

# 大资管时代

THE GREAT TIME OF ASSET MANAGEMENT

## 危机与重构

李奇霖 刘文奇 钟林楠 著



---

# 大资管时代

THE GREAT TIME OF ASSET MANAGEMENT

---

危 机 与 重 构

李奇霖 刘文奇 钟林楠



## 图书在版编目(CIP)数据

大资管时代: 危机与重构 / 李奇霖, 刘文奇, 钟林楠著. —上海: 上海财经大学出版社, 2018.8

ISBN 978 - 7 - 5642 - 3066 - 1/F · 3066

I. ①大… II. ①李… ②刘… ③钟… III. ①资产管理—研究—中国 IV. ①F832.48

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2018)第 145202 号

责任编辑: 李成军

封面设计: 钱宇辰

版式设计: 朱静怡

DAZIGUAN SHIDAI

大资管时代

——危机与重构

著 者: 李奇霖 刘文奇 钟林楠

出版发行: 上海财经大学出版社有限公司

地 址: 上海市中山北一路 369 号(邮编 200083)

网 址: <http://www.sufep.com>

经 销: 全国新华书店

印刷装订: 上海天地海设计印刷有限公司

开 本: 710mm×1000mm 1/16

印 张: 22.75

字 数: 357 千字

版 次: 2018 年 8 月第 1 版

印 次: 2018 年 8 月第 1 次印刷

定 价: 56.00 元

# 前言

不知道从何时起，我们身边开始出现大资管、泛资管的说法。抱着好奇心，笔者询问了身边的从业者，为什么在资管前要加一个“大”？

在问过一圈后，笔者得到了三种说法。

1. 囊括的范围广。现有银行理财、券商资管、信托公司、公募基金、私募基金甚至保险与期货公司。只要是个金融机构，基本上都有资管部门或子公司。

2. 规模大。超百万亿元的资管规模，虽然比银行表内存款 170 万亿元还差一点量级，但在中国所有行业里，也算是一个“独角兽”。

3. 发展前景广。现在国内资管人均规模是 7 万~8 万元，与美国 16 万美元相比，差了太远。中国居民不可能一直被存款所束缚，配合着金融科技的发展，理财需求会持续觉醒。

应该说，这三种说法很好地诠释了大资管的内涵。

但如果各位读者向前追溯七八年的时间，会发现 2010 年时，资管行业的管理规模还仅仅只有 13 万亿元，和大资管完全沾不上边。资管真正变为“大资管”，其实也就是这几年的事（见表 0.1）。

是什么在驱使资管行业的繁荣？是居民理财需求？可能是。但不到 10 年的时间，扩张了 10 倍的理财需求还是让人觉得匪夷所思。我们更相信，在资管行业管理规模火箭般蹿升的背后，是金融创新、货币政策总量的宽松与调控手段的改变及实体经济的疲弱的组合。

表 0.1 资管行业规模的发展

单位: 万亿元

年 份	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
银行理财	2.80	4.69	7.10	10.21	15.02	23.50	29.05
券商资管	0.19	0.28	1.89	5.21	7.95	11.89	17.58
保 险	4.60	5.55	6.85	7.69	9.33	11.18	13.39
信托公司	3.04	4.81	7.47	10.31	13.04	16.30	20.22
基金公司	2.52	2.77	3.62	4.22	6.69	12.56	16.89
私募基金	—	—	—	2.00	2.13	5.07	7.89
基金子公司	0.00	0.00	0.00	0.97	3.74	8.57	10.50
期货公司	—	—	—	0.01	0.08	0.10	0.28

2012~2013 年是一个分水岭,这是中国金融鼓励创新、放开监管约束的又一个开端。券商资管的“一法两则”,信托行业的“一法三规”、私募基金迈向阳光化等都在这两年得以确认,给资管行业的发展带来了极好的政策红利,成为资管腾飞的第一级火箭。

2014 年后,经济下行压力突然加大,货币政策转向,在 2016 年前连续降准,让流动性总量持续处于充盈的状态,固定收益类资产的收益率快速下滑,存款利率在降息的影响下降至近 10 年来的低位。

这给金融机构、企业与个人都带来了烦恼。个人的烦恼在于存款利率又降低了,放在银行所收到的利息甚至可能跑不赢通货膨胀。个人投资者需要理财,实现自身财富的保值增值。而银行理财、资管集合与基金等资管产品正好给了个人投资者新的选择,尤其是考虑到银行理财、券商资管等产品还保证刚性兑付,简直就是存款的完美替代品。

金融机构的烦恼在于钱多。降准带来的资金需要去配置资产,不可能一直让它趴在账上。在实体投资回报率较低、信用风险比较高的背景下,银行想放贷款心有余悸,不良压力成为其阿喀琉斯之踵,于是会选择将大量资金拿去买国债、国开行发行的债券等无风险资产,或是素有刚性兑付名声的银行同业发行的理财、券商资管集合、定向、货币型基金等产品,此即我们所说的银行自营、委外。

企业的烦恼在于经济的总需求不足,拿到银行贷款或债券融资后,去新增设备

投资,扩大生产线不能带来利润更多的增长,实体的投资回报率太差,风险大,不如去买刚性兑付、无风险收益也高的金融资管产品。

所以,我们看到在实体疲弱与货币宽松的组合下,大量资金流向了资管行业,直接带来管理规模的增长。

但这还不是全部。

在从金融、居民与企业三大部门获得资金后,它们面临投资管理的问题。不是所有机构都有着极强的主动管理能力,有着充足的资本投入去建设投研团队。公募和私募基金作为老牌机构,自然没话说,不用担心;券商资管有着灵活的体制及强大的激励机制,能够找到优秀的人才,也不用担忧;信托走的仍是它以往类银行的路子,对投研能力要求不高;保险资管追求的是稳定和安全,主要资金来源是保险公司的保费收入,与理财需求关系相对较低;期货资管则更多是通道。

有着管理难题的是规模最大同时有着刚性兑付承诺的银行理财。如果说一开始的时候,银行资管部门还能够直接买高票息的债券或者非标债权资产,能够满足其承诺的预期收益,那么随着流动性持续宽松带来的资产收益率下滑,并超过具有刚性的产品预期收益率(因为刚性兑付,谁家收益率低,谁就会失去客户,所以产品的收益率很难降下去),理财这种简单粗暴的投资管理方法就会失效。

最终管理规模庞大的大银行会因为自身人手有限的因素有着委外的需求,中小行虽然管理规模小,但由于人才匮乏、资本投入少,也不具备创造更高投资回报率的能力,因此也有着委托他人管理的需求。

委托谁呢?怎么委托呢?自然是委托那些有着更高投研管理能力的非银资管机构,比如券商资管、公募/私募基金等,采用买后者发行的资管产品或聘请其当投资顾问的形式。

除了因为投研需求外,出于投资更高收益率的资产,规避监管要求带来的通道需求也让资管机构互买行为进一步加重。如银行理财与信托公司之间存在着融资类业务比例不能超过30%的限制,但银行理财又有放款维护客户的需求,于是便找一个券商,先买券商资管计划,然后再买信托,如此便规避了30%的限制要求。

所以,资管机构之间的互买行为也造就了各家资管规模的快速膨胀与繁荣。在繁荣膨胀的过程中,各家资管机构的业务人员成为市场上薪酬奖金数一数二的

存在,资管部门也成为各类金融机构的重要利润增长点。

但这种繁荣膨胀是一种粗放式的发展。预期收益型的报价产品层出不穷,资金池藏匿不良的现象屡屡出现,通道业务横行,原本代客理财的资管变成了银行的影子,成为影子银行。

在粗放发展过程中,中国金融改革举步维艰,金融市场的内部风险在不断累积,资产泡沫在膨胀。

如利率市场化改革,虽在 2015 年名义宣告完成,但存款利率实质仍受自律机制上限的限制,与银行理财等刚性兑付无风险的资管产品收益率相比,相差较大,银行表内负债压力日渐增高。若刚性兑付维持,资管产品与存款之间仍存在较强替代性,则央行将因担忧放开存款利率后,银行负债成本过快拉升带来社会融资成本快速提升的问题,而有意放缓利率市场化改革进程。

再如 2014~2016 年三年内,“同业存单一同业理财—委外债券”的同业链条随处可见。由于资管产品刚性兑付竞争下的负债成本刚性,资管机构在高收益率的压力下,大量采取期限错配,加杠杆与下沉信用资质等策略,一方面造就了历史上持续时间最长、收益率曲线最平的债牛,另一方面在重重链条均期限错配与加杠杆的行为影响下,流动性风险持续累积加大。股票市场则波澜壮阔,牛熊切换、泡沫的成与破背后是以信托为代表的杠杆配资的起与落,以宝万之争为典型的险资举牌事件背后则是保险资管背离保险原则的不规范发展。

对这些发展过程中出现的乱象,监管部门虽有过多规范尝试,但由于跨部门的数据共享、监管标准迥异导致的多方面协调困难及监管部门各自为政的旧思维,中国各类资管机构之间可利用互相嵌套、设计复杂的交易结构等方式来规避单一部门的法规条例限制,谓之“金融创新”。

2017 年,伴随着经济企稳弱复苏,央行货币政策收紧及强监管具备施行的基础,金融行业防风险严监管的时代得以到来。

以资管新规为主,同业、非标、通道监管等其他监管为辅的组合,将使资管行业发生翻天覆地的变化。刚性兑付不再,资金池不再,通道不再的资管行业将是一个更为干净透明的行业。

但整顿伴随着痛苦。各家资管机构的好日子到头了,百万亿元的资管格局要

重整了,过往的业务蓝海或红海现在都面临着极大的不确定性。传统的刚性兑付型机构需要思考如何做净值型产品,维持住规模,而传统的净值型机构要思考如何面对更加严酷的竞争,以非标为生存基础的机构也要思索如何在非标受到严格约束后再找到新的业务方向。



# 目 录

前言	1
----	---

## 上篇 机构篇

### 第1章 信托：回本溯源，砥砺前行

---

1.1 信托的界定	5
1.2 五次整顿	8
1.3 融资类信托的十年芳华	17
1.4 证券投资类信托的蜕变	23
1.5 四大惑	28
1.6 整装待发	33

### 第2章 券商资管：反求诸己，向生而生

---

2.1 券商资管发家史	43
2.2 发展的“七年之痒”	47
2.3 破局之术	52

### 第3章 银行理财：不做垓下霸王

---

3.1 狂飙的15年	59
3.2 动摇的根基	65
3.3 理财新三宝	73
3.4 银行资管子公司的定位与运营	78
附录：银行理财业务范式的监管要求及猜想	89

## 第4章 保险资管：新春

---

- |     |             |     |
|-----|-------------|-----|
| 4.1 | 揭开保险资管的神秘面纱 | 97  |
| 4.2 | 非典型资管的资管    | 103 |
| 4.3 | 门口的野蛮人      | 110 |
| 4.4 | 不一样意义的资管新规  | 116 |
| 4.5 | 广阔无垠的发展空间   | 119 |

## 第5章 公募基金：好时代与坏时代

---

- |     |            |     |
|-----|------------|-----|
| 5.1 | 公募基金 20 年  | 123 |
| 5.2 | 被低估的公募基金监管 | 128 |
| 5.3 | 从产品到服务     | 142 |

## 第6章 私募基金：优胜劣汰，剩者为王

---

- |     |                 |     |
|-----|-----------------|-----|
| 6.1 | 私募基金的两大门派       | 151 |
| 6.2 | 从阴影走向阳光         | 159 |
| 6.3 | 金融去杠杆下私募基金的监管约束 | 163 |
| 6.4 | 眺望远方的广袤旷野       | 170 |

## 下篇 标的业务篇

### 第7章 代销：最简单的招式练到极致也是绝招

---

- |     |             |     |
|-----|-------------|-----|
| 7.1 | 传统渠道之王的银行代销 | 179 |
| 7.2 | 虎视眈眈的挑战者    | 184 |
| 7.3 | 守播与攻播       | 189 |

### 第8章 非标：生存还是毁灭

---

- |     |         |     |
|-----|---------|-----|
| 8.1 | 定性非标    | 195 |
| 8.2 | 开启的非标派对 | 198 |
| 8.3 | 派对结束了   | 208 |
| 8.4 | 生存之道    | 213 |

附录：非标回表对银行表内资本消耗的测算方法 218

## 第9章 委外：再续前程

9.1 跑步进入委外市场的银行类金融机构	224
9.2 投资诉求和监管约束下的合作模式选择	226
9.3 资产管理机构差异决定的产品类型选择	228
9.4 信仰迷失后对委外业务的再次审视	234

## 第10章 通道业务：沉水入火，危如累卵

10.1 通道业务的主要模式	242
10.2 各类通道业务的规模与趋势	250
10.3 通道业务的监管历史沿革	252
10.4 责任之争：管理人在通道业务中究竟是何种责任	261

## 第11章 资产证券化：生机与蓝海

11.1 初见资产证券化	276
11.2 资产证券化前景分析	282
11.3 监管新格局下资产证券化路在何方	288
11.4 Pre-ABS“非标转标”的新途径	295
11.5 类资产证券化产品——不受资管新规的鼓励	298

## 第12章 不良资产：砒霜与蜜糖

12.1 如何处置不良	306
12.2 非银机构如何把握不良风口	318

## 第13章 FOF：破局利器，蓄势待发

13.1 什么是FOF	325
13.2 FOF在我国的发展状况	327
13.3 中国FOF发展不佳	332
13.4 未来中国FOF具有广阔前景	336
13.5 中国资管机构该如何布局FOF	338
附录：首批6只公募FOF业绩追踪	346

大 资 管 时 代

# 上篇 机构篇

- 第 1 章 信托：回本溯源，砥砺前行
- 第 2 章 券商资管：反求诸己，向生而生
- 第 3 章 银行理财：不做垓下霸王
- 第 4 章 保险资管：新春
- 第 5 章 公募基金：好时代与坏时代
- 第 6 章 私募基金：优胜劣汰，剩者为王



# 第 1 章

## 信托：回本溯源，砥砺前行



历经五次大整顿的信托，曾凭借影子银行化、刚性兑付化、通道化的特性创造了十年的芳华。在这充满变局的时代，私募投行化、信托基金化、财富高端管理化能否让信托再创辉煌？



信托有着悠久的发展历史,但对国内非信托从业者而言,它一直是较为陌生的存在。在过去 10 年时间里,信托依托理财、政府、房企等度过了灿烂的青春年华,但这一切在如今,都已成为镜花水月,前尘往事。信托如今已走在了发展的十字路口。

## 1.1 信托的界定

关于信托,我们从小故事说起。

欧洲的中世纪一直都是一个战乱不安定的时代,与欧洲大陆隔海相望的英伦岛国也不例外。公元 1066 年,一个来自法国诺曼底的男子诺曼征服了英格兰,自诩为英国国王威廉一世,开始了对英国的统治。在这期间,威廉一世建立起强大的王权统治并确立了封建土地制度:国王把土地分封给封建主,在不违反法律和其他法规的前提下,封建主把土地进一步分配给其他人。但无论土地使用者是谁,土地的最终所有权都属于国王,且所有土地使用者都要向国王缴纳赋税。

诺曼本以为这样的土地制度不仅可以永久保证自己的土地所有权,而且每年还可以得到大额的税收收益。但没想到的是当时的英国民众普遍信仰基督教,认为一切财产都是上帝赐予的,所以许多信徒在死后都会把自己的土地财产捐给教会。而土地一旦捐给教会,国王便不能再征税了,国王的利益也因此受到了极大的损害。尤其是在亨利三世统治期间,这种现象变得尤为严重。

为了维护自己的利益,遏制信徒大量无偿捐赠土地的行为,亨利三世在 13 世纪初颁布了《没收条例》,规定凡是将土地捐赠给教会者,需得到君主和领主(封建主)的允许,否则对土地财产予以没收处理。

然而上有政策,下有对策。国王似乎忽略了教会的力量,除了愿意将土地无偿捐赠给教会的信徒外,还有法官和许多法律制定者也是教会的虔诚信徒。为了维护教会的利益,这些拥有法律知识的信徒们创造了尤斯制度(USE 制度):信徒不直接将土地赠予教会,而是赠予除自己和教会外的第三者,第三者拥有土地的名义使用权,但第三者必须将土地所取得的收益转给教会,教会拥有土地的实际使用权



和收益权。这样,信徒们在不违反《没收条例》的前提下,如愿将土地捐赠给了教会。

这种名为尤斯的制度也就成为信托的最初起源。

在这个小故事里,我们能看到三方主体和一方客体。主体分别是信徒、教会、第三者,客体是土地财产。同时,可以看到主客体之间的关系是信徒想把土地捐给教会,但《没收条例》不允许,于是信徒们就想出一个办法:与另一个值得信赖的第三方签订协议,先把土地捐给第三方,由第三方来管理土地,但土地的所有权和收益必须归教会所有。

于是,我们把信徒称作委托方,教会称作受益方,第三者称作受托方,土地财产称作信托财产。这几方也构成了一个最简单也是最基础的信托计划(见图 1.1)。

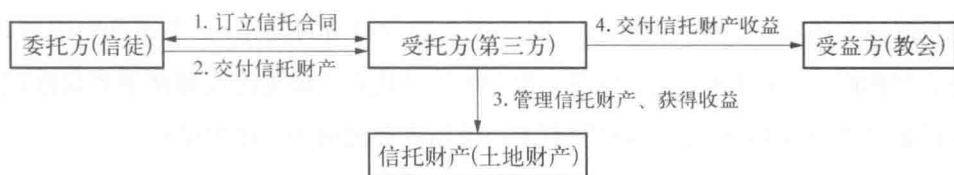


图 1.1 信托的最原始设计

值得注意的是,当信徒签署信托协议时,土地财产就从信徒的固有财产中分离出来了,第三方只拥有土地财产的名义使用权,也没有土地的所有权,而教会虽然拥有土地财产的受益权和实际所有权,但没有权利来决定土地财产的使用方式、获利方式、获利时间、获利金额,因为信徒在信托协议签署时,这些就已经被决定好了,从这个意义上来说,土地财产也不是教会的财产。

因此,信托一旦成立,信托财产就从委托人、受托人和受益人的固有财产中分离出来,成为一种独立的财产整体,这就是信托财产的独立性。当委托人、受托人和受益人破产时,信托财产的独立性可以保护信托财产,不用纳入信托当事人的破产财产清算范围,这就是信托对财产的破产隔离功能。

除此之外,信托还可以有效地实现高净值家族资产的传承、保值增值和风险隔离。以前传统的家族财产继承方式主要就是遗产继承和生前赠予。这两种方