



Research and  
Development Center

# 大资管下，我们应向欧美学习什么

2020年2月18日

王舫朝 非银金融行业分析师

王舫朝 非银行金融行业首席分析师

执业编号: S1500519120002

联系电话: (010) 83326877

邮箱: [wangfangzhao@cindasc.com](mailto:wangfangzhao@cindasc.com)信达证券股份有限公司  
CINDA SECURITIES CO.,LTD  
北京市西城区闹市口大街9号院1号楼  
邮编: 100031

## 大资管下，我们应向欧美学习什么

2020年2月18日

### 本期内容提要

- **主动管理是未来大资管趋势。**自资管新规2017年11月正式发布征求意见稿后，其中的存量资产处置及是否延期问题受到极大关注。尽管日前监管层表态对“2020年底确实难以完成处置的，允许适当延长过渡期”，但我们还是要看到，在这轮监管中，期限错配的“资金池”被打掉是监管层从一而终贯彻落实的。在这个过程中，以信托、券商资管、基金子公司为代表的通道业务（“非标”）被围剿，主动管理为各方所倡导。100万亿的大资管规模中，由银行衍生出来的风险被监管层重点关注，回归资管本源是大势所趋。各方注视下，资产管理的蛋糕，不只有投研这一块，本文希望通过对标国外经验，为国内不同牌照机构选择适合自己的发展路径提供合理化建议。
- **公募基金 VS 贝莱德。**对标贝莱德发展经验，我国公募基金处在ETF规模大发展的背景下，应积极发展被动式投资策略，同时，抓住养老金市场迅速膨胀的机会，争取更多份额。发展金融科技。
- **银行、银行资管 VS 瑞银。**瑞银起步于传统商业银行的零售及存贷款业务，后明确以财富管理为核心的战略定，后抓住“保密规则”这一契机，采用one-firm财富管理模型，全面提升投研实力，瑞银财富管理得以领先全球；我国银行应充分分流高净值客户给银行资管子公司，努力提高其投研能力，为客户提供全套财富管理产品。
- **信托、券商资管 VS 纽约梅隆。**我国信托、券商资管机构应在“去通道”背景下，主动压缩非标规模，同时借鉴纽约梅隆发展经验，在擅长领域（固有业务部分）打造专业化。如有可能通过吸收第三方专业机构，打造“精品店”的模式提升主动管理水平。
- **风险因素：**经济下滑超预期，资管改革遇阻；非标处置过程中爆雷风险过大等。

## 目录

一、从贝莱德的的发展看中国公募基金	1
1.出色的资产管理能力+风险管控能力，使得初创期的贝莱德得以迅速发展	1
2.抓住 ETF 市场发展机遇，变权益为被动，固收为主动	3
3.养老金市场的发展贡献长期稳定资金来源	5
4.科技引领新业务发展	7
二、从瑞银的发展看中国银行资管	8
1.抓住“保密规则”这一契机，打造全球最安全的私人银行，瑞银财富管理得以起航	9
2. one-firm 财富管理模式，全面提升投研实力，瑞银财富管理得以领先全球	11
三、从纽约梅隆的发展看券商资管&信托	14
1.纽约银行适应形势变化，积极转型	14
2.以机构客户为主，负债驱动型产品是其规模增长的主要驱动力	15
3.主动规避主动资管能力的缺失，打造“精品店”模式	16

## 表目录

表 1: 美国共同基金多表现不如指数	4
表 2: 逐步扩大并完善社保基金的投资及法律建设	6
表 3: 贝莱德旗下 Fintech 平台及运营方向	7
表 4: 瑞银的财富管理全球扩张之路	8
表 5: 瑞银的投顾咨询解决方案流程	13
表 6: 纽约银行的传统业务剥离之路	14
表 7: 纽约梅隆 12 家“精品店”简介	16

## 图目录

图 1: 2000 年后贝莱德收购历史及 AUM	1
图 2: 2004-2018 年贝莱德的收入/AUM 变化	2
图 3: 2005-2015 年贝莱德旗下基金与施罗德、摩根大通以及惠理旗下基金收益率的对比	2
图 4: 2003-2018 年全球 ETF 市场资产规模变化及 iShare ETF 规模占比	3
图 5: 2010-2018 年贝莱德 AUM 的净流入变化	3
图 6: 2009-2018 年贝莱德 AUM 的变化及趋势（按照投资策略区分）	4
图 7: 2006-2018 年中国 ETF 市场规模变化	5
图 8: 2010-2018 年美国养老金市场的发展	6
图 9: 2010-201 年美国 DC Plan 市场的发展	6
图 10: 2012-2018 年 Aladdin 系统的收入	7
图 11: 2004-2018 年瑞银所管理的可投资资产规模变化	9
图 12: 瑞银高净值客户资管规模及变化	10
图 13: 全球财富管理部门的超高净值客户的资管规模	10
图 14: 2006-2018 年中国高净值客户人群变化	11
图 15: 2005 年瑞银的业务再整合	12
图 16: 瑞银 One-Firm 模式	12
图 17: Superior investment advice and solutions for our client' s wealth	12
图 18: 招商银行“1+N+4”的私人银行服务模式	13
图 19: 纽约梅隆银行的转型之路	14
图 20: 2008-2017 年纽约梅隆 AUM 变化趋势（按照客户类型分类）	15
图 21: 2011-2019 年 BNY Mellon 的 LDI 的 AUM 变化	16
图 22: 2017 年 BNY Mellon 的资产配置分配	16
图 23: 2008-2017 年纽约梅隆 AUM 变化趋势（按照客户类型分类）	18

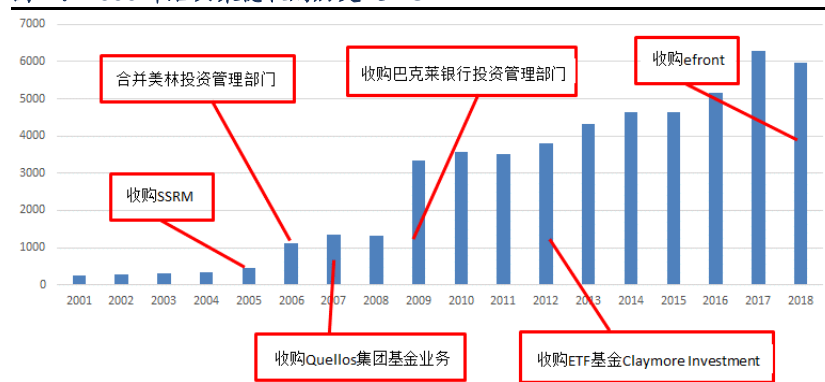
题记：自资管新规 2017 年 11 月正式发布征求意见稿后，其中的存量资产处置及是否延期问题受到极大关注。尽管日前监管层表态对“2020 年底确实难以完成处置的，允许适当延长过渡期”，但我们还是要看到，在这轮监管中，期限错配的“资金池”被打掉是监管层从一而终贯彻落实的。在这个过程中，以信托、券商资管、基金子公司为代表的通道业务（“非标”）被围剿，主动管理为各方所倡导。100 万亿的大资管规模中，由银行衍生出来的风险被监管层重点关注，回归资管本源是大势所趋。各方注视下，资产管理的蛋糕，不只有投研这一块，本文希望通过对标国外经验，为国内不同牌照机构选择适合自己的发展路径提供合理化建议。

## 一、从贝莱德的的发展看中国公募基金

“MBS 之父”拉里·芬克于 1988 年成立黑石集团资产管理部门，并获得黑石集团的 500 万美元支持。仅用了 1 年，其管理资产就翻了四倍，达 27 亿美元。早期的贝莱德主要通过债券的积极投资，获得高额回报以此来吸引客户。直到其收购了美林的投资管理部门，才加强了其在权益市场、货币市场以及另类市场的投资能力；不仅如此，美林更为贝莱德集团带来丰富的机构客户，并使其管理资产迅速跨过 1 万亿美元的大关。

而后仅仅通过 30 年的时间，就从一家以固收为主的资产管理公司，变成了世界资产管理规模最大的金融机构，截至 2018 年底，其管理资产 AUM 达 5.98 万亿美元，而同期的日本 2018 年 GDP 也仅为 5 万亿美元。贝莱德的成功不仅得益于近年来资管行业的飞速发展，更受益于其自身出色的资产管理能力与风险把控能力。

图 1：2000 年后贝莱德收购历史及 AUM



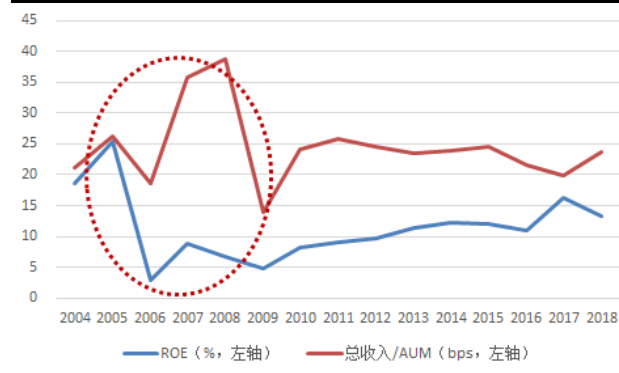
资料来源：公司年报，信达证券研发中心

### 1. 出色的资产管理能力+风险管控能力，使得初创期的贝莱德得以迅速发展

在 2009 年收购巴克莱银行的投资管理部门前，贝莱德的投资策略以积极主动管理为主，2004-2008 年的收入/AUM 的比重在

30bps 上下，而 2009 年收购巴克莱银行投资业务，并转变投资策略后，收入/AUM 降至 20bps 且近年来有进一步下降趋势。对标贝莱德的发展历史，我们认为小型的公募基金在规模壮大前应当采用积极主动的投资策略，寻找市场中的  $\alpha$ ，通过高回报率吸引客户源。

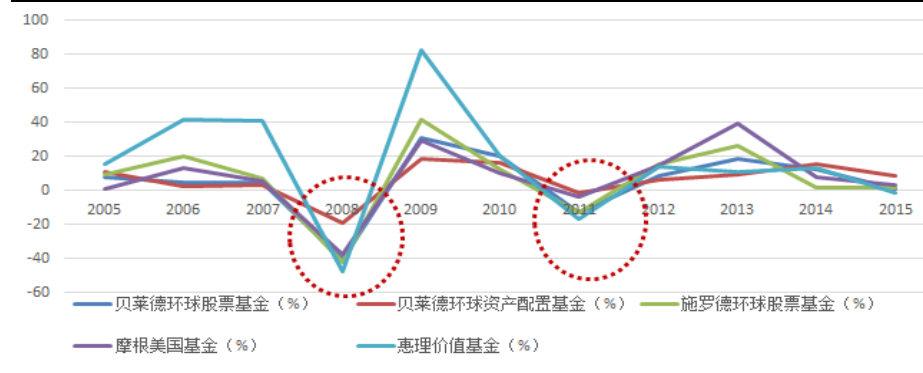
**图 2：2004-2018 年贝莱德的收入/AUM 变化**



资料来源：公司年报，信达证券研发中心

而真正使得贝莱德在资管市场上如鱼得水的是其强大的风险把控能力。贝莱德自创立之初就确定了致力于了解与管理风险的投资管理理念。于是贝莱德在其上市的第二年就创立 Aladdin 风险管理系统，这套被称为“阿拉丁”风险管理系统可以通过蒙特卡洛模型，利用历史数据，模拟未来各种债券及股票的市场表现，为投资经理提供可靠的分析依据。我们对贝莱德基金与其他公司基金在 08 年金融危机以及 11 年全球经济再次探底过程中的收益率进行对比发现，贝莱德的全球资产配置基金与股票基金在发生市场行情出现巨变的情况下，可以最大程度的减少损失；此外从 2005-15 年十年间的基金收益率的波动率来看，贝莱德的两只基金的收益标准差均低于 20%，低于其他三只基金。

**图 3：2005-2015 年贝莱德旗下基金与施罗德、摩根大通以及惠理旗下基金收益率的对比**



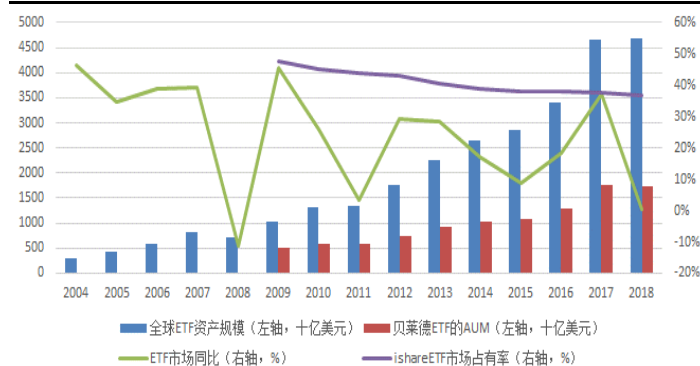
资料来源: wind, 信达证券研发中心

避开了金融危机的贝莱德集团在 2009 年以低价收购了巴克莱银行投资管理部门, 其资产规模首次突破 3 万亿美元, 成为世界上最大的资管巨头。贝莱德用自身的发展史经典诠释“熊市保生存, 牛市重发展”的投资理念。

## 2. 抓住 ETF 市场发展机遇, 变权益为被动, 固收为主动

随着贝莱德规模的不断扩大, 权益主动管理基金压力开始加大。彼时, 推荐“指数基金”的先锋基金创始人约翰·博格一战成名。贝莱德同期也积极调整投资策略, 布局被动型指数基金。晨星数据显示, 截至 2017 年末全美 88% 的共同基金五年期收益率不及预期; 而贝莱德旗下的 iShares ETF 基金五年期的收益率超过了 79% 的同类积极管理的共同基金。积极管理共同基金除了收益欠佳外, 费用率也高于 ETF 基金, 2016 年积极管理的权益类共同基金的费用率为 0.82%, 而同类被动型权益指数共同基金的费用率仅为 0.07%。在 2008 年金融危机使得投资者风险偏好降低的大背景下, 全球 ETF 市场爆发, 从 2008 年的 7160 亿美元, 攀升至 2018 年的 4.69 万亿美元, 近五年的年复合增长率 15.39%, 2017 同比增长达到了 37.21%, 2018 年增速放缓。低费率且市场表现好的跟踪指数类基金备受追捧。

图 4: 2003-2018 年全球 ETF 市场资产规模变化及 iShare ETF 规模占比

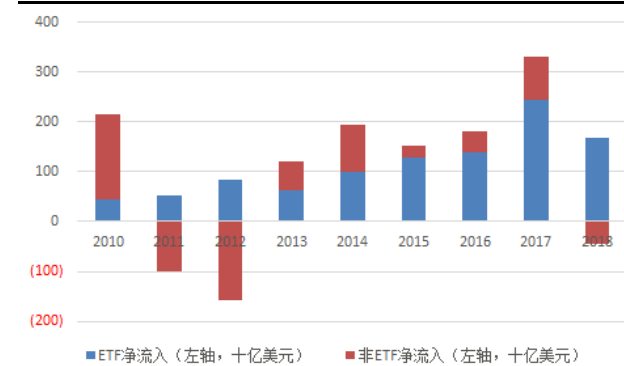


资料来源: ETFGI, 信达证券研发中心

于是, 贝莱德在 2009 年收购了巴克莱银行的 iShare ETF 业务后将其策略重心由积极主动的投资管理转向被动跟踪指数的投资管理策略。iShare ETF 的 AUM 在贝莱德的管理下不断发展壮大, 每年都保持资产净流入, 2017 年贝莱德的 ETF 资产净流入占其总净流入高达 74.29%; 得以贝莱德出色经营与持续的资产净流入, iShares ETF 的 AUM 规模从接手时的 4942 亿美元增长到 2018 年的 1.73 万亿美元, 成为贝莱德的第二大管理资产板块, 仅次于另一种被动策略产品的 AUM——行业指数跟踪类产品。此外在市场增速如此快的前提下, iShares 仍占据着 ETF 市场 37% 的份额。

在公司投资策略转型以及 iShare ETF 业务的带动下, 贝莱德被动的行业指数跟踪业务发展更为迅速, 从 2009 年的与积极主

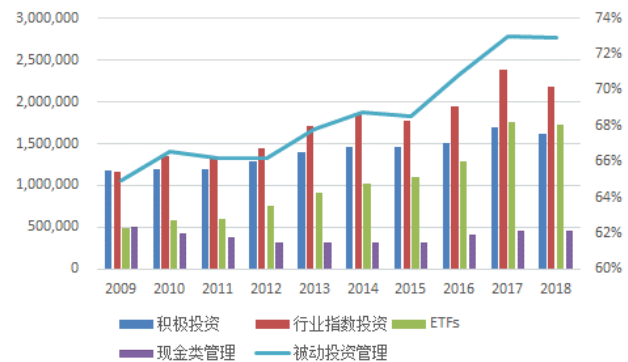
图 5: 2010-2018 年贝莱德 AUM 的净流入变化



资料来源: 公司年报, 信达证券研发中心

动管理类业务相持平的 1.17 万亿美元 AUM 增长到 2018 年的 2.18 万亿美元,远超过积极主动管理类业务的 1.62 万亿美元 AUM,成为贝莱德第一大管理资产板块。他与 iShares ETF 及现金管理类业务共同组成了贝莱德的被动投资领域,占比从 2009 年的 64.96% 增长到 73%。由此可见,贝莱德在经历了创业前期的主动管理资产的投资策略后,逐渐向被动管理资产的投资策略演变。

**图 6: 2009-2018 年贝莱德 AUM 的变化及趋势 (按照投资策略区分)**



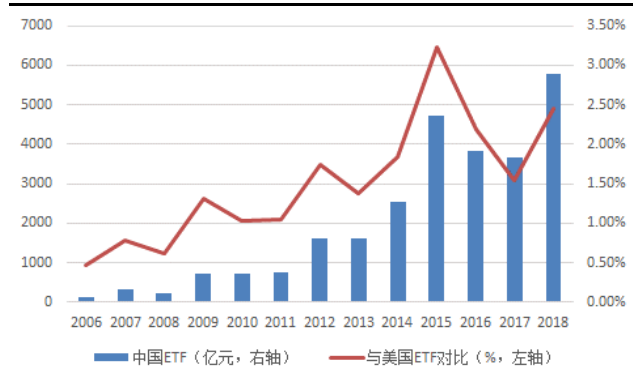
资料来源: 公司年报, 信达证券研发中心

对标贝莱德在 2008 年之后的发展轨迹,我们认为已经得到市场认可的有一定规模公募基金应当从存在风险的积极主动管理式投资策略向被动式投资策略转型,尤其是 ETF 的配置。一方面大规模的主动管理类基金表现低于对标指数,例如在 5 年期的收益对比中,有接近 95% 的积极管理类的美股基金表现不如 S&P Composite 1500,超过 90% 的大盘美股基金表现不如标普 500 指数;另一方面,我国 ETF 市场正在经历快速发展阶段,从 2005 年的 66 亿元快速上升至 2018 年的 5773 亿元,尽管如此,截至 2016 年我国 ETF 市场规模仅有美国市场的 2% 大小,市场潜力巨大。

**表 1: 美国共同基金多表现不如指数**

基金类别	对比指数	1 年 (%)	3 年 (%)	5 年 (%)	10 年 (%)
美股基金	S&P Composite 1500	90.2	87.41	94.58	87.47
大盘基金	S&P 500	84.62	81.31	91.91	85.36
中盘基金	S&P MidCap 500	87.89	83.81	87.87	91.27
小盘基金	S&P SmallCap 600	88.77	94.07	97.58	90.75

资料来源: ICI, 信达证券研发中心

**图 7：2006-2018 年中国 ETF 市场规模变化**


资料来源：ICI, wind, 信达证券研发中心

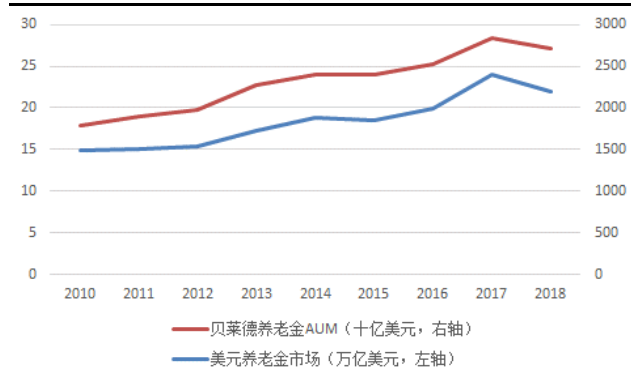
### 3. 养老金市场的发展贡献长期稳定资金来源

美国养老金市场资产规模正在迅速膨胀，从 2008 年的 13.9 万亿美元增长到 2018 年的 27.1 万亿美元，年复合增长率达 6.9%；与此同时，随着在婴儿潮出生的人逐渐进入退休年龄，美国养老金所面临的压力逐渐扩大。贝莱德意识到养老金市场潜力巨大，为对冲养老金缺口的压力，更多的养老金将会追求收益更高的资产配置。贝莱德积极扩大其在养老金市场的影响力，于是在 2009 年吸收了巴克莱银行的 iShares ETF 业务的同时，也接收了其养老金业务。收购完成后，贝莱德养老金 AUM 从 2008 年的 2712 亿美元迅速攀升至 1.40 万亿美元，贝莱德成为全球最大的养老金管理公司之一。

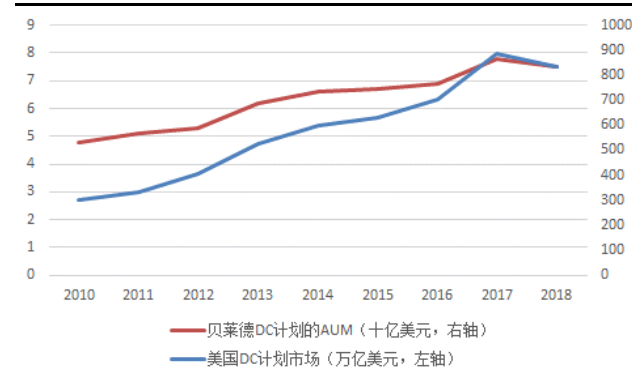
美国养老金市场资产的不断膨胀为贝莱德的继续发展提供了新的机遇；而贝莱德旗下的 LifePath 产品从 1993 年起就一直深耕养老金投资策略，因此其出色的资管能力也为贝莱德争取到了尽可能多的客户资源。从 2009 年到 2017 年，养老金为贝莱德贡献了价值 1 万亿美元的 AUM，AUM 增加贡献率达 1/3。截至 2018 年底，其管理机构客户资产规模达 3.2 万亿美元，其中养老金客户 AUM 达 2.2 万亿美元，占比高达 68%。养老金已经成为贝莱德最为稳定的长期资金来源。

贝莱德更是注意到其养老金计划逐渐从 DB Plan 转向 DC Plan。这不是因为美国企业为规避其投资风险，更是因为退休员工对其退休后的生活需求不断扩张的结果。贝莱德在 DC Plan 市场不断开疆扩土，其管理的 DC Plan 资金从 2010 年的 3007 亿美元迅速增长到 2018 年的 8355 亿美元，AUM 翻了接近两倍。其增长幅度超过了同期的美国市场的 DC Plan 的增长幅度。



**图 8：2010-2018 年美国养老金市场的发展**


资料来源：公司年报，信达证券研发中心

**图 9：2010-2011 年美国 DC Plan 市场的发展**


资料来源：公司年报，信达证券研发中心

我国的社保基金市场正在经历高速发展的阶段：资金规模不断扩大且潜力巨大，截至 2018 年末我国社保基金总资产达 2.24 万亿 RMB，同比增长 6.8%，仅相当于美国 2018 年的 27.1 万亿美元的养老金总资产规模的 1.2%；同时，政府对社保金的投资领域不断放开并不断完善社保资金的投资机制；2018 年，我国又试点个人税收递延型商业养老保险，随后也将引入公募基金对这一养老金的第三支柱进行资产管理，如此我国的养老金的第一二三支柱均实现市场化运作。对标贝莱德的发展轨迹，提升投研实力和资管实力的公募基金应当牢牢抓住社保基金这一巨大的结构客户。据证监会数据显示，目前 16 家公募基金管理公司受托管理基本养老金、社保基金、企业年金，管理规模合计超过 1.5 万亿元，市场份额占比超过 50%。以社保基金委托公募基金管理投资为例，2001 年以来取得了年化 8.4% 的收益率。

**表 2：逐步扩大并完善社保基金的投资及法律建设**

年份	事件
2001	颁布《全国社保基金投资管理暂行办法》
2004	颁布《企业年金基金管理试行办法》
2011	颁布《企业年金基金管理办法》
2015	颁布《基本养老保险基金投资管理办法》
2016	颁布《全国社会保障基金条例》
2018	颁布《关于开展个人税收递延型商业养老保险试点的通知》
2001	颁布《全国社保基金投资管理暂行办法》

资料来源：信达证券研发中心

#### 4. 科技引领新业务发展

贝莱德的联合创始人 Goldstein 一直在强调贝莱德是一家成长中的科技公司，贝莱德致力于开发智能投顾系统及投资 Fintech 公司。早在 2000 年，贝莱德就推出了 BlackRock Solutions 及风险管理系统 Aladdin。近些年来，贝莱德更是在智能投顾领域不断开疆扩土，不仅自己开发了 iRetire 及 iCapital 系统，与 UBS 合作进一步晚上 Aladdin 系统，更是于 2015 年收购了 Future Advisors，2017 年收购了 Cachematrix，参股 Scalable Capital。

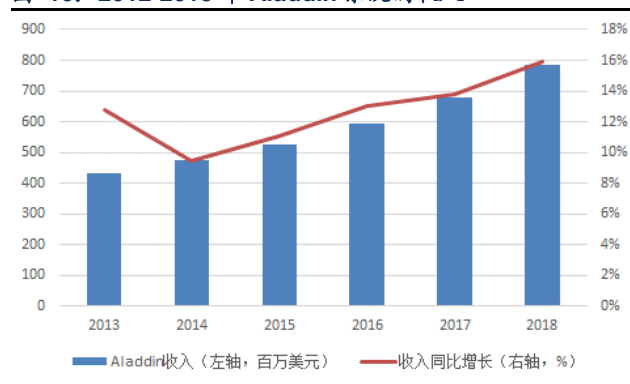
表 3: 贝莱德旗下 Fintech 平台及运营方向

贝莱德旗下 fintech 平台	平台经营方向
Aladdin	将风险分析、投资组合管理、交易以及操作工具结合，帮助基金经理进行投资
iRetire	帮助进行退休金投资，缩小与现实工资差异
iCapital	为高净值投资人及其财务顾问提供另类投资
Future Advisors	机器人理财顾问
Cachematrix	帮助银行及银行客户简化现金管理流程
Scalable Capital (参股)	欧洲智能投资顾问

资料来源: 信达证券研发中心整理

贝莱德旗下的明星科技产品是其 2000 年开发出来的风险管理系统 Aladdin，随后又与 UBS 合作，进一步完善 Aladdin 国家的 20000 多名的投资分析师使用该系统，据《经济学家》披露，aladdin 平台管理的资产高达 11 万亿美元。而贝莱德从 Aladdin 系统所赚取的收入也是逐年增加，从 2012 年到 2017 年，保持着年复合 12% 的增长率；截至 2018 年底，Aladdin 系统的年收入达 7.85 亿美元，同比增长 15.95%。

图 10: 2012-2018 年 Aladdin 系统的收入



资料来源: 公司年报, 信达证券研发中心

## 二、从瑞银的发展看中国银行资管

金融市场的不断开放与发展，伴随着一条必然的金融发展规律——金融脱媒化发展规律。一国金融发源于银行系统，此时的社会融资主要方式是以银行为核心的间接融资方式；随着金融市场的不断发展与创新，股权、债券、衍生品、大宗商品等交易市场的不断完善，社会融资方向必然向着直接融资方向发展，而传统的银行业将受到严重冲击。而瑞银集团正是预见性的发现这一不变规律，提前进行顺应时代发展潮流的战略转型，瑞银确定了以财富管理为核心的战略定位，仅保留在瑞士的公司及个人存贷业务。

瑞银起步于传统商业银行的零售及存贷款业务，1934年瑞士政府所颁布的《银行保密法》使得瑞银成为全球高净值客户保管财富的首选银行之一。瑞银就此开始财富管理业务的发展，但是直到1997年瑞士银行与瑞士联合银行的合并才使得财富管理成为瑞银集团的五大业务之一。

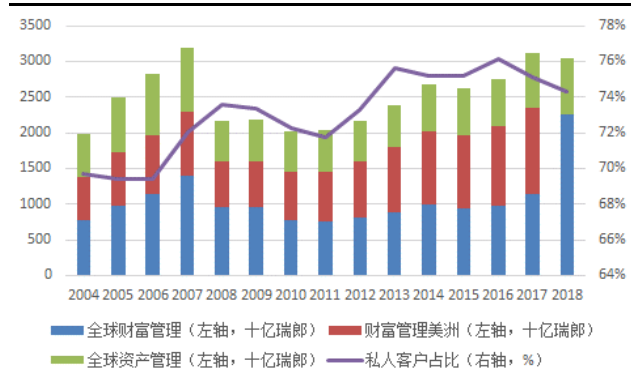
尽管瑞银的保密协议足够吸引高净值客户，但是财富管理的高净值客户群培养周期长，合并后的瑞银集团选择积极的并购策略积极扩张其全球的财富管理业务，先后收购美洲银行在亚洲私人银行业务、美国的普惠经纪公司、劳埃德银行在法的私人银行业务、美林在德业务、德国的 Sauerborn Trust 以及英国的 Goodman Harris 和 Laing & Cruickshank，初步完成了财富管理业务的全球构建。

**表 4：瑞银的财富管理全球扩张之路**

年份	事件	影响
1997	瑞银联合银行与瑞士银行合并	组成五大事业部，确定财富管理的核心地位
1999	收购美洲银行的欧洲及亚洲的私人银行业务	扩展财富管理在亚洲的业务
1999	收购全球资产管理公司	增强资产管理能力
2000	收购美国普惠经纪公司	扩展财富管理在美国的业务
2003-2006	先后收购劳埃德银行在法国私人银行业务；美林在德国的私人银行业务；收购位于德国的 Sauerborn Trust；英国私人财富管理机构 Goodman Harris 和 Laing & Cruickshank；	扩展财富管理在欧洲的法国、德国以及英国的业务

资料来源：公开资料整理，信达证券研发中心

在 2003 年，瑞银将其私人银行业务更改为财富管理之后，再次明确以财富管理为核心的业务模式，其管理的资产规模由 2004 年的 1.98 万亿瑞士法郎在经历 08 年金融危机冲击后增长到 2018 年的 3.04 万亿瑞士法郎，约合 3.1 万亿美元。其中来自私人用户（大部分为高净值客户）的资产规模占比从 2004 年的 69.72%，增长到 2018 年的 74.32%。

**图 11：2004-2018 年瑞银所管理的可投资资产规模变化**


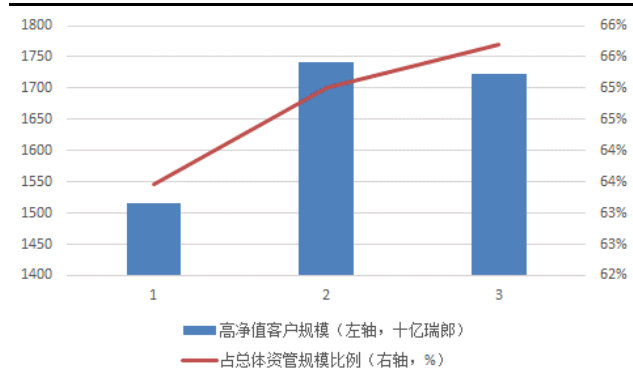
资料来源：公司年报，信达证券研发中心

注：2018 年全球财富管理和财富管理美洲合并统计，计入全球财富管理规模

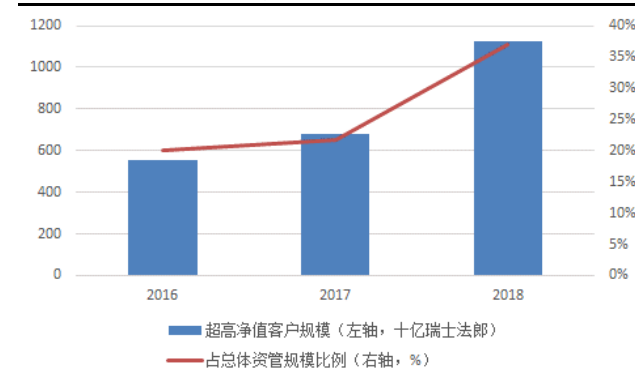
## 1. 抓住“保密规则”这一契机，打造全球最安全的私人银行，瑞银财富管理得以起航

1934 年瑞士政府颁布了《银行保密法》，规定银行从业人员及监管部门不得泄露任何与银行有关的秘密，从此瑞士的银行被世界打上了“保密+安全”的名号，加之存放瑞士的银行里的钱可以合理避税，这都使得瑞士的各家银行成为全球高净值客户保管财富的首选，而合并后的瑞银集团作为瑞士最大的银行集团，更是高净值客户的首选银行。瑞银集团凭此拥有了巨大的高净值客户群体。

本文以 100 万瑞士法郎的可投资资产作为高净值客户 (high net worth) 的标准，5000 万瑞士法郎作为超高净值客户 (ultra high net worth) 标准，2013 年瑞银管理的高净值客户资产的 1.51 万亿瑞士法郎，占总资产管理规模的 63.45%，这一比例在 2015 年上升至 65.70%，上升了 225bps；从 2016 年起，公司年报未披露高净值客户资管规模，但是从超高净值客户来看，瑞银管理的超高净值客户资产规模从 2016 年 5520 亿瑞士法郎上升至 2018 年的 11270 亿瑞士法郎，占比从 20.06% 上升至 37%。由此可见，瑞银所管理的资产逐渐向高净值客户靠拢。

**图 12: 瑞银高净值客户资管规模及变化**


资料来源: 公司年报, 信达证券研发中心

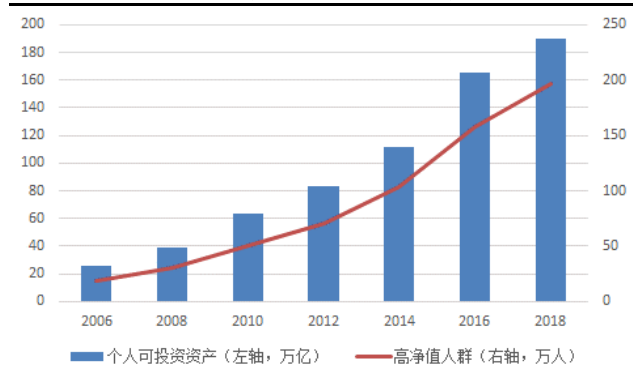
**图 13: 全球财富管理部门的超高净值客户的资管规模**


资料来源: 公司年报, 信达证券研发中心

### 银行资管启示一: 善于抓住契机发展高净值客户, 母行积极导流高净值客户

对标瑞银财富管理的发展起源, 我国商业银行也面临着一个千载难逢的发展机遇。尽管我国不可能存在保密协议这样的政策, 但是无论从国家对银行资管的政策鼓励还是从中国高净值人群市场的现实来看, 我国的银行资管都将迎来转折。2018年4月四部委联合发布《关于规范金融机构资产管理业务的指导意见》, 首次允许商业银行设立资管子公司, 单独运作资管产品, 以剥离分离业务, 隔离风险。商业银行应当充分利用其母行的高净值客户优势, 积极引导高净值客户从母行向资管子公司导流, 并通过高品质的全套的财富管理产品留住客户。工商银行早在2017年就在香港单独设立工银资管(全球), 招商银行宣布设立资管子公司, 单独运作资产产品。

另据招商银行与贝恩公司联合发展的《2017年中国私人财富报告》显示, 中国的高净值客户人群与客户可投资资产规模不断增加, 截至2017年, 我国的高净值客户人群可达187万人, 实现年复合增长率24%; 高净值客户的可投资资产从2006年的26万亿RMB增长到2017年的188万亿RMB, 年复合增长率达20%。商业银行应当积极抓住高净值客户的优势, 发展资管业务。

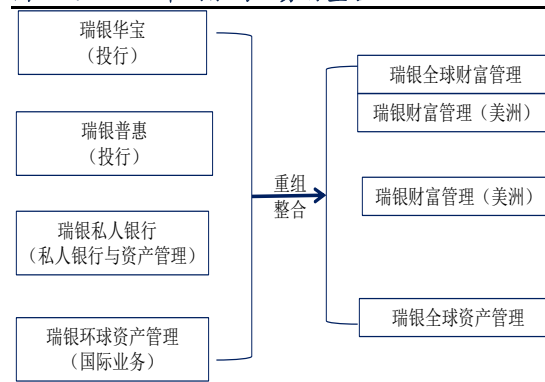
**图 14：2006-2018 年中国高净值客户人群变化**


资料来源：《2019 中国私人财富报告》，信达证券研发中心

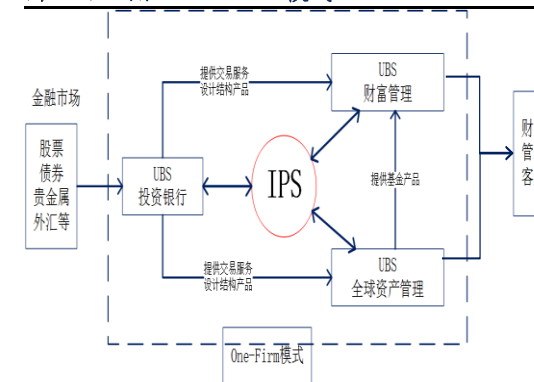
## 2. one-firm 财富管理模式，全面提升投研实力，瑞银财富管理得以领先全球

在 1997 年末瑞士银行与瑞士联合银行合并后，瑞银集团第一次进行事业部整合，共分成五大部门：私人 and 公司客户管理、资产管理、私人银行、投资银行和私人产权。随后于 2005 年，瑞银提出“同一个信念，同一个团队，同一个目标，同一个 UBS”的理念，并将瑞银集团将原有的四大业务品牌瑞银华宝、瑞银普惠、瑞士银行私人银行、瑞银环球资产管理重组为三大业务板块：瑞银财富管理、瑞银环球资产管理及瑞银投资银行。瑞银正式将其战略重心转向财富管理。

在确立以财富管理为战略重心后，瑞银开创“**One-firm**”财富管理模式，即积极整合内部优质资源，为财富管理服务提供及时支持。正如瑞银投资产品及服务董事总经理 Scott 所说，“财富管理是瑞银最核心的业务，所有其他部门的服务都围绕着财富管理客户的需求。

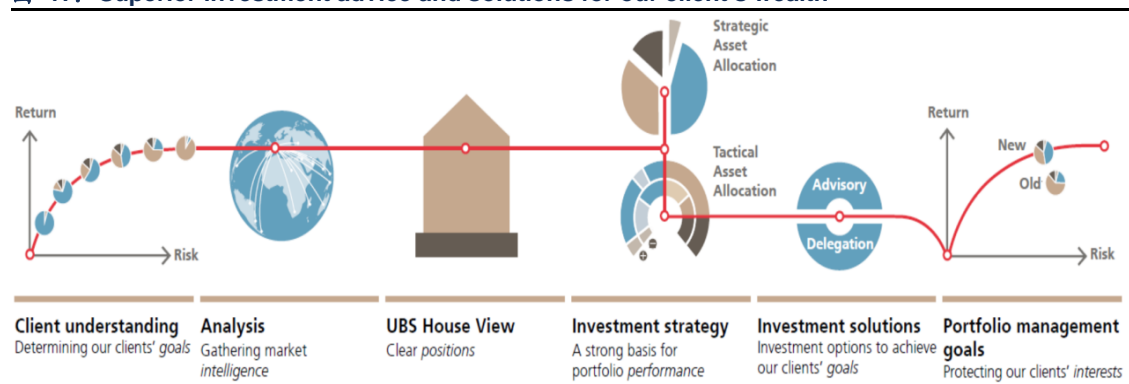
**图 15: 2005 年瑞银的业务再整合**


资料来源: 公司年报, 信达证券研发中心

**图 16: 瑞银 One-Firm 模式**


资料来源: 公司年报, 信达证券研发中心

“One-firm” 财富管理模式的核心在于瑞银所设立的一个聚合投资银行、全球资产管理以及财富管理和瑞士银行的专家所组成的强大的投资产品及服务部, 该部门不仅集合了瑞银最强的投研团队, 更为为财富管理的客户提供完整的投资解决方案、产品和综合性金融服务。投行及资产管理部通过 IPS 与财富管理部门建立了联系, 投行的所承销各类证券及衍生类产品、资管部门所发行的基金类产品都可以为财富管理的资产配置提供较好的产品接口。

**图 17: Superior investment advice and solutions for our client's wealth**


资料来源: 公司年报, 信达证券研发中心

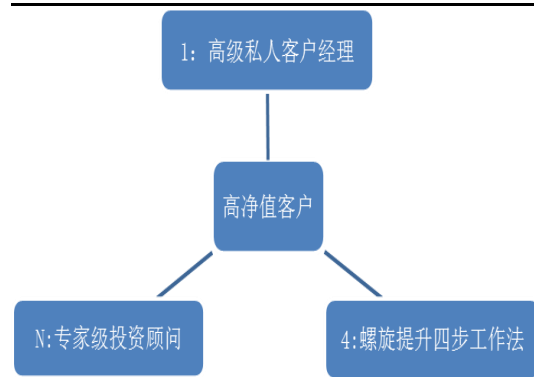
### 银行资管启示二: 整合内部资源, 努力提高其投研能力, 为客户提供全套财富管理产品

2010 年之后, 瑞银的保密协议备受国际社会指责, 在被迫限制保密协议之后, 瑞银其成功地吸引和保持客户的根本是瑞银能

为客户提供一套完整的财富管理规划以及背后的强大的 one-firm 模式下的投研能力。瑞银能够集合公司内部所有投研资源，不仅为客户提供简单地资产管理，更为客户提供包括个人融资规划、养老及医疗保险规划以及财富继承规划等在内的伴随其一生的财富管理规划。

对标瑞银发展轨迹，我国商业银行也应当积极整合其现有投研部门，不断提升自身的投研实力，为高净值客户提供更为全面、合理、有效的财富管理规划，从而在资管市场上挣得一席之地。招商银行采用的“1+N+4”私人银行服务模式正好契合了瑞银的发展模式，招行集合了公司内所有投研资源，使得高净值客户仅需要通过1位专硕高级私人客户经理，就可以获得N位不同领域的专家级投资顾问共同所提供的全套的财富管理规划。

**图 18: 招商银行“1+N+4”的私人银行服务模式**



资料来源：公司官网，信达证券研发中心

**表 5: 瑞银的投顾咨询解决方案流程**

服务种类		服务内容	
资产管理	投资组合管理	受托基金资产组合	全球资产托管等
投资服务	主动建议	绝对回报	全市场产品推荐
信贷和流动性	瑞银集团抵押	个人融资方案	
养老金及保险	Fisca 退休金账户	瑞银寿险	
财务规划	个人财务规划	继承规划	税收规划
公司执行服务	单一股票风险管理	受限股票交易	期权金融及规划
遗产继承战略	财富转移战略	资产和遗产节税	
慈善规划	公益信托	家庭基金	
微卡	投资组合管理	受托基金资产组合	全球资产托管等

资料来源：公司年报，信达证券研发中心



### 三、从纽约梅隆的发展看券商资管&信托

#### 1. 纽约银行适应形势变化，积极转型

纽约银行很早之时就意识到金融脱媒的发展规律，纽约银行采取了比瑞银更为激进的转型策略，积极变卖和剥离其传统业务。从1995年起，纽约银行就开始剥离其传统业务，先后将其贷款业务、信用卡业务、保理融资业务以及零售分支剥离出公司，仅保留了资产托管业务。在剥离传统业务的同时，纽约银行也在积极进入资产管理市场，先后收购了 Alcentra 以及 CenterSquare 两家基金公司。

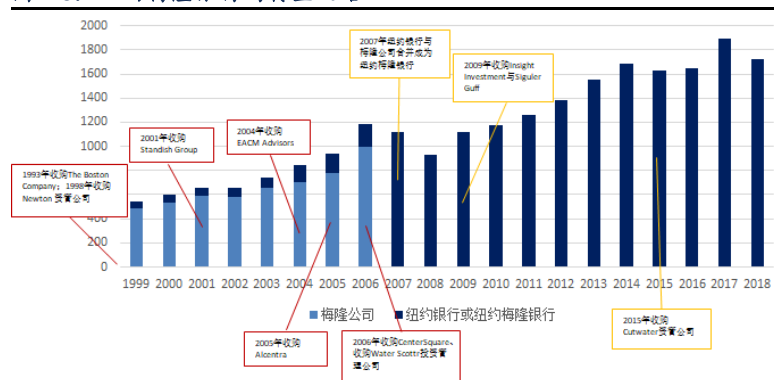
纽约银行于2007年彻底将传统业务剥离出公司，并于同年与以资产托管、资产管理见长的梅隆金融公司进行合并，成立纽约梅隆银行。在合并前，纽约银行的资产管理规模仅为1900亿美元，而合并后的纽约梅隆银行其资产管理规模达1.12万亿美元，成为资管行业又一个资产管理规模过万亿美元的公司。而纽约梅隆银行在资产管理方面投资并没有结束，2007年以后，其又先后收购了 ARX、Insight Investment、Siguler Guff 以及 Cutwater 等资管公司，以补充其资管实力。

表 6: 纽约银行的传统业务剥离之路

时间	剥离传统业务
1995	剥离抵押贷款业务组合，关闭抵押贷款发放机构
1997	出售信用卡业务
1999	出售当时全美排名第二的保理融资业务
2001-2005	减少了大约 41% 的非金融机构贷款业务
2006	以所有零售分支与 JP Morgan 交换其信托业务
2007	出售合资抵押贷款公司 49% 的股权，传统业务全部剥离完成。

资料来源：公开资料整理，信达证券研发中心

图 19: 纽约梅隆银行的转型之路



资料来源：公司年报，信达证券研发中心

### 券商及信托资管启示一：主动适应监管变化，压缩通道业务

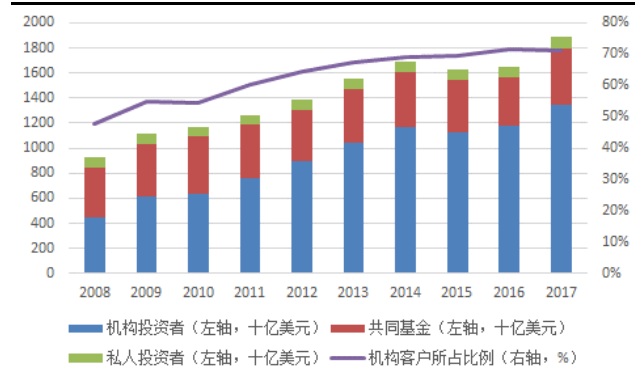
近两年来，金融监管机构为防范金融系统性风险，积极落实“去通道，降杠杆”的金融管理方针。2016年7月银监会发布的《商业银行理财业务监督管理办法（征求意见稿）》正式拉开了去通道业务的序幕，银证、银基业务受到严重影响；2017年5月，证监会副主席答记者问时，明确指出券商基金经营机构不得从事让渡管理责任的所谓“通道业务”。这使得占券商总资管计划85%份额的价值12.56万亿美元的定向资管计划（主要为通道业务）受到前所未有的打击。2018年的资管新规，更是将所有的通道业务基本封堵。

对标纽约银行的发展，券商及信托资管应当积极适应发展趋势，主动压缩其通道业务，并积极利用其自身在资本市场的优势，逐渐向高附加值的主动管理方向转型发展。信托行业内的龙头公司中信信托曾在2017年末作出承诺，主动压缩通道业务，2018年只减不增。

### 2. 以机构客户为主，负债驱动型产品是其规模增长的主要驱动力

纽约梅隆所管理的资管规模以机构客户为主，机构客户规模占比从2008年的47.95%增长到2017年的71.10%，其AUM达1.35万亿美元，对资管AUM增长的贡献率达93.37%。而纽约梅隆的私人客户AUM仅从2008年的830亿美元增长到2017年的940亿美元，共同基金AUM仅从4000亿美元增长到2017年的4530亿美元，二者对规模增长的贡献率仅为6.63%。

图 20：2008-2017 年纽约梅隆 AUM 变化趋势（按照客户类型分类）

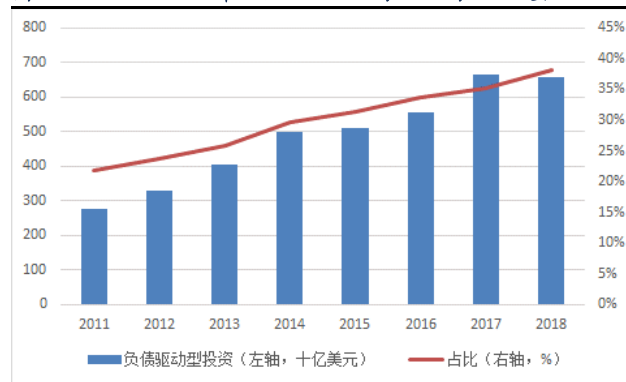


资料来源：公司年报，信达证券研发中心

纽约梅隆是美国最大、最优秀的负债驱动型投资（LDI）的机构，负债驱动型投资是指以预期未来支出作为投资目标的一种投资方式，配置资产主要为固定收益类产品与小部分的权益类产品，被确定型养老金机构所广泛使用。纽约梅隆旗下的 Insight Investment 就是 LDI 的专业性投资专家，其在 2015 年收购的 Cutwater 资管公司进一步丰富了纽约梅隆在 LDI 方面的投资能力。

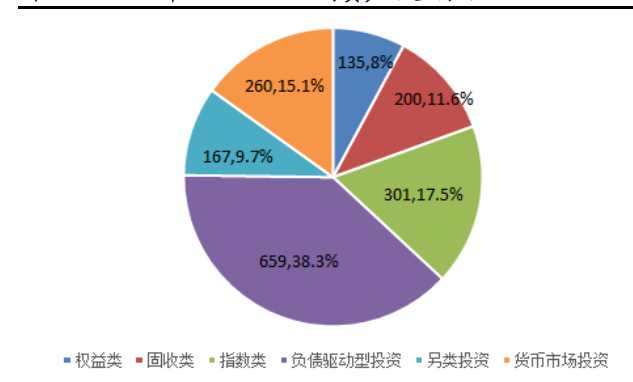
截至 2017 年，LDI 的 AUM 已经是纽约梅隆银行最大的投资方向，占比达 35%。纽约梅隆银行的 LDI 规模增长速度很快，从 2011 年的 2760 亿美元迅速增长到 2018 年的 6590 亿美元，7 年内管理规模增加了 1.38 倍，实现年复合增长率 15%，对其 AUM 的增长贡献率达 38.3%。

图 21: 2011-2019 年 BNY Mellon 的 LDI 的 AUM 变化



资料来源: 公司年报, 信达证券研发中心

图 22: 2017 年 BNY Mellon 的资产配置分配














资料来源: 公司年报, 信达证券研发中心

### 3. 主动规避主动资管能力的缺失，打造“精品店”模式

纵观纽约梅隆银行的发展史，无论是梅隆金融公司还是纽约银行，相比较于其强大的资产托管业务，纽约梅隆银行在资产管理能力相对较弱，先后收购多家基金及资管公司，打造精品店模式，规避其资管能力较弱的问题，因此精品店模式的核心在于银行总部对每一子公司的干预性不强，不会强加统一的“机构观点”给子公司，精品店的独立性较高。

表 7: 纽约梅隆 12 家“精品店”简介

精品店	专业市场	业务范围	AUM (亿美元)
BNY MELLON CASH INVESTMENT STRATEGIES	货币市场	货币市场基金、离岸基金	2336
 Alcentra	固收市场	欧洲及美国的次级债资产管理	322
 Insight INVESTMENT	固收市场	全球领先的固定收益、风险管理方案和绝对回报投资	7912
 STANDISH	固收市场	固定收益和信贷专家	1521

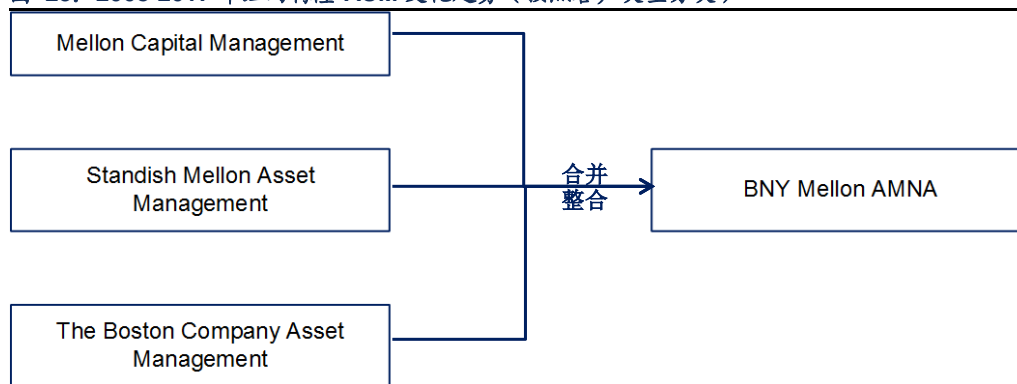
	权益市场	巴西股权、期货、宏观和固定收益策略	27
	权益市场	研究驱动的积极股权管理	436
	权益市场	全球固定投资管理	665
	另类投资市场	美国房地产投资专家	61
	另类投资市场	对冲基金	39
	另类投资市场	私募股权基金、直接投资	130
	Multi-asset 市场	系统投资、解决方案	2810
	Multi-asset 市场	积极管理股权、债券多种资产	728

资料来源：公司官网，信达证券研发中心

精品店的优势主要在于其专业性与独立性。专业性：每个精品店都有自己专长的投资领域，例如固收市场专家 Insight Investment，权益市场专家 ARX 等；不同的精品店重点服务区域也不同，例如 ARX 主要在巴西市场进行投资，Alcentra 主要面向欧洲和美国；在特定区域的特定专业市场进行投资与业务开展均使得精品店可以做到“术业有专攻”。独立性：纽约梅隆的理念就是“伟大的思想各不相同，要尊重独立思考的力量”，公司总部的不干预性使得各精品店可以自行设计符合自身特点的组织构架、投资流程和投资策略。

根据纽约梅隆银行 2017 年年报披露，公司将在 2018 年将其旗下的三个资管子公司进行合并，合并后的新公司 BNY Mellon AMNA 的资管规模将达到 4767 亿美元。被合并的三家资管子公司分别为提供指数基金的 Mellon Capital Management，提供债券基金的 Standish Mellon Asset Management，以及从事主动权益类投资管理的 The Boston Company Asset Management。

图 23: 2008-2017 年纽约梅隆 AUM 变化趋势 (按照客户类型分类)



资料来源: 公司年报, 信达证券研发中心

积极整合资源有利于公司充分发挥规模效应降低运营成本。纽约梅隆银行的 CEO Mitchell Harris 对此认为,“我们必须整合资源,尤其是风控、运营及科技这些中后台资源,才能降低收费,满足客户需求。”纽约梅隆在经历了较为粗放的资管扩张后,形成了 12 家资管“精品店”;自身的资管能力通过收购得以不断提升,而后又在行业管理费用大幅度降低的激励下,积极整合精品店现有资源,充分发挥规模效应,降低运营成本,以保持其利润的稳定。

#### 券商及信托资管启示二: 有选择收购投研实力较强的基金或资管机构, 快速提升主动管理能力, 向行业龙头集中

我国过去的券商资管以及信托资管严重依赖通道业务,截至 2019 年 Q3 券商资管的单一资管计划高达 9.12 万亿元,占全部资管计划的 79.2%;信托资管通道业务高达 8.69 万亿元,占比 39.5%;高比例的通道业务严重制约了券商及信托资管的投研能力的发展。对标纽约梅隆的发展轨迹,我们认为券商及信托资管应当充分利用自身的资本优势,有选择性地收购些投研能力强的基金或资管机构,可根据自身能力选择直接整合资源,或者通过收购把自己做大做强,打造中国“纽约梅隆”。

## 研究团队简介

王舫朝，硕士，毕业于英国杜伦大学企业国际金融专业，历任海航资本租赁事业部副总经理，渤海租赁业务部总经理，曾就职于中信建投证券、华创证券。2019年11月加入信达证券研发中心，负责非银金融研究工作。

王锐，硕士，毕业于美国波士顿大学金融专业，2019年加入信达证券研发中心，从事非银金融行业研究工作。

## 机构销售联系人

区域	姓名	手机	邮箱
华北	袁 泉	13671072405	yuanq@cindasc.com
华北	张 华	13691304086	zhanghuac@cindasc.com
华北	唐 蕾	18610350427	tanglei@cindasc.com
华东	王莉本	18121125183	wangliben@cindasc.com
华东	文襄琳	13681810356	wenxianglin@cindasc.com
华东	张思莹	13052269623	zhangsiying@cindasc.com
华东	吴 国	15800476582	wuguo@cindasc.com
华南	王留阳	13530830620	wangliuyang@cindasc.com

## 分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

## 免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

## 评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	<b>买入：</b> 股价相对强于基准 20% 以上；	<b>看好：</b> 行业指数超越基准；
	<b>增持：</b> 股价相对强于基准 5% ~ 20%；	<b>中性：</b> 行业指数与基准基本持平；
	<b>持有：</b> 股价相对基准波动在±5% 之间；	<b>看淡：</b> 行业指数弱于基准。
	<b>卖出：</b> 股价相对弱于基准 5% 以下。	

## 风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。