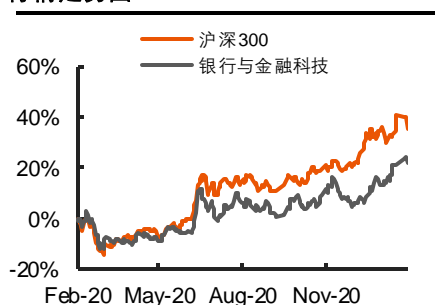


财富管理系列研究之二

从海外经验看传统金融机构的守成之路

强于大市（维持）

行情走势图



相关研究报告

《行业周报*金融*金融科技周报》
2021-02-21

《行业点评*银行与金融科技*互联网贷款监管升级，引导行业规范发展》
2021-02-21

《行业点评*银行与金融科技*盈利增速修复，资产质量夯实》 2021-02-10
《行业周报*金融*金融科技周报》
2021-02-07

《行业深度报告*银行*从嘉信理财看大众财富管理突围之路》 2021-02-02

证券分析师

袁喆奇 投资咨询资格编号
S1060520080003
yuanzheqi052@pingan.com.cn

研究助理

武凯祥 一般从业资格编号
S1060120090065
wukaixiang261@pingan.com.cn



- 政策环境深刻变化，传统金融机构机遇与挑战并存。**近年来，国内政策环境正在发生深刻变化：1) 地产调控持续趋严抑制房价过快上涨；2) 资管新规打破刚兑预期；3) 资本市场改革提速，大力培育机构投资者市场。我们认为这些因素的变化将会对居民财富配置行为带来深远影响，从目前来看，国内居民的财富配置主要集中于房产与以存款、理财、信托为代表的“保本型”产品。展望未来 5-10 年，受政策变化影响，我们预计居民财富配置将更多向金融资产，尤其是以权益类资产为代表的复杂金融资产倾斜，从而给传统金融机构带来新的业务机遇。但与此同时，行业格局在过去几年也在发生快速变化，在移动互联网时代，我们也看到蚂蚁、东财等互联网平台也在快速切入到财富管理市场，在渠道端给传统金融机构带来挑战。
- 海外经验借鉴：传统机构享行业发展红利。**从上世纪 80 年代开始，美国财富管理市场在金融自由化的浪潮中迎来了历史性发展机遇，期间以公募基金为代表的居民间接权益投资比重在 1980 至 2000 年中提升超 20 个百分点，催化了居民财富管理热情。在此过程中，美国传统金融机构充分享受行业发展红利，在长达 20 年的时间维度里收获了非存款类 AUM 的快速增长，并推动了财富管理收入占比和盈利能力的提升。在竞争格局方面，对于大众财富客群，我们观察到传统金融机构在渠道方面也同样受到了线上折扣经纪商等新型机构的挑战，但由于当时互联网行业尚属发展初期，传统金融机构受到冲击有限。而在富裕客群方面，传统金融机构通过品牌和综合服务能力守住了优势。
- 财富管理将是长期优质赛道，看好头部机构保持领先。参考海外经验，对于传统金融机构而言，财富管理将是长期优质赛道，将会成为传统金融机构提升盈利能力的重要支点。**就行业格局而言，我们认为相较美国，在大众客群市场，国内的传统金融机构将会受到互联网平台更强有力的挑战，考虑到大众客群更看重金融服务的可获得性和便利性，未来流量的获取和线上渠道的建设仍将是竞争的关键。相比之下，在高端财富市场，由于客户需求的多元和非标准化，我们认为以大中型银行为代表的传统金融机构在渠道和产品力上的优势依然存在，未来的竞争更多会体现在机构之间。我们更看好在渠道端具有品牌力优势，在产品端综合服务能力更强的头部机构在竞争中脱颖而出。
- 风险提示：** 1) 宏观经济下行导致行业资产质量压力超预期抬升。2) 金融监管力度抬升超预期。3) 中美摩擦升级导致外部风险抬升。

正文目录

一、	政策环境深刻变化，财富管理开启新纪元	6
1.1	居民财富配置现状：更多青睐房产与“保本型”产品	6
1.2	政策环境的变化将对居民财富配置带来深远影响	8
1.3	国内财富管理竞争格局分析：传统机构坚守阵地，新型机构降维打击	10
二、	海外经验借鉴：传统机构享行业发展红利	13
2.1	80年代美国居民资产配置发生边际变化	13
2.2	传统机构享行业红利，收获高附加值 AUM 和盈利能力的提升	16
2.3	行业格局：传统机构凭借“渠道和高端客户服务”优势保持竞争力	17
三、	财富管理将是长期优质赛道，看好头部机构保持领先	21
3.1	大众财富客群：传统金融机构直面互联网平台挑战	21
3.2	高净值客群：传统机构竞争优势有望得以保持	24
3.3	看好具有品牌力和综合服务优势的头部机构	26
四、	风险提示	31

图表目录

图表 1	国内居民实物资产接近 80%-2019 年	6
图表 2	存款类产品金融资产中占比超过 60%-2019 年	6
图表 3	房价长期以来保持快速上涨	7
图表 4	房地产投资收益维持在高水平	7
图表 5	银行理财收益率高于无风险收益率	7
图表 6	资管新规前理财、信托产品规模高增长	7
图表 7	美国居民金融资产占比超过 70%-2019 年	8
图表 8	金融资产中存款占比仅为 16.3%-2019 年	8
图表 9	2018 年以来监管关于房地产的表态和重要政策	8
图表 10	房价增速在政策严控下逐步放缓	8
图表 11	银行理财型产品规模占比不断提升	9
图表 12	理财产品收益率下行，向无风险收益率靠拢	9
图表 13	注册制改革持续推进	9
图表 14	两年的牛市进一步催化了居民的配置需求	10
图表 15	新发基金中权益类产品占比迅速提升	10
图表 16	政策引导长期资金入市	10
图表 17	财富管理市场图谱	11
图表 18	各类财富管理机构对于客户覆盖程度不同	11
图表 19	国内各类资管产品规模（万亿）-2019 年	12
图表 20	独立基金销售机构在渠道端份额快速提升	12
图表 21	蚂蚁集团 AUM 快速增长	12
图表 22	蚂蚁非存款类资产规模仅次于招行（亿元）	12
图表 23	70 年代末开始美国房价增速放缓	13
图表 24	居民资产中房产的占比逐渐下滑	13
图表 25	养老金大规模入市，共同基金规模大幅增长	14
图表 26	机构投资者占比 80 年代开始迅速提升	14
图表 27	80 年代后利率大幅下行	14
图表 28	美国股市迎来 20 年长牛	14
图表 29	80 年代开始的财富管理与权益市场大发展的时代背景梳理	15
图表 30	居民金融资产中存款占比下降，通过基金持有股票的占比快速提升	15
图表 31	主要财富管理机构非存款类 AUM 实现高增长	16
图表 32	主要财富管理机构相关中收占比不同程度提升	16
图表 33	传统金融机构财富管理板块 ROE 显著高于整体	16

图表 34	UBS 财富客户资产：委托资产占比高-2019 年	16
图表 35	美国财富管理市场图谱	17
图表 36	嘉信理财依靠开放平台扩张客户资产	17
图表 37	嘉信理财客户 AUM 居全球财富机构前列-2019 年	17
图表 38	传统金融机构有丰富的网点和分支机构-2019 年	18
图表 39	传统金融机构科技投入规模不断上升	18
图表 40	传统金融机构在客户数量上领先-2019 年	19
图表 41	传统金融机构有足够长的品牌沉淀	19
图表 42	高净值客户资产配置结构上向股票、基金倾斜	19
图表 43	前 10%居民资产增速显著快于后 50%居民	19
图表 44	UBS 针对私人银行客户的服务体系	20
图表 45	传统金融机构在私人银行业务上优势稳固	20
图表 46	传统金融机构财富管理业务机会分析	21
图表 47	金融机构自营 APP 月活数据	22
图表 48	互联网平台月活数据明显高于金融机构	22
图表 49	以蚂蚁集团为例，背后拥有阿里丰富的生态和使用场景	22
图表 50	线上理财客户结构年轻化，未来转化潜力巨大	23
图表 51	互联网财富管理规模持续增长	23
图表 52	金融机构不断加大科技投入-2019 年	23
图表 53	招行 APP 不断嵌入生活场景	23
图表 54	外滩峰会以来监管关于互联网从事金融业务的表态	24
图表 55	富裕客群可投资资产占比不断提升	25
图表 56	高净值客户的需求更多元化	25
图表 57	新富人群结构	25
图表 58	新富人群看重私行服务机构的综合服务能力	25
图表 59	银行受到高净值人群的普遍接受与认可	26
图表 60	大中型银行高净值客户资产占比在 80%以上	26
图表 61	私行客户看重品牌	26
图表 62	高净值客群增值服务需求不断提升	26
图表 63	招行精细化经营的客户分层体系	27
图表 64	招行财私行 AUM 规模同业领先	27
图表 65	招行零售和财富管理客户保持高增长	27
图表 66	招行财富管理相关收入保持高增长	27
图表 67	招行较早将零售摆在战略位置	28
图表 68	平安集团全牌照布局提供可覆盖富裕客户全周期的金融服务	29
图表 69	平安集团四大生态圈满足富裕客户“金融+生活”需求	29

图表 70	平安集团拥有较多的高净值客户数量.....	30
图表 71	平安集团不断推动旗下子公司间的客户迁徙.....	30
图表 72	平安银行私人银行客户数量保持增长.....	30
图表 73	平安银行私行 AUM 增速 53.8%-2020 年	30

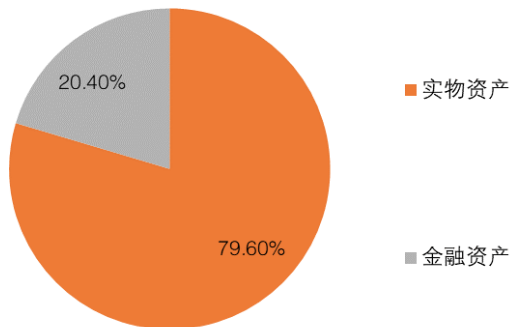
一、政策环境深刻变化，财富管理开启新纪元

近年来，国内政策环境正在发生深刻变化：1) 地产调控持续趋严抑制房价过快上涨；2) 资管新规打破刚兑预期；3) 资本市场改革提速，大力培育机构投资者市场。我们认为这些因素的变化将会对居民财富配置行为带来深远影响，从目前来看，国内居民的财富配置主要集中于房产与以存款、理财、信托为代表的“保本型”产品。展望未来 5-10 年，受政策变化影响，我们预计居民财富配置将更多向金融资产，尤其是以权益类资产为代表的复杂金融资产倾斜，从而给传统金融机构带来新的业务机遇。但与此同时，行业格局在过去几年也在发生快速变化，在移动互联网时代，我们也看到蚂蚁、东财等互联网平台也在快速切入到财富管理市场，在渠道端给传统金融机构带来挑战。

1.1 居民财富配置现状：更多青睐房产与“保本型”产品

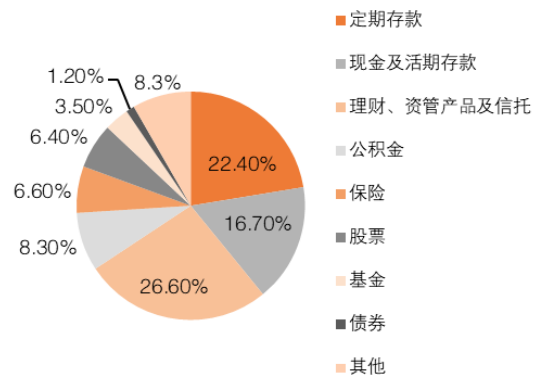
从国内居民的财富配置来看，目前主要集中在房地产和以存款、理解为代表的“保本型”金融资产，权益类产品的占比较低。央行 2019 年《中国城镇居民资产负债情况调查》报告显示：1) 我国城镇居民资产结构仍以房地产为主，城镇居民户均实物资产为 253 万元，占比接近八成，而对应金融资产仅 65 万元；2) 金融资产配置方面，更多集中在存款和理财、信托等“保本型”产品上，存款占比为 39.1%，理财和信托产品占比为 26.6%，股票和基金占比不足 10%。

图表1 国内居民实物资产接近 80%-2019 年



资料来源：《中国城镇居民资产负债情况调查》，平安证券研究所

图表2 存款类产品金融资产中占比超过 60%-2019 年

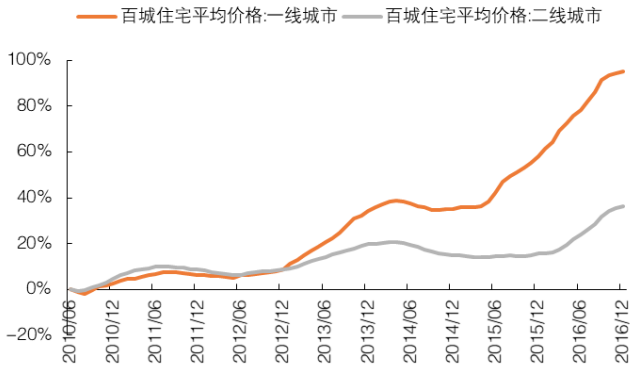


资料来源：《中国城镇居民资产负债情况调查》，平安证券研究所

国内居民买房情节和房价的持续快速上涨导致居民财富配置向房产倾斜

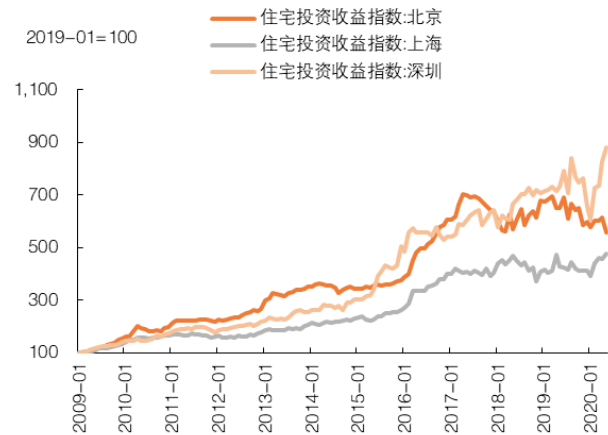
我们认为国内居民资产更多集中在房地产上，首先与国内居民根深蒂固的买房情节有关，根据央行的数据调查统计，国内收入后 20% 的家庭的住房拥有率也达到了 89% (对比美国为 33%)。同时我们看到在过去长达 20 年的时间维度里，国内房价快速上涨，激发了居民对于房产配置的投机性需求。

图表3 房价长期以来保持快速上涨



资料来源: WIND, 平安证券研究所

图表4 房地产投资收益维持在高水平

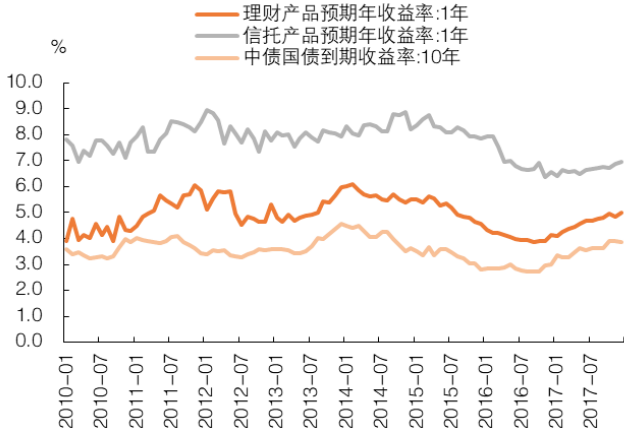


资料来源: WIND, 平安证券研究所

■ 刚兑环境下金融资产集中在存款和理财等“保本”产品

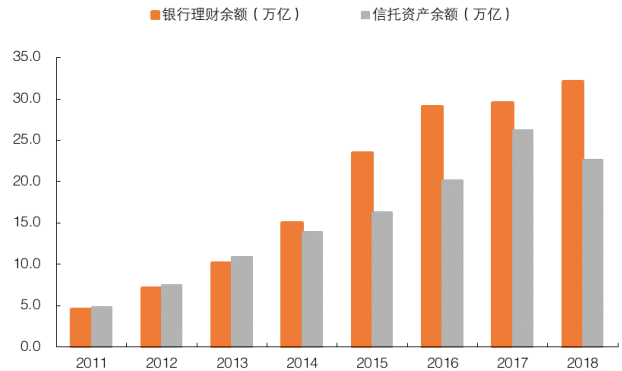
在资管新规出台以前，刚性兑付的存在使得银行理财、信托等“保本”产品在收益率上长期高于无风险利率 2-3 个百分点以上，考虑到国内居民长期以来储蓄习惯所形成的对预期收益率型产品的偏好，此类金融资产的出现很好满足了国内居民的财富配置需求。

图表5 银行理财收益率高于无风险收益率



资料来源: WIND, 平安证券研究所

图表6 资管新规前理财、信托产品规模高速增长

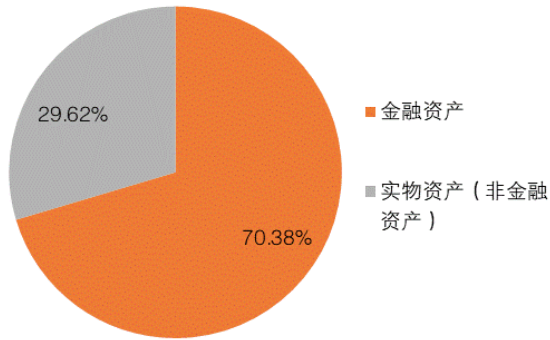


资料来源: WIND, 平安证券研究所

■ 美国居民金融资产中权益类资产占比更高

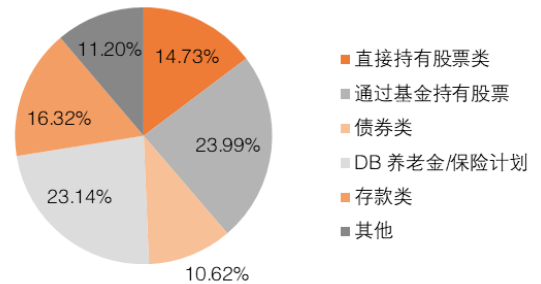
对比美国，房地产在居民资产中占比不到三成，而金融资产中，存款占比仅为 16.3%，直接持有股票占比达到 14.7%，而通过基金、DC 养老金等间接持有的股票占比高达 47%。可见，美国居民的财富配置主要集中在权益类资产。

图表7 美国居民金融资产占比超过70%-2019年



资料来源: Federal Reserve, 平安证券研究所

图表8 金融资产中存款占比仅为16.3%-2019年



资料来源: Federal Reserve, 平安证券研究所

1.2 政策环境的变化将对居民财富配置带来深远影响

■ 地产从严调控抑制炒房需求

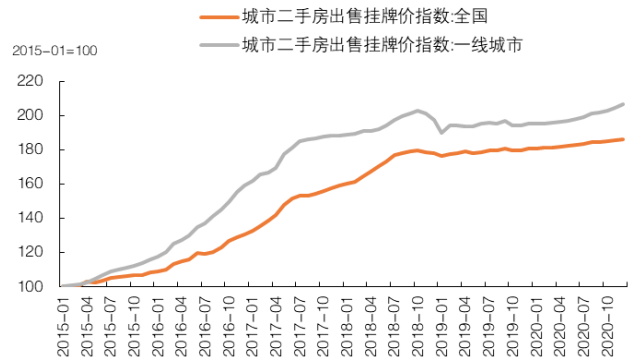
近年来在“房住不炒”政策总基调下，监管对于楼市的调控持续处于高压态势，我们可以看到监管从房企贷款、居民贷款、地区限购等多个维度出台政策以抑制房价的过快上涨。从数据来看，18年以后房价上涨斜率逐步放缓。我们认为随着房价持续快速上行的预期的打破，但边际上会使得部分投机性需求向其他大类资产转移，抬升金融资产的吸引力。

图表9 2018年以来监管关于房地产的表态和重要政策

时间	表态或政策
2018.12	住建部提出“稳地价稳房价稳预期”的中长期目标
2019.07	中共中央政治局会议提出坚持“房住不炒”
2019.07	央行提出“严禁消费贷款违规用于购房”
2019.12	中央经济工作会议表态坚持“房住不炒”
2020.01	银保监会提出防止资金违规流入房地产市场，抑制居民杠杆率过快增长
2020.12	央行联合银保监会出台分类监管，设置房地产贷款余额和个人住房贷款余额的占比上限

资料来源: wind 新闻, 平安证券研究所

图表10 房价增速在政策严控下逐步放缓



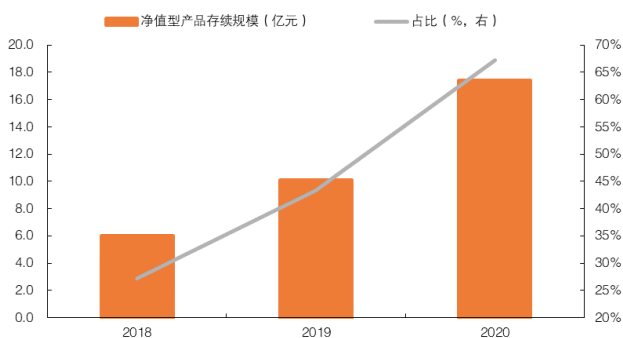
资料来源: Wind, 平安证券研究所

■ 资管新规破除居民对理财等产品的“保本”预期

2018年出台的资管新规对整个资管行业带来深远影响。除了在资管产品的准入门槛、投资标的集中度等方面做了严格限制外，资管新规明确提出打破刚兑，要求银行理财等资管产品实施净值化管理。在银行理财开始净值化转型的过程中，市场逐步地接受银行理财亏损的可能性，保本保收益的预期被打破，同时由于在资产端投向上受到了严格的限制，巨大的转型压力下，理财产品的收益率不断下滑，逐渐回归无风险收益率水平。

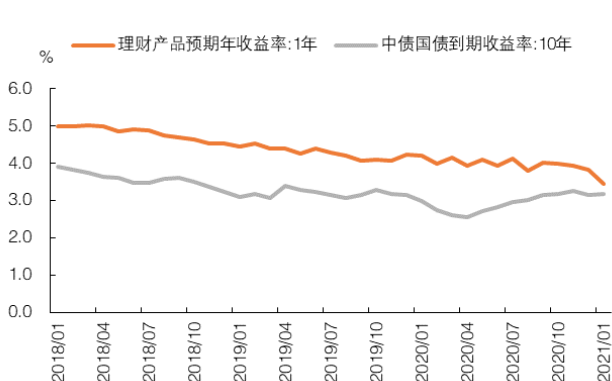
我们认为资管新规对于财富管理业务最大的影响在于重塑了居民资产配置的风险收益理念，有利于居民真正意义上形成财富配置意识。原先在刚兑情形下，居民更多关注产品背后主体机构的兑付能力，金融机构所提供的收益率也远超实际的无风险利率，使得以权益类资产为代表的风险资产配置吸引力大幅降低，随着刚兑预期的打破，这部分金融产品的收益率逐步向无风险收益率回归，使得居民需要重新考虑各类资产的风险收益率，从而使得风险资产具备了一定吸引力。

图表11 银行理财型产品规模占比不断提升



资料来源：银行业协会，平安证券研究所

图表12 理财产品收益率下行，向无风险收益率靠拢

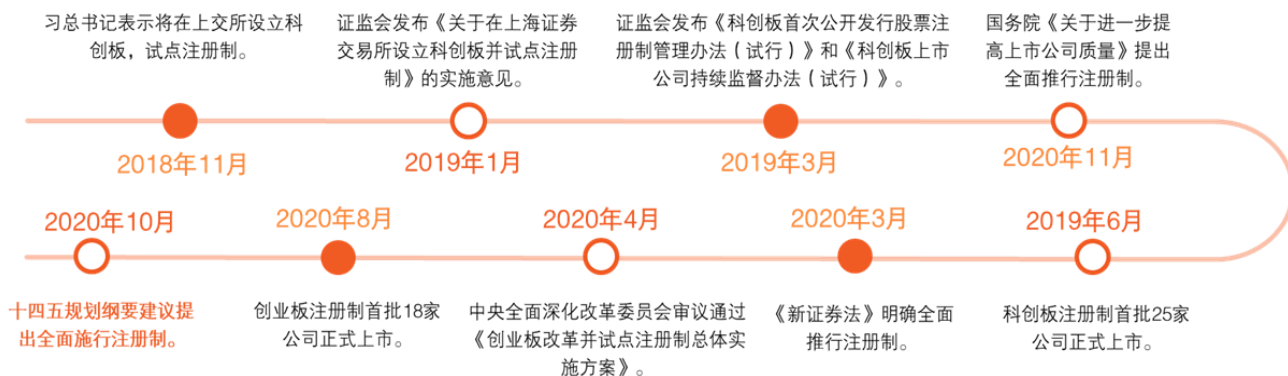


资料来源：Wind，平安证券研究所

■ 资本市场改革深化，引导长期资金入市

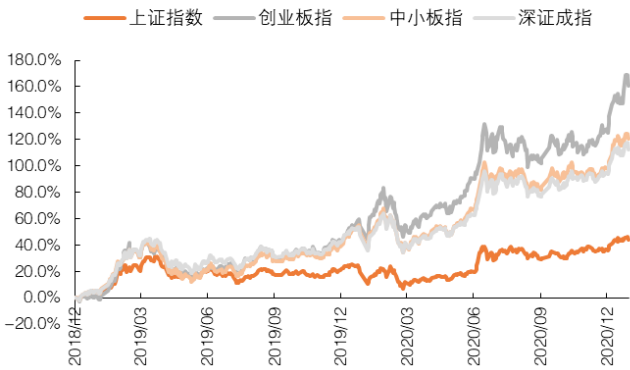
除了地产和资管行业的监管环境变化外，资本市场的改革也在持续深化，其中就包括了引导长期资金入市。近年来，社保、养老金、险资等持股比例限制不断提高，鼓励居民通过基金等方式积极参与资本市场建设。机构投资者占比的提升，有利于股市的平稳健康发展，也为居民打造了一个更好的权益类资产投资氛围。同时，我们也看到过去两年持续的牛市，也进一步催化了居民配置权益资产的热情，新发基金中权益类产品占比迅速提升，2020年股票+混合基金规模占比达到65%（2016年仅为39%）。

图表13 注册制改革持续推进



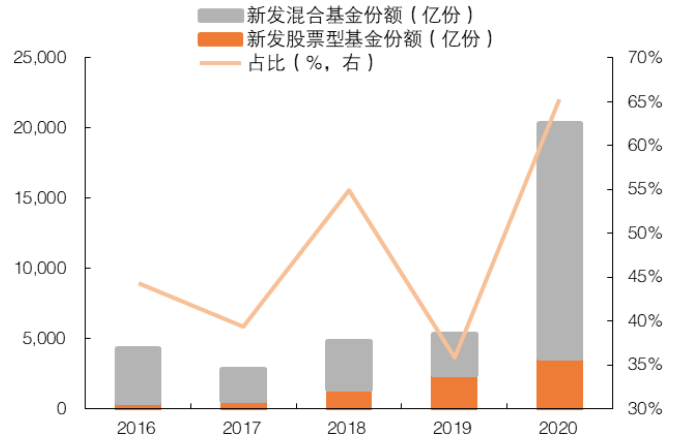
资料来源：wind 新闻整理，平安证券研究所

图表14 两年的牛市进一步催化了居民的配置需求



资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表15 新发基金中权益类产品占比迅速提升



资料来源: Wind, 平安证券研究所

我们认为长期资金的持续入市会是引领居民财富配置结构变化的重要催化剂, 预计未来政策红利也将持续释放, 包括推动个人养老金投资公募基金相关政策的推出、引导境外资金和理财资金投资A股以及进一步提高社保、养老金、保险产品的权益投资比例等等。

图表16 政策引导长期资金入市

时间	事件
2019.9.10	经国务院批准, 国家外汇管理局决定取消合格境外机构投资者(QFII)和人民币合格境外机构投资者(RQFII)投资额度限制。
2019.10.21	证监会主席易会满主持召开社保基金和部分保险机构负责人座谈会。提出希望社保基金、保险机构继续发挥专业优势, 坚持长期投资和价值投资, 进一步提高权益类资产投资比重。
2020.1.4	银保监会发布关于推动银行业和保险业高质量发展的指导意见, 其中指出, 大力发展企业年金、职业年金、各类健康和养老保险业务, 多渠道促进居民储蓄有效转化为资本市场长期资金。
2020.7.17	银保监会发布《关于优化保险公司权益类资产配置监管有关事项的通知》, 执行“差异化监管”原则, 保险公司自主运作空间将加大, 配置权益类资产的弹性和灵活性增强, 最高可占到上半季末总资产的45%(此前为30%)。
2020.10.21	证监会主席易会满建议: 要加强投资端制度建设, 并明确表示推动优化第三支柱养老金等中长期资金入市的政策环境。
2020.12.20	银保监会副主席曹宇在中国财富管理50人论坛举办的“双循环新格局与资本市场新征程峰会”上表示, 支持银行理财子公司提高权益类产品比重, 鼓励将更多符合条件的基金管理人纳入银行理财合作机构名单。
2020.12.22	证监会主席易会满: 推动加强多层次、多支柱养老保险体系与资本市场的衔接。
2020.12.30	人社部发布《关于印发调整年金基金投资范围有关问题政策释义的通知》, 扩大企业年金基金投资范围, 股票型养老金产品投资权益类资产占产品资产净值的比例下限由30%提高至40%, 混合型养老金产品投资权益类资产占产品资产净值的比例上限由30%提高至40%。
2021.1.28	证监会召开2021年系统工作会议, 提出将以更大力度推进投资端改革, 加大权益类基金产品供给与服务创新力度, 推动个人养老金投资公募基金政策尽快落地, 优化中长期资金入市环境。

资料来源: wind 新闻整理, 平安证券研究所

■ 国内财富管理机构将迎来发展机遇

基于这样的政策环境变化, 我们认为未来居民财富配置行为将发生显著的变化: 1) 金融资产配置比例有望进一步提升; 2) 金融资产中以权益产品为代表的复杂金融产品比例也将快速提升。这将使得居民真正意义基于风险和收益考虑财富配置问题, 从而有利于激发对专业财富管理机构的服务需求, 这将给国内财富管理行业带来全方位的发展机遇。

1.3 国内财富管理竞争格局分析: 传统机构坚守阵地, 新型机构降维打击

财富管理市场的发展给参与机构带来机遇的同时，也加剧了市场的竞争，尤其是 2010 年之后随着移动互联网时代的到来，以互联网平台为代表的非金融机构不断入局，对传统金融机构带来了挑战。目前国内财富管理市场的主要参与者包括：商业银行、证券公司、第三方财富管理机构、互联网平台、公募基金、私募基金、信托公司等。

我们按照客户获取金融产品模式的不同可将参与主体分为两类，分别为：1) 渠道型机构，以代销为主要模式，包括传统金融机构中的银行、券商，新型金融机构中的蚂蚁、东财等；2) 产品运作机构，其中传统金融机构以公募、私募、信托、理财子、券商资管等，能够看到在传统机构中，类似银行、券商等综合性机构在渠道和产品两端均有布局，具有一定优势，而近年来互联网平台虽然自身不具备产品运作能力，但基于其自身积累的巨大流量，在渠道端对传统机构带来明显冲击。

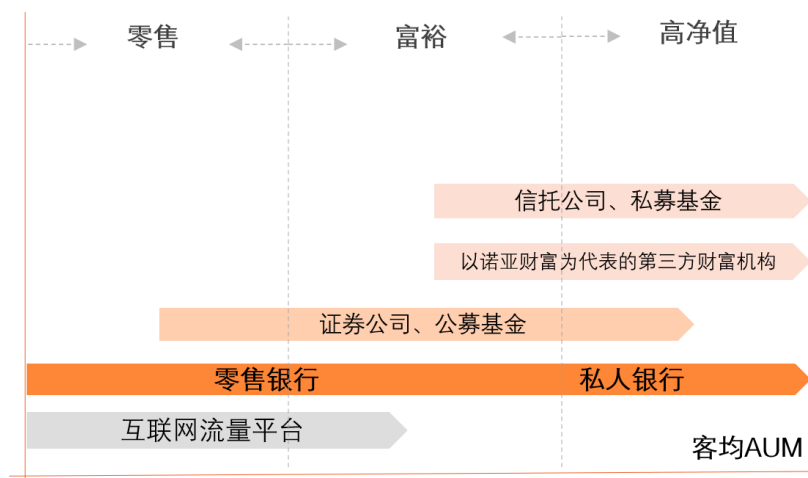
图表17 财富管理市场图谱



资料来源：公司公告，平安证券研究所

我们看到在客户结构上，财富管理机构的重点客群存在差异，银行、券商在大众、富裕客户均有所布局，互联网平台更多依靠低价+开放平台主攻长尾客户和大众客户，以诺亚财富为代表的第三方财富机构以及私募基金、信托公司更聚焦私人银行客户领域。

图表18 各类财富管理机构对于客户覆盖程度不同

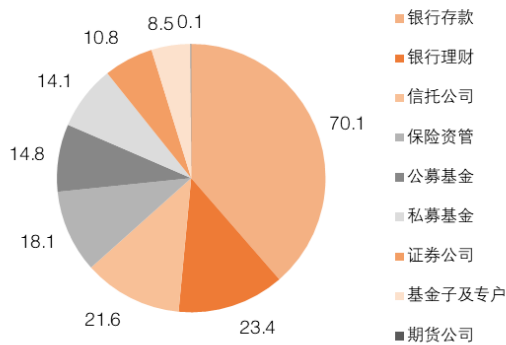


资料来源：平安证券研究所

市场份额来看，银行在产品端、渠道端均保持领先。从财富管理产品端来看，银行依然是财富管理市场最主要参与主体，截至 2019 年末，银行存款、理财规模为 70.1、23.4 万亿，两者的加总占比超过 50%。

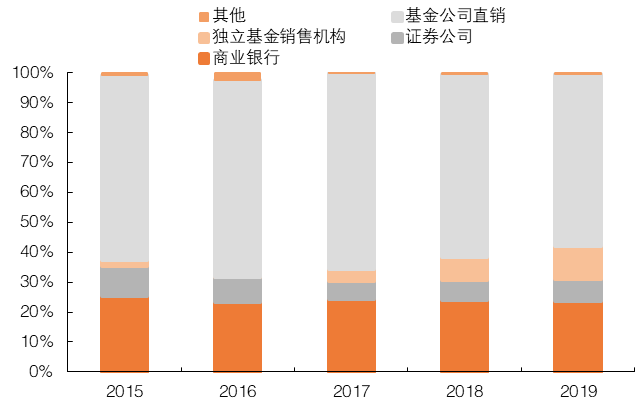
在渠道端，我们以基金销售渠道为例，如扣除基金公司直销部分，银行仍然保持领先。但我们看到传统金融机构近几年不断受到互联网平台为代表的独立基金销售机构的挑战，其市场份额快速提升，目前占比已经超越了券商。综合产品端和渠道端的情况来看，我们认为银行为代表的传统金融机构在财富管理市场仍占据主导地位。

图表19 国内各类资管产品规模(万亿)-2019年



资料来源: Wind, 平安证券研究所

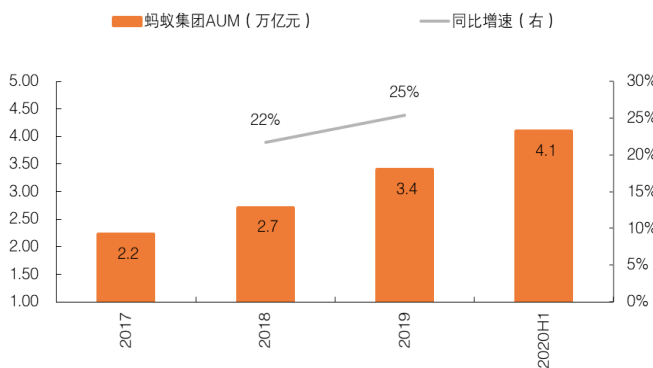
图表20 独立基金销售机构在渠道端份额快速提升



资料来源: 基金业协会, 平安证券研究所

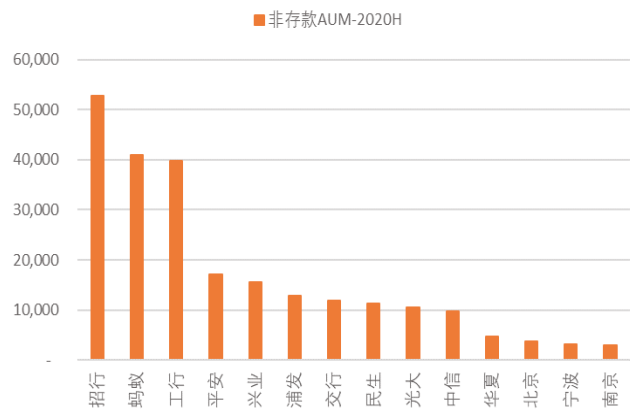
互联网机构入局,在渠道端给传统金融机构带来挑战。虽然银行在财富管理市场中仍占据主导地位,但过去几年我们也看到了以蚂蚁集团为代表的大型互联网平台型公司采取了互联网、智能投顾等差异化发展模式进入到财富管理市场,依靠流量优势在渠道端份额提升显著。截至 2020 年上半年,其 AUM 已达到 4.1 万亿,如以非存款类口径比较,这一规模已经超过了国内绝大部分的传统金融机构。借助流量优势,互联网平台渠道份额在过去纪念中快速提升,以公募基金销售占比来看,第三方基金销售的市占率在过去 3 年中增长超过 10 个百分点。

图表21 蚂蚁集团 AUM 快速增长



资料来源: 公司公告, 平安证券研究所

图表22 蚂蚁非存款类资产规模仅次于招行(亿元)



资料来源: 公司公告, 平安证券研究所

二、海外经验借鉴：传统机构享行业发展红利

从上世纪 80 年代开始，美国财富管理市场在金融自由化的浪潮中迎来了历史性发展机遇，期间以公募基金为代表的居民间接权益投资比重在 1980 至 2000 年中提升超 20 个百分点，催化了居民财富管理热情。在此过程中，美国传统金融机构充分享受行业发展红利，在长达 20 年的时间维度里收获了非存款类 AUM 的快速增长，并推动了财富管理收入占比和盈利能力的提升。

在竞争格局方面，对于大众财富客群，我们观察到统金融机构在渠道方面也同时受到了线上折扣经纪商等新型机构的挑战，但由于当时互联网行业尚属发展初期，传统金融机构受到冲击有限。而在富裕客群方面，传统金融机构通过品牌和综合服务能力守住了优势。

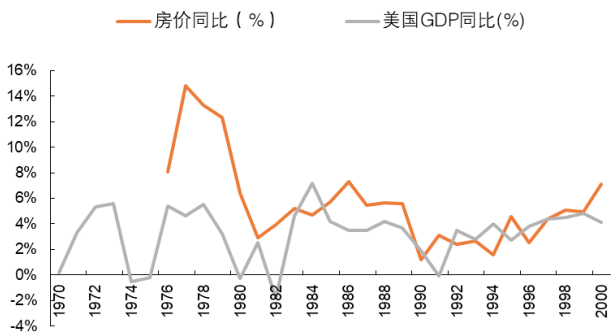
2.1 80 年代美国居民资产配置发生边际变化

我们观察到上世纪 80 年代，美国财富管理市场在与国内目前相似的政策、环境变化下，居民资产配置行为发生了向复杂金融资产偏移的边际变化，政策、环境的变化主要包括：

■ 70 年代末开始房价增速放缓

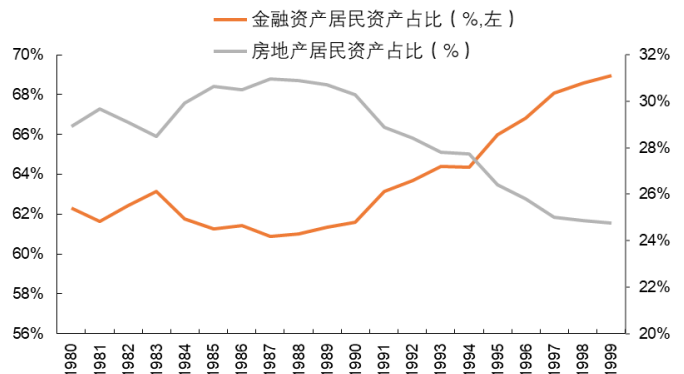
70 年代末美国房价增速随着宏观经济的放缓而开始下滑，房价的低增长预期，使得居民资产逐步由房地产资产加速向金融资产迁移，房产类资产在居民资产的占比在 90 年代末较 70 年代末占比下降了近 10 个百分点，而居民金融资产的扩容，直接带动了该阶段美国财富管理行业需求的提升。

图表 23 70 年代末开始美国房价增速放缓



资料来源：Federal Reserve, CEIC, 平安证券研究所

图表 24 居民资产中房产的占比逐渐下滑

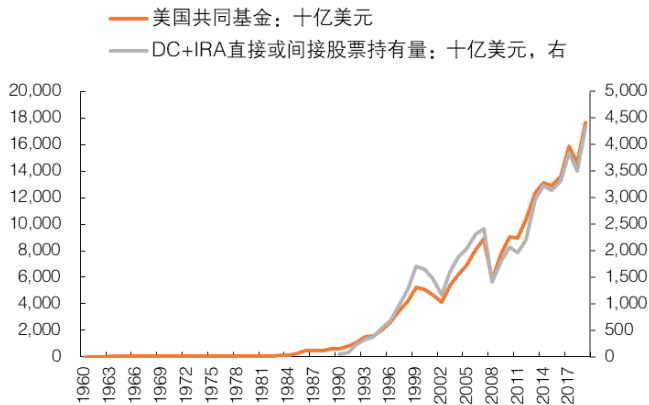


资料来源：Federal Reserve, 平安证券研究所

■ 401K 计划推出，鼓励居民通过 DC 账户购买共同基金参与股市

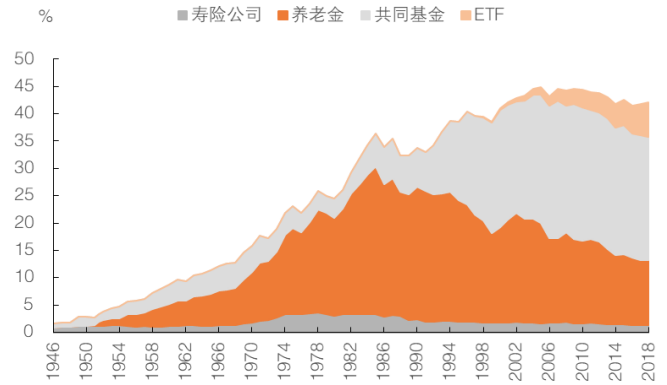
1978 年《美国国内税收法案》中的 401K 条款规定贡献确定型养老金享受税收递延或优惠，养老金规模迅速扩张，同年美国劳工部准许养老金计划投资于新兴企业和风险投资公司，以 DC 计划和 IRAs 为主的养老金逐渐成为美国长期共同基金的重要资金供给方，在鼓励中长期资金入市的监管环境下开始加大对股票型共同基金的配置比例。资本市场的健康发展需要长期稳定的资金，养老金的入市带动机构投资者占比大幅提升，间接带动了美国股市的长牛。

图表25 养老金大规模入市，共同基金规模大幅增长



资料来源：ICI, BEA, CEIC, 平安证券研究所

图表26 机构投资者占比 80年代开始迅速提升

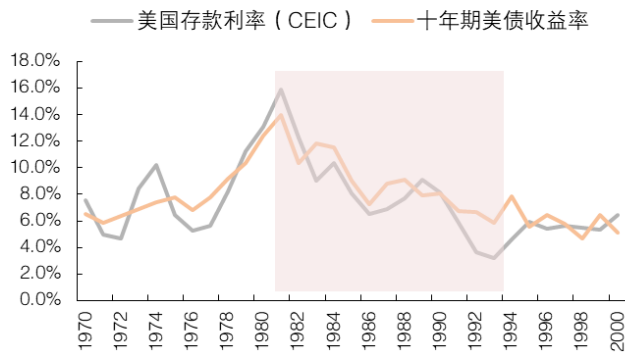


资料来源：Federal Reserve, 平安证券研究所

■ 经济走出滞胀、低利率环境下股市繁荣

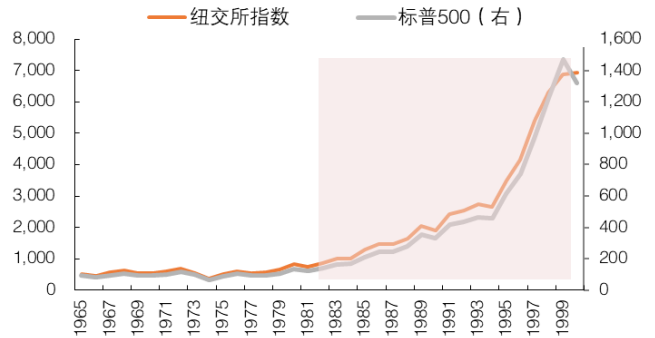
进入 80 年代，美国经济逐步走出滞胀，政府在产业政策方面积极推进科技发展，并从融资端支持新兴产业的扩张，鼓励股权融资，货币政策环境宽松，该阶段宏观经济增速稳定，伴随着通信、电子、医药等新产业的崛起，企业盈利全面改善，经济走势向好与政策呵护下美国股市迎来长达 20 年的长牛，股票市场的持续繁荣间接催化了居民对于以权益类资产为代表的复杂金融产品偏好显著提升。同期低通胀环境下长期存款利率逐步回归实际利率，低利率环境下货基、债基增速明显放缓，进一步加速了居民金融资产由存款类向其他金融资产的迁移。

图表27 80年代后利率大幅下行



资料来源：Wind, CEIC, 平安证券研究所

图表28 美国股市迎来 20 年长牛



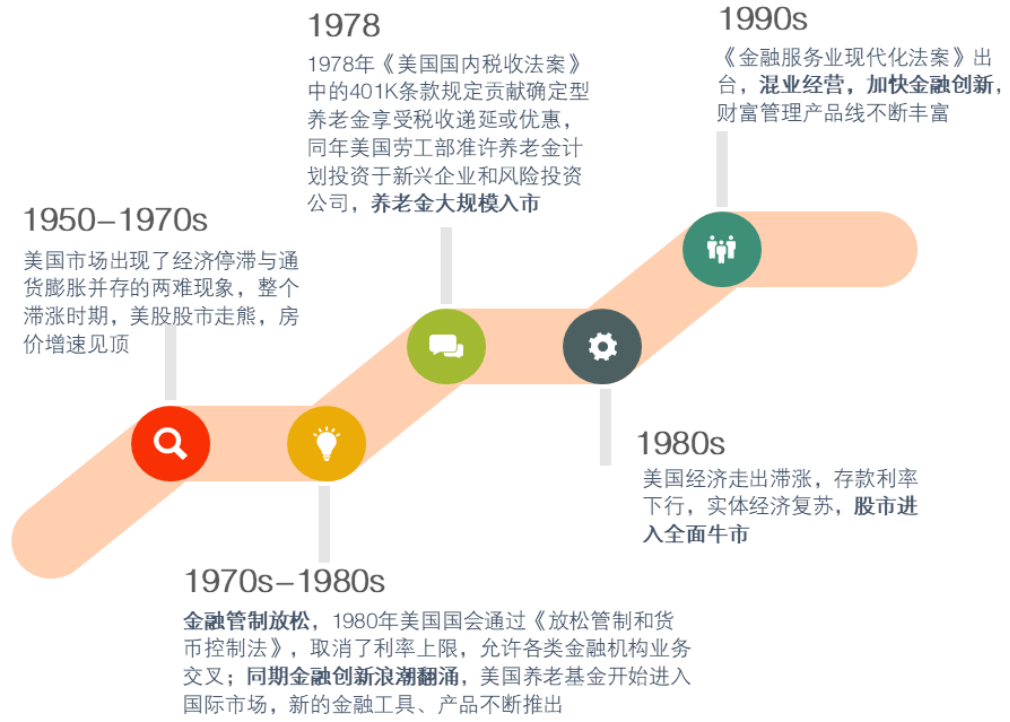
资料来源：Wind, 平安证券研究所

■ 管制放松，鼓励金融创新

进入 70 年代后期，政府逐步放松金融管制，1980 年美国国会通过《放松管制和货币控制法》，取消利率上限，允许各类金融机构业务交叉；同期金融创新浪潮翻涌，新的金融工具、产品不断推出，衍生品交易规模迅速扩大，结构化产品持续发展。同时到 1999 年，《金融服务业现代化法案》颁布，美国全面进入混业经营时代，商业银行开始将财富管理与证券、信托、基金等业务结合起来，另类

投资兴起并逐渐成为高端客户财富管理的主流产品，银行为财富管理客户提供的产品线愈发丰富，间接促进了财富管理市场的发展。

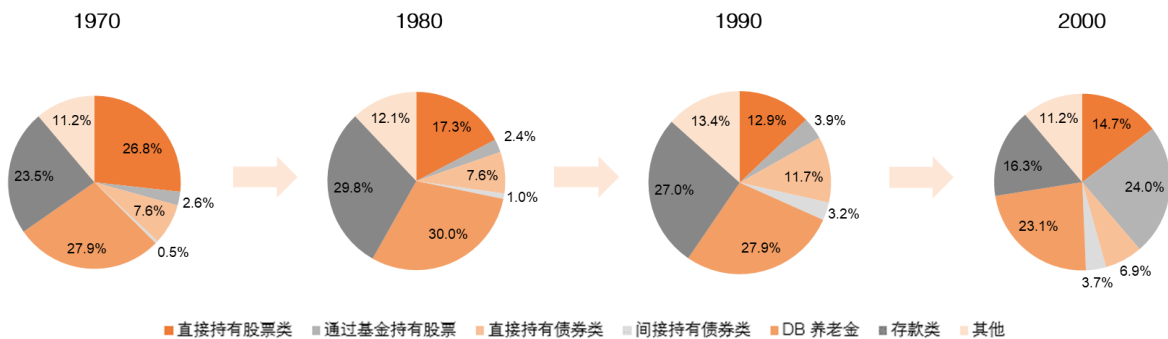
图表29 80年代开始的财富管理与权益市场大发展的时代背景梳理



资料来源：wind 新闻整理，平安证券研究所

相似的政策变化，在长达 20 年的维度中权益类金融产品规模迅速扩张。通过对美国居民账户的金融资产结构进行细拆，我们观察到，在与国内目前相似的时代背景下，在上世纪 80 年到 21 世纪初这样一个比较长的时间维度里，美国财富管理市场迎来快速扩张，居民金融资产中非存款类占比提升近 15 个百分点，规模提升超过 25 万亿，而其中通过共同基金、DC 养老金、寿险产品等间接持有股票在整个居民金融资产账户占比大幅提升至 20.5%（1980 年仅为 1.7%），规模提升接近 7 万亿美元。

图表30 居民金融资产中存款占比下降，通过基金持有股票的占比快速提升



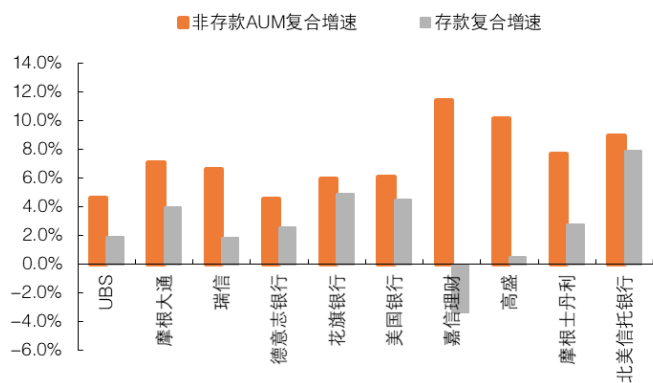
资料来源：Federal Reserve，平安证券研究所

注：间接持有主要通过共同基金、DC 养老金、寿险产品持有该类型资产，存款类包括现金、银行存款、货币基金

2.2 传统机构享行业红利，收获高附加值 AUM 和盈利能力的提升

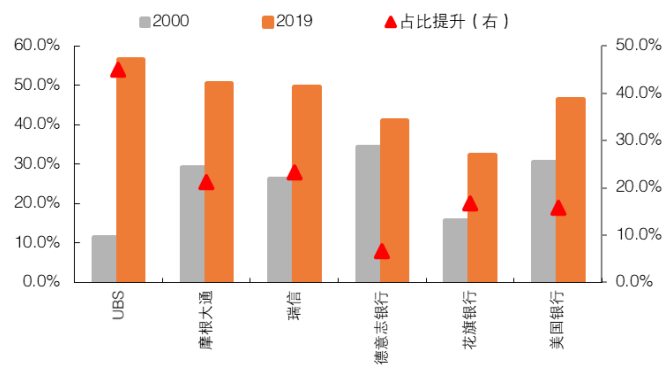
居民资产配置结构的变化，使得传统金融机构收获了高附加值的客户 AUM，中收快速增长。与以存款业务为代表的传统业务相比，以权益产品为代表的复杂财富管理产品费率更高，其快速发展为参与机构带来非存款类 AUM 的高增长的同时，也为其带来中收收入的快速增长。我们对主要北美排名领先的财富管理机构 AUM 进行分析，可以观察到在 2000-2019 年非存款 AUM 增长稳定，且快于存款的增长速度，同时带来了以咨询服务费、资产管理费为主的海量中收收入，可以看到财富管理机构的财富管理收入在过去 20 年里占比不断提升，成为驱动营收增长的最主要因素。以 UBS 和美国四大行为例，过去 20 年财富管理相关业务收入占比提升超过 15 个百分点

图表 31 主要财富管理机构非存款类 AUM 实现高增长



资料来源：公司公告，平安证券研究所

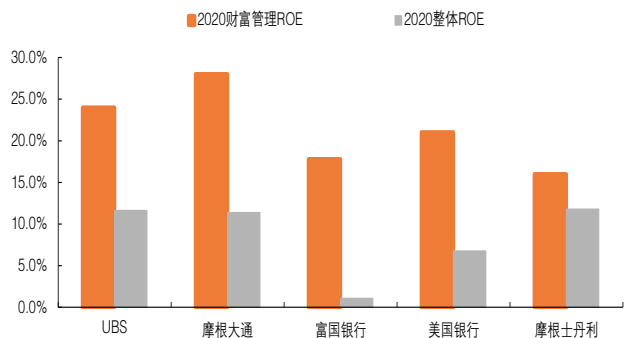
图表 32 主要财富管理机构相关中收占比不同程度提升



资料来源：公司公告，平安证券研究所

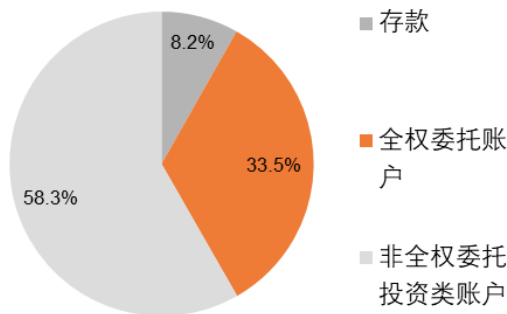
居民金融资产逐步由存款类基础产品向以权益产品为代表的复杂财富管理产品转化，因此对财富管理机构的需求由购买产品开始向以提供咨询建议、全权委托为代表的高阶服务转化，使得财富管理业务由以代销为主的卖方服务模式向以受托管理为代表的高阶服务模式转变，对财富管理机构提出了更高的专业要求，也带来了更高的利润率。我们从几家传统金融机构的分部 ROE 可以看出，财富管理板块 ROE 均显著高于公司整体的 ROE 水平，因此在居民财富管理快速发展的阶段，财富管理业务是传统金融机构改善利润率的首选业务。以 UBS 为例，由于目前 1%-3% 管理费率的的全权委托类 AUM 占比超过 40%，轻资产模式下使得公司财富管理板块 ROE 水平显著高于公司整体 (20.5%vs7.9%，2019)。

图表 33 传统金融机构财富管理板块 ROE 显著高于整体



资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表 34 UBS 财富客户资产：委托资产占比高-2019 年



资料来源：公司公告，平安证券研究所

2.3 行业格局：传统机构凭借“渠道和高端客户服务”优势保持竞争力

财富管理的快速发展，市场竞争加剧。财富管理的快速发展，给参与者带来机遇，但也加剧了市场竞争，这一阶段我们看到在美国财富管理竞争格局方面，传统金融机构在渠道方面也同时受到了线上折扣经纪商等新型机构加入的挑战，尤其在渠道端行业竞争激烈。

目前主要市场参与者包括：1) 在大众、富裕客群均有布局的银行机构；2) 专注于超高净值客户的投资银行、信托机构以及家族办公室；3) 聚焦资产端、承接机构资金的基金公司、资管机构；4) 专注服务长尾客群、大众客群的智能投顾以及线上经纪商；5) 独立于理财机构的独立理财顾问。

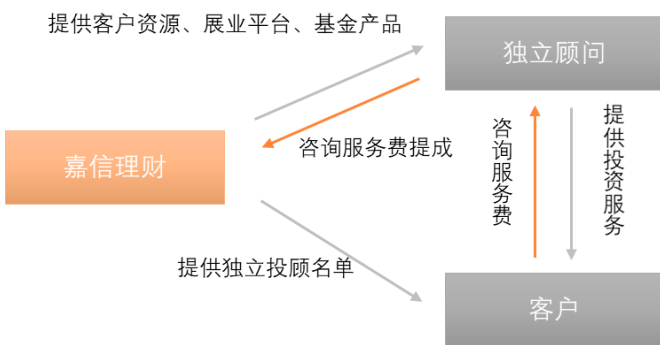
图表35 美国财富管理市场图谱



资料来源：亿欧智库，平安证券研究所

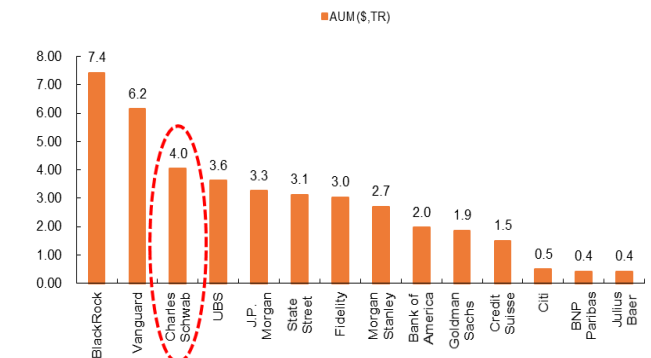
与国内当前竞争环境相仿，线上平台从渠道端带来激烈竞争。在美国财富管理快速发展的过程中，我们看到以线上折扣经纪商为主的新型机构通过差异化的客群聚焦或业务模式切入竞争市场，在渠道端抢占了一部分市场份额，以嘉信理财为例，从一家小型折扣经纪商起身，瞄准零售大众客群，通过低价以及开放平台的差异化策略，吸引了大批大众客户，逐步发展为领先的财富管理平台，目前客户 AUM 居于全球财富管理机构前列。

图表36 嘉信理财依靠开放平台扩张客户资产



资料来源：公司公告，公司官网，平安证券研究所

图表37 嘉信理财客户 AUM居全球财富机构前列-2019年



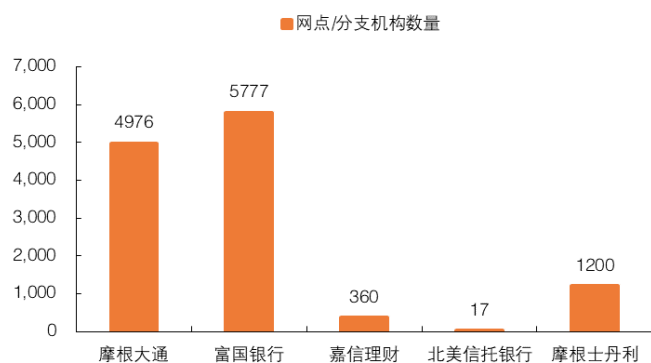
资料来源：公司公告，平安证券研究所

传统机构在财富管理快发展中保持优势。虽然新型机构依靠差异化打法加剧了市场竞争，但从前文客户高附加 AUM 以及中收贡献度提升来看，传统金融机构并没有掉队，尤其在富裕客户服务上保持了竞争优势，在财富管理的时代依然实现了非存款 AUM 和中收收入的快速增长。我们认为主要归因于两方面因素：**1) 在线上仍未出现大变革的时代背景下，拥有丰富的线下网点和投顾服务人员，能够应对复杂金融产品的售后服务；2) 富裕客户占比逐渐提升，传统金融机构在私人银行领域有品牌和综合服务优势。**

■ 传统金融机构线下优势显著，线上有足够的资金实力布局

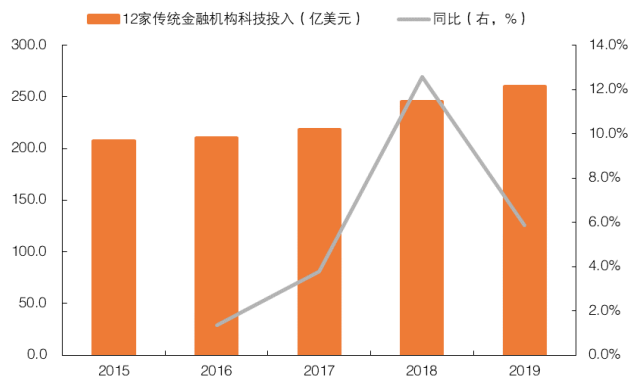
对于财富管理业务而言，尤其是针对零售客户群，在复杂金融产品占比提升的背景下，居民对财富管理机构售后服务提出更高的要求，由于美国 80 年代末到现在，与国内不同，金融科技领域发展仍然较慢，因此财富客户对线下网点的服务仍有较大的需求，传统金融机构与新型机构相比，拥有丰富的网点、分支机构以及众多的专业投顾。而在线上渠道和应对智能投顾技术在长尾客群服务上的挑战方面，传统金融机构资金实力雄厚，不断加大科技投入，积极地弥补劣势。以摩根大通为例，过去几年积极打造 You Invest 平台，通过极低的手续费以及以 ETF 为标的的智能投顾产品，吸引了大批的线上长尾客群。

图表 38 传统金融机构有丰富的网点和分支机构-2019 年



资料来源：公司公告，公司官网，平安证券研究所

图表 39 传统金融机构科技投入规模不断上升



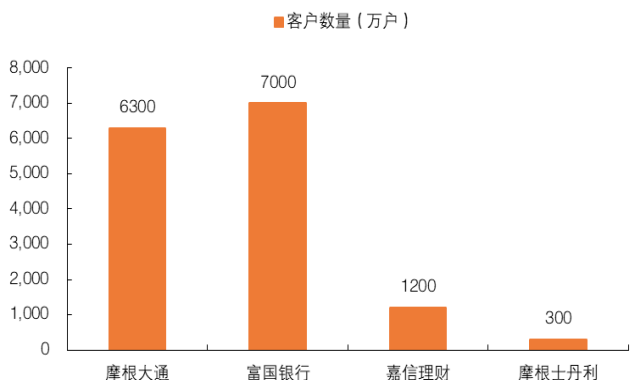
资料来源：公司公告，平安证券研究所

注：12家传统金融机构包括摩根大通、花旗、瑞银集团、摩根士丹利、道富银行、高盛等

■ 多年传统业务深耕带来夯实的客户基础，打造财富管理的品牌力

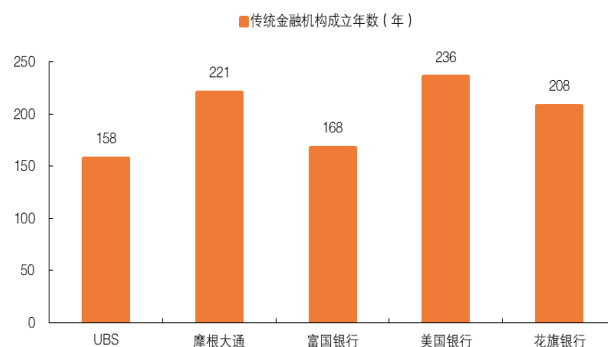
美国混业经营体制下，传统金融机构通过零售银行、社区银行业务获取了强大的客户基础，通过存贷业务与客户建立了长期的信任关系后，深入了解客户的财务追求目标，为其深入挖掘客户理财需求奠定了基础。以摩根大通银行为例，累计服务超过 6300 户美国家庭，拓展覆盖了超过 95% 的美国人口，为财富管理提供了优异的客户基础，夯实的客户基础能够打造信赖度和品牌优势；同时大量的零售客户资源，也为培育潜力客户升级为私行客户提供了条件。

图表40 传统金融机构在客户数量上领先-2019年



资料来源：公司公告，公司官网，平安证券研究所

图表41 传统金融机构有足够长的品牌沉淀

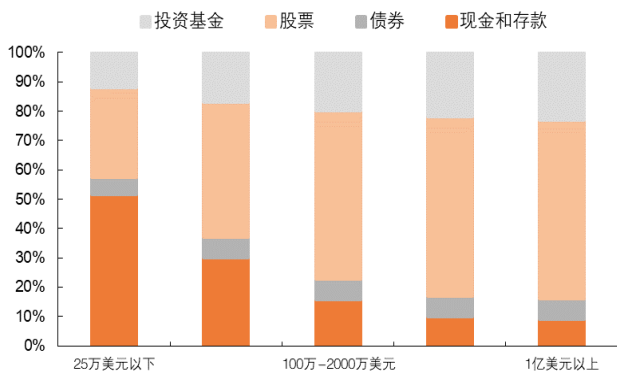


资料来源：公司官网，平安证券研究所

■ 富裕客户扮演主力客群，传统机构有品牌和综合服务优势

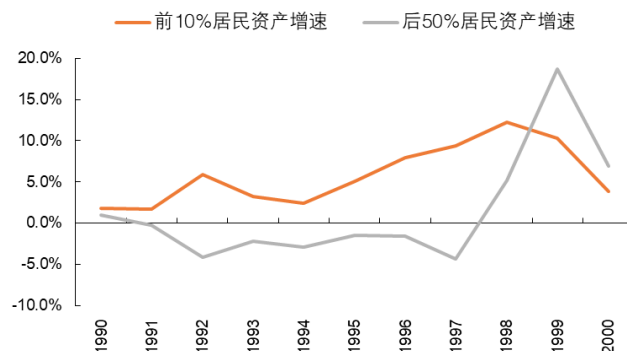
富裕客群投资资产规模增速快于整体，逐步成为财富管理的主力客群。我们同时观察到该阶段富裕客户受益于在资产配置上股票、另类投资占比高，在财富积累速度上显著快于大众客户，逐步成为美国财富管理行业的主要客群。根据 Inequality 数据统计，1990-2000 的 10 年中，前 10% 居民资产 CAGR 为 5.8%，同期后 50% 居民增速仅为 1.3%，富人阶层可投资资产的快速增长，激发了财富管理的需求，带动了该阶段美国私人银行业务的高速发展。

图表42 高净值客户资产配置结构上向股票、基金倾斜



资料来源：BCG《2019年全球财富报告》，平安证券研究所

图表43 前 10% 居民资产增速显著快于后 50% 居民



资料来源：Inequality 官网，平安证券研究所

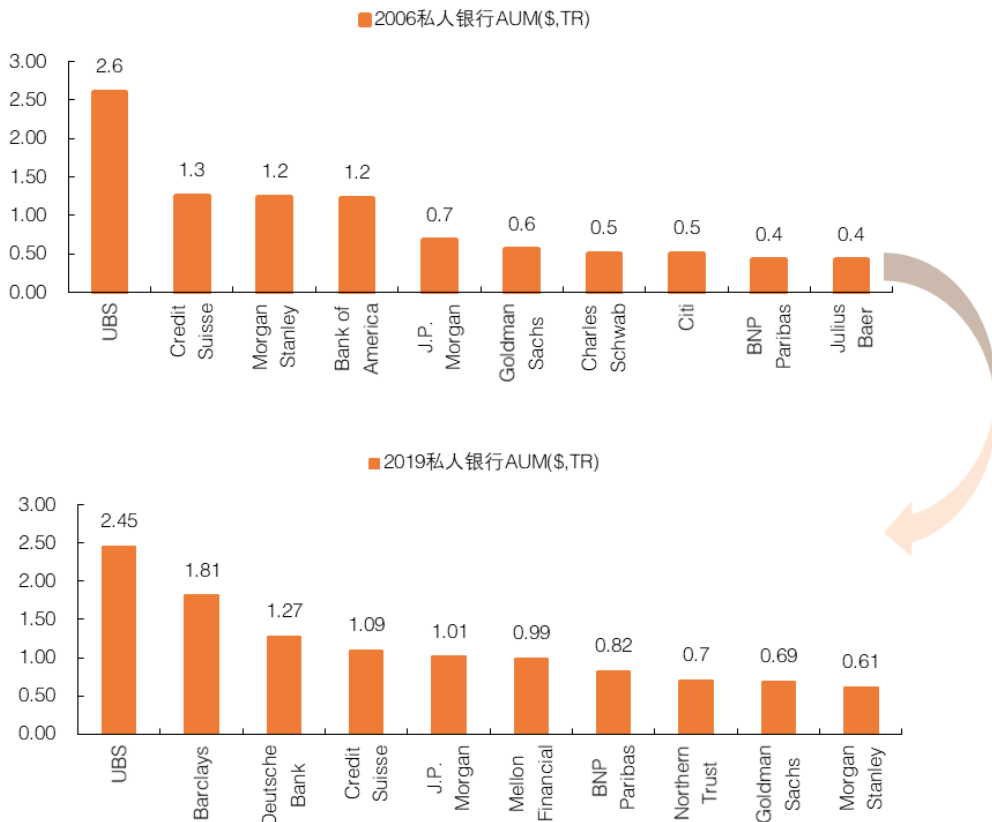
富裕客户看重品牌，多元的业务需求与银行综合化服务相匹配。富裕客户与大众客户相比，业务需求更多元，且与费率相比更看重品牌优势，美国混业经营的体制下传统金融机构能够统筹公司资源，具有提供综合化服务的优势，且以 UBS 为例，拥有超过百年服务私人银行客户的历史，品牌优势显著，同时公司将财富管理摆在了首位，统筹公司资源，能够为富裕客户提供多元化、定制化的服务。因此我们看到尤其在私人银行领域，传统金融机构优势稳固。

图表44 UBS 针对私人银行客户的服务体系



资料来源：公司官网，公司公告，平安证券研究所

图表45 传统金融机构在私人银行业务上优势稳固



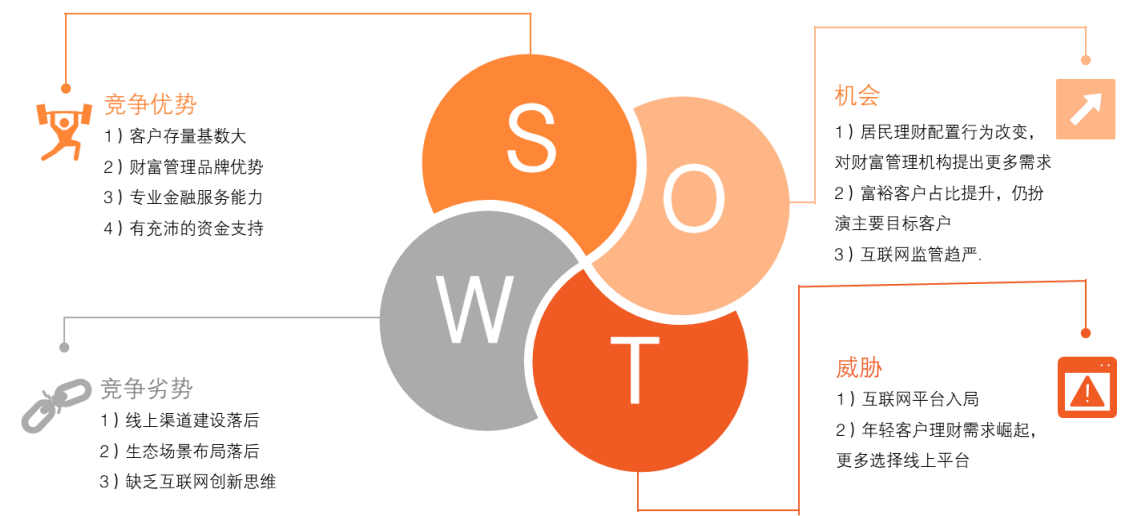
资料来源：ADVRatings，平安证券研究所

三、 财富管理将是长期优质赛道，看好头部机构保持领先

我们预计未来 5-10 年国内居民权益类资产配置需求将步入上升期，从而给整个财富管理行业带来新的发展机遇，参考海外经验，对于传统金融机构而言，财富管理将是长期优质赛道，将会成为传统金融机构提升盈利能力的重要支点。

就行业格局而言，我们认为相较美国，在大众客群市场，国内的传统金融机构将会受到互联网平台更强有力的挑战，考虑到大众客群更看重金融服务的可获得性和便利性，未来流量的获取和线上渠道的建设仍将是竞争的关键。相比之下，在高端财富市场，由于客户需求的多元和非标准化，我们认为以大中型银行为代表的传统金融机构在渠道和产品力上的优势依然存在，未来的竞争更多会体现在机构之间。我们更看好在渠道端具有品牌力优势，在产品端综合服务能力更强的头部机构在竞争中脱颖而出。

图表46 传统金融机构财富管理业务机会分析



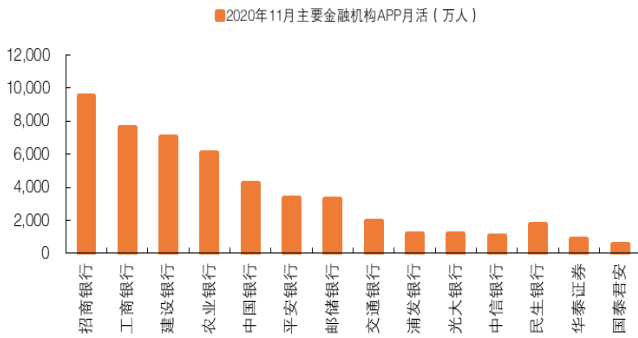
资料来源：平安证券研究所

3.1 大众财富客群：传统金融机构直面互联网平台挑战

我们认为对于大众财富客群而言，相比于专业的资产管理能力和综合化的服务能力，金融服务的可获得性和便利性显得更为重要，渠道能力是竞争的关键。互联网平台在线上渠道优势显著，拥有丰富的生活场景和客户流量，同时近几年逐渐在资管端向上游渗透，在产品创设上积极布局智能投顾，并与领先的第三方资管机构开展全面的合作，弥补短板。因此我们看到以蚂蚁集团为代表的互联网平台在大众客群的非存款类 AUM 获取上给传统金融机构带来较大的冲击。

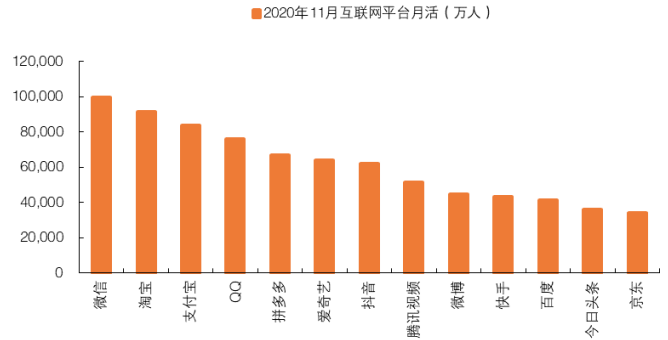
互联网在线上渠道建设上领先传统机构，拥有流量优势。相较于传统金融机构，互联网平台在资产管理和综合服务能力上并不具备竞争力，但线上渠道建设领先于传统金融机构，拥有丰富的使用场景，流量优势显著。近几年互联网平台依靠开放式的平台和类似于余额宝等创新性产品，不断提升对大众客群服务的可触达性和便利性，挖掘传统金融服务未覆盖到的长尾客群理财需求，成功地将其客户流量优势转化为资产，给传统金融机构带来挑战。

图表47 金融机构自营 APP 月活数据



资料来源: 易观智库, 平安证券研究所

图表48 互联网平台月活数据明显高于金融机构



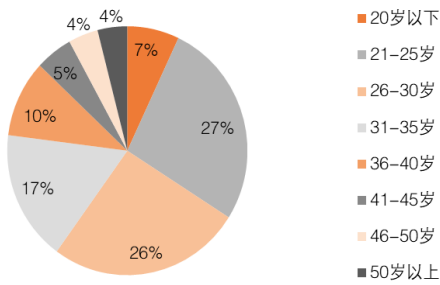
资料来源: 易观智库, 平安证券研究所

图表49 以蚂蚁集团为例, 背后拥有阿里丰富的生态和使用场景



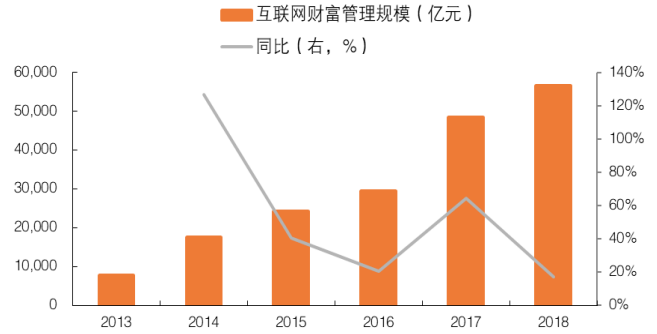
资料来源: 阿里巴巴年报, 平安证券研究所

图表50 线上理财客户结构年轻化，未来转化潜力巨大



资料来源：蚂蚁集团研究院，平安证券研究所

图表51 互联网财富管理规模持续增长

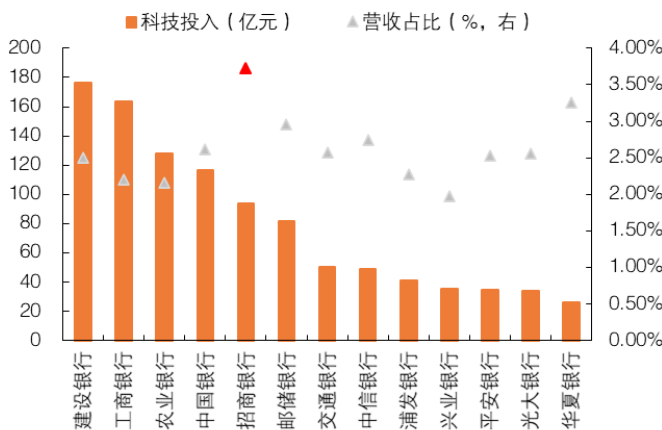


资料来源：艾瑞咨询，平安证券研究所

互联网平台通过合作和基金投顾，积极向资产端渗透。虽然以蚂蚁集团为代表的新型机构在产品创设方面较传统金融机构有较大的差距，但我们也看到近几年互联网平台更多承担渠道角色，通过与领先的第三方资管机构合作，在产品端引入领先的资管产品，同时积极针对自己聚焦的长尾客群，不断开发标准化、低门槛的产品，如智能投顾。以蚂蚁集团为例，公司联手 Vanguard，推出帮你投平台，向消费者提供全权委托的智能理财服务，该产品能够根据投资者的投资目标、投资周期、风险偏好提供定制化服务，投资门槛为 800 元，利用人工智能驱动算法从超过 6000 只公募基金产品中推荐合适的投资组合，以买方投顾的模式按照 AUM*0.5%的年化费率收取管理咨询费，根据招股书披露，“帮你投”推出后的 100 天内已吸引了约 20 万名新客户，合计投资额达 22 亿元。

传统金融机构近几年致力于线上渠道建设，流量差距缩小。传统金融机构在线上渠道建设虽然相对落后于互联网平台，但我们看到以工行、招行、华泰等头部金融机构加大科技投入、致力于线上渠道建设，构建开放式平台，并不断丰富使用场景，在线上 APP 里搭建生活生态，因此我们看到传统金融机构与互联网平台的流量差距在不断缩小。

图表52 金融机构不断加大科技投入-2019年



资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表53 招行 APP 不断嵌入生活场景



资料来源：招商银行 APP，平安证券研究所

互联网监管环境的趋严，将为传统金融机构带来更公平的竞争环境。站在传统金融机构的角度，我们观察到 2020 年 10 月外滩峰会以来，针对互联网平台从事金融业务的监管全面趋严，我们认为随着互联网金融进入“严监管时代”，互联网平台过去的野蛮生长将不复存在，利于传统金融机构获得更公平的竞争环境，对其流量获取带来一定的帮助，传统金融机构应抓住机会积极布局线上渠道建设，进一步缩小与互联网平台的差距。

图表 54 外滩峰会以来监管关于互联网从事金融业务的表态

时间	外滩金融峰会以来监管出台的政策及表态
2020.10.24	财政部副部长邹加怡表示要防止金融科技诱导过度金融消费，防止金融科技成为规避监管、非法套利的手段，防止金融科技助长“赢者通吃”的垄断。
2020.10.24	政协经济委主任尚福林表示“需要加快金融监管科技步伐，完善监管框架”。
2020.10.31	刘鹤主持召开金融委专题会议，表示“当前金融科技与金融创新快速发展，必须处理好金融发展、金融稳定和金融安全的关系。”
2020.11.01	《金控办法》明确，金融控股公司、所控股金融机构以及集团整体的资本应当与资产规模和风险水平相适应，资本充足水平应当以并表管理为基础计算。
2020.11.02	银保监会消保局局长郭武平媒体撰文“新兴金融科技公司和持牌金融机构一样，其客户都属于金融消费者。”
2020.11.03	四部门联合约谈蚂蚁集团有关人员，蚂蚁集团暂缓上市。
2020.11.06	银保监会首席律师刘福寿国务院政策例行吹风会上表态“按照金融科技的金融属性，把所有的金融活动纳入到统一的监管范围。银保监会将完善风险全覆盖的监管框架。”
2020.12.04	《网络小额贷款业务管理暂行办法（征求意见稿）》出台。
2021.01.15	银保监会、央行发布了《关于规范商业银行通过互联网开展个人存款业务有关事项的通知》，规定了商业银行不得通过非自营网络平台开展定期存款和定活两便存款业务，而通过非自营网络平台已经办理的存款业务，到期后自然结清。

资料来源：wind 新闻整理，平安证券研究所

展望未来，各类财富管理市场参与主体对于大众客群的争夺会更为激烈，对于传统金融机构而言，我们认为不仅仅需要关注内部获客渠道的经营，如何通过更为开放的模式，将更多公域流量进行对内转化或将成为突破的关键。

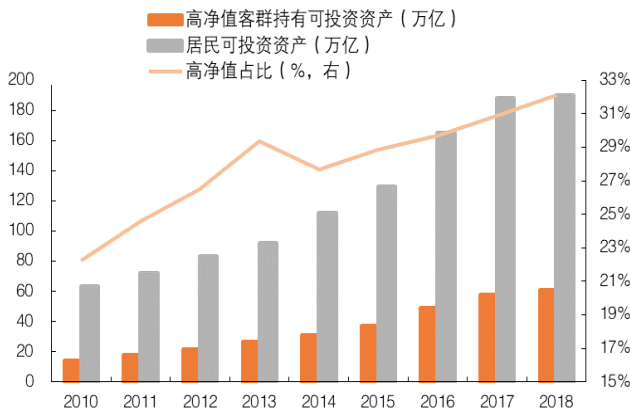
3.2 高净值客群：传统机构竞争优势有望得以保持

我们认为富裕客群未来仍是财富管理的核心，相较于大众客群的更看重金融服务的便捷性，富裕客户更看重服务的质量，即财富管理机构的专业服务能力，更多体现为提供综合服务能力。海外财富管理市场经验来看，传统金融机构在综合服务能力上优势显著，同时多年财富管理领域的深耕打造了一定的品牌优势。目前国内以大中型银行为代表的领先财富管理机构经过多年深耕私人银行领域建立了专业的财富管理服务体系，在品牌和综合服务上同样具有优势，我们看好以大中型银行为代表的传统头部机构在富裕客群服务上保持竞争力。

富裕客户 AUM 占比持续提升，未来将继续扮演财富管理主要目标客户的角色。目前国内财富进一步向高收入人群迁移，根据贝恩的《中国私人财富报告》数据显示，2018 年可投资资产在 1000 万以上的富裕人群资产占比超过 31%，较 2010 年提升超过 10 个百分点，人数提升超过 100 万，高净值客群持有的可投资资产占比持续提升。结合前文对高净值客户多元业务需求和高附加利润的分析，我们认为未来高净值客群仍是财富管理的主要目标。

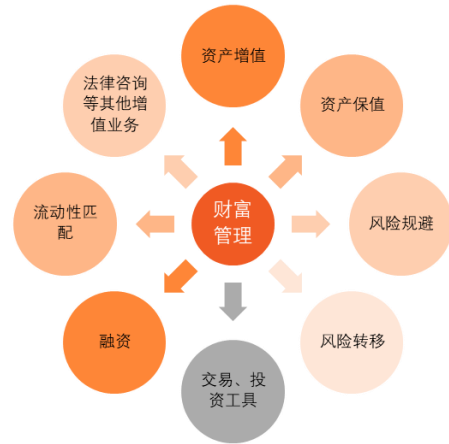
富裕客户结构变化，“新富人群”对财富管理机构提出更多元的需求。与大众客群不同，高端客户需求不仅局限在购买金融产品、下单交易上，其财富管理需求已由追求财富快速增长转向追求财富的稳健、保值和长期收益，对于财富传承、税务法务咨询、长期财务规划等专业服务同样需求旺盛，对财富管理机构提出了更高的专业要求。透过对富裕客户的结构进行分析，我们发现新兴产业、金融业的企业中层占比逐渐提高，且呈现年轻化趋势；其对财富管理机构的业务需求较整个富裕客户整体而言更多元化，期望从服务机构获得综合性的金融服务，除了关注自身财富增值外，在企业管理等对公业务上同样有丰富的需求。

图表55 富裕客群可投资资产占比不断提升



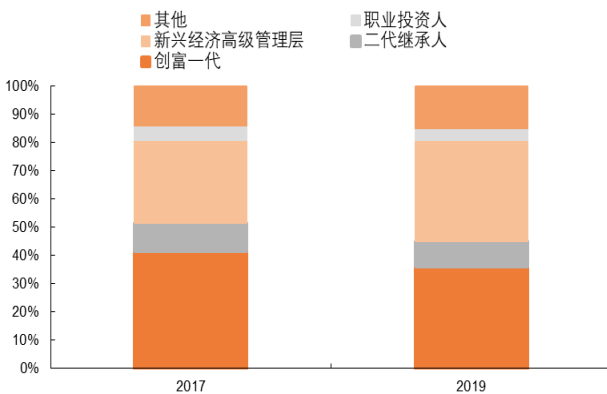
资料来源：招行&贝恩《中国私人财富报告》，平安证券研究所
注：高净值人群定义为可投资资产超过1000万元以上

图表56 高净值客户的需求更多元化



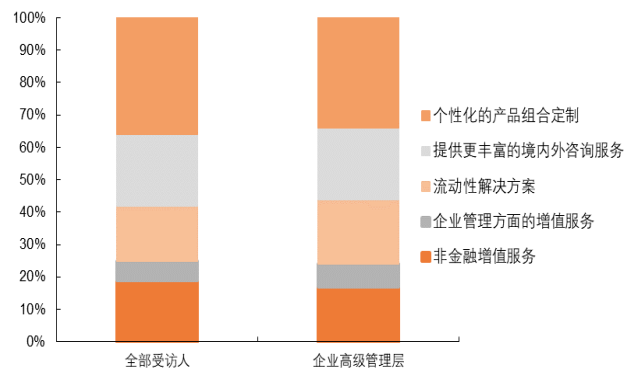
资料来源：平安证券研究所

图表57 新富人群结构



资料来源：招行&贝恩《中国私人财富报告》，平安证券研究所

图表58 新富人群看重私行服务机构的综合服务能力

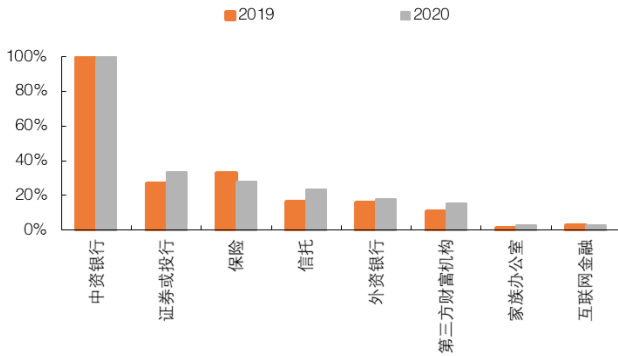


资料来源：招行&贝恩《中国私人财富报告》，平安证券研究所

看好以大中型银行为代表的传统金融机构在富裕客户服务上保持竞争力。海外财富管理的市场经验来看，传统金融机构依靠“渠道与综合服务”优势，在市场竞争加剧的格局中依然保持份额领先，尤其在高端客群服务上守住了优势。对比国内，在复杂金融产品快速发展，高净值客户将继续扮演财富管理业务核心目标客群角色的情况下，我们认为以大中型银行为代表的传统金融机构未来仍将保持市场竞争力，体现在：**1) 多年传统业务的深耕，构建的财富管理品牌力优势，有坚实的客户**

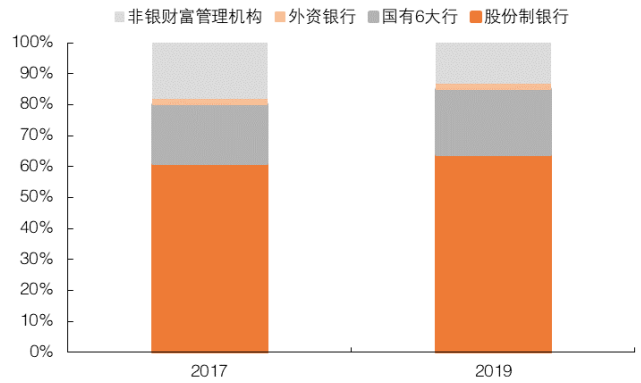
基础和忠实的财富管理粉丝，我们看到银行受到高净值客户的普遍认可；2) 综合服务能力突出，相比于互联网平台等新进机构，头部机构在综合服务能力上优势显著，与富裕客群的多元化需求更为匹配，因此富裕客户在财富管理渠道选择上对银行的信赖程度更高，根据招行&贝恩《中国私人财富报告》调查显示，银行在国内高净值客户资产占比达到 80%以上，非银财富管理机构仅在 10%左右。

图表59 银行受到高净值人群的普遍接受与认可



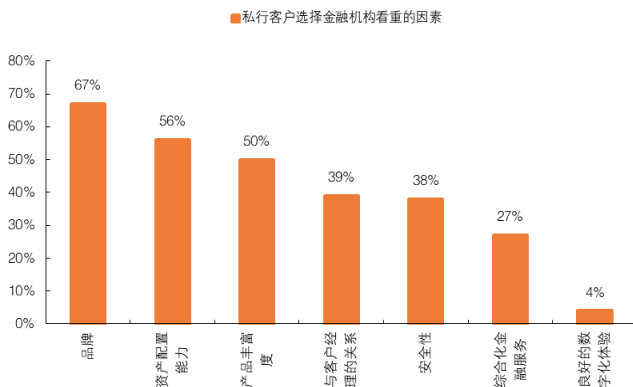
资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表60 大中型银行高净值客户资产占比在 80%以上



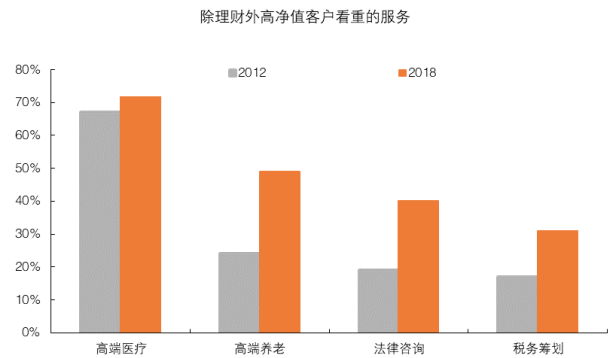
资料来源：招行&贝恩《中国私人财富报告》，平安证券研究所

图表61 私行客户看重品牌



资料来源：建行&波士顿《中国私人银行2019》，平安证券研究所

图表62 高净值客群增值服务需求不断提升



资料来源：建行&波士顿《中国私人银行2019》，平安证券研究所

3.3 看好具有品牌力和综合服务优势的头部机构

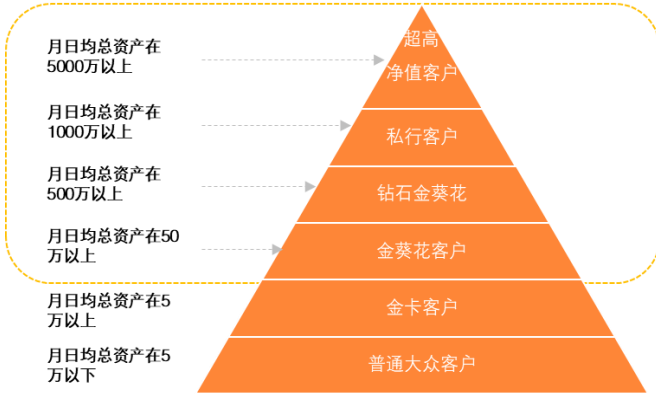
从个体的角度，我们看好在财富管理业务上具有渠道力和产品力的金融机构，针对富裕客群，主要表现为：1) 具有零售业务资源禀赋，财富管理品牌建设领先；2) 综合金融服务能力突出。

■ 品牌力打造：招商银行持续深耕，打造市场领先的财富管理品牌

持续深耕财富管理业务，打造国内领先的财富管理品牌。招行 2002 年便创建了“金葵花”理财品牌，并建立分层结构服务不同资产规模的客户，对金葵花级别以下客户以金融科技服务为主，对该级别以上客户提供定制化、多元化的服务。2007 年招行在金葵花品牌基础上布局私人银行业务，依靠高质量的财富管理客户以及“1+N”的服务模式，持续为私行客户和超高净值客户提供专业、全

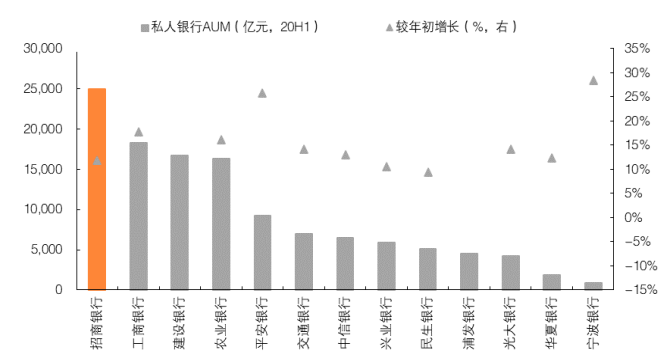
面的综合服务，积累了丰富的高净值客户资源，目前已打造了业内领先的私人银行服务品牌，截至20H1，其私人银行 AUM 位列国内银行第一。

图表63 招行精细化经营的客户分层体系



资料来源：公司公告，平安证券研究所

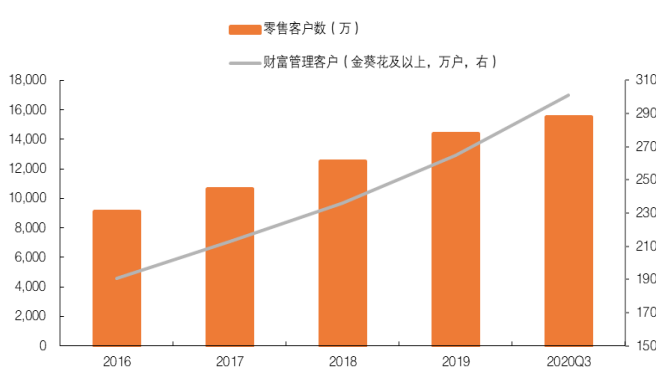
图表64 招行财私行 AUM 规模同业领先



资料来源：公司公告，平安证券研究所

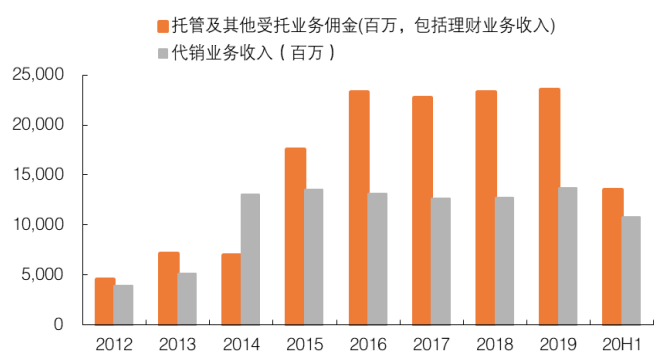
较早把财富管理业务摆在了突出的位置，零售业务打造了夯实的客户基础。招行 2004 年便提出“将零售银行业务作为发展的战略重点”，长时间的用户沉淀以及历史上多次前瞻性的转型为招行获得了渠道方面领先优势，夯实的客户基础为开展财富管理业务奠定了基础，我们看到过去多年零售客户以及零售客户 AUM 稳步增长，并不断为财富管理业务输送潜在客户，帮助财富管理客户 AUM 快速增长。招行的零售基因使得其开展财富管理业务具有天然的优势，在过去的发展中，招行将发展财富管理相关的中收业务摆在了突出位置，不断积累建立起的财富管理服务体系和文化，使得招行立于领先位置。

图表65 招行零售和财富管理客户保持高增长



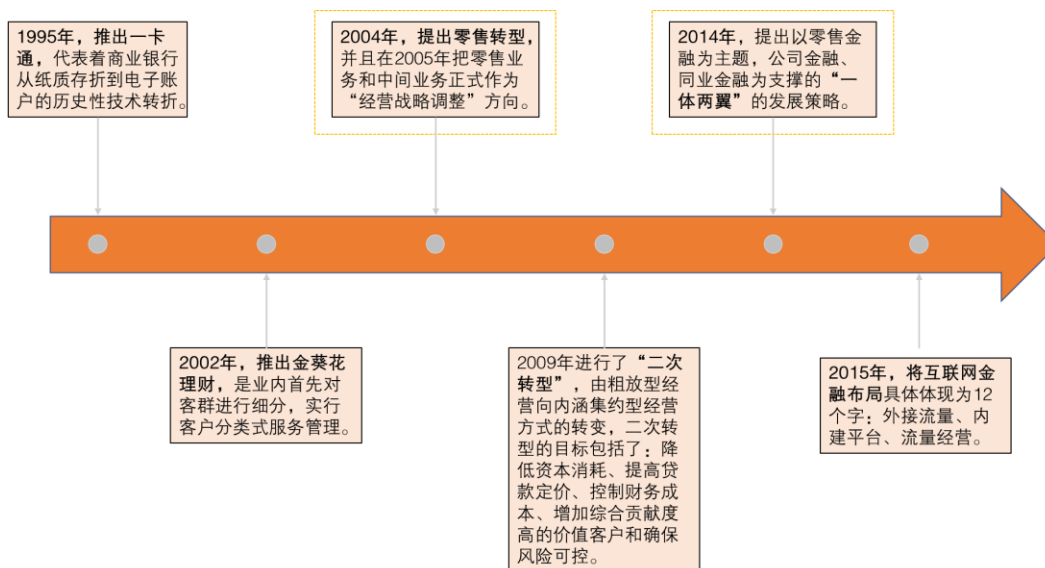
资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表66 招行财富管理相关收入保持高增长



资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表67 招行较早将零售摆在战略位置



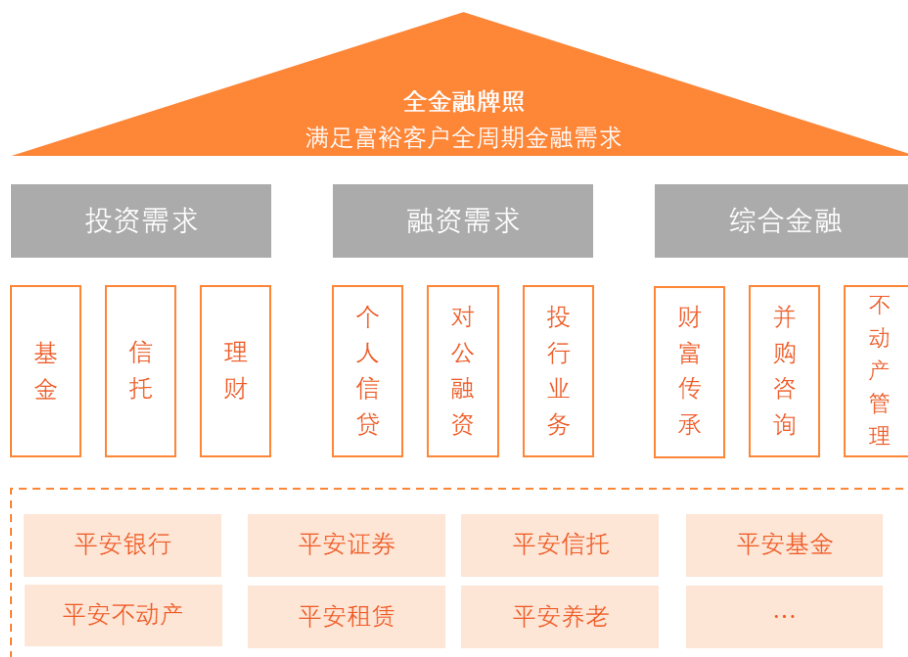
资料来源：公司官网，公司公告，平安证券研究所

致力于打造金融科技银行，线上渠道建设领先同业。招行 2017 年提出将金融科技变革作为未来 3 到 5 年工作的重中之重，实现向金融科技银行的转型，近几年我们可以看到招行持续加大科技投入，其科技投入营收占比、APP 月活领先于整个行业；在具体做法上，不断完善“招商银行”和“掌上生活”两大手机平台的建设，为了解决金融服务低频的劣势，招行在两个 APP 上不断搭建、外扩使用场景，目前已涵盖包括出行、购物、电影、餐饮、汽车等方面。我们看到近几年包括蚂蚁在内的互联网平台依靠流量优势实现弯道超车，站在金融机构角度，未来渠道能力仍是普通客群财富管理业务竞争的关键。同时在应对蚂蚁等互联网平台在长尾理财客户的竞争，招行积极打造线上智能投顾平台“摩羯智投”，目前已形成了包括“理财+”、“配置+”、“财富+”三大产品体系服务不同需求的线上客户。

■ 产品力打造：看好具有综合服务优势的头部金融机构

产品力在服务富裕客户上更多体现为专业的服务能力。与大众客群相比，富裕客群在金融产品的需求上不仅仅停留在简单的标准化产品上，还可能涉及到融资、综合金融等多元金融产品上。我们看到近几年头部金融机构纷纷致力于打造金融综合服务平台，在财富管理富裕客户服务上，能够通过多个金融牌照为客户提供多品类金融产品，极大程度上优化客户体验，因此在富裕客群服务上将保持竞争力。以平安银行为例，背靠平安集团拥有境内全金融牌照，“一个客户、多种产品、一站式”的综合金融经营模式，在富裕客户服务上能够为其提供包括投资、融资、综合金融在内的全周期金融服务。

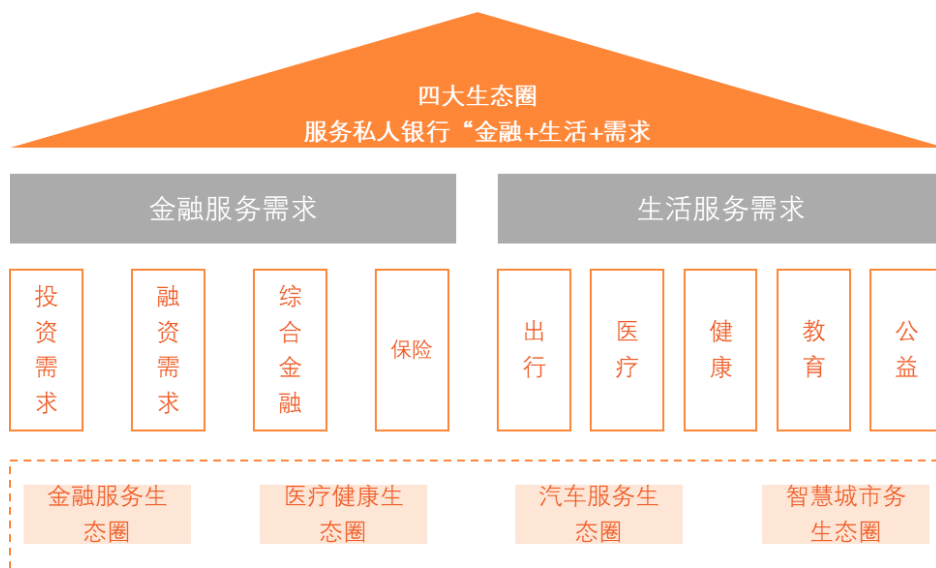
图表68 平安集团全牌照布局提供可覆盖富裕客户全周期的金融服务



资料来源：公司公告，公司官网，平安证券研究所

除了金融业务，富裕客群的需求还向包括医疗、教育、公益等生活方面延展，因此从提升财富管理的产品的角度需要财富管理机构具备提供综合服务的能力。同样以平安银行为例，背后平安集团打造的四大生态圈，能够为客户提供金融产品外的服务，能够覆盖客户多元的服务需求。以近几年平安集团聚焦打造的大医疗健康生态为例，赋能私行为客户打造了专业的健康管理平台，能够为私行客户提供包括基金检测、海外就医、癌症筛查等专业化服务，优化客户的体验，不断增强客户的粘性。

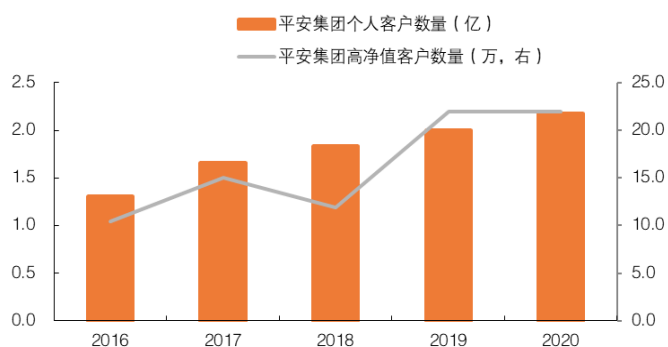
图表69 平安集团四大生态圈满足富裕客户“金融+生活”需求



资料来源：公司公告，公司官网，平安证券研究所

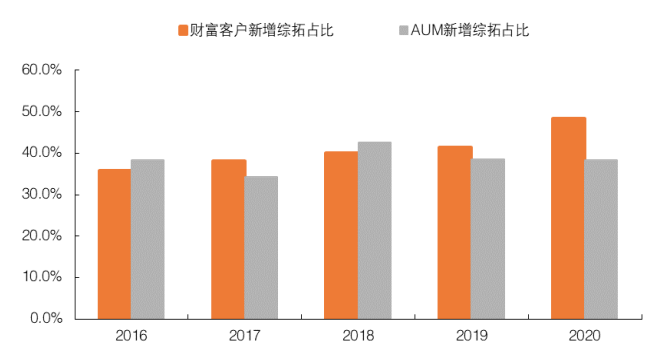
集团客户基础雄厚，赋予私行业务广阔的提升空间。平安银行在私行业务上的快速放量同样得益于集团庞大的客户基础带来的客户转化，截至 2020 年末，平安集团个人客户数量达到 2.18 亿，其中有 22 万个人资产规模在 1000 万以上的高净值客户。近几年，集团支持私行业发展，并为其带来了广阔的客户迁徙通道，我们可以看到其新增财富客户中有超过 35%来自于集团的综合拓展，而新增零售 AUM 综拓占比则超过了 40%。

图表70 平安集团拥有较多的高净值客户数量



资料来源：公司公告，平安证券研究所

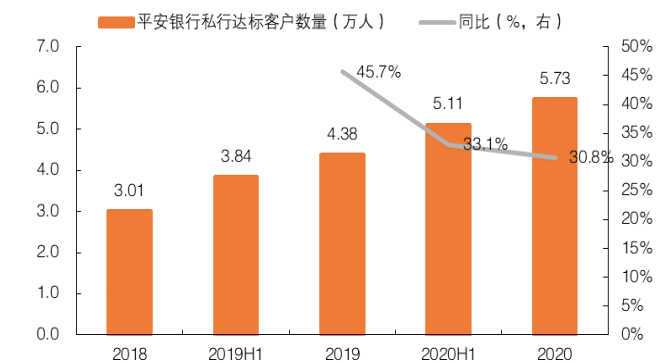
图表71 平安集团不断推动旗下子公司间的客户迁徙



资料来源：公司官网，平安证券研究所

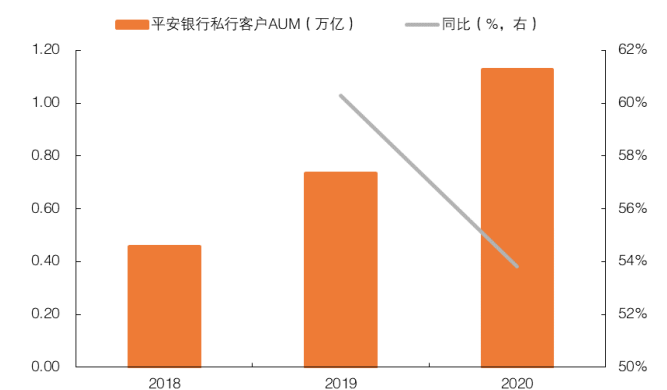
私行业务持续突破，私行 AUM。平安银行借助在高净值客群的综合服务优势，近几年在私行服务领域持续聚焦超高净值客户经营，不断提升私行品牌影响力。根据公司 2020 年年报数据显示，私行 AUM、达标客户数量分别达到 1.1 万亿元、5.73 万户，同比增速分别为 53.8%、30.8%。

图表72 平安银行私人银行客户数量保持增长



资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表73 平安银行私行 AUM 增速 53.8% 2020 年



资料来源：公司公告，平安证券研究所

四、风险提示

- 1) 宏观经济下行导致行业资产质量压力超预期抬升。银行受宏观经济波动影响较大，宏观经济走势将对企业的经营状况，尤其是偿债能力带来显著影响，从而对银行的资产质量带来波动。当前国内经济正处于恢复期，但疫情的发展仍有较大不确定性，如若未来疫情再度恶化导致国内复工复产进程受到拖累，银行业的资产质量也将存在恶化风险，从而影响银行业的盈利能力。
- 2) 金融监管力度抬升超预期。银行作为金融系统中最重要的机构，受到一系列规范性文件的约束。若未来监管环境超预期趋严，可能会对银行提出更严格的资本约束、流动性管理要求等，或在资产投向上做出更严格的要求，为银行经营带来挑战。
- 3) 中美摩擦升级导致外部风险抬升。今年以来中美各领域的摩擦有所升级，两国关系存在进一步恶化的风险。如若未来企业制裁范围进一步扩大，不排除部分国内金融机构受到制裁的可能性。

平安证券研究所投资评级：

股票投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 20%以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 10%至 20%之间）
- 中 性（预计 6 个月内，股价表现相对沪深 300 指数在 $\pm 10\%$ 之间）
- 回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于沪深 300 指数 10%以上）

行业投资评级：

- 强于大市（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 5%以上）
- 中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数在 $\pm 5\%$ 之间）
- 弱于大市（预计 6 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上）

公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师(一人或多人)就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

平安证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。

市场有风险，投资需谨慎。

免责条款：

此报告旨在发给平安证券股份有限公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其他人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券股份有限公司 2021 版权所有。保留一切权利。

平安证券

平安证券研究所

电话：4008866338

深圳

深圳市福田区福田街道益田路 5023 号平安金融中心 B 座 25 层
邮编：518033

上海

上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融大厦 26 楼
邮编：200120
传真：(021) 33830395

北京

北京市西城区金融大街甲 9 号金融街中心北楼 15 层
邮编：100033