头豹 LeadLeo

400-072-5588

2019 年
中国券商资产管理行业概览

行业走势图



宏观研究团队

程浩洋 分析师

邮箱：cs@leadleo.com

相关热点报告

- 非银金融系列行业概览——2019 年中国投资银行行业概览
- 非银金融系列行业概览——2019 年中国债券承销行业概览
- 非银金融系列行业概览——2019 年中国另类投资行业概览

报告摘要

券商资产管理公司是经中国证监会批准，依法登记注册，受托管理客户资金的金融机构。投资者将资产托付给券商资产管理公司，券商资产管理公司按照与投资人签订合同，以约定方式、条件对被委托资产进行运作与管理，在券商资管中，投资者资产是现金为主的高流动性金融资产。2018 年以前，中国券商资管行业发展迅速，市场规模不断增长，2018 年出现下降趋势。2018 年，由于《资管新规》发布，中国券商资管市场规模下降至 133,569.3 亿元。

热点一：发展初期及时清理整顿化解业务风险

中国证监会于 2004 年 8 月全面部署和启动券商综合治理工作，随后制定并出台一系列相关政策法规规范市场，对于市场的及时清理整顿，该治理工作极大程度上成功化解了中国券商资管行业的风险，为券商资管行业的后续健康发展奠定了有利的监管基础。

热点二：中国券商资产管理行业业务结构不合理

根据 2019 年中国证券投资基金业协会信息披露，截止 2019 年 3 月底，中国券商及其子公司私募资产管理业务规模共计 132,718.3 亿元，产品数量合计 18,060 只。其中定向资产管理计划产品数量共计 13,464 只，资产规模 107,998.5 亿元，占私募资产管理业务总规模比例为 81.0%。

热点三：发挥自身优势，减少监管套利

资管新规的出台，重点针对资产管理业务的多层嵌套、杠杆不清、套利严重、投机频繁等问题，设定统一的规范和标准，监管层在细节上全方位出击，在一定程度上封锁券商资管的通道业务，要求各券商资管机构要发挥自身优势，加强主动管理，减少监管套利。

目录

1 方法论 4

1.1 方法论 4

1.2 名词解释 5

2 中国券商资产管理行业市场综述 7

2.1 中国券商资产管理定义及分类 7

2.2 中国券商资产管理行业发展历程 8

2.3 中国券商资产管理行业市场现状 10

2.4 中国券商资产管理行业产业链 11

2.4.1 上游分析 12

2.4.2 中游分析 12

2.4.3 下游分析 13

2.5 中国券商资产管理行业市场规模 13

3 中国券商资产管理行业驱动因素 16

3.1 发展初期及时清理整顿化解业务风险 16

3.2 监管政策适时“松绑”，为券商资产管理业务快速发展提供基础 16

3.3 跨业合作促进券商资产管理的飞速发展 17

4 中国券商资产管理行业制约因素 18

4.1 业务结构不合理 18

4.2 投资范围有限造成市场竞争激烈，差异化优势难以显现.....19
4.3 风险控制不足.....20
5 中国券商资产管理政策分析.....21
6 中国券商资产管理行业发展趋势.....23
6.1 发挥自身优势，减少监管套利发展主动管理业务.....23
6.2 推动资产证券化，发展专项资管.....24
7 中国券商资产管理行业竞争格局.....25
7.1 中国券商资产管理行业竞争现状分析.....25
7.2 中国券商资产管理行业典型企业分析.....26
7.2.1 广发证券资产管理（广东）有限公司.....26
7.2.2 华泰证券（上海）资产管理有限公司.....28
7.2.3 海通证券资产管理有限公司.....30

图表目录

图 2-1 券商资产管理分类 7

图 2-2 中国券商资产管理发展历程 8

图 2-3 券商资管业务规模 11

图 2-4 券商资管产业链 11

图 2-5 中国券商资产管理行业市场规模，2014-2023 年预测 14

图 4-1 券商资管业务结构 18

图 5-1 券商资产管理相关政策 21

图 6-1 中国 ABS（资产证券化）市场规模，2014-2018 年 24

图 7-1 中国券商资管产品市场规模，2018 年 26

1 方法论

1.1 方法论

头豹研究院布局中国市场，深入研究 10 大行业，54 个垂直行业的市场变化，已经积累近 50 万行业研究样本，完成近 10,000 多个独立的研究咨询项目。

- ✓ 研究院依托中国活跃的经济环境，从金融、资产管理等领域着手，研究内容覆盖整个行业的发展周期，伴随着行业中企业的创立，发展，扩张，到企业走向上市及上市后的成熟期，研究院的各行业研究员探索和评估行业中多变的行业模式，企业的商业模式和运营模式，以专业的视野解读行业的沿革。

- ✓ 研究院融合传统与新型的研究方法，采用自主研发的算法，结合行业交叉的大数据，以多元化的调研方法，挖掘定量数据背后的逻辑，分析定性内容背后的观点，客观和真实地阐述行业的现状，前瞻性地预测行业未来的发展趋势，在研究院的每一份研究报告中，完整地呈现行业的过去，现在和未来。

- ✓ 研究院秉承匠心研究，砥砺前行的宗旨，从战略的角度分析行业，从执行的层面阅读行业，为每一个行业的报告阅读者提供值得品鉴的研究报告。

- ✓ 头豹研究院本次研究于 2019 年 7 月完成。

1.2 名词解释

- **通道业务：**商业银行或银行集团内各附属机构作为委托人，以理财、委托贷款等代理资金或者利用自有资金，借助券商、信托公司、保险公司等银行集团内部或者外部第三方受托人作为通道，设立一层或多层资产管理计划、信托产品等投资产品，从而为委托人的目标客户进行融资或对其他资产进行投资的交易安排。
- **权益性投资：**为获取其他企业的权益或净资产所进行的投资。
- **刚性兑付：**信托产品到期后，信托公司必须分配给投资者本金以及收益，当信托计划出现不能如期兑付或兑付困难时，信托公司需要兜底处理。
- **基金管理人：**基金产品的募集者和管理者，主要职责是按照基金合同约定，负责基金资产的投资运作，在有效控制风险的基础上为投资人争取最大的投资收益。
- **影子银行：**游离于银行监管体系之外、可能引发系统性风险和监管套利等问题的信用中介体系（包括各类相关机构和业务活动）。
- **资产配置：**根据投资需求将投资资金在不同资产类别之间进行分配，通常是将资产在低风险、低收益证券与高风险、高收益证券之间进行分配。
- **系统性风险：**金融机构从事金融活动或交易所在的整个系统（机构系统或市场系统）因外部因素的冲击或内部因素的牵连而发生剧烈波动、危机或瘫痪，使单个金融机构不能幸免，从而遭受经济损失的可能性。
- **工具套利：**利用同一标的资产的现货及各种衍生证券的价格差异,通过低买高卖来赚取无风险利润的行为。
- **非标资产：**即非标准化债权资产，未在银行间市场及证券交易所市场交易的债权性资产。
- **金融租赁：**由出租人根据承租人的请求，按双方的事先合同约定，向承租人指定的出卖人，购买承租人指定的固定资产，在出租人拥有该固定资产所有权的前提下，以承租人

支付所有租金为条件，将一个时期的该固定资产的占有、使用和收益权让渡给承租人。

- **通货膨胀：**在货币流通条件下，因货币供给大于货币实际需求，导致现实购买力大于产出供给,导致货币贬值，而引起的一段时间内物价持续而普遍上涨的现象。
- **金融监管：**金融行政管理机关（中央银行或其他金融行政管理机关），为维护金融体系的稳定，防止金融混乱对社会经济的发展造成不良影响，而对商业银行和其他金融行政管理机关以及金融市场的设置、业务活动和经济情况进行检查监督、指导、管理和控制。
- **货币政策：**通过中央银行调节货币供应量，影响利息率及经济中的信贷供应程度来间接影响总需求，以达到总需求与总供给趋于理想的均衡的一系列措施。
- **委外：**银行委外业务，是指银行理财资金委托外部投资，基金公司资产管理计划、券商资产管理计划、信托计划、保险计划成为委外投资的四大形式。
- **跟庄：**跟随庄家吸筹、吸盘、拉升、出货的整个过程。是股票市场中高效操盘的一种手段。
- **大资管：是对目前中国资产管理行业环境的一种泛指。由于监管的不断放开，资产管理行业进入进一步的竞争、创新、混业经营的阶段。**
- **坐庄：**利用资金优势打压或拉升股价即是坐庄.坐庄之人一般是大公司等。
- **ABS：**Asset-backed Securities，资产支持证券。以基础资产未来所产生的现金流为偿付支持，通过结构化设计进行信用增级，在此基础上发行资产支持证券的过程。

2 中国券商资产管理行业市场综述

2.1 中国券商资产管理定义及分类

“券商”，即证券公司，券商资产管理公司是经中国证监会（以下简称“证监会”）批准，依法登记注册，受托管理投资者资金的金融机构。投资者将资产托付给券商资产管理公司，券商资产管理公司按照与投资人签订的合同，以约定的方式、条件对被委托的资产进行运作与管理。在券商资管中，投资者资产是以现金为主的高流动性金融资产。

中国券商资产管理分为三种（见图 2-1）：

图 2-1 券商资产管理分类

类别	客户数量	认购起点	规模要求
定向资管	单一客户	100万元	100万起，一般不低于300万元
集合资管	多个客户	限定性5万元 非限定性10万元	不低于1亿元
专项资管	多个客户	单个客户不低于100万元，客户人数在200人以下，单笔委托金额300万元以上客人数量不受限制	3,000万元-50亿元

来源：头豹研究院编辑整理

（1） **定向资管：**受托的券商资管公司与单一客户签订定向资产管理合同，并使用该客户账户在合同约定范围内进行投资。投资方式可为参与融资融券交易，也可将持有的证券作为融券标的。对标其他投资方式，定向资管的特点是需要在资产管理合同中约定具体投资方向，并且必须在单一客户专用证券账户中运作。定向资管分为主动定向资管和被动定向资管，主动管理定向资产管理业务投向债券、同业存款、信托计划及股票；被动管理定向资产管理业务投向信托贷款、银行委托贷款、资产收益权及票据。

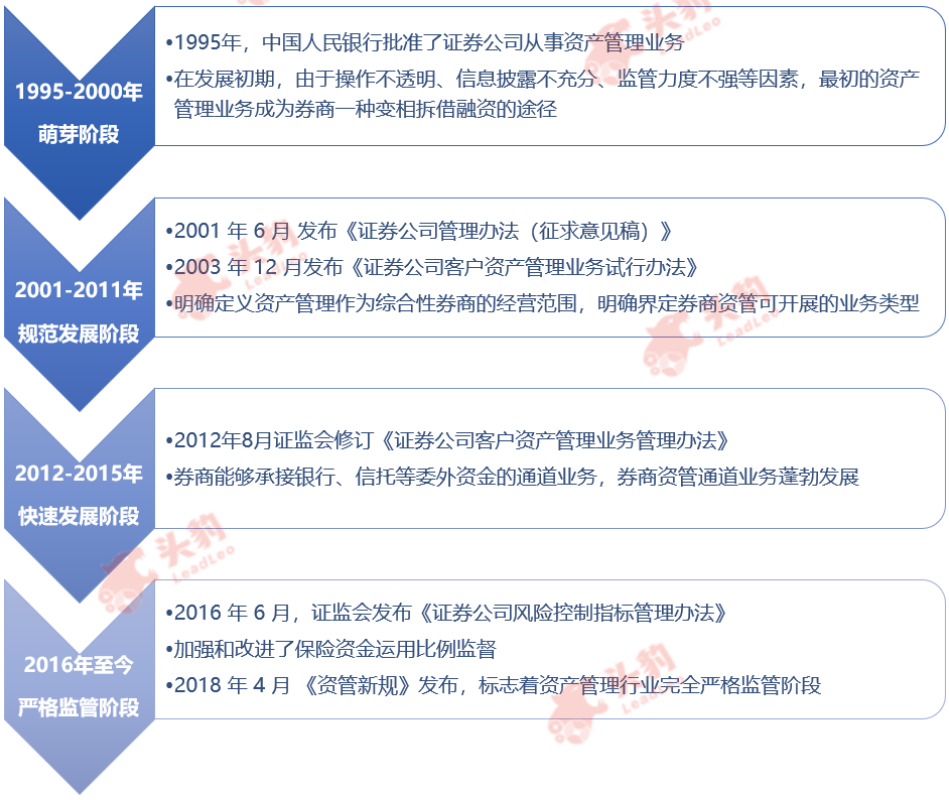
(2) 集合资管：券商集合一部分客户资产，对该资产进行统一管理。集合资管是券商针对高端客户开发的创新型理财产品，将集合资产投资于业绩优秀、成长性高、流动性强的股票或权益类证券以及股票型证券投资基金。集合资管在中国资管市场发展较早，在通道业务放开前，集合资管业务是券商资管最重要的业务板块。

(3) 专项资管：投资机构针对客户特殊要求和资产具体情况，设定特定投资目标，并通过专门帐户为客户提供资产管理服务。

2.2 中国券商资产管理行业发展历程

中国券商资产管理行业起步于 1995 年，在 23 年发展过程中共经历四个阶段（见图 2-2）。

图 2-2 中国券商资产管理发展历程



来源：头豹研究院编辑整理

(1) 第一阶段：萌芽阶段（1995-2000 年）

1995 年，中国人民银行批准券商从事资产管理业务，券商在资产管理业务初期依靠证券承销业务过程中与客户建立的关系，接受客户大量委托资金并代理证券投资。由于在此阶段缺乏监管，券商对客户“委托理财”资金进行“保底”承诺，同时具有交易信息不透明、披露不充分的缺点。

(2) 第二阶段：规范发展阶段（2001-2011 年）

2001 年 12 月，为加强对证券交易所的管理，明确证券交易所职权和责任，维护证券市场正常秩序，证监会发布《证券交易所管理办法》(以下简称“《办法》”)，《办法》对证券交易所应当在业务规则中代理客户买卖证券业务做出详细规定，并实施下列监管：(1) 与客户所签订代理协议的格式必须符合法规要求；(2) 承担客户委托的责任，并定期抽查执行客户委托情况；(3) 要求客户每月过后 5 日内就其交易业务和客户投诉等情况提交报告，报告格式和内容由证券交易所报证监会批准后颁布。《办法》的发布在一定程度上规范了券商资产管理业务。2003 年 12 月，证监会发布《证券公司客户资产管理业务试行办法》，本次出台法规明确券商可从事定向资产管理、集合资产管理和专项资产管理三种客户资产管理业务，同时强调要以防范风险为中心，增加监管措施和法律责任相关内容，突出对投资者利益的保护，明确持续监管措施和外部审计制度，券商资管行业进入规范发展阶段。

(3) 第三阶段：快速发展阶段（2012-2015 年）

2012 年，证监会为规范券商资产管理活动，保护投资者合法权益，维护证券市场秩序，根据《证券法》、《证券公司监督管理条例》和其他相关法律、行政法规，制定并出台《证券公司客户资产管理业务管理办法》(以下简称“《办法》”)，《办法》对券商资管业务范围、基本业务规范、风险控制、客户资产托管以及监管措施和法律责任提出新要求。此阶段券商能够承接银行、信托等委外资金通道业务，券商资管通道业务蓬勃发展，推动着券商资管行业进入快速发展阶段。

(4) 第四阶段：严格监管阶段（2016 年至今）

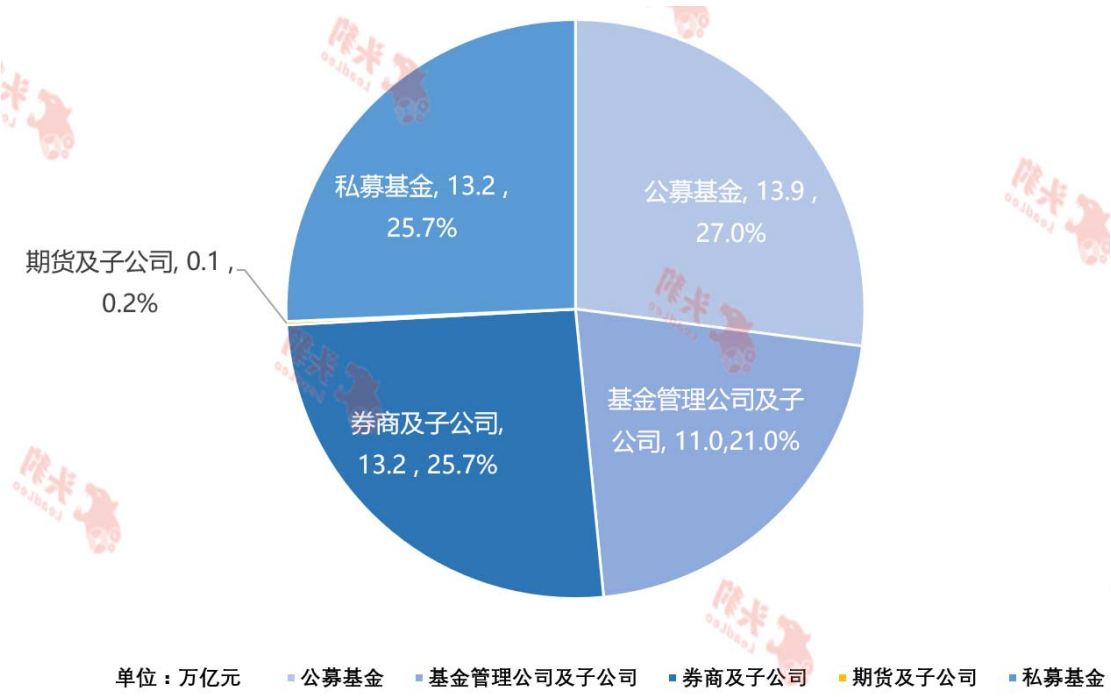
2016 年 6 月，证监会建立以净资本和流动性为核心的风险控制指标体系，加强券商风险监管，督促券商加强内部控制、提升风险管理水平和防范风险，并根据《证券法》等有关法律法规，制定并发布了《证券公司风险控制指标管理办法》。2018 年 4 月，中国人民银行、银保监会、证监会、外汇局联合发布《关于规范金融机构资产管理业务的指导意见》(以下简称“《资管新规》”)，本轮监管强调，金机融构不得为其他金融机构的资产管理产品提供规避投资范围、杠杆约束等监管要求的通道服务，自此通道业务被监管文件全面叫停。然而，券商资管产品很大程度上依赖通道业务，如券商常使用的“银证合作”模式，即银行与券商签署协议设立定向资产管理计划，银行委托券商资产管理部门管理自有资金，券商将委托的自有资金购买银行的贴现票据，银行到期收回兑付资金，从而银行得以释放贷款额度。而本次《资管新规》强调金融系统要去除通道业务，标志着券商资管进入严格监管阶段。

2.3 中国券商资产管理行业市场现状

根据中国证券投资基金业协会披露信息显示，券商资管及其子公司占据资管市场规模 26.0%，同私募基金市场规模持平，仅次于公募基金市场规模。截至 2019 年 3 月，基金管理公司及其子公司、券商、期货公司、私募基金管理机构资产管理业务总规模约 51.4 万亿元。其中，公募基金管理机构管理的公募基金业务规模 13.9 万亿元，基金管理公司及其子公司私募资产管理业务规模 11.0 万亿元，券商及其子公司私募资产管理业务规模 13.2 万亿元，期货公司及其子公司私募资产管理业务规模 1,187.0 亿元，私募基金管理机构资产管理业务规模 13.2 万亿元（见

图 2-3)。

图 2-3 券商资管业务规模



来源：中国证券投资基金业协会，头豹研究院编辑整理

2.4 中国券商资产管理行业产业链

中国券商资产管理行业产业链由上至下可分为上游资金端，中游券商资管机构，下游各类投资标的（见图 2-4）。

图 2-4 券商资管产业链



2.4.1 上游分析

券商资产管理行业的上游为资金端。券商资管的资金来源为银行资金、高净值投资者资金和其他资金。“银证合作”是券商资管业务采用最多的筹资方式，中国“银证合作”方式有三种：

（1） 银行同业拆借和国债市场回购业务

中国券商和银行机构进入全国银行同业拆借与债券回购市场，参与拆入拆出资金解决短期资金余缺。券商是主要资金拆入方，银行是主要的资金拆出方。

（2） 证券抵押融资

符合条件的券商可将自营的股票和证券投资基金作为质押，按照一定比例向商业银行借款。

（3） 银证转账、银证通

银证转账业务是指投资者通过银行和券商的柜面服务、电子银行服务和自助终端服务等方式，实现投资者银行账户和保证金账户之间资金的适时划拨。银证通业务是指以银行的储蓄账户作为客户的证券交易结算资金的账户，客户通过证券交易平台进行证券买卖，由系统自动完成交易资金在客户银行储蓄账户上的划转，客户无须到证券营业部办理存取款手续，当日交易结束，资金在清算后自动划入客户的储蓄账户中。

2.4.2 中游分析

在“大资管”的行情下，与信托公司、基金公司相比，券商资管具有自己独特的竞争优势，主要体现在以下方面：（1）券商拥有更多的网点和从业人员，有丰富的拓客渠道；（2）在券商在开展自己证券承销业务时，会和部分高净值客户建立良好关系，这些高净值客户会将自己的资产托付给券商代为管理，保证了券商资管资金充足；（3）券商对于金融市场有更好的研究分析能力和投资交易能力，由于券商对于人才的选择要求较高，团队成员多来自名

校，人才学历普遍为硕士及以上，并且目前中国各券商与高校达成合作关系，如方正证券与中南大学签订校企合作协议探索“金融机构+高校“合作新模式，招商证券天津营业部与天津科技大学展开合作等，这些券商与高校的合作保证了券商具有人才的竞争力。

2.4.3 下游分析

根据《资管新规》要求，资管产品可投资于标准化资产和非标资产。标准化资产包括以下四类：（1）标准化债权资产；（2）上市公司股票，属于标准化股权类资产；（3）标准化的期货期权合约；（4）公募基金。

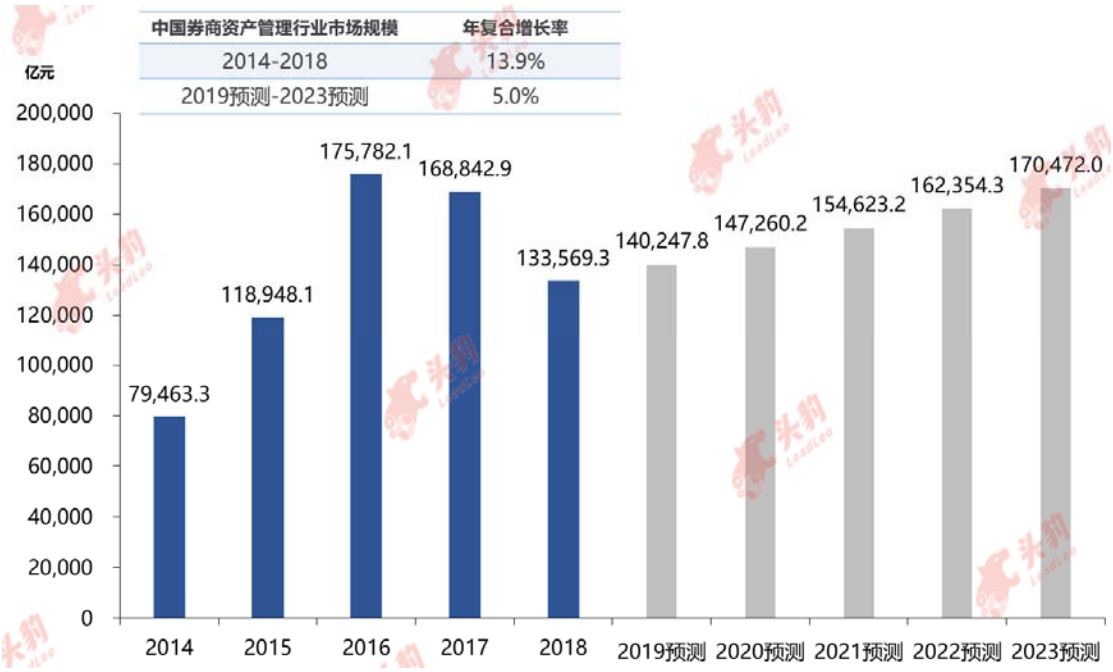
非标资产则采用排除方式进行界定，包括两类：（1）除标准化债权、标准化股权、标准化期货期权合约之外的债权、股权类资产，均属于非标资产；（2）除公募基金外，其他受国务院金融监督管理机构监管的机构发行的各类资产管理产品。所以，在当前监管规则下，券商资管机构可投资资管产品包括公募基金、集合资金信托计划、私募股权基金、银行理财产品、银行业金融机构信贷资产、券商专项资管计划、其他券商资管机构发行的各类券商资管产品和中国保监会认可的其他资产。

2.5 中国券商资产管理行业市场规模

2018 年以前，中国券商资管行业发展迅速，市场规模不断增长，2018 年出现下降趋势。中国券商资管市场规模从 2014 年的 79,463.3 亿元增长到 2017 年的 168,842.9 亿元，2018 年，由于《资管新规》发布，中国券商资管市场规模下降至 133,569.3 亿元。2014 至 2018 年间，中国券商资管市场规模年复合增长率为 13.9%（见**错误!未找到引用源。**）。2019 年中国证券投资基金业协会统计数据显示，2019 年第一季度前 20 名券商资管月均总规模为 8.3 万亿元，环比下滑约 4.0%，券商资管前五名市场规模开始出现下滑趋势。中信证券、华泰资管、国泰君安资管位列前三位，其中，中信证券资管月均规模继续在行业中领跑，以

12,941.3 亿元保持首位，华泰资管和国泰君安资管月均规模分别为 8,491.1 亿元和 7,325.3 亿元。根据预测，在《资管新规》的严监管环境下，各券商资管业务将进入调整期，2019 年至 2023 年期间年复合增长率将大幅下降至 5.0%。

图 2-5 中国券商资产管理行业市场规模，2014-2023 年预测



来源：wind，头豹研究院编辑整理

中国券商资产管理行业市场规模在过去五年间的迅速发展，主要基于以下三点原因：

（1）发展初期及时清理整顿化解业务风险；（2）监管政策适时“松绑“，为券商资产管理业务快速发展提供基础；（3）跨业合作促进券商资产管理的飞速发展。但随着《资管新规》的限制，短期内券商资管市场规模快速增长的现象将不会出现。

innovation 创新地图 map

推广

前哨2020 科技特训营

掌握创新武器　抓住科技红利

Insights into Tech and the Future

直播时间
每周四20:00-21:00

全年50次直播课程
+私享群互动

随报随听



王煜全

海银资本创始合伙人
得到《全球创新260讲》主理人

扫码报名

微信咨询：InnovationmapSM
电话咨询：157-1284-6605

3 中国券商资产管理行业驱动因素

3.1 发展初期及时清理整顿化解业务风险

中国券商资管在发展初期遇到众多问题，相关部门及时清理整顿，为券商资管铺平道路。1995 年，中国人民银行批准券商从事资产管理业务。但在业务初期，各券商业务都普遍利用在证券承销过程中与客户建立的信任关系的方式，接受客户资金委托从事证券投资。由于当时行业刚刚起步，从业人员以及监管层对于资产管理的风险认知有限，并且相关法规不完善，从而导致各券商在对客户的资金进行“保底承诺”的前提下将大量资金投入二级市场中“坐庄”或“跟庄”，为后期的风险集中爆发埋下了隐患。

2004 年，中国证券市场低迷，券商资管业务风险随之爆发，出现大量券商挪用客户保证金的案例。如“南方证券”事件中，南方证券及其下属营业部自成立之日起至 2004 年 1 月，挪用客户交易结算资金，用于非法自营业务、为客户融资买入证券、对外投资、拆借等，涉案金额数量巨大，证监会对此作出行政处罚。针对上述现象，中国证监会于 2004 年 8 月全面部署和启动券商综合治理工作，随后制定并出台一系列相关政策法规规范市场，对于市场的及时清理整顿，该治理工作极大程度上成功化解了中国券商资管行业的风险，为券商资管行业的后续健康发展奠定了有利的监管基础。

3.2 监管政策适时“松绑”，为券商资产管理业务快速发展提供基础

基于中国居民资产管理需求的不断提升和资产管理行业的跨业竞争态势，中国券商资管的政策逐步“松绑”。2009 年，中国证监会批准东方证券成立中国首家券商资产管理子公司，并在 2012 年 5 月召开证券业创新大会，这次会议是对券商业务“松绑”的讨论，会议讨论三个议题：（1）将券商资管计划由审批制转为备案制，从而极大地缩短发行时间，让券

商的产品更加灵活；（2）放宽券商资管的投资范围和产品设计要求，券商可根据不同客户的风险偏好及风险承受能力，设计不同类别的资管产品，提高整体收益率；（3）拓宽专项资产管理的功能，让专项资管可与银行资金、保险资金等重要资金进行对接，为券商资管创新提供重要通道。

券商资产管理业务的管制放松极大促进中国证券市场的发展。一方面，放宽券商业务经营方式、杠杆率限制等政策创新极大程度提高了中国金融市场流动性，同时也提升券商自身盈利能力；另一方面，监管层在风险可控范围内放松管制，允许券商“试错”，在探索过程中不断完善证券市场体系，推动券商资管迎来迅猛发展时期。

3.3 跨业合作促进券商资产管理的飞速发展

在当前中国金融机构“大资管”的情况下，券商依靠自己强大实力与其他各金融机构保持紧密的联系。在券商的跨业合作中，以“银证合作”作为代表的业务，为券商资产管理打开了广阔的市场空间。从商业银行方面来看，中国的商业银行无论从体制、运行机制、业务模式、金融工具上看仍然相对传统，创新能力明显不足，远跟不上经济体制改革的步伐，也无法满足居民金融服务多样化、个性化需求。从证券业来看，证券市场的发展离不开资金推动，而银证合作为券商自营业务提供新的融资来源，所以银行与券商的跨业合作让中国券商资产管理业务有机会利用银行丰富的理财资金来弥补自身在资产管理上资金不足的劣势。同时，券商只有不断地丰富自身的产品线，提高其投资产品的回报率，才能有效壮大其资产管理业务。

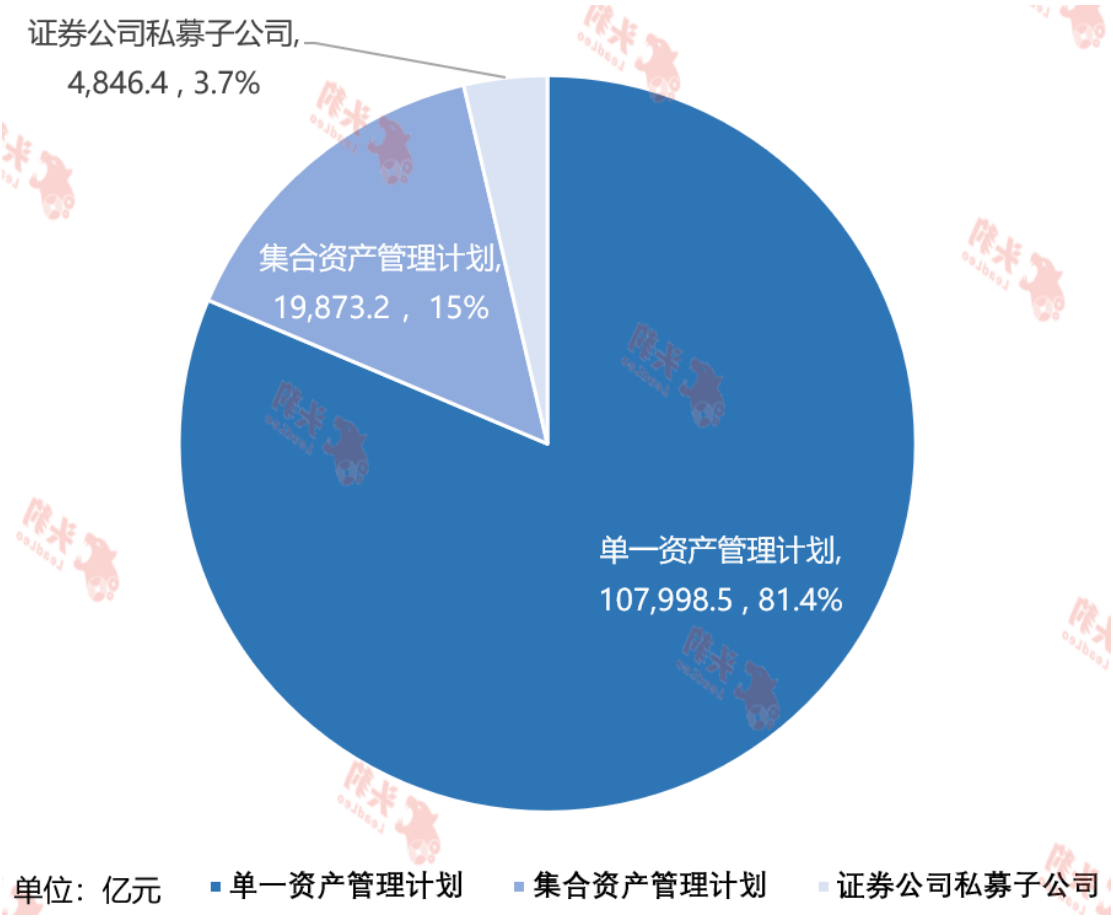
4 中国券商资产管理行业制约因素

4.1 业务结构不合理

中国券商资管定向资产管理比重过大。在目前中国券商资管依赖“银证合作”背景下，由于定向资管业务属于通道类业务，可按照单一委托人意愿，将资管计划资金投向指定项目，券商作为名义管理人将定向资管计划作为通道，借助银行庞大资金实现盈利，实质上是帮助银行释放了信贷额度，从而在通道业务中赚取管理费用。对于资管机构而言，利用定向资管计划获得利润实质上是监管套利。券商资管应发展属于券商主动管理业务的集合资管计划，，加强主动管理业务，保证券商资管长久发展。

根据 2019 年中国证券投资基金业协会信息披露，截至 2019 年 3 月底，中国券商及其子公司私募资产管理业务规模共计 132,718.3 亿元，产品数量合计 18,060 只。其中定向资产管理计划产品数量共计 13,464 只，资产规模 107,998.5 亿元，占私募资产管理业务总规模比例为 81.0%，集合资产管理计划产品数量共计 3,705 只，资产规模 19,873.2 亿元，券商私募子公司私募基金产品数量共计 891 只，资产规模 4,846.4 亿元，占比 15%（见图 4-1)。然而，据中国证券基金业协会发布的《中国证券投资基金年报》显示，定向资产管理的平均管理费率为 0.1%，远低于集合资管计划的 0.5%，整体业务水平利润较低。在面对《资管新规》严监管下，券商资管应以集合资管作为主营业务，发展主动管理业务，逐渐去除定向资管通道类业务。

图 4-1 券商资管业务结构



来源：中国证券投资基金业协会，头豹研究院编辑整理

4.2 投资范围有限造成市场竞争激烈，差异化优势难以显现

对标其它资产管理机构产品，券商资管产品投资范围很大程度上受到的法律法规限制，造成券商资产管理业务的投资范围较为狭隘，也难以有效分散投资风险。尤其是在《资管新规》发布之后，政策对于券商资管的投资范围进一步限制，导致行业中各券商资管业务模式基本相似，产品同质化现象严重。由于中国开展券商资产管理业务的机构众多，券商资管较难发挥差异化优势，从而加剧了行业间的竞争。

激烈的竞争格局对券商资管的业务创新提出了更高要求，一方面，产品同质性要求各券商资管公司需要金融创新，发展个性化产品，以保持自身竞争力。另一方面，其它资产管理机构的产品也具有各自特点与优势，如保险资管的高稳定性、信托资管的融资便利性均优于券商，势必将挤压券商资管的发展空间。

4.3 风险控制不足

中国券商资产管理业务由于依靠通道业务，不承担主体风险，导致内部风控不足。券商在与商业银行的“银证合作”关系中，券商通常只提供通道服务从而帮助商业银行规避贷款额度和投资标的限制，但券商不会参与资金的运作，不会承担主要的风险责任，也不会有相应完善的风控体系。不健全的风控体系让券商资管问题频出。如 2019 年 5 月，中国证监会黑龙江监管局出具《关于对华林证券股份有限公司采取出具警示函措施的决定》指出“华林证券作为红博会展信托受益权资产支持专项计划管理人存在如下问题：(1) 对特定原始权益人、担保人的尽职调查不到位。对相关主体内部控制、关联关系和担保人的债务结构等情况尽调不到位；(2) 专项计划的部分风险防范措施、增信措施落实不到位，风险监测不及时，披露不充分。”警示函明确指出华林证券应加强对资产证券化业务法律法规的学习，强化业务质量控制，加强合规风控管理，杜绝此类问题发生。

2019 年 5 月，中国证监会湖南监管局出具《关于对财富证券有限责任公司采取责令增加内部合规检查的次数行政监管措施的决定》(以下简称“《监管函》”)，该《监管函》指出财富证券未及时向个别委托人披露个别季度的资产管理季度报告，定向资产管理业务投资决策制度不健全，未有效控制资管部门与其他业务部门之间敏感信息的不当流动和使用，未有效避免资管业务与其他业务之间的利益冲突，并对财富证券采取责令增加内部合规检查的次数的行政监管措施，要求财富证券在 2019 年 5 月至 2019 年 11 月期间，至少每 3 个月开展一次资产管理业务内部合规检查，并在每次检查后 5 个工作日内，向证监局报送合规检查报告。

上述行政监管措施表明当前中国券商对资管风险控制的意识和能力仍有待提升，部分券商未履行好托管人的职责，极大程度影响整个券商资管行业健康发展。与国外投行资管业务风险控制能力相比，中国券商还有一定的差距。以美国券商资管行业为例，部分券商为确保

风险能够被正确监测、识别和控制，建立了具有全球流动性和风险管理的机构。中国券商资管业务虽然也逐渐建立控制风险的组织结构和制度体系，但风险控制技术应用、资管投资决策者及相关人员的风险防范意识等方面仍有不足，市场风险、流动性风险和操作风险机制仍需防控，风险管理系统仍需加强和深化。

5 中国券商资产管理政策分析

2017 至 2018 年，中国券商资产管理领域相关政策密集出台，对券商资产管理行业产生深远影响，全新的券商资产管理行业监管格局逐渐成型（见图 5-1）。

图 5-1 券商资产管理相关政策

政策名称	颁布日期	颁布主体	主要内容及影响
《关于进一步扩大金融业对外开放的有关举措》	2019-07	中国人民银行	允许境外资产管理机构与中资银行或保险公司的子公司合资设立由外方控股的理财公司。将原定于2021年取消证券公司、基金管理公司和期货公司外资股比限制的时点提前到2020年
《证券期货经营机构私募资产管理业务管理办法》	2018-10	银保监会	是为进一步加强对证券期货经营机构私募资产管理业务的监管，规范市场行为，强化风险管控
《关于进一步明确规范金融机构资产管理业务指导意见有关事项的通知》	2018-07	中国人民银行	按照资管新规，明确执行要求，为了避免影响金融市场波动
《关于规范金融机构资产管理业务的指导意见》	2018-04	中国人民银行	针对银行资产管理的刚性兑付、多层嵌套、杠杆不清、套利频繁等问题，目的在于消除多层嵌套，打破刚兑，统一杠杆，强化资本约束

来源：头豹研究院编辑整理

2019 年 7 月，为贯彻落实党中央、国务院关于进一步扩大对外开放的决策部署，在深入研究评估的基础上，中国人民银行印发《关于进一步扩大金融业对外开放的有关举措》(以下简称“《举措》”)，《举措》核心内容在于：(1) 鼓励境外金融机构参与设立、投资入股商业银行理财子公司；(2) 允许境外资产管理机构与中资银行或保险公司的子公司合资设立由外方控股的理财公司；(3) 将原定于 2021 年取消券商、基金管理公司和期货公司外资股比限制的时间点提前到 2020 年；(4) 允许外资机构获得银行间债券市场 A 类主承销牌照

等。中国资管市场规模和发展潜力巨大，但现有资管机构难以完全满足快速增长的多元化市场需求。目前中资各资管机构与国际先进资管机构相比，成立时间较短、经验较少，对此，银保监会新闻发言人指出，允许境外资产管理机构与中资银行或保险公司的子公司合资设立由外方控股的理财公司，前期可采取试点方式，优先支持国外市场公认的成熟稳健财富管理机构进入，既可全部募集人民币资金，也可募集部分外币长期资金。在试点过程中，银保监会将更加注重监管的专业性、审慎性、稳定性，更加注重事中事后监管，通过现场检查和非现场监管等方式引导机构合规稳健发展，并及时总结试点经验，适时研究扩大试点范围。

2018 年 7 月，为了指导金融机构更好地贯彻执行《关于规范金融机构资产管理业务的指导意见》，确保规范资产管理业务工作平稳过渡，为实体经济创造良好的货币金融环境，经人民银行、银保监会、证监会共同研究发布《关于进一步明确规范金融机构资产管理业务指导意见有关事项的通知》(以下简称“《通知》”)，《通知》内容包括：(1) 进一步明确公募资产管理产品的投资范围；(2) 进一步明晰过渡期内相关产品的估值方法；(3) 确过渡期的宏观审慎政策安排。

2018 年 4 月，中国人民银行、中国银行保险监督管理委员会、中国证券监督管理委员会、国家外汇管理局联合印发《关于规范金融机构资产管理业务的指导意见》(以下简称“《资管新规》”)。本次出台的《资管新规》涵盖以下内容：(1) 在进行资管业务时，要求金融机构不得承诺保本保收益，产品出现兑付困难时不得以任何形式垫资兑付；(2) 引导金融机构转变预期收益率模式，强化产品净值化管理，并明确核算原则；(3) 明示刚性兑付的认定情形，包括违反净值确定原则对产品进行保本保收益、采取滚动发行等方式保本保收益、自行筹集资金偿付或委托其他机构代偿等；(4) 分类进行惩处，金融机构由金融监督管理部门和中国人民银行依法纠正并予以处罚；(5) 强化外部审计机构的审计责任和报告要求。

6 中国券商资产管理行业发展趋势

6.1 发挥自身优势，减少监管套利发展主动管理业务

资管新规的出台，重点针对资产管理业务的多层嵌套、杠杆不清、套利严重、投机频繁等问题，设定统一的规范和标准，监管层在细节上全方位出击，极大程度封锁券商资管的通道业务，迫使中国各券商资管机构发挥自身优势，加强主动管理，减少监管套利。从“大资管”的各子行业对比分析来看，券商资产管理有以下的独特优势：

（1） 投研优势

券商拥有大量的研究人员和各类分析师，对于中国经济形势能够准确把握，并对各行业发展前景和发债企业以及各类上市公司有着持续的跟踪调查。

（2） 投资管理优势

券商资管有良好的薪酬激励制度，吸引众多优秀的人才，从而实现货币、债券、股市、衍生产品等全金融市场的资产合理配置，可根据不同需求进行合理配置，投资管理能力强。

（3） 渠道优势

券商拥有众多的分支机构和营业网点，数量上与银行相比虽然有所差距，但对标其他资产管理机构仍具有相对优势，在众多的网点中，券商机构培养大批的投资顾问服务投资者，与投资者建立信任关系。

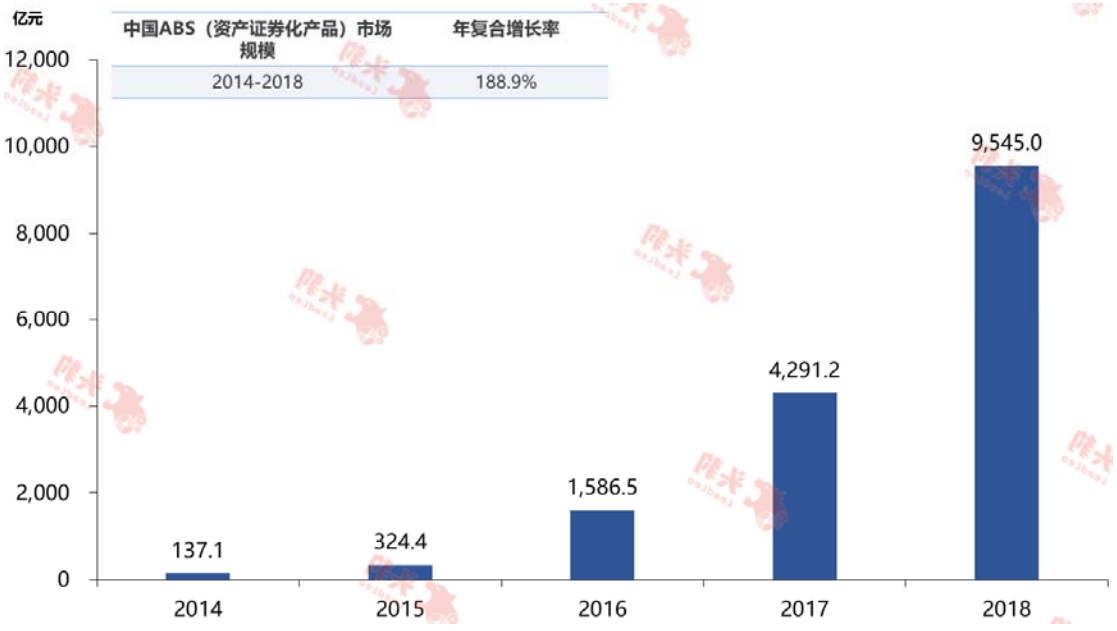
资产管理行业竞争激烈且高度市场化，券商在股票、债券、衍生品等证券的研究和投资领域具备较强的竞争优势在发展主动管理业务的过程中，券商资管的投资研究方向纵向覆盖一级市场和二级市场，横向覆盖股票、债券及各种大类资产，兼具一级市场产品提供商和二级市场交易商的双重角色，并基于与银行良好的合作关系，与银行和各其他金融机构建立良好的产品代销合作关系，拓宽销售渠道，努力耕耘券商资管的主动管理业务，让券商资管回

归正常发展模式。

6.2 推动资产证券化，发展专项资管

2017 年 7 月，第五次中国金融会议在北京召开，会议重点围绕金融服务实体经济、防控金融风险、深化金融改革进行讨论并作出部署。中国共产党第十九次全国代表大会强调“深化金融改革，增强金融服务实体经济能力”，当前金融工作重点已转变为防范金融风险，以金融改革为主线，促进金融与实体之间的良性循环。资产证券化作为对接实体经济的重要工具，在 2014 年资产证券化备案制落地后迎来黄金时代。2018 年，券商资管集合计划、定向计划规模持续收缩，券商资产证券化业务仍然延续持续增长的态势。2014 年企业 ABS 共发行 137.1 亿元，2018 年企业 ABS 共发行 9,545.0 亿元（见图 6-1）。

图 6-1 中国 ABS（资产证券化）市场规模，2014-2018 年



来源：Wind，头豹研究院编辑整理

近年来券商资产证券化业务快速发展，但仍有广阔的发展空间。资管新规规定，“资产管理产品”并不包括公募 ABS，因此，未来公募 ABS 将不受杠杆比例、分级设置、产品嵌套的相关规定约束，在未来非标资产被动收缩的情况下，ABS 可成为“非标转标”的途径。同时，在打破刚兑的背景下，ABS 的吸引力将大大增加，未来随着监管体系及市场的成熟，

ABS 的基础资产范围不断扩大，ABS 将具有广阔的空间，而券商可通过灵活设计、强化基础资产筛选等措施着力发展公募 ABS 从而实现调结构、扩规模、增收入的目的。

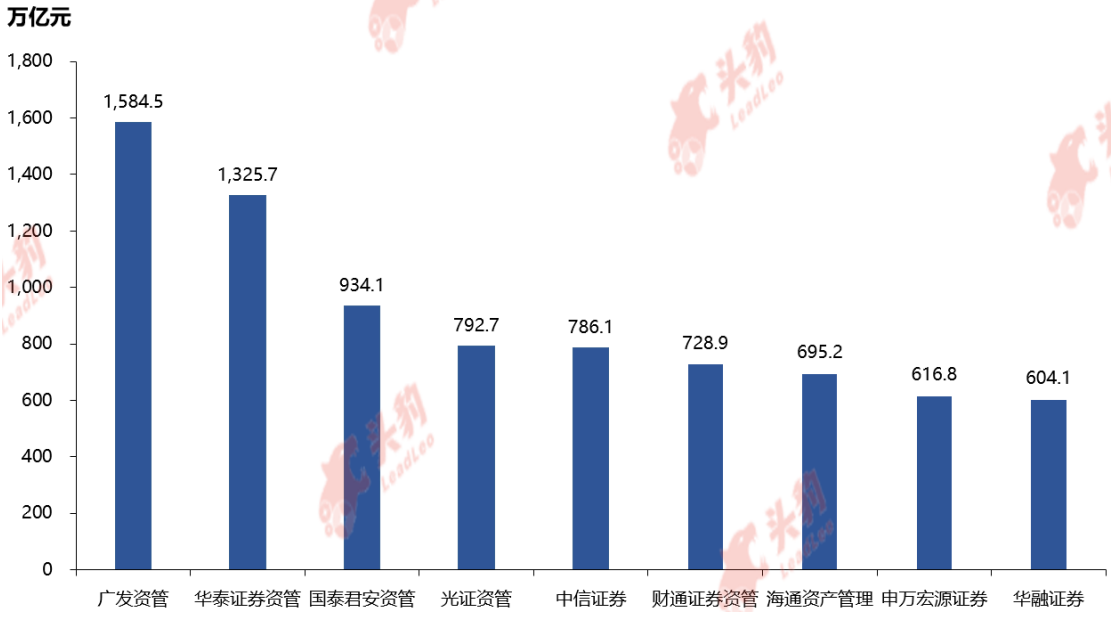
通过资产支持专项计划开展资产证券化业务，是券商资管独有的制度优势。由于普通投资者无法直接进入交易所进行交易，所以普通投资者必须通过券商的交易席位交易股票。根据证监会的规定，专项计划特指投资于“未通过证券交易所转让的股权、债权及其他财产权利”和“中国证监会认可的其他资产”的特定客户资产管理计划。“未通过证券交易所转让的股权、债权及其他财产权利”的表述十分宽泛，使专项资产管理计划的投资范围覆盖几乎所有的融资方式，这也为券商资管提供广阔的发展空间。

7 中国券商资产管理行业竞争格局

7.1 中国券商资产管理行业竞争现状分析

在当前“大资管”的市场背景下，金融跨界冲击，银行理财、保险理财、信托计划、私募理财迅猛发展，增加了券商资管外部竞争压力。同时，券商资管产品和业务同质化情况严重，导致内部竞争压力也持续加大。截至 2018 年，券商资管共计发行产品数量 4,423 只，份额合计 17,286.2 亿份，资产净值合计 18,482.8 亿元。排名前十的券商资管机构分别为广发资管、华泰证券资管、国泰君安资管、光证资管、财通证券资管、海通资产管理、申万宏源证券、华融证券和银河金汇资管（见图 7-1）。

图 7-1 中国券商资管产品市场规模，2018 年



来源：Wind，头豹研究院编辑整理

7.2 中国券商资产管理行业典型企业分析

7.2.1 广发证券资产管理（广东）有限公司

7.2.1.1 企业概况

广发证券资产管理（广东）有限公司（以下简称“广发资管”）的前身是广发证券资产管理部，系广发证券旗下全资子公司，注册资本 10 亿元，于 2014 年 1 月成立，是华南地区首家券商系资产管理公司。广发资管全面承继广发证券原资产管理部的相关业务。

7.2.1.2 业务介绍

广发资管的产品分为定向理财和专享理财。在定向理财中，有以下不同组合：

（1） 固定收益组合

以各种期限和类属的债券品种为主，辅以新股申购，力求在风险可控下实现资产的长期稳定增值。

（2） 股债混合组合

通过对股票、债券等大类资产的动态灵活配置，动态把握不同阶段中各类别资产投资价

值、投资机会和风险收益特征的相对变化，追求组合的长期稳定增值，并力求获取超额回报。

（3） 基金精选组合

基于对各基金品种的深入研究，灵活配置股票型基金、混合型基金和债券型基金的投资比例，在保持投资组合低风险和充分流动性的前提下追求资产的增值。

（4） 股票基金组合

出于规避风险及分散投资的需要，在基金组合基础上增加成长型股票，从而提高组合资产收益率，追求资产的稳健增长。

（5） 股票精选组合

依托中国快速发展的宏观经济和高速成长的资本市场，通过积极把握市场趋势，灵活配置成长类股票和价值类股票，寻求超额回报。

在专项理财中包括标准型资产证券化 ABS、以及市场化的资产证券化 MABS（Market-based ABS）两方面，为金融机构、实体企业等各类机构量身定做提供融资、优化财务报表、拓宽融资渠道、项目咨询等专业化服务，为资金方提供风险收益匹配、设计合理、高附加值的多元化产品选择。

7.2.1.3 竞争优势

广发证券是中国首批综合类券商，自 1994 年开始，一直稳居中国十大券商行列。广发资管作为中国首家券商集合资产管理计划发行人和管理人，投资业绩和资产管理规模居中国券商前列。

（1）综合资源优势突出

广发证券与基金公司等其他管理人相比，其优势是业务体系贯穿整个行业链条，广发资管充分借鉴广发证券丰富的投资银行业务经验，提升投资研究的深度和广度。

（2）投资管理经验丰富

广发资管经验丰富，从 2012 开始从事定向资产管理业务，是中国最早开展定向资产管理业务的券商之一。

（3）投资研究力量雄厚

广发资管依托公司研发中心和部门研究团队，配备专业的定向资产投资管理团队，投资经理均为资深投研人员。

（4）风险控制体系严谨

广发资管制定严格的风险控制制度，专门设有合规风控岗，通过 IT 系统全程监控风险。

7.2.2 华泰证券（上海）资产管理有限公司

7.2.2.1 企业概况

华泰证券（上海）资产管理有限公司（以下简称“华泰资管”）成立于 2014 年 10 月，是华泰证券股份有限公司的全资子公司，截至 2018 年 6 月，注册资本金达 26 亿元。2014 年 7 月，中国证监会向华泰证券下发《关于核准华泰证券股份有限公司设立资产管理子公司的批复》(证监许可 [2014] 679 号)文件。同年 12 月，华泰资管取得中国证监会下发的《经营证券业务许可证》，业务经营范围为证券资产管理。根据上述批复和行政许可文件，公司取得中国证监会关于开展私募资产管理业务的资格。

公司前身为华泰证券资产管理总部，自 1999 年起开展客户资产管理业务以来，管理资产规模持续稳健增长。

7.2.2.2 业务介绍

公司业务布局涵盖：权益投资、固定收益投资、量化投资、资产证券化、资本市场业务、跨境投资和另类投资等多领域，建立了覆盖由低到高不同风险收益特征的丰富产品线。

公司经营范围包括集合、定向和专项资产管理业务，公开募集证券投资基金业务及中国

证监会批准的其它业务。

（1）资产管理

自 2005 年开展集合业务以来，目前旗下集合型产品涵盖股票型、混合型、债券型、货币型、FOF、股票质押型及 QDII 等多种类型。

（2）定向资产管理

对不同的投资管理需求和风险偏好，通过定向资产管理计划为拥有一定资金实力的机构和个人客户提供“一对一”、定制化的资产管理服务。

（3）专项资产管理

立足于资产证券化在内的特色业务开展专项资产管理，同时业务已经拓展至互联网消费金融、保障房、租赁债权、供应链金融、金融同业资产、不动产等领域。

（4）公募基金

公司旗下管理基金产品涵盖货币市场基金、债券基金、股票基金及指数基金。

7.2.2.3 竞争优势

（1） 风险控制能力强

华泰资管有较强风险控制能力，例如公司的 ABS 业务，华泰资管依托 ABS 存续期管理制度、系统和风险处置预案，严格、实时防范和处置风险。利用独有的 ABS 存续期管理系统的日历提醒功能，及时跟踪和掌握基础资产现金流归集情况、准确处理各类兑付兑息和信息披露工作。同时，也会对原始权益人、基础资产和增信方等进行定期跟踪，确认兑付资金落实情况。在发现潜在风险时，将会启动风险处置预案、并成立风险处置小组，化解或处置风险。

（2）研发能力强

华泰资管坚持关键系统的自主研发，研发水平始终处于领先水平：（1）公司运用金融科

技提升营销服务平台，优化客户服务；(2) 优化投资顾问工作平台，加强综合金融服务；(3) 推出智能金融终端 MATIC 和行情服务平台 INSIGHT，不断提升专业服务能力，满足客户多元化金融服务需求。研发持续投入为公司搭建起高效的中后台 IT 系统，能够及时反映公司自身的业务需要，避免系统工程外包带来的滞后性问题，并且降低了公司的运营成本、提升运营效率。2014 年推出移动端应用“涨乐财富通”，月度活跃用户数连续三年位居券商 App 榜首，成为公司获客和引流的重要平台。

（2） 专业化、差异化、个性化服务

2016 年公司通过收购 AssetMark 全面推动资产管理转型。与银行资产管理部门相比，券商在客户资源方面并不占优，需要发挥投资专业化的特色和优势。对此，华泰证券采取差异化服务体系设计，强化金融产品部门的核心作用，针对不同客户群体需求，提供专业化、差异化、个性化资产管理服务。华泰证券始终走在财富管理转型发展的行业前列，广受关注的是 2016 年其全资子公司收购 AssetMark FinancialHoldings, Inc.并实现绝对控股，迈出了借鉴海外先进经验、实施财富管理转型发展的重要一步。

7.2.3 海通证券资产管理有限公司

7.2.3.1 企业概况

海通证券资产管理有限公司（以下简称“海通资管”）是在原海通证券客户资产管理部基础上组建起来的、由海通证券股份有限公司全额出资的子公司，于 2012 年 7 月开业，注册资本为人民币 22 亿元，是目前中国注册资本金最大的券商系资产管理公司之一。2006 年发行首只集合理财产品，2008 年获得中国合格境内机构投资者从事境外证券投资管理业务资格。2012 年 9 月，首批获得保险资金投资管理人资格。2013 年 6 月取得 5 亿美元的 QDII 外汇额度，2015 年 1 月再获批新增 3 亿美元的 QDII 外汇额度，共计 8 亿美元。2014 年成功发行浦发 BT 回购项目专项资产管理计划，是海通证券首单资产证券化项目。

7.2.3.2 业务介绍

海通资管经营范围为证券资产管理业务，包括：定向业务、集合业务、专项业务、QDII业务和创新业务。公司已打造包括传统权益型、传统固定收益型、量化对冲型、现金管理型、另类投资型、资产证券化、基金以及 QDII 等全业务产品线。结合海通证券的金融控股集团优势，公司与投资银行、并购重组、国际业务、PE 投资等母公司业务部门深度嵌入式合作，为投资人提供全方位多层次体系化的服务。

（1） 集合资产管理业务

为中等净值（5 万元以上）的机构和个人客户，根据群体性特征，提供优质的理财服务。其中，对于净值在 100 万元以上的客户提供“小众化”专属的限额特定集合资产管理计划(又名“小集合”)。 包括大集合、小集合等业务模式在内，海通资产管理已形成涵盖货币型、量化对冲型、债券型、FOF 型、混合型、股票型等多种多样的产品序列，覆盖风险收益水平由低至高的各类投资业务。公司还面向不同风险偏好的投资者推出分级型的集合计划，既能满足较低风险偏好投资者的投资确定性需求，也能为较高风险偏好的投资者提供获取高收益的机会。作为券商的客户资产管理业务条线，海通资产管理还结合自身业务特点为券商经纪业务客户打造现金管理产品，该产品面向持有高流动性资金的客户，每个工作日可为客户提供参与退出服务，产品投资收益远高于银行活期存款，在盘活客户保证金的同时也增强了券商自身在金融机构中的竞争力。

（2）定向资产管理业务

根据个性化需求为高净值（1,000 万元以上）的机构和个人客户提供高端专属的定制服务。投资范围在符合国家法律法规要求的基础上由双方协商确定。

（3）专项资产管理业务

针对特定目的的客户提供资产管理服务。相比普通的集合资产管理业务，专项资产管

理业务具备更灵活的投资范围和业务模式，是发展创新类业务的一大突破口。

（4）QDII 业务

通过集合计划、定向计划、专项计划受托投资于全球市场。海通证券于 2008 年即获得了中国证监会批准的 QDII 业务资格。海通国际证券集团有限公司作为公司 QDII 业务的境外交易券商，充分体现海通证券的集团化优势。

（5）资产证券化业务

是将能够产生稳定现金流的企业或金融机构优质的资产独立出来作为基础资产，通过券商设立专项计划向机构投资者发售受益凭证并在证券交易所公开发行和流通。专项计划通过基础资产所产生的现金收入向投资者偿付本息。

- 头豹研究院是中国大陆地区首家 B2B 模式人工智能技术的互联网商业咨询平台，已形成集行业研究、政企咨询、产业规划、会展会议行业服务等业务为一体的一站式行业服务体系，整合多方资源，致力于为用户提供最专业、最完整、最省时的行业和企业数据库服务，帮助用户实现知识共建，产权共享
- 公司致力于以优质商业资源共享为基础，利用大数据、区块链和人工智能等技术，围绕产业焦点、热点问题，基于丰富案例和海量数据，通过开放合作的研究平台，汇集各界智慧，推动产业健康、有序、可持续发展



四大核心服务：

企业服务

为企业提供**定制化报告**服务、**管理咨询**、**战略**调整等服务

云研究院服务

提供行业分析师**外派驻场**服务，平台数据库、报告库及内部研究团队提供技术支持服务

行业排名、展会宣传

行业峰会策划、**奖项**评选、行业**白皮书**等服务

园区规划、产业规划

地方**产业规划**，**园区**企业孵化服务

头豹 LeadLeo

报告阅读渠道

头豹科技创新网 —— www.leadleo.com PC端阅读全行业、千本研报



头豹小程序 —— 微信小程序搜索“头豹”、手机扫右侧二维码阅读研报


图说


表说


专家说


数说

详情请咨询

客服电话

400-072-5588

上海

王先生： 13611634866
李女士： 13061967127

南京

杨先生： 13120628075
唐先生： 18014813521

深圳

李先生： 18916233114
李女士： 18049912451