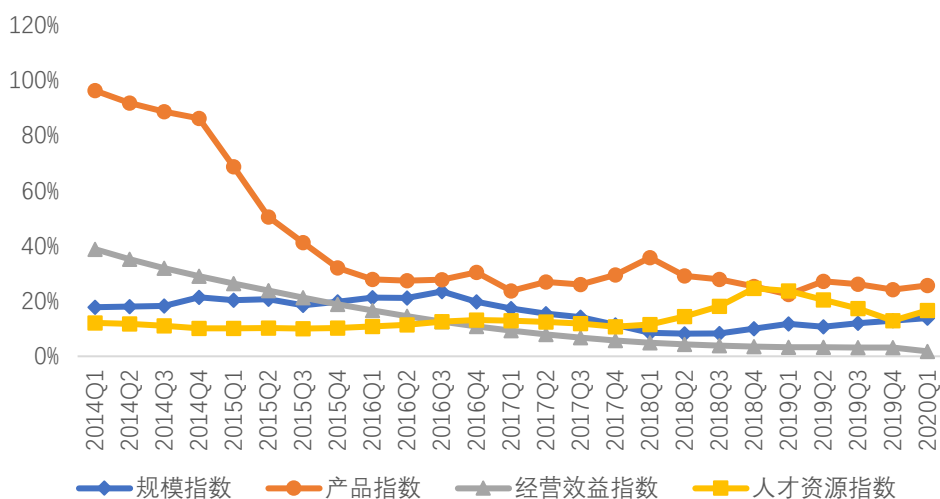


图 1-19 保险业资管分维度指数同比增长率（2014Q1-2020Q1）

保险业始终坚持“保险姓保”的发展理念，主动适应新常态，不断进行改革创新，行业发展势头良好。保费收入保持增长，资产规模不断扩大，为资产管理业务的开展营造了稳定的环境。近年来，保险行业迎来了较快发展。各种创新性

产品层出不穷，尤其是以万能险为代表的产品更是增速迅猛，势不可挡。然而，万能险过度增长，也带来了很多问题，不仅扰乱了市场秩序，而且一定程度上“扰乱”了保险的本源和初心。

值得一提的是，2016年，保险资管经营效益指数增速出现断崖式下跌，一方面，是因为2015年一季度保险业资管产品指数增速开始进入下降通道，2015全年，保险业发行资管产品121只，同比减少近3成；另一方面，国内经济增长进入新常态，经济发展模式和增长方式面临重大转变，从高速增长转为中高速增长，从要素驱动转向创新驱动，经济增长速度和固定资产投资增速放缓，使得以基础设施为主要投资对象的保险资产管理面临着“项目荒”的挑战。

#### 1.6.2.4 信托业资产管理发展指数

经过加权模型，测算得2013年一季度至2020年一季度信托业资产管理发展指数及其增长率，具体数值见表1-9。

表 1-9 信托业资产管理发展指数及其同比增长率（2013Q1-2020Q1）

时间	信托资管指数	信托业资管分维度指数			
		规模指数	产品指数	经营效益指数	人才资源指数
2013Q1	100.00	100.00	100.00	100.00	100.00
2013Q2	105.89	108.25	105.01	103.30	107.10
2013Q3	112.24	116.04	110.49	106.58	116.13
2013Q4	118.98	124.97	118.88	109.83	120.00
2014Q1	125.22	134.36	126.09	113.01	123.23
	(25.22%)	(34.36%)	(26.09%)	(13.01%)	(23.23%)
2014Q2	133.64	142.96	138.98	116.13	127.10
	(26.20%)	(32.06%)	(32.34%)	(12.42%)	(18.67%)
2014Q3	142.55	148.34	153.74	119.15	133.55
	(27.00%)	(27.84%)	(39.14%)	(11.80%)	(15.00%)
2014Q4	161.71	160.14	191.99	122.06	137.42
	(35.91%)	(28.14%)	(61.49%)	(11.13%)	(14.52%)
2015Q1	173.63	165.06	216.04	124.81	141.29
	(38.66%)	(22.85%)	(71.34%)	(10.44%)	(14.66%)

2015Q2	196.48	181.79	263.75	127.39	139.35
	(47.03%)	(27.16%)	(89.78%)	(9.70%)	(9.64%)
2015Q3	202.68	178.92	276.48	129.80	146.45
	(42.18%)	(20.62%)	(79.84%)	(8.94%)	(9.66%)
2015Q4	207.81	187.17	281.02	132.03	151.61
	(28.51%)	(16.88%)	(46.37%)	(8.17%)	(10.33%)
2016Q1	209.34	189.92	282.03	134.10	152.26
	(20.57%)	(15.06%)	(30.55%)	(7.45%)	(7.76%)
2016Q2	209.71	198.05	278.62	136.03	149.68
	(6.73%)	(8.95%)	(5.64%)	(6.78%)	(7.41%)
2016Q3	218.15	208.13	291.90	137.84	152.26
	(7.63%)	(16.33%)	(5.58%)	(6.19%)	(3.96%)
2016Q4	231.50	231.96	308.19	139.55	157.42
	(11.40%)	(23.93%)	(9.67%)	(5.69%)	(3.83%)
2017Q1	241.66	251.66	318.27	141.15	163.87
	(15.44%)	(32.51%)	(12.85%)	(5.26%)	(7.63%)
2017Q2	249.43	265.06	327.68	142.69	167.10
	(18.94%)	(33.83%)	(17.61%)	(4.90%)	(11.64%)
2017Q3	258.34	279.61	339.66	144.18	169.68
	(18.42%)	(34.34%)	(16.36%)	(4.60%)	(11.44%)
2017Q4	269.38	300.69	353.80	145.62	170.97
	(16.36%)	(29.63%)	(14.80%)	(4.35%)	(8.61%)
2018Q1	271.39	293.36	360.02	147.01	176.13
	(12.30%)	(16.57%)	(13.12%)	(4.15%)	(7.48%)
2018Q2	269.40	278.01	362.49	148.40	178.06
	(8.01%)	(4.88%)	(10.62%)	(4.00%)	(6.56%)
2018Q3	268.79	265.06	365.42	149.81	183.23
	(4.04%)	(-5.20%)	(7.58%)	(3.90%)	(7.98%)
2018Q4	266.83	260.02	368.67	151.25	171.61

	-(0.94%)	-(13.52%)	(4.20%)	(3.86%)	(0.38%)
2019Q1	257.46	217.87	372.54	152.71	165.16
	-(5.13%)	-(25.73%)	(3.48%)	(3.88%)	-(6.23%)
2019Q2	271.73	258.08	378.63	154.22	176.13
	(0.86%)	-(7.17%)	(4.45%)	(3.92%)	-(1.09%)
2019Q3	274.32	252.00	384.53	155.77	183.23
	(2.06%)	-(4.93%)	(5.23%)	(3.98%)	(0.00%)
2019Q4	276.25	247.42	386.91	157.34	192.26
	(3.53%)	-(4.85%)	(4.95%)	(4.03%)	(12.03%)
2020Q1	274.77	244.33	382.68	158.20	196.13
	(6.73%)	(12.15%)	(2.72%)	(3.60%)	(18.75%)

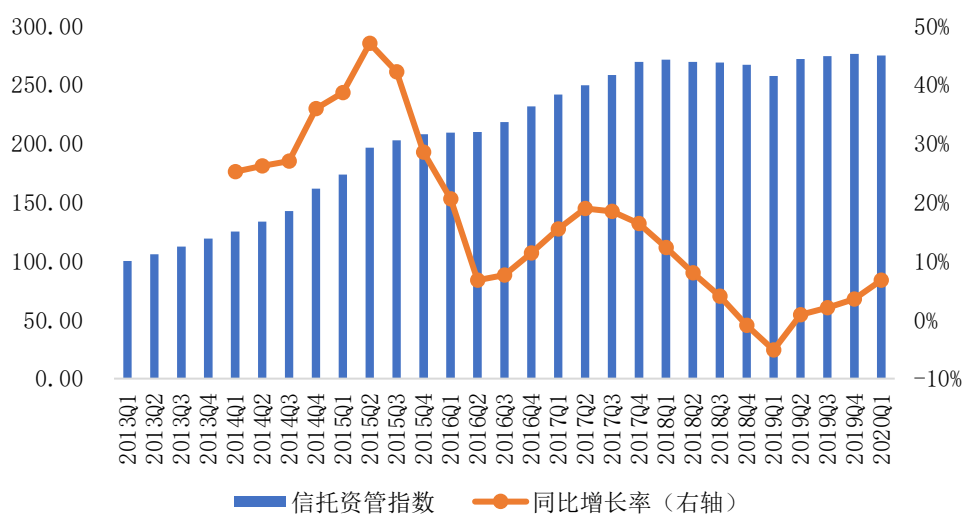


图 1-20 信托业资产管理发展指数（2013Q1-2020Q1）

2013 至 2019 年，我国信托业资产管理业务发展指数总体呈现波动上升趋势。指数从 2013 年一季度基期的 100 增长到 2020 年第一季度的 274.77，同比增长 6.73%，且七年间增长了近 3 倍。

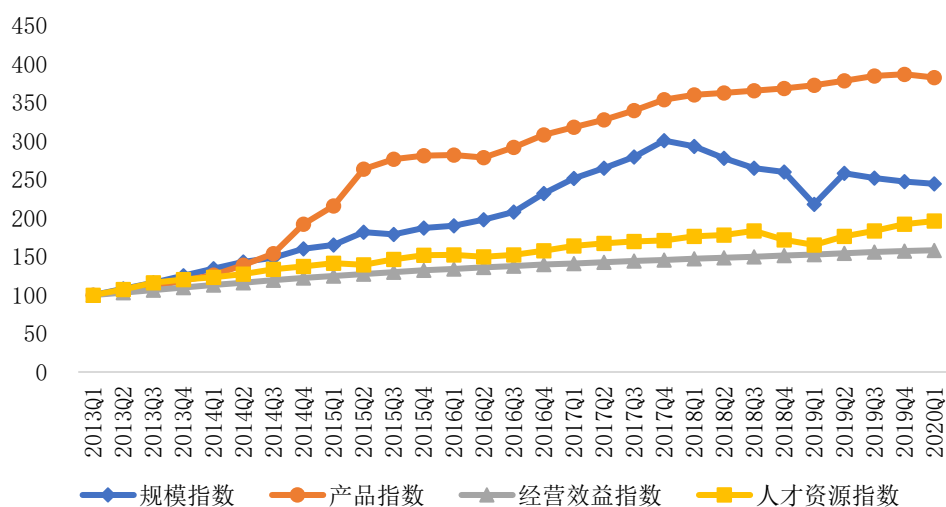


图 1-21 信托业资管分维度指数（2013Q1-2020Q1）

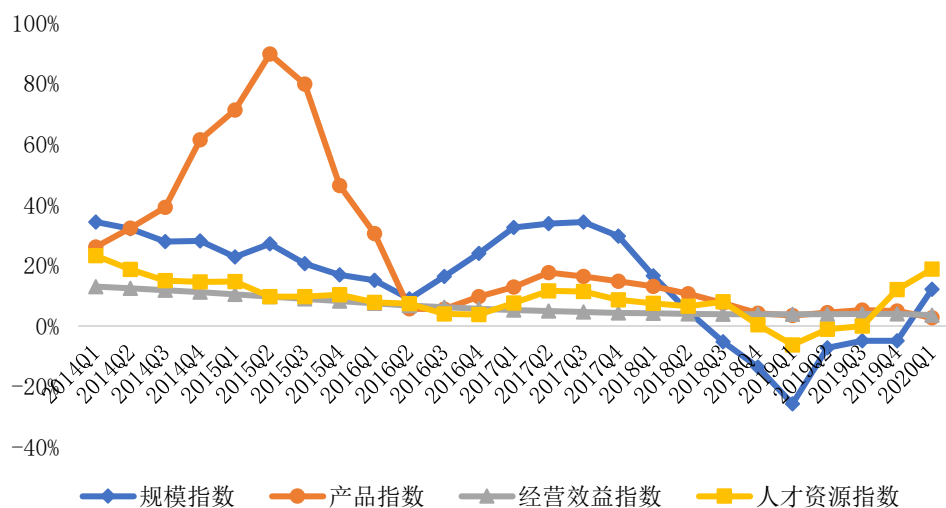


图 1-22 信托业资管分维度指数同比增长率（2014Q1-2020Q1）

分维度来看，信托业资管产品指数和人才资源指数呈持续上升趋势，规模指数呈先增后减趋势，经营效益指数季节性波动明显。据测算，2019年第四季度信托业规模指数为244.33、同比增长12.15%，产品指数为382.68、同比增加2.72%，经营效益指数为158.20、同比增加3.60%，人才资源指数为196.13、同比增加18.75%。

自2015年6月以来，资本市场出现异常波动，以信托为代表的较高收益类产品陷入“资产荒”，这预示着利息进入下行通道时资金必然向固定收益类产品

转变的趋势，因此信托业 2015 年新增项目 19396 只，同比减少 47%。

值得一提的是，2018 年四季度信托业资管指数首次出现负增长。究其原因，一是在去通道化和消除多重嵌套的影响之下，信托行业的通道业务整体承压。从规模上来看，信托资管的总体规模从 2018 年年初的 26 万亿，下降到三季度末 23 万亿元，降幅高达 10%，而这下降的主要是通道业务。二是违约增加，监管加大。2018 年，在经济压力下行和破刚兑的影响之下，企业违约案例逐渐增多，主要表现为各类经营不善和高杠杆企业。随着债券市场违约的增加，相应的信托产品也出现了违约。资管新规之下，信托行业的“刚兑”招牌在监管严令禁止和风险事件频发中已经名存实亡。据统计，2018 年的信托项目违约事件的发生的频次不仅远高于去年，而且金额亦较去年出现较大增长。根据公开信息整理，信托发生踩雷项目有 77 个，涉及金额 296.53 亿元。从资金投向来看，工商企业类项目的违约行较高，往往是一家公司出现问题，多家信托产品出现违约；而房地产类和政信类信托的风险事件发生较少。

#### 1.6.2.5 基金业资产管理发展指数

经过加权模型，测算得 2013 年一季度至 2020 年一季度基金业资产管理发展指数及其增长率，具体数值见表 1-10。

表 1-10 基金业资产管理发展指数及其同比增长率（2013Q1-2020Q1）

时间	基金资管指数	基金业资管分维度指数			
		规模指数	产品指数	经营效益指数	人才资源指数
2013Q1	100.00	100.00	100.00	100.00	100.00
2013Q2	111.22	111.65	111.65	108.06	111.65
2013Q3	122.43	123.31	123.31	116.11	123.31
2013Q4	133.64	134.96	134.96	124.14	134.96
2014Q1	169.90	177.79	177.79	132.15	149.43
	(69.90%)	(77.79%)	(77.79%)	(32.15%)	(49.43%)
2014Q2	207.34	220.62	220.62	140.12	178.36
	(86.43%)	(97.60%)	(97.60%)	(29.67%)	(59.74%)
2014Q3	245.96	263.45	263.45	148.01	221.75
	(100.90%)	(113.66%)	(113.66%)	(27.48%)	(79.84%)
2014Q4	285.75	306.28	306.28	155.78	279.61
	(113.82%)	(126.94%)	(126.94%)	(25.49%)	(107.18%)

2015Q1	347.93	365.83	378.04	163.39	388.26
	(104.79%)	(105.77%)	(112.63%)	(23.64%)	(159.83%)
2015Q2	465.14	489.32	514.40	170.79	544.45
	(124.34%)	(121.79%)	(133.16%)	(21.89%)	(205.26%)
2015Q3	533.59	527.88	598.74	177.92	768.83
	(116.95%)	(100.37%)	(127.26%)	(20.21%)	(246.71%)
2015Q4	633.85	639.66	684.48	184.76	1023.36
	(121.82%)	(108.84%)	(123.48%)	(18.60%)	(265.99%)
2016Q1	676.21	678.71	739.65	191.25	1071.92
	(94.35%)	(85.52%)	(95.65%)	(17.06%)	(176.08%)
2016Q2	730.83	762.66	811.77	197.42	972.50
	(57.12%)	(55.86%)	(57.81%)	(15.59%)	(78.62%)
2016Q3	775.59	802.44	936.80	203.25	706.09
	(45.35%)	(52.01%)	(56.46%)	(14.24%)	-(8.16%)
2016Q4	800.13	828.31	1000.07	208.77	563.07
	(26.23%)	(29.49%)	(46.11%)	(13.00%)	-(44.98%)
2017Q1	821.14	839.78	1037.87	213.98	570.93
	(21.43%)	(23.73%)	(40.32%)	(11.89%)	-(46.74%)
2017Q2	847.48	841.24	1101.43	218.92	565.80
	(15.96%)	(10.30%)	(35.68%)	(10.89%)	-(41.82%)
2017Q3	887.68	874.68	1162.66	223.62	588.04
	(14.45%)	(9.00%)	(24.11%)	(10.02%)	-(16.72%)
2017Q4	917.23	889.32	1217.36	228.10	602.86
	(14.63%)	(7.37%)	(21.73%)	(9.26%)	(7.07%)
2018Q1	955.27	914.95	1291.09	232.38	575.69
	(16.33%)	(8.95%)	(24.40%)	(8.60%)	(0.83%)
2018Q2	972.13	918.36	1319.11	236.50	621.11
	(14.71%)	(9.17%)	(19.76%)	(8.03%)	(9.77%)
2018Q3	974.49	924.47	1317.20	240.48	624.09
	(9.78%)	(5.69%)	(13.29%)	(7.54%)	(6.13%)
2018Q4	967.98	903.72	1320.14	244.35	624.05
	(5.53%)	(1.62%)	(8.44%)	(7.13%)	(3.51%)
2019Q1	976.38	932.28	1313.79	248.14	614.99
	(2.21%)	(1.89%)	(1.76%)	(6.78%)	(6.83%)

2019Q2	957.40	871.75	1325.57	251.88	610.56
	-(1.52%)	-(5.08%)	(0.49%)	(6.50%)	-(1.70%)
2019Q3	973.26	882.49	1353.16	255.60	611.48
	-(0.13%)	-(4.54%)	(2.73%)	(6.29%)	-(2.02%)
2019Q4	995.93	912.26	1379.09	259.30	612.39
	(2.89%)	(0.95%)	(4.47%)	(6.12%)	-(1.87%)
2020Q1	1032.38	954.00	1427.57	262.92	613.30
	(5.74%)	(2.33%)	(8.66%)	(5.95%)	-(0.27%)

2013 年一季度至 2020 年一季度，我国基金业资产管理业务发展指数整体呈现波动上升趋势，大致可分为两个发展阶段。第一阶段为 2013 年一季度至 2015 年第四季度的迅猛增长阶段，指数从 2013 年一季度基期的 100 增长到 2015 年四季度的 633.88，三年间增长了 5.3 倍。第二阶段为 2016 年第一季度至 2020 年一季度的增长趋稳阶段，且于 2019 年第二季度指数同比首次出现负增长。据测算，截至 2020 年第一季度，指数为 1032.38，同比增长 5.74%。

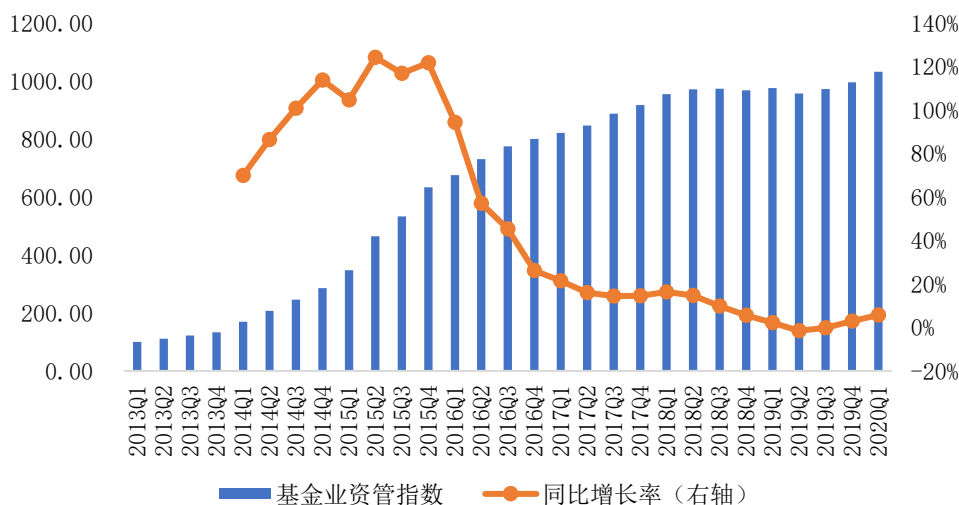


图 1-23 基金业资产管理发展指数（2013Q1-2020Q1）

分维度来看，证券业资管产品指数、规模指数和经营效益指数呈不断上升趋势，三项指数水平依次降低；人才资源指数 2015 年急剧增加，而 2016 年又急剧降低，之后进入缓慢增长通道。据测算，2020 年第一季度基金业规模指数为 954.00、同比增加 2.33%，产品指数为 1427.579、同比增加 8.66%，经营效益指数为 262.92、同比增加 5.95%，人才资源指数为 613.30、同比减少 0.27%。

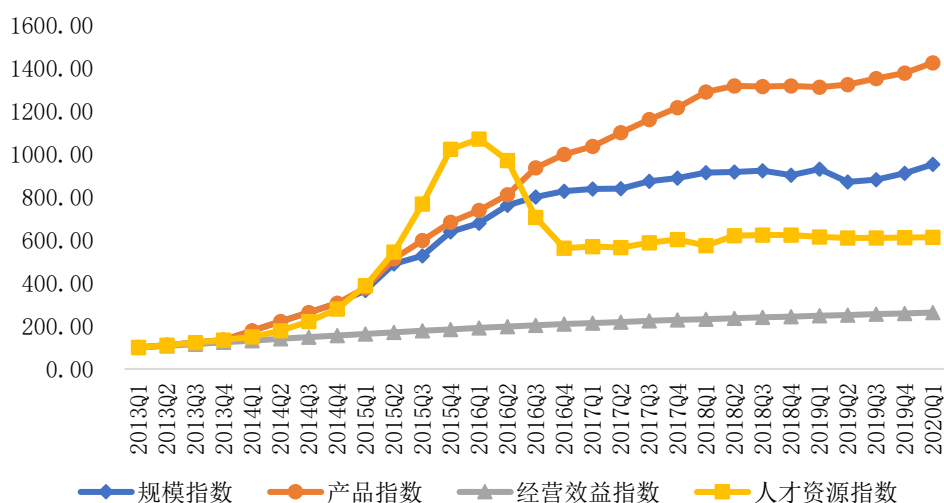


图 1-24 基金业资管分维度指数（2013Q1-2020Q1）

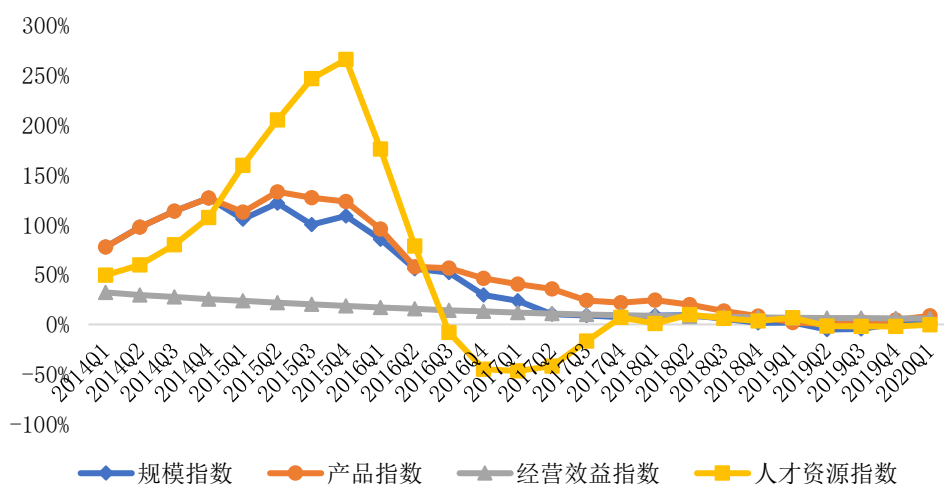


图 1-25 基金业资管分维度指数同比增长率（2014Q1-2020Q1）

2014年，资产管理业务迎来全面放开之年。当年2月7日起，《私募投资基金管理人登记和基金备案办法（试行）》开始施行，私募基金获得明确的法律地位。紧接着2014年5月9日，国务院发布“新国九条”，首次把培育私募市场提升到一个新的高度，行业监管政策环境极大改善。因此，2014年上半年至2015年私募基金业从业人员迅猛增长，也由此导致基金业资管人才资源指数大幅上升。

而过了2016年一季度的分水岭，基金业资管人才资源指数急转直下，主要

是由于私募基金管理人从业资格员工总数由 2015 年四季度末的 42.67 万人减少为 2016 年四季度末的 22.37 万人，同比减少 47.57%，私募基金所剩人才仅为上年的一半。究其原因，2015 年 A 股市场跌宕起伏，中小私募抵御风险能力较弱，致使资管业务向头部机构靠拢，导致私募行业整体人才流失。

## 1.7 结论性评价

2013 年一季度至 2020 年一季度，中国武夷资产管理行业总指数整体呈现先增后减两个发展阶段。第一阶段为 2013 年一季度至 2017 年四季度的迅猛增长阶段，指数从 2013 年一季度基期的 100 增长到 2017 年四季度的 532.19，五年间增长了近 4.3 倍。第二阶段为 2018 年一季度至 2020 年一季度的小幅下调阶段，2019 年第一季度总指数首次出现同比负增长，降至 537.34，而后出现小幅回升。

截至 2020 年第一季度，指数测算的最新结果如下：

第一，整体层面，总指数为 546.62，同比增长 1.72%，环比增长 1.03%；

第二，分二级指标层面，规模指数为 532.17、同比减少 7.46%，产品指数为 814.86、同比减少 7.81%，经营效益指数为 264.24、同比增长 3.33%，人才资源指数为 226.46、同比增长 6.97%；

第三，分行业层面，银行业资管指数为 541.29、同比减少 10.96%，证券业资管指数为 361.11、同比减少 11.33%，保险业资管指数为 538.89、同比增加 20.93%，信托业资管指数为 274.77、同比增加 6.73%，基金业资管指数为 1032.38、同比增加 5.74%。

附表 1-1 中国武夷资管行业发展规模指数数据原表（单位：万亿元）

时间	银行业资管规模	证券业资管规模	保险业资管规模	信托业资管规模	基金业资管规模
2013Q1	3.86* <sup>13</sup>	2.72*	6.98	8.73	4.10*
2013Q2	4.75*	3.54*	7.28	9.45	4.58*
2013Q3	5.64*	4.37*	7.42	10.13	5.05*
2013Q4	6.53*	5.19*	7.69	10.91	5.53*
2014Q1	7.42*	5.88*	8.22	11.73	7.29*
2014Q2	8.31*	6.57*	8.59	12.48	9.04*
2014Q3	9.20*	7.26*	8.77	12.95	10.80*
2014Q4	10.09*	7.95	9.33	13.98	12.55
2015Q1	11.93*	8.79	9.89	14.41	14.99
2015Q2	13.76*	10.25	10.37	15.87	20.05
2015Q3	17.59*	10.97	10.39	15.62	21.63
2015Q4	17.43*	11.89	11.18	16.34	26.21
2016Q1	22.63	13.73	11.99	16.58	27.81
2016Q2	24.28	15.00	12.56	17.29	31.25

<sup>13</sup> 右上标星号数据为根据同行业其他维度增长率与年度数据的季节性调整变化估算的替代数据，下同。

2016Q3	27.10	15.77	12.83	18.17	32.88
2016Q4	28.31	17.58	13.39	20.25	33.94
2017Q1	29.13	18.77	14.07	21.97	34.41
2017Q2	28.07	18.10	14.50	23.14	34.47
2017Q3	28.45	17.37	14.65	24.41	35.84
2017Q4	28.88	16.88	14.92	26.25	36.44
2018Q1	29.07	16.46	15.26	25.61	37.49
2018Q2	29.09	15.28	15.69	24.27	37.63
2018Q3	29.48	14.18	15.87	23.14	37.88
2018Q4	30.71	13.36	16.41	22.70	37.03
2019Q1	29.11	13.27	17.06	19.02	38.20
2019Q2	27.68	12.53	17.37	22.53	35.72
2019Q3	26.92	11.51	17.78	22.00	36.16
2019Q4	26.84	10.83	18.53	21.60	37.38
2020Q1	24.40	10.47	19.43	21.33	39.09

附表 1-2 中国武夷资管行业发展产品指数数据原表（单位：只）

时间	银行业资管产品	证券业资管产品	保险业资管产品	信托业资管产品	基金业资管产品
2013Q1	18473	4264*	126*	10809	7201*
2013Q2	19521	5559*	152*	11351	8040*
2013Q3	21201	6855*	177*	11943	8879*
2013Q4	24792	8151*	203	12850	9718*
2014Q1	26236	9234*	247*	13629	12802*
2014Q2	30019	10318*	291*	15022	15887*
2014Q3	35606	11401*	334*	16618	18971*
2014Q4	41298	12485	378	20752	22055
2015Q1	57335	13571	416*	23352	27222
2015Q2	63979	15425	437*	28509	37041
2015Q3	71417	16950	472	29885	43114
2015Q4	73760	18228	499	30375	49288
2016Q1	80927	19507	532	30485	53261
2016Q2	94041	21360	557	30116	58454
2016Q3	101665	22887	603	31552	67457

2016Q4	105384	24782	651	33312	72013
2017Q1	115960	23325	658	34402	74735
2017Q2	126967	23587	707	35419	79312
2017Q3	141348	23371	760	36714	83721
2017Q4	147699	22745	843	38242	87660
2018Q1	152887	21809	893	38915	92969
2018Q2	151108	21077	913	39182	94987
2018Q3	148252	20160	972	39498	94849
2018Q4	142761	19740	1056	39850	95061
2019Q1	141165	18060	1093	40268	94604
2019Q2	139382	17987	1161	40926	95452
2019Q3	137385	17462	1226	41564	97439
2019Q4	133324	16978	1311	41821	99306
2020Q1	132818	17373	1374	41364	102797

附表 1-3 中国武夷资管行业发展经营效益指数数据原表（单位：亿元）

时间	银行资管经营效益	证券资管经营效益	保险资管经营效益	信托资管经营效益	基金资管经营效益
2013Q1	2828.13*	12.50	978.51*	152.41	66.65*
2013Q2	3480.21	16.30	1020.56*	198.38	74.41*
2013Q3	3154.79*	18.96	1040.19*	188.60	82.18*
2013Q4	3652.62	22.54	1077.66	293.21	89.95
2014Q1	3525.85*	26.43	1372.08*	178.65	71.87*
2014Q2	3948.77	29.54	1433.84*	220.14	89.18*
2014Q3	3684.56*	32.64	1463.89*	209.81	106.50*
2014Q4	4041.01	35.74	1557.84	346.35	123.81
2015Q1	4087.85*	56.39	2511.33*	229.96	101.74*
2015Q2	4716.89	65.75	2633.22*	314.10	136.08*
2015Q3	4408.99*	56.03	2638.30*	278.08	146.80*
2015Q4	4368.89	96.71	2838.90	353.92	177.89
2016Q1	4800.43*	64.89	2473.22*	214.99	135.65*
2016Q2	5150.44	69.45	2590.80*	281.43	152.43*
2016Q3	3830.05*	65.83	2646.49*	234.38	160.38*

2016Q4	4001.06	96.29	2762.23	385.44	165.55
2017Q1	5123.60*	71.26	2685.81*	216.80	156.70*
2017Q2	4937.16	68.72	2767.89*	281.02	156.98*
2017Q3	4907.09*	86.33	2796.53*	258.51	163.22*
2017Q4	4981.26	83.90	2848.18	434.36	165.95
2018Q1	5003.53*	67.79	2184.02*	243.36	174.60*
2018Q2	5006.98	71.09	2245.56*	269.96	175.25*
2018Q3	5158.95*	64.13	2271.32*	234.34	176.41*
2018Q4	5374.19	71.99	2348.44	392.97	172.46
2019Q1	5765.88*	57.33	2611.02*	230.58	184.98*
2019Q2	5482.64	70.00	2658.46*	292.37	172.97*
2019Q3	5270.51*	63.31	2721.21*	272.69	175.10*
2019Q4	5254.84	84.52	2836.00	404.48	181.01
2020Q1	4777.18*	66.73	1241.00	255.65	189.28*

附表 1-4 中国武夷资管行业发展人才资源指数数据原表（单位：万人）

时间	银行资管人才资源	证券资管人才资源	保险资管人才资源	信托资管人才资源	基金资管人才资源
2013Q1	325.90*	23.91*	3.36*	1.55	4.31*
2013Q2	328.70*	23.55*	3.45*	1.66	4.81*
2013Q3	332.90*	23.01*	3.56*	1.80	5.32*
2013Q4	338.50	22.28	3.72	1.86	5.82
2014Q1	339.95*	22.43*	3.77*	1.91	6.44*
2014Q2	342.85*	22.74*	3.85*	1.97	7.69*
2014Q3	347.20*	23.20*	3.95*	2.07	9.56*
2014Q4	353.00	23.82	4.10	2.13	12.06
2015Q1	353.13*	24.27*	4.15*	2.19	16.74
2015Q2	353.38*	25.50*	4.25*	2.16	23.47
2015Q3	353.90*	27.12*	4.35*	2.27	33.15
2015Q4	354.41	29.24	4.52	2.35	44.12
2016Q1	355.39*	29.63*	4.60*	2.36	46.22
2016Q2	356.67*	30.30*	4.73*	2.32	41.93
2016Q3	358.49*	31.14*	4.89*	2.36	30.44

2016Q4	360.53	32.36	5.11	2.44	24.28
2017Q1	396.46*	36.38*	5.19*	2.54	24.62
2017Q2	385.94*	38.14*	5.32*	2.59	24.40
2017Q3	392.07*	37.43*	5.47*	2.63	25.35
2017Q4	417.05	35.07	5.66	2.65	25.99
2018Q1	416.88*	35.03*	5.79*	2.73	24.82
2018Q2	416.70*	34.91*	6.09*	2.76	26.78
2018Q3	416.18*	34.70*	6.47*	2.84	26.91
2018Q4	414.60	34.43	7.05	2.66	26.91
2019Q1	414.94*	34.40*	7.17*	2.56	26.52
2019Q2	415.59*	34.13*	7.34*	2.73	26.33
2019Q3	416.41*	33.52*	7.58*	2.84	26.36
2019Q4	417.24	32.68	7.96	2.98	26.40*
2020Q1	418.07*	31.87*	8.36*	3.04	26.44*

附表 1-5 指标权重分布对比

指标		简单平均法			专家打分法			主成分分析法		
一级指标	二级指标	一级权重	二级权重	加权重	一级权重	二级权重	加权重	一级权重	二级权重	加权重
资管规模	银行业资管规模	25.00%	20.00%	5.00%	30.00%	20.00%	6.00%	35.19%	23.28%	8.19%
	证券业资管规模		20.00%	5.00%		20.00%	6.00%		27.00%	9.50%
	保险业资管规模		20.00%	5.00%		20.00%	6.00%		16.48%	5.80%
	信托业资管规模		20.00%	5.00%		20.00%	6.00%		11.57%	4.07%
	基金业资管规模		20.00%	5.00%		20.00%	6.00%		21.67%	7.63%
资管产品	银行业资管产品	25.00%	20.00%	5.00%	30.00%	20.00%	6.00%	35.28%	17.34%	6.12%
	证券业资管产品		20.00%	5.00%		20.00%	6.00%		21.69%	7.65%
	保险业资管产品		20.00%	5.00%		20.00%	6.00%		19.34%	6.82%
	信托业资管产品		20.00%	5.00%		20.00%	6.00%		19.51%	6.88%
	基金业资管产品		20.00%	5.00%		20.00%	6.00%		22.12%	7.80%
经营效益	银行资管经营效益	25.00%	20.00%	5.00%	20.00%	20.00%	4.00%	13.24%	11.75%	1.64%
	证券资管经营效益		20.00%	5.00%		20.00%	4.00%		25.21%	2.36%

	保险资管经营效益		20.00%	5.00%		20.00%	4.00%		22.77%	3.46%
	信托资管经营效益		20.00%	5.00%		20.00%	4.00%		22.43%	3.31%
	基金资管经营效益		20.00%	5.00%		20.00%	4.00%		17.84%	2.47%
人才资源	银行资管人才队伍	25.00%	20.00%	5.00%	20.00%	20.00%	4.00%	16.29%	18.71%	3.05%
	证券资管人才队伍		20.00%	5.00%		20.00%	4.00%		20.94%	3.41%
	保险资管人才队伍		20.00%	5.00%		20.00%	4.00%		29.30%	4.77%
	信托资管人才队伍		20.00%	5.00%		20.00%	4.00%		21.26%	3.46%
	基金资管人才队伍		20.00%	5.00%		20.00%	4.00%		9.79%	1.60%

附表 1-6 各行业资管业务经营效益数据 HP 滤波结果

时间	银行业		证券业		保险业		信托业		基金业	
	扰动项	趋势项	扰动项	趋势项	扰动项	趋势项	扰动项	趋势项	扰动项	趋势项
2013Q1	-414.14266	3242.2725	-6.2909138	18.790914	-147.28484	1125.7949	-51.003793	203.4138	-6.588518	73.238519
2013Q2	131.95101	3348.259	-6.3854256	22.685425	-214.81561	1235.3756	-11.743028	210.12303	-4.7284671	79.138471
2013Q3	-299.19648	3453.9865	-7.616005	26.576004	-304.67436	1344.8643	-28.200387	216.80039	-2.8543039	85.034304
2013Q4	93.341232	3559.2789	-7.9147279	30.454729	-376.3746	1454.0346	69.803333	223.40666	-0.96894979	90.918947
2014Q1	-137.92257	3663.7727	-7.878916	34.308916	-190.38991	1562.4699	-51.234994	229.88499	-24.913539	96.783541
2014Q2	181.60717	3767.1629	-8.5809362	38.120937	-235.67807	1669.518	-16.082167	236.22217	-13.438625	102.61863
2014Q3	-184.49814	3869.0582	-9.2282381	41.868238	-310.51815	1774.4082	-32.562959	242.37296	-1.8991647	108.39916
2014Q4	71.829034	3969.181	-9.782899	45.522901	-318.38204	1876.222	98.067935	248.28207	9.7182702	114.09173
2015Q1	20.711942	4067.1382	7.3387572	49.051242	537.48285	1973.8472	-23.913863	253.87387	-17.921695	119.66169
2015Q2	554.30855	4162.5816	13.336537	52.413463	567.24748	2065.9725	54.966002	259.134	10.999485	125.08052
2015Q3	153.81416	4255.1761	0.45564732	55.574351	486.67764	2151.6224	14.046804	264.03318	16.491553	130.30845
2015Q4	23.957272	4344.9329	38.202969	58.507031	608.72378	2230.1761	85.343551	268.57646	42.577377	135.31262
2016Q1	368.47085	4431.9593	3.705091	61.184908	171.90305	2301.3169	-57.78768	272.77769	-4.4204746	140.07047
2016Q2	634.06213	4516.3778	5.8447271	63.60527	225.69148	2365.1086	4.7259637	276.70403	7.8439591	144.58603

2016Q3	-768.49092	4598.541	0.06228627	65.767716	224.76771	2421.7223	-46.006551	280.38656	11.519404	148.8606
2016Q4	-678.13767	4679.1977	28.614502	67.675499	290.7597	2471.4703	101.58072	283.85928	12.649647	152.90036
2017Q1	364.98338	4758.6167	1.9280893	69.331913	171.00472	2514.8053	-70.327462	287.12747	-0.01868803	156.71868
2017Q2	100.51743	4836.6427	-2.0381322	70.758133	215.52801	2552.3619	-9.2398697	290.25986	-3.3568822	160.33688
2017Q3	-6.2588206	4913.3487	14.35346	71.976542	211.64875	2584.8813	-34.771246	293.28126	-0.55621361	163.77621
2017Q4	-7.6104887	4988.8703	10.891754	73.008247	234.94039	2613.2395	138.14931	296.21068	-1.1058802	167.05588
2018Q1	-59.80953	5063.3393	-6.0933263	73.883327	-454.425	2638.445	-55.685407	299.04541	4.4053074	170.1947
2018Q2	-129.90293	5136.8829	-3.5486716	74.638668	-416.09281	2661.6529	-31.90909	301.86908	2.0391777	173.21082
2018Q3	-50.640515	5209.5907	-11.17735	75.307347	-412.41416	2683.7342	-70.390528	304.73052	0.28485986	176.12514
2018Q4	92.718728	5281.4712	-3.9302268	75.920225	-356.86024	2705.3002	85.311379	307.65862	-6.4998271	178.95983
2019Q1	413.37863	5352.5013	-19.171172	76.501174	-115.68405	2726.7041	-80.058262	310.63826	3.242755	181.73724
2019Q2	59.924508	5422.7156	-7.0716137	77.071614	-89.61621	2748.0762	-21.337665	313.70766	-11.50565	184.47565
2019Q3	-221.89772	5492.4075	-14.330977	77.640978	-48.264524	2769.4745	-44.164982	316.85498	-12.095371	187.19538
2019Q4	-307.06757	5561.9074	6.3057125	78.214284	45.099015	2790.901	84.424936	320.05507	-8.8995461	189.90954

附表 1-7 中国武夷资产管理行业发展指数及其增长率（简单平均法）

时间	总指数	二级指数			
		规模指数	产品指数	经营效益指数	人才资源指数
2013Q1	100.00	100.00	100.00	100.00	100.00
2013Q2	110.82	115.53	114.64	109.02	104.11
2013Q3	121.82	130.51	130.06	118.02	108.71
2013Q4	133.43	146.08	148.13	126.99	112.52
2014Q1	147.99	167.74	171.74	135.91	116.57
	-(47.99%)	(14.83%)	(15.94%)	(35.91%)	(3.59%)
2014Q2	164.14	188.78	199.02	144.72	124.05
	-(48.11%)	(12.54%)	(15.88%)	(32.75%)	(6.42%)
2014Q3	181.48	208.64	228.63	153.38	135.26
	-(48.97%)	(10.52%)	(14.88%)	(29.96%)	(9.03%)
2014Q4	201.28	230.87	263.05	161.84	149.36
	-(50.85%)	(10.66%)	(15.05%)	(27.43%)	(10.43%)
2015Q1	228.59	261.06	310.75	170.00	172.56
	-(54.46%)	(13.08%)	(18.13%)	(25.09%)	(15.53%)
2015Q2	265.08	310.74	366.76	177.80	205.03
	-(61.49%)	(19.03%)	(18.03%)	(22.86%)	(18.82%)
2015Q3	297.12	343.08	406.94	185.17	253.30
	-(63.73%)	(10.41%)	(10.96%)	(20.72%)	(23.54%)
2015Q4	328.31	375.30	437.82	192.05	308.06
	-(63.11%)	(9.39%)	(7.59%)	(18.67%)	(21.62%)
2016Q1	352.93	426.48	468.07	198.41	318.76
	-(54.39%)	(13.64%)	(6.91%)	(16.71%)	(3.47%)
2016Q2	369.29	464.43	508.67	204.26	299.81
	-(39.31%)	(8.90%)	(8.68%)	(14.88%)	-(5.95%)
2016Q3	378.24	495.46	559.07	209.61	248.81
	-(27.30%)	(6.68%)	(9.91%)	(13.20%)	-(17.01%)
2016Q4	390.07	526.61	595.53	214.46	223.67
	-(18.81%)	(6.29%)	(6.52%)	(11.67%)	-(10.10%)
2017Q1	402.52	547.80	610.84	218.85	232.58

## 2020 中国资产管理行业发展报告

	-(14.05%)	(4.02%)	(2.57%)	(10.30%)	(3.98%)
2017Q2	411.14	541.58	646.37	222.81	233.81
	-(11.33%)	-(1.14%)	(5.82%)	(9.08%)	(0.53%)
2017Q3	424.51	548.20	684.00	226.40	239.46
	-(12.23%)	(1.22%)	(5.82%)	(8.01%)	(2.41%)
2017Q4	435.65	554.74	714.91	229.65	243.32
	-(11.69%)	(1.19%)	(4.52%)	(7.08%)	(1.61%)
2018Q1	442.41	557.26	740.07	232.62	239.68
	-(9.91%)	(0.45%)	(3.52%)	(6.29%)	-(1.50%)
2018Q2	444.43	547.52	744.00	235.39	250.83
	-(8.10%)	-(1.75%)	(0.53%)	(5.65%)	(4.65%)
2018Q3	444.81	540.58	746.19	238.02	254.47
	-(4.78%)	-(1.27%)	(0.29%)	(5.14%)	(1.45%)
2018Q4	446.51	537.30	752.87	240.56	255.29
	-(2.49%)	-(0.61%)	(0.90%)	(4.75%)	(0.32%)
2019Q1	443.02	527.49	748.65	243.05	252.87
	-(0.14%)	-(1.83%)	-(0.56%)	(4.48%)	-(0.95%)
2019Q2	443.19	511.46	760.77	245.52	255.01
	-(0.28%)	-(3.04%)	(1.62%)	(4.30%)	(0.85%)
2019Q3	445.22	502.11	773.18	247.99	257.61
	-(0.09%)	-(1.83%)	(1.63%)	(4.19%)	(1.02%)
2019Q4	450.31	503.88	785.69	250.47	261.20
	-(0.85%)	(0.35%)	(1.62%)	(4.12%)	(1.39%)
2020Q1	455.10	498.89	805.87	251.74	263.88
	(2.73%)	-(5.42%)	(7.64%)	(3.58%)	(4.35%)

附表 1-8 中国武夷资产管理行业发展指数及其增长率（专家打分法）

时间	总指数	二级指数			
		规模指数	产品指数	经营效益指数	人才资源指数
2013Q1	100.00	100.00	100.00	100.00	100.00
2013Q2	111.68	115.53	114.64	109.02	104.11
2013Q3	123.52	130.51	130.06	118.02	108.71
2013Q4	136.17	146.08	148.13	126.99	112.52
2014Q1	152.34	167.74	171.74	135.91	116.57
	-(52.34%)	(14.83%)	(15.94%)	(35.91%)	(3.59%)
2014Q2	170.09	188.78	199.02	144.72	124.05
	-(52.31%)	(12.54%)	(15.88%)	(32.75%)	(6.42%)
2014Q3	188.91	208.64	228.63	153.38	135.26
	-(52.94%)	(10.52%)	(14.88%)	(29.96%)	(9.03%)
2014Q4	210.41	230.87	263.05	161.84	149.36
	-(54.53%)	(10.66%)	(15.05%)	(27.43%)	(10.43%)
2015Q1	240.05	261.06	310.75	170.00	172.56
	-(57.58%)	(13.08%)	(18.13%)	(25.09%)	(15.53%)
2015Q2	279.82	310.74	366.76	177.80	205.03
	-(64.51%)	(19.03%)	(18.03%)	(22.86%)	(18.82%)
2015Q3	312.70	343.08	406.94	185.17	253.30
	-(65.53%)	(10.41%)	(10.96%)	(20.72%)	(23.54%)
2015Q4	343.96	375.30	437.82	192.05	308.06
	-(63.47%)	(9.39%)	(7.59%)	(18.67%)	(21.62%)
2016Q1	371.80	426.48	468.07	198.41	318.76
	-(54.88%)	(13.64%)	(6.91%)	(16.71%)	(3.47%)
2016Q2	392.75	464.43	508.67	204.26	299.81
	-(40.36%)	(8.90%)	(8.68%)	(14.88%)	-(5.95%)
2016Q3	408.04	495.46	559.07	209.61	248.81
	-(30.49%)	(6.68%)	(9.91%)	(13.20%)	-(17.01%)
2016Q4	424.27	526.61	595.53	214.46	223.67
	-(23.35%)	(6.29%)	(6.52%)	(11.67%)	-(10.10%)
2017Q1	437.88	547.80	610.84	218.85	232.58

## 2020 中国资产管理行业发展报告

	-(17.77%)	(4.02%)	(2.57%)	(10.30%)	(3.98%)
2017Q2	447.71	541.58	646.37	222.81	233.81
	-(14.00%)	-(1.14%)	(5.82%)	(9.08%)	(0.53%)
2017Q3	462.83	548.20	684.00	226.40	239.46
	-(13.43%)	(1.22%)	(5.82%)	(8.01%)	(2.41%)
2017Q4	475.49	554.74	714.91	229.65	243.32
	-(12.07%)	(1.19%)	(4.52%)	(7.08%)	(1.61%)
2018Q1	483.66	557.26	740.07	232.62	239.68
	-(10.46%)	(0.45%)	(3.52%)	(6.29%)	-(1.50%)
2018Q2	484.70	547.52	744.00	235.39	250.83
	-(8.26%)	-(1.75%)	(0.53%)	(5.65%)	(4.65%)
2018Q3	484.53	540.58	746.19	238.02	254.47
	-(4.69%)	-(1.27%)	(0.29%)	(5.14%)	(1.45%)
2018Q4	486.22	537.30	752.87	240.56	255.29
	-(2.26%)	-(0.61%)	(0.90%)	(4.75%)	(0.32%)
2019Q1	482.03	527.49	748.65	243.05	252.87
	-(0.34%)	-(1.83%)	-(0.56%)	(4.48%)	-(0.95%)
2019Q2	481.77	511.46	760.77	245.52	255.01
	-(0.60%)	-(3.04%)	(1.62%)	(4.30%)	(0.85%)
2019Q3	483.71	502.11	773.18	247.99	257.61
	-(0.17%)	-(1.83%)	(1.63%)	(4.19%)	(1.02%)
2019Q4	489.20	503.88	785.69	250.47	261.20
	-(0.61%)	(0.35%)	(1.62%)	(4.12%)	(1.39%)
2020Q1	494.55	498.89	805.87	251.74	263.88
	(2.60%)	-(5.42%)	(7.64%)	(3.58%)	(4.35%)

## 第2章 银行理财：净值化转型或将提速

### 2.1 2019 年银行理财业务发展情况

#### 2.1.1 银行理财业务发展概述

##### 2.1.1.1 2019 年经济下行压力较大，逆周期调节加码。

近年来，受到资管新规的影响，影子银行活动大幅收缩，企业和居民现金流出现紧张的格局，宏观经济有较大下行压力。特别是 2019 年，决策层对 2018 年各项政策进行纠偏，但受到贸易摩擦的影响，全年经济下行压力仍然较大，逆周期调节不断加码。

第一，各项宏观经济指标震荡下行。2018 年以来，GDP 增速从 7% 的水平快速下降至 6%，主要原因是出口以及固定资产投资同时承压，一方面，伴随着供给侧改革和去杠杆的推进，固定资产投资增速快速下行，工业增加值累计同比增速明显回落；另一方面，2019 年贸易摩擦的影响逐步体现，出口迅速转变为负增长。从工业领域的价格水平看，PPI 经历了 2018 年快速下行之后，在 2019 年转负，出现局部通缩现象。消费成为 2019 年经济增长的引擎之一，社会消费品零售总额增速在 8% 附近低位徘徊。

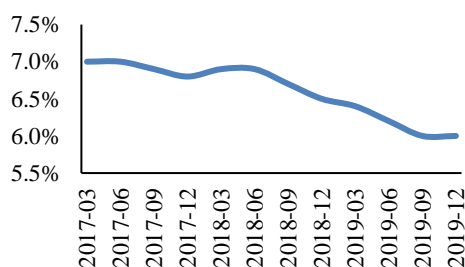


图 2-1 GDP 当季同比增速

资料来源：Wind

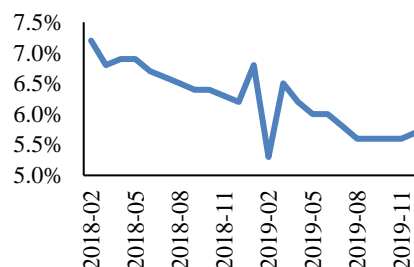


图 2-2 工业增加值累计同比增速

资料来源：Wind

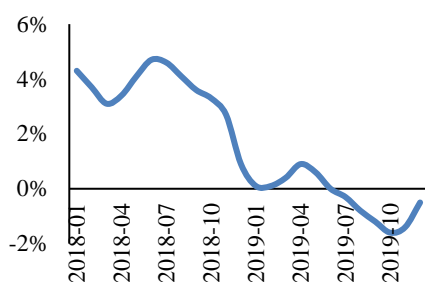


图 2-3 PPI: 全部工业品: 当月同比

资料来源: Wind

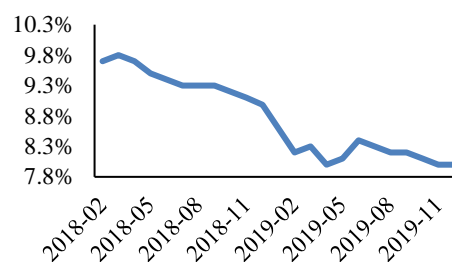


图 2-4 社会消费品零售总额: 累计同比

资料来源: Wind

第二, 企业融资状况略有改善。在经济承压的环境下, 央行通过逆周期调节手段, 引导银行加大对实体经济放贷的力度, 同时通过改革 LPR, 降低企业贷款利率。政策效果略显成效, 企业中长期贷款同比明显多增。

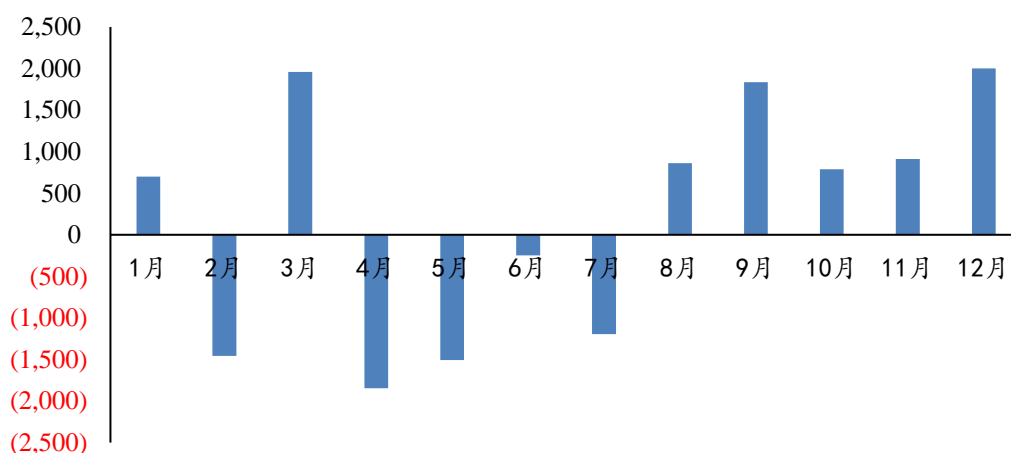


图 2-5 2019 年新增企业中长期贷款同比变化 (亿元)

资料来源: Wind

第三, 信用利差缓慢回落。受到监管层严格监管影子银行活动的影响, 民企信用利差自 2017 年大幅上行, 并在 2018 年加速上升, 众多低评级债券发行失败, 企业融资难矛盾更加突出。2019 年, 监管层对民企、小微展开定向政策支持, 民企信用利差有所回落。

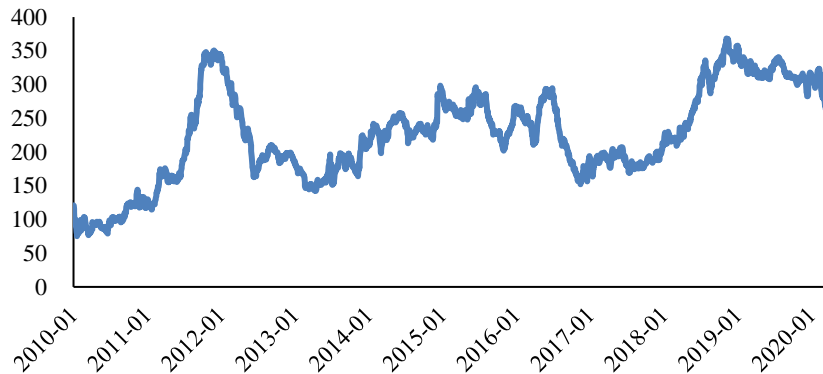


图 2-6 民企信用利差 (bp)

资料来源: Wind

#### 2.1.1.2 2019 年监管政策边际放松

相较于 2018 年对理财业务“一刀切”严监管，2019 年监管机构对银行理财的各项业务有明显放松，整体监管环境也更加温和。

第一，非标投资策略略有松动。在资管新规颁布后的数月里，银行理财产品出现断崖式下跌，受到不确定性的影响，新老产品发行受阻，非标投资也开始萎缩。随后在 2018 年 7 月 21 日，央行出台资管新规补充通知：①不强制要求整改和老产品压降进度；②明确公募资管产品在满足期限匹配等监管条件下可以投资非标；③过渡期内，金融机构可以发行老产品投资新资产，但老产品必须在过渡期内到期完毕；④过渡期内，摊余成本计量的产品种类增加了封闭半年以上的定开产品和现金类产品。

在政策松动的背景下，2019 年非标规模压降边际放缓，并且大多数银行通过非标加大了对实体经济支持力度。

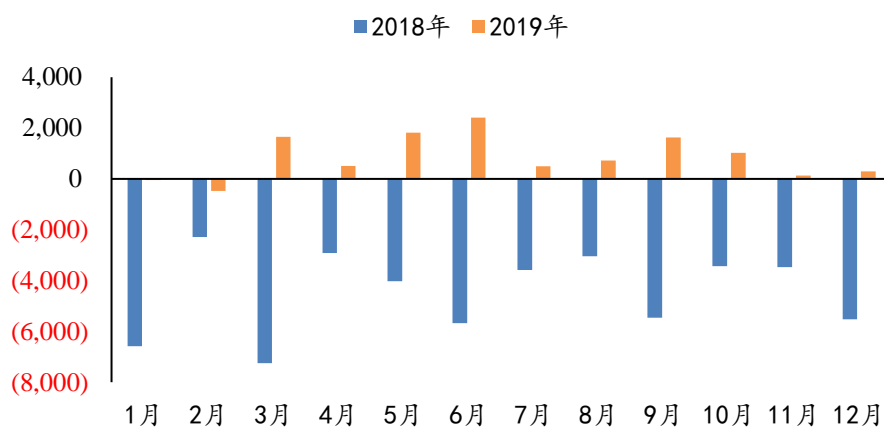


图 2-7 2018 年、2019 年当月新增非标（信托+委托）同比变化（亿元）

资料来源：Wind

第二，补齐制度短板。2018 年，随着《关于规范金融机构资产管理业务的指导意见》、《商业银行理财业务监督管理办法》以及《商业银行理财子公司管理办法》等政策的相继出台，自上而下的行业监管体系已经构建。

2019 年，《规范结构性存款的通知》、《非标资产认定》、《商业银行理财子公司净资本管理办法（试行）（征求意见稿）》、《规范现金管理类理财产品》先后发布，银行理财真正步入实质性转型阶段。

第三，打破同业刚兑。2019 年以来，多家区域性银行出现延迟披露财报以及出现信用风险等情况，引发监管对于中小银行风险的高度关注。一直以来，金融领域刚兑现象的存在无形中给市场积聚了大量风险，资管新规打破了银行理财产品的刚性兑付，而 2019 年 5 月央行宣布接管包商银行，并提出“5000 万元以上的对公存款和同业负债，由接管组和债权人平等协商，依法保障”，正式打破同业刚兑。这有利于金融机构的“优胜劣汰”，进一步遏制高风险的同业负债和影子银行扩张，优化信用定价，引导资金回归服务实体经济的本源。

### 2.1.2 银行理财产品端情况

第一，2019 年非保本理财余额小幅上涨。2017 年以来，银行理财业务进入转型调整期，理财产品余额增长陷入停滞阶段，基本稳定在 22 万亿左右的水平，而进入 2019 年，各家银行在保证“老产品”规模平稳的情况下，加大“新

产品”的发行力度，理财余额有较大幅度的增长。截至 2019 年 11 月末，全国非保本理财余额 24.3 万亿元，较 2018 年末增加 2.26 万亿元，增幅 10.3%。

受季度考核等因素影响，非保本理财产品余额在季度内呈现“前高后低”的变化趋势，往往在季初月上升、季末月下降。

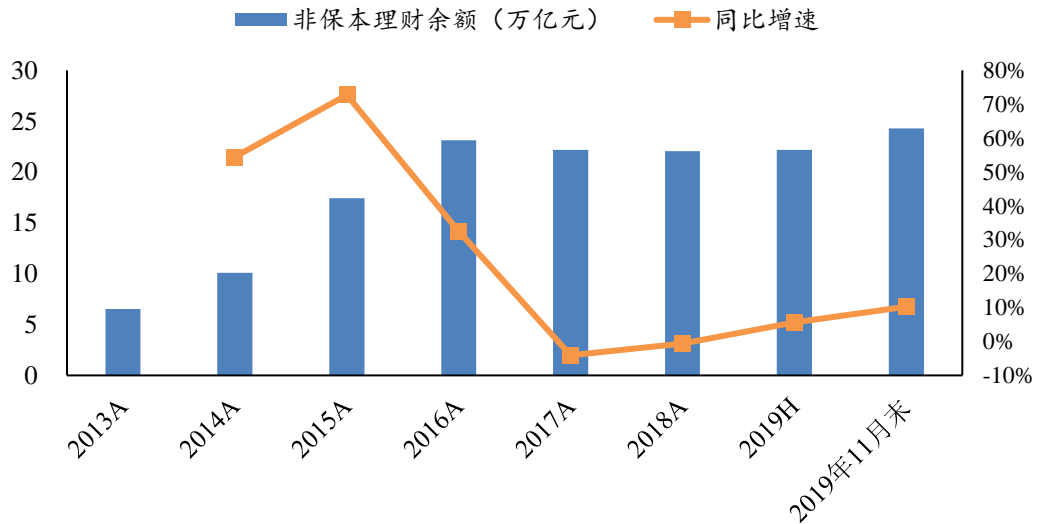


图 2-8 非保本理财余额及增速

资料来源：银保监会、银行业理财登记托管中心

备注：2019 年 11 月末的理财余额增速，基数采用 2018 年末数据

第二，从产品类型来看，以固定收益为主。根据资管新规和“理财新规”要求，理财产品按照投资性质的不同分为固定收益类、权益类、商品及衍生品类和混合类理财产品。

截至 2019 年 6 月末，固定收益类理财产品存续余额为 16.19 万亿元，占全部非保本理财产品存续余额的 72.99%；混合类理财产品存续余额为 5.92 万亿元，占比为 26.68%；权益类理财产品占比为 0.32%，商品及衍生品类理财产品占比较少。

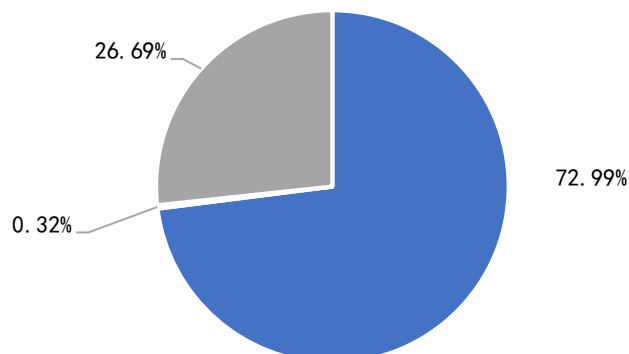


图 2-9 2019 年 6 月末，不同投资性质非保本理财产品余额占比

资料来源：银行业理财登记托管中心

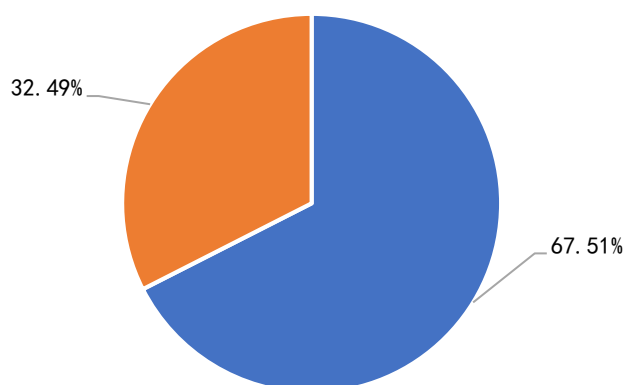


图 2-10 2019 年 6 月末，不同运作模式非保本理财产品存续余额占比

资料来源：银行业理财登记托管中

第三，从运作模式来看，开放式产品占比较高。截至 2019 年 6 月末，开放式非保本理财产品存续余额为 14.97 万亿元，占全部非保本理财产品存续余额的 67.51%；存续余额同比增长 2.63 万亿元，增幅为 21.34%。封闭式非保本理财产品存续余额为 7.21 万亿元，占全部非保本理财产品存续余额的 32.49%。

第四，净值型转型持续推进，产品余额占比不断提升。“资管新规”和“理财新规”发布后，银行理财净值化转型有序推进，净值型产品存续余额及占比

持续增长。

截至 2019 年 6 月末，净值型非保本理财产品存续余额 7.89 万亿元，同比增长 4.30 万亿元，增幅达 118.33%；净值型产品占全部非保本理财产品存续余额的 35.56%，其中，开放式净值型产品占全部净值型产品比例为 82.84%。

从上市银行数据来看，截至 2019 年末，大部分中小银行净值型产品余额占比已经超过 50%，转型进度快于行业平均水平；但部分国有大行以及理财规模较大的股份行净值型产品余额占比仍偏低。

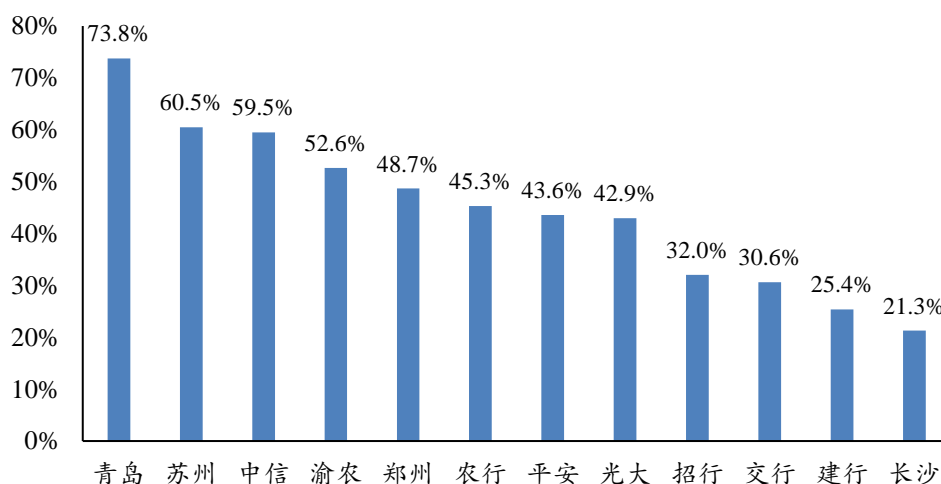


图 2-11 2019 年末，部分上市银行净值型产品余额占其非保本理财余额比例

资料来源：银行业理财登记托管中心

第五，从产品发行情况来看，封闭式理财产品平均期限增加。根据理财报告披露的数据，2019 年上半年，新发行封闭式非保本理财产品加权平均期限为 185 天，同比增加约 47 天。新发行 3 个月（含）以下封闭式产品累计募集资金 1.38 万亿元，同比减少 2.23 万亿元，降幅为 61.71%；占全部新发行封闭式非保本理财产品募集资金的 17.95%，占比同比下降 16.62 个百分点。

### 2.1.3 银行理财资产端情况

从理财产品资产端配置来看，主要以固定收益类标准化资产为主。根据理财报告披露的数据，截至 2019 年 6 月末，非保本理财共持有资产余额 25.12 万亿元。其中，存款、债券及货币市场工具的余额占非保本理财产品投资余额的 66.87%。债券是理财产品重点配路的资产之一，在非保本理财资金投资各类资产中占比最高，达到 55.93%。

非保本理财持有的债券资产中，国债、地方政府债券、中央银行票据、政府机构债券和政策性金融债券占非保本理财投资资产余额的 7.84%；商业性金融债券、同业存单、企业债券、公司债券、企业债务融资工具、资产支持证券和外国债券占非保本理财投资资产余额的 48.09%。

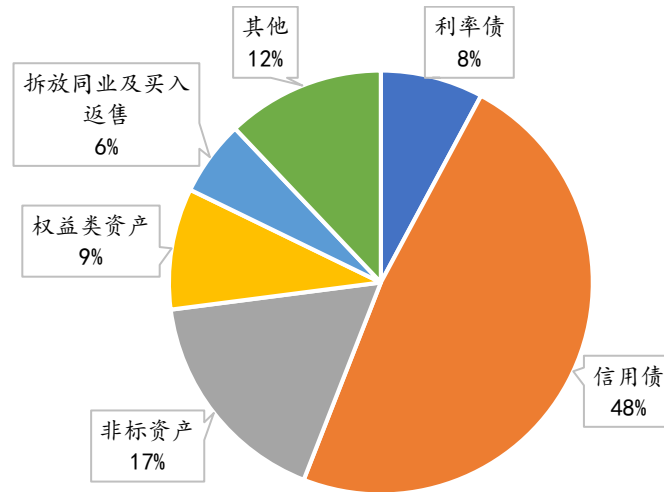


图 2-12 2019 年 6 月末，非保本理财资产配置情况

资料来源：银行业理财登记托管中心

不同类型银行理财资金资产配置情况有较大差异。中小行在标准化资产（譬如债券、现金、存款）投资占比更高，而较少涉足非标资产领域。2019 年末，股份行中招商银行非标资产占比仅为 8.71%，远低于行业平均水平，债券类资产占比为 67.95%；城商行中青岛银行固定收益类资产占比高达 85.44%，非标资产占比仅为 8.84%，同样低于行业平均水平。

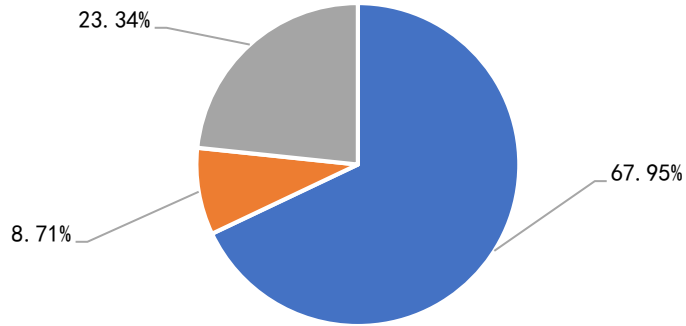


图 2-13 招商银行 2019 年理财资金配置情况

资料来源：公司公告

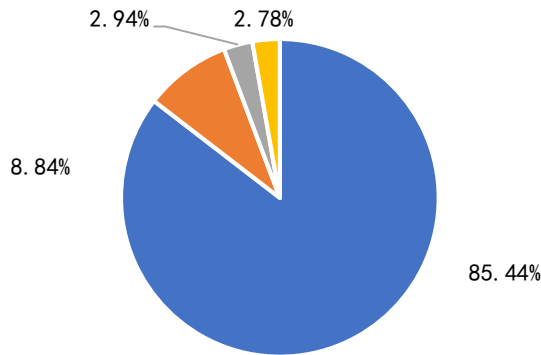


图 2-14 2019 年末，青岛银行理财资金配置情况

资料来源：公司公告

而根据我们草根调研，国有行大行理财资金在非标资产配置比例均较高，以建行为例，2019 年末理财资金投资的非标资产占比高达 33.62%，远高于行业平均水平。大行与股份行理财资金配置的巨大差异，主要有以下因素：

第一，大行承担过多经济托底的责任。众多基建项目、地方政府、房地产均依赖非标融资，而 2018 年资管新规发布以来，几乎使这些领域融资渠道全部被阻断，2018 年 7 月央行对资管新规进行边际放松，在政策的指导下，大行自然承担了更多为实体经济提供资金的任务，这在某种程度上也是监管层“默许”的。

第二，与之相反的是，股份行、城商行业务运作更市场化，并且各地银保监局对理财业务基本采取较为严格的监管方式，非标资产基本都要求压降或者不新增，并且计划设立理财子公司的银行必须向监管层提交存量理财整改计划，因此各股份行、城商行基本是按照 2020 年底完成存量理财整改要求开展业务的，所以非标资产占比下降较快。

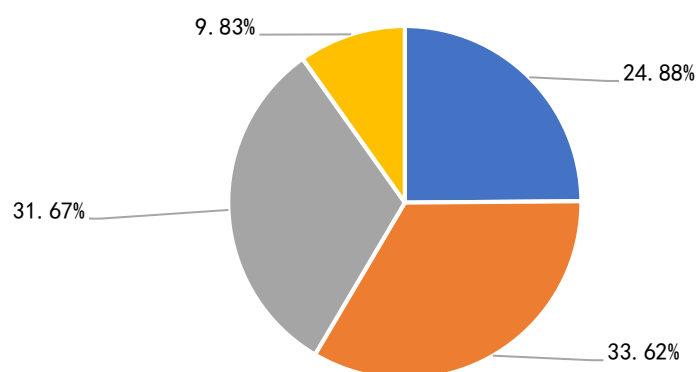


图 2-15 2019 年末，建设银行理财资金资产配置情况

资料来源：公司公告

#### 2.1.4 银行理财负债端情况

第一，理财产品收益率不断下行。2018 年下半年以来，封闭式非保本理财产品加权平均兑付客户收益率出现明显下行趋势，目前在 4% 左右，较 2018 年高点下降约 100bp。银行理财收益率下行主要受到以下因素影响：

在资管新规要求下，银行所有理财产品所有的非标资产余额不超所有理财产品净资产的 35%，且理财产品的到期日或最近开放日都不能早于资产到期。非标准债券资产平均期限在 2-3 年，期限匹配条件下短期银行理财无法投向非标资产，短期理财产品收益率下降在所难免。

降低实体融资成本的要求和货币政策的趋势放松引导市场利率下行，使得理财产品投资高息资产的难度提高，理财利率下行。

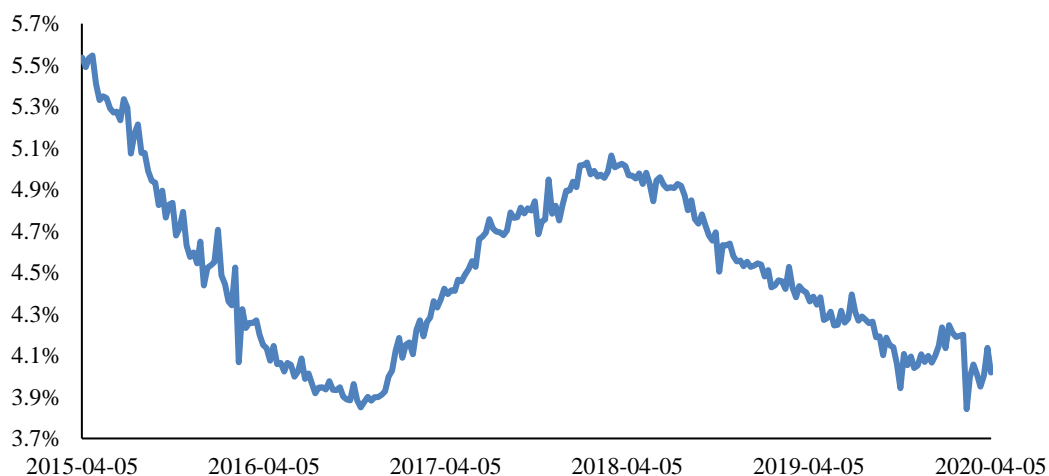


图 2-16 理财产品预期收益率（全市场，1 年期）

资料来源：Wind

第二，银行理财销售以母行分支行渠道为主。我们向多家银行调研了解到，银行在内部设置资管部的情况下，主要是借助零售条线的资源，通过自身分支行销售理财产品，部分银行会借助其他银行或非银机构的 APP 及网点，但这部分代销的规模始终比较少，资管新规之后，理财的销售渠道也发生了一些微妙的变化：

理财业务管理办法出台之前，商业银行只能通过本行渠道（含营业网点和电子渠道）销售理财产品，或者通过其他吸收公众存款的银行业金融机构代理销售理财产品；

在银行未来设立理财子公司之后，理财产品的销售渠道将扩展至银保监会认可的其他机构，可能包括券商、第三方专业销售机构等。

第三，与银行理财产品形成对比的是，从基金销售的保有量来看，公募基金仍以直销为主，代销为辅。根据基金业协会公布的数据显示，截至 2018 年末，基金公司开放式基金销售直销渠道保有量占比最高，为 68.7%，较 2013 年提高了 41 个百分点；其次是银行渠道，占比 22.8%；券商渠道占比 4.3%；第三方专业销售机构保有量占比仅为 3.4%。

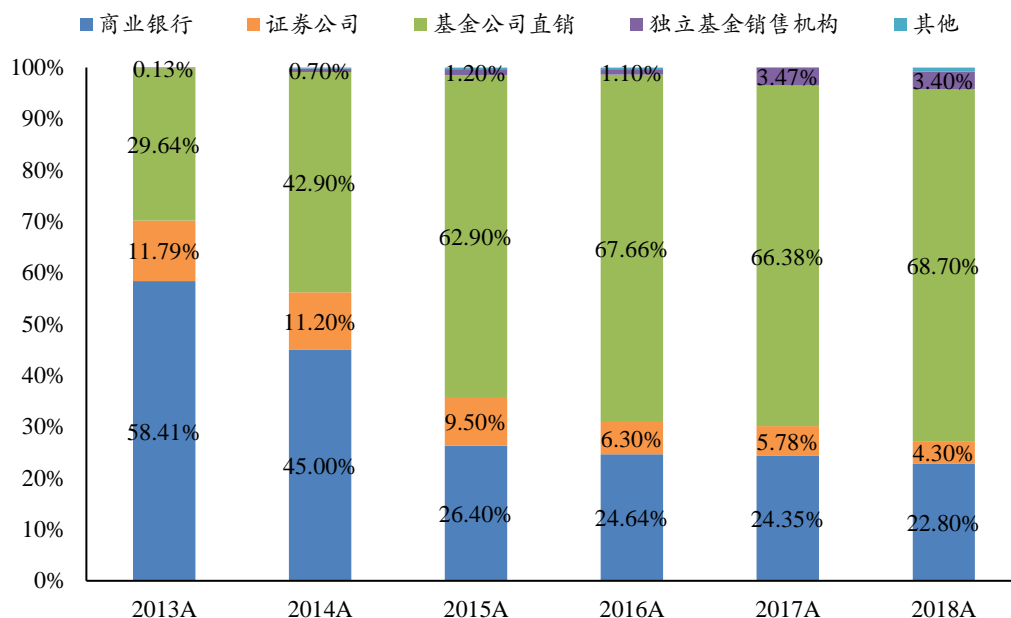


图 2-17 基金销售保有量占比

资料来源：证券投资基金业协会

第四，总体来看，基金公司的渠道建设在所有资管产品中是比较完善的。一方面，通过在主要城市设立分公司，建立线下联系网络；另一方面，智能手机的普及其实也给予了基金公司自有渠道建设较大的帮助，从互联网金融的人才投入、自有 APP 更新迭代等，在和其他资管公司竞争中已经有一定优势。

反观银行理财，其快速发展更应该归功于母行的信用背书以及分支行网点，在理财产品仍在总行资管部门运作的背景下，其主要的竞争对手可能更多是行内的金融市场部、同业部等，行外竞争压力较小；而一旦成立子公司独立之后，摆在眼前的难题就是自建渠道，以往的分行和支行部门现在成为需要去“尽力争取”的合作伙伴，其短期之内面临的压力可能会比较大。

第五，未来理财产品销售能力与产品设计能力一样关键。银行资管较少设置直接营销部门，产品营销归属于公司部、个人部或者私行部，理财业务负债端和资产端分离，较难权衡多方利益关系。下一阶段，银行理财销售渠道将面临转型：

一方面是实现理财产品销售渠道多元化，仅通过母行销售使得部分投资

者潜意识认为理财产品有银行信誉兜底，不利于理财产品打破刚兑；另一方面，提升营销人员的专业素质，不能采用“仅比较产品期限和收益率”的简单营销模式，未来复杂的产品体系迫使产品营销必须考虑多维度因素。

通过客户分层，战略性地加强目标投资者的管理，例如率先切入在资金稳定性和风险识别能力上更优的私人银行客户。精细化销售有利于推进客户结构调整升级，打造符合新规要求的核心客户群。

打造全覆盖化销售体系。银行理财产品销售过去主要依托本行的零售、私行和对公等自有渠道，以服务存量客户为主，兼顾增量客户。理财新规明确了银行理财产品可以通过其他商业银行、农村合作银行、村镇银行、农村信用合作社等吸收公众存款的银行业金融机构代理销售。

理财子公司设立后，如果比照公募基金做法，允许通过非银金融机构和网络平台代销，银行理财业务规模增长空间将进一步打开。一方面加大零售、对公等传统渠道的理财产品销售力度，另一方面积极拓展行外代销渠道，构建面向机构客户的直销团队，同时大力发展电子银行、手机银行、手机 APP 等线上渠道，形成覆盖行内行外、线上线下的产品销售渠道网络，有效提升银行理财的市场影响力和占有率。

## 2.2 2020 年银行理财业务发展展望

### 2.2.1 银行理财规模有望小幅增长

第一，银行理财是居民重要的投资品，但占比仍偏低。根据《2018 年中国城市家庭财富健康报告》，我国家庭各类金融资产配置并不均衡，家庭财富配置比例最高的为银行存款，占比为 42.9%，其次为保险，占比 17%；理财产品，占比为 13.4%；而家庭在风险类资产上配置较少，股票占比为 8.1%，基金占比为 3.2%，债券占比仅为 0.7%。

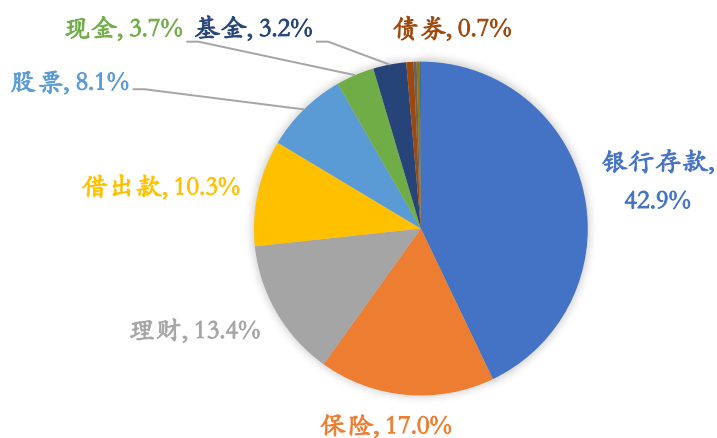


图 2-18 中国居民财富配置比例

资料来源：《2018 年中国城市家庭财富健康报告》

第二，对标国外资管公司管理的规模，国内非保本理财余额仍有十倍左右增长空间。以国外主流的银行系资管公司为例，2018 年末，表内资产与表外资管规模比例平均为 1:1，基本上持平，部分银行表外资管规模远超过表内资产。我们以国外成熟资管行业作为对标，未来理财子公司成立之后，规模至少有十倍左右的增长空间。

若以单个银行为例，大银行发展空间更大，我们选取目前已经披露年报的上市银行，若表内外资产比例达到 1:1，则国有大行增长空间更大，并且以理财子公司开业的速度看，大行有明显的先发优势，能迅速抢占市场份额。

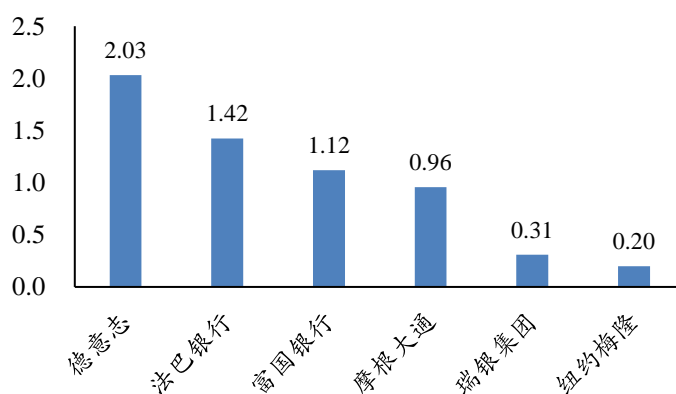


图 2-19 2018 年末，国外银行表内资产与表外资管规模比例

资料来源：公司公告

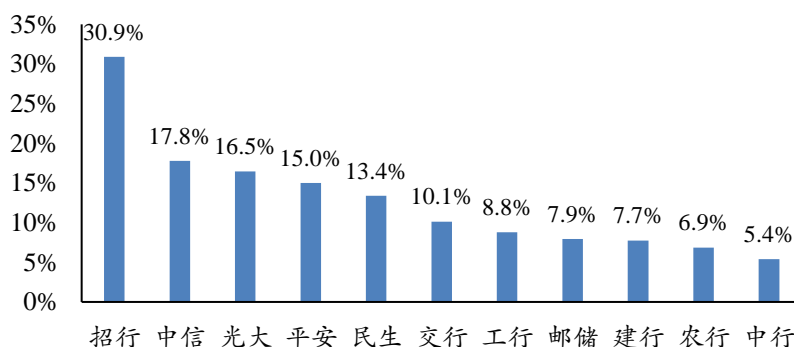


图 2-20 2019 年末，部分上市银行表外理财余额占表内总资产比例

资料来源：公司公告

第三，若展望 2020 年银行理财规模，我们预计整体增速在 10% 左右。通过草根调研了解到，2020 年银行理财仍会实现小幅增长，主要有以下原因：

一是大部分银行理财子公司在今年将会陆续营业，加上 2019 年已经营业的理财子公司，总数将会达到二十多家，理财子公司成立之后再新产品发行方面将会加快速度；新增产品余额将主要以净值型为主，包括四类：现金管理类、债权类、权益类、项目投资类。

二是存量理财产品整改目前并未有严格的限制，各家银行只需要确保余额不超过 2018 年 4 月 27 日。2020 年 7 月底，监管层正式发布资管新规过渡期延长一年的安排，存量老产品整改时间拉长，缓解短期规模大幅压降压力。

截至 2019 年末，银行非保本理财规模 23.4 万亿元，对于 2020 年各类型产品的预测，我们结合银行理财业务规划草根调研，作出如下假设：①预期收益率型产品进一步压降，理财余额主要依靠净值型产品增长；②开放式产品的发行力度较封闭式产品发行力度更大。

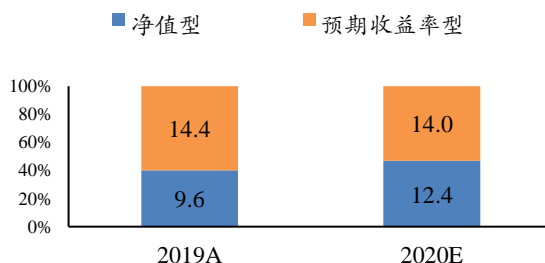


图 2-21 2020 年银行理财规模预测（分产品类型，万亿元）

资料来源：Wind

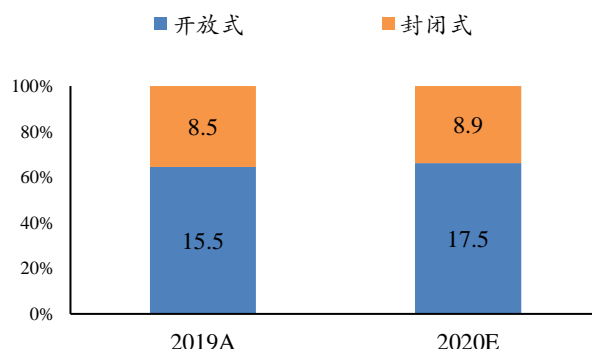


图 2-22 2020 年银行理财规模预测（分产品类型，万亿元）

资料来源：Wind

### 2.2.2 不同银行对于理财业务的发展规划（结合产品端和资产端）

银行理财子公司成立之后，资管业务在银行体系中的重要性将大幅提升，从以往的产品部门转变为利润中心，对比目前已经或者计划成立理财子公司的银行，对理财业务未来的定位略有差异：

第一，关于未来母行资管部的定位。国有大行未来可能在成立资管子公司的同时，总行层面仍保留资管部，以协理财子公司与各部门之间的沟通合作，形成双轨运营模式，理财子公司负责理财经营，资管部门负责整体管理，并且这种模式也得到了监管部门的认可。

“双轨运营模式”一方面是由于业务考虑，资管新规过渡期内，新老产品存续问题还需总行资管部负责，在渠道端也需要保持和母行的协调。另一方面是由于人事考虑，如若撤销总行资管部门，那么原部门人员的去向将成为问题。

第二，产品布局以固收类为主。考虑到客户的风险偏好，未来银行大部分理财产品会以固定收益类为主；权益类产品会通过公募基金、委外的方式进行投资。但以兴业、招行为代表的股份行在资管转型方面做得更早，人员和组织架构调整更到位，会在权益类产品方面发力。因此，权益型理财产品或将成为银行理财未来的胜负手之一。

此外，平安银行借助平安集团的优势，产品将向另类投资、基建、非标倾斜。

第三，关于资管业务的定位。在银行集团的重要性会大幅提升。以建行

为例，建行将理财子公司落户深圳，有呼应中央粤港澳大湾区战略的考虑。事实上，《粤港澳大湾区发展规划纲要》刚一出台，建行就已经在总行层面召开会议作出部署，圈定服务大湾区建设十大重点领域，包括制造业绿色改造升级、战略新兴产业支持、住房租赁业务、区内大资管业务等。落户深圳的建信理财，就是建行践行大湾区大资管业务的重要载体。

建信理财在主观差异化打法上，自主开发“大资管家”系统，在符合监管相关法规的前提下，允许各类市场化资管主体带着策略接入，利用各方“大脑”共建平台，打造大资管生态圈。

可以预见的是，未来理财业务将成为银行中间业务收入的主要驱动力。

表 2-1 各家银行理财子公司未来发展规划

银行	拟注册地	竞争特色
建设银行	深圳	发布建信理财粤港澳大湾区资本市场指数，并在此基础上，发布指数灵活配置、科技创新类、固收类、固收增强类等系列覆盖权益、固收资产的产品。
工商银行	北京	1) 率先取得衍生品交易和外汇业务资格； 2) 开业仪式新推出的产品，一是投资期限较传统产品有所拉长，二是权益类产品以科创企业股权投资为标的。
中国银行	北京	1) 子公司新产品中类货基产品占比超过 60%； 2) 未来策略是：在保持现金管理类产品发展的同时，在非上市股权、权益类产品、养老产品等方面发力，努力让产品结构更平衡；开业仪式上，新推出“全球配置”外币系列、“稳富——福禄寿喜”养老系列、“智富”权益系列、“鼎富”股权投资系列以及指数系列产品。
交通银行	上海	1) 当前管理 AUM1 万亿左右，目标在 5 年内达到 2 万亿； 2) 子公司新产品目前集中在现金管理类和固定收益类，这两类产品在未来产品中也会占到 90%； 3) 权益类产品目前占比大约在 3%，未来 2-3 年内会提升到 5%，长期目标是提升至 10%； 4) 国际化、综合化是交行的特点。

农业银行	深圳	推出“4+2”产品体系，即“现金管理+固收+混合+权益”四大常规系列产品，惠农产品和绿色金融（ESG）两个特色系列产品。 惠农产品是面向三农客户的专属产品，绿色金融重点投资绿色债券、绿色资产支持证券以及在ESD方面表现良好的企业债权。
招商银行	深圳	1) 推出全球夜光指数，产品定位以“固收+”为核心，重点布局中低波动、绝对收益； 2) 有别于同业按投资策略或资产投向发布新品，招银理财按基础、养老金、金葵花及金卡、有投资经验的、私人银行和公司六大客群划分新品类别； 3) 以零售为主体，未来AUM的80%以上要由零售客户贡献； 4) 招银理财7席董事会中，除董事长刘辉（兼任招商基金董事长）、总裁汪涛外，其余五人均为总行一级部门负责人；
光大银行	青岛	1) 选址避开北上深，未来青岛或将设立中国财富管理金融综合改革试验区； 2) 延续原有的“七彩阳光”系列净值型产品体系，同时结合地域特色新发三款产品：青岛上合示范区主题系列产品、阳光金颐享养老主题产品、ESG社会责任主题产品。
兴业银行		主要方向是“固定收益+”及权益类产品。
平安银行		1) 集团层面，理财子公司设立为一级公司，与平安银行平级； 2) 产品以基建、FOF/MOM、非标、固收、ETF和其他六大类为主，做深另类资产投资。

资料来源：公司公告

### 2.2.3 疫情对资管业务的影响

疫情对理财业务的资产与负债两端均有一定影响。资产端方面：（1）由于疫情控制的需求，一季度部分地区封城，使得银行非标投资投放难；（2）

为对冲疫情对经济的冲击，央行货币政策宽松，使得债券等资产收益率明显下降，导致投资难度上升；（3）疫情影响企业经营，可能导致理财投资的企业债券及非标资产违约风险上升；（4）疫情冲击经济，使得股市波动加大，影响配置股票资产等理财产品净值表现。负债端：（1）疫情期间，线下展业困难较大，理财产品线下销售难；（2）疫情影响部分居民收入水平，可能影响银行理财的销售。

### 2.2.3.1 资产端：疫情加大了投资难度以及提升了信用风险

第一，由于疫情控制的需要，一季度部分地区封城，使得银行线下展业困难，非标投资尽调等难以进行，导致银行非标投资难。不过，3月以来，随着国内疫情逐步得到控制，该问题得到明显缓解。

第二，为对冲疫情对经济的冲击，央行货币政策阶段性大幅宽松，使得债券等资产收益率明显下降，导致投资难度上升。2020年上半年，包括国开债、企业债、银行二级资本债等在内的主要类型债券收益率大幅下降。由于银行理财负债成本下行缓慢，且目前阶段仍多以摊余成本法计价，使得银行理财投资债券面临明显收益倒挂风险。

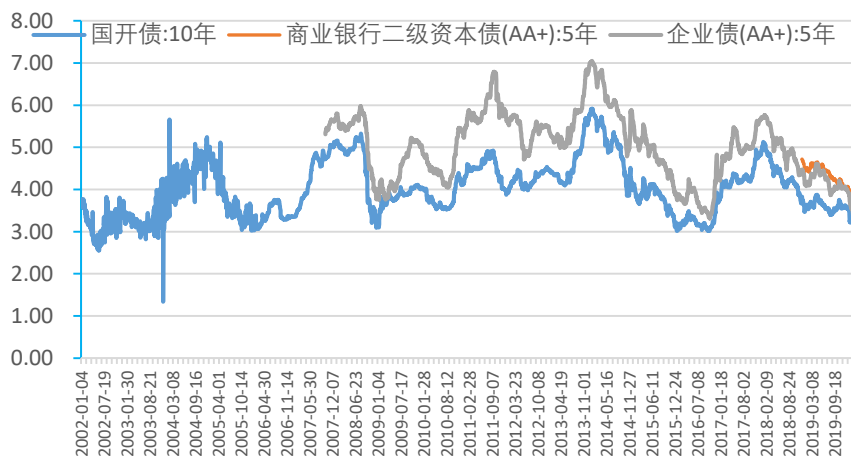


图 2-23 受疫情等影响，2020 年上半年主要类型债券利率明显下降 (%)

资料来源：Wind

第三，疫情影响企业经营，可能导致理财投资的企业债券及非标资产违约风险上升。疫情会对部分行业造成较大冲击，包括餐饮住宿、交通运输、旅游、教育培训行业等，甚至导致很多企业停工，2020 年一季度 GDP 增速

大幅降至-6.8%。由于疫情显著影响部分企业经营，可能导致理财投资的企业债券及非标资产违约风险上升，影响银行理财收益。

第四，疫情冲击经济，使得股市波动加大，影响配置股票资产等的理财产品净值表现。虽然理财子公司理财产品以固收类为主，但也有不少混合类理财产品或少数权益类产品，这些产品配置了一定的股票或股票公募基金等权益类资产。由于疫情引发市场对经济的担忧，2020年春节开市后，国内股市出现较大幅度的调整，使得配置股票的银行理财产品面临净值回撤的风险，影响了客户体验。

#### 2.2.3.2 负债端：疫情加速理财销售产品的线上化，加快金融科技的应用

疫情期间，线下展业困难较大，传统依靠网点理财客户经理销售理财产品模式面临考验，线下销售难。由于疫情冲击线下渠道，反而使得手机银行等线上渠道销售理财产品愈发受到银行重视，推动科技应用。

疫情影响部分居民收入水平，可能影响银行理财的销售。由于疫情沉重打击了旅游业、餐饮住宿、线下娱乐业等行业，可能使得这些行业从业人员收入下降，甚至失业，影响这些行业从业人员的理财产品购买能力。

## 2.3 银行理财的机遇与挑战

### 2.3.1 稳妥且有序地坚定推进银行理财转型

“宽严相济”将是2020年银行理财监管的主旋律。关于资管新规是否延期此前市场有诸多讨论，银保监会也曾吹风，在根据实际情况，研究是否对相关政策进行小幅适度调整。终于，2020年7月31日央行发布的《优化资管新规过渡期安排 引导资管业务平稳转型》公告称，将原本在今年年底结束的资管新规过渡期延长至2021年底。

银行理财净值化转型缓慢推进。资管新规确立了破刚兑、限非标、禁嵌套等原则，意在让资管行业回归“受人之托，代客理财”之本质，也是金融防风险的重要一环。曾几何时，实质上刚性兑付的理财规模飞速增长，其隐含的风险威胁到银行体系的稳健经营。因而，打破银行理财的刚性兑付变得尤为迫切。

2018年4月，资管新规落地以来，银行理财净值化转型缓慢推进。依据

银行理财年报，截至 2019 年 12 月末，非保本理财中净值型产品规模占比 43.3%。由于“假净值”产品的存在，我们预计符合资管新规要求的净值型产品规模会更低些。



图 2-24 截至 2019 年末，银行理财净值型产品规模占比 43.3%

资料来源：《2019 年银行业理财市场报告》

考虑到疫情的影响以及银行理财转型的实际情况，资管新规过渡期延长一年合情合理。但需要避免存量老产品拖而不改，使得 2021 年底不得不再次延长过渡期。因而，我们认为，有必要按比例按季度考核银行老产品压降整改工作，比如要求每季度老产品规模压降 20%，稳妥推进银行理财彻底净值化转型。既要避免因老产品整改而引发风险，也要避免老产品不整改。

### 2.3.2 完善理财子公司层面监管规则

公募基金作为国内大资管行业中监管最为严格和规范的子行业，已有二十余年历史，建立了一套完善的监管体系。可以说，公募基金在净值资管产品走在行业牵头，证明了国内的净值化资管产品亦大有可为。

作为银行理财转型的重要承载者，理财子公司的监管格外重要。既要避免走刚性兑付的老路，又要鼓励理财子公司的发展。而随着理财子公司陆续开业，理财子公司层面的监管规则体系愈发需要完善。比如，理财子公司投资股票、债券等的细则以及如何计价估值等需要尽快落地。

又比如，2019 年 12 月，监管发布了《关于规范现金管理类理财产品管

理有关事项的通知（征求意见稿）》，意在规范现金管理类理财产品的投资运作。但时至 2020 年 8 月底，该文件尚未落地。



图 2-25 公募基金规模已经突破 17 万亿元，近 3 年非货币类基金规模增长明显（亿元）  
资料来源：Wind

### 2.3.3 银行理财的补短板

理财从资管部过渡至子公司要理顺制度。理财业务的正常运行需要银行多个部门的协助，其中零售银行部负责理财的负债端，对接分支行解决产品的销售；资管部负责产品设计、标准化资产的投资、理财资金池管理；投资银行部负责投资端的非标资产；金融同业部负责同业理财业务。

现在大部分银行已经成立或计划成立理财子公司，所有这些业务均会汇集到子公司，像转型较早的招行已经开始搭建类似基金公司的组织架构了，但仍然和基金公司有差距，体现在以下方面：

第一，产品层次需要更加丰富。资管新规之前，银行理财的并没有非常严格的划分标准，通常按照客户类别进行区分；资管新规之后，将严格区分公募与私募产品；并按照投资资产的类别进一步分为固定收益类、权益类、商品及金融衍生品类、混合类。

对银行理财形成对比的是，基金公司产品形式更加多元化，其中公募产品包括开放式与封闭式，而开放式产品又可以细分为货币型基金、债券型基

金、混合型基金、股票型基金、QDII 基金。专户产品又可以分为一对一、养老金、一对多。

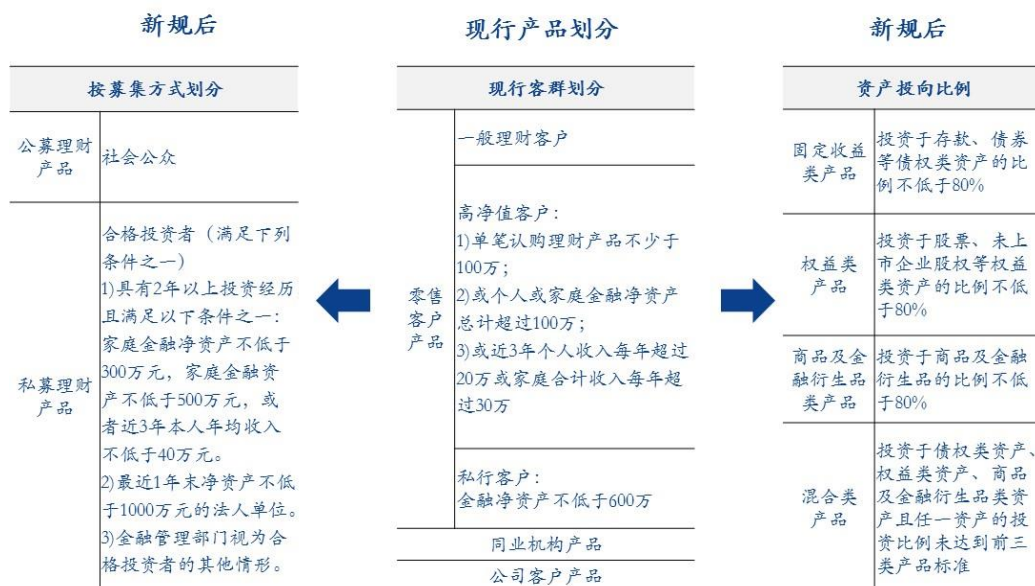


图 2-26 资管新规之后银行理财产品转型方向

资料来源：中国人民银行

第二，人员团队的建设。以招行为例，截至 2017 年末，资管部员工 189 人，管理表外理财规模高达 2.18 万亿，除去非标、委外的规模，主动管理规模仍然较大；目前易方达基金作为国内排名前列的公司，截至 2019 年末，管理总资产规模 1.4 万亿元，员工数量 895 人。作为对比，未来理财子公司作为独立法人，亟需补充专业人员。

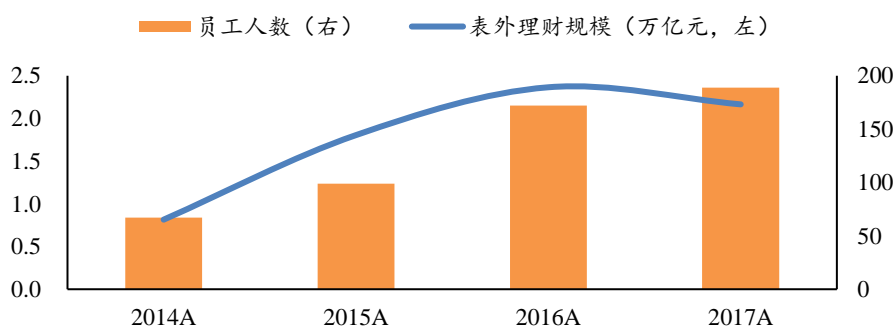


图 2-27 招行资管部员工人数与表外理财规模

资料来源：招银资管公众号

第三，机构制度的完善。基金公司竞争更加激烈，根据业绩和基金净值排名决定员工的薪酬水平，部分公司还有末位淘汰制；银行资管部的激励是依托于母行，未来成立子公司之后，考虑到银保监会要求商业银行必须作为理财子公司的控股股东，商业银行对理财子公司得持股 50% 以上或对股东大会的决议产生重大影响，理财子公司可能难以避免会受到母行信贷思维模式的影响，或许在制度建设上更需要向基金公司学习。

#### 2.3.4 顺应趋势，与资管同业的合作与竞争

新形势下，理财子公司与公募基金管理公司、券商资管等呈现竞合关系，并非简单的竞争对手关系。

委外将成为理财与基金公司、券商资管等同业合作的利器。2017 年、2018 年，金融监管趋严叠加债券市场频繁爆发违约事件，银行大幅度赎回委外规模；2019 年，随着监管环境缓和，银行理财委外略有增加，但仍未恢复往日水平，但展望未来，银行理财仍必须借助公募基金或者基金专户来开展部分固收、权益类的投资，具体来看：

关于股票委外业务模式。资管新规以及公募基金流动性新规管理办法均对银行委外业务产生了一定的影响，我们梳理了未来理财资金委外给基金公司管理的一些模式：

关于合作资格。一方面，银行理财的合作机构（包含委外、投顾）应为持牌金融机构或国务院银行业监督管理机构认可的其他机构，非上述机构下的私募基金暂被排除在合作范围之外，或将通过银行子公司入围。另一方面，根据证监会《证券期货经营机构私募资产管理业务管理办法》，旗下金融机构资产管理穿透识别较银保监会略松，即仅在资金来源为私募产品时向上穿透最终投资者。因此，银行理财仍可通过券商定向或基金专户进行委外投资。

关于理财委外投资资产范围。一方面，资管新规前后，理财资金均是可投资债券等固定收益类产品（包括 ABN），资管新规之后，仍沿用之前的规定；另一方面，资管新规之前，仅私募理财可投资股票，资管新规之后，公募理财可通过公募基金间接投资股市，未来成立子公司之后可以直接投资。所以未来银行理财委外给公募基金，包括固定收益类以及二级市场股票等。

### 2.3.5 推动产品创新，满足群众理财需求

#### 2.3.5.1 关于 2020 年银行理财创新方向

资产。银行理财子公司相较于公募基金最大的优势之一在于能投非标资产，这一块收益率相对较高，在母行资管部模式下，理财投资非标的上限受到“总资产 4%”和“理财规模 35%”的限制；在理财子公司模式下，部分银行非标投资上限将明显放开，根据上市银行 2019 年中报的数据，经测算非标投资规模上限将增加 1.48 万亿元。

根据理财年报披露的 2019 年 6 月末资产投向结构来看，非标资产占比 17.02%，规模为 4.28 万亿元；此外，从银保监会官网披露的数据来看，2018 年 6 月末，非标资产占比在 15% 左右，规模约为 3.1 万亿元。虽然资管新规对理财资金投资非标做出了期限匹配的约束。但 2018 年至今，银行表外理财投资的非标绝对规模没有下降，反而是增加的。我们认为一方面，银行在尝试发行新理财去对接非标；另一方面，可能银行也在压降非标投资的久期。

而理财子公司成立之后，从我们微观调研情况来看，部分银行对于非标投资会有一些动作：①按照新规做非标需要期限匹配，还有在一些私募理财产品里面，可以更多配置一些。这对银行的资产组织能力、主动投资管理能力是一个很大的考验。②预计理财子公司落地后，头部化效应还是会有，而且对于高净值客户占比更高的银行，私募理财销售将会更顺利。总的来说，对接非标的理财产品，一方面取决于客群、客户，这是银行经营最重要的；另一方面取决于产品的供应，只要这两方面渠道匹配起来，理财子公司未来的盈利空间将会更大。

产品。银行理财子公司可能会在以下方面发力：

第一，类现金管理类产品。2019 年 12 月 27 日，银保监会联合央行发布规范现金管理类理财产品的征求意见稿，将现金类理财产品与货币基金完全放在同一框架下进行严监管，部分不合规产品面临整改。但考虑到居民流动性管理的需求，该类型产品仍将是未来的重点方向。

第二，定开产品，主要配债和非标，此类产品针对高净值客户。部分银行已经开始试水发行一年期、三年期、五年期定开产品，主要用于对接重大项目类融资需求，从我们草根调研了解到，客户也有购买需求，只是目前尚

处于客户培育期，发行规模偏小，一般单只产品发行规模在 5000 万元、1 亿元左右。

随着市场利率下行，高收益产品将越来越少，而这部分对接非标的定开型产品收益率将吸引部分高净值客户，或将成为银行重点发力方向。

第三，可通过 FOF/MOM 做一些权益类产品。主动管理是公募基金的核心竞争力，基金公司在股票投资方面积累了 20 多年的经验，可谓形成了一定的壁垒。券商研究所在转型对外做卖方服务之后，建立了齐全的宏观策略、金工固收以及行业研究体系，为公募基金源源不断输送最新的研究心得。卖方的新财富排名以及买方的基金净值排名，迫使研究员和基金经理去挖掘潜在的投资机会，整个行业已经形成了充分的市场化竞争。

而银行理财的股票投资能力还相对较弱。因为目前银行发展理财是表内业务的延续，更多还是信贷思维或者固定收益的思维，资金安全是第一位；银行资管部或理财子公司人员储备不足以支撑其开展行业研究。

因此，未来理财子公司可通过设立 FOF、MOM 产品，通过挑选优质公募基金或者管理人来间接投资股市，这样也相对更加安全。

第四，指数型产品。公募的指数型产品收费较高，理财子公司如果能够开发一些低费率的指数型基金，就会比较有竞争力。

第五，股权类产品。目前工行设计了以科创企业股权为投资标的，为投资者开辟了分享企业成长红利的新途径。以工行“博股通利”产品为代表，选取具有发展潜力的科技创新企业，在企业成长过程中直接投资未上市的股权，后续将通过科创板上市来退出，其他银行也可以效仿，因为银行的客户资源会更丰富，前期挑选一些成熟的、拟在科创板上市的项目区投资。待试水成功后，将产品面向更多客户发行。

渠道。营销渠道的拓展将是理财子公司一个很大的突破，尤其是是在互联网上的这一块。它实际上是代表了整个行业的发展趋势，因为过去一段时间不光是理财产品，整个银行的业务都在线上化。

现在银行离柜率非常高，个别上市银行理财产品的销售重心也在往手机端迁移。所以从这个角度来讲，为了适应趋势，以往以网点营销的模式，不光是理财这一项产品，包括传统的信贷也都在线上化。这也意味着原来的销售的方面会更加的多元化，尤其是线上化。

此外，银行与银行之间渠道的共享、银行与非银同业之间、银行与第三方专业渠道方之间的合作也应建立更为紧密的联系，充分发挥中小银行的客户优势。譬如兴业银行可以充分利用“银银平台”，引流中小银行的客群。

金融科技。理财子公司业务依托银行母体，并且可以充分发挥金融科技的背景优势，提前布局，为理财业务赋能：

在渠道方面，精准运用大数据、人工智能等技术进行客户画像，为客户构建全生命周期的资产与负债摆布策略，并匹配不同生命阶段的产品，做到批量化获客。

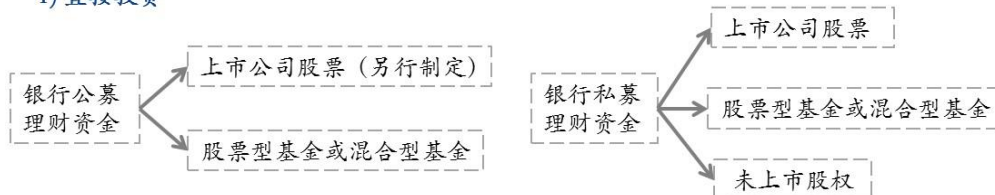
在风控方面，探索金融科技与资管业务的结合，对机构准入、产品筛选、尽职调查、后续管理进行全周期覆盖。

投研方面，运用人工智能、量化投资、策略优化等手段，让投研实力更加强大大。

交易方面，运用算法交易、高频交易等手段，减少人工交易的失误。

资管新规及中登开户调整后（配资模式暂停）

#### 1) 直接投资



#### 2) 委外投资

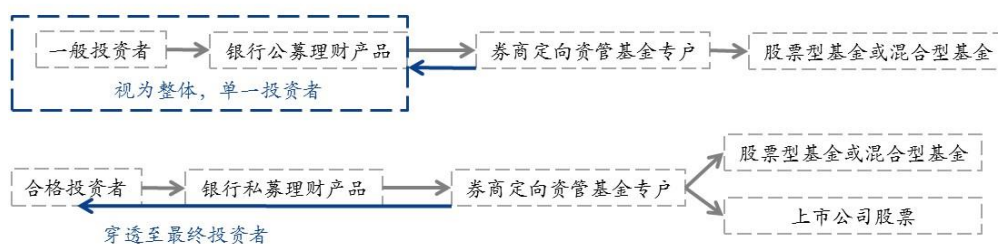


图 2-28 银行理财资金进入股市

资料来源：银保监会

未来银行理财权益类资产的投资，可以预见有两个方向：①银行资管部或子公司仍少量发行权益类产品，这部分募集资金通过公募基金来投资股市，可以减少股票研究员的配置，这样基金公司仍可享受专业化带来的优势。②

银行理财子公司决心培养股票主动投资能力，通过灵活的激励制度吸引投研人才，同时仿照公募基金与券商研究所建立联系，主动“拉近”与资本市场的距离，这样从长期来看，公募基金与理财子公司将处于同一市场，通过投研实力展开竞争。我们倾向于认为，第一种方式，对银行来说更加务实，而第二种方式，将更具有战略眼光。

### 2.3.5.2 关于债券委外的投资

2014 年以来，债券委外投资已经发展相当成熟了，银行理财、私行资金、自营资金均走向与外部机构合作增厚投资收益的模式。具体来看：

第一，关于委外机构的筛选。大行和股份行对委外机构挑选会比较严格，对投后管理要求更多，一般会建立白名单+打分制度，同时委外机构的招标流程更加市场化。其中白名单主要是按照资产管理规模对机构进行排名，然后根据产品历史净值稳定程度、风控标准、绝对收益、最大回撤等指标进行打分。城商行和农商行更看重产品的收益率高低，对机构的选择标准更加模糊化。

第二，委外业务模式。一种是直接委外给基金专户或券商资管，这样能体现个性化投资需求，理财资金一般会采用这种方式；一种是定制公募基金模式，比如说某机构有 10 亿元信用债投资需求，可以找到合作的基金公司，创设一个债券型基金，只需要募集人数超过 200 人下限就可以，这样做的好处是可以免税。

第三，委外对个券和杠杆的偏好。银行自营投债风险偏好较低，倾向于利率债或者 AAA 评级信用债，理财风险偏好可能高一点，但均受制于银行内部风控以及加杠杆的限制，所以委外资金对个券的偏好可能会信用下沉、拉长久期、加大杠杆。

以平安银行资管部为例：从投资品种来看，主要拿高等级信用债、存单，其中存单期限在 9 个月至 1 年；债券投资期限在 1 年至 3 年；投资端也在加杠杆，净值型产品杠杆在 120%，组合类产品杠杆率要低一些。

浦发银行资管部债券投资能接受 AA+ 评级债券。

而银行理财与基金公司在多方面也将展开激烈。主要体现在以下方面：客户竞争。在资管新规开始实施以及理财子公司成立之后，我们预计资

管行业的客户会有一个重新分配的过程：

第一，以往企业的闲置资金一般会进行再投资，主要是购买银行保本理财，是基于理财产品的刚兑收益，也有少部分企业会购买公募基金、基金专户产品，由于存在“风险”，这部分金额比较小。未来我们预计企业有保本需求的资金会转向结构性存款，回归银行表内，其他资金可能会投资一些短期限、低波动的现金管理类理财，银行方面的优势仍然较大。

第二，目前，银行资管部销售的理财产品购买起点为 1 万元，理财子公司不设置购买门槛，那一般个人客户将成为理财和基金共同竞争的客户群体。在新规之前的格局下，居民闲散资金小于 5 万元时，往往会存入余额宝等货币基金或其他债券型基金内，但新规之后，银行理财创设的现金管理类产品（类货基）、固定收益类产品将分流这一部分资金，从短期、中长期来看，均对公募基金规模带来一定的压力。

第三，私行客户。因为对高净值客户的服务在于私密性、专属性、专业性，银行服务高净值客户和基金公司相比是有一定的优势。主要是因为高净值客户除了有资产管理的需求，其他还包括信用卡、支付结算、保险、家族信托、出国留学等金融服务，这些基金公司可能无法提供。

第四，银行客户。基金公司管理的资金有相当一部分来自银行，其中基金专户产品，银行资金占比 51.7%，主要是一些理财资金定制的委外产品；公募基金中，同样也有一部分来自于银行。资管新规过渡期内，各家银行目前对委外采取不新增或赎回的政策，可能会影响基金专户的规模。

固收市场份额竞争。第一，公募基金是比较“亲民”的。基金的申购和赎回是以份额计算，投资者购买门槛非常低，目前市场上经常见到的申购起点金额有 10 元、100 元、1000 元，部分基金公司为了吸引客户，甚至将申购起点降低为 0.01 元、1 元，为居民进行闲散资金配置提供了极大的便利。

第二，银行理财是相对比较“高端”的。但这并不是说银行理财本身就比公募基金“更好”，而是因为银行理财的销售门槛较高，理财新规之前公募理财起购点为 5 万元，这就将一部分低于 5 万元客户群体的资金“阻挡”在理财的大门之外。理财新规之后，银保监会规定理财产品的购买起点降低至 1 万元，待银行设立理财子公司之后，将不设置销售起点金额。

第三，基金专户产品类似于私募银行理财，但销售起点远高于私募理财。

- ①基金公司开展基金专户业务，单个投资者的委托资金不得低于 3000 万元；
- ②银行销售私募理财产品，投资于单只固定收益类产品、混合类产品、权益类产品或商品及金融衍生品类产品的金额分别不低于 30 万、40 万、100 万。
- ③这主要是因为两者在私募领域的客户定位不一样，基金专户主要定位机构客户，而银行理财的私募产品更多还是针对高净值客户。

第四，我们预计公募理财销售门槛的降低对公募基金会产生较大的影响。

公募理财起购金额降低，服务客群向大众化延伸，新覆盖人群的资金增量+原客群阶段性低于起购点的资金增量，可部分抵补因净值化管理分流出的银行理财资金。

相较一般 T+1 日申购赎回的货基，银行现金管理类产品有 T+0 和 T+1 两类，T+1 日产品赎回时可以本金实时回款，利息 T+1 日到账。

配合起购金额下调，类货基、债基产品有望快速增长，并抢占部分货币基金、债券型基金的市场份额。

渠道竞争。银行代销一直是基金产品销售的重要渠道。自 2013 年银行非标产品的推行，国内众多银行代销基金在销售结构中的占比呈现下降趋势，公募基金逐渐转向第三方平台和直销，银行代销占比明显下降。随着银行理财子公司推广，银行理财产品以自销形式销售，代销基金规模将进一步减小，对于银行代销渠道依赖性较高的公募基金会产生一定销售压力。

另外，根据《管理办法》，银行理财子公司产品销售渠道可放宽至银保监会认可的其他机构，这意味着理财子公司和公募基金在销售渠道上的竞争范围进一步扩大。

## 附录 2-1 理财子公司问题探讨

### 一、理财子公司的政策优势

据 1202《办法》第二条，本办法所称银行理财子公司是指商业银行经国务院银行业监督管理机构批准，在中华人民共和国境内设立的主要从事理财业务的非银行金融机构。这是一块新的非银金融机构牌照。银行理财子公司的牌照相比一般资管牌照更具价值，也相对比较灵活，相当于公募基金+信托之结合，其优势主要体现在：

第一，业务范围比较全面。从产品来看，“面向不特定社会公众公开发行理财产品”，可类比公募基金，“面向合格投资者非公开发行理财产品”，可类比私募基金，这个角度来看，理财子公司牌照可看作公募和私募的结合；从投资范围来看，既可以投资于标准化资产（股票债券等），也可以投资于非标债权。

第二，相比于公募基金有优势。一方面，以往存在的劣势与公募追平，比如，以前只能间接投股票，现在能直接开户投股票了；以前受限于银行体制，而独立出去后在公司治理上可以有更多发挥空间，比如引进外部人才、创新激励机制等。另一方面，开始产生出相对于公募基金的优势：（1）理财“类货币”与公募货基相比，在投资范围、流动性管理、久期等要求都更加宽松，背靠既有的客户基础，可以在规模上实现迅速赶超。（2）渠道优势，理财子公司除了跟公募基金一样可以请外部机构代销之外，其依然能得到母行强大的销售支持，继续享受母行的客户基础和良好声誉。（3）继续与母行业务深度协同，银行理财素来可以与公司部、投行部合作，为大型企业客户提供一站式投融资解决方案，理财子公司成立后依然可以与母行业务深度协同。

第三，牌照具备稀缺性。按资管新规要求，具备托管业务资格的商业银行，应设立理财子公司来开展资管业务，截至 2018 年底，仅有 27 家银行具备托管业务资格。1202《办法》虽已有诸多准入要求，监管也可能会对控股银行的资产规模或理财规模设立门槛，据悉，资产规模在 4-5000 亿及以上，或理财规模在 4-500 亿及以上的商业银行，约有 40-50 家，大多具备实力和较强意愿设立理财子公司。据此推断，理财子公司牌照最终发放数目可能在

50-60 家。此外，参考银行系公募基金的牌照发放情况，从 2002 年至今，只成立了 15 家，其中 4 家由城商行控股的公募基金，直到 2013 年才成立，监管的审慎风格也可能体现在理财子公司牌照的发放中。

第四，轻资本运营。根据《办法》第四十五条，银行理财子公司应当遵守净资本监管要求。相比银行表内业务，银行理财业务具有轻资本特性，特别是标准资产投资。

## 二、理财子公司的业务优势

第一，理财业务可拓展至全国，更多利好地方法人银行。对城商行等地方法人银行而言，自 2011 年以来异地分行设立受到严格限制，2018 年底的异地非持牌机构指导意见，也为地方银行未经行政许可到北上深展业的行为画上了句号。于是理财业务只能靠省内网点和有限几个省外分行（若有）来做，又不能请其他银行代销，而大部分理财产品仍需要在线下销售，最大的问题就是面签，因此网点限制了理财业务的发展。而理财子公司成立后，能够以相对不高的门槛，在全国范围内申请设立分支机构，也可以请其他网点密集的银行代销，理财业务范围可拓展至全国，规模上能够实现较快的增长，边际扩张空间也优于全国性银行。

第二，不设理财起点金额，能够抢先一步争取客户。在 0928 理财细则中，公募理财的起点金额是 1 万元，而在 1202 理财子公司办法中，对公募理财产品，不再设销售起点。于是理财子公司能先资管部一步去兼容 1 万元以下的投资需求，提前占据相对优质的客户。

第三，可以有自营投资。理财子公司作为独立法人机构，可以使用账上的充裕现金用于自营投资，利用自身具备的投资管理技能，发挥更大的规模效应。因理财子公司的注册资本金底线就是 10 亿，有的大行甚至出到了 100 亿以上，规模几乎相当于小型的公募基金的体量，这部分资金至少可以用于自营投资，增厚盈利。

第四，可以投资股票，可捷足先登发展权益市场。理财子公司可以直接开户投股票，就可以先一步开拓权益投资研究领域，并建立相关设施。早一点入场参与权益市场的竞争，可以先于其他同业争取风险偏好较低的大量机构客户，捷足先登。

第五，非标投资规模没有总行资产规模 4% 限制。在资管部运作下，银行

理财投资非标资产的规模需同时满足两个月约束，既不能超过全部理财规模的 35%，也不能超过银行总资产的 4%，对中小型银行来说，后者常常是发展理财规模的瓶颈。而理财子公司成立后，没有了总行资产规模 4%这一条限制，非标投资上限只取决于理财总盘子大小，理论上可以得到更快的增长。

### 三、已设立理财子公司的战略梳理

截至 19 年 11 月中旬，国内共有五大行及光大招行 7 家银行理财子公司正式开业。

普遍定位于母行财富产品中心、与母行战略协同，服务好母行一般个人及高净值客户等理财需要，致力于做大做强。

**工银理财：**大资管战略引领，打造战略深化核心平台与旗舰品牌

工银理财将在传承母行稳健合规基因的基础上加快创新，坚持大资管战略引领，强化整体联动，发挥战略协同效应，努力成为全球资管行业中的靓丽名片。同时，将依托集团资产管理、托管、养老金等业务优势，以新理念、新产品、新模式，致力于构建全市场配置资金、全业务链创造价值的大资管业务体系，成为推动工银集团大资管战略深化发展的核心平台和旗舰品牌。

**建信理财：**立足大湾区，加强“三个协同”

落户深圳，深耕大湾，建信理财成为践行集团大湾区大资管业务的重要载体。不同于工行等将理财子公司落户北京，建信理财从集团总部“撤离”，选择落户深圳，这与其发展战略与定位密切相关。《粤港澳大湾区发展规划纲要》刚一出台，建行就召开会议作出部署，圈定服务大湾区建设十大重点领域，包括制造业绿色改造升级、战略新兴产业支持、住房租赁业务、区内大资管业务等。通过“三个协同”，建信理财立足于做大做强资管业务。一是母子协同，不断提升为客户提供综合金融服务的能力；二是全行资管板块内部协同，不断提高集约化水平，对外实施体系型协同发展；三是资管行业生态协同，依托金融科技、搭建共享平台，构建“资管生态圈”。

**中银理财：**全球化视野，打造数字化理财平台

中银理财将充分发挥中银集团全球化、综合化、数字化的特色优势，坚持全球化视野，打造数字化中银理财平台。中银理财旨在积极响应客户需求和监管要求，更好地推动资产管理行业发展，助力金融供给侧结构性改革和金融对外开放。

交银理财：深化集团业务协同，打造最佳财富管理银行

交银理财将是交银集团理财产品和资产管理服务的主要供应商，是交通银行实现最佳财富管理银行战略的头雁。同时，为加强集团财富管理业务统筹经营管理，交行今年上半年成立了财富管理战略推进委员会，旨在通过统筹协调，在产品研发、渠道销售、客户拓展方面整合资源，一体化推动集团各类资管业务协同发展。

农银理财：充当好“四大角色”，打造最佳客户体验的一流资产管理机构

按照“风险可控、商业可持续、有效服务农业银行集团”的基本定位，农银理财将充当好“四大角色”：（1）做好实体经济的“助推器”。深化对金融本质和规律的认识，强化金融服务功能，找准金融服务重点，疏通实体经济“血脉”，为经济高质量发展加油助力。（2）做好合规发展的“排头兵”。严格落实资管新规的各项要求，为理财行业转型讲好农行故事、贡献农行方案。（3）做好广大客户的“理财师”。坚持以客户为中心，坚持稳健的经营理念，创造最佳客户体验，为客户提供安心、贴心、放心的产品与服务。（4）做好集团发展的“增长极”。围绕全行数字化转型，打造数字化资管，在风险隔离的前提下加强行司协同发展，充分发挥理财业务对母行经营发展的战略支撑作用。

#### 四、海外银行理财子公司的发展经验

截至 2017 年末，全球 TOP500 资管公司 AUM 合计达 93.8 万亿美元。其中北美地区占比最高达 58%，其次是欧洲地区，占 32%；新兴市场地区占比仅 5% 左右。前 20 家资管公司 AUM 占比就达 43.3%，行业发展表现出“头部聚集”效应。

在全球资管市场中，美国市场在规模上占据首位，是最大的资管市场。截至 2017 年末，在全球 top500 资管公司中，注册地在美国的有 193 家，占 38.6%，合计 AUM 为 49.9 万亿美元，占比 53%。

美国银行系资管公司是中流砥柱。截至 2017 年末，美国资管公司按规模排的前十名中，有四家是银行系，按 AUM 排名分别为第一、第三、第五和第六，在前十名中占比高达 48%。这表明在美国这样的发达经济体，银行系资管公司是中流砥柱。截至 2017 年末，我国银行理财（包括保本）在整体资管行业占比仅为 24%，仍然有较大的提升空间。

银行资管业务的三种形式。纵观海内外，银行资管业务经营模式可归为

三类：第一类是业务条线子公司制为主要形式的全能银行，如摩根大通银行、美国银行、富国银行等，以产品为中心；第二类是矩阵式管理的综合性银行，主要存在欧洲国家，如汇丰、渣打等，以客户为中心；第三类就是以托管和资管业务为主的银行，如纽约梅隆银行、道富集团等。

以 JP Morgan 为例-美国四大行之首

摩根大通从 2012 年开始分为消费者和社区银行、公司和投资银行、商业银行、资产管理（含全球投资管理、全球财富管理两个子板块）四个主要业务板块。

2016 年开始，资产管理板块改名为资产和财富管理板块（全球投资管理更名为资产管理，全球财富管理更名为财富管理）。

JP MORGAN AWM 的业务范围包括：

AM 提供全面的全球投资服务，包括资产管理、养老金分析、资产负债管理和积极的风险预算策略。WM 提供投资建议和财富管理，包括投资管理、资本市场和风险管理、税务和房地产规划、银行、贷款和专业财富咨询服务。

AWM 的客户细分包括：私人银行客户包括全球的高净值和超高净值个人、家庭、基金经理、企业主和小型企业。机构客户包括公司和公共机构、捐赠、基金会、非营利组织和各国政府。零售客户包括个人投资者。

AWM 板块，客户资产达 2.7 万亿美元，AUM1.98 万亿，客户包含机构、高净值客户、个人投资者。提供包括股票、固定收益、另类投资及货币市场基金产品，并提供多资产投资管理产品，以满足客户多样化的需求。对于财富管理客户，AWM 提供退休产品及服务、经纪及银行服务（信托、地产、贷款、按揭、存款等）。

摩根大通公司全资控股的资产管理子公司 JPMorgan Asset Management Holdings Inc.，负责整个资产管理板块的业务管理。旗下还有众多子公司，在美国通过 JP 摩根投资管理公司（JPMorgan Investment Management Inc，在英国通过 JP 摩根资产管理公司（英国）（JPMorgan Asset Management (UK) Limited）等持牌公司开展业务。

2018 年资管板块收入 141 亿美元（其中资产管理收入 72 亿美元，财富管理收入 69 亿美元），利润 29 亿美元，创历史新高。全行 25.61 万名员工，资管板块有 2.39 万人，其中客户投资顾问（Client Advisors）有 2865 人。资

管板块有组合管理经理 600 多人，研究分析师 250 人，市场策略师 30 人，研究队伍十分强大。

资管及财富管理具有轻资本之特征。2018 年，JP Morgan 资产及财富管理板块显性资本回报率高达 31%，居四大行板块之首，较零售银行板块都高出一截。

#### 海外资管公司经验

管理端：独立运营，协调合作。通过独立运营、协调合作的机制，资管业务可与集团的其他业务，如信托、不动产等进行全方位深度合作。美国银行系资管巨头大多是银行控股集团下的子公司，良好的管理机制使其兼具运营独立性与协调性。以摩根大通为例，其资管业务由摩根大通集团独立子公司运营，摩根大通作为金融控股集团，其下设的很多业务板块均为独立的公司或部门，使得各业务板块既保持了自身经营的独立性，又可以相互协调运作。

风控端：风险隔离，加强风控体系建设。通过层层严密的风险防范与完备的风险控制体系，可实现总部与子公司间高效的风险隔离。美国资管行业具有先进的风险管理理念与强烈的风险意识，各资管机构均建立了完善的风险防范体系。以摩根大通为例，摩根大通注重风险控制顶层设计，其在每个业务板块都设有子风控体系，与此同时总部还设有总风控体系，重大风险事件发生便会触发子风控体系，并及时传递到总风控体系，形成严密的风险隔离与完备的风险防范体系。

投资端：策略鲜明，专注被动型权益投资。把握被动投资趋势，通过各类指数投资加大权益投资比重，补齐自身主动投资能力短板。被动型产品具有费率低、交易便利等优点，国际资管行业被动投资趋势明显。全球被动型产品资产规模占比由 2003 年的 9% 上升至 2017 年的 20%，预计到 2022 年，被动型产品占比将进一步上升至 23%（数据来源：波士顿咨询公司）。美国银行系资管巨头普遍注重被动型权益投资，以道富银行为例，其投资策略非常鲜明，专注于被动型权益投资，其权益投资占全部资管规模 50% 以上。

科技端：注重科技投入，构建高科技平台。综合利用金融、技术等手段，注重科技投入，助力资管业务高效化、精准化发展。以道富银行为例，其始终把保持行业领先的科技优势作为一大战略目标，公司每年将营业收入的 10%

用于信息科技开发建设，实现金融与科技的有效融合，利用大数据为客户提供更加高效、便捷与精准的服务。

品牌端：扩大规模，打造专业品牌效应。资产管理行业具有明显的规模化优势，通过并购的方式，可迅速拓展市场、扩大规模、并能增强自身薄弱板块业务能力。以摩根大通为例，其通过并购其他银行或公司，迅速地提升了自身规模，打通了资管链条。同时，注重提高产品和业务的多样化和专业化水平，满足不同客户的需求，形成了良好的口碑，提升了品牌效应。

表 2-2 理财子公司设立情况

	银行	公告时间	筹备获批	批准开业	正式开业	初始注册资本 (亿元)	拟注册地
1	建设银行	2018/11/16	2018/12/26	2019/5/22	2019/6/3	150	深圳
2	工商银行	2018/11/26	2019/2/15	2019/5/22	2019/6/6	160	北京
3	中国银行	2018/11/15	2018/12/26	2019/6/27	2019/7/5	100	北京
4	交通银行	2018/5/31	2019/1/4	2019/5/29	2019/6/13	80	上海
5	农业银行	2018/11/26	2019/1/4	2019/7/26	2019/8/8	120	深圳
6	邮储银行	2018/12/7	2019/5/29	2019/12/4	2019/12/5	80	北京
7	光大银行	2018/6/1	2019/4/19	2019/9/25	2019/9/26	50	青岛
8	招商银行	2018/3/23	2019/4/19	2019/11/2	2019/11/5	50	深圳
9	兴业银行	2018/8/28	2019/6/13	2019/12/14	2019/12/19	50	福州
10	华夏银行	2018/4/19				50	
11	平安银行	2018/6/6				50	
12	民生银行	2018/6/29				50	
13	广发银行	2018/7/28				50	
14	浦发银行	2018/8/29				100	上海
15	中信银行	2018/12/13				50	
16	宁波银行	2018/5/25	2019/7/2	2019/12/20	2019/12/25	10	
17	杭州银行	2018/8/30	2019/7/1	2019/12/20		10	

19	徽商银行	2018/10/12	2019/8/23			20	
27	江苏银行	2016/2	2019/12/20				
18	南京银行	2018/6/7	2019/12/20			20	
20	北京银行	2018/4/26				50	
21	青岛银行	2018/12/7				10	
22	重庆银行	2018/12/14				10	
23	长沙银行	2018/12/20				10	长沙
24	吉林银行	2018/12/24				10	
25	成都银行	2019/1/5				10	成都
26	上海银行	2019/1/18				30	
28	威海银行	2019/4/14 通过董事会					
29	朝阳银行	2019/4/14 通过董事会					
30	广州农商	2018/12/14				10-20	
31	顺德农商	2018/12/13 (拟提交股东大会)					

资料来源：公司公告

表 2-3 理财子公司运营情况（单位：亿元）

	2019 年末总资产	2019 年末净资产	2019 年净利润	2019 年末理财规模	2019 年末母行理财规模
工银理财	163.97	163.3	3.3	4000+	26,420.57
建信理财	152.17	150.6	0.6	838.26	18,850.50
农银理财	124.47	123.07	2.96	-	17,265.54
中银理财	102.33	101.75	-	744.92	13,532.08
中邮理财	80.13	80.03	0.031	-	8,099
交银理财	81.77	80.89	0.89	1102.05	8,930.21
光大理财	50.21	50.04	0.037	-	7,788

资料来源：公司公告

## 第3章 证券公司资管：严监管推动创新发展

### 3.1 2019 年证券公司资产管理业务发展情况

#### 3.1.1 证券公司资产管理业务总体规模

##### 3.1.1.1 证券公司资产管理业务发展的宏观市场环境

我国经济增长和人民收入的提高推动资管行业发展。自 2000 年以来，我国实际 GDP 保持了高速的增长，平均增速达到 9.03%。2019 年，我国的名义 GDP 已突破 99 万亿元人民币。伴随着经济增长，我国总财富增长瞩目，根据瑞士信贷银行报告，2019 年我国总财富达到 64 万亿美元，在全球财富中的比重已由 2000 年的 3.2% 提升至 17.7%。快速发展的经济和不断增长的财富催生居民投资理财与资产保值需求，也为我国资产管理行业带来了广阔的发展空间。根据中基协数据，截至 2020 年一季度末，我国资产管理业务的整体规模已达 53.75 万亿元。其中，公募基金规模 16.64 万亿元，证券公司及其子公司私募资产管理业务规模 10.47 万亿元，基金管理公司及其子公司私募资产管理业务规模 8.14 万亿元，基金公司管理的养老金规模 2.53 万亿元，期货公司及其子公司私募资产管理业务规模约 1642 亿元，私募基金规模 14.31 万亿元，资产支持专项计划规模 1.69 万亿元。

金融市场改革继续深化，“防风险、严监管”力度不断加强。过去的一年中，国际环境深刻变化，经济全球化遭遇波折，国际金融市场震荡，特别是中美经贸摩擦给市场预期带来不利影响；国内经济转型阵痛凸显，周期性、结构性问题叠加，经济出现新的下行压力；宏观杠杆率水平不断上升，实体经济部门杠杆率在 2020 年二季度末已达到 266.4%，处于历史高位。在错综复杂的国际及国内环境下，金融领域改革深化；2018 年，“去杠杆、去刚兑、去通道”强监管及资管新规出台，2019 年，资管新规过渡期进入第二年，各领域实施细则继续加快落地，券商资产管理业务迎来重大变局和转型。

金融对外开放提速，行业竞争加剧。2019 年，国务院金稳委发布金融业对外开放 11 条措施，将于 2020 年取消证券公司、证券投资基金管理公司、

期货公司和寿险公司外资持股比例不超过 51% 的限制。外资全资公募基金将参与到我国资管市场中来，外资私募的准入放开也加快了外资在国内的布局。2019 年，随着摩根资管成功竞拍股权，上投摩根成为国内首家外资绝对控股的公募基金公司。另外，2017 年至 2019 年间共有 22 家外资证券类私募登记成功。金融对外开放的持续深化使得外资对我国资管市场的影响力进一步增强，为我国券商资管业务带来竞争与挑战。

### 3.1.1.2 证券公司资产管理业务的政策梳理

我国证券公司资产管理业务的监管政策体系可划分为四个阶段：第一阶段为 90 年代“代客理财”的混乱资管时代；第二阶段从 2001 年 6 月 20 日《证券公司管理办法（征求意见稿）》颁布起，资产管理被明确定义为综合性券商的经营范围，自此资产管理被纳入监管条例中，集合资管计划规模得到稳定较快的提升；第三阶段从 2012 年证监会修订《证券公司客户资产管理业务管理办法》开始，此后券商能够承接银行、信托等资金的委外资金的通道业务，券商资管通道业务蓬勃发展；第四阶段自 2016 年 6 月开始，证监会发布《证券公司风险控制指标管理办法》，券商进入去通道周期，其中 2018 年 4 月 27 日资管新规的发布，更标志着资管行业开启统一监管的新时代。

表 3-1 资管新规发布以来，证券公司资管业务相关政策梳理

时间	监管层	文件	要点
2018 年 4 月 27 日	央行	《关于规范金融机构资产管理业务的指导意见》	(1) 过渡期延长至 2020 年 <sup>14</sup> ；(2) 破刚兑；(3) 放松个人合格投资者认定门槛；(4) 定义标准化债权；(5) 封闭式持有至到期及非标资产明确摊余成本法计量；(6) 公募产品主要投资于标准化债权类资产以及上市交易股票，除非另有规定，不得投资未上市企业股权。符合规定的情况下可以投资商品及金融衍生品；(7) 私募基金适用于其他相关规定，可以作为受托管理人

<sup>14</sup>2020 年 7 月 31 日，经多部委审慎研究决定，《关于规范金融机构资产管理业务的指导意见》（“资管新规”）过渡期延长至 2021 年底。  
<http://www.pbc.gov.cn/goutongjiaoliu/113456/113469/4066284/index.html>

2018年 7月20日	央行	《关于进一步明确规范金融机构资产管理业务指导意见有关事项的通知》	(1) 公募资管产品可以非标；(2) 可以发行老产品投资新资产；(3) 过渡期内，放宽资管产品估值方法；(4) 非标回表压力有所缓和
2018年 7月20日	银保监会	《商业银行理财业务监督管理办法(征求意见稿)》	(1) 降低销售起点：5万降至1万；(2) 投资范围：公募理财可以投资非标，投资股票还需另行规定；(3) 非标投资：增加10%的集中度限制；(4) 委外与投顾：提出理财投资合作机构概念；(5) 适用范围：仅适用商业银行理财业务
2018年 7月20日	证监会	《证券期货经营机构私募资产管理业务管理办法(征求意见稿)》	(1) 强调券商资管主动管理职责，不得多层嵌套，禁止通道业务；(2) MOM 或将开闸；(3) 若具备可实施性，券商集合新增非标资产投资范围；(4) 降低客户门槛；(5) 变更代销签约模式；(6) ABS 不适用
2018年 9月28日	银保监会	《商业银行理财业务监督管理办法》	(1) 降低销售起点：5万降至1万；(2) 销售渠道允许“直销+代销”模式；(3) 公募理财可以投资非标，可以通过公募基金间接进入股市；(4) 不得发行分级理财产品；(5) 集中度限制
2018年 10月22日	证监会	《证券期货经营机构私募资产管理业务管理办法》《证券期货经营机构私募资产管理计划运作管理规定》	(1) 放宽展业限制：投资经理+研究员从5人降到3人；(2) 销售：可委托具有牌照的机构销售或推介资管计划；(3) 备案前投资：可在备案前从事以现金管理为目的的投资活动；(4) 穿透：委托资金来源于公募产品，无需向上识别最终投资者；(5) 集中度：双“25%”的规定；(6) 投顾：新增商业银行资管机构、保险资管机构等为资管计划的投顾

2018 年 12 月 2 日	银保监会	《商业银行理财子公司管理办法》	(1) 销售降至 1 万以下, 代销渠道扩展; (2) 可以发行分级理财产品; (3) 非标取消 4% 和 10% 的限制, 仅留 35% 的要求; (4) 公私募理财产品均可直接投资股票; (5) 私募基金纳入合作机构范围
2019 年 6 月 3 日	中基协	《证券期货经营机构私募资产管理计划备案管理办法(试行)》	(1) 资产管理人应向中国证券投资基金业协会报送资产管理计划的设立、变更、展期、终止、清算备案, 完成备案前, 不得开展投资活动; (2) 加强自律管理
2019 年 12 月 6 日	证监会	《证券期货经营机构管理人中管理人(MOM)产品指引(试行)》	(1) 明确 MOM 产品定义及运作模式; (2) 界定参与主体职责, 管理人履行法定管理人的受托管理职责, 投资顾问依法提供投资建议等服; (3) 管理人及投资顾问应具备相应胜任能力; (4) 规范产品投资运作

资料来源: 央行、银保监会、证监会

### 3.1.1.3 证券公司资产管理业务在 2019 年的发展

从横向看, 券商资管资金托管规模位于大资管行业中间水平。截至 2020 年一季度末, 我国证券公司资产管理业务总规模为 10.47 万亿元, 在 53.75 万亿元的资管市场总规模中占比达 21.06%, 位列第三位, 较上年末业务规模下降了 3.32%。资管业务规模最大的为公募基金, 规模达 16.64 万亿元, 占比 33.46%, 私募基金、基金专户(含子公司)规模分别为 14.31 万亿元和 8.14 万亿元, 分别占总规模的 28.78% 和 16.37%。

- 公募基金
- 证券公司资管计划
- 基金公司资管计划
- 养老金
- 基金子公司资管计划
- 私募基金
- 期货公司资管计划
- 资产支持专项计划

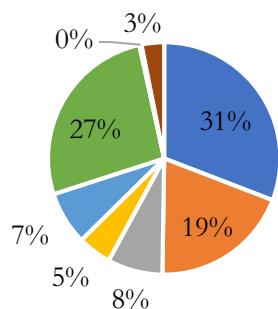


图 3-1 2020 年一季度末我国各资管机构业务规模占比

资料来源：Wind

从纵向看，证券公司资管业务规模经历了先扩张后收缩的过程。2016 年底，券商资管规模达到 17.6 万亿元，自 2017 年之后，由于券商资管去通道周期的开始以及资管新规征求意见稿的发布，券商资管规模开始连续下行，至 2020 年一季度末回落至 10.47 万亿元。而同期的公募基金及私募基金的资管规模依然攀升，是由于公募基金和部分私募基金则因具备较强的主动管理能力，产品数量及体量并没有进入明显的下行周期。

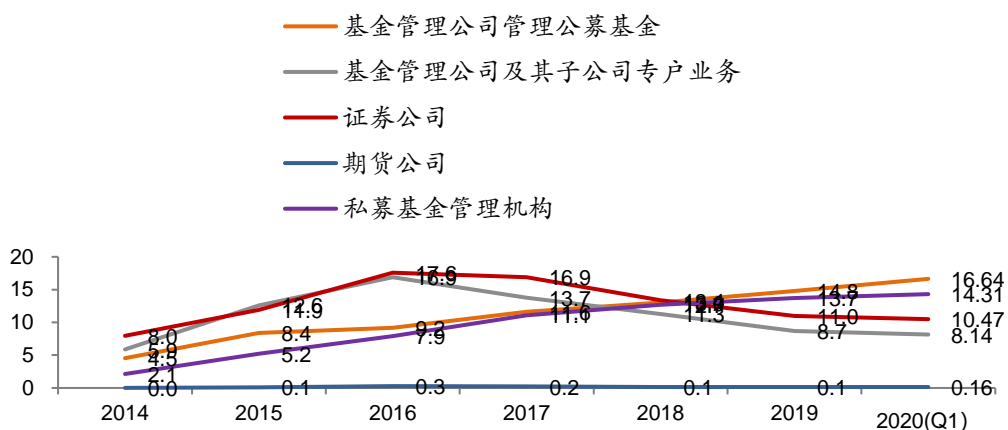


图 3-2 2014-2020 年一季度末我国各主体资管业务规模（万亿元）

资料来源：Wind

从具体构成看，以定向管理计划为主，但其规模收缩明显。根据中基协最新披露至 2020 年一季度末的数据，我国券商资管存续产品中，占比最大的为定向资管计划，规模为 7.99 万亿元，占 76.36%，产品数量为 11902 只；集合计划规模为 1.97 万亿元，占比 18.86%，产品数量 4527 只；证券公司私募子公司私募基金规模为 0.5 万亿元，仅占 4.78%，产品数量 944 只。其中，定向资管计划规模较上年下降了 12.4%，产品数量较上年减少了 451 只；集合计划规模较上年上升了 3.68%，而产品数量下降了 340 只。从中可看出，定向资管计划规模的收缩，是近年我国券商资管业务总规模减少的原因，而定向计划收缩主要是由于一系列去通道政策实施后通道业务不断收紧的结果。

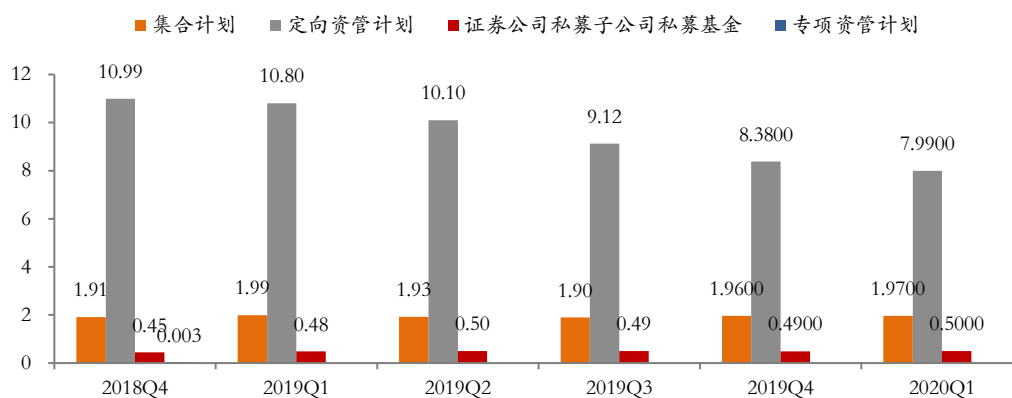


图 3-3 2018Q4-2020Q1 证券行业资管业务产品规模构成（万亿元）

资料来源：中国证券投资基金业协会、Wind

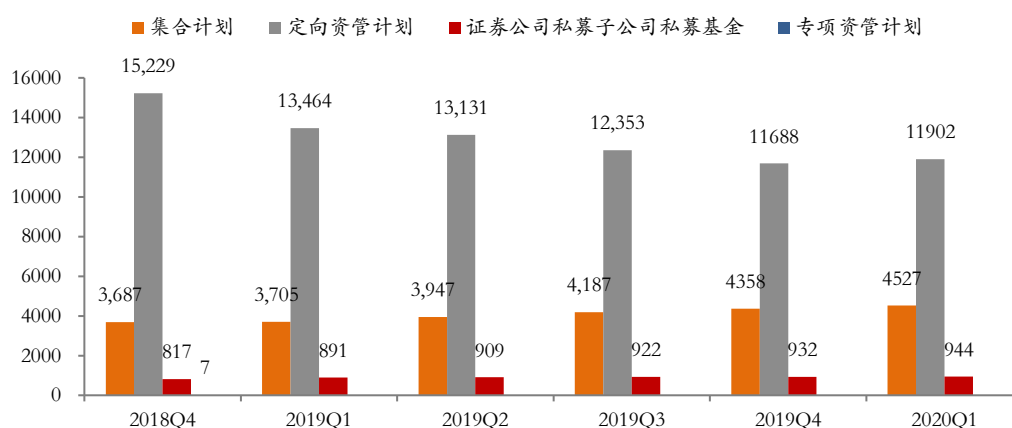


图 3-4 2018Q4-2020Q1 证券行业资管业务产品数量构成（万亿元）

资料来源：中国证券投资基金业协会、Wind

从收入看，2019 年度券商资产管理业务实现净收入 275.16 亿元，较上一年微增 0.06%，在整体营收中占比 7.63%，较上年相比下降了 2.69%。其中，在公募基金管理业务（含大集合）、集合、定向、专项资产管理业务等四大收入构成中，公募基金管理业务（含大集合）收入首次超越定向资产管理业务收入，成为资产管理业务中最大部分，占比 37.26%，意味着券商在去通道、转型主动管理上取得了实质性突破。具体看，2019 年，券商资产管理业务中，公募基金管理业务（含大集合）和定向资管业务去年净收入均超 100 亿元，其中公募基金管理业务（含大集合）实现净收入 102.51 亿元，同比微增 0.73%，占比达 37.26%，在四大业务中收入占比最高。而后者实现净收入为 100.34 亿元，同比下降 5.81%，收入占比首次不敌公募基金管理业务（含大集合），为 36.47%。

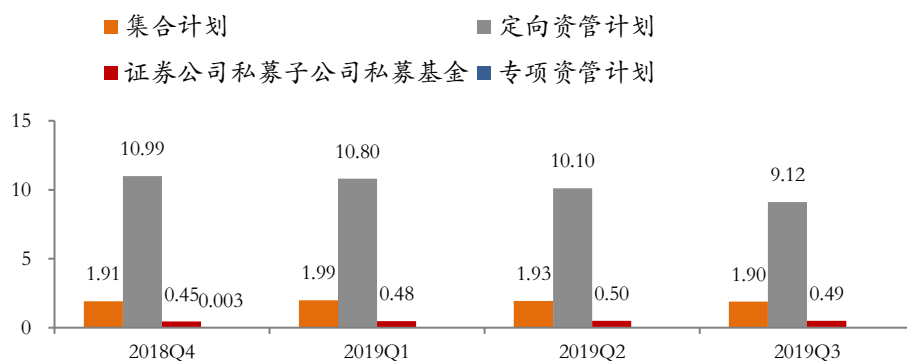


图 3-5 2018Q4-2019Q3 券商资管业务净收入明细（亿元）

资料来源：中国证券投资基金业协会、Wind

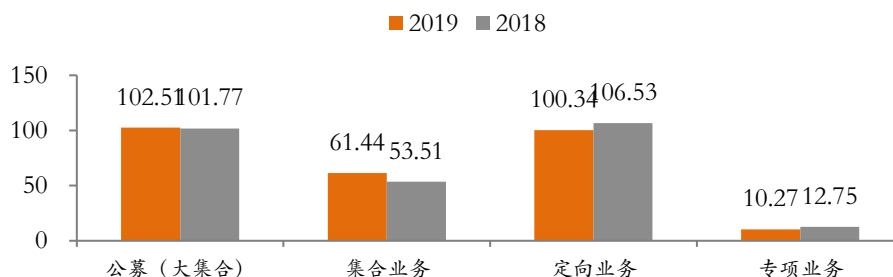


图 3-6 2018Q4-2019Q3 券商资管业务净收入明细（亿元）

资料来源：中国证券业协会《证券公司 2019 年度经营情况分析》

此外，在四大业务中，仅定向和专项资管业务净收入同比出现下滑，而集合资管业务和公募基金管理业务（含大集合）同比均出现上升，其中，集合资管业务增幅最大，同比上升 14.83%，反映出券商资管业务的发力主动管理能力重点和方向，资管机构的生态正在慢慢重塑。

### 3.1.2 证券公司资产管理细分市场发展回顾

#### 3.1.2.1 证券公司通道型资产管理计划

第一，信托通道。信托通道业务，又称银证信通道，是指券商接受银行的委托成立定向资管计划，利用资金认购相应信托产品。在这一银证信合作模式之中，作为委托人的银行一般会将资金投向和项目拟定好，证券公司作为管理人仅需承担被动管理责任，并从中赚取通道费用（费率约万 2 到万 5 之间）。

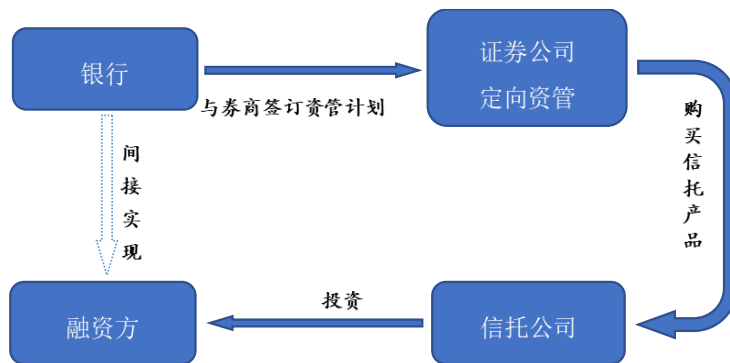


图 3-7 原有银信证合作模式

资料来源：公开资料

信托通道型业务，帮助银行实现低风险高收益投资，完成表内资产向表外转移。银监会的各种风险指标约束使得银行无法将资金投入相对高利率低风险的企业，例如行业集中度的限制，银行要确保每笔贷款占净资本的比例不能超过 10%，同时该客户所在集团的整体授信也不能超过银行净资本的 15%。银行出于低风险高收益的目标，首先建立了银信合作的通道模式，以信托计划为通道将资金投向低等级的信用债，银行也完成了表内资产向表外转移，腾出信贷额度以实现更大收益。随后，银证信合作模式浮出水面。2010 年，《中国银监会关于规范银信合作理财合作业务有关事项的通知》对银行

和信托公司直接合作的通道业务进行了限制，银行开始与券商定向资管合作借以打开被监管限制的“通道”。2012年，随着《证券公司定向资产管理业务实施细则》出台，银证间合作有了具体的管理措施规定，银行借道券商定向产品通道，转入信托投放贷款的业务，既优化银行报表结构，又增加贷款收入。

在降杠杆、去通道的背景下，通道业务全面叫停，券商定向资管业务大幅缩水。证券公司通道型资管业务规模在2012年至2018年间迅速扩大。银行通过通道型业务实现贷款，可以避免占用银行贷款额度、减小风险资产，实现表内向表外转移。当然，这样避开监管的行为必将增加银行系统的风险，因此监管层对相应的绕监管业务开始了持续的监管改革。2017年5月证券业协会首次提出全面禁止通道业务，由此券商资管通道业务备受影响。银证信通道业务是券商资管定向计划的重要组成部分，而其中70%-80%的定向资产管理计划都是通道型业务。受通道型业务的负面影响，定向资管计划在新规出台后规模下滑显著，2019年第三季度定向资管规模仅为91189亿元，仅为新规出台前2017年第一季度的56.77%。

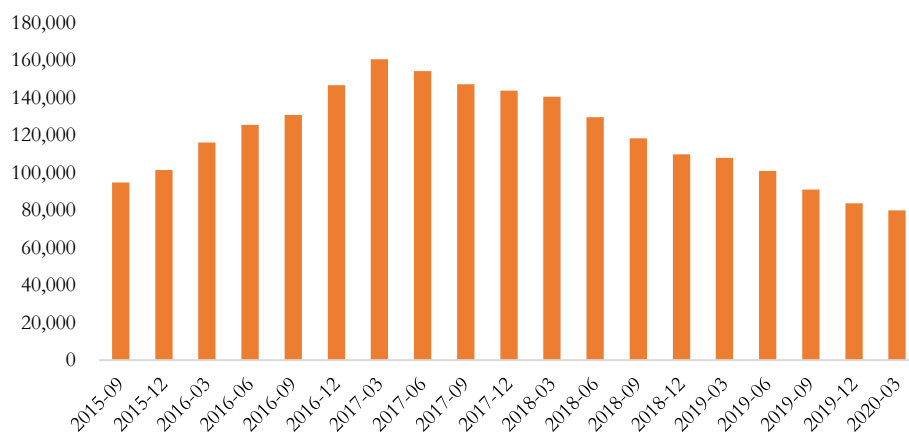


图 3-8 证券公司定向资管规模(亿元)

资料来源: Wind

第二，资产证券化。资产证券化，指以基础资产未来所产生的现金流为偿付支持，通过结构化设计进行信用增级，在此基础上发行资产支持证券（Asset-backed Securities, ABS）的过程。在这一过程中，需要资产管理人对基础资产进行管理，并将资产收益有效分配至投资者，证券公司就在资管计

划中扮演着管理人的角色。

从政策导向来看，受益于资管新规，ABS 将成为券商资管非标转标的重要选择。资管行业对于变相套利、系统性风险高的 ABS 产品进行了清理整顿，在银行间市场、交易所发行的 ABS 属于标准化资产，在非标业务受到严格监管的背景下具有融资替代功能，机构仍可以通过 ABS 业务进行资产出表。

从市场需求来看，ABS 业务进入到稳定增长的成长阶段。ABS 业务有盘活信贷存量资产、提高资金使用率的优势，随着部分企业通过非标和信贷融资的方式融资难度增大，在这种背景下，抵押贷款 ABS 成为这些企业的融资新渠道。近年来 ABS 市场已经渡过萌芽阶段进入稳步增长阶段，截至 2019 年底，上市 ABS 产品资产总规模为 15331.21 亿元，同比增长 31.85%；其中证券公司 ABS 产品管理规模为 8928.70 亿元，同比增长 11.87%。

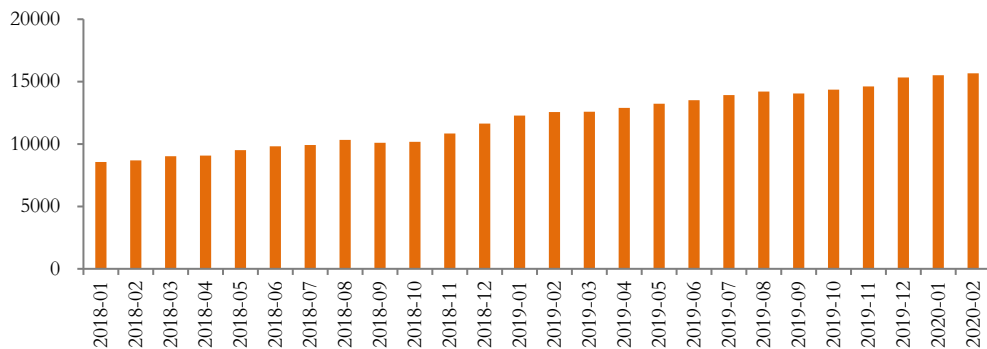


图 3-9 上市 ABS 资产规模(亿元)

资料来源：Wind

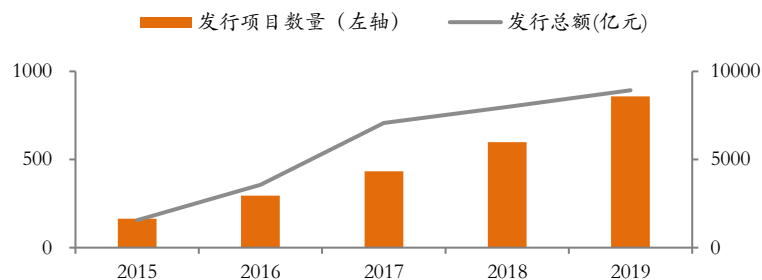


图 3-10 券商资管计划下 ABS 产品规模(亿元)

资料来源：Wind

从行业特征来看，龙头券商资管优势明显，产品结构多样化。2019 年度

ABS 业务呈现出两个鲜明特点，一是行业集中度高。实力较强的证券公司吸收了大量的资源，ABS 产品管理规模排名前十的证券公司管理资产占总规模的 64.11%；二是产品结构多样化。与银行资产证券化产品住房抵押贷款占四分之三不同的是，由证券公司管理的 ABS 产品结构分散且多样化，产品包括应收账款、租赁租金、企业债券、信托收益权、小额贷款等。

表 3-2 2019 年度 ABS 管理规模排名前十券商

资管计划管理人	发行项目总数	发行总额(亿元)
中信证券	113	1,143.21
华泰证券	73	908.91
平安证券	109	800.3
信达证券	8	675.74
中信建投	45	547.46
国泰君安	29	386.57
天风证券	43	346.91
德邦证券	24	324.19
长城证券	43	297.53
招商证券	27	293.75
排名前十券商合计	514	5,724.58
所有券商合计	858	8,928.70

资料来源：Wind

第三，银行理财。银行理财型通道业务，是指银行理财通过券商资管的定向通道，来实现对意向标的的投资的业务。

银行理财型通道业务主要分为定向票据通道、债券类通道、同业存款通道、信用证划款通道等。定向票据通道业务，是指委托银行将理财资金定向委托给券商管理，券商以此资金购买指定票据的业务。银证债券类业务：是指银行理财资金通过券商的定向计划参与本银行债券的分销，为客户提供较高的固定收益产品。银证债券类业务，除了获得更高收益率外，还可以突破每笔贷款不超过 10%的集中度限制。现金类同业存款业务，是指委托银行在月末用资金参与一天的定向计划，借助券商资管的通道存入受托银行，双方

银行约定同业存款利息。以此实现同业资金往来，缓解银行流动性压力，达到同业存款考核标准。信用证划款业务，银行开具信用证不对表内信贷额度造成挤压，借助券商资管的通道进行银行间信用证划款业务。

通道型的合作模式契合了银行和券商双方的利益。对于商业银行来说，通过银证合作，一方面有效规避了对理财资金运用的监管限制；一方面为信贷由表内转移至表外提供了可能。对券商来说，仅提供通道就可以赚取不菲的通道费用。

第四，其他通道型业务。股票质押式回购，是指通过专项资管计划形成资金，输送至质押股票的相应上市公司，并对质押的股票进行管理的业务。

股票质押业务在经历 2018 年的多次暴雷时间后，整个业务进入到了比较谨慎的风险防范阶段，2019 年股票质押业务开始逐渐复苏，股票质押回报也开始逐渐回暖，2019 年股票质押指数第一交易日开盘价 1053.51,最后一个交易日 1288.91，增长达 22.34%（股票质押指数概念主要涉及：截至当前日期，质押市值降序排列，累积占比居于前 70%的公司）。

### 3.1.2.2 证券公司资产管理与基金业、信托业的对比

新的监管格局旨在“去通道，破嵌套”，使各资产管理部门可以按其职能清晰的进行划分，从而令证券公司资产管理、基金业和信托业各自形成了鲜明的自我特点。

表 3-3 券商资管、基金、信托特征

类别	证券公司资管计划	基金业	信托业
投资门槛	固定收益资管计划为 30 万元，混合类资管计划为 40 万元，改造后的公募基金为 0.1 万元，其他为 100 万元。	公募基金无明确要求，私募基金要求投资金额不低于 100 万。	集合信托的起点较低（20 万，100 万的等）单一信托的起点一般都是 1000 万。
发行要求	资管产品不得公开宣传，只能向特定投资者发布。集合产品设立门槛 1000 万，募集期为 60 天。	公募基金可以面向社会公众公开发售基金份额和宣传推广，封闭式基金总额达到核准规模的 80%以上，开放	单个信托计划的自然人人数不得超过 50 人，单笔委托金额在 300 万元以上的自然人投资者及合格的机

		式基金募集资金不少于 2 亿元，基金份额持有人达到 200 人以上。	构投资者，数量不受限制。
投资范围	集合产品投单一标的（关联非标准化资产按照同一资产合并计算）不得超过产品净值的 25%，管理人所有集合产品投资于同一标的不超过该标的 25%（有另外要求的除外）。	公募基金分为股票型基金、混合型基金、债券型基金和货币市场基金，投资范围广泛，囊括证券市场上大部分可交易标的；而私募基金投资则限制更少。	以信托贷款为主，还包括各类股权、债权、收益权类的金融资产，以及高档酒、艺术品、房地产等实物资产。
披露要求	中等	公募强；私募弱	弱

资料来源：公开资料

证券公司资管计划，具有全业务链的优势，串联整合券商各业务板块：其一，券商资管具有独特的专项计划，包括 ABS 产品资管计划、股权回购资管计划等。受益于资管新规，资产证券化业务成为“非标”转“标”的重要转型方向之一。证券公司可利用投行在资产端的优势，发掘自身已有的优质资产，将其打包为 ABS 产品，再通过专项资管计划对接资金端。其二，具备优秀的主动管理潜力。券商资管可根据自身研究禀赋优势，提升主动管理能力，在权益类投资、固定收益、量化投资、衍生品等方面形成各自的产品优势。其三，具有客户资源渠道优势。相比于信托和基金业，证券公司布局有广泛的营业部以及多样化的结构业务。证券公司可通过业务协同和综合实力，通过优选产品资源为活跃的客户 provide 大类资产配置服务。

基金业，受严格规范的监管约束，整体规模增速稳定：其一，公募基金具有宣发优势。公募基金可以面向社会公众公开发售基金份额和宣传推广，结合其费率低、投资门槛低的特点，故广泛获取融资的能力是其他资管产品无法比拟的。其二，私募基金投资灵活度高。私募基金对投资标的的选择具有相对的自由度，可以灵活的配置组合，以满足不同偏好投资者的需要。其三，基金存量、影响力大。根据 2020 年一季度数据，基金业管理资产总规模达 41.62 万亿，占市场总规模的 77.43%。基金市场具有较大存量，并且对

市场具有较大的影响力。

信托业，受托资金规模仅次于银行理财，平台资源优势明显：其一，信托公司在非标产品，包括政府平台融资，企业借款融资，地产融资等方面具有平台资源优势。其二，信托公司投资更加多样化，包括权利重构（重组资产收益权）、信托贷款（多用于地方建设）、杠杆投资（可借助高额杠杆）和股权信托（以信托资产充当公司股权投资）等独有的产品结构。

## 3.2 2020 年证券公司资产管理业务发展展望

### 3.2.1 证券公司资产管理计划发展的市场环境

从财富管理市场需求来看，我国财富市场将迅速增长，激发资产增值需求。《2018 年安联全球财富报告》显示，中国居民拥有亚洲一半的金融资产，且年增速为 14%，再次引领亚太地区，而全球中产人群中超过一半来自中国。中国目前财富超过百万美元的人数为 440 万，仅次于美国，财富超过 5000 万元的超高净值人数为 18132 人，仅次于美国，全球排名第二。此外，传统房地产资产配置的模式走向尽头，未来居民财富配置转向金融时代。房地产作为居民财富锚的财富管理模式逐渐失效，政府房地产调控的态度并未放松，始终坚持“房住不炒”的态度，房地产的金融属性逐渐消退。房地产占我国居民资产配置比重开始下降，已由 2004 年占家庭资产的 62% 下降到 2014 年的 40%。个人、家庭“小作坊式”的资产配置操作难度逐渐上升，对专业化的财富管理需求日趋攀升。金融首次成为居民财富增量的主要来源，根据《2018 年安联全球财富报告》，我国中产家庭金融资产配置达家庭资产的 48% 左右。

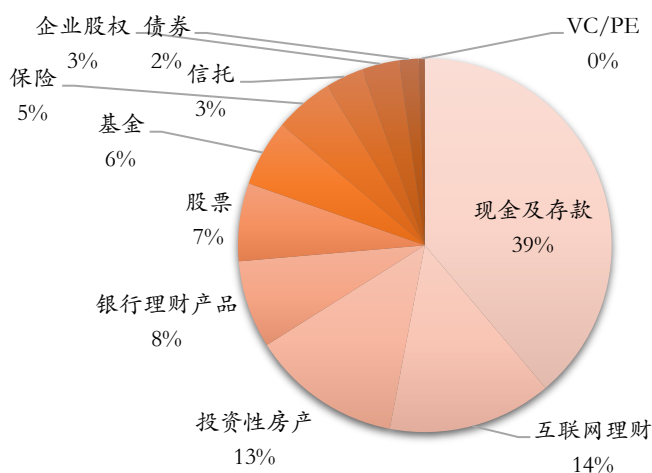


图 3-11 新兴中产阶级投资型资产分布状况

资料来源：《2018 年安联全球财富报告》，中国基金报

从资管行业转型来看，2020 年资管新规过渡期进入倒计时阶段，营造可持续发展大资管环境。监管自上而下全面推动金融供给侧改革，从打破刚兑、规范非标、抑制通道业务、控制杠杆水平、消除层层嵌套等五个方面对资管行业进行统一约束与监管。2020 年深化落实资管新规的背景下，券商资管资产规模将继续受挤压，大集合产品改造、发展 ABS 业务、与银行理财子公司合作、加强主动管理能力等将是近期券商资管业务转型与创新的主要方向。资管新规重新洗牌后，统一监管将加大大资管行业间竞争，券商资管以券商牌照的优势的“不变”应行业格局的“万变”才能在竞争中拔得头筹。

从技术革新角度来看，金融科技松绑投资约束。金融科技的出现与应用正重新塑造着金融行业，对资管行业也是如此。金融科技与资管业务的结合降低了获客成本，通过金融科技发展出的智能投顾业务，可以覆盖传统金融难以触及的“长尾投资者”，并为客户提供增值服务，增强客户性，实现盈利模式的转型。

### 3.2.2 资产管理新规与政策环境

资管新规驱动降杠杆去通道，资管业务回归本源。在 2012 年创新大会后监管层出台了一系列鼓励业务发展的政策，券商资管迎来了飞速发展的时期。另一方面，资管行业乱象频生，同业链条嵌套导致资金在金融体系空转，拉长了企业融资链条，资金难以从银行体系流入实体经济。2018 年 4 月资管新

规落地，重点防控金融体系高杠杆，建立监管细则、出台监督长效机制，重塑行业形态。

2018年4月27日，央行、银保监会、证监会联合发布了《关于规范金融机构资产管理业务的指导意见》（简称“资管新规”），资管新规延续了过去消除多层嵌套、降杠杆、去通道的监管思路，着重与“资产池”、“通道业务”进行了限制，并明确业务准备金的计提要求。此次监管层对资管行业，尤其是券商资管的整顿，是为引领大资管行业回归“代客理财”的本源，提升主动管理能力。

表 3-4 资管新规相关政策梳理

时间	文件	要点
2016年 6月16日	《证券公司风险控制指标管理办法》	券商风险覆盖率不得低于 100%，（风险覆盖率=净资本/各项风险资本准备之和×100%）。风险资本准备将大幅增加，风险覆盖率指标成最大实际约束
2016年 7月18日	《证券期货经营机构私募资产管理业务运作管理暂行规定》	<ol style="list-style-type: none"> <li>1. 打破刚性兑付承诺：强调规范实质保本，不可宣传预期收益率</li> <li>2. 大集合业务：要求单一项目不得超过 200 人，投资同一资产项目的多个计划合计投资人不能超过 200 人。</li> <li>3. 资金池业务：严格控制资金端和资产端的久期错配程度，组合久期和杠杆倍数不得上升。</li> <li>4. 结构化产品方面：严格控制产品规模，产品规模应逐月下降；不得继续提高产品杠杆倍数。要求优先级和次级要同盈亏，但具体比例可以进行约定。</li> <li>5. 第三方投顾方面对资格进行了严格要求。</li> </ol>
2017年 5月19日	证监会例行发布会	首次提及将全面禁止通道业务，并强调不得让渡管理责任。
2018年 4月	《关于规范金融机构资产管理业务的指导意见》	<ol style="list-style-type: none"> <li>1、打破刚性对付，从“求稳”改为加强责任认定，推进资管产品加速向净值型转型。</li> <li>2.规范资金池，单独管理、单独建账、单独核算，不</li> </ol>

	(简称“资管新规”)	<p>得滚动发行、集合运作、分离定价。</p> <p>3.明确负债杠杆和分级杠杆要求，消除多层嵌套和通道。</p> <p>4.强化资本和准备金计提要求，金融机构应当按照资管产品管理费收入的 10% 计提风险准备金，或者按照规定计提操作风险资本或相应风险资本准备。</p> <p>5.第三方独立托管，过渡期条款的设计留出适度灵活空间，确保平稳过度。</p> <p>6.规范和引导智能投顾发展。</p> <p>7.整顿非金融机构开展资管业务。</p>
2019 年 10 月 12 日	《标准化债权类资产认定规则（征求意见稿）》	<p>2019 年的《标准化债权类资产认定规则（征求意见稿）》对标准化债权类资产”的认定规则进行了系统性的阐述，介绍了“非标转标”的方式和渠道，未来将规范金融机构资产管理产品投资，强化投资者保护，促进直接融资健康发展，有效防控金融风险。</p>

资料来源：公开资料

### 3.2.3 资本市场发展趋势和证券公司发展趋势

从资本市场变革来看，金融供给侧改革开启了直接融资发展的新时代，引导中长期资金入市。当前资本市场正面临两大重要趋势，一是在金融供给侧改革中，引导金融机构大力发展直接融资。2019 年底中央政治局第十三次集体学习首次提出了深化金融供给侧改革，要求以金融体系结构调整优化为重点，优化融资结构和金融机构体系、市场体系、产品体系。从金融结构来看，直接融资特别是股权融资比重将高，从市场体系来看，构建多层次、广覆盖、有差异的金融体系，以服务实体经济为导向；从产品体系来看，金融工具更加多元化、差异化、定制化。二是鼓励中长期资金入市。监管多次提出引导中长期资金入市，着力构建中长期资金“愿意来、留得住”的市场环境，以提升资管机构专业能力为依托，增强权益类产品吸引力、推动放宽中长期资金入市比例和范围、提升交易便利性和效率。大力发展直接投资、中长期资金入市将为资本市场的发展提供稳健的资金血液，引导行业回归价值投资

的本源。大资管行业顺应金融供给侧改革的大趋势，资本市场自上而下变革中蕴含的巨大机遇。

从资管行业变革来看，改革将继续深化，供需两端环境有望改善。从需求端来看，我国财富管理市场增长潜力较大，随着居民财富持续积累，以存款和银行理财的居民投资格局将会被打破，对财富管理的市场需求不断扩大。从供给端来看，金融供给侧改革以来，金融体系去通道、去杠杆，为形成良性可持续性发展的格局，引导各资管平台回归价值投资、主动管理的本源。随着多元化资管产品体系的壮大，基金、券商、信托、保险等主动管理型和净值型资产的占比有望提升，并叠加 FICC 和衍生品的创新发展，将为财富管理市场提供丰富的产品体系。

从资管行业内部格局来看，随着资管新规的落地，行业格局出现重大变化。其一，统一监管加剧了大资管行业的市场竞争；其二，各类金融机构差异化的定位逐渐明确，将形成银行理财子公司、公募基金、券商资管、保险资管、信托、私募基金为主导的分层次资管格局；其三中国金融市场进一步开放，资管行业竞争再次升级。接下来我们以银行理财、保险资管、信托、券商资管、基金为代表，简述一下资管行业内的格局。

表 3-5 2019 年我国各主体资管业务规模占比

资管产品种类（万亿）	2017-12	2019-12	变动幅度（%）
银行理财非保本	29.54	23.40	-20.79%
信托	26.25	21.60	-17.71%
公募基金	11.60	14.77	18.88%
私募基金	11.10	14.08	22.79%
证券公司	16.88	10.83	-31.81%
基金及其子公司专户	13.74	8.53	-36.39%
期货公司	0.25	0.14	-45.40%
保险资管	2.08	2.70	29.81%
合计	111.44	96.05	-13.81%

资料来源：Wind

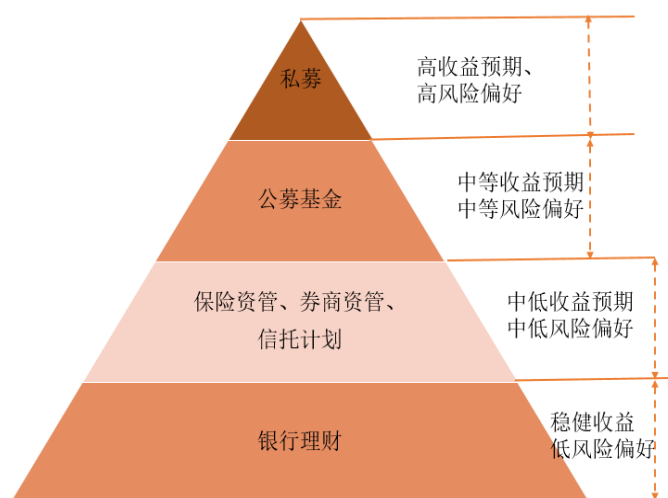


图 3-12 我国不同资管主体风险收益定位

资料来源：公开资料

稳定收益预期、风险低偏好的资金管理者：银行理财业务定位于零售财富管理。资管新规下，银行理财非保本规模变化基本平稳，以 23.40 亿规模位列资管行业第一。银行是零售财富管理的客户入口，银行理财的业务主要资金来源于个人，顺应银行零售转型大势，升级为零售财富管理是大势所趋。针对个人投资者偏爱短期产品的习惯与资管新规有效期限匹配的要求相矛盾，银行着力培养个人投资者的长期投资习惯。2019 年银行理财子的诞生代表着银行理财专业化升级，理财子优势明显，包括不设销售起点、可发行分级产品、直接投资股票等。但理财子公司的经营并不是孤立的，一方面可以继续与各类资管机构开展合作，借助外界提升决策能力和效率；另一方面不仅承担理财业务，也包含各类资管产品的代销业务。

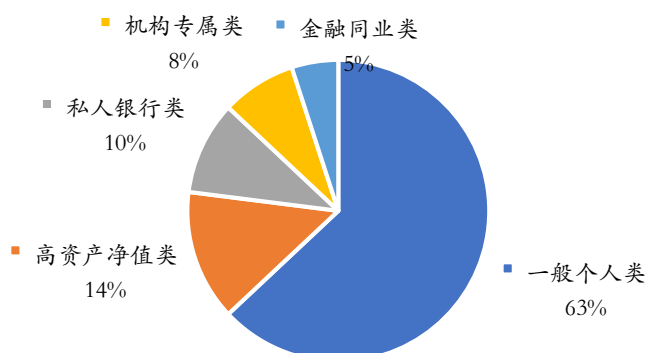


图 3-13 2018 年末银行理财投资者结构

资料来源：中国银行业理财市场报告

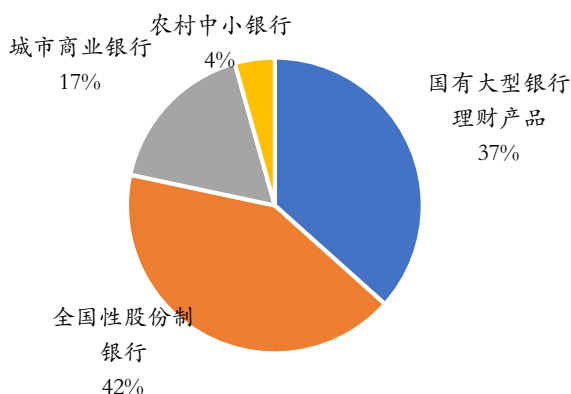


图 3-14 2019 年末银行理财存续规模结构

资料来源：中国银行业理财市场报告

中低收益预期、中低风险偏好的资金管理者：保险资管、信托、与券商资管。信托规模仅次于银行理财，近期在规模压缩、风险暴露两方面承压。从规模上看，信托受托资金规模以接近 22 万亿仅次于银行理财，在非标通道业务的受限的影响下，过去两年托管规模下降 17.71%，2020 年将持续落实去通道理念，规模将进一步压缩。从风险来看，信用紧缩的环境下，信托风险项目也数量值得关注。银行表外资金加速回表，平台公司举债受限、企业现金流相对紧张，部分信托公司信用下沉较大，导致逾期违约事件频发。在资管新规下，信托正提升主动管理能力，回归资管与信托的主业，探索慈善信托、家族信托、消费信托等创新业务。在资管新规下，信托业务还需找准定

位，转型发展。保险资管作为长期资金的主要提供者，杠杆率低、基本不存在多层嵌套、资金池的问题，整体投资运作稳健审慎，受资管新规影响有限。保险资管体量相对较小，2019 年底余额为 2.70 万亿。

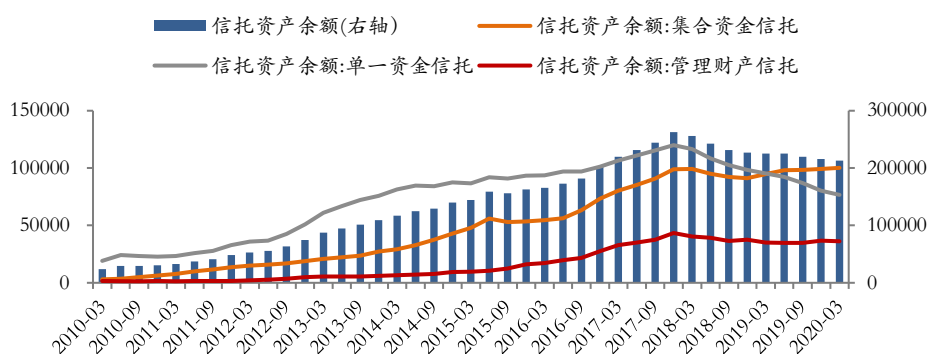


图 3-15 信托资产规模变化（万亿）

资料来源：Wind

中等收益预期、中等风险偏好的资金管理者：公募基金。公募基金受严格规范的监管约束，是运作最为规范的资管产品，受资管新规的影响相对较小，与信托、券商资管规模缩水相反，2017 年至 2019 年规模增长近 20%。整体来看，公募整体规模净值增速趋稳，但 2019 年银行理财子公司的成立，依托银行庞大的销售网点与资金优势，将成为公募基金的直接竞争者。从公募资产端部分来看，资金机构化不足，缺少长周期资金来源。货币基金规模远高于股票资产，产品结构失衡，导致公募基金长期价值投资能力和专业定价能力未得到充分体现。

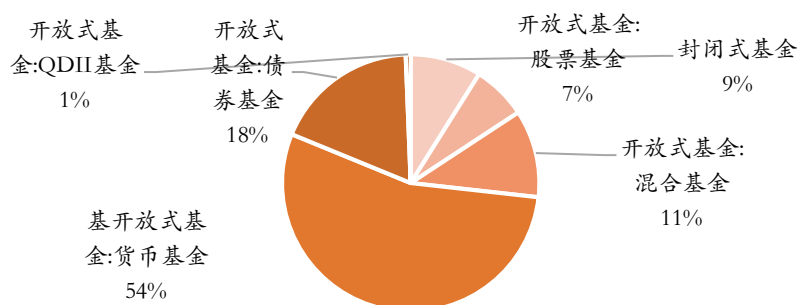


图 3-16 公募基金产品结构

资料来源：Wind

高收益预期、高风险偏好的资金管理者：私募基金。私募基金是服务高净值客户的投资机构，将从更清晰的产品边界、提高投资者门槛等多维度，适应监管与市场需求的转型。私募基金的未来成长空间主要体现在两方面，一加强长周期投研与投后管理能力，在成熟市场中，私募基金的出资主体主要是长线机构交易者，为私募股权投资者的长期运作提供了坚实基础。在我国，未来养老金、基金会、家族信托有望为私募基金注入长期资金。二科创板的设立优化渠道退出，引导私募基金回归价值投资。注册制的推进与退市制度的执行，将缩小一二级市场之间的估值价差，引导私募股权投资回归价值判断。

再看券商资管，2020 年券商资管将继续延续结构性调整的情况。自资管新规以来托管规模下降 32%，2020 年券商资管去通道业务持续进行，定向资管计划转型压力大。从产品端来看，随着 2020 年底资管新规过渡期的结束，各定向资管计划预计将持续收缩；大集合公募化改造继续，对接非标、流动性差的大集合产品将是未来监管重点，同时借助公募产品的优势，有利于集合资管业务规模的回升；ABS 作为非标转标的重要推手，借助券商全产业链优势将成为下一个业务发力点。从资金方面来看，过去券商资管业务存量资金以机构为主，而伴随银行业务的转型会给券商资管资金端带来压力，未来资金增量将来自企业客户与个人；券商资管自身需加强获客能力，持续提升对养老、机构及零售客户的服务水平，借助多渠道开发客户资源。

### 3.2.4 证券公司资产管理业务分项目发展展望

#### 3.2.4.1 证券公司通道业务展望

通道业务全面被封堵，银行通道资金一去不复返。去通道、敦促资管行业回归本源是监管部门一直以来的思路，2017 年 5 月证监会发言人张晓军首次提出“不得存在让渡管理责任的通道业务”，2017 年 11 月一行三会发布资管新规，禁止开展多层嵌套和通道业务，要求金融机构不得为其他金融机构的资产管理产品提供规避投资范围、杠杆约束等监管要求的通道服务，彻底限制了银行理财资金借由券商资管通道多层嵌套开展投资交易的商业模式。

在持续去通道背景下，未来定向计划通道业务将继续萎缩。券商定向资管中通道业务占 75%以上，受去通道的影响，自 2017 年以来，定向资管计划

走入下行区间，迄今至 2020 年 3 月，定向资管计划产品数量为 11090 只，较上年下降了 12.4%。虽然通道业务资产规模大，且近年一直处于下行趋势，但鉴于通道费率平均只有万分之三至万分之五，整体来看通道业务受限带来的盈利冲击有限。

#### 3.2.4.2 证券公司其他业务发展

ABS 受益于资管新规，成为券商资管非标转标的重要选择，ABS 业务需求增高。在集合计划、定向计划均出现负增长的环境下，近几年券商资产证券化业务保持高速发展、创新迭代的态势，2020 年一季度末上市 ABS 产品资产总规模为 1.74 万亿元，同比增长 16%。从基础资产来看，2020 年 ABS 发行规模前三名分别为应收账款、租赁租金和信托受益权。根据资管新规，在银行间市场、交易所发行的 ABS 属于标准化资产，在非标业务受到严格监管的背景下，ABS 业务凭借盘活信贷存量资产、提高资金使用率的优势，具有融资替代功能，成为非标转标的重要推手。以房地产 ABS 为例，随着国家对房地产融资的缩紧，房企通过非标和信贷融资的方式融资难度增大，在这种背景下，商业地产抵押贷款 ABS 成为房企的融资新渠道，未来 ABS 业务的天花板会非常高。

ABS 业务是券商的比较优势所在。企业 ABS 是最能发挥券商“投行资管”优势的业务，在券商资管投行化的模式下，与投行业务紧密结合，主动挖掘优质资产并创设金融产品，对接实体经济的融资需求。这样解决了资产荒下资管券商资产配置窘境，也缓解了实体企业融资上的压力。一方面券商可以收取承销发行费和转让交易费，另一方面随着 ABS 规模业务的增加，可以以此发展衍生业务。在资管投行化的进程中，ABS 业务将逐渐脱颖而出成为资管行业的下一个增长点。

ABS 业务将覆盖更多样化的底层基础资产。目前来看，为获得更稳定、风险较低、可预测的现金流，同时避免投资存在法律瑕疵的收益权类基础资产，ABS 多投资于现金流稳定、破产隔离效果好的信托收益权。随着 ABS 业务在剥离不良贷款、加速资金融通方面能力的提升，底层基础资产有望日益丰富。

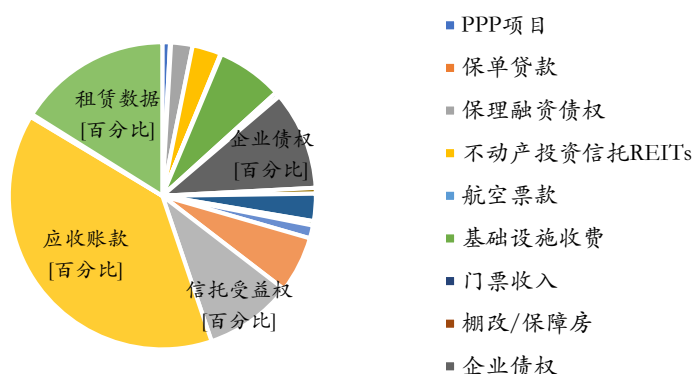


图 3-17 2020 上半年末证监会监管下的 ABS 产品结构（数量比重）

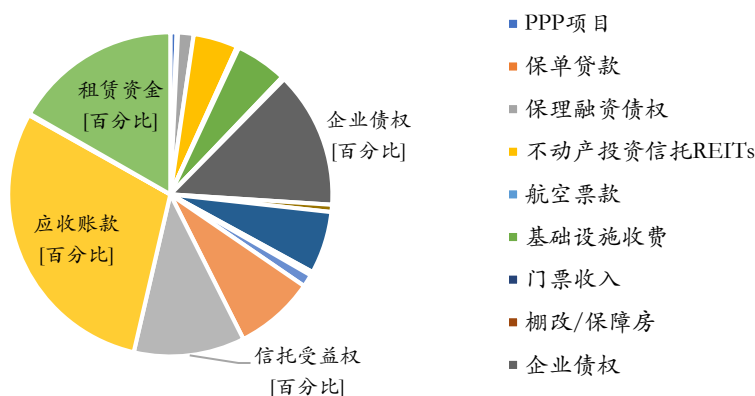


图 3-18 2020 上半年末证监会监管下的 ABS 产品结构（总额比重）

资料来源：Wind

### 3.3 证券公司资产管理的机遇与挑战

#### 3.3.1 加大开放背景下，资产管理业务的全球竞争格局

我国金融市场开放的进程进一步加速。自 2018 年以来，我国已集中出台多项扩大金融开放政策，开放领域涉及银行、保险、券商、债市等多个领域。2019 年 7 月 20 日，国务院金稳委出台《关于进一步扩大金融业对外开放的有关举措》，发布 11 条金融业对外开放措施，成为我国金融行业加大对外开放力度的一大里程碑，并对银行理财、保险、券商等主体的资产管理业务产生重大影响。

表 3-6 国务院金稳委出台金融业对外开放 11 条

领域	举措
银行理财	鼓励境外金融机构参与设立、投资入股商业银行理财子公司；
	允许境外资产管理机构与中资银行或保险公司的子公司合资设立由外方控股的理财公司。
保险	允许境外金融机构投资设立、参股养老金管理公司；
	人身险外资股比例限制从 51% 提高至 100% 的过渡期，由原定 2021 年提前到 2020 年；
	取消境内保险公司合计持有保险资产管理公司的股份不得低于 75% 的规定，允许境外投资者持有股份超过 25%；
	放宽外资保险公司准入条件，取消 30 年经营年限要求。
券商	支持外资全资设立或参股货币经纪公司；
	将原定于 2021 年取消证券公司、基金管理公司和期货公司外资股比限制的时点提前到 2020 年。
债券市场	允许外资机构获得银行间债券市场 A 类主承销牌照；
	进一步便利境外机构投资者投资银行间债券市场；
	允许外资机构在华开展信用评级业务时，可以对银行间债券市场和交易所债券市场的所有种类债权评级。

数据来源：央行，银保监会，证监会

在银行理财方面，金融开放政策鼓励外资金金融机构、外资资产管理机构在子公司层面以及孙公司层面进行股权合作，并且理财公司层面可以由外资控股。中资银行理财机构与外资资管的互补性明显，银行理财子公司在渠道、品牌、客户、资产获取等领域具备优势，而海外头部资管机构在产品的设计、管理、运行上有更丰富经验。在政策鼓励引导下，外资金金融机构入股理财子公司迎来“黄金窗口期”。

2019 年 12 月 20 日，中国银保监会批准东方汇理资产管理公司与中国银行财务管理有限公司在上海共同设立财务管理公司，东方汇理是 2010 年由法国农业信贷银行和法国兴业银行的资管业务合并而成的金融机构。该财务管理公司由东方汇理出资 55%，中国银行财务管理出资 45%，这是第一家在中

国设立的外资金融管理公司。此外，2019年12月，中国建设银行与世界顶尖资管机构贝莱德和淡马锡讨论成立一家外资控股的资产管理合资企业，贝莱德和淡马锡计划持有合资企业的控股权。该合资企业的业务范围包括投资管理和咨询，将为国内投资者开发在岸投资产品，并将贝莱德和淡马锡在其他市场的成熟做法带到中国。

在私募方面，外资私募布局中国市场步伐明显加快。2020年3月20日，罗素投资管理（上海）有限公司、景顺瑞和（上海）股权投资管理有限公司以及绿光环球（上海）资产管理公司在上海举行开业仪式。过去的2019年中，陆续有联博汇智、安联寰通、德劭、野村、霸菱、腾胜、东亚联丰等7家机构完成外资私募备案登记，备案家数超过2018年全年，至2020年3月，在我国已备案外资私募数量达到25家。同时，外资私募发行产品节奏也异常紧凑。2020年3月以来，瑞银资产连续备案4只产品，路博迈在2020年完成了银河资本-路博迈信淮1号集合资产管理计划的产品备案，腾胜投资管理（上海）有限公司于3月10日完成旗下首只私募基金备案。外资私募备案的中国私募基金数量达到71只之多。此外，外资私募在获取投顾资质上也有新的进展。基金业协会数据显示，对冲基金桥水基金旗下“桥水（中国）投资管理有限公司”已于2020年1月获得私募投顾资质，成为继富敦、路博迈、贝莱德、毕盛、安本标准、元胜之后，第8家可在中国提供投资顾问服务的私募机构。

在公募基金方面，证监会于2020年3月13日表示，基金管理公司外资股比限制将于4月1日在全国范围内取消。外资进入公募基金行业，将带来风险控制、投资理念和投资流程的借鉴经验，并为公募行业带来多层次和多元结构发展的空间。截至2019年10月，141家公募基金公司中，中外合资企业有53家。其中，外资机构持股49%的达14家，距外资控股只差两个百分点，包括国联安基金、华宝基金、汇丰晋信基金等。据报道，2020年以来，贝莱德、富达、施罗德、路博迈等多家国际排名领先资管机构正在积极筹备，在政策放开后立即申设独资公募基金管理公司。

在保险方面，银保监会发布的对外开放措施中，涉及保险业2020年对外开放的发力点主要有三：一是外资人寿险公司外资股比的限制从51%提高至100%的过渡期至2020年；二是取消境内保险公司合计持有保险资产管理公

司的股份不得低于 75% 的规定，允许境外投资者持有股份超过 25%；三是放宽外资保险公司准入条件，取消 30 年经营年限要求。在此背景下，外资进入中国保险行业加速。2020 年 3 月，大韩再保险上海分公司在上海开业，作为大韩再保险公司在华首家业务实体，大韩再保险上海分公司的设立是上海市第一批金融对外开放项目清单中的重点项目。

在券商资管方面，证监会 2020 年 3 月 13 日表示，自 4 月 1 日起取消证券公司外资股比限制。目前，已有摩根大通、野村东方国际、瑞银证券等实现外资控股。作为全国首批新设外资控股合资券商，野村东方国际证券于 2019 年 12 月在上海正式开业，初期重点发展资产管理业务；2020 年 3 月，摩根大通证券（中国）有限公司在上海开业。此外，星展银行已正式申请在沪设立控股合资券商，摩根士丹利拟将其在摩根士丹利华鑫证券中的持股比例从 49% 提高至 51%。在资产管理领域，外资券商机构正逐步增大对我国市场的参与度和影响力。

### 3.3.2 监管新规给证券公司资产管理业务带来的挑战

在资管新规的风暴中，券商资管资金池与通道业务是此次整改的重点，为此带来的冲击主要表现在资产端与资金端两个方面。

资金端：通道资金退场，募集难度增加，投资者门槛提升。第一，通道业务与集合计划机构资金下降的压力。一方面，在 2020 年资管新规过渡期结束前，去通道工作仍将持续，原银行委外资金用于投资非标债权的通道即将关闭，通道资金退场，并一去不复返。另一方面，根据监管部门窗口意见，大集合资金池的清理工作使得券商集合资管规模同样面临下行压力，非标债权产品给予一定期限整改，其余流动性较好的存量资金池需严控产品投资范围、规模逐月递减。第二，打破刚兑，资金池操作模式被否定，净值化产品募集难度增加。过去大集合资金池滚动发行募集低价、短期资金投放到长期的债券股权项目，寻求收益最大化。五大行股份制银行的资金是券商资管主动管理资金中最主要的来源，如今打破刚兑、产品收益率走低以及银行体系内监管力量的增强，会给银行理财规模增长带来一定压力，这种压力也势必会向券商资管资金端传递。第三，大集合公募化改造，摸着石头过河。券商资管公募牌照的申请更多的是为了对接大集合，而公募业务操作规范，对投

研能力和产品设计均要求较高，此前大部分券商并未在公募业务上进行重点投入，整体处于“摸着石头过河”的探索阶段。过去近 5 年券商公募整体发展较为缓慢，截至 2019 年末共有 13 家券商获得公募基金牌照，有无牌照直接决定了改造难易程度，未持牌券商公募改造后仍面临挑战。对于未持有公募牌照的券商，仅采取合同变更的方式将其管理人变更为其控股、参股的基金公司，不能完全享受公募基金分红免税、保险资金投资等政策利好。

资产端：被动管理被封堵，主动管理规模将加强。第一，被动管理业务被堵。在资管新规中，券商资管在被动管理业务资产端的影响主要来自于非标业务的投资受限，监管对于非标通道业务的约束已经形成多条路共同封堵的局面。2018 年 1 月监管已经暂停券商资管对委托贷款、信托贷款等投资，同时对股权质押已经受到了严格监管。监管机构通过窗口指导要求定向计划不得参与银行委托贷款、信托贷款等贷款类业务。定向资管业务中股票质押也受到了投资上限的制约，客户作为融出方接受单只股票质押的数量不得超过该股票股本的 15%，股票质押回购的规模也将降低。第二，回归资管业务本源，主动管理产品同质化严重，收益率低。在资管新规中，主动管理业务的资产端也受资管新规中多层嵌套规则的影响，整体规模呈现下降趋势。券商资管要需加强主动管理，回归资管业务的本源是当下最为迫切的转型放方向。然而当前券商产品设计与公募基金趋同化，与中高端客户的需求不匹配，且收益率较低，产品不具备吸引力，自身投研优势并未得到充分发挥。

### 3.3.3 金融科技发展对大集合证券公司资产管理业务带来的机遇与挑战

近年来资管机构正大手笔注入金融科技，纷纷布局以人工智能、云平台和区块链为主的产品，逐步应用于投研、营销和风控等环节。应用一是在资产投资环节，将影响基础资产的构成和投资决策的方式。人工智能等新技术的发展及应用，丰富了风险管理的手段，同时也引入了全新的资产识别方式，使得过去一些分散的、小规模资产可以被准确识别和管理，有效扩充了资产管理体系的基础资产池范围。应用二是在市场分销环节，将改变产品营销体验和客户服务方式。在金融科技的驱动下，将大力驱动普惠金融的发展，智能投顾覆盖长尾投资者。金融科技将作为资管一种补充与延伸，将营销业务以低成本方式向传统金融不发达的地区延伸，这有助于券商资管公募基金

布局财富管理，借助投研优势，向普惠金融领域延伸。应用三是在风险控制环节，将提升风险识别的范围和准确率，提高风险监控的能力，提升风险预警的效率。借助于大数据挖掘分析、人工智能算法等技术，可以提高数据采集的范围、提升数据处理的效率，将覆盖更为广泛的风险事件来源，有效地识别市场情况的变化，更好对金融风险进行预测和感知。借助区块链技术，可以更高效地解决大集合资金池问题，对资管计划单独建账、单独核算、分离定价，加快净值化管理的推进。

任何技术在发展应用中都伴随着收益与风险的双面性，不能忽略金融科技快速应用带来的风险隐患。隐患之一是信息泄露与模型风险。黑客对于金融机构的攻击日益增多，存在客户信息外泄等风险；金融科技使用过程中可能面临信息系统中断等风险；金融科技本身涉及复杂的技术、算法等，可能存在模型风险。基于此，必须结合金融科技的应用，建立有效的风险防控体系，评估金融科技的风险因素；加强客户信息保密、严格限制授权；加强算法与模型的验证，确定清晰的工作流程；预防黑客攻击。隐患之二是资管业务与技术产品化的匹配程度。金融科技在与资管业务不断交叉融合的过程中，会产生大量新业务、新模式。随着金融科技带来的交易量的增长、业务复杂度的增加，在技术创新提升效率的同时，如何避免因技术问题造成的金融市场波动和负面影响，这在行业规划和监管措施中还有一定空白。金融科技发展明显快于规章制度的建立，行业还缺少有效的治理模式与监管政策，对于风险清单、经营范围的规范均有待进一步完善。

#### 3.3.4 资本市场大发展为证券公司资产管理业务带来的机遇

在资管新规席卷的风暴下，券商资管也迎来重塑“大资管”业务的重要契机。在去通道的背景下，寻求业务模式上的突破，加快打造主动管理能力。面对来自银行理财、公募、私募、信托、保险的竞争，券商资管需发挥母公司作为综合业务平台的优势，串联各业务版块，探索与研究、经纪、投行、资本中介、衍生品等业务链上的协同。

资金端与经纪业务协同：大集合产品公募化改造提速有助于集合资管业务回升，与经济业务结合拓宽资金渠道。在券商资管大集合受限，通道业务压缩的背景下，公募牌照将券商资金端由机构客户拓展到零售客户，大大拓

宽了券商的资金来源。在完成大集合公募化改造后，投资者参与门槛降至 1 元，极大地拓宽了投资者范围。券商经纪业务的渠道为资管业务提供了零售客户的资金渠道，产品门槛不高且品类丰富、能够覆盖的潜在客户较多，结合客户的风险画像，为其提供符合风险特征和综合投资需求的产品线，增强客户粘性。

**产品端与投研体系协同：**券商资管在产品端的机遇在于“做别人所不能”，催生与券商研究体系的合作。在培育自身产品优势方面，券商资管应最大化主动管理能力，根据自身在投研上的禀赋优势，培育优质产品，在权益、固收、量化、衍生品等方面建立比较优势，协同资本中介业务合理配置杠杆，提供有竞争力的产品收益率。在引入外部优质产品方面，充分发挥业务协同与综合实力的优势，对接外部资源为客户提供一站式的大类资产配置。

**资产端与投行业务、信用业务的协同：**ABS 是资管新规下非标转标的重要选择，也是最能发挥券商“投行资管”的优势业务，将成为未来券商资管发展的重要方向和利润增长点。ABS 业务离不开投行业务在资产端的项目储备与客户挖掘，券商资管与投行业务紧密结合，主动挖掘优质资产，并对接实体企业融资需求，既解决了券商资管资产荒的难题，又缓解了实体企业资金紧张的窘境。随着非标转标渐入佳境，ABS 扩容带来的资管产品设立需求也会逐步升温，随着 ABS 发行规模逐年上升、在债券中占比逐年增大，ABS 业务的发展将为券商资管行业带来长期的业务增量。

### 3.3.5 新冠疫情对证券公司资管计划的影响

从资产端来看，新冠疫情的出现冲击到了企业经营，资管产品底层资产风险暴露或有上升。为了有效地控制疫情的蔓延，全国范围内限制人员出行抑制了居民消费，延迟复工对制造业生产造成了较大拖累，其中对可选消费、交通运输、传媒、轻工制造和商业贸易等行业短期冲击最为明显。当前企业部门杠杆水平处又于近年高位，疫情的爆发可能会加速金融市场信用风险的释放，避险情绪导致企业再融资出现问题。但另一方面，疫情以来监管部门采取多项举措以稳定市场，公开市场造作引导利率不断下行、加大对小微、民营企业的融资支持。由此来看，短期内信用市场大环境未必会出现剧烈波动，仍需警惕局部信用爆雷。

从资金端来看，券商资管开启自有资金购买旗下产品，以配合央行、证监会稳定市场。2020年2月初，东方红资管斥资1亿元申购旗下10只偏股基金和集合资管计划，广发证券决定投资不低于5000万元于旗下混合集合资管计划，国君资管出资3亿元自购权益类产品，兴证资管出资2000万元认购旗下权益类产品，海通资管新增1亿元自由资金投资旗下资管计划。券商资管的自购行为被视为价值投资，展现出对A股市场中长期看好的决心，为提振市场情绪起到了重要作用。

从资管产品端来看，疫情管控举措将加大存量产品的转型难度，且对于新增资管产品冲击更为明显。疫情期间的管控举措将在企业经营层面对市场经济产生冲击，这将导致部分资管产品的资产质量下降，进而加大存量资管产品尤其是非标资产的整改和处置难度。相对于现存资管产品而言，当前疫情对新增资管产品的发行、销售工作的影响更为直观。从资管产品的发行来看，最为直接地，疫情管控举措在相当程度上阻碍了尽职调查等线下工作的开展。对于标准化的债券业务、融资方及担保方基础信息等的尽调或可尽量通过网络方式进行，但在底层资产的真实性和非标准化的股权投资、项目类投资等的尽职调查、抵质押工商登记、托管户和监管户等银行账户开立等环节，仍不可避免地受到疫情管控措施影响；从资管产品的销售来看，一方面，受疫情管控措施影响，过去产品发行所依赖的现场路演、产品推介会等人员聚集性活动将受到极大限制，无疑大大增加了新产品发行销售的难度。从新增资管产品的投资领域来看，虽然疫情对新增资管产品的发行和销售造成了一定阻碍，但危机之下亦潜藏机遇，抗疫相关领域的资管产品或迎来爆发。例如，中国证券投资基金业协会《关于疫情防控期间私募基金登记备案相关工作安排的通知》中明确鼓励私募基金投资防疫抗疫相关医疗设备、疫苗药品的生产研发企业。

从资管新规的落地情况来看，疫情加大资管产品整改和处置难度，资管新规过渡期延长一年。2020年是资管新规过渡期收官之年，但由市场上理财产品距满足资管新规的要求仍存在障碍。一是全行业产品改造速度不及预期，银行理财的净值化率仅在35%左右，距全面实施净值化结算仍存在距离；二是资金池运作带来的历史欠账、浮亏问题仍未妥善解决；三是非标处理难度大，资金期限难以匹配部分非标资产较长的投资期限。2020年7月31日，

经多部委审慎研究决定，将《关于规范金融机构资产管理业务的指导意见》（资管新规）过渡期延长至 2021 年底。

从券商一季度业绩来看，资管业务显现出一定的韧性。在已公布的 13 家券商资管一季报中，8 家券商营收同比增速均超过 10%，排名前三的华泰资管、国君资管、东方红资管营业收入分别为 7.09、5.56、5.56 亿元，同比增长 14.03%、22.19%、21.20%；财通资管营收 0.46 亿元，同比增长 142.42%，在券商中增幅最大；另外银河金汇、长江资管和兴证资管一季度营收负增长，分别-4.98%、-18.41%、-26.30%。净利润增速大体上与营收增速相当，8 家券商资管净利润同比增速超过 10%，华泰资管、国君资管、东方红资管净利润同比增速分别为 9.93%、22.93%和-8.48%。

表 3-7 券商资管 2020 年一季度业绩情况

公司名称	营收（亿元）	去年同比（%）	净利润（亿元）	去年同比（%）
华泰资产	7.09	14.03	3.65	9.93
国君资管	5.56	22.19	2.53	22.93
东方红资管	5.56	21.20	1.79	-8.48
海通资管	3.52	30.99	1.64	30.61
财通资管	3.50	142.42	0.46	205.13
广发资管	3.26	3.32	1.71	2.93
光证资管	3.03	17.91	1.37	24.15
招商资管	2.48	1.46	1.56	4.82
银河金汇	1.53	-4.98	0.22	-18.56
浙商资管	0.93	18.77	0.14	13.71
长江资管	0.89	-26.30	0.41	-6.71
东正融汇	0.70	26.29	0.42	49.25
兴证资管	0.60	-18.41	0.27	34.78

资料来源：公开数据

整体来看，一方面，新冠疫情的爆发会对企业经营产生负面冲击，从而

影响资管产品底层标的资产质量，但随着监管层多项稳定市场的政策出台，整体信用风险可控，但警惕局部资产风险暴雷。另一方面，疫情期间资管产品改造与处置难度加大，资管新规过渡期或将延长。

### 3.3.6 资管新规过渡期延长对券商资管行业的影响

2020年7月31日，经多部委审慎研究决定，《关于规范金融机构资产管理业务的指导意见》（资管新规）过渡期延长至2021年底。2020年以来，新冠肺炎疫情对全球经济造成严重冲击，部分企业生产经营困难增多，适当延长资管新规过渡期，是从疫情常态化防控出发，做好“六稳”和“六保”工作的具体举措。资管新规延期对资管行业的影响主要有两方面，一是推动资管存量业务整改平稳进行。新冠肺炎疫情从资金端和资产端，对资管业务产生了双向冲击，尤其是在资产端，部分行业、企业经营困难加大，一些投资项目原有还款安排面临调整。适当延长过渡期，能够缓解疫情对资管业务的冲击，有利于缓解金融机构整改压力。二是为金融机构培育规范的资管产品提供宽松环境。过渡期适当延长，能够为资管机构进一步提升新产品投研和创新能力，加强投资者教育和长期资金培育，提供更好的环境和条件，有利于支持资管产品加大对各类合规资产的配置力度。

资管新规延期保持金融市场稳定，防止资产集中抛售。延期1年可使部分资产自然到期，避免因处置风险而产生新的风险，提升对实体经济支持力度。健全存量资产处置措施，为金融机构化解处置资产提供更多渠道，利于推动平稳转型，具体包括新产品承接、市场化转让、合同变更、回表等多种方式。健全激励约束机制，提升金融机构推进资管转型的动力。对于某些个案可实施差异化监管，体现政策的灵活性，避免“一刀切”，利于风险平稳化解。

资管新规过渡期延长为券商资管转型提供了空间与时间。资管新规过渡期，一方面给予通道类资管规模较高或处置难度较大的券商更多的时间完成过渡转型，另一方面对提前完成整改的券商给予评级、资本发行和创新业务等方面的激励政策。在资管新规的过渡期内，已经取得了明显的整改与处置效果，券商通道类业务规模快速压降，但考虑到疫情对实体经济造成较大的冲击，过渡期的延长有助于稳定融资的供给水平，保障对实体经济支持力度。

在各券商大集合资管产品的改造持续推进中，头部券商包括中信、国君、中金等纷纷对旗下大集合产品完成公募化改造，不断强化自己资管业务的主动管理能力。尽管短期预计资管新规整改仍将对存量产品带来压力，券商资管规模仍然承压，但长期来看，主动管理能力提升将带来资管费率提升，从而促进券商资管业务良性发展与利润率的提升。

资管新规过渡期延长，有利于缓解疫情对券商资管业务资产端方面的短期压力，但长期改革大方向没有改变。资管新规的延期有助于延迟当期风险隐患，突出资本市场正能量，利好短期风险偏好提升，维持券商行业整体高景气局面和保险行业资产端的良好状态。从短期来看，一方面避免了存量资产集中处置带来的共债风险等压力，另一方面此举有助于缓解市场对于券商机构估值方面的悲观预期。从中长期来看，延期主要考虑到新冠肺炎疫情对经济金融带来的冲击，但不涉及资管新规相关监管标准的变动和调整，延期有助于缓解存量资产集中处置对金融机构带来的压力，但并不意味着资管业务改革方向出现变化，净值化和打破刚兑仍是政策的大方向。监管部门仍将致力于引导资管行业持续转型升级，为资本市场贡献稳步长期的资金支持。

总结来看，资管新规延期并不代表资管业务改革方向变化，只是在疫情冲击和尊重客观事实的基础上，坚持了平稳过渡的原则。未来监管将继续推动压降存量资产和老产品规模，不太可能容忍存在“拖而不决”的情况。

## 第4章 保险资管：新规落地开启市场化发展新时代

随着政策的完善和保险资金运用的拓展，我国保险资管行业正处于快速发展的黄金年代。保险资管行业孕育于保险资金应用，跟随保险业发展而壮大，成为“大资管”的重要组成部分。

从 2002 年修订《保险法》开始，监管政策适当放松，保险资产管理投资范围逐步放宽至债券、债券回购、证券投资基金、股票、资产支持计划、境外投资、股权、不动产、基础设施投资计划、衍生品交易、创业投资基金、私募基金等，并在 2014 年加强和改进了保险资金运用比例监管。2015-2017 年多项规范境外投资、资产支持计划业务等政策落地，2018 年资管新规正式将保险资管列入资管行业，2020 年 3 月保险资管新规落地并将保险资管产品定位为私募性质，保险资管政策进一步完善。

### 4.1 2019 年保费收入及资金运用情况

#### 4.1.1 保费收入增速改善，保险资产规模首超 20 万亿

保险资产总额首次突破 20 万亿。截至 2019 年末，保险行业资产总额达 20.56 万亿元，同比增长 12.18%。保险业成为继银行、信托业后又一资产规模突破 20 万亿的金融子行业。国内保险业自 1979 年复业以来，近年来发展明显加快。历时 25 年（1979-2004 年）总资产突破 1 万亿，历时 10 年（2004-2014 年）总资产突破 10 万亿，如今仅用 5 年（2014-2019 年）从 10 万亿发展到 20 万亿。伴随着保险资金运用专业化、集中化，我国保险资管资产规模快速增长，成为“大资管”的重要组成部分。

2019 年保费收入增速有所改善。2019 年我国保费收入 4.26 万亿元，同比增长 12.17%，增速较 2018 年有所上升。其中，财产险保费收入 1.16 万亿元，同比增长 8.2%；人身险保费收入 3.01 万亿元，同比增长 13.8%。

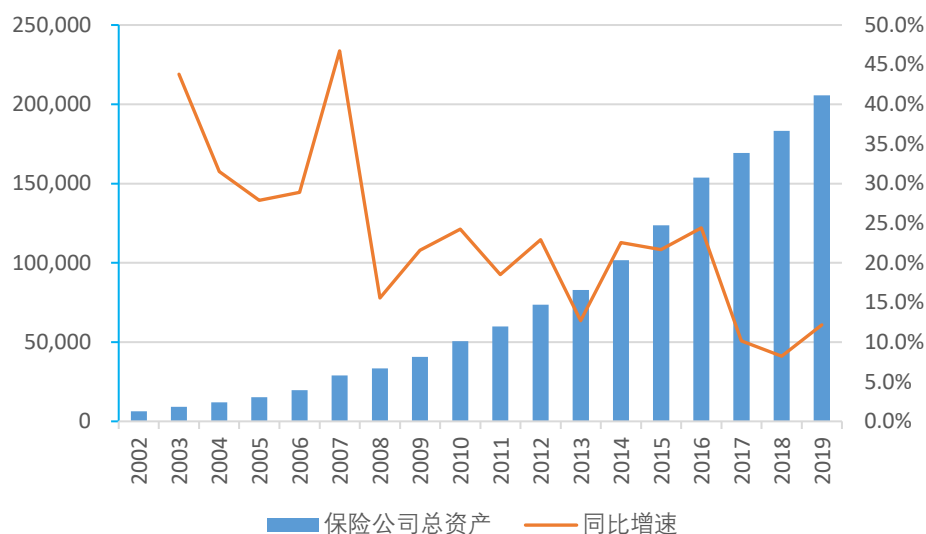


图 4-1 2002 年-2019 年我国保险业资产规模及增长率（亿元）

资料来源：Wind

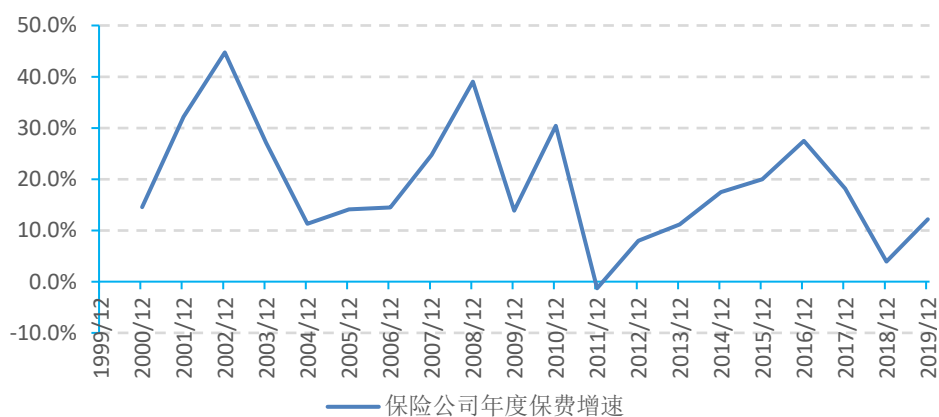


图 4-2 1999 年-2019 年我国保费收入增速

资料来源：Wind

#### 4.1.2 保险资金运用情况及特征

保险资金运用余额持续较快增长。截至 2019 年 12 月末，保险资金运用余额达 18.53 万亿元，同比增长 12.9%；保险资产和保险资金运用余额同步较快增长，同比增速均超过 12%。其中，保险资金投向银行存款 2.52 万亿元、债券 6.40 万亿元、股票和证券投资基金 2.44 万亿元，其他投资 7.16 万亿元。

其他投资主要包括债权投资计划、股权投资计划等投向基础设施、企业资产项目的保险资管产品，以及长期股权投资、投资性房地产等。

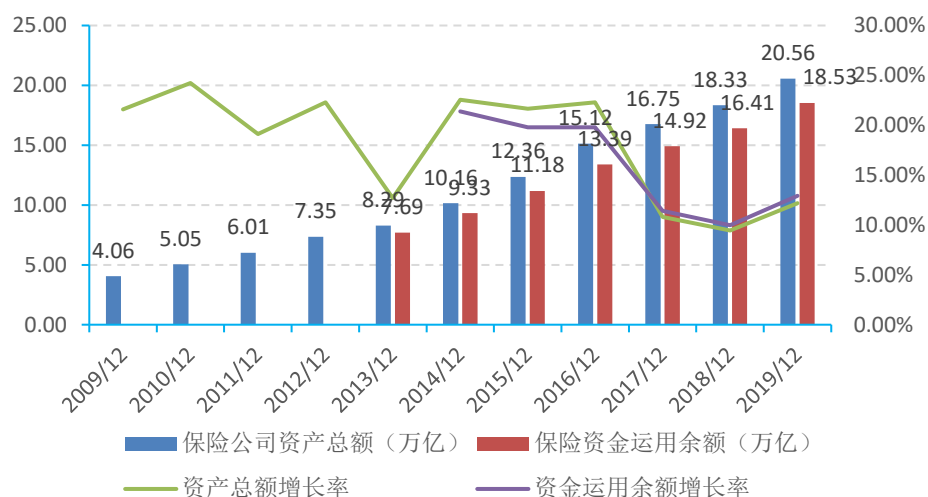


图 4-3 2009 年-2019 年我国保险公司资产总额和资金运用余额及同比增速

资料来源：Wind

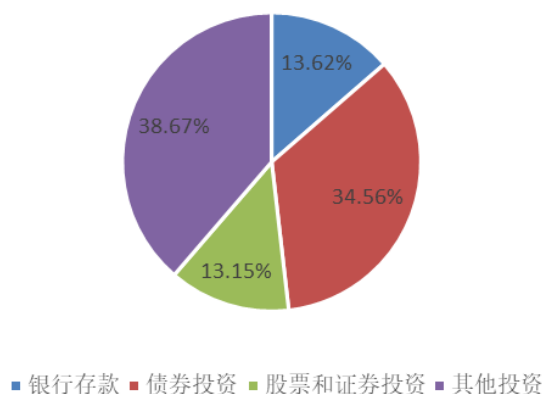


图 4-4 2019 年 12 月末，我国保险资金运用余额结构

资料来源：Wind

另类投资占比提升。从资产配置趋势来看，存款和债券投资占比持续下降，其他投资占比不断升高，股票投资占比保持稳定。截至 2019 年 12 月末，银行存款占保险资金运用余额比重为 13.6%，债券投资占比 34.6%。银行存款和债券在保险资金运用余额占比接近一半，为保险机构配置重点。随着债

券利率下行，收益相对较高的另类投资愈发成为配置重点，2019 年 12 月末的另类投资占比达 38.7%。

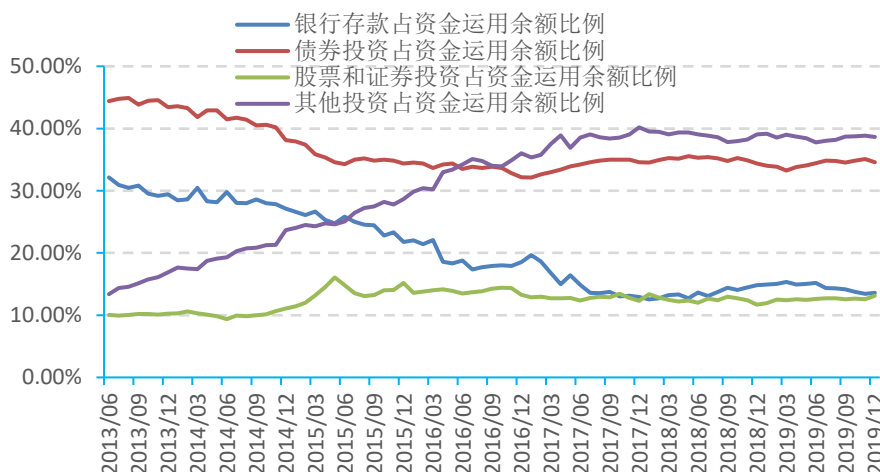


图 4-5 2013 年-2019 年我国保险资金运用结构

资料来源：Wind

保险资金运用余额突破 18 万亿元。截至 2019 年 12 月末，保险资金运用余额达 18.5 万亿元。2019 年受益于股票市场表现较好，保资资金运用实现投资收益 8824 亿元，资金运用平均收益率达 4.94%，较 2018 年高出 0.61 个百分点。

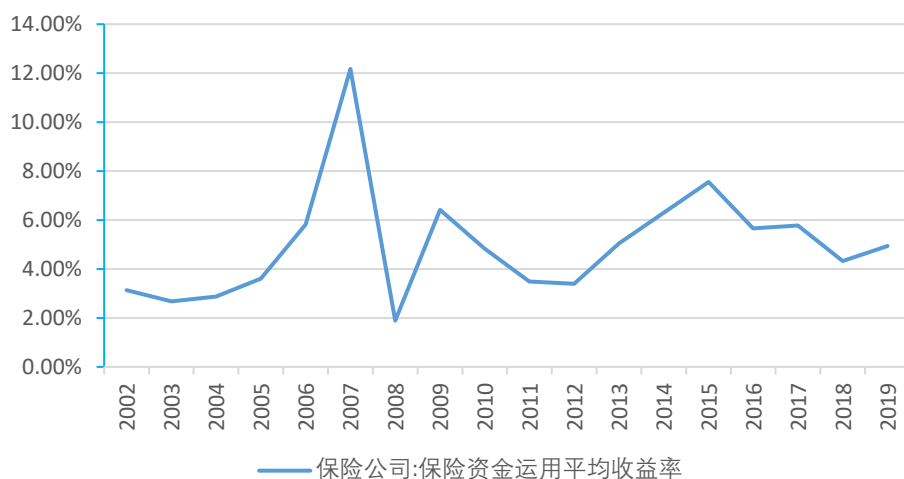


图 4-6 2002 年-2019 年我国保险资金运用平均收益率

资料来源：Wind

2019 年末，保险资金运用余额中，银行存款 25227 亿元，占比 13.62%，投资收益率 3.68%；债券 64032 亿元，占比 34.56%，投资收益率 4.35%。

公募基金和股票是 2019 年投资收益率最高的两类资产。其中，证券投资基金规模 9423 亿元，占比 5.09%，投资收益率 6.08%；股票规模 14942 亿元，占比 8.06%，由于 2019 年股市较好，投资收益率达 9.16%。

由于新金融工具准则等影响，近年来，长期股权投资成为保险资金运用的重要方向。截至 2019 年 12 月末，保险资金运用于长期股权投资的规模为 19739 亿，占保险资金运用余额的 10.65%，仅次于银行存款、债券、另类投资占比。2019 年的长期股权投资收益率为 5.51%。

此外，2019 年保险资金配置于投资性房地产的规模为 1894 亿元，占比 1.02%，收益率为 2.77%，拖累整体投资收益率。

整体来看，2019 年保险资金运用呈现以下特征：（1）减少收益率较低的银行存款类、投资性房地产等配置；（2）增加股票配置，把握股市行情；（3）加大长期股权投资力度，减少利润波动的同时获取不错的投资收益。

表 4-1 2019 年保险资金运用情况（亿元）

	余额	占比	投资收益率
银行存款	25227	13.62%	3.68%
债券	64032	34.56%	4.35%
证券投资基金	9423	5.09%	6.08%
股票	14942	8.06%	9.16%
长期股权投资	19739	10.65%	5.51%
投资性房地产	1894	1.02%	2.77%
保险资金运用	185271	100%	4.94%

资料来源：银保监会

#### 4.1.3 保险资金运用及资管业务监管政策梳理

原保监会在 2013-2017 年陆续出台了多项监管政策，全面规范保险资金运用比例、境外投资、保险私募基金、股票投资、债权投资计划等事项。保险资管进入规范发展阶段。

保险资管新规将保险资管产品定位为私募性质，打开保险资管市场化发

展的新时代。2019年11月22日，银保监会发布了《保险资产管理产品管理暂行办法（征求意见稿）》（简称“保险资管新规”），正式文件已于2020年5月1日施行。保险资管新规在打破刚兑、消除多层嵌套、去通道、禁止资金池、过渡期等方面与资管新规一脉相承。新规将保险资管产品定位为私募产品，可面向合格投资者以及满足要求的自然人非公开发行。同时在资产配置方面，由于保险资管产品是私募产品，投资范围很广，除标准化资产外，还包括交易所ABS、银行间CLO与ABN、公募基金、其他债权类资产（不能直接投资商业银行信贷资产）、权益类资产等。新规对投资非标准化债权类资产有限额要求：在同一机构管理的全部组合类保险资管产品中，投资于非标债权资产的余额不得超过其全部净资产的35%；扩大了“合格投资者”范围，将最低起投金额划定为30万元；调整产品分类标准，将权益类产品资产配置比例由60%提高到80%；取消组合类保险资管产品首单核准要求；明确允许保险资管产品的代销模式。

保险资管新规对风险管理能力提出了较高要求。保险资管新规要求风险资产管理机构应当建立全面覆盖、全程监控、全员参与的风险管理组织体系和运行机制，通过管理系统和稽核审计等手段，分类、识别、量化和评估保险资管产品的流动性风险、市场风险和信用风险等，有效管控和应对风险。

资管新规首次正式把保险资管列入资管行业，提高了保险资管的地位。由于通道业务和嵌套业务受到限制，针对非标资产明确禁止期限错配，并大幅度压缩此前很多机构采用的非标资产类资金池操作，保险资金投资非标资产的增速出现下滑。

表 4-2 保险资金运用相关监管政策梳理

时间	监管文件	主要内容
20191122	《保险资产管理产品管理暂行办法（征求意见稿）》	明确了保险资管产品定位和形式。保险资管产品定位为私募产品，面向合格投资者非公开发行。办法严格规范产品运作，在打破刚性兑付、消除多层嵌套、去通道、禁止资金池业务、限制期限错配等方面与资管新规保持一致。
20180428	《关于规范金融机构资	统一监管要求，打破刚兑、破除多层嵌套与禁止

	产管理业务的指导意见》	资金池模式，让资管业务回归代客理财本源，防范金融风险，强化金融对实体的支持力度。
20180118	《中国保监会 财政部关于加强保险资金运用管理 支持防范化解地方政府债务风险的指导意见》	规范保险机构更加安全高效服务实体经济，防范化解地方债务风险，包括妥善配合存量债务风险处置、切实规范投资融资平台公司行为、审慎合规开展创新业务、着力强化行业风险管理和严格落实市场主体责任。
20170522	《中国保监会关于债权投资计划投资重大工程有关事项的通知》	债权投资计划投资经国务院或国务院投资主管部门核准的重大工程，且偿债主体具有 AAA 级长期信用级别的，可免于信用增级；债权投资计划投资“一带一路”、京津冀协同发展、长江经济带等国家发展战略重大工程的，注册机构建立专门的业务受理及注册绿色通道，优先受理。
20170505	《中国保监会关于保险资金投资政府和社会资本合作项目有关事项的通知》	确立保险资金投资 PPP 项目有关条件等，投资计划可以采取债权、股权、股债结合等可行方式，投资一个或一组合格的 PPP 项目。
20170124	《中国保监会关于进一步加强保险资金股票投资监管有关事项的通知》	保险机构或投资上市公司股票，对一般股票投资、重大股票投资和上市公司收购三种情形，中国保监会根据不同情形实施差别监管。
20160622	《中国保监会关于加强组合类保险资产管理产品业务监管的通知》	对组合类保险资产管理产品的管理人、基础资产范围、发行登记以及其他监管要求作出规范；禁止“嵌套”和具有“资金池”性质的产品。
20151211	《中国保监会关于加强保险公司资产配置审慎性监管有关事项的通知》	保监会对保险公司资产配置行为的监管；分析资产负债匹配状况，进行资产配置压力测试，评估对资产收益率、现金流和偿付能力的影响，需向提交压力测试报告。
20150911	《中国保监会关于设立	明确保险资金设立私募基金的范围、投资方向和

	保险私募基金有关事项的通知》	发起人等；保险资金可以设立私募基金，范围包括成长基金、并购基金、新兴战略产业基金、夹层基金、不动产基金、创业投资基金和以上述基金为主要投资对象的母基金。
20150911	《中国保监会关于印发资产支持计划业务管理暂行办法的通知》	明确资产支持计划的基础资产、交易结构、发行登记和运作管理；支持计划业务应当建立托管机制。
20150708	《中国保监会关于提高保险资金投资蓝筹股票监管比例有关事项的通知》	对满足条件的保险公司，投资单一蓝筹股票的余额占上季度末总资产的监管比例上限由 5% 调整为 10%；投资权益类资产的余额占上季度末总资产比例达到 30% 的，可进一步增持蓝筹股票，增持后权益类资产余额不高于上季度末总资产的 40%。
20150331	《中国保监会关于调整保险资金境外投资有关政策的通知》	规范保险资金境外投资监管，保险机构开展境外投资应当配备至少 2 名境外投资风险责任人，发行人和债项调整为“债项获得国际公认评级机构 <b>BBB</b> -级或者相当于 <b>BBB</b> -级以上的评级，相对之前 <b>BBB</b> 要求有所宽松。
20140219	《中国保监会关于加强和改进保险资金运用比例监管的通知》	对保险公司配置大类资产制定保险资金运用上限比例：投资权益类资产的账面余额，合计不高于本公司上季末总资产的 30%；投资不动产类资产的账面余额，合计不高于本公司上季末总资产的 30%；投资其他金融资产的账面余额，合计不高于本公司上季末总资产的 25%；境外投资余额，合计不高于本公司上季末总资产的 15%。
20130217	《中国保监会关于保险资产管理公司开展资产管理产品业务试点有关问题》	规定保险资产管理公司开展产品业务所需资质、申报流程、投资范围等；规定向单一投资人发行的定向产品，投资人初始认购资金不得低于 3000 万元人民币；向多个投资人发行的集合产

	品，投资人总数不得超过 200 人，单一投资人初始认购资金不得低于 100 万。
--	------------------------------------------

资料来源：银保监会官网、证监会官网

#### 专栏 4-1：IFRS 9 对保险公司资金运用的影响

2018-2021 年保险业全面实施新金融工具准则。2017 年财政部参照《国际财务报告准则第 9 号—金融工具》（简称 IFRS 9）对我国《企业会计准则第 22 号—金融工具确认和计量》（简称 CAS 22）进行了修订。文件要求，“在境内外同时上市的企业以及在境外上市并采用国际财务报告准则或企业会计准则编制财务报告的企业，自 2018 年 1 月 1 日起实施；其他境内上市企业自 2019 年 1 月 1 日起实施；执行企业会计准则的非上市企业自 2021 年 1 月 1 日起实施。”

金融资产由“四分类”变“三分类”。在原先的金融资产分类中，按照持有金融资产的目的和能力，并考虑资产本身合同性质和所处市场活跃程度，将金融资产分为四个科目：以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产（FVTPL）、可供出售金融资产、持有至到期投资、贷款和应收款项。修订后的 CAS 22 中，根据企业管理金融资产的业务模式和金融资产的合同现金流特征，金融资产分为三类：以摊余成本计量的金融资产（AC）、以公允价值计量且其变动计入其他综合收益的金融资产（FVTOCI）和以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产（FVTPL）。

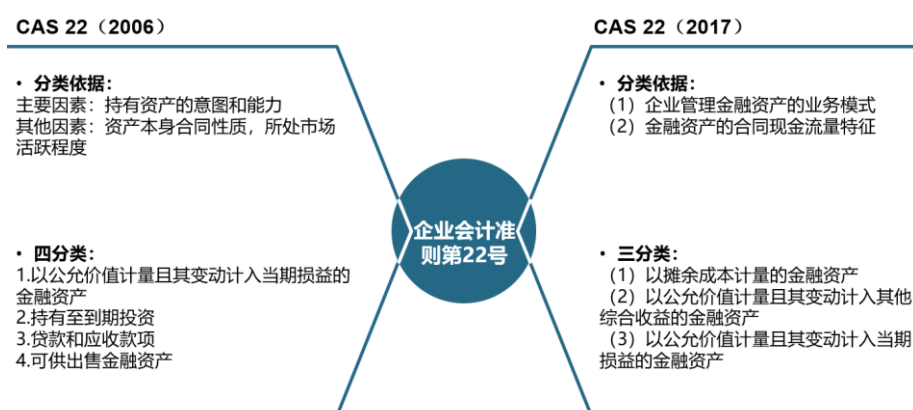


图 4-7 2017 年财政部对 CAS 22 进行修订后的金融资产分类方式

资料来源：财政部《企业会计准则第 22 号—金融工具确认和计量》

表 4-3 根据合同现金流测试与业务模式测试的结果进行重分类

以摊余成本计量的金融资产	以公允价值计量且其变动计入其他综合收益的金融资产	以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产
债务工具	债务工具	债务工具；股票类资产(大部分，除非指定)；基金投资等

资料来源：新金融工具会计准则

计提减值准备，由“实际损失法”转向预期信用损失。原准则下，只有存在减值迹象的情况下才计提减值准备。而新准则要求保险公司根据金融资产未来的预期信用损失情况，采用预期信用损失减值模型，用三阶段模型计提信用损失。这种模型更具有前瞻性，计量基础和减值范围都发生了变化。如果该金融工具的信用风险自初始确认后并未显著增加，则企业应当按照相当于该金融工具未来 12 个月内预期信用损失的金额计量其损失准备。如果该金融工具的信用风险自初始确认后已显著增加或者有证据表明已经发生了信用损失，企业应当按照该金融工具整个存续期内预期信用损失的金额计量其损失准备。

计提减值的金融资产范围扩大，确认时点提前。由于 IFRS 9 对会计科目的影响，以摊余成本计量的金融资产（AC）和以公允价值计量且其变动计入其他综合收益的金融资产（FVTOCI）需要进行减值会计处理。这两类金融资产在新准则下所涵盖的金融资产范围扩大，所以计提减值的金融资产范围也会扩大。由于预期信用损失模型的前瞻性，计提减值的时间也将提前。

表 4-4 预期信用损失减值模型

	判断标准	减值准备计提
一阶段	信用风险无显著增加	12 个月内预期信用损失
二阶段	信用风险显著增加	整个存续期内预期信用损失
三阶段	有实际证据表明已发生信用减值	整个存续期内预期信用损失

资料来源：《国际财务报告准则第 9 号》

### 以中国平安为例——新金融工具准则促使保险投资更趋稳健

IFRS 9 准则实施后，保险公司无论是在“权益”还是“固收”投资方面避险意识都有增强，较为激进的资产驱动负债的经营模式一定程度上会受到抑制，有利于促进保险业回归“保险姓保”、扎实做好保险负债端的经营。

“可供出售金融资产”受新准则影响较大。从分类方式来看，“贷款和应收

款项”与“持有到期投资”将会进入以摊余成本计量的金融资产。以中国平安为例，2017 年末“贷款和应收款项”与“持有到期投资”分别占比 30.2%和 36%，2018 年重分类后以摊余成本计量的金融资产占比 61.6%。原准则下的交易性金融资产保持不变；而“可供出售金融资产”受新准则影响较大，被分拆进入 FVTOCI 和 FVTPL。可供出售金融资产中主要是债务工具、股票，以成本计量的股权资产。

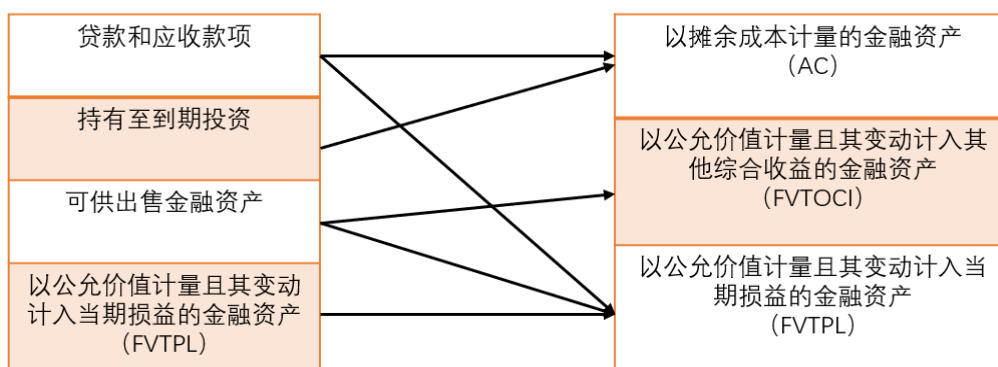


图 4-8 新准则下重分类主要的归类方式（不包含指定分类情况）

来源：《国际财务报告准则第 9 号》

新准则下部分资产公允价值变动直接计入损益，利润波动性增大。在新准则下，原先可放入可供出售的股票等权益类资产如选择分类为以公允价值计量且其变动计入其他综合收益（FVOCI），处置出售时其累积的浮盈（亏）不能进入损益，即不计入利润。分类为“交易性金融资产”，则须承受当期市价波动对利润的影响。

新准则下，交易性金融资产占比显著提升，促使保险股票投资更加稳健。中国平安在 2017 年旧准则下交易性金融资产占比仅 1.9%，公允价值变动对利润的影响较小。2018 年适用新准则后，交易性金融资产占比提升至 18.5%，使得利润波动加大。在这种情况下保险公司更倾向于投资稳健资产，如蓝筹股票、长期股权投资等，以减少市价波动的利润的影响。

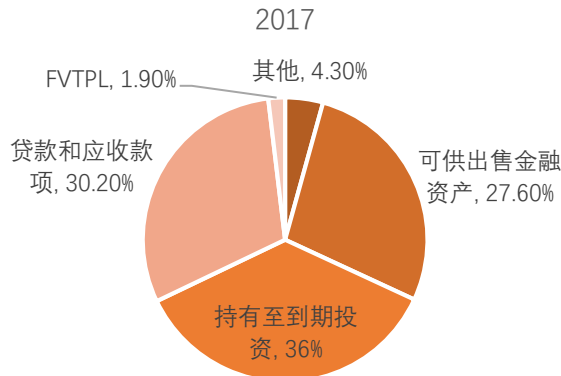


图 4-9 中国平安 2017 年末，在原先的 IAS39 分类下投资组合的“四分类”情况  
来源：中国平安年报  
注：其他—长期股权投资、投资性物业等

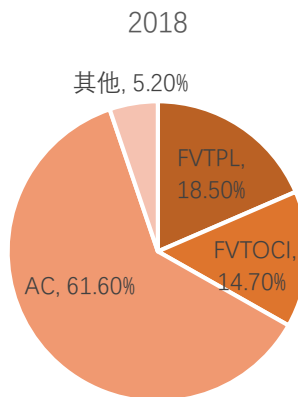


图 4-10 新准则下，2018 年末中国平安金融资产分类情况  
来源：中国平安年报  
注：AC—以摊余成本计量的；FVTOCI—以公允价值计量且变动计入其他综合收益的；FVTPL—以公允价值计量且变动计入当期损益的金融资产。

2018 年执行新准则后，投资收益率波动加大。新准则下，保险公司利润波动增大。中国平安 2018 年保险资金投资组合净投资收益率 5.2%，同比下降 0.6 个百分点；总投资收益率 3.7%，同比下降 2.3 个百分点。投资收益率的显著下降除了市场波动原因，很大部分是由于执行新金融工具会计准则后分类为交易性资产的资产大幅增加、公允价值变动损益波动加大。2019 年中

国平安总投资收益 6.9%，较 2018 年上升 3.2 个百分点，主要是资本市场回暖带动投资收益同比上升。2019 年末，中国平安长期股权投资达 2041 亿元，同比大幅增长。

表 4-5 2017-2019 年中国平安投资收益（亿元）

投资收益	2017	2018	2019
净投资收益	1213.40	1267.07	1440.50
总投资收益	1261.50	895.01	1912.63
净投资收益率(%)	5.8	5.2	5.2
总投资收益率(%)	6	3.7	6.9

资料来源：中国平安年报

新金融工具准则之下，中国平安资产配置的策略：（1）股票投资向低估值高股息率且股价波动小的大票倾斜；（2）提升长期股权投资占比，采用权益法核算；（3）加大政府债券投资力度。

股票投资向低估值高股息率且股价波动小的大票倾斜。2018 年实行新准则后股票投资占比明显下降，从 2017 年的 11.12% 下降到 8.29%，2019 年小幅回升到 9.21%。低估值高股息率的盘蓝筹股股价波动较小，配置这类蓝筹股可以减少盈利的波动。2017 年 12 月以来，中国平安在港股市场大量买入工商银行、汇丰控股等低估值高股息率银行股，股票投资集中度有所上升。

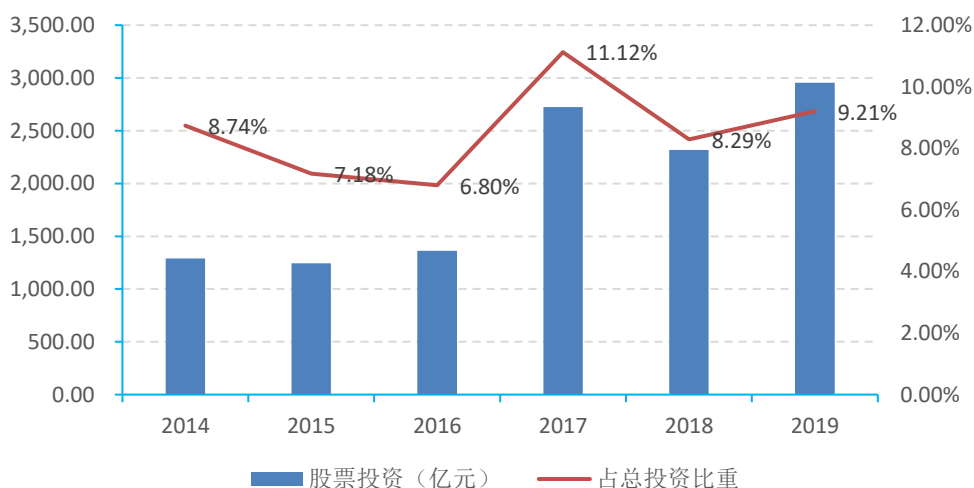


图 4-11 中国平安股票投资规模情况

资料来源：Wind

提高长期股权投资比重，采用权益法核算避开新准则影响。长期股权投资采用权益法核算，可以减少利润波动。险企可通过加大对个别股票的投资比例、达到按权益法核算的长期股权投资标准，规避新准则影响。新准则落地后，中国平安长期股权投资占总投资资产比例持续上升，从 2014 年末的 0.87% 到 2019 年末的 6.36%。在新旧准则交替的 2018 年，中国平安长期股权投资占总投资的比重上升了 2 个百分点，预计未来该趋势仍会延续。

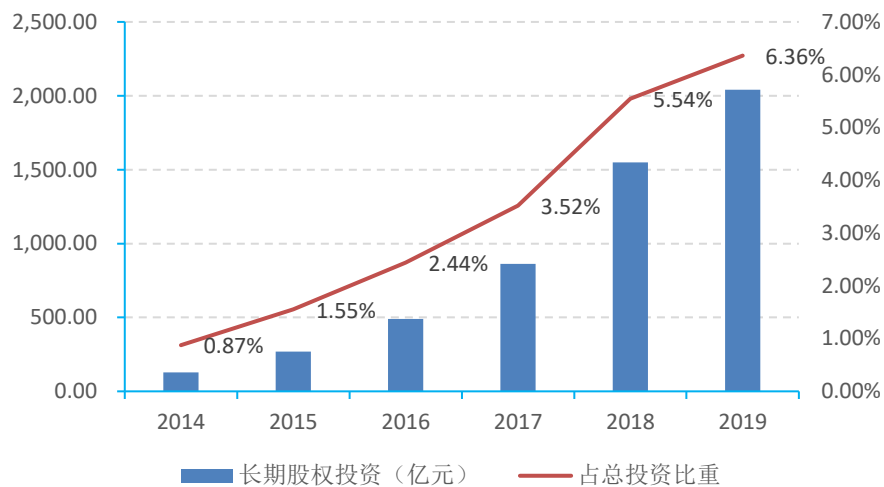


图 4-12 2014-2019 年中国平安长期股权投资及其占总投资资产比重

资料来源: Wind

投资券种分化明显，倾向于投资政府债。债券投资一直是险资投资的重点，新准则之下，受“预期信用损失”减值模式影响，投资人会倾向选择信用等级更高、违约风险更低的券种。中国平安近年来债券投资占比在 43%-48% 间。受新准则及税收因素影响，中国平安债券投资中政府债券占比持续上升，从 2016 年末的 35.7% 上升至 2019 年末的 68.8%。

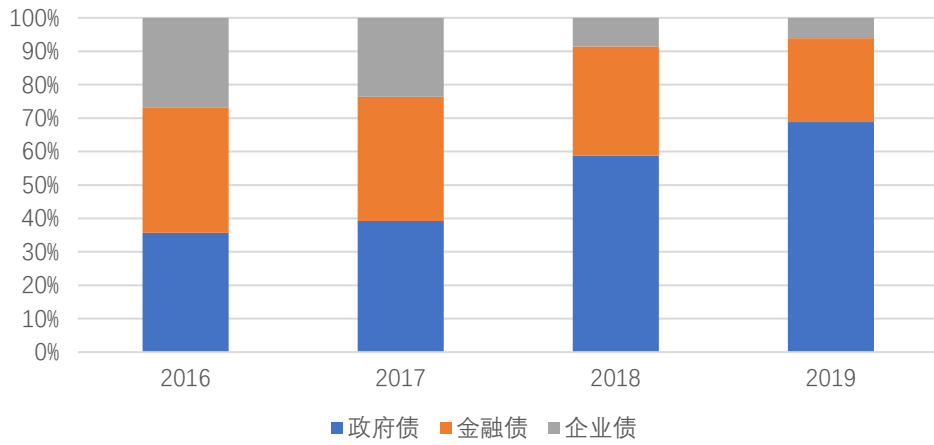


图 4-13 2016-2019 年中国平安债券投资结构

来源：中国平安年报

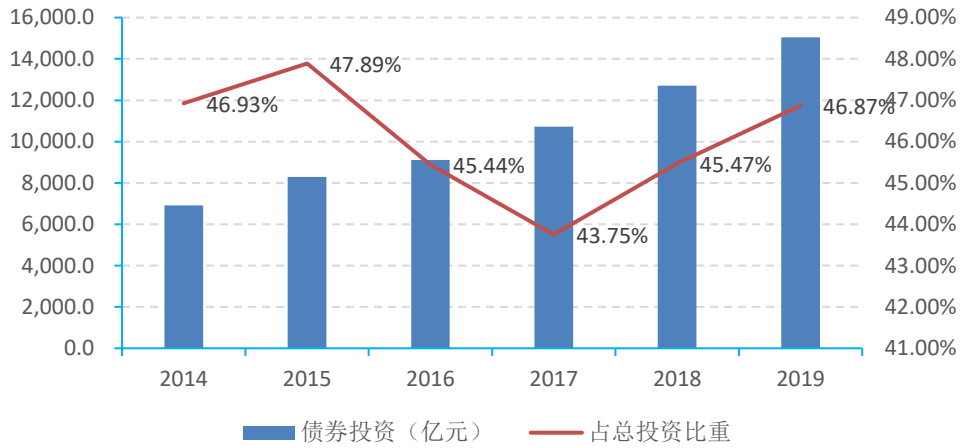


图 4-14 2014-2019 年中国平安债券投资规模及其占总投资比重

资料来源：Wind

## 4.2 2019 年保险资管行业发展情况

保险资管机构差异化发展，业务主要包括投资管理、投行业务、金融同业和财富管理四大板块。

保险资管公司投资资金主要来自保险资金以及受托的第三方，保险资管公司是保险资金的主要管理者。保险资管产品包括债权投资计划、股权投资

计划、组合类产品。截至 2019 年 12 月末，保险资管产品余额 2.76 万亿元，其中债权投资计划 1.27 万亿元、股权投资计划 0.12 万亿元、组合类保险资管产品 1.37 万亿元。

#### 4.2.1 保险资管公司和产品情况

目前，保险资管行业已有 27 家综合性保险资产管理公司、14 家专业保险资产管理公司、11 家香港子公司、16 家私募股权管理公司、9 家养老金管理公司、1 家财富管理公司和 8 家保险系证券基金管理公司，还有 170 多家资产管理中心或资产管理部门，拥有专业投资人员近万人。最早的保险资产管理公司成立于 2003 年，即人保资产管理和国寿资产。随后在 2003-2006 年期间设立了 9 家，分别为华泰资产、中再资产、平安资产、泰康资产、太平洋资产、新华资产以及太平资产。

表 4-6 27 家综合性保险资产管理公司概况

投资收益	成立日	股东	注册资本 (万元)
中国人保资管	2003-07-16	中国人民保险集团 100%	129800
中国人寿资管	2003-11-23	中国人寿保险(集团) 40%,中国人寿保险 60%	400000
华泰资管	2005-01-18	华泰保险集团 81.82%	60060
中再资管	2005-02-18	中国再保险(集团) 70%	150000
平安资管	2005-05-27	中国平安保险(集团) 98.67%	150000
泰康资管	2006-02-21	泰康保险集团 99.4117%	100000
太平洋资管	2006-06-09	中国太平洋保险(集团) 80%	210000
新华资管	2006-07-03	新华人寿保险 99.4%	50000
太平资管	2006-09-01	中国太平保险 80%	100000
平安道远投资	2011-03-15	深圳市平安远欣投资发展控股有限公司 100%	20000
大家资管	2011-05-20	安邦保险集团 47.5%,安邦人寿保险 52.5%	60000
生命保险资管	2011-07-15	富德保险控股 60%,富德生命人	50000

		寿保险 39.6%	
光大永明资管	2012-03-02	光大永明人寿保险 99%	50000
合众资管	2012-05-14	合众人寿保险 95%	10000
民生通惠资管	2012-11-15	民生人寿保险 100%	10000
阳光资管	2012-12-04	阳光人寿保险 36%,阳光财产保 险 24%,阳光保险集团 20%	12500
中英益利资管	2013-04-12	中英人寿保险 41%,弘康人寿保 险 34%	10000
中意资管	2013-05-23	中意人寿保险 80%	20000
华安财保资管	2013-09-05	华安财产保险 90%	20000
长城财富保险资管	2015-03-18	长城人寿保险 75%	10000
英大保险资管	2015-04-03	英大泰和财产保险 40%,英大泰 和人寿保险 50%	20000
华夏久盈资管	2015-05-12	华夏人寿保险 99%	50000
建信保险资管	2016-04-07	建信人寿保险 80.1%	30000
永诚保险资管	2016-08-01	永诚财产保险 100%	30000
百年保险资管	2016-08-01	百年人寿保险 80%	10000
工银安盛资管	2019-05-13	工银安盛人寿保险 100%	10000
交银康联资管	2019-05-16	交银康联人寿 100%	10000

资料来源：Wind

据保险资管协会数据统计，2019年保险资产管理业参与主体增加，共有35家保险资管机构。而2015年为27家，2016年为29家，2017年、2018年皆为31家。

近年来，保险资管机构从业人数稳步增长。据保险资管协会调研数据，近年来，保险资管机构从业人数从2015年末的4379人稳步增长至2019年末的7782人，保险资管人才队伍不断壮大。

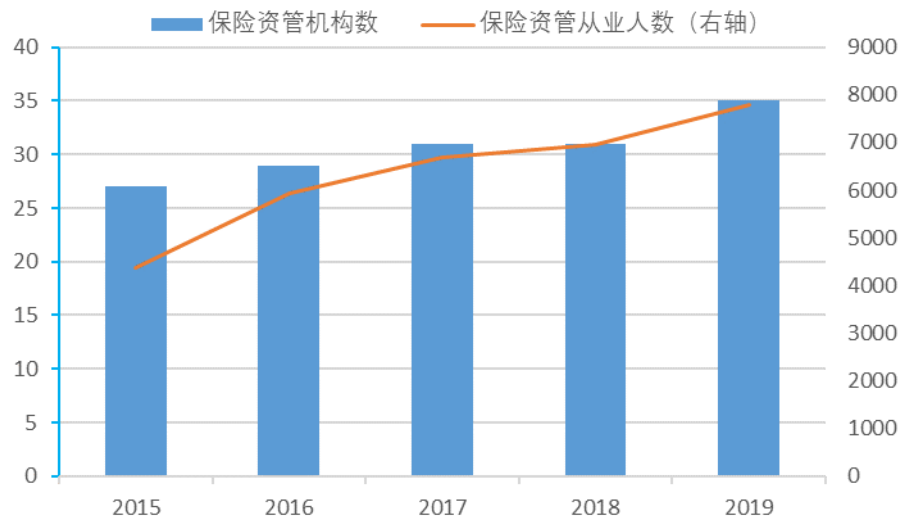


图 4-15 2015-2019 年我国保险资管机构数量及从业人数

资料来源：保险资管业协会官网

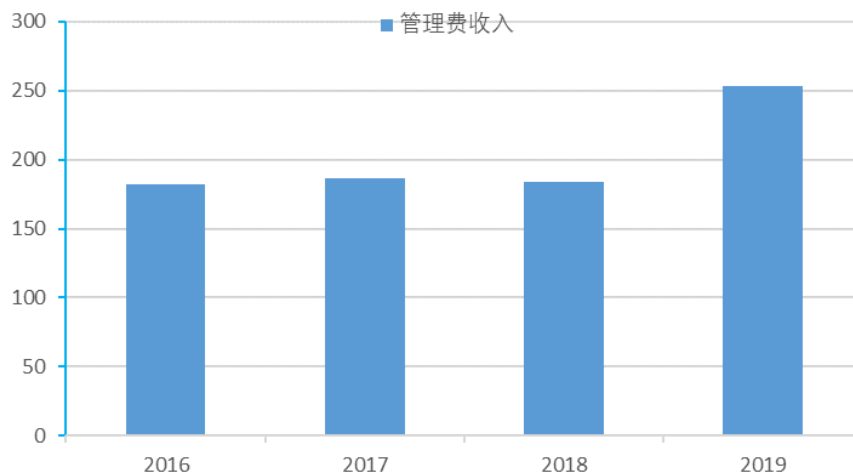


图 4-16 2016-2019 年我国保险资管机构管理费收入（亿元）

资料来源：保险资管业协会官网

管理费收入主要由资产管理规模和管理费率两大因素决定，近年来管理费率有下滑趋势，影响保险资管机构管理费收入。2019 年，保险资管机构管理费收入达 253 亿元，同比增长 37%，而 2016 年、2017 年和 2018 年保险资管行业管理费收入均 180 亿元左右。

#### 4.2.2 保险资管机构管理规模及投资

保险资管机构的管理资金主要来源三方面：关联保险资金、第三方保险资金和业外资金。截至 2019 年底，保险资管机构管理规模超 18 万亿元，其中，关联保险资金是大头，约 14 万亿元；来自第三方保险资金约 1.17 万亿元；业外资金达 3.76 万亿元，较 2018 年末增加 1 万亿元。而业外资金又可以细分为：银行资金、基本养老金、企业年金、职业年金、养老保障产品、其他资金等。

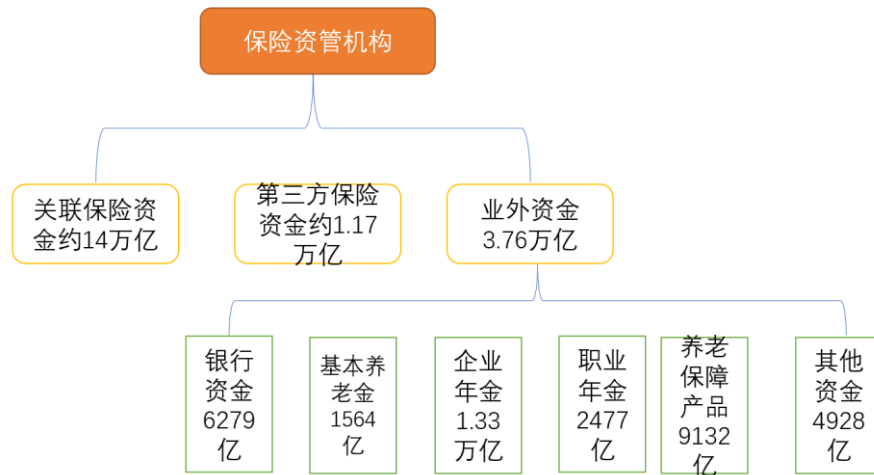


图 4-17 2019 年底我国保险资管机构管理规模结构

资料来源：保险资管业协会官网

近年来，保险资管机构管理规模稳步增长。过去 5 年中，保险资管机构管理规模持续增长，由 2015 年末的 11.65 万亿元增至 2019 年末的 18.11 万亿元，首次突破 18 万亿元。保险资管机构已经成为国内资本市场的重要机构投资者。

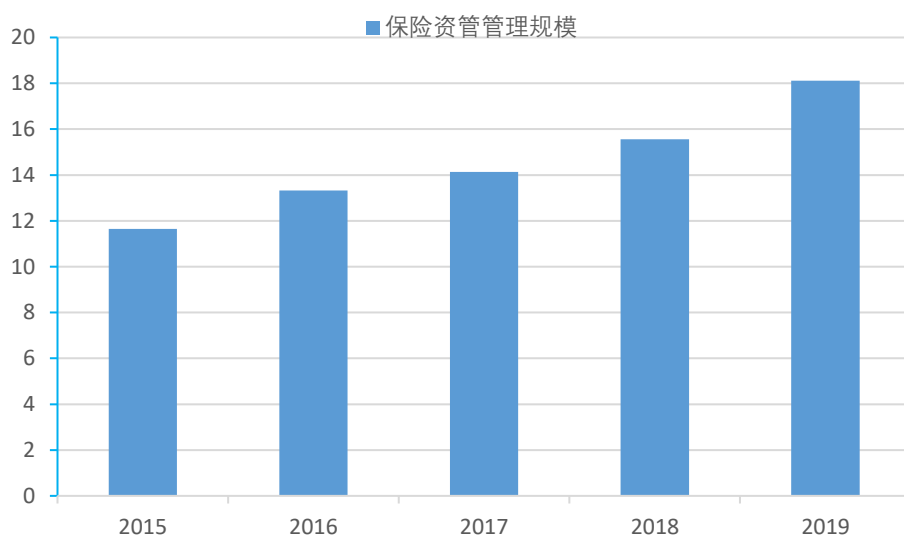


图 4-18 2015-2019 年我国保险资管机构管理规模（万亿元）

资料来源：保险资管业协会官网

从业务构成的角度来看，据保险资管协会数据，截至 2019 年底，专户业务管理规模超八成，组合类产品和另类产品管理规模占比分别为 7.10%、7.98%，投顾、财顾占比为 2.47%，公募事业占比为 0.45%，其他业务占比为 1%。

不同资金的业务模式偏好有所差异，第三方保险资金业务模式以另类产品、组合类产品和专户业务为主；银行资金业务模式以组合类产品、专户业务和另类产品为主；基本养老金业务模式以专户业务、另类产品为主；企业年金、职业年金、养老保障产品以专户业务为主。

从投资资产角度来看，截至 2019 年底，保险资管管理资金的投资以债券（38%）、银行存款（13%）和金融产品（19%）为主，三者占比超过 70%。金融产品投资包括债权投资计划、集合资金信托计划、商业银行理财产品、信贷资产支持证券、证券公司专项资产管理计划和项目资产支持计划等。

保险资管产品主要包括债权投资计划、股权投资计划、组合类产品。

截至 2019 年末，保险资管产品余额 2.76 万亿元，其中债权投资计划 1.27 万亿元、股权投资计划 0.12 万亿元、组合类保险资管产品 1.37 万亿元。据我们统计，目前市场上有股票型保险资管产品 95 只，混合型 115 只，债券型

159 只，另类投资型 73 只，货币市场型 30 只。近 1 年平均回报率来看，债券型和混合型较高，分别为 15.44% 和 14.3%。

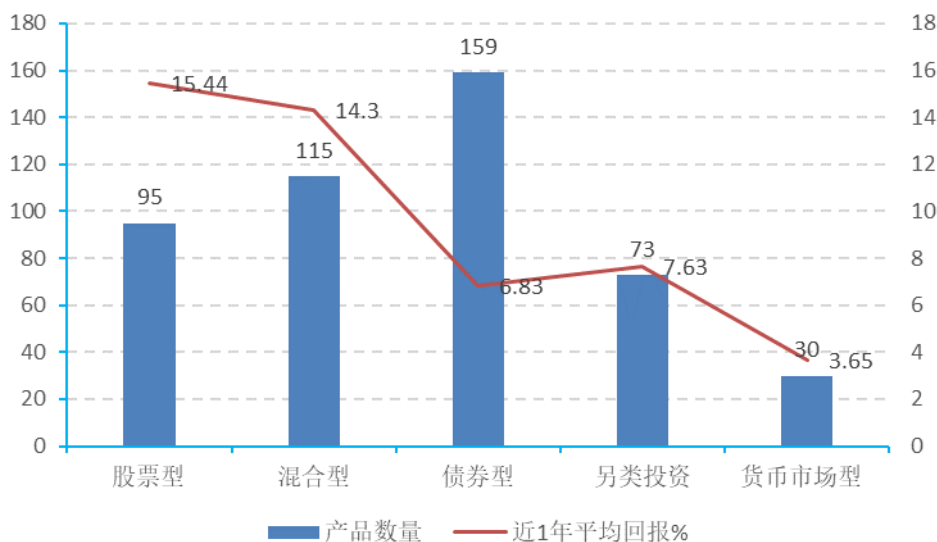


图 4-19 2019 年底我国保险资管产品数量及近 1 年平均回报率

资料来源：Wind

保险资管产品投资范围方面，根据保险资管新规，保险资管产品的投资范围与银行理财产品、私募资管计划的投资范围总体一致。包括国债、地方政府债券、中央银行票据、政府机构债券、金融债券、银行存款、大额存单、同业存单、公司信用类债券、证券化产品、公募基金、其他债权类资产、权益类资产和银保监会认可的其他资产。

#### 4.2.3 投行业务板块占比提升，成为保险资管业务重点发力方向

保险资管业务模式主要有投资管理、投行业务、金融同业、财富管理等四大类，其中，投资管理和投行业务是业务重心。投资管理板块主要指二级市场投资，较注重投资能力和产品设计能力，包括投资研究、资产配置、固定收益投资、量化投资和权益投资等。投行业务板块主要指保险资管的各类债权计划。金融同业板块由协议存款通道业务演变而来，保险资管机构与银行、信托、券商等同业开展的财务顾问、资产证券化业务等。财富管理板块主要是针对高净值客户的资产管理服务和公众理财市场，产品形式包括养老保险公司的养老保障产品、专项或定制化产品以及私募产品。

保险资管投行业务主要指另类投资。截至 2019 年 12 月末，险资另类投资占比达 38.7%。该业务模式连接项目端和资金端，为企业相关项目提供资金支持等，可发挥保险资金体量大及期限长等优势。投行业务板块包括以保险资管机构名义发起设立的基础设施债权投资计划、不动产投资计划、股权投资计划、资产支持计划等。保险债权投资计划指保险资产管理公司发起设立的投资产品，通过发行投资计划受益凭证，向保险公司等委托人募集资金，投资主要包括交通、通讯、能源、市政、环境保护等国家级重点基础设施或其他不动产项目，并按照约定支付本金和预期收益的金融工具。

据保险资管业协会数据，2019 年 12 月，17 家保险资产管理机构注册债权投资计划共 47 只，合计注册规模 828.87 亿元。其中，基础设施债权投资计划 33 只，注册规模 645.32 亿元；不动产债权投资计划 14 只，注册规模 183.55 亿元。

2019 年 1-12 月，29 家保险资产管理机构注册债权投资计划和股权投资计划共 255 只，合计注册规模 4636.65 亿元。其中，基础设施债权投资计划 154 只，注册规模 3358.44 亿元；不动产债权投资计划 97 只，注册规模 1225.81 亿元；股权投资计划 4 只，注册规模 52.40 亿元。同期，5 家保险私募基金管理机构共注册 5 只保险私募基金，合计注册规模 1050.00 亿元。

截至 2019 年 12 月底，累计发起设立各类债权、股权投资计划 1311 只，合计备案（注册）规模 29938.04 亿元；累计注册保险私募基金 22 只，合计规模 1863.10 亿元。

以中国平安为例，截至 2019 年 12 月末，中国平安债权计划及债权型理财产品投资规模为 4300.93 亿元，在总投资资产中占比 13.4%。债权投资计划的信用评级相对较高，集中在 AA+ 以上，以 AAA 为主，绝大部分项目都有担保或抵质押；从行业及地域分布看，目标资产分散于非银金融、不动产、高速公路等行业，主要集中于北京、上海、广东等经济发达和沿海地区。

行业	投资占比(%)	名义投资收益率(%)	期限(年)
<b>基建</b>	<b>33.5</b>	<b>5.75</b>	<b>8.69</b>
高速公路	12.5	5.85	9.87
电力	2.9	5.34	7.93
基础设施及园区开发	8.7	5.85	8.16
其他(水务、环保、铁路投资等)	9.4	5.65	7.85
<b>非银金融<sup>(2)</sup></b>	<b>36.3</b>	<b>5.74</b>	<b>5.46</b>
<b>不动产</b>	<b>18.3</b>	<b>5.90</b>	<b>4.69</b>
<b>煤炭开采</b>	<b>1.5</b>	<b>5.90</b>	<b>8.13</b>
<b>其他</b>	<b>10.4</b>	<b>5.48</b>	<b>6.56</b>
<b>合计</b>	<b>100.0</b>	<b>5.75</b>	<b>6.56</b>

图 4-20 2019 中国平安债权计划及债权型理财产品结构

资料来源：中国平安年报

保险资金支持实体经济是债权投资计划的大方向。2020 年疫情期间保险资管债券投资计划发挥了自身服务实体经济的作用。如 2020 年 2 月，作为保险业首批抗疫保险债权投资计划之一，光大永明资产注册“光大永明-汉江国投襄阳基础设施债权投资计划”，拟投资 20 亿元用于湖北襄阳汉江新集水电站项目建设。保险资管协会发布公告显示，仅 2020 年 1 月，由 19 家保险资产管理机构注册债权投资计划共 28 只，合计注册规模 508.30 亿元。

#### 4.2.4 金融科技赋能保险资管投研

金融科技正在变革金融业，几何级提升业务效率、改善客户体验。而在保险资管领域，以人工智能为核心的金融科技在投研的应运也在逐步增多，提升投研的智慧水平。

平安资管、泰康资管打造投研平台，提升投研效率。2018 年平安资管启动打造投资研究领域垂直搜索引擎项目，2019 年已在平安资管公司内部落地。该项目是为了帮助买方机构在海量研报和数据中快速找到所需信息，提升投研效率。据《中国保险资产管理业金融科技发展报告（2018-2020）》，平安资管现已实现对 10 万份内外部研报、100 万个图表、50 余个微信群、200 余个微信公众号的智能搜索、图表解析、表格解析，同时提供 App 和 Web 端服务。2017 年 12 月，由泰康资产金融工程部和移动互联部共同研发的泰康资产智能投研深度学习分析平台上线，实现研报年报阅读、主题投资分析、公

司财务分析、新词热词发现等功能，致力于投资研究效率和质量的同步提升。目前，平台的情感分析准确率达 88%，新词识别准确率达到 90%。

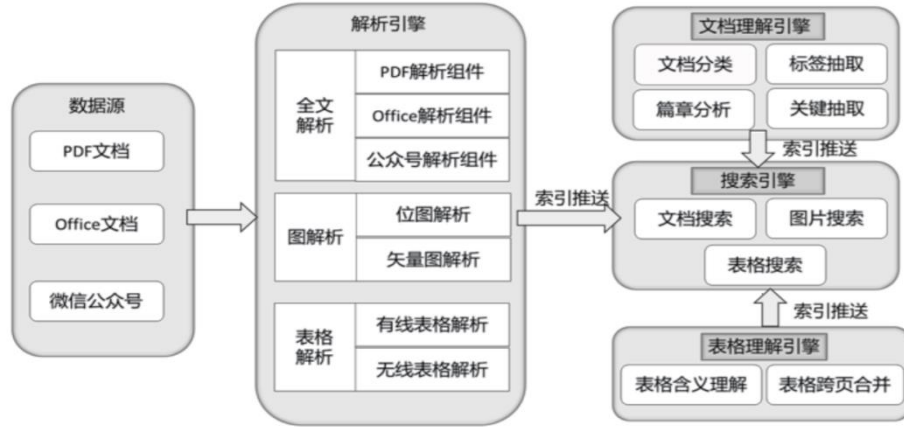


图 4-21 平安资管新投研系统整体框架

资料来源：平安资管

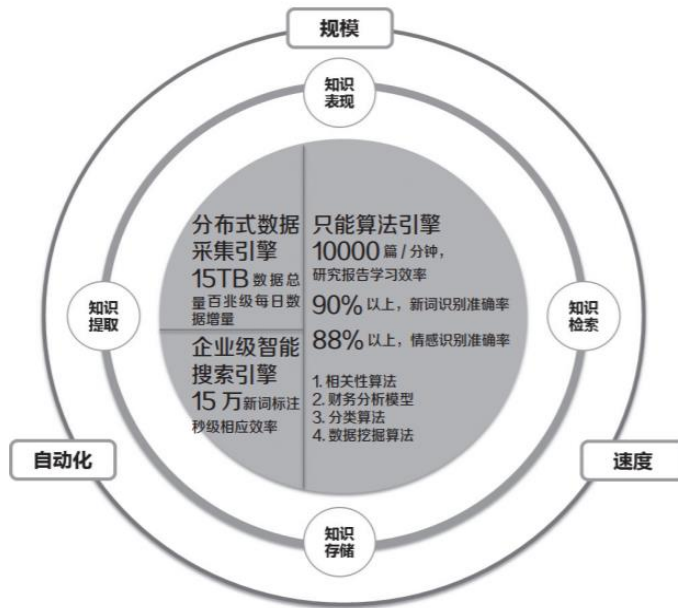


图 4-22 泰康资产智能投研深度学习平台

资料来源：泰康资产

智能投研、智能投资、智能投顾赋能保险资管。通过人工智能，挖掘历史数据，跟踪市场，帮助分析师进行价值评估和风险判断，捕捉市场变化。据《中国保险资产管理业金融科技发展报告（2018-2020）》，近年来国内大

型保险资管机构开始相关建设，并将核心定位为通过人工智能技术进行数据处理和再利用。例如，国寿资产研发了以提升投研效率、传承投研智慧为目标的人工智能投研平台；平安资管研发了投资研究领域垂直搜索引擎，帮助投资经理、研究员在海量数据中找到所需信息；泰康资产研发了智能投研深度学习分析平台，实现研报年报阅读、主题投资分析、公司财务分析、新词热词发现等功能；太平资产将人工智能技术应用于 FOF 的构建与管理，建成 FOF 业务全流程管理平台。

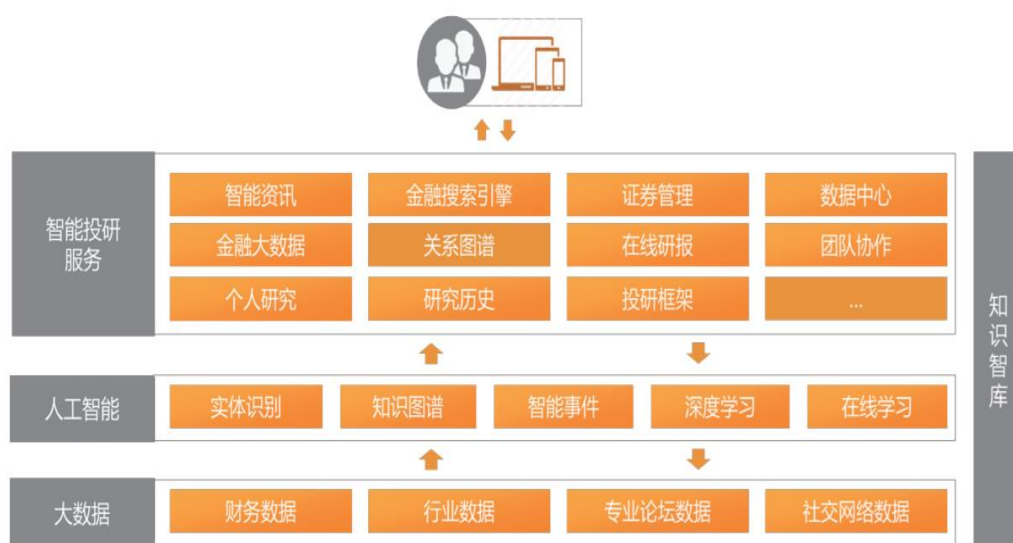


图 4-23 智能投研平台整体架构

来源：国寿资产、中国保险资管协会

### 4.3 2020 年保险资管行业展望与建议

2020 年 3 月 25 日，银保监会正式发布了《保险资产管理产品管理暂行办法》，并自 5 月 1 日施行。保险资管新规的发布，是保险资管行业里程碑式的事件，意味着保险资管作为最后发布实施细则的大资管子行业，正式纳入资管新规的范畴。

资管新规统一各资管子行业监管要求，缩小监管差异，保险资管新规赋予保险资管市场化地位，在监管要求上向银行理财看齐，有利于保险资管行业长期健康发展。保险资管新规将保险资管明确定位为私募资管产品，将开

启保险资管市场化发展的新篇章，发展前景广阔。

保险资管新规要求，同一保险资产管理机构管理的全部组合类产品投资于非标准化债权类资产的余额，在任何时点不得超过其管理的全部组合类产品净资产的 35%。随着保险资管新规正式落地，2020 年部分产品面临非标整改压力，稳妥推进整改及转型。

积极应对疫情带来的挑战。2020 年一季度，由于新冠疫情全球蔓延，民众暂时性闭门不出，影响线下代理人展业，导致保费收入增速下降，进而影响保险资管运用资金的增速。同时，投资端，为对冲疫情影响，货币政策阶段性明显宽松，债券收益率下行明显，股市震荡，导致投资压力上升。

随着金融业对外开放明显加快，外资控股的保险资管公司登上舞台，保险资管行业竞争也将更加激烈，保险资管机构应顺势而为，提升实力，积极应对竞争。而科技也在对保险资管行业产生很大的影响，金融科技也在逐步变革保险资管行业，须跟上时代的步伐。

#### 4.3.1 新冠疫情从负债来源及投资端影响保险资管业

新冠疫情从负债来源以及投资两端影响保险资管行业。负债端：新冠疫情使得保险代理人线下展业困难，从而影响保费收入，进而影响保险资管的资金来源。投资端：新冠疫情之下，全球货币政策更加宽松，债券收益率明显下滑，股市动荡，投资压力显著上升。保险资金机构应积极应对疫情所带来的冲击，做好相关研究，减少投资损失。

疫情影响保费收入，进而影响保险资金运用。一季度是保险公司开门红时期。保险代理人依靠提高活动量、拜访客户等帮助保险公司获得高额保费收入，由于新冠疫情蔓延，复工复产延迟，民众深居简出，对代理人活动量、产能产生直接影响。此外，疫情导致部分人群收入下降，也会影响保险消费需求。疫情之下，2020 年一季度我国保险公司保险收入 1.67 万亿元，同比仅增长 2.3%，增速较 2019 年的 12.2% 大幅下降。

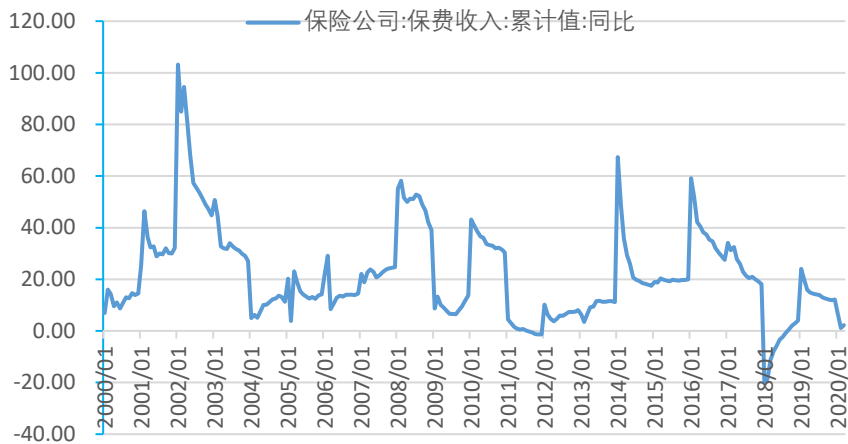


图 4-24 2000-2020 年我国保险公司保费收入增速 (%)

资料来源: Wind

从主要类型保险品种来看, 2020 年财产险保费收入 2962 亿元, 同比增长 0.3%; 健康险保费收入 2641 亿元, 同比增长 21.6%; 寿险保费收入 1.08 万亿元, 同比增长-0.6%。疫情之下, 2020 年一季度主要类型保险品种保费收入增速均较 2019 年有所下滑。

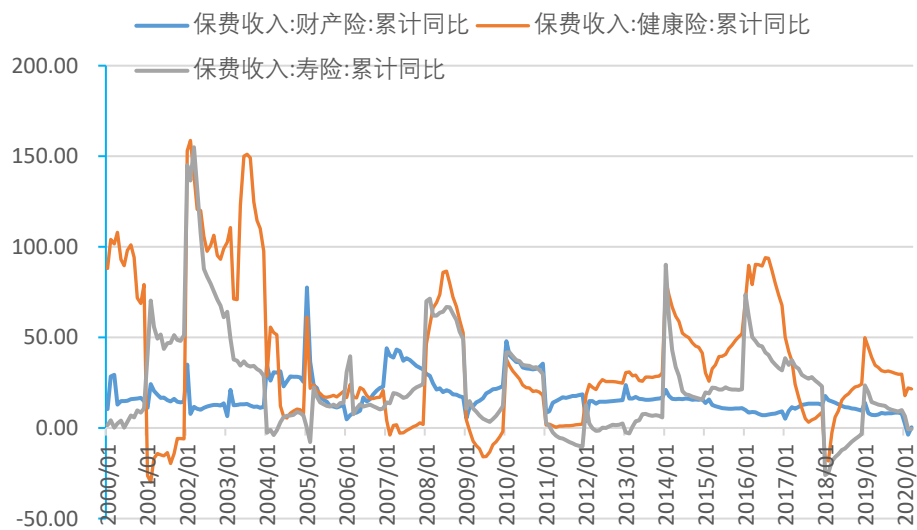


图 4-25 2000-2020 年我国保险公司分类型保费收入增速 (%)

资料来源: Wind

保险资管公司是保险资金的主要管理者, 保费收入增速下降, 势必会影

响到保险资管公司负债来源。

新冠疫情对险资投资造成影响。随着新型冠状病毒疫情全球蔓延，海外疫情不断恶化，海外经济面临严重衰退，国际贸易受到严重冲击，国内经济在 2 月停摆的基础上，面临新压力。面对百年一遇的疫情，主要国家纷纷出台规模与 2008 年金融危机相近或超过的经济刺激方案，国内一揽子经济对冲政策即将落地，特别国债预计发行 1 万亿以上。

疫情之下，货币政策愈加宽松，2020 年 3 月，美联储连续降息 150BP，2020 年初以来国内主要类型债券收益率亦大幅下行。保险资金投资压力明显加大。

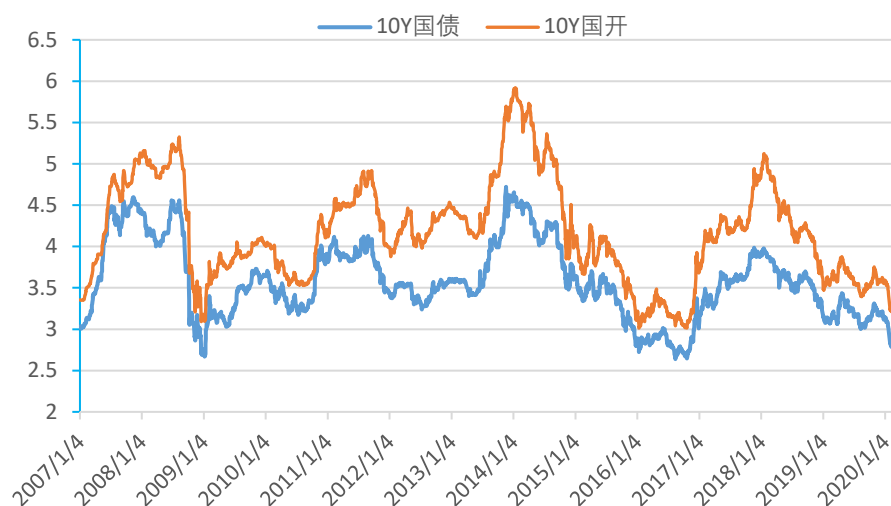


图 4-26 2007-2020 年我国主要债券收益率 (%)

资料来源：Wind

债券利率下行，保险资管投资压力增大。截至 2019 年 12 月末，债券投资占保险资金运用余额的 34.56%，与公募基金投资债券不同，保险资管公司投资债券重在票息收益。由于疫情对全球经济造成严重冲击，主要国家债券收益率大幅下降，国内债券收益率亦大幅下降，10 年国开债收益率降至 3.0%，与保险资金成本形成倒挂，投资压力明显加大。

此外，疫情导致股市下跌，也会影响保险资管的股票投资收益。

#### 4.3.2 金融业对外开放提速，保险资管行业竞争愈加激烈

金融业加快对外开放，保险资管竞争愈加激烈。金融业对外开放是大趋

势。2019年7月国务院金融稳定发展委员会办公室发布11条金融业对外开放措施，进一步放宽外资金融机构设立限制，扩大外资金融机构在华业务范围，加快保险行业开放进程，拓宽中外金融市场合作领域等，这体现国家对金融业对外开放的倾向性。随着金融业开放步伐加快，外资背景的资管机构不断进来，资管新规推动各类型资产管理机构同场竞技，竞争加剧。

2019年共有4家外资保险资管公司开业，分别是工银安盛资产管理有限公司、交银康联资产管理有限公司、中信保诚资产管理有限公司，而招商信诺资产管理有限公司获批筹建。保险资管业在持续推进对外开放进程中不断迈出新步伐。

金融业对外开放力度加大，保险资管行业竞争加剧。在对外开放上，中国金融开放的大门越开越大。以日本为例，日本保险市场饱和，对外投资不断提升。截至2018年底，日本对中国金融保险业直接投资1.27万亿日元。预计未来几年，会有更多的外资保险资管公司进入国内市场，竞争加剧。

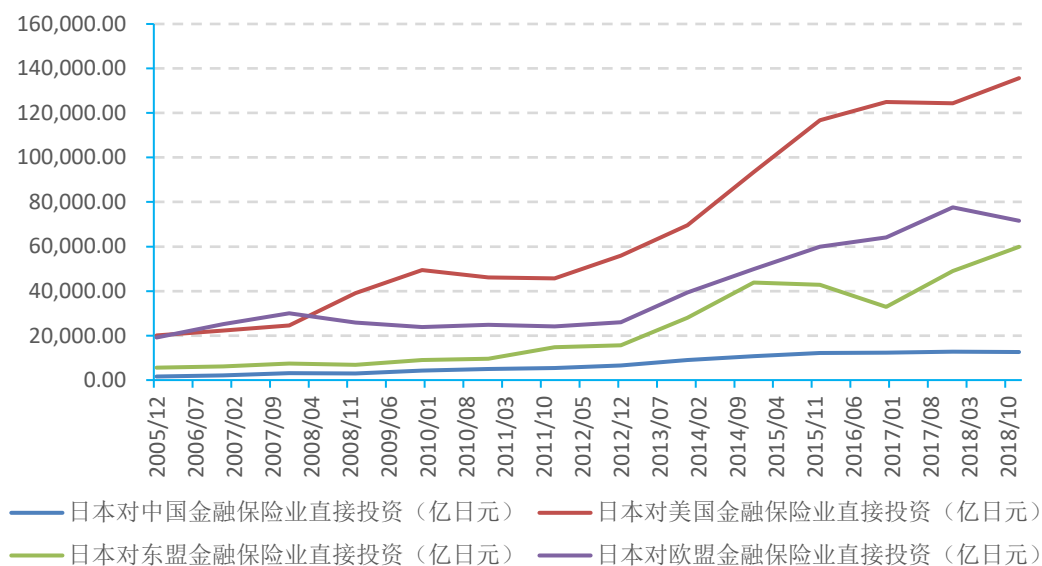


图 4-27 2005-2018 年日本保险资金海外资产情况

资料来源：Wind

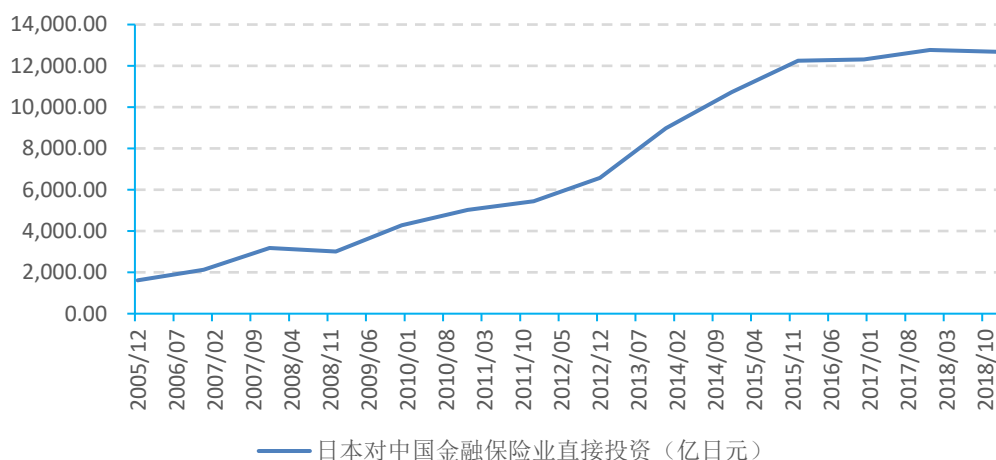


图 4-28 2005-2018 年日本对中国金融保险业直接投资情况

资料来源: Wind

随着外资保险资管公司的不断加入, 保险资管业竞争也将更加激烈。保险资管机构应提早准备, 提升实力, 积极应对金融业全面开放背景下的外资机构入局。

#### 4.3.3 丰富资金来源, 投资走向多元化

2020 年 3 月 25 日, 银保监会正式发布了《保险资产管理产品管理暂行办法》, 并自 5 月 1 日施行。保险资管新规的发布, 是保险资管行业里程碑式的事件。保险资管新规赋予保险资管市场化地位, 在监管要求上向银行理财看齐, 有利于保险资管行业长期健康发展。特别是, 私募资管产品定位, 为保险资管发展带来新机遇。保险资管新规使得保险资管机构可合规地募集高净值客户资金, 与其他类型资管机构同台竞技, 参与大资管的竞争, 迎来市场化发展机会。

保险资管公司受托业务的竞争压力加大。受托关联保险机构保险资金业务、非关联保险机构的保险资金业务、第三方非保险资金的业务, 是目前保险资管公司主要受托业务。2012 年《保险资金委托投资管理暂行办法》实施以来, 券商、基金公司等资管机构可作为受托人受托保险资金投资, 保险资管的竞争压力加大。

一方面, 保险资管公司的品牌认可度、市场影响力有待提高。保险资管受托非保险资金较少, 从业机构和人员数量、公开市场的评比排名、品牌认

可、市场影响力等与银行、信托、基金等其他资管机构存在差距。另一方面，大资管行业将面临更严峻的竞争新格局。一是各类资管机构对保险资金的争夺将加大。保险资金受打破刚兑等新规冲击相对较小，将成为各类资管机构争抢的对象。二是委托资金总量收缩和各类资管机构竞争加剧的背景下，保险资管公司获取业内外委托资金的难度加大。

疫情使短期内保费收入增速下降，扩大第三方资管业务是关键。保险资管资金来源主要三方面：第一是管理母公司的保费收入；第二类是主动发起设立保险资管计划；第三类是承接以银行等第三方金融机构的委托管理资金。其中保险资金是主要来源，截至 2018 年底，保险资管行业管理保险资金占比 77.14%。2020 年由于疫情影响，保险公司业务受到负面影响，自主投资承压的情况下，委外投资可以突破路径依赖，第三方资金的管理费率要高于关联方资金，提升第三方资管业务是发展趋势。

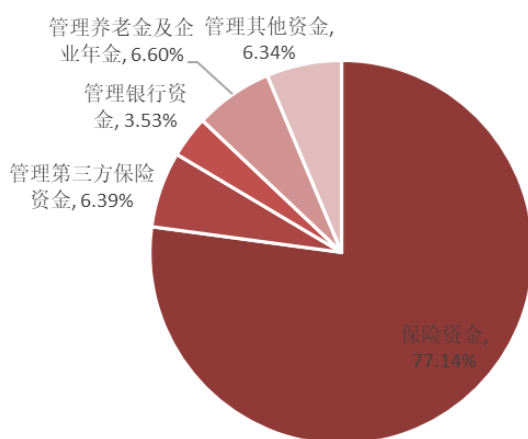


图 4-29 2018 年保险资管资金来源结构

来源：《2018-2019 保险资管业调研报告》

提升另类投资是趋势。保险行业竞争激烈，保险资金有刚性负债，保险资管负债端成本短期难以下降，目标投资收益率压力较大，保险资管资产配置难度不断上升。在债券收益率长期走低的环境下，另类投资优势显现。另类投资具有长期性、收益性、稳定性等特征，符合保险资金运用的目标选择。低流动性另类资产所获得的流动性溢价，将成为无风险利率下降后，弥补保险资金运用绝对收益的重要途径。

配置多元化资产，分散投资组合风险。伴随政策放开，目前资产配置从传统的公开市场投资拓展到基础设施、股权、不动产、集合信托计划、金融衍生品等另类投资以及境外投资。伴随着风险分散要求，需降低资产相关性，由于底层基础资产与大类资产类别的风险特征存在差异，对大类资产的资产类别细分提出更高要求。

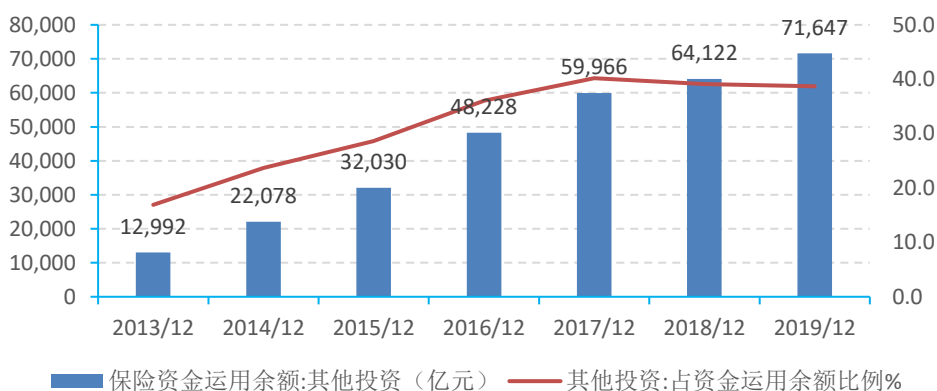


图 4-30 2013-2019 年我国保险资金运用余额及占比

资料来源: Wind

注: 其他投资主要包括债权投资计划、股权投资计划等投向基础设施、企业资产项目等的保险资管产品, 以及长期股权投资、投资性房地产等。

提升境外投资能力及占比。海外资产配置方面, 我国台湾地区保险公司对于海外利率债、发达国家投资级别债券以及全球股票均显示较高的配置偏好。日韩等低利率经济体保险公司对海外资产配置需求始终保持较高水平。国内保险公司受限于海外投资政策和能力, 在海外布局方面相对日本、台湾等境外保险公司投资偏好较低。随着政策放开和自身能力成熟, 境外投资占比或提升。

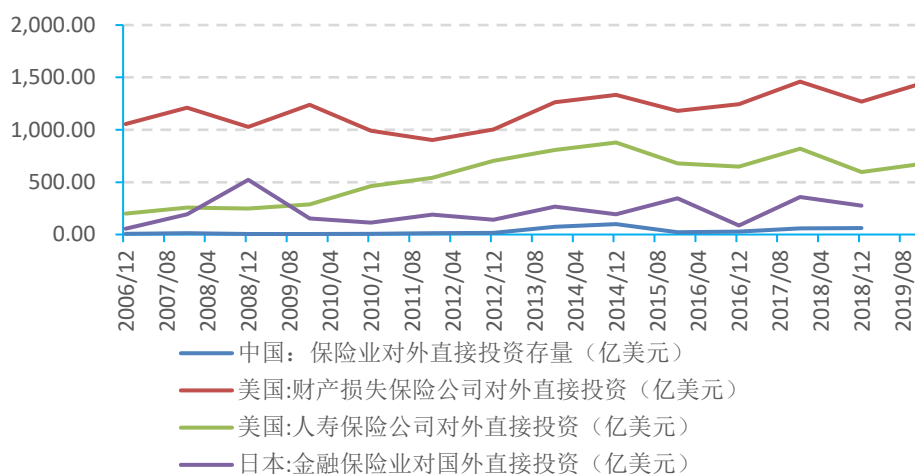


图 4-31 2006-2019 年主要国家保险业对外投资情况

资料来源: Wind

#### 4.3.4 加强科技赋能, 抓住保险资管行业发展机遇

资管新规及保险资管新规等相关政策陆续出台, 在打破刚兑、规范保险资金运用、改善保险机构竞争格局上赋予保险资管市场发展机遇。资管新规首次把保险资管列入资管行业, 使得保险资管机构在资管产品发行和销售上与其他金融机构获得了同等待遇。随着刚性兑付的破除, 银行理财等资管产品的收益不确定性增大, 吸引力会有所减弱, 保险产品预定利率优势将凸显, 在居民资产配置中的竞争力将提升。资管新规提出禁止资金池和加强产品久期管理, 对于银行、信托和非标业务冲击较大, 但已有保险资金监管政策和资管新规要求一脉相承, 甚至更为严格, 因此保险资管能够更好适应。而保险资管新规明确保险资管产品的私募定位, 为保险资管行业市场化发展带来新机遇。

科技赋能, 为资管业务提供新机遇。资管机构将金融科技重点应用于客户服务和运营管理等方面, 包括客户画像、智能客服、智能投顾、自动估值、风险预警、销售渠道延伸等。未来, 金融科技在投资研究、投资交易等方面的应用潜力较大; 运用大数据和人工智能技术强化数据挖掘, 跟踪股票基本面的动态变化, 寻求最佳的投资机会。据《安永 2019 年全球资产管理行业报告: 新机遇, 新格局》, 在过去 10 年, 14 只运用 AI 和机器学习技术的对冲基金表现较传统对冲基金表现高出 100%。

科创板为保险资管增添新机遇。2019年5月召开的保险行业内部座谈会上，监管部门支持保险资金参与科创板投资，保险资金可按现行规则参与科创板市场交易，给予了保险资金进入科创板的肯定答复。保险资金投资科创板股票，有利于保险资金加大对新兴技术方向的龙头企业的投资，切实服务实体经济，也有望获取可观的投资收益。保险资金通过积极参与科创板投资支持实体经济发展；通过满足传统行业升级、新技术及中小微企业的融资需求，有助于改善经济结构；保险资金规模大、期限长、来源稳定，为实体经济健康长期发展提供有力支撑。

未来保险资金的运用和发展还有很大空间。发达国家融资结构中直接融资占比较高，其中大部分的直接融资资金来自保险资金。截至2019年12月末，我国银行业资产规模达283万亿，而保险资产只有20.6万亿。但是从资产增速可以看出，2010年后保险资产增速一直高于银行业，处于稳步提升阶段，未来保险资金的运用和发展将会有极大空间。保险资管行业在直接融资替代间接融资的大趋势中，大有可为。

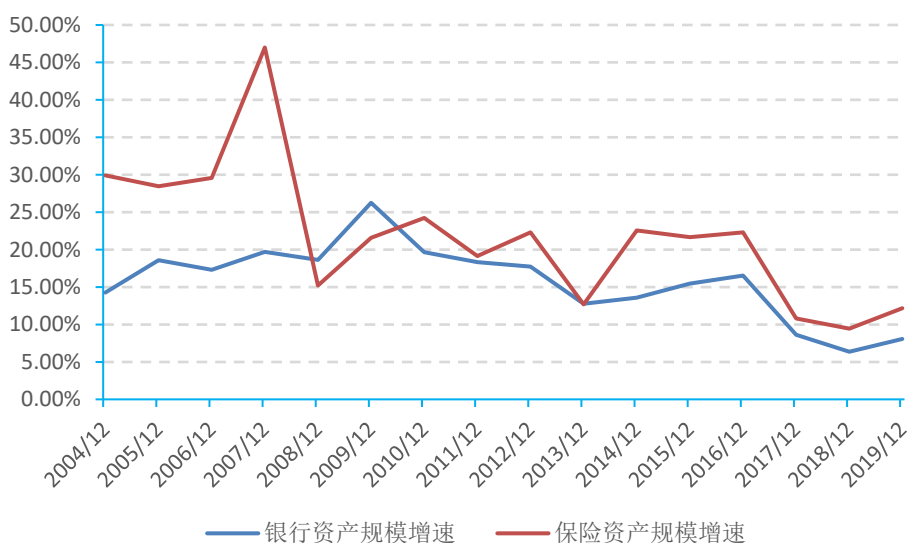


图 4-32 2004-2019 年银行与保险资产规模增速

资料来源：Wind

## 第5章 信托业：金融供给侧改革助推行业转型

### 5.1 2019 年信托业发展情况

2019 年，金融供给侧结构性改革持续推进，在推动金融机构提升服务实体经济、防控金融风险、深化金融改革、扩大对外开放中，均取得了一定成效。信托行业直面转型，回归本源，稳健经营，创新发展，服务实体经济的效率和风险管理能力持续提升。

#### 5.1.1 产品端：行业内产品存续、发行、运作情况

##### 5.1.1.1 信托业务规模下降放缓

信托行业在 2018 年经历了大幅调整后，2019 年资产规模呈现平稳下降。截至 2019 年末，全国 68 家信托公司受托资产规模为 21.6 万亿元，同比下降 4.85%，但降幅小于 2018 年同期的 13.50%。

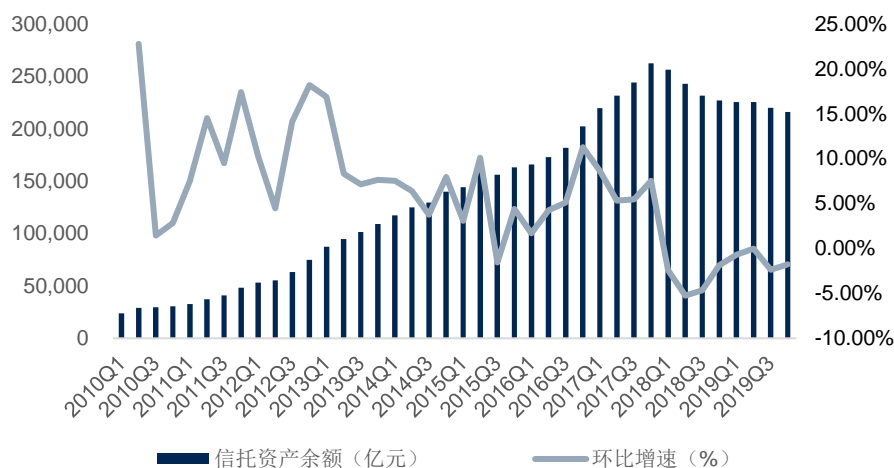


图 5-1 2010-2019 年我国信托资产规模及环比增速

资料来源：Wind

##### 5.1.1.2 集合信托占比上升，单一资金信托占比下降，管理财产信托占比稳定

2018 年以来，随着资管新规出台，受到监管政策的影响，以单一信托为主的通道业务受限，信托行业转型是大势所趋。2019 年，信托公司开始注重

加强建设财富管理渠道,提升主动管理能力,集合资金信托占比进一步提升,财产权信托尤其是资产证券化等事务管理类信托业务发展获得较快发展。

2019年,信托行业转型步伐加快,信托业务资金来源结构逐步优化。集合信托的委托人通常为两个及以上,而单一信托只有一个委托人。在资金的运用方面,单一资金信托计划的运用方式比较单一,贷款运用型资金占比很高,投资和交易性资金占比很小。在交易结构上,集合资金信托的产品是经常借助于受益权分层分级,把受益权分成劣后、优先等级别,增强信用等级,并保障社会投资者的相关权益。而单一资金信托的产品层级简单,资金基本运用于同一对象或项目。此前,信托资金来源中,单一资金信托一直是最重要的资金来源。但自2019年2季度起,集合资金信托占比开始超过单一资金信托。2019年4季度末,集合资金信托规模9.9万亿元,占比为45.93%,同比上升1.19个百分点,较2018年末增加8000亿元,占比上升5.81个百分点。截至2019年4季度末,单一资金信托规模约8万亿元,占比为37.1%,占比下降2.4个百分点,较2018年末减少1.82万亿元,占比下降6.23个百分点。



图 5-2 2010-2019 年我国集合资金信托资产规模及占比

资料来源: Wind

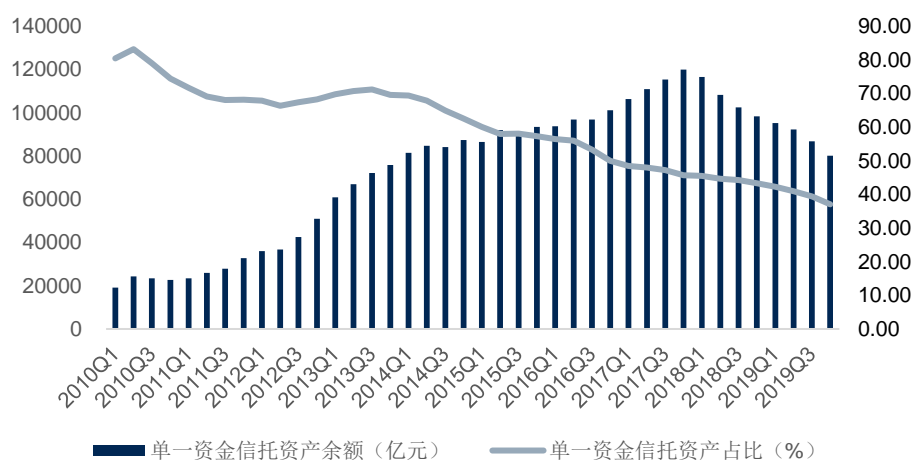


图 5-3 2010-2019 年我国单一资金信托资产规模及占比

资料来源：Wind

管理财产信托占比一直较为稳定。从 2017 年到 2019 年，其占比分别为 16.53%、16.55% 和 16.98%。2019 年 4 季度末，管理财产信托规模为 3.67 万亿元，占比为 16.98%，与 2018 年末相比，规模减少约 884 亿元。

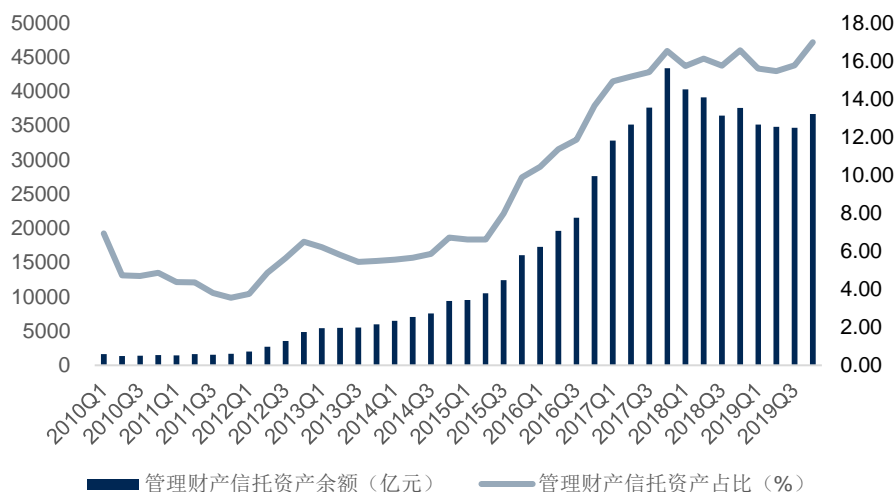


图 5-4 2010-2019 年我国管理财产信托资产规模及占比

资料来源：Wind

### 5.1.1.3 融资类信托占比上升，事务管理类信托占比下降，投资类信托占比持平

“去通道”倒逼信托行业优化业务结构，实现转型升级。2019 年信托业务结构出现了明显的变化，通道类业务占比明显下降，主要表现为：事务管理类信托占比下降，融资类信托占比上升，投资类信托保持稳定。

作为一种被动管理的资金信托，事务管理类信托近年来大幅缩水。2019 年末，事务管理类信托规模为 10.65 万亿元，占比为 49.30%。2018 年末、2017 年末，事务管理类信托规模分别为 13.25 万亿元、15.65 万亿元，降幅分别为 19.6% 和 31.95%。事务管理类信托规模的下降，符合行业“去通道”、回归本源的趋势。

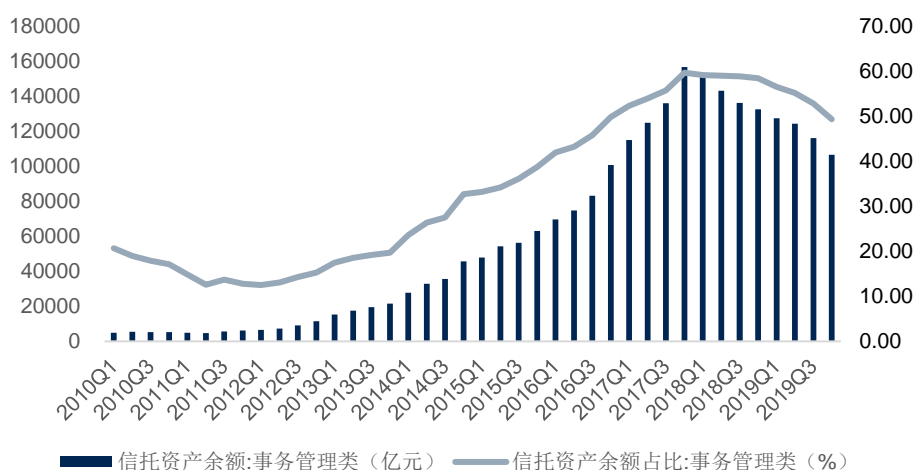


图 5-5 2010-2019 年我国事务管理类信托资产规模及占比

资料来源：Wind

融资类信托占比上升，投资类信托占比持平。2019 年末，融资类信托规模为 5.83 万亿元，较 2018 年末同比增长 34.17%；占比为 26.99%，同比增加 7.85 个百分点。2019 年末，投资类信托规模为 5.12 万亿元，与 2018 年末相比无明显变化；占比为 23.71%，同比增加 1.21 个百分点。从投资类信托规模占比的变化趋势来看，其在 2015 年二季度前稳步上行，2015 年二季度末达到 39.33% 的高位之后，便趋于下行，近年来基本稳定。

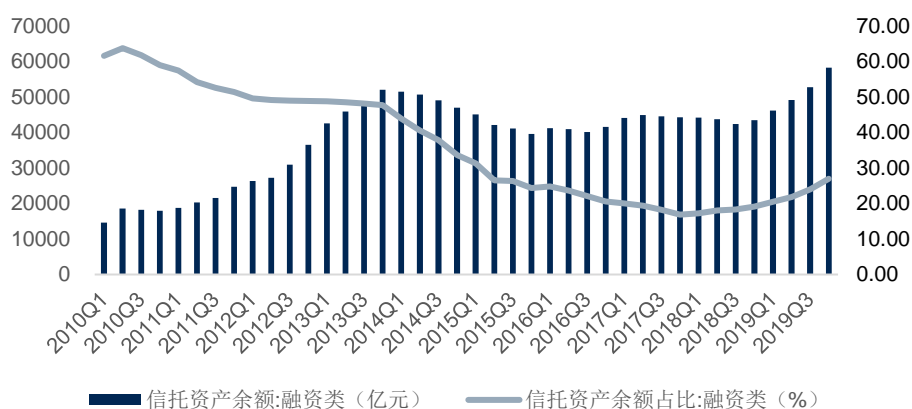


图 5-6 2010-2019 年我国融资类信托资产规模及占比

资料来源：Wind

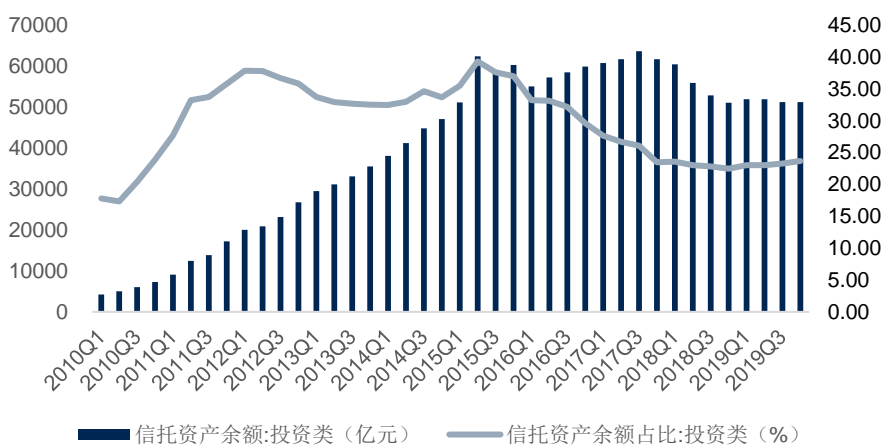


图 5-7 2010-2019 年我国投资类信托资产规模及占比

资料来源：Wind

### 5.1.2 投资端：资金的主要投向情况

信托行业转型是基于金融供给侧结构性改革这一大背景，核心是服务支持实体经济转型。2019 年，信托业继续增加对实体经济的资金投入，尤其重视优化资金运用结构，引导资金进入工商企业和基础设施领域，以更强的力量支持国家实施重大战略。与 2018 年相比，工商企业继续保持信托资金投向的第一大配置领域，基础产业和房地产占比分别提升到第二和第三位，金融机构占比则从原先的第二位下降到第四位。

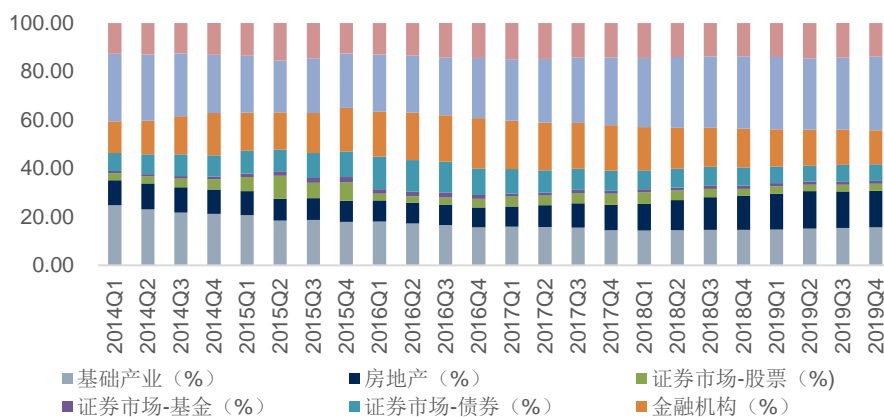


图 5-8 2014-2019 年我国信托行业资金投向占比

资料来源：Wind

### 5.1.2.1 投向工商企业资金占比最高

近年来，工商企业一直在信托资金投向中占据首位。2019 年末，投向工商企业的信托资金规模为 5.49 万亿元，占比为 30.6%，较 2018 年末增长 0.7 个百分点，较 2017 年末增长 2.76 个百分点。信托行业资金投向工商企业占比的持续上升，顺应了金融服务实体经济转型的重要方向。

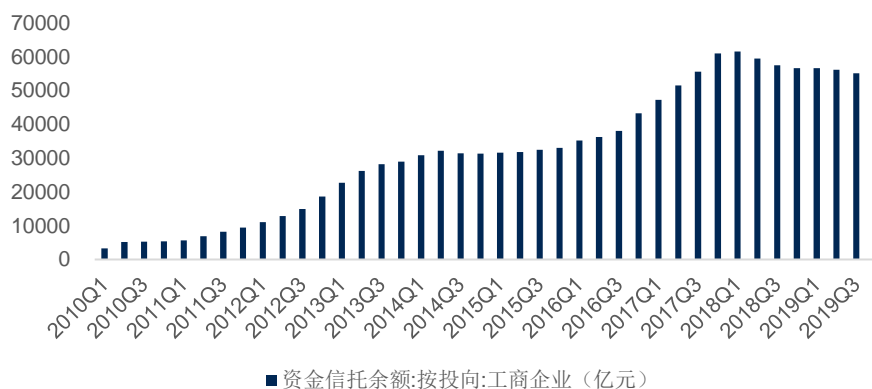


图 5-9 2010-2019 年投向工商企业的信托资金余额

资料来源：Wind

### 5.1.2.2 投向基础产业资金占比上升

2019 年，投向基础产业的信托资金稳步上升，信托资金第二大配置领域。截至 2019 年末，投向基础产业领域的信托资金总额为 2.82 万亿元，与 2018 年末大体相当，占比为 15.72%，较 2018 年增长 1.14 个百分点。



图 5-10 2010-2019 年投向基础产业的信托资金余额

资料来源：Wind

### 5.1.2.3 投向房地产资金占比基本持平

一直以来，房地产信托就是信托公司的重要业务和主要收入来源。2019 年末，投向房地产领域的信托资金总额为 2.7 万亿元，与 2018 年末基本持平；占比为 15.07%，较 2018 年小幅上升 0.89 个百分点。此前房地产信托规模的不断上升主要源于房地产企业较大的资金需求与房地产信托业务较高的收益率。然而，在“房住不炒”的政策背景下，信托行业也严格遵守银保监会对房地产信托业务的要求，有效控制风险，从 2019 年年内变化来看，房地产信托规模趋于下行。

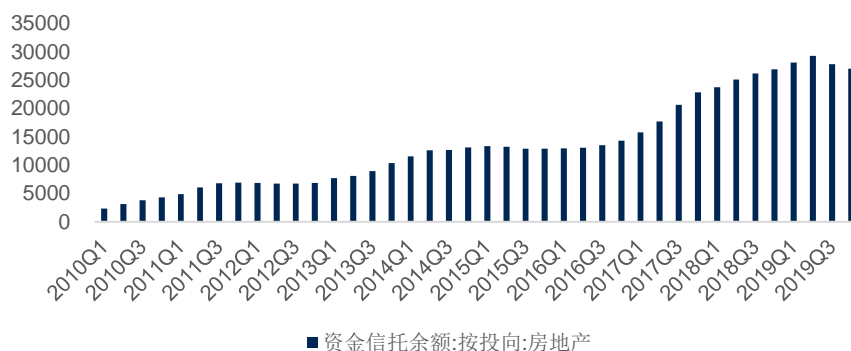


图 5-11 2010-2019 年投向房地产的信托资金余额

资料来源：Wind

### 5.1.2.4 投向金融机构资金占比继续回落

投向金融机构的信托资金规模继续下行。在“去杠杆”背景下，金融同业

合作的监管力度不断收紧，通道类业务受不断被压缩。2017年，由于同业业务回流，金融机构一度成为第二大信托资金配置领域。截至2019年末，投向金融机构的信托资金总额为2.5万亿元，同比下降17.34%；规模占比为13.96%，同比下降2.03个百分点。

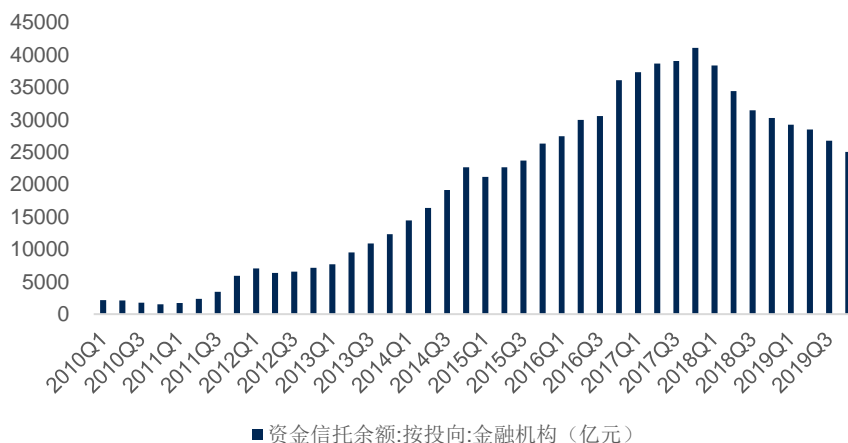


图 5-12 2010-2019 年投向金融机构的信托资金余额

资料来源：Wind

#### 5.1.2.5 投向证券市场资金有望上升

2019年末，投向证券市场的信托资金总额为1.96万亿元，同比下降10.79%；资金占比为10.92%，同比下降0.67个百分点。2014-2017年，投向证券市场的信托资金规模不断上升，并在2017年末达到峰值3.1万亿元，随后规模逐渐下行。随着资本市场改革的不断推进，A股所具备的投资价值优势逐步凸显，信托资金将会逐渐增加投向证券市场的资金，提升主动投资能力，成为更加具有竞争力的资产管理机构。

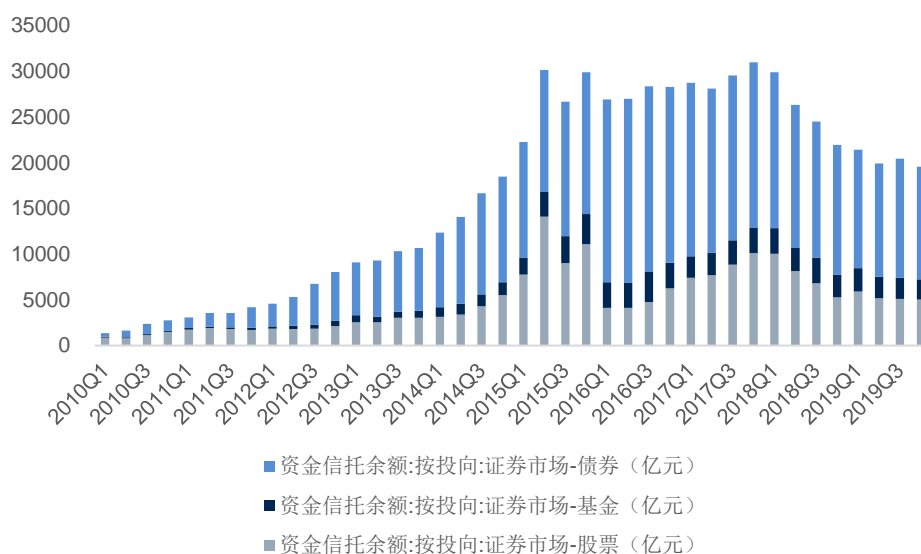


图 5-13 2010-2019 年投向证券市场的信托资金余额

资料来源：Wind

### 5.1.3 机构发展：全行业机构数量及发展、变动、改革等动态

#### 5.1.3.1 资本实力进一步增强

增强资本实力有助于公司拓展业务领域，提高风险抵御能力。2019 年，信托行业的资本实力进一步增强，实收资本、信托赔偿准备和未分配利润都保持了较快的增速。截至 2019 年末，68 家信托公司所有者权益规模达到 6316.27 亿元，同比增长 9.86%。从所有者权益的构成来看，截至 2019 年末，实收资本为 2842 亿元，较 2018 年末增加 188 亿元，同比增长 7.09%，占所有者权益比重为 45%；未分配利润为 1819 亿元，较 2018 年末增加 188 亿元，同比增长 11.53%，占所有者权益比重 28.8%；信托赔偿准备 291 亿元，同比增加 31 亿元，同比增长 11.71%，占所有者权益比重为 4.61%。



图 5-14 2010-2019 年我国信托公司所有者权益

资料来源: Wind

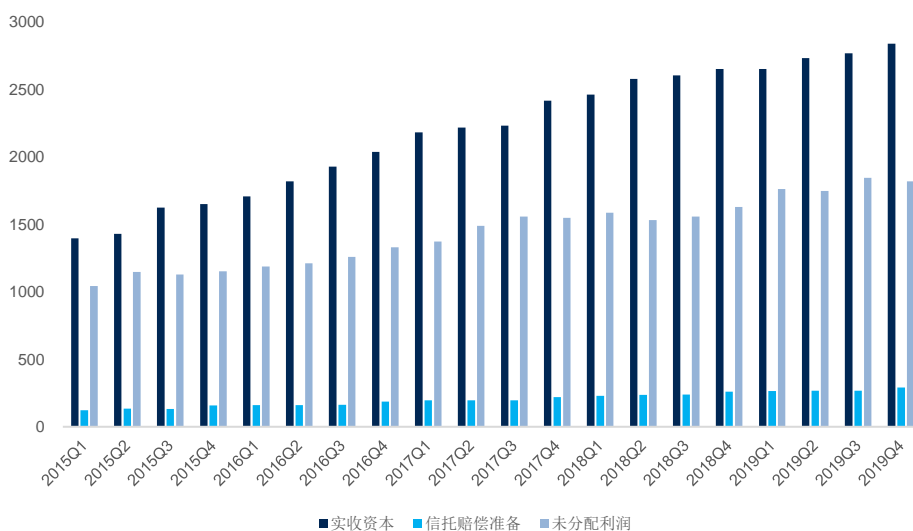


图 5-15 2015-2019 年我国信托公司所有者权益构成变化

资料来源: Wind

### 5.1.3.2 固有资产稳步增长

固有资产规模是体现信托公司综合实力与竞争力的重要指标，2019 年信托行业的固有资产持续稳步增长，从 2018 年 4 季度末 7193 亿元增长至 2019 年 4 季度末 7677 亿元。2019 年 4 季度末，固有资产规模达到近五年来最高值，环比增长 3.70%，同比增长 6.73%。



图 5-16 2015-2019 年我国信托公司固有资产规模及环比增速

资料来源: Wind

从信托行业固有资产的结构来看,近年来,投资类资产占比逐渐提升,贷款类资产占比基本持平,货币类资产占比逐渐下降。从 2015 年末至 2019 年末,投资类资产占比分别为 71%、74%、75%、78%、79%;贷款类资产占比分别为 8%、5%、6%、5%、6%;货币类资产占比分别为 16%、10%、10%、8%、8%。

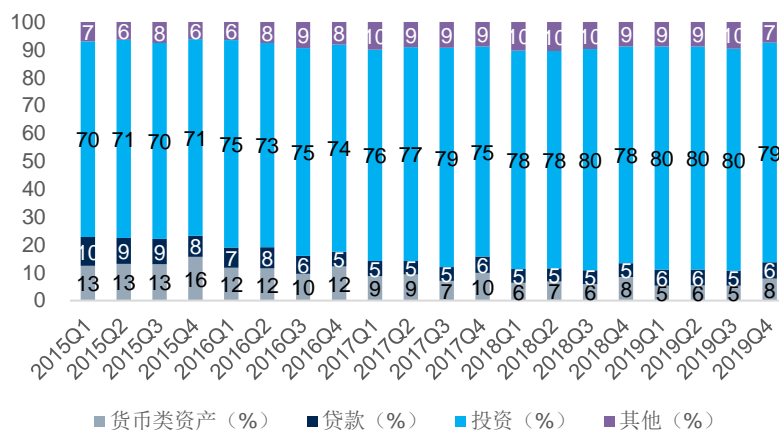


图 5-17 2015-2019 年我国信托公司各类固有资产占比

资料来源: Wind

### 5.1.3.3 经营业绩稳步提升

2019 年,信托行业实现营业收入 2749 亿元,较 2018 年同比增长 3.94%,

扭转了信托行业 2018 年经营收入下滑的态势。此前，2015 年行业营业收入达到近年来最高值 2772 亿元；2016-2018 年，行业营业收入分别为 2558 亿元、2662 亿元、2645 亿元。

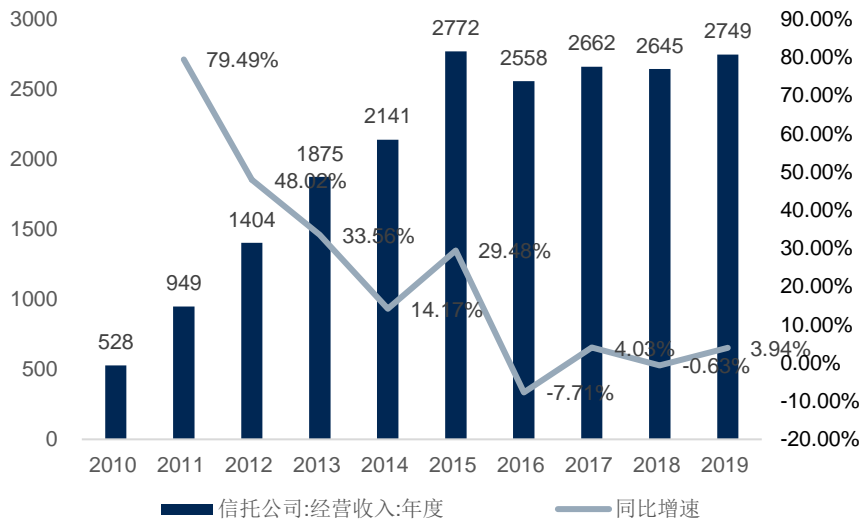


图 5-18 2010-2019 年我国信托公司经营收入及增速

资料来源：Wind

从收入结构看，信托业务收入仍占经营收入的主导地位且占比进一步提升。2019 年 4 季度，信托业务收入累计达 833.82 亿元，较 2018 年末增加 52.06 亿元，占比 69.48%，比 2018 年末上升 0.94 个百分点；固有业务收入累计为 341.24 亿元，较 2018 年增加 30.88 亿元，占比 28.43%，较 2018 年上升 1.22 个百分点。2019 年第 4 季度，新增信托业务收入为 282.47 亿元，环比增长 51.23%；新增固有业务收入为 113.33 亿元，环比增速达到 49.72%，短期波动较为明显。

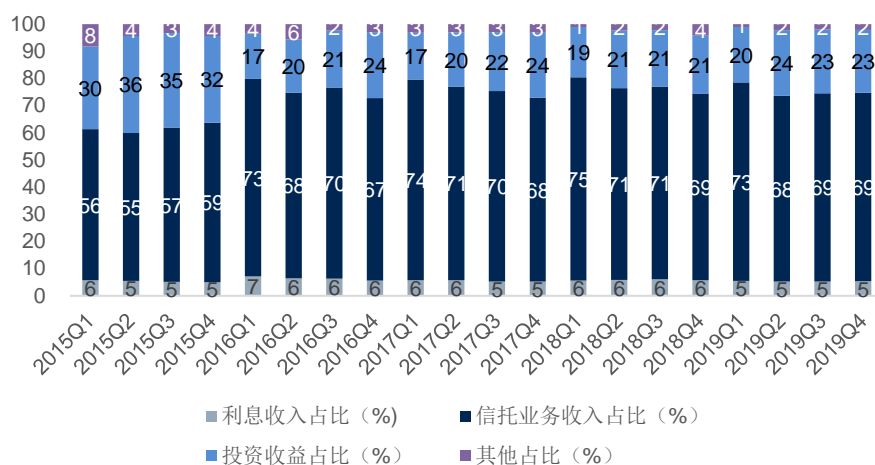


图 5-19 2015-2019 年我国信托公司业务收入结构

资料来源: Wind

2019 年, 信托行业利润总额为 727.05 亿元, 同比小幅下降 0.65%。从人均利润来看, 2019 年信托行业人均利润为 244.23 万元, 同比下降 11.20%。从信托报酬率来看, 2019 的平均年化综合信托报酬率为 0.37%, 同比提升 0.02 个百分点; 平均年化综合实际收益率为 5.49%, 同比提升 0.58 个百分点。

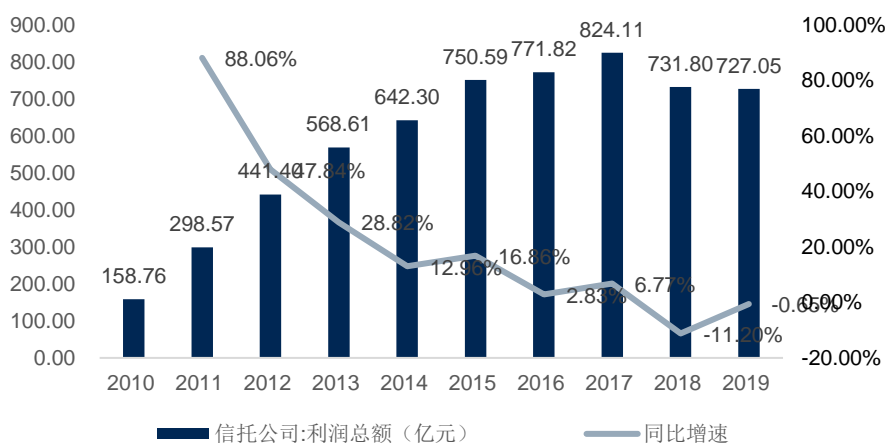


图 5-20 2010-2019 年我国信托公司利润总额及同比增速

资料来源: Wind

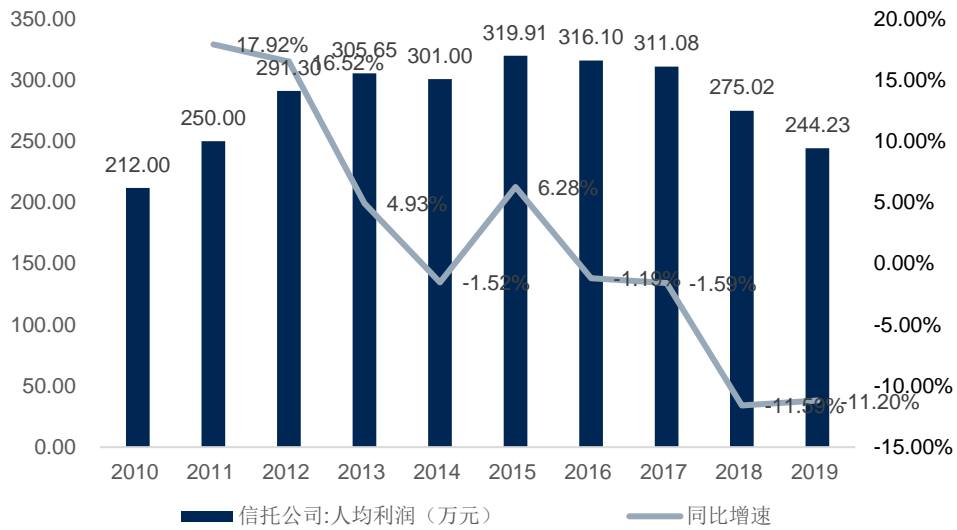


图 5-21 2010-2019 年我国信托公司人均利润及同比增速

资料来源: Wind

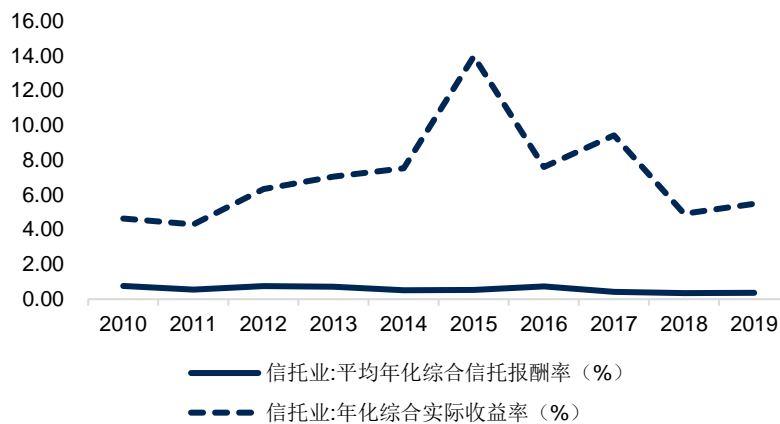


图 5-22 2010-2019 年我国信托公司年化报酬率和实际收益率

资料来源: Wind

#### 5.1.3.4 面临一定风险上升压力

(1) 风险资产规模和风险项目数量大幅提升。2019 年末, 信托行业风险资产规模为 5770.47 亿元, 同比增长 159.71%; 风险项目个数为 1547 个, 同比增长 77.41%。风险资产规模和风险项目数量均达到近五年来的最高值。2019 年信托行业风险项目和风险资产大幅提升的主要原因包括严监管、去

杠杆、贸易摩擦等多重因素的叠加，隐匿的风险被充分的暴露。但这些风险不是信托行业独有的，新的外部环境将促使信托行业提升风险管理水平，推动行业稳健发展。

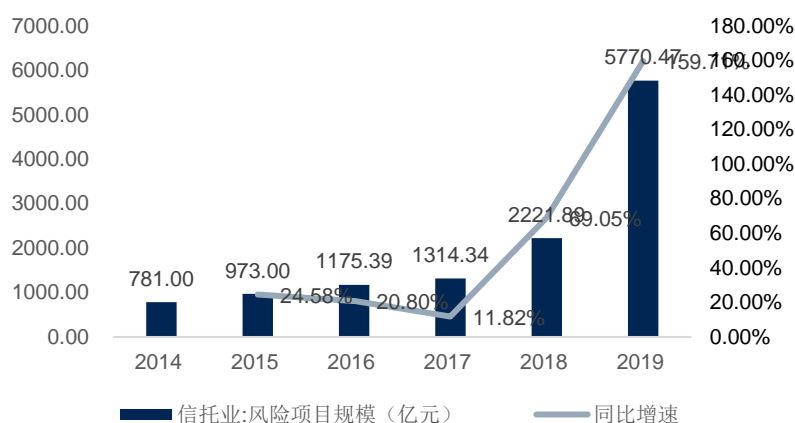


图 5-23 2014-2019 年我国信托行业风险资产规模及增速

资料来源: Wind



图 5-24 2014-2019 年我国信托行业风险项目个数及增速

资料来源: Wind

(2) 三类风险资产提升都较为显著。2019 年末，集合信托风险资产规模为 3451.8 亿元，同比提升 151.61%。单一信托的风险规模 2263.09 亿元，同比提升 178.57%。财产权信托的风险资产规模为 55.58 亿元，同比提升 47.84%。从三类风险资产的占比来看，集合信托风险资产占比最高，为 59.82%；其次为单一信托风险资产，占比 39.22%；财产权信托风险资产占比最低，为 0.96%。

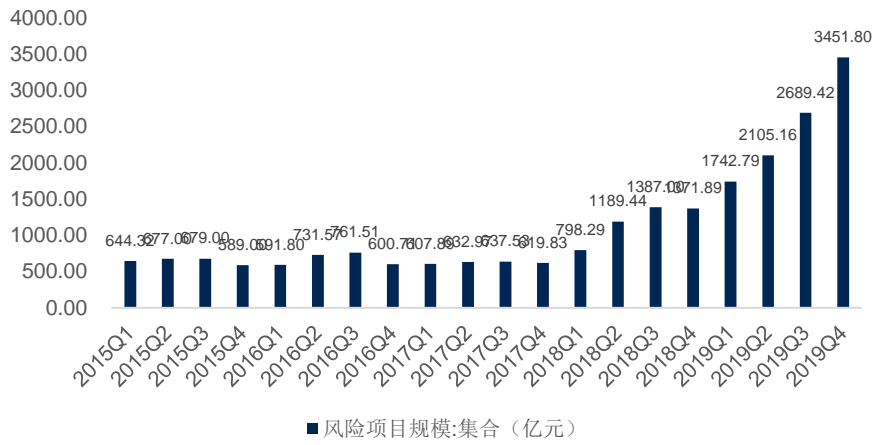


图 5-25 2015-2019 年我国集合信托风险项目规模

资料来源: Wind

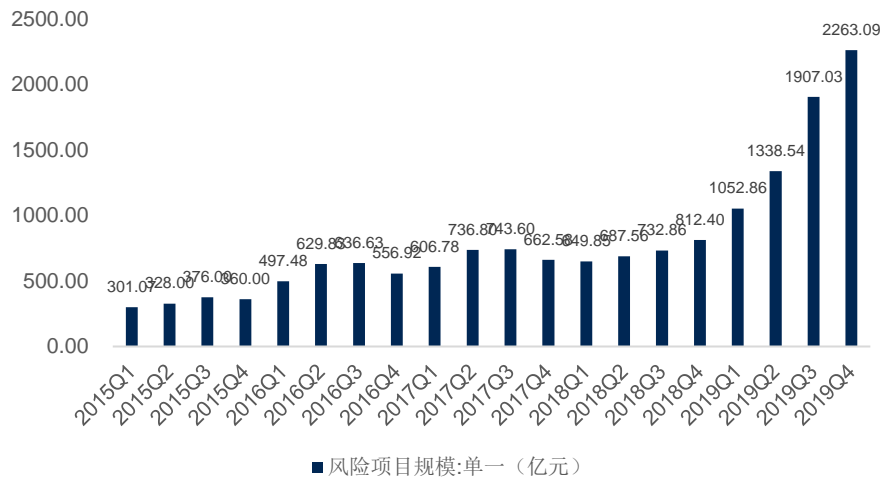


图 5-26 2015-2019 年我国单一信托风险项目规模

资料来源: Wind



图 5-27 2015-2019 年我国财产权信托风险项目规模

资料来源: Wind

(3) 未来一年到期兑付压力较大。从未来一年信托到期情况看, 2019 年末, 未来一年的信托到期规模为 5.40 万亿元; 从到期项目数量来看, 2019 年末预计未来一年到期项目为 1.48 万个。在严监管环境下, 今年受到疫情影响, 预计将对信托行业的兑付风险造成不小冲击。未来一年的到期兑付依然面临较大压力, 部分信托项目按期正常清算面临较大挑战。

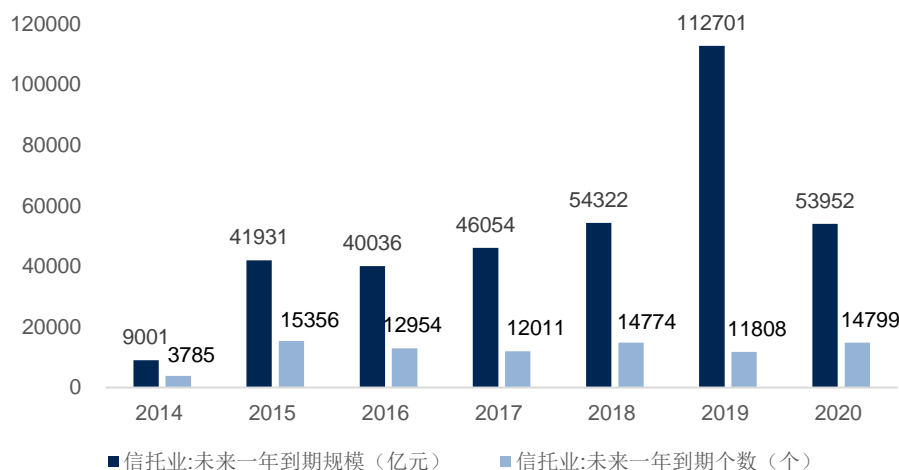


图 5-28 我国信托行业未来一年到期规模和个数

资料来源: Wind

## 5.2 2020 年信托业发展展望

截至 2020 年 7 月 16 日，已有 61 家信托公司在中国货币网披露了未经审计的 2020 年上半年经营业绩。公布的数据显示，2020 年上半年，信托公司资本实力稳步提升，营业收入保持增长，盈利水平略有下滑，行业分化程度加剧。

资本实力稳步提升。2020 年上半年，61 家信托公司平均净资产为 102.94 亿元，较 2019 年末全行业 67 家信托公司平均总资产母公司数 93.04 亿元增长 10.64%。信托公司上半年固有净资产的提升，主要原因包括：上半年的利润贡献、部分信托公司增资以及去年未分配利润的积累。从目前的监管政策导向来看，信托公司的业务发展空间将与信托公司的净资产紧密相关，这也是信托公司增资的主要原因。

营业收入保持增长。61 家信托公司 2020 年上半年平均实现营业收入 9.27 亿元，与去年同期行业平均相比同比增长 9.14%。营业收入排名前十的信托公司上半年平均实现营业收入 26.29 亿元，较去年同期同比增长 25.36%，远超行业平均增速。从营业收入结构来看，61 家信托公司上半年平均实现手续费及佣金净收入 6.37 亿元，与去年同期行业平均相比增长 11.49%。

盈利水平略有下滑。61 家信托公司上半年平均实现利润总额 6.09 亿元，较去年同期行业平均水平减少 0.01 亿元，同比略降 0.21%；61 家信托公司平均实现净利润 4.69 亿元，较去年同期行业平均水平减少 0.04 亿元，同比略降 0.92%。从披露数据来看，61 家信托公司中有 58 家信托公司实现盈利，3 家信托公司亏损。其中 3 家信托公司亏损的主要原因是投资收益亏损较大、资产减值损失较多。如果剔除亏损信托公司的影响，行业实现盈利的 58 家信托公司平均实现利润总额同比增幅为 7.56%。

行业分化程度加剧。2020 年上半年主要经营指标的行业集中度持续提升，头部信托公司竞争优势愈发明显。从营业收入来看，CR10 从去年同期的 44.75% 提高到 46.49%；从手续费及佣金净收入来看，CR10 从去年同期的 45.89% 提升至 47.59%；从净利润指标来看，CR10 从去年同期的 46.27% 提升至 47.88%。

信托行业在近 40 年快速发展的过程中，也暴露出一些问题。在资管新规要求下，将促进信托行业打破刚兑、回归本源、创新发展。我国信托行业面

临的主要问题如图所示。



图 5-29 我国信托行业面临的主要问题

展望 2020 年，新冠肺炎疫情爆发，不确定因素增加，信托业发展面临着新的挑战。2020 年，信托行业既要回归本源，发挥金融对实体经济的支持作用，助力企业复工复产，又要履行社会责任，配合疫情防治工作。

#### 5.2.1 产品端：四类信托业务发展空间

信托行业正处于转型的关键时期，随着行业转型，预计信托产品端也会在短期和中长期发生相应的变化。

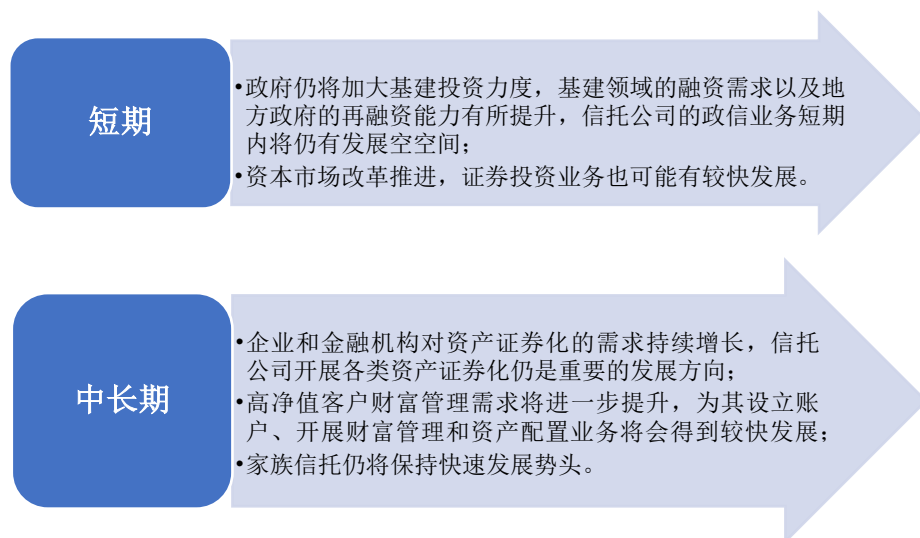


图 5-30 我国信托产品发展展望

基于中国经济社会的发展现状、金融监管的背景与当前的市场格局，参考境外发达国家及地区信托行业的发展历程，预计未来证券投资服务信托、资产证券化信托、年金信托与家族信托这四类服务信托业务具有较大的业务

发展空间。

### 5.2.1.1 证券投资服务信托

证券投资服务信托是指由委托人（比如银行）确立作为投资顾问（比如第三方私募机构），同时提供资金，信托公司搭建产品法律架构，并提供交易（包括设置投资范围、预警线、平仓线等）、清算（包括申购、赎回、付费等）、估值、受益人信息登记、信息披露等证券投资运营服务。

（1）市场空间：不断扩张的私募投资基金对运营服务外包的需求增加。随着中国证券市场不断发展，私募投资基金的数量和规模不断增长。截至2018年末，已备案私募基金管理人24448家、私募证券投资基金35983只，基金规模为2.24万亿元。资管新规要求资管产品实行净值化管理，对信息披露方式、内容、频率均提出较高要求，而大量中小私募机构往往信息系统建设相对薄弱，中后台运营服务能力相对薄弱，加之自身企业信用度不高，外包证券投资运营服务需求不断增加。

从发达国家及地区的经验来看，如美国的集合信托基金、日本的证券投资信托，都有较大的业务规模，且主要以提供托管运营服务为主，信托机构自主进行投资决策的比重非常小，投资决策多由委托人指定的专业机构承担。

（2）主要优势：已建立良好的市场口碑，基础设施不断完善。一方面，阳光私募业务获得了较高的市场认可度。2009年1月，中国银监会下发《信托公司证券投资信托业务操作指引》，证券投资服务信托业务开始成为信托公司参与二级市场的常规业务。其中，阳光私募型证券投资服务信托为重要业务类型，作为阳光私募业务的受托人，信托公司按照委托人指定投资顾问的指令进行交易，并提供估值、清算及受益人利益分配等运营服务。以华润信托、外贸信托、华宝信托与中信信托为代表的信托公司与市场上绝大多数的优秀私募机构均有过合作，积累了丰富的业务经验，具有较高的市场认可度。

另一方面，证券投资运营相关基础设施不断完善。为满足不同风险偏好投资者对收益的不同追求，信托公司深度挖掘证券市场业务机会，部分公司组建组合投资团队，主动开发FOF、MOM等产品，部分证券投资服务业务领先的信托公司还发布具有自主知识产权的证券服务系统，提高了证券业务

的受托服务水平。

(3) 发展方向：寻找优质的私募机构合作，加强信息系统建设。一是寻找优质的私募机构合作，继续大力发展阳光私募业务。通过寻找优质的私募机构，并建立战略合作伙伴关系，做大业务规模，形成良好的品牌信用。二是加强证券投资运营服务系统建设。资管新规对资管业务的信息披露方式、频率以及内容均提出了更高要求，信托公司的托管、运营系统的响应程度直接决定服务效率与服务质量。因此，信托公司应加强信息系统建设，有效地与中小私募机构的信息系统形成无缝对接。

#### 5.2.1.2 年金/养老金信托

年金信托是指以开展补充养老保险的企业单位作为委托人，将计提的补充养老保险基金委托给信托公司，受托人按委托人的意愿，以自己的名义，为受益人的利益对受托资金进行管理、运用和处分的一种信托，其受益人通常是参加补充养老保险计划、已建立个人年金账户的企事业单位的员工。

(1) 市场空间：随着人口老龄化加速，年金基金管理需求有望提升。根据国家统计局发布的中国成立 70 周年经济社会发展成就系列报告，中国已经步入老龄化社会。目前，中国是世界上唯一老年人口超过 1 亿人的国家，且老龄人口数目正以每年 3% 以上的速度快速增长。参考发达国家的经验，无论是英国、美国还是日本，养老金信托都是信托机构的重要业务类型。与这些国家相比，受制于政策制度的影响，中国信托公司在企业年金业务中的市场占有率较低，银行与保险公司占据支配地位，随着养老金相关政策的逐步完善以及与国际社会的接轨，中国年金信托需求有望提升。

(2) 主要优势：行业资管地位显著提升，非标信托产品受到年金基金的配置青睐，信托制度契合年金基金的管理架构。过去 10 年来，中国资管行业格局已发生较大变化，信托行业的资管地位显著提升。2007 年末信托行业管理的信托资产规模不足 1 万亿元，远远落后于公募基金与保险资管，2018 年末信托行业管理的信托资产规模接近 23 万亿元，信托已成为仅次于银行理财的第二大资管子行业。相较于 10 年前，信托行业的投资管理能力大幅提高，非标资产的投资管理优势更加突出。

信托资产多元化且风险收益比较高，受到年金基金的配置青睐。信托财

产运用方式灵活，信托公司可采用债权、股权、夹层、收益权投资、资产证券化等多种金融工具，创设各类金融资产，标准化与非标准化资产并行发展，信托资产的多样化特征较好地满足年金基金的多元化配置需求。

信托制度特征契合年金基金的架构设计。我国年金基金管理制度是依据信托法律架构而设计，《信托法》明确信托财产具有天然的独立性，信托财产的管理、运用与分配制度特征可支持信托公司在年金基金业务中更好地发挥财产隔离、受益人保护及税收筹划等事务管理功能。

(3) 发展方向：加大信息系统建设力度，深入挖掘养老服务业务机会。一是加大中后台系统建设力度，提高年金账户管理效率。企业年金的账户管理系统比较复杂，需全程采用系统化管理，包括受托系统、账户管理系统、投资风险管理系统、投资业绩评价系统及客户服务系统等。

二是积极争取企业年金的投资管理人与账户管理人资质。中国企业年金基金管理涉及受托人、账户管理人、托管人与投资管理人四类机构主体，仅有 2 家信托公司（即中信信托与华宝信托）获得受托人资质，1 家信托公司（即华宝信托）获得账户管理人资质，没有一家信托公司获得投资管理人资质。信托公司应积极向人力资源和社会保障部申请投资管理人资质，从而在年金基金的管理中发挥更大的角色。

三是深入养老服务领域，提供附保障功能的养老服务信托产品。信托公司通过布局企业年金市场，可逐渐切入养老服务领域，提供附保障功能的养老服务信托产品，为老人设计一整套信托服务方案，协助老人实现生前的生活类事务安排与身后的财富传承。

### 5.2.1.3 资产证券化信托

资产证券化信托是指利用信托财产的独立性和风险隔离的制度优势，构建 SPV，以该特殊目的载体为基础发行资产支持证券的业务。根据监管机构不同，中国资产证券化市场主要由信贷 ABS、企业 ABS 和 ABN 构成。信贷 ABS 和信托型 ABN 可以由信托公司直接参与担任 SPV，少数信托公司可以获得企业 ABS 计划管理人试点资格。

(1) 市场空间：盘活存量资产政策导向带动资产证券化需求巨大。从美国资产证券化产品在整体债券市场的占比来看，2001 年至次贷危机以前，资

产证券化产品发行量占债券市场发行总量均超过 45%，峰值达到 56.37%。即使经过次贷危机，近年来美国资产证券化产品的发行规模占债券市场总量的比重仍然稳定在 30% 左右。在日本，资产流动化型信托是其三大类信托业务之一。其中，金钱债权信托是以盘活委托人持有的金钱债权为目的；不动产流动化信托是以盘活委托人持有的不动产为目的，通过资产证券化方式获得融资。与美国、日本等更为成熟的资产证券化市场相比，中国资产证券化尚处于初级阶段，截至 2018 年末，中国债券市场余额约为 86.4 万亿元，其中资产证券化产品余额约为 2.7 万亿元，占比约为 3.13%。资产证券化作为盘活存量资产、优化杠杆的重要手段之一，对于增加资产流动性、优化存量资源配置具有重要作用，在政策引导和市场需求的双重推动下，具有广阔的发展空间。

(2) 主要优势：理想的特殊目的发行载体，业务实践经验丰富，承销资格与计划管理人资格试点不断推进。一是信托计划是承担 ABS 发行理想的特殊目的载体。资产证券化要求基础资产与发起人的其他财产相隔离，完全由基础资产本身产生的现金流偿还 ABS 产品持有人的投资本金与收益。而信托制度最核心的功能就是信托财产独立性及其衍生出来的风险隔离和破产隔离，这一制度优势使当选择信托计划作为资产证券化产品的 SPV 时，基础资产“真实出售”，可真正实现风险隔离的目的。

二是在信贷 ABS 与信托型 ABN 领域拥有丰富的经验。截至 2018 年末，已有近半数的信托公司开展信贷 ABS 业务，信贷 ABS 累计发行数量超过 500 只，规模超过 2 万亿元。信托型 ABN 累计发行数量超过 100 只，规模超过 1500 亿元，参与的信托公司超过 20 家，涉及的基础资产包括企业应收账款、租赁债权、信托受益权、收费收益权、PPP 债权、委托贷款、票据收益权等财产权利以及基础设施、商业物业等不动产财产或相关财产权利。这为信托公司进一步开拓资产证券化业务奠定了良好的基础。

三是银行间市场承销资格与交易所专项计划管理人资格试点不断推进。目前已有 12 家信托公司获得银行间非金融债承销资格，已有中信信托与华能信托 2 家公司获得交易所专项计划管理人试点资格，这为信托公司更好地服务于资产证券化买卖双方创造条件，有助于引入更多优质客户进入银行间债券市场，为全链条参与资产证券化业务奠定基础。

(3) 发展方向: 打造资产证券化全链条业务, 以及信托型 ABN 与 REITs 业务。一是打造覆盖资产获取、受托服务、承销、夹层投资的资产证券化全链条业务。Pre-ABS 业务。信托公司寻求直接与基础资产生产方合作, 制定基础资产批发与采购标准, 获取优质资产, 例如, 金融(类金融)机构零售业务形成的汽车金融、消费金融、融资租赁等, 商业活动形成的应收账款、保理等, 企业运营持有的长租公寓的租金。债券承销业务。目前已有多家信托公司获得银行间市场的债券承销资格, 信托公司可借此增强中间环节把控力, 实现承揽、承做、承销一体化运作。夹层投资业务。ABS 产品往往采用结构化设计, 信托公司可成立专门的夹层投资基金, 配置夹层 ABS 产品, 兼具收益与安全, 实现业务联动。

二是信托型 ABN、REITs 业务。中国房地产市场已由增量时代进入存量时代, 充分发挥信托工具可受托管理不动产的专属制度优势, 大力发展 REITs 业务, 盘活商业地产、租赁地产、养老地产等。积极争取承销牌照, 运用信托型 ABN 工具推动“非标转标”, 降低融资成本, 拓宽展业范围, 实现标准化与非标准化业务联动发展。

#### 5.2.1.4 家族信托

根据中国银保监会下发的《信托部关于加强规范资产管理业务过渡期内信托监管工作的通知》的定义, 家族信托是指信托公司接受单一个人或者家庭的委托, 以家庭财富的保护、传承和管理为主要信托目的, 提供财产规划、风险隔离、资产配置、子女教育、家族治理、公益(慈善)事业等定制化事务管理和金融服务的信托业务。同时, 《通知》要求家族信托财产金额或价值不低于 1000 万元、委托人不得为唯一受益人、不以单纯追求信托财产保值增值为主要信托目的。

(1) 市场空间: 高净值人群对财富保护与传承的需求日益增加。随着居民财富的不断增长, 高净值人群逐渐增加, 其财富保护、财富管理和财富传承的需求日益增强, 亟需寻找专业的财富管理机构。从境外信托发展经验来看, 美国的家族财富管理信托发展已比较成熟, 属于典型的个人信托, 遗嘱信托与生前信托均是家族信托的重要类型。通过对信托文化了解的加深, 越来越多的高净值人群会选择家族信托。长远来看, 家族信托业务有很好的发

展前景，有望成为信托专属与主流业务。

(2) 主要优势：信托制度优越性全方位满足家族信托客户需求。信托公司可以利用信托制度的优势，向家族信托客户提供有别于其他财富管理机构的全方位服务。

一是信托财产的独立性保证家族信托财产与委托人其他财产实现风险隔离。家族信托的委托人财富体量巨大，财产种类众多，这部分人群往往拥有自己的企业或持有企业股权，商业贸易往来频繁，面临一定的经济与商业风险。保证装入家族信托的财产与自身其他资产实现风险隔离是其重要需求，信托财产的独立性与该需求完美契合。

二是信托财产的丰富性保证装入家族信托的财产类型灵活。除了现金之外，家族信托委托人往往持有大量的股票、不动产等非现金资产，在设立家族信托时，将这类资产装入家族信托是其需求之一，信托财产的丰富性与该需求相契合。

三是信托财产运用的灵活性可实现各类定制型家族事务安排。家族信托客户往往需求多样化，除了财富保值增值、传承等基本需求之外，往往还包括高端医疗、子女教育、休闲旅游等家族事务性需求，信托财产运用的灵活性与该需求完美契合。

四是信托受益的多元性可实现多个家族成员作为共同受益人。和其他资管产品不同，信托计划可以是自益，也可以是他益。家族信托是以财富保护与传承为主要目的，受益人必然包括委托人之外的家族成员，信托的他益性特征与该需求完美契合。

五是信托财产管理的长期性实现家族信托的财富保护和财富传承的目的。家族信托的财产管理往往涉及跨代传承，信托财产管理的长期性保证信托既能管理委托人生前财产，又能管理其死后财产，为家族财富跨代传承提供有力的法律保障。

(3) 发展方向：与私人银行紧密合作，建立生态服务圈，拓展保险金信托。一是与私人银行紧密合作，实现优势互补。凭借商业银行的社会信用与网点布局优势，私人银行是最早专门为超高净值客户提供金融服务的机构，并已积累较多的潜在家族信托客户资源。信托公司通过与商业银行私人银行合作，由私人银行提供高净值客户来源，自身负责设计家族信托法律架构，

设立定制式、可撤销或可变更、委托人与受托人共同管理的家族信托，实现信托账户管理，提供家族综合金融服务，最大限度地实现客户资产保值增值。

二是建立覆盖法律咨询、资产配置、税收筹划、高端医疗、自律教育等多个领域的生态服务圈。家族信托客户往往具有财富保障、增值、传承及家族事务治理等多种需求，涉及法律咨询、资产配置、税务筹划、高端医疗、子女教育及保险等多个领域，需要信托公司构建专业化的家族信托服务体系，与市场上各领域的专业服务商建立紧密合作，形成以客户为中心的生态服务圈。比如，信托公司与养老服务机构合作推出养老消费信托，将养老、医疗以及信托服务相结合，拓展业务内涵，为客户提供多重增值服务。

三是拓展保险金业务，实现联动发展。近年来，中国家庭保险意识增强，保险产品需求量逐年增加，保单的财富属性日益凸显，已成为家庭财产的重要组成部分。

## 5.2.2 资产端：主要投向展望

### 5.2.2.1 工商企业

工商企业类信托发展与宏观经济形势及行业发展紧密相连。自 2018 年以来，宏观经济下行压力加大，融资条件逐步收紧，实体企业特别是民营企业融资渠道受到影响较大。信托公司在供应链金融、产融结合、参与国企混改等方面加大了创新力度，有力地支持了实体经济发展。

一是开展供应链金融。针对工商企业融资难的问题，信托公司在工商企业领域将继续开展针对以核心企业上下游之间的债权、物权融资为特点的供应链金融，并针对特定行业开创性地缓解了工商企业特别是中小企业的融资压力。在工商领域中，信贷资源往往存在结构性紧缺，资金向核心企业倾斜与集中，大型企业信用资质较好，偿还能力强，授信额度较高，而中小企业经营时间短，也难以提供合格的抵押品，很难获得授信。在融资结构性分化的背景下，信托公司应加大供应链金融业务的展业力度，借助供应链上核心企业的信用，为上下游企业提供流动性支持等融资服务。在业务模式方面，供应链金融包括供应链金融资产证券化、嫁接保理模式、代理转让模式三种模式。

二是促进产融结合。信托公司应本着金融服务实体经济的本源，平衡服

务集团主业发展业务和发展市场化业务中做出进一步探索。在 68 家信托行业中有 13 家公司拥有产业背景，可借助产业背景优势，与集团公司主营业务的融合，服务于主业发展，产融结合，以融促产；另一方面应坚持市场化的原则，通过股权、债权、投资基金、资产证券化等多种金融工具的组合运用，与集团内企业实现业务协同发展。

#### 5.2.2.2 基础产业领域

2018 年 7 月 23 日，国家微调政府融资监管政策，在防风险框架下保障融资平台合理融资需求。自 2018 年下半年以后，信托公司的基础产业信托业务自开始出现快速增长，并开始向 5G 等新基建领域、基础产业资产证券化等方面进行创新探索。信托公司拓展政信业务，具体方向上主要关注两类：一是国家级重大项目的融资需求，基础产业信托服务于“一带一路”建设、京津冀一体化发展、粤港澳大湾区建设、推动长江经济带发展等重大建设项目，二是优质地区的新型基础设施项目，具体包括以下三方面：

一是新基建领域。随着 5G、工业互联网等新基建的内涵更加丰富，涵盖范围更广，信托公司在推进传统基础产业信托业务的同时，也可开拓新基建领域的信托业务，采取信托贷款、股权投资、资产证券化、产业基金等多种或综合形式，促进新基建项目的开展。

二是多种形态的基础产业基金。信托公司参与基础产业产业基金主要包括与地方政府合作设立产业基金、与投资机构合作设立产业基金和与产业企业合作设立产业基金三种模式。

三是基础设施领域资产证券化。2016 年 12 月 21 日，国家发展改革委和中国证监会联合印发了《关于推进传统基础设施领域政府和社会资本合作（PPP）项目资产证券化相关工作的通知》（发改投资〔2016〕2698 号），支持运营 2 年以上的 PPP 项目进行资产证券化。与此同时，资管新规对于资产证券化业务予以特别支持，不纳入资管新规的管理范围，也鼓励了基础设施类资产证券化的开展，信托公司在基础设施领域的资产证券化业务可继续挖掘。

#### 5.2.2.3 房地产领域

自 2018 年以来，在“房住不炒”的政策基调下，房地产信托延续了传统模

式深耕细作的创新趋势,通过优化交易结构满足房地产企业多样化融资需求,强化在抵押担保、交易对手选择、资金监管等方面的风控措施,在已有的房地产贷款业务经验上进一步优化传统业务的风控模式,稳步推进房地产股权投资,并通过开展城市更新、资产证券化等业务在存量市场不断创新,未来可在以下方面深耕:

(1) 继续发展股权投资模式。股权投资是近年来信托公司在房地产领域的重要创新。与贷款及夹层融资模式不同,信托计划真实地持有项目公司股权,全面履行股东在公司经营管理中的各项权利,承担房地产从开发、建设到销售各个环节相关风险,并在项目实现退出后分享开发收益。对信托公司而言,房地产项目整体运行逻辑较为清晰,投资收益高,且股权模式也符合监管及信托公司管理层引导和鼓励的投资模式。对于房地产企业而言,股权模式虽然增加了经营管理中的审批监管流程,但对于资金紧张、急于实现资产出表的地产公司来说,是效率较高的融资模式。在现阶段的监管环境下,股权投资类房地产信托已经具有一定市场基础,可以作为未来信托公司重点展业方向之一,为开展多元化房地产业务奠定基础。

(2) 持续探索存量房地产信托业务。我国房地产目前正经历从增量到存量的变迁,即传统重资产开发商向轻资产运营商、服务商的转变。为了盘活存量资产获得资金流动性,信托公司可转向谋求资产证券化等新型融资服务。与此同时,商业地产、物流地产、长租公寓等模式开始兴起,为这些新型基础资产服务的金融产品设计也相继出现,包括城市更新业务、存量地产资产证券化等。

#### 5.2.2.4 小微金融领域

小微金融业务提供的金融服务包括小微企业融资、个体工商户融资、农户融资以及面向个人的消费金融业务等。从信托公司的实践展望来看,主要包括三方面:

(1) 通过供应链金融扩展小微企业融资服务。在传统融资模式下,信托公司在为企业或个人提供服务时,主要基于企业或个人的信用、资产负债情况及抵押物情况,小微企业、个体工商户、农户等缺乏抵押物的群体难以获得传统融资服务。为提高小微企业、个体工商户、农户的信托服务可获得性,

信托公司可突破原有的融资模式，采用供应链金融模式。在供应链金融模式下，信托公司评价融资方的还款能力时，不再基于其自身信用、资产负债情况及抵押物等，而是基于真实的供应链交易，依靠供应链上核心企业信用，对供应链上下游的小微企业、个体工商户、农户等提供资金。

(2) 通过金融科技提升对小微企业的服务效率。由于信息不对称，小微企业、个体工商户、农户、个人等的信息常常难以获取，之前信托公司在对这些群体提供服务时，往往难以辨识可能存在的风险等。信托公司可利用金融科技，采用“场景+大数据”模式，通过第三方真实场景所提供的交易数据对其信用进行评估，并配合各类第三方征信、人行征信、支付数据等大数据，对上述群体进行风险定价，从而提升服务效率。当前在疫情影响下，信托公司积极开发探索线上服务，推出手机 APP，通过跟踪客户资料、对客户进行精准画像，优化客户服务体验。

(3) 延伸小微资产证券化业务链条。信托公司可以通过参与资产证券化业务全环节，深度挖掘资产证券化业务各环节的价值。传统模式中，信托公司开展小微金融资产证券化业务，主要是扮演 SPV 角色。2018 年之后，信托公司开展小微金融业务增多，信托公司在小微企业资产证券化业务的基础资产生产环节就已经开始介入，并逐渐参与资产证券化的其他业务环节，从此前单一的 SPV 角色逐步转向资产证券化的全链条服务。当前，我国个人金融和中小微金融供给相对不足，大量可交易或者可证券化的资产无法进行相应的资产证券化操作，根本原因在于风险定价能力偏低，无法对基础资产进行特征识别和风险定价。信托公司可以基于 Pre-ABS 思路，沿着资产证券化链条上游延伸，把握优质资产。

#### 5.2.2.5 证券市场

在资管新规和其他监管政策标准化、净值化的监管导向下，证券投资信托已经成为信托公司现阶段展业的战略方向之一。为此，信托公司正在提升自主投资管理能力，探索新型投资管理方式，并围绕客户需求提升服务质量。

(1) 提升自主投资管理能力。主动管理能力是海外成熟资产管理机构的核心竞争力。资管新规的颁布，倒逼行业进行转型。证券投资信托产品更贴近“标品”属性，且更易于标准化、规模化、集约化和透明化，结合财富管理

市场的巨大需求，为信托公司打开了丰富的业务空间。

(2) 探索新兴投资管理方式。近年来，随着金融科技快速发展，指数基金、量化基金、智能投顾等新兴投资管理方式开始迅猛发展。科技赋能，探索新兴投资管理方式，可使信托公司充分发挥资金端的优势，提升服务效率。

(3) 围绕客户需求进行优质资产配置。信托公司可根据不同客户的需求，从短期到长期，多维度考虑客户的资产配置，投资优质资产，有效降低风险，提供高质量的服务。

### 5.2.3 机构端：机构发展展望

#### 5.2.3.1 回归本源：受人之托，代人理财

2020年1月3日，银保监会发布《关于推动银行业和保险业高质量发展的指导意见》，要求银行业和保险业金融机构坚持回归本源、优化结构，明确提出信托公司要回归“受人之托、代人理财”的职能定位，积极发展服务信托、财富管理信托、慈善信托等本源业务。这为信托公司未来的发展指明了方向。

#### 5.2.3.2 需推进业务的结构化调整

在回归本源的要求下，信托公司必须进行业务结构的调整和转型：一是压缩通道类业务，管控房地产等传统融资类业务，对融资类业务进行合理管理；二是大力开展资产证券化、证券行政事务管理、以账户为核心的资产配置、家族信托等服务信托业务，以及公益、慈善信托业务，并提升此类业务的占比；三是积极开展证券市场投资和股权投资等投资类业务。发展股权投资意味着信托资金融资方式由信托贷款的形式转为股权直投的形式。信托公司可以作为融资平台及资金募集人参与私募股权投资，发展初期可以选择与专业PE公司以及券商合作，解决信息不对称问题。例如券商由于掌握大量的Pre-IPO项目信息，可以作为融资方承销商或财务顾问，有利于信托进行风险管理。

#### **专栏 5-1 信托产品存量投资者已超 71 万 自然人投资者增速稳步提升**

随着企业及高净值人群对资产管理的需求不断增长，在资管新规出台以及监管部门防风险、治乱象系列措施治理下，中国信托登记有限责任公司数

据显示，2020 年上半年随着信托行业发展不断演进，信托产品投资者结构也随之改变，具体来看：

一是金融机构仍是信托产品投资最主要的资金来源，而监管趋严使其投资规模持续收缩。2020 年二季度末，在全部存量信托产品中，金融机构投资规模超过 10 万亿元，金融产品、其他机构和自然人投资规模均在 3 万亿元左右，占比分别为 50.19%、15.05%、19.32% 和 15.45%。受金融业同业业务监管政策趋严影响，金融机构投资规模过去几个季度持续收缩，其中银行作为投资规模最大的金融子行业，较年初下降 16.69%；此外金融产品和其他机构的投资规模略也有下降，而自然人投资规模及占比呈显著上升趋势。从 2020 年第二季度新增情况来看，金融机构投资规模同比下降 37.93%，但汽车金融公司的资金规模同比增长 3.73%；金融产品的投资规模增幅超过 40%。从不同投向的信托产品来看，金融机构和金融产品通过信托产品投向金融机构的资金规模和占比较高，合计存量投资规模在 3 万亿元以上，但在去嵌套、去通道政策作用下有持续收缩的趋势；在投向房地产的信托产品中，来自自然人的存量投资规模超过 7000 亿元，占比接近 30%，其中第二季度新增投资规模占比接近 50%，成为最主要的资金来源；背后的逻辑是自然人投资者对一、二线城市房地产市场向好的信仰依然坚定，并通过投资优质房企的房地产信托产品的形式加以体现；在投向工商企业和基础产业的信托产品中，投资资金主要来源于金融机构。

二是信托产品投资者数量持续增加，二季度末较年初增幅高达 20.44%。2020 年二季度末，信托产品存量投资者数量为 71.70 万个，较年初增幅达到 20.44%，其中自然人投资者增加了 13.66 万人，其他机构则减少了 1.79 万个，金融机构和金融产品数量略有提升；与一季度末相比，信托产品投资者数量增幅为 2.06%，其中金融机构、金融产品和其他机构投资者均有减少，自然人投资者增加 1.73 万人。可见在信托行业转型发展的过程中，经营稳健的信托机构的信托产品越来越受到自然人投资者青睐，这与信托业持续提升主动管理能力、大力发展服务信托、积极回归本源业务有密不可分的联系。此外信托业在强监管作用下，金融机构间的监管套利现象也得到一定遏制，这也是金融机构及金融产品投资者的数量减少的原因所在。

三是资产证券化信托和消费信托投资资金中 50% 以上来源于金融机构，

投资者结构相对稳定。在防范金融风险、回归信托本源的大趋势下，资产证券化、消费信托和家族信托等创新业务是各家信托公司积极布局的领域。细分来看，金融机构是存量资产证券化和消费信托最主要的资金来源，投资规模分别在 1 万亿元和 5000 亿元以上，其中银行投资规模占比较高；从 2020 年第二季度新增产品来看，消费信托中 39.32% 的资金来源于汽车金融公司，信托公司和汽车金融公司在消费金融领域合作正在逐步加强；家族信托资金则 100% 来源于自然人投资者。

此外，据中国信登信托受益权信息定期报送的数据显示，截至 2020 年 6 月末，已登记的信托受益人存续信息近 160 万条。（资料来源：中国信托登记有限责任公司）

### 5.2.3.3 增强资本实力，提升盈利水平

2020 年，预计信托公司资本实力将继续提升。在当前监管背景下，新的监管政策对信托公司的资本管理提出新的要求，除了净资本之外还要对核心资本和总资本覆盖情况设置监管指标，信托公司增强资本实力，也是顺应监管要求的选择。监管部门在风险排查之后，对资本实力不足的部分信托公司，可能会要求股东启动资本补充机制。此外，增强资本实力也是化解风险的需要，无论是通过自有资金化解风险，还是引入信托保障基金等流动性支持，都需要信托公司具有较为充足的资本实力作为基础。信托公司增强资本实力的路径包括：自身原始资本的积累、原始股东增资、外部引进战略投资者、实施员工持股计划、通过资本市场融资等几种方式。

## 5.3 机遇和挑战：信托业寻找本源

### 5.3.1 疫情发生后国家对普惠金融支持力度加大

受 2020 年年初发生的冠状病毒疫情影响，全国大部分经济产业、实业企业发展受到延迟复工影响，第一产业和第二产业的供给明显减少，第三产业需求受到挤压，在部分行业、地区尤其明显，疫情短期内将对经济造成冲击，经济发展速度放缓，相应的实体企业，尤其是中小企业、部分行业上市公司将受到严重的影响，企业违约的风险增大，实业经营的不利因素将传导到金融机构和金融市场。

与 2019 年相比，目前国家经济政策在大方向上没有变化，具体的举措上存在一定微调，新增内容包括：第一，财政政策方面，提出要注重结构调整，坚决压缩一般性支出，重点关注民生领域保障。第二，货币政策方面，社会融资规模增长同经济发展相适应，降低社会融资成本。第三，金融服务方面，引导大银行服务重心下沉，推动中小银行聚焦主责主业，深化农村信用社改革，引导保险公司回归保障功能。第四，金融风险防治方面，保持宏观杠杆率基本稳定，压实各方责任。第五，地产领域，新提出要加大城市困难群众住房保障工作，加强城市更新和存量住房改造提升，做好城镇老旧小区改造，大力发展租赁住房。除此之外，受疫情的影响，临时发布疫情应对的财政政策、货币政策、重要工作通知等等，总体思路依然为大力支持实体经济。目前来看，2020 年对信托行业影响比较大的监管政策主要是资管新规后期的信托相关配套政策，其致力于从信托公司的股权结构、资本管理、业务规范等角度，推动信托行业规范发展以及业务转型。

疫情影响下，政府快速出台了一系列有力的金融、财政措施，降低疫情对经济的短期影响，特别是关系民生以及因疫情面临困难的中小企业，防止企业资金链断裂或出现连续经营困难。缓解民营和中小微企业融资难融资贵的问题一直是国家经济金融工作的重点，疫情发生以后，民营和中小微企业融资困难问题显得更为突出，同时受到严重影响的还有这类企业员工的收入情况。为保障企业的正常运作与企业员工生活的正常运转，预计今年相关部门会继续加强对于普惠金融业务的支持力度，赋予政策支持、资金优惠政策、鼓励政策等等。

严监管的总基调不变，部分领域可能会有所放松。严监管形势之下，叠加疫情对实体的影响，考虑到实体企业对金融机构、金融市场的传导效应，监管会更加关注因疫情影响导致的各类违约风险，对金融机构风险管理水平的监管力度会增大。另外，资管新规在信托领域的配套政策受疫情影响，时间会有延迟，2 月份《信托公司股权管理暂行办法》已经出台，《信托公司净资本管理办法》草案已经完成，预计其他方面的规定将会陆续出台，为信托公司完善治理结构、合法合规展业、管理及运营提供支持。

### 5.3.2 疫情对信托行业的影响

从产品端来看，新冠肺炎疫情的爆发导致大量信托项目无法现场尽调与签约，对信托产品发行造成阻碍，短期内发行数量和发行规模显著下滑。根据用益信托网统计数据，2020年1月信托公司发行信托产品2015.67亿元，同比增速为-8%；成立规模为1929.35亿元，同比下降-2%。2月信托市场发行规模为1720.91亿元，同比增速为12%；成立规模为1072.49亿元，同比增速为18%，由于春节错位，该数据尚未体现出疫情对于信托市场的冲击。3月疫情的影响明显凸显，信托市场发行规模为1983.74亿元，同比下降25%；成立规模为1433.34亿元，同比下降37%。

从投资端来看，疫情爆发的背景下，信托行业的投资方向主要包括三方面：一是政信类，即基础设施投资。和政府合作的政信类产品具有政府信用背书、抗周期能力强的特点。当前经济下行趋势明显，中小企业违约风险增大，信托公司将广泛加强和政府合作，发行政信产品。二是消费金融类。疫情期间，实体消费萎缩，线上消费增长，消费金融蓬勃发展。很多消费金融公司在获得融资之后会发行ABS，债权打包后在资本市场进行资产证券化，而在资产证券化的前期需要资金来形成债权，此时信托公司可以与其进行融资合作，一旦所形成债权资产证券化之后，马上就会还本付息，实现低成本的融资置换，所以稳定性较强。三是金融股权质押类。信托公司可选择担保价值较高的持牌金融机构作为投资方向。持牌金融机构股权包括了银行股权、信托公司股权（法律规定不可直接对外质押，但可质押股东股权）、证券公司股权等。

### 5.3.3 防控风险、消除嵌套、抑制通道依然为未来工作重心

2020年一季度，违约事件频发，信托不良率达到3.02%以上。2017年之前，信托风险资产不良率大多数维持在0.8%以下，2018年小幅上升至0.98%。从风险项目数量和风险资产规模的环比变动来看，2020年一季度末，信托业风险项目个数为1626个，环比增加79个，增幅为5.11%；信托行业风险资产规模为6431.03亿元，环比增加660.56亿元，增幅11.45%。从同比来看，一季度末信托项目数量和风险资产规模的增幅则分别为61.63%和127.20%。今年以来，监管已对山西信托、中江国际信托、安信信托、中航信托、中铁

信托、山东省国际信托 6 家信托公司开具了 7 张罚单，合计罚没金额达 1600 多万元。

### 专栏 5-2 2020 年信托行业风险事件频发

用益信托网数据显示，2020 年 6 月共发生信托产品违约事件 33 起，涉及信托公司 7 家，涉及金额高达 224.03 亿元。5 月份，共发生信托产品违约事件 23 起，涉及信托公司 13 家，涉及金额达 128.20 亿元。4 月份，共发生信托产品违约事件 41 起，涉及信托公司 21 家，涉及金额达 78.6 亿元。

在上述违约潮中，安信信托和四川信托最受市场关注。其中，安信信托今年来违约不断。4 月 7 日，安信信托还发布了关于收到上海银保监局《审慎监管强制措施决定书》及《行政处罚决定书》的公告。上述公告显示，2016 年 7 月至 2018 年 4 月，安信信托通过签订远期转让协议、出具流动性支持函等方式，违规承诺 8 笔信托财产不受损失或保证最低收益，金额共计 33.3 亿元，截至 2019 年 7 月末，上述协议或支持函均已到期，已造成严重的兑付风险；2016 年至 2019 年，安信信托违规将 3 笔信托财产用于股东、8 笔信托财产用于兑付其他信托项目、2 笔信托财产用于置换固有贷款、4 笔信托财产用于其他非信托目的用途，金额共计 126.56 亿元，截至 2020 年 1 月，上述项目基本已逾期或欠息。

而四川信托的风险主要来源于其 TOT（信托中的信托）资金池类产品。5 月底，四川信托多个已到期的 TOT 资金池类产品出现逾期。据四川信托总裁刘景峰称，四川信托 TOT 规模大概 250 亿元，涉及 45 个项目。（资料来源：新浪财经）

银保监会未来五年工作规划中，明确提出有序化解影子银行风险。要求银行保险机构要落实规范金融机构资产管理业务的指导意见，推动业务平稳过渡、规范转型。从目前的监管态势看，信托与同业金融机构之间的合作，受到去杠杆的影响，通道业务依然是未来监管部门管控的重点，尤其是银信类通道业务规模。

实质实施一致性、穿透式、全覆盖风险管理等方面的监管要求，倒逼信托公司进行转型，重新定位，此前突破监管、监管套利等同业业务将不再是信托公司的主要收入来源。未来信托公司与其他金融机构之间的合作，将更加依赖信托公司在资金端、资产端或者管理能力方面的优势，金融机构的合

作将更加体现出协同效应。

2020年7月31日，央行公布资管新规延期至2021年底。根据资管新规的要求，2021年过渡期结束之后，各金融机构将严格执行资管新规的相关规定。监管部门在执行监管政策时，需兼顾实体经济发展与维护金融环境稳定两者之间的平衡，考虑到金融机构处置存量非标资产、净值型产品的募集和资产配置上存在的实际困难。从目前的情况看，对信托公司而言，过渡期内不能处置的非标资产，也同样适用资管新规，银保监会可能会赋予当地银监局依据本地金融资产存量，允许在地区范围内一定自由裁量空间，避免一刀切的情况，这是出于解决历史问题的需求，实现政策执行的平稳过渡，对于信托公司而言并不构成新增业务的利好，更多的是对于现阶段无法按照资管新规要求处置资产存量业务保障。

#### 5.3.4 信托行业的战略发展方向和定位

2018-2019年，信托业发展处于增速回落、结构调整的关键时期，处于由高速增长向高质量发展阶段转换的关键时期。信托业顺应新时代发展，主动加大业务转型创新力度，不断提升自身专业能力，努力形成未来发展的新动力。在融资信托领域，信托公司通过开展供应链金融、产融结合、国企混改、纾困基金、小微金融、普惠金融等业务加大了服务实体经济的力度，通过产业基金、资产证券化等方式助力新基建、国家大型基础建设工程项目。在投资信托领域，信托公司的股权投资信托业务更加注重多领域、多模式探索，与股东等形成显著的战略协同效应；证券投资信托业务应用科技赋能、探索新兴投资管理方式，提升自主管理能力。在以资产证券化为代表的服务信托领域，持续拓展资产和资金来源，拓展交易市场，丰富证券化产品类型，全面提升业务专业能力。同时，全面加强信托本源业务，积极开展财富管理及家族信托业务，打造以账户为核心的一站式资产配置、财富保护、财富传承、公益慈善等解决方案，满足客户综合化的财富管理需求。为保障转型创新的顺利进行，信托公司在内部机制措施方面也做出了努力。将创新战略嵌入发展战略，保持战略定力促进信托业务创新的实施和拓展；调整组织架构，构筑扁平化的管理方式、差异化的激励机制促进信托业务的发展创新；信息科技保障和金融科技赋能并进，适应新经济、抓住新经济下的金融科技业务机

遇；调配发行资源、人力资源、评审资源和股东资源支持信托业务创新，全力保障信托创新业务的孵化和壮大。在实践中，不少信托公司也以此创新了新的利润贡献点，实现了创新促发展，发展保障创新的良性循环。

从监管环境看，在资管新规的框架之下，2020 年信托行业的监管规则将进一步完善。面对监管政策和监管环境的根本性变化，信托行业将进入新的发展阶段，行业转型有望加速。

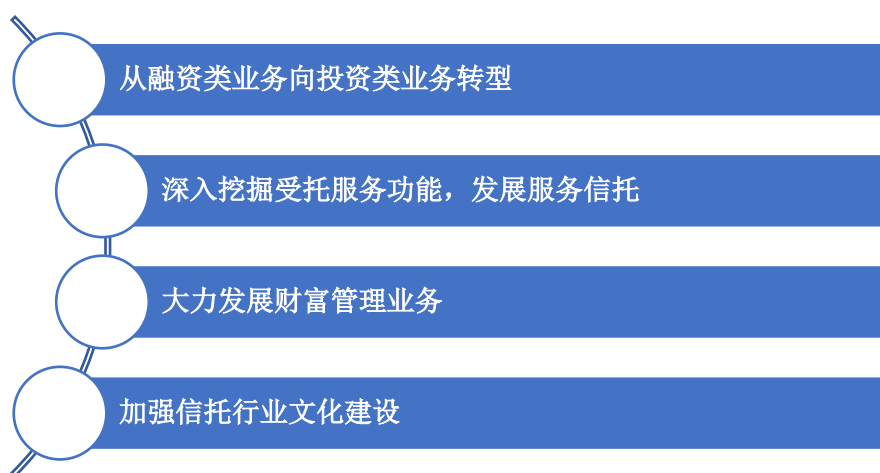


图 5-31 我国信托行业转型的四个方向

一是从融资类业务向投资类业务转型。从资本监管的要求来看，未来信托公司融资类业务占用资本可能明显提升，融资类业务发展会越来越受到来自于资本方面的约束。这一方面对信托公司的资本实力提出了更高要求；另一方面也要求信托公司提升自主投资能力，逐渐摆脱对融资类业务的过度依赖，从规模优先转变为质量优先的增长模式。传统融资类业务还面临着与商业银行同质化竞争、综合管控能力不足等困境，未来信托公司要培养标准化产品投资团队和投资能力，加大股权投资业务拓展力度，逐步提升主动投资管理能力。

二是深入挖掘受托服务功能，发展服务信托。服务信托被认为与资金信托、慈善信托并列的信托业务类型。2020 年 1 月 3 日，《中国银保监会关于推动银行业和保险业高质量发展的指导意见》出台，其中在培育非银行金融机构特色优势中要求，信托公司要积极发展服务信托、财富管理信托和慈善信托的本源业务，将服务信托作为支撑信托行业转型的“三驾马车”之一。虽

然对于服务信托的内涵和外延尚未达成共识,但是服务信托紧扣受托人定位,以收取管理费为主要收入来源,对信托业的长期稳健发展有着重要意义,预计未来资产证券化、家族财富管理信托等服务信托将继续加大拓展力度,持续深耕细作,逐渐成为信托公司的核心业务。与此同时,需要进一步探索信托服务功能,挖掘更多发挥服务功能的领域,如养老、消费权益信托服务等。

三是大力发展财富管理业务。与其他的财富管理机构相比,信托公司具有连贯性强利于长期规划、制度较为灵活、受益人利益能得到充分保障等制度优势,财富管理应当是未来信托公司的主要方向,这也是现阶段多数信托公司努力转型的重点。做好财富管理业务既需要大量的客户积累,也需要资产管理和资产配置能力,相比起其他金融机构,信托在积累高净值客户方面积累不足,长久以来多承担通道角色。未来信托行业的财富管理方向重点包括几个方面:(1)进一步加强销售渠道建设,搭建线上线下一体化财富管理平台,逐步降低对商业银行渠道的依赖程度;(2)加快专业财富管理团队建设,通过专业化投顾,有效的发掘投资者需求;(3)在业务特色方面,重点将家族信托作为信托业财富管理发展的方向。

四是加强信托文化建设。2019年信托业年会上,银保监会黄洪副主席强调,信托文化是推动信托行业转型发展的重要力量,过去多年信托行业取得快速发展,但并未形成自身文化,信托文化建设迫在眉睫。监管部门计划从2020年开始连续用五年的时间,开展信托文化教育年、信托文化普及年、信托文化确立年、信托文化深化年、信托文化提升年的主题活动,在全行业开展信托文化建设工程,推动信托文化建设有步骤、有计划地向纵深开展,最终建成有中国特色的信托文化。信托文化建设的基本要求是,坚持服务实体经济的使命、满足人民需要的宗旨、推动社会进步的责任、依法合规的底线和员工的职业操守。通过构建信托文化推动行业发展,对探索可持续发展模式有着重要的意义,也是信托行业实现转型的基础所在。

### 5.3.5 信托行业未来的转型方向

2001年至今,信托业发展逐渐进入成熟阶段,“投资类业务+资产管理业务+财富管理业务”已成为信托业新的发展引擎。信托规模缩量、业态重构与整顿等现状,使得信托业务转型已迫在眉睫。信托行业本身具有财产权利与

利益相分离、信托财产的独立性、托管形式多样、适度的保密性、合理避税等多项优势，未来发展可期。从具体业务来看，信托公司的四个转型方向如图所示。

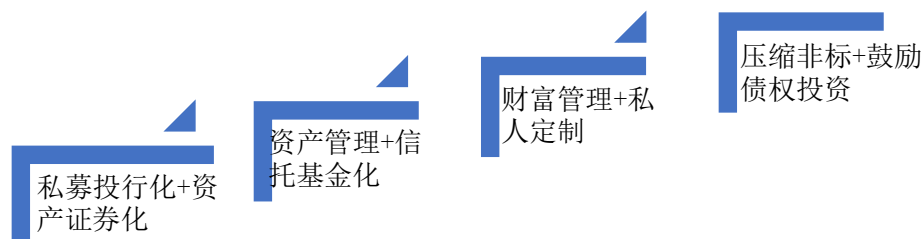


图 5-32 我国信托行业业务转型方向

(1) 私募投行化+资产证券化。信托私募投行化是指项目融资，开展股权并购等综合金融服务，借助资产证券化更加深入契合到标准化业务中。一是提供并购重组、股权、信托贷款等综合金融服务。在经济结构调整与转型过程中，新型产业和创新型企业的融资需求大幅增长。转型过程中，兼并重组可以促进公司优化产业结构，通过协同效应提升企业竞争力。部分国有企业的融资渠道由间接融资转为直接融资，并以此来进行国有企业的改制、重组，信托公司可以把握其中兼并重组、股权投资等机会，借助并购信托、产业基金、顾问咨询等形式服务经济转型。二是大力发展资产证券化业务。资产证券化既有国家政策支持，同时金融机构有非标转标、盘活存量诉求，在发展资产证券化业务(例如交易所 ABS、资产支持票据 ABN、信贷资产证券化等)时，对部分发行成功率较高、确定性较大、前端综合收益率较高且风险较为分散的基础资产，信托可以先带着资金进入，发放短期(3-6月)过桥贷款，帮助企业先形成基础资产，然后再进行资产证券化，并主动参与销售与前端融资，提升自身的主动管理能力。

(2) 资产管理+信托基金化。主要是通过组合投资，分散项目风险，以实现客户财产的保值增值目的。

一是做好资产管理业务，强化产品设计。可投资非标债权、股权等资产的信托型基金和可投资于股票、债券、货币市场等标准化资产的信托型基金，在当前严监管的情况下，不能做期限错配、不能明股实债、不能直接或间接方式做担保和结构化分级。管理好信托基金，需要强大专业的投资团队，同

时需要产品设计特色化。信托公司可以和券商、基金、知名私募机构合作，做好产品设计，依据自身对大类资产走势的判断，依据不同资产或不同策略进行各家机构的筛选。二是做好渠道建设，增加资金募集。一方面，可以通过现金管理类产品吸引客户。现金管理类产品期限灵活、流动性好，收益率相对偏低，可以降低信托公司的成本，吸引客户的闲散资金，增加客户的粘性，扩大管理规模。另一方面，需要做好渠道销售工作，进一步提高机构的占比与集中度，加大银行代销渠道，同时加大直销力度，建设营销中心与队伍，提高客户服务质量，未来逐步转向一站式的财富管理与全方位的资产管理平台。

(3) 财富管理+私人定制。信托作为唯一一个同时拥有货币市场、资本市场与实业投资三大牌照的机构，其资金既可运用于银行存款、发放贷款，也可以投资股权，投资证券市场。财富管理是依据高净值客户与机构客户的风险偏好、流动性要求、资产偏好等一系列的个性化要求，提供专属的财产管理服务。能够满足超高净值客户的各类资产偏好，是做大类资产配置的良好平台。同时，信托具有破产隔离、财产独立的优势，信托财产所有权和受益权分离的特征，使其更适合进行财富的代际传承，在条款设计上更为灵活。

在财富管理方面，私人定制将是大势所趋。在具体模式设计上，目前主要有两种：一是直接设立家族信托，将受益人设定为家人或自己，以达到财富保护和财富管理的目的。家族信托不仅仅是一种产品，而是一种定制化的解决方案。二是采用家族办公室的设计，即委托人将资金委托于信托公司，同时由客户家族发起设立有限合伙企业，管理人由客户家族成员担任，信托公司按照客户意愿，作为有限合伙人的出资人/有限合伙人。该有限合伙企业完全在家族控制之下，可实现金融投资、不动产传承、股权投资等目标。这种模式既满足了高净值人群资产隔离、财富保护、财富传承的需求，也能实现持续控制家族财富的目的。

信托关系本质上是基于财富管理的法律制度安排。维持信托关系动态运行的核心角色在于受托人的受托服务，一方面遵循委托人意愿践行信托目的，另一方面获取信托利益以实现受益人利益最大化，这中间促成“质变”的关键因素就在于受托人的服务赋能。可以说，受托人的专业服务能力越强，信托制度的应用广度和宽度就越充分，信托制度的优势就越能有效发挥，所以发

展服务信托的法学价值还担负着丰富信托制度应用场景和强化信托制度生命力的历史使命。近年来，行业内各种创新业务涌现，如家族信托、保险金信托、股权信托、遗嘱信托、知识产权信托等均是在受托服务的内容和范围上进行有益探索和突破，是服务信托应用的拓展和尝试，也能体现信托行业特色经营的差异化优势。

(4) 压缩非标+鼓励债权投资。近年来，由于内外部环境变化，资金信托出现各种问题，包括为其他金融机构监管套利提供便利、尽职管理不当引发赔付压力、违规多层嵌套、与同类资管业务监管规则不一等。因此，为补齐制度短板，2020年5月8日，银保监会发布《信托公司资金信托管理暂行办法（征求意见稿）》（以下简称“资金信托新规”），向社会公开征求意见，以推动资金信托回归“卖者尽责、买者自负”的私募资管产品本源，发展有直接融资特点的资金信托，促进投资者权益保护，促进资管市场监管标准统一和有序竞争。

“资金信托新规”中，信托行业首次引入非标比例限制。一是限制投资非标债权资产的比例。明确全部集合资金信托投资于非标债权资产的合计金额在任何时点均不得超过全部集合资金信托合计实收信托的50%。二是限制非标债权集中度。全部集合资金信托投资于同一融资人及其关联方的非标债权资产的合计金额不得超过信托公司净资产的30%。三是限制期限错配。要求投资非标债权资产的资金信托必须为封闭式，且非标债权类资产的终止日不得晚于资金信托到期日。四是限制非标债权资产类型。除在经国务院同意设立的交易市场交易的标准化债权类资产之外的其他债权类资产均为非标债权。明确资金信托不得投资商业银行信贷资产，不得投向限制性行业。“资金信托新规”还强调了资金信托的私募定位。“资金信托新规”规定，资金信托面向合格投资者以非公开方式募集，投资者人数不得超过二百人。此外，“资金信托新规”规定，信托公司开展固定收益类证券投资资金信托业务，经信托文件约定或者全体投资者书面同意，可以通过在公开市场上开展标准化债权类资产回购或者国务院银行业监督管理机构认可的其他方式融入资金。

“资金信托新规”对信托业务的最大的两方面影响可以分为一个利空和一个利好。利空在于非标业务将被大幅压缩。信托行业首次引入非标比例限制，将对信托行业非标业务造成巨大冲击。“资金信托新规”对集合信托投资单一

非标占净资产的比例作出 30% 的限制，然而，和银行相比，信托公司净资产规模较小，截至 2019 年末，信托净资产均值为 98.02 亿元，行业中位数是 74.67 亿元。在这 30% 的约束下，大多数公司的非标债权业务规模不能超过 30 亿元。从存量限制来看，“资金信托新规”规定非标债权类资产任何时点均不得超过全部集合资金信托规模的 50%，这一规定打破了房地产公司和信托公司长久以来的紧密合作关系，信托公司非标业务的头部集中策略不再实用。利好在于信托公司的债权类业务。“资金信托新规”规定固收类资金信托放开正回购可融入资金，鼓励信托公司发展债权类信托业务，使信托产品作和跟其他资管产品展开公平竞争，促进信托公司发展债券投资类主动管理业务。

始于信任，忠于托付；受人之托，忠人之事——这是信托行业的本质。作为中国第二大金融业态，未来信托行业将继续发挥信托制度优势，坚定推进转型创新，以回归本源业务为核心，以服务人民美好生活为目标，更好地服务于实体经济转型。

## 第6章 公募基金：受益股市回暖，投研能力或成新优势

公募基金行业的主体包括公募资产管理人和私募资产管理人，其中公募资产管理人包括公募基金管理公司和获得公募基金资产管理业务资格的证券公司、证券公司资管子公司、保险资产管理公司；公募基金管理公司除从事公募资产管理业务外，也可以开展私募资产管理业务。本章主要针对公募基金管理公司（以下简称“基金公司”）和公募基金管理公司子公司（以下简称“基金子公司”）进行分析讨论。

### 6.1 2019 年公募基金行业发展情况

从整个公募基金行业发展的历史上看，2019 年公募基金行业仍然保持着稳步增长的态势。基金公司及其子公司作为资产管理行业至关重要的主体之一，在逐步落实资管新规要求的基础上，积极利用自身资产管理综合能力的优势，发挥其在行业中的关键作用。2019 年公募基金行业受到的监管因素影响较小，公募基金产品的总规模和细分下的各类产品的规模都有稳定的增长，私募资产管理计划（以下也称“专户产品”）的规模有所下滑。

#### 6.1.1 发展概况

我国的公募基金行业经历了探索、起步、规范、壮大四个发展阶段。

第一阶段，公募基金行业的探索阶段。1991 年至 1997 年是公募基金行业探索阶段，1991 年，我国首只封闭式基金“珠江基金”产品成立，发行规模达到了 6930 万元，继珠江基金发行成功之后，武汉基金、南山基金等多只投资基金相继发行成立。1993 年 3 月，中国人民银行深圳经济特区分行批准成立天骥投资基金、蓝天投资基金，并作为首批基金在深圳证券交易所上市交易，自此，我国投资基金开启了上市交易的发展方式；同年 8 月，中国人民银行批准淄博基金在上海证券交易所上市交易，标志着我国全国性投资基金市场诞生。

1993年5月19日,为规范基金产品在快速成立中出现的监管缺失问题、各地越权审批问题,中国人民银行规定投资基金的发行和上市、投资基金管理公司的设计以及中国金融机构在境外设立投资基金和投资基金管理公司的行为,必须由人民银行总行批准。此后,长达5年左右的时间,国内的基金发行一直处于停滞的状态。

第二阶段,公募基金行业的起步阶段。公募基金行业的起步阶段是1998年至2001年,基于1997年11月出台的《证券投资基金管理暂行办法》,1998年3月,第一批公募基金管理人——国泰基金、南方基金,各自发行了基金金泰和基金开元,意味这首批公募传统封闭式基金问世。虽然传统的封闭式基金有着发展的历史局限,但长期封闭的运作条件使得基金产品规模稳定,更有利于基金公司作为管理人践行价值投资的理念,在这个过程中,基金公司的专业能力也得到了极大的提升。目前封闭式基金占公募基金行业管理的总资产的比重并不如开放式基金,但可以看出其在公募基金行业发展历史上的关键作用。

继国泰基金、南方基金之后,华夏基金、华安基金、博时基金等先后成立的“老十家”基金公司,也迅速发行了传统封闭式基金,如基金兴华、基金安信等,且募集规模远超20世纪90年代初投资基金的体量,据统计,截至1999年1月,传统封闭式基金数量已突破20只,在1994年迅速突破40只,2001年达到最高50只。

2000年10月,证监会发布了《开放式证券投资基金试点办法》,2001年华安基金发行了市场上首只开放式基金,同时,2001年6月,A股市场跌破千点大关,封闭式基金出现整体折价的现象,也直接造成了交易量转向低迷,2002年基金银丰成为市场上最后一只传统的封闭式基金,传统的封闭式基金走向衰落,开放式基金逐渐成为主流。

相较于公募基金行业的探索阶段,1998年之后成立的公募传统封闭式基金在《证券投资基金管理暂行办法》的指引约束下,开启了良性发展的历程,1998年也被认定为公募基金行业正式开始行业旅程的一年。

第三阶段,公募基金行业的规范发展阶段。公募基金行业在2002年至2005年进入规范发展阶段,在这个阶段中,基金管理的监管法规体系得到了不断的完善。2003年,第十届全国人民代表大会常务委员会第五次会议通过

了《中华人民共和国证券投资基金法》，标志着公募基金行业的基本法已形成。2004年，国务院关于证券投资基金管理公司有关问题的批复，对基金公司的非主要股东、境外股东要求进一步进行了明确。

在公募基金行业法律法规体系逐步完善的过程中，开放式证券投资基金的发行进一步促进了公募基金规模的增长，相较于传统的封闭式基金而言，开放式基金的申购和赎回操作上更为灵活，销售渠道更为广泛，更容易为大众所接受，在这一阶段，公募基金行业开始发挥其普惠金融的特点。

第四阶段，公募基金行业的发展壮大阶段。2006年至今是公募基金行业快速发展壮大的阶段，随着中国经济的快速发展，居民财富随之增长，并逐渐表现出除储蓄存款以外的金融资产配置需求，公募基金在居民资产配置需求和A股市场几轮牛市的带动下，资产管理规模快速增长，截至2019年底，公募基金产品已达到14.77万亿<sup>15</sup>。

同一时期，中国资管行业的产业链条逐渐丰富，行业外延不断扩大，从传统意义上的“受人之托、代客理财”向有“通道”性质的产品延伸，信托行业兴起并快速发展，叠加2010年初央行对银行表内业务进行限制，银行借助信托通道绕道表外进行信贷扩张，银信合作使得银行理财和信托规模同步上涨，公募基金行业“一枝独秀”的市场格局逐步终结，尤其是2012年下半年开始，资管行业监管逐步放开，资产管理产品结构、机构类型和数量等都取得了不同程度的发展。

公募基金行业在近几年的发展中，市场份额被其他资管行业所挤占，尤其是2016年，银行理财凭借明显的渠道优势迅速发展，所管理的资产规模占整个资管行业的25%，而公募基金行业排名在银行理财、信托、券商资管之后，占比仅为14%，如加上基金子公司的市场份额，占比为22%，仍低于银行理财的市场份额。资管行业竞争日趋激烈，公募基金行业在未来的发展中更应考虑如何集中优势资源，获取长足发展。

### 6.1.2 监管环境情况

自1998年公募基金行业正式运行以来的22年间，我国在公募基金行业的法律法规体系已基本成型。

<sup>15</sup> 摘自《资产管理业务统计数据（2019年四季度）》

表 6-1 公募基金行业主要监管规则

日期	修订时间	监管规则	要点
1999	20040608 20190726 两次修订	《公开募集证券投资基金信息披露管理办法》（原《证券投资基金信息披露指引》、《证券投资基金信息披露管理办法》）	明确了公募基金信息披露规则
20021105	20060824	《合格境外机构投资者境内证券投资管理办法》	境外合格资产管理机构投资境内证券市场相关要求
20031028	20121228	《中华人民共和国证券投资基金法》	公募基金行业基础法
20040223	20110111	《企业年金基金管理试行办法》	企业年金管理规范
20040604	20120619 20140707 两次修订	《公开募集证券投资基金运作管理办法》（原《证券投资基金运作管理办法》）	对基金产品募集、申购、赎回、收益分配等业务进行了规范
20040916	20120920	《证券投资基金管理公司管理办法》	基金公司设立及运营管理相关规定
20040922	--	《证券投资基金行业高级管理人员任职管理办法》	基金行业高管人员管理细则
20041129	20130402	《证券投资基金托管业务管理办法》	基金行业托管业务规则明细
20071129	20131021	《基金管理公司特定客户资产管理业务试点办法》	基金公司向特定客户募集资金或者接受特定客户财产委托担任资产管理人的展业规范
20070618	--	《合格境内机构投资者境外证券投资管理试行办法》	合格境内机构投资者开展境外证券投资业务规

			范
20091106	--	《证券投资基金评价业务管理暂行办法》	设定了基金评价机构的业务规范
20110609	20130315	《证券投资基金销售管理办法》	对基金行业销售业务管理提出明确细则规定
20130221	--	《人民币合格境外机构投资者境内证券投资试点办法》	合格境外投资者利用来自境外的人民币进行境内投资的相关规定
201507	--	《香港互认基金管理暂行规定》	香港互认基金创新业务规范
20180515	--	《货币市场基金监督管理办法》	对货币型基金的投资限制、估值要求、流动性风险管理进行了明确要求
20180422	--	《证券期货经营机构私募资产管理业务管理办法》	证券期货经营机构从事私募资产管理业务规范
20180925	--	《证券公司和证券投资基金管理公司境外设立、收购、参股经营机构管理办法》	基金公司境外经营业务规范

备注：部分法律法规与资产管理业务关联度较低，并未全部列举。

资料来源：证监会、中国证券投资基金业协会、作者整理

资产管理行业的快速发展对我国金融体系的繁荣稳定、国民经济和金融市场的发展都具有重要的积极意义，但高速发展也带来了一些监管问题，比如分业监管规则和业务交叉发展的模式不匹配、行业发展同质化倾向严重、产品运营存在期限错配和刚兑现象、利用杠杆放大风险等，2018年4月，《关于规范金融机构资产管理业务的指导意见》出台，即资管新规，对资管行业的乱象进行了监管整改。2019年，资管行业监管环境对公募基金行业影响较小，公募基金行业内的监管环境重在鼓励行业创新、规范发展。

第一，相较于整个资管行业，资管新规对公募基金行业的影响较小。2019年，公募基金行业仍在继续践行资管新规的要求，规范各类产品的投资管理和风险管理。基金公司在公募基金产品的投资管理、信息披露等方面一直以来属于行业内最为严格的，资管新规对其的影响更多的体现在基金公司及其子公司的专户业务方面；自2019年5月以来，公募基金行业所管理的专户产品也在逐步按照资管新规进行自查清理，对专户产品的主动管理要求也在提升中。

2019年，监管仍然坚持推进金融去杠杆的风险管理工作，对基金公司及其子公司的资产管理业务，尤其是专户产品资产管理业务提出了更高的主动管理、风控管理的要求。基金公司及其子公司在开展资产管理业务过程中，对投资标的的选择、产品账户风控指标的设置方面均提高了标准，在降低产品账户流动性风险的同时，对基金公司及其子公司的投研能力、基金经理的投资决策能力都有更高层次的考验。

第二，基金投资顾问业务试点工作重在鼓励公募基金行业集中优势力量进一步发展。2019年，更多的证券公司及其资管子公司开始布局公募基金资产管理业务。截至2020年3月底，共有14家证券公司及其资管子公司已拿到公募基金资产管理业务资格，天风证券、五矿证券等业务资格在申报中，传统的公募基金管理业务份额正在被瓜分。

公募基金行业在面临挑战和压力的同时，也迎来了新的机遇。2019年10月底，证监会下发《关于做好公开募集证券投资基金投资顾问业务试点工作的通知》，酝酿已久的公募基金投顾业务试点正式开启，投顾业务的开启将给公募基金行业带来新的活力，也将成为公募基金行业实现创新转型的关键业务。首批获得试点资格的有嘉实、华夏、易方达、南方、中欧五家基金公司，随后12月，证监会发布了第二批获得试点资格的机构，分别是腾安基金、蚂蚁基金以及珠海盈米基金，具有公募基金投顾业务资格的机构已有八家。

### 6.1.3 总规模发展情况

2019年公募基金行业总规模实现多方面的稳步增长，体现在资产管理规模、基金管理公司机构数量、基金管理公司旗下公募基金产品利润创新高等多个方面各有不同的表现。

第一，公募基金管理公司及其子公司所管理的资产总规模与往年基本持平。截至 2019 年底，中国证券投资基金业协会自律管理的资产管理业务总规模约 51.97 万亿<sup>16</sup>，较 2018 年底增加超 5000 亿元，即基金公司及其子公司、证券公司、期货公司、持牌私募基金管理机构所管理的资产管理业务总规模。其中，公募基金规模 14.8 万亿元，证券公司及其子公司私募资产管理业务规模 11.0 万亿元<sup>17</sup>，基金管理公司及其子公司私募资产管理业务规模 8.7 万亿元，期货公司及其子公司私募资产管理业务规模约 1433 亿元，私募基金规模 13.7 万亿元；截至 2019 年 11 月底，基金公司管理的养老金规模 2.30 万亿元<sup>18</sup>，同比增加 6234 亿元，在中国证券投资基金业协会备案的资产支持专项计划存续规模 1.56 万亿元，同比增加 4259 亿元。

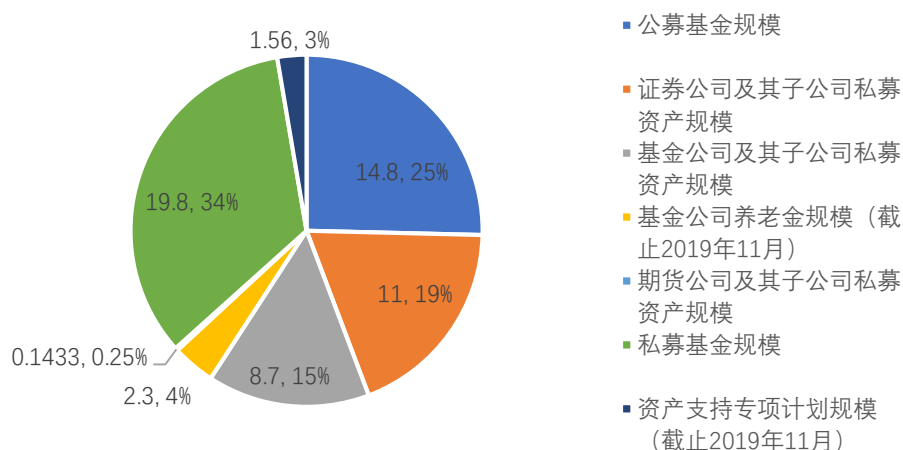


图 6-1 基金公司及其子公司管理的资产规模变化情况（万亿元）

来源：中国证券投资基金业协会、作者整理

其中，不含养老金管理规模的情况下，基金公司及其子公司管理的资产规模总计 23.5 万亿，在中国证券投资基金业协会统计的数据中，基金公司及其子公司管理的资产规模占比最大，为 45.22%。

公募基金及其子公司所管理的资产总规模在 2019 年有所下降，并且在

<sup>16</sup> 根据中国证券投资基金业协会的统计，由于数据报送时间限制，养老金、资产支持专项计划数据暂采用 11 月底统计数据。总规模已剔除私募基金顾问管理产品与私募资管重复计算部分。

<sup>17</sup> 根据中国证券投资基金业协会的统计，包含大集合产品存续规模以及私募子公司私募基金规模。

<sup>18</sup> 根据中国证券投资基金业协会的统计，此处养老金包括基金管理公司管理的社保基金、基本养老金、企业年金和职业年金，不包括境外养老金。

2019年2、3季度表现出急剧下降的趋势，2019年4季度出现快速增长，全年资产管理总规模与往年基本持平，在中国证券投资基金业协会自律管理的资产总规模中占比仍然保持稳定的领先地位。

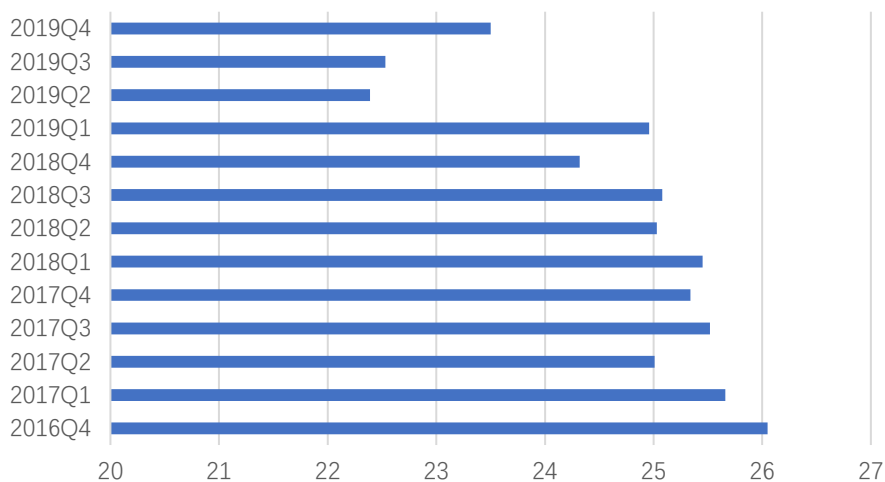


图 6-2 基金公司及其子公司管理的资产规模变化情况（万亿元）

来源：中国证券投资基金业协会、作者整理

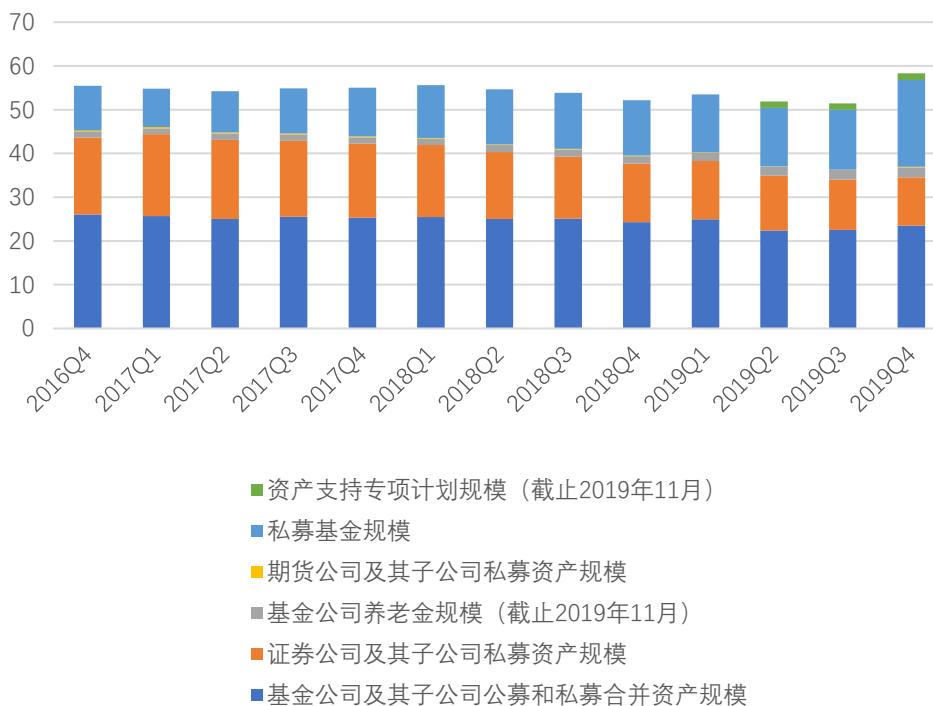


图 6-3 2016Q4-2019Q4 公募资产管理规模发展情况（万亿元）

来源：中国证券投资基金业协会、作者整理

第二，基金公司机构数量稳中有升。截至 2019 年底，基金公司共计 128 家，基金子公司共计 71 家；基金公司数量较 2018 年底新增 8 家，与近 5 年的增长趋势基本一致。已取得公募基金资产管理业务资格的证券公司及其资管子公司共计 14 家，保险公司 1 家，预计 2020 年度证券公司及其资管子公司取得公募基金资产管理业务资格的数量增长将高于基金公司的注册成立数量。

2019 年未发生基金公司及其子公司由于负面因素被取消资产管理业务资格的事件，公募基金行业主体机构诚信经营的基调仍未改变。

第三，基金公司及其子公司所管理的公募资产规模稳定增长，私募资产规模有较大降幅。

(1) 公募资产规模稳定增长。截至 2019 年底，基金公司管理公募基金总计 6544 只，份额 13.7 万亿，规模约 14.8 万亿元，同比增加 1.7 万亿元，其中封闭式基金增加 7039 亿元，开放式基金中货币型基金减少 5008 亿元，股票型基金增加 4748 亿元，混合型基金增加 5289 亿元，债券型基金增加 5032 亿元<sup>19</sup>。

从公募基金的数量方面来看，近四年公募基金发行量及存续量一直保持稳定增长态势，在 2019 年保持每月平均 70 只以上的存续量增长，较 2018 年底新增 918 只存续公募基金。

从公募基金的净资产方面来看，与资本市场的表现息息相关，尤其是 A 股市场的表现。公募基金净资产规模在 2015 年和 2018 年都有明显的增长，仅从 2019 年公募基金规模发展情况来看，2019 年一季度 A 股市场快速修复了 2018 年下跌带来的估值低估空间，走出了结构性牛市，公募基金作为机构投资者中的代表，其规模在一季度也出现基金份额和净资产的快速扩张，基金净值增长也较快，权益基金中甚至出现了回报率超 120% 的产品，为持有人带来了丰厚的回报；二、三季度 A 股市场持续震荡，叠加债券市场的流动性风险暴露，公募基金净资产规模出现了一定程度的下滑，在 6 月达到了全

<sup>19</sup> 由于中国证券投资基金业协会对于公募基金的规模、份额、数量，以及根据不同投资方向所统计的基金类型的净值、规模、数量，这些数据并未区分公募基金管理公司和获得公募基金管理业务资格的证券公司、证券公司资管子公司、保险资产管理公司，故此处引用的数据包含了公募基金管理公司和获得公募基金管理业务资格的证券公司、证券公司资管子公司、保险资产管理公司的数据。

年最低值；进入四季度，市场对 2020 年度的经济发展持乐观态度，公募基金加仓权益类标的也带来了总体规模的快速增长。

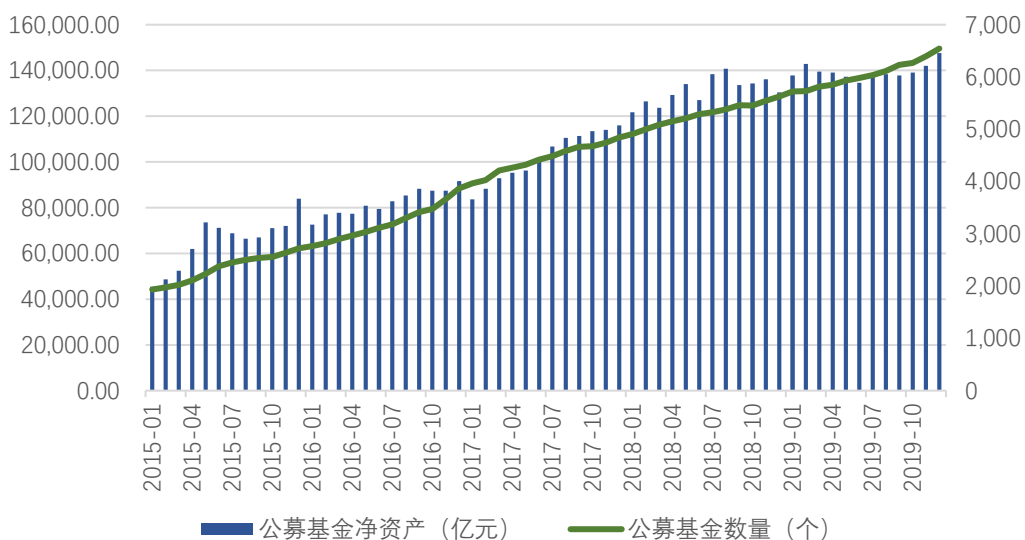


图 6-4 公募基金规模发展情况

来源：中国证券投资基金业协会、作者整理

(2) 私募资产规模大幅下降。基金公司及其子公司管理的私募资产规模总计 8.7 万亿，其中基金公司管理的规模 4.4 万亿元，基金子公司私募资管业务规模 4.3 万亿元。

表 6-2 基金管理公司及其子公司私募资管计划只数及规模（截至 2019 年三季度末）

产品类型	产品数量（只）	资产规模（亿元）
基金管理公司	5509	43357.82
其中：单一资产管理计划	3832	37146.64
其中：集合资产管理计划	1677	6211.19
基金子公司	6016	44086.50
其中：单一资产管理计划	3479	38135.44
其中：集合资产管理计划	2537	5951.06

来源：中国证券投资基金业协会、作者整理

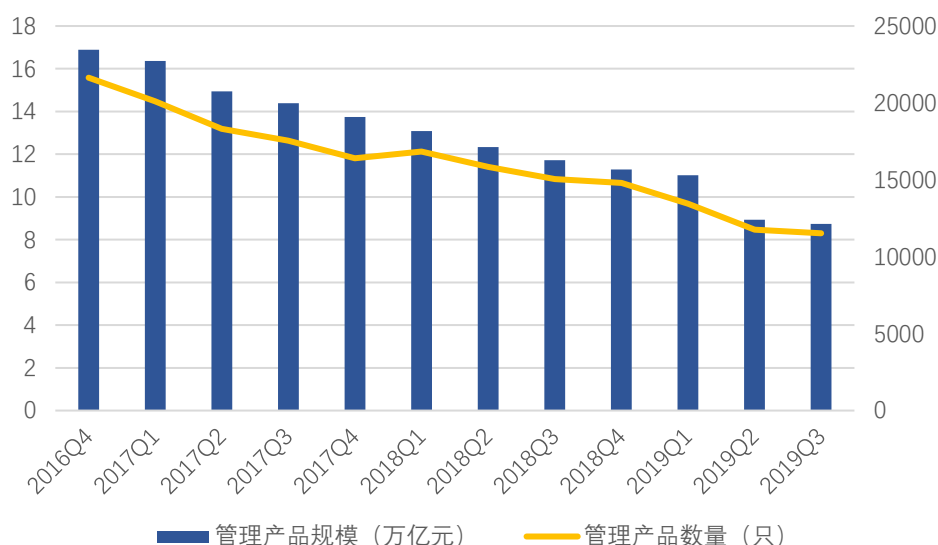


图 6-5 基金管理公司及其子公司私募资管计划只数及规模发展情况

来源：中国证券投资基金业协会、作者整理

2016 年至今，基金公司及其子公司管理的私募资产规模一直呈现下降趋势，包括产品数量和净资产均表现下降态势。2016 年私募资产管理受益于银行委外业务规模迅速增长，专户产品的数量和净资产在当年都达到了近四年的高峰值，银行委外资金净流出之后专户业务规模一直呈下行趋势，截至 2018 年末，公募产品的净资产规模已超过专户产品的规模，相比之下，公募基金行业的传统业务发展较专户业务发展更为稳定。

第四，公募基金产品利润创新高。根据公募基金管理人公布的 2019 年年报数据，公募基金行业全部产品全年利润超过 1 万亿<sup>20</sup>。基金公司公募产品利润<sup>21</sup>由其管理的资产规模及旗下产品费率水平决定，老牌的基金公司在这两个方面仍具备尤为明显的优势，例如 2019 年公募产品利润位居前 5 位的基金公司分别是易方达基金、华夏基金、嘉实基金、汇添富基金和南方基金。这些老牌的基金公司在投研能力的积累、销售渠道的议价能力方面都有较为明显的优势，品牌效应突出。

从基金管理人个体角度来看，在品牌效应的影响下，利润集中于头部机

<sup>20</sup> 来源《证券日报》，除东方为上市公司外，基金公司财务情况为非公开数据，此处的利润数据为各家基金管理公司旗下公募基金的利润情况。

<sup>21</sup> 基金子公司在私募资产管理业务的利润数据暂无 2019 年数据。

构的现象尤为突出，易方达基金的产品去年 906.46 亿元的利润水平等同于排名靠后的 83 家基金公司产品的利润总和，可谓是“贫富差距”尤为突出。

#### 6.1.4 业务细分发展情况

从公募基金行业的总体情况看，行业发展一片欣欣向荣的景象，但从不同产品类型角度看，行业内呈现出发展不平衡的态势。

从产品的募集方式角度看。基金管理人可以通过公开和向特定对象募集两种方式发行产品。可以看到，虽然公募产品的数量并不如专户产品的数量多，但公募产品的净资产规模一直是稳步增长，专户产品的规模自 2016 年之后一路下滑，主要影响因素是银行委外资金的抽离，银行理财产品的规模迅速扩大。

从专户产品的细分来看，一对一类型的专户产品目前仍然在专户产品规模中占较大比重，截至 2019 年 9 月底，一对一类型的专户占专户产品总规模的 86.1%。专户业务的特点仍是委托人主导的业务，一对一类型的专户产品中较大比例是通道业务，在资管新规的政策引导下，预计未来一对一类型的专户产品净资产规模将持续下降趋势；一对多产品受制于仅能向特定投资者募集的业务模式影响，产品规模增长有一定的难度，相应的，基金公司及其子公司的经营收入也较少<sup>22</sup>，如无业务转型的动力，一对多类型的专户产品净资产规模也将持续下降趋势。

<sup>22</sup> 从产品规模角度考虑，一对多专户产品业务的营业收入也会较少，暂无准确可对比数据。

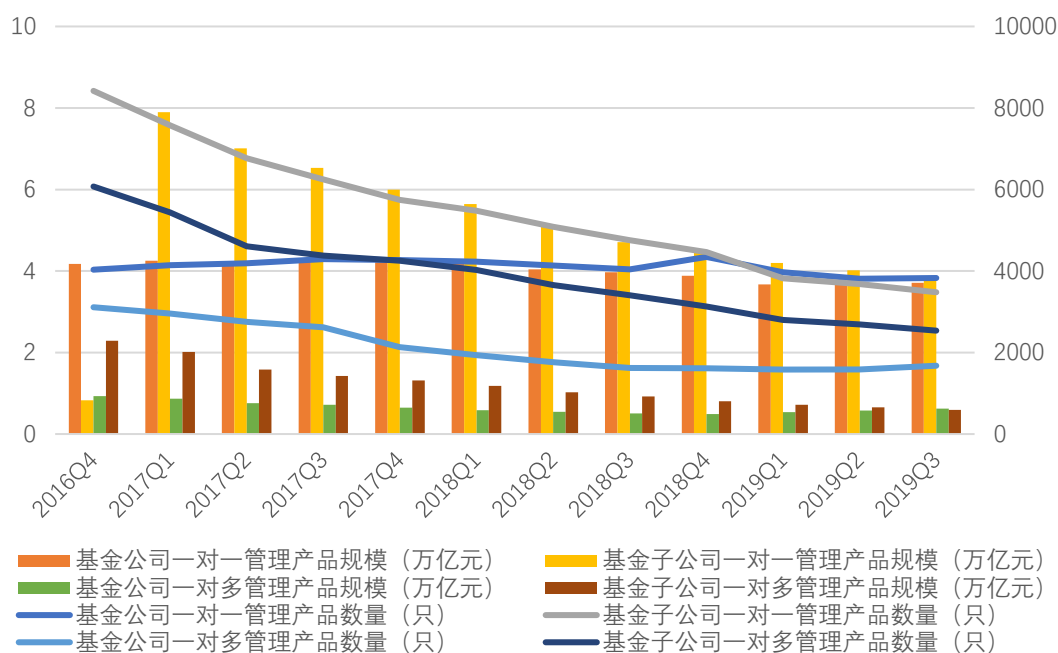


图 6-6 基金公司及其子公司一对一专户、一对多专户数量和净资产规模发展情况

来源：中国证券投资基金业协会、作者整理

从公募基金产品运作的模式角度看。基金产品的运作模式分为封闭式和开放式两种，专户产品未按照运作模式进行分类数据披露，我们仅对公募基金产品的运作模式展示其发展情况。从公募基金行业发展的历程来看，封闭式基金发挥了重要的作用，目前存续状态的封闭式基金并未传统意义上的封闭式基金，而是转型后的封闭式基金。

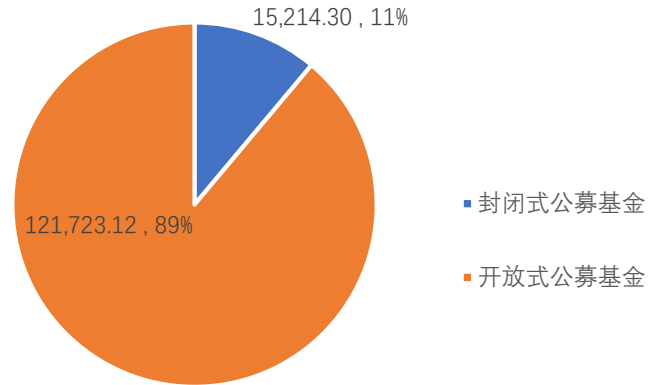
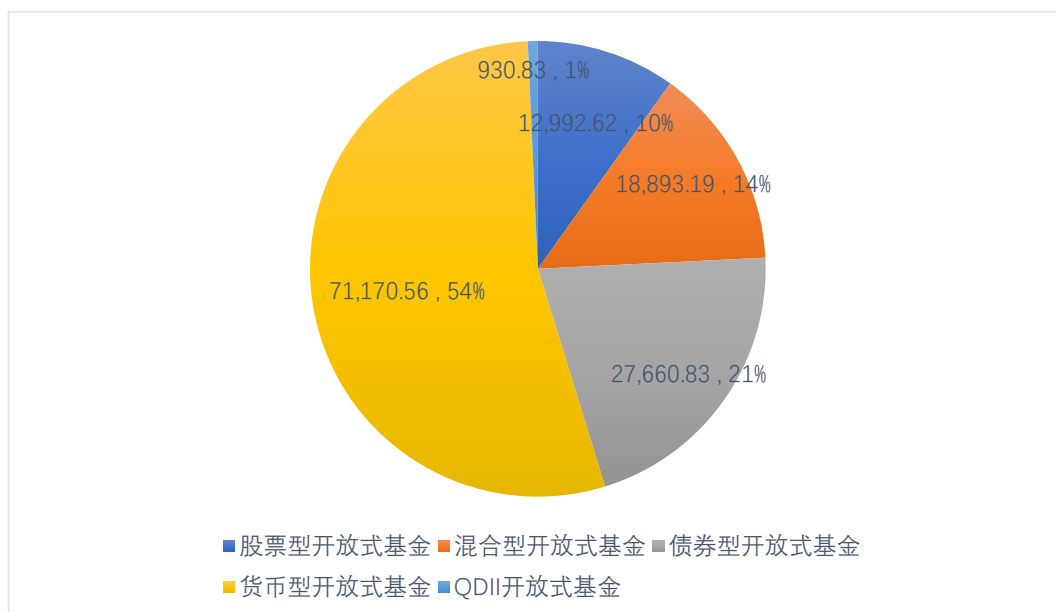


图 6-7 封闭式和开放式公募基金净资产占比情况

来源：中国证券投资基金业协会、作者整理

从产品投资方向角度看。专户产品未进行投资方向的分类数据披露，我们仅将公募产品按照此要素来展示其发展情况。截至 2019 年底的数据显示，货币型基金仍是公募基金总规模所集中分布的产品，这是货币型基金在公募基金发展历史中的地位和作用的反映，基金公司在发展壮大中，主要靠货币型基金扩大其管理规模，并获取管理费等收入。其次是债券型基金，占公募产品净资产总额的 19%。可以看出，债券型基金自 2012 年以来规模增长速度是最快的。债券型基金投资方向主要是债券市场，相对于股票，债券市场对投资者的专业性和资金要求更高，个人投资者直接参与的难度较高，债券型基金已成为个人投资者进行资产组合配置时必选的公募产品，另外，2017 年投资者适当性管理新规发布后，债券型基金相对于混合型和股票型基金来看，其风险等级更低，受众更加广泛。

图 6-8 各类型公募基金净资产占比情况<sup>23</sup>

来源：中国证券投资基金业协会；作者整理

表 6-3 2012 年-2019 年开放式公募基金产品净资产数据（亿元）<sup>24</sup>

核算日期	股票型	混合型	债券型	货币型	QDII
2012-12	11,476.71	5,646.86	3,776.94	5,717.28	632.02
2013-12	10,958.45	5,626.59	3,224.84	7,475.90	584.09
2014-12	13,142.02	6,025.23	3,473.40	20,862.43	486.75
2015-12	7,657.13	22,287.25	6,973.84	44,443.36	662.53
2016-12	7,059.02	20,090.29	14,239.10	42,840.57	1,023.96
2017-12	7,602.40	19,378.46	14,647.40	67,357.02	913.59
2018-12	8,244.63	13,603.91	22,628.80	76,178.14	705.73
2019-12	12,992.62	18,893.19	27,660.56	71,170.56	930.83

<sup>23</sup> 由于中国证券投资基金业协会对于公募基金的规模、份额、数量，以及根据不同投资方向所统计的基金类型的净值、规模、数量，这些数据并未区分公募基金管理公司和获得公募基金管理业务资格的证券公司、证券公司资管子公司、保险资产管理公司，故此处引用的数据包含了公募基金管理公司和获得公募基金管理业务资格的证券公司、证券公司资管子公司、保险资产管理公司的数据。

<sup>24</sup> 由于中国证券投资基金业协会对于公募基金的规模、份额、数量，以及根据不同投资方向所统计的基金类型的净值、规模、数量，这些数据并未区分公募基金管理公司和获得公募基金管理业务资格的证券公司、证券公司资管子公司、保险资产管理公司，故此处引用的数据包含了公募基金管理公司和获得公募基金管理业务资格的证券公司、证券公司资管子公司、保险资产管理公司的数据。

资料来源：Wind；作者整理

## 6.2 2020 年公募基金行业发展展望

2019 年公募基金行业已经取得了较好的成绩，尤其是在传统的公募基金业务中，不论是从产品规模还是产品利润收入方面，公募基金行业都有良好的增长表现，但传统的公募基金业务份额正在被逐步抢占，2019 年 9 月 9 日，证监会召开全面深化资本市场改革工作座谈会，大力简政放权，优化了公募基金产品的分类注册，对不同管理人适用差异化注册安排，将纳入快速注册程序的常规产品，原则上取消书面反馈环节；同时，同步提高常规注册机制产品的审查效率，大幅度提升了基金产品的注册效率。2019 年 7 月 20 日，国务院出台了 11 条金融业对外开放措施，将基金管理公司的股比限制时点从 2021 年提前至 2020 年，公募基金行业发展进入了对外开放的快车道。公募基金行业在 2020 年的发展中还将面临着同业竞争和行业开放等方面的挑战。

同时，2020 年是中国实现小康社会的目标年，尤其是 2020 年一季度，全球出现新冠肺炎疫情的大爆发，疫情给中国经济、资本市场带来了较多的不确定性因素，在今年如此复杂的金融大环境下，公募基金作为我国最具代表性的普惠金融工具将会迎来更多的发展机会，公募基金行业应利用自身的投研优势、品牌优势等积极寻求新的发展，基金公司及其子公司应该更多的思考在资产管理业务中如何取得更长远的发展。

### 6.2.1 公募基金行业 2020 年上半年发展情况

2020 年资本市场最重要的影响因素就是新冠肺炎疫情，疫情带来了众多的不确定性因素，我们在谈及公募基金行业发展的时候不得不将其所带来的可能影响进行考虑。

第一，疫情对国内经济的影响程度仍具有不确定性。目前国内复工复产情况良好，已公布的 2020 年 3 月经济数据来看，国内经济已出现转好趋势，但目前的复工复产更多的是对由于疫情停产停工期间业务的弥补，疫情所带来的国内和国际需求的萎缩将会持续影响复工复产的持续性和有效性。疫情对国内经济的影响还需要通过二、三季度企业的经营情况而进行调整，可以预见的是对企业利润增长和居民收入增长会有中长期的负面影响。

第二，疫情对资本市场的影响将考验基金公司及其子公司的资产管理能力。2020 年资本市场面对复杂的环境，扰动因素较多，政策环境预期将维持宽松的态势，流动性充足，对公募产品和专户产品的投资回报影响较大，基金公司及其子公司在投研能力、投资管理能力方面的实力面临着巨大挑战，也是各机构展示实力的机会。

第三，疫情可能改变投资者的资产配置结构。受疫情影响，投资者可支配的金融资产投资会有所降低，金融资产投资意愿和风险偏好也会有所降低。公募基金行业可能会出现极端化的发展情况，投资者配置在银行体系外的资产比例会有所降低，但由于 2020 年市场流动性充足的大环境，理财型产品的收益率将会维持在低位，权益类公募产品会更受青睐。

即便受疫情影响严重，但中国是率先从疫情中复工复产的国家，经济已实现缓慢复苏，资管行业在 2020 年上半年也取得了较大的发展，尤其是权益市场的投资。

首先，从公募基金规模方面来看，截至 2020 年 3 月底，整个资管行业管理的资产规模为 53.75 万亿，其中公募基金规模 16.64 万亿，基金公司及其子公司管理的私募资产规模 8.14 万亿。其中公募基金规模较 2019 年底规模有所增长，而私募资产管理规模在持续下降。截至 2020 年 6 月底，公募基金规模已达到 16.9 万亿，主要是受益于上半年权益市场的良好表现，市场上甚至出现了百亿募资规模的股票型基金。

从公募基金机构数量方面来看，截至 2020 年 6 月底，公募基金机构数量共计 129 家，其中达诚基金管理有限公司于 2019 年 8 月获批成立。机构数量稳定。

其次，从公募行业所管理的资产投向来看，股票型基金仍是主要的投资方向，叠加今年上半年疫情后经济复苏带来的上市公司基本面的快速恢复，股票型基金上半年的业绩表现也非常抢眼。

从公募产品的运营方式来看，截至 2020 年 6 月底封闭型基金规模 1.88 万亿，占比约 11%，开放式基金规模 15 万亿，占比约 89%，与 2019 年底的情况持平。<sup>25</sup>

<sup>25</sup> 由于中国证券投资基金业协会对于公募基金的规模、份额、数量，以及根据不同投资方向所统计的基金类型的净值、规模、数量，这些数据并未区分公募基金管理公司和获得公募基金管理业务

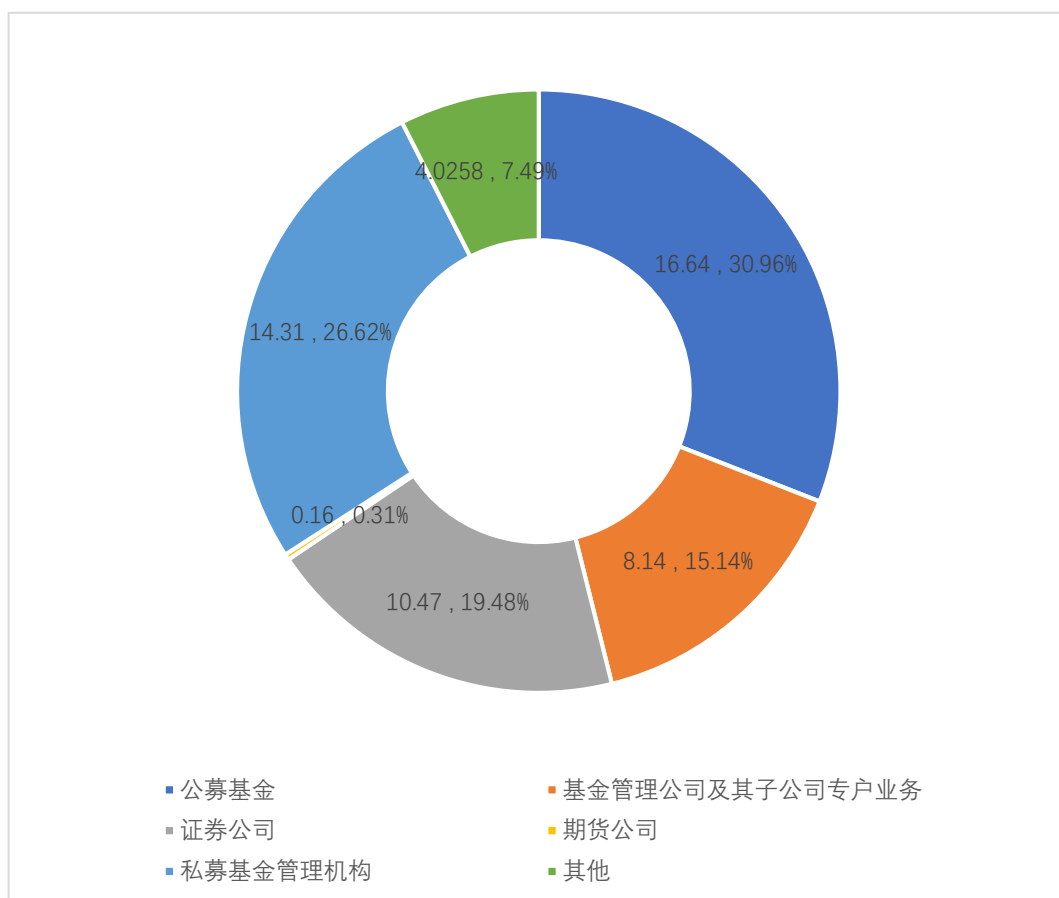


图 6-9 截至 2020 年 3 月资管各行业资产管理规模情况

从公募基金产品的投向来看，除去货币型基金产品，债券型基金的规模约为 3.1 万亿，占比最大，其次是混合型基金，规模 2.7 万亿。<sup>26</sup>

表 6-4 截至 2020 年 6 月公募基金产品规模分布情况

产品类型	产品数量 (只)	资产规模 (亿元)
封闭式基金	975	18,835.43
开放式基金	6222	150,208.50
开放式基金:股票型	1262	15,382.81

资格的证券公司、证券公司资管子公司、保险资产管理公司，故此处引用的数据包含了公募基金管理公司和获得公募基金管理业务资格的证券公司、证券公司资管子公司、保险资产管理公司的数据。

<sup>26</sup> 由于中国证券投资基金业协会对于公募基金的规模、份额、数量，以及根据不同投资方向所统计的基金类型的净值、规模、数量，这些数据并未区分公募基金管理公司和获得公募基金管理业务资格的证券公司、证券公司资管子公司、保险资产管理公司，故此处引用的数据包含了公募基金管理公司和获得公募基金管理业务资格的证券公司、证券公司资管子公司、保险资产管理公司的数据。

开放式基金:混合型	2848	26,728.89
开放式基金:货币型	335	75,731.73
开放式基金:债券型	1615	31,180.46
开放式基金:QDII	162	1,184.61
合计	7197	169,043.92

来源: 中国证券投资基金业协会、作者整理

从基金公司及其子公司管理的专户产品来看,截至2020年6月底,基金公司平均管理私募资管业务规模365亿元,其中主要管理规模集中于20-100亿规模区间;基金子公司平均管理私募资管业务规模487亿元,其中主要管理规模集中于2-15亿规模区间。

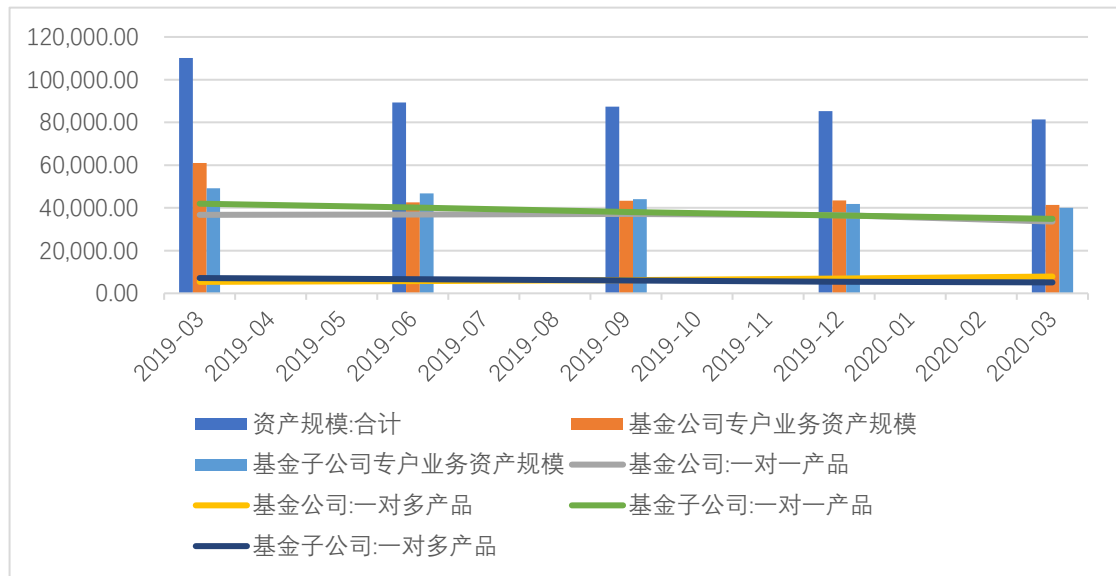


图 6-10 截至 2020 年一季度基金公司及其子公司私募产品管理情况

最后,从公募基金产品今年上半年的利润情况来看,虽然疫情对资本市场的扰动较大,但资本市场回暖的趋势未变,基金的赚钱效应凸显;根据天相投顾数据显示,上半年各类基金产品利润合计达7268.52亿元,较去年同期增长10.75%。在行业内各家基金公司旗下公募基金的利润情况与2019年的特点基本一致,头部基金公司公募产品的利润在行业中仍处于领先地位,上半年易方达基金、广发基金、汇添富基金、富国基金及华夏基金的公募产

品利润均超 300 亿元，分别约为 484 亿元、461 亿元、401 亿元、328 亿元及 304 亿元。

造成失衡局面的主要原因仍然是头部基金公司在主要销售渠道的市场集中度过高，中小型基金公司在“牛市”中也很难尝到甜头，据了解，其中多家中小型基金公司选择持续营销工作，并无新增发行计划；而头部基金公司在产品新发等各方面优势不断发酵，导致中小型基金公司的销售渠道资源也被不断挤压，而且长期缺少新品发行不仅错失良机，也会导致基金公司管理费收入下降，造成恶性循环。

### 6.2.2 公募基金行业公募产品业务的发展方向

2020 年 7 月监管部门调整资管新规过渡期的最后一年为 2021 年。事实上，2020 年初始，各金融机构管理的资管产品都在积极调整投资限制指标、风控指标等，各行业的监管部门也陆续出台了行业内资管产品的管理细则，完善和优化资产管理业务，防控金融风险。对于公募基金行业的公募产品业务来说，受资管新规的影响较小，在今年更有机会利用其优势继续扩大规模。

第一，公募基金行业应积极利用其优势资源。公募基金行业作为我国资产管理行业的资深行业，其在 22 年的发展历程中累积了丰富的投资研究、各类型资产管理的经验，在资管行业竞争日趋激烈的环境下，公募基金行业应积极利用自身优势，在 2020 年新冠肺炎疫情影响下的资本市场中，发挥其投资管理的实力。

公募产品业务是面向公众投资者的资产管理业务，在产品运营管理方面一直处于严监管的环境中，与其他资管行业相比，在 2021 年资管新规过渡期结束之际，业务发展受到监管环境的影响较小，并且在资管新规实施后，劣势逐渐消除。

(1) 公募基金行业的投研能力在资管行业中优势突出。基金公司在投资研究方面的行业资源、人力资源等都处于领先地位，每年在投资研究方面的投入也是较多的，尤其是老牌的基金公司，在投资研究方面的能力有目共睹；同时，与证券公司在投资研究中的卖方地位不同，基金公司的投资研究更体现出了内生性，主要是服务于内部的投资决策，内生需求更有利于促进投资研究工作的积极主动性，在投资决策中灵活度也能适应市场的变化。

2020 年度金融市场的投资环境复杂，资管产品的管理人在投资管理中能够应对各种因素对投资的影响，及时有效的抓住投资机会，在资产管理的业务中为投资者创造更稳定的收益，才会成为今年资管产品的管理人中的佼佼者。基金公司在投资管理方面已经具备了条件和能力，如何利用好这个优势是管理层应该重点考虑的问题。

(2) 受资管新规过渡期结束的影响，与其他资管行业的对比性劣势逐渐消失。相较于其他机构管理的理财产品，公募基金行业公募产品业务在过去的几年收益表现略逊一筹，主要体现在货币型基金的规模和收益表现。2020 年资管新规正式实施后，货币型基金在投资标的选择范围方面的劣势将不复存在，一贯稳健的收益表现也将重新吸引投资者的关注。

2020 年，从一季度的市场表现来看，固定收益类资产配置仓的收益并不会会有太好表现，截至 2020 年 4 月初的数据，货币型基金的七日年化收益率已跌破 2%；尽管固定收益市场自 5 月经历了一轮调整，但在权益市场表现突出的情况下，货币型基金的收益率并未有亮眼的表现。同时，国内货币政策预期将持续整体宽松的政策，今年货币型基金在收益率方面并不能实现吸引投资者的特色，投资者投资货币型基金更多的是投资习惯的延续。公募产品业务主要依靠货币型基金的规模和管理费收入的现状有赖于行业通过更多的创新业务去打破。

第二，公募基金行业应承担其普惠金融的社会责任。公募基金产品是我国最重要的普惠型金融产品，在服务社会和引导公众投资者长期价值投资的投资理念方面是不可或缺的角色，基金公司作为重要的金融机构之一，也应该主动承担起其社会责任。我国人口老龄化的问题已经逐渐成为社会关注的问题，而养老的问题全部依赖于国家养老金系统来解决必然会造成养老系统的沉重压力，2018 年 3 月证监会发布了《养老目标证券投资基金指引(试行)》也是对公募产品业务创新的一个重大支持。养老目标证券投资基金初期以 FOF 的形式运行，目的在于追求养老资产的长期稳健增值为目的，鼓励投资人长期持有，目前已发行的养老 FOF 产品共 36 只，收益率表现领先、规模最大的均为中欧预见养老目标日期 2035 三年持有期混合型基金中基金 (FOF)。

养老 FOF 产品对于公募产品业务来说，不仅仅是基金公司履行金融机构

社会责任的体现,对产品运营而言,养老 FOF 产品提供了优质的负债端资金。长期以来,公募产品业务的负债端都面临资金属性不稳定的情况,对基金经理的投资管理能力和流动性管理能力都有较高的要求,对投资管理也有一定的困扰。目前已发行的养老 FOF 产品,封闭期最短的是三年,对公募产品业务而言,负债端的资金属性更有利于价值投资,产品投资管理在投资安排、期限管理等方面更有利于基金公司发挥其投研实力。

目前,养老型金融产品还处于短缺的局面,除了保险类产品、养老 FOF 公募产品外,并无更多的金融产品在这方面有涉及;而保险类养老型产品在资产配置上更多的体现其保险资产特质,个人投资者并不会重复配置多个同质性的保险产品,而养老型金融产品在收益表现方面更容易体现出差异化,在居民更重视金融资产配置的情况下,在政策环境引导投资者长期投资价值理念的背景下,养老型公募产品将会有更多的发展机会。

第三,公募基金行业积极布局创新业务。基金公司所具备的内生性投研能力,在公募产品业务的发展中应起到更为重要的作用,在今年特定的投资环境中,发挥其主动性、灵活性的特点,并积极在创新业务中体现投研优势,这是基金公司在今年的公募产品资产管理业务中拓展的方向。公募基金行业品牌效应仍是基金公司发展壮大需要依靠的重要因素,对于老牌基金公司而言,投研力量应着重于对公募产品的有效管理,避免个别产品在市场上的投资表现欠佳影响品牌形象,在维护其品牌的同时,老牌基金公司积极布局创新业务,服务社会的同时,提高其整体实力。对于小型基金公司,利用金融创新的大环境带来的政策红利,积极布局创新业务,通过打造有代表性的公募产品建立品牌形象,提高自身在行业新布局中的业务占比。

### 6.2.3 公募基金行业私募资产管理业务的发展方向

自公募基金资产管理业务资格放开后,证券公司及其资管子公司积极布局公募产品业务,证券公司及其资管子公司在经纪业务中累积了优质的投资者资源,基金公司在公募产品业务方面的市场份额必将收到挤压,在私募资产管理业务方面应更积极的应对规模下降可能带来的影响,避免业务规模受到双重影响。

公募基金行业的私募资产管理业务自 2016 年之后,业务规模一直持续下

降,近几年发展缓慢,主要原因是机构定制业务的锐减带来的业务拓展困难,但是我们也应该看到,机构定制业务的锐减并不是代表需求的缺失,而是目前的私募资产管理业务并不能满足个性化需求。

公募行业的私募资产管理业务在发展中应该转向于对特定的投资者进行大数据画像,结合其在资产管理行业多年累积的行业资源,为投资者提供更贴合需求、多元化的私募资产管理服务。

专户产品业务在 2020 年度的主要工作仍是主动调整以达到资管新规的要求,同时,在今年货币政策整体宽松的大环境下,叠加新冠肺炎疫情的影响,资产价格一路下滑,专户业务应考虑高净值投资者的个性化需求,发展方向应更多的从投资者的需求角度出发。

专户业务主动谋求发展,首先应将特定的投资者分类,将避税型需求的投资者分离,精准定位有资产增值需求的投资者;在有资产增值需求的投资者中通过尽调、销售等方式了解其投资偏好,基于对投资者的大数据分析定制不同需求的专户产品,对这些专户产品进行投资方案拟定,进而形成有效的专户产品。

公募基金行业在资产管理业务上的长远发展,必然要做到普惠金融和高净值个性化需求产品的分离,专户业务在执行资管新规的过程中会出现去通道业务的情况,必然损失一定程度的产品规模,但是基金公司在去通道业务的过程中要谨慎出现“一刀切”的现象,专户业务要做成高净值投资者的专业服务业务,基金公司需要做到去通道不去资源。针对原通道业务的投资者,基金公司应主动考虑其投资需求是什么、如何利用现有的优势去实现投资者的投资需求,变被动的投资执行为主动的投资管理。

基金公司在专户业务的发展上,需要转变思维,变被动为主动,主动拿出自有的投研资源、投资管理资源、业务资格资源,与投资者的投资需求主动匹配,实现投资者的资产增值,才是私募资产管理业务的本质。

### 6.3 公募基金业的机遇与挑战

公募基金行业在资产管理行业虽然保持着领先地位,但随着国内资产管理业务的参与主体增多,各个主体的特点和优势不同,基金公司的业务发展

竞争日渐激烈，另外，资产管理业务的创新也越来越多，基金公司要提高行业竞争力，在资产管理业务新格局中继续保持其重要地位，需要对自己进行重新定位，包括如何利用自身优势转变角色、如何在新的业务模式中开拓自己的新领域等。

### 6.3.1 公募基金从规模发展向专业资产管理人的转型

我们一直在强调基金公司的投研实力是其自身的重要优势体现，但由于其一直是内生需求的业务，投资者更多的享受的是其投研能力的结果，并未在资产配置中享受到基金公司投研的服务，这一局面在 2020 年预期会有较大的转变，2019 年关于基金公司投资顾问业务试点工作的通知发布后，目前已有八家公募机构拿到了试点资格。公募基金试点投顾业务，不仅仅是国家提倡长期价值投资的实践体现，对基金公司而言，意味着一场基金销售革命拉开帷幕，公募基金行业从卖方投顾向买方时代的转变已经开始。

传统的公募基金业务多看重“将产品卖出去”，基金公司将自己的投研结果，即公募基金产品卖出去，基金公司的收入来源于基金产品的申购费、赎回费、管理费等费用，基金公司的经营活动收入来源于上述费用的收入，所以我们看到公募基金行业发展的轨迹，一直在着力于如何扩大产品规模，货币型基金在基金公司所发的产品中一直占最大比重，也是基于这个原因。公募基金的发展目标着眼于如果卖出产品扩大规模，而不是如何利用自身的优势做好、做精产品，在这个层面上，公募基金行业与投资者想要收益的利益目标发生了背离。在公募基金行业近几年的发展中，基金公司也越来越意识到对其发展更重要的是将投资者留下来，而不是将产品卖出去，提高投资者粘性的根本因素还是基金产品的业绩表现，基金公司的利益与投资者的利益关系越来越紧密。

公募基金投资顾问业务，是拥有相关资质的基金投资顾问机构，接受客户委托，在客户授权的范围内，按照协议约定为客户进行投资基金具体品种、数量和买卖时机的选择，并代替客户开展基金产品申购、赎回、转换等交易申请的业务。基金公司的投研能力不仅能体现资产管理方面，也能在投资者的资产配置服务中心发挥优势。

从海外投顾业务发展的经验来看，基金投顾业务包括“智能投顾”、“智能

投顾+人工投顾”、“投资顾问”、“财务顾问”四种不同的业务形态，随着业务形态的升级，人工投顾参与程度将逐渐提高，产品和服务的类型也会不断增加，同时，投资门槛和费用收入将会同步提升。目前，国内的基金投顾业务在中短期内将处于智能投资这个初级阶段，持续时间多长还需要看政策支持力度及市场接受度，公募基金行业在投顾业务方面发展到财富管理阶段仍有较长的路要走。基金投顾业务的核心要素包括产品、策略、投顾和投资者，在业务发展初期，投资者和渠道是重要的业务资源，在这些方面，头部基金公司更容易利用其渠道资源和品牌效应开拓业务，而小型基金公司在投研人才资源方面往往有较好的关注度，利用投研人才的市场效应打开市场，也是小型基金公司在未来发展中的重要竞争力。

公募基金行业寻求新的业务增长点，不仅要利用其专业的投研能力做好公募产品的资产管理，也要抓住为投资者提供资产配置服务的发展机会。基金公司自身的投资研究能力是实现业务长远发展的强有力的支撑力，对于基金公司自身来说，资产管理业务主要是体现其优异的资产管理能力，最直接的指标就是公募产品业绩。公募行业利用其投研能力继续深耕资产管理业务，对巩固基础业务，提高投资者粘性是有关键作用的。现阶段，投资者在选取公募基金产品的时候，也更关注于基金经理的历史业绩和基金公司所管理的公募基金产品的整体业绩表现。

从资产管理行业发展的角度来看，投资顾问业务的试点是希望专业投资顾问辅助投资者作出基金产品投资决策并监督执行，提高投资者投资纪律性，适度抑制投资者追涨杀跌行为；同时，也希望适度扭转销售机构的行为，将收费模式从收取申购赎回等交易型费用调整为按保有规模收取的方式，使得中介机构与投资者利益保持一致，逐步培育代表投资者利益的市场买方中介机构。基金公司未来的发展要顺应资产管理行业的发展趋势，不仅做好资产管理业务，也要做好引导投资者理性投资、价值投资的专业顾问。

另一方面，我们也要看到，新业态在发展初期市场接受度并不高，基金公司在投顾业务方面还需要从机构投资者或者高资产净值投资者着手；在培养投资者资源方面，不仅需要政策上的大力支持，基金公司也可以通过互联网金融的方式，在智能投顾业务方面使用更大众化、门槛更低的方式将业务先行进行普及。

### 6.3.2 公募基金线上业务的创新发展

互联网金融的出现和发展催生了金融行业的线上业务的发展，从目前各行业的线上业务发展情况来看，三方平台的线上业务开展的效果最好，近几年，证券公司和银行也在线上业务花了很多的人力、物力和财力，从这些线上业务的发展情况和效果来看，线上业务开展的成效与投资者粘性之间是正相关的关系。

公募基金行业的线上业务铺开比较缓慢，这与基金公司销售产品更多的依靠渠道有关，公募基金行业的前台业务主要是在渠道平台完成，直销渠道主要面对的是机构投资者，基金公司自身强化线上业务的动能不足。

基金公司未来发展的新空间主要是在服务投资者方面，包括投资顾问业务、高净值投资者个性化需求定制业务，这些业务并不适合通过渠道平台开展。金融服务的开展已经不再停留于面对面的现场或者电话沟通等方式，基金公司提供投资者资产管理服务也需要通过线上平台去展示和实施。

基金公司开展线上业务可以自身搭建线上平台，也可以通过与第三方合作的模式，当然第三方合作的模式需要资源共享，可能影响基金公司产品推介的自主能动性，这一点需要基金公司管理层对线上业务的布局而定。基金公司通过线上平台不仅有利于传统的公募基金销售，也可以线上平台开展各类服务业务，比如产品推介可以采用线上路演的方式，让更多的个人投资者有机会与基金经理进行互动；基金经理也可以在线上平台开通专栏，通过文字或者直播互动与投资者进行日常交流。

公募基金行业开展线上业务需要基金公司投入大量的人力、物力和财力，尤其是对于小型的基金公司而言，开展线上业务也会存在一定的压力，可以先通过与第三方合作的模式吸引客户流量。小型基金公司在传统的公募基金业务中，在代销渠道的合作中话语权不够，仅依靠传统的销售模式很容易出现支出较大，规模却并未显著增长的局面，小型基金公司虽然成立时间短，规模小，但是往往拥有业内优秀的投研人员、基金经理，开展线上业务能够让这部分优势更有效的发挥出来，通过创新业务的开展拓展新的业务空间。

综上所述，公募基金行业在 2019 年受到的监管政策影响并不大，也取得了不错的业绩表现，但主要的业务仍集中在传统的公募基金业务，从目前资

产管理行业的现状来看，传统的公募基金业务正面临着严峻的竞争局面，基金公司需要利用自身的优势在竞争中保持目前的地位，尤其是小型的基金公司，在缺乏品牌效应的情况下，整个公募基金行业都需要通过创新业务来打开新的业务增长空间。

2020 年的政策环境、市场环境都为公募基金行业提供了开展创新业务的支持和空间，基金公司及其子公司的投资研究能力在传统的资产管理业务中已发挥了较大的优势。在今年的业务开展中，基金公司及其子公司应更积极的利用其投资研究能力，在传统的资产管理业务中发挥其主动管理的能动性，在创新业务中，基金公司及其子公司应立足于自身优势，转变自身定位，通过线上平台等方式主动服务于个人投资者，通过投资者大数据分析等方式深入了解其投资需求，在投资顾问服务、个性化投资需求服务等方面投入更多的关注。基金公司及其子公司需要通过更主动的提供服务，而不是单纯的卖出产品的方式，承担起为投资者提供资产管理服务的职能，才能在长久的资产管理业务中寻求更高的业务增长点，这也是符合国家对金融机构从事资产管理业务的要求。

同时，基金公司及其子公司也需承担起金融机构的社会责任，通过专业的资产管理业务更多的服务社会，比如养老 FOF 产品，这也是优化公募基金产品负债端资产属性的优质业务。

## 第7章 私募基金：严监管下的规范与转型

私募基金是相对于公开募集的基金而言的，本章讨论的私募基金行业的主体是在中国证券投资基金业协会备案的私募基金管理人，与前一章基金公司及其子公司的私募资产管理业务主体不同。

之所以将私募基金行业从私募资产管理业务中分离出来单独论述，不仅是基于本文框架结构的逻辑性，更深层次的原因是基于私募基金行业在国内资产管理行业中的分量越来越重。目前私募基金管理人的队伍不断壮大，截至 2020 年 2 月，已在中国证券投资基金业协会登记的私募基金管理已有 24,527 家，共管理了 13.89 万亿<sup>27</sup>的资产规模，私募基金管理人所管理的资产规模几乎与公募基金规模并驾齐驱，私募基金管理人已成为中国资本市场参与主体的重要组成。同时，我们也要看到，私募基金行业目前所存在的问题仍然很严峻，我国的私募基金行业与美国的私募基金行业相比，在资产管理能力等方面仍有很大的差距，私募基金行业的发展空间是非常大的，通过监管和自律来规范行业业务准则，以谋求更长远的发展，我国的私募基金行业仍有很长的路要走。

### 7.1 2019 年私募基金行业发展情况

2019 年对全球资本市场而言可谓是寒冬，对于正处于蓬勃发展期的国内私募基金行业而言同样如此。不过，也正是在这样的大背景下，国内私募基金行业加强了行业监管，私募基金行业整体规模增速大幅下降，同比增长 0.09%，但私募基金管理机构通过优胜劣汰增强了行业的整体实力，虽然规模增速降低，却进入了良性发展的时期。

---

<sup>27</sup> 私募基金管理人登记及私募基金产品备案月报所提供的私募基金管理人管理基金数量及规模相关数据，为正在运作的基金数量及基金规模，不包含已清盘的基金数量及规模。关于管理基金规模，以相关基金填报的运行表中期末净资产为准，其中，如相关基金新设立，且暂未更新运行表，以募集资金规模为准。

### 7.1.1 监管环境情况

私募基金行业早在 20 世纪 90 年代开始进入萌芽期，自交易所成立后中国股市进入散户和庄家时代，高资产值的投资者产生利用股票一级和二级市场价差获利的需求，私募基金在此过程中逐渐成形。随着中国资本市场的发展，私募基金行业也经历了从民间组织向阳光私募转型的过程。整个私募基金行业在 2016 年迎来了监管大年，证监会和中国证券投资基金业协会陆续出台了关于私募基金管理的登记、内部控制、入会，以及私募基金产品的募集、服务、信息披露等规定，根据当年的数据，注销的私募基金机构约 1000 余家，私募基金行业自此进入规范监管的发展阶段。

第一，私募基金行业已初步形成行业规范。2017 年，中国证券投资基金业协会上线了“资产管理业务综合报送平台”（以下简称“AMBERS 系统”），用于私募基金管理人登记申购、备案私募基金，并定期通过该平台更新管理人信息和私募基金运行信息，私募基金行业实现了信息报送自主化，行业主体和产品信息管理一体化、标准化的行业规范，有效的提高了私募基金管理人及产品的信息报送质量，同时，在私募基金管理人及其所管理的产品的信息公示化方面又进了一步，为市场了解私募基金管理人及其产品提供了大众认可的官方途径。自 AMBERS 系统上线以来，在新系统登记私募基金管理人 10538 家，平均退回补正次数 2.14 次；新备案私募基金 63013 只，平均退回补正次数 1.45 次。2019 年中国证券投资基金业协会登记私募基金管理人 1100 家，平均退回补正次数 2.27 次；备案私募基金 18617 只，备案规模 8520.26 亿元，平均退回补正次数 1.28 次。

2018 年，私募基金行业在监管部门的引领下继续完善行业的自律规则体系，深化行业诚信体系建设。中国证券投资基金业协会为了引导私募基金行业的规范发展，为治理私募基金产品命名混乱、误导投资者的乱象，发布了《私募投资基金命名指引》；另外，中国证券投资基金业协会为了满足私募基金行业跨资产类别配置的投资需求，增设了“私募资产配置基金管理人”机构类型和“私募资产配置基金”基金类型，截至 2019 年底，私募资产配置类管理人已有 5 家，私募资产配置基金 5 只，规模总计 5.36 亿元。

第二，私募基金行业监管发展效果显著。私募基金行业的监管在 2016 年

-2018 年经历了从“散养”向拥有独立、规范的行业标准的发展过程，基于这几年行业监管取得的成效，2019 年私募基金行业的监管更侧重于抓源头，即注重私募基金管理人的监管，可以概括总结为注册监管严把关、经营监管严复查和经营业务常自查三个方面。

（1）注册监管严把关。2019 年 4 月，中国证券投资基金业协会在针对私募基金管理人申请登记时的反馈意见中，对私募基金管理人的出资能力提出了更为明确的审核要求，即对于申请机构出具的出资能力是否与认缴资金相匹配发表结论性意见，法律意见书应对各项收入来源合并计算并论述，其中银行存量、金融资产需要说明对应的收入来源，并提供相关证明材料，如涉及企业资产应说明该企业的资产负债情况以及申请机构从该企业获得的资本来源；如申请机构出资人的出资能力无法与申请机构的认缴资金相匹配，请合理说明已实缴部分资金来源并提供证明材料，珍惜剩余补正次数审慎提交（请律所对股东出资能力证明是否覆盖全部认缴资本（非剩余认缴部分）出具结论性意见，同时请提供金融资产、银行存款、未变现不动产等资产对应的来源或说明已实缴部分资金来源并出具相关证明材料，请勿提供无赠予情形下的第三人财产作为证明，如为赠予请提供具有法律效益的赠予证明。）

私募基金管理人作为私募资产的管理人，专业素养体现在其产品管理的能力和产品的业绩表现，其作为管理人的自身资产实力关系到其应对经营风险的能力，对私募基金产品的稳健运营至关重要，也关系到委托人的权益。私募基金管理人的经营形式多为合伙企业，注册资本提交认缴金额审批，并未要求全额实缴，在其经营管理过程中，公司应对风险能力较差，极易出现股东失联的现象，损害委托人的权益。中国证券投资基金业协会对私募基金管理人的出资能力进行严格核查，不仅能提高行业的准入门槛，也大大降低了经营过程中的管理风险。

另一方面，中国证券投资基金业协会对存续期的私募基金管理人发生重大事项变更的业务监管也在加码。私募基金行业通过重大事项变更买卖“壳”的业务一直存在，为严格管理私募基金业务资格，2019 年 6 月底，根据中国证券投资基金业协会的最新通知要求，私募基金管理人进行重大事项变更的条件已非常严格，首先，须有已备案的产品后方可提交重大事项变更申请，且变更申请的缘由要有合理性，并通过公司内部的相应决议流程，最重要的

是对产品的委托人要履行合规的信息披露业务；对于监管要求前已提交重大变更申请的私募基金管理人，需在变更办结之日起 6 个月内完成新产品备案，否则注销该私募管理人，这在一定程度上减少了对私募基金业务牌照的纯买卖行为，使得私募基金管理人向专业产品管理人的方向更近了一步。其次，对重大变更业务办理的过程进行条件限制，私募基金管理人需提交重大事项变更法律意见书，法律意见书首次提交后 6 个月内办理通过，或补正次数不超过 5 次，否则，暂停管理人产品备案，中国证券投资基金业协会对重大变更业务办理的监管更具主动性，能够有效的降低不利于管理人经营活动的重大变更风险。

2019 年中国证券投资基金业协会办理通过私募基金管理人重大事项变更 11640 条，其中涉及实际控制人变更的重大事项变更 1583 条；办理通过私募基金产品重大事项变更 14879 条。

(2) 经营监管严复查。中国证券投资基金业协会对私募基金管理人的监管不仅仅从资金实力、资格审核方面进行了规范，对于行业内存在的私募基金管理人失联的现象也进行了整顿。

私募基金管理人注册资本实缴资本比例较低，员工人数较少，所需的经营场地限制较少，在经营活动遇到风险事件可能无法抵抗而无法持续经营，另外，私募基金产品的委托人几乎不需要通过营业现场即可签约购买私募基金产品，与私募基金管理人的业务联系紧密度不够，在私募基金产品出现运营问题无法解决时，私募基金管理人股东由于资金实力不足或者投入资金较少，更容易选择“失联”的方式，导致委托人的权益无法得到保障。2019 年 9 月 29 日，中基协发布的《关于建立“失联(异常)”私募机构公示制度的通知》，明确了“通过私募基金登记备案系统预留电话无法取得联系，同时中国证券投资基金业协会以电子邮件、短信形式通知机构在限定时间内未获回复。存在上述情形时，中国证券投资基金业协会通过网站发布‘失联公告’催促相关机构主动与其联系，公告发出后 5 个工作日内仍未与协会联系的，认定为‘失联(异常)’私募机构”。

在私募基金管理人的员工管理方面，中国证券投资基金业协会升级了 AMBERS 系统，要求私募基金管理人在申请业务资格时明确登记时员工人员、全职员工人数、登记时取得基金从业人数、取得基金从业人数等信息，并且

在对员工胜任工作的能力予以充分的说明。

(3) 经营业务常自查。2019 年还有一个重要的监管方面不容忽略，即私募管理人自查及约谈管理人逐渐成为常态。

中国证券投资基金业协会自 2018 年 9 月 10 日第一次私募自查活动开始，在不到一年的时间，已开展了五轮自查活动，自查内容从最初的 15 项自查要求，到第五次自查 23 项要求。其中，仅是 2019 年已对部分管理人组织了 2 次限期自查，即 2019 年 1 月 23 日《关于限期提交自查报告的通知》（中基协字(2019)11 号）、2019 年 5 月 21 日《关于限期提交自查信息的通知》（中基协字〔2019〕275 号）。此外，各地证监局亦开展了私募管理人随机抽查自查等活动，进一步强化行业自律，规范行业发展。

2019 年 11 月，证监会在通报私募基金年度专项检查执法情况时表示，经过几年的引导和发展，私募基金行业总体规范运作水平有所提升。通过检查，各证监局督促私募基金管理机构进一步完善优化组织架构、合规风控、财务管理等制度。从各行业的发展进程来看，行业自律、行业监管能有效管理行业市场的参与者，是一个行业健康长远发展的必备条件。

在监管严格的大背景下，监管层对于私募基金行业，尤其是对私募股权创业投资基金管理人给予了更多政策上的支持，鼓励其更好的服务实体经济，充分发挥私募基金在多层次资本市场中的基金作用。财政部、国税总局、国家发改委和证监会于 2019 年 1 月 10 日联合发布，并于 2019 年 1 月 1 日起正式施行《关于创业投资企业个人合伙人所得税政策问题的通知》（以下简称“创投通知”），旨在进一步支持包括创投基金在内的创业投资企业，创投企业个人合伙人来源于创投企业的所得，可选择按单一投资基金或按企业年度所得整体计算个人所得税应纳税额，对于所得税税率和抵扣额都进行了明确的约定。

总体而言，2019 年私募基金行业的监管已愈来愈严格和规范，同时也有政策的激励，我们期待私募基金行业在规范监管的条件下能有更长足的发展，承担资本市场的重要角色。

### 7.1.2 总规模发展情况

2019 年，私募基金行业在严监管、资本市场表现不佳的情况下，发展规

模受到一定的影响，但总体仍保持良好的增长态势。

截至 2019 年底，中国证券投资基金业协会存续登记私募基金管理人 24471 家，较 2018 年末存量机构增加 23 家，同比增长 0.09%，增速下滑 8.83 个百分点，增速下滑主要受以下两方面因素的共同影响：一方面是中国证券投资基金业协会对申请机构的严格审查，导致私募基金管理人申请难度增大，另一方面是原本存续的私募基金管理人因自身业绩或资金问题，不得不注销管理人资质。

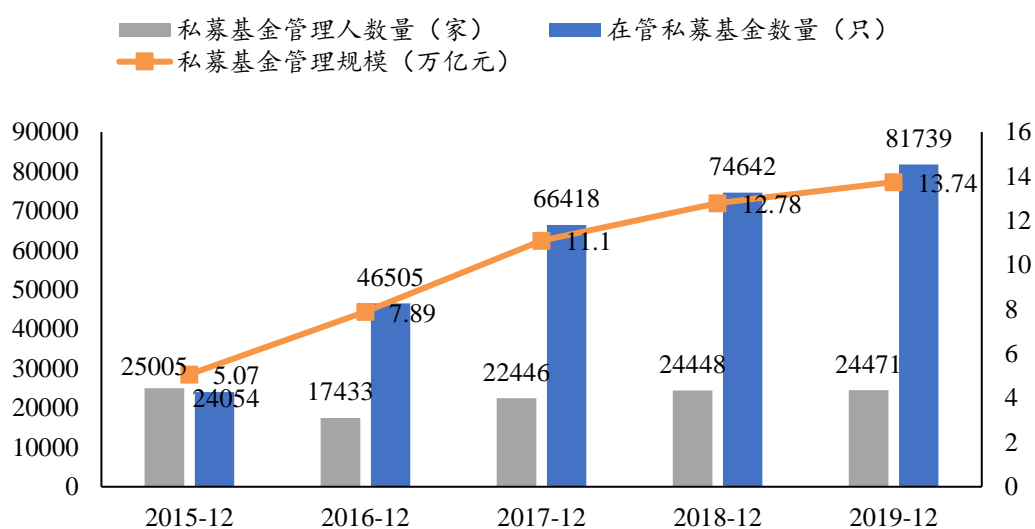


图 7-1 私募基金管理人、在管私募基金数量及私募基金管理规模情况

资料来源：中国证券投资基金业协会、wind、作者整理

存续备案私募基金 81739 只，较 2018 年末在管私募基金数量增加 7097 只，同比增长 9.51%，增速下滑 2.87 个百分点。管理基金规模 13.74 万亿元，较 2018 年末增加 9603.56 亿元<sup>28</sup>，同比增长 7.52%，增速下滑 7.60 个百分点。自 2016 年起，存续备案私募基金的增速及管理基金规模的增速均逐年下滑。

私募基金管理人在从业人员管理平台完成注册的全职员工 17.65 万人，其中取得基金从业资格的员工 14.22 万人。

截至 2019 年底，中国证券投资基金业协会办理 15633 家私募基金管理人的注销手续，其中，主动申请注销的私募基金管理人 2742 家，未按照《关

<sup>28</sup> 此处管理基金规模变化为较 2018 年 12 月末时点数据变化。

于进一步规范私募基金管理人登记若干事项的公告》(以下简称“二五公告”)要求完成第一只私募基金产品备案被注销的私募基金管理人 12199 家,因违反中国证券投资基金业协会自律规则被注销的私募基金管理人 692 家。2019 年中国证券投资基金业协会办理 1072 家私募基金管理人的注销手续,其中,主动申请注销的私募基金管理人 479 家,未按照“二五公告”要求完成第一只私募基金产品备案被注销的私募基金管理人 97 家,因违反中国证券投资基金业协会自律规则被注销的私募基金管理人 496 家。

截至 2019 年底,累计已办理清算的私募基金 37444 只<sup>29</sup>,其中,自主发行类产品 32287 只,顾问管理类产品 5157(其中,227 只为解除投顾协议)。2019 年当年清算私募基金 10417 只,其中,自主发行类产品 9668 只,顾问管理类产品 749 只(其中,74 只为解除投顾协议)。

截至 2019 年底,按照《证券期货经营机构私募资产管理业务运作管理暂行规定》相关要求,中国证券投资基金业协会已为 391 家私募基金管理人认定为证券期货经营机构提供投资建议服务资格,其中 2019 年认定通过 95 家私募基金管理人。

私募基金管理人入会方面,中国证券投资基金业协会进一步完善入会程序和要求,有序引导私募基金管理人入会。截至 2019 年底,私募基金管理人会员数量总计 3369 家,其中普通会员 241 家,观察会员 3128 家。2019 年新增私募基金管理人会员 79 家,均为观察会员。

从私募基金管理人管理基金规模的情况来看,截至 2019 年 12 月底,存续登记私募基金管理人管理基金规模在 100 亿元及以上的有 262 家,管理基金规模在 50 亿—100 亿元的有 290 家,管理基金规模在 20 亿—50 亿元的有 726 家,管理基金规模在 10 亿—20 亿元的有 871 家,管理基金规模在 5 亿—10 亿元的有 1236 家,管理基金规模在 1 亿—5 亿元的有 4517 家,管理基金规模在 0.5 亿—1 亿元的有 2361 家。截至 2019 年 12 月底,已登记的私募基金管理人管理规模的共 21306 家,平均管理基金规模 6.45 亿元。

<sup>29</sup> 私募基金清算数据仅包括办理状态为“办理通过”私募基金管理人管理的私募基金清算数据,与协会官网公示保持一致。

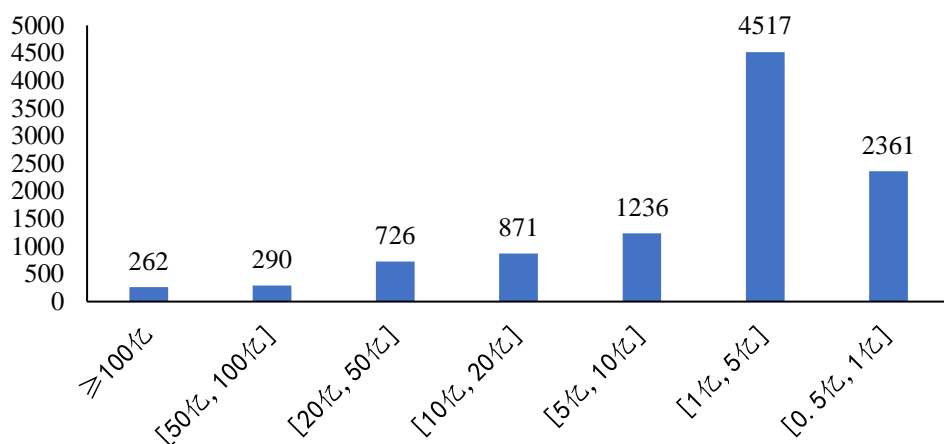


图 7-2 私募基金管理人管理基金规模分布情况（家）

资料来源：中国证券投资基金业协会、作者整理

从私募基金管理人地域分布情况来看，截至 2019 年 12 月底，存续登记私募基金管理人数量在注册地分布上（按 36 个辖区），集中在上海、深圳、北京、浙江（除宁波）、广东（除深圳），总计占比达 71.09%，略低于 2018 年末的 71.68%。其中，上海 4709 家、深圳 4566 家、北京 4367 家、浙江（除宁波）2056 家、广东（除深圳）1698 家，数量占比分别为 19.24%、18.66%、17.85%、8.40%、6.94%。具体情况见下表：

表 7-1 私募基金管理人按注册地分布情况（36 辖区）

序号	辖区名称	私募基金管理人数量（家）	管理基金数量（只）	管理基金规模（亿）
1	上海	4709	22490	29508
2	深圳	4566	14251	18173
3	北京	4367	14085	31754
4	浙江（不含宁波）	2056	6714	8321
5	广东（不含深圳）	1698	5400	6997
6	江苏	1126	3165	7076
7	宁波	853	2650	3718
8	天津	474	1693	6619
9	四川	430	851	1927

10	湖北	373	702	1415
11	厦门	359	982	751
12	山东（不含青岛）	316	647	1333
13	青岛	271	553	821
14	江西	255	641	1540
15	湖南	253	571	588
16	陕西	241	487	1038
17	福建（不含厦门）	228	821	1480
18	西藏	219	1225	2667
19	安徽	211	791	3176
20	重庆	211	498	1350
21	新疆	154	362	1354
22	河南	137	290	626
23	河北	134	251	438
24	大连	91	249	125
25	云南	91	157	1002
26	广西	86	169	452
27	贵州	83	202	1304
28	吉林	76	111	296
29	辽宁（不含大连）	73	111	81
30	黑龙江	64	95	72
31	山西	61	116	233
32	宁夏	58	129	268
33	海南	53	102	213
34	内蒙古	45	94	352
35	甘肃	34	48	183
36	青海	15	36	135
总计		24471	81739	137386

资料来源：中国证券投资基金业协会

### 7.1.3 业务细分发展情况

根据所管理的产品的投资标的不同,私募基金主要分为私募证券投资基金管理人、私募股权创业投资基金管理人、其他私募投资基金管理人,以及私募资产配置基金管理人。

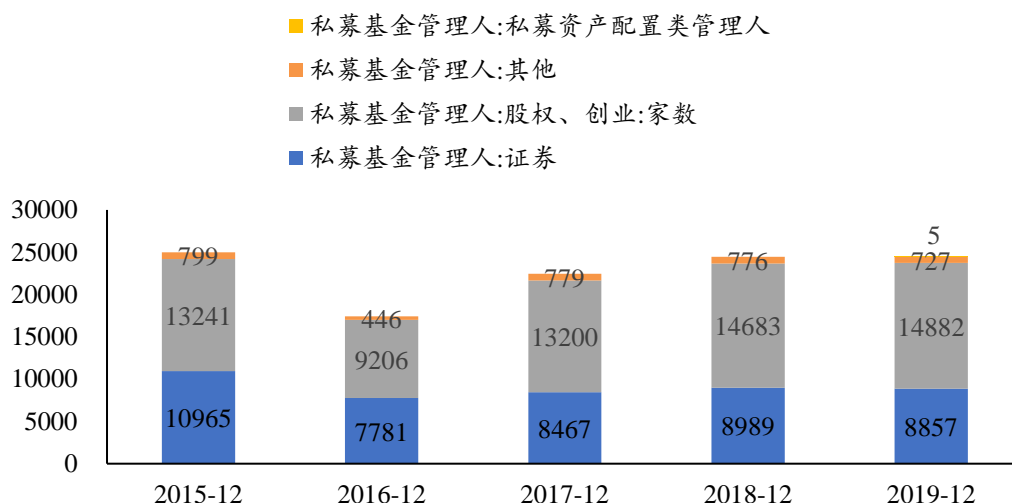


图 7-3 各类型私募基金管理人数量 (家)

资料来源: Wind、作者整理

私募证券投资基金方面,从管理人数量来看,截至 2019 年末,中国证券投资基金业协会存续登记私募证券投资基金管理人 8857 家,较 2018 年末减少 132 家,同比减少 1.47%,下降了 7.63 个百分点。私募证券投资基金管理人数量占 2019 年末存续私募基金管理人总数的 36.19%,与去年末的比例基本持平。从管理基金规模来看,截至 2019 年末,私募证券投资基金管理规模为 2.45 万亿元,较 2018 年末增加 0.21 万亿元,同比增长 9.43%,高于行业整体增速。2019 年末,私募证券投资基金管理规模占私募基金管理总规模的 17.84%,与去年末的占比基本持平,但从 2015 起处于逐步缩减的状态。

私募股权、创业投资基金方面,从管理人数量来看,截至 2019 年末,中国证券投资基金业协会存续登记私募股权、创业投资基金管理人 14882 家,较 2018 年末增加 199 家,同比增长 1.36%,增速下降 9.88 个百分点。私募股权、创业投资基金管理人数量占 2019 年末存续私募基金管理人总数的 60.81%,与去年末的比例基本持平。从管理基金规模来看,截至 2019 年末,私募股权、

创业投资基金管理规模为 9.74 万亿元，较 2018 年末增加 1.14 万亿元，同比增长 13.25%，高于行业整体增速。2019 年末，私募股权、创业投资基金管理规模占私募基金管理总规模的 70.91%，较去年末的比例略有上升，但从 2015 年起处于逐步缩减的状态。与私募证券投资基金管理规模的趋势相反，自 2015 年起，私募股权、创业投资基金的管理规模占比逐渐升高。

其他私募投资基金方面，从管理人数量来看，截至 2019 年末，中国证券投资基金业协会存续登记其他私募投资基金管理人 727 家，较 2018 年末减少 49 家，同比减少 6.31%，增速下降 5.93 个百分点。其他私募投资基金管理人数量占 2019 年末存续私募基金管理人总数的 2.97%，略低于去年末的 3.17% 的占比。从管理基金规模来看，截至 2019 年末，其他私募投资基金管理规模为 1.55 万亿元，较 2018 年末减少 0.39 万亿元，同比减少 20.21%，拉低了行业整体增速。2019 年末，其他私募投资基金管理规模占私募基金管理总规模的 11.25%，相对于 2018 年末 15.16% 的占比，有所降低。

私募资产配置基金管理人是在私募证券投资基金管理人、私募股权创业投资基金管理人、其他私募投资基金管理人这三类的基础上新增的类型，2019 年第一批私募资产配置基金管理人备案完成，也被业内称为第四类私募基金管理人。截至 2019 年末，共有 5 家私募资产配置基金管理人在中国证券投资基金业协会完成备案，占 2019 年末存续私募基金管理人总数的 0.02%；管理规模共 5 亿元。

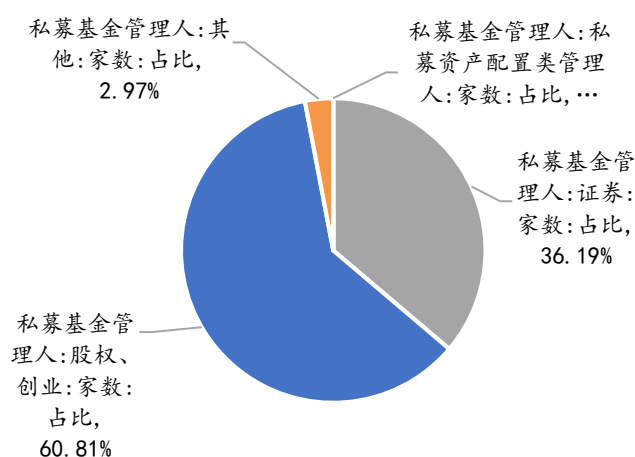


图 7-4 2019 年末各类型私募基金管理人数量占比

资料来源：Wind、作者整理

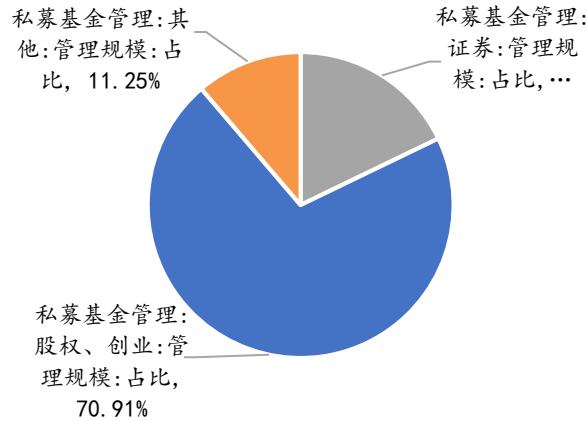


图 7-5 2019 年末各类型私募基金产品管理规模占比

资料来源：Wind、作者整理

## 7.2 2020 年私募基金行业发展展望

私募基金行业从萌芽到发展，长期经历了监管政策缺失、不明确的阶段，在这个阶段的发展中，表面上看私募基金行业获取了高额监管红利，但也导致了私募基金行业问题丛生，发展质量一直无法提高的行业现状。目前，仍有部分私募基金名为投资，实则变相从事非法金融业务，而从事私募基金行业的员工相对于其他金融机构而言更加年轻化，大量缺少金融服务经验和金融周期风险经历的年青人涌入私募基金行业，并担当高级管理人员，对私募基金产品的管理无法体现其应有的市场价值。

### 7.2.1 私募基金业 2020 年上半年的发展情况

2020 年上半年资本市场的回暖为私募基金行业的发展提供了较好的环境，根据基金业协会协议的数据统计，私募基金行业在管理人、管理规模等方面都有较快的发展。

第一，私募基金管理人存续情况。截至 2020 年 6 月末，存续私募基金管

理人 24,419 家，环比下降 0.67%。

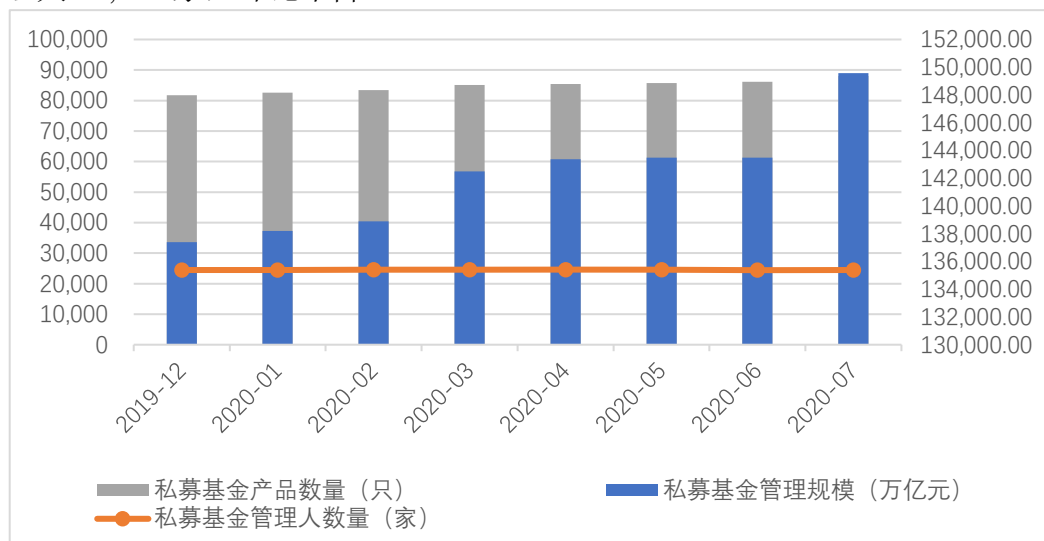


图 7-6 201912-202007 私募基金行业发展整体情况

资料来源：中国证券投资基金业协会、作者整理

其中，私募证券投资基金管理人 8,803 家，较上月减少 72 家，环比下降 0.81%；私募股权、创业投资基金管理人 14,916 家，较上月减少 76 家，环比下降 0.51%；私募资产配置类基金管理人 6 家，较上月增加 1 家，环比增长 20%；其他私募投资基金管理人 694 家，较上月减少 18 家，环比下降 2.53%。

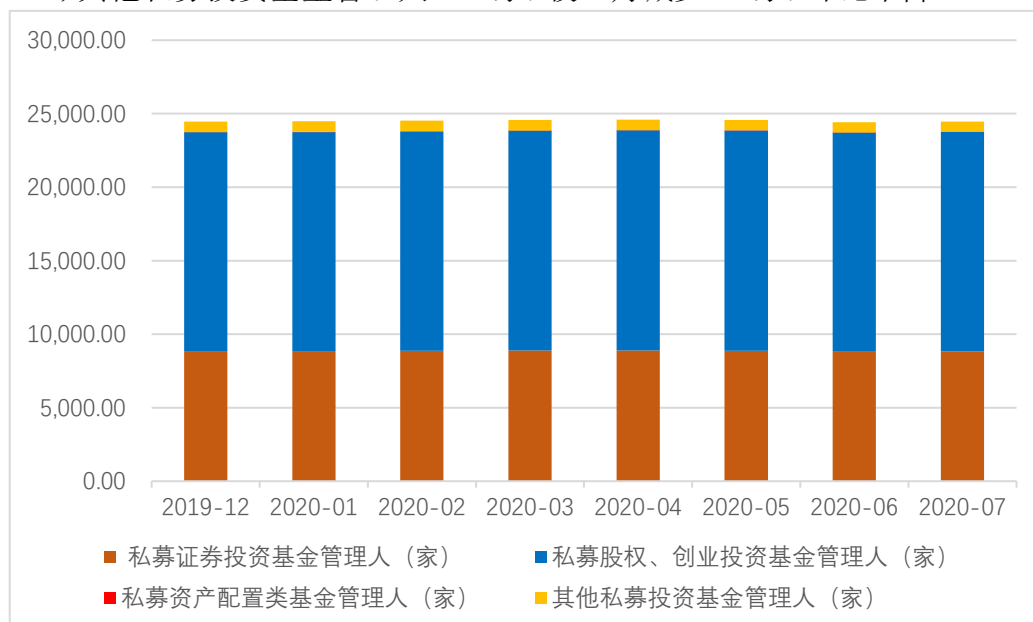


图 7-7 截至 2020 年 6 月各类型私募基金管理人数量 (家)

资料来源：中国证券投资基金业协会、作者整理

从私募基金管理人地域分布情况来看，与 2019 年的情况基本一致。截至 2020 年 6 月末，已登记私募基金管理人数量从注册地分布来看（按 36 个辖区），集中在上海市、深圳市、北京市、浙江省（除宁波）和广东省（除深圳），总计占比达 70.69%。其中，上海市 4,659 家、深圳市 4,498 家、北京市 4,330 家、浙江省（除宁波）2,050 家、广东省（除深圳）1,725 家，数量占比分别为 19.08%、18.42%、17.73%、8.40%、7.06%。

从各地域私募基金管理人所管理的基金规模来看，前 5 大辖区分别为北京市、上海市、深圳市、浙江省（除宁波）和广东省（除深圳），总计占比达 69.10%。其中，北京市 33,424.79 亿元、上海市 30,816.12 亿元、深圳市 18,444.36 亿元、浙江省（除宁波）8,666.03 亿元、广东省（除深圳）7,797.50 亿元，规模占比分别为 23.30%、21.48%、12.86%、6.04%、5.43%。

第二，私募基金存续情况。截至 2020 年 6 月末，存续私募基金 86,095 只，存续规模 14.35 万亿元，与上月规模基本持平。其中，存续私募证券投资基金 45,278 只，存续规模 2.65 万亿元，环比增长 0.62%；存续私募股权投资基金 28,665 只，存续规模 9 万亿元，环比下降 0.09%；存续创业投资基金 8,866 只，存续规模 1.35 万亿元，环比增长 0.55%。

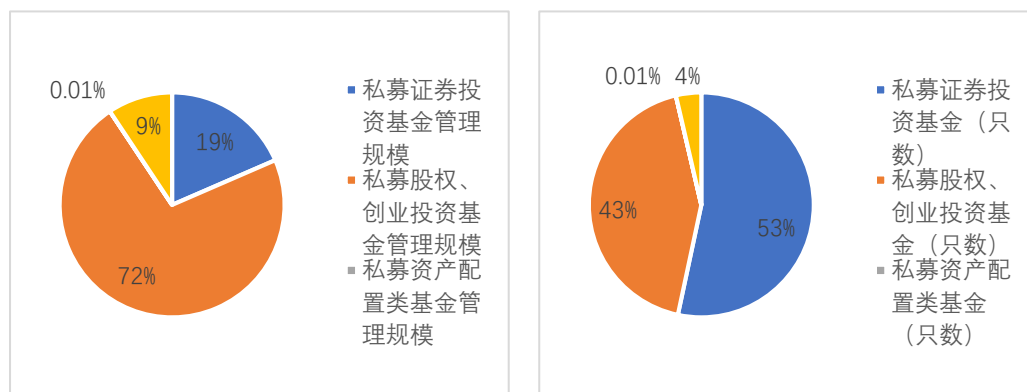


图 7-8 202006 各类型私募基金产品规模与产品数占比

资料来源：中国证券投资基金业协会、作者整理

## 7.2.2 私募基金业的监管现状

私募基金行业发展至今，在长达几十年的行业形成过程中，私募基金管理人在资产管理业务中争当创新先锋，在资产引导个人投资向实体经济流入、

个性化专业资产管理等方面，对中国资本市场的发展起到了不可或缺的推动力。我们在 2019 年私募基金行业的发展情况中可以看出，私募基金行业目前在资产管理业务中所占比重越来越大，在资本市场的机构投资者中的份量也越来越重。从目前私募基金行业的快速发展趋势来看，对行业的监管相对比较滞后，虽然近几年国家加强了监管的力度，然而其历史遗留问题的解决仍需行业历经一段长时间的阵痛期。

私募基金行业在行业准入方面已经陆续出台了相应的监管规定，但本质的定位问题仍未得到彻底解决。私募基金行业以目前的业务范围、管理的资产规模来说，已经是一个独立的资产管理行业，但监管部门对资产管理业务的相关规定并未明确的提及私募基金行业，存在监管边界模糊的问题，在私募基金产品的运营中的监管要素仍有很多未明确的方面。私募基金产品，尤其是股权类私募产品的运作采用封闭运作的方式，在产品运作方面监管要素不清晰，产品的运作缺乏统一的底线标准，很容易产生管理人自说自话、投资者利益无法保障的情况。监管规则方面可以考虑将私募基金行业适用的规则做统一整合，或者更进一步制定行业业务规则。

也有人担忧私募基金行业制定统一的行业规则会导致其投资灵活的特性无法发挥优势，但是我们要看到目前私募基金行业的体量已经达到能影响资产管理业务发展的程度，统一的行业规范更多的体现在底线规则，私募基金行业监管的目标是让风险可控、可衡量，而不是改变其高风险属性。从这一角度来看，私募基金行业拥有独立的监管规范也是很必要的，避免与其他行业不同风险属性的资管产品统一监管，也能更好的完善我国资产管理业务体系的多元化。

私募基金行业不仅应拥有独立的监管体系，独立的监管体系也更有利于相关行业的政策支持，目前行业的发展中仍有一些政策壁垒，比如，私募股权类基金产品，尤其是涉房基金产品仍旧面临着托管难题，其中最重要的原因之一就是银行业协会评估到该类业务风险较高，且无行业统一监管规范。在这一点可以参考证券公司与银行之间三方存管业务的情况，证券公司在其经纪业务客户资金监管方面也经历了一段监管无序的时期，在 2007 年经纪业务客户资金实行三方存管之后，银行监管从银行柜员驻点营业部网点升级为系统自动实现资金转账模式，监管效果立竿见影。三方存管业务监管模式可

参考的意义在于，私募基金行业首先要有自己的监管体系和监管意愿，在业务风险可控的基础上，不仅能改善行业内业务发展情况，也能得到行业外的认可和支持。

另一方面，在私募基金行业的信息披露方面监管仍需有更有效的措施出台，2019 年底中国证券投资基金业协会颁布了新的《私募投资基金备案须知（2019 版）》，其中对于私募基金产品信息披露的必备内容、时间进行了统一要求，尤其是对私募基金产品需披露的重大事项项目进行了说明，主要包括：管理人、托管人发生变更的重大事项；基金合同发生重大变化的重大事项；基金触发巨额赎回的重大事项；涉及基金管理业务、基金财产、基金托管业务的重大诉讼、仲裁、财产纠纷的重大事项；投资金额占基金净资产 50% 及以上的项目不能正常退出的重大事项；对基金持续运行、投资者利益、资产净值产生重大影响的其他事件。私募基金管理人未按照要求按时履行季度、年度、重大事项信息更新和信息披露报送义务累计达 2 次的，中国证券投资基金业协会将其列入异常机构名单，并对外公示。一旦管理人作为异常机构公示，即使整改完毕，至少 6 个月后才能恢复正常机构公示状态。据业内人士表示，2020 年 4 月 1 日之后，私募基金管理人已收到托管人发送的 2020 年一季报数据，私募基金管理人仅需对数据进行确认，无法操作更改，信息披露的数据来源更可靠、更准确。

中国证券投资基金业协会不仅加强对行业内信息披露工作的监管，也通过外部合作强化私募基金管理人的诚信信息披露，提高了私募基金管理人的违规成本。2019 年 3 月 28 日，国家市场监督管理总局信用监督管理司与中国证券投资基金业协会签署信息共享合作协议，全面加强企业信息公示数据、失信数据以及私募基金管理人、私募基金公示和不予登记机构等信息的共享合作。管理人重大事项变更、基金管理人及高管诚信信息，高管任职及兼职变动情况，未备案的合伙企业型产品情况等将无处隐藏。

另一个很重要的行业监管内容是从业人员的监管。私募基金行业的快速发展吸引了大量的人才，其人才资源的特点是更为年轻化。当然，私募基金行业作为新兴的发展行业，吸引大量的年轻人并非是负面因素，但是这部分并没有充足的资本市场投资经验的年轻人担任着私募基金高管、基金经理等重要角色，这对于一个强调专业性、需要具备从业经验的行业来说，确实让

人值得担忧的情况。根据目前的监管要求，私募基金管理人在备案时应如实提交在职的从业人员情况，这一点仅对基金管理人的员工基本素质做了要求。在私募基金行业发展的过程中，监管应着重对关系到私募基金产品投资、管理的关键人员进行资质监管，在 2019 年底发布的关于公募基金产品的基金经理兼职私募基金产品基金经理的相关规定中也体现了监管的业务思路；即使行业监管暂未跟上，在私募基金行业竞争日趋激烈的当下，行业本身是更偏重于有专业素养的人士，投资者在选择产品时，也会更关注产品运营团队是否有从业经验丰富、有优异历史业绩的专业人士。

私募基金行业自 2016 年实施强有力的监管后，近几年行业稳健发展，虽然从表面上看损失了政策红利，但从行业长远发展来看，在严监管、有针对性的监管条件下，私募基金行业的发展空间还很大。

表 7-2 私募基金行业监管概况

发布时间	文件名称	要点
20051115	《创业投资企业管理暂行办法》	对创业投资企业的备案要求、经营范围等进行了规范
20090710	《关于加强创业投资企业备案管理严格规范创业投资企业募资行为的通知》	对创业投资企业的备案、代理、披露业务进行了补充规范
20140117	《私募投资基金管理人登记和基金备案办法（试行）》	首次确定了私募基金管理人登记和备案的要求
20140325	《关于私募投资基金开户和结算有关问题的通知》	对私募基金开立证券账户和采用托管模式进行了规范
20140821	《私募投资基金监督管理暂行办法》	对私募投资基金的募集、合格投资者、运作等方面进行了规范
20150319	《关于进一步规范私募基金管理人登记若干事项的公告》	进一步规范了私募基金管理人的登记业务
20150911	《上市公司与私募基金合作投资事项信息披露业务指引》	规范了上市公司与私募基金合作投资的披露要求
20151112	《政府投资基金暂行管理办	对政府投资基金的设立、终止、退出、

	法》	风险管理进行了规范
20160201	《私募投资基金管理人内部控制指引》	加强私募基金管理人内部控制要求
20160204	《私募投资基金信息披露管理办法》	形成了私募基金信息披露的行业规范
20160205	《私募基金管理人登记法律意见书指引》	对私募基金管理人登记业务的法律文件进行了详细说明
20160319	《关于实行私募基金管理人分类公示制度的公告》	按照管理人填报的管理基金规模、运作合规情况、诚信情况等信息，实行私募基金管理人分类公示制度
201604	《私募投资基金投资者风险问卷调查内容与格式指引（个人版）》 《私募投资基金风险揭示书内容与格式指引》	对私募基金投资者适当性管理进行了初步规范
20160415	《私募投资基金募集行为管理办法》	对私募基金募集环节业务进行了规范
20160429	《关于私募基金管理人注销相关事宜的公告》	规范了私募基金管理人注销行为
20160715	《私募投资基金合同指引》1、2、3号	首次提供了私募基金合同范本
20160908	《关于资产管理业务综合报送平台上线运行相关安排的说明》	私募基金报送业务实现线上标准化管理
20180112	《私募证券投资基金管理人会员信用信息报告工作规范（试行）》	私募证券投资基金管理人会员报送的登记备案、信息披露及从业人员信息等信用信息情况
20180129	《关于加强私募投资基金等产品账户管理有关事项的通知》	中登对私募投资基金产品账户进行进一步规范

20180327	《关于私募基金管理人在异常经营情形下提交专项法律意见书的公告》	对私募基金管理人重大变更等事项进一步规范
20180327	《关于进一步加强私募基金行业自律管理的决定》	再次提出行业自律管理
20180710	《私募投资基金非上市股权投资估值指引（试行）》	规范了股权类私募基金估值要求
20180930	《关于加强私募基金信息披露自律管理相关事项的通知》	私募基金信息披露已形成行业规范
20181120	《私募投资基金命名指引》	规范私募基金命名乱象，避免误导投资者的现象
20181207	《私募基金管理人登记须知》	对私募基金管理人的规范进行强化
20191111	《私募股权、创业投资基金管理人会员信用信息报告工作规则（试行）》	在私募证券投资基金基础上，对私募股权、创业类基金管理人的会员信用报告工作进行了规范
20191223	《私募投资基金备案须知（2019年版）》	进一步规范基金产品备案要求

资料来源：中国证券投资基金业协会、作者整理

### 7.2.3 私募基金业的专业优势

私募基金行业起源于风投基金，经历了三十余年的快速发展，得益于中国经济的快速增长，以及国家对于发展实体经济的优惠政策。私募基金行业的业务一直都是资本市场的创新业务，并且是适合高资产、高风险偏好投资需求的业务，其快速发展也是中国经济快速发展的一个方面。

整个私募基金行业的萌芽到发展壮大，背后都不乏中国经济发展的背景，甚至可以说，私募基金行业是经济发展的产物。最早的私募基金即风投基金，诞生于 20 世纪 90 年代，中国证券市场刚刚起步、国有企业改革深入到了产权制度层面，由于当时的行政干预仍然较为严重，投资后期无法做到在中国境内全流通退出。2000 年初，我国出台第一个有关风险投资发展的战略性、纲领性文件——《关于建立我国风险投资机制的若干意见》，同时，深交所

正在积极筹备开设创业板，这些政策和举措极大地推动了我国私募股权投资的发展，但由于当时企业在主板上市条件较高，这阶段的私募股权基金无法快速通过企业上市收回投资而清盘。自 2004 年中小板开板，以及 2006 年开始的新三板业务，私募股权投资基金的退出更容易实现，由此开始，很多相似的私募股权案例接踵而至，中国的私募股权基金投资市场日趋活跃，无论从规模还是数量上，本轮发展都超过了此前任何时期。私募证券基金、私募资产配置基金在国内资产管理行业多元化发展的过程中，与证券公司资产管理业务、保险管理业务同步发展，并且资产管理规模快速增长。

从私募股权、创投基金、私募证券基金、私募资产配置基金的出现来看，都是伴随着中国资本市场的发展、支持着中国经济的发展，其行业所具备的专业优势是与生俱来也是与时俱进的。私募股权、创投类基金的优势主要体现在其对企业的专业调研、预判，以及资源整合的能力，私募证券基金、私募资产配置基金的优势主要体现在投资管理中对资质适当下沉的投资标的的风险控制能力。

私募基金行业尽管已发展了三十余年，但仍算得上是中国资本市场的新兴行业，任何一个新兴行业的发展中都离不开经营主体的行业专业能力。私募基金的发展经历了很长一段时间的监管模糊、无序时期，近几年才通过各项监管措施理顺行业规范，但由于历史上行业频发负面事件，行业在公众中的认可度并不高，如何提升和重新建立行业形象也是近几年发展的重点。提升行业形象还是需要从严监管着手，公众往往有从众心理，对官方平台发布的信息认可度更高；中国证券投资基金业协会已通过 AMBERS 系统收集私募基金管理人和私募基金产品的要素信息，并于 2020 年加大信息披露和信息公示。官方平台虽然可靠但关注度却不高，用现在的网络语言来说，官方平台的流量还不够，私募基金行业通过严格监管体现行业形象，可以更多的借助第三方平台，将来源于官方的数据让更多的公众看到、传播，更有助于私募基金行业改变监管混乱的行业形象。另一方面，私募基金管理人和私募基金行业从业人员的监管和培训需要加强，中国证券投资基金业协会对于私募基金高管、从业人员的培训应该加大频次，从行业业务培训中增强其合法、合规开展业务的意识。

私募基金的自身管理也要从合规、专业等方面着手，私募基金管理人多

数都是小型企业，从企业经营方面看小型企业抗风险能力较弱，但所谓船小好调头，规范自身管理的改革也能很快得到落实。私募基金管理人自身应转变定位，将自己定位为资产管理领域的专业管理人，从标的选择、产品推荐、产品运营等各方面做到专业的人员做专业的管理业务，展示行业良好的专业形象。

#### 7.2.4 私募基金行业是目前资管行业的重要补充

私募基金行业管理的资产规模与公募基金行业不分伯仲，已经成为目前资产管理行业重要的组成部分。

第一，私募基金行业是资产管理行业支持实体经济发展的的重要补充。私募基金行业与其他资产管理行业有一点重要的不同点是其对实体经济的支持更直接有效，私募股权、创投类基金产品主要是为创业型企业提供直接的资金投资；与私募基金行业不同，银行业通过贷款满足实体经济融资需求，而创业初期的企业很难达到银行贷款的种种要求，或者所申请到的贷款额度较低，对于一些科技类创业企业，资金需求无法得到满足。私募股权、创投类基金作为产业投资人的角色，新的备案新规鼓励这类产品设置七年或者更长的期限，能为创业型企业提供长期的投资资金，也能伴随着企业的增长获取成长红利，私募基金行业是资产管理行业支持实体经济发展的的重要补充。

第二，私募基金行业是资产管理行业中资产管理模式的重要补充。私募基金行业所管理的产品，股权、创投类基金占比超过私募基金行业管理的产品的总规模的一半，并且是资产管理行业中最直接投资于实体经济的产品，是资产管理行业中资产管理模式的重要补充。私募基金行业所管理的产品的资产均是通过定向募集所获取，尤其是股权、创投类基金，委托人对私募产品所投资的标的有直观的认识，与传统的资产管理产品利用各种投资策略获取投资收益不同；私募股权、创投类基金采用封闭运作模式，备案完成后不得开放认/申购（认缴）和赎回（退出），期限一般三年至五年或者更长，新的私募产品备案须知中鼓励股权、创投类基金的长期运作，相对于投资实体经济的信托类资产管理产品而言，期限更长，可选择的企业范围也更广泛。

国内近几年的经济稳定增长，不仅仅是实体经济有创新发展的需求，随着居民收入的增加，投资者的理财需求不再简单的局限于购买股票、公募基

金、信托基金等，更多的转向如何进行资产配置，而各类资产的投资门槛、要素不同，多数投资者并没有相关的专业知识，在部分资产投资方面可能并不具备投资资格。在居民理财需求多元化的大背景下，基金中基金（FOF）产品应运而生，在 FOF 产品发行初期投资者认购热情较高，但随着 FOF 产品被越来越多的市场所了解，投资者发现其所能投资的标的范围有限，比如券商 FOF 主要投资标的是证券、公募基金混合型 FOF 主要投资于混合型公募基金产品，FOF 基金并未满足投资者资产配置的需求。2019 年初，中国证券投资基金业协会开放了“私募资产配置类”牌照的申请，与过往三类基金牌照不同的是，私募资产配置类基金突破过往中国证券投资基金业协会要求的“专项经营”，可以横跨一二级市场、债权市场进行投资，无论是投资的范围上，还是操作方式上，都更为灵活。尽管目前私募资产配置类管理人的要求较高，实现完全意义上的资产配置还需要一定的时间去专业经营，但私募基金资产配置类基金对目前资产管理行业的管理模式起到了试金石的作用。

第三，私募基金行业是对资产管理行业所服务投资者的拓展和补充。私募证券类基金与其他资产管理行业所管理的私募资产在管理模式上并无太大差异，截至 2019 年底总规模 2.45 万亿，相较于其他私募资产总规模较小，在整个私募资产管理中具有服务于高资产净值、高风险偏好投资者的作用。相较于银行业、证券公司等，私募基金行业在高资产净值投资者方面并无其他业务资金粘性，比如存款业务、股票投资业务，私募证券类基金的投资管理团队在行业中的专业性确是比较强的，与其他机构不同的一点是，私募证券类基金的投资管理团队小型化，更类似于公募基金、证券公司资产管理部门中的一个小团队，在投资管理中小团队的投资理念更为集中，决策流程耗时更短，对于产品的投资管理所受的来自投资市场以外的因素影响更小，更容易集中优势专注于投资管理。同时，私募基金产品并非普惠金融性质的产品，投资门槛较高，需要投资者具备合格投资者资格，且产品的购买金额起点较高，一般为 100 万；非普惠金融性质的产品在投资风险的控制上要求相对较低，有助于私募基金产品在选择标的时做适当的资质下沉，挖掘低估值投资标的。

## 7.3 私募基金行业的机遇与挑战

私募基金行业作为小型的资产管理机构，与金融机构在市场份额、政策支持、公众认可度方面有一定的差距，私募基金行业的定位与其也有不同，如何在严监管的环境中准确的在行业定位的方向获取更大的发展，在金融体系中树立自己的行业地位，是目前私募基金行业所面临的挑战。

### 7.3.1 监管新规的大背景下面临的挑战

2019年，在“三期叠加”影响持续深化、经济下行压力加大的背景下，私募基金的发展也面临诸多挑战。2019年12月23日，中国证券投资基金业协会发布《私募投资基金备案须知（2019版）》，对当前部分私募基金偏离投资本质的“伪私募”业务情形进行重新界定和规范：进一步明晰私募基金的外延边界、厘清管理人托管人职责、重申合格投资者要求、明确募集完毕概念、细化投资运作要求、并针对不同类型基金提出差异化备案要求。本次发文旨在杜绝“明基实贷”等现象、促使私募基金回归投资本源，推动行业更加规范化发展。在监管新规的大背景下，私募基金面临的挑战如下：

首先，从政策环境来看，监管部门对私募基金的规范化运作提出了更高的要求，一些“伪私募”、不合规私募将面临出清，私募基金的管理人门槛明显提高；

其次，受经济下行的压力和去杠杆大趋势影响，私募基金募资渠道明显收窄，整体募资变得更难，一些优质的私募也难逃其影响；

再次，私募基金门槛提高、渠道收窄的同时叠加投资难、退出难、税负重等问题的困扰，私募基金的竞争局面将更为严峻；

最后，由于私募基金的投资群体主要为高资产净值客户，相对于机构投资者来说，对私募基金管理人的鉴别能力往往更弱。并且私募行业本身具有私密性、不透明性，竞争优势较难得到充分的展示，难以被投资者充分认识。因此随着投资者和监管层对于信息透明度以及运营条件的要求将逐渐提高，私募基金管理人的成本也将逐步上升。

### 7.3.2 国内经济回升转暖背景下的机遇

从资管行业发展的角度来看，最困难的时期已经过去，例如银行的资产

负债表收缩，金融去杠杆的过程已大致结束。资管新规的落地，全面规范了私募基金在募集、投资、治理等环节中的老问题，促使私募基金回归本业、推动行业更加规范化发展，长期来看有利于私募行业稳健发展。

从募资环节看，随着银行理财子公司的落地以及业务逐渐开展，私募基金有了新的募资渠道，行业面临着更好的发展机遇。虽然银行理财子公司可以合作的私募基金管理人有一定的门槛，但符合条件的私募基金可以通过投顾模式实现与银行公私募理财的合作，也可以通过直接的委托投资模式接受银行私募理财资金，具有较强的灵活性，头部私募预计将从中获取相当一部分的资源。

从投资环节看，随着我国创新创业不断深入，供给侧结构性改革的不断深化，将为私募股权和创投基金带来大量投资机会。中国证券投资基金业协会数据显示，截至 2019 年 12 月底，登陆科创板的 70 家企业中有 60 家在成长过程中获得私募基金支持，获投比例高达 85.7%；每家科创板上市企业平均获得 4.79 亿元资本支持，其中获投资金最多的企业累计获得 35.19 亿元投资。从退出环节看，资本市场改革正积极推进，创业板改革、新三板改革以及发行、上市、交易等基础制度改革的陆续实施，将为私募股权投资基金提供更加便捷、更为丰富的退出选择。

从对外开放来看，监管层近年来推出多项举措，包括放开外资私募产品参与“港股通”交易的限制、明确外资私募基金投资参与银行间债券市场的标准等，为外资私募管理人进入中国市场创造了公平竞争的环境，推进私募基金领域的对外开放。外资私募具有风险管理经验、全球投资经验、专业投研能力和系统支持等优势，进入国内市场必将加剧竞争，也会推动国内私募行业的进步。

综上所述，私募基金行业正在进入一个规范化、包容的阶段，不管是量化，还是其他细分领域，比如人工智能、期权套利、可转债套利等，都在慢慢受到市场的认可。私募基金管理人要做的是规范自身业务的合规性，经营提高投研能力，做好风险控制，积累投资人资源，真正用心把自己的细分领域做好做精。

## 第8章 互联网理财：资管行业的新兴力量

### 8.1 中国居民潜在理财需求旺盛

近年来，我国不断攀升的居民家庭财富规模为财富管理的需求扩张奠定了坚实基础。2008年至2018年的十年间，我国实际国内生产总值（GDP）从4.59万亿美元增长至13.89万亿美元。尽管近年来经济增长速度减缓，但是财富积累作为存量受增速影响较小，同期内，我国居民可投资金融资产总规模随之扩大，从2008年的31万亿元人民币快速增长至2018年的147万亿元人民币，增长了3.7倍。

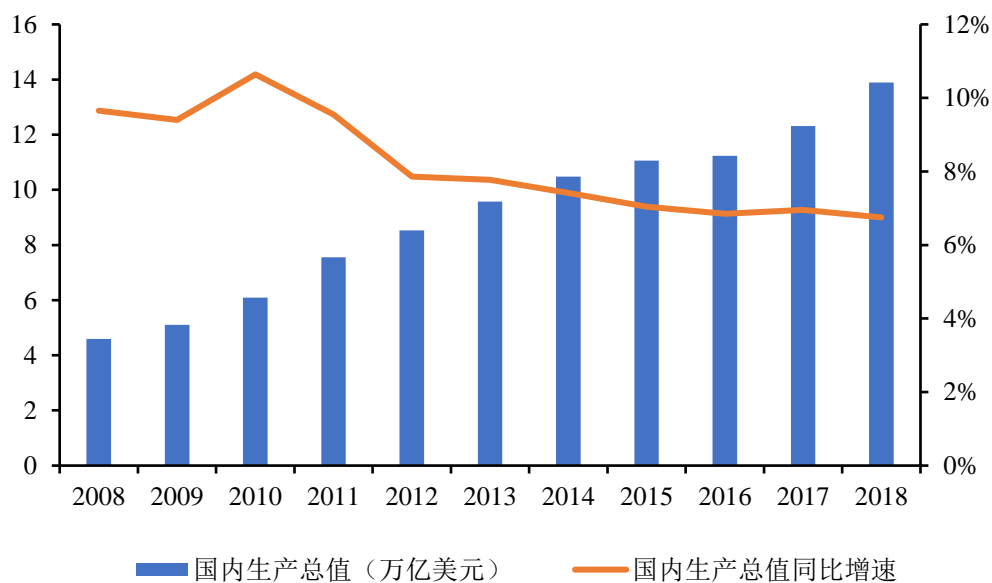


图 8-1 2008—2018 年中国国内生产总值和同比增速

数据来源：Wind

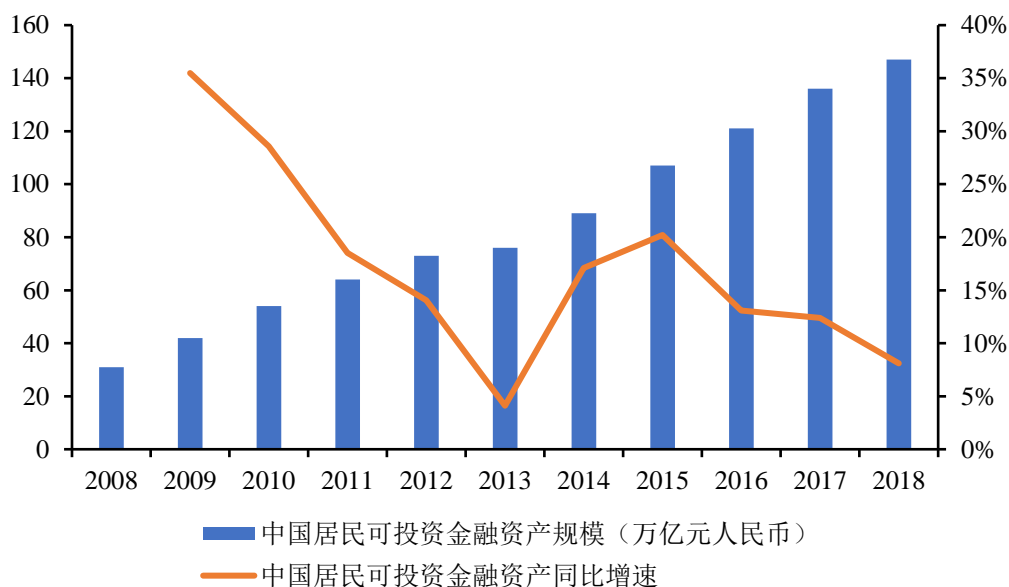


图 8-2 中国居民可投资资产规模及财富管理市场规模

数据来源：《中国私人银行 2019》、Wind

与其他国家相比，我国居民财富的配置结构存在显著差异。我国家庭的金融资产配置比例远低于美国、日本家庭，也与西欧地区的瑞士、东南亚地区的新加坡存在差距。而非金融资产（房屋资产为主）占比却位居前列。美国等发达国家资本市场发达，财富管理机构运营经验丰富，理财产品种类繁多，社会保障体系完善，居民对金融资产的投资偏好较高。而我国财富管理市场不够发达，金融产品种类、规模、交易机制不够完善，导致我国家庭可选金融产品规模小、品类少，不能满足日益增长的财富管理需求。同时，受传统理财观念以及商品房住宅市场近 20 年的超预期表现等因素的影响，我国居民习惯将购买住宅作为财富保值的首选，造成资产配置相对单一。

2016 年以来，我国居民财富的配置结构开始调整，金融资产占比跃升至 55% 以上，接近甚至超越英、德、瑞士等国家的水平。与此同时，以住宅资产为主的非金融资产占比也相应大幅下降。在此之前，我国居民家庭金融资产占比长期不到 45%，这种转变可能跟近年来房地产政策逐渐收紧以及“大资管”时代开启等有关。

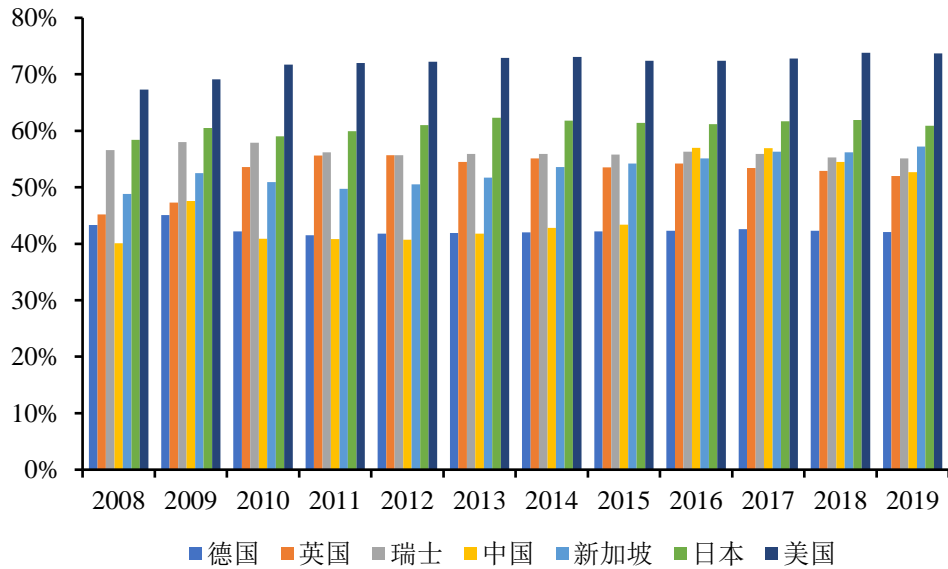


图 8-3 各国居民金融资产占家庭总财富的比重

数据来源：《瑞信全球财富报告（2020）》

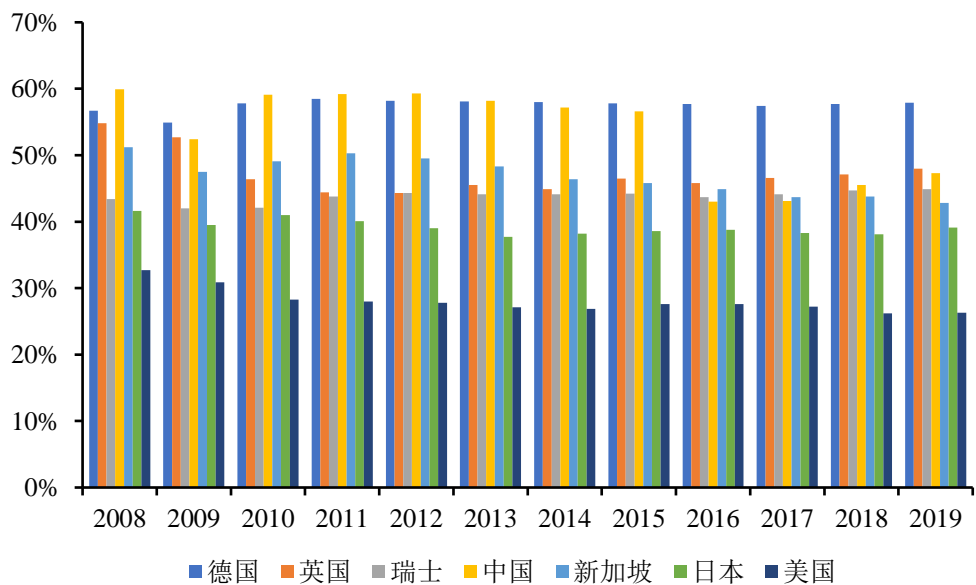


图 8-4 各国居民非金融资产占家庭总财富的比重

数据来源：《瑞信全球财富报告（2020）》

进一步地，我们对 2018 年我国居民的金融资产配置结构进行分析，结果

发现，在 2018 年我国居民可投资金融资产的配置中，银行存款占据 49%，成为居民配置资产的首要选择，其次为银行理财，而居民对于股票及券商资管类产品的配置占比较低。

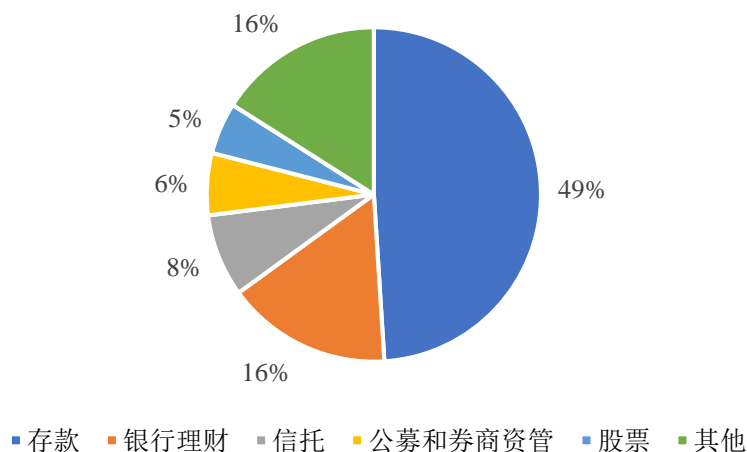


图 8-5 2018 年中国居民可投资金融资产配置情况

数据来源：建行历年私人财富报告、Wind

## 8.2 互联网理财是传统理财的重要补充

### 8.2.1 疫情促进理财线上化，互联网理财是数字时代的大势所趋

与传统理财产品相比，随着大数据、人工智能等技术不断成熟，互联网理财产品优势更加凸显。互联网理财产品具有交易门槛更低、透明度更高、交易操作更便捷，能够更大程度满足居民对于理财的个性化、多样化需求等特征，不仅能够有效拓展理财市场规模，而且深刻影响着传统线下理财方式，改变着居民理财观念。近年来，随着互联网覆盖人群范围进一步扩大，互联网理财市场规模和用户数量均有大幅增长。中国互联网络信息中心数据显示，截至 2019 年 6 月，我国购买互联网理财产品的网民数量已达 1.69 亿，占全国网民人数的 19.9%。北京大学数字金融研究中心、上海新金融研究院和蚂蚁集团共同编制的“数字普惠金融投资业务指数”反映了居民个体参与互联网理财的发展趋势。如图所示，2014 年-2018 年投资业务指数整体处于快速上升趋势，2018 年投资业务指数大概是 2014 年的 6 倍。

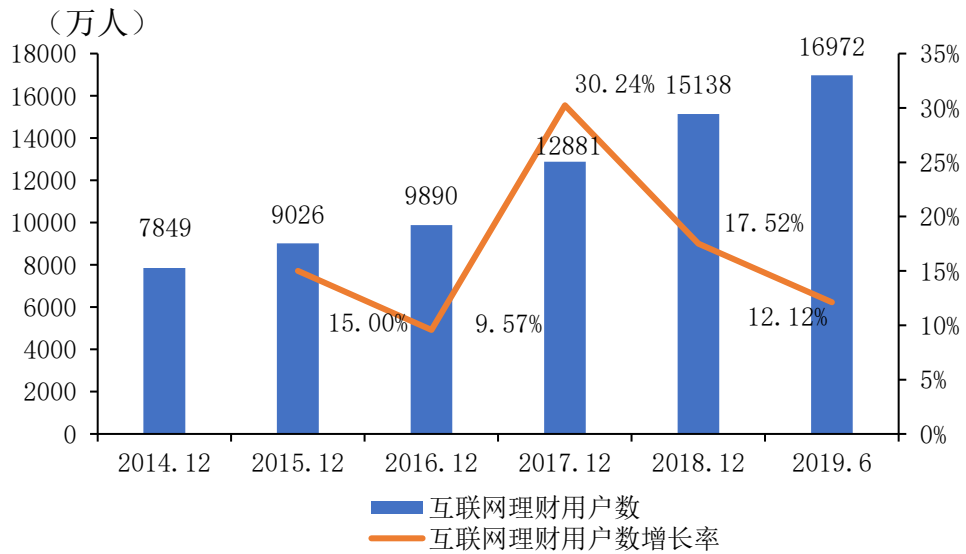


图 8-6 2014年-2019年中国互联网理财用户数及增长率

数据来源:中国互联网络信息中心

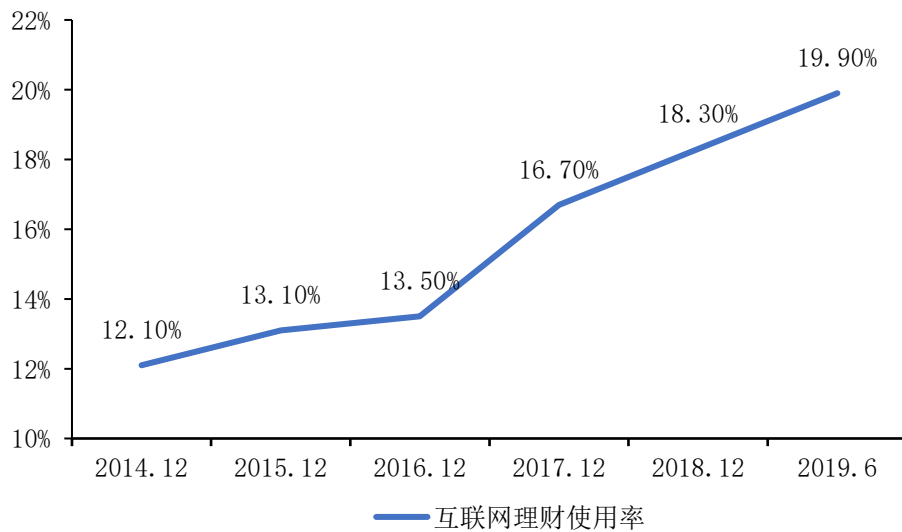


图 8-7 2014年-2019年中国互联网理财用户使用率

数据来源:中国互联网络信息中心

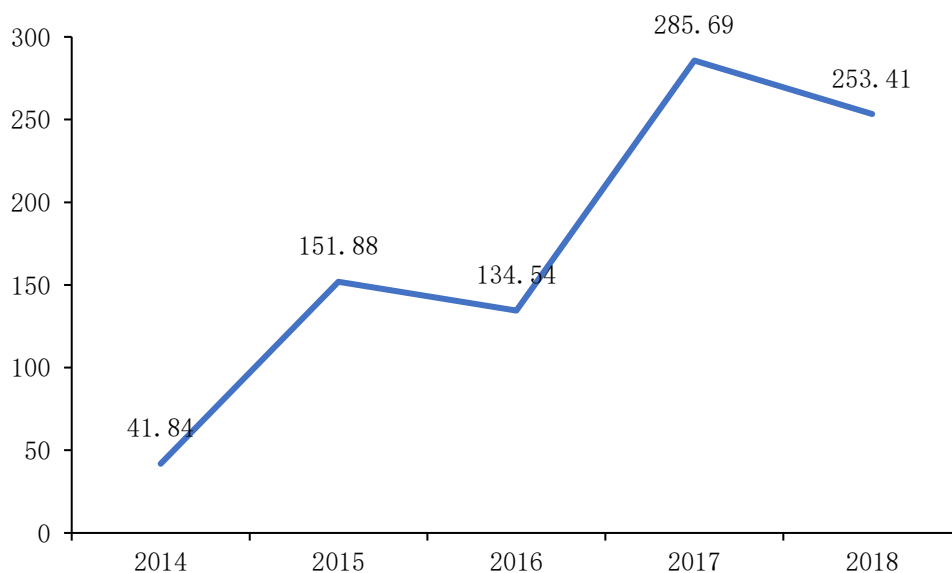


图 8-8 2014 年-2018 年中国数字普惠金融投资业务指数

数据来源:北京大学数字金融研究中心

2020 年以来,新冠疫情进一步强化了理财服务的线上化趋势。疫情期间,线下网点被迫关闭,难以直接接触用户,使得传统理财业务在产品销售、贷后管理等方面都受到了极大影响。而互联网理财业务的无接触性、便利性等优势凸显,各理财产品提供机构纷纷推出互联网理财产品来维持自身业务正常开展,包括线上销售、线上征信、线上理赔等。同时,由于疫情期间复工复产难度上升、不确定性增加,用户更加注重资产的稳定性,偏好保本类资产及抗疫主题理财产品,健康险、医疗险的需求大幅度上升。《2018 中国城市家庭财富健康报告》的调研数据显示,家庭选择理财产品时最看重的因素是收益率和风险,同时可接受的产品回报周期普遍较短。受本次疫情影响,家庭理财对于短期低风险、相对高回报的产品需求更高,相应产品的购买量也有所上升。

根据蚂蚁集团提供的 2019 年 11 月至 2020 年 6 月线上交易用户数据,我们将 2020 年 1 月 19 日作为断点,进行断点回归分析,研究疫情前后个人购买理财产品行为的变化。图 8-9 为 2019 年 11 月至 2020 年 6 月每 7 天购买理财产品用户数的日平均值,图 8-10 为将断点日期设为 1 月 19 日的线性拟

合和二次型拟合结果。结果表明，疫情爆发之后，每日购买线上理财产品的用户数整体上升，尤其在疫情爆发初期有明显增长趋势，随着疫情趋于缓和，用户数仍较疫情前更高。居民线上理财意识逐渐提升，线上理财群体进一步扩大。

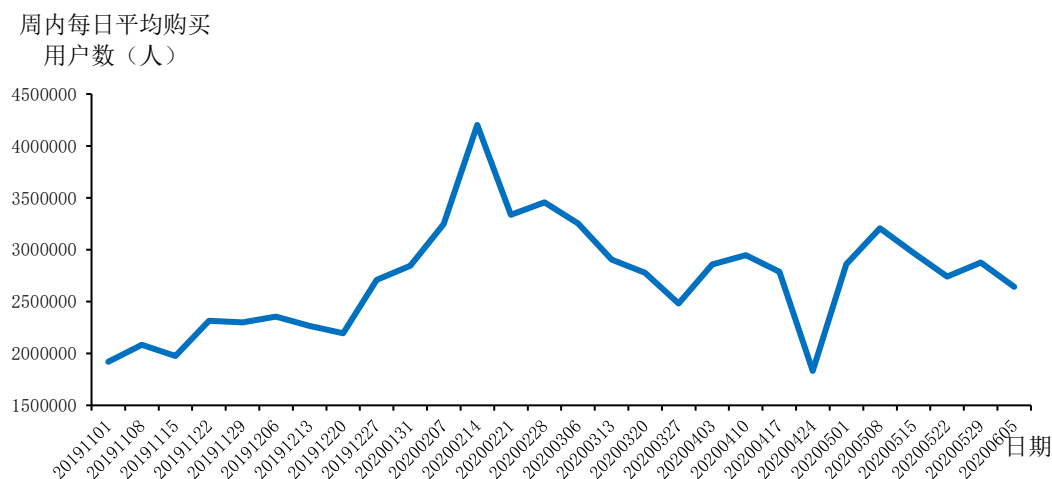


图 8-9 周内平均购买用户数

数据来源:中国人民大学金融科技研究所、蚂蚁集团研究院

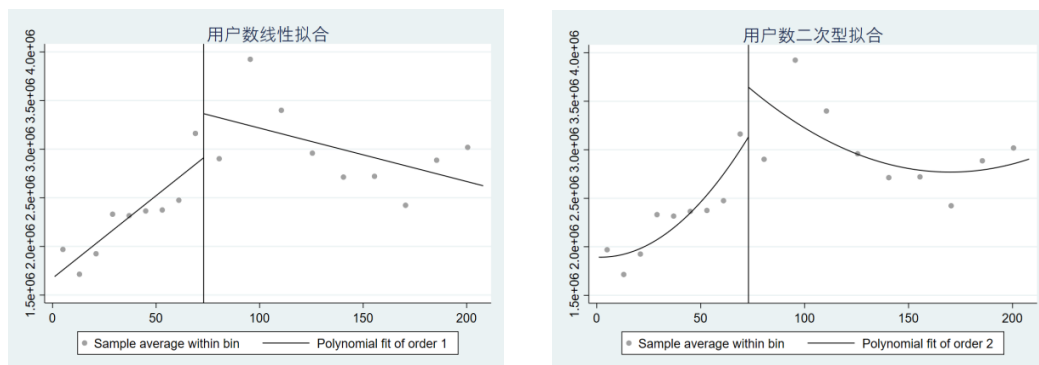


图 8-10 断点回归的线性拟合与二次型拟合

数据来源:中国人民大学金融科技研究所、蚂蚁集团研究院

## 8.2.2 互联网理财具有不可比拟的优势

2017 年以来，随着互联网金融监管不断强化，以欺诈为目的或技术水平不达标的机构逐步被市场清退，一些技术水平较高的互联网理财平台获得了更多的发展机会，发展模式也由快速扩张逐渐向产品提质升级转型，与传统

金融机构的合作也更加频繁。

互联网理财业务在用户端和机构端都显示出了自身不可比拟的优势，尤其在小额高频理财业务中，以蚂蚁集团为代表的互联网金融平台，吸引了众多传统金融机构、新兴互联网公司开展互联网理财业务，并进行多样化的合作创新。具体来看，一是投资理财与社交场景创新结合，例如美国的 Motif 将投资选股与社交场景融合，用户可以把自已的 Motif 分享给好友或者选定的圈子，大家共同对投资组合进行讨论和优化。二是机构间的数据开放和服务开放，例如蚂蚁财富开放机构入驻，实现理财产品信息、用户信息的整合，借助生态场景带来的流量优势为金融机构的理财产品引流，代销公募基金、理财型保险、贵金属等产品，目前蚂蚁集团合作的外部资产管理机构数量超过 120 家。美国的 Personal Capital 能够链接外部券商账户，通过账户和数据上的整合帮助客户实现一站式的财务管理和理财投资。三是机构之间的在风险管理上的合作。

互联网金融公司与传统金融机构的合作极大地促进了理财业务线上化，带动了财富管理行业的转型升级，其优势表现在以下几个方面：

#### 8.2.2.1 有效提升金融可得性

金融可得性是普惠金融的核心内容，其内涵主要包括金融资源的区域配置、自然人和法人的金融服务可及性和获得程度、融资成本、数字金融宏观普惠性等四方面，即让不同地区、不同背景的人都能享受到相应的金融服务。相较于传统理财业务，互联网理财能够更好地提升金融可得性。

从金融资源配置来看，我国存在较大区域差距。其中，区域银行业金融机构数量占比由多到少依次是华东、华北、华南、华中、西北、西南、东北，在每个区域内，中心城市金融机构较多，欠发达地区金融机构稀少。在传统理财业务背景下，业务开展依赖于实体服务网点，地处偏远的人群较难享受到理财服务，或是金融机构稀少导致理财服务种类单一。互联网理财依托互联网和移动设备，操作较为简便，摆脱了实体银行网点的区域限制，可服务范围较广，用户能够从多个金融机构多样化理财产品中选择适合自身的组合。

从金融可及性和获得度来看，金融发展不应排斥弱势群体，人人皆有权参与和分享金融发展的过程和成果。但出于资金流稳定和高收益的考虑，传

统理财产品对于资金安全性、可偿还能力要求较高，机构对用户的资金门槛也做出了相应要求。如 7 天通知存款的资金门槛是 5 万元，个人每次支取金额最低为 5 万元。监管机构也对此做出了明确规定，2018 年央行、银保监会等四部委联合发布的《关于规范金融机构资产管理业务的指导意见》中要求：商业银行发行公募理财产品的，单一投资者销售起点金额不得低于 1 万元人民币。同时，传统理财产品存取周期也较长，在这种情况下，许多收入状况不理想、资金灵活性要求高的用户难以享受到理财服务。相较而言，互联网理财通常门槛较低，大多数产品为 100 元起投，部分产品的门槛会低至 1 元，如余额宝、存金宝等，给众多储蓄较少的用户提供了参与理财业务的机会。同时，大多数互联网理财产品提现周期较短、手续较少，用户能够在手机端灵活地进行存取操作，减少了资金紧张用户的后顾之忧，也给资金丰厚的用户更多元的资产配置选择，提高了不同资金状况用户的金融获得度。

#### 8.2.2.2 投资者选择更便利

无论是传统理财还是互联网理财，理财产品多样化是一个必然趋势。用户有了更多的投资选择，就要求能够尽可能从多样化产品中选择适合自己的产品。由于用户信息筛选能力有限，且本身金融和理财知识水平不足，传统理财服务市场的理财顾问为用户提供的帮助有限。专业工作人员相对较少，咨询费用较为高昂，且存在销售导向的价值定位和个人情感因素等问题。互联网理财引入的智能投顾可以很好地贴合用户的这一需求。智能投顾又称智能理财、机器投顾、机器理财等，实质是利用大数据技术归纳专业理财顾问的个人经验与理财模式、各类理财产品的特点，通过一系列智能算法综合评估用户的风险偏好、投资目标、财务状况等基本信息，并结合现代投资组合理论为用户提供专业化、个性化、快捷化的理财方案。

智能投顾应用对理财行业有两个主要影响：一是解决投资顾问的高门槛、高费用问题，避免了传统投顾个人情感等人为因素的干扰。智能投顾使用门槛较低，一般是内嵌在互联网理财平台中，根据用户需求难易收取相应服务费，平台内会汇总不同机构理财产品的信息，用户可以利用智能投顾对不同机构的不同类型的产品进行比较，在全市场范围内进行产品优选。二是降低用户理财认知门槛。我国家庭理财需求较大，但整体金融知识水平较低，盲

目参与传统理财很可能因操作不当造成经济损失甚至陷入债务危机。与此同时，金融理财知识教育现状尚不乐观，普及过程中存在很多困难，用户很难系统地掌握相关知识并应用到实际理财操作中。智能投顾的主流模式是基于目标的财富管理，通过深度沟通与分析，对客户进行投教、培育长期投资理念和引导理性，并通过税收规划、分散投资、行为引导等，尽可能帮助客户改善长期收益。利用智能投顾辅助决策虽然不能完全取代金融知识的掌握，但能够使得大部分具有较少理财知识的用户参与到理财业务中并获得较好的收益，让更多人享受到理财服务。

除此之外，互联网理财平台本身的一个重要作用是对理财产品信息的整合，通过将不同渠道的产品整合在一起，提升信息透明度，便于投资者基于客观信息对不同产品进行更加广泛的比较横向比较，选出优质的产品。

#### 8.2.2.3 机构销售更精准

金融产品强调将“合适的产品卖给合适的人”，要设计出好的理财产品不仅要了解用户整体需求，更需要把适当的产品推荐给适合的用户，这就需要数据和技术的支持。在数据方面，互联网平台相较于传统业务更便于数据的整合与沉淀，包括各类金融交易、客户信息、市场分析、风险控制等，大型数据库的应用为金融数据存储提供了坚实基础，人脸识别、指纹识别、扫码支付等技术应用为海量数据收集提供了便利。在技术方面，互联网理财产品常常与人工智能等技术进行结合，随着算法优化、算力提升，尤其是知识图谱、自然语言处理等技术的发展，使更多智能化技术能够处理海量数据并从中归纳描述、还原用户画像，进行用户和产品的归类、匹配，帮助销售机构把不同的产品匹配给更适合的人。

#### 8.2.2.4 优化资源配置，促进市场良性竞争

不同于传统银行理财业务，互联网理财业务的运作不需要建立物理网点，也不需要接待人员，只需要互联网、网络的终端设备和后台工作人员。互联网理财所耗费的人力费用和营销费用都远远低于传统商业银行，同时保证了运营的高效稳定。《中国智能金融发展报告》提到，部分商业银行运用大数据分析、机器学习等技术预测现金自助设备的交易量，以实现现金投放时间及现钞金额的最优配置，预计一年可节省 4000 多万的运营成本。某证券公司

通过智能调度、大数据、智能识别等技术将业务运营逐渐从分散走向集中、从自动化走向智能化。运营部门平均开户处理时长缩短了 44.85%，人均日处理量较分散运营阶段提高了 3.63 倍。

互联网理财业务没有时间和地域的限制，从营销上节约了成本并提高了性价比，尤其是给非银行机构的理财业务开展带来了很多机会。非银行机构在开展传统理财业务时，会遇到影响力小、影响范围小、资金流通渠道单一等问题，需要付出更高成本建设网点、增加宣传来招揽用户。同时，传统业务征信依赖银行机构，也增加了非银行机构理财业务成本。

互联网理财业务发展，一方面使得非银行机构和银行机构有相同的获客机会，另一方面使得大、中、小机构在渠道端差距缩小，使得参与理财业务的各规模、各类型机构将成本从宣传成本转移到产品开发中去，让真正有实力的中小机构获得更多发展机会，以良币驱逐劣币，让更适合用户、有更大发展空间的互联网理财产品在市场中立足，形成投资管理能力和服务品质提升的良性循环。

### 8.3 互联网理财优化中国居民金融资产配置

本部分，我们根据蚂蚁集团平台在 2017 年 8 月 31 日至 2019 年 7 月 31 日这两年间随机抽取的线上活跃用户数据，制作用户画像。该组数据涵盖了全国 31 个省份及自治区中不同性别、不同年龄、不同居住地、不同职业、不同理财类型、不同风险偏好的 30266 个用户的有效信息。我们将从理财用户分布、理财经验与风险偏好、资产配置结构以及理财效果与投资者教育四个方面进行描述。

#### 8.3.1 活跃理财用户分布

##### 8.3.1.1 职业与年龄分布：白领人群占比过半、青年人为中坚力量

从职业分布来看，白领人群占比过半，其次是蓝领人群及学生群体。从年龄分布来看，占比排名前三位的年龄段分别为 21-25 岁、26-30 岁和 31-35 岁，表明青年人是购买理财的中坚力量。

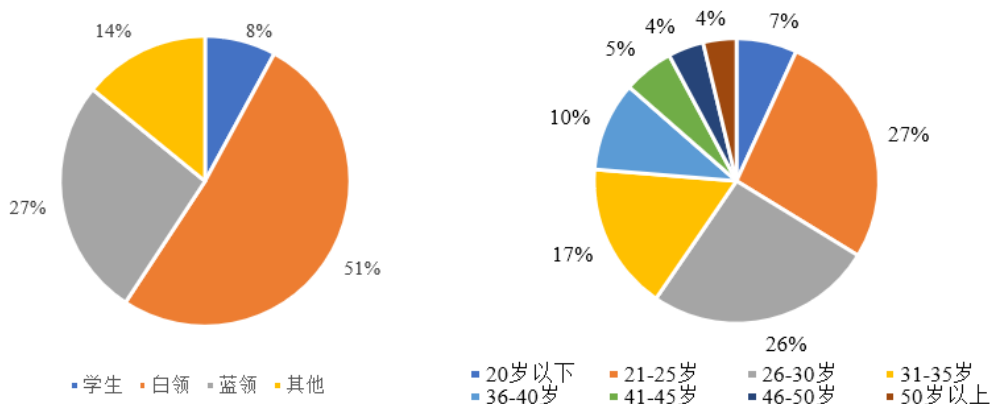


图 8-11 活跃理财用户的职业与年龄分布

数据来源:中国人民大学金融科技研究所、蚂蚁集团研究院

### 8.3.1.2 地域分布：从东部沿海地区向西部内陆地区、从南部向北部逐级递减

从地域分布来看，整体呈现从东部沿海地区向西部内陆地区、从南部向北部逐级递减的趋势。其中，广东省的活跃人数最多，其次是江浙地区（见图 3-2）。一定程度上，活跃理财用户数量与地区经济发达程度、个人收入水平有着紧密联系。

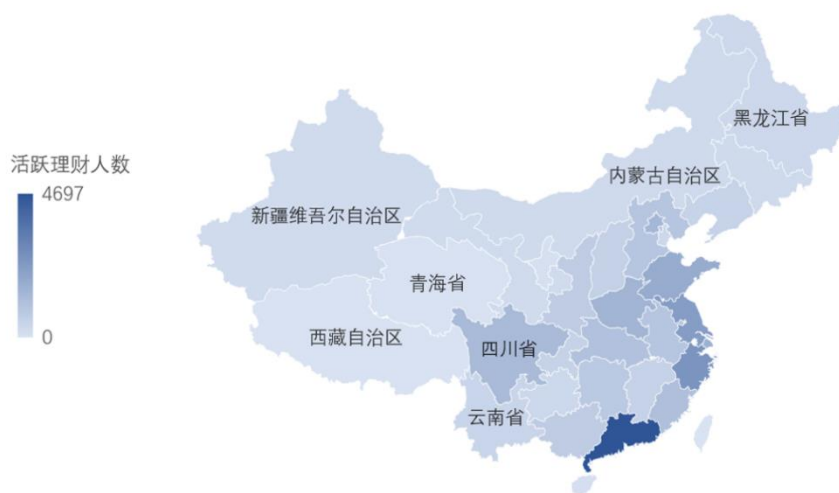


图 8-12 活跃理财用户的地域分布

数据来源:中国人民大学金融科技研究所、蚂蚁集团研究院

### 8.3.1.3 趋势变化：活跃理财用户中下沉人群占比显著增加

在购买理财产品的用户当中，涉农的理财人数大约是非涉农人数的 1/3，

但相比于第一年，涉农和所在城市等级较低的理财人数的占比在第二年均有所增长。这表明下沉人群中购买基金人数占比与其他人群中购买基金人数占比的差距正在缩小。同时，小镇青年理财人数的增长潜力要大于城市青年，在所有理财的青年人当中，小镇青年理财人数的占比较上一年有所上升。整体上讲，互联网理财平台在拉动下沉人群参与理财市场方面产生了积极作用。

表 8-1 近两年内下沉人群购买基金人数变化对比

类型		第一年	第二年	占比增长率
是否涉农	城市	74.78%	73.68%	-1.47%
	涉农	25.22%	26.32%	4.37%
城市等级	一、二线城市	52.49%	50.86%	-3.12%
	三线及以下城市	47.51%	49.14%	3.44%
青年人群	城市青年	80.89%	78.19%	-3.34%
	小镇青年	19.11%	21.81%	14.11%

数据来源:中国人民大学金融科技研究所、蚂蚁集团研究院

### 8.3.2 理财经验与风险偏好分布

为进一步描述抽样用户的理财经验与风险偏好，我们将样本按照以下两个标准进行划分。根据投资者理财经验，可以划分为 NO INTEREST（低理财意愿型）、BEGINNER（低理财认知型）、GROW（理财成长型）、PRO（理财老手型）等四类。其中，理财意愿较低的用户接近半数；随着理财能力等级的提升，人数也逐渐减少，最高等级的“理财老手型”用户比例仅占 10%。这表明用户普遍具有一定的理财认知，但大多投资者的金融知识水平及理财能力仍有待提高。根据投资者风险偏好等级，可以划分为-2（未做过理财）、-1（曾做过理财，但已过期）、0（极度保守型）、1（保守型）、2（稳健型）、3（平衡型）、4（成长型）、5（激进型）八类。其中，处于稳健型的用户占比最高，其次是平衡型用户，而激进型用户占比较低，表明绝大部分用户是风险中性甚至是风险厌恶的。

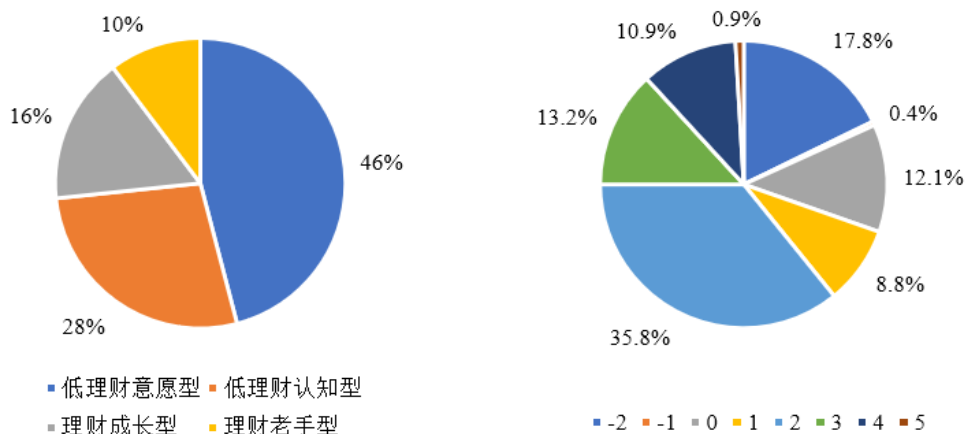


图 8-13 理财经验和风险偏好

数据来源:中国人民大学金融科技研究所、蚂蚁集团研究院

接下来,我们将分别从是否涉农、城市等级、性别及年龄对理财经验类型及风险偏好等级的分布进行进一步分析。

### 8.3.2.1 城乡分布:下沉人群理财经验不足、风险偏好更低

从理财经验来看,涉农人群中理财认知较低的两类用户(低理财意愿及低理财认知)占比相较城市人群更高。不同城市等级中,一线城市各类人数分布最为均衡,随后依次递减,至六线城市时,低理财意愿用户人数已超过50%,而理财经验等级较高的两类用户(理财成长型及理财老手型)人数占比低于20%。

从风险偏好来看,涉农用户的风险偏好等级普遍低于城市用户,而城市投资者的风险偏好等级也随着城市级别的下降而递减。

表 8-2 理财经验-按城乡与城市等级划分

理财经验	是否涉农		城市等级					
	城市	涉农	1线	2线	3线	4线	5线	6线
低理财意愿	44.71%	50.20%	39.27%	44.46%	47.75%	50.08%	50.00%	53.75%
低理财认知	26.22%	28.29%	25.31%	27.47%	27.70%	28.23%	29.06%	28.11%
理财成长	17.48%	14.05%	19.98%	16.99%	15.72%	14.62%	12.79%	11.72%
理财老手	11.59%	7.46%	15.44%	11.08%	8.82%	7.06%	8.15%	6.41%
合计	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%

数据来源:中国人民大学金融科技研究所、蚂蚁集团研究院

表 8-3 风险偏好-按城乡与城市等级划分

风险偏好	是否涉农		城市等级					
	城市	涉农	1 线	2 线	3 线	4 线	5 线	6 线
-2 未做过	16.72%	20.46%	14.74%	16.43%	18.86%	19.28%	21.47%	23.35%
-1 曾做过	0.44%	0.42%	0.38%	0.49%	0.32%	0.51%	0.60%	0.37%
0 极度保守	11.13%	14.65%	8.41%	11.66%	13.06%	14.47%	14.05%	14.56%
1 保守型	8.36%	9.87%	6.79%	8.52%	9.38%	9.84%	10.07%	9.71%
2 稳健型	36.09%	35.22%	34.83%	35.57%	36.59%	36.92%	35.23%	34.43%
3 平衡型	14.06%	10.94%	16.93%	14.41%	11.76%	10.63%	10.49%	9.98%
4 成长型	12.17%	7.76%	16.28%	11.95%	9.29%	7.81%	7.51%	7.05%
5 激进型	1.03%	0.68%	1.64%	0.97%	0.74%	0.55%	0.60%	0.55%
合计	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%

数据来源:中国人民大学金融科技研究所、蚂蚁集团研究院

### 8.3.2.2 性别分布：男性理财经验更丰富、风险偏好更高

从性别来看，男性投资者的理财经验分布更加丰富，同时对风险的承受能力远远高于女性；女性投资者则以低理财意愿用户为主。

表 8-4 理财经验-按性别划分

理财经验	性别	
	男	女
低理财意愿	39.35%	54.66%
低理财认知	30.34%	23.54%
理财成长	18.89%	12.98%
理财老手	11.42%	8.82%
合计	100%	100%

数据来源:中国人民大学金融科技研究所、蚂蚁集团研究院

表 8-5 风险偏好-按性别划分

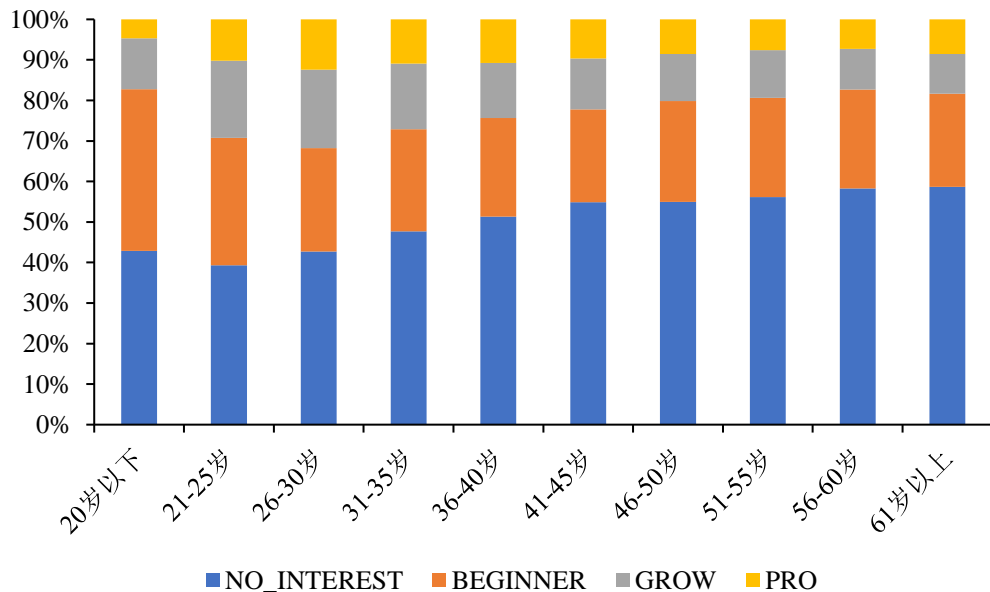
风险偏好	性别	
	男	女
-2 未做过	14.26%	22.48%
-1 曾做过	0.44%	0.43%
0 极度保守	11.32%	13.23%
1 保守型	8.38%	9.33%
2 稳健型	36.55%	34.90%

3 平衡型	14.13%	11.89%
4 成长型	13.58%	7.35%
5 激进型	1.33%	0.39%
合计	100%	100%

数据来源:中国人民大学金融科技研究所、蚂蚁集团研究院

### 8.3.2.3 年龄分布：理财经验相对均衡但风险偏好差异较大

如图所示，不同年龄人群的理财经验分布差别不大，但风险等级分布呈现出特殊的规律。风险等级分布最均衡的年龄段集中在 21 岁至 35 岁之间。20 岁以下的用户由于知识积累不够充分、可用资金不足、投资经验不足等原因，高风险偏好的投资者占比极低；21 岁至 35 岁的用户由于具有稳定的收入来源，且没有家庭消费开支的压力，具有较多的闲置资金用于理财，其风险偏好度也相应提升；36 岁至 60 岁的用户由于买房、子女教育等家庭开支的压力加重，高风险等级人群占比逐渐下降。



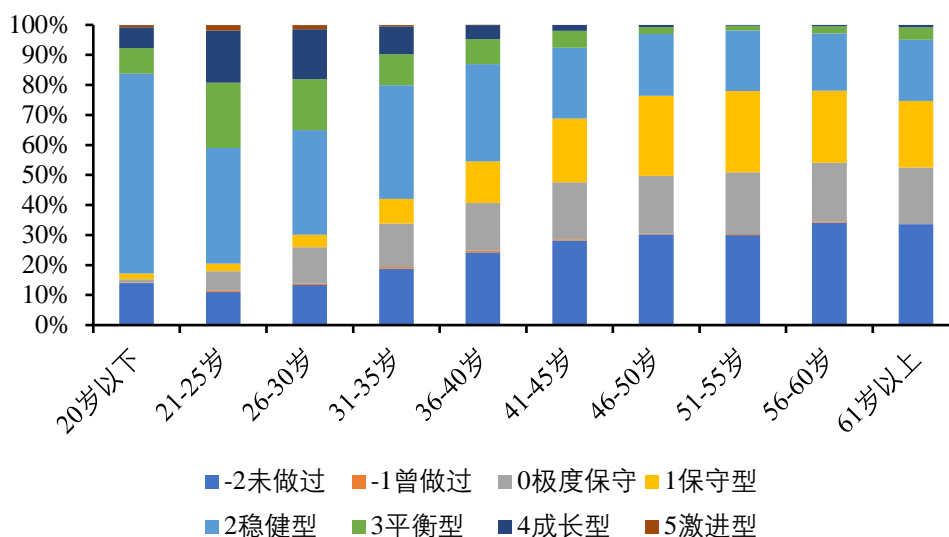


图 8-14 理财经验与风险偏好-按年龄划分

数据来源:中国人民大学金融科技研究所、蚂蚁集团研究院

### 8.3.2.4 趋势变化：下沉人群理财观念转变显著

下表统计了在风险调查问卷中填写的风险偏好为-2（从未做过理财）、-1（曾经做过理财，但已过期）、0（极度保守型），但近两年内有过理财行为的人在各类人群中的占比。可以看出，涉农人群中有过理财行为的人数占比高于城市人群，且低等级城市中有过理财行为的人数占比要高于高等级城市，这表明互联网理财显著提高了下沉人群金融可得性，深刻改变其理财观念与行为。

表 8-6 近两年内下沉人群理财观念转变程度

类型	不同人群	理财观念转变程度
是否涉农	涉农人群	82.00%
	城市人群	70.14%
城市等级	1线城市	64.50%
	2线城市	66.04%
	3线城市	77.62%
	4线城市	83.17%
	5线城市	82.54%
	6线城市	92.11%

数据来源:中国人民大学金融科技研究所、蚂蚁集团研究院

### 8.3.3 资产配置结构分布

为进一步分析理财资产配置结构,我们将基金类理财产品划分为 BLEND (混合型基金)、BOND (债券型基金)、CURRENCY (货币基金)、FOF (组合型基金)、INDEX (指数基金)、PENSION (养老基金)、QDII (“合格境内机构投资者”基金)、SHORTDATED (短债基金)、STOCK (股票型基金) 等九大类。整体上讲,投资指数基金的人数最多,占比接近 30%,这表明互联网理财人群对被动投资理念的接受度非常高;其次是混合型基金与货币基金,占比均超过 20%;其他类型基金的投资人数均低于 10%,其中投资于养老基金及组合型基金的人数极少,不到 1%。

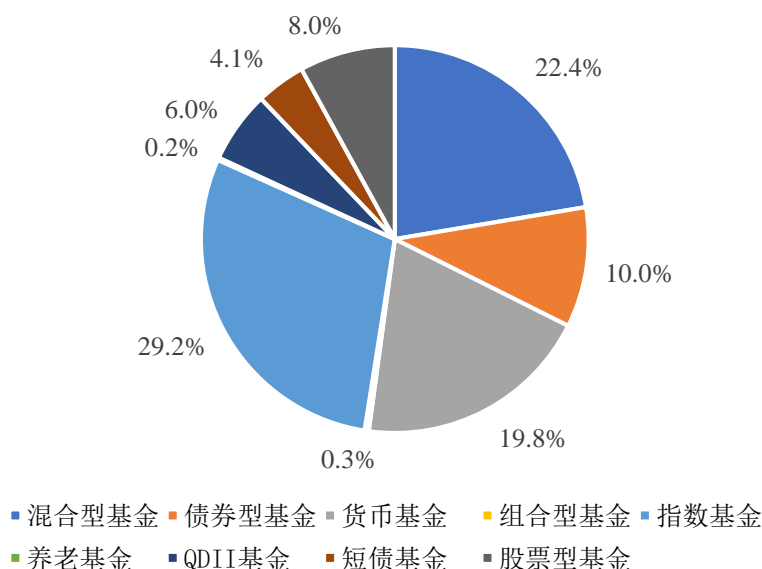


图 8-15 按基金类型分布的活跃理财人数

数据来源:中国人民大学金融科技研究所、蚂蚁集团研究院

#### 8.3.3.1 职业分布：白领用户资产配置结构更均衡、风险偏好更高

从职业分布来看,白领用户的基金产品投资最为均衡,且对风险较高的基金产品投资比重也较高;而学生及蓝领用户更愿意投资被动型基金,指数基金的占比较高;退休人员更偏好货币型基金。

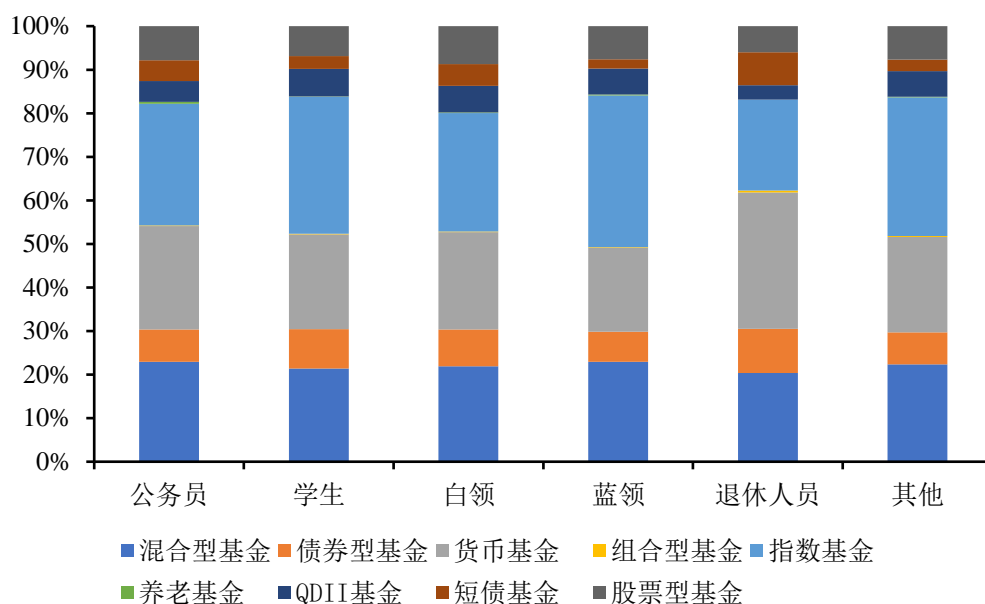


图 8-16 基金类型-按职业划分

数据来源:中国人民大学金融科技研究所、蚂蚁集团研究院

### 8.3.3.2 趋势变化：主动配置意愿和合理配置能力整体上升，下沉人群尤为明显

指数基金属于被动型基金，具有投资门槛低、对投资者金融知识与理财经验要求较低的特点。其他类型基金多属于主动型基金，盈利水平高度依赖于投资经理寻求超越平均水准的超值回报的能力。从下表可以看出，相比第一年，第二年在购买被动型基金和货币基金的基础上还购买主动型基金的人数有所增加，表明人们主动配置理财产品、寻求超额收益的意愿有所增强。其中，城市等级较低人群和涉农人群在购买被动型基金和货币基金的基础上还主动配置理财产品意识的增长速度要快于城市等级较高和城市的人群，并且小镇青年主动配置理财产品意识的增长速度要快于城市青年。

在基金产品配置结构上，只购买风险较大的主动型基金的人数占比大幅度下降，一方面说明所有人群的安全意识有所增强，另一方面也意味着用户合理配置理财产品的能力正在不断提升。

互联网理财平台在很大程度上满足了所有人群（尤其是下沉人群）对于财富管理的需求，使得用户能够更加广泛地接触理财知识，积累理财经验。

由此可以看出，理财用户无论是对被动性投资的接受度，还是金融认知和资产配置多样性的提升，都和互联网平台在投资者教育上的努力分不开。

表 8-7 是否涉农人群资产配置结构变化趋势

资产配置结构	第一年		第二年		占比增长率	
	城市	涉农	城市	涉农	城市	涉农
只购买货币基金	8.82%	2.40%	6.66%	2.30%	-24.52%	-4.35%
只购买指数基金	11.39%	4.09%	9.11%	3.84%	-20.04%	-6.21%
只购买货基和指数基金	3.15%	1.06%	5.34%	2.07%	69.70%	94.87%
在购买指数型基金和货币基金的基础上还购买了其他主动型基金	37.21%	11.78%	45.77%	15.40%	22.99%	30.81%
只购买单一种类主动型基金	11.21%	4.48%	4.38%	1.80%	-60.93%	-59.92%
购买两种以上主动型基金	3.20%	1.20%	2.50%	0.85%	-21.97%	-29.79%
只购买股票型或混合型基金	9.69%	3.81%	3.29%	1.55%	-66.06%	-62.21%

数据来源:中国人民大学金融科技研究所、蚂蚁集团研究院

表 8-8 不同城市等级人群资产配置结构变化趋势

资产配置结构	第一年		第二年		占比增长率	
	1、2 线	3 线及以下	1、2 线	3 线及以下	1、2 线	3 线及以下
只购买货币基金	6.06%	5.16%	4.43%	4.52%	-26.90%	-12.40%
只购买指数基金	8.23%	7.24%	6.31%	6.62%	-23.33%	-8.56%

只购买货基和指数基金	2.31%	1.90%	3.69%	3.73%	59.74%	96.32%
在购买指数型基金和货币基金的基础上还购买了其他主动型基金	26.36%	22.63%	31.93%	29.25%	21.12%	29.26%
只购买单一类型主动型基金	7.45%	8.26%	2.94%	3.24%	-60.51%	-60.78%
购买两种以上主动型基金	2.26%	2.13%	1.71%	1.63%	-24.26%	-23.45%
只购买股票型或混合型基金	6.02%	6.98%	2.17%	2.49%	-63.91%	-64.25%

数据来源:中国人民大学金融科技研究所、蚂蚁集团研究院

表 8-9 不同青年人群资产配置结构变化趋势

资产配置结构	第一年		第二年		占比增长率	
	城市青年	小镇青年	城市青年	小镇青年	城市青年	小镇青年
只购买货币基金	6.97%	1.82%	5.32%	1.79%	-23.64%	-1.74%
只购买指数基金	12.36%	4.43%	9.73%	4.15%	-21.27%	-6.32%
只购买货基和指数基金	3.09%	1.02%	5.55%	2.13%	79.27%	108.54%
在购买指数型基金和货币基金的基础上还购买了其他主动型基金	38.52%	11.75%	47.08%	15.36%	22.23%	30.70%
只购买单一类型主动型基金	11.29%	4.32%	4.11%	1.59%	-63.60%	-63.12%
购买两种以上主动型基金	3.21%	1.20%	2.39%	0.79%	-25.57%	-34.20%
只购买股票型或混合型基金	9.32%	3.62%	3.04%	1.26%	-67.33%	-65.04%

数据来源:中国人民大学金融科技研究所、蚂蚁集团研究院

### 8.3.4 理财效果与投资者教育

下表给出了各类人群通过理财行为获益的人数占比。可以看到, 获益人数占比均超过 60%, 通过互联网进行理财的收益效果显著。此外, 我们对整个样本期间都持有理财产品的人群进行投资效果分析, 发现获益人数占比超过 75%, 这也表明理财经验丰富, 长期持有理财产品的群体投资效果更好。

从下沉人群和非下沉人群来看, 城市获益人群占比整体高于涉农获益人群占比。一、二线城市获益人数在总人群中的占比高于三线城市及以下获益人数在总人群中的占比。作为理财人群的主力军, 获益的城市青年占比整体高于获益的小镇青年占比。这表明, 受教育程度、接受信息便捷程度以及周围环境等影响, 下沉人群投资效果普遍低于非下沉人群, 因此, 需要进一步加强对下沉人群的金融教育和理财知识普及。

表 8-10 各类人群理财获益人数占比

	人群	收益人数占比
全部	全部人群	64.80%
是否涉农	城市人群	65.40%
	涉农人群	62.96%
城市等级	1、2 线城市	65.62%
	3 线城市及以下	63.85%
青年人群	城市青年	63.40%
	小镇青年	61.60%

数据来源:中国人民大学金融科技研究所、蚂蚁集团研究院

## 8.4 互联网理财助推中国居民消费升级

### 8.4.1 关于消费的经典理论评介

经典理论对收入影响消费的研究进程可分为三个主要阶段: 第一阶段始于 20 世纪 30 年代, 该阶段开始从收入假说角度研究消费, 重点研究消费和当期收入的短期关系, 代表理论有绝对收入假说; 第二阶段延续收入函数视角, 开始于 20 世纪 50 年代中期, 重点研究消费与收入的长期关系, 以持久收入假说为代表理论; 第三个阶段始于 20 世纪 50 年代, 从个人效用函数角

度出发，研究收入在效用最大化目标下对平滑消费的影响，代表理论为生命周期假设。

绝对收入假说由 Keynes 于 1936 年首次提出，在其出版的著作《就业、利息和货币通论》中，Keynes 认为居民的消费决策受众多因素影响，如收入总量、收入分配、消费者偏好、价格等因素，起决定性作用的因素是收入水平。绝对收入假设认为，消费支出取决于绝对收入，消费支出与收入之间保持着稳定的函数关系，边际消费倾向和平均消费倾向随收入增加而递减。绝对收入假说将收入引入对消费的研究，开创现代消费理论，其对短期消费行为的研究，合理地解释了大萧条时期的经济，但对长期边际消费倾向递减规律缺乏数据与实践证明，无法有效解释长期消费的稳定性。

持久性收入假说(Persistent Income Theory)由 Friedman 于 1957 年提出，在《消费函数理论》一书中，Friedman 认为人们更倾向于根据持久、长期的收入做消费决策而不是依据短期收入。原因在于，短期收入受影响因素众多，导致经常发生波动变化，为实现消费效用最大化，消费者根据长期保持的持久收入水平决定消费水平。永久收入代表消费者长期预期下、常规稳定的收入，暂时收入指非经常性的、带有偶然性的收入，是现期收入与过去收入的加权平均数。消费取决于永久收入，利息、财富等占消费者收入的比例，偏好、文化等其他因素也会产生影响。根据持久收入消费理论，当期收入增加时，消费者由于无法判断收入增加能否持续，不会立刻调整消费，因此短期的边际消费倾向明显低于长期边际消费倾向，从而合理地解释了 Keynes 绝对收入假设下，边际消费递减和长期消费稳定相悖的问题。

生命周期假说是 1954 年由 Modigliani、Brumberg 共同提出的理论。该假说认为，消费者是理性的，会根据对未来收入的预期来优化生命周期的各期消费，并非仅依据当前收入，以实现个人效用最大化为目标来推导消费函数，消费取决于财产收入和劳动收入，以及两类收入的边际消费倾向。该理论认为，居民在青年和老年期的消费大于收入，会动用未来收入或储蓄，进入中年期收入高于消费，储蓄部分用以偿还青年时期的预支和老年期的养老，消费水平主要随生命周期不同时段变化，目标为整个生命周期内预算约束下的效用最大化，因此理性消费者会借助信贷和储蓄手段，将一生收入合理分配来平滑消费，强调一生的持久收入对消费的影响。居民综合考虑过去积蓄的

财富、当期收入、未来收入、可预期的支出、工作与退休时间等因素，决定一生中的消费和储蓄。在长期收入对消费和储蓄的影响上，和持久收入假说有共同之处，但更强调个体一生的平滑，储蓄是出于年龄结构的考虑。生命周期假说未将不确定性纳入消费理论模型，这一点在后来的发展中得到完善。

## 8.4.2 互联网理财助推消费升级的经验证据

### 8.4.2.1 合理配置金融资产行为有助于消费和消费升级

基于蚂蚁集团数据，本部分主要通过截面数据研究合理配置金融资产的行为对消费和消费升级的影响。基准模型设定如下：

$$consumption_i = \beta_0 + \beta_1 treated_i + \beta_2 X_i + \varepsilon_i$$

其中，*consumption*为电商消费支出，以及发展型、享受型、耐用品消费；*treated*为资产配置行为，如是否在购买被动型基金的基础上还购买了主动型基金、是否在购买货币基金的基础上还购买了其他基金、是否在购买股票和混合型基金的基础上还购买其他低风险基金；*X*代表消费者个人特征。

根据基准回归结果，在购买被动型基金的基础上还购买其他主动型基金比仅购买被动型基金更能够促进消费支出总额，并且有助于发展享受型消费和耐用品消费在消费总支出中比重的增加，即促进消费升级；在购买货币基金的基础上还购买其他类型的基金比仅购买货币型基金更能够促进消费和消费升级；在购买 stock 和 blend 基金的基础上还购买其他低风险基金比仅购买风险较高的基金更能够促进居民消费和消费升级。因此，合理配置金融资产的行为更有助于促进居民消费和消费升级。

表 8-11 合理配置金融资产对消费影响的实证结果

	电商消费总额	发展型消费	享受型消费	耐用品消费
是否在购买被动型基金的基础上还购买主动型基金	1.3080*** (0.0859)	0.0425*** (0.0065)	0.0172** (0.0071)	0.0652*** (0.0085)
是否在购买货币基金的基础上是否还购买其他类型基金	2.2587*** (0.1673)	0.0739*** (0.0097)	0.0708*** (0.0097)	0.1202*** (0.0136)
是否在购买 stock 和 blend 基金的基础上是否还购买其他低风险基金	2.4613*** (0.1597)	0.1044*** (0.0123)	0.0675*** (0.0097)	0.0370*** (0.0104)

数据来源:中国人民大学金融科技研究所、蚂蚁集团研究院

由于不同人群存在一定异质性问题，我们在基准模型中分别加入处理变量与城市等级的交叉项、处理变量与是否涉农的交叉项、处理变量与现金流状况的交叉项、处理变量与房产持有情况的交叉项来研究金融资产配置行为对不同人群消费的影响。结果表明，这些交叉项的系数均显著为负，意味着随着城市等级的增加、现金流的增大、房产持有评分的增加或者对于城市人群，金融资产配置行为对消费总额和消费升级的影响有所下降，表明合理配置金融资产对下沉人群消费的影响更重要。

#### 8.4.2.2 居民理财行为影响消费升级的传导机制

基于现有文献以及实证分析提供的经验证据，我们认为居民理财行为对消费的影响主要通过三个传导渠道：财富效应传导机制、资产效应传导机制和信贷效应传导机制。

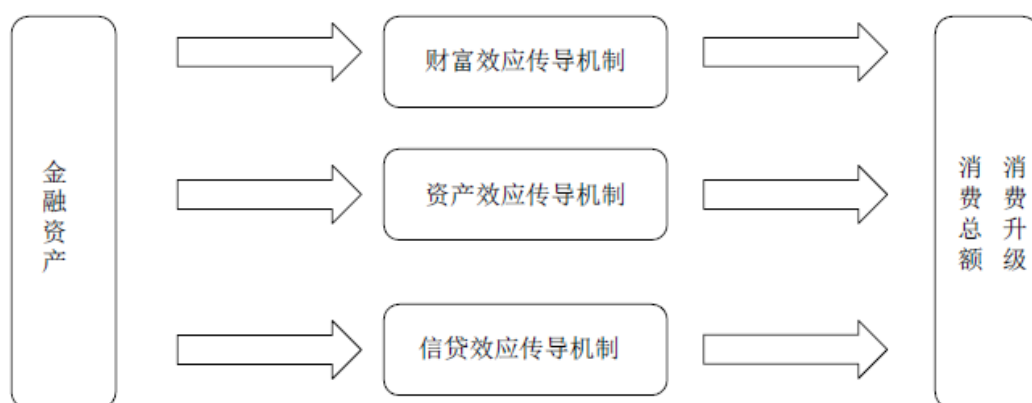


图 8-17 居民家庭理财行为影响消费行为的传导机制

第一，财富效应传导机制。居民家庭购买的资产的价格波动会使得消费者的收入增加或者减少，进而引起消费总额及结构发生变化（Campbell and Cocco, 2007）。财富传导机制主要是通过实际收入和预期收入两种途径进行传导：（1）实际收入效应，当居民持有的金融资产价格上升时，其拥有的金融资产价值会相应提高，居民可以在市场上卖出金融产品来获得资本利得收益，从而刺激消费总额的增长以及消费结构的升级；（2）预期收入效应，当居民对持有的金融资产抱有一种未来价格会增长的预期时，将会增加投资者

的消费信心，从而在一定程度上影响消费行为的改变。如当投资者看好某一只股票的长期投资价值时，没有即刻变现，即使持有股票不会给投资者带来实际收入，但只要能给投资者带来未来收入增长的预期，也会导致当期消费的增加及消费结构的调整。

实证分析结果表明，金融资产是否获益对居民消费有显著的正向影响，并且会显著影响到发展型、享受型消费和耐用品消费。此外，对于现金流比较低和房产持有评分较低的人群而言，投资收益对消费促进作用更大。

第二，资产效应传导机制。居民或家庭会通过理财行为优化资产配置，将其持有的不同类型资产（固定资产、金融资产等）跨期分配用以消费（李涛，陈斌开 2014），通过缓解流动性约束实现消费平滑，从而促进消费以及消费多样性。当投资者流动性紧张时，通过变现持有的金融资产增加当期收入，缓解流动性约束，从而扩大当期消费额度或者推动消费转型升级。

实证分析结果表明，基金赎回金额对消费总额以及发展型、享受型消费和耐用品消费都有显著的正向影响。同时我们还用是否有赎回行为这一虚拟变量作为核心解释变量进行稳健性检验，所得结论保持一致。同样，对于现金流比较低和房产持有评分较低的人群而言，资产效应对消费的影响更大。

第三，信贷效应传导机制。居民家庭持有金融资产有助于个人信用，更容易获得消费信贷，进而促进居民的消费和消费升级。一方面，金融资产价值上升时，投资者的抵押资产就会增加，信用水平提高；另一方面互联网理财行为完善了居民家庭的信用记录，使得投资者获得信贷支持的难度降低，最终能够通过信贷提高消费水平、拓宽消费种类。

实证分析结果表明，基金持有规模对消费和消费升级有显著影响，并且会通过增加消费者的消费信贷来促进消费和消费升级。

## 第9章 主要结论与政策启示

### 9.1 “大资管时代”以来我国资管行业发展迅速，2013 年第一季度至 2020 年第一季度行业总指数增长近 4.5 倍。

中国武夷资产管理行业发展指数旨在动态刻画近年来我国资产管理行业的整体变化情况，我们选取资管规模、资管产品、经营效益和人才资源四个一级指标，银行业、证券业、保险业、信托业、基金业等五大行业作为二级指标，并以此来构建 2013 年第一季度至 2020 年第一季度中国武夷资产管理行业发展指数。

结果表明，2013 年一季度至 2020 年一季度，我国资产管理行业总指数增长近 4.5 倍，整体呈现先增后减两个发展阶段。第一阶段为 2013 年一季度至 2017 年四季度的迅猛增长阶段，该指数从 2013 年一季度基期的 100 增长到 2017 年四季度的 532.19，五年间增长了近 4.3 倍。第二阶段为 2018 年一季度至 2020 年一季度的小幅下调阶段，2019 年第一季度总指数首次出现同比负增长，降至 537.34，而后出现小幅回升。

今年以来，受疫情等影响，各类型指数均出现一定程度的增长放缓甚至负增长的情况。截至 2020 年第一季度，指数测算结果如下：

第一，整体层面，总指数为 546.62，同比增长 1.72%，环比增长 1.03%；

第二，分二级指标层面，规模指数为 532.17、同比减少 7.46%，产品指数为 814.86、同比减少 7.81%，经营效益指数为 264.24、同比增长 3.33%，人才资源指数为 226.46、同比增长 6.97%；

第三，分行业层面，银行业资管指数为 541.29、同比减少 10.96%，证券业资管指数为 361.11、同比减少 11.33%，保险业资管指数为 538.89、同比增加 20.93%，信托业资管指数为 274.77、同比增加 6.73%，基金业资管指数为 1032.38、同比增加 5.74%。

### 9.2 银行理财业务稳步发展，净值化转型或将提速

第一，资管新规落地以来，银行理财净值化转型逐步推进。依据银行理

财年报，截至 2019 年 12 月末，非保本理财中净值型产品规模占比 43.3%。2020 年 7 月底，监管发布资管新规过渡期延长一年之安排。对此，建议进一步细化老产品整改要求，避免拖而不改，防止 2021 年底被迫再度延长过渡期。此外，应对标公募基金公司，进一步完善理财子公司的监管，规范发展。

第二，银行理财进入理财子公司时代。我们预计 2020 年底，正式开业的理财子公司将超过 20 家，考虑到从资管部变成子公司的挑战与机遇，对此，建议银行理财公司加大产品布局，丰富产品线；加强人员团队建设，提升投研能力；完善制度，提升薪酬激励的竞争力；加强科技应运，完善相关 IT 系统。

第三，理财子公司与公募基金公司、券商资管将是竞争与合作关系，而非纯粹的竞争对手。对此，建议银行理财公司顺应合作的大趋势，借助委外等提升固收+、权益类产品收益率，为客户提供丰富的产品，满足客户的理财需求。

### 9.3 券商资管竞争加剧，业务加速改革创新

第一，资管新规“降杠杆、去通道”要求下，业务结构发生重心转变。资管新规下，资金端通道业务被全面封堵，资产端被动管理模式也被封堵，以定向计划通道业务为主的券商资管必然要转移重心。对此，建议将工作重心转移至资产证券化（ABS）等“非标”转“标”业务，利用自身比较优势进行主动管理，从客户拓展、产品创新等方面予以突破。

第二，券商利用自身优势，提高业务质量与规模。与基金、信托相比，证券公司资管具有全业务链的优势，可以串联券商各业务板块，但是券商资管规模在“大资管”行业中仅处在中游地位。对此，建议券商资管在资金端与经纪业务协同，在产品端与投研体系协同，在资产端与投行业务、信用业务协同，从而提高资管业务质量的同时扩大规模水平。

第三，正确理解与迎合政策导向，迅速完成业务转型，在变化阶段抢占先机。资管新规过渡期正式宣布延长至 2021 年底，目的是保持金融市场稳定，防止资产集中抛售，为券商资管转型提供空间与时间，但长期改革大方向并没有改变。对此，建议坚持改革决心不动摇，充分利用过渡期的延长时

间，集中精力处理存量资产和老产品，力争 2021 年底之前完成过渡目标。

## 9.4 保险资管新规落地带来新机遇，实力提升应对金融加速开放

第一，资管新规赋予保险资管市场化地位，利于其长期健康发展。资管新规统一各资管子行业监管要求，缩小监管差异，保险资管新规赋予保险资管市场化地位，在监管要求上向银行理财看齐，有利于保险资管行业长期健康发展。对此，建议进一步明确保险资管机构监管要求，减少监管差异。保险资管新规将保险资管明确定位为私募资管产品，将开启保险资管市场化发展的新篇章。各家保险资管机构应抢抓机遇，加快发展市场化发展。

第二，保险资管公司受托业务的竞争压力加大。受托关联保险机构保险资金业务、非关联保险机构的保险资金业务、第三方非保险资金的业务等是目前保险资管公司主要受托业务。2012 年《保险资金委托投资管理暂行办法》实施以来，券商、基金公司等资管机构可作为受托人受托保险资金投资，保险资管的竞争压力加大。对此，建议保险资管机构加强品牌建设，提升市场影响力，扩大第三方资管业务，避免对母公司资金产生过度依赖。

第三，金融业对外开放提速，保险资管行业竞争愈加激烈。随着金融业对外开放明显加快，外资控股的保险资管公司登上舞台，保险资管行业竞争也将更加激烈。对此，建议我国保险资管机构顺势而为，提升实力，积极应对竞争。此外，金融科技也在逐步变革保险资管行业，须跟上时代的步伐，加强金融科技的应运，通过科技赋能提升竞争力。

## 9.5 金融供给侧改革持续推进，信托行业将加速转型

第一，信托行业直面转型，回归本源，稳健经营，创新发展，服务实体经济效率和风险管理能力持续提升。面对监管政策和监管环境的根本性变化，信托行业将进入新的发展阶段，行业转型有望加速。未来信托公司融资类业务占用资本可能明显提升，融资类业务发展会越来越受到来自于资本方面的约束。对此，建议信托公司逐渐摆脱对融资类业务的过度依赖，从

规模优先转变为质量优先的增长模式。传统融资类业务还面临着与商业银行同质化竞争、综合管控能力不足等困境，未来信托公司还需培养标准化产品投资团队和投资能力，加大股权投资业务拓展力度，逐步提升主动投资管理能力。

第二，2019年，信托行业的资本实力进一步增强，实收资本、信托赔偿准备和未分配利润都保持了较快的增速。基于中国经济社会的发展现状、金融监管的背景与当前的市场格局，参考境外发达国家及地区信托行业的发展历程，预计未来证券投资服务信托、资产证券化信托、年金信托与家族信托这四类服务信托业务具备较大的业务发展空间。对此，建议：一是深入挖掘受托服务功能，发展服务信托。服务信托被认为与资金信托、慈善信托并列的信托业务类型；二是加强销售渠道建设，搭建线上线下一体化财富管理平台将家族信托作为信托业财富管理发展的方向。三是通过构建信托文化推动行业发展，探索可持续发展模式，为信托行业转型打下坚实基础。

## 9.6 基金资管稳步发展，投研能力或成为行业新优势

第一，公募基金行业制度体系趋于完善，利好资管业务发展。随着大资管行业制度的完善，公募基金行业监管劣势的局面将得到改善，同时，公募基金行业规范已走在前面，更有利于公募基金行业利用监管红利快速发展。对此，建议公募基金行业应积极履行其普惠金融的社会责任。在业务开展中，基金管理公司应积极布局养老FOF产品业务，不仅是社会责任的体现，也能优化资产管理负债端。

第二，货币基金在公募基金行业发展中作用显著。货币型基金产品在各品类产品中的占比一直是最高的，多数基金管理公司通过货币型基金的发行和运营，获取了发展的基础和行业地位。基金管理公司依靠货币型基金产品规模获取的行业地位和公众认知度，在短期内是无法改变的。对此，建议公募基金行业应积极进行业务模式、服务模式创新，并积极开展互联网金融的独立布局。

第三，私募基金行业规范仍任重道远。目前，中国证券投资基金业协会已经通过AMBERS系统实现了对私募基金管理人和私募基金产品的规范登

记和基础信息披露,但是距离一个行业严格意义的监管规范还有一定的距离。对此,建议私募基金行业应加快行业自律的脚步,同时,我们也要考虑到私募基金行业应有的高风险、高灵活度的属性,监管政策不能像银行、券商等金融机构一样,既要考虑到行业的统一化监管要求,也要考虑到业务开展过程中的灵活性。

第四,私募基金行业是国内资管行业的重要补充,应在更专业化的领域做出重要贡献。我国的资管行业已经在多元化、多样性的路途中快速发展壮大,私募基金行业作为资管行业与实体经济关系最密切的行业,是我国股权投资的重要途径之一。对此,建议私募基金管理人在未来的发展中要客观的认识自身的特质、行业小众性,在资产管理业务中不必广布局,更多的应该做一个资深的某领域专业资产管理机构。

## 9.7 传统理财市场存在一定缺口, 互联网理财成为重要补充

第一,理财市场存在缺口为互联网理财留下发展空间。2018年以来,我国理财市场的规模和产品存续量增速放缓,信托、证券业的理财规模以及银行、证券业的理财产品数量甚至出现了负增长。互联网理财的发展速度虽然受到强监管影响有所下降,但其线上化的模式以及智能投顾的运用能够突破传统理财模式诸多限制,降低理财门槛,为投资者提供多元选择,减少数字鸿沟,将理财服务触达更多下沉人群,扩大理财市场规模,未来发展动力强劲。2018年,我国居民可投资金融资产规模高达147万亿人民币,但是投资结构比较单一,其中居民储蓄占比就达49%。出现这一现象的原因,一方面在于我国居民理财意识不足;另一方面是我国传统理财市场门槛较高,交易成本昂贵,产品种类单调导致下沉人群缺乏理财渠道,这为我国互联网理财留下发展空间。对此,建议传统金融机构与互联网金融平台展开全方位地深入合作,发展智能投顾,推动理财线上化,创新理财服务模式,提高理财服务的普惠性,满足大众投资者的多样化理财需求,从而推动我国理财业务转型升级。

第二,青年人群和下沉人群是互联网理财的“明日之星”。互联网理财平台有助于培养投资者理财习惯,增加理财经验,帮助理财用户迅速成长为

成熟投资人，尤其是对小镇青年和下沉人群理财意识的培养效果更为显著。但整体来看，下沉人群的投资效率和投资能力相对较弱。对此，建议加强金融投资者教育，注重金融知识“向下”普及。加大对下沉人群金融知识的普及力度，增加投资者的金融素养，提高投资效率。一方面可以帮助下沉人群实现收入向上迁跃，拉动内需，促进经济增长；另一方面可以提高金融监管效率，维护金融市场稳定。

第三，互联网理财有助于促进居民消费和消费升级，拉动内需。对居民来说，合理配置金融资产有助于促进居民的消费和消费升级，更进一步，这主要是通过财富效应传导机制、资产效应传导机制和信贷效应传导机制来促进。对此，建议要充分发挥互联网理财在促进消费升级、改善金融资产配置等方面的作用，进一步拉动内需，促进经济增长。

## 参考文献

- [1] 曾刚.2019 年度中国信托业发展评析[DB/OL].2020.3.20.
- [2] 中国信托业协会.2019 年信托业专题研究[DB/OL].2020.1.8.
- [3] 刘光祥.2001-2019:信托业调整与转型,中国信托业发展与理论探索系列(四)[J]. 金融博览(财富).2019(12):70-73.
- [4]中国保险资产管理业协会.2015 年中国保险资产管理发展报告[R].2015.
- [5]华宝证券,李真等.投行加速对接实体经济,资管业务走出差异化-2019 年保险资管行业报告[R].2019.2.28.
- [6]中国证券投资基金业协会.中国证券投资基金业年报(2019)[R].2019.
- [7]迈克尔 海瑟.2018 年安联全球财富报告[R].2018.
- [8]张春辉.券商资管业务创新:历史演进,制约因素与发展对策[J].证券市场导报, 2013(06).
- [9] 中国银行保险监督管理委员会.保险资产管理产品管理暂行办法 [R].2020.5
- [10] BCG,中国建设银行.中国私人银行 2019[R].2020
- [11] 陈永伟,史宇鹏,权五燮.住房财富、金融市场参与和家庭资产组合选择——来自中国城市的证据[J].金融研究,2015(04):1-18.
- [12] 傅秋子,黄益平.数字金融对农村金融需求的异质性影响——来自中国家庭金融调查与北京大学数字普惠金融指数的证据 [J]. 金融研究,2018(11):68-84.
- [13] 高明,刘玉珍.跨国家庭金融比较:理论与政策意涵[J].经济研究,2013,48(02):134-149.
- [14] 广发银行,西南财经大学. 2018 中国城市家庭财富健康报告[R].2018
- [15] 韩立岩,杜春越.城镇家庭消费金融效应的地区差异研究[J].经济研究,2011,46(S1):30-42.
- [16] 江静琳,王正位,向虹宇,廖理.金融知识与基金投资收益:委托投资能否替代金融知识[J].世界经济,2019,42(08):170-192.

- [17] 蒋涛,董兵兵,张远.中国城镇家庭的资产配置与消费行为:理论与证据[J].金融研究,2019(11):133-152.
- [18] 李凤,罗建东,路晓蒙,邓博夫,甘犁.中国家庭资产状况、变动趋势及其影响因素[J].管理世界,2016(02):45-56+187.
- [19] 路晓蒙,尹志超,张渝.住房、负债与家庭股市参与——基于 CHFS 的实证研究[J].南方经济,2019(04):41-61.
- [20] 马德功,韩喜昆,赵新.互联网消费金融对我国城镇居民消费行为的促进作用研究[J].现代财经(天津财经大学学报),2017,37(09):19-27.
- [21] 蚂蚁集团研究院.美国投顾市场运行机制研究及其对我国投顾市场发展的启示[R].2020
- [22] 潘敏,刘知琪.居民家庭“加杠杆”能促进消费吗?——来自中国家庭微观调查的经验证据[J].金融研究,2018(04):71-87.
- [23] 孙兴杰,鲁宸,张璇.消费降级还是消费分层?——中国居民消费变动趋势动态特征研究[J].商业研究,2019(08):25-35.
- [24] 唐琦,夏庆杰,李实.中国城市居民家庭的消费结构分析:1995—2013[J].经济研究,2018,53(02):35-49.
- [25] 田长海,刘锐.消费金融促进消费升级的理论与实证分析[J].消费经济,2013,29(06):18-21+26.
- [26] 王江,廖理,张金宝.消费金融研究综述[J].经济研究,2010,45(S1):5-29.
- [27] 王平,王琴梅.消费金融驱动城镇居民消费升级研究——基于结构与质的多重响应[J].南京审计大学学报,2018,15(02):69-77.
- [28] 魏革军.金融可得性的理解[J].中国金融,2018(24):7.
- [29] 西南财经大学中国家庭金融调查与研究中心,蚂蚁集团研究院.疫情下中国家庭的财富变动趋势[R].2020
- [30] 谢家智,吴静茹.数字金融、信贷约束与家庭消费[J].中南大学学报(社会科学版),2020,26(02):9-20.
- [31] 邢天才,张夕.互联网消费金融对城镇居民消费升级与消费倾向变动的的影响[J].当代经济研究,2019(05):89-97+113.
- [32] 易行健,周利.数字普惠金融发展是否显著影响了居民消费——来自中国家庭的微观证据[J].金融研究,2018(11):47-67.

- [33] 尹志超,宋全云,吴雨.金融知识、投资经验与家庭资产选择[J].经济研究,2014,49(04):62-75.
- [34] 尹志超,吴雨,甘犁.金融可得性、金融市场参与和家庭资产选择[J].经济研究,2015,50(03):87-99.
- [35] 尹志超,张号栋.金融可及性、互联网金融和家庭信贷约束——基于CHFS数据的实证研究[J].金融研究,2018(11):188-206.
- [36] 臧旭恒,张欣.中国家庭资产配置与异质性消费者行为分析[J].经济研究,2018,53(03):21-34.
- [37] 张大永,曹红.家庭财富与消费:基于微观调查数据的分析[J].经济研究,2012,47(S1):53-65.
- [38] 张李义,涂奔.互联网金融对中国城乡居民消费的差异化影响——从消费金融的功能性视角出发[J].财贸研究,2017,28(08):70-83.
- [39] 招商银行,贝恩.2019中国私人财富报告[R].2020
- [40] 中国互联网络信息中心.第44次中国互联网络发展状况统计报告[R].2019.8
- [41] 中国互联网络信息中心.第45次中国互联网络发展状况统计报告[R].2020.4
- [42] 中国金融四十人论坛.中国智能金融发展报告[R].2019
- [43] HAIKEL-ELSABEH, Marie. How Personal Finance Management Influences Consumers' Motivations and Behavior Regarding Online Banking Services[J]. Digiworld Economic Journal, 2016,103(3).
- [44] Hiroaki Hayakawa. Consumer behavior in a monetary economy and smoothing of composite consumption[J]. Eurasian Economic Review: A Journal in Applied Macroeconomics and Finance,2020,10(1).
- [45] Jie Li,Yu Wu,Jing Jian Xiao. The impact of digital finance on household consumption: Evidence from China[J]. Economic Modelling,2020,86.
- [46] JOHN Y. CAMPBELL. Household Finance[J]. The Journal of Finance,2006,61(4).
- [47] Nicholas S. Souleles. Expectations, Heterogeneous Forecast Errors, and Consumption: Micro Evidence from the Michigan Consumer Sentiment

Surveys[J].Journal of Money, Credit, and Banking, 2004,36(1).

[48] Quanyun Song,Jie Li,Yu Wu,Zhichao Yin. Accessibility of financial services and household consumption in China: Evidence from micro data[J]. North American Journal of Economics and Finance,2020,53.

[49] Stephen P. Zeldes. Consumption and Liquidity Constraints: An Empirical Investigation [J].Journal of Political Economy, 1989,97(2).

