分报告之三：

2015 年中国证券公司资产管理业务发展回顾与展望

第一章

2015 年中国证券公司资产管理业务的总体情况

第一节　2015 年中国证券公司资产管理业务的发展环境

截至 2015 年，我国证券公司资产管理业务已走过了十年。从最初的小范围试点发展到如今证券公司业务的重要组成部分；从局限性的业务部门成长为如今重要的金融综合服务平台，甚至独立子公司已成为不少证券公司资产管理业务的组织形式；从以通道业务为主发展到如今具备较强的投资管理和投融资服务能力，业务范围从三大主营业务延伸到公募基金，证券公司的资产管理业务已经进入一个崭新的发展阶段。在快速发展过程中，证券公司的资产管理业务根据自身优势禀赋选择了独具特色的发展道路，形成了与其他资产管理机构差异化的竞争优势，逐步满足市场不同的投资理财和融资需求。当前在制度创新和监管市场化的重要契机下，证券公司资产管理业务通过产品创新和服务对象创新，有望实现资产管理规模和收入的进一步快速增长。

一、推动证券公司资产管理业务发展的经济环境

2015 年中国经济处于重要的转型期，经济增速下行压力较大，全年 GDP 增长 6.9%，虽基本符合预期，但与前几年的高速增长相比有所放缓，经济增长步入了中高速增长的新常态。在此宏观背景下，证券公司资产管理业务无论是产品数量还是受托资产规模仍保持快速发展趋势，这主要得益于由居民财富持续积累和低利率市场环境共同推动的财富管理需求增长。而 2012 年资产管理新规颁布以来，监管层面一定程度上的放松也有利于证券公司资产管理业务的快速发展。

近年来我国居民家庭可支配收入持续大幅增长（见图1－1）。根据国家统计局数据，中国城镇居民家庭人均可支配收入从 2001 年的 6 860 元增长到 2015 年的 31 195 元，年均复合增长率为 11.43%；农村居民家庭人均纯收入从 2001 年的 2 366 元增长到 2015 年的 11 422 元，年均复合增长率为 11.90%。在居民收入持续攀升的同时，居民支出结构也出现较大变化，城镇居民恩格尔系数从 2001 年的 38.20 下降到了 2013 年的 35.00，农村从 47.70 下降到 37.70，这意味着居民用于维持基本生活之外的支出比例在快速增长，居民家庭的财富管理需求正在快速提升。这构成证券公司资产管理业务成长的根本动力和源泉。根据中国人民银行每季度公布的城镇储户问卷调查报告，2015 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。

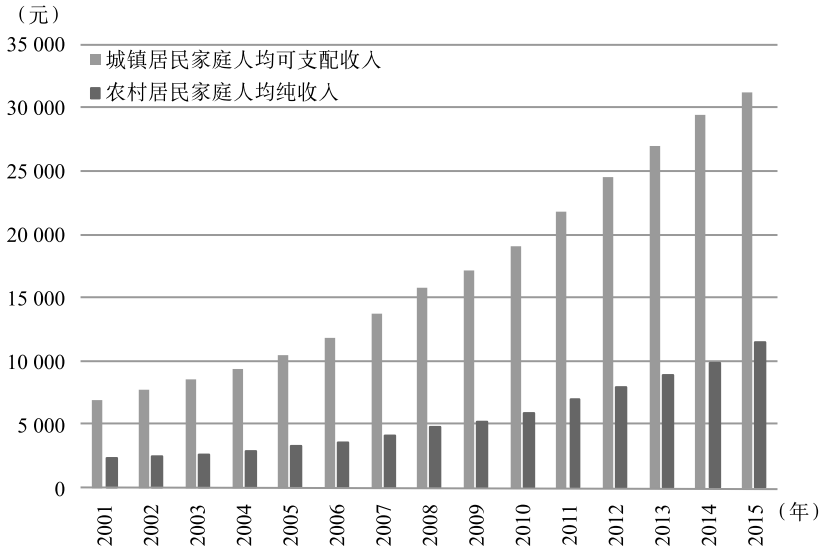

图 1－1　2001—2015 年城乡居民家庭人均收入增长情况

资料来源：国家统计局、Wind 资讯。

2015 年利率市场化进程取得重大进展，随着央行多次降准降息，存款利率不断下行，银行“存款搬家”现象更趋明显，市场对各类资产管理产品和理财产品的需求不断增加。不仅如此，由于证券公司在相关产品结构设计和定价方面的优势，利率市场化后银行发行的理财产品也越来越多地选择与证券公司合作，进一步推动了证券公司资产管理业务的发展。

二、推动证券公司资产管理业务发展的制度环境

2012 年以来，审批管制放松、投资范围拓宽、银证合作受到鼓励等一系列政策利好，也推动了证券公司资产管理业务的迅速发展。2015 年，市场化监管逐渐成为证券公司资产管理业务的政策导向。年内主要政策变化见表 1 – 1。

表 1 – 1　　2015 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
中国证券业协会、中国证券投资基金业协会等	《关于促进融券业务发展有关事项的通知》	为了促进融券业务发展，支持包括公募基金、证券公司资管等机构参与融券交易，扩大融券券源，推出市场化的转融券约定申报办法，便利证券公司根据客户需求开展融券业务等
中国证监会	起草《证券期货市场程序化交易管理办法（征求意见稿）》	明确了程序化交易的定义，建立了申报核查管理等监管制度，并对程序化交易的其他事项提出了要求：一是异常报告或公告；二是净买入额及开仓限制；三是档案保管；四是保障接入公平
中国证监会	暂缓分级基金有关产品的注册工作	市场认为分级基金机制比较复杂，普通投资者不易理解，故暂缓相关产品的注册工作，并研究有关政策
中国证监会	叫停证券公司融资类收益互换产品	要求各家证券公司不得通过场外业务向客户融出资金，供客户交易 A 股、新三板及挂牌公司股票
中国证券投资基金业协会	起草《私募投资基金募集行为管理办法（试行）征求意见稿》	主要涉及以下方面问题的规范：规范私募基金的募集主体资格；规范私募基金代销的责任归属；细化私募基金募集程序；募集专用账号及资金安全；基金销售机构的特别规定等
中国证监会	《关于规范证券经营机构涉嫌配资的私募资管产品的相关工作的通知》	一是督促甄别确认涉嫌配资的私募资管产品；二是确认私募资管产品范围和标准；三是坚决清理私募资管产品下设子账户、分账户等虚拟账户情形；四是持续关注一人多户等新型场外配资的风险，防范场外配资的工作制度和流程
中国银行间市场交易商协会	发布一系列资产支持证券信息披露指引	包括《个人汽车贷款资产支持证券信息披露指引（试行）》、《个人住房抵押贷款资产支持证券信息披露指引（试行）》、《棚户区改造项目贷款资产支持证券信息披露指引（试行）》及《个人消费贷款资产支持证券信息披露指引（试行）》，以进一步规范资产支持证券信息披露行为

资料来源：根据中国证监会、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。

监管制度的调整对证券公司资产管理业务的发展产生了直接且重要的影响。

第一，直接促进证券公司资产证券化业务基础制度，主要是信息披露制度的完善。监管部门在助力市场发展的同时，也强化了业务监管。对于风险防范，信息披露是重要的市场约束机制。

第二，《关于促进融券业务发展有关事项的通知》允许融券卖出所得价款购买证券公司现金管理产品，证券公司现金管理类产品获得进一步发展的空间。而允许证券公司资产管理计划参与融券交易，可以盘活资管产品的底仓，有利于增厚资产管理产品收益，提高证券公司资产管理业务收入。融券的引入也为证券公司资产管理产品的套期保值或趋势投机提供了新的金融工具。

第三，限制分级资产管理产品和融资类收益互换产品的发行，有效控制了证券公司的风险暴露，进一步稳定了 A 股市场运行。

第四，相关制度调整也推动了证券公司资产管理业务与其他业务的进一步融合与转型。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。根据国外投资银行的发展经验，投资银行业务的重点已经从 IPO 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。这些衍生资产管理性质的服务所带来的收入已远远超过 IPO 的承销收入，成为欧美大型投资银行业务的主要收入来源，也将是我国证券公司业务的转变方向。以发展资产管理业务为推手，有利于进一步加强证券公司的业务整合，强化证券公司的综合创新能力。

第二节　2015 年中国证券公司资产管理业务的发展情况

一、2015 年证券公司资产管理产品发行市场的特征

中国证券业协会数据显示，截至 2015 年底，证券公司资产管理业务受托资金规模 11.84 万亿元，较 2014 年底的 7.96 万亿元增长 48.74%。其中，以资产证券化为主的专项资产管理计划受托金额规模为 1 868 亿元，较 2014 年底的 395 亿元增长约 3.98 倍；集合资产管理计划受托资产规模 1.49 万亿元，较 2014 年底的 6 437 亿元增长了 131.47%；定向资产管理计划受托资产规模 10.16 万亿元，较 2014 年底的 7.28 万亿元增长 39.56%。资产管理业务结构方面，定向资产管理计划仍占绝对主导地位，其 2015 年规模占比高达 85.82%，集合计划为 12.60%，专项资管计划为 1.58%。

（一）集合资产管理产品发行数量和规模大幅增加

2015 年共有 94 家证券公司开展集合资产管理业务，共发行产品 4 438 只，总份额达

3 373 亿元，较 2014 年分别增加 38.47% 和 130.69%（见图 1－2）。另外，产品结构发生了较大变化，此前数量和份额不多的股票型产品在 2015 年明显超过了债券型和混合型产品（见图 1－3），这显然与 2015 年央行多次降准降息以及 2015 年上半年股市快速上涨，吸引资金从类固定收益市场流入二级市场有关。

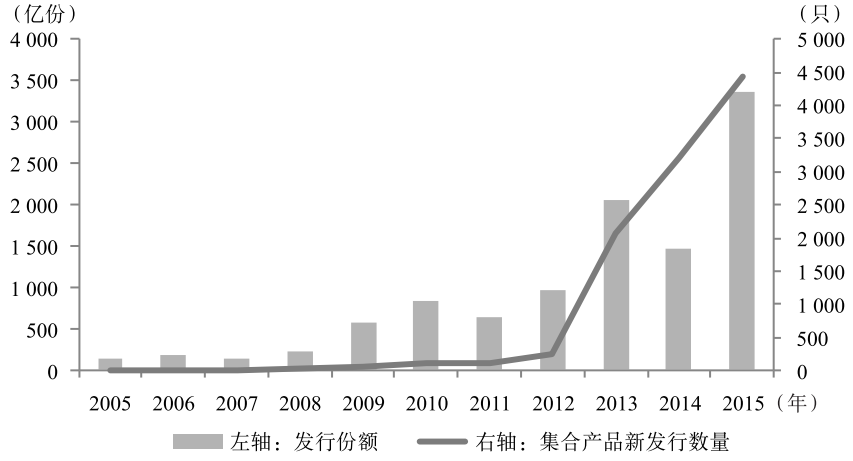

图 1－2　2005—2015 年证券公司集合理财产品新发行情况

资料来源：Wind 资讯（检索日期 2016 年 3 月 19 日）。

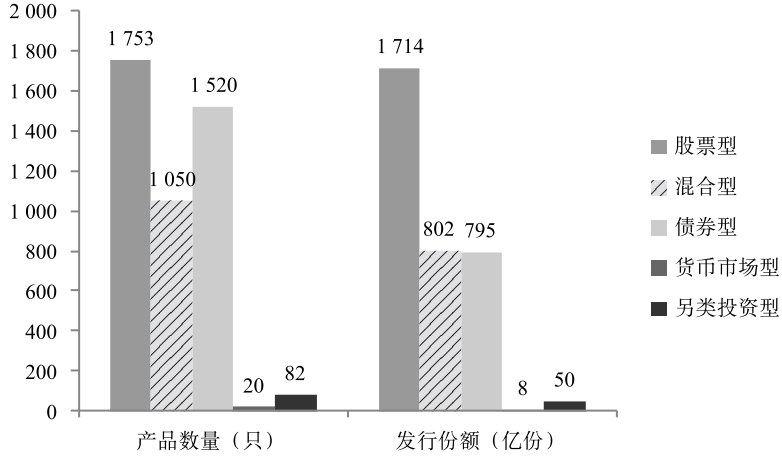

图 1－3　2015 年证券公司集合理财产品结构分布情况

资料来源：Wind 资讯（检索日期 2016 年 3 月 19 日）。

（二）定向资产管理计划发行规模增速减缓，但仍占绝对优势

2015 年以通道为主的定向资产管理业务仍是证券公司资产管理业务的主要构成，但定向资产管理计划的发行规模增速已有所减缓。根据中国证券投资基金业协会数据，2015 年共发行 14 830 只定向产品（见图 1－4）。

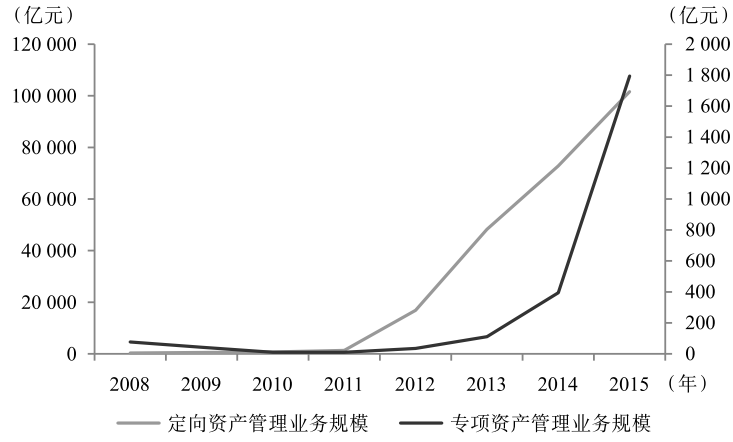

图 1－4　2015 年证券公司集合理财产品结构分布情况

资料来源：中国证券业协会、中国证券投资基金业协会。

（三）专项资产管理产品发行规模增长迅速

2015 年证券公司专项资产管理业务规模为 1 868 亿元，虽然与集合、定向产品相比仍有较大差距，但与 2014 年的 395.13 亿元相比，已增长 3 倍多（见图 1－4）。证券公司资产证券化业务备案制的实行以及基础资产负面清单明确化等相关制度的变革，有力推动了专项资产管理业务的发展和资产支持的证券化（ABS）的发行。

2015 年我国 ABS 无论在发行量、利率和品种、参与方、流动性还是制度建设等方面均出现了明显突破和创新。由中国证监会主管的企业 ABS 发行规模共 1 611.93 亿元，为 2014 年同期发行规模的 4 倍左右（见图 1－5）。

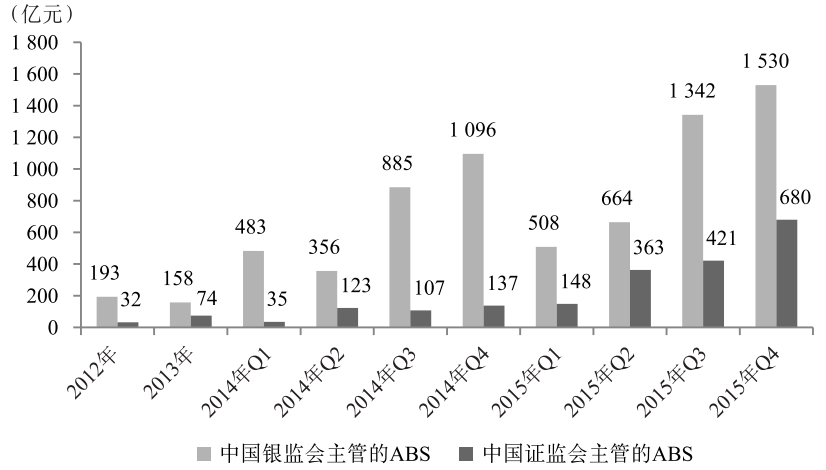

图 1－5　2012—2015 年证券公司专项理财产品新发行规模

资料来源：Wind 资讯（检索日期 2016 年 3 月 19 日）。

从企业 ABS 基础资产构成来看，租赁 ABS、基础设施收费权 ABS 等已有较为成熟模式的 ABS 发行量大幅上升；更多类型融资主体也使得企业 ABS 出现了较多创新基础资产类别，

包括航空客票、股票质押融资债权、“两融”债权、物业费、影院票务收入、保理资产等。

二、2015 年证券公司资产管理产品投资收益概况

与 2014 年相比，2015 年证券公司资产管理产品的投资业绩出现了一定程度的下滑。根据 Wind 资讯，2015 年当年业绩可查的 3 524 只集合产品（剔除清盘及成立未满一年的产品）平均收益率为 4.4%，不及 2014 年的 13.22%；1 961 只产品获得正收益，占比由 80.01% 下滑至 55.65%；收益为负的产品 351 只，占比 9.96%；其余产品收益为零。具体见图 1－6。

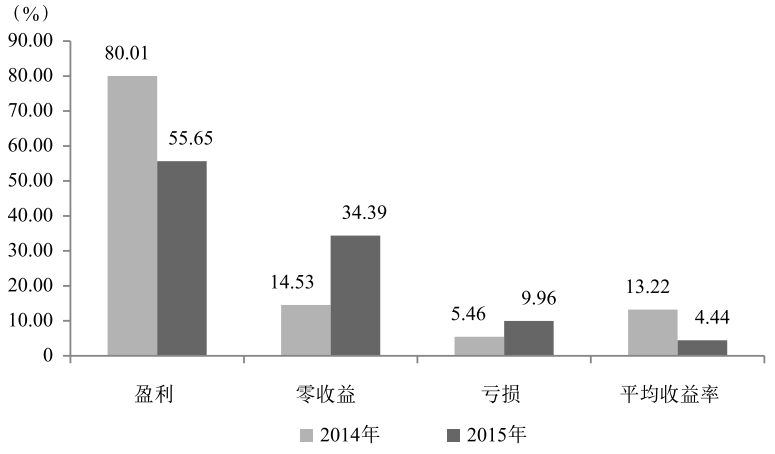

图 1－6　2014 年和 2015 年盈利、零收益和亏损的集合理财产品数量占比和平均收益率

资料来源：Wind 资讯（检索日期 2016 年 3 月 19 日）。

2015 年实现正收益的集合资产管理产品类型构成变化不大，32.94% 为混合型产品，39.52% 为债券型产品，8.67% 为股票型产品（见图 1－7）。

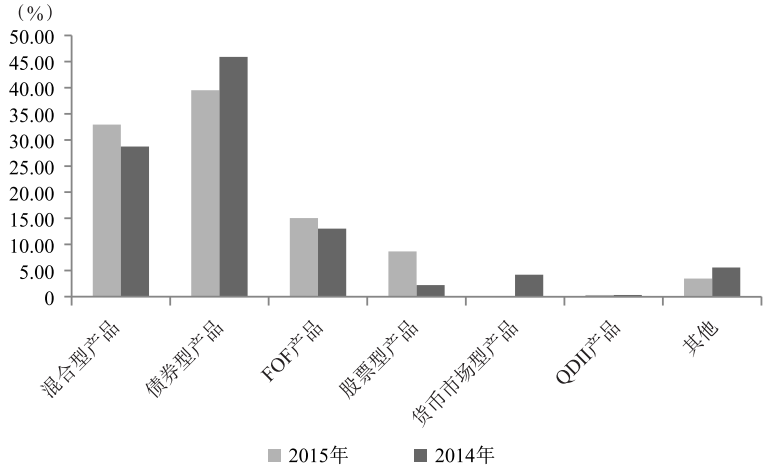

图 1－7　2014 年和 2015 年实现正收益产品的类型构成比较

资料来源：Wind 资讯（检索日期 2016 年 3 月 19 日）。

根据 Wind 资讯，2015 年混合型和股票型产品收益率相对较高，最高分别达 1 077.22% 和 201.77%；债券型和 FOF 产品最高收益率分别为 98.96% 和 36.85%。另外，全年仅一只货币市场型产品获得正收益，收益率为 1.13%。各类型产品收益率排名前 10 位情况具体见表 1－2。

表 1－2　　2015 年度各类产品收益率前 10 位　　单位：%

业绩排名	混合型	股票型	债券型	FOF
1	1 077.22	201.77	98.96	36.85
2	419.40	193.76	49.31	29.90
3	367.69	150.70	44.74	25.29
4	176.17	131.00	44.59	21.03
5	165.70	130.84	41.70	20.00
6	160.72	127.46	41.70	17.06
7	152.91	119.84	41.70	16.33
8	142.23	113.64	41.70	15.95
9	136.34	98.30	41.70	15.31
10	128.49	86.54	41.70	14.90

资料来源：Wind 资讯（检索日期 2016 年 3 月 19 日）。

三、2015 年证券公司资产管理业务创新进程

（一）资产证券化业务实现重要突破

2015 年，我国资产证券化发展提速，在备案制、基础资产负面清单制等利好政策推动下，市场发行日渐常态化，规模持续增长，流动性明显提升，创新迭出，基础资产类型持续丰富，并形成大类基础资产产品，市场参与主体类型更加多样，产品结构设计更加丰富。

第一，基础资产类型更加多元。随着资产证券化业务发展日趋常态化，基础资产类型更加丰富。银行间市场发行的 CLO 产品将绿色金融贷款、工程机械贷款、房地产贷款、汽车贷款、信用卡贷款、银团贷款等纳入资产包；交易所市场发行的企业 ABS 产品基础资产类型更加多样，包括了小额贷款、保理融资债权、航空票款、公积金贷款、不动产物业收入、股票质押式回购债权、信托收益权、互联网借贷、医疗租赁等，其中以融资租赁资产、公共事业收费权和应收账款作为基础资产的产品发行量占比较大。

第二，产品结构设计不断创新。一是交易所产品引入真实出表设计。2015 年 3 月 4 日，首单真实出表的企业 ABS 项目“南方骐元—远东宏信（天津）1 号资产支持专项计划”取得深圳证券交易所挂牌无异议函。该专项计划引入了有偿流动性支持机制，由原始权益人的关联方为计划提供上限为 5 032 万元（相当于总规模 8%）的流动性支持，并由计划支付一定的流动性支持服务费，以此满足原始权益人出表要求。二是尝试次级档公开发行。3 月 18 日，由国家开发银行发起的“2015 年第一期开元信贷资产支持证券”在银行间市场发行，

此单产品的次级档采取认购金额的方式公开发行，是国内第一只次级档采用公开方式发行的 ABS 产品。次级档产品的公开发行表明了投资者识别风险能力不断提高，以及对 ABS 产品认购热情的提高。三是循环结构设计得到更广泛应用。7 月 15 日，“永盈 2015 年第一期消费信贷资产支持证券”在银行间市场公开招标发行。这是继“2014 年平安银行 1 号小额消费贷款证券化信托资产支持证券”后第二只个人消费贷款类信贷 ABS。该债券是银行间市场发行的首单循环购买型 ABS 产品，通过在信托存续期内不断向资产池注入新的消费贷款来保持资产池的稳定。一直以来，信贷 ABS 的基础资产以对公贷款为主，循环结构设计能够有效解决个人消费贷款因数额小、周期短、早偿风险高而较难进行证券化的问题。

第三，投资主体更加丰富。2015 年 6 月 17 日，招商银行发行的 2015 年第二期信贷 ABS 首次引入 RQFII 资金参与认购投资，进一步丰富了我国资产证券化市场的参与主体，对拓宽离岸人民币投资渠道、促进人民币国际化也具有积极意义。

第四，发起机构类型不断增加。一是外资银行发行了首单产品。2015 年 1 月 13 日，由汇丰银行（中国）有限公司发起的“汇元 2015 年第一期信贷资产证券化信托资产支持证券”成功发行，是首单发起机构为外资银行的 ABS 产品。二是民营融资租赁企业首次尝试 ABS 项目。3 月 30 日，融信租赁股份有限公司发布公告称，“融信一期”资产支持专项计划成功募资 2.07 亿元。融资租赁企业的资金大多来自银行，资金成本较高，资产证券化为其提供了新的融资方式。“融信一期”ABS 产品不仅是中国首单民营融资租赁 ABS 项目，也是新三板挂牌公司 ABS 项目的首次尝试。三是互联网金融加速渗透资产证券化市场。9 月 15 日，京东白条资产证券化产品发行完毕，融资总额为 8 亿元，基础资产为“京东白条应收账款”债权，为互联网借贷资产证券化产品。这是继阿里巴巴后，第二家互联网金融机构发行资产证券化项目，也是首个基于互联网个人消费金融资产的资产证券化项目。12 月 29 日，“嘉实资本分期乐 1 号资产支持专项计划资产支持证券”收到上海证券交易所无异议确认函。分期乐是成立刚满两年的轻资产创业企业，主要面向大学生提供现金和分期消费服务，其债权具有小额分散的特点，单笔平均额度控制在 5 000 元以内。2015 年，国家出台多项政策推动互联网金融规范发展，且“互联网 +”正逐步成为推动传统产业换代升级的技术手段，成为“大众创业、万众创新”的实践平台，未来互联网金融机构与传统金融机构以及类金融机构的合作将进一步加强。

第五，ABS 产品首现做市成交。12 月 1 日，兴业银行发行的“兴银 2015 年第四期信贷资产支持证券”首次实现做市成交，总规模 65.60 亿元。此次做市成交成功是银行间市场资产证券化产品做市机制的重要突破，有助于进一步提高 ABS 产品市场流动性。

（二）量化对冲产品

2015 年 6 月中旬以来股市出现异常波动，不少基金产品业绩下滑严重，而量化对冲产品却逆势上涨，凭借其抗跌性和稳健的收益脱颖而出，以基金公司、证券公司资管为主的机构发行量化对冲产品的速度大大加快。

目前证券公司资产管理对量化类集合产品日益重视，在配合现有监管框架的情况下，各家机构正尝试通过结构化的手段和客户需求来进行量化投资产品的设计和开发，在投资标的和金融工具的运用上均有较大突破。

（三）其他创新

资产管理行业进入鼓励创新时代后，一些包括“收益补偿”、结构化、分级等创新手段也被应用到各种产品设计中。随着融资融券业务、股指期货和沪港通的发展，A 股双向平衡机制得以完善，国内机构投资者投资港股的途径也得到拓宽，为证券公司资产管理创新提供了新的机遇。

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 2005 年开始发行集合资产管理产品，从最初的 12 只产品到 2015 年的 4 438 只，8 年间增长了 300 多倍。发行规模方面，产品总规模与平均规模基本呈现出负相关走势（见图 1－8），主要原因包括两个：一是近几年以来，尽管各大证券公司都在积极创新，但创新产品面世后不久，其他公司就会模仿，各公司集合理财产品同质化现象严重，导致竞争加剧，拉低了单只集合理财产品的发行规模；二是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，能拿出 100 万元现金进行证券投资的客户数量有限，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。

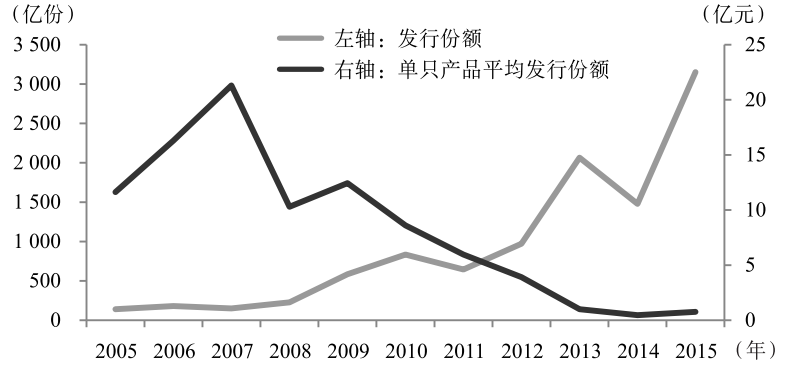

图 1－8　2005—2015 年证券公司发行集合理财产品总规模与单只产品平均规模

资料来源：Wind 资讯（检索日期 2016 年 3 月 19 日）。

（二）证券公司资产管理产品的结构特点

存续期内的产品分布结构（见表 1－3）主要存在以下几个特征：第一，混合型和债券型产品数量最多，占比分别为 37.20% 和 25.87%。这符合长期以来的结构特征，说明这两类产品的市场吸引力具有较高的可持续性。第二，债券型和货币市场型产品的发行份额或资产净值规模占比最高。第三，虽然 2015 年上半年股票市场的上涨行情助推股票型产品大幅增加，数量和规模都跃居第一，但从目前存续期内的整体情况看，该类产品仍非市场主流，数量、发行份额和资产净值占比都较低。第四，FOF 产品数量较多，占比为 18.75%，但发行份额和资产净值占比都很低。第五，QDII 产品仍处于起步阶段，数量和资产规模都很小。

表 1－3　　截至 2015 年底存续期内证券公司集合资产管理产品分布情况　　（单位：%）

类型	产品数量占比	发行份额占比	资产净值占比
股票型	6.42	2.48	2.33
FOF	18.75	3.55	4.01
混合型	37.20	17.39	16.71
债券型	25.87	36.50	39.57
货币市场型	5.98	38.55	35.97
QDII	0.30	0.14	0.07

资料来源：Wind 资讯（检索日期 2016 年 3 月 19 日）。

概括而言，混合型产品在证券公司集合资产管理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，享受牛市的收益。同时，由于近年市场与客户对固定收益和类固定收益产品较为推崇，债券型及货币市场型产品资产规模占比之和已超过 50%。

另外，股票型产品容易受到股市波动影响，2015 年 6 月开始的股市异常波动使得该类产品规模出现明显回落。

二、证券公司资产管理业务收入分析及其特点

根据中国证券业协会数据，2015 年证券公司资产管理业务净收入为 52.14 亿元，较 2014 年的 29.53 亿元增长约 76.57%。但资产管理业务在行业总收入中的占比略有下滑，由 2014 年的 4.78% 下降到 3.70%。

虽然近几年得益于监管政策的松绑，证券公司资产管理业务规模增长较快，但规模增长与收入增长并不成正比，这与资产管理业务构成关系密切。全行业资产管理总规模超过 10 万亿元，其中通道业务占绝大部分，利润率最高的主动管理业务规模却明显偏低。目前，主

动管理业务规模占资产管理总规模比例超过50%的证券公司只有14家，其中还包括4家规模较小的证券公司。

三、证券公司与其他各类金融机构资产管理业务比较

总体来看，证券公司资产管理业务相较于其他类型金融机构的优势主要为：

第一，充分将资本中介业务及资产管理业务对接发挥资源整合优势。证券公司通过全牌照优势，可以通过充分将资本中介业务和资产管理业务对接实现资源的高效整合，如“资管+投行”、“资管+经纪”模式，证券公司通过模式的创新，能发挥在融资融券、股权质押、权益投资、定向增发、权益互换及衍生品等业务领域的比较优势，充分实现资本中介业务与资产管理业务的对接。

第二，全方位的产品提供优势。与其他开展资产管理业务的机构相比，证券公司拥有能成为全方位的产品提供方这一强大优势。资产管理业务与证券公司其他业务的联动可以发挥协同优势，例如与经纪业务的互相促进，与投资银行业务的加强配合。未来在全面开放的环境下，证券公司代销产品增加，最终证券公司资产管理业务将成为全方位资产配置平台。

证券公司资产管理业务相较于其他类型金融机构的劣势主要为：

第一，集合资产管理业务的投资范围受限，难以与公募基金、信托计划竞争，也难以充分满足投资者需要。证券公司集合资产管理业务的投资范围目前不仅比集合信托狭窄，也比基金子公司的多客户资产管理业务范围狭窄，投资者的一些投资需要无法得到满足，证券公司资产管理产品的竞争力受到限制。

第二，资产管理业务保本和自有资金参与受到限制，保本型产品创新难以开展，不能向社保基金等有客观投资需要及保本需求的特殊投资者提供服务。目前监管限制资产管理业务不得对客户作出保本保收益的承诺，并且对自有资金参与自己发行的集合产品进行比例限制，从而证券公司很难实现对投资者的保本要求。但保险、养老、社保基金等客户有客观的保本需求，金融机构发行保本产品已经成为创新的趋势。目前，公募基金已经可以发行保本基金，而证券公司资产管理业务却仍然受限。

概括而言，证券公司资产管理产品与阳光私募较为相似，而与其信托、公募基金、银行理财和保险在资金投向、预期收益、风险、渠道等方面均有很大差异，具体如表1-5所示。

表1-5　　证券公司与其他金融机构资产管理产品的比较

	证券公司资产管理、阳光私募	银行理财产品	公募基金	信托	互联网金融
主要投资方向	货币市场、债券市场、股票市场为主	存款、项目融资、债券市场	货币市场、债券市场、股票市场为主	融资类业务为主，投向地产、实体企业、资本市场等	协议存款为主

续表

	证券公司资产管理、阳光私募	银行理财产品	公募基金	信托	互联网金融
预期收益	账户现金管理类：平均 3%；债券型：平均 8%；股票型：与资本市场形势有关	平均 3%—6%，非保本型收益较高（5% 以上），流动性紧张时理财产品收益提升，目前处于下降态势	货币型：平均 3% 债券型：平均 8% 股票型：与资本市场形势有关	视项目而异。一般集合信托：6%—8%；银信合作产品：5%—7%；房地产类项目在 10% 以下，未来有下行趋势	4% 以下，随着进入降息通道，未来下降趋势大
风险	货币型：较低；债券型：较低；股票型：高	目前维持刚性兑付	货币型：较低；债券型：较低；股票型：高	目前维持刚性兑付	基本无风险
渠道	证券公司、信托、银行	银行	互联网、直销、银行	银行、信托直销、第三方机构	互联网
客户需求	有稳定收益，同时可以定制化，有较高配置需求，适合高净值客户和机构投资者	收益率偏低，有一定配置需求，适合中等富裕阶层	收益率波动性大，个性定制化低，大众均有一定配置需求	有稳定收益，同时可以定制化，有较高配置需求，适合高净值客户	收益率低，只有部分流动性需求，适合中等收入阶层

注：表中的“互联网金融”主要指互联网现金管理类产品，不包括 P2P 等高风险产品。

资料来源：申万宏源证券整理。

第二章

2015 年中国证券公司资产管理业务发展中面临的问题及 2016 年发展展望

第一节　2015 年中国证券公司资产管理业务发展中面临的问题

我国证券公司资产管理业务经过多年发展已取得了较大的进步，但与资产管理行业的其他类型机构相比，证券公司的资产管理业务发展水平仍存在不小差距。2015 年证券公司资产管理业务发展势头良好，行业呈现出新气象，但证券公司该业务发展过程中的一些新问题值得各方关注。

一、业务结构不平衡

2015 年，虽然证券公司资产管理业务继续保持快速发展，但发展不平衡的态势非常明显，主要表现为证券公司定向资产管理业务占比依然较高，集合理财产品、专项理财产品的占比较低。不可否认，集合理财产品规模和数量也有大幅增长，专项资产管理业务亦取得了不小突破，但从规模看，结构性的偏离并没有根本改变。

二、证券公司资产管理行业加速分化

由于大资产管理行业近几年的加速发展，不同资产管理机构争夺业务人才等各类资源，行业内加速分化。特别地，行业内的中小证券公司资产管理收入利润规模没有与其业务发展形成正向促进，甚至出现收入、利润下降，导致人才流失、业务拓展及风险管理能力下降等问题。另外，部分中小证券公司资产管理未能快速提高主动管理能力及对各类资源的整合能力，业务发展方向不够清晰。

三、风控能力有待提高

根据修订后的《证券公司集合资产管理业务实施细则》（以下简称《集合细则》），集合理财计划由审批制改为备案制，同时证券公司的集合理财计划投资范围大幅扩宽。投资范围增加了中期票据、保证收益及保本浮动商业银行理财计划、股指期货等衍生品、银行间市场交易的投资品种、金融监管部门批准或备案发行的金融产品以及境外金融产品等。

投资范围的拓展和审批制度的放松在推动证券公司集合理财业务快速发展的同时，证券公司介入之前并不熟悉的投资领域也使集合理财业务除市场风险外增加了信用风险、操作风险和合规风险，证券公司需不断提升风险控制能力，向投资风控专业化发展。

第一，证券公司集合计划分级和衍生品投资增加了市场风险。杠杆操作性的增强放大了集合理财计划的各类风险敞口规模。一方面，根据《集合细则》，证券公司集合理财计划可参与融资融券交易，从而集合理财投资中符合规定投资证券可以通过再融资放大杠杆；另一方面，股指期货等衍生品本身就具有高杠杆的特征。

第二，投资范围的放开增加了信用风险、操作风险和合规风险。集合资产管理计划增加了信托、私募债、银行理财产品等监管层认可的其他金融产品。投资范围的放开，使证券公司资产管理的投向非常广泛和灵活，增加了信用风险、操作风险和合规风险。次级债、信托等高风险产品以及涉及更多利益主体的可投资产品将使其面临更高的系统性风险敞口。在宏观经济的某一方面如银行体系、房地产体系或地方政府债务体系等存在较大系统性泡沫时，任一种或几种风险将通过各类金融机构间的金融联系、各类金融产品和金融市场间的传导效应对集合理财产品造成系统性冲击。特别在目前国家监管机构对各类影子银行、资金池等新型金融风险监管不足、相关制度不完善的情况下，金融机构系统风险处于较高水平，这进一步提高了集合理财业务的相关风险暴露水平。

第三，定向资产管理计划的快速发展增加了证券公司的信用风险和操作风险。定向资产管理计划主要是与银行、信托、基金子公司等金融同业开展的通道业务。对于涉及非标准化债权以及融资类项目中信用风险的把控并非证券公司擅长，证券公司也缺乏此类风险管理人员。另外，定向资管业务涉及与众多金融机构的对接，各机构业务流程差异较大，容易产生操作风险。

四、监管环境有待进一步改善

第一，我国目前仍然实行分业监管的方式，资产管理业务分别由中国银监会、中国证监会、中国保监会以及国家发展和改革委员会监管。各金融机构从事资产管理业务各有制度上的优势和劣势，在市场准入、投资范围、运作模式、审批效率方面不尽相同，导致市场竞争规则和投资者保护存在不足。随着泛资产管理时代的来临，统一监管或有助于改善监管

效率。

第二，证券行业资金端目前遇到的重要瓶颈是投资者准入门槛过低或过高，资金跨度过大。例如，公募产品一般 1 000 元起投，但私募产品投资 100 万元起，中间地带的投资者难以获得风险收益处于中间过度水平的各类投资品种，导致个人投资者在风险极高、极低两种极端跳跃。

第三，资产证券化是今后证券公司资产管理业务发展的一个重要方向，但其涉及的税收问题很可能成为制约该业务发展的重要障碍。2006 年版税收办法通知中，MBS 的发行机构在印花税大部分进行了减免，但根据证券化“真实销售”的原则，如果风险分散 95% 以上的，或者无回购协议的证券化产品视为发行机构当年的营业收益，应当征收 5% 的营业税。这可能阻碍金融机构和企业资产打包进行证券化的动力。

第二节　2016 年中国证券公司资产管理业务前景展望

展望 2016 年，我国证券公司投研优势、协同优势和渠道优势将助力资产管理业务竞争力逐步提升。特别地，与证券公司传统经纪业务相比，资产管理业务受权益市场波动影响较小，未来将在在业务转型过程中承担不可或缺的角色。

一、业务模式仍需转型

当前以通道业务为主的定向资产管理仍是各家证券公司的主力，但通道业务对于证券公司资产管理能力提升及优化营业收入结构影响甚微。自从定向资产管理业务限制松绑以来，证券公司行业资产管理业务的规模快速增长，但管理费用率却呈现长期下滑态势。随着投资者热情的持续走高和对非标产品监管的日益加强，证券公司的业务重心将逐渐向主动管理类资产管理产品转移。在 2015 年上半年证券公司资产管理推出投向新三板的产品，使得投资者的选择更加丰富，也能够发挥证券公司各业务条线的合理。上半年各家大型证券公司主动资产管理规模显著提升，2016 年预计将延续此发展趋势。

二、不良资产证券化有望试点并开始发展

2015 年资产证券化市场发展势头良好，常态化的运行有效盘活了市场存量资产，为投资者提供了新的投资选择。但目前所发行的产品以优质资产为主，在当前经济结构转型的情况下，无论是商业银行还是实体企业对于不良资产均存在广泛而迫切的化解需求。以商业银行为例，根据中国银监会主要监管指标数据，截至 2015 年第三季度末，商业银行不良贷款