

2015年

中国资产管理行业发展报告

市场大波动中的洗礼——2014年追踪，中国资产管理行业研究年度最权威发布

经历了2014年「过山车」般跌宕起伏的市场洗礼，中国资本市场将何去何从？大资管时代，如何炼就多元化综合经营下的跨市场新视角？「互联网+」如何引爆金融业转基因革命，资产管理机构的「荣枯」和「迭代」将如何加速进行？

巴曙松 杨惊 刘少杰 等◎著



中国人民大学出版社
China Renmin University Press

2015年

中国资产管理行业发展报告

市场大波动中的洗礼

巴曙松 杨惊 刘少杰 等◎著



中国人民大学出版社
·北京·

图书在版编目 (CIP) 数据

2015 年中国资产管理行业发展报告: 市场大波动中的洗礼 / 巴曙松等著.
—北京: 中国人民大学出版社, 2015.10

ISBN 978-7-300-21901-1

I. ① 2… II. ① 巴… III. ① 资产管理—研究报告—中国—2015
IV. ① F832.48

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2015) 第 215765 号

上架指导: 资产管理 / 金融投资

版权所有, 侵权必究

本书法律顾问 北京市盈科律师事务所 崔爽律师
张雅琴律师

2015 年中国资产管理行业发展报告: 市场大波动中的洗礼

巴曙松 杨 惊 刘少杰 等 著

2015 Nian Zhongguo Zichan Guanli Hangye Fazhan Baogao: Shichang
Dabodong zhong de Xili

出版发行 中国人民大学出版社

社 址 北京中关村大街 31 号

邮政编码 100080

电 话 010-62511242 (总编室)

010-62511770 (质管部)

010-82501766 (邮购部)

010-62514148 (门市部)

010-62515195 (发行公司)

010-62515275 (盗版举报)

网 址 [http:// www. crup. com. cn](http://www.crup.com.cn)

[http:// www. ttrnet. com](http://www.ttrnet.com) (人大教研网)

经 销 新华书店

印 刷 北京中印联印务有限公司

规 格 170 mm×230 mm 16 开本

版 次 2015 年 10 月第 1 版

印 张 29 插页 1

印 次 2015 年 10 月第 1 次印刷

字 数 436 000

定 价 89.90 元

版权所有

侵权必究

印装差错

负责调换

中国资产管理行业发展报告

课题组简介

课题主持人

巴曙松 研究员 中国银行业协会首席经济学家，博士生导师
香港交易及结算所首席中国经济学家

课题协调人

杨 惊 兴业全球基金固定收益部
刘少杰 平安证券股权事业部

合作的行业专家（排名不分先后）

余 青 中再资产管理股份有限公司董事长
肖 风 万向控股副董事长、通联支付网络服务股份有限公司董事长
李春平 量鼎资本管理有限公司执行董事
莫泰山 上海博道投资管理有限公司董事长
王 菁 招商银行私人银行部总经理
罗春风 平安大华基金管理有限公司总经理
刘秋明 平安证券副总裁
刘艳华 平安证券董事总经理
陈 愚 梧桐理财网 CEO
刘亦婷 LSUS 资本公司联合创始人、CEO
刘 辉 红塔红土基金管理公司董事副总经理
李 叶 广发证券产品中心总经理
林 华 厦门市创业投资公司总经理
陈力君 美国教师年金基金会（TIAA CRFF）资产管理部董事主管
刘书文 上海衡庐资产管理有限公司董事长
吴荣文 美国某银行集团全球资产负债管理高级总监

合作机构

挖财理财	王志峰、叶捷、陈益纤、郝洋、王晓文、陈琦、张乐章
百瑞信托	石笑东、罗靖、高志杰、陈进
源乐晟投资	王猛
清科集团	符星华、姬利
诺亚财富	刘晓政、蔡真、孙一如
华宝证券研究所	李真
赣江汇	Julian Wang

课题组成员

高 扬	兴业证券固定收益部
周冠南	华创证券资产管理总部
李 科	招商期货
陈 洁	包商银行研究所
刘蕾蕾	中国人民银行西安分行营业管理部
邱思骏	平安信托资产管理部
郭红涛	平安信托金融同业部
黄泽娟	广州证券战略管理总部
黄 杨	深圳证券交易所固定收益部
张 喆	中国证券登记结算有限责任公司基金业务部
张 来	吉富创业投资股份有限公司创投管理部
马文霄	中央财经大学
方 立	中央财经大学
吴 过	中央财经大学
尹海晨	南开大学
张必武	上海财经大学
郭兴邦	上海财经大学
朱茜月	重庆工商大学
胡 北	重庆工商大学

经历市场大波动洗礼的资产管理行业

巴曙松

中国银行业协会首席经济学家，博士生导师
香港交易及结算所首席中国经济学家

2015年以来中国资本市场上最受关注的市场事件之一，莫过于中国资本市场在半年之内再一次走出了“过山车”行情。不同于以往的几轮股票牛市，此次杠杆强化推动下的牛市，行情来势之迅猛，下跌之惨烈，对整个资产管理行业来说不啻是一次没有先例的洗礼。

在中国资本市场高速发展的不同时间节点，资产管理行业作为对市场变化最为敏感的行业之一，必然会相应衍生出许多层出不穷的新现象。但与以往不同的是，一方面，在中国资产管理行业不同领域陆续发生转型量变的过程中，质变也在这几年陆续发生；另一方面，在这些质变陆续发生的同时，除了监管层预期和规划之内的现象和效果之外，一些不同领域之间的变化叠加产生的“化学反应”，带来了一些意料之外的现象。

以此次杠杆牛市“过山车”行情为例，行情巨幅波动的一个重要因素就是场

外配资以及不同形式的社会资金大规模进入股市。互联网金融活动的崛起，带动了一大批活跃的社会资金以不同的形式涌入股市；同时，随着银行理财“负债”大规模替代一般性存款负债，银行理财资金相比一般性存款的偏高成本特性造成了理财资金配置的风险偏好明显提升。因此，银行理财资金在投向上也在不断作出新的尝试。在权益市场持续走牛的过程中，固定收益市场的绝对收益持续走低加上权益市场强烈的上涨预期，一些理财资金有强烈的冲动参与到权益市场之中。

面对资产管理行业在资本市场大幅波动下的自我调整，也促使这个行业在经历市场大幅波动的洗礼之后更为成熟。

第一，多元化综合经营需要跨市场的新视角。在分业监管体制下，不同资产管理机构往往由不同的监管机构监管，在不同机构的业务被较为严格的区分、资产管理业务链条复杂度有限的背景下尚可以取得较好的效果，但是，随着“大资管”趋势的逐步确立，各种类型的机构在“转型”和“突围”中积极创新出了各种多样化的业务范围，跨监管机构监管的资产管理机构之间的合作变得愈加频繁，这就要求不同的监管机构也要具有全局思维，不能仅仅考虑自己所监管的机构的风险敞口，还要考虑所监管的机构的风险对于整个金融系统而言会造成何种影响。随着资产管理行业的进一步发展和深化，不论是从监管还是市场分析环节，全局思维将会越来越重要。

第二，市场工具的多元化和复杂化，也促使资产管理机构需要更加熟练地运用不同市场工具来管理市场波动。此轮权益类牛市的一大特征是，逐渐丰富的衍生品开始在资本市场上逐步扮演愈加重要的角色。一方面，衍生品的种类逐渐丰富，交投逐渐活跃；作为杠杆品种，衍生品具有较高的灵敏性，既可以发挥风险对冲的效果，同时也能对市场情绪有一定的引导作用。另一方面，大量的类衍生品（两融、分级、资本市场配资等），对于市场波动的影响力也会放大。

第三，资产管理机构的专业化、差异化在大波动中显得更为重要。在此轮权益市场大幅波动的过程中，我们可以看到，一些资产管理机构顺周期的行为非常明显，部分机构过于“散户化”的思维和“同涨同跌”行为，对于资本市场的稳定非常不利。

此次权益市场的大震荡不是中国资本市场在资产管理行业大发展背景下新现象的终结。未来，随着中国资本市场的快速发展和资产管理行业变革的进一步加深，

中国资本市场会有更多的新现象和新常态出现。在当前环境下，资产管理行业的几个新特征同样值得我们重点关注。

第一，随着牌照制度的进一步放开以及整个行业的“互联网化”程度的进一步加深，中国资产管理行业的效率将得到持续提升。同时，随着进入行业越来越容易，退出也会更加有章可循，行业内资产管理机构的“荣枯”和“迭代”将会加速，病树前头万木春，伟大的资产管理公司也必将在此过程中产生。

第二，随着证券化的进一步推进以及衍生品种类的丰富，中国标准化的融资需求将会越来越多，中国资产管理行业的基础产品市场将会变得越来越丰富，各类机构参与资产管理行业的手段将会变得更为立体和多元。

第三，中国资产管理行业变得越来越国际化。一方面，从中国国家资产负债表的角度来看，外储持有主体和境外投资主体多元化和分散化是中国改善国家资产负债表的必然要求，中国具有境外投资能力和国际化视野的投资管理机构将会越来越多。另一方面，随着人民币国际化的逐步推进和资本项目的有序开放，境外投资机构也将会更多地参与到中国资本市场中。

基于对资产管理市场的思考和总结，2015年资产管理报告主要分为以下几部分内容：第一部分是行业格局篇，本部分从整个资产管理行业面临的宏观环境出发，对行业发展的脉络与格局进行梳理与思考，对整个行业的内涵与外延做了进一步的梳理与界定，并针对眼下正在发生的、将对整个行业造成深远影响的资产证券化和互联网化浪潮进行了阐述和研究。同时，对于2015年6月底7月初所发生的股市大幅波动，我们也从资产管理行业发展的角度对其进行了解释和探讨。

第二部分是机构专题篇，在行业宏观研究的背景之下，本部分立足于细分行业的中观视角，重点对2015年资产管理板块下各子行业进行了勾勒与刻画。在资产管理板块旗下的子行业队伍越发壮大，不同类型机构之间的相互联系也变得更加紧密的状态下，银行、券商等各类资产管理机构积极寻找适合自身的行业定位、业务模式与组织架构，保险行业、信托行业等板块积极谋求转型，以及期货资管等行业积极拓展自身在整个资产管理行业中的发展空间均是本年度行业发展过程中的亮点。

第三部分是全球资产管理篇，2015年的报告新增了对全球资产管理的研究内

容，结合全球宏观经济发展背景，对美国、欧洲和新兴市场资产管理行业发展状况进行考察。希望通过对全球资产管理行业的总体描摹，能让各位读者在关注国内资产管理行业大发展的同时，也能关注和了解全球资产管理行业发展更为广阔的图景。

本年度报告是由我和刘少杰、杨惊负责整体协调组织以及全书的统稿、修订、讨论、出版等事宜，最后由我对全书进行全面修订统稿。各章起草人员为：巴曙松、杨惊、刘少杰起草第1章；巴曙松、杨惊、高扬起草第2章；杨惊、刘少杰、Julian Wang起草第3章；刘蕾蕾、方立起草第4章；高扬、马文霄、方立起草第5章；陈洁、马文霄起草第6章；邱思骏、黄杨起草第7章；杨惊、高扬、吴过起草第8章；黄泽娟、张喆起草第9章；石笑东、罗靖、高志杰、陈进起草第10章；李科起草第11章；符星华、姬利起草第12章；王猛起草第13章；刘晓政、蔡真、孙一如起草第14章；李真起草第15章；周冠南起草第16章；张必武、周冠南起草第17章；尹海晨、周冠南起草第18章；朱茜月、周冠南起草第19章。除了章节作者之外，郭红涛、张来、郭兴邦、胡北对于本书修订、校对亦作出了非常大的贡献。

同时，我们也十分感谢湛庐文化的编辑团队为本书的出版所付出的持续的专业努力。感谢诺亚财富、清科集团、百瑞信托、源乐晟资产、挖财、华宝证券研究所、赣江汇等金融机构和组织，以及肖风、余青、李春平、李叶、林华、陈文、陈恩、陈力君、王春艳、王菁、罗春风、刘辉、刘艳华、刘亦婷、刘秋明、吴荣文、莫泰山、赵新杰、王玉国、王瑞君（排名不分先后）等金融界朋友的帮助和支持。有了他们的鼓励和支持，我们的研究也有了继续前行的动力。当然，本书中的所有观点仅代表参与课题研究的研究人员的个人观点，不代表任何机构的意见和看法。虽然研究人员本着专业严谨的态度进行研究，但是并不能保证相关信息的准确性和完整性，本报告中的所述内容和意见仅供读者参考，不构成对所述资产的投资建议。

在市场大变革时期，我们希望本书可以继续抛砖引玉，希望更多的优秀资产管理机构共同参与到对资产管理行业的研究活动中来，共同促进行业的进一步繁荣发展。

是为序。

序言 经历市场大波动洗礼的资产管理行业

巴曙松

中国银行业协会首席经济学家，博士生导师
香港交易及结算所首席中国经济学家

第一部分 行业格局篇

- 01 竞争加剧、效率提升，迎接资产管理行业“百花齐放时代” / 003
- 02 杠杆牛市中的资产管理行业检验与反思 / 017
- 03 资产管理核心商业模式的求索与激辩 / 033
- 04 “互联网+”资产管理，大数据智能化的转基因革命 / 049
- 05 资产证券化酝酿大资管变局 / 079

第二部分 机构专题篇

- 06 银行资产管理，从适时而生到顺势而变 / 125

- 07 保险资管，政策红利推动下向全面资管机构转型 / 161
- 08 权益大行情背景下的公募基金行业观察 / 189
- 09 券商资管，去通道下的创新谋求转型 / 213
- 10 转型中的信托业，行业重塑与未来发展 / 231
- 11 期货资管，新生力量的抉择与机遇 / 259
- 12 新股权时代的私募股权发展格局 / 275
- 13 移动互联时代私募证券基金的商业模式创新 / 295
- 14 财富配置新趋势中的高端财富管理 / 307
- 15 金融产品发展与展望 / 327

第三部分 全球资产管理篇

- 16 全球资产管理，快速增长下的新趋势 / 351
- 17 美国资产管理行业发展现状与展望 / 367
- 18 欧洲资产管理行业发展现状与展望 / 397
- 19 新兴市场国家资产管理行业发展现状与展望 / 421

后记 / 447



你不是一个人在读书！
扫码进入湛庐“商业新思维”读者群，
与小伙伴“同读共进”！

2015

第一部分 行业格局篇

- ◎ 大资管行业转型逐步进入“深水区”，市场化程度逐步提升。资管行业展开了以逐步降低准入门槛为标志，彻底解放资产管理能力为核心的市场化进程。
- ◎ 经历了此轮“牛熊过山车”之后，这要求中国的监管部门和各类资产管理机构要在新形势下建立新思维。
- ◎ 互联网金融的出现推动资产管理行业渠道模式的升级，互联网的渠道优势与资产管理机构的投研能力相结合，对资产管理行业产生了积极影响。

01

竞争加剧、效率提升，
迎接资产管理行业“百花齐放时代”

2015

本章导读

- 大资管行业转型逐步进入“深水区”，市场化程度逐步提升。资管行业展开了以逐步降低准入门槛为标志，彻底解放资产管理能力为核心的市场化进程。伴随着资产管理行业市场化程度的提高，资产管理效率将进入一个持续提升的通道。
- 从产业链分析的角度来看，资产管理效率的提升体现在：在基础资产池中，各类标准化的基础产品正陆续被设计和推出，非标准化的融资需求持续向标准化的融资需求转变，融资效率得到改善。另外，随着技术的发展和管制的放松，各类次级融资需求开始逐步被覆盖和满足。
- 从需求端来看，本轮资产管理行业大发展的黄金时代对于更高效的资产管理能力的需求持续增加。从供给端来看，牌照管理制度的持续放开，新的机构、新的产品、新的业务模式等也在持续增加。在供需两端都持续有增量的背景下，传统资管模式难以进一步释放生产力，而快速增加的供给会引发更加激烈的竞争。整个行业在本轮大发展中从质量上都将有所提高。

资产管理行业正经历着从大资管综合经营向核心竞争力提升的转型期。这一时期的主要特征是牌照价值的降低为整个行业带来了更多的机会和竞争，从而激发了行业的活力。对于此种现象，行业普遍将其称为“大资管时代”的到来。实际上，“大资管时代”更多地指的是牌照管理制度逐步放开的第一阶段，即现存金融机构的许可经营范围逐渐被放开，某种牌照对应某类或者某几类资产管理业务的现象被逐渐减弱，各类牌照之间的鸿沟也在逐渐缩小；然而同时，牌照管理制度逐步放开的第二阶段也随之到来，即牌照发放的难度在逐渐降低，市场资产管理业务供给逐步提升。第二阶段正在进行之中，继“大资管时代”真正来临的同时或之后，资产管理行业的“百花齐放时代”也必将随之到来。在这个过程中，行业竞争不可避免地会加剧，同时，资产管理行业的整体效率也会逐渐得到长久提升，最终为行业的真正做大做强奠定坚实的基础，为多层次资本市场的建设打下坚固的基石。

从“大资管”到“百花齐放”：市场化程度日渐加深

市场化是资产管理行业的灵魂，而无论是“大资管”还是“百花齐放”均是行业在逐步摒弃原有牌照管理制度的过程中，市场化程度日益加深所带来的欣欣向荣的现象。一方面，资产管理行业市场化程度加深的过程正是资产管理供给方伴随门槛逐步降低而增加、竞争日益激烈的过程。另一方面，资产管理行业市场化程度加深的过程也是资产管理能力在要素分配中所占的比重逐渐上升，资本等因素在要素分配中所占比重逐渐下降的一种回归行业本源的过程。

以拓宽牌照业务范围为表象，初步打破行业牌照垄断、增加行业供给为核心的“大资管”化进程

严格说来，“大资管时代”算不得特别准确的表述。因为“大资管化”是行业由原有的牌照管理制度开始转变的第一道进程。在此进程中，行业牌照垄断初步被打破，行业供给逐渐增加，牌照所带来的垄断式的超额收益迅速减少（见表 1-1）。

很难定义“大资管化”正式开始的时间，在行业多年发展的过程中，不同牌照的界限一直在被缓慢地侵蚀。例如，券商的资产管理板块的崛起，逐渐分食了公募基金的资产管理业务市场。在资产管理行业某一块业务火热的同时，总有其他类型的资产管理机构希求踏入这个市场从中分一杯羹。然而，这一进程在 2010 年前后迅速加快，随着类信托业务的火爆发展，信托行业的领地先后被券商，乃至公募基金闯入。此后，基金子公司的成立、银行资产管理业务的开展等行业里程碑事件，逐步宣告了行业牌照垄断已逐渐被打破。更令所有人意外的是，以“余额宝”的出现为标志的互联网化的货币市场基金带动了货币市场基金对银行一般性存款和一些理财产品的挑战，不同牌照之间资产管理业务范围的鸿沟正逐步被弥补。

表 1-1

金融行业牌照逐步放开

牌照	数量	监管部门	最初发放时间	现状	主要业务
银行牌照	商业银行 773 家	银监会	—	民营银行逐步 放开	储蓄、信贷
信托牌照	71 家	银监会	1984 年	冻结发放	各类信托业务
金融租赁	26 家	银监会	1986 年	—	融资租赁
第三方支付 牌照	269 家	中国人民 银行	2011 年 5 月	逐步规范管理	网络支付、预 付卡的发行与 受理、银行卡 收单
公募基金 牌照	95 家（基金 管理公司）	证监会	1998 年	放宽、溢价下降	公募基金、机 构业务
基金子公 司牌照	67 家	证监会	2012 年 11 月	总体放宽	类信托业务