

证券 II 行业

资产管理行业：国际经验与国内展望

行业评级

买入

前次评级

买入

报告日期

2019-01-15

核心观点：

● 趋于成熟的国际资产管理行业

根据 BCG 数据, 2017 年国际资产管理规模增长至 79.2 万亿美元。(1) 北美和欧洲占全球资产管理规模的 49% 和 29%, 但新兴市场增速较高。(2) 产品杠铃化趋势明显, 资金流入被动产品和另类资产管理: 被动产品资产规模从 2003 年的 9% 上升至 2017 年的 23%, 另类产品收入贡献从 29% 增长至 43%。(3) 资产管理市场的寡头化趋势较为明显, 市场排名前 20 的资管公司 AUM 份额从 2007 年的 37.5% 上升至 2017 年的 43.3%。(4) 养老资金和保险资金是资产管理市场的重要参与力量, 合计占比达到 61%。

● 中国资产行业的总体判断：总量回落伴随着产品结构调整

(1) 不同国家发展水平, 银行或非银体系对国家或地区的金融资产管理规模具有重要影响, 非银体系主导的国家或地区通常具有较高的 AUM/GDP 比值。(2) 根据 wind 数据统计, 中国大资管规模从 2013 年的 39.1 万亿元快速上升至 2017 年的 123.9 万亿元, 在资管新规下回调至 2018 年 6 月末的 121.9 万亿元。(3) 在调整资产规模比例 40%、30%、20% 的假设下 (假设依据详见正文), 2018 年 6 月末实际的 AUM/GDP 比值分比为 85%、99% 和 113%。从短期来看, 在中国依然以银行融资主导的金融体系背景下, 中国的 AUM/GDP 比值已经处于较高的区间。但在总量回调的趋势下, 同时伴随着结构调整的动力, 意味着一些资管产品的规模依然具备快速成长的可能性。长期来看, 中国资产管理行业规模的成长契机取决于经济增长以及直接融资体系的发展壮大。

● 对照中国：启示和区别

(1) 中国金融市场中银行资金主导的特征短期不改变, 意味着非标准化债权资产是重要的底层资产组成。如何在合规前提下围绕非标资产建立资产管理体系依然是各个资管机构的重任。

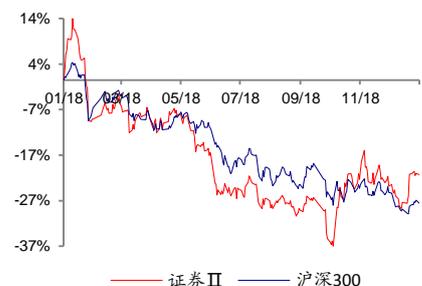
(2) 投资长期的增量资金是标准化产品资管大发展的催化剂, 可能来自于: (a) 养老金入市趋势持续、(b) 境外机构资金流入 A 股和 (c) 银行理财子公司的建立。

(3) 资产管理行业对 α 收益和 β 收益的精细化追求的趋势在中国同样成立, 可能具体表现为: (a) 优秀的主动管理产品依然具备长期投资价值; (b) 机构投资者占比提升的趋势下, 被动产品的发展是长期趋势, 指数增强产品方向值得关注; (c) 广义另类投资产品更加多样。

● 风险提示

金融行业监管趋严、宏观经济和货币政策风险导致市场流动性恶化、产品间风险传导等。

相对市场表现



分析师：

陈福



SAC 执证号: S0260517050001



0755-82535901



chenfu@gf.com.cn

分析师：

王雯



SAC 执证号: S0260518020002



SFC CE No. BGL298



0755-88261286



wangwen@gf.com.cn

请注意, 陈福并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人, 不可在香港从事受监管活动。

相关研究：

【广发非银】战略性看好, 配 2018-12-02

置头部券商——证券行业

2019 年投资策略

【广发非银】激荡四十年: 美 2018-09-05

国证券业研究

联系人：

陈韵杨 0755-82984511

chenyunyang@gf.com.cn

目录索引

国际资管行业	4
国际资产管理行业概览	4
产品杠铃化趋势明显	5
管理机构寡头趋势明显	8
养老资金和保险资金是重要资金来源	10
中国资产管理行业的总体判断	12
银行体系 OR 非银体系?	12
市场规模总量判断	13
对照中国：启示和区别	15
银行资金主导的特征短期不改变	15
标准化产品资管大发展的催化剂：投资长期的增量资金	16
产品趋势：对 A 收益和 B 收益的精细化追求	20

图表索引

图 1: 国际资产管理规模持续增长	4
图 2: 流入资金相对年初 AUM 的占比	4
图 3: 不同国家和地区资产管理规模 (万亿美元) 和增速	5
图 4: 按照产品类别拆分国际资产管理规模	6
图 5: 按照产品类别拆分资管收入	6
图 6: 另类投资已经成为机构投资者的普遍选择	6
图 7: 中型资产管理公司盈利能力较弱	7
图 8: 资管产品呈现杠铃化的发展趋势	7
图 9: 美国共同基金费率持续下滑	8
图 10: 对冲基金总体费率缓慢下滑	8
图 11: 资管规模排名前 20 的公司市场占有率持续上升	9
图 12: 全球资管市场资金来源	11
图 13: 保险公司和养老金欧洲占比超过 50%(2016)	11
图 14: DC 和 IRA 账户持有共同基金比例高达 48%	11
图 15: AUM/GDP 和直接融资比例有着较为显著的正相关	13
图 16: 最近五年中国大资管规模快速增长 (万亿元)	14
图 17: 中国直接融资比例依然很低	14
图 18: 中国资产管理行业全景简图	16
图 19: 全国社保基金资产总额 (百亿元)	18
图 20: 企业年金基金投资组合资产总额 (百亿元)	18
图 21: 社保基金资产配置 (2017 年度)	18
图 22: OECD36 个国家养老金投资方向的算数平均值 (2017)	18
图 23: 主要机构投资者持有股票市值 (亿人民币) 一览	19
图 24: 银行理财投向权益类资产占比	20
图 25: 大部分年份基准指数跑赢 50% 以上的主动基金	21
图 26: 基准指数在长期跑赢 80% 以上的主动管理基金	21
图 27: 最近十年中国股票基金和基准指数收益	21
图 28: 中国长期股票基金存在超额收益	21
图 29: 全球指数增强 ETF 数量快速增长 (只)	22
图 30: 全球对冲基金 AUM 持续提升	23
图 31: 全球私募投资规模持续提升 (十亿美元)	23
图 32: 中国私募产品数量快速上升 (只)	23
图 33: 中国私募产品规模快速扩张 (亿元)	23
表 1: 2017 年共同基金费率下降分析	8
表 2: 全球排名前 20 的资产管理公司一览	9
表 3: 不同国家 AUM/GDP 的比较	12
表 4: 中国养老保险基金入市过程	17
表 5: 金融市场开放重大进程	19

资产管理业务是委托人将资产交给受托人，由受托人提供理财服务的行为，体现为受人之托，代人理财的业务。资产管理业务起源于欧洲，发展壮大于美国，随着全球财富的不断积累和金融市场投资工具的不断复杂，资产管理业务已经成为全球金融服务业的重要组成部分。本文梳理了国际资产管理发展的现状，希望对资管新规后的中国大资管行业和券商资管行业的发展产生一些借鉴意义。

国际资管行业

国际资产管理行业概览

2017年，国际资产管理行业经历了强劲的增长，根据BCG数据统计，全球管理资产规模从2016年的71万亿美元提升至2017年的79.2万亿美元，同比上涨12%。分阶段来看，国际资产管理规模在2002-2007年间年均复合增速12%，但金融危机对全球金融机构都产生了深远的影响，2007-2016年间，国际资产管理规模经历了回撤与复苏，年均复合增速降至4%。

但总体而言，国际资产管理已经是一个相对成熟的行业，体现为：资产规模的增长更多地来自产品净值的增长而非新资金流入。2012年-2016年经济复苏期间，新资金流入对AUM增长的贡献最高仅为1.7%。2017年新资金流入为年初AUM的3.1%，为金融危机以来的最高值，总体12%的增速依然主要依靠产品净值的增长贡献。

分地区来看，得益于活跃和完善的金融市场和强大的经济实力，北美和欧洲是世界上最大的资产管理市场，管理资产规模分别为37.4万亿美元和22.2万亿美元，占全球资产管理规模的49%和29%。但新兴市场显示出远超成熟市场的资产管理规模增速：2007年至2017年，中国、拉美及亚洲其他地区的资产管理规模十年年均复合增速分别为17%、12%和9%，远远超过北美、欧洲、日本和澳大利亚的4%的水平。

图1：国际资产管理规模持续增长

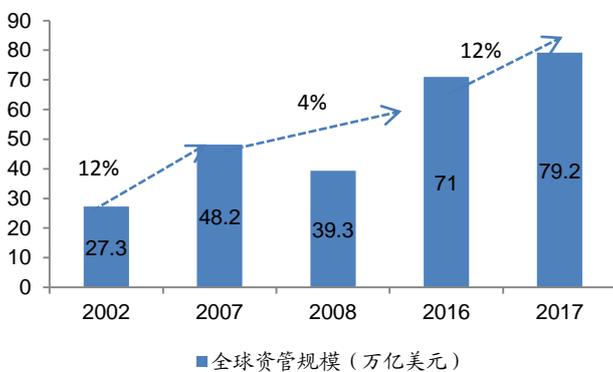
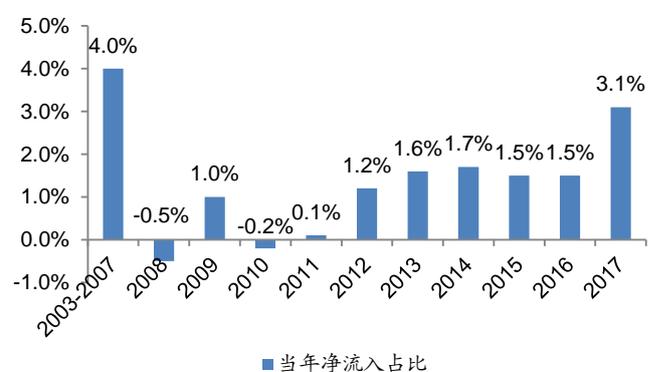


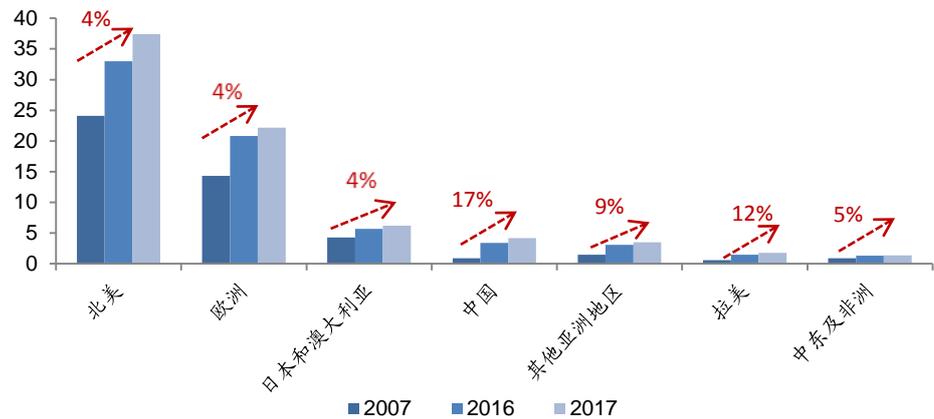
图2：流入资金相对年初AUM的占比



数据来源：BCG，广发证券发展研究中心

数据来源：BCG，广发证券发展研究中心

图3: 不同国家和地区资产管理规模(万亿美元)和增速



数据来源: BCG, 广发证券发展研究中心

产品杠铃化趋势明显

传统主动流入被动和另类

BCG将全球资管产品分为五类: **传统主动管理产品、专门主动管理、解决方案类、被动投资和另类投资**。其中,专门主动管理中,专门主动股权类包括海外市场、全球市场、新兴市场、中小盘和行业基金;专门债权类包括新兴市场、国际市场、高收益债、可转债。解决方案类包括目标日期、负债驱动、全球资产配置、灵活入息类基金(flexible income funds)、负债驱动和传统混合型。另类投资包括对冲基金、私募股权基金、房地产、基础设施和大宗商品基金、另类共同基金。

(1) 被动产品主导规模增长

从2003年至2017年,全球资管行业的资金流入呈现出**从传统主动管理型产品流向被动型产品以及非传统产品的趋势**。传统主动管理资产规模占比从2003年的57%,下降至33%,与之对应的是被动产品资产规模从2003年的9%上升至2017年的23%,另类投资资产规模从9%增长至15%。

分地区而言,被动型产品受青睐的趋势在美国最为明显,且被动型产品已经拓展到股票、固定收益及特殊资产等等各个类别中。以机构数据来看,被动型产品也贡献了大多数的资金净流入。欧洲市场的被动型产品在金融危机后亦有增长,但相对美国略显缓慢,而亚洲地区资产管理行业产品被动化的趋势相对不明显。

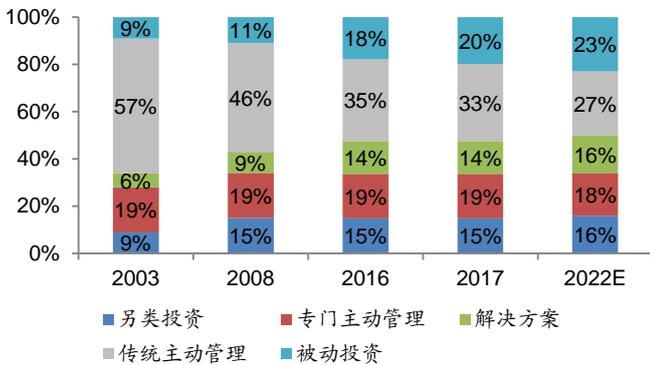
(2) 另类产品主导收入增长

收入端来看,传统主动产品的收入贡献同样出现了明显的下降,从2003年的39%至2017年的21%。更值得注意的是,另类投资15%的规模占比却为资管公司带来了43%的收入贡献(未包含表现费收入)。传统主动管理产品收入占比从2003年的39%下滑至2017年的17%,而被动产品的收入贡献同期从3%上升至7%。

根据Preqin对全球超过550家机构投资者的调研结果(《1H18另类投资者前瞻》),另类投资已经并不“另类”:参与配置私募股权基金的机构投资者占比58%;参与对冲基金机构投资者55%;参与房地产投资的机构投资者占比63%;参与基础设施、

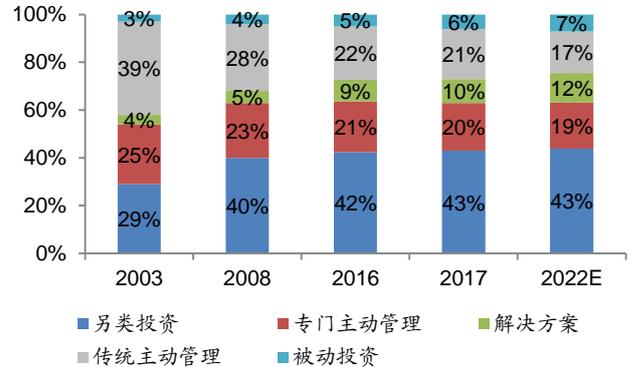
私募债以及自然资源的投资者占比分别为32%、36%和43%。

图4: 按照产品类别拆分国际资产管理规模



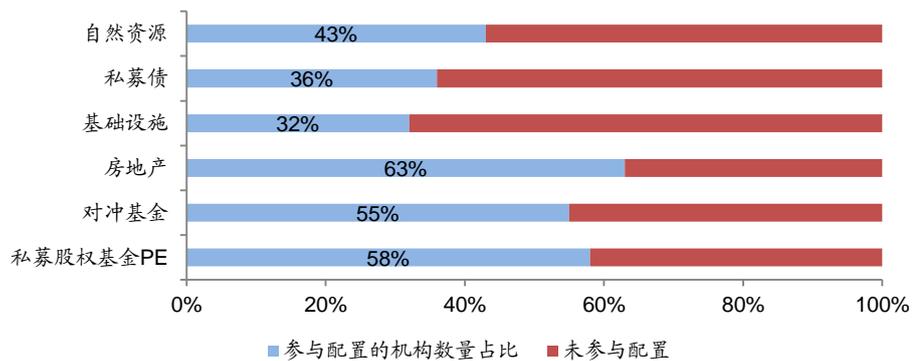
数据来源: BCG, 广发证券发展研究中心

图5: 按照产品类别拆分资管收入



数据来源: BCG, 广发证券发展研究中心

图6: 另类投资已经成为机构投资者的普遍选择



数据来源: Preqin, 广发证券发展研究中心

杠铃化产品趋势的本质: 对 α 收益和 β 收益的精细化追求

通过对不同类别资产管理产品的增速和费率的研究, 我们发现国际资产管理市场伴随着高度市场化竞争, 出现了杠铃化的产品发展趋势。我们列举了包括被动产品、Reits、主动管理债券、主动管理国内股票、主动管理全球股票、私募基金(主要为私募PE)和对冲基金在内的7大类产品, 按照费率由低到高排列, 其每种产品2000-2017年十七年的年均复合增长率呈现出V型排列。

具体而言, 在门槛较低产品标准化程度高的共同基金市场, 费率下降和资金从高费率产品流向低费率产品的趋势依然在持续。费率低至0.08%的被动产品(包括股票和债券类别)年均复合增速高达17.3%; 公开交易的Reits产品也以平均0.13%的低管理费率(Morning Star)得到了年均13.2%规模增长; 而与之鲜明对比的是传统主动管理(国内股票)共同基金, 2017年费率约为0.77%(ICI数据), 但过去17年年均复合增速仅为3.3%。

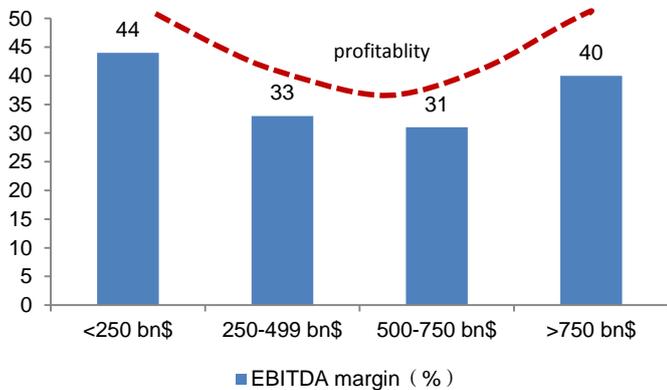
但资金流入低费率产品只是资产管理行业发展趋势的一个方面。另一方面我们看到, 管理费率通常处于1.5%-2%之间、并通常具有20%左右业绩分成条款的私募

基金和对冲基金，其资产管理规模在过去17年也实现了12.5%和14.6%的年均复合增长。并在国际资产管理行业中，以15%的总体规模占比贡献了43%的收入（图4&图5）。

因此我们认为**杠铃化产品趋势其实核心还是资产管理行业对α收益和β收益的精细化追求**。β收益产品关注交易的经济性、便利性、以及对市场追踪的准确程度，并体现出标准化和规模化的特征；α收益产品要求实实在在的超额收益（更佳的风险收益特征），体现出非标准化和小而美的特征。而成熟市场传统主动管理型的共同基金作为一种本应相对市场具有α收益的产品，被历史数据证明相对基准指数难以实现超额收益，因此被市场资金摒弃。

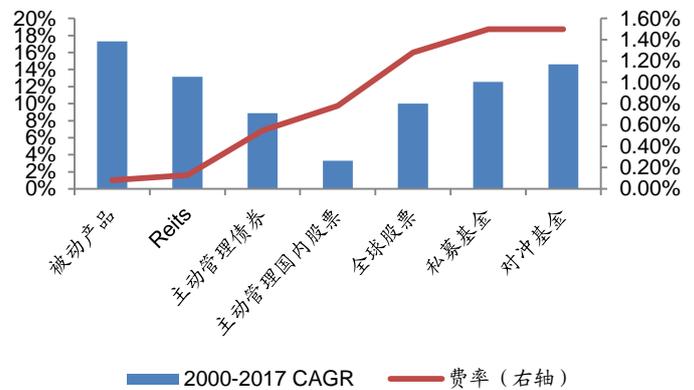
在高度竞争的资产管理市场所形成的杠铃化产品结构的背景下，中型资产管理公司的盈利能力相对较弱。根据BCG的数据，2016年管理资产规模小于2500亿美元、介于2500亿-4990亿美元、介于5000亿美元-7500亿美元以及大于7500亿美元的资产管理公司，其EBITDA利润率分别为44%、33%、31%和40%。其背后的原因在于，超大型资产管理机构主要管理各类被动产品，可以通过规模优势降低研究、管理已经IT投入等运营成本，并受益于当前赢者通吃的行业竞争格局。而小型资产管理机构，通常拥有某种产品类别的专业投资能力，产品线简单，人员较少，费率较高，也可以获得较好的盈利。但对于中等规模的资产管理机构，其产品线相对综合，低费率产品无法与形成规模优势的资管巨头竞争，而私募、对冲、另类投资等产品，由于非标准化程度较高，或产品策略通常在一定资金规模下才能较好实现，也难以实现规模扩张。

图7：中型资产管理公司盈利能力较弱



数据来源：BCG，广发证券发展研究中心

图8：资管产品呈现杠铃化的发展趋势



数据来源：ICI, Morning Star, Duane Morris, Meketa Investment Group 广发证券发展研究中心

高度竞争环境下行业低费率趋势难以阻挡

在高度的市场竞争环境中，资金会选择流向收益水平相当但费率更低的产品，同时，业绩表现不够出色的产品也面临费率下调以维持管理规模的压力。因此，行业层面的费率下降趋势难以阻挡。

以美国共同基金为例，无论是权益基金、混合基金、债券基金和货币市场基金，

其管理费用率从 1990 年至 2017 年都呈现下降趋势。权益基金从 90 年代的大约 1% 的水平下降至 2017 年的 0.59%，混合基金从 1% 左右的水平降至 0.7%，债券基金从 0.88% 降至 0.48%，货币市场基金由于监管的原因，费率有所反弹，但依然处于 0.25% 的低位。而对 2017 年美国共同基金费率下降的归因结果表明，无论是权益、混合还是债券基金，资金从高费率产品流向低费率产品都解释了 75% 以上的总体行业费率下滑；而同时，主动降低产品费率的公司超过了 1/3。

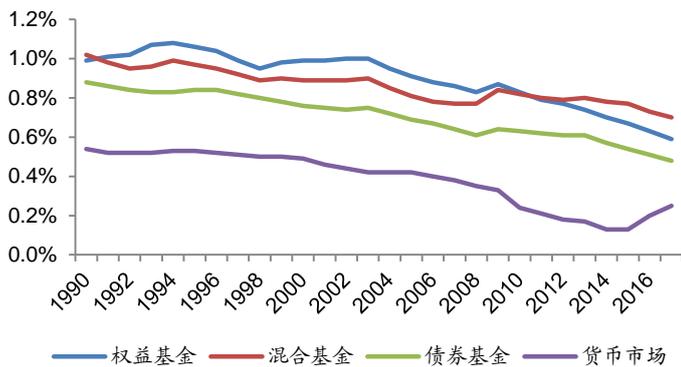
虽然对冲基金的费率根据具体策略的不同有较大差距，但对冲基金总体费率相对于共同基金较高。但根据 EurekaHedge 对最近十年对冲基金平均管理费率及表现费的追踪来看，管理费率从 1.56% 下降至 1.31%。

表1: 2017年共同基金费率下降分析

类别	费用比率		总跌幅	2017 年下降原因:		费率降低的共同基金超过 1/3		
	2016	2017		费率降低	资金转向低成本产品	下降	持平	上升
权益	0.63	0.59	0.04	22%	78%	43%	37%	20%
混合	0.73	0.7	0.03	18%	82%	40%	41%	19%
债券	0.51	0.48	0.03	1%	99%	32%	47%	21%

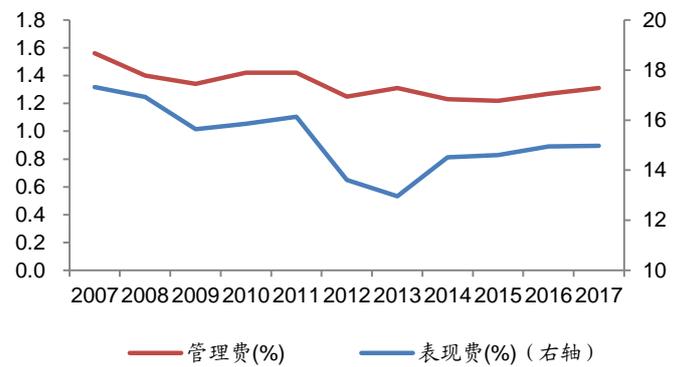
数据来源: BCG, 广发证券发展研究中心

图9: 美国共同基金费率持续下滑



数据来源: ICI, 广发证券发展研究中心

图10: 对冲基金总体费率缓慢下滑

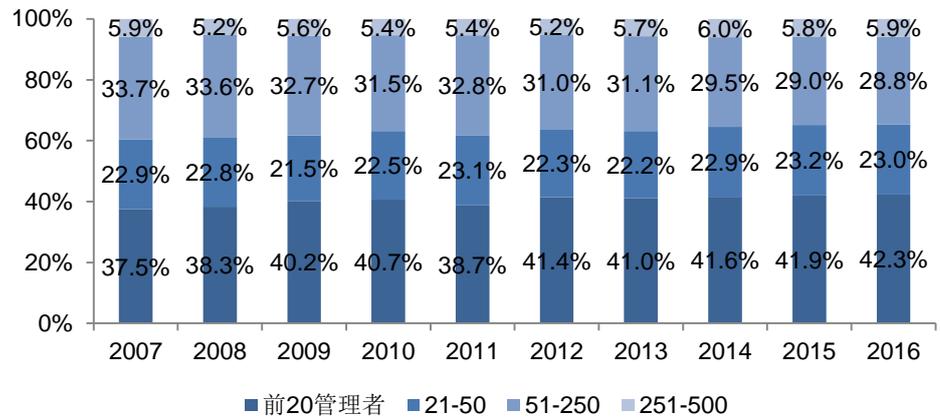


数据来源: EurekaHedge, 广发证券发展研究中心

管理机构寡头趋势明显

国际资产管理市场的寡头化趋势较为明显，头部资产管理公司管理资产规模持续扩张。根据 Willis Towers Watson 对资产管理规模全球前 500 的资产管理公司的跟踪，市场排名前 20 的资产管理公司的市场份额 (AUM 份额) 从 2007 年的 37.5% 持续上升至 2017 年的 42.3%。而市场份额的减少主要发生在排名第 51-250 的资产管理公司，管理资产份额从 2007 年的 33.7% 下降至 2017 年的 28.8%。这和我们观察到的杠铃化的产品趋势中型资产管理公司处境尴尬相一致：大型资产管理机构产品线全面、品牌效应深入，受益于赢者通吃的竞争格局。而小型资产管理机构，通常拥有特定产品或策略的专业投资能力，能够取得良好的阿尔法配置价值，而中等规模的资产管理机构特色化和规模效应都相对不足。

图11: 资管规模排名前20的公司市场占有率持续上升



数据来源: Willis Towers Watson, 广发证券发展研究中心

从全球排名前20的资产管理公司的名单来看,按照公司性质和背景主要包括如下三类:

- 1) 专业基金管理机构。**排名第一、二、四的贝莱德、先锋、富达等都属于专业基金管理公司,以向个人或机构提供基金管理服务为主要业务。
- 2) 全能银行。**商业银行、投资银行和证券公司等金融机构专门设立的资产管理业务部或分公司,如道富、瑞银集团、摩根大通、纽约梅隆银行等。
- 3) 保险集团旗下的资产管理公司,**如排名安联、安盛等。

20世纪70年代以来,富裕人群和高净值人群的理财需求日渐旺盛,美国先进银行及保险公司纷纷通过收购、设立资产管理机构等形式大力发展资产管理业务,全球资产管理市场逐步形成了以美国为主导的竞争格局。截至2017年末,全球资管规模排名前30名的资管机构中,来自美国的资管机构占18席,管理资产规模约34.04万亿元,占比67%。根据IBIS World,2013至2018年美国资产管理行业营收预计实现年均增长2%,低于美国GDP的增速。美国资管业的AUM增速呈现周期化的特征,产品结构深度调整,业内公司在产品、投研、费率等方面进行激烈竞争,由此衍生出了众多差异化的发展策略和商业模式。

表2: 全球排名前20的资产管理公司一览

资产管理公司	市场	资产管理规模 (十亿美元)	属性
1 贝莱德	美国	6,288	专业资产管理公司
2 先锋集团	美国	4,900	专业资产管理公司
3 瑞银集团	瑞士	3,101	全能银行
4 道富环球投资管理公司	美国	2,800	全能银行
5 富达投资集团	美国	2,448	专业资产管理公司

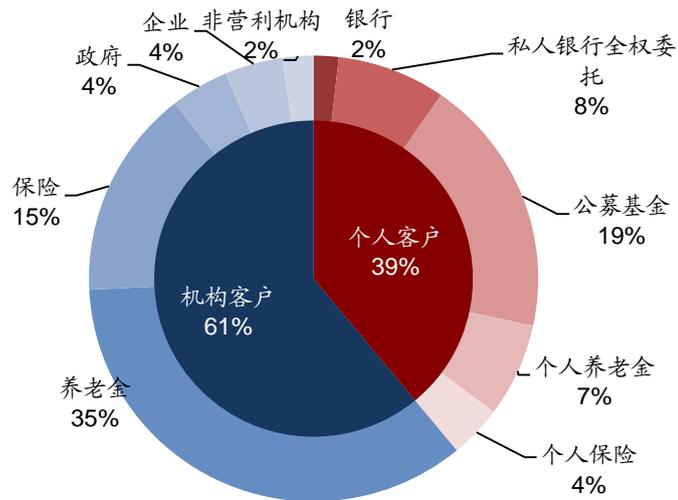
6	安联集团	德国	2,268	保险公司
7	摩根大通资产管理	美国	1,900	全能银行
8	纽约梅隆银行	美国	1,800	全能银行
9	太平洋资产管理	美国	1,690	专业资产管理公司
10	东方汇理资产管理公司	法国	1,652	专业资产管理公司
11	资本集团	美国	1,600	专业资产管理公司
12	安盛集团	法国	1,405	保险公司
13	瑞信集团	瑞士	1,387	全能银行
14	保德信金融集团	美国	1,366	保险公司
15	摩根斯丹利	美国	1,300	全能银行
16	LGIM	英国	1,282	保险公司
17	法国巴黎银行	法国	1,230	全能银行
18	高盛集团	美国	1,128	全能银行
19	北方信托金融集团有限公司	美国	1,100	信托公司
20	威灵顿管理公司	美国	1,021	专业资产管理公司

数据来源: Relbank, 广发证券发展研究中心

养老资金和保险资金是重要资金来源

根据BCG的报告, 全球资产管理市场资金来源主要包括个人客户(占比39%)和机构客户(61%)两大类。其中, 个人客户包括银行渠道、私人银行全权委托、个人账户直接投资公募基金、个人养老金以及个人保险; 而机构客户主要包括养老金、保险、政府、企业 and 非营利机构。养老资金和保险资金是资产管理市场的重要参与力量, 合计(包括个人端和机构端)占比达到61%。再具体而言, 各国养老金的体系差异对本地个人客户和机构客户的占比有巨大影响, 美国由于个人养老金账户(IRA账户和DC计划)的盛行, 是发达国家中少有的个人客户占比高于机构客户的国家, 仅通过IRA账户和DC计划持有的共同基金比例在2017年就超过50%。

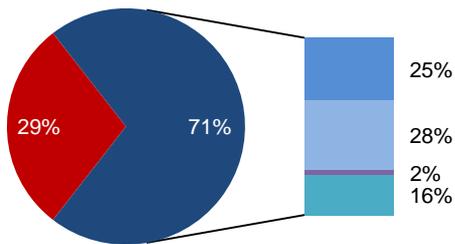
图12: 全球资管市场资金来源



数据来源: BCG, 广发证券发展研究中心

从美国和欧洲的经验来看, 养老金制度的不同会导致资金流向保险公司或者个人退休账户, 但保险和养老金在大众投资产品中的占比呈现主导地位。在欧洲, 2016年末大众投资产品资产规模(包括Investment funds和Discretionary Mandates)中, 机构投资者占比71%, 而保险公司和养老金的占比达到53%。而2017年, 美国共同基金的投资规模中, 零售投资者占比达到90%。但零售投资者绝对主导地位的背后, 是美国个人养老金账户在资产管理资金方面的重要贡献。DC计划和IRA账户两种养老金账户持有的共同基金比例高达48%。

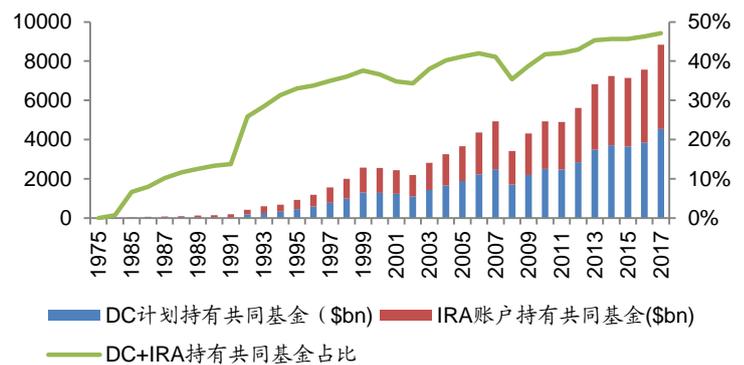
图13: 保险公司和养老金欧洲占比超过50%(2016)



■ 零售客户 ■ 保险公司 ■ 养老金 ■ 银行 ■ 其他机构

数据来源: EFAMA, 广发证券发展研究中心

图14: DC和IRA账户持有共同基金比例高达48%



数据来源: ICI, 广发证券发展研究中心

中国资产管理行业的总体判断

银行体系 or 非银体系？

由于经济总量的差异和金融市场发展程度的不同，各个国家金融资产管理规模有着较大差异。根据Willis Towers Watson对世界前500的资产管理公司的数据，2016年美国资产管理的规模占到了全球的53.47%，是毫无争议的霸主；而排名第二的英国资产管理规模占比仅为7.81%。总体而言，我们认为经济越发达的国家，资管行业的发展水平越高，管理的资产规模也越高。因为经济的发展带来财富的增长，居民和机构的可投资资产的增加是资产管理行业发展的基石。表2中我们列举了一些发达国家的资产管理规模，以及AUM和GDP数据的比值。数据来看，不同国家的AUM/GDP比值也存在着较大差异：最高的英国AUM/GDP高达338%，而最低的德国AUM/GDP仅为67%。

我们认为解释AUM/GDP差异的一个重要原因在于金融市场是偏重于银行体系 (Bank-based financial system) 主导还是非银行体系 (Market-based financial system) 主导，也即是间接融资为主还是直接融资为主。从表2列举的国家来看，英国、瑞士和美国都是市场化金融体系，直接融资占比较高的市场；而日本、意大利和德国也都是传统银行业主导、较为依赖间接融资的市场。为了进一步验证AUM/GDP和金融体系模式的关联，我们对13个北美和欧洲发达国家（包括日本）的数据进行了验证，结果表明AUM/GDP比值和直接融资比例有着较为明显的正相关。其背后也对应着合理的逻辑解释：资产管理业务主要将资金投向标准化金融产品。一个国家和地区的直接融资越发达，所形成的标准化底层资产越丰富，现代资产管理理论所依赖的大类资产配置理论、套利和定价模型更加有效，资产管理行业能够构建和销售的产品组合的风险收益比也更具有吸引力。当然，资产管理行业对提升直接融资比例也有积极作用：专业的资管机构可以更好地匹配投融资需求、提升价格发现效率和进行更好地风险管理。

除了GDP和金融体系模式两个重要解释变量外，资产管理规模还受很多其他因素影响，包括监管、税收、资本市场开放程度等等。例如：欧洲跨境资管业在金融市场一体化的趋势下十分发达和活跃，使得重要的资管资金来源方：保险和养老基金等，集中流入竞争力最强的国家和地区：英国、瑞士和法国等，使欧洲的资管规模分布格局分化格外明显。

表3：不同国家AUM/GDP的比较

	资产管理 AUM (2016 年)	AUM/GDP
英国	8093 (十亿欧元)	338%
瑞士	1646 (十亿欧元)	272%
美国	43.4 (万亿美元)	233%
法国	3971 (十亿欧元)	178%
日本	514 (万亿日元)	96%
意大利	1229 (十亿欧元)	73%

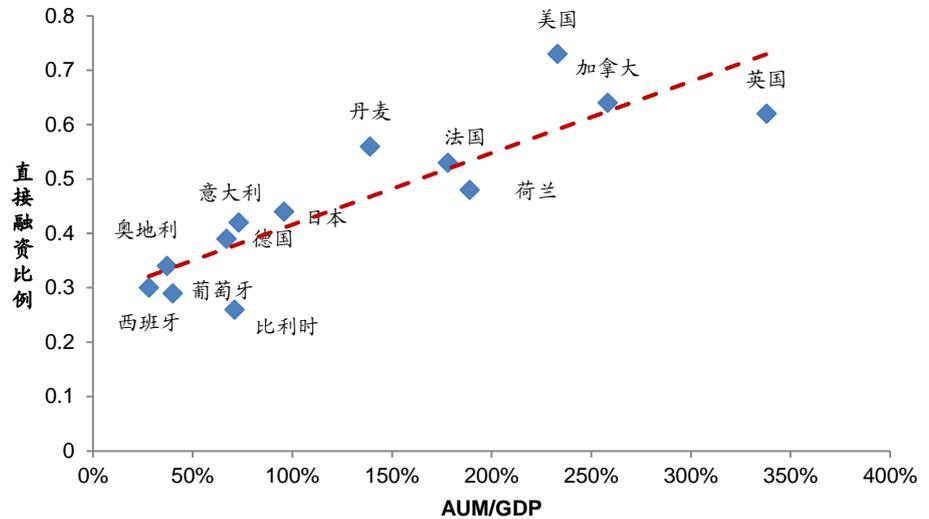
德国

2093 (十亿欧元)

67%

数据来源：EFAMA，野村研究，Willis Towers Watson，Wind，广发证券发展研究中心

图15: AUM/GDP和直接融资比例有着较为显著的正相关



数据来源：EFAMA，野村研究、Willis Towers Watson，Wind，IMF 工作论文，广发证券发展研究中心

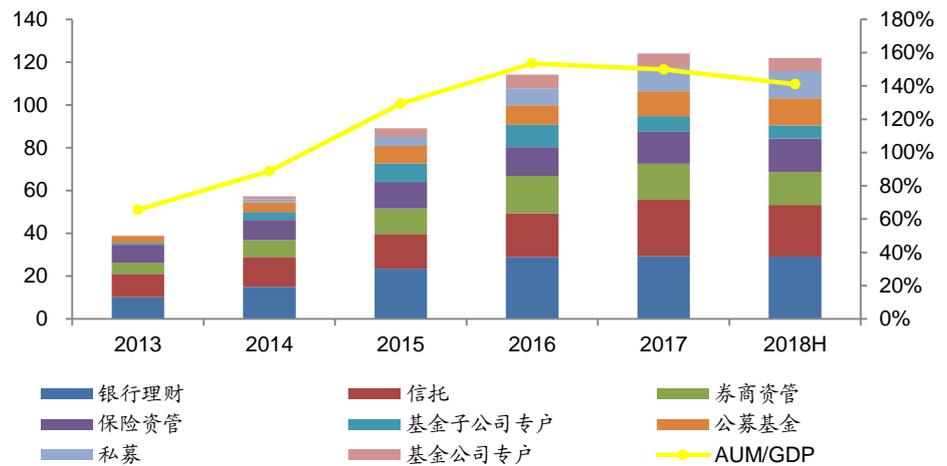
注：以上数据中，欧洲国家资管规模数据出自 EFAMA；日本资管规模数据出自野村报告，截止 2017 年 3 月；加拿大和美国资管规模数据出自 Willis Towers Watson 报告，直接融资间接融资比例数据出自 IMF 的工作论文《Market Phoenixes and Banking Ducks: Are Recoveries Faster in Market-Based Financial Systems?》，2011 年。

市场规模总量判断

中国：大资管规模快速上升后阶段性回落

根据wind数据，2013年至2017年，中国大资管行业（银行+信托+券商+保险+公募基金+私募基金）资产规模从39.1万亿人民币快速上升至123.9万亿人民币，年均复合增速超过33%。AUM占GDP的比例也从2013年末的66%迅速攀升至2017年的150%，占比已经远高于日本和德国等金融系统偏银行主导的国家。但需要考虑到中国近五年快速增长的资产规模中，有大量多层嵌套和不合规通道业务产生的资产规模的重复计算。在资管新规实施以后，大量不符合新监管要求的业务面临整改，整体资管规模从2017年末的123.9万亿人民币下降至2018年6月末的121.9万亿人民币，AUM/GDP的比值降至141%。其中，银行理财与通道业务规模较大的信托、券商资管和基金子公司的资产管理规模下滑显著，分别均较年初下降1.4%、9.6%、7.4%，而主动管理较强的公募基金和保险资管规模分别增长9.4%、5.2%，仍保持良好正向增长。

图16: 最近五年中国大资管规模快速增长 (万亿元)

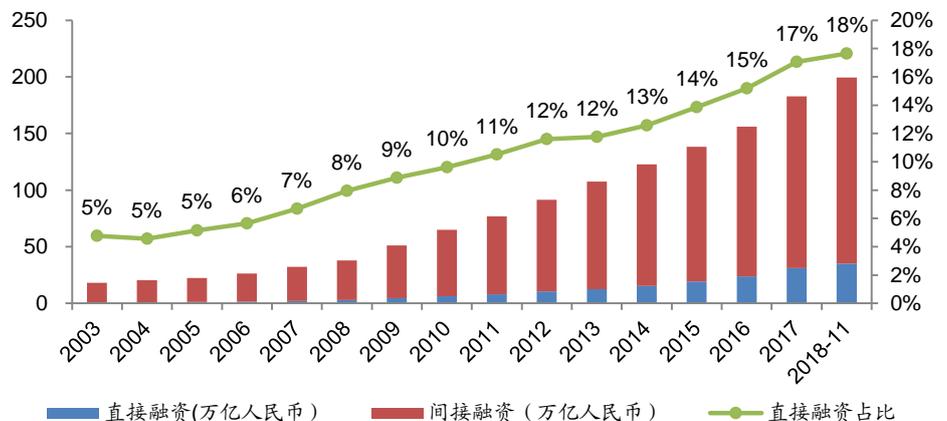


数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

总量回调趋势下伴随产品结构调整的动力

我们首先简单估算通道业务在大资管规模中的占比: 信托通道业务占比约60% (事务管理类信托占比), 券商资管通道占比约80% (定向和专户占比), 基金子公司通道规模约90% (一对一和一对多占比)。综合来看, 总体通道业务在大资管规模中的占比估算约26%, 考虑到还有期限错配和资金池等产品资管新规下也面临调整, 我们认为30%是一个可能的调整资产比例。在调整资产规模比例40%、30%、20%的假设下, 2018年6月末实际的AUM/GDP比值分比为85%、99%和113%。从短期来看, 在中国依然以银行融资主导的金融体系背景下, 中国的AUM/GDP比值已经处于较高的区间, 叠加资管新规政策的影响, 资产规模面临阶段性回落的压力。但另一方面, 中国资管行业在总量回调的趋势下, 同时伴随着结构调整的动力, 意味着一些资管产品的规模依然具备快速成长的可能性。长期来看, 中国资产管理行业规模的成长契机取决于经济增长以及直接融资体系的发展壮大。

图17: 中国直接融资比例依然很低



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

对照中国：启示和区别

银行资金主导的特征短期不改变

每个国家和地区的资产管理市场发展都与其金融体制和监管的架构密不可分。我们认为做中美的资产管理行业比较，必须首先清楚的意识到两国在融资渠道和金融产业价值链方面的巨大差异。具体而言，银行主导的金融体系和非银机构主导的金融体系不仅在资金需求端对应着间接融资和直接融资两大类融资方式，在产品端也形成了非标准化资产和标准化资产两大类底层资产品种，并通过货币乘数效应成倍强化各自体系的资金体量。

传统的银行体系和中国资管发展模式

传统商业银行以存放央行的准备金为备付金，吸收居民存款并向实体企业发放贷款，企业承担信贷成本获得货币资金投入。随着企业的资金继续回存至银行体系，银行得以通过货币乘数效应撬动更多的流动性。

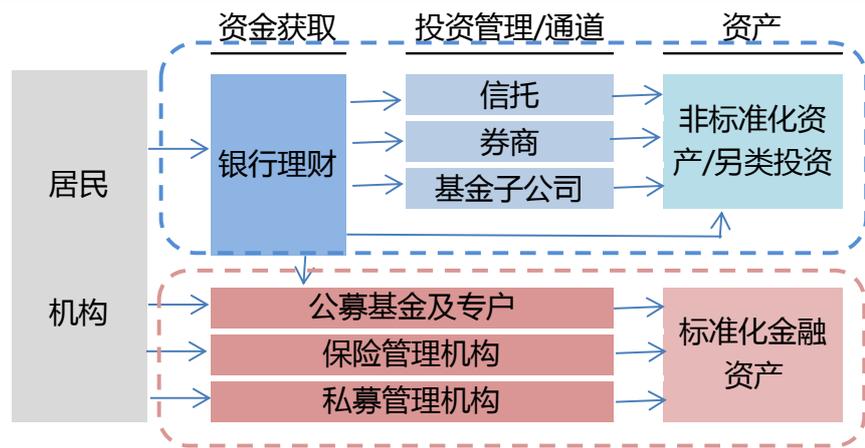
由于中国银行体系在资产总量和客户渠道方面的高度强势，中国的资管行业发展也必须选择围绕银行资金的需求展开。在表内业务面临严格监管的背景下，非银机构（信托、券商资管和基金子公司等）形成规避直接信贷监管的影子银行系统，通过大比例的通道业务参与至资金循环的链条中。但无论产品设计上增加了多少层嵌套，资金需求端是银行，由于刚性兑付的存在理财资金相对于存款的区别只存在于更高的收益要求，产品形成的逻辑依然是信贷行为，因此非标准化债权资产是银行体系资金形成底层资产的主要形式。

非银体系和美国资管发展模式

传统非银体系通过资管产品（公募基金和保险等）吸收资金，并投资于标准化、有活跃市场报价的金融资产，包括股票、债券和货币市场工具。而标准化金融资产的产生也通过IPO和债券发行等直接融资方式形成。如果说银行信贷体系的资金供需调节来自于不良率上升带来的逆向反馈机制，那么非银系统直接融资体系的资金供需调节就来自于活跃有效的市场成交带来的市场价格反馈机制。

此外，在我们过往发布的报告《激荡四十年：美国证券业研究》提及：由于中美两国金融业监管在融资融券和证券回购方面的差异，美国投行可以合规使用客户证券抵押物进行再抵押进行融资。大型投行将来自对冲基金、养老金、保险公司和中央银行等机构的抵押品进行信贷活动，向杠杆投资机构融出资金获取抵押物，并再抵押给现金管理机构融资。便利的抵押和再融资行为带来类似货币乘数效应，创造了更活跃的流动性和市场成交，强化了标准化金融产品市场的价格发现的机制。

图18: 中国资产管理行业全景简图



数据来源: 广发证券发展研究中心

根据社会融资存量数据计算, 中国的直接融资比例从2003年的5%持续上升至2018年11月末的18%, 但直接融资比例依然大幅低于大多数发达国家水平(直接融资包括企业债券融资、非金融企业境内股票融资、地方政府专项债券和存款类金融机构资产支持证券)。在此背景下我们认为, 虽然资管新规打破刚性兑付和禁止期限错配等措施使原有资管规模面临调整压力, 但短期, **银行主导金融体系的现状难以改变, 这意味着非标准化债权资产依然是重要的底层资产组成**。如何在合规前提下围绕非标资产建立资产管理体系, 依然各个资管机构的重要方向。

标准化产品资管大发展的催化剂: 投资长期的增量资金

从国际经验来看, 增量资金的进入, 尤其是长期投资资金的入市, 是标准化产品资管大发展的催化剂。从美国经验来看, 70年代后期养老金第二支柱和第三支柱的建立为共同基金的发展提供了强大的资金推动力。至2017年, DC计划和IRA计划投资在共同基金总规模的占比达到48%。

在目前阶段, 投资长期的增量资金可能来自于: (1) 养老金入市趋势持续、(2) 境外机构资金流入A股和 (3) 银行理财子公司的建立, 成为促进标准化产品资管大发展的催化剂。

养老金入市

无论是美国的经验或是国际资产管理行业来看, 保险和养老资金都是促进标准化资产管理市场大发展最重要的资金推动力量。养老金投资的长期性, 可以容忍净值型产品的短期价格波动, 尤其是股票市场较高的波动率, 取OECD36个国家养老金投资方向的算数平均值, 权益类占比在14.4%, 基金配置占比在22.4%, 债券与票据占比44%。

从我国情况看, 目前基本养老金、企业年金和职业年金, 均已实现市场化投资

运营。其中证券公司亦有参与其中，但业务仅在中金公司、中信证券与华泰资管三家机构。

表4: 中国养老保险基金入市过程

	发布时间	文件	投资管理人
企业年金	2004.5	《企业年金基金管理试行办法》	11家公募基金、7家保险、2家证券(中金、华泰资产)、1家银行
基本养老保险	2015.8	《基本养老保险基金投资管理办法》	14家公募基金、6家保险、1家证券(中信)
全国社保基金	2016.3	《全国社会保障基金条例》	16家公募基金、2家证券(中金、中信)
职业年金	2016.1	《职业年金基金管理暂行办法》	(中央国家机关事业单位职业年金投资管理人)8家公募基金、7家保险、3家证券(中信、中金、华泰资产)

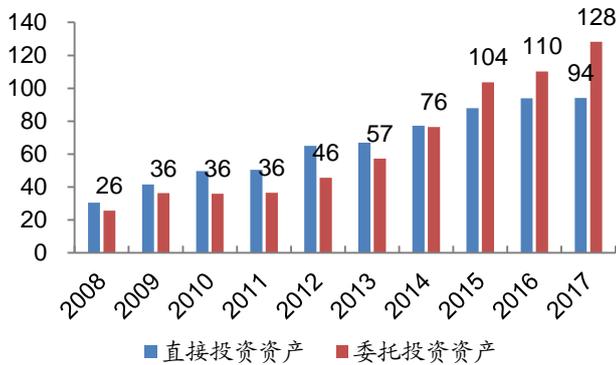
数据来源: 国务院, 全国社保理事会, 全国人力资源和社会保障部, 广发证券发展研究中心(投资管理人名单分别摘自社保理事会、人力资源和社会保障部、国家劳动和社会保障部等公开信息披露)

目前基本养老金委托投资仍在快速提升。根据人社部数据披露, 截至2018年6月底, 地方基本养老金委托投资的资金总金额5850亿元, 已有3716.5亿元到账并开始投资, 与一季度相比, 资金到账速度加快, 一季度新增到账资金335亿元, 二季度新增到账资金650亿元。目前委托投资运营的资金规模占总结余比重已经超过十分之一, 共14个省份与社会保险基金理事会签署了委托投资合同, 未来将陆续有新增省份及分批分年追加委托投资额度。但权益投资实际占比仍较低, 仍有进一步提升空间。从地方统筹的基本养老保险余额来看, 截至2016年, 其规模已超过4万亿, 根据《基本养老保险基金投资管理办法》规定, 养老金投资股票产品的比例不得高于养老基金资产净值的30%, 如果按照此上限计算, 基本养老金投资股票(或股票型)产品的规模理论上可达近万亿元。

社保资金投资股权的比例较低。根据我国社保理事会2017年度报告披露, 我国社保基金资产配置在持有至到期为40%, 参考上市公司年报中披露十大流通股东情况, 社保基金在2017年三季度末持股市值约1950亿元, 占2017年末社保基金总额约为10%, 即交易性金融资产及可供出售金融资产中实质为股票投资类的市值低于国际平均水平。

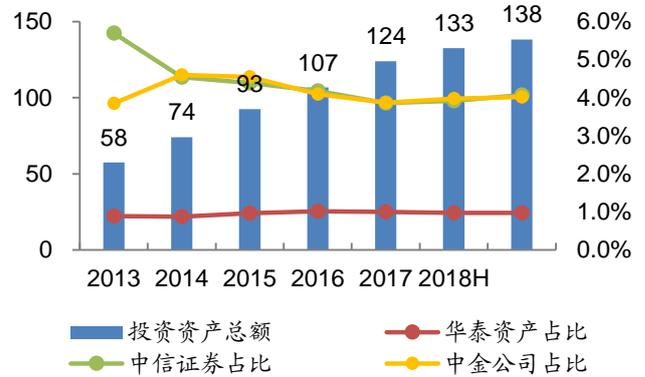
养老金市场增量巨大, 相关产品蓄势待发。据《中国养老金融发展报告(2016)》预测, 未来五年中国的养老金规模有望达10万亿级别。2019年8月首批共14只养老目标基金获批, 其中华夏、中欧、泰达宏利已在近期发行。首只发行的“华夏养老2040三年持有混合FOF”提前六天于9月12日结束募集, 于9月14日正式成立, 首募规模2.11亿元。未来具备公募资格的券商资管也有望参与新基金发行与管理。

图19: 全国社保基金资产总额 (百亿元)



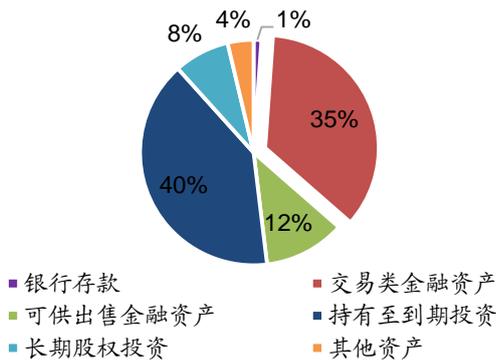
数据来源: 全国社保理事会、广发证券发展研究中心

图20: 企业年金基金投资组合资产总额 (百亿元)



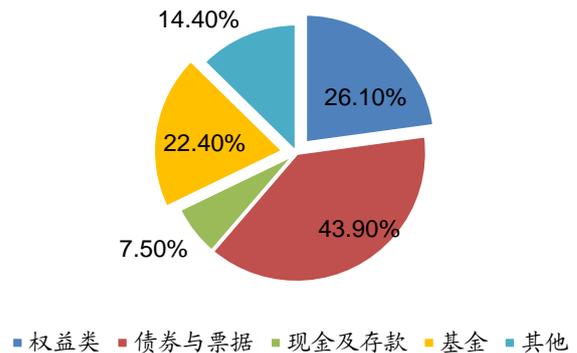
数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

图21: 社保基金资产配置 (2017年度)



数据来源: 全国社保理事会、广发证券发展研究中心

图22: OECD36个国家养老金投资方向的算数平均值 (2017)



数据来源: OECD、广发证券发展研究中心

境外机构资金流入A股

随着中国资本市场的逐步开放, 境外资金在A股的投资比例逐渐增加。统计QFII和陆港通渠道持有A股市值从2010年的645亿元, 持续增长至2018年3季度7779亿元, 占沪深流通市值的比例从0.3上升至2%, 成为近两年A股增长最明显的机构资金。从人民银行公布的境外机构和个人持有境内人民币金融资产的口径, 外资持股市值从2013年末的3448亿元增长至2018年3季度末的12785亿元, 从1.7%上升至3.2%, 已经和保险和基金持股规模相仿。

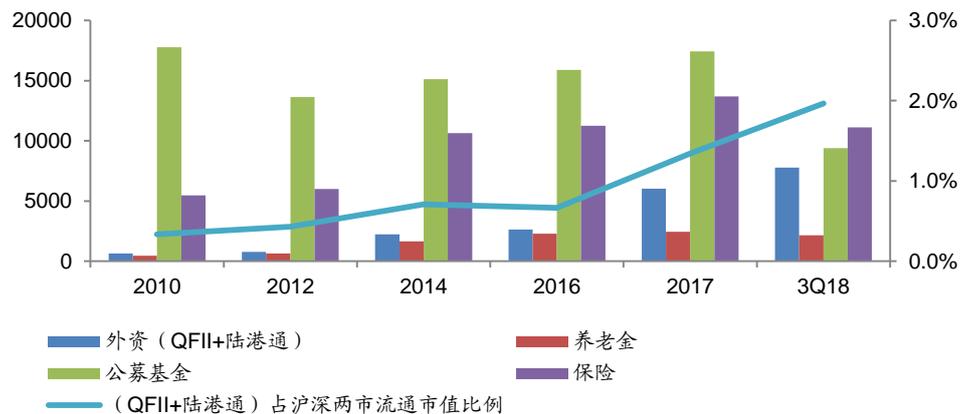
2019年1月, 继此前国家外汇局对QFII制度多次改革后(包括取消会出比例限制、取消锁定期要求、允许QFII持有证券资产在境外开展套汇保值等), 将QFII总额度从1500亿美元提升至3000亿美元, 有望新引入近万亿元体量资金。随着中国金融市场开放进行, 我们认为境外机构资金会持续流入。

表5: 金融市场开放重大进程

时间	事件
2017.06	MSCI 宣布纳入 A 股
2017.11	外资持股金融比例放宽
2018.04	互联互通额度扩大四倍
2018.06/09	MSCI 分批次纳入 A 股, 至权重因子 5%
2018.08	开放外国人投资 A 股
2019.01	国务院批准合格境外机构投资者(QFII)总额度从 1500 亿增至 3000 亿美元
2019E	沪伦通正式开启
2019E	MSCI 于 2018 年 9 月宣布将进一步调高 A 股比重, 计划从原来的 5% 逐步提高至 20%, 于 2019 年 5 月和 8 月指数评审时分步实施, 预计带来 500 亿美元左右的增量资金。
2019E	富时罗素 2018 年 9 月宣布将 A 股纳入新兴市场指数, 将在 2019 年 6 月、9 月和 2020 年 3 月分批实施, 累计纳入比例(新兴市场指数的 A 股权重)分别达到 1.2%, 3.4% 和 5.5%, 首次纳入预计带来超过 100 亿美元的被动资金流入

数据来源: MSCI、富时罗素、外汇局、国务院、广发证券发展研究中心

图23: 主要机构投资者持有股票市值(亿人民币)一览

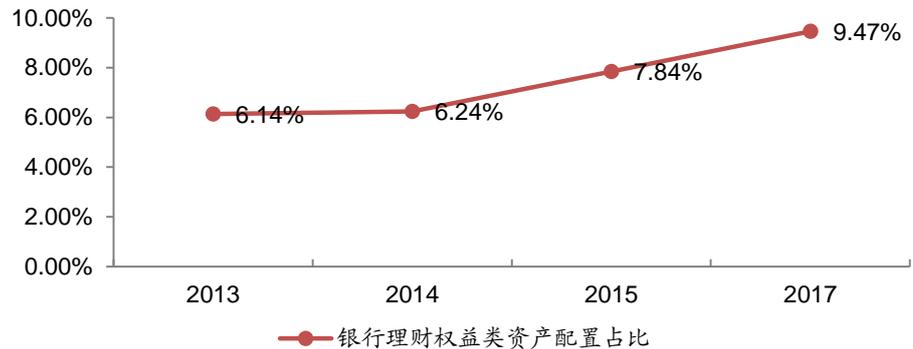


数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

银行理财子公司长期可能带来二级市场增量资金

2018年10月19日, 中国银保监会发布了《商业银行理财子公司管理办法(征求意见稿)》(以下简称《办法》), 在多方面给予银行理财子公司优惠, 包括允许子公司公募理财产品直接投资股票、允许子公司私募理财产品的合作机构、公募理财产品的投资顾问可为合规并符合条件的私募基金管理人、发行分级理财产品等。长期来看, 随着监管统一资管产品股市进入门槛, 刚性兑付预期打破, 加上监管对直接融资的鼓励, 银行理财股票投资占比将趋势提升。根据银登中心理财年报, 2017年底, 我国商业银行理财规模约29.5万亿, 其中权益类投资2.8万亿, 占比约9.5%, 占比较2013年底提升了3.3个百分点。但其权益类投资绝大部分是参与的定向增发、结构配资、股票质押等类固收投资, 直接二级市场委外投资占比较低, 目前占整体规模约2%, 未来有望通过委外或投顾模式稳步提升。

图24：银行理财投向权益类资产占比



数据来源：银行业理财登记托管中心、广发证券发展研究中心

产品趋势：对 α 收益和 β 收益的精细化追求

我们认为资产管理行业对 α 收益和 β 收益的精细化追求在中国同样成立。随着产品的丰富和国际巨头进入中国市场，中国资产管理行业杠铃化的产品趋势可能逐步和国际接轨。但基于金融市场发展阶段的不同、以及金融体系和监管的差异，我们认为中国的资产管理产品也会有自己的特点。我们对中国资产管理产品的判断包括：1) 优秀的主动管理产品依然具备长期投资价值；2) 机构投资者占比提升的趋势下，被动产品的发展是长期趋势，smart beta 产品方向值得关注；3) 广义另类投资产品更加多样。

优秀主动管理产品依然存在价值

美国共同基金中被动产品（被动指数基金+ETF）从1993年的283亿美元，持续快速增长至2017年末的6.77万亿美元，年均复合增速40.8%，在公开市场产品总额（共同基金+封闭基金+ETF+UIT+FOF）的比例从1993年的1%一路攀升至2017年30%。但美国被动产品规模大幅上升的主要原因是被动产品市场表现更好，同时费率更低。

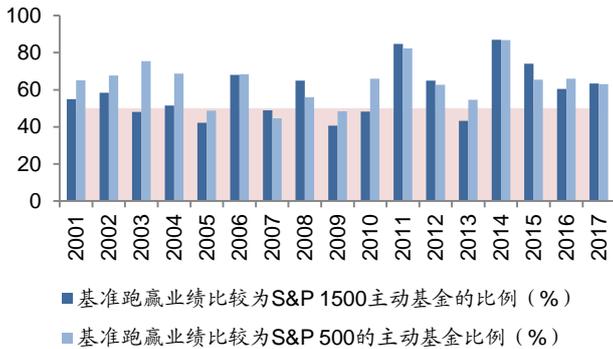
根据SPVIA数据，在2001年至2017年18年的绝大部分年份中，股票基金的业绩比较基准指数都能够跑赢50%以上的共同基金（图21蓝色柱表明基准指数跑赢主动管理基金的数量比例）。S&P500跑输相关主动管理基金（投资于大盘股）的年份仅有三年，而S&P1500跑输相关主动管理基金（投资于全市场股票）的年份仅为6年。而如果拉长周期来看，无论是投资于全市场股票、大盘股、中盘股以及小盘的共同基金产品，3年基准指数能够跑赢80%以上的主动管理产品；在5年、10年和15年的投资周期下，股票指数能够跑赢的主动产品比例甚至进一步上升（图22）。

但在中国市场，优秀的主动管理型产品在长期依然具备超额价值。

我们统计了十年以股票为主要投资标的的主动管理基金（为了样本的数量，统计范围包括wind股票基金和偏股型混合基金）及其基准指数的历史收益率（按照资

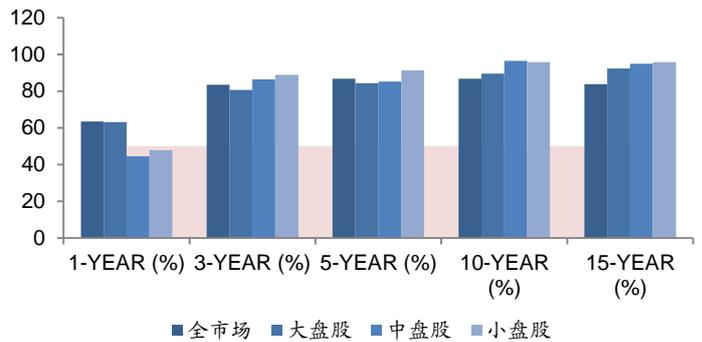
产权重)。2009年-2018年,从单年份来看,股票型和偏股型基金跑赢基准指数的概率为50%,跑赢的年份包括:2009年、2010年、2013年、2015年和2017年。但如果考察较长时间的投资年限,主动管理的偏股型基金获得的超额收益随着投资时间的增加而上升。投资十年的情况下,偏股型主动管理基金收益为128.6%,基准指数收益为58.4%,超额收益70.3%。

图25: 大部分年份基准指数跑赢50%以上的主动基金



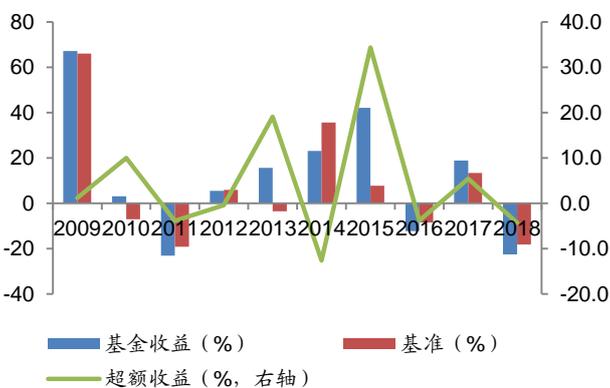
数据来源: SPVIA, 广发证券发展研究中心

图26: 基准指数在长期跑赢80%以上的主动管理基金



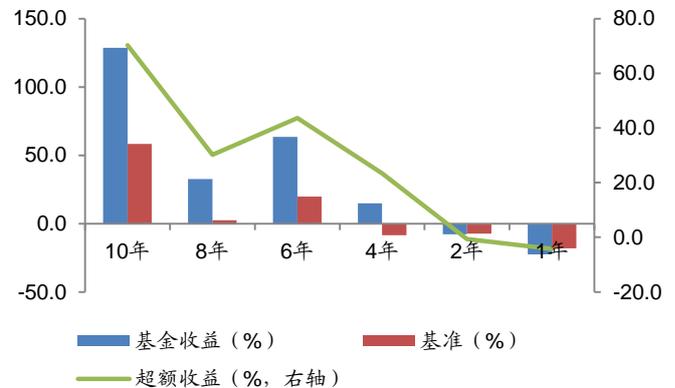
数据来源: SPVIA, 广发证券发展研究中心

图27: 最近十年中国股票基金和基准指数收益



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图28: 中国长期股票基金存在超额收益



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

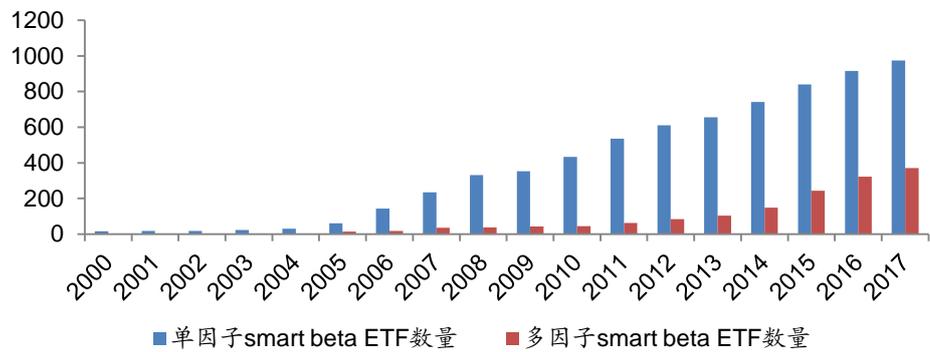
机构投资者占比提升的趋势下, 被动产品的发展是长期趋势

被动产品,尤其是ETF产品,以其低廉的费率,运作的透明性,良好的流动性吸引了越来越多的机构投资者。ETF提供了简单灵活直接的,具有不同 β 属性的产品。ETF投资通常用来取代主动管理基金、单只股票选择,单只债券选择等,甚至在策略中用来取代期货产品。根据Greenwich Associates2017年对143家机构投资者的调查,大约90%的机构使用了ETF产品投资本国股票市场,84%使用了ETF产品投资海外成熟市场,71%使用了ETF产品投资新兴市场股票。机构投资者配置债券ETF的比例稍低。相对于单只债券,债券ETF具有高流动性和低费率的优势,因此近几年一直保持快速增长。根据Greenwich Associates2017年和2016年对机构投资者的调查,配置本国投资级债券ETF的机构比例从49%上升至56%,国际债券ETF

的比例从19%上升至29%，资产证券化债券ETF的比例从11%上升至17%。

其中我们认为指数增强产品 (Smart beta ETF) 在我国的增长潜力较大。首先，指数增强ETF在国际市场就是一个备受关注的产品领域。根据 Greenwich Associates的调查，配置指数增强ETF的机构比例从2016年的37%上升至2017年的44%。全球smart beta ETF产品2016年末达到0.6万亿美元，而安永预期2020年规模将达到1.2万亿美元。Smart beta ETF介于被动投资(β收益)和主动投资(α收益)之间，既具有清晰透明的指数编排标准、享有被动产品低费率高透明度的优点；又有选择地根据某种特定因子或某几种特定因子优化选股策略。在我国的金融市场环境中，可能具有较好的配置价值和相对收益。

图29：全球指数增强ETF数量快速增长（只）



数据来源：安永、广发证券发展研究中心

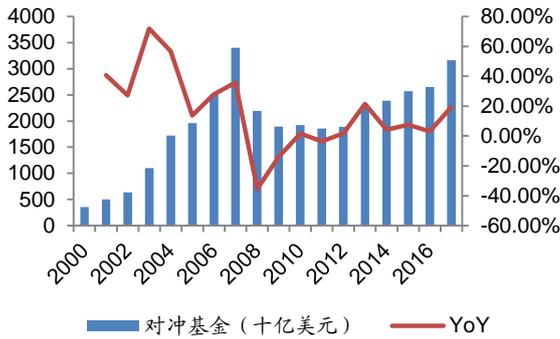
广义另类投资产品更加多样

广义的另类资产投资包括房地产投资、大宗商品投资、私募股权基金投资、对冲基金投资、基础设施投资和矿业及能源等。传统类别的公开市场投资产品往往同质化程度较高，而另类投资资产能够提供更加广阔的产品选择，拥有和传统投资产品差异化的风险收益特征以及波动特征，或者能够提供更加独特和灵活的策略选择，受到了机构投资者的青睐。而另一方面，机构投资者往往愿意牺牲短期流动性获取更长期的收益，并具有投资信息不对称较为明显的另类产品市场的能力，能够创造超额收益。

对应国际快速发展的大类另类投资产品：对冲基金和私募投资品，我国的私募证券投资基金和私募股权基金也获得了快速发展。私募管理基金数量（包括私募证券投资基金、私募股权基金和创业投资基金）从2014年的7183只，快速增长至2018年3季度末的68542只；管理规模从2014年的1.37万亿元，快速攀升至2018年3季度末的10.55万亿元，年均复合增速约72%。

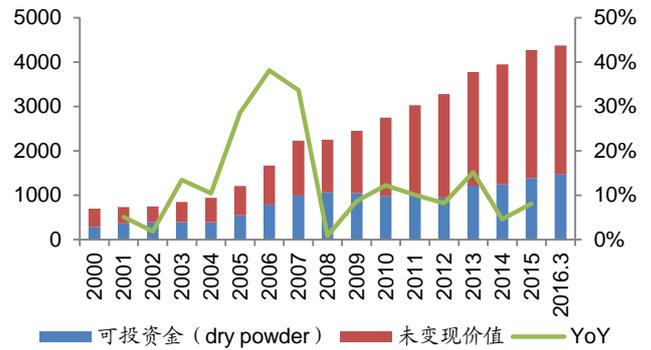
随着机构投资者数量的进一步提升，具有优秀主动管理能力，能够提供特定α收益，具有差异化波动特征的私募产品依然拥有强劲的市场需求。此外，资管新规下，银行体系主导的金融系统对非标准化债权资产管理的需求并不会消失，而需要新的投资渠道进行匹配。私募产品相对公募产品面临相对较少的监管投资限制，具有相对更广的资产选择空间。

图30: 全球对冲基金AUM持续提升



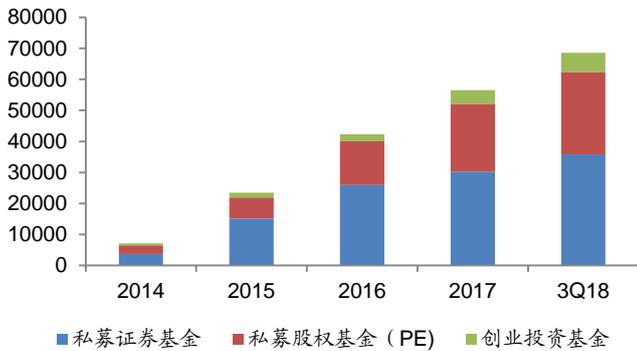
数据来源: BarclayHedge, 广发证券发展研究中心

图31: 全球私募投资规模持续提升 (十亿美元)



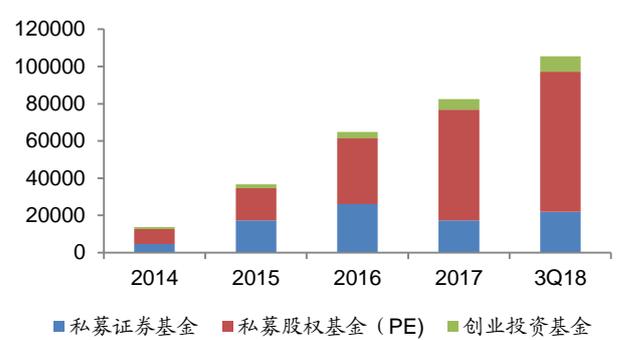
数据来源: Preqin, 广发证券发展研究中心

图32: 中国私募产品数量快速上升 (只)



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图33: 中国私募产品规模快速扩张 (亿元)



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

风险提示

金融行业监管趋严、宏观经济和货币政策风险导致市场流动性恶化、产品间风险传导等。

广发非银行金融行业研究小组

陈 福：首席分析师，经济学硕士，2017年3月进入广发证券研究发展中心。
王 雯：分析师，美国乔治华盛顿大学（George Washington University）金融硕士，2014年进入广发证券，从事港股金融板块研究。
陈韵杨：研究助理，香港中文大学经济学硕士，中山大学学士，2017年进入广发证券发展研究中心。

广发证券—行业投资评级说明

买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘10%以上。
持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘15%以上。
增持：预期未来12个月内，股价表现强于大盘5%-15%。
持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河北路183号大都会广场5楼	深圳市福田区益田路6001号太平金融大厦31层	北京市西城区月坛南街2号月坛大厦18层	上海市浦东新区世纪大道8号国金中心一期16楼	香港中环干诺道中111号永安中心14楼1401-1410室
邮政编码	510075	518026	100045	200120	
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn				

法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。
广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。
广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。
本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。
本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。
研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。
本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广

发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

权益披露

(1) 广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去 12 个月内并没有任何投资银行业务的关系。

版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。