

首席经济学家论坛丛书

ZHONGGUO
LICAI DITU

中国 理财地图 2016

林采宜◎著

分析银行、证券、保险、信托以及第三方平台等不同机构的财富管理业务规模及其发展趋势，梳理理财产品的发展脉络及理财市场的基本格局，并通过对宏观经济周期、金融政策走向以及市场风险偏好的分析，预测未来一年中国理财市场可能出现的演变。



GUANGXI NORMAL UNIVERSITY PRESS

广西师范大学出版社

中国 理财地图 2016

ZHONGGUO
LICAI DITU

林采宜◎著



GUANGXI NORMAL UNIVERSITY PRESS

广西师范大学出版社

· 桂林 ·

图书在版编目 (CIP) 数据

中国理财地图. 2016 / 林采宜著. —桂林: 广西师范大学出版社, 2016.6

(首席经济学家论坛丛书)

ISBN 978-7-5495-8301-0

I. ①中… II. ①林… III. ①金融市场—经济发展—概况—中国—2016 IV. ①F832.5

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2016) 第 123473 号

广西师范大学出版社出版发行

(广西桂林市中华路 22 号 邮政编码: 541001)

网址: <http://www.bbtpress.com>

出版人: 张艺兵

全国新华书店经销

山东新华印务有限责任公司印刷

(山东省济南市高新区世纪大道 2366 号 邮政编码: 250104)

开本: 720 mm × 1 020 mm 1/16

印张: 8 字数: 70 千字

2016 年 6 月第 1 版 2016 年 6 月第 1 次印刷

定价: 35.00 元

如发现印装质量问题, 影响阅读, 请与印刷厂联系调换。

导言

过去 10 年，房地产几乎是所有大企业的标配。未来十年，金融控股集团替代房地产，成为所有大企业的标配。今天的中国，几乎所有人都想搞金融，即便对于不搞金融的人来说，“投资理财”也是一个热门话题。中国理财地图，就是在这样的语境下诞生的。

对于金融市场而言，2015 年是多事之秋。汇率市场化、利率市场化和债券市场开放，共同构成中国理财市场的大背景。在这样的背景下，股市过山车、新三板井喷、P2P 乱象和信托产品违约接踵而至。政策松绑和“业务创新”名义下监管套利制造或者酝酿着各种风险，监管的主旋律逐渐从鼓励创新走向严格规范。

2015 年，从广义的理财市场来看，呈现下述特征。

（一）信用风险市场化

如果说，2014 年是中国信用风险元年，政府兜底的刚兑开始破冰，那么，2015 年则是信用风险市场化的开端。随着信用风险个案的逐步引爆，无论是机构投资者、个人投资者，还是承分销机构，都不同程度地受到违约风险扩散的影响。^①

首先，P2P 平台，从互联网金融的创新平台变成金融产品违约的密集雷区，三分之一的 P2P 平台（总计 1439 家）出现不同的产品违约和债务拖欠问题。P2P 利率高企和大面积的违约成为 2015 年中国金融市场最阴暗的一片雾霾。

^① 但是信用利差没有相应扩大，未能充分体现风险溢价。主要是因为宏观经济增长乏力和信用债违约造成市场的风险偏好下降，大量资金退出楼市股市进入相对低风险的债市和类固收市场，造成企业信用债的供不应求，供求失衡导致信用利差非理性收窄，对风险溢价的评估功能扭曲。

其次，中融、华鑫、光大、新华信托等等十多家信托公司出现不同规模、不同程度的兑付危机和产品违约事件。

然后是经营全能业务的基金子公司。截至 2015 年底，基金下属的资产管理子公司 79 家，注册资本金总额为 51.73 亿，资产管理规模 3.24 万亿。^①由于子公司的业务规模不受净资本约束，且投资范围不受约束，券商资管严格限制的高污染、高能耗等国家禁止投资的行业，对于基金子公司都没有约束，因此，基金公司的资产池里，高风险高收益的资产比例较高。2016 年，随着供给侧改革的深化，基金子公司的理财产品有可能成为违约密集的高危产品。

信用风险市场化的同时，监管的导向也在逐渐调整。较为典型的是保险业。在投资范围显著放宽的同时，监管从规模导向逐渐升级到风控导向。保监会 2015 年 12 月出台的《关于加强保险公司资产配置审慎性监管有关事项的通知》，将流动性资产比例和偿付能力挂钩。与此同时，银监会推出存款保险制度并取消贷存比，使得商业银行表外资产趋于收缩，监管政策的收紧和信用违约事件进一步强化了这种趋势。表外业务移入表内，风险透明化，这是银行信贷业务规范化的重要表征。

（二）利率彻底市场化

2015 年 6 月 2 日，中国人民银行推出《大额存单管理暂行办法》，大额存单利率以市场化方式确定，存款利率的自由浮动终于得到了法律的承认，中国的利率市场化终于落下了最后一只靴子。

在理财市场上，利率市场化通过不同理财产品的风险收益率得到相对充分的体现。从 2015 年新发行的银行理财产品来看，根据 Wind 披露的数据，超过 90% 的理财产品预期收益率为 3%—8%（其中预期收益率为 3%—5% 的占比为 47.54%，预期收益率为 5%—8% 的产品占比为 45.73%）。信托行业的产品收益率相对较高，其固定收益类信托产品的收益率从 1% 到 12.4% 不等，总体平均收益率为 8.63%。产品数量最多的收益率区间集中在 9%—10%，产品规模最大的收益率区间集中在 8%—9%。其中，收益率超过 9% 的产品数量占 44.78%。理财市场平均利率水平最高的当属 P2P 网络平台，其平均投资收益率为 11.1%—14.82%。2015 年是 P2P 平台规模并

^① 中国证监会披露的数据。而 Wind 披露的数据是 86 家，注册资本金为 54.97 亿。

喷之年，也是违约事故频出、坏账率飙升之年。2595 家平台中，问题平台 896 家，占三分之一。P2P 的高收益高风险特征从另一个侧面演绎了风险收益相对称的金融市场游戏规则。当然，也从某种角度印证了利率市场化的深入。

（三）资产管理混业化

在资产管理规模急剧膨胀的同时，混业成了“大资管时代”的重要标签。

银行、券商、保险、基金、信托和私募机构都以各种方式涉足资产管理业务。2015 年，如果用一句话来形容泛资管行业，那就是蓬勃发展且乱象丛生。

存款理财产品化酝酿隐性资产风险。从资产投向看，为了拉高理财产品的整体收益率，越来越多的银行理财资金投向了银证、银信、银基合作的各种非标准化产品，甚至一部分银行理财产品直接链接 P2P 平台和私募基金的结构化产品。

这些非标产品根据资产投向、基础资产的特点不同，风险程度各不相同，但有一点特征是共同的，就是收益不确定。而银行方面给理财客户的回报方式却是相对确定的“预期收益”，这些预期收益型产品的刚兑特征使得这部分理财产品的性质非常类似于存款，且平均收益显著高于银行存款的利率。而非标资产的安全性、流动性显著弱于标准化资产，而且缺乏明确的信息披露和风险量化指征可以监控。投向资管化和收益存款化之间的不匹配，形成了银行理财的风险隐患。

预期收益率型理财产品透支金融机构信用。在理财市场上，预期收益率型产品大多数以资金池的形式，形成资金期限错配和投贷业务的规模错配，销售通道和管理机构在其中承担了隐性担保人角色。当一项投资失败时，以另一项投资的收益来弥补，一旦投资失败率达到一定程度，收益难以弥补时，销售通道和管理机构就面临是承担经济损失以维持商业信誉还是放弃刚兑导致信誉破产的选择。

目前，承担通道角色的包括银行、券商、保险和信托，承担理财资金管理者角色包括信托、基金、券商和第三方机构。这些通道机构之所以能够以低于 P2P 和私募产品的利率获得理财资金，基本上都是以透支自身的信用为代价。

私募基金及类私募业务风生水起。2015 年，随着私募基金法律主体地位的逐步完善，^①以及券商 PB 平台^②的快速发展，私募基金的数量和管理资产规模都呈爆发式增长。^③截至 2015 年底，共有 2.5 万家私募机构登记为私募基金管理人，管理私募基金 2.4 万只，管理规模达 4.03 万亿元人民币。与此相对应的是，证券公司、信托公司、基金公司、银行、数据公司、财富管理公司乃至网络服务供应商等各类机构纷纷加入私募服务产业链，其中不少机构争当私募基金的“管家”。

截至 2015 年底，证券公司资产管理业务规模 11.89 万亿元，基金管理公司专户业务规模 4.03 万亿元，基金子公司专户业务规模 8.57 万亿元。加总起来，“类私募资产管理业务”规模合计已超 24.48 万亿元。

一个爆发式井喷的市场，总是孕育着各种显性或隐性的风险。而风险浮出水面之后，便是监管体系的拾遗补漏。2015 年，是繁花似锦的创新之年，也是乱象纷呈之后的监管套利之年。随之而来的 2016 年，规范必然是金融市场的主旋律。

① 2015 年 2 月，中国证券投资基金业协会（以下简称基金业协会）制订了《基金业务外包服务指引（试行）》正式实施。私募基金可将基金份额（权益）登记、销售和支付业务外包。但私募基金份额登记的数据必须汇总在中登，置于中登公司的统一监督之下。同时《指引》对外包机构的风险控制有严格要求，私募基金投资者的资金在归结流程上的风险因此得到有效监控。

② 券商 PB 平台是指为私募基金提供产品销售、清算托管、两融业务、交易平台、资本引介、种子基金等服务以及综合化金融解决方案的平台。

③ 为提高私募产品的流动性、活跃私募产品发行转让，证监会、证券业协会、中证资本市场发展监测中心联手打造“机构间私募产品报价与服务系统”。

目录

导言 \1

第一章 中国财富总量、分布与发展趋势 \1

一、境内可投资资产总值与预测 \1

（一）机构可投资资产的潜在规模 \1

（二）个人可投资资产的潜在规模 \3

（三）高净值人群可投资资产总额 \4

二、高净值人群的数量及区域分布 \5

三、家庭财富资产配置结构 \7

（一）资产配置结构 \7

（二）资产配置的变化趋势 \8

四、中国理财市场的趋势 \8

（一）信用利差扩大以反映资产的实际风险溢价 \8

（二）理财市场的收益率进一步反映市场利率曲线的变化 \9

（三）海外资产配置，是中国居民尤其是财富群体的下一个理财热点 \9

（四）机构资产在资产管理市场的占比将会逐渐提高 \9

（五）随着ETP市场的发展，被动管理型资产的占比将显著提高 \9

第二章 2015 年金融理财市场回顾 \11

一、银行理财市场 \11

（一）发行情况 \12

（二）投资情况 \16

（三）收益情况 \17

二、信托理财市场 \18

（一）资产规模 \18

（二）资产结构 \20

(三) 资产收益 \22

三、保险理财市场 \23

(一) 保险业资产规模 \23

(二) 保险资金整体运用情况 \24

(三) 保险资产管理产品注册情况 \25

(四) 保险资金投资收益 \27

四、基金理财市场 \28

(一) 公募基金 \28

(二) 公募基金及其子公司专户业务 \30

(三) 私募证券投资基金 \32

(四) 私募股权基金 \34

五、券商理财市场 \37

六、互联网金融理财市场 \39

第三章 另类投资——尚未深耕的沃土 \45

一、对冲基金渐入视野 \45

(一) 对冲基金的特点 \45

(二) 不同对冲基金的风险收益比较 \47

(三) 对冲基金的规模 \49

二、不动产投资基金 (REITs) 市场刚刚起步 \51

(一) 国内与海外 REITs 的差别 \52

(二) 国内 REITs 风险收益特征 \54

(三) 国内 REITs 繁荣的前提 \55

三、中国艺术品投资正在崛起 \56

(一) 中国目前是全球第二大艺术品拍卖市场 \56

(二) 中国在全球艺术品投资中独领风骚 \58

(三) 国民收入的增加推动艺术品市场长期发展 \59

(四) 高净值人群的财富增长驱动艺术品市场需求扩张 \60

第四章 下一轮周期如何配置资产 \63

一、未来房价趋势如何? \63

(一) 人口结构变化对房地产需求的影响 \64

- (二) 人口城镇化和住房需求 \66
- (三) 房地产周期与房价趋势 \67
- (四) 政策变数对房地产量价的影响 \74

二、实业投资存在哪些机遇 \77

- (一) 经济转型期, 股权投资还是造富神器吗 \78
- (二) 哪些行业将站在历史的风口 \81

第五章 中国富人的财富迷思 \87

一、谁来管理我的财富 \87

- (一) 私人银行 \87
- (二) 信托、券商、保险和第三方机构 \88
- (三) 长跑之后, 谁是赢家 \89

二、财富传承服务为何雷声大雨点小 \91

- (一) 家族信托的法律桎梏 \91
- (二) 遗产税尚未实施, 家族信托需求因而未能完全释放 \92

附录: 2015 财富管理业务新政与重要事件 \95

一、2015 年内出台的重要政策 \95

- (一) 银行业 \95
- (二) 证券期货业 \96
- (三) 信托业 \100
- (四) 保险业 \100
- (五) 互联网金融 \103
- (六) 基金业 \104

二、2015 年与理财市场相关的重要事件(包括业务创新以及风险事件) \105

- (一) 银行业 \105
- (二) 互联网金融 \107
- (三) 证券业 \109
- (四) 基金业 \110
- (五) 信托业 \111
- (六) 保险业 \112

中国财富总量、分布与发展趋势

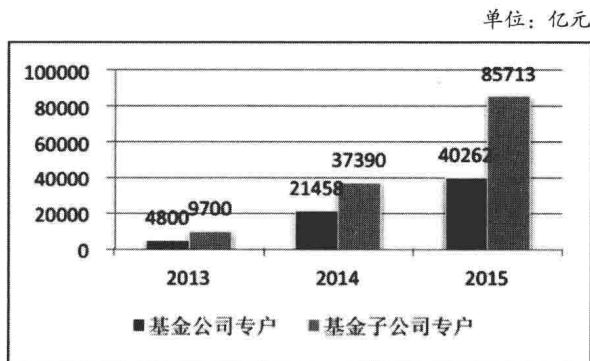
一、境内可投资资产总值与预测

从委托资产的来源看，各类资产管理机构管理的资金通常分为机构资金和个人资金两个部分。在中国，由于政策因素，保险资金、养老金进入资产管理市场的份额有限，机构资金在资产管理市场上的占比相对较低，占 40% 左右，个人财富在资产管理领域的份额占比为 60%。^①

（一）机构可投资资产的潜在规模

公募基金及其子公司专户是资产管理市场机构资金的最主要渠道。根据基金业协会披露的数据，截至 2015 年底，基金公司专户业务规模达 40262 亿元，较 2014 年底增加近 2 万亿元，增长幅度达 88%；基金子公司业务规模达 85713 亿元，较 2014 年底增加 48000 亿元，增长幅度达 130%。

图 1-1-1 公募基金及其子公司专户发行规模



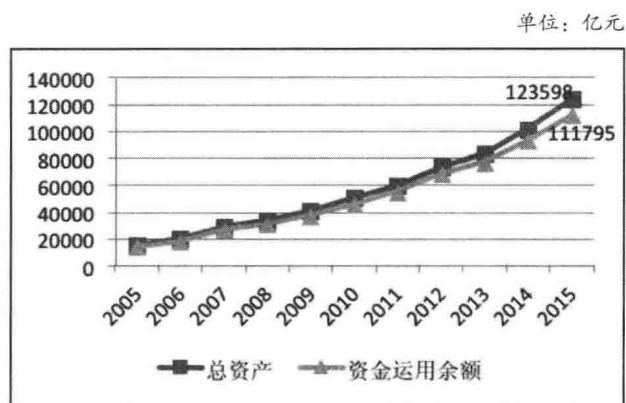
数据来源：Wind，国泰君安证券研究。

其次，是保险资金。2015 年，我国保险资产总规模 12.36 万亿人民币，其中保险资金运用余额为 11.18 万亿人民币，大约占九成。根据保监会的

^① 数据来自于波士顿咨询的估算。

监管规定，^①保险公司投资于权益类资产和包括集合信托计划、银行理财、项目资产支持计划及其他保险资产管理产品的资金理论上最高可以达到上季末总资产的 85%。由此可以推算，2016 年来自保险资金的潜在规模理论上可以达到 10.5 万亿。

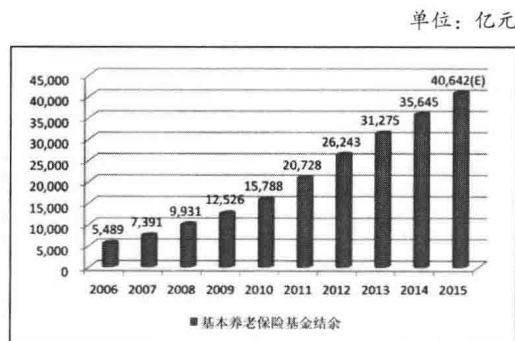
图 1-1-2 保险公司总资产和资金运用



数据来源：保监会，国家统计局年鉴。

此外，养老金是资产管理市场机构资金的另一个渠道。根据国务院 2015 年发布的养老金投资规定，投资股票、股票基金、混合基金、股票型养老金产品的比例，合计不得高于养老基金资产净值的 30%。^②由此可以推算，2016 年来自保险资金的潜在规模理论上可以达到 1.2 万亿。如果加上国家重点项目和企业的股权投资，最高可达 2 万亿左右。

图 1-1-3 基本养老保险基金结余



数据来源：Wind，国泰君安证券研究。

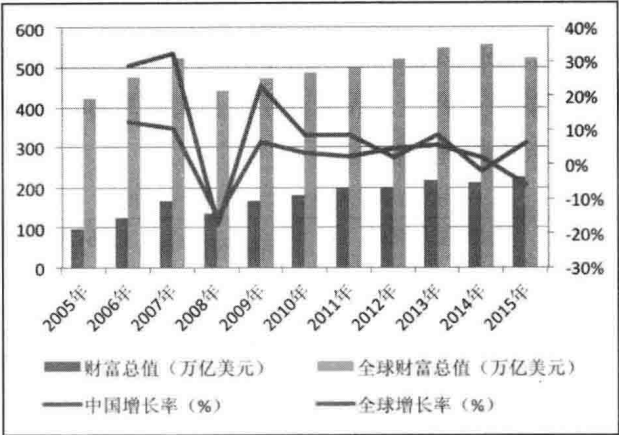
^① 根据 2014 年 2 月发布的《关于加强和改进保险资金运用比例监管的通知》。

^② 根据 2015 年 8 月 17 日发布的《国务院关于印发基本养老保险基金投资管理办法的通知》。

(二) 个人可投资资产的潜在规模

2005—2015 年，中国始终保持较高经济增速和民间创业活动旺盛成为居民财富持续攀升的主要原因。尽管 2015 年全球股市、汇市以及大宗商品市场出现大幅波动，国内金融市场的 A 股也出现了“过山车”的大起大落，但中国财富仍逆势增长 5.94%。

图 1-1-4 中国财富连续十年高速增长，2015 年逆势增长 5.94%



资料来源：《Global Wealth Databook 2015》，国泰君安证券研究。

截至 2015 年底，我国个人可投资资产的潜在规模大约可达 154 万亿，首次超过日本，已成为全球举足轻重的财富管理市场。无论其规模还是增速都显著高于养老金、保险资产的增长速度。其中将近一半以上是金融银行、信托、券商、保险及基金（包括私募基金）公司的理财账户。2015 年，我国各类资产管理机构管理的资产总规模大约为 93 万亿，其中 60% 来自居民的个人财产。^①

表 1-1-1 个人可投资资产的潜在规模

年度	资产总额（万亿）	同比增长	说明
2011	72		可投资资产不包括自住房产、通过私募投资持有的非上市公司股权及耐用消费品等资产。
2012	83	15%	
2013	99	19%	
2014	112	21%	A 股指数上涨导致账面资产增值。

① 数据来源：中国光大银行与波士顿咨询公司《中国资产管理市场 2015》。

2015	129	15%	A股下跌导致账面资产缩水。
2016 (E)	154	20%	

数据来源：招商银行与贝恩公司《2015 中国私人财富报告》，国泰君安证券研究。

(三) 高净值人群可投资资产总额^①

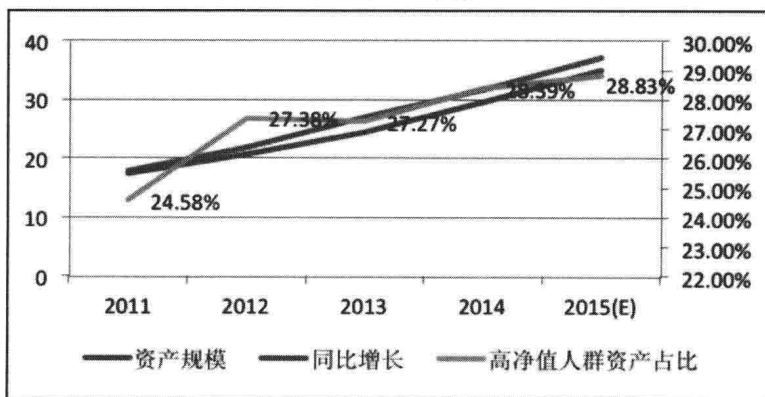
最近五年来，高净值人群的资产规模迅速增长，其在个人资产中的占比也不断上升，从 2011 年的 24.58% 上升到 2015 年的 28.83%。目前，在财富管理的形式上，低收入群体更倾向于存款和类存款金融产品，而高净值人群是资产管理的中坚客户，最近五年，另类投资和类私募业务的增长主要拜赐于高净值人群的理财需求。

表 1-1-2 高净值人群的可投资资产的总额

	高净值人群的可投资资产规模(万亿)	同比增长(%)	高净值人群资产占比(%)
2011	17.7	17.2	24.58
2012	21.9	20.6	27.38
2013	27	24.4	27.27
2014	31.8	29.6	28.39
2015	37.2 (E)	34.9 (E)	28.83

数据来源：招商银行与贝恩公司《2015 中国私人财富报告》，国泰君安证券研究。

图 1-1-5 高净值人群资产占比



数据来源：招商银行与贝恩公司《2015 中国私人财富报告》，国泰君安证券研究。

① 高净值人群通常是指个人可投资资产超过 600 万人民币或 100 万美元的群体。

二、高净值人群的数量及区域分布

截至 2015 年底,我国高净值人群的数量大约 120 万人左右,全球排名第 5,同比增长 11%。其中可投资资产超过 1000 万人民币的人数约 115 万,最近五年年均复合增长率为 23%,个人资产超过 600 万的人数 121 万,最近五年年均复合增长率为 5.7%。随着新三板、创业板等各种层次资本市场的迅速发展,居民(尤其是企业创业者)的个人财富规模增长迅速,他们和高薪白领共同构成了高净值财富管理市场的中坚力量。

表 1-2-1 高净值人群数量

	可投资资产 >1000 万人民币 ^① (万人)	同比增长	个人资产 >600 万人民币 ^② (万人)	同比增长	备注
2011	50		96		
2012	71	41%	102	6.25%	
2013	84	18.3%	105	2.9%	
2014	104	23.8%	109	3.8%	股市上涨导致资产膨胀
2015	115	11%	121	11.1%	股市暴跌导致资产缩水
2016 (E)	125	10%	133	10%	

数据来源:招商银行与贝恩公司《2015 中国私人财富报告》,海银财富与胡润百富《2015 中国高净值人群资产配置白皮书》,兴业银行和波士顿咨询《中国私人银行 2015》,国泰君安证券研究。

从区域分布来看,高净值人群最集中的地区为北京、广东、上海,其高净值人数在全国的占比分别为 17.69%、16.86% 和 14.96%,这三个地区的人数加起来,占全国总量的半壁江山(49.51%);其次是浙江、江苏、山东、福建和辽宁,尤其是浙江和江苏,高净值人数在全国的占比分别为 12.07% 和 7.27%,其余省市的高净值人数占比都在 5% 以下。总体而言,东部五个大省(直辖市)的高净值人群加起来占比接近 7 成。

① 数据来源:招商银行与贝恩公司《2015 中国私人财富报告》。

② 数据来源:海银财富与胡润百富《2015 中国高净值人群资产配置白皮书》。

表 1-2-2 高净值人群地区分布^①

省市	人数	所在区域	占比
31个省区市	1,210,000		100%
北京	214,000	华北	17.69%
广东	204,000	华南	16.86%
上海	181,000	华东	14.96%
浙江	146,000	华东	12.07%
江苏	88,000	华东	7.27%
山东	43,700	华东	3.61%
福建	44,000	华东	3.64%
辽宁	31,700	东北	2.62%
四川	30,400	西南	2.51%
天津	22,400	华北	1.85%
河南	21,500	华中	1.78%
山西	15,900	华北	1.31%
河北	17,100	华北	1.41%
湖南	17,200	华中	1.42%
陕西	16,400	西北	1.36%
湖北	16,500	华中	1.36%
重庆	14,300	西南	1.18%
内蒙古	13,000	华北	1.07%
黑龙江	12,400	东北	1.02%
安徽	10,800	华东	0.89%
江西	11,000	华东	0.91%
吉林	9,000	东北	0.74%
云南	7,500	西南	0.62%
广西	6,600	华南	0.55%
海南	4,800	华南	0.40%
贵州	3,900	西南	0.32%
新疆	3,700	西北	0.31%
宁夏	1,000	西北	0.08%
甘肃	900	西北	0.07%
青海	800	西北	0.07%
西藏	500	西南	0.04%

数据来源：招商银行与贝恩公司《2015 中国私人财富报告》，海银财富与胡润百富《2015 中国高净值人群资产配置白皮书》，国泰君安证券研究。

① 此统计不包括台湾省、香港特别行政区、澳门特别行政区。

三、家庭财富资产配置结构

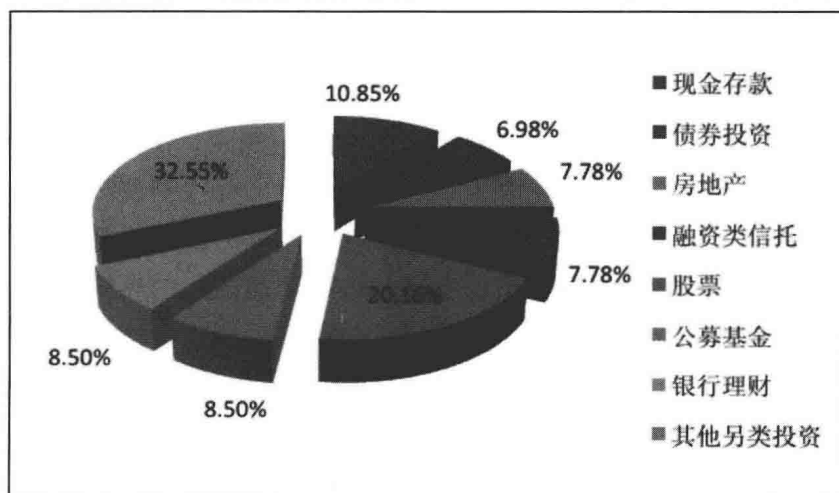
(一) 资产配置结构

调查数据表明：2015年，高净值人群境内可投资资产中，股票占比最高，为26%，这与该群体多半为企业主有关。从财富形成的特征来看，国内的富豪大部分财富来自私营企业的上市，因此，企业股权是其财产的主要组成部分；其次是现金和银行理财产品，加起来占25%；此外，基金、信托等资产占比也在10%以上；最近两年，艺术品投资和私募投资在高端人群的资产配置中也占有一席之地，2015年其份额分别为4%和3%，且份额有不断增长的趋势。

图 1-3-1 高净值人群境内可投资资产配置结构

	2013 (万亿)	占比 (%)	2015 (万亿)	占比 (%)
现金存款	16	16.16	14	10.85
债券投资	8	8.08	5	6.98
房地产	15	15.15	10	7.78
融资类信托	13	13.13	101	7.78
股票	22	22.22	26	20.16
公募基金	8	8.08	11	8.5
银行理财	13	13.13	11	8.5
其他另类投资	4	4.04	42	32.55
总计	99	100	129	100

数据来源：招商银行与贝恩公司报告《2015 中国私人财富报告》，国泰君安证券研究。



数据来源：招商银行与贝恩公司报告《2015 中国私人财富报告》，国泰君安证券研究。