

总量研究

一文读懂外资资管在华业务

——外资资管在华产品线梳理与业务开展模式展望

要点

6月11日，中国证券监督管理委员会向贝莱德基金管理有限公司颁发了业务许可证，批准贝莱德作为首家外资独资基金公司(FMC)在境内开展公募基金业务。近年来外资管理人越来越积极主动地布局中国市场资管业务线，我国在政策层面也逐渐开放外资资管公司进入中国市场。

本文主要梳理了中国金融市场对外开放政策、外资管理人布局中国资管市场的主要形式和外资管理人在中国市场的产品布局现状，选择典例公司进行深入研究，并总结外资管理人相对于内资管理人的优劣势，以期为内资管理人了解并更好迎接外资进入中国市场做准备。

自2001年底加入WTO以来，我国就开始逐步推进资本市场的对外开放。2002年首批合资公募基金公司成立，外资持股比例限制是不超过33%；之后外资可持股比例逐渐提升，至2020年放开至100%。自2020年开始，期货公司和证券公司的外资持股比例限制也正式放开至100%。

外资管理人在中国开展资管业务的主体形式主要包括QDLP、PFM以及FMC三类。目前外资QDLP和WFOE PFM整体管理规模较小，但超过半数的合资FMC公司管理规模已经超过1000亿元，甚至其总管理规模接近纯中资公司。

从外资管理人在中国市场的资管产品布局上来看，合资FMC与纯中资公募在产品线上出现了相对趋同的情况。而WFOE PFM和外资QDLP管理人的整体管理规模偏小、类型上以传统股票和债券多头类产品为主。

我们分析了贝莱德、路博迈、元盛三家外资管理人的产品布局和典型产品的业绩情况，从布局来看，外资管理人在中国的产品布局仍有较大的提升空间，路博迈在华产品涵盖股票、固收、另类股权、多策略四类产品，资产和策略种类较为丰富。从业绩来看，相对内资管理人的同类型产品，外资管理人并未体现出明显的业绩优势。路博迈和贝莱德旗下的部分股票策略表现不及国内股票型基金指数，或需本土化调整。

总体来看，相对于内资管理人，外资管理人对全球市场和先端策略更加有经验，但对中国市场的理解仍需加深。外资管理人的优势有：经验更加丰富，投资理念、投资流程和风控体系更加完善；对于国际金融市场有更深刻的理解等。外资管理人的劣势在于：缺少国内长时间的实盘投资业绩；海外投资体系并不完全适应中国市场，需要完成投资体系的本土化；在国内的渠道销售和市场运作上仍缺少经验等。

风险提示：报告数据均来自于历史公开数据整理分析，存在失效的风险。历史业绩不代表未来。

作者

分析师：秦波

执业证书编号：S0930514060003

021-52523839

qinbo@ebcn.com

重要指数走势图



资料来源：Wind，光大证券研究所；计算区间：2020年5月31日至2021年5月31日

相关研报

《贝莱德的中国发展之路会怎么走？——证监会批准贝莱德设立公募基金事件点评》

2020/8/31

目 录

1、中国金融市场对外开放政策梳理	5
1.1、中国金融市场对外开放政策回顾	5
1.2、外资在华开展资管业务以 QDLP、PFM 和 FMC 三种形式为主	6
2、外资管理人当前产品布局情况	10
3、外资管理人产品布局案例分析	12
3.1、贝莱德 (BlackRock)	12
3.2、路博迈 (Neuberger Berman)	16
3.3、元盛 (Winton)	19
4、外资管理人竞争力分析	20
5、风险提示	20
6、附录	21

图目录

图 1: 每年 QDLP 主体备案数量 (家)	7
图 2: 外商独资 WFOE PFM 和中外合资 PFM 数量对比 (家)	7
图 3: 不同规模外商独资 WFOE PFM 和中外合资 PFM 数量对比 (家)	7
图 4: 每年 WFOE PFM 主体备案数量 (家)	8
图 5: WFOE PFM 和 QDLP 管理人规模分布	8
图 6: 国内不同性质公募管理人数量对比 (家)	9
图 7: 国内不同性质公募管理人 2021 年一季度末规模对比 (亿元)	9
图 8: 合资 FMC 公募基金管理规模分布 (家)	9
图 9: 合资 FMC 与中资公募不同类型产品数量比例对比	10
图 10: 合资 FMC 与中资公募不同类型产品规模比例对比	10
图 11: PFM 和 QDLP 产品备案数量分布	11
图 12: WFOE PFM 和外资 QDLP 管理人备案产品策略分布	12
图 13: 贝莱德各类产品规模分布情况	13
图 14: 贝莱德管理规模区域分布情况	13
图 15: 贝莱德中国市场产品线布局	13
图 16: 贝莱德世界健康科学基金组合市值分布情况	14
图 17: 贝莱德世界健康科学基金行业分布情况	14
图 18: 贝莱德系统化中国 A 股机遇基金组合市值分布情况	16
图 19: 贝莱德系统化中国 A 股机遇基金行业分布情况	16
图 20: 路博迈各类产品规模分布情况	17
图 21: 路博迈管理规模区域分布情况	17
图 22: 路博迈中国市场产品布局情况	17
图 23: 元盛中国市场产品布局情况	19

表目录

表 1：中国金融市场对外开放政策梳理.....	5
表 2：外资管理人在中国开展资管业务的不同主体形式对比.....	6
表 3：外资管理人不同主体规模前三名单.....	9
表 4：贝莱德世界健康科学基金业绩表现.....	14
表 5：REITs 基金组合持仓市值分布情况.....	15
表 6：REITs 基金持仓行业分布情况.....	15
表 7：REITs 基金业绩表现.....	15
表 8：贝莱德系统化中国 A 股机遇基金业绩表现.....	16
表 9：华润信托-路博迈中国股票 1 号业绩表现.....	18
表 10：路博迈债券 1 号业绩表现.....	18
表 11：华宝兴业管理期货“元盛 3 号”基金业绩表现.....	20
表 12：QDLP 信息汇总表.....	21
表 13：WFOE PFM 信息汇总表.....	22
表 14：外资以及合资 FMC 信息汇总表.....	26

6月11日，中国证券监督管理委员会向贝莱德基金管理有限公司颁发了业务许可证，批准贝莱德(BlackRock)作为首家外资独资基金公司(FMC, Foreign Management Company)在境内开展公募基金业务。近年来外资管理人越来越重视、并积极主动布局中国市场资管业务条线。政策层面，我国逐渐开放外资资管公司进入中国市场，近年来持续有新的外资管理人获得相关的牌照资质。我们认为，外资管理人进入国内市场，或将对国内资管行业的现状带来一定冲击，加速行业结构优化。

本文将梳理中国金融市场对外开放政策以及外资管理人布局中国资管市场的主要主体形式，研究分析外资管理人在中国市场的资管产品布局现状，并以具有一定特色的外资管理人为例进行案例研究。最后，我们将就外资管理人相对于内资管理人的竞争优势和劣势进行分析总结。

1、中国金融市场对外开放政策梳理

1.1、中国金融市场对外开放政策回顾

自2001年底加入WTO以来，我国就开始逐步推进资本市场的对外开放。合格境外机构投资者(QFII, Qualified Foreign Institutional Investors)、合格境内机构投资者(QDII, Qualified Domestic Institutional Investors)、合格境内有限合伙(QDLP, Qualified Domestic Limited Partnership)等制度先后于2002年、2006年以及2012年推出。2016年外商企业被允许以独资(WFOE, Wholly Foreign Owned Enterprise)或合资形式在中国本土设立开展私募证券投资基金管理业务的主体(PFM, Private Fund Management)。2002年首批合资公募基金公司成立，外资持股比例限制由最初的不超过33%逐渐提升，并在2020年4月放开至100%。外资持股期货公司和外资证券公司的比例也在2020年正式放开至100%。

表 1：中国金融市场对外开放政策梳理

时间	政策事件	政策影响
2002年	合格境外机构投资者 QFII 制度正式推出；证监会发布《外资参股基金管理公司设立规则》规定，外资持股比例或者在外资参股的基金管理公司中拥有的权益比例，累计(包括直接持有和间接持有)不超过 33%，在我国加入世界贸易组织后三年内，该比例不超过 49%。	允许外国专业投资机构到境内投资，以及参股基金公司，开启外资金融机构进入中国市场的大门。
2006年	中国人民银行 2006 年 4 月发布第五号文件，合格境内机构投资者 QDII 制度在国内正式推出。	允许内地投资者通过指定机构投资海外资本市场。
2012年	上海市金融办下发了《关于本市开展合格境内有限合伙人试点工作的实施办法》(沪金融办〔2012〕101号)，标志着合格境内有限合伙 QDLP 试点在上海启动。	通过资格审批并获取额度后的试点基金管理企业可向境内合格投资者募集资金，投向海外资本市场。
2016年	第八轮中美战略与经济对话中，中方承诺欢迎符合条件的外商独资和合资公司申请登记成为私募证券投资基金管理机构。经证监会同意，中国基金业协会发布相关文件《私募基金登记备案相关问题解答(十)》，明确了准入要求和程序。	明确外商独资企业可以在中国开展私募证券投资基金管理业务。
2018年	中国人民银行公布措施，其中公募基金公司的外资持股比例上限从 49% 上升至 51%，三年以后不再设限。证监会发布实施了《外商投资证券公司管理办法》和《外商投资期货公司管理办法》等文件确认实施。	外资可控股合资公募基金公司。
2019年	7月国务院金融稳定发展委员会办公室推出 11 项最新的金融业对外开放措施。其中《关于进一步扩大金融业对外开放的有关举措》，将原定 2021 年取消证券公司、基金管理公司和期货公司外资股比限制的时点提前到 2020 年。10 月，证监会发布公告明确取消上述限制的具体时点。	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。

2020 年	1 月 1 日，取消期货公司外资持股比例限制； 4 月 1 日，公募基金的外资持股比例限制正式取消，外资在华设立公募基金公司的股权比例最高可达 100%； 12 月 1 日取消证券公司外资持股比例限制。	允许外资在中国设立独资期货公司、独资公募基金公司、独资证券公司。
--------	---	----------------------------------

资料来源：证监会，中国基金业协会，中国人民银行，上海市金融办，光大证券研究所整理

1.2、 外资在华开展资管业务以 QDLP、PFM 和 FMC 三种形式为主

外资管理人在华开展资管业务的形式主要包括合格境内有限合伙 QDLP、申请私募证券投资基金管理人牌照 PFM 以及独资或合资公募基金公司 FMC 三类。三种主体形式的业务差异主要体现在资金募集方式和产品资金投向：QDLP 和 PFM 为私募资管业务，以非公开方式面向特定中国境内投资者募集资金并成立产品，QDLP 的产品资金投向为海外市场，PFM 发行的产品则主要投向中国境内和香港市场；FMC 为外资出资参股/独资公募基金公司，在华设立的合资/独资公募资管公司，可以以公开方式面向不特定的中国境内投资者募集资金，产品资金主要投向中国境内和香港市场，也可以通过 QDII 制度投向海外市场。

表 2：外资管理人在中国开展资管业务的不同主体形式对比

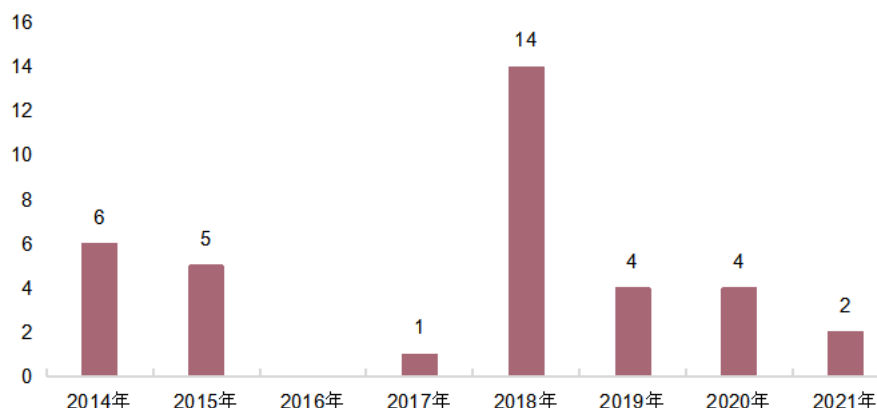
主体形式	募资方式和对象	产品资金投向	已备案公司数量
合格境内有限合伙 (QDLP)	以非公开方式面向特定中国境内投资者募集资金	海外市场	36 家
外资私募基金管理人 (PFM)	以非公开方式面向特定中国境内投资者募集资金	以中国境内市场为主，但可以通过沪港通投资港股	独资 (WFOE PFM) 34 家 (注销 1 家，目前留存 33 家) 合资 18 家
外资公募基金公司 (FMC)	以公开方式面向不特定中国境内投资者募集资金	以中国境内市场为主，但可以通过沪港通等互联互通机制或者 QDII 投向海外市场	45 家 (含外商独资公募基金公司 1 家：贝莱德)

资料来源：中国基金业协会，光大证券研究所；数据截至：2021 年 5 月 31 日

当前已有较多外资管理人通过以上三种形式在中国开展资管业务。

QDLP：每年备案数量波动较大。QDLP 主体备案数量较多的年份为 2018 年，高达 14 家；为缓解资本流出，外管局在 2016 年暂停发放 QDLP 额度，导致同年没有 QDLP 主体完成备案。截至 2021 年 5 月 31 日，共有橡树 (Oak Tree)、奥氏 (Och-Ziff) 等 36 家外资 QDLP 完成备案，其中，元胜和美盛已经注销 QDLP 资质，现有 34 家外资 QDLP 存续。

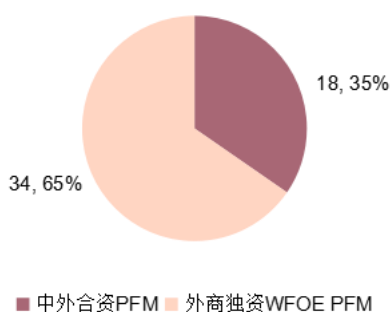
图 1：每年 QDLP 主体备案数量（家）



资料来源：中国证券投资基金业协会，光大证券研究所；数据截至：2021年5月31日

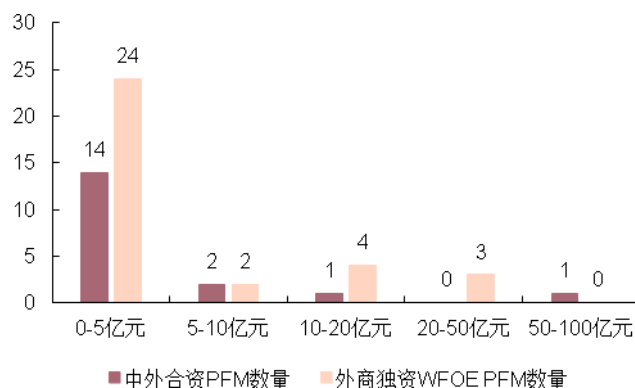
WFOE PFM 为外资布局 PFM 的主要方式，WFOE PFM 是外商独资私募投资基金管理人，目前自证监会放开 WFOE PFM 牌照已有近 5 年的时间，截至 2021 年 5 月 31 日，已经有瑞银 (UBS)、富达 (Fidelity)、惠理 (Value Partners) 等 34 家外资管理人完成独资私募基金管理人 (WFOE PFM) 登记备案。其中，贝莱德 (BlackRock) 为避免公募和私募业务发生冲突，主动注销私募基金管理人资质 (PFM)，因此目前共有 33 家外资管理人具备独资 PFM 业务资质，中外合资 PFM 最新数量为 18 家。规模方面，当前多数 PFM 管理规模集中在 0-5 亿；规模达到 20 亿以上的 WFOE PFM 共有三家，分别是瑞银资产管理 (上海) 有限公司 (UBS Asset Management (Shanghai) Limited)，元胜投资管理 (上海) 有限公司 (Winton Investment Management (Shanghai) Co., Ltd.) 和德劭投资管理 (上海) 有限公司 (D. E. Shaw Investment Management (Shanghai) Co., Ltd.)；规模达到 20 亿以上的中外合资 PFM 仅有 1 家，为恒天中岩投资管理有限公司 (Hang Tang Cathay Rock Investment Management Co., Ltd)。但是相比于外商独资的 WFOE PFM，中外合资 PFM 外资持股比例较低。以规模最大的恒天中岩投资管理有限公司为例，截至 2020 年 3 月该公司最新持股比例显示，仅有 4.9% 的股份由美国外资公司中富投资 (China Wealth Investment Limited) 持有。考虑到中资控股、外资持股占比低的特点，中外合资 PFM 难以体现外资管理人的整体产品布局特色，故 PFM 方面我们着重对 WFOE PFM 进行分析。

图 2：外商独资 WFOE PFM 和中外合资 PFM 数量对比（家）



资料来源：Wind，光大证券研究所，截至 2021 年 5 月 31 日；注：其中贝莱德已转公募，故实际为 33 家

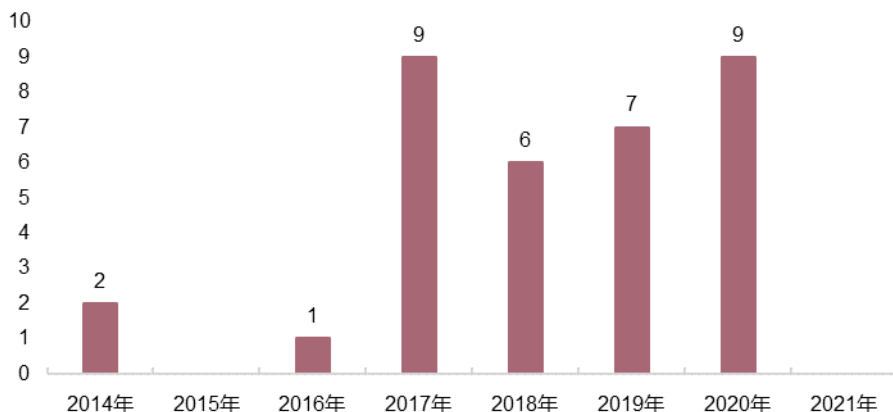
图 3：不同规模外商独资 WFOE PFM 和中外合资 PFM 数量对比（家）



资料来源：Wind，光大证券研究所，截至 2021 年 5 月 31 日；注：其中贝莱德已转公募，故此无相关规模数据

近年来 WFOE PFM 主体每年备案数量相对均匀。瑞银资产管理（上海）有限公司于 2016 年完成 WFOE PFM 备案；2017 年-2020 年每年 WFOE PFM 备案管理人数量稳定在 6-9 家，截至 2021 年 5 月 31 日，2021 年尚未有新 WFOE PFM 公司进行备案。

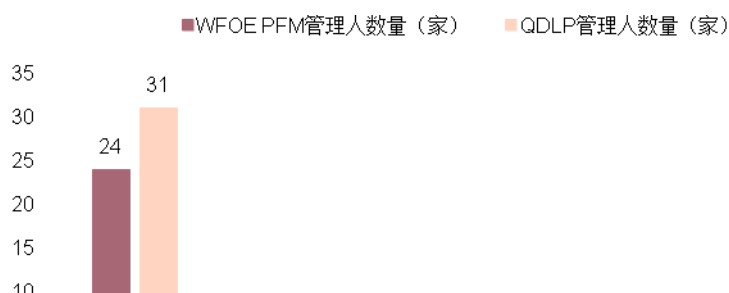
图 4：每年 WFOE PFM 主体备案数量（家）



资料来源：中国证券投资基金业协会，光大证券研究所；数据截至：2021 年 5 月 31 日

当前外资 QDLP 和 WFOE PFM 整体管理规模较小。以当前基金业协会披露的规模区间最小值进行测算，外资 QDLP 和 WFOE PFM 管理人总规模已经超过 130 亿元。但多数外资 QDLP 和 WFOE PFM 管理人的管理规模集中在 0-5 亿元区间。造成外资管理人当前规模偏小的主要原因有三点：首先，QDLP 业务本身受到额度的限制；其次，QDLP 牌照和 WFOE PFM 牌照只能发行私募基金，而外资管理人在渠道营销和资金募集上缺少经验；最后，国内投资者对海外产品认识尚不充分。

图 5：WFOE PFM 和 QDLP 管理人规模分布



预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_20204

