

业态嬗变与资产配置挑战

资产配置环境正在发生哪些长期变化？

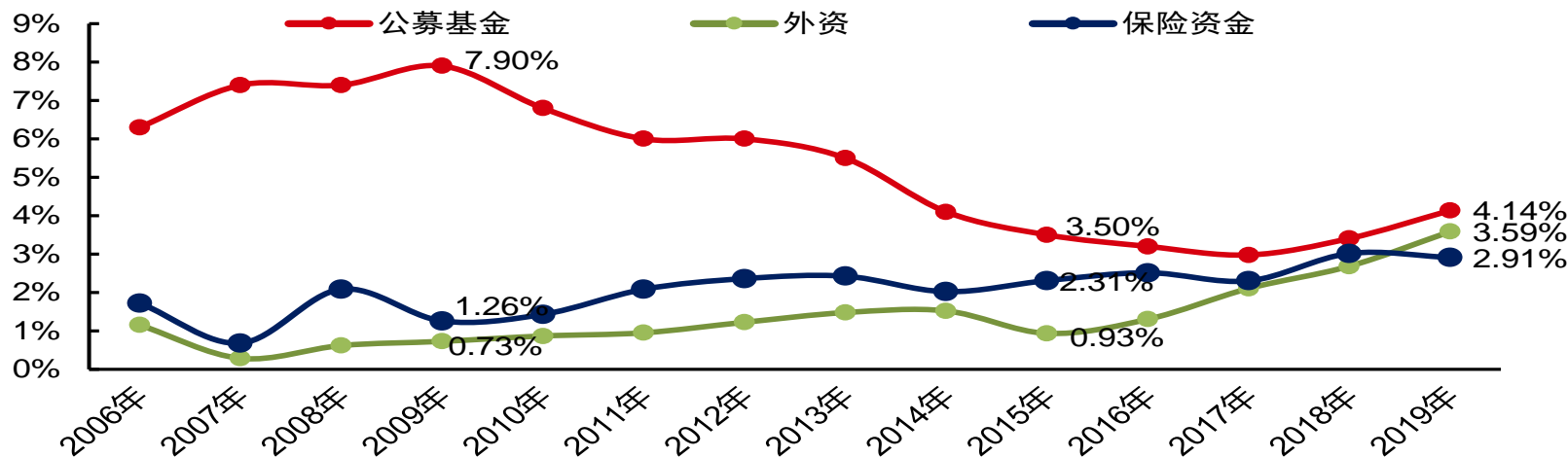
赵文荣

中信证券研究部 首席量化与配置分析师

2020年6月16日

1.市场参与者：机构化进程启动！专业投研影响力进入上升期

公募基金、外资和保险资金持有A股份额（总市值口径）



资料来源：中国基金业协会，中国人民银行，银保监会，Wind，中信证券研究部
注：2013~2019外资持有A股市值来自中国人民银行，其他年份数据根据“上市公司定期报告中披露的QFII持股市值/30%”进行估算。2006~2019保险资金持有A股市值数据来自银保监会定期披露的“股票和证券投资基金”投资金额，并假设其中持有证券投资基金的金额约占25~30%，以此估算保险资金持有A股市值。

美国、日本和中国（境内）股市持有者结构比较

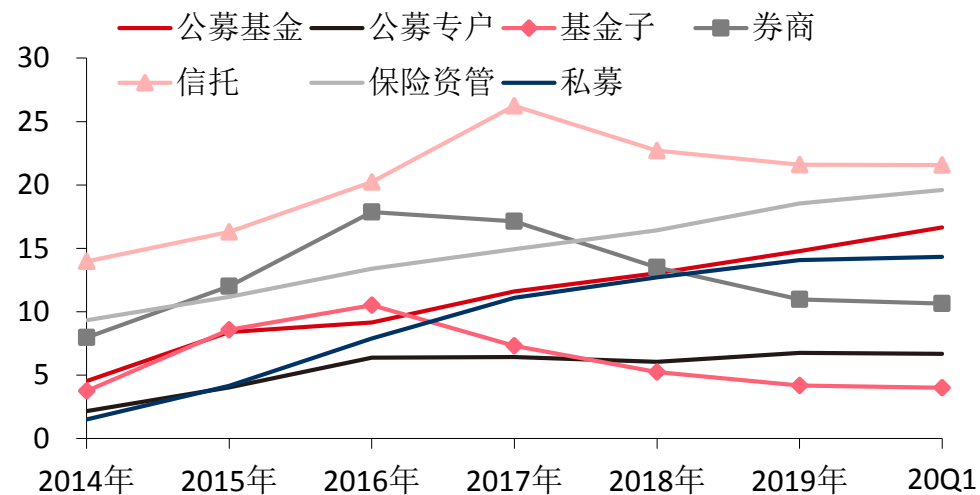
	美国（2018年末）	日本（2018年末）	中国（境内，2019年末）
个人投资者	30.2%	17.2%	33.5%（2016年末）
企业法人		21.7%	51.4%（2016年末）
机构投资者合计	69.9%	61.1%	17.34%
外资	17.8%	29.1%	3.59%
养老金	27.2%	7.5%	约1.5%
公募基金	17.5%	6.5%	4.14%
其他投资基金/产品	--	约8%	4.53%
保险公司	5.9%	4.2%	2.91%
商业银行	0.3%	3.1%	--
其他机构投资者	1.2%	2.7%	0.68%

资料来源：美联储，日本交易所和各行业协会，中国人民银行和各行业协会，Wind，中信证券研究部

2.产品供给：再平衡与再增长

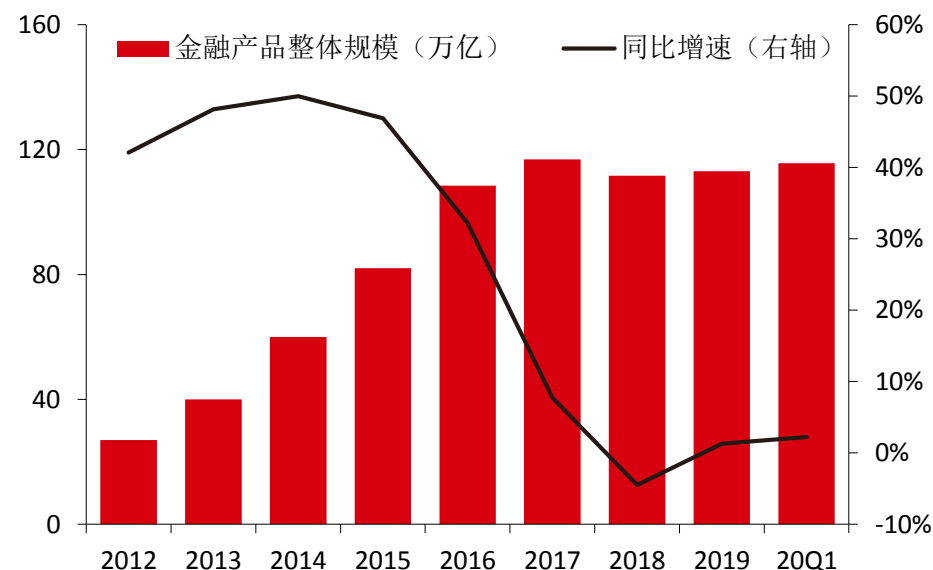
- 资管新规对于银行理财（非保本）、信托、券商资管、基金子公司的规模压制尚未结束，再平衡仍在继续。
- 2020年一季度，包括居民、非金融企业和政府部门的实体经济杠杆率由2019年末的245.4%上升到259.3%，上升了近14个百分点，2019年以来，实际经济杠杆率稳中有升，金融产品市场规模也相应走稳。

各类型金融产品规模走势（万亿元）



资料来源：证监会，银保监会，基金业协会；Wind，中信证券研究部

金融产品市场规模筑底回升



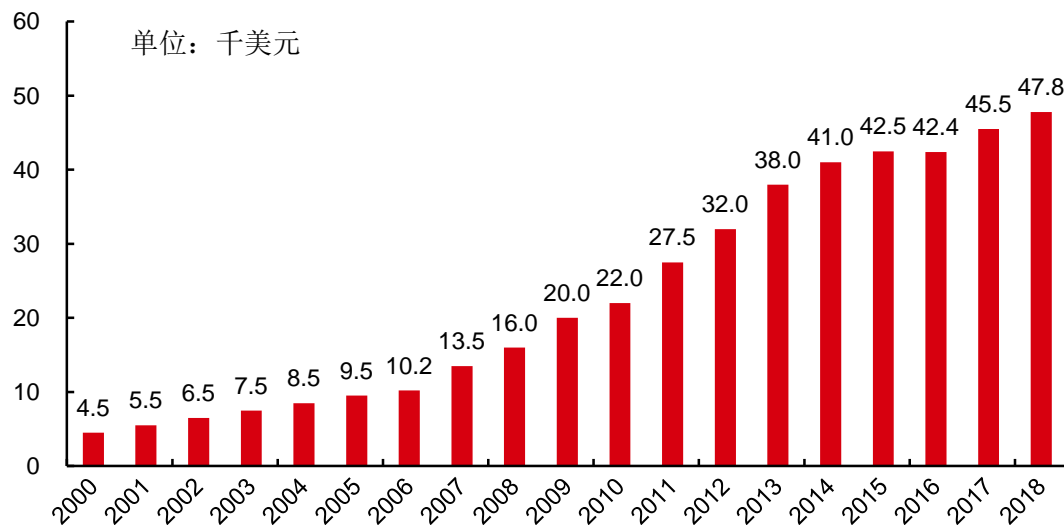
资料来源：证监会，银保监会，基金业协会；Wind，中信证券研究部

3.产品需求：存量财富管理成为首要任务，净值化是绕不开的选项

■ 目前我国已经成为仅次于美国的居民财富总值第二高的国家：

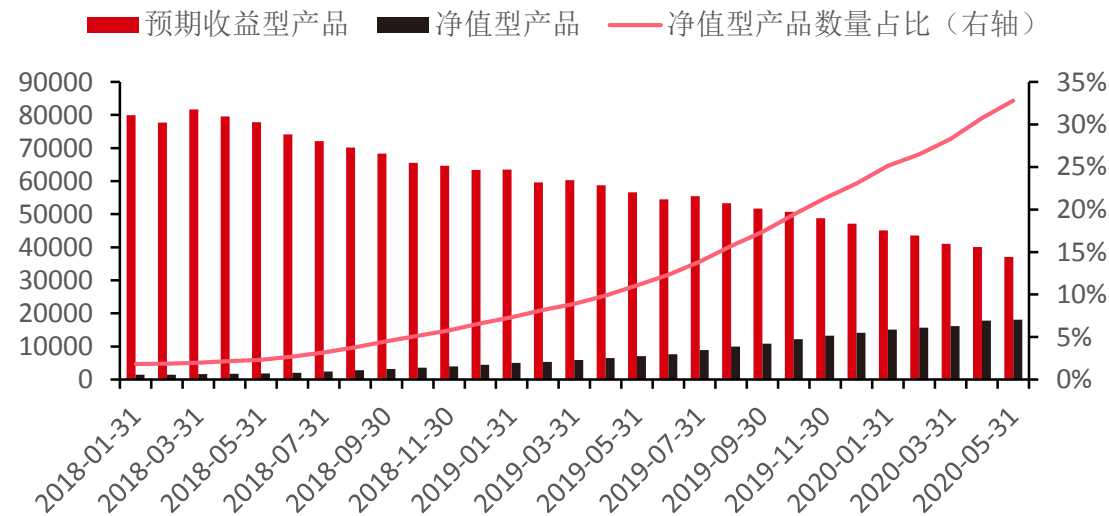
- 根据Credit Suisse的统计数据，我国居民财富总值从2000年的3.7万亿美元增长到2018年的51.9万亿美元，年均复合增长率高达15.8%；
- 人均财富水平从2000年的4500美元增长到2018年的4.78万美元，年均复合增长率高达14%；
- 我国居民财富结构的中坚力量以中等收入人群为主，但人均金融资产占总资产的比例仅为37.7%。

我国居民人均财富水平的变化（2000-2018）



资料来源：Credit Suisse，中信证券研究部；注：单位为千美元

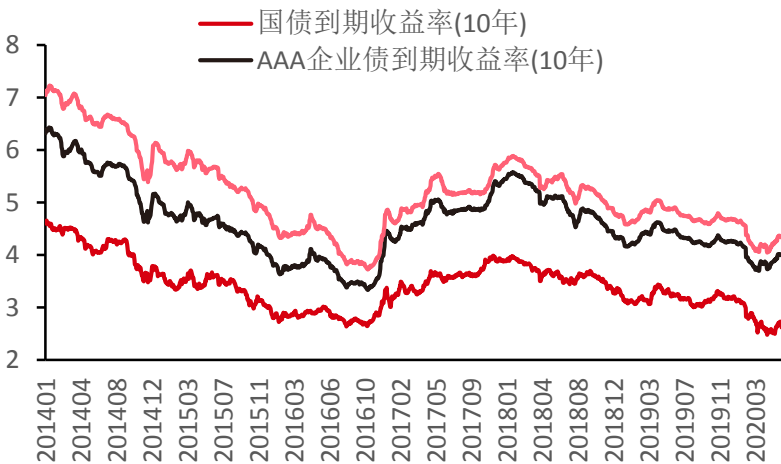
银行理财产品存续数量对比（净值型VS预期收益型）



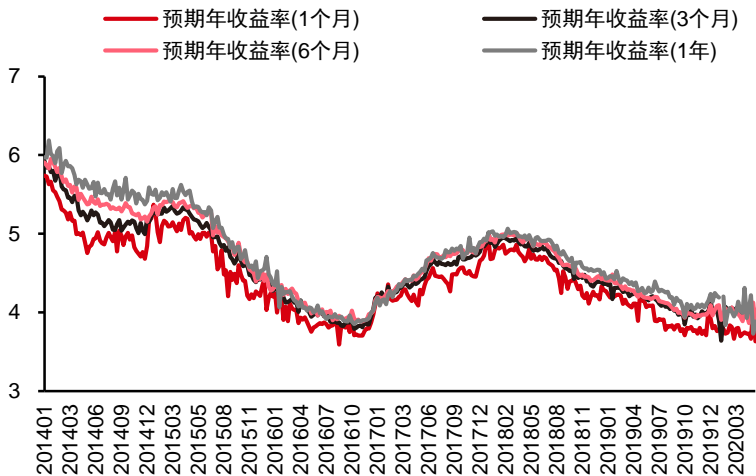
资料来源：普益标准，中信证券研究部；注：数据截至2020年5月。

4.新常态市场环境：低息、高波动、高剩余流动性

国债、企业债到期收益率 (%)

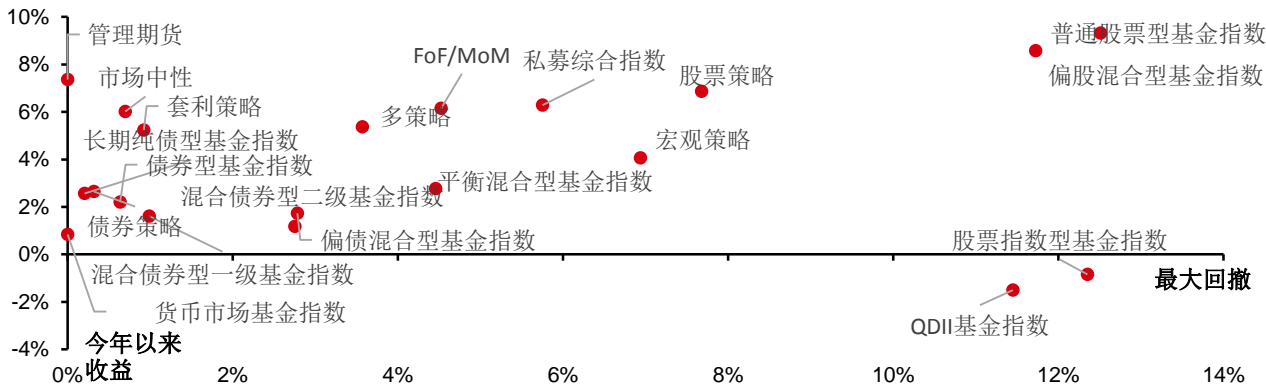


理财产品预期年收益率 (%)



资料来源：Wind，中信证券研究部

今年以来公募、私募主要策略的最大回撤与收益



资料来源：Wind，朝阳永续，中信证券研究部；注：公募基金指数为日净值，截至2020年5月27日；私募基金指数为周净值，截至2020年5月15日

5.转型困境：配置思维的兴起与国内配置模型实践四大挑战

经典模型的独立适用性弱

可配置资产类别相对有限，体量不对等

历史数据短，股债数据特征面临周期变迁

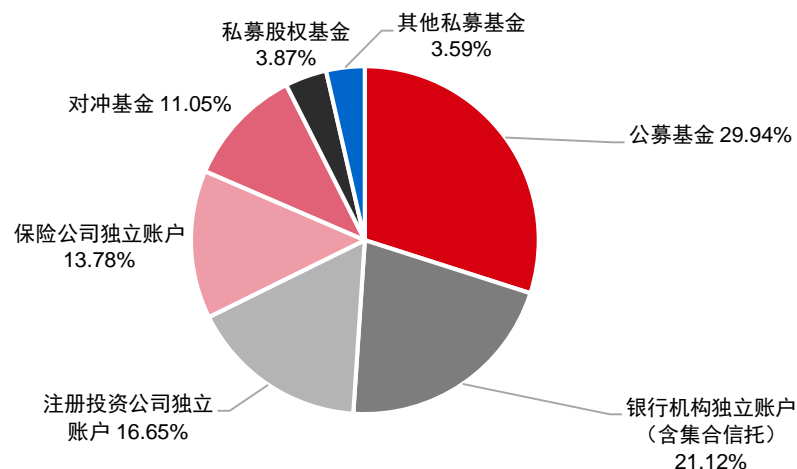
倚重于配置赚取资产收益的实践经验少

资料来源：中信证券研究部整理

6.资管业结构演化：中美当前差异与未来变异

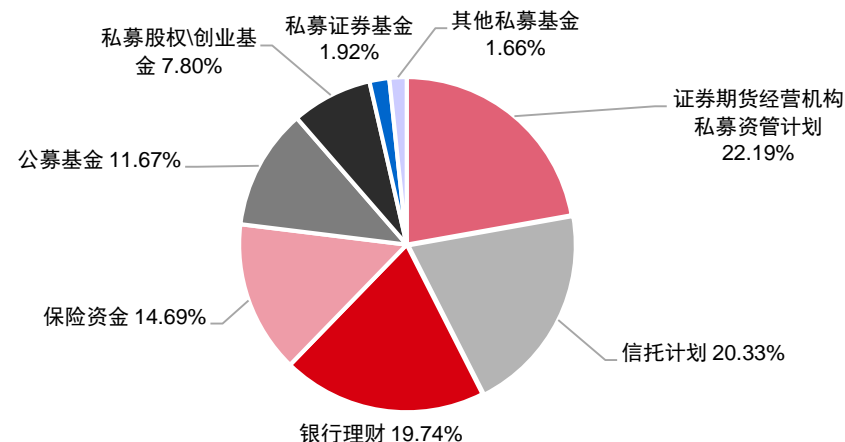
- 美国资管业中公募基金规模占比约30%，为第一大品类。截至2018年底，我们估算美国整体资管规模71.5万亿美元，其中公募基金（包括共同基金、ETF等）占比约30%。
- 国内资管业产品结构与美国资管业存在较大差异：（1）美国公募基金业发展成熟，国内公募基金发展滞后；（2）美国私募基金以对冲基金为主，国内私募基金以股权基金为主；（3）美国资管产品大部分投向标准化资产，国内资管产品有相当部分投资非标资产。

美国不同类型资管产品规模占比（2018）

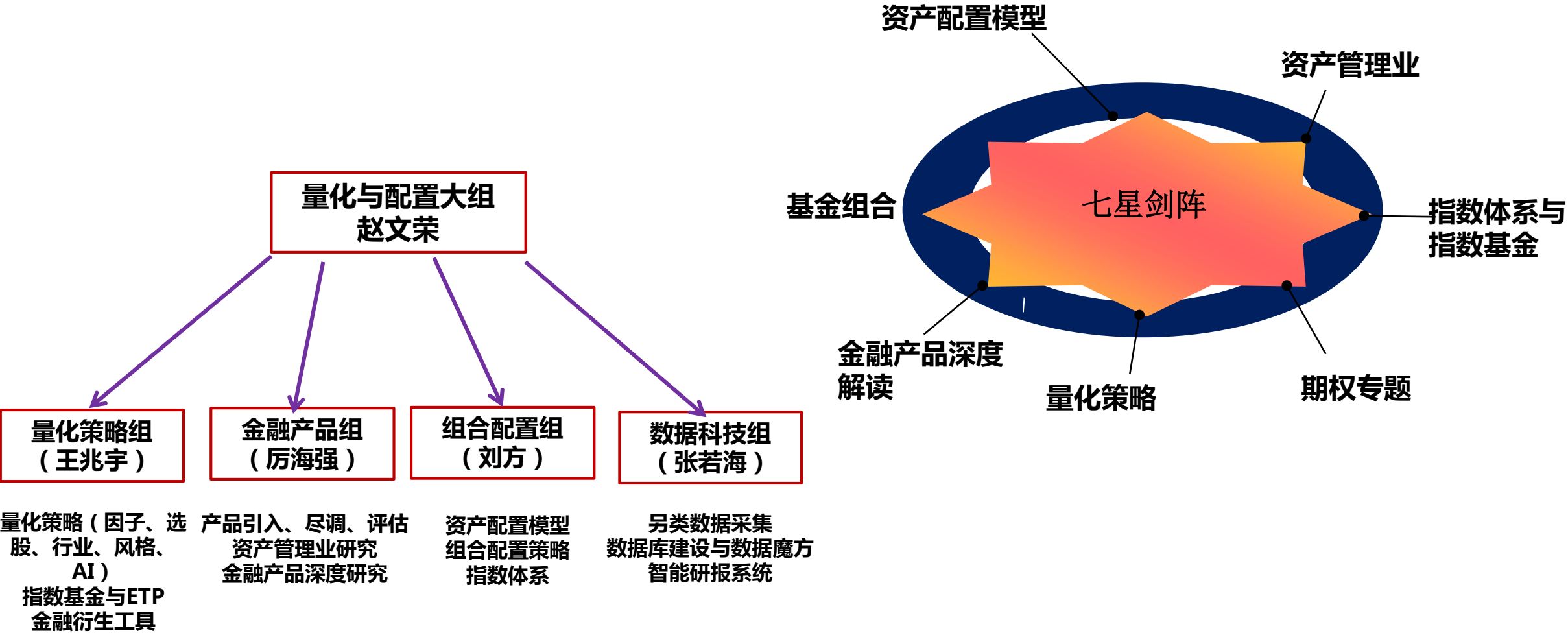


资料来源：ICI，SEC，Wind，中信证券研究部估算

国内不同类型资管产品规模占比（2018）



资料来源：各行业协会，Wind，中信证券研究部



资料来源：中信证券研究部



感谢您的信任与支持！

THANK YOU

赵文荣（首席量化与配置分析师）

执业证书编号：S1010512070002

王兆宇（首席量化策略分析师）

执业证书编号：S1010514080008

厉海强（首席金融产品分析师）

执业证书编号：S1010512010001

刘方（首席组合配置分析师）

执业证书编号：S1010513080004

免责声明



证券研究报告 2020年6月16日

分析师声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明：（i）本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了上述每位分析师个人对标的证券和发行人的看法；（ii）该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相联系。

评级说明

投资建议的评级标准	股票评级	评级	说明
		买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅20%以上；
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于5%~20%之间
		持有	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~5%之间
	行业评级	卖出	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅10%以上；
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的6到12个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A股市场以沪深300指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普500指数为基准；韩国市场以科斯达克指数或韩国综合股价指数为基准。		强于大市	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅10%以上；
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~10%之间；
		弱于大市	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅10%以上

其他声明

本研究报告由中信证券股份有限公司或其附属机构制作。中信证券股份有限公司及其全球的附属机构、分支机构及联营机构（仅就本研究报告免责条款而言，不含CLSA group of companies），统称为“中信证券”。

法律主体声明

本研究报告在中华人民共和国（香港、澳门、台湾除外）由中信证券股份有限公司（受中国证券监督管理委员会监管，经营证券业务许可证编号：Z20374000）分发。本研究报告由下列机构代表中信证券在相应地区分发：在中国香港由CLSA Limited分发；在中国台湾由CL Securities Taiwan Co., Ltd.分发；在澳大利亚由CLSA Australia Pty Ltd.（金融服务牌照编号：350159）分发；在美国由CLSA group of companies（CLSA Americas, LLC（下称“CLSA Americas”）除外）分发；在新加坡由CLSA Singapore Pte Ltd.（公司注册编号：198703750W）分发；在欧盟与英国由CLSA Europe BV或 CLSA（UK）分发；在印度由CLSA India Private Limited分发（地址：孟买（400021）Nariman Point的Dalalal House 8层；电话号码：+91-22-66505050；传真号码：+91-22-22840271；公司识别号：U67120MH1994PLC083118；印度证券交易委员会注册编号：作为证券经纪商的INZ000001735，作为商人银行的INM000010619，作为研究分析商的INH000001113）；在印度尼西亚由PT CLSA Sekuritas Indonesia分发；在日本由CLSA Securities Japan Co., Ltd.分发；在韩国由CLSA Securities Korea Ltd.分发；在马来西亚由CLSA Securities Malaysia Sdn Bhd分发；在菲律宾由CLSA Philippines Inc.（菲律宾证券交易所及证券投资者保护基金会会员）分发；在泰国由CLSA Securities (Thailand) Limited分发。

针对不同司法管辖区的声明

中国：根据中国证券监督管理委员会核发的经营证券业务许可，中信证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。

美国：本研究报告由中信证券制作。本研究报告在美国由CLSA group of companies（CLSA Americas除外）仅向符合美国《1934年证券交易法》下15a-6规则定义且CLSA Americas提供服务的“主要美国机构投资者”分发。对身在美国的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。任何从中信证券与CLSA group of companies获得本研究报告的接收者如果希望在美国交易本报告中提及的任何证券应当联系CLSA Americas。

新加坡：本研究报告在新加坡由CLSA Singapore Pte Ltd.（资本市场经营许可持有人及受豁免的财务顾问），仅向新加坡《证券及期货法》s.4A（1）定义下的“机构投资者、认可投资者及专业投资者”分发。根据新加坡《财务顾问法》下《财务顾问（修正）规例（2005）》中关于机构投资者、认可投资者、专业投资者及海外投资者的第33、34及35条的规定，《财务顾问法》第25、27及36条不适用于CLSA Singapore Pte Ltd.。如对本报告存有疑问，还请联系CLSA Singapore Pte Ltd.（电话：+65 6416 7888）。MCI (P) 086/12/2019。

加拿大：本研究报告由中信证券制作。对身在加拿大的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。

欧盟与英国：本研究报告在欧盟与英国归属于营销文件，其不是按照旨在提升研究报告独立性的法律要件而撰写，亦不受任何禁止在投资研究报告发布前进行交易的限制。本研究报告在欧盟与英国由CLSA（UK）或CLSA Europe BV发布。CLSA（UK）由（英国）金融行为管理局授权并接受其管理，CLSA Europe BV 由荷兰金融市场管理局授权并接受其管理，本研究报告针对由相应本地监管规定所界定的在投资方面具有专业经验的人士，且涉及到的任何投资活动仅针对此类人士。若您不具备投资的专业经验，请勿依赖本研究报告。对于由英国分析员编纂的研究资料，其由CLSA（UK）与CLSA Europe BV制作并发布。就英国的金融行业准则与欧洲其他辖区的《金融工具市场指令II》，本研究报告被制作并意图作为实质性研究资料。

澳大利亚：本研究报告在澳大利亚由CLSA Australia Pty Ltd.（金融服务牌照编号：350159）仅向《公司法（2001）》第761G条定义下的批发客户分发，并非意图分发给任何零售客户。

一般性声明

本研究报告对于收件人而言属高度机密，只有收件人才能使用。本研究报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。本研究报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。中信证券并不因收件人收到本报告而视其为中信证券的客户。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但中信证券不保证其准确性或完整性。中信证券并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他损失承担任何责任。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

本报告所载的资料、观点及预测均反映了中信证券在最初发布该报告日期当日分析师的判断，可以在不发出通知的情况下做出更改，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与中信证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。中信证券并不承担提示本报告的收件人注意该等材料的责任。中信证券通过信息隔离墙控制中信证券内部一个或多个领域的信息向中信证券其他领域、单位、集团及其他附属机构的流动。负责撰写本报告的分析师的薪酬由研究部门管理层和中信证券高级管理层全权决定。分析师的薪酬不是基于中信证券投资银行收入而定，但是，分析师的薪酬可能与投行整体收入有关，其中包括投资银行、销售与交易业务。

若中信证券以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构为此发送行为承担全部责任。该机构的客户应联系该机构以交易本报告中提及的证券或要求获悉更详细信息。本报告不构成中信证券向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议，中信证券以及中信证券的各个高级职员、董事和员工亦不为（前述金融机构之客户）因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。

未经中信证券事先书面授权，任何人不得以任何目的复制、发送或销售本报告。

中信证券2020版权所有。保留一切权利。