

证券 II 行业

资产管理：头部券商新变革

核心观点：

● 美国券商资产管理变迁的三个时代

1) **70-90 年代迅速繁荣**：养老金账户资金快速增长下公募基金产品大发展。美国券商纷纷进军资产管理业务，资管业务收入贡献从 1976 年的 0% 上升至 2000 年的 6% (SIMFA 数据)。2) **2000 年-金融危机调整时代**：资金端的流入开始缓和，被动型产品以低廉的费用和更优的回报获得投资者青睐。多家全能金融机构困于疲弱的资产规模增长、暗淡的产品业绩表现以及买卖双方业务冲突，最终舍弃了资产管理业务。3) **金融危机后复苏和多样化**：美国券商开始重新关注轻资产且收入相对稳定的资产管理业务，但产品布局上开始向私募股权基金和另类投资等方向倾斜。

● 从海外经验看券商资管业务发展的核心竞争力

资产管理业务的核心竞争在于业绩和渠道，对券商资管而言：1) 市场集中度持续提升环境下，以供应主动管理产品为主的券商资管，其产品的**良好市场表现是建立长期口碑的关键**。2) **差异化定位**，包括公司对产品布局的差异化选择和公司在资管市场上面对多种金融机构市场竞争中的角色定位。3) 从美国券商财富管理和资产管理业务共同发展的模式下，应该以**财富管理业务为核心驱动力**。4) **重视业务协同**：围绕私募股权基金展开的资管、投资以及相关投行业务是一个重要例子。

● 对中国资产行业和券商资管业务的启示：调整中孕育机会

根据 wind 统计，2018 年 3 季度末，券商资管规模 14.18 万亿元，相比 2017 年末下降 16%。从成熟市场的经验来看，资管业务在长期并不居于券商业务的核心地位，需要配合核心业务进行取舍。但我们认为**中国券商的资管业务现阶段依然享有较大的发展空间**，主要归于：(1) 分业经营环境下的中国券商资源禀赋相对于国际全能投行更接近于产品端而非客户端，(2) 中国券商资管产品整体收益率偏低，主动管理与服务提供能力有待提升；(3) 资产管理业务是券商机构服务中具有协同效应的一环，而国内市场券商机构化业务方兴未艾。

我们认为，具有优秀的主动管理能力、依托强大的财富管理业务为支持，以及综合投行能力带来的产品形成能力的头部券商有望进一步巩固资管业务的优势，关注中金公司、中信证券、华泰证券等头部券商。

● **风险提示**：行业监管趋严、市场波动导致股权质押业务风险进一步恶化、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。

行业评级

买入

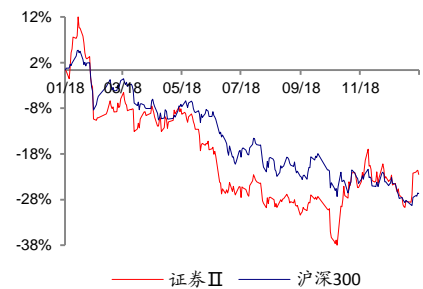
前次评级

买入

报告日期

2019-01-16

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：

证券 II 行业:已披露数据的 29 家上市券商全年累计母公司

净利润同比下滑 22.4%，业绩

分化程度进一步加大——证

券业 12 月经营数据月报点评

证券 II 行业:财富管理:头部券

商新机遇 2019-01-05

商新机遇

【广发非银】战略性看好，配

置头部券商——证券行业

2019 年投资策略

联系人：陈韵杨 0755-82984511

chenyunyang@gf.com.cn

目录索引

为什么要关注资产管理业务?	5
美国券商资管变迁的三个时代	6
资金端: 美国养老金制度成就资管市场最重要参与者	6
产品端: 从快速繁荣到被动提升	9
券商资管的三次战略变化	13
海外经验看券商资管业务的核心竞争力	16
主动管理能力是券商资管机构长期核心竞争力	16
差异化定位	17
财富管理+资产管理的协同模式下, 财富管理为核心	19
重视业务协同: 以 PE 投资为例	20
国内券商资产管理业务: 调整中孕育机会	21
券商资产管理业务现状: 快速增长后阶段性回落	21
现阶段中国市场券商资管还有较大的发展空间	23
头部券商产品形成能力值得关注	25

图表索引

图 1: 美国养老金三支柱.....	8
图 2: 美国退休资产 (第二+第三支柱) (十亿美元)	8
图 3: DC 和 IRA 账户投资共同基金的占比持续提升	8
图 4: 美国个人储蓄率随着退休资产的增加而下降	9
图 5: 美国家庭持有共同基金的比例进入稳定期	9
图 6: 美国共同基金规模持续稳健增长 (单位)	10
图 7: 2000 年后共同基金由高速增长转为平稳增长 (\$bn)	10
图 8: 美国共同基金种类占比 (按投资品种)	10
图 9: 被动产品占比持续提升 (十亿美元)	11
图 10: 被动产品增速持续高于行业增速 (十亿美元)	11
图 11: 大部分年份基准指数跑赢 50% 以上的主动基金	11
图 12: 基准指数在长期跑赢 80% 以上的主动管理基金	11
图 13: 对冲基金 AUM 持续提升	12
图 14: 私募投资规模持续提升 (十亿美元)	12
图 15: 美国 Reits 市场 AUM 持续增长	12
图 16: 共同基金中新兴策略 AUM 增速超过行业平均	12
图 17: 美国券商资管业务收入变迁历史	13
图 18: 2002 年后投行投资管理规模增长低于行业水平 (单位: 万亿美元)	15
图 19: 无申购赎回费共同基金产品更受欢迎	15
图 20: 不同品种共同基金费率持续下滑	15
图 21: 金融危机后券商资产管理规模重回增长 (十亿美元)	16
图 22: 产品布局差异化	16
图 23: 资金持续流入四星五星基金	17
图 24: 资金流入四星五星基金最为明显	17
图 25: 投资管理和财富管理在价值链中的地位	19
图 26: 美国 PE 基金退出金额 (十亿美元)	21
图 27: 美国 PE 基金融资金额和二级市场融资金额 (十亿美元)	21
图 28: 美国机构并购重组业务收入已超过传统承销发行业务收入 (十亿美元)	21
图 29: 券商资管规模自 2012 年后爆发性增长 (万亿)	22
图 30: 定向资管计划占比较高	22
图 31: 银保证行业合计净资产对比 (万亿)	24
图 32: 2017 年末银保证对比	24
图 33: 2012-2017 券商资管新成立产品种类 (只)	24
图 34: 集合管理计划主要投向债券 (2016)	24
图 35: 2018 年资产证券化产品发行规模 (亿元)	29
图 36: 2018 年部分券商发行企业 ABS 规模	29

表 1: 主经纪商业务市场份额集中在少数机构手中	16
--------------------------------	----

表 2: 不同的机构有不同的资产管理产品布局.....	18
表 3: 财富管理基本管理费用收费标准 (美元, %)	20
表 4: 三种券商资金池模式及处理方法.....	22
表 5: 2016 年资管平均收益率对比	25
表 6: 部分券商资管规模一览 (亿元)	26
表 7: 部分券商客户资产数据对比.....	27
表 8: 2017 年部分券商股基交易市场份额与代销总金额 (单位: 亿元)	27
表 9: 2015-2018 年 11 月 IPO 及增发总额与数量排名前列的部分主承销商	28
表 10: 2015-2018 年 11 月并购重组总额与数量 (部分券商)	28
表 11: 2017 年末部分券商私募股权基金和另类投资业务情况 (单位: 亿元) ...	28
表 12: 部分证券公司于 2018 半年报披露资管业务规模及营收情况 (单位: 亿元)	29

为什么要关注资产管理业务？

自2017年11资管新规征求意见稿下发、到2018年4月正式稿落地、再及2018年7月补充文件推出，对大资管行业发展的思考讨论一直是热点。对证券公司资管业务发展而言，面对去通道、限嵌套、净值化管理等多项新要求对存续产品与原有业务模式的巨大冲击，借鉴海外发展经验以思考与判断行业转型方向迫在眉睫。

2009-2017：高速发展的第一个黄金时代。 证券资管业务在1995年获央行批准开展，并率先在东方证券、光大证券等公司开展集合管理理财业务的试点。2009年改试点为推广，以集合管理产品为起点，证券资管迎来了第一个“黄金时代”。其后以2012年5月召开的券商创新大会为标志，证监会发布券商资管“一法两则”，使得券商资管在业务范围扩大、产品分级、产品设立放松为备案制等多项支持下具备了展业条件。同期银信合作监管从严，券商资管乘势成为银行理财及信贷资金的通道，规模暴涨，其中定向资管业务规模大增（从2012年末1.68万亿增至2013年末4.8万亿）。券商资管规模在2017一季度达18.7万亿，为有史以来顶峰。

在此黄金时代里，券商资管形成了规模体量与完整产品线。2017年末，券商资管规模16.9万亿，在大资管行业（银行+信托+券商+保险+公募基金+私募基金=123.9万亿）里占比13.6%，位列第三，仅次于银行理财与信托。当年行业营业收入中资产管理业务净收入占比约10%，产品涵盖公募及私募，完整覆盖股债基货等传统型及另类投资。但通道业务冲量的高增长在资管新规整顿下不可持续，行业共同面临业务模式重塑。基金业协会披露的2016年期末券商资管存续管理规模17.32万亿，其中主动管理4.94万亿，据此估算券商通道业务占比近70%。自资管新规下发，行业资管规模持续回落，2018年3季度末管理规模14.18万亿元，已较历史峰值下降24%。

美国资管行业发展同样经历资金端、产品端、经济背景和监管环境因素的变化： 70年代，利率市场化金融创新下货币基金飞速增长让我们依稀看到余额宝所走过的扩张道路，而70年代后期-90年代，养老金的入市与近20年的大牛市相互成就让我们对中国标准化资管产品的发展充满期待。2000年后增量流入转变为存量主导，因此共同基金亦从传统股债转向当前盛行的低费率被动产品及高收益的另类投资。初期券商资管依托渠道分销分享红利，亦曾大量拓展自有资管业务，但在存量主导期间由于投资业绩暗淡、外部资管竞争激烈、费率下滑及混业经营下买卖方业务冲突等多因素，发展出现分化，花旗集团、美国运通、美林证券等选择战略收缩或出售资管业务，高盛、摩根大通则选择发挥各自在固收与另类投资的优势，优化产品布局。

通过分析海外投行资管业务的核心竞争力，我们发现：①主动管理能力是券商资管机构长期核心竞争力，如资管规模排名全球前15的摩根大通与摩根士丹利，旗下管理基金产品评级在四星与五星的占比超过40%，高于市场平均水平。②产品与市场角色的差异化定位，打造竞争力。而能实现内部业务协同，尤其是财富管理业务与私募股权投资业务的投行在业务转型与后续发展中尤为突出。

立足于我国，中国券商的资管业务面临相似又具差异的状况。从美国券商的长期经验来看，资管业务在长期并不居于券商业务的核心地位，需要配合核心业务进

行取舍。但我们认为现阶段中国券商的资管业务依然享有较大的发展空间，主要归因于（1）分业经营环境下的中国券商资源禀赋相对于国际全能投行更接近于产品端而非客户端，因此未来所面临的买卖双方业务冲突远小于美国混业经营下的全能投行；（2）市场空间：中国资管市场产品同质化水平依然较高，券商资管整体收益率偏低，产品种类还亟待丰富，主动管理与服务能力还有很大提升空间。中国券商所面对的主动管理产品市场竞争空间优于美国券商；（3）资产管理业务是券商机构服务中具有协同效应的一环，能与财富管理、投行、私募股权等多业务板块产生协同，而国内市场券商机构化业务方兴未艾。

参考海外经验，其中，具有优秀的主动管理能力、依托强大的财富管理业务为支持，以及综合投行能力带来的产品形成能力的头部券商有望进一步巩固资管业务的优势，可关注中金公司、中信证券、华泰证券、中信建投证券等头部券商。

美国券商资管变迁的三个时代

美国券商资产管理行业的发展已经经历了三个阶段，分别为70-90年代，2000年-金融危机，以及金融危机后时代。每一阶段都对应着美国资管市场包括资金端、产品端、经济背景和监管环境等因素的变迁。

70-90年代是美国资管市场的迅速繁荣期：养老金账户直接投资标准化产品的创新为美国股票和债券市场带来显著的增量资金，与美股大牛市相互成就；利率市场化与金融创新引导了产品种类和设计的层出不穷，公募基金产品迅速发展。在此背景下，美国券商在代销金融产品之余，也纷纷进军资产管理业务，资产管理业务收入贡献从1976年的0%，上升至2000年的6%。

2000年-金融危机时代是美国资管市场的稳定期：资金端的流入开始缓和，公募基金产品依然稳健增长但结构上发生了深刻变化，被动型产品以低廉的费用和更优的回报获得投资者青睐；私募股权基金、对冲基金和另类投资等产品也获得了更多的发展。而美国券商金融超市的规划却遭遇到阻碍，产品的激烈竞争中，多家全能金融机构困于疲弱的资产规模增长、暗淡的产品业绩表现以及买卖双方业务冲突，最终舍弃了资产管理业务。

金融危机后时代美国资产管理市场的特征是复苏和多样：持续的资金流入已经不再成为资管市场的常态，存量博弈市场竞争愈发激烈，市场集中度进一步提升。但经历了金融危机后的投资者更加追求精细化的产品策略，产品市场杠铃化趋势更为明显：一方面低费率被动产品是投资者配置主流，另一方面私募股权基金、对冲基金和另类投资受益于差异化的策略和较低的相关系数，也被认为能够有效改善投资组合风险收益率。金融危机期间重资产业务遭受重创的美国券商开始重新关注轻资产且收入相对稳定的资产管理业务，但产品布局上开始向私募股权基金和另类投资等方向倾斜。

资金端：美国养老金制度成就资管市场最重要参与者

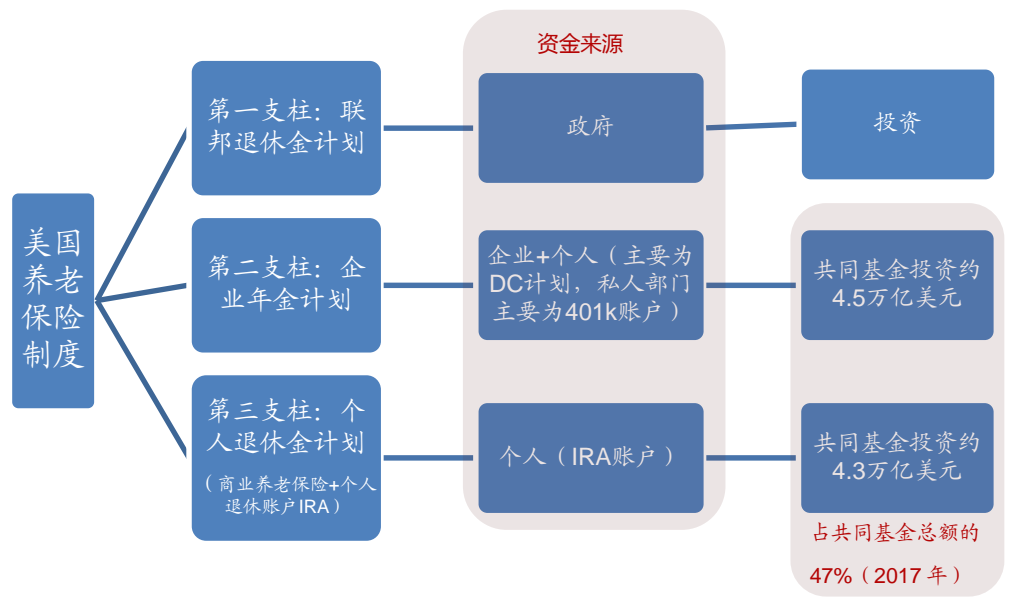
美国养老金体系由联邦退休金计划、企业年金计划（DB和DC计划）和个人退休金计划（IRAs）三大支柱共同构建而成。1974年以前，美国养老体系主要由政府社会保证税收支撑。1974年《雇员退休收入保障法案》出台实施，成为现代美国三支柱养老金制度的起点。1978年《国内税收法》新增401条k项条款，DC计划和IRA账户开始落地和普及。美国养老资金规模（第二支柱+第三支柱）从1974年的3690亿美元，增长至2017年末的28.3万亿美元，年均复合增速10.6%。而DC计划和IRA账户也成为养老金体系的最重要组成部分，2017年末规模分别为7.7和9.2万亿美元，合计占比约为60%。

70年代-90年代：养老金入市和二十年大牛市相互成就

DC计划以及IRA账户均享有税收递延优惠政策，大部分DC计划以及所有IRA账户持有人可以自主选择投资标的及比例配置，同时在规定特殊情形外这两类账户的资产都不允许退休年龄前提前取出。在这样的账户特点下，投资者倾向于将传统储蓄养老的资金转至长期投资的养老投资账户以享受税收优惠，同时其资金的长期性又决定了账户资金可以接受投资收益的短期波动，其要求的期限和收益特征和公募基金产品产生了绝佳的化学反应。从80年代初，随着DC计划和IRA账户规模的持续增长，投资于公募基金产品的养老资产规模也迅速上升。IRA账户持有的公募基金规模从1980年的10亿美元迅速上升至1990年的1420亿美元，占公募基金整体规模的1%提升至13%。而DC计划和IRA账户公募基金总规模从1992年的4250亿美元增长至2017年的8.8万亿美元，占公募基金整体规模的26%提升至47%。美国养老金资产的繁荣极大推动了美国资管行业尤其是公募基金的发展，并成为美国资本市场最重要的机构力量。

另一方面，美国80年代中后期滞胀环境结束，实体经济复苏。伴随着养老金源源不断为标准化资产管理产品提供增量资金，股票市场和债券市场迎来了欣欣向荣的景象。1960至1979年间，道琼斯工业指数20年总体涨幅仅为21%；而1980-1999年间，道琼斯工业指数20年整体涨幅高达1271%。美国第二和第三养老支柱制度的建立，为美国标准化产品投资市场带来了大量的新增资金，成为20年大牛市的助推器。

图1：美国养老金三支柱



数据来源：广发证券发展研究中心

2000年后：增量流入转为存量主导

2000年以前,美国资产管理规模的增长来自于居民财富增长和资管程度深化(资产配置上转移至标准化公共理财产品)的双重刺激。后者体现为美国家庭拥有共同基金的比例持续快速上升,以及伴随着第二和第三养老支柱建立逐渐下滑的个人储蓄率。美国家庭拥有共同基金的比例从1980年的5.7%持续上升至2000年的45.7%。但在2000年以后,资管程度的深化已经处于一个比较稳定的状态,2000年-2017年,美国家庭拥有共同基金的比例为43%-45.7%之间波动。而金融危机后,美国居民储蓄率也曾经低至3--4%左右的水平回升至7%左右。因此从资金的供给角度,2000年之前美国资管行业的大发展受益于居民财富增长和金融资产结构性转移的双重增量利好,而在2000年以及2008年以后,随着金融资产结构性转移利好的结束,面临更激烈的存量主导的市场竞争。

图2：美国退休资产（第二+第三支柱）（十亿美元）

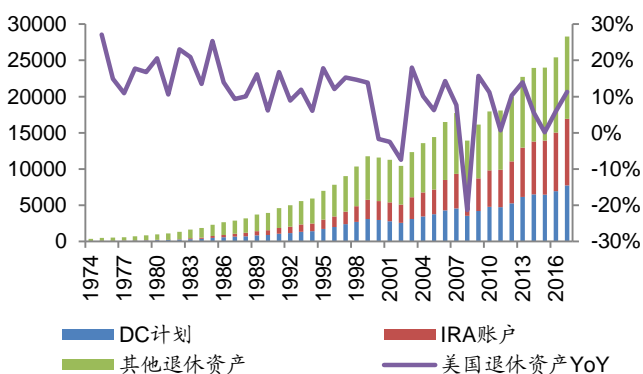
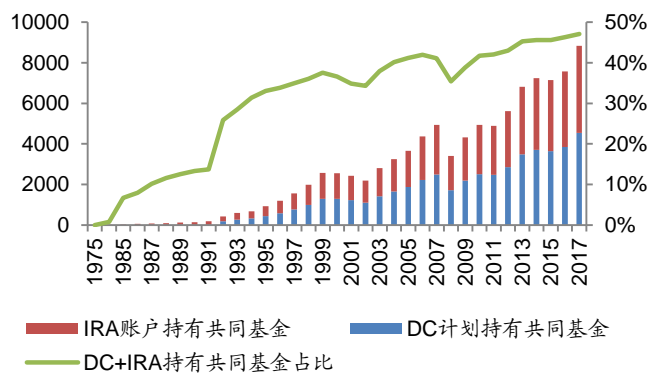


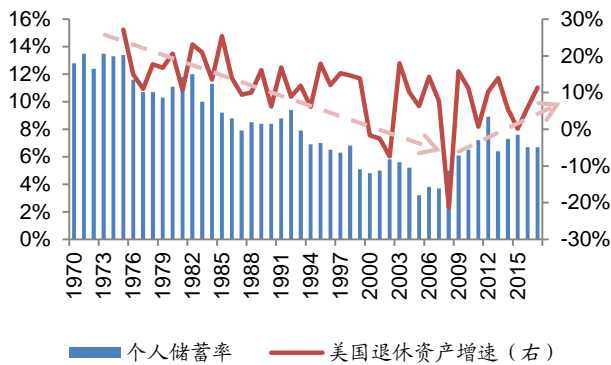
图3：DC和IRA账户投资共同基金的占比持续提升



数据来源：ICI，广发证券发展研究中心

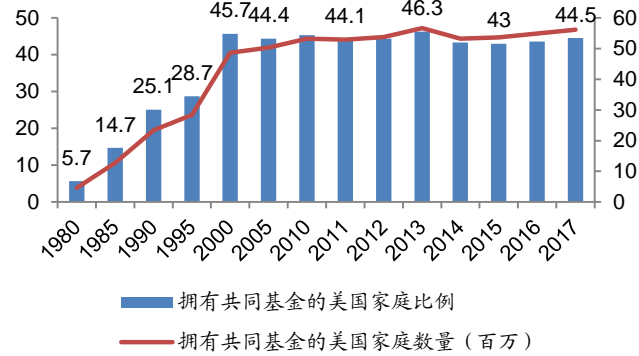
数据来源：ICI，广发证券发展研究中心

图4：美国个人储蓄率随着退休资产的增加而下降



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图5：美国家庭持有共同基金的比例进入稳定期



数据来源：ICI，广发证券发展研究中心

产品端：从快速繁荣到被动提升

70-90年代：美国共同基金是资产管理产品的主角

共同基金在美国有着悠久的历史：1928年，惠灵顿基金（Wellington fund）是世界第一只同时投资股票和债券的混合基金，并至今运作于先锋基金旗下。二战以后，公募基金再次迎来大的发展，1951年美国市场上已经有了100只共同基金，并在接下来20年中又新成立了150只新基金。

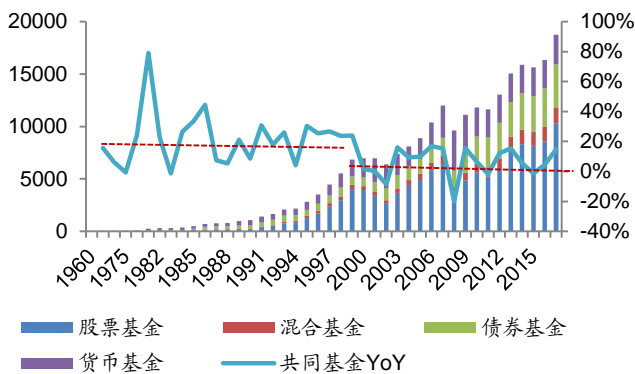
但70年代，美国的共同基金发展迎来了**真正的黄金时代**，在市场利率自由化和金融创新的大背景下，多个品种的共同基金在这个时间段涌现：1971年富国银行成立了第一只追踪指数的基金，而先锋1974年第一次将指数基金面向零售客户销售。第一只货币基金成立于1971年，而1976年成立了第一只市政债券基金等。从1970年至2000年，美国共同基金规模从476亿美元快速增长至6.96万亿美元，成为资管市场的重要产品种类。从增速的变化来看，70-90年代是共同基金的高速成长期，年均复合增速高达18%，90年代见证了包括Bill Miller以及Peter Lynch众多明星基金经理的出现。2000年-2017年，美国共同基金的增速进入了相对成熟期，年均复合增速降6%。

根据投资标的划分，共同基金可以分为股票型基金、混合型基金、债券基金和货币基金。我们观察到，股票基金和债券基金的历史更为悠久，但在**利率市场化金融创新的浪潮下，货币基金却是首先迎来爆发式增长的品种**。1975年，货币基金规模37亿美元，占基金总规模的比重约为8%；1980年-1981年，货币基金规模快速增长至763.6亿美元和1861.6亿美元，占比提升至57%和77%，迅速成为共同基金的主导品种。80年代由于利率市场化带来的金融金融机构对高收益资产的需求大增，垃圾债和杠杆收购兴起，**债券基金的规模提升效应明显**，1981年债券基金约140亿美元，占比6%；至1986年，债券基金规模5年时间增长至2433亿美元，占比34%。

在美国养老金持续流入市场和1970-2000年三十年大牛市的带动下，股票基金的规模占比在90年代终于出现了明显提升，1990年股票基金规模2394.8亿美元，规模占比22%；2000年股票基金规模3.9万亿美元，规模占比56%，至2017年美国股

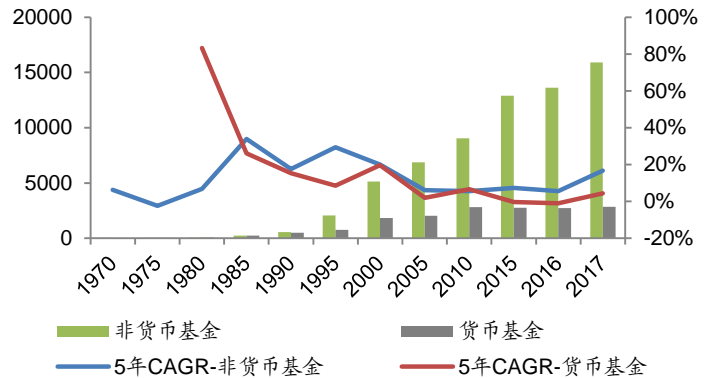
票基金规模增长至10.3万亿美元，但17年间规模占比始终保持在45%-56%的水平。

图6: 美国共同基金规模持续稳健增长 (单位)



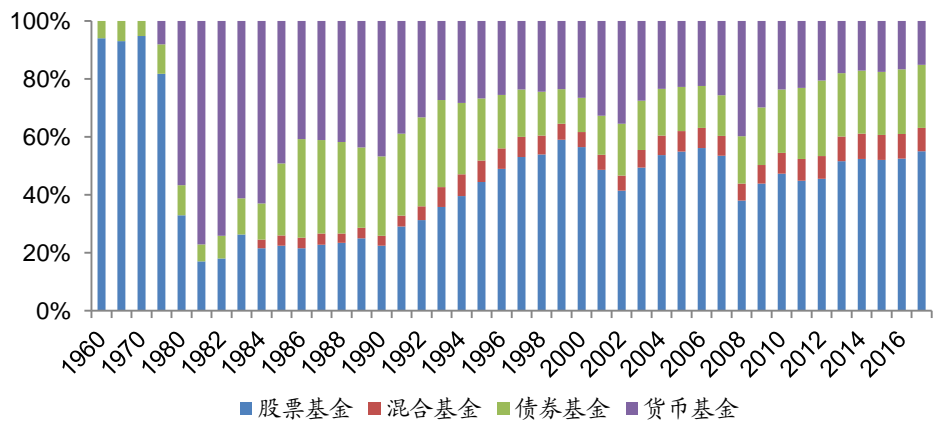
数据来源: ICI, 广发证券发展研究中心

图7: 2000年后共同基金由高速增长转为平稳增长 (\$bn)



数据来源: ICI, 广发证券发展研究中心

图8: 美国共同基金种类占比 (按投资品种)



数据来源: ICI, 广发证券发展研究中心

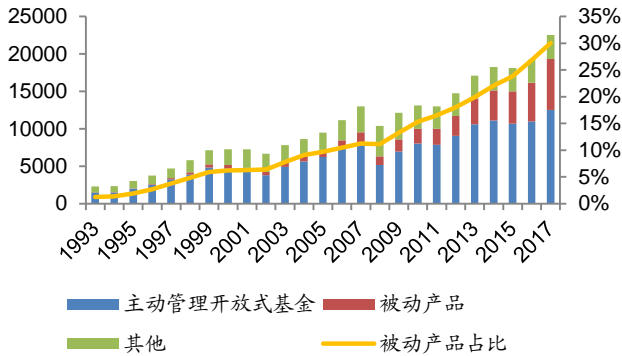
平稳增长期 (2000年以后): 低费率被动共同基金胜出

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%, 而同期公开市场产品总额 (共同基金+封闭基金+ETF+UIT+FOF) 年均复合增速约为14.3%。被动产品在公开市场产品总额的比例从1993年的1%一路攀升至2017年30%。

被动产品规模大幅上升的主要原因是主动管理产品在战胜市场方面差强人意, 同时费率更高。根据SPVIA数据, 在2001年至2017年18年中, 业绩比较基准为S&P500 (投资于大盘股) 的共同基金中位数收益跑赢基准指数的年份仅有3年, 出现在2005、2007和2009。业绩比较基准为S&P1500 (投资于全市场股票) 的共同基金中位数跑赢基准指数的年份有6年。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12: 蓝色柱表示基准指数跑赢相关主动管理基金数量的百分比)。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;

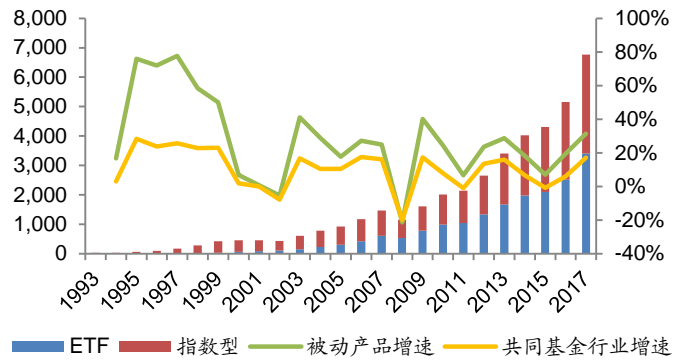
在5年、10年和15年的投资周期下，股票指数能够跑赢的主动产品比例甚至进一步上升。

图9: 被动产品占比持续提升 (十亿美元)



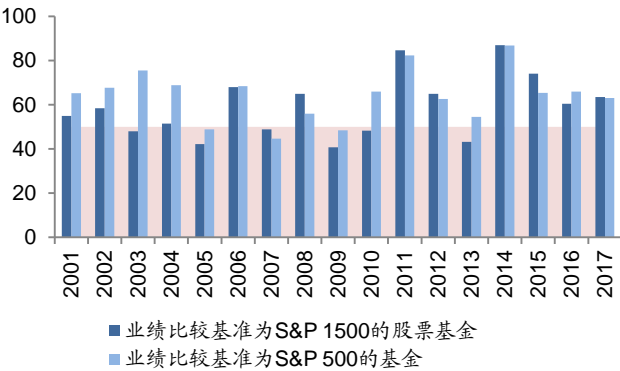
数据来源: ICI, 广发证券发展研究中心

图10: 被动产品增速持续高于行业增速 (十亿美元)



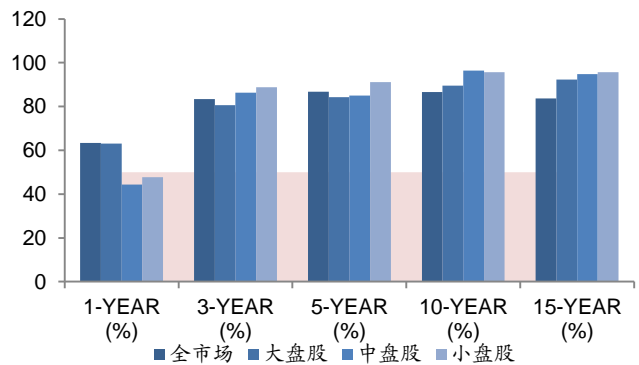
数据来源: ICI, 广发证券发展研究中心

图11: 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12: 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

私募、对冲和另类产品大发展

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。其中一些领域有着悠久的历史，例如房地产和大宗商品投资，而一些产品的出现和全球金融和投资环境复杂化、投资产品多元化的发展趋势关系密切。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。

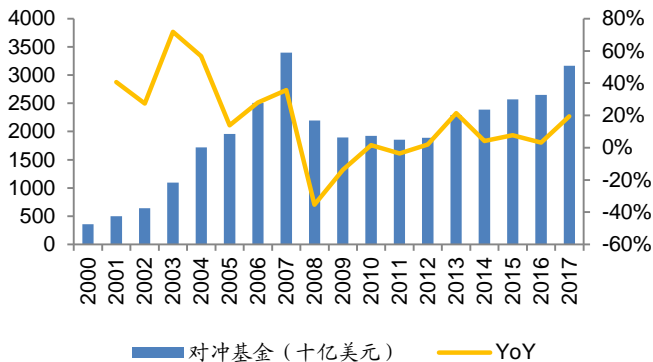
2000年后，各类另类投资产品的规模持续增长，并成为了资管产品组合中的重要组成部分。根据Preqin对全球超过550家机构投资者的调研结果（《1H18另类投资者前瞻》），另类投资已经并不“另类”：参与配置私募股权基金的机构投资者占比58%；参与对冲基金机构投资者55%；参与房地产投资的机构投资者占比63%；

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%。而下面我们就列举一些重要产品的发展情况：

根据BarklayHedge的数据，全球对冲基金管理资产从2000年的3563亿美元持续增长至2017年的3.16万亿美元，年均复合增速14.6%。

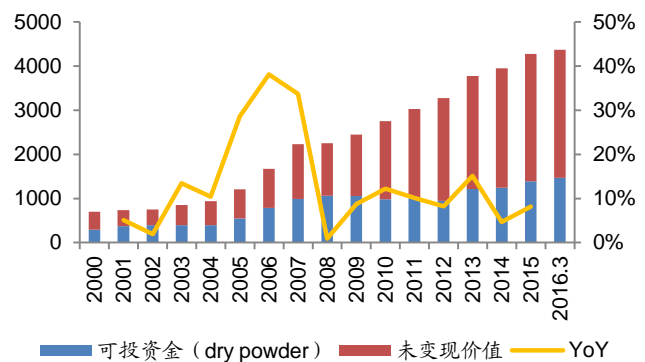
- 根据Preqin数据，全球私募产品管理资产规模（主要为私募股权基金，其他还包括私募债、私募基金投资房地产、基础设施和矿业能源等）从2000年的0.7万亿美元持续增长至2016年3月末的4.37万亿美元，年均复合增速12.5%。
- 根据Nareit数据，美国Reits管理资产从1971年的14.9亿美元，持续增长至2017年的1.1万亿美元，从2000年至2017年年均复合增速约14%。
- 共同基金中一些新兴的策略也获得了超越行业平均增速的资产规模增长。从2000年至2017年，目标日期和生活方式基金、FOF产品、新兴市场产品以及另类策略共同基金（2007年-2017年）分别对应年均复合增速24%、24%、21%和20%，远超过共同基金行业7%的年均复合增速。

图13: 对冲基金AUM持续提升



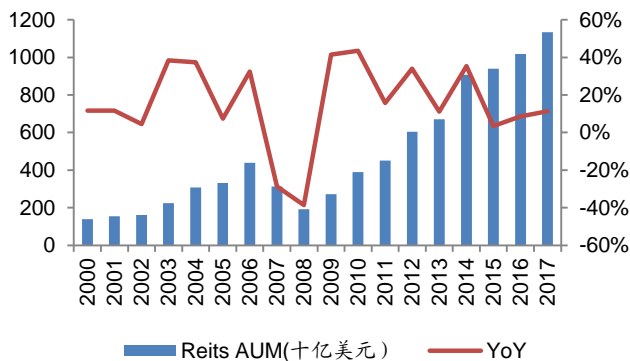
数据来源: BarklayHedge, 广发证券发展研究中心

图14: 私募投资规模持续提升 (十亿美元)



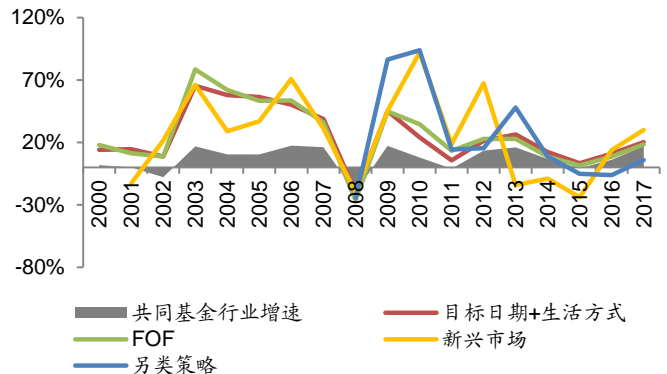
数据来源: Preqin, 广发证券发展研究中心

图15: 美国Reits市场AUM持续增长



数据来源: Nareit, 广发证券发展研究中心

图16: 共同基金中新兴策略AUM增速超过行业平均



数据来源: ICI, 广发证券发展研究中心

券商资管的三次战略变化

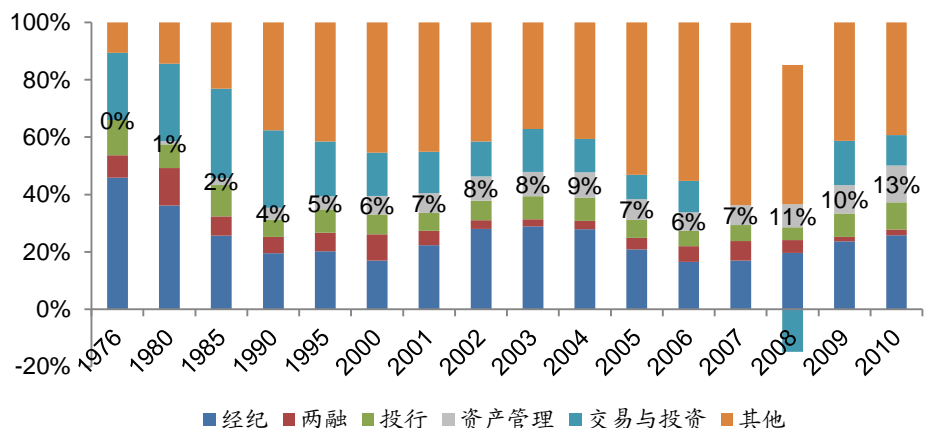
券商/全能银行的资管业务实际包含两层含义：投资管理和财富管理。为了明确代指，我们做如下划分：1) 财富管理：作为客户的投资顾问提供财务规划、组合管理、遗产规划等服务，以满足客户实现资产保值、增值、传承的目的，强调其顾问和服务属性。2) 投资管理：主要是为客户建立、管理证券组合，创设资管产品，从投资者利益出发在风险限制内完成收益目标，主要是强调投资属性。

70-90年代：依托分销优势，分享资管行业发展红利

70-90年代，在利率市场化和金融创新的大背景下，美国券商从单一的经纪业务起家，经历了资产管理业务从无到有的增长阶段。根据美国投资公司协会1990年统计数据，投行销售了全美59%的共同基金产品，其他渠道（包含基金公司直销渠道）仅占41%。依托强大的渠道能力，美国券商销售资管产品的收入快速增长同时，也同时推动了自有产品的销售。至1998年，美国排名前15位的券商全部介入了资产管理业务。SIFMA数据显示，美国券商的资产管理收入贡献占比从1976年的0%上升至2000年的6%。

90年代初期，证券公司认为发展资产管理业务能够有效平滑自营和传统经纪业务带来的业绩剧烈波动，纷纷走上了打造包含资管、保险、信托、商业银行等功能的资管大平台，一站式金融超市，以实现平滑业绩表现、提升客户粘性、和挖掘交叉销售机会。美国投行在1990-2003年间对共同基金展开大量并购，摩根士丹利1995年以3.5亿美金收购MillerAnderson基金，1996年又以7.2亿美元的价格收购了Van Kampen共同基金，德意志银行2001年以25亿美元收购Scudder共同基金。券商的加入加剧了资管行业的竞争，管理规模集中度降低，CR5和CR10分别由1990年的26.4%、55.2%降至2000年的32.2%和45.8%。

图17：美国券商资管业务收入变迁历史



数据来源：SIFMA，广发证券发展研究中心

2000-金融危机：资管规模增长停滞，收入贡献平台整理

美国券商金融超市战略在2000年后面临困境：2002年开始投行资管规模增长开始停滞，嘉信基金、所罗门美邦管理规模2002-2004年分别下滑1.3%、1.9%，摩根士丹利、美林证券投资管理规模2002-2006年分别增长42.1%、28.4%，低于同期行业管理规模增长62.7%。

美国券商资产管理业务困境原因包括：

1) 投资业绩暗淡：历史业绩数据表明，美国市场基准指数可以跑赢大部分相关的主动管理基金（图19，图20），主动管理共同基金的业绩水平遭到投资者质疑。而主动管理产品正是券商资管的主流品种。与此同时，被动管理产品规模和占比都在持续提升，从2000年的0.45万亿美元增长至2007年的1.46万亿美元（图17），年均复合增速18%。以曾经资产管理规模排名全球第一的美林证券为例，在出售其资产管理业务之前，美林股票基金晨星评级为3.0/5.0（晨星三星意味着基金表现居于同类产品平均水平），而富达股票基金晨星评级为3.5/5.0，先锋股票基金平均为3.7/5.0。

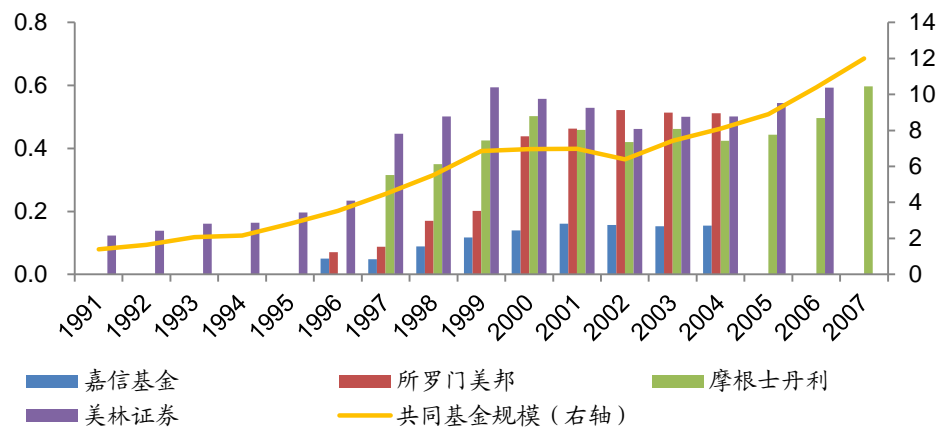
2) 共同基金产品费率持续下滑，削弱券商资管业务的盈利性和竞争力。根据ICI数据，2000年美国由申购赎回费共同基金占比42%，而到了2010年这一数字下降至26%同时，无论是权益类、债权类、混合类还是货币类共同基金产品的费率从2000年至2007年均下降了10个基点以上。以美林为例，美林基金平均管理费为1.21%，而富达基金和先锋集团分别为0.73%、0.22%。同时，美林有61只开放共同基金，63%有认购费用，而富达和先锋基金当时已经没有任何基金有认购费用。

3) 面临独立资产管理公司的激烈竞争。除了和现有资产管理公司进行费率和业绩方面的竞争外，美国对资管机构采取注册制管理，因此行业还随时面临新进入者的威胁。

4) 混业经营下买卖双方业务冲突时有发生，SEC监管趋严。1999年《金融服务现代化法案》的签署标志着美国正式走上了金融混业经营的道路，而SEC随之加强了对金融集团内部业务因为潜在利益冲突导致投资者利益受损的关注。2002年由于旗下分析师向投资者推荐了并不看好的股票，美林支付了1亿美元的罚款。同时间，摩根斯坦利也被发现旗下经纪人因为更高的激励费用向客户推荐不适当的本公司产品。而花旗因仅2004年就因为和安然、世界通信和意大利帕玛拉特等系列丑闻牵连而计提了近50亿美元赔偿。

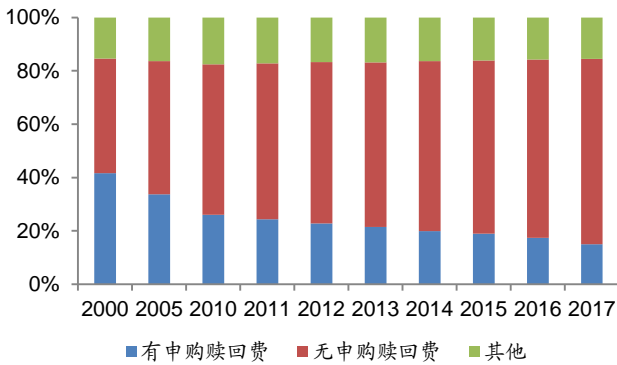
综合以上原因，基于资产管理业务下降的投入产出比，美国券商开始重新考虑其资产管理业务的布局。2002年起，部分美国券商选择战略收缩或出售资管业务：美林证券以90亿美元将投资管理部门卖给贝莱德，所罗门美邦与美盛集团签订协议，以换股的形式售出资管部门。花旗集团2005年以资产管理业务置换Legg Mason的经纪业务，而同年美国运通也分离了自己的资产管理业务。行业集中度重新回升，CR5和CR10分别由2000年32.2%、45.8%增至40.0%、53.3%，行业头部效应显著，管理规模排名前三的投资管理公司先锋集团、富达基金、美洲基金市占率分别为12.1%、11.3%、9.4%，显著高于其他基金。

图18: 2002年后投行投资管理规模增长低于行业水平 (单位: 万亿美元)



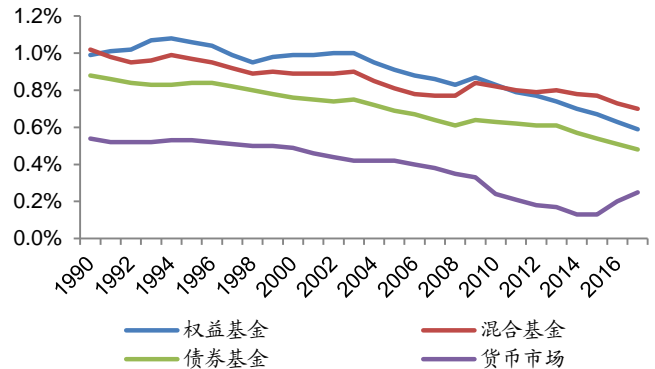
数据来源: 公司年报、摩根士丹利、广发证券发展研究中心

图19: 无申购赎回费共同基金产品更受欢迎



数据来源: ICI, 广发证券发展研究中心

图20: 不同品种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

金融危机后: 资管贡献再次增长, 产品布局差异化及全产业链服务

金融危机中, 美国投行的以销售交易及FICC为代表的重资产业务模式遭受重创, 各大券商开始降低杠杆, 并向“轻资产”模式转型。资产管理业务收入贡献从2007年的7%持续增长至2010年的13%, 重回增长趋势。收入贡献占比创出新高的背后是资产管理规模的持续增长。2009年至2017年, 摩根大通、摩根斯坦利和高盛的管理资产规模总体年均复合增速约7%。从具体的产品分类来看, 不同公司之间的资产管理产品布局有明显分化: 高盛继续发挥在固定收益方面的传统优势, 固定收益产品占比高达44%, 而摩根斯坦利和摩根大通的固收产品占比仅为15%和21%。在对冲基金、私募管理基金和另类投资产品蓬勃发展的背景下, 美国投行也纷纷参与其中。摩根大通的另类投资占比高达33%, 摩根斯坦利的占比28%。

虽然金融危机的发生和危机后金融监管的趋严, 减弱了全能投行各个部门之间的协同动力。但对冲基金、私募基金和另类资产管理复苏繁荣的环境下, 美国券商依然为这些重要的机构投资者提供全产业链服务。对冲基金的兴起, 带来了券商主经纪商业务 (Prime brokerage) 的大发展, 而私募股权基金的活跃, 为券商在二级市场股权融资和交易业务外开辟了新的领域, 新增了大量的融资、投资、管理、财

务顾问，兼并收购的业务机会。

图21: 金融危机后券商资产管理规模重回增长 (十亿美元)

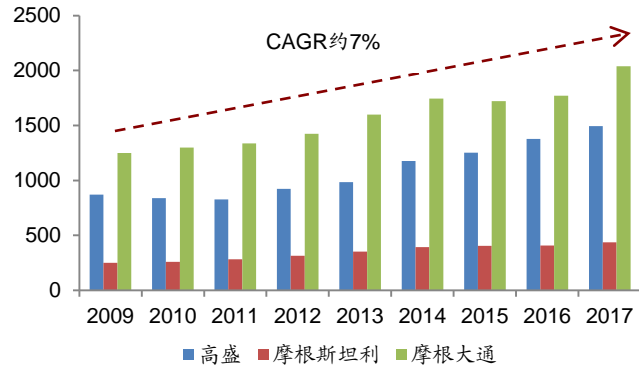
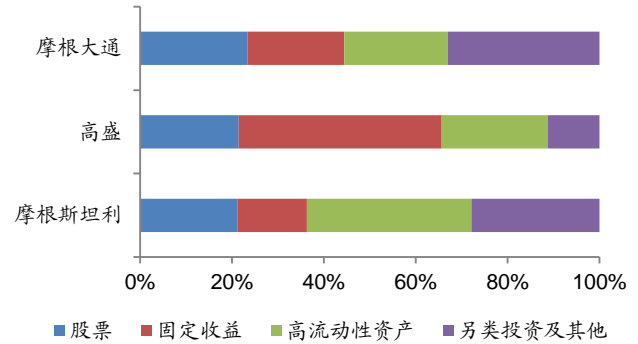


图22: 产品布局差异化



数据来源: 公司年报, 广发证券发展研究中心

数据来源: 公司年报, 广发证券发展研究中心

表1: 主经纪商业务市场份额集中在少数机构手中

2007		2017.11	
Prime broker	市场份额	Prime broker	市场份额
摩根斯丹利	20%	高盛	19%
高盛	18%	摩根大通	16%
Bear Stearns	15%	摩根斯丹利	15%
瑞银集团	8%	瑞信集团	10%
德意志银行	6%	德意志银行	7%
花旗集团	4%	美林	5%
瑞信集团	4%	瑞银集团	5%
雷曼兄弟	4%	花旗集团	4%
美林	3%	巴克莱	3%
美国银行	2%	National Financial	2%
其他	16%	其他	13%

数据来源: EurekaHedge, 广发证券发展研究中心

海外经验看券商资管业务的核心竞争力

主动管理能力是券商资管机构长期核心竞争力

在资产管理行业日趋激烈的竞争环境中，市场集中度持续提升，赢者通吃的口碑效应明显。对以供应主动管理产品为主的券商资管，其产品的良好市场表现是建立长期口碑的关键。

根据BCG的数据，在市场竞争最为激烈的美国资管市场，只有长期稳定业绩表

现的资管产品才能存活。除了未评级新基金外（成立时间三年以内的基金），市场资金集中流入晨星五星评级（风险调整后收益同类基金前10%）共同基金，正向流入晨星四星级基金（风险调整后收益同类基金排名前10%-32.5%），而流出三星及以下排名基金。2011年-2016年，累计流入金额达到期初资产规模的75%。基金评级越低，获得的累计资金净流入转为净流出，且相对期初资产规模的流出比例也越高。相对而言，欧洲市场的竞争弱于美国市场，但基金的表现和市场资金的流入也呈现正相关。2011年-2016年，除去未评级产品外，资金集中流向晨星五星和四星评级产品，而较少流入三星及以下评级产品。

而长期竞争中表现较好的美国券商，其产品的历史业绩也有不错的表现：

截止2017年末，摩根大通（全球资产管理规模第7）管理资产规模达到2.789万亿美元，另有30万亿美元托管资产。管理对冲基金477亿美元，全美排名第四。根据官网显示，公司56只美国股票共同基金中，35只评级晨星四星和五星（排名同类基金前32.5%），占比62.5%。如果计算所有162只共同基金产品，评级四星以上的产品数量71只，占比约44%，依然好于市场平均水平。

摩根斯坦利（全球资产管理规模排名第15），其42只具有晨星评级的股票共同基金产品中，有17只评级为四星和五星（排名同类基金前32.5%），占比40%；其余25只基金中，13只获得三星评级（处于市场平均水平）。

图23: 资金持续流入四星五星基金

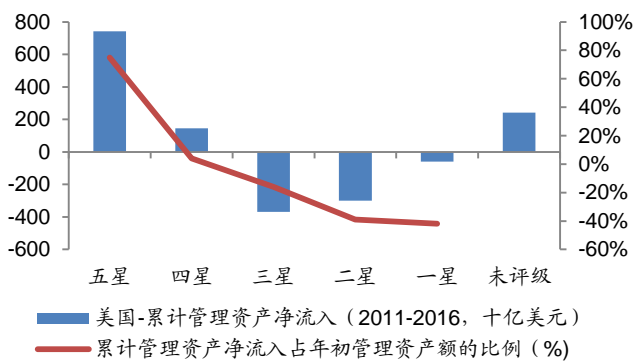
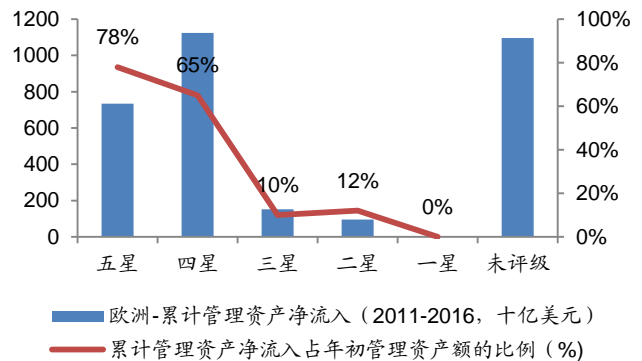


图24: 资金流入四星五星基金最为明显



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

差异化定位

我们认为券商资管的差异化定位包含了两层含义：一是公司对产品布局的差异化选择；二是公司在资管市场上面对多种金融机构市场竞争中的角色定位。

产品和市场角色的定位差异化

欧美市场金融混业经营的程度较深，业务布局也较为复杂。如摩根大通、摩根斯坦利、瑞银和高盛都可以称为全能投行/全能银行，但根据发展战略和资源禀赋，各自选择了差异化的资产管理业务策略。瑞银以财富管理业务为主导，财富管理业

务下的客户资产总量大约是资产管理业务下管理资产的两倍以上，因此更注重以私人银行业务为核心，协同资产管理。同样偏重于财富管理，折扣券商起家的嘉信理财更针对大众富裕阶层。基于大众富裕阶层这个客户群体更加庞大对费率的透明度和敏感度也更高，嘉信理财的自有资管产品主要为低费率的ETF类。拉扎德作为精品投行，只选择展开轻资产模式的并购财务顾问（投行）业务以及资产管理业务，客户群体88%为机构投资者，包括企业客户、工会基金、主权基金、养老金等，注重资管产品的独立性。通过全球25个办公室覆盖多个国家和地区的资本市场，以新兴市场、全球市场股票投资为特色。

表2: 不同的机构有不同的资产管理产品布局

机构名称	机构属性	资管业务特色
摩根大通	全能银行	全能银行，商业银行和投资银行共同驱动的资产管理服务。资管产品线齐全，并通过数次并购扩展了对冲基金方面的布局，另类投资（包括对冲基金）管理规模占到总体 AUM 的 33%，对冲基金排名全美第四。
摩根斯坦利	全能银行	金融危机后进行了财富管理转型，建立了全面的资产管理产品线，但主要以主动管理产品为主。主动控制产品规模，以维持较好的产品收益和较高的管理费率
瑞银	全能银行	以财富管理业务为驱动、高净值客户为核心，更偏重私人银行属性。资产管理居于次要位置。
高盛	全能银行	强大的投行体系和机构销售交易业务驱动，资产管理业务围绕固定收益为主导。
嘉信理财	折扣券商+银行	折扣券商起家，成功转型财富管理业务。基于庞大的客户群体和透明的定价模式，资产管理产品以低费率的 ETF 为主。旗下收购美国信托，主要从事另类资产管理、家族信托和私人银行业务。
拉扎德	精品投行	专注于资产管理和并购领域财务咨询业务。资产管理偏重主动权益类投资并注重全球布局，25 个办公室分布在世界各地，新兴市场、全球股票和多地区股票策略占到了管理资产的 84%。

数据来源：公司年报、广发证券发展研究中心

市场竞争角色差异化

美国头部券商目前基本都是全能银行的模式，混业经营的程度比较深。而日本金融机构中，银行具有传统竞争优势，同时在金融市场开放后，面临强有力的海外金融机构的竞争，因此也对中国券商资管业务未来竞争格局有较好的借鉴意义。从日本的资产管理行业经验来看，券商渠道在公共投资产品领域，面临和银行渠道以及互联网渠道的激烈竞争，但在**私募产品，保险资金的专户产品，外币投资产品以及 Reits 等另类投资方面，券商渠道具有相对优势**。我们认为，围绕相对优势的渠道，发展相关资管产品，是券商资管突围的合理方向。此外，面对中国金融市场逐步走向开放，通过次级顾问（sub-advisor）的方式和高度专业化且具有丰富境外产

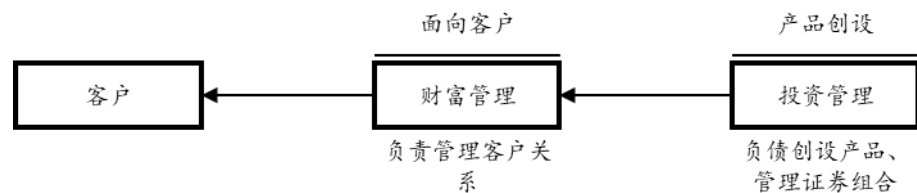
品投资经验的外资资产管理机构合作，也对中国资产管理机构也重要借鉴意义。

财富管理+资产管理的协同模式下，财富管理为核心

从美国券商资产管理发展和转型路径的选择来看，财富管理和资产管理业务共同发展的模式下，应该以财富管理业务为核心驱动力。

(1) 从业务价值链条来看，投资管理处于资产管理价值链的上游，负责创设资管产品、管理证券组合，财富管理部门(公司)作为分销渠道，负责维护客户关系，向终端客户销售资管产品。金融服务行业的核心在于满足客户需求，而财富管理业务更靠近客户需求端。良好的财富管理业务水平意味着能够更好地了解和客户需求、更好地匹配公司资源，才能够通过保持客户和公司利益的一致性而实现业务的长期可持续发展。

图25: 投资管理和财富管理在价值链中的地位



数据来源: 广发证券发展研究中心

(2) 选择财富管理和资管业务并行的公司，通常具有较好的渠道资源。

私人银行业务全球排名第一，资管业务同样名列前茅的瑞银为例，截止2017年末，公司在全球52个国家设立了分支机构，员工数量61253人，34%分布在美国、34%瑞士，18%欧洲其他国家、中东和非洲，14%亚洲太平洋地区。同时，瑞银拥有着10616名投资顾问，占雇员比例17.33%。摩根斯坦利(私人银行业务全球第二，资管业务第15)在42个国家设立了分支机构，员工数量56733人，摩根士丹利同样拥有者大量的投资顾问，截止2017年末为15712名，占雇员总数的27.26%。

(3) 财富管理费率优于资产管理

从瑞银、摩根士丹利、摩根大通、美银和高盛五家国际投行来看，目前财富管理业务的主流收费模式为基于客户资产金额的综合管理费+特定策略费用。综合管理费的费率和资管产品管理费的收取模式类似，基于客户资产规模的百分比计算。而五大机构的财富管理基本管理费率最高可达2.5%，远远高于绝大多数资管产品的费率，且还有额外的特定策略费的收取。由于歧视定价的存在，国际投行的财富管理综合费率通常高于资产管理费率，从而体现更大的盈利价值：2017年，瑞银财富管理综合费率高于资产管理费率15个bp左右。而摩根士丹利的十年年化ROE为7%，其中财富管理和资产管理业务均具有轻资产高ROE的特点，但财富管理ROE约

14.95%，高于资产管理业务的12.21%。

表3: 财富管理基本管理费用收费标准 (美元, %)

账户金额	瑞银	摩根士丹利	摩根大通	美林	高盛
\$0 - \$100,000	最高费率 2.5%	最高费率 2.5%	1.45%	最高费率 2.2%	1.75%
\$100,000 - \$250,000			1.45%		1.15%
\$250,000 - \$500,000			1.30%		1.05%
\$500,000 - \$1 million			1.15%		0.95%
\$1 million - \$2 million			1.00%		0.90%
\$2 million - \$5 million			0.75%		0.85%
\$5 million - \$10 million			最高费率 2.0%	0.65%	0.80%
\$10 million - \$15 million				0.55%	0.80%
\$15 million - \$25 million				0.50%	0.80%
\$25 million - \$50 million				0.40%	0.80%
大于\$50 million				0.30%	0.80%

数据来源: smartasset、广发证券发展研究中心

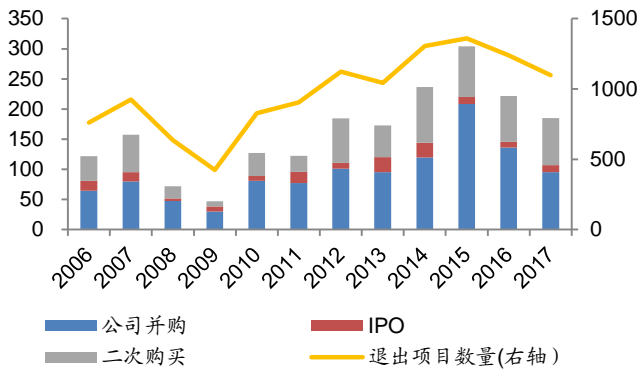
重视业务协同: 以 PE 投资为例

从综合性券商业务来看, 资产管理业务的布局意义除了轻资产收入较为稳定外, 另一个重要作用在于和其他业务形成共振。一款产品的发起、设计和销售通常是集团各个部门相互合作的结果。围绕私募股权 (PE) 基金展开的资管、投资以及相关投行业务是一个重要例子。

美国的PE基金有较为悠久的历史, 20世纪80-90年代在垃圾债和第一次并购浪潮中, 涌现出一批杠杆收购基金巨头。而无论是互联网泡沫危机还是金融危机, 都只是给PE基金的规模发展制造了暂时的障碍。2017年, 美国PE基金退出金额1847.8亿美元, 退出项目数量1097个。无论是退出金额和项目数量都已经超过金融危机前的高点。而PE基金业务对于券商的意义, 不仅仅在于直投产生的投资收益或者资产管理产生的管理费收入, 更重要的是经过多年的发展, PE基金资金规模庞大, 投资领域广泛, 已经成为银行贷款和IPO以外的重要手段。

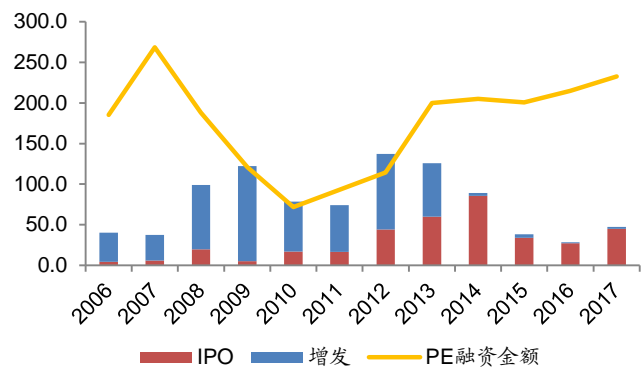
2017年美国股票市场 (纳斯达克+纽交所+美国证券交易所) IPO融资金额约为449亿美元、再融资金额24亿美元, 而当年的PE融资金额约为2327亿美元。从2006年-2017年的数据来看, PE融资金额在大部分年份超过二级市场融资金额。从退出的方式来看, 2017年IPO退出仅占PE基金退出金额的6%, 公司并购和二次购买 (Secondary buyout) 分别占比52%和42%。从2006年-2017年, 公司并购始终占比50%以上, 是PE基金最重要的投资方式; 而并购咨询正是美国投行主要的财务咨询业务之一。

图26: 美国PE基金退出金额 (十亿美元)



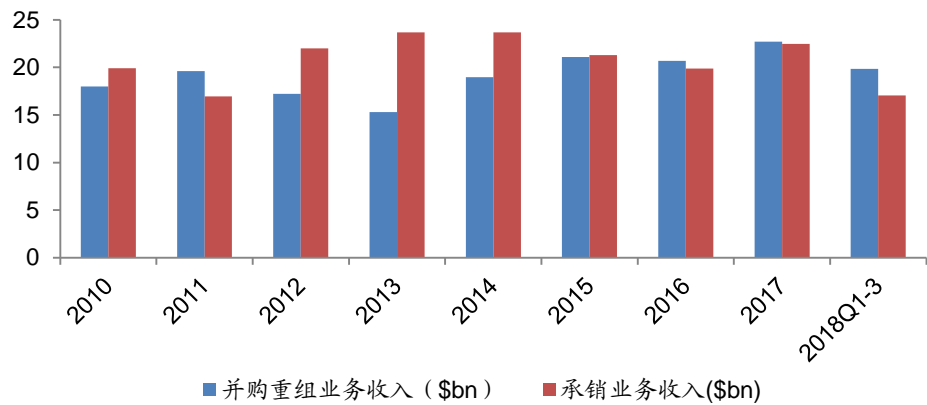
数据来源: Preqin, 广发证券发展研究中心

图27: 美国PE基金融资金额和二级市场融资金额 (十亿美元)



数据来源: Preqin, 广发证券发展研究中心

图28: 美国机构并购重组业务收入已超过传统承销发行业务收入 (十亿美元)



数据来源: 汤森路透, 广发证券发展研究中心

国内券商资产管理业务: 调整中孕育机会

券商资产管理业务现状: 快速增长后阶段性回落

以2012年5月召开的券商创新大会为标志, 券商资管业务范围扩大, 产品设立放松为备案制, 同期, 银信合作监管从严, 券商资管顶替信托, 成为银行理财及信贷资金的通道, 规模暴涨, 其中定向资管业务规模大增。2012年末定向资管计划规模仅为1.68万亿, 2013年末增长至4.8万亿。截至2016年底, 基金业协会披露的存续的主动管理资产规模4.94万亿, 即通道资产规模12.38万亿, 据此估算券商通道业务占比70%左右。券商资管规模在2017一季度达到历史顶峰, 规模为18.7万亿, 此后至今呈现回落。2018年3季度末, 券商资管规模14.18万亿元, 相比年初的16.89万亿下降16%。

图29: 券商资管规模自2012年后爆发性增长(万亿)

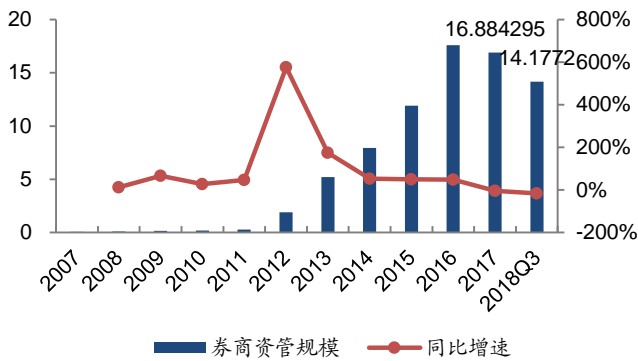
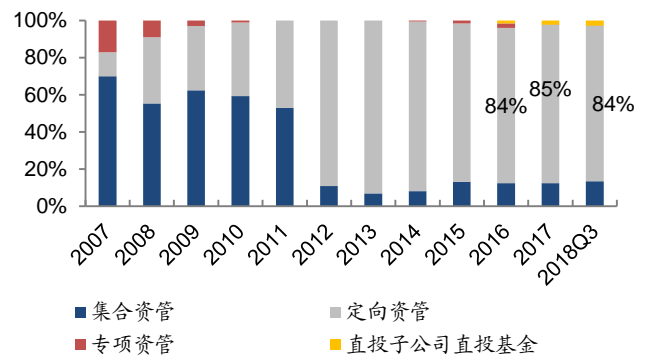


图30: 定向资管计划占比较高



数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

资管新规提出对不合规通道、高杠杆、资金池限时清理，推行净值化管理，券商资管面临存续产品整改与运作模式转变。

一方面，券商资管存续受托资产规模中超过80%为通道业务。截至2018年三季度末，证券公司及其子公司私募资管业务中，单一资管计划（定向资管计划）规模11.85万亿元，占比83.5%，基本为以银行为主的机构客户提供费率较低的通道服务。

另一方面，大集合模式资金池需分头转化并满足净值化管理要求。券商资金池业务主要分为大集合、结构化、私募资金池三类。其中，大集合资金池由于募集门槛低参与者众多，规模体量较大。2013年3月证监会下发通知，要求自当年6月1日起不再新设投资者超过200人的集合资产管理计划。新规下已成立运行的产品继续在存续期内运作，不受影响；日后将改由证券公司取得公募基金管理业务资格后，按新《证券投资基金法》要求，以公募基金形式设立新计划或转化存续项目。此外对大集合中流动性较差的非标资产作整顿，如2017年5月，证监会窗口指导要求整顿大集合中的非标资产，整改分离定价、期限错配问题。

资管新规前已有多项文件及指导整治券商资管资金池业务，包括限制资金池业务规模扩张，整改分离定价、期限错配问题，目前行业资金池规模已处只减不增，规范度亦有所提升，已经陆续释放风险。

表4: 三种券商资金池模式及处理方法

	大集合资金池产品	结构化资金池产品	私募资金池产品
模式	标准化产品、5万元起点、没有人数限制	非标准化产品、存在一级份额以上的份额为其他份额提供风险补偿、收益不按照份额比例计算	非标准化产品，200人以内，产品存续期规模在10亿元以下，100万元起点
发展历史	2004年证监会颁布《证券公司客户资产管理业务试行办法》提出集合资产管理计划，并没有限制投资者的人数，自从2013年新基金法正式实施以后，证券公司投资者超过200人的集合资产管理计划将被定性为公募基金，纳入新基金法，不再使用证券公司资产管理业务相关规定，“大集合”全面停止。	2013年3月3日，证监会颁布《证券公司债务融资工具管理暂行规定(征求意见稿)》，首次明确证券公司融资工具包括收益凭证，意味着结构化金融产品将从监管层面上得到认可和规范	2013年证监会颁布了《证券公司集合资产管理业务实施细则》，第一次出现了“限额特定资产管理计划”，对投资者的人数有了不能超过200人的限制；2013年新基金法正式实施以后200人限制的“小集合”被定性为“私募基金”。

现状	结构化资金池产品、私募基金池产品这两种非标产品在 2015 年后受配资监管影响已经明显减少。目前券商资管主要的资金池产品就是集合资产管理业务。证监会披露截至 2016 年末资金池资产规模预计将近 1 万亿		
过往整顿	2016 年证监会发布的《证券期货经营机构私募资产管理业务运作管理暂行规定》明确不得存在：单一资产管理计划的投资者人数超过 200 人，或者同一资产管理人为单一融资项目设立多个资产管理计划，变相突破投资者人数限制	2016 年证监会发布的《证券期货经营机构私募资产管理业务运作管理暂行规定》，其中明确了对结构化资管计划杠杆倍数的限制，同时结构化产品优先级也不能宣传预期收益率，严禁直接或间接对优先级份额认购者提供保本保收益安排，第三方及其关联方不得以自有资金或募集资金投资于结构化资管计划劣后级份额	2016 年证监会发布的《证券期货经营机构私募资产管理业务运作管理暂行规定》限制不得开展具有“资金池”性质的私募资管业务。
处理方法 (参照 2017 年 5 月深圳证监局窗口指导)	规模只减不增；产品投资限高流动性资产；控制资金端与资产端久期错配程度，组合久期和杠杆倍数不得上升；采用影子定价的风控手段对负偏离度进行严格监控，产品风险准备金不得低于因负偏离度可能造成的潜在损失	规模只减不增；不得继续提高产品杠杆倍数	要求严格按《证券期货经营机构私募资产管理业务运作管理暂行规定》的规定进行整改

数据来源：证监会、广发证券发展研究中心

现阶段中国市场券商资管还有较大的发展空间

从成熟市场的经验来看，资管业务在长期并不居于券商业务的核心地位，需要配合核心业务进行取舍。但我们认为现阶段，中国券商的资管业务依然享有较大的发展空间，主要有三方面理由：（1）分业经营环境下的中国券商资源禀赋相对于国际全能投行更接近于产品端而非客户端，因此未来所面临的买卖双方业务冲突远小于美国混业经营下的全能投行；（2）市场空间：中国资管市场产品同质化水平依然较高，券商资管整体收益率偏低，产品种类还亟待丰富，主动管理与服务能力还有很大提升空间。中国券商所面对的主动管理产品市场竞争空间优于美国券商；（3）资产管理业务是券商机构服务中具有协同效应的一环，能与财富管理、投行、私募股权等多业务板块产生协同，而国内市场券商机构化业务方兴未艾。

中国券商资源禀赋更接近于产品创设端而非客户端

一方面，券商缺乏资金内生能力。与海外混业经营所不同，国内券商资管因为牌照功能限制，需依赖产品销售获得外部资金。对比银行具有吸存功能、保险资金来源保费收入，券商资管资金主要来自于外部机构委外资金，体现在券商资管专户与定向资管构成的私募资管占比超过 80%。另一方面，人员配置与网点布局不及银保，银保在客户数量、群体结构丰富、营业部数量、地域覆盖等远胜券商。根据央行与中国结算数据披露，截至 2018 年末，证券投资者数量（已开立 A 股或 B 股账户的自然人及非自然人）约 1.47 亿，而开立银行结算账户数量为 94.03 亿，约为 1:64 倍的悬殊。而根据银行业协会与证券业协会披露，截至 2017 年末，证券营业部数量约 9900 家，而银行网点超过 22.87 万个，约为 1:23 倍。再对比证保业务人员，2017 年末全国登记在册保险代理人超过 800 万，同期证券从业人员约 36 万，其中证券经纪

人9万，投资顾问约4万，差距明显。

优势在于产品服务及部门协同能力。相较于其他资管主体，一方面，券商资管享有以证券公司为整体的部门协同资源。作为证券公司重要部门，享有证券公司经纪零售、投行业务、质押融资等多部门协同合作的强大客户流量与链条服务需求。另一方面，券商资管体制灵活，创新能力强，在传统通道业务与非标投资限制下，有望更快实现资产证券化、私募债等新产品设计，有力支持与服务与实体经济。

图31: 银保证行业合计净资产对比 (万亿)

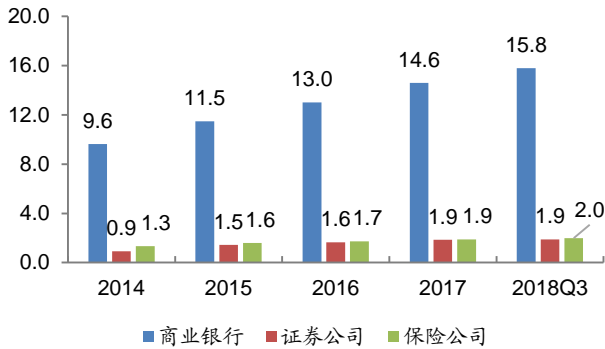
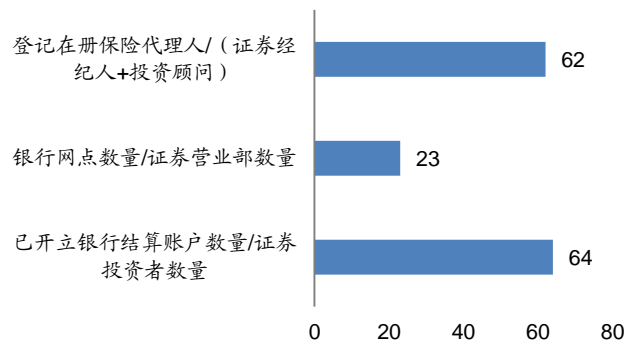


图32: 2017年末银保证对比



数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

主动管理和服务能力还有很大提升空间

(1) 集合资管产品同质化严重，新成立产品以债券型、货币型等高流动性产品为主。据Wind统计，2018年新成立券商集合理财资管产品6272只，较2017年减少近30%，与资管新规下业务调整有关。其中股票型、混合型、债券型、货币市场型、另类投资型产品数量分别为15、294、2454、2145、355只，占比分别为0.2%、4.7%、55.1%、34.2%、5.7%。其中债券型、货币型两类高流动性产品占比近90%，这与其客户多为经纪业务客户，及市场景气度下行背景下对风险及流动性有较高要求有关。

图33: 2012-2017券商资管新成立产品种类 (只)

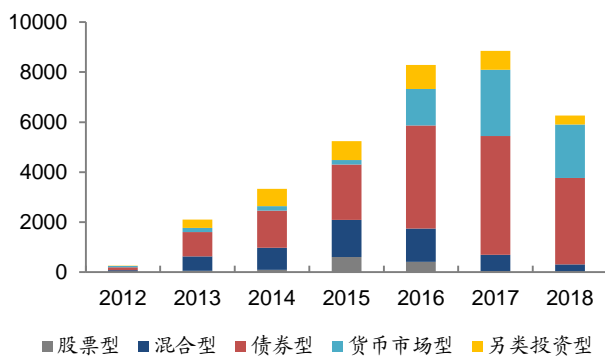
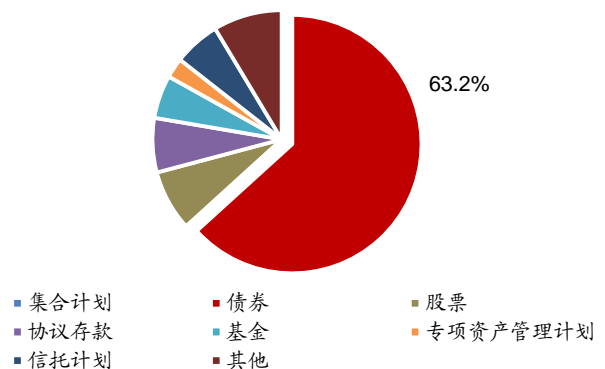


图34: 集合管理计划主要投向债券 (2016)



数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

(2) 券商资管产品整体收益率偏低，具备强主动管理能力的优质管理人稀缺

取根据基金业协会2016年数据披露，与基金专户及基金子公司专户对比，券商资管的平均净资产收益率整体偏低，固定收益类产品略占优势，但权益类、基金类及混合类产品运作能力较弱。此外，与公募基金产品对比反映其权益类表现欠佳，固收类产品相对占优。根据Wind数据，以2018年6月29日为统计时点，统计名单内券商机构表现整体靠后。权益类排名中，除东方证券资管表现出色，在一年期、两年期、三年期的考核周期内居首位外，包括华融、东兴、浙商等资管机构表现排名均在中位以后。而券商资管在固收类产品表现相对占优，财通、浙商两家券商资管在近一年净值增长率进入前十排名。

表5: 2016年资管平均收益率对比

券商集合计划	平均净值收益率	基金子公司	平均收益率	基金专户	平均收益率
权益类	-1.70%	一对一专户	6.00%	权益类	1.70%
混合类	-1.70%	一对多专户	5.12%	混合类	1.60%
基金类	-5.50%			债券类	2.90%
固定收益类	4.20%			现金管理类	2.80%
QDII	-1.10%			QDII	3.20%
其他	5.70%				

数据来源：基金业协会、广发证券发展研究中心（均为当期存续产品）

机构化业务方兴未艾

机构客户于个人客户最大的区别在于其需求的多样化和复杂性。为了更好地适应国际竞争和客户需求，众多国际全能投行都在经营中充分实践了协同服务的理念。以UBS提出的One firm理念为例，其思想的核心在于整合统一的中后台系统、发挥部门之间的业务协同效应，为客户提供更灵活的高标准服务。One firm创造的经营协同在助力UBS增收减支的同时，依靠资产管理部门和投资银行部门的双轮驱动，实现了财富管理部门的高速扩张，成为全球最大私人银行。

虽然金融危机暴露了过度协同可能导致风险在不同业务部门之间传导，但对于中国的券商而言，机构化服务的趋势才刚刚兴起。在过去个人投资者为主导的市场中，中国券商的业务板块基本处于各个板块相互独立的状态：经纪业务依赖于散户交易、投行业务受监管环境主导、资管业务受银行资金影响、自营业务以股票和债券二级市场投资的高波动性为特征。但随着养老相关长期资金入市增加、外资投资比例的上升，A股投资者机构化的趋势正在进行，中国券商提供综合化机构服务的模式方兴未艾。

头部券商产品形成能力值得关注

在禀赋优势差异下，券商资管的比较优势在于资产端，因此表现优势者或能提供优质/差异化产品，包括强主动管理能力、灵活多样的专户服务等；或是具备丰富

内部业务线资源优势与强协同能力，综合经纪、投行、财富管理等多部门实现优势转化。

主动管理规模是竞争核心，头部在通道类服务更具获客能力

行业转型主动已有共识。根据基金业协会披露数据，对比2015年6月末与2018年三季度末券商资管排名，月均规模与月均主动规模排名前二十规模分别同比增加23%与76%，主动管理占比提升10个百分点至33%。从集中度数据看，整体规模CR5与CR10均呈上升，但主动管理规模CR5与CR10均呈下降，反映行业整体提升主动管理规模有共识，但头部券商在专户、通道类服务中的获客能力更强。

对应标的：中信证券、华泰证券、中信建投证券、申万宏源证券、中金公司等券商具有主动管理的规模优势。

表6：部分券商资管规模一览（亿元）

2018 三季度					2015H				
公司	月均规模	公司	月均主动管理规模	主动管理占比	公司	月均规模	公司	月均主动管理规模	主动管理占比
中信	15116	中信	6044	40%	中信	11298	中信	4128	37%
申万	7404	华泰	2217	31%	申万	6470	申万	1623	25%
华泰	7108	中信建投	1560	25%	华泰	5279	华泰	1394	26%
招商	6238	华融	1502	66%	中信建投	4796	海通	817	22%
中信建投	6175	申万	1443	19%	华福	4615	中信建投	680	14%
中银	5834	中金	1334	76%	中银	4087	招商	542	19%
海通	3040	光大	1128	42%	海通	3716	齐鲁	530	27%
安信	2969	中泰	1083	-	招商	2841	中金	497	-
银河	2778	东方	1040	47%	江海	2771	东方	495	-
光大	2693	招商	957	15%	德邦	2650	光大	469	22%
前 20 平均	4457		1490	33%	3617		846	23%	
前 5/前 20	49%		52%		45%		59%		
前 10/前 20	74%		73%		71%		78%		

数据来源：基金业协会、广发证券发展研究中心（注：标蓝为月均规模及月均主动管理规模均位列前十）

头部券商具有更好的财富管理业务支持

财富管理作为资产管理业务的下游分销渠道，对资产管理业务的发展有重要影响。目前，中国头部券商经纪业务纷纷转型财富管理，我们认为具有良好经纪业务基础、较高客均资产的头部券商，在资产管理业务发展中也具有相对优势。

经纪业务业务在一定程度上意味着财富管理业务的实力。根据我们整理的数据1) 股基交易业务中，华泰证券处于领先地位，占市场份额7.7%，中信证券，海通证券，中国银河和招商证券处于第二梯队。2) 代销总金额上华泰证券处于压倒性优势，2017年的代销总金额是第二名中信证券的四倍以上，海通证券尾随其后。

财富管理业务做大，最核心的条件还是高客均资产，高客均资产是收取咨询费用、附加费用的基础；是帮助客户配置资产的条件。

对应标的：华泰证券、中信证券和海通证券经纪业务占比最高；中金公司、中信证券客均资产表现出众。

表7：部分券商客户资产数据对比

公司	年份	客户资产/亿元	客户数量/万	户均资产/万元
华泰	2015	4526		
	2016	8800		
	2017	27000	1200	22.5
招商	2015	4153	189	21.9
	2016	6213	244	25.8
	2017	7707	254	30.3
中金 (不包括中投)	2015	3990	2.6	1500
	2016	6192	2.9	2065
	2017	7369	3.9	1907
中信	2015	38000	543.5	70.8
	2016	43000	662.9	64.9
	2017	50000	773.3	64.7

数据来源：公司公告、广发证券发展研究中心

注：统计口径为中信证券户均资产=经纪业务托管客户资产总额/(零售客户+机构客户数量)；华泰证券户均资产=财富管理客户资产/财富管理客户数量。由于每家券商年报中披露口径不一样，可能造成户均资产计算结果的偏差。

表8：2017年部分券商股基交易市场份额与代销总金额（单位：亿元）

公司	市场份额(%)	公司	代销总金额(亿元)
华泰证券	7.708	华泰证券	32,018
中信证券	5.227	中信证券	7,033
海通证券	4.601	海通证券	3,136
中国银河	4.532	中国银河	1,486
招商证券	4.076	东方证券	1,383
申万宏源	3.090	申万宏源	715
中信建投	3.075	招商证券	598

数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

头部券商借助投行与直投具备更强产品形成能力

强投行服务与丰富直投经验帮助资管部门获得更优筛选项目与投资机会，实现咨询、发行、承销、投资长服务链条，既提高客户服务体验，也同时实现多部门对客户价值共同实现。

寻找强传统投行业务与直投能力主体：整理2015-2018年11月末作为IPO、增发及并购重组的主承销商/主财务顾问，从总额与数量看，中金公司、中信证券、中信

建投证券、华泰证券、招商证券等位前列。

而证券公司私募投资基金子公司业务中，截至 2017 年末，中金公司旗下中金资本（多家子公司合并而来）在私募股权基金管理规模已超 2500 亿元，大幅领先于同行，中信（金石投资和中信证券投资）超 800 亿元，中信建投、华泰等也快速发展。

表9: 2015-2018年11月IPO及增发总额与数量排名前列的部分主承销商

IPO				增发（投行为主承销商）					
募集金额（亿元）			数量（家）		募集金额（亿元）			数量（家）	
中金公司	634.40	9.43%	中信证券	70	中信证券	3,117.50	11.08%	中信建投	131
中信证券	573.92	8.53%	中信建投	53	中信建投	2,169.51	7.71%	中信证券	123
华泰证券	486.33	7.23%	招商证券	50	中金公司	1,687.07	6.00%	华泰证券	107
中信建投	461.92	6.87%	海通证券	47	华泰证券	1,658.46	5.89%	海通证券	76
招商证券	281.93	4.19%	华泰证券	43	海通证券	1,175.20	4.18%	招商证券	63
安信证券	254.69	3.79%	国金证券	41	招商证券	938.52	3.34%	西南证券	61
国金证券	211.05	3.14%	中金公司	38	中德证券	921.64	3.28%	国金证券	60
全市场合计	6,727	100%			全市场合计	28,139	100%		

数据来源：Wind、广发证券发展研究中心（注：联合主承销发行费用按算数平均加进各项统计，数据统计截至2018年11月29日）

表10: 2015-2018年11月并购重组总额与数量（部分券商）

公司	金额（亿元）	公司	家数
中信建投	1,473	中信建投	21
华泰证券	1,047	华泰证券	14
中信证券	680	海通证券	13
东方花旗证券	564	中信证券	13
海通证券	513	中金公司	11
中金公司	493	招商证券	8
瑞银证券	485	申万宏源	6
申万宏源	234	国金证券	5

数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

表11: 2017年末部分券商私募股权基金和另类投资业务情况（单位：亿元）

证券公司	私募股权/另类投资	成立时间	管理资产规模	注册资本	净资产	营收	净利润
中金公司	中金资本	2017年3月	2486				
中信证券	金石投资/中信证券投资	2007年10月/-	600/219.85	30/140	100.9/156.38	34.55/96.64	15.21/8.63
华泰证券	华泰紫金	2008年8月	348.46	60	63.45	11.4	7.34
东方证券	东证资本/东证创投	2010年2月/-	243.43/28.86	40/30	38.76/-	2.91/-	0.91/-
招商证券	招商致远	2009年8月	200	18	22.98	5.29	3.08
中信建投	中信建投资本	2009年7月	186	16.5	9.81	1.89	0.96
海通证券	海通开元	2008年10月	176	106.5	143.87	26.64	18.39

数据来源：公司年报、广发证券发展研究中心

通过资产证券化产品探索“非标转标”，实现传统业务的优势转化。非标投资受约束下，发展资产证券化是转型方向之一。资产证券化产品可在公开平台转让，兼具风险评级机制，帮助实现识别与分类，更好地匹配投资收益与风险度，是“非标转标”下理想的业务转型模式。券商资管、基金子公司目前开展进度较快，竞争激烈。根据Wind数据统计，2016年以来合计发行资产证券化产品（含企业ABS、交易商协会ABN、银行间CLO）2130只，其中，发行机构为券商或券商资管的合计1378只，占比约65.5%。目前券商在资产证券化市场发行中份额与信托抗衡，又具备强发行能力与销售渠道，在企业ABS发行呈现强实力。

图35: 2018年资产证券化产品发行规模(亿元)

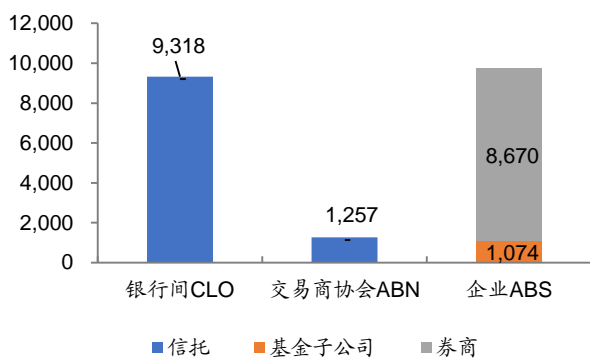
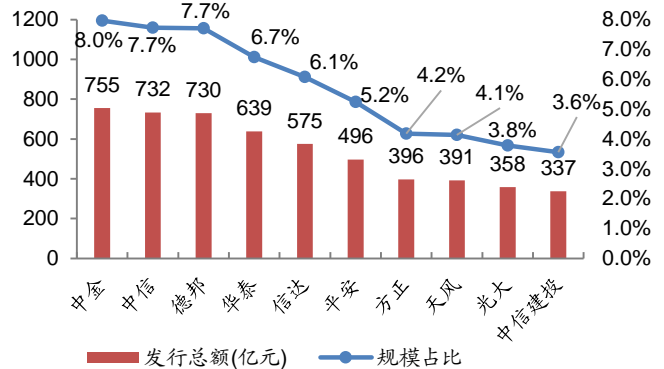


图36: 2018年部分券商发行企业ABS规模



数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

综上所述，通过海外资产管理发展的梳理和美国券商资管发展的经验来看，资管业务在长期并不居于券商业务的核心地位，需要配合核心业务进行取舍。但我们认为现阶段，中国券商的资管业务依然享有较大的发展空间。具有优秀的主动管理能力、依托强大的财富管理业务为支持，以及综合投行能力带来的产品形成能力的头部券商有望进一步巩固资管业务的优势，看好中金公司、中信证券、华泰证券、中信建投证券等头部券商。

表 12: 部分证券公司于 2018 半年报披露资管业务规模及营收情况(单位: 亿元)

证券公司	券商资管子公司				合并利润表		
	资管规模	主动管理规模	主动管理占比	净收入	资管业务 手续费净收入	营业收入	占比↓
东方证券	2197	2158	98%	15.83	15.03	42.77	35%
招商证券	6877	1387	20%	5.45	6.06	33.23	18%
中信证券	15338	5832	38%	9.64	29.11	199.93	15%
华泰证券	9099(月均)	2267(月均)	25%	8.43	11.79	82.16	14%
中金公司	1753	1427(月均)	81%	2.91(为资产管理和公募基金, 不含私募股权投资基金)	7.67	87.31	9%
光大证券	2877	1267	44%	1.20(净利润)	3.41	41.14	8%
海通证券	3148	892	28%	3.41	8.68	109.42	8%

识别风险, 发现价值

请务必阅读末页的免责声明

中信建投	6024	1603	27%	3.17(母公司口径)	2.99	52.63	6%
兴业证券	996	643	65%	1.83	1.37	33.09	4%

数据来源：公司年报、广发证券发展研究中心

风险提示

证券行业监管趋严、市场波动导致股权质押业务风险进一步恶化、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。
- 商 田：分析师，安徽财经大学金融学硕士，2014年进入广发证券发展研究中心。
- 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。