

综合金融

2015.10.12

2015 中国财富管理市场鸟瞰（上）

——股权繁荣下的“英雄时代”

	刘欣琦（分析师）	孔祥（分析师）	耿艳艳（研究助理）
	021-38676647	021-38674744	021-38676640
	liuxinqi@gtjas.com	Kongxiang@gtjas.com	Gengyanyan@gtjas.com
证书编号	S0880515050001	S0880515080006	S0880115060008

本报告导读：

中国财富管理将有百万亿元规模。可投资资产多样化、需求日趋多元化，资管产品百舸争流，行业已入战国时代。我们聚焦中国资产管理行业，本文为系列报告上篇。

摘要：

- **中国财富管理市场将有百万亿元规模，资管理财业务群雄逐鹿。**（1）受益于近三十年经济增长和居民财富积累，2014 年我国财富管理市场规模已突破 130 万亿人民币。（2）行业天然具有细分特征。大众阶层、高净值人群、超高净值人群对收益率、流动性等有差异化的投资要求。（3）多元需求下，不同类型理财机构将呈现出百舸争流的场面，加之 2012 年后相对宽松的监管氛围，行业竞争更趋激烈。本文为系列报告上篇，我们聚焦公募基金、阳光私募、券商资管三大品类，相关产品权益类资产配置比例高，对管理人择股/择时能力要求强。股权类资管产品的兴盛成就了资管人才的“英雄时代”。
- **公募基金：权益资产挑大梁，创新层出不穷。**（1）2015 上半年股权类公募基金发行最多，一改以往由货币基金主导的局面。同时分级基金、打新基金和大数据基金在基金市场表现抢眼。（2）行业集中度低位徘徊，新进入者不断增多。（3）受益于 2013 年至 2015 上半年以来的结构性牛市，中小板、创业板有强势表现，各类型基金多数上涨，特别是股票型、混合型和指数型/分级类基金表现居前。单边做多为我国传统投资导向，从 2015 年 6 月以来收益表现看，如何应对市场大幅回测仍是公募基金的“阿喀琉斯之踵”。
- **阳光私募管理：规模突破万亿元，能人辈出，暗潮涌动。**（1）2015 上半年阳光私募产品规模已近 1.3 亿元，自私募证券基金备案制来，阳光私募规模爆发增长。（2）百亿级别的私募证券机构日益增多，同时微型基金增多，行业分化加剧。（3）大浪淘沙，私募基金以追求绝对收益为主旨，业绩整体跑赢市场，宏观策略类表现最佳。
- **券商资管：规模稳步上涨，通道业务占主体，业务多元渐成趋势。**（1）券商资管 2015 上半年管理规模破 10 万亿，以通道类业务为主的定向资产管理仍是主要构成，集合资产管理稳步发展，专项资产管理有望以资产证券化业务为跳板快速发展。（2）各家券商资管业务收入均有明显上升。美国大投行资管收入占比约 15%，而我国资管业务占比不足 5%（剔除了参股基金合并业绩）。相对经纪/两融业务，资管业务受权益市场波动影响较小，有条件在券商业务转型过程中承担不可或缺的角色。
- **短期市场风险偏好回升提高估值水平，维持证券行业“增持”评级。**整体货币宽松态势不变，政府启动新一轮针对投资和消费的经济刺激计划，这有利于提升对资本市场风险偏好回升。券商板块作为高 beta 属性品种，预计四季度将有较大弹性。

评级：

增持

上次评级：

增持

细分行业评级

信托	增持
投资银行业与经纪业	增持
金融控股公司	增持
租赁	增持

相关报告

投资银行业与经纪业：《分红险定价放开有望以量补价，券商板块静待右侧信号》

2015.10.07

投资银行业与经纪业：《配资清理态度缓和，估值底部配置良机》

2015.09.27

投资银行业与经纪业：《国泰君安_非银金融业周报数据库_第三十七周_刘欣琦 孔祥 耿艳艳 张为_20150920》

2015.09.20

投资银行业与经纪业：《证监会强化市场制度建设，国企非银个股受益改革》

2015.09.13

投资银行业与经纪业：《国泰君安_非银金融业周报数据库_第三十五周_证监会大力处罚非法配资公司，关注跌至历史底部估值的非银个股_20150906》

2015.09.06

目 录

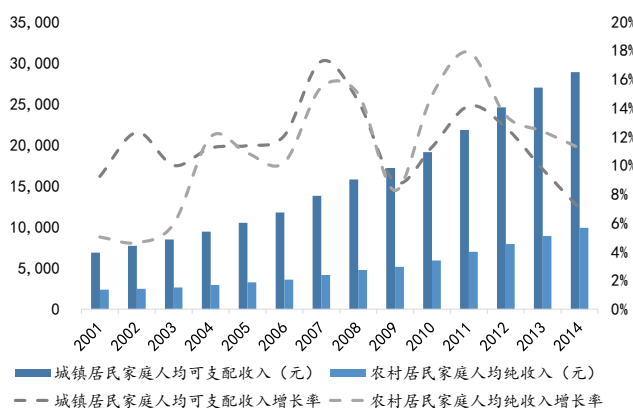
1. 中国私人财富管理市场的“双城记”	3
1.1. 最好的时代：百万亿空间只带挖掘	3
1.2. 最坏的时代：市场竞争日趋激烈	5
2. 公募基金：规模随周期，创新显实力	8
2.1. 市场规模：权益类基金推动份额突破 6 万亿	9
2.2. 竞争格局：集中度仍低，小微基金持续增加	11
2.3. 业绩表现：权益类暂领风骚	12
2.4. 巨震过后：新增骤降 分级遭重创	13
3. 阳光私募：能人辈出，暗潮涌动	15
3.1. 市场规模：发行量激增，股票类占比提高	15
3.2. 竞争格局：百亿级别私募剧增，行业分化加剧	16
3.3. 业绩表现：业绩显身手，宏观策略类亮眼	17
3.4. 巨震过后：发行滞缓，急流涌动	18
4. 券商资管：通道仍居主力，主动徐徐欲立	19
4.1. 市场规模：通道业务仍为主力	19
4.2. 竞争格局：业务收入猛涨，模式仍需转型	21

1. 中国私人财富管理市场的“双城记”

1.1. 最好的时代：百万亿空间只带挖掘

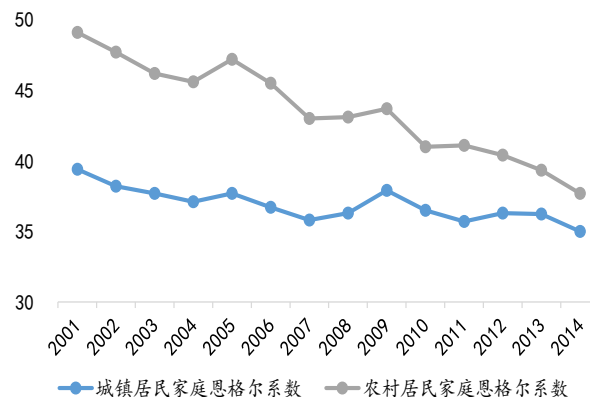
受益于近二十年来经济增长和居民财富积累，中国私人财富市场持续释放着可观增长潜力和巨大市场价值。一方面我国居民家庭可支配收入大幅增长，根据国家统计局数据（Wind 数据库统一整理），在 2001 至 2014 年间，中国城镇居民平均可支配收入从 6860 元增长到了 28844 元，年均复合增长率为 11.68%；农村居民年均纯收入从 2366 元增长到 9892 元，年均复合增长率为 11.63%。另一方面，城镇居民恩格尔系数从 39.4 下降到 35；农村则从 49.1 下降到 37.7，这意味着居民用于维持基本生活之外的支出比例在增长，居民家庭的财富管理需求提升。

图 1：城乡居民收入显著提升



数据来源：wind，国泰君安证券研究。

图 2：城乡居民恩格尔系数显著下降

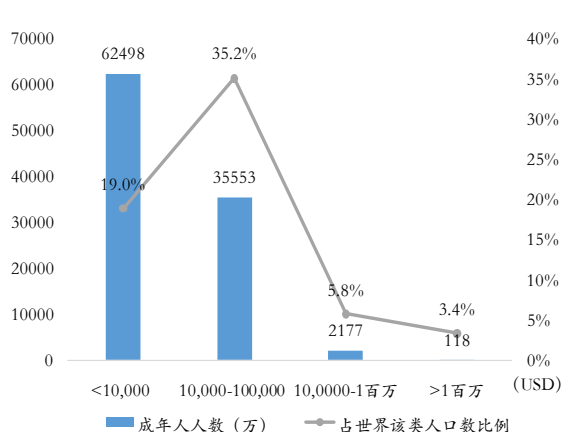


数据来源：wind，国泰君安证券研究。

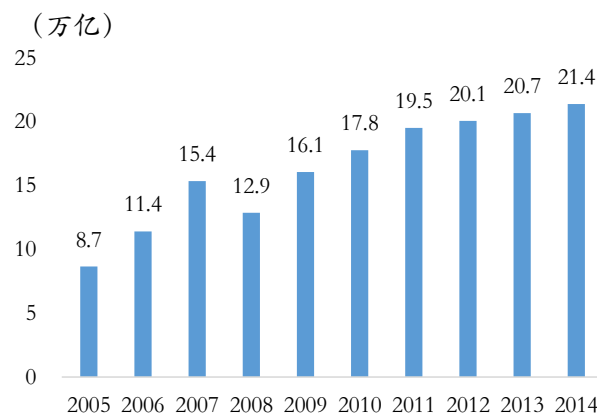
财富管理的市场规模巨大，根据全球综合排名第一的财富管理机构瑞信（Credit Suisse）在 2014 年发布的《Globe Wealth Databook》的测算，中国在 2014 年拥有 10 万美元以上金融资产的财富成人人数约为 2295.2 万人，占成人总数的 2.3%。2014 年年中中国财富市场约为 21.4 万亿美元（约 136.4 万亿人民币），约占全球份额的 8.1%，仅次于美国（83.7 万亿美元）、日本（23.2 万亿美元）。

图 3：中国成年人财富逐步形成中等收入群体

图 4：中国财富市场突破 20 万亿美元大关



数据来源：Credit Suisse，国泰君安证券研究。

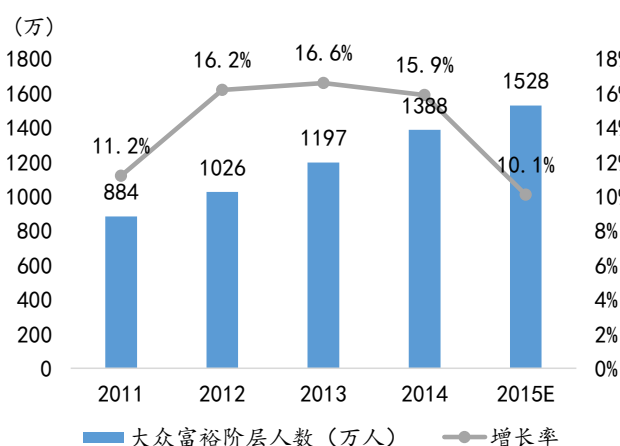


数据来源：Credit Suisse，国泰君安证券研究。

在本报告中，我们将财富管理市场细分为三个市场：富裕人群（可投资资产在 100 万至 1000 万人民币），高净值人群（可投资资产在 1000 万至 5 亿人民币），超高净值人群（可投资资产在 5 亿人民币以上），三类人群所形成的财富管理市场中有着不同的特征。

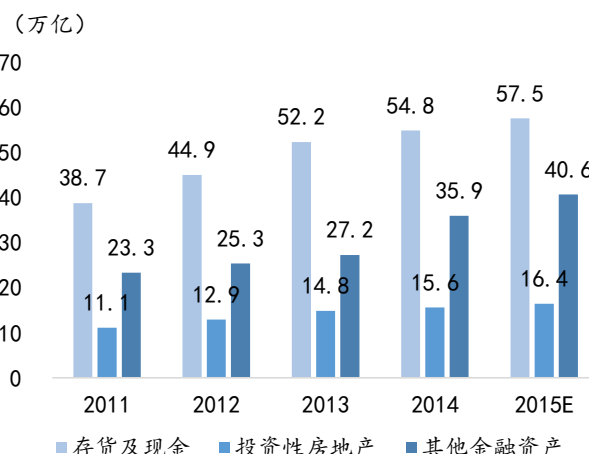
根据福布斯中国发布的《2015 中国大众富裕阶层财富白皮书》，在 2014 年末中国大众富裕阶层（福布斯中文版定义的大众富裕阶层是指，个人可投资资产在 60 万人民币至 600 万人民币之间）的人数达到 1,388 万人，同比增长 15.9%。2014 年底中国私人可投资资产总额约 106.2 万亿元，年增长 12.8%，主要由股票、基金、债券等金融性资产增长所带动。

图 5：大众富裕阶层人数保持稳定增长



数据来源：福布斯中国，国泰君安证券研究。

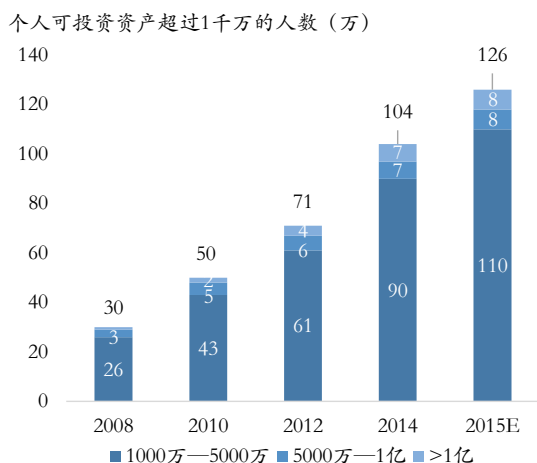
图 6：大众富裕阶层目前高配房地产



数据来源：福布斯中国，国泰君安证券研究。

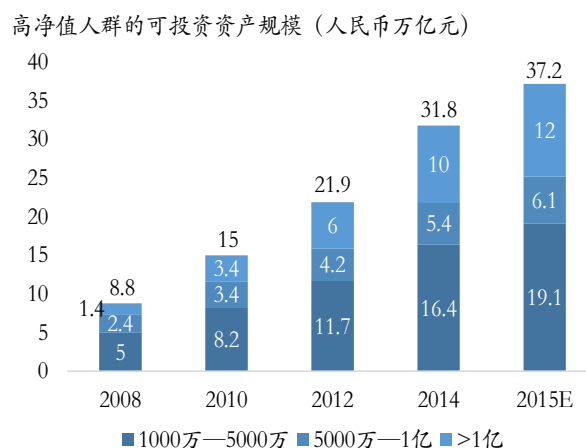
根据贝恩公司和招商银行联合发布的《2015 中国私人财富报告》，2014 年我国高净值人群（人均资产规模 1 亿元以上）总数达到了 104 万，较 2012 年增长了 46.4%；高净值人群的可投资资产规模达到了 31.8 万亿人民币，较 2012 年增长了 45.2%。而 2015 年中国高净值人群预计将达到 126 万人左右，较 2014 年增长 22%；高净值人群持有财富将达 37 万亿人民币。

图 7：中国高净值人群人数突破 100 万人



数据来源：贝恩咨询，国泰君安证券研究。

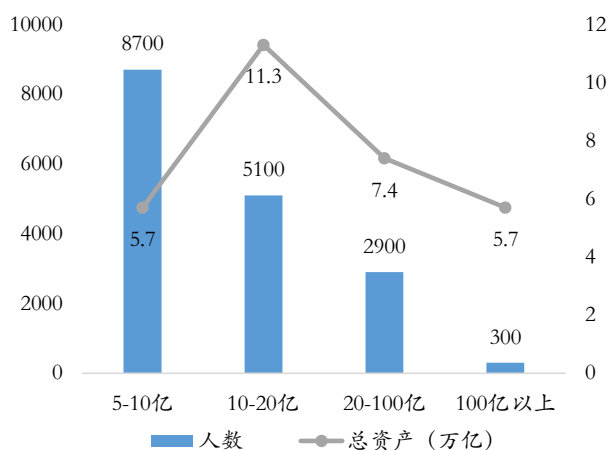
图 8：高净值人群可投资资产达近 40 万亿人民币



数据来源：贝恩咨询，国泰君安证券研究。

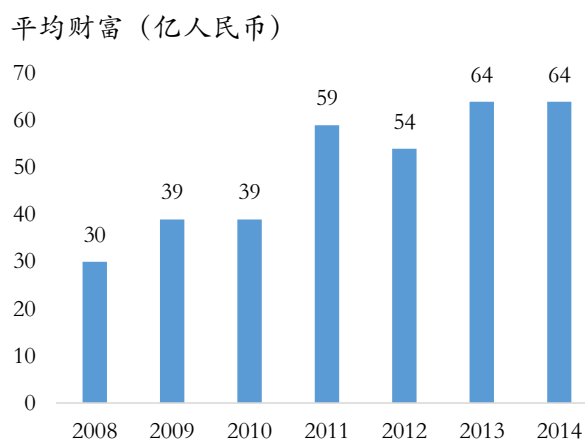
超高净值阶层（可投资资产规模 5 亿元以上）同样不乏群体：由胡润研究院发布的《2014-2015 中国超高净值人群需求报告》显示，我国超高净值人群规模达到了 17000 人，总计资产规模为 31 万亿人民币，人均持有的资产规模为 18.2 亿人民币。从胡润百富榜也可以看出，百富榜的平均财富由 2008 年的 30 亿元上涨到了 2014 年的 64 亿元，总财富占 GDP 总量近三年也一直保持稳健上升，2014 年达到了 12.7%。

图 9：超高净值人均资产规模 5-10 亿元分布较多



数据来源：胡润研究院，国泰君安证券研究。

图 10：胡润百富榜平均财富已逐步稳定



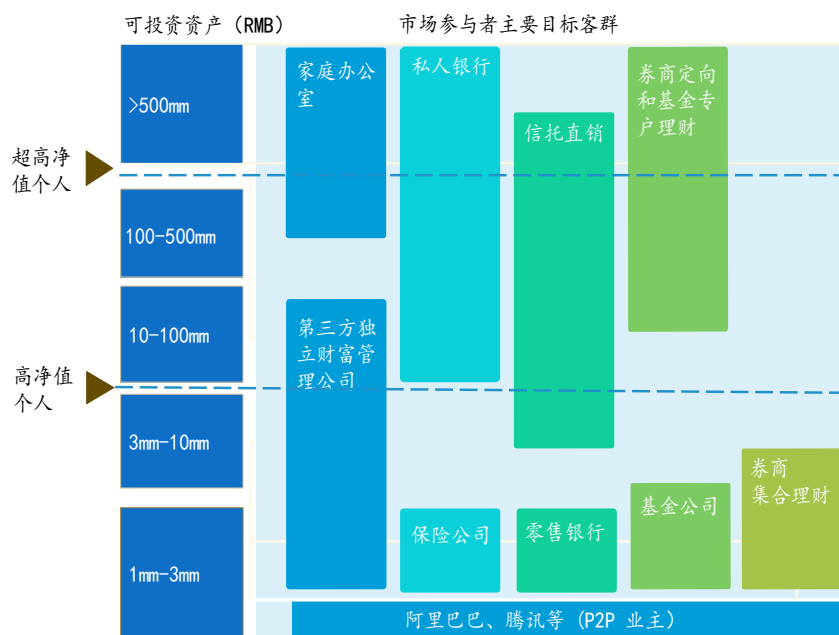
数据来源：胡润研究院，国泰君安证券研究。

1.2. 最坏的时代：市场竞争日趋激烈

不同类型的财富管理机构吸引了不同层次的财富人群，而其所提供服务的深度和广度先天的差异性亦决定了不同细分市场的竞争格局。2012 年监管部门对基金、券商、保险等主体放松资管业务后，之前以邻为壑的格局日渐松动，目前中国财富管理市场整体激烈。财富阶层和富裕阶层（可投资资产在 1000 万以下）财富管理市场的主要竞争者包括零售银行、保险公司、公募基金券商集合理财以及大部分的互联网理财产品；高净值个人市场的竞争者则主要包括私人银行、信托直

销、券商定向理财和私募基金等；超高净值个人市场的竞争者则包括家庭办公室、私人银行、券商定向理财和私募基金等。

图 11：资产的细分市场已逐步形成



资料来源：国泰君安证券研究

具体到产品上，不同阶层也有不同产品需求表现。在大众富裕阶层，银行理财产品、股票和基金作为大众富裕阶层最青睐的三种理财产品，排名第二的股票由 2014 年的 37.6% 上升到了 62.1%。高净值人群股票投资在境内总资产中的占比则提升了约 4 个百分点，增至 26%，受权益类和货币基金类产品拉动，公募基金占比也明显增加，从 2013 年的 8% 到提高 2015 年的 11%。其他境内投资尤其是私募股票投资产品、基金专户理财等，因其更丰富的产品形式和高收益也受到高净值人士的欢迎，占比从 2013 年的 4% 迅速上升到 10%。而超高净值人群由于多为企业主，需要对企业进行多元化、国际化经营，其对收购并购、海外投资的需求较多。

图 12：2015 年富裕阶层偏好银行理财/股票/基金

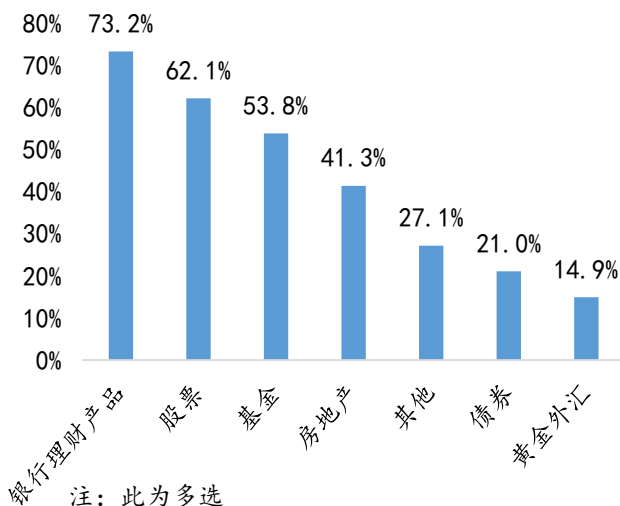
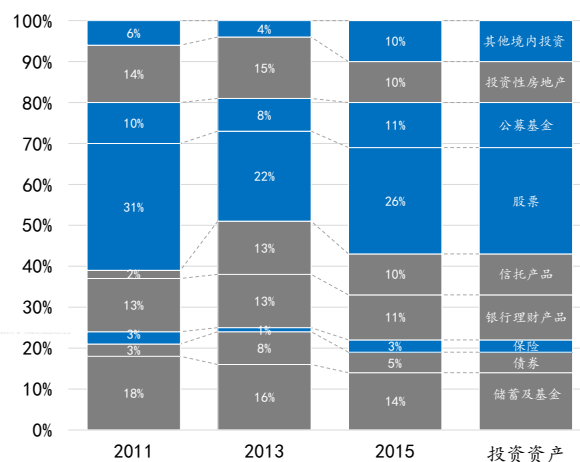


图 13：2011-2015 高净值人群投资偏好已有变化

2011 至 2015 年中国高净值人群境内可投资资产配置

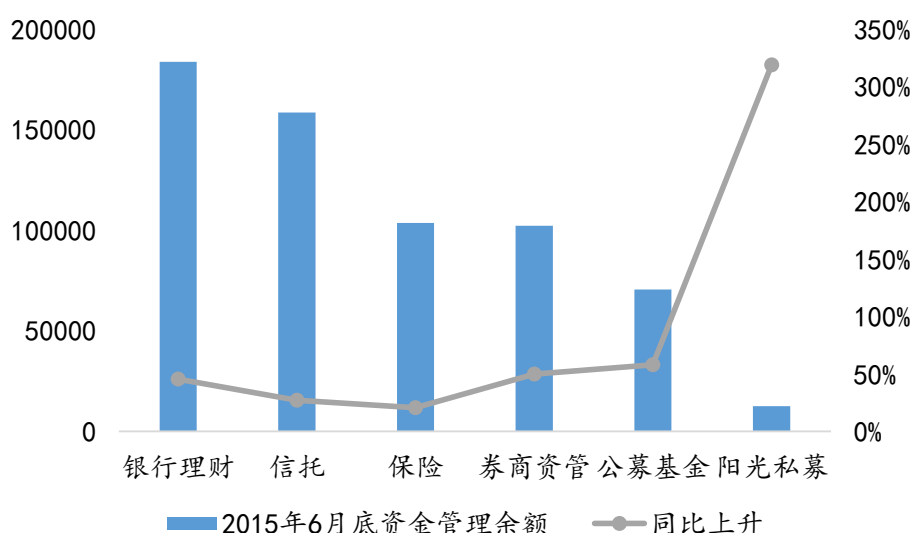


数据来源：福布斯中国，国泰君安证券研究。

数据来源：贝恩咨询，国泰君安证券研究。

鉴于不同财富管理市场的不同需求，本报告将在接下来的板块当中依次介绍公募基金、私募基金、券商资管、银行理财、互联网理财、保险理财等财富管理产品，我们将了解不同市场的竞争趋势、最新政策与发展趋势，最终绘制出中国财富管理市场的版图。

图 14：银行理财/信托产品占中国资产管理版图主体（2015.06）



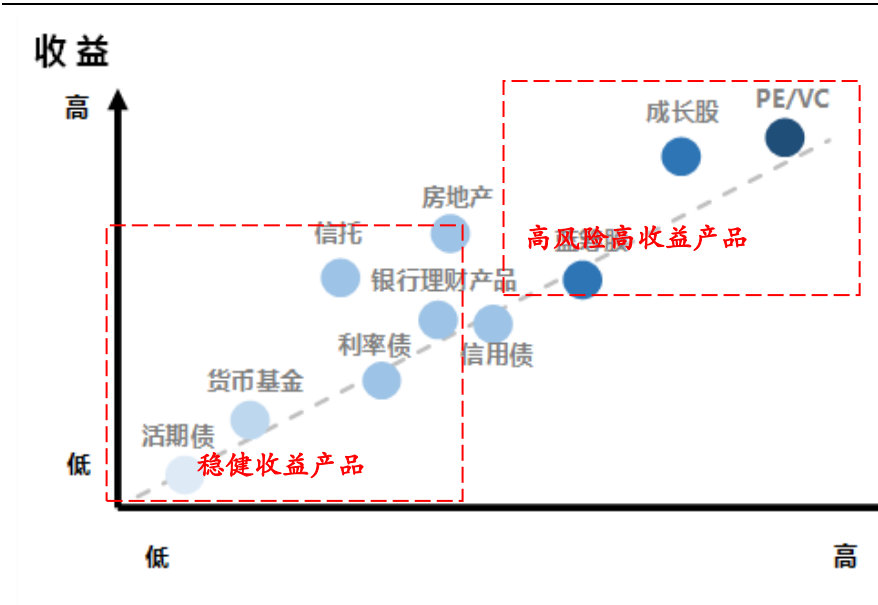
数据来源：wind、银监会、信托业协会、保监会、证券投资基金业协会、格上理财、国泰君安证券研究。

表 1：不同的理财产品与不同类型的客户相匹配

	互联网金融	银行理财产品	基金	信托	券商资管、阳光私募产品
主要投资方向	协议存款为主	存款、项目融资、存款、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。	货币市场、债券市场、股票市场为主；
预期投资收益	4% 以下，随着进入降息通道，未来下降趋势大。	平均 3% 到 6% 左右，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，一般集合信托：6%-8%，银信合作产品：5% 到 7%，房地产类项目在 10% 以上，未来有下行趋势；	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；
风险	基本无风险	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。	货币型：较低，债券型：较低，股票型：高；
渠道	互联网	银行	互联网、直销、银行	银行、信托直销、第三方机构	券商、信托、银行
与客户需求匹配	收益率低，只有部分流动性需求，适合中等收入阶层	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，个性化定制化低，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	有稳定收益，同时可以定制化，有较高配置需求，适合

资料来源：国泰君安证券研究。

图 15：选择理财产品时风险和收益需要项目匹配



资料来源：国泰君安证券研究

2. 公募基金：规模随周期，创新显实力

我们于 2014 年 10 月发布专题报告《中国公募基金的八大趋势》分析了中国公募基金的发展问题、发展困境与未来趋势。我们认为问题表现在：（1）管理规模小：2014 年我国开放式基金只有美国共同基金的 3.2%，与我国经济体量不匹配。（2）配置比例低：基金持有者中 73% 为个人，但在我国家庭财富配置中，基金投资占比只有 3.3%。（3）货币基金过强：过去以偏股型为主，现在货币基金已占半壁江山。（4）业绩评价短期化：专业化的投资能力仍是公募基金的核心竞争力。（5）国资背景为主：券商有业务优势，银行有渠道优势。股东数量上券商系占优，资产规模上银行系占优。

我们认为中国公募基金面临的五大困境表现在：（1）大盘牛短熊长：近十年，中国股市大盘牛短熊长，导致大部分时间内注重相对收益的基金业绩表现平平。（2）外部竞争加剧：信托产品收益率高，且有刚性兑付优势，银行理财产品具备渠道优势，券商资管产品规模迅速扩大。（3）业内产品同质：股票和货币为主，产品大同小异。（4）销售成本高昂：主渠道银行尾随佣金高昂，挤压了基金公司的盈利空间，行业尾随佣金一般占营销支出的比例约三分之二。（5）公司治理错位：股东重视规模，客户关注回报；但是基金经理的股权激励缺失，导致了基金经理和客户的高流动性。

我们预计中国公募基金未来发展将有八大趋势：（1）规模回升：在收入倍增计划下，居民财富及养老金积累是驱动规模上涨的源泉。（2）种类丰富：货币、指数、分级等基金占比提升。（3）策略多元：衍生品等投资工具创新带来多样的投资主题，随着多层次资本市场的不断

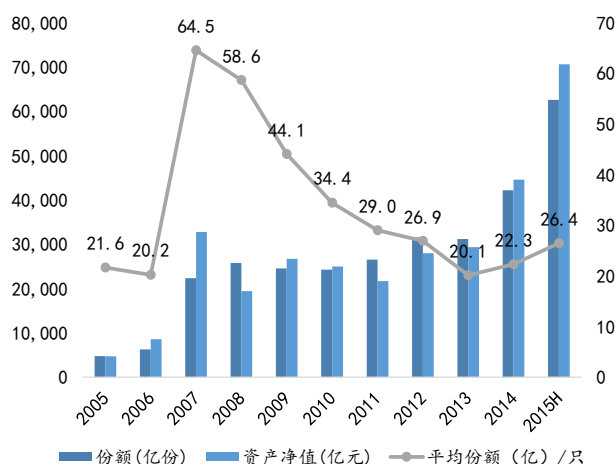
完善，将出现更多另类投资策略创新。（4）渠道创新：互联网金融带来账户为主、流量导入的销售模式和个性定制、第三方评价的特色渠道。（5）全球投资：人民币逆转单边趋势，沪港通给基金业带来跨市场一站式理财机遇。（6）行业集中：大品牌和小精品共存，我国基金市场集中度已经达到美国水平，特色中小公司也在竞争中稳固。（7）股权激励：新《基金法》提出可实行专业人士持股计划，利益统一、长效激励约束机制的公司治理创新尝试已经展开。（8）综合金融：基金的子公司从通道转为类券商，成为业务创新引擎。

2015 年市场波动加剧，我们再次更新行业数据，分析我国资管业装备最精良的部队——公募基金新的发展趋势。

2.1. 市场规模：权益类基金推动份额突破 6 万亿

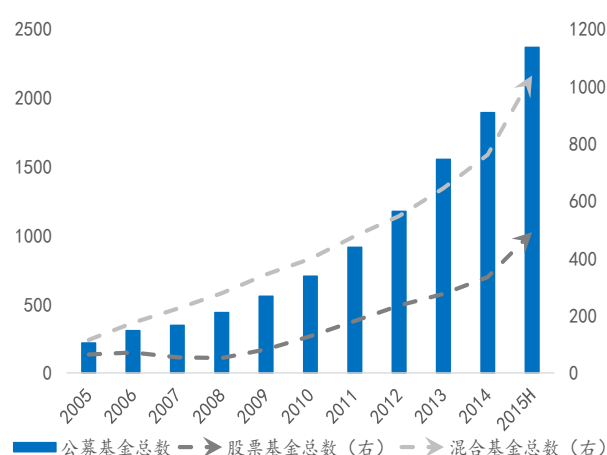
据万得统计，截止 2015 年半年末，我国公募基金数量共计 1552 支，同比增长 25%，受益于股市和债市的驱动，股票基金和混合型基金年内分别新增 157 支和 277 支，成为基金新发规模的主要推动力，突破了前几年公募基金增长的瓶颈。在基金产品数量扩容加快的背景下，2015 年 6 月底基金份额总计 6.26 万亿份，较 2014 年底上升了 48%；平均每支基金份额为 26.4 亿份，同比上升 18.4%。

图 16：2015 年 6 月公募基金份额突破 6 万亿



数据来源：wind，国泰君安证券研究。

图 17：股票型和混合型基金是规模上涨推动力

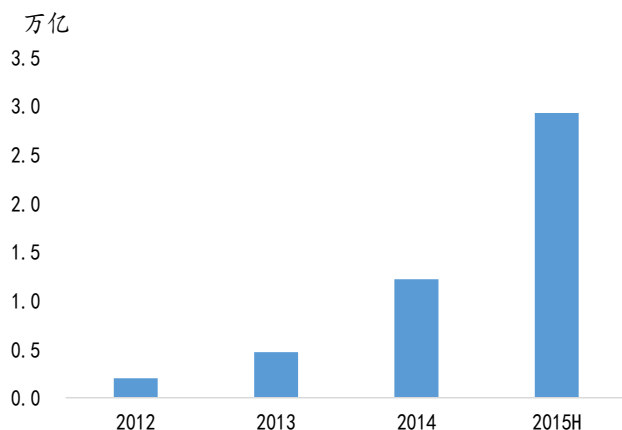


数据来源：wind，国泰君安证券研究。

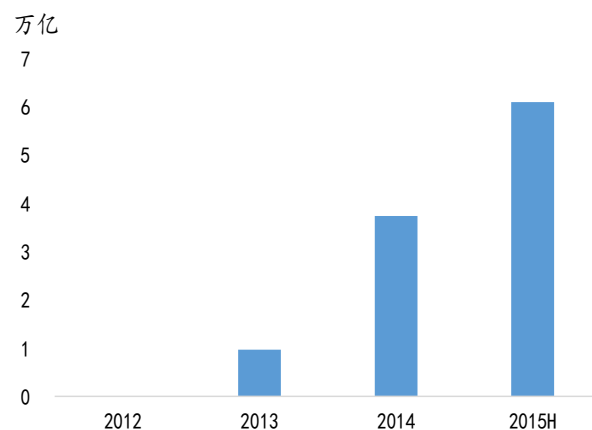
就业务形态看，专户理财和基金子公司正在逐渐成为公募基金公司的新秀：1）专户理财以其产品创新丰富、结构化设计多样、投资效率高等独特优势，满足投资者个性化需求，受到市场青睐，规模迅速扩张。2015 年 6 月，专户业务攀升至 2.93 万亿，较 2014 年上涨 140.2%。2）基金子公司的优势在于低门槛、广阔的投资范围以及全牌照业务。截止 2015 年 6 月，基金子公司专户资产规模达到 6.12 万亿。目前基金专户和子公司资管占基金公司总资产之比超过 56%，基金子公司已成为基金公司拓宽业务范围、扩大投资标的、放松投资限制的重要通道。

图 18：基金专户理财规模攀升至 2.93 亿

图 19：基金子公司专户资产规模达到 6.12 万亿



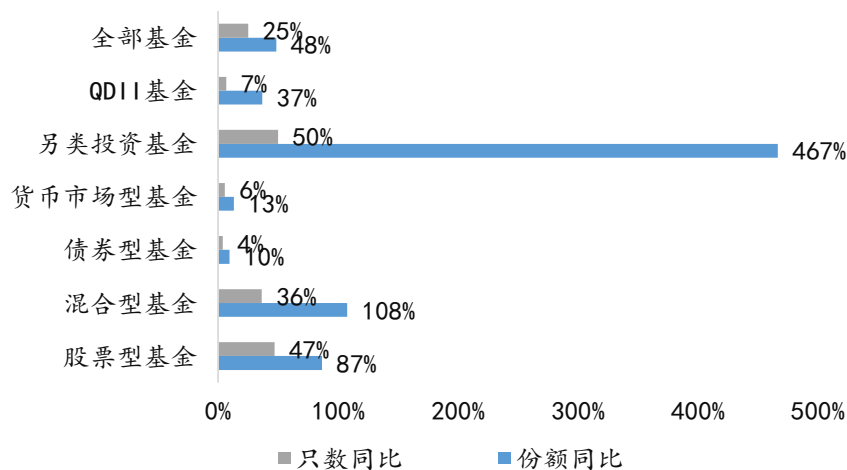
数据来源：基金业协会，国泰君安证券研究。



数据来源：基金业协会，国泰君安证券研究。

就产品投向看看，2015 年随着资产风向从货币牛市向股债牛市轮动，新股发行的制度红利带动打新基金规模飙升，权益类产品（股票型及混合型）成为推动公募基金市场发展的驱动因素。而受央行屡次降准降息影响，货币基金收益率持续下降，货币基金大扩容在 2015 年上半年的基金份额同比上涨幅度较小。上半年混合基金新增规模已突破 1.25 万亿，股票基金也大幅增长 4282 亿，而相比之下，货币和债券基金新增仅 3159 亿。

图 20：2015 年权益类型基金成长较快



数据来源：wind，国泰君安证券研究

从细分产品看，2015 年上半年基金市场有三个特色：1）从产品结构上看，具有杠杆效应的分级基金上半年备受关注；2）从投资方式上看，打新基金吸金能力显著；3）从决策依据看，大数据基金成为“互联网+”时代下的新焦点。

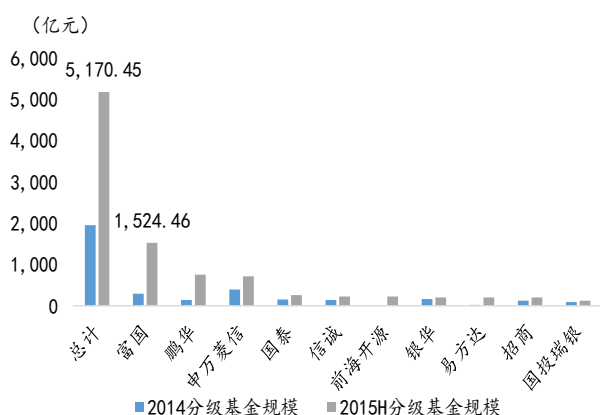
1）在上半年沪深股指总体保持持续上涨态势下，具有杠杆效应的各类指数分级基金受到投资者热捧，各大基金公司纷纷布局分级基金。证监会数据显示，2015 年以来各司上报的级基金数目超过 150 只。截至 6 月底，38 家基金公司旗下 117117 只股票型分级基金合计净值规模达

到4725亿元，平均单只分级基金规模达到40.38亿元。在高速增发的同时，分级基金市场则继续呈现出寡头垄断的局势，富国、鹏华和申万菱信合计净值规模达2945亿元，占据了全部分级规模的62%。其中，富国基金旗下10只股票分级基金合计净值规模达到1495亿元，排名第一。

2) 新股发行的制度红利带动打新基金规模飙升,而打新基金以其稳定而高额的投资收益吸引了大量申购。截至6月30日,打新基金净值规模步入百亿元级别的超过60只,更有4只基金规模突破150亿元大关。其中,2015年以来持续保持最大规模的“工银绝对收益”高达160.71亿元。

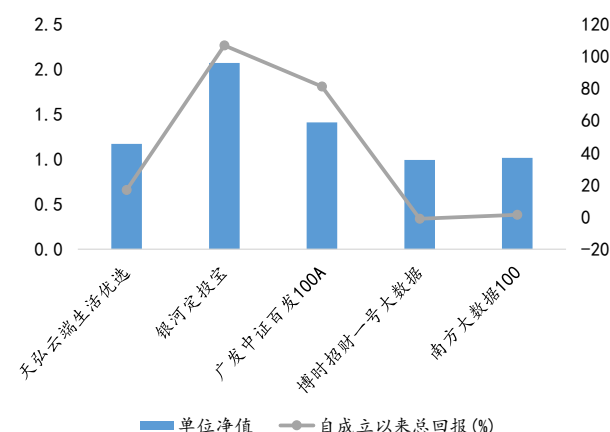
3) 在“互联网+”的背景下,大数据基金也成为上半年公募基金的焦点,自2014年“银河定投宝中证腾安价值100指数”由腾讯参与开发以来,已先后有“广发百发100”、“天虹云端生活”、“淘金100”、“大数据100”、“博时淘金大数据100”以及“南方大数据300”7只大数据基金成立。这些指数的背后显示的是BAT大数据的竞争力,同时依赖于将数据转化成股票投资的决策依据。

图 21: 2015 年 6 月分级基金规模突破 5000 亿



数据来源: wind, 国泰君安证券研究。

图 22: 大数据基金开始崭露头角



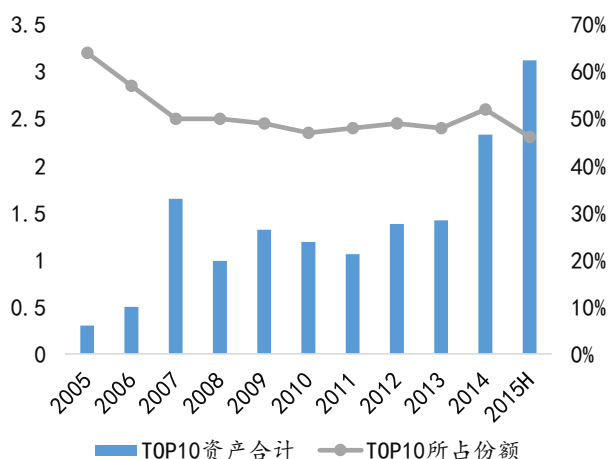
数据来源: wind, 国泰君安证券研究。

2.2. 竞争格局: 集中度仍低, 小微基金持续增加

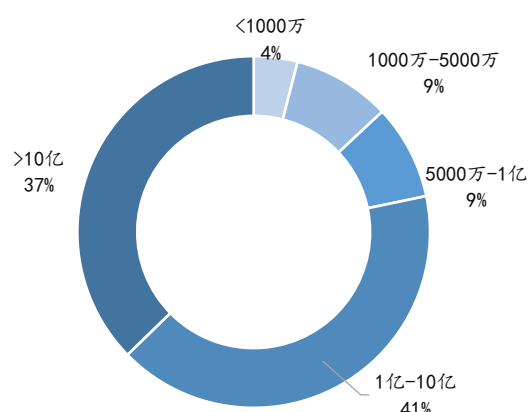
从公司层面看, 2015 年前十大公募基金管理公司市场占有率为46.12%, 延续了行业集中度下降趋势。由于不少基金管理公司产品和服务的创新性和差异性不足, 我国基金业的新进入者不断增多, 竞争力度不断加强, 公募基金市场竞争日益激烈, 微型基金数量持续增加。截至2015年, 开放式基金规模不足1000万的家数有120只, 处于清盘线(规模5000万)的基金共计389只, 占基金总数的9%。

图 23: 公募基金 TOP10 资产合计及市场份额

图 24: 开放式基金规模分布分散



数据来源: wind, 国泰君安证券研究。



数据来源: wind, 国泰君安证券研究。

就具体公司排名看, 天弘基金仍以 6680 亿的规模占据榜首。易方达基金凭借其精耕细作的投研体系异军突起, 资产规模达到 3608 亿, 排名从第 5 位上升至第 2 位。华夏基金目前规模为 3517 亿元, 排在第 3 位。工银瑞信、嘉实基金分列第 4、5 位。

表 2: 资产规模前十大基金管理公司 (2015 年 6 月)

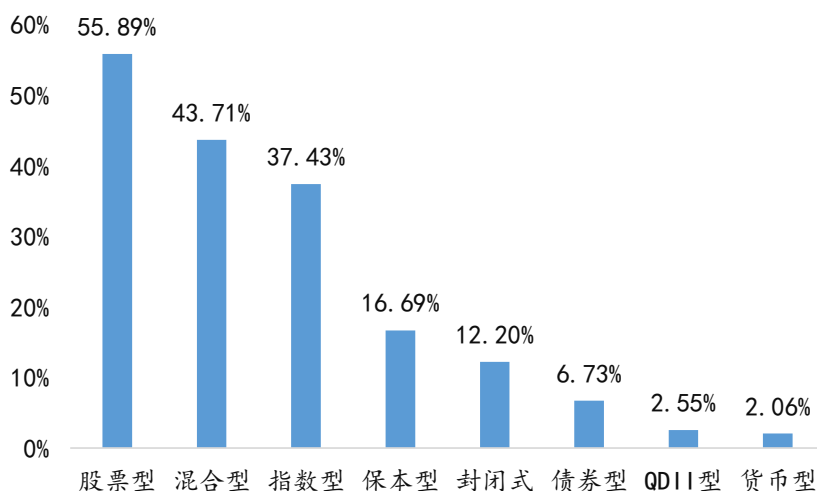
基金公司	基金数量	资产合计(亿元)	份额合计(亿份)
天弘基金管理有限公司	44	6,680.2804	6,641.50
易方达基金管理有限公司	76	3,608.5651	3,312.64
华夏基金管理有限公司	42	3,517.3748	2,528.02
工银瑞信基金管理有限公司	66	3,487.2333	3,294.86
嘉实基金管理有限公司	66	2,572.6017	2,360.25
富国基金管理有限公司	61	2,563.1615	1,931.95
南方基金管理有限公司	62	2,418.2536	2,314.74
广发基金管理有限公司	70	2,180.4175	1,877.30
鹏华基金管理有限公司	75	2,111.5805	1,604.30
汇添富基金管理股份有限公司	48	2,085.7865	1,718.07

数据来源: wind, 国泰君安证券研究。

2.3. 业绩表现: 权益类暂领风骚

2015 上半年, 中小板、创业板表现强势, 小盘股明显强于大盘股, 各类型基金多数上涨, 股票型、混合型和指数型基金表现居前, 涨幅分别为 55.89%、43.71% 和 37.43%; 货币型、QDII 型和债券型基金表现相对居后, 涨幅分别为 2.06%、2.55% 和 6.73%。同时, A 股市场表现分化较大, 中小创表现强势, 其中, 富国低碳环保、易方达新兴成长、汇添富民营活力、华宝兴业服务优选、华商价值精选和融通领先成长排名靠前, 涨幅均超过了 100%。

图 25: 不同类型公募基金上半年投资业绩显著



数据来源: wind, 国泰君安证券研究

表 3: 2015 上半年回报最高的十大公募产品

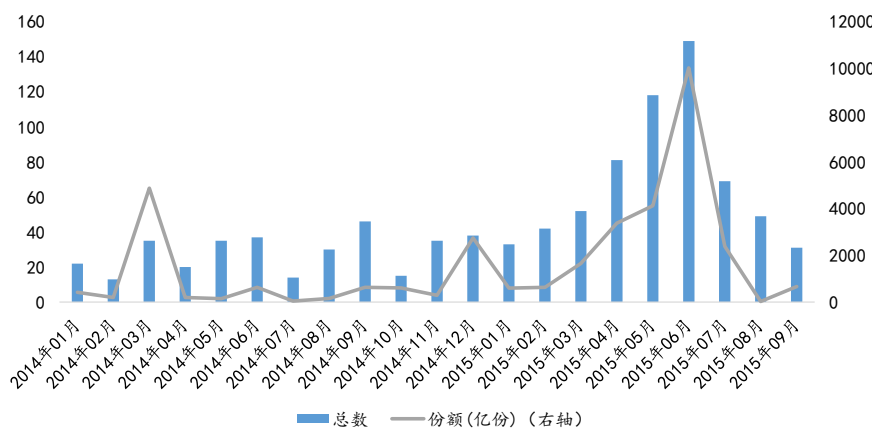
基金简称	单位净值	上半年总回报(%)	管理公司
富国低碳环保	3.0300	160.31	富国基金管理有限公司
易方达新兴成长	2.9740	145.38	易方达基金管理有限公司
宝盈新价值	1.7670	130.52	宝盈基金管理有限公司
汇添富民营活力	3.5210	123.56	汇添富基金管理股份有限公司
华宝兴业服务优选	2.3690	121.75	华宝兴业基金管理有限公司
新华鑫益	2.0630	112.02	新华基金管理有限公司
华商价值精选	3.3050	111.45	华商基金管理有限公司
汇添富移动互联	2.4490	110.94	汇添富基金管理股份有限公司
融通领先成长	1.5330	110.58	融通基金管理有限公司
华润元大信息传媒科技	2.1320	107.80	华润元大基金管理有限公司

数据来源: wind, 国泰君安证券研究。

2.4. 巨震过后: 新增骤降 分级遭重创

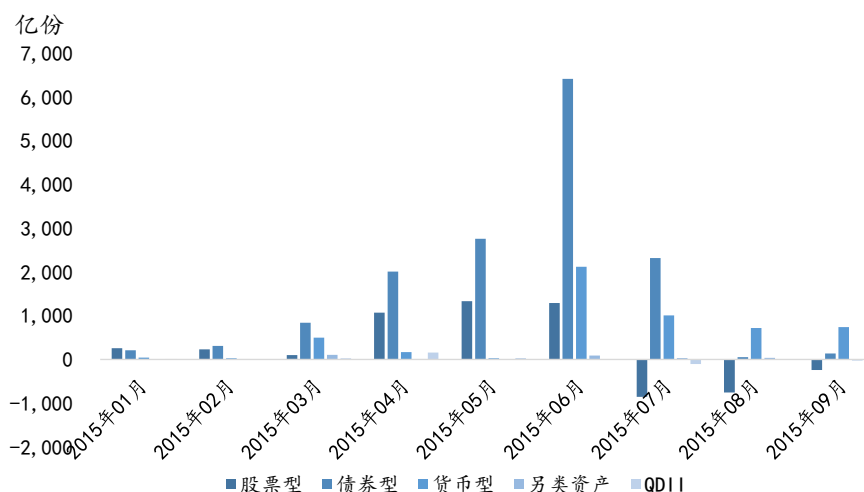
6月15日开始的股市调整使得公募基金遭遇重创, 发行量骤减, 7、8、9三月的新增份额分别仅为 2,385 亿、32 亿和 667 亿, 而 6 月份公募基金新增份额曾破万亿。其中, 股票型、货币型基金的发行量减少最为明显, 股票型基金份额第三季度减少 1856 亿, 债券型基金仅增加 2501 亿, 而货币型基金第三季度份额增加 2466 亿, 再次成为主流。

图 26: 2015 年 6 月后公募基金公募基金每月新增量骤减



数据来源: wind, 国泰君安证券研究

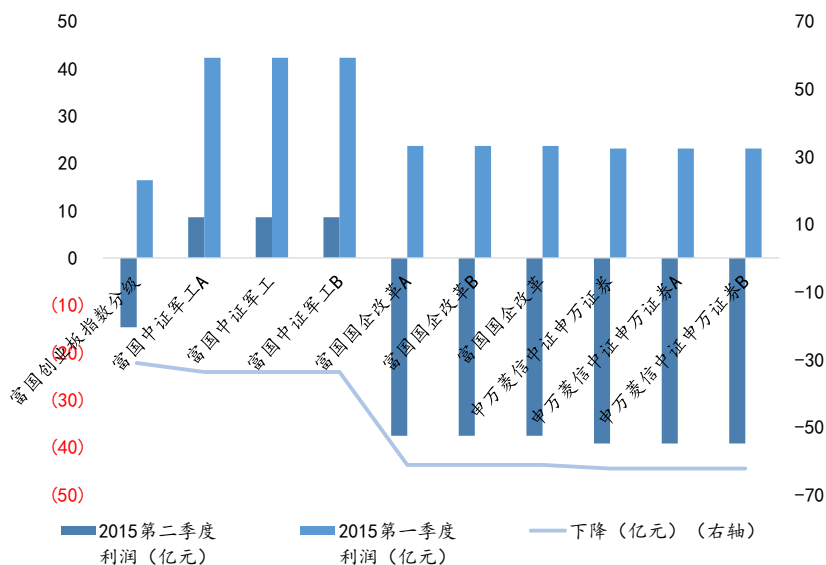
图 27: 股票型、债券型基金每月新增量下降最明显



数据来源: wind, 国泰君安证券研究

与此同时，一度高歌的分级基金受到向下折算和遭遇持续折价套利冲击，多只分级基金场内交易份额大幅缩水。2014 年底，107 只分级 B 的基金份额为 655.25 亿份。到 2015 年 6 月底，分级 B 的数量为 166 只，基金份额为 1921.49 亿份，较 2014 年底增长了近两倍。随着市场的走弱，虽然基金的数量仍然在增加，但份额却急剧压缩，截至 8 月底，分级基金份额跌破 800 亿份，较二季度末下降了六成。7、8 两月已有 53 只基金经历了下折，富国国企改革 B、富国证券 B、富国创业板 B、申万菱信中证申万证券 B、申万菱信中证环保产业 B 等重量级基金均在列。

图 28: 若干分级基金收益暴跌



数据来源: wind, 国泰君安证券研究

3. 阳光私募: 能人辈出, 暗潮涌动

优秀的投资者会先谋而后动, 一言以蔽之: 他们敢于伟大。

—— (美国) 橡树资本主席 霍华德·马克斯

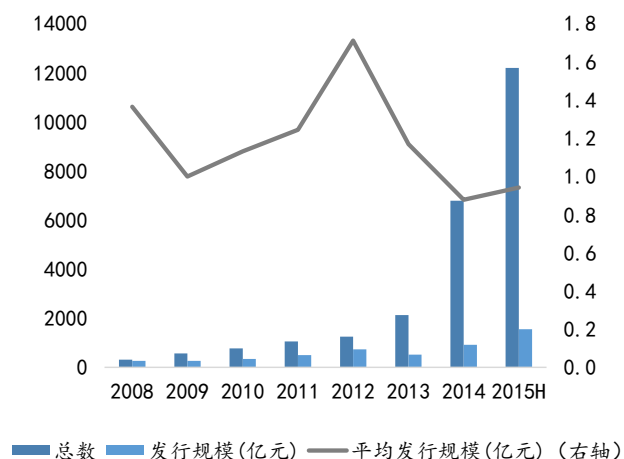
3.1. 市场规模: 发行量激增, 股票类占比提高

私募证券投资基金自 2014 年初实行备案制以来, 迎来了前所未有的高速发展时期, 尤其在牛市行情启动后, 私募基金积极入场, 发行量激增。据万得资讯 2008-2015 年的阳光私募统计, 阳光私募产品的历年发行数量逐年递增, 年均增幅在 40% 以上, 2015 年上半年共发行 12189 只阳光私募基金, 发行规模达 1548 亿元, 远超 2014 年总额。截至 2015 年 6 月 30 日, 基金业协会披露已备案的私募证券投资基金管理人已有 5852 家, 备案的私募证券投资基金 9429 只, 私募证券投资基金的管理规模已达 12577.39 亿元, 突破万亿元关口。2015 年私募证券投资基金平均发售规模为 0.94 亿元, 体现出小型化和风格化趋向。

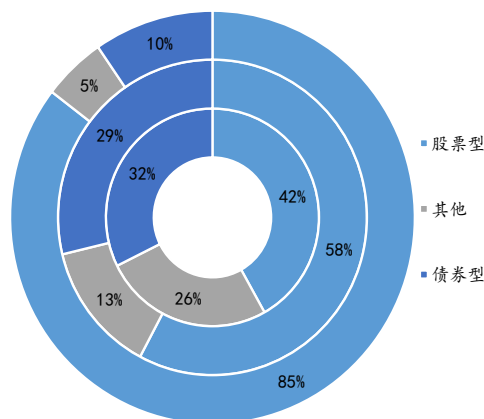
以追求绝对收益为主旨, 股票型基金是私募行业的传统产品, 2015 年上半年的牛市刺激了股票型私募证券投资基金的发行, 新发股票类产品占比高达 85%; 同时私募业较好地把握了投资者对于固定收益类产品的偏好, 债券型私募产品发行规模逐年稳步扩大; 在其他类中对冲、量化、期货类基金产品也不断涌现, 创新能力为私募理财产品显著竞争力。

图 29: 阳光私募发行数量/规模 2015 年后激增

图 30: 阳光私募发行股票类产品为主体



数据来源：格上理财，国泰君安证券研究。



自内而外依次为2013、2014和2015H的情况

数据来源：格上理财，国泰君安证券研究。

3.2. 竞争格局：百亿级别私募剧增，行业分化加剧

基金业协会数据显示，截至 2015 年上半年，备案的阳光私募管理人为 5852 家，私募机构的增长数量已较 2014 年年底（2185 家）增长超过 160%。在阳光私募机构数量飞速增长的同时，行业集中度也已大幅提升。根据格上理财调研的 2314 家阳光私募机构的管理规模，截至 2015 年 7 月 12 日，管理规模在 10 亿以下的私募机构占比最高，占私募行业总量的 89%，其管理的资产总规模仅约占行业总量的 20%；50 亿以上的私募机构则已从 2014 年初的 7 家上升至 51 家，约占私募行业总量的 2%，而其管理的资产总量达到行业总规模的 40%。

截至 7 月 12 日，管理规模超过百亿元的私募机构共 28 家，在 2014 年一季度自主发行之初，只有景林资产、重阳投资、青骓投资 3 家私募机构的管理规模超过百亿元。在阳光私募市场的认可度和关注度均得到大幅提高后，投资者在选择阳光私募基金时，长期业绩卓著的老牌私募机构，以及短期爆发力惊人的私募新秀，都有机会聚集大量人气。

图 31：阳光私募机构管理资产规模分布仍分散

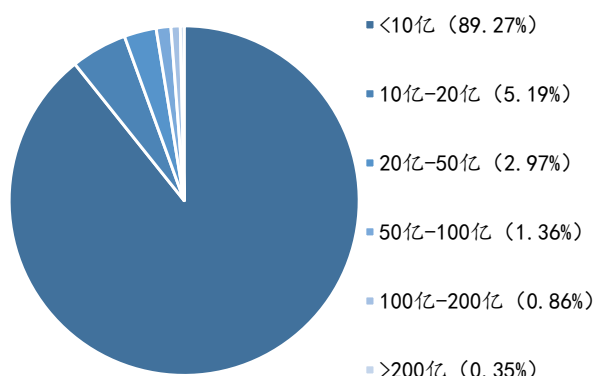
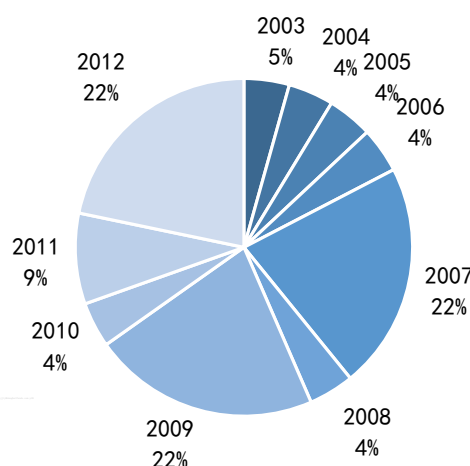


图 32：规模过百亿的阳光私募机构成立时间分布



数据来源：格上理财，国泰君安证券研究。

数据来源：格上理财，国泰君安证券研究。

表 4：管理资产规模过百亿的阳光私募机构概览

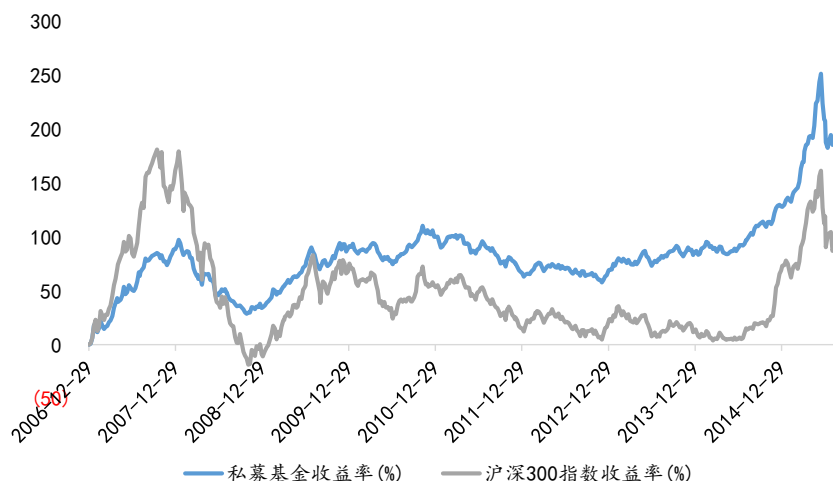
基金公司	成立时间	管理资产规模	产品线
瑞华投资	2003	100-200 亿	--
景林资产	2004	200 亿以上	阳光私募基金 16 只，银行理财产品 1 只
混沌资产	2005	200 亿以上	阳光私募基金 8 只
盈融达投资	2006	100-200 亿	阳光私募基金 25 只
淡水泉投资	2007	200 亿以上	阳光私募基金 25 只，银行理财产品 2 只
星石投资	2007	200 亿以上	阳光私募基金 39 只，银行理财产品 3 只
朱雀投资	2007	100-200 亿	阳光私募基金 43 只，银行理财产品 1 只
从容投资	2007	100-200 亿	阳光私募基金 19 只，银行理财产品 3 只
民森投资	2007	100-200 亿	阳光私募基金 23 只，银行理财产品 2 只
展博投资	2008	100-200 亿	阳光私募基金 14 只
和聚投资	2009	100-200 亿	阳光私募基金 42 只
重阳投资	2009	200 亿以上	阳光私募基金 27 只，银行理财产品 1 只
原点资产	2009	200 亿以上	阳光私募基金 3 只
泽熙投资	2009	100-200 亿	阳光私募基金 7 只
青骓投资	2009	100-200 亿	阳光私募基金 17 只
东源投资	2010	100-200 亿	阳光私募基金 3 只
乐瑞资产	2011	100-200 亿	阳光私募基金 19 只
鹏扬投资	2011	100-200 亿	阳光私募基金 11 只
千合资本	2012	200 亿以上	阳光私募基金 8 只
鼎萨投资	2012	100-200 亿	阳光私募基金 20 只
万博兄弟资产	2012	100-200 亿	阳光私募基金 15 只
涌峰投资	2012	100-200 亿	阳光私募基金 20 只
青沅资产	2012	100-200 亿	阳光私募基金 3 只

数据来源：格上理财，国泰君安证券研究。

3.3. 业绩表现：业绩显身手，宏观策略类亮眼

总体来看阳光私募基金长期业绩表现高于基准。我们认为市场化的淘汰机制也是私募证券基金超越市场收益的主要原因（业绩不佳的私募基金提前清盘后将不再计入私募基金指数样本）。

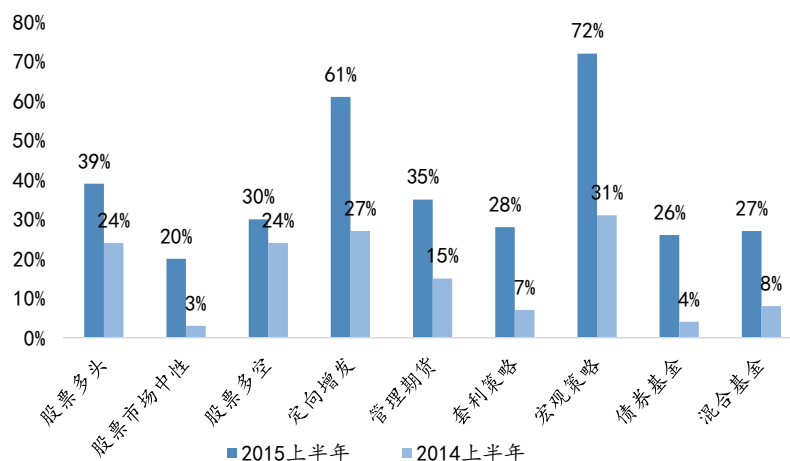
图 33：兴业信托·朝阳永续阳光私募指数收益超过沪深 300 收益基准



数据来源：朝阳永续，国泰君安证券研究

以不同的投资策略划分，2015 年上半年各类基金收益率优秀，这其中又以权益类(定增平均收益率为 60.53%、股票多头平均收益率 38.57%)，宏观策略类(平均收益率 71.90%)最为抢眼。2015 年上半年市场整体处在上升通道，市场风格切换明显。这为擅长灵活配置大类资产、把握不同风格市场特点的宏观策略基金提供了契机，在 2015 年上半年每个月都取得了正收益。

图 34: 宏观策略的阳光私募 2015 上半年业绩较好



数据来源：朝阳永续，国泰君安证券研究

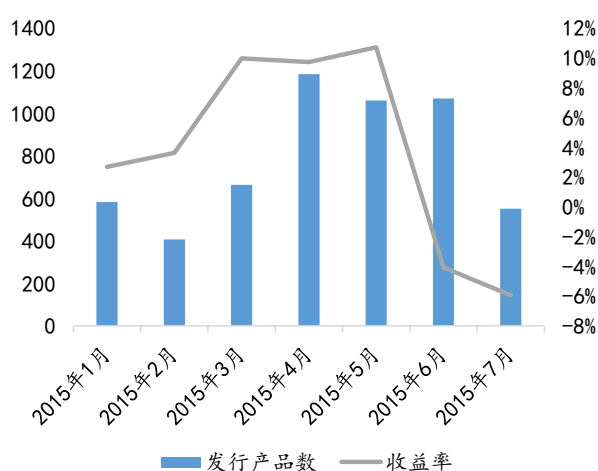
3.4. 巨震过后: 发行滞缓，急流涌动

6 月股市剧烈下挫之后，阳光私募的发行就开始滞缓，市场处于观望状态。根据格上理财的统计，7 月阳光私募发行量 551 只，同比下降 48%。市场巨震过后，阳光私募发行遭遇骤冷，私募机构大多持观望态度，已开始收缩战线。与此同时阳光私募收益率也开始下滑，7 月总体收益率为-5.95%，其中股票类基金平均收益-7.53%，组合基金平均收益-7.81%，表现居后。

此外私募清盘潮也开始袭来，2015 年以来提前清盘的私募基金产品达

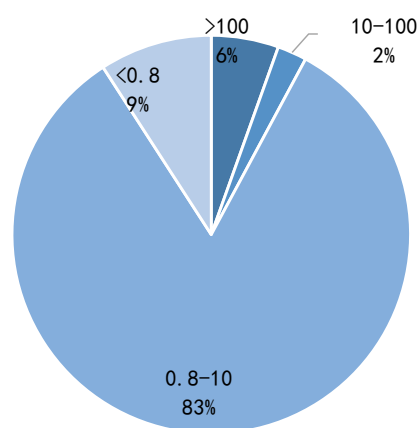
1372只，其中未到合同约定而提前清盘的数量高达446只，占总清盘数字的32%。其中，6月、7月和8月是清盘的高峰期，共有206只产品提前清盘。目前市场上还有不少产品徘徊在清盘线附近，一般主动管理型私募产品的清盘止损线在0.8左右，截至9月30日，净值在0.8以下的阳光私募共1150只，占总数的9.8%。此次大幅清盘背后的原因，主要有以下几点：①6、7月份市场急速下跌，导致产品回撤大幅增加；②投资者对权益类产品的谨慎情绪蔓延，避险需求持续扩张，多家私募遭巨额赎回；③监管层清理场外配资带来的影响，如伞形信托计划提前清盘的公告逐渐进入公众视野，多只伞形结构信托产品提前终止。

图 35：7 月阳光私募机构发行产品数骤降



数据来源：格上理财，国泰君安证券研究。

图 36：9 月底存续的阳光私募产品净值分布



数据来源：格上理财，国泰君安证券研究。

4. 券商资管：通道仍居主力，主动徐徐欲立

4.1. 市场规模：通道业务仍为主力

自 2012 年以来，受审批管制放松、投资范围拓宽、银证合作等一系列政策的利好影响，资产管理业务的规模呈现出几何式上涨的趋势。截至 2015 年 6 月底，我国券商资产管理规模为 10.23 万亿，在半年内上涨了 28.4%。

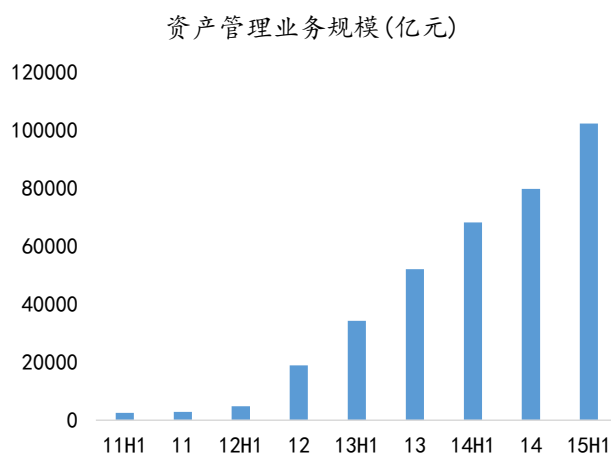
从募集与投资的方式看，券商资管业务由集合资管计划、定向资管计划和转向资管计划三部分构成：

1) 2013 年 6 月 1 日，正式实施的修订后的《证券投资基金法》拉开了国内资产管理行业公募时代的序幕。与此同时，券商大集合理财产品逐渐告别理财市场，转而被券商公募基金产品取代，券商的集合资管计划主要就是传统意义上的“小集合”。从 23 家上市证券公司披露的数据看，传统的集合资产管理业务目前稳步上升，2015 年 6 月底集合资产管理规模较 2014 年底上升 90.4%，占总资产管理规模的 15.24%。

2)定向资产管理业务是行业受托资产连续三年急剧膨胀的决定性因素，2015年6月底所有上市券商的定向资产管理规模同比上升27.66%，占总资产管理规模的83.42%。定向资产管理业务曾在2013受到监管要求加强的冲击。由于通道业务并无太多技术含量且形成了券商资管同质化竞争，券商资管借助定向计划通道业务冲规模的同时，风险控制的薄弱性也逐渐凸显。2013年7月，中国证券业协会发布《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》，就规范券商和银行合作开展定向资管业务征求意见，相关风险防范措施包括：设立合作银行财务门槛，即最近一年年底资产规模不低于300亿元，且资本充足率不低于10%；规定券商不得向合作银行承诺委托资产的本金安全；券商不得以承诺回购、提供担保等方式，变相向合作银行保本保收益等等。我们预计未来随着监管驱严，通道类含金量较低的业务将逐渐被主动管理型业务取代。

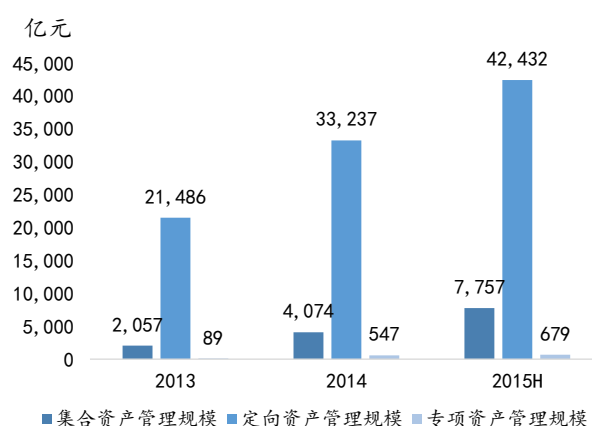
3)专项资产管理业务扩张较快，而资产证券化产品则有望成为2015年专项资产管理业务的新突破口。自证监会2014年11月公布的新政规定券商和基金子公司可设立资产支持专项计划开展ABS业务，且由基金业协会执行备案制监管。当前，已有恒泰证券、中信证券、华夏资本、华泰证券各自完成了其首单ABS业务。在面对新监管环境下传统通道业务的退潮，更多券商资管及基金子公司正在将ABS业务视为其新的业务点，而在基础资产的选择上，小贷、租赁债权等非银类信贷则较受市场欢迎。我们预计以券商为主导的企业资产证券化业务正式开闸之后，券商专项资管计划项目很可能出现集中放量的情况，券商资管将释放出更大的活力。

图 37: 券商资管业务规模保持提升



数据来源：证券业协会，国泰君安证券研究。

图 38: 券商资管规模仍以定向资管产品为主



数据来源：公司年报，国泰君安证券研究。

表 5: 2014 年以来券商资管行业政策以放开为主

时间	政策名称	内容
2014. 08	证监会《证券期货经营机构私募资产管理业务办法（征求意见稿）》	将证券公司、基金公司、期货公司以及它们的子公司私募资管业务纳入统一监管范畴，同时还明确了私募资产业务的类型、投资范围、审查程序及托管要求。
2014. 09	证监会《证券期货经营机构资产管理业务管理办法》	新的管理办法首次将非上市公司股权、债权类资产等纳入了券商资管的

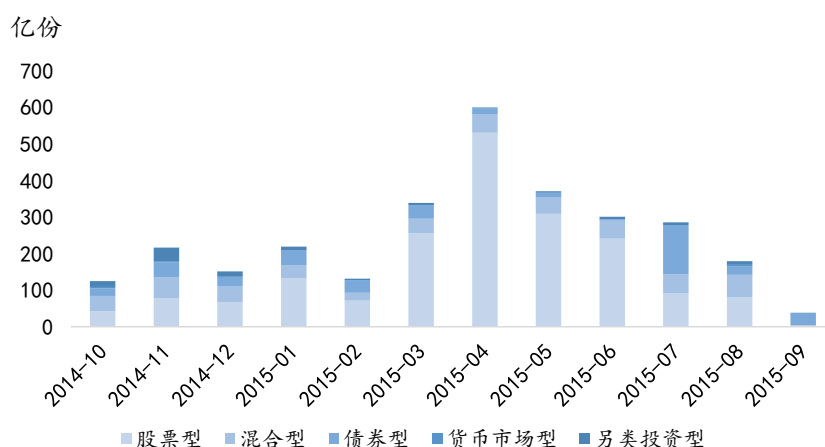
	理业务管理办法（征求意见稿）》及《起草说明》	投资视野，这将使券商、基金子公司所处监管规则中不平衡随之消除。
2014. 11	《证券公司及基金管理公司子公司资产证券化业务管理规定》、《证券公司及基金管理公司子公司资产证券化业务信息披露指引》、《证券公司及基金管理公司子公司资产证券化业务尽职调查工作指引》	明确以《证券法》、《基金法》、《私募投资基金监督管理暂行办法》为上位法，统一以资产支持专项计划作为特殊目的载体开展资产证券化业务。将资产证券化业务管理人范围由证券公司扩展至基金管理公司子公司，并将《证券公司资产证券化业务管理规定》更名为目前名称。
2015. 04	《关于促进融券业务发展有关事项的通知》	为了促进融券业务发展，支持包括公募基金、券商资管等机构参与融券交易，扩大融券券源

数据来源：证监会，国泰君安证券研究。

从管理方式看，2015 年上半年，所有券商的主动管理业务进一步飙升至 2.2 万亿，较年初增长 63%，通道业务扩张至 8.05 万亿，同比增长 22%，券商资管可投资范围的放开，债市股市的轮番上涨都推动了券商主动资管规模扩张显著超越通道业务，资管能力进一步获得市场认可。

从投资方向看，2014 年牛市行情开启以来股票型产品始终占据主导地位。上半年股票型产品总计发行 1541 亿份，占总发行量的 78.6%；混合型产品发行 241 亿份，占比 12.3%；债券型产品发行 145 亿份，占比 7.4%。而自六月以来股市剧烈下挫，至今仍在剧烈动荡之中，券商资管产品发行开始断崖式趋缓，其类型也由权益类产品转向债券型产品，

图 39：上半年股票型产品始终占据主导地位



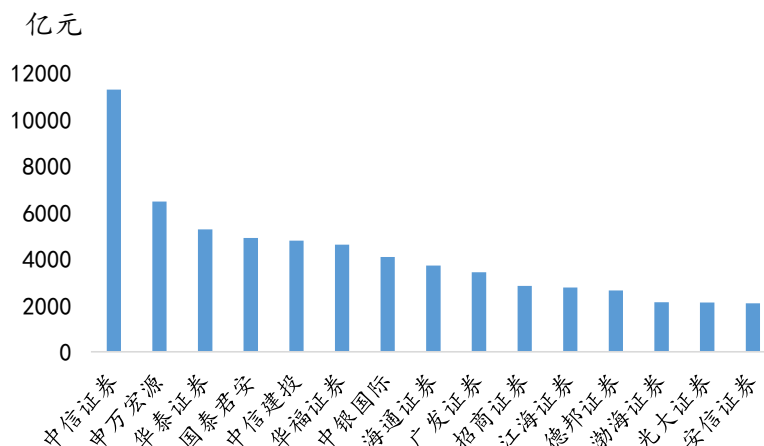
数据来源：wind，国泰君安证券研究

4.2. 竞争格局：业务收入猛涨，模式仍需转型

从公司资产管理结构看，大部分公司以定向资产管理业务为主，中信证券 2015 年上半年的资产管理规模达 9940.47 亿元，此外，申万宏源、华泰证券、国泰君安、中信建投、华福证券、中银国际六家券商也均突破 4000 亿元大关。从收入看，23 家上市券商资管业务收入达 109.1 亿，同比上升 147%，其中中信证券受托客户资产管理业务净收入最

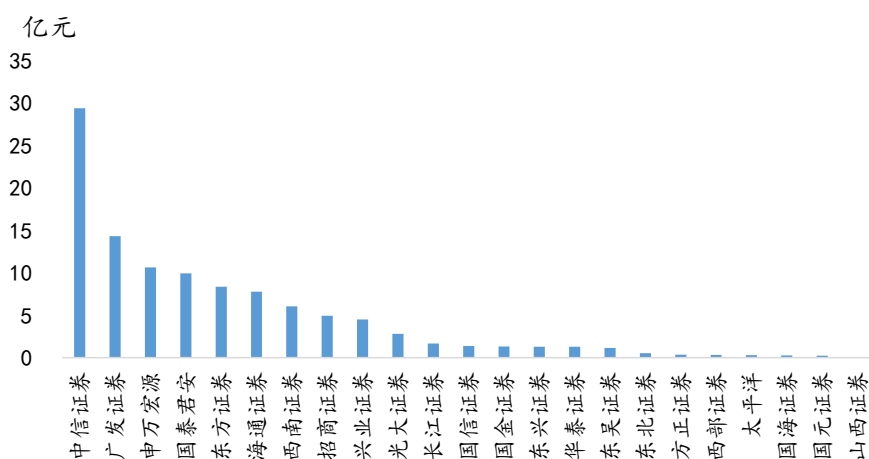
高，达 29.4 亿元，此外广发证券和申万宏源也突破 10 亿元。

图 40：中信证券作为券商资管龙头，上半年资产管理规模达 1.2 万亿



数据来源：公司年报，国泰君安证券研究

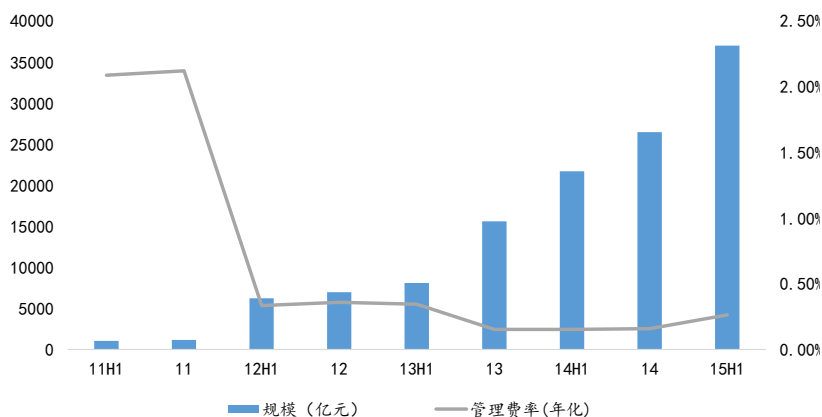
图 41：2015 半年度中信/广发/申万宏源收入较大



数据来源：基金业协会，国泰君安证券研究

以通道业务为主的定向资管仍是各家券商的主力，但通道业务对于券商资产管理能力提升及优化营收结构影响甚微：自从定向资产管理业务限制松绑以来，券商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，券商的业务重心将逐渐移向主动管理类资管计划。在 2015 年上半年券商资管推出投向新三板产品，这不仅使得投资者的选择更加丰富，同时也能够发挥券商各业务条线的合力。上半年各家大型券商主动资产管理规模显著提升，根据半年报披露，中信证券主动资管规模突破 1400 亿元，东方证券资管规模近 1000 亿元，其中公募类业务（基本为主动管理业务）就突破 320 亿元。

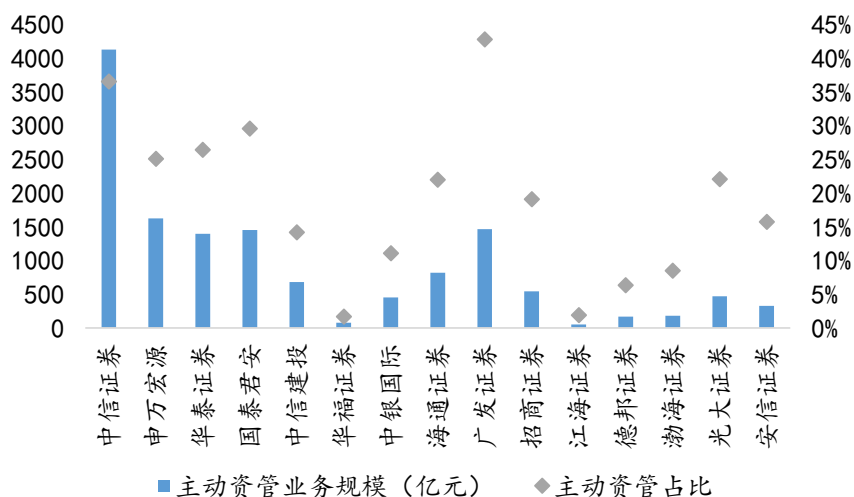
图 42：因通道业务激增券商资管费率下降趋势明显



注：为保持统计前后一致，此处未计入国信证券、申万宏源、东兴证券、东方证券和国泰君安

数据来源：公司年报，国泰君安证券研究

图 43：因通道业务激增券商资管费率下降趋势明显



数据来源：公司年报，国泰君安证券研究

未来资产管理业务将成为证券公司战略升级的重要一环。零售业务上，当低佣金已无法有效吸引客户时，为客户保值增值成了证券公司增强客户黏性的长久发展之道。在机构业务上，资产管理业务将与投行业务形成联动效应，过去单纯的承销模式将逐渐发展为综合性的金融服务，不仅包括融资服务，还包括融资后的资产配置、现金管理等。这些不仅需要各家券商拥有高水平的投资顾问团队，也需要其布置丰富的产品线。

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

评级说明

1. 投资建议的比较标准

投资评级分为股票评级和行业评级。以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。

2. 投资建议的评级标准

报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅。

	评级	说明
股票投资评级	增持	相对沪深 300 指数涨幅 15%以上
	谨慎增持	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%~15%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-5%~5%
	减持	相对沪深 300 指数下跌 5%以上
行业投资评级	增持	明显强于沪深 300 指数
	中性	基本与沪深 300 指数持平
	减持	明显弱于沪深 300 指数

国泰君安证券研究

	上海	深圳	北京
地址	上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层	深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层	北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层
邮编	200120	518026	100140
电话	(021) 38676666	(0755) 23976888	(010) 59312799
E-mail:	gtjaresearch@gtjas.com		