

他山之石之财富管理业务：广阔空间，大有可为

银行业专题报告

主要观点：

► 他山之石：美国财富管理业务的发展梳理

FPSB（国际金融理财标准委员会）将个人财富管理称为金融理财，认为个人财富管理是一种综合金融服务，目标是通过专业理财人士的管理，使客户生命周期不同阶段的财务需求得到满足。我们以美国居民金融资产的规模为锚分三阶段：20世纪70年代前发展初期（共同基金萌芽，受限于分业经营的大环境，业务形式单一），20世纪70年代-2000年快速发展期（从利率市场化、佣金自由化到混业经营、美股长牛），2000年至今的成熟阶段（业态高度细分、业务模式也更注重精细化差异化）。

20世纪70年代快速发展的触发因素可归纳为：1) 经济飞速发展，居民可支配收入快速增长；2) 人口基数尤其是高净值人群增加；3) 金融管制放松，金融自由化促进金融产品的创新；4) 养老金新政，市场资本化率明显提升等。

居民资产配置结构来看：相较投资房地产，更多偏好配置金融资产，1980s后伴随房地产配置比例回落，金融资产配置比例整体提升（2020年末已提升至71.1%）。金融资产中权益类资产配置比例最高，寿险养老金是第二大配置方向，存款配置比例较低，并且在利率市场化后期占比由25%降至2000年初13%的水平。

市场竞争格局来看：1) 头部效应突出；2) 早期银行系占主导，后续独立第三方资管机构在前二十强中逐步占据一半以上席位；3) 分层竞争，差异化定位。

大型资产管理公司案例借鉴：从海外大型金融机构的业务模式和经营特征可以大致看出，对于银行系金融机构，财富管理业务条线的组织架构、客群定位、投资管理能力等是管理规模增长的主要驱动；同时从财务数据上也充分反映了财富管理条线对公司整体利润和盈利能力等方面贡献度的提升。

► 我国财富管理业务发展趋势：机遇与挑战并存

机遇：一方面，1) 伴随我国经济高速增长，整体居民的财富也实现了较快增长和持续积累，根据建行私人财富报告，2018年我国个人可投资资产总额就已接近150万亿元，接近2008年的5倍水平；2) 高净值和超高净值人群数量不断攀升，根据银行业协会发布的《中国私人银行发展报告》，截至2019年高净值人群总量达132万人，十年间CAGR11%，在我国城镇居民人口总数中占比整体提升；同时也高于亚太整体8%的复合增速；3) 以及老龄化加速催化财富管理业务变革。另一方面，居民对财富管理的需求也不断提升，金融资产配置比例逐步提升超过房地产，2019年达到56.5%。

挑战：新资管时代，机构的投研体系和资产配置能力急需搭建和提升；近年来互联网平台公司在金融业务的广泛布局和加快渗透，给整体财富管理市场的发展和竞争格局带来深远影响。

评级及分析师信息

行业评级：推荐

行业走势图



分析师：刘志平

邮箱：liuzp1@hx168.com.cn

SAC NO: S1120520020001

分析师：李晴阳

邮箱：liqy2@hx168.com.cn

SAC NO: S1120520070001

► 我国财富管理业务发展空间展望

现状：1) 商业银行凭借其强大的客户基础和渠道优势目前是最大的财富管理机构，理财规模约 26 万亿元；公募基金和保险资管是近年来规模扩增最快的领域，居民对保险和机构投资的关注和认知在逐渐提升。2) 大行和股份行一直以来凭借品牌、渠道、产品等优势，占据主导地位；随着城农商行将理财作为表外重要发力点，理财产品资金余额占全市场的比重整体提升。3) 理财子公司持续扩容。

空间：对标美国，我国财富管理业务尚处于起步阶段。1) 2019 年大陆人均 GDP 突破 1 万美元，接近美国 20 世纪 70 年代末-80 年代初的水平；65 岁及以上人口占比 11.47%，也基本相当于美国 1980 年的水平。2) 个人财富均值 7.1 万美元，和美国的 46 万美元相比还有巨大差距，但中国在全球财富阶层前 10%人口的数量上已超越美国。3) 资产中金融资产配置比例提升至 50%以上，但和美国 70%占比有差距；居民储蓄率较高，尽管近年来储蓄总额占 GDP 比重整体下行，但仍在 40%以上，接近美国两倍。

► 公司估值和投资建议

估值角度：一方面，美国银行业估值大幅上行并获得相对收益的阶段集中在 1990s，标普 500 银行指数显著跑赢大盘，PB 也一度由 1990 年 1 倍左右上行至 20 世纪末 3 倍的水平。另一方面，富国、JPM 和美银自有观测数据以来至 2008 年之前，PB 水平处于 2-3 倍区间，也高于行业整体水平，其中道富集团作为美国银行系综合金融机构中最大的托管银行和资管公司，PB 在 1990-2000 年间整体上行远高于银行业，2000 年至 2008 年之前整体 PB 在 3 倍左右。**我们看好财富管理业务对银行估值的提振。**

投资建议：鉴于未来我国商业银行财富管理业务广阔的发展空间以及对银行 ROE 和估值的提升，我们建议关注：1) 财富管理业务发力早、基础扎实的招商银行、光大银行；2) 综合实力较强、未来具备较大成长空间的平安银行、兴业银行等；3) 客群优势强、产品维度宽、管理稳健的大行；4) 中小银行中财富管理业务发力早，优势明显的青岛银行等。

风险提示：宏观经济下行超预期，信用风险集中暴露；财富管理相关政策落地不及预期；行业竞争加剧风险。

盈利预测与估值

重点公司											
股票 代码	股票 名称	收盘价 (元)	投资 评级	BPS (元)				P/B			
				2019A	2020A	2021E	2022E	2019A	2020A	2021E	2022E
600036.SH	招商银行	58.00	买入	22.89	25.36	28.3	31.58	2.53	2.29	2.05	1.84
601658.SH	邮储银行	5.30	买入	5.7	6.25	6.78	7.37	0.93	0.85	0.78	0.72
601166.SH	兴业银行	23.00	买入	23.37	25.5	27.96	30.74	0.98	0.90	0.82	0.75
000001.SZ	平安银行	24.80	买入	14.07	15.16	16.91	18.58	1.76	1.64	1.47	1.33
601398.SH	工商银行	5.26	增持	6.93	7.48	8.1	8.76	0.76	0.70	0.65	0.60
002948.SZ	青岛银行	5.09	买入	4.89	4.97	5.2	5.48	1.04	1.02	0.98	0.93

资料来源：WIND、华西证券研究所

正文目录

1. 他山之石：美国财富管理业务的发展梳理.....	6
1.1. 美国财富管理业务发展历程.....	6
1.2. 美国财富管理业务快速发展阶段的触发环境.....	8
1.3. 居民资产配置结构：以权益资产和养老金为主，存款占比 15%左右.....	13
1.4. 美国财富管理市场的竞争格局.....	13
2. 我国财富管理业务发展趋势：机遇与挑战并存.....	15
2.1. 机遇：财富积累提升需求，市场规模持续扩大.....	15
2.2. 挑战：复杂投融能力迎考验，新型财管机构入局加剧竞争.....	17
3. 海外大型金融机构财富管理业务模式借鉴.....	18
3.1. 摩根大通 JPM.....	18
3.2. 富国银行 WFC.....	24
3.3. 美国银行 BAC.....	26
3.4. 道富集团 STT.....	28
4. 我国财富管理业务发展空间展望.....	30
4.1. 我国财富管理市场现状.....	30
4.2. 中国财富管理业务的发展空间.....	32
5. 公司估值和投资建议.....	34
6. 风险提示.....	35

图表目录

图 1 美国居民资产中金融资产规模扩增的四个阶段.....	7
图 2 注册投资机构保有的美国家庭金融资产比例在 20 世纪 80 年代-2000 年大幅提升，2020 年达到 23%.....	7
图 3 1970-2008 年美国 GDP 快速增长.....	8
图 4 1970-2008 年美国人均可支配收入快速增长.....	8
图 5 经历“婴儿潮”后中青年人口数大幅增长拉大理财人口基数.....	9
图 6 美国全部住户家庭收入占比：财富逐步向高收入人群集中.....	9
图 7 20 世纪 70 年代美国主要金融产品创新.....	10
图 8 美国 20 世纪 70-80 年代通胀持续上行.....	11
图 9 美国商业银行营收端非利息收入占比提升.....	11
图 10 IRA 账户资产中共同基金投放比例 20 世纪 80-90 年代显著提升.....	11
图 11 401K 账户投向也以共同基金为主.....	11
图 12 货币市场基金规模持续扩增.....	12
图 13 股市繁荣提升居民风险偏好.....	12
图 14 20 世纪 80-90 年代股权市场资本化程度大幅提升.....	12
图 15 金融资产和房地产占比此消彼长，20 世纪 80 年代末起美国居民金融资产规模及占比整体提升.....	13
图 16 美国居民金融资产中养老金和共同基金占比整体提升.....	13
图 17 全球前 20 大资管机构类型 (Towers Watson).....	14
图 18 IPE 全球资管 500 强榜单 (2020A, 百万欧元).....	14
图 19 海外资管机构的差异化竞争体系.....	14
图 20 近年来我国 GDP 增速在 6-8% 的水平.....	15
图 21 人均 GDP 规模 2019 年达到 7 万元.....	15
图 22 中国居民可投资资产规模持续扩增.....	16
图 23 中国高净值人群在亚太地区份额提升.....	16
图 24 中国高净值人群规模占城镇人口的比例.....	16
图 25 我国老龄化程度进一步加深.....	16
图 26 居民资产负债表：金融资产占比提升.....	17
图 27 我国个人可投资金融资产构成.....	17

图 28	资管市场经过调整后进入稳健增长阶段	17
图 29	互联网财富管理企业类型	18
图 30	蚂蚁集团 AUM 已经超过大部分上市银行	18
图 31	摩根大通 AUM 整体快速上行	19
图 32	JPM 资管手续费/总资产保持持续稳定	19
图 33	JPM 集团业务结构	19
图 34	客户中私行客户资产占比超 40%	20
图 35	摩根大通跨板块协同	20
图 36	私人银行建立六对一综合性一体化团队	20
图 37	摩根大通产品结构多元均衡	20
图 38	摩根大通评级为 4 星或 5 星共同基金占比	21
图 39	摩根大通绝对收益排名行业前 50% 的基金比例	21
图 40	财富顾问人数保持较高水平	21
图 41	JPM 财富管理员工人均薪酬远高于公司整体水平	21
图 42	摩根大通与金融科技企业合作	22
图 43	摩根大通财富管理团队产能逐步提升	22
图 44	JPM 智能投顾平台 You Invest 界面	22
图 45	JPM 营收结构：资产管理营收贡献度 12%	23
图 46	JPM：资管板块贡献较高 ROE	23
图 47	JPM 营收结构：非息占比超 50%	23
图 48	JPM 非息收入结构：资管佣金贡献非息收入 30%	23
图 49	富国银行 AUM	24
图 50	富国银行业务结构	24
图 51	富国银行非息收入结构	25
图 52	富国银行客户平均拥有交叉销售产品数量	25
图 53	WFC 财富管理部门员工数远高于可比同业	25
图 54	富国财富和投资管理部门人均收入及人均利润	25
图 55	营收结构：资产管理营收贡献度 20%	26
图 56	净利润结构：疫情期间财富业务贡献度提升	26
图 57	营收结构：非息占比约 50%	26
图 58	非息收入结构：资管贡献非息收入的 30%	26
图 59	美国银行 AUM	27
图 60	美国银行业务结构	27
图 61	全球财富及投资管理板块员工人数	27
图 62	全球财富及投资管理板块员工人均产能	27
图 63	营收结构：GWIM 营收贡献度 22.8%	28
图 64	净利润结构：疫情期间财富业务贡献度提升	28
图 65	营收结构：非息占比约 50%	28
图 66	财富板块贡献非息收入的约 30%	28
图 67	公司架构：通过道富环球运营资管业务	29
图 68	道富：托管和资管规模整体提升	29
图 69	营收结构：80% 来自手续费收入	29
图 70	手续费收入结构：服务费占六成，管理费占比整体提升	29
图 71	中国资管市场规模分类规模：公募基金规模超过银行理财成为最大分部	30
图 72	2020 年资管市场结构及占比	30
图 73	理财规模增速回升	30
图 74	公募基金规模保持较快增速	30
图 75	城农商行理财产品资金余额占市场的比重略有提升（中国理财网数据口径）	31
图 76	2020 年理财市场银行机构概况（银行业理财登记托管中心数据口径）	31
图 77	部分上市银行理财和 AUM 概况	31
图 78	中美人均 GDP 对比	33
图 79	中美人均可支配收入对比	33
图 80	中美经济和居民财富指标对比	33
图 81	中美 65 岁以上人口占比对比	33

图 82 中美资产配置结构对比	33
图 83 中美储蓄总额占 GDP 比重对比	33
图 84 20 世纪 90 年代标普 500 银行指数跑赢大盘	34
图 85 20 世纪 90 年代标普 500 银行指数 PB 显著拉升	34
图 86 美国大型金融机构 PB 历史走势	35

1. 他山之石：美国财富管理业务的发展梳理

1.1. 美国财富管理业务发展历程

FPSB（国际金融理财标准委员会）将个人财富管理称为金融理财，认为个人财富管理是一种综合金融服务，目标是通过专业理财人士的管理，使客户生命周期不同阶段的财务需求得到满足。

我们在分析美国财富管理业务发展历程的时候，主要以居民金融资产的规模为锚将其大致分为三个阶段。

发展初期（20 世纪 70 年代前）：共同基金萌芽，业务形式单一。1924 年创设的共同基金可以看作美国现代财富管理业务的萌芽，在 1929 年大萧条后，美国进入严监管阶段，包括 1933 年出台《格拉斯-斯蒂格尔法》形成金融分业经营体系。在完善监管体系的过程中，1940 年美国颁布《投资顾问法》和《投资公司法》，分别对投顾和投资基金两个行业进行规范，首次以法律框架定义投顾及其义务，约定投顾的主业是围绕证券投资价值，以盈利为目的向他人（机构）从事投资咨询业务。但受限於分业经营的大环境，银行和非银机构提供的财富管理业务类型较为单一。

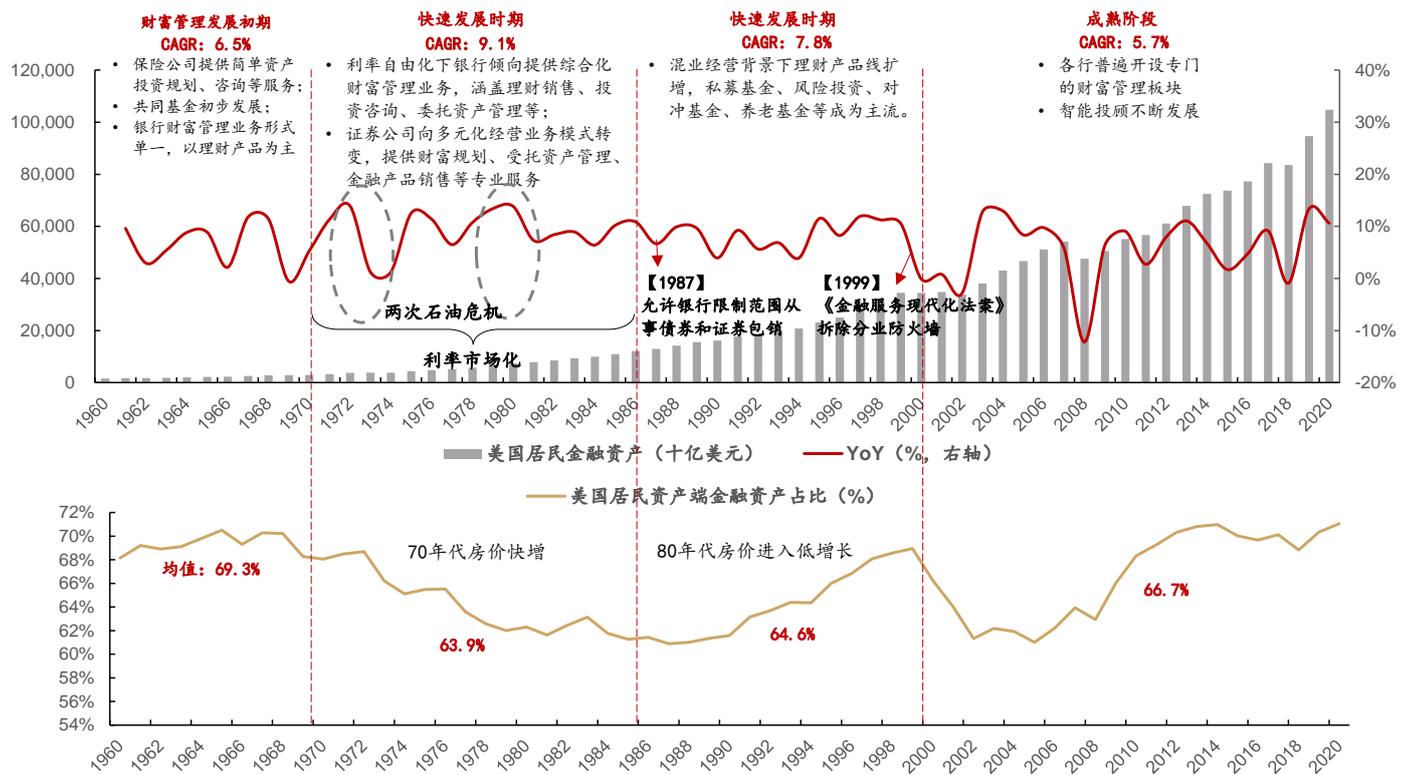
快速发展（20 世纪 70 年代-2000 年）：美国居民金融资产的积累在 20 世纪 70 年代后有了较大提升，同时注册投资机构保有的美国家庭金融资产比例在这一阶段也有大幅提升，可以看作财富管理业务快速发展的一个阶段，这一阶段根据居民资产结构的变化可以再细分为两个阶段：

1) 70 年代-80 年代初两次石油危机助推通胀高企，伴随政府逐渐放松金融管制，利率市场化和佣金自由化推进过程中多种创新金融产品应运而生，居民金融资产规模扩增提速，1970-1986 年均复合增速由 60 年代的 6.5% 提升至 9.1%，但是受到居民大幅增持房地产资产，同期居民资产端金融资产占比由 70% 回落至 60% 的水平。

2) 90 年代宏观经济进入平稳发展阶段，金融混业经营推进深化，一批大型综合金融集团涌现，金融机构向多元化业务模式转变，一方面产品线不断壮大，另一方面财富管理也极大促进了各业务板块之间的联动。同时 90 年代美国股市资本化程度快速提升，股市迎来长牛，居民的金融资产配置比例明显提升。1987-2000 年居民金融资产规模 CAGR 在 7.8% 的水平，同时资产端金融资产占比也再次回升至 68% 左右。

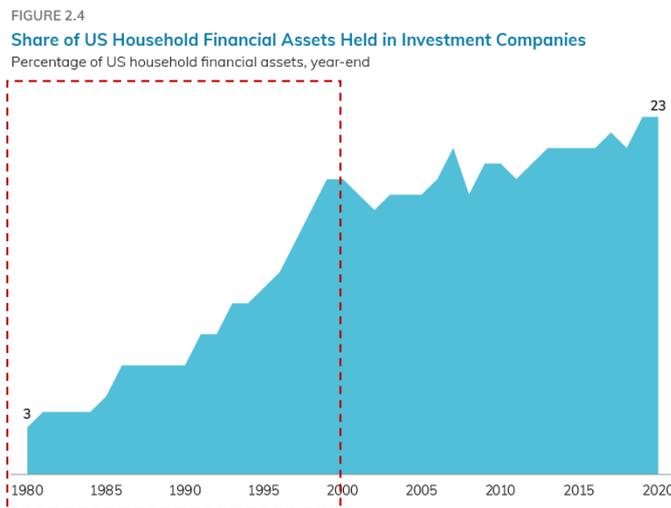
成熟阶段（2000 年至今）：21 世纪以来美国财富管理行业已步入成熟阶段，业态高度细分、业务模式也更注重精细化差异化。各大综合金融集团普遍开设专门的财富管理业务板块，针对不同客群制定差异化的服务，在此期间随着金融科技的升级，智能投顾发展也较为迅速。这一阶段居民金融资产规模保持 5.7% 左右的复合增速，同时占比在次贷危机后保持在 70% 的高位。

图 1 美国居民资产中金融资产规模扩增的四个阶段



资料来源: CEIC、WIND、华西证券研究所

图 2 注册投资机构保有的美国家庭金融资产比例在 20 世纪 80 年代-2000 年大幅提升, 2020 年达到 23%



资料来源: ICI、华西证券研究所; 注: 注册投资公司持有的家庭金融资产包括共同基金、ETF、封闭式基金和单位投资信托, 以及雇主发起的 DC 计划、IRA 个人退休账户和可变年金中包含的共同基金。

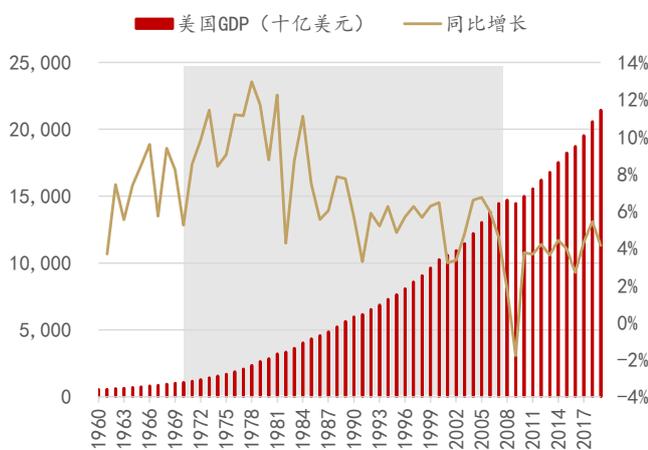
1.2. 美国财富管理业务快速发展阶段的触发环境

美国财富管理市场在 20 世纪 70 年代开启快速发展的原因，我们认为可以归纳为宏观经济、金融监管政策等层面的因素：

■ 宏观经济层面：经济飞速发展，居民可支配收入快速增长

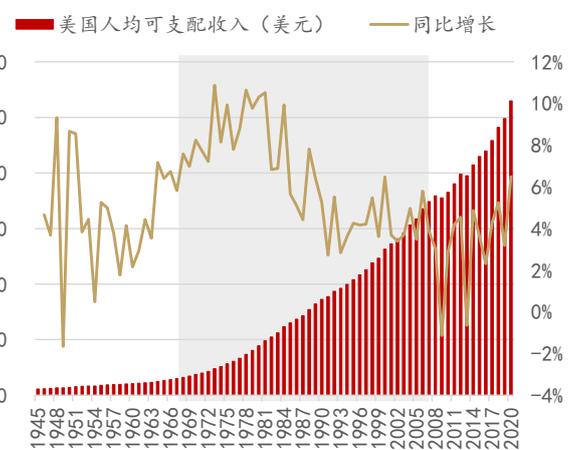
20 世纪 60 年代后，美国经济进入高度现代化的发展阶段，技术的发展及现代企业组织的迅速崛起使美国经济开始向信息化社会和后工业社会转变，GDP 及居民可支配收入快速增长。1970-2008 年，GDP 年均复合增速 7.13%；人均可支配收入从 1970 年的 3715 美元快速增至 2008 年的 3.59 万美元，其中 20 世纪 70-80 年代，同比均保持 10%左右的高增速。

图 3 1970-2008 年美国 GDP 快速增长



资料来源：CEIC、华西证券研究所

图 4 1970-2008 年美国人均可支配收入快速增长



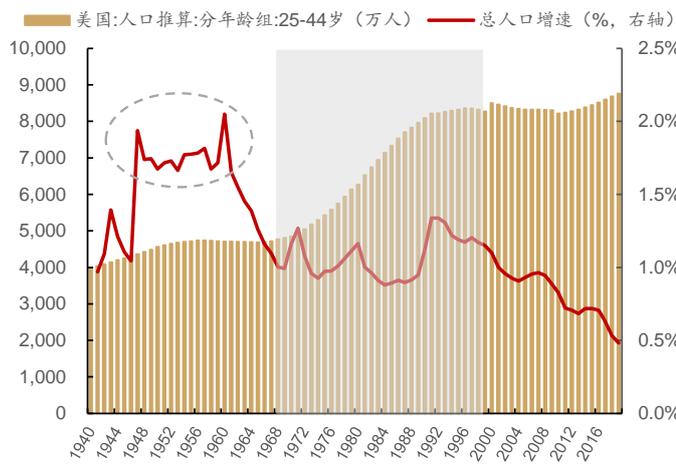
资料来源：CEIC、华西证券研究所

■ 人口结构层面：人口基数尤其是高净值人群增加

一方面，二战结束后的 1946-1964 年，美国人口增长率激增，“婴儿潮”期间出生的人口在 20 世纪 70 年代后逐步步入中青年，完成初步的财富积累，从而拉动理财人口基数的增长，为财富管理的发展奠定了客群基础。

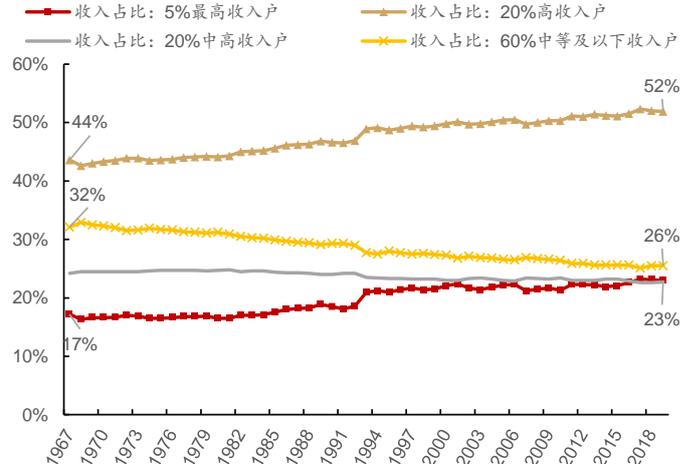
另一方面，财富向高收入人群集中，也进一步拉动财富管理的发展。阶层分化下美国的贫富差距逐步扩大，20 世纪 90 年代后，20% 高收入户的收入占全美总收入的比例超过 53%，前 5% 最高收入户则占据了全美总收入的 23%，均较 20 世纪 60 年代有明显提升。由于高净值客户往往具备更强的资产配置能力和意愿，财富向少数人集中进一步推高了财富管理规模。

图5 经历“婴儿潮”后中青年人口数大幅增长拉大理财人口基数



资料来源：CEIC、华西证券研究所

图6 美国全部住户家庭收入占比：财富逐步向高收入人群集中



资料来源：WIND、华西证券研究所

■ 监管政策：金融管制放松，金融自由化促进金融产品的创新

政府管制放松，金融自由化进程开启：一方面 20 世纪 70 年代布雷顿森林体系崩溃、美元贬值，另一方面两次石油危机加剧国内通货膨胀，导致实际利率一度转负，银行揽储能力下降，例如货币市场基金 MMF 极大替代了存款，金融脱媒加速；同时金融机构创新速度加快，各种绕开金融管制的产品不断出现。美国政府在 20 世纪 70 年代实施“新经济政策”，逐步放松金融管制。

金融自由化浪潮促进了金融产品的创新，货币互换、股指期货等各类衍生品创新频出，对冲基金、私募股权基金成为主流，衍生品市场和场外市场交易规模进一步扩大，投资产品的组合方式和风险程度更加多元化，从供给端激发财富管理市场潜能的释放。

银行层面，为应对资本市场创新产品带来的金融脱媒的冲击，银行的创新主要集中在各类存款形式，如 1982 年推出货币市场存款账户 (MMDA)，在保留活期账户支付功能的同时可按货币市场收益率付息，此外还有 NOW、Super NOW 账户、CD 大额存单等创新存款产品。同时，银行财富管理业务与证券、信托和基金等业务的协同性也进一步增强，银行能够为财富管理客户提供的产品线愈发丰富，也间接促进了财富管理市场的发展。

图 7 20 世纪 70 年代美国主要金融产品创新

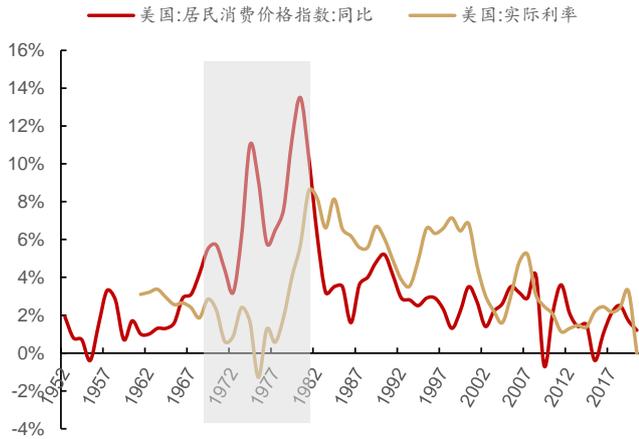
创新时间	创新产品	创新时间	创新产品
1949	第一支对冲基金诞生	1981	零息债券
1955	第一支国际投资基金诞生		利率互换
1960	第一支REITs基金诞生	1982	票据发行便利
1971	第一只指数基金、第一只货币市场基金成立		期权交易
1971	证券交易商自动报价系统	股指期货	
1972	外汇期货	1983	可调剂率优先股
	可转山支付账户命令		动产抵押债券
1974	货币市场互动基金	1984	远期利率协议 (FRA)
	浮动利率债券		欧洲美元期货期权
20世纪70年代中期	先锋基金成立	1985	汽车贷款证券化
	与物价指数挂钩的公债 (TIPS)		第一只空头市场基金
1975	国债期货	1986	第一只FOF基金成立
1976	第一只市政债券基金成立		可变期限证券
1977	第一只长期债券基金成立	1993	保证无损证券
1978	货币市场有款账户 (MMDA)、自动转账服务 (ATS)、资本适宜度管理、货币互换、推出 401K 计划		参与抵押债券
	1979	第一只免税基金、第一只主动量化基金、第一只 130/30 多空基金成立	第一只国际债券基金
2007		Betterment 成立, 智能顾投加入	第一只生命周期基金
		1995	第一只ETFs成立
		1995	网上股票交易

资料来源:《金融工具创新对财富管理发展影响研究》(何学忠)、华西证券研究所

利率市场化以及混业进程深入推进了银行经营模式的变革，中收占比明显提升。1970 年美国放开 10 万美元以上大额存单的利率管制开启利率市场化进程，到 1986 年取消存折储蓄账户利率上限等，完成利率市场化的演变。利率市场化进程中短期资金成本进一步提升、利差收窄，银行迫切需要调整业务结构，提高中间业务收入占比，减少对利息收入的依赖。另一方面，80 年代开始，混业进程加快，也促进了金融机构的经营模式和组织架构的调整，投行、经纪、资管、保险等业务的利润贡献度明显提升。

而财富管理业务为收取佣金模式，是非息收入重要增长点，也迎来更多发展机遇。20 世纪 70 年代-21 世纪初，美国商业银行营收端非息收入占比由不到 20%提升至 40%以上水平。

图 8 美国 20 世纪 70-80 年代通胀持续上行



资料来源：CEIC、华西证券研究所

图 9 美国商业银行营收端非利息收入占比提升



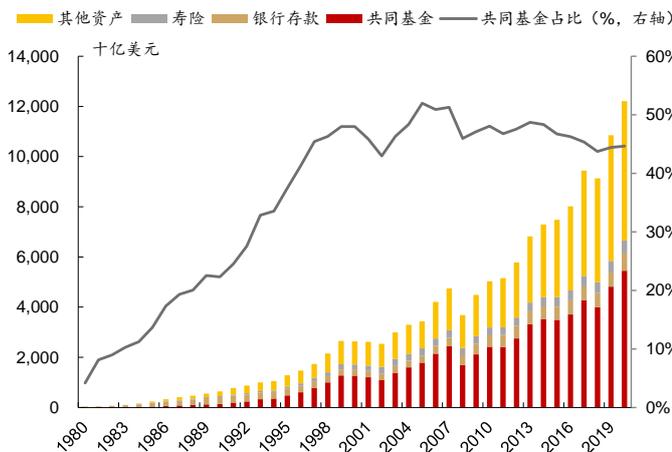
资料来源：FDIC、华西证券研究所

■ 资本市场繁荣：养老金新政，市场资本化率明显提升

养老金投资于共同基金参与股市，促进财富管理规模增长。20 世纪 70 年代中后期，美国政府为了改善联邦公共养老金不足的问题，推出个人退休账户（即 IRAs 账户）和雇主养老金计划；1978 年在《国内税收法》第 401 条新增 k 项条款，给予 DC 型计划税收优惠，养老金规模迅速扩张。截至 2020 年末，IRA 资产规模已达 12.2 万亿美元，自 1980 年至今年均复合增速高达 17%。

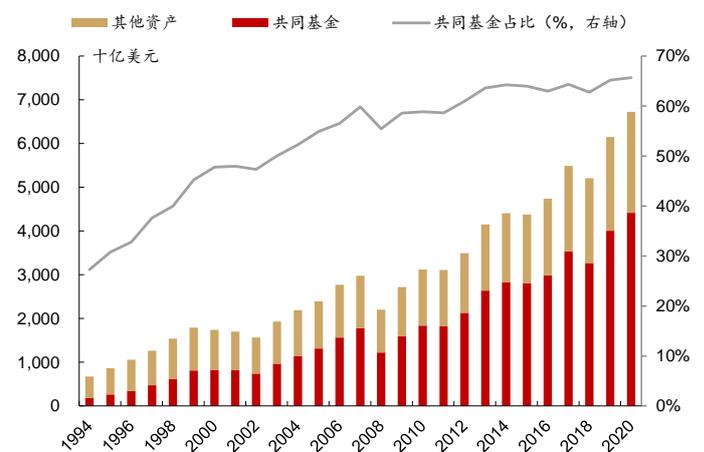
同时，企业将 401(k) 账户交由专业管理人员专门管理，可投资于包括共同基金、债券、股票在内的市场上大多数金融产品。养老金入市的举措扩充了金融市场的资本存量，极大地促进了 20 世纪 80、90 年代共同基金的繁荣，而以养老机构为代表的机构壮大，也为财富管理行业的蓬勃发展打下基础。

图 10 IRA 账户资产中共同基金投放比例 20 世纪 80-90 年代显著提升



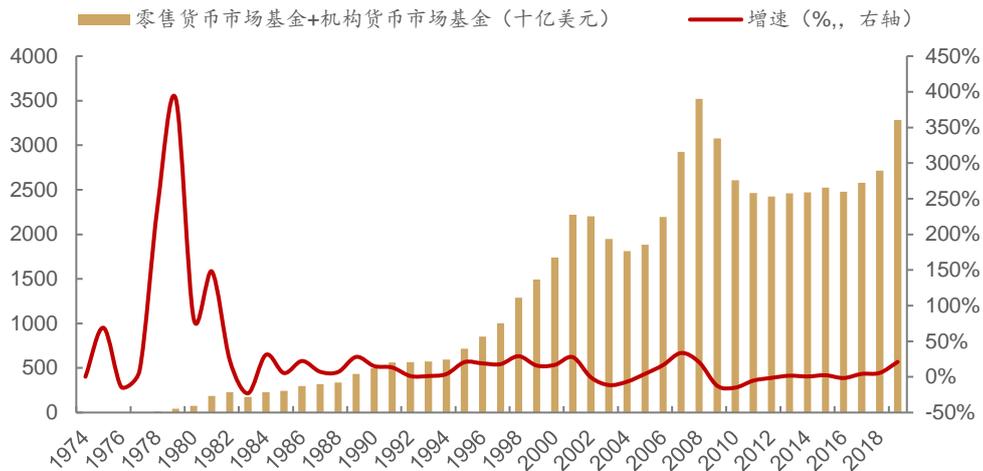
资料来源：CEIC、华西证券研究所

图 11 401K 账户投向也以共同基金为主



资料来源：FDIC、华西证券研究所

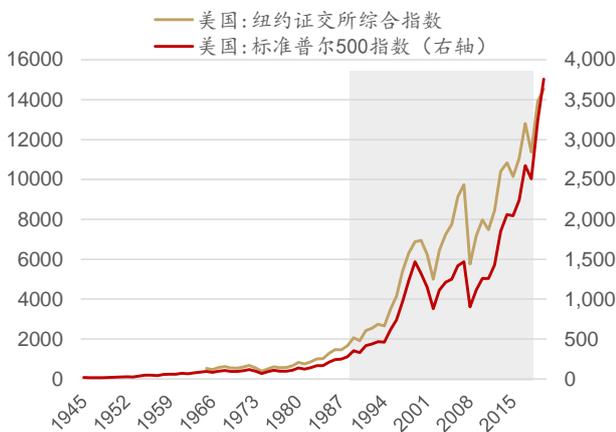
图 12 货币市场基金规模持续扩增



资料来源：CEIC、华西证券研究所

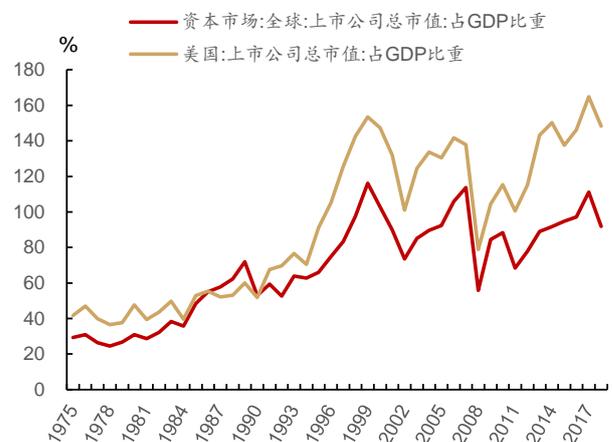
股市繁荣，市场资本化程度提升：20 世纪 80 年代起全球股市资本化程度迅速提升，美国上市公司总市值/GDP 的比例由 20 世纪 70 年代的 40% 大幅提升至 90 年代末的 160%。包括废除固定佣金标准等金融管制措施的放松，进一步刺激了交易量，标普 500 指数由 1990 年的 330 点上涨至 2000 年的 1320 点，涨幅达 3 倍。股市繁荣下居民的金融资产配置意愿提升，进一步加快了金融资产的增长。

图 13 股市繁荣提升居民风险偏好



资料来源：WIND、华西证券研究所

图 14 20 世纪 80-90 年代股权市场资本化程度大幅提升



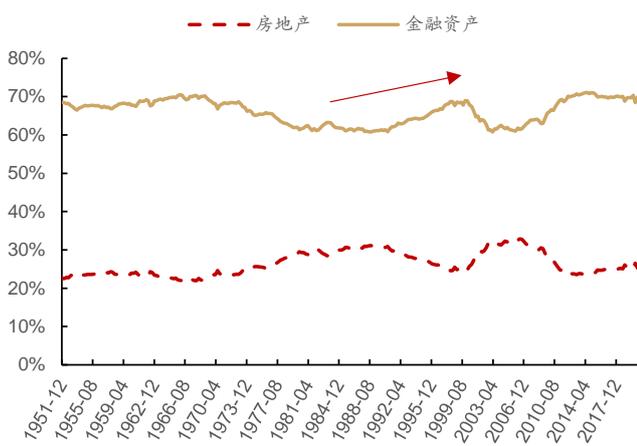
资料来源：CEIC、华西证券研究所

1.3. 居民资产配置结构：以权益资产和养老金为主，存款占比15%左右

美国居民资产配置偏好与我国存在差异，相较投资房地产，更多偏好配置金融资产。21世纪前尤其是20世纪80年代以后，美国家庭和非盈利组织总资产中，金融资产和房地产的占比呈现此消彼长的趋势，即伴随房地产配置比例的回落，金融资产配置比例整体提升，并且在20世纪80-90年代伴随美国经济走出滞涨，股市长牛，居民风险偏好水平提升。2000年居民资产中房地产和金融资产投资占比分别为27.2%和66.3%，而1981年这一比例分别为29.7%和61.6%，截至2020年末金融资产占比已提升至71.1%的高位。

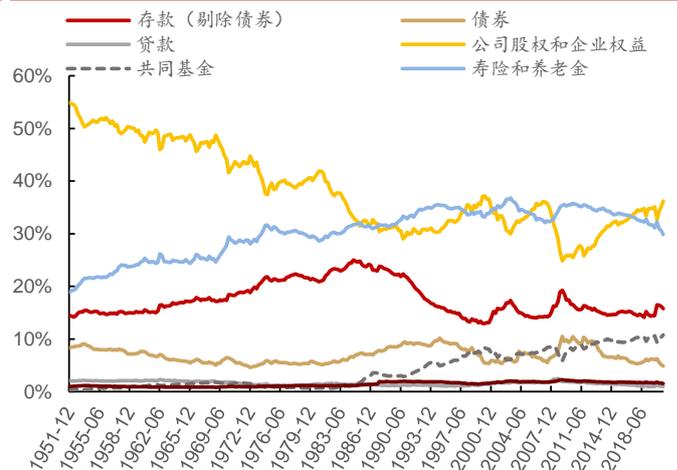
另外，金融资产的配置结构中：1) 权益类资产配置比例最高，居民金融资产中50%投向包括股权、企业权益和共同基金在内的资产，其中企业权益的份额整体回落，但共同基金份额在1980s快速攀升，目前占比超过10%。2) 寿险养老金是第二大配置方向，2000年之前配置比例整体持续提升一度超过权益资产的规模，目前基本稳定在30%左右。3) 存款配置比例较低，并且在利率市场化后期占比由25%降至2000年初13%的水平，虽然08年次贷危机期间有所回升，但目前整体占比在15%左右。总体而言，金融自由化以及资本市场的快速发展加速了居民资产配置结构的变化。

图15 金融资产和房地产占比此消彼长，20世纪80年代末起美国居民金融资产规模及占比整体提升



资料来源：WIND、华西证券研究所

图16 美国居民金融资产中养老金和共同基金占比整体提升



资料来源：WIND、华西证券研究所

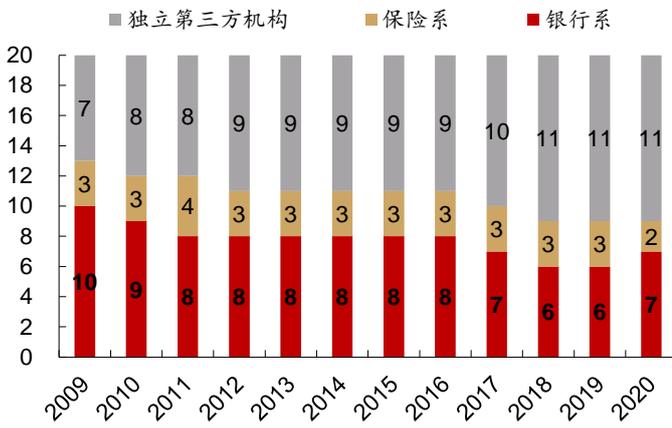
1.4. 美国财富管理市场的竞争格局

Investment & Pensions Europe (IPE) 发布的2020年全球500强资产管理公司榜单显示，排名前50位的全球资管公司的可管理资产总额(AUM)2019年底为81.1万亿欧元，其中前十大资管公司管理资产高达28.1万亿欧元，占比35%，头部效应

比较突出；前 10 大资管公司有 9 家总部设在美国，贝莱德、先锋继续蝉联前两位，富达超过道富进入前三甲。

机构类型上，从 Towers Watson 统计口径下的全球前 20 大资管机构来看，早期银行系占据主导地位，后续随着独立第三方资管机构的壮大，在前二十强中逐步占据一半以上的席位，大量活跃的第三方资管机构是美国财富管理行业的特征之一。

图 17 全球前 20 大资管机构类型 (Towers Watson)



资料来源：Towers Watson、华西证券研究所

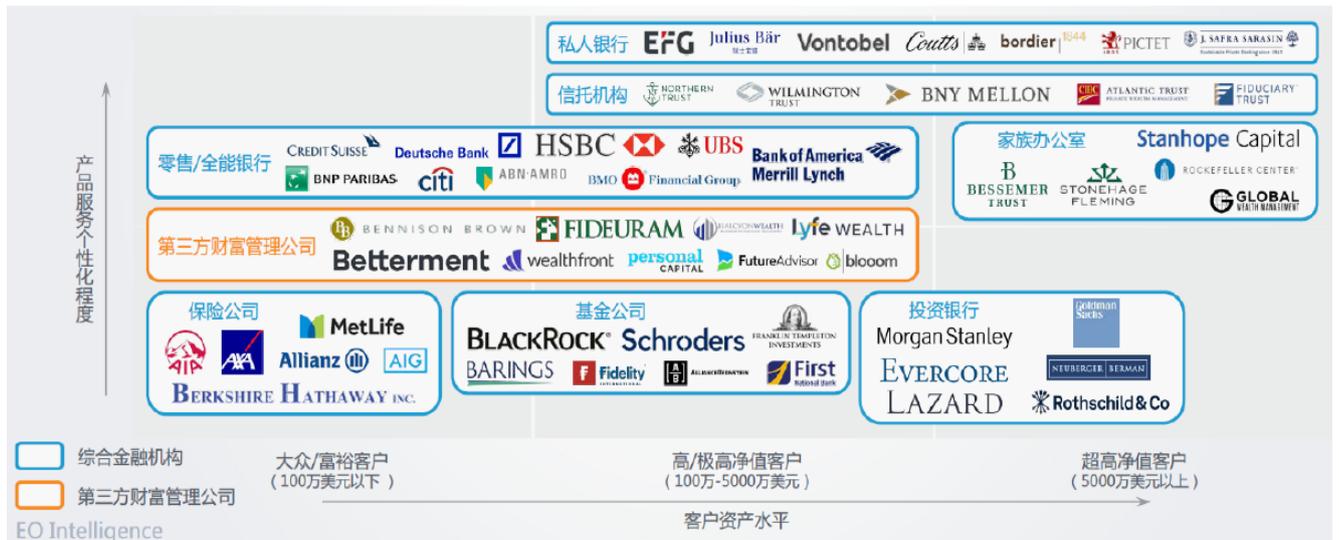
图 18 IPE 全球资管 500 强榜单 (2020A, 百万欧元)

rank	资管机构	国家	2020 AUM	2019 AUM	类别	增长率
1	贝莱德	US	6,704,235	5,251,217	独立投资公司	27.67%
2	先锋	US	5,624,520	4,257,211	独立投资公司	32.12%
3	富达	US	2,852,410	2,096,550	独立投资公司	36.05%
4	道富资管	US	2,776,322	2,196,822	银行系	26.38%
5	资本集团	US	1,832,509	1,467,318	独立投资公司	24.89%
6	摩根大通	US	1,804,720	1,485,998	银行系	21.45%
7	纽约梅隆银行	US	1,709,451	1,498,208	银行系	14.10%
8	太平洋投资管理公司	US/Germany	1,706,667	1,451,684	保险系	17.56%
9	东方汇理	France	1,653,391	1,425,064	银行系	16.02%
10	高盛	US	1,500,000	1,165,429	投行系	28.71%
11	法通保险	UK	1,411,715	1,131,342	保险系	24.78%
12	保德信金融集团	US	1,381,721	1,204,802	保险系	14.68%
13	景顺集团	US/UK	1,092,651	777,047	独立投资公司	40.62%
14	普信集团	US	1,075,101	841,801	独立投资公司	27.71%
15	威灵顿集团	US	1,028,708	877,735	独立投资公司	17.20%
16	纽文资产管理	US	947,700	813,009	独立投资公司	16.57%
17	那提西银行	France	934,076	808,322	银行系	15.56%
18	北美信托	US	905,698	774,416	银行系	16.95%
19	三井住友银行	Japan	829,318	695,779	银行系	19.19%
20	瑞银	Switzerland	806,130	681,775	银行系	18.24%

资料来源：Investment & Pensions Europe (IPE)、华西证券研究所

分层竞争，差异化定位：传统金融机构和第三方财富管理公司在客群覆盖和业务类型上存在较大差异，根据亿欧智库的分类，可以看出综合银行和财富管理公司更聚焦大众客户，私行和信托机构、家族办公室等侧重小范围的高净值客户，注重提供定制化、个性化服务。

图 19 海外资管机构的差异化竞争体系



资料来源：亿欧智库、华西证券研究所

2. 我国财富管理业务发展趋势：机遇与挑战并存

2.1. 机遇：财富积累提升需求，市场规模持续扩大

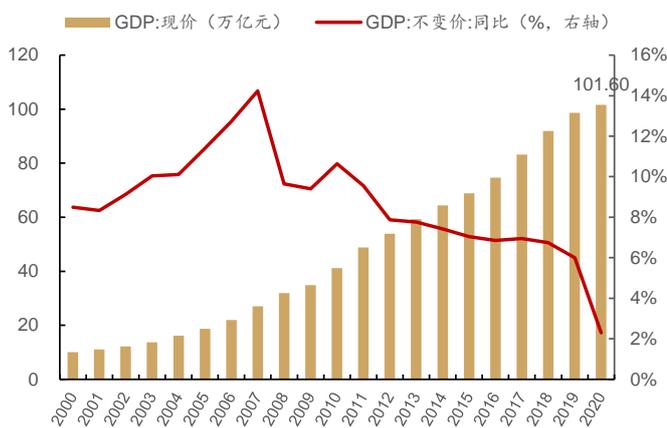
伴随中国经济的稳步发展，居民财富持续积累以及高净值客户数量增加，财富管理市场逐步扩大。

一方面，伴随我国经济高速增长，整体居民的财富也实现了较快增长和持续积累。总量层面，2020 年我国 GDP 突破百万亿元，抛开 2020 年特殊年份，2009-2019 十年间 CAGR 高达 12%；并且根据建行私人财富报告，2018 年我国个人可投资资产总额就已接近 150 万亿元，接近 2008 年的 5 倍水平，艾瑞咨询预测 2025 年我国个人可投资资产总规模将达 287 万亿元，年增速在 10% 左右。除去人口增长因素，2019 年我国人均 GDP 达到 7.1 万元、超一万美元，十年 CAGR 10%，同时 2020 年居民人均可支配收入达到 3.22 万元，自 2013 年以来 CAGR 也超过 8%。

另一方面，高净值和超高净值人群数量不断攀升，根据银行业协会发布的《中国私人银行发展报告》，截至 2019 年高净值人群总量达 132 万人，十年间 CAGR 11%，在我国城镇居民人口总数中占比整体提升；同时也高于亚太整体 8% 的复合增速，带动在亚太地区高净值人群中占比持续提升，由 2008 年的 15% 提升至近年来的超过 20%，是带动区域财富增长的有力引擎，也为财富管理提供巨大的服务需求。

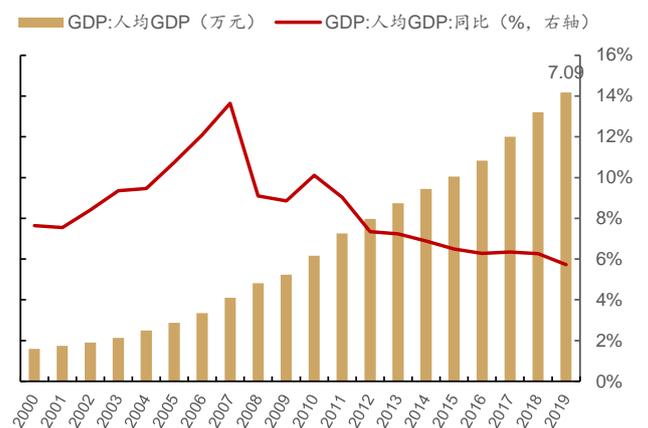
另外，老龄化加速催化财富管理业务的变革。早在 1999 年，我国 60 周岁以上老年人口占总人口的 10%，按照国际标准已经进入人口老龄化阶段，根据七普数据，截至 2020 年末，60 岁及以上老年人口达到 2.64 亿人，占比进一步增至 18.7%。根据去年 10 月民政部养老服务司副司长李邦华发言，“预测‘十四五’期间中国老年人口将突破 3 亿，将从轻度老龄化迈入中度老龄化”。而养老金缺口的加大对发展多支柱的养老金融体系提出需求，同时也催生了养老相关财富管理产业，需要更加健全的投融资服务支持，以满足人民多样化的养老资金管理需求。

图 20 近年来我国 GDP 增速在 6-8% 的水平



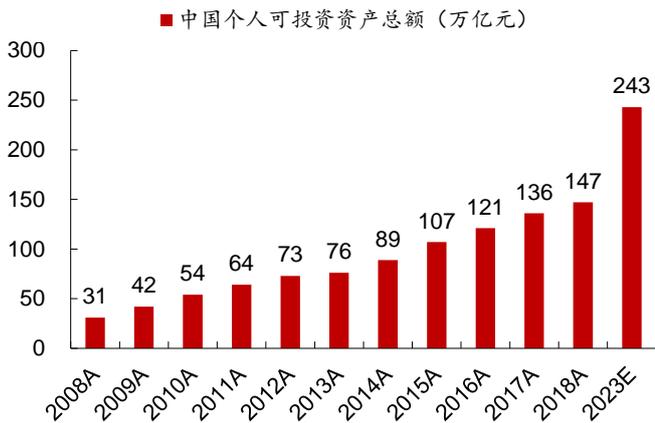
资料来源：WIND、华西证券研究所

图 21 人均 GDP 规模 2019 年达到 7 万元



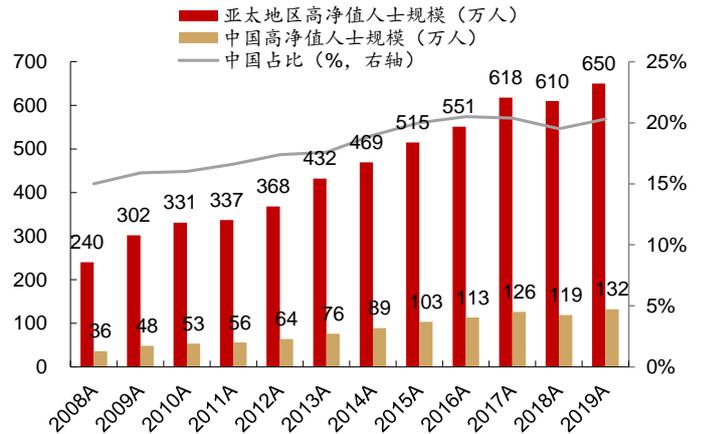
资料来源：WIND、华西证券研究所

图 22 中国居民可投资资产规模持续扩增



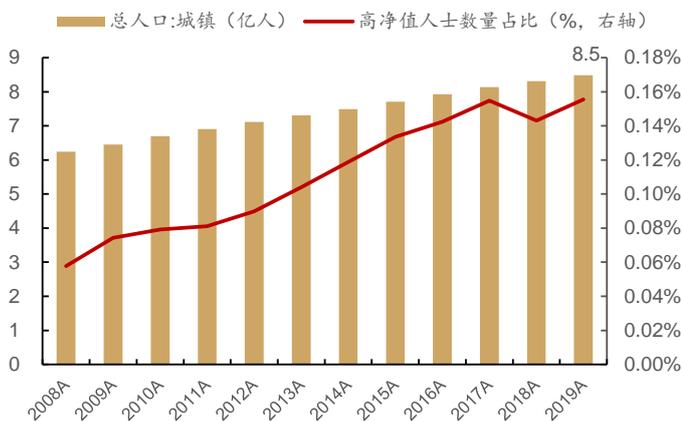
资料来源：WIND、《中国私人银行 2019》（建行&BCG）、华西证券研究所

图 23 中国高净值人群在亚太地区份额提升



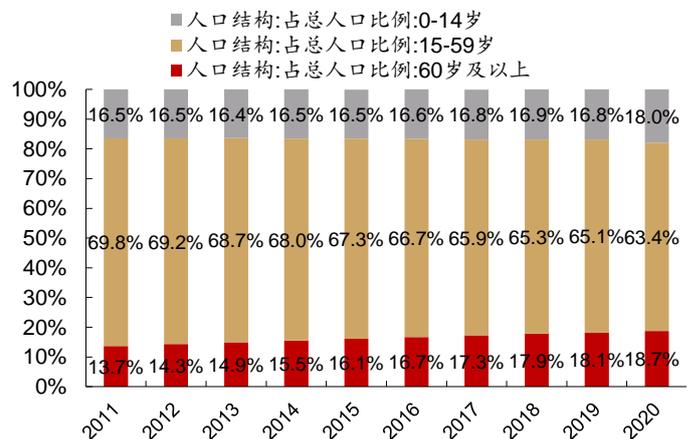
资料来源：《中国私人银行发展报告（2020）》（银行业协会）、华西证券研究所

图 24 中国高净值人群规模占城镇人口的比例



资料来源：WIND、华西证券研究所

图 25 我国老龄化程度进一步加深



资料来源：WIND、华西证券研究所

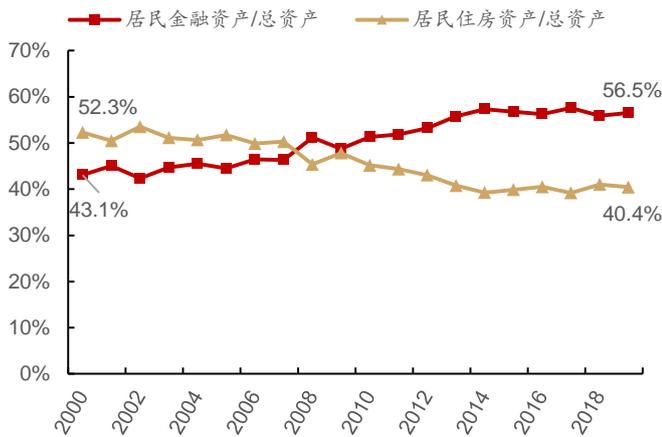
伴随社会财富总量的不断增加，居民对财富管理的需求也在不断提升，驱动财富管理市场发展。

一方面，从存量市场来看：整体资管市场在资管新规出台前的年复合增速曾高达 35% 以上，目前整个资管市场规模 2020 年达到 122 万亿元的水平，年增速超 10%，经过近两年监管政策的规范调整（净值化、破刚兑等），目前重回稳健发展阶段。

另一方面，从居民的资产投向上也有充分的反映。根据社科院数据，过去我国居民整体风险偏好较低，房地产投资占据居民资产过半份额，随着资本市场发展、全民财富管理意识觉醒和多元化资产配置要求提升，金融资产配置比例逐步提升超过房地产，2019 年达到 56.5%。

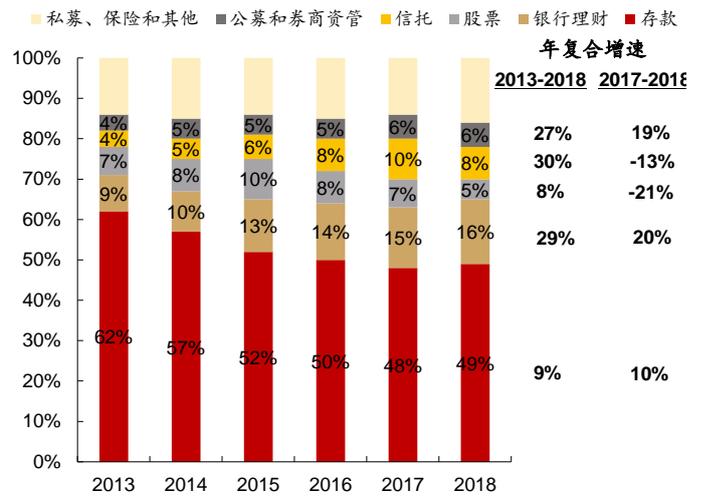
同时，根据建行和 BCG 联合发布的《中国私人银行 2019》，个人可投资金融资产中存款占比持续压降，2018 年占比 49%，较 2013 年已经压降 13 个百分点。这一阶段银行理财、信托、基金等主动管理型金融资产增幅明显，2013-2018 年均复合增速分别达到 29%、30%、27%，占比分别提升 7pct/4pct/2pct 至 16%/8%/6%，未来有望进一步提升。

图 26 居民资产负债表：金融资产占比提升



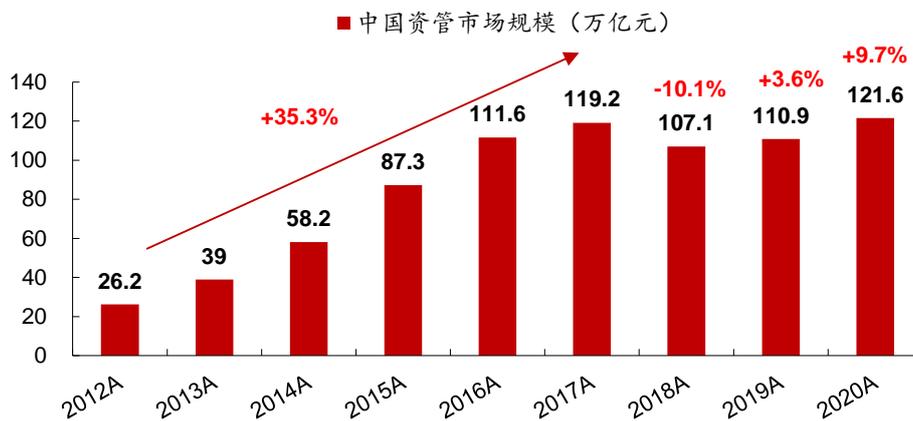
资料来源：WIND（中国社科院）、华西证券研究所

图 27 我国个人可投资金融资产构成



资料来源：《中国私人银行 2019》（建行&BCG）、华西证券研究所

图 28 资管市场经过调整后进入稳健增长阶段



资料来源：《中国资产管理市场》（2019-2020，BCG&光大银行）、华西证券研究所；注：1）2019 年后理财规模不包含保本理财。2）包含公募基金的公募和专户。

2.2. 挑战：复杂投融能力迎考验，新型财管机构入局加剧竞争

财富管理浪潮下，金融机构同时面临风险和挑战：

一方面，新资管时代，机构的投研体系和资产配置能力急需搭建和提升。资管新规之前，银行理财等“保本”产品凭借其刚兑属性和较高的“无风险”收益率获得居民青睐，但隐藏了过度期限错配等风险。资管新规是一个契机，打破刚兑预期以及对产品、资产投向等做了明确后，对机构的投融资能力带来了极大的挑战，考验机构的真实的资产配置能力。

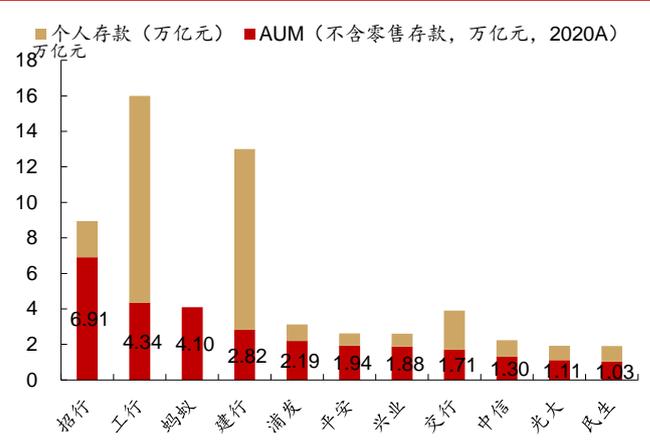
另一方面，近年来互联网平台公司在金融业务的广泛布局和加快渗透，给整体财富管理市场的发展和竞争格局带来深远影响。互联网机构依托自身丰富的场景和生态构建的渠道优势，在平台融资、基金和保险等代销等方面市场份额加快提升，如蚂蚁集团的 AUM 已经超过大部分上市银行，仅次于招行和工行（不含零售存款口径的零售 AUM），给传统金融机构带来挑战，在客群、产品、场景等方面催生了行业深远的变革。

图 29 互联网财富管理企业类型

	互联网一站式财富服务平台	传统金融机构线上平台	独立财富管理平台	互联网金融平台
布局目的	互联网电商、社交平台金融业务布局	银行、券商、基金公司自身业务线上化拓展	财富管理机构线上化转型、创业公司业务拓展	互联网金融企业/金融类互联网平台业务转型升级
特点	<ul style="list-style-type: none"> 拥有海量潜在客户群； 知名度高，平台背景安全； 更加贴合用户场景； 产品覆盖全面，以一站式理财为主 	<ul style="list-style-type: none"> 以线下获客为主； 客群年龄相对偏大； 专业金融机构，金融实力相对较强； 单一业务场景 	<ul style="list-style-type: none"> 大规模获客能力较弱； 擅长服务特定人群，如中高净值客户； 部分创业公司平台背书有限 	<ul style="list-style-type: none"> 拥有互联网金融业务客群积累； 平台客群有固定的理财需求； 部分平台满足一站式理财
代表企业	京东财富、蚂蚁财富、理财通	招商银行、平安证券	财富派、宜信普泽、挖财网、钱景财富	天天基金、蛋卷基金

资料来源：艾瑞咨询、华西证券研究所

图 30 蚂蚁集团 AUM 已经超过大部分上市银行



资料来源：公司公告、华西证券研究所；注：蚂蚁集团数据为 2020H1 理财科技平台促成的 AUM 规模；中信银行为日均余额。

3. 海外大型金融机构财富管理业务模式借鉴

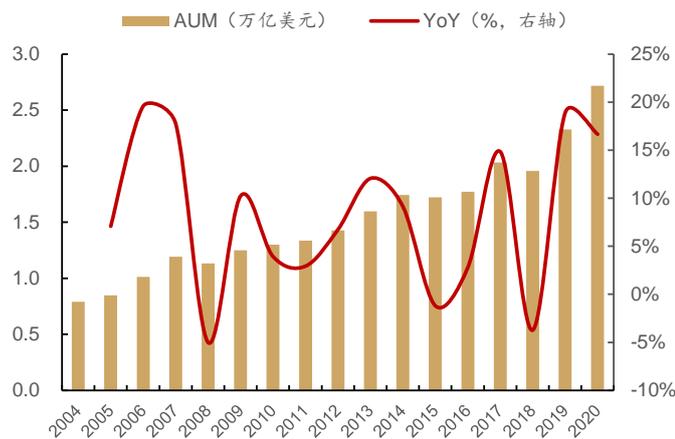
3.1. 摩根大通 JPM

■ 业务规模和架构

根据美联储一季度数据，摩根大通目前是美国资产规模最大的银行，其主要通过全资控股的资产管理子公司 JP 摩根资产管理控股公司 (JPMorgan Asset Management Holdings Inc.)，负责整个资产管理板块的业务管理。2019 年公司将大通财富管理、J.P.Morgan Securities 与智能投顾团队 You Invest 整合为美国财富管理部门 (U.S. Wealth Management)，下属于 CCB 板块。

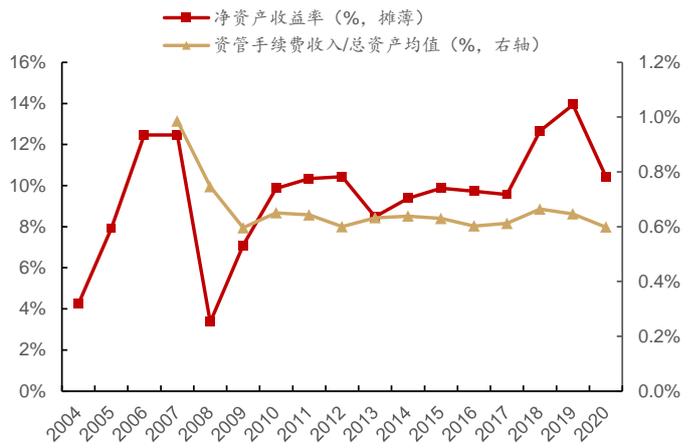
根据年报，其资产管理业务主要为机构和散户投资者提供跨股票、固定收益、另类投资和货币市场基金的多资产投资解决方案，满足广泛的客户投资需求；财富管理业务则主要为高净值客户提供退休产品和服务、经纪、托管、信托和遗产、贷款、抵押、存款和投资管理等。

图 31 摩根大通 AUM 整体快速上行



资料来源：JPM 年报、华西证券研究所；注：AUM 为银行投资管理并按照资产市值的一定比例收取管理费用的资产，不包括存款、托管资产与收取交易佣金的资产。

图 32 JPM 资管手续费/总资产保持持续稳定



资料来源：WIND、华西证券研究所

图 33 JPM 集团业务结构

消费者业务 Consumer Business			批发业务 Wholesale Business			
消费者和社区银行 Consumer & Community Banking			企业和投资银行 Corporate and Investment Bank		商业银行 Commercial Banking	资产和财富管理 Asset & Wealth Management
消费者和小微企业银行 Consumer & Business Banking	房屋贷款 Home Lending	卡、商户服务和汽车 Card, Merchant Services & Auto	银行 Banking	市场和证券服务 Markets & Securities Services	● 中间市场 Middle Market Banking	● 资产管理 Asset Management ● 财富管理 Wealth Management
● 消费者银行/ 大通财富管理 Consumer Banking/ Chase Wealth Management	● 房贷产品 Home Lending Production ● 房贷服务 Home Lending Servicing	● 卡服务 Card Services ➢ 信用卡 Credit Card ➢ 商户服务 Merchant Services	● 投资银行 Investment Banking	● 固定收益市场 Fixed Income Markets	● 企业客户银行 Corporate Client Banking	
● 小微企业银行 Business Banking	● 房地产投资组合 Real Estate Portfolios	● 汽车 Auto	● 财资服务 Treasury Services	● 股票市场 Equity Markets	● 商业房地产银行业务 Commercial Real Estate Banking	
			● 授信服务 Lending	● 证券服务 Securities Services		
				● 信贷调整和其他 Credit Adjustments & Other		

资料来源：JPM 年报（2020）、华西证券研究所

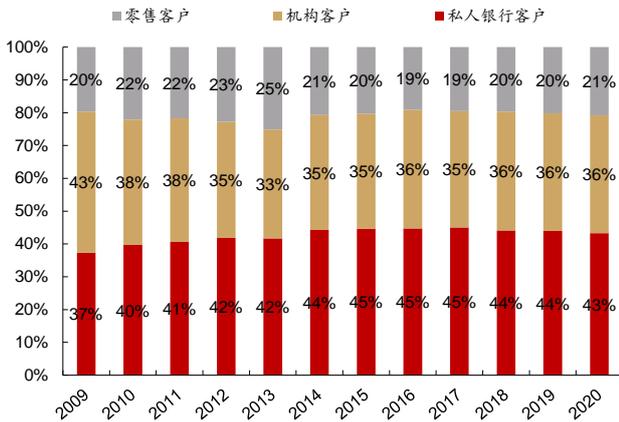
■ 财富管理业务模式

JPM 财富管理业务优势源于其以客户为中心的协同服务体系、强大的投资管理和投资业绩表现、以及市场化的专业资管团队：

以客户为中心，满足客户多元化财富管理要求。公司财富管理客户主要包含机构客户、私行客户和零售客户三类，其中私行是公司战略发展的重点，2020 年贡献超 43% 的客户总资产。剔除托管/经纪/行政/存款资产后单看 AUM 口径，机构客户是财富管理 AUM 主要贡献部分，2020 年占比达 47%。而相较传统的零售和机构客户，私行客户财富管理的需求更个性化和多元化，为满足不同风险收益需求，摩根大通推出 ETFs、共同基金、养老基金、货币市场基金和混合基金等多项产品；同时，资产管理板块通过与其他业务板块的联动服务，为客户提供最优方案。此外，摩根大通资产与财富管理板块的主要资金来源为私人银行中的超高净值客户；为此，摩根大通建立了六对一的一体化团队，以服务超高净值客户的定制化需求。

主动管理产品体系为主，产品架构均衡，投资业绩表现强劲。摩根大通产品体系以主动管理产品为主，2019 年流动性、权益、固定收益、多资产和另类投资产品 AUM 占比分别为 23%、20%、25%和 32%，整体产品结构较为均衡。公司共同基金产品表现领先行业，评级为 4 星以上¹的共同基金占比整体保持在 50%左右，2020 年占比达 55%，过半基金业绩表现位居行业前 32.5%。单看基金绝对收益，根据四分位法排名，摩根大通的 1 年期、3 年期和 5 年期基金中，绝对收益排行行业前 50%（即 2 分位）的 2020 年分别有 55%、69%、68%，且长期处于高位。

图 34 客户中私行客户资产占比超 40%



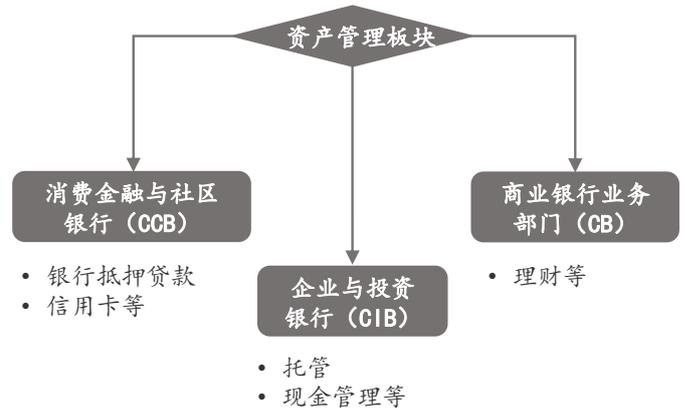
资料来源：JPM 年报、华西证券研究所；注：客户总资产 (Total client assets) 是在客户 AUM 基础上增加托管/经纪/行政/存款科目。

图 36 私人银行建立六对一综合性一体化团队

客户经理	协调专家团队适应客户需求更新并承担主要联系人角色
投资专员	对全球市场的全面掌握，制定投资计划并提供建议方案
融资顾问	定制旨在提供灵活性和流动性的短期和长期借贷解决方案
财富规划顾问	创建并管理财富规划、所有权、转移和慈善基金会等战略
信托顾问	为个人、家族或基金会按照一系列目标建立并管理信托
客服专员	为客户的银行业务和账户活动、请求和需求提供日常服务

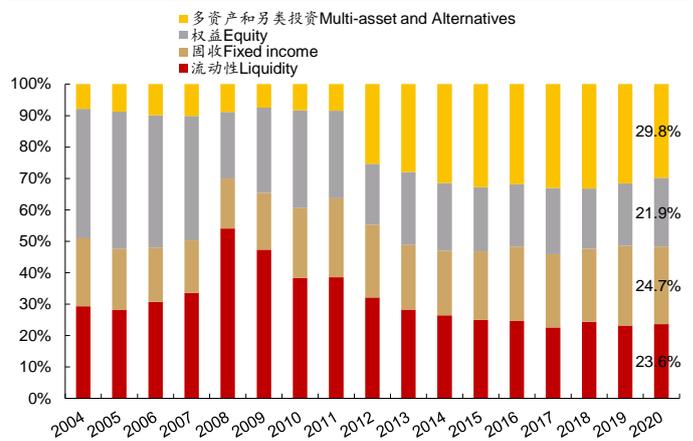
资料来源：麦肯锡、华西证券研究所

图 35 摩根大通跨板块协同



资料来源：JPM 年报、华西证券研究所

图 37 摩根大通产品结构多元均衡



资料来源：JPM 年报、华西证券研究所；注：2011 年以前多资产记在权益项下。

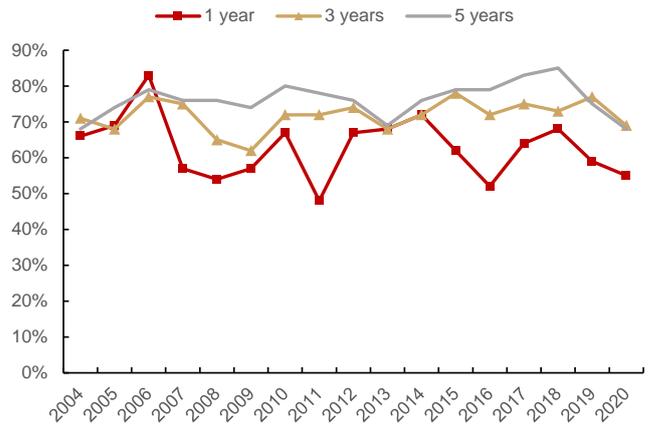
¹注：共同基金评级根据各个时期的风险调整业绩，5 星是最佳评级，代表行业排名最高的 10%基金，4 星（10%-32.5%）、3 星（32.5%-67.5%）、2 星（67.5%-90%），1 星最差、代表行业排名最低的 10%基金。“总体晨星评级”根据基金的三年、五年和十年的晨星评级指标相关绩效加权平均值得出。

图 38 摩根大通评级为 4 星或 5 星共同基金占比



资料来源：JPM 年报、华西证券研究所；注：1) 2020 年公司有部分财富管理客户从 AWM 调整至 CCB，数据有重述；2) 星级为野村对日本注册基金的“星级评定”和对所有其他注册基金的“晨星”评级，仅包括具有评级的资产管理零售开放式共同基金，不包括货币市场基金等。

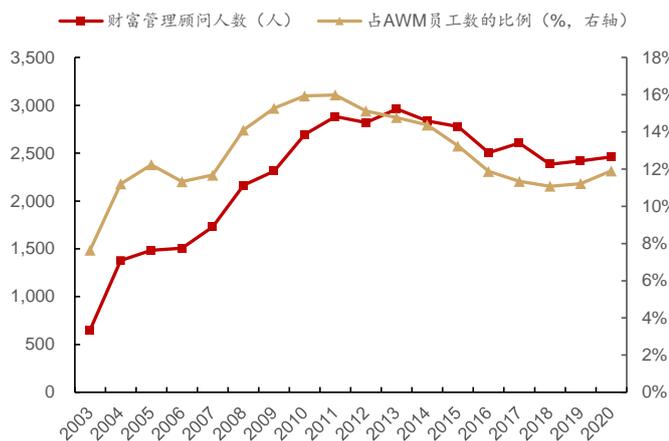
图 39 摩根大通绝对收益排名行业前 50% 的基金比例



资料来源：JPM 年报、华西证券研究所；注：四分位数排名来自理柏 (Lipper)，晨星 (Morningstar) 和野村 (Nomura)，仅包括资产管理零售开放式共同基金，不包括货币市场基金，未发现的经理人基金和巴西注册的基金，是根据每种基金的费用净额绝对收益进行排名。

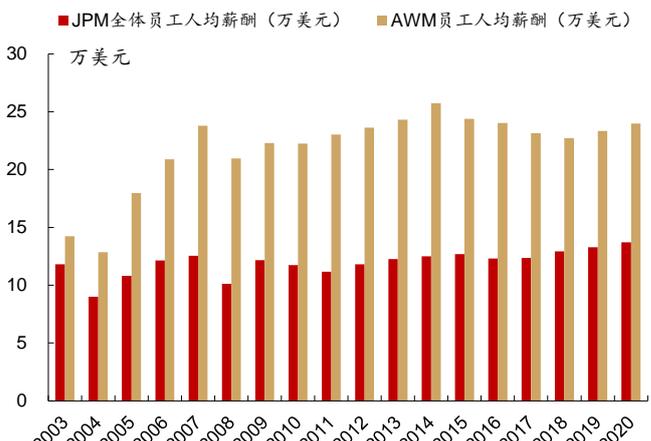
重视人才基础，薪酬激励力度较大。摩根大通具有相当规模的专业人才队伍及市场化的薪酬激励机制，2008-2020 年公司财富管理顾问人数整体保持在 2500 人左右的高位，约占到 AWM 部门人数的 12% 左右；同时，摩根大通对于财富管理业务的薪酬激励机制优渥，2020 年 AWM 员工人均薪酬 (Compensation expense/Headcount) 达 24 万美元，远高于公司 13.3 万美元的平均薪酬水平，保障了公司人才的留存率，也是 JPM 产品收益率持续高于行业的基础。

图 40 财富顾问人数保持较高水平



资料来源：JPM 年报、华西证券研究所

图 41 JPM 财富管理员工人均薪酬远高于公司整体水平



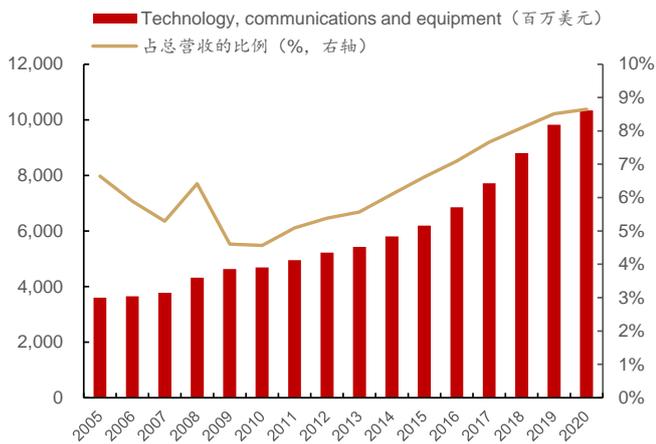
资料来源：JPM 年报、华西证券研究所

布局智能投顾，加大科技投入。近年来，摩根大通积极布局包括智能投顾、交易执行、智能投研等服务的智能资管业务。一方面，公司持续加大资金投入，2020 年在技术方面费用投入总额超 100 亿美元，占总营收的 8.6%，这一比例近年来持续提升。另一方面，公司和多家金融科技企业建立密切合作，还通过收购金融科技企业

提升自身实力，自 2012 年起已经投资了 31² 个金融科技企业，收购了 2 家金融科技公司，其中包括在线投资平台 Motif；2016 年收购金融科技公司 Invest Cloud 部分股权，以改善财富管理客户的在线开户体验；2018 年推出智能投顾服务 You Invest，用户可以通过各种摩根大通 ETF 建立投资组合，收费标准为年资产总额的 0.35%；2019 年推出 You Invest Portfolios 的数字咨询平台。

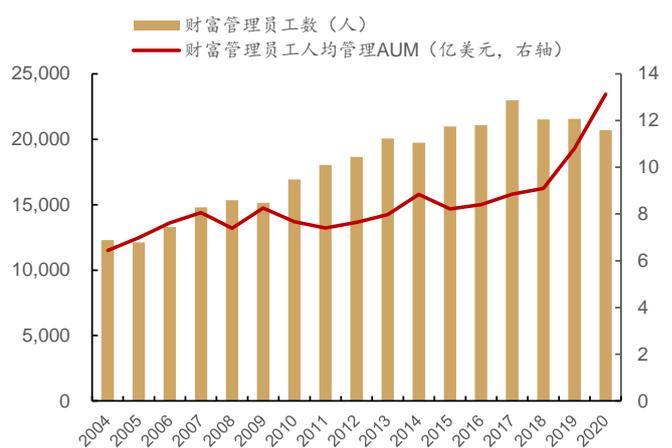
科技赋能下，摩根大通团队产能也逐步提升，2020 年 AWM 部门员工人均管理资产规模由 2004 年的 6.44 亿美元提升至 13.13 亿美元。

图 42 摩根大通与金融科技企业战略合作



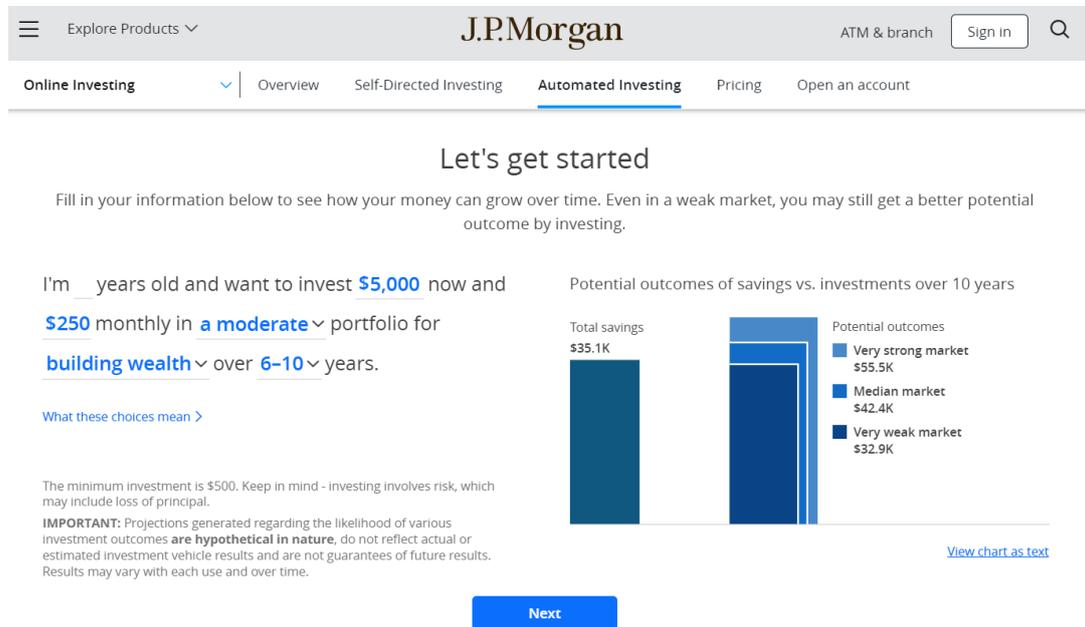
资料来源：JPM 年报、华西证券研究所

图 43 摩根大通财富管理团队产能逐步提升



资料来源：JPM 年报、华西证券研究所

图 44 JPM 智能投顾平台 You Invest 界面



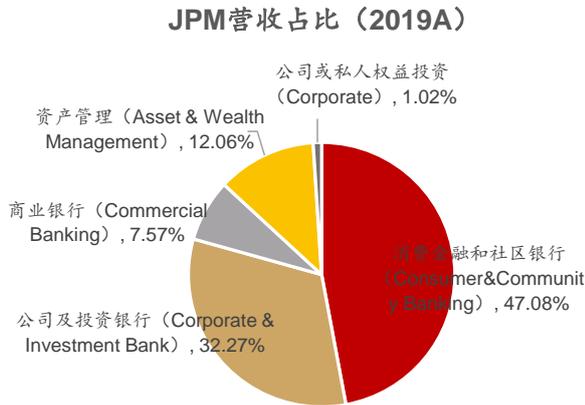
资料来源：JPM 官网、华西证券研究所

² 资料来源：凤凰新闻 <https://ishare.ifeng.com/c/s/7vCqBz1xSnb>

■ 资产管理业务 (AWM) 对财务的影响:

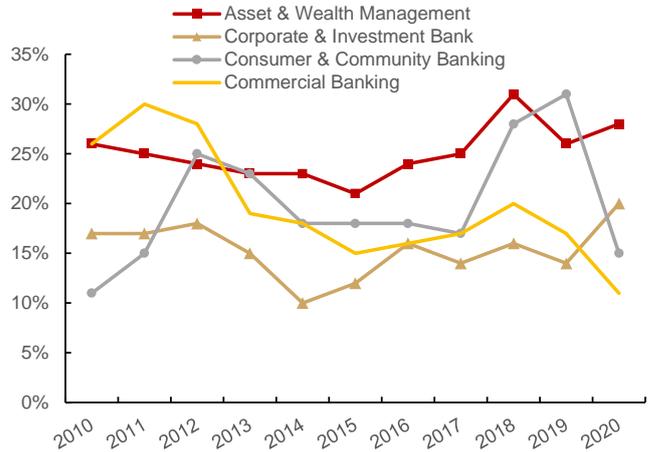
首先, 高 ROE 的拉动: 财富管理业务具备轻资产、高盈利性的特征, 由于 2020 年有疫情因素扰动, 我们主要看 2019 年数据, 摩根大通的 AWM 板块资产占公司总资产的比例仅 6.8%, 但贡献了 12.1% 的公司营收和 7.8% 的净利润。2019 年 AWM 板块 ROE 高达 26%, 近年来整体保持平稳, 且高于其他业务板块整体, 也是公司业绩的重要稳定器。

图 45 JPM 营收结构: 资产管理营收贡献度 12%



资料来源: Bloomberg、华西证券研究所

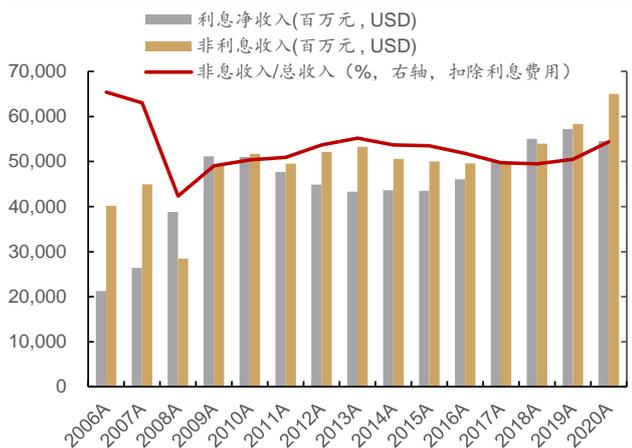
图 46 JPM: 资管板块贡献较高 ROE



资料来源: Bloomberg、华西证券研究所

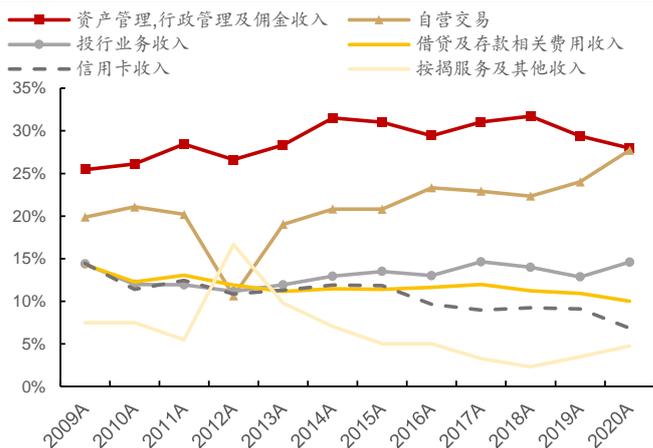
其次, 高非息收入占比的贡献: 公司整体非息收入占公司营收的 50% 以上 (2019 年 50.5%), 并且在次贷危机后行业非息占比整体下降的情况下, 公司的非息占比仍有提升。其中, 资管财富业务佣金收入是公司非息收入第一大来源, 占非息收入的 29.4%。

图 47 JPM 营收结构: 非息占比超 50%



资料来源: Bloomberg、华西证券研究所

图 48 JPM 非息收入结构: 资管佣金贡献非息收入 30%

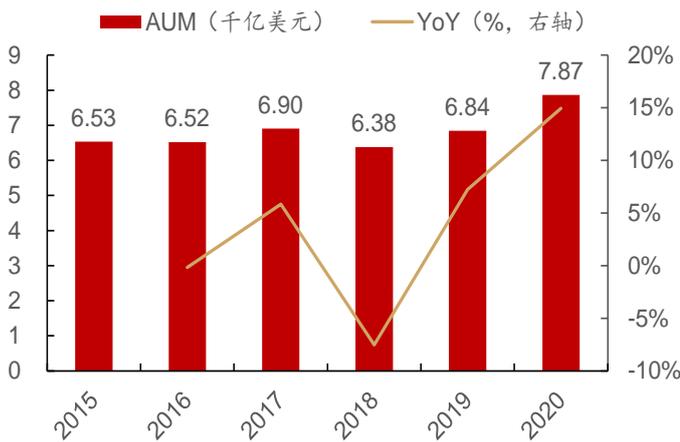


资料来源: Bloomberg、华西证券研究所

3.2. 富国银行 WFC

富国银行的业务结构在 2009-2014 年分为社区银行、批发银行以及财富、经纪和养老三大业务板块 (Wealth, Brokerage and Retirement), 2015 年起, 财富、经纪和养老板块更名财富和投资管理 (Wealth and Investment Management), 提供全面的财富管理、投资与养老产品和服务, 旗下包括富国银行顾问、私行、Abbot Downing、富国机构退休与信托等分部。

图 49 富国银行 AUM



资料来源: 富国银行年报、华西证券研究所

图 50 富国银行业务结构

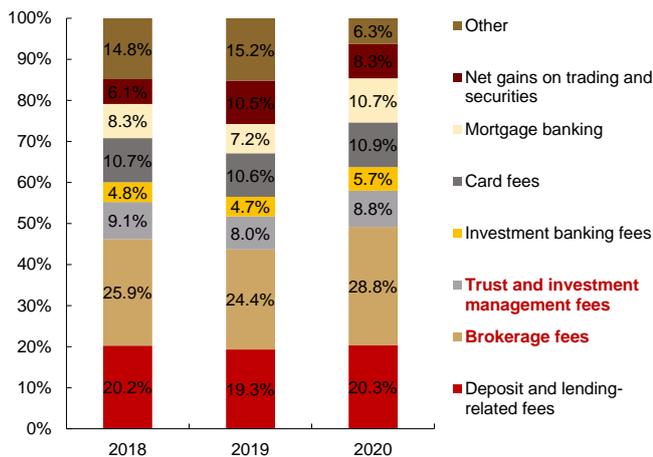
Wells Fargo & Company				
零售银行及贷款 Consumer Banking and Lending	商业银行 Commercial Banking	企业和投资银行 Corporate and Investment Banking	财富和投资管理 Wealth and Investment Management	企业 Corporate
<ul style="list-style-type: none"> 零售和小企业银行 Consumer and Small Business Banking 房贷 Home Lending 信用卡 Credit Card 汽车 Auto 零售贷款 Personal Lending 	<ul style="list-style-type: none"> 中间市场 Middle Market Banking 基于资产的贷款和租赁 Asset-Based Lending and Leasing 	<ul style="list-style-type: none"> 银行 Banking 商业房地产业务 Commercial Real Estate 市场 Markets 	<ul style="list-style-type: none"> 财富管理 Wealth Management 资产管理 Asset Management 	<ul style="list-style-type: none"> 企业资金管理 Corporate Treasury 企业职能 Enterprise Functions 投资组合 Investment Portfolio 附属风险资本和私募股权投资企业 Affiliated venture capital and private equity partnerships 非战略性业务 Non-strategic businesses

资料来源: 富国银行年报、华西证券研究所

财富业务贡献超 37% 中收, “社区化” 战略引领、发挥交叉销售优势。2020 年公司非息收入 28.8% 来自经纪业务佣金收入、8.8% 来自信托和投资管理手续费, 资管业务合计贡献了总营收的 37.6%, 2018 和 2019 年贡献度也均超过 30%。

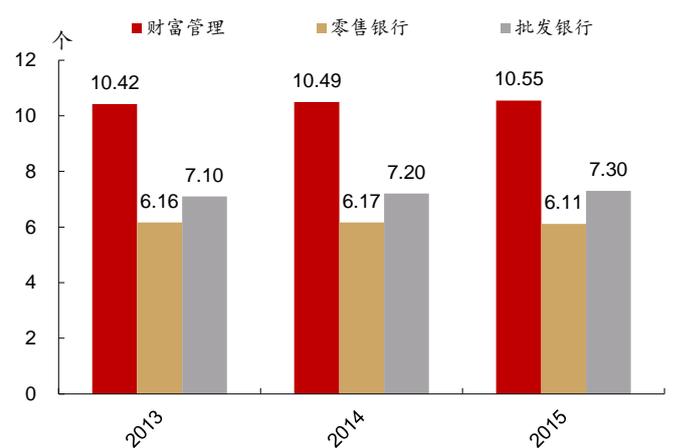
得益于富国银行员工深度下沉社区形成的强大营销能力, 公司可以根据客户需求设计相应用户服务方案, 并依托交叉销售的核心优势, 实现各业务板块和产品的联动。从数据可以看到, 2015 年财富管理板块零售家庭平均拥有 10.55 个交叉销售产品, 高于零售银行 (6.11 个) 及批发银行 (7.3 个), 财富管理板块交叉销售产品数量远高于其他客户。

图 51 富国银行非息收入结构



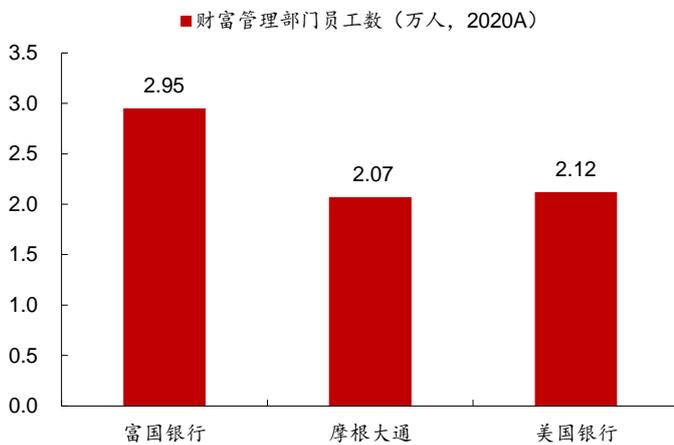
资料来源：富国银行年报、华西证券研究所

图 52 富国银行客户平均拥有交叉销售产品数量



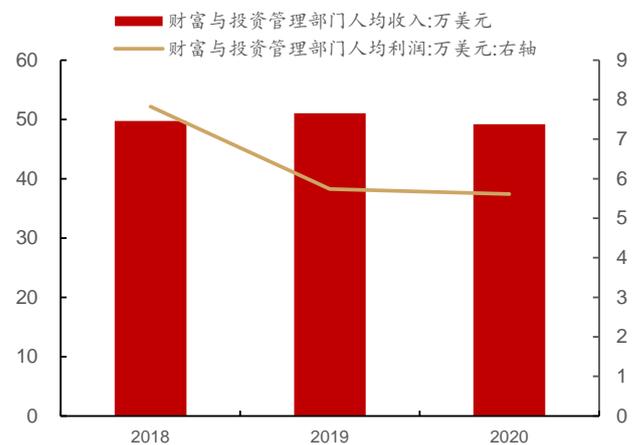
资料来源：富国银行年报、华西证券研究所

图 53 WFC 财富管理部门员工数远高于可比同业



资料来源：富国银行年报、华西证券研究所

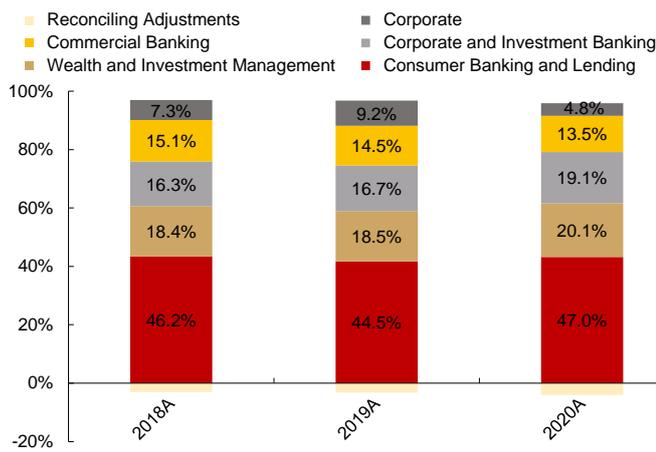
图 54 富国财富和投资管理部门人均收入及人均利润



资料来源：富国银行年报、华西证券研究所

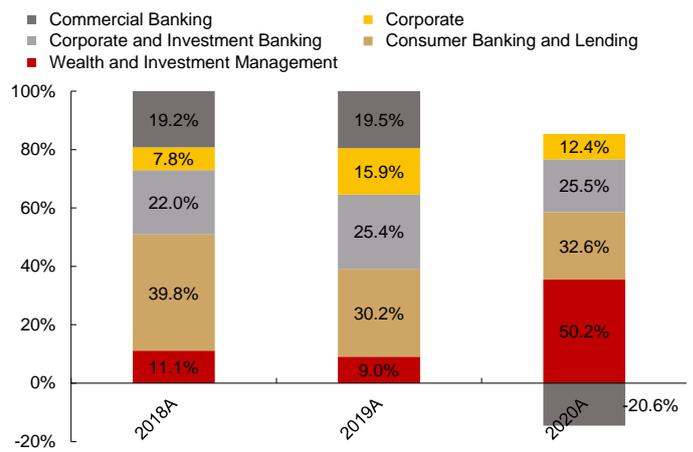
资产管理业务 (WIM) 对财务的影响：2020 年受疫情影响，商行板块加大减值计提下，公司的财富和投资管理板块贡献了 20.1% 的公司营收和 50.2% 的净利润；而此前 2018、2019 年财富板块的营收和利润贡献度均值分别在 18% 和 10% 左右。但交叉销售对其他板块的业务增益，也促进公司形成了较高的非息收入占比，整体非息收入占公司营收近 50%，其中财富与投资管理部门的佣金收入占非息收入的比例不断提升，2019 年为 35.2%，10 年提升超 15 个百分点。

图 55 营收结构：资产管理营收贡献度 20%



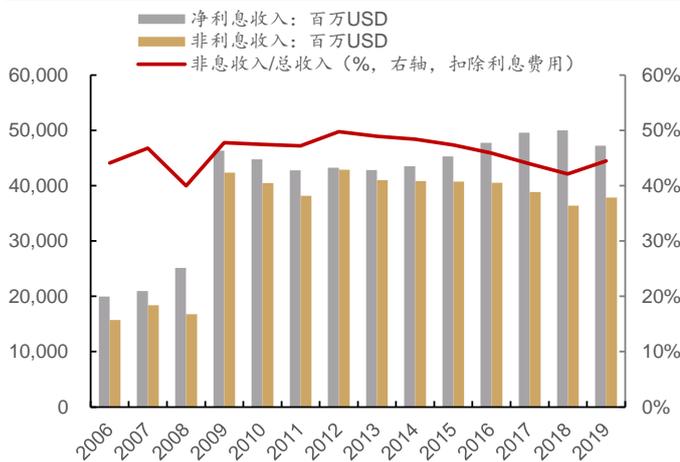
资料来源：Bloomberg、华西证券研究所

图 56 净利润结构：疫情期间财富业务贡献度提升



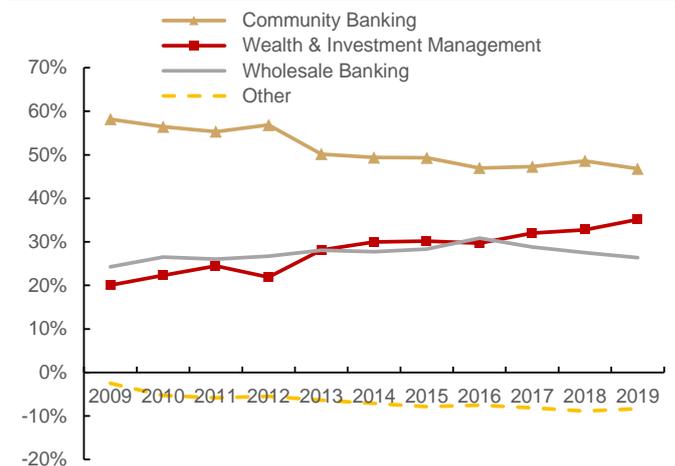
资料来源：Bloomberg、华西证券研究所

图 57 营收结构：非息占比约 50%



资料来源：Bloomberg、华西证券研究所

图 58 非息收入结构：资管贡献非息收入的 30%

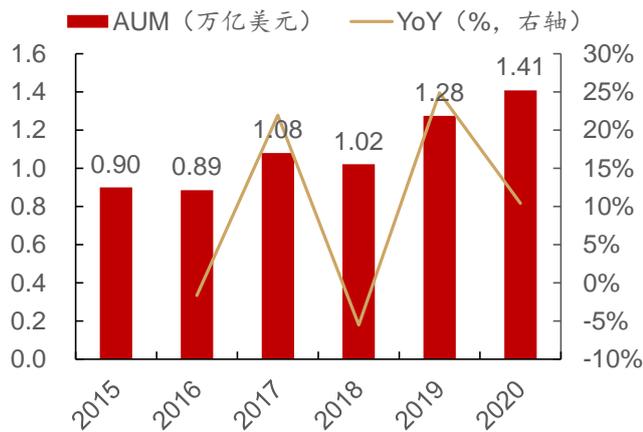


资料来源：Bloomberg、华西证券研究所

3.3. 美国银行 BAC

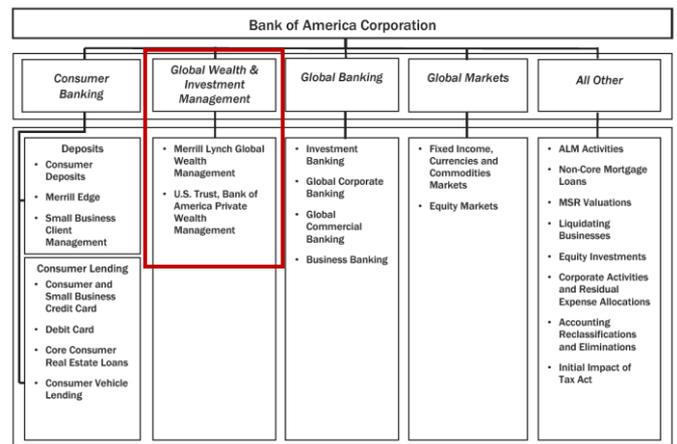
美国银行从 2016 年开始分四大业务板块：消费者银行、全球财富及投资管理、全球银行、全球市场。全球财富及投资管理板块下包括美林全球财富管理（负责可投资资产在 25 万美元以上的客户）和美国信托、美银私人财富管理（负责高净值和超高净值客户）子板块。

图 59 美国银行 AUM



资料来源：美国银行年报、华西证券研究所

图 60 美国银行业务结构



资料来源：美国银行年报、华西证券研究所

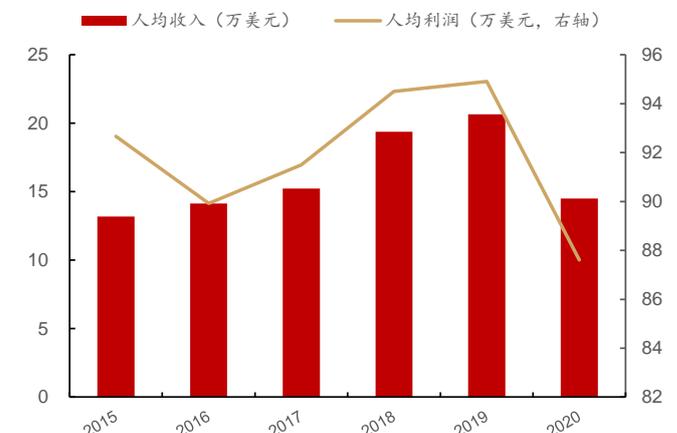
以客户为中心，创建大规模专业队伍，为客户定制专业财富管理策略。美国银行收购美林后，其带来的专业投资顾问团队为美国银行财富管理业务实行以客户为中心的战略奠定了基础，且近年来美国银行专业队伍规模不断扩大。2020 年，美国银行全球财富与投资管理部门销售专业人员达 2.12 万人，其中财富顾问人数为 2042 人。通过大规模的专业投顾团队，美国银行为其高净值客户定制符合财务状况和目标的财富管理方案。2019 年，美国银行财富管理板块人均创收 94.9 万美元，人均利润 20.6 万美元。

图 61 全球财富及投资管理板块员工人数



资料来源：美国银行年报、华西证券研究所

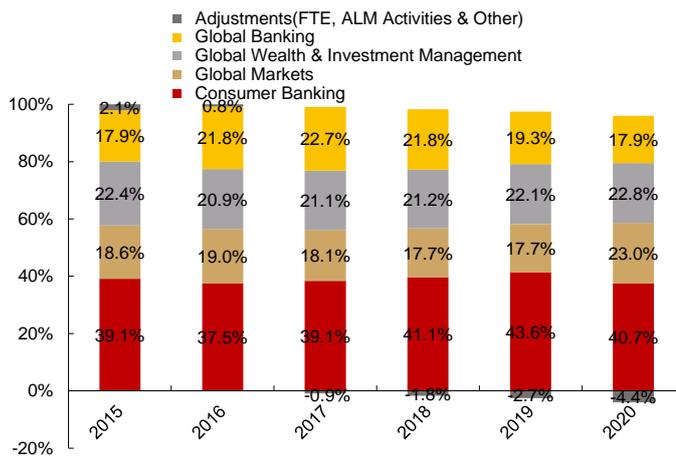
图 62 全球财富及投资管理板块员工人均产能



资料来源：美国银行年报、华西证券研究所

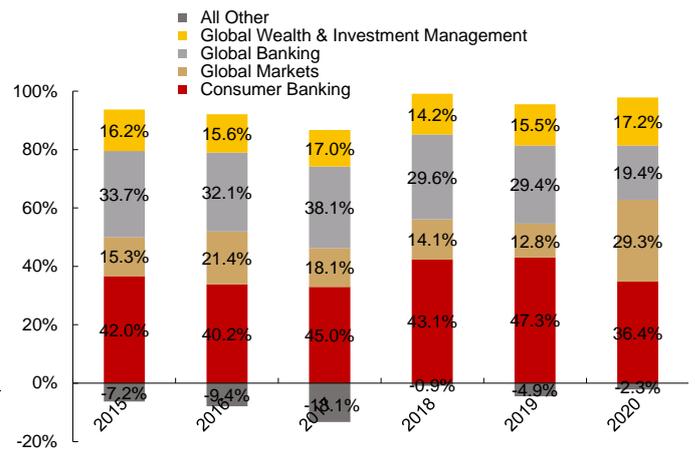
资产管理业务 (GWIM) 对财务的影响：2020 年全球财富与投资管理板块贡献 22.8% 的公司营收和 17.2% 的净利润；同时，公司整体非息收入占公司营收约 50%，其中，2020 年全球财富与投资管理板块贡献了公司非息收入的 31.1%，整体为非息收入的主要贡献板块。

图 63 营收结构：GWIM 营收贡献度 22.8%



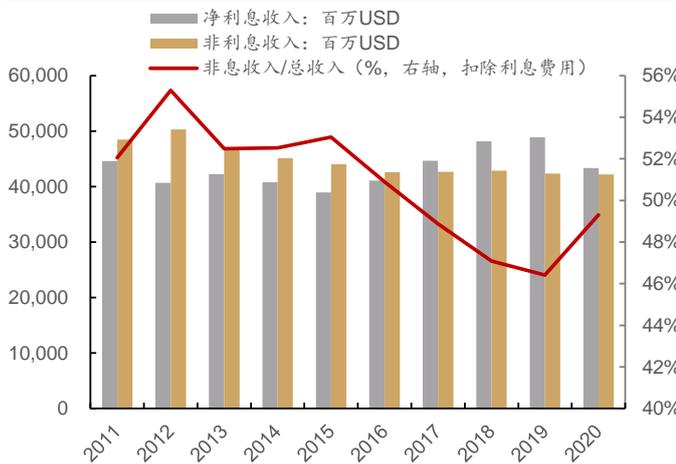
资料来源：Bloomberg、华西证券研究所

图 64 净利润结构：疫情期间财富业务贡献度提升



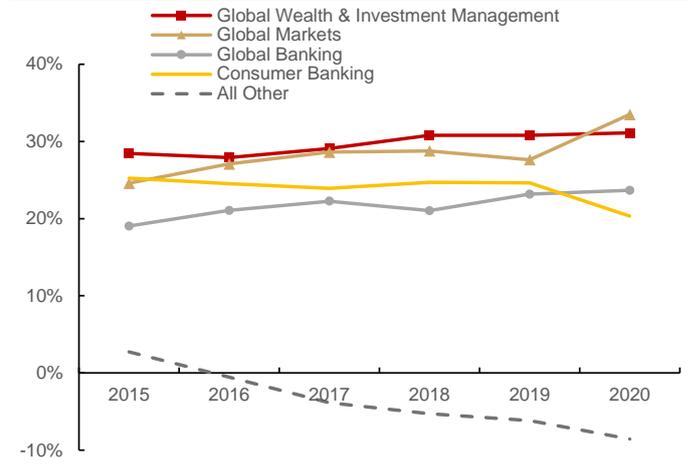
资料来源：Bloomberg、华西证券研究所

图 65 营收结构：非息占比约 50%



资料来源：Bloomberg、华西证券研究所

图 66 财富板块贡献非息收入的约 30%



资料来源：Bloomberg、华西证券研究所

3.4. 道富集团 STT

IPE 全球资管 500 强榜单中，道富集团的资管规模排名居前列，相比其他综合金融集团，道富集团的专业属性更强。

业务结构上，道富集团主营业务包括投资服务和投资管理两大类，其中，投资服务业务板块主要通过旗下道富银行，为客户提供以托管为核心的系列服务；而投资管理业务板块履行资管功能，通过旗下道富环球投资管理有限公司提供主动、被动策略型基金产品，进行全球资产配置等。道富的资管策略专注于被动型权益投资，道富资管设计了美国第一支 ETF 基金（标普 500ETF），也是世界最大的 ETF 供应商之一。

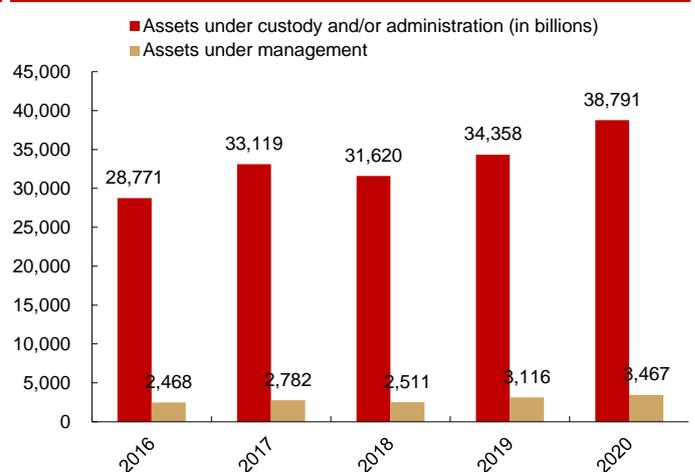
财务结构上，道富营收的 80%来自非息收入。手续费收入中，与托管规模挂钩的服务费占六成左右的份额，而与资产管理挂钩的管理费增速较快。

图 67 公司架构：通过道富环球运营资管业务

投资管理 Investing Management		投资服务 Investing serving		
道富环球咨询 SS Global Advisor	道富环球市场 SS Global Market	道富环球交易所 SS Global Exchange	道夫机构服务 SS Institution Services	CRD Charles River Systems, Inc
投资管理策略及产品 investment management strategies and products		投资服务及产品 Investment services and products		
<ul style="list-style-type: none"> 股票 Equity 固定收益 Fixed Income 多资产策略 Multi-asset Strategies 环境、社会治理投资 Environmental, social and governance investing 	<ul style="list-style-type: none"> 经纪及其他交易业务 Brokerage and other trading services 证券两融中介 Intermediary 交易软件/终端 Trading Software/Terminal 	<ul style="list-style-type: none"> 数据指标研发 Data Index R&D 投资组合分析 Portfolio Analysis 市场调查 Market Research 	<ul style="list-style-type: none"> 托管 Custody 产品会计 Product Accounting 财务报告 Financial Reports 	<ul style="list-style-type: none"> 自动化跨资产类别机构投资者投资流程 Automate Institutional Investment Process Across Asset Classes 综合产品和服务 Investment Servicing Integrated Products and Services

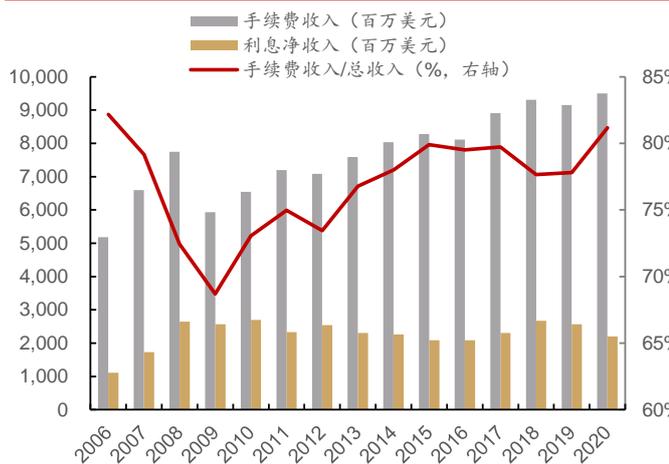
资料来源：公司公告、华西证券研究所

图 68 道富：托管和资管规模整体提升



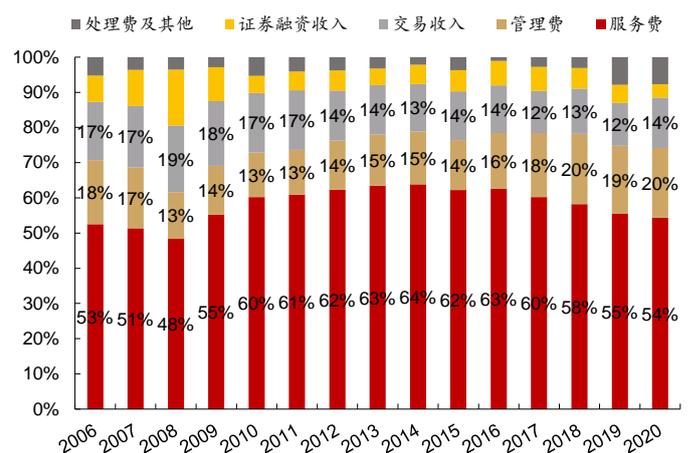
资料来源：Bloomberg、华西证券研究所

图 69 营收结构：80%来自手续费收入



资料来源：公司公告、华西证券研究所

图 70 手续费收入结构：服务费占六成，管理费占比整体提升



资料来源：Bloomberg、华西证券研究所

总体而言，从海外大型金融机构的业务模式和经营特征可以大致看出，对于银行系金融机构，财富管理业务条线的组织架构、客群定位、投资管理能力等是财富管理规模增长的主要驱动；同时从财务数据上也充分反映了财富管理条线对公司整体利润和盈利能力等方面贡献度的提升。

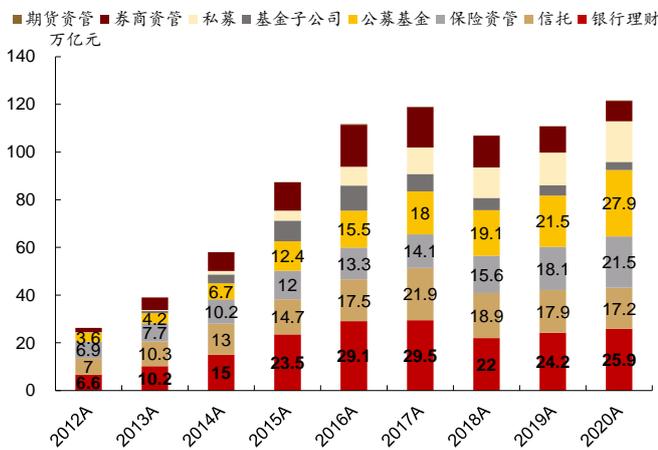
4. 我国财富管理业务发展空间展望

4.1. 我国财富管理市场现状

■ 商行占主导地位，财富管理战略先行

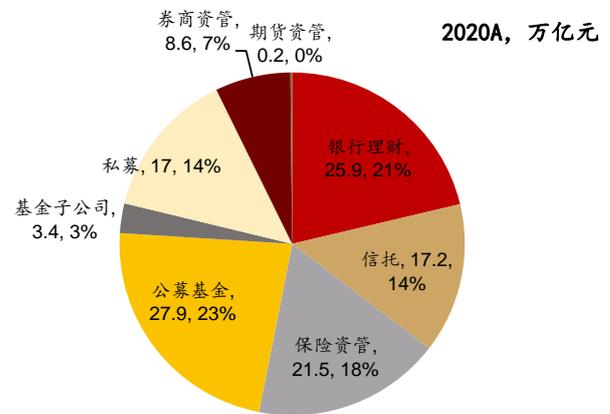
国内财富管理市场的主要参与者包括商业银行、证券公司、第三方财富管理机构、互联网平台、公募基金、私募基金、信托公司等。商业银行凭借其强大的客户基础和渠道优势目前是最大的财富管理机构，理财规模约 26 万亿元。近年来，各大银行也纷纷将财富管理作为未来发力的重点，经过资管新规破刚兑、去嵌套等政策规范，从“保本”的传统理财转向经营净值型产品，资产配置能力也成为各家银行关注焦点。同时，公募基金和保险资管是近年来规模扩增最快的领域，居民对保险和机构投资的关注和认知在逐渐提升。

图 71 中国资管市场规模分类规模：公募基金规模超过银行理财成为最大分部



资料来源：《中国资产管理市场 2020》(BCG&光大银行)、华西证券研究所

图 72 2020 年资管市场结构及占比



资料来源：《中国资产管理市场 2020》(BCG&光大银行)、华西证券研究所

图 73 理财规模增速回升



资料来源：《中国银行业理财市场年度报告 2020》、华西证券研究所

图 74 公募基金规模保持较快增速



资料来源：WIND、华西证券研究所

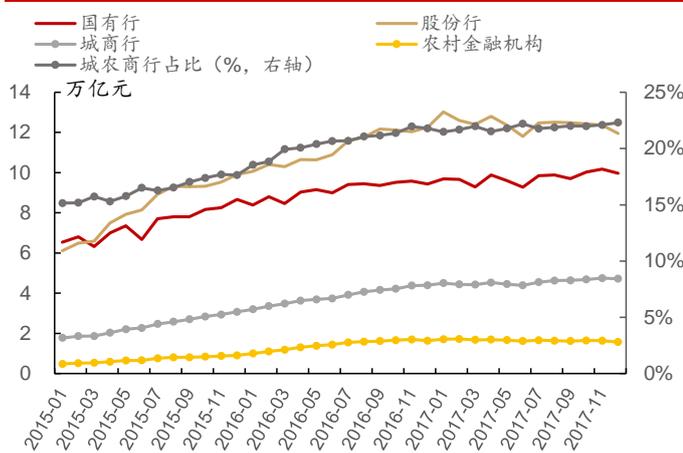
■ 大中型银行引领，区域银行发力

大行和股份行一直以来凭借品牌、渠道、产品等优势，占据财富管理业务的主导地位。根据银行业协会发布的《中国银行业理财市场年度报告》，截至 2020 年末，全市场共有 331 家银行机构（不含理财公司）存续理财产品数量 35094 只，存续余额 19.19 万亿元，其中大行和股份行市场份额分别达到 31.11%和 41.58%，合计占比七成以上。

随着城农商行将理财作为表外重要发力点，理财产品资金余额占全市场的比重整体提升。但城农商行呈现较为明显的两级分化，部分规模较小且转型困难的农村金融机构逐渐退出理财发行市场，而头部机构抓住机遇、坚定净值化转型，同时重视客户多元化需求、丰富产品线和投资者服务体系，提高产品运作能力，扩大理财规模。

资管新规后各商业银行也纷纷发力理财市场，理财子公司持续扩容。至今全国已有 25 家银行理财子公司获批成立，包括六大行、6 家股份行和头部城农商行均参与其中，还有两家合资理财子公司；其中 20 家已经开业。

图 75 城农商行理财产品资金余额占市场的比重略有提升（中国理财网数据口径）



资料来源：WIND、中国理财网、华西证券研究所；注：农村金融机构包括农商行、农信社、农合行。

图 76 2020 年理财市场银行机构概况（银行业理财登记托管中心数据口径）

银行机构类型	数量(家)	余额(万亿元)	市场份额
大行	6	5.97	31.11%
股份行	12	7.98	41.58%
城商行	122	4.07	21.21%
农村金融机构	175	1.09	5.68%
外资银行	16	0.08	0.42%
总计	331	19.19	100.00%

资料来源：《中国银行业理财市场年度报告（2020）》、华西证券研究所

图 77 部分上市银行理财和 AUM 概况

(万亿元, 2020A)	AUM	个人存款	理财	理财/AUM (%)
工行	16.00	11.66	2.71	16.9%
建行	13.00	10.18	1.53	11.8%
招行	8.94	2.03	2.22	24.8%
交行	3.90	2.19	0.53	13.7%
浦发	3.13	0.94	0.99	31.7%
平安	2.62	0.68	0.65	24.7%
兴业	2.61	0.73	0.69	26.3%
中信	2.24	0.94	1.08	48.2%
光大	1.92	0.81	0.84	43.6%
民生	1.91	0.88	0.86	45.1%
浙商	0.55	0.25	0.29	52.1%
北京	0.77	0.39	0.33	42.3%
上海	0.75	0.32	0.35	46.8%
南京	0.49	0.21	0.25	50.9%
宁波	0.53	0.20	0.26	48.7%
贵阳	0.15	0.12	0.09	57.7%
长沙	0.22	0.17	0.04	19.3%
青岛	0.20	0.08	0.11	55.2%

资料来源：公司公告、华西证券研究所；注：理财规模取未纳入表内的结构化主体数据中净值型理财规模。

4.2. 中国财富管理业务的发展空间

对标美国，我国的财富管理业务可以说尚处于起步阶段，未来有广阔的发展空间。美国 20 世纪 70 年代开始财富管理业务的繁荣发展归因于宏观经济繁荣下私人财富增长、金融监管放松、金融工具创新等因素，相比之下目前我国国家，一方面经济增长居民财富持续积累的基础越发强大，另一方面利率市场化和资管新规之后，金融业态的创新融合持续加强，另外金融科技加快纵深赋能；这些都为财富管理业务的加快发展创造了非常优良的条件。

1) **宏观层面**，2019 年大陆人均 GDP 突破 1 万美元，接近美国 20 世纪 70 年代末-80 年代初的水平，同时从增速来看，美国在该经济快速发展阶段，人均 GDP 能保持 10% 以上的增速。如果按人均可支配收入的规模对标，2020 年我国全国居民人均可支配收入 3.22 万元，按 6.4 的汇率粗略计算，基本处于美国 70 年代中期的阶段。人口结构角度，2019 年大陆 65 岁及以上人口占比 11.47%，也基本相当于美国 1980 年的水平。因此未来经济总量的扩增，以及人口老龄化对养老财富配置的需求提升，都将为财富管理业务扩容奠定基础。

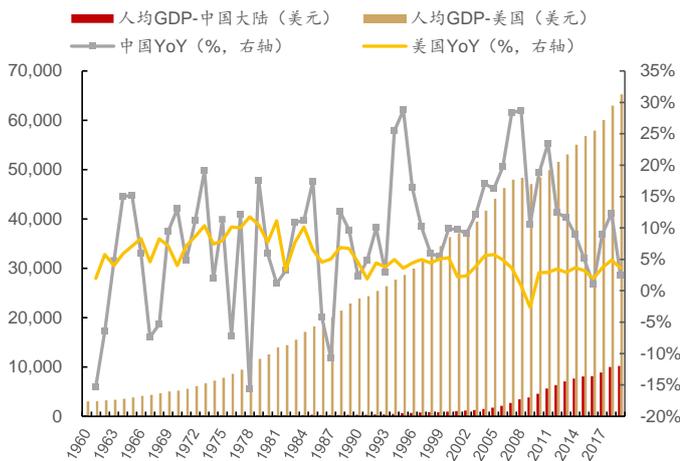
2) **财富总量来看**，根据瑞信发布的《全球财富报告 2020》中同口径数据，2019 年末中国家庭财富达 78 万亿美元，美国是 115 万亿美元，个人财富均值 7.1 万美元，和美国的 46 万美元相比还有巨大差距。

4) **但值得注意的是**，从财富人群结构来看，尽管美国的百万富翁数量仍远超中国，但中国在全球财富阶层前 10% 的人口（“全球富裕人口”）的数量上目前已经超越美国，大人口基数和富裕阶层体量是支撑未来财富管理市场扩增的基础。

5) **资产配置结构上**，中国家庭财富资产构成中金融资产配置比例整体提升至 50% 以上，但和美国 70% 的占比仍有 20 个百分点左右的差距。并且从金融资产的内部结构上，我国居民储蓄率较高，尽管近年来储蓄总额占 GDP 比重整体下行，但仍在 40% 以上，接近美国的两倍。结合图 17 和图 28 大致来看，我国居民的主动管理型金融产品配置比例明显偏低，财富管理的空间大有可为。

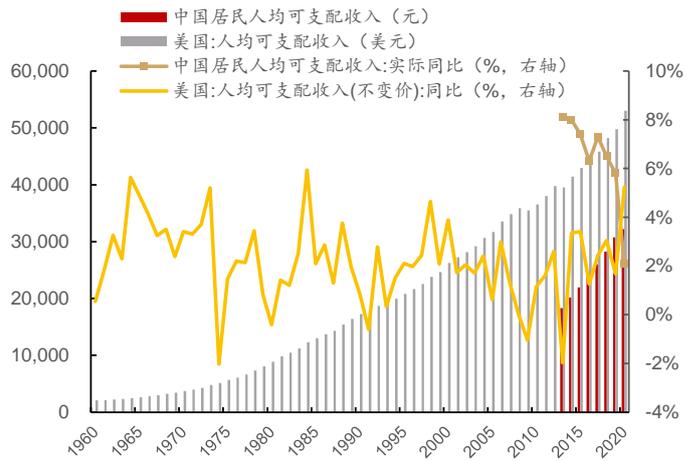
综上，我们认为，未来伴随居民财富的持续积累以及财富管理需求的提升，以及金融机构财富管理能力的提升，我国的财富管理市场将加快扩张。根据麦肯锡分析，截至 2020 年末，以个人金融资产计算，中国已成为全球第二大财富管理市场、第二大在岸私人银行市场；预计到 2025 年，中国财富管理市场年复合增长率将达 10% 左右，市场规模有望突破 330 万亿元人民币。

图 78 中美人均 GDP 对比



资料来源: WIND、华西证券研究所

图 79 中美人均可支配收入对比



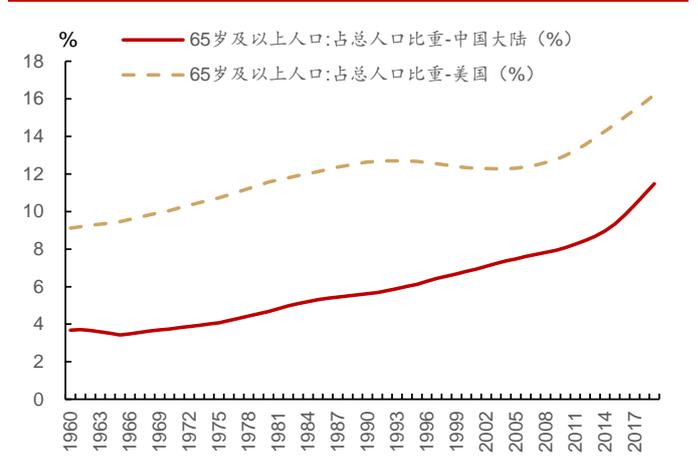
资料来源: WIND、华西证券研究所

图 80 中美经济和居民财富指标对比

	中国-2019	美国-2019
总人口 (百万人)	1437	330
成年人口 (百万人)	1099	248
人均GDP (美元)	12,731	86,477
个人财富均值 (美元)	70,962	463,594
总财富 (万亿美元)	78	115
百万 (美元) 富翁人数 (千)	5,788	20,215
进入全球最富有10%的人数 (千)	107,517	97,217
进入全球最富有1%的人数 (千)	5,758	20,148
大于100万美元人数及占比	5.5m/0.5%	20m/8.2%
10万-100万美元人数及占比	152m/13.8%	87m/35.1%
1万-10万美元人数及占比	732m/66.6%	70m/28.3%
小于1万美元人数及占比	209m/19%	71m/28.5%

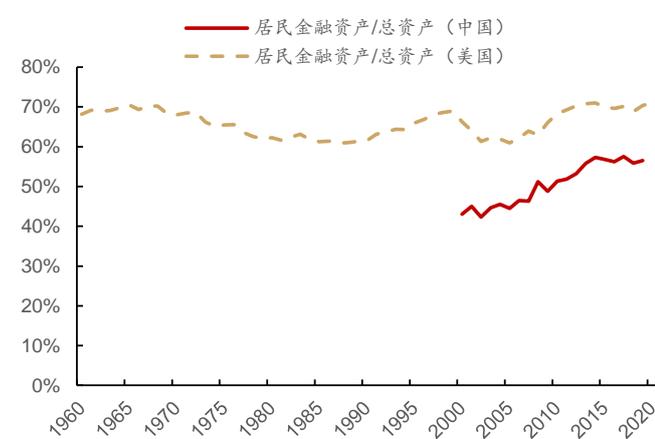
资料来源: 瑞信《全球财富报告 2020》、华西证券研究所

图 81 中美 65 岁以上人口占比对比



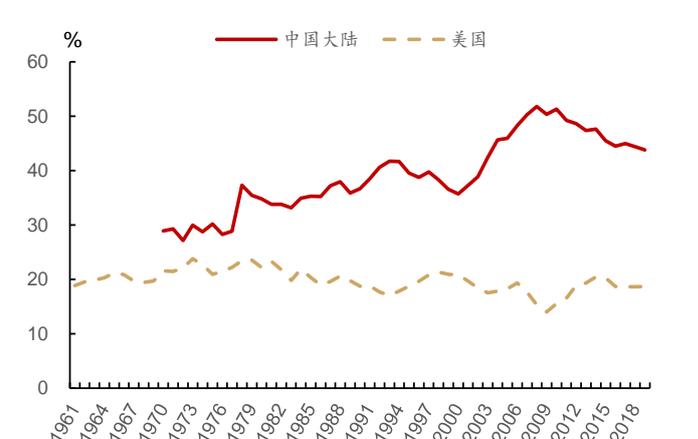
资料来源: WIND、华西证券研究所

图 82 中美资产配置结构对比



资料来源: WIND、社科院、华西证券研究所

图 83 中美储蓄总额占 GDP 比重对比



资料来源: WIND、社科院、华西证券研究所

5. 公司估值和投资建议

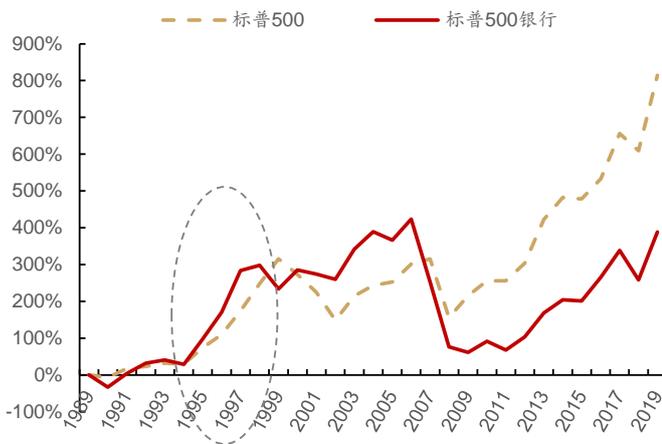
从估值角度来说：

一方面，美国银行行业估值大幅上行并获得相对收益的阶段集中在 20 世纪 90 年代，标普 500 银行指数显著跑赢大盘，PB 也一度由 1990 年 1 倍左右上行至 20 世纪末 3 倍的水平，这一阶段契合了美国利率市场化完成后处于混业经营探索阶段，金融创新蓬勃发展、财富管理突飞猛进、银行非息收入大幅扩增的特征，市场给予银行更高估值；

另一方面，个股来看，富国、JPM 和美银公司自有观测数据以来至 2008 年之前，PB 水平处于 2-3 倍区间，也高于行业整体水平，其中道富集团作为美国银行系综合金融机构中最大的托管银行和资管公司，PB 在 1990-2000 年间整体上行远高于银行业整体，2000 年至 2008 年之前整体 PB 在 3 倍左右。我们看好财富管理业务对银行估值的提振。

投资建议： 鉴于未来我国商业银行财富管理业务广阔的发展空间，以及对银行 ROE 和估值的提振，我们建议关注：1) 财富管理业务发力早、基础扎实的招商银行、光大银行；2) 综合实力较强、未来具备较大成长空间的平安银行、兴业银行等；3) 客群优势强、产品维度宽、管理稳健的大行；4) 中小银行中财富管理业务发力早，优势明显的青岛银行等。

图 84 20 世纪 90 年代标普 500 银行指数跑赢大盘



资料来源：Bloomberg、华西证券研究所

图 85 20 世纪 90 年代标普 500 银行指数 PB 显著拉升



资料来源：Bloomberg、华西证券研究所

图 86 美国大型金融机构 PB 历史走势



资料来源：ICI、华西证券研究所

6. 风险提示

- 1) **宏观经济下行超预期，信用风险集中暴露。**宏观经济目前处于疫后修复阶段，若疫情控制不及预期导致宏观经济出现超预期下滑，加剧银行资产质量压力以及影响不良资产的处置和回收，从而影响行业利润增速。
- 2) **财富管理相关政策落地不及预期。**金融改革政策先行，若监管部门对于金融自由化的态度或金融细分领域监管趋严，以及财富管理相关政策出台进程不及预期，将对业务推进造成不利影响。
- 3) **行业竞争加剧风险。**财富管理业务考验银行综合经营能力，加剧行业竞争，经济下滑、监管趋严和资金趋紧等外部不利因素的催化下，经营效率低、盈利能力差的银行或面临出清风险。

分析师与研究助理简介

刘志平：华西证券银行首席分析师，上海财经大学管理学硕士学位，研究领域主要覆盖银行、金融行业。从业经验十多年，行业研究深入，曾任职于平安证券研究所、国金证券研究所、浙商证券研究所。

李晴阳：华西证券银行分析师，华东师范大学金融硕士，两年银行行业研究经验，对监管政策和行业基本面有深入研究，曾任职于平安证券研究所。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，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。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的6个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过15%
行业评级标准		
以报告发布日后的6个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园11号丰汇时代大厦南座5层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均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而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。