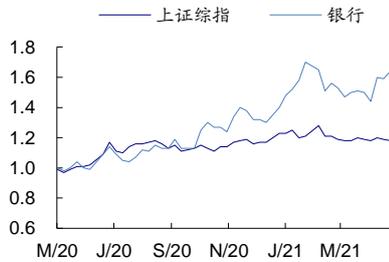


一年该行业与上证综指走势比较



相关研究报告:

《行业专题:重视银行ETF投资价值》——2021-05-08  
 《2021年5月银行业投资策略:行业资产质量有望持续改善》——2021-05-05  
 《2020年报暨2021一季报综述:不良出清,轻装上阵》——2021-05-05  
 《行业快评:三家银行一季报印证行业向好趋势》——2021-04-26  
 《银行流动性月报:预计4月M2和社融增速继续回落》——2021-04-19

证券分析师:田维韦

电话:021-60875161  
 E-MAIL: tianweiwei@guosen.com.cn  
 证券投资咨询执业资格证书编号: S0980520030002

证券分析师:王剑

电话:021-60875165  
 E-MAIL: wangjian@guosen.com.cn  
 证券投资咨询执业资格证书编号: S0980518070002

证券分析师:陈俊良

电话:021-60933163  
 E-MAIL: chenjunliang@guosen.com.cn  
 证券投资咨询执业资格证书编号: S0980519010001

证券分析师:戴丹苗

电话:075581982379  
 E-MAIL: daidanmiao@guosen.com.cn  
 证券投资咨询执业资格证书编号: S0980520040003

行业专题

美国大型银行财富管理借鉴

● 财富管理成为我国商业银行战略转型的重点方向

财富管理本身具有轻资本、弱周期、护城河高等优势。同时财富管理能够为公司沉淀大量的低成本存款,提高客户的品牌忠诚度与综合贡献度,因此近年来财富管理业务已成为我国商业银行战略转型的重点。

● 中美财富管理处在不同发展阶段,商业模式等存在较大差异

美国财富管理市场相对成熟,财富规模庞大。我国财富管理处于初级阶段,随着居民财富增长和财富管理意识增强,未来市场空间广阔。

我国财富管理转型核心是要从产品导向转向以客户需求为中心,主要包括:(1)由卖方销售模式向买方投顾模式进阶。美国主流是买方投顾模式,盈利逐步摆脱对销售佣金的依赖,更多的根据AUM向客户收取资产管理费。而我国目前主流仍是卖方销售模式,盈利模式主要靠销售佣金。美国模式将机构、投资顾问和客户的利益捆绑在一起,我国模式独立性较弱,易滋生道德风险损害客户利益;(2)打造开放式的产品货架和财富管理生态圈,提供一站式的综合化服务;(3)加速推动财富管理数字化转型,延伸客群服务边界,大数据精准画像提供个性化服务。

● 摩根大通、美国银行和富国银行财富管理差异化发展

三大行都设立了独立的财富管理业务板块。2020年末摩根大通/美国银行/富国银行客户总资产分别是3.65/3.35/2.01万亿美元,AUM分别是2.72/1.41/0.60万亿美元。摩根大通以主动管理产品体系为主,资产配置能力优异是其核心优势,高度重视私人银行业务。富国银行采取多个子品牌模式差异化定位客户,营销能力是其核心优势之一,经纪资产占到约7成。美国银行产品结构相对均衡,美林全球财富管理贡献主要AUM和收入。2019年摩根大通、美国银行和富国银行财富管理板块分别贡献总收入的11.5%、21.4%和18.5%,贡献净利润的7.9%、15.5%和9.0%。

● 投资建议

我国财富管理市场空间巨大,将助力银行实现轻型化转型,盈利能力和稳定性都将大幅增强,维持行业“超配”评级。个股方面,中长期看好财富管理领先的招商银行,同时推荐成长性强的宁波银行、成都银行和常熟银行和基本面稳定的低估值大行。

● 风险提示

若宏观经济复苏低于预期,可能从多方面影响银行业。

重点公司盈利预测及投资评级

公司代码	公司名称	投资评级	昨收盘(元)	总市值(百万元)	EPS		PE	
					2021E	2022E	2021E	2022E
002142.SZ	宁波银行	买入	42.87	258	2.74	3.29	15.7	13.0
600036.SH	招商银行	增持	54.18	1371	4.40	5.05	12.3	10.7
601838.SH	成都银行	买入	12.77	46	1.99	2.39	6.4	5.3
601128.SH	常熟银行	增持	7.08	19	0.78	0.96	9.1	7.4
601398.SH	工商银行	买入	5.22	1772	0.91	1.01	5.7	5.2
601939.SH	建设银行	买入	6.87	1317	1.13	1.24	6.1	5.5

资料来源:Wind、国信证券经济研究所预测

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道,分析逻辑基于本人的职业理解,通过合理判断并得出结论,力求客观、公正,其结论不受其它任何第三方的授意、影响,特此声明

## 内容目录

财富管理成为我国银行战略转型重点方向 .....	5
中美财富管理行业比较 .....	6
财富管理规模和市场格局 .....	6
商业模式和盈利模式 .....	10
美国大型银行财富管理经验借鉴 .....	14
摩根大通：主动管理产品为主，资产配置能力是核心优势之一 .....	16
美国银行：产品体系均衡，美林全球财富管理贡献主要 AUM .....	23
富国银行：零售经纪客户资产比重高，营销是核心优势之一 .....	26
总结 .....	31
投资建议 .....	32
风险提示 .....	32
国信证券投资评级 .....	34
分析师承诺 .....	34
风险提示 .....	34
证券投资咨询业务的说明 .....	34

## 图表目录

图 1: 资产与财富管理 ROE 处在高位 .....	5
图 2: 大财富管理价值循环链 .....	6
图 3: 美国所有部门财富规模 .....	6
图 4: 2020 年 6 月末美国家庭和非盈利组织资产配置结构 .....	7
图 5: 在美国注册的投资机构数量约 1.67 万家 .....	7
图 6: 在美国注册的投资机构总资产规模 .....	8
图 7: 我国个人金融资产规模预测 .....	8
图 8: 2019 年我国国内城镇居民家庭资产配置结构 .....	9
图 9: 美国财富管理公司服务层级 .....	9
图 10: 我国大资管规模约 100 万亿元 .....	10
图 11: 客户财富目标日益多样化 .....	10
图 12: 我国的卖方销售模式 .....	11
图 13: 美国的买方投资顾问模式 .....	11
图 14: 打造开放式财富管理平台 .....	12
图 15: 金融科技覆盖长尾客户 .....	13
图 16: 数字化的财富管理服务模式 .....	13
图 17: 财富管理行业收费模式 .....	14
图 18: 美国三大行财富管理客户总资产 .....	15
图 19: 美国三大行财富管理 AUM .....	15
图 20: 美国三大行 AUM 与客户总资产比值 .....	15
图 21: 美国三大行资产与财富管理板块营收贡献 .....	16
图 22: 美国三大行资产与财富管理板块净利润贡献 .....	16
图 23: 摩根大通业务板块设置 .....	16
图 24: 摩根大通资产与财富管理 ROE 高于其他板块 .....	17
图 25: 摩根大通 2019 年非息收入结构 .....	17
图 26: 摩根大通私行建立了六对一的一体化团队 .....	18
图 27: 摩根大通财富顾问人数高于美国银行 .....	18
图 28: 摩根大通私人银行客户总资产和 AUM .....	19
图 29: 摩根大通客户总资产按客群分类 .....	19
图 30: 摩根大通 AUM 按客群分类 .....	19
图 31: 摩根大通客户总资产按区域分类 .....	20
图 32: 摩根大通 AUM 按区域分类 .....	20
图 33: 摩根大通管理的共同基金被评为 4 星或 5 星的比例 .....	20
图 34: 摩根大通管理的不同年限的基金产品收益率排名在前 50% 的比例 .....	21
图 35: 摩根大通 AUM 按投资资产类型分类 .....	21
图 36: 摩根大通资产与财富管理板块员工数量 .....	22
图 37: 摩根大通资管和财富部门人均薪酬高于其他部门 .....	22
图 38: 摩根大通资产与财富管理板块人均收入和利润 .....	23
图 39: 美国银行业务板块划分 .....	24
图 40: 美林全球财富管理提供多样化的投资模式 .....	24
图 41: 美国银行财富管理 AUM 占客户总资产比重提升至 42% .....	25
图 42: 美林全球财富管理贡献财富管理收入总额的约 82% .....	25
图 43: 美林全球财富管理贡献财富管理客户资产的约 84% .....	25
图 44: 美国银行全球财富与投资管理部门员工 .....	26
图 45: 美国银行全球财富与投资管理部门人均收入和利润 .....	26
图 46: 富国银行业务板块结构 .....	27
图 47: 富国银行财富和投资管理部门客户总资产 .....	27
图 48: 富国银行财富与管理部门 ROE 明显高于整体水平 .....	28
图 49: 富国银行 2019 年各部门收入比重 .....	28
图 50: 富国银行 2019 年各部门利润比重 .....	28
图 51: 富国银行 AUM 及占客户总资产比重 .....	29
图 52: 富国银行经纪佣金占非息收入比重明显高于信托和投资管理佣金比重 .....	29
图 53: 财富和投资管理部门员工数量 .....	30
图 54: 美国三大行财富管理部门人均客户总资产 .....	30
图 55: 美国三大行财富管理部门人均收入 .....	31

图 56: 美国三大行财富管理部门人均利润..... 31

表 1: 摩根大通资产与财富管理客户分类..... 17

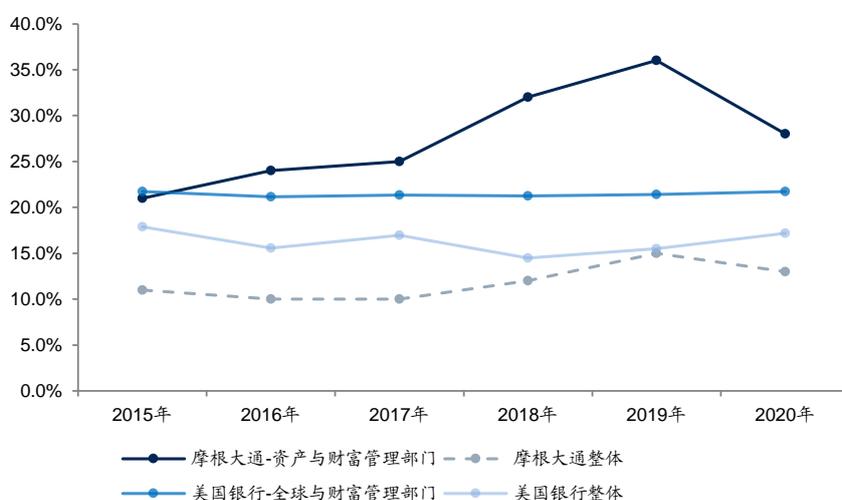
表 2: 主要公司估值表..... 33

## 财富管理成为我国银行战略转型重点方向

在我国经济结构转型升级、利率市场化改革深化的背景下，我国商业银行传统存贷业务面临较大的压力，转型迫在眉睫。财富管理业务本身具有轻资本、弱周期、护城河高等优势。同时，财富管理业务可以为公司沉淀大量的低成本存款，提高客户的品牌忠诚度与综合贡献度，因此近年来财富管理业务已逐渐成为我国商业银行战略转型的重点方向。

海外银行经营数据也证明了财富管理业务是一项利润率高、资本占用低、稳定性强、护城河高的业务，摩根大通和美国银行财富管理板块 ROE 长期以来明显高于公司整体 ROE 水平，且财富管理业务与投行业务等其他业务板块协同发展，给公司带来了非常大的综合收益。

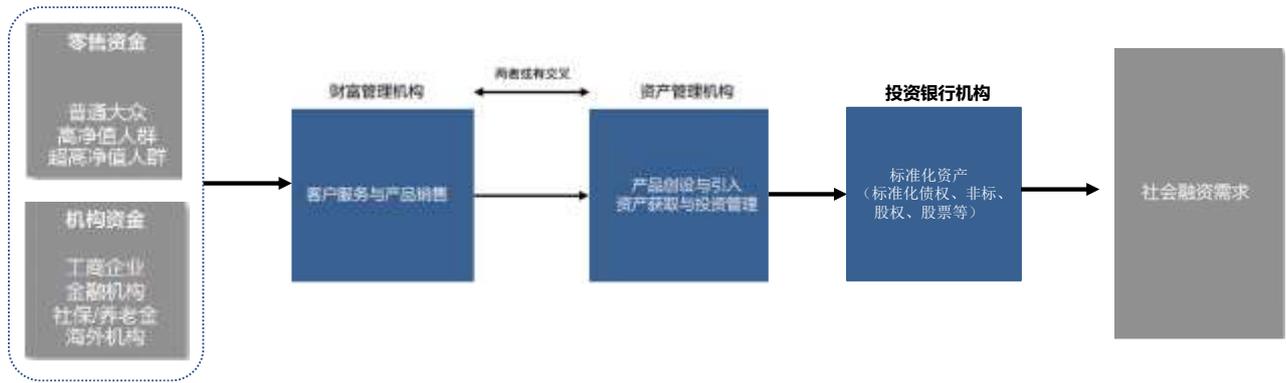
图 1：资产与财富管理 ROE 处在高位



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

国内银行业也日益重视财富管理业务。招商银行在 2020 年报中提出“大财富管理价值循环链”概念，业务经营从银行资产负债表转向客户总资产负债表，形成“财富管理-资产管理-投资银行”的价值循环链。近年来我国居民可投资资产规模持续增长，同时伴随着刚兑打破和长期利率的趋势性下行，居民财富管理需求日益旺盛。另一方面，我国经济结构和资本市场融资结构转型，企业多元化融资需求增加，大财富管理价值循环链则很好链接了居民资金供给端和企业融资需求端。如：投行业务为某新动能企业提供并购贷款，获得优质非标资产，经由资管部门组合打包成私募基金，再由零售条线销售给私行客户，一笔业务就从 B 端串联到 C 端。若私行客户是企业主，自身也有融资和工资代发需求，又可发起一轮新循环。

图 2: 大财富管理价值循环链



资料来源:《投行与资管业务联动——商业银行转型新动力》(王光宇, 2015), 小米金融科技研究中心, 国信证券经济研究所整理

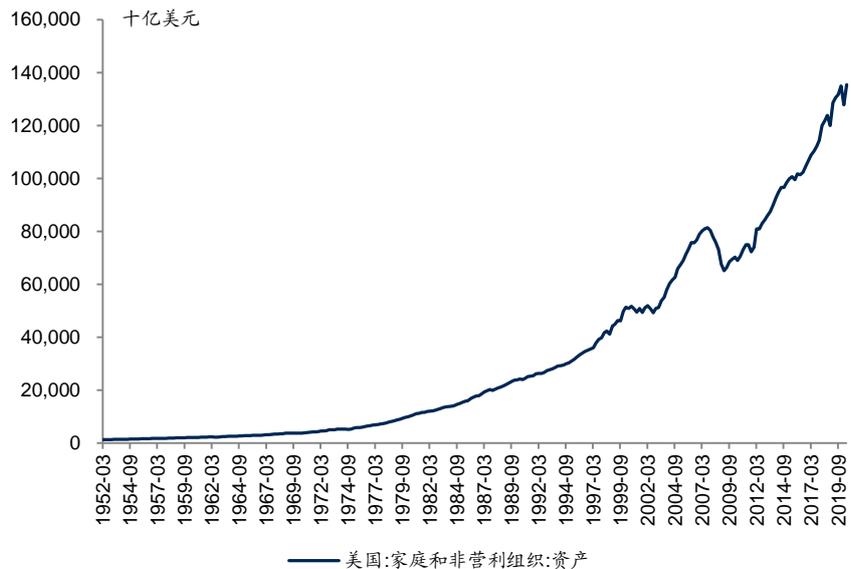
## 中美财富管理行业比较

### 财富管理规模和市场格局

#### ■ 美国财富管理市场规模庞大

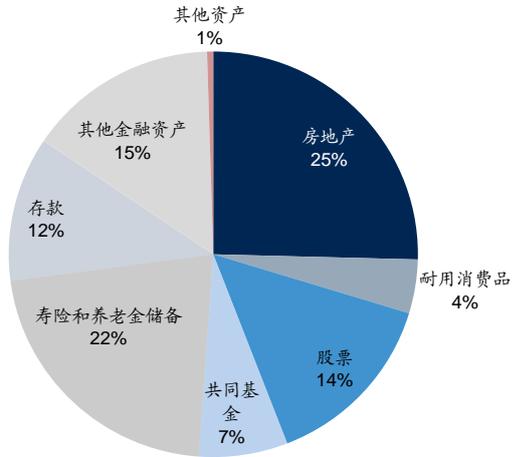
美国家庭资产庞大, 金融资产配置占七成且股票基金和保险资产配置比例较高, 房地产配置不到三成, 明显低于我国居民房地产配置比例。2020年6月末美国家庭和非盈利组织总资产达到 135 万亿美元, 资产结构为房地产配置比例 25.4%, 金融资产配置比例 69.8%。金融资产中, 股票和共同基金比例 21.4%、保险和养老金比例 21.7%、存款比例 11.6%、其他金融资产比例 15.1%。因此相比于房地产, 美国居民更倾向于将资产配置于金融资产之中, 而且更倾向于配置股票基金、保险和养老金等资产。

图 3: 美国所有部门财富规模



资料来源: WIND, 国信证券经济研究所整理。

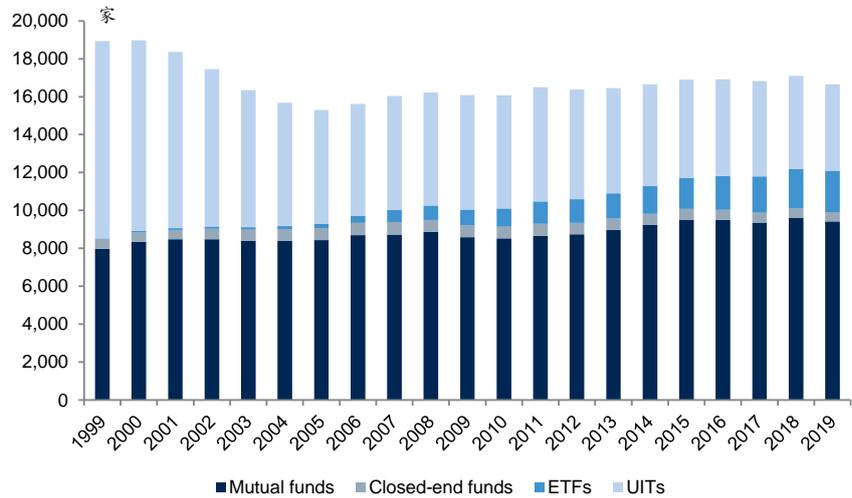
图 4: 2020 年 6 月末美国家庭和非盈利组织资产配置结构



资料来源: WIND, 国信证券经济研究所整理

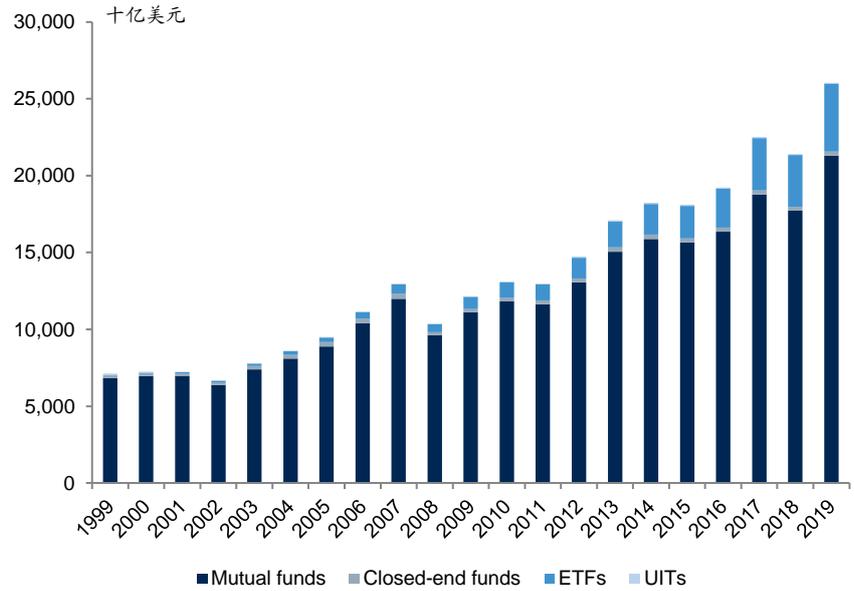
受益于庞大的家庭资产和旺盛的财富管理需求, 美国财富管理市场规模庞大且保持了较好增长。根据美国投资协会 (ICI) 统计, 在美国注册的投资机构虽不断的退出和进入, 但投资机构总数持续保持在一个较高的水平。各类型机构数量变动有所差别, 如近年来 ETF 投资机构数量持续增加, 从 1999 年的 30 家增长到 2019 年底的 2157 家, 单位投资信托机构则由 1999 年的 10414 家下降到 2019 年底的 4571 家。2019 年末在美国注册的投资机构净资产规模达到 26.04 万亿美元, 较 1999 年增长了 266%, 1999-2019 年年均复合增速为 6.7%, 保持了较好增长。

图 5: 在美国注册的投资机构数量约 1.67 万家



资料来源: ICI, 国信证券经济研究所整理

图 6: 在美国注册的投资机构总资产规模

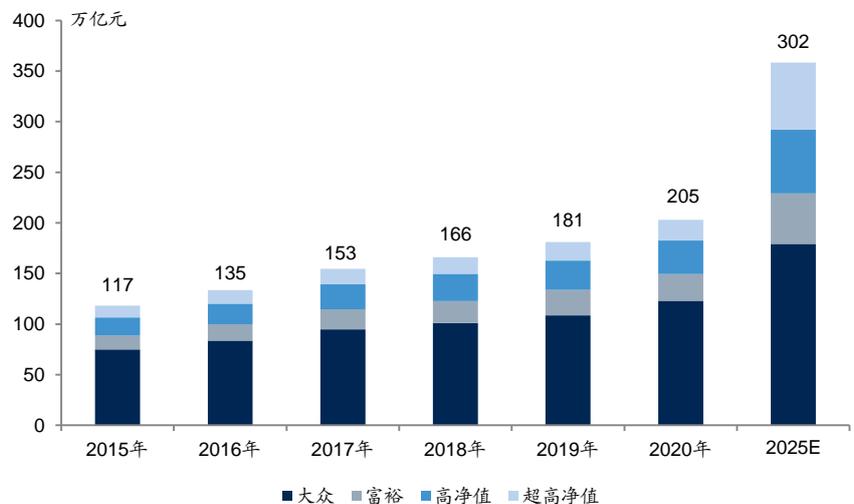


资料来源: ICI, 国信证券经济研究所整理

■ 我国财富管理意识增强, 发展空间广阔

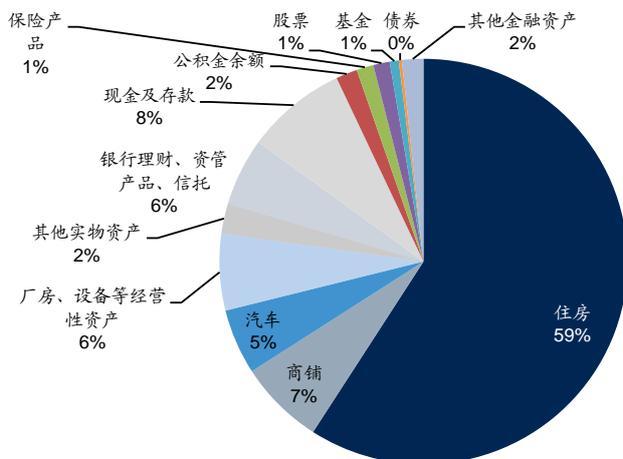
我国居民家庭资产配置住房比例接近 60%，金融资产也以保本型产品为主，其中，现金和存款配置比例 8.0%、银行理财及资管产品和信托配置比例 5.4%、股票和基金配置比例仅 2.0%。随着居民收入增长、利率市场化改革深化、刚性兑付打破等，我国居民财富管理意识逐渐增强。我们认为未来我国财富管理业务空间巨大，一方面，当前我国经济增长在全球主要经济体中处在较高水平，预计居民财富规模增速也将实现较快增长。麦肯锡预测 2025 年我国个人金融资产将达到 332 万亿元，2021-2025 年年均复合增速为 10.1%，且超高净值和高净值客户金融资产更快。另一方面随着居民资产配置结构的调整，预计我国居民将降低房地产资产配置增加金融资产配置，未来居民财富管理需求将大幅增加。

图 7: 我国个人金融资产规模预测



资料来源: 麦肯锡, 国信证券经济研究所整理。注明: 超高净值人群: 个人金融资产>2500 万美元; 高净值人群: 100 万-2500 万美元; 富裕人群: 25 万-100 万美元; 大众人群: <25 万美元。

图 8：2019 年我国国内城镇居民家庭资产配置结构

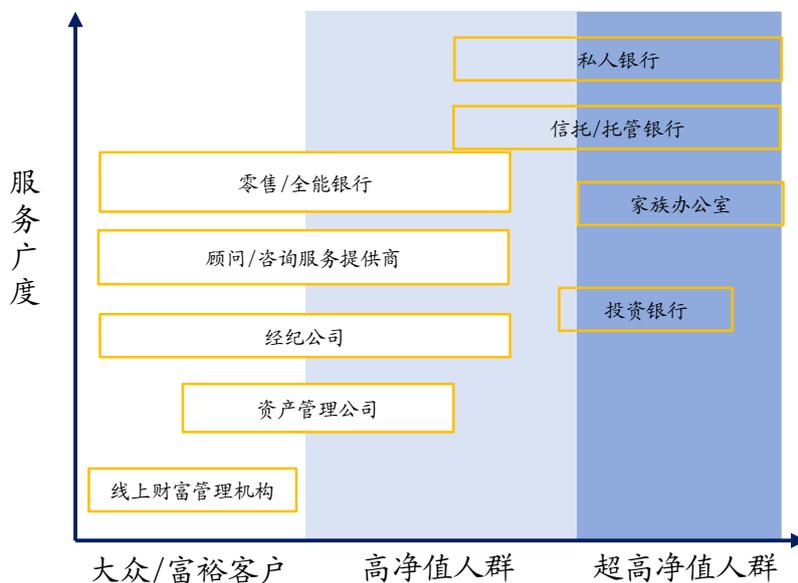


资料来源：央行，国信证券经济研究所整理

■ 财富管理市场格局较为分散

财富管理业务具有明显的个性化特性，产品标准化程度很低，因此美国财富管理市场格局仍较为分散，众多参与机构都占据了一定的市场份额。美国财富管理机构主要包括全能银行、专业化私人银行、信托和托管银行、经纪公司、资产管理公司、投资银行、家庭办公室和线上财富管理平台等，这些机构拥有差异化的客户定位、价值主张和相配套的商业模式，都占据了一定的市场份额。

图 9：美国财富管理公司服务层级

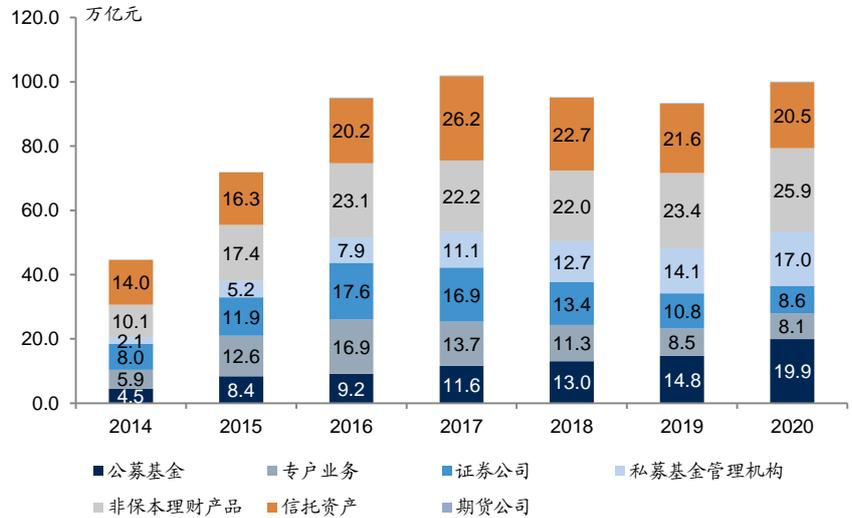


资料来源：BCG，麦肯锡，国信证券经济研究所整理

我国财富管理业务的机构主要包括银行、信托、基金、券商、保险、以蚂蚁集团为代表的互联网财富管理平台等，各机构差异化定位发展，目前银行和信托规模较大。2020 年末我国大资管规模约 100 万亿元（未统计保险资管规模，另外各机构通道业务有重复计算，未剔除），其中，公募基金规模 19.9 万亿元、基金管理公司及子公司专户规模 8.1 万亿元、证券公司资管规模为 8.6 万亿元、

私募基金管理机构规模为 17.0 万亿元、理财规模为 25.9 万亿元、信托资产规模为 20.5 亿元。

图 10: 我国大资管规模约 100 万亿元



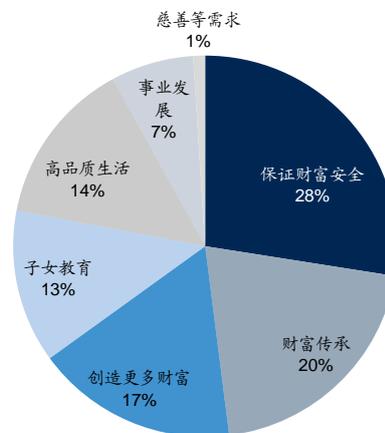
资料来源: WIND, 国信证券经济研究所整理。注: 资管机构通道业务有重复计算, 未剔除。

## 商业模式和盈利模式

### 商业模式: 从产品维度向以客户需求维度进阶

客户是财富管理的核心, 以客户需求为中心的业务设计是财富管理发展的重点。多年来随着客户需求日益多元化, 财富管理的内涵也一直在延伸, 以美国为代表的成熟市场财富管理机构早已摒弃了产品销售导向的经营思路, 更多的是以客户需求为中心, 向客户提供一站式的综合性服务, 以服务深度获取优势。具体来看, 美国财富管理商业模式进阶过程中有以下三个方面是非常重要的: (1) 产品为主导的卖方销售模式向客户需求驱动的买方投顾模式转型。(2) 自有产品销售向开放财富管理平台转型, 与外部机构合作共同打造财富管理生态圈。(3) 随着互联网技术的深化, 财富管理业务数字化转型加速。

图 11: 客户财富目标日益多样化



资料来源: 贝恩咨询, 国信证券经济研究所整理。注: 数据来自贝恩资讯访问的我国高净值客户财富目标。

### ■ 卖方销售模式到买方投顾模式

美国财富管理经历了从卖方销售模式到买方投顾模式升级，当前买方投顾模式是美国财富管理市场主流模式。美国财富管理早期也是以产品销售为主导的卖方销售模式，但随着佣金率降至低位、客户需求日益多元化、机构竞争加剧等，逐步形成了现阶段的以客户需求为中心的买方投顾模式。当前买方投顾模式主要包括两个部分，一方面是满足客户财富增值保值的主流需求，资产管理成为财富管理的主要功能，这取决于财富管理机构的大类资产配置能力。这意味着财富管理机构不仅向客户提供股票交易、单一基金买卖的简单交易服务，而是要通过投顾的专业能力，从资产配置的视角，为客户挑选与其风险收益期限相匹配的服务，可以是简单的基金组合、信托组合，也可以是多元化产品的组合。另一方面是满足客户财富保值增值外的个性化的需求，如为客户提供诸如税收、教育、养老、医疗健康等服务，以服务深度获取优势，进一步增强与客户黏性。

而我国目前财富管理行业主流模式仍是以产品为导向的卖方销售模式，且产品结构单一。目前我国买方投顾模式也在有序推进，但阻力较大，进度缓慢。我国财富管理行业起步较晚，以产品为主导的卖方销售模式仍是主流模式，同时，产品结构单一且同质化非常严重。我国财富管理机构销售产品主要包括理财、保险、公募基金、信托资产，而 PE、VC、结构化复杂产品和海外资产产品几乎没有。2019 年 10 月 24 日，证监会下发《关于做好公开募集证券投资基金投资顾问业务试点工作的通知》，宣告基金投资顾问业务试点正式推出，我国财富管理行业迈入代客理财的买方投顾新时代。买方投顾模式对财富顾问的专业化能力和机构的资产配置能力等都提出了很高的要求，虽然目前已经有多家基金公司、第三方机构、券商和商业银行等获批投资顾问资格，但从目前的试点情况来看，作为公募基金最大的分销渠道之一，大部分商业银行在买方投顾方面还并未有实质性的动作和专业服务。

图 12: 我国的卖方销售模式



资料来源:《买方投顾时代国内证券公司财富管理转型思考——美国投行的经验借鉴》(闻岳春,程天笑,2020),小米金融科技研究中心,国信证券经济研究所整理

图 13: 美国的买方投资顾问模式



资料来源:《买方投顾时代国内证券公司财富管理转型思考——美国投行的经验借鉴》(闻岳,程天笑,2020),小米金融科技研究中心,国信证券经济研究所整理

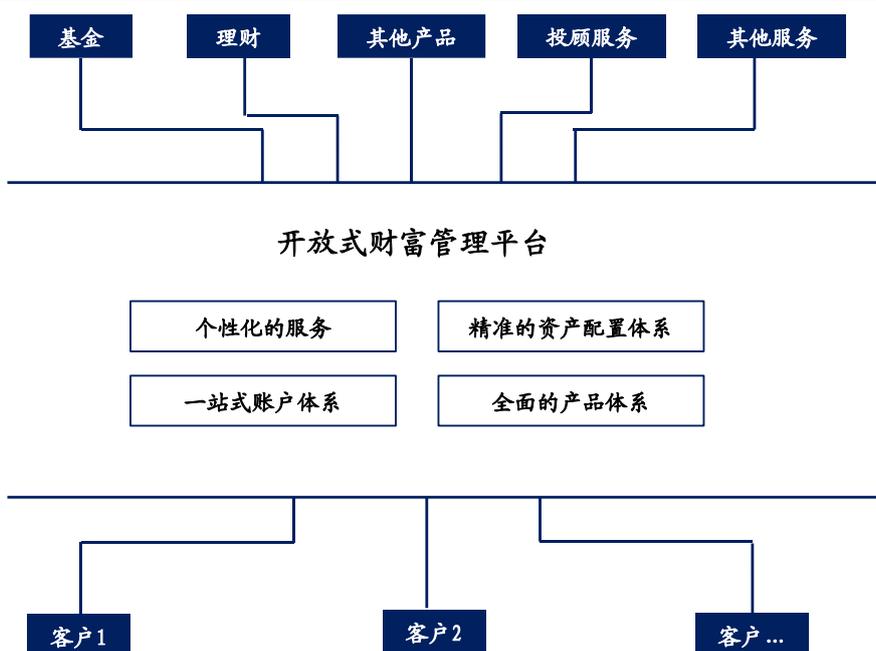
### ■ 自有产品销售向开放平台转型

打造开放式的产品货架和财富管理生态圈，积极满足客户个性化需求是财富管理商业模式转型的方向之一。蚂蚁集团、京东数科等互联网金融平台的快速发展让我国传统财富管理机构看到了开放平台商业逻辑的巨大价值。美国财富管理机构早已不是简单的卖自家产品，而是协同集团内多个金融牌照的优势，联结外部机构打造开放式的产品货架和财富管理生态圈，为客户提供一站式的综合化服务。

我国商业银行目前也在积极打造财富管理开放平台，从最初的销售自家理财产品到代销保险产品、信托产品和公募基金产品等，但产品货架的开放性还处于初级阶段，如目前只有招商银行等少数银行开始代销其他理财子公司的产品，

因此平台开放性有待进一步提升。不过打造开放式产品货架对产品筛选能力和大类资产配置能力等提出了更高的要求，这是未来财富管理机构需要面临的挑战。另外，开放式财富管理平台不仅指开放的产品货架，更重要的是在平台上为客户提供一站式的“金融+生活”综合化服务，这不仅需要财富管理平台与外部金融机构加强合作，还需要与非金融机构合作，共同打造开放的财富管理生态圈。招商银行行长田惠宇表示：“财富管理要搭建大平台，拥抱一切有利于为客户创造价值的社会资源，让客户在招行的平台上享受开放、自如的一站式金融服务，做全市场的产品采购专家和资产配置专家，在长期为客户创造价值的过程中实现自身的价值。”

图 14：打造开放式财富管理平台

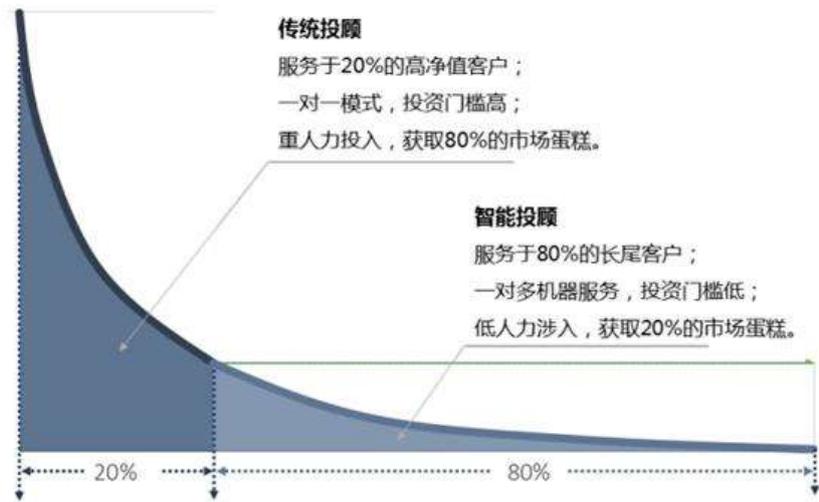


资料来源：神策数据，国信证券经济研究所整理

### ■ 数字化转型加速

随着数字化时代的到来，金融科技发展迅速，数字化转型成为未来财富管理机构决胜的关键因素之一。财富管理数字化一方面延伸了财富管理客群边界，进一步打开了成长空间；另一方面改变了财富管理服务模式，助力实现“千人千面”的全方位服务，满足客户个性化需求。传统的财富管理对专业的财富顾问依赖度非常大，因此一般只有富裕及高净值客群才可以享受到财富管理服务，但金融科技使得普通大众也能享受到财富管理服务。同时，财富管理机构还可以通过大数据挖掘来对客户精准画像，以实现精准营销，提供“千人千面”的个性化产品和服务，降低交易成本、升级风险管理系统等目标。近年来以摩根大通、富国银行代表的美国商业银行以及以招商银行和工商银行为代表的我国商业银行均是加大了金融科技的投入。

图 15: 金融科技覆盖长尾客户



资料来源：小米金融科技研究中心，国信证券经济研究所整理

图 16: 数字化的财富管理服务模式



资料来源：平安财富宝，国信证券经济研究所整理

**盈利模式：销售佣金向按 AUM 收取资产管理费进阶**

财富管理业务收入包括直接收益和间接收益，直接收益主要包括按 AUM 向客户收取的资产管理费或咨询费，以及按照销售规模收取销售佣金两大部分。间接收益主要指财富管理业务可以为公司沉淀大量的低成本存款，提高客户的品牌忠诚度与综合贡献度，与投行等其他业务板块协同发展带来更多的综合收益。

美国财富管理行业历经了从卖方销售模式向买方投顾模式进阶，收费模式也由销售产品赚佣金模式逐步向客户收费模式转型，目前仍是两种收费模式并存。国内财富管理市场主流依然是卖方销售模式，收费模式主要销售产品赚取佣金。以摩根大通为代表的美国财富管理业务收入来源主要包括：（1）资产管理费：根据客户所委托的资产市值按一定比例或者其他约定方式向客户收取，该模式

下客户将资产委托给机构管理，配置什么产品由机构决定，客户不参与。管理客户资产市值涨跌会直接影响机构收取的资产管理费。(2) 交易佣金：根据产品销售额向产品供应商收取一定比例的佣金，该模式让客户自行选择配置产品的服务模式，根据客户的每一笔交易收取佣金，客户资产市值的跌不直接影响机构收取的交易佣金。

按照 AUM 向客户收费的模式将机构、投资顾问和客户的利益捆绑在一起，有助于更好地消除投资顾问行业中的道德风险，使投资顾问真正从客户利益出发服务客户，践行以客户为中心的财富管理发展核心理念。按销售额提取一定比例佣金的模式使得财富管理从业人员在面对客户时难以保持客观独立，其道德风险值得关注；而且迫于业绩指标的压力，一些理财经理可能夸大宣传或许诺客户难以兑现的承诺，导致相关投诉和纠纷层出不穷，金融机构和行业信誉因此受损。该模式最终导致的结果往往是机构赚钱，但投资者不赚钱，客户体验不佳。

图 17: 财富管理行业收费模式



资料来源：《美国资产管理业务盈利模式分析与借鉴》（姚秋，刘聪，2014），国信证券经济研究所整理

## 美国大型银行财富管理经验借鉴

财富管理业务最核心的衡量指标是 AUM，因此我们首先需要明确我国和美国商业银行 AUM (Assets Under Management) 统计口径的差距。美国商业银行 AUM 一般指的是由银行进行投资管理，银行按资产市值的一定比例或约定方式收取资产管理费的资产。而银行销售其他金融机构的资管产品（如保险、基金、信托计划等）和股票、债券等，若只收取销售佣金，并不控制投资方向，银行一般将其归为经纪业务，则不统计在银行的 AUM 之内，统计在客户总资产 (Client Balances or Client Assets) 指标内。美国商业银行客户总资产主要包括 AUM 和经纪资产，有的银行客户总资产还包括存款、托管资产等（各银行名称和口径不完全一致）。国内银行的 AUM 则一般包含了表内外所有客户总资产，基本相当于国外银行的客户总资产。

财富管理业务，特别是私人银行，对商业银行财富管理品牌口碑与客户积累需求较高，因此大型商业银行在财富管理业务上具有一定的优势。由于花旗集团将财富管理业务融合在全球消费者银行板块，并未单独披露财富管理经营数据，因此我们主要分析摩根大通、美国银行和富国银行财富管理业务。在详细解析三大行财富管理业务之前，我们首先对三大行财富管理规模、财富管理板块对公司业绩贡献等数据做一个比较，以简单了解三大行财富管理业务发展态势。

摩根大通 AUM 和客户总资产规模最大，产品体系以主动管理投资组合为主，资产配置能力是其核心优势之一。富国银行经纪资产比重较大，营销能力是其核心优势之一。美国银行产品结构则相对均衡，近年来主动管理产品比重处于提升通道。2020 年末摩根大通、美国银行和富国银行财富管理部门客户总资产分别是 3.65 万亿美元、3.35 万亿美元和 2.01 万亿美元，其中 AUM 分别是 2.72 万亿美元、1.41 万亿美元和 0.60 万亿美元，AUM 占客户总资产的比重分别是

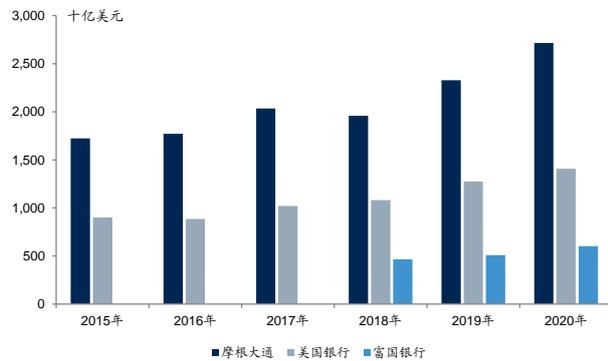
74.4%、42.0%和 30.1%。

图 18: 美国三大行财富管理客户总资产



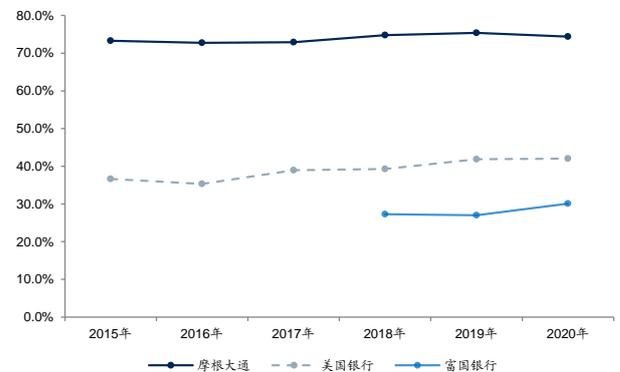
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理。注：公司业务及年报披露数据每年会追溯调整，因此 2018-2020 年数据基本为同一口径，2015-2017 年基本为同一口径，下同。如 2020 年四季度摩根大通将资产与财富管理板块 (Asset & Wealth Management) 部分资产、客户、员工等调整到消费者和社区银行下的摩根大通财富管理部门 (J.P Morgan Wealth Management)。

图 19: 美国三大行财富管理 AUM



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

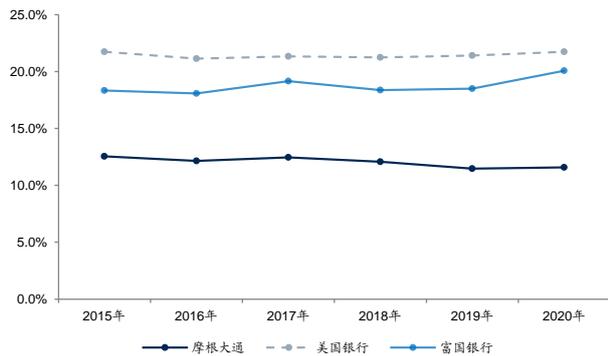
图 20: 美国三大行 AUM 与客户总资产比值



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

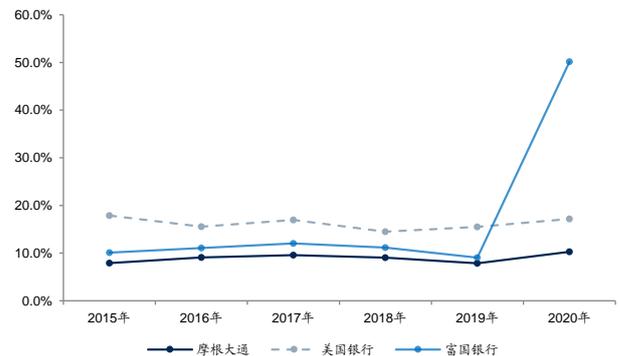
美国银行资产与财富管理板块对公司业绩贡献最高，摩根大通最低。2020 年疫情对银行业绩冲击较大，因此我们主要看 2019 年美国三大行资产与财富管理板块业绩对公司的贡献度。2019 年摩根大通、美国银行和富国银行资产与财富管理板块对公司收入的贡献分别是 11.5%、21.4%和 18.5%，对公司净利润的贡献分别是 7.9%、15.5%和 9.0%。整体来看，三大行财富管理业务对公司业绩直接贡献都不是太大，但财富管理业务重要性更多来自于直接收益贡献之外的维系客户、提供综合金融服务，与投行等其他业务板块协同发展等带来的间接收益。

图 21: 美国三大行资产与财富管理板块营收贡献



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图 22: 美国三大行资产与财富管理板块净利润贡献

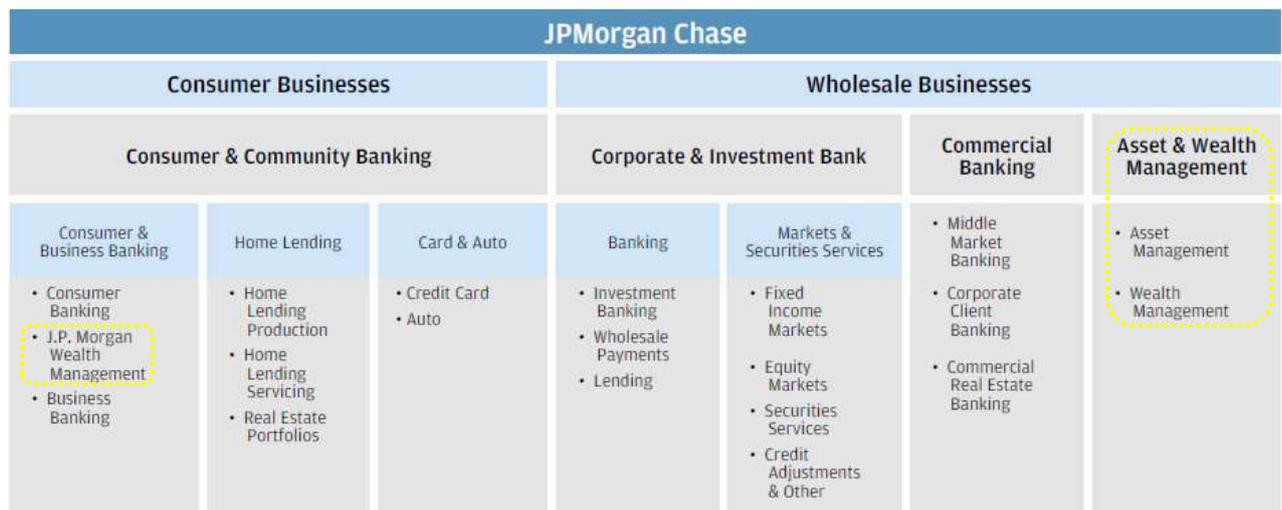


资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

### 摩根大通: 主动管理产品为主, 资产配置能力是核心优势之一

摩根大通财富管理业务主要包括: 资产与财富管理板块(AWM)下的资产管理、财富管理以及消费者与社区银行板块(CCB)下的摩根大通财富管理(J.P Morgan Wealth Management)。其中, 资产管理为机构客户和零售客户提供多元化资产投资管理解决方案, 涵盖股票、固定收益、另类投资和货币市场基金等多元化产品, 以实现满足客户广泛的投资需求。财富管理为高净值客户提供退休产品和服务、经纪、托管、信托和遗产、贷款、抵押、存款和投资管理等服务。消费者与社区银行板块下的摩根大通财富管理为非高净值客户提供财富管理服务。

图 23: 摩根大通业务板块设置

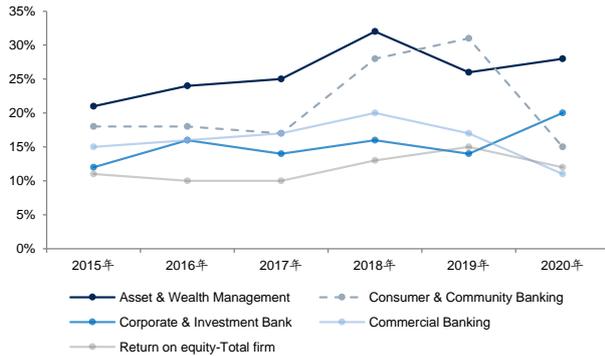


资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

摩根大通财富管理业务在行业中处于领先地位, 资产与财富管理部门 ROE 在四大业务板块中持续处在最高水平。2020 年末摩根大通资产与财富管理板块下客户总资产合计为 3.65 万亿美元, 其中 AUM 为 2.72 万亿美元, 经纪资产等 (Custody/brokerage/administration/deposits) 为 0.94 万亿美元, 公司以主动管理产品体系为主。2020 年资产与财富管理部门实现收入 142.4 亿美元, 净利润 29.9 亿美元, 分别占摩根大通总收入和净利润的 11.6%和 10.3%。资产与财富管理板块 ROE 近年来持续高于其他三大业务板块, 2020 年资产与财富管理板块 ROE 为 28%, 公司整体 ROE 为 12%。

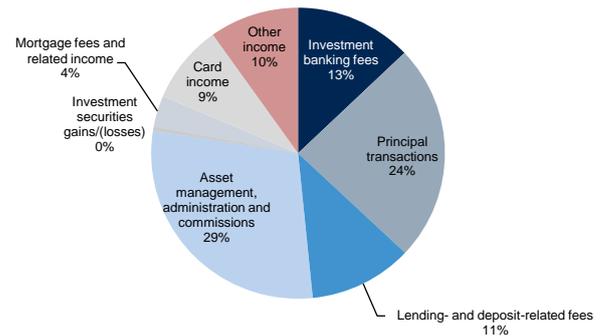
由于摩根大通将部分非高净值客户财富管理业务放在消费者与社区银行板块下的摩根大通财富管理条线，因此财富与资产管理板块业绩实质上低估了财富管理业务对公司的贡献。2020年摩根大通整体资产管理手续费及佣金（Asset management, administration and commissions）收入为182亿美元，明显高于财富与资产管理板中的资产管理手续费及佣金收入106亿美元。近年来摩根大通非息收入占总收入比重约为50%，其中非息收入中资产管理手续费及佣金收入比重约为30%，财富管理是公司非息收入的重要来源。

图 24: 摩根大通资产与财富管理 ROE 高于其他板块



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图 25: 摩根大通 2019 年非息收入结构



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

### ■ 重视私人银行客户，建立一体化团队覆盖模式

摩根大通财富管理主要服务三类客户，一是私人银行客户，二是机构客户，三是零售客户。其中，私人银行客户服务内容为向客户提供投资建议和财富管理服务，包括投资管理、资本市场和风险管理、税务和不动产筹划、银行业务、资本筹措以及其它特殊的财富咨询服务。机构客户服务内容主要包括向客户提供综合的全球投资服务，包括资产管理、养老金分析、资产负债管理以及风险预算策略等。零售客户服务内容为向客户提供投资管理、退休计划管理等全面投资服务，并通过中介和直接渠道提供多种投资产品。

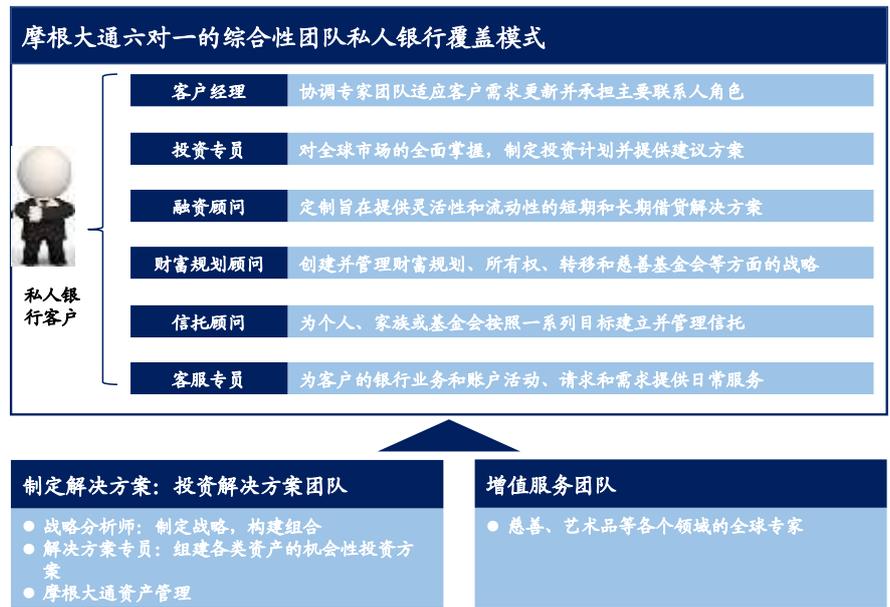
表 1: 摩根大通资产与财富管理客户分类

私人银行	私人银行的客户包括高净值和超高净值的个人、家庭、基金经理和企业主
机构客户	机构客户包括企业和公共机构、捐赠基金、基金会、非营利组织和世界各地的政府
零售客户	零售客户包括金融中介机构和个人投资者

资料来源:公司公告，国信证券经济研究所整理

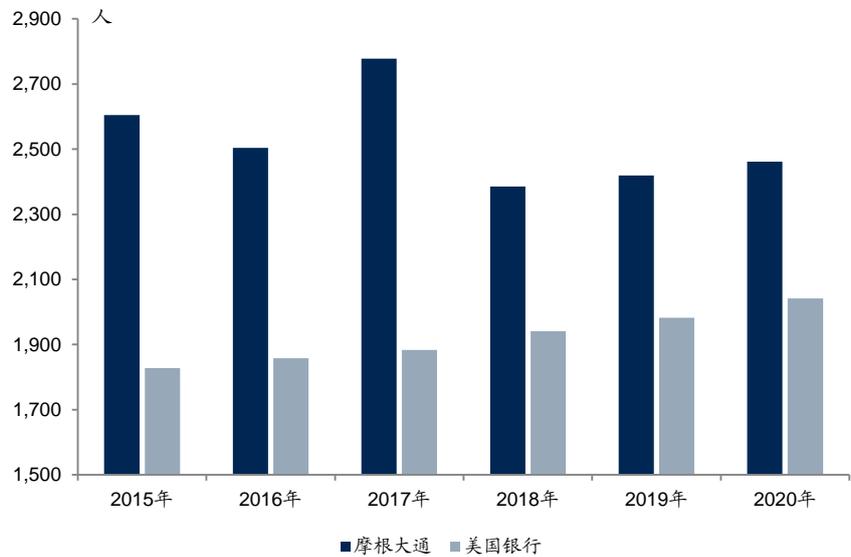
摩根大通非常重视私人银行业务，为了更好的服务私人银行客户，公司前期建立了六对一的私人银行一体化团队覆盖模式，为每个客户配备了专门的客户经理、投资顾问、融资顾问、财富规划顾问、信托顾问和日常服务专员。在摩根大通一体化团队服务模式中，私人银行团队的前中后台每个成员都可以和客户直接见面咨询，每次互动结果都需在团队内分享。这与传统的私人银行模式中只有客户经理和客户面对面交流相比较，摩根大通一体化团队服务模式能更好地了解客户的需求，提供符合客户需求的产品和服务，增强与客户的黏性。同时，除了六对一的团队之外，摩根大通还配有额外的投资解决方案团队和增值服务团队，以更好地服务超高净值客户的多元化、定制化需求。摩根大通服务高净值客户的财富顾问人数明显多于美国银行，2020年末摩根大通财富顾问人数为2462人，占财富与资产管理板块员工数量的11.9%，美国银行财富顾问人数为2042人，占全球财富与投资管理部門员工数量的9.6%。

图 26: 摩根大通私行建立了六对一的一体化团队



资料来源：麦肯锡，《财富管理》杂志，国信证券经济研究所整理

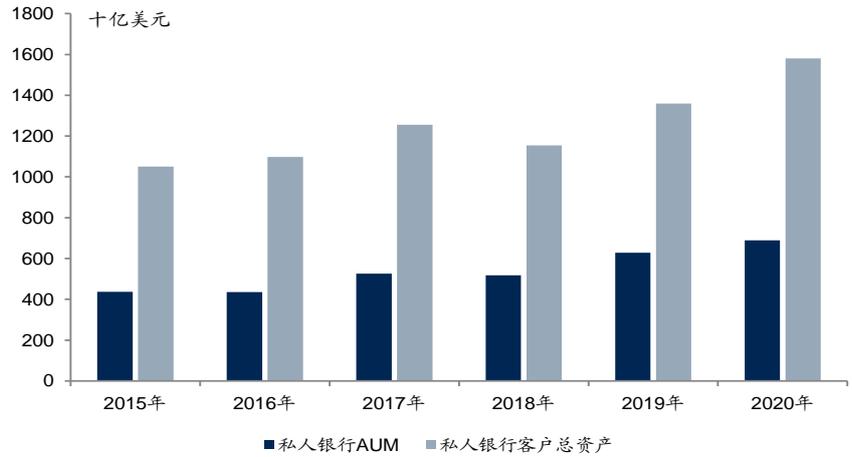
图 27: 摩根大通财富顾问人数高于美国银行



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理。注：财富顾问是财务顾问的一个子集，主要服务高净值人士和超高净值人士。

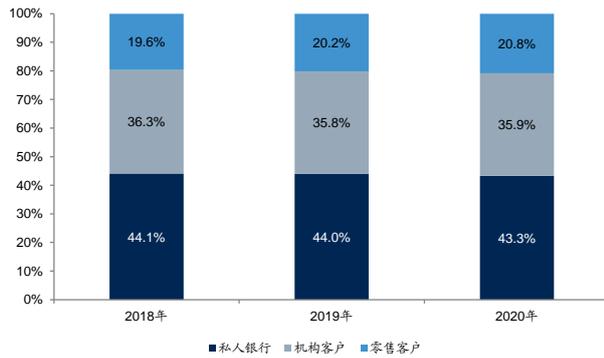
2020 年末摩根大通私人银行客户总资产 1.58 万亿美元，管理的私人银行 AUM 为 0.69 万亿美元。客户总资产结构来看，2020 年末私人银行客户资产比重为 43.3%，机构客户资产比重为 35.9%，零售客户资产比重为 20.8%，私人银行客户贡献最大。AUM 结构来看，私人银行 AUM 比重为 25.4%，机构客户 AUM 比重为 46.9%，零售客户 AUM 比重为 27.8%，机构客户贡献最大。

图 28: 摩根大通私人银行客户总资产和 AUM



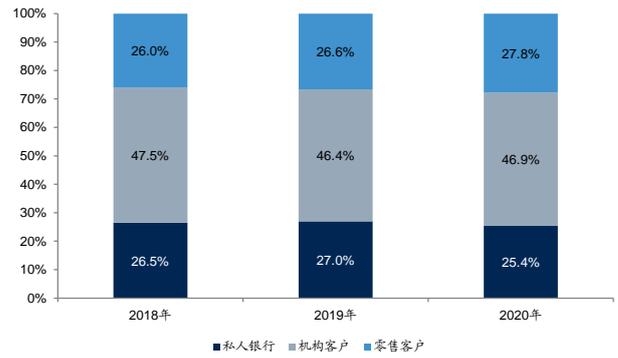
资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图 29: 摩根大通客户总资产按客群分类



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

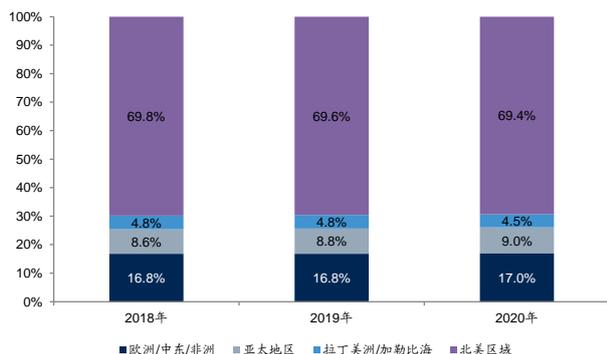
图 30: 摩根大通 AUM 按客群分类



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

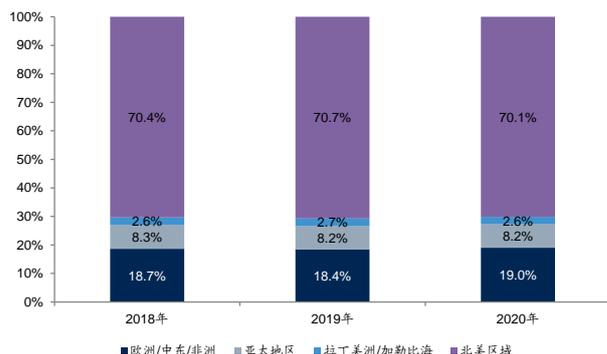
摩根大通财富管理业务遍及全球, 但北美市场是其主战场。近年来北美区域客户资产比重和 AUM 比重基本稳定在 70%。2020 年末客户总资产区域结构, 北美区域占 69.4%, 欧洲/中东/非洲占 17.0%, 亚太地区占 9.0%, 拉丁美洲/加勒比海只能 4.5。AUM 区域结构, 北美区域占 70.1%, 欧洲/中东/非洲占 19.0%, 亚太地区占 8.2%, 拉丁美洲/加勒比海只能 2.6%。

图 31: 摩根大通客户总资产按区域分类



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图 32: 摩根大通 AUM 按区域分类



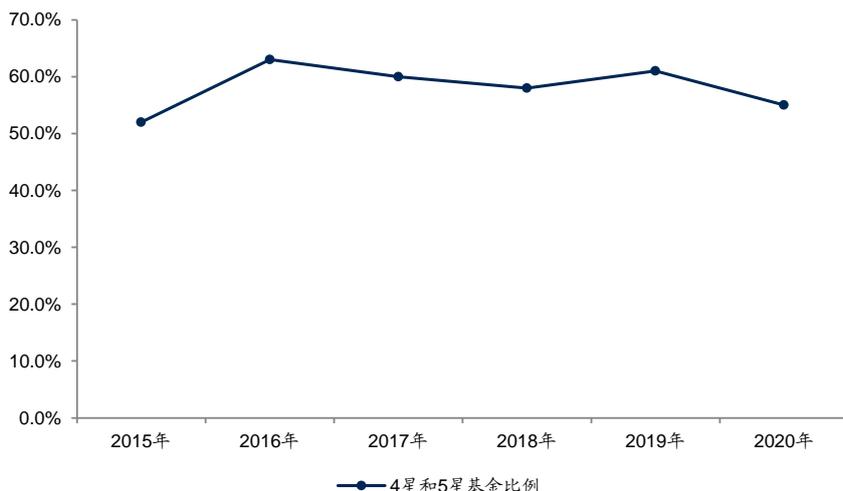
资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

■ 以主动管理产品体系为主, 业绩突出

摩根大通产品体系以主动管理产品为主, AUM 占客户总资产比重持续在 70% 以上。公司资产配置能力优秀, 业绩在同业中排名靠前, 带来公司 AUM 持续较好增长。从衡量资产管理业绩的两个硬性指标来看, 摩根大通表现都在同业前列, 具体来看:

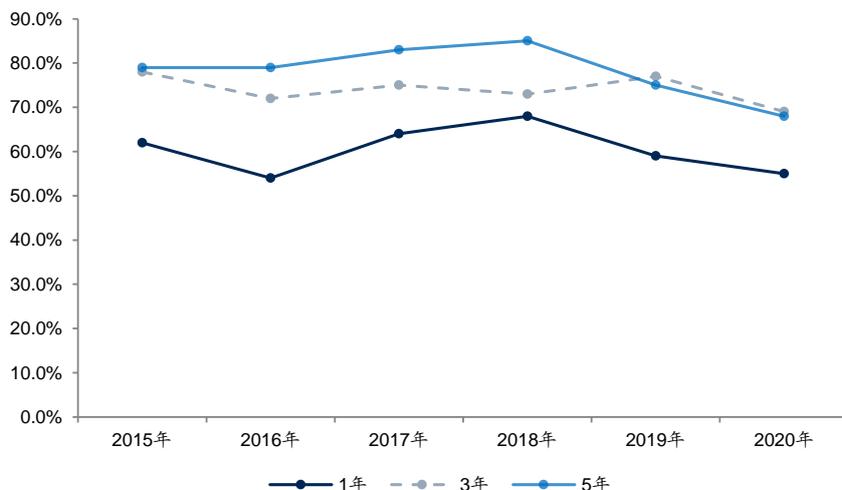
- 指标 1: 所管理的基金被评为 4 星级或 5 星级基金的比例, 摩根大通该比例长期在 50% 以上, 这意味着摩根大通管理的基金产品有 50% 以上排名在全行业前 32.5%。2019 年末和 2020 年末摩根大通 4 星级和 5 星级基金比例分别是 61% 和 55%。
- 指标 2: 所管理的基金收益率排名在前 50% 的百分比, 摩根大通该比例长期在 50% 以上, 且持有时间越长收益率越高, 表明长期投资能力优秀。截止 2019 年末, 摩根大通管理了一年、三年和五年的基金收益率排名在前 50% 的比例分别是 59%、77% 和 75%, 2020 年上述比例分别下降到 55%、69% 和 68%, 但仍处在高位。

图 33: 摩根大通管理的共同基金被评为 4 星或 5 星的比例



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理。注: 星级评定来源于晨星(Morningstar)和野村(Nomura), 只包括开放式共同基金, 不包括货币市场基金、未被发现经理人的基金和在巴西注册的基金。评级标准根据基金在不同时期经风险调整后的表现, 5 星评级代表了全行业排名前 10% 的基金, 4 星评级代表了全行业排名前 10%-32.5% 的基金。

图 34: 摩根大通管理的不同年限的基金产品收益率排名在前 50%的比例



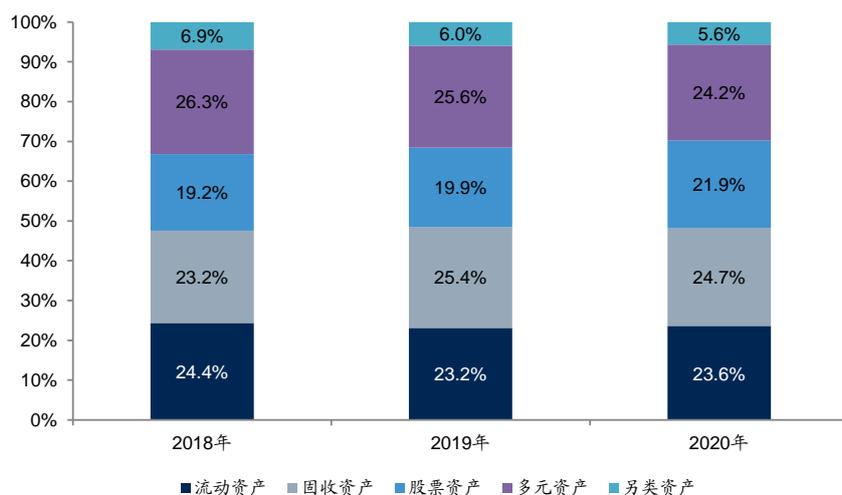
资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理。注: 数据来源于理柏(Lipper)、晨星(Morningstar)和野村(Nomura), 只包括开放式共同基金, 不包括货币市场基金、未被发现经理人的基金和在巴西注册的基金。

公司 2015 年年报曾披露, 摩根大通资管板块有组合管理经理 600 多人, 研究人员 250 人, 市场策略师 30 人, 研究队伍十分强大。资管板块的分析师每天早上都会以电话会议的形式向全行客户投资顾问分析全球金融经济形势、市场动态和投资建议, 以便其向客户提供投资意见。

■ 提供多样化的产品和服务, 人才激励到位

摩根大通财富与资产管理板块资产配置多元化且配置相对均衡。2020 年末公司管理资产配置流动性资产、固收资产、股票资产、多元资产和另类资产的比例分别是 23.6%、24.7%、21.9%、24.2%和 5.6%。同时, 公司随时根据市场情况积极调整资产配置战略, 如 2020 年权益市场表现优异的环境下, 公司配置股票资产比例较 2019 年末提升了 2.0 个百分点。

图 35: 摩根大通 AUM 按投资资产类型分类

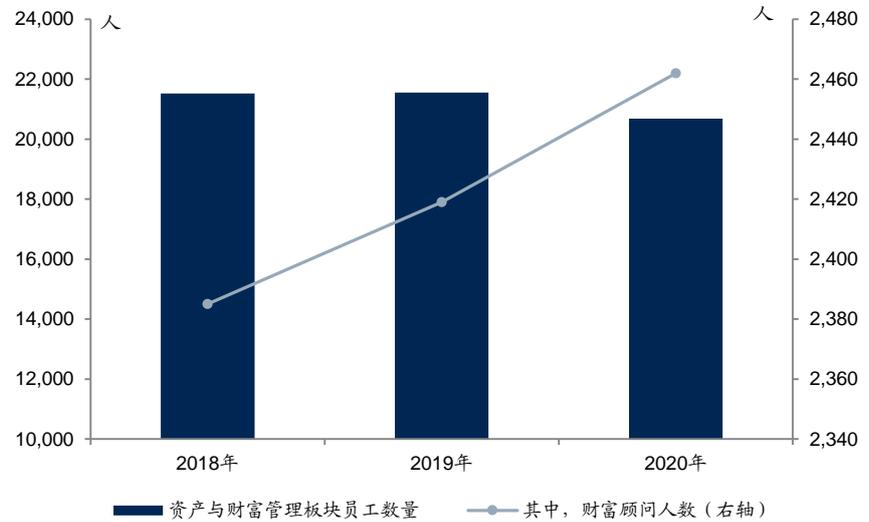


资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

人才队伍庞大且激励到位是摩根大通财富管理业务领先的重要因素之一。摩根大通资产与财富管理板块队伍庞大, 与客户关系维护密切。2019 年末员工数量为 2.16 万人, 2020 年因部门调整等因素使得员工数量略降到 2.07 万人, 其中

2019 年末服务高净值客户的财富顾问数量为 2419 人，2020 年末提升到 2462 人，表明公司对高净值客户重视度持续提升。

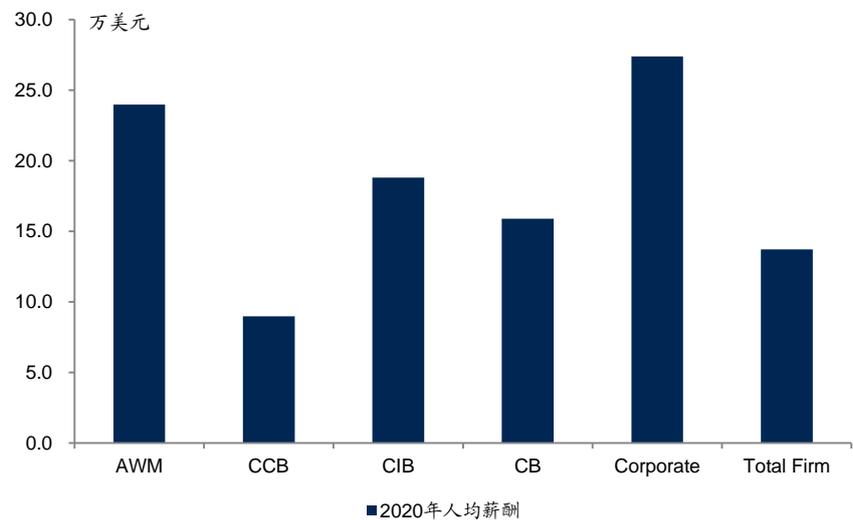
图 36: 摩根大通资产与财富管理板块员工数量



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

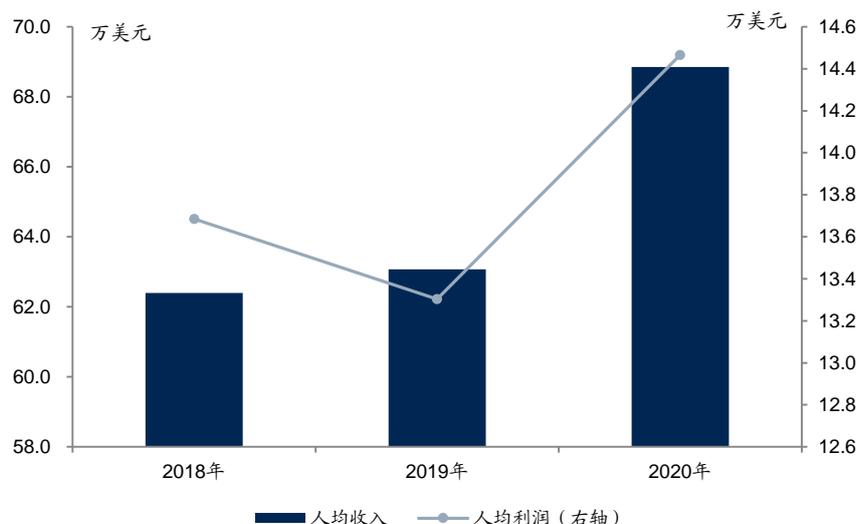
摩根大通资产与财富管理部门员工激励到位，2020 年人均薪酬为 24.0 万美元（全公司整体为 13.7 万美元），明显高于其他业务板块。公司人均创收较高，2020 年资产与财富管理部门人均收入 68.9 万美元，人均净利润 14.5 万美元。

图 37: 摩根大通资管和财富部门人均薪酬高于其他部门



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理。注：人均薪酬=当期薪酬支出（Compensation expense）/期末员工人数。

图 38: 摩根大通资产与财富管理板块人均收入和利润

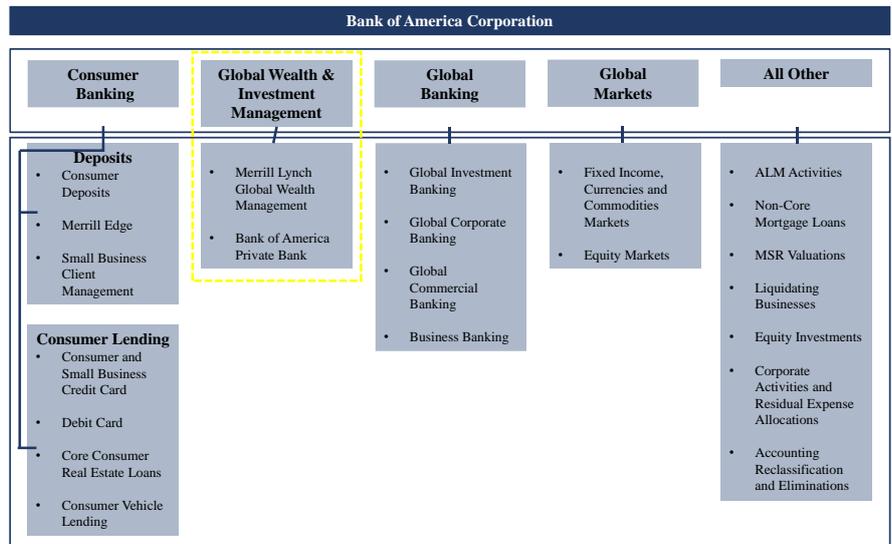


资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理。注: 人均收入(利润) = 当期总收入(利润) / 期末员工人数。

### 美国银行: 产品体系均衡, 美林全球财富管理贡献主要 AUM

根据 2020 年年报披露, 当前美国银行分为 4 个主要业务部门: 消费金融部门、全球财富与投资管理部門、全球銀行部門和全球市場部門。其中, 全球财富与投资管理部門由两大业务条线组成, 即美林全球财富管理 (Merrill Lynch Global Wealth Management, MLGWM) 和美国銀行私人銀行 (Bank of America Private Bank)。美林全球财富管理主要面向可投资资产在 25 万到 1000 万美元的客户, 除了提供 Merrill Edge 所包含的所有账户及管理服务外, 还通过一对一的财务顾问 (financial advisors) 服务量身打造符合客户财务目标和财务结构的财富管理策略。美国銀行私人銀行与 MLGWM 的私人财富管理业务一起针对可投资资产超过 1000 万美元的高净值和超高净值个人客户和家庭提供全面定制及复杂的财富管理策略, 包括流动性管理、另类投资、对冲策略、信托方案、税务管理、个人信托服务及慈善信托基金、家族管理等, 为客户提供跨越几代的家族财富管理服务。

图 39: 美国银行业务板块划分

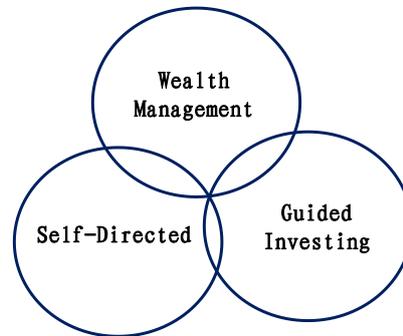


资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图 40: 美林全球财富管理提供多样化的投资模式

**美林财富管理:** 与专门的财务顾问进行一对一的联系服务, 财务顾问将帮助客户制定全面的财务战略, 旨在财富保值增值。

**自主投资模式:** 为客户提供有用的指导、见解和工具, 将客户的投资想法付诸实践。



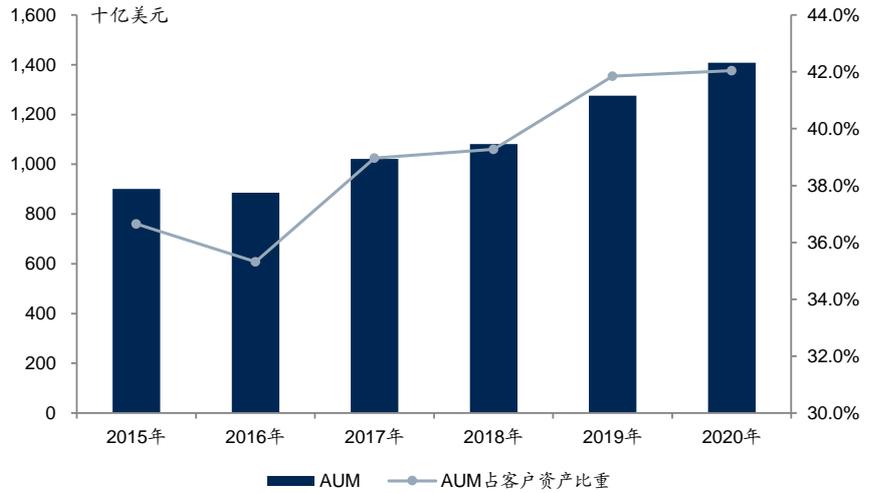
**美林引导投资:** 由美林投资专家建立智能顾问, 监控和平衡符合客户目标的投资咨询计划, 客户还可与人工顾问进行一对一交流。

资料来源: 公司官网, 国信证券经济研究所整理

■ 产品体系相对均衡

美国银行全球财富与投资管理部門 AUM 占客户总资产比重持续提升, 目前产品体系相对较为均衡。2020 年末美国银行全球财富与投资管理部門客户总资产为 3.35 万亿美元, 其中 AUM 为 1.41 万亿美元, AUM 占客户总资产的比重为 42.0%, 近年来该比值呈现持续提升趋势。相较于美国银行和富国银行, 美国银行产品体系更为均衡。

图 41: 美国银行财富管理 AUM 占客户总资产比重提升至 42%



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

■ 美林全球财富管理板块贡献主要 AUM 和收入

美国银行财富管理业务对公司业绩贡献高于富国银行和摩根大通, 主要来自美林全球财富管理部门。2020 年美国银行全球财富与投资管理实现收入 185.8 亿美元, 占公司收入总额的 21.7%, 实现净利润 30.8 亿美元, 占公司净利润总额的 17.2%。2020 年公司收入和净利润同比均有所下降主要是受利率降低带来利息收入下降, 财富管理规模增长带来投资与经纪服务收入 (Investment and brokerage services) 同比增长了 3.4%。美林全球财富管理和私人银行两大业务板块中, 美林全球财富管理贡献大部分客户资产及收入。2020 年美林全球财富管理板块客户资产占客户总资产的比重为 83.8%, 营业收入比重为 82.3%。

图 42: 美林全球财富管理贡献财富管理收入总额的约 82%



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图 43: 美林全球财富管理贡献财富管理客户资产的约 84%

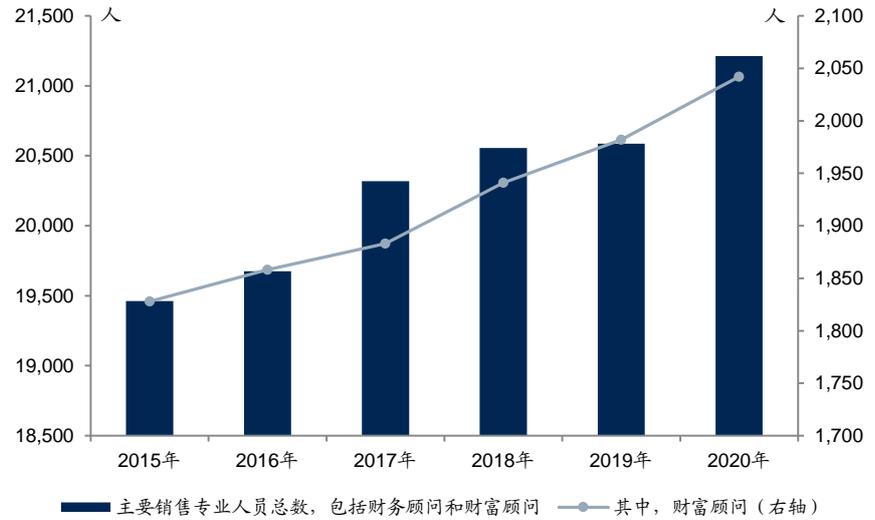


资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

■ 人才队伍庞大, 人均创收较高

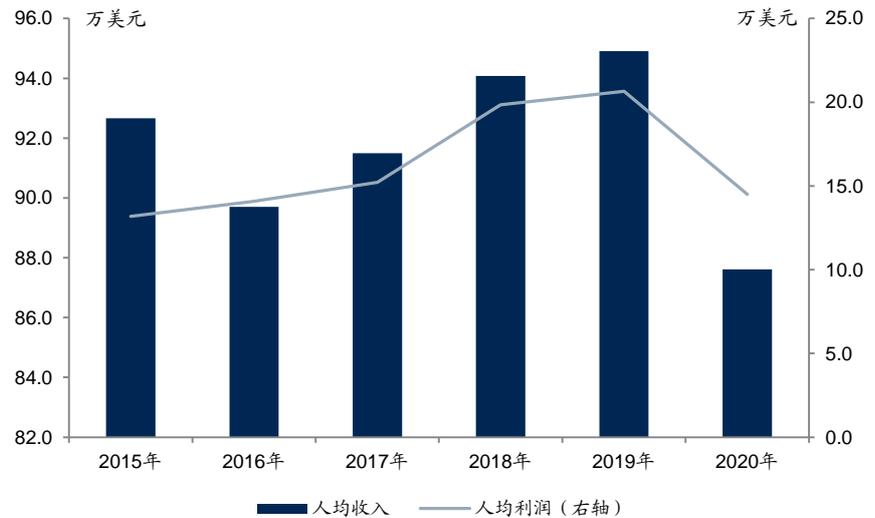
摩根大通财富管理业务人才队伍持续扩大, 2020 年末公司主要销售专业人员 (包括财务顾问和财富顾问) 达到 2.12 万人, 其中财富顾问人数为 2042 人。2019 年美国银行全球财富与投资管理业务部门员工人均收入和人均利润分别是 94.9 万美元和 20.6 万美元, 2020 年略有下降但仍在高位。

图 44: 美国银行全球财富与投资管理部门员工



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图 45: 美国银行全球财富与投资管理部门人均收入和利润



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理。注: 人均收入(利润)=当期总收入(利润)/期末主要销售人员总数(包括财务顾问和财富顾问)。

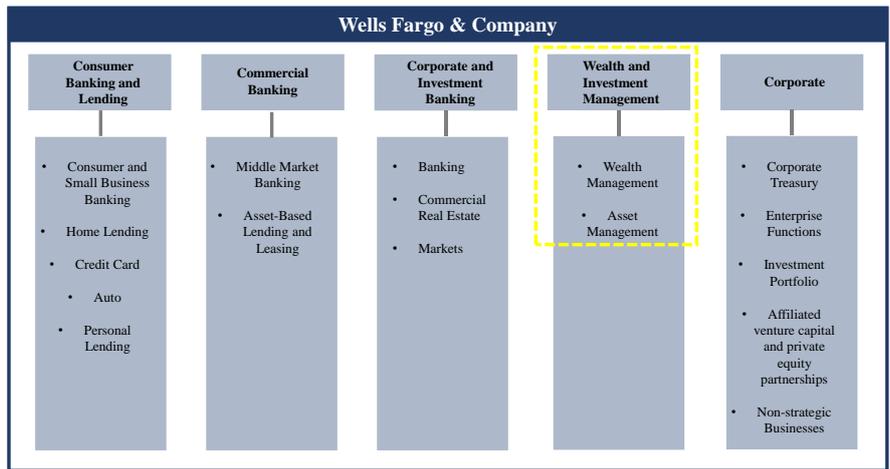
### 富国银行: 零售经纪客户资产比重高, 营销是核心优势之一

2020 年富国银行将三个业务部门重新拆分为五个部门, 分别为消费者贷款部门、商业银行部门、公司银行和投资银行部门、财富和投资管理部门、公司部门。财富和投资管理(WIM)板块提供全面的财富管理、投资管理与养老产品和服务, 公司还满足客户的经纪业务需求, 并为高净值客户和超高净值客户提供财务计划、私人银行业务、信贷和信托服务等。据路透社 2020 年末报道, 富国银行正考虑出售资产管理业务, 2020 年末富国银行的资产管理部为客户管理 6030 亿美元的资产, 未来是否剥离资产尚不确定。

富国银行采取多个子品牌模式(称为“精品店”模式), 形成了针对不同的客户

定位和投资风格，能更好的匹配不同客群的个性化需求。公司财富和投资管理板块旗下包括 Wells Fargo Advisors、The Private Bank、Abbot Downing（2012 年富国在整合原来旗下财富管理机构的基础上推出的服务品牌/子公司，针对可投资资产在 5000 万美元的超高净值客户以及捐赠基金、养老基金等客户）和 Wells Fargo Asset Management 四个子品牌。公司多个子品牌的精品店模式能够更加精准服务客户，提升客户满意度和提高公司的经营效率。

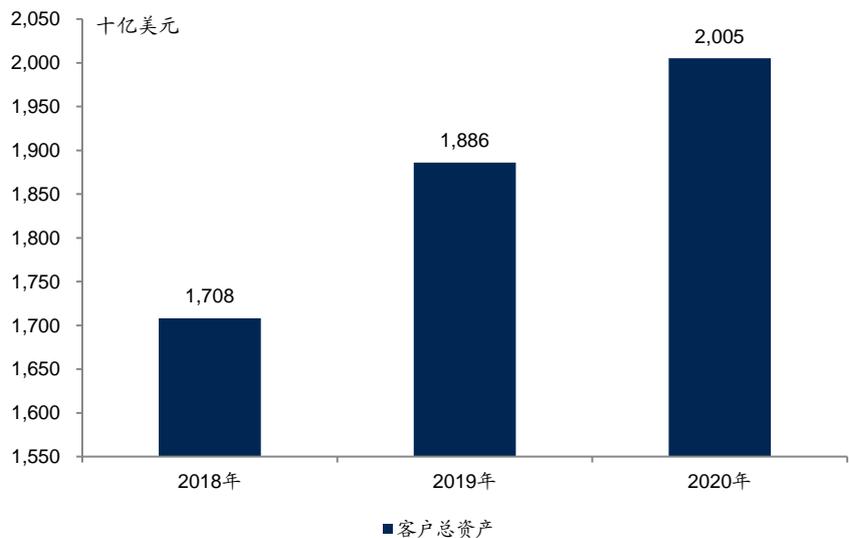
图 46: 富国银行业务板块结构



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

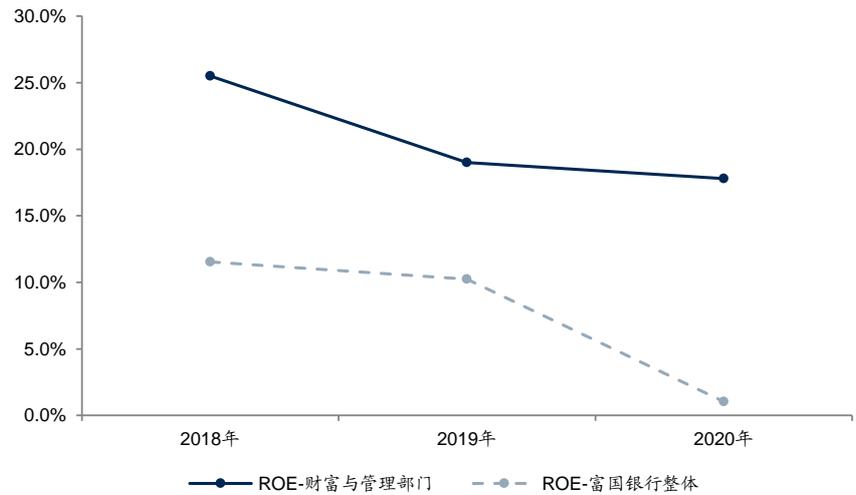
2020 年末富国银行财富和管理部门客户总资产达 2.0 万亿美元，较 2018 年末增长了 17.4%，维持了较好的增长。2020 年财富和管理部门实现收入 145 亿美元，实现净利润 16.6 亿美元，较 2019 年有所下降，主要是降息使得净利息收入有所下降以及计提的贷款损失准备有所增加。公司财富与投资管理板块 ROE 明显持续高于公司整体 ROE 水平，由于疫情冲击下富国银行 2020 年净利润同比下降了 83%，因此我们分析 2019 年各部门收入比重，2019 年财富和投资管理收入贡献为 18.5%，利润贡献为 9.0%。

图 47: 富国银行财富和投资管理板块客户总资产



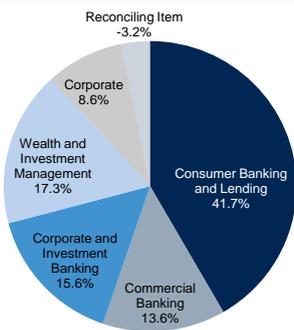
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图 48: 富国银行财富与管理部门 ROE 明显高于整体水平



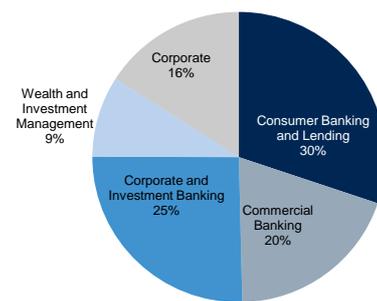
资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图 49: 富国银行 2019 年各部门收入比重



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图 50: 富国银行 2019 年各部门利润比重

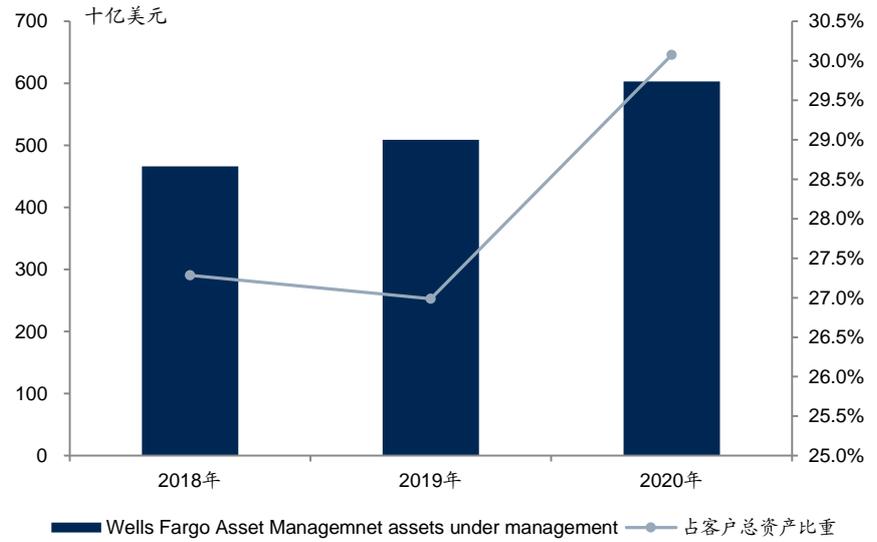


资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

■ 零售客户经纪资产比重较大, 人均创收能力相对较弱

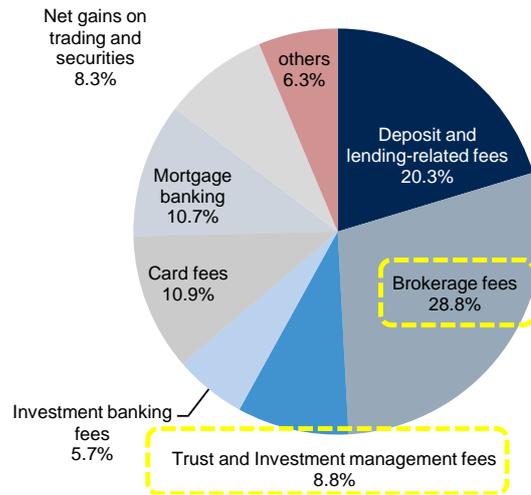
公司 Wells Fargo Asset Management 管理的 AUM 占财富和投资管理板块客户总资产的比重不到 30%, 明显低于摩根大通, 也低于美国银行。从非息收入贡献来看, 富国银行经纪业务佣金收入占非息收入比重为 28.8%, 信托和投资管理手续费非占非息收入比重仅 8.8%。我们认为这与富国银行服务客群的定位和其核心竞争优势相关, 富国银行作为一家从社区银行发展起来的大型商业银行, 专注于服务中小企业客户和个人客户, 大众和富裕客群数量庞大。同时, 假账户事件之前交叉销售是富国银行的核心竞争优势, 公司营销能力非常强, 2015 年其零售银行客户平均有 6.11 个富国银行的产品, 批发银行客户平均有 7.3 个, WBR 的零售客户平均有 10.55 个产品。

图 51: 富国银行 AUM 及占客户总资产比重



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

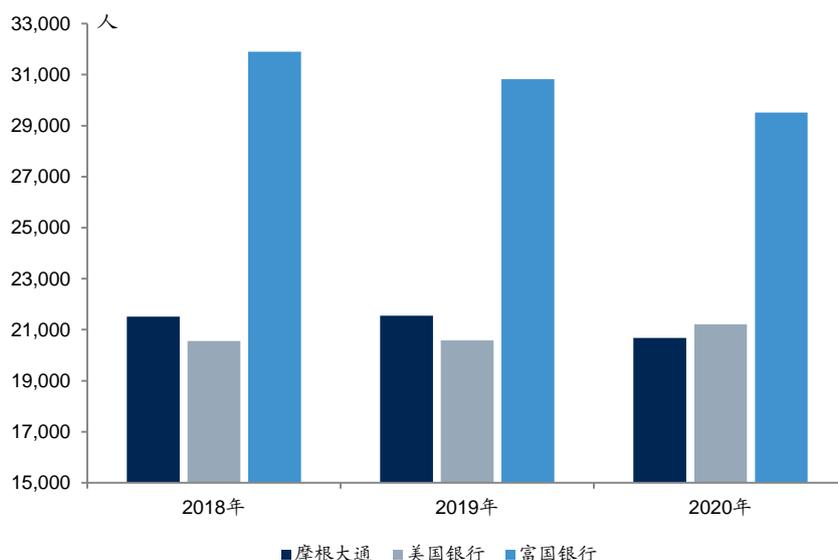
图 52: 富国银行经纪佣金占非息收入比重明显高于信托和投资管理佣金比重



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

富国银行财富管理部门依靠其庞大的人才队伍以及广泛的营业网点来拓展财富管理业务, 营销能力是公司核心优势之一。富国银行财富管理部门客户资产规模低于摩根大通和美国银行, 但财富管理部门员工要远超摩根大通和美国银行。2020 年末富国银行、摩根大通和美国银行财富管理部门员工分别为 2.95 万人、2.01 万人和 2.12 万人。

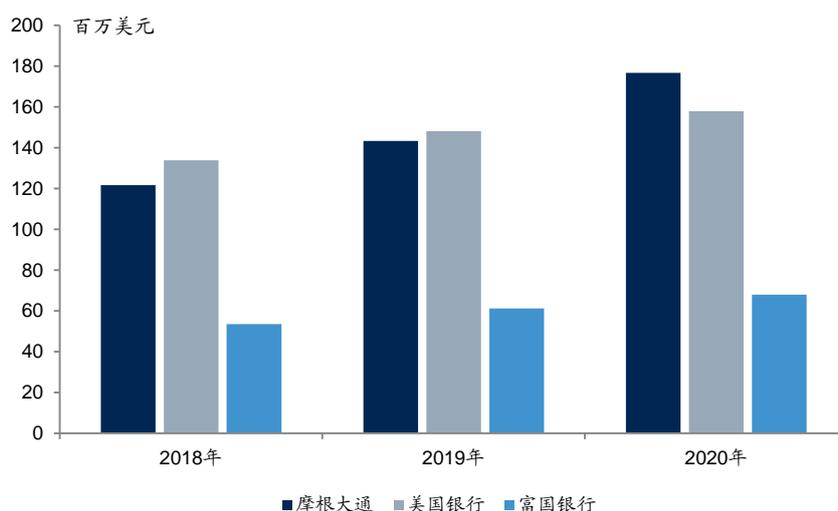
图 53: 财富和投资管理部门员工数量



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理。注: 美国银行员工数量为 Total primary sales professionals, including financial advisors and wealth advisors.

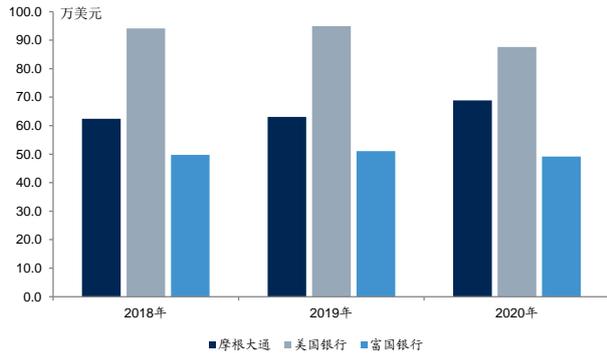
富国银行财富管理部门人均产能低于摩根大通和美国银行。由于公司大众和富裕客群数量庞大, 零售客户经纪资产规模较大, 因此公司人均产能明显低于摩根大通和美国银行。2020年末富国银行、摩根大通和美国银行财富管理部门员工人均管理客户总资产分别为 68 百万、177 百万美元和 158 百万美元, 2020 年人均收入分别是、49.2 万美元 68.8 万美元和 87.6 万美元, 人均利润分别是 5.6 万美元、14.5 万美元和 14.5 万美元。

图 54: 美国三大行财富管理部门人均客户总资产



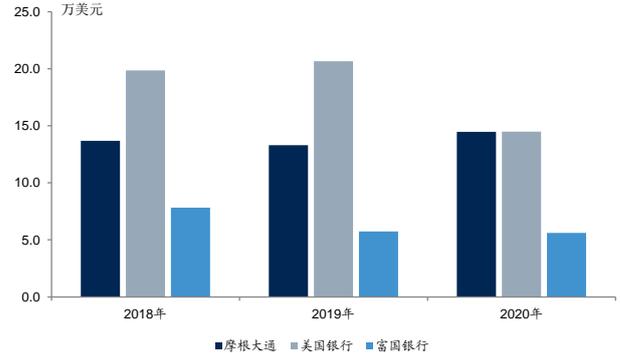
资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理。注: 人均客户总资产=期末财富管理部门客户总资产/期末员工数量。

图 55: 美国三大行财富管理部门人均收入



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理。注: 人均收入=当期净收入/期末员工数量。

图 56: 美国三大行财富管理部门人均利润



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理。注: 人均利润=当期净利润/期末员工数量。

## 总结

美国财富管理市场相对成熟, 财富管理规模庞大。我国财富管理仍处于初级阶段, 随着居民财富增长和财富管理意识增强, 未来市场空间广阔。美国财富管理发展路径给我国商业银行财富管理转型提供了重要的借鉴经验。我们认为主要包括以下几个方面,

- ✓ 以客户为中心是财富管理发展的核心理念。美国银行业财富管理业务通过对客户的财务状况、消费行为、生活需求等情况做全面深入的分析, 在此基础上为客户提供个性化的产品和服务, 深入践行以客户为中心的服务理念。而我国财富管理以客户为中心的服务理念仍相对薄弱, 未来财富管理转型的核心就是要从产品维度转向以客户需求为中心, 为客户提供个性化的产品和服务。
- ✓ 从卖方销售模式向买方投顾模式转型是重要路径, 注重人才培养和产品创新, 提升大类资产配置能力。当前美国商业财富管理的主流模式是买方投顾模式, 而我国主流模式仍是以产品为主导的卖方销售模式。买方投顾模式将机构、投资顾问和客户的利益捆绑在一起, 使财富管理机构真正从客户利益出发服务客户。卖方投顾模式使得财富管理从业人员在面对客户时难以保持客观独立, 容易滋生道德风险损害客户利益。财富管理向买方投顾模式转型的过程中需要重视人才和产品创新, 进一步提升大类资产配置能力。目前财富管理客户的主流需求是实现财富保值增值, 资产管理成为财富管理的主要功能, 财富管理机构需要重视人才培养、提高投研能力和产品创新能力, 进一步增强大类资产配置能力, 为客户实现更好的收益。
- ✓ 打造开放式的财富管理生态圈, 提供一站式综合化服务。美国商业银行财富管理业务早已不是简单的卖自家产品, 而是协同集团内多个金融牌照的优势, 联结外部机构打造开放式的产品货架和财富管理生态圈, 为客户提供一站式的综合化服务, 既包括个性化的金融服务, 也包括多种生活服务。打造开放式产品货架对产品筛选能力和资产配置能力等提出了更高的要求, 这是未来财富管理机构需要面临的挑战。未来财富管理机构不仅需要加强与外部金融机构合作, 还需要与非金融机构合作, 共同打造开放的财富管理生态圈。
- ✓ 加快财富管理数字化转型。随着数字化时代的到来, 金融科技发展迅速, 数字化转型成为未来财富管理机构决胜的关键。财富管理数字化一方面延伸了财富管理客群边界, 进一步打开了成长空间, 另一方面助力实现“千

人千面”的全方位服务，满足客户个性化的需求。

- ✓ 找到自身竞争优势，在财富管理细分市场构建护城河。美国财富管理市场格局仍比较分散，因此在未来以客户需求为中心的转型浪潮中，不同的财富管理机构需要找准自身的优势，定位细分领域客户需求并匹配相应的商业模式。即使同一类型机构也可以找到自身的竞争优势寻求差异化发展，如摩根大通高度重视私人银行业务，产品体系以主动管理产品为主，资产配置能力是其核心优势之一。富国银行则重视大众和富裕客户群体，客户资产中经纪资产比重较大，充分发挥很强的营销能力。
- ✓ 加强财富管理与投行等业务板块的协同效应，打造大财富价值链。财富管理业务的价值不仅仅是直接带来的手续费及佣金收入，更重要的是财富管理业务能够为公司沉淀大量的低成本存款，提高客户的品牌忠诚度与综合贡献度，通过加强与投行等业务部门的合作带来更大的综合收益。

## 投资建议

随着我国居民财富增长和财富管理意识增强，财富管理市场空间巨大，商业银行凭借其庞大的客户基础、品牌信仰以及资金投入优势等，未来财富管理业务将迎来快速增长，有望成为商业银行重要的盈利增长点。财富管理业务本身具有轻资本、弱周期、护城河高等优势。同时财富管理业务可以为银行沉淀大量低成本存款，提高客户的品牌忠诚度与综合贡献度，与投行等业务部门合作带来更大的综合收益。财富管理业务将助力商业银行实现向轻资本、轻资产的轻型银行转型，盈利能力和稳定性都将大幅增强，银行业长期投资价值也将有所提升。

2021年我国经济复苏延续，银行资产质量有望持续改善，加上净息差企稳后对净利润增长不利影响减弱，以及银行板块相对估值仍处于历史低位，我们维持行业“超配”评级。个股方面，中长期看好财富管理业务领先的招商银行，同时推荐成长性强的宁波银行、成都银行和常熟银行和基本面稳健的低估值大行。

## 风险提示

若宏观经济复苏不及预期，可能从多方面影响银行业，比如经济下行时期货币政策宽松对净息差的负面影响、经济下行导致不良贷款增加等。财富管理市场商业模式、政策法规等发生重大变革影响商业银行财富管理业务的发展。

**表 2: 主要公司估值表**

收盘日:		收盘价 (元)	普通股 ROE			归母净利润同比			PB			PE		
2021/5/8	2020A		2021E	2022E	2020A	2021E	2022E	2020A	2021E	2022E	2020A	2021E	2022E	
601398.SH	工商银行	5.22	11.8%	11.7%	11.8%	1.2%	7.2%	10.3%	0.70	0.64	0.59	6.2	5.7	5.2
601939.SH	建设银行	6.87	12.1%	12.0%	12.0%	1.6%	6.6%	9.2%	0.76	0.70	0.64	6.5	6.1	5.5
601288.SH	农业银行	3.25	11.3%	11.2%	11.4%	1.8%	6.3%	9.7%	0.60	0.56	0.51	5.5	5.2	4.7
601988.SH	中国银行	3.28	10.5%	10.9%	11.2%	2.9%	9.9%	10.8%	0.55	0.51	0.47	5.3	4.8	4.3
601328.SH	交通银行	4.93	10.4%	10.8%	10.9%	1.3%	10.5%	9.3%	0.50	0.46	0.43	5.0	4.5	4.1
601658.SH	邮储银行	5.15	11.8%	11.8%	12.1%	5.4%	11.4%	13.5%	0.87	0.76	0.70	7.7	6.9	6.1
600036.SH	招商银行	54.18	15.7%	16.3%	16.6%	4.8%	15.8%	14.5%	2.14	1.90	1.69	14.3	12.3	10.7
601166.SH	兴业银行	22.65	12.6%	12.5%	12.7%	1.2%	8.5%	11.7%	0.89	0.81	0.73	7.3	6.7	6.0
600000.SH	浦发银行	10.03	10.8%	10.7%	10.7%	-1.0%	6.0%	8.4%	0.56	0.51	0.47	5.3	5.0	4.6
601998.SH	中信银行	5.31	9.8%	9.8%	10.0%	2.0%	5.5%	9.4%	0.55	0.51	0.48	5.7	5.4	4.9
000001.SZ	平安银行	24.05	9.6%	10.3%	10.9%	2.6%	14.6%	16.3%	1.59	1.45	1.31	17.1	14.8	12.7
601818.SH	光大银行	3.79	10.9%	10.9%	11.2%	1.3%	8.8%	11.4%	0.59	0.54	0.50	5.8	5.3	4.7
600015.SH	华夏银行	6.28	12.7%	12.6%	12.2%	-2.9%	9.7%	10.2%	0.44	0.39	0.36	3.6	3.3	3.1
601169.SH	北京银行	4.84	10.4%	10.6%	11.4%	7.2%	0.2%	14.5%	0.54	0.51	0.47	5.4	4.9	4.3
601009.SH	南京银行	9.43	14.3%	13.9%	13.9%	5.2%	11.4%	10.7%	0.97	0.88	0.80	7.4	6.7	6.0
002142.SZ	宁波银行	42.87	14.6%	15.0%	15.8%	9.7%	15.6%	19.0%	2.48	2.20	1.93	18.3	15.7	13.0
600919.SH	江苏银行	7.08	13.1%	13.3%	14.3%	3.1%	22.1%	20.2%	0.77	0.70	0.63	6.7	5.5	4.6
600926.SH	杭州银行	16.88	11.2%	12.0%	13.2%	8.1%	19.6%	19.4%	1.57	1.43	1.30	15.1	12.5	10.4
601838.SH	成都银行	12.77	15.5%	16.9%	17.7%	8.5%	19.5%	20.1%	1.15	1.01	0.88	7.7	6.4	5.3
603323.SH	苏农银行	4.50	8.1%	8.4%	8.7%	4.2%	8.5%	10.7%	0.68	0.64	0.60	8.5	7.9	7.1
002839.SZ	张家港行	5.55	8.5%	9.3%	10.1%	4.9%	14.1%	14.6%	0.93	0.87	0.81	11.0	9.5	8.2
601128.SH	常熟银行	7.08	10.5%	11.5%	12.8%	1.0%	18.8%	23.1%	1.08	0.99	0.90	10.8	9.1	7.4

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

## 国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

## 分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

## 风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

## 证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

## 国信证券经济研究所

---

### 深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层  
邮编：518001 总机：0755-82130833

### 上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼  
邮编：200135

### 北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层  
邮编：100032