

展望券商资管2024年：

进入主动管理转型蝶变期 向公募化渗透成“必选项”

■本报记者 周尚仔

大资管时代下，券商资管规模总体呈现“私募降、公募升”的趋势，业务格局正在经历重塑。向公募化渗透成为券商资管做优做强的“必选项”，也是差异化发展的重要抓手，管理规模已近万亿元，未来“含基量”的多少奠定券商资管发展底色。

当前，公募业务逐渐成为券商资管业务收入的支撑，不愿“割舍”的情况下，近日，多家大型券商将旗下大集合公募改造产品存续期再度延长至2024年12月31日。展望2024年，加强投研团队、体系建设，是夯实券商资管主动管理转型的基础。在此过程中，券商资管也积极为服务实体经济贡献一份力量。

加速公募化、主动化转型 以特色模式服务实体经济

券商资管经历了“大而不强”的规模爆发期，再到去通道的规模阵痛期，直至如今的主动管理转型蝶变期，业务生态已发生了根本转变。

一方面，在去通道、净值化的趋势下，券商私募资管规模已压降至5.42万亿元（最新数据截至2023年11月末）。不过，随着主动管理能力的持续提升，券商以主动能力为代表的私募集合资管计划规模占比由2018年的14%提升至2023年11月末的49%。

另一方面，在券商推动大集合公募改造、深度参与公募市场的趋势下，券商公募基金管理规模持续逆势增长。目前，由券商管理的有数据更新的公募基金受托资产总净值约9800亿元，不少券商结合大集合公募运作的经验，开始通过设立资管子公司、申请公募基金牌照等方式进一步拓宽业务边界，而已拥有公募基金牌照的券商正积极做大公募基金管理规模。

从券商资管业务收入占比变化趋势来看，2014年至2018年期间，券商资管业务收入占比由4.78%上升至10.33%。2018年资管新规发布后，券商资管业务收入占比降至2021年的6.33%。从2022年起，券商资管收入占比开始企稳回升至6.86%。随着布局公募赛道加速，券商资管收入占比仍将持续提升。

公司层面来看，券商资管业务的格局也呈现分层状态，头部公司具有



综合业务优势，逐步形成差异化发展模式。行业中，东证资管、中银证券、财通资管、华泰证券资管四大公司的公募基金管理规模遥遥领先，均在900亿元以上。

“一路走来之所以能稳扎稳打不断突破，得益于在主动管理能力、渠道建设与客户陪伴上的布局和耕耘，以及对风险控制的高度重视。”财通资管相关负责人向《证券日报》记者表示，在战略层面，财通资管在成立之初就明确了“主动管理+风险控制”两条腿走路，在“跑得快”的前提下夯实“内功”；公司在投研一体化融合方面通过内外培外引的方式，打造了一支专业、敬业的团队，同时集团对公司通证券的支持与授权、公司高管团队之间的信任与稳定，进一步加深了公司的护城河。

值得关注的是，券商正积极通过资管业务赋能实体经济的发展，主要路径包括通过发行专项资管计划帮助实体经济资产证券化；通过创设主题型资管产品为各类企业提供投融资支持和发展助力；通过公募产品布局大力发展普惠金融。

华泰证券资管相关负责人向《证券日报》记者表示：“在实施路径方面，华泰证券资管专注于用好‘三个工具’，分别是企业资产证券化、基础设施公募REITs、资本市场业务工具，

发挥出在资产挖掘、打包、定价等方面的优势，为实体经济提供融资动能，探索券商资管服务实体经济的全新模式。长期以来通过发挥与华泰证券集团的协同联动效应，华泰证券资管已累计为实体经济融资与投资规模突破万亿元，以券商资管特色服务模式服务实体经济，积极促进资本、科技与产业高水平循环。”

融入集团化发展、增强协同 提升资管核心竞争力

长远来看，资管行业发展前景广阔，中金公司预计，到2030年中国资管行业规模有望达300万亿元。展望2024年，面对与银行、公募、保险等其他机构的同台竞技，主动管理转型仍任重道远，券商资管需要更好地塑造核心竞争力。

“券商资管需要聚焦主业，回归金融本质，打磨差异化特色，多措并举实现高质量发展。”前述财通资管相关负责人告诉记者，第一，融入集团发展战略，强化协同，整合内部资源推动资管业务全产品线布局，共同为客户提供多元化、精细化、定制化的资产管理服务。第二，以客户财富保值增值为核心使命，强化投研核心竞争力。同时，持续开展投资者教育，引导客户形成长期投资、

价值投资理念。第三，合规风控体系是行业可持续发展的重要保障，要进一步强化合规意识，全面完善风控治理，确保业务平稳运行。第四，依托金融科技，打造数字化资产管理能力，以智能投研一体化平台赋能投资决策，以金融科技助力精准营销、降本增效。

资管新规的实施给金融机构带来的是行业的重塑，资管业务对各公司业务的协同能力重要性日益凸显，例如，资管业务可与研究业务、投行业务、投资业务形成业务链发展模式，推动券商各业务之间的协同效应。

前述华泰证券资管相关负责人表示：“券商资管要发挥自身资源禀赋优势，培育金融强国文化。一方面，要深耕母公司资源，实现双向驱动，通过协同联动为业务提质增效。目前依托集团内子公司相关业务条线的联动机制，华泰证券资管得以依靠全业务链资源与客户资源，积极推动管理人与企业方的合作，有效促进资本和实体经济的结合。在针对性为实体企业提供服务方面，依靠集团资源，根据客户在发展各阶段的需求与集团内部各类业务进行匹配，保持业务黏性。另一方面，券商资管还应当当在科技方面狠下功夫，引领行业创新。”

2023年三季度末信托公司主要业务数据发布

信托资产规模增至22.64万亿元 5.75万亿元资金投向证券市场

■本报记者 邢 萌

1月4日，中国信托业协会发布2023年三季度末信托公司主要业务数据。

总体来看，信托资产规模稳步增长，信托公司整体经营业绩企稳向好。数据显示，截至2023年三季度末，信托资产规模余额为22.64万亿元，同比增长7.45%，已连续6个季度保持正增长。信托公司实现经营收入651.23亿元，利润总额406.20亿元，利润指标保持正增长，回稳至2022年同期水平。

“2023年三季度数据表明，信托行业在贯彻实施信托业务新分类标准过程中步伐稳健，以促进调整信托业务结构，融资类信托逐步式微，资产服务信托规模持续增长。信托公司转型方向更加清晰明确，经营业绩整体恢复向好，为转型业务的盈利水平提升与优化争取了相对充裕的时间和空间。”中国信托业协会特约研究员袁田表示。

信托资产投资功能增强

近年来，信托资产规模总量持续增长，在稳健增长中保持基本盘稳定。

截至2023年三季度末，信托资产规模余额为22.64万亿元，较前年二季度末增加9580.46亿元，同比增长7.45%。资管新规实施以来，信托资产规模自2022年二季度同比增速逆转为正，连续6个季度保持正增长。

信托资产结构稳步优化，信托资产投资功能显著增强，截至2023年三季度末，投资类信托业务规模为10.69万亿元，同比增长16%，保持住了前年二季度末实现的超10万亿元规模，环比增长6.43%。

“投资类信托业务进入高速成长期，服务实体经济转型效果从‘精准有力’向‘精准有效’持续增强。”袁田表示。相比之下，融资类信托规模自2020年二季度开始即进入下降通道，2023年三季度末规模持续下降至3.25万亿元，降幅近50%，规模占比逐步降至14.34%。事务管理类信托业务规模为8.70万亿元，占比为38.34%。

信托公司作为机构投资者积极参与资本市场，主动把握金融市场投资机遇，培育专业化的资产管理能力，大力开拓资产管理信托业务。

截至2023年三季度末，资金信托总规模为16.44万亿元，同比上升9.52%，环比上升4.76%。从资金信托投向构成看，投向证券市场（含股票、基金、债券）规模合计为5.75万亿元，占比34.96%，比前年二季度末提高

2.73个百分点，是权重比例最大的信托资金投向。同时，信托公司投向金融机构规模小幅提升，规模余额为2.24万亿元，占比13.6%。信托公司投向证券市场与金融机构的规模合计为7.99万亿元，占比48.56%。

袁田分析称，从证券投资信托的合作方式分析，私募基金和银行合作是信托公司开展外部合作最重要的两类渠道，合作规模分别为6415.38亿元和2.34万亿元，信托公司服务和融入大资管和大财富的合作生态获得进一步培育。

与此同时，服务实体经济的传统信托业务需加快转型。截至2023年三季度末，投向工商企业和基础产业资金信托规模分别为3.78万亿元和1.52万亿元，共计5.3万亿元，同比下降2851.18亿元，合计占比32.2%；投向房地产的资金信托规模为1.02万亿元，同比下降2596.77亿元，降幅20.28%，占比6.21%，再创新低。

袁田表示，伴随信托行业转型逐步深入，传统信托业务投向工商企业和基础设施的资金规模和增速均面临挑战。传统房地产信托业务作为信托主营业态的时代已告终结。

信托公司经营业绩企稳向好

尽管面对经济下行压力及转型发展模式探索中的不确定性等诸多挑战，但是信托公司整体经营业绩仍企稳向好。截至2023年三季度末，信托公司实现经营收入651.23亿元，利润总额406.20亿元，利润指标保持正增长，回稳至2022年同期水平。

不过，从收入结构分析，信托主营业务的收入能力仍有待进一步恢复提升，信托公司业务转型能够支撑盈利水平稳健增长的商业模式和服务收费模式还须持续探索创新。截至2023年三季度末，信托业务收入规模为387.38亿元，占比59.48%，同比下降21.84%；投资收益达221.06亿元，占比33.95%；利息收入余额为33.64亿元，占比6.20%。

“信托业务新分类为信托公司划定了统一标准，信托公司应该立足自身资源禀赋做战略取舍，守正创新服务实体经济和社会民生。”袁田建议，一是探索发展家族/家庭等财富管理信托。二是不断提升标准化资产管理和服务能力。三是大力发展绿色信托。除此之外，预付类资金服务信托、担保品服务信托等行政管理服务信托和风险控制服务信托是信托公司运用信托风控安排保护社会财富安全流转和盘活企业资产的长效机制，也有广阔的发展空间。

329只债基发布“限购”公告背后：

控规模保收益 进一步保护持有人利益

■本报记者 王思文
见习记者 彭衍菴

近期，有部分基金公司对客户调整了单日申购额度。例如，金鹰基金管理有限公司发布公告称，决定从2024年1月5日起暂停机构客户在全部销售平台的申购、定期定额投资以及涉及金鹰添盈纯债债券型证券投资基金作为转入方的基金转换转入业务。

记者根据东方财富Choice不完全统计发现，自2024年1月份以来，全市已有11只债券型基金宣布暂停机构客户大额申购。根据公告梳理，包括：广发中债1-5年国开债指数证券投资基金、易方达富华纯债债券型证券投资基金等。放长至近一个月来看，全市场已有329只债券型基金产品发布限购公告。

南开大学金融发展研究院院长田利辉在接受《证券日报》记者采访时分析称：“基金公司暂停机构客户在销售平台的大额申购等业务，可以视为一种风险管理措施。一般而言，这种暂停申购的做法，可能发生在基金面临大量资金流入的时候。”

“短期内大量资金流入有可能会对基金的持仓结构造成冲击，迫使基金经理进行仓位调整。”田利辉补充道，在这种情况下，基金公司采取暂停大额申购的措施，可以视为一种保护投资者利益的行为。

目前，在全市场申购限额名单中，债券型基金占近五成。Wind资讯数

据显示，在基金市场单日大额申购限额情况来看，截至2024年1月5日，有1814只基金限额范围在1元至1000万元，其中债券型基金达874只，占48.18%，具体到次新基金（2023年以来新成立的基金）的限额情况来看，债基限额的占比也较高。

“当前债券型基金受到市场的热烈欢迎，主要是由于2023年投资者偏好选择收益相对稳健的基金类型。因此，债券型基金规模增长迅速。”前海开源基金首席经济学家杨德龙在接受《证券日报》记者采访时表示。

通过观察近6个月各类基金份额变化情况，可以直观看到债基规模增速。Wind数据显示，截至2024年1月5日的近6个月以来，在份额变化率逾100%的928只基金中，债基占46.88%，达435只，其他依次是混合型、股票型基金，分别为227只、136只。

在此背景下，对于基金公司暂停债基大额申购等业务的行为，多位业内人士分析称，这可能是为了控制基金规模，保护现有基金持有人的利益，降低管理风险。

杨德龙分析认为，若基金规模增长过快，可能会导致原有持有人获得的收益被摊薄，对基金的业绩产生负面影响。在市场环境下，基金管理人需要灵活应对，既要满足投资者的需求，也要确保基金的长期稳健发展。因此，对于债券基金的规模申购进行限制是一种有效的管理手段，有助于实现基金的长期增值目标。

15家商业银行迎考验 近5700亿元永续债面临赎回

■本报记者 杨 洁

2024年，商业银行迎来无固定期限资本债券（又称“永续债”）首批赎回期。

据中国债券信息网近日发布的《关于2024年投资人回售及发行人赎回的提示性公告》显示，中国银行、民生银行、华夏银行、浦发银行、工商银行、农业银行、渤海银行、交通银行、广发银行、建设银行、台州银行、威海市商业银行、徽商银行、中信银行、平安银行等15家商业银行于2019年发行的永续债，按照发行条款，在2024年迎来赎回权行使期。

接受《证券日报》记者采访的多位专家表示，整体来看，商业银行集中赎回永续债对其资本充足率的影响能得到有效管控，商业银行永续债不赎回风险较小。未来，商业银行发行永续债的趋势可能会受到多种因素的影响，包括监管要求、市场需求、银行自身资本状况等。预计商业银行、特别是国有大行对于永续债、二级债等产品的发行需求仍较大。

5696亿元永续债将迎赎回

2019年1月17日，原银保监会批准中国银行发行不超过400亿元永续债。这是我国商业银行获批发行的首单此类资本工具，有利于进一步丰富债券市场投资品种。

2019年1月25日，中国人民银行曾发布消息称：“首单无固定期限资本债券的推出，为后续商业银行发行无固定期限资本债券提供了范本，也拓宽

了商业银行补充其他一级资本工具渠道，对于进一步疏通货币政策传导机制，防范金融体系风险，提升商业银行服务实体经济能力具有积极作用。”

自中国银行发行首单永续债后，其他国有大行以及多家股份制银行和中小银行也相继发行永续债。通常情况下，永续债的赎回周期为3年或5年，2019年共有上述15家商业银行发行永续债，发行规模共为5696亿元，按照发行条款，该15家银行发行的永续债均在2024年迎来赎回权行使期。

谈及永续债赎回对银行资本充足率、流动性的影响，中信证券首席经济学家明明对《证券日报》记者表示，永续债作为商业银行资本补充的一种工具，计入商业银行的其他一级资本。当永续债到达赎回期并被赎回时，商业银行的一级资本将会减少，这可能会对其资本充足率产生一定影响。不过，从实践来看，不少商业银行已经提前向监管部门申请了资本补充的发行额度，预计永续债赎回前后会有新发资本债进行补充，对商业银行整体一级资本充足率的影响有限。此外，商业银行在管理流动性方面通常会有相应的计划和措施，以确保赎回不会对其流动性造成明显影响。

“商业银行永续债赎回对资本充足率和流动性的影响相对有限。”中国银行研究院研究员杜阳对《证券日报》记者表示，在赎回永续债之前，商业银行需要确保具备足够的流动性资金以应对赎回所带来的资金流出，通过提前申请资本债发行额度和加强流动性管理，商业银行可以有效应对永续债

赎回所带来的资本管理和流动性管理压力，保持资本充足率和流动性水平稳定。

对于商业银行永续债不赎回的风险，在明明看来，主要取决于银行的资本状况和市场环境。如果资本充足率承压，且市场条件允许，商业银行可能会选择不赎回永续债，以保持资本的稳定性，但此举可能引发市场对其的信心下降，因为不赎回可能会被市场解读为商业银行资本状况不佳的信号，从而影响商业银行的声誉和资金成本。因此，实际发生永续债不赎回的概率比较低。

中央财经大学证券期货研究所研究员、内蒙古银行研究发展部总经理杨海平认为，整体来看，商业银行永续债不赎回风险较小。从发行主体情况来看，发行永续债的商业银行评级比较高，风险管控水平较高，资本规划能力强，并且商业银行一般都会未雨绸缪。

银行补充资本需求仍在

为进一步完善商业银行资本监管规则，推动银行强化风险管理水平，提升服务实体经济质效，国家金融监督管理总局制定了《商业银行资本管理办法》（以下简称“资本新规”），并于今年1月1日起正式实施。

“资本新规的实施可能会对商业银行资本的质量和数量提出更高要求，这可能会促使商业银行更加积极地利用永续债等工具来提升资本充足率。”在明明看来，由于永续债可以计入一级资本，它们在帮助商业银行满

足更严格的资本要求方面将发挥重要作用。

接下来，银行业发行永续债的趋势也较受关注。杜阳认为，未来商业银行仍有通过发行永续债补充资本金规模的需求。从国有大行来看，虽然当前资本充足率较高，但随着TLAC（全球系统重要性银行的总损失吸收能力）监管要求落地，仍需要加大资本补充力度。

根据《全球系统重要性银行总损失吸收能力管理办法》，我国全球系统重要性银行的风险加权比率应于2025年初达到16%。距离考核还有一年时间，这意味着入选G-SIBs（全球系统重要性银行）的国有大行（工商银行、农业银行、中国银行、建设银行、交通银行）需要持有更多的高质量资本来对冲风险。

杜阳表示，以2022年年末数据计算，国有四大行仍面临较大TLAC资本缺口，发行永续债是重要补充渠道之一。从中小银行来看，其资本补充渠道相对较少，更需要通过发行永续债进行资本补充。中小银行是支持实体经济高质量发展的重要力量，提升资本充足率水平有助于增强“造血”能力，增厚风险缓冲垫。

“由于2024年商业银行永续债或面临集中赎回，以及国有大型银行逐步补足TLAC缺口需求，考虑到永续债的吸引力仍存，特别是2023年永续债市场表现较好，近期理财资金配置商业银行永续债意愿有所上升，总体判断，2024年永续债发行规模有望实现较大幅度增长。”杨海平表示。