

中国资产 管理行业报告 2023





欢迎阅读安永新发布的中国资产管理报告。对于那些关注中国资产管理行业的人来说，2022年充满了令人眩晕的变化，几乎让人不知所措：疲软的股市抑制了对资管产品的需求，但新推出的个人养老金计划又为行业的增长带来了新的希望；疫情加剧了商业活动的挑战性，但旅游和社交距离方面的限制在年底之前得到了解除；虽然行业规模保持平稳，但结构性的变化仍在继续……在本报告中，我们总结了行业的十大关键趋势，并就每个趋势未来将如何改变行业的发展给出了我们的看法。



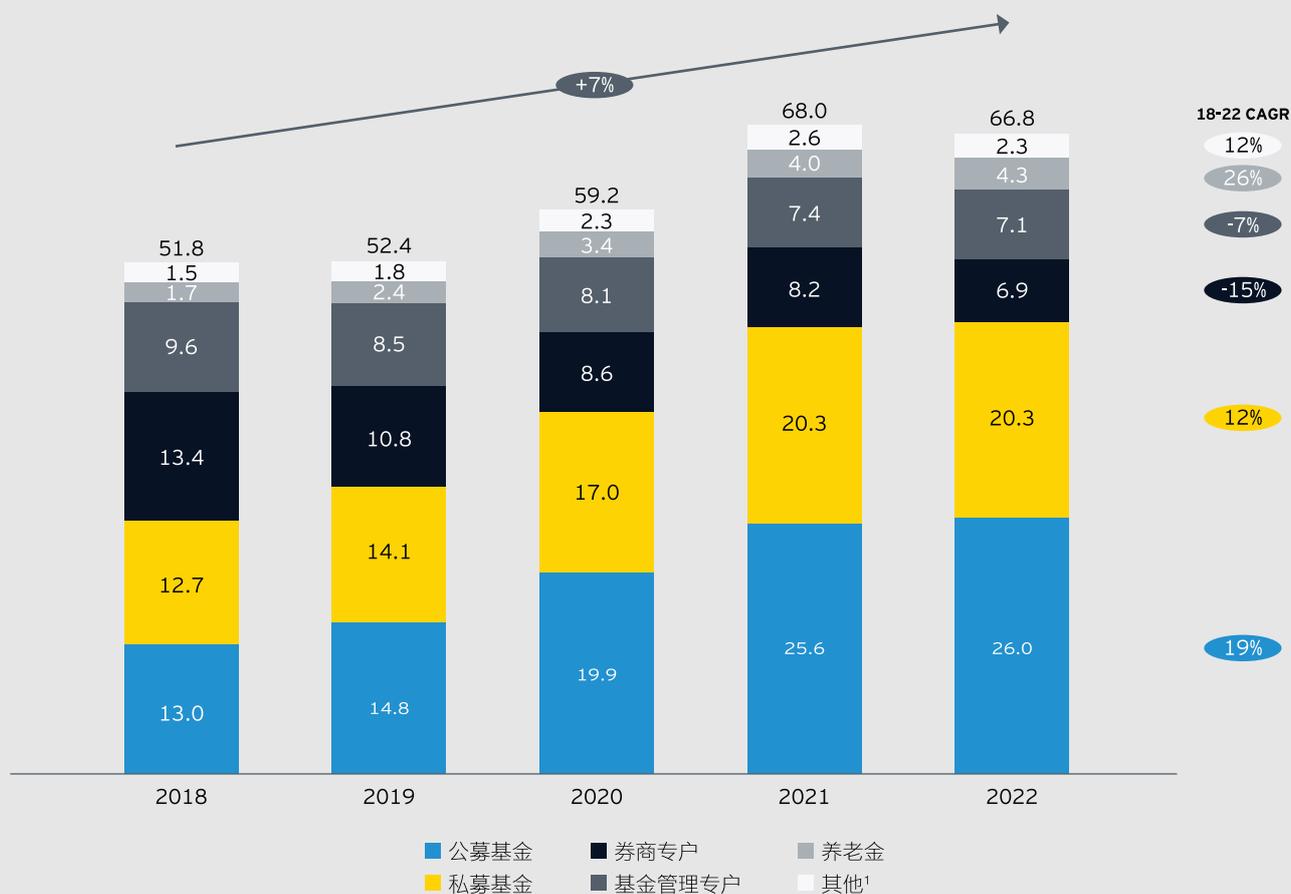


行业保持韧性

中国资产管理行业的管理总规模从2021年的68万亿元人民币微降至2022年底的67万亿元人民币，结束了自2018年以来连续增长的势头。考虑到中国股市的主要指数上证综指在年内下跌了15%，行业规模的缩水小到几乎可以忽略。行业总规模下降的主因是通道业务的持续压缩（自2018年资管新规出台以来规模已经减半）。除去通道业务之外，各项业务大多实现了增长。尤其是私

募基金和公募基金作为行业的双引擎，得益于相对较高的固定收益产品比重均表现强劲。总体而言，中国的资管行业依然在长期上升通道内运行。其2017-2022年间的规模复合平均增长率达到7%。我们预计，资本市场深化发展、投资者意识的提高、对专业资产管理服务认可度的上升以及销售渠道的改善等将持续推动行业增长。

图表1: 中国资产管理行业资产管理规模 (按行业分类)
(万亿元人民币, 2018-2022)



数据来源: 中国证券投资基金业协会, 安永博智隆分析

¹ 其他包括期货公司及其资管公司私募资管计划以及企业资产证券化业务



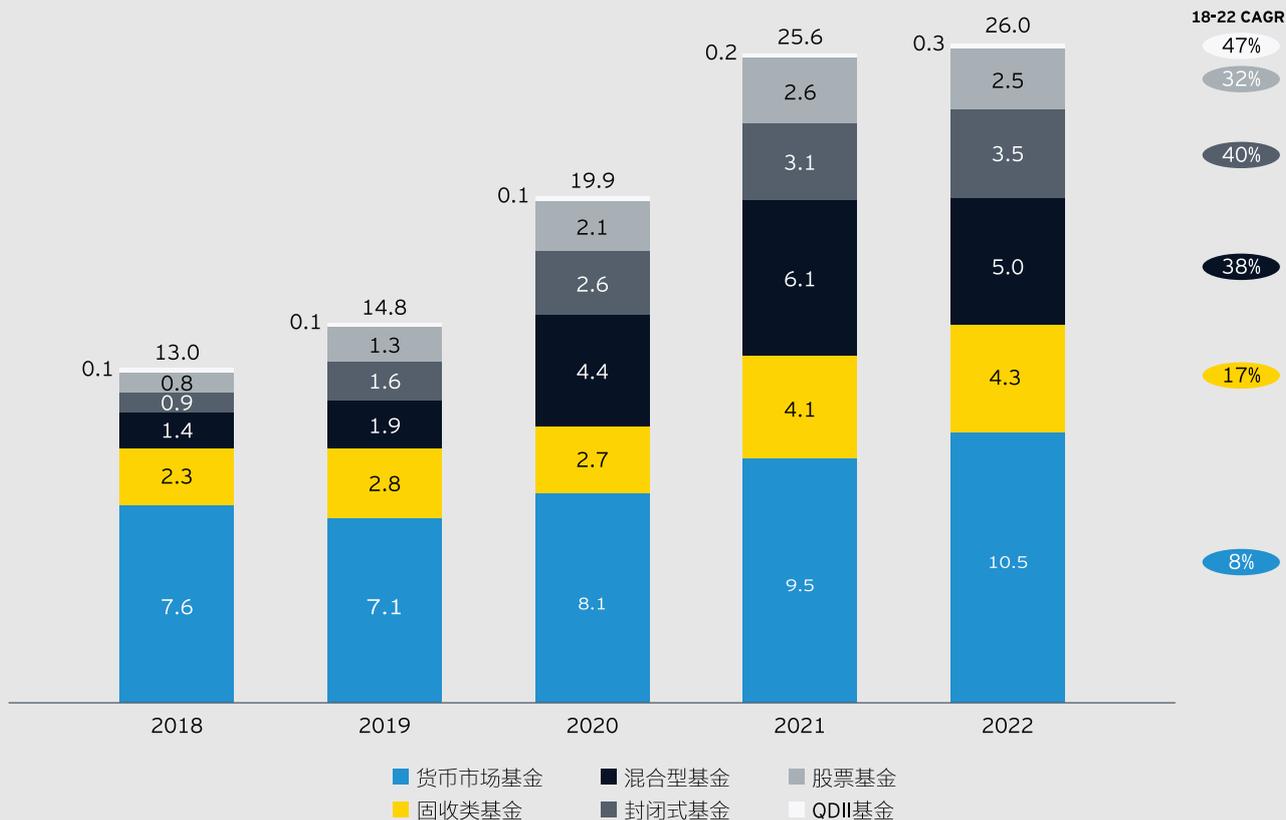
公募基金仍是核心

尽管加剧的股市波动给公募基金的回报带来了压力，但它仍然是中国资产管理行业最大的板块，并且成功地保持了长期的增长势头。公募基金行业的规模在2022年末达到26万亿元人民币，比一年前增加了4000亿元人民币。这个增量使其成为全行业规模增长的最大引擎。

公募基金能够克服不利的外部因素，保持上升势头固然鼓舞人心，但它也开始显出一些疲态。这其中最明显的就是行业对新发基金的依赖越来越大。2022年，公募基金行业通过新基金总计募集了1.7万亿元人民币，相当于行业净增量的400%，也就是说如果没有新发基金，行业的规模本来是下降的。而2021年这个数字则为54%。在

股市波动放大的背景下，债券基金和货币基金再次取代股票和平衡型基金成为行业的增长引擎。这两种产品合计占新募集资金总额的70%，而在2021年，这一数字则低于30%。虽然对于备受困扰的资管行业来说，有一根“救命稻草”是不幸之中的万幸，但对于基金管理公司来说，依靠新发产品，尤其是固定收益类产品来维持规模不是什么长久之计。正如我们在2018年至2022年间所看到的，相比权益类产品，基金公司很难通过固收类产品建立起自己的长期业绩记录。没有长期业绩记录就难以差异化。这种依赖性同时还抬高了销售成本，并削弱客户粘性。

图表2：中国公募基金行业资产管理规模（按产品分类）
(万亿元人民币, 2018-2022)



资料来源：中国证券投资基金业协会，安永博智隆分析







“固收+”光环退却

所谓的“固收+”自2019年以来一直是最受欢迎的产品。但到了2022年，它的光芒终于开始退去。背后的原因有很多：一方面对于固收资产的未来回报市场开始出现不同的意见。虽然中国仍处于低利率环境中，但央行在多大程度上将继续推进信贷扩张是存在疑问的。债券市场不断放大的交易量是对债券价格未来走势分歧的最佳证明。债券市场前景的不确定性还受到快速缩水的信用风险溢价影响。在2021年发生几起违约案件后，市场重拾了信心，而随之而来的信用风险溢价的下降进一步削弱

了债券回报对投资者的吸引力。

在“+”的方面，股票市场也越来越难以提供投资者所期望的回报。因此，越来越多的“固收+”产品被迫转向另类投资，而这又反过来压低了另类投资的回报。除了资产供应的问题之外，“固收+另类”的策略要想实现预期回报率，还需要考虑监管的态度、管理人获取和管理另类资产能力和渠道的情况等诸多条件，这些问题的不确定性都在2022年被放大。

图表3: 上证综指与中国十年期国债到期收益率变化 (2020-2023)



资料来源: 上海证券交易所, 中国债券信息网, 安永博智隆分析

最关键的是，债券和股票走势的趋同已经大大削弱了这种策略的吸引力。从上图我们可以看到，自2020年以来，中国国债和A股的走势呈现很高的相关性，这使得“固收+”产品的成功越来越取决于个券的选择能力，从而削弱了产品的总体吸引力。

然而值得注意的是，虽然中国投资者寻找增强回报的目光可能已经超越了传统的“固收+”产品，但他们决没有停止寻找对现有投资组合的补充手段。正如我们将在下一章中看到的，对多资产和多策略产品的需求仍然强劲。





另类资产的需求持续增长

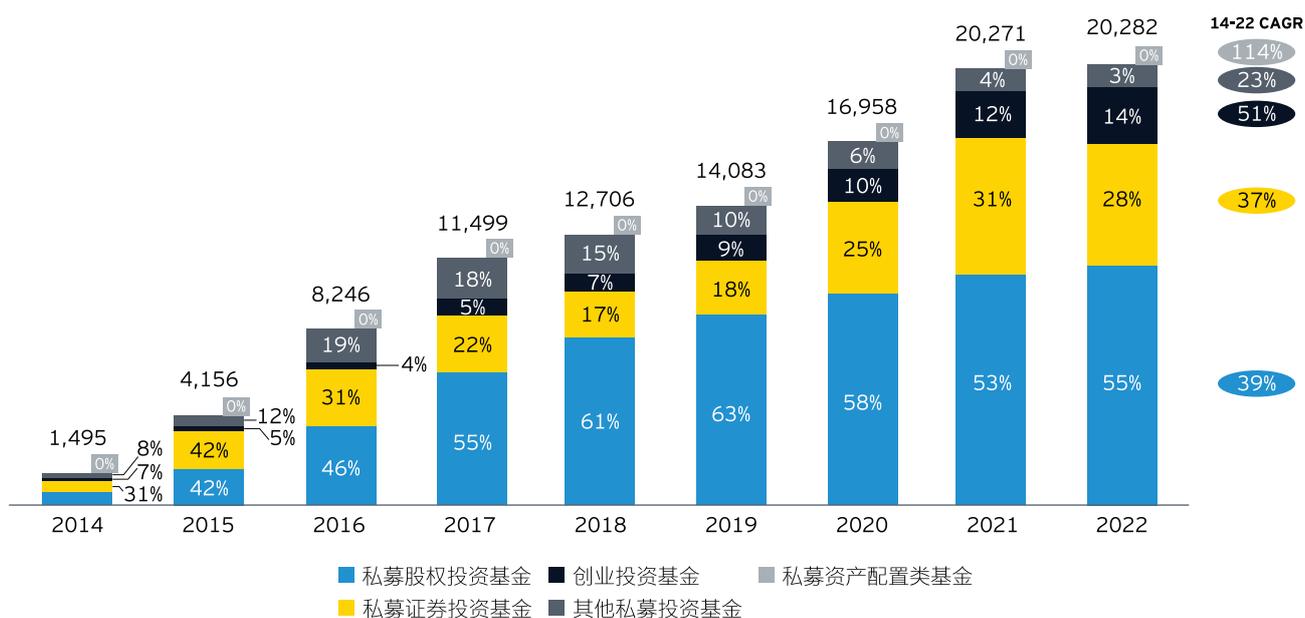
多年持续的强监管态势非但没有扼杀中国另类投资管理业，反而使其得到了升华。如今另类资产比以往任何时候都更受中国投资者青睐，甚至可以说已经是其投资组合中不可或缺的一部分。实际上，持续的需求是2022年中国资产管理行业几乎所有业务板块的一个特征。长期的低利率环境和越来越大的提升回报的压力促使包括保险公司、主权财富基金和其他机构投资者涌向房地产、私募股权、对冲基金和其他类型的另类资产。高净值个人投资者也大量增加另类资产的投资，因为他们过去所青睐的银行理财产品的供应出现了断崖式的下跌。

对资管行业而言，另类投资热潮的最大受益者莫过于私募基金管理人了。它们在2022年末管理的资产总额超过了20万亿元人民币，相比2021年底进一步上升。私募股权基金和创投基金是私募基金业最活跃的板块之一，其资产

规模增长了8186亿元人民币。这两类基金在2022年共筹集了4450亿元人民币。由于享有更好的税优政策，创投基金的规模增速要快于私募股权基金，但两者的具体投融资行为其实是越来越接近的。

私募基金行业的另一支柱，私募证券投资基金也从持续旺盛的需求中获益。在股市下跌15%的背景下，它们的资产管理总额从6.3万亿退至5.6万亿。但全年新募集的2400亿元人民币为行业规模提供了支撑。总体而言，私募证券投资基金并未表现出与市场回报方面的明显差异，至少在2022年没有。因此，私募证券投资基金的管理人已经开始依赖新发基金。正如同公募基金一样，如果这个问题持续，则行业会面临盈利能力和增长的可持续性问题。

图表4：中国私募基金行业存量管理规模
(万亿元人民币, 2014-2022)



资料来源：中国证券投资基金业协会，安永博智隆分析

search 🔍

5

养老金业务一骑绝尘，但仍需另辟蹊径

长期以来，养老金一直是中国资产管理行业中增长最快的领域。但是因为养老金的资产管理业务（管理来自企业年金/职业年金计划和全国社会保障基金的委外组合）有较高的牌照门槛，所以这块业务以往一直比较低调。

不过，随着增长转移到新的领域——养老FoF——这项业务正吸引越来越多的视线。作为新出台的个人养老金计划的四大产品供应商之一，公募基金公司目前占有一定的先发优势。到2022年底，21家管理公司共同管理着超过1000亿元人民币的养老金FoF，大部分都建立了不错的业绩记录。

然而，这项新业务依然需要参与竞争的基金公司快速升级各方面的能力。养老金业务历史上一直是一项机构业务，如今为了获取和服务个人投资者，基金公司需要建设自己养老金业务的零售渠道、品牌、价值主张等。在运营方面，FoF的设计要求基金公司提供更广泛的底层产品，这是目前大多数中小型基金公司尚无法达到的，因为它们中的大多数现在通常专注于一个资产大类（股票或者债券），而缺乏综合组织不同大类资产长期投资的投研和风控能力。

有关中国养老制度改革更多细节，请参阅我们发布的《中国养老金2023年报告》。





25%

25%

2500
2000
1500
1000
500
0



ESG投资开始扎根

2020年，中国做出承诺，将在2030年前实现碳达峰，并于2060年前实现碳中和。这为中国的ESG投资起到了极大的推动作用。双碳承诺是一个全面的社会经济目标，但对资产管理行业也有着重大影响。首先采取行动的是中国资产管理行业长期以来的先导——全国社会保障基金。该基金在2020年就发布了第一个全球ESG投资委外组合，并于2022年宣布将增加对ESG主题基金的投资。2022年8月，社保又发布了其第一个海外责任投资组合。在2022年11月，社保基金又给出了其第一个国内ESG委外组合。此外，社保基金还在新发布的实业投资指南中提到将增加对ESG主题基金的配置，并在进行尽职调查和绩效评估时纳入ESG因素。

保险公司是ESG投资的另一大支持者。监管数据显示，截至2021年底，中国保险公司的绿色投资超过1万亿元人民币，占行业总投资额的4%，比前一年翻了一番。保险公司的ESG投资去向与其战略性资产配置保持一致：

约70%投于绿色债券、20%投于实业投资、剩余部分则投于股票等其他方面。同时，保险公司也对使用外部管理人进行ESG投资持开放态度。

零售投资者也热衷于增加ESG投资，因而私募基金和公募基金都在增加他们的ESG投入以满足这块业务发展的需求。在公募方面，现在已有606个ESG或责任投资基金，管理资产规模为4350亿元人民币。根据中国证券投资基金业协会2022年出版的《基金管理人绿色投资自评报告》，三分之二的受访基金公司已推出了绿色投资产品，并且超过一半的公司将绿色投资列为公司战略重点之一。

监管机构和政策制定者已经对不断增长的需求做出了更明确的回应。自2021年以来，这方面的监管发展明显加速，为行业内ESG的长期发展以及可持续和绿色投资铺平道路。

表1：近年来有关绿色金融和环境、社会及管治（ESG）的主要政策和指导方针

管治	管治
2016年8月	中国人民银行与财政部等七个部委发布了《关于构建绿色金融体系的指导意见》，鼓励养老基金和保险基金等长期资金进行绿色投资。
2018年11月	中国证券投资基金业协会发布了《绿色投资指引（试行）》，敦促国内外养老基金的基金管理机构发挥责任投资者的示范作用，积极建立符合绿色投资或ESG投资规范的长期机制。
2021年9月-10月	国务院发布了《中共中央、国务院关于完整准确全面贯彻新发展理念做好碳达峰碳中和工作的意见》和《2030年前碳达峰行动方案》，相关部门和单位将制定能源、工业、城乡建设、交通运输、农业农村等领域的碳达峰实施方案，以及其他特定行业的计划。各地区还将根据计划要求制定自己的碳达峰行动计划。
2021年11月	中国人民银行推出了碳减排支持工具，以提供激励和指导资金投资于绿色低碳领域和行业。
2021年12月	生态环境部、国家发展改革委员会等多个部门联合发布《气候投融资试点工作方案》，采取措施引导和促进更多的资金投向应对气候变化相关活动，以实现国家制定的贡献目标和低碳发展目标。
2022年6月	中国银保监会发布了《银行业保险业绿色金融指引》，旨在促进意识提高，并要求相关组织进行管理。
2022年7月	中国绿色债券标准委员会发布了《中国绿色债券原则》，标志着中国绿色债券市场发展迈出了统一标准和与国际市场融合的重要一步。

资料来源：国务院，发改委，中国人民银行，中国银保监会，中国证券投资基金业协会，绿色债券标准委员会，安永博智隆分析

然而，大多数基金公司仍处于建设ESG投资能力的过程中。对于ESG专业人才的争夺战一直是行业面临的紧迫

压力点，但调查显示，在人力资源、数据、政策和投研流程以及其他运营能力方面同样存在短板需要补足。

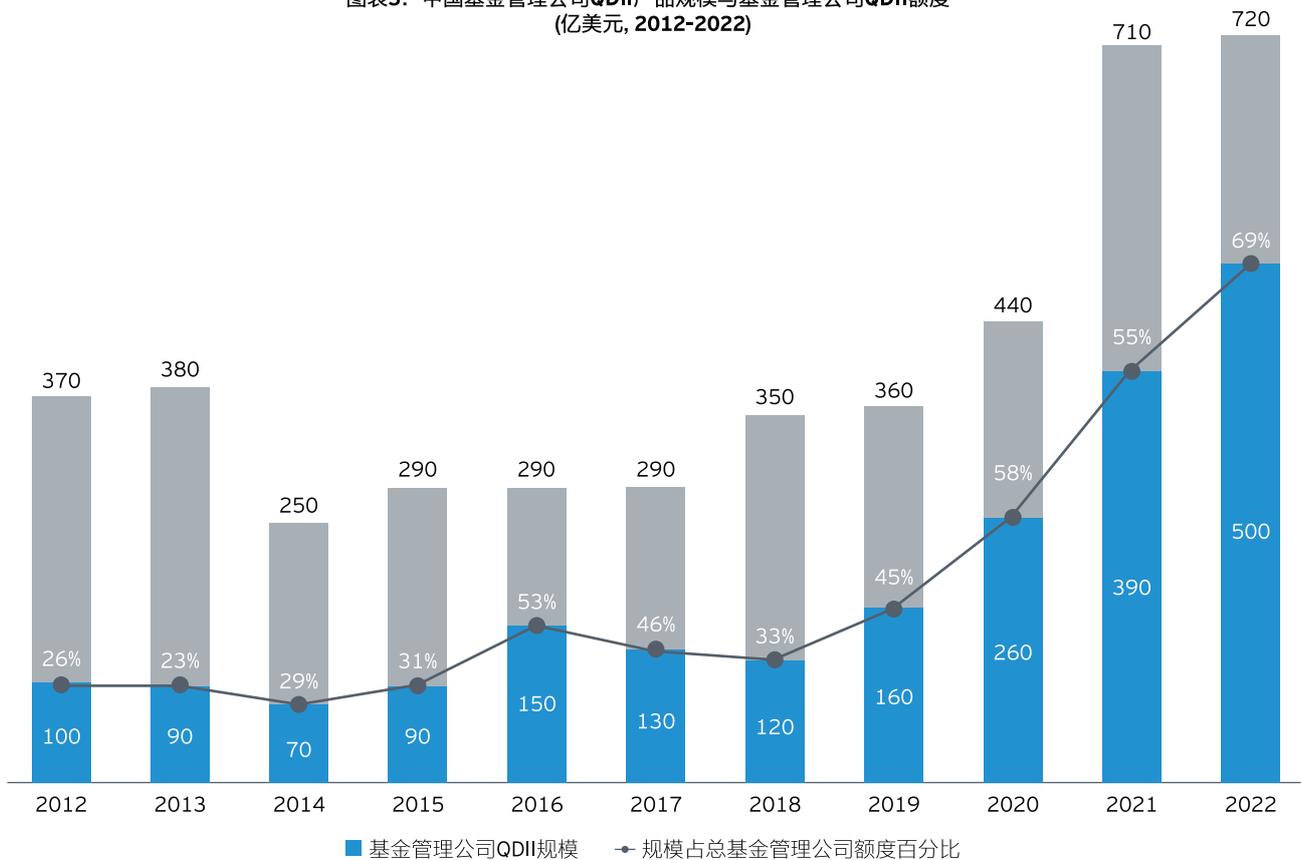
跨境资金流动和外资管理人的增加

尽管地缘政治紧张局势不断升级，中国投资者对海外资产的需求仍然强劲，并且监管机构也不断提供牌照和额度等方面的支持。

合格境内机构投资者（QDII）仍然是最大的对外投资渠道。QDII总额度已从2012年的856亿美元增长到2022年的1597亿美元，十年间的复合增长率为6.4%。基金管理公司发行的QDII基金数量也已从2012年的67只增至

2022年的222只。过去十年中，基金管理公司的QDII产品总规模增长了五倍。这种增长一部分源于投资者认知水平的上升和投资需求的多样化，另一方面则是由于基金管理人不断推出更多吸引力更强的QDII产品。尽管取得了相当的成绩，但QDII公募基金的规模仍然只占行业总量的较小比例。在该产品类别出现显著增长之前，还需要更多更根本的变革。

图表5：中国基金管理公司QDII产品规模与基金管理公司QDII额度*
(亿美元, 2012-2022)

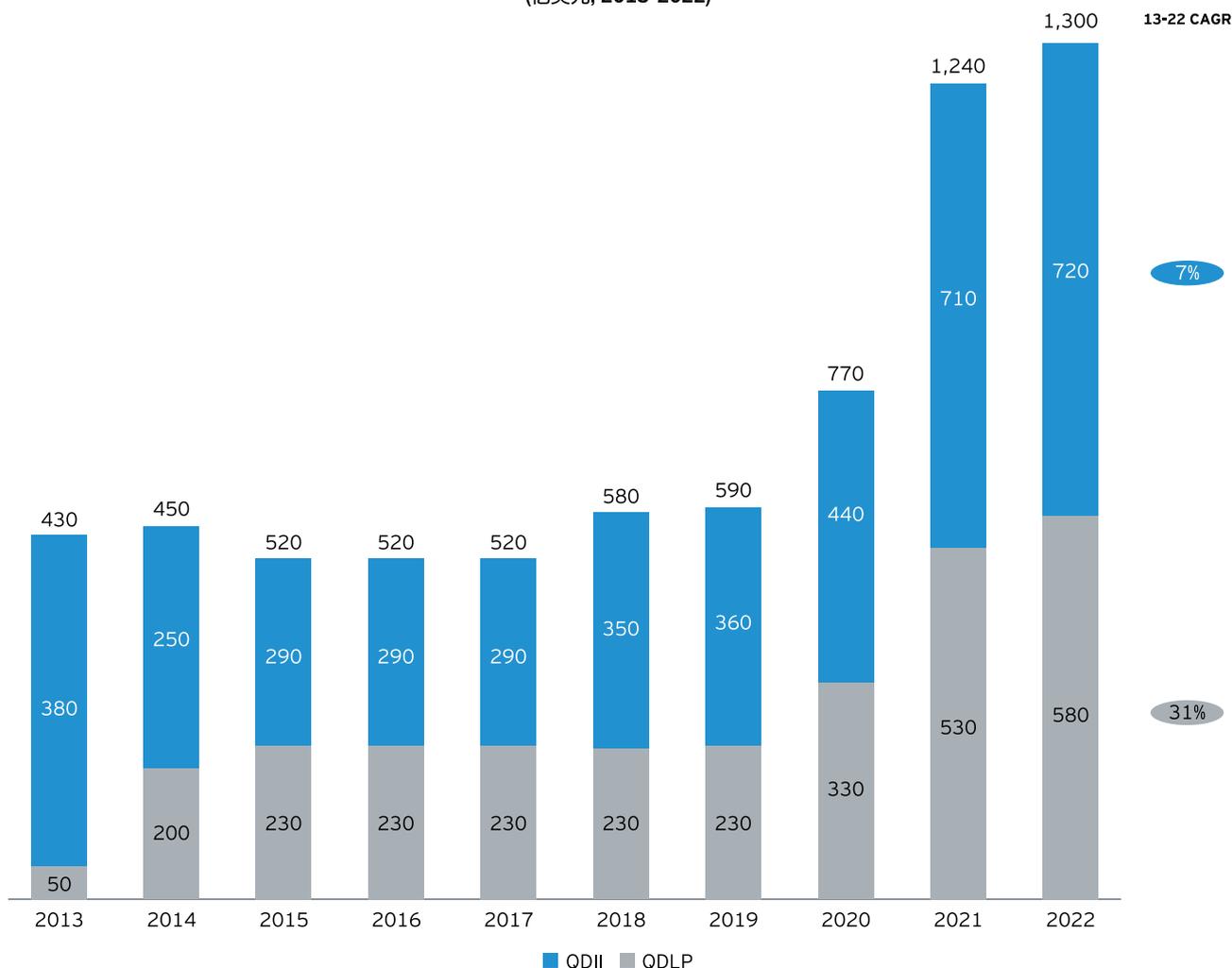


资料来源：证券投资基金业协会，国家外汇管理局，安永博智隆分析

另一方面，合格境内有限合伙（QDLP）在获批总额度方面正在迅速赶上QDII。QDLP最初是上海市推出的一个旨在吸引海外资产管理公司落户上海的区域性计划，但现在正迅速成为全国高净值个人投资者进行跨境投资的关键渠道。更灵活的产品选择和直达成熟客群的销售渠道

使得QDLP有望实现更快的增长。但该计划本身也存在挑战，比如仍需要更广泛的社会认可才能实现规模质变、需要向全国拓展，以及更明确的监管体系从而避免再次经历连续两年额度暂停发放的窘境。

图表6：国家外汇管理局批准的QDLP与基金管理公司QDII总额度 (亿美元, 2013-2022)



资料来源：国家外汇管理局，安永博智隆分析

进一步开放中国资产管理行业的另一个措施是加速吸引外资管理人进入国内的零售市场。中国现在有七家外商独资基金管理公司，而2021年只有一家。2022年，除了新设的外商独资基金公司之外，首批通过外方增资而从合资变为外方独资的基金公司也出现了。这些公司中

的大多数可能还需要一段时间的过渡和磨合才能释放它们的全部潜力，但国内同行已经无法再无视外资公司带来的挑战了。正如我们在财富管理和养老金业务中所看到的那样，外资公司可以通过战略聚焦和差异化来克服看似不可逾越的挑战。

强监管态势将继续，但可能在某些方面为资产管理机构带来积极影响

现如今我们所面对的监管环境是由2018年引入的“资管新规”所决定的。随着新规的宽限期于2021年底结束，行业于2022年进入了一个新时代。但监管机构并没有放松监管的意思。相反，新的重点是将近年来引入的各种

措施常态化、规范化，以便各种控制和检查机制可以嵌入到资产管理的日常业务中，而不会破坏资管机构的成本结构或阻碍他们业务的良性发展。

表2：近年的监管发展

管治	管治
2018年4月	《关于规范金融机构资产管理业务的指导意见》
2018年9月	《商业银行理财业务监督管理办法》
2018年12月	《商业银行理财子公司管理办法》
2020年5月	《保险资产管理产品管理暂行办法》
2020年7月	《标准化债权类资产认定规则》
2020年9月	《保险资产管理产品管理暂行办法》配套规则
2020年12月	《关于加强私募投资基金监管的若干规定》
2021年5月	《理财公司理财产品销售管理暂行办法》
2022年5月	财政部关于印发《资产管理产品相关会计处理规定》的通知
2022年8月	《保险资产管理公司管理规定》
2023年1月	《证券期货经营机构私募资产管理业务管理办法》
2023年1月	《证券期货经营机构私募资产管理计划运作管理规定》
2023年3月	《中国银保监会关于规范信托公司信托业务分类的通知》
2023年3月	《期货公司监督管理办法（征求意见稿）》

资料来源：财政部，中国人民银行，银保监会，证监会，安永博智隆分析

几项最近的发展表明监管机构可能会继续密切关注资管行业。首先，还需要新的法规来解决行业面临的一些历史遗留问题，特别是在网络安全、客户隐私、税务等方面。其次，降低监管力度似乎有悖于设立所谓的超级监

管机构——金融监督管理委员会——的初衷。最后，近期在海外市场发生的银行破产案也将警示中国监管机构保持谨慎的态度。



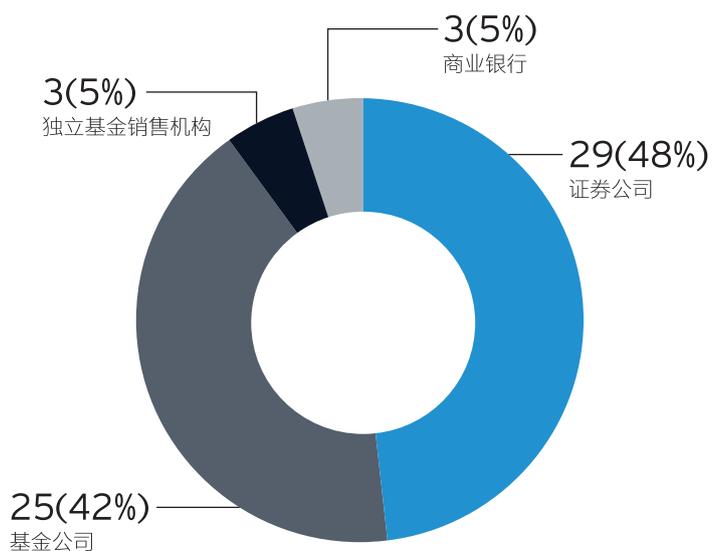
基金投资顾问带来新的希望，但目前需要持续的资源投入

基金投资顾问不是什么新事物了。自2019年起证监会就开始试行发放基金投资顾问牌照。多年来，已有60多家公司获得了这样的牌照。虽然投顾业务可能一直在低调运作，但随着产品的范围不断扩大并变得更加复杂，中国的基金投资者对专业建议的需求也在持续上升，使得这块业务的重要性和曝光率不断上升。

我们认为基金投资顾问业务是基金公司目前所依赖的销售模式的重要补充。当购买投资产品时，中国的高净值个人投资者更喜欢精品店模式而非超市模式。随着投资者的认知水平提高和单客价值上升，我们预计越来越多的普通个人投资者也将转向寻求更佳的投资体验和增值服务，而非一味追求上架产品数量的多寡。

另一方面，随着个人养老金计划的推出，在选择投资期限长、流动性低且定制化程度高的投资产品方面，中国的个人投资者将面临新的挑战，而专业投资建议的价值也将因此得到了提升。投顾业务也因其收费模式的日益普及而获得额外的助推：几年前中国的消费者可能还不太能接受咨询建议的付费服务，但如今付费订阅模式在科技行业的推动下，接受度已经大大提高。这无疑也是投顾业务实现可持续发展的一个契机。

图表7：获批基金投顾牌照的机构（按行业划分）
(#, %, 2022)



资料来源：证监会，安永博智隆分析

尽管长期前景看好，但是短期来看，投顾公司仍需大力投入资源以提升规模。那些决心在资产管理行业的整个价值链上拓展业务的管理人需要做好长期投资的心理准备。



其他类型的资产管理机构 将继续发展

在风云变幻的市场环境下，公募基金公司和私募基金管理人巩固了自己作为中国资产管理行业核心的地位，但其他类型的管理人也已经开始致力于开发并销售自己的产品。理财公司是其中最具有代表性的之一。虽然名义上并不是资产管理公司，但理财公司的牌照允许它们开展资产管理业务以及财富管理和投资咨询业务。理财公司自主开发的产品大多类似于吸纳了2018年前银行理财产品特征的公募基金产品，例如有封闭期、低风险等。

这种混合模式使得理财公司能够在利用各种先天禀赋的同时完成监管机构委派的任务。到目前为止，理财公司及其客户似乎都对这种安排感到满意。然而，随着资管新规过渡期的结束，一些理财公司已经开始寻找新的商业模式，并通过与第三方资产管理公司合作来扩展业务，通常采用与（外资）资产管理公司组建合资子公司的形式。

从长远来看，我们预计所有的理财公司都将建立一定的

资产管理能力，从而成为公私募基金管理人或多或少的竞争对手。理财公司在这条路上会走得多快多远，则取决于财富管理业务和资产管理业务在客户和监管机构的眼中能否保持明显的区别。前面提到过的一些已经开始进军资管业务的理财公司目前为止的努力最多只能算有得有失，这似乎预示大多数理财公司将更加谨慎而非激进。

另一个需要关注的群体是证券公司。虽然其传统的经纪业务在持续萎缩，但越来越多的证券公司正不断进军资产管理业务领域。截至2022年底，它们共计管理着6000亿元人民币的专户业务和600亿元人民币的公募基金。证券公司在研究、交易和投行领域拥有各种优势资源，可用于支持其资产管理业务的发展。它们中的很多还拥有覆盖全国的销售渠道以及数量相当可观的客户群体。在解决一些遗留问题后，我们预计更多的证券公司将在资产管理行业中崭露头角。



2022年在很大程度上是始于2018年的资管行业变革的延续。但2022年似乎又是这场变革的尾声，很多发展已经达到了新的维度。2013年至2018年间的爆发式增长和自2018年以来的大幅下跌现在看来都有点恍如隔世。行业的不同板块走出上一个周期的速度和节奏可能各不相同，但现在它们都已经做好了踏上新征程的准备。当合规和审慎都已经被行业视作最关键的原则，资产管理公司看待客户、竞争、科技甚至合规本身的视角都将大为不同。



联系我们



赵晓京

金融战略与交易咨询亚太区负责人
jonathan.zhao@hk.ey.com



Dustin Ball

安永-博智隆亚太区负责人
dustin.ball@parthenon.ey.com



徐艳

交易与资本运营中国大陆负责人
joyce.xu@cn.ey.com



张浩川

大中华区财富和资产管理战略与交易咨询负责人
howhow.zhang@parthenon.ey.com



林小芳

财富及资产管理大中华区负责人
christine.lin@hk.ey.com



林奥

亚太区金融战略
james-a.lin@parthenon.ey.com



安永 | 建设更美好的商业世界

安永的宗旨是建设更美好的商业世界。我们致力帮助客户、员工及社会各界创造长期价值，同时在资本市场建立信任。

在数据及科技赋能下，安永的多元化团队通过鉴证服务，于150多个国家及地区构建信任，并协助企业成长、转型和运营。

在审计、咨询、法律、战略、税务与交易的专业服务领域，安永团队对当前最复杂迫切的挑战，提出更好的问题，从而发掘创新的解决方案。

安永是指 Ernst & Young Global Limited 的全球组织，加盟该全球组织的各成员机构均为独立的法律实体，各成员机构可单独简称为“安永”。Ernst & Young Global Limited 是注册于英国的一家保证（责任）有限公司，不对外提供任何服务，不拥有其成员机构的任何股权或控制权，亦不担任任何成员机构的总部。请登录 ey.com/privacy，了解安永如何收集及使用个人信息，以及在个人信息法规保护下个人所拥有权利的描述。安永成员机构不从事当地法律禁止的法律业务。如欲进一步了解安永，请浏览 ey.com。

关于EY-Parthenon

EY-Parthenon 团队与客户协作，应对各种复杂情况，协助他们重整生态系统，重塑业务组合，重塑自我，实现更美好的未来。借助全球互联与规模，团队着重战略实现——协助企业首席执行官制定和实施战略，以在业务转型时更好应对挑战，同时最大程度抓住机遇。EY-Parthenon 团队从构思到实施，协助企业促进长期的价值，建设更美好的商业世界。EY-Parthenon 是一个品牌，全球各地多家安永成员机构在该品牌下提供战略性咨询服务。如欲了解更多，请访问 ey.com/parthenon。

© 2023 博智隆（上海）企业咨询有限公司
版权所有。

APAC no. 03017679
ED None

本材料是为提供一般信息的用途编制，并非旨在成为可依赖的会计、税务、法律或其他专业意见。请向您的顾问获取具体意见。

ey.com/china

关注安永微信公众号

扫描二维码，获取最新资讯。

