

首席经济学家：任泽平

研究员：方思元

✉ fangsiyuan@evergrande.com

联系人：梁珣

✉ liangxun@evergrande.com

导读：

近年来，我国金融周期进入下半场，经济下行压力加大，信用风险集中释放，P2P 违约、债券违约、康得新财务造假等事件层出不穷。近日，诺亚歌斐再爆出 34 亿踩雷事件，且相关方涉嫌欺诈、造假等问题。过去十多年，我国第三方财富管理行业经历了野蛮生长阶段，近期的事件不禁引起我们的思考，三方财富管理机构的风控机制、商业模式以及发展可持续性到底如何？未来又该如何发展？

摘要：

事件概要：供应链金融模式下的欺诈行为，风控不严是重要因素。2019 年 7 月 8 日，美股上市公司诺亚财富发公告称，诺亚财富旗下的歌斐资产为承兴国际相关方提供了共 34 亿元的供应链融资，而承兴国际控股的实际控制人近期因涉嫌欺诈活动已被中国警方刑事拘留，影响相关资管产品兑付。**细究交易结构，存在两大问题：一是交易结构明显不合理，不符合一般供应链金融交易逻辑，二是内部合规风控不严，底层资产真实性出现重大问题。**

在我国当前鱼龙混杂的第三方财富管理行业中，诺亚财富实为行业佼佼者，通过主动转型，已逐步形成财富管理全产业链模式，从产品开发到渠道销售均有覆盖，并且制定了清晰的风控机制。而近期风险事件的发酵仍显示出其风控机制的脆弱性，也一定程度折射出第三方财富管理行业中长期存在的问题，商业模式掣肘，和其发展中面临的困境。

当前我国第三方财富管理公司存在三大困境：

一是商业模式存疑。严格意义上的第三方财富管理公司主要通过独立分析客户理财需求，判断所需投资工具，从而为客户提供综合性的理财规划服务，向客户收取费用，本质上是一种金融经纪业务，客观独立是基本原则。然而当前我国大部分第三方财富管理公司收入主要依赖代销产品获得的一次性佣金及经常性服务费，业务开展以获得更多的销售佣金为驱动，一方面可持续性存疑，另一方面也难以保证客观独立，引发道德风险。在代销业务模式陷入瓶颈后，部分实力较强的三方财富机构转型主动管理，然而同样面临问题：一是当前我国进入金融周期下半场，经济下行压力加大，信用风险事件频发。二是在信用分层的背景下，低风险资产由低风险资金的大型金融机构获得，三方财富管理公司则更多面对高风险的非标、另类资产。三是财富管理机构风控制度仍不健全，极易下沉信用，积累风险。

二是我国持牌资管机构发展迅速且日益规范化，三方财富管理机构发展空间受限。从规模来看，当前传统持牌资管机构的规模已超百万亿，而第三方理财总体规模仍属于万亿级别，规模相差悬殊。从发展形势来看，随着金融监管加强，持牌资管机构业务逐步规范，而诸如 P2P、三方财富管理公司等非持牌机构风险仍处于持续暴露中。从业务优势来看，三

方财富管理机构主要专注于零售业务，但在专业度、渠道深度广度、知名度均处于弱势，难以与银行私行、信托等机构实现竞争。

三是监管缺失，行业乱象丛生。当前监管并未设立专门的第三方财富管理牌照，仅需注册成立一个投资公司即可营业，准入门槛较低。在监管宽松的情况下，大量未获得代销资质的机构转入地下、私自代销，行业乱象丛生。

国际比较：我国第三方财富管理行业较欧美成熟模式仍有明显差距。以美国为例，独立第三方财富管理机构发展成熟，占财富管理市场份额的60%以上。美国三方财富管理快速发展的条件有三方面：1) 监管模式建立于传统金融监管之上，全面且高标准，对于机构设立及人员执业均有明确要求；2) 金融市场发达，金融产品品类众多，投资者对于不同风险等级资产配置有需求；3) 三方财富管理机构的定制化服务、高独立性以及在细分领域的专业度均具有比较优势。而我国目前制度环境、投资者教育和理财专业能力尚与成熟市场存在一定差距，导致部分第三方财富管理机构处于“高风险，强投机”的状态。

我国资管行业存在着需求旺盛、供给不足的问题，在此背景下，各类网贷机构、三方财富管理机构不断涌现，短期获得了快速发展。然而金融具有传染效应，近年来的爆雷事件值得引起对于非持牌资管机构定位的重新思考，一方面在面临三大发展困境的背景下，未来发展空间如何？另一方面更深层次的因素，在当前的金融市场条件下，是否有足够成熟的土壤支持第三方财富管理机构的进一步发展？**展望未来：**1) 部分涉嫌欺诈、造假、违法集资等行为的三方机构必将面临清理整顿；2) 部分实力较强、积极主动谋求转型的三方财富管理机构，一方面可利用金融科技提升服务水平，另一方面可提高资管能力，用实打实的产品及服务巩固客户信任；3) 金融监管应跟上金融创新，需要改革监管体制，解决金融领域违法违规成本过低问题，尽快填补财富管理监管制度空白区域；4) 加强投资者教育，扭转过去既想获得高收益、又高度依赖“刚性兑付”的投资理念，引导投资者更加注重投资回报与投资风险控制的平衡，而非投机收益。

风险提示：经济下行，政策推动不及预期等

目录

1 诺亚歌斐事件为何？	5
1.1 事件概要	5
1.2 该事件的交易结构为供应链金融	5
1.3 交易结构不合理、风控不严埋下隐患	5
2 诺亚财富：转型发展，折射行业困境	7
2.1 诺亚财富概况	7
2.2 营收增长缓慢，主动谋求转型	7
2.3 风控难题：资产甄别能力欠缺下的风控危机	8
3 第三方财富管理的乱象与困境	10
3.1 第三方财富管理公司商业模式存疑	10
3.1.1 代销模式：易引发道德风险	10
3.1.2 转型资产管理：难度高、风险大	11
3.2 我国持牌资管机构发展迅速且日益规范化，第三方财富管理机构发展空间受限	12
3.3 第三方财富管理业务监管缺失，乱象丛生	14
4 第三方财富管理机构发展条件：国际对比	15
4.1 美国第三方财富管理机构发展条件	15
4.2 我国第三方财富管理行业较欧美成熟模式仍有差距	15
5 影响与展望：规范清理，填补监管空白	17
5.1 违法违规机构面临清理整顿	17
5.2 主动转型求变，寻找符合自身优势发展道路	17
5.3 金融监管应跟上金融创新	18
5.4 加强投资者教育	18

图表目录

图表 1: 诺亚歌斐事件供应链金融交易结构	5
图表 2: 诺亚营业收入、ROE 呈下降趋势	错误!未定义书签。
图表 3: 2013 年起诺亚收入结构开始多元	错误!未定义书签。
图表 4: 资管业务占比逐步上升至 50% 以上	错误!未定义书签。
图表 5: 诺亚财富踩雷事件	8
图表 6: 第三方财富管理机构主要业务模式	10
图表 7: 城商行、农商行不良率显著抬升	11
图表 8: 2018 年起债券违约激增	11
图表 9: 部分第三方财富管理机构频频踩雷	12
图表 10: 我国资产管理业务总规模已超百万亿	13
图表 11: 我国资管主体产品类别和客户门槛	错误!未定义书签。
图表 12: 我国第三方理财较欧美成熟模式仍有差距	16
图表 13: 我国资产管理业务的渗透率仍有较大的提升空间	17

1 诺亚歌斐事件为何？

1.1 事件概要

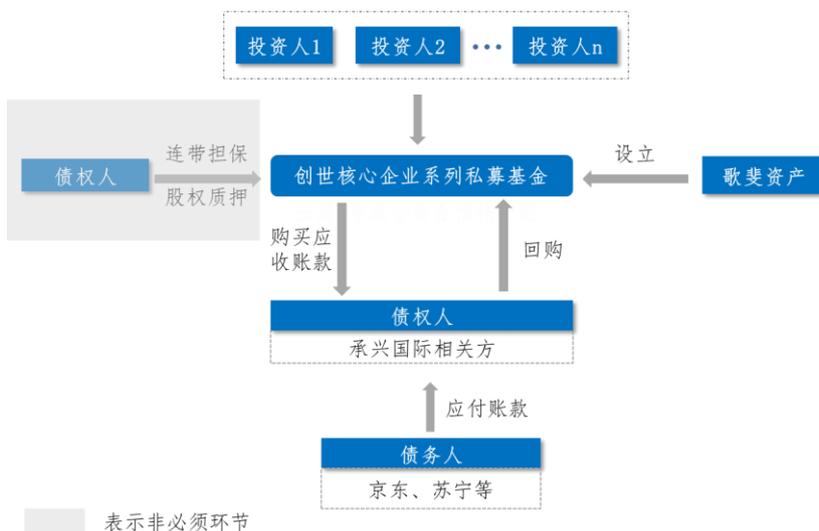
2019年7月8日，美股上市公司诺亚财富发布公告称，诺亚财富旗下的歌斐资产为承兴国际相关方提供了共34亿元的供应链融资，而承兴国际控股的实际控制人近期因涉嫌欺诈活动已被中国警方刑事拘留，影响相关资管产品兑付。目前承兴事件已牵涉多家金融机构，除诺亚财富外，其还以相似的应收账款项目向云南信托等多家私募基金、券商资管计划、信托等机构融资。

1.2 该事件的交易结构为供应链金融

诺亚歌斐事件涉及三方主体，事件核心是底层用于供应链融资的应收账款涉嫌造假。根据诺亚财富公告及创始人内部信中表述，可以看出该供应链金融的结构中，融资方是承兴国际相关方，底层债务人是京东，资金来源是诺亚歌斐创世系列私募基金，基金销售方是诺亚财富，承兴国际相关方是京东上游供应商，京东是下游采购方。

事件发生后，三方公告使事件陷入罗生门。1) 诺亚财富创始人兼董事局主席汪静波在内部信中指出，旗下基金所投标的，主要是向承兴国际相关方就其与北京京东世纪贸易有限公司之间的应收账款债权提供供应链融资，承兴公司的实际控制人因涉嫌欺诈日前被中国警方采取刑事拘留措施；2) 承兴国际发布公告澄清，广东中诚实业及广东承兴控股集团并非集团成员公司；3) 京东发布声明表示，广东承兴控股集团有限公司是京东的普通供应商，在京东有一定的业务。在京东毫不知情的情况下，承兴涉嫌伪造与京东等公司的合同进行诈骗。就此，京东也已经向当地公安机关报案。

图表1：诺亚歌斐事件供应链金融交易结构



资料来源：恒大研究院

1.3 交易结构不合理、风控不严埋下隐患

细究此次事件，存在两大问题：

一是交易结构不合理。1) 发起方不应是融资成本较高的上游中小企业。传统应收账款的供应链金融本质是利用核心企业的信用帮助上下游相关中小企业融资，由于核心企业是供应链上信用等级最高、融资成本最低的主体，一般由其发起的融资需求可获得最佳融资条件。2) 风险较低的资产匹配成本较高的资金，资产真实性存疑。理论上，京东的应收账款属于较低风险资产，融资方可寻求成本更低的资金，而融资主体却选择了资金成本较高的私募基金，动机存疑。

二是歌斐资产未审查事件真实性，内部合规风控不严。1) 单一主体融资比例过高，风险集中，诺亚财富年报显示 2018 年信用类产品投资余额为 394 亿，仅与承兴之间的交易就达 34 亿，占余额总数的 8.63%。2) 未向合同方确认交易真实性，真实贸易背景是供应链金融成闭环的关键因素，诺亚歌斐未要求京东对交易合同进行面签和确权，尽职调查管理存在漏洞。

2 诺亚财富：转型发展，折射行业困境

2.1 诺亚财富概况

官网资料显示，诺亚财富起源于2003年，2010年在美国纽交所上市，业务涵盖财富管理、资产管理、全球开放产品平台、互联网金融等条线，服务高净值客户群体超过22万名。中国社科院金融所财富管理研究中心主任王增武曾撰文表示，当前我国以“投资咨询公司”“理财公司”等名字成立的独立理财公司超过上万家。但整个财富管理市场相对分散，行业中尚未出现占绝对优势的机构，但成立时间较长、规模较大的机构如诺亚财富等机构占据较大市场份额。

从发展历程来看，诺亚财富主要经历三大发展阶段：

1) 2010年前，诺亚财富以第三方代销模式为主，定位为客户提供专业的财富管理业务，即“以独立客观的角度，为客户提供海内外各类金融投资产品的专业筛选”，匹配客户需求。2018年报显示，诺亚财富管理条线自成立以来和500家以上产品提供方进行过合作，包括4514只公募基金产品和6703只私募产品，累积交易金额达到6082亿元，2018年当年财富管理条线交易规模达到1100亿元。诺亚财富作为产品销售中介机构，业务主要收入来源包括：1) 承销产品的一次性佣金；2) 产品销售的经常性服务费；3) 部分业绩提成；4) 其他财富管理服务费。

2) 2010年，诺亚财富成立歌斐资产，进军资管行业，以投资各类基金产品为主线。2018年报显示，歌斐资产采用多资产投资管理策略，主要领域包括：1) 投资于其他私募股权基金；2) 通过债权或股权的方式投资于涉及住宅、商业地产项目的地产基金；3) 二级市场权益投资，包括直接投资以及FOF、MOM等产品投资；4) 信用投资，包括供应链金融、消费金融、汽车金融等。截至2018年末，歌斐资产已投资的基金产品超过210只，涉及的底层融资企业超过4800家，主要行业包括TMT、金融、医疗健康等。截至2019年第一季度，歌斐资产管理规模已达1711亿人民币，产品数量800余只。歌斐资产作为资产管理人，业务收入来源主要包括：1) 向客户收取的产品管理费；2) 产品业绩提成。

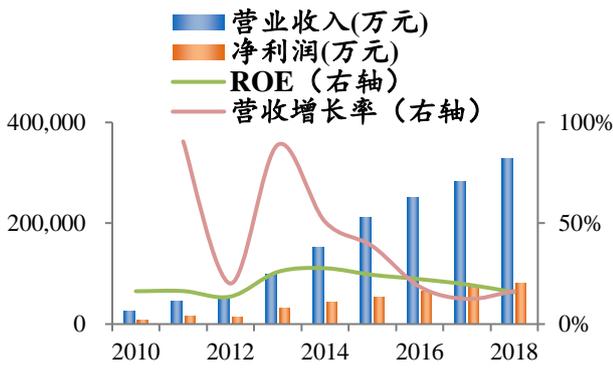
3) 自2014年起，诺亚财富开始涉足其他金融服务领域，包括小额贷款、全球开放金融平台、支付业务。主要收入来源包括利息收入、手续费收入、其他各服务费等。

2.2 营收增长缓慢，主动谋求转型

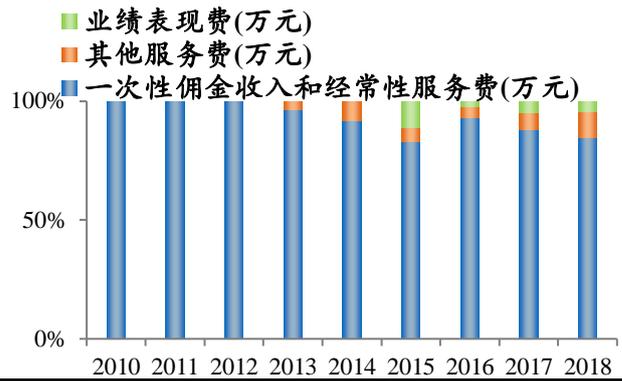
诺亚代销业务拖累营收增速下滑，歌斐资管业务创造新增长点。诺亚总体营业收入自2013年起增长乏力，利润增速呈下降趋势，2013-2018年，营收增速从88.9%降至16.4%，ROE增长率从25.9%降至15.8%。从收入结构上看，2012年以前，一次性佣金和经常性服务费几乎是公司全部收入来源，伴随着代销佣金利润空间压缩，代销模式下客户增长困难，公司开始开发其他收入增长点。歌斐资产成立后，收入快速增加，截至2018年底，歌斐资管的收入占诺亚财富总收入比为47.7%。

图表2：诺亚营业收入、ROE呈下降趋势

图表3：2013年起诺亚收入结构开始多元



资料来源: Wind, 恒大研究院



资料来源: 公司年报, 恒大研究院

2.3 风控难题：资产甄别能力欠缺下的风控危机

据诺亚财富 2018 年报，诺亚财富的财富管理条线制定了全面的风险管控机制。包含三大流程，一是产品筛选，潜在的产品需经多数表决通过才可进入下一环节，二是产品评估，即全面评价产品结构、财务数据、潜在收益，三是风险管控。

然而自 2016 下半年起，诺亚财富旗下产品开始出现踩雷事件，公开信息可知，踩雷事件涉及金额较大，加上此次承兴事件，歌斐资产踩雷产品规模超过 50 亿元。从踩雷事件的实际情况来看，大多数由于诈骗、伪造、财务造假等因素造成投资本金难以收回，合规体系存在漏洞。

图表4：诺亚财富踩雷事件

发售时间	事件	规模	具体情况
2012年2月	永宣基金	16亿	联创永宣发布的共5号基金均存在不同程度的虚假宣传、诈骗，投资人在兑付期内本金收回不足10%。
2014年6月	景泰基金	9.5亿	系基金管理人景泰管理公司蓄意诈骗，2017年上海高级人民法院作出终审判决，相关人员被判处无期徒刑和十年有期徒刑。
2010年9月	悦榕基金	10.7亿	在基金运营期间，部分开发项目由于管理方面原因及旅游地产市场环境变化等因素，导致基金退出出现挑战。诺亚财富经过积极推动在2017年底，基金通过股权转让，实现了1.3倍多的净值退出。
2016年3月	辉山乳业财务造假	5.9亿	旗下歌斐资产发行的“创世优选基金”中的1、2号共募集5.9亿元投向辉山乳业应收账款，该笔应收账款系伪造。

资料来源: 上海证券报, 中国证券网, 诺亚澄清公告, 格隆汇, 恒大研究院

诺亚财富作为业内领先的第三方财富管理机构，在清晰的内部风控机制下，仍无法避免一系列踩雷事件，从另一个层面折射出行业运营中

长期存在的问题，以及第三方财富机构业务模式掣肘，和其发展中面临的困境。

3 第三方财富管理的乱象与困境

3.1 第三方财富管理公司商业模式存疑

严格意义上的第三方财富管理公司主要指从事独立分析客户的财务状况和理财需求，判断所需投资工具，为客户提供综合性的理财规划服务的机构，本质上是一种金融经纪业务。从国际上的第三方财富管理公司来看，主要发源于成熟的金融市场。随着金融产品的复杂化及多样化，投资者甄别产品难度加大，第三方财富管理公司通过专业的判断视角，帮助客户分散风险，组合资产，为客户提供财富管理建议。

从我国第三方财富管理机构的发展情况来看，在商业模式方面，主要有四大方向：

1) **代销模式**：即从银行、券商、信托、PE 基金等整个金融市场上挑选优质产品，拿到监管批准的代销资质后，开展销售业务，主要通过向卖方收取销售佣金盈利；

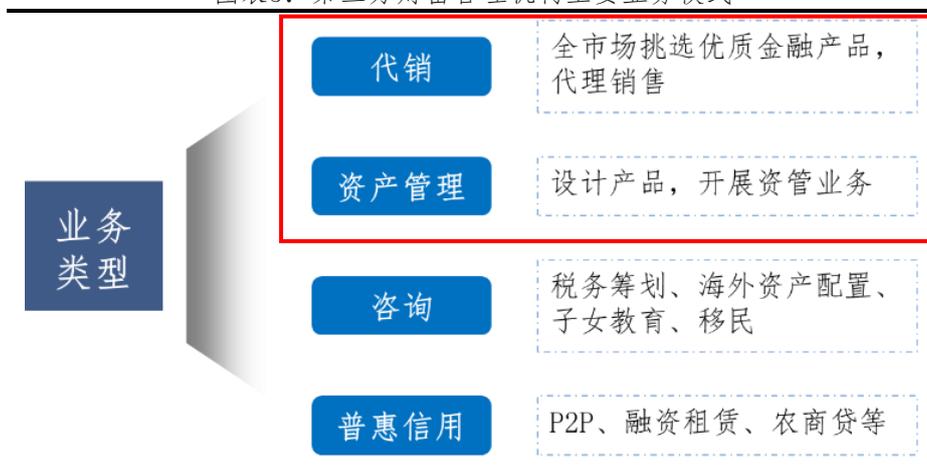
2) **开发产品**：获取私募牌照开展资管业务，为客户提供资产配置；

3) **咨询业务**，以客户为导向，帮助其进行税务筹划、海外资产配置、子女教育、移民等全方位综合服务；

4) **普惠信用**，包括涉足 P2P 信用借款服务，融资租赁、农商贷等；此外，顺应互联网金融发展趋势，部分机构发展线上平台，通过互联网平台销售理财产品、提供咨询服务等。

整体来看，目前“代销模式”仍是大部分三方财富管理公司主要业务，部分实力较强的三方财富管理公司向“开发产品”转型。然而仅从这两大模式来看，就存在着一定弊端。

图表5：第三方财富管理机构主要业务模式



资料来源：恒大研究院

3.1.1 代销模式：易引发道德风险

1) 收入来源于代销产品获得的一次性佣金，难以实现真实独立性。海外成熟财富管理机构一般按照存量资产和业绩表现从客户端收取费用，而我国三方财富管理机构的主要收入来源于承销产品端，这一机制决定了产品代销人难以有独立的立场，业务开展内生驱动力来自获得更多的

销售佣金，而难以从匹配客户需求以及风险承受能力水平的角度选择产品，较有可能将高风险产品推向谨慎型投资者，带来道德风险。

2) 代销模式非常依赖新增资产流量，可持续性存疑。一旦新增销售下滑，从代销产品端获得的一次性佣金将会减少，而经常性服务收入也会随着资产存量的降低而减少。而这部分对于三方财富管理公司收入有着明显影响。以诺亚财富的数据为例，2018年诺亚财富（不包含歌斐）一次性佣金收入合计7.3亿，经常性服务费为5.9亿，分别占整体诺亚收入的22.1%、17.9%，合计占比达40%。这一机制驱动三方财富管理机构不断扩大业务规模，扩展销售群体。以代销为主的初期发展阶段，服务模式简单，三方财富机构可以通过扩展销售渠道，增强客户粘性获得持续增长，然而随着上游机构业务自建渠道，挤占代销业务空间，规模扩大空间明显受限。

3.1.2 转型资产管理：难度高、风险大

在代销业务模式陷入瓶颈后，部分实力较强的三方财富机构转向产品端，进行主动管理，然而这一模式同样面临问题。

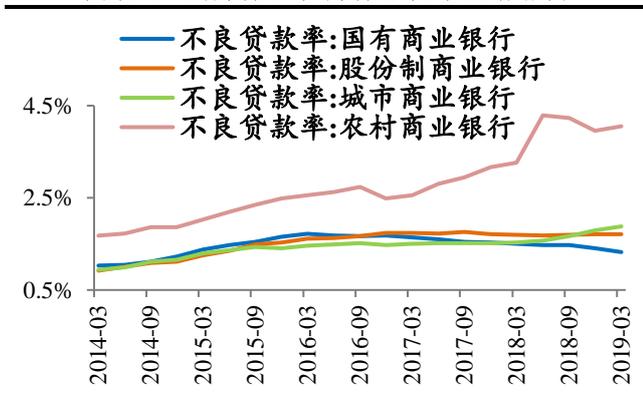
1) 首先，当前我国进入金融周期下半场，叠加经济下行，企业盈利恶化，产品违约风险增加

我国进入金融周期下半场后，流动性退潮、信用收缩，叠加经济下行压力加大、房地产调控以及中美贸易摩擦，企业盈利状况恶化，引发资金链断裂，出现P2P爆雷、信用债违约、大股东股权质押风险、部分资管产品兑付困难等问题，信用风险集中爆发。

从数据上看，贷款和债券代表的风险较低的资产违约率已出现明显上升。2017年至2019年一季度，城商行、农商行的不良率分别从1.5%升至1.88%，2.6%升至4.1%。此外，债券市场违约率攀升，2018年全年有125只、共计1209.6亿元违约，比2017年增加了91只，897.1亿元。

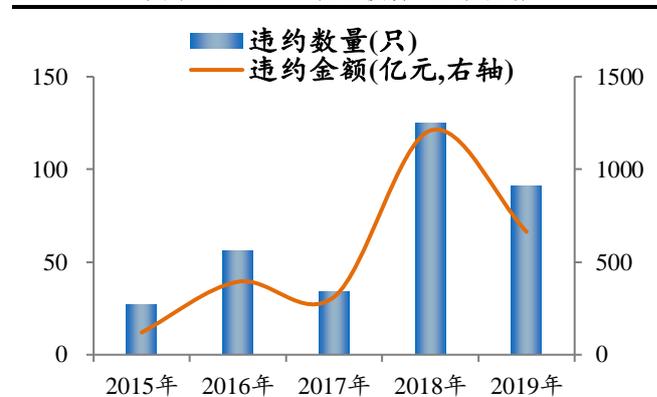
资管机构的非标类产品，最佳的扩张时点是在杠杆低点，金融周期低点，流动性宽松，资产价格上升空间大，融资利率仍处于较低水平。而在杠杆高点，金融周期顶部扩张固收类资产，面临极大的资产价格下跌、融资成本上抬的风险，易出现信用危机、流动性枯竭。以诺亚财富为例，2016年起开始扩张固收类非标产品，主要原因是2015年股市的震荡导致客户对于权益投资的信心降低，而此时已接近金融周期顶部。

图表6：城商行、农商行不良率显著抬升



资料来源：Wind，恒大研究院

图表7：2018年起债券违约激增



资料来源：Wind，恒大研究院

注：2019年数据截至7月19日

2) 第三方财富管理市场份额小，竞争激烈，易下沉信用

首先，从社会信用分层来看，第三方理财难以获得信用资质较好的资产。从资金及资产的匹配来看，低成本资金首先会流向有标准化的、低风险的、高现金流的稳定资产，中等质量的资产匹配中等成本的资金，而大量第三方财富管理机构则需甄别余下的非标、高风险、另类资产。

其次，第三方财富管理机构处于快速发展期，业务及风控门槛较低，易下沉信用，造成风险积聚。一方面，由于收入模式稳定性不足，部分独立理财机构容易在盈利、资产规模压力较大时顺周期放松资产质量标准，埋下隐患。另一方面财富管理行业门槛低，加上之前 P2P 的接连爆雷，部分资金流向第三方理财，而当下投资机会不足，优质资产减少，抵押品衰竭，资本市场增长动力不足，资金的推动容易使其投向“垃圾资产”。仅近两年，部分第三方理财机构旗下资产管理业务踩雷规模就超过 400 亿。

图表8：部分第三方财富管理机构频频踩雷

踩雷时间	机构	踩雷规模	具体情况
2017 年底	某财富管理公司	2.3 亿	代销产品：产品为投资演唱会和演艺类基金，均因“项目的投资款无法收回”一再延期。
2018 年	某财富管理公司	5 亿	代销产品：未按产品介绍投资标的股票，且违规延期，违规不减持，造成投资者亏损近 1.8 亿。
2018 年	某财富管理公司	60 亿	旗下资管：标的 1 面临退市，该投资共 18 亿元；投向标的 2 的 25 亿元无法及时回款；参与的某 3 个定增项目被深套无法退出。
2018 年	某财富管理公司	2 亿	旗下资管：购买某年化收益 9% 的固定收益类项目，到期后该项目违约。
2018 年	某财富管理公司	350 亿	旗下资管：集团实控人涉嫌私自配资、自融、诈骗，公司旗下私募基金产品兑付困难，负责人集体失联。
2018 年	某资产管理公司	70 亿	代销产品：项目底层资产是私募基金受益权，该私募基金投向低风险债券与股权质押融资等，出现兑付违约后，始终未披露违约的底层资产投向。

资料来源：网易新闻，搜狐财经，新浪财经，财联社，蓝鲸财经，恒大研究院

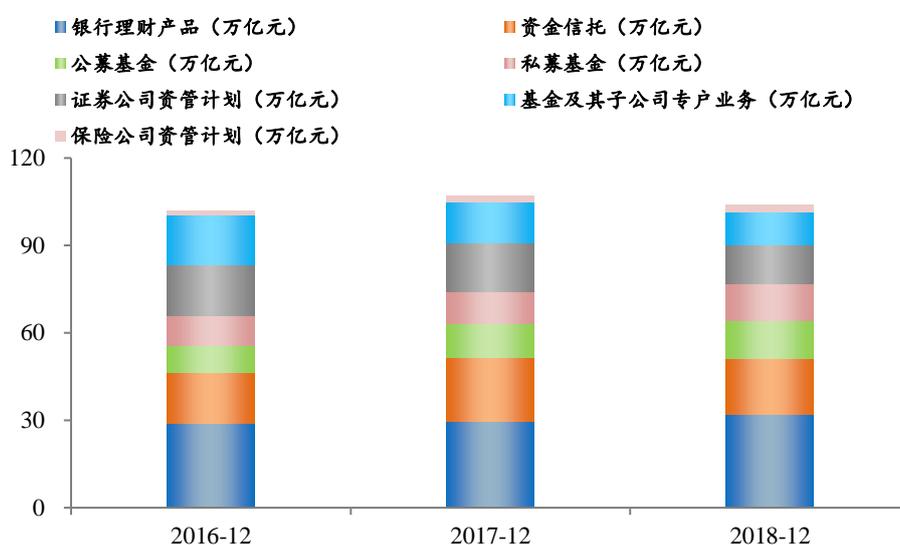
3.2 我国持牌资管机构发展迅速且日益规范化，第三方财富管理机构发展空间受限

经济快速发展带来社会财富迅速累积，财富管理市场过去十多年实现了迅猛增长，贝恩咨询数据显示，截至 2018 年底，中国个人持有的可

投资资产总体规模达到 190 万亿元，高净值人群数量达到 197 万人。主要的金融资产投资形式包含现金、银行理财、信托、股权投资基金、债券投资基金、股票投资基金、券商资管计划、保险资管产品、投资型保险、期货资管等，对应的资管机构为银行理财、保险、信托、公募及私募基金、券商资管及三方财富管理机构等。

从规模来看，当前传统持牌资管机构的资管规模已超百万亿，而第三方理财总体规模仍小。截至 2018 年，银行理财产品资金余额为 32.1 万亿元，信托公司受托管理的资金信托余额为 18.9 万亿元，公募基金、私募基金、证券公司资产管理计划、基金及其子公司资产管理计划、保险资产管理计划的规模分别为 13 万亿元、12.7 万亿元、13.4 万亿元、11.3 万亿元、2.5 万亿元。不考虑交叉持有因素，截至 2018 年末，各行业金融机构资产管理业务总规模约 104 万亿元。而第三方理财方面，独立财富管理机构已超过万家，但其市场份额仍然较小，仍为万亿级别，占市场份额较低。

图表9：我国资产管理业务总规模已超百万亿



资料来源：Wind，中国保险资产管理业协会，恒大研究院

从发展趋势来看，正规资管机构逐步规范，非持牌资管机构风险仍在持续暴露。2017 年以来随着金融监管加强，金融去杠杆以及资管新规落地，过去部分资管行业乱象得到有效治理，资管行业标准趋于统一，业务发展更加规范。而与此同时，监管加大对于非持牌财富管理机构的清理整顿工作，P2P、三方财富管理公司风险仍持续暴露。银保监会 2019 年 7 月 4 日在国新办新闻发布会上表示，经过各方面努力，目前高风险机构风险逐步化解，非法集资大要案正在有序处置，网络借贷风险压降成效比较明显。当前网贷机构数量已比 2018 年初下降 57%。

从业务优势来看，三方理财机构主要专注于零售业务，难以与持牌资管机构形成有效竞争。从整个资管市场来看，在零售业务方面，银行公募理财、公募基金主要服务一般个人客户，私人银行、信托、券商资管、私募、期货资管主要服务高净值客户。而三方财富管理机构的零售业务方面与银行私募、信托等存在直接竞争，但专业度、渠道广度、知名度均处于弱势。尤其随着未来理财子公司成为市场中的重要力量，1) 资金端，高净值客户、合格投资者可能被进一步分流；2) 资产端，理财

子可以对接部分因过去政策限制银行理财无法投资的优质资产，第三方理财机构可获得的优质资产范围进一步收窄。

图表10：我国资管主体产品类别和客户门槛

资管主体	产品类别	客户门槛
银行和银行理财子公司	银行公募理财产品	1 万元起；非特定公众
	理财子公司公募理财产品	1 元起；非特定公众
	银行私募理财产品	合格投资者
	理财子公司私募理财产品	
信托公司	集合资金信托	合格投资者
保险资管	保险资产管理产品（含另类）	合格投资者
基金和证券资管	公募基金产品	1 元起；非特定公众
	基金管理公司特定客户资产管理业务	单一客户，3000 万元起；多个客户，面向特定客户，100 万元起
	证券公司客户资产管理业务	定向资管：符合证监会规定；集合资管：单个客户不低于 100 万
私募机构	私募基金产品	合格投资者且不低于 100 万元
期货公司	期货公司资产管理业务	100 万元起
金融资产投资公司	支持实施债转股的私募资产管理产品	合格投资者
第三方财富管理公司	代销各类资管产品、私募基金产品	按各类产品要求

资料来源：银保监会，证监会，证券业协会，恒大研究院

3.3 第三方财富管理业务监管缺失，乱象丛生

1) **第三方财富管理进入门槛低**。由于性质偏向投资咨询，当前监管并未设立专门的第三方理财牌照，属于非金融机构，仅需注册成立一个投资公司就可进入理财行业。

2) **代销驱动收益模式下，乱象丛生**。代销虽需要相应资质，如代销基金和保险需要第三方基金销售牌照和保险销售资格，但部分未有资质的机构仍然有将代销模式转入地下、私自代销、违规代销的情况，打监管擦边球。

3) **资管产品投向没有明确限制**。三方财富管理机构拿到私募管理人资质证明即可发行产品，而大多数机构往往仅在风险暴露导致投资人资金亏损时，才被监管调查，易发生违规事件。此外，监管尚未有对底层资产的限制和真实性披露的要求，良莠不齐的三方财富管理机构易产生造假欺诈行为。

4 第三方财富管理机构发展条件：国际对比

在欧美发达国家，财富管理分为三大类，1) 以 UBS、百达银行为代表的私人银行，主要提供全系列的私人财富管理产品和服务，注重财富的安全性和代际传承，按客户总资产规模收取服务费；2) 以美银美林、摩根士丹利为代表的全能投行，主要有资产管理费和交易佣金两种收入方式，客户可根据投资风格选取合适的收费方式；3) 以 ASPIRIANT 为代表的独立财富管理咨询机构，主要提供理财规划和投资咨询服务，也可以为客户管理资产，收取咨询费和管理费。据投中研究院报告显示，在美国，独立理财机构是财富管理的主体，市场发展成熟，占据财富管理市场份额的 60% 以上。

4.1 美国第三方财富管理机构发展条件

(一) 监管建立在传统金融机构业务之上

历史上看，美国的独立理财机构兴起于上世纪 70 年代，金融监管放松、金融产品创新催生了财富管理行业。最早部分银行设立了理财部门，但由于创收占比不高、经济波动大，部门被裁撤，原有人员另起炉灶，独立经营。此外，另一个来源是证券和保险经纪人，独立展业理财顾问服务。由于其财富管理机构来源于传统金融机构，因此其监管模式也建立在此之上，对于理财机构开办和人员执业有明确要求，1) 注册成立理财机构需要获得联邦政府颁发的经纪交易业务资格，受相应证券业务监管；2) 理财顾问必须具有相关从业资格，如从事咨询业务、销售经纪业务需要注册投资咨询、注册经纪等资质。3) 不同的金融产品需要不同销售许可证。

(二) 金融市场发达，各金融机构充分竞争

美国以直接融资为主，金融市场发达，其提供金融产品及其服务的层次、品种多，可得性强。各金融机构充分竞争，产品同质化下，三方财富管理机构凭借自身投资咨询、投资细分资管领域、挖掘客户需求等的优势吸引客户。

(三) 成熟的模式、定制化服务

虽实力雄厚的大金融机构可以提供类似的服务，然而美国独立理财机构仍然占据其财富管理市场上的最大份额，主要原因在于：1) 为客户量身定制综合金融服务，深入挖掘其需求，为其提供专业化、个性化和综合性的私人财富管理咨询，而大机构客户多，流程繁杂，不容易做到定制服务；2) 独立性强，收入来自于客户端理财咨询及资产管理，利益方向与客户一致，以满足客户需求为导向，使客户得到高质量的私人理财规划；3) 完整的实施投资策略，最大程度获得完整生命周期进行的理财规划；4) 业务范围专注，专注于范围较小的客户群体，定位于高净值人群。此外，从投资者角度看，1) 伴随着金融市场的成熟成长，投资者风险意识较强；2) 服务付费的观念与行为已形成，进一步助推独立理财机构的发展。

4.2 我国第三方财富管理行业较欧美成熟模式仍有差距

总的来说，从国际成熟经验看，我国目前制度环境、投资者教育和理财专业能力尚与成熟市场存在一定差距，导致部分第三方理财机构处在“高风险，强投机”的状态。

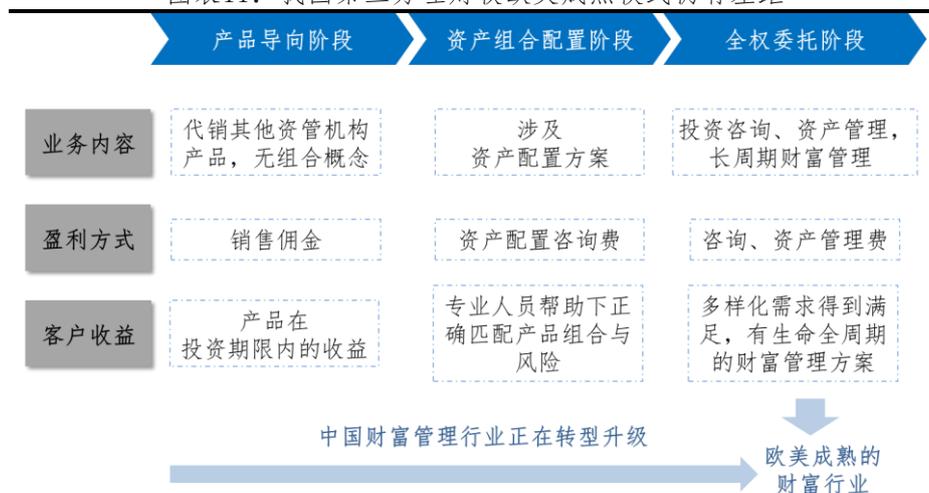
一是制度环境不成熟，我国和美国金融立法完备的情况不同，对新的金融模式的监管仍处于摸索阶段，立法、执法存在空白，易出现套利行为。尤其当前向卖方收取佣金的模式尚未打破下，部分财富机构转型做“资产管理”，既可以收取管理费也可收取佣金，两端利益刺激下，第三方理财机构难以实现“第三方”的独立性。

二是金融体系不发达，从美国经验看，由于金融市场发达，投资者可选择的投资品类多，可以满足各类需求，不需要去追逐高风险高收益的P2P理财，据2016年金融风险管理局费埃哲(FICO)评估报告显示，美国仅有不足1%的人投资P2P贷款产品。而财富管理是作为投资咨询的成熟机构在帮助客户做长期理财规划、实现资产保值增值中崛起。我国以间接融资为主，银行体系占据重要地位，低成本资金、优质的资产优先集中于银行体系，其次是大型非银金融体系，而第三方理财处于生态链末端，处于相对竞争劣势，承受风险更大，对市场波动反应更强。

三是投资者教育需要一个漫长的过程，长久以来形成的刚兑思想和尚未普及的为服务付费观念对于第三方理财资产配置和业务模式升级有阻碍，导致转型升级为以投资咨询、资产管理为主的盈利模式存在难点。

四是理财市场上专业人才不足，真正的财富管理对专业和经验要求极高，据钜派研究院研究统计，美国从事第三方理财的专业人员90%以上都拥有长期在金融机构或者律师、会计、税务事务所的从业经验；而我国第三方理财的专业人才大多在30岁左右，从业时间短，经验不足。此外，我国理财持证人中，高端的国际金融理财师比例不到15%，而金融理财管理师和私人银行家的持证人比例更低。

图表11：我国第三方理财较欧美成熟模式仍有差距

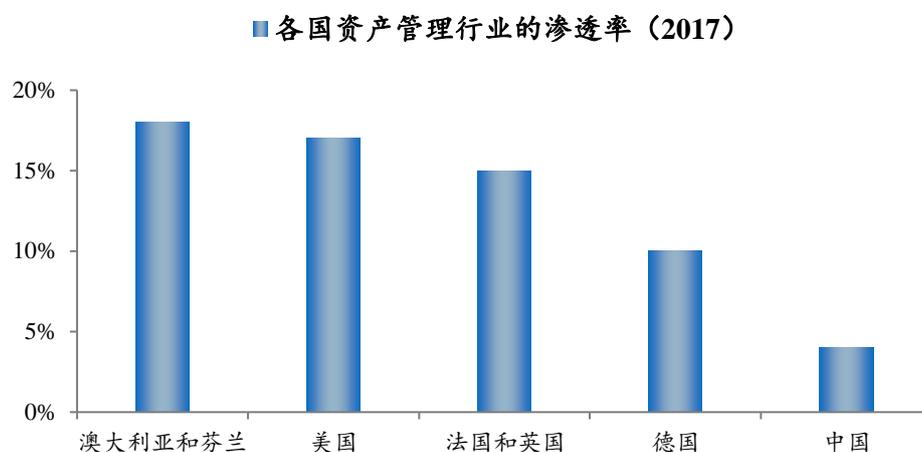


资料来源：恒大研究院

5 影响与展望：规范清理，填补监管空白

我国资管行业长期存在着需求旺盛、供给不足的问题。经济的快速增长使我国成为全球财富增长最快的国家之一。据瑞士信贷统计，截至2018年，中国家庭财富规模位居全球第二，达到52万亿美元。预计未来五年中国的财富将进一步增长23万亿美元，在全球财富中的占比将从2018年的16%升至2023年的逾19%。但我国资管行业渗透率低，资产管理能力有所欠缺。我国资管行业发展时间短，成长快，目前已成为仅次于美国、英国、日本的全球第四大资产管理市场。但资产管理行业渗透率在全球仍处于较低水平，我们通过计算专业化资产管理规模占金融资产总额的比重，用以衡量各个国家资产管理行业的渗透率发现，截至2017年底，澳大利亚和芬兰两国的渗透率高达18%，美国为17%，法国和英国高于15%，而中国仅为4%。

图表12：我国资产管理业务的渗透率仍有较大的提升空间



资料来源：BCG Global Asset Management Market-Sizing Database 2018，恒大研究院

在此背景下，我国包括各类网贷机构、三方财富管理机构不断涌现，短期获得了快速发展。然而金融具有传染效应，近年来的爆雷事件值得引起对于非持牌资管机构定位的重新思考，一方面在面临三大发展困境的背景下，未来发展空间如何？另一方面在当前的金融市场条件下，是否有足够成熟的土壤支持第三方财富管理机构的进一步发展？

5.1 违法违规机构面临清理整顿

中国社科院金融所财富管理研究中心主任王增武曾撰文表示，当前我国三方财富管理市场相关机构众多，在监管缺失的情况下，发展不规范，风险意识淡薄，一味追求产品销售返佣的公司不在少数。对于这些机构，我们认为随着信用风险扩大，未来仍存在一定的爆雷可能性。随着监管逐步覆盖，参照2017年以来的网贷机构监管及备案，绝大部分不合规发展的三方财富管理机构将面临清理整顿，行业逐步出清。

5.2 主动转型求变，寻找符合自身优势发展道路

当前在新的金融发展趋势下，资管行业发展逐步规范，过去三方财富管理的高速发展阶段难以为继，行业进入明显的分化阶段。对于部分实力较强、积极主动谋求转型的三方财富管理机构来说，未来转型路径可能包括以下两方面。

利用金融科技，提升服务水平。随着金融科技的发展成熟，通过云计算、大数据、区块链等技术运用于金融领域，在客户需求匹配、风险承受能力匹配、精准定位以及个性化服务等领域有着巨大的发展空间。三方财富管理机构可以借助金融科技手段，不断提升对于客户的服务能力，满足个性化需求，提升客户粘性，提高市场份额。

提高资管能力，向产品端转型。过去部分三方财富管理机构以佣金为主的模式天然存在道德风险，利益冲突必然导致财富管理机构的服务重心偏移，以佣金高的产品为主，而忽略客户对产品风险的承受能力。展望未来，一方面，随着我国资本市场制度不断规范化，市场活力提升，三方财富管理机构可通过进一步加强投研能力，深化“产品端”转型，提升在资产管理行业的认知度，用实打实的产品收益巩固客户信任，转型为综合的财富管理全产业链公司。另一方面可凭借自身禀赋，寻找特色优势领域产品，在细分市场的产品代销实现进一步的突破。

5.3 金融监管应跟上金融创新

当前在三方财富机构管理端，仍存在规定落实不到位，监管滞后，时效性不足等问题。行业的健康发展需要适度的监管，针对频发的爆雷事件，未来在政策层面，一方面需要加强监管，稳定市场预期，防止局部风险的蔓延，守住不发生系统性金融风险的底线；另一方面，需要改革监管体制，及时跟进监管，解决金融领域违法违规成本过低问题，从财富管理市场的实际出发，尽快填补财富管理监管制度空白区域。此外，可考虑建立统一、共享的金融业监测、披露体系，分别从机构、产品和客户维度对金融数据进行公示、统计和分析，动态监测和评估风险。

5.4 加强投资者教育

当前我国资产管理行业也存在投资者教育匮乏的问题，多数个人投资者金融专业知识不足。我国个人投资者主要由中等收入群体构成，其主要的投资经验仅限于存款或过去“保本保收益”的银行理财，缺乏长期投资的理念和经验，缺乏对金融产品的了解，未形成足够的风险意识，既想获得高收益，又高度依赖“刚性兑付”，部分不规范的非持牌资管机构通过“高收益且本金安全”等虚假宣传，引导投资者投资，使得部分投资者血本无归。郭树清在第十届陆家嘴论坛中指出，“高收益意味着高风险，收益率超过 6% 的就要打问号，超过 8% 的就很危险，10% 以上就要准备损失全部本金”。

资管新规后，资管行业逐步打破刚性兑付，向投资者传递“卖者尽责、买者自负”的理念。而投资者长期以来形成的刚兑思维并非一日可能改变，未来仍需持续提升投资者的金融知识水平和风险意识，更加注重投资回报与投资风险控制平衡而非投机收益，更加注重资产配置多元化、投资结构优化和投资风险分散。

恒大研究院简介

恒大研究院（恒大智库有限公司）成立于2018年1月，是恒大集团设立的科学研究机构，以“立足企业恒久发展 服务国家大局战略”为使命，追求成为国内顶级研究院，致力建成中国特色新型智库。研究院对内为集团领导决策提供研究咨询，为集团发展提供研究支持；对外建设成为杰出的经济金融市场专业研究领导者，建立与社会公众和公共政策沟通的桥梁，传递企业社会责任的品牌形象。

免责声明

本报告由恒大研究院（恒大智库有限公司）提供，仅供本公司客户使用。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，所提供信息均来自公开渠道。本公司尽可能保证信息的准确、完整，但不对其准确性或完整性做出保证。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，相关的分析意见及推测可能会根据后续发布的研究报告在不发出通知的情形下做出更改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

市场有风险，投资需谨慎。本报告中的信息或所表述的意见仅供参考，不构成对任何人的投资建议。投资者不应将本报告为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的损失负责。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许范围内使用，并注明出处为“恒大研究院”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自引用、刊发者承担。

本公司对本免责声明条款具有修改和最终解释权。

行业投资评级的说明：

- 推荐：研究员预测未来半年行业表现强于沪深300指数；
- 中性：研究员预测未来半年行业表现与沪深300指数持平；
- 减持：研究员预测未来半年行业表现弱于沪深300指数。

联系我们

	北京	上海	深圳
地址：	北京市朝阳区东三环中路5号财富金融中心6层607-608（100020）	上海市黄浦区黄河路21号鸿祥大厦11楼（200003）	广东省深圳市南山区海德三道1126号卓越后海中心37楼（518054）
E-mail：	hdyanjiuyuan@evergrande.com	hdyanjiuyuan@evergrande.com	hdyanjiuyuan@evergrande.com