

他山之石系列报告（三）

海外投行资管差异化竞争研究——坚持综合金融优势

强于大市（维持）

行情走势图



相关研究报告

【平安证券】行业深度报告-非银行金融-他山之石（二）：美国共同基金费率下行的历程与经验 20221208

【平安证券】行业深度报告-非银行金融-他山之石：美国做市业务的发展路径与经验借鉴 20220810

证券分析师

李冰婷 投资咨询资格编号
S1060520040002
LIBINGTING419@pingan.com.cn

研究助理

韦霁雯 一般证券从业资格编号
S1060122070023
WEIJIWEN854@pingan.com.cn



平安观点：

- **全球资管市场持续集中，大型投行为重要参与者。**全球资管业务发展已较为成熟，近年来资金净流入相对放缓，市场表现驱动全球资管市场稳定扩张。行业马太效应显著，行业资管规模 CR20 集中度由 2012 年的 41.4% 提升至 2021 年的 45.2%。头部格局较为稳固，2021 年末 AUM 排名前 20 的资管机构中独立/投行/保险数量分别为 8/9/3 家，投行机构入围数量最多，是全球资管市场的重要参与者。
- **独立、投行、保险三类资管机构差异化发展，综合金融服务是投行资管的核心特色。**1) **投行资管**：可与承销保荐、财富管理、资产托管等业务协同，全方位覆盖大资管产业链。其多元化的业务基础也导致了投行资管较为均衡的资产配置和丰富的机构与高净值客户资源。2) **独立资管**：更聚焦标准化产品创设，位于大资管产业链中游。不同独立资管机构投资策略差异较大，其资产配置与资金来源也出现分化。3) **保险资管**：产品与渠道并重，位于大资管产业链上游、中游。保险资管可吸收保险客户和自有资金，在渠道端具备优势。头部保险公司资管运营相对独立，第三方资金和标准化产品占主导。资产端更偏好固收投资，匹配负债端较长久期。
- **国内资管市场前景广阔，券商资管大有可为。**随着我国居民财富的不断积累和金融资产配置需求的快速提升，同时资本市场改革进程加快，我国资管市场仍有较大发展空间。与公募基金、银行理财等其他资管机构相比，券商资管在规模与规模增速上不占优，但投资范围较广、权益类和另类投资更具潜力、高客和机构客户基础具备相对优势。未来券商可借鉴海外大型投行资管业务发展经验，进一步发挥综合金融优势，渠道端精细化、差异化管理客户，协同财富管理、机构服务充分利用高客和金融同业客户资源；资产端提升权益类、另类投资产品主动管理能力，协同大投行业务切入优质资产；人力端优化薪酬激励，打通投研、投顾、投行人才交流渠道。
- **投资建议：**资管新规打破机构监管框架后，券商资管将与公募基金、银行理财、保险资管等机构同台竞技。借鉴海外大型投行资管业务发展经验，我国头部券商可依托强业务协同和综合金融服务优势，走出一条差异化发展之路，并成为资管市场重要参与者。建议关注业务发展均衡、综合服务优势突出的龙头券商中信证券，资管业务领先、公募子公司规模优势显著的特色券商广发证券、东方证券、兴业证券，具备公募基金渠道优势的互联网财富管理券商东方财富。
- **风险提示：**1) 权益市场大幅波动、市场交投活跃度大幅下滑；2) 监管政策变动超预期，相关资质审批进度不及预期；3) 资管行业竞争空前加剧，基金费率超预期下行；4) 宏观经济下行风险。

股票名称	股票代码	股票价格		EPS			P/B				评级
		2023-3-1	2021	2022E	2023E	2024E	2021	2022E	2023E	2024E	
中信证券	600030	20.90	1.56	1.43	1.47	1.57	1.6	1.3	1.3	1.2	推荐
东方财富	300059	21.28	0.65	0.66	0.80	0.93	6.7	4.4	3.9	3.5	推荐
广发证券	000776	16.58	1.42	0.99	1.32	1.56	1.2	1.1	1.0	1.0	未覆盖
东方证券	600958	10.36	0.63	0.35	0.54	0.64	1.4	1.1	1.1	1.1	未覆盖
兴业证券	601377	6.50	0.36	0.36	0.49	0.58	1.4	1.0	1.0	0.9	未覆盖

注：未覆盖公司盈利预测采用 wind 一致预期值。

正文目录

一、 全球资管市场持续集中，大型投行为重要参与者	6
二、 三类资管机构差异化发展，综合金融服务是投行资管的核心特色	8
2.1 投行资管：核心特色为强业务协同下的综合金融服务	9
2.2 独立资管：聚焦标准化产品创设，内部差异性较大	10
2.3 保险资管：产品与渠道并重，固收投资更具优势	12
三、 高盛资管持续丰富产品体系，为各类客户提供综合金融服务	13
3.1 高盛资管业务收入稳健，平滑集团业绩表现	13
3.2 强业务协同+全产品布局+优人才储备，筑高高盛资管竞争壁垒	16
四、 国内资管市场前景广阔，券商资管大有可为	19
4.1 居民财富积累、资本市场改革提速，国内资管市场成长空间广阔	19
4.2 券商资管规模不占优势，但投资范围较广、具备权益和另类投资潜力	20
4.3 借鉴海外，券商应在渠道、资产、人力三端发挥综合金融优势	24
五、 投资建议和风险提示	24
5.1 投资建议	24
5.2 风险提示	25

图表目录

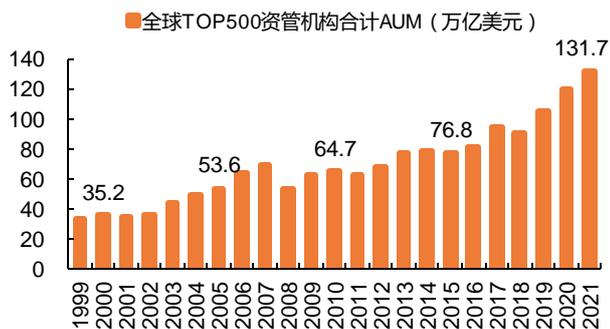
图表 1	全球 TOP500 资管机构合计 AUM	6
图表 2	全球 TOP500 资管机构 AUM 结构	6
图表 3	全球资产管理行业资金净流入占年初 AUM 比例	6
图表 4	2004-2021 全球资产管理收入变动拆分	6
图表 5	全球资管结构 AUM 结构（据产品种类划分）	7
图表 6	全球资管结构 AUM 结构（据资产类别划分）	7
图表 7	全球排名前 20/前 500 的资管机构 AUM 年增速	7
图表 8	全球资管机构 AUM 份额分布（仅含 AUM 前 500）	7
图表 9	2014、2021 年末全球资管机构 AUM 前 20	8
图表 10	三类资管机构业务特色对比	8
图表 11	国际大型投行可参与大资管产业链的各项细分业务	9
图表 12	摩根士丹利资管业务 2021 末 AUM 结构（据资产类别）	10
图表 13	摩根大通资产和财富管理部门 2021 末 AUM 结构（据资产类别）	10
图表 14	摩根大通资产和财富管理部门 2021 年 AUM 结构（据资金来源）	10
图表 15	高盛资产管理与财富管理 2021 年 AUS 结构（据产品类型）	10
图表 16	普信管理与财富管理 AUS 结构（据产品类型）	11
图表 17	贝莱德、普信 AUM 结构（据资产类别）	11
图表 18	贝莱德、普信 AUM 结构（据资金来源）	11
图表 19	黑石 2021 末 AUM 结构（据资产类别）	12
图表 20	KKR 2021 末 AUM 结构（据资金来源）	12
图表 21	安联资管业务 AUM 结构（据资金来源）	12
图表 22	安联资管业务第三方 AUM 结构（据产品类型）	12
图表 23	安联资管业务 2021 末第三方 AUM 结构（据资产类别）	13
图表 24	保德信资管业务 2022 末 AUM 结构（据资产类别）	13
图表 25	高盛集团业务架构调整历史	14
图表 26	高盛资产管理业务 AUS 和资产管理和财富管理合计 AUS	14
图表 27	高盛 AUS 结构（据产品种类）	15
图表 28	高盛 AUS 结构（据资产配置）	15
图表 29	高盛资产管理业务收入（亿美元）	15
图表 30	高盛资产管理业务所在部门与集团 ROA 对比	16
图表 31	高盛资产管理业务所在部门与集团 ROE 对比	16
图表 32	高盛集团 2010-2021 年 AUS 增长的资金来源拆分	16
图表 33	高盛持续丰富资管产品，打造全品种产品线	17

图表 34	2021 年 OCIO 公司 AUM TOP8 (据 AUM 排名)	18
图表 35	2021 年 TOP8 OCIO 公司 AUM 同比增速 (据同比增速排名)	18
图表 36	高盛资管另类投资的资产结构	18
图表 37	高盛资管业务部分并购历史	19
图表 38	高盛资管产品的投资表现优于同业 (传统资产基金)	19
图表 39	中国居民资产配置结构变化	20
图表 40	中美融资结构对比	20
图表 41	中美金融体系结构对比	20
图表 42	我国资产管理行业规模及结构变动 (万亿元)	21
图表 43	2019-2021 年各类资管机构规模同比增速	21
图表 44	券商及资管子公司管理规模 (万亿元)	21
图表 45	券商通道类定向资管计划资产配置	21
图表 46	各类资管产品投资范围	21
图表 47	券商集合资管计划资产配置	22
图表 48	广发证券资管计划资金来源 (2022H1 末)	22
图表 49	公募基金产品体系结构	23
图表 50	公募基金产品资金来源	23
图表 51	银行理财产品的投资者数量结构 (2022H1 末)	23
图表 52	银行理财产品资产配置 (2022H1 末)	23
图表 53	保险资管产品资金来源 (2021 年末)	24
图表 54	保险资管产品资产配置 (2021 年末)	24

一、全球资管市场持续集中，大型投行为重要参与者

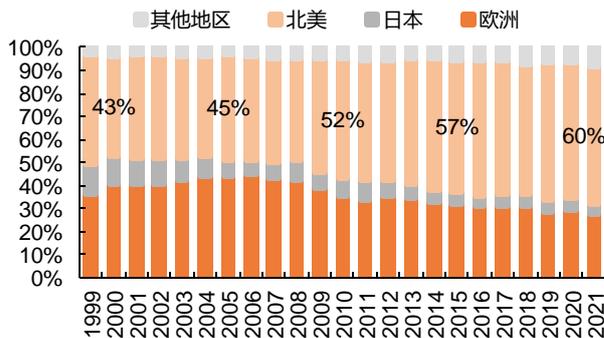
全球资管业务稳定扩张，集中于北美发达资本市场。据 WTW 统计数据显示，截至 2021 年底，全球前 500 资管机构合计管理资产规模 (AUM) 达 131.7 万亿美元，较 1999 年增长近 3 倍。其中，北美地区的资管机构管理最多资产，AUM 占比达 60%，较 1999 年提升 13pct，也是 AUM 占比提升最快的地区。

图表1 全球 TOP500 资管机构合计 AUM



资料来源: WTW, 平安证券研究所

图表2 全球 TOP500 资管机构 AUM 结构



资料来源: WTW, 平安证券研究所

资金净流入有所放缓，市场表现成为资管收入增长的最大驱动力。考虑到以美国为代表的发达资本市场中资管业务历史悠久、发展已较为成熟，新增资金流入放缓，据 BCG 估算，2008-2016 年间全球资管行业资金净流入占年初 AUM 的比例均在 2% 以下，2019-2021 年受扩张性货币政策和股市表现较佳影响，新增资金流入占比回升至 3% 以上。而资管业务的增长主要由资产价值增长驱动，2005-2021 年间市场表现带来的资产增值贡献约 1100 亿美元收入，驱动全球资管机构收入从 2004 年的约 800 亿美元增长至 2021 年的约 2000 亿美元。

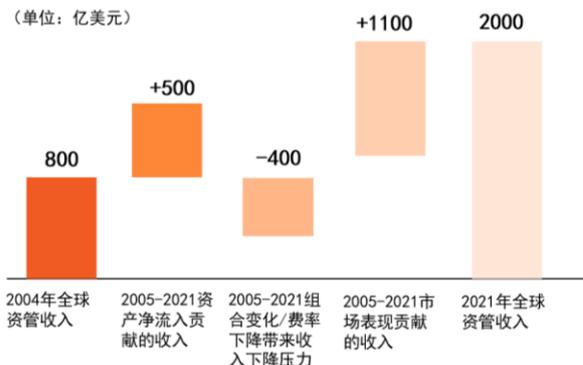
图表3 全球资产管理行业资金净流入占年初 AUM 比例



资料来源: BCG, 平安证券研究所

注: 2003-2007 年间数据为平均值; 该图表仅统计全球 101 家领先资管机构的资金净流入, 以此代表业务发展趋势

图表4 2004-2021 全球资产管理收入变动拆分

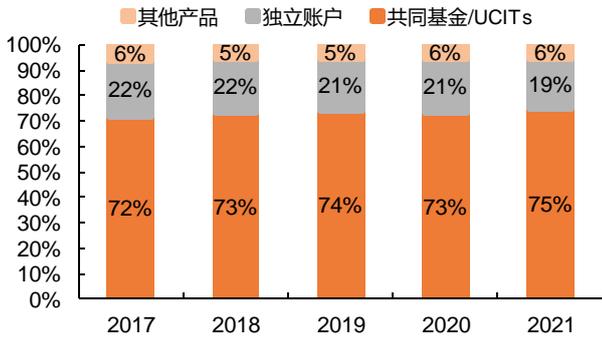


资料来源: BCG, 平安证券研究所

注: 该图表数据仅为近似值, 统计范围为主动管理核心型、解决方案型、主动管理特殊型和被动型产品, 不包括另类投资产品

共同基金是最主要的产品类型，权益类资产配置最多。产品端方面，截至 2021 年底，WTW 统计的 139 家全球领先的资管机构 AUM 中共同基金/独立账户/其他产品分别占比 75%/19%/6%，共同基金仍是最受欢迎的产品；资产端方面，截至 2021 年，WTW 统计的 213 家全球领先的资管机构 AUM 中权益/固收/另类/现金/其他资产分别占比 47%/34%/6%/7%/7%。

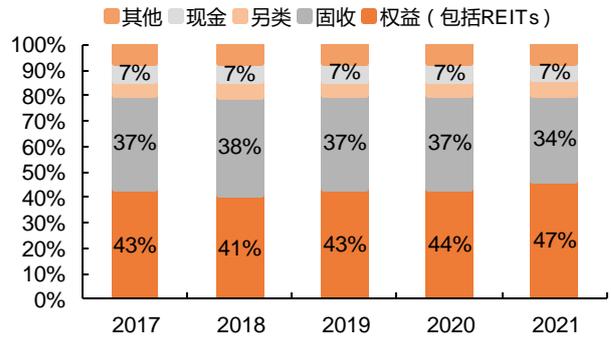
图表5 全球资管结构 AUM 结构 (据产品种类划分)



资料来源: WTW, 平安证券研究所

注: 统计范围为全球自 2017 年以来拥有相关数据的、AUM 排名靠前的 139 家资管公司

图表6 全球资管结构 AUM 结构 (据资产类别划分)

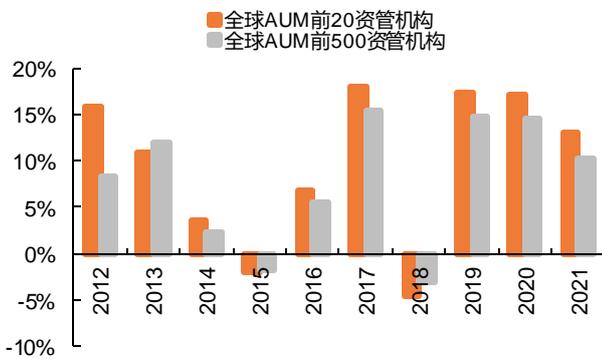


资料来源: WTW, 平安证券研究所

注: 统计范围为全球自 2017 年以来拥有相关数据的、AUM 排名靠前的 213 家资管公司; 占比计算保留四舍五入, 下同

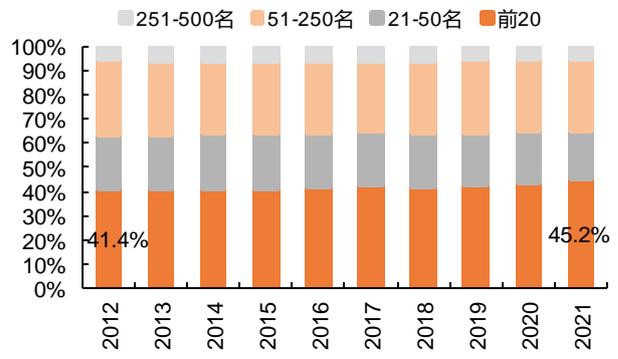
行业马太效应显著, 集中度持续上行。头部资管机构已建立品牌、渠道、服务等多方面的先发优势, 资金持续向头部集中, 在 2012-2021 年 10 年间, 有 7 年中全球排名前 20 的资管公司 AUM 增速均高于前 500 的资管机构, 前 20 资管机构过去 10 年 AUM 的年复合增长率达 9.3%, 高于前 500 资管机构 7.6% 的增速。行业 AUM 的 CR20 集中度 (由于数据可得性, CR20 集中度为 AUM 排名前 20 资管机构在前 500 资管机构中的 AUM 份额) 由 2012 年的 41.4% 提升至 2021 年的 45.2%。

图表7 全球排名前 20/前 500 的资管机构 AUM 年增速



资料来源: WTW, 平安证券研究所

图表8 全球资管机构 AUM 份额分布 (仅含 AUM 前 500)



资料来源: WTW, 平安证券研究所

头部格局较为稳固, 大型投行为重要参与者。头部资管机构主要包括独立资管机构、投资银行/商业银行¹、保险公司三大类, 2021 年末 AUM 排名前 20 的资管机构中, 独立/投行/保险机构的数量分别为 8/9/3 家, AUM 份额分别为 53%/36%/11%。与 2014 年相比, 头部机构变动不大, 前 20 机构中有 16 家仍保持在 20 名以内。其中, 独立资管机构扩张最快, 独立/投行/保险较 2014 年的 AUM 增速分别为 118.7%/75.7%/48.9%。以摩根大通、高盛、道富为代表的国际大型投行在 AUM 上与贝莱德、先锋、富达等独立资管机构仍有一定差距, 但入围数量最多、历史更为悠久、业务更为多元, 仍是全球资管市场中不可或缺的一类参与者。

¹ 由于美国、德国等国家采用金融混业经营模式, 且国际领先的投行/商行多为提供多元金融服务的综合金融机构, 难以区分投行及商行, 故下文主要以投行指代两者。

图9 2014、2021年末全球资管机构AUM前20

2014年					2021年				
排名	公司	类型	地区	AUM (亿美元)	排名	公司	类型	地区	AUM (亿美元)
1	贝莱德	独立	美国	46,519	1	贝莱德	独立	美国	100,101
2	先锋集团	独立	美国	31,485	2	先锋集团	独立	美国	84,664
3	道富全球	投行	美国	24,481	3	富达投资	独立	美国	42,338
4	安联集团	保险	德国	21,893	4	道富全球	投行	美国	41,382
5	富达投资	独立	美国	19,741	5	摩根大通	投行	美国	31,130
6	摩根大通	投行	美国	17,488	6	安联集团	保险	德国	29,544
7	纽约梅隆银行	投行	美国	17,103	7	资本集团	独立	美国	27,152
8	法国安盛集团	保险	法国	14,914	8	高盛集团	投行	美国	24,700
9	资本集团	独立	美国	13,968	9	纽约梅隆银行	投行	美国	24,343
10	德意志银行	投行	德国	12,629	10	东方汇理资管	投行	法国	23,325
11	高盛集团	投行	美国	11,780	11	瑞士联合银行	投行	瑞士	21,240
12	保德信金融集团	保险	美国	11,759	12	法通保险集团	保险	英国	19,175
13	瑞士联合银行	投行	瑞士	11,588	13	保德信金融集团	保险	美国	17,423
14	法国巴黎银行	投行	法国	11,146	14	普信集团	独立	美国	16,878
15	法通保险集团	保险	英国	10,774	15	景顺	独立	美国	16,109
16	东方汇理资管	投行	法国	10,526	16	北方信托	投行	美国	16,071
17	汇丰控股	投行	英国	9,540	17	富兰克林邓普顿	独立	美国	15,781
18	北方信托	投行	美国	9,341	18	摩根士丹利	投行	美国	14,928
19	威灵顿资管集团	独立	美国	9,137	19	法国巴黎银行	投行	法国	14,393
20	法盛全球资管	独立	法国	8,900	20	威灵顿资管集团	独立	美国	14,255

资料来源：WTW，平安证券研究所

二、三类资管机构差异化发展，综合金融服务是投行资管的核心特色

海外资管市场主要采用功能监管原则，即不再按照机构类型，而是按照产品的功能和特性进行划分，同类产品适用同等规则，因此大型资管机构产品体系均较为丰富、业务模式均相对成熟。但由于资管机构或其母公司的资源禀赋差异，投资银行、独立资管机构、保险公司三类机构具备一定差异化特征，其中，投资银行核心优势为多业务协同下的综合金融服务。

图10 三类资管机构业务特色对比

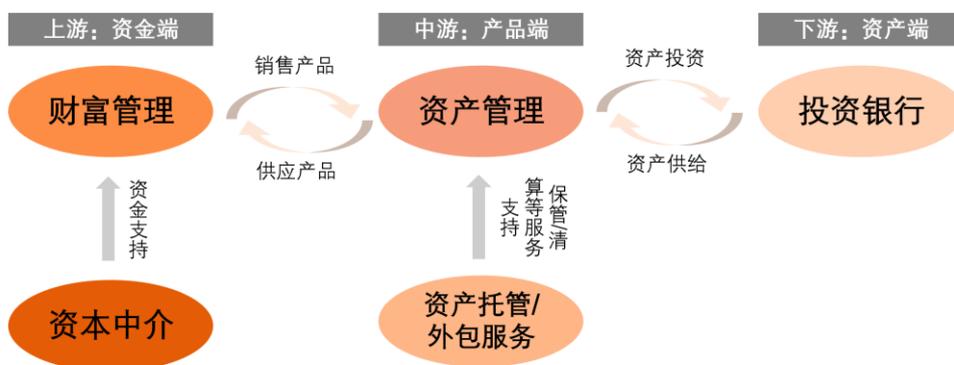
机构名称	投行资管	独立资管	保险资管
代表机构	摩根大通、高盛、摩根士丹利	贝莱德、普信、黑石、KKR	安联、保德信、法通
核心特色	资管与承销保荐、财富管理、资产托管联动，全方位覆盖大资管产业链	聚焦标准化产品创设，位于大资管产业链中游	兼具产品与渠道，位于大资产产业链的上游、中游
产品类型	定制化资管服务增长较快，独立账户为主	共同基金等标准化产品为主	共同基金为主，独立账户占比也相对较高
资产配置	各类资产较为均衡	二级市场投资机构主要配置权益类、固收类标准化资产；另类投资机构主要配置股权、房地产	固收类资产占比较高
资金来源	机构与高净值客户主导	二级主动管理型机构资金以零售客户为主；二级被动管理型机构、另类投资型资金以机构客户为主	第三方资金为主，自有资金为辅

资料来源：平安证券研究所

2.1 投行资管：核心特色为强业务协同下的综合金融服务

投行机构的资管业务可与承销保荐、财富管理、资产托管等业务联动，全方位覆盖大资管产业链，为客户提供综合金融服务。大资管产业链包括多个细分业务，上游为对接个人和机构投资者资金的财富管理业务，中游为产品创设、代客理财的资产管理业务，下游为创设投资标的的承销保荐、并购重组、资产证券化等投资银行业务，以及为客户提供资金支持的资本中介业务、为客户提供保管、清算、会计等服务的资产托管/外包业务。高盛、摩根大通等大型投行多以金融控股集团形式运营，业务覆盖存款、信贷、财富管理、资产管理、证券经纪、承销保荐、做市交易等，可全方位参与大资管产业链。一方面，大型投行品牌信誉度较高，已具备客户与资金优势，财富管理、承销保荐等业务为资管业务导入个人及机构客户资源；另一方面，资产管理作为客户综合金融需求中的重要一环，可与其他业务协同服务，进一步深化集团客户关系。

图表11 国际大型投行可参与大资管产业链的各项细分业务

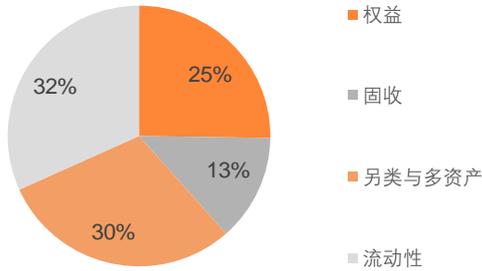


资料来源：平安证券研究所

多元化的业务基础也为其均衡的资产配置和丰富的客户资源打下基础：

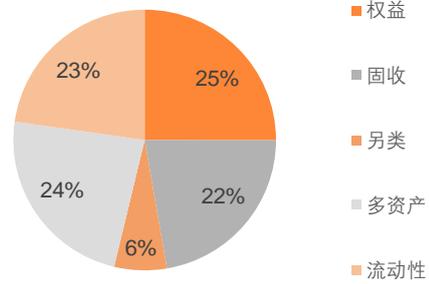
大型投行具备多类资产的服务基础，资产配置也相对均衡。大型投行具有信贷、权益、债券等全类别资产的服务基础，对多类资产相对了解，因此在各类资产投资方面均具相对优势，资金投向相对均衡。此外，大型投行发力房地产、基础设施、私募股权等另类投资产品，另类投资在资管业务资产配置中的占比也相对较高。以摩根大通和摩根士丹利为例，2021 年末摩根士丹利资管业务 AUM 中权益/固收/另类与多资产/流动性分别占比 25%/13%/30%/32%，摩根大通资产和财富管理部门 AUM 中权益/固收/另类/多资产/流动性占比分别为 25%/22%/6%/24%/23%，各类资产占比相近。

图表12 摩根士丹利资管业务 2021 末 AUM 结构 (据资产类别)



资料来源: 公司公告, 平安证券研究所

图表13 摩根大通资产和财富管理部门 2021 末 AUM 结构 (据资产类别)

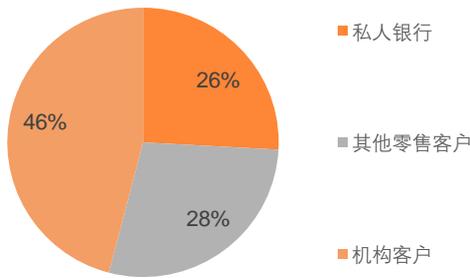


资料来源: 公司公告, 平安证券研究所

大型投行机构品牌信誉度较高、业务丰富, 已积攒了大量且长期的机构客户和高客资源。交易、承销等机构服务类业务积累优质机构客户资源, 同时遍布全球的社区银行网点和线上渠道覆盖大量高净值客户和长尾客户。因此投行机构资管业务资金来源相对均衡, 机构与高净值客户占据主导地位。以摩根大通为例, 2021 年末资产与财富管理部门 AUM 中私人银行、其他零售客户、机构客户分别占比 26%、28%、46%。

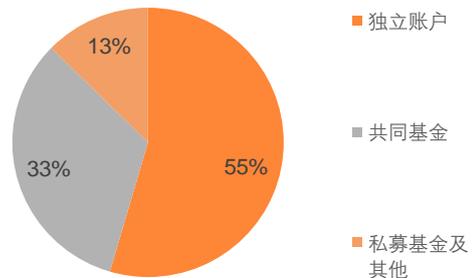
机构与高净值为主的客户结构也使得投行定制化资管服务增长较快。大型投行综合金融优势突出, 资产管理可与财富管理联动, 为高净值客户和机构客户提供定制化的账户服务。以高盛为例, 2021 年末高盛资产管理、财富管理部门合计受监管客户资产 (AUS, Asset Under Supervision) 2.5 万亿元, 其中, 独立账户资产规模 1.3 万亿元, 占比超 50%。

图表14 摩根大通资产和财富管理部门 2021 年 AUM 结构 (据资金来源)



资料来源: 公司公告, 平安证券研究所

图表15 高盛资产管理与财富管理 2021 年 AUS 结构 (据产品类型)

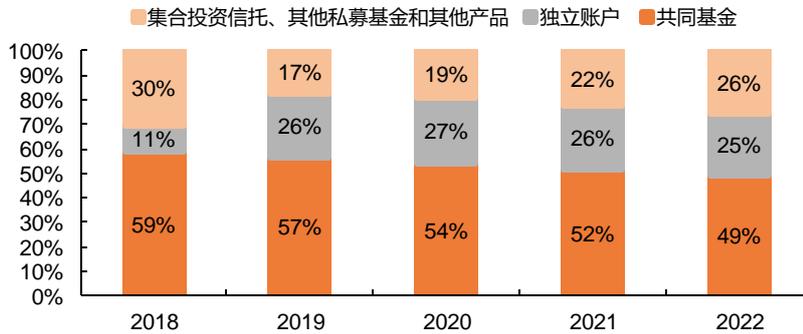


资料来源: 公司公告, 平安证券研究所

2.2 独立资管: 聚焦标准化产品创设, 内部差异性较大

独立资管机构更聚焦产品创设, 位于大资管产业链中游。多数独立资管机构缺少集团的综合金融优势和客户资源支持, 更侧重于创设各类不同投资策略的资管产品。其中, 共同基金投资门槛较低、流动性高、投资策略多样化, 是独立资管机构发力的重点方向。以普信集团为例, 2022 年末普信 AUM 中共同基金占比达 49%, 而独立账户占比仅 25%。

图表16 普信管理与财富管理 AUS 结构 (据产品类型)

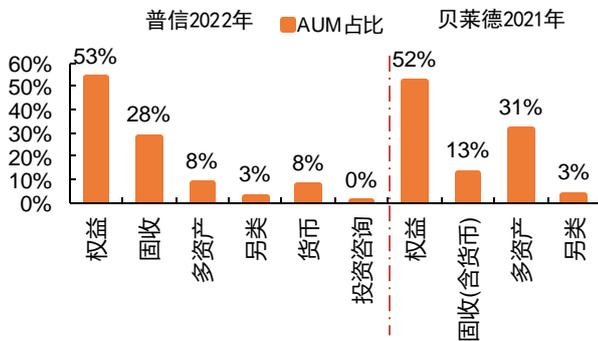


资料来源：公司公告，平安证券研究所

由于投资策略存在差异，独立资管也具备不同资产配置和资金来源特征。

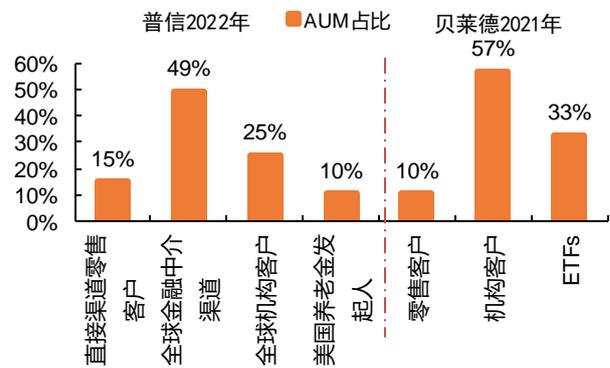
1) 以二级市场投资为主的资管机构，如贝莱德、普信等，其资产配置以标准化资产为主，其中权益类、固收类相对偏多。其资金来源则与其投资策略和管理风格相关，普信等主动管理型机构的产品风险与回报均较高，更受零售客户偏好，2022年末普信AUM中直接渠道和中介渠道的零售客户、机构和养老金发起人客户分别占比64%、36%；而贝莱德等被动管理型机构的产品多以ETFs和指数类共同基金为主，且直销渠道发展较好，满足机构投资者资产配置需求，2021年末贝莱德AUM中零售客户、机构客户、ETFs占比分别为10%、57%、33%。

图表17 贝莱德、普信 AUM 结构 (据资产类别)



资料来源：公司公告，平安证券研究所

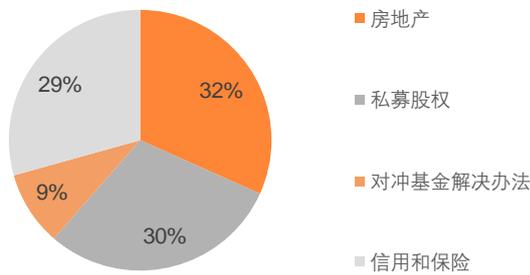
图表18 贝莱德、普信 AUM 结构 (据资金来源)



资料来源：公司公告，平安证券研究所

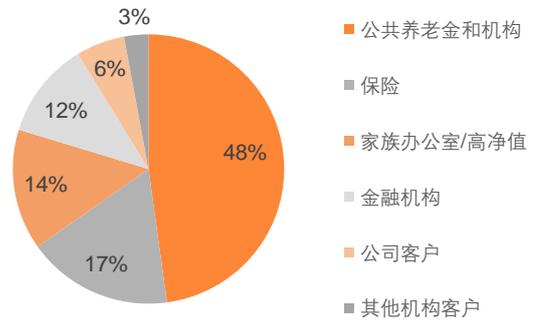
2) 以一级市场以及其他另类资产投资为主的资管机构，如黑石、KKR等，其资产配置集中于私募股权、房地产等非标资产领域。产品专业门槛相对较高，资金来源则主要是机构投资者，2021年末，KKR的AUM中高净值客户仅占14%，而养老金、保险等机构投资者合计占比86%。

图表19 黑石 2021 末 AUM 结构 (据资产类别)



资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表20 KKR 2021 末 AUM 结构 (据资金来源)



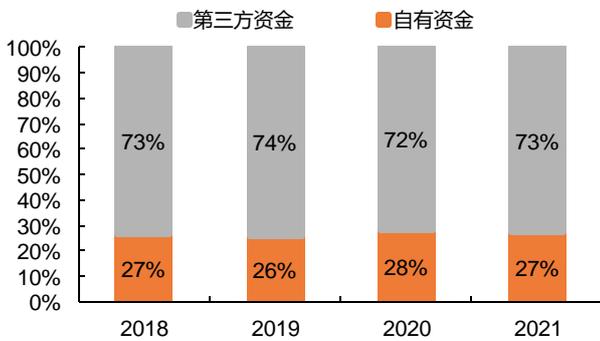
资料来源：公司公告，平安证券研究所

注：KKR AUM 结构中去除 2021 年完成收购的美国人寿保险公司 Global Atlantic AUM

2.3 保险资管：产品与渠道并重，固收投资更具优势

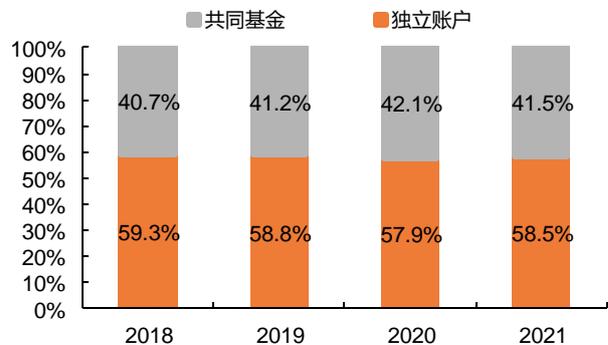
保险资管与保险主业联动，位于大资管产业链的上游、中游。保险资管与保险主业联动，可吸收保险客户和保险系统内资金，在渠道端具备优势。但与投行机构相比，由于保险业务与资管业务的差异相对较大，保险公司发展资管业务的优势相对不足，头部保险公司资管运营相对独立，依靠特色产品和投资业绩吸引第三方客户。以安联集团为例，2021 年其资管业务 AUM 中，自有资金、第三方资金分别占比 27%、73%；第三方资金投资的产品中以共同基金为主导，共同基金 AUM 占比 58.5%。

图表21 安联资管业务 AUM 结构 (据资金来源)



资料来源：公司公告，平安证券研究所

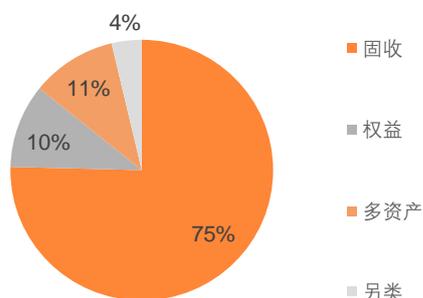
图表22 安联资管业务第三方 AUM 结构 (据产品类型)



资料来源：公司公告，平安证券研究所

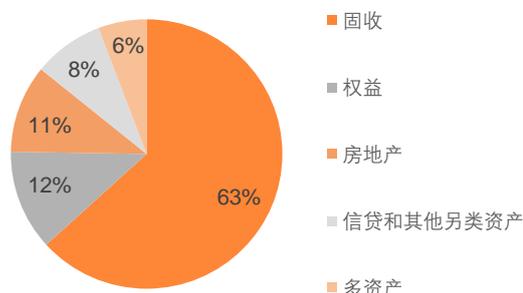
固收投资是保险资管的重要特色。保险公司负债端资金久期相对较长，因此其资产端也更偏好长久期的固定收益资产，因此保险公司资管业务更偏好于固收投资，例如，2021 年末安联资管业务的第三方 AUM 中固收/权益/多资产/另类占比分别为 75%/10%/11%/4%；2022 年末保德信资管部门 AUM 中固收/权益/房地产/信贷和其他另类资产/多资产分别占比 63%/12%/11%/8%/6%，固收资产在资产配置中的占比均超过 50%。

图表23 安联资管业务 2021 末第三方 AUM 结构 (据资产类别)



资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表24 保德信资管业务 2022 末 AUM 结构 (据资产类别)



资料来源：公司公告，平安证券研究所

三、 高盛资管持续丰富产品体系，为各类客户提供综合金融服务

高盛资管 AUM 规模与增速均领先。高盛集团成立于 1869 年，此后不断丰富业务类别，已是全球最大的综合金融集团之一。2014-2021 年，高盛资管业务 AUM 全球排名由第 11 名上升至第 8 名，在投行机构中排名由第 5 上升至第 3；AUM 年复合增长率 11.2%，增速在投行机构中也排名第 3。我们选取高盛为案例，探讨其如何利用资源禀赋、实现资管业务差异化发展。

3.1 高盛资管业务收入稳健，平滑集团业绩表现

高盛持续调整业务板块，均凸显资管业务的重要性。1999 年上市至今，高盛进行了 5 次组织架构调整，前期资管业务与主经纪商、证券借贷、保证金贷款等业务合并为资产管理及证券服务部门，集团收入重心仍以投行业务、交易业务、自营投资为主。2008 年金融危机后，高盛剥离部分高风险的自营投资，围绕客户需求调整组织架构，资管业务独立作为投资管理部门运作。2019 年后随着零售银行和财富管理快速发展，高盛新设零售和财富管理部门，将原来主要服务未上市企业客户的投资和借贷部门与投资管理部门合并为新的资产管理部门。2022 年高盛将资产管理部门与财富管理业务合并为资产及财富管理部门。高盛的资管业务从与证券服务合并，至独立运作，最后又与股权投资、财富管理等业务深度协同，均体现高盛对资管业务的重视，也彰显近年来资管业务在满足客户综合金融服务需求方面的重要性。

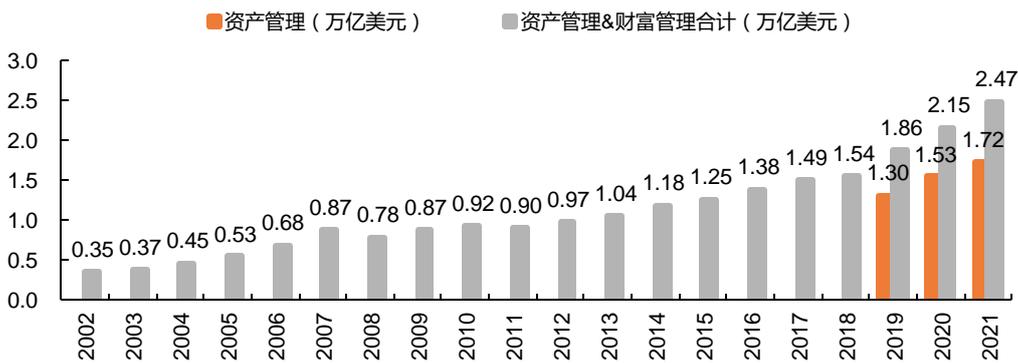
图表25 高盛集团业务架构调整历史



资料来源：公司公告，平安证券研究所

资管业务由子公司独立运营，管理规模稳步扩张。高盛集团主要以子公司高盛资管公司(Goldman Sachs Asset Management, L.p.)运营资产管理业务，高盛资管公司成立于 1988 年，当时管理资产总额约为 110 亿美元。高盛资管最初专注于为养老金和机构投资者提供固定收益独立账户管理，之后通过内部产品开发和外部并购结合的方式，持续扩大产品范围，目前已基本涵盖所有资产类别，可为养老金、捐赠基金、基金会、工会、金融机构、公司和政府，以及个人和家庭办公室提供服务。截至 2021 年末，高盛资管业务 AUS 达 1.7 万亿美元，资产管理与财富管理业务合计 AUS 增长至 2.5 万亿美元。

图表26 高盛资产管理业务 AUS 和资产管理和财富管理合计 AUS

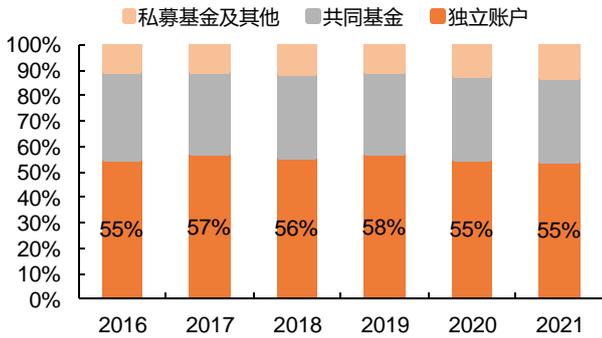


资料来源：公司公告，平安证券研究所

注：2019 年前高盛年报中不单独披露资产管理业务 AUS

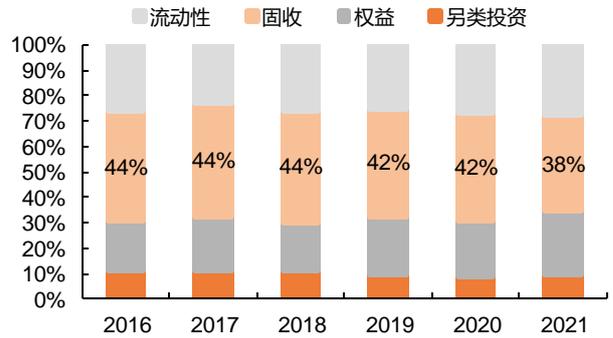
账户管理业务更具优势，资产配置以固收为主。高盛资管以固定收益独立账户管理业务起家，已建立较强的竞争优势，目前高盛资管产品端仍以独立账户为主，资产端中国收类资产也占比最大，2016-2021 年 6 年间，独立账户的 AUS 占比均保持在 55%以上，固收类资产的 AUS 占比也维持 40%左右。

图表27 高盛 AUS 结构 (据产品种类)



资料来源: 公司公告, 平安证券研究所

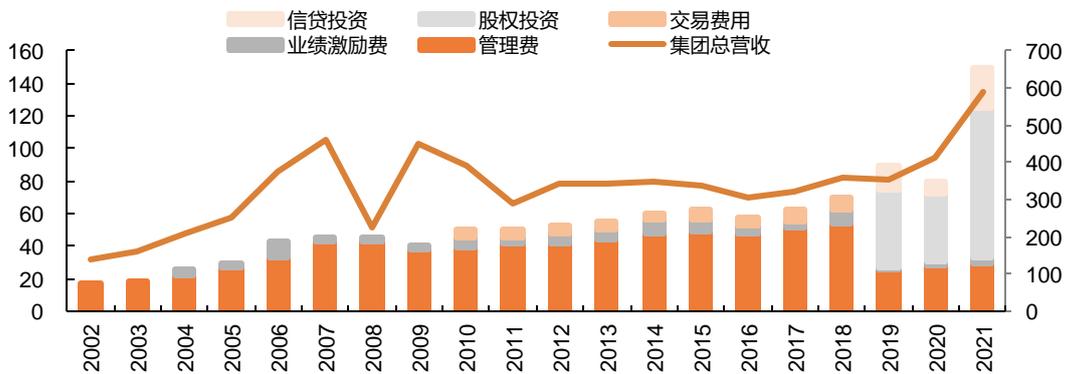
图表28 高盛 AUS 结构 (据资产配置)



资料来源: 公司公告, 平安证券研究所

资管业务收入相对稳健, 平滑集团收入。2019 年高盛资产管理业务与投资 and 借贷业务合并之前, 高盛资管收入中管理费占比最高, 管理费挂钩 AUM 和费率, 与投资、交易等业务相比, 周期敏感性相对较低。过去 20 年中, 随着高盛资管 AUM 持续扩张, 管理费驱动资管收入稳健增长, 在公司整体营收下滑较明显的 2008、2010 等年份, 资管业务的营收仍可保持正增, 助力高盛平滑整体业绩表现。

图表29 高盛资产管理业务收入 (亿美元)

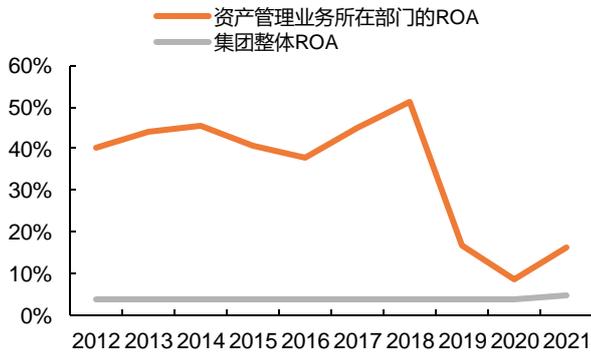


资料来源: 公司公告, 平安证券研究所

注: 2002-2009 年, 高盛资管业务收入为资产管理与证券服务部门收入; 2010-2018 年, 高盛资管业务收入为投资管理部门收入; 2019 年-2021 年, 高盛资管业务收入为资产管理收入

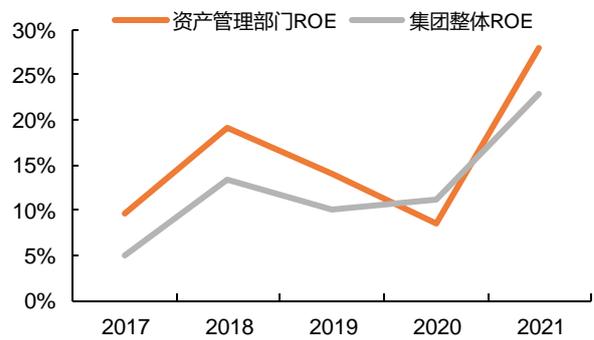
资管业务盈利能力较强, 助推公司提升整体 ROE。资管业务是典型的轻资产业务, 具备高收益率的特征, 2012-2018 年间高盛资管业务所在的投资管理部门 ROA 均在 40%左右, 远高于集团整体水平, 2019 年资管业务与投资 and 借贷业务合并, 自营投资的重资产属性使得资产管理 ROA 有所下降, 但仍高于集团整体水平。资管业务的 ROE 表现同样相对突出, 2019 年设立的资产管理部在 2017-2021 年 5 年间有 4 年 ROE 表现高于集团整体。仅 2020 年受投资和借贷业务收入下滑影响, 部门 ROE 表现较差, 但当年管理费及业绩激励费仍稳健增长, 预计资管业务的 ROE 也相对稳定、高于集团整体。

图表30 高盛资产管理业务所在部门与集团 ROA 对比



资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表31 高盛资产管理业务所在部门与集团 ROE 对比



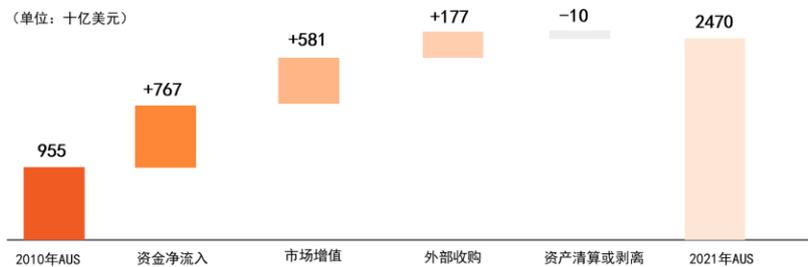
资料来源：公司公告，平安证券研究所

注：高盛仅在 2019 年开始披露部门平均 ROE

3.2 强业务协同+全产品布局+优人才储备，筑高高盛资管竞争壁垒

内生增长是高盛资产管理业务扩张的重要驱动力。2010-2021 年高盛集团 AUS 从约 955 亿美元增长至 2.15 万亿美元，拆分资金来源，以资金净流入和市场增值为代表的内生增长是高盛 AUS 扩张最主要的动力。2010-2021 年高盛集团 AUS 增长资金中，资金净流入、市场增值、收购、资产清算或剥离分别占比 51%、38%、12%、-1%。

图表32 高盛集团 2010-2021 年 AUS 增长的资金来源拆分



资料来源：公司公告，平安证券研究所

而高盛可以吸引客户资金持续流入、实现资产增值、保持资管业务成长性，主要系其综合金融优势突出、产品体系完备，对客户资产具有持续吸引力，同时人才储备丰富，助力资产端稳健扩张；

1) 坚持“一个高盛”战略，各业务交叉获客，为客户提供综合金融服务。2018 年所罗门 (David M Solomon) 出任高盛 CEO，推出“一个高盛”计划，精选机构客户、战略客户，提供跨部门的业务协同方案，并通过统一的数字平台向客户输出，旨在与客户形成一种注重长期利益的深厚关系。一方面，依托集团长期积累的客户关系，“一个高盛”战略为资管业务导入外部客户资金和集团自有资金，也为资管业务提供可投资的优质资产；另一方面，资产管理作为客户需求中的重要一环，与承销保荐、财富管理、交易等业务协同一致，满足客户综合金融服务需求，深化长期客户关系。具体来看：

①针对零售客户，高盛深度融合资产管理、财富管理，为零售客户提供一站式金融服务。资产管理和财富管理均具备代客理财特征、天然具有协同性，例如高盛资管可为高净值客户提供全委托账户，根据客户的需求实现定制化的财富管理和资产管理计划；高盛资管的标准化共同基金也可以成为财富管理业务的产品池。因此，2022 年 10 月新一轮的组织架构调整中，高

盛将资产管理业务和财富管理业务合并为新的资产和财富管理部门，由原来全球市场部门联席主管纳赫曼 (Marc Nachmann) 统一管理，以此加强业务间合作。

②针对企业客户，高盛资管业务与投行业务共同为企业客户提供资金支持。高盛投行业务已有超过百年的历史，已建立强大的品牌效应和客户积累，同时销售网络覆盖全球，可为全球 100 多个国家的企业提供承销保荐、并购重组等支持。高盛投行业务可为资管业务挖掘优质投资项目，资管业务也可与投行业务一起满足企业客户的融资需求。此外，高盛还可挖掘企业客户的资产配置需求，以及企业主、企业高管等高净值人群的资产管理需求。

③针对金融同业机构客户，高盛为机构投资者提供整体解决方案。高盛致力于为客户提供包括风险管理、市场观点、对冲交易、资产负债管理、委托投资、资产配置在内的整体解决方案，需要资管业务与经纪、做市、证券借贷等多个业务有机合作、共同服务机构投资者。

2) 传统投资与另类投资并重，打造全品种产品线。1980s 成立初期，高盛资管以固定收益和流动性产品为主，此后三十多年，通过长期的内部创设和外部并购，高盛资管持续拓展产品线，目前已打造传统投资、另类投资全产品线，并建立各细分领域的领先优势，可满足投资者各类需求、持续吸引增量资金。

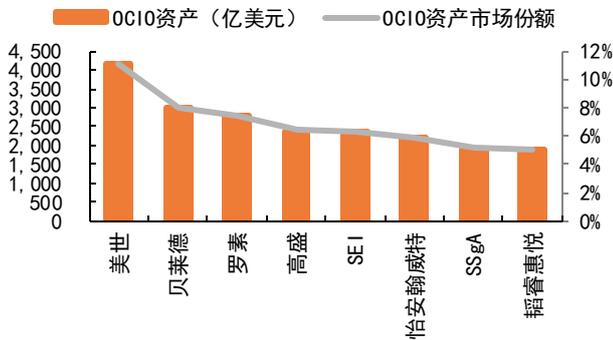
图表33 高盛持续丰富资管产品，打造全品种产品线



资料来源：公司公告，平安证券研究所

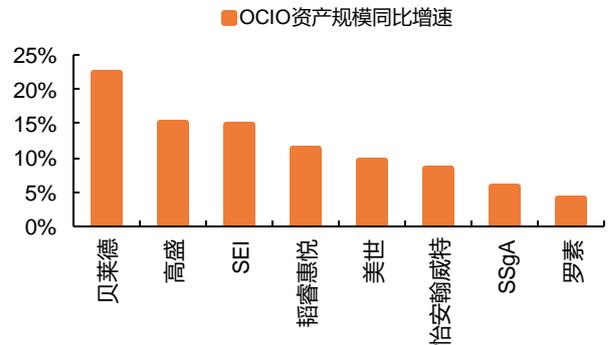
①传统投资方面，以定制化产品为优势，持续创新产品种类。与贝莱德、普信等独立资管机构以共同基金和 ETF 为主的产品结构不同，高盛在定制化产品方面更具优势，可为个人和机构投资者提供各类管理账户和解决方案，并在相关细分领域率先建立领先优势。例如，高盛资管为机构投资者提供外包首席信息官 (OCIO) 服务，帮助养老金、保险金等机构进行投资组合构建、资产负债管理、基金运营等，据 Charles Skorina 公司统计，截至 2021 年末高盛 OCIO 管理资产 2390 亿美元、市场份额约 6.4%，行业排名第 4；管理资产规模同比增速 15.07%，在规模前 8 的机构中排名第 2。此外，高盛把握时代浪潮、持续创新产品，例如近年来行业对于绿色金融的关注度明显提升，而高盛早在 2006 年就开始考虑投资中的公司治理因素和责任投资因素，随后高盛资管推出 ESG 和影响力投资解决方案，并组建超过 40 名员工的团队专注于 ESG 和影响力投资，目前已是 ESG 投资领域的领先者之一。

图表34 2021年OCIO公司AUM TOP8(据AUM排名)



资料来源: Charles Skorina & Company, 平安证券研究所

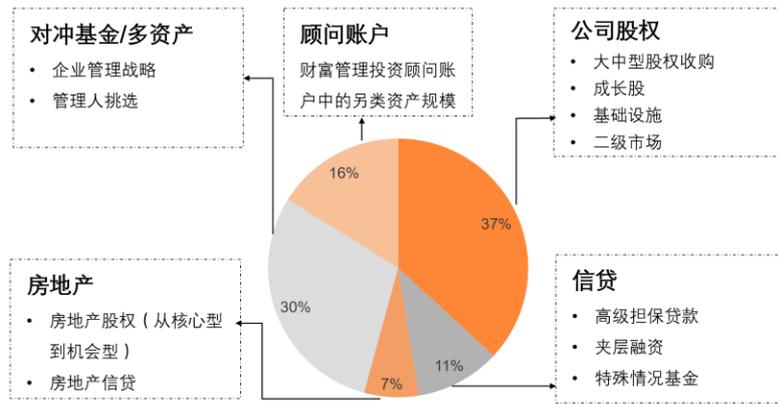
图表35 2021年TOP8 OCIO公司AUM同比增速(据同比增速排名)



资料来源: Charles Skorina & Company, 平安证券研究所

②另类投资方面，布局较早、品类丰富，是另类投资行业的领导者。高盛自 1980s 起探索另类投资，已具有股权、房地产、信用、对冲等全品种另类资产服务能力，在具有全品种另类投资的资管机构中排名前 5。资产结构以私募股权为主，截至 2021 年末，高盛管理的约 2360 亿美元另类投资中，公司股权、信贷、房地产、对冲和其他、顾问账户分别占比 37%、11%、7%、30%、16%。私募股权是高盛最具优势的另类投资产品，据 IPE 2019 年的调查显示，高盛私募股权管理规模在全球大型资管机构中排名第 9。高盛在另类投资方面的优势主要来自其遍布全球的投资网络，高盛作为全球领先的综合金融集团，与全球各地的企业、政府、金融机构等均有合作关系，为资管业务提供优质资产。

图表36 高盛资管另类投资的资产结构



资料来源: 公司公告, 平安证券研究所

③内部创设与外部并购并行。以高盛为代表的海外大型投行具有遍布全球的优质资产和丰富的资金来源，同时具有较强的资本实力，除招揽人才、自主创设新产品外，往往也通过频繁的并购行为补足投资能力和地域的短板，以实现全品种产品线和资管规模的扩张，例如 1997 年高盛资管收购另类投资开拓者 Commodities Corporation，为高盛资管增加了 20 亿美元的 AUM，也明显提升对冲基金服务能力；2021 年高盛资管收购荷兰 NN Investment Group，提升公司在欧洲的影响力。

图表37 高盛资管业务部分并购历史



资料来源：公司公告，平安证券研究所

3) 重视人才培养，投资表现优于同业。资产管理是智力密集型业务，对于人才需求较高，高盛资管长期重视人力资源。为保证员工的长期性、追求投资的长期价值，上市前高盛采用合伙人制度，核心员工以合伙人身份分享公司利润，上市后高盛转为股份制，但依旧保持着员工持股的文化，采用“固薪+激励+股权”的薪资结构，捆绑公司和员工利益。以优质人才储备为基础，高盛资管投资表现突出，2019年末高盛资管83%的传统资产基金十年业绩表现在晨星基金中排名前50%。

图表38 高盛资管产品的投资表现优于同业（传统资产基金）

高盛共同基金在晨星基金中排名前50%的共同基金AUS占比								
3年业绩			5年业绩			3年业绩		
权益	固收	量化	权益	固收	量化	权益	固收	量化
62%	66%	61%	52%	73%	79%	72%	88%	89%
所有基金			所有基金			所有基金		
65%			69%			83%		

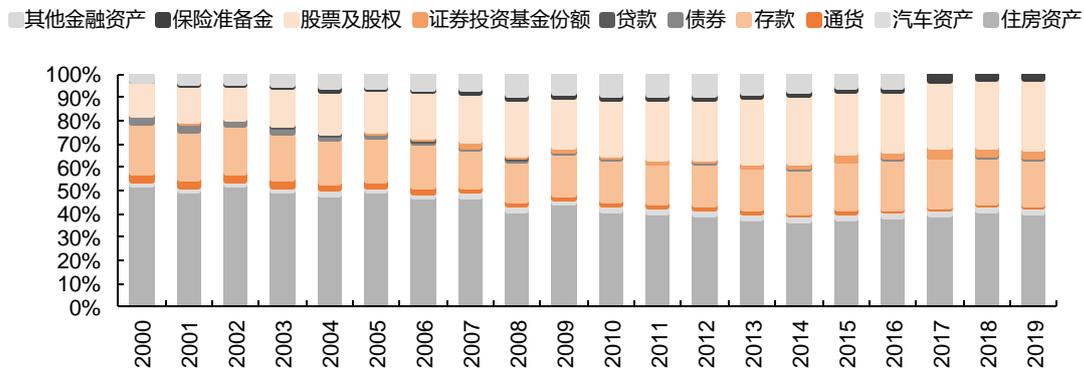
资料来源：公司公告，平安证券研究所

四、国内资管市场前景广阔，券商资管大有可为

4.1 居民财富积累、资本市场改革提速，国内资管市场成长空间广阔

国内居民财富快速积累，金融资产配置需求提升。随着我国经济发展，居民财富不断积累，中国居民总资产规模由2000年末的32.0万亿元迅速增长至2019年末的575.0万亿元。居民金融资产投资需求也随之快速增加，在“房住不炒”基调下，房地产属性弱化，居民资产配置由实物资产向金融资产转移，中国居民金融类资产的占比从2000年的43.3%逐步提升至2019年的56.9%，但较美国70.0%的金融资产占比仍有较大增长空间。此外，居民财富管理意识觉醒、对专业机构信赖度也有所提升，旺盛的资产管理需求也将促使各类资管机构迎来广阔的业务发展空间。

图表39 中国居民资产配置结构变化

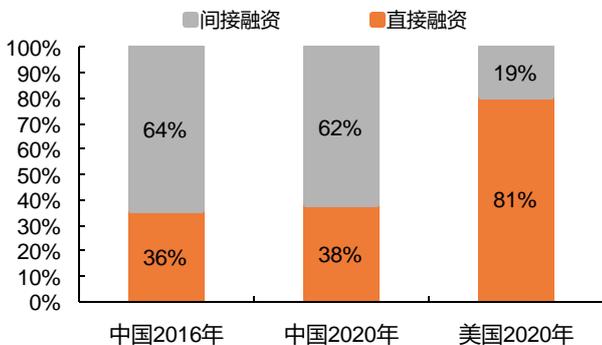


资料来源: Wind, 平安证券研究所

注: 数据已更新至已披露最新

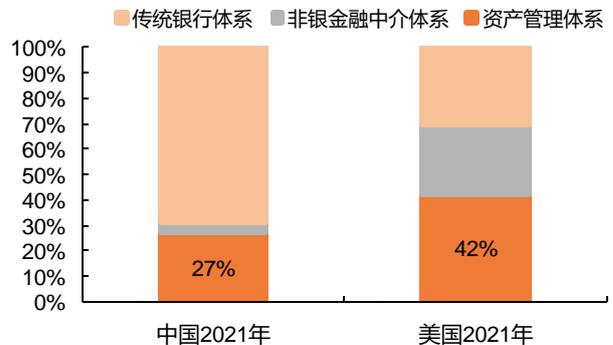
资本市场改革推进、直接融资比重逐渐提升，资管体系仍有较大增长空间。近年来我国资本市场改革明显提速，股票全面注册制相继落地，资本市场资产端数量与质量均有提升，资管业务可投资产品迅速丰富的同时，金融市场融资结构也进一步改善。据《中国资产管理市场 2021》报告显示，国内直接融资的比重由 2016 年的 36% 提升至 2020 年的 38%，但相对于美国 81% 的水平仍有显著差距。同时我国资管规模占比相较于发达市场也同样具有较大的增长空间，2021 年中国资产管理体在金融体系中的规模占比约 27%，而同年美国资管的规模占比约 42%，明显高于国内。

图表40 中美融资结构对比



资料来源: 光大银行&BCG《中国资管市场 2021》，平安证券研究所

图表41 中美金融体系结构对比

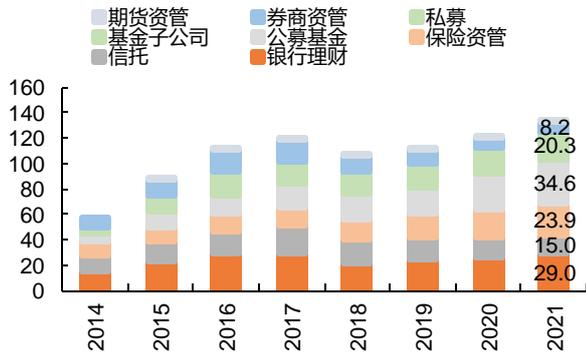


资料来源: 光大银行&BCG《中国资管市场 2021》，平安证券研究所

4.2 券商资管规模不占优势，但投资范围较广、具备权益和另类投资潜力

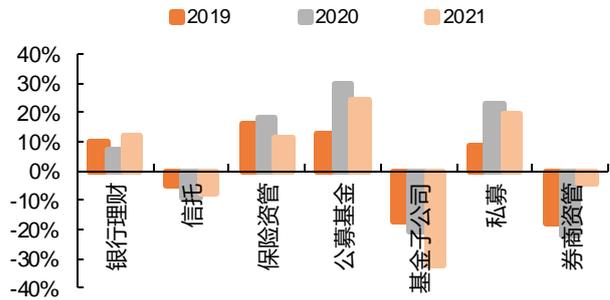
我国资管市场参与机构多元，券商资管在规模、增速方面均不占优。根据机构类型划分，我国资管市场主要参与机构包括公募基金、银行理财、保险资管、券商资管、私募和信托、期货资管等。从规模来看，至 2021 年末公募基金、银行理财是规模最大的两类资管机构，规模占比分别为 26%、22%，券商资管规模 8.2 亿元，规模占比为 6%，排名第六；从规模增速来看，2019-2021 年，除基数较小的期货资管，公募基金、私募基金、保险资管增长较快，三年复合增长率分别为 22%、17%、15%，券商资管受资管新规去通道影响较大，三年复合增长率为-15%。

图表42 我国资产管理行业规模及结构变动（万亿元）



资料来源：光大银行&BCG《中国资管市场2021》，平安证券研究所

图表43 2019-2021年各类资管机构规模同比增速



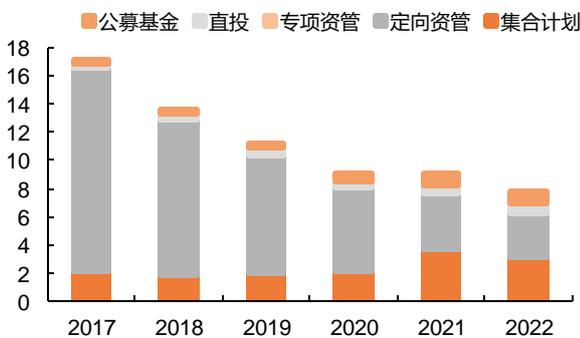
资料来源：光大银行&BCG《中国资管市场2021》，平安证券研究所

券商资管、公募基金、银行理财、保险资管各具优势：

1) 券商资管：投资范围较广、权益类和另类投资更具潜力、高客和机构客户基础具备相对优势。

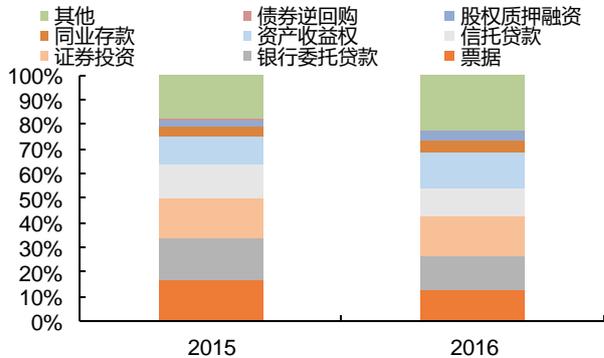
① 券商资管投资范围较广。与公募基金、银行理财相比，券商资管产品不仅可投资于股票、债券、央行票据等传统投资产品，还可投资于银行理财、信托、未上市股权、融资融券等，投资范围最广。因此过去银行资金常以券商定向资管产品为通道投向各类非标资产，而2018年资管新规清退通道业务、鼓励主动管理转型，成为近年券商资管规模压缩的重要原因。投资限制相对较少，也使得近年来券商资管在衍生品、ABS等创新产品研发中具备先天优势。例如，截至2022年10月，财通资管累计发行ABS产品规模逾560亿元，基础资产包括汽车租赁资产、消费金融、购房尾款、供应链金融等。

图表44 券商及资管子公司管理规模（万亿元）



资料来源：Wind，中国证券投资基金业协会，平安证券研究所

图表45 券商通道类定向资管计划资产配置



资料来源：Wind，中国证券投资基金业协会，平安证券研究所
注：数据已更新至已披露最新

图表46 各类资管产品投资范围

产品名称	可投资范围
公募基金	1、货基：现金；期限在1年以内(含1年)的银行存款、债券回购、中央银行票据、同业存单；剩余期限在397天以内(含397天)的债券、非金融企业债务融资工具、资产支持证券；监管认可的其他具有良好流动性的货币市场工具。 2、非货基：国内依法公开发行上市交易的股票、存托凭证、权证、股指期货、债券（包括但不限于国债、金融债、企业债、公司债、次级债、可转换债券、分离交易可转债、央行票据、中期票据、短期融资券、超短期融资券等）、资产支持证券、债券回购、银行存款、现金，以及法律法规或中国证监会允许基金投资的其他金融工具。
银行理财	1、可投：国债、地方政府债券、中央银行票据、政府机构债券、金融债券、银行存款、大额存单、同业存单、公司信用类债券、在银行间市场和证券交易所市场发行的资产支持证券、公募证券投资基金、其他债权类资产、权益类资产以及国务院银行业监督管理机构认可的其他资产。

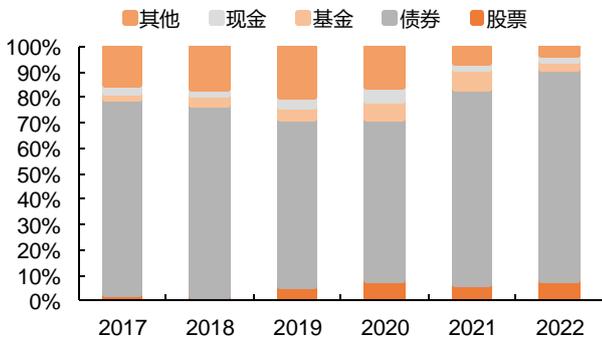
	2、不得：不得直接投资于信贷资产，不得直接或间接投资于本行信贷资产，不得直接或间接投资于本行或其他银行业金融机构发行的理财产品，不得直接或间接投资于本行发行的次级档信贷资产支持证券。
券商资管	1、集合资管：中国境内依法发行的股票、债券、证券投资基金、央行票据、短期融资券、资产支持证券、中期票据、股指期货等金融衍生品、 保证收益及保本浮动收益商业银行理财计划 以及中国证监会认可的其他投资品种。 可以参与融资融券交易，也可以将其持有的证券作为融券标的证券出借给证券金融公司。 2、定向资管：投资范围由证券公司与客户通过合同约定，不得违反法律、行政法规和中国证监会的禁止规定，并且应当与客户的风险认知与承受能力，以及证券公司的投资经验、管理能力和风险控制水平相匹配。 定向资产管理业务可以参与融资融券交易，也可以将其持有的证券作为融券标的证券出借给证券金融公司。 3、专项资管：现金、银行存款、股票、债券、证券投资基金、央行票据、非金融企业债务融资工具、资产支持证券、商品期货及其他金融衍生品； 未通过证券交易所转让的股权、债权及其他财产权利；中国证监会认可的其他资产。
保险资管	国债、地方政府债券、中央银行票据、政府机构债券、金融债券、银行存款、大额存单、同业存单、公司信用类债券，在银行间债券市场或者证券交易所市场等经国务院同意设立的交易市场发行的证券化产品，公募证券投资基金、其他债权类资产、权益类资产和银保监会认可的其他资产。

资料来源：证监会，银保监会，银保监会平安证券研究所

②**权益类和另类投资更具潜力。**受通道业务长期主导的商业模式影响，过去券商主动管理能力较弱、集合资管计划资产配置也以债券为主。但券商作为资本市场投资标的的创设者，尤其是股权融资的重要中介，对权益类资产、另类资产的风险控制、资产估值、价值判断等具有丰富经验，也在此类优质资产的获取上具备先天优势。2022 年末券商集合计划资产配置中股票占比 7.9%，较 2017 年增加 5.6pct。

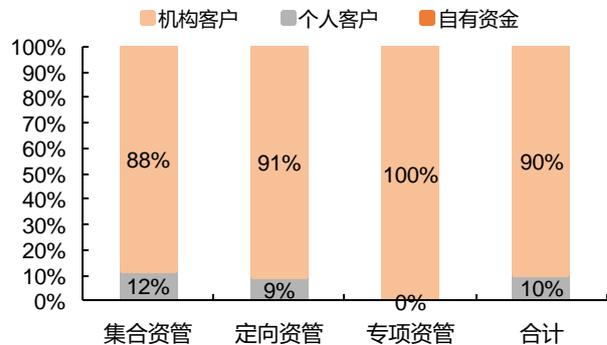
③**渠道能力有限，但具备富裕客户、高净值客户服务基础。**券商个人客户主要来自于线上、线下的股票交易客户，引流入口相对于银行更有限，但客户风险偏好相对较高，对权益类、另类投资类等高风险、高费率产品接受度更佳。此外，投资范围更广，产品多为私募资管计划、门槛较高，同时交易、承销等业务积累大量金融同业等机构客户。以资管业务较为领先的广发证券为例，截至 2022H1 末，广发证券资管业务受托资金规模中，个人客户仅占 10%，机构客户占比达 90%。

图表 47 券商集合资管计划资产配置



资料来源：Wind，平安证券研究所

图表 48 广发证券资管计划资金来源 (2022H1 末)



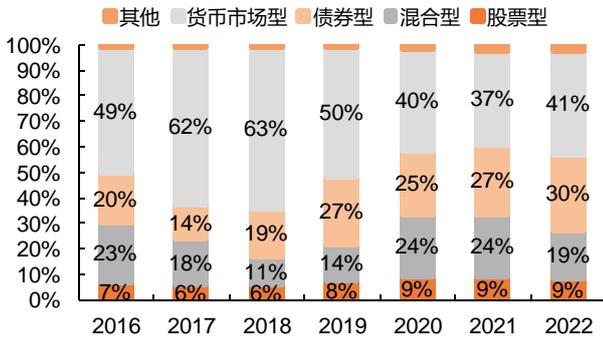
资料来源：公司公告，平安证券研究所

2) 公募基金：主动管理能力较强、产品体系更为多元。

①**投资历史悠久，主动管理能力较强。**与过去通道业务主导的券商资管、投资风格更为稳健的银行理财和保险资管相比，公募基金公司是国内最早一批进行主动管理的资管机构，经过 20 余年的发展，其投资文化、制度、策略等已发展较为成熟，已积累了大批投研人才，形成主动管理能力的护城河。

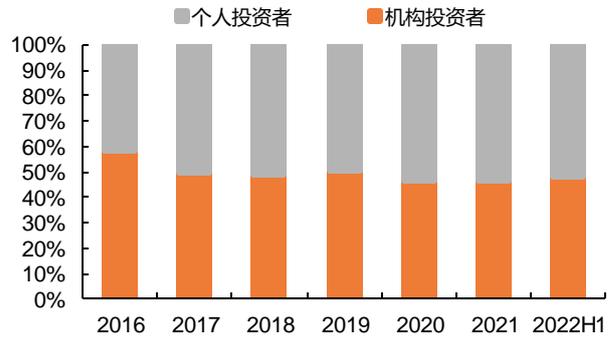
②**较强的投研能力支撑公募基金多元化产品体系。**截至 2022 年末股票型、混合型、债券型、货币市场型资产净值占比分别为 9%、19%、30%、41%。公募基金产品一般投资门槛也相对较低，丰富的产品体系可满足各类投资者需求，负债端资金来源也相对均衡。至 2022 年年中，个人投资者、机构投资者持有资产净值占比分别为 52%、48%。

图表49 公募基金产品体系结构



资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表50 公募基金产品资金来源



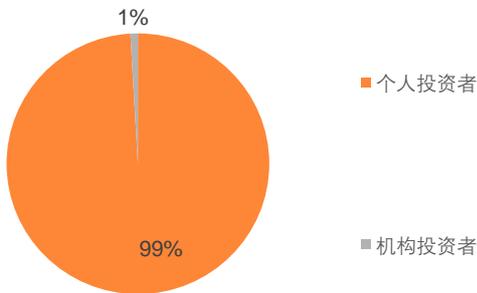
资料来源: Wind, 平安证券研究所

3) 银行理财: 渠道建设领先, 更擅长固收类资产服务。

①线下渠道领先, 高客数量独占鳌头。银行线下经营网点多、零售客户触达好, 同时银行可为客户构建完整资产负债表、可满足高净值客户需求, 高客基础也较为领先。据招商银行和贝恩公司联合发布的《2021年中国私人财富报告》, 私人银行行为高净值人群的配置首选, 资产分配比例达 87%。因此个人投资者长期是银行理财产品的最主要资金来源, 至 2022H1 末银行理财产品个人投资者、机构投资者数量占比分别为 99%、1%。

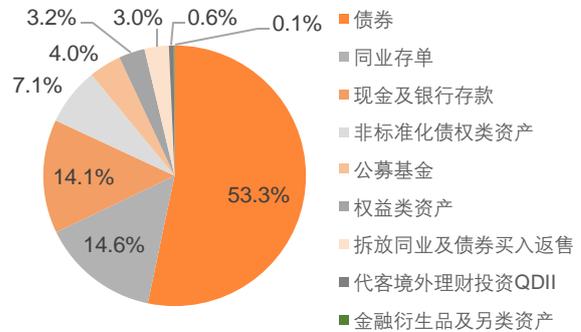
②固收类投资更具优势。银行客户风险偏好相对较低, 同时银行也具备信贷投放、债券承销保荐的业务基础、对固收类资产更为了解, 因此银行理财投资长期以债券、同业存单、银行存款等为主, 至 2022H1 末, 银行理财产品资产配置中债券、同业存单、现金及存款、非标债权类合计规模占比超 89%。

图表51 银行理财产品的投资者数量结构 (2022H1 末)



资料来源: 银行业理财登记托管中心, 平安证券研究所

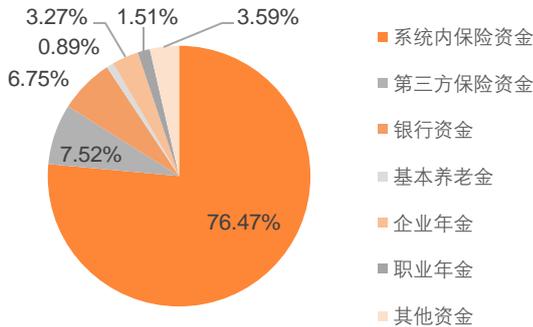
图表52 银行理财产品资产配置 (2022H1 末)



资料来源: 银行业理财登记托管中心, 平安证券研究所

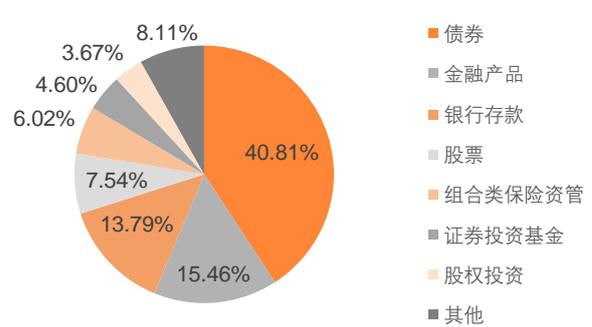
4) 保险资管: 自有资金储备丰富。我国保险资管公司数量较少, 截至 2022 年 8 月全国仅有 33 家保险资管公司, 主要为大型保险集团设立, 为自有保险资金进行资产配置, 2021 年末系统内保险资金在保险资管全部资金来源中占比超 76%。为匹配险企稳健经营、重视久期的投资风格, 保险资管也同样以债券配置为主, 2021 年末债券规模占比超 40%, 规模占比第二的金融产品配置也以债券投资计划为主 (占比达 54%)。

图表53 保险资管产品资金来源（2021年末）



资料来源：中国保险资产管理业协会，平安证券研究所

图表54 保险资管产品资产配置（2021年末）



资料来源：中国保险资产管理业协会，平安证券研究所

4.3 借鉴海外，券商应在渠道、资产、人力三端发挥综合金融优势

参考海外资管市场，高盛、摩根士丹利等海外大型投行区别于其他资管机构、尤其是独立资管机构最核心的特征为业务协同能力较强，可覆盖大资管产业链的上、中、下游，财富管理、资本中介、投资银行等业务可助力资管业务获取资金、客户，同时公司可为各类客户提供综合金融服务、深化客户关系。

当前国内资管市场在需求和政策的支持下有望快速扩张，券商资管投资范围广、具备权益和另类资产服务基础，可参考海外投行机构经验，进一步发挥综合金融优势，在渠道、资产、人力三方面持续加码、增强业务协同能力：

1) 渠道端：精细化、差异化管理客户，协同财富管理服务充分利用高客资源，协同综合机构服务充分利用同业客户资源。借鉴海外经验，“一个高盛”战略下，高盛围绕不同客户需求，各业务联合输出服务、交叉获客，同时高盛资管依托高客和机构客户基础，加速发展定制化资管服务。国内券商也可根据客户需求分类经营，①对于长尾零售客户，券商可积极设立资管子公司、申请公募牌照，通过各类标准化的公募基金产品满足国内旺盛增长的零售客户投资需求。②对于富裕客户和高净值客户，可联合基金投顾、家族办公室等财富管理业务提供定制化资产配置，例如以养老为主题，为高客提供目标日期型、目标收益型养老 FOF。③对于金融同业客户和企业客户，可联合投行业务、机构经纪业务等，为客户提供包括资产配置、融资融券、投研服务等在内的综合机构服务。

2) 资产端：提升权益类、另类投资产品主动管理能力，以大投行业务切入优质资产。海外大型投行具备多资产服务基础，资产配置较为均衡，而国内券商过去主要以通道业务为主、资产配置以非标类和固收类为主。未来国内券商资管可利用投行业务已有的权益类、另类资产研究与服务优势，在原有固收类产品基础上，探索“固收+权益”、“固收+另类”、“固收+衍生品”、“固收+ABS”等创新型投资策略，进一步丰富资产配置；此外，券商资管投资领域相对较广，同时客户资本实力较强、风险偏好较高，券商资管可联动承销保荐业务、新股跟投业务，加大对优质资产的投资力度。

3) 人力端：持续人才投入，打通投研、投顾、投行人才交流渠道。一方面，人才资源是资管业务的核心竞争力，海外大行资管机构多采用“固薪+激励+股权”的多元薪酬结构，以保证人才的长期稳定。目前国内采用员工持股激励的券商相对较少，2015年以来仅招商证券、东方证券、兴业证券、国元证券、国联证券 5 家上市券商成功落地员工持股计划，未来国内券商可继续探索股权激励约束机制、优化薪酬体系和绩效考核办法，以吸引和留住人才。另一方面，券商内部应建立跨部门的业务协同模式，打通投行、资管、研究、财富管理部门的交流和合作渠道，为客户一站式服务奠定基础。

五、投资建议和风险提示

5.1 投资建议

随着我国居民财富的不断积累和金融资产配置需求的快速提升，同时资本市场改革进程加快，券商资管业务仍有较大发展空间。资管新规打破机构监管框架后，券商资管将与公募基金、银行理财、保险资管等机构同台竞技。借鉴海外大型投行资管业务发展经验，我国头部券商可依托业务协同和综合金融服务优势，走出一条差异化发展之路，并成为资管市场重要参与者。建议关注业务发展均衡、综合服务优势突出的龙头券商中信证券，资管业务领先、公募子公司规模优势显著的特色券商广发证券、东方证券、兴业证券，具备公募基金渠道优势的互联网财富管理券商东方财富。

5.2 风险提示

- 1) **权益市场大幅波动，市场交投活跃度下滑。**资产管理业务与市场行情和投资者交易情绪有关，如果市场表现低迷、交易量持续下行，将影响券商资管业务的转型与发展。
- 2) **监管政策变动超预期，相关资质审批进度不及预期。**资管业务受监管政策影响较大，如果监管政策空前收紧，可能影响相关业务进展；如果券商资管子公司设立进度、公募基金管理资格申请不及预期，也将影响券商资管转型进程。
- 3) **资管行业竞争空前加剧，基金费率超预期下行。**资管业务收入与资管产品费率息息相关，如果短期内资管行业竞争空前加剧，基金费率可能被较大幅度下调，将显著影响资管业务盈利能力。
- 4) **宏观经济下行风险。**资产管理业务受宏观经济影响较大，若宏观经济增速放缓，可能影响居民财富积累和投资风险偏好。

平安证券研究所投资评级：

股票投资评级：

- 强烈推荐（预计6个月内，股价表现强于市场表现20%以上）
- 推 荐（预计6个月内，股价表现强于市场表现10%至20%之间）
- 中 性（预计6个月内，股价表现相对市场表现在 $\pm 10\%$ 之间）
- 回 避（预计6个月内，股价表现弱于市场表现10%以上）

行业投资评级：

- 强于大市（预计6个月内，行业指数表现强于市场表现5%以上）
- 中 性（预计6个月内，行业指数表现相对市场表现在 $\pm 5\%$ 之间）
- 弱于大市（预计6个月内，行业指数表现弱于市场表现5%以上）

公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师(一人或多人)就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

平安证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本公司研究报告是针对与公司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。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。

市场有风险，投资需谨慎。

免责条款：

此报告旨在发给平安证券股份有限公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其他人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券股份有限公司 2023 版权所有。保留一切权利。

平安证券

平安证券研究所

电话：4008866338

深圳

深圳市福田区福田街道益田路 5023 号平安金融中心 B 座 25 层
邮编：518033

上海

上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融大厦 26 楼
邮编：200120

北京

北京市西城区金融大街甲 9 号金融街中心北楼 15 层
邮编：100033