



THE BOSTON CONSULTING GROUP



中国光大银行

中国资产管理市场2015

前景无限、跨界竞合、专业制胜、回归本源

中国光大银行与波士顿咨询公司联合研究

2016年4月

目 录

1. 内容概览	1
2. 前景无限：展望中国资管市场规模及五大增长动力	2
2.1 资产管理发展具有重要意义	2
2.2 市场规模和驱动因素	4
3. 跨界竞合：洞察中国资管市场三大发展趋势	10
3.1 资金来源	11
3.2 资产类别	15
3.3 资管机构	23
4. 专业制胜：聚焦四种主流资管业务模式	28
4.1 全能资管	28
4.2 精品资管	30
4.3 财富管理	32
4.4 服务专家	33
5. 回归本源：完善三大资管制度	39
5.1 打破刚性兑付	39
5.2 资本市场与资管产品建设	41
5.3 完善立法与监管	41

中国资产管理市场2015

前景无限、跨界竞合、专业制胜、回归本源

1. 内容概览

中国资产管理行业正面临前所未有的发展机遇。截至2015年底，各类资管机构管理资产总规模达到约93万亿元人民币，过去三年年均复合增长率51%。资管行业的发展对提升资本市场效率、助推经济转型、保护金融投资者权益和服务普惠金融具有重要的战略意义。

展望中国资管市场规模及五大增长动力。预计2020年，中国资管市场管理资产总规模将达到174万亿元人民币；其中，剔除通道业务后规模约149万亿元，2015-2020年年均复合增长率为17%。这背后的五大支撑动力包括宏观经济“稳增长、促转型”、居民财富积累并向金融资产转移、金融科技进步、监管鼓励、银行业主动转型。

洞察中国资管市场三大发展趋势。第一，从资金来源看，目前国内机构资金占比约为40%，低于全球60%的水平。随着养老金三大支柱的完善，险资规模扩大，以及银行委外投资需求提升，未来机构资金占比将进一步提高。第二，从资产类别看，未来五年，被动管理型和除非标固收外的另类投资产品整体上发展较快；而主动管理型中的股票类、跨境类产品也有较大潜力；“资产荒”现象可能常态化，倒逼资管机构积极转型。第三，从资管机构看，未来五年竞争态势有所改变，银行仍为中坚力量；公募基金和私募基金得益于直接融资加速，增速较快；而依赖通道业务的资管机构则亟待转型。

聚焦四大主流资管业务模式。从全球资产管理巨头的领先实践来看，资产管理行业主要有四大差异化业务模式，分别是：全能资管、精品资管、财富管理、服务专家，中国的资管机构需要根据自身的资源禀赋找准定位。此外，互联网、大数据等新技术正在深刻改变资产管理行业的一些关键特征，要求资管机构积极开展数字化转型。

最后，资管市场的健康发展离不开健全的制度环境。因此，需要监管机构和资管机构积极合作，从审慎打破刚性兑付、健全资本市场和资管产品、完善立法与监管三个角度共同完善资管市场制度建设。

2. 前景无限：展望中国资管市场规模及五大增长动力

2.1 资产管理发展具有重要意义

随着“大资管”时代的到来，我国资产管理市场面临前所未有的发展机遇。资产管理，作为实体经济的支持者，作为财富管理的受托者，作为混业经营的前驱者，在提升资本市场效率、助推经济转型、保护金融投资者权益、服务普惠金融等各方面具有独特的意义。

提升资本市场效率。健康发展的资产管理行业将成为我国资本市场效率改善的基石，主要体现在三个方面。

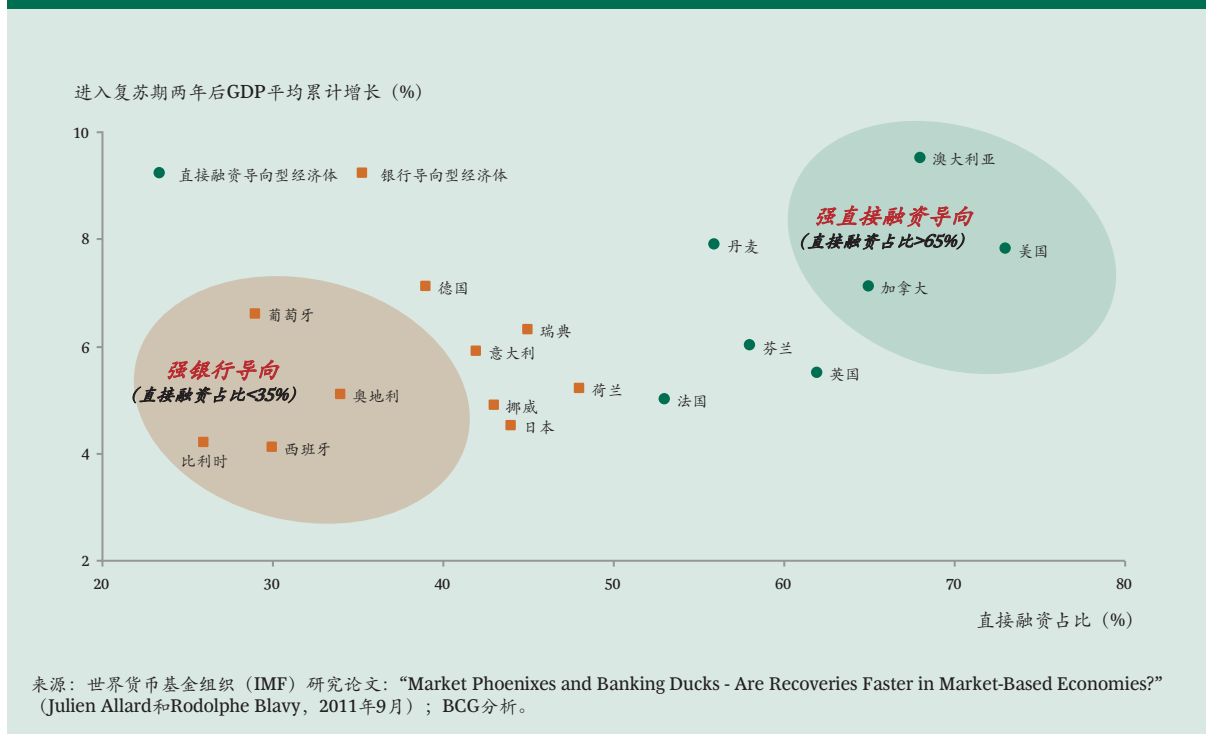
- **发展资产管理可以更好地匹配投融资需求。**不同风险偏好、行业专长和产品设计的资管服务，可以与传统融资体系形成互补，大大优化金融体系的宽度和深度，差异化地发掘和匹配投融资两端的需求，为实体经济，尤其是新兴产业提升融资可得性。
- **专业资管机构可以提升价格发现效率。**从当前的散户主导转向专业机构主导，可以减少散户盲目跟风带来异常市场波动，增加研究、投资和组合管理的专业性。从而可结合注册制改革、新三板分层等改革措施，让市场发挥资本市场资源配置的决定性作用，全面提升价格发现的效率。
- **资产管理行业可通过全面的风险管理为投资者提供更优化的长期风险调整回报。**资管机构针对流动性、信用、市场、操作等风险因素建立全面的风险管理体系，灵活运用各类金融工具，打造稳健的风控体系，优化长期风险调整回报。

助推经济转型。实证研究证明，以直接融资为主的经济体，在经济危机后具有更快的恢复能力和更强的恢复弹性。资产管理的发展和成熟，尤其是擅长在直接融资市场进行投资的资管机构的发展，有助于我国直接融资市场的发展和社会融资占比的提升，促进经济发展的健康和稳定，支持经济转型。

国际货币基金组织的两位经济学家早在次贷危机前，就曾经对84次危机后17个经济体的恢复情况进行过研究。结果显示，美国、加拿大和澳大利亚等以直接融资为主导的经济体，其复苏速度和质量远高于比利时、意大利、西班牙和葡萄牙等以银行为主导的经济体。如图1所示，进入复苏期的两年，直接融资导向经济体的GDP平均累计增长比银行导向的经济体高0.8%。危机发生后的两年，两者差距扩大到1.9%。若将高直接融资导向和高银行导向的经济体作对比，则差异愈发明显。累积经济增长率之差在一年和两年后分别变为1.5%和3%。

我国目前仍属于强银行导向型经济体。根据人民银行公布的数据，截至2015年底，我

图1：直接融资导向型经济体比间接融资导向型经济体更容易从危机中恢复



国全社会融资存量中表内间接融资占比69%，表外融资占比17%，直接融资占比仅14%。但是过去五年，直接融资占比已从2010年底的10%上升至2015年底的14%。资产管理行业，尤其是参与股票、债券市场的资管机构的发展与直接融资体系的建设相辅相依。资产管理行业的健康发展将加速直接融资体系的建设，为中国经济的换挡提速、转型升级，提供重要的金融支持。

保护金融投资者权益。个人投资者往往不擅长利用公司治理体系和相关法律法规来保护自己的合法权益，中小投资者的权益往往无法得到充分的保护。而资管机构可以依托自身的规模优势和专业专长，通过获得董事会席位、要求分红、参与日常管理、主导债务重组和法律诉讼等方式积极地保障自身利益。长期来看，这有利于加速建设法制化的多层次资本市场。

服务普惠金融，支持实体经济。“十三五”提出多项金融改革建议，包括鼓励金融创新、健全多层次资本市场、落实普惠金融、实现双向开放等。资产管理的发展将响应十三五的指导要求，提高直接融资比重，降低杠杆率，完善产品设计、风控体系，支持“一带一路”等国家战略项目，助推大众创业、万众创新，确保对普惠金融的支撑和对实体经济的穿透。

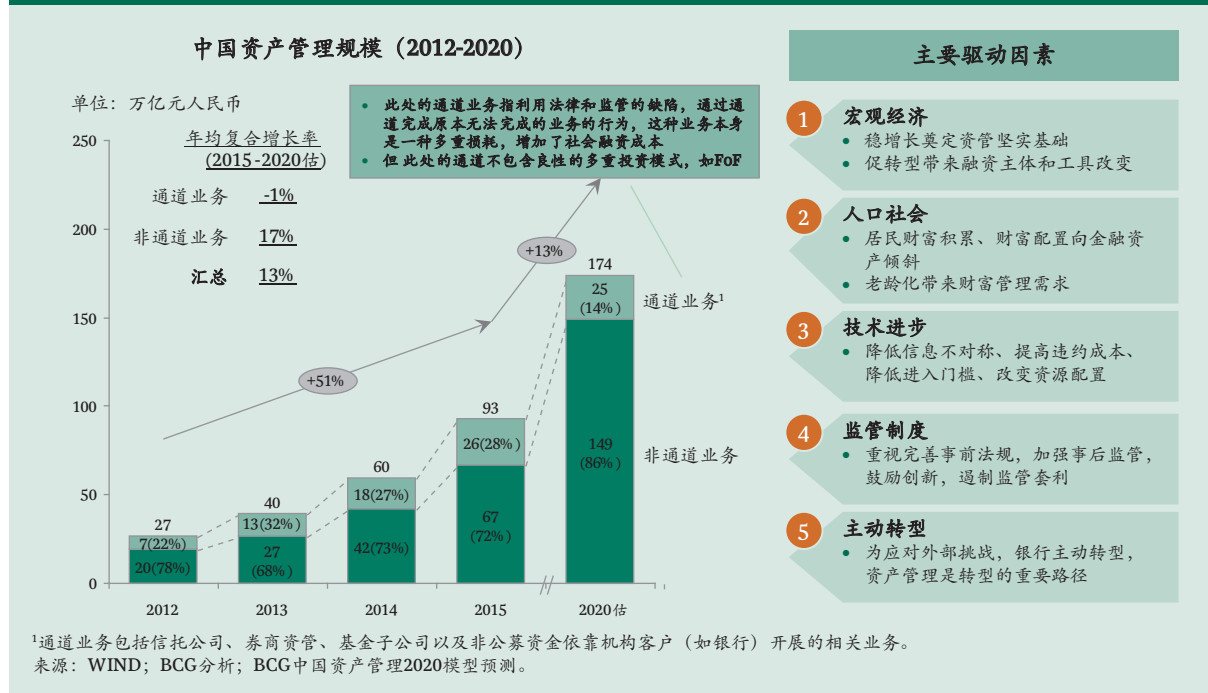
2.2 市场规模和驱动因素

2.2.1 规模与增长

根据波士顿咨询公司（BCG）的统计，截至2015年底，包括银行理财、信托、保险资管、券商资管、公募基金、基金子公司、私募基金等在内的泛资产管理市场管理资产总规模达到约93万亿元人民币，比2014年底增加33万亿元。除去信托、券商资管、基金子公司专项、基金公司专户所含的通道业务，则2015年我国资产管理行业管理资产总规模约为67万亿元人民币。2012至2015年均复合增长率达到51%，成为金融体系内最具活力和成长潜力的板块。

这一增长势头未来五年得以持续，但将有所放缓。根据BCG预测，到2020年，中国泛资产管理市场管理资产总额预计达到174万亿元人民币，2015至2020年均复合增长率可达13%；剔除通道业务之后，管理资产总额预计达到149万亿元人民币，2015至2020年均复合增长率达到17%。通道业务占比从2015年的28%下降至2020年的14%。（参阅图2）预测模型的假设是基于国外资管行业发展轨迹、我国未来五年宏观经济增长和货币政策预测、社会人口变迁、居民财富管理预测、各细分行业的历史增速、竞争格局，以及未来几年重大的行业变革契机等因素。

图2：中国资产管理规模至2020年预计达到174万亿元人民币



此处需要注意两点。一是此处所说的通道业务指利用法律和监管的缺陷，通过通道完成原本无法完成的业务的行为。这种业务本身不利于资管机构长期主动管理能力的建立，规避了现有监管体系，而对融资者来说是一种多重损耗，增加了社会融资成本。但对于基于主动管理或部分主动管理的多重投资模式，如FoF、MoM模式，则仍应当予以鼓励。

第二，此处所采用的资产管理定义是根据中国资产管理市场的发展情况而定，与国际上通行的资产管理概念存在一定区别。国际上通行的资产管理定义是指客户充分认知产品的投向、风险和相关条款，资管机构根据合同约定的方式、条件、要求及限制，以专业的方式管理客户的委托资金，并主要根据资产管理规模按一定比例收取管理费用。而中国的资产管理业务目前尚不完全符合上述特征。因此，如按照国际通行的定义计算中国资产管理市场，规模会存在差异。

2.2.2 驱动因素分析

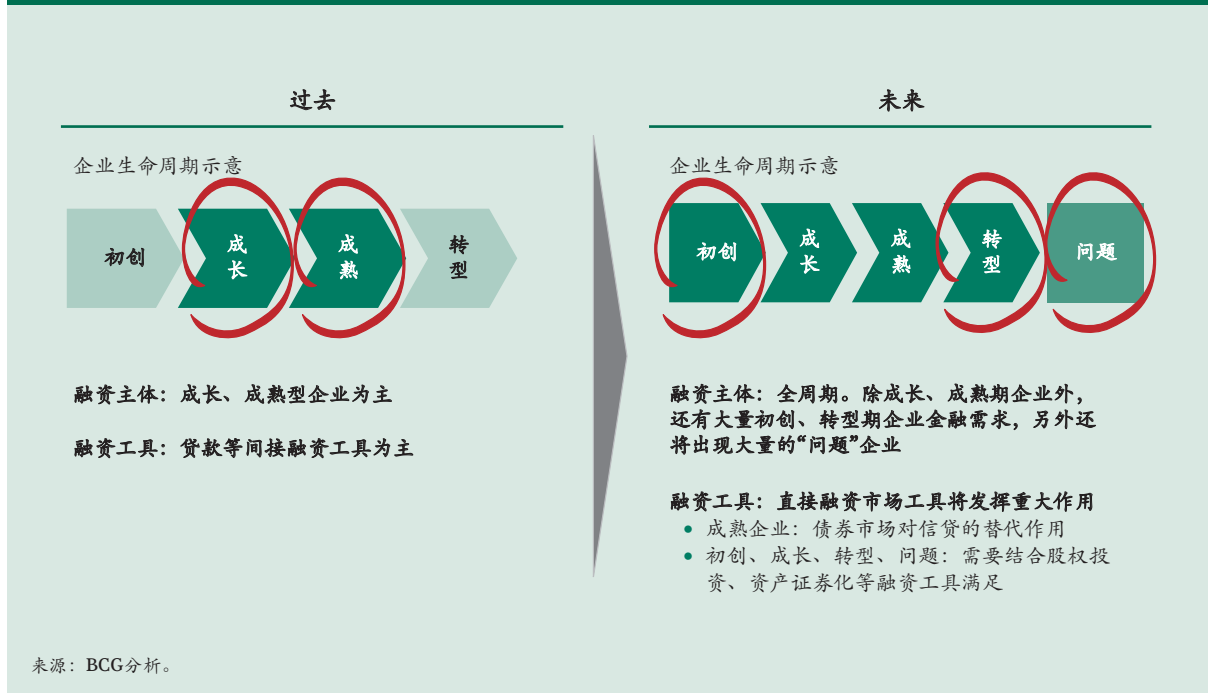
我们对中国资产管理市场未来五年的发展抱有比较乐观的预期，主要因为资产管理市场规模的壮大有一系列驱动因素支撑，主要包括：宏观经济稳增长、促转型所带来的机遇，人口老龄化和居民财富积累并向金融资产转移的趋势，互联网和新技术为资产管理带来的大量创新，监管政策的不断完善，银行等金融机构主动转型。

• 驱动因素之一：宏观经济稳增长、促转型

从稳增长的角度看，国家制定了保持经济中高速增长的整体发展目标。“十三五”时期经济年均增长率将保持在6.5%以上。2016年首次以区间的形式设定经济增长预期目标，目标定为6.5-7%。这为国家灵活应对全球经济变化，运用各种宏观调控政策和工具预留了充分的空间。财政政策上，国家将采取更积极的财政政策，2016年将提升政府财政赤字率至3%，预计财政赤字2.18万亿元，这为政府扩大基建类投资、为重点行业减税减负、保障下岗职工利益等重大政策的实施提供了财政支持；货币政策上，国家将继续实施稳健的货币政策，保持灵活适度，将2016年M2的增速目标从约12%提升至约13%，并且新设社会总融资这一增速目标，也为约13%。稳健灵活的货币政策，为稳定金融秩序，降低企业融资成本，鼓励消费和投资提供了重要的支撑。总体上，中国政府整体上有充分的政策工具，来应对各种风险和挑战。

从促转型的角度看，“供给侧结构性改革”将加快经济的转型升级。过去三十年，中国经济高速发展主要依靠出口、投资、消费“三驾马车”突破需求约束。然而，近年来整体经济增速持续放缓，“三驾马车”对经济增长的拉动日渐乏力。因此，2015年底国家提出了“供给侧结构性改革”。短期来看，确立了2016年供给侧改革的五大任务，包括“去产能、去库存、去杠杆、降成本、补短板”，攻坚钢铁、煤炭、水泥等传统行业低效供给过剩的难题。中长期来看，供给侧改革将借鉴国际经验和国内实际，进一步从劳动力成本、结构性减税、简政放权、鼓励创新创业、加大科研教育投入、深化金融体制改革等方面，为中国经济的换挡提速铸就全新的发展基础。

图3：经济转型带来融资主体的变化——从成长、成熟企业为主向全周期转变



稳增长，为资产管理行业的整体发展铸就了坚实的底层基础；促转型，会加速融资主体和融资工具的变化，为行业带来新的机遇。中国强有力的宏观调控有助于防范经济“硬着陆”和金融系统性风险的爆发，为资产管理行业的健康发展铸就信心。而促转型将加速金融行业的升级。过去，融资主体以成长、成熟型企业为主，融资工具主要以贷款等间接融资工具为主。未来，融资主体将会向全周期转变。除成长、成熟期企业外，大量初创、转型期企业、甚至“问题”企业也会成为重要的融资主体。融资工具也会从间接融资为主向直接融资为主转型。对成熟企业而言，债券市场会替代一部分信贷；对初创、成长、转型、问题企业而言，则需要结合股权投资、资产证券化等工具满足其融资需求。（参阅图3）

• 驱动因素之二：人口社会

人口与社会的新趋势也是影响资产管理行业，尤其是投资者需求端的关键驱动因素，三大主要趋势包括：居民财富积累、向金融资产配置转移和人口老龄化。

居民财富持续增长。根据BCG财富管理数据库的测算，2015年底中国个人可投资资产总额大约为110万亿元人民币；其中，高净值家庭（家庭可投资资产600万元人民币以上）财富约占全部个人可投资资产的41%，总额约44万亿元人民币。未来五年，随着中国经济迈入新常态，私人财富累积增速将有所放缓，但仍将以13%左右的年均复合增长率平稳增长至2020年的196万亿元人民币；其中，高净值家庭财富约占全部个人可投资资产的45%，

总额约88万亿元人民币。不断积累的居民财富将催生大量的投资理财需求。

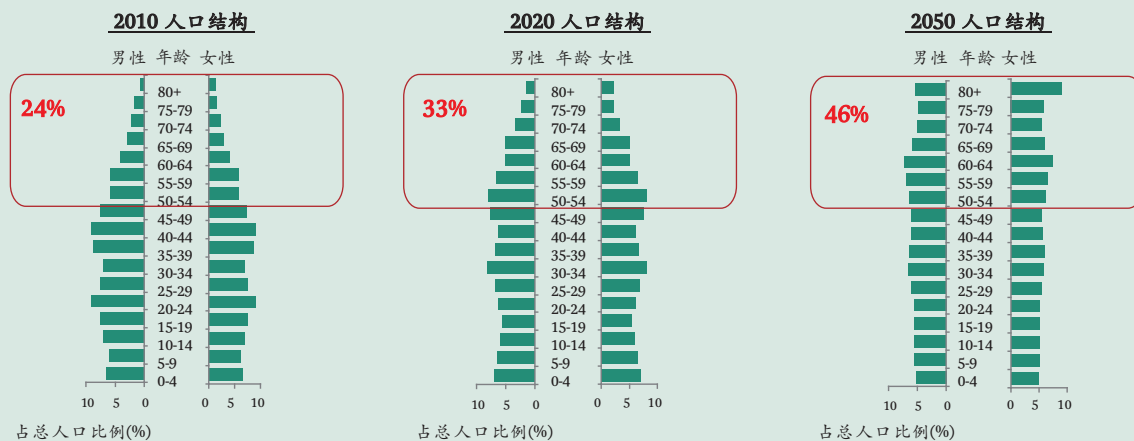
财富重新配置，居民财富配置由房产为主导，逐渐转为金融资产为主导。目前，我国家庭资产配置仍主要集中在房产。这一方面是因为过去十年我国房地产业经历了爆发式增长期，另一方面是因为资管行业发展时间较短，如针对普通居民的银行理财产品于2005年才正式问世。不过，近年来，随着三四线城市房地产市场的调整和资产管理行业的成熟，房产占我国居民资产配置比重已有下降迹象：2004年中国家庭资产配置中房产占比为62%，2012年下降至55%，而2014年美国家庭资产配置中房地产占比仅为24%。参照美国市场现状，未来我国居民家庭资产配置中房地产的比重将进一步下降，财富将更多配置于金融资产。

另一方面，居民理财意识觉醒，互联网理财，尤其是货币基金互联网销售的发展进一步加速了居民“存款搬家”现象。2015年四季度银行业住户存款季度余额同比增速已放缓至约9%，与2010-2014年平均超过15%的增速形成反差。住户存款占银行业金融机构总资产的比例下降至28%，相比2010年下降了6个百分点。“存款搬家”给资产管理行业带来了巨大的发展空间。

此外，我国老龄化趋势会进一步促进投资理财需求。根据BCG人口数据库的测算，50岁以上的人口占全国人口的比例在2010年为24%，2020年将上升至33%，这十年间退休人口预计增加1.5亿。（参阅图4）此外，根据联合国的测算，中国社会抚养比（即100个适龄

图4：我国老龄化问题显著

50岁以上人口占全国人口的比例：2010年为24%，2020年上升至33%，2050年上升至46%，老龄化问题显著



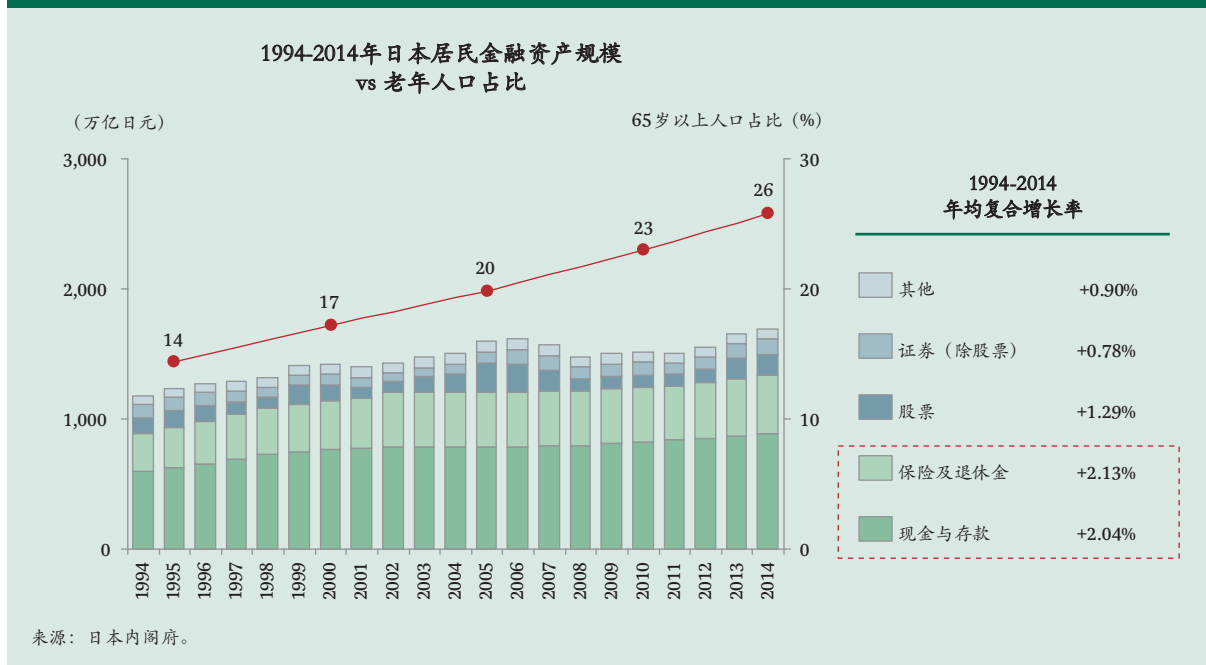
来源：BCG人口数据库；统计公报。

劳动力需要抚养的0-19岁和65岁以上人口的数量)在2015年达到历史最低的48,即人口抚养负担最轻,但从2016年开始抚养比将持续快速攀升,2050年预计超过80,2060年预计超过100,社会抚养负担与日俱增。尽管我国最近已全面放开二胎政策,但新政策能带来多大影响仍是未知数。

老龄化趋势在短时间内不可逆转,而现有的社会保障体制仍较难满足日益增长的养老需求。根据人力资源与社会保障部的统计,截至2014年底,全国城镇职工基本养老保险覆盖3.4亿人,离退休人员月人均养老金为2061元人民币;城乡居民养老保险覆盖5亿人,月人均养老金为90元人民币。因此,在政府社保体系之外,具备保值增值能力和跨期配置属性的金融产品,如商业养老保险、理财规划、理财产品等成为了重要的替代型养老手段,拥有巨大的增长空间。

此外,参考日本经验,伴随着老龄化的加剧,可能会出现居民金融资产配置的结构性变化。从1995年至2014年,日本65岁以上的人口占比从14%上升至26%,是老龄化速度最快、程度最高的国家之一。同一时期,日本家庭资产配置整体上呈现向保险类产品和低风险的储蓄类产品倾斜的趋势。从资产规模余额来看,保险及退休金在1994-2014年的年均复合增长率最高,为2.13%;现金及存款为2.04%;两类产品均高于金融资产整体1.82%的增速。(参阅图5)伴随着多次养老金体系改革,日本形成了以相对完善和庞大的养老金体系,养老金已成为日本人重要的资产配置,是老年人生活开支必不可少的资金来源。

图5: 伴随日本老龄化加剧, 尽管经济增速整体放缓, 保险类(含退休金)产品和储蓄类产品增长仍然较快



- **驱动因素之三：技术进步**

互联网及信息技术在四个方面对资管行业产生了深刻影响。一是降低了信息的不对称性，产品信息和研究信息可以利用互联网快速传播，客户和资管机构获取的信息趋同，获取信息的成本也大大降低。二是提高了信用违约成本，互联网快速提升了信用信息的透明度和可得性，提高了融资方违约的成本。三是降低了行业壁垒，加速金融与非金融的深度融合，使得非传统金融机构依靠渠道和场景优势有更大的机会跨界进入资管服务。四是改变了生产的资源配置流程，过去市场资源配置依赖于价格信号调控，难免存在滞后与错配，现在借助互联网、大数据，客户需求更加显性，资管机构得以更实时更直接地获取细分的客户群体偏好，提供定制化的服务。前两点变化对以信息和信用为生存基础的金融行业带来直接冲击，第三点加剧了行业竞争，第四点则要求资管机构重新审视金融资源的布局。

此外，新技术对资产管理价值链的各个环节都带来了直接而深刻的影响。在资产获取和投资管理环节，新技术改变了基础资产的构成，改变了资产估值的方式、风险管理的方式和投资决策的方式；在分销和财富管理环节，改变了分销的方式、投资者的参与方式和投资者的体验；在资产服务环节，改变了服务的对象和方式。而互联网和新技术最根本的影响是通过降低资产端和资金端的门槛，极大地拓展了资产管理行业的边界和规模。关于这个问题的进一步分析，请参见本报告“专题二：互联网和新技术带来资产管理业务创新”。

- **驱动因素之四：监管完善**

国务院2014年10月出台“43号文”《关于加强地方政府性债务管理的意见》，建立借、用、还统一的地方政府性债务管理，推广政府与社会资本合作的模式。该意见制约各类资管机构与地方政府开展的融资业务，同时也鼓励各资管机构研究包括PPP在内的新型合作模式。

中国人民银行2015年5月发布“9号文”放开直营与资管账户债券交易限制，放宽债券交易限制，允许投资者以自己发行的债券为标的进行债券回购交易。该规定将相关交易行为改为事后披露，交易限制放宽，而银行也被包含其中。

银监会2014年7月发布“35号文”《关于完善银行理财业务组织管理体系有关事项的通知》，推动理财业务事业部制改革，实现单独核算、风险隔离、行为规范、归口管理。该政策力求解决银行理财的“刚性兑付”问题，推动理财业务向真正的资产管理业务转型。

证监会2014年7月颁布《公开募集证券投资基金运作管理办法》，规范公募基金募集、申赎、投资、收益分配、持有等环节的配套法规。管理办法有几点积极意义：首先，加强监管，保护中小投资者的合法权益；其次，监管转型、厘清政府与市场的关系；第三，落实基金产品注册制，鼓励产品创新。

保监会2015年12月发布《关于加强保险公司资产配置审慎性监管事项的通知》和《保

险资金运用内部控制指引》，防范险资配置出现流动性风险，并指导保险公司提升内部控制管理水平及风险管理能力。2015年8月发布《养老保障管理业务管理办法》，全面推进和规范个人养老保障业务。2015年7月，保监会发布《关于提高保险资金投资蓝筹股票监管比例有关事项的通知》，放宽保险资金投资蓝筹股票的监管比例。此外，2014年2月，保监会发布实施《关于加强和改进保险资金运用比例监管的通知》，对保险资金运用的体系进行了重构，将金融资产分类，并取消了具体品种投资比例限制，有助于提升险资应用效率，支持实体经济。

可以说，近年来主要监管机构在资产管理相关的政策上呈现出“重视完善事前法规，加强事后监管，鼓励创新，遏制监管套利”的特点，在加强风险控制的前提下为资产管理转型“松绑”。

• 驱动因素之五：主动转型

以商业银行为代表的金融机构正面临一系列挑战。这些挑战不仅来自于不断深化的利率市场化所导致的利差收窄，直接融资提速所导致的贷款脱媒，传统存贷模式所面临的净资产收益率（ROE）和资本充足率（CAR）的矛盾，还来自于第三方支付等业态兴起所带来的结算脱媒，以及互联网金融和大资管发展所带来的存款脱媒，更来自于信贷模式受制于固定收益回报的本质而无法支持创新与创业的困境。

因此，银行业必须对自身的业务模式和运营模式进行深刻变革，这种变革应使得银行建立更有效的信贷资产配置机制和更多元的市场化业务，这种变革将把银行从传统的存贷中介变身为数据分析者、服务集成商、交易撮合者、财富管理者。而变革的路径就是通过资产管理业务，让银行成为直接融资体系和资本市场的重要参与者，从供给与需求两端促进直接融资和资本市场的发展。通过增加权益性投资、支持并购/混改，改善企业的公司治理结构，促进实体经济转型；积极适应养老投资需求，增加基础设施、PPP、资产证券化等长期投资，促进经济长期平稳发展；主动促进银行转型，降低银行自身的杠杆率，从而实现从“存款立行”到“资产立行”的转变。

从全球资产管理市场可以看到，前二十大资管机构中，近一半为商业银行。因此，我国商业银行的转型也将是推动资产管理蓬勃发展的重要动力之一。而在转型过程中，那些转型决心大、客户粘合度高、专业能力强、客户数据使用高效、渠道直达的银行才能最终胜出。

3. 跨界竞合：洞察中国资管市场三大发展趋势

未来五年，在继续保持中高速增长的同时，中国资产管理市场在资金来源、资产类别、资管机构三大维度上均呈现出一系列重要趋势。

从资金来源看：相较于全球市场，我国最显著的特征是机构资金占比较低，仅40%左右，其中养老金占比远低于海外。未来几年，随着养老金入市、养老第二第三支柱快速发展，养老金在资管市场中的重要性有望大幅提升。此外，险资及企业也仍是重要的机构投资者。个人投资者中，一方面高净值客户仍是中坚力量，其投资行为的成熟和需求的复杂化对资管机构提出了新的要求；另一方面，中产、数字大众等客群兴起，资管机构可以凭借互联网金融以较低的成本服务此类客户。

从资产类别看：“资产荒”成为2015年至今最突出的挑战。资管行业在资产端缺乏相对高收益、低风险的优质基础资产，倒逼资管机构降低产品收益。同时，为了抵御市场份额流失的压力，领先资管机构需要主动拓展资产类别和策略，加大产品创新，夯实行业研究和风险管理的基础，主动应对挑战。结合经济调整期“资产荒”现象的延续以及直接融资快速发展的宏观背景，未来五年，被动管理型和除非标固收外的另类投资产品整体上发展较快，比如指数型基金、私募证券投资基金、私募股权基金；而主动管理型中，股票类产品发展较快，跨境类产品也有较大潜力。

从资管机构看：首先，未来五年竞争态势有所改变，银行仍为中坚力量；公募基金和私募基金得益于直接融资加速，增速较快；而信托、基金子公司和券商资管等高度依赖通道业务的资管机构则面临转型。第二，赢者通吃现象明显，我国大资管市场集中度与全球类似，前20大资管机构市场份额总计44%，而细分行业集中度更高。第三，资管市场差异化路径初现，有的机构通过跨界混业做大规模，有的机构则通过精品化建立特色。此外，长期来看，资管机构可管理的资产范围将逐渐放开，赋予资管机构更大的市场空间。

3.1 资金来源

3.1.1 我国和全球资管市场资金来源比较

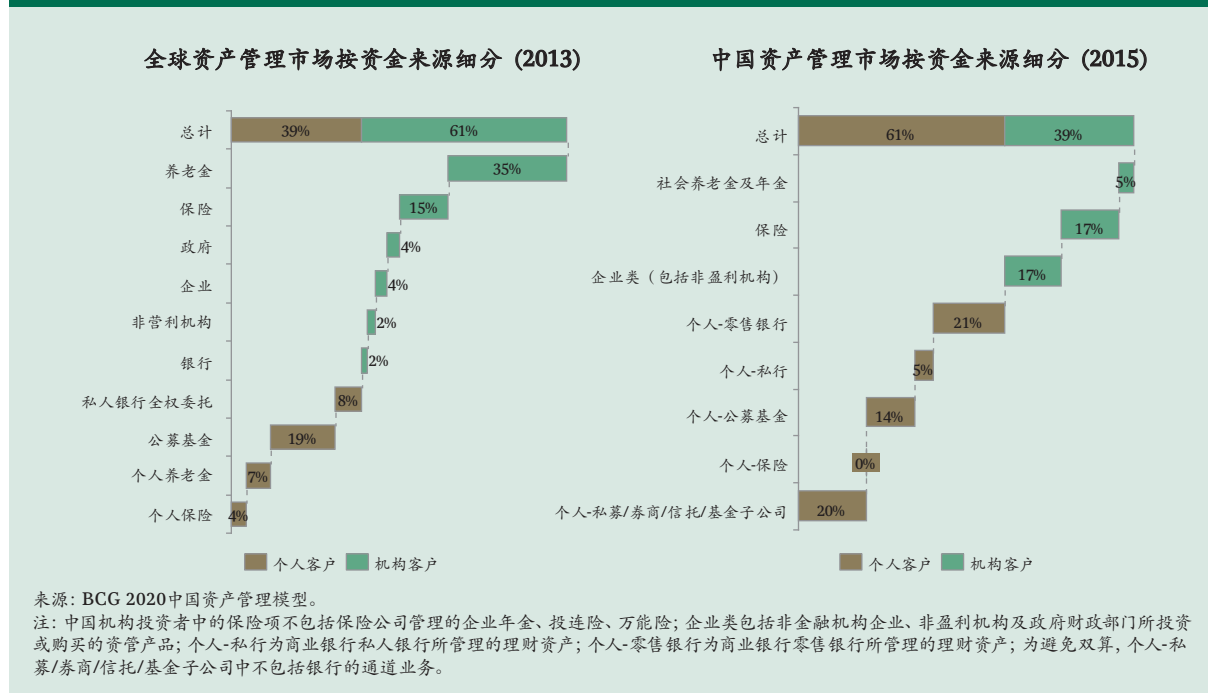
全球资产管理市场经过多年发展，资金构成基本稳定：机构资金占比60%左右，其中，养老金和保险占据最大市场份额，分别占比35%和15%；个人资金占比40%左右，主要来自公募基金、私人银行、个人养老金等。（参阅图6）

相较于全球市场，我国资管市场资金构成恰好相反：机构资金占比40%左右，其中，险资和企业资金（包括非盈利机构，以及财务公司、投资公司等非金融机构）各自占比17%，养老金仅占5%；个人资金中，高净值客户资金主要投向私行、私募、公募、信托、券商资管、基金子公司专项等，大众客户资金则集中在银行和公募基金。（参阅图6）

3.1.2 我国机构投资者发展

养老资金。从国外的经验来看，养老资金由于其规模大、期限长，是重要的机构投资者。目前，我国养老资金在资管市场所占比例仍极其有限，但未来有望显著提升，成为

图6：全球与我国资产管理市场按资金来源细分对比



资管市场最重要的机构投资者。这主要得益于我国正在逐步形成的三大养老支柱：包括企业职工养老保险和城乡居民养老保险的基本养老保险体系是第一支柱，企业年金及职业年金是第二支柱，商业养老保险是第三支柱。

从发展机遇看，近年来，随着养老保障规模的增加以及国家对基金运用的管理，社会养老保险资金结余稳步增长。截至2015年底，企业职工养老保险和城乡居民养老保险累计结余近4万亿元人民币，近几年当年结余在3,000-4,000亿元左右。若按照未来5年当年结余2,000-4,000亿元估计，到2020年，第一支柱资金规模将达到5-6万亿元。

过去，基本养老保险基金通常仅投资于国债及存款，回报较低。为了提升养老金投资运营的效率，国务院于2015年8月印发了《基本养老保险基金投资管理办法》，为养老金增加了20多种新的投资途径，包括股票、股票基金、混合基金、股票型养老金产品等，但同时规定此类产品合计规模不得高于养老基金资产净值的30%。这意味着，到2020年，养老金将会给资本市场带来1.5-2万亿元的资金量。

此外，全国社会保障基金于2000年成立，专门用于人口老龄化高峰时期的养老保险等社会保障支出的补充、调剂。凭借财政拨款、国有资本划转等资金来源，基金规模快速增长，2015年已达约1.8万亿元人民币，若未来5年增速保持在15-20%，则2020年基金规模将达到3.5-4万亿元，也是资管市场不容忽视的机构投资者。

同时，企业年金及职业年金作为第二支柱，受到国家政策的大力鼓励。2015年底我国企业年金覆盖单位75,454个，职工2,316万人，累计结存9,525亿元人民币，2010-2015年年均复合增长率达到28%，未来五年如按年均复合增长率25%计算，则2020年规模近2.5万亿元。此外，职业年金也将贡献年均1,000-1,500亿元的新增规模。而作为第三支柱的个人商业养老金，在税收递延等政策优惠的刺激下也有望迎来快速发展。

从客群特点看，养老资金整体上呈现规模较大，期限长，风险偏好稳健，追求绝对回报的特点。目前养老资金客户的市场竞争十分激烈，各家资管机构均积极争抢份额。由于养老资金的资产配置需要符合人社部的投资标准，因此资管机构所能给出的配置方案整体趋同。此外，养老资金客户的议价能力强，通常给各家资管机构统一的费率。这都导致潜在差异化空间较小。但是，各资管机构仍能从以下方面着手：一是，养老资金客户选择资管机构时，看重业务指标，如规模排名、过往业绩及波动率、养老金管理经验、风险控制和投研体系；二是，看重增值服务，如详细的数据披露、定期报告、专家会议和其他综合金融解决方案。

快速增长的养老金将需要更多合格的专业投资管理机构。例如，全国社会保障基金委托专业资管机构管理的比例已从2011年的40%提升到了目前的50%左右。未来，养老基金的投资、管理和运营面临着更高的要求，预计委托管理的比例会继续上升。按《基本养老保险基金投资管理办法》相关规定，目前具有全国社保基金投资管理资格和年金基金投资管理资格的25家专业机构都有资格去竞标投资管理人，包括华夏基金、工银瑞信等16家公募基金、中金和中信两家券商、华泰资管和泰康资管、人保资管等7家险企。未来，这一名单有望持续扩充，给更多资管机构带来机会；同时，由于养老金市场对投资管理人的专业性要求严格，早期获得全国社保基金投资管理资格的管理人，将在养老金开放的过程中有一定先发优势。

保险资金。从发展机遇看，近年来，在险资运用领域有两大政策趋势值得特别注意：一是新“国十条”提出，鼓励保险资金通过股权、债权、基金、资产证券化等形式支持新兴产业的发展，支持重大民生工程和国家工程的建设；二是偿二代“放开前端，管住后端”监管理念的落实，不断放宽投资领域和方式等前端限制，把监管重点放在后端：包括细化保险风险、市场风险、信用风险的定量资本要求，以及增加包括操作风险、流动性风险在内的定性监管。上述两个趋势一方面拓展了险资运用的空间，另一方面赋予了险资更大的使命，对险资的风险管理能力与资本利用能力提出了更高的要求。

从客群特点来看，险资整体上流动性要求低，注重投后数据服务和合规服务，对收益和风险的偏好则取决于不同的整体投资策略。偏重于追求创新的保险客户，会更重视资管机构的团队实力，比如操作量化、MoM等基金的基金经理的历史表现；偏重于稳健型的客户，则更看重资管机构的规模和风控表现；偏重于激进型的客户，往往是小型保险公司，资金成本较高，因此高度关注预期收益率。

投向方面，面临宏观经济增速放缓、利率下行、“资产荒”等挑战，险资将加大向私

募股权（PE、VC）和债权（基础设施和不动产保险投资计划）等低流动性资产的配置力度，以及对上市优质股权资产的举牌。此外，除了境内的传统投资领域，不少具备条件的保险公司已经将眼光投向了海外投资。金融危机过后，国外涌现出不少估值洼地的投资机会，境内保险公司凭借强大的资金实力，希望乘浪出海的趋势已经形成。但目前，一方面由于外汇管制，险资海外投资规模占全部资产配置的比重不会很大。另一方面，由于能力所限，大多数险资的海外资金投向仍偏向不动产，但这也给专业的资管机构带来机会。这些机构可以参与其中，将帮助丰富险资的海外配置，以获得更好的回报，同时分散风险。

企业资金。从发展机遇看，和成熟市场不同，我国的企业资金在机构资金中占比较高。潜在的原因包括中国企业普遍倾向于留存资金而非分红，以及部分垄断行业及高现金流行业的企业有能力留存大量资金。从投向来看，企业资金主要投向银行理财（特别是结构性存款）、信托及基金子公司。未来，随着经济增速放缓，企业寻找新的经营及投资机会会更加困难，因此企业资金在资管市场中的占比预计不会有显著下降。

从客群特点看，企业资金整体上以短期闲置资金为主，看重短期收益，但也有少量的长期资金。因此需要资管机构有相对丰富的产品线。此外，虽然企业资金总量不小，但专业性相对较差，获取和服务的难度较高。招标时通常优先在其他业务上已有合作关系的金融机构。和养老资金、险资相比，企业客户是机构客户中的“零售客户”，对于单位规模的资金，需要资管机构投入更多的精力去维护。并且，企业客户对投资的需求及偏好各不相同，需要资管机构有更多元的基础资产和更强的产品创新能力。

银行委外投资。从发展机遇看，根据管理资产规模来看，银行理财在2015年底已经达到23.5万亿元人民币。这种委托投资业务和一般的通道业务不同，需要资管机构具备较强的主动管理能力。由于缺乏系统性统计，银行委外投资的规模难有定论，因此在我们的资金来源统计中并未直接呈现。但根据初步测算，银行委外投资规模目前已经突破1万亿元人民币，并且预计会持续升高。因此，以中小银行为代表的银行委外投资，将成为公募基金、信托、券商、保险以及大型商业银行应该考虑的重要机构客户之一。

从客群特点看，有委外需求的银行往往面临以下原因：资金规模增长过快而人手不足；缺乏开展相关业务的资质，如权益类直投业务；银行，尤其是中小银行的团队能力不足。整体上，对于规模、风控、预期收益的取舍取决于银行的风险偏好和投资策略。通常大行的资金成本低，更注重规模和风控；小行资金成本高，更注重收益。总体上，因为资金来源为相对短期的理财产品，因此偏向稳健性、流动性要求高的资管机构，要求资产负债匹配。此外，该类客户看重与资管机构整体的客户关系和合作，如与资管机构及其背后的集团在托管、投行业务上的合作；以及客户集团内部的潜在的协同机会，如找集团内部的券商和资金开展委外业务。

3.1.3 我国个人投资者发展

高净值客户仍是中坚力量。从发展机遇来看，2015年中国高净值家庭（可投资资产规

模在人民币600万元以上) 户数为200万左右, 2020年预计将上升至350万户。这类客户通常为企业主、职业经理人、专业投资人以及文体明星等, 单位财富高, 投资经验较丰富, 投资行为与机构投资者趋同。

从客群特点来看, 高净值客户的产品需求较为复杂, 常常需要兼顾保值增值、分散风险、高收益等多种诉求, 并且有较强的定制化、综合服务、甚至跨境资产配置需求, 但往往风险承受能力较强, 对流动性要求不高。投资品类近年来逐渐从传统的地产信托、储蓄、固收向股票、金融衍生品、PE转变, 并日渐多元化。此外, 高净值客户往往还有给自身企业及投资行为融资的需求, 体现为“公私联动”或“投贷联动”。近年来, 随着改革开放后第一代企业家的退休, 家族财富传承也成为了高净值客户所关注的新话题。对资管机构的要求也逐步从产品的专业性拓展至服务的安全性、私密性等。

中产阶级及数字大众: 互联网和科技进步带来新机会。从发展机遇来看, 2015年中国中产家庭(家庭月收入为人民币8,000-23,000元) 数量为8,000万户左右, 数字长尾客群总数在2亿人左右(家庭月收入在人民币8,000元以下), 这些客户的财富管理以家庭财富的保值增值为主要目标, 风险承受能力较弱, 对流动性要求较高, 但定制化、跨境需求不强。过去, 由于这些中产和大众客户单位价值低, 难以覆盖服务成本而被资管机构所忽视。

从客群特点来看, 随着互联网金融的深化发展, 资管机构在服务上述两类客群时将迎来新的机遇。一方面可充分利用线上渠道低成本地触达客户, 例如与已形成一定规模的互联网金融销售平台进行合作, 或与拥有强大线上生态的互联网企业合作, 以社交媒体、高频应用为销售渠道; 另一方面, 借鉴互联网思维和大数据技术, 对传统金融产品进行简化和创新, 通过标准化的拳头产品低成本地服务客户。对于中小资管机构来说, 借助互联网和新技术的“赋能”, 过去被忽视的中产和大众客群恰恰是其弯道超车的良机。

综上所述, 未来几年, 随着养老金入市、养老第二第三支柱快速发展, 养老金在资管市场中的重要性有望大幅提升。此外, 险资及企业也仍是重要的机构投资者。个人投资者中, 一方面高净值客户仍是中坚力量, 其投资行为的成熟和需求的复杂化对资管机构提出了新的要求; 另一方面, 中产、数字大众等客群兴起, 资管机构可以凭借互联网金融以较低的成本服务此类客户。

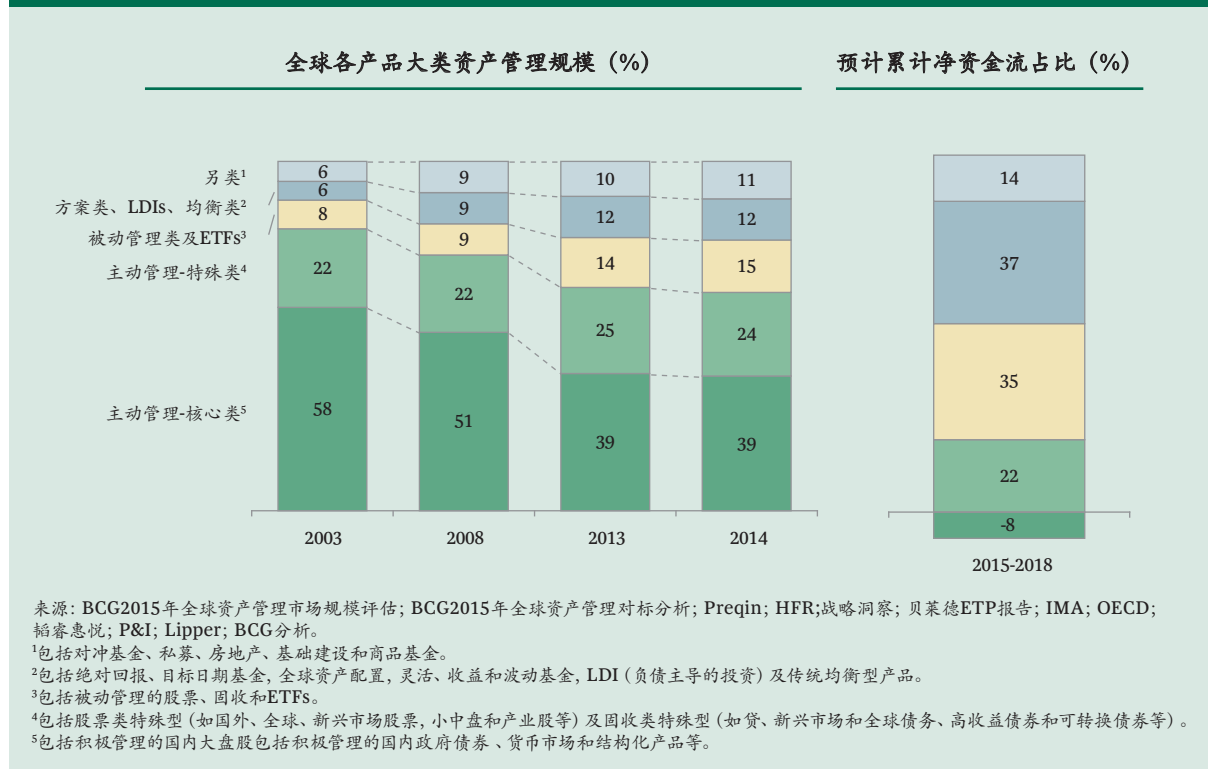
3.2 资产类别

3.2.1 全球资管市场各资产类别发展趋势

从全球来看, 2014年全球资管市场的投资品类依然在从主动管理型的核心类向被动管理型, 以及另类投资产品倾斜。主动管理型中最传统的核心类产品规模占比从2003年的58%下滑至2014年的39%, 而被动管理型(含ETFs)、方案类¹(含LDI和均衡类) 及另类

¹方案类: 包括绝对回报、目标日期基金、全球资产配置、灵活收益和波动基金等。

图7：全球资管市场方案型、另类、被动管理和特殊类产品将持续获得更多市场青睐



投资产品则分别上涨了7%、6%和5%的市场份额（参阅图7）。这样的变化趋势反映出客户对产品收益、多元化投资组合和低费率产品的综合偏好。

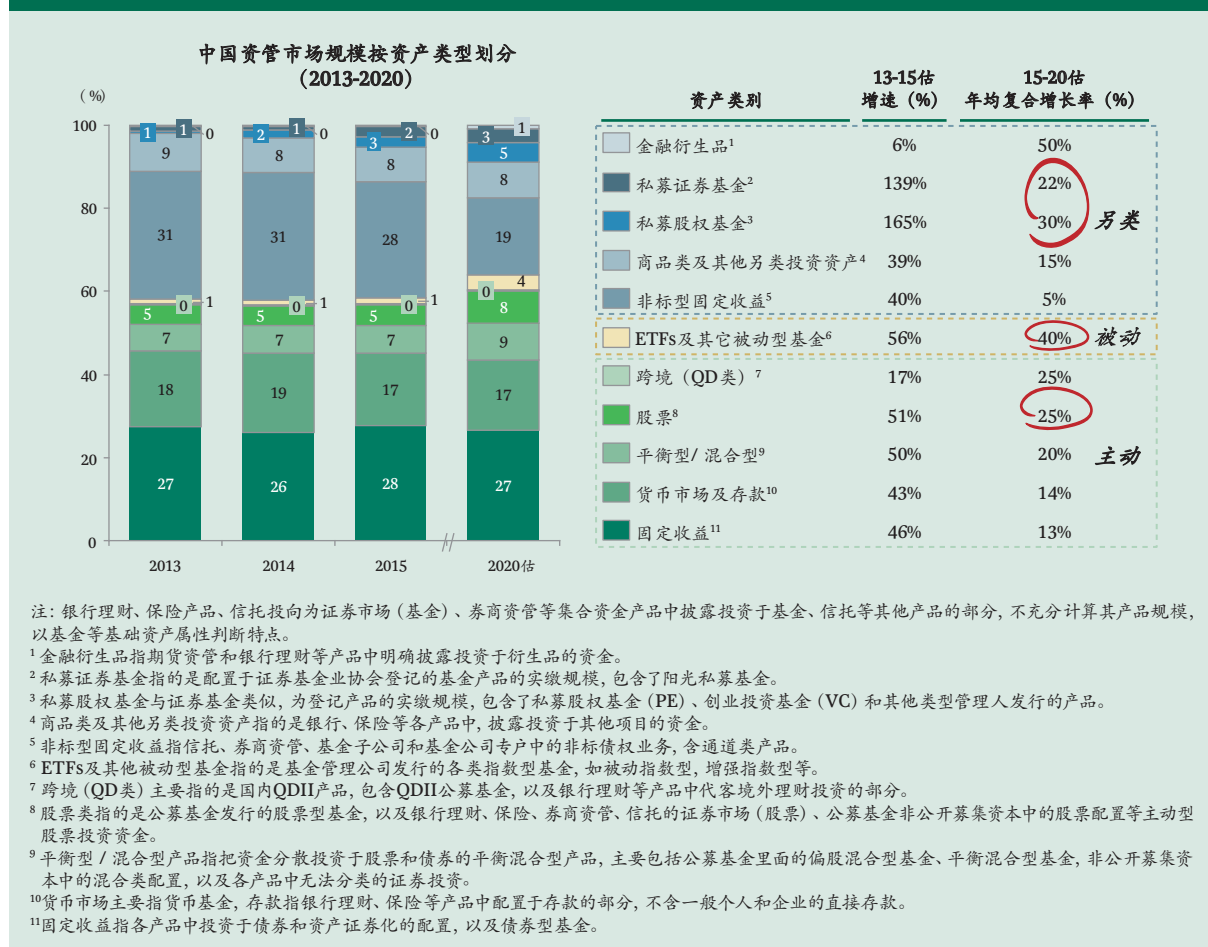
预计未来三年，传统主动类产品将受到持续挤压（参阅图8）。如图所示，横轴表示产品的净收入利润率（净收入利润率=管理费收入-分销成本），纵轴表示产品2014-2018年的年均复合增长率。被动型产品预计增速最快；另类投资产品由于投资门槛较高，难以获得规模上的快速增长，但仍将通过提供较高的投资回报，获得稳定的市场份额；而主动型产品无论是增速还是利润率都将受到持续挤压。

除此之外，多数产品都出现了管理费率持续走低趋势，特别是股权、货币市场、结构化和另类投资产品领域。例如结构性产品过去两年下降了14%，被动型股权产品收费下降了20%。费率的持续走低一方面来自于日趋激烈的同业竞争，另一方面，危机后各国监管不断提升对产品披露的详细程度和频率的要求，导致行业整体更加审慎销售复杂和高风险的产品，从而在供给端更趋向回归低费率的产品。

3.2.2 我国资管市场各资产类别发展趋势

我国各资产类别发展趋势与全球既有相似性也有不同。相似性在于被动管理型和除非

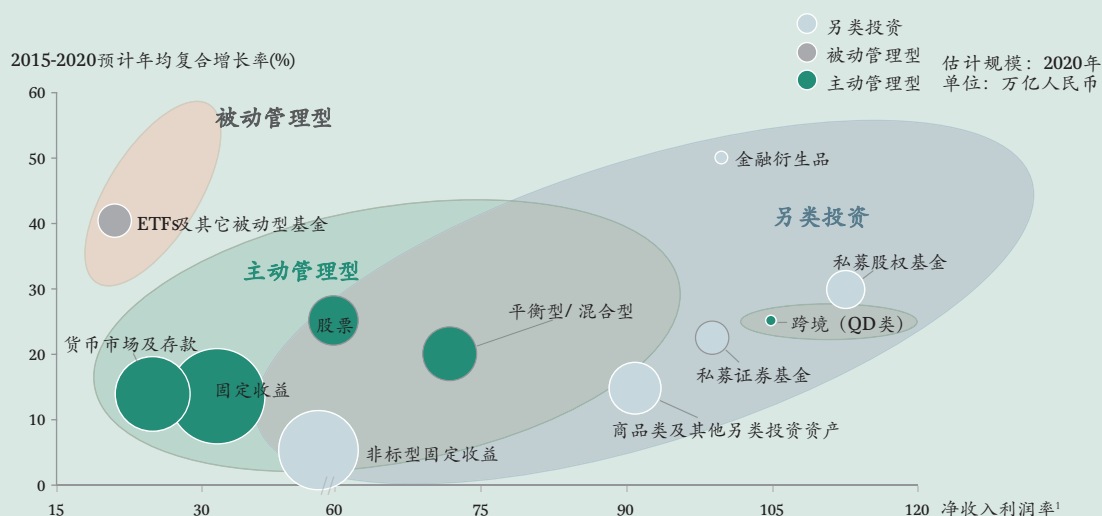
图9：国内未来五年被动管理型和另类投资产品发展提速，主动管理型中股票类产品将发展较快



济私募信贷融资的需求。

此外，随着国内投资者分散化投资的意愿加强，跨境类产品仍有较大的发展潜力，预计2015-2020年均复合增长率可达到25%。虽然目前外汇管理政策上存在一定的不确定性，但是长远来看，以QDII为代表的跨境产品是人民币国际化背景下最适合中国国情的投资产品之一，能够较好地管理资金的出入去向，保障外汇市场秩序。

图10：国内未来五年被动管理型和除非标固收外的另类投资产品整体上发展较快，主动管理型中股票类产品发展较快



来源：BCG2020中国资产管理模型；WIND；资管机构公开信息；国家监管机构统计数据。

¹净收入利润率指的是管理费减去分销费用。

专题一：“资产荒”倒逼资管机构转型创新

“资产荒”倒逼资产收益下降

“资产荒”成为2015年至今最突出的挑战。“资产荒”并不是指没有可投资的资产，而是指在资产端缺乏相对高收益、低风险的优质基础资产。“资产荒”本质上是一个伪命题，在我国刚性兑付的环境下，客户资金成本粘性高，客户并不真正承担自身投资的风险，而资管机构难以持续获得匹配的低风险优质资产，从而对资管行业的产品收益率，新增规模和风险管理造成叠加影响。

以信托产品为例（参阅图1），1-2年期限的房地产信托预期收益率相比2015年初的9.6%已下降至8.3%，下降幅度达1.3个百分点；房地产投向的季度新增资金信托连续三个季度同比负增长。基础设

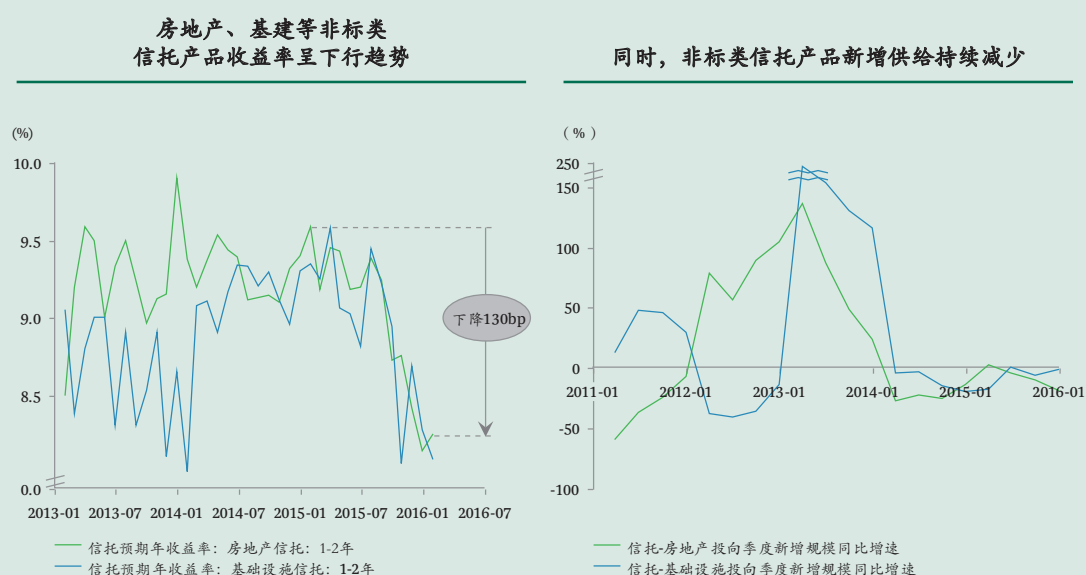
施投向的资金信托产品也呈现相似的趋势。

从债券市场看（参阅图2），以AAA和AA级为代表的企业债收益率持续下行，AAA级企业债与10年期国债的收益率差距持续收窄，反映出市场上大量资金缺乏优质投资标的。

从股票市场看，2015年股市上行阶段，曾涌现出“类非标”的配资业务。优先级资金有望获取较高的固定收益，比如二级市场结构化配资业务、券商融资融券收益权、IPO打新和定向增发的配资业务等。但是，2015年下半年以来，高杠杆投资减少，监管清理场外配资业务，银行等理财资金配置的空间被大幅度压缩，券商的场外配资账户和伞形信托遭清理。

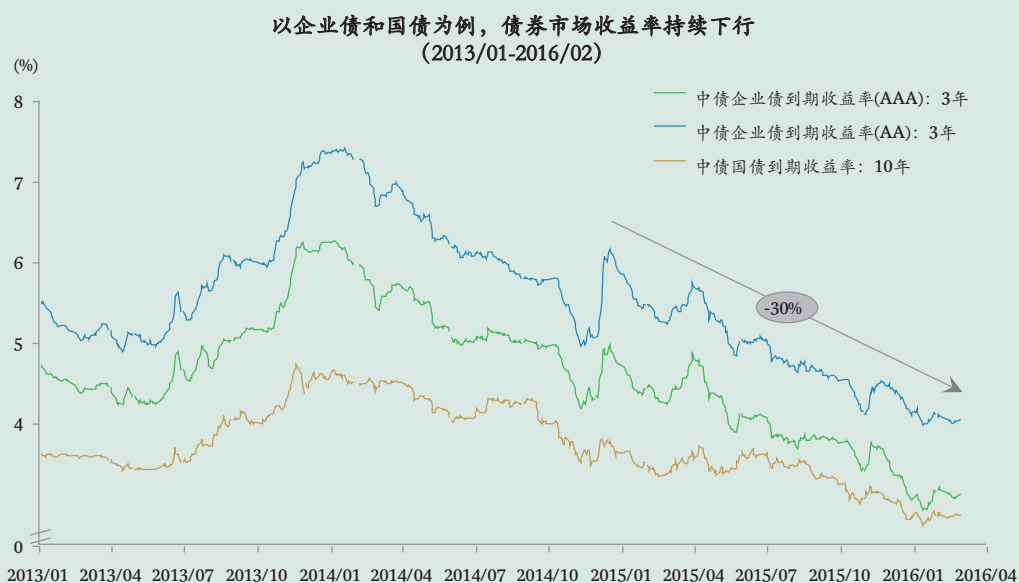
专题一：“资产荒”倒逼资管机构转型创新（续）

图1：以信托行业为例，产品预期收益率下降



来源：信托业协会；WIND。

图2：以债券市场为例，债券收益率下行



来源：WIND。

专题一：“资产荒”倒逼资管机构转型创新（续）

一方面，资产端优质资产匮乏；但另一方面，居民理财意识觉醒，“存款搬家”现象延续，理财需求增长空间依然巨大，因此资管机构不得不更多配置相对低收益的资产，导致整体资产收益率下降（参阅图3）。

“资产荒”倒逼资管机构转型创新应对挑战

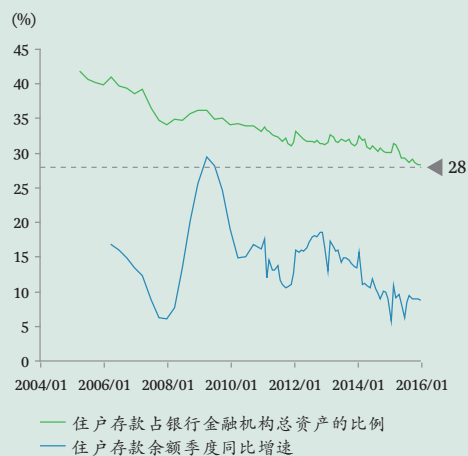
随着以“供给侧结构性改革”为代表的经济转型的深化，“资产荒”在未来几年将成为常态。一方面，降低产品收益率或调整资产配置是一种应对思路。另一方面，为适应“新常态”，抵御市场份额流失的压力，领先资管机构需要把握五大抓手：拓展资产类别，优化产品设计，丰富交易策略，夯实行业研究和重视风险管理，积极应对市场挑战。

第一，拓展资产类别。一是固定收益类重视

资产证券化产品，2015年证监会主管的ABS产品发行量同比增长401%，达到2,008亿元人民币，银监会主管ABS同比增长41%，达到4,075亿元人民币，伴随着监管的支持和对多元化基础资产的挖掘，未来仍有较大发展潜力。二是关注并购类机会，在国家推行供给侧结构性改革的背景下，一方面成熟行业蕴藏着大量产能过剩行业，高库存或高杠杆行业的并购整合投资机遇，另一方面，成熟行业转型升级与新兴产业超越发展都可以通过企业并购来掌握新技术、进入新市场。此外，国企混改、跨境并购等主题在未来几年也将持续。在此过程中，资管机构可以通过并购贷款、并购基金等多种形式提供专业支持。三是另类投资产品，关注供给侧改革背景下，金融业不良资产投资机遇和私募股权投资。以银行不良贷款为例，2015年底商业银行整体贷款余额约为76万亿，不良贷款规模为1.3万亿元，关注类贷款2.9万亿元。假设未来三年商业银行受到

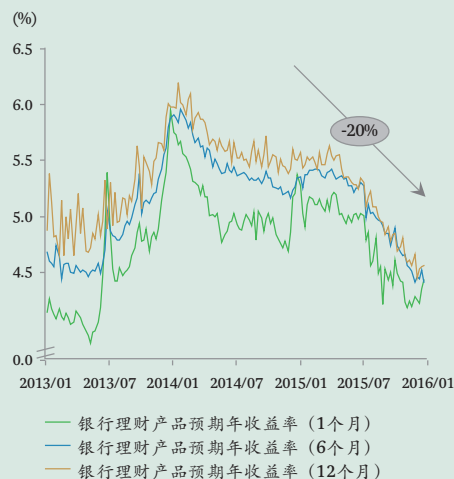
图3：资金端，居民理财意识觉醒，“存款搬家”现象延续，理财需求依旧巨大，“资产荒”倒逼金融机构降低资金成本

居民理财意识觉醒，存款增速放缓，
住户存款占银行业总资产比例下降至28%



来源：WIND。

面对巨大需求，“资产荒”倒逼收益率
下行；以银行为例，各类产品均快速下降



专题一：“资产荒”倒逼资管机构转型创新（续）

“去产能”和“去库存”等多重影响，基于多家研究机构的坏账预测，潜在不良贷款率仍将走高。结合上轮经济周期的经验，可打折转让的不良资产蕴含着大量的投资机遇。

第二，优化产品设计。一是发展母基金，以MoM或FoF产品强化大类资产配置，有助于资管机构分散风险。通过投资顾问的遴选、筛选、业绩分析和评价，建立起专业的母基金管理能力。优秀的母基金更能够为客户降低领先私募基金的投资门槛，配置到市场上难以进入的资产管理组合。二是，降低内部管理成本，通过优化设计各种被动型产品，比如ETFs和指数基金，来降低资管机构内部的投研成本，迎合客户的投资需求。三是，非标转标，从长远看，以银行理财为代表的产品，需要坚持净值型为代表的发展方向，建设一个更健康的市场。

第三，丰富交易策略。同样的基础资产运用不同的交易策略，设计不同的交易结构可进一步丰富资管产品。一是，投贷联动，通过股权与债权结合的投资方式，在收益率下行的阶段，分享潜在优质项目的超额回报。二是，一二级市场联动，私募基金与上市公司合作，发起设立并购基金，从市值管理、项目筛选、投后管理、项目退出等多方面形成

协同。三是，运用风险对冲策略，利用金融衍生品降低金融市场异常波动对资产组合的影响，发展量化对冲、CTA策略等对冲基金。

第四，夯实行业研究。传统上，资产管理行业的基础资产，尤其是非标债权类资产很大程度上依赖于成熟行业，如房地产、基础设施和能源矿业，并已形成了相对成熟的定价和管理模式。但是，新兴行业的资产管理机遇过去更多地集中在少数私募股权基金，传统的资管机构相对参与较少，也缺乏相应的定价和管理能力。很多优质的科技类股票历史上在美国上市，因此国内公募基金整体上也尚未建立起全面的新兴行业投研能力。未来，各资管机构可加大对新兴行业的研究力量，建立行业专业专长，挖掘新兴机遇。此外，结合供给侧改革“去产能”、“去库存”的任务，成熟行业会涌现出部分被低估的优势企业，基于扎实的行业研究，资管机构可参与到成熟行业的整合中。

第五，重视风险管理。资管机构在转型过程中，应高度警惕过高的杠杆和期限错配。在资管机构内部，用穿透的角度去全面评估结构化产品中实际承担的风险敞口。强化组合管理的理念，优化大类资产配置。可以利用股权合作的机会，介入到被投资企业的全生命周期中，深入研究企业，把控投资风险。

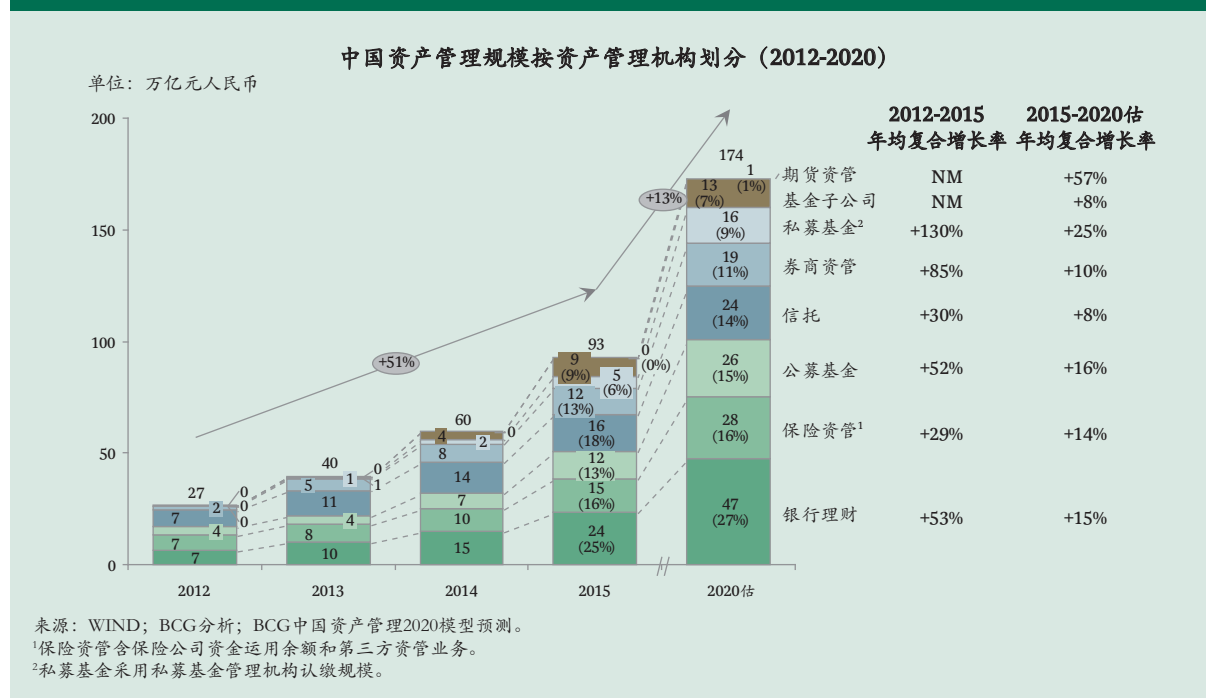
3.3 资管机构

从资管机构来看，至2020年，我国资管市场中银行仍为中坚力量，占管理资产规模总额的27%，2015-2020年均复合增长率达到15%；保险资管也将继续占据重要的市场地位，占管理资产规模总额的16%；公募基金和私募基金增速最快，2020年管理资产规模占比分别为15%和9%，2015-2020年均复合增长率分别达到16%和25%；信托公司、基金子公司和券商资管等比较依赖通道类业务的机构则面临转型，2015-2020年均复合增长率将分别放缓至8-10%。但信托公司由于发展时间长、基础体量大、转型早，2020年仍为第四大资管机构，管理资产规模占比14%。（参阅图11）

银行理财仍将是资产管理领域的中坚力量。凭借广泛的渠道网络、完善的账户体系和最具信任度的品牌，银行仍将是吸收个人投资者资金的最主要来源。同时，银行理财也将积极转型。从中短期看，银行理财依托在销售端的优势，需优化大类资产的审慎配置，强化作为大型资管机构的专业优势。从长期来看，将通过改变产品设计、收费模式和逐渐打破刚性兑付，真正回归“代客理财”的本源。通过非标产品向标准化、净值型产品转型，提高产品透明度和流动性。此外，随着理财规模的稳定增加、产品类型的丰富和团队的专业化程度提升，银行理财已有能力安排一定的中长期投资，未来有潜力成为中国金融市场上一类重要的中长期资管机构。

保险资管预计未来五年仍将保持较快的健康发展。保险资管的发展与保险业务的开展

图11：中国资产管理规模按资管机构划分



互为依托。保险资金，尤其是寿险资金本身拥有久期长、成本低的特点，而且资金供应规模巨大。短期来看，监管预计将加强久期短、现金价值高的产品的管理，可能会对部分保险公司的资管业务造成一定影响。但从长期来看，结合“偿二代”的推行，有助于保险资管的稳健经营。未来几年，主要有五大因素支持保险资管在未来五年的健康发展。一是，保险资管的发展已融入国家战略规划，新“国十条”明确提出进一步加大保险资金支持实体经济的力度，提高资金配置效率。在监管和政策的支持下，保险投资品种全面开放，进一步放宽了险资的投资渠道。二是，专业化保险资产管理公司健康发展，投研团队快速完善，资管产品设计能力提高，保险资金运用的专业化程度快速提升。保险资管的第三方业务目前占比仍较低，相比海外的领先保险公司有巨大的发展空间。三是，保险资管对接实体经济，保险资管对基础设施投资计划、PPP项目、股权及不动产计划等另类投资的配置规模明显提高，2015年国务院批复成立首期1,000亿的中国保险投资基金，实现了与实体经济的直接对接，也提升了长久期的保险资金运用的效率。四是，保险资管的全球配置，领先保险公司率先运用险资进行全球资产配置，投资不动产、权益类等资产类别，有助于分散风险。五是，保险资管在养老金市场占据独特优势，例如全牌照、渠道优势明显等。

公募基金未来五年将实现高速增长。从发展基础来看，公募基金在资产管理行业中具有最强的制度优势。一方面，公募基金具有募集资金的优势，可以灵活推出覆盖证券市场各资产类型的基金产品进行资金的公开募集，或是利用专户定向服务机构和高净值客户，并且在代销渠道方面构建了较完善的合作网络，已基本形成了覆盖银行、第三方支付，互联网金融公司等机构的线上线下代销全渠道。未来，在互联网金融发展的大趋势下，公募基金，尤其是货币基金产品，将进一步拓宽销售渠道和增值服务类的场景连结。另一方面，在其它大型资管机构普遍存在刚性兑付压力的情况下，公募基金在长期发展过程中，已基本甩开负债端刚兑的包袱，运作上相对更透明和规范。此外，非公开募集资本的专户和企业年金业务也将继续快速发展，全国社保基金等机构投资者仍会是非公募业务主要委托人，并且有望进一步打开养老资金市场。未来，结合直接融资快速发展的宏观背景，各基金公司根据其自身特点和优势，将呈现差异化、专业化的发展态势。

信托公司未来五年整体资产规模增速放缓，但由于其存量市场较大，制度相对灵活，转型启动较早，未来仍将是前四大资管机构。信托的发展掣肘主要体现在传统业务面临瓶颈，包括：占据信托资产规模约一半的通道业务收缩，非通道类的非标业务面临着其他融资渠道的激烈竞争；占信托资产投向至少20-30%的房地产业增速放缓，一线城市的大型房地产企业对非标融资的依赖度降低；以及阳光私募的去信托化等。此外，信托保障业基金的推出虽然整体上有助于行业的风险管理，但是短期内也将压缩非标债权类业务的盈利空间。但不可否认的是，信托制度本身有其独特的法律地位，也具备跨市场的高度灵活性，最能体现“受人之托，代人理财”的资产管理本源。而信托公司分级监管办法的调整也将为信托行业的长期健康发展打下基础。因此，信托公司依托过去几年积累的业务和客户资源，充分运用信托制度，未来仍将是资产管理行业中关键的组成部分之一。

券商资管发展时间较长，但主要是在过去两年借助银证通道业务收获了爆发式增长，

未来须谋求业务的规模化及转型。券商资管规模化及转型独特的优势在于券商内部不同业务条线和部门之间的综合金融协同：一是财富管理和经纪业务积累的大量风险偏好相对较高的理财客户，二是投行业务积累的企业客户和交易资源，三是销售交易和证券研究业务积累的资本市场专业专长。未来，如果券商资管机构业务得以发挥上述潜在优势，有望实现差异化的发展道路，例如参与企业的定向增发和并购融资，上市前企业的私募股权投资，打包各类型的基础资产开展资产证券化，设计股票质押融资项目，结合衍生品交易设计对冲基金产品等。因此，在通道类业务转型的过程中，有相对较好的禀赋资源。

基金子公司发展时间较短，在过去两年实现了爆发式增长，同样主要依靠通道类业务和母公司的资源支持。然而，在风险积累和监管趋严的趋势下，通道业务面临发展瓶颈，刚性兑付压力较大，基金子公司增速预计将放缓，需积极探索转型发展之路。从风控能力、系统建设等方面来看，基金子公司与其他资管机构相比并无明显优势，但其最大的优势是机制的灵活性。从业务范围来看，基金子公司的可投资范围从上市证券类资产拓展到了非上市股权、债权、收益权、票据等资产；从客户限制来看，单个产品中单笔委托资金人民币300万元以下的客户信托限制为50人，基金子公司限制为200人；从激励机制来看，传统上基金公司的激励制度与金融同业相比有一定优势，员工股权激励也在多家基金子公司得以实现，为基金子公司的吸引人才创造了良好的环境。未来，如果基金子公司能够依托机制的灵活性和专业人才队伍的建设，与公募基金母公司形成差异化的错位发展和资源互补，则将有助于通道类业务的转型。

私募基金的资产规模目前在资管行业里占比不大，然而规模增长十分迅速。首先，以阳光私募为代表的私募证券投资基金的发展获得政策支持。2014年，国务院发布的资本市场新“国九条”，明确提出“发展私募证券投资基金”的重要举措，随后陆续出台的多项政策推动了该行业进入快速发展期。阳光私募成为“正规军”后，大量吸引人才，创新不断涌现。在新的监管原则下，阳光私募产品和发行形式也更加多样化。金融工具不断丰富，量化私募产品等新的金融工具发展空间扩大。其次，经济转型的背景下，成熟行业的并购整合和新兴行业的股权融资，促成了私募股权基金的快速发展。尤其是在互联网、文化传媒和医疗服务领域，创业投资基金凭借其专业专长，为传统渠道融资困难的新兴企业提供资金支持，并且为基金投资者实现了较好的回报。此外，夹层基金、房地产基金快速兴起，与传统的非标债权融资模式形成竞争。部分领先的人民币私募基金管理人借鉴国际领先机构，已完成面向全国社保基金、保险公司等机构投资者的长期资金募集，并不断强化自身的交易设计和投后管理能力，在竞争激烈的非标融资领域，构建了差异化优势。

期货资管目前的资产规模在行业中占比很小，短期发展有一定的不确定性，长期看潜力较大。短期来看，期货资管的发展速度取决于金融衍生品交易的相关监管规定。长期来看，期货资管需要主动加强自身人才队伍建设，减少对“类通道”业务的依赖，真正打造以量化对冲、CTA、套期保值等交易策略为特色的资管产品，坚持走专业化、差异化的发展路线。未来五年，有望伴随着资本市场的全面发展而迎来一个较快的发展阶段。

除不同子行业发展快慢不均外，我们从全球市场还观察到一个通行的趋势——资产管

理市场“赢者通吃”现象明显。全球资产管理业务的发展经验指出资产管理是一项需要规模效应的业务，成功机构往往在某些特定领域建立规模效应。全球前20大资产管理机构管理资产规模市场份额合计2007年为38%，2009年为41%，2013年为42%，20家机构即占据全球市场近一半（参阅图12）。如果看增量，则这一趋势更加明显。例如，美国前十大共同基金管理规模2014年的增量达到了美国共同基金市场整体增量的121%（除前十大机构以外的其他机构增量合计为负数），而这一数字在2013年只有73%，也就是说前十大机构对市场增量的贡献大大提高。在欧洲，这一趋势则趋于稳定，同样是前十大共同基金管理规模2014年增量占市场总体的比重，欧洲2014年和2013年的比重均为42%。（参阅图13）

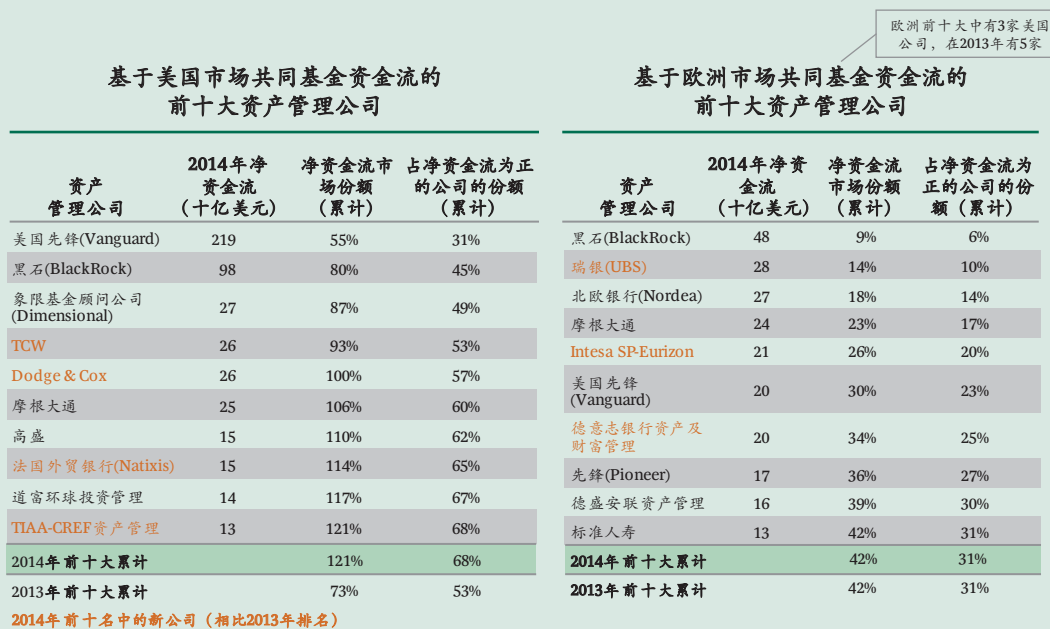
中国资管市场中，“赢者通吃”的现象也已经显现。前十大资管机构管理资产规模市场份额总计32%，前20大资管机构市场份额总计44%，集中度与全球资管市场相近（参阅图14）。在细分行业中，“赢者通吃”的现象更加明显。例如，根据2014年底数据，中国前十大银行理财产品余额合计市场份额占比68%；2015年底，前十大公募基金规模合计占比达57%，前十大基金公司专户规模合计占比达49%，前十大基金子公司专户规模合计占比达48%，前十大券商资管规模合计占比50%。（参阅图15）

图12：全球前二十大资管机构占据约40%市场份额

2007			2009			2013		
排名	资管机构	资产 (\$B)	排名	资管机构	资产 (\$B)	排名	资管机构	资产 (\$B)
1	Barclays GI	2,078	1	BlackRock	3,346	1	BlackRock	4,324
2	State Street GA	1,979	2	State Street GA	1,951	2	Vanguard	2,753
3	Allianz GI ¹	1,341	3	Fidelity	1,699	3	Allianz GI ¹	2,350
4	Fidelity	1,601	4	Allianz GI ¹	1,597	4	State Street GA	2,345
5	Capital Group	1,550	5	Vanguard	1,509	5	Fidelity	1,943
6	BlackRock	1,357	6	JPMorgan AM ²	1,249	6	JPMorgan AM ²	1,598
7	Vanguard	1,300	7	Capital Group	1,039	7	BNY Mellon IM	1,497
8	JPMorgan AM ²	1,190	8	BNY Mellon AM	1,027	8	Capital Group	1,250
9	BNY Mellon AM	1,100	9	Amundi	890	9	Deutsche A/WM ⁴	1,226
10	Legg Mason	999	10	Goldman Sachs AM	697	10	Prudential IM	1,107
11	AllianceBernstein	800	11	Legg Mason	682	11	Amundi ⁵	1,032
12	Natixis AM	785	12	Natixis AM	671	12	Northern Trust GI	885
13	Northern Trust GI	757	13	Prudential IM	667	13	FranklinTempl	879
14	Deutsche AM	737	14	AXA IM ³	663	14	Natixis AM	836
15	AXA IM	728	15	Deutsche AM	659	15	Wellington Mgmt	834
16	Credit Agricole AM	697	16	UBS Global AM	629	16	Invesco	779
17	Prudential IM	648	17	Northern Trust GI	627	17	Goldman Sachs AM	779
18	Goldman Sachs AM	632	18	BNP Paribas	572	18	AXA IM ³	726
19	UBS Global AM	564	19	FranklinTempl	554	19	Legal & General IM	704
20	ING IM	509	20	Wellington	537	20	T. Rowe Price	692
全球资管市场 规模(\$B)		~56,200			~52,400			~68,700
前二十大机构 市场份额总计		38%			41%			42%

来源：公司公告；BCG分析；Pensions & Investments; Investment & Pensions Europe。
 注：增长率分析有时因资管机构修改往年披露数据而受到影响；2013年平均汇率适用于上述所有年份的计算，即1欧元等于1.32826美元，1瑞士法郎等于1.07951美元，1英镑等于1.56483美元。
¹含PIMCO。
²含财富管理业务。
³不含Alliance Bernstein。
⁴由于业务重组，自2012年起含财富管理业务。
⁵自2010年1月起，由Credit Agricole资管业务和Societe Generale资管业务合并而成。

图13：“赢者通吃”的趋势在美国加速发展，而在欧洲保持稳定步伐

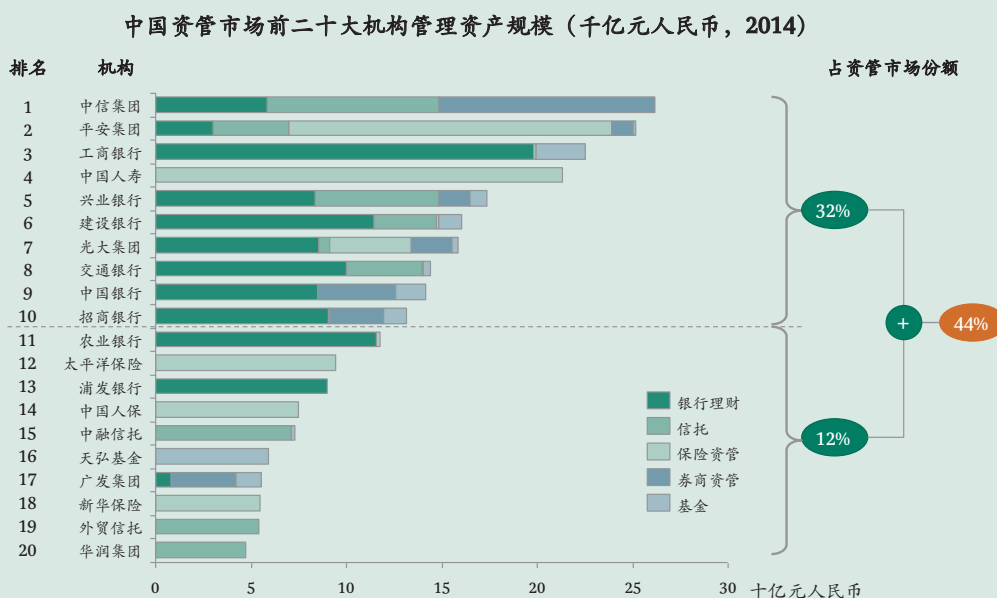


来源：战略洞察；BCG分析。

注：分析不包括货币市场。

¹不包括PIMCO。

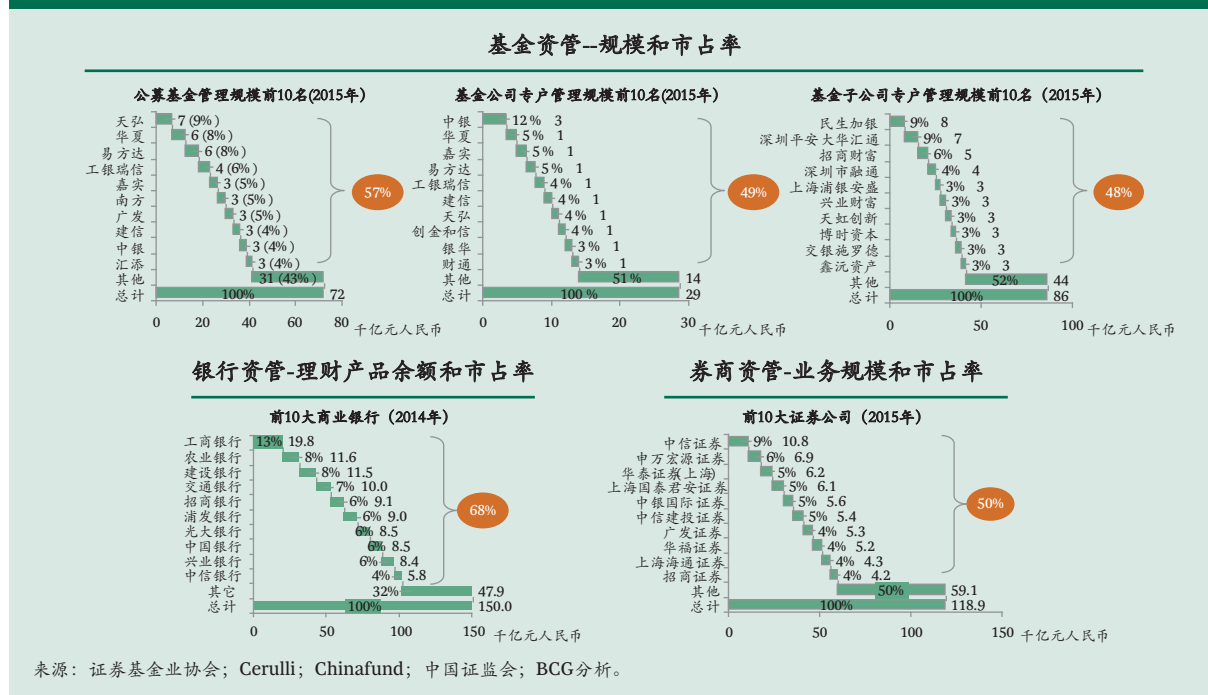
图14：大资管市场中，赢者通吃的现象已经显现



来源：年报；信托业协会；证券投资基金业协会；文献检索；BCG分析。

注：持股比例50%以上的子公司被纳入计算；券商资管数据为2015年6月底数据，其余为2014年底数据。

图15：细分行业中，赢者通吃的现象已经显现



此外，资产管理机构的商业模式的差异化发展路径也开始初步显现。部分机构通过下设子公司、申请牌照、投资收购等形式扩展业务范围、做大规模。另外也有部分机构专注于探索差异化、精品化道路。我们将在下一章针对业务模式展开详细讨论。

4. 专业制胜：聚焦四种主流资管业务模式

我们在前文中已经提到，不论是全球还是中国，资产管理市场赢者通吃的局面已经显现，做大规模是通向成功的最主要路径之一。但我们也看到，中国资产管理市场中并不缺少规模领先的资产管理机构，但缺少差异化、专业化的机构。通过对全球市场最佳实践的研究，我们发现全球资产管理巨头们在扩张规模的同时也各具特色，并逐步形成了四大差异化的模式，分别是：全能资管、精品资管、财富管理、服务专家。（参阅图16）

4.1 全能资管

顾名思义，这一模式最大的特点就是全能、全面。具体来看，体现在几个方面：首先，规模领先，而且往往在某几个专长领域特别领先；其次，价值链覆盖比较广泛，从资产获取、产品设计、投资管理到分销和服务，往往都有所涉猎；第三，均衡，体现在不同

图16：从全球最佳实践观察到四大典型资管模式

		资产获取/产品设计			分销模式			资产服务
		主动管理	被动	另类	机构客户	批发/中介	零售直销	托管
1	全能资管	BLACKROCK	~35%	~60%	~5%	~75%	~25%	
		Fidelity	~90%		~10%	2万个雇主、养老金等	1万家顾问机构	2400万个人
		Amundi	~80%	~10%	~10%	~75%	~25%	Fidelity Institutional
2	精品资管	Blackstone		~100% PE/地产/对冲	~100%			
		固收、股权		基础设施 另类投资为主	~100%			
3	财富管理	Merrill Lynch	~90%	~10%		中介顾问	1000万个人 证券及年金	
4	服务专家	Northern Trust	~40%	~50%	~10%	~75%	~25% 高净值	占~25%营收

来源：年报。
注：全部数据为2014年底数据，比例均按照管理资产占比，资产服务除外，资产服务为收入占比。

资产大类间、不同分销渠道间、不同地域间的配置均衡。这一模式的典型代表包括贝莱德（BlackRock）、富达（Fidelity）、Amundi等。

贝莱德是全球最大的资产管理集团。截至2015年底，贝莱德集团管理资产总额达到约4.64万亿美元，营业收入114亿美元。从产品组合来看，贝莱德的投资谱系比较全面，传统主动管理型资产（包括股票、固定收益、混合型等）占管理资产总额的约35%，被动管理型资产（主要包括ETF及其他指数基金）占约60%，另类投资约占5%。从投资客户来看，贝莱德服务的客户既有包括政府、企业、基金在内的机构，也有数以百万计的普通个人投资者。其分销渠道也非常均衡，呈现直销与中介代销相结合、线下与线上相结合的特点。从地域分布来看，贝莱德的布局同样非常均衡，其65%的收入来自美洲，30%的收入来自欧洲，5%的收入来自亚太。

像贝莱德一样做大做强几乎是所有大中型资产管理机构的目标。因此，全能资管对大中型资管机构来说是最具吸引力的一种模式。从全球最佳实践可以看到，这一模式的成功有两个最关键的要素。

首先，应当在专长领域站稳脚跟，然后建立专长领域的规模，形成有特色的规模。例如，贝莱德依托主动管理领域的的能力，逐渐丰富FoF、对冲基金、ETF等细分专长；富达在主动管理领域具有很强的综合实力，并且专注养老领域，是美国401(K)养老计划的最大提供商，并逐渐拓展至另类投资领域。这些全球巨头均是在特定领域拥有卓越的专长和

规模，并在此基础上建立全面的业务能力和客户覆盖。这样的规模不易被复制，不易被超越，也更加有助于建立内部专业性、降低管理难度。

其次，通过并购快速扩大规模，建立能力。例如，从1988年成立至今，贝莱德之所以能够在不到30年的时间里成长为全球最大的资产管理集团，主要依靠积极的并购。1995年贝莱德与PNC（Pittsburgh National Corporation）的资产管理部门合并，开始发行公募基金；2005年并购道富的股票研究公司（State Street Management & Research）；2006年又与美林资产管理公司的买方业务（Merrill Lynch Investment Managers）合并，强化股票投资专长。由此，贝莱德管理资产规模超过万亿美元，成为了第一梯队的资产管理集团。2007年，贝莱德通过收购Quellos建立FoF和对冲基金专长，2009年通过收购巴克莱国际投资管理公司（Barclays Global Investors，简称BGI）获得ETF及指数基金专长，并一举成为全球最大的资产管理集团。

对于中国金融机构而言，混业经营将是大势所趋，发展中国特色的全能资管机构有两大启示。一是在建立专长的基础上，稳健推进混业经营，形成资管产品的全谱系发展。在现有的分业监管分业经营的环境下，部分机构已经在各自领域培养了一定行业专长，进行规模化的发展，且在短时间内不易被复制，如公募基金在二级市场的投研能力、券商在一二级市场联动的传统优势等。在此基础上，混业经营则能打通各个子牌照，形成资管产品的全谱系发展，加速领先机构扩大资管规模。**二是，精益打造集团内部的协同，为客户提供一站式理财服务。**通过获客渠道、投研能力、产品开发和客户服务的共享，真正做到价值链的相互补充，从资产获取、产品设计、定价、到投资顾问、增值服务、融资需求、综合金融服务等，在内部协同的基础上提升效率。因此，对于志在成为全能型资管的机构而言，如何实现多牌照布局并从体制机制上实现协同将是未来几年需要提前布局和重点攻克的两大大挑战。

4.2 精品资管

与全能资管机构不同，精品资管机构的核心特征是聚焦，往往在特定的产品甚至行业有很强的专长。典型代表如专注另类投资的黑石（Black Stone），以及专注基础设施另类投资的麦格里（Macquarie）。

黑石集团成立于1985年，是全球领先的另类资产管理公司，截至2015年底全球管理资产达到3,360亿美元。从上世纪80年代末至2000年，黑石投资顺应发达市场另类投资主流产品的演变，先后在私募股权、房地产、对冲基金和夹层基金等投资领域建立起专业化能力。2000年后则以另类投资业务为切入点，开始大举进行地域扩张，从美洲扩展至欧洲和新兴市场，实现全球另类资产投资的专业布局。

麦格里集团成立于1985年，总部位于澳大利亚悉尼，截止2015年底管理资产约3,550亿美元，覆盖28个国家和地区，是全球领先的基础产业投融资专家。上世纪90年代中期，

澳大利亚新南威尔士州政府开放部分基础设施（如收费公路）给民间融资，麦格理顺势而为，获取了大量优质的基础设施资产，同时引入不断壮大的澳洲养老基金进行投资，初步建立了基础产业的差异化优势，并在此基础上不断深化在该领域内的专长。

精品资管模式成功的关键就在于卓越投资能力和专业客户服务。

首先，卓越投资能力，体现为通过长期专注于特定行业或资产类别，所积累的前瞻性行业洞察、标的企业合作网络以及所衍生的稀缺资产获取能力，和完善的投后管理体系。

以黑石的房地产投资业务为例，其另类投资的专长主要体现为长期专注的人才团队和完善的投后管理体系。从人才团队来看，黑石的许多资深合伙人在公司工作近20年，在房地产领域拥有极其深厚的投资经验，可以高效地执行其投资策略。强大的人才团队帮助黑石可以持续在市场上，尤其善于在经济危机或衰退期，前瞻性地发掘价格低于翻新成本的优质资产，再通过内部不动产专家和运营专家的努力来实现所投资产的增值。

麦格理则是通过“七大考察点”严格筛选基础设施产业的优质资产和项目，包括：支持民生建设、高进入门槛、稳定可预期的现金流、需求弹性低、潜在现金流与通胀挂钩、与其他资产类别关联性较低、以及运作周期长。此外，麦格理还借助丰富的行业经验，综合运用债权、股权、期货、对冲合约、利率合约等多种金融工具和结构，为客户提供定制化的专业解决方案。

其次，专业客户服务能力，主要体现为通过长期服务特定类型的客户所积累的定制化产品开发设计能力，从而可向潜在客户提供独特的价值主张。

以KKR集团（Kohlberg Kravis Roberts）为例，KKR依托自己在另类资产领域的优势，紧密跟踪核心客户快速变化的需求，提供定制化服务。在美国，近年来政府出台一系列政策要求公共养老基金缩减管理费开支。因此公共养老金机构纷纷通过减少外部资产管理机构数量来削减成本，但单一机构又往往难以满足多元化配置、风险分散的需求。针对这个挑战，KKR于2011年向德州教师退休基金提出了新的服务方案。不同于传统的针对各支基金逐一配置的机构客户服务方式，KKR提出为德州教师退休基金提供30亿美元的一揽子委托投资服务，将一揽子资金在旗下多支基金间进行配置，并且提出了更低的资产管理费用和更合理的分成方式，即根据一揽子投资的综合业绩进行收费。这个方式受到了养老金客户的欢迎，2015年德州教师退休基金又追加了20亿美元。KKR通过快速跟踪客户需求，提供定制化服务，从而为长期服务的核心客户提供独特的价值主张和精品化的一站式解决方案。

以美国桥水（Bridgewater）对冲基金为例，作为一家管理超过1,500亿美元的大型对冲基金，桥水基金专注服务于大型机构客户，如主权基金和养老基金，并且重视打造卓越的客户服务。不同于许多对冲基金神秘的风格，桥水基金的研究信息对其客户高度透明，客户可以得到每日经济报告、月度基金表现、季度回顾，以及创始人达里奥（Dalio）及其

他高管在电话会议上的定期沟通。机构客户高度认同桥水基金提供的研究和分析，不仅将桥水基金作为资管服务的提供者，更是客户制定自身投资策略时的咨询师，从而形成了紧密的合作关系。

对于我国的信托、私募基金、券商资管等金融机构来说，精品资管是值得借鉴的差异化路径。而精品资管模式应当重点打造卓越的投资能力和专业的客户服务能力。目前国内部分资管机构正在积极向精品模式发展，并注重培养细分资产类别、细分策略或若干个重点行业的卓越投研能力。但是，行业整体还处于快速发展的中早期，仍面临机构资金较少，基金期限较短、退出机制不完善等外部困难，缺乏精细化的投后管理机制。各机构间的产品服务相对较雷同，尚未与机构、超高净值客户等建立起长期的合作和信任。在多样化的投资增值能力和独特的客户服务能力上，较全球领先的精品资管还有不少差距。未来，仍需要从人才团队建设、体制机制激励、完善投研体系、健全投后管理和加强专业化、个性化的客户服务方面继续提高。

4.3 财富管理

财富管理型资管机构指直接面向客户提供资产配置和财富管理综合服务的机构，通常以服务个人客户为主，借助对客户深入理解，能够实现客户需求和资产配置建议的精准匹配。美林证券（Merrill Lynch）是财富管理的典型代表。

发展初期，美林证券选择财富管理与资产管理并重的经营方式。然而进入上世纪90年代后期，其资产管理业务的规模增长、管理费率和盈利能力都差强人意。而与此同时，财富管理业务却保持了持续的增长态势，1999年已达到1.7万亿美元的规模，因此美林逐渐转型为财富管理为支柱、资产管理为补充的模式。

美林模式的成功得益于三大关键成功要素：精准的客户定位、以投顾为核心的高质量客户服务体系、综合金融服务能力。

精准的客户定位。高净值客户是美国财富管理市场的核心。除了对于财富保值增值的一般需求外，这一客群还需要个性化的金融服务，包括定制化的理财产品、投行提供的投资机会、融资需求、跨市场的交易等。这些服务能够带来远比传统管理费更加丰厚和多元的业务收入。美林自2000年起全面实施高端客户战略，到2005年，美林披露的单个投资顾问管理资产规模约为9600万美元，若单个投顾管理100个客户，则其户均管理资产高达96万美元，远高于同类机构。

以投资顾问为核心的客户服务体系。多元的业务需求要求财富管理的投资顾问有能力提供定制化、综合化的金融解决方案。经纪业务始终是美林证券的基石，并在数十年的发展过程中逐渐培养起强大的客户服务能力。此外，美国的高净值客户对金融机构拥有较高的忠诚度，对于复杂的金融业务，更加信赖面对面的沟通方式和长期合作的投资顾问，这

进一步促使美林持续发展以投顾为核心的客户服务体系。

提供综合金融服务。作为一家全球大型投行，美林在资管业务之外，还同时拥有极具竞争实力的投行业务和资本中介业务，形成对高端财富管理业务的战略匹配，保障了美林服务高净值客户的能力——一级市场的承销、投资及并购项目资源为客户带来独特的投资机会，二级市场的做市业务、风险管理和质押融资为客户提供流动性，全球化的布局确保美林随时可以根据客户需求提供全球资产配置服务。从业务收入来看，除了管理费从1998年0.2%持续增长至2008年的0.41%外，美林还通过为零售客户做市、交易等服务获得交易佣金、利息等收入，而这些服务带来的综合费率要远远高于管理费（2005年达到0.74%）。

从国内财富管理市场来看，行业整体上仍处于产品销售的初级阶段，产品种类有限、同质化竞争严重，部分领先机构已开始探索转型创新。若要转型真正的财富管理模式，中国的资管机构还需要重点打造以下关键能力：**一是培养高净值客户基础，服务于高净值客户的综合金融服务需求；二是要强化投顾团队。投顾的水平将直接影响客户体验。**美林的明星投顾平均从业时间超过25年，而国内的投顾团队发展时间短，经验相对匮乏且流动性高，缺乏系统性的培训，对于创新产品和客户全面财富规划的理解不够全面和深入。**三是全业务链条和丰富的市场资源。**财富管理不是简单的开放式产品平台或基金超市，而是充分结合了其在投行和交易市场的资源禀赋，设计差异化的特色产品，满足客户的投融资需求。

4.4 服务专家

服务专家主要指专门为资产管理机构提供资产托管、清算、运营等服务的模式。严格来说，服务专家本身并不能算是资产管理模式的一种，之所以把这种模式也纳入其中，主要是因为强大的资产服务能力往往有助于建立一系列独特的优势，并对资产管理业务起到反向促进作用。北方信托（Northern Trust）是这一模式的典型代表。

北方信托成立于1889年，是一家历史悠久的资产管理及服务机构，主业包括针对机构客户和高净值客户的资产服务、资产管理及财富管理。截至2014年底，北方信托资产托管规模6万亿美元，资产管理规模9340亿美元，全球排名第10位左右。北方信托针对机构客户的资产服务包括资产托管、基金管理、投资运营、投资风控与分析、外汇交易、现金管理、财务服务、员工福利规划等；针对高净值客户的资产服务包括家族信托、投资管理和托管、慈善事业管理、家族财务咨询、家族业务咨询等。依托于全面、专业的资产服务业务，北方信托建立了深得客户信任的品牌，对客户需求也产生了深入的了解，并在此基础上为客户提供稳健的资产管理服务。

对于在托管、清算、运营等领域内具备较强业务基础的银行和信托公司来说，服务专家模式可能是差异化的另一种路径。这一模式的成功主要取决于两大要素：

首先，先进的IT系统和高效率的运营体系是服务专家模式最关键的能力，而这背后需要较高的科技投入。例如，北方信托2014年在IT设备和软件上的投入达到3.77亿美元，占其营业收入的9%。道富银行每年在科技和通讯上的投资近10亿美元，占营业收入的9%以上。自2011年开始，道富银行还开始通过“私有云”建设来促进其IT系统转型。

其次，迅速建立规模。资产服务从全球角度来看是一个高度整合的市场：规模最大的道富银行和纽约梅隆银行分别占据全球资产托管规模的22%，合计近45%；侧重高净值个人和家庭客户的北方信托也占据全球资产托管规模的5%。规模的建立有助于降低平均固定成本，而且在规模建立过程中积累起来的经验也有助于进一步强化服务的专业性以及效率的提升。

从中国的金融业态来看，商业银行无疑在资金托管领域拥有无可比拟的优势，拥有各类资金的托管资格，并且在近年中持续加大对传统运营体系和IT系统的投入。未来，如何能够充分利用银行牌照，在单纯的托管、清算和运营服务之外，为受托主体提供辅助性服务而产生多元业务收入将是商业银行重要的发展路径。而对于具有托管资格的中小机构，首先应当进行是否要向“服务专家”转型的战略抉择，毕竟这一业务模式的成功依赖于前期重资本金的投入和综合服务能力，才能实现规模经济效应并带来盈利。

专题二：互联网和新技术带来资产管理业务创新

互联网和新技术带来的“变”与“不变”

根据CNNIC第37次《中国互联网络发展状况统计报告》的统计，截至2015年底，中国网民规模达到6.88亿，占总人口的50.3%，其中有90.1%的网民通过手机上网。

互联网、移动互联网的普及，以及大数据、云计算等新技术的广泛应用，为资产管理行业带来了巨大的影响。一是降低了信息的不对称性，产品信息和研究信息可以利用互联网快速传播，客户和资管机构获取的信息趋同，获取信息的成本也大大降低。二是提高了信用违约成本，互联网快速提升了信用信息的透明度和可得性，提高了融资方违约的成本。三是降低了行业壁垒，加速金融与非金融的深度融合，使得非传统金融机构依靠渠道和场景优势有更大的机会跨界进入资管服务。四是改变了

生产的资源配置流程，过去市场资源配置依赖于价格信号调控，难免存在滞后与错配，现在借助互联网、大数据，客户需求更加显性，资管机构得以更实时更直接地获取细分的客户群体偏好，提供定制化的服务。前两点变化对以信息和信用为生存基础的金融行业带来直接冲击，第三点加剧了行业竞争，第四点则要求资管机构重新审视金融资源的布局。

但同时需要看到，新技术改变不了金融的核心，即风险并没有被消除。只要仍存在金融资源的跨期、跨区配置，风险就仍然存在，而资管机构的专业价值也就仍然存在。

不过，不可否认的是，从资产管理的价值链来看，从资产获取到分销，再到资产服务，各个环节的展业方式均由于技术的“赋能”而发生了深刻的变化。（参阅图1）

专题二：互联网和新技术带来资产管理业务创新（续）

1. 资产获取、投资管理环节

- **改变了基础资产的构成：**过去的资产标的往往规模较大、趋于集中，比如大企业贷款、大型项目等。新技术的发展则通过新的渠道和新的风险管理手段，使一些过去不存在或没有纳入资产管理体系的基础资产也能被收录其中，比如P2P模式下的小额贷款、股权众筹模式下的初创企业股权等等，从而推动了资产管理基础标的的去中心化和分散化，也扩大了整体基础资产池。
- **改变了资产估值的方式：**工业时代的基础资产估值通常基于硬件和实体资产的价值，比如生产线、厂房等，关注的是企业的资产负债表和现金流。信息时代的基础资产估值则是基于软件、数据、网络、服务的价值，关注的是关系

链、数据和生态系统。这一趋势不仅存在于新兴产业中，甚至传统产业也纷纷开展服务化、软件化转型。例如，飞利浦从照明设备生产商转型为智能照明系统服务提供商，盈利模式也从耗材销售收入转为服务费用收取，其LED灯可免费安装，但通过智能照明系统节省电费，从节省部分分成。由此，对这类企业的资产价值和现金流预测方式也需要相应改变。

- **改变了风险管理的方式：**过去的风险管理手段主要是通过抵质押物、现金流等来进行判断和控制。信息时代的风险管理手段则更加多元和立体，借助海量数据进行风险的识别和预判。虽然基于大数据的征信模型才刚刚起步，有待成熟，但其长远价值不容小觑，甚至传统征信巨头FICO也推出了大数据分析产品Big Data Analyzer。

图1：技术进步改变了资管行业的一些关键特征

行业特征		过去	未来
资产获取 投资管理	基础资产构成	<ul style="list-style-type: none"> 中心化的、成熟阶段企业，大额资产为主 	<ul style="list-style-type: none"> 去中心化的、小额资产，如小额贷款、初创企业股权
	资产估值方式	<ul style="list-style-type: none"> 基于硬件、实体资产的估值 	<ul style="list-style-type: none"> 基于信息、软件、服务的估值
	风险管理方式	<ul style="list-style-type: none"> 基于抵押、资产负债表、现金流 	<ul style="list-style-type: none"> 基于大数据
	投资决策方式	<ul style="list-style-type: none"> 基于专业人员的判断 	<ul style="list-style-type: none"> 基于数据、量化分析、机器人决策
产品分销 财富管理	分销方式	<ul style="list-style-type: none"> 基于传统网点、中介的分销 	<ul style="list-style-type: none"> 基于电子渠道、移动端的直销
	投资人参与方式	<ul style="list-style-type: none"> 依靠专家、被动接受 	<ul style="list-style-type: none"> 依靠同辈、自主决策
	投资人的体验	<ul style="list-style-type: none"> 门槛高、定制化成本高、透明度低 	<ul style="list-style-type: none"> 门槛低、定制化成本低、透明度高
资产服务	服务对象	<ul style="list-style-type: none"> 服务传统资管机构 	<ul style="list-style-type: none"> 服务新兴资管平台
	服务方式	<ul style="list-style-type: none"> 基于传统核心系统、自动化程度低 	<ul style="list-style-type: none"> 基于云、自动化程度高、成本低

来源：文献搜索；专家访谈；BCG分析。

专题二：互联网和新技术带来资产管理业务创新（续）

- **改变了投资决策的方式：**过去的投资决策更多依靠专业投资顾问的经验，新技术的发展则使投资决策能够更多地依靠数据、量化分析，甚至机器人决策，从而更好地避免因情绪或情感对投资决策造成影响，保证策略和执行的一致性和连续性，同时还能以更快的速度和更低的成本地实现规模化与定制化的平衡。例如，Betterment、Wealth Front等在线财富管理平台就是利用自动化系统，针对客户的具体需求快速定制投资组合。一些传统的财富管理巨头也推出了类似的解决方案，如嘉信理财的Schwab Intelligent Portfolios。

2. 产品分销、财富管理环节

- **改变了分销方式：**过去的投资产品主要依靠金融中介的实体渠道（如银行网点）进行分销。为了覆盖网点和人员的成本，金融中介往往不得不提高投资门槛或收取较高费用。新技术的发展使投资产品的分销更多地转移至PC端、移动端的直销渠道，大幅降低了分销成本，因而也降低了投资理财的门槛，吸收了更多原本难以进入资产管理体系的小额、零散资金。例如，东方财富旗下的天天基金网2014年实现基金销售2000亿元人民币，2015年仅上半年基金销售额就急速上升至4000亿元人民币，基金销售规模堪比四大行。
- **改变了投资人的参与方式：**过去的投资决策通常依靠专业投资顾问的权威意见，普通投资人更多地只是被动接受。现在，专业金融机构在信息与产品领域的“权威性”及“特许经营”地位已经相对弱化，投资人日益习惯于主动获取信息，更愿意相信自己的判断或朋友的推荐，并且希望决定和主导投资决策。这是互联网平等、民主精神对资产管理行业的一种改

造。Motif、雪球网这一类社群化运营的投资平台正是很好地把握并进一步促进了投资人的这种行为转变。

- **改变了投资人的体验：**分销方式的改变和投资人参与方式的改变直接促进了投资人体验的提升：首先，投资门槛大幅降低，从数万数十万元降至数百数千元，甚至“1元”。其次，产品购买流程更加简单便捷，从必须在工作时间到线下网点进行风险评估，以及填写大量表格开户、交易，到只用几分钟和几步流程即能实现随时随地线上开户和交易。第三，普通客户也能享受定制化服务：通过快速的数据分析和匹配，根据客户需求提供定制化服务不再由高端客户专享，而是能够在成本可控的基础上提供给几乎所有客户。第四，投资透明度显著提升：通过在线平台，投资人可以轻松比较不同标的和产品并作出选择，对已投资的标的和产品，也能实时查看运行状况、还款情况、收益情况等。综上所述，投资人对资产管理机构的预期已随着客户体验的提升而彻底改变。

3. 资产服务环节

- **改变了服务对象：**过去，资产服务机构所服务的对象基本以传统金融机构为主，成熟市场由于拥有发达的独立投资顾问体系，也服务于大量的经纪人或独立顾问。现在，新技术所培育的大量创新业态也开始成为资产服务的对象，例如针对第三方支付平台的资金托管、针对在线销售的货币基金的托管、针对P2P平台和众筹平台的资金托管等。这一类业务目前也已成为了资产服务机构一大新的业务增长点。
- **改变了服务方式：**对大部分机构来说，服务对象的改变还只是刚刚开始，影响有限，但服

专题二：互联网和新技术带来资产管理业务创新（续）

务方式则已经发生了全面而深刻的改变。过去，托管、清算、运营服务往往依靠的是电话、传真和人工手动，不仅成本高、效率低，而且操作风险也比较高。新技术环境下的服务体系则是以云和数据为基础，服务方式逐步向电子化、自动化、线上化转型，从而实现了低成本、高效率、高灵活性以及风险可控。例如，富达（Fidelity）就推出了专为资产管理机构及投资顾问服务的线上平台Fidelity Institutional Wealth Services，招商银行也推出了专门服务资产管理机构的全功能网上托管银行。

对资产管理机构的启示

如上文所述，互联网和新技术在资产获取及投资管理、分销及财富管理、资产服务这三大环节上都带来了深刻的影响。不论传统资产管理机构是否愿意，这些变化已切实发生并且不可逆转，那么传统资产管理机构应如何应对？

自己变革自己。在资产管理价值链的三大环节上，分销及财富管理最早受到互联网和新技术的影响，同时也是最深远的影响。因此，专注于这一环节的资产管理巨头在应对创新模式的挑战方面表现最为积极。与其被别人颠覆，不如自己变革自己。

例如，专注财富管理的嘉信理财最近推出了自己的线上理财平台Schwab Intelligent Portfolios。这一平台将客户的投资门槛从数万美元降至5000美元，使客户只需花费喝一杯咖啡的时间即可快速完成简单的线上注册流程，但同时仍保持了嘉信财富管理服务的专业度，包括：将客户资金配置到20个资产大类中；由系统自动为客户动态调整投资组合，以规避风险、保证收益；同时还为5万美元以上的客户提供原本只有高净值客户才能享受

到的避税服务。更重要的是，所有这些服务全部免费，嘉信不从投资者端收取任何费用，这主要是源于以下两个原因：首先，其产品配置主要通过低成本ETF基金实现，节省了成本；其次，其收入主要来自于投资收益和ETF供应商的渠道费，无需向投资客户收费。此外，嘉信还即将推出专为投资顾问和机构服务的线上平台Institutional Intelligent Portfolios，以便更好地服务于更广泛的客户。

加大科技投入。从长远来看，新科技的运用能帮助资产管理机构降低成本、提升效率，但前期的投资是难以避免的。建设私有云、新的投资平台、高质量的用户交互界面均需要大量投资，培养和吸引金融与科技并重的人才也需要投资。全球资产管理巨头们近年来纷纷加大了对科技领域的投入，但其投资方式各有不同。

例如，全球领先的资产托管机构道富银行在过去五年间每年的科技投入均达到8-9亿美元，占其营业收入的8-9%。自2011年开始，道富银行开始通过“私有云”建设来促进其IT系统转型。从2011至2014年，道富银行每年通过“私有云”项目实现了6.25亿美元的成本节省，同时也通过“私有云”为客户提供快速的计算和定制，并且有效地保护了客户信息和交易的安全。

资产管理巨头摩根大通（JP Morgan）不仅加大了对内部科技的投入力度，而且还选择通过大量外部投资来增强创新能力。自2009年以来，摩根大通投资了数十家金融科技公司，涵盖支付、投资、P2P等多个领域，例如2011年参与移动支付公司Square的B轮融资，之后参与在线投资平台Motif的D轮融资并投资3500万美元，近期又参与了P2P平台Prosper高达1.65亿美元的新一轮融资。

提升客户体验。资产管理归根结底将回归“代

专题二：互联网和新技术带来资产管理业务创新（续）

客理财”，为客户服务。互联网时代，客户对金融机构的预期已大幅提升，当客户评判自己所接受的金融服务是否足够好时，其比较的对象不再是其他金融机构，而更多的是其在相似领域的经历和体验。比如，客户在使用在线投资平台或系统时，其参照物可能是购物网站便捷的流程和简明的页面设计；客户在使用理财机构的网点时，其参照物可能是零售店、咖啡店个性化的视觉体验和舒适的服务体验；客户在进行不同渠道之间的转换时，其参照物可能是数码产品便利的多屏互动和无缝切换。因此，客户对资产管理机构的预期已大大超越了目前的实践，比如：

- 我希望能够获得实时的信息；
- 我希望只要一通电话就能解决我的问题；
- 我希望在一分钟之内就能明白这个产品，并且在五分钟之内就能在网上购买；
- 我希望对于我已经填写过的信息，不要再向我询问第二遍；

- 我希望在一个网页上就能找到我关心的所有信息；

- ……

在互联网时代，客户转换成本几乎为零。传统资产管理机构如果不能认识到客户的这种转变，不以客户为中心，不从客户需求出发来进行产品的研发和配置，不努力提升客户体验，则将面临客户预期与自身实践的严重脱节，结果很难留住客户。

拥抱生态系统。互联网时代的分工更加细化和专业化，资产管理机构不需事必躬亲，而是可以大量借助第三方的力量来更高效、更专业地实现更出色的客户体验，比如：与第三方合作获取资产或客户，与外包系统服务商合作进行平台开发，与外部征信机构合作完善风险管理，与外部投顾合作提升资产配置能力和效率，与网银或第三方支付公司合作改善支付流程，与第三方财富管理公司或在线理财平台合作扩大分销网络等等。

全球最佳实践的经验表明，全能资管、精品资管、财富管理、服务专家是常见的四种资产管理业务模式。中国资产管理市场在经过了十年的快速发展期后，正面临转型的关键关口。继续做大规模的确是通向成功的重要路径之一，但能在这条路上最终胜出的机构毕竟是少数，而且做大规模也并不代表一定是同质化的规模，而应是具有自身特色、能够体现管理能力和专业性的规模。不同资产管理机构应当根据自身的资源禀赋，选择适合的差异化模式，扎实培养所需的关键能力，这才是转型的根本出路。

此外，互联网和新技术已经在资产获取及投资管理、分销及财富管理、资产服务等各环节对资产管理产生了实实在在的影响，并催生出一系列创新的业务模式。资产管理机构必须积极应对，加大科技投入，拥抱生态系统，全面提升客户体验。

5. 回归本源：完善三大资管制度

总体来看，我们对中国资产管理市场的发展抱有积极的预期。中国资产管理市场从规模、理念以及业务模式上都将逐步向全球领先市场靠拢，并成为全球资产管理市场中重要的一环。

健康发展的资管市场离不开健全的制度环境。因此，我们建议监管机构和资管机构积极合作，从积极打破刚性兑付、健全资本市场和资管产品、完善立法与监管三个角度共同完善资管市场制度建设。

5.1 打破刚性兑付

所谓刚性兑付，就是指金融产品到期后，产品发行者必须分配给投资者本金以及预期收益，而当产品不能如期兑付或兑付困难时，发行方或销售方需要兜底处理。

然而，金融机构的本质作用是风险的处置与定价。在银行主导的间接融资体系中，金融风险通过银行的客户关系管理、持续信用风险监测、组合管理得以控制，但银行与客户的“债权”关系导致风险始终集中在银行体系内部。而在以金融市场为主导的直接融资体系中，金融风险通过专业化的资产配置与财富管理，以分散化的转移为主要手段进行控制，金融机构与客户的“信托”关系使得风险得以分散到投资者中。没有资产管理业务、财富管理业务的良性发展，就不可能有间接融资到直接融资的转换。债券刚性兑付、信托刚性兑付、理财刚性兑付，风险不能转移传递，所谓的“资产管理、财富管理”就是影子银行或银行的影子，金融结构没有真正发生变化。因此，刚性兑付成为我国金融市场深化创新以及资产管理业务良性发展的掣肘。

导致资源错配、资金价格扭曲，不利于实体经济发展。刚性兑付环境下，投资者一味追求高收益，资产收益难以反映其背后真实的风险水平，次优甚至劣质资产更容易获得融资，劣币驱逐良币。此外，部分金融机构在刚性兑付的潜在压力下，被迫进行滚雪球式的信用扩张，产生金融空转，提高了资金价格，不利于实体经济健康发展。

拉高无风险收益率，抑制资本市场发展。在刚性兑付环境下，银行理财和信托产品实际上变成了一种高收益但绝对低风险的类债券，拉高了金融产品的无风险收益率。资金因此从资本市场大量流向影子银行市场，抑制了资本市场的发展。

变相放大全社会杠杆比例，提高金融系统风险。刚性兑付加强了投资者的逐利心理，促使他们一味追求高收益而无视风险，将原本分摊到投资者身上的风险转移到少数金融机构身上，累积在金融体系内部，掩盖了风险的真实水平，加大了风险的集中度。此外，以表外业务之名，行表内业务之实，实际上是将金融机构的表外业务回迁至表内，从而放大了金融机构的杠杆率和经营风险，信用无序扩张，系统性风险被空前提升。

此外，刚性兑付也不利于培养理性投资者。刚性兑付对投资者形成过度保护，不利于我国资产管理市场长远的健康发展。但同时也需要意识到，投资者的理性判断需要依赖高度透明的信息，而目前仍有大量的理财和投资产品以资金池的形式存在，使得资管机构难以清晰提供每一个投资标的的信息及存续期项目运作的财务报表，透明度较低，使投资者难以以此为基础作出理性判断。

事实上，随着近两年风险事件的频发以及各方对刚性兑付认识的加深，打破刚性兑付已经逐步成为监管者和从业者的共识。未来3-5年，刚性兑付将面临不得不破的局面，但只有有计划、有准备地打破，才能避免系统性风险的爆发，维持资产管理市场的健康稳定。

监管机构。首先，监管机构需要明确资产管理从“募”到“投”再到“管理”等各个环节上的责任主体，并为各责任主体制定清晰的尽职指引，明确“尽职”的定义和判断标准。一方面促进资管机构提高合规意识，另一方面引导资产管理行业形成“受人之托，代人理财，忠实尽职，尽职尽责”的行业规范。

其次，政府和监管机构应适当提高违约风险的容忍度。一方面适当运用宏观调控手段防止系统性风险事件发生，但另一方面也应减少不必要的行政干预，让违约事件自然发生，使金融市场的基本规律正常发挥作用。高收益必然蕴含一定的风险溢价，违约事件让风险得到暴露，也有助于市场优胜劣汰，优化资源配置。

最后，普及并完善合格投资人制度或投资者适当性制度。除了考虑收入、投资金额、投资比例等资金实力指标，还要考察投资人的投资经验、风险承受能力等要素。

资管机构。资管机构要从产品设计、信息披露和体制改革三方面应对刚兑的打破。产品设计方面，提高净值型理财产品发行，减少提供预期收益率的产品；信息披露方面，规范理财产品的信息披露，提升透明度，向投资者充分揭示风险；体制改革方面，进一步理清理财业务与其他传统业务的关系，削弱兜底理财产品的预期，强化风险隔离。

以银行理财为例，打破刚性兑付问题关键是按“风险可隔离、风险可计量、投资者可承受”的路径设计，建立核心是对不同性质的业务进行风险隔离的“栅栏”原则，使基础资产的收益与风险真正过手给投资者，回归受托代客业务的本源。具体来说，一是风险可隔离，即在法律形式、账户独立、会计核算等方面能够将不同权属关系的资产相互隔离，并通过法律地位明确和行之有效的托管制度进一步确定其资产的独立性，实现资产、风险与破产隔离。二是风险可计量，即要求风险被隔离后还应公允、透明地计量，即资产价格的公允变化能及时反映基础资产的风险，否则投资者无法了解自身进行的投资所实际承受的风险，也就无从谈及去承担风险。三是投资者可承受，即通过分散风险使投资者能够承担风险。分散风险，而非“兜底”风险是市场为主导的直接融资体系的核心。在以金融市场为主导的直接融资体系中，投资者直接承担了基础资产的风险，但由于资管机构的动态管理与组合投资，单一基础资产的风险被层层分散，最终能够被投资者所承受。

投资者。投资者自身应提高风险意识，正确认识理财产品的风险属性。了解自身的风险承受能力，在可承受的风险范围内理性投资。另外，投资者也要增强法律意识，在合理合法维护自身权益的同时，避免非理性行为。当然，投资者教育和投资者适当性制度的建立需要监管机构和资管机构的共同引导。

5.2 资本市场与资管产品建设

健全的资本市场是以市场为主导的直接融资体系的核心要素，一个稳健、完善、理性的资本市场是资管业务良性发展的前提。资本市场具有四大功能，即价格发现、资源配置、风险管理和公司治理，资本市场起着经济枢纽的作用，既是经济的“晴雨表”，也能为企业“造血”，促进经济社会福利的提升，还能为投资者创造价值。一个好的资本市场无论对于经济的成长，市场参与机构的发展还是投资者的利益保护都是至关重要的。

当前，无论是股市还是债市均存在一定的问题，股市的投机性过强导致波动性过大，多数个人投资者亏损累累；债市的刚性兑付问题始终没有有效打破，风险定价存在一定扭曲。**因此，要促进资管业务发展，必须要提高资本市场的效率、丰富资管产品谱系。**

提高资本市场的效率。一是重视市场公平，保护中小投资者利益。公平性是资本市场的基石，如果少数资本可以操纵市场，则中小投资者的利益无法得到保护，市场定价也是扭曲的，完全脱离资本市场的本质。政府应该加强对市场违规行为的处罚，减少市场操纵或内幕交易对市场公平性的腐蚀。二是加强制度建设，尊重市场行为。资本市场的目的应平衡为投资者服务和融资功能两大目标，而不应过度侧重融资，将融资目的凌驾于为投资者服务之上，导致投资者利益受损害。监管机构应加强对市场违规行为的监管，而不是对市场的直接引导，恪守裁判者的职责，而不能既当裁判员又当运动员。

丰富资管产品谱系。在良好的市场基础上，资管产品则是连接市场与投资者的有效工具。当前我国资管产品仍然相对简单，各种产品的层次不够丰富，难以满足不同投资者的需求。未来需要进一步提升资管产品的深度和广度，继续增加风险对冲类的期货和期权等衍生品工具，满足不同风险偏好的投资者的需求，使不同的风险在金融市场内得以消化对冲，风险得到有效配置，改善投资者的整体风险回报率。此外，还可以通过FoF、MoM等类型的产品改善机构投资者占比低的问题，更好地促进资管行业良性健康发展。

5.3 完善立法与监管

在分业经营、分业监管的大体制下，在金融机构混业经营的大趋势下，为防止监管套利、缓释系统风险、促进宏观金融稳定，需要机构监管与功能监管的并行，而功能监管的基础是行为立法，特别是需要明晰集合投资计划的法律实体地位，明确银、证、保、信经营集合投资计划的主体资格，统一资产管理业务的法律关系（信托关系）和监管标准。

金融立法的顶层设计的核心是解决直接融资与间接融资两大体系下的法律基础问题。间接融资体系下，法律关系是借贷的债权债务关系，核心是银行业，功能是信用中介，金融风险集中在银行，需要以银行业法为基础，方向是保护存款人，并因银行的外部性而对银行实行包括杠杆比率、资本金要求、更高准入条件在内的监管措施。直接融资体系下，法律关系是委托代理和信托关系，核心是资本中介（包括资产管理与投资银行机构），功能是风险分散，需要以民法、信托法等为基础，方向是保护投资者，包括尽取履责的善意管理人原则以及公允交易、信息披露与适度销售等。

在立法的基础上，需要进一步统一监管标准，从募集方式、产品投向（基础资产是否有公允估值、是否可交易）区分，以确定对投资者的保护程度，并实现穿透监管与信息披露。在我国机构监管为主的体制下，金融混业经营的趋势使得不同机构之间的业务边界更加模糊，使得在不同的监管标准之间进行监管套利普遍存在，产品的创新更多是基于“监管套利”，而非为投资者创造价值，因而不利于资管行业的健康发展。在机构监管的基础上，需要加强功能监管，统一针对同类金融行为的监管标准，防止监管套利，使不同的机构在统一的监管标准下发展业务、创新业务，使资管行业更加健康、规范地发展。

此外，还应进一步完善银行理财的相关法规和监管。随着银行理财规模的增加，目前已有能力安排一定的中长期投资。通过银行理财中长期机构投资者定位的确立，能够促进资管市场投资者结构的改善，降低资金成本，更好地服务实体经济。银行理财或资管子公司的设立将在多个维度上促进这种定位的实现和银行理财的专业化，包括风险隔离、缓释刚兑；明晰法律框架，减少通道业务；扩展牌照范围，推动银行综合化经营；改善机制、稳定人才、提升投研能力等。

关于作者：

张旭阳先生是中国光大银行资产管理部总经理。

邓俊豪先生 (Tjun Tang) 是波士顿咨询公司资深合伙人兼董事总经理、BCG亚太区金融机构专项业务负责人。如需联络，请致信 tang.tjun@bcg.com。

何大勇先生是波士顿咨询公司合伙人兼董事总经理、BCG中国金融业智库负责人。如需联络，请致信 he.david@bcg.com。

张越女士是波士顿咨询公司合伙人兼董事总经理。如需联络，请致信 zhang.yue@bcg.com。

徐勤女士是波士顿咨询公司合伙人兼董事总经理、亚太地区资产管理行业负责人。如需联络，请致信 xu.qin@bcg.com。

致谢：

作者特别感谢中国证券投资基金业协会党委书记、会长洪磊先生，中国证监会规划委员会前委员、深圳证券交易所研究所前所长、首席研究员波涛先生对本报告的指导和支持。

作者还希望感谢参与本报告研究和撰写的光大银行资产管理部团队，包括研究及综合管理处处长宋纲先生、高级研究员滕飞先生、业务经理张佳女士，以及波士顿咨询公司大中华区金融机构服务团队，包括董事经理胡莹女士、陈本强先生、刘冰冰先生，项目经理刘月女士，以及项目团队成员郭燕女士、王夕霏女士、孙骏先生、张冬妮女士。此外，波士顿咨询公司全球专家Helene Donnadieu-Ouillet女士、Andrea Walbaum女士、Andrew Hardie先生、Beardsley Brent先生、Bajeux Eric先生也为报告的撰写提供了极具价值的建议和支持。

同时，衷心感谢每一位在报告研究和制作过程中接受访谈或提供帮助的学者、专家、同事！

关于中国光大银行：

中国光大银行成立于1992年8月，总部设在北京。自成立以来，中国光大银行在综合经营、公司业务、国际业务、理财业务、电子银行业务等方面培育了较强的比较竞争优势。2010年8月18日，中国光大银行在上海证券交易所成功上市；2013年12月20日，中国光大银行在香港联交所主板成功上市。

2015年6月末，中国光大银行在全国设立一级分行37家(含香港)，二级分行61家，营业网点902家，全行在职员工38000多人。截至2015年6月30日，中国光大银行资产总额30,003.36亿元，负债总额27,918.80亿元。在英国《银行家》杂志2015年发布的“世界1000家大银行”排名中，中国光大银行位列第57位。

凭借卓越的创新能力和出色的业绩表现，中国光大银行连续三年被评为“年度最具创新银行”。招牌业务“阳光理财”系列产品家喻户晓，是国内最具竞争优势的理财品牌之一，先后被评为“百姓最认可的理财品牌”、“最受欢迎的理财产品”；投行业务、企业年金、电子银行、资金结算等领域也创造了多项行业第一。

关于波士顿咨询公司：

波士顿咨询公司（BCG）是一家全球性管理咨询公司，是世界领先的商业战略咨询机构，客户遍及所有地区的私人机构、公共机构和非营利机构。BCG与客户密切合作，帮助他们辨别最具价值的发展机会，应对至关重要的挑战并协助他们进行企业转型。在为客户度身订制的解决方案中，BCG融入对公司和市场态势的深刻洞察，并与客户组织的各个层面紧密协作，从而确保我们的客户能够获得可持续的竞争优势，成长为更具能力的组织并保证成果持续有效。波士顿咨询公司成立于1963年，目前在全球48个国家设有85家办公室。欢迎访问我们的网站：www.bcg.com了解更多资讯。

关于波士顿咨询公司中国金融机构业务：

BCG服务于中国市场已经超过二十年，在金融服务专题，尤其是资产管理领域树立了领导地位。BCG不仅拥有完备的资产管理专家全球网络和全球资产管理专业数据库，而且还连续十三年发布全球资产管理报告，并首次在中国发布第一份权威的资产管理报告。BCG依靠全球经验和对中国市场的洞察，提出高度可操作性的建议，为客户创造了切实的价值，受到客户的高度赞赏和市场的充分肯定。

如需获得有关BCG的详细资料，欢迎访问：bcgperspectives.com，或登陆我们的大中华网站：www.bcg.com.cn，或发送邮件至：greaterchina.mkt@bcg.com。

如欲了解更多BCG的精彩洞察，请关注我们的官方微信账号：BCG波士顿咨询；ID：BCG_Greater_China；二维码：



©中国光大银行/波士顿咨询公司2016年版权所有

04/2016

