

盘点年度资讯 · 动态持续追踪 · 洞见经济趋势 · 指引决策未来



# 中国资产管理行业 发展报告

# 2010



中信出版社 · CHINACITICPRESS

2010



# 中国资产管理行业 发展报告

中信出版社  
CHINA CITIC PRESS

图书在版编目 (CIP) 数据

2010 中国资产管理行业发展报告/巴曙松, 陈华良, 王超等著. —北京: 中信出版社, 2010. 7

ISBN 978-7-5086-2165-4

I. 2… II. ①巴… ②陈… ③王… III. 资产管理-研究报告-中国-2010 IV. F832.48

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2010) 第 108961 号

**2010 中国资产管理行业发展报告**

2010 ZHONGGUO ZICHAN GUANLI HANGYE FAZHAN BAOGAO

著 者: 巴曙松 陈华良 王超 等

策划推广: 中信出版社 (China CITIC Press)

出版发行: 中信出版集团股份有限公司 (北京市朝阳区和平街十三区 35 号煤炭大厦 邮编 100013)

(CITIC Publishing Group)

承 印 者: 北京诚信伟业印刷有限公司

开 本: 787mm × 1092mm 1/16

印 张: 22.75 字 数: 390 千字

版 次: 2010 年 7 月第 1 版

印 次: 2010 年 7 月第 1 次印刷

书 号: ISBN 978-7-5086-2165-4/F · 2015

定 价: 58.00 元

**版权所有·侵权必究**

凡购本社图书, 如有缺页、倒页、脱页, 由发行公司负责退换。

服务热线: 010-84264000

<http://www.publish.citic.com>

服务传真: 010-84264033

E-mail: [sales@citicpub.com](mailto:sales@citicpub.com)

[author@citicpub.com](mailto:author@citicpub.com)

## 序：见证快速成长的资产管理行业

经过一段时间的努力，很高兴我们又可以把这份一年一度见证中国资产管理行业发展的报告呈送到读者面前。

坚持每年推出聚焦于中国基金与资产管理行业研究报告已经有5年多了，如果把这5年的报告摆放在一起，可以清晰地看到中国资产管理行业演进的轨迹，同时也可以看到我们的报告前进的轨迹。

2010年的报告，在研究视野和研究框架拓展到整个资产管理领域方面，有了新的努力和进展。我们在撰写2007年基金行业研究报告时，就明确了要始终将我们对基金行业的研究更多地放在整个资产管理行业发展的背景下去看待，更多地依据从中国资产管理行业从小到大、从无序到有序、从竞争到规范的脉络进行研究。

时至今日再回头看，正是近几年中国资产管理行业加速发展壮大，使我们的研究范围真正得以拓展，研究深度得以加强，研究视野也更为开阔。

2009年证券市场经历了危机之后的调整与平衡，作为投资者，不仅看到了传统产业在政府投资刺激政策下经历的强劲复苏，也感受到了新兴产业在经济调整结构背景下的前景。2009年的市场发展不仅对每一个参与者提出了挑战，同时也深刻影响了资产管理行业格局的变化。从资产管理规模上看，2009年新发券商理财产品40只，募集资金约560亿元人民币；发行各类银行理财产品5640只/期，募集基金约4000亿元人民币；发行私募信托基金240只，募集资金超过50亿元人民币。如果算上发行基金产品113只，募集资金约3200亿元人民币，粗略估计2009年全年国内资产管理行业募集规模接近10000亿元人民币，而这一数值在2008年仅为6000亿~7000亿元人民币，资产管理规模的迅速扩张可见一斑。而从机构和从业人员的变动来看，私募基金、券商理财、高端私人银行等资产管理机构的成长，已经开始与基金管理机构分庭抗礼，共同参与不同层次风格和需求客户的服务；公募基金的投资、研究甚至销售人员在2009年以前所未有的规模转向私募基金、券商、保险等机构，使得整个市场风格更加多元化。我们注意到，公募基金管理的市值规模已经从2007年最高的27%下降到目前的13%左右，各类快速成长的资产管理机构实际上为市场注入了新的活力，这一点在这两年的市场发展表现尤为突出。

因此，我们在撰写 2010 年的中国资产管理行业研究报告时，特别重视从整个资产管理行业的发展角度去研究市场问题。通过对资产管理产业未来实现高速增长所需要的需求增长、技术改进、政策影响和社会习惯四种力量的考察，我们判断，也许公募基金会继续遇到份额不太可能大幅增长的“滞涨”挑战，广泛意义上的中国资产管理行业正在逐步进入“最佳成长期”。通过沿用投资时钟理论横向比较各个资产管理领域的投资收益状况，我们发现，绝对收益驱动力更多来自这些产品的契约设计和市场环境。外部相对业绩排名的压力限制了混合型基金的基金经理追求绝对收益的空间；而累进式业绩报酬制度产生的风险收益不对称，又使得券商集合理财产品组合经理倾向于承担过度风险。

通过对 2009 年以来基金市场的全面考察，我们发现 2009 年整个基金市场的主要特征是再平衡的过程，体现在基金管理规模趋向稳定，市场影响力有所降低；正投资收益并没有为基金行业带来净申购；基金行业竞争激烈，规模差异程度仍在提高；基金公司适度管理规模开始显现等。在基金营销方面，我们判断基金公司通过产品创新来提高基金资产规模未必能取得良好的效果，营销优势仍然体现在渠道建设和营销能力上。在基金监管环境上，尽管中国市场在晨星基金投资环境评价体系中获得 B+ 的良好水平，但我们认为这仅来自于较低的税率和费用，其他方面与基金市场发达国家相比还存在一定差距。

在对海外资产管理行业的梳理中，我们看到的是全球共同基金运行的“结构性分化”特点依旧为常态，长期基金（包括股票型、债券型和混合型基金）与货币型基金的运行呈反向变化；指数型基金日益受到市场青睐，共同基金费率一直呈下降趋势，而互联网在基金交易服务中的作用日益明显。特别是在金融危机之后的全球私人银行业发展中，全球高净值客户（HNWI）的人数和资产规模均出现不同程度的下降。全球高净值客户的变化不但加速了私人银行业在行业整合方面的进程，更对传统的私人银行业经营模式提出了挑战。在经历了 2008~2009 年的行业衰退之后，私人银行业集中度明显上升。绝大多数的私人银行选择在 2008 年增加雇员数量，用以扩展销售渠道和增强创新能力。大型私人银行在应对危机挑战时具有一定的综合优势，尤其是业务条线的丰富程度和资产配置分散程度对私人银行在危机中的表现起到了至关重要的作用。

国内外资产管理行业的发展使我们深刻感受到在拥有巨大发展空间的同时，也面临着前所未有的挑战。在近几年的研究中，我们始终坚持秉承独立、客观、专业的态度，争取和尝试客观地跟踪描述基金与资产管理行业的快速发展。在几年的积累中，

我们也逐步完善了研究框架，改进了研究方法，形成一种相对稳定、成熟的研究模式，为以后持续、坚持地跟踪中国资产管理行业的成长打下了基础。

同时，我们所坚持的另一个研究特色是尽可能地贴近市场、贴近实际金融体系运行状况。因此，在每年的报告起草过程中，我们都会拜访多位监管部门领导，与大量市场从业人员进行访谈，同时与美国、中国香港、中国台湾等国家和地区的资产管理机构进行积极的互动交流，以期将研究视角尽可能与市场所关注的问题做最大程度的结合。因此，2009年的资产管理行业报告同样离不开行业领导的关心与指导，离不开业内专业人士的支持与帮助，离不开海外同行的卓越贡献，在此对他们的一贯支持表示深深的谢意。

我们希望以我们自2005年以来坚持每年出版的中国资产管理行业报告，见证中国基金与资产管理行业的快速发展，见证一批又一批参与资产管理行业的专业人员的成长，见证中国资产管理行业从小到大、从弱到强的历史过程，这既是我们作为一个与这个行业一起成长起来的研究团队的努力目标，也是我们的职责。希望这一系列的报告能够继续得到那些关心中国资产管理行业发展的参与者的支持，也希望广大金融专家能够对报告中尚不成熟完善之处多提批评指导意见，以便我们在未来的研究中不断改进。

是为序。

巴曙松

研究员、博士生导师

国务院研究发展中心金融研究所副所长

2010年5月

序：见证快速成长的资产管理行业 .....	IX
-----------------------	----

## 第一篇 2009 年资产管理行业概览

第一章 繁荣新起点：从基金产业周期到资产管理产业周期的对比与展望 .....	3
一、产业周期视角下的基金市场发展回顾 .....	4
二、资产管理行业步入繁荣新起点 .....	9
三、资产管理行业应对快速成长期的挑战 .....	19
第二章 中国理财市场是否完备 .....	23
一、完备性检验问题的提出 .....	24
二、检验完备性的工具——投资时钟模型 .....	25
三、理财市场的投资时钟模型 .....	28
四、国内理财产品市场的发展方向 .....	42

## 第二篇 2009 年国内基金管理市场回顾

第三章 再平衡：后金融危机时代基金市场发展趋势 .....	49
一、2009 年产业环境与背景：经济与市场的再平衡 .....	50
二、后金融危机时代基金市场发展的再平衡趋势 .....	57
三、基金管理产业发展趋势展望 .....	81
第四章 基金营销：产品创新与渠道优势——谁主沉浮？ .....	84
一、2009 年基金营销回顾 .....	84
二、产品创新与渠道优势在新基金发行中的比较分析 .....	91

三、基金营销前景展望 .....	97
<b>第五章 基金监管：为基金业的长期成长保驾护航 .....</b>	<b>100</b>
一、当前中国基金投资环境的简要考察——结合晨星报告的分析 .....	101
二、改善基金投资环境——2009 年中国基金监管动态 .....	106
三、政策期待——为基金行业的长期成长保驾护航 .....	113
<b>第六章 基金治理：如何在发展中保持内外平衡 .....</b>	<b>120</b>
一、概述 .....	120
二、基金治理问题之一：外部治理不足导致市场竞争不充分 .....	122
三、基金治理问题之二：内部治理失衡导致利益相关方权责模糊 .....	125
四、我国基金治理展望 .....	128
<b>第七章 合资基金：优势显现尚待时日 .....</b>	<b>132</b>
一、合资基金发展的回顾——数目增多占据半壁江山 .....	132
二、业绩与治理——部分公司的外方经验水土不服 .....	135
三、公司运营分析——国际化方面具有天然优势 .....	139
四、结论——外来的和尚未必会念经 .....	143
<b>第八章 中国 QDII 与 QFII 基金发展状况评估与展望 .....</b>	<b>145</b>
一、QDII 基金的发展状况评估与分析 .....	145
二、中国 QFII 基金发展状况评估 .....	154

### 第三篇 2009 年全球资产管理行业回顾

<b>第九章 后金融危机时代的全球共同基金业 .....</b>	<b>161</b>
一、严冬后的暖春：危机后的全球共同基金市场 .....	162
二、结构性分化依然为常态：不同类型基金运行情况 .....	163
三、基金申赎的决定因素：基金类型、市场环境与投资结构 .....	166
四、基金费率发展趋势：费率下降与结构调整并存 .....	176
五、市场需求和产品创新的作用与均衡：指数型基金迅速发展 .....	178
六、基金交易标准化与自动化：共同基金决胜未来的重要前提 .....	180
<b>第十章 后金融危机时代的全球私人银行业 .....</b>	<b>184</b>
一、危机洗礼后高净值客户呈明显周期性波动 .....	184
二、高净值客户波动将私人银行业引入战国时代 .....	186

三、高净值客户波动颠覆私人银行业的传统营运模式 .....	188
四、私人银行业重塑信心之路尚不明朗 .....	191
<b>第十一章 后金融危机时代的全球保险业 .....</b>	<b>194</b>
一、金融危机拉开全球保险行业的重组大幕 .....	194
二、业务多元化减弱金融危机的冲击 .....	196
三、投资型保险产品仍将浴火重生 .....	197

## 第四篇 2009 年资产管理行业发展专题

<b>第十二章 信托业：从做大规模到提升定价能力 .....</b>	<b>203</b>
一、信托规模增长 65.76%，集合信托规模占比首次回升 .....	204
二、信托产品分析 .....	205
三、信托公司经营与管理分析 .....	209
四、股东背景将成为信托公司做大的重要决定因素 .....	212
<b>第十三章 大宗商品：资产管理行业的另类新军 .....</b>	<b>218</b>
一、金融危机中，大宗商品投资的资产配置作用突出 .....	219
二、后金融危机时期，大宗商品资产配置、组合管理的作用逐步成熟 .....	223
三、大宗商品市场发展的未来趋势 .....	231
<b>第十四章 后金融危机时期黄金资产配置的内在逻辑 .....</b>	<b>237</b>
一、金融危机中，黄金的资产配置作用突出 .....	238
二、金融危机中，黄金交易的影响因子分析 .....	239
三、国内外机构投资者参与黄金市场的实践 .....	245
<b>第十五章 海外资产管理公司的投资视角 .....</b>	<b>247</b>
一、新兴市场具备独特优势 .....	247
二、港股市场——投资中国的踏脚石 .....	258
<b>第十六章 资产管理公司如何迎接次贷危机挑战 .....</b>	<b>265</b>
一、次贷危机中的资产管理行业 .....	266
二、美国世纪在次贷危机中的业绩表现 .....	267
三、美国世纪在次贷危机中的投资管理经验 .....	269
四、启示与总结 .....	272

## 附录 2009 年资产管理行业数据

附录一 公募基金相关数据 .....	279
附录二 券商集合理财产品相关数据 .....	339
附录三 阳光私募相关数据 .....	341
后记 蓬勃发展的中国资产管理行业的持续观察者 .....	350

第一篇

# 2009 年资产管理行业概览



## 第一章

# 繁荣新起点：从基金产业周期到资产管理产业周期的对比与展望

### 本章要点：

- 在过去的几年里，基金市场的繁荣壮大无疑是证券市场上值得关注的现象。如果沿用经典的产业周期模型进行分析，可以发现需求增长、技术改进、政策影响和社会习惯四种力量共同推进了基金市场在近几年出现跨越式的发展，成为资产管理市场内发展最快速的领域。

- 从整个资产管理行业来看，近两年的发展非常引人注目，粗略估计2009年全年国内资产管理行业募集规模接近10 000亿元，而这一数值在2008年仅为6 000亿~7 000亿元。这使我们看到，除了基金行业在继续扩大以外，其他资产管理行业的发展可能更为迅速。如果从产业周期的视角来看，前几年基金市场走过了一段高速成长时期，近两年步入巩固调整阶段；但另一方面，多样化的资产管理领域开始加速成长，从而推动整个资产管理行业步入产业周期的最佳成长区间。

- 资产管理产业未来实现高速成长同样需要需求增长、技术改进、政策影响和社会习惯四种力量的推动：从需求增长看，我国的人口结构决定了未来5~10年将是资产管理产业最佳成长期；从技术改进看，多样化的投资策略和逐步完备的投资工具将使得资产管理技术更加多元化；从政策影响看，多层次的资本市场建设和完善的监管体系将推动产业走向成熟。按照这样的分析框架，我们判断未来一段时期内国内资产管理行业将进入一个快速发展的时期。

- 虽然有巨大的空间和快速的成长，但资产管理行业仍然面临诸多挑战，如细分市场客户，找准市场定位；发展多样化的投资品种，契合不同结构客户的财富成长周期；探索资产与负债匹配的资产管理模式；提高资产管理的服务品质等。

在过去的几年里，基金市场的繁荣壮大无疑是证券市场上值得关注的现象。如果将2006年年初和2010年年初的数据做一个对比，可以看到基金市场在这4年里经历了跨越式的发展，基金个数增加了1.6倍，基金净值增加了4.6倍，基金份额增加了4.4

倍，表征盈利水平的管理费则增加了 12.1 倍。

整个资产管理行业近两年的发展也引人注目。2009 年新发券商理财产品 40 只，募集资金约 560 亿元；发行各类银行理财产品 5 640 只/期，募集基金约 4 000 亿元；发行私募信托基金 240 只，募集资金超过 50 亿元。如果算上发行基金产品 113 只，募集资金约 3 200 亿元，粗略估计 2009 年全年国内资产管理行业募集规模接近 10 000 亿元，而这一数值在 2008 年也仅为 6 000 亿~7 000 亿元<sup>①</sup>，资产管理规模的迅速扩张可见一斑。

基金市场是资产管理市场的一个细分领域，这两年的发展趋势使我们看到，除了基金行业在继续扩大以外，其他资产管理行业的发展可能更为迅速。如果从产业周期的视角来看，前几年基金市场走过了一段高速增长时期，在近两年步入巩固调整阶段；但另一方面，多样化的资产管理领域开始加速成长，从而推动整个资产管理行业步入产业周期的最佳成长区间。

表 1-1 基金市场在 2006~2009 年呈现快速成长特征

	总数（只）	截止日份额（亿份）	截止日资产净值（亿元）	管理费（万元）
2006 年 1 月	224	4 638.18	4 790.92	207 320.36
2010 年 3 月	574	25 011.90	26 987.79	2 712 612.10
增长倍数	1.6	4.4	4.6	12.1

资料来源：Wind

## 一、产业周期视角下的基金市场发展回顾

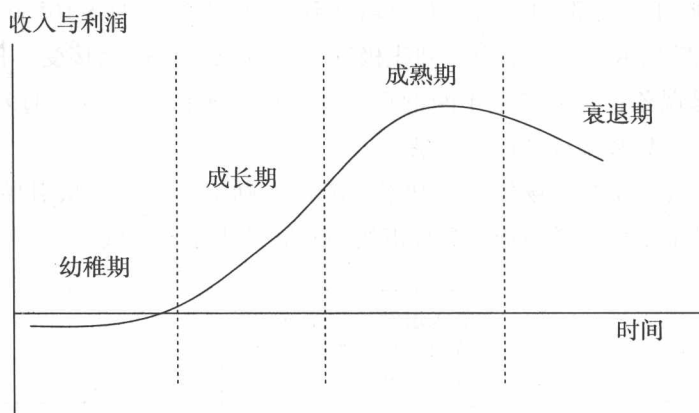
产业生命周期是研究一个产业所处阶段的比较常用的分析方法，其描述的是一个产业由初生到衰退的具有阶段性和共同规律性的演变过程，一般分为幼稚、成长、成熟和衰退四个阶段。

产业生命周期理论是建立在实证基础上的现代产业组织学的重要分支之一，发源于产品生命周期理论。1965 年，Theodore Levitt 在《哈佛商业评论》上的经典之作——《开发产品生命周期》（*Exploit the Product Life Cycle*）中，首次提出了产品生命周期的概念。产业生命周期曲线忽略了具体的产品型号、质量、规格等差异，仅仅从整个产业的角度考虑问题。识别产业生命周期处于哪个阶段，主要从以下几个方面来考虑：市场增长性、需求增长率、产品品种、竞争者数量、进入壁垒和退出壁垒、技术变革、

<sup>①</sup> 粗略估算，2008 年基金发行募集资金 2 000 亿元，券商集合理财产品发行募集 160 亿元，私募信托发行募集约 400 亿元，银行理财产品共发行产品 4 400 只/期，大约为 3 600 亿元规模，合计约 6 900 亿元规模。

用户购买行为等。

如果我们忽略产业内部的竞争结构，仅从外部因素来看，决定产业周期的因素主要可以概括为外部需求、技术进步、政府影响和干预，以及社会习惯的改变四个主要冲击力量。



时期	增长率	需求	技术	产业特征	进入壁垒
幼稚期	较高	增长较快	变动较大	不确定性	较低
成长期	很高	高速增长	渐趋定型	比较明朗	提高
成熟期	不高	增长不高	技术成熟	非常清晰	很高
衰退期	下降	需求下降	技术落后	不确定性	很低

图 1-1 产业周期分析的一般路径

资料来源：课题组

如果把基金行业从 2006 年以来的快速发展作为成长期的话，我们可以沿用上述模式进行一个简单的回顾。

- 从需求增长来看，基金市场这几年经历了跨越式发展，2006 年以来证券市场出现的上涨行情带来了显著的财富效应，也吸引了大批投资者将基金作为参与市场的基本工具，如前文所述，基金个数增加了 1.6 倍，基金净值增加了 4.6 倍，基金份额增加了 4.4 倍，表征盈利水平的管理费则增加了 12.1 倍。

- 从技术改进来看，基金投资在近几年的投资理念和操作模式逐步被认可，同时其本身的投研水平也有长足的进步，更重要的是基金产品在这几年经历了较多的创新，在最简单的股票型、债权型、混合型基金之后，出现了各类创新型产品，如 QDII 基金、分拆式基金、指数基金、保本基金、可分离分级基金、生命周期基金等，为客户提供了多样化的选择。

- 从政府影响来看，这几年对基金行业的监管体现了有紧有松的特征，一方面是

放松了对产品的审批，鼓励创新，减少了对基金发行的行政性指导；另一方面是加强了规范操作的监管，严格对基金投资流程、营销规范等方面的监管。这种政策引导使得基金市场的公信力有所提升，维护了市场的快速发展。

• 从社会习惯来看，2006 年以后无疑是基金投资从普及到爆发的几年，基金市场的开户数从 2006 年 1 月份的 151.7 万户增加到 2010 年 2 月的 3 165.6 万户，增长了 19.87 倍。这背后显示了基金作为一种积极理财工具已经被广泛接受，例如 2006 年基金销售出现火暴现象，百亿基金不断涌现，嘉实稳健成长首次募集 419 亿元，在基金发行史上创下了单只基金规模最大纪录。

因此，最近几年基金市场的发展脉络清晰地勾勒出一个产业从引导期进入快速发展期的图谱，基金市场也成为资产管理市场中发展最快速的领域。

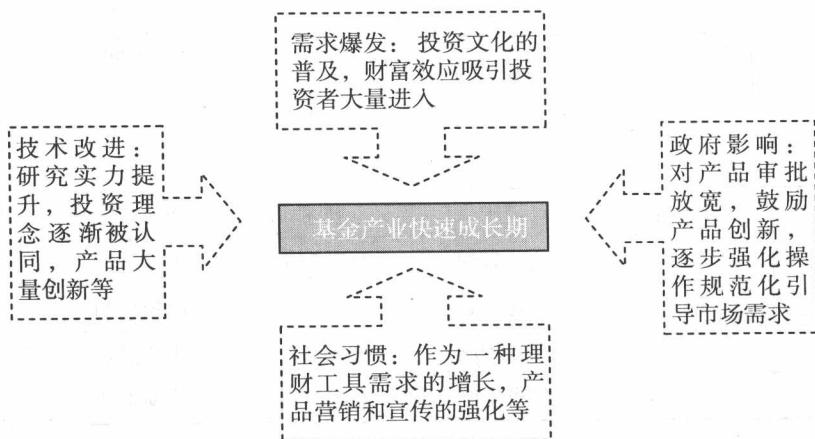


图 1-2 基金产业步入快速成长期的分析框架

资料来源：课题组

基金市场在这两年经历了迅速扩张的高速成长期是毋庸置疑的，但在经历了大规模爆发的几年后，2009 年的基金市场发展似乎进入了一个“休整期”。例如，2009 年基金市场的份额实际上增长并不快，尽管 2005 ~ 2007 年间基金市场份额从 3 000 亿份增加到 2.23 万亿份，增长了 6 倍之多，但 2008 年年底基金市场份额仅为 2.57 万亿份，而 2009 年年底则为 2.45 万亿份，减少了约 1 000 亿份。单从基金份额来看，2008 ~ 2009 年间基金市场似乎步入了一个平台期。从基金行业发展历史来看，这也不是我国特有的，美国基金市场自 1955 年起经历了约 20 年的发展后，份额增速也下降到了极低水平，直到 20 世纪 80 年代，随着产品创新的爆发，才使得份额重新大幅上升。

又例如，从基金数量的增长来看，2009 年也处在一个较为稳定的状况。2008 年年底基金市场共有基金 439 只，2009 年年底这一数值为 558，相较以前而言增长率出现明

显的下降。而从基金在市场上的影响力来看，基金股票市值占总市值的比例在 2009 年也一直稳定在 2008 年年底的水平。

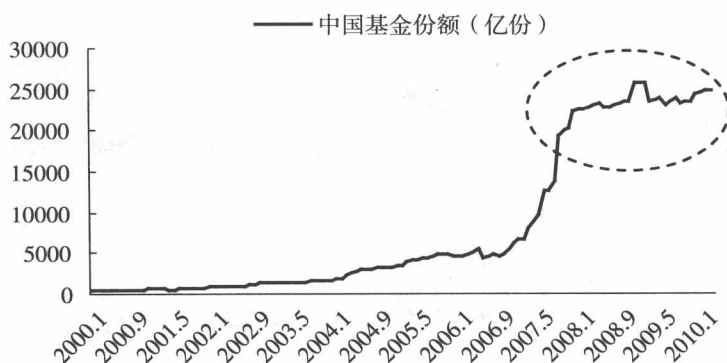


图 1-3 国内基金市场份额增长

资料来源：Wind

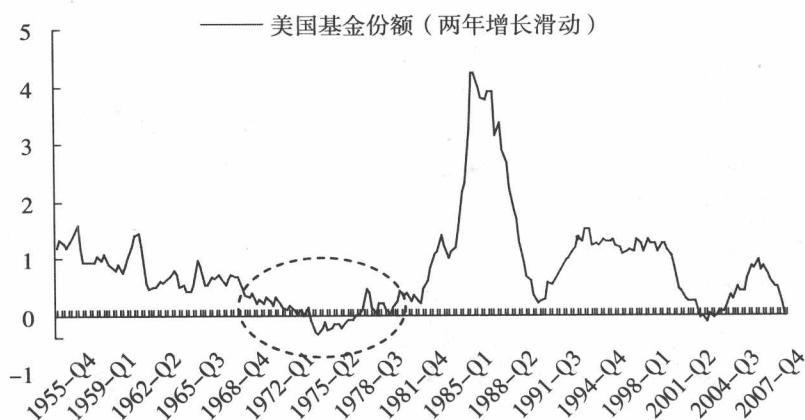


图 1-4 美国基金市场份额增长

资料来源：CEIC

因此，根据上述数据，我们似乎看到基金产业在经历了 2006 ~ 2008 年的快速成长期后，正处于一个“休整期”和“平衡期”，无论从基金份额、基金数量还是基金产品在市场的渗透率来看，都出现了增速下降或者停滞不前的局面。从行业长远发展的格局来看，这还不能说明行业已经进入成熟期，事实上未来发展的空间仍然巨大。但短期来看，可能意味着基金产业已经告别了爆发式增长的时期，而进入一个相对稳定的巩固发展阶段。