

2016年

中国资产管理 行业发展报告

调整周期中的战略分化

巴曙松 杨惊 等◎著

中国资产管理行业研究
连续11年权威发布

在资产管理行业蜕变与转折的新时点，在供给侧改革大推动下，行业内部如何把握契机，真正提升内力，重建能力？

在互联网金融大洗牌之际，如何通过前瞻性引导，释放金融科技的创新空间与颠覆力量？

崛起中的财富新贵、成长中的80后90后以及创一代的投资理财和财富传承需求，对资产管理行业的未来将产生怎样巨大的影响？



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

2016年

中国资产管理 行业发展报告

调整周期中的战略分化

巴曙松 杨惊 等◎著

中国人民大学出版社
· 北京 ·

图书在版编目 (CIP) 数据

2016年中国资产管理行业发展报告 / 巴曙松等著. —北京: 中国人民大学出版社, 2016.9

ISBN 978-7-300-23350-5

I. ① 2… II. ① 巴… III. ① 证券投资—基金—研究—报告—中国—2016
IV. ① F832.51

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2016) 第 212959 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

2016 年中国资产管理行业发展报告

巴曙松 杨 惊 等 著

2016 Nian Zhongguo Zichan Guanli Hangye Fazhan Baogao

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 2016 年 9 月第 1 版

印 张 31 插页 1

印 次 2016 年 9 月第 1 次印刷

字 数 435 000

定 价 99.90 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

合作的金融机构

诺亚财富 李要深

兆尹科技 尹留志 吴 杰

百瑞信托 陈 进

华融资管 陈重行

课题组成员

高 扬 兴业证券固定收益部

黄文礼 龙庆资本

周冠南 华创证券

李 科 招商期货

范 硕 华融资管研究发展部

刘蕾蕾 中国人民银行西安分行营业管理部

张悦 招商银行

孙娴 国寿养老投资中心

何芸芸 泰康资产固定收益中心

禹路 华泰证券上海分公司

黄泽娟 广州证券投资银行事业部

马文霄 中信证券资产管理业务

方立 中国民生银行

郭兴邦 海通证券

陶小敏 银河达华低碳产业基金投资部

何雅婷 重庆大学

朱茜月 重庆工商大学

杨洲清 中央财经大学

邵杨楠 中南财经政法大学

任佳宁 中央财经大学

不经历调整周期， 资产管理行业何以不断走向成熟？

在资本市场的调整阶段，常常能读到让人清醒的文字，例如刚刚浏览的一篇短文，标题就已经足够吸引：离开了牛市，你什么都不是。

这就提出了一个十分现实的问题：在调整的市场中，资产管理行业该如何进行自我调整？

2005年，我带领研究团队开始涉足资产管理行业研究领域；2006年，我们第一次以《中国基金行业发展年度报告》的名义将团队的资产管理行业研究公开出版，至今已经整十年。我们曾将这套系列研究报告比喻为跟踪资产管理行业多变气候的晴雨表，在过去十年中，我们提出了周期波动与行业发展、大资管时代来临、行业的春秋战国时代、新常态下的行业转型等观点，这个系列报告的书名从“基金行业”改为“基金与资产管理行业”，

最后持续确定为“资产管理行业”发展报告，的确也都见证并记录了行业的成长。

刚开始对于资产管理行业进行描摹和研究的时候，我们可以找到的样本仅仅包括数量有限的公募基金、保险资管等为数不多的机构，其中公募基金的规模在 2005 年底也仅为 4 600 多亿元，合计总规模约为 2.5 万亿，而当时全国 GDP 总量为 18.59 万亿，全国居民储蓄总额为 22 万亿，当时的资产管理行业占两者比例仅为 13% 和 11%。但如今，中国资产管理行业已经发展到了 70 万亿左右的规模，资产管理行业的组成机构已经涵盖了银行、券商、公私募基金等近乎所有类型的金融机构，当前这一规模与 GDP 的比例已经上升至 103%。当年在金融市场中只是偏于一角的资产管理行业，如今似乎已经站在了金融市场的舞台中央，扮演着对国计民生和金融市场有着重要影响的角色，曾经深埋在“深草”之中的资产管理行业，“而今渐觉出蓬蒿”。

相比过去我们的研究感受而言，资产管理行业获得了从未有过的显著影响力，但围绕行业所出现的困惑、担忧甚至质疑却更为激烈了。我们发现整个资产管理行业正在发生远比过去复杂的变化，以至于这种变化让我们自己也疑惑，究竟是什么是资产管理行业？如果说十年前我们关注的共同基金仅仅是狭义的证券投资行业，那么五年前我们关注的资产管理行业，也只是定位于范围标的扩大化的投资行业，并由此从基金、证券、保险延伸到信托、私募基金、银行理财、海外投资机构等。而当前的资产管理行业发展可能进入了第三阶段，从单纯的投资机构拓展为覆盖设计、管理并销售金融产品等各个层面，而金融产品是连接投资者和基础资产之间的环节，投资者投资金融产品，金融产品再投资于基础资产，各类机构的资产管理能力就蕴含在金融产品投资基础资产的这个过程之中。也正是这一转变推动了资产管理机构不再仅仅是资金投资运用机构，而是真正去创造资产、管理资产、运作资产，这是我们十余年来见证的行业发展的又一次巨大飞跃。

从这个角度来看，中国资产管理行业在短短几年内开始走到金融市场舞台中央，但其运行模式、机制制度、组织架构、从业人员、监管政策等诸多方面是不

是也能够匹配其市场地位？事实上，我们回顾近两年来资产管理行业的发展，每一个值得欣慰的欣欣向荣的一面，都往往可能有与其不甚匹配的另一面，这些主要体现在以下几个方面。

第一，行业运作模式和效率与其迅速增长的规模不够匹配。行业管理资产规模过去 10 年的复合增长率为 40%，过去 5 年的复合增长率为 42%，假设这一增速降到 20%，意味着到 2020 年行业资产管理规模将达到 170 万亿。但伴随着行业超常规发展，特别是近五年来，金融市场波动也在加剧，从钱荒到股灾，从非标产品到信用债违约，从互联网金融到 P2P 风潮，尽管有外在经济环境的因素，但与资产管理行业自身的运行模式必定有密切关系。金融市场最为核心的功能之一是定价，近几年“资产荒”背后的本质是行业过于追求与经济周期不匹配的高收益率，却没有能够为市场风险、信用风险正确定价，最终多次反映出来的就是流动性风险。这种定价机制的扭曲，推动了金融市场各类资产价格的大幅波动。这种还略显得粗放简单的管理模式，长远来看对于投融资双方和管理机构都面临转变。

第二，行业支持经济转型、产业升级的功能与其在国计民生、金融市场的重要地位不够匹配。当资产管理行业规模达到 170 万亿时，预计届时将是 GDP 的 2 倍，是银行体系储蓄余额的 75%。日本在人均 GDP 达到 3 万 ~ 4 万美元时，其资产管理规模是 GDP 的 3 倍，美国在人均 GDP 达到 5 万美元时，其资产管理规模是 GDP 的 2 倍，英国在 2008 年时资产管理规模也是 GDP 的 2 倍。因此不论从亚洲还是欧美的历史发展来看，未来中国资产管理行业将成为影响国计民生、金融市场发展的中坚力量。但另一方面，近几年来在中国经济结构调整、转型升级过程中，资产管理行业有效支持的作用还需要提高。

第三，行业同质化发展倾向与产品、模式的日益丰富多样不够匹配。随着参与市场的机构增加、经济环境所要求的投资模式多样化以及居民企业投资渠道的需求标准提升，资产管理行业近几年出现金融产品、管理模式的日益丰富多样，

以银行理财为重要基础的大资管行业衍生出了各种不同层次的产品，从不同投资范围的银行理财、各种类型的集合管理计划到 5 000 多只共同基金、上万家私募基金以及大量的股权投资产品，当前可选择的资产管理产品已经十分丰富。但我们再去看其背后的管理运作，实际上同质化的现象还十分明显，这种同质化从静态看体现在产品投资范围约束、投资策略设计、基础资产重合等方面趋同，也体现在从动态看产品创新的节奏十分趋同，一有新的投资产品类型出现就会迅速被模仿。之前我们在研究中所关注的全面综合型和垂直细分型的市场结构一直没有清晰出现，机构之间相互模仿、交叉、渗透的趋势在近年还很明显。究其背后原因，可能还在于行业超常规发展、蛋糕迅速做大的过程中，机构差异化经营压力小，在风口可能不需要太辛苦就能飞起来，随着行业增长的放缓，机构势必要追求差异化的竞争优势。

第四，行业的监管协调与行业自身积极创新不够匹配。站在十年前，我们并没有规划、可能也想象不到，银行理财规模能够发展到 25 万亿，基金公司能够在共同基金外发展出多种产品类型，保险公司能够在资本市场形成巨大影响力，私募基金管理人在协会备案有接近 25 000 家，信托、基金、证券子公司会成为连接基础资产与投资资金之间的重要通道等等。可以说资产管理行业发展的这十年也就是金融市场不断扩大、创新、突破的十年。而在同时，政策监管与市场创新之间的协调还不够完善。在市场自身蓬勃发展的过程中，监管层对于整体情况的把握、市场结构和规模的跟踪监测是有滞后的，从而在发生阶段性、局部性波动时，监管层短期内无法及时、有效地干预市场。如何通过前瞻性的引导，既给予市场较大的创新、整合空间，又不能带来大起大落的波动，这就是政府的手与市场之间的微妙距离。

正是在这样的观察和感受下，我们在 2016 年对资产管理行业的研究剖析，除了一如既往地关注其迅速扩张的势头外，更多地把眼光放在了其自身还有待“提升内力、重建能力”的方面。在 2016 年的报告中，我们延续了 2015 年行业格局篇、机构篇和海外市场篇的全书结构。第一部分行业格局篇之中，我们从行业的宏观

格局出发。鉴于整个资产管理行业已经在中国金融体系中占据重要地位、并对中国金融结构变化产生了重要影响，我们分别从功能视角、行业监管和金融创新等较为宏观的角度对行业进行了相应的阐述和研究，试图在更为广阔的经济系统的图景之中更为清晰地勾勒出资产管理行业的边界、定位和运行机理。同时，在相对中观或者微观的层面上，围绕着资产管理行业产业链中的关键环节，我们对投资者、互联网金融和资产管理系统等话题也进行了相应的探讨。

第二部分机构专题篇里，我们立足于正在发生重大变化的行业格局，重点对于2016年资产管理行业下各个子板块进行勾勒和刻画。快速地创新和重新定位，带动了资产管理行业各个子板块的迅猛发展和跨界扩张。在这个过程中，整个资产管理系统的内在机制和联系变得更为错综复杂，各类资产管理机构均在重新思考自身在行业中的角色和定位。“破壁”是2016年机构视角下的关键词，未来我们应可以看到行业中各类资产管理机构更为多元化的战略布局，“大而美”与“小而精”并存的格局下，“百花齐放”的资产管理行业机构格局将值得我们期待。

第三部分海外市场篇里，我们对于过去一年的海外资产管理市场进行了回顾，梳理了眼下全球市场主流的几种资产管理业务模式，并对于美国和新兴市场的资产管理行业进行了整理和介绍。

本年度报告是由我和杨惊负责整体协调组织以及全书的通稿、修订、讨论、出版等事宜，最后由我和陈华良、王超对全书进行全面的修订统稿。各章起草人员包括：巴曙松、杨惊、何雅婷起草第一章；巴曙松、范硕、陈重行起草第二章；马文霄、禹路、方立起草第三章；范硕起草第四章；刘蕾蕾，张悦起草第五章；高扬起草第六章；杨惊起草第七章；朱茜月起草第八章；孙娴，何芸芸起草第九章；黄泽娟起草第十章；陈进起草第十一章；何雅婷起草第十二章；李要深起草第十三章；李科、郭兴邦起草第十四章；周冠南、邵杨楠、任佳宁起草全球资产管理行业专题；黄文礼起草第十五章；朱茜月起草第十六章。除了章节作者之外，杨洲清、陶小敏对于本书修订、校对亦做出了非常大的贡献。

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，以及感谢诺亚财富、兆尹科技、百瑞信托、华融资管、挖财等机构，和万文义、林华、胡剑、方兆本、张信军、华中炜、符星华、沈长征、马祥海、尹留志、吴杰、杨竞霜、季勇（排名不分先后）等金融界的朋友的帮助和支持。文中引用他们的观点，仅仅是代表他们个人的看法，并不代表任何机构，另外，文中采用的一些文字记录，未经他们本人审定，因此难免会有一些错漏，也请读者见谅。

在本书成文之际，我们也看到行业面临的市场、政策环境等出现了持续的变化。资产管理行业对于经济、金融市场的影响日益受到重视，对于资产管理行业运营模式的探讨甚至质疑越来越多，而监管政策也在积极转向合理引导行业健康发展的方向。这些都意味着不论从主观意愿还是客观条件而言，行业从过去享受制度红利、规模迅速扩张真正转向修炼内功、注重质量效率提升的阶段已经开始。我们衷心希望在 5 年、10 年之后我们继续做这个研究来回顾的时候，能够看到当前又是资产管理行业蜕变成长的新时点。

是为序。



扫码关注“庐客汇”，
回复“2016 年中国资产管理行业发展报告”，
听巴曙松教授亲自讲述资产报告的故事！

2016

目录

序言

不经历调整周期，资产管理行业何以不断走向成熟？ / 1

巴曙松

中国银行业协会首席经济学家
香港交易及结算所首席中国经济学家

Part 1

行业格局篇

01 功能视角下的资产管理行业 / 003

02 资产管理行业的监管与治理 / 023

03 经济结构转型下的创新金融发展 / 045

04 互联网金融，拨开云雾见青天 / 089

05 聚焦日益成长的个人投资者 / 113

专题 资产管理系统访谈 / 140

Part 2

机构专题篇

- 06 净值化、专业化、国际化，银行理财逐步回归资产管理本源 / 157
- 07 公募基金视角下的中国二级市场投资基金行业图谱 / 187
- 08 “内外双压”，基金子公司进入瓶颈 / 205
- 09 险资持续扩容，风险导向监管引导多元化配置 / 229
- 10 泛资管趋势下的子公司化布局 / 253
- 11 信托歌舞几时休 / 281
- 12 私募股权投资，“股权投资新时代”下的全产业链布局 / 313
- 13 高端财富管理的全权委托时代 / 341
- 14 期货资管，发展与创新并举之年 / 367

Part 3

全球资产管理篇

- 15 美国资产管理行业发展现状与展望 / 389
- 16 新兴市场国家资产管理行业发展现状与展望 / 441
- 专题 全球资产管理行业的主流业务模式 / 464

后记 / 473

2016

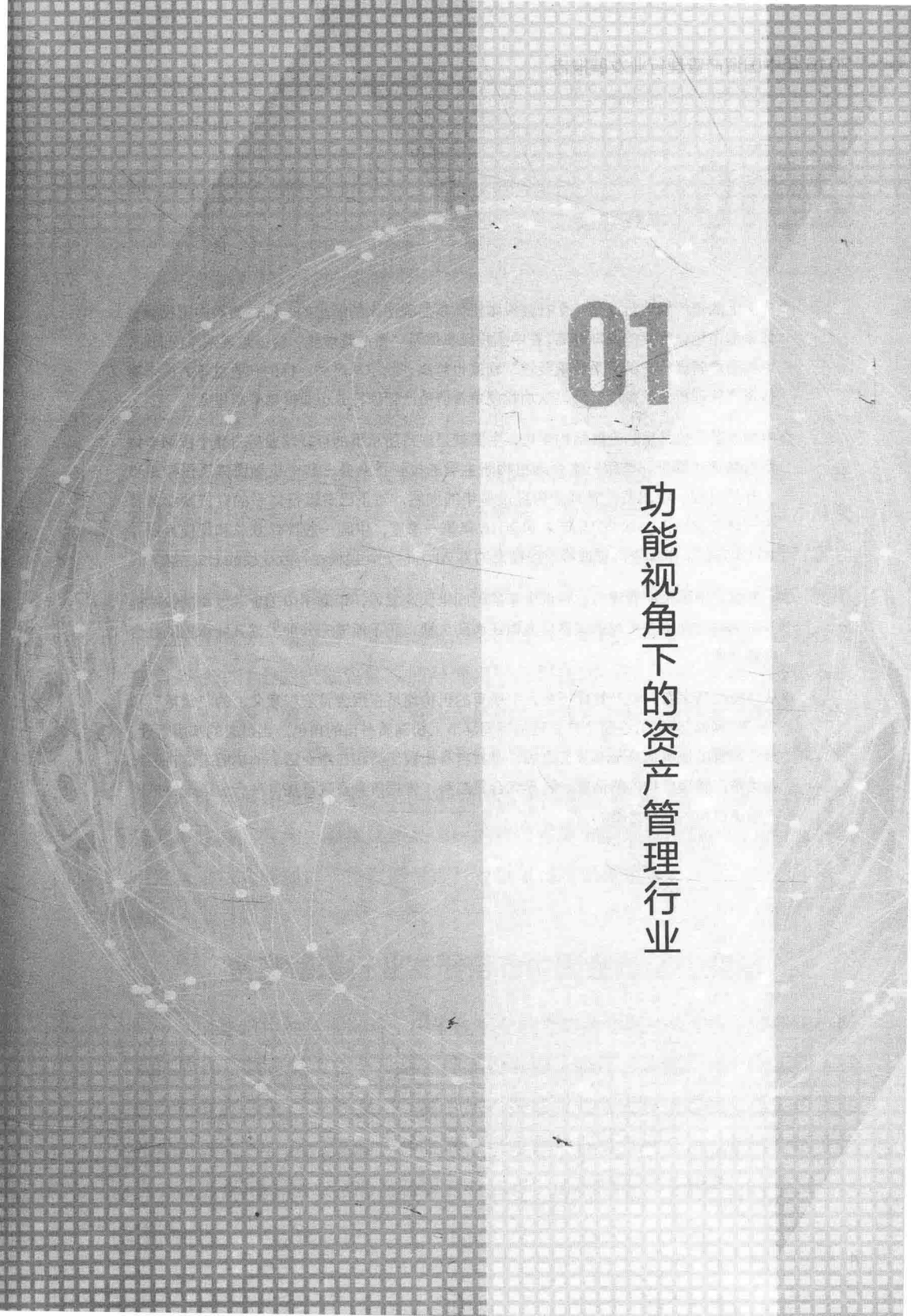
Part 1

行业格局篇

◎从功能视角来看，资产管理行业之中所有的机构均是在围绕宏观意义上的“储蓄”和“投资”两端运行，在整个产业链的不同环节上扮演着各自的角色。跨界竞争是趋势，依据自身禀赋寻找自身产业链定位是资产管理机构必经之路。经济下行期，供给侧改革的提出为创新金融模式提供了新的契机。

◎互联网金融行业正在面临大洗牌，随着行业发展趋于理性，此次全面整顿过后，互联网金融仍然具备较大创新空间与颠覆力量，在细分市场领域给予传统金融体系更好的补充和升级。

◎从目前个人投资者的现状看，新崛起的财富新贵、逐渐成长的80后90后的投资理财需求、创一代的财富传承需求将对资产管理行业未来发展产生较大影响。



01

功能视角下的资产管理行业

2016

本章导读

- ◎ 广义上的资产管理行业是一个社会投融资体系呈现出来的形态的一种，随着中国投融资体系的市场化程度的逐渐升高，在中国投融资体系“资产管理化”特征越发浓厚的同时，中国资产管理行业的“系统重要性”程度也越高，除了从产品、标的和收益等方面来看待资产管理行业的角度之外，从功能视角看待资产管理行业也显得越来越重要。
- ◎ 中国改革开放之后的金融结构变化，主要就是银行所从事的存贷款业务占整个投融资体系份额逐步降低、非银行类金融机构所主导的投融资业务占整个投融资体系份额逐步上升的过程。中国资产管理业务经过多年的发展，对于已有银行体系的存贷款业务替代已经非常深入。从 2015 年末到 2016 年第一季度，中国一般性存款总和规模大概在 103.4 万亿，中国资产管理行业规模大约为 74 万亿元，规模在存款规模的七成左右。
- ◎ 一方面，中国资产管理行业在近十年的时间里快速发展，带动了中国金融效率的快速提升；另一方面由于市场的成熟度方面还有所欠缺，还不能够充分地发挥其所承担的社会经济功能。
- ◎ 从功能视角来看，资产管理行业之中所有的机构均是在围绕着宏观意义上的“储蓄”和“投资”两端运行的，在整个产业链的不同环节上扮演着各自的角色。当过去的牌照管理、分业经营的语境体系渐渐淡去之后，寻找自身比较优势和在产业链上的功能定位将成为各类资产管理机构的新话题。跨界竞合是趋势，依据自身禀赋寻找自身产业链定位是资产管理机构的必经之路。