

No. 2203

研究报告



中国财富管理能力评价 报告 (2021Q4)

IMI



微博·Weibo



微信·WeChat

更多精彩内容请登陆

<http://www.imi.org.cn/>

國際貨幣網

1937

目 录

第 1 章 引言.....	8
第 2 章 大财富管理时代：财富转型的时代背景.....	13
2.1 传统的存贷款模式不再适应新时代经济转型的需要.....	13
2.2 新时代资金融通模式转变.....	14
2.3 财富管理是时代产物.....	16
第 3 章 中国资产管理行业发展（2013Q1-2021Q4）	17
3.1 中国资产管理行业发展背景.....	17
3.2 中国资产管理行业指数编制方法.....	18
3.2.1 编制原则.....	18
3.2.2 编制思路.....	18
3.2.3 指标体系构建.....	19
3.2.3.1 指标框架.....	20
3.2.3.2 指标选取.....	24
3.2.4 数量指标的无量纲化.....	25
3.2.5 指标权重的确定.....	26
3.2.5.1 主成分分析法.....	28
3.2.5.2 权重测算.....	30
3.3 中国资产管理行业总指数变化情况（2013Q1-2021Q4）	31
3.4 中国资产管理行业发展二级指数变化情况（2013Q1-2021Q4）	36
3.5 各行业资产管理业务发展指数变化情况（2013Q1-2021Q4）	38
3.5.1 银行理财：转型进入攻坚期，未来机遇与挑战并存.....	42
3.5.2 券商资管：规模收缩、竞争加剧，业务加速改革创新.....	43
3.5.3 保险资管：“1+3”监管框架落地，有望迎来规范大发展时代.....	44
3.5.4 信托资管：回归本源、创新发展.....	44
3.5.5 基金资管：稳步发展，高起点带来新机遇更带来新挑战.....	45

3.6 结论性评价.....	45
第4章 中国财富管理能力评价（2021Q4）	47
4.1 未来居民财富管理发展空间广阔.....	47
4.1.1 居民可投资资产增长迅猛.....	48
4.1.2 高净值人群数量及可投资规模持续上涨.....	49
4.1.3 储蓄存款仍是家庭金融资产配置大头.....	50
4.1.4 银行理财是资管产品主力军.....	51
4.2 基于不同机构的财富管理能力评价方法.....	55
4.2.1 口径与定位.....	55
4.2.2 评价说明与数据来源.....	56
4.2.3 评价方法说明.....	56
4.3 基于不同机构的财富管理能力评价结果（100强）	56
4.4 基于不同机构的财富管理能力评价结果分析.....	65
4.4.1 银行强于综合金融服务能力，但机制方面有待进一步加强.....	65
4.4.1.1 银行具有全牌照综合优势.....	65
4.4.1.2 银行具有更强的自主创新能力.....	66
4.4.1.3 银行具有广泛的物理网点分布.....	67
4.4.1.4 银行体系具有高效的协同发展机制.....	68
4.4.1.5 银行在机制方面存在一定劣势.....	68
4.4.1.6 招商银行：构建大财富管理生态圈.....	69
4.4.2 券商强于投研能力与机制优势，但渠道能力、客户认可度还有提升空间.....	72
4.4.2.1 券商发展财富管理业务的优势.....	73
4.4.2.2 券商发展财富管理业务的劣势.....	76
4.4.2.3 中信证券：经纪业务强势引流、投研实力强大.....	77
4.4.3 第三方强于线上触达与便捷程度，但客户基础较弱.....	80
4.4.3.1 第三方机构是财富管理业的有益补充.....	81
4.4.3.2 蚂蚁财富：国内领先的第三方财富管理平台.....	83

第 5 章 主要结论与建议.....	87
5.1 经济转型背景下，财富管理发展空间巨大.....	87
5.2 中国资产管理行业整体发展趋势稳定向好.....	87
5.3 银行依然是财富管理行业的中流砥柱.....	88
5.4 券商发展财富管理业务有自身的亮点和优势.....	90
5.5 第三方机构是财富管理业的有益补充.....	91

图表目录

图表 1 财富管理链条.....	9
图表 2 财富管理分析框架.....	12
图表 3 传统存贷款资金融通模式.....	13
图表 4 “财富—资管—投行” 资金融通模式.....	15
图表 5 指数构建流程图.....	19
图表 6 中国资产管理行业发展指数指标框架.....	23
图表 7 五大类指数编制方法对比.....	27
图表 8 指标权重分布情况.....	31
图表 9 中国资产管理行业发展指数及其同比增长率（2013Q1-2021Q4）	31
图表 10 中国资产管理行业总指数（2013Q1-2021Q4）	34
图表 11 中国资产管理行业二级指数（2013Q1-2021Q4）	36
图表 12 中国资产管理行业二级指数同比增长率（2014Q1-2021Q4）	37
图表 13 各行业资产管理业务发展指数及其同比增长率（2013Q1-2021Q4）	38
图表 14 各行业资产管理业务发展指数（2013Q1-2021Q4）	41
图表 15 各行业资产管理业务发展指数同比增长率（2014Q1-2021Q4）	42
图表 16 银行业资产管理发展指数（2013Q1-2021Q4）	42
图表 17 证券业资产管理发展指数（2013Q1-2021Q4）	43
图表 18 保险业资产管理发展指数（2013Q1-2021Q4）	44
图表 19 信托业资产管理发展指数（2013Q1-2021Q4）	45
图表 20 基金业资产管理发展指数（2013Q1-2021Q4）	45
图表 21 2008-2021E 我国个人可投资资产规模.....	48
图表 22 2008-2020 年中国高净值人群数量.....	49
图表 23 2008-2020 年高净值人群可投资资产规模.....	50
图表 24 2008-2018 我国个人可投资资产构成.....	51
图表 25 2017-2021 年 6 月各类资管产品存续规模占比.....	52
图表 26 2021 年 6 月底存续产品数量（只）、规模情况（亿元）（分机构类型）	52

图表 27 各机构类型存续产品只数占比情况.....	53
图表 28 各机构类型存续产品规模占比情况.....	53
图表 29 机构财富能力评价 100 强.....	57
图表 30 2021 年四季度公募财富管理产品（非现金类）各机构保有规模 TOP16.....	58
图表 31 101 家机构打分区间分布.....	59
图表 32 101 家机构打分区间占比.....	59
图表 33 各机构类型平均得分.....	60
图表 34 排名前 10 家机构得分.....	60
图表 35 排名前 10 家银行得分.....	61
图表 36 银行得分情况区间分布.....	61
图表 37 券商得分情况区间分布.....	62
图表 38 排名前 10 家券商得分.....	62
图表 39 上榜 6 家公募基金得分.....	63
图表 40 上榜 6 家公募基金得分情况区间分布.....	63
图表 41 排名前 10 家第三方机构得分.....	64
图表 42 第三方机构得分情况区间分布.....	64
图表 43 招商银行的三次战略转型.....	69
图表 44 招行两大 APP 活跃用户数.....	70
图表 45 招行金融科技投入.....	71
图表 46 招行大财富管理循环价值链.....	72
图表 47 我国券商财富管理业务发展历程.....	73
图表 48 券商发展财富管理业务的优势.....	74
图表 49 券商主做市商服务情况.....	75
图表 50 2016-2020 年中信证券经纪业务收入.....	78
图表 51 2016-2020 年中信证券代理销售金融产品收入.....	79
图表 52 2016-2020 年中信证券经纪业务收入排名.....	79
图表 53 2016-2020 年中信证券代理销售金融产品收入在经纪业务收入占比.....	80
图表 54 蚂蚁财富业务发展历程.....	84

第1章 引言¹

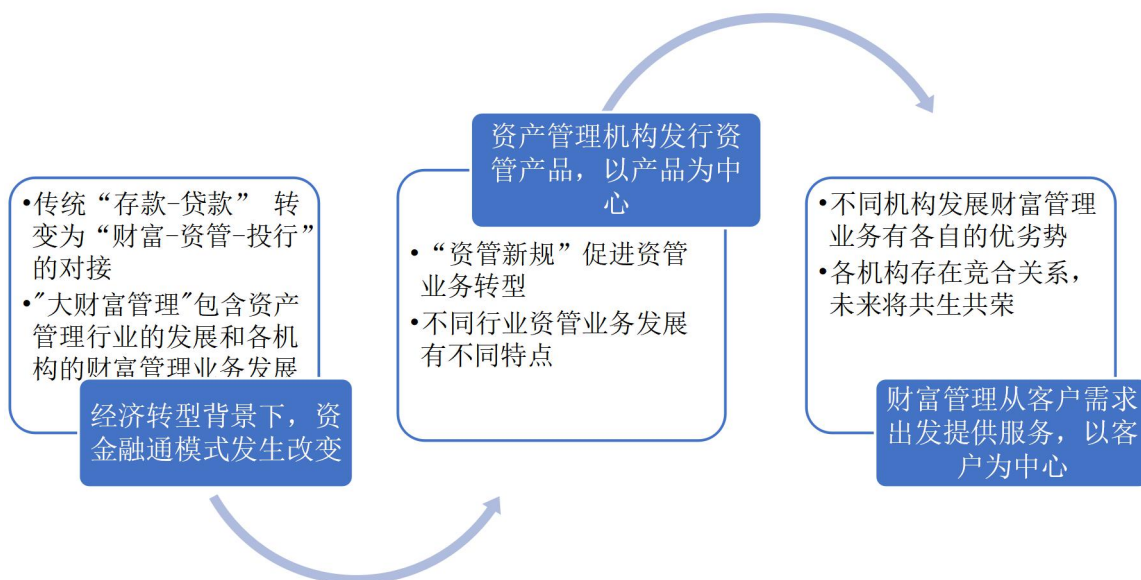
在我国经济转型的背景下，资金融通模式发生改变，居民财富管理需求迅猛增长，财富管理行业迎来巨大的发展空间。

首先，经济转型背景下，我国资金融通模式发生改变，与当前经济转型的背景相符合。此前，储蓄存款是最为主要的财富留存形式，此外还有不少比例的房产，而参与各类投资的比例很低，股票、基金等投资工具仍然不占居民财富的主体，这是由于人均 GDP 较低，风险承受能力弱，社会保障力度也存在不足，可供投资的资产也非常有限；而贷款服务是与传统产业结构较为适配的融资方式。因此，商业银行的传统存贷款构成了我国资金融通的主要模式。以银行传统存贷款业务为主的资金融通模式，是与我国长期以来的产业结构、居民收入相吻合的，适用于当时的经济社会发展阶段。

在经济转型背景下，产业结构升级需要一个有效的金融体系来推动。在经济转型背景下，我国面临着紧迫的产业升级转型任务。现有金融体系有着融资体系结构失衡、金融市场服务新兴产业能力不足、服务实体经济的效率不高问题。这就意味着需要有一个更有效率的金融体系进行资源配置，推动产业结构升级，需要资金融通模式发生改变——发展“财富管理—资产管理—投资银行”为链条的资金融资模式，从而有效支持新兴产业发展。从需求端来看，随着居民收入水平的提高，简单存放银行存款已经不能成为其主要的财富配置方式，而是需要更为丰富的金融产品，来满足不同居民日益多元化的财富管理需求。因此，需要专业的金融机构为居民提供真正意义的财富管理服务，而不是简单地向其推销金融产品。

传统“存款-贷款”的资金融通模式将转变为“财富-资管-投行”的对接。即金融机构为融资企业提供投资银行服务，为其量身定做融资方案，创设投资标的；然后由资产管理机构发行资管产品，给客户制定的财富管理方案，将资管产品出售给财富管理客户，并将所募集的资金投资于前述投资标的。

¹ 报告执笔人为中国人民大学国际货币研究所研究团队：宋科、王剑、戴丹苗、马晓燕。联系邮箱：imi@ruc.edu.cn



图表 1 财富管理链条

财富管理业与投资银行业之间存在一个资产管理业作为衔接，资产管理业重要性水平也在大幅提升，而资产管理机构发行资管产品，特点是以产品为中心。2013 年以来，中国“大资管”行业跨界竞合与混业经营的态势加速形成。2018 年 4 月，中国人民银行、中国银行保险监督管理委员会、中国证券监督管理委员会、国家外汇管理局联合发布《关于规范金融机构资产管理业务的指导意见》（下文简称“资管新规”），促进资管业务转型。2014 年至 2016 年，基金业、银行业和信托业资管指数同比增长曲线整体呈先增后减趋势。银行资产管理发展指数先增后减，转型进入攻坚期，未来机遇与挑战并存，后疫情时代，“固收+”将是理财产品策略配置的主流，权益资产配置力度有望加强。券商资管规模收缩、竞争加剧，业务加速改革创新，“资管新规”降杠杆、去通道要求下，业务结构发生重心转变，券商需利用自身优势，提高业务质量与规模，迅速完成业务转型，在变化阶段抢占先机。对于保险资管，“资管新规”赋予其市场化地位，“1+3”监管框架落地，有望迎来规范大发展时代。信托资管监管持续从严，应建立服务实体的核心理念，弱化融资

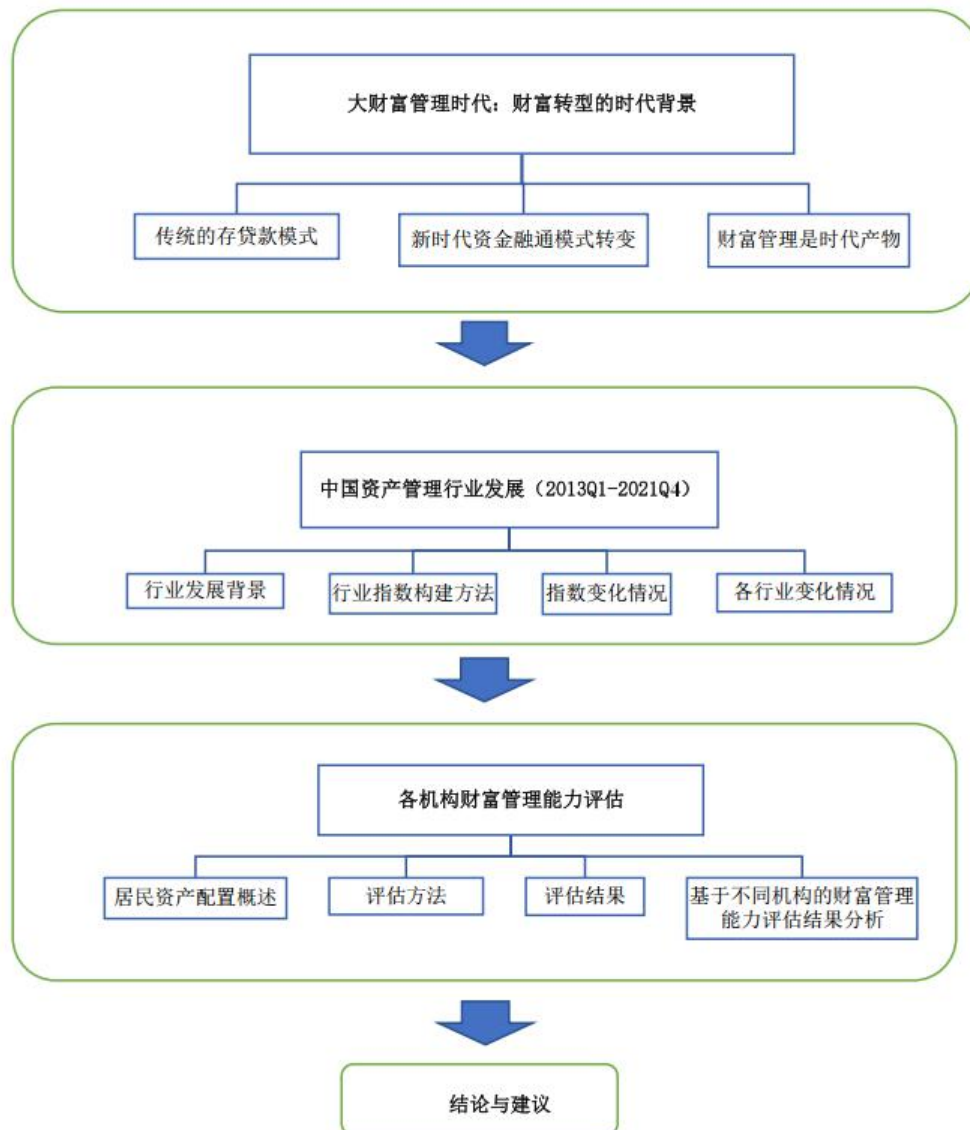
服务功能，提高主动管理能力。基金资管整体呈现波动上升趋势，稳步发展，高起点带来新的机遇和挑战。

财富管理从客户需求出发提供服务，以客户为中心，不同类型机构有不同优劣势，在竞争与合作中也将共生共荣。由于各类金融机构在资金端、投研能力、客户资源、销售渠道、产品发行、人才团队、业务协同等方面各具差异，因此在发展财富管理业务上也各有优劣势。各类财富管理机构构成了财富管理行业生态链的主体，不同机构之间虽然在重叠的领域竞争，但在互补的领域也存在着合作。这种竞合关系会形成未来较长一段时期内财富管理行业的格局。

由以上可见，一个完整的财富管理链条涉及财富管理业、资产管理业、投资银行业，前两者通常被统称为“大财富”或“大资管”。在本报告中，我们介绍了财富管理发展的时代背景，聚焦大财富管理时代的行业发展及各个机构的财富管理能力评价。首先编制了“中国资产管理行业发展指数”，分析银行、证券、保险、信托和基金等五个金融子行业的资产管理能力。然后我们再从产品保有量出发，对不同行业、不同机构财富管理能力进行评价，最终得到本报告的结论。

基于各机构财富管理能力评估结果，我们得到以下三方面的结论：第一，银行是财富管理行业的中流砥柱，强于综合金融服务能力，但机制方面有劣势。银行综合化布局相对完善，具有更全面的产品覆盖。不仅如此，银行销售渠道广泛，客户可以享受优质高效的服务。然而，由于银行体系规模和人员数量都较为庞大，体制机制方面存在一些保守和僵化的问题。第二，券商强于投研能力与机制优势，但仍面临发展瓶颈。券商天然离资本市场较近，发展财富管理业务也有自身的优势和亮点，例如拥有资本市场投资人才优势、全牌照优势有助于实现业务协同、经纪业务为其开展财富管理业务积累了丰富的中高风险偏好客户资源、拥有更强的资本市场研究能力等。然而，券商实现财富管理转型仍然面临产品及服务同质化严重、科技赋能能力不足、渠道销售能力不足等问题。第三，第三方机构是财富管理业的有益补充。由于第三方财富管理机构多为互联网企业，依托其技术与流量优势，在线上触达与便捷程度上更胜一筹。此外，互联网企业以用户为中心的基因也有助于第三方财富管理机构更好地服务用户、改善用户体验。然而，第三方财富管理

机构发展历史较短，其用户基础不及传统的财富管理机构。此外，对第三方机构而言，在不断深化模式与开放规则的同时，要重视监管与合规的要求。加强事前、事中、事后的监督，建立行业自律机制，提高风险管理能力。



图表 2 财富管理分析框架

第 2 章 大财富管理时代：财富转型的时代背景

我国经济社会发展进入新阶段之后，传统的存贷款模式不再适应新时代经济转型的需要，资金融通模式发生转变，“存款-贷款”的资金融通模式转变为“财富-资管-投行”的对接，财富管理业迎来历史机遇。

2.1 传统的存贷款模式不再适应新时代经济转型的需要

过去，商业银行的传统存贷款构成了我国资金融通的主要模式。企业、居民等部门资金存放于银行，形成银行存款，然后银行将资金以贷款的形式投放给企业或居民，以用于企业的生产经营为主。投放给居民的贷款资金往往用于消费，即购买企业生产的商品或二手产品，带动企业生产，因此也可视为间接投入生产。因此，银行的传统存贷款业务较为动员了社会暂时闲置的资金，集中投入生产，从而扩大社会总产出，提升整体福利。



图表 3 传统存贷款资金融通模式

这一模式的几个特点，与当时的时代背景息息相关。

首先，银行的主要资金投放方式是以贷款为主，此外还包括购买债券、非标准化债权等形式，但绝大多数都是以债权投资为主，适合传统产业结构。通俗地讲，即向借款人提供债权融资，按约定收回本息。由于银行的资产投放较为追求安全性，因此是以低风险债权投资为主，主要进行较为安全的债权投资。而传统产业又非常适合用低风险债权进行融资。比如，传统制造业，一般生产各类有形商品，现金流较为稳定，风险较低，并且一般拥有厂房、设备等可供抵押的资产，进一步保障了贷款安全性。但同时，这些行业利润率较低，能够承受安全的贷款融资，但对股权投资的吸引力较小。因此，贷款服务是与传统产业结构较为适配的融资方式。

其次，银行资金来源以存款为主，这与过去居民收入水平相对不高、财富配置追求安全性等情况紧密相关。我国居民人均 GDP 在近年刚刚超过 1

万美元，达到中等收入水平。而在此之前，人均 GDP 较低，整体国民生活水平不算富裕，社会保障力度也存在不足，可供投资的资产也非常有限，参与投资活动时的风险承受能力弱，因此储蓄存款是最主要的财富留存形式，此外还有不少比例的房产，而参与各类投资的比例很低，股票、基金等投资工具仍然不占居民财富的主体。因此，银行存款来源较为稳定，这也是与居民收入水平相关的。

可见，以银行传统存贷款业务为主的资金融通模式，是与我国长期以来的产业结构、居民收入相吻合，适用于当时的经济社会发展阶段。

此外，以银行业为主的金融体系，还有一些其他特点。比如，我国银行业早期以国有银行为主，目前大部分大中型银行的国有占比仍然较高，国家对其资金投放有一定影响力，因此银行业在资源配置时能够体现政策意图，弥补市场失灵。同时，银行业集中吸收了资产风险，即企业经营的风险有一部分会以不良贷款等形式由银行承担，而不同银行贷款业务之间的风险传染性较弱，不至于大范围扩散。这种集中度还体现为监管便利性——管住主要银行机构即可。当然，这些特点本身也是双刃剑，我们同时也要防范政府过度干预银行信贷、风险过度集中于银行体系等问题。

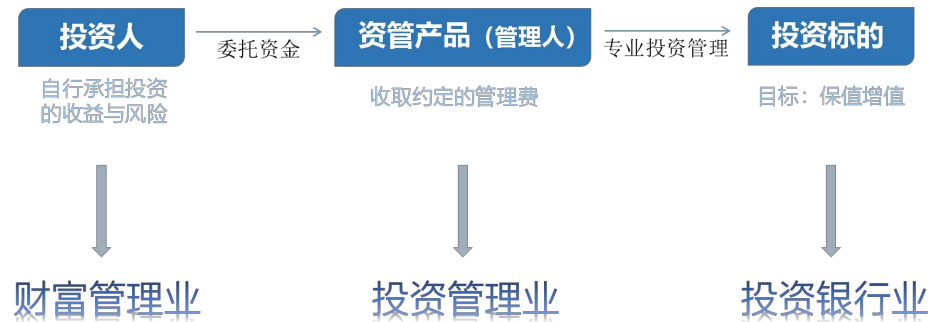
在过去的几十年间，以银行传统存贷款业务为主的金融体系（具体主要指资金融通方式），较好地支持了我国的经济起飞和发展，有力地支援了工业建设，贯彻了政府政策意图，并且协助居民安全、稳妥地积累了财富。因此，是与时代背景相适应的。

2.2 新时代资金融通模式转变

进入 21 世纪之后，全球失衡的加剧使我国原先的世界工厂模式难以为继。尤其是在 2008 年次贷危机、2018 年中美贸易摩擦等重大转折点之后，我国也面临着紧迫的产业升级转型任务，急需发展附加值更高的高新产业（高端制造业、现代服务业、新兴产业等，包括新的产业形式，也包括原先传统制造业的技术升级），提升居民收入水平，最终实现从中等收入国家向高收入国家的转变。

这时，如何有效支持高新产业等，便成了摆在我国金融体系面前的课题。

很显然，由于高新产业本身和传统制造业存在巨大差异，原先以银行贷款为主的融资服务已经很难适用，需要更加多元的投融资对接服务。当然，在国际上，新产业结构下的资金融通有较为通行的模式，可供我国参考，即以“财富管理—资产管理—投资银行”（简称为“财富—资管—投行”）为链条的资金融通模式。



图表 4 “财富—资管—投行” 资金融通模式

首先，伴随着高新产业的兴起，越来越多的非传统制造业企业开始涌现，它们的经营情况与传统企业截然不同，无法适用贷款等债权融资。比如，其未来的经营情况可预测性较差，风险较高，并且多为技术密集型产业，可抵押物较少，这些都是不适用贷款的一些特点。在高新产业走向成熟变为传统产业之前，这些特点都会长期存在。这类企业适用的融资服务是股权融资，包括股票、非上市股权等。因此，投资银行服务取代传统贷款，是这些企业主要的融资方式，由以投资银行为代表的金融机构为这些企业量身定做融资方案，包括股权、债权等一揽子融资服务。从这个角度理解，投资银行是为投资者“生产”投资标的的业务。

投资银行生产出股票、股权等投资标的后，需要将其推介给适当的投资者。这就需要居民收入水平达到较高水平，具有一定的风险承受能力。换言之，随着居民收入水平的提高，简单存放于银行的存款模式已经不能成为其主要的财富配置方式，而是需要更为丰富的金融产品，来满足不同居民日益多元化的财富管理需求。因此，需要专业的金融机构为居民提供真正意义上的财富管理服务，即为居民量身定做财富管理方案，而不是简单地向其推销金融产品。此时，财富管理业的重要性水平便开始凸显。

财富管理业与投资银行业之间还存在一个资产管理业作为衔接。资产管

理业是指资产管理机构发行资管产品募集了投资者的资金后，交由专业的投资经理进行投资，投资的收益与风险由投资者承担，资产管理机构收取管理费。之所以存在这样一种角色，是因为在未来的金融市场中，可投资标的的复杂性在提高，投资活动的专业门槛在提高，散户自己可能参与一小部分，但大量参与并不现实。比如，大量的投资标的是由高新企业发行的股票或其他金融工具，而对高新企业的认知需要有一定专业门槛，不像传统制造业那样可被大部分受过一定教育的居民理解。所以，资产管理机构投入大量资源建立较强的投资研究力量，组织他们对各行各业甚至各国的投资标的进行高强度研究，从而形成投资决策。因此，资产管理业的重要性水平将较以往大幅提升。

2.3 财富管理是时代产物

因此，“存款-贷款”的资金融通模式将转变为“财富-资管-投行”的对接。即金融机构为融资企业提供投资银行服务，为其量身定做融资方案，创设投资标的；然后由资产管理机构发行资管产品，按照财富管理业给客户制定的财富管理方案，将资管产品出售给财富管理客户，并将所募集的资金投资于前述投资标的。因此，这一资金融通模式的转变，其实是产业结构转型升级在金融业内的具体反映，不是金融业自己的心血来潮或“赶时髦”，生动地体现了金融服务要紧紧围绕实体经济需求这一宗旨。

与上述这一进程相伴随的，我们就能看到在整个金融的资金端，居民财富总量中存款占比下降，而持有各类资管产品的比重上升。银行的资金端不再仅仅取决于存款规模或负债规模，而是要把管理的客户财富也计入，即AUM（注意，国内口径AUM一般包括客户存款，美国口径则不包括）。而在企业的融资端，则是股权融资、直接融资比例上升。这一点在近几年社融数据上有所体现。

上述完整的链条涉及财富管理业、资产管理业、投资银行业，本报告主要聚焦于财富管理业，同时也涉及部分资产管理业，这两者通常被统称为“大财富”或“大资管”。尤其是部分机构在展业时，时常不能清晰划分资产管理或财富管理，具有高度整合性。本报告暂不讨论投资银行业。

第3章 中国资产管理行业发展（2013Q1-2021Q4）

为进一步厘清我国资产管理行业发展历程，科学跟踪行业动态，把握未来发展方向，为资产管理行业提供实践指导和决策参考，我们编制了“中国资产管理行业发展指数”，并从银行、证券、保险、信托和基金等五个维度详细阐述资管行业各子领域的发展。

结果表明，2013至2021年四季度，中国资产管理行业总指数整体呈现两个发展阶段。第一阶段为2013年一季度至2017年四季度的迅猛增长阶段，指数从2013年一季度基期的100增长到2017年四季度的532.63，五年间增长了近433%。第二阶段为2018年一季度至2021年四季度的稳定发展阶段，2019年第一季度总指数首次出现同比负增长，降至538.35，2021年第四季度指数回升至678.14，同比增长14.94%。

3.1 中国资产管理行业发展背景

2013年以来，中国“大资管”行业跨界竞合与混业经营的态势加速形成。牌照放开、渠道扩充、投资拓宽等资管新政打破了资产管理业务分业割据的局面，资产管理行业步入具有竞争、创新、混业等特征的“大资管时代”。资管规模迅速扩大，资管产品不断丰富，资管行业已经逐步成为影响国民经济和金融市场运行的重要力量。

近年来，在严监管和有序发展的新形势下，特别是“资管新规”推出以来，资管行业机遇与挑战并存，出现了一些新现象、新特征与新趋势。去年，新冠疫情冲击全球，世界经济严重衰退，国内经济发展面临外部诸多不确定性，资管产品底层标的资产质量、资金来源以及线下业务等均受到不同程度的影响，资管行业面临严峻挑战。随着我国率先控制疫情、率先复工复产、率先实现经济正增长，国内经济实现从开局不利到超预期收官。同时，监管层多项稳定市场的政策出台，“资管新规”过渡期延长，行业风险整体可控，为资管行业逆势回升提供了有力支撑，但潜在的不稳定因素仍值得高度重视。

为进一步厘清我国资产管理行业发展历程，科学跟踪行业最新动态，把握未来发展方向，为资产管理行业提供实践指导和决策参考，我们编制了中

国资产管理行业发展指数，具体选取资管规模、资管产品、经营效益和人才资源等 4 个一级指标，银行业、证券业、保险业、信托业、基金业等 5 个二级指标，力求客观、量化地反映“大资管时代”以来中国资产管理行业的整体发展水平和动态变化趋势。

3.2 中国资产管理行业指数编制方法

3.2.1 编制原则

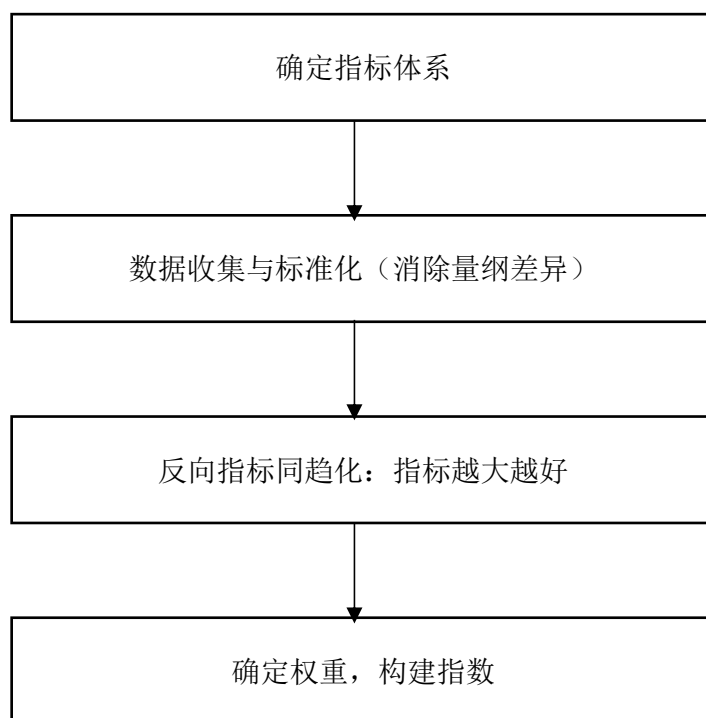
第一，以现代金融理论为指导。现代金融理论是资管行业发展评价体系建立的基础，在指数的编制过程中，充分对相关金融理论进行梳理和分析。明确指标体系的构成和分类，既涵盖资管业务所具备的共性因素，又兼顾各个子行业的特性和优势，多维度、全方位建立评价指标体系，运用于我国资管行业发展的评价和分析。

第二，兼顾未来资管行业发展趋势。当前我国正处于金融改革发展的关键期，金融结构不断调整，金融业务发展迅速，要兼顾资管行业发展趋势，涵盖新兴资管业态相关指标，并对其进行合理的评价和赋权，科学展现不同资管业务特点。

第三，充分考虑全面性和数据可得性。金融行业具有综合性和复杂性，对其进行测度和评价需要一个完善的指标体系，需要从多方面进行考虑。在指数的编制过程中，要在充分考虑数据可得性的基础上，尽可能涵盖所应具备的各种因素。

3.2.2 编制思路

中国资产管理行业发展指数编制过程包括，指标体系的确定、数据收集处理、权重的确定、指数测算四个过程。其中，有关指标体系的确定将在下一部分进行介绍，这里主要介绍数据处理和权重确定的方法。



图表 5 指数构建流程图

上图为中国资产管理行业发展指数构建流程图，在收集数据后，需要进行标准化、同趋化、确定权重等处理。

中国资产管理行业发展指数是从多角度、多层次对我国资产管理行业发展进行多维度测评的综合性指数，每一维度都是构成特定方面的分指数，每个分指数又由若干定量指标合成。定量指标衡量范围包括规模、数量、盈利能力和人才规模等方面，指标量级与单位不尽相同，因此需要在各分指数计算之前，对这些指标的处理方法统一规范，以使整体测算的指数不仅横向可比，而且纵向可比；不仅可以比较不同金融领域的发展相对水平，而且也可以考察资产管理行业整体发展的历史进程。

3.2.3 指标体系构建

3.2.3.1 指标框架

在指标体系构建过程中，我们在借鉴《中国资产管理行业发展报告（2018）》、《中国财富管理发展指数报告（2019）》等研究的基础上，充分考虑当前我国资产管理行业发展特征²，以资管规模、资管产品、经营效益和人才资源等四个一级维度，银行业、证券业、保险业、信托业和基金业等五个二级维度，来刻画我国资管行业的发展情况，保证该指数的科学性、系统性与完整性。

2012 年以前，我国资产管理行业发展相对滞后，监管部门还未大规模放开金融机构的资产管理业务。2012 年之后，监管部门陆续推出新政，如券商资管新政十一条、放宽公募基金投资范围、保险业资管放松以及首次允许期货公司加入资管阵营，使资产管理行业步入具有竞争、创新、混业经营等特征的大资管时代。2013 年，在“放松管制、放宽限制、防控风险”的政策环境下，传统资管的分业经营壁垒逐渐被打破，各类资产管理机构之间的竞争加剧，银行、券商、保险、基金、信托等各类资产管理机构开始涌向同一片红海，我国资产管理行业也开始进入快速发展的新阶段，2013 年也因此被称作“中国大资管元年”。

有鉴于此，我们收集了时间跨度为 2013 年第 1 季度-2021 年第 4 季度³的数据，可以比较直观地了解自 2013 年进入大资管元年之后，我国资产管理行业的发展态势。

² 2012 年监管部门首次允许期货公司加入资管阵营，2016 年我国泛资管行业所管理的资产总规模约为 102.5 万亿元，期货公司资管规模为 2792 亿元，占比仅为 0.27%，不足百分之一，可见期货公司资管业务还未成为我国财富管理的主要手段，因此暂未将其单独列为二级指标。

³截至报告日，2021 年四季度多项数据未公布，暂未公布数据由估算得到。

一级指标	二级指标	指标描述 ⁴	数据来源
资管规模	银行业资管规模	银行理财产品存续余额 ⁵	普益标准数据库
	证券业资管规模	证券公司及其子公司资管规模	中国证券投资基金业协会
	保险业资管规模	保险业资金运用余额 ⁶	中国银行保险监督管理委员会
	信托业资管规模	信托资产余额	中国信托业协会
	基金业资管规模	公募基金、基金公司及基金子公司的专户业务与私募基金存续余额之和	中国证券投资基金业协会
资管产	银行业资管产品	银行理财产品存续数量	普益标准数据库

⁴各指标所涵盖的各资产管理业务资金规模总和即为该行业资产管理规模。

⁵由于银行业理财登记托管中心未公开银行资管相关季度数据，为满足本报告聚焦资管行业季度发展的变化，本报告采用普益标准数据库对银行理财规模与产品的统计口径。

⁶根据中国证券投资基金业协会发布的《中国证券投资基金业年报》，在其关于保险公司资产管理业务的描述中采用保险业资金运用余额来代表保险业资产管理规模。

品	证券业资管产品	证券公司存续资产管理计划数量	中国证券投资基金业协会
	保险业资管产品	保险资产管理产品存续数量	中国保险资产管理业协会
	信托业资管产品	存续集合类、单一类、财产类信托数量之和	Wind 数据库
	基金业资管产品	公募基金、基金公司及其子公司私募资产管理计划量与私募投资基金存续数量之和	中国证券投资基金业协会、Wind 数据库
经营效益	银行资管经营效益	上市银行手续费及佣金收入 ⁷	Wind 数据库
	证券资管经营效益	资产管理业务净收入	中国证券业协会
	保险资管经营效益	上市保险公司非保险业务经营收入 ⁸	Wind 数据库

⁷截至 2019 年末，36 家 A 股上市银行理财产品存续规模达到 21.64 万亿元，占银行业理财总规模的 80%。根据上市银行年报所披露的银行机构财务状况，未有银行资管业务的经营效益的具体衡量指标，而手续费及佣金收入为非息收入，具体包括顾问和咨询费、理财服务手续费、代理手续费、托管及其他受托业务佣金等等，因此用该指标作为银行资管经营效益的替代变量。

⁸数据来源于 Wind 数据库整理的上市保险公司年报，该指标为经营收入与保费总收入之差，该部分包括投资收益、公允价值变动损益、汇兑损益与其他业务收入，其中其他业务收入包括资管业务，鉴于数据可得性，以该指标作为保险资管经营效益的替代指标。

	信托资管经营效益	信托公司经营收入	中国信托业协会
	基金资管经营效益	公募基金及基金子公司管理费总收入	中国证券投资基金业协会
人才资源 ⁹	银行资管人才资源	银行业金融机构从业人员数	国家统计局
	证券资管人才资源	已注册从业人员	中国证券业协会
	保险资管人才资源	保险公司职工人数	国家统计局
	信托资管人才资源	信托机构从业人员	中国信托业协会
	基金资管人才资源	公募基金管理机构从业人员、私募基金管理人员数之和	中国证券投资基金业协会

图表 6 中国资产管理行业发展指数指标框架

⁹由于银行业、证券业、保险业没有关于资管人才的指标统计，鉴于数据可得性，只能以子金融行业从业总人数的变化情况作为替代变量，以此来衡量该领域人才资源发展情况。

3.2.3.2 指标选取

1. 资管规模

资管规模指标是对各细分金融领域资管规模的动态刻画，从理论上讲，资管业务发展程度最直接的表现就是市场规模，规模的扩大可以吸引更多的金融机构和金融从业人员，形成规模经济收益。

在资产管理规模一级指标下，我们设置了基于不同子行业的五个二级指标。其中，银行业资产管理规模用银行业理财产品存续余额来度量，具体包括银行理财产品、私人银行业务的产品资金余额，数据来源于普益标准数据库；证券业资产管理规模用证券公司及其子公司资管规模来衡量，数据来源于中国证券投资基金业协会；保险业资产管理规模用保险业资金运用余额来衡量，数据来源于中国银行保险业监督管理委员会；信托业资产管理规模用信托资产余额来衡量，数据来源于中国信托业协会；基金业资管规模用公募基金、基金公司及其基金子公司的专户业务与私募投资基金存续余额之和来衡量，数据来源于中国证券投资基金业协会，其中私募投资基金包括私募证券投资基金、私募股权投资基金、创业投资基金等，数据来源于中国证券投资基金业协会。

2. 资管产品

资管产品指标是基于银行业、证券业、保险业、信托业和基金业进行集成的一级指标，包括五大行业产品发行量的二级指标，以此对我国资产管理产品总体发行数量与丰富程度进行量化评估。其中，银行业资产管理产品用理财产品存续数量来衡量，数据来源于普益标准数据库；证券业资产管理产品用证券公司存续资产管理计划数量来衡量，数据来源于中国证券投资基金业协会；保险业资产管理产品用保险资产管理产品存续数来衡量，数据来源于中国保险资产管理业协会；信托业资产管理产品用存续集合类信托数量、单一类信托数量和财产类信托数量之和来衡量，数据来源于 Wind 数据库；基金业资管产品用公募基金、基金公司及其子公司私募资产管理计划量与私募投资基金存续数行量之和来衡量，数据来源于中国证券投资基金业协会。

3. 经营效益

经营效益指标是对五大细分行业资管业务运作能力和效益进行评价的一级

指标。具体来看，银行业资产管理经营效益用上市银行手续费及佣金收入来衡量，据来源于 Wind 数据库整理的上市银行年报；证券业资产管理经营效益用证券机构资产管理业务净收入来衡量，数据来源于中国证券业协会；保险业资产管理经营效益用上市保险公司非保险业务经营收入来衡量，数据来源于 Wind 数据库；信托业资产管理经营效益用信托公司经营收益来衡量，数据来源于信托业协会；基金业资产管理经营效益用公募基金管理费总收入与基金子公司管理费总收入之和来衡量，数据来源于中国证券投资基金业协会。

4. 人才资源

资产管理是一个轻资产、重人才的服务型行业，人才就是竞争力的体现，对人才的吸引和培养是资管业务发展的关键。从理论上讲，金融人才是最重要的供给因素，是金融集聚的重要体现，是每一个金融市场发展不可或缺的因素。人才资源不仅是软实力的重要体现，更是对未来发展趋势的潜在参考指标。

由于银行业、证券业、保险业缺少关于资管人才的指标统计，鉴于数据可得性，我们以子金融行业从业总人数的变化情况作为替代变量，以此来衡量该领域人才资源发展情况。具体来看，银行资管人才资源用银行业金融机构从业人员数来衡量，数据来源于国家统计局；证券资管人才资源用已注册从业人员来衡量，数据来源于中国证券业协会；保险资管人才资源用保险公司职工人数来衡量，数据来源于国家统计局；信托资管人才资源用信托机构从业人员¹⁰来衡量，数据来源于中国信托业协会；基金资管人才资源用公募基金管理机构有从业人员与私募基金管理员工总数之和来衡量，数据来源于中国证券投资基金业协会。

3.2.4 数量指标的无量纲化

无量纲化，也叫数据的标准化，是通过数学变换来消除原始变量（指标）量纲影响的方法。在计算单个指标指数时，首先必须对每个指标进行无量纲化处理，而进行无量纲化处理的关键是确定各指标的上、下限阈值。在指数的构

¹⁰信托机构从业人员数据为信托业协会季报公布的信托业净利润收入总额除以人均净利润额的值。

建过程中我们采用 min-max 方法，对原始数据进行标准化处理，消除量纲。这种方法的好处是能够使得标准化后的指标变量都位于[0, 1]区间内，方便后续指数的计算。具体的标准化的公式如下：

$$Z_i = \frac{\text{指标} - \text{该指标最小值}}{\text{该指标最大值} - \text{该指标最小值}} = \frac{X_i - \min}{\max - \min}$$

上式中 X_i 代表待标准化的变量数据， Z_i 为标准化后的变量， $\min$ 代表该指标变量的最小值， $\max$ 代表该指标变量的最大值

当指标数据存在极端值，离差较大时，简单的标准化方法可能会使得标准化后的数据集中在某一个较窄的范围，使得指标反映的信息模糊化，同时相当于无形中增大了异常值的权重，不利于指标之间的客观比较。因此，针对离差较大（即最大值减去最小值大于 1000）的变量，我们采用先取自然对数值，再进行标准化的方法进行特殊化处理。

3.2.5 指标权重的确定

权重值的确定直接影响综合评估的结果，权重值的变动可能引起被评估对象优劣顺序的改变。所以，合理地确定综合评估发展各主要因素指标的权重，是综合评估能否成功的关键问题。

权重的确定方法有很多种。从原理上看，我们可以基于理论研究确定权重，也可以以主观定性与客观定量法相结合的方式来确定不同指标的权重。确定权重的方法主要有简单平均分、专家打分法、主成分分析法、熵值法、VAR 脉冲响应法和 DMS-TVP-FAVAR 等五大类。对于前三类方法，主要依赖数据数值上的客观规律，以数值相关性、离散程度或空间结构来确定权重，其权重背后的经济学含义较弱，不利于公众的理解。而 VAR 系列的方法以指标对追踪变量的波动的解释程度作为权重，使得权重具有直观明确的经济学含义，且这种方法构建的指数一般具有更好的预测能力。但简单的 VAR 模型的方法由于模型的假定及局限性，可能会遗漏部分指标变量的信息。同时，随着指标体系的扩大，VAR 模型的方法面临着过度参数问题，因此 VAR 脉冲响应的方法在对应较大的指标体系时的适用性不佳。

图表 7 五大类指数编制方法对比

方法	主要内容	优点	缺点
简单平均法	平均赋权，每类一级指标相同权重	简单、直接	相同权重不符合客观规律
专家打分法	聘请行业内专家对各指标重要性进行打分	简单、直观、便于理解	缺乏客观性
主成分分析法	发掘指标内部相关性，以共同因子替代，最大限度保留原有信息	客观、可用于庞大的指标体系	背后经济学含义较弱
VAR 脉冲响应法	以指标变量对目标变量冲击的平均脉冲响应的比例作为权重	具备经济学含义，对目标变量追踪效果好	针对庞大指标，易出现过度参数问题
DMS-TVP-FAVAR	VAR+主成分分析+系数动态变化+模型动态选择	先进、追踪效果佳、克服了之前的问题	操作复杂

对比可知，DMS-TVP-FAVAR 是目前在指数估计中最先进的方法，能够解决客观性、经济学含义以及应用庞大指标体系的问题。将主成分分析法与 VAR 方法结合，即因子增广向量自回归模型(FAVAR)，既能解决主成分分析法确定权重存在的只注重数值规律、经济含义不明的问题，又能避免大量指标变量导致的过度参数问题。而加入动态系数变化(TVP)则考虑了指标体系中权重随时间变化的动态特征。同时，允许对指数的指标体系进行动态模型选择(DMS)，不同时期，影响指标可以发生变化。例如，随着时间变动，以往对目标变量没有或者影响很小的指标，影响能力增大，应该加入模型中；而过去对目标变量影响较大的变量可能会失去影响力而从指标体系中剔除。动态模型选择的采用使得我们能够对指标体系进行动态跟踪、调整而不会对整个模型产生系统性变化。

考虑到我国资管行业数据的可得性问题，暂时无法进行 VAR 系列方法的估计。在此，我们只是先将方法论提出，待中国资产管理行业相关变量扩充完善后，再进行更高级的方法估计。

参考已有研究，2015—2019 年中国财富管理规模指数、中国财富管理行业产品指数与中国财富管理机构发展指数都是采用主成分分析法确定权重。因此，考虑到数据的可得性与评价客观性，我们分别测算了简单平均法、专家打分法和主成分分析法下的总指数。据测算，三种不同权重确定方法走势与增长趋势具有极高的相似，最终选择主成分分析法确定权重。

3.2.5.1 主成分分析法

主成分分析（Principal Components Analysis, PCA）也被称作主分量分析，主要思想是通过降维，将反映个体特征的多个指标转化为一个或少数几个综合性指标，从而使该指标兼具科学性、全面性和有效性等特点。基于主成分分析还可以进一步作因子分析，以使各变量对研究目标的影响力更为显著。从数学运算上看，主成分分析与因子分析的本质是一致的，都是一种数据集简化技术，通过线性变换将原始数据投影到新的坐标系统中，并且依照数据投影方差的大小将投影坐标依次排序（第一主成分、第二主成分……）。每个主成分包含原有指标或变量的主要信息，而且不同主成分所含信息不存在重叠，所以能够在兼顾多变量信息的同时将相对复杂的因素降维简化，得到更为科学、有效的信息集合。

从实际运用上看，主成分分析法主要为了解决人们在指标（变量）信息量和分析效率之间的矛盾。为了尽可能全面、系统地分析问题或反映情况，在构建指数时，我们理论上应该将所有影响因素纳入考虑。但问题是这些未经处理的指标或变量所包含的信息一般都有重叠，而且变量越多，信息重叠的情况就越严重，进行定量分析时计算就愈加复杂。

主成分分析法正是解决此类问题的理想方法。将原有具有一定相关性（信息重叠）的指标（如 P 个变量）组合成为一组新的但相互不相关的综合指标加以替代。组合方法通常为线性组合。随后依据综合指标方差大小来确定最终选择综合指标的个数。如第一个综合指标（ F_1 ）的方差最大，即 $\text{Var}(F_1)$ 最大，

那么表明综合指标 F1 所包含信息较多，被称为第一主成分。如果第一主成分所包含信息不能满足分析需要，即遗漏了原始 P 个变量较多的信息，那么可以考虑增加选取第二个综合指标 F2，而经过矩阵转化之后，F1 所包含的信息不会再出现在 F2 中，即 $\text{Cov}(F1, F2) = 0$ 。我们可构造出 P 个综合指标，顺序增加纳入分析的指标，直到其所包含的信息满足分析需要。

使用主成分分析的计算方法主要如下：

1、对原始数据的标准化

假设有 n 个样本，指标体系中的变量有 P 个，因此可以得到总体的样本矩阵。并选取反映其特性的 P 个变量，从而得到总体样本矩阵：

$$x_i = (x_{i1}, x_{i2}, \dots, x_{ip})^T, i = 1, 2, \dots, n (n > p) \quad (1-1)$$

对样本矩阵元进行标准化：

$$Z_{ij} = \frac{x_{ij} - \bar{x}_j}{s_j}, i = 1, 2, \dots, n; j = 1, 2, \dots, p, \quad (1-2)$$

其中 $\bar{x}_j = \frac{\sum_{i=1}^n x_{ij}}{n}$, $s_j^2 = \frac{\sum_{i=1}^n (x_{ij} - \bar{x}_j)^2}{n-1}$ ，由此得到标准化的矩阵 Z。

2、求解相关系数矩阵

利用标准化矩阵 Z 求解相关系数矩阵，计算方法如下：

$$R = [r_{ij}]_p, r_{ij} = \frac{Z^T Z}{n-1} \quad (1-3)$$

3、求解特征根

通过 $|R - \lambda I_p| = 0$ 求解样本相关矩阵 R 的特征方程并得到相应的特征根，依据信息利用率大小确定主成分个数 m。一般在指数构建时设定信息利用率达到 85% 以上，由此得到 m 值。对于每个特征根 λ_j ，求解特征向量。

4、将指标变量转化为主成分

计算公式为： $U_{ij} = z_i^T b_j^0, j = 1, 2, \dots, m$

其中 U_j 为第 j 个主成分，共得到 p 个主成分。

5、对所选取的 m 个主成分进行综合评价

以信息利用率为标准，我们选择主成分的前 m 个作为最终分析所用综合指数，以每个主成分的方差贡献率作为权数对 m 个主成分进行加权求和，即可得到每个指标的权重。权重计算过程为：以所取前 m 个主成分特征值乘以对应主

成分得分系数的绝对值得到系数值，再以各系数值占系数值之和的比例作为权重。

3.2.5.2 权重测算

我们对原始数据进行标准化无量纲处理，以避免各指标量纲不同所引起的比较无意义性，然后通过主成分分析法计算得到的权重见下表。

指标		主成分分析法		
一级指标	二级指标	一级权重	二级权重	加权权重
资管规模	银行业资管规模	35.19%	23.28%	8.19%
	证券业资管规模		27.00%	9.50%
	保险业资管规模		16.48%	5.80%
	信托业资管规模		11.57%	4.07%
	基金业资管规模		21.67%	7.63%
资管产品	银行业资管产品	35.28%	17.34%	6.12%
	证券业资管产品		21.69%	7.65%
	保险业资管产品		19.34%	6.82%
	信托业资管产品		19.51%	6.88%
	基金业资管产品		22.12%	7.80%
经营效益	银行资管经营效益	13.24%	11.75%	1.64%
	证券资管经营效益		25.21%	2.36%
	保险资管经营效益		22.77%	3.46%
	信托资管经营效益		22.43%	3.31%
	基金资管经营效益		17.84%	2.47%
人才资源	银行资管人才队伍	16.29%	18.71%	3.05%
	证券资管人才队伍		20.94%	3.41%

	保险资管人才队伍		29.30%	4.77%
	信托资管人才队伍		21.26%	3.46%
	基金资管人才队伍		9.79%	1.60%

图表 8 指标权重分布情况

3.3 中国资产管理行业总指数变化情况（2013Q1-2021Q4）

经过三级加权模型，测算得到 2013 年第一季度至 2021 年第四季度中国资产管理行业总指数与规模指数、产品指数、经营效益指数、人才资源指数等四个二级指数及其增长率，具体数值见下表。

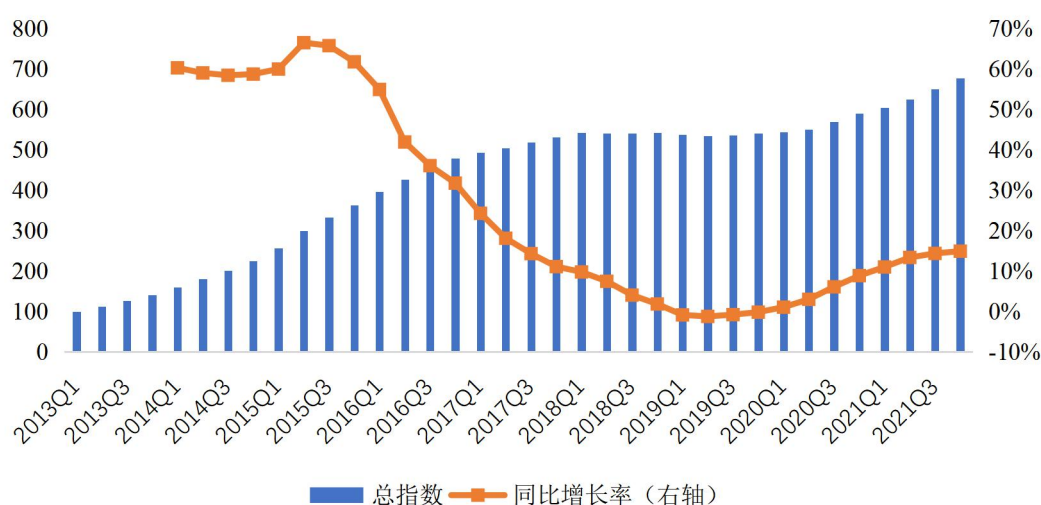
图表 9 中国资产管理行业发展指数及其同比增长率（2013Q1-2021Q4）

时间	总指数	二级指数			
		规模指数	产品指数	经营效益指数	人才资源指数
2013Q1	100.00	100.00	100.00	100.00	100.00
2013Q2	113.43	117.76	115.09	110.10	103.22
2013Q3	127.05	135.09	130.86	120.19	107.01
2013Q4	141.53	152.85	149.00	130.25	110.08
2014Q1	160.33	176.71	173.48	140.24	112.82
	(60.33%)	(76.71%)	(73.48%)	(40.24%)	(12.82%)
2014Q2	180.45	200.08	201.26	150.13	117.63
	(59.08%)	(69.91%)	(74.87%)	(36.35%)	(13.96%)
2014Q3	201.37	222.64	231.10	159.85	124.76
	(58.49%)	(64.81%)	(76.60%)	(32.99%)	(16.59%)
2014Q4	224.73	246.85	265.62	169.34	133.42
	(58.79%)	(61.50%)	(78.27%)	(30.01%)	(21.21%)

2015Q1	256.58	281.06	312.65	178.52	145.74
	(60.03%)	(59.06%)	(80.22%)	(27.30%)	(29.18%)
2015Q2	300.57	336.48	370.99	187.30	162.57
	(66.56%)	(68.17%)	(84.33%)	(24.76%)	(38.21%)
2015Q3	333.91	374.81	412.24	195.61	188.36
	(65.82%)	(68.34%)	(78.38%)	(22.37%)	(50.98%)
2015Q4	363.67	410.04	444.95	203.39	217.77
	(61.82%)	(66.11%)	(67.51%)	(20.11%)	(63.22%)
2016Q1	397.67	470.39	475.66	210.60	223.75
	(54.99%)	(67.36%)	(52.14%)	(17.97%)	(53.53%)
2016Q2	426.74	513.45	516.53	217.26	215.30
	(41.98%)	(52.59%)	(39.23%)	(15.99%)	(32.44%)
2016Q3	454.54	548.54	568.78	223.38	192.00
	(36.13%)	(46.35%)	(37.97%)	(14.20%)	(1.93%)
2016Q4	479.28	583.52	606.47	228.99	182.16
	(31.79%)	(42.31%)	(36.30%)	(12.59%)	-(16.35%)
2017Q1	494.39	606.67	620.39	234.11	190.59
	(24.32%)	(28.97%)	(30.43%)	(11.16%)	-(14.82%)
2017Q2	504.19	596.50	655.49	238.80	192.86
	(18.15%)	(16.17%)	(26.90%)	(9.91%)	-(10.42%)
2017Q3	519.75	600.81	691.93	243.12	196.63
	(14.35%)	(9.53%)	(21.65%)	(8.84%)	(2.41%)
2017Q4	532.63	604.79	722.33	247.13	198.02
	(11.13%)	(3.64%)	(19.11%)	(7.92%)	(8.71%)
2018Q1	542.86	607.26	747.66	250.90	197.58
	(9.80%)	(0.10%)	(20.51%)	(7.17%)	(3.67%)

2018Q2	541.99	595.63	752.02	254.51	204.96
	(7.50%)	-(0.15%)	(14.73%)	(6.58%)	(6.27%)
2018Q3	540.91	587.29	753.90	258.03	209.39
	(4.07%)	-(2.25%)	(8.96%)	(6.13%)	(6.49%)
2018Q4	542.59	582.75	760.82	261.54	211.72
	(1.87%)	-(3.64%)	(5.33%)	(5.83%)	(6.92%)
2019Q1	538.35	575.05	755.82	265.05	210.27
	-(0.83%)	-(5.30%)	(1.09%)	(5.64%)	(6.42%)
2019Q2	535.46	551.34	768.98	268.61	212.36
	-(1.20%)	-(7.44%)	(2.25%)	(5.54%)	(3.61%)
2019Q3	536.80	539.21	782.82	272.22	213.93
	-(0.76%)	-(8.19%)	(3.84%)	(5.50%)	(2.17%)
2019Q4	541.78	539.66	794.11	275.88	216.08
	-(0.15%)	-(7.39%)	(4.38%)	(5.48%)	(2.06%)
2020Q1	544.21	532.17	805.56	279.57	219.38
	(1.09%)	-(7.46%)	(6.58%)	(5.48%)	(4.33%)
2020Q2	551.69	537.16	818.62	283.29	223.22
	(3.03%)	-(2.57%)	(6.46%)	(5.47%)	(5.11%)
2020Q3	569.65	543.10	861.27	287.03	225.24
	(6.12%)	(0.72%)	(10.02%)	(5.44%)	(5.29%)
2020Q4	589.99	552.71	902.40	290.77	237.21
	(8.90%)	(2.42%)	(13.64%)	(5.40%)	(9.78%)
2021Q1	604.28	561.02	930.65	294.49	242.77
	(11.04%)	(5.42%)	(15.53%)	(5.34%)	(10.66%)
2021Q2	625.61	577.70	971.71	298.20	245.73
	(13.40%)	(7.55%)	(18.70%)	(5.26%)	(10.09%)

2021Q3	651.65	597.63	1021.88	301.90	250.90
	(14.39%)	(10.04%)	(18.65%)	(5.18%)	(11.39%)
2021Q4	678.14	619.77	1071.54	305.58	255.16
	(14.94%)	(12.13%)	(18.74%)	(5.09%)	(7.57%)



图表 10 中国资产管理行业总指数（2013Q1-2021Q4）

2013 年第一季度至 2021 年四季度，中国资产管理行业总指数整体呈现两个发展阶段。第一阶段为 2013 年一季度至 2017 年四季度的迅猛增长阶段，指数从 2013 年一季度基期的 100 增长到 2017 年四季度的 532.63，五年间增长了近 433%。第二阶段为 2018 年一季度至 2021 年四季度的稳定发展阶段，2019 年第一季度总指数首次出现同比负增长，降至 538.35，2021 年第四季度指数回升至 678.14，同比增长 14.94%。

其中，2014 年一季度至 2015 年四季度总指数超高速且加速增长，一方面，2013 年起全球经济总体缓慢复苏，主要经济体增长态势和货币政策分化明显，与此同时，我国金融市场创新发展加快，金融基础设施建设不断完善，金融体系总体稳健，服务经济社会能力不断增强，尤其是 2015 年，我国金融业改革全面深化，利率市场化改革不断推进，养老金获准入市，第二批自贸区建设正式启动，“一带一路”建设务实推进，亚洲基础设施投资银行正式成立，丝路基

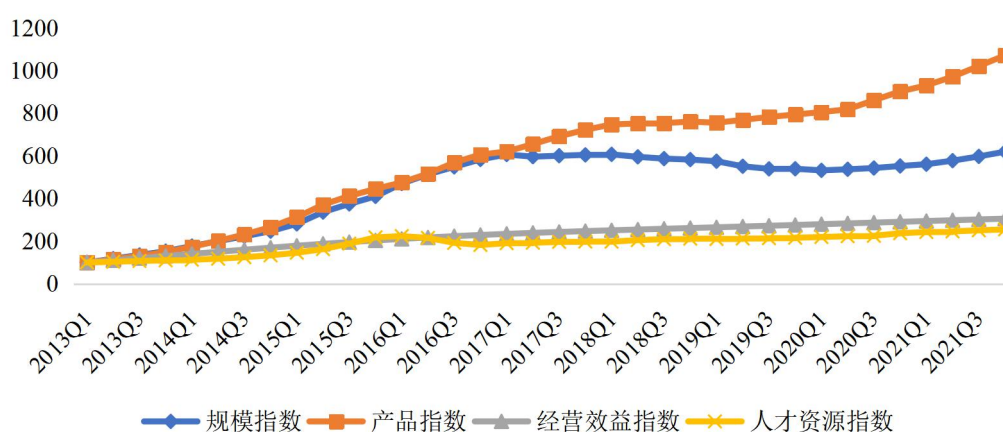
金投入运营以及人民币加入国际货币基金组织特别提款权货币篮子（SDR）带来的预期向好。基于此，我国金融机构实力进一步提高，资源进一步拓展。另一方面，2013年我国资管行业刚刚起步，“改革红利”开启了中国资产管理行业大发展的新思维、新方向，“政策红利”也为各金融业态带来了创新创业的激情与激励，资产管理行业也因此而飞速发展。

2016年一季度起总指数增速出现大幅下降，增速曲线由此进入下行通道。从宏观层面看，一方面，世界经济处于缓慢复苏进程中，世界经济复杂性、不稳定性、不确定性进一步凸显，另一方面，国内经济金融稳定运行基础还不牢固，经济下行压力较大，行业走势持续分化，重大结构性失衡导致经济循环不畅；从中观层面看，非金融企业杠杆率高企，商业银行不良贷款余额和不良率“双升”，部分地方政府变相举债存在隐患，金融产品创新无序发展风险日渐显现；从技术层面看，总量因素造成的比值差异，也引起增加率下行。

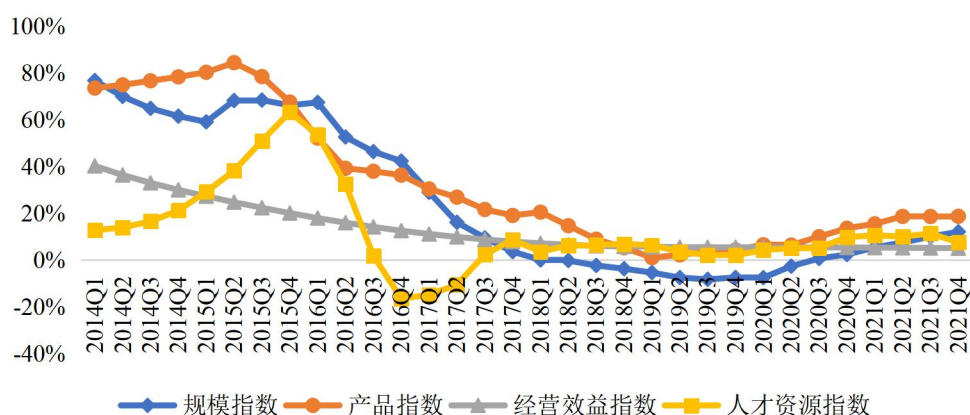
第二阶段为2018年第一季度至2021年第四季度的稳定增长阶段。究其原因，国际方面，2017年以来特别是进入2018年，世界政治经济格局发生深度调整变化，外部不确定性增加，使得中国经济金融体系面临的外部环境日趋复杂。影响和威胁全球金融稳定的风险因素也在增加，特别是全球贸易保护主义抬头，由美国挑起的经贸摩擦，对全球及中国宏观经济和金融市场构成负面影响。同时，美国等主要发达经济体货币政策调整也可能引发全球流动性收紧，并对新兴市场国家形成外溢效应。国内方面，我国经济金融体系中多年累积的周期性、体制机制性矛盾和风险正在显现，经济运行中结构性矛盾仍较突出，调整体制机制性因素需要一个过程，化解潜在的风险隐患需要付出一定的成本，甚至经历一定的阵痛，任务较为艰巨。行业方面，2017年，五年一次的全国金融工作会议召开，提出服务实体经济、防范金融风险、深化金融改革三项任务，明确指出金融工作的重要原则为“回归本源、优化结构、强化监管、市场导向”。在全国金融工作会议的任务部署下，国务院金融稳定发展委员会成立，加强金融监管协调，确保金融安全稳定发展；中国人民银行、银保监会（原银监会和保监会）、证监会和外管局联合发布《关于规范金融机构资产管理业务的指导意见》；一行两会（原一行三会）等金融监管机构针对银行、证券、基金、保险出台一系列监管政策，在推动资产管理行业不断规范的同时，正本清源、优胜劣汰效应也逐渐显现。2019年，国际环境深刻变化，经济全球化遭遇波折，

国际金融市场震荡，特别是中美经贸摩擦给市场预期带来不利影响；国内经济转型阵痛凸显，周期性、结构性问题叠加，经济出现新的下行压力；在错综复杂的国际和国内环境之下，金融领域改革深化，资产管理行业在弱冠之年也迎来重大变局与转型挑战，推动资管业务回归本源的政策相继出台，在不断收紧、规范的监管窗口之下，“政策红利”已尽褪却，在防风险、严监管、大变革的同时，行业将由规模发展进入高质量发展新阶段。2020年，在新冠肺炎疫情冲击和国内外经济复杂形势影响下，我国金融体系流动性供求变化的不确定性明显加大，随着我国率先控制疫情、率先复工复产、率先实现经济正增长，央行稳健的货币政策体现了前瞻性、主动性、精准性和有效性，同时也为资管行业逆势回升提供了有力支撑。展望未来，我国经济长期向好、市场空间广阔、发展韧性强大的基本特征没有改变，以国内大循环为主体、国内国际双循环相互促进的新发展格局正在形成，因此我国资管行业有望进入新一轮增长通道。

3.4 中国资产管理行业发展二级指数变化情况 (2013Q1-2021Q4)



图表 11 中国资产管理行业二级指数 (2013Q1-2021Q4)



图表 12 中国资产管理行业二级指数同比增长率（2014Q1-2021Q4）

分维度来看，2017 年以前四项二级指数发展可分为两个梯队，规模指数与产品指数为第一发展梯队，经营效益指数与人才资源指数为第二梯队，2017 年起规模指数与产品指数出现分化，规模指数进入平稳发展阶段。从分指数变化情况看，四项二级指数 2013 至 2016 年均保持高速增长，2018 年起，除规模指数出现下降以外，其他指数均保持较为稳定的增长水平。据测算，截至 2021 年第四季度，规模指数为 619.77、同比增长 12.13%，产品指数为 1071.54、同比增长 18.74%，经营效益指数为 305.58、同比增长 5.09%，人才资源指数为 255.16、同比增长 7.57%。

经历了资产管理行业蓬勃发展之后，转型成为了行业近几年最为重要的主题，“潮水逐步退去”也是面临新规则考验的过程。2017 年起监管趋严，当年 4 月，银监会开展“三三四”检查；7 月，全国金融工作会议强调要加强金融监管协调，设立国务院金融稳定发展委员会。在严监管格局下，行业增速放缓，指数增长率大幅下降。

而 2018 年对于中国资产管理市场而言，是极其不平凡的一年。2018 年，《关于规范金融机构资产管理业务的指导意见》《商业银行理财业务监督管理办法》（下文简称“理财新规”）和《商业银行理财子公司管理办法》等监管文件连续出台，监管规则和监管框架随之变化，给市场带来新的政策导向。

2019 年，针对“资管新规”破刚兑、去通道、去杠杆的指导思想，监管部门针对各资管子行业出台相关细则，继续补齐监管。与此同时，金融业对外开放进一步提速，内资资管正式接轨国际竞争，资管行业面临全新发展，这些变

化推动中国资产管理行业进入新一轮的洗牌与转型。随着“资管新规”的逐步实施与落地，监管框架更趋明晰，未来还会对资产管理行业发展产生一定影响。

2020 年，为平稳推动“资管新规”实施和资管业务规范转型，人民银行会同发展改革委、财政部、银保监会、证监会、外汇局等部门审慎研究决定，“资管新规”过渡期延长至 2021 年底，此举从疫情防控常态化出发，有利于缓解疫情对金融市场和资管业务的冲击，提振资本市场信心；同时也减轻了金融机构整改压力，有助于平稳推动“资管新规”实施和资管业务规范转型。

3.5 各行业资产管理业务发展指数变化情况（2013Q1-2021Q4）

为了便于对银行业、证券业、保险业、信托业和基金业等五大细分金融行业资产管理业务发展情况进行对比，现根据主成分分析法确定的各指标加权重，测算 2013 年一季度至 2021 年四季度各细分金融行业的资管发展指数，具体结果见下表。

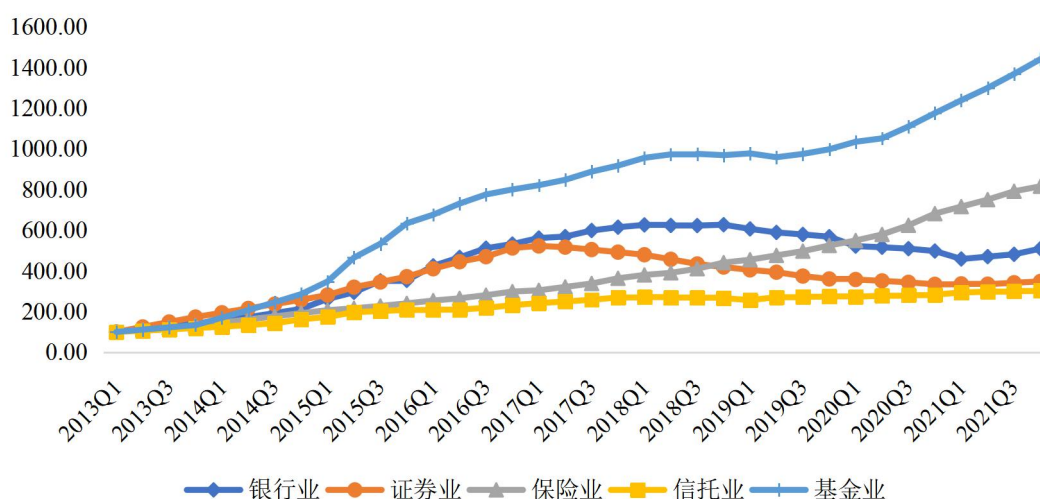
图表 13 各行业资产管理业务发展指数及其同比增长率（2013Q1-2021Q4）

时间	细分金融行业				
	银行业	证券业	保险业	信托业	基金业
2013Q1	100.00	100.00	100.00	100.00	100.00
2013Q2	112.23	124.46	110.18	105.90	111.20
2013Q3	125.64	148.81	119.91	112.27	122.39
2013Q4	142.46	173.04	130.51	119.01	133.58
2014Q1	155.31	194.21	146.17	125.26	169.82
	(55.31%)	(94.21%)	(46.17%)	(25.26%)	(69.82%)
2014Q2	172.32	215.44	161.39	133.69	207.24
	(53.55%)	(73.10%)	(46.48%)	(26.24%)	(86.37%)
2014Q3	192.57	236.71	175.93	142.60	245.84
	(53.28%)	(59.07%)	(46.73%)	(27.02%)	(100.87%)
2014Q4	213.06	258.01	192.36	161.78	285.62

	(49.56%)	(49.10%)	(47.39%)	(35.93%)	(113.82%)
2015Q1	261.99	281.32	206.57	173.70	347.78
	(68.69%)	(44.85%)	(41.32%)	(38.67%)	(104.80%)
2015Q2	294.46	319.82	216.10	196.55	464.99
	(70.88%)	(48.45%)	(33.90%)	(47.02%)	(124.37%)
2015Q3	350.72	345.08	227.47	202.75	533.43
	(82.13%)	(45.78%)	(29.29%)	(42.18%)	(116.98%)
2015Q4	353.27	371.54	240.30	207.87	633.68
	(65.80%)	(44.00%)	(24.92%)	(28.49%)	(121.86%)
2016Q1	424.42	410.26	254.09	209.39	676.03
	(62.00%)	(45.83%)	(23.00%)	(20.55%)	(94.38%)
2016Q2	466.16	444.90	265.11	209.74	730.66
	(58.31%)	(39.11%)	(22.68%)	(6.71%)	(57.14%)
2016Q3	511.43	469.68	280.63	218.16	775.44
	(45.82%)	(36.11%)	(23.37%)	(7.60%)	(45.37%)
2016Q4	531.79	512.47	298.22	231.46	800.01
	(50.54%)	(37.93%)	(24.10%)	(11.35%)	(26.25%)
2017Q1	561.46	522.48	304.42	241.58	821.05
	(32.29%)	(27.35%)	(19.81%)	(15.37%)	(21.45%)
2017Q2	568.47	516.63	321.12	249.29	847.44
	(21.95%)	(16.12%)	(21.12%)	(18.85%)	(15.98%)
2017Q3	598.37	504.67	337.88	258.13	887.71
	(17.00%)	(7.45%)	(20.40%)	(18.32%)	(14.48%)
2017Q4	614.56	492.00	363.36	269.07	917.34
	(15.56%)	-(4.00%)	(21.84%)	(16.25%)	(14.67%)
2018Q1	625.89	479.27	380.04	270.97	955.48
	(11.48%)	-(8.27%)	(24.84%)	(12.17%)	(16.37%)

2018Q2	623.10	456.77	390.35	268.85	972.47
	(9.61%)	-(11.59%)	(21.56%)	(7.85%)	(14.75%)
2018Q3	622.56	433.92	410.58	268.10	974.98
	(4.04%)	-(14.02%)	(21.52%)	(3.86%)	(9.83%)
2018Q4	626.77	418.78	440.47	265.97	968.65
	(1.99%)	-(14.88%)	(21.22%)	-(1.15%)	(5.59%)
2019Q1	606.17	404.97	454.93	256.40	977.25
	-(3.15%)	-(15.50%)	(19.71%)	-(5.38%)	(2.28%)
2019Q2	588.90	393.51	476.01	270.45	958.51
	-(5.49%)	-(13.85%)	(21.94%)	(0.60%)	-(1.44%)
2019Q3	579.07	374.33	496.86	272.81	974.64
	-(6.98%)	-(13.73%)	(21.01%)	(1.76%)	-(0.03%)
2019Q4	567.91	360.28	524.77	274.48	997.62
	-(9.39%)	-(13.97%)	(19.14%)	(3.20%)	(2.99%)
2020Q1	521.63	357.50	549.27	272.85	1034.41
	-(13.95%)	-(11.72%)	(20.74%)	(6.41%)	(5.85%)
2020Q2	516.04	350.86	578.82	277.71	1051.16
	-(12.37%)	-(10.84%)	(21.60%)	(2.68%)	(9.67%)
2020Q3	509.23	343.66	623.78	280.67	1109.32
	-(12.06%)	-(8.20%)	(25.55%)	(2.88%)	(13.82%)
2020Q4	497.43	333.81	681.25	283.20	1175.10
	-(12.41%)	-(7.35%)	(29.82%)	(3.17%)	(17.79%)
2021Q1	458.36	336.08	715.83	293.56	1238.39
	-(12.13%)	-(5.99%)	(30.32%)	(7.59%)	(19.72%)
2021Q2	469.87	334.60	750.15	297.77	1299.10
	-(8.95%)	-(4.63%)	(29.60%)	(7.23%)	(23.59%)
2021Q3	481.29	341.59	791.13	300.79	1367.81

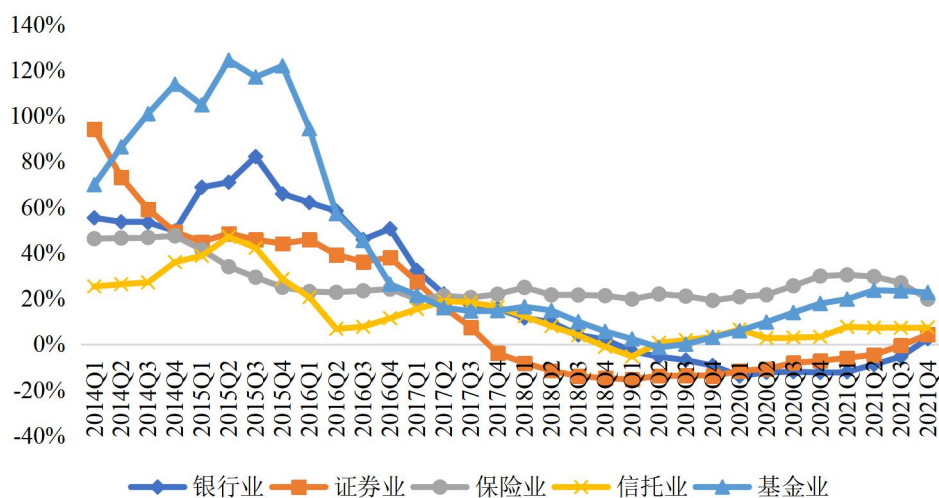
	-(5.49%)	-(0.60%)	(26.83%)	(7.17%)	(23.30%)
2021Q4	509.29	347.97	815.63	303.89	1440.70
	(2.38%)	(4.24%)	(19.72%)	(7.31%)	(22.60%)



图表 14 各行业资产管理业务发展指数（2013Q1-2021Q4）

分行业来看，2013 年至 2019 年，基金业、保险业和信托业资管发展指数整体呈不断增长趋势，其中，基金业指数始终遥遥领先，银行业和证券业呈先增后减趋势。据测算，截至 2021 年第四季度，银行业资管指数为 509.29、同比增加 2.38%，证券业资管指数为 347.97、同比增加 4.24%，保险业资管指数为 815.63、同比增加 19.72%，信托业资管指数为 303.89、同比增加 7.31%，基金业资管指数为 1440.70、同比增加 22.60%。

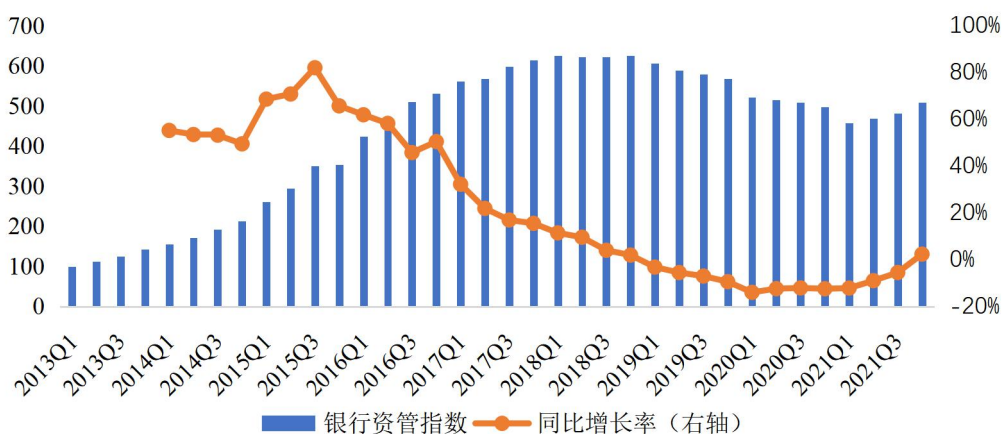
分梯队来看，2013 年至 2016 年，五大行业资管业务发展呈三阶梯队，第一梯队为基金业，第二梯队为证券业和银行业，第三梯队为保险业和信托业；2017 年起，各行业梯队出现分化，截至 2021 年第四季度，呈现行业梯队新格局，第一梯队仍为基金业，第二梯队为银行业和保险业，第三梯队为证券业和信托业。



图表 15 各行业资产管理业务发展指数同比增长率（2014Q1-2021Q4）

分增长率来看，2014 年至 2016 年，基金业、银行业和信托业资管指数同比增长曲线整体呈先增后减趋势，分化点为 2015 年与 2016 年之交；证券业和保险业资管指数同比增长曲线整体呈波动下降趋势。截至 2021 年第四季度，五大行业同比均为正增长，其中保险业与基金业资管增速仍保持 20%左右。

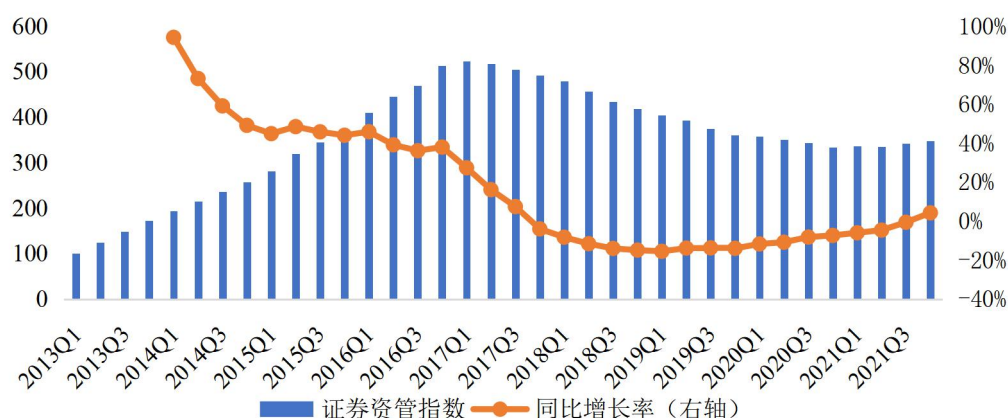
3.5.1 银行理财：转型进入攻坚期，未来机遇与挑战并存



图表 16 银行业资产管理发展指数（2013Q1-2021Q4）

2013 年一季度至 2021 年第四季度,我国银行业资产管理业务发展指数整体呈现先增后减两个发展阶段。第一阶段为 2013 年一季度至 2017 年第四季度的增长阶段,指数从 2013 年一季度基期的 100 增长到 2017 年第四季度的 614.56,五年间增长了超 500%。第二阶段为 2018 年第一季度至 2021 年第四季度的波动下行阶段,2019 年第一季度总指数首次出现同比负增长,2021 年第一季度指数进一步下降至 458.36,同比减少 12.13%,2021 年四季度末指数回升至 509.29,同比增加 2.38%,环比增加 5.82%。

3.5.2 券商资管：规模收缩、竞争加剧，业务加速改革创新

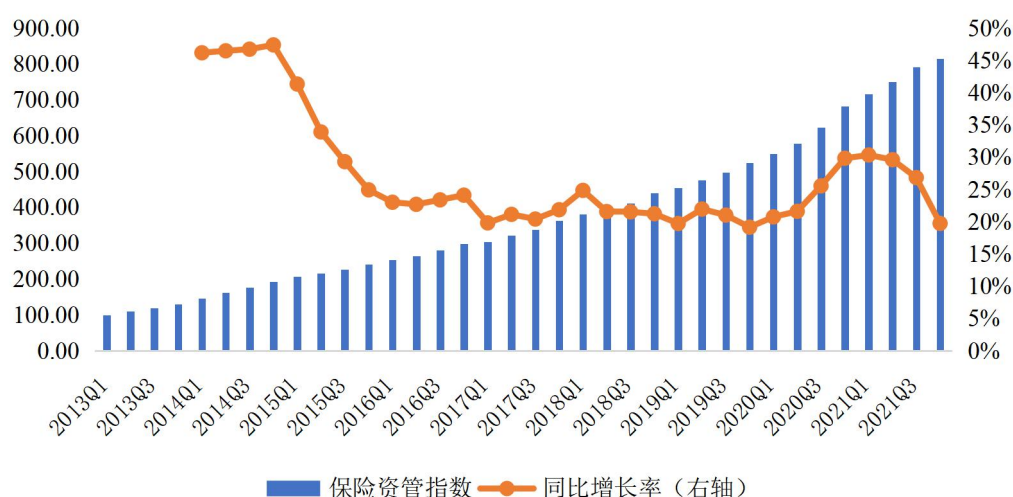


图表 17 证券业资产管理发展指数（2013Q1-2021Q4）

2013 年一季度至 2020 年四季度,我国证券业资产管理业务发展指数同样整体呈现先增后减两个发展阶段。第一阶段为 2013 年一季度至 2016 年第四季度的高速增长阶段,指数从 2013 年一季度基期的 100 增长到 2016 年第四季度的 512.47,四年间增长了 400%多。第二阶段为 2017 年第一季度至 2021 年第四季度的缓慢下行阶段,截至 2021 年第四季度指数为 347.97,同比增加 4.25%。

3.5.3 保险资管：“1+3”监管框架落地，有望迎来规范大发展时代

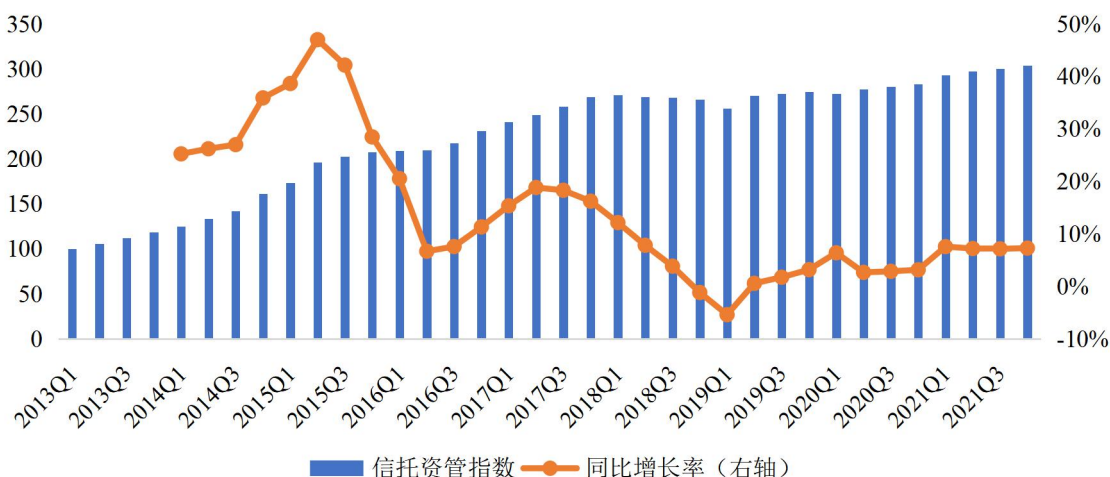
2013 年一季度至 2021 年四季度，我国保险业资产管理业务发展指数呈现不断增长趋势，保险资管是最具潜力、增长最稳定的资管行业，其指数从 2013 年一季度基期的 100 增长到 2021 年四季度的 815.63，八年来持续稳定增长了 700% 多。从同比增长率来看，保险业资管指数始终保持高速增长，近五年同比增速始终维持在 20% 至 30% 区间内。据测算，截至 2021 年第四季度，保险业资管指数为 815.63，同比增长 19.72%。



图表 18 保险业资产管理发展指数（2013Q1-2021Q4）

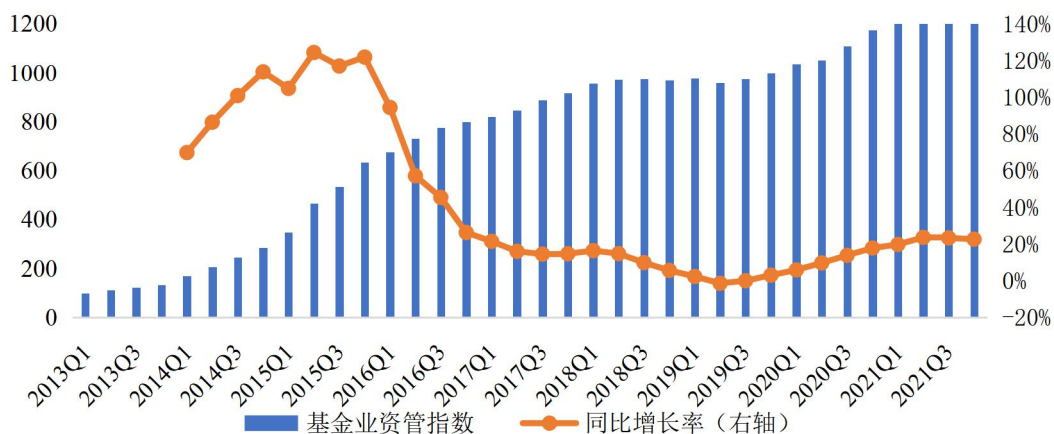
3.5.4 信托资管：回归本源、创新发展

2013 至 2021 年，我国信托业资产管理业务发展指数总体呈现波动上升趋势，同比增长率呈波动下降趋势。截止 2021 年四季度，信托业资管指数为 303.89，同比增长 7.31%。



图表 19 信托业资产管理发展指数（2013Q1-2021Q4）

3.5.5 基金资管：稳步发展，高起点带来新机遇更带来新挑战



图表 20 基金业资产管理发展指数（2013Q1-2021Q4）

2013 年一季度至 2021 年四季度，我国基金业资产管理业务发展指数整体呈现波动上升趋势，大致可分为两个发展阶段。第一阶段为 2013 年一季度至 2016 年第二季度的迅猛增长阶段，指数从基期的 100 增长至 730.66，三年间增长了 631%。第二阶段为 2016 年第三季度至 2021 年四季度的波动增长阶段，且于 2019 年第二季度指数同比首次出现负增长。据测算，截至 2021 年第四季度，指数为 1440.7，同比增长 22.60%。

3.6 结论性评价

2013 年一季度至 2021 年四季度，中国资产管理行业总指数整体呈现先增后减两个发展阶段。第一阶段为 2013 年一季度至 2017 年四季度的迅猛增长阶段，指数从 2013 年一季度基期的 100 增长到 2017 年四季度的 532.63，五年间增长了近 433%。第二阶段为 2018 年一季度至 2021 年四季度的稳定发展阶段，2019 年第一季度总指数首次出现同比负增长，而后出现回升。

截至 2021 年第四季度，指数测算的最新结果如下：

第一，整体层面，总指数为 678.14，同比增长 14.94%，环比增长 4.07%；

第二，分二级指标层面，规模指数为 619.77、同比增长 12.13%，产品指数为 1071.54、同比增长 18.74%，经营效益指数为 305.58、同比增长 5.09%，人才资源指数为 255.16、同比增长 7.57%；

第三，分行业层面，银行业资管指数为 509.29、同比增加 2.38%，证券业资管指数为 347.97、同比增加 4.24%，保险业资管指数为 815.63、同比增加 19.72%，信托业资管指数为 303.89、同比增加 7.31%，基金业资管指数为 1440.70、同比增加 22.60%。

第 4 章 中国财富管理能力评价（2021Q4）

4.1 未来居民财富管理发展空间广阔

随着中国经济发展质量不断提升，居民财富管理需求迅猛增长。得益于近 40 年经济快速发展的时代机遇，中国已形成规模达万亿人民币的巨大财富管理市场。中国改革开放以来令世界瞩目的高速经济增长，拉动了人均可支配收入的上涨及居民财富的迅速积累。目前近半数高净值客户已经迈过了 50 岁的门槛，其主要的理财需求正由追求财富快速增长转向追求财富的稳健、保值以及财富的有序传承。居民个人可投资金融资产总额不断增长，未来，伴随着中国经济逐步企稳，国内私人财富整体规模的增长仍将延续，但增速将延续阶段性放缓的趋势。根据 BCG 数据，预计在克服经济周期波动之后，2023 年个人可投资金融资产有望达到 243 万亿元人民币，2019-2023 年复合增速约为 11%。

当前，我国各机构发展财富管理迎来了黄金时期。各类财富管理机构构成了财富管理行业生态链的主体，不同机构之间虽然在重叠的领域竞争，但在互补的领域也存在着合作。这种竞合关系会形成未来较长一段时期内财富管理行业的格局。

家庭资产配置方面，居民大类资产配置向权益类资产转移。根据西南财经大学家庭金融研究中心《疫情后时代中国家庭的财富变动》数据，今年以来，住房资产对家庭财富增加的贡献率不断下降，与之相对的是，金融投资对家庭财富增加的贡献率不断上升。将家庭财富配置类型分为偏存款类（仅投资存款类）、偏权益类（仅投资股票或基金类）、均衡类（投资存款类或投资股票基金类）三类群体，其中均衡类财富配置类型的家庭仍占比最大，达五成以上，而偏权益类家庭仅 2.0%。同 2021 年第三季度相比，2021 年第四季度存款类配置家庭占比略有下降，从 39.2%下降到 38.3%，但均衡类配置家庭占比有所上升，从 2021 年第三季度的 58.7%增加到 2021 年第四季度的 59.6%。

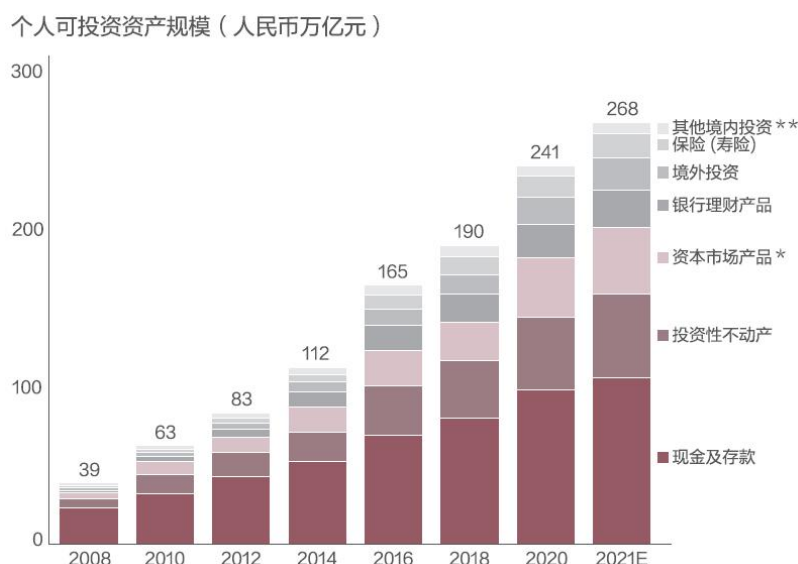
从选择的财富管理机构来看，银行是家庭主要选择的财富管理机构，占比达 64.2%。其次为互联网理财平台、基金公司和券商，占比分别为 20.4%、17.6% 和 10.2%。

总的来看，财富管理发展有以下几个特点：

4.1.1 居民可投资资产增长迅猛

2020 年，面对疫情冲击和复杂严峻的国内外环境，中国率先在全球主要经济体中恢复经济正增长。GDP 首次突破百万亿人民币，逆势增长 2.3%，成为全球经济阴霾下的一抹亮色。2021 年 GDP 同比增长 8.1%，两年平均增长 5.1%。GDP 总量达 114.367 万亿。

在宏观经济持续向好的基本前提下，中国私人财富市场也迎来稳健发展的态势。招商银行《2021 中国私人财富报告》的数据显示，2020 年，中国个人持有的可投资资产总体规模达 241 万亿人民币，2018—2020 年年均复合增长率为 13%，重新回归两位数增长。其中，资本市场产品规模增速显著，2018—2020 年年均复合增长率攀升至 27%；投资性不动产在“房住不炒”政策下改革逐步到位，市场自身动力平稳恢复，年均复合增长率上升至 14%。居民可投资资产规模增长迅猛，预计到 2021 年底，可投资资产总规模将达 268 万亿元人民币。

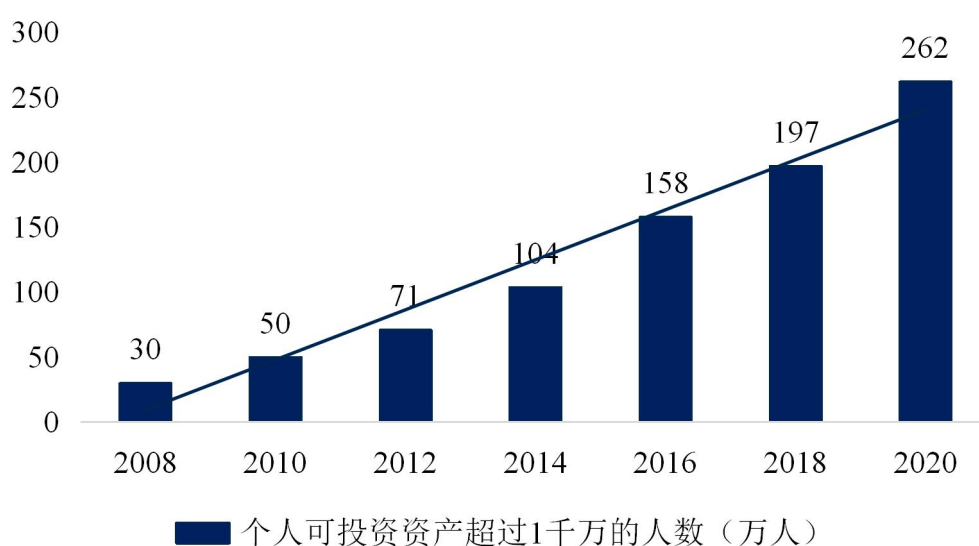


图表 21 2008-2021E 我国个人可投资资产规模

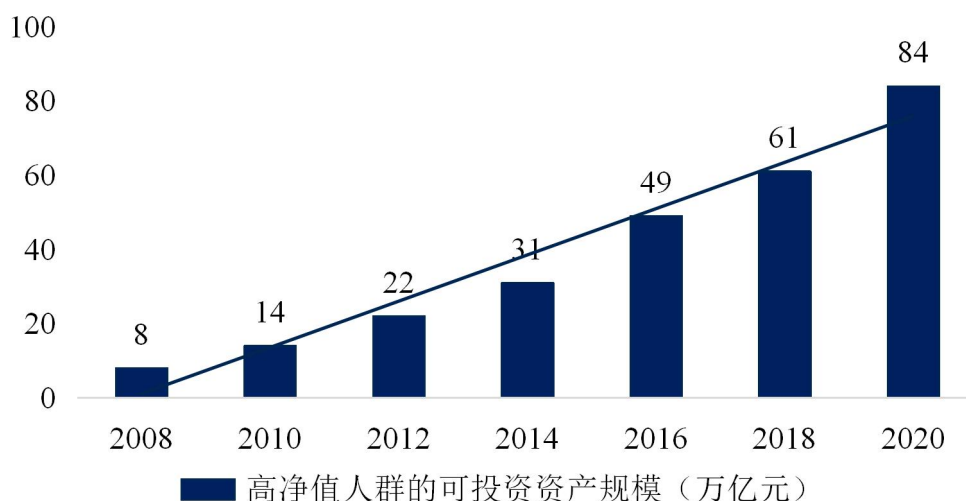
资料来源：招商银行《2021 中国私人财富报告》

4.1.2 高净值人群数量及可投资规模持续上涨

中国高净值人群规模及其持有的可投资资产持续上涨。2020 年，中国高净值人群（个人可投资资产 1000 万元以上）数量达到 262 万人，与 2018 年相比增加了约 65 万人，2018—2020 年年均复合增长率为 15%；预计到 2021 年底，中国高净值人群数量将达约 296 万人。这主要源于资本市场过去两年的快速升值，一二线城市房地产市场的持续回暖，以及境内外 IPO 加速下新富人群的不断涌现。从财富规模看，2020 年中国高净值人群的可投资资产规模达到 84 万亿元，年均复合增速达到 17%。总体高净值人士人均持有可投资资产约 3209 万元。高净值人群对财富增值的需求依然十分强烈。预计到 2021 年底，高净值人群持有的可投资资产规模将达约 96 万亿元。招商银行发布的《2021 中国私人财富报告》调查显示，在高净值人群的投资决策各环节上，专业金融机构扮演着非常重要的角色，这就为财富管理行业的金融机构奠定了客户基础。



图表 22 2008-2020 年中国高净值人群数量
资料来源：招商银行《2021 中国私人财富报告》

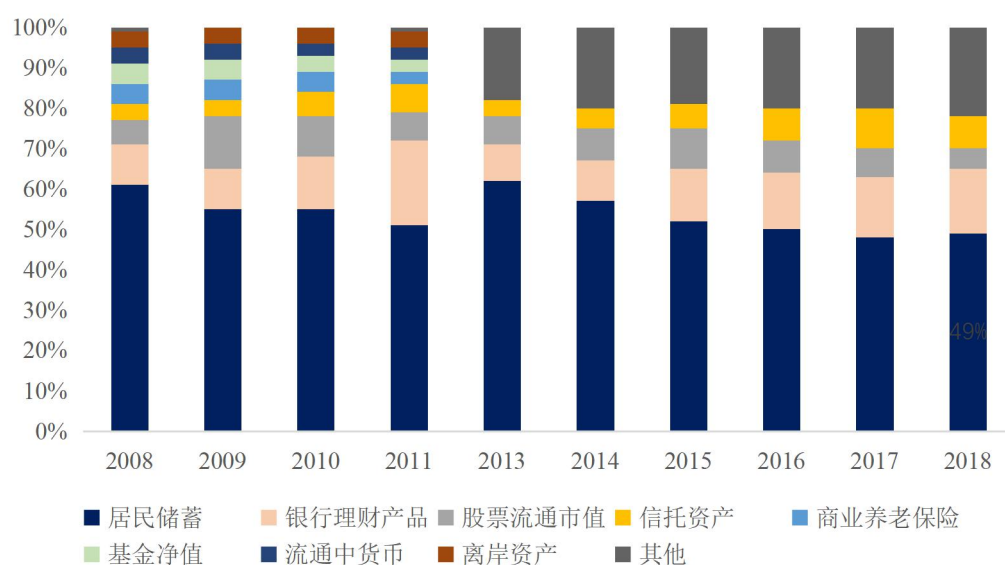


图表 23 2008-2020 年高净值人群可投资资产规模
资料来源：招商银行《2021 中国私人财富报告》

高净值人群的分布上，2020 年高净值人群数量超过 5 万的省市共 17 个。分别是广东、上海、北京、江苏、浙江、山东、四川、湖北、福建、天津、辽宁、河北、湖南、河南、安徽、江西和云南；其中 9 省市（广东、上海、北京、江苏、浙江、山东、四川、湖北、福建）率先超过 10 万人；24 个省市高净值人群数量皆超过 2 万人；高净值人群从一线城市拓展辐射至周边区域，三大经济圈高净值人数及集中度进一步加强。

高净值人群在资产配置中偏爱金融资产，资产等级越高，金融资产比重越高，其中又以二级市场股票、股票型基金为主。疫情后，高净值人群金融资产多元配置热情提升，基金、保险及理财产品在资产组合中占比有所提升。此外，美股、A 股、港股等主要股票市场的股票平均价格指数震荡上扬，带动金融类资产价格走高，成为高净值人群资产保值增值的重要支撑。

4.1.3 储蓄存款仍是家庭金融资产配置大头



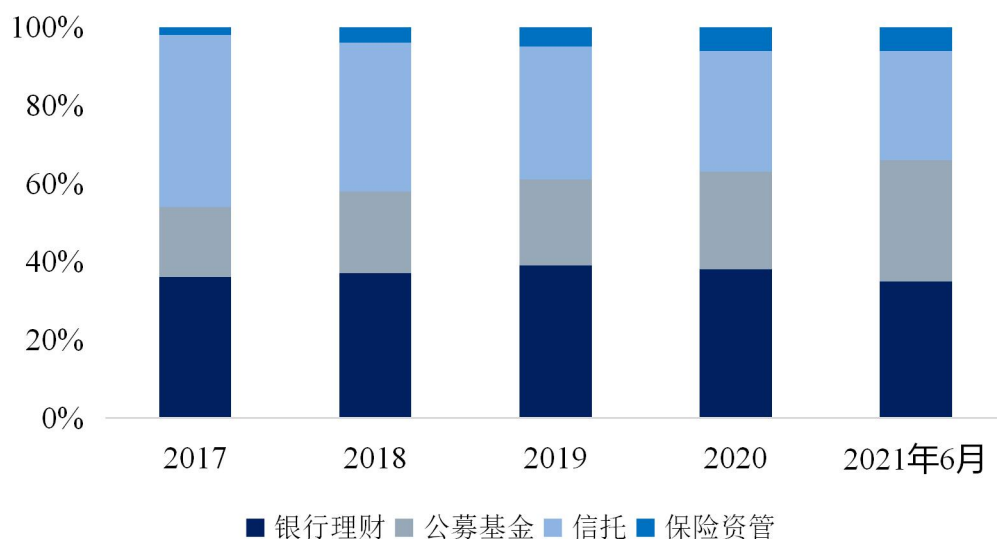
图表 24 2008-2018 我国个人可投资资产构成

数据来源：wind

从居民可投资资产构成来看，储蓄存款是家庭金融资产的配置中占比最大的一块。2008-2018 年储蓄存款占比在 40%-60%之间，2018 年占比为 49%，近年来呈现出下降的趋势，其次是银行理财，占比在 15%左右。储蓄存款占比的下降，说明随着我国居民金融知识的普及，人们对于理财的认知不仅仅局限于银行存款，而希望通过更有经济吸引力的途径来实现资产的保值、增值，例如理财、股票、基金等。

4.1.4 银行理财是资管产品主力军

经过近 20 年发展，银行理财产品已成为我国资管行业乃至整个金融行业重要的有机组成部分。与公募基金、信托、保险资管等其他类型资管产品相比，银行理财产品的投资者覆盖面广，从各类资管产品存续规模来看，银行理财产品是最重要的组成部分，占比为 30%-40%，存续规模居各类资管产品首位。根据银行业理财登记中心数据，截至 2021 年三季度，持有银行理财产品投资者数量达 7125 万个。



图表 25 2017-2021 年 6 月各类资管产品存续规模占比

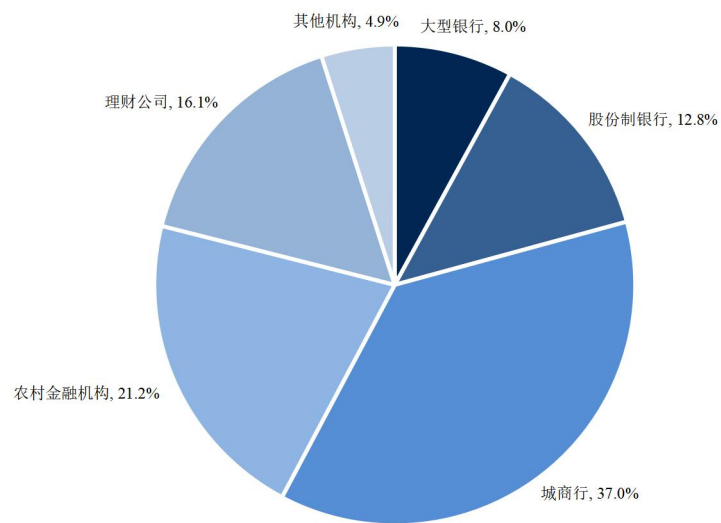
资料来源：银行业理财登记托管中心

经过两年的高速发展，理财公司已经超越股份制银行，成为存续理财产品规模最大的机构类型。截至 6 月底，全国共有 325 家银行机构和 20 家理财公司有存续的理财产品，共存续产品 3.97 万只，同比减少 4130 只，较年初基本持平；存续余额 25.80 万亿元，同比增长 5.37%，较年初下降 0.23%。

机构类型	存续产品只数	存续产品规模	存续规模同比	较年初
全市场总量	39708	258001	5.37%	-0.23%
大型银行	3160	39244	-46.69%	-34.34%
股份制银行	5087	69478	-26.94%	-12.91%
城商行	14692	37801	-9.07%	-7.13%
农村金融机构	8408	10541	1.82%	-3.67%
理财公司	6402	100080	327.16%	50.07%
其他机构	1959	857	10.03%	12.50%

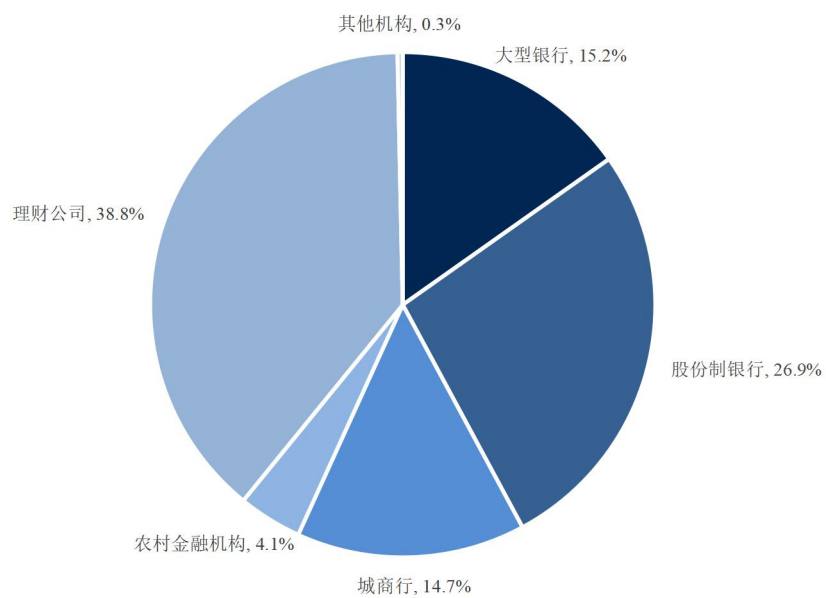
图表 26 2021 年 6 月底存续产品数量（只）、规模情况（亿元）（分机构类型）

资料来源:银行业理财登记托管中心、中国人民大学国际货币研究所整理



图表 27 各机构类型存续产品只数占比情况

资料来源:银行业理财登记托管中心、中国人民大学国际货币研究所整理



图表 28 各机构类型存续产品规模占比情况

资料来源: 银行业理财登记托管中心、中国人民大学国际货币研究所整理

理财公司单只产品平均规模最大。截至 2021 年 6 月底，单只理财产品的平均规模达到 6.50 亿元，同比增长 16.34%。分机构类型来看，理财公司单只产品平均规模达到 15.63 亿元，为各机构类型最大。

随着理财市场的平稳健康发展，银行理财产品在产品期限、运作模式等方面不断优化，产品结构明显改善，产品体系进一步丰富。一是长期限产品发行力度稳步提升，6 月份，全市场新发封闭式产品加权平均期限 281 天，同比增长 39.99%；二是开放式产品规模及占比不断上升，2021 年上半年，开放式产品募集金额占比 93.90%，募集资金同比增长 10.09%；三是固定收益类产品存续规模及占比持续增加，截至 6 月底，固定收益类理财产品存续余额 22.75 万亿元，同比增长 15.04%，占理财产品存续余额的 88.18%。

理财公司队伍不断发展壮大。2021 年上半年，共有 2 家外资控股理财公司和 2 家银行理财公司获批筹建，1 家外资控股理财公司获批开业。截至 2021 年 6 月底，已有 28 家理财公司获批筹建，较去年同期增加 8 家，其中 21 家已正式开业。同时，理财行业的集中登记、第三方托管和信息披露等中介性服务不断发展，理财市场基础设施建设不断完善。

银行理财在稳健转型发展的同时，也通过多种途径支持我国实体经济发展。截至 2021 年 6 月底，银行理财产品通过多种途径实现理财资金与实体经济融资需求对接，大力支持实体经济，在直接支持企业发展、助力疫情防控、盘活小微企业等方面发挥了重要作用：其中投向债券类资产 19.29 万亿元、非标准化债权类资产 3.75 万亿元、未上市企业股权等权益类资产 1.17 万亿元。理财产品投向绿色金融债券超 800 只，投资规模超 2000 亿元；投向抗疫专题债券约 300 只，投资规模超 1000 亿元。根据中基协的数据统计，今年上半年权益类基金保有量规模超千亿的 15 家机构中，11 家都是商业银行，占到排名前 100 的 73.33%。在保有量规模上，这 11 家商业银行的权益类基金保有量规模达 3.24 万亿元，远超其他渠道。

“资管新规”和“理财新规”发布后，2019 年银行理财净值化转型力度明显。净值型产品存续余额及占比持续快速增长，净值型产品存续余额 10.1 万亿元，增长 68.6%。2020 年，随着“资管新规”和“理财新规”等政策落地完善，以净值化转型为重点，理财业务有序整改，同业理财及嵌套投资规模持续缩减；银行理财市场规模达到 25.9 万亿元，同比增长 6.9%；累计为投资者创造收益 9932.5

亿元，同比增长 7.1%。2018-2020 年银行理财产品规模增速稳中有升，年均复合增长率为 9%。2021 年，随着“资管新规”进入过渡期最后一年，理财子公司标准化产品不断涌现，净值化程度进一步提升，非保本理财规模预计稳中有升；结构性存款压降任务初步达成，进入规范发展阶段，预计未来小幅缓步增长。投资者对净值型理财概念接受度持续提升，“理财新规”下产品资金门槛降低，吸引个人投资者持续进入理财市场。预计 2021 年银行理财产品规模整体增速维持在 10-12%。

4.2 基于不同机构的财富管理能力评价方法

本报告开头提到，完整的财富管理链条涉及财富管理业、资产管理业、投资银行业，前两者通常被统称为“大财富”或“大资管”。我们在第三章编制了“中国资产管理行业发展指数”，并从银行、证券、保险、信托和基金等五个维度详细阐述资管行业各子领域的发展。在本章节，我们将对不同行业、不同机构财富管理能力进行评价。

4.2.1 口径与定位

中国公募财富管理（非现金类）渠道榜单对我国财富管理机构按期末公募类产品（非现金类）保有规模进行排名。公募类产品（非现金类）目前包括银行理财产品（非现金管理类）以及非货币公募基金。上述公募类理财产品均具有低门槛、净值化等相似点。

本榜单定位主要包含四点：第一，这是一个普惠性的财富管理的榜单，因此仅包括低门槛的公募资管产品，而不包括私募基金、信托和基金专户等相对高门槛产品；第二，这是一个强调财富管理类服务的榜单，因此不包含近似无风险和弱服务需求的现金管理类银行理财和货币型公募基金；第三，这是一个评判综合销售服务能力的榜单，因此包括该财富管理机构自销内部资管产品和代销外部资管产品的保有量；第四，这是一个全面囊括不同类别机构的榜单，因此包括了从事零售和机构业务的不同类型机构。

本报告中的财富管理能力评价主要聚焦银行理财产品（非现金管理类）以及非货币公募基金的保有量规模。由于财富管理业务正在从卖方服务向买方服

务转型，对机构来说，客户信任和客户粘性是财富管理机构溢价能力的重要来源，关注保有量，意味着以客户为中心，通过高频交互、专业服务和长期陪伴帮助客户以更大概率获取正收益，这也将强化财富管理机构与客户的合作关系。财富管理的保有量反映了机构的投资研究、管理等能力，因此我们把它作为关注的指标。

4.2.2 评价说明与数据来源

通过一种非线性转换方式（齐夫定律构造法）对各机构销售的公募资管产品（非现金类）保有规模进行评分，保有规模越大，评分越高。保有规模评分可直接且客观反映各机构的保有规模差异和相对排序。

榜单数据分别来自中国证券投资基金业协会、中证金牛金融研究中心、道乐研究院（基金公司数据）。

4.2.3 评价方法说明

机构保有规模呈现一定程度的头部聚集效应，规模的对数与排名（1, 2...100）呈一定的线性关系。为了让机构得分代表规模的相对大小，同时避免披露各家机构的非现金公募产品具体保有规模，通过非线性转换方式将规模转换成分数。

线性打分为直接使用最大最小值法打分，非线性打分为 $\log$ 后，再按最大最小值打分。虚拟最高分 500 分，虚拟最低 60 分。指数化具体做法是：

- ①规模取对数，得到变量 A；
- ②经过线性变化，得到变量 B；
- ③B 经过指数函数变换得到得分；
- ④前 20 名得分加一个微小扰动项，防止反推所有机构的规模。

本质含义是机构得分的对数是机构保有规模对数的线性函数。

4.3 基于不同机构的财富管理能力评价结果（100 强）

机构名称	评分	排名	机构名称	评分	排名	机构名称	评分	排名	机构名称	评分	排名
招商银行	501.124	1	广发银行	266.691	26	招商证券	160.4129	51	中国人寿保险	119.5393	76
中国工商银行	495.6369	2	北京汇成基金销售	252.8423	27	哈尔滨银行	157.7087	52	吉林银行	117.4778	77
中国建设银行	478.5247	3	渤海银行	251.9792	28	广发基金	155.1096	53	申万宏源证券	116.5869	78
中国农业银行	461.0786	4	青岛银行	250.9893	29	中国银河证券	154.0453	54	兰州银行	116.3190	79
中国银行	455.3314	5	徽商银行	239.5516	30	东莞农村商业银行	149.1159	55	平安证券	115.4883	80
交通银行	451.0392	6	恒丰银行	237.5562	31	盛京银行	148.7496	56	河北银行	113.8143	81
兴业银行	446.1031	7	上海农村商业银行	231.4575	32	贵阳银行	148.6377	57	嘉实基金	110.0744	82
蚂蚁（杭州）基金销售	442.0589	8	中信证券	229.1514	33	桂林银行	148.3582	58	威海银行	109.7270	83
中信银行	427.005	9	珠海盈米基金销售	212.5278	34	东莞银行	143.9496	59	海通证券	108.8910	84
上海浦东发展银行	409.754	10	华泰证券	210.0101	35	国泰君安证券	141.8128	60	上海陆金所基金销售	108.8910	84
中国民生银行	403.7286	11	天津银行	198.5938	36	长沙银行	141.6076	61	广东顺德农村商业银行	106.6051	86
中国光大银行	396.7962	12	广发证券	194.7648	37	东方证券	141.6076	61	南方基金	103.9919	87
上海天天基金销售	384.3165	13	广州农村商业银行	186.8627	38	重庆银行	138.6582	63	湖北银行	103.9100	88
中国邮政储蓄银行	376.2407	14	易方达基金	184.7736	39	西安银行	138.6294	64	郑州银行	100.1499	89
华夏银行	366.4359	15	汇添富基金	184.7736	39	国信证券	136.7495	65	中国中金财富证券	99.1377	90
平安银行	365.0832	16	重庆农村商业银行	183.0529	41	兴业证券	136.0957	66	昆仑银行	95.3364	91
江苏银行	330.0143	17	中信建投证券	174.9233	42	北京蛋卷基金销售	134.7732	67	长江证券	93.6473	92
宁波银行	325.965	18	齐鲁银行	174.344	43	浙江同花顺基金销售	134.5509	68	甘肃银行	92.9434	93
上海银行	316.956	19	汉口银行	172.2771	44	江苏江南农村商业银行	130.4006	69	晋商银行	92.2641	94
北京银行	311.3722	20	中原银行	171.2891	45	京东肯特瑞基金销售	129.039	70	江西银行	90.2178	95
南京银行	308.271	21	长安银行	169.1109	46	九江银行	127.5283	71	方正证券	89.2927	96
杭州银行	294.2422	22	上海好买基金销售	168.3465	47	大连银行	126.8337	72	青岛农村商业银行	87.9622	97
浙商银行	287.3468	23	苏州银行	166.669	48	龙江银行	124.7287	73	光大证券	81.5202	98
上海基煜基金销售	271.3552	24	温州银行	163.5058	49	华夏基金	123.6646	74	广东南粤银行	77.0622	99
腾安基金销售（深圳）	267.2517	25	广州银行	160.5257	50	杭州联合农村商业银行	120.7777	75	安信证券	74.3279	100
									中泰证券	74.3279	100

图表 29 机构财富能力评价 100 强

机构名称	非现金类银行理财产品保有规模 (亿元)	非货币类公募基金保有规模 (亿元)	合计(亿元)	排名
招商银行	16576	8701	25277	1
中国工商银行	17812	5963	23775	2
中国建设银行	15038	4545	19583	3
中国农业银行	13825	2253	16078	4
中国银行	10095	4997	15092	5
交通银行	11297	3043	14340	6
兴业银行	11997	1561	13558	7
蚂蚁(杭州)基金销售有限公司		12985	12985	8
中信银行	9491	1408	10899	9
上海浦东发展银行	7227	1764	8991	10
中国民生银行	6686	1707	8393	11
中国光大银行	6660	1080	7740	12
上海天天基金销售		6739	6739	13
中国邮政储蓄银行	4955	1192	6147	14
华夏银行	4848	636	5484	15
平安银行	3903	1503	5406	16

图表 30 2021 年四季度公募财富管理产品（非现金类）各机构保有规模
TOP16

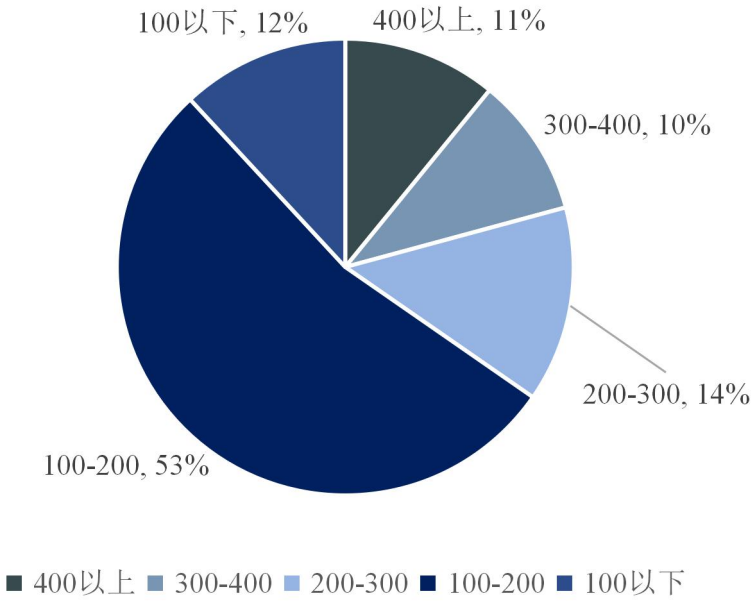
数据来源：中国证券投资基金业协会、中证金牛金融研究中心、道乐研究院（基金公司数据）

从 2021 年四季度公募财富管理产品各机构保有规模来看，排在前 16 位的机构中，有 14 家为银行，其他两家为第三方机构（蚂蚁基金、天天基金）。招商银行以 25277 亿元的总保有规模排名第一，中国工商银行（23775 亿元）、中国建设银行（19583 亿元）分别排在第二、三位。在非货币类公募基金保有规模领域，蚂蚁基金以 12985 亿元保有规模排在第一位。

从评分结果来看，101 家机构评分的平均值为 204.97 分，中位数为 160.41 分。得分在 400 分以上的机构仅有 11 家，一半机构得分位于 100-200 分之间。300-400 分、200-300 分、100-200 分、100 分以下的公司分别有 10 家、14 家、54 家、13 家。

打分区间	公司数量（家）
400 分以上	11
300-400 分	10
200-300 分	14
100-200 分	54
100 分以下	12

图表 31 101 家机构打分区间分布



图表 32 101 家机构打分区间占比

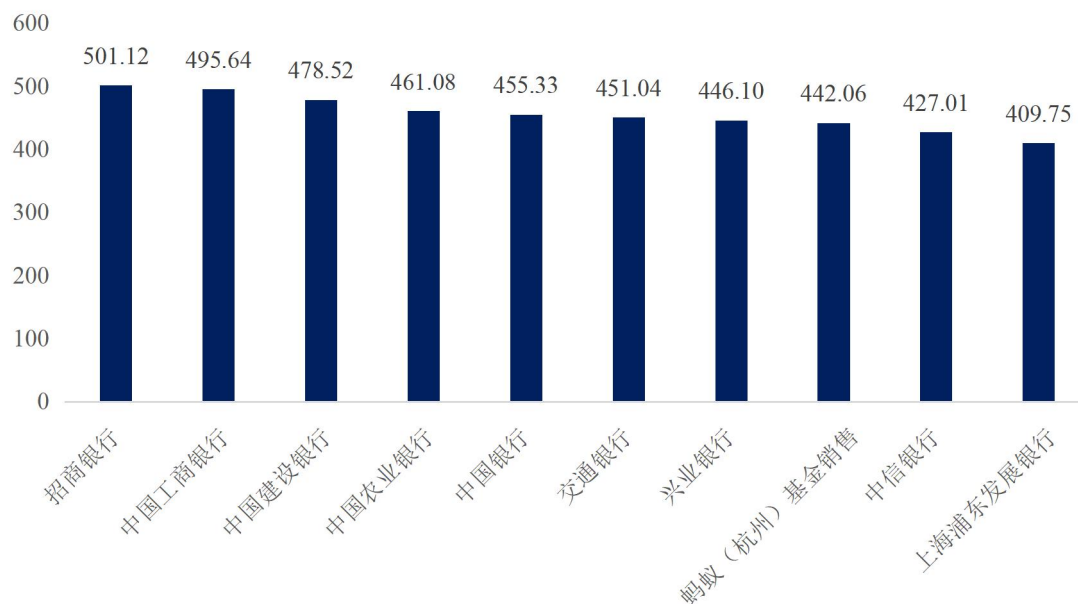
从 100 家机构评分分布来看，53%的机构评分集中在 100-200 分之间，12%的机构评分在 100 分以下，14%的机构得分在 200-300 之间，11%的机构得分在 400 分以上，评分在 300-400 之间的机构占比最小，仅为 10%。

机构类型	平均得分
银行	229.41
第三方机构	218.79
公募基金	143.73
券商	133.30

图表 33 各机构类型平均得分

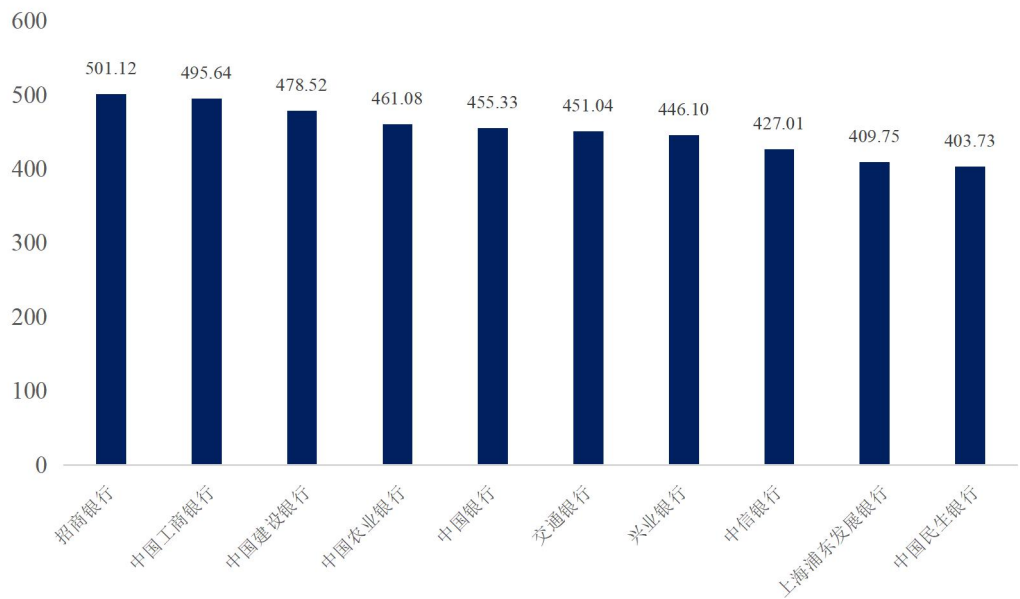
由于各类金融机构在资金端、投研能力、客户资源、销售渠道、产品发行、人才团队、业务协同等方面各具差异，因此在发展财富管理业务上也各有优劣势。

从不同机构的平均得分来看，银行平均得分为 229.41 分，在所有机构中排名第一；其次为第三方机构，平均得分为 218.79 分；公募基金、券商平均得分分别为 143.73 分、133.3 分。由此可见，银行在财富管理业的优势地位明显，处在中流砥柱，其他机构则是有益补充。



图表 34 排名前 10 家机构得分

从 100 家机构评分排名来看，前 20 名中有 18 家为银行，前 10 名中有 9 家为银行。其中招商银行以 501.12 分排名第一，中国工商银行、中国建设银行位于第 2、3 位。招商银行财富管理优势显著，几家国有大行的财富管理也都位于前列，除此之外，唯一一家非银行机构则是蚂蚁基金。



图表 35 排名前 10 家银行得分

得分区间	数量
400 分以上	10
300-400 分	9
200-300 分	8
100-200 分	31
100 分以下	6

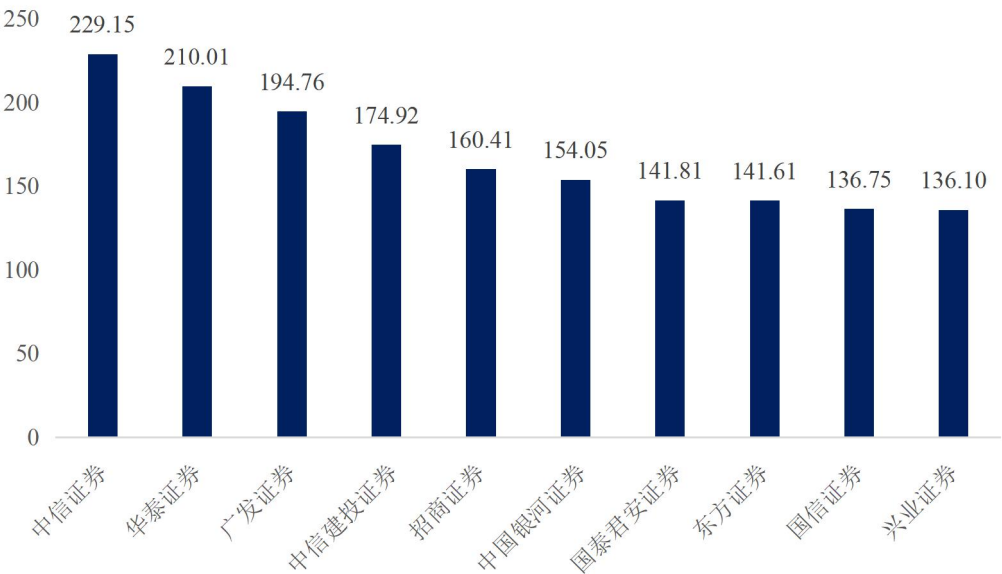
图表 36 银行得分情况区间分布

从银行得分情况来看，得分在 400 分以上的有 10 家，得分在 300-400 分之间的有 9 家。得分在 100-200 分之间的数量最多，有 31 家。

从得分排名前十的银行来看，其分值差别不太大。排在前十的银行分别为招商银行、中国工商银行、中国建设银行、中国农业银行、中国银行、交通银行、兴业银行、中信银行、上海浦东发展银行、中国民生银行，财富管理龙头主要集中在头部银行。

得分区间	数量
200 分以上	2
100-200 分	11
100 分以下	6

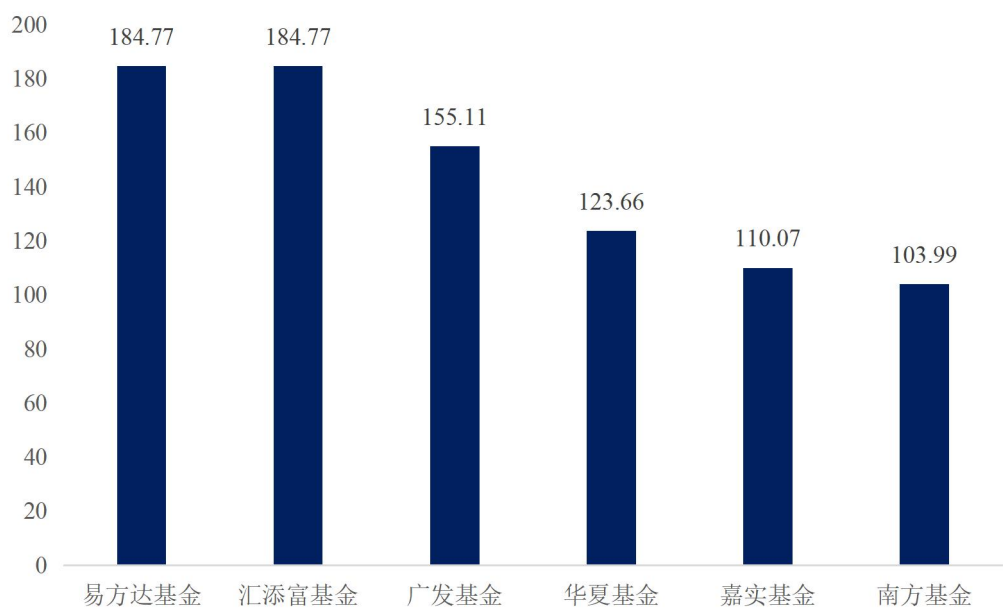
图表 37 券商得分情况区间分布



图表 38 排名前 10 家券商得分

从券商得分情况来看，得分在 100-200 分之间的数量最多，有 11 家；得分在 200 分以上的仅有 2 家，得分在 100 分以下的有 6 家。

从得分排名前十的券商来看，其分值明显低于银行。排在前十的券商均是行业龙头，分别为中信证券、华泰证券、广发证券、中信建投证券、招商证券、中国银行证券、国泰君安证券、东方证券、国信证券和兴业证券。



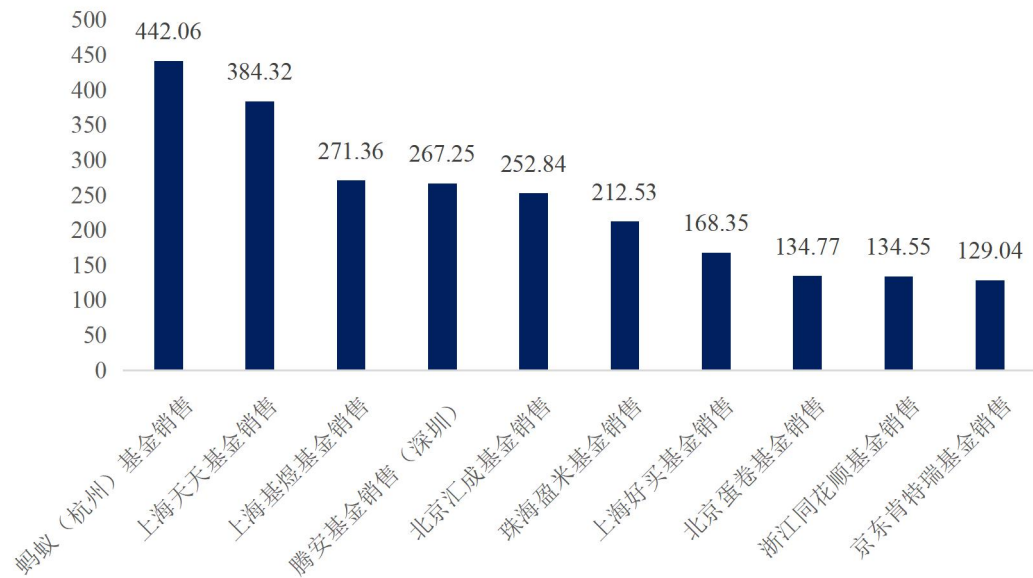
图表 39 上榜 6 家公募基金得分

得分区间	数量
100-200	6

图表 40 上榜 6 家公募基金得分情况区间分布

从公募基金情况来看，总体数量较少，上榜一共只有 6 家。从得分情况来看，得分都在 100-200 分之间。从得分排名来看，由高到低分别为易方达基金、

汇添富基金、广发基金、华夏基金、嘉实基金和南方基金。



图表 41 排名前 10 家第三方机构得分

得分区间	数量
300 分以上	2
200-300 分	4
100-200 分	6

图表 42 第三方机构得分情况区间分布

从第三方得分情况来看，同样是得分在 100-200 分之间的数量最多，有 6 家；得分在 300 分以上的仅有 2 家，分别为蚂蚁基金和天天基金；得分在 200-300 分之间的有 4 家。

从得分排名前十的第三方机构来看，其分值差距较大。排在前五的分别为蚂蚁基金、天天基金、基煜基金、腾安基金、汇成基金。最高的蚂蚁基金，达

到 442.06 分，京东肯特瑞基金销售排在第十位，分值 129.04 分。

4.4 基于不同机构的财富管理能力评价结果分析

各类财富管理机构构成了财富管理行业生态链的主体，不同机构之间虽然在重叠的领域竞争，但在互补的领域也存在着合作。这种竞合关系会形成未来较长一段时期内财富管理行业的格局。由于各类金融机构在资金端、投研能力、客户资源、销售渠道、产品发行、人才团队、业务协同等方面各具差异，因此在发展财富管理业务上也各有优劣势。

不同机构有不同的目标客户群体，高净值客群的财富管理诉求则具有多元、复杂、个性化的特征，且对费率不敏感，具备品牌效应、账户优势、综合金融服务能力的头部银行有望占据较大份额；大众客群财富管理的首要诉求为性价比，对费率较为敏感，也更看重服务的可获得性，为客户提供高性价比和客户体验的独立销售机构，如蚂蚁基金、天天基金具备相对优势。

4.4.1 银行强于综合金融服务能力，但机制方面有待进一步加强。

4.4.1.1 银行具有全牌照综合优势

银行具有金融行业全牌照，涵盖全品类资管产品。许多全国性银行尤其是国有大行几乎拥有金融行业的全牌照，包括保险、信托、基金、金融租赁、消费金融、期货、理财子公司和金融资产投资等，综合化布局相对完善。从具体的产品配置来看，银行可以同时销售银行理财、公募基金、信托、券商、保险等多品类资管类产品，横跨净值型产品与非净值型产品，具有更全面的产品覆盖，而且能够根据客户需求进行有效的全品类资产配置。

居民财富管理需求扩大，呈现多样化、差异化趋势。随着我国全面建成小康社会，居民财富不断积累，个人和家庭可投资资产规模持续高速增长。居民部门对于自我及家庭财富管理的认知不断发生变化，财富管理的需求也呈现多元化、差异化的发展趋势，部分居民的财富管理需求可能偏向于保值增值，还有部分居民的财富管理需求可能涉及家业的代际传承。不同居民具有不同的风险偏好，部分居民可能倾向于投资风险相对较低的固收类产品，部分居民可能

倾向于投资权益类、衍生品类等风险相对较高的投资工具，还有部分居民倾向于在高风险和低风险的产品之间进行投资组合。

银行具有财富管理产品销售数量和定价能力上的双重优势。银行具有全面的产品覆盖，可满足客户的多元化理财需求，而且还能根据客户需求在不同产品间进行投资组合，为客户量身定制特色差异化的财富管理方案。由于银行自身具有资产投资能力，所以其对于资管产品的理解高于第三方销售机构以及其他财富管理行业，而且银行体系家大业大，相较于第三方销售机构具有更强的自主定价能力，它不太需要通过认申购费折扣优惠吸引客户。综合来看，银行在财富管理业务中可以凭借自身全品类的优势实现量价齐升，获得较高的收入和利润。

银行在私人财富管理领域具有绝对优势。高净值客户通常对私密性、专属性和专业性有较高要求，而且通常具有信用卡、支付结算、保险、家族信托和出国留学等广泛的金融服务需求，而银行的全牌照综合优势正好能为高净值客户提供“一站式”的便捷服务，预计后期客户黏性也会较高。

4.4.1.2 银行具有更强的自主创新能力

金融科技助力银行产品和业务提质创新。过去相当长的时间内，我国财富管理业务存在线上化水平较低、服务门槛高、产品种类少、理财覆盖度低的问题，财富管理业务发展陷入了市场触达难、获客成本高、运营效率低、客户体验差的困境。近年来金融科技的发展可以助力财富管理业务解决此类难题，一方面，金融科技的运用可以构建数字化生态，重塑财富管理机构的运营体系，降低财富管理机构的运营成本；另一方面金融科技可以充分利用大数据、人工智能等技术建立专业化、智能化的决策体系，为客户提供智能化的财富管理方案，提高客户覆盖率和服务效率。

银行在发展金融科技的资源投入上具有优势。金融科技的发展需要投入大量资源，而银行在人、才、物的储备上都具备强大的实力，多家银行都在持续加大科技经费投入，也在重点引进高端社会化专业科技人才，相信在不久的将来，金融科技为商业银行财富管理赋能的作用会进一步凸显。目前，银行数字化转型已经从口号转化为实践，从自建 App 作为触达客户、营销客户、陪伴客

户的重要阵地，到充分利用大数据、云计算技术建设智能投顾体系，开拓线上财富管理业务，数字化和平台化转型正推动银行的财富管理业务向更深层次发展，银行体系的资源优势得以进一步彰显。

4.4.1.3 银行具有广泛的物理网点分布

银行线上线下全渠道优势是第三方销售机构所不具备的。截至 2020 年末，全国银行业金融机构营业网点总量约 22.44 万个。在财富管理中双方的信任感十分重要，银行线下网点的工作人员或客户经理能与客户进行面对面交流，可以清晰明确地理解客户的财富管理需求，双方也能较快建立亲近感和信任感，就具体的财富管理方案有更多更深入的交流沟通。对于理财市场规模贡献较大的头部和腰部客户来说，银行线下网点能让他们享受到高质量的服务，可以更加快捷、高效地满足其相对复杂的财富管理需求。随着我国人口老龄化程度加剧，老年人的财富管理需求逐渐成为财富管理业务的重要组成部分，比起线上渠道的复杂操作，老年人显然更偏好简单、快捷的线下网点服务。而且银行线下渠道下沉度较高，对于农村乡镇等相对偏远的地区，银行的线下网点布局已经相对深入，偏远地区的金融理财业务不够发达，电信网络等基础设施不够完善，居民对于线上新事物的了解不多，线下网点仍是其办理金融业务的重要渠道，但随着向共同富裕目标的逐步迈进，农村居民的财富管理业务也有较大的发展潜力，银行在这方面有先发优势。

除了线下渠道的优势，银行在线上渠道方面也毫不逊色。根据中国银行业协会所发布《2020 年中国银行业服务报告》，2020 年银行业金融机构离柜交易达 3708.72 亿笔，同比增长 14.59%；离柜交易总额达 2308.36 万亿元，同比增长 12.18%；行业平均电子渠道分流率为 90.88%。其中，手机银行交易达 1919.46 亿笔，同比增长 58.04%，交易总额达 439.24 万亿元，同比增长 30.87%；网上银行交易达 1550.30 亿笔，交易总额达 1818.19 万亿元，同比增长 9.68%；电话银行人工处理来电 8.62 亿人次；人工电话平均接通率达 93.04%。银行正通过网上银行、手机银行多端发力，规划逐步打通线上线下全渠道，改进业务办理效率，提高业务质量水平。

银行在财富管理产品的销售上大幅领先其他渠道。只有银行和银行理财子

公司可以销售银行理财产品，独立第三方代销占比较小。对于适合高净值人群的私募产品，银行是代销的主要渠道，例如信托产品，除了信托公司自营直销渠道之外，银行代销的规模占到代销规模的约 90%。根据基金业协会的数据，前 20 大基金销售机构中银行系占主导地位，在基金总保有量中的占比约为 60%。在前 100 家保有规模总量中，银行、券商、独立销售机构三类金融机构在“股票+混合”公募基金的市占率分别为 61%、16%、23%，在非货币公募基金的市占率分别为 58%、15%、27%。综合来看，银行在财富管理产品销售渠道上具有显著优势。

4.4.1.4 银行体系具有高效的协同发展机制

银行理财子公司与母行分别具有一定优势。2019 年 5 月首批银行理财子公司获准开业，目前，已有 29 家银行理财子公司获批筹建，已经开业的理财子公司多为母行旗下子公司，部分为理财子公司与外资资管机构的合资企业。通常来说，母行在客户资源、渠道网点等方面具有显著优势，母行通常已在金融领域深耕多年，服务的客户群体深入千家万户，在广大老百姓心中积累了良好的信用和声誉，具有一定的品牌价值，在客户积累和风险管控等方面具有丰富的经验。但是由于母行通常具有“大而全”的特征，其专业化的投研实力并不是十分强大，银行理财子公司正好可以在这方面发挥“专而精”的优势，理财子公司可以建立专业化的投研团队，对宏观、市场、资产配置等进行广泛而深入的研究，形成统一的策略观点，为产品创新和投顾服务等提供指导参考。

银行理财子公司可与母行上下协同，优势互补。未来，随着母行客户资源积累和渠道开拓进一步深入，理财子公司的投研团队愈加完善以及运作机制逐渐成熟，二者之间可以发挥进一步的协同作用。母行可为旗下理财子公司提供客户、渠道等资源以及相关业务开展经验，理财子公司注重提高细分领域的专业投研能力，母行有效整合各理财子公司的产品资源，上下协同，优势互补，共同满足客户多元化、差异化的财富管理需求。

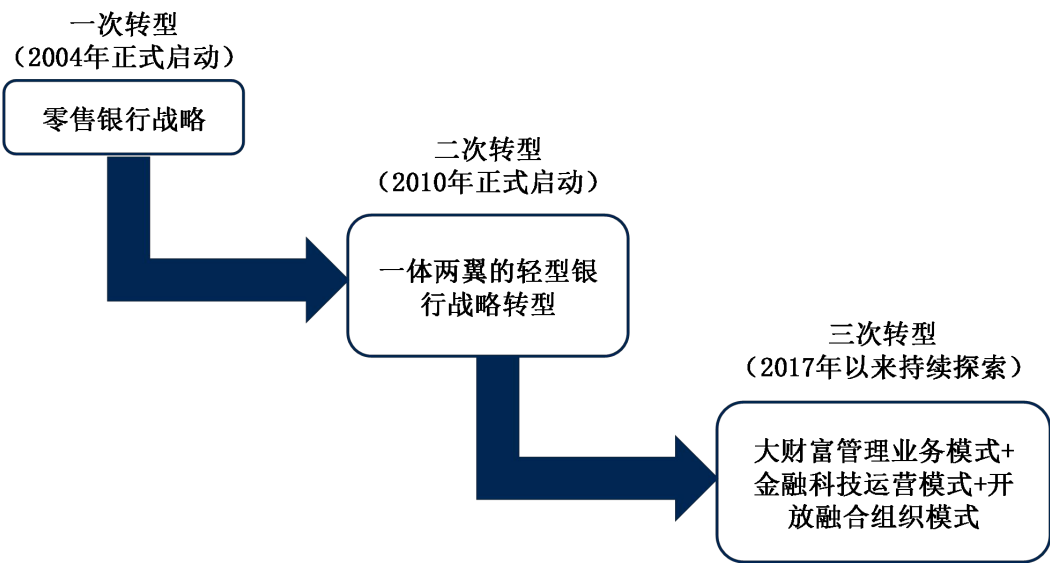
4.4.1.5 银行在机制方面存在一定劣势

银行体系规模和人员数量均较为庞大，且已经经营多年，体制机制方面存在

一些保守和僵化的问题，但是银行正在顺应时代潮流积极转型，预计此类问题可以得到有效解决。

4.4.1.6 招商银行： 构建大财富管理生态圈

第一，三次战略转型准确把握时代脉搏，财富管理业务同业先行。第一次转型率先确立了零售银行的战略，以“一卡通”业务带动零售规模迅速增长；第二次转型践行“一体两翼”的“轻型银行”战略，以零售业务为主体，对公和同业业务为两翼，依托零售业务基础向“轻型银行”转型，逐渐摆脱宏观经济周期对银行业绩和经营的影响；第三次转型探索“大财富管理的业务模式+金融科技的运营模式+开放融合的组织模式”，针对客户的财富管理需求提供综合化的解决方案。

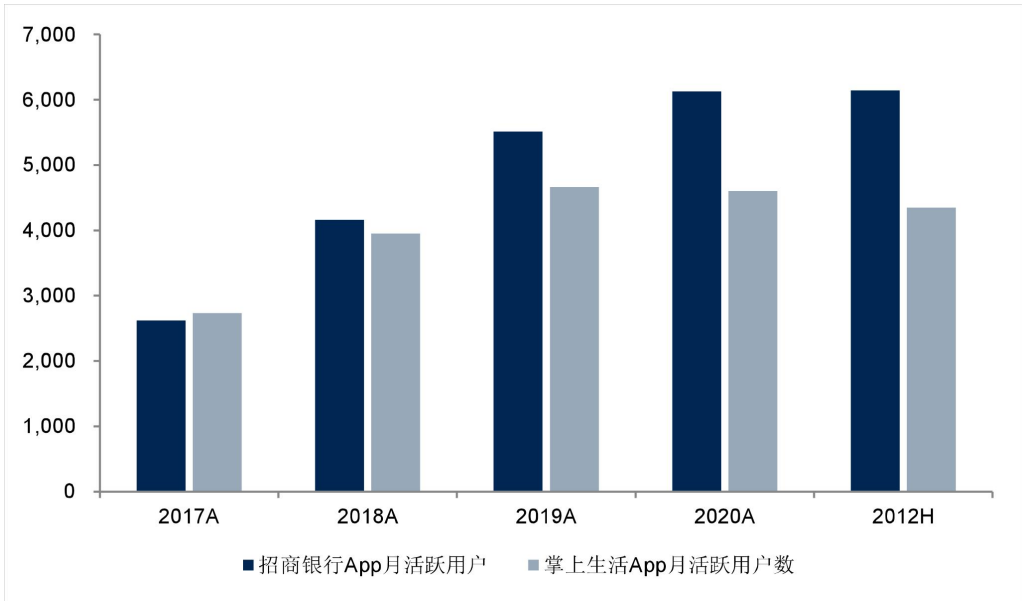


图表 43 招商银行的三次战略转型

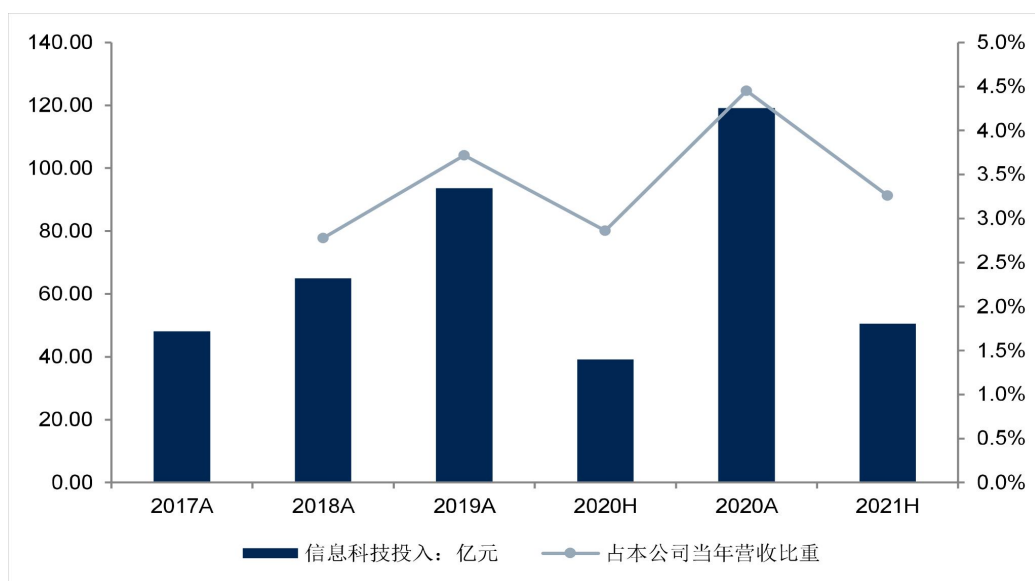
资料来源：招商银行财报，招商银行官网

第二，金融科技投入持续深化，助力招行打造大财富管理生态圈。招商银行很早就意识到零售银行的经营模式会从线下物理网点向移动端手机银行转型，较早开始了相关的业务布局。2010年11月招商银行正式上线iPhone版手机银行。2015年招商银行集中力量打造招商银行和掌上生活两大App，依托两大App打造“金融+生活”生态圈，通过生活场景培养用户的活跃度和留存度，截

至 2021 年 6 月末,招商银行 App 累计用户数 1.58 亿户,期末月活跃用户数 6,141 万户;掌上生活 App 累计用户数 1.17 亿户,期末月活跃用户数 4,347 万户。招商银行一直在加大金融科技投入,2017 年将税前利润的 1%计提为金融科技创新基金,2018 年继续扩大为营业收入的 1%,2020 年起又将其提升到 1.5%,实际上 2017-2021H 招行金融科技投入占营收的比重持续在 3.0%以上。



图表 44 招行两大 APP 活跃用户数
资料来源：招行财报



图表 45 招行金融科技投入

资料来源：招行财报

第三，建立大财富管理循环价值链，大零售战略形成低成本核心优势。与零售 AUM 对应，招商银行在批发条线创设了 FPA（客户融资总量）考核指标，经过“存款转 AUM、贷款转 FPA”两步，招商银行的资金来源、资金运用都从银行资产负债表转向了客户资产负债表，并领先同业打造了“投资银行-资产管理-财富管理”的价值循环链，很好地链接了居民资金供给端和企业融资需求端，例如投行业务为某新动能企业提供并购贷款，获得优质非标资产，经由资管部门组合打包成私募基金，再由零售条线销售给私行客户，一笔业务就从 B 端串联到 C 端。若私行客户是企业主，自身也有融资和工资代发需求，又可发起一轮新循环。



图表 46 招行大财富管理循环价值链

资料来源：中国基金报，招商银行官网

财富管理业务实现与其他业务的有效协同。财富管理业务不仅仅给招商银行带来了中间业务收入，还实现了与其他业务的有效协同，财富管理为招商银行带来了大量的活期存款，有效降低了公司的资金成本，而资金成本低又使得招商银行在资产选择上风险偏好较低，公司资产质量保持长期优异，2021年6月末，招商银行不良率为1.01%，期末拨备覆盖率处在439%高位，在风险控制得当的同时获得了不错的收益，整体上形成良性循环。

4.4.2 券商强于投研能力与机制优势，但渠道能力、客户认可度还有提升空间

从券商得分情况来看，得分在100-200分之间的数量最多，有11家；得分在200分以上的仅有2家，100分以下的有6家。从得分排名前十的券商来看，其分值明显低于银行。排在前十的券商均是行业龙头，分别为中信证券、华泰证券、广发证券、中信建投证券、招商证券、东方证券、兴业证券、中国银河证券、国信证券和国泰君安证券。

随着权益类基金规模扩大，我国居民对权益市场的关注度和参与度不断加深。外部环境驱动叠加佣金率下行，共同促进券商经纪业务向财富管理转型。

作为拥有股票交易牌照的券商，其依靠经纪业务引流，发展财富管理业务也凸显出自身优势。

4.4.2.1 券商发展财富管理业务的优势

我国居民对权益市场的关注度和参与度在不断加深，而券商天然离资本市场较近，发展权益类产品财富管理具有优势。

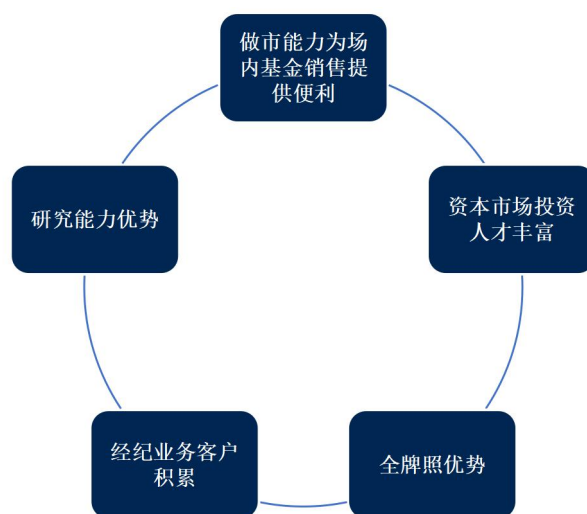
国内券商财富管理业务起步较晚。目前来看，我国券商的财富管理业务模式仍然立足于证券经纪业务，主要是基于各类资本市场工具，向客户提供资产配置、资本中介、信息资讯等综合金融服务，业务发展主要以销售驱动为主。然而，在中国经济转型和资本市场改革的大背景下，财富管理客户需要资本市场驱动的金融服务，而处于转型路口的证券行业同样需要找到新的增长驱动力。

时间	发展情况
2003 年-2009 年 萌芽阶段	券商开始加快研发、销售理财产品
2010 年-2012 年 初步转型阶段	券商开始成立财富管理中心，根据客户需要提供投资顾问服务
2012 年至今 发展阶段	券商加快从通道服务向财富管理转型的步伐，积极探索和实践针对高净值客户的服务模式

图表 47 我国券商财富管理业务发展历程

资料来源:中国证券业协会、中国人民大学国际货币研究所整理

对拥有股票交易牌照的券商而言，其发展财富管理业务有五方面的优势：



图表 48 券商发展财富管理业务的优势
资料来源：中国人民大学国际货币研究所整理

第一，优秀的做市能力可以使券商在场内基金销售上占有先机。场内基金是在证券交易所交易的基金，只要开通场内基金账户即可交易，任意一个券商开户都能开通场内基金账户，所以相较于其他机构，拥有场内做市资格的券商可以更为便捷地将股市投资者引向场内基金货架，所以其在场内基金的销售上占有先机。从上交所公布的数据来看，截至 2021 年 5 月末，上交所基金市场共有主做市商 14 家，一般做市商 15 家，参与的基金产品共有 281 只。从做市商情况来看，基金做市服务数量超过 100 只的券商有中信证券、方正证券、广发证券和招商证券。

序号	做市商	主做市服务数量	一般做市服务数量	做市服务数量总计
1	中信证券股份有限公司	173	13	186
2	方正证券股份有限公司	117	18	135
3	广发证券股份有限公司	109	8	117
4	招商证券股份有限公司	100	0	100
5	中信建投证券股份有限公司	84	8	92
6	华泰证券股份有限公司	76	2	78
7	中国国际金融股份有限公司	56	0	56

8	海通证券股份有限公司	51	1	52
9	申万宏源证券有限公司	32	5	37
10	中国银河证券股份有限公司	22	14	36
11	中泰证券股份有限公司	30	0	30
12	国泰君安证券股份有限公司	23	1	24
13	东方证券股份有限公司	9	4	13
14	国盛证券有限责任公司	3	3	6

图表 49 券商主做市商服务情况

资料来源:上交所官网、中国人民大学国际货币研究所整理

第二，券商拥有资本市场投资人才优势。券商的各项业务，如自营业务、财富管理业务、股权投资业务、资产管理业务，都对投资人员的专业能力有较高的要求。券商在业务发展过程中，积累了具有丰富投资经验的人才，从而使券商具备了为客户提供优质财富管理服务的基本条件和综合实力。

第三，券商具有全牌照优势，有助于实现业务协同。全牌照券商拥有广泛的业务范围，可以在更多领域开展业务，而不同业务之间的协同是财富管理业务拓展的重要驱动因素。券商的投行客户包括处于不同生命周期的企业客户。成长期企业的融资需求可通过风险投资、私募股权投资、创业板上市、新三板挂牌等方式来得到满足。成熟企业有发行股票、定向增发、发行债券、并购重组等服务需求。上市企业可能有市值管理、股权质押融资、增减持配套等服务需求。券商在为企业客户提供投资银行服务的同时，可以通过部门联动，带动全套财富管理业务营销。

第四，券商的经纪业务为其开展财富管理业务积累了丰富的中高风险偏好客户资源。券商经纪业务的客户以风险偏好较高的股票投资者为主，深交所发布的《2020 年个人投资者状况调查报告》显示，2020 年股市投资者账户平均资产量为 59.7 万元，投资者中有 67% 投资于公募基金。股市投资者需通过券商的经纪渠道完成股票交易，这为券商的基金代销积累了丰富的客户资源。

第五，券商具有研究能力优势，为财富管理业务打下坚实基础。相对其他金融机构而言，中大型券商拥有庞大的研究团队，覆盖行业范围广，研究较为有深度。雄厚的研究实力为券商给零售系统的高端客户提供高质量的咨询服务打下了基础，进而为实现定制化的财富管理服务提供了可行性。

4.4.2.2 券商发展财富管理业务的劣势

尽管券商目前已经对财富管理体系进行初步构建，很多头部机构也率先进行模式创新，并带动行业整体进行探索和突围，但是很多机构依然无法脱离“传统佣金模式”的依赖，需要从卖方思维转变为买方思维，从对客户交易黏性的依赖转变为为客户做资产管理的服务升级，无论是头部券商还是中小机构，实现财富管理转型仍然面临一些亟需解决的问题。

第一，产品及服务供给丰富度不足，同质化现象严重

虽然券商在资产获取方面具有较强的优势，但是与银行相比，其产品的丰富度不足，且权益类产品占比较高，同质化现象严重，不能满足传统高净值客户或富裕客户的需求。同时，相比银行机构，多数券商构建全市场“产品超市”的能力并不充分，产品体系和营销体系并不完备，这也让很多想要尝试做财富管理转型的机构往往止步于此。尤其是在销量引导的背景下，优先营销的产品反而会被推荐到客户手中，而无法真正做到匹配客户风险偏好、实现差异化的资产配置。产品体系不足，导致财富管理的体验不佳，因此搭建完整产品线成为各家券商发展财富管理业务的重要突破点。与第三方机构相比，券商长期受制于其内在体制，而第三方理财相对中立的观点和以客户为核心的服务理念有利于取得客户信任，凭借强大的客户资源，能积极参与项目的前端开发，有利于风险控制。与基金公司及保险公司相比，券商的投资能力以及人才储备还有一定差距。

第二，科技赋能能力不足

金融科技人才投入不够。券商做财富管理，离不开平台和产品体系的搭建，而体系化的建设离不开科技能力的提升。另一方面，平台需要提升客户资产管理的体验，机构需要通过财富管理增加业务竞争能力，这些都有赖于券商对信息技术的投入，并向业务内部注入“科技基因”。未来金融科技将在券商发展中占据重要位置，财富管理业务的数字化转型是大势所趋。但对于很多机构而言，人力资本主要集中于投研、交易、销售和运营等岗位，金融科技人才的配置相对不足。

智能化程度较低。新科技及大数据应用程度不足，大多数的智能投顾风险测评简单，主要覆盖年龄、收入、婚姻状况、投资经验等基本信息，造成用户

画像简单、静态化，难以做到精准营销、智能化匹配等。对于很多券商机构而言，搭建以数字化证券为中心的平台和体系存在思维、文化和组织层面的限制，使得数据的使用往往停留在业务在线化，无法发挥协同效应，更难以带来持久创新，这也让财富管理转型和金融科技的融合变得十分困难。

第三，渠道销售能力不足，客户基础远不及银行

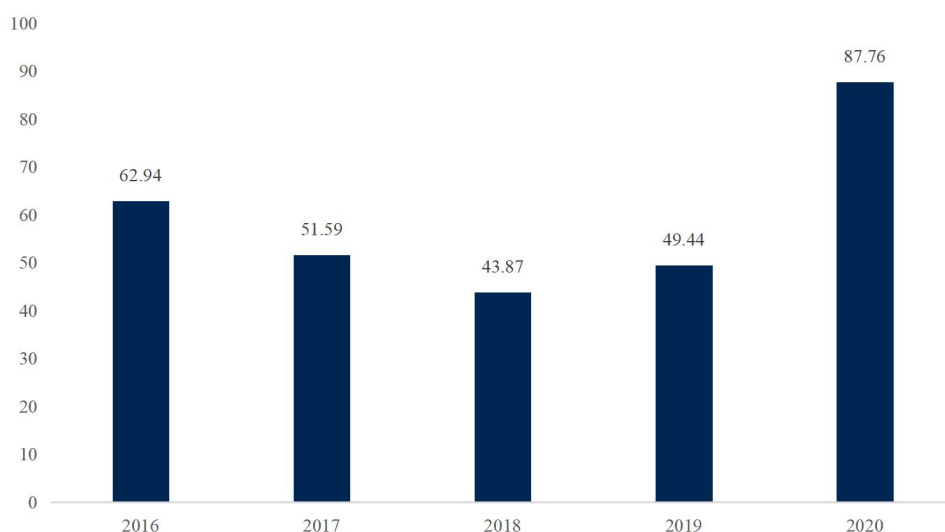
券商渠道优势不如银行，客户基础和资产规模比银行小。与银行机构相比，国内券商在中高端零售金融服务领域起步较晚，总体看尚无券商真正建立起成熟的财富管理商业模式和有广泛影响力的财富管理品牌。面对家族、企业家、上市公司股东等超高净值客户，以及各类新富阶层、传统富裕客户，大部分券商依然缺乏专业化、体系化、综合化的高端财富管理经验和能力，在高端服务的资源整合与需求匹配上与领先商业银行的财富管理及私人银行部门仍有明显差距。近几年来，A股市场更是多次经历大幅涨跌，在相当程度上影响了投资者对券商持续服务的信心与黏性。财富管理的发展必须建立在庞大、多元的客户基数之上，但国内券商的客户规模明显不及银行，且大多都是中高风险偏好客户，对于中低风险偏好客户的吸引力仍然不足。

自2007年国内私人银行业务兴起以来，高端金融服务市场基本被大型商业银行主导。国内主要商业银行在高端客户，特别是超高净值客户的资源积累与综合服务上相较于券商具有明显的先发优势。根据招商银行发布的《2021中国私人财富报告》统计数据，2020年，中国高净值人群数量达到262万人，与2018年相比增加了约65万人，年均复合增长率由2016-2018年的12%升至2018-2020年的15%。从财富规模看，2020年中国高净值人群共持有84万亿元人民币的可投资资产，年均复合增速为17%。2017-2021年，中资银行长期位居高净值人群稳健配置首选，境内资产配置比例提及率均超80%，外资银行则通过深度理解高净值人士在跨境业务、帮助搭建国外关系网、提供专业的海外投资产品和服务方面的需求，在高净值人群的海外资产配置和优化方面占有一席之地，其配置比例提及率维持在5%左右。2021年，高净值客户在券商、私募机构的配置比例提及率为12%。因此，在大财富管理市场中，高净值客户对银行类机构的信任度更高。

4.4.2.3 中信证券：经纪业务强势引流、投研实力强大

当前中国证券行业进入相对快速的发展阶段，证券公司之间的竞争愈发激烈。其中，中信证券依托于自身的业务侧重和发展战略在早期确立了龙头地位，并一直保持到现在。从总市值和营业收入等规模来看，中信证券都要远远领先于其他证券公司。

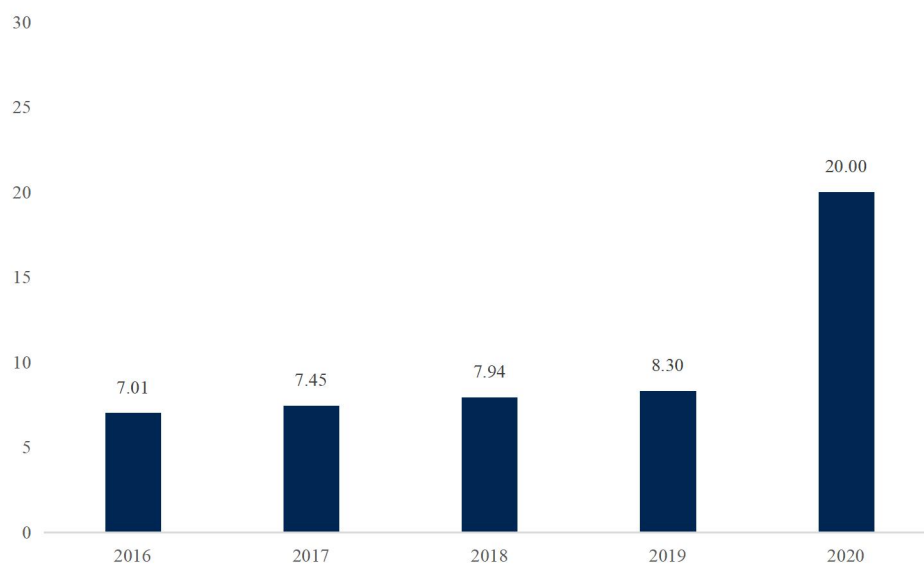
中信证券经纪业务收入位居行业首位，为其开展基金代销业务提供了坚实的客户基础。2016年至2020年，中信证券的经纪业务收入排名稳居行业前两名，从中信证券自身的业务占比来看，经纪业务一直保持着中信证券最大的收入来源。截至2020年末，中信证券客户数量累计超1,090万户，托管客户资产规模合计人民币8.5万亿元。其中财富客户数量12.6万户，资产规模人民币1.5万亿元；人民币600万元以上资产高净值客户数量2.7万户，资产规模人民币1.3万亿元；财富管理账户签约客户1.3万户，签约客户资产超人民币1,700亿元。队伍建设方面，中信证券注册投资顾问队伍人数超3200人，位居行业第2。



图表 50 2016-2020 年中信证券经纪业务收入

资料来源：中国证券业协会、中国人民大学国际货币研究所整理

中信证券实行“坚持经纪业务本源，深化财富管理发展”战略，其财富管理體系不断壮大。今年以来，中信证券不断丰富其财富客户产品与服务体系，强化核心财富配置能力，大力培育高素质专业队伍，贯彻全球一体化发展要求，整合境外零售与财富管理，探索为客户提供境内外全产品服务。



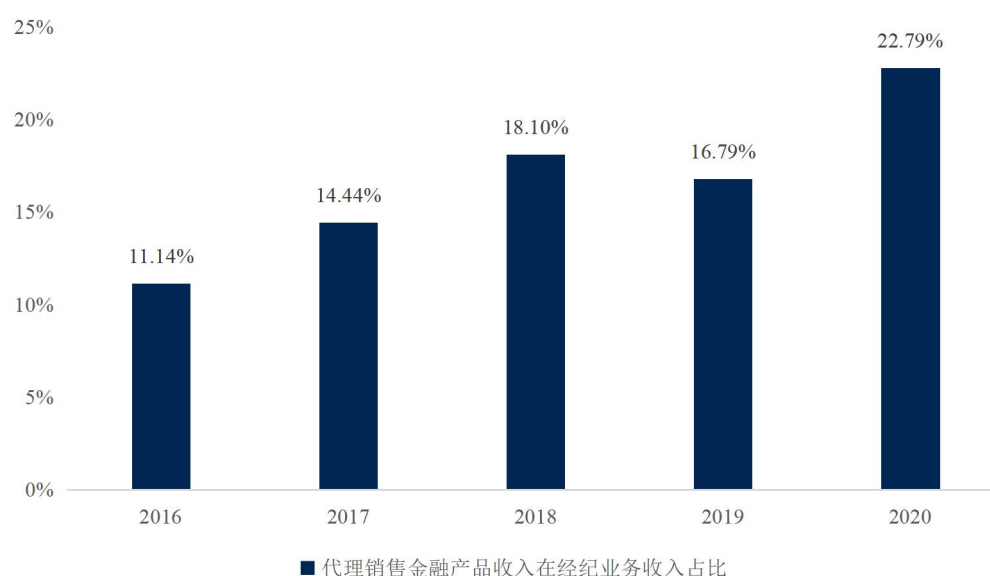
图表 51 2016-2020 年中信证券代理销售金融产品收入
资料来源：中国证券业协会、中国人民大学国际货币研究所整理

年份	证券经纪业务收入排名
2016	2
2017	1
2018	1
2019	2
2020	1

图表 52 2016-2020 年中信证券经纪业务收入排名
资料来源：中国证券业协会、中国人民大学国际货币研究所整理

除了强大的经纪业务能力外，中信证券的研究能力在券商中也是首屈一指。从 2020 年的基金分仓佣金来看，中信证券是唯一一家收入超 10 亿的券商，同比增速接近 100%。强大的投研能力使得中信证券在开展产品发行和销售时具有较大优势。

行业领先的经纪业务能力和投研能力，为中信证券财富管理及基金代销业务的发展提供了十足后劲。截至 2021 年一季度，中信证券的股票+混合公募基金保有规模为 1298 亿元，在证券公司中排名第 1，且是唯一一家保有规模超千亿的证券公司。从 2016 年至 2020 年，其代理销售金融产品收入在经纪业务收入中占比从 11.14%提升到 22.79%，说明其经纪业务对代理买卖证券佣金的依赖程度逐渐降低。从中信证券的财富管理客户和管理的资产规模来看，2018-2020 年公司的财管客户数量大幅度增长，截止 2020 年末，共有 12.6 万户财管客户，同比增长 68%;在管理的资产规模上，2018-2020 年间实现了翻倍，从 2018 年的 6289 亿元增长到 2020 年的 15032 亿元。这说明了公司的财富管理业务的发展和成长明显，财富管理转型初见成效。



图表 53 2016-2020 年中信证券代理销售金融产品收入在经纪业务收入占比

资料来源：Ifind、中国人民大学国际货币研究所整理

4.4.3 第三方强于线上触达与便捷程度，但客户基础较弱

第三方财富管理机构是有别于传统金融机构，客观评审、调研、评价各种金融产品，并挑选与客户需求相匹配的产品、提供理财规划的机构。招商银行与贝恩咨询联合发布的报告指出，客户挑选财富管理机构最看重的品质分别为

品牌、专业性以及客户经理服务。根据中国证券基金业协会公布的数据，截至2021年四季度，在各基金销售机构公募基金销售保有规模排名中，蚂蚁基金以12985亿元的非货币公募基金保有规模排名第一。

4.4.3.1 第三方机构是财富管理业的有益补充

相比于银行、证券公司，第三方财富管理机构发展历史较短，导致其用户基础不及传统的资产管理机构。但由于第三方财富管理机构多为互联网企业，依托其技术与流量优势，在线上触达与便捷程度上更胜一筹。互联网企业以用户为中心的基因也有助于第三方财富管理机构在服务用户、提高用户体验、积极开展投资者教育等方面具有独特优势。这些优势的存在使得第三方财富管理机构俨然已成为财富管理市场中不可或缺的组成部分。第三方财富管理机构的优势可概括如下：

第一，以用户为中心，线上触达便捷

第三方财富管理公司服务用户、提高用户体验根植于企业文化中。互联网企业的业务一般都以线上的方式呈现，业务模式的核心是以用户为中心，提高服务水准。不同于线下业务可以创造区位优势等竞争壁垒，线上业务成本普遍较低，触达用户的方式往往是多样化的。对于没有核心竞争力、同质化的业务，用户在互联网平台上迁移成本是极低的，这些特点导致了互联网企业必须以用户为核心，把用户的需求和体验放在第一位。

第三方财富管理机构将业务线上化的能力极强。传统的银行理财子产品往往要求客户到现场面签，且限制起购金额，这种模式容易受到地域、客群等的限制，无法大规模地拓展业务规模。而第三方财富管理机构部分产品起购金额一元，无需面签，完全为适应线上化的场景而设置，借助科技手段实现全天候、一对一的客户服务，打破地域和时间限制，投资者可以随时查看产品详情等信息，使得这些金融服务可以轻易触及有需求的人群。

第二，普惠金融，助力中小投资者

第三方财富管理公司在普惠金融领域具有先天优势。第三方财富管理公司多为互联网企业，能更好地服务长尾市场，触及传统金融机构难以服务的对象。此外，第三方金融服务大部分流程都在线上完成，为新客户提供服务的边际成

本远低于传统线下机构，这使得为小微企业以及个人提供金融服务变得商业可持续。

金融科技助力普惠金融。金融科技的发展使得每个投资人都有享受专业理财顾问服务的机会，将成本很高的投顾服务通过 AI、直播等方式进行有约束地降本，将服务互联网用户的运营经验以及投资策略和方法等用算法封装，通过产品化的方式开放给客户，实现能力的转移。

降低 to B/C 的费率，助力普惠金融。从 to C 的角度出发，在众多银行财富管理渠道申购费用在 1.5% 时，第三方财富管理机构基金的申购费用已经是一折，即 0.15% 了。其收入一般来自基金管理费收入，管理费随着基金规模的上升而上升。这样的商业模式和业务驱动方向与持有人的目标是同向的，而不是过多地依赖用户的交易抽成。目前越来越多的银行也开始对客户申购费用打折。从 to B 的角度出发，对于基金公司的进驻，第三方也降低了对其收取的费用，保证基金公司获得足额的回报。这有助于基金公司投研体系的正向循环，进而使得基金整体能力更强，做出更好的产品进而能够让用户提升投资的获得感。

第三，线上展业提高服务透明度，降低监管成本

线上财富管理服务所使用或提供的信息都是公开透明的，包括历史业绩信息展示、投资预期引导、投资成本展示和其他营销信息等。此外，线上服务与用户的交互也都有留痕，包括投前的 KYC 和预期管理、投中的具体标的推荐和投后的投资绩效复盘与陪伴。因此相较于传统线下模式，线上模式提高了整体服务的透明度，无论用户申诉或者监管成本都大幅降低。这对线上机构展业时对投资者权益的保护及业务的合规性都提出了更高的要求。

第四，重视投资者教育

投资者教育对第三方财富管理机构而言是重要的业务模式。与二八分布的银行财富管理不同，第三方财富管理结构的客户更多来自长尾市场，大多数缺乏金融素养和经济常识，自身承担风险的能力也较弱，这一类客户较容易在资本市场中亏损。财富管理具有正反馈的效应，总体来看，投资者盈利后愿意追加投资，亏损后投资意愿往往会下降，而财富管理业务目前主要的盈利来源是规模效应带来的销售费用。因此，投资者教育对第三方财富管理机构而言具有重大意义，帮助投资者更好地从资本市场获益，才能不断扩大自身规模、发展壮大财富管理业务。

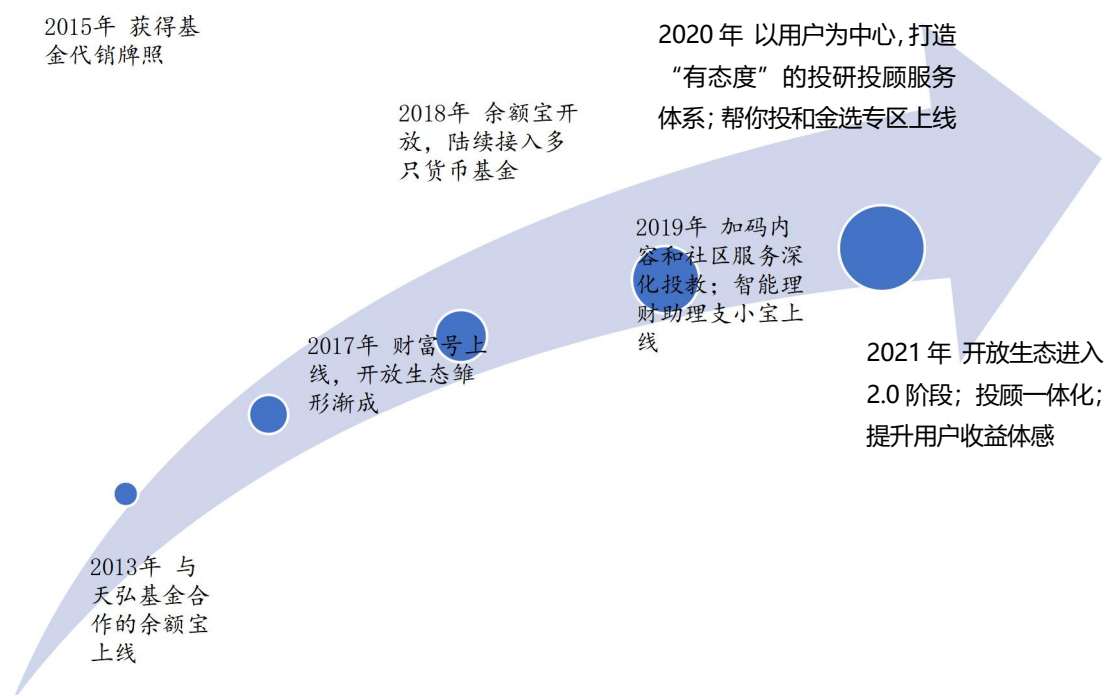
直播的兴起也推动了投资者教育，因为直播的出现部分减少了信息不对称，能够让基金公司以及资管机构零距离接触用户，宣传投资理念，在市场动荡的时候，安抚客户指明方向，让服务更有质量。

第五，开放的模式与开放的规则

模式与规则的开放是财富管理平台企业的必然选择。财富管理行业的发展方兴未艾，平台上逐渐增长的用户依靠单一的公司是难以完全服务的，因此需要平台开放，让更多的机构一起更好地服务每一位用户。同样，银行和券商系的财富管理机构也在逐渐开放平台，不仅代销本银行的理财产品，同时代销了其他银行的理财产品。开放平台的终极目标仍是以客户为中心，根据客户的需求寻找全市场最好的产品和服务与之相匹配，进而不断提升自身的服务能力和竞争能力。

4.4.3.2 蚂蚁财富：国内领先的第三方财富管理平台

蚂蚁财富是蚂蚁集团旗下的理财平台，在多年运营积累下，其已逐渐发展成为一站式在线理财平台，与约 170 家资管机构深入合作。



图表 54 蚂蚁财富业务发展历程

数据来源：蚂蚁集团研究院

第一，蚂蚁财富运用金融科技服务中小投资者

蚂蚁集团的企业愿景是“每一个个体可以享受到普惠、绿色的金融服务；每一家小微企业拥有平等的发展机会；通过开放合作，让数字生活触手可及”。在此愿景指引下，蚂蚁财富作为第三方财富管理平台，对自身的定位也是十分清晰的。

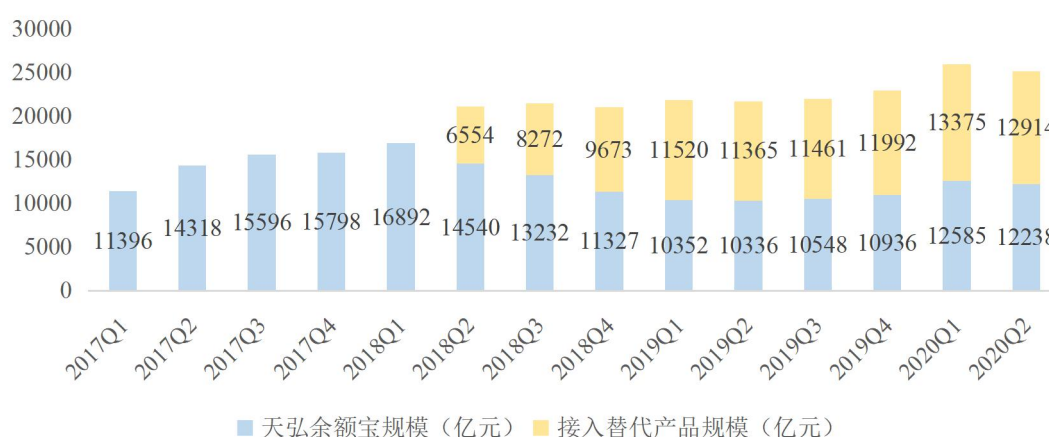
“支小宝”是蚂蚁借助领先技术研发的新一代理财 AI 助理。它将人机交互方面的自然语义理解能力、对话反馈能力等，运用算法和智能集成在一起，使其具有一定的专业性，最终做到 7*24 小时陪伴用户解决相关理财问题。支小宝还具有主动对话能力，在被动地理解用户之上，综合地分析用户需求、当前持仓等情况，在投前、投中、投后环节，支小宝均提供了专业且有温度的理财服务，使普惠财富管理成为可能。

此外，普惠金融在蚂蚁财富的客户结构上得到了很好的体现。招商银行 2% 的金葵花客户带来了 80% 的业务规模。而蚂蚁财富很多客户都是新投资者，甚

至部分客户第一笔投资仅仅是 100 元的级别。针对这类客户，蚂蚁财富高度重视投资者教育，通过投教基地、直播、讨论区等多场景多方式，打破信息不对称，提升服务质量。余额宝作为入门级理财产品也广受中小投资者欢迎。

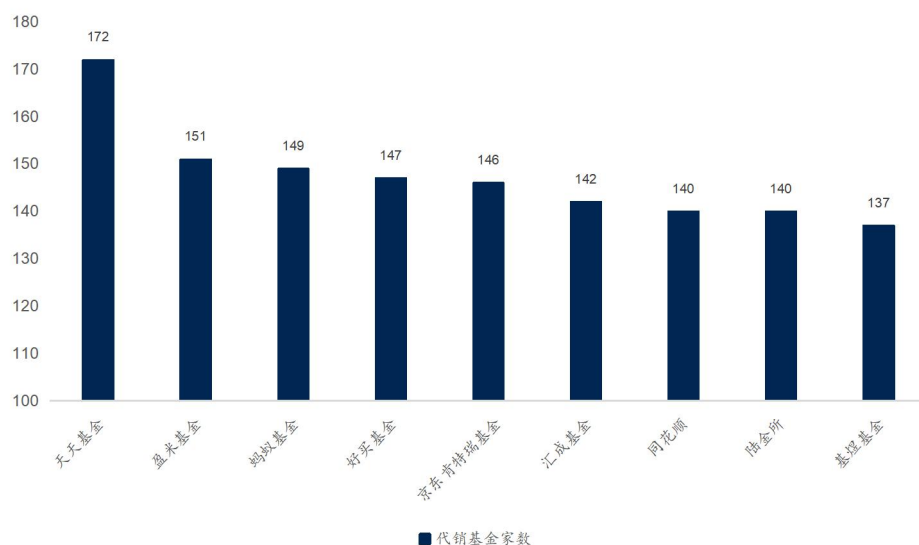
第二，蚂蚁财富以开放生态助力行业发展

自 2018 年 5 月起，余额宝向天弘基金之外的机构开放，与更多基金公司合作为用户提供普惠服务。截至 2020 年 6 月末，蚂蚁财富已与 24 家第三方公募基金合作，为用户提供 28 支货币基金产品。



图表 55 天弘基金与替代产品规模对比

数据来源：Wind



图表 56 代销基金公司家数

数据来源：Wind（数据截至 2021 年 12 月 31 日）

蚂蚁财富的开放合作生态吸引了大量金融机构与之合作。以技术为支撑，合作机构实现了营销、服务和数据层面的全面自运营，业务范围从单纯销售产品升级为提供综合服务。蚂蚁财富根据基金公司的诉求，逐步开发并提供各类数字化运营工具，如模块化、可视化的基金管理工具——司南。在司南的辅助下，基金公司可以直接触达用户，为用户提供更有针对性的服务。蚂蚁财富还为基金公司带来了个人投资者的固收产品需求。相较于机构投资者，个人投资者更在意产品的波动和回撤，甚至包括正收益天数、到期的正收益概率等。蚂蚁财富借助数据技术，将用户需求反馈给基金公司，帮助其更好地了解用户需求、完善产品。

第三，蚂蚁财富搭建了更专业的投资者交流平台

相较于其他互联网平台，基于真实交易的讨论是蚂蚁财富平台最大的特点。在每支基金的讨论区中，持有本支基金的用户会显示“持有”标识，提升了讨论区的真实感、体验感。同时，更加聚焦的沟通点也提高了讨论区的深度。此外，蚂蚁财富鼓励平台内有影响力的大 V 提升专业能力，强化财富管理行业的严谨性和严肃性，为使用真金白银交易的用户保驾护航。

第 5 章 主要结论与建议

5.1 经济转型背景下，财富管理发展空间巨大

一方面，经济转型背景下，传统存贷款模式不适应新兴产业的融资需求，传统“存款-贷款”的资金融通模式将转变为“财富-资管-投行”的对接，为各个金融机构财富管理业务带来巨大空间；另一方面，近年来我国高净值人群数量稳步上升，同时，高净值群体人均可投额在 2020 年创下历史新高，达到 3209 万元；同年，高净值人群个人可投资资产规模占全部金额的 34.8%，居民可投资资产规模增长迅猛，财富管理的需求旺盛。

根据招商银行发布的《2021 中国私人财富报告》显示，中国传统经济创富一代的财富目标以保值为主，投资风格更保守稳健，更青睐固收类资产；而对新经济创富一代而言，财富创造和增值为核心需求，同时对资本市场的参与热度更高，配置权益类资产更多。需求端的变化，传导到供给端则有望催生整个财富管理行业的繁荣。

在完整的财富管理链条里，涉及财富管理业、资产管理业、投资银行业，其中，资产管理可被视为大财富的一部分，前者以产品为中心，后者以客户为中心，发展财富管理离不开资产管理提供优质的产品。本报告中，我们聚焦大财富管理链条的两大重要环节：资产管理行业发展及各个机构的财富管理能力。可以看到的是，近年来，我国资产管理行业稳定发展，各机构财富管理业务呈现头部集中、其他机构有益补充的格局。

5.2 中国资产管理行业整体发展趋势稳定向好

中国资产管理行业总指数（2013Q1-2021Q4）大幅增长，四项二级指数 2013 至 2016 年均保持高速增长。2018 年起，除规模指数出现下降以外，其他指数均保持较为稳定的增长水平。

2013 年至 2016 年，五大行业资管业务发展呈三阶梯队，第一梯队为基金业，第二梯队为证券业和银行业，第三梯队为保险业和信托业。2017 年起，各行业梯队出现分化，截至 2021 年第四季度，呈现行业梯队新格局，第一梯队仍为基金业，第二梯队为保险业和银行业，第三梯队为证券业和信托业分。截至 2021

年第四季度，五大行业同比均为正增长，其中保险业与基金业资管增速仍保持20%左右。

银行业资产管理业务发展指数先增后减。随着后疫情时代的来临，“固收+”将是理财产品策略配置的主流，权益资产配置力度也有望加强。但随着“资管新规”转型顺利推进，银行理财转型进入攻坚期，未来机遇与挑战并存。截至2021年第四季度，银行业资管指数为509.29，同比增加2.38%，环比增加5.82%。

证券业资产管理业务发展指数先增后减。“资管新规”降杠杆、去通道要求下，业务结构发生重心转变。券商需要正确理解与迎合政策导向，迅速完成业务转型，利用自身在经营效益与人才方面的优势，提高业务质量与规模，在变化阶段抢占先机。截至2021年第四季度，证券业资管指数为347.97，同比增加4.25%。

保险业资产管理业务发展指数呈现不断增长趋势，是最具潜力、最稳定的资管行业。虽然保险资管公司受托业务的竞争压力加大，但“资管新规”赋予保险资管市场化地位，利于其长期健康发展。在此情境下，保险公司可以积极拓展负债来源，创新发展组合类产品。截至2021年第四季度，保险业资管指数为815.63，同比增长19.72%。

信托业资产管理业务发展指数总体呈波动上升趋势。监管持续从严，融资类信托的收入贡献难以持续。因此信托资管需要回归本源、创新发展，建立服务实体的核心理念，弱化融资服务功能，提高主动管理能力。截至2021年第四季度，信托业资管指数为303.89，同比增长7.31%。

基金业资产管理业务发展指数整体呈现波动上升趋势。基金资管稳步发展，公募基金行业制度体系趋于完善，利好资管业务发展。但高起点带来新机遇更带来新挑战，私募基金行业规范仍任重道远，是国内资管行业的重要补充，应在更专业化的领域做出重要贡献。截至2021年第四季度，指数攀升至1440.7，同比增长22.60%。

5.3 银行依然是财富管理行业的中流砥柱

银行产品覆盖全面，客户可选品类齐全多样。银行体系产品布局完善，具备同时销售理财、基金、保险等多品类资管类产品的先发优势，可满足客户不

同规模、不同期限、不同风险偏好的多元化财富管理需求，还可充分利用其在支付、缴费、信贷等方面的资源储备为客户提供定制化、一站式、全方位的综合服务。银行体系“大而全”的形象在我国早已深入人心，银行已经积累了广泛的客户基础，客户通常倾向于选择他们熟悉的金融机构，预计未来银行财富管理领域的客户粘性会保持较高。银行在获取私人财富管理领域的高净值客户也具有绝对优势，可充分满足该群体对私密性、专属性和专业性的高品质需求，此类业务将成为银行财富管理重要的利润来源。

银行销售渠道广泛，客户可享优质高效服务。银行体系在物理网点布局上亦具有先发优势，广泛的物理网点分布让银行在渠道触达方面建立起护城河，面对面交流有助于更好地理解客户需求以及增进亲近感和信任感，对于头部客户和腰部客户具有较大吸引力。银行在线上渠道布局方面也具备资金投入和人才技术方面的优势，近年来银行普遍高度重视数字化转型，运用现代科技成果创新金融产品和经营模式，客户规模和服务半径进一步扩大。银行体系正着力打通线上线下渠道，围绕客户需求和体验不断改进自身产品和服务，有助于拓展财富管理业务的发展空间，领先同业抓住时代机遇潮流。

银行未来应扬长补短，发挥财富管理行业核心作用。从当前实际发展情况来看，银行已然成为财富管理行业的中流砥柱，但是券商和第三方机构等也在逐步发力，银行要想长久保持其在财富管理领域的先发优势，需要实现理念、业务和技术的全面创新。理念方面，银行需要逐步建立买方文化和客户第一的理念，不能单纯聚焦于产品销售指标，从管理层到基础服务人员均需建立长期陪伴客户的视野，为客户提供涵盖全生命周期的财富管理服务，在为客户创造价值的过程中实现自身价值积累；业务方面，银行需要补足投研能力短板，完善人才团队建设和考核激励机制，以投研为基础提升产品筛选能力和投资顾问能力，提升财富管理业务核心竞争力；技术方面，银行要充分利用大数据精准挖掘客户需求，利用人工智能技术推进智能化的投顾服务，积极拥抱金融科技，加快数字化转型，打造丰富的用户场景体验，耕耘好线上 App 这片触达客户、营销客户、陪伴客户的重要土壤。银行在财富管理领域具有先发优势，未来应明确自身定位、改进发展思路、优化产品服务，实现财富管理业务可持续增长。

5.4 券商发展财富管理业务有自身的亮点和优势

券商发展财富管理大有可为。在新时期新格局下，我国财富管理蕴藏着巨大的发展空间与潜力，居民财富管理需求提升，高净值人群积累增多，在高净值人群的投资决策各环节上，专业金融机构扮演着非常重要的角色。我国居民尤其是高净值人群对权益市场的关注度和参与度在不断加深，利好券商财富管理业务的发展。

券商发展财富管理业务的优势表现在：一是优秀的做市能力可以使券商在场内基金销售上占有先机。拥有场内做市资格的券商可以更为便捷地将股市投资者引向场内基金货架。二是拥有资本市场投资人才优势。券商在业务发展过程中，积累了具有丰富投资经验的人才，从而使券商具备了为客户提供优质财富管理服务的 basic 条件和综合实力。三是具有全牌照优势，有助于实现业务协同。四是经纪业务为其开展财富管理业务积累了丰富的中高风险偏好客户资源。五是研究能力优势为财富管理业务打下坚实基础。

券商财富管理转型是大势所趋。佣金率下行，新增投资者速度放缓，券商经纪业务展开存量竞争。目前来看，我国券商的财富管理业务模式仍然立足于证券经纪业务，主要是基于各类资本市场工具，向客户提供资产配置、资本中介、信息资讯等综合金融服务，业务发展主要以销售驱动为主。当前，三大因素促进券商财富管理转型：一是权益基金爆发利好券商发展基金代销业务。在公募基金销售追求保有量的时代，在股票+混合公募基金这个赛道，龙头券商和互联网券商依然表现强劲，其保有量规模超过了大量银行。二是基金投顾模式推出，券商可以开展管理型基金投顾服务，收取基金投顾服务费，这将打开证券公司财富管理服务的空间。三是券商不断加码金融科技投入，而财富管理业务是金融科技在证券行业最主要的应用领域。随着应用场景不断丰富，服务效率将不断提升。

我国居民财富管理需求增长，券商发展财富管理业务大有可为。在提升财富管理业务服务水平方面，券商仍需进一步明确财富管理属于成熟的理财服务，和一般的代销产品业务以产品为中心不同，财富管理的本质是以客户为中心，满足以客户为中心的业务需求。券商财富管理业务的服务对象众多，对不同类别的客户，也对应着差异化的服务模式和业务价值。对长尾客户而言，建议主

要利用智能投顾的模式，通过线上渠道开展服务，引入金融科技，提升用户体验，降低业务成本；对一般客户而言，可在当前产品代销业务模式的基础上，发展基金投顾服务，通过专业化的产品配置获取客户认可；对高净值客户而言，券商一方面需要通过丰富产品类别来满足客户的资产配置需求，另一方面则需要配置优秀的专业人才提供具有竞争力的服务，从而实现客户资产的保值增值。

5.5 第三方机构是财富管理业的有益补充

相比于传统的资产管理机构，如银行、证券公司等，第三方财富管理机构虽然用户基础稍弱但在线上触达与便捷程度，以用户为中心，积极开展投资者教育等方面具有独特优势，俨然已成为财富管理市场中不可或缺的组成部分。

以客户为中心，线上触达便捷。互联网企业的业务一般以线上的方式呈现，业务模式的核心是以用户为中心，提高服务水准。产品完全为适应线上化的场景而设置。借助科技手段实现全天候、一对一的客户服务，打破地域时间限制。

发展普惠金融，助力中小投资者，重视投资者教育。第三方财富管理公司在普惠金融领域具有先天优势。以蚂蚁为代表的第三方财富管理机构拥有互联网优势，深耕长尾市场，可以触及传统金融机构难以服务的对象。通过科技手段，在保证基本服务质量的前提下，将成本较高的投顾服务通过 AI、直播等方式实现有约束的降本，使得每个投资人都有享受专业理财顾问服务的机会。

投资者教育对第三方财富管理机构是重要的业务模式，而不是一个口号。第三方财富管理机构的客户大多缺乏基本的金融素养和经济常识，自身承担风险的能力也较弱，这一类客户较容易在资本市场中亏损。做好投资者教育，帮助投资者更好地从资本市场获益，才能不断扩大自身规模、发展壮大财富管理业务。

对于第三方财富管理机构，在不断深化模式与开放规则的同时，要重视监管与合规的要求。加强事前、事中、事后的监督，建立行业自律机制，提高财富管理机构应对风险的能力，加强信息披露工作，借助金融科技、大数据、云计算等提升信息透明度与信息时效性。

编 号	名 称	作 者
IMI Report No.2202	IMI 宏观经济月度分析报告（第 57 期）	IMI
IMI Report No.2201	IMI 宏观经济月度分析报告（第 56 期）	IMI
IMI Report No.2135	2021 天府金融指数报告（发布版）	IMI
IMI Report No.2134	中美货币政策前景与展望	赵然
IMI Report No.2134	独立董事的激励、惩罚与保护	许荣
IMI Report No.2133	双碳目标下如何发挥好绿色债券市场的作用	田昕明
IMI Report No.2132	商业银行的科技浪潮：从电子银行、网络银行到互联网银行	王剑
IMI Report No.2131	IMI 宏观经济月度分析报告（第 55 期）	IMI
IMI Report No.2130	IMI 宏观经济月度分析报告（第 54 期）	IMI
IMI Report No.2129	《人民币国际化报告 2021》——双循环新发展格局与货币国际	IMI
IMI Report No.2128	化（发布稿）	
	IMI 宏观经济月度分析报告（第 53 期）	IMI
IMI Report No.2127	IMI 宏观经济月度分析报告（第 52 期）	IMI
IMI Report No.2126	IMI 宏观经济月度分析报告（第 51 期）	IMI
IMI Report No.2125	IMI 宏观经济月度分析报告（第 50 期）	IMI
IMI Report No.2124	《人民币国际化报告 2020》系列十一：打造世界一流金融制度	IMI
IMI Report No.2123	环境的突破口——营造富有国际竞争力的税收环境	
	《人民币国际化报告 2020》系列十：形成具有国际影响力的“上	IMI
IMI Report No.2122	海价格”体系	
	从事实角度看人民币汇率机制	张瑜
IMI Report No.2121	大宗商品价格上涨基本面成因及启示	郭彪
IMI Report No.2120	地方政府债扩张原因、风险防范和化解	类承曜
IMI Report No.2119	IMI 宏观经济月度分析报告（第 49 期）	IMI
IMI Report No.2118	《人民币国际化报告 2020》系列九：上海建设全球金融中心的	IMI
IMI Report No.2117	微观举措	
	《人民币国际化报告 2020》系列八：上海全球金融中心建设的	IMI
IMI Report No.2116	机遇与挑战	
	《人民币国际化报告 2020》系列七：改革开放以来金融创新的	IMI
IMI Report No.2115	先行者	
	国际资本市场形势分析	钱宗鑫



中国人民大学国际货币研究所

INTERNATIONAL MONETARY INSTITUTE OF RUC

地址：北京市海淀区中关村大街 59 号文化大厦 605 室，100872 电话：010-62516755 邮箱：imi@ruc.edu.cn