分报告之三：
2014年中国证券公司资产管理业务发展回顾与展望

第一章
2014年中国证券公司资产管理业务的总体情况

第一节　2014年中国证券公司资产管理业务的发展环境

作为证券公司发挥专业优势、支持实体经济健康高效发展的重要手段，2014年资产管理业务规模继续大幅扩大。虽然相对于国内其他资产管理机构，证券公司资产管理业务在理财市场份额的占比仍然较低，同时存在着发展结构不均衡、通道业务比重较大等问题，但其崛起趋势已然形成，且背后有着深刻的社会发展必然性。

2014年我国GDP同比增长7.4%，国民经济平稳增长；全年CPI同比上涨2.3%，经济在保持着稳步增长的同时，控制物价过快增长的调控目标也得以实现；同时，我国国内居民可支配收入保持持续增长态势，这为证券公司资产管理业务的继续发展奠定了基础。另外，经历了2013年制度环境的重大变化后，2014年证券公司资产管理业务的相关政策进入巩固和深化阶段，例如《关于进一步促进资本市场健康发展的若干意见》（简称新“国九条”）、《关于进一步推进证券经营机构创新发展的意见》、《沪港股票市场交易互联互通机制试点若干规定》等一系列政策规定大大拓宽了证券公司资产管理业务的投资范围以及创新空间；

中国证监会颁布的《证券公司及基金管理公司子公司资产证券化业务管理规定》使资产证券化业务正式实行事后备案制和资产负面清单制等。

一、推动证券公司资产管理业务发展的经济环境

在推动证券公司资产管理业务发展过程中，除经济增长速度和居民可支配收入外，利率市场化、居民资产配置等都已成为新的重要经济因素。

第一，经济增长和由此导致的居民财富积累是证券公司资产管理业务发展的源泉。2014 年我国经济增长率为 7.4%，尽管相比前几年增速有所放缓，但环顾世界其他经济体的增长状况，我国经济仍处于快速增长阶段（见图 1－1）。同时，我国居民可支配收入随着经济的快速增长也保持着稳定增长的态势。

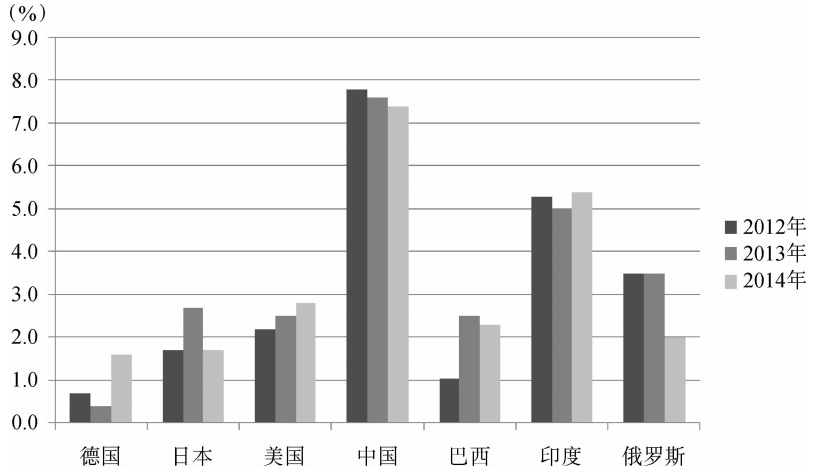

图 1－1　2012—2014 年世界主要经济体经济增长状况对比

资料来源：根据国际货币基金组织（IMF）数据绘制。

第二，随着利率市场化的深入和金融脱媒的深化，银行等金融机构利润水平受到不同程度冲击。但挑战与机遇并存，利率市场化进程也将加速财富管理市场的发展，证券公司资产管理业务便有望从中受益。特别地，利率市场化后银行开发理财产品也将更多与证券公司合作，这是理财产品定价和结构设计的要求会越来越高决定的。

第三，根据中国人民银行每季度公布的城镇储户问卷调查报告分析，2014 年我国倾向于进行更多投资的居民比例一直稳定在 35% 左右；至于投资的资产类别，我国居民偏爱的前三种投资方式依次为：“基金及理财产品”、“房地产投资” 和 “购买债券”，其中 “基金及理财产品” 最受欢迎。

二、推动证券公司资产管理业务发展的制度环境

2014 年，“放松管制，加强监管” 依然是证券公司资产管理业务的政策导向，但市场化

成为主导。例如2014年11月19日，中国证监会颁布《证券公司及基金管理公司子公司资产证券化业务管理规定》，资产证券化业务管理人范围由证券公司扩展至基金子公司，并且引入备案制，对基础资产实施“负面清单”管理。这将有利于提升资产证券化产品的发行、交易效率，从而帮助提高证券公司资产管理业务的主动管理能力。

2014年证券公司资产管理业务的主要政策变化如表1－1所示。

表1－1　　2014年证券公司资产管理业务的主要政策变化

监管主体	新颁布或修改的政策规定	主要政策变化
国务院	《关于进一步促进资本市场健康发展的若干意见》	（1）培育私募市场，对私募发行不设行政审批，允许各类发行主体在依法合规的基础上，向累计不超过法律规定特定数量的投资者发行股票、债券、基金等产品； （2）放开业务准入，支持符合条件的其他金融机构在风险隔离基础上申请证券期货业务牌照； （3）引导证券期货互联网业务有序发展，支持各类资产管理机构利用网络信息技术创新产品； （4）扩大合格境外机构投资者、合格境内机构投资者的范围，提高投资额度和上限。
中国证监会	《关于进一步推进证券经营机构创新发展的意见》	（1）支持证券经营机构拓展投资融资、销售交易、资产托管等基础功能，进行销售交易类产品创新，满足客户对非标准化产品的需求； （2）证券经营机构要创新和改进资产管理业务流程，提升产品销售、产品设计、投资运作、售后服务等环节的专业水平； （3）研究建立房地产投资信托基金的制度体系及相应的产品运作模式和方案，积极探索开展信贷资产证券化业务，支持证券经营机构设立并购基金、夹层基金、产业基金等直投基金。
中国证监会	《私募投资基金监督管理暂行办法》	（1）明确全口径登记备案制度，包括各类私募基金管理人和各类私募基金登记备案； （2）确立合格投资者制度，即从资产规模（净资产不低于1 000万元，个人金融资产不低于300万元）或收入水平（最近三年年收入不低于50万元）、风险识别能力和风险承担能力、单笔最低认购金额三个方面规定了适度的合格投资者标准； （3）明确了私募基金的募资规则； （4）提出了规范投资运作行为的有关规则，对整个私募市场的行为准则划定了一个运作底线； （5）确立了对不同类别私募基金进行差异化行业自律和监管的制度安排。
中国证监会	《证券公司及基金管理公司子公司资产证券化业务管理规定》以及配套指引	（1）统一以资产支持专项计划作为特殊目的载体开展资产证券化业务； （2）将资产证券化业务管理人范围由证券公司扩展至基金管理公司子公司，并将《证券公司资产证券化业务管理规定》更名为目前名称； （3）取消事前行政审批，实行基金业协会事后备案和基础资产负面清单管理； （4）强化重点环节监管，制定信息披露、尽职调查配套规则，强化对基础资产的真实性要求，以加强投资者保护； （5）将租赁债权纳入基础资产范围； （6）对于基础资产解除相关担保负担和其他权利限制的时点，明确为原始权益人向专项计划转移基础资产时需解除相关担保负担和其他权利限制； （7）明确要求为资产证券化业务出具专业意见的服务机构如审计、评估机构等应具备证券期货相关业务资格。

续表

监管主体	新颁布或修改的政策规定	主要政策变化
中国证监会	《沪港股票市场交易互联互通机制试点若干规定》	（1）明确了上海证券交易所、香港联合交易所、证券交易服务公司及中国证券登记结算公司、香港中央结算公司开展“沪港通”业务应当履行的职责； （2）对境内证券公司开展“沪港通”业务提出原则性要求； （3）明确了“沪港通”的业务范围、外资持股比例、清算交收方式、交收货币等相关事项； （4）对投资者保护、监督管理、资料保存等内容提出了相关要求。
中国证监会	《关于证券公司参与“沪港通”业务试点有关事项的通知》	（1）证券公司设立专门投资于香港股票，或者同时投资于内地股票和香港股票的资产管理计划，相关合同等法律文件应当约定相关股票投资比例和策略，并充分揭示风险； （2）现有资产管理计划参与“沪港通”交易，应当依法变更合同相关条款，按照合同约定的方式取得客户和资产托管机构同意，保障客户选择退出资产管理计划的权利，对相关后续事项作出合理安排，并依法履行相关备案程序； （3）证券公司应当针对资产管理计划参与“沪港通”交易，制定严格的授权管理制度和投资决策流程，强化内部控制制度，完善风险管理体系； （4）证券公司、资产托管机构应当依法确定资产管理计划参与“沪港通”的交易结算模式，明确交易执行、资金划拨、资金清算、会计核算等业务中的权利和义务，健全资金安全保障机制。
中国证券业协会	《关于进一步规范证券公司资产管理业务有关事项的补充通知》	（1）对《关于规范证券公司与银行合作开展定向资产管理业务有关事项的通知》中合作银行的范围进行明确； （2）进一步明确证券公司聘用第三方机构为集合资产管理计划提供专业服务应具备的条件； （3）规定证券公司分级集合资产管理计划的产品设计应遵循设计与风险收益相匹配的原则； （4）明确规定不得通过集合资产管理计划开展通道业务； （5）证券公司开展客户资产管理业务应当充分关注流动性风险。

资料来源：根据国务院、中国证监会、中国证券业协会、中国证券投资基金业协会等网站内容整理。

上述政策规定的颁布和实施无疑将对证券公司资产管理业务的发展产生直接且重要影响，如直接促进资产管理业务基础制度完善，帮助证券公司资产管理业务与其他业务进一步融合与转型等。

三、制度变革对推动证券公司资产管理业务发展具有重大意义

（一）促进资产管理行业基础制度完善

第一，新“国九条”强化了资产管理行业的竞争与退出机制。新“国九条”推动实施公开透明、进退有序的证券期货牌照管理制度，允许不同机构交叉持牌。这打破了原来业务的割裂，放宽了机构设置的限制，有利于资产管理行业的竞争机制与退出机制建立。

第二，证券公司资产管理业务的创新空间放大。虽然证券公司资产管理业务不得不面对

通道业务收紧和产品规模下降的情况，但其投资范围得到放宽，审批流程也被简化了；同时，证券公司资产管理业务中的公募基金产品和资产证券化产品渐次放开，市场准入制度逐步降低，“沪港通”开启。这都使得证券公司资产管理业务的创新空间进一步拓宽。

第三，中国证券业协会凸显了行业自律功能，对证券公司开展资产管理业务具体问题进行指导。针对证券公司较为普遍存在的聘用第三方机构提供专业服务的情况，规范了第三方机构应当具备的条件，避免证券公司聘请第三方机构出现良莠不齐的情况。银证合作定向资产管理业务是证券公司定向资产管理业务的重要组成部分，对该类业务作出了明确的规范。证券公司资产管理业务规模近年来迅速膨胀，不可避免地蕴藏某些风险因素。中国证券业协会将行业自律的重点放在风险防范方面，也提升了证券公司资产管理业务的可操作性。

（二）证券公司资产管理业务与其他业务进一步融合与转型

2014 年的一系列制度变革有效促进了证券公司资产管理业务与投资银行业务的进一步融合与转型，这既是对日渐增长的各类客户综合性理财需求的回应，也是证券公司未来业务发展的转型方向。佣金自由化改革后，单纯的低佣金已经无法有效吸引客户，只有让客户的资产保值增值，实现真正意义上的财富管理，才是证券公司留住客户的长久发展之道。未来资产管理业务发展的过程就是不断强化财富管理，实现保值增值的过程。

另外，相关制度变革也有利于构建证券公司跨业务合作的联动机制，如促进投资银行业务实现从传统的承销模式向“投行 + 资产管理”融合的综合金融管理服务转型。资产管理业务发展能够为投资银行业务带来丰富的客户资源和多元化、综合性的服务组合；投资银行业务的拓展能够为资产管理业务提供投资工具及产品设计、投资标的发行的对接平台。目前，企业和机构客户的金融需求已经不仅仅局限于股权和债权融资，还包括一系列的理财、投融资等金融需求。从国外投资银行的发展经验来看，投资银行业务的重点已经从首次公开发行上市业务，逐步向上市后的综合资产配置方向转移，包括企业现金的管理、再融资的解决方案、战略规划、收购兼并、全球资产配置等。这些衍生的资产管理性质的服务所带来的收入已远远超过首次公开发行承销的收入，成为欧美大型投资银行业务的主要收入来源。而这也将是我国证券公司业务的转变方向。以资产管理业务的发展为推手，证券公司的全面业务整合将进一步强化，证券公司也将走上综合创新的发展道路。

第二节　2014 年中国证券公司资产管理业务的发展情况

一、2014 年证券公司资产管理产品发行市场的特征

自 2013 年集合资产管理计划由审批制改为备案制，以及投资范围扩大以来，证券公司

集合资产管理计划呈爆发式增长。但 2014 年由于证券公司大集合产品发行停滞，只能发小集合产品，而小集合所针对的开户群体较窄，导致当年集合资产管理计划新发行出现回调，单只规模大幅下降。从规模上看，定向资产管理业务仍然是证券公司资产管理业务的主要构成，2014 年规模占比约 91.4%。此外，2014 年虽然有 17 家证券公司设立专项资产管理计划，但受托资金规模仅有 395.13 亿元。

下面对各类证券公司资产管理产品发行市场特征进行介绍。

（一）集合资产管理计划新发行数量小幅上涨，单只规模大幅下降

2014 年证券公司集合资产管理业务维持了 2013 年的蓬勃发展态势，充分体现了政策红利带来的结构性变化。但与 2013 年同期相比，2014 年新发行集合理财产品 2 197 只，仅小幅上涨 9.58%（见图 1－2）；单只规模 1.07 亿份，大幅下降 37.35%。

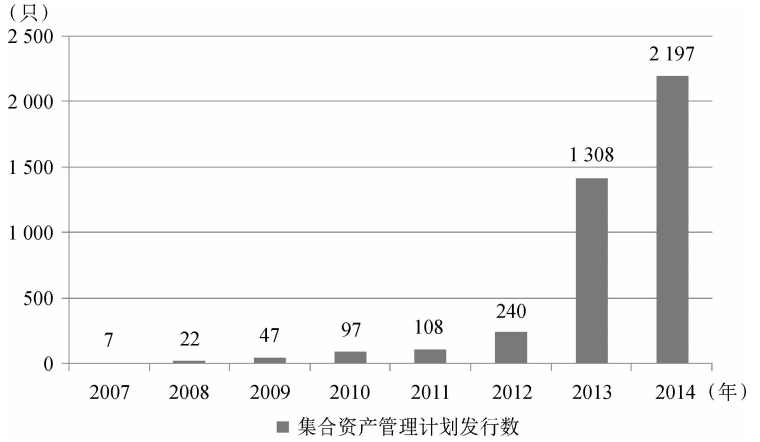

图 1－2　2007—2014 年证券公司集合理财产品新发行情况

资料来源：Wind 资讯。

从集合理财产品结构来看，债券型产品和混合型产品数量在 2014 年仍保持绝对优势；而由于 A 股市场持续波动，投资者对市场看法谨慎，股票型产品较少，增速也低于整体水平（见图 1－3）。

（二）定向资产管理计划发行规模增速减缓，但仍占绝对优势

监管政策放松之后，定向资产管理业务经过 2012 年的初步繁荣继续发展壮大，成为证券行业的主流业务模式。根据中国证券业协会数据，2014 年定向资产管理业务仍是证券公司资产管理规模崛起的主要力量，90 家证券公司开展相关业务，受托资金规模共约 7.28 万亿元，占比高达约 91.4%。此外，2014 年证券公司从商业银行等机构客户处获得的受托资金规模约 7.27 万亿元，占到定向资产管理业务总规模的 99.8%。

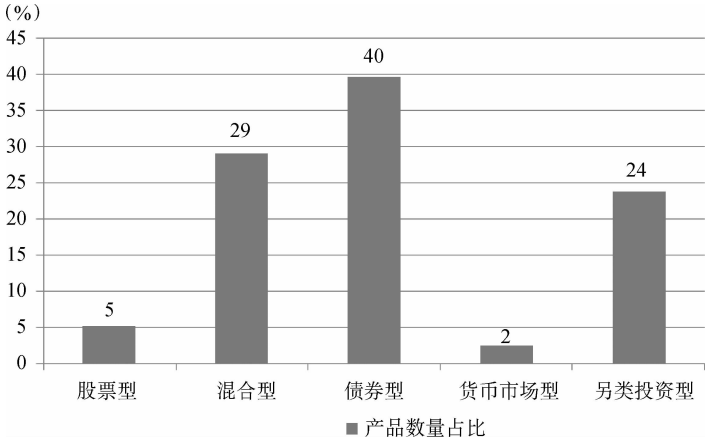

图 1－3　2014 年证券公司集合理财产品结构分布情况

资料来源：Wind 资讯。

（三）专项理财产品发行规模稳定增长

2014 年证券公司专项理财产品数量和规模都大幅增长。但由于基数较小，相比于集合、定向理财产品的发行数量和规模，专项理财产品仍然有非常大的差距（见图 1－4）。

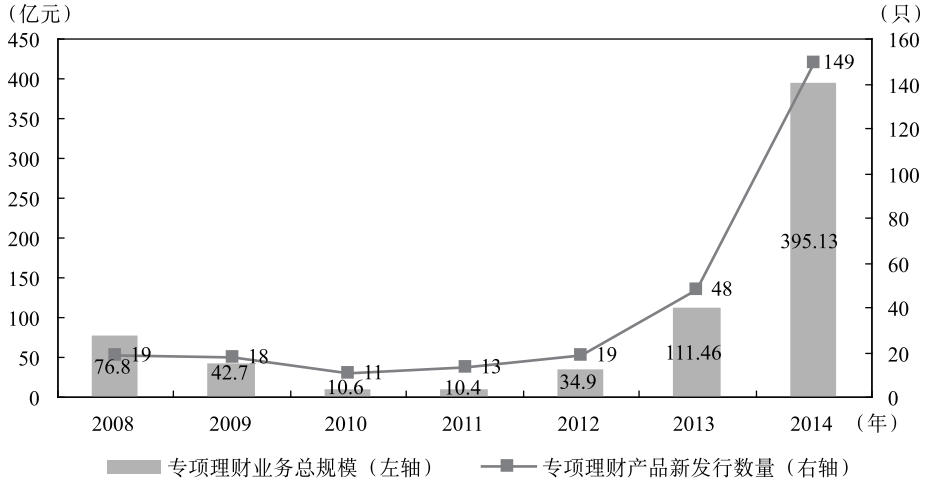

图 1－4　2008—2014 年证券公司专项理财产品新发行数量及规模

资料来源：根据中国证券业协会数据整理。

（四）资产证券化产品发行数量与规模井喷

2014 年，由于资产证券化业务由审批制改为备案制，证券公司资产证券化产品发行数量与规模均出现井喷，发行规模较 2013 年增加 4 倍多，发行数量较 2013 年增加 2 倍多（见图 1－5）。

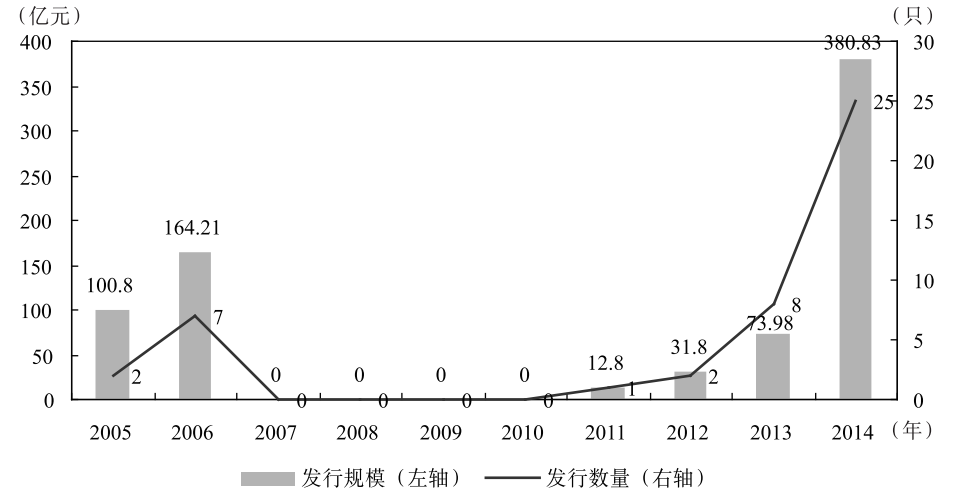

图 1－5　2005—2014 年我国证券公司资产证券化产品发行情况

资料来源：Wind 资讯、申万宏源证券。

（五）证券公司公募基金产品崭露头角

2014 年我国共有 7 只证券公司公募基金产品发行，其中，东证资管共发行 4 只，且均是混合型基金；浙商证券首只公募产品——浙商汇金转型成长也已发行；华融证券目前共发行两只公募产品，分别是货币基金华融现金增利和华融新锐混合基金；另外两家具备公募业务资格的证券公司暂无产品推出。

二、2014 年证券公司资产管理产品投资收益概况

2014 年证券公司资产管理产品的投资业绩有较大提升。具体地，2014 年共有 89 家证券公司开展集合资产管理业务，合计管理产品 2 197 只，受托资金总额 6 437.01 亿元。满一年业绩可查的 1 631 只证券公司集合理财产品（剔除清盘及成立未满一年的产品）平均收益率达 13.22%，呈现普涨局面。其中，1 305 只产品获得正收益，占比超过八成；收益为零的产品 237 只，占比 14.53%；其余的为亏损产品，占比仅 5.46%。整体来看，2014 年证券公司集合理财产品的收益情况要好于 2013 年（见图 1－6）。

从集合理财产品所属概念来看，在 2014 年实现正收益的产品中，28.74% 为混合型产品，债券型产品的比重为 45.90%，股票型产品所占的比重仅为 2.22%（见图 1－7）。

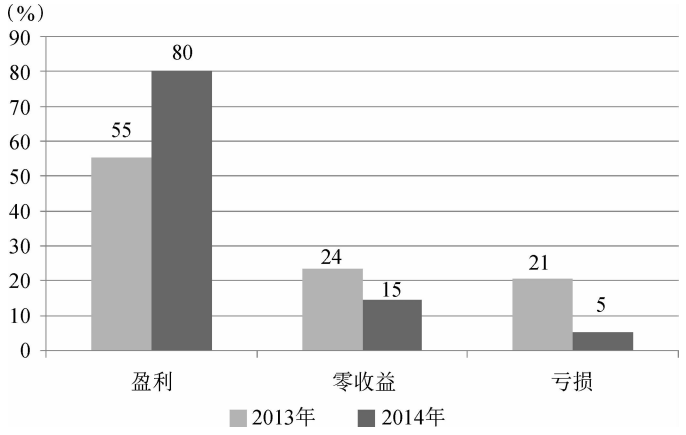

图 1－6　2013 年和 2014 年证券公司集合理财产品投资业绩比较

资料来源：根据 Wind 数据计算绘制。

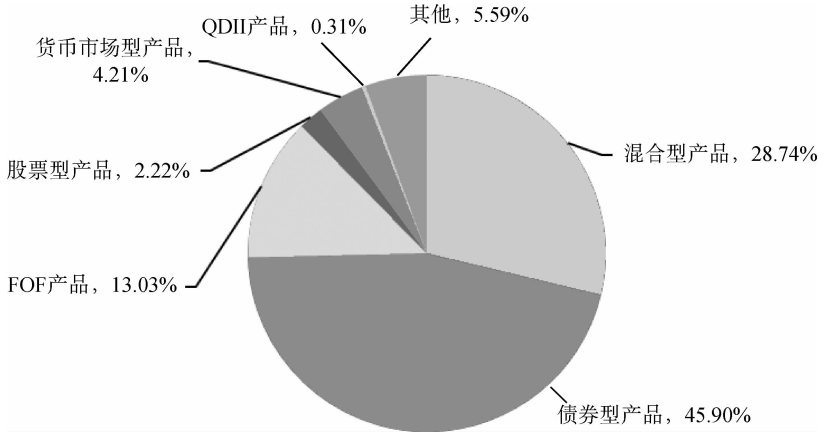

图 1－7　2014 年实现正收益的证券公司集合理财产品的类型及分布情况

资料来源：根据 Wind 数据计算绘制。

2014 年，证券公司混合型产品中“万联拓璞 2 号风险 B”收益率高达 217.55%，位列混合型产品第一位（见表 1－2）；股票型产品中收益率最高的是“安信安悦 B”，收益率为 341.92%（见表 1－3）；债券型产品中收益率最高的是“海通年年升风险级”，收益率达 640.55%（见表 1－4）；货币型产品中收益率最高的为“中信建投悠享财富 1 号”，收益率为 8.69%（见表 1－5）；另外，8 个 QDII 产品中收益率最高的是“国信金汇宝人口红利”，收益率为 10.89%（见表 1－6）。

表 1－2　　2014 年证券公司资产管理混合型产品收益率排名前 10 位

产品名称	收益率（%）	规模（亿元）	成立日期	投资类型	管理公司
万联拓璞 2 号风险 B	217.55	0.7213	2013 年 8 月 22 日	灵活配置型	万联证券
广发恒定 10 号进取级	200.92	1.3400	2013 年 12 月 12 日	灵活配置型	广发证券
渤海定增宝 1 号 C	191.59	3.8372	2013 年 10 月 29 日	灵活配置型	渤海证券
广发恒定 8 号进取级	190.63	2.3537	2013 年 12 月 11 日	灵活配置型	广发证券
华龙金智汇 3 号 B	152.13	0.6738	2013 年 3 月 25 日	灵活配置型	华龙证券
宏源鑫丰 1 号 B	150.01	8.8791	2013 年 6 月 20 日	灵活配置型	宏源证券
中山宝睿精选成长	112.92	0.8680	2013 年 5 月 8 日	灵活配置型	中山证券
华西证券金网 1 号	90.32	30.2254	2012 年 10 月 30 日	偏债混合型	华西证券
华安理财合赢 12 号 B	89.98	0.1977	2013 年 5 月 29 日	偏债混合型	华安证券
国泰君安君享新泉一号	89.20	0.2200	2013 年 8 月 23 日	灵活配置型	国泰君安证券

资料来源：Wind 资讯。

表 1－3　　2014 年证券公司资产管理股票型产品收益率排名前 10 位

产品名称	收益率（%）	规模（亿元）	成立日期	投资类型	管理公司
安信安悦 B	341.92	2.0385	2013 年 4 月 24 日	普通股票型	安信证券
海通海富 6 号 B	282.90	9.6752	2013 年 12 月 10 日	事件驱动	海通证券
安信安悦	128.93	1.3010	2013 年 4 月 24 日	普通股票型	安信证券
金中投结构优势 B	112.21	0.0453	2013 年 4 月 12 日	被动指数型	中国中投证券
海通海富 5 号	78.10	1.6565	2013 年 12 月 10 日	事件驱动	海通证券
海通海富 7 号	75.05	4.4388	2013 年 12 月 27 日	事件驱动	海通证券
银河 99 指数	69.13	2.7961	2010 年 12 月 21 日	被动指数型	中国银河证券
海通海富 5 号 B	59.56	1.5303	2013 年 12 月 10 日	事件驱动	海通证券
华泰紫金中证 800 增强	52.01	0.1233	2013 年 5 月 28 日	增强指数型	华泰证券
高华证券盛享 1 号	51.98	0.4069	2011 年 12 月 8 日	普通股票型	北京高华证券

资料来源：Wind 资讯。

表 1－4　　2014 年证券公司资产管理债券型产品收益率排名前 10 位

产品名称	收益率（%）	规模（亿元）	成立日期	投资类型	管理公司
海通年年升风险级	640.55	11.0256	2013 年 5 月 29 日	短期纯债型	海通证券
光大阳光北斗星 B	278.22	12.1693	2013 年 4 月 18 日	混合债券型一级	光大证券
海通月月升风险级	229.30	8.1871	2013 年 4 月 25 日	短期纯债型	海通证券
海通半年升风险级	189.40	4.4842	2013 年 5 月 29 日	短期纯债型	海通证券
海通年年鑫风险级	149.90	9.4667	2013 年 5 月 13 日	混合债券型一级	海通证券
华安理财合赢 9 号 B	147.44	0.3328	2013 年 5 月 16 日	混合债券型一级	华安证券
广发金管家沪深 300 多空杠杆看涨	122.35	1.5571	2013 年 1 月 21 日	中长期纯债型	广发证券

续表

产品名称	收益率（%）	规模（亿元）	成立日期	投资类型	管理公司
安信瑞泽 B	121.00	1.6084	2013 年 6 月 19 日	混合债券型一级	安信证券
财通月月福 2 号普通级 B	115.38	0.1631	2013 年 9 月 5 日	混合债券型二级	财通证券
海通月月赢风险级	112.35	39.7248	2012 年 12 月 24 日	短期纯债型	海通证券

资料来源：Wind 资讯。

表 1－5　　2014 年证券公司资产管理货币型产品收益率排名前 10 位

产品名称	收益率（%）	规模（亿元）	成立日期	投资类型	管理公司
中信建投悠享财富 1 号	8.69	1.0002	2013 年 6 月 18 日	货币市场型	中信建投
中信建投悠享财富 2 号	6.15	0.0004	2013 年 8 月 5 日	货币市场型	中信建投
国泰君安君得利 1 号	5.11	82.7168	2005 年 10 月 11 日	货币市场型	国泰君安证券
华泰紫金天天发 C	5.06	173.3514	2012 年 11 月 29 日	中长期纯债型	华泰证券
华泰紫金天天发 B	5.06	173.3514	2012 年 11 月 29 日	中长期纯债型	华泰证券
华泰紫金天天发 A	5.06	173.3514	2012 年 8 月 21 日	货币市场型	华泰证券
华泰紫金货币增强	5.06	5.6810	2013 年 5 月 29 日	货币市场型	华泰证券
国泰君安君得利 2 号	5.05	50.0658	2010 年 12 月 23 日	货币市场型	国泰君安证券
齐鲁稳固 21 天	5.03	3.1657	2013 年 5 月 29 日	货币市场型	齐鲁证券
中银国际中国红货币宝	5.03	8.4364	2010 年 5 月 24 日	货币市场型	中银国际证券

资料来源：Wind 资讯。

表 1－6　　2014 年证券公司资产管理 QDII 型产品收益率情况

产品名称	收益率（%）	规模（亿元）	成立日期	投资类型	管理公司
国信金汇宝人口红利	10.89	0.0376	2012 年 11 月 29 日	国际（QDII）混合型	国信证券
广发全球稳定收益债券	7.53	0.3382	2013 年 5 月 31 日	国际（QDII）混合型	广发证券
光大全球灵活配置	5.18	0.1461	2011 年 5 月 30 日	国际（QDII）混合型	光大证券
国信金汇宝香江收益 2 号	3.66	0.0672	2013 年 6 月 28 日	国际（QDII）混合型	国信证券
光大金马海外高息	0.00	1.0067	2013 年 8 月 27 日	国际（QDII）混合型	光大证券
国泰君安君汇 Wilshire 全球尊享 QDII	—	2.5160	2014 年 10 月 29 日	国际（QDII）混合型	国泰君安证券
国泰君安君富香江	－1.40	0.5224	2010 年 9 月 30 日	国际（QDII）混合型	国泰君安证券
华泰紫金龙大中华	－11.56	0.6901	2011 年 2 月 15 日	国际（QDII）混合型	华泰证券

资料来源：Wind 资讯。

三、2014 年证券公司资产管理创新进程

2014 年证券公司资产管理业务回归主动管理已成共识，并且诸多证券公司开拓了新的资产管理产品线，在运作模式、投资标的和结构设计方面具有明显突破。比较来看，2014 年证券公司资产管理业务在资产证券化、公募基金、合格境内机构投资者等方面均推出了各

具特色的创新产品。

（一）资产证券化产品

证券公司资产证券化业务在 2014 年迎来实质进展。东方证券推出的“东证资管—阿里巴巴专项资产管理计划”已经滚动发行 10 期，该产品主要投向“阿里小额”对会员贷款的债券，在结构设计上，该产品按照 75%、15%、10% 的比例分为优先级、次优先级和次级份额。此外，广发证券资管公司发行“广发恒进—河北金租 1 期集合资产管理计划”，成为首只登陆上海证券交易所的金融租赁类创新集合产品，该集合计划投资于基金专项计划份额，原始权益人为河北金租，基础资产分布于基础设施建设、制造等行业，是融资租赁资产证券化的创新产品。

下面介绍资产证券化产品的几个主要创新要素：

1. 基础资产

按基础资产划分，资产证券化产品包括债权类（如“东证资管—阿里巴巴专项资产管理计划”）和权益类（如“广发恒进—河北金租 1 期集合资产管理计划”）。债权类产品所涉及的资产类别主要包括：CLO、MBS、汽车贷款、租赁租金、个人贷款、企业债权；权益类产品所涉及的资产类别主要包括：基础设施收费、物业租金、公园景区门票。

2014 年我国发行的资产证券化产品基础资产涉及七大类资产类别，分别是企业贷款、企业债权、汽车贷款、信用卡应收款、个人住房抵押贷款、基础设施收费、银行债券和租赁租金资产（见图 1－8），其中，证券公司主要涉及企业债券和基础设施收费。

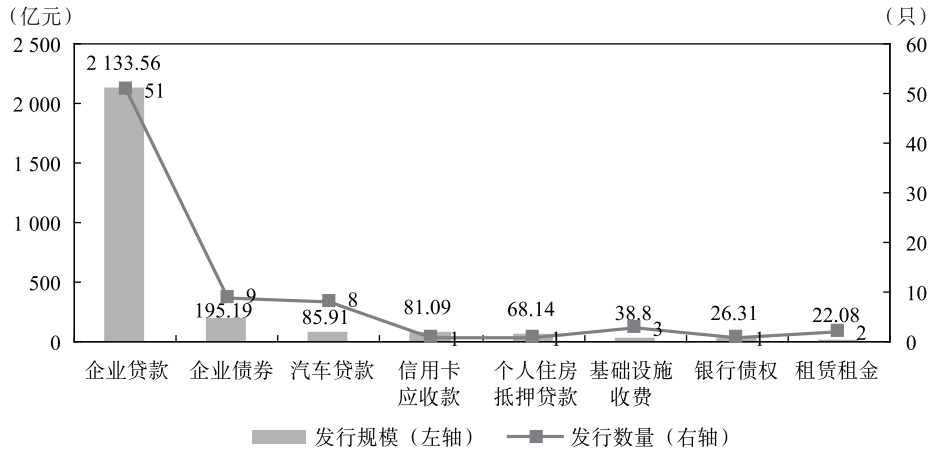

图 1－8　2014 年我国资产证券化产品按基础资产统计情况

资料来源：Wind 资讯、华泰证券研究所。

2. 产品期限

2014 年发行的资产证券化产品期限跨度较大，期限最短的为 1.25 年，最长的为 25.45 年，总体来看，平均到期期限为 4.85 年（见图 1－9）。具体考虑资产证券化产品中的分级特点，一般优先级的到期期限均较短，例如优先级的 A 类到期期限一般在 1 年以内，之后优

先级的 B 类到期，最后是次级档到期。因此，资产证券化产品应该属于中短期的债券类品种。

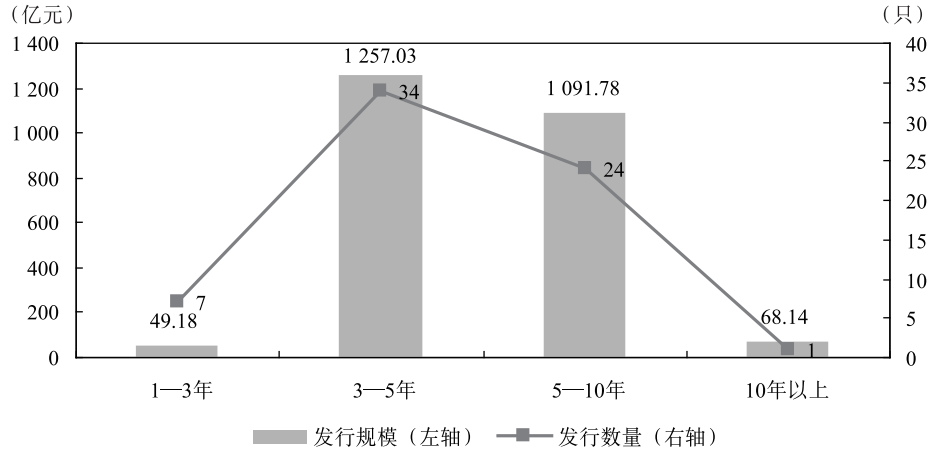

图 1－9　2014 年我国资产证券化产品按期限统计情况

资料来源：Wind 资讯、华泰证券研究所。

3. 产品利率

资产证券化产品均是分级发行，为了控制产品风险，适应不同的投资群体，产品发行时一般会分为优先级和次级，并且优先级中还分为 A 类和 B 类。从 2014 年发行的资产证券化产品来看，在证券公司发行的产品中，优先级产品的平均到期期限为 3.19 年，发行利率为 7.68%，高于银行所发行产品的利率。主要原因应该是证券公司发行的产品基础资产较为单一，风险高于银行产品，再加上分级层次少于银行产品，因此产品发行利率要求较高。

（二）资产管理产品互联网化

目前最具代表性的证券公司资产管理产品互联网化应属华泰证券的保证金资产管理产品“天天发”。2014 年 7 月，华泰证券在“涨乐财富通”手机客户端最新上线了融资打新功能，即投资人可以股票质押打新，最大限度利用资金；同时，在“打新”间隙投资人可以参与资产管理产品“天天发”，收益远超活期存款利率。最新数据显示，“天天发”产品资金规模已经突破 200 亿元。

事实上，“天天发”在产品风险应对上还有独特的结构安排，以“自有资金”加上由业绩报酬提取的风险准备金组成补偿资金，一旦产品出现亏损，由风险准备金和自由资金补偿客户损失；费率上，产品除提取一定的业绩报酬外不收取任何费用。此外，为了进一步提高客户的资金使用效率，“天天发”还开通了小额取现功能，在额度内，赎回资金当日可取，实现了 T+0。

（三）公募产品

2014 年我国证券公司公募产品取得突破性进展，已有 5 家证券公司获得公募业务资格，分别是东方证券资产管理公司（简称“东证资管”）、华融证券、山西证券、浙商证券和渤海证券。

东方证券资产管理公司作为首家获批开展公募业务的证券公司，自获牌照以来陆续发行了 4 只公募基金，且均是混合型基金。包括：首只证券公司系公募基金——东方红新动力混合基金，成立于 2014 年 1 月且参与资金起点为 1 000 元；东方红产业升级混合基金，成立于 6 月；东方红睿丰混合基金，2014 年提前结束募集且募集规模超过 16 亿元；东方红睿阳混合基金，募集申请于 12 月获中国证监会批准。

浙商证券于 2014 年 8 月 20 日获批公募基金管理业务资格，10 月 24 日其首只公募产品——浙商汇金转型成长的募集申请获中国证监会批准。浙商汇金转型成长是一只混合型产品，主要投资于与经济转型相关的上市公司，同时其所投资的转型成长主题包括传统产业中因转型而出现业绩拐点的企业和新兴产品中业绩显著增长的企业。

华融证券的华融新锐混合是 2014 年底唯一在批的证券公司系公募基金，也是华融证券第二只公募基金，首只产品为货币基金华融现金增利，首募规模仅为 2.02 亿元。另外，山西证券和渤海证券尚未发行公募产品。

概括而言，自从 2013 年 6 月 1 日正式实行的《资产管理机构开展公募证券投资基金管理业务暂行规定》将公募管理资格放宽至证券公司、私募基金和保险公司。虽然证券公司表现最为积极，但目前还没有形成规模效应。公募产品类型较为单一，现有的 7 只基金中，仅有 1 只货币基金，其余 6 只均是混合型产品。证券公司发行公募产品，意在和公募基金公司旗下产品竞争，但后者的产品线已相当丰富和成熟，包括从权益类产品到固定收益类产品，从投资国内市场到投资海外市场，以及规模惊人的货币基金和牛市中收益超高的分级基金。所以，证券公司现阶段推出的公募产品事实上仍缺乏足够竞争力。

（四）合格境内机构投资者（QDII）产品

2014 年证券公司系 QDII 产品普遍有良好表现，大部分产品都获得正收益，而且有创新产品出现。2014 年市场上的证券公司系 QDII 产品有 8 只，其中国泰君安君富香江、华泰紫金龙大中华、光大全球灵活配置和国信金汇宝人口红利 4 只产品主要投资海外股市；光大金马海外高息、广发全球稳定收益债和国信金汇宝香江收益 2 号主投海外债券市场的债券型理财产品；国泰君安君汇 Wilshire 全球尊享 QDII 则是一款基金中的基金（FOF）产品。

第三节　我国证券公司资产管理业务的比较分析

一、证券公司资产管理业务的特点

（一）资产管理计划的发行特征

证券公司自 2005 年以来开始发行集合理财产品，从最初的 12 只产品到 2014 年的 2 197

只，7 年间增长了 183 倍。由于 A 股市场在 2014 年 1－11 月长期低迷，集合产品发行数量增速曾大幅回落，以致收敛到资管新政推出前的水平（见图 1－10）。

图 1－10　2006—2014 年证券公司发行集合理财产品与市场状况间的关系

资料来源：根据 Wind 数据计算绘制。

从证券公司集合理财产品发行规模来看，产品总规模与平均规模都基本呈现负相关走势（见图 1－11），主要原因包括以下几个方面：（1）相对于持续低迷的 A 股市场，近几年集合理财产品发行太多；（2）近几年以来，尽管各大证券公司都在积极创新，但创新产品面世后不久，其他公司就会争先恐后模仿，各公司集合理财产品同质化严重，导致竞争加剧，拉低了单只集合理财产品的发行规模；（3）集合计划目前的资金门槛和客户人数的限制导致客户群狭窄，这是集合计划无论是单只规模还是总规模都上涨乏力的主要原因。

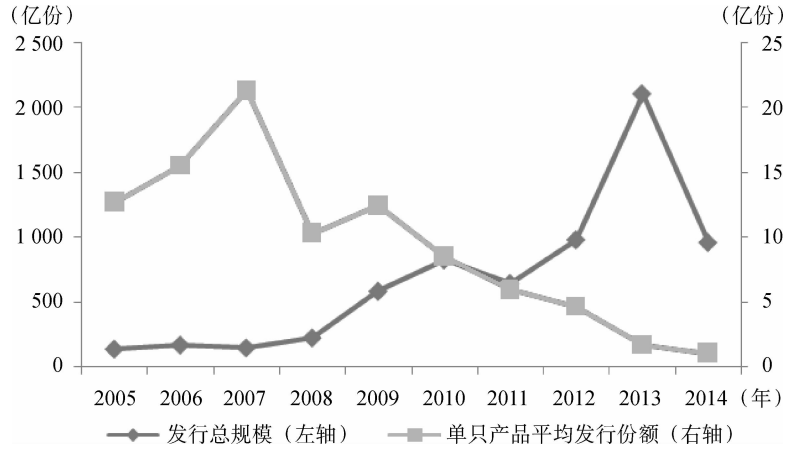

图 1－11　2005—2014 年证券公司发行集合理财产品总规模与单只产品平均规模

资料来源：根据 Wind 数据计算绘制。

（二）证券公司资产管理产品的结构特点

将截至 2014 年底证券公司发行的全部集合理财产品按所属概念进行划分，可以发现：债券型产品数量占比最高，为 41.26%；其次是混合型产品，占比 30.36%；另类投资型产品数量占比 15.54%；股票型和货币型数量最少，占比分别为 7.21% 和 5.41%（见图 1－12）。单纯的股票型集合理财计划易受市场波动影响，而混合型产品能够对风险与收益做到一定平衡，故后者发行数量远远超过前者。此外，由于近年市场与客户对固定收益和类固定收益产品较为青睐，因此债券型及货币市场型产品已几乎占据证券公司集合资产管理业务的一半。

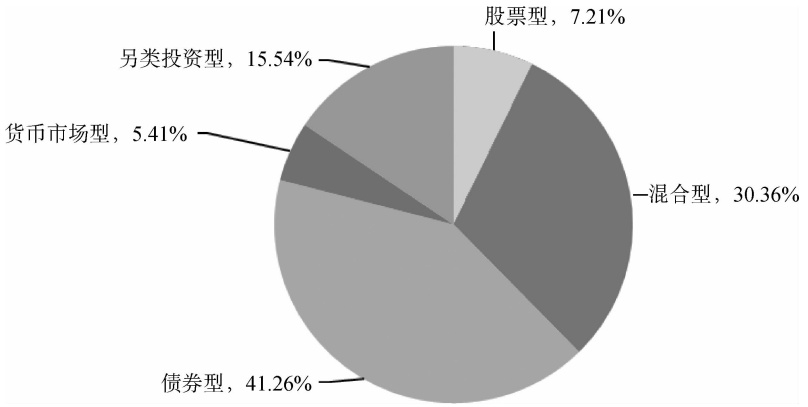

图 1－12　截至 2014 年底证券公司发行集合理财产品投资类型构成

注：由于四舍五入，图中加总不为 100%。

资料来源：根据 Wind 数据绘制。

从产品结构来看，2012—2014 年由于资管新规出台，各类产品数量大幅增加，其中债券型产品数量增幅最大并且占证券公司集合资产管理产品总数比重最大（见图 1－13）。混合

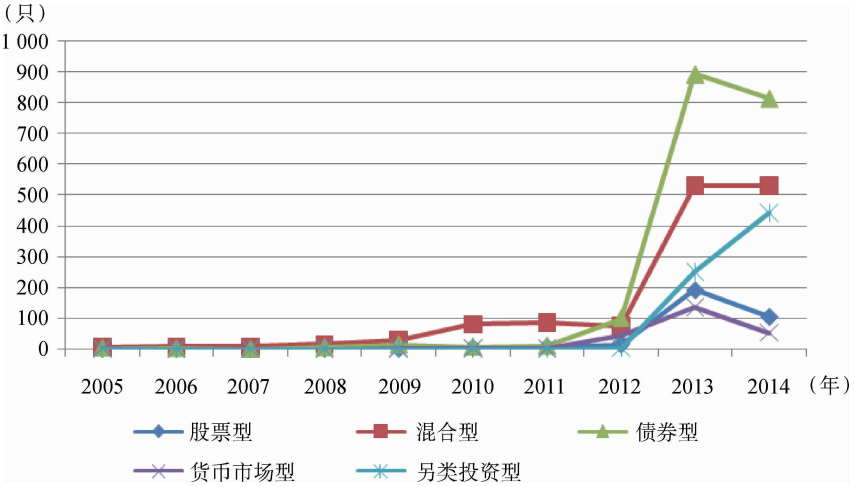

图 1－13　2005—2014 年证券公司发行集合理财产品投资类型构成变动

资料来源：根据 Wind 数据绘制。

型产品在证券公司集合理财业务中始终占有重要地位，受到市场的长期青睐，主要原因在于其产品设计灵活，仓位可以灵活调整。在震荡行情中，如果市场持续下挫，混合型产品可以果断减仓甚至清仓以减少损失，并投资固定收益类产品；而在市场走强时，该类产品的股票仓位也可以达到95%的上限。由于混合型产品在耐力和爆发力上都有所兼顾，因此最受投资者青睐。

二、证券公司资产管理业务收入分析及其特点

（一）证券公司资产管理业务收入情况及其特点

根据中国证券业协会数据，2014年证券公司资产管理业务净收入为124.35亿元，同比增长76.88%；资产管理业务在行业总收入中的占比也略有提升，由2013年的4.41%提高到4.78%。

为了测度证券公司资产管理行业的集中度，分析证券公司资产管理行业的竞争状况，本报告采用资产管理业务净收入的“绝对差额”和“相对比”两个指标来测度证券公司资产管理行业竞争状况，并且分别用证券公司资产管理业务净收入前3名、前5名、前10名收入之和占前20名之和的比重，来分析证券公司资产管理行业的集中度。结果显示：第一，将证券公司资产管理业务净收入第1名与第20名对比，发现2013—2014年“绝对差额”出现巨幅上升，比2012年的22 805万元均高出1倍多。另外，“相对比”（第1名/第20名）总体上呈现出平稳下降趋势，这说明证券公司资产管理业务行业内部竞争日益加剧。第二，从行业集中度来看，目前前3名、前5名和前10名收入占前20名比重均出现上涨，这表明优胜劣汰将在证券公司资产管理行业中快速体现出来，旧有的竞争格局可能被打破，新的规模化经营模式正在形成。

（二）证券公司资产管理业务净收入占营业收入情况

从证券公司资产管理业务净收入占其营业收入的比重来看，资产管理业务对证券公司的贡献目前还较小。2010—2014年，虽然证券公司资产管理业务净收入总和占总收入的比重不断增长，但仍与高盛、摩根士丹利这些国际大型证券公司有不小的差距。这说明我国证券公司资产管理业务的发展还处于起步阶段，未来具有很大的发展空间。

另外，由于资产管理行业爆发式增长，2014年绝大多数证券公司资产管理业务的贡献度都大幅提升，特别是中小型证券公司的资产管理业务贡献度相对更大，这可能是由于中小型证券公司其他类型业务发展相对薄弱，导致资管业务净收入的占比较高。

三、证券公司与其他各类金融机构资产管理业务比较

2014年是证券公司资产管理业务充分利用制度红利发展壮大的一年，同业竞争环境明

显改善，且与银行、信托等其他金融机构管理客户资产规模的差距不断缩窄，在市场中的地位已显著提升。然而，2014 年证券公司资产管理规模虽已远远超越基金行业，但与银行、保险、信托公司还存在一定差距，这意味着证券公司在理财业务市场上还有巨大的成长空间（见表 1－7）。

表 1－7　　各类金融机构历年资产管理规模　　（单位：万亿元）

年份	信托	证券公司	保险	公募基金	阳光私募
2010	3. 04	0. 15	4. 60	2. 50	0. 1000
2011	4. 81	0. 12	5. 54	2. 13	0. 1420
2012	6. 32	1. 89	6. 85	2. 80	0. 2226
2013	10. 13	5. 20	8. 29	3. 00	0. 3017
2014	13. 98	7. 96	9. 82	4. 49	0. 4000

资料来源：根据中国保险业协会、中国信托业协会、中国证券业协会和中国证券投资基金业协会数据统计。

下面对证券公司与其他各类金融机构资产管理业务进行简要比较。

第一，证券公司资产管理业务结构与银行理财业务有明显不同，前者主要通过划分为集合资产管理计划、定向资产管理计划和专项资产管理计划来进行分析，而后者通常可从产品期限结构、收益类型、基础资产等方面进行了解。关于证券公司资产管理业务结构，前文已有阐述，而关于银行理财业务结构，主要可关注三点：一是从产品期限结构来看，银行理财产品以 1—6 个月中短期产品为主。短期化的理财产品极大提高了投资者闲散资金的使用效率，在保有灵活性和流动性的基础上，能够获得可观的投资收益。二是从收益类型看，银行理财产品可划分为保本固定型、保本浮动型和非保本型。目前，非保本型理财产品在银行理财业务中占主导地位，比重高达 67. 95%。三是从基础资产来看，债券和利率是银行理财产品的两大重要基础资产，其数量占比之和超过 50%。

第二，信托产品投资范围比证券公司资产管理产品更为宽松灵活。此外，二者的业务结构也有明显区别。具体地，从资金运用方式来看，信托产品包括证券投资信托、贷款类信托、股权投资信托等八类，其中证券投资信托产品于 2014 年发行的数量最多，占全部产品的 47. 49%；从投资领域来看，目前最核心信托产品有五大类，包括房地产信托、金融机构信托、基础设施信托、工商企业信托和公益信托，其中房地产信托占比最高。

第三，证券公司目前正在积极寻求与保险公司资产管理机构合作。2014 年 8 月出台的保险新“国十条”对“鼓励保险资金采取多种方式，支持新型城镇化、重大基础设施建设和棚户区改造等，支持股票、债券市场长期稳定发展”和“大力发展出口信用、境外投资”等进行政策引导，也赋予了保险业新的定位。在保险新“国十条”政策红利影响下，2014 年保险资管通过业务创新，参与实体经济与金融市场运行，发挥长期资金的独特优势，目前已成为我国投资市场的中坚力量。事实上，不仅是证券公司，信托、私募和第三方资管机构等都在积极寻求与保险资金的合作。

第四，公募基金理财产品比证券公司资产管理产品的投资门槛更低、流动性更强。与证券公司资产管理产品定位于高净值客户不同，公募基金主要定位于普通投资者（基金专户

理财业务除外），投资门槛很低。公募基金的起始认购份额一般为一手，通常价格在1 000元以上即可。此外，受到行业监管政策的监督，公募基金都有非常透明的净值披露制度，便于投资者对资产回报率进行实时跟踪。从流动性上说，基金产品的流动性也相对较高。开放式基金可以随时申购赎回，符合一定条件的封闭式基金也可上市交易，较高的流动性为普通投资者资金周转提供了极大的便捷。加上基金购买渠道便捷，通过银行、基金公司、证券公司营业部都可以申购，因此成为大众广为接受的投资理财工具。

第五，阳光私募产品与证券公司集合理财产品的分类相同（见图1－14），但产品结构存在较大差异，最明显的是：证券公司债券型产品与混合型产品占比最高，2014年分别为41.26%和30.36%，而股票型产品占比很低，仅为7.21%；阳光私募产品恰恰相反。

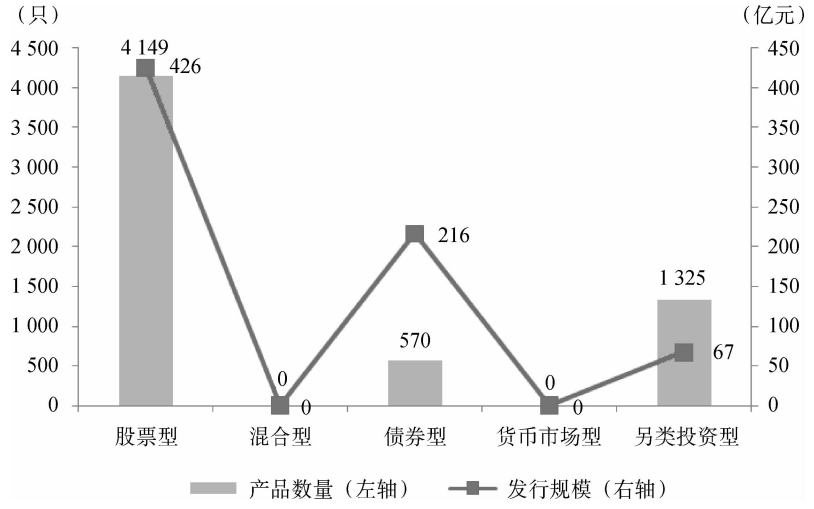

图1－14　2014年阳光私募产品分布结构

资料来源：申万宏源证券整理。

总之，证券公司与信托、基金、银行理财和保险在产品类别、投资范围、资金投向和客户投资门槛等方面均有很大差异，具体如表1－8所示。

表1－8　　证券公司、信托、基金、银行、保险理财投资运作制度比较

	银行理财产品	信托产品	保险产品	基金产品	证券公司资管产品
主要类别	结构化产品、信贷类产品、债券及货币市场产品、票据类、综合类	单一资金信托、集合资金信托、管理财产信托	传统寿险、分红险、万能险、投连险	股票型基金、混合型基金、债券型基金、货币型基金	集合理财产品；定向理财产品；专项理财产品
可投资产范围	债券、货币市场、新股、信贷资产；不能投资在二级市场交易的股票、基金、未上市公司股权和上市公司非公开发行的股份	可运用债券、物权、股权及其他可行方式运用信托资金。目前集中于基础产业、工商企业和房地产	银行存款、债券、基金、流通股股票、境内理财产品、金融衍生品、基础设施计划和不动产投资	上市交易的股票、债券、证监会规定的其他证券及其衍生品种	股票、债券、基金、央票、短期融资券、资产支持证券、股指期货等金融衍生品，可以参与融资融券业务

续表

	银行理财产品	信托产品	保险产品	基金产品	证券公司资管产品
主要资金投向	债券，货币市场、信贷资产	基础产业（22%）；工商企业（22%）；金融机构（14%）；房地产（14%）；债券、股票、基金（9%）	银行存款（28%）；金融债券（23%）；企业债券（16%）；国债（11%）、基金（7%）	上市股票、债券、货币市场产品	上市股票、债券、货币市场产品
历史收益率范围	信贷类产品：2. 65%—6. 1% 债券货币市场类：4%—6. 5% 综合类：3. 3%—5. 4%	集合信托：7%—10% 银信产品：3%—5%	3%—5%	货币市场基金：2%—3% 债券型基金：-5%—15% 混合基金：-40%—100% 股票型基金：-50%—130%	限定型：0%—15% FOF：-15%—10% 股票型：10%—15% 混合型：-20%—25% 量化型：-10%—10% 指数型：-3%—3%
投资门槛	风险一级、二级：5 万元 风险三级、四级：10 万元 风险五级：20 万元	100 万元以上	基本无门槛；具体由保单金额决定	基本无门槛，一般 1 000元以上即可	大集合：5 万元（限定性）、10 万元（非限定性） 小集合：100 万元

资料来源：申银宏源证券整理。