

全球财富管理

# 超越反弹

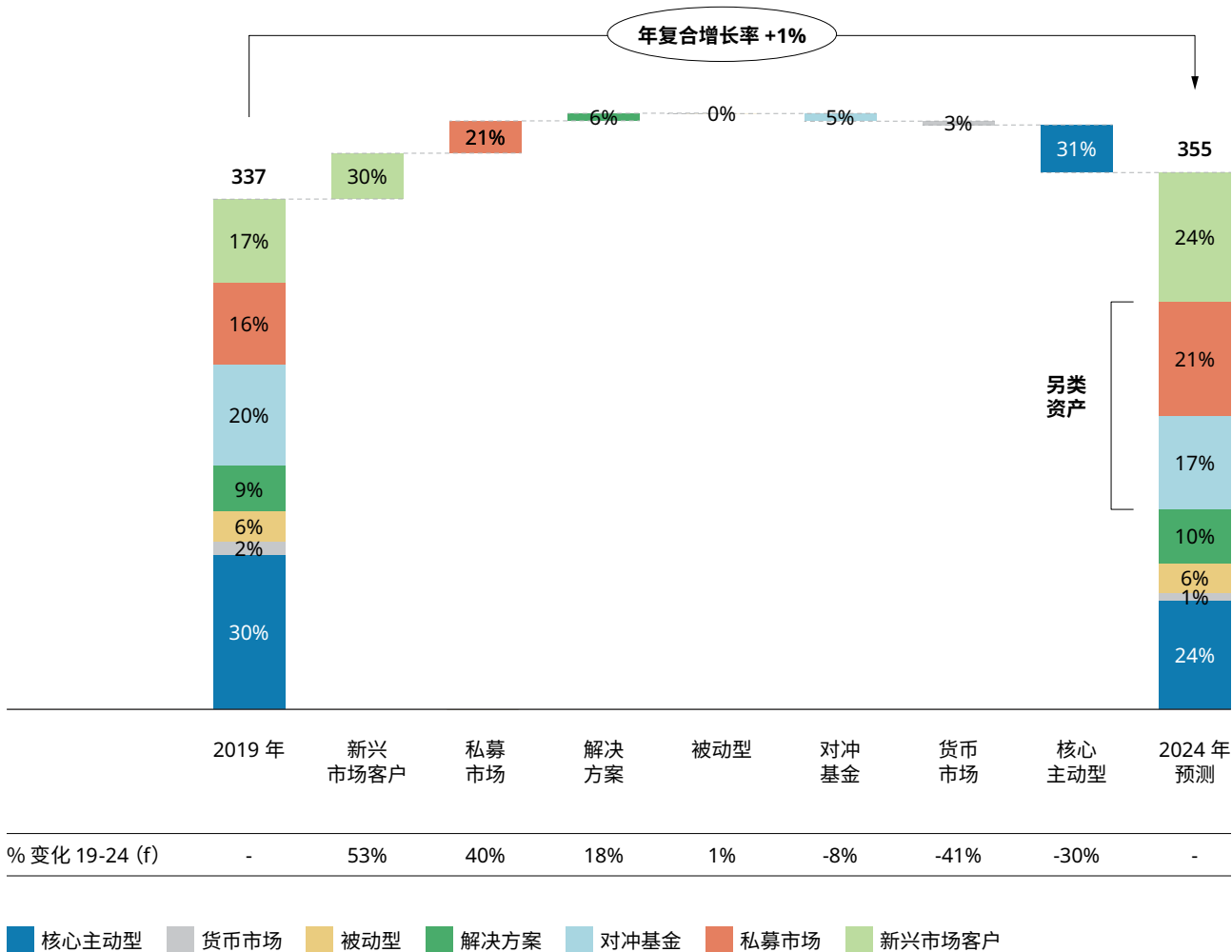
资产管理行业的整体收入在很大程度上因积极的政策性措施得到了保障，但增长将放缓，竞争压力将加速。资产管理公司应推动新兴市场客户、私募市场、解决方案等重点领域的增长，在 ESG 投资上占据一席之地，并维持疫情期间吸取的提升生产效率的经验，以节省 10% 以上的成本。



# 执行摘要

- 全球各央行积极的政策性措施减轻了新冠疫情对金融市场的冲击，并遏制疫情对实体经济产生进一步影响，客观上保障了资产管理行业的收入池不受影响。
- 在 V 型复苏中，结构性趋势——包括费率压力和影响资金流的人口特征趋势——将保持不变；事实上，它们很可能因疫情而加速。
- 一些早期指标显示，三月以来，核心主动型资金流有所改善，同时主动股权产品的表现也有所提升。随着核心主动型已经在扩大业绩差距，这将进一步加大头部与尾部机构之间的鸿沟。我们对核心主动型的整体看法不变：来自被动型产品的压力和费率压力将继续大幅压缩核心主动型的费率，尽管对一些机构来说，转变的强度可能会缓和。
- 随着业绩（和资金量）已被证明在经济衰退中具有一定的韧性，环境、社会和企业管治（ESG）投资再次成为行业讨论的焦点。我们预计 ESG 投资将加速发展，其关注点也将扩大，例如将包括 ESG 中企业社会责任的部分，这些将成为先行机构的先发优势。然而，随着 ESG 投资走向成熟，我们预计它将成为不同策略组合中的一部分，而并非一个能够长期推动费率池增长的单独驱动力。
- 我们预计，疫情之前的关键增长领域，包括新兴市场客户、私募市场和解决方案，将保持不变。其中，私募市场似乎最有可能从 V 型复苏中受益，因为高水平的累积待投现金数量（dry powder）使其拥有较大灵活度，可用以投入新的投资机会，或支持陷入困境的投资组合公司。
- 疫情证明了远程工作的可行性，挑战了传统智慧，并为更彻底地改变运营模式铺平了道路。我们估计，如果吸取疫情中提升效率的经验并将其融入日常运营结构中，那么成本可以降低 10-15%。极端来看，完全虚拟的资产管理公司是有可能的，与传统机构相比，虚拟机构的成本基础可以降低 40%。不过，这种极端转型会带来不少运营及战略风险，但这不失为一种全新的视角：机构可以将完全虚拟的运营视为“零态”，并在此基础上进行优化建设。
- 最后，技术将在实现运营模式变革方面发挥关键作用，而不仅仅是帮助机构向弹性和远程工作过渡。需要强调的是，我们认为资产管理公司在采用 API（应用编程接口）方面至少比银行落后五年。API 的应用是实现与分销商更紧密连接的关键路径，也是简化数据基础设施和降低运营成本的机会。

图 1.  
基准情景下的全球收入构成 (2019年—2024年预测, 十亿美元)



注：私募市场的资产管理规模包括累积待投现金数量 (dry powder)  
资料来源：奥纬分析

## 虽然疫情抑制了近期的增长，但结构性趋势仍未改变。

虽然疫情引发了剧烈经济衰退，但各国央行的迅速行动提振了金融市场。央行的政策性措施再加上已出现的 V 型复苏早期信号，使我们相信资产管理行业的整体收入情况更为乐观，而非许多人在三月份预期的急剧下降。主要的结构性趋势将保持不变，包括费率下调压力和人口老龄化对资金流入的负面影响；事实上，这些趋势很可能因疫情而加速。资产净值方面，我们的预期与去年相比将所有减少，但我们仍然认为到 2024 年，收入和资产管理规模总量的整体趋势是积极的。

## 核心主动型的压力预计会继续，但对业绩优异的机构来说，强度可能会有所缓和。

主动型资产管理公司仍将面临较大压力。主动型基金管理公司将继续受到被动型基金以及加速的人才流失的挑战，拥有强大阿尔法能力的基金管理公司将脱颖而出。然而，早期迹象表明，向被动型转变的强度有所减弱——至少对一些机构而言是如此。从我们与资产管理公司的接触中了解到，一些表现亮眼的机构，其资金流量在疫情中没有经历特别大的危机。此外，四月和五月的公募基金资金流量数据显示，主动型股票的流出量减少（如美国基金公司），甚至流入量逆转（如欧洲基金公司），对主动型基金来说是令人鼓舞的。

## ESG 投资应会加速，但从长期来看，它不太可能成为推动费率池增长的主要驱动力。

更高的相对投资回报，和投资者不断加深的使命感（很可能因新冠疫情的广泛社会影响而进一步加速）相结合，为客户进一步参与 ESG 投资形成强大助力。我们预计，这种兴趣将为那些已布局可靠产品和以 ESG 为投资价值主张的先行机构带来短期的资金流量获取机会。然而，我们预计 ESG 不会成为主动管理的唯一专利，也不会发展成为一个主要的独特产品类别。相反，从长远来看，我们预计 ESG 产品将高度融入大多数资产管理公司的风险和投资流程，成为各策略和产品部门广泛运用的业务。因此，虽然短期内 ESG 投资有可能为先行机构创造收入机会，但长期而言，我们认为它不会成为行业费率池增量的主要驱动力。

## 私募市场最有可能从 V 型复苏中受益。

考虑到市场对企业违约削弱基金表现的担忧和不被看好的未来融资前景，我们认为，私募市场或将成为我们基准情景假设中 V 型复苏的最大受益者。这个战场上预计会出现伤亡，但是，随着经济活动的强劲反弹，再加上累积待投现金数量（dry powder）可用于新的投资机会和支持陷入困境的投资组合公司，我们认为私募市场受到的冲击将相对有限。同时，低利率环境在全球范围内持续，传统资产类别的回报前景暗淡，投资者选择以流动性换取回报，所以客户的持续需求应能得到满足。然而，如果经济长期衰退，经济环境恶化，这一乐观评估显然会受到冲击。投资组合的损失将会被放大，从而削弱投资者的信心，使投资者的增量需求萎缩。

## 远程工作被证明可行，这将促使机构重新设计其运营模式，并融入虚拟机构的元素。

资产管理公司迅速而有效地转向居家办公，挑战了传统智慧。事实证明，资产管理行业不仅从业务角度看具有韧性，而且能够以接近疫情前的生产力水平运作。在我们与资产管理公司高管们的接触中，许多人表示希望从疫情危机中吸取效率提升的经验，包括广泛采用弹性工作制，减少差旅次数，重新思考办公室地理分布策略及中后台支出结构。我们估计，如果能够从结构上改变运营模式并融入疫情中吸取到的经验，那么资产管理公司的成本基础将降低 10-15%。此外，我们还看到了进一步将资产管理公司的运营模式重塑为完全虚拟模式的机会。虽然这需要彻底的转型，例如转变为几乎百分之百的远程工作，在更大程度上运用技术——尤其是 API，以及重新制定业务流程，但这样可以节约大量成本。经奥纬测算，与传统的资产管理公司相比，虚拟资产管理公司的运营成本可以降低 40%。虽然现在还没有完全虚拟的资产管理公司在运作，但我们认为高管们可以将目光放长远，不必只看到疫情迫使公司节约成本和提高效率，还可以将完全虚拟的运营视为“零态”，并在此基础上进行优化建设。

## 奥纬调查的重点信息

我们与多家资产管理规模总额约 12 万亿美元的美国和欧洲资产管理公司的高级管理层举行了会议，以下是会议中高管们表达的主要观点。

### 虽然突如其来的疫情打乱了市场节奏，拖累近期增长，但高管们预计行业趋势不会发生根本性变化：

- 短期内有一些运营和业务上的挑战需要克服，但如果目前的复苏轨迹继续下去，总体上资产管理公司的前景较为乐观。预计资产管理公司将继续投资于增长，同时力求保持在疫情期间吸取到的提升生产效率的经验。
- 发达市场的人口趋势（如退休储蓄提取）将在短期内更多地暴露出来，因为资金流入量在失业率上升的情况下出现下降。
- 费率压力仍然是主动型和被动型产品都十分关注的首要问题。
- 规模对于分销渠道和技术投资等方面来说与以往一样重要；高管们预计行业整合将加速，尤其是在中小型资产管理公司之中。
- 监管议程有可能将重点转移到公司复原力上，这将在投资战略设计中发挥作用，例如将杠杆因素纳入投资方法。

### 接近零利率的环境预计将有利于私募市场和以结果为导向的解决方案：

- 投资者的现金状况普遍好于 2008 年，并希望能从市场错位中获益。
- 利率接近零水平，对投资者回报来说是一大挑战，但却支撑了对更广泛的风险溢价的需求，以及能够促进获得这些溢价的解决方案。
- 得益于累积待投现金数量（dry powder）的灵活性，包括可用于支持现有投资组合公司和基金的业绩或新的投资，私募市场的增长情况可能更具韧性。不过，如经济陷入长期衰退，情况将未必如此乐观。

### 仍然看好中国市场在岸市场的机遇，但准入仍然是长期挑战：

- 高管们仍然认为需要长期扩大包括中国在内的新兴市场投资者基础，并实现投资者多元化发展。
- 我们采访的机构预计，地缘政治的紧张局势将加快中国在岸市场的发展步伐，全球投资者对中国市场的配置也将随之加快。
- 许多资产管理公司对在岸市场的投入承诺较为谨慎。尽管在监管机构的推动下，本地资产管理的专业化程度进一步提高，但分销渠道仍然是最大的挑战。

### 疫情前，人们对 ESG 投资的关注度已然上升，而疫情的爆发加强并加速了这种关注：

- ESG 投资正在成为主流，并越来越多地融入到投资过程中。对于许多希望推出 ESG 基金的资产管理公司来说，数据质量仍然是一个挑战。
- 主题重点正在发生变化，对于不仅关注环境问题，还考虑企业社会责任元素的基金，许多公司预计，它们将迎来可观的增长，且市场需求也将有所增加。
- 那些已投入建设专业能力和独特数据库，可进行 ESG 风险分析的主动型资产管理公司，可以获得一些短期优势，但 ESG 能力将越来越多地被视为赢得新业务的“赌注”。

### 从新冠疫情中吸取的教训将鼓励运营模式的转变：

- 许多公司都希望能够继续保持从疫情中吸取到的提升效率的经验，例如：弹性居家办公制度，转移部分高成本的办公地点以优化房地产相关的支出，同时永久减少差旅和实体营销费用。
- 然而，几乎所有与我们交谈过的高管都将人际互动视为其运营模式的重要组成部分，并纷纷表示，安全返回办公室是首要任务。

# 作者

## MORGAN STANLEY

### 摩根士丹利

#### Michael J. Cyprys<sup>1</sup>

股票分析师

+1 212 761-7619

Michael.Cyprys@morganstanley.com

#### Bruce Hamilton<sup>1</sup>

股票分析师

+44 20 7425 7597

Bruce.Hamilton@morganstanley.com

#### Stephanie Ma<sup>1</sup>

研究助理

+1 212 296 3552

Stephanie.Ma@morganstanley.com

#### Shamoli Ravishanker<sup>1</sup>

股票分析师

+44 20 7677 3610

Shamoli.Ravishanker@morganstanley.com

#### Peter Kaloostian<sup>2</sup>

研究助理

+1 212 761 3664

Peter.Kaloostian@morganstanley.com

#### Andrei Stadnik<sup>3</sup>

股票分析师

+61 2 9770 1684

Andrei.Stadnik@morganstanley.com

#### Jenny Hau<sup>3</sup>

研究助理

+61 2 9770 1687

Jenny.Hau@morganstanley.com

## OLIVER WYMAN

### 奥纬咨询

#### Christian Edelmann

董事合伙人

+44 (20) 78527557

Christian.Edelmann@oliverwyman.com

#### Joshua Zwick

董事合伙人

+1 (646) 3648414

Joshua.Zwick@oliverwyman.com

#### Toby Pittaway

董事合伙人

+44 (20) 78527564

Toby.Pittaway@oliverwyman.com

#### Kamil Kaczmariski

董事合伙人

+49 69 9717 3573

Kamil.Kaczmariski@oliverwyman.com

#### Olga Epshteyn

副董事合伙人

+1 212 345 0872

Olga.Epshteyn@oliverwyman.com

#### Amy Yang

+1 212 345 0829

Amy.Yang@oliverwyman.com

1 Morgan Stanley & Co. LLC

2 Morgan Stanley & Co. International plc+

3 Morgan Stanley Australia Limited+

奥纬咨询是一家全球领先的国际性管理咨询公司。

奥纬咨询不受英国审慎监管局 (PRA) 或英国金融市场行为监管局 (FCA) 授权或监督, 不提供投资建议。奥纬咨询研究报告的作者并非研究分析师, 也非英国审慎监管局或美国金融业监管局 (FINRA) 注册的专业人员, 仅对与本报告相关的商业战略提供专业咨询服务。奥纬咨询的观点如是明确陈述。报告中有关证券和估值的部分均为摩根士丹利公司的工作成果, 无涉奥纬咨询。对于具体涉及奥纬咨询的信息披露, 请参阅本报告文末的“重要信息披露”部分。

摩根士丹利公司与本报告所分析的企业已开展或寻求开展业务。有鉴于此, 摩根士丹利公司可能存在影响研究报告客观性的利益冲突。投资者在做出投资决策时应仅将摩根士丹利研究作为一项参考因素。有关分析师资质认证和其他重要信息, 请参阅英文研究报告文末的“信息披露”部分。

本中文译件为英文研究报告之摘译, 仅作参考之用。英文报告为官方版本。若中文译件与英文原文有所出入, 请以英文原文为准。英文研究报告发布于 2020 年 7 月, 题为“Beyond the Bounce-Back”。

## 重要信息披露

版权所有 © 2020 奥纬咨询。保留所有权利。未经奥纬咨询书面准许, 不得复制或发布本报告所有或部分内容。

奥纬咨询对第三方的上述行为不承担任何责任。

本报告并非针对特定金融机构实施战略规划的定制专业咨询建议。

本报告并非投资建议, 不得依赖于该建议或代替专业会计师、税务顾问、法律顾问或财务顾问的咨询意见。奥纬咨询已尽可能使用可靠、最新和全面的信息与分析, 但提供的所有信息均无任何明示或默示的保证。奥纬咨询免于承担本报告所述信息或结论更新的任何责任。

就本报告所述信息或本报告所引述的任何报告或信息源而言, 奥纬咨询概不承担任何作为或不作为所导致的任何损失、任何间接损害赔偿、特殊损害赔偿或类似损害赔偿, 即使已被告知该等损害赔偿的可能性。

未经奥纬咨询书面同意, 不得出售本报告。

为本报告撰写做出贡献的奥纬员工并非英国审慎监管局 (FCA) 或美国金融业监管局 (FINRA) 注册的专业人员。奥纬咨询不受英国审慎监管局 (PRA) 或英国金融服务管理局 (FCA)

授权或监督。作为一家咨询公司, 奥纬咨询可能与本报告所提及的公司存在商业关系, 并可能因此收取相关费用。

请访问奥纬咨询公司网站了解更多详情: [www.oliverwyman.com](http://www.oliverwyman.com)。