



兴业研究  
CIB RESEARCH  
金融资产专业定价

# 放水养鱼，水活鱼跃

## ——委外资管系列报告之三

孔祥、乔永远

兴业研究

2020年6月

# 引言

- “委外”本质上拓展金融机构的投资边界，增加了商业银行之间、商业银行与非银资管机构之间的同业合作机会。
- 我国委外资管经历了放水养鱼（2014年后流动性宽松，委外需求开始扩张）、浑水摸鱼（2015-2016年，银行加投资/减信贷，非银加杠杆/降信用，银行-非银的套利链条达到极致）、水落鱼走（2017年后流动性收紧，监管趋严，委外退潮）等多个阶段。
- 随着我国经济结构转型和资管新规落地，委外新的需求逐步产生，“水活鱼跃”的时代将到来。基于70余张PPT，本文分为前浪篇、后浪篇探讨了我国委外资管的发展现状与转型机遇。

# 目录

## 前浪篇





# 摘要（前浪篇）

- "委外"是目前机构资管业务的主要形式，对资管机构而言，这发挥了主动管理能力；对商业银行而言，这拓展了资产交易和配置的边界。**（1）**狭义的“委外”特指股份制银行、城商行农商行等资金方的委托业务，其中受托方以券商资管、基金公司与基金子公司专户为主。**（2）**"委外"与流动性/信用周期、监管环境高度相关。2014-2016年，伴随着部分银行资产端由信贷转向投资，“委外”显著扩张，这导致机构在过去负债脱媒（定期存款流失）下又出现了资产脱媒，即资产脱离了机构自身业务经营区域和授信能力控制，广义基金规模显著扩张，2017年后随着金融去杠杆，“委外”规模收缩显著，其中表外收缩近一半。**（3）**根据测算，2016年是机构委外高峰，之后占比下降；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，加总占非银资管主动管理总规模约**52%**，股份制银行和城商行是委外资金方的主体。
- 伴随着商业银行金融市场和同业业务扩张，“委外”体现了五重职能。**（1）资产选择：**非银机构有更强的资产筛选能力，加杠杆的便利性，突破本行统一的授信要求；**（2）资产交易：**利用同业信用加持提升资产和产品的流动性；**（3）信用把控：**更强的信用甄别能力，规避信用风险；**（4）估值便利：**借助摊余成本法估值可以减少利率波动冲击；**（5）税收节约：**公募基金债券买卖价差收取增值税。目前包括投行、投顾等都无法实现相关功能，相对委外难以成为更有效的替代模式。

# 摘要（前浪篇）

- 传统“委外”再扩张需跨过三道坎。（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。



# 目录

一、委外定义

二、规模测算

三、需求本源

四、扩张瓶颈



**兴业研究**  
CIB RESEARCH  
金融资产专业定价

# 委外涉及到机构金融市场和同业业务的基本范畴

图表：银行金融市场条线基本业务一览

“委外”是委托方将资金以约定的方式委托给外部机构进行主动管理的业务模式，通常以“固定管理费+业绩提成”的模式收取费用，涉及到金融市场和同业合作多个维度。



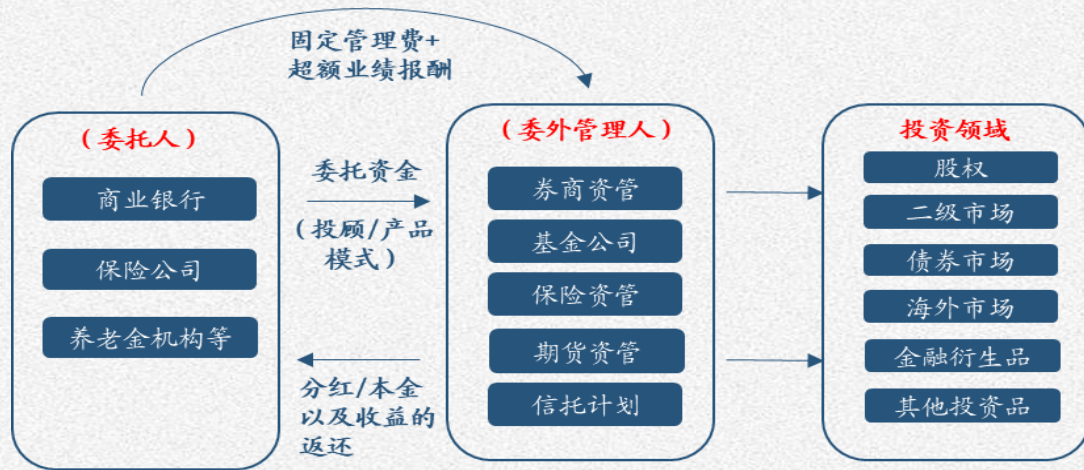
资料来源：兴业研究



# 委外定义（广义）：多类同业机构的合作

- 广义的“委外”模式涉及到多类资产（股票、债券、期货、衍生品等）和多类机构委托方（如商业银行、养老金、保险公司等），受托方也包含了各类金融机构（以非银金融机构为主）

图表：广义的机构委外业务模式涉及多类机构



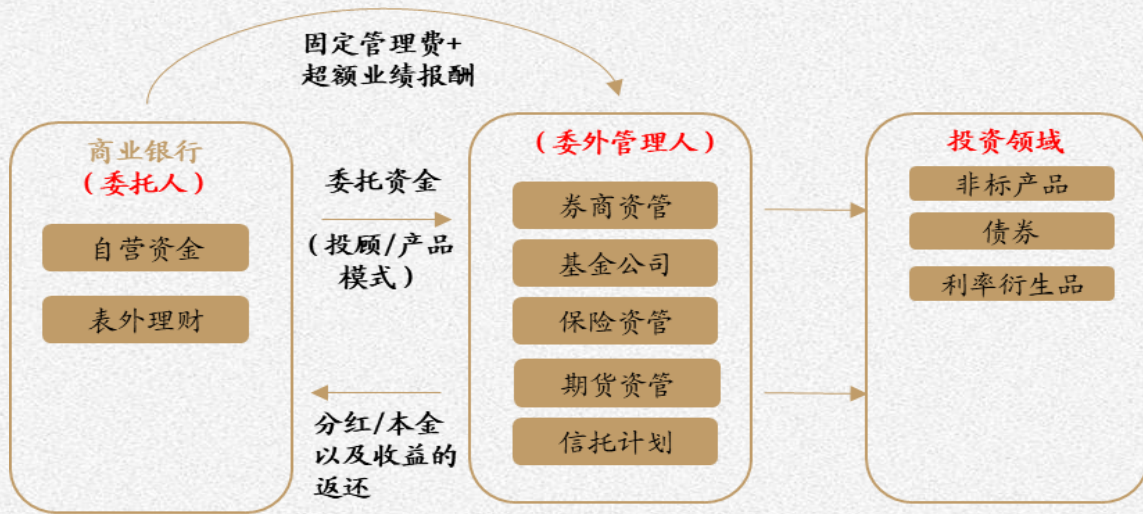
资料来源：兴业研究



# 委外定义（狭义）：非银机构与股份制/区域银行为主

- 狭义的“委外”专指股份制商业银行、城商行农商行等资金方的委外，受托方以券商资管、基金公司、基金子公司专户为主。

图表：广义的机构委外业务模式涉及多类机构



资料来源：兴业研究

# 目录

一、委外定义

二、规模测算

三、需求本源

四、扩张瓶颈



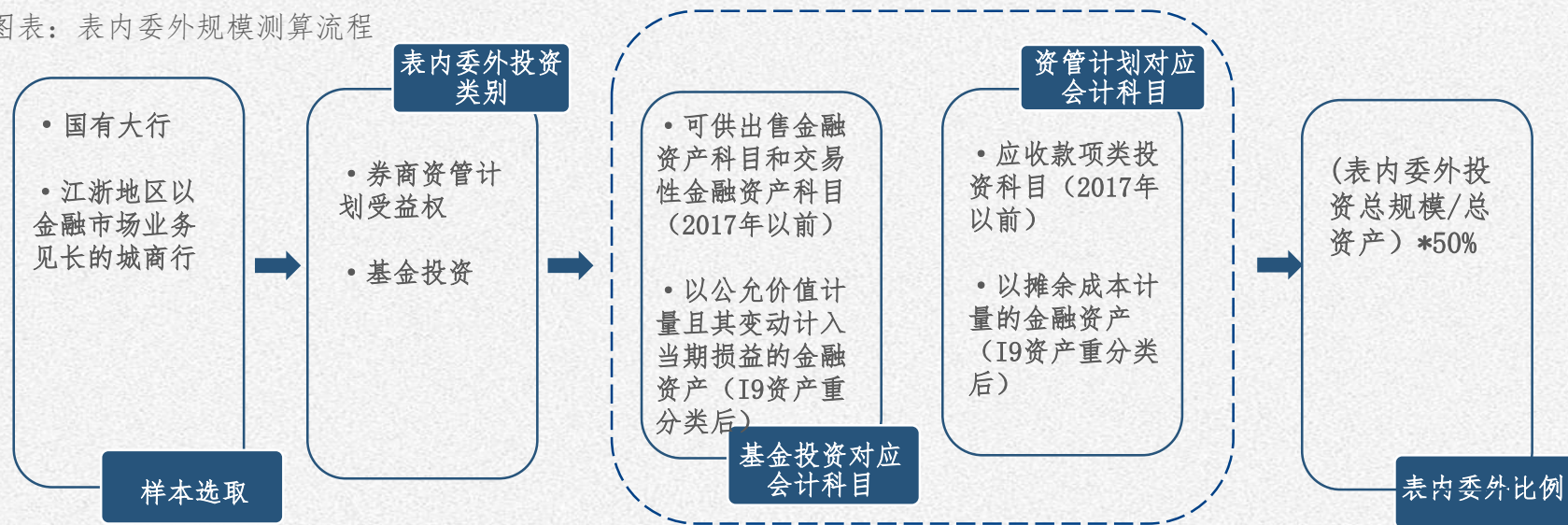
**兴业研究**  
CIB RESEARCH  
金融资产专业定价



# 规模测算：表内规模约7.0万亿元至9.5万亿元

- 考虑到相关会计科目包括了较多资产类型（如2017年之前应收款项投资中包括了地方政府债券等资产），我们按照一定系数（如50%）进行调整。
- 表内委外规模=银行表内总资产规模×对应委外会计口径占比（其中会计口径占比按照不同类型机构上下限估计）

图表：表内委外规模测算流程

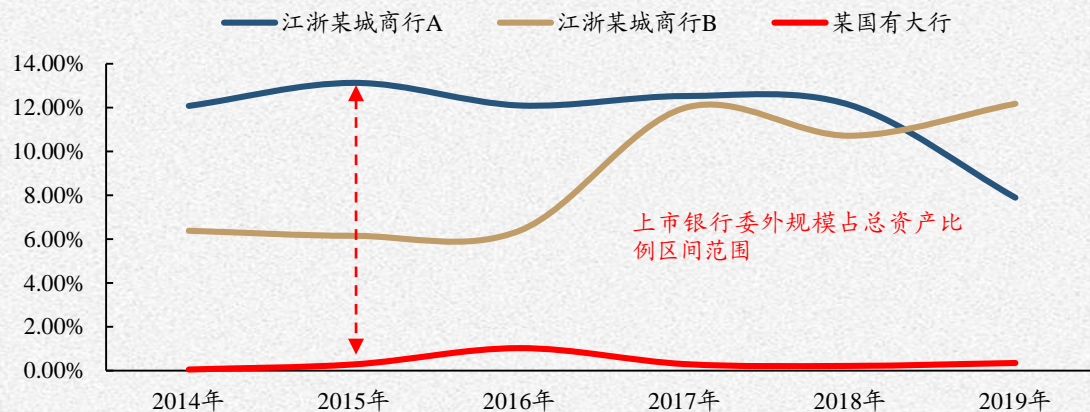


资料来源：兴业研究

# 规模测算：表内规模约7.0万亿元至9.5万亿元（续）

- 基于2019年末银行业总资产规模282.5万亿元的水平，若按照1%-12%指标确定委外的上下限，同时按照资产规模水平加权（基于2019年底数据，国有大行/股份制银行/城商行/农商行资产规模占比约60%：25%：10%：5%），估计目前商业银行表内委外规模约7.0万亿元至9.5万亿元。

图表：上市银行中委外占总资产比率上限在12%左右



资料来源：兴业研究



# 规模测算：表外规模目前约1.7万亿元

- 银行的表外委外投资主要基于银行非保本理财产品口径。表外委外测算方法为：

表外委外规模=银行理财产品规模×非保本理财占比×该行理财资金委托外部机构管理比例

图表：资管新规后2018年银行表外委外规模收缩一半

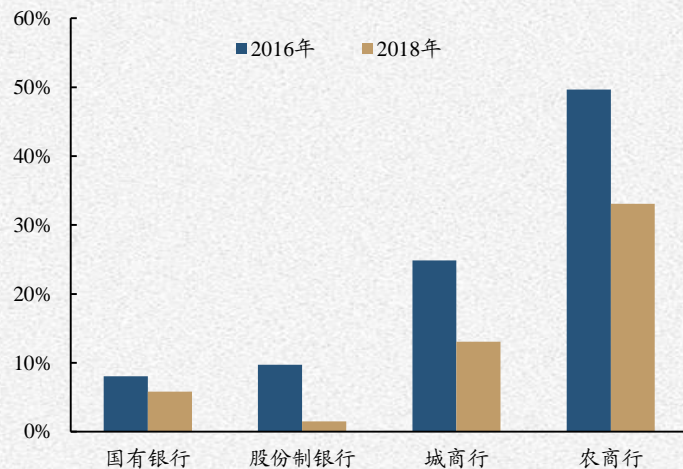
	非保本理财产品规模 (万亿元)	理财资金委外比例	测算过程	委外规模 (万亿元)
国有银行	11.96	5.82%	$11.96 \times 5.82\%$	0.70
股份制银行	12.81	1.48%	$12.81 \times 1.48\%$	0.19
城商行	3.64	13.04%	$3.64 \times 13.04\%$	0.47
农商行	0.95	33.09%	$0.95 \times 33.09\%$	0.31
合计	29.36			1.67

资料来源：2018年中国银行业理财报告，兴业研究

# 规模测算：表外委外规模目前约1.7万亿元（续）

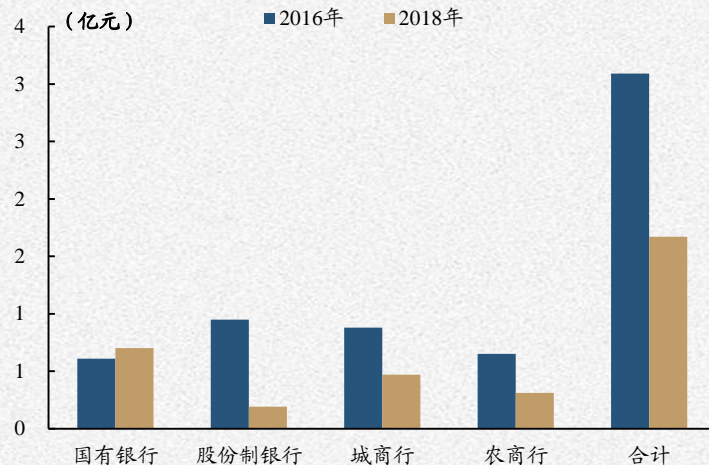
- 基于2019年数据重复相关测算过程，目前表外委外规模约1.7万亿元，相对2016年委外规模峰值3万亿元收缩接近一半。

图表：股份制银行理财资金委外比例降幅较大



资料来源：益普标准，兴业研究

图表：2018年银行表外委外规模降幅显著



资料来源：兴业研究



# 目录

一、委外定义

二、规模测算

三、需求本源

四、扩张瓶颈



兴业研究  
CIB RESEARCH  
金融资产专业定价

# 委外的五个职能

- 不同业务的着眼点有所差异。如有的注重收益的获取，这对选择资产类型较为关注等。故对于可以配置的一篮子资产，机构需要按照税收、风险、资本等各类因素还原后在做综合判断。在权衡的过程中，委外的需求体现了出来。

图表：商业银行金融市场会考虑收益/风险/资本占用/税收等多个维度

	10年国债	10年地方债 (AAA)	10年国开债	10年铁道债	3M 同业存单 (AAA+)	6M 同业存单 (AAA+)	5年企业债 (AA+)	一般贷款
当前收益率	2.53%	2.92%	2.81%	3.61%	1.34%	1.37%	3.23%	5.74%
权重	0%	20%	0%	20%	20%	25%	100%	100%
	0.00%	2.18%	0.00%	2.18%	2.18%	2.73%	10.92%	10.92%
不良率							0.10%	1.86%
所得税率			25%	12.50%	25%	25%	25%	25%
增值税率				6%			6%	6%
风险占用收益率	0.00%	0.24%	0.00%	0.24%	0.24%	0.30%	1.20%	1.20%
不考虑风险占用的 税后收益率	2.53%	2.92%	2.11%	2.97%	1.00%	1.03%	2.18%	2.19%
考虑风险占用的税 后收益率	2.53%	2.68%	2.11%	2.73%	0.76%	0.73%	0.98%	0.99%

资料来源：兴业研究

注：数据更新日期2020年4月

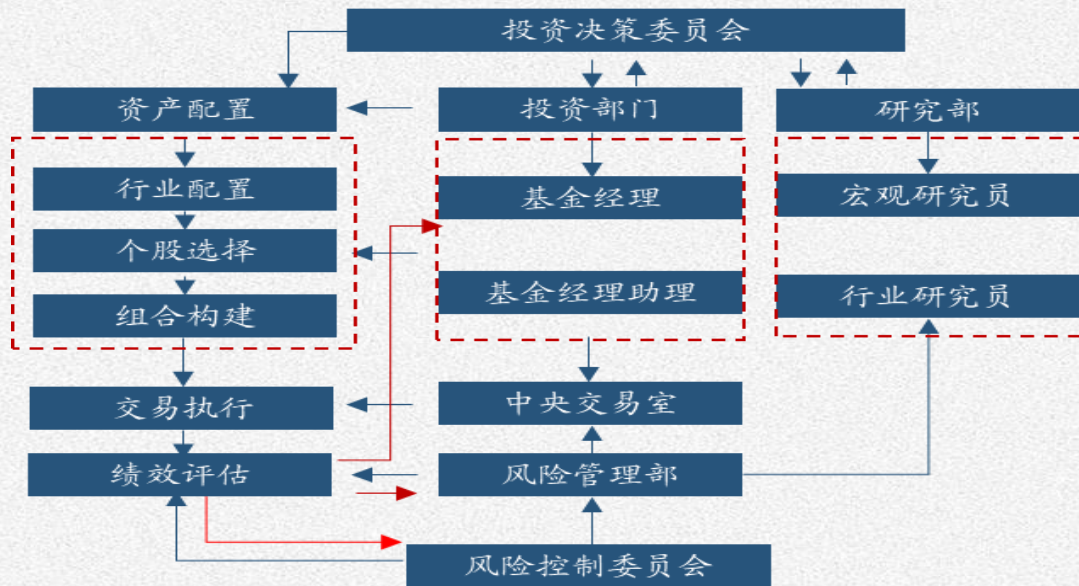
底。



# 职能1：借助差异化牌照扩大投资范围

- 部分银行（尤其是农商行）投研能力有限，要么难以选出风险收益比合意的好资产，要么因为行内统一授信限制遇到好资产不能直接投资；要么直接加杠杆难以寻到合适的交易对手，而委外的资管机构有这个能力。

图表：股份制银行理财资金委外比例降幅较大

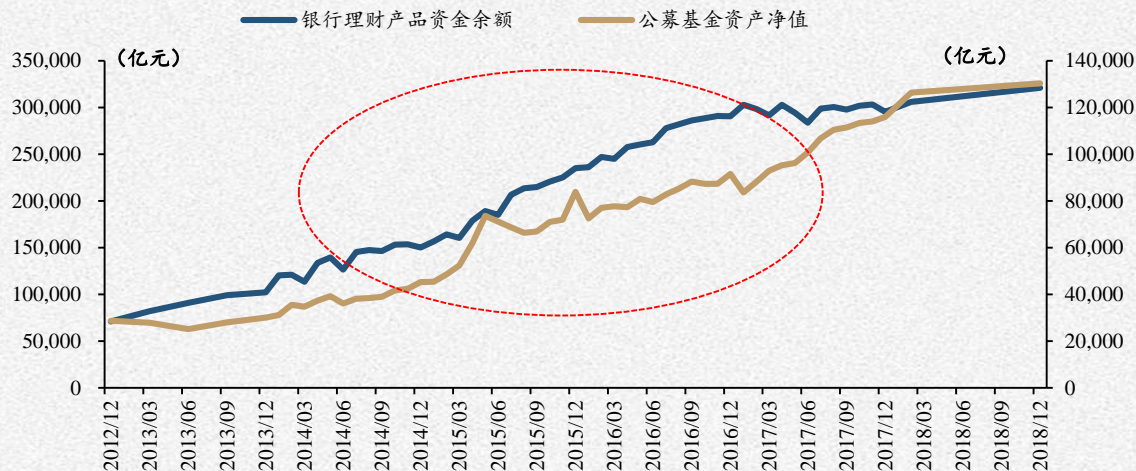


资料来源：兴业研究

## 职能2：获取更大流动性优势

- 资金委托出去后，资产背后多了一层同业信用的“加持”，流动性会大幅增强。尤其考虑委外发展早期，由于规模扩张，部分低流动性资产甚至可以实现“击鼓传花”，通过产品申赎获得流动性优势远大于底层资产。

图表：股份制银行理财资金委外比例降幅较大



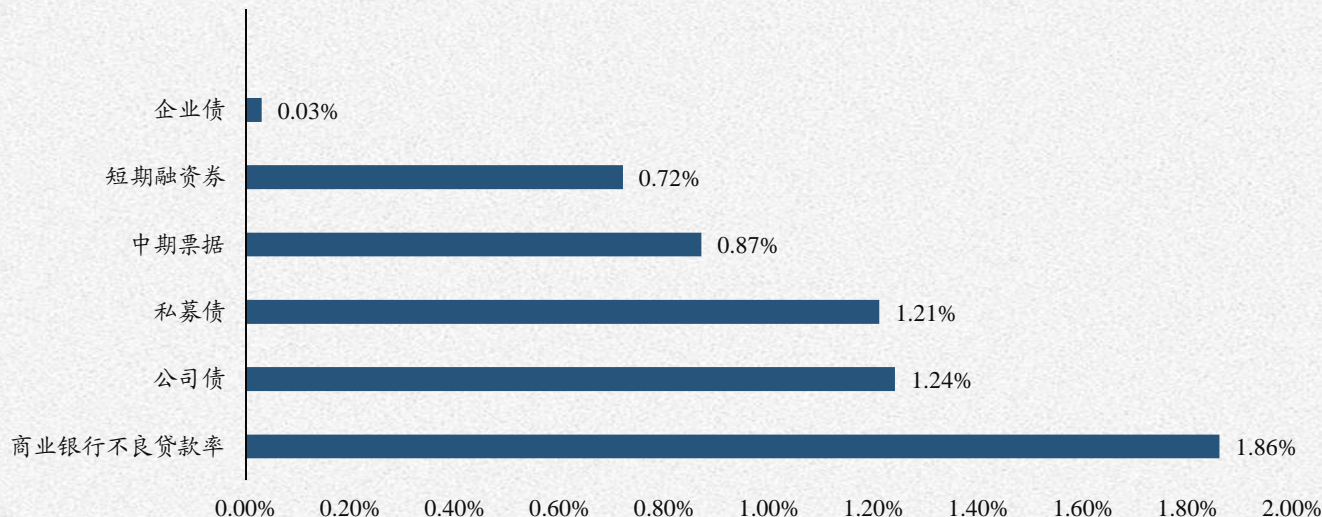
资料来源：Wind，兴业研究



### 职能3：“组合”优势分散信用风险

- 除了委外机构可能有更强的信用风险甄别能力外，委外产品的“组合”优势大幅减少了信用风险对账户的冲击。如委外产品“踩雷”后，短期只是表现出产品净值下降，银行内部对此的容错能力会优于直接买资产。

图表： 商业银行不良率超过信用债

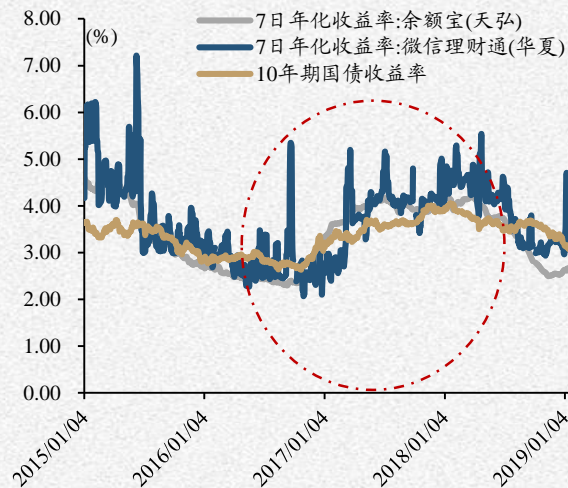


资料来源：Wind，兴业研究

## 优势4：减少利率风险敞口

- 借助部分委外产品（如货币基金和个别短久期债基）采取摊余成本法估值，这可以减少利率波动的冲击。如2017年市场收益率攀升的时期，买货币基金会显著优于买债券。在新会计准则实施（尤其是I9资产重分类）后，随着公允价值认定范围的扩大，为减少利率风险敞口（体现在DV01等指标），这种基于估值的需求进一步增加。

图表： 2017年货币型基金7日年化与十年期国债收益率上升较快



资料来源：Wind，兴业研究

图表： 新会计准则实施后按照公允价值计量的金融资产增加

	会计科目	计入对应科目的常见金融工具品种
2006年版会计准则	以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产	股票、债券、基金、同业存单
	持有至到期投资	债券、同业存单
	发放贷款和垫款	贷款（含贴现）
	应收款项类投资	债券、同业理财、信托及其他受益权（信贷类、票据类）、ABS
	可供出售金融资产	股票、基金、信托及其他受益权（信贷类、票据类）
2017年版会计准则	以摊余成本计量的金融资产	债券、同业存单、信托及其他受益权（信贷类、票据类）、ABS
	以公允价值计量且其变动计入其他综合收益的金融资产	债券、同业存单、信托及其他受益权（信贷类、票据类）、ABS、非交易性权益工具
	以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产	债券、同业存单、信托及其他受益权（信贷类、票据类）、ABS、基金、权益工具

资料来源：根据公开资料整理，兴业研究



## 优势5：利用公募牌照节约税收

- 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划算。基于这种考虑，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。

图表：银行、保险、券商的自营债券征税情况

	增值税		所得税	
	持有期利息收入	资本利得	持有期利息收入	资本利得
国债	免	6%	免	25%
地方政府债	免	6%	免	25%
政策性金融债	免	6%	25%	25%
铁道债	6%	6%	减半	25%
商业银行（同业）债	免	6%	25%	25%
信用债等	6%	6%	25%	25%

图表：公募基金减免税情况

	增值税		所得税	
	持有期利息收入	资本利得	持有期利息收入	资本利得
国债	免	免	免	免
地方政府债	免	免	免	免
政策性金融债	免	免	免	免
铁道债	3%	免	免	免
商业银行（同业）债	免	免	免	免
信用债等	3%	免	免	免

资料来源：《财政部国家税务总局关于资管产品增值税有关问题的通知》（财税[2017]56号），兴业研究

# 委外优势总结

图表：在金融市场业务中委外具有多个需求场景

业务痛点	优势体现	具体场景
资产选择	非银机构的净资产筛选能力，加杠杆便利性，突破本行统一授信要求；	区域银行表内自营和表外资管
资产交易	利用同业信用提升资产流动性	区域银行表内自营
信用风险	更强信用甄别能力，减少信用风险冲击	区域银行表内自营和表外资管
估值成本	摊余成本法估值减少利率波动冲击	银行表内自营均需要
税收节约	公募基金债券买卖价差收取增值税	股份制和城商行表内自营

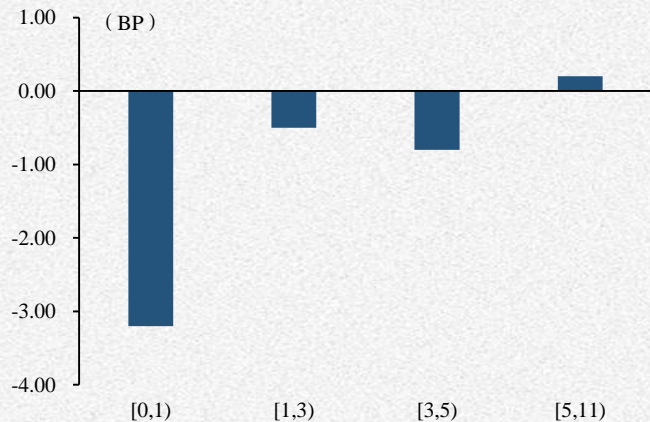
资料来源：兴业研究



# 模式比较：投行联动——利益不一致

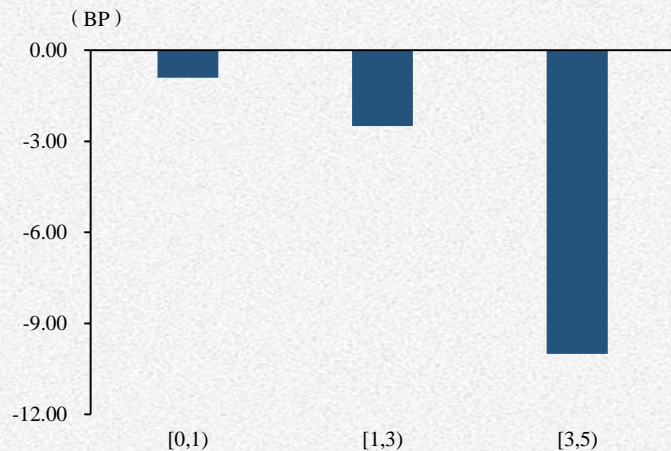
- 支持理由：本行投行部门对其承销的资产跟踪及时、对客户风险情况了解到位。
- 反对理由：在目前包销制度下，银行投行部门和投资部门目标可能不一致。

图表：不同发行期限（年）债券一二级利差



资料来源：兴业研究测算

图表：不同发行面额（亿）债券一二级利差



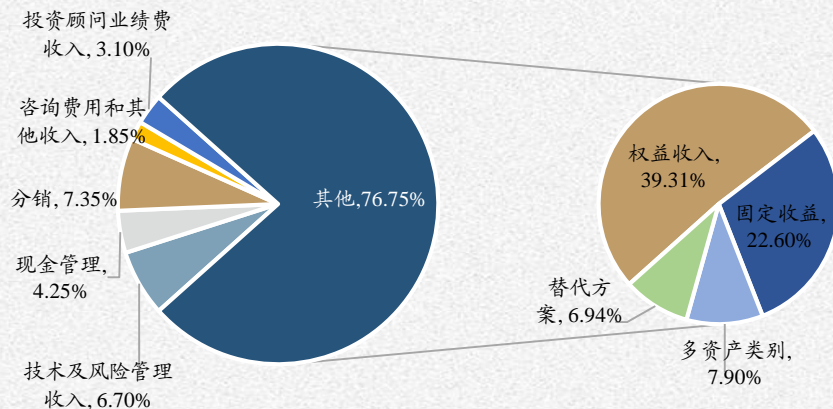
资料来源：兴业研究测算

注：引用兴业研究策略团队《一二级市场利差知多少-信用债定价系列专题三》测算数据。

# 其他模式比较：投顾参与——资金缺粘性

- 支持理由：在于银行投资部门如果能请非银金融机构做投顾，这在增厚收益的同时更有利于自身团队能力建设。
- 反对理由：1) 评价难度更大。 2) 软约束更多。 3) 海外经验表明脱离资金的投顾难以成为独立业务模式。

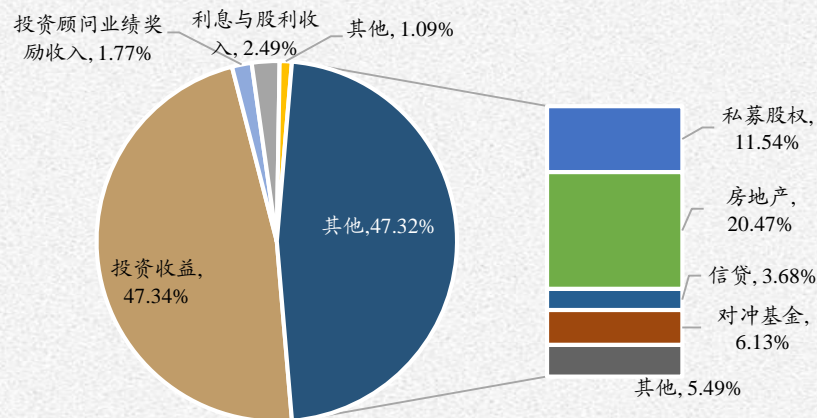
图表：贝莱德（Blackrock）收入中咨询顾问类收入约5%



资料来源：公司年报，兴业研究

注：2019年财报数据

图表：黑石（Blackstone）收入构中咨询股间类收入约2%



资料来源：公司年报，兴业研究

注：2019年财报数据



# 目录

一、委外定义

二、规模测算

三、需求本源

四、扩张瓶颈

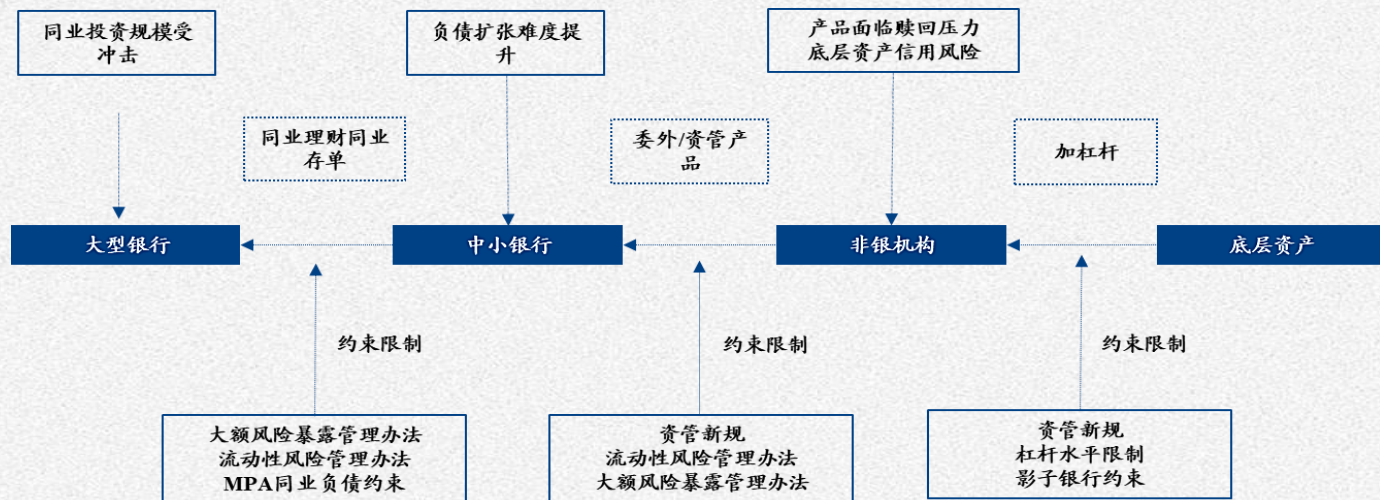


兴业研究  
CIB RESEARCH  
金融资产专业定价

# 现实困境：表内没额度

- 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： 商业银行不良率超过信用债



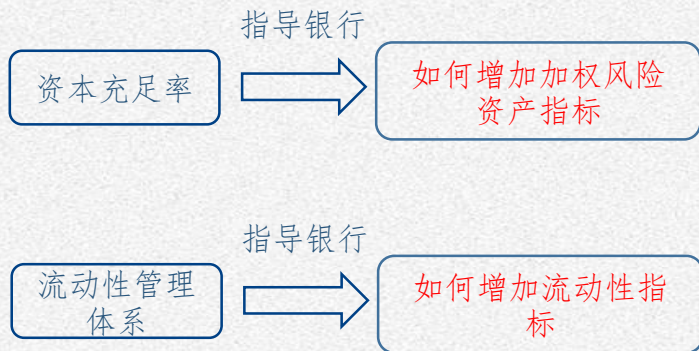
资料来源：兴业研究



# 现实困境：表内没额度（续）

- 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。

在两部“基本法”中



图表：流动性匹配率项目表

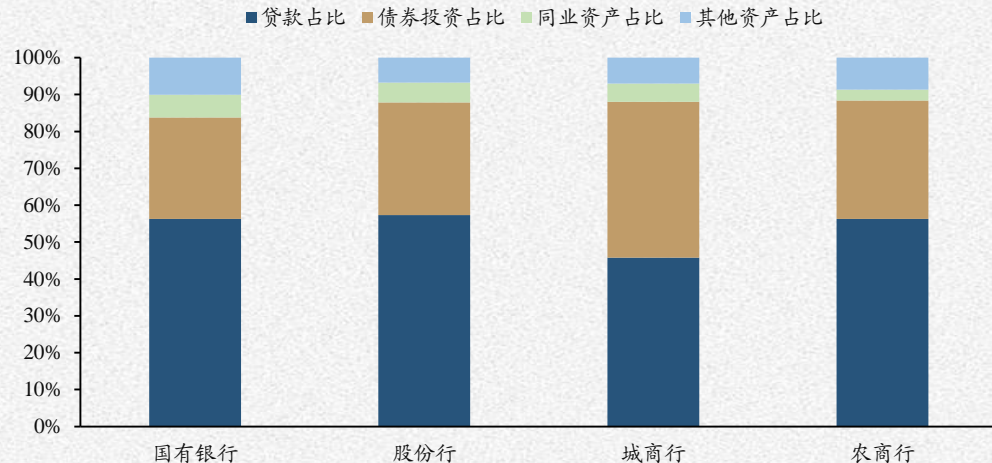
项目	折算率（按剩余期限）		
	≤3个月	3-12个月	>1年
加权资金来源			
1.来自中央银行的资金	70%	80%	100%
2.各项存款	50%	70%	100%
3.同业存款	0%	30%	100%
4.同业拆入及卖出回购（1）	0%	40%	100%
5.发行债券及发行同业存单	0%	50%	100%
加权资金运用			
1.各项贷款	30%	50%	80%
2.存放同业（2）及投资同业存单	40%	60%	100%
3.拆放同业及买入返售	50%	70%	100%
4.其他投资	100%		
5.由银行业监督管理机构视情形确定的项目	由银行业监督管理机构视情形确定		

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%。

# 现实困境：表内没额度（续）

- 在流动性指标使用下，银行表内“委外”空间大幅减少。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。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：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

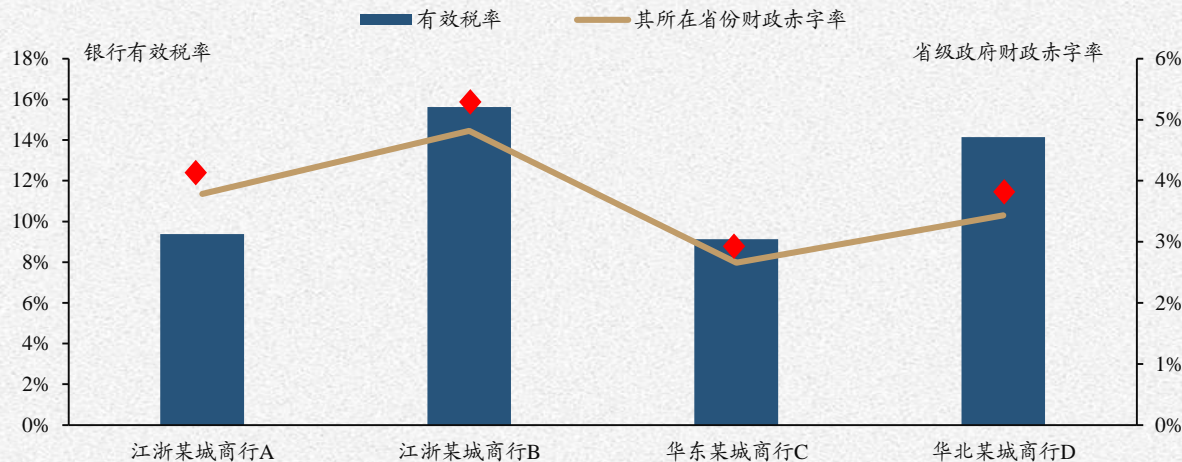
注：时间截点为2019年末



# 现实困境：政策不确定

- 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。
- 疫情之后，各地出于稳增长的动力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，税收优惠政策从紧的可能性大。

图表：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

注：时间截点为2019年末

# 现实困境：客户没信任

- “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。传统“委外”主力是不能亏的银行表内资金。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：券商资管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	申能(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%）

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



# 现实困境：客户没信任（续）

- 建立与机构的信任短期看机构的资本金优势，长期靠运作体系。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水平两方面表现；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要做到系统评估。

图表：头部基金净资产规模也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
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：时间截点为2019年末

# 目录

## 后浪篇





# 摘要（后浪篇）

- “资产荒”再度袭来。新冠疫情之后，机构的“存量资产慌”体现在存量资产质量恶化，“增量资产慌”表现为流动性宽松下，增量的高收益/低风险资产缺失。解决相关问题将成为委外下一阶段扩张的核心驱动。
- **10万亿元新增空间，踏准三个委外风口。**（1）**养老金**：我国养老体系逐步完善，长期资金募集有空间，资管机构凭借工具化投资参与养老金第二和第三支柱建设，预计新增资金约5万亿元；（2）**理财子公司**：理财子公司替代非标投资（总资产占比约20%）需要新资产，假设有10%的资产重配置，这将带来新增资金约2.5万亿元；（3）**“超级农商行”**：我国有近15家省联社资产规模在万亿元以上，假设后续通过改制合并成农商行并有10%的表内资产可以委外，预计这将带来新增资金2.5万亿元。
- **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。

# 摘要（后浪篇）

- 后浪已至，新“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以上是最大的增量资金委托方；接受资金委托方也多为头部基金公司和券商资管；（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。



# 目录

五、海外经验

六、三个风口

七、定义“新委外”



兴业研究  
CIB RESEARCH  
金融资产专业定价

# 海外杰出资管机构的五个策略

- 第一，主要配置股债被动型产品（挪威模式）；第二，增加另类资产配置，通过牺牲流动性拓展资产配置的有效前沿，获取系统性回报（耶鲁模式和加拿大模式）；第三，以被动型产品费率低廉实现规模扩张，并配以专门的方案解决和投资顾问团队（贝莱德模式）；第四，平衡好资产管理和财富管理，赚取管理费、投资收益分成和基于销售规模的佣金（富达模式）。

图表：海外五大资产管理结构配置模式总结

模式	挪威模式	耶鲁模式	加拿大模式	贝莱德模式	富达模式
资产规模（亿美元）	9428	293	5026	64400	27000
近20年年化收益	5.50%	12.10%	7.40%	-	-
最大回撤	-23.31%	-24.60%	-21.10%	-	-
主动性	被动	主动	偏主动	被动	主动
权益占比	69.30%	18.50%	33.20%	50.80%	>60%
债券占比	28.00%	6.50%	19.10%	31.50%	13.90%
另类资产占比	2.70%	75.00%	47.70%	2.40%	-
是否再配置	是	否	是	否	否

资料来源：公司官网，兴业研究

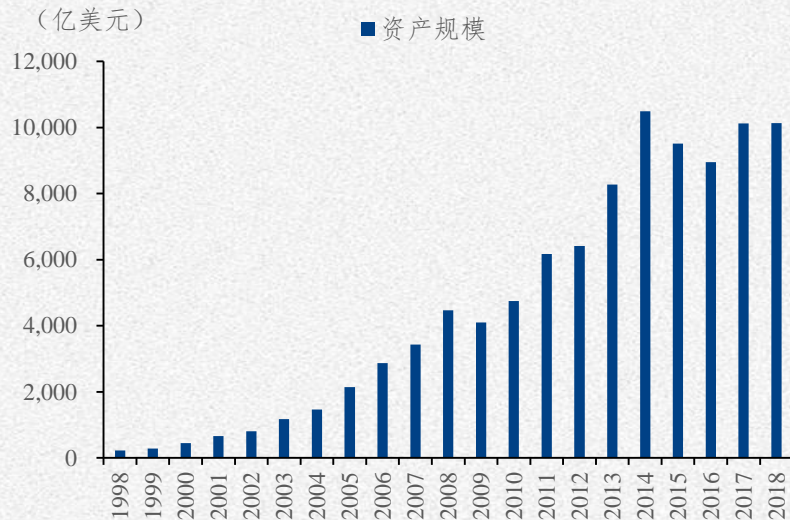
注：财务数据更新截至2018年



# 挪威模式：严格股债再平衡操作

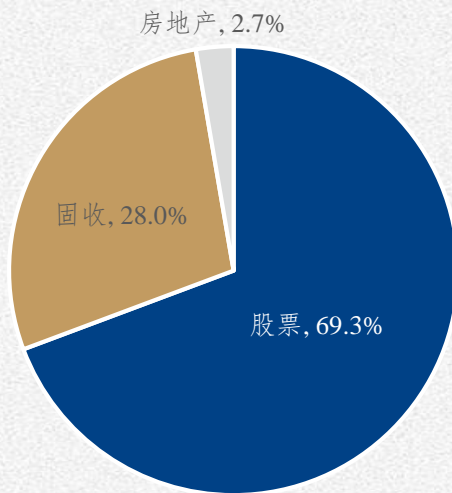
- 挪威养老金在投资上以静制动，选择标准化的方法配置资产，并保持策略的稳定性。长期看，这种策略能实现较稳定的收益，并且成本并不高，主要是坚守、等待和再平衡。在实践中，挪威模式以标准化风险资产为主，主要配置股债被动型产品，要求组合中股债配置比例相对固定，并以此为基准对实际组合中股债配置进行动态调整。

图表：挪威养老金是全球第一大主权基金



资料来源：公司官网，兴业研究

图表：挪威养老金资产配置以权益为主

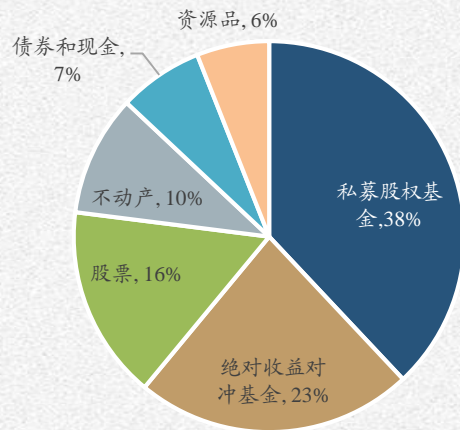


资料来源：公司官网，兴业研究

# 耶鲁模式：基于FOF的委外模式参与另类资产

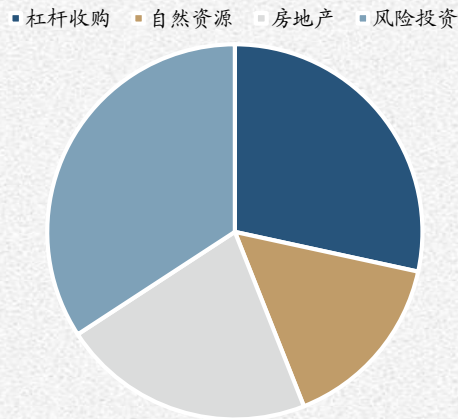
- 耶鲁基金对另类资产情有独钟。近5年来，该机构配置在另类投资上的比例始终保持在50%以上，主要包括杠杆收购、VC、不动产和自然资源四类。基于FOF的委外模式是该机构参与另类资产的主要方式。因对主动管理要求较高，耶鲁针对另类投资资产重视FOF等委托管理，而非自己完全运作。

图表：耶鲁2020年资产配置仍以另类资产为主



资料来源：公司官网，兴业研究

图表：耶鲁基金会对风险投资占多



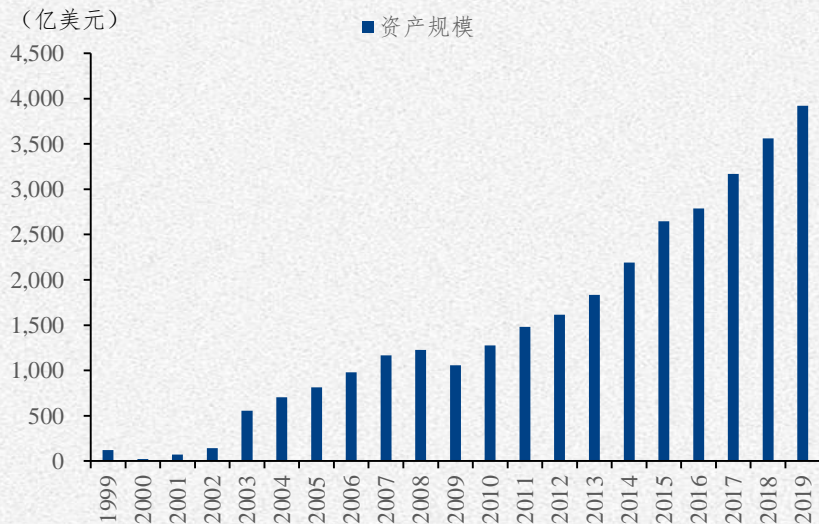
资料来源：公司年报，兴业研究



# CPPIB模式：从标准资产为主转向综合多元策略

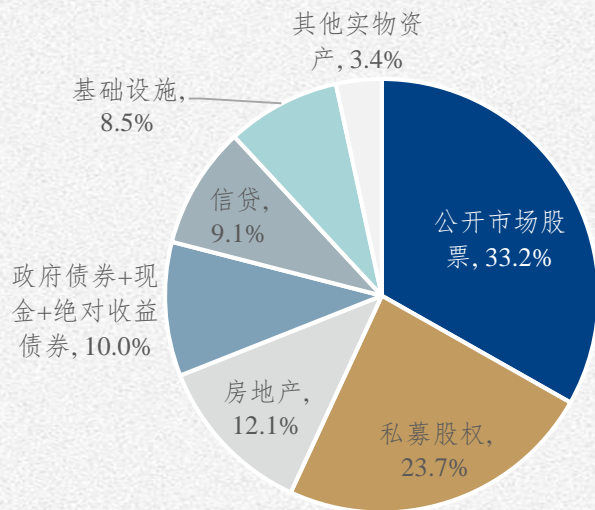
- 这更多体现了机构资产配置方式的进化，即从标准的股债再平衡出发，持续增加了另类投资、海外投资的比重，策略也更加多元，该模式介于挪威模式和耶鲁模式之间。

图表：加拿大养老金基金资产规模扩张迅速



资料来源：公司官网，兴业研究

图表：加拿大养老金基金资产配置以另类资产为主

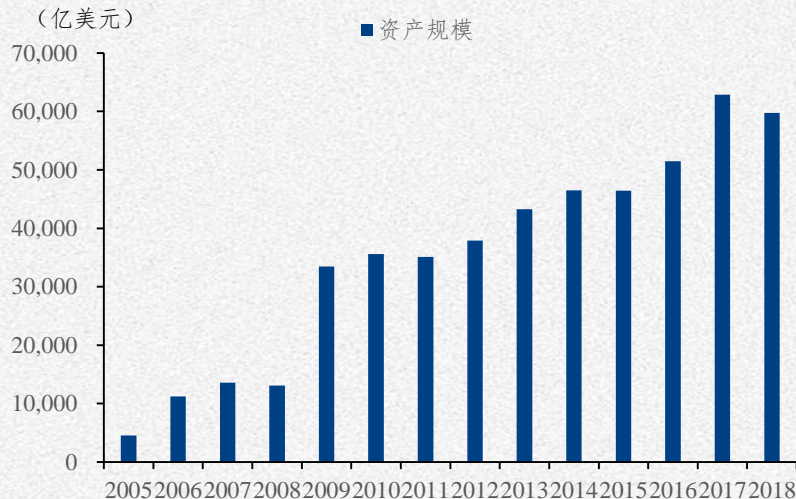


资料来源：公司官网，兴业研究

# 贝莱德/先锋模式：被动型产品驱动长期投资

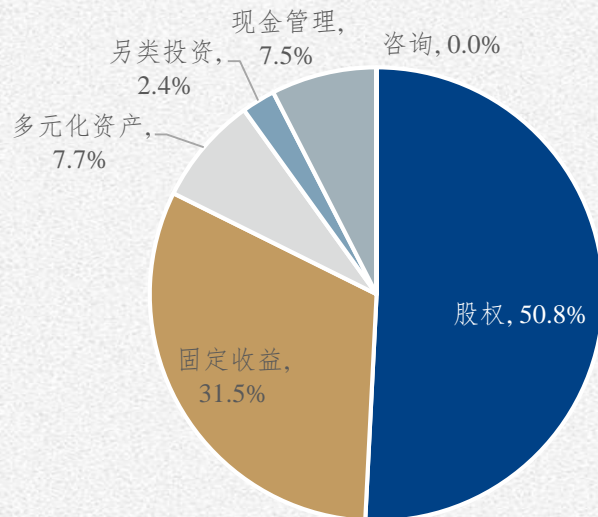
- 贝莱德/先锋基金模式侧重于被动投资，产品以指数类产品为主（包括指数基金、ETF），在被动配置形式的背后通过为客户提供解决方案的形式获得资金粘性，实现规模的迅速扩张。其中尤以贝莱德最具代表性。该模式的门槛不在于被动类产品，核心竞争力是客户的粘性，这需要配备专门的方案解决和投资顾问团队。

图表：贝莱德基金资产规模突破6万亿美元



资料来源：公司官网，兴业研究

图表：贝莱德资产配置以股权和债券为主



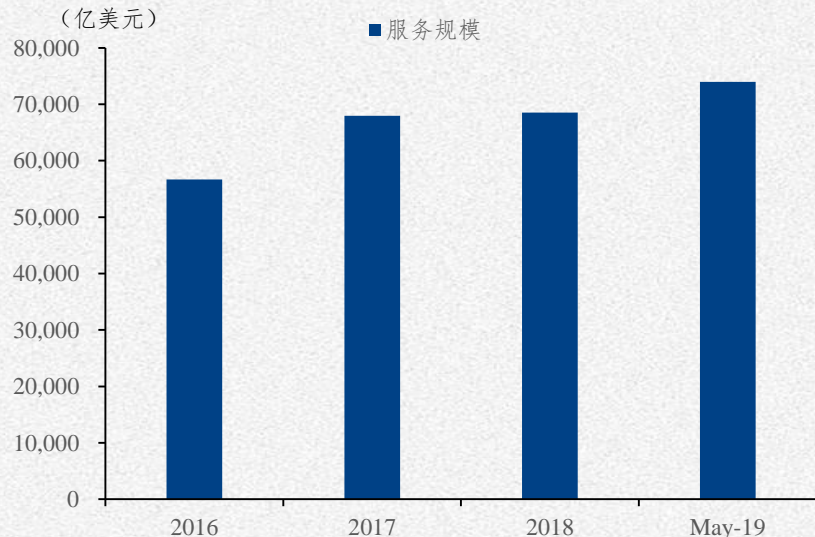
资料来源：公司官网，兴业研究



# 富达模式：资产管理与财富管理双轮驱动

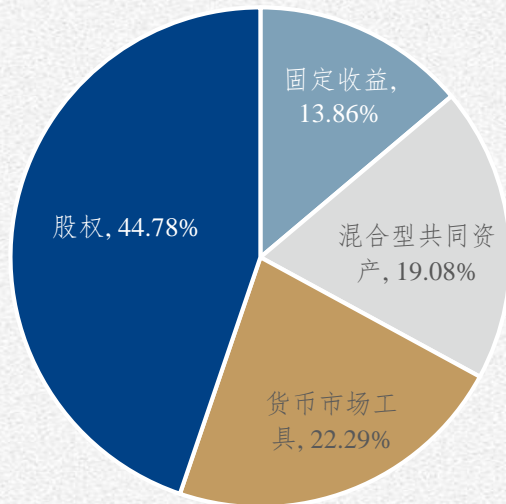
- 富达近十年来探索出了“资产管理+财富管理”双轮驱动的模式。目前，富达基金通过主动权益业务创设管理费最高的产品（权益类产品占比60%以上），同时通过扩张财富销售规模（目前近7万亿美元）来赚取销售佣金，这背后是极强的战略执行和组织能力。

图表：富达基金服务资产规模超7万亿美元



资料来源：公司官网，兴业研究

图表：富达基金资产配置以股权为主



资料来源：公司官网，兴业研究

# 海外经验一：机构端仍然是募资主力

- 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。

图表：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际，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%及超额管理费率提成
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>。

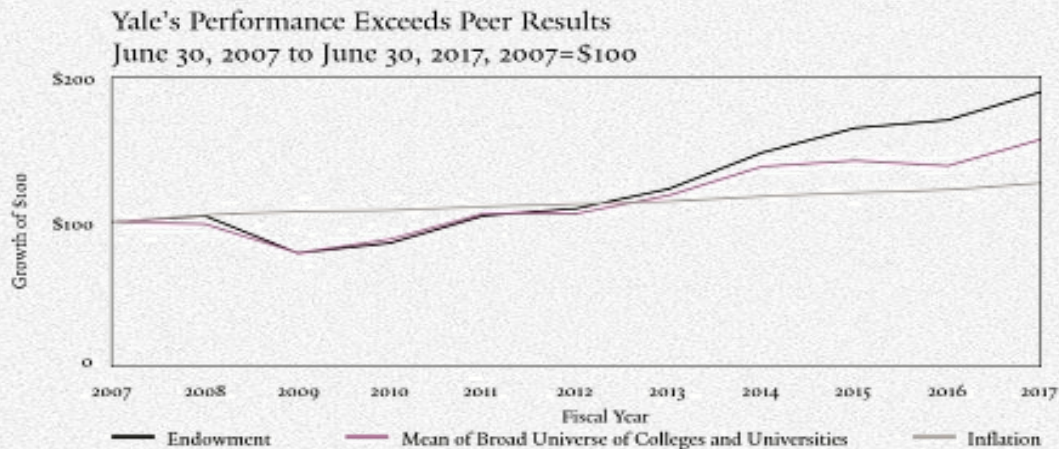
注3：财务数据更新截至2018年。



## 海外经验二：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。

图表：耶鲁基金在同类基金中表现出色

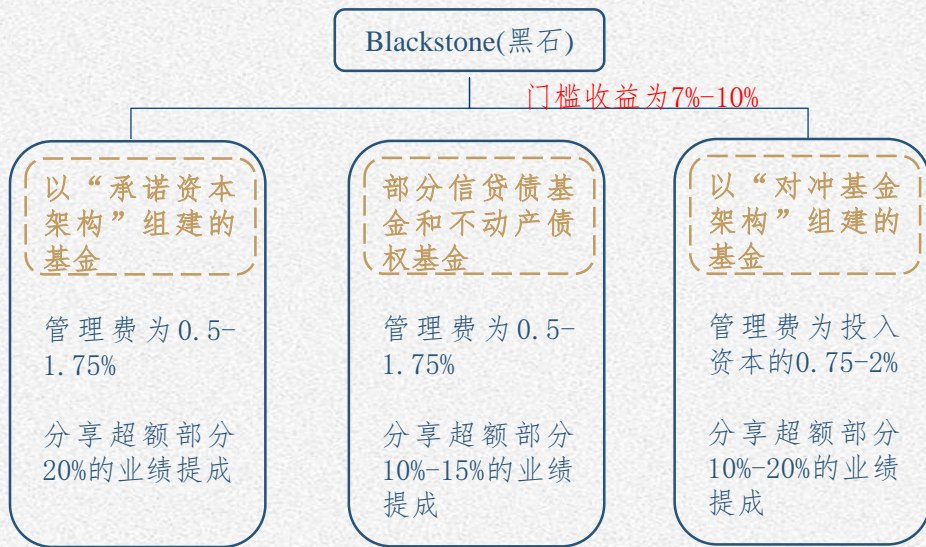


资料来源：基金年报，兴业研究

## 海外经验三：完善的跟踪/评价和激励长久维持双方关系

- 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。LP和GP是利益共存的共同体。故LP对GP的筛选和评价需要更复杂和系统的考量。

图表：黑石独特的激励机制



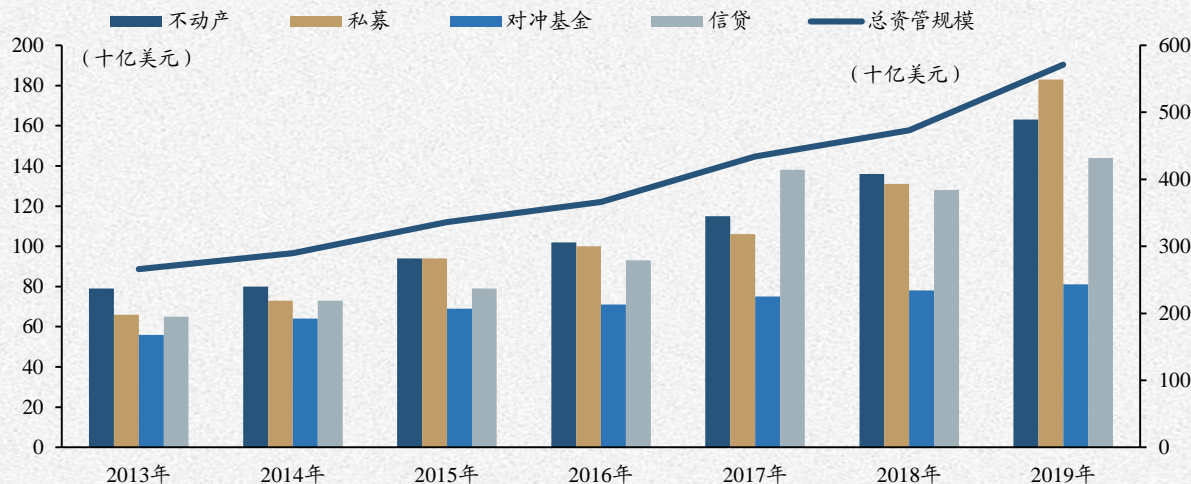
资料来源：兴业研究



## 海外经验三：完善的跟踪/评价和激励长久维持双方关系（续）

- 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。

图表：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

# 目录

五、海外经验

六、三个风口

七、定义“新委外”



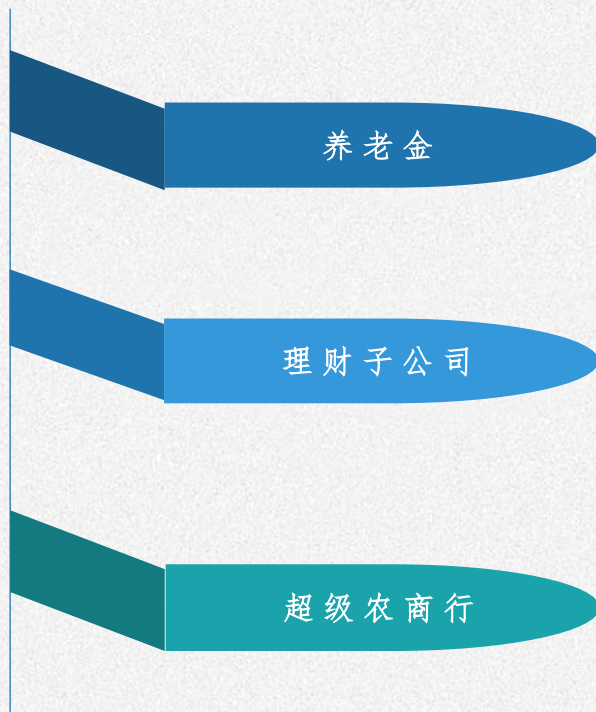
兴业研究

CIB RESEARCH

金融资产专业定价



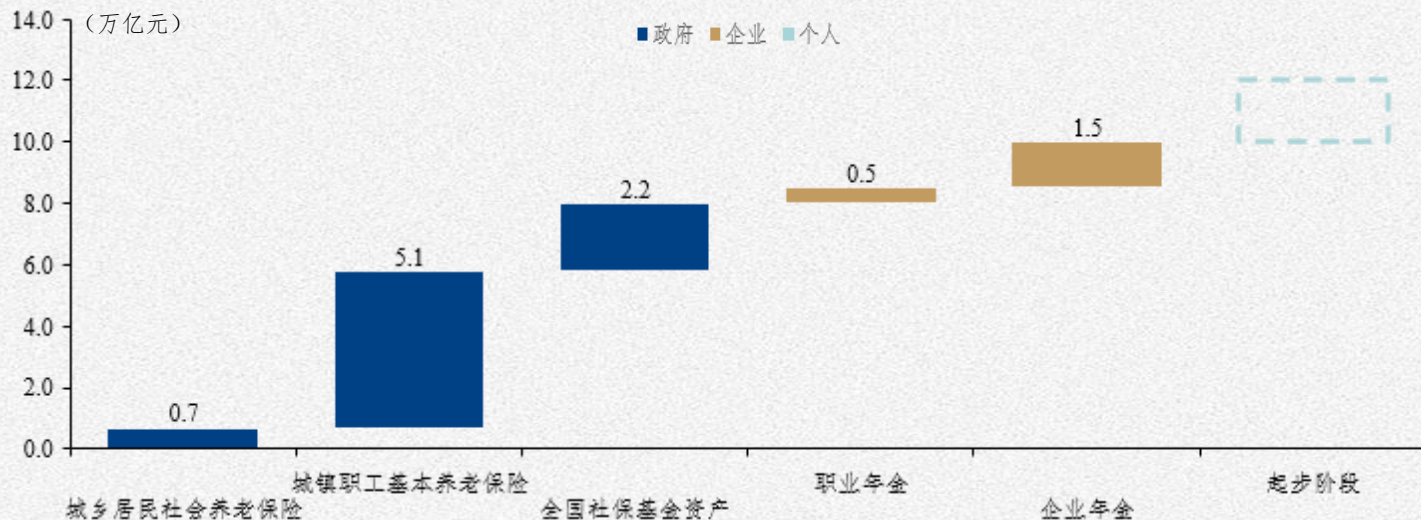
# 踏准资管的三个风口



# 养老金：第三支柱待勃兴

- 我国当前养老金体系以基本养老金（即第一支柱）为主。目前基本养老保险基金的累计结余约5万亿余元，全国社会保障基金约2.4万亿元，相比之下，职业年金约8000亿元，企业年金约1.6万亿元，商业养老保险约1000亿元，第二支柱和第三支柱规模严重不足。

图表：中国的养老保障体系主要靠基本养老



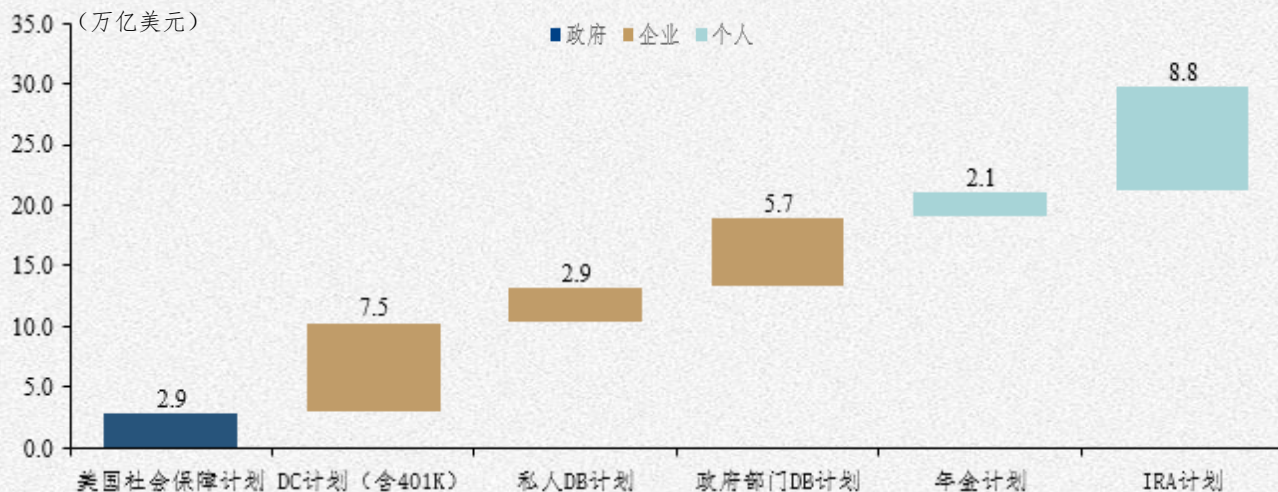
资料来源：Bloomberg，兴业研究



# 养老金：美国经验看第三支柱占养老金近九成

- 从美国经验看，私人养老金的规模27.5万亿美元，位列全世界第一，占其养老金资产总额的90.4%，占其GDP比例高达134.4%，这意味着62%的美国家庭至少有一个职业年金或者个人养老金账户。

图表：美国的养老保障体系三支柱完善



资料来源：Bloomberg，兴业研究

# 养老金：长期资金扩张带来委外机会

- 相关政策红利下，包括银行理财、信托、公募基金在内的资产管理机构通过产品创新有序拉长负债久期，加大居民养老等新场景挖掘。预计这将带来10万亿元新增资管扩张规模，其中5万亿元以上将通过委外形式完成。

图表：长期资金量的预测

	2019A	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	增长率假设	权益投资比例
存量长期资金								
基本养老	5.0	5.3	5.6	5.9	6.2	6.5	5.5%	10%
全国社保	2.5	2.7	2.8	3.0	3.2	3.3	6.0%	40%
企业年金	1.5	1.6	1.7	1.8	1.9	2.1	6.5%	20%
保险资金	15.0	15.8	16.7	17.6	18.6	19.6	5.5%	15%
增量长期资金								
个人养老金	1.0	1.2	1.3	1.5	1.7	2.0	15%	25%
银行理财	0.5	0.6	0.7	0.9	1.0	1.2	20%	15%
公募基金	0.3	0.4	0.4	0.5	0.7	0.8	22%	60%
信托	1.5	1.9	2.3	2.9	3.7	4.6	25%	40%
总计	24.0					40.2		8.4

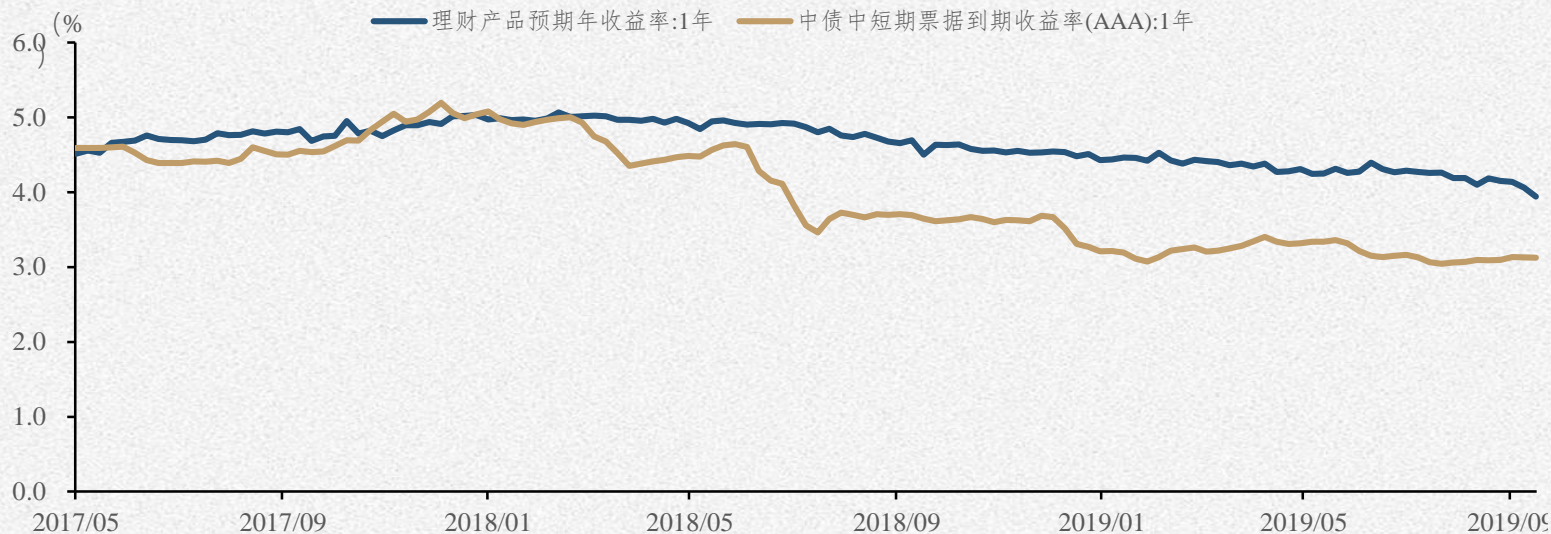
单位：万亿元  
资料来源：兴业研究测算



# 银行理财：理财子公司缺资产

- 滚动发行下阶段性资产与负债收益会倒挂。原因在于：在资金池操作模式下，收益倒挂产生的亏损不会当期反映在产品收益中；且产品主要为报价式产品，在同质化激烈竞争的市场化环境下，理财产品收益率较资产端收益下降缓慢。

图表：产品滚动发行下阶段性资产与负债收益会倒挂

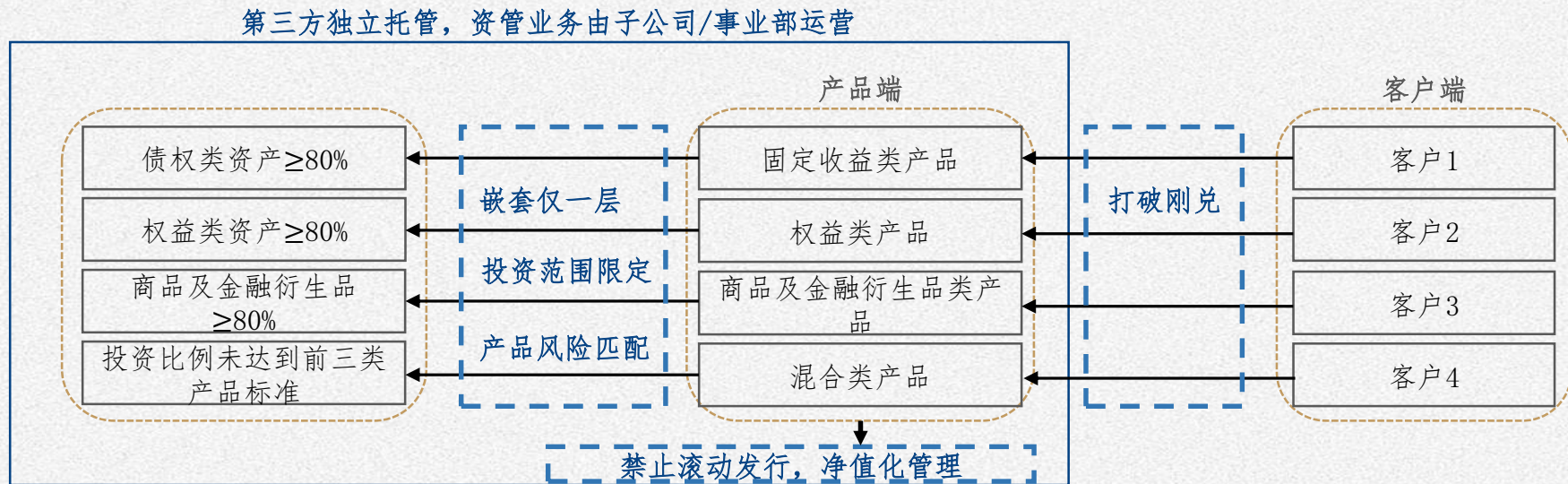


资料来源：Wind，兴业研究

# 银行理财：资管新规后加大净值化转型

- 2018年资管新规后实现银行表内和表外的隔离。资管业务打破刚兑，实现独立托管、未来银行资管业务将由独立子公司运行，更多参与大类资产的配置。

图表：资管新规后资管转向净值化管理



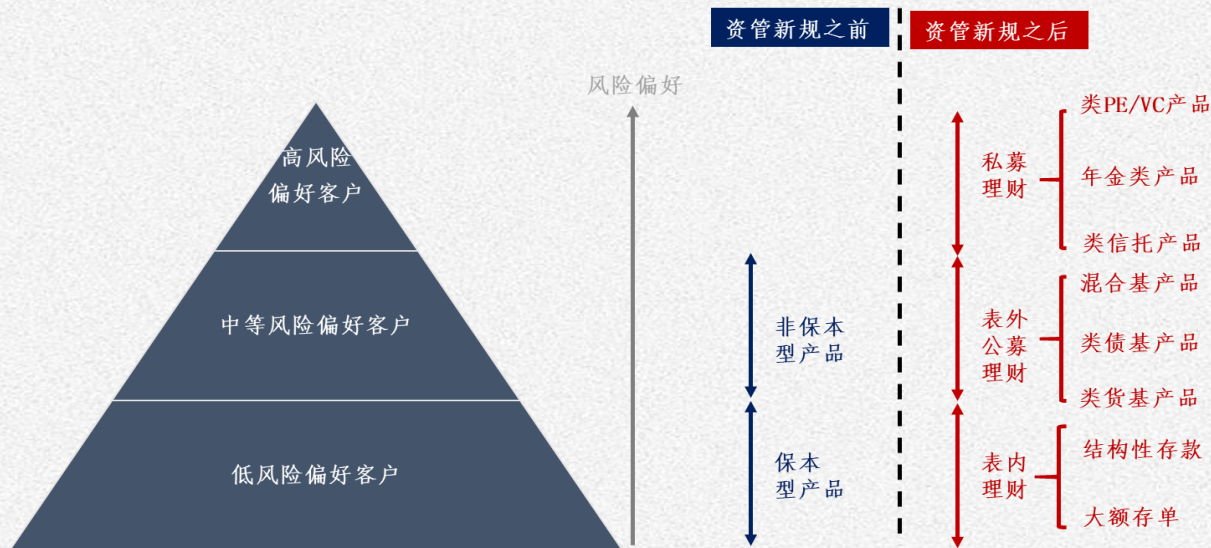
资料来源：兴业研究



# 银行理财：产品线持续完善

- 盘活相关资产是后续获得超额收益的主要来源，这是理财产品尤其是公募理财后续加大相关资产配置的主要方向。
- 产品创新上，后续动力来自于监管需求、外部渠道需求和新增渠道需求三者的博弈。这将影响下一步理财子公司的转型进度和路径。

图表：资管新规后预计银行理财会延伸自身的产品线

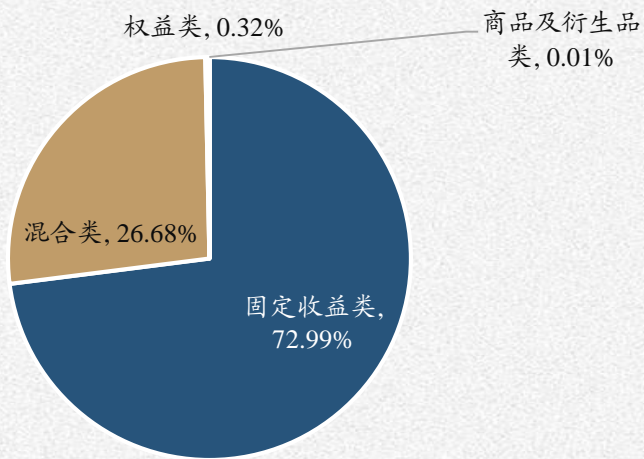


资料来源：兴业研究

# 银行理财：机会在于替代非标投资

- 目前非标投资占比近20%，未来相当一部分将通过委外等方式参与股票等风险资产，假设转化10%，这将带来2.5万亿元的委外资金。

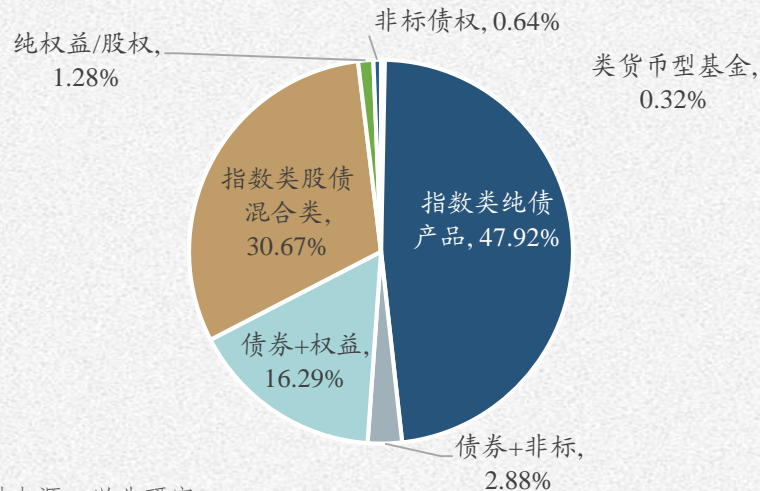
图表：理财子公司产品以固收为主体



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

图表：工银理财主要产品以指数类纯债和指数类股债混合居多



资料来源：兴业研究

注：时间截至2019年3月，详情参见《如何评价银行净值型理财产品？》



# “超级农商行”：正在形成的同业新势力

- 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。

图表：资产规模超过2000亿元的头部农商行

银行简称	资产规模 (亿元)	银行简称	拟注册地点
重庆农商行	10297.9	青岛农商银行	3416.67
北京农商行	9585.9	广东顺德农商银行	3310.41
上海农商行	9302.87	天津农商银行	3196.83
广州农商行	8941.54	武汉农商行	<u>2526.55</u>
成都农商行	<u>6230.53</u>	杭州联合农商银行	2365.46
东莞农商行	4612.09	陕西秦农农商银行	2079.12
深圳农商行	4220.01	江苏紫金农商银行	2013.19
江苏江南农商银行	4080.32	广东南海农商银行	2007.12

资料来源：公司年报，兴业研究

注：2019总资产规模超过200亿而未披露年报的有2家，分别是成都农商银行、武汉农商银行。故这两家数据为2018年数据，其余银行资产规模均为2019年末数据。

# “超级农商行”：联社改制拓展规模和投资边界

- 截至目前，全国已有13省农信机构资产规模超过1万亿元，分别包括：广东、江苏、浙江、山东、河南、河北、湖北、湖南、安徽、四川、山西、云南和江西。其中，广东和江苏农信系统资产规模已经超过3万亿，而浙江和山东农信系统的资产规模已经超过2万亿。

图表：部分省联社存贷款规模

名称	存款规模 (亿元)	贷款规模 (亿元)	资产规模 (亿元)
浙江省农村信用社联合社	23688	16412	--
江苏省农村信用社联合社	21010.77	14852.75	--
广东省农村信用社联合社	23831	14290	30902.37
山东省农村信用社联合社	197000	130000	--
安徽省农村信用社联合社	10023.89	--	--
河北省农村信用社联合社	15207	10275	18074
河南省农村信用社联合社	14133	9364	17055
湖北省农村信用社联合社	9304	6102	--
湖南省农村信用社联合社	9971	6070	--

资料来源：公司官网，兴业研究

注：江苏省、广东省农信社数据为2018年末数据、安徽省省联社为2018年Q2季度数据，其余均为2019年末数据



# “超级农商行”：改制后带来“委外”想象力

- “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。假设后续通过改制合并成农商行并有10%的表内资产可以委外，预计这将带来新增资金2.5万亿元。

图表：近期省联社改制进程加快

区域	时间	内容摘要
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。
	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	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

# 目录

五、海外经验

六、三个风口

七、定义“新委外”



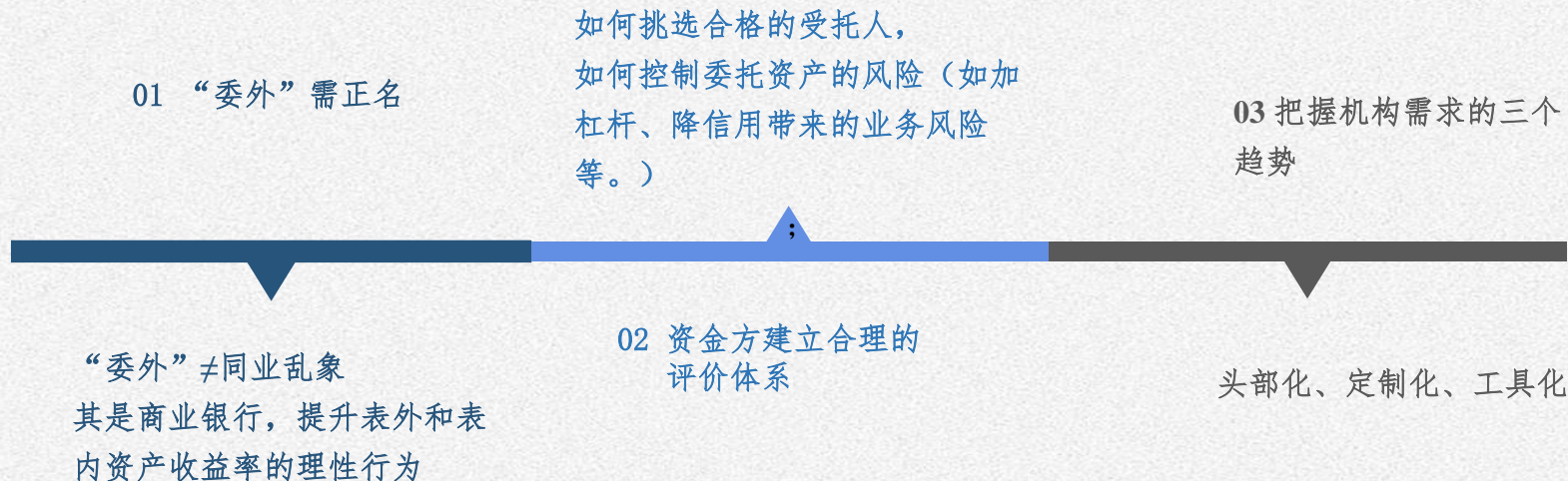
兴业研究  
CIB RESEARCH  
金融资产专业定价



# 三个趋势：头部化、工具化、定制化

- 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。

图表：委外进化过程

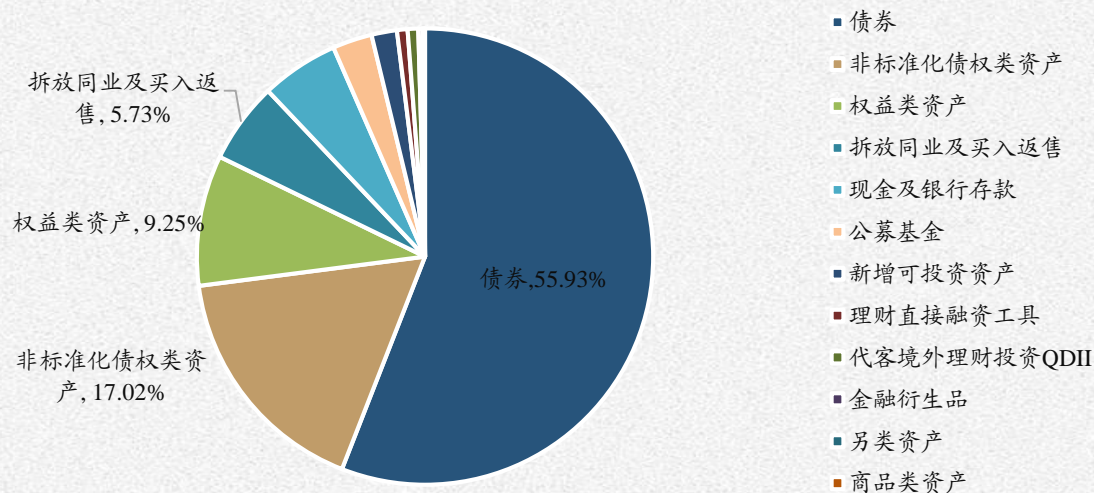


资料来源：兴业研究

# 头部化：理财子公司——替代非标投资需要新资产

- 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。
- 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。

图表：非保本理财产品资产配置以债券为主



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



图表：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：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

# 头部化：“超级农商行”——新机构资产投放需要新伙伴

- “超级农商行”形成后，可以减轻多头管辖（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。

图表：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，并按照统一规制、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。

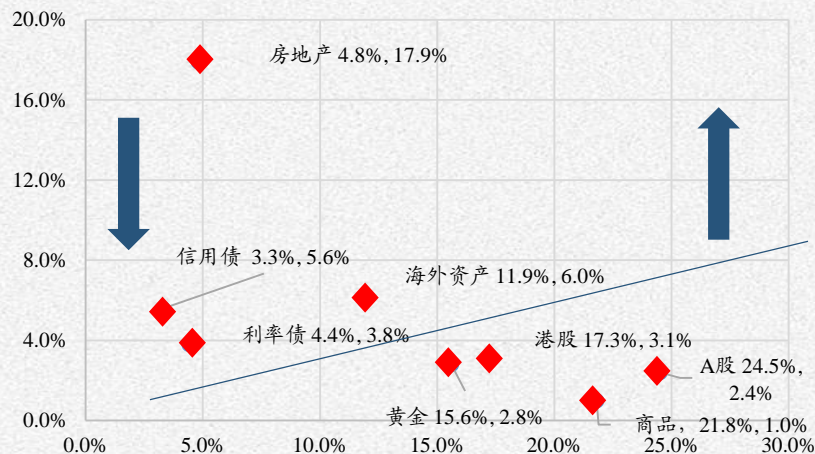
资料来源：相关官网新闻，兴业研究



# 工具化：传统报价式产品式微

• 过去银行委外以收益固定的报价式产品为主。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。

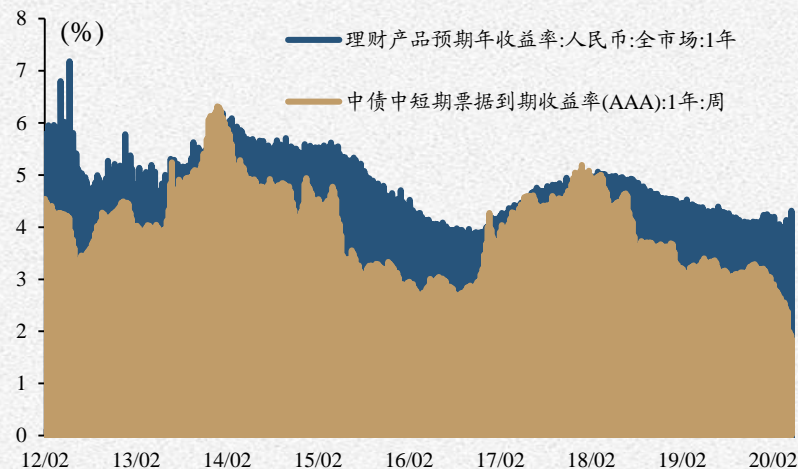
图表：未来大类市场资产的风险和收益正在重新调整



资料来源：Wind，兴业研究

注：2010年至2019年数据

图表：近期银行理财资产端和负债端倒挂愈发明显

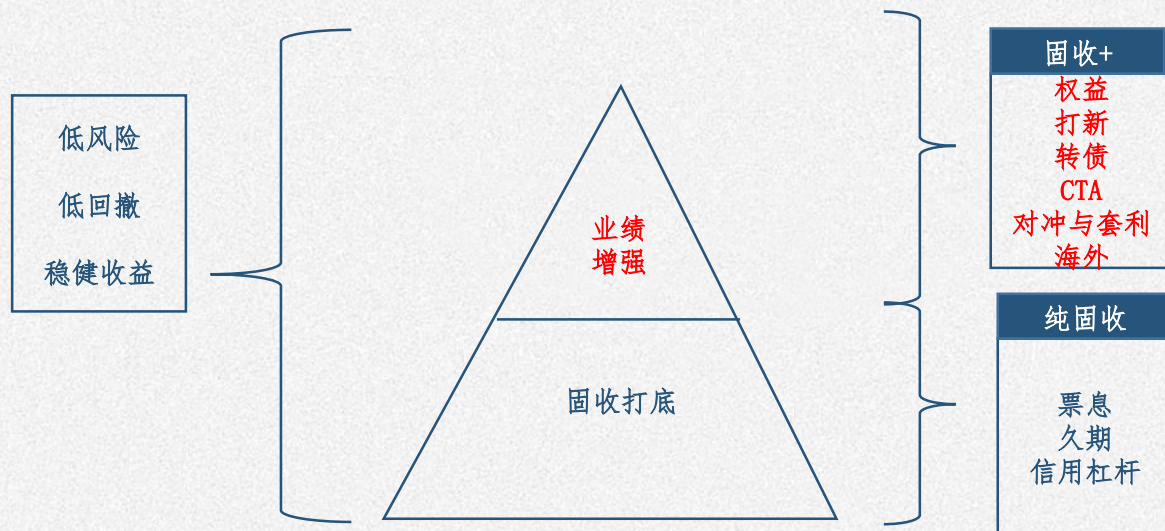


资料来源：Wind，兴业研究

注：2012年至2020年数据

# 工具化：收益增强策略更被关注

图表：固收增强投资策略

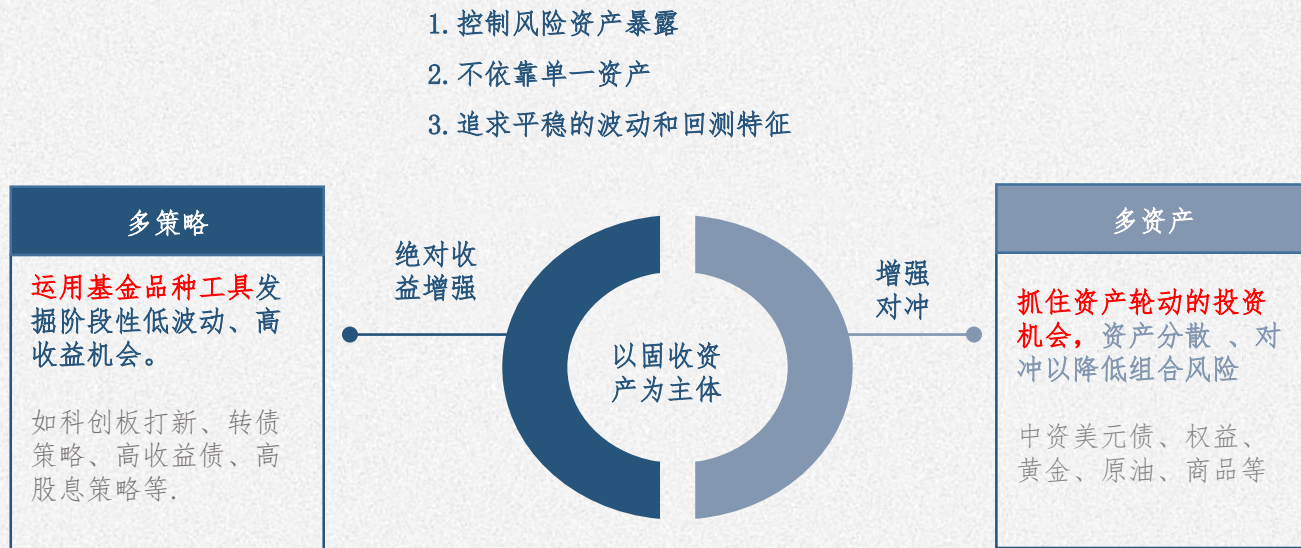


资料来源：兴业研究



# 工具化：收益增强主要靠多资产和多策略运用

图表：多策略和多资产体系

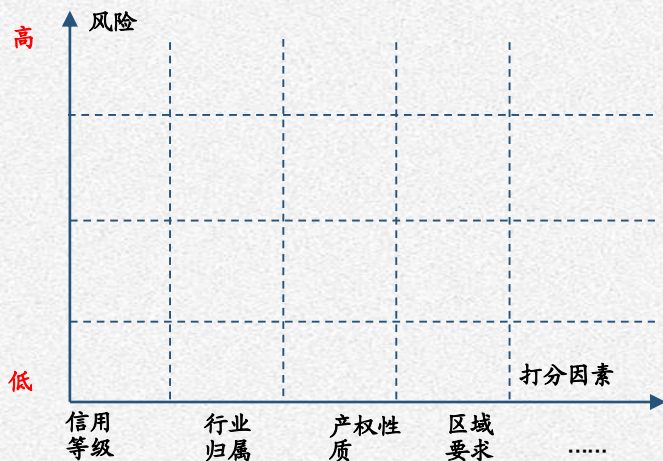


资料来源：兴业研究

# 工具化：从报价式产品到组合管理

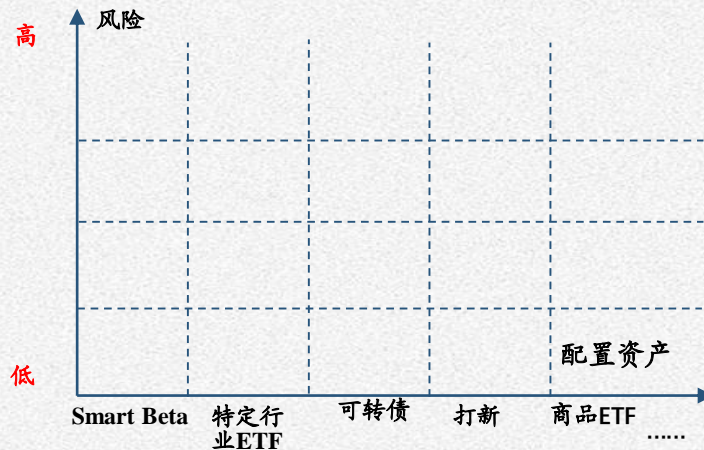
- 委外“工具化”导向下，两类新资产工具将受到青睐。一是虽传统但交易成本更低的标准化资产；二是适合表外配置增厚收益的新资产。

图表：信用债工具化投资设想



资料来源：兴业研究

图表：大类资产配置工具化投资设想



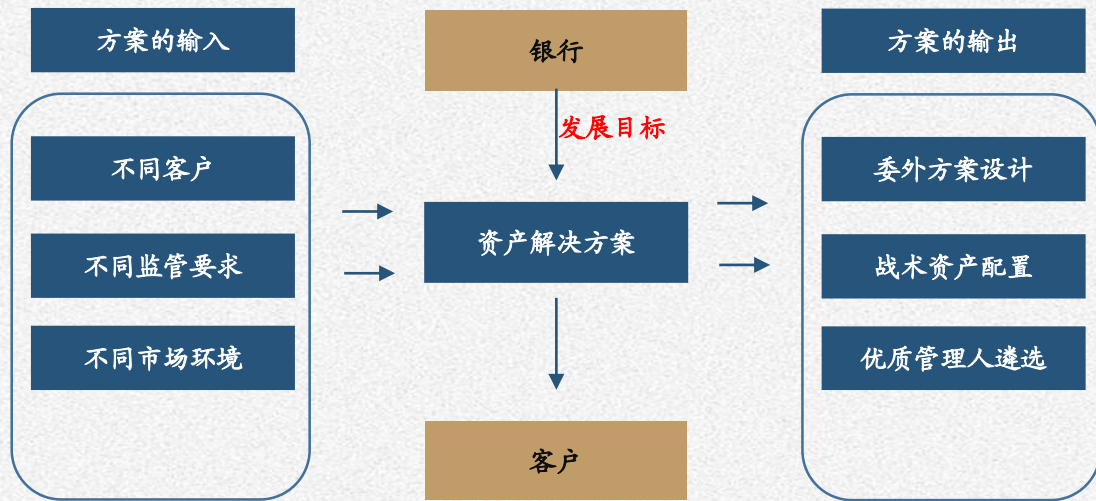
资料来源：兴业研究



# 定制化：为机构客户提供资产解决方案

- 考虑到客户投资有试错成本，资管机构需安排设立分析团队参与委外产品选择与配置的全过程。
- 机构委外业务的发展目标应是深入理解客户需求，机构客户提供资产解决方案。

图表：机构委外解决方案的输出和输入

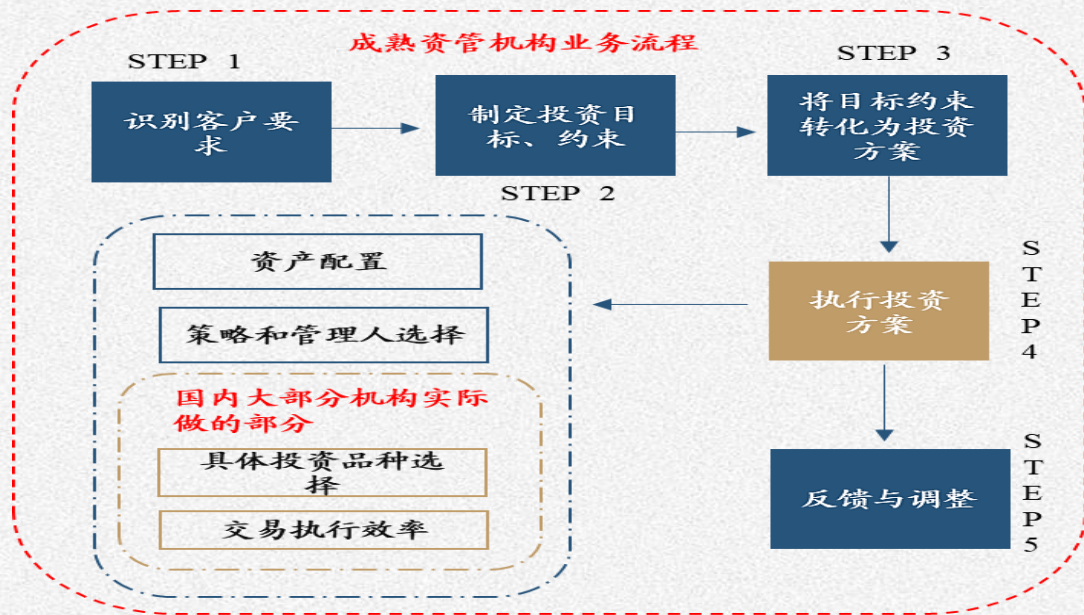


资料来源：兴业研究

# 定制化：解决机构差异化需求

- 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。

图表：未来机构委外业务体系设想



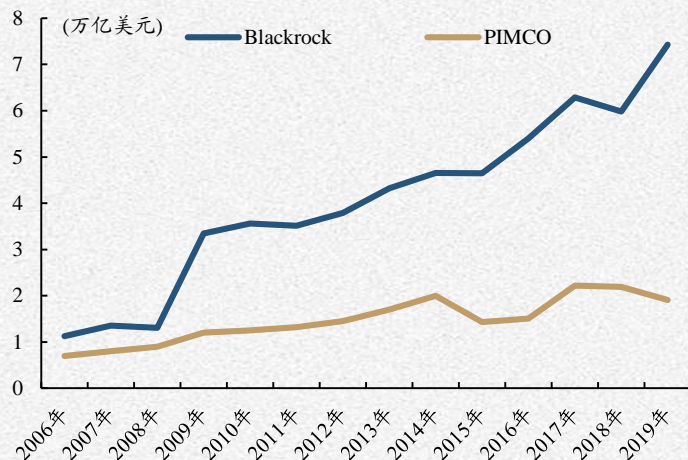
资料来源：兴业研究



# 定制化：阿拉丁系统提供委外定制化方案

- Blackrock将解决方案（固定收益产品设计）升级为Aladdin阿拉丁系统。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。

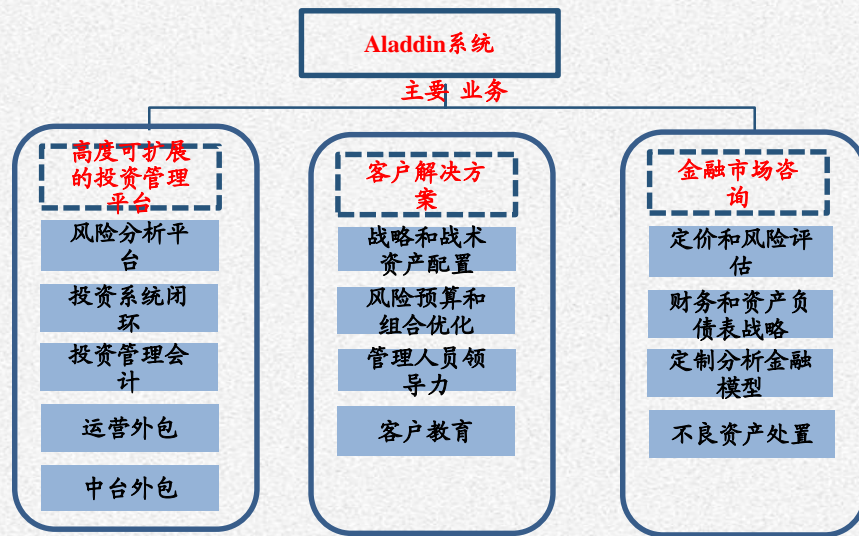
图表：起步类似的Blackrock目前资管规模远超PIMCO



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

图表：Aladdin系统提供多元产品模块



资料来源：兴业研究

# 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。

© 兴业研究版权所有 “兴业研究”为兴业银行成员机构 使用前请参阅最后一页重要声明





兴业研究  
CIB RESEARCH  
金融资产专业定价

谢谢观看