

委外善变

——委外资管系列报告之二

摘要

传统“委外”再扩张需跨过三道坎。上篇估计 2016 年是委外规模和占比大年，之后逐步下行；即使当下流动性超预期宽松，传统“委外”模式也难以显著再扩张，原因在于：（1）**表内没额度**：2017 年以来商业银行表内经营受到更多监管约束，在流动性指标（NSFR/LMR 等）使用下，银行表内“委外”空间大幅减少；（2）**政策不确定**：机构的避税需求已使用较充分，在财政压力增加情况下，未来相关政策会有收紧的可能性；（3）**客户缺信任**：“委外”如果没有相应的保护条款和筛选机制，商业银行将面临较大投资受损的风险。2017 年利率债熊市和 2018 年信用风险违约攀升导致部分资金方受伤严重，信任重建困难。

海外“委外”的三个启示：（1）机构仍是机构募集资金的主力方向，海外大型资管机构来自机构的资金在 50%以上；（2）委外是相关机构扩张自身投资边界的利器，股债主动管理和包括私募股权在内的另类投资产品是委外方向；（3）完善的跟踪、评价和激励体系将更长久维持双方关系。

后浪已至，新一代“委外”的三个变化。（1）**头部化**：理财子公司（单家对应资管规模万亿元以上）和“超级”农商行（通过合并将会形成一批万亿规模的机构）将是最大的增量资金委托方，其中理财子公司替代非标投资（总资产占比约 20%）需要新资产；随着联社改制和区域农商行合并，超级农商行形成后投资边界扩充，资产端需要新伙伴；（2）**工具化**：为降低资产脱离自身控制带来的风险，未来商业银行在自身投研体系完善后会加强产品穿透后评价，委外的资管产品更趋于工具化甚至“积木化”。**两类工具更受青睐**，一是交易成本更低的传统配置资产（利率债和信用债指数产品为主），二是适合表外配置增厚收益的新资产（权益等收益增强资产为主）；（3）**定制化**：方向是个性化、跨资产的解决方案，包括基于不同客户、监管要求、市场环境基础上输出方案设计等。从贝莱德研发的 Aladdin Platform 实践看，这体现了机构资管业务竞争力的差异。

关键词：委外 机构资管

大类资产配置策略

孔祥 博士

分析师

电话：021-22852689

邮箱：880333@cib.com

乔永远 博士

兴业银行首席策略师

电话：021-22852777

邮箱：yqiao@cib.com.cn



扫描下载兴业研究 APP
获取更多研究成果

正文

临川美鱼,不如退而结网。

——中国古代谚语

上一篇中我们指出：疫情冲击导致机构存量资产边际资产质量恶化；同时流动性宽松下，增量的高收益/低风险特征的资产缺失。解决相关问题将成为委外下一阶段扩张的核心驱动力。“委外”需求将再来，但新一轮业务形式会持续进化。

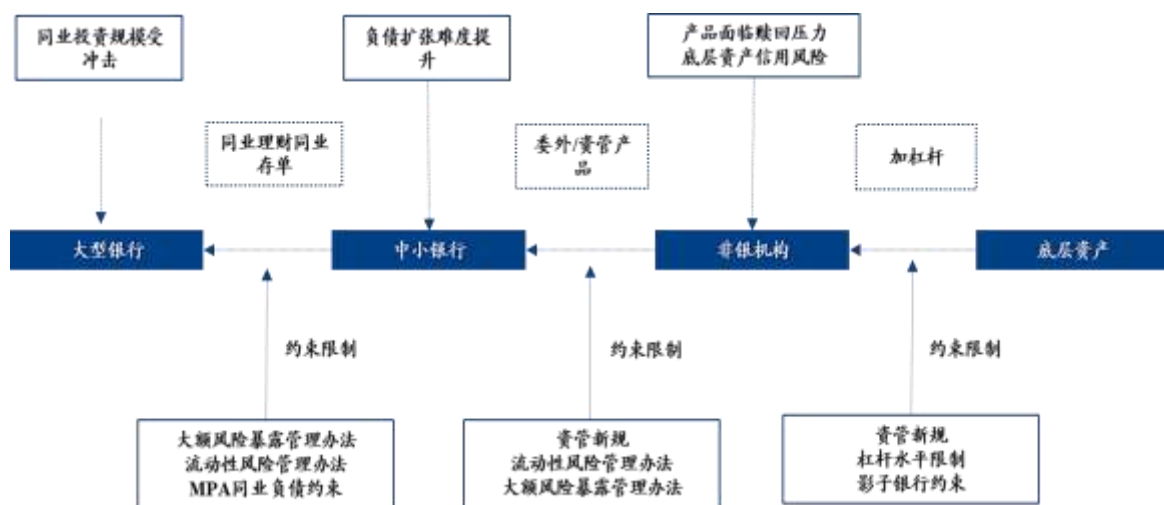
一、跨越三道坎：委外扩张的现实困境

“委外”的第一轮扩张来自于 2014 年，终于 2017 年。基于上一篇测算，目前估计银行表内委外规模约 7.0-9.5 万亿元，表外委外规模约 1.7 万亿元，2016 年是委外规模和占比大年，之后逐步下行，股份制银行和城商行是委外资金方的主体。我们认为，即使当下流动性超预期宽松，传统的“委外”模式也难以回归，这体现在以下三道门槛。

1、表内没额度

过去由于表内加杠杆工具和资产配置形式多样，中小银行表内通过“~~发行同业存单~~、~~购买同业理财~~、~~委托非银机构~~、~~非银机构加杠杆~~加久期信用下沉”这一方式获得超额收益。这种过程中，委外扩张伴随了层层嵌套、乱加杠杆和资金空转等现象。2017 年以来，针对治理同业市场乱象的“三三四”大检查旨在治理这一问题，表内投资类资产、表外同业理财规模一度是观察金融去杠杆进程的重要视角，这导致“委外”退潮。

图表 1：2017 年末以来的监管措施影响同业业务链条



资料来源：兴业研究

注：横向箭头指产品/资产购买方向

2017 年以来商业银行表内经营受到更多的监管约束，这尤其体现在《商业银行资本管理办法》和《商业银行流动性风险管理办法》两部“基本法”的完善。两部“基本法”中，资本充足率指导银行如何增加加权风险资产指标，即如何分类和获取核心一级资本、一级资本和二级资本；而流动性管理体系则指导银行如何增加流动性指标，尤其是如何获得更多长期资金。通过两部“基本法”，监管机构可以通过指标权重，调整银行的业务走向。以《商业银行流动性风险管理办法》为例，除了以往的流动性比率（LR），流动性覆盖率（LCR）之外，“基本法”新增了净稳定资金比例（NSFR），流动性匹配率（LMR）和优质流动性资产充足率（HQLAAR）等三个指标。

图表 2：流动性匹配率项目表

项目	折算率（按剩余期限）		
	≤3 个月	3-12 个月	>1 年
加权资金来源			
1.来自中央银行的资金	70%	80%	100%
2.各项存款	50%	70%	100%
3.同业存款	0%	30%	100%
4.同业拆入及卖出回购 ⁽¹⁾	0%	40%	100%
5.发行债券及发行同业存单	0%	50%	100%
加权资金运用			
1.各项贷款	30%	50%	80%
2.存放同业 ⁽²⁾ 及投资同业存单	40%	60%	100%
3.拆放同业及买入返售	50%	70%	100%
4.其他投资	100%		
5.由银行业监督管理机构视情形确定的项目	由银行业监督管理机构视情形确定		

资料来源：兴业研究

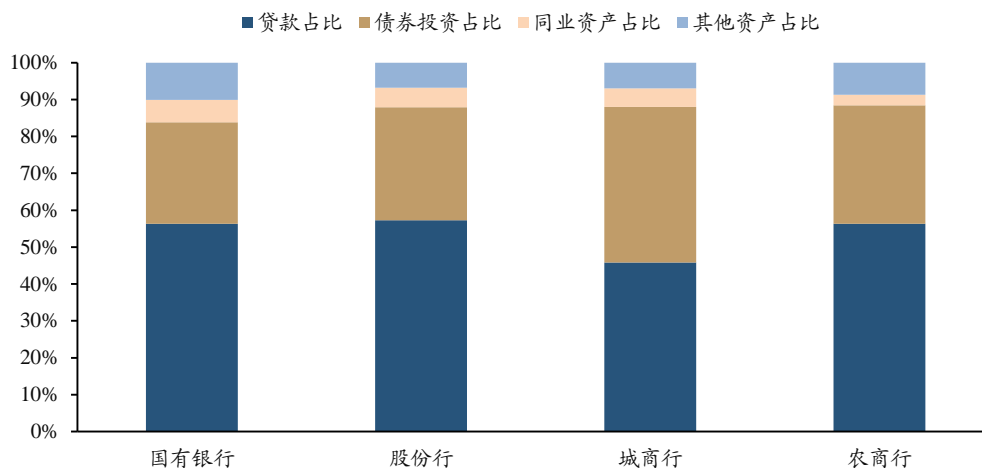
注：(1) 卖出回购、买入返售均不含与中央银行的交易

(2) 7 天以内的存放同业、拆放同业及买入返售的折算率为 0%

在流动性指标使用下，银行表内“委外”空间大幅减少。流动性指标体系要求商业银行更多吸收长期负债，并降低资产错配的幅度，减少非标、委外等同业投资，增加债券等流动性资产的投资。这是对以往银行期限错配、大量投资非标的模式的纠偏，非标换贷款，委外换债券的操作成为了表内业务趋势，各家机构从筛选委外转向了建立和提升标准化资产投资能力。

根据我们分类检验，按照流动性指标要求，国有大行和农商行表内尚有一定的“委外”额度，而之前“委外”参与较多的股份行和城商行已相对不多。

图表 3：股份行和城商行投资类资产占比更高



资料来源：公司年报，兴业研究

注：时间截点为 2019 年末

2、政策不确定

上篇强调了争取税收优势是目前机构尤其是股份制银行使用“委外”的核心动因。由于公募基金买卖价差收取增值税，故通过购买公募基金比直接配置利率债税收方面更优惠。从资金方视角看，即使投资能力较强的股份制银行、城商行也会在表内定制大量货币基金和债券基金；从资产方视角看，2019 年以来发行 100 亿元以上的“爆款”基金中，除了少数明星投资经理挂帅的权益产品外，其他大多数是出于税收优惠考虑的利率债产品。

图表 4：超过 100 亿元的公募基金产品较多处于机构节税需求

名称	发行份额 (亿份)	基金成立日	名称	发行份额 (亿份)	基金成立日
民生加银中债 1-3 年农发债	224.00	2019-04-23	交银裕泰两年定期开放	117.50	2019-10-21
嘉实安元 39 个月定开纯债 A	202.01	2019-11-25	鹏华 1-3 年国开债 A	116.00	2019-02-20
博时稳欣 39 个月定开债	180.00	2019-10-25	国寿安保 1-3 年国开债 A	115.31	2019-02-25
博时央企创新驱动 ETF	167.35	2019-08-12	万家惠享 39 个月定开债	111.00	2019-10-28
广发汇优 66 个月定开	144.50	2019-12-02	平安乐顺 39 个月定开债 A	110.00	2019-12-16
国泰惠信三年定开	142.00	2019-09-30	海富通上证 5 年期地方政府债 ETF	109.79	2019-08-01
中融睿享 86 个月定期开放 A	141.02	2019-10-15	富国汇远三年定开债 A	107.53	2019-10-16
嘉实中证央企创新驱动 ETF	132.50	2019-08-12	广发中债农发债总指数 A	107.50	2019-09-25

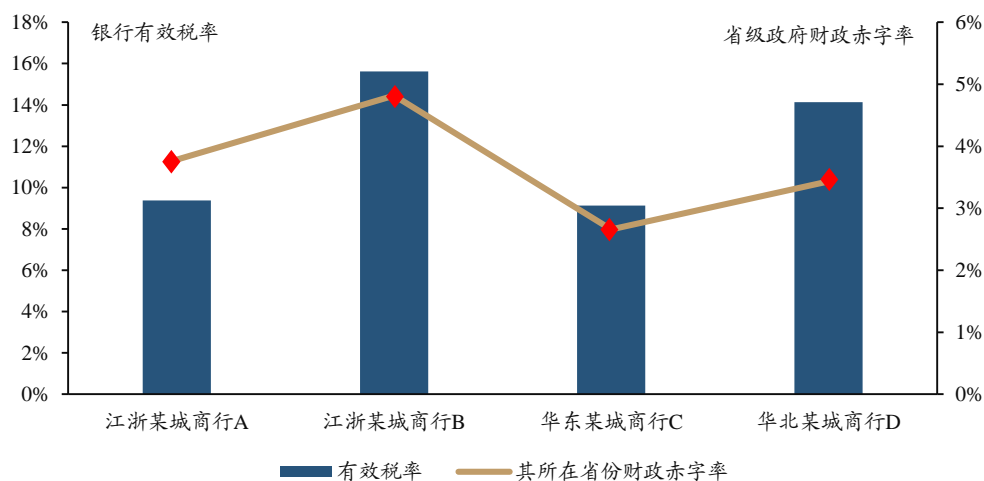
汇添富稳健增长 A	130.87	2019-10-28	农银彭博利率债指数	106.01	2019-12-05
天弘鑫利三年定开债	128.21	2019-10-29	银华稳晟 39 个月定开	103.50	2019-09-27
中银 1-3 年国开债	128.21	2019-10-29	银华中债 1-3 年国开债	103.00	2019-12-18
华安鑫福定开债 A	122.00	2019-11-11	交银中债 1-3 年农发债 A	102.05	2019-01-07
国寿安保安泽 39 个月定开	117.50	2019-10-21	农银汇理丰泽三年定开债	100.00	2019-08-19

资料来源：Wind，兴业研究

注：同种基金仅选择 A 类

但目前看，机构的避税需求已用的很充分，未来相关政策会有较大收紧的可能性。一方面，我们发现银行理财产品中现金管理型产品并没有获取和货币基金同样的税收优惠，这体现了近期监管层对相关政策的引导；另一方面，我们选取了各省代表性城商行和本省财政情况做一个对比：相关代表性银行的有效税率普遍在 10% 以内，而所在地区目前财政压力加大。疫情之后，各地出于稳增长的动机显著增加了本省财政预算，考虑到后续区域经济还面临着新的不确定性，财政压力将会持续，税收优惠政策可能会从紧。

图表 5：目前区域银行有效税率低而所在省份财政缺口较大



资料来源：Wind，兴业研究

3、客户没信任

与通道类业务相比，“委外”更为强调主动管理，资产端已经脱离了商业银行的控制范围。如果没有响应的保护条款和筛选机制，商业银行将面临显著的投资受损的风险，而恰恰传统“委外”主力是不能亏的银行表内资金。

2017 年利率债市场熊市和 2018 年信用风险违约攀升显著增加了“委外”资金亏损的概率，这种矛盾更加突出。

建立与机构的信任短期看机构的资本金优势，长期靠运作模式和投资者教育。一单“委外”规模普遍在 5-10 亿元左右，一般非银资管机构的资本规模无法“刚兑”。资本金代表了机构应对流动性和信用风险冲击的能力，故“受过伤”的资金委托方未来普遍会选择资本规模排前列的资管机构。

图表 6：券商资管和基金净资产规模远低于银行委外规模

性质	公司简称	净资产 (亿元)	公司主要股东及其股权份额
券商资管	华泰资管	70	江苏省国信集团有限公司（14%）
	广发资管	53	香港中央结算（代理人）有限公司（22.31%）
	国君资管	50	上海国有资产经营有限公司（21.34%）
	招证资管	40	深圳市招融投资控股有限公司（23.51%）
	海通资管	37	香港中央结算（代理人）有限公司（29.64%）
	东证资管	23	中能(集团)有限公司（25.27%）
	光证资管	20	中国光大集团股份公司（25.15%）
	浙商资管	16	浙江上三高速公路有限公司（63.74%）
	长江资管	15	新理益集团有限公司（13.16%）
	银河金汇	13	中国银河金融控股有限责任公司（51.16%）
基金	天弘基金	109	浙江阿里巴巴电子商务有限公司（51%）
	易方达基金	101	盈峰控股集团有限公司（22.65%） 广发证券股份有限公司（22.65%） 广东粤财信托有限公司（22.65%）
	工银瑞信基金	93	中国工商银行（80%）
	华夏基金	89	中信证券股份有限公司（62.2%）
	南方基金	71	华泰证券股份有限公司（41.16%）
	广发基金	70	广发证券股份有限公司（60.59%）
	汇富添基金	60	东方证券股份有限公司（35.41%）
	建信基金	59	中国建设银行股份有限公司（65%）
	招商基金	54	招商银行股份有限公司（55%）
	博时基金	48	招商证券有限公司（49%）

资料来源：Wind，兴业研究

注：券商资管净资产规模时间截至 2019 年 11 月末，且股东结构为其母公司股东结构
基金公司净资产规模时间截止 2019 年末

机构资管业务本质也是“无信不立”的商业模式。从长期看，资金委托方要关注合作资管机构的投资能力和风险管控水平两方面表现，不可厚此薄彼；同时，资金方要对于底层资产实施严格穿透管理，对机构的投资研究体系会系统评估。

二、海外机构委外是怎么做的？

本节把目光投向海外成熟市场，看看海外资产管理机构是如何做委外的。

启示一：机构端是资管机构募集资金的主力

募资能力也是海外资管机构的核心竞争力，养老金、国家主权基金等机构端是海外资管机构募集资金的主力方向。以贝莱德为例，该机构资产管理业务主要以机构客户为主，机构投资占六成。机构客户覆盖养老金机构、捐赠基金、基金会、官方机构以及金融机构。在机构投资者中，养老金规模逐步递增，截至 2019 年末，养老金 AUM 达到 2.6 万亿美元，占管理机构投资者资产规模的 67%；零售客户占 10%，主要包括高净值人群和零售机构；线上平台 iShares 占三成，作为独立的交易平台为机构客户、零售客户提供全球范围的交易，2009-2019 年 iShares ETF 占比由 15% 提升至 33%。

图表 7：海外主流资管机构委外占比均在 50% 以上

机构名称	摩根大通	贝莱德	耶鲁基金	桥水
AUM	2.03 万亿美元	6.3 万亿美元	270 亿美元（市值）	约 1600 亿美元
资金端	机构占 50%，私人银行占 30%，零售占 20%	机构 60%，线上零售 30%，线下零售 10%	大学捐赠基金，期限长且免税	主权基金等机构基金为主
产品端	全产品线	被动管理为主	不需设产品线	阿尔法基金、全天候基金等
资产配置	均衡，近年加大另类资产配置	权益资产超过 50%，固收 30%，另类资产 8%	另类投资 70% 以上，青睐股权投资等，通过精选管理人形式参与配置	通过加杠杆实现多类标准化资产的风险对冲
优势	业务协作，每年协作带来的现金流约占 AUM 的 7%	通过阿拉丁系统等为机构客户提供风险管理方案	借助资金端优势延伸了资产配置边界，有能力进行另类投资	优势策略以一贯之，通过研究咨询服务获取资金端的信任
管理费率	0.25%-2.5%	0.12%-0.65%	——	约 2% 及超额管理费提成
资管业务收入	129.18 亿美元	124.91 亿美元	平均年化回报率 12%	平均年化回报率 12%

资料来源：公司年报，兴业研究

注 1：摩根大通管理费率数据来源于摩根大通资产管理官网

注 2：桥水基金管理费率数据来源于 <http://fund.jrj.com.cn/2018/03/05144124192397.shtml>

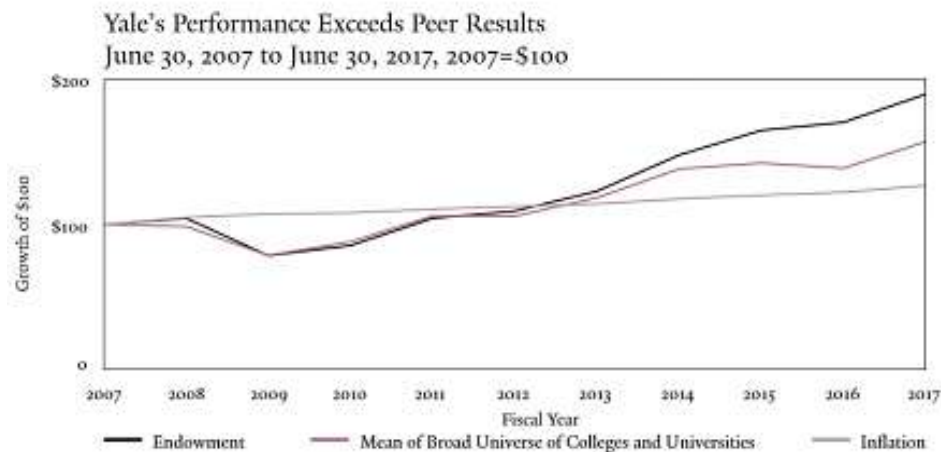
注 3：财务数据更新截至 2018 年

启示二：委外是资金方扩张投资边界的利器

委外打开了资金方和部分资管机构的投资边界，尤其对于流动性较弱、投资门槛高的另类资产。耶鲁大学基金会是一个较好的分析案例。截至 2019

年6月30日，该基金管理规模约303亿美元。1997年至2019年，耶鲁捐赠基金实现了费后12.29%的年化回报，在同类基金中表现出色。

图表8：耶鲁基金在同类基金中表现出色



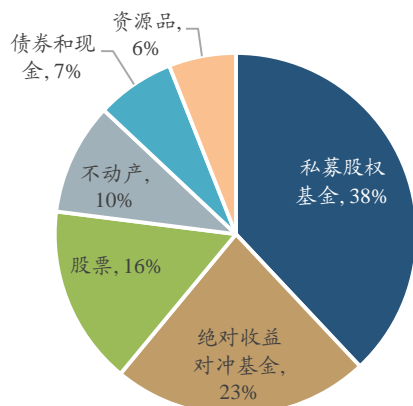
资料来源：基金年报，兴业研究

作为高校捐赠基金，耶鲁基金资金来源稳定，没有赎回压力且有免税优势。但由于大学运营过程中需要大量长期稳定的收入，故对资金回报要求较高。这种情况下，拥有“最好资金”来源的耶鲁基金必须在资产配置上体现独特竞争力。

基于捐赠基金的长期属性，耶鲁基金对另类资产情有独钟。近5年来，该机构配置在另类投资上的比例始终保持在50%以上，主要包括杠杆收购、VC、不动产和自然资源四类，2018年财年配置比例分别为14.1%、19.0%、10.3%、7.3%。其他三类投资中，权益类投资的比例较高，近5年来都保持15%以上的配置权重，且保持增长趋势，现金类资产仅为2.3%。

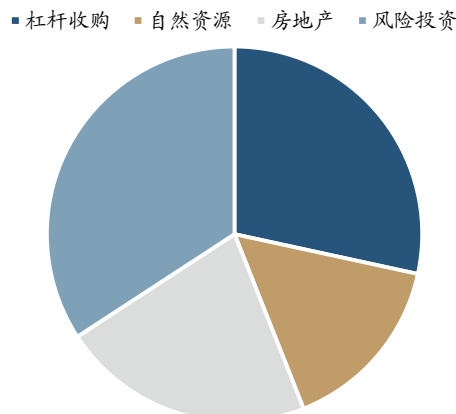
基于FOF的委外模式是该机构参与另类资产的主要方式。因对主动管理要求较高，耶鲁针对另类投资资产重视FOF等委托管理，而非自己完全运作。耶鲁基金2020年的资产配置计划，其配置了近40%的私募股权基金（包括风险投资基金和并购基金），以及超20%的绝对收益对冲基金。股票、债券、现金的配置总比重仅23.5%。

图表 9：耶鲁 2020 年资产配置仍以另类资产为主



数据来源：公司官网、兴业研究

图表 10：耶鲁基金会对风险投资占多



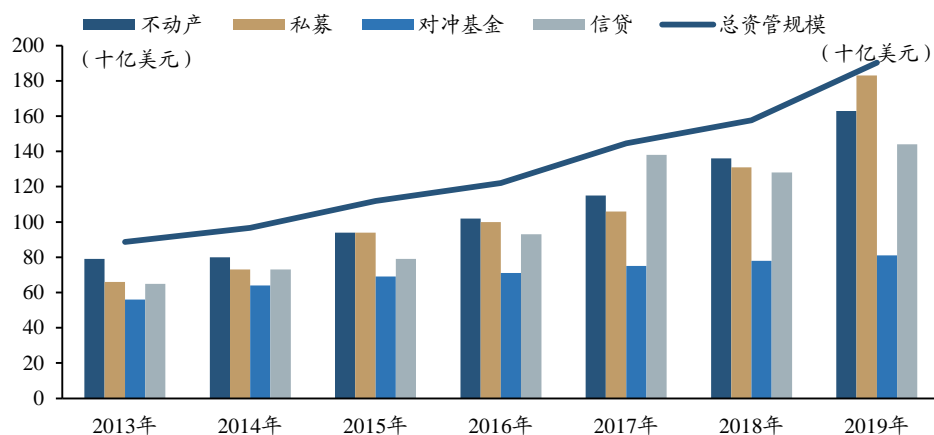
资料来源：公司年报、兴业研究

启示三：完善的跟踪、评价和激励体系将更长久维持双方关系

海外资管的委外中资金方和资产方的相处模式类似于私募股权投资中 GP（管理人）和 LP（出资人）的互动。在相关投资中，LP 和 GP 并不是简单的各司其职的合作关系，而逐步成为利益共存的共同体。故 LP 对 GP 的筛选和评价，不再只是围绕特定产品回报的几个评价指标，而是变成了更复杂和系统的考量，比如也会考虑 GP 是否或者能在多大程度上满足 LP 其他业务上的需求，包括自身投资体系的完善等。

回到委外业务本身，资金方职责在提供资金同时，需要去建立完善的跟踪、评价和激励体系来监督管理人。以黑石（Blackstone）为例，黑石以“承诺资本架构”组建的基金，管理费为投入资本额的 0.5-1.75%，并在保证 LP 每年 7-10% 的门槛收益后，分享超额部分 20% 的业绩提成；其中部分信贷债基金和不动产债权基金的提成比例为 10-15%。而以“对冲基金架构”组建的基金，每年除提取相当于净资产价值（市值）0.75-2% 的管理费外，LP 还可以获得净资产价值超过目标值的增值部分 10-20% 的业绩提成。同时黑石与相关主权基金等募资方维持了较好的互动关系，如我国主权基金中投既是黑石的重要募资方，也是 2007 年 6 月黑石 IPO 的战略投资者（根据公告披露，相关投资 2018 年 2 月已全部清仓），除了房地产等另类资产投资领域合作外，黑石为中投在员工培训、内部投资系统开发等方面提供了较多资源。

图表 11: 黑石凭借独特的激励机制和 LP 长远的战略关系实现 AUM 扩张



资料来源: 公司年报, 兴业研究

三、委外的未来: 三个趋势把握资管再分层

根据上文分析, 银行表内与表外解决“资产荒”的诉求仍在, “委外”仍是解决方案。但在资金方 (尤其是股份制银行和城商行) 表内缺乏额度, 税收优惠等政策红利后续存在不确定性, 银行和非银资管间信任下降等现实状况下, 过去粗放的“委外”模式很难向 2014 年那轮卷土重来。

那新一轮“委外”将如何进化?

首先, “委外”需正名。“委外”可以看做是商业银行在“资产荒”背景下扩充自身投资边界, 提升表外和表内资产收益率的理性行为。即使从监管视角看, “委外”也不能等同于同业乱象。央行在资管新规答记者问中指出:

“《指导意见》充分考虑了金融机构因自身投资能力不足而产生的委托其他机构投资的合理需求, 明确金融机构可以将资管产品投资于其他机构发行的资管产品, 从而将本机构的资管产品资金委托给其他机构进行投资¹。最新的资管新规中, 监管豁免了公募基金“只能加一层委外”的限制, 这体现了监管层相对开明的态度。

其次, “委外”需要资金方建立合理的评价体系。在委托投资的过程中, 如何挑选合格的受托人, 如何控制委托资产的风险 (如加杠杆、降信用带来的业务风险), 如何约束受托人的道德风险等, 这均是商业银行等资金方未来要直面的问题。

最后, 非银资管机构要把握机构需求的三个趋势, 即**头部化、工具化、定制化**。基于这三个趋势, 非银资管机构应持续迭代运作模式, 并实现资管机构自身的“分层”。

第一, 头部化: 理财子公司和“超级”农商行将是最大的增量委托方

¹ https://www.sohu.com/a/229831321_480400

过去非银资管机构找“委外”主要基于“人傻钱多”的逻辑寻找资金方。这种情况下很多区域城商行、农商行成为香饽饽，但同时这也是上一轮委外“受伤”最深的群体。但在当前监管引导下，我们建议两类资金方客户需要战略性重视，一是理财子公司，目前包括头部城商行、农商行在内的机构正逐步获得牌照，二是本地中小行合并、联社改制后的农商行，目前各区域农商行正逐步通过合并、联社改制等方式壮大。

理财子公司：替代非标投资需要新资产

传统银行理财产品采取拉久期、加非标、加杠杆等策略以保持产品较高收益率，但这种配置模式已越来越难满足当下净值化产品转型的需求。从监管视角看，资管新规对非标产品配置期限要求日趋严格，目前占比已 20% 的非标资产未来更加难配；从组合管理角度，如果组合上不配置非标资产，目前资产端和负债端倒挂严重，银行理财子公司需要在权益、衍生品、乃至其他另类资产中增加配置。

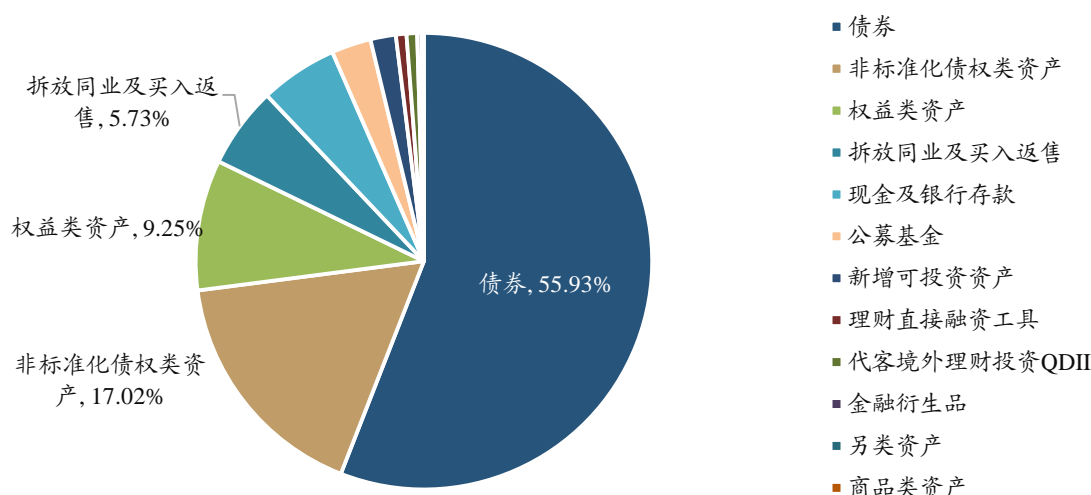
图表 12：理财子公司设立情况

银行名称	理财子公司名称	筹建获批时间	注册资本	拟注册地点	净值型产品余额（亿元）	表外理财规模（亿元）	净值型产品占比
工商银行	工银理财	2019.02	160	北京	3964	23318	17%
建设银行	建信理财	2018.12	150	深圳	3430	18061	16%
中国银行	中银理财	2018.12	100	北京	1820	10851	17%
交通银行	交银理财	2019.01	80	上海	1967	8184	23%
农业银行	农银理财	2019.01	120	北京	4782	13078	38%
招商银行	招银理财	2019.04	50	深圳	4006	19458	21%
光大银行	光大理财	2019.04	50	青岛	2903*	7045	41%*
邮储银行	中邮理财	2019.05	80	北京	2651	8840	30%
兴业银行	兴银理财	2019.06	50	福州	6062	11948	51%
宁波银行	宁银理财	2019.07	10	宁波	536	2498	23%
杭州银行	杭银理财	2019.07	10	杭州	1197	2144	56%
徽商银行	徽银理财	2019.08	20		128	1142	11%
中信银行	信银理财	2019.12	50		4736	10363	45%
南京银行	南银理财	2019.12	20		1164	2753	45%
江苏银行	苏银理财	2019.12	20		-	3187	-
平安银行	平安理财	2019.12	50		1798*	5926*	30%*
青岛银行	青银理财	2020.02	10		469	822	56%
重庆农商行	渝农商理财	2020.02	20		-	1269	-

资料来源：公司年报，兴业研究

注：2019 三季度披露的数据用*表示，2019 中报未披露的数据用-表示，规模数据统计截止 2019 年 12 月

图表 13：非保本理财产品资产配置以债券为主



资料来源：资料来源：《中国银行业理财市场报告》，兴业研究

注：时间截至 2019 年第二季度末

目前已有较多银行理财子公司多通过 FOF 或 MOM 模式参与权益等风险资产配置。采用 FOF 和 MOM 形式好处在于有利于选择优质的权益管理人，在银行理财子公司缺乏风险资产投资能力时这是试水的第一步。从海外实践看，对于流动性和有效性不那么好的资产（如股权等另类资产），通过 FOF 形式参与配置是挖掘超额收益的有效手段。在我国，另类资产涉及领域较多，包括房地产、中小企业融资计划乃至 PE 股权投资等。盘活相关资产是后续获得超额收益的主要来源，这也是理财子公司寻找委外主要方式。

“超级农商行”：新机构资产投放需要新伙伴

目前监管政策通过“同业不出省，信贷不出县”等要求限制了本地中小农商行的金融市场业务，而头部的农商机构、本省联社受相关政策影响较小。未来随着联社改制、机构合并、资本夯实，我们判断未来五年有可能形成一批资产规模近万亿元的“超级农商行”，该类农商行的资产配置边界会显著高于传统农商行。

“超级农商行”未来通过持牌更大规模参与资金业务和资管业务将是趋势。目前我国农村金融机构头部效应已经明显：一方面，资产规模更大，截止 2019 年末，有 16 家以上农商行资产规模突破 2000 亿元，另一方面，运作更趋市场化，牌照更为齐全，珠三角、长三角地区农村金融机构逐步实现了利率市场化，参与金融市场业务和吸收线上资金较为积极，也探索财富管理、资产管理、资金运营等持牌运作；最后，省联社（如陕西、山东、广东等）引导本地银行整合也逐步纳入日程，合并潮将提升委外的规模效应。

“超级农商行”形成后，这一方面减轻了多头管辖（特别是地方政府、省联社、地方银行股东）和代理人冲突，同时增加相关资金获取范围和资产投放空间，有利于本地机构稳健发展。考虑到相关农商行未来通过异地开设分行扩充信贷需求相对困难，通过金融市场条线参与相关业务将是较好选择。

在规范县域城区银行“根植本地”的同时，资管机构可以针对相关银行的金融市场业务探索一定的创新，如针对区域、属地监管要求个性化设计指数产品形式参与信用债投资等。

图表 14：近期省联社改制进程加快

区域	时间	内容摘要
江苏省	2016/05	江苏省 62 家法人单位全部改制为农商行，江苏成为了全国较早完成农村信用社改制工作的省份之一
	2019/05	省财政厅根据省政府授权，对省级国有金融资本履行出资人职责，并按照统一规划、分级管理的原则，依法依规负责省级国有金融资本集中统一管理工作。而在首批 7 家直管的金融机构名录中，江苏省农信联社位居其中。
重庆市	2019/10/29	重庆农商行成立于 2008 年，由原重庆农村信用社改制而来。在组建市级统一法人两年后，该行于 2010 年 12 月在香港联交所上市，成为全国首家上市农商行、首家境外上市地方银行和西部首家上市银行。作为全国首家万亿级农商行、重庆本土最大的地方金融机构，重庆农商行于 2019 年 10 月末正式上市。
	20220/2/19	2 月 19 日，渝农商行（即“重庆农商行”）公告称，该行已于近日获批在重庆筹建渝农商理财有限责任公司。后者由该行全资发起设立，注册资本拟为 20 亿元。这也是 2020 年第二家获批筹建的银行理财子公司。
山东省	2016/07/31	作为全国第四个完成农信社银行化改革的省份。截至 16 年 6 月末，全省农村商业银行各项存款余额达 1.51 万亿元，资产总规模超 2 万亿元，成为全省首家存款规模过 1.5 万亿元的金融机构，也成为全国第 4 家资产总规模过 2 万亿元的省级金融机构。
	2020/01/21	1 月 17 日，山东省农商银行各项存款余额突破 2 万亿元，截至 1 月 20 日，各项存款余额达 20200 亿元，成为山东省首家各项存款超 2 万亿元的金融机构，占山东省银行业的 18.8%；各项贷款余额 13239 亿元，占山东省银行业的 15.1%，存贷款余额、占比均居山东省银行业首位。
广东省	2018/08	省委、省政府通过《关于全面推进农村商业银行组建工作的实施方案》。根据工作安排，2018 年底要全部完成剩余 65 家农信社改制农商行。其中，今年将重点推进 29 家机构组建农商行工作，包括 12 家县级农信社组建农商行和 7 个地市 17 家城区机构（农商行 6 家，农信社 11 家）合并组建农商行工作。
	2018/12/27	广东顺德农商行拟召开 2018 年第二次临时股东大会，其中一项重要的议案就是投资设立理财子公司。目前已有 20 家银行拟设立理财子公司，其中包括 5 家国有银行、9 家股份制银行和 6 家城商行。顺德农商行系首家公开提出设立理财子公司的农商行。
	2020/01/19	广东银保监局召开 2020 年辖区银行业保险业监管工作会议指出，农合机构改制化险取得决定性胜利，为全国农村金融改革贡

		献了“广东经验”。截至目前，全省农信社已通过改制基本完成风险处置任务，累计化解风险包袱 900 亿元，辖内农商行数量达 76 家。
河南省	2020/05/09	河南省农信社召开 2020 年度工作会议，提出要着力深化改革转型，以建立现代银行制度为核心，进一步理顺体制机制。要深化市县法人机构改革，稳妥有序推进市县法人机构改制组建农商银行。要增强市级机构履职能力，发挥好省辖市农信办（农商银行）作用，提高区域内法人机构整体发展质量和水平。
陕西省	2015/05/15	陕西秦农农商银行挂牌开业，“金融控股公司模式”回归业界视线，成为新一轮的讨论焦点。
	2017/01/18	由陕西秦农农商银行、陕西省农村信用社联合社牵头发起的丝绸之路农商银行发展联盟在西安正式创立。“秦农模式”是省联社改革的一种重要探索与尝试。
	2020/05/08	2020 年 5 月 8 日，陕西省人民政府网发布《陕西省人民政府关于成立省深化农村信用社改革工作领导小组的通知》（以下简称“《通知》”）。《通知》提出，为做好陕西省深化农村信用社改革工作，省政府决定成立省深化农村信用社改革工作领导小组。

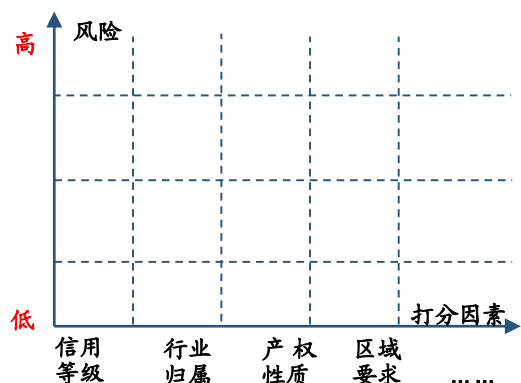
资料来源：相关官网新闻，兴业研究

第二，工具化：从报价式产品到组合管理

过去银行委外以收益固定的报价式产品为主，产品内部其实是“黑匣子”。这种模式一是增加了资管机构产品配置的难度，尤其在市场遇到拐点时（如收益率显著上行时带来利率债浮亏），另一方面增加了资管机构的道德风险，个别机构为实现超额收益选择“乱塞”资产。资金方为防止资产脱离自身的控制，未来商业银行在自身投研体系完善后会加大产品的穿透要求，这种情况下委外的资管产品更趋于工具化甚至“积木化”。

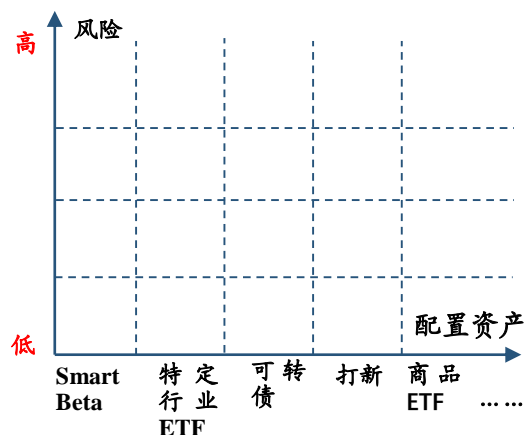
委外“工具化”导向下，两类新资产工具将受到青睐。一是虽传统但交易成本更低的标准化资产，如根据信用等级（包括内评等级）、行业归属、产权性质、区域要求等分类后，机构将一篮子信用债做成指数化工具，这可以成为部分区域银行表内表外都可以配置的对象。这种产品即使穿透后，相对于传统直接投债流动性更好，风险分散效果更佳。二是适合表外配置增厚收益的新资产，如 Smart Beta、特定行业 ETF、可转债、权益打新、商品 ETF 等跨资产多策略产品。相关产品不是传统商业固有的能力圈，同时标准化程度又优于股权、量化等低流动性产品，这尤其适合通过工具化委外参与相关资产投资。

图表 15: 信用债工具化投资设想



资料来源：兴业研究

图表 16: 大类资产配置工具化投资设想



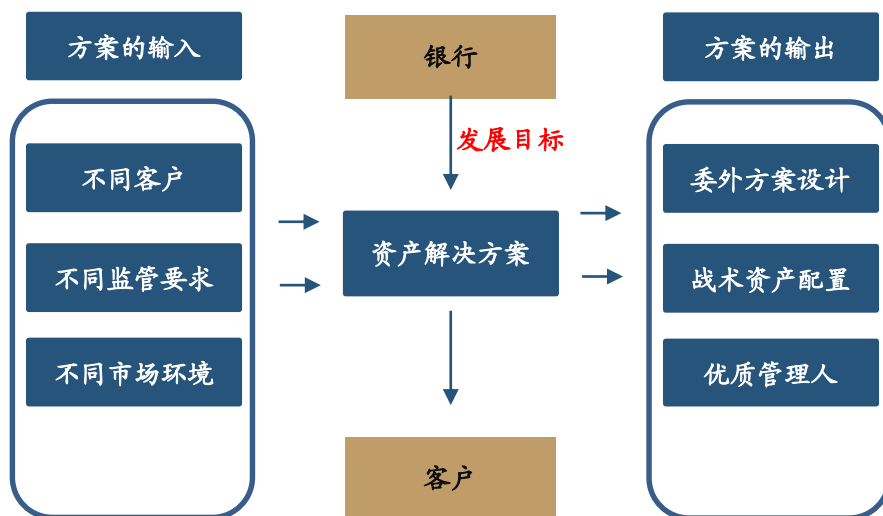
资料来源：兴业研究

第三，定制化：解决机构差异化需求。

机构客户不可能投资所有的工具类产品，错误的时间投到正确的产品也会造成客户亏损，这需要资管机构安排设立分析团队参与委外产品选择与配置的全过程。事实上，包括 Vanguard、Blackrock 等海外资管机构均有类似团队指导客户做资产配置，如投资顾问（针对中等收入的零售客户）、如解决方案团队（针对机构客户和部分超高净值客户）。这自然导致了“委外”的第三个趋势，即定制化。

机构委外业务的发展目标应是为机构客户提供资产解决方案。委外业务可以深入理解客户需求，其中方案的输入方包括不同客户、不同监管要求、不同市场环境，方案的输出方包括委外方案设计、战术资产配置和优质管理人选择。

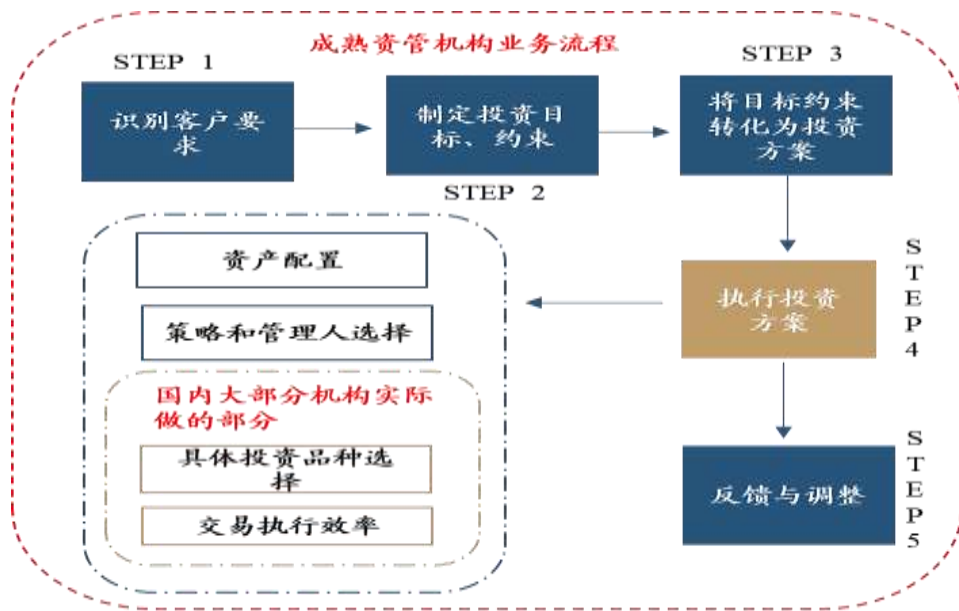
图表 17: 机构委外解决方案的输出和输入



资料来源：兴业研究

未来，解决方案体系体现了资管机构竞争力的差异。资管机构为客户不仅提供单个报价式产品，还可以提供一整套解决方案和一揽子产品。在此基础上，资管机构可以凭借产品和策略的多样性，对客户投资约束的深刻理解，资产解决方案的系统性上体现“委外”业务的差异化。

图表 18：未来机构委外业务体系设想



资料来源：兴业研究

后浪已至，委外善变。

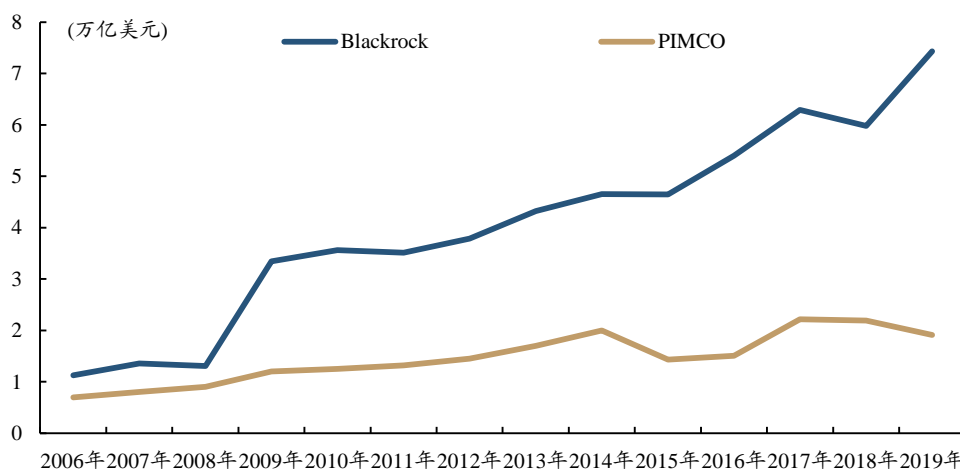
附录：“阿拉丁神灯”（Aladdin Platform） ——Blackrock 机构资管业务的制胜利器

Blackrock 成立于 1988 年，其是一家以风险管理和固定收益投资起家的资产管理公司，如今已成长为全球最大的资产管理公司。截止 2019 年末，该机构资产管理规模达 7.43 万亿美元，营收达 145.39 亿美元，净利润达 44.76 亿美元。该机构在全球 34 个国家设立了办公地点，拥有超过 1.35 万名员工。

同时，太平洋投资管理公司（PIMCO）1971 年由被称为业界称作债券之王的比尔·格罗斯（Bill Gross）创建。该机构也是一家以固定收益为主策略的资产管理公司。最初，PIMCO 只是太平洋保险公司的一个投资部门，1982 年，PIMCO 开始独立运营，当时总资产高达 20 亿美元。2000 年，PIMCO 被 Allianz 收购。截至 2020 年 1 季度末，PIMCO 资产管理规模约 1.78 万亿美元，目前资管规模大幅低于 Blackrock。

Blackrock 对 PIMCO 的超越背后是机构资产管理体的完善，这集中体现在 Aladdin 系统上。两家资管机构早期都是固收投资业务起家，一般认为 PIMCO 凭借债王 Bill Gross 等卓越的资产管理人体现了更高的投资能力，但后来 Blackrock 资产管理规模增长更快。原因是 Blackrock 将解决方案升级为 Aladdin 阿拉丁系统，更好的募集了资金。该系统将多元资产配置、风险管理系统、交易、运营、业绩归因整合到一个机构服务体系中，在此基础上以指数化产品的形式募集资金。该业务模式的实质是通过提供系统方案和专业资产配置业务能力来换取资产管理规模。

图表 19：起步类似的 Blackrock 目前资管规模远超 PIMCO



资料来源：公司年报，兴业研究

注：PIMCO 仅有不同 FUND 年报，数据多来源于新闻整理，少部分数据是根据趋势估算

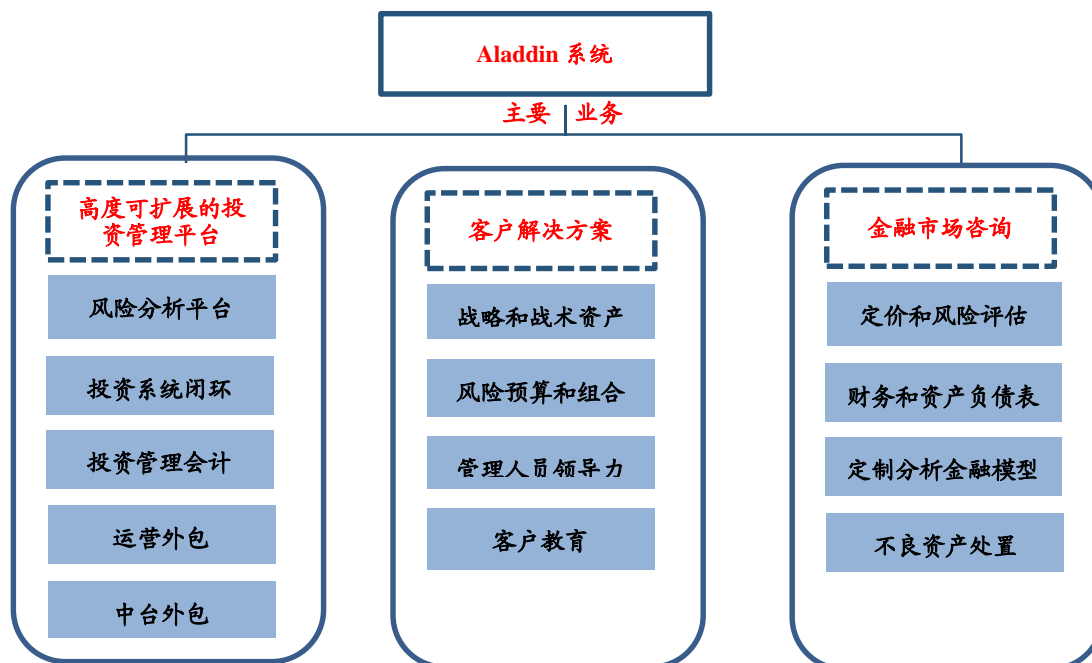
目前，Aladdin 系统主要有三块业务：

1. 可以拓展的投资管理平台，提供投资组合分析和风险管理工具。组合分析可以分析资产的相关性从而进行定制化情景分析。风险管理也是通过分析各类资产之间的相关性构建非系统性风险充分分散的低相关性特征的有效组合，从而有效控制风险。对资产实施全面监控、进行 VAR 分析、压力测试等。

2. 客户问题解决方案，根据机构投资者的风险偏好以及宏观流动性信息等为其提供定制化投资组合构建和风险管理策略方面的多资产建议。

3. 金融市场咨询，凭借其知识、技术、广泛的信息渠道以及丰富的资管经验，这为客户解决资产定价、风险管理等一篮子问题。

图表 20: Aladdin 系统提供多元产品模块



资料来源：兴业研究

Aladdin 系统的基础是一个大型的历史数据库。在这些信息基础上，进行数据分析，模拟金融市场的可能环境。以此为基础，该系统可以进行大类经济场景的预测，并根据这些预测检查评估客户的投资组合。例如，若某客户持有大量的债券，阿拉丁会根据未来利率的波动模拟出债券的收益区间以及债券对手方破产时带来的影响，将该客户的风险控制一定范围内。

截至 2019 年末，根据财报披露，该平台上可以模拟出超过 650 万种资产配置组合，替全球超过 65 个国家的银行、退休金、保险公司、主权投资者以及捐赠基金进行市场风险分析，并有偿提供给全球约 25 万位交易员使用。该系统每日可进行超过 43 万次交易。

在贝莱德 2019 年年报当中提到，公司技术与风险管理项目的收入高达

9.74 亿美元，增长率达 15%²，而 Aladdin 占据了其中大部分的收入，这体现市场对 Aladdin 系统持续的需求。根据管理层讨论的计划，未来基于 Aladdin 的贝莱德解决方案业务在 2022 年前占到公司总收入的 30% 左右。

图表 21：Aladdin 有成熟的风险管理体系



资料来源：公司官网，兴业研究

Blackrock 相对于 PIMCO 发展迅猛的原因不仅单指 Blackrock 拥有 Aladdin 系统。从更本源视角看，这是因为 Blackrock 借助金融科技将其资产配置体系和资产方案流程以标准化的方式沉淀下来。这为客户量身定制资产配置方案，增强了机构客户的黏性，增加其所带来的附加价值，这也是 Blackrock 能够在短期内成长为全球最大的资产管理公司重要原因之一。

² 与上篇报告《委外系列报告之一》贝莱德资产配置数据统计口径一致，均为合并报表数据
请务必参阅尾页免责声明

免责声明

本报告由兴业经济研究咨询股份有限公司(简称“兴业研究公司”, CIB Research)提供, 本报告中所提供的信息, 均根据国际和行业通行准则, 并以合法渠道获得, 但不保证报告所述信息的准确性及完整性, 报告阅读者也不应自认该信息是准确和完整的而加以依赖。本报告中所提供的信息均反映本报告初次公开发布时的判断, 我司有权随时补充、更正和修订有关信息, 但不保证及时发布。本报告内容仅供报告阅读者参考, 一切商业决策均将由报告阅读者综合各方信息后自行作出, 对于本报告所提供的信息导致的任何直接或间接的后果, 我司不承担任何责任。

本报告的相关研判是基于分析师本人的知识和倾向所做出的, 应视为分析师的个人观点, 并不代表所在机构。我司可根据客观情况或不同数据来源或分析而发出其它与本报告所提供信息不一致或表达不同观点的报告。分析师本人自认为秉承了客观中立立场, 但对报告中的相关信息表达与我司业务利益存在直接或间接关联不做任何保证, 相关风险务请报告阅读者独立做出评估, 我司和分析师本人不承担由此可能引起的任何法律责任。

本报告中的信息及表达的观点并不构成任何要约或投资建议, 不能作为任何投资研究决策的依据, 我司未采取行动以确保此报告中所指的信息适合个别的投资者或任何的个体, 我司也不推荐基于本报告采取任何行动。

报告中的任何表述, 均应从严格经济学意义上理解, 并不含有任何道德、政治偏见或其他偏见, 报告阅读者也不应该从这些角度加以解读, 我司和分析师本人对任何基于这些偏见角度理解所可能引起的后果不承担任何责任, 并保留采取行动保护自身权益的一切权利。

本报告版权仅为我司所有, 未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发表。除非是已被公开出版刊物正式刊登, 否则, 均应被视为非公开的研讨性分析行为。如引用、刊发, 需注明出处为兴业经济研究咨询股份有限公司, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

我司对于本免责声明条款具有修改和最终解释权。

联系我们		上海市浦东新区银城路 167 号兴业银行大厦 15 楼			
产品销售	信用排查、新债研究、债券池、信用债指数、发债企业信用调研、策略研究、资产负债研究、金融同业研究	盛奕杰	shengyijie@cib.com.cn	021-22852757	15021275158
研究销售	国内宏观、货币市场与票据、金融监管、绿色金融、汇率、贵金属、大宗商品	储晨笛	chuchendi@cib.com.cn	021-22852753	13506110110
兴业银行及子公司对接人员		王莹	wangying8@cib.com.cn	021-22852748	15216714281
		叶琳	lin.ye@cib.com.cn	021-22852755	15800339758
		汤灏	tanghao@cib.com.cn	021-22852630	13501713255
 					