

2024

中国资产管理行业观察报告

2024 China Asset Management Development Trend Report

财联社、兴业研究公司

并购家 免费行业报告网

IPOIPO.CN 每日更新 不用注册会员 无广告 永久免费

编制机构介绍

财联社

财联社是由上海报业集团主管主办，持有《互联网新闻信息服务许可证》的财经通讯社和财经数据服务商，以“准确、快速、权威、专业”为新闻准则，为投资者提供专业的投资资讯。

财联社通过数百名记者覆盖主要国家及国内 30 多个省市自治区，形成对国内上市公司、发债企业、港美股及各省百强企业的全面覆盖和深度报道能力。

财联社凭借强大的原创内容生产力以及深度专业分析能力，为投资者提供 365 天 7*24 小时不间断的电报，提供财经资讯、数据分析、专家咨询等全方位的财经信息服务。

兴业研究公司

兴业经济研究咨询股份有限公司（CIB Research Co.,Ltd.）（简称“兴业研究公司”）2015 年 6 月成立于上海，为兴业银行成员机构，是国内首家银行系独立法人研究公司，按照市场化机制运作。

兴业研究公司布局“战略研究、市场研究、行业研究”三大研究板块，围绕宏观市场、绿色金融、金融行业、外汇商品、固定收益、细分行业等领域开展专业研究，持续拓展研究的深度和广度，全面提升研究服务质效。

兴业研究公司始终以服务我国经济高质量发展为使命，以“创新、协调、绿色、开放、共享”五大发展理念为指引，致力于推动专业研究与金融实践相结合，积极为我国经济转型贡献研究智慧。

课题组

组长：

曲伟治、鲁政委

成员：

财联社：卢先兵、伍成奇、李翀、杨一骏、林卓然、张良

兴业研究公司：陈昊、郭于玮、吕爽、陈敬

摘要

伴随着我国经济的快速发展，居民财富管理与资产管理的需求也逐步增多，在《资管新规》整体规范之后，我国各类资管产品也已进入了快速规范发展的新时代。截至 2023 年末，我国资产管理行业管理资产规模（重合部分未剔除）约为 140.64 万亿元，同比增加约 3.10%。分资管产品类别来看，2023 年末，公募基金净值为 27.60 万亿元，银行理财产品规模 26.80 万亿元，信托资产规模 23.92 万亿元，私募基金产品规模 20.32 万亿元、私募资管产品规模 12.41 万亿元、资产证券化行业产品规模 1.92 万亿元，保险资金运用余额 27.67 万亿元。其中，2023 年公募基金管理规模超越银行理财成为资管行业细分领域规模第一位。从资管产品的收益率来看，由于地方政府隐性债务化解、存款牌价调降、各类债券收益率走低等多方面因素，以固收产品为底层资产的资管产品收益率都出现了不同程度的降低。

为了有效引导资管行业高质量发展，在《资管新规》的大框架之下，监管部门持续完善资管行业各细分子类监管规则的“四梁八柱”。具体来看，2023 年我国资管行业的主要监管导向包括：第一，监管部门重新厘清机构责任，进一步加强功能监管和行为监管。第二，公募基金费率改革逐步推进，重塑行业发展生态。第三，私募基金行业迎来首部行政法规，推动私募基金行业加速出清，业务活动向法制化、规范化发展。第四，重新划分信托业务类别，明确各类信托业务职责边界，加快信托业务整改，确立信托行业规范发展方向。

从银行理财的发展趋势来看，2023 年银行理财规模平稳回升，立足低波稳健，服务长尾客群，以现金管理类及其他固收类产品为主的产品结构则出现了进一步强化，2023 年银行理财作为银行存款“蓄水池”的作用凸显。理财投资者低波稳健的诉求促使银行理财产品呈现“理财存款化”的特征。在产品端，以现金管理类产品为代表的固定收益类产品规模占比持续提升，在投资端，资产配置结构中存款占比提升。在理财产品的收益率方面，理财产品收益随债券收益率下降、银行存款牌价调降而逐步下行。在理财总体规模增长相对平稳的背景下，股份制银行下属理财公司深挖代销渠道，实现了逆势规模扩张。预计未来银行理财产品结构仍将以固收类产品为主，投资者对混合类产品的配置需求随 A 股整体市场表现好转或有边际提升。而从长远发展来看，理财产品未来尚有以下两个领域有待完善：第一，业绩比较基准的设置需要更科学，必要时监管部门可进行事中和事后追溯考察判断业绩比较基准设置是否合理。第二，

理财产品类别应进一步丰富，尤其需要大力研发创设混合类产品，避免短期限产品规模过大。

从信托行业的发展趋势来看，2023 年全年，信托产品规模增速加快回升，投资类信托规模占比持续提升。在我国经济转型发展的大背景下，信托行业深化业务转型，城投、房地产信托业务占比持续下降。信托公司在 2023 年逐步提升资产管理业务能力，加大对标准化金融资产的配置。为了防范化解金融风险，2023 年，信托行业持续进行机构风险处置，各信托公司通过多渠道补充资本，增强风险抵御能力。在《资管新规》的基础上，信托行业监管政策的“四梁八柱”逐步完善，其中尤以 2023 年发布的《关于规范信托公司信托业务分类的通知》（银保监规〔2023〕1 号，以下简称“《信托三分类新规》”）最为重要，明确了信托业务转型的方向。调整后的《信托三分类新规》将信托业务分为资产服务信托、资产管理信托、公益慈善信托三大类 25 个业务品种。在监管部门的引导下，部分信托公司探索信托服务转型后的新业务模式，发展标品金融投资业务，以及绿色信托产品、不良资产处置信托产品等特色业务。

从公募基金行业的发展趋势来看，份额数量名列前茅的公募基金主要是货币市场基金、中长期纯债型基金、偏股混合型基金、被动指数股票基金、短期纯债型基金、灵活配置型基金。从境外市场的趋势来看，自 2009 年以来，美国基金业的发展呈现权益化、被动化两大特征。而在境内市场，相比于美国，目前我国基金产品权益化和被动化的发展势头还不明显，未来仍有较大发展空间。从海外资管市场的发展经验来看，股票基金规模提升是大势所趋。为了更好的促进公募基金行业加快发展，未来或可以用好以下方式：第一，壮大长期资金队伍。一是增加基本养老金归集委托投资规模，探索养老金第一支柱适度扩大投资股市。二是鼓励增加个人养老金缴款额度，做大养老金第三支柱。第二，促进基金投顾发展。

从保险资管行业的发展趋势来看，2023 年，保险资管公司数量小幅增加，保险资管公司所管理资产的规模稳步增长。从保险资管公司的盈利情况来看，不同公司间出现盈利分化，前三大机构的利润占据行业总利润的近 50%，部分中小保险机构面临营收净利润增速“双降”。保险公司投资资金中，近 70%委托关联方保险资管公司进行管理，采用“自主+委托+单一资产管理计划投资模式”的保险公司数量最多，相关资金规模占比近 80%。从收益情况来看，保险资管公司之间收益表现相对分化，头部公司的投资年化收益率表现较稳健。从保险资管公司的发展情况来看，总体有三方面相对明

显的趋势：第一，积极推动第三方业务发展，广泛参与大资管行业角逐，增强自身资产管理业务能力。第二，发挥长期资金优势，探索获取另类优质资产的投资能力。第三，升级投研体系建设，匹配建设多元策略化投资能力。

从券商资管行业的发展趋势来看，2023 年，券商资管总规模继续压降，不过券商资管规模在 2024 年一季度环比企稳。在业务结构上，2023 年券商私募资管产品规模收缩，公募基金业务规模小幅上升。2023 年券商资管子公司牌照批复进度加快，各券商资管子公司积极申请公募业务资格拓展公司业务转型范围。2023 年有 2 家券商资管子公司获得公募业务资格，预计未来获得公募业务资格的券商子公司数量将进一步增加。证券公司重视发展专项资产管理业务，是发行企业资产证券化产品主力。而证券公司的企业资产证券化产品以债权类为主，REITs 类产品占比逐步提升。2023 年，券商资管业务结构深化调整，逐步增强主动管理能力，持续向公募业务及专项资产管理业务转型，结合证券公司平台及自身禀赋，券商资管探索差异化发展方向，具体来看，未来券商资管有着较为明确的两方面转型方向：一是券商资管机构的公募基金业务协同券商投顾体系发展战略，突出特色产品，扩大零售端客户渠道。二是券商资管专项资产管理业务可以协同券商投行业务资源，发掘实体经济融资需求，协同提供综合化金融服务。

从海外资管的发展趋势来看，另类资产的投资管理贡献了境外资管公司超过一半的收入，而低费率的被动策略产品规模持续扩张。另类资产投向中，私募股权占比提升、对冲基金占比下降，私募股权及对冲基金合计贡献近 80% 的收入。而从资金流向来看，资金流向大型机构的集中度持续提升。从总体来看，近年来境外资管市场行业发展呈现了以下特征：第一，美国地区资管市场，对权益型产品的配置由共同基金转向 ETF。第二，在欧洲地区资管市场，债券型基金和货币市场基金净销售额回升。第三，日本地区资管市场，央行入市购买 ETF 推动了股票型投资信托的发展。从境外资管市场的发展经验来看，资产配置对外部宏观、货币政策环境调整会相应出现响应，资管机构布局多层次多条产品线应对趋势变化。此前较长一段时间内，美欧日等地区处于低利率环境，投资者对争取高收益回报的基金有偏好，相关地区的基金产品布局出现权益扩张，布局另类资产、探索海外资产的结构变化。

随着近年来金融科技快速发展，境内外资管行业也在逐步探索运用科技手段，提升自身的经营水平。从具体的运用方式来看，目前资管机构在投资端已逐步开始探

索增加程序化交易、量化交易等方式提升投资的效率，而在募资端，智能投顾也在进一步将投资者的投资目的与资管产品的募资进行优化匹配，在提升投资者投资体验的同时，也可以避免开放式资管产品在特殊环境下遭遇流动性问题。未来，随着数字金融的加速发展，我国资管行业各个领域对于金融科技运用或也将进一步拓宽和深化：

第一，大语言模型和 AI 的运用对于投研体系效率的提升。第二，自动化的风险管理和监测体系有助于风控智能化。第三，升级智能投顾为客户投资全生命周期陪伴旅程。第四，从自动化交易到智能决策和智能投资的升级。

目录

一、前言	13
二、我国资管行业整体情况纵览	16
(一) 资管行业市场格局变化	16
(二) 资管行业细分领域	21
1、银行理财	21
2、公募基金	23
3、信托	24
4、券商资管	25
5、私募基金	26
6、保险资管	28
(三) 2023 年资管行业监管政策趋势回顾	29
(四) 低利率下的新环境与挑战	31
三、银行理财：立足低波稳健，服务长尾客群	35
(一) 2023 年银行理财整体情况	35
(二) 2023 年银行理财发展特点分析	41
(三) 银行理财发展前景展望	47
(四) 理财产品发展仍有待进一步完善的方面	50
四、信托行业：提升主动投资能力，新分类下重启航	51
(一) 2023 年信托业发展回顾	51
(二) 信托三分类新规对信托业发展影响	57
(三) 信托公司经营表现及业务特色发展	62
五、公募基金：丰富指数产品货架，强化投研能力建设	65
(一) 规模变动	65
(二) 品种结构	68
(三) 投资收益	70
(四) 行业趋势	71
(五) 发展展望	74
六、保险资管：规模稳步上升，发挥长钱优势	78
(一) 保险资管机构主体情况	78
(二) 保险资管公司管理资产的摆布与资金来源	82
(三) 保险资管公司发展趋势	92
七、券商资管：稳步转型，机构间出现分化	94
(一) 2023 年券商资管整体发展情况回顾	94
(二) 私募资管业务：规模持续压降	98

(三) 券商资管转型公募基金：债基为助力产品.....	102
(四) 企业资产证券化业务：REITs 类产品占比提升.....	105
(五) 券商资管发展展望.....	108
八、海外资管：当前趋势与历史镜鉴	109
(一) 全球资管行业 2023 年发展回顾.....	109
(二) 海外发达经济体资管市场行业发展特征.....	114
(三) 海外资管发展趋势的经验借鉴.....	124
九、科技赋能资管行业高质量发展	126
(一) 自动化交易提升资管产品投资效率.....	127
(二) 智能投顾优化匹配募资来源.....	131
(三) 未来资管行业进一步运用科技的前景.....	135
参考文献	138
免责声明	141

图表目录

图表 1:	我国主要类型资管机构及其产品供给情况	16
图表 2:	2023 年年末, 我国资管行业管理资产规模约 141 万亿元	18
图表 3:	不同类型机构新发理财产品收益率	19
图表 4:	养老金产品中含权益类产品的当年加权平均收益率	19
图表 5:	2023 年不同资管产品收益表现	20
图表 6:	从产品类型来看银行理财产品规模增长趋势	22
图表 7:	公募基金不同类型产品规模趋势	24
图表 8:	基于不同资金来源的信托产品规模分类趋势	25
图表 9:	2023 年年末私募基金规模较 2022 年年末基本持平	27
图表 10:	我国 10 年期国债收益率	32
图表 11:	GPIF 投资组合	33
图表 12:	银行理财市场存量规模及产品数量变化	36
图表 13:	新发理财产品业绩基准(按投资性质)	37
图表 14:	理财产品平均收益率持续下滑	37
图表 15:	2023 年股份制银行理财公司加快份额扩张	39
图表 16:	2023 年年末, 理财投资投资者数量 1.14 亿	40
图表 17:	理财产品新发行规模(按期限类型)	41
图表 18:	理财产品存续规模月度净变化	42
图表 19:	理财产品破净数量占比	43
图表 20:	银行理财资产配置结构	45
图表 21:	美国共同基金平均费率持续走低	46
图表 22:	银行定期存款利率逐步下行	47
图表 23:	理财产品存续规模月度净变化	48
图表 24:	理财业绩比较基准	50
图表 25:	按功能分类的信托产品规模及变化情况	52
图表 26:	按资金来源分类, 不同信托产品规模及增长情况	53
图表 27:	从运用方式来看, 资金信托中交易性金融投资占比提升	54
图表 28:	从投向来看, 资金信托投向证券市场占比提升	55
图表 29:	2023 年已清算主动、被动管理类信托项目收益率	56
图表 30:	信托公司处置进展	57
图表 31:	近年来信托行业主要公开监管规定	58
图表 32:	信托公司信托业务新分类简表	60
图表 33:	2023 年信托公司经营情况有所回升	62

图表 34: 2023 年年末信托公司信托资产分布	64
图表 35: 新设公募基金数量快速增加	66
图表 36: 不同类型基金净值变化	67
图表 37: 含权基金份额占比提升	68
图表 38: 公募基金细分种类较为多元	69
图表 39: 近 5 年货币基金份额占比有所下滑	70
图表 40: 长周期视角下含权产品收益表现更好	71
图表 41: 美国基金产品规模占比	72
图表 42: 我国基金产品净值占比	73
图表 43: 大类资产风险收益表现	74
图表 44: 主要经济体养老计划资产配置结构	75
图表 45: 美国 IRA 账户资金和其他养老金计划的资金可以自由流动	76
图表 46: 美国注册投资顾问(RIA)管理规模持续扩张	77
图表 47: 投资顾问的业务领域	78
图表 48: 截至 2024 年 4 月末, 保险资管公司资产规模约 1221.37 亿元	79
图表 49: 2023 年保险资管公司营业收入、净利润	80
图表 50: 保险公司年化财务投资收益率下滑	81
图表 51: 2022 年和 2023 年养老金产品收益率	81
图表 52: 2020-2022 年保险公司不同投资模式情况-资产规模占比	83
图表 53: 2020-2022 年保险资产管理公司各类资金占比情况	83
图表 54: 2022 年年末保险资产管理公司资金来源构成情况	84
图表 55: 2022 年保险资产管理公司各类业务规模及构成	85
图表 56: 2021-2022 年保险资产管理业主要投资资产规模及增速情况	87
资料来源:《中国保险资产管理业发展报告(2023)》, 课题组	87
图表 57: 2022 年保险资产管理公司具备的投资管理能力	88
图表 58: 保险资管公司投资收益分布	89
图表 59: 2023 年 A 股上市保险公司投资资产规模稳健增长	90
图表 60: 2023 年 A 股上市保险公司投资资产结构变化	91
图表 61: 2023 年 A 股上市险净投资收益率下降	92
图表 62: 2023 年 A 股上市险总投资收益率下降	92
图表 63: 券商资管业务压降规模持续调整结构	95
资料来源: , 中基协, 课题组	95
图表 64: 2023 年证券公司资产管理业务净收入较 2022 年下滑	96
图表 65: 截至 2023 年年末, 共有 30 家证券公司资管子公司成立或获得批复	98

图表 66: 2023 年私募资管行业存续规模持续压降	99
图表 67: 2023 年券商资管存续产品规模以固收类产品为主	100
图表 68: 2023 年券商资管备案产品设立规模以集合资产管理计划为主	101
图表 69: 2023 年券商资管备案产品以固收类、混合类产品为主	101
图表 70: 2023 年年末, 债券型基金占公募基金业务规模净值一半以上	103
图表 71: 券商及其资管子公司公募业务规模净值	104
图表 72: 2023 年年末不同机构产品结构	105
图表 73: 2023 年年末, 证券公司企业资产证券化业务占行业规模为 94.13%	106
图表 74: REITs 类产品占比逐步提升	106
图表 75: 2024 年一季度, 前 20 家机构企业资产证券化产品月均规模	107
图表 76: 全球资管行业规模	110
图表 77: 不同地区资产管理规模变化趋势	111
图表 78: 不同产品配置策略规模结构	112
图表 79: 另类资产的资产配置结构趋势	113
图表 80: 共同基金资金净流入变化	113
图表 81: 从产品类型来看, 美国资管市场以共同基金为主	114
图表 82: 2023 年共同基金中权益型基金占比过半	115
图表 83: 共同基金净新增资金结构	116
图表 84: 2023 年美国 ETF 规模扩张	117
图表 85: 欧洲资产管理规模趋势	118
图表 86: 欧洲投资基金中 UCITS 产品的净资产规模结构趋势	119
图表 87: 欧洲本土持有欧洲投资基金的投资者结构	120
图表 88: 2023 年年末日本投资信托业规模结构	122
图表 89: 1990-2023 年日本股票型投资信托规模变动	122
图表 90: 2013-2023 年日本股票型投资信托规模变动	123
图表 91: 2012-2023 年日本股票型投资信托产品结构	124
图表 92: 欧美股市高频交易在市场总成交额中占比 (截止 2010 年)	129
图表 93: CME 部分期货产品自动化交易占比	130
图表 94: CME 部分期货产品自动化交易占比	133

一、前言

伴随着我国经济的快速发展，居民收入逐步提高、生活水平的改善，居民金融资产积累也日益增多。由此，居民对于财富管理的需求也逐步上升，我国资管产品市场在经历了《资管新规》的规范后，进入规范化快速发展的新时代。截至 2023 年末，我国资产管理行业管理资产规模（重合部分未剔除）约 141 万亿元，同比增加约 3.10%。

随着经济社会发展，不同类别的资管产品在把握共同发展机遇的同时，也面临着共性或个性化的发展挑战。例如，净值化转型之后的理财产品曾经出现过“破净潮”，与其过往“低波、稳健”乃至“刚兑”的特性出现差异，进而使得不少投资者选择不再投资净值波动较大的理财产品。又如，在房地产、城投等行业融资需求下降、信用风险上升的背景下，信托业务谋求转型发展、寻找新增长点。还比如，在我国逐步进入低利率环境的过程中，各类资管产品都经历着收益水平逐步下降的压力。

为了更好的观察、梳理境内资管行业现状，以及各类资管机构的发展情况，借鉴境外经验、结合我国国情对我国不同类型资管机构的发展前景进行展望，我们编纂了《2024 中国资产管理行业观察报告》。本报告共分为七个部分：

第一部分为我国资管行业整体情况纵览，从我国境内资管行业发展的整体情况进行了纵览和观察，并对我国资管行业细分领域的发展情况进行总览。

第二部分为银行理财发展情况与展望，该部分通过对 2023 年我国银行理财产品发展情况和特点进行研究分析，对当前我国银行理财的发展前景以及尚待完善的方面进行了揭示。

第三部分为信托行业的发展情况与展望，该部分根据信托业近年来的发展情况，结合三分类新规对信托行业的影响，对信托公司加速业务转型、开拓业务新方向进行了分析和展望。

第四部分为公募基金的发展情况与展望，该部分结合近年来公募基金规模变动、品种结构、投资收益、行业趋势的情况，对公募基金的未来发展提出了展望和建议。

第五部分为保险资管的发展情况与展望，该部分根据当前我国保险资管机构主体的发展情况，以及保险资管公司的资产排布和资金来源情况进行梳理考察，阐述了保险资管如何发挥“长钱”优势，支持经济发展的趋势。

第六部分为券商资管的发展情况与展望，该部分聚焦券商资管业务现状和业务转型等问题，剖析券商资管发展情况，并对券商资管未来发展趋势进行了展望。

第七部分为海外资管历史发展与当前情况的镜鉴，该部分梳理海外资管当前发展情况和此前在低利率时代的应对趋势，考察境外资管行业发展经验对我国资管行业发展的启示。

第八部分为科技赋能资管行业高质量发展的考察，该部分从投资端和募资端两个角度，分别考察了自动化交易和智能投顾等金融科技如何提升资管行业效能，同时对金融科技如何进一步在资管行

业中发挥作用进行了展望。

二、我国资管行业整体情况纵览

（一）资管行业市场格局变化

自 2018 年 4 月《资管新规》实施以来，我国资管行业总体保持了平稳发展态势。2023 年金融监管总局正式挂牌后，金融监管总局成立资管司，从而有效统筹推动对信托公司、理财公司、保险资管公司的监管，持续引导资管行业统一改革转型¹。在居民财富管理需求逐步提升的背景下，我国资管行业的各类机构共同发展，产品类型逐步丰富，业务持续创新，市场竞争日趋激烈。

图表 1：我国主要类型资管机构及其产品供给情况

类型	2023 年年末机构数量	2023 年年末管理资产规模	规模同比增速	资产管理产品细分
银行理财	258 家银行机构 31 家理财公司	26.8 万亿元	-3.07%	固定收益类产品、混合类产品、权益类产品和商品及金融衍生品类产品
信托	67 家信托公司	23.92 万亿元	13.18%	资产服务信托、资产管理信托、公益慈善信托
公募基金	145 家基金管理公司	27.60 万亿元	6.02%	封闭式基金、开放式基金，包括股票基金、混合基金、货币市场基金、债券基金等
私募基金	8469 家私募证券投资基金 12893 家私募股权、创业投资基金 9 家私募资产配置类基金 254 家其他私募投资基金	20.32 万亿元	0.17%	私募证券投资基金、私募股权投资基金、创业投资基金、私募资产配置类基金、其他私募投资基金
券商资管	96 家证券公司及其资管子公司	5.30 万亿元（私募资管产品规模）	-15.59%	集合资产管理计划、单一资产管理计划等
其他证券期货	128 家基金管理公司 67 家基金子公司	7.10 万亿元（私募资管产品规模）	-11.46%	集合资产管理计划、单一资产管理计划

¹ 资料来源：做好“8+5+5+3”，谱写 21 世纪金融强国资管篇章，金融监管总局[EB/OL]，2022/04/01[2024/01/02]，
<https://app.cibresearch.com/shareUrl?name=000000007fcf1f41017fdecbe974e59>.

私募资管	115 家期货公司及其资管子公司 73 家证券公司私募子公司			
保险资管	34 家保险资管公司	27.67 万亿元	10.47%	专户产品、组合类产品、债权投资计划、股权投资计划

注：基金管理公司是指经中国证监会批准获得公募基金管理资格的基金管理公司。券商资管及其他证券期货私募资管机构数量口径为中基协统计的 2023 年 12 月末存续私募资管业务规模的机构数量。

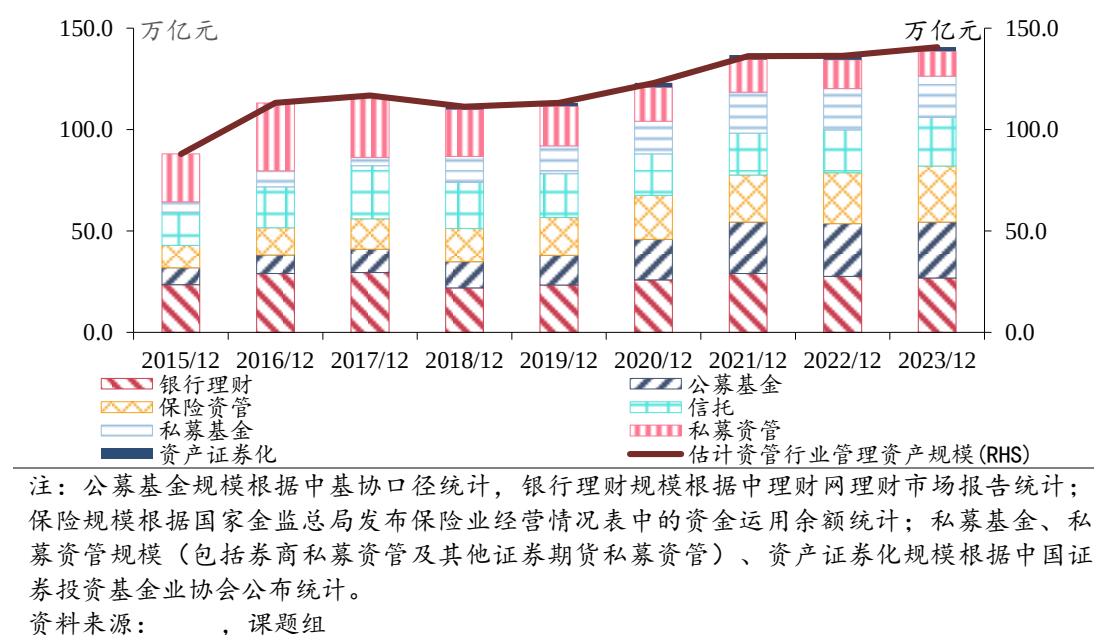
资料来源： 、人民银行、金融监管总局、中国证监会、中国证券投资基金业协会、中国信托业协会、中国保险资产管理业协会、中国理财网、课题组

从总体规模来看，2023 年我国资产管理行业总体规模稳中有升。

2023 年年末，估算我国资产管理行业管理资产规模（重合部分未剔除）约为 140.64 万亿元，同比增加约 3.10%。其中，中基协口径下公募基金净值为 27.60 万亿元，中国理财网理财市场报告统计口径下银行理财产品规模 26.80 万亿元，信托业协会口径下信托资产规模余额为 23.92 万亿元，证券投资基金业协会口径下私募基金产品规模 20.32 万亿元、私募资管行业产品规模 12.41 万亿元、资产证券化行业产品规模 1.92 万亿元，金融监管总局统计口径下保险资金运用余额 27.67 万亿元。

自 2018 年以来，资管行业深化结构转型，不同机构间呈现出不同的发展趋势。分具体品种类型来看，公募基金和私募基金规模持续扩张，2023 年公募基金管理规模超越银行理财成为资管行业细分领域规模第一位；银行理财和券商私募资管规模在 2023 年仍小幅回落，其中银行理财中低波的固收类和现金管理类产品占比进一步上升；信托行业在新规下加速转型，规模稳健回升，符合监管政策导向的集合资金信托等产品规模增速较快；而保险资管持续稳健增长。

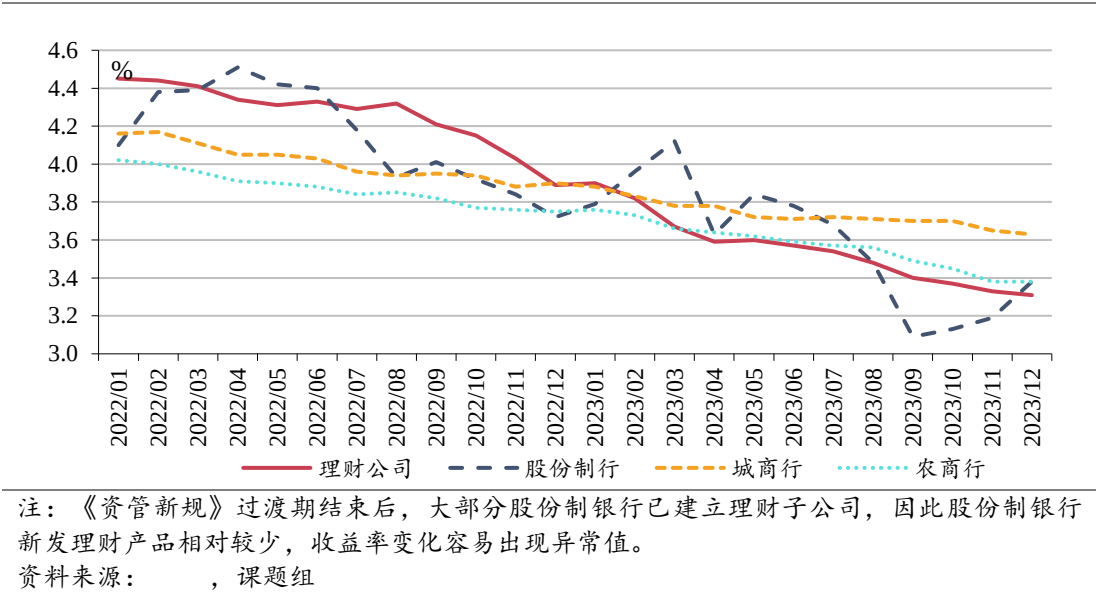
图表 2：2023 年年末，我国资管行业管理资产规模约 141 万亿元



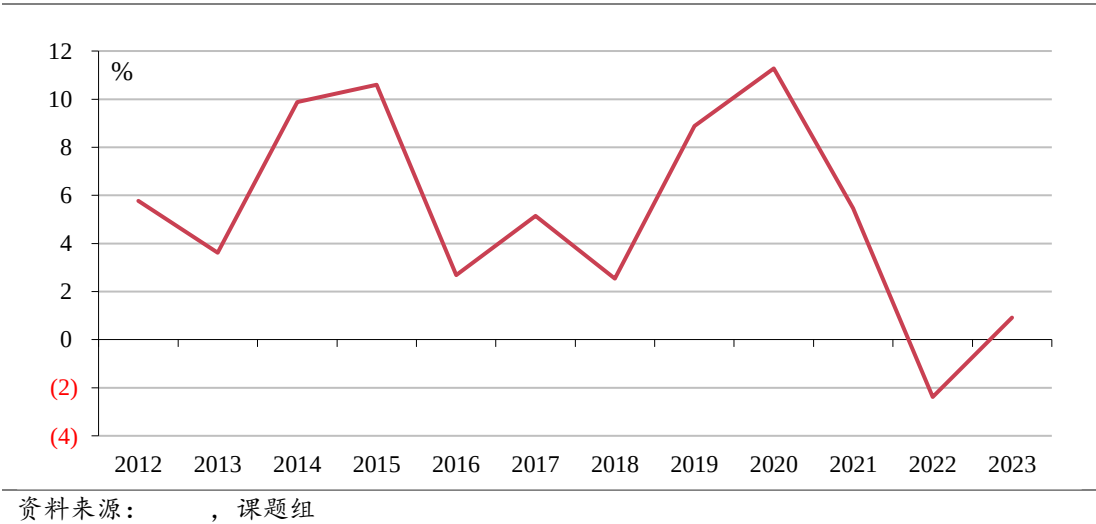
从资管产品的收益率变化来看，由于地方政府隐性债务化解、存款挂牌利率调降、各类债券收益率走低等多方面因素，以固收产品为底层资产的资管产品收益率都出现了不同程度的走低。以新发理财产品的业绩比较基准变化趋势来看，理财公司新发理财产品的平均业绩比较基准由 2023 年 1 月的 3.90% 下降至 2023 年 12 月的 3.31%。不过值得注意的是，由于 2023 年资本市场走势相对平稳，这也使得含权类资管产品的收益水平相较 2022 年有所企稳。以企业年金所对接投资的养老金产品为例，含权益类养老金产品 2023 年全年的加权平均收益率为 0.92%，虽然绝对收益水平仍相对较低，但相对优于 2022 年 -1.83% 的收益水平。不过，若拉长观测周期，2023 年含权益类养老金产品 0.92% 的收益水平亦是 2012 年有统计数据以

来收益率第二低的年份。

图表 3: 不同类型机构新发理财产品收益率



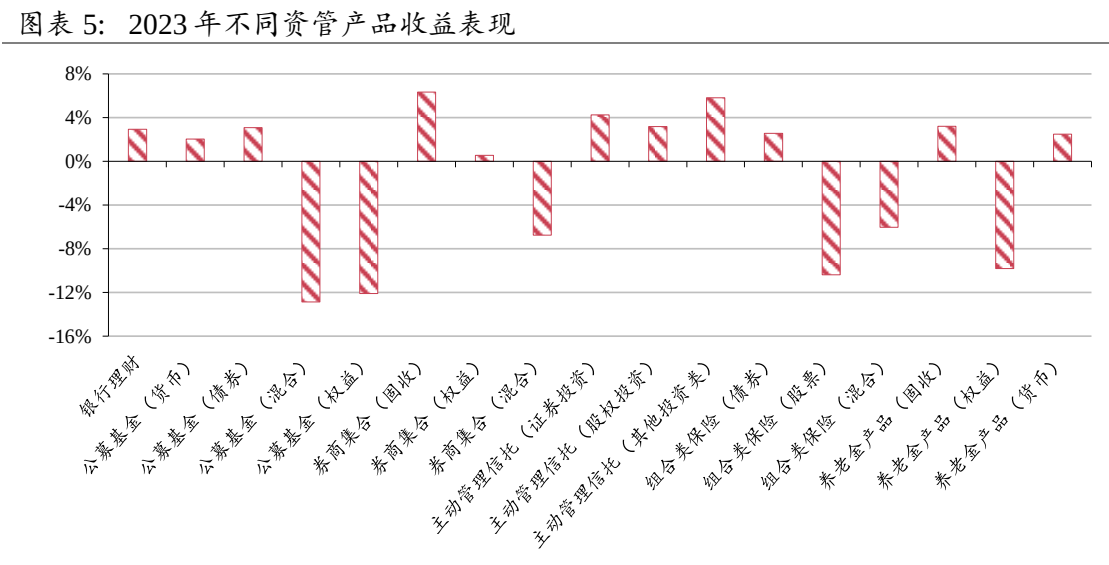
图表 4: 养老金产品中含权益类产品的当年加权平均收益率



从不同资管产品的绝对收益率对比来看，由于 2023 年 A 股市场波动较大，而债券市场利率在经历了 2022 年末的波动后，趋势性下行的走势相对稳健，因而固收类资管产品整体表现好于权益类产品。

由于数据可得性问题，我们选取了部分典型类别的资管产品收益率进行比较，其中部分资管产品由于未有收益率均值或整体水平，故采用中位数代替。

具体来看，2023 年各类资管产品的主要收益率情况如下：银行理财的各月平均收益为 2.94%，公募基金中的货币基金、债券类基金、权益类基金、混合类基金 2023 年收益分别为 2.03%、3.07%、-12.09%、-12.87%，券商集合资管产品中的固收类、权益类和混合类产品收益率中位数分别为 6.33%、0.56%、-6.75%，主动管理类信托产品中的证券投资、股权投资、其他投资类产品加权收益率分别为 4.25%、3.19%、5.81%，组合类保险资管产品中债券型、股票型、混合型产品的收益率均值分别为 2.55%、-10.39%、-6.03%，企业年金所投资的养老金产品中，固定收益类、权益类、货币型产品的收益率分别为 3.20%、-9.81%和 2.48%。



注：银行理财收益率为中国银行业理财市场年度报告披露的 2023 年月度平均年化收益率，公募基金、券商集合、组合类保险产品收益表现为口径下各类型基金净值增长率平均

值，信托（主动管理类）收益为用益信托口径下的加权平均收益率，养老金产品收益为人社部所披露数据。

资料来源：中国银行业理财市场年度报告（2023 年），，用益信托，人社部，课题组

（二）资管行业细分领域

1、银行理财

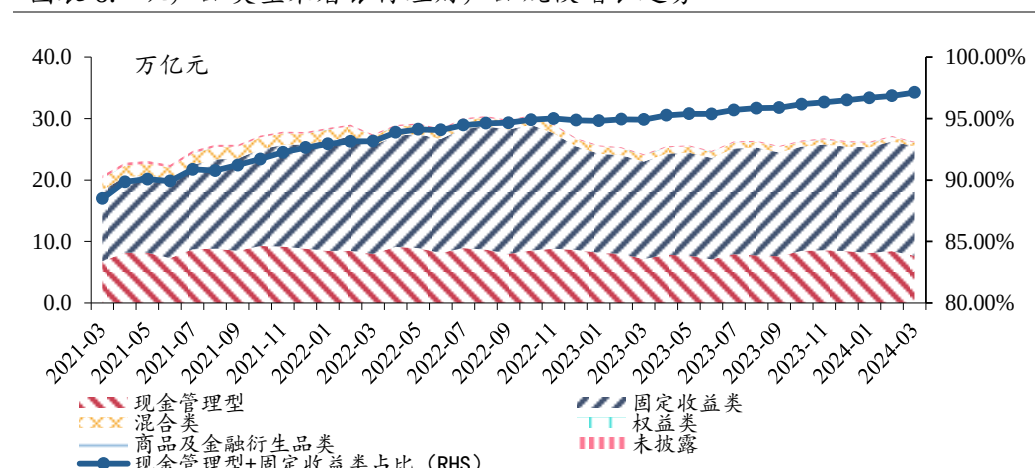
2023 年，银行理财市场整体规模从“破净潮”的赎回阴霾中逐步恢复，存款在一定程度上回流理财产品。2022 年年底所出现的理财产品“破净潮”持续至 2023 年年初，在这一过程中，单位净值出现破净的理财数量曾一度达到所有理财产品的 30%。“破净潮”、“赎回潮”导致理财市场规模出现了较为显著的收缩。不过，在 2023 年期间，伴随贷款利率的下降，银行存款利率牌价出现持续调降，银行理财作为存款“蓄水池”的作用凸显，低风险偏好资金又逐渐由存款回流进入理财产品。2023 年年末，全国共有 258 家银行机构和 31 家理财公司有存续的理财产品，存续规模约 26.80 万亿元，较 2022 年年末减少 0.85 万亿元，较 2023 年 6 月末提升 1.46 万亿元。

从产品类型来看，近年以权益市场为代表的风险资产价格波动加剧，此前拥有相对高风险偏好的理财投资者逐步由更看重收益水平，转向更关注产品净值波动的降低。此前一度受到热捧的“固收+”类、混合类产品的规模受到较大负面影响。2023 年期间，投资者对理财产品收益低波稳健的诉求更加明确，现金管理类产品和短久期固收类产品成为承接流入资金的主力产品。2023 年年末，理财产品中，固定收益类产品存续规模为 25.82 万亿元，占全部存续理财产品

总规模的 96.34%，较年初增加 1.84 个百分点；混合类产品存续规模为 0.86 万亿元，占比为 3.21%，较年初下降 1.89 个百分点；权益类产品和商品及金融衍生品类产品的存续规模则相对较小，分别为 0.08 万亿元和 0.04 万亿元。

从参与主体来看，理财公司仍然是银行理财市场的发行创设主力，其中股份制银行理财公司发行产品的规模提升较快。2023 年年末，理财公司发行的理财产品总规模达到 22.50 万亿元，存续规模占理财总规模的 83.85%。与之相对应，地方中小银行内设资管部所发行创设的理财产品市场份额则持续下降。随着理财市场竞争加剧和监管对地方中小银行资管部规模的逐步压降，理财业务正向头部专业机构集中。在理财公司内部的市场结构中，股份制银行下属理财公司规模扩张加快，根据普益标准统计，2023 年全年，国有大行下属理财公司所发行理财的规模同比下降 8.50%，股份制银行理财公司和地方中小银行理财公司所发行的理财规模则分别同比增长 9.40%和 1.80%。

图表 6：从产品类型来看银行理财产品规模增长趋势



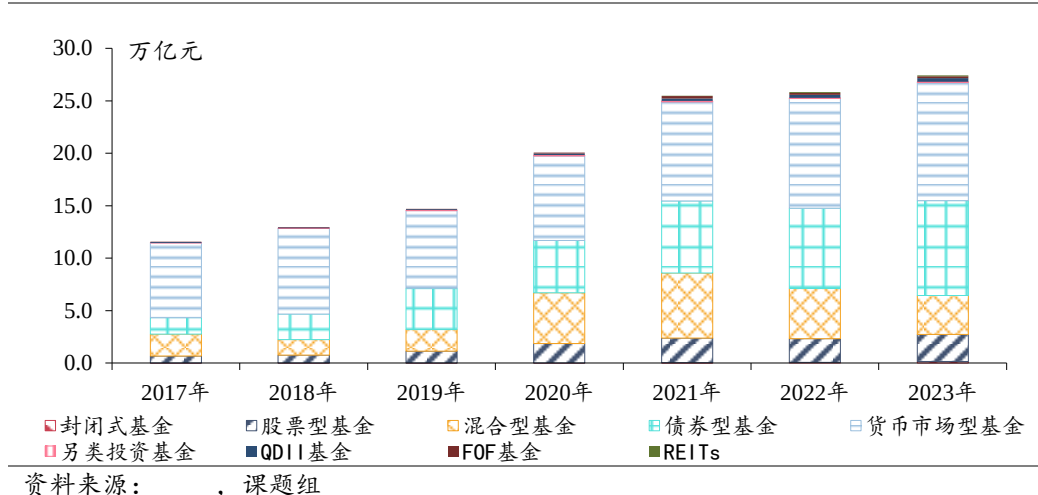
2、公募基金

2023 年，我国公募基金规模快速增长，总规模首次超过银行理财产品，成为我国资产规模最大的资管产品大类。2023 年年末，公募基金净值为 27.60 万亿元。其中，封闭式基金 3.80 万亿元，开放式基金 23.80 万亿元。

从产品类型来看，债券基金和货币市场基金对于规模增长贡献较大，而混合基金规模较 2022 年年末有所收缩。2023 年年末，在开放式基金中，股票基金、混合基金、货币基金、债券基金、QDII 基金的净值总规模分别为 2.83 万亿元、3.95 万亿元、11.28 万亿元、5.32 万亿元、0.42 万亿元，分别占公募基金总净值的 10.27%、14.32%、40.86%、19.26%、1.51%。

从新发基金的结构来看，债券基金表现亮眼。从新发产品数量来看，以基金成立日为口径，2023 年，新发行公募基金产品 1281 只，较 2022 年新发产品减少 261 只。其中，发行产品数量排名前三的公募基金类型及发行数量分别为债券基金（383 只）、混合基金（366 只）、股票基金（346 只）。从新发产品发行份额来看，新发公募基金发行总份额为 1.15 万亿份，发行份额排名前三的公募基金类型分别为债券基金（8192.50 亿份）、混合基金（1519.94 亿份）、股票基金（1406.47 亿份）。

图表 7：公募基金不同类型产品规模趋势



3、信托

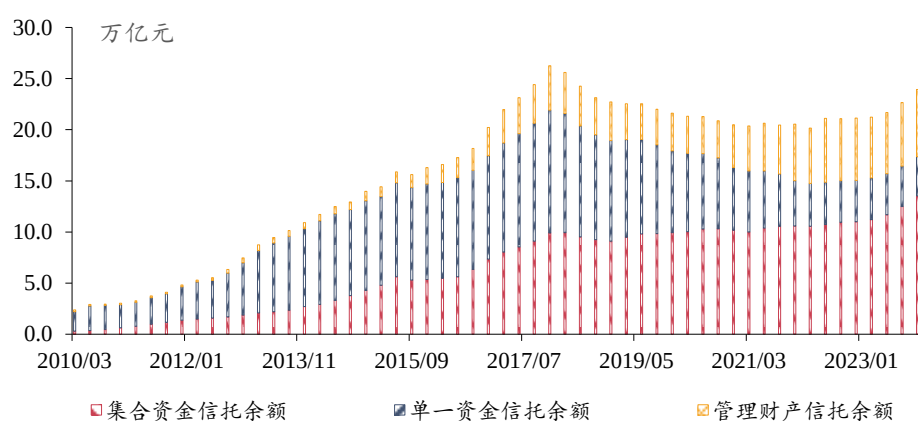
2023 年，信托行业总规模延续 2022 年以来稳中有升的趋势，但信托行业仍处于业务转型期。据中国信托业协会披露，2023 年年末，信托产品资产规模为 23.92 万亿元，同比增长 13.17%，信托产品规模实现了自 2022 年第二季度以来连续七个季度的正增长。

从信托业务资金来源来看，以通道类业务为主的单一资金信托规模持续压降，资金来源结构亦逐步优化。2023 年年末，集合资金信托余额和管理财产信托余额分别为 13.52 万亿元和 6.55 万亿元，占信托业务总规模比例分别为 56.5%和 27.37%，占比合计超过 80%。与之相对应，单一资金信托规模占比较 2022 年年末减少 13.82 个百分点。

按照信托业务的功能分类来看，信托业务的投资功能逐步增强。2023 年年末，投资类信托总规模为 11.57 万亿元，同比增长 24.57%，占各类信托业务总规模的 48.34%。融资类信托的总规模从 2020 年第

三季度以来呈现下降趋势直至 2023 年第二季度出现企稳迹象。2023 年年末，融资类信托规模约为 3.48 万亿元，占各类信托业务总规模的 13.00%；事务管理类信托规模为 8.88 万亿元，同比小幅上升 1.19%，占各类信托业务总规模的 37.13%。

图表 8：基于不同资金来源的信托产品规模分类趋势



资料来源： ，课题组

4、券商资管

2023 年，券商资管管理资产规模继续压降，券商资管业务转型趋势明显。结合中国证券投资基金业协会发布的分类标准，证券公

司及其资管子公司管理规模范围包括私募资管产品（集合资产管理计划、单一资产管理计划）、公募基金产品、企业资产证券化产品等。截至 2024 年一季度末，券商资管的管理资产规模约 7.96 万亿元，与 2023 年年末基本持平，小幅增加约 0.1 万亿元。

从私募资管业务规模来看，行业整体规模持续压降。据中国证券投资基金业协会统计，2023 年，私募资管行业整体存续规模 12.41 万亿元，较 2022 年年末下降 1.9 万亿元。其中，券商资管、证券公司私募子公司、基金公司、基金子公司、期货公司及其资管子公司所发行的私募资管产品存续规模分别为 5.30 万亿元、0.62 万亿元、4.77 万亿元、1.43 万亿元、0.27 万亿元，分别较 2022 年年末下降 0.98 万亿元、上升 0.03 万亿元、下降 0.43 万亿元、下降 0.49 万亿元、下降 0.04 万亿元。

券商资管近年来业务结构深化调整，逐步增强主动管理能力，持续向公募业务及专项资产管理业务转型。2023 年年末，全行业共有 30 家券商子公司成立或获批。其中，14 家证券公司及其资管子公司获得公募业务管理资格。预计未来获得公募业务资格的券商子公司数量将进一步增加。

5、私募基金

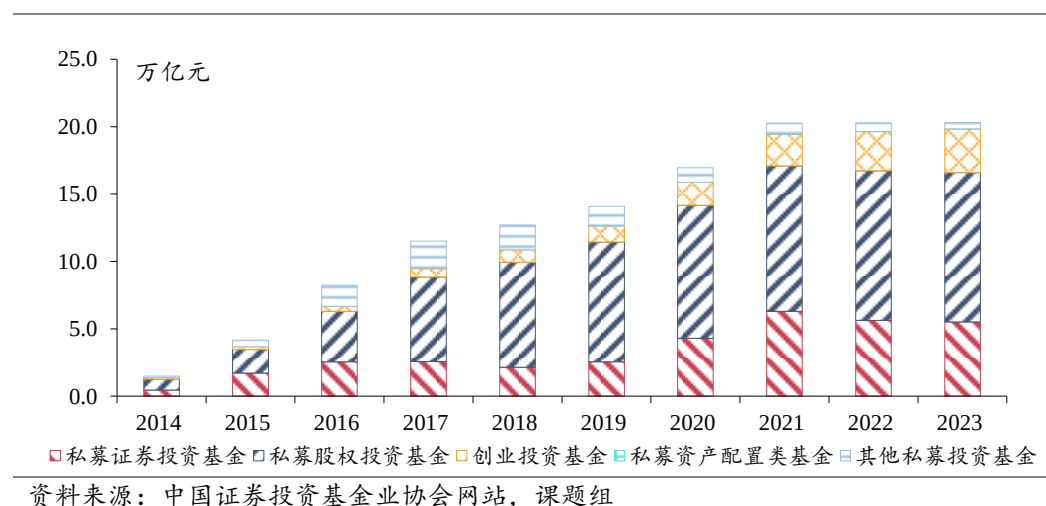
受行业监管要求趋严，投资者对业绩稳定的追求以及头部机构品牌效应突出等诸多因素影响，私募基金行业结构正经历调整，资

源逐步向头部机构集中。2023 年，我国私募基金市场经历结构调整，私募基金管理人数量减少，存续规模增速有所放缓。据中国证券投资基金业协会统计，2023 年年末，存续私募基金管理人 21625 家，同比下降 8.63%；管理基金规模 20.32 万亿元，与 2022 年年末基本持平。

从不同类型的管理人数量来看，私募证券投资基金管理人、私募股权、创业投资基金管理人数量均持续下降，资源向头部和腰部私募基金管理人集中。2023 年年末，私募证券投资基金管理人，私募股权、创业投资基金管理人，私募资产配置类基金管理人，其他私募投资基金管理人分别为 8469 家、12893 家、9 家、254 家，分别较 2022 年年末减少 554 家、减少 1410 家、持平、减少 78 家。

从不同类型的产品结构来看，受权益市场走势波动影响，私募证券投资基金规模较 2022 年年末小幅下降。2023 年年末，私募证券投资基金、私募股权投资基金、创业投资基金、私募资产配置类基金、其他私募投资基金规模分别为 5.51 万亿元、11.07 万亿元、3.24 万亿元、0.01 万亿元、0.49 万亿元，分别较 2022 年年末减少 992.02 亿元、减少 415.7 亿元、增加 3391.47 亿元、增加 0.76 亿元、减少 1646.45 亿元。

图表 9：2023 年年末私募基金规模较 2022 年年末基本持平



6、保险资管

2023 年，保险资管资金规模稳健增长，稳健拓宽业务边界，逐步向更广泛的资产管理业务转型。根据金融监管总局披露数据，2023 年年末，我国保险业总资产为 29.96 万亿元，同比增长 10.35%；保险资金运用余额为 27.67 万亿元，同比增长 10.47%。而从保险资产管理公司管理资金总规模数据来看，由于数据可得性原因，截至 2024 年 6 月末，公开数据披露了截至 2022 年年末的保险资管规模。根据中国保险资产管理业协会披露数据，截至 2022 年年末，32 家保险资产管理公司管理资金总规模 24.52 万亿元，同比增长 15.11%。

从保险资管资金来源来看，仍以保险资金为主、保险业以外资金为辅，随着保险资管行业不断拓展业务范围，来自于保险业之外的资金比例逐步提升。2022 年年末，保险资产管理公司各类资金中来自保险资管公司的保险母公司的资金占比为 73.04%，相较 2021 年年末下降了 3.43 个百分点；第三方保险公司资金占比 7.35%，相较

2021 年年末下降 0.17 个百分点；银行资金占比 10.35%，相较 2021 年年末上升 3.6 个百分点，连续两年上升；养老金资金占比 5.82%，相较 2021 年年末上升 0.15 个百分点。

从保险资管业务类型来看，组合类产品业务规模逐步提升。

2022 年年末，虽然专户业务仍为保险资管的主要产品，其规模占 32 家保险资产管理公司管理资金总规模的 72.30%，但其规模占比较 2021 年年末下降了 3.60 个百分点；组合类产品业务规模占比 17.71%，相较 2021 年年末上升了 3.48 个百分点，连续三年占比上升；债权投资计划占比约 7%，相较 2021 年年末下降了 0.35 个百分点。

（三）2023 年资管行业监管政策趋势回顾

虽然随着居民财富的增长，近年来我国资管行业经历了一段高速增长时期，但由于多方面原因，不同资管业务的监管规则曾出现了一定的差异，造成了潜在的“监管套利”可能。同时，部分资管产品还出现了“刚性兑付”现象，提升了潜在的金融风险。在此背景下，监管部门于 2018 年出台《资管新规》，参照“同类产品、同种监管”的功能监管原则，提升了资管产品的监管有效性，有效弥补了资管产品的监管短板。在《资管新规》的总体原则和要求之下，我国资管行业各细分子类监管规则的“四梁八柱”逐步完善，各类资管机构也相应参照监管原则调整产品设计和投资策略，加快规范化发展。回顾 2023 年，资管行业的监管政策逻辑延续《资管新

规》的整体框架，并在此基础上进一步细化重要细分领域机构监管要求和发展方向。具体来看 2023 年资管行业的主要监管事件和政策主要包括以下内容：

第一，监管部门重新厘清机构责任，进一步加强功能监管和行为监管。2023 年 3 月国务院印发《党和国家机构改革方案》，其中提出“组建国家金融监督管理总局。统一负责除证券业之外的金融业监管，强化机构监管、行为监管、功能监管、穿透式监管、持续监管，统筹负责金融消费者权益保护，加强风险管理和防范处置，依法查处违法违规行为，作为国务院直属机构”。在国家金融监督管理总局内，新设立资管机构监管司，主要承担信托公司、理财公司、保险资产管理公司的非现场监测、风险分析和监管评价等工作。资管司负责在引导信托公司、理财公司和保险资管公司在回归本源、聚焦主业的同时，开展差异化竞争。

第二，公募基金费率改革逐步推进，重塑行业发展生态。2023 年 7 月，证监会公布《公募基金行业费率改革工作方案》，指导公募基金行业费率改革工作，按照“管理人—证券公司—销售机构”路径，分三个阶段稳步稳妥有序调降基金费率。基金费率改革有助于推动资管行业向规范化、专业化发展。虽然公募基金费率改革短期内对公募基金行业营业收入及盈利情况带来负面影响，但从长期来看，改革将能有效促进公募基金行业回归业务本源，聚焦投研能力建设与提升，推动资管业务和财富管理的模式从以销售为核心转向以投资者收益、投资者满意度为核心的商业模式。

第三，私募基金行业迎来首部行政法规，推动私募基金行业加速出清，业务活动向法制化、规范化发展。2023年7月9日，国务院发布《私募投资基金监督管理条例》（国令第762号，以下简称“《条例》”），自2023年9月1日起施行。《条例》坚持强化风险源头管控，划定监管底线，全流程促进私募基金规范运作：一是突出对私募基金全生命周期关键主体的监管要求；二是全面规范私募基金资金募集和备案的相关要求；三是规范私募基金的投资活动；四是明确私募基金的市场化退出机制；五是丰富对于私募基金的事中事后监管手段，加大对私募基金行业违法违规行为的惩处力度。

第四，重新划分信托业务类别，明确各类信托业务职责边界，加快信托业务整改，确立信托行业规范发展方向。2023年3月24日，原银保监会发布《关于规范信托公司信托业务分类的通知》（银保监规〔2023〕1号），明确信托业务的新三分类框架，将信托业务分为资产服务信托、资产管理信托、公益慈善信托三大类25个业务品种。2023年11月16日，金融监督管理总局发布《信托公司监管评级与分级分类监管暂行办法》（金规〔2023〕11号），确立信托行业新的监管标准和导向，有效引导信托公司整改存量业务，防止出现利用业务分类规避监管的现象。信托公司立足受托人定位，将“受益人合法利益最大化”的经营理念贯穿于公司治理、风险管理、行为管理、业务转型等各个环节。

（四）低利率下的新环境与挑战

由于多方面因素影响，我国金融市场正逐步步入低利率环境。若进一步考虑 2023 年 10 月底召开的中央金融工作会议所提出的“融资成本持续下降”要求，未来较长的一段时间我国金融市场或都将面临利率和收益率整体较低的情况。从步入低利率环境的原因来看，既有我国经济增长由高速发展转向高质量发展的原因，亦有化解地方政府债务背景下降低债务利息支出的考量，以及多方面其他因素。从利率水平来看，以 10 年期国债收益率来看，近年来其波动中枢已逐步由 2.50% 以上下降到 2.50% 以下。

图表 10: 我国 10 年期国债收益率

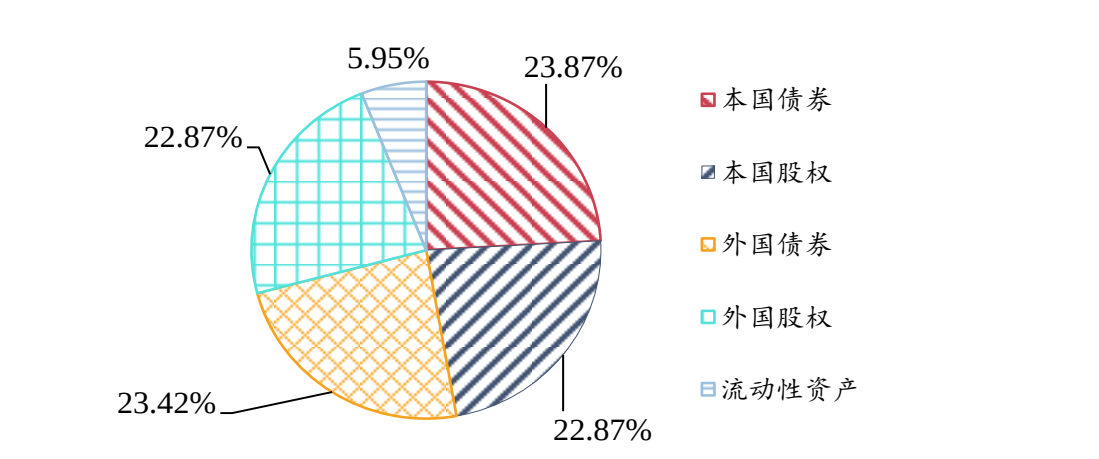


资料来源：，课题组

从境外的经验来看，若单个经济体的金融市场进入低利率，则该经济体中资管机构的投资收益也将受到较大的影响，从而为资管机构的投资带来了较大的挑战。在过往的一段时间，境外经济体也曾经历了一段时间的低利率环境，为资管机构应对低利率环境提供了一些经验借鉴。从日本的经验来看，为了在低利率环境下获得更

好的收益，日本的政府养老基金（GPIF）等各类资管机构选择更多将资产向海外投资，其资产组合中有接近 50% 的资产投资于海外。

图表 11: GPIF 投资组合



资料来源： ，课题组

从日本低利率时期投资信托发展历程来看，低利率环境导致日本债券型投资信托衰落；而股票型投资信托则出现扩张，这主要得益于产品出海、央行购股、股市复苏三个因素；货币基金的发展走向则出现分化。

随着日本利率降至零附近，收益上的劣势成为债券型投资信托面临的**最大挑战**。在泡沫破灭之初，日本国内利率处于相对高位，债券型投资信托尚能为投资者提供一定回报。凭借着低风险的投资属性，债券型投资信托承接了居民的资产配置需求，因此曾有过 10 年左右的辉煌期。与此同时，股票型投资信托通过一系列创新重新取得了投资者的青睐，也造成了对债券型投资信托的资金分流。日本债券型投资信托自 2000 年开始进入下行期，在管资产净额一路收缩至 2023 年。

不同类型的货币基金由于政策变化出现分化。货币管理基金（MMF）由于监管收紧，资产配置范围受限，在负利率环境中保本难度加大，最终退出市场。货币储备基金（MRF）由于可以随时提取用于购买证券，而且有一定的本金保障措施，因此持续受到投资者青睐，目前仍然活跃在市场中。在资产配置方面，管理人的投资策略因时而变，为了增厚收益，配置重心逐渐从标准化的债券类资产转移到非标资产，比如可转让存款（Transferable deposits）、信托受益权（Trust beneficiary rights）、商业票据（Commercial paper）等。

股票型投资信托的扩张主要得益于产品出海、央行购股、股市复苏三个因素，政府所实施的金融体系改革是基础，完善的顶层设计是基本保障。自 1998 年起，为了抓住金融自由化和全球化的发展机遇，日本政府对国内金融体系进行了系统性的变革，国内投资信托业也因此获得了充分的展业自由度。面对低利率的市场环境，日本投资信托公司积极出海掘金，海外高收益资产的加入有效地填补了股票型投资信托在底层资产上的收益短板。1998-2012 年，海外资产占到了股票型投资信托增量规模的 67.32%。

2013 年以来，日本央行大手笔增持 ETF 以及日本股市复苏进一步夯实了日本股票型投资信托扩张的基础。2013-2023 年，日本股票型投资信托飞速发展，在管资产净额累计增长 207 万亿日元，年复合增速为 11.94%。从增量结构来看，2013-2022 年，国内股票和海外资产分别增长 63.05 万亿日元、59.28 万亿日元，年复合增速分别

为 16.57%、6.81%。

从欧洲的情况来看，其资管行业变化的趋势与日本相类似，居民为了获取更高的收益，相对更偏好股权类资产。而根据竞泰资本在《低利率环境下的大类资产配置——欧美篇》报告中的研究，在低利率时期，为了获得更好的收益回报，欧洲居民风险偏好较高，权益投资占比上升，债券投资占比下降，持有现金的占比基本持平。居民对于股权和基金的配置占比在低利率时代中的上升最为明显，在居民金融资产中，对于上述两类资产的配置占比从 2012 年初的 23.00%逐步提升至 21 年底 30.60%，期间共计上升 7.60 个百分点；而现金和债券在居民所持有的金融资产中占比都有所下降，现金占比从 35.2%降至 33.3%，债券从 7.5%降至 7%。

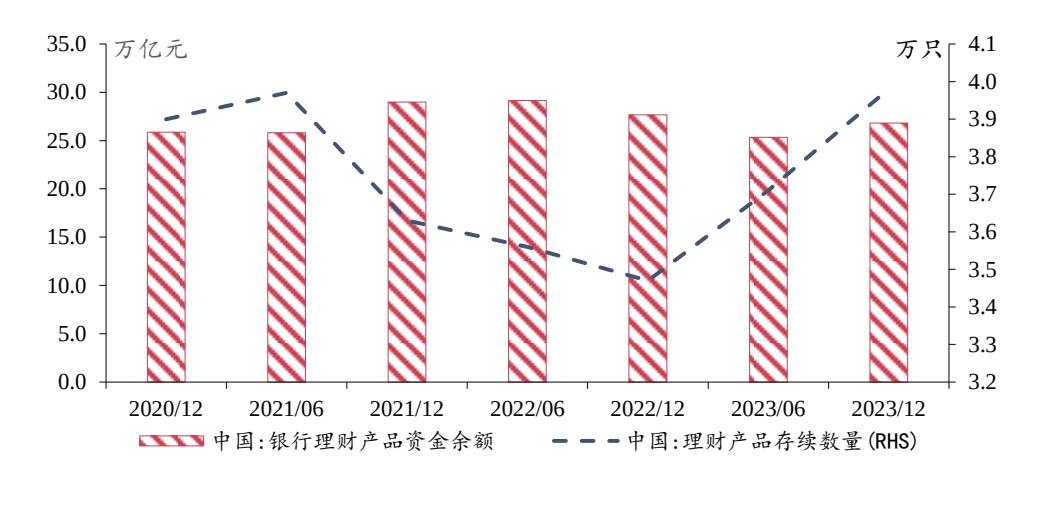
三、银行理财：立足低波稳健，服务长尾客群

（一）2023 年银行理财整体情况

2023 年，银行理财市场总规模平稳回升，理财产品以现金管理类及其他固收类产品为主的产品结构则出现了进一步强化。从存续规模及存续产品数量来看，根据《中国银行业理财市场年度报告（2023 年）》统计，2023 年年末，理财产品总规模 26.8 万亿元，较 2022 年年末减少 0.85 万亿元，较 2023 年 6 月末提升 1.46 万亿元；理财市场存续产品 3.98 万只，较 2022 年年末增长 14.70%。从存续产品结构来看，2023 年年末，固定收益类理财产品规模占到理财产品总规模的 96.34%，占比较 2022 年年末提升 1.84 个百分点。在固

定收益类产品中，现金管理类产品存续规模占到了理财产品总规模的 40.32%，较 2022 年年末提升 2.02 个百分点。

图表 12: 银行理财市场存量规模及产品数量变化



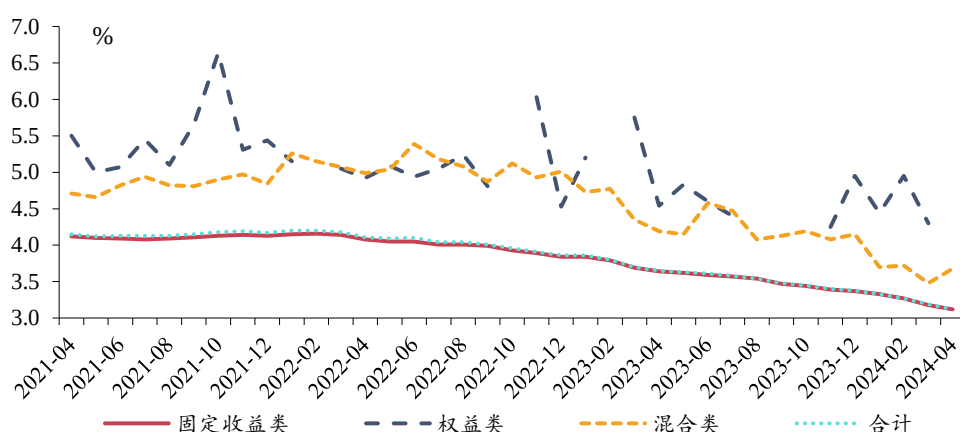
资料来源：，中国理财网，课题组

在理财产品的收益率方面，理财产品收益随债券收益率下降、银行存款挂牌利率调降而逐步下行。从理财产品的资产端结构来看，根据《中国银行业理财市场年度报告（2023 年）》披露，2023 年年末，债券类（含同业存单）、现金及银行存款、非标准化债权类资产、权益类资产分别占理财产品投资资产的 56.61%、26.70%、6.16%、2.86%。2023 年，我国境内债券市场的利率债和信用债收益率中枢下行，信用利差中枢整体走低，银行也多次下调挂牌存款利率。由此，银行理财收益表现也跟随资产端主要投资品种的表现出现了下行调整。

从新发理财产品的平均业绩比较基准利率来看，根据普益标准统计，2023 年 12 月，新发理财产品平均业绩比较基准利率为 3.38%，

较 2022 年 12 月下降了 0.48 个百分点。在具体品种方面，2023 年 12 月，新发固定收益类、混合类理财产品的平均业绩比较基准利率分别为 3.37%、4.15%，较 2022 年 12 月分别下降 0.47 个百分点和 0.86 个百分点。

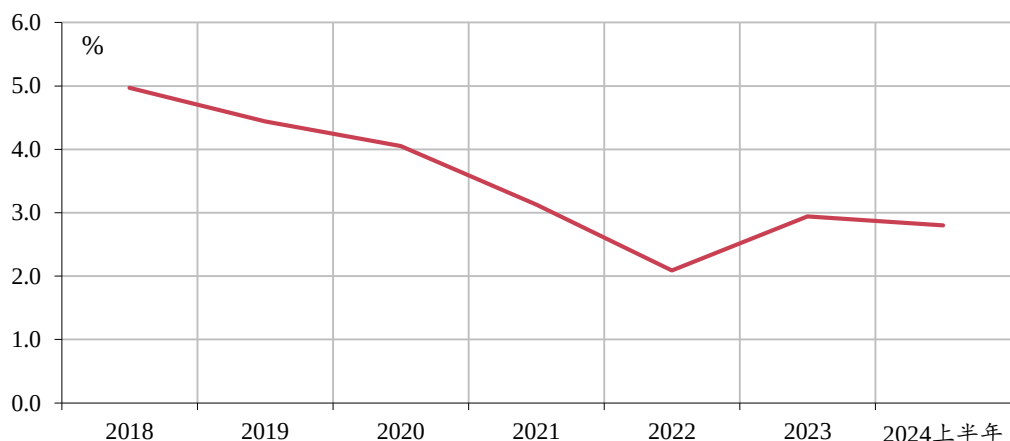
图表 13: 新发理财产品业绩基准(按投资性质)



资料来源：普益标准，课题组

从历年理财产品月度平均收益率来看，根据中国银行业理财市场报告统计，2023 年各月度，理财产品平均收益率为 2.94%，相较于 2022 年各月度理财产品 2.09% 的收益率提升了 85BP。2024 年上半年，理财产品平均收益率为 2.80%，较 2023 年全年平均收益率下降 14 个 BP。

图表 14: 理财产品平均收益率持续下滑



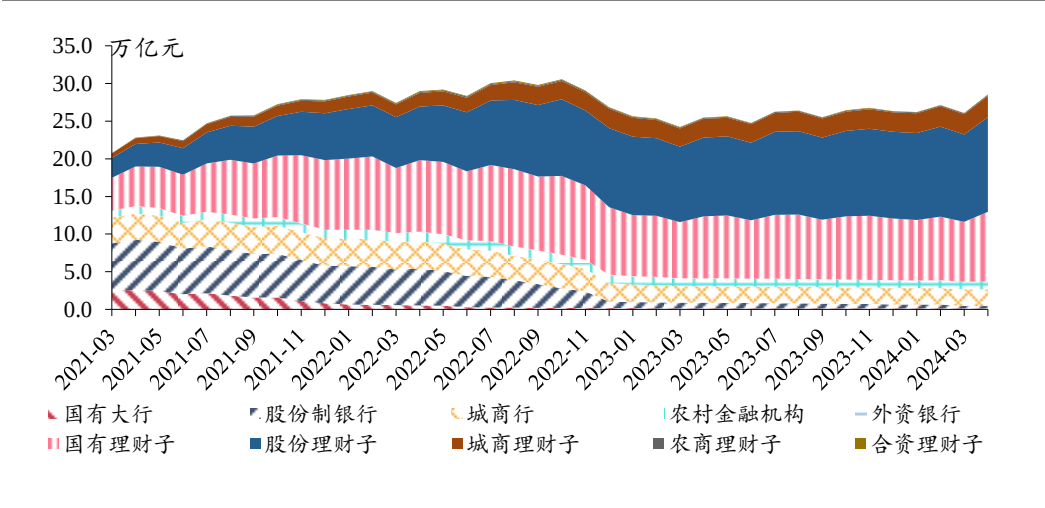
资料来源：中国银行业理财市场历年报告，课题组

在理财总体规模增长乏力的背景下，股份制银行下属理财公司深挖销售渠道，实现了逆势规模扩张。从细分机构类型来看，根据普益标准统计，截至 2023 年年末，国有大行理财公司、股份制银行理财公司、城商行理财公司为市场规模位列前三的机构，其所发行的理财规模分别占市场规模的 31.12%、43.60%、9.89%，较 2022 年年末减少 2.26 个百分点、增加 4.45 个百分点、增加 0.34 个百分点。

由于母行销售渠道禀赋不及国有大行，为了有效推动理财产品规模增长，股份制银行、地方中小银行下属理财公司对拓展非母行销售渠道的动力更强，不仅积极与国有大行、其他股份制银行、头部城商行开展合作，还着力拓展农商行、农信社等农村金融机构的下沉销售渠道。从各地的农信体系代销理财产品的主观能动性来看，不少农信机构亦有较强的“负债表外化”需求，因而与理财公司“一拍即合”积极推动理财代销业务发展。从农信机构的存贷比来看，由于不同地区之间的信贷需求差异，不同地区农信系统存贷比

存在较大的差异，部分信贷需求相对疲弱的省份农信系统存贷比甚至接近 0.5。由于信贷投放难，这些存贷比较低地区的农村金融机构在揽储之后，只能投向收益率较低的利率债，因而其自身亦有在保留客户黏性的基础上，推动客户将存款转化为表外理财的动机。在此背景下，理财公司积极切入农村金融机构拓展代销渠道，有效的引导富余存款流入代销的资管产品，在有效缓解农村金融机构资产端资产投放压力的同时，还支持农村金融机构获得了中间业务收益、保留了客户黏性。

图表 15: 2023 年股份制银行理财子公司加快份额扩张



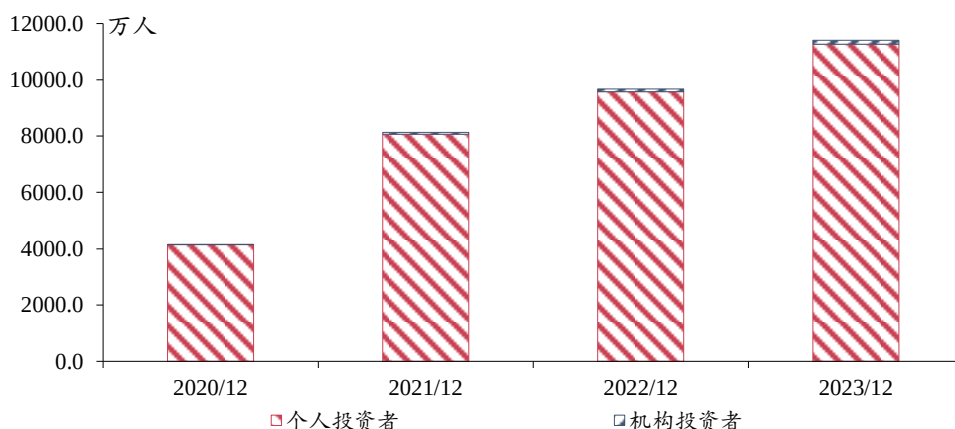
资料来源：普益标准，课题组

从投资者数量来看，2023 年，理财产品投资者数量持续增长，理财产品成为了最能够触达广大普惠客群的财富管理产品。从持有理财产品的投资者数量，根据《中国银行业理财市场年度报告（2023 年）》的统计，截至 2023 年末，持有理财产品的投资者数量为 1.14 亿，同比增长 17.84%。其中，个人投资者数量 1.13 亿，同比

增加 17.61%；机构投资者数量 134.60 万，同比增加 40.28%。银行理财业务在践行“金融为民”理念，有效提升大众客群客户的财富管理触达面、理财产品覆盖率、增加中低群体和农村居民等群体获取金融服务机会的同时，也为商业银行理财业务有效拓展了增量客户与资金。

从投资产品偏好来看，个人投资者中偏好保守稳健投资风格的人群占比进一步增加。从投资者风险偏好结构来看，根据《中国银行业理财市场年度报告（2023 年）》统计，截至 2023 年末，个人投资者中投资产品风险评级为二级（稳健型）的投资者占比最高，比例为 33.95%。而从各风险评级产品投资者规模变化来看，风险偏好为二级的投资者占比增加最多，较 2022 年末增加 2.02 个百分点。

图表 16: 2023 年年末，理财投资投资者数量 1.14 亿



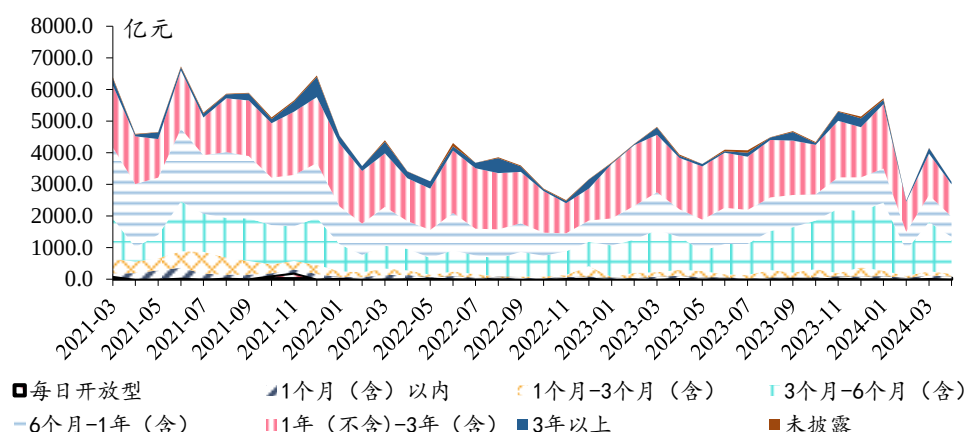
资料来源：中国理财网，课题组

(二) 2023 年银行理财发展特点分析

2023 年银行理财作为银行存款“蓄水池”的作用凸显，规模扩张以现金管理类及其他短期固收类产品为主，主要承接来自存款的资金。

从新发产品的期限类型及投资性质来看，新发产品的期限集中在中短久期，相关趋势还进一步延续到了 2024 年上半年。2024 年 4 月，3 个月-6 个月（含）、6 个月-1 年（含）、1 年（不含）-3 年（含）三个期限募资规模占比分别为 37.69%、20.93%、33.28%。同时，新发产品主要为固定收益类理财。2024 年 4 月，固定收益类理财新发 2430 款，募资总额为 3034 亿元，占比为 98.79%。随着现金管理类产品规模受到严格控制，越来越多的机构倾向选择发行最短持有期产品来作为现金管理类产品的有效替代。从原因上看，新发产品期限类型及投资性质出现上述变化主要有几方面原因：

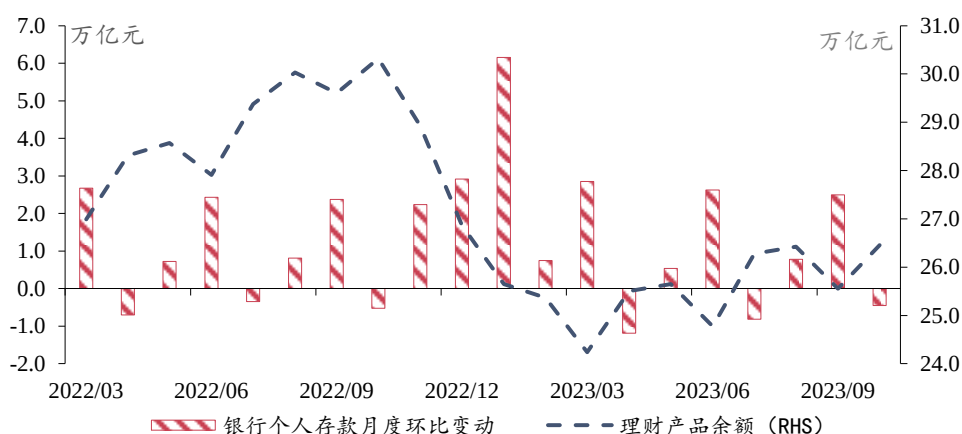
图表 17: 理财产品新发行规模(按期限类型)



资料来源：普益标准，课题组

第一，个人存款利率持续调降，希望获取更高收益的低风险偏好资金回流理财市场。对于低风险偏好投资者而言，现金管理类产品、每日开放式及短期限固收类理财具有高流动性、相对高收益、低波动等特性，在存款牌价利率调降的大背景下，上述理财产品的收益率相较于存款利率具有一定的优势。而从存款资金和理财资金的流动情况来看，银行的个人存款月度环比变动与理财规模变化总体呈现一定的“此消彼长”情况，特别是季度末资金在理财产品和银行存款之间还存在较为显著的“跷跷板”现象。

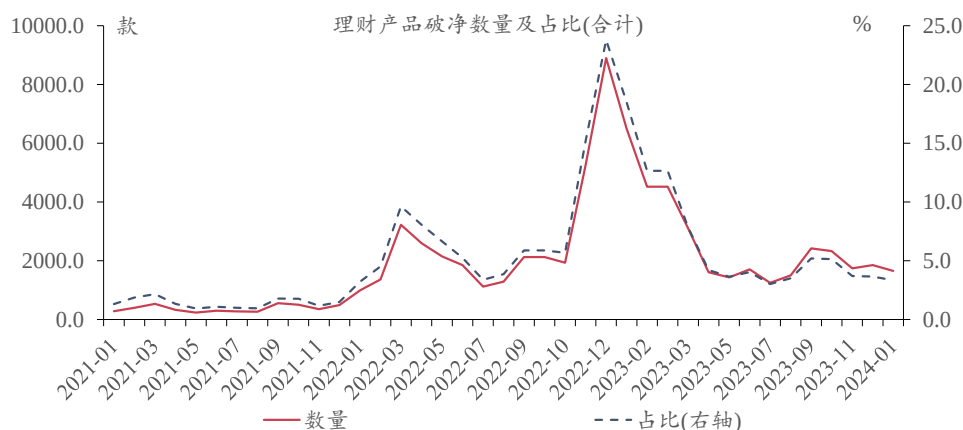
图表 18: 理财产品存续规模月度净变化



资料来源：普益标准，课题组

第二，2022年下半年出现的理财产品“破净潮”，叠加2023年权益市场较大波动对“固收+”、混合类产品的冲击，使得近期投资者对理财产品收益低波稳健的诉求更加明确。根据普益标准统计，2023年年末，单位净值出现破净情况的理财产品占比已由2022年峰值的20%以上逐步下降至4.12%；存量理财产品累计净值破净数量为1853款，占比3.65%。虽然破净的理财产品占比有所下降，但投资者对于“破净潮”的阴影尚未散去，仍相对偏好低波稳健的理财产品。

图表 19: 理财产品破净数量占比



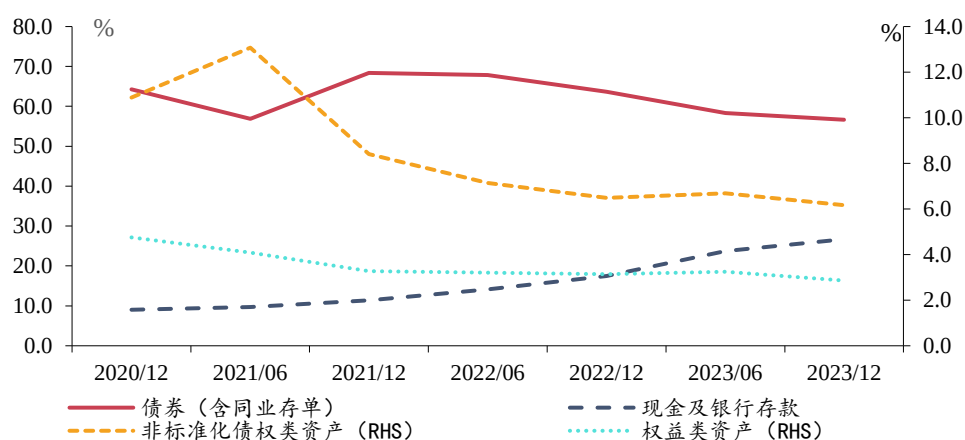
资料来源：普益标准，课题组

理财投资者低波稳健的诉求促使银行理财产品呈现“理财存款化”的特征。在产品端，以现金管理类产品为代表的固定收益类产品规模占比持续提升，在投资端，资产配置结构中存款占比提升。

在产品端，现金管理类产品及其他固定收益类产品占比的提升趋势由 2022 年年末开始延续至 2024 年上半年。2024 年 4 月末，现金管理型和固定收益类理财产品总规模分别为 8.57 万亿元和 19.22 万亿元。

在资产端，银行理财投资管理人 also 相对更偏好选择低风险、低波动、高流动的资产，以满足客户对业绩确定性、净值稳定性的需求。根据《中国银行业理财市场年度报告（2023 年）》统计，2023 年年末，现金及银行存款占理财投资资金的 26.70%，较 2023 年 6 月末提升 3 个百分点，较 2022 年年末提升 9.20 个百分点。而信用债、非标资产以及权益类资产投资占比均出现下降，分别较 2022 年年末下降 3.54 个百分点、下降 0.32 个百分点、下降 0.28 个百分点。

图表 20: 银行理财资产配置结构



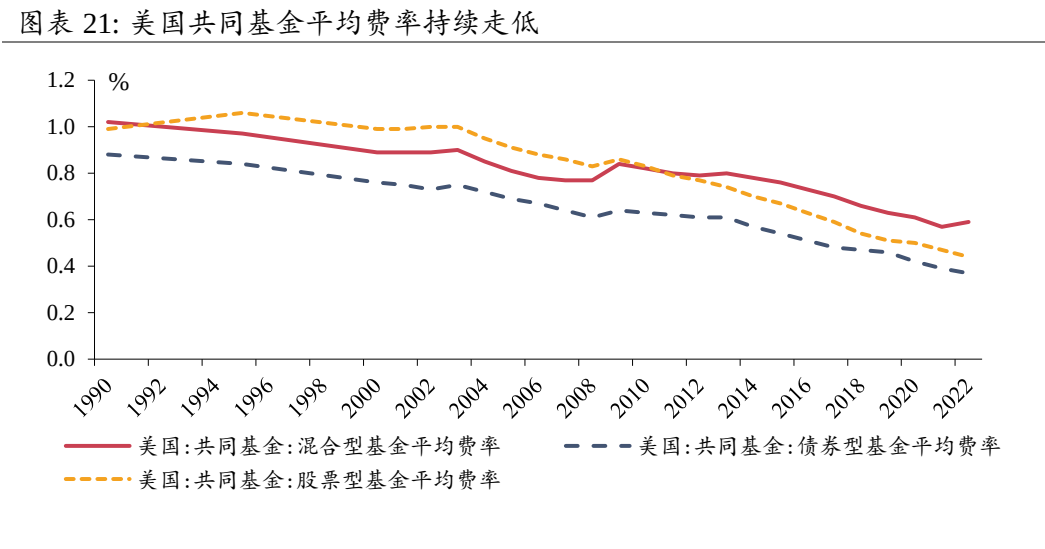
资料来源：，中国理财网，课题组

值得注意的是，现金管理类产品、固收定开式产品等产品运作同质化，部分银行理财机构通过压降费率等方式提升竞争力。2022年末以来，由于低风险偏好的存款资金逐步向理财回流，理财公司主要以现金管理类以及短期限固定收益类产品进行承接。而相关产品收益表现随债券市场中枢下行而逐渐走低，在此背景下，各理财公司在激烈的竞争环境下，着重于通过减费让利推进产品营销，以增加产品竞争力。这一行为也顺应了全球资管行业的发展大趋势。

从发达国家资管市场费率变化趋势来看，资管产品费率长期逐步调降，这一趋势也影响到了境内的资管产品市场。以公募基金领域为例，2023年7月，证监会发布实施《公募基金行业费率改革工作方案》，逐步降低公募基金行业综合费率水平。而从境外来看，美国共同基金平均费率也呈现下降趋势。2023年，美国共同基金中股

票类基金平均费率 0.42%，呈现逐年下降趋势。银行理财公司费率设定在境内外大趋势的影响下亦进一步向市场化机制靠拢。

与此同时，费率设置与产品业绩表现之间保持弹性，有利于理财公司与客户利益形成一致。2023 年，部分理财公司发行的部分产品宣布免除固定管理费，仅在达到业绩基准时才收取浮动管理费。

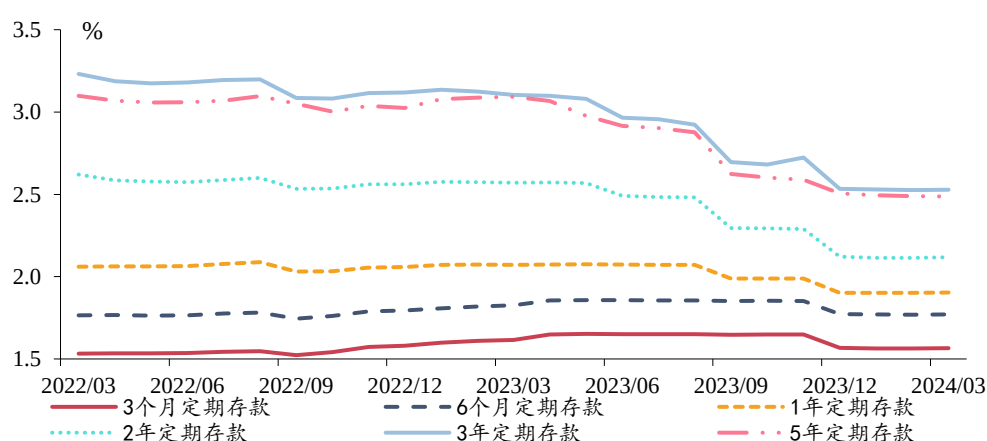


应当指出的是，过度压降费率以及同质化产品竞争加速行业“内卷”，将会对资管机构整体盈利能力产生负面影响，或将进而限制机构拓展全类型产品和强化投研体系。为应对相关问题和挑战，部分理财公司持续推进消费者教育和客户分层：一是针对低风险偏好客户持续推荐低波稳健的固收类产品；二是部分投资者对混合类产品的配置需求随 A 股整体市场表现好转或有边际提升，理财公司丰富权益领域的投资范围和策略，扩大投研团队的能力圈，丰富混合类产品的产品线，以更好满足客户对于绝对收益的需求。

（三）银行理财发展前景展望

从金融行业发展的背景来看，由于银行业净息差收窄压力加大，银行机构有较强动力持续调降存款利率。当前，我国银行业净息差水平处于历史低位，2024 年 3 月末，我国银行业净息差达到了 1.54%，是有统计数据以来的最低水平。其中，国有大行、股份制银行、城商行、农商行的净息差分别为 1.47%、1.62%、1.45%、1.72%。银行机构，尤其是地方中小银行面临较大的净息差收窄压力，因而未来存款利率或仍将经历多轮调降。从 2022 年下半年至今，银行业的存款利率已经经历了大致 4 轮的整体性利率调降，存款利率调降的重点集中在 1 年期及以上期限的存款利率。

图表 22: 银行定期存款利率逐步下行

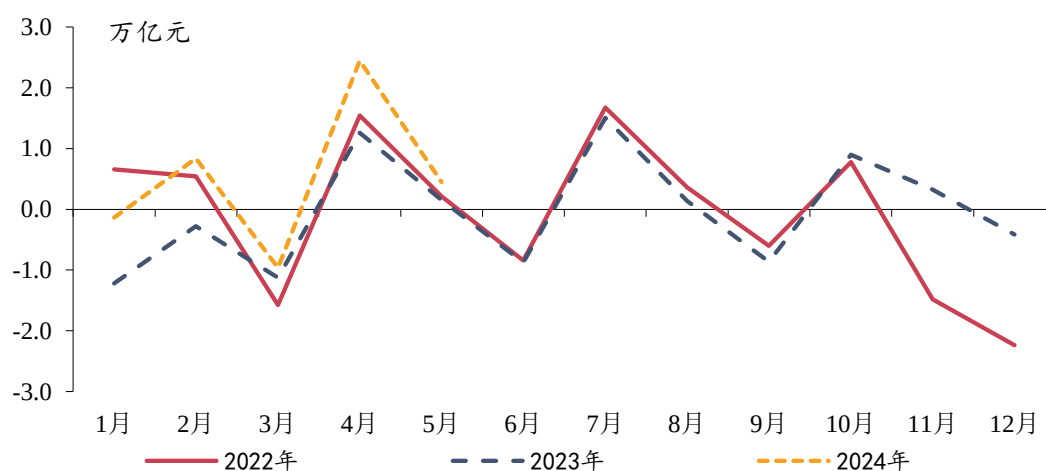


资料来源：融 360，课题组

随着存款利率进一步下行，理财产品的“存款替代”作用仍较

明显。从月度变化来看，2024 年 4 月，受禁止“手工补息”存款等措施影响，存款进一步向理财流入，理财产品规模净变动整体好于往年同期的水平，产品规模环比增加 2.45 万亿元，与之相对比，2023、2022 年同期，理财产品环比规模分别增加 1.26、1.54 万亿元，理财产品规模已呈现出一定的复苏迹象，而主要资金来自于“存款替代”的需求。

图表 23: 理财产品存续规模月度净变化



资料来源：普益标准，课题组

预计未来银行理财产品结构仍将以固收类产品为主，投资者对混合类产品的配置需求随 A 股整体市场表现好转或有边际提升。近期低风险偏好资金持续涌入理财市场，现金管理类产品、每日开放式及短期限固收类理财是短期承接流出存款的主力产品。在经历理财破净以及 A 股市场大幅回撤后，短期投资者对混合类理财产品达到业绩基准、降低破净可能的诉求仍明确。

在资产配置方面，当前高收益低波动的资产难寻，银行理财或

面临资产结构调整。近期银行理财通过保险资管配置相对高收益率的协议存款也受监管限制，影响银行理财收益率表现。与此同时，随着存款收益率逐步下调，配置存款的性价比将有所下降，银行理财面临资产配置结构的调整问题，或适当增加债券等资产的配置比例。

在产品体系建设方面，“以客户为中心”的产品服务体系构建逐步完善。从各类资管产品的对比来看，银行理财是当前财富管理业务中客户覆盖面相对广泛的业务，由于客户结构丰富，银行理财需要对投资者进行分层，提供匹配的金融产品与服务，满足客户多元化需求。在运营低风险稳收益产品的基础上，理财发行机构未来还需要进一步丰富权益领域的投资范围和策略、扩大投研团队的能力圈、丰富混合类产品的产品线，以更好满足部分风险偏好较高客户的绝对收益需求。在 A 股市场处于单向下行的阶段，仅投向债券+A 股股票的“固收+”产品赚钱效应低，拖累产品不达业绩基准甚至破净。因此，部分理财公司近年开始探索扩充权益投资范围，布局权益、FOF、量化、衍生品以及其他多资产等多条产品线，对应搭建研究不同资产策略的投研团队。

在渠道建设方面，理财公司进一步拓展代销渠道，加速搭建与如农商行、省联社等机构的代销合作。多数未成立理财公司的地方中小银行受监管影响由“自产自销”转向“代销”，加深与理财公司的合作，通过代销业务的发展补足潜在中收损失。同时，银行理财公司也在逐步搭建直销渠道，完善全方位渠道建设。以股份制银行

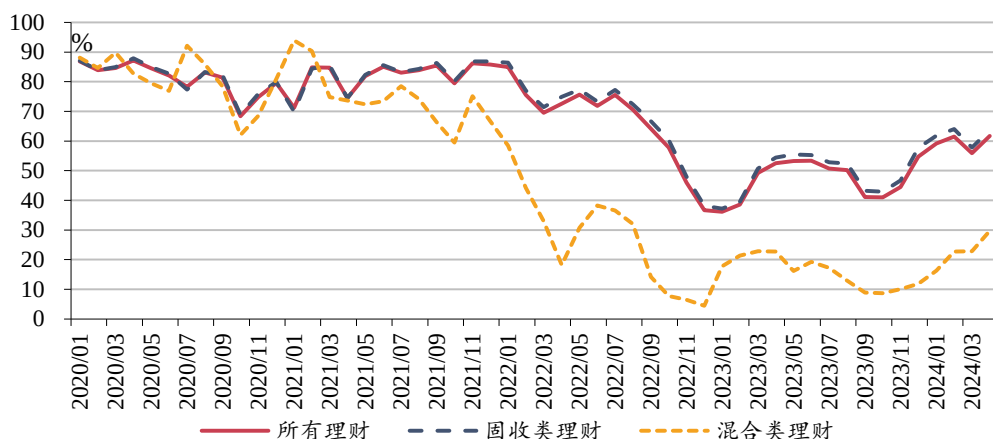
理财公司为代表的理财公司拓展微信公众号、官方网站、视频号以及 APP 等线上平台的直销渠道，通过提供财务管理工具、投资顾问服务和其他增值功能，提升客户享受综合金融服务的获得感。

（四）理财产品发展仍有待进一步完善的方面

虽然 2023 年理财产品的规模相对稳定，破净现象已有显著好转，但理财产品仍有部分领域有待进一步提升：

第一，业绩比较基准的设定需要更科学，必要时监管部门可进行事中和事后追溯考察判断业绩比较基准设置是否合理。理财产品净值化改造之后，其净值波动有所加剧，并在 2022 年出现了两波较为显著的“破净潮”。虽然 2023 年理财产品的破净比例显著下降，但理财产品最终收益率未能达标，业绩比较基准的情况并无显著好转。以 2021 年末至 2023 年初发行的 54 只养老理财产品为例，截至 2023 年末，54 只养老理财发行以来，收益率均未达到其最初设置的业绩比较基准下限。虽然出现这一现象有着金融市场波动的原因，但部分原因也在于部分理财产品发行之初设置偏高业绩比较基准。考虑到业绩比较基准是投资者认知理财产品最重要的要素之一，因此未来理财发行机构对于业绩比较基准的设定或需要更加审慎。

图表 24: 理财业绩比较基准



资料来源：普益标准，课题组

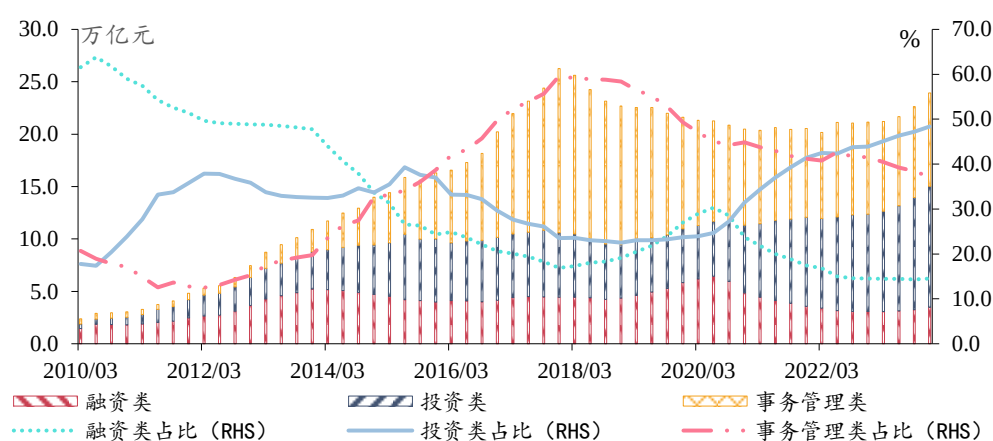
第二，理财产品类别应进一步丰富，尤其需要大力研发创设混合类产品，避免短期限产品规模过大。根据中国理财网统计，截至2023年年底，现金管理类理财总规模为8.54万亿元，占到了理财产品总规模的31.86%。与此同时，包含现金管理类理财的固定收益类理财总规模则占到了理财产品总规模的96.34%，混合类和权益类理财占比仍相对较少。若进一步观察非现金管理类的固收类理财产品，可以发现其中有相当部分为最短持有期在90天以下的最短持有期产品，其规模合计超过6万亿，占到了理财产品总规模的23%以上。由此可见，当前理财产品仍以固收类，特别是短封闭期的固收类产品为主。未来，理财公司对于多样化的固收类理财以及混合类、权益类理财仍有较大的拓展空间。

四、信托行业：提升主动投资能力，新分类下重启航

（一）2023年信托业发展回顾

2023 年全年，信托产品规模增速加快回升，投资类信托规模占比持续提升。从整体规模变化来看，截至 2023 年年末，信托资产规模总额为 23.92 万亿元，同比增长 13.17%，增速较三季度末提升 5.73 个百分点。信托规模增速已连续七个季度保持正增速。从信托功能分类来看，投资类信托占比接近 50.00%，融资类、事务管理类信托占比逐步下降。截至 2023 年年末，投资类、融资类、事务管理类信托占比分别为 48.34%、14.52%、37.13%，较 2020 年末分别上升 16.88 个百分点、下降 9.19 个百分点、下降 7.71 个百分点。

图表 25: 按功能分类的信托产品规模及变化情况

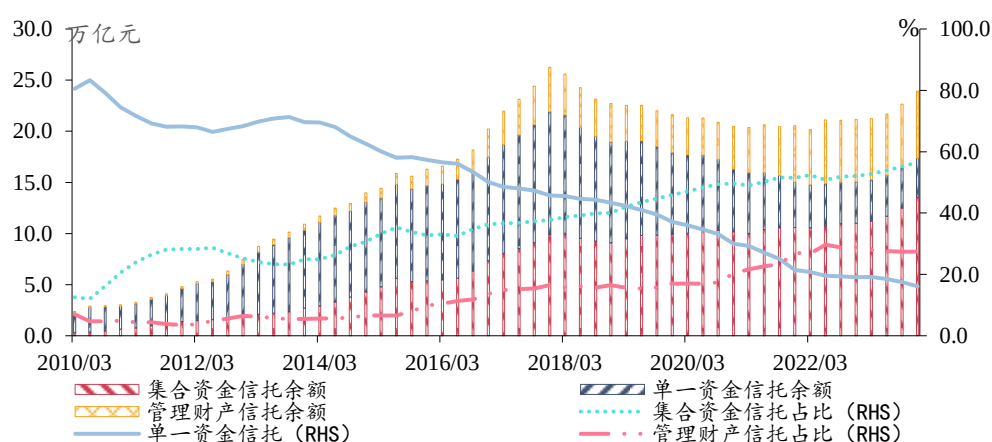


资料来源：，课题组

从资金来源看，集合资金信托占比过半，单一资金信托占比减少。截至 2023 年年末，集合资金信托规模为 13.52 万亿元，占比为 56.50%；单一资金信托规模为 3.86 万亿元，较 2023 年 3 季度末减少 1.05 万亿元，占比为 16.12%；管理财产信托规模为 6.55 万亿元，占比 27.37%。截至 2023 年年末，集合资金信托、单一资金信托、管理

财产信托占比分别较 2020 年末上升 6.86 个百分点、下降 13.82 个百分点、上升 6.96 个百分点。

图表 26: 按资金来源分类，不同信托产品规模及增长情况



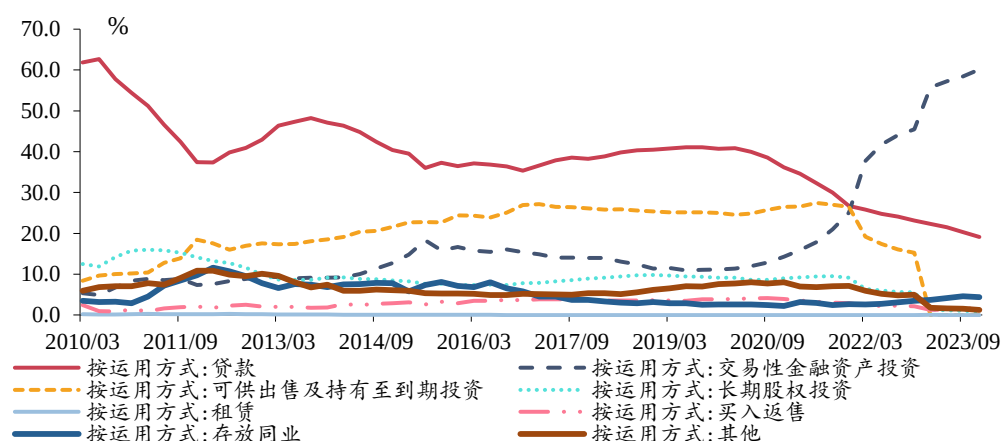
资料来源：，课题组

2023 年，信托公司逐步提升资产管理业务能力，加大对标准化金融资产的配置。自《资管新规》实施以来，信托公司被纳入资管行业的统一监管体系。在此背景下，信托公司结合监管导向，加大培养自身金融投资能力，从而更好把握金融市场的投资交易机遇。从资产端的会计分类来看，截至 2023 年年末，资金信托中交易性金融投资占比为 60.10%，较 2022 年年末提升 14.62 个百分点。从资金投向来看，资金信托投向证券市场占比约 38.00%，较 2022 年年末提升约 9.01 个百分点。其中，投向债券资产的占比提升最多，从 2022 年年末的 22.83%，提升至 2023 年年末的 32.67%。

在我国经济转型发展的大背景下，信托行业深化行业业务转型，

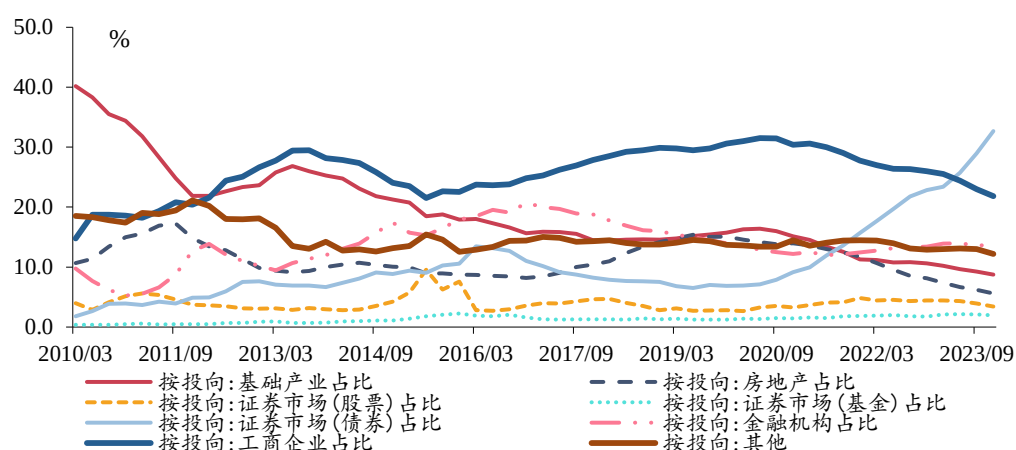
城投、房地产信托业务占比持续下降。由于我国经济由高速发展转向高质量发展，地方政府隐性债务化解步入深水区、房地产市场呈现新的发展特征，近年城投、房地产行业的资金投放信用风险加大、融资需求下降。因此，信托行业逐步减少了对相关行业的资产投放。从投向来看，截至 2023 年年末，资金信托投向基础产品、房地产行业占比分别为 8.73%、5.60%，分别较 2022 年末下降 1.87 个百分点、下降 2.54 个百分点。

图表 27: 从运用方式来看，资金信托中交易性金融投资占比提升



资料来源：，课题组

图表 28: 从投向来看，资金信托投向证券市场占比提升



资料来源：，课题组

从行业信托项目收益率来看，受市场整体波动影响，2023 年主动管理类项目收益率较 2022 年下降，被动管理类项目收益率小幅提升。2023 年，全行业主动管理型信托项目的总体加权收益率为 4.25%，相比 2022 年下降 0.92 个百分点。在主动管理型信托中，2023 年证券投资类、股权投资、融资类、事务管理类和其他投资类产品收益率分别为 2.39%、3.61%、5.31%、3.67%和 6.25%，除了其他投资类产品外，其他类别产品收益率均较 2022 年出现下行。2023 年，全行业被动管理类信托项目的加权收益率为 4.54%，较 2022 年增长 0.34 个百分点。

图表 29: 2023 年已清算主动、被动管理类信托项目收益率

信托项目		2022	2023	收益率变化
		加权收益率	加权收益率	
主动管理项目	证券投资	4.08%	2.39%	-1.69%
	股权投资	4.56%	3.61%	-0.95%
	融资类	5.81%	5.31%	-0.50%
	事务管理类	4.51%	3.67%	-0.84%
	其他投资类	5.10%	6.25%	1.15%
	加权平均	5.17%	4.25%	-0.92%
被动管理项目	证券投资	6.31%	4.25%	-2.06%
	股权投资	2.52%	3.19%	0.67%
	融资类	5.38%	5.89%	0.51%
	事务管理类	3.95%	3.56%	-0.39%
	其他投资类	5.06%	5.81%	0.75%
	加权平均	4.20%	4.54%	0.34%

资料来源：用益信托数据库，课题组

为了防范化解金融风险，2023 年，信托行业持续进行机构风险处置，各信托公司通过多渠道补充资本，增强风险抵御能力。在此之前，监管部门对信托公司牌照发放较为谨慎，2013 年起，我国境内信托公司的数量持续保持在 68 家。自 2022 年起，我国信托行业加大行业风险处置力度，加快行业风险机构退出进度。2022 年 6 月 16 日、2024 年 4 月 1 日监管部门分别同意新华信托、四川信托依法进入破产程序。截至 2023 年年末，我国境内信托法人机构数量为 67 家。从存量机构的风险抵御情况来看，截至 2023 年年末，信托公司行业整体所有者权益 7485.15 亿元，同比增加 4.27%。为了有效提升风险抵御能力，部分信托公司通过利润转增、定向增发等方式来补充公司资本。

图表 30: 信托公司处置进展

时间	公司	监管部门处置结果
2022 年 6 月 16 日	新华信托	同意依法进入破产程序
2024 年 4 月 1 日	四川信托	同意依法进入破产程序

资料来源：金融监管总局网站，课题组

（二）信托三分类新规对信托业发展影响

在《资管新规》的基础上，信托行业监管政策的“四梁八柱”逐步完善，其中尤以 2023 年发布的《关于规范信托公司信托业务分类的通知》（银保监规〔2023〕1 号，以下简称“《信托三分类新规》”）最为重要，明确了信托业务转型的方向。

在《信托三分类新规》出台之前，信托业务的分类体系已运行多年，与信托业务的实际发展情况已不完全适配。在较为宽泛、模糊的分类原则下，信托业务逐步异化为了类信贷业务为主导，脱离了信托本源。《信托三分类新规》重新划分信托产品类别，减少了信托业务的制度套利和违规操作的空间，对信托业务的转型方向进行了明确。

图表 31: 近年来信托行业主要公开监管规定

时间	监管部门	文件名	主要内容
2018 年 4 月 27 日	人 民 银 行、 原 银 保 监 会、 证 监 会、 外 汇 局	《关于规范金融机构资产管理业务的指导意见》(银发〔2018〕106 号)	规范金融机构资产管理业务，统一同类资产管理产品监管标准
2020 年 2 月 6 日	原 银 保 监 会	《信托公司股权管理暂行办法》(2020 年 1 月 20 日中国银行保险监督管理委员会令 2020 年第 4 号公布自 2020 年 3 月 1 日起施行)	明确信托公司股东、信托公司、监管部门三方主体从股权进入到退出各阶段的股权管理职责。
2023 年 3 月 20 日	原 银 保 监 会	《关于规范信托公司信托业务分类的通知》(银保监规〔2023〕1 号)	对信托业务进行重新分类并提出了相关监管要求，旨在促进各类信托业务规范发展
2023 年 3 月 30 日	原 银 保 监 会	《关于规范信托公司异地部门有关事项的通知》(银保监规〔2023〕3 号)	综合考虑当前信托业发展实际与改革转型需要，明确信托公司异地部门设置与管理要求
2023 年 11 月 16 日	金 融 监 管 总 局	《信托公司监管评级与分级分类监管暂行办法》(金规〔2023〕11 号)	加强信托公司差异化监管，在监管评级中体现新的监管标准和导向。

资料来源：金融监管总局网站，中国政府网，课题组

《信托三分类新规》出台前，信托产品类别的划分一般可以按照来源和功能两个维度进行划分。从功能的维度来看，信托产品一般被分为融资类、投资类和事务管理类三种；按照资金来源维度来看，信托产品则一般被分为集合资金信托、单一资金信托、管理财产信托三种。然而，这一分类方式已不能与信托行业的发展趋势和现状相匹配。

调整后的《信托三分类新规》将信托业务分为资产服务信托、资产管理信托、公益慈善信托三大类 25 个业务品种。其中，资产服务信托业务包括财富管理信托、行政管理服务信托、资产证券化服务信托、风险处置服务信托、经监管部门认可的新型资产服务信托等；资产管理信托则包括固定收益类信托计划、权益类信托计

划、商品及金融衍生品类信托计划和混合类信托计划；公益慈善信托包括慈善信托和其他公益信托。

《信托三分类新规》着重明确各类信托业务职责边界，特别是厘清了资产服务信托业务、资产管理信托业务监管要求和业务分类间的模糊地带，防止出现利用业务分类规避监管的监管套利。

一是从设立信托目的来看，明确区分资产服务信托和资产管理信托，从而区分不同信托产品是否适用资管新规。值得注意的是，考虑到资产服务信托业务不适用资管新规，因此《信托三分类新规》在多方面规定中明确不得利用资产服务信托规避资管新规。

二是从资金来源来看，单一资金信托不纳入资产管理信托范畴，该类信托产品将根据业务实质归入资产服务信托中的财富管理信托。若是接受单一自然人委托，从资金来源来看是单一资金信托的，亦可以根据其业务实质，将其归为财富管理信托中的其他个人财富管理信托等类别。

三是业务分类具体实施时，将在落实信托公司业务分类的主体责任基础上，由监管部门加强指导解释。据每日经济新闻报道²，2023年7月监管部门出台信托业分类配套政策《关于<关于规范信托公司信托业务分类的通知>实施后行业集中反映问题的指导口径》。

²资料来源：信托业务“三分类”指导口径下发，涉及非标债权、家庭信托等20个行业热点，每日经济新闻[EB/OL]，2023/07/12[2024/05/22]，<https://www.nbd.com.cn/articles/2023-07-12/2913922.html>。

图表 32: 信托公司信托业务新分类简表

业务品种 服务实质	是否募 集资金	受益类型	主要信托业务品种	
资产服务信托业务	不涉及	自 益 或 他 益	财 富 管 理 服 务 信 托	家族信托
				家庭服务信托
				保险金信托
				特殊需要信托
				遗嘱信托
				其他个人财富管理信托
				法人及非法人组织财富管理信托
			行 政 管 理 服 务 信 托	预付类资金服务信托
				资管产品服务信托
				担保品服务信托
				企业/职业年金服务信托
				其他行政管理服务信托
			资 产 证 券 化 服 务 信 托	信贷资产证券化服务信托
				企业资产证券化服务信托
				非金融企业资产支持票据服务信托
				其他资产证券化服务信托
			风 险 处 置 服 务 信 托	企业市场化重组服务信托
				企业破产服务信托
			新型资产服务信托	
资产管理信托业务	私募	自 益	集 合 资 金 信 托 计 划	固定收益类信托计划
				权益类信托计划
				商品及金融衍生品类信托计划
				混合类信托计划
公益慈善信托业务	可能涉 及募集	公 益	公 益 慈 善 信 托	慈善信托
				其他公益信托

资料来源：原银保监会，课题组

《信托三分类新规》出台后，监管部门在此基础上持续完善信托行业监管体系，信托公司也同步加速业务转型、开拓业务新方向。

第一，加快推进信托业务监管体系逐步完善。一是加快修订顶层法律法规，加速推动《信托法》的修订。二是在《资管新规》、《信托三分类新规》监管思路下，加快修订和出台行业监管规范和配套业务实施细则。据新浪财经报道³，2024年1月，部分信托公司已收到《信托公司管理办法（修订征求意见稿）》。未来，相关规定的出台将有助于支持信托公司及时适应新分类下的业务发展机遇。

第二，在信托纳入资管行业统一监管体系后，各方支持信托行业争取在资管业务相关标品投资的统一准入资质。《信托三分类新规》下，资产管理信托业务严格遵守《资管新规》要求开展整改。与此同时，参照《资管新规》统一监管的原则和精神，信托行业在资产管理业务领域各类监管要求也应与其他私募基金逐步拉平，包括合格投资者资质及人数的穿透规则、信托投资股指期货以外的金融衍生品的交易指引等。在此背景下，监管部门及信托公司着力推动信托行业在标品投资业务上获得同等对待。

第三，有序压降不合规业务，逐步处置存量不良资产，做好新旧业务衔接，防止风险持续蔓延。从整改时间安排上来看，《信托三分类新规》将自2023年6月1日起实施，并设置3年过渡期。信托公司在《信托三分类新规》实施后30日内应将存续信托业务分类结果和整改计划报送属地银保监派出机构。从存量不良资产的处置情况来看，根据2023年公布自营投资不良率的信托公司表现，有14

³ 资料来源：《信托公司管理办法》修订征求意见 严格股东管理 注重风险防控与化解，新浪财经[EB/OL]，2024/01/20[2024/05/22]，<https://finance.sina.com.cn/roll/2024-01-20/doc-inaecprk7723792.shtml>。

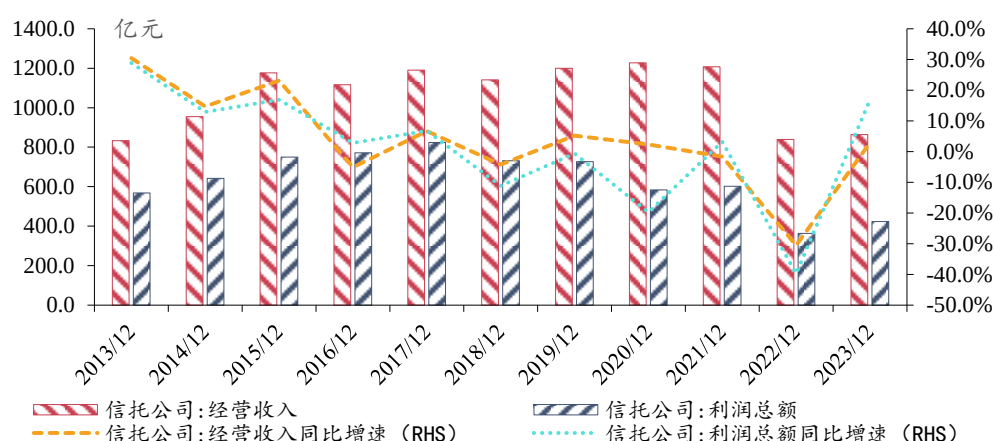
家信托公司自营资产不良率在 10%以上，相关公司信托资产的资产质量或也面临较大压力。在压降存量资产过程中，部分公司信托资产的资产质量暴露所引发的风险值得关注。

（三）信托公司经营表现及业务特色发展

2023 年，虽然信托公司盈利情况有所回升，但仍处于经营转型的深水期。

从行业整体盈利情况来看，2023 年，信托业整体营业收入和利润总额较 2022 年回升，上述两项指标的同比增速分别为 2.96%、16.92%，较 2022 年提升 33.52 个百分点、提升 56.68 个百分点。但从营业收入、利润总额的绝对规模来看，2023 年信托业整体营业收入、利润总额仍处于近十年来较低水平，2023 年信托公司营业收入、利润总额分别为 863.61 亿元、423.74 亿元，较 2021 年减少 344.37 亿元、减少 177.93 亿元。

图表 33: 2023 年信托公司经营情况有所回升

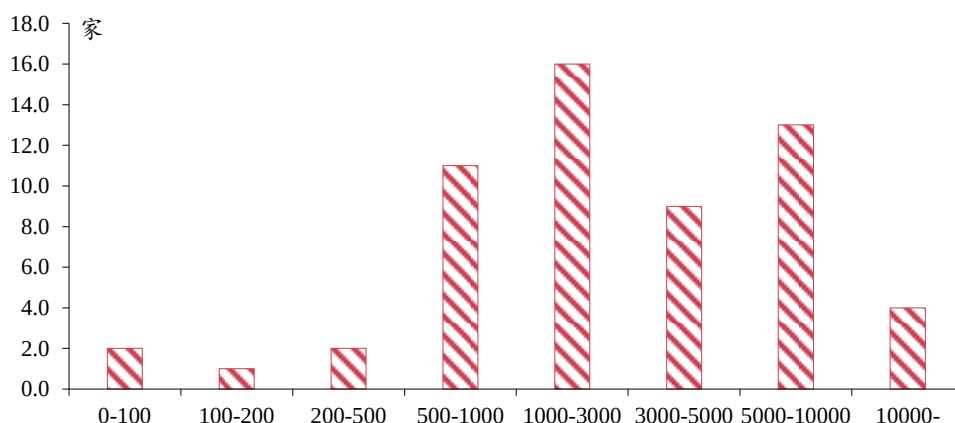


资料来源：，课题组

从不同信托公司的发展情况来看，信托公司所管理的信托资产规模分化加快，机构间资源禀赋差异较大，未来信托行业或在重构商业逻辑的基础上推进机构间的整合重组。从信托资产分布来看，2023 年，披露年报的信托公司中，信托资产超过 1 万亿、5000 亿-1 万亿元、3000-5000 亿元、1000-3000 亿元、500-1000 亿元、200-500 亿元、100-200 亿元、100 亿元以下的机构分别有 4 家、13 家、9 家、16 家、11 家、2 家、1 家、2 家。

《信托三分类新规》对信托公司的投研能力、产品设计、风控管理、数字化转型能力等多方面专业能力提出较高要求。这需要信托公司持续投入成本提升人才队伍，组织架构以及数字化体系建设水平。对于股东支持力度较大、存量资产包袱较轻、经营能力较稳健的信托公司而言，其主动转型的动力和能力较强。而对于资质较弱的信托公司而言，其或需要引入新股东支持或进行较大规模的整合重组，才能够有效提升机构出清风险、业务转型的能力。

图表 34: 2023 年年末信托公司信托资产分布



注：信托资产规模单位为亿元，统计区间左开右闭。

资料来源：信托公司年报，课题组

部分信托公司探索信托服务转型后的新业务模式，发展标品金融投资业务。本文将以华鑫信托、金谷信托等信托公司为例进行考察。

2023 年，华鑫信托继续主动发力资产管理信托，创新发展绿色金融品牌。根据华鑫信托 2023 年年报披露，华鑫信托 2023 年年末管理的信托资产规模 6148.64 亿元，同比增长 54.67%；合并营业收入 29.92 亿元，同比增长 27.65%；实现净利润 17.79 亿元，同比增长 39.70%。在转型创新业务发展方面，华鑫信托标品业务进一步发展，产品线更加丰富，标品固收类主动管理规模突破 600 亿元。华鑫信托聚焦低碳能源产业链，打造“绿色+”业务模式，以资产证券化业务为抓手推动绿色金融业务落地。2023 年，华鑫信托绿色信托项目存续规模超过 160 亿元，同比增长 18%，累计规模超过 300 亿元。

2023 年，金谷信托围绕股东战略安排，围绕集团不良资产经营

主业，在信托领域打造了不良资产处置和特殊资产经营的经营特色。根据金谷信托 2023 年年报披露，2023 年年末金谷信托管理的信托资产规模 1856.70 亿元，同比增长 10.92%；营业收入 10.43 亿元，同比增长 32.72%；信托业务收入 8.51 亿元，同比增长 22.6%；实现净利润 3.38 亿元，同比增长 151.15%。金谷信托通过纾困信托、财产权信托、永续债信托、资产证券化信托、破产重整信托等模式高效协同股东中国信达不良资产主业。2023 年，金谷信托探索落地破产重整服务信托业务，帮助相关企业完成破产重整。

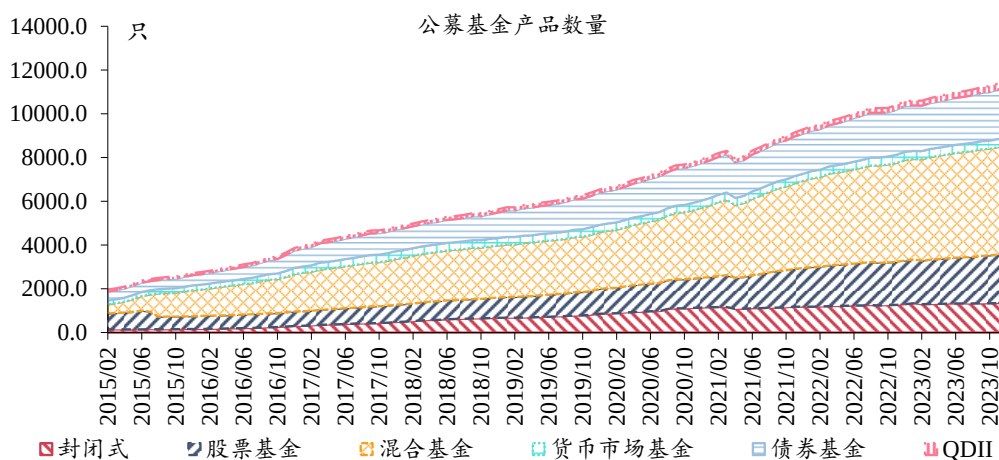
五、公募基金：丰富指数产品货架，强化投研能力建设

（一）规模变动

截至 2023 年年末，全市场公募基金共有 11528 只，其中封闭式基金 1354 只，开放式基金 10174 只。开放式基金中，股票基金、混合基金、货币市场基金、债券基金、QDII 分别有 2274 只、4942 只、371 只、2306 只、281 只，分别占基金总只数的 19.73%、42.87%、3.22%、20.00%、2.44%。

从产品数量来看，过去 5 年，公募基金发展迅速，产品数量年均复合增长 15.43%。结构上，股票基金数量增长更快，5 年年均复合增长率达到 19.66%。封闭式基金、混合基金、债券基金、QDII 年均复合增速均在 14%-15%之间。货币基金数量年均复合增长率仅为 1.35%。

图表 35: 新设公募基金数量快速增加

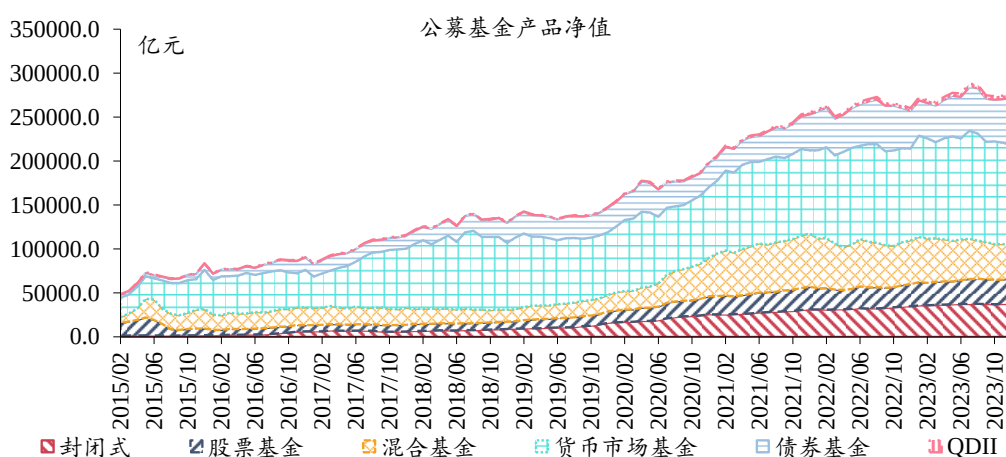


资料来源：中基协，课题组

从资产规模来看，截至 2023 年年末，公募基金净值为 27.60 万亿元。其中，封闭式基金 3.80 万亿元，开放式基金 23.80 万亿元。开放式基金中，股票基金、混合基金、货币基金、债券基金、QDII 基金的净值总规模分别为 2.83 万亿元、3.95 万亿元、11.28 万亿元、5.32 万亿元、0.42 万亿元，分别占公募基金总净值的 10.27%、14.32%、40.86%、19.26%、1.51%。货币基金虽然产品数量相对较少（占比仅为 3.22%），但规模处于绝对领先地位。

过去 5 年，公募基金净值年均复合增速为 16.19%，其中封闭式基金、股票基金、混合基金、货币基金、债券基金、QDII 净值年均复合增长率分别为 33.45%、28.01%、23.78%、8.16%、18.62%、42.66%。

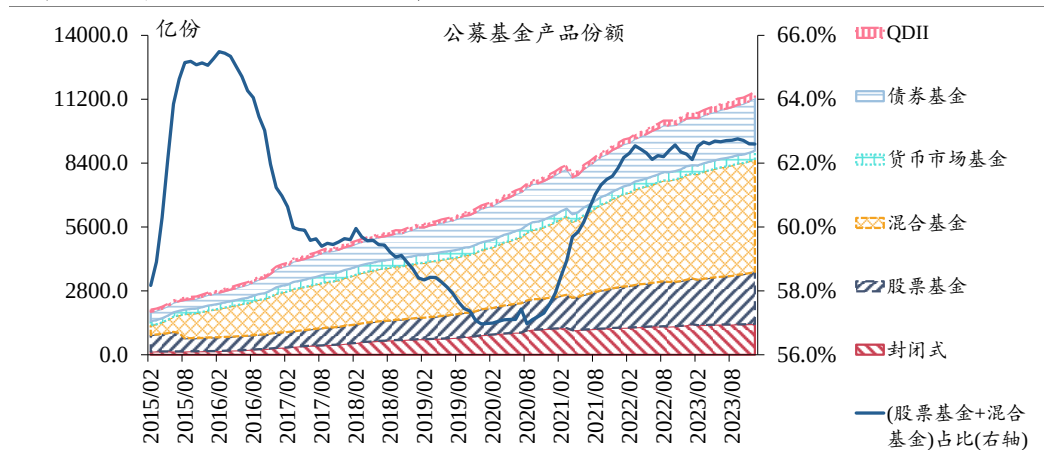
图表 36: 不同类型基金净值变化



资料来源：中基协，课题组

从公募基金规模增长的归因来看，公募基金净值增速显著快于产品数量增速的原因是平均单只基金的产品份额增长。2023 年年末，封闭式基金、股票基金、混合基金、货币基金、债券基金、QDII 基金分别有 3.60 万亿份、2.65 万亿份、3.65 万亿份、11.22 万亿份、4.77 万亿份、0.52 万亿份。2019-2023 年，封闭式基金、股票基金、混合基金、货币基金、债券基金、QDII 基金份额年均复合增速分别为 32.83%、27.97%、20.86%、8.07%、17.21%、49.89%。货币市场基金虽然规模占比高，但过去 5 年的发展速度大幅落后于债券基金和股票基金。

图表 37: 含权基金份额占比提升



资料来源：中基协，课题组

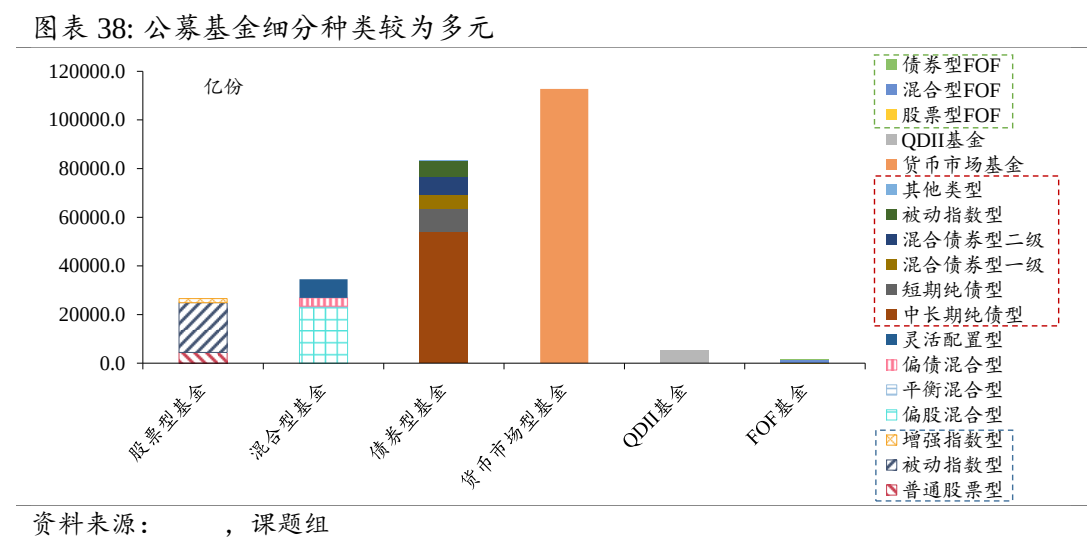
（二）品种结构

按照投资范围划分，股票基金可以细分成三类：普通股票型、被动指数型、增强指数型。2023 年年末，三类股票基金份额分别为 4471 亿份、20434 亿份、1650 亿份，占股票基金总份额的比重分别为 16.84%、76.95%、6.21%，过去 5 年份额数量的年均复合增速分别为 15.13%、32.93%、30.39%。

混合型基金可以细分成四类：偏股混合型、平衡混合型、偏债混合型、灵活配置型。2023 年年末，上述四类基金份额分别为 23165 亿份、277 亿份、3414 亿份、7653 亿份，占混合型基金总份额比重分别为 67.13%、0.80%、9.89%、22.18%，过去 5 年年均复合增速分别为 29.54%、-9.05%、24.34%、0.50%。

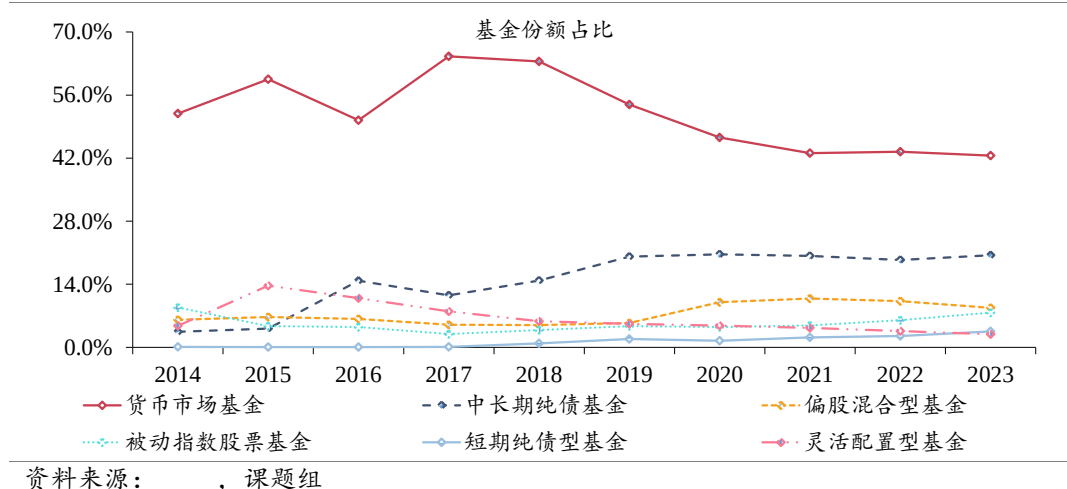
债券型基金主要包括中长期纯债型基金、短期纯债型基金、混合债券型一级基金、混合债券型二级基金、被动指数型债券基金，2023 年年末，上述各类基金的份额分别为 54106 亿份、9289 亿份、

6015 亿份、7259 亿份、6695 亿份，占债券基金总份额规模的比重分别为 64.64%、11.10%、7.19%、8.67%、8.00%。



份额数量名列前茅的公募基金主要是货币市场基金、中长期纯债型基金、偏股混合型基金、被动指数股票基金、短期纯债型基金、灵活配置型基金。2023 年年末，上述六类基金份额占全部公募基金份额比例分别为 42.58%、20.43%、8.75%、7.71%、3.51%、2.89%，基金份额过去 5 年年均复合增速分别为 6.66%、23.20%、29.54%、32.93%、53.04%、0.50%。从份额增速来看，过去 5 年，被动指数股票基金和短期纯债基金实现了更快速地扩张。

图表 39: 近 5 年货币基金份额占比有所下滑



(三) 投资收益

2021-2023 年，随着国内资本市场进入调整，含权类基金产品净值多数出现回撤,表现弱于固定收益类产品。

近 1 年，股票基金、混合基金、债券基金、货币基金、封闭式基金平均净值增长率分别为-12.09%、-12.87%、3.07%、2.03%、2.06%。细分品种中，收益表现最好的是中长期纯债型基金，平均净值增长率为 3.74%。收益表现最差的是偏股混合型基金，平均净值增长率为-13.26%。

近 3 年，股票基金、混合基金、债券基金、货币基金、封闭式基金年化平均净值增长率分别为-8.70%、-8.94%、2.73%、2.10%、-1.43%。细分品种中，收益表现最好的是混合债券型一级债基，年化平均净值增长率为 3.44%；收益表现最差的品种是偏股混合型基金，年化平均净值增长率为-8.69%。

从 5 年及以上的长期视角来看，含权类产品普遍能够取得正收益，而且收益率高于固定收益产品。

过去 5 年，股票基金、混合基金、债券基金、货币基金、封闭式基金年化平均净值增长率为 10.65%、9.69%、3.18%、2.24%、13.83%。细分品种中，普通股票型基金收益表现最好，年化平均净值增长率为 15.05%。货币市场基金收益落后，年化平均净值增长率仅为 2.24%。

图表 40: 长周期视角下含权产品收益表现更好



资料来源： ，课题组

(四) 行业趋势

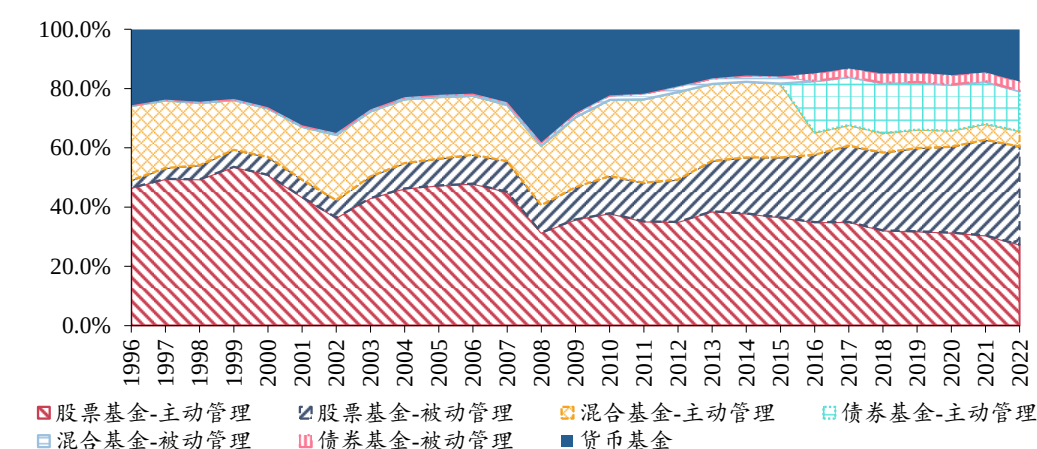
从境外市场的趋势来看，自 2009 年以来，美国基金业的发展呈现权益化、被动化两大特征。权益化体现为股票基金占比持续提升；被动化体现为被动管理股票基金占比持续提升。2022 年年末，在美国共同基金与 ETF 中，股票基金-主动管理、股票基金-被动管理、债券基金-主动管理、债券基金-被动管理、混合基金、货币基金占比分别为 27.33%、33.07%、13.38%、3.16%、5.48%、17.59%。其中，

股票基金-主动管理、股票基金-被动管理、货币基金相比 2008 年分别变动-4.05、+23.75、-20.52 个百分点。

无论是股票基金还是债券基金，被动化的发展趋势均日益显著。对于股票基金，被动管理基金规模已经超过主动管理基金。2023 年年末，被动管理股票基金占股票基金的比重为 54.75%。

对于债券基金，被动管理债基相较主动管理债基规模尚小，目前规模仅为后者的四分之一左右，但近年来二者的规模差距正在逐渐缩小。2023 年年末，被动管理债基总规模占全部债基的比重为 19.09%，相比 2016 年上升 6.33 个百分点。

图表 41: 美国基金产品规模占比

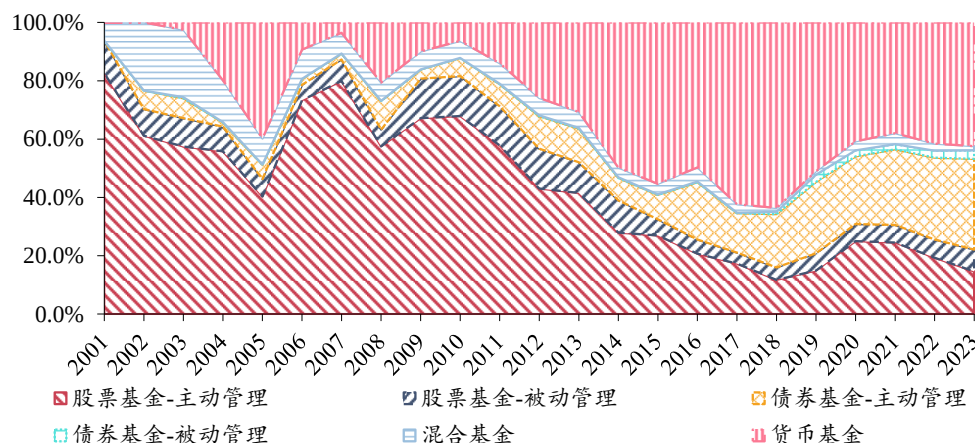


注：2016 年之前未区分混合基金和债券基金，混合基金的数据为混合基金+债券基金
资料来源：ICI，课题组

从境内市场来看，相比于美国，目前我国基金产品权益化和被动化的发展势头还不明显，未来仍有较大发展空间。2023 年年末，我国股票基金净值占基金总净值的比重为 23.24%，低于美国（60.39%）37.15 个百分点。其中，被动管理股票基金占比仅为

8.80%，低于美国 24.27 个百分点。

图表 42: 我国基金产品净值占比



注：股票基金-主动管理包含了偏股混合型基金和灵活配置型基金；混合基金包括平衡混合型基金、偏债混合型基金。

资料来源：，课题组

从动态变化来看，2010-2018 年，我国股票基金占比下降，取而代之的是货币市场基金的兴起。2019-2021 年，虽然受益于 A 股行情好转，股票基金的发行曾阶段性回暖，但自 2022 年以来，随着资本市场持续调整，股票基金规模占比重新转为下行，此时债券基金的规模逐步兴起。

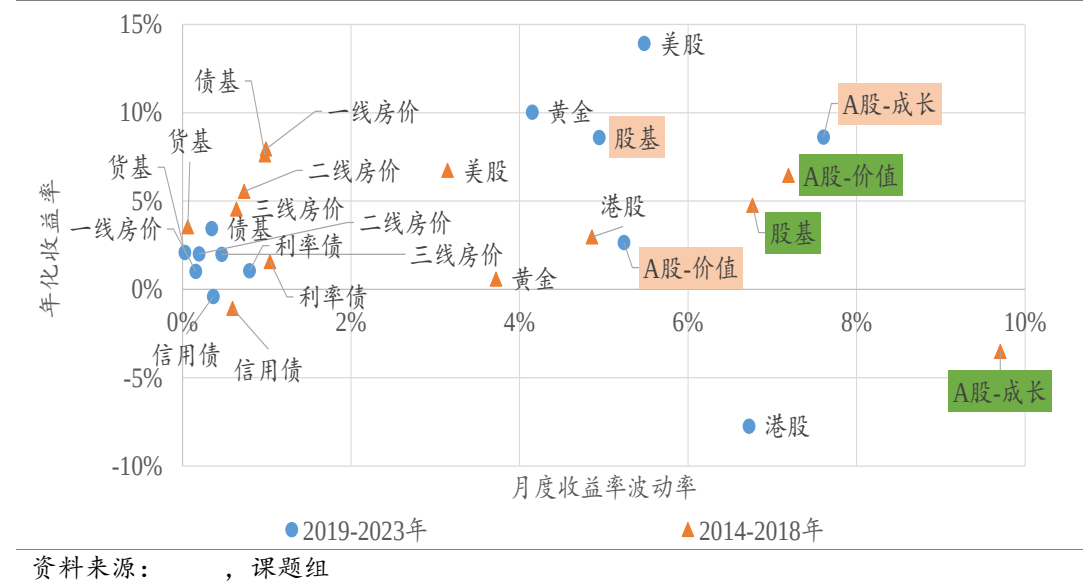
从海外资管市场的发展经验来看，股票基金规模提升是大势所趋。在过去理财刚兑、房价趋势性上涨的时期，房地产、固收类理财很好地帮助居民实现了财富保值增值。因此，居民财富主要配置在理财、房地产等资产上，权益资产占比较少。

随着我国经济转入高质量发展阶段，房地产坚决贯彻“房住不炒”，利率中枢水平伴随经济增速的放缓而下降，理财全面转向净值

化运行，居民的财富保值增值难度上升。

综合对产品收益和流动性的考虑，未来，居民财富配置可能会向两端迁移，一端投向风险、收益更高的权益资产；另一端投向风险、收益较低的存款。

图表 43: 大类资产风险收益表现



（五）发展展望

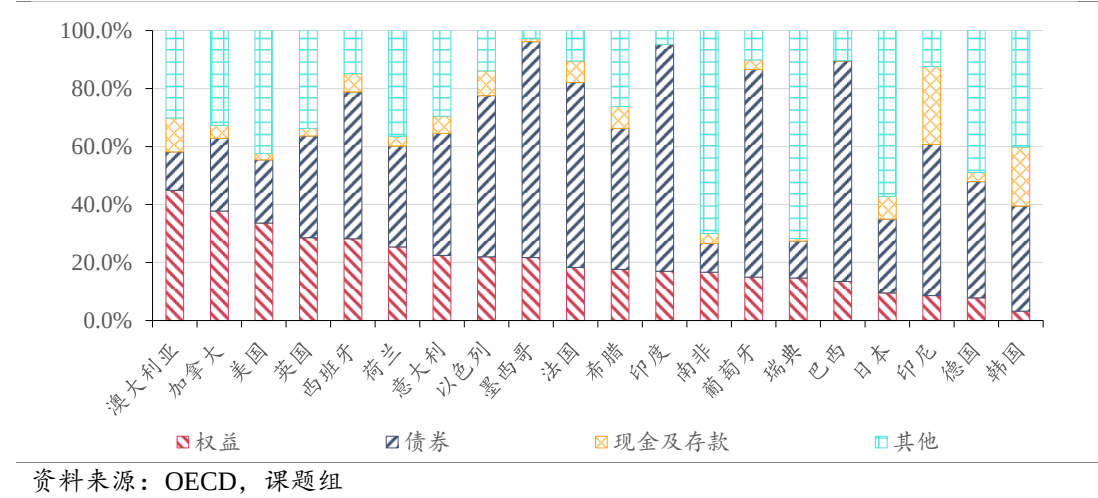
为了加快推动我国股票基金的进一步发展，各方或需要从多方面更好地承接居民资产配置需求。在供给端，提升基金产品质量，为投资者提供更好的投资体验。在需求端，完善制度建设，引导养老金等长期资金入市，利用养老金资金投资期限较长的优势，为股票基金提供稳定的配置力量。

第一，壮大长期资金队伍。

一是增加基本养老金归集委托投资规模，探索养老金第一支柱

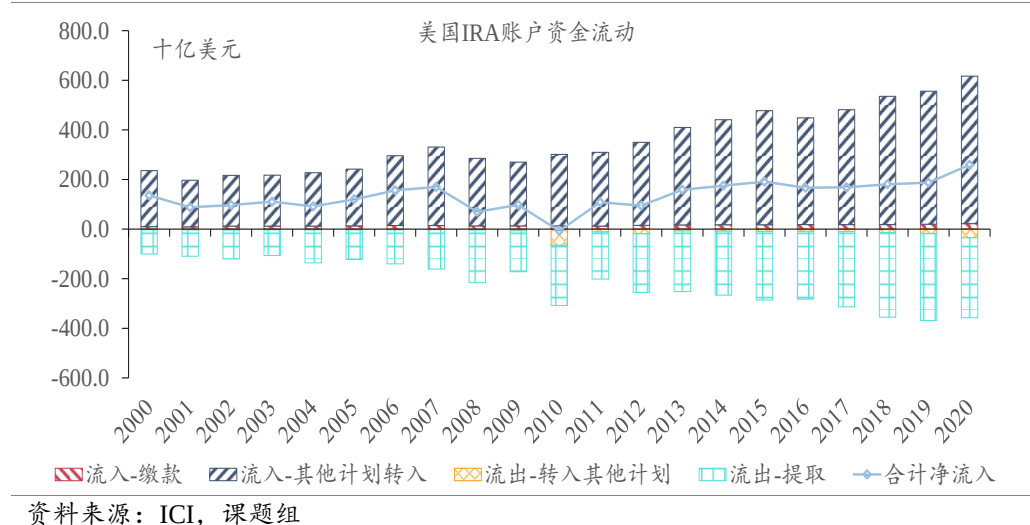
适度扩大投资股市。目前，国内地方基本养老保险金主要由各地方政府投资于国债和银行存款，投资于股票的比例相对偏低。随着存款利率下行，未来，可以考虑增大基本养老基金归集委托社保基金理事会投资的规模，借助社保的专业投资力量，降低养老金投资股市面临的个体风险，实现保值增值。

图表 44: 主要经济体养老计划资产配置结构



二是鼓励增加个人养老金缴款额度，做大养老金第三支柱。加大产品创设力度，丰富适配个人养老金投资特点的养老金产品。打通养老金第二、三支柱资金转移渠道，给予居民个人更多的投资自主权，引导更多个人养老金账户资金投向股票市场。

图表 45: 美国 IRA 账户资金和其他养老金计划的资金可以自由流动

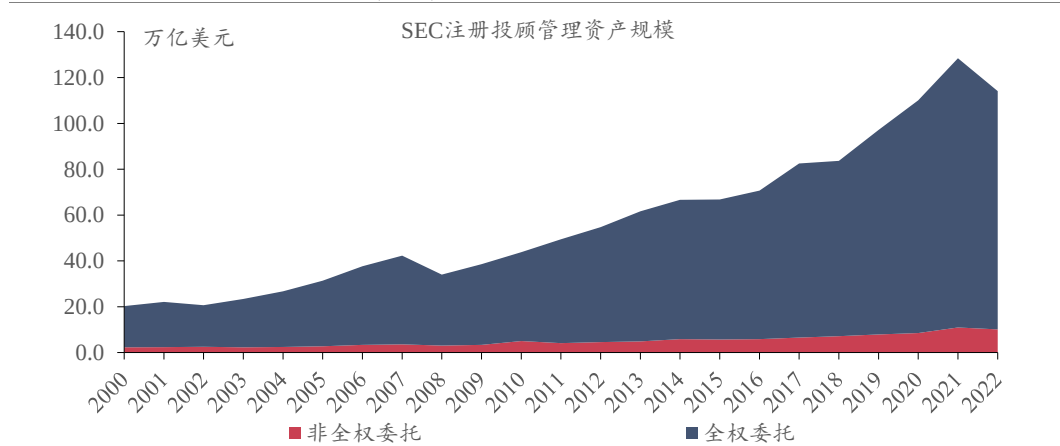


第二，促进基金投顾发展。

当前，我国股票基金总规模接近 6 万亿元，总数量超过 5000 只，收益差异显著。面对纷繁复杂的基金产品，非专业投资者需要专业投资顾问提供投资咨询服务。

从美国市场来看，专业投资顾问已经形成一个庞大的群体，管理资产规模超百万亿美元，对推动基金业的发展起到了积极的作用。根据 Investment Adviser Association(IAA)的数据，2022 年年末，美国共有 15144 名注册投资顾问（SEC-registered adviser,RIA），其中有 62.8%的投顾会为客户提供资产配置建议，管理资产总规模为 114.1 万亿美元，显著超过基金规模（约 26 万亿美元）。除了基金产品之外，RIA 还会帮助客户配置其他资产并提供财务规划、养老金咨询、教育研讨等其他投资咨询服务。

图表 46: 美国注册投资顾问(RIA)管理规模持续扩张



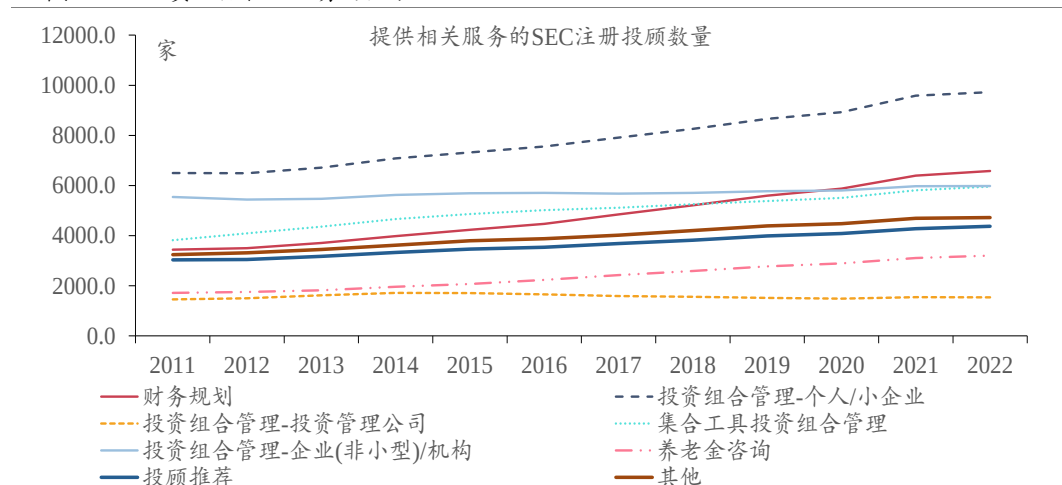
资料来源：IAA，课题组

相比之下，我国基金投顾市场规模尚小，资产配置范围较狭窄。根据中国社会科学院国家金融与发展实验室发布的《投顾业务的全球实践与中国展望》研究报告⁴，截至 2022 年 9 月末，我国共有 60 家机构获得了基金投顾试点资格，其中 54 家试点机构已经展业，涉及 440 万个账户，管理规模接近 1200 亿元。相比于我国超 25 万亿元的基金市场，基金投顾所管理资金体量尚小，还有较大发展空间。

为促进我国基金投顾市场发展，建议扩大基金投顾试点范围，允许更多类型的机构参与基金投顾业务，鼓励各类机构结合自身资源禀赋进行差异化经营，培育自身特色优势，为客户提供不同的服务体验，比如发展财务规划、养老金咨询、教育咨询等业务，增强客户黏性。支持投顾机构拓宽产品种类，扩大资产配置范围，满足客户多资产配置需求。创新收费模式，比如发展“资产规模+业绩提成”等收费模式，强化投资顾问与客户的利益一致性。

⁴ 资料来源：新京报，《投顾业务的全球实践与中国展望报告发布 建议扩大投顾试点范围》，2023/3/3[2024/5/16]，<https://baijiahao.baidu.com/s?id=1759336991732008393&wfr=spider&for=pc>

图表 47: 投资顾问的业务领域



资料来源：IAA，课题组

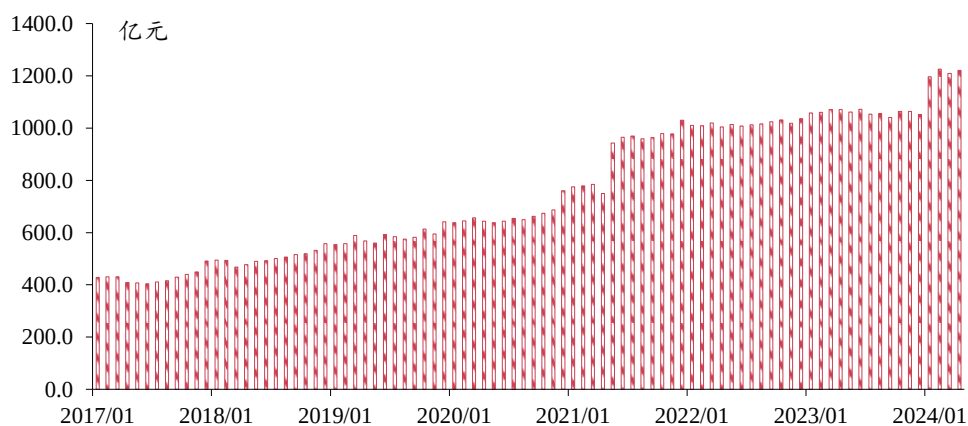
六、保险资管：规模稳步上升，发挥长钱优势

不同于理财与公募基金，保险资管公司所公开的经营信息相对较少，为了解保险资管行业的整体情况，我们主要采用《中国保险资产管理业发展报告（2023）》的相关数据，不过考虑到该报告仅统计了截至 2022 年末的保险资管行业情况，因此我们也辅以上市保险公司的资产管理情况予以辅助考察研究。

（一）保险资管机构主体情况

2023 年，保险资管公司数量小幅增加，保险资管公司所管理资产的规模稳步增长。从数量上来看，截至 2023 年年末，保险资管公司 34 家，较 2022 年年末增加 1 家。2023 年 10 月，金融监管总局同意中邮保险资产管理有限公司开业。从保险资管公司总资产规模来看，截至 2024 年 4 月，保险资管公司资产规模约 1221.37 亿元，较 2023 年年末增加 16.09%。

图表 48: 截至 2024 年 4 月末, 保险资管公司资产规模约 1221.37 亿元



资料来源: , 课题组

2023 年保险资管行业盈利情况分化, 前三大机构的利润占据行业总利润的近 50.00%, 部分中小保险机构面临营收净利润增速“双降”。

除华夏久盈资产管理有限责任公司处于风险处置期、暂缓披露 2023 年度信息披露报告外, 33 家保险资管公司披露了 2023 年信息披露报告。

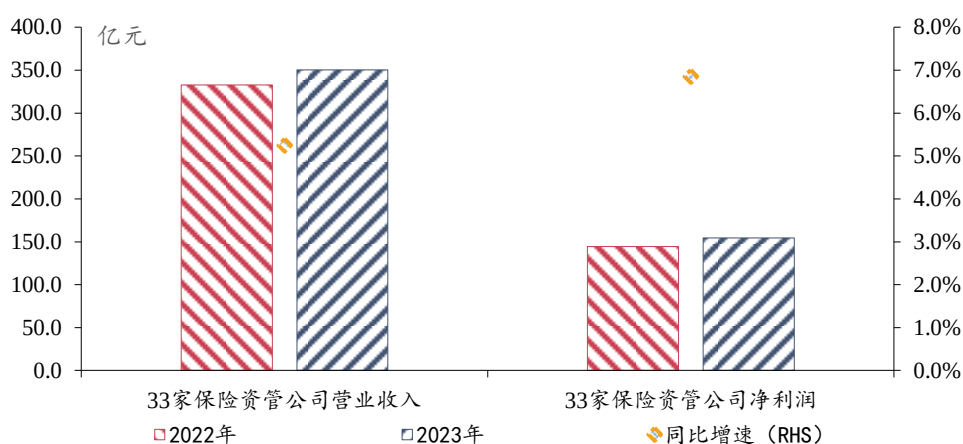
从营业收入来看, 2023 年 33 家保险资管公司整体营业收入为 350.40 亿元, 同比增加 5.25%。其中, 国寿资产、泰康资产、平安资产 3 家保险资管公司的 2023 年营业收入超过 40 亿元, 同比增速分别为 9.11%、15.64%、-5.77%。其他中小保险资管公司中, 既有 2 家公司 2023 年营业收入出现翻倍, 也有 12 家公司营业收入为负。

从净利润来看, 2023 年 33 家保险资管公司整体净利润 154.50 亿

元，同比增加 6.85%。其中，国寿资产、泰康资产、平安资产 3 家大型保险资管公司的净利润共占行业整体净利润的 49.58%。此外，2 家保险资管公司 2023 年出现亏损，13 家保险资管公司的净利润增速为负。

从 ROE 指标来看，2023 年 33 家保险资管公司平均 ROE 约为 17.06%。其中，12 家公司的 ROE 高于行业平均水平。

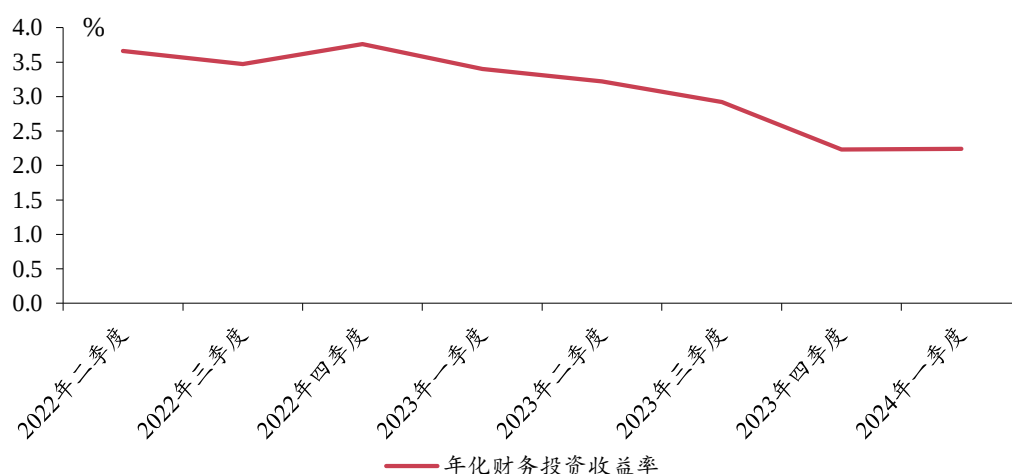
图表 49: 2023 年保险资管公司营业收入、净利润



资料来源：各公司信息披露报告，课题组

从投资收益表现来看，根据金融监管总局统计，近年全行业保险公司年化财务投资收益率小幅下滑，2024 年一季度，保险年化财务投资收益率 2.24%，较 2023 年四季度基本持平，较 2022 年四季度下降 1.52 个百分点。

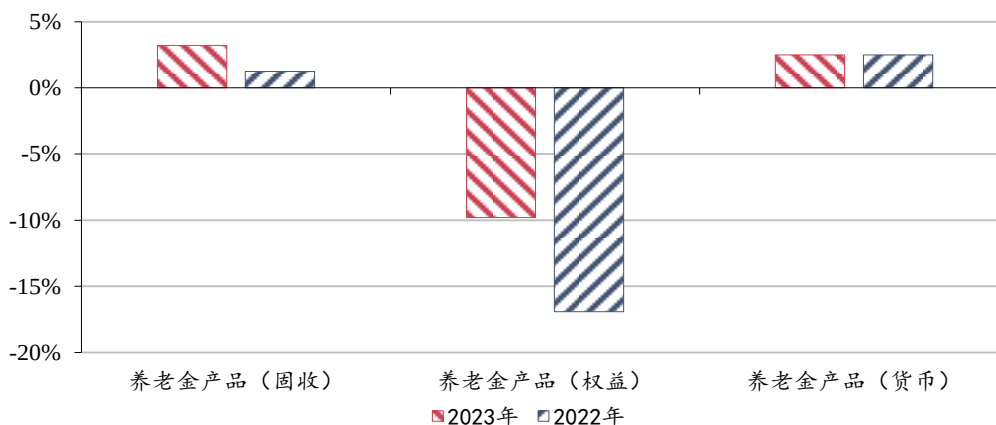
图表 50: 保险公司年化财务投资收益率下滑



资料来源：金融监管总局，课题组

若进一步观察保险资管产品收益水平，考虑到数据可得性原因，我们仅选择了组合类保险资管产品和对接企业年金基金投资的养老金产品收益率进行考察。从 所披露产品的情况来看，组合类保险资管产品中，债券型、股票型、混合型产品的收益率均值分别为 2.55%、-10.39%和-6.03%。从人社部所披露的情况来看，企业年金所对接的养老金产品中，固定收益类、权益类和货币型产品在 2023 年的整体收益率分别为 3.20%、-9.81%和 2.48%，与 2022 年相比，三类养老金产品的收益率分别提升了 1.06 个百分点、提升了 7.10 个百分点和降低了 0.02 个百分点。

图表 51: 2022 年和 2023 年养老金产品收益率



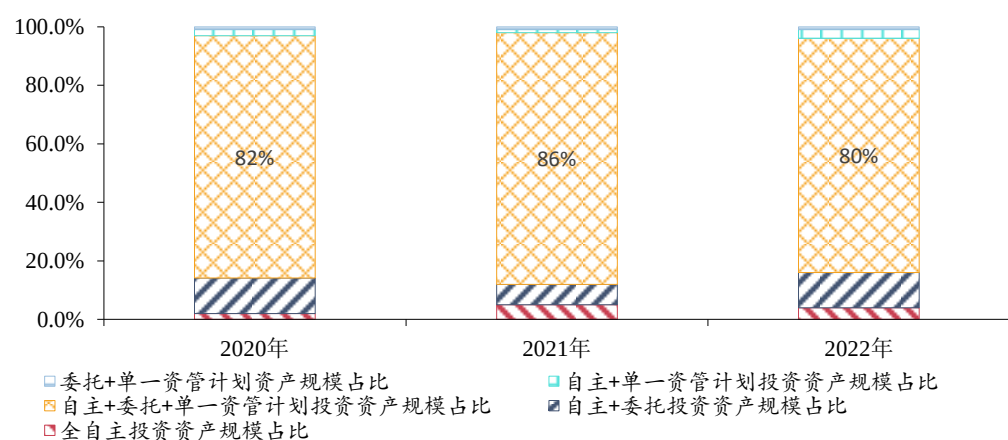
资料来源：各公司信息披露报告，课题组

（二）保险资管公司管理资产的摆布与资金来源

保险公司投资资金中，近 70%委托关联方保险资管公司进行管理，采用“自主+委托+单一资产管理计划投资模式”的保险公司数量最多，相关资金规模占比近 80%。

根据金融监管总局披露，2023 年年末，保险公司资产总额 29.96 万亿元，保险资金运用余额 27.67 万亿元，分别同比增长 10.35%、10.47%。根据《中国保险资产管理业发展报告（2023）》披露，保险公司资金投资模式较为稳定，在保险公司总资产中，委托关联方保险资产管理公司管理的资金占到了保险资金总规模的 67%；委托非关联方保险资产管理公司管理的资金占到了保险资金总规模的 1%左右。从投资模式来看，2022 年，67 家保险公司选择“自主+委托+单一资产管理计划投资模式”，机构数量占比近 34%，资产规模占比近 80%。

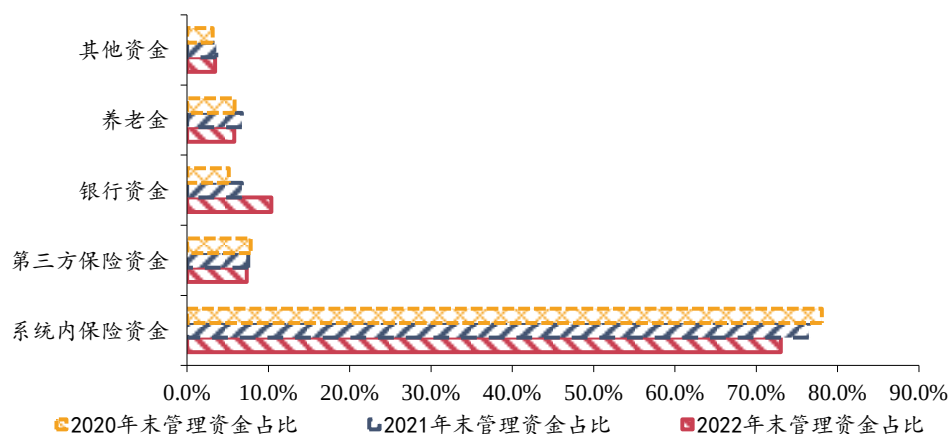
图表 52: 2020-2022 年保险公司不同投资模式情况-资产规模占比



资料来源：《中国保险资产管理业发展报告（2023）》，课题组

从保险资管公司管理资金来源则以保险资金为主，沉淀长限资金。从保险资管公司管理资金结构来看，根据《中国保险资产管理业发展报告（2023）》披露，2022 年年末，保险资管公司共管理 24.52 万亿元资金，保险资金占比 80.39%，其中管理系统内保险资金占比 73.04%、管理第三方保险资金 7.35%，银行资金占比 10.35%，其他资金包括企业年金、基本养老金、职业年金等占比为 9.26%。

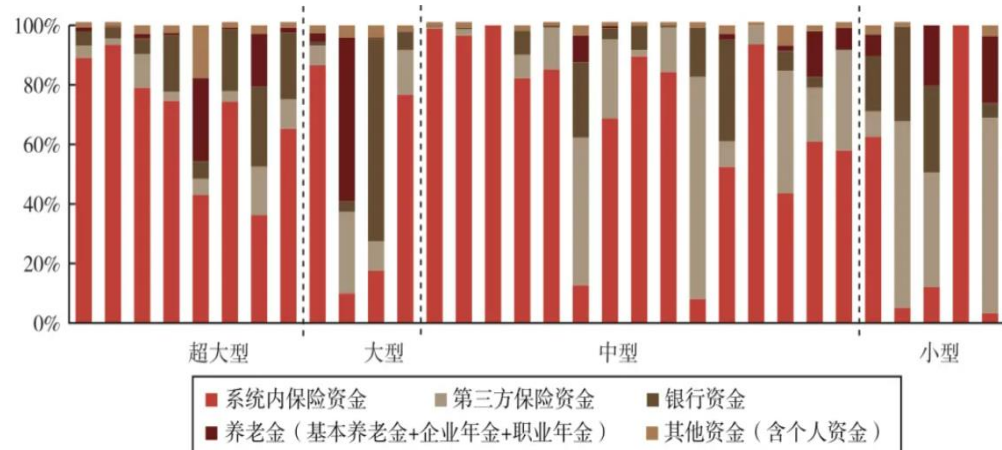
图表 53: 2020-2022 年保险资产管理公司各类资金占比情况



资料来源：《中国保险资产管理业发展报告（2023）》，课题组

即使管理资产规模在同一水平，不同保险资管公司间资金来源构成的差异仍较大。2022 年，超大型、大型、中型、小型保险资管公司的非系统内保险资金来源规模占比均超过 20%。其中，有 10 家保险资管公司非系统内保险资金占比在 50%左右，包括超大型公司 2 家、大型公司 2 家，中型公司 3 家、小型公司 3 家。

图表 54: 2022 年年末保险资产管理公司资金来源构成情况

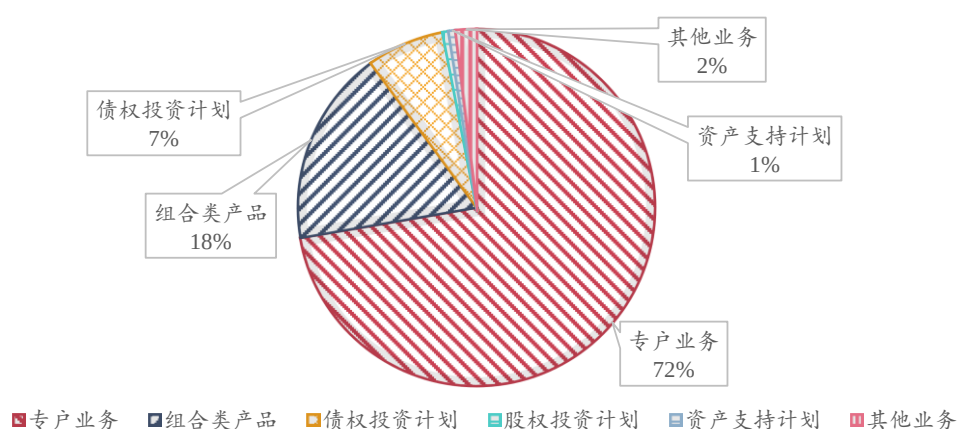


资料来源：《中国保险资产管理业发展报告（2023）》，课题组

从业务规模来看，保险资管公司以专户业务（受托管理保险资金、其他资金及其形成的各种资产）为主，保险资产管理产品占比持续上升。2022 年年末，保险资管公司各项业务中，专户业务规模占比 72.30%，较 2021 年末下降 3.60 个百分点；组合类产品占比 17.71%，上升 3.48 个百分点；债权投资计划占比 7.00%，下降 0.35 个百分点；股权投资计划规模占比 0.58%；资产支持计划业务管理规模占比 0.63%。

在不同业务的资金来源中，专户业务以保险资金为主，组合类产品中非保险资金占比提升。以国寿资产 2023 年信息披露报告的数据为例，2023 年，国寿资产共签订了 89 个“一对一”签订受托合同，收取资产管理费收入 37.49 亿元。其中，国寿资产向人寿股份收取保险资金委托投资管理费达到了资产管理费收入的 87.38%。在保险资产管理产品中，债权投资计划、股权投资计划资金构成中均以保险资金为主，2022 年，相关占比分别为 74.41%、82.00%。而组合类产品，2022 年，保险资管公司相关产品资金来源中，银行或理财公司资金占比约 56.10%，超过保险资金。

图表 55: 2022 年保险资产管理公司各类业务规模及构成



资料来源：《中国保险资产管理业发展报告（2023）》，课题组

从监管要求来看，保险资管公司资产配置的监管要求与资金来源性质、保险资管产品的投资范围有关。具体来看，保险资管公司资产配置需要遵循的监管要求大致有：

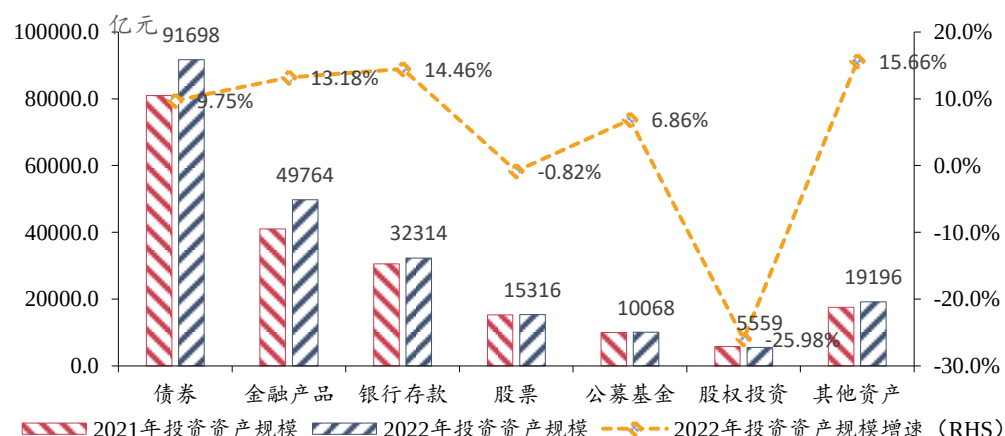
一是《保险资产管理产品管理暂行办法》（银保监会令 2020 年第

5 号，以下简称“《办法》”）规定了保险资管产品的可投资范围，包括国债、地方政府债券、中央银行票据、政府机构债券、金融债券、银行存款、大额存单、同业存单、公司信用类债券、证券化产品、公募基金、其他债权类资产、权益类资产和银保监会认可的其他资产。而原银保监会发布的《关于印发组合类保险资产管理产品实施细则等三个文件的通知》（银保监办发〔2020〕85 号，以下简称“《通知》”）则进一步说明组合类产品、债权投资计划以及股权投资计划三类产品的投资范围及要求。

二是保险资金的运用需要遵守保险资金运用规定，《办法》及《通知》均提出保险资金投资的保险资管产品，其投资范围应当严格遵守保险资金运用的监管规定。近年来，为了促进长期保险资金支持实体经济高质量发展，保险资金运用范围的监管要求逐步放开。例如，保险资金对于资本市场的投资比例要求逐步提升等。

保险资管公司所管理的资产中，配置结构中以债券、资管产品、银行存款为主。从整体结构来看，2022 年年末，保险资管公司所投资资产中对于债券、资管产品、银行存款、股票、公募基金、股权投资、其他资产的投资占比分别为 40.95%、22.22%、14.43%、6.84%、4.5%、2.48%、8.57%。从投资品种结构变化来看，2022 年年末，保险资管公司配置于银行存款、资管产品、债券三类资产的增速排名前三，增速分别为 14.46%、13.18%、9.75%。

图表 56: 2021-2022 年保险资产管理业主要投资资产规模及增速情况



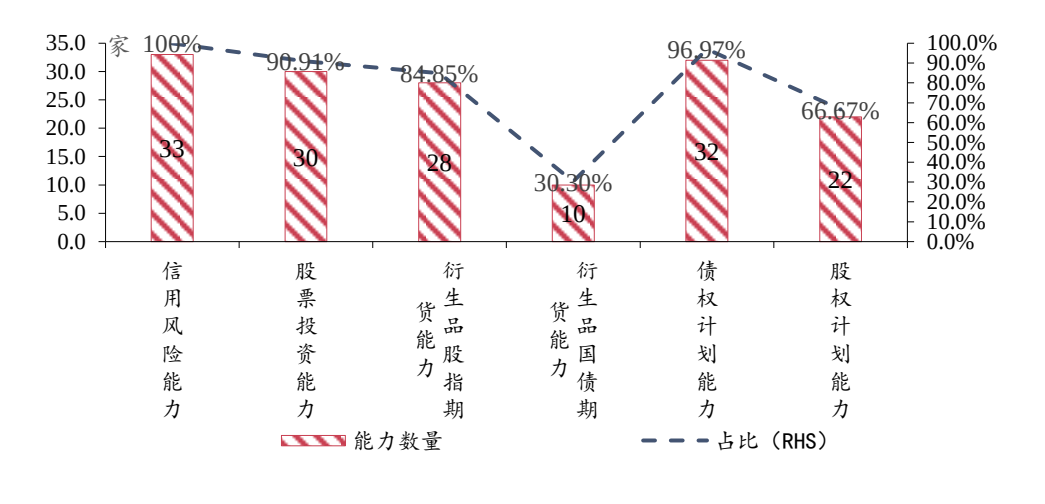
资料来源：《中国保险资产管理业发展报告（2023）》，课题组

细分资产结构中，保险资管公司配置的债券以国债及（准）政府债券为主，且占比逐步上升。2022 年年末，保险资管配置的债券中，国债及（准）政府债券占比 59.91%，非金融企业的公司信用类债券占比 22.49%，金融企业所发行的债券占比 17.60%，分别较 2021 年末增加 3 个百分点、减少 2 个百分点、减少 1 个百分点。保险资管配置的公募基金中，债券型基金、混合型基金、股票型基金分别占比 41.74%、37.91%、13.66%。

在投资能力建设方面，有 10 家保险资管公司在 2022 年具备全投资管理能力。根据《关于优化保险机构投资管理能力监管有关事项的通知》（银保监发〔2020〕45号）规定，保险资产管理公司适用五类 6 项投资管理能力。从投资管理能力分布来看，2022 年，披露信息的 33 家保险资管公司均具备信用风险管理能力，其次主要具备债权计划能力、股票投资能力。部分保险资管公司暂不具备衍生品国债期货能力、股权计划能力。其中，具备 6 项、5 项、4 项和 3 项

投资管理能力的保险资管公司分别有 10 家、9 家、8 家、6 家。

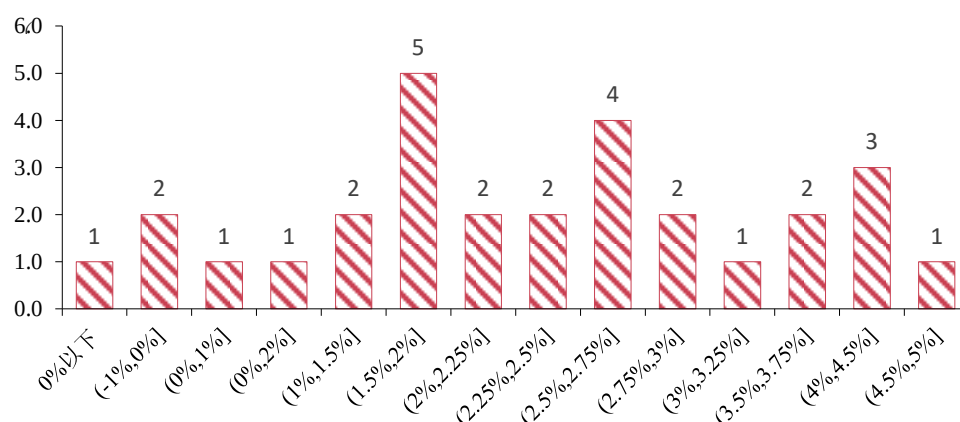
图表 57: 2022 年保险资产管理公司具备的投资管理能力



注：统计范围限于披露相关信息的 33 家保险资管公司。
资料来源：《中国保险资产管理业发展报告（2023）》，课题组

从收益情况来看，保险资管公司之间收益表现相对分化，头部公司的投资年化收益率表现较稳健。从保险资管机构的综合收益率表现来看，2022 年，有 4 家机构收益率在 4%-5%之间，13 家机构收益率集中在 2%-4%之间，有 3 家机构收益率表现为负值。

图表 58: 保险资管公司投资收益分布



资料来源：《中国保险资产管理业发展报告（2023）》，课题组

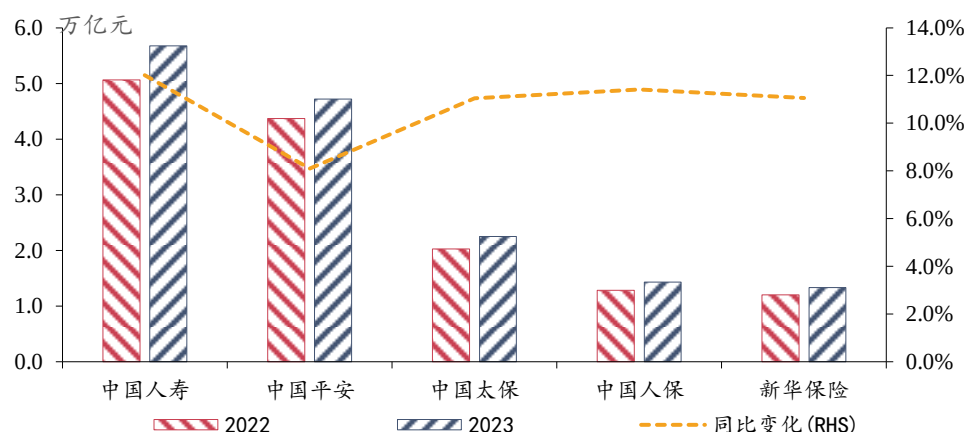
考虑到保险资管公司最新数据相对有限，为了考察 2023 年保险公司资产管理的趋势，我们进一步探究了 A 股上市保险公司的资金运用情况。

A 股上市保险公司主要以委托投资管理模式进行投资管理业务，以系统内管理人为主。根据年报披露信息显示，中国人寿系统内投资管理人包括人寿资产及其子公司、国寿投资公司及其子公司；中国平安则是平安资产管理负责境内投资管理业务，同时提供第三方资产管理服务；新华保险系统内投资管理人有新华资产、新华资产管理（香港）等；中国太保系统内投资管理人主要有太保资产、长江养老、太保资本等。

2023 年上市保险公司进行投资的资产总规模同比增速在 10% 以上，规模保持稳健扩张。2023 年年末，中国人寿、中国平安、中国

太保、中国人保、新华保险用于投资的资产规模分别为 5.67 万亿元、4.72 万亿元、2.25 万亿元、1.43 万亿元、1.34 万亿元，分别同比增长 12.01%、8.98%、11.28%、11.41%、15.42%。

图表 59: 2023 年 A 股上市保险公司投资资产规模稳健增长

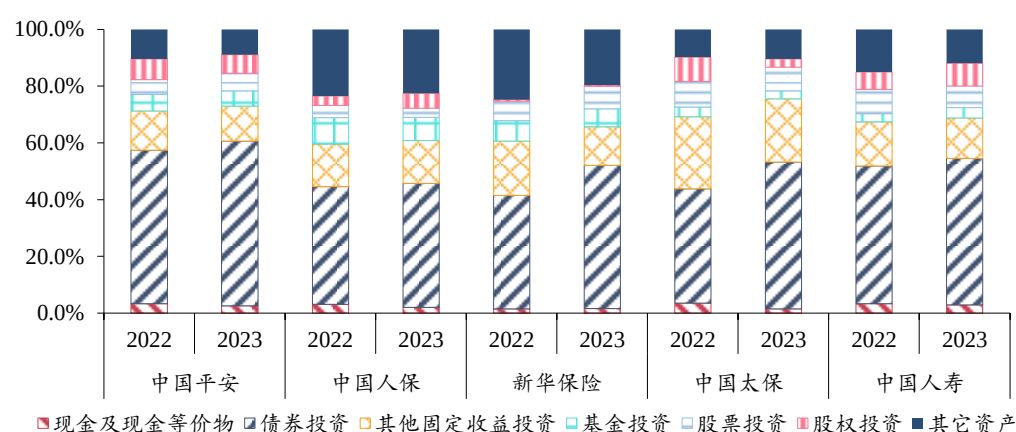


资料来源：保险公司年报， ， 课题组

在资产配置结构上，2023 年 A 股上市保险公司增加了债券投资配置，股票、基金等权益型金融资产占比较 2022 年小幅下降。受长端利率整体逐步下降的预期影响，2023 年，上市保险公司普遍提升了债券投资规模，把握利率下行所带来的投资收益，并提前锁定相对较高的票息收入。2023 年年末，中国平安、中国人保、新华保险、中国太保、中国人寿资产投资中债券投资占比分别为 58.09%、43.72%、50.42%、51.72%、51.59%，较 2022 年年末分别增加 3.52 个百分点、2.33 个百分点、8.80 个百分点、11.36 个百分点、3.05 个百分点。具体品种上，根据中国人保披露，2023 年公司对于国债及政府债、金融债的配置占比有所提升，对于企业债的配置占比微降。

在权益投资方面，受 2023 年资本市场震荡下行等因素影响，除中国平安外，其他上市保险公司 2023 年末股票及权益型基金投资占比较 2022 年末小幅下降，保持均衡稳健的配置策略。2023 年年末，披露数据的中国平安、中国人保、中国太保、中国人寿 4 家保险公司，其股票及权益型基金投资占比分别约为 9.30%、11.40%、10.70%、11.20%，较 2022 年年末分别约增加 0.60 个百分点、下降 2.30 个百分点、下降 0.80 个百分点、下降 0.20 个百分点。

图表 60: 2023 年 A 股上市保险公司投资资产结构变化

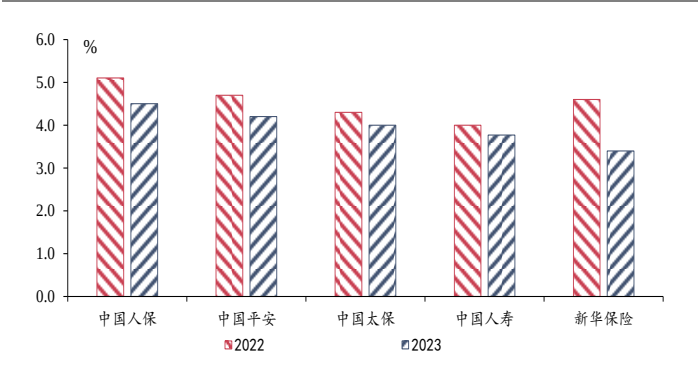


资料来源：保险公司年报，课题组

从保险公司开展投资的整体收益率来看，2023 年投资收益率整体较 2022 年有所下降。从总投资收益率、净投资收益率两项指标表现来看，除中国平安总投资收益率较 2022 年小幅上升外，其他公司投资收益指标表现均不及 2022 年水平。2023 年，中国人保、中国平安、中国太保、中国人寿、新华保险净投资收益率分别为 4.50%、

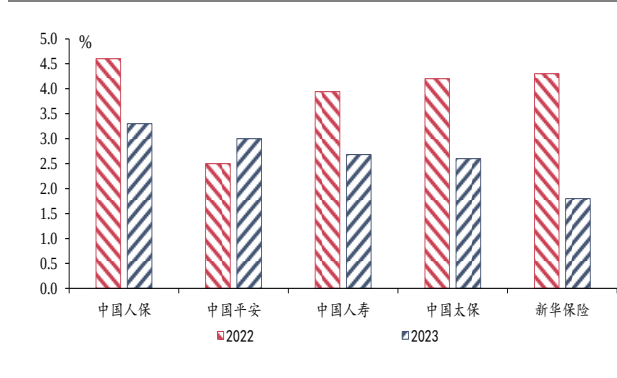
4.20%、4.00%、3.77%、3.40%，分别较 2022 年年末下降 0.60 个百分点、0.50 个百分点、0.30 个百分点、0.23 个百分点、1.20 个百分点。

图表 61: 2023 年 A 股上市险净投资收益率下降



资料来源： ， 课题组

图表 62: 2023 年 A 股上市险总投资收益率下降



资料来源： ， 课题组

（三）保险资管公司发展趋势

保险资管行业已走过 20 年发展历程，近年行业整体稳步发展，管理资产规模保持较快增长。随着我国经济进入高质量发展阶段，内外部发展环境逐步变化，保险资金发挥长期资金特性服务实体经济的重要性逐步提升。这也对保险资管公司提升自身投资能力、构建高效投研体系、有效防范风险、实现长期稳健发展提出更高要求。从保险资管公司的发展趋势来看，总体有三方面相对明显的趋势：

第一，积极推动第三方业务发展，广泛参与大资管行业角逐，增强自身资产管理业务能力。从当前行业发展结构来看，保险资管公司来自于非关联方资金的占比逐步提升，但绝对占比仍处于较低水平，有较大提升空间。2022 年，有超过 30% 的保险资管公司非系统内保险资金占比在 50% 左右。近年来，保险资管公司长期资金管

理能力受到了银行资金、养老金等资金方的认可。从海外经验来看，国际大型保险资管公司的第三方业务占比普遍较高。以国际头部的安联集团为例，安联集团的投资管理业务主要集中在 PIMCO 和 AllianzGI 两家资管公司，PIMCO 主要管理第三方资金，AllianzGI 则服务集团内保险资金。整体而言，安联集团投资管理业务中第三方业务占比在 70% 以上。其中，PIMCO 第三方业务占比在 80% 以上。安联集团积极拓展第三方业务丰富了资产管理业务资金来源，促进资产管理规模，有助于推动公司建立市场化机制，进一步提升自身投研体系建设和盈利能力。同时，坚持市场化、专业化导向的运作机制也有助于塑造安联集团品牌形象，进一步拓展客户资源。

第二，发挥长期资金优势，探索获取另类优质资产的投资能力。

随着我国经济增长模式和融资模式发生深刻转型，传统的固定收益资产收益率逐步下行，此前处于高收益的非标资产等供给不足，机构面临“资产荒”问题。从 2021-2022 年保险资管公司整体资产配置来看，以协议存款等为代表的银行存款增速在各类资产品种中排名第一。然而，2024 年上半年监管部门明确保险资管存款属于同业存款，未来相关存款定价必然将出现回落，或将影响保险资管投资收益与资产配置。一方面，保险资管公司持续加强对于债券等传统固收资产的投研能力，有助于提升长期趋势研判和中短期择时的准确性，提高固收类投资的收益情况。另一方面，伴随社会融资结构转型趋势，保险资管公司也应依托自身的长期资金特性，挖掘自身另类投资能力优势。从全球保险业和科技创新企业融资的经验来看，

长期限的保险资金可以通过股权、优先股、私募投资、FOF、S 基金等形式匹配不同生命周期下的企业融资需求。对于存量基础设施资产，保险资管公司也通过全链条参与资产证券化业务，协同联动获取优质资产。

第三，升级投研体系建设，匹配建设多元策略化投资能力。由于投资资金的长期限特性，保险资管公司需要实现资产的长期保值增值。同时，保险资管公司也面临客户对于中短期收益的业绩考察。因而，保险资管公司需要在短期收益与长期回报间形成平衡。对应的，保险资管公司的投研体系建设也应分别对短、中、长期收益进行权衡，在资产配置、策略研判、品种挖掘、风险警示等多方面形成专业团队。《保险资产管理公司监管评级暂行办法》（银保监办发〔2021〕5号）的细分评价维度中就突出对资产配置、投研团队和体系建设的考核。以国内头部保险资管公司泰康资产的投资研究体系为例，泰康资产提出投资研究体系围绕优化总量投研框架、打造“中观”研究、创新获取优质资产、依托数字化转型等方面内容建设适应时代要求的投资研究体系。

七、券商资管：稳步转型，机构间出现分化

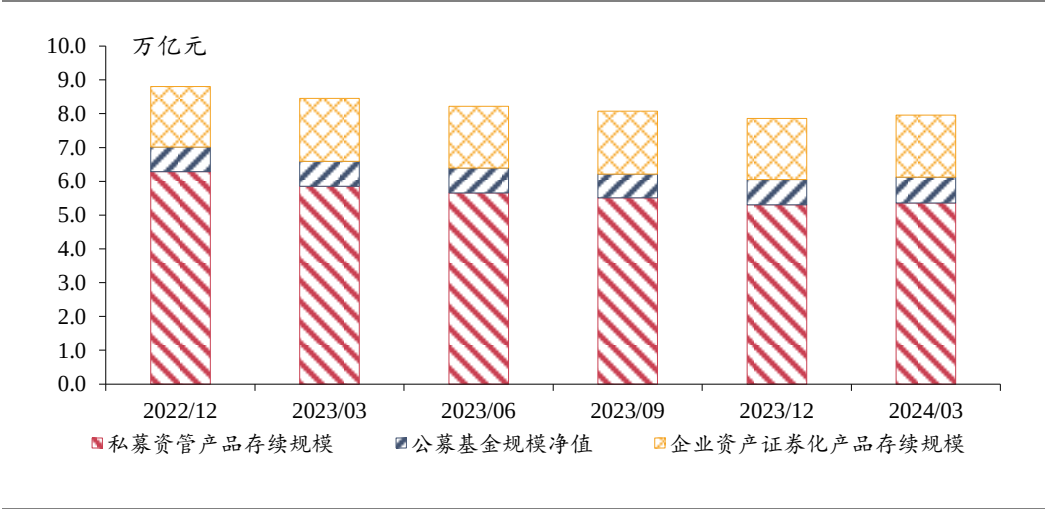
（一）2023 年券商资管整体发展情况回顾

2023 年，券商资管管理资产规模继续压降，不过券商资管管理规模在 2024 年一季度环比企稳。结合中基协发布的分类标准，本文对于券商资管产品的考察口径为证券公司及其资管子公司，券商资

管规模范围包括证券公司及其资管子公司管理的私募资管产品（集合资产管理计划、单一资产管理计划）、公募基金产品、企业资产证券化产品等。截至 2024 年一季度末，券商资管的管理资产规模约 7.96 万亿元，与 2023 年年末基本持平，小幅增加约 0.1 万亿，较 2022 年年末收缩 0.85 万亿元。

在业务结构上，2023 年券商私募资管产品规模收缩，公募基金业务规模小幅上升。截至 2024 年一季度末，券商资管产品中，私募资管产品、公募基金产品、企业资产证券化产品存续规模分别为 5.35 万亿元、0.77 万亿元、1.84 万亿元，分别较 2023 年年末增加 0.05 万亿元、增加 0.02 万亿元、增加 0.03 万亿元，较 2022 年年末减少 0.93 万亿元、增加 0.04 万亿元、增加 0.04 万亿元。

图表 63: 券商资管业务压降规模持续调整结构



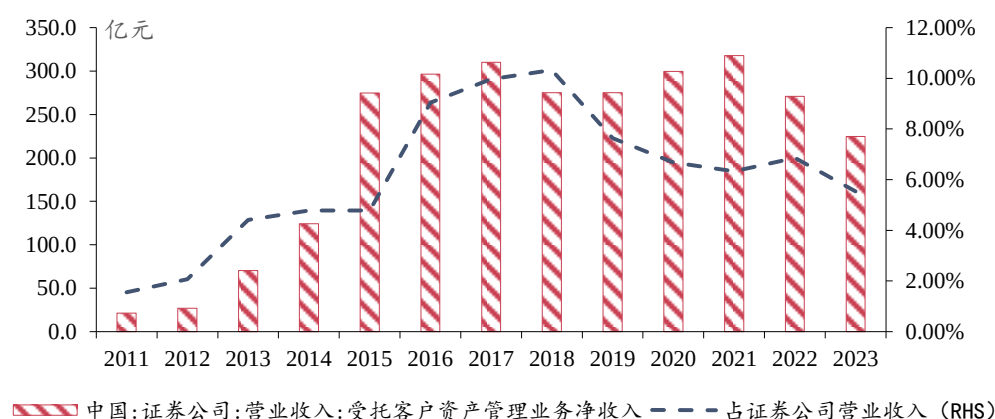
资料来源：，中基协，课题组

从收益率水平上来看，考虑到券商资管产品种类较多，我们选

择发行规模相对较大的集合资管产品收益为代表进行考察。根据所统计的数据，2023 年度券商集合资管中，固收类、权益类和混合类产品的收益率中位数分别为 6.33%、0.56%和-6.75%，相关产品的收益率平均数与中位数大致相当。

受业务持续转型、资本市场波动等多方面因素影响，2023 年证券公司资产管理业务净收入较 2022 年出现下滑。根据中证协统计，145 家证券公司 2023 年度资产管理业务净收入 224.79 亿元，较 2022 年年末下降 17.05%，资产管理业务收入占证券公司营业收入比重较 2022 年下降了 1.32 个百分点至 5.54%。

图表 64: 2023 年证券公司资产管理业务净收入较 2022 年下滑



资料来源: , 课题组

2023 年券商资管子公司牌照批复进度加快，各券商资管子公司积极申请公募业务资格拓展公司业务转型范围。2022 年 5 月 20 日证监会发布的《公开募集证券投资基金管理人监督管理办法》(证监会

令第 198 号) 第二条规定:“公募基金管理人由基金管理公司或者经中国证券监督管理委员会(以下简称“中国证监会”)核准取得公募基金管理业务资格的其他资产管理机构(以下简称“其他公募基金管理公司”)担任.....本办法所称其他资产管理机构,包括在境内设立的从事资产管理业务的**证券公司资产管理子公司**、保险资产管理公司、商业银行理财子公司、在中国证券投资基金业协会(以下简称“基金业协会”)登记的专门从事非公开募集证券投资基金管理业务的机构以及中国证监会规定的其他机构。”由此,证券公司积极申请资管子公司牌照成为券商资管业务转型的基础。2023 年,长城证券、国联证券、华安证券、国信证券、华福证券等 5 家券商的资管子公司获批。2023 年年末,全行业共有 30 家券商子公司成立或获批。

在券商子公司中,2023 年有 2 家券商资管子公司获得公募业务资格,预计未来获得公募业务资格的券商子公司数量将进一步增加。2023 年,招商资管、兴证资管获批公募业务管理资格。截至 2023 年年末,券商资管行业中,共有 14 家证券公司及其资管子公司获得公募业务管理资格。

图表 65: 截至 2023 年年末，共有 30 家证券公司资管子公司成立或获得批复

证券公司	证券公司资管子公司	证券公司资管子公司成立时间/批复时间	证券公司资管子公司获批公募业务管理资格时间	2023 年证券公司资产管理规模 (亿元)	2023 年资管子公司公募基金管理规模(亿元)
东方证券	东证资管	2010 年 7 月	2013 年	2358	1834
国泰君安	国泰君安资管	2010 年 10 月	2021 年	5431	538
光大证券	光证资管	2012 年 5 月	——	3003	——
海通证券	海通资管	2012 年 7 月	——	707	——
浙商证券	浙商资管	2013 年 4 月	2014 年	911	321
广发证券	广发资管	2014 年 1 月	——	2047	——
华泰证券	华泰证券资管	2014 年 1 月	2016 年	4755	949
中国银河	银河金汇	2014 年 4 月	——	946	——
兴业证券	兴证资管	2014 年 6 月	2023 年	844	——
中泰证券	中泰资管	2014 年 8 月	2017 年	1221	391
长江证券	长江资管	2014 年 9 月	2016 年	——	179
财通证券	财通资管	2014 年 12 月	2015 年	2765	1144
招商证券	招商资管	2015 年 4 月	2023 年	2949	327
国盛证券	国盛资管	2015 年 5 月	——	——	——
东北证券	东证融汇	2015 年 12 月	——	801	——
渤海证券	渤海汇金	2016 年 5 月	2014 年	——	197
国投证券	安信资管	2020 年 1 月	——	1517	——
天风证券	天风资管	2020 年 8 月	——	1172	——
甬兴证券	甬证资管	2020 年 10 月	——	——	——
德邦证券	德邦资管	2020 年 12 月	——	——	——
山西证券	山证资管	2021 年 5 月	2014 年	657	300
国金证券	国金资管	2022 年 9 月	——	1235	——
申万宏源	申万宏源资管	2022 年 12 月	——	2017	——
	万联资管	2023 年 2 月	——	——	——
中信证券	中信资管	2023 年 3 月	——	13885	——
长城证券	长城资管	2023 年 4 月	——	193	——
国联证券	国联资管	2023 年 9 月	——	1173	——
华安证券	华安资管	2023 年 9 月	——	607	——
国信证券	国信资管	2023 年 11 月	——	1551	——
华福证券	华福资管	2023 年 12 月	——	616	——

资料来源：公司公告，中基协，课题组

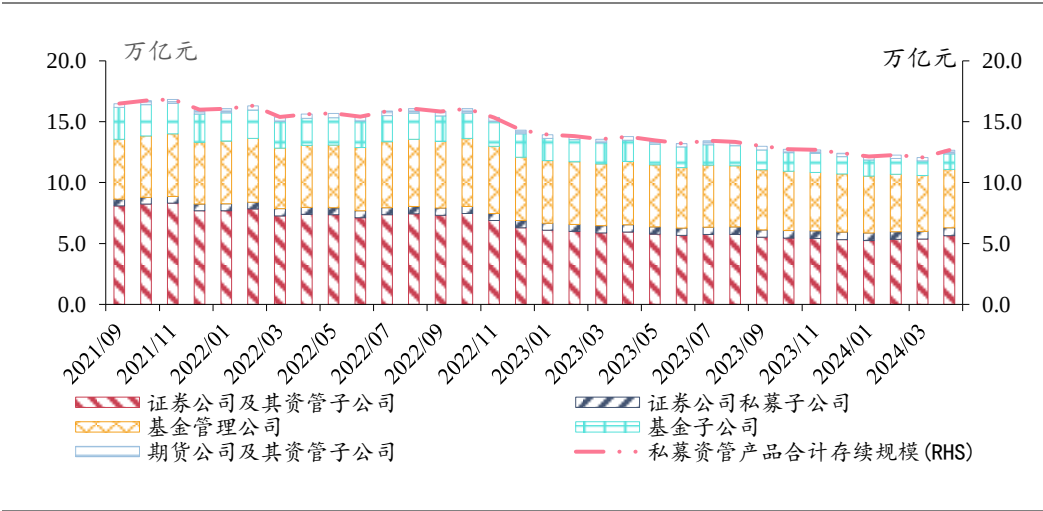
(二) 私募资管业务：规模持续压降

2023 年，券商私募资管行业整体规模持续压降。2023 年，私募资管行业整体存续规模 12.41 万亿元，较 2022 年年末下降 1.9 万亿元。结构上，2023 年年末，券商资管、证券公司私募子公司、基金

公司、基金子公司、期货公司及其资管子公司所发行的私募资管产品存续规模分别为 5.30 万亿元、0.62 万亿元、4.77 万亿元、1.43 万亿元、0.27 万亿元，占行业存续规模分别为 42.75%、5.00%、38.45%、11.50%、2.21%，分别较 2022 年年末下降 0.98 万亿元、上升 0.03 万亿元、下降 0.43 万亿元、下降 0.49 万亿元、下降 0.04 万亿元。

2024 年 1-4 月私募资管行业存续规模较上年末基本保持稳定，预计 2024 年行业规模降幅收窄，行业规模将逐步企稳。2024 年 4 月末，私募资管行业整体存续规模 12.65 万亿元，较 2023 年年末上升 0.24 万亿元。其中，券商资管存续规模 5.64 万亿元，较 2023 年年末上升 0.34 万亿元。

图表 66: 2023 年私募资管行业存续规模持续压降

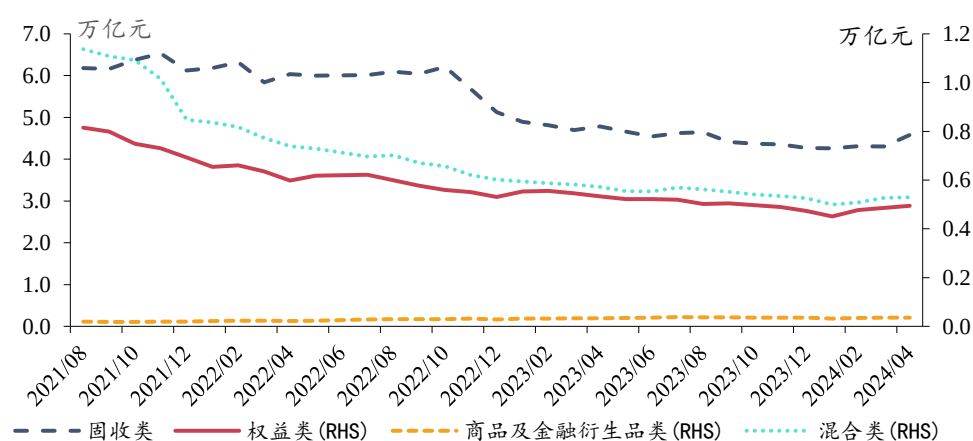


资料来源： ，课题组

受金融市场波动等因素影响，2023 年多类产品存续规模均呈现

收缩。受 2024 年一季度债券市场收益率持续下行影响，固收类产品规模企稳回升。2023 年年末，券商资管集合资产管理计划、单一资产管理计划存续规模分别为 2.59 万亿元、2.71 万亿元，分别较 2022 年年末下降 0.59 万亿元、0.39 万亿元。从产品类型来看，2023 年年末，权益类、固收类、商品及金融衍生品类、混合类产品存续规模分别为 0.47 万亿元、4.27 万亿元、0.04 万亿元、0.53 万亿元，较上 2022 年年末减少 0.06 万亿元、减少 0.85 万亿元、增加 0.01 万亿元、减少 0.08 万亿元。而在 2024 年 1-4 月，受债券市场行情表现影响，固收类产品规模企稳小幅回升，2024 年 4 月末，固收类产品存续规模 4.58 万亿元，较 2023 年年末增加 0.31 万亿元。

图表 67: 2023 年券商资管存续产品规模以固收类产品为主

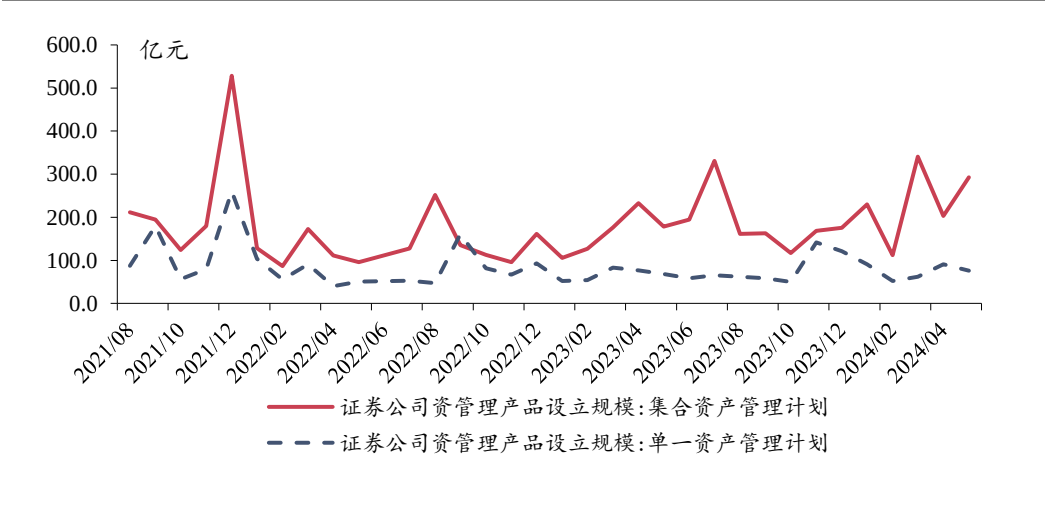


资料来源： ，课题组

券商资管 2023 年新增备案私募资管产品规模以集合资产管理计划为主，业务积极向主动管理转型。在产品类型上，券商资管以固

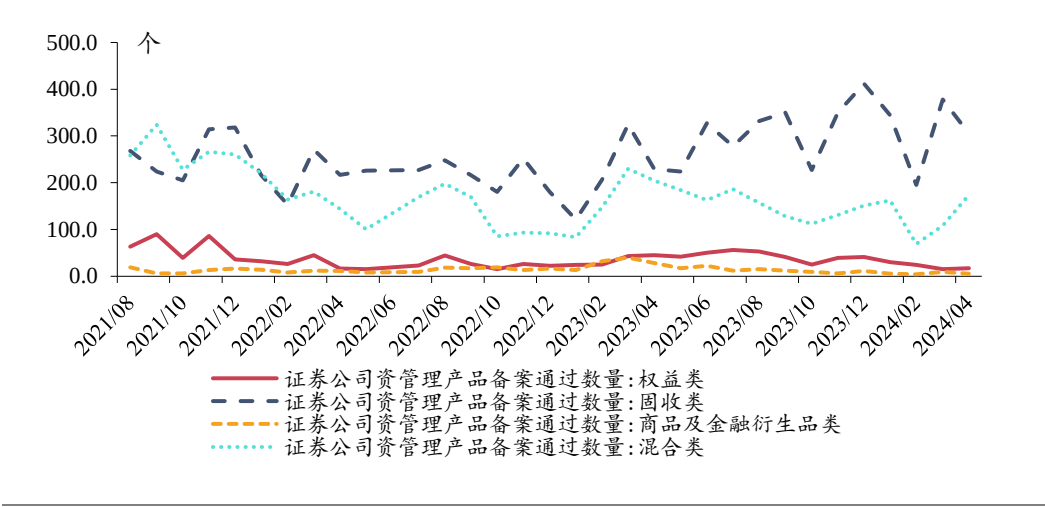
收类、混合类产品为主。2023 年，券商资管共计备案私募资管产品设立规模 3024.48 亿元，其中，集合资产管理计划占比约 70%、单一资产管理计划占比约 30%，券商资管私募资管业务向主动管理方向转型。在产品类型上，从备案数量来看，2023 年全年，券商私募资管产品备案通过数量中，权益类、固收类、商品及金融衍生品类、混合类分别为 484 款、3381 款、217 款、1876 款。

图表 68: 2023 年券商资管备案产品设立规模以集合资产管理计划为主



资料来源： ，课题组

图表 69: 2023 年券商资管备案产品以固收类、混合类产品为主



资料来源： ，课题组

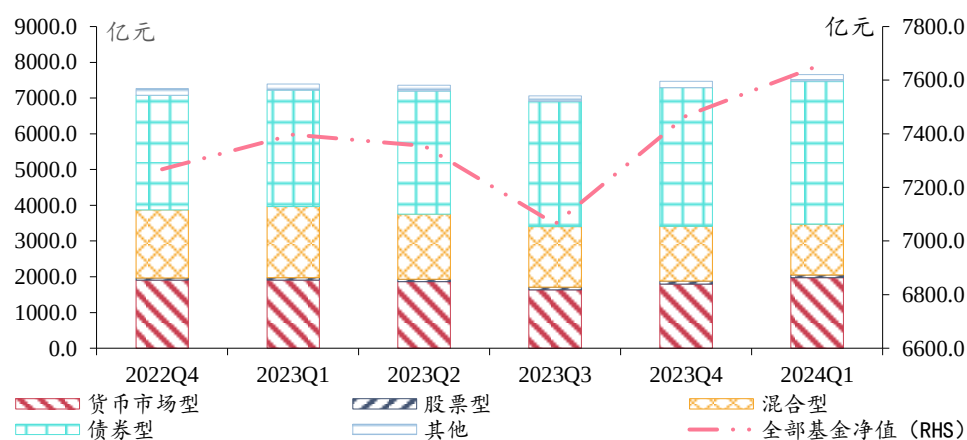
（三）券商资管转型公募基金：债基为助力产品

2023 年券商资管子公司所发行的公募基金业务规模基本保持平稳，债基贡献主要的增量规模。2023 年，共有 14 家券商及其资管子公司获得开展公募业务资格，其中 12 家机构披露其公募基金业务规模及结构。2023 年年末，12 家券商资管子公司的公募基金业务规模净值为 7466.7 亿元，较 2022 年年末增长 199.42 亿元。

从产品结构来看，2023 年年末，货币型、股票型、混合型、债券型基金净值占比分别为 24.11%、1.10%、20.53%、51.86%。债基是券商及其资管子公司发力公募基金业务的主力产品。

从产品规模净值变化来看，2023 年券商资管公募基金业务规模主要由债基贡献。2023 年年末，券商资管子公司所发行的货币型、股票型、混合型、债券型公募基金产品净值分别较 2022 年年末减少 105.19 亿元、增加 24.81 亿元、减少 378.49 亿元、增加 665.89 亿元。

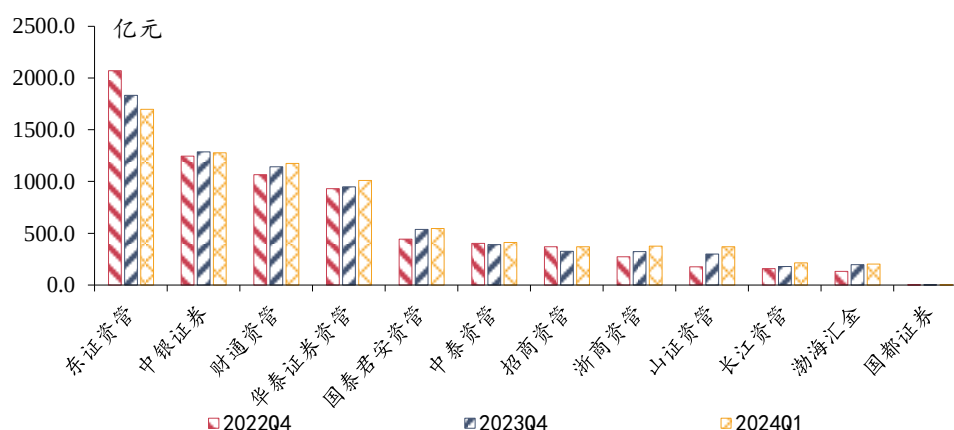
图表 70: 2023 年年末，债券型基金占公募基金业务规模净值一半以上



资料来源： ，课题组

从券商资管子公司的公募基金业务发展情况来看，机构间规模表现分化，2023 年山证资管、国泰君安资管、财通资管等机构的公募基金业务规模较 2022 年年末增加。从存续规模来看，2024 年一季度末，东证资管、中银证券、财通资管、华泰证券资管公募业务规模净值超过 1000 亿元。从规模变化情况来看，2023 年年末山证资管、国泰君安资管、财通资管、渤海汇金业务规模净值较 2022 年年末提升较为明显，分别增加了 123.14 亿元、93.31 亿元、77.92 亿元、66.68 亿元至 299.61 亿元、537.60 亿元、1143.70 亿元、197.43 亿元。同时，招商资管、东证资管等机构公募业务规模出现收缩。

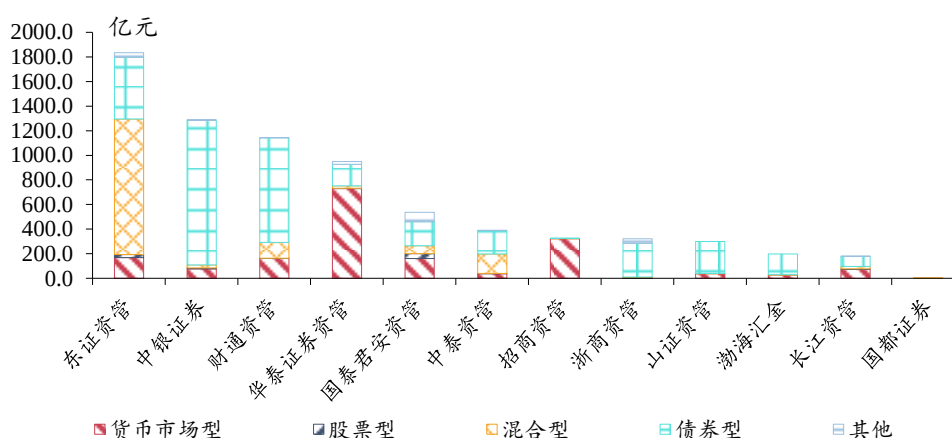
图表 71: 券商及其资管子公司公募业务规模净值



资料来源： ， 课题组

应当指出的是，不同券商资管机构的公募基金业务发力重点产品存在一定差异。从 2023 年年末券商资管子公司所发行的各类产品规模来看，除了着力发展债基外，部分机构还推动其他产品发展。如招商资管、华泰证券资管等重点布局货基，上述两家券商资管子公司的货基规模占比分别约 98.21%、76.96%；东证资管、中泰资管则重点布局混合类基金，上述两家券商资管子公司的混合类公募基金规模占比分别约 60.17%、40.29%；国泰君安资管产品布局较为均衡，其货币市场型、股票型、混合型、债券型规模分别占比 29.75%、7.53%、12.09%、36.14%。

图表 72: 2023 年年末不同机构产品结构

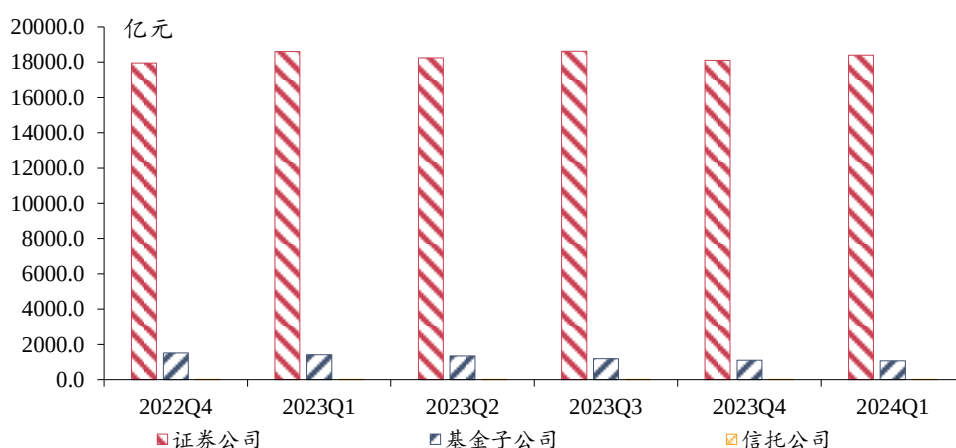


资料来源： ， 课题组

（四）企业资产证券化业务：REITs 类产品占比提升

证券公司重视发展专项资产管理业务，是管理企业资产证券化产品的机构主力。根据中基协《中国证券投资基金业年报（2023）》披露，截至 2022 年年末，共有 122 家机构管理企业资产证券化产品，其中证券公司及其资管子公司 85 家，基金子公司 35 家、信托公司 2 家。从存续规模来看，2023 年年末，证券公司、基金子公司、信托公司业务存续规模分别为 18109.65 亿元、1112.27 亿元、16.68 亿元，占比分别为 94.13%、5.78%、0.09%，较 2022 年年末同比增加 0.90%、减少 26.56% 、减少 7.23%。

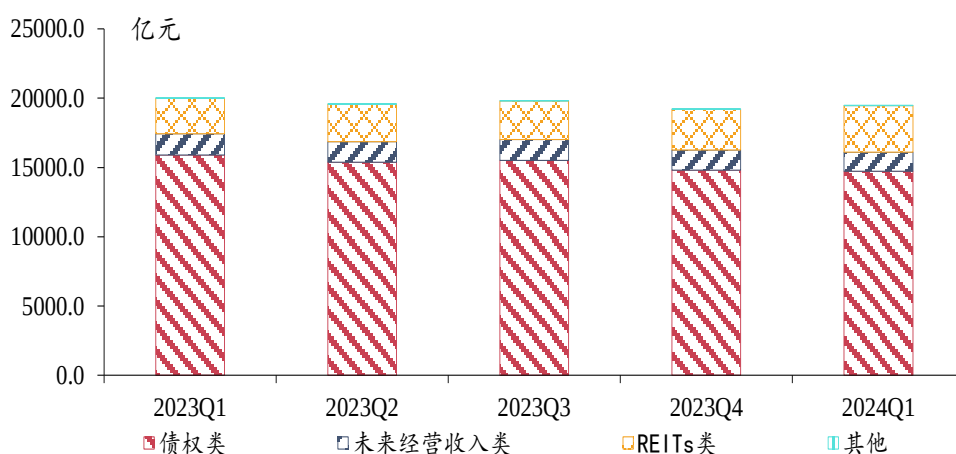
图表 73: 2023 年年末，证券公司企业资产证券化业务占行业规模为 94.13%



资料来源：中基协，课题组

企业资产证券化产品以债权类为主，REITs 类产品占比逐步提升。从存量规模来看，2023 年年末，企业资产证券化产品中债权类、未来经营收入类、REITs 类、其他分别占比 76.93%、7.63%、15.26%、0.18%。从规模结构变化来看，REITs 类产品规模占比在 2023 年有明显提升。2024 年 1 季度，REITs 类产品规模占比约 17.13%，较 2023 年同期提升 4.37 个百分点。

图表 74: REITs 类产品占比逐步提升



资料来源：中基协，课题组

部分券商资管重点发力专项资产管理业务，企业资产证券化业务月均规模 2023 年出现较显著增加。从中基协披露的季度前 20 家机构企业资产证券化产品月均规模来看，2024 年一季度末，中信证券、中信建投证券、华泰证券资管、平安证券、国泰君安资管、中金公司企业资产证券化业务月均规模超过 1000 亿元。在披露数据的机构中，2023 年，中信建投、国泰君安资管、平安证券、国联证券等业务月均规模较 2022 年提升最多，分别增加 395 亿元、244 亿元、108 亿元、107 亿元至 1606 亿元、1564 亿元、1721 亿元、333 亿元。

图表 75: 2024 年一季度，前 20 家机构企业资产证券化产品月均规模

公司简称	企业资产证券化业务月均规模 (亿元)			2024Q1较2023Q4		2023Q4较2022Q4	
	2024Q1	2023Q4	2022Q4	变化 (亿元)		变化 (亿元)	
中信证券	2,372	2,286	2,626	86		-340	
中信建投	1,778	1,606	1,210	173		395	
华泰证券资管	1,739	1,700	1,858	39		-158	
平安证券	1,704	1,721	1,613	-17		108	
国泰君安资管	1,575	1,564	1,320	11		244	
中金公司	1,543	1,610	1,653	-68		-43	
招商资管	687	643	568	45		75	
天风资管	579	573	496	7		77	
华西证券	402	380	334	23		46	
申万宏源资管	379	411	—	-32		—	
国联证券	352	333	226	19		107	
海通资管	344	339	279	5		59	
兴证资管	305	326	311	-21		15	
财通资管	300	340	—	-41		—	
国信证券	284	266	304	18		-38	
信达证券	255	327	395	-72		-68	
国金资管	217	216	—	1		—	
东吴证券	204	218	214	-13		3	
首创证券	204	207	—	-3		—	
东兴证券	198	—	—	—		—	

资料来源：中基协，课题组

（五）券商资管发展展望

2023 年，券商资管业务结构深化调整，逐步增强主动管理能力，持续向公募业务及专项资产管理业务转型，结合证券公司平台及自身禀赋，券商资管探索差异化发展方向。近年券商资管中，私募资管产品存续规模整体呈下降趋势，持续整改通道业务以及其他不符合《资管新规》及其配套文件要求的产品。叠加资本市场波动加剧、机构投资者配置需求未有显著增加等因素，券商资管新产品发行面临较多阻碍。寻找规模扩张及业务转型的突破口是近年券商资管行业面临的共同挑战。

大力发展公募基金业务以及专项资产管理业务也已成为行业转型发展趋势。2023 年券商资管公募基金业务以及证券公司企业资产证券化业务规模与 2022 年基本持平，未来有进一步拓展的潜力。相关业务深化发展需要券商资管进一步深化战略布局、增强集团协同、推动渠道转型、提升投研能力。

券商资管机构的公募基金业务协同券商投顾体系发展战略，突出特色产品，扩大零售端客户渠道。在渠道端，券商资管长期以私募产品为主，客户结构以机构客户为主。根据中基协统计，2022 年券商资管私募产品直接出资者中，银行理财资金、银行自有资金分别占比 48.79%、20.45%，居民资金仅占比 11.05%。券商资管在发展公募基金业务时面临零售客户渠道前期积累不足的情况。因此，未来券商资管机构发展公募基金业务时，应积极融入集团投顾体系建设，协同母证券公司销售渠道，扩大零售端入口。在产品端，一方

面，券商资管机构不断提升自身投资能力，形成细分特色产品谱系。如东证资管、中泰资管、华泰证券资管等机构部分主动权益型基金近年表现较为稳健；另一方面，券商资管基于投顾业务发展趋势，发行指数类产品、FOF 投资等。

券商资管专项资产管理业务可以协同券商投行业务资源，发掘实体经济融资需求，协同提供综合化金融服务。券商资管业务发挥券商在资产挖掘、定价、销售等多方面优势，提供投行类综合金融服务，进一步拓宽实体企业融资渠道。如海通资管近年与海通证券债券融资条线建立沟通合作机制，形成“海通资管作为计划管理人+海通证券作为销售机构”的资产证券化业务合作及服务模式，重点挖掘应收账款、融资租赁以及商业物业抵押贷款等基础资产的资产证券化市场需求。

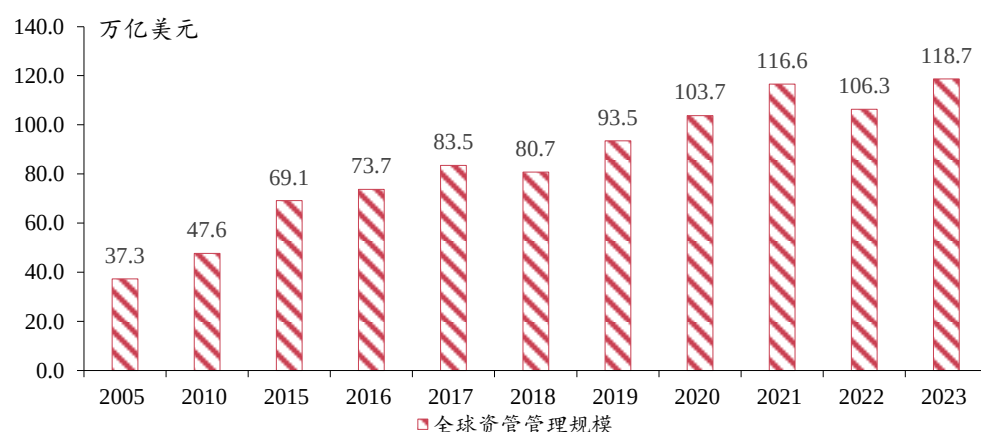
八、海外资管：当前趋势与历史镜鉴

（一）全球资管行业 2023 年发展回顾

2023 年，全球资管行业整体规模较 2022 年复苏扩张，但行业利润整体同比下降。根据 BCG 发布的报告统计，截至 2023 年年末，全球资管行业管理资产规模 118.70 万亿美元，同比增长 12.00%，增速较 2022 年复苏增长，全年净流入 2.10 万亿美元。从盈利表现来看，行业在面临较大收入增长压力的同时，亦面对着成本刚性问题。2023 年，预计全球资管行业营业收入将同比微增 0.20%，而成本同比增长约 4.30%，净利润同比下降约 8.10%。

全球资管行业盈利情况的变化与近年来全球资管行业产品结构调整趋势有关。近年来，低费率的被动型产品规模快速扩张，而资管公司投入成本研发的新产品对资金吸引力不强，这导致资管机构收入增长空间有限。

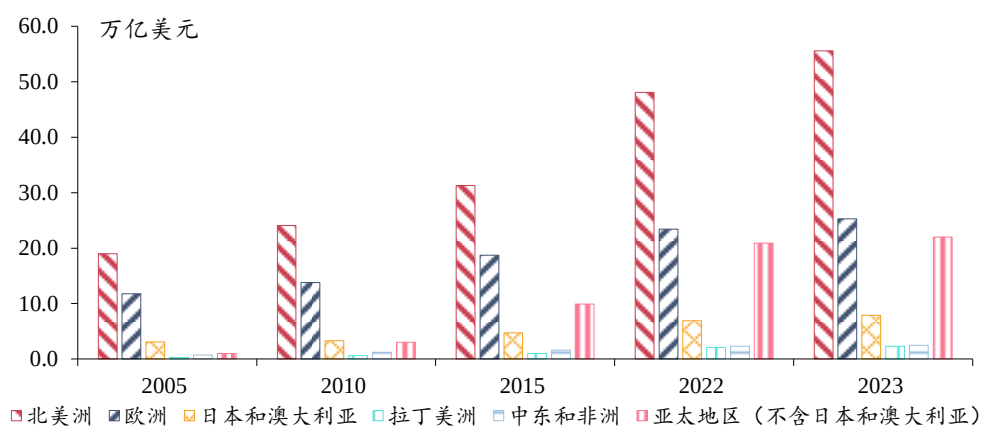
图表 76: 全球资管行业规模



资料来源：BCG，课题组

从静态规模来看，2023 年年末，北美、欧洲地区资管行业的管理规模相对领先；而在 2023 年，北美、日本和澳大利亚地区资管行业规模增速较高。分地区来看，根据 BCG 统计，截至 2023 年年末，北美洲、欧洲、日本和澳大利亚、拉丁美洲、中东和非洲、亚太地区（不含日本和澳大利亚）资产管理规模约 55.60 万亿美元、25.30 万亿美元、7.90 万亿美元、2.30 万亿美元、2.50 万亿美元、22.00 万亿美元，分别同比增长约 15.60%、8.10%、14.50%、9.50%、8.70%、5.30%。

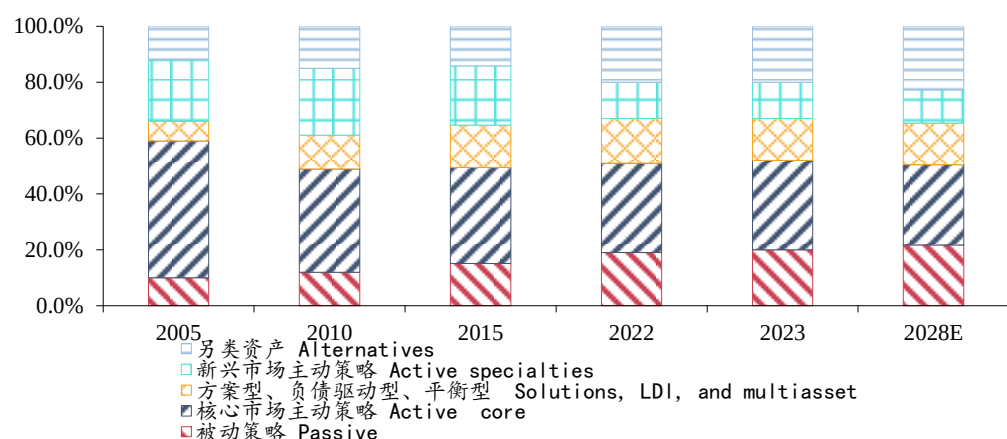
图表 77: 不同地区资产管理规模变化趋势



资料来源：BCG，课题组

分不同产品类别来看，另类资产的投资管理贡献了超过一半的收入，而低费率的被动策略产品规模持续扩张，主动管理策略产品占比企稳。2023 年年末，主动管理策略整体占比仍最高，核心市场主动策略（Active core）、新兴市场主动策略（Active specialties）产品规模在全球资管行业总规模中的占比合计为 45%，规模占比与 2022 年结构基本一致；而被动策略产品规模占比约 20%，较 2022 年年末上升近 1 个百分点。从收入贡献来看，2023 年，虽然另类资产管理规模占比 20%，但贡献近 54% 的收入，而规模占比近 20% 的被动策略产品仅贡献了 4% 的收入。

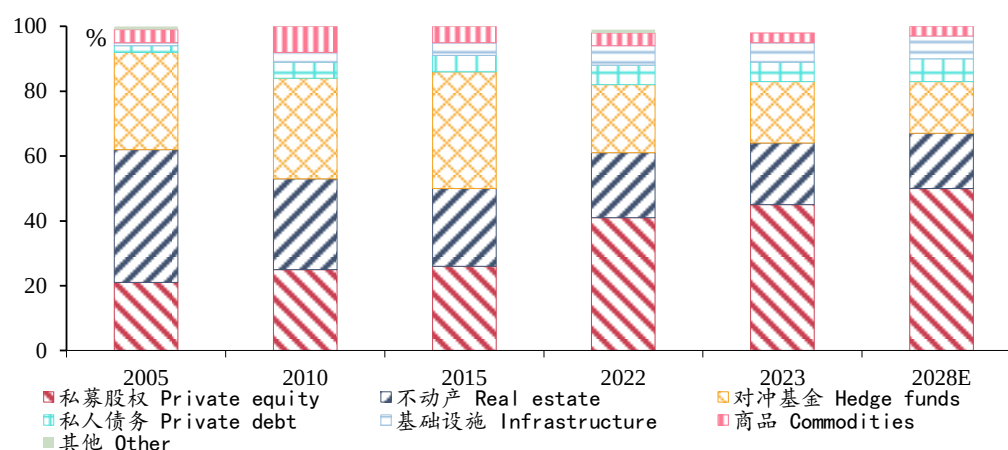
图表 78: 不同产品配置策略规模结构



资料来源：BCG，课题组

另类资产投向中，私募股权占比提升、对冲基金占比下降，私募股权及对冲基金合计贡献近 80% 的收入。从另类资产结构来看，私募股权（Private equity）占比仍最高且份额继续上升，对冲基金（Hedge funds）、不动产（Real estate）占比则持续下降。2023 年年末，私募股权、不动产，对冲基金分别占比约 45%、19%、19%，较 2022 年年末提升约 4 个百分点、下降约 1 个百分点、下降约 2 个百分点。从收入贡献来看，2023 年，私募股权及对冲基金合计贡献近 80% 的收入，分别约为 55%、25%。

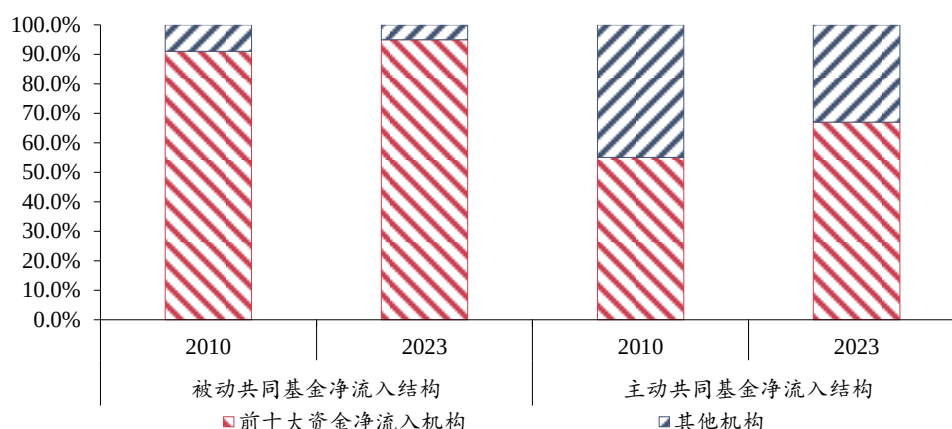
图表 79: 另类资产的资产配置结构趋势



资料来源: BCG, 课题组

从各类机构的发展情况来看，资金主要流向大型机构导致机构集中度持续提升。从共同基金资金净流向来看，2023 年，被动共同基金有约 95%净资金流向前十大资金净流入机构，该比例较 2010 年增加约 4 个百分点；主动共同基金有约 67%净资金流向前十大资金净流入机构，该比例较 2010 年增加约 12 个百分点。

图表 80: 共同基金资金净流入变化



资料来源: BCG, 课题组

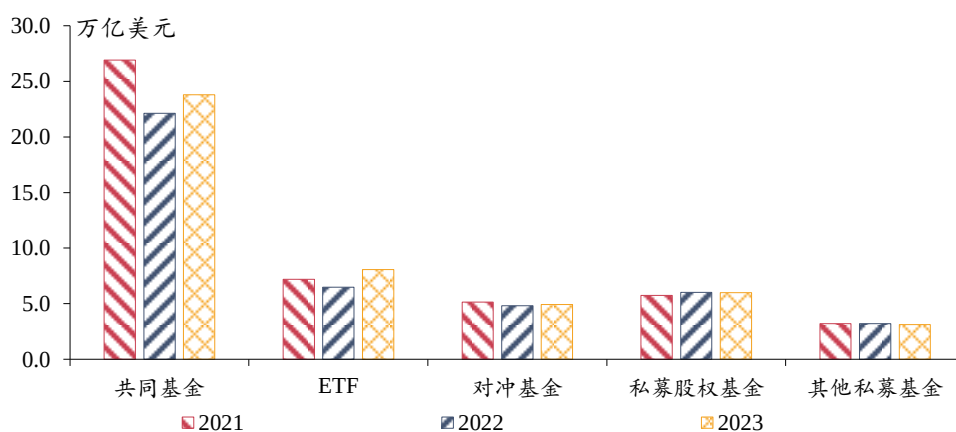
（二）海外发达经济体资管市场行业发展特征

发达地区资管行业经历多年发展，在取得资产管理业务规模领先的同时也在相关领域形成自身特色。本部分将聚焦观察近年美国、欧洲、日本资管行业发展趋势及 2023 年业务特征变化。

第一，美国地区资管市场，对权益型产品的配置由共同基金转向 ETF。

2023 年美国资管行业主要投资产品中共同基金、ETF 等获得资金净流入，规模同比增加，私募基金规模整体持平。从产品结构来看，共同基金仍是美国资管市场最主要的投资产品。2023 年年末，共同基金、ETF 规模分别为 25.50 万亿美元、8.10 万亿美元，分别较 2022 年年末同比提升 15.40%、24.80%。根据美国证券监督委员会（SEC）统计，截至 2023 年 9 月末，美国私募基金净资产共 14.10 万亿美元，与 2022 年年末基本持平。

图表 81: 从产品类型来看，美国资管市场以共同基金为主

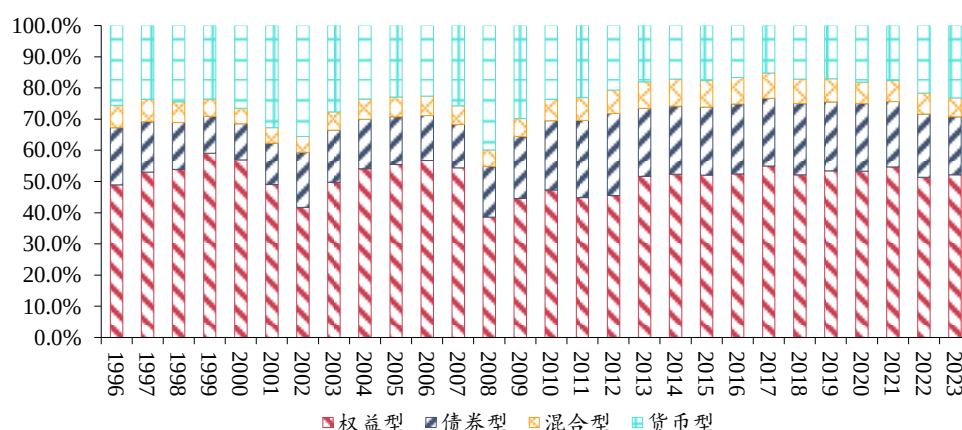


注：截至 2024 年 6 月 11 日，SEC 对对冲基金、私募股权基金、其他私募基金的统计仅到 2023 年第三季度。其他私募基金包括不动产基金、流动性基金、证券化资产基金、风险投资基金等。统计口径为净资产规模。

资料来源：ICI，SEC，课题组

在共同基金方面，共同基金中权益型共同基金规模占比超过50%，货币基金占比提升。2023年年末，权益型、债券型、混合型、货币型共同基金规模分别为13.30万亿美元、4.70万亿美元、1.60万亿美元、5.90万亿美元，占比分别约52.10%、18.60%、6.10%、23.20%。其中，货币基金占比近年逐步增加，2023年年末较2022年年末进一步提升1.60个百分点。

图表 82: 2023 年共同基金中权益型基金占比过半

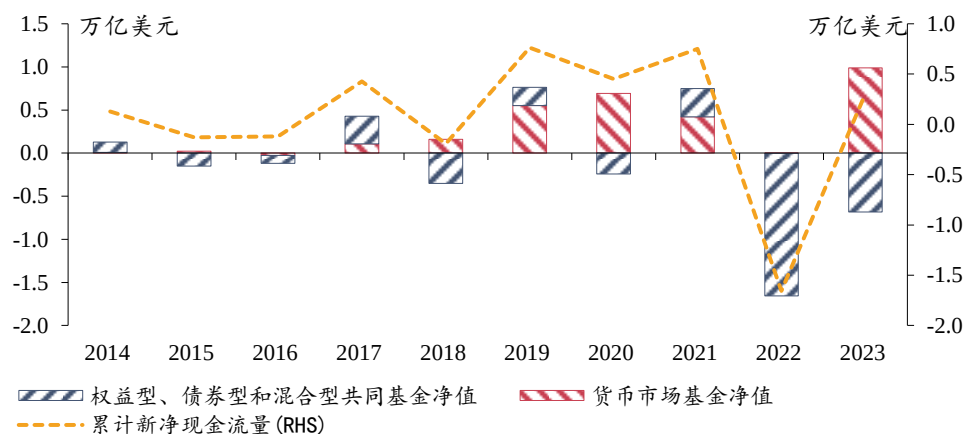


资料来源：ICI，课题组

2023 年共同基金净新增资金较 2022 年出现正增长，结构上主要流向货币基金。根据投资公司协会（ICI）报告显示，2023 年共同基金净新增资金（新基金销售量减去赎回加净交易量）为 2920 亿美元，而 2022 年则为净流出 1.10 万亿美元。从结构上来看，受到 2023 年美国短端利率快速上升等因素影响，货币基金净新增流入 9570 亿美元，而权益型、混合型和债券型共同基金等长期限共同基金则净流

出 6650 亿美元资金。

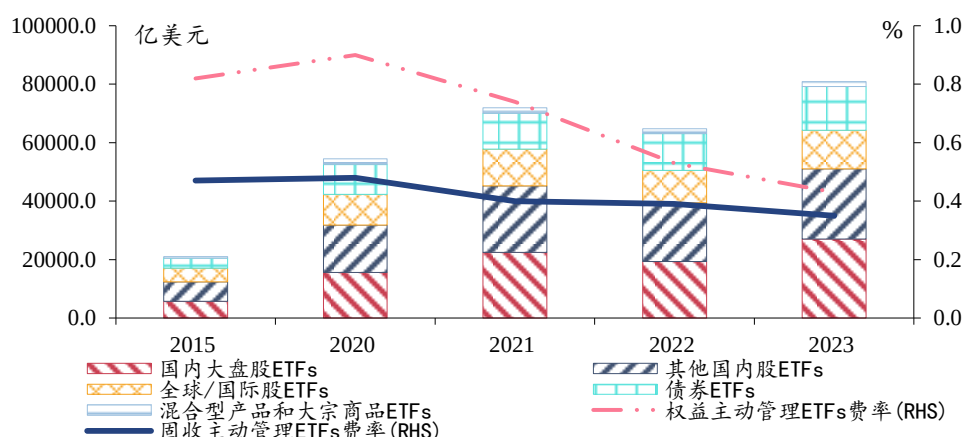
图表 83: 共同基金净新增资金结构



资料来源：ICI，课题组

值得注意的是，在权益型基金内部，投资者对权益型产品的配置由权益型共同基金转向权益型 ETF。2023 年，美国权益型共同基金全年共计流出约 5180 亿美元。而权益型 ETF 总规模在 2023 年快速回升，2023 年年末，美国国内大盘股 ETF、其他国内股 ETF、全球/国际股 ETF 规模分别较 2022 年年末增加 7740 亿美元、3850 亿美元、2150 亿美元。

图表 84: 2023 年美国 ETF 规模扩张



资料来源：ICI，课题组

从资金端来看，美国居民资金带动共同基金规模维持高基数，资金来源主要为居民养老金账户。从资金结构来看，2023 年，美国居民实际持有的共同基金规模占共同基金整体规模约 88.30%。其中，该比例在权益型、混合型及债券型共同基金中合计约 94.80%，在货币市场基金中约 66.70%。在美国居民配置共同基金的结构中，约 52.70%来自于 IRAs、DC 计划等账户。

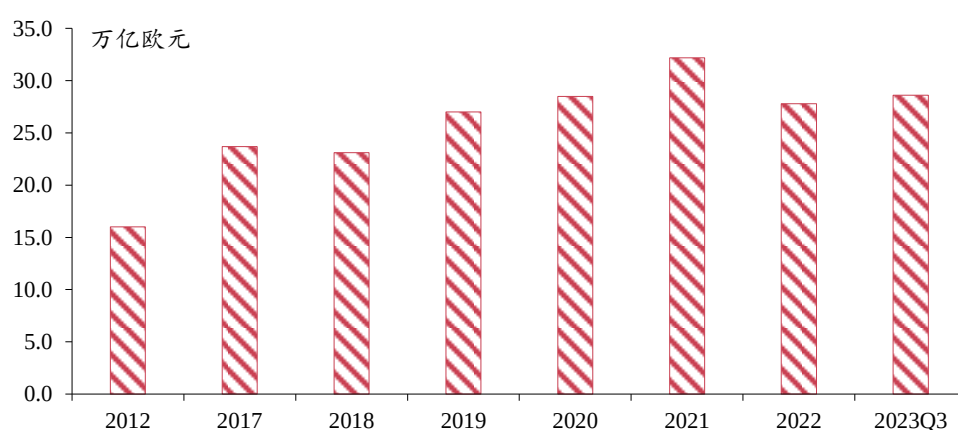
从销售渠道来看，美国居民主要通过专业投资顾问或经济折扣商或基金公司投资共同基金，资金来源主要为居民养老金账户。从销售渠道来看，2023 年，美国居民在通过退休计划外的方式投资共同基金的途径中，仅通过专业投资顾问进行配置的比例近 48%，该比例较 2022 年基本持平。

第二，在欧洲地区资管市场，债券型基金和货币市场基金净销售额回升。

根据 EFAMA 估计，2023 年 9 月末欧洲资产管理规模约 28.60 万亿欧元，较 2022 年年末小幅上升约 3 个百分点。从产品结构来看，根据 EFAMA 分类，投资产品分为投资基金（investment funds）和委托投资（discretionary mandates），近年投资基金占比持续上升，截至 2022 年年末，相关占比约 56.50%。预计 2023 年延续以投资基金为主的产品结构。

2023 年投资基金规模增速或快于整体管理资产规模增速。2023 年年末，投资基金规模约 20.70 万亿欧元，较 2022 年年末提升约 8.40%。从产品分类来看，UCITS 产品、AIFs 产品分别占比 63.30%、36.20%。从地区分布来看，前五大地区分别为卢森堡、爱尔兰、德国、法国、英国，管理规模占比分别约 25.50%、19.70%、12.80%、11.00%、9.20%。

图表 85: 欧洲资产管理规模趋势



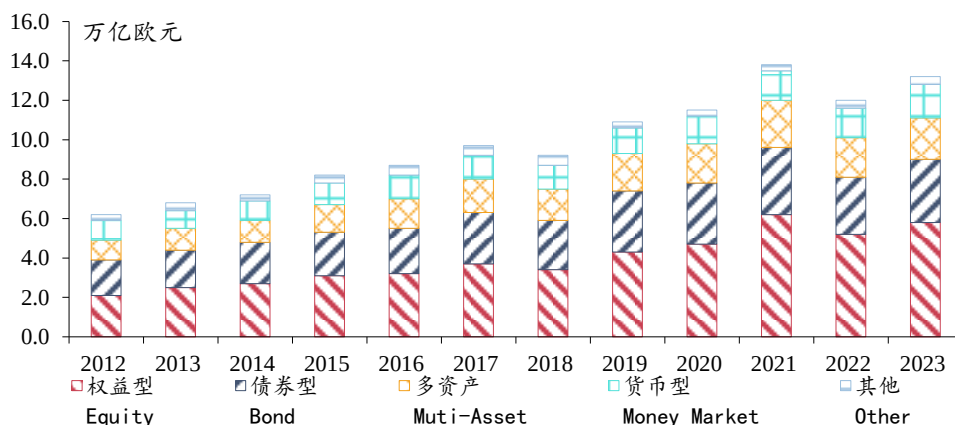
资料来源：EFAMA，课题组

受欧洲快速加息政策暂停及短端利率维持较高水平影响，2023 年欧洲投资基金中债券型基金和货币基金净销售额明显回升。从净资产规模来看，权益型基金在投资基金占比仍维持第一，2023 年年末，投资基金中权益型、债券型、多资产、货币市场基金分别占比 31.80%、19.80%、19.10%、8.50%。从净销售量来看，资金转向债券型和货币市场基金，2023 年投资基金净销售量 3170 亿欧元，其中权益型、债券型、多资产、货币市场基金规模净变化量分别为减少 190 亿欧元、增加 1330 亿欧元、减少 550 亿欧元、增加 1790 亿欧元。

一方面，此前欧洲长期处于低利率环境，而欧洲股票市场整体向好，权益型产品维持较高份额。2023 年年末，UCITS 产品权益型基金规模占比约 43.90%，较 2012 年年末提升 10.10 个百分点。在产品类型上，ETF 持续受到青睐。2023 年，UCITS 产品权益型基金净销售量 50 亿欧元，其中 ETF 净流入 1010 亿欧元，非 ETF 权益型基金流出 960 亿欧元。

另一方面，2022 年以来欧洲利率环境发生较快变化，基金净销售量发生边际变化。一是 2022 年快速加息期间债券型基金净销售量处于净流出状态，2023 年快速加息暂停并出现降息预期后，资金逐步回流至债券型基金。2022 年、2023 年债券型基金净销售额分别为-1410 亿欧元、+1330 亿欧元。二是短端利率提升后资金边际流向货币型基金。

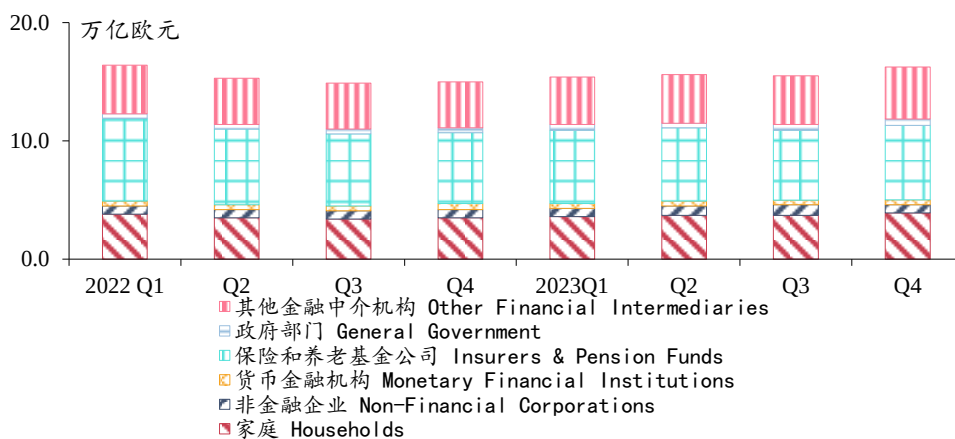
图表 86: 欧洲投资基金中 UCITS 产品的净资产规模结构趋势



资料来源：EFAMA，课题组

2023 年投资基金中个人投资者份额较 2022 年年末提升，保险和养老金机构占比下降。从管理资产规模整体投资者来看，投资基金中个人投资者占比高于委托投资中个人投资者占比。委托投资近 95% 为养老金机构、保险公司等机构投资者。从投资基金投资者结构来看，2023 年年末，个人投资者、保险和养老金机构分别占比 24.10%、38.90%，较 2022 年年末分别提升 0.70 个百分点、下降 1.10 百分点。

图表 87: 欧洲本土持有欧洲投资基金的投资者结构



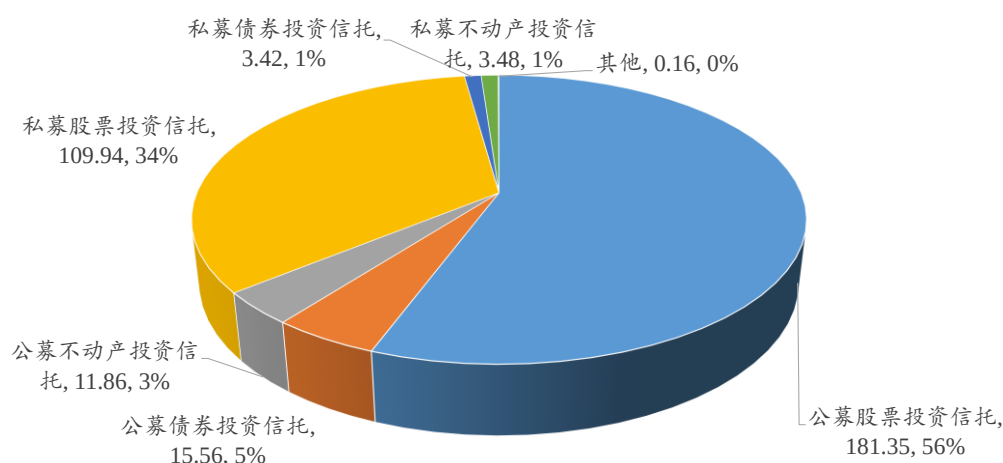
注：该图表规模口径不包括欧洲地区以外持有投资基金的投资者。

第三，日本地区资管市场，央行入市购买 ETF 推动了股票型投资信托的发展。

从大的产品类别来看，日本投资信托产品可以划分为契约型投资信托（Contractual Type 或 Investment Trust）和公司型投资信托（Investment Companies）两类。契约型投资信托的参与方包括信托投资人（也是受益人）、分销公司、投资信托管理公司和信托公司四个角色。投资人通过分销公司购买信托份额获得信托受益权，有权获得运营信托财产所产生的利润，管理人接受投资人的委托管理信托财产并向信托公司发出交易指令，信托公司负责托管信托资产并执行投资信托管理公司发出的交易指令。

截至 2023 年年末，日本投资信托业在管资产净额为 326 万亿日元。其中，契约型公募信托在管资产净额为 197 万亿日元，契约型私募信托在管资产净额为 113 万亿日元，法人信托资产净额为 16 万亿日元，其中 98.97% 为不动产投资信托（Reits）。

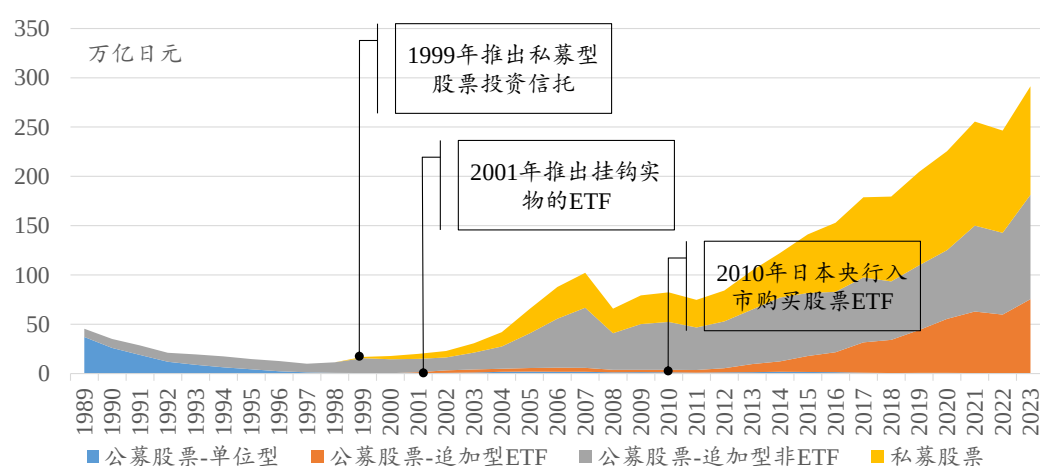
图表 88: 2023 年年末日本投资信托业规模结构



资料来源：日本投资信托协会，课题组

自 1990 年日本股市泡沫破灭之后，日本股票型投资信托的规模变化可以分为三个阶段。金融体制改革、全球股市行情变动以及央行入市购买股票是影响日本股票型投资信托扩张节奏的三个主要因素。

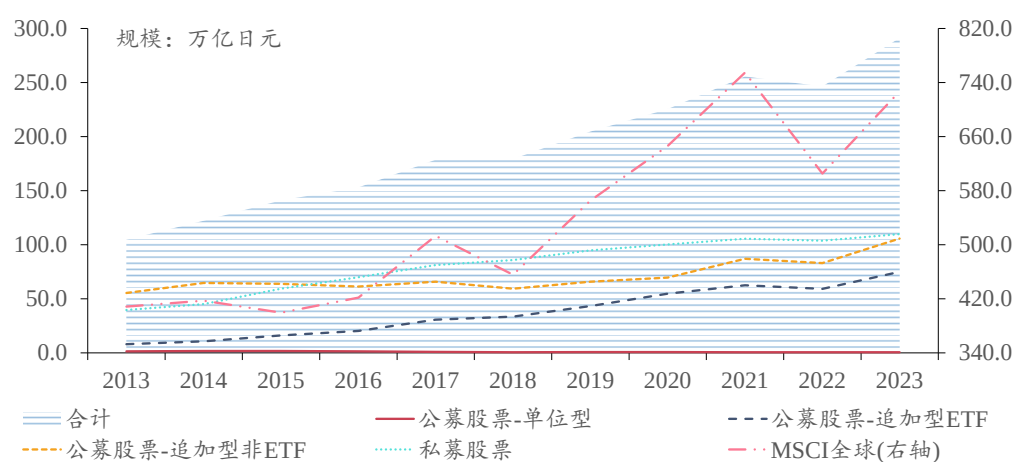
图表 89: 1990-2023 年日本股票型投资信托规模变动



资料来源：日本投资信托协会，课题组

近年来，日本境内外股市同步好转以及日本央行入市购买 ETF 均推动了日本股票型投资信托的发展。2013-2023 年间，日本股票型投资信托规模迅速扩张，在管资产净额增加 207.08 万亿日元。公募追加型非 ETF、公募追加型 ETF、私募股票投资信托规模并驾齐驱，累计增量分别为 58.36 万亿日元、70.72 万亿日元、78.65 万亿日元。其中，公募追加型 ETF 较大部分增量来自日本央行的贡献。2013-2023 年，日本央行累计增持 35.72 万亿日元的 ETF，占同期日本股票型 ETF 总增量的 50.51%。截至 2023 年年末，日本央行所持 ETF 总规模为 37.19 万亿日元，占日本股票型 ETF 总规模的比重为 52.58%。

图表 90: 2013-2023 年日本股票型投资信托规模变动

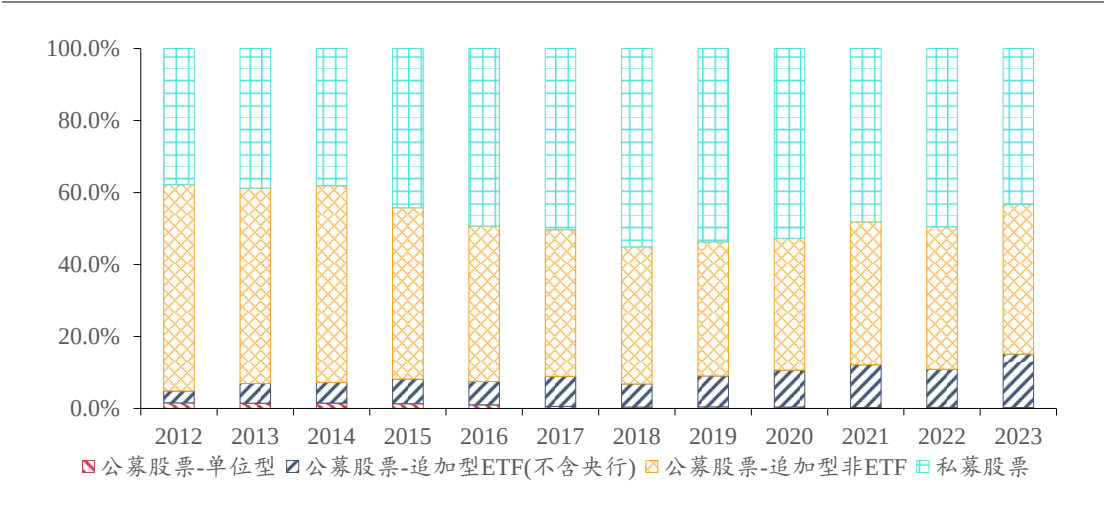


资料来源：日本投资信托协会，课题组

在近期，日本投资者更加偏好可以自由申赎的开放式产品，主动管理类投资信托相比于指数产品也更具发展活力。截至 2023 年年末，剔除央行所持 ETF 之后，日本股票型投资信托的分布结构为私

募股票（占比为 43.27%）、公募追加型非 ETF（占比为 41.63%）、公募追加型 ETF（不含央行持股，占比为 14.86%）、公募单位型（占比为 0.25%）。其中，在公募产品中，指数产品规模为 68.80 万亿日元（不含央行持仓），占比为 37.94%，主动管理类产品规模为 112.55 万亿日元，占比为 62.06%。在 2010-2022 年，指数型产品占比长期保持在 30%以下，主动管理型是公募产品的主流。这可能是因为日本股票型投资信托有较大一部分资产需要配置到海外，无法通过指数化实现，因此限制了指数产品的发展。

图表 91: 2012-2023 年日本股票型投资信托产品结构



资料来源：日本投资信托协会， ， 课题组

（三）海外资管发展趋势的经验借鉴

从境外资管市场的发展经验来看，外部宏观、货币政策环境调整会影响资产配置结构，资管机构布局多层次多条线产品线应对趋势变化。

此前较长一段时间内，美欧日等地区处于低利率环境，投资者对争取高收益回报的基金有偏好，相关地区的基金产品布局出现权益扩张，布局另类资产、探索海外资产的结构变化。部分资管机构从资产端发掘特色资产领域，在此期间快速壮大形成业务竞争力。如美国资本集团（Capital Group）重视主权权益基金构建。2023 年年末，资本集团管理资产规模约 2.13 万亿美元，其中主动权益基金占比近 70%。如美国黑石集团（Blackstone Group）发掘另类投资机会，形成私募股权基金、地产基金、对冲基金等多条业务条线和投资策略。2023 年年末，黑石管理资产规模约 1.04 万亿美元，其中对冲基金、信贷及保险、私募股权、地产基金分别有 803 亿美元、3189 亿美元、3040 亿美元、3369 亿美元。

近两年全球利率环境出现较大变化，债券型产品出现规模波动，货币市场基金吸引力上升，具有全产品线的资管机构能更好应对产品结构调整，不流失客户资金。从嘉信理财情况来看，嘉信理财提供多层次的金融投资产品，产品线分布较广泛。在美国加息周期影响债券型产品收益的情况下，其引导客户增加对货币型基金、权益产品的配置，进而带动基金交易规模的净流入，保证了嘉信理财的个人金融服务体系运行稳健。截至 2023 年年末，嘉信理财管理客户资产规模 8.5 万亿美元，同比增长 21%。

低费率的被动型产品仍受投资者青睐，ETF 等产品规模扩张带动资管机构规模集中度提升。从全球资管行业发展趋势来看，被动型策略在 2023 年仍受到投资者青睐，美国、欧洲、日本等成熟市场

中 ETF 规模进一步提升。在美国前 10 大资管机构中，共同基金及 ETF 规模占比逐步提升，2023 年相关占比约为 56%、较 2015 年提升约 13 个百分点。同时，基金费率持续下滑对机构盈利产生负面影响，或降低机构产品创新动力。

海外成熟资管市场以长期稳定资金来源作为支撑，扩大养老金、机构资金、政府资金份额，培养专业投顾机构引导个人投资者进行投资。从美国、欧洲、日本投资者结构来看，养老金以及保险等机构资金、政府资金在投资者结构中属于主要组成部分，引导市场朝长期稳健投资方向进行配置。

资管行业重视金融科技运用，成熟运用形成规模效应后有助于降低成本，提升业务盈利。EFAMA 在报告中提醒采用人工智能等技术可有效将欧洲资产管理行业生产率提升 7%至 12%，这体现在投资管理、投资运作、风险合规、渠道营销等多个环节。

九、科技赋能资管行业高质量发展

2023 年 10 月结束的中央金融工作会议，提出了做好科技金融、绿色金融、普惠金融、养老金融、数字金融五篇大文章的要求。近年来，在金融科技快速发展的背景下，境内外资管行业也在逐步探索运用科技手段，提升自身的经营水平。从具体的运用方式来看，目前资管机构在投资端已逐步开始探索增加程序化交易、量化交易等方式来提升投资效率，而在募资端，智能投顾也在进一步将投资

者的投资目的与资管产品的募资进行优化匹配，在提升投资者投资体验的同时，也可以避免开放式资管产品在特殊环境下遭遇流动性问题。本部分将集中于程序化交易和智能投顾这两项相对成熟的运用进行阐述，并对未来资管机构进一步丰富科技赋能运用进行展望。

（一）自动化交易提升资管产品投资效率

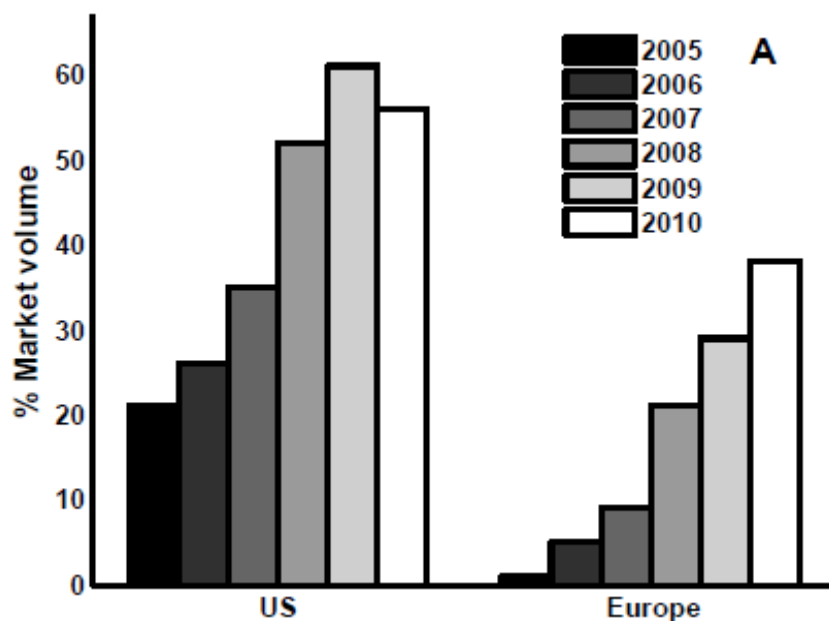
近年来，随着信息化、电子化技术在金融市场中运用广度和深度的拓展，自动化交易、算法交易与高频交易等成为了越来越多金融机构首选的交易方式。

从算法交易这一自动化交易的具体方式来看，境外发达经济体监管部门都对其进行了高度关注和研究。以欧盟为例，欧盟于 2018 年开始施行的《欧洲金融工具市场指令 II》（Markets in Financial Instruments Directive II, MIFID II）对其进行了定义。MIFID II 指出，通过计算机算法自动决定金融工具交易订单某个或某些要素（例如是否发起订单、发起订单的时间、订单的价格、订单的成交量等要素），且较少或完全没有人为干预的金融工具交易即为算法交易（Algorithmic Trading）。应当注意的是，MIFID II 指出仅通过智能程序选择交易场所，而预先设置的算法并不决定其他交易要素（例如价格、数量等）的交易方式并不属于算法交易。因此，自动路径下单系统（Automated Order Routers, AORs）并不在算法交易之列，而智能订单系统（Smart Order Routers, SORs）则属于算法交易之列。在我国，证监会在 2024 年 4 月公开征求意见的《证券市场程序化交

易管理规定（试行）》中，将程序化交易明确为通过计算机程序自动生成或者下达交易指令在证券交易所进行证券交易的行为。其中的程序化交易投资者包括了私募基金、证券公司、公募基金管理人、保险机构等自营机构和资管机构。

从算法交易和高频交易等自动化交易在金融市场中的运用来看，随着计算机技术的拓展，各类自动化交易在欧美市场中的占比已经达到甚至超过了总交易量 50%以上。在股票市场，高频交易在欧美股市中占比在 10 年前即已达到较高水平。根据 SEC 职员 Greig（2012）的统计，美国股票市场高频交易在总成交量中的占比已经从 2005 年的 20%左右，上升到了 2010 年的 55%左右；欧洲股票市场高频交易在总成交量中的占比已经从 2005 年的不足 5%，上升到了 2010 年的约 40%。随着时间的推移，目前算法交易和高频交易等在欧美股票市场总交易量的占比相较于 2010 年还有进一步扩大的空间。

图表 92: 欧美股市高频交易在市场总成交额中占比（截止 2010 年）



资料来源：SEC，课题组

在期货等衍生品市场，部分流动性较高的产品自动化交易占比甚至比股票市场更高。从上文可知，CFTC 语境下的自动化交易即为算法交易。供职于 CFTC 的 Haynes 和 Roberts（2015）研究了 CME 在 2012 年 11 月 12 日至 2014 年 10 月 31 日期间的交易数据，发现在外汇衍生品中自动化交易的占比达到了 79.9%，权益和利率类衍生品交易中也有 60% 以上来自于自动化交易，能源、贵金属和农产品衍生品交易中的 30% 至 50% 也是来自于自动化交易，只有低成交量的部分产品中自动化交易的占比较低。CFTC 前任主席 Massad 在 2015 年的讲话中也指出，近年来美国 10 年期国债期货交易量的 67% 以及欧洲美元期货交易量的 64% 来自于自动化交易。

图表 93: CME 部分期货产品自动化交易占比

产品组别	产品数量	非电子化交易	自动化交易	人工交易
低成交量产品	376	98.1%	0.1%	0.9%
农产品	36	6.4%	38.1%	55.6%
能源产品	285	16.8%	46.9%	36.4%
权益产品	25	0.9%	66.6%	32.5%
外汇产品	51	3.4%	79.9%	16.8%
利率产品	15	4.2%	62.3%	33.4%
贵金属产品	17	5.6%	46.5%	48%

资料来源：CFTC，课题组

从资管机构运用算法交易的优势来看，其不仅有利于资管机构自身降低交易成本、提高交易效率，也能够提升市场的整体效率。算法交易和高频交易在提前确定好相应的程序之后并不需要过多的人为介入，即可自动进行交易的提交、申报和执行等操作。由此，既可以降低所需要雇佣的用于完成交易的前中后台人员数量，还可以进一步通过电子化替代提升交易全流程的效率，降低潜在“乌龙指”可能导致的操作风险。因此，不少金融机构乐于在部分交易平台上尝试通过算法交易等方式取代人工操作。值得注意的是，当前越来越多的资管机构也在运用程序化交易来同时攫取跨市场的潜在套利机会，这些套利机会往往稍纵即逝，这就需要程序化的自动交易系统对相关机会予以监测和把握。此前较多的学术研究都认为，在市场正常的情况下，算法交易和高频交易可以增强市场的流动性。与此同时，算法交易和高频交易的运用使得金融机构能更为快速和准确的发现股票的价格，同时消除不同市场之间潜在的价差和套利空间。

但是应当指出的是，各类自动化交易虽然具有多方面的优点，若是不能及时根据其特点进行有效的监管和风险防范，也可能出现潜在的风险。最为典型的潜在风险就是若多家机构采取了相同的策略或算法，可能会在特殊的市场环境下加大市场的单向波动幅度。2010年至2020年，全球金融市场曾经出现了多次较为知名的闪崩或大幅动荡事件，包括2010年5月6日的美国股票市场闪崩事件、2013年4月23日美国股票市场由于媒体社交账号被盗发布不实信息导致的闪崩事件、2014年10月15日美国10年期国债收益率闪崩事件、2015年1月15日瑞士法郎大幅波动事件、2016年10月6日英镑闪崩事件、2020年3月的全球金融市场大幅动荡等，这些事件的背后或多或少也有同质化量化交易策略同向作用的潜在影响。而在2024年年初，我国部分私募机构所采用的DMA策略也曾由于市场波动遭遇过较大的负面影响，甚至还对市场的波动产生了反馈的螺旋效应。在此背景下，我国证监会也就《证券市场程序化交易管理规定（试行）》进行了公开征求意见，以期更好地规范各类自动化交易，促进资管机构行稳致远。

（二）智能投顾优化匹配募资来源

当前，我国广义的投资顾问业务事实上包括两类：一类是面向资管机构和产品，为其开展资管产品投资提供操作性建议的投资顾问服务；另一类是面向零售或企业客户，为其运用富余资金投资金融资产提供投资顾问服务的业务。具体到我国境内的面向零售和企

业客户的投资顾问业务，目前有较为明确监管规则的有证券投顾与基金投顾。在我国当前实践中，智能投顾一般基于基金投顾的服务平台所提供。值得注意的是，证券投顾与基金投顾不仅投资标的范围不同，更为重要的是证券投顾仅可以向客户提供投资建议与辅助客户作出投资决策，暂时不能代理客户直接操作投资，而基金投顾则可以在一定程度上代理客户进行投资决策。因此，我国目前智能化程度较高的智能投顾业务运用场景主要为基金投顾。

我国智能投顾能够得到快速发展的关键在于我国“买方投顾”模式的逐步发展。在较长的时间内，我国的投顾业务模式为“卖方投顾”。在“卖方投顾”模式下，投顾业务的盈利来源于产品代销手续费收入，销售与服务人员业绩考核标准和特定产品的销售规模相挂钩。与之相对应，“买方投顾”模式所收取的费用主要来源于金融产品投资者，例如银行可按照客户委托其提供投资顾问服务的资产总额一定百分比收取服务费。因此，“买方投顾”将可以更好的站在客户立场为客户提供投资建议。在“卖方投顾”模式之下，销售机构的激励更多来自于产品创设方，即使在该模式下践行智能投顾，由于系统要素和指标设置的人因性，智能投顾系统将可能难以客观的根据投资端客户的特点和需求为其合理的组合配置产品库中产品，无法充分发挥运用智能体系评判客户需求的优势。而在“买方投顾”模式下，由于销售机构更多的站在客户的立场，运用智能投顾系统的过程中也将更激励客观的向投资者提供产品组合建议，从而确保金融消费者利益最大化。因此，我国智能投顾体系的

进一步发展有赖于基金投顾试点下“买方投顾”模式的推广和深化。

我国较早的智能投顾始于 2016 年，部分银行、证券公司、基金公司、基金销售机构逐步开始推出智能投顾服务，典型代表有“安心投顾”、“帮你投”等产品。2019 年《试点通知》发布后，基金投顾业务试点工作正式开展，借由基金投顾试点所倡导的“买方投顾”实践，智能投顾的发展逐步加速。截至 2023 年 3 月底，基金投顾服务资产规模 1464 亿元，客户总数 524 万户，10 万元以下个人投资者占比 94%，其中绝大多数资产的服务方式即为智能投顾。

图表 94: CME 部分期货产品自动化交易占比

日期	机构	文件名称	主要内容
2019/10/25	证监会	《关于做好公开募集证券投资基金投资顾问业务试点工作的通知》（证监会机构部函〔2019〕2515 号）	一是明确基金投顾业务范围，限定投资标的于公募基金，具体分为非管理型投顾与管理型投顾；二是明确申请试点机构所需资质；三是对投资组合策略、收费费率、客户准入等作出要求；四是规定投顾人员考核激励措施不得存在与基金销售费用挂钩等可能存在利益冲突的安排，鼓励买方投顾。
2020/4/17	证监会	《证券基金投资咨询业务管理办法（征求意见稿）》	一是明确业务类型和内涵，将证券投资咨询业务、基金投资顾问业务整合为证券基金投资咨询业务；二是作出准入安排，明确从事基金投资顾问业务应依法经证监会核准或者注册。
2023/6/9	证监会	《公开募集证券投资基金投资顾问业务管理规定（征求意见稿）》	一是沿用试点期间对“投资”活动的规范原则，进一步明确对管理型业务的管控，优化投资分散度等监管要求。二是强化对“顾问”服务的监管，督促引导行业坚守“顾问”服务本源，强化信义义务落实和利益冲突防范。三是针对新问题、新情况补齐监管短板，促进业务合规有序开展。

资料来源：证监会，课题组

从具体流程来看，我国不同类型机构开展智能投顾业务的流程相似。通常可以分为以下几个步骤：

第一，收集投资者数据。智能投顾产品在向投资者提供服务前，会通过问卷的形式进行投资者数据收集。大多情况下，集中在投资总额、收益预期、投资年限等方面。

第二，确定投资方案。基于投资者数据，确定其投资需求与风险偏好后，根据大数据模型确定投资方案并向投资者展示投资方案细节，包括配置情况、历史表现、较好情况下的收益与较差情况下的亏损等。

第三，自动调仓。投顾机构根据模型对各类资产价格走势进行预测，进一步进行自动调仓，包括投资组合成分内基金的认购/申购、赎回、份额转换、设定分红方式、组合调仓等操作，以达到预定的投资收益率。值得注意的是，我国监管部门引导智能投顾业务采取较低换手频率。《征求意见稿》中指出：“基金投资顾问机构应当坚持长期投资理念，有效控制基金组合策略的换手率。”

从收费模式来看，我国大多数机构智能投顾业务按照客户资产管理规模的一定费率进行收费，部分机构针对投资者特性进行定制化收费，呈现“千人千面”特征。以某第三方基金销售机构的智能投顾产品为例，其基金投顾服务费按日计提，按资产管理规模以一定费率收取服务费。针对不同投资者，该智能投顾产品会设定不同费率。

应当指出的是，在募资端使用智能投顾系统还能提升投资者投资目的与资管产品投资策略的匹配性，从而更好地实现“将合适的

产品卖给合适的人”的目标。通过实现这一目标，还能够进一步提升投资者投资资管产品资金的稳定性，进而避免在市场出现波动时资管产品遭遇流动性风险。

（三）未来资管行业进一步运用科技的前景

随着数字金融的加速发展，我国资管行业各个领域、细分业务流程对于金融科技的运用不仅在范围上将有所拓宽，同时在运用的深度上也有进一步深化的空间。

第一，大语言模型和 AI 的运用对于投研体系效率的提升。近年来大语言模型和 AI 技术的运用突飞猛进，也为资管机构将其运用于投研过程提供了可能。从实践中来看，已有部分金融机构使用大语言模型或 AI 系统赋能交易员或投资经理总结各类投资研报、分析企业财务报表，承担了此前的重复性、事务性工作。不过值得注意的是大模型和 AI 的运用目前仍有一定局限性。以大模型为例，其“生成”能力仍然基于对于已有规则或“语料”的学习，自身所具有的复杂推理能力仍相对较弱。如果向其所投喂的数据或训练过程出现偏差，很容易导致相关模型“一本正经胡说八道”，因此当前仍需要人力的监督和介入，才能最好的发挥好 AI 的作用。

第二，自动化的风险管理和监测体系有助于风控智能化。随着全球金融市场之间联系的愈发紧密，不同市场间信息、波动的传播速度也不断加快，单纯依靠人力对最新信息或跨市场波动作出判断

并进行决策以防范潜在风险的难度也在不断上升。由此，自动化的风险管理、监测乃至执行系统未来将成为各类资管机构、金融机构的必备之选。

第三，升级智能投顾为客户投资全生命周期陪伴旅程。当前，我国机构所采用的智能投顾体系多集中在投资者投资过程中引导其投资方向符合其投资目标、风险承受能力资管产品的过程，即资管产品的募资过程。然而从境外的经验来看，智能投顾体系正不断地向资管产品乃至客户服务的全生命周期拓展。境外的智能投顾体系，已开始探索从客户咨询到客户持有和调仓，乃至客户赎回之后的持续产品推荐和信息留存等全流程拓展。通过将智能投顾体系升级为客户投资全生命周期的陪伴旅程，不仅能以客户为中心的提升客户体验，同时还可以帮助资管机构更敏锐的把握客户的投资倾向、偏好等特征，从而及时设计出符合客户当前需求的资管产品。

第四，从自动化交易到智能决策和智能投资的升级。当前资管机构和金融机构所使用的自动化交易系统还大多停留在给定明确的触发阈值或操作规程，在相关规则触发时自动开展交易的层面。当前尚未实现通过 AI 和机器学习等方式学习市场特征、主动生成和进化投资策略的智能决策和智能投资。随着未来科技水平的发展，不排除将有资管机构深度运用机器学习等方式开展智能决策和智能投资。但是应当注意的是，由于计算机系统、程序的局限性以及伦理学和法律方面的考虑，相关智能决策和智能投资系统仍应保持一定的人工介入和监督。

(完)

参考文献

- 1.段国圣，新形势下保险资管机构的投资能力建设[EB/OL]，2023/06/19[2024/07/09]，<https://mp.weixin.qq.com/s/z8cPumUvuYSMcaLYIsWVaQ>。
- 2.姜玉英，我国信托行业转型发展现状与高质量发展政策建议[EB/OL]，2024/04/12[2024/07/09]，https://mp.weixin.qq.com/s/BClRqa1WV101ur_PgJu3WQ。
- 3.金融监管总局资管司，做好“8+5+5+3”，谱写 21 世纪金融强国资管篇章[EB/OL]，2023/12/27[2024/07/09]，<https://mp.weixin.qq.com/s/AXibbutAyWkYDz5Wc3fF5Q>。
- 4.竞泰资本，低利率环境下的大类资产配置——欧美篇[EB/OL]，2024/07/24[2024/08/08]，<https://mp.weixin.qq.com/s/Oop2SMNmFm1USpgWgh-tDw>。
- 5.刘敬元，泰康资产段国圣：四方面着手，打造适应时代的投研体系[EB/OL]，2023/11/19[2023/11/19]，<https://mp.weixin.qq.com/s/5NyCi3JLaUMVqtI4G4hbPQ>。
- 6.秦洪元和原瑞政，从国际经验看保险资产管理公司第三方业务发展[EB/OL]，2024/01/24[2024/07/09]，<https://mp.weixin.qq.com/s/d7fO8KNXKo2j9gsihd6Y5w>。
- 7.深耕资产证券化业务，海通资管助推产业和资本良性互动，海通证券[EB/OL]，2024/06/12[2024/07/09]，<https://mp.weixin.qq.com/s/3kDEVwuC7cZvWIdkfl2jnw>。
- 8.巍巍和巴曙松，保险资金助力新质生产力发展的逻辑与实践|财富与资管[EB/OL]，2024/05/25[2024/07/09]，<https://mp.weixin.qq.com/s/77DIMJna92ZnWMxIav8ujw>。
- 9.熊莹等，资产管理新趋势下的金融机构差异化竞争研究（一）[EB/OL]，

2024/03/05[2024/07/09], <https://mp.weixin.qq.com/s/u2dP-zbMWS-tCCrMYnPRlw>。

10. 杨平, 境内外资产管理行业运行情况及发展趋势[EB/OL], 2023/08/12[2024/07/09], <https://mp.weixin.qq.com/s/NdDYCnRjF1jyPFrdUXX4rg>。

11. 营收、净利双增 华鑫信托走上高质量发展之路, 中国经营报[EB/OL], 2024/05/11[2024/07/09], <https://new.qq.com/rain/a/20240511A00CH300>。

12. 中国信达旗下金谷信托深耕主业聚力提质 2023 年实现营业收入 10.43 亿元, 中国金融新闻网[EB/OL], 2024/05/10[2024/07/09], https://www.financialnews.com.cn/2024-05/10/content_292335.html。

13. 中国证券投资基金业年报 (2023), 中国证券投资基金业协会[EB/OL], 2024/03/18[2024/07/09], https://www.amac.org.cn/sjtj/tjbg/nb/202403/t20240318_25278.html。

14. 2023 年报 | 25 万亿资金入场—保险公司资金运用最新动向, 中国保险资产管理业协会[EB/OL], 2023/09/21[2024/07/09], <https://mp.weixin.qq.com/s/3UttzJ1IUFIxNCxxz9Dkmg>。

15. 2023 年度中国信托业发展评析, 中国信托业协会[EB/OL], 2024/05/15[2024/07/09], <http://www.xtxh.net/xtxh/statistics/49052.htm>。

16. Delbecque, B., Jotanovic, V., Tilly, T. et al. An overview of the asset management industry 2023, EFAMA[EB/OL], 2023/12/14[2024/07/09], <https://efama.vcpgraphics.online/efama-fact-book-2023>。

17. European Commission, May 2014, Directive 2014/65/EU of the European Parliament and of the Council of 15 May 2014 on markets in financial instruments and amending Directive 2002/92/EC and Directive 2011/61/EU, <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=CELEX:02014L0065-20160701>。

18. Frankle, D., Belyakov, A., Burkhardt, J. et al. GLOBAL ASSET MANAGEMENT REPORT 2024, BCG

[EB/OL],2024/05/06[2024/07/09], <https://www.bcg.com/publications/2024/ai-next-wave-of-transformation>。

19. Gerig, A, Nov 2012, High-Frequency Trading Synchronizes Prices in Financial Markets,<https://www.sec.gov/dera/staff-papers/working-papers/dera-wp-hft-synchronizes.pdf>.

20. Haynes, R and Roberts, J, March 2015, Automated Trading in Futures Markets,https://www.cftc.gov/sites/default/files/idc/groups/public/@economicsanalysis/documents/file/oce_automatedtrading.pdf

21. INVESTMENT COMPANY FACT BOOK 2024, ICI[EB/OL], 2024/05[2024/07/09],https://www.icifactbook.org/?utm_source=website&utm_medium=panel&utm_campaign=organic。

22. Worldwide Regulated Open-End Fund Assets and Flows, EFAMA[EB/OL], 2024/03/22[2024/07/09], https://www.ici.org/statistical-report/ww_q4_23。

免责声明

本报告由课题组提供，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，课题组有权随时补充、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，课题组不承担任何责任。

本报告的相关研判是基于课题组的知识和倾向所做出的，课题组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课题组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，课题组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，课题组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，课题组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，课题组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。

本报告版权仅为课题组所有，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，需注明出处为课题组，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

课题组对于本免责声明条款具有修改和最终解释权。