



债券投资机构行为分析之 券商资管及子公司

汇报人：韩江浩

2024年5月

目录/Contents

01

券商资管概述

02

组织架构与产品

03

监管政策与行业演变

04

固收投资策略

05

销交业务机会

01

券商资管概述

1.1 资管行业七分天下，“银保信基券期私”各有千秋

- **6万亿券商资管？** 根据中国证券投资基金业协会（简称“中基协”）在2024年3月13日披露的《资产管理业务统计数据（2023年四季度）》，截至2023年末，我国资产管理业务总规模达67.06万亿元。其中，证券公司及其子公司私募资产管理业务规模5.93万亿元。
- **券商资管的3种存在形式：**（1）券商资产管理部；（2）券商资管分公司；（3）券商资管子公司（独立法人）。

机构类型	资产管理业务
基金管理公司及其子公司	公募基金、集合资产管理计划、单一资产管理计划、各类养老金、企业资产支持证券
私募机构	私募证券投资基金、私募股权投资基金、创业投资基金、私募资产配置基金及其他私募投资基金
信托公司	单一资金信托、集合资金信托
证券公司及其子公司	公募基金、集合资产管理计划、单一资产管理计划、私募子公司私募基金、各类养老金、企业资产支持证券
期货公司及其子公司	集合资产管理计划、单一资产管理计划
保险公司、保险资产管理公司	公募基金、万能险、投连险、管理企业年金、养老保障及其他委托管理资产、资产支持计划
银行及其理财子公司	非保本银行理财产品、私人银行业务

表 1 各类资产管理产品数量及规模（截至 2023 年四季度末）

类 型	数量（只/个 ⁴ ）	规模（亿元）
公募基金	11,528	275,992.95
证券公司及其子公司资管计划 ⁵	20,146	59,250.64
基金管理公司资管计划	8,299	47,710.23
养老金	2,958	48,882.34
基金子公司资管计划 ⁶	2,993	14,379.86
期货公司及其子公司资管计划	2,117	2,745.57
私募基金	153,032	203,155.96
资产支持专项计划	2,268	19,238.60
合 计	202,645	670,633.05

资料来源：中国证券投资基金业协会

1.2 大集合产品参公运作，券商资管公募化转型正当时

- **9万亿券商资管！** 根据中国证券业协会发布的证券公司2023年度经营数据，截止2023年12月末，证券公司及其资管子公司存续管理规模为8.83万亿。其中私募资管计划规模为5.93万亿，公募资管计划规模为2.90万亿。
- **券商资管公募化转型：** 已取得公募牌照的券商资管所发行的公募资管产品，已被中基协划分为“公募基金”。截至2024年4月末，持公募牌照的券商资管为14家。

中国证券业协会发布证券公司2023年度经营数据

发布时间：2024年03月29日 【字体：大 中 小】

近日，中国证券业协会对证券公司2023年度经营数据进行了统计。证券公司未经审计财务报表显示，145家证券公司2023年度实现营业收入4,059.02亿元，各主营业务收入分别为代理买卖证券业务净收入（含交易单元席位租赁）984.37亿元、证券承销与保荐业务净收入480.03亿元、财务顾问业务净收入62.85亿元、投资咨询业务净收入49.90亿元、资产管理业务净收入224.79亿元、利息净收入531.50亿元、证券投资收益（含公允价值变动）1,217.13亿元；2023年度实现净利润1,378.33亿元。

据统计，截至2023年12月31日，145家证券公司总资产为11.83万亿元，净资产为2.95万亿元，净资本为2.18万亿元，客户交易结算资金余额（含信用交易资金）1.76万亿元，**受托管理资金本金总额8.83万亿元。**

表 4 证券公司及其子公司私募资产管理计划数量及规模（截至 2023 年四季度末）

产品类型	产品数量（只）	规模（亿元）
集合资产管理计划	8,445	25,927.51
单一资产管理计划	10,307	27,118.34
证券公司私募子公司私募基金	1,394	6,204.79
合 计	20,146	59,250.64

资料来源：中国证券业协会、中国证券投资基金业协会

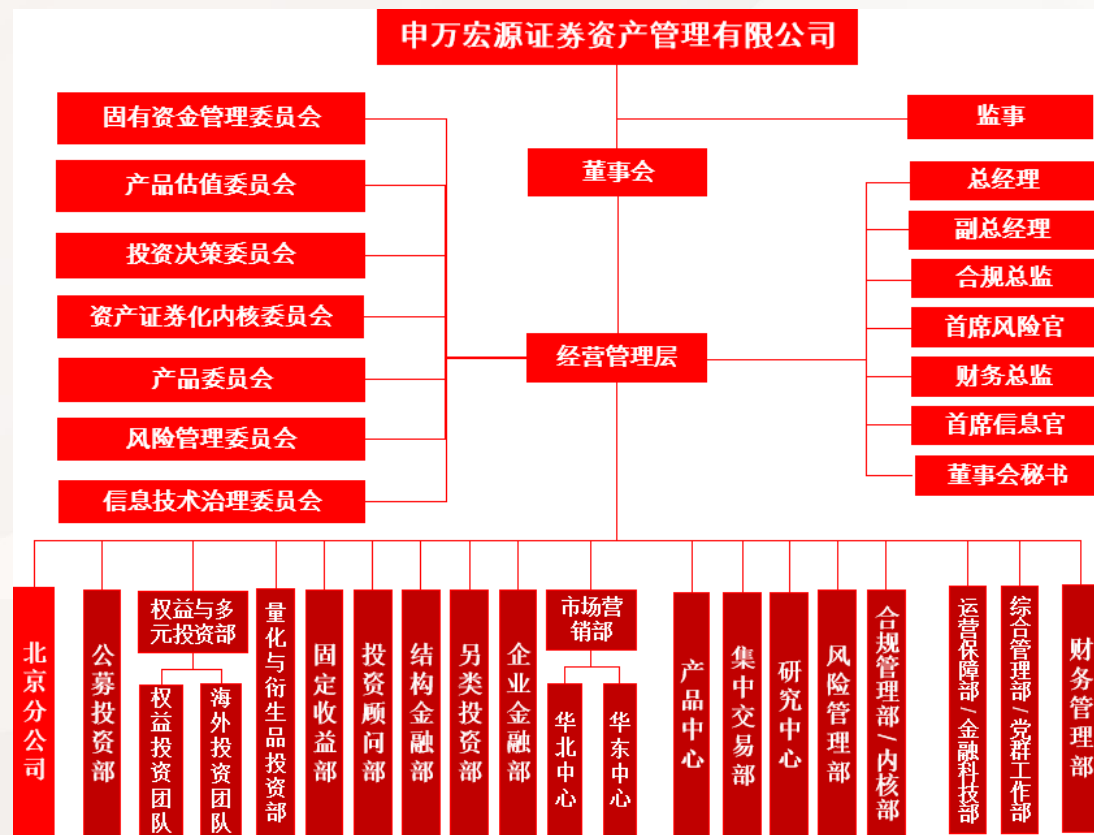
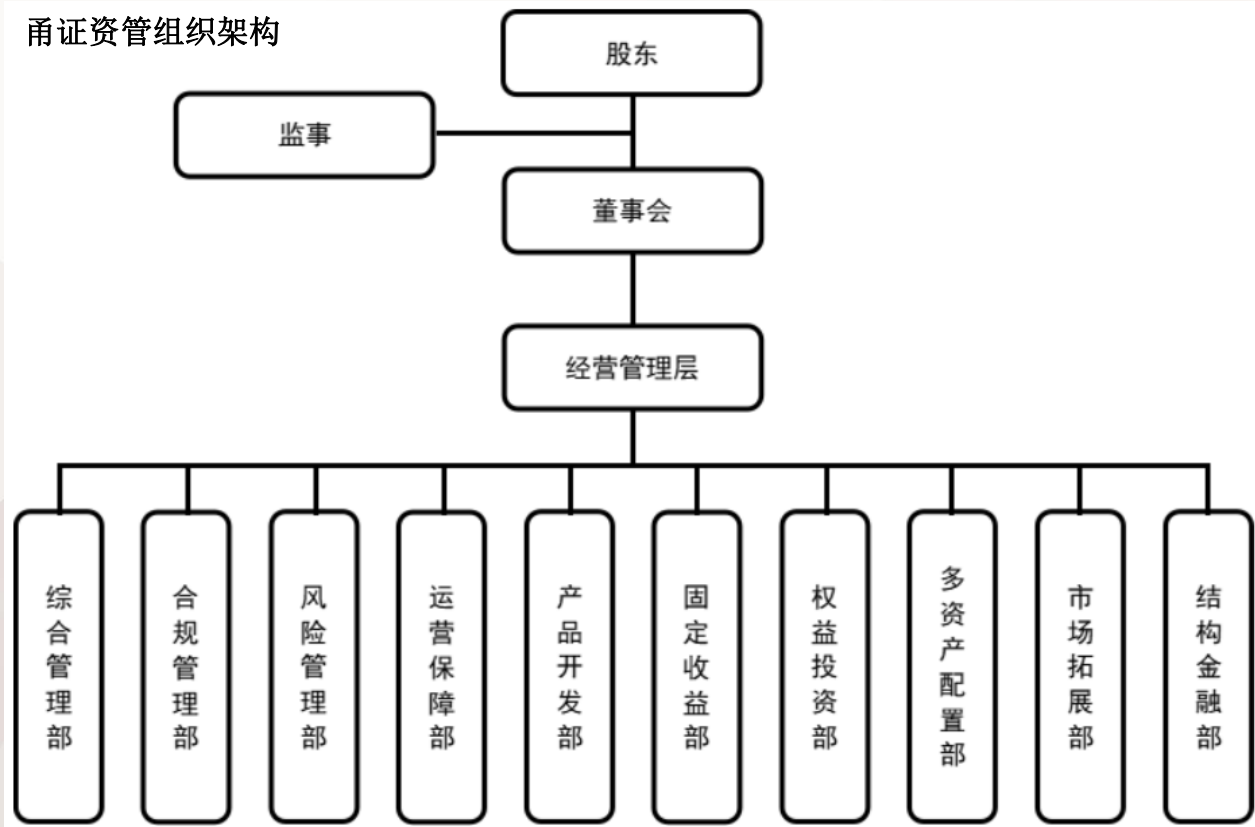
02

组织架构与产品

2.1 组织架构：多元资产为矛，风控合规为盾，管理&产品&科技保驾护航

- **多资产投研细致完备：** 固收、权益、结构化产品、指数产品、衍生品、多资产、FOF、境外、另类投资。
- **稳健经营抵御风险：** 风险管理部、合规管理部。
- **全方位支撑与赋能：** 产品、科技、资金管理、投资决策、市场拓展等部门。

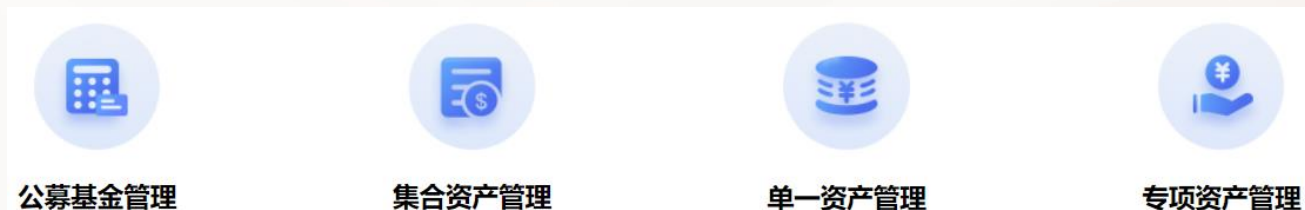
甬证资管组织架构



2.2 产品种类：公私分明，灵活多样，可私人订制

■ **按照标的分类：**固收、权益、混合、商品及金融衍生品（中基协口径）

■ **按照管理模式分类：**公募基金(原大集合)、集合资管(原小集合)、单一资管、专项资管。(参考东方红资管分类)



■ **公募基金/大集合：**投资者数量超过200人的集合资产管理计划。

■ Eg：东方红新动力混合A [000480.OF]，首只券商系公募基金。

■ **集合资管/专户/小集合：**投资者200人以内。部分资管会进一步细分，资产净值5万元以上的客户可认购集合资管产品，资产净值100万元以上的客户可认购**限额特定集合资产管理计划（小集合）**。(参考海通资管分类)

■ 集合资管Eg：海通高收益债1号（2023年度短期纯债型券商集合理财业绩第三名，Wind口径）

■ **单一/定向资管：**与单一客户签订资产管理合同，提供“一对一”的专属投资管理服务。海通资管仅为资产净值1000万元以上的客户提供**高端专属的定制服务（单一资管）**。

■ **专项资管：**券商资管以管理人身份发起设立专项资产管理计划，开展**资产证券化业务**，包括ABS和REITs。

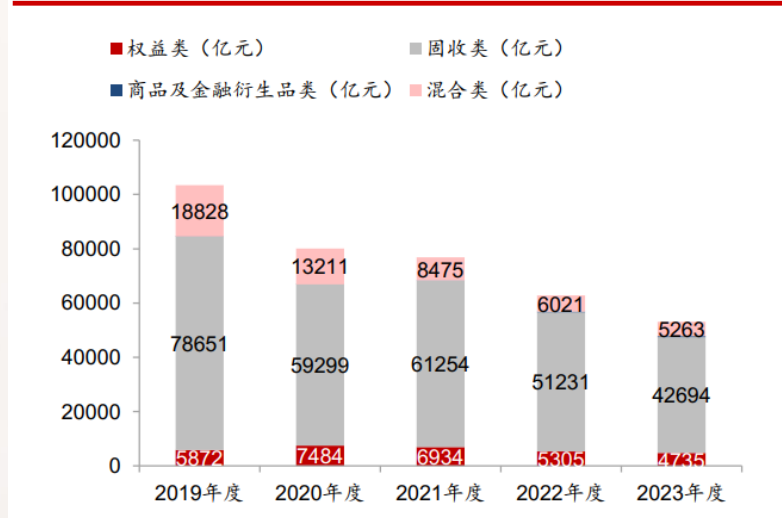
■ 私募ABS示例：中航租赁2024-1（“国君资管-中航租赁2024年第一期资产支持专项计划”）

■ 公募ABS示例：阿里巴巴1号2013-1（“东证资管-阿里巴巴1号专项资产管理计划”）

■ 私募REITs示例：城投宽庭2023-1（“国君资管城投宽庭保障性租赁住房基础设施资产支持专项计划”）

■ 公募REITs示例：浙商沪杭甬REIT（“浙商证券沪杭甬杭徽高速封闭式基础设施证券投资基金”）

图 161 截至 2023 年末券商私募资管分投资类型存量规模



资料来源：中基协，华宝证券研究创新部

03

监管政策与行业演变

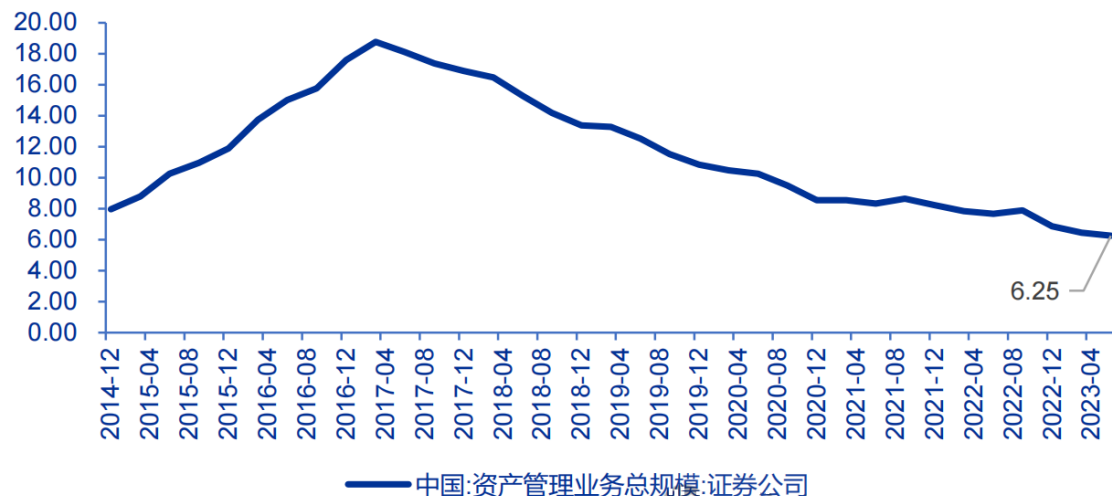
3.1 监管政策：规范运行去通道，主动管理公募化

- **2013年6月：**证监会《中华人民共和国证券投资基金法》（简称“新基金法”）明确向不特定对象募集资金或向特定对象募集资金累计超过200人的资管产品都为公募基金。此前大集合为私募属性，但是投资者人数超过200人。
- **2018年4月：**央行、银保监会、证监会、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》（简称“资管新规”）鼓励券商设立资管子，加强风险法人隔离，截至2023年末共计30家券商资管子。明确资管业务去通道化。净值估值法取代摊余成本法。
- **2018年11月：**证监会《证券公司大集合资产管理业务适用操作指引》，规范存量大集合业务，要求大集合转为公募基金或者私募资管计划。
 - Eg: 2019年8月，东方红7号集合资产管理计划变更为东方红启元灵活配置混合型证券投资基金，首只大集合转公募。
- **2022年4月：**证监会《关于加快推进公募基金行业高质量发展》强调产品创新与差异化发展，表示长期投研能力乃资管机构立身之本。
- **2022年5月：**证监会《公开募集证券投资基金管理人监督管理办法》针对2004年证券公司“一参一控”松绑，明确“一参一控一牌”的公募牌照准入制度，开放券商资管公募牌照申请，加快券商资管公募化。

3.2 行业演变可视化

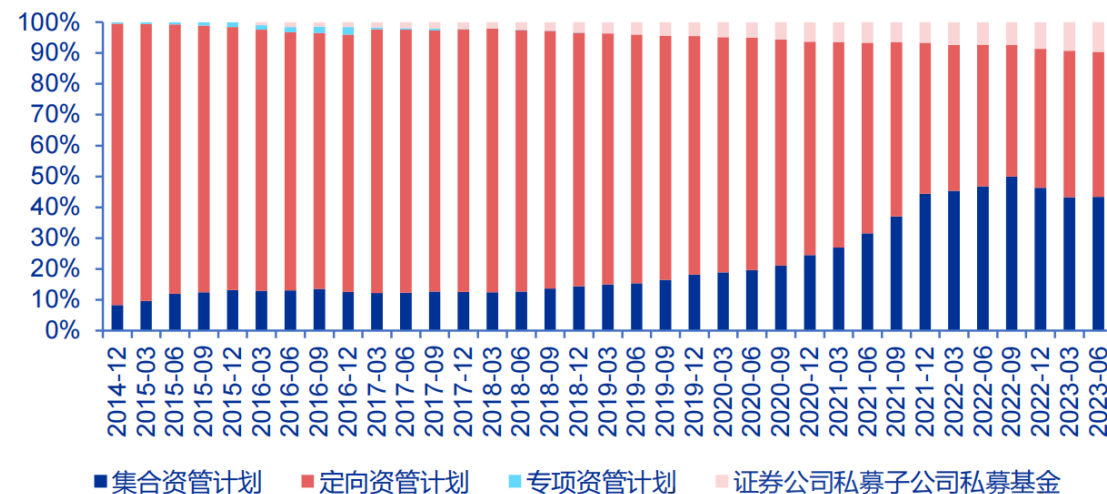


图 22：2023 年 6 月券商资管规模仅为 6.25 万亿元（万亿元）



资料来源：Wind，申万宏源研究

图 23：券商资管各类业务模式占比变化，集合资管计划规模占比明显提升（%）



资料来源：Wind，申万宏源研究

3.3 行业演变详解：代客理财—>银行通道—>资产管理

■ 阶段一：代客理财规范化

- **券商资管诞生**：2001年证监会整顿券商代客炒股等委托理财，同年正式给证券公司的资产管理业务发牌照，并由商业银行作为托管行，对券商的投资活动进行财务监控，规范“代客理财”。
- **资管品种细分**：2003年券商资管办法颁布，证监会把券商资管计划分为三类：定向、集合和专项。
- **第一只集合资产管理计划**：2005年“光大阳光集合资产管理计划”；**第一只小集合**：2009年“光大阳光集结号混合型一期集合资产管理计划”，面向100万以上的贵宾级客户，不超过200位投资者；**第一家券商资管子**：2010年东方证券资产管理公司(简称“东方红资管”)成立，标志券商资管规范发展新起点。

■ 阶段二：定向资管成为银行通道（规避投资范围、杠杆约束）

- **券商监管松绑，沦为银行通道，规模一路狂飙**：2012年证券公司创新发展研讨会（业界简称“创新大会”）后，为促进证券业发展，券商资管业务管制放松，集合资管由审批制改为备案制。同年银信合作受阻，券商资管接棒信托成为银行通道——银证银或银证信合作委贷、银行委外理财。券商资管规模策马狂奔，2011年，2012年和2013年券商资管规模分别为2819亿元、1.89万亿和5.19万亿（其中定向规模约4.8万亿，占比92%+）。
- **流动性风波后，公募基金与券商资管背道而驰**：2013年银行同业业务高杠杆+资金面收紧引发“620钱荒”进而债市大跌，与此同时“余额宝”以高流动性+互联网渠道带动公募基金一骑绝尘，公募与通道分道扬镳。

■ 阶段三：主动管理，回归本源

- **回归资产管理本源**：2018年资管新规出台后，券商资管开始回归本质，开始去通道、产品净值化。

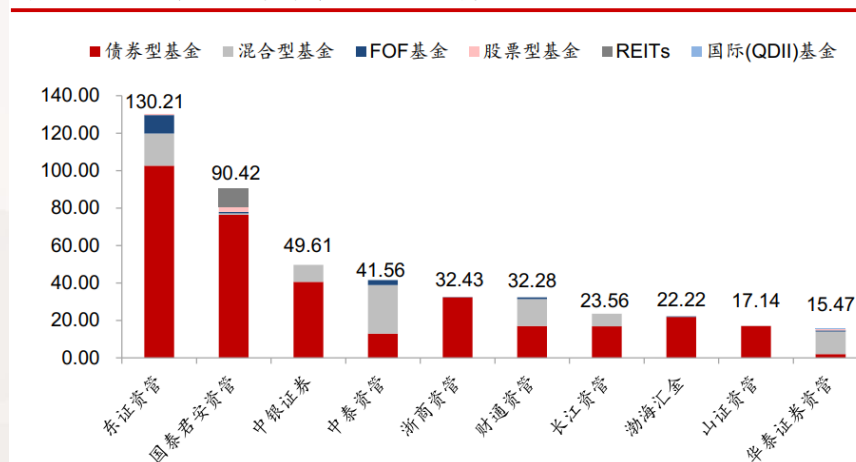
3.4 未来展望：立足投研，布局公募

- **券商资管投研体系完善，具备全业务链服务优势，已有成熟入局案例：**券商持续深耕研究业务，在宏观策略、资产配置、行业研究等领域有所建树；投行业务在资产端获取、定价方面具备优势；财富管理业务积累了大量的 C 端和机构类客户。此外，券商资管人才配置完善，高端人才储备充足，激励机制相对较好。目前东证资管已具备成熟的公募模式，能够为券商资管子发展提供借鉴。

表 115 截至 2023 年末，至少有 4 家券商实现“一参一控一牌”公募化布局

序号	券商简称	“一参一控”	“一牌”（券商资管子公司简称）
1	兴业证券	兴证全球基金(51%) 南方基金(9.15%)	兴证资管
2	招商证券	招商基金(45%) 博时基金(49%)	招商资管
3	东方证券	汇添富基金(35.412%) 长城基金(17.647%)	东证资管
4	华泰证券	南方基金（41.16%） 华泰柏瑞基金（49%）	华泰证券资管

图 166 2023 年度 10 家持牌机构发行公募产品规模（亿元）



04

固收投资策略

4.1 高成本驱动高收益：银行资金供给稳健，债券投资比重攀升

- **负债端以银行资金为主**：根据中基协数据，截至2022年末，券商私募资管产品投资者中，银行资金（银行自营+理财子）占比 69.23%，近年来稳定在70%附近。

表 4-10 证券公司及其资管子公司私募资管产品直接出资者分类占比趋势 (单位：%)

类型	2020 年末	2021 年末	2022 年末
银行自有	32.04	19.21	20.45
银行理财	34.78	52.61	48.79
保险公司	0.77	1.17	1.46
保险资管	0.07	0.10	0.12
信托公司	0.37	0.19	0.15
信托计划	3.18	2.86	4.39
证券公司	2.52	3.59	3.27
私募资管	2.85	1.29	1.17
私募基金	0.97	0.65	0.54
居民	14.19	11.55	11.05
企业（不含银行）	8.21	6.73	8.52
其他	0.04	0.06	0.08

资料来源：中国证券投资基金业协会。

表 130 2022 年券商集合理财产品数量（只）及收益情况（%）

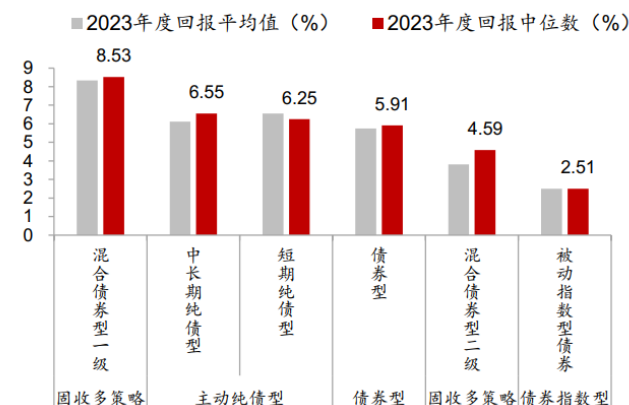
序号	投资类型	纳入统计产品数量（只）	2022 年平均收益（%）
1	债券型	1548	3.17

- **资产端以债类为主**：2022至2022年末，证券公司及其资管子公司私募资管产品在资产配置上，债类（含同业存单）占比分别为59.95%，69.27和 73.59%。

表 4-11 证券公司及其资管子公司私募资管各类资产占比趋势 (单位：%)

资产类别	2020 年末	2021 年末	2022 年末
股类	9.14	7.94	7.65
债类（含同业存单）	59.95	69.27	73.59
收益权类	10.89	6.59	5.48
现金类	3.90	4.02	3.06
公募基金	2.97	3.81	2.67
资管计划	11.18	6.99	5.85
其他	1.96	1.38	1.70

图 170 2023 年度债券型券商集合资管的平均收益和收益中位数



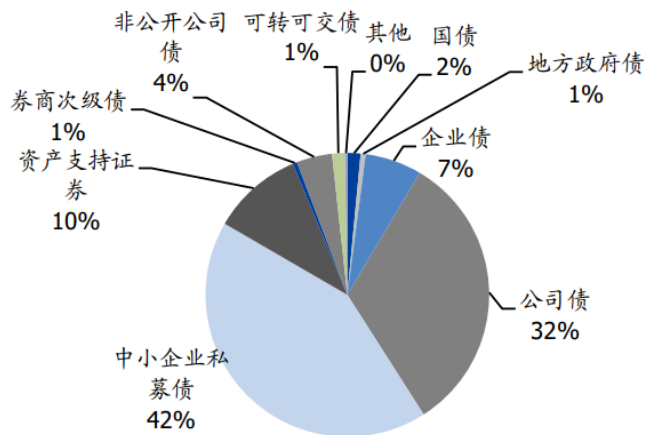
资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

注：统计产品范围不含券商大集合公募改造产品，筛选剔除 2023 年度新设立产品，最新披露净值需在 2023 年度内

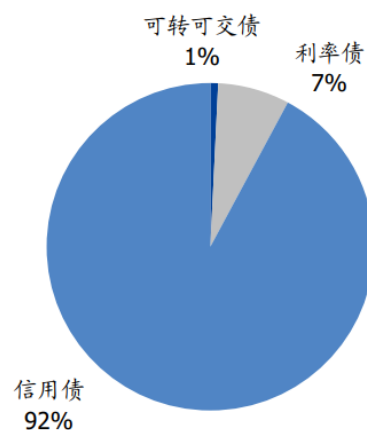
4.2 固收投资策略：票息为王，久期较短，根据信用利差切换品种

- **债券持有结构：**根据交易所债券持有者结构月报、以及披露季报的券商集合理财产品数据，2022Q2券商资管信用债配置占比92%，主要为中小企业私募债、公司债、存单、金融债。偏高的资金成本导致券商资管青睐高票息品种，愿意牺牲流动性持有票息较高的私募信用债，同时在利率债中偏好票息更高、流动性更好的政金债。

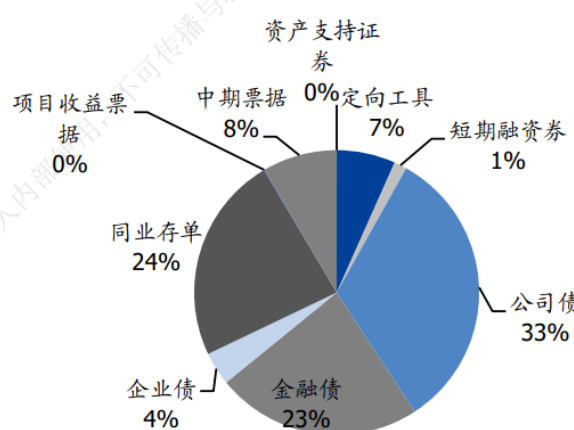
图表 4: 券商资管交易所券种配置 (2022 年 6 月)



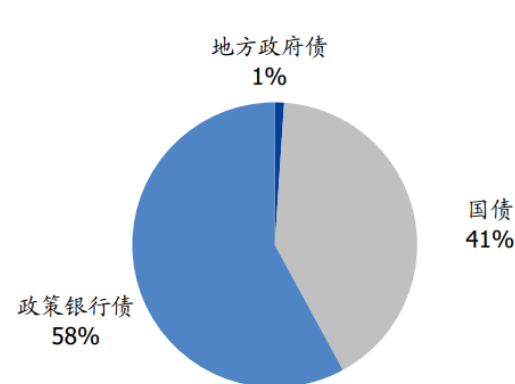
图表 6: 披露季报的券商集合理财券种配置 (2022Q2)



图表 9: 披露季报的券商集合理财信用债类型 (2022Q2)



图表 7: 披露季报的券商集合理财利率债配置 (2022Q2)



资料来源：上交所，深交所，国盛证券研究所

资料来源：Wind，国盛证券研究所

资料来源：Wind，国盛证券研究所

资料来源：Wind，国盛证券研究所

- **重仓债券特征：**根据国盛证券研报数据，2023年上半年业绩较突出的券商资管集合理财产品具有以下特点：
(1) 品种上，重仓公司债、银行永续债、中期票据；
(2) 久期上，集中在1-5Y，主要为1-3Y。

策略分析

- **择时&择券：**信用利差较宽时，重仓低流动性公司债、MTN等信用债，以票息收益为主，同时提升杠杆增厚收益；信用利差较窄时，将部分信用债替换为高流动性银行永续债，伺机进行交易以增厚收益。
- **久期&杠杆：**将组合久期控制在较短范围（3Y以内），控制回撤，维护净值稳定。在2024年化债背景及低利率环境下，很多券商资管已经适当拉长组合久期以应对业绩考核要求，但是对杠杆幅度仍保持谨慎。

05

销交业务机会

5.1 二级撮合关注调仓品种与节奏，一级投标筛选高票面私募债

- **调仓时提供流动性：**低利率环境下，投资人更加重视细分品种择券、交易择时，销交需要把握券商资管对细分品种的配置与交易的需求和节奏，在客户调仓时及时提供流动性。
- **重点关注品种：**中短久期（尤其是1-3Y）的私募债、公司债、企业债、存单、银行永续债、证金债。票息优先级大于YTM估值。
- **待挖掘标的：**短久期民企产业债、中小城农商行二永债、定向工具（需要有熟悉的做市商配合搓券）

表 4-9 证券公司及其资管子公司私募资管产品季度换手率 （单位：%）

时间	权益类	固定收益类	商品及金融衍生品	混合类	合计
2021Q1	15.71	112.58	24.88	53.32	93.67
2021Q2	19.44	115.32	24.64	57.56	96.71
2021Q3	19.28	140.43	24.28	55.37	115.82
2021Q4	36.03	120.23	33.56	58.51	104.40
2022Q1	15.35	107.68	24.08	54.84	93.51
2022Q2	28.10	106.15	11.62	36.13	91.70
2022Q3	26.46	88.26	30.27	52.10	79.38
2022Q4	23.17	98.68	30.05	49.46	87.63

资料来源：中国证券投资基金业协会。



汇报完毕 欢迎交流

风险提示：由于券商资管产品信息披露约束，本报告数据统计与结论仅供参考。

主要参考资料：

1. 《中国证券投资基金业年报（2023）》【中国证券投资基金业协会】
2. 《2024中国金融产品年度报告：迈向服务化》【华宝证券】
3. 《活跃交易者的制胜之道——债市机构行为之券商篇（2023）》【国盛证券】