

中国财富管理市场报告（2019）

发布机构：每日经济新闻

数据支持：普益标准

研究支持：西南财经大学信托与理财研究所

目 录

第一章 大资管行业概况	1
一、大资管行业发展情况.....	1
二、行业发展中存在的问题.....	2
三、资管行业的法理基础梳理.....	3
四、监管展望.....	5
第二章 银行理财发展分析	7
一、银行理财发展现状概述.....	7
二、发展中的问题与挑战.....	13
三、银行理财发展展望.....	14
第三章 信托行业发展分析	16
一、信托行业发展现状概述.....	16
二、发展中的问题与挑战.....	21
三、信托行业发展展望.....	21
第四章 公募基金行业发展分析	23
一、公募基金发展现状概述.....	23

二、发展中的问题与挑战.....	28
三、公募基金发展展望.....	29
第五章 券商资管行业发展分析.....	31
一、券商资管发展现状概述.....	31
二、发展中的问题与挑战.....	34
三、券商资管发展展望.....	36
第六章 保险资管发展分析.....	37
一、保险资管发展现状概述.....	37
二、发展中的问题与挑战.....	42
三、保险资管发展展望.....	43
第七章 互联网金融发展分析.....	46
一、互联网金融发展现状概述.....	46
二、发展中的问题与挑战.....	51
三、互联网金融发展展望.....	52

表 录

表 1	理财子公司开业情况.....	11
表 2	五大行理财子公司产品体系.....	12
表 3	理财子公司发布的指数.....	12
表 4	部分信托公司供应链金融信托产品展示.....	20
表 5	2019 年二季度券商资管月均规模前十.....	34
表 6	2019 年银保监会出台保险资管相关政策.....	37
表 7	保险资产管理公司总资产规模与增速.....	39
表 8	保险资金运用占比.....	40
表 9	其他投资各项数量及金额.....	40
表 10	各类消费金融平台核心竞争力对比.....	51

图 录

图 1	2015-2019H1 中国资产管理行业规模情况.....	1
图 2	银行理财规模（单位：亿元）.....	8
图 3	不同银行发行的净值型产品占比及近 6 季度净值型产品变化趋势.....	9
图 4	不同期限类型封闭式预期收益型人民币理财产品平均收益率季度变化情况.....	9
图 5	上市银行手续费及佣金净收入增速上升.....	10
图 6	2015 年 Q1—2019 年 Q2 季度信托资产及其同比增速.....	17
图 7	2015 年 Q1—2019 年 Q2 季度信托业务收入及其同比增速.....	18
图 8	2015—2019Q2 季度平均年化综合信托报酬率与实际收益率.....	18
图 9	2015 年 Q1—2019 年 Q2 季度信托风险项目个数和风险规模.....	19
图 10	公募基金总体规模情况（亿元）.....	24
图 11	股票型基金和混合型基金规模情况（亿元）及合计占比.....	25
图 12	债券型基金规模（亿元）及占比情况.....	25
图 13	货币型基金规模（亿元）及占比情况.....	26
图 14	前十大基金公司合计管理规模占比情况.....	27
图 15	券商资管总体管理规模（亿元）.....	32
图 16	券商资管定向资管规模（亿元）及占比.....	32
图 17	券商资管集合资管规模（亿元）及占比.....	33
图 18	近年来保险资金运用余额及增速.....	38
图 19	保险资金平均收益率.....	41
图 20	国寿资管智能投研平台框架.....	41
图 21	泰康智能合规系统.....	42
图 22	保险资产管理公司的两类发展战略.....	44
图 23	“断直联”后第三方支付资金流向.....	47
图 24	我国第三方移动支付季度交易规模 VS 市场份额.....	48
图 25	2019 年上半年我国第三方互联网支付交易规模结构 VS 市场份额.....	49
图 26	2013-2018 年中国互联网理财用户规模.....	50
图 27	中国消费金融贷款余额及渗透率.....	51

第一章 大资管行业概况

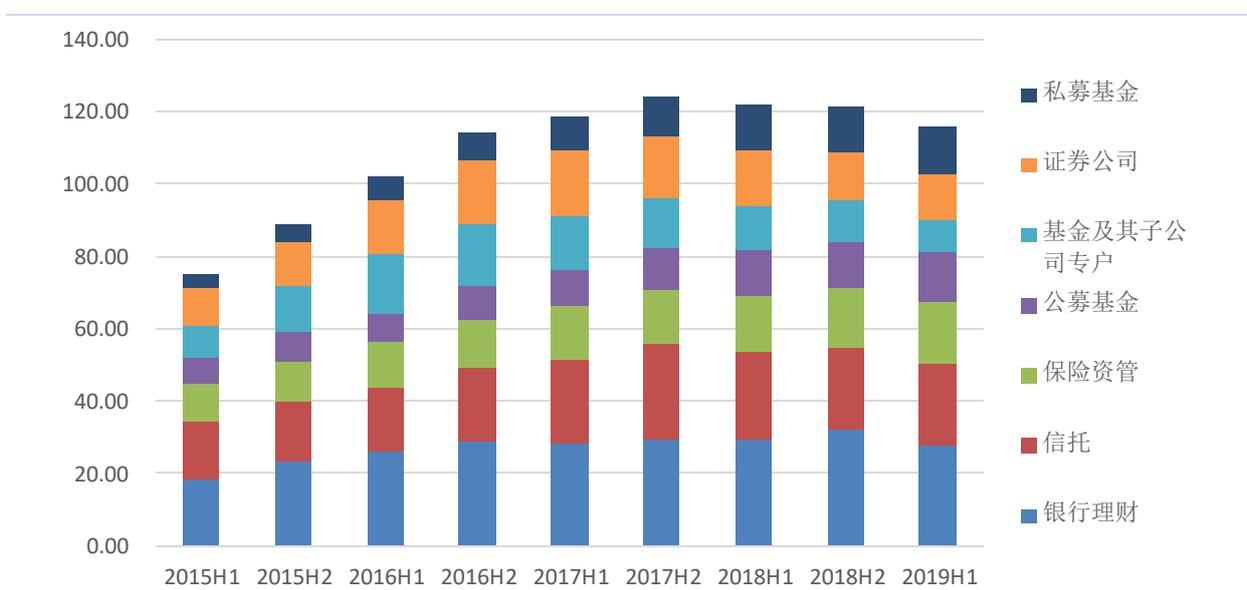
一、大资管行业发展情况

依托于中国改革开放所带来的经济飞速发展，以及十年前金融危机后我国宏观调控带来的流动性宽松格局，我国资产管理行业经历了数年的快速增长。一方面，我国经济快速发展，GDP 持续增长，居民收入水平不断提高，高净值客户数量快速增加，对于资产保值增值的需求不断提升，这为资产管理机构带来了更多的客户资源，从而促进资产管理行业资金规模的扩张。另一方面，我国经济快速发展，表明大部分行业发展形势较好，具有较好的投资前景，因此增加了资产管理行业资金的投资渠道，拓宽其业务范围，从而促进整个行业快速发展。

2012 年以来，银行、信托、证券、保险、基金等各类金融机构纷纷瞄准资产管理业务，持续推动、做大了资管行业规模。2012 年末，我国资产管理规模¹为 27 万亿元，到 2017 年末，该数值已经超过 120 万亿元。

在 2017 年 11 月“资管新规”征求意见稿出台后，资管行业规模开始出现稳步下降，截止到 2019 年 2 季度末，资管行业规模达 115.83 万亿元。

图1 2015-2019H1 中国资产管理行业规模情况



数据来源：普益标准整理

¹ 资产管理行业规模的统计包括：银行理财规模、信托受托管理资产规模、保险资金运用余额规模、公募基金管理规模、私募基金管理规模、基金及子公司专户管理规模、券商资管管理规模。

二、行业发展中存在的问题

资产管理行业经历多年的快速发展，在规模上升的同时，我们也看到一些乱象在行业内滋生、显现。在快速发展的过程中，这些乱象引致的各类风险可能被掩盖、忽略；但当发展速度放缓、潮水退去，行业的风险不能再被忽略、开始逐渐释放时，通常影响更为巨大。因此，梳理行业现存的问题，探究其原因、现状、未来，才能帮助我们了解到行业潜在风险点，更加深入地了解资管行业发展的桎梏，为行业的健康、长远发展找到方向。

（一）刚性兑付及其他衍生现象

对于任何一项投资而言都是有风险的，失败的可能性始终存在——一旦投资失败，投资者理应承担对应的损失。但是近年来，在国内资管领域中，投资者的资金通常都是安全的，由各类持牌金融机构提供金融服务，并最终为投资者提供高于无风险利率的稳定收益。这对于投资者而言是好事，但对于资管行业则未必。

从资金的流向来看，刚性兑付分为两种，第一种是融资需求方对金融机构的刚兑，典型例子如城投债，发行城投债的主体是地方政府融资平台，而地方政府融资平台有地方政府的信用背书，因此安全系数极高，吸引了大量资金进入。第二种是金融机构对投资者的刚兑。当融资需求方的违约不可避免、损失确定发生时，金融机构为了避免声誉受损而影响后续业务开展，或是用自有资金垫付，或是由第三方资金垫付，或是发行新产品以新补旧来保本保收益。

在这种背景下，迫于刚性兑付的压力，资管行业衍生出期限错配、资金池等运作方式，以应对偶然发生的风险事件，实现对投资者的 100% 兑付，这进一步加重了资管行业内部所承载的风险。

此外，刚性兑付的存在也阻碍了金融机构向投资者传播真正的投资常识，让投资者教育难度加大。

（二）降低效率的多层嵌套，规避监管的违规通道

由于投资范围、资本计提、分级杠杆等监管标准在不同金融子领域存在差异，出现了不同类别金融机构相互合作、多层嵌套的资产管理业务模式。金融市场的开放化进程与监管方监管深度推进速度的不匹配，分业监管下穿透式监管无法真正执行的现实状况，以及投资者日益丰富的投资需求无法通过单一金融产品的有限投资范围得到满足的矛盾，这些问题都成了资管产品相互投资、相互嵌套的诱因。规避监管、扩大实际投资范围，也是部分资管产品选择相互投资、相互嵌套的主要原因。

多层嵌套导致资本在金融系统内部空转，并没有流入实体领域，让金融系统脱实向虚。即使最终流入实体领域，嵌套使得资金成本逐渐变高，企业的融资成本也会变高。

这背后的本质，是资管业务通过多层嵌套来规避监管，以达到套利的目的。

（三）问题的根源，制度的缺陷

从行业监管的角度来看，上述资管行业存在的问题，与长期以来分业监管模式不无关系。近年来，混业经营与分业监管的矛盾较为突出，造成分业监管模式对金融机构混业经营“无可奈何”的主要原因有两点，即监管部门的沟通成本与监管真空。就监管部门的沟通成本来讲，人民银行、银监会、证监会、保监会行政级别相同，各部门对其他部门只具有建议权而无行政命令权，部门间的协调沟通与联合执法涉及众多的法律法规，时间成本、人力成本巨大，效率低下，监管信息无法及时共享。就监管真空来讲，多数金融机构业务经营呈现多元化与综合化的特征，跨行业、跨市场投融资业务链条增加，而在分业监管下，监管部门无法监测资金的真实流向，极易引发金融风险跨行业、跨市场传染，导致系统性金融风险的发生，最为典型的的就是资管产品的多层嵌套。

在分业监管的体系下，银监会形成以资本监管为主的审慎监管框架，囊括资本充足率、资产质量、信用风险、市场风险等审慎监管指标，对公司治理、内部控制、合规风险等方面形成了较为健全的管理制度。保监会成立后，前期高回报率保单带来的利差损失逐渐修复，保险资金运用管理体制改革也取得了突破，并在“国十条”的推动下，扩大资产配置到股票等资产类别，但是随着险资投资范围不断拓展，按机构分业监管下存在监管漏洞，业内的乱象也逐渐凸显。近年来，由于金融创新的过度表外化和融资业务的过度同业化，金融业的交叉风险逐渐加剧，资管通道业务急增、资金过度运用杠杆，增加了整个金融行业的系统性风险。

因此，我们有必要对目前金融领域的法理基础进行梳理，从法律法规到市场监管，以了解目前行业乱象存在的原因，并提出解决方案以及未来展望。

三、资管行业的法理基础梳理

（一）上位法解析

从上位法的角度来看，目前国内金融领域的上位法主要包括《信托法》、《证券法》、《商业银行法》、《保险法》、《证券投资基金法》等。与资产管理领域相关性较强的主要是《信托法》、《证券法》及《投资基金法》，三者与民商基础法共同构成了资产管理行业的法律边界，以保障投资者的利益。但与《证券法》、《投资基金法》不同的是，《信

托法》在法律基础定位于民商基础法，而前两者则偏向于监管法，所属层级不同，形成了一定的监管错位。

随着经济与金融的相互渗透与互动发展，传统民商事法在规范商事交易活动中常常与金融监管法律、法规形成冲突，进一步在相关争议时产生法律定性、法律适用的矛盾。这也是目前上位法无法互补、形成监管空白的实务体现。

对于《信托法》，基于分业监管、机构监管的背景，我国当前金融语境下的“信托”相对范围较小。与英、美所谓之“信托”有较大差异，我国《信托法》出台之初，实质上是针对“小信托”，或者说针对国内信托公司以及信托公司发行的信托资管计划。2001年出台的《信托法》虽然明确了营业信托活动的合法地位，但没有对业务主体和经营范围进行界定；随后国务院办公厅关于《信托法》公布执行后有关问题的通知中明确，“人民银行、证监会分别负责对信托投资公司、证券投资基金管理公司等机构从事营业性信托活动的监督管理。未经人民银行、证监会批准，任何法人机构一律不得以各种形式从事营业性信托活动，任何自然人一律不得以任何名义从事各种形式的营业性信托活动。”

因此，在当前法律框架下，依托《信托法》开展资产管理业务的仅信托公司的信托业务和证券投资基金业务，这一现状从二十世纪初持续到当下。而《信托法》适用性的限制，也让银行、保险、证券等金融机构在开展资管业务过程中缺乏相应的法律依据，仅以“委托-代理”的名义开展资产管理业务，是“行信托之实，否信托之名，逃信托之法”的根源。

对于《证券法》，其存在与《信托法》同样的尴尬。美国法院通过四类标准判断某资产是否为证券：是否投入资金、是否用于合资盈利的项目中、是否依靠他人运作、是否求得利益，因此美国法律体系中证券的种类繁多。而我国《证券法》相比于美国证券法，仅将股票、债券、证券投资基金、证券衍生品视作证券，调整对象的范围较小，与“小信托法”类似，属“小证券法”。

正因为《信托法》、《证券法》两部上位法均存在一定的短板，而《商业银行法》、《保险法》等其他上位法亦无针对资产管理业务的专门条款，最后造成了资管市场的交叉性金融业务漏洞，衍生出刚性兑付、资产穿透难度大等潜在风险点。

从资管实务角度看，由于缺乏上位法的监管覆盖，资管业务中，资产管理权的归属、受托资产与委托人的归属关系、资产的风险承担等具体标准依旧模糊，使得资产管理的内部法律关系产生异化，进而导致资管业务在受到法律挑战时无法进行清晰的界定，留下监管灰色地带，最终催生出一系列的监管套利行为。

（二）从分业监管到监管协调

我国是分业经营、机构监管体系的代表，银行、保险、信托、证券等资管行业主体各行其是，对受托财产进行投资管理。微观审慎监管中坚持全生命周期监管理念，银行、保险、信托主要由银保监会监督管理，证券、期货、基金则由证监会监督管理，因此不同监管主体的法律基础、适用范围、监管标准有所差异。然而，在资管行业规模扩张、各机构资管业务深度合作背景下，单一化纵深机构监管逐步显现出监管重叠与监管真空等问题，监管套利现象频出。

为维持金融体系稳定健康，2017年7月，第五次金融工作会议提出设立“国务院金融稳定发展委员会”，强化金融监管职能；同时，加强功能监管，更加重视行为监管。2018年3月，组建银保监会的改革方案落地，随后，人行等四部委联合印发《关于规范金融机构资产管理业务的指导意见》（简称“资管新规”），拉开了资产管理业务监管统一化序幕。

资管新规为我国监管体系优化提供了创新思路，我国需坚持宏观审慎监管、机构监管与功能监管相结合。机构监管方面，在现有监管体系基础上，强化行为监管职能，通过严控资产管理机构的投资交易、信息披露行为，进一步加强投资者适当性管理，强化消费者权益保护。功能监管是在机构监管基础上，对同一类型或相似类型的业务进行统一化监管，将跨行业创新产品纳入监管职能机构监管范畴，避免监管真空。综上，监管优化思路为，一方面，金融机构资产管理业务因经营内容与业务范围的交叉融合，需在信义义务的本质之上，明确资管业务上位法，从监管法层面统一监管标准；另一方面，我国需在纵深机构监管基础上，引入功能监管并提升各监管机构协同监管成效，细化行为监管，编织符合中国特色的资产管理行业监管网。

四、监管展望

从现有的理论研究和各国实践来看，“双峰”监管理念与现代金融体系的趋势与特征较为相符，正被越来越多的国家认可和接受。而各国在具体构建其“双峰”监管模式时，必然要结合本国金融、经济、政治、历史、社会等因素，以不同的监管机构设置思路去实现审慎监管功能和行为监管功能的融合或分立，同时通常都会以“伞+双峰”的架构在“双峰”之上建立一种机制或直接设立一个机构（或赋予其央行相应权力），主要执行宏观审慎管理职能以及协调审慎监管与行为监管之间可能的冲突。我国当前“一委+一行+两会”的金融监管架构，其改革目标可以说也是朝向这一方向的，但依然存在两个潜在的问题需要解决：一是客观上存在着一个机制独特、规模庞大且影响深远的资管行业，这个行业与

银行、保险、证券三业构成了中国金融体系事实上的四根支柱（资管行业以相对独立的业态模式存在，可能是中国的金融体系结构不同于其他主要国家最大的特色），但却没有一个相对独立的监管机构，从而使得对这个行业的监管即使在微观审慎和机构监管层面也多有不足，更遑论提升至宏观审慎和功能监管层面了。二是尚未将行为监管提升至与审慎监管的同等层次，仅仅作为审慎监管职能下内部分工的组成部分。仍然秉持以审慎监管为主，行为监管为辅，且行为监管部门过于分散，无法全面统筹与掌握市场行为状况，职能与监管重叠，无法采取有效应对策略来保障消费者权益，更无法顾及行为监管在防控金融风险、维护市场秩序等其他方面的目标。

因此，在按照“伞+双峰”的目标模式塑造和完善我国金融监管体制的进程中，可以资管新规的贯彻落实为契机，以加强资管行业行为监管为突破口和试验田推动和充实我国金融体系整体的行为监管，以整体的行为监管为常规抓手推动金融监管的改革与升级。

具体来说可考虑：以设立资管行业专门监管机构为突破口深化金融监管体制改革，搭建“1+1+3”的“伞+内双峰”监管模式。

首先，以资管新规“上位法”的确定以及行业监管实施细则的制定为契机，将银保监会与证监会中与资管行业监管的相关职责剥离出来进行重新整合，组建专门的资管行业监督管理委员会，搭建“国务院金融稳定发展委员会+中国人民银行+‘银保监会+证监会+资管业监督管理委员会’”的“1+1+3”的“伞+内双峰”监管模式。

其次，将现行“一行两会”中相分离的金融消费者权益保护功能进行合并，在中央银行内部设立行为监管机构，并设立金融消费者权益保护协会，受行为监管机构指导与管理，与审慎监管职能相区别对待。行为监管机构负责按照银行、保险、证券、资管不同行业的特点制定行为监管的监管标准、监管工具、信息平台的构建，独立针对金融机构之间、金融机构与非金融机构之间及金融机构与消费者之间的市场行为进行监管，而金融消费者权益保护协会旨在维护、保障金融消费者的合法权益。

再次，在具体的机构职责分工上，由央行负责全行业、全系统的宏观审慎监管，同时通过上述专设行为监管机构针对不同行业的行为监管提供规制指导。银保监会、证监会与资管业监督管理委员会在宏观审慎监管方面接受央行指导，并分别对口负责银行业和保险业、证券业、资管业的微观审慎监管和行为监管的具体执行。

最后，由国务院金融稳定发展委员会对各机构部门间的“审慎监管+行为监管”进行统筹与协调，加强监管机构间的信息交流与共享，完善监管协调合作机制。

第二章 银行理财发展分析

一、银行理财发展现状概述

（一）政策导向

1、资管新规配套政策逐步落地，银行理财发展有章可依

随着资管新规配套细则的陆续发布，统一监管的大资管时代来临。2018年4月27日，人民银行、银保监会、证监会、外汇局联合发布《关于规范金融机构资产管理业务的指导意见》（本文简称“资管新规”）。文件通过匹配期限、限制通道等角度，从破刚兑、限非标与降杠杆三方面规范资产管理业务，以此控风险，更好地服务实体经济。资管新规的正式发布，标志着资管行业正式迎来统一监管新时代。资管新规的发布，意味着全新的监管格局，也在考验银行理财传统发展模式。

为保障资管新规的落地，监管陆续出台了配套细则，保障行业的平稳转型。2018年7月，人民银行发布《关于进一步明确规范金融机构资产管理业务指导意见有关事项的通知》（以下简称“通知”），进一步明确公募资产管理产品的投资范围、过渡期内相关产品的估值方法以及过渡期的宏观审慎政策安排，对整改的时间要求略微放宽并在部分执行细节上略有放松。2018年9月，银保监会发布《商业银行理财业务监督管理办法》（以下简称“理财新规”），该办法在一定程度上放松了非标资产投资但仍有比例限制，明确银行独立开展资产管理业务须成立理财子公司，与资管新规禁通道、限非标、管嵌套等大方向保持一致。2018年12月，中国银保监会发布《商业银行理财子公司管理办法》（以下简称“理财子公司管理办法”），对银行理财子公司的设立、业务规则与风险管理进行规范。

在资管新规的配套细则下，行业中的模糊地带逐渐清晰。2019年9月20日，银保监会就《商业银行理财子公司净资本管理办法（试行）》向社会公开征求意见，该办法是银保监会落实资管新规、理财新规和理财子公司管理办法等制度要求的具体举措，明确了理财子公司的监管制度，对理财子公司净资本管理的总体要求、管理责任和监管主体、净资本、风险资本的计算要求和监管标准、监管报表、信息披露、监管措施等方面进行了明确要求。2019年10月12日，中国人民银行会同中国银行保险监督管理委员会、中国证券监督管理委员会、国家外汇管理局起草了《标准化债权类资产认定规则（征求意见稿）》（以下简称“认定规则征求意见稿”）向社会公开征求意见，其核心是明确标准化债权类资产与非标准化债权类资产的界限、认定规则以及非标准化债权类资产监管安排，以引导市场规范、平稳发展。资管新规中虽然规定了标准化债权类资产需满足的条件，但并未同

步出台标准化债权类资产的具体认定规则，征求意见稿对于不符合标准化债权类资产认定标准的其他债权类资产，给出了详细、具体的认定规则，在严监管的同时也为市场留出了空间。

2、金融开放不断深化

自 2018 年 4 月新的金融开放时间表宣布以来，我国金融开放步伐不断加快。2019 年 7 月 20 日，国务院金融委办公室宣布推出 11 条金融业对外开放措施，涉及债券市场、银行保险市场和证券市场三个领域，这不仅能提升产品的多样性，优化市场结构，更有助于提高我国金融市场的竞争力，使得市场健康发展。金融开放 11 条更是鼓励境外金融机构参与设立、投资入股商业银行理财子公司；允许境外资产管理机构与中资银行或保险公司的子公司合资设立由外方控股的理财公司。对于银行而言，有助于引入国际先进成熟的投资理念、经营策略、激励机制和合规风控体系，进一步丰富金融产品供给，加快境内商业银行理财业务的发展。

对于资管市场而言，金融开放能够进一步丰富市场主体和业务产品，加大境内理财市场的竞争程度、促进金融资源合理配置。

(二) 行业数据

1、理财市场转型加速

图2 银行理财规模（单位：亿元）

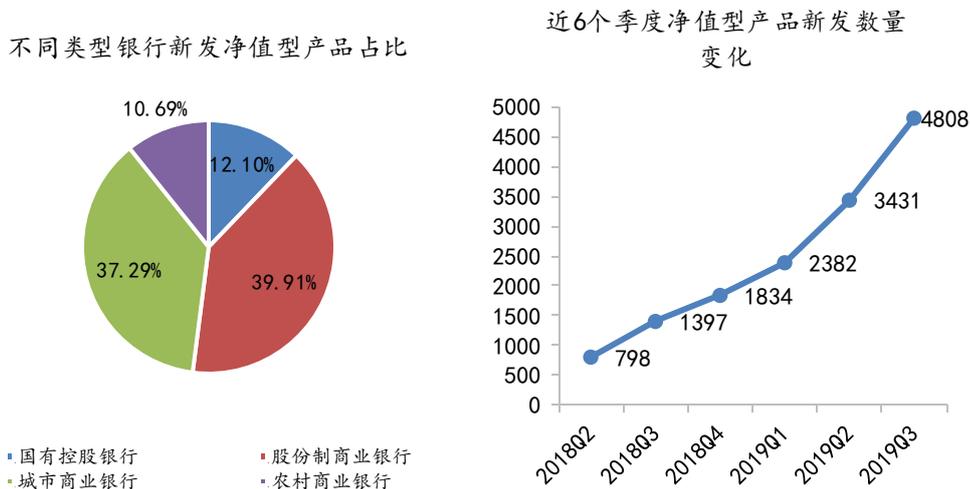


数据来源：普益标准

从市场整体数据来看，银行理财转型呈加速态势。截止到 2019 年上半年，银行理财产品总规模约为 26.92 亿（含保本理财产品），已连续 3 个月下跌。保本理财产品规模持

续压缩，截至今年上半年末，银行非保本理财产品 4.7 万只，存续余额 22.18 万亿元。行业净值化转型加速，净值型产品发行数量与规模持续增长，今年 3 季度，新发行的净值型产品共 4808 只，较上季环比增加 1377 只。净值型产品发行数量较去年同期增长超一倍。股份行与城商行净值型产品发行数量领先。

图3 不同银行发行的净值型产品占比及近 6 季度净值型产品变化趋势

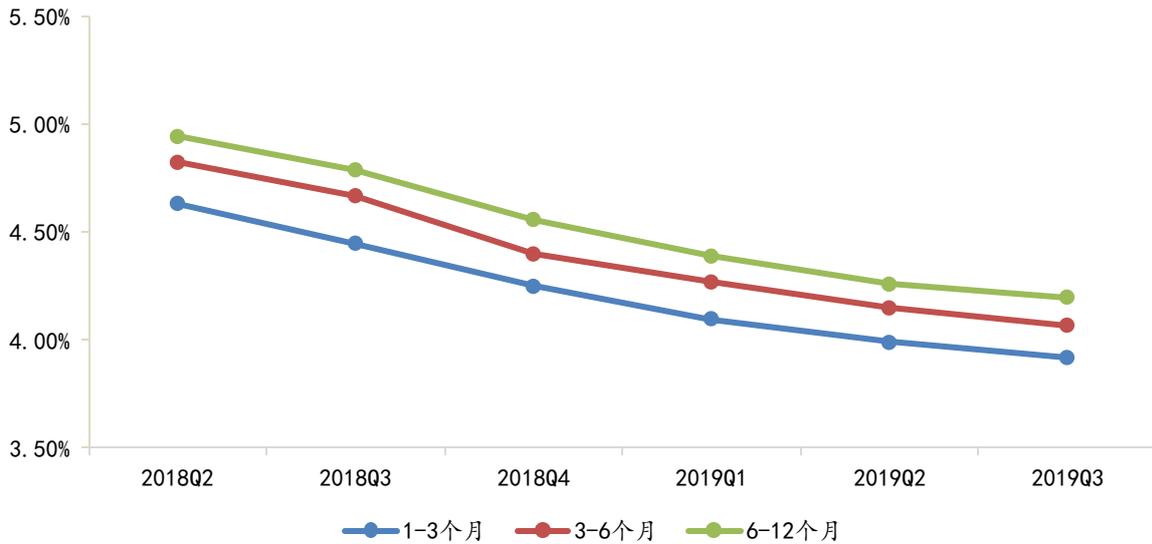


数据来源：普益标准

随着净值型产品发行数量的不断增长，净值型产品的规模也在不断攀升。截至 2019 年 3 季度，净值型银行理财产品存续余额为 8.90 万亿元，较年初的 5.56 万亿已增加 3.34 万亿，增幅达 60%²。

图4 不同期限类型封闭式预期收益型人民币理财产品平均收益率季度变化情况

² 数据来源：普益标准，根据 2019 年 3 季度 176 家银行问卷数据整理



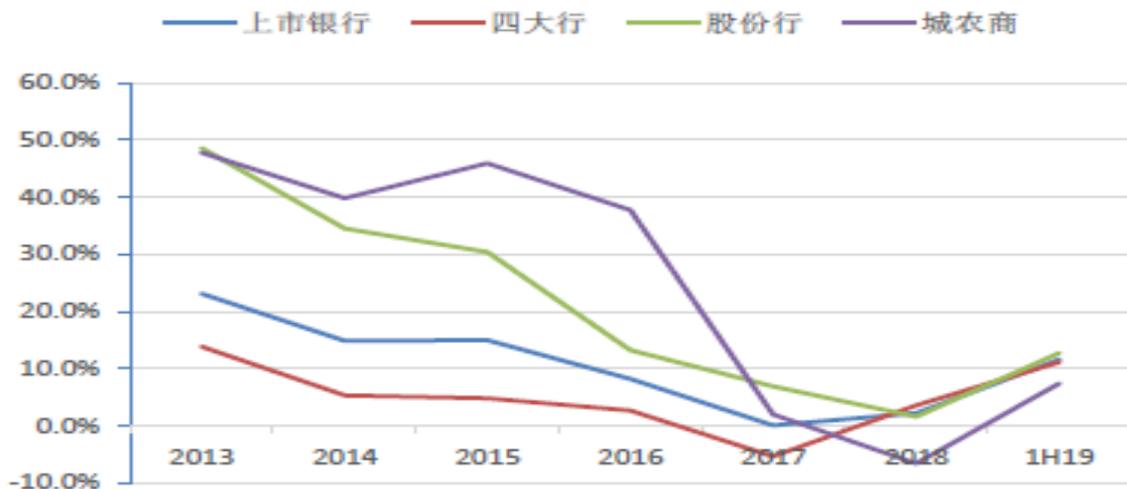
数据来源：普益标准

随着银行理财净值化转型不断推进，传统预期收益型产品规模逐渐被压缩，预期收益型产品收益呈现持续下行的态势——一方面，在适度宽松的货币政策下，理财产品收益自然下行；另一方面，存量高收益资产到期，传统的预期收益型产品将难以维持曾经的“高收益”，使得各期限的封闭式预期收益型理财产品收益持续下行。

2、阵痛之后，银行理财业务将逐渐回暖

资管新规发布之后，2018年，银行机构理财收入普降。从上市银行公布的数据来看，2018年六大行的理财业务收入均出现了下降，其中，建设银行理财业务收入同比降幅达44.55%。理财手续费收入的下降，一方面是由于理财转型过渡期资产规模的下降，另一方面是因为过渡期内非标资产总体压降，而非标资产是理财取得超额收益的重要渠道，非标资产规模收缩成为了理财手续费收入下滑的主要原因。

图5 上市银行手续费及佣金净收入增速上升



截至 2019 年上半年，上市银行手续费及佣金收入增速为 11.6%，较 17 年和 18 年明显上升，各类型银行手续费及佣金净收入均有恢复性增长。

3、理财子公司机构数据

表1 理财子公司开业情况

银行类别	银行名称	公告时间	拟定注册资本	持股比例	拟定子公司名称	拟注册地	最新进展
国有行	交通银行	2018年5月	不超过80亿元	100%	交银资产管理有限公司	上海	获批开业
	中国银行	2018年11月	不超过100亿元	100%	中国银行理财有限责任公司	北京	获批开业
	建设银行	2018年11月	不超过150亿元	100%	建信理财有限责任公司	深圳	获批开业
	农业银行	2018年11月	不超过120亿元	100%	农银理财有限责任公司	深圳	获批开业
	工商银行	2018年11月	不超过160亿元	100%	工银理财有限责任公司	北京	获批开业
	邮储银行	2018年12月	不超过80亿元	100%	中国邮储银行理财有限责任公司	北京	银保监审批通过
股份行	招商银行	2018年3月	50亿元	100%	招银理财有限责任公司	深圳	获批开业
	光大银行	2018年6月	不超过50亿元	100%	光大理财有限责任公司	青岛	获批开业
	兴业银行	2018年8月	不超过50亿元	100%	兴银资产管理有限责任公司	——	银保监审批通过
	宁波银行	2018年5月	不低于10亿元	100%	宁波银行理财有限责任公司	——	银保监审批通过
	杭州银行	2018年8月	不低于10亿元	100%	——	——	银保监审批通过
城商行	徽商银行	2018年10月	不超过20亿元	100%	徽银资产管理有限责任公司	将在监管政策允许的前提下，选择北京、上海、深圳、合肥或海南自贸港	银保监审批通过

数据来源：普益标准整理

理财子公司推进速度超预期，打造银行理财新生态。截至 2019 年 11 月初，已有 33 家银行申请设立理财子公司，其中 11 家银行的理财子公司获批筹建，22 家待批准，涉及理财产品总规模接近 20 万亿元，占行业理财规模近 90%。与理财子公司管理办法法定流程相比，已开业理财子公司从筹备获批到开业获批仅需 3-7 个月，保守预计 2019 年内理财子公司开业数有望继续增加；到 2020 年底，理财子公司的数量或较今年翻番，以国有、股份行以及头部城商行为主。理财子公司产品体系上，一是仍以固收产品为主体，重视长期稳健的收益；二是权益类投资方面，早期主要以 FOF、MOM 和私募股权模式开展，占比较低；三是顺应指数投资的全球化发展趋势，逐步优化量化策略。

(三) 行业创新

“固收+”策略试水权益投资。在理财产品净值化转型、理财子公司相继成立的背景下，各银行采用“固收+”策略，从传统债券资产投资转向大类资产配置，以分散投资、

优化大类资产配置作为核心手段，从被动防控风险转向主动管理风险。围绕“固收+”策略，各理财子公司的产品品牌特色鲜明，形成差异化发展。

表2 五大行理财子公司产品体系

理财子公司		产品体系
工银理财	三大系列六大款	三大系列：固定收益增强、资本市场混合、特色私募股权系列
		六大款创新类理财产品：涉及固收、权益、跨境、量化等多市场复合投资领域
建信理财	“1+5”产品体系	1条主线：以粤港澳大湾区高质量发展指数为主线
		5条子线：贯穿粤港澳大湾区价值蓝筹、红利低波、科技创新、先进制造、消费升级5条子指数线
中银理财	五大系列	外币系列、养老系列、权益系列、股权投资系列、指数系列
交银理财	主打稳健固收，布局多策略主题	主打稳健固收：把固收类产品打造为拳头产品和旗舰产品 多策略主题产品：商业养老、科创投资、长三角一体化、要素市场挂钩等策略
农银理财	“4+2”产品体系	4大常规系列：现金管理+固收+混合+权益
		2大特色系列：惠农和绿色金融（ESG）

资料来源：普益标准整理

“指数化”产品受理财子公司关注。指数型产品对投研团队的投研能力以及主动管理能力要求较低，指数型产品成为了银行的切入点。从各理财子公司发布的产品体系来看，理财子公司纷纷发布了自己的指数，从复制指数起步，积极探索量化策略。

表3 理财子公司发布的指数

理财子公司	指数名称	指数简介
工银理财	工银量化股债轮动策略指数	该指数是由工行与中信证券合作开发的可投资指数，是国内第一个股票和债券资产轮动策略基准指数，以长期投资为理念，可帮助投资者把握股票和债券相对价值，进行大类资产配置。
建信理财	建信理财粤港澳大湾区资本市场指数	该指数紧紧围绕《粤港澳大湾区发展规划纲要》，采用“1+5”体系框架，以“粤港澳大湾区高质量发展指数”为主线，贯穿粤港澳大湾区价值蓝筹、红利低波、科技创新、先进制造、消费升级5条子指数线，可满足不同风险偏好客户的需求。
交银理财	中证交银理财长三角指数	指数以长三角地区沪深A股为待选样本，聚焦信息技术、高端制造、生物医药、新材料、新能源、节能环保等六大产业领域。交行与中证指数公司通过公司财务、市场估值、成长预测等多个维度的指标，精选出100只在长三角地区低估值、高盈利的蓝筹股作为成分股，以反映受益于长三角一体化发展的上市公司在资本市场的整体表现。

招银理财	全球夜光指数	借助量化模型找到夜光数据的噪点，并搭建遥感和多维金融数据之间的量化分析，招银理财对全球近百个地区建立了不同的降噪系数体系。正是创新基因+科技驱动，让遥感夜光数据应用有了全新的尝试。
------	--------	--

资料来源：普益标准整理

二、发展中的问题与挑战

（一）负债端

1、长期资金募集能力需要加强

非标资产仍将是银行理财的投资优势，考验银行长期资金的获取能力。由于禁止期限错配，使得未来非标资产必然采取封闭式运作，期限至少在1年以上，这考验银行长期资金的募集能力，长期资金募集能力强的银行将能在市场竞争当中赢得一席之地。

2、投资者教育任重道远

在银行理财打破刚兑、回归本源的背景下，投资者教育成难点。投资者教育非一朝一夕之功，如何让投资者树立正确的投资理念是每一个银行机构均面对的困难。对于银行来说，投资者教育的开展往往由理财经理向客户进行宣传与普及。而中小银行理财经理综合素质参差不齐，自身专业素质尚有欠缺，另一方面，银行正积极转型并上线新产品，理财经理更难以向投资者传递正确的投资理念，进一步造成了投资者教育开展的困难。

（二）资产端

1、资产管理能力是关键

资产管理能力是根本，但又无法一蹴而就。产品净值化转型和产品线的创新均要求银行具备主动管理能力，尤其是产品设计与产品净值波动管理的压力终将传导至投资端，并且资产管理能力的不足将直接导致银行获取资产的能力不足。在转型过渡期，诸多银行存在产品供给不能满足客户需求的情况，若不强化投研能力建设，产品供给能力将不能实现突破，银行的资管规模将无法得到提升。

2、风险管理能力要求提升

银行理财风险管理的深度与广度需要持续延伸。资管业务转型下，在资产端，银行需要对所投资产做到风险穿透，并进行全面的风险管理；在产品端，银行需要做好流动性管理与压力测试。银行对风险管理的能力将直接传导至产品的净值表现，最终影响银行的市场占有率，如何快速提升风险管理能力及效率将是银行不得不面临的挑战。

（三）运营端

1、估值仍是难点

估值能力需要持续的建设以及系统的配套支持。估值问题是每个银行均需要攻克的难点，虽然初期可采取估值外包的方式进行过渡，但是在未来，银行仍需要打造自主估值能力，这其中涉及诸多问题，如：数据从哪里获取？数据可靠性如何验证？业务流程如何更清晰？数据流如何形成闭环等等。同时，对于非标资产的估值问题，仍有待解决。

2、信息披露规范性需要不断完善

当前银行对净值型产品的信息披露频率与规范性正逐步加强，但是可提升空间仍然较大。为使投资者充分认识到所投产品的属性，银行需要充分、全面的披露产品成立、运行的信息，这其中涉及披露的内容、披露主体、披露周期等问题，需要银行结合自己的客户特点与监管的要求进行相应的披露。

三、银行理财发展展望

银行理财在资管市场中仍将具有资金端得天独厚的渠道资源优势和客户资源优势。随着理财子公司的成立、投资门槛下调，有实力的银行将进一步借助销售渠道和客户资源优势，扩充理财资金来源，为高净值客户提供更高质量的服务、更丰富的理财产品、得到更广泛的长尾客户获客渠道，提供更多元的服务手段。而对于实力欠佳的中小银行，可找准战略定位，发挥优势、弥补短板，在资管市场中谋得一席之地。

（一）明确战略定位

根据银行的自身实力与资源禀赋，可选择不同的战略定位：

1、金融超市模式

中小型区域性银行理财业务发展在转型中面临资源掣肘，短期内无法获取充足资源支持业务转型，外部又即将面临理财子公司制转型席卷而来的产品激烈竞争，其资管业务发展前景并不足够乐观，这类银行仍可凭借在自属地内更胜一筹的终端客户资源和销售渠道资源，通过积极拓展全品类资管产品代销资质、加强培育理财经理专业营销能力，搭建连接客户与产品的桥梁、完善线上销售渠道搭建，建立客户需求快速响应机制等方式打造金融超市模式。

2、规模管理者模式

新规背景下，银行理财业务运营逻辑将彻底改变，虽然地处中小城市的区域性银行面临专业人才的高度稀缺性难题，但是这类银行通过外部资源的对接迅速建立净值型产品运

营机制，同时在产品线设计和产品销售端发力，仍有机会以规模致胜的模式获取发展机会。银行可从营销与运营两个方面发力，一是以开放式销售渠道积极拓展市场份额，二是通过外部资源引进的方式形成高效运营体系和强大流动性管理能力，利用规模经济效应提升经营效率，从而实现经营利润的提升。

3、精品理财模式

部分全国性银行及大型区域性银行通过积极谋划布局，在投研、运营、风控、营销等领域均走在市场前列。借鉴国外领先资管机构经验，该类银行可凭借优秀的资源禀赋积累和雄厚的资本金支持，深度挖掘居民财富管理需求，以精品理财模式引领中国资管行业前进。在投资端，银行以固收类资产为起点和基础，逐渐向外拓展；在负债端，扩充资金来源，精准洞察客户需求；在产品端，打造以客户需求为中心的产品创新能力。通过自身的比较优势，实现“精细化”的资产管理。

（二）金融科技助力

业务开展过程中积累的数据，依托于金融科技，将创造巨大的商业价值。银行在长期的业务开展中收集了海量的客户数据，如客户的基本信息、风险偏好、家庭情况、收入情况以及具体需求等信息，借助大数据、云计算和人工智能等先进科技手段，助力银行资管业务的爆发。拥抱科技，对内提升效率与能力边界、对外提升客户使用体验与服务产能，这都是理财新规下商业银行理财业务快速转型的核心驱动力。系统的建设必须建立在金融逻辑与业务逻辑之上，建设的整体目标是打造以智能财富管理系统、资产配置系统、运营管理系统等三大系统为支撑的智能资管系统。

（三）重构产品体系

银行资管业务的营销需要由以产品为中心向以客户为中心转变，这需要银行重构产品体系以满足客户的需求。一方面，净值化转型要求银行理财产品体系重新架设；另一方面，客户需求与供给能力将直接影响最终的产品体系。以往银行理财产品同质化严重，因此新建的产品体系将直接影响未来银行机构的竞争优势。银行需要在利用金融科技深挖客户需求的基础上，以“固收+”策略为核心，建立具有自身鲜明特色的产品线，增强不可替代性的同时也可以更快的对客户需求和市场的变化做出反应，在激烈的竞争之中把握主动权和先机。

第三章 信托行业发展分析

一、信托行业发展现状概述

（一）政策导向

1、配套细则下发，强化信托监管

2018年8月17日银保监会下发《信托部关于加强规范资产管理业务过渡期内信托监管工作的通知》（以下简称37号文），要求按照“实质重于形式”的原则，加强信托业务及创新产品监管。此为落实资管新规配套系列文件，旨在加强信托监管，推进信托产品过渡期整改，实现平稳落地。37号文承接了资管新规，明确了通道及过渡期整改的要求，对信托资管业务的重点工作作出了安排并明确了重要时间节点，主要内容一是提出要对信托通道业务“区别对待”，二是对过渡期进行安排，信托公司可以发行存量老产品对接，但不得再发行或存续违反资管新规的信托产品。37号文明确了监管对通道业务的态度，一定程度上缓释目前行业和市场情绪，给通道业务一定展业空间，有助于打通货币政策传导机制，使资金更加顺利地流向实体经济，尤其是政策鼓励的方向。

2、保信合作范围扩大

2019年6月，各地银保监局向辖区内各信托公司下发了《关于保险资金投资集合资金信托有关事项的通知》（以下简称“通知”），要求保险资金投资集合资金信托应当明确信托公司选择标准，完善持续评价机制，并将执行情况纳入年度内控审计。通知的发布是银保监会推动保险资金更好地服务保险主业和实体经济的重要举措。扩大“保信”合作范围，有利于为保险机构和信托公司营造良好的公平竞争环境；明确基础资产投资范围，有利于进一步发挥信托公司在非标资产方面积累的行业优势，引导保险资金更多地流入实体经济。同时，通知实行“新老划断”，有利于维持机构必要的流动性和市场稳定，确保制度平稳过渡。

3、从严界定“非标”，促信托业加速转型

2019年10月，《标准化债权类资产认定规则（征求意见稿）》出台，文件拟明确标准化债权类资产与非标准化债权类资产的界限、认定标准及监管安排，引导市场规范发展。信托行业长期以来通过私募发行产品，募集的资金主要投资于非标债权，标准化资产认定的正式版一旦确立，将对信托公司的融资类产品产生较大影响。认定规则征求意见稿对于标准化资产的认定严格程度超预期，标准债券资产认定标准明确后，“标”与“非标”的模糊地带消失了。目前，银行理财、证券期货经营机构、私募资管都有明确的非标资产投

资 35% 的限额，虽然现阶段监管层还尚未明确信托产品投资非标的限额，但从监管层“统一资产行业跑道”的监管态度来看，一旦信托行业也参照 35% 的限额执行，未来信托公司非标业务的发展空间将大大缩减，这将使信托公司不得不加快业务转型进度。

（二）行业发展

1、行业规模降幅缩窄

在经历了 2018 年规模的大幅下滑后，信托公司受托资产总规模降幅缩窄。截至 2019 年 2 季度末，全国 68 家信托公司受托资产规模为 22.53 万亿元，较 2019 年 1 季度末下降 0.02%，同比增速较 2018 年 2 季度末的 4.88% 放缓至 -7.15%。2018 年信托行业资产余额大幅收缩，由年初的 26.25 万亿降至年末的 22.70 万亿元，降幅高达 -13.5%，为 2010 年以来首次规模增速转负，在资管新规出台的大背景下，行业曾经快速扩张的通道业务规模压缩，转型效果显著，至今年，规模收缩速度趋缓，行业逐步进入平缓过渡期。

图6 2015年Q1—2019年Q2季度信托资产及其同比增速



数据来源：信托业协会

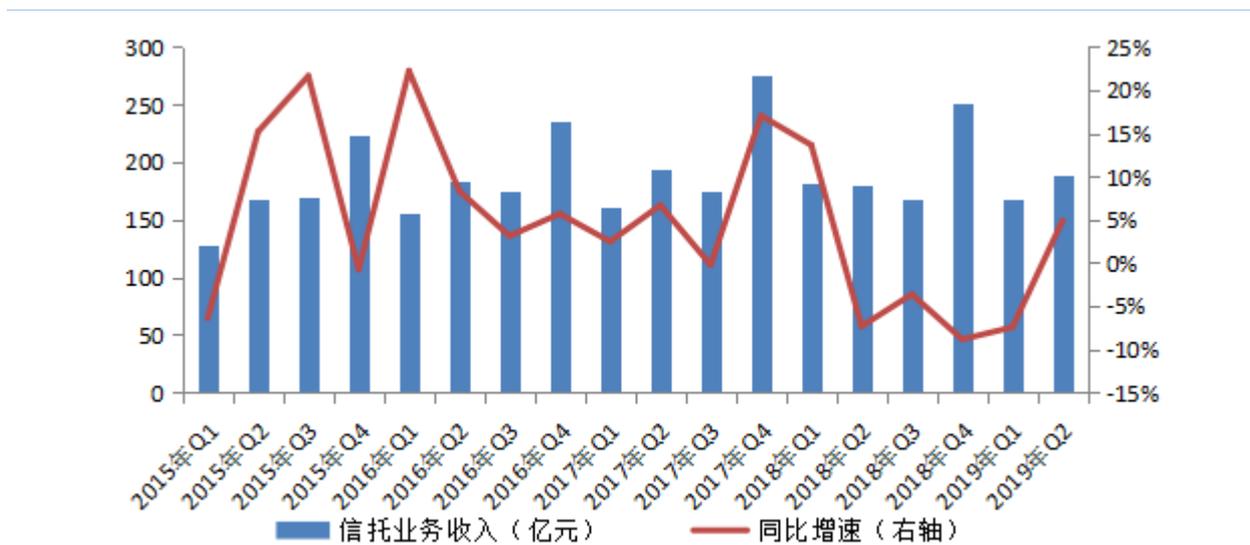
具体来看，信托资产中，融资类信托规模为 4.92 万亿元，较 2019 年 1 季度末增加约 3004 亿元，占比由 20.49% 升至 21.83%；投资类信托规模为 5.20 万亿元，较 2019 年 1 季度末增加 29 亿元，占比由 23.04% 微升至 23.05%；事务管理类信托规模为 12.42 万亿元，较 2019 年第 1 季度末减少 3089 亿元，占比 55.12%，较 2019 年 1 季度末回落 1.36 个百分点。

2、信托业务收入总体平稳

信托业务收入总体占比没有大幅变化。2019 年第 2 季度，信托业务收入 189.16 亿元，较 2018 年第 2 季度增加 4.91%，占比 64.70%，较 2019 年第 1 季度下降 8.35 个百分点。信托业务收入总体变化不大，短期的波动可能来自于近期资本市场波动带来的投资收益较

大波动。

图7 2015年Q1—2019年Q2季度信托业务收入及其同比增速

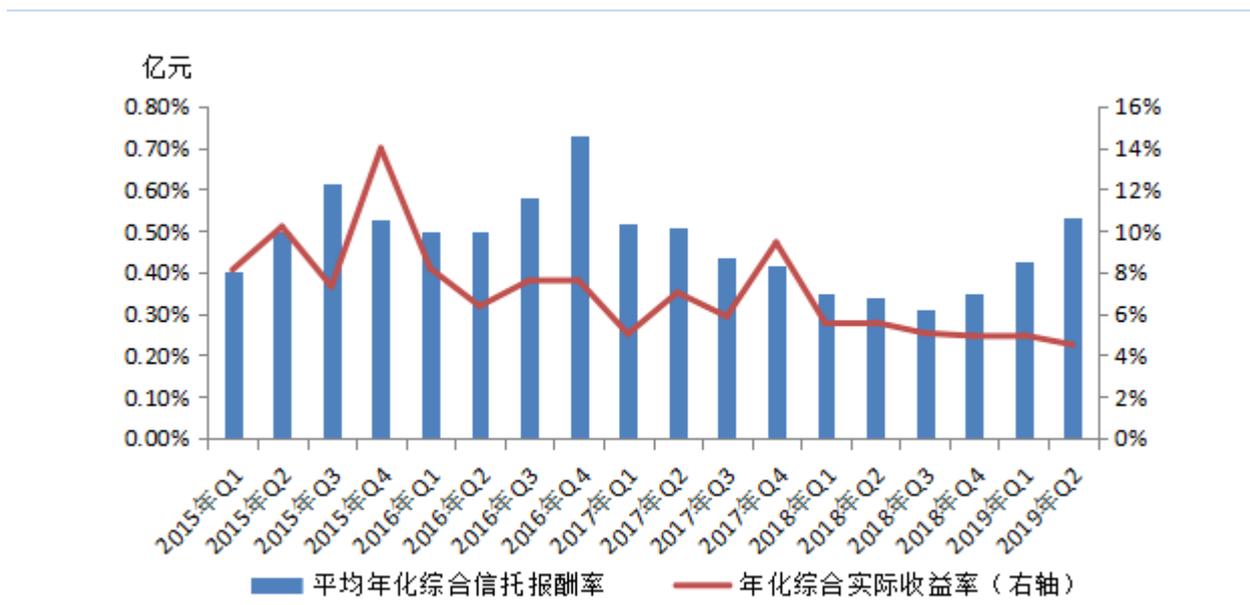


数据来源：信托业协会

3、行业信托报酬率提升

在资管新规压缩通道业务的同时，信托行业主动管理资产增加，使得信托报酬率有所提升。2019年第2季度平均年化综合信托报酬率0.54%，较去年明显提高。信托报酬率的回升主要是由结构调整带来的，随着集合信托占比上升，主动管理类业务贡献的利差要显著高于通道带来的低通道费，在信托资产规模下降时期，是维持行业盈利水平的重要支撑。

图8 2015—2019Q2季度平均年化综合信托报酬率与实际收益率



数据来源：信托业协会

4、项目风险攀升

受市场信用风险攀升影响，行业风险资产规模较大、风险项目数量增加值得关注。截至 2019 年 2 季度末，信托行业风险项目 1100 个，规模为 3474.39 亿元，信托资产风险率为 1.54%，较 2019 年 1 季度末上升 0.28 个百分点。这主要是因为 2018 年金融领域“去杠杆、强监管”的严监管政策压力下，银行表外资金加速回表，同时平台公司举债受到限制，企业现金流相对紧张，部分信托公司展业比较激进，信用下沉较大，导致逾期甚至违约事件增多。

图9 2015年Q1—2019年Q2季度信托风险项目个数和风险规模



数据来源：信托业协会

(三) 行业创新

1、区块链动产融资平台

随着金融科技的爆发，应用场景的增多，区块链技术在信托业有了更广泛的应用。今年 11 月，中融信托联合怡亚通（主营供应链管理服务）、蚂蚁金服发行国内首单快消品行业动产融资区块链项目，其合作模式为：怡亚通借助于蚂蚁金服的区块链技术上线 N++ 区块链“秒押”平台，然后中融信托利用此平台为存货抵押提供融资服务，最后再由怡亚通将抵押物分销出去，形成完整的链上闭合回路。

此前在 2018 年 1 月，万向信托在行业内就首次将区块链技术下沉到信托业务真实场景中，通过对区块链存证系统的现实应用撬开了数字银行的大门。此后云南信托也快速推进了区块链 ABS 系统的开发，试图提高受托服务的质量和效率，经过近一年的努力，2019 年 2 月，云南信托与招商银行在区块链 ABS 系统方面启动实质性合作，助推“小额债权”资产证券化业务的发展升级。此举也标志着信托公司在区块链研发成果转化方面，迈出实质性一步。今年 9 月，爱建信托作为会员单位之一参与了中国煤炭贸易区块链标准与检测工作小组的成立，该小组由中国煤炭运销协会（煤炭交易市场专业委员会）、中国通信工

业协会区块链专业委员会、上海煤炭交易所发起，致力于促进煤炭产业与金融、技术的高度融合，打造出煤炭贸易领域真正的智慧供应链。

在行业的不断探索下，区块链技术与信托业务紧密融合。信托公司可以应用区块链技术重构多种业务发展模式，如数字资产信托管理、基于区块链的家族信托、慈善信托及知识产权信托、电子签约模式、信托受益权流转等。同时，信托公司还可以利用区块链的可追溯、共享账本等特点对客户身份信息进行识别以及在信托业内共享交易对手违约信息。

2、信托+供应链

信托服务供应链金融不断拓展。今年，粤财信托与深圳中顺易金融服务有限公司共同推出了“普惠供应链 1 号服务信托项目”，这是信托行业在供应链生态圈首笔服务信托业务。该信托项目基于深圳某大型电子通讯企业（简称“核心企业”）与其上游数百家中小微企业供应商之间的真实贸易背景，以提升中小微企业应收账款管理效率为出发点，由粤财信托发起设立单一系列财产权信托，供应商将持有的对核心企业的应收账款交付信托财产；信托存续期间，粤财信托通过特有的账户系统、供应链管理系统，提供信托财产的登记、保管和信托利益分配服务，满足中小微企业对应收账款的权利保管、权益流转和到期托收需求，助力中小微企业解决财务管理不规范、账期管理不科学、回款难度偏大等问题。

近年来，信托公司在供应链金融方面进行了不断的探索。今年 3 月，云南信托就曾试水供应链金融，此前，中航信托亦发起设立集合资金信托计划，用于向西王集团开展供应链金融业务，这是信托机构涉足供应链金融的创新尝试。信托业务具有模式灵活、资金来源途径广、投资运作约束少、效率高等优势，在供应链金融服务中拥有显著的优势，而信托公司在供应链金融的服务过程中，真正的做到了服务实体经济，推动经济发展。

表4 部分信托公司供应链金融信托产品展示

信托公司	产品全称	投资期限 (月)	预期最高收益 率(%)	交易对手
杭州信托	共赢 1 号医疗供应链金融集合资金信托计划第七轮	36	7.30	广西瓯文医疗科技集团有限公司
华澳信托	臻鑫 213 号（前海深粤）供应链集合资金信托计划（1 期）	12	8.80	深圳市前海深粤供应链有限公司
厦门信托	尚融供应链流动资金贷款集合资金信托计划（第 2 期）	18	9.00	上海尚融供应链管理有限公司
五矿信托	恒信长宣 5 号-雪松供应链金融集合资金信托计划第一期之 1-9 期	4	7.60	雪松控股集团有限公司
英大信托	联赢 10 号电网供应链泰山铁塔特定资产收益权集合资金信托计划（四期）	12	7.30	山东鲁能泰山铁塔有限公司
云南信托	云程万理 32 号供应链集合资金信托计划	12	8.30	尚隽商业保理（上海）有限公司
中航	天启（2016）33 号一润供应链信托贷款集	6	7.30	一润供应链管理

信托	合资金信托计划-376 期			(上海) 有限公司
中粮 信托	圣牧上游一号供应链集合资金信托计划	24	7.50	

资料来源：普益标准整理

二、发展中的问题与挑战

行业转型，考验产品创新能力。通道规模不断压缩，通道业务不断受限的情况下，信托公司产品创新能力将是关键。在资金端，以差异化、专业化的产品吸引客户，提升客户体验，在资产端对资产进行主动管理，提高报酬率，是信托公司新形势下持续发展的关键。

服务能力待提升。随着国内高净值客群年龄的增长，财富管理需求由保值增值逐渐过渡到代际传承。创设家族信托成为高净值客户越来越关注的财富传承方式，信托公司如何在这一趋势下发力家族信托，抢占市场，是信托公司需要不断探索的关键，这需要信托公司提升自己的服务能力，满足高净值客群的多样需求。

业务结构需要优化。新规倒逼信托公司转型发展，需要其不断优化业务结构，打开新的业务空间。在行业转型的阵痛期，信托公司若不及时调整，摸索前进，将在激烈的市场竞争中失去竞争优势，在传统业务受限、竞争力降低的背景下，如何打造新的业务增长极，是每一个信托公司面临的问题。

三、信托行业发展展望

信托是服务实体经济的重要载体，在大资管主体中，信托行业受托资管规模仅次于银行理财。未来，信托跨领域牌照优势将有助于信托更好地服务实体经济。在资管新规下，信托正提升主动管理能力，回归资产管理与信托主业，探索消费信托、慈善信托、家族信托等创新信托业务，而信托具备的横跨货币市场、资本市场、实业市场领域的制度优势，拥有股权、债权以及其他多种灵活的资金运用方式，将能够通过与其他金融机构的合作，为实体经济提供全方位的金融服务，满足实体经济多样化、多层次的深度需求。新形势下，信托公司亦需找准定位，转型发展。

（一）信托公司战略定位

信托公司根据自身资源禀赋、组织架构、发展路径等的不同，可选择不同的发展战略。

1、专业私募投行

专业私募投行，指以专业投资者作为主要服务对象，提供财务顾问、托管、投融资安排等专业的投行服务。信托公司投资于实业经济方向，相较于其他金融机构投资限制较少，

能够覆盖实体经济各行各业，是信托投资公司树立信托品牌、提高信托市场占有率的捷径，也是与实业经济的最佳结合点。对于拥有股东资源背景和特殊领域投资经验的信托公司而言，深耕某一领域，打造专业投资品牌价值是其核心发展方向。信托公司以专业私募投行为战略方向，可重点发展另类投资、证券投资、绿色信托、消费金融领域、QDII 等方向。

2、综合资产管理

综合资产管理，指各方面实力较强的信托公司，通过构建全系列产品线（现金管理类、项目融资类、证券投资类产品布局），面向高净值客户以财富管理的理念进行分销，面向机构投资者以专业服务商的定位进行分销。打造综合资产管理品牌的信托公司的核心优势在于充分利用营销渠道开发和维护高净值客户资源，凭借其多样化、定制化的服务手段，为客户提供满足其多元财富管理需求，增加客户黏性。信托公司可重点发展现金管理类、项目融资类、家族信托、保险金信托、养老金信托、慈善信托等方向。

3、产业金融服务商

打造全能型产业金融服务商的核心优势在于信托公司可凭借其跨越货币市场、资本市场和产业投资市场的制度优势，运用灵活的投融资机制，专业化的业务创新能力，推出契合客户需求的多样化产品和服务，并依此增强核心竞争力。信托公司可重点发展产业基金、私募股权投资、并购重组、资产证券化、财务顾问、非金融企业债券承销等业务方向。

（二）强化自主渠道建设

线上线下渠道齐发力，强化渠道建设。信托公司的渠道相较于银行较匮乏，需要加强渠道建设，以提升资金募集能力。信托产品销售渠道总体可以分为三类：公司直销、金融机构代销、自营垫付和其他销售渠道。根据信托业协会数据，2018 年，信托公司直销占全部销售规模的 54.11%，越来越多的信托公司在北京、上海等地布局了财富管理中心，拓宽自己的直销渠道。在线上渠道方面，伴随着金融科技的发展，信托公司亦纷纷布局线上财富管理平台，为客户提供方便快捷的服务。

（三）丰富产品与服务体系

以客户为中心，提供丰富的产品与服务。信托公司应在转型过程中，寻找差异化发展路径。在国家鼓励家族信托的背景下，发展家族信托业务，从投资人角度出发，通过多元化的资产配置方案，实现超高净值客户财富传承目标的同时，也为其提供全方位的资产管理解决方案，满足客户家族传承治理、家族精神塑造、资产配置与投资组合等方面的需求。

第四章 公募基金行业发展分析

一、公募基金发展现状概述

（一）政策导向

1、对外开放步伐进一步加快

2019年10月，证监会明确取消基金管理公司外资股比限制的时点，自2020年4月1日起，在全国范围内取消基金管理公司外资股比限制。其实，早在2018年博鳌亚洲论坛上，中央高层就对进一步扩大金融业对外开放的具体措施作出了指示；今年7月20日，国务院出台11条金融业对外开放措施，将基金管理公司的股比限制时点从2021年提前至2020年，公募基金行业发展进入了对外开放的快车道。

2、基金注册改革提速

2019年9月9日，证监会召开全面深化资本市场改革工作座谈会，大力简政放权，优化了公募基金产品的分类注册，对不同管理人适用差异化注册安排，将纳入快速注册程序的常规产品，原则上取消书面反馈环节；同时，同步提高常规注册机制产品的审查效率，大幅度提升了基金产品的注册效率。

3、积极引导参与科创板市场投资

2019年7月22日科创板正式开市，成为我国资本市场改革发展的里程碑，监管层出台科创板相关业务指引明确了公募基金参与科创板投资事项，并鼓励中小投资者通过公募基金参与科创板投资。目前，有四类公募基金可以参与科创板市场，分别为战略配售基金、科创板主题基金、FOF基金、普通偏股型公募基金。截至2019年10月底，仅在科创板网下打新方面就有126家基金管理人旗下的2367只权益类基金获配了科创板网下打新金额，获配金额达228.76亿元，科创板改革红利惠及了全行业发展。

4、基金产品规范化发展

自2018年资管新规正式出台，监管部门明确规定金融机构开展资管管理业务时不得承诺保本保收益，随后公募基金行业陆续进行产品转型，仅在2018年就有近70只保本基金完成转型，多数产品转化为了风格稳健的混合基金和债券基金。2019年10月15日，最后一只保本基金“汇添富保鑫保本混合型证券投资基金”完成转型，至此具有16年发展历史的保本基金正式退出市场，基金产品运行更加规范化。

（二）行业数据

1、整体规模继续保持上升

截至 2019 年 8 月末，我国境内共有公募基金管理人 141 家，其中基金管理公司 126 家，取得公募基金管理资格的证券公司或证券公司资管子公司共 13 家，保险资管公司 2 家；上述机构管理的公募基金资产合计 13.84 万亿元，较 2018 年末增长 6.16%。受资管新规影响，2018 年以来公募基金行业步入转型发展期，行业整体规模增速有所放缓；进入 2019 年受益于权益类基金（股票型基金、混合型基金）和债券型基金规模的增长，公募基金整体规模继续保持上升，但增速有所放缓。

图 10 公募基金总体规模情况（亿元）



数据来源：基金业协会

2、不同类型基金发展有所分化

1) 权益类基金规模占比回升

受经济下行、中美贸易战等因素影响，2018 年股票市场下行，相对应权益类基金规模出现下滑。2018 年度末，股票型与混合型基金合计规模为 2.18 万亿元，较 2018 年初下滑了 19.02%。2019 年初市场行情大幅上涨，权益类基金规模回升，截至 2019 年 8 月末，股票型与混合型基金合计规模为 2.80 万亿元，较 2018 年度末上涨 28.19%，合计规模占比上升 3.48 个百分点至 20.24%，一改 2018 年的下滑颓势，合计规模及其占比均呈现增长态势。

但从绝对占比方面来看，我国权益类公募基金规模占比相对较低，股票型与混合型基金合计规模占比刚过两成，产品结构发展失衡。在今年 9 月份证监会全面深化资本市场改革中提出，要推动公募机构大力发展权益类基金，权益类基金产品规模占比或将再度上升。

图11 股票型基金和混合型基金规模情况（亿元）及合计占比



数据来源：基金业协会

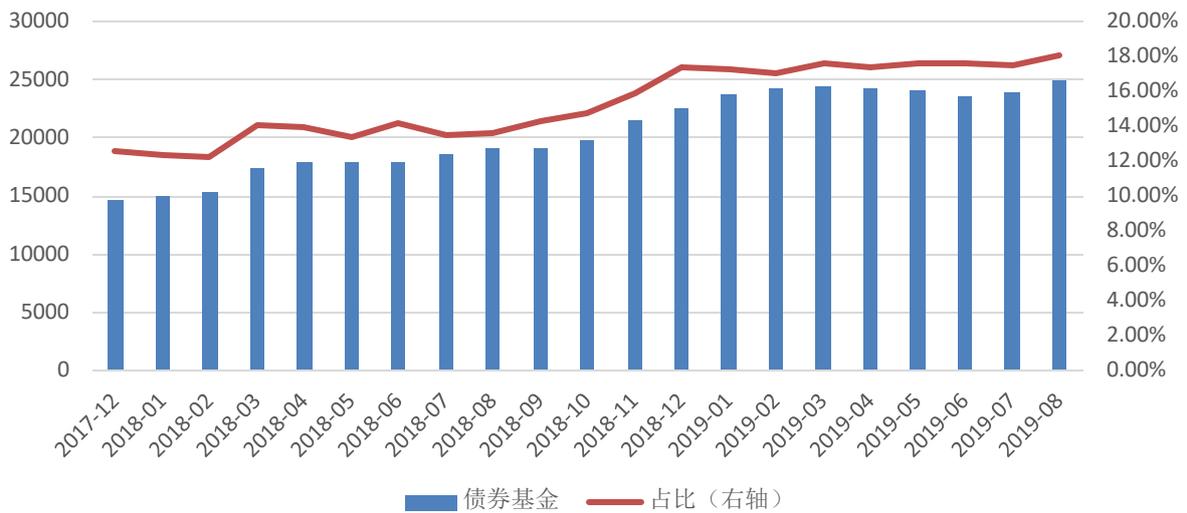
2) 债券基金规模占比保持相对高位运行

2018 年整个年度债券基金规模持续上涨，年末规模达 2.26 万亿，较 2017 年度末增长 54.49%，规模占比提升了 4.73 个百分点至 17.36%。进入 2019 年，债券基金规模略有上升，截至 2019 年 8 月末规模已达 2.50 万亿元，较 2018 年度末增长 10.29%，占比已达 18.04%，成为了仅次于货币基金的主要公募基金产品类型。

受资管新规影响，三个月期限内的银行理财产品将逐步消失，对此许多公募基金公司加大了对中短债基金产品的开发力度，以此满足投资者对理财产品的流动性与收益性需求。另一方面，新规禁止资管产品多层嵌套，但公募基金享有豁免红利，且公募基金具有避税优势，债券基金也就受到了银行理财产品等其他投资风格偏稳健的资管产品的青睐，规模实现了上升。

此外，2019 年 5 月 20 日，央行、证监会联合发布《关于做好开放式债券指数证券投资基金创新试点工作的通知》，拟推出以跨市场债券品种为投资标的，可在交易所上市交易或在银行间市场协议转让的债券指数公募基金。跨市场债券指数公募基金的问世，或将助推债券基金规模的再次上涨。

图12 债券型基金规模（亿元）及占比情况



数据来源：基金业协会

3) 货币基金规模及占比同步下滑

截至2019年8月末货币基金规模总计为7.34万亿元，较2018年度末下滑3.64%，较2018年8月份高点下滑了17.97%。虽然货币基金依旧为公募基金的主要产品类型，但产品规模占比已从2018年8月份的63.56%下滑至2019年8月份的53.05%，下滑幅度超过10个百分点。在当前监管层引导公募基金向权益市场发展的大环境下，货币基金产品规模或将持续下滑。

图13 货币型基金规模（亿元）及占比情况

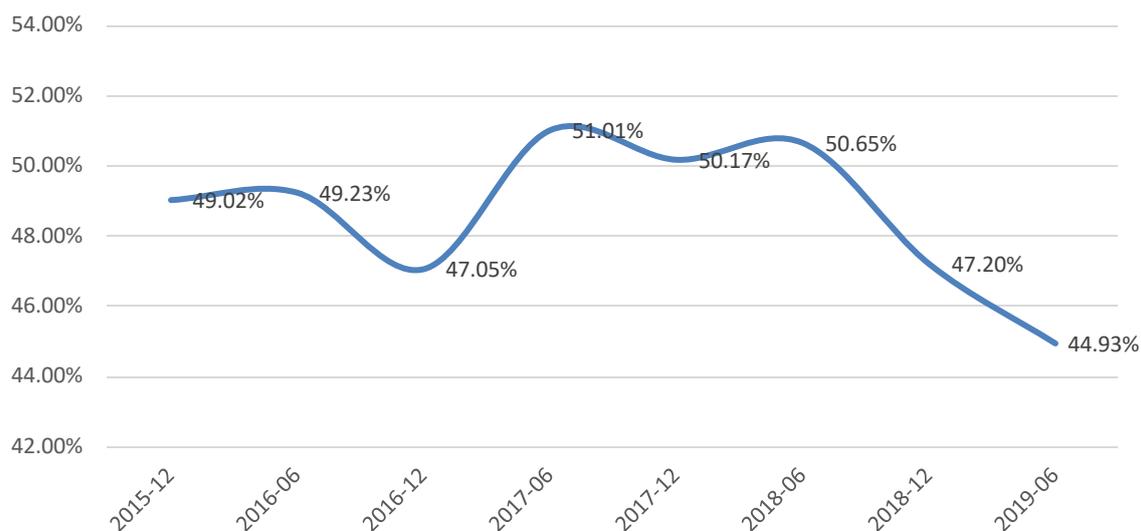


数据来源：基金业协会

3、市场集中度进一步下滑

2019 年上半年前十大总资产净值的基金公司占公募基金总规模的 44.93%，市场集中度进一步下滑，为近年来的新低；其中，有 4 家基金公司的总资产净值在上半年出现下降，分别是天弘基金、工银瑞信、建信基金和广发基金，体现出了基金公司之间的竞争愈加激烈。

图 14 前十大基金公司合计管理规模占比情况



数据来源：公开市场资料整理

（三）行业创新

1、聚焦海外单一市场

2019 年 10 月份，建信基金将旗下的全球资源混合型基金变更为建信富时 100 指数型 QDII 的申请获得审核通过，这也是公募首只投资英国市场的 QDII 产品。此前 6 月份，中日 ETF 互通开通，易方达、华夏等四只跟踪日本证券市场主流指数的 ETF 产品也正式获批。此外，今年 9 月份，天弘基金也申报了聚焦越南市场的天弘越南市场股票型 QDII。伴随着基金公司海外布局的进一步深化，以及投资者大类资产配置需求的多样化，基金公司瞄准单一市场的创新产品将陆续出现。

2、创新主题基金兴起

科创板的开市为公募基金提供了广阔的发展空间，公募基金热情高涨，科创板主题的创新基金接踵而至，截至 2019 年 10 月底市场上共有 22 只科创主题基金，且还有 109 只科创主题基金已经上报等待审批。同时，科创板的火热也带动了基金行业对全市场科技、创新领域的关注，基金行业对于科技、创新主题 ETF 基金的开发创新力度有所加大，后

续相关领域的创新产品也将大幅度增长。

二、发展中的问题与挑战

（一）市场竞争愈加剧烈

从外部环境来看，公募基金行业对外开放提速，外资基金公司借助其股东的投资经验和资源，必然会对中资基金公司的资产管理业务构成挑战。其次，资管新规统一监管将加剧大资管行业的市场竞争，特别是银行理财子公司的成立，将依托银行庞大的销售网点和资金优势，成为基金公司的直接竞争者。

从内部环境来看，近几年前十大基金公司管理规模逐步下滑，也体现出了基金公司之间的竞争愈加激烈。

（二）人才流失较为严重

我国公募基金行业发展历程较短，优秀基金经理的供给相对匮乏。从最近两年人员变动来看，每年都有一半的货币型基金的基金经理会发生变动，其他类型基金经理的变动频率也在三分之一以上。人员流动率过高，也给基金业绩的长期稳定带来负面影响。

（三）产品结构失衡持续

货币基金规模过大，投向股票资产的权益基金规模较小，产品结构失衡还在延续，导致公募基金长期价值投资能力和专业定价能力未得以充分体现，侧面也可以反映出我国公募基金投资者机构化程度不足，缺少长期资金来源。

（四）解决思路

1、明确战略定位

基金公司应当立足于自身的比较优势，明确自身的战略定位，为投资者提供差异化的管理方案，将自身打造成独具特色的资产管理机构。对于大型基金公司，可利用业务资质“牌照”齐全优势，选择综合型模式全面发展以满足各类投资者多样化需求。而对于中小型基金公司，可实行聚焦战略，专注于某一市场或某一领域，实施专业化发展路径。

2、积极拓展渠道，抢占客户资源

一方面，基金公司可利用银行系、券商系或信托系股东资源，发挥渠道和产业链资金优势，拓宽资金来源，承接其集团体系内的个人和机构资金。同时也要利用“牌照红利”，积极承接专户产品资金，特别要重视挖掘“养老体系”的长线资金。

另一方面，资管新规后我国多数中小银行或将转做财富管理平台，散布在全国各地的众多中小银行渠道资源对基金公司来说无疑是一个巨大的蛋糕。对此，基金公司可采取渠道下沉战略，积极与中小银行金融机构洽谈合作，且中小银行金融机构对基金公司“白名单”审核相对宽松，协商合作的可能性较高，为基金公司提供了良好的渠道拓展方式。

3、结合市场、客户特点与自身优势，搭建多层次产品体系

一是，基金公司可开发中短债基，来承接资管新规后短期银行理财产品的收缩引发转移的客户；二是，研发养老目标基金来满足中老年客户投资需求，且可采用风格偏稳健的FOF投资策略来运作管理；三是着重开发科创主题基金，满足个人客户对于科创板的迫切投资愿望；再者，基金公司要开发海外市场，满足投资者全球化资产配置的需求。

总之，基金公司要结合监管和市场环境的变化、客户的需求以及自身的优势，搭建多层次的产品体系。对于大型基金公司，可开发权益、债券、货币类等多种类型基金产品，且要提高对主题基金、指数基金等创新或热点产品的重视程度，同时投资市场范围要尽可能覆盖国内外，满足不同类型客户的资产配置需求。而对于中小型基金公司而言，可聚焦于个别市场、领域，开发特色产品、明星产品，提升自身竞争力。

4、吸引和留住人才，打造优秀的投研团队，做强权益

人才是投研团队强大与否最重要的构成要素，做强权益，基金公司必须要能够吸引和留住优秀的人才。为此，基金公司要调整和完善考核激励机制，制定出更科学的薪酬体系，吸引和留住核心基金经理。

其次，针对于权益市场的特点，升级和优化投研体系，聚焦权益市场，打造核心竞争优势，在难以复制的权益资产管理领域多下功夫，打造业绩优异的特色产品，实施差异化竞争。且在当前监管大力引导行业向权益市场发展的大环境下，权益基金将获得更多的政策支持，是基金公司应该聚焦发力方向。

三、公募基金发展展望

权益类基金占比有望提升。

从近一年来基金产品类型来看，货币基金仍然为公募基金的主要产品类型，占比超过五成；权益类基金占比虽有上升，但股票型基金和混合型基金合计占比仅略高于20%。在市场行情企稳以及监管层大力引导发展权益类基金的大环境下，后续权益类基金产品规模占比有望再度提升。且随着养老金的入市节奏加快，未来养老金可能会成为重要的机构投

资者和市场里的“长钱”，养老金投资周期长，保值增值需求高，天然需要配置到标准化的基金产品中，且根据国内外经验证明，权益类基金可有效提高养老金的投资收益率；此外，科创主题基金的持续高涨，也将助力权益基金规模占比的上升。

基金投顾开启行业新阶段。

2019年10月份，证监会发布了做好公募基金投资顾问业务试点的通知，并批准华夏、易方达、南方、中欧等基金公司开展试点工作。试点的推出意味着基金业将改变过去过分依靠基金销售的“卖方代理”商业模式，开辟出基金投顾的“买方代理”模式。基金公司可为客户提供量身定制的理财规划和全天候的资产配置服务，而不是一味地靠做大销售规模来实现发展，基金投顾有望开启行业发展新阶段。

金融科技赋能行业发展。

提升营销能力。传统基金销售，基金公司难以直接接触用户，未能实现与客户的有效营销互动，营销效率低、营销成本高，且积累的用户数据维度及量级均较小。而随着金融科技水平的提升，基金公司运用金融科技使客户受众面更广并且可与客户完成沟通，有利于基金公司对客户完成画像，进而实现精准营销，提升营销效率。

辅助投资决策。人工智能、大数据和云计算等技术结合能够对市场海量数据进行快速处理，做到数据收集、信息整合、数据分析智能化，辅助投资经理进行更高效的研究和投资决策。

提高风控有效性。相比较于传统风控手段，运用大数据、人工智能等技术手段扩充了数据来源，且风险识别速度更快，从而有助于解决风险控制中的信息不对称问题。同时金融科技可以加快风控模型的更新迭代速度，及时根据收集和整合的信息优化风险监控模型，提高风控有效性。

第五章 券商资管行业发展分析

一、券商资管发展现状概述

（一）政策导向

1、大集合产品开启公募化改造

2018年11月，证监会发布《证券公司大集合资产管理业务适用〈关于规范金融机构资产管理业务的指导意见〉操作指引》，明确了大集合产品对标公募基金、实现规范发展的标准与程序。2019年8月5日，东证资管旗下的“东方红7号集合资产管理计划”获批变更为“东方红启元灵活配置混合型”公募基金，成为第一只获批改造为公募基金产品的券商集合资产管理计划。此外，国泰君安资管、中信证券资管也成为公募化改造的首批尝试者。截至2019年10月末，至少有8只产品顺利拿到监管批文，涉及5家公司，分别为东方红资产管理、中信证券、国泰君安资管、广发资管和中金公司。大集合产品的改造有助于推动大集合产品公募化进程，实现大集合产品规范化、标准化管理。

2、通道业务持续收缩

2018年资管新规及配套细则发布实施，促使券商资管持续去杠杆、去通道。据中国基金业协会数据，从产品管理方式来看，截至2019年8月末，通道类产品规模11.85万亿元，自2018年10月以来累计下降21.5%，券商资管去通道业务持续进行。

3、倒逼中资券商资管业务转型

2019年10月，证监会明确，自2020年12月1日起取消证券公司外资股比限制，比原定计划提前一年。目前，国内的13家外资参控股证券公司中，已有瑞银证券、摩根大通证券和野村证券三家外资控股券商获得批复，另多家境外机构相关的券商设立或控制权更换事宜正在排队进程中。券商股比限制大门的打开将加剧行业竞争，倒逼中资券商资管业务转型升级。

（二）行业数据

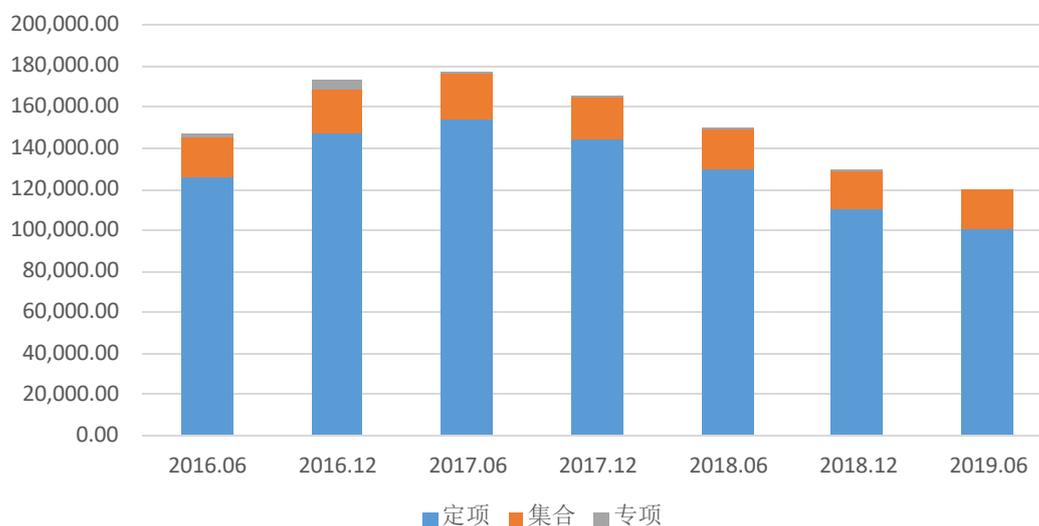
1、总管理规模持续下降

截至2019年6月末，券商资管总规模12.03万亿元³，较去年同期环比下降19.28%，

³ 此处统计核算不包含证券公司私募子公司私募基金管理规模，2017年始专项资管计划不包括在基金业协会备案的证券公司资产支持专项计划产品

已连续五个季度下降。自资管新规落地以来，券商资管行业进入了变革重构期，在监管高压之下，券商资管依赖通道业务野蛮生长的时代已经结束。在新的资管新规框架下，券商资管行业将逐步回归投资本质，总体管理规模还将面临较大的下降压力。

图15 券商资管总体管理规模（亿元）

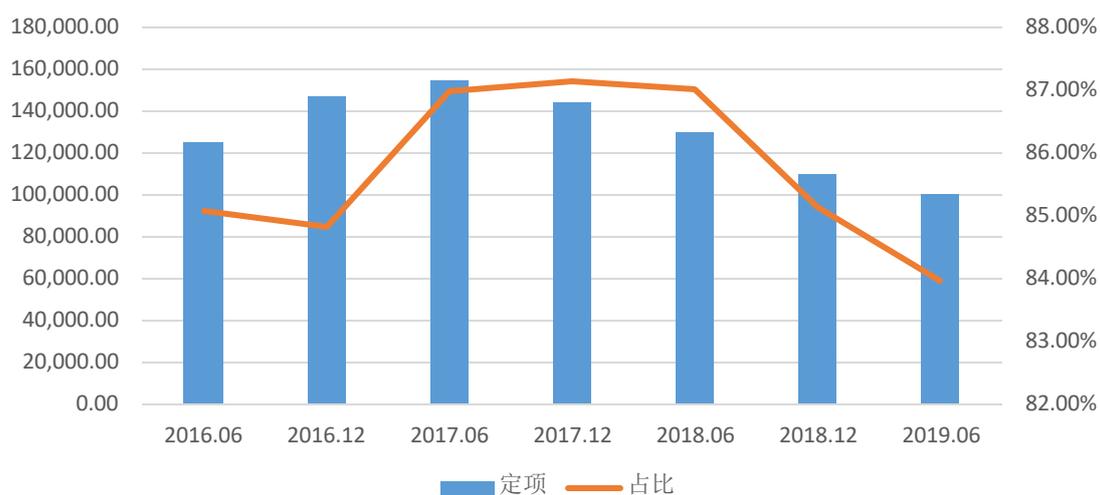


数据来源：基金业协会

2、定向资管计划规模收缩明显

自 2012 年通道业务放开以来，我国券商资管规模快速增长，以通道业务为主的定向资管计划更是成为了券商资管规模的主要增长动力。但在 2017 年以来，在“去通道、降杠杆”大环境下，定向资管规模快速收缩，截至 2019 年 6 月末，券商定向资管计划规模为 10.10 万亿元，较去年同期下降 2.87 万亿元，降幅高达 22.10%，占总体券商资管规模的比例由 2017 年底的 87.15%，下降到了 2019 年 6 月末的 83.96%；且在券商资管回归主动管理的趋势下，去通道阵痛还将继续延续。

图16 券商资管定向资管规模（亿元）及占比

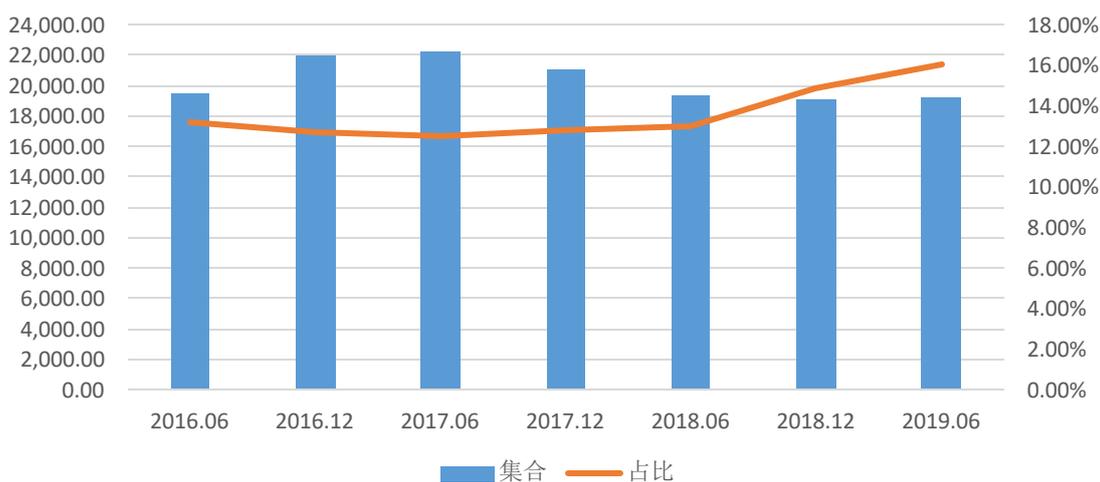


数据来源：基金业协会

3、集合资管计划占比呈现上升

受去通道周期影响，近年来券商集合资管计划规模整体上亦有下降，但自 2018 年以来管理规模基本保持稳定，截至 2019 年 6 月末，管理规模为 1.93 万亿元。而从规模占比方面来看，自 2017 年末集合资管计划占比券商总管理规模的比例已开始上升，截至 2019 年 6 月末其规模占比已达 16.04%，较 2017 年 6 月份上升了 3.53 个百分点。在券商资管总管理规模下降的大环境下，集合资管计划规模占比逐步上升，也体现了券商资管向以主动管理为主的集合计划转型的决心。

图 17 券商资管集合资管规模（亿元）及占比



数据来源：基金业协会

4、头部效应初显现

2019 年二季度资产管理月均规模和主动管理月均规模前三的券商均为中信证券、华

泰证券和国泰君安；头部券商主动管理能力更强，国泰君安、广发证券和光大证券主动管理占比均在 45% 以上，券商资管领域的马太效应已经初步显现。

表 5 2019 年二季度券商资管月均规模前十

排名	公司名称	月均规模 (亿元)
1	中信证券股份有限公司	11580.80
2	华泰证券 (上海) 资产管理有限公司	8393.52
3	上海国泰君安证券资产管理有限公司	7500.73
4	中信建投证券股份有限公司	6712.53
5	申万宏源证券有限公司	6093.82
6	招商证券资产管理有限公司	5732.33
7	中银国际证券股份有限公司	5614.25
8	江海证券有限公司	3502.18
9	广发证券资产管理 (广东) 有限公司	3282.68
10	上海海通证券资产管理有限公司	2865.23

数据来源：公开市场资料

(三) 行业创新

1、首只权益类 ETF 产品

2019 年 6 月 26 日，浙商资管正式发行行业内首只权益类 ETF 产品——浙商汇金中证浙江凤凰行动 50 交易开放式指数证券投资基金，产品基于浙商证券资管与中证指数公司合作开发的“中证浙江凤凰行动 50 指数”，该产品发行为其他资管公司丰富产品线布局提供了参考借鉴。

2、布局科创板资管计划

券商作为科创板的保荐机构，也获得了配售等参与科创板的投资资格。今年 4 月份，中信证券和招商证券先后推出科创系列集合资产管理计划，打响了券商科创资管产品的第一枪。目前券商资管以科创板私募小集合、公募打新策略产品，以及参与战略配售的员工持股计划等多类产品参与科创板。此外，券商资管产品还根据投资者的需求开发了“科创板+固收”、“科创板+主板”的资产管理产品。抢滩科创板，券商资管也打出了“组合拳”，来分享科创板带来的投资机会。

二、发展中的问题与挑战

行业竞争发展激烈。目前，国内已有多家外资机构控股券商，而外资机构在财富管理方面具有较大竞争优势，券商股比限制大门的打开将加剧行业竞争。另一方面，大集合产品改造，具有公募牌照的券商机构将享有更多的发展红利，使得本身在转型中面临较大生存压力的中小券商遭受更严峻的生存挑战。

去通道业务仍然存有较大压力。从当前情况来看，券商资管去通道业务取得了一定的实质性进展，2019年半年度以通道业务为主的定向资管计划规模较去年同期下降2.87万亿元，但从绝对占比方面来看，定向资管计划规模仍占比八成以上，转型压力较大。且如果券商资管不能很好地完成“单一通道”业务的转型升级，也将丧失管理规模方面的优势。

综合管理能力要求更高。不同于通道业务的发展，券商资管回归主动管理，需要其具有更高的投资管理能力。其营销端、产品端和投资端都将面临重塑，且券商资管大集合公募化改造，更是对券商的综合投资管理能力提出更高的要求，同时，如何制定合理方案，避免因规范整改再次引发新的风险，实现大集合产品规范整改的平稳落地，也是摆在各券商资管面前的一大难题。

解决思路：

1、厘清竞争优势，选择差异化发展战略

在新的发展环境下，券商资管应审时度势，厘清自身发展竞争优势，对于资源和牌照比较齐全的大型券商，可充分利用其资金端和资产端的优势选择综合全能型战略；对于中小券商可选择精品型模式，专注自身在某一产品类别、某一投资领域的优势，做到小而美。

2、提升专业投资能力，回归主动管理

在通道业务不断收缩及产品净值化转型大环境下，券商资管应将其发展重心转向主动管理类资管产品上。在此过程中，券商资管要凭借证券公司在投研和团队建设等方面多年的积淀，升级自身管理团队，提升专业投资能力，在不断地转型改进中打造核心竞争力，形成差异化竞争。

3、丰富产品线布局，加大产品创新开发力度

券商资管应充分把握其自身投资灵活性特点，除了布局权益、固收类产品线外，还应积极向商品、国外市场演进，在多元资产轮动中把握投资机会。同时，也应加大创新产品的开发力度，布局指数化产品、FOF产品、量化对冲等细分产品领域，扭转大众对券商资管“通道”形象的固有认知，以满足各类投资者多样化资产配置需求。

4、资源整合，增加业务协同性

资金端：开发利用券商经纪业务的渠道资源，挖掘客户的财富管理需求，为资管业务提供更多资金保障；与此同时，券商资管为客户提供更多符合其风险特征和投资需要的产品，有利于提升客户粘性。

产品端：发挥证券公司对于股票、债券、衍生品等证券的研究优势和在投资领域的竞争

优势，与券商投研体系相结合，丰富产品的投资策略；相对应，投资多策略的需求也将催生更多与券商研究业务的结合。

资产端：强化与投行相关部门的结合，比如 ABS 业务的开发离不开投行业务在资产端的项目储备，而资管业务又反过来为股票质押等相关业务提供了融资渠道。

三、券商资管发展展望

公募牌照重要性凸显。券商资管大集合公募化改造，对大集合产品进一步对标公募基金、实现规范发展的标准与程序进行细化明确。此外，叠加资管新规的影响，公募牌照对于券商资管的重要性日益凸显。目前已有多家券商在积极申报资管子公司，以期能够顺利拿到公募牌照。

FOF 业务具有良好发展前景。相比较国外成熟市场，我国 FOF 市场有着巨大的发展空间。且与其他资管机构相比，券商资管在开展 FOF 时具有以下几方面优势。一是券商作为卖方机构客户服务，积累了不同投资风格的管理人资源，且与不同管理人多年的合作经验利于 FOF 产品的开发；其次是券商具有证券投资基金托管人资格，未来券商托管业务内部化优势将有助于降低 FOF 的运营成本。

ABS 发展正当时。在非标业务被动收缩及供给侧改革驱动下，资产证券化业务凭借其盘活信贷存量资产、提高资金使用效率等优势，将迎来历史机遇期，成为券商资管未来发展的重要抓手和利润增长点。同时，券商作为资本市场的重要载体，能充分利用投行业务及资管业务带来的强大的客户资源优势、专业优势，形成业务协同，未来在 ABS 业务方面大有可为。

第六章 保险资管发展分析

2003年，中国第一家保险资产管理公司中国人保资产管理有限公司成立。2004年《保险资产管理公司管理暂行规定》颁布之后，保险资管公司迅速发展。据保险资产管理业协会统计，截止2019年6月，国内共202家保险公司，24家综合型保险资产管理公司，6家专业型保险资产管理机构，3家养老险保险资产管理机构。

2018年，资管新规的发布标志着资产管理行业从纯粹追求规模与速度的增长转变为追求高质量发展。在资管新规净值化转型，打破刚兑的背景下，预计银行理财收益率下行，而保险资管的投资标的中有相当大一部分为固定收益类资产，能够稳定净值及收益率，保险资管产品吸引力得以提升。另一方面，资管新规正式认可了保险资管的地位，消除了此前在开展业务的过程中与其他资管机构地位不平等的状况，对保险资管也是一个利好。

一、保险资管发展现状概述

（一）政策导向

表6 2019年银保监会出台保险资管相关政策

时间	部门	主要内容	重点方向
2019.01.24	银保监会	发布《关于保险资金投资银行资本补充债券有关事项的通知》	银保监会将允许保险资金投资符合条件的银行二级资本债券和无固定期限资本债券
2019.01.28	银保监会	中国银保监会新闻发言人肖远企接受媒体采访	鼓励保险资金增持上市公司股票，拓宽专项产品投资范围
2019.01.29	银保监会	发布《中国银保监会简化股权投资计划和保险私募基金注册程序 支持保险机构加大股权投资力度》的公告	简化股权投资计划和保险私募基金注册程序，两类产品注册工作移交给保险资管协会
2019.05.15	银保监会	发布《关于保险资金参与信用风险缓释工具和信用保护工具业务的通知》	就保险资金参与信用风险缓释工具和信用保护工具业务的目的、资质条件、遵循原则进行了规定，并加强风险管理
2019.06.21	银保监会	发布《关于保险资金投资集合资金信托有关事项的通知》	信保合作新规，放宽了与保险机构合作的信托公司标准
2019.06.26	银保监会	发布《关于资产支持计划注册有关事项的通知》	对保险资产管理公司首单资产支持计划之后发行的支持计划实行注册制管理
2019.7.11	国务院金融稳定发展委员会	推出 11 条金融业开放措施	(1) 允许境外金融机构投资设立、参股养老金管理公司；(2) 人身险外资股比限制从 51% 提高至 100% 的过渡期，由原定 2021 年提前到 2020 年；(3) 取消境内保险公司合计持有保险资产管理公司的股份不得低于 75% 的规定，允许境外投资者持有

			股份超过 25%；（4）放宽外资保险公司准入条件，取消 30 年经营年限要求
2019.10.12	人民银行、银保监会、证监会、外汇局	《标准化债权类资产认定规则（征求意见稿）》	明确界定了标准化债权与非标债权
2019.10.15	国务院	发布 国务院关于修改《中华人民共和国外资保险公司管理条例》和《中华人民共和国外资银行管理条例》的决定	外资进入保险业的条件进一步放宽

资料来源：银保监官网，普益标准整理

总体而言，2019 年的监管政策倾向于放松保险资金投资限制，加大对于保险资金资产负债管理，防范系统性金融风险，以及放开外资进入保险业的壁垒。

资产端放松限制，保险资金可投资资产增加。监管进一步扩大保险资金投资范围，允许保险机构投资符合条件的银行二级资本债券和无固定期限资本债券；允许保险资金投向信用风险缓释工具和信用保护工具；放松了与保险公司合作的信托公司标准，增加了保险资金可投资的集合资金信托范围；简化股权投资计划和保险私募基金注册程序。

合规力度仍然不减。下半年，人民银行联合银保监会、证监会、外汇管理局发行《标准化债权类资产认定规则（征求意见稿）》，厘清了原有的模糊地带，明确界定了标准化债权与非标债权，促进存量非标债权逐渐向标准化债权转换。

保险业迎来对外开放。国务院进一步取消外资进入保险业的限制，预期会有更多的外资机构参与中国市场，为保险资管公司带来先进的经验和不可避免的激烈竞争。

（二）行业数据

1、保险资金运用规模稳健增长，增速持续下降

自 2003 年我国首家综合性保险资管公司成立以来，我国保险资管业经历了蓬勃的发展，保险资金运用余额保持稳健增长态势，从 2004 年的 1.08 万亿增长至 2019 年上半年的 17.37 万亿元。另一方面，自 2014 年后，保险资金运用余额增长率呈下降态势。

图 18 近年来保险资金运用余额及增速



资料来源：原保监会官网，普益标准整理

保险资管机构总资产在 2013 年以后快速增长，从 2013 年末 190.77 亿元增长到 2019 年 5 月底的 560 亿元。

表7 保险资产管理公司总资产规模与增速

	总资产 (亿元)	同比增速 (%)
2013	190.77	29.92
2014	240.64	26.14
2015	352.39	46.44
2016	426.29	20.97
2017	491.45	15.28
2018	557.34	13.41
2019年 1-5月	560	/

数据来源：银保监会，普益标准整理

2、资金来源多样化，但母公司保费占据七成

截止 2019 年 6 月，保险资管公司管理系统内保险资金占总规模比重为 77.14%；管理第三方保险资金占总规模比重为 6.39%；管理银行资金占总规模比重为 3.53%；管理养老金及企业年金占总规模比重为 6.6%；管理其他资金占总规模比重为 6.34%⁴。可见，保险资管公司的主要资金来源是母公司的保费收入。

3、传统资产占比收缩，另类投资大行其道

根据原保监会官方统计数据，在保险资金所投标的中，其他投资所占比呈增长趋势，并于 2018 年底到达 64122.04 亿元。其他投资主要包括不动产债权、基础设施债权、股权

⁴ 中国保险资产管理业协会：《2018-2019 保险资产管理业调研报告》

投资，其本质为非标或另类投资。随着利率市场化的推进，银行存款收益率下降，导致存款投资占比逐年下降。债券具有较为稳定的收益和明确的期限，利于保险资金的久期匹配，占比相对稳定；股票与基金的投资占比则与二级市场表现有关，在2017与2018年的熊市行情下，股票与基金投资呈收缩状态。

表8 保险资金运用占比



数据来源：银保监会，普益标准整理

4、服务实体经济——基建投资持续发力，不动产投资收缩

保险资金来源稳定，能够满足国家大型基础设施和重大项目建设对长期资金的需求，近两年在支持实体经济发展领域做出了重要贡献。根据保险资产管理业协会数据，截止2019年8月底，累计发起设立各类债权、股权投资计划1201只，合计备案（注册）规模27881.54亿元。

在国内经济承压、基建补短板的影响下，基础设施债权投资计划持续增长，在我国经济转型期起到缓冲器作用，防止经济硬着陆。而在地产调控趋严，多城市资产价格高企，不动产债权投资计划呈下滑趋势，且预期强监管态势将持续作用。

表9 其他投资各项数量及金额

		2019年1-8月	2018年	2017年	2016年	2015年
股权投资计划	数量-项	3	3	12	18	5
	金额-亿元	52	361	495.5	695	465
基础设施债权投资计划	数量-项	82	121	81	57	42
	金额-亿元	1791.9	2940.86	2466.45	1477.53	1027.45
不动产债权投资计划	数量-项	60	89	123	77	69
	金额-亿元	736.24	1245.4	2113.52	1001.86	1019.68
合计	数量-项	145	213	216	152	121

金额-亿元	2580.14	4547.26	5075.47	3174.39	2706.13
-------	---------	---------	---------	---------	---------

数据来源：银保监会，普益标准整理

5、非标投资带动收益率上行，整体收益率仍受二级市场影响

2012年，原保监会发布十三项规定征求意见稿，将保险公司投资股权、不动产、金融产品等限制放宽，从而保险资金能够投资非标资产，带动投资收益率上行。2015年后，二级市场低迷、利率下行，再加上不动产债权投资计划的收缩，整体收益率呈下降态势。

图19 保险资金平均收益率



数据来源：公开资料整理

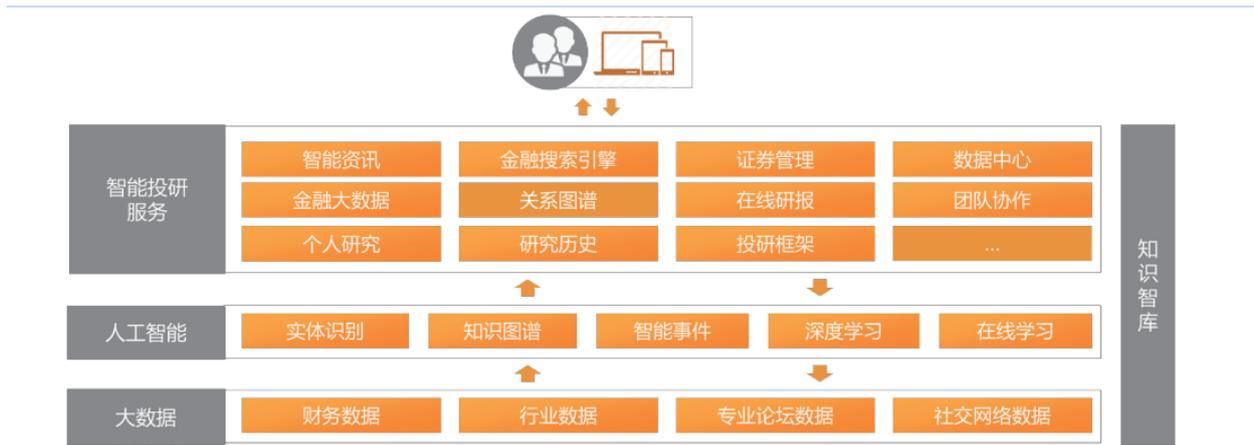
(三) 行业创新

根据保险资产管理业协会所发布的《中国保险资产管理业金融科技发展报告（2018-2020）》，在信息技术日益成熟的情况下，传统的资管机构逐步进行数字化转型，大中型保险资产管理公司不断加大对新技术应用的资源投入，以服务机构内各业务需求，提升资源运用效率。

1、国寿资管：运用人工智能、大数据布局智能投研平台

国寿资管应用人工智能与大数据构建了一个多层次的智能投研平台。其中，大数据技术主要用于整合大量的财务数据、行业数据、专业论坛数据、社交网络数据，形成了大数据中心；人工智能技术主要用于挖掘重要信息，以促进投研成果的转化。智能投研平台的建构大幅度提升了投研效率，节约了投研人员收集基础资料和数据的时间，将工作重点放在分析层面；同时通过整合内外部有效信息，利于构建完整的投研框架。

图20 国寿资管智能投研平台框架



资料来源：保险资产管理业协会

2、泰康资管：开发智能合规系统

2018年底，泰康资管公司智能合规系统正式上线运营。该系统收录了大量法律法规，涉及市场监管、资金运用、风险管理等多个方面，并能实时呈现搜索结果，为合规工作提供了极大便利。

图21 泰康智能合规系统



资料来源：保险资产管理业协会

二、发展中的问题与挑战

中国保险资产管理业协会在《中国保险资产管理业金融科技发展报告（2018-2020）》

中指出，金融科技在促进保险资管发展的同时也带来了一些挑战。一是数据存储与安全问题，部分金融机构积累了海量的客户数据，但数据安全保卫能力不足，存在金融数据泄漏风险；二是信息所有权不明确，我国法律对于信息所有权的归属界定不明确；三是金融科技人才缺失、技术不成熟，难以大量推广；四是风险管理难度提升，庞大而复杂的信息流，提高了风险识别的难度⁵。

从资金来源上看，2018年保费的主要来源之一寿险保费收入呈下降态势，这可能引发现金流风险，导致偿付能力降低、资产配置调整等负面效应。从资金运用上看，外部环境不确定性增加，全球经济放缓、贸易摩擦持续发酵，为实体经济和资本市场带来负面冲击。在经济下行周期，债券市场信用风险凸显，违约可能性依然较大；资产质量下降，优质资产难寻，市场可能再次出现“资产荒”；在房地产调控、地方政府债务审批严格的背景下，优质基建与不动产项目供给趋于减少，非标项目承压。

此外，保险资管公司在第三方委托业务上也并未完全市场化。保险资产管理公司通常由保险集团公司、寿险或者财险公司发起。2012年7月，原保监会发布《保险资金委托管理暂行办法》，将受托保险资金范围拓展到第三方保险集团和保险公司。同年10月，保监会发布《关于保险资产管理公司有关事项的通知》，进一步将保险资产管理公司的委托资金来源从保险资金拓宽至养老金、企业年金、住房公积金等机构的资金。保险资产管理业协会统计显示，截止2019年6月，第三方资金仅占保险资金运用总额的22.86%，保险资管公司依旧以承接母公司委托资金为主，受托管理其他机构的资金较少。

三、保险资管发展展望

保险资管公司具有稳定而长期的资金来源，可投资的标的范围广泛，为服务实体经济起到关键作用。对于各大保险资管公司，应采取差异化战略，结合机构内部资源禀赋，充分发挥比较优势，以应对监管要求、行业挑战。

（一）差异化的战略选择

1、综合型保险资产管理公司的战略选择

对于规模较大、综合实力较强的保险资管公司，在多项业务协同发展之下，提高内部投研能力，加强外部渠道建设，为客户提供全流程金融服务，增加客户黏性。

2、专业型保险资产管理公司的战略选择

⁵ 中国保险资产管理业协会：《中国保险资产管理业金融科技发展报告（2018-2020）》

部分规模不大、渠道建设稍弱，但投研实力较强的保险资管公司，进一步发挥在某些领域的专业优势，加大对于特定资产的研究投入，以谋取更高的收益。

图22 保险资产管理公司的两类发展战略



资料来源：普益标准

（二）金融科技应服务于行业需求

将金融科技运用于资产管理行业，能够激发资产管理市场的活力，提供合规、高质量的金融服务，提高资本配置效率。但金融科技的本质是一种技术、一种手段，金融科技应当为人服务，为金融业的需求服务。因此，保险资管公司应深挖行业需求，利用先进的信息技术开创与完善新业务模式，培养优秀的金融科技人才，提高信息管理能力 and 风险管理能力，打造一流金融科技资产管理机构。

（三）提升主动管理能力、风险管理能力、资产负债管理能力

资管新规要求资产管理机构打破刚兑、实现净值化管理，各机构需提高主动管理能力，全方位加强投研布局，开展多资产研究，提升产品收益率。同时，在强监管及经济下行周期下，优质资产供给减少，保险资管公司应建立与完善综合性风险管理体系，强化风险监测、风险识别、风险预警，进行全流程、体系化追踪，防范风险，防止风险蔓延。保险资管公司的资金来源较为稳定、期限较长，而所投资产往往期限较短，应审慎实施资产负债管理，完善相关组织体系，以平滑利率波动带来的风险，保持充足的偿付能力。

（四）开拓第三方业务

保险资产管理机构也应拓展资金来源，管理好母公司资金后，大力开拓第三方业务。总体来看，发展第三方业务在大资管背景下具有必然性。“大资管”行业的发展，模糊了各机构的业务边界，导致机构标签被淡化。未来保险资管机构面临“对内对外双向开放”的局面，越来越多的非保险系资金将会委托给保险资管机构，也会有更多的保险资金委托

给券商、基金等。

（五）借鉴国际同业经验

2019年7月，国务院金稳委推出11条金融业开放举措，这意味着我国金融业开放势在必行。近年来，国内保险资产管理公司的综合实力、市场影响力以及市场地位都有较大提升，但与世界领先同业相比仍存在较大差距。外资入华，一方面在鲇鱼效应的作用下，带来先进的管理经验与技术，提高资产管理业服务的质效；另一方面在有限的市场容量下，竞争加剧。他山之石，可以攻玉，我国保险资管公司应吸取优秀的国际同业经验，把握国际发展态势，融入世界大格局，赢得时代新发展。

第七章 互联网金融发展分析

一、互联网金融发展现状概述

互联网金融随着我国互联网技术不断成熟而步入大众视野。总体而言，国内目前存在四种互联网金融业态模式：第三方支付、互联网资产管理业务、网络融资、消费金融。

货币作为一种支付手段，能够促进商品与服务的贸易。传统的支付功能由银行承担，但往往成本较高，周转时间长。十年多年的时间里，我国电子商务的蓬勃发展触发网络支付的需求。1999年，我国第一家第三方支付公司首信支付成立。2002年，中国银联正式成立，满足了一个商家多银行卡在线支付接口的需要。2004年，支付宝推出，淘宝的巨大流量为支付宝用户数量及金额带来持续增长。从2002年银联设立到2019年，我国的三方支付已经历了17年的发展。第一代三方支付以银联设立为代表，它组织了银行间的清算系统，构建了POS机物理网络；第二代三方支付伴随着互联网的普及和电子商务的起航，主要体现为利用电脑进行网络支付；第三代三方支付则是在智能手机的覆盖率不断攀升的条件下，利用手机等移动设备进行多场景下的移动支付⁶。

过去，购买银行理财、保险产品必须去银行网点或者保险公司才能办理。在互联网冲击下，不少机构为拓展营销渠道、降低营销成本，纷纷采取网络销售的方式，推销各类理财产品，这也被称为互联网资产管理业务。目前国内参与互联网资产管理业务的机构主要有，互联网一站式财富服务平台（如：蚂蚁财富）、传统金融机构线上平台（如：平安证券、招商银行）、独立财富管理平台（财富派、宜信普泽）、互联网金融平台（天天基金、蛋卷基金）⁷。

互联网的兴起也为降低融资成本带来了新的可能。理论上而言，互联网能绕过金融中介，直接连接交易双方，进行投融资交易，从而降低了获取信息、沟通信息的成本。P2P便是典型的网络融资模式，P2P平台负责联系债权人、债务人进行借款的拨付与偿还，发挥着信息中介的作用。在实际中，由于我国网络融资处于发展初期，出现了平台自融、挪用客户备用金等不合规行为，导致行业乱象丛生。

随着我国征信体系不断完善，消费金融得到了进一步的发展。传统而言，消费者只能

⁶ 第一财经：《2018年第三方支付市场趋势报告》

⁷ 艾瑞咨询：《2019年中国互联网财富管理研究报告》

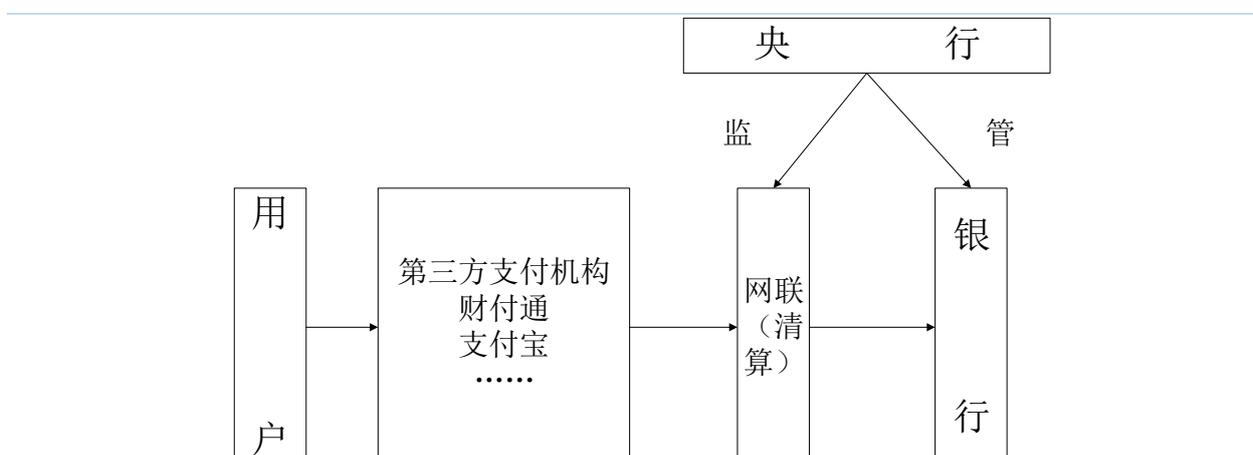
根据资信情况向银行获得贷款，消费金融公司的诞生为信用状况有瑕疵、无法获得银行信贷的个人消费者带来了福音。但由于我国的信用体系并没有建设完成，“信息孤岛”现象仍然存在，从而为消费金融公司贷前审查、贷后管理带来了严峻的挑战。

（一）政策导向

2018 年对于互金行业并不平静，年中 P2P 平台暴雷潮引发监管升级，互金行业多个业务模式被迫转型，强监管力度不减。

2018 年，第三方支付行业主要进行“断直连”整治，清算程序要求统一接入网联通道，清算成本提升；另一方面，应人民银行要求，备付金全额上交，原本的备付金利息收入也减少了，第三方支付公司盈利空间被压缩。

图 23 “断直联”后第三方支付资金流向



资料来源：第一财经新闻

2018 年 4 月，互联网金融风险专项整治工作领导小组发布的《关于加大通过互联网开展资产管理业务整治力度及开展验收工作的通知》，明确将互联网资产管理业务纳入金融监管范围；依托于互联网公开发售、销售资产管理产品，须取得中央金融管理部门的资管业务牌照或资管产品代销牌照；互联网平台不得为各类交易所代销资管产品。

在经济下行周期，国家鼓励消费金融发展，并借此扩大内需，拉动经济增长。2018 年 9 月中共中央、国务院发布《关于完善促进消费体制机制 进一步激发居民消费潜力的若干意见》，提出进一步提升金融对促进消费的支持作用，鼓励消费金融创新。但蓬勃发展的消费金融市场也滋生出不少问题和乱象，例如风控不严、个人信息泄露、多头借贷等。

总体而言，2019 年互金行业监管力度依然保持、监管态度也并未放松，各分支业务均面临不同程度的监管压力。

第三方支付：2019年强监管态势延续。2019年，监管部门依然进一步推进“断直连”和“备付金上交”整治。另一方面，一些不法分子利用第三方支付平台实施电信诈骗，为受害者带来极大的损失。为了防范电信诈骗，规范第三方支付市场，今年3月央行下发85号文《关于进一步加强支付结算管理 防范电信网络新型违法犯罪有关事项的通知》，要求银行、支付机构和清算机构等健全紧急止付和快速冻结机制、加强账户实名制管理、加强转账管理、强化特约商户与受理终端管理、广泛宣传教育并落实责任追究机制。85号文在2016年中央银行发布的261号文的基础上进一步加强账户管理与账户审核，对保障支付市场健康发展，促进支付行业回归本源起到至关重要的作用。

2019年监管部门开展消费金融全产业链综合整治。2019年，银保监会、人民银行、公安部门联手整治消费金融行业乱象。此次主要围绕数据隐私、暴力催收与套路贷、恶意逃债等乱象进行整治。监管范围从源头的获取、资金来源，到资产质量、行业利润，再到催收方式等；整治形式包括现场突击检查，带走核查等。监管部门此举意在维护行业正常秩序，打击非法企业；另一方面，从顶层设计上，鼓励正规消费金融的发展。

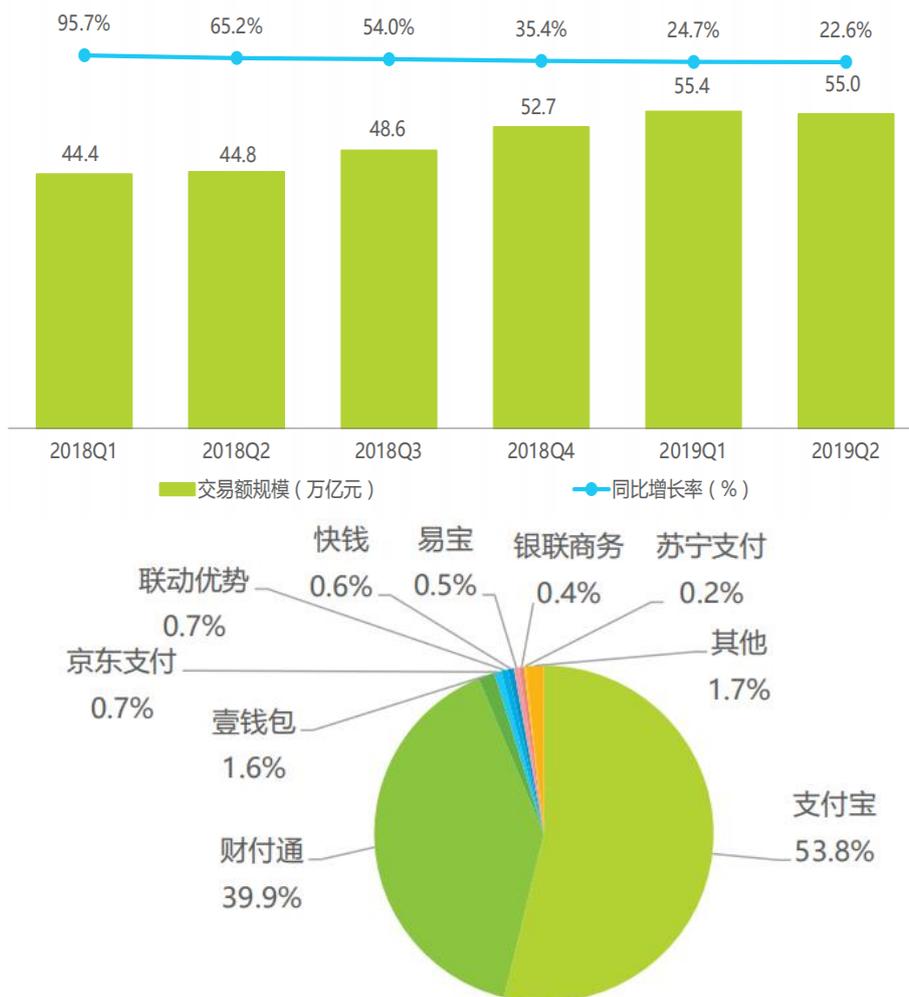
(二) 行业数据

1、第三方支付步入稳健增长期，市场份额仍然集中

根据艾瑞咨询所发布的《2019H1中国第三方支付行业数据发布报告》，2019年上半年第三方移动支付的交易规模约为110.4万亿元，随着我国支付场景覆盖率的提升，移动支付已度过了迅猛增长时期，逐步进入稳健增长期。在市场份额方面，支付宝与财付通分别以53.8%、39.9%垄断了移动支付市场，而各个中小移动支付商努力拓展外部场景应用，在细分领域实现差异化发展，保持平稳增长⁸。

图24 我国第三方移动支付季度交易规模 VS 市场份额

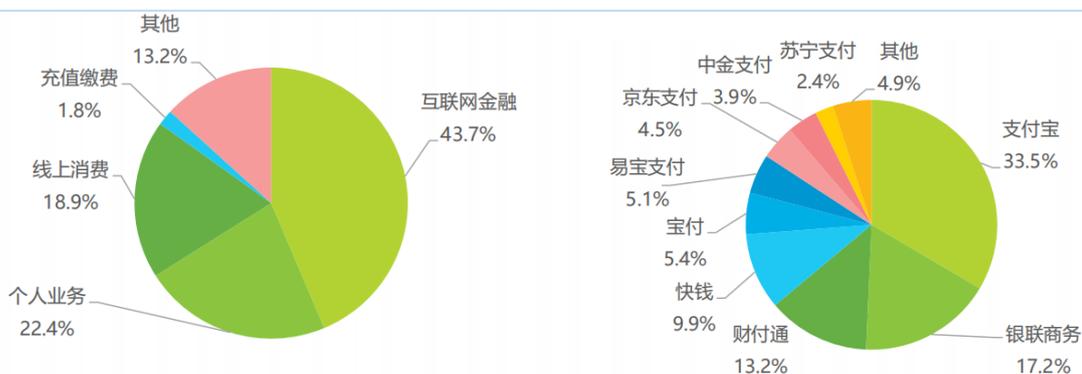
⁸ 艾瑞咨询：《2019H1中国第三方支付行业数据发布报告》



资料来源：艾瑞咨询

2019年上半年，第三方互联网支付交易规模约为12.9万亿元。从交易的结构来看，互联网支付中互联网金融占据高达43.7%的比重，主要是第三方支付企业与网络借贷平台进行合作。在市场份额方面，支付宝以33.5%的份额占据互联网支付龙头，银联以17.2%的份额位居第二，财付通则以13.2%的份额位居第三。

图25 2019年上半年我国第三方互联网支付交易规模结构 VS 市场份额



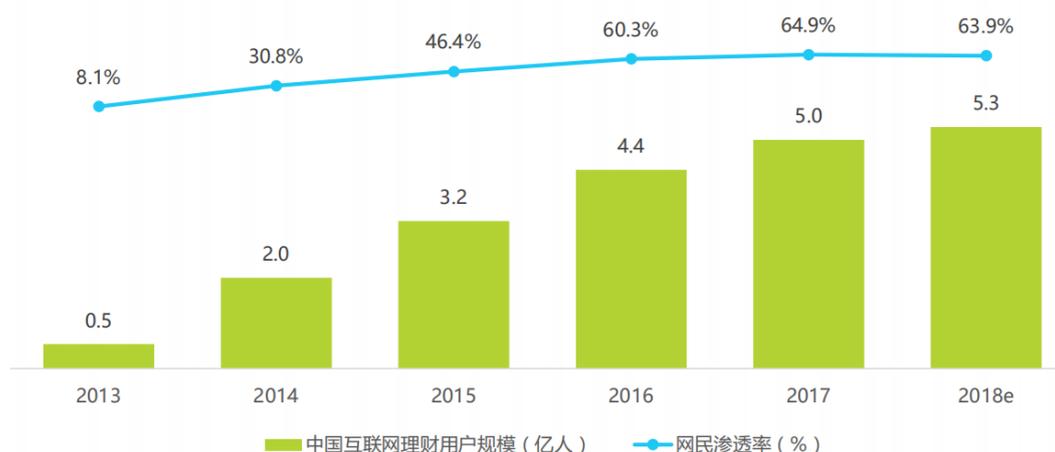
资料来源：艾瑞咨询

2、互联网资产管理：供需失衡下，互联网助力资产管理

根据艾瑞咨询所发布的《2019 中国互联网财富管理行业研究报告》，从资金端来看，中国个人可投资金融资产规模从 2013 年 76 万亿元增长到 2018 年 147 万亿元，且预期未来 5 年以 10.6% 的速度持续增长。从资产端来看，宏观上经济下行期叠加外部环境不确定性增加；二级市场经历了年初小阳春后，回归低迷状态；银行理财在打破刚兑与净值化管理的转型下，收益下降；房地产调控趋严，不动产投资风险上升。传统的资产配置已无法满足居民财富增长的需求。

另一方面，随着我国互联网普及率提高，用户逐渐形成线上支付黏性，为互联网资产管理带来大量潜在资金。随着余额宝等各类“宝宝”类产品的诞生，国民理财意识得到提高，投资者理财理念得到发展，并逐步建立对于互联网资产管理业务的信任。近几年，互联网理财用户规模快速增长，截至 2018 年，中国的互联网理财人数已经达到 5.3 亿⁹。

图 26 2013-2018 年中国互联网理财用户规模



资料来源：艾瑞咨询

3、消费金融：低渗透率赋予更广阔的想法空间

根据国家金融与发展实验室的定义，消费金融，或消费信贷，是指由商业银行、消费金融公司、互联网平台等机构向消费者提供资金，用于满足消费需求的一种信贷方式。我国的消费金融体系主要包括银行、持牌消费金融公司、大型电商和支付平台，以及新兴的互联网平台四类商业模式¹⁰。

⁹ 艾瑞咨询：《2019H1 中国第三方支付行业数据发布报告》

¹⁰ 恒大研究院：《中国消费金融玩家：谁敢勇立潮头》

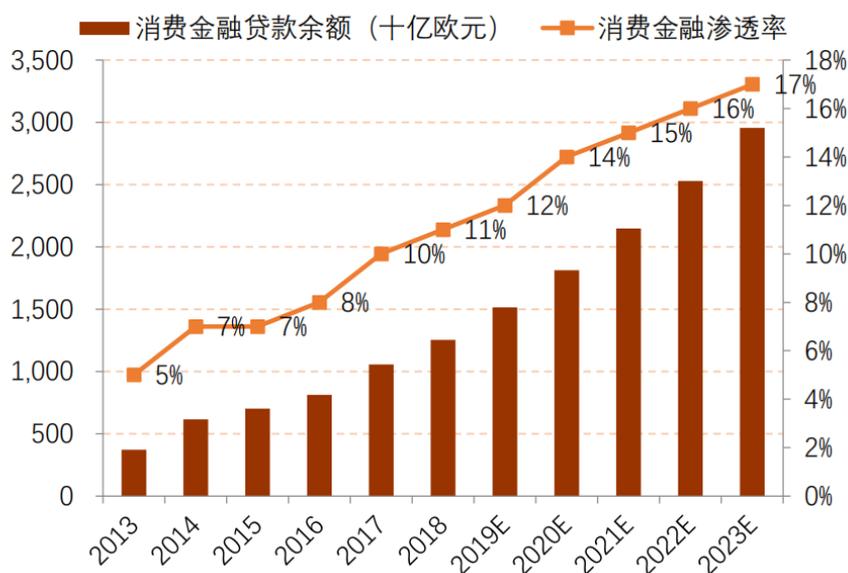
表10 各类消费金融平台核心竞争力对比

	银行	持牌消费金融	大型电商和支付平台	新兴互联网平台
商业模式	信用卡为核心	消费贷、现金贷	商品分期、账单分期	商品分期、助贷
典型代表	招商银行、中信银行	中银、捷信消费金融	蚂蚁花呗、京东白条	趣店、51信用卡
监管机构	银保监会	银保监会	地方金融办	地方金融办
牌照	银行牌照	消费金融牌照	网络小贷牌照	网络小贷牌照
核心用户	央行征信覆盖用户	央行征信+长尾人群	互联网长尾客户	细分、垂直场景用户
资金成本	资金稳定、成本最低	资金局限、成本高于银行	资金有限、成本高于银行	资金缺乏、成本最高
消费场景	相对较少，品牌入驻	缺乏消费场景	线上线下场景丰富	单一、垂直场景为主
风控	数据丰富，模型成熟	数据匮乏，依靠外部征信	行为数据丰富，科技风控	数据匮乏，科技风控
核心优势	资金、风控	持牌合规	场景、流量、大数据风控	细分市场、垂直场景

资料来源：恒大研究院

相关研究数据显示，我国消费金融的贷款余额虽然在逐年增长，但渗透率较低，且与欧美发达国家有较大的差距。相关机构预测，未来我国消费金融市场将以15%的复合增长率快速发展¹¹。

图27 中国消费金融贷款余额及渗透率



资料来源：奥玮咨询，招商证券

二、发展中的问题与挑战

受“断直连”与“备付金全额上交”的持续影响，第三方支付面临业务转型压力。在直连模式下，大型第三方支付机构由于备付金与交易规模十分庞大，能够与银行就结算费

¹¹ 招商证券：《捷信：新兴消费金融市场领先者》

用议价，最终只需支付较低的结算成本；而对于中小第三方支付机构由于占领市场份额低，不具备议价能力，往往要支付更高的银行结算通道费用。而在网联背景下，所有的第三方支付机构以相同的成本进行结算，具体而言大型三方支付机构成本上升，中小型三方支付机构成本降低，成本的差异可能为中小机构发展赋能，甚至导致行业重新洗牌。另一方面，备付金全额上交，使得各机构失去相应的利息收入，利润空间被压缩，一些机构已经采取收取手续费来弥补收入的骤减，这也可能导致部分用户流失。

《经济结构升级中的消费金融 2019 中国消费金融发展报告——创新与规范》中提到，消费金融业务的快速发展在满足消费者金融需求、促进消费升级的同时，也由于其机构众多、覆盖面广、业务模式新等而产生新的风险和问题。目前，我国消费金融发展中主要存在的问题有：一是结构性失衡仍然存在，根据 2017 年统计数据，只有 63% 能从银行或非银机构获得消费信贷，且银行消费信贷占总体消费金融规模 93%；二是传统信贷模式的制约，征信体系不健全，形成“信用鸿沟”；三是多头借贷与资金违规使用；四是消费者权益保护有待加强¹²。

三、互联网金融发展展望

我国互联网金融行业发展历史较短，2013 年被普遍视为互联网金融元年。短短几年时间内，行业快速发展，用户习惯也在逐渐被改变。未来，第三方支付行业将对“反洗钱”、“KYC”（Know Your Costmer，了解你的客户）加强监督，中小支付机构面临转型困难或引发行业内部整合。而消费金融在国家顶层设计的鼓励下将持续发力，在合规经营的基础上，金融科技赋能，助力风险管理与信用建设。

1、第三方支付：布局差异化场景

目前，我国的第三方支付行业逐渐迎来监管规范，在市场份额集中的条件下，中小型支付机构面临更为残酷的竞争压力。今年，拉卡拉上市为中小支付机构突围带来一定启示。拉卡拉是我国成立时间较早的第三方支付机构，也曾试图在 C 端建立竞争优势，但随着支付宝二维码和微信红包大量瓜分 C 端市场后，它转而选择 B 端市场，聚焦收单商户的需求，为中小商户提供全方位理财与增值服务。对于中小支付机构而言，应选择一个细分市场进行精细化布局与经营，开拓差异化的应用场景，拓展跨境支付布局，全方位增加收入来源。

¹² 国家金融与发展实验室：《经济结构升级中的消费金融 2019 中国消费金融发展报告——创新与规范》

2、消费金融：合规先行

对于消费金融行业，近两年在合规性上提出了诸多要求。消费金融公司应主动加强风险监测、识别、预警，从内部加强风险管理；提高用户隐私保护，保证信息安全性；加强借款人与贷款人审核，防止资金流向不合规领域；完善信用数据库建设，防止多头借贷等。