

2013年

中国资产管理行业发展报告

大资管时代来临

巴曙松 陈华良 王超 等◎著
中国资产管理行业年度晴雨表

资产管理行业的政策变革，
如何促成整个行业格局的
市场化重构？

在利率市场化下，
资产管理产品如何创新？

在资产管理新政下，
信托业如何引领竞争与变革？

银行与券商之竞合谋变的
焦点是什么？

上海证券交易所总经理
黄红元 专文作序



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

013069547

F832.21

11

2013

中国资产管理 行业发展报告

2013年

大资管时代来临

巴曙松 陈华良 王超 等 著



北航

C1676897

F832.21
11
2013

中国人民大学出版社
·北京·

图书在版编目 (CIP) 数据

2013 年中国资产管理行业发展报告: 大资管时代来临 / 巴曙松, 陈华良, 王超等著.
—北京: 中国人民大学出版社, 2013

ISBN 978-7-300-18057-1

I. ① 2… II. ① 巴… ② 陈… ③ 王… III. ① 证券投资—基金—研究报告—中国—
2013 IV. ① F832.51

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2013) 第 214856 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 北京诚英律师事务所 吴京菁律师
北京市证信律师事务所 李云翔律师

2013年中国资产管理行业发展报告: 大资管时代来临

巴曙松 陈华良 王超等 著

2013 Nian Zhongguo Zichan Guanli Hangye Fazhan Baogao: Daziguan Shidai Lailin

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)

010-62511398 (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 2013 年 9 月第 1 版

印 张: 25.5 插页 1

印 次 2013 年 9 月第 1 次印刷

字 数: 417 000

定 价 69.90 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 国务院发展研究中心金融研究所副所长，博士生导师

课题协调人

陈华良 华中科技大学中国金融市场研究中心博士

王超 中国科学技术大学管理学院金融研究中心博士

合作的金融机构

百瑞信托 罗靖、高志杰、王文莉

源乐晟投资 王猛、曾晓洁、吕小九

清科集团 符星华、姬利

诺亚财富 连凯、邓伟岩、李要深、袁力、徐嘉俊、胡楠栋、张昕、
薛卫舒、潘媛

课题组成员

牛播坤 华创证券研究所
吴博 交通银行风险管理部
徐小乐 中国农业银行总行私人银行
彭茜 申银万国研究所
王茜 中国人寿资产管理有限公司
刘少杰 北京金融资产交易所
张晓龙 泰达宏利基金管理有限公司
杨惊 银河基金管理有限公司

王月香 中信银行青岛分行
叶聃 国家开发银行深圳分行
郭红涛 交通银行上海分行
周冠南 中央财经大学
刘蕾蕾 中央财经大学
贾俊超 中央财经大学
高扬 上海财经大学
郑伟一 中山大学

推荐序

资产管理行业格局的市场化重构

黄红元

上海证券交易所总经理

转型与结构调整已经成为当前中国经济金融发展的关键词之一，资产管理行业作为金融体系中的重要一环，近些年，特别是2012年以来，进入了金融创新活动异常活跃的时期，形成了自上而下的行业放松管制和自下而上的探索突破相结合的发展态势。2012年政策环境发生巨大变化，市场化方向主导了政策的变化，原有的分业经营限制被逐步淡化，不同金融机构可以开展类似的资产管理业务。在此之前，中国的资产管理行业总体上是在机构监管格局下，由各自领域的监管机构主导不同领域的分工格局，基金公司和券商设计产品和投资，银行和券商进行基金产品和券商理财产品的市场营销，保险作为机构投资者配置基金产品和券商理财产品，不同机构根据各自机构的特点，在资产管理行业产业链上形成分工。在新一轮监管创新下，这一分工结构将被逐步打破，券商、保险等机构都可以直接开展公募业务，有实力的机构可以全产业链参与资产管理业务，涵盖从产品设计、投资管理到市场营销等环节，可以充分发挥规模效应和协同效应。此次资产管理行业的政策变革，不仅会促成整个行业格局的市场化重构，对于中国金融体系的转型也具有重要的意义。

资产管理行业，在金融体系中靠近需求端，将金融市场和金融机构的产品供给与投资者需求联系起来，资产管理行业扮演着满足投资者需求和引导需求的作用，同时，也

对金融体系的产品供给进行整合。在金融体系发展处于初级阶段，存在金融抑制时，有限的金融产品供给相对投资者需求而言严重供不应求，因而与产品供给直接联系的融资功能成为金融体系的主要关注点，也是政府对于金融体系最为重视的功能，此时，不需要资产管理行业的存在，个人投资者也可直接参与。但是在金融体系发展到一定阶段，相对于 GDP 等经济体量具有可观的存量金融工具规模时，金融工具的供给与投资者需求之间供不应求的缺口甚至已经发生逆转，此时再单纯强调金融体系的融资功能，非但无法促进融资规模的增加，反而会加大金融体系的风险。而通过资产管理行业对金融体系的产品供给进行整合和对投资者需求的引导和满足，可以深化金融体系的产品供给结构，促进投资者金融资产组合的多元化。

而此次资产管理行业的变革，就是通过在需求端率先进行市场化改革，通过下游需求的多元化来引导上游的供给创新，进而带动整个金融体系的多元化和创新程度。这一改革路线具有中国渐进式改革特色。这一思路在银行和信托理财产品的发展上尤为突出，银行理财产品和信托理财产品分别作为存款和贷款利率市场化的变通手段，通过需求端的市场化改革来激发居民的投资理财需求，使得存量财富的“活性”增强，使得金融机构根据需求来逐步适应性创新。在当前时点，推出存贷款利率市场化的改革措施已是水到渠成，对于金融机构业务的冲击已经减小很多。利率市场化改革对于国内金融体系的改革路线是具有里程碑意义的重大事件。就这样，利率市场化通过银行和信托理财产品三年的孕育而得到了“润物细无声”般的渐进式发展。这一领域的发展经验，对于未来资产管理行业的发展以及与整个金融体系转型的配合具有重要的借鉴意义。

而银行和信托理财产品发展中最为重要的宗旨就是市场化机制，银行和理财产品的设计和发行都是采取备案制，预期收益率自主决定，自主的市场竞争机制使得这些机构充分发挥创造力，从房地产融资到矿产融资，从民营企业融资到与政府平台合作，理财产品的规模不断壮大。尽管当前存在一些风险，但是从市场的主流评价看，不少人还是认为银行和信托理财产品的发展为多元化融资结构、促进资源有效配置做出了巨大的贡献。

未来资产管理行业在此次市场化政策改革的带动下,将逐步发挥市场化机制的作用,利用创新和多元化的资产管理产品和服务的供给,实现对财富存量的有效配置。更加深远和宏观的影响在于,通过需求端的引导和整合促进供给端的转型,实现金融体系转型的大趋势,具体体现在以下几个方面。

第一, 促进债券市场健康发展, 提升直接融资比例。债券市场作为直接融资的重要主体,其比例迅速提升,债券市场规模从2002年不到3万亿的存量,发展到2012年年末26万亿的规模。10年前,我国债券市场全年发行量在1万亿元左右,交易量10多万亿元;10年后,年度发行规模达到8万亿,交易量超过240万亿元。在社会融资结构中,信用债占比从不到2%上升到14%。尽管债券市场在规模上已经实现了爆炸性增长,但是依然存在结构性缺陷、交易主体同质化等问题。针对这一问题,从资产管理行业来看,债券是资产管理的重要基础资产,特别是对追求绝对收益的投资者而言,债券占投资组合的比例要明显高于股票,只有这样才能实现财富的稳健增长。但是之前我们资产管理行业的产品供给能力偏重于股票领域,基金和券商都是以股票投资见长,随着保险可以发行公募资产管理产品,可以发挥保险在债券投资和绝对收益领域的专长,有望能够改变债券市场的投资者结构,促进债券市场的结构趋于改善。

第二, 存量资产盘活, 支持经济转型。中国经济过去30年的高速发展,不仅积累了巨额的居民财富,储蓄存款高达100万亿,而且形成了大量的优良资产。这些巨额的存量财富和资产,在转型过程中应该加以妥善利用。转型的过程也是财富重新分配的过程。在20世纪70年代,随着日本和欧洲的崛起,美国重化工行业的国际竞争力日趋下降,迫使美国转变经济增长方式和优化产业结构,重点发展高新技术产业和开发国内消费市场。到了1982年,经济增长的转型在股市中得到了体现。前十大行业发生了很大的变化,依次是:石油、金融、营业设备、公用事业、健康、零售、通信、家庭、化工、汽车。而运输、钢铁、电气设备这三个行业大大落后。在这一转型过程中,资产管理行业通过投资行为参与不同行业的市值变迁,实现财富的保值增值。存量资产证券化对于金融体系的创新能力构成重大的挑战和机遇,既能为经济转型提供必要的金融支

持，也可以丰富金融市场的层次。对于资产管理行业来说，它提供了重要的另类投资机会。由此可见，在转型过程中，如果资产管理行业对于存量财富和资产利用得好，则事半功倍，不仅实现了金融对于实体经济发展的支持，而且实现了财富的保值和增值；如果利用不好，则一损俱损，经济陷入停滞，财富也将大幅缩水。

第三，丰富机构投资者队伍，构建和活跃多层次资本市场。构建多层次资本市场是国内金融体系未来的发展方向，但是多层次资本市场并非是简单的通过规划和政府引导实现的，它必须有赖于市场投资者的自发参与，特别是以众多资产管理机构为代表的机构投资者的积极参与，才能使得多层次资本市场发挥资源配置、合理定价、流动性充分等应有的功能。

可见，当前资产管理行业格局的市场化重构无论是对于资产管理行业本身，还是整个国内金融体系的转型都具有重要的意义。当前从事资产管理行业的各类金融机构应该转变经营思路，勇于创新，认清并积极拓展自身在市场化了的资产管理行业格局之中的定位。

巴曙松研究员带领的资产管理行业发展报告研究团队，持续对资产管理行业的发展路径进行跟踪研究，已经形成了把产业发展理论分析和金融机构实务经验有机结合的研究分析框架。这一研究方法以及研究结论，对于当前正在进行市场化格局重构的中国资产管理行业而言具有重要的借鉴作用，有助于为正处在“转型困惑期”的资产管理机构寻找转型突破口提供参考。

第一，市场化机制主导的格局重构，更加依赖于资产管理机构依靠自身的资源禀赋来制定能够发挥比较优势的竞争战略。因此，报告中汇集了来自资产管理机构的转型发展思路，具有较高的实战价值。

第二，如何避免低水平同质化竞争和寡头垄断现象，在行业内形成多元化、协同化的良性竞争环境？这需要在市场竞争机制之外，通过监管、行业自律等方式加以引导和规范，对于这一问题，报告也进行了理论和国际比较研究。

第三，正如上文所说，当前资产管理行业的市场化转型，是在中国宏观经济从偏重投资的工业型经济向偏重消费的服务型经济转型，金融体系从偏重增量的融资市场向偏重存量的交易市场转型的大背景之下发生的，各类机构在制定竞争战略时应该具备宏观视野，从大趋势中来思考自身的定位，而不应拘泥于简单的短期业绩考核指标，例如规模的增长、利润率的提升等，更应该看重能否为投资者创造价值，这与政府当前不以GDP增长为主要考核指标的转型思路是一致的。关于这一问题，报告中也从理论和实践两方面进行了有益的思考和讨论。

是为序。

前言

大资管时代下的转型与求变

巴曙松

国务院发展研究中心金融研究所研究员

中国银行业协会首席经济学家

今年是我们团队连续第八年对资产管理行业进行跟踪研究，如果按十年经济周期来看，这份行业的跟踪报告即将完成对一个完整经济波动周期的记录。与 2012 年不同，2013 年资产管理行业在转型与变革的同时，防范风险逐渐成为监管层与整个业界关注的重点。在“放松管制、放宽限制、防控风险”的政策环境下，分业经营的壁垒逐渐被打破，各类资产管理机构开始在相同的领域展开竞争。因此，在展开今年的研究时，我们不只是延续采用数据分析等传统研究范式，更是试图从剖析资产管理行业生态系统运作的角度，来整体理解资产管理产业链的价值和竞争力重构。新的行业竞争格局导致了一些占有制度红利的行业（比如信托业和基金业）的生存空间受到了挤压，而券商、保险、私募等行业获得了新的发展机遇。不同子行业之间的业务交叉和人员流动，使跨部门、跨行业、跨领域的竞争与合作成为常态，因而也演化出了更复杂、更有竞争力的商业模式，可以说整个行业进入了一个全新的发展阶段。

这种转型让人不禁联想到生物进化史的起起伏伏。通常情况下，大幅度的进化跃迁都伴随着自然环境的严酷改变和由此带来的全球范围物种的灭绝与复苏。比如在二叠纪晚期，地球由湿润气候向干旱气候的演变，造成了 90% 以上的物种灭绝。但是，大规模的毁灭也为更适应生存环境的爬行动物提供了有利的进化机遇。类似地，政策和监管层面的大力推动，改变了资产管理各子行业各自为战、坐享牌照溢价的安逸局面。这不仅激发了整个行业的创造力，还使得更灵活、更具有生命力的金融机构拥有了更大的竞

争优势。

从资金端角度看，银行理财受到银监会“8号文”影响，投资规模和投资方向已经受到较严格的限制；而保监会虽然放开对险资进入公募的牌照和险资投资范围的约束，但鉴于保险公司资产负债特征和投资风格，不同机构与险资的磨合还处在相互试探的阶段。反过来看，面对宏观货币环境的去杠杆和资金端的流量缩减，提供资产配置服务的基金、信托、券商等行业必须为日益有限的资源展开激烈厮杀。信托业受到一法三规的保护，一直是资金进行跨市场投资运作的平台和通道。但是，随着基金通过子公司设立专项资产管理计划，投资标的几乎囊括了所有资产及财产性权利。券商集合资产管理计划的投资范围也几乎不受限制，而定向资管计划对投资合法性和强制力的确认更是只受到合同法约束即可。面临类似窘境的还有基金业，在新《基金法》实施之后，券商、保险和私募均在积极准备公募牌照，对公募基金资源的争夺日趋白热化。

站在整个行业的宏观角度看，在动态交锋中各个机构在产品设计、渠道布局、盈利模式创新等方面也逐步走出传统业务范畴，试图从差异化经营和多元化的资产组合配置中获得进一步的增长动力。类似于在一个完整的生态系统中，自然选择与进化的压力使许多生物被驱离了原有的生态位，转而寻找其他可利用的生存资源，创造出一条新的进化路径。虽然在转型求变中，资产管理的各个行业利益有得有失，但是从增强市场活力、优化资源配置、加速金融资本流转对实体经济的支持角度看，资产管理行业正在上演的这一幕转型大戏，是“盘活存量、用好增量”的题中之义，也为中国金融体系的改革和转型提供了很好的实践经验和借鉴意义。

鉴于此，全书从以下两个方面展开写作：

第一部分，重点立足于整个中国资产管理行业的宏观视角，运用客观的理论和数据分析，对变化的行业发展格局进行剖析。报告首先初步勾勒了资产管理行业的业务链形态，并对分业经营壁垒消失后的公司治理和监管架构进行顶层设计，然后分别从利率市场化、人民币国际化、资金成本变化等角度论述了资产管理行业所面临的宏观环境变化及新的挑战。

第二部分，从资产管理行业的机构视角出发，对各子行业面临的机遇、挑战及未来发展路径展开讨论。这个部分主要围绕本轮资产管理行业转型对各机构带来的不同影响展开，既有对保险、信托、公募基金、阳光私募、私募股权、银行、券商、第三方财富管理机构的独立论述，也有对新的政策环境下各机构之间竞合关系展开的分析。

本年度报告由我和陈华良博士、王超博士负责总体协调和具体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。各章起草人员包括：巴曙松、刘少杰、周冠南起草第1章；巴曙松、杨隽、郭红涛起草第2章；陈华良、郑伟一起草第3章；吴博、彭茜起草第4章；牛播坤起草第5章；王月香、刘蕾蕾起草第6章；王茜、贾俊超起草第7章；罗靖、高志杰、王文莉起草第8章；王超、张晓龙起草第9章；王猛、曾晓洁、吕小九起草第10章；符星华、姬利起草第11章；徐小乐、叶聃、高扬起草第12章，连凯、邓伟岩等起草第13章。

我们十分感谢湛庐文化的编辑团队为本书的出版所付出的专业努力，同时，也十分感谢上海证券交易所总经理黄红元先生专门为本书作序推荐，感谢百瑞信托有限责任公司、北京源乐晟资产管理公司、清科集团、诺亚（中国）财富管理中心等机构的积极参与，每年都会有越来越多的机构参与我们课题的研究和探讨，我们的研究也有了继续前行的动力。

希望每年一度的资产管理行业发展报告能够对读者有所帮助。当然，报告的缺陷和不足在所难免，欢迎各位读者指正，以便我们在下一步的研究中不断改进和提高。

· 目录 ·

| 推荐序 |

资产管理行业格局的市场化重构 / III

黄红元

上海证券交易所总经理

| 前言 |

大资管时代下的转型与求变 / IX

巴曙松

国务院发展研究中心金融研究所研究员

中国银行业协会首席经济学家

| 第一部分 |

行业篇：新格局，新挑战

2013年，随着以往分业经营壁垒被逐渐打破，银行、券商、保险、基金、信托、资产管理公司等各类资产机构涌向同一片红海，大资管时代正式来临。新的行业竞争格局压缩了原有制度红利，也为各类机构的混业经营提供了崭新的发展机遇。在利率市场化、人民币国际化的大背景下，整个资产管理行业的产业链不断延伸，跨界竞争与合作更为常态化。只有那些模式灵活、善于把握市场机遇的金融机构才有可能成为最后的赢家。

第1章 大资产管理行业格局：竞争压力下的创新求变 / 003

第2章 大资产管理行业的公司治理及监管架构初探 / 023

第3章 利率市场化下的资产管理产品创新 / 049

第4章 人民币国际化对资产管理行业的影响分析 / 081

第5章 资金成本视角下的资产管理行业格局 / 115

第6章 中国高端财富管理市场的战国时代 / 135

第二部分

机构篇：竞争与突破

在资产管理行业跨界竞争、创新合作的大潮中，保险资管、信托、公募基金、私募基金、银行和券商在业务层面也已展开针锋相对的竞争。各家机构急切地寻找自己的突围之路，逐步在产品设计、渠道布局、盈利模式创新等方面走出传统业务范畴，从差异化经营和多元化资产组合配置中获取进一步的增长动力。至此，中国资产管理行业的转型大戏，隆重登场。

第7章 保险资管向全面资产管理的转变之路 / 157

第8章 资产管理新政下的信托业竞争与变革 / 181

第9章 基金行业的困境与突破 / 215

第10章 私募基金行业竞争开启新格局 / 257

第11章 私募股权投资转型压力与挑战 / 283

第12章 机构融合下银行与券商之竞合谋变 / 327

第13章 独立财富管理机构拓展通道价值 / 363

| 第一部分 |

行业篇：新格局，新挑战

2013年，随着以往分业经营壁垒被逐渐打破，银行、券商、保险、基金、信托、资产管理公司等各类资产机构涌向同一片红海，大资管时代正式来临。新的行业竞争格局压缩了原有制度红利，也为各类机构的混业经营提供了崭新的发展机遇。在利率市场化、人民币国际化的大背景下，整个资产管理行业的产业链不断延伸，跨界竞争与合作更为常态化。只有那些模式灵活、善于把握市场机遇的金融机构才有可能成为最后的赢家。

第1章

大资产管理行业格局： 竞争压力下的创新求变