

银行

百页深度！金融服务百姓，路在何方？

近年来“零售业务”越来越成为银行等金融机构的发展重心，我们本篇报告从“居民”的角度出发，从其**资产（财富管理业务）、负债（零售贷款业务）**两大维度入手，结合海外发展经验，全面系统地梳理当前的行业现状，测算未来的发展空间，并前瞻性地分析判断“金融服务百姓”的商业模式、行业格局等会怎样演变。

在研究的过程中，我们兴奋的发现非常多有意思的角度和结论。在此，简单列出市场最关注的、最有意思的**6个话题**：

1、居民画像--中国老百姓“长什么样”？我们在第一部分首先呈现了中国老百姓的“全貌”，深入研究居民的收入怎么来、资产投向了哪里、负债有什么特点这3个方面。我们发现非常多有意思的结论，例如我国居民过去几年的负债增速（18.5%）>资产增速（12.2%）>收入增速（8%），且在加杠杆的过程中沉淀了一定财富；同时头部效应（二八分化）也是比较明显的，头部前20%的居民，占据了46.6%的收入、64.5%的家庭净资产、72.5%的金融资产。

此外，我们设置了几个有意思的“专栏”，从“最有钱的群体，财富从何而来”深度理解了银行打通各业务条线、深度融合的现实意义；以及从“如何看待居民部门杠杆率60%这一警戒线”的内容深刻理解了监管在居民消费类贷款进行风险管控的必要性等等。

2、我国财富管理行业的发展现状与竞争格局？2020年我国各金融产品的总规模超过了213万亿，我们深入分析了几个问题，比如这其中哪些产品发展的更好？银行、券商、保险、基金、信托等金融机构在财富管理行业的产业链条中分别扮演了什么角色？商业与盈利模式有什么区别？牌照、客群、业务差异在哪？此外，我们用一张大表格梳理了当前各类金融产品的收费环节与利益分配机制，如渠道费率、管理费率、交易环节费率等。

在“专栏”部分，我们探讨了“银行仍占据财富管理的C位”；“基金渠道正在发生什么变革？未来将走向何方”等内容，从收费模式的角度来理解为何金融机构要布局C类基金，豁然开朗。

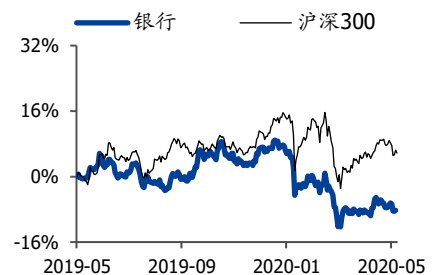
3、美国财富管理行业当年是怎么爆发的？几十年的发展历程中，商业模式、竞争格局发生了怎样的变化？

我们研究了大量的原始、官方数据和资料，回溯了美国在1978-2000年财富管理业务大爆发阶段，到底发生了什么？在这20多年时间里，美国居民的风险金融资产从不足3万亿增长到28万亿美元，且商业模式、行业格局均发生了“翻天覆地”的变化：养老金大发展、美股机构化、投顾模式崛起、美股20年长牛、货基债基股票基金“接棒式爆发”等，同时，我们联动所有因素、深入分析了美国“养老金-股市-基金-新经济”正向循环是如何形成的。

分析美国基金行业的发展历程是我们最辛苦，也是最欣喜，收获最大的阶段。经过40多年的发展，美国基金行业经历了渠道费率的竞争、管理费率的竞争，并最终形成了“全民”投顾的模式。在很多方面，与我国基金行业当下正在发生的变革可以得到一一验证。如：降低申购费率、布局C类基金收取“销售服务费”，这与美国当年在申购费率激烈竞争之后、收取12b-1费用如出一辙，商业模式上均从赚取基民交易费率，逐步转变为“陪伴式”服务。而在渠道费率充分竞争之后，又发生了什么

增持（维持）

行业走势



作者

分析师 马婷婷

执业证书编号：S0680519040001

邮箱：matingting@gszq.com

分析师 陈功

执业证书编号：S0680520080001

邮箱：chenggong2@gszq.com

分析师 蒋江松

执业证书编号：S0680519090001

邮箱：jiangjiangsongyuan@gszq.com

相关研究

- 1、《银行：2021 银行业研究框架暨业绩综述：关键词—分化拉大》2021-05-05
- 2、《银行：中国的老百姓“长什么样”？高净值客户有什么特征？》2021-03-15
- 3、《银行：区域研究系列二-江苏省及10家上市银行所在地》2021-03-07
- 4、《银行：区域研究系列一-解密浙江经济、特色城市与优质银行群》2021-02-20



呢？管理费率是何时开始降低的？可以阅读我们的报告的 62—78 页，这些问题都有清晰的答案。

最后，我们一定要强调的是，尽管在激烈的竞争中，综合费率有一定程度的下降，收费模式也发生了变化，但是如果居民想要参与资本市场，需要专业人士来提供金融服务，永远是需要付出成本的。即便是在非常成熟的美国市场，权益类产品的综合费率依然可以达到 1.5% 左右的水平，权益市场大有可为！

4、为什么说我国财富管理处于“风口”，未来的发展空间有多大？我们首先从 5 个角度入手分析当前的宏观因素，发现我国当前与 1980 年的美国、日本财富管理大爆发初期非常的相似，人均 GDP 突破 1 万美元、人口老龄化、居民素质提升、利率市场化等等，这些条件均将催化我国财富管理行业的爆发。此外，我们详细测算了未来的发展空间有多大，以及各类型产品的增速将达到多少。一个简单的结论是：测算 2025 年居民金融资产将达到 316 万亿，且大资管类产品 CAGR 将达 18.8%，详细分析见 40 页-47 页。

5、我国居民债务负担究竟如何？对比海外，为什么说不具备爆发“系统性居民信贷风险”的条件？过去几年，我国居民的负债增长较快，居民部门的杠杆率、债务收入比、资产负债率分别提升至 62.2%、94%、10.8%，均已达到或超过发达国家的水平（需要说明的是，我国的个人贷款结构中，经营性贷款占比较高，达到 21.6%，若将这类可以产生现金流的贷款剔除，则更为稳健）。

此外，我们复盘了金融危机期间，美国、中国台湾等 5 个代表性国家与地区的居民消费信贷资产质量情况，并对 2002 年韩国卡债危机、2006 年台湾卡债危机进行复盘，得出一个非常有意思的结论，那就是对于居民这个群体而言，由于小额、分散等特征，重大金融危机虽会传染、引发其不良率上升，但无序扩张、野蛮生长才会爆发危机。在这一部分的研究中，我们不由感叹，监管的前瞻性和及时性有多么的重要。

6、如何看待零售信贷的发展空间？在居民债务负担部分的研究中，我们还发现一个有意思的现象，就是居民债务负担提升不可怕，可怕的是短期内、快速提升。结合 IMF 对于 60% “警戒线”的数据，我们粗略测算出，未来 5 年我国居民零售贷款的“合意、安全增速”或为 10.5%。同时，在这样的框架下，我们结合政策导向、客群基础等因素，分别测算了全行业按揭贷款、经营贷、消费类信贷未来 5 年的增速分别为 8.8%、13.9%、11.4%。此外，我们也深入分析了这三类贷款的业务特点，以及消费金融公司、小贷公司、银行等传统金融机构在其中各自扮演了什么角色等内容。

除了这 6 大问题外，我们就财富管理、零售信贷业务从业务结构、市场空间、商业模式、竞争格局等多方面进行了深入、系统地分析，以众多专栏的形式剖析了更多细节的问题，如商业银行是如何面对货基与债基竞争的、代表机构是如何服务高净值客户的、哪些因素导致美国财富管理行竞争加剧的等等。

投资建议：总的来说，我国已站在财富管理大发展的“风口”之上，这一业务不仅发展速度快，且对于更好地服务老百姓、推进业务转型方面具有非常高的价值，银行、券商、基金等金融机构在这一领域均大有可为。建议积极关注自身客群基础好，财富管理领域沉淀较深，先发优势明显，行业市占率比较高或增长潜力较好的金融机构未来的发展空间，如商业银行中的招商银行、平安银行、宁波银行；券商中的东方财富、中金公司、中信证券等。

风险提示：宏观经济下滑，金融监管超预期，资本市场改革推进不及预期，报告测算偏差。

内容目录

一、中国居民财富画像：收入、资产、负债知多少？	8
1.1、居民收入：与名义GDP基本匹配，结构上有一定分化	9
1.2、居民资产：房地产+低风险金融资产为核心	13
1.3、居民负债：近年来债务压力提升较快，基本达到国际合理水平的上限，结构上中青年负债压力相对较大	19
二、资产端：如何看待我国财富管理行业的未来？	25
2.1、我国财富管理业务的现状：金融产品、商业模式、竞争格局	26
2.1.1、各类金融产品发展的怎么样？	26
2.1.2、各类金融机构经营情况如何？--商业模式、收入来源	28
2.1.3、竞争格局	31
2.2、未来：我国财富管理业务有多大的空间？	39
2.2.1、我国已站在财富管理大发展的“风口”之上	39
2.2.2、简单测算：我国居民财富将走向何方？ 财富管理业务有多大空间？	42
2.3、美国经验--财富管理行业的变迁：发展历程、商业模式	47
2.3.1、发展历程：美国从财富管理到产业升级的“正向循环”是如何形成的？	47
2.3.2、美国财富管理商业模式的变迁：费率竞争、收费模式变革、指数型产品崛起、“投顾模式”都是怎么发展起来的？	62
2.3.2.1、阶段一：渠道的竞争--从前后端收费，到“免佣”、“12b-1”模式	63
2.3.2.2、阶段二：管理费的竞争—2000年后竞争加剧，被动型基金产品崛起	70
2.3.2.3、维度三：费率下降、投顾业务发展相互推动，行业收费模式变革完成	73
2.3.2.4、美国财富管理行业的变革给我国带来了哪些借鉴经验？与我国当前的情况有哪些异同？	75
2.3.2.5、案例分析：顺应行业的变革，各财富管理机构是如何“主动求变”的？	79
三、居民负债：怎么看未来发展空间、竞争格局、资产质量？	84
3.1、我国居民债务负担总量上升速度较快，但结构上分布不均	85
3.2、我国各类零售信贷未来的发展空间怎么样？	88
3.2.1、住房按揭贷款：零售贷款的“压舱石”，“房住不炒”基调下未来增速或将下降	90
3.2.2、个人经营性贷款：政策引导下，未来或保持较快增长	91
3.2.3、个人消费类信贷：疫情影响减弱，后续稳健增长	93
3.3、我国零售信贷业务的竞争格局：按揭较为集中，非按揭竞争激烈	98
3.4、资产质量：我国未来零售金融风险如何展望？	100
3.4.1、我国居民信贷当前资产质量：按揭贷款为“压舱石”，资产质量整体保持稳健	100
3.4.2、从海外经验看，我国当前不具备爆发“系统性风险”的条件？	101
3.4.2.1、复盘2008年金融危机：东亚国家居民信用习惯更优，整体受影响较小	101
3.4.2.2、以韩国、中国台湾为例，在什么情况下才会出现消费金融危机？	104
3.4.2.3、结论：当前中国不具备爆发“系统性金融风险”的条件	106
四、投资建议	107
风险提示	108
附一：上市银行零售、财富管理业务对比	109
附二：上市券商财富管理业务对比	111

专栏目录

专栏 1：最有钱的群体，他们的财富从何而来？	108
专栏 2：多种口径对比，我国居民金融资产占比究竟有多少？	108
专栏 3：居民杠杆率 VS 居民债务收入比，怎么看待居民部门债务比例的绝对值水平？	108
专栏 4：如何看待“居民部门杠杆率 60%”这一“警戒线”？	108
专栏 5：银行仍占据财富管理的“C位”	35
专栏 6：基金销售渠道正在发生什么变革？未来将走向何方？	108
专栏 7：参考美国、日本经验，如何展望我国居民部门未来投向金融资产的比例？	44
专栏 8：美国养老体系的三支柱运作模式与中国的对比	108
专栏 9：“美股机构化”的格局是如何形成的？	108
专栏 10：如何看待美国货币基金、债券基金的发展历史？银行是怎么应对的？	59
专栏 11：12b-1 收费模式的诞生与普及	66
专栏 12：哪些因素导致 1987 年后，行业竞争、变革加剧？	67

专栏 13: 美国基金销售渠道有什么特点? 为什么银行渠道不强?77
 专栏 14: 测算: 各类零售贷款的管理费率大概是多少?89

图表目录

图表 1: 我国居民可支配收入 (元) 9
 图表 2: 可支配收入中主要来源是工资性收入 (2020, 元) 9
 图表 3: 我国居民可支配收入: 城镇 vs 农村 (元)10
 图表 4: 2020 年各省市居民人均可支配收入 (元)10
 图表 5: 全国居民按收入五等份的人均可支配收入及增速 (元)10
 图表 6: 2011-2018 年中国高净值人群 (AUM>600 万) 收入的来源11
 图表 7: 2019-2021 年中国超高净值人群 (AUM>1000 万) 的职业构成11
 图表 8: 我国居民部门资产端摆布情况 (万亿)13
 图表 9: 我国居民 (城镇+农村) 狭义总财富的规模及构成 (万亿元, %)14
 图表 10: 按户主年龄分组的家庭资产15
 图表 11: 居民家庭总资产分部情况 (2019 年)15
 图表 12: 前 20% 的家庭拥有的资产占比高于收入占比 (2019 年)15
 图表 13: 主要国家与地区居民金融资产配置占比 (%)17
 图表 14: 中国对比其他国家与地区: 2000 年以来金融资产占比走势 (% , 瑞士信贷口径)18
 图表 15: 中国 VS 英美日德: 居民金融资产中风险金融资产配置比例明显偏低18
 图表 16: 我国各类居民贷款增长情况 (亿元)19
 图表 17: 中美两国居民部门杠杆率、债务收入比趋势对比 (美元)20
 图表 18: 中、美两国居民可支配收入占 GDP 的比重21
 图表 19: GDP 构成对比 (收入法)21
 图表 20: 我国居民主要债务指标与美国、全球对比 (%)21
 图表 21: 日本: 1985 年杠杆率达到“60%”22
 图表 22: 美国: 1989 年达到“60%”, 此后稳步增长22
 图表 23: 韩国: 2002 年达到“60%”, 此后稳步增长22
 图表 24: 中国台湾: 02 年达到“60%”, 此后稳步增长22
 图表 25: 我国居民部门杠杆率水平处于国际合理水平, 但过去五年提升幅度最快 (%)23
 图表 26: 中国居民资产负债率情况 (结合国家资产负债表、央行调研数据测算)24
 图表 27: 按户主年龄分组的家庭负债参与率24
 图表 28: 按户主年龄分组的消费贷款参与率24
 图表 29: 各类金融产品规模26
 图表 30: 各类金融产品的底层资产投向 (%)28
 图表 31: 各类金融产品销售渠道情况29
 图表 32: 各类金融产品费率和金融机构对应销售收入30
 图表 33: 各类机构覆盖客群分析32
 图表 34: 基金个人投资者年龄分布32
 图表 35: 基金个人投资者税后收入分布32
 图表 36: 蚂蚁集团投资者收入分布: 低收入群体占比更高33
 图表 37: 蚂蚁集团投资者金融资产总规模分布: 金额更小33
 图表 38: 各渠道公募基金销售保有规模占比33
 图表 39: 2021Q2 基金代销保有量 Top50 机构情况 (亿元)34
 图表 40: 各类型金融机构竞争力分析35
 图表 41: 某款股票型基金 AC 类收费差异37
 图表 42: 我国已获批的基金投顾试点机构 (截止 2021 年 7 月)38
 图表 43: 我国人均 GDP 超过 1 万美元, 达到美国日本 1980s 水平 (美元)39
 图表 44: 风险资产占金融资产比重: 美、日 80 年代开始“存款搬家”39
 图表 45: 我国人口年龄结构未来趋势展望40
 图表 46: 美国适龄劳动人口 (15-64 岁) 占比与房地产占比的走势40
 图表 47: 美国二战后-1975 年高等教育大发展41
 图表 48: 中国过去几年高校入学率快速提升 (%)41
 图表 49: 中国 10 年期国债收益率高于发达国家 (%)41
 图表 50: 过去几年余额宝、理财产品收益率持续下降 (%)41
 图表 51: 当前 A 股中小市值公司占比仍较低42

图表 52: A 股前十大市值公司以金融为主, 而美股以科技为主.....	42
图表 53: 到 2025 年中国居民部门狭义总财富规模预测 (万亿元)	43
图表 54: 全球范围看人均 GDP 越高的国家, 金融资产占比也越高.....	44
图表 55: 美国、日本、中国: 金融资产 VS 人均名义 GDP 趋势 ()	44
图表 56: 1985-95: 日本房价从“泡沫”到破灭(%).....	45
图表 57: 日本金融资产占比与 GDP 分阶段拆分	45
图表 58: 2010 年来我国房市经历的几轮周期.....	45
图表 59: 我国金融资产占比与 GDP 分阶段拆分	45
图表 60: 日本居民金融资产配置历史走势 (1969 年以来, %)	46
图表 61: 美国居民金融资产配置的历史走势 (1960 年以来, %)	46
图表 62: 美国居民风险金融资产规模及增速 (1960 年以来, 十亿美元)	47
图表 63: 1970 年代末美国人均 GDP 突破 1 万美元 (美元)	48
图表 64: 二战后的“婴儿潮”为 80 年代带来大量“理财人口”.....	48
图表 65: 美国二战后高等教育快速发展, 带来“理财意识”的觉醒.....	48
图表 66: 美国 1978-2000 年财富管理大爆发: 主要分三个阶段.....	50
图表 67: 美国养老资产规模及同比增长情况 (十亿美元)	51
图表 68: 美国养老金第一支柱 OASDI 的规模和收益率情况 (十亿美元)	52
图表 69: 美国二三支柱计划的税优模式和缴费上限情况	53
图表 70: 美国第三支柱 IRA 账户的底层资产情况 (十亿美元)	54
图表 71: 401(K)账户中共同基金资产的类别情况	54
图表 72: IRA 账户中共同基金资产的类别情况	54
图表 73: DC 计划及 IRA 中共同基金管理资产的比重	55
图表 74: 401 (k) 账户历年收益率情况	55
图表 75: 我国城镇职工基本养老金结存情况 (万亿)	55
图表 76: 我国基本养老保险覆盖及美国对比 (亿人)	55
图表 77: 我国企业年金结存情况.....	56
图表 78: 我国企业年金参与情况.....	56
图表 79: 中美 65 岁以上老龄人口占比及二三支柱推出时间点情况	56
图表 80: 纳斯达克、道琼斯指数持续上涨 (点)	57
图表 81: 道琼斯指数、纳斯达克指数区间涨跌幅: 1985-2000 年涨幅更好.....	57
图表 82: 美股投资者结构: 1980 年来持续“机构化”.....	58
图表 83: 美国非货币基金投资者结构: 1985 年后养老金占比上升.....	58
图表 84: 1985 年后养老金大幅增持共同基金 (%)	58
图表 85: 道琼斯指数周振幅: 1980 年后整体有所下降 (%)	59
图表 86: 美国利率市场化的进程中的主要大事件	60
图表 87: 1982 年后 MMDAs 迅速发展, “部分替代”货基 (MMFs)	60
图表 88: 美国各类存款、货币基金的规模趋势 (十亿美元)	61
图表 89: 联邦基金利率与货币基金走势相同 (%)	61
图表 90: 金融危机 QE 后, MMDA 收益率超过货基 (%)	61
图表 91: 1980 年以前, 美国销售费率较高 (%)	63
图表 92: 美国不同种类基金产品持有期总年化费率情况: 基金与渠道各自拿到了多少? (1980-2000 年, %)	64
图表 93: 美国股票基金中收佣基金与免佣基金的数量比例 (%)	65
图表 94: 美国股票型收佣基金年化销售费用 (含 12b-1, %)	65
图表 95: 美国不同种类基金产品的收费方式、费率不一 (截至 20210807)	65
图表 96: 美国非货币基金中采用“12b-1”收费的比重 (%)	66
图表 97: 12b-1 收入规模快速增长 (十亿美元)	67
图表 98: 美国股票型收佣基金年化销售费用 (含 12b-1)	67
图表 99: 1990 年后基金产品数量增速快速提升 (个)	67
图表 100: 401(K)中投向不同类别或份额的基金比重 (%)	68
图表 101: 1987 年后养老金大幅增持共同基金 (%)	68
图表 102: 从银行渠道销售的基金中自己管理的基金及其他基金的比重 (个)	69
图表 103: 各类基金平均费率 (含 12b-1) 2000 年后快速下降 (%)	70
图表 104: 指数基金及 ETF 基金在 2000 年后得到快速发展 (万亿美元)	70
图表 105: 美国财富管理行业 TOP10 的机构排名 (按 AUM 排名, 十亿美元)	71
图表 106: 美国共同基金相关的并购重组案件金额 (十亿美元)	71
图表 107: 2000 年后美国单个基金产品的规模快速上升 (区份额)	71

图表 108: 2000年后美国共同基金“渗透率”逐步见顶	72
图表 109: 美国居民各渠道购买基金的资产规模占比 (%)	72
图表 110: 美国主动型基金越来越难“跑赢”指数	72
图表 111: 美国投顾模式下的 RAUM 已超过 97.2 万亿美元 (个)	74
图表 112: 美国投资顾问以 AUM 收费为主流 (2020 年)	74
图表 113: 投资顾问管理的资产中: 有 91% 选择全权委托	74
图表 114: 美国投资顾问平均投顾费率情况 (2020 年)	74
图表 115: 我国股票型基金持有人户数、渗透率均较低 (万户, 测算)	76
图表 116: 美国注册投资顾问公司 (RIA) 按雇员数量分布 (个)	76
图表 117: 2004 年以来我国股票、偏股型基金表现明显好于指数 (点)	76
图表 118: 我国 A 中机构投资者占比仍偏低 (2019 年)	76
图表 119: 美国家庭购买基金的渠道分布 (XX% 家庭通过 A 渠道购买, %)	77
图表 120: 美国家庭购买基金的“首要”渠道分布 (%)	77
图表 121: 美国居民各渠道购买基金规模占比 (%)	78
图表 122: 不同渠道户均资产规模 (万美元, 2007 年)	78
图表 123: OneSource 平台运营原理	79
图表 124: 嘉信理财收入结构变化情况	80
图表 125: 嘉信理财资产管理费收入结构	80
图表 126: 嘉信理财资产管理费率整体下降: 其中, 投顾费率相对较高 (百万美元)	81
图表 127: 嘉信理财提供 9 种不同风格的投顾服务收费方案 (美元)	81
图表 128: 摩根大通资产管理类收入结构中, 交易佣金收入占比逐步下滑, 管理费收入占比稳步提升	82
图表 129: 摩根大通非息收入结构	82
图表 130: 摩根大通管理资产规模及增速 (十亿美元)	83
图表 131: 摩根大通管理费率水平基本保持稳定较高	83
图表 132: 智能投顾“You Invest”介绍	83
图表 133: 摩根大通投顾数量和高净值人均管理客户资产 (亿美元)	83
图表 134: 摩根大通财富管理部门 ROE 远高于公司整体	83
图表 135: 我国各类居民贷款增长情况 (亿元)	85
图表 136: 中美居民部门分阶层债务负担情况	86
图表 137: 2020 年各省份居民部门杠杆率、债务收入比情况 (气泡大小表示各省人均可支配收入规模)	87
图表 138: 中美两国居民部门不同类别负债参与度	87
图表 139: 我国各类居民贷款对比 (未特殊标注均为 2020 年数据)	88
图表 140: 主要上市银行个人贷款结构、收益率、不良率情况 (2020 年)	89
图表 141: 各类零售业务管理费率的回归分析	90
图表 142: 住房贷款与“房地产”周期关联较大 (%)	91
图表 143: 未来 5 年各类银行按揭贷款增速预计均将下降	91
图表 144: 浙江、广东、江苏、山东个人经营贷的土壤更好 (2019 年)	92
图表 145: 国有五大行普惠型小微贷款构成 (亿元)	92
图表 146: 预计未来 5 年我国个人经营性贷款年均增速将达到 13.9% (亿元)	93
图表 147: 居民信用卡和消费贷规模情况 (亿元)	93
图表 148: 国有大行+招商银行信用卡分期费率	94
图表 149: 我国信用卡逾期半年贷款占比	94
图表 150: 信用卡各类银行市占率	94
图表 151: 目前消费贷主流的参与机构和模式	95
图表 152: 消费金融公司和互联网小贷公司对比	97
图表 153: 消费类信贷余额及增速预测 (亿元)	97
图表 154: 按揭贷款全国市占率情况: 国有大行过去 5 年有所下降	98
图表 155: 各类银行个人住房贷款占总贷款的比重走势	98
图表 156: 非按揭贷款全国市占率情况: 股份行+中小行占比较高	99
图表 157: 非按揭贷款市场的集中度整体呈下行趋势	99
图表 158: 银保监会口径: 个人贷款不良率走势 (%)	100
图表 159: ; 老 16 家上市银行口径: 个人贷款不良率走势	100
图表 160: 金融危机期间美国、英国、韩国、日本、中国台湾 GDP、信用卡资产质量的情况	102
图表 161: 金融危机期间美国、英国、韩国、日本、中国台湾 GDP、信用卡资产质量的情况	103
图表 162: 金融危机期间美国、英国、韩国、日本的实际房价指数走势 (点)	103
图表 163: 1999 年-2006 年韩国信用卡主要数据	104

图表 164: 韩国商品消费信贷规模 (单位: 10 亿韩元)	104
图表 165: 韩国信用卡分期中现金分期的比重 (%)	104
图表 166: 韩国信用卡逾期率与居民杠杆率走势	105
图表 167: 韩国居民部门杠杆率分解 (%)	105
图表 168: 台湾地区信用卡流通卡、信用卡贷款情况	106
图表 169: 台湾居民杠杆率与信用卡逾期 90 天以上贷款占比走势 ()	106
图表 170: 相比韩国, 我国信用卡贷款贡献的杠杆率仍处于较低水平	106
图表 171: 我国 P2P 平台代偿贷款、平台情况	107
图表 172: 我国居民部门杠杆率走势 (%)	107
图表 173: 上市银行 2020A 零售客群、AUM 数据	109
图表 174: 上市银行 2020A 零售业务贡献度	109
图表 175: 上市银行 2020A 零售业务结构	110
图表 175: 上市券商参控股公募基金基本情况 (为特殊标注单位为亿元)	111

一、中国居民财富画像：收入、资产、负债知多少？

核心观点：近年来，“零售业务”越来越成为银行等金融机构的发展重心。那么我们在探讨零售业务时，主体是什么呢？是个人、是居民。

因此我们这篇报告从“居民”的角度入手，从其资产（对应**财富管理业务**）、负债（对应**个人贷款业务**）两个大的维度入手，梳理过去的发展历史，测算未来的发展空间，以及从海外经验看我国未来的业务发展路径、商业模式、竞争格局等。

在进入分析之前，我们先对我国居民的财富进行画像，从收入、资产和负债**3**个维度入手，看看“我国的老百姓长什么样”，有什么特征？

简单来看：我国居民平均每人、每年**可支配收入**为3.2万元，每人**狭义总财富**（不考虑非上市股权、厂房及个体经营权等）为30万元，**人均贷款**4.5万元。

整体趋势：过去几年**负债增速>资产增速>收入增速**。过去5年我国居民人均可支配收入增速为8%（考虑2020年疫情），而我们测算的居民狭义财富增速约12.2%，贷款增速约18.5%，这也表明我国居民在不断“加杠杆”的过程中沉淀了一定财富。

结构上：“二八效应”显著。高收入家庭（前20%）人均可支配收入7.6万，低收入家庭（后40%）人均月收入不到1000元。相比收入分化，财富分化更加显著，总体我国头部前20%的居民，占据了46.6%的收入、64.5%的家庭净资产、72.5%的金融资产。

区域上：东部沿海、城镇地区更为富裕。1) 分区域：2020年城镇居民人均可支配收入约4.38万元，是同期农村居民收入（1.71万）的2.6倍，但过去5年农村居民收入增速（8.5%）高于城镇（7.0%），差距在逐步收窄；2) 分省份：人均收入角度看，上海市（7.22万），北京市（6.94万），明显高于其他省份（均在5万以下），且东部地区明显高于西部。从财富分布的角度来看，上海、北京、广东、江苏和浙江这五省明显是超高净值客户（AUM>1000万以上）的“聚集地”，每个省均有10万以上可投资资产（AUM）超过一千万的人；且这五省的加总占全国超高净值客户的比例约44%，AUM占比约60%。

资产：房地产+低风险产品为居民财富的核心，过去几年存款在向基金、理财“迁移”。2019年末我国居民狭义总财富规模（统计口径见正文）约420万亿，其中住宅价值232万亿，占居民总财富的55%，金融资产170万亿，占比仍仅有40%。金融资产中又以存款+理财为绝对核心（合计占比62%）。过去几年“流失”的存款主要流向了理财、基金，而股票占比过去5年下降了3.9pc。

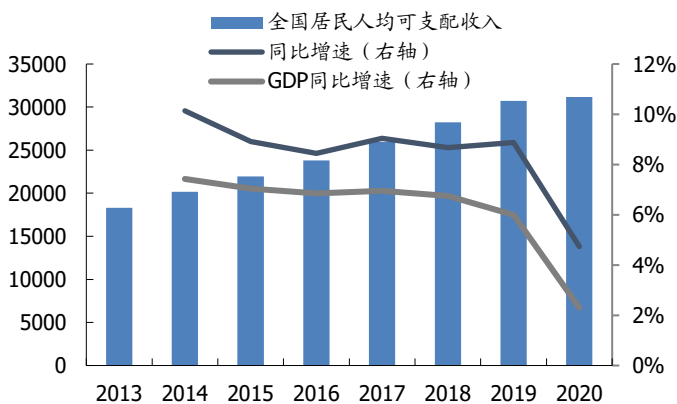
债务：近年来债务压力提升较快，基本达到国际合理水平的上限。2020年末，我国居民部门的金融机构贷款达到62.3万亿元，过去5年的年均复合增速约18.5%，其中以房贷为主（共40.8万亿，占居民贷款的64%）。2020年末我国居民杠杆率达到了62.2%，5年提升了23个百分点，在全球主要国家及地区中提升幅度最快。根据IMF、国际清算银行的研究，以及其他国家及地区的历史经验，当居民部门杠杆率快速提升至超过60%时可能会积聚一定的风险，需要引起警惕，如在历史上1989年美国储贷危机、1990年日本房地产泡沫破灭、2002年韩国卡债危机、2006年台湾现金贷危机等等。未来居民部门杠杆率或需要以一个“安全的速度”上升，假设未来5年居民部门杠杆率按照每年1.5pc的速度逐步提升，我国名义GDP增速在8%左右，对应未来五年我国全行业零售贷款增速预计在11%左右。

1.1、居民收入：与名义GDP基本匹配，结构上有一定分化

居民收入基本随GDP的增长而稳步提升。根据国家统计局数据，2020年全国居民人均可支配收入为3.22万元（换算成月度数据为2683元/月）。受益于经济的增长，过去5年年均复合增速约8%（考虑20年疫情），基本与“GDP+CPI”的增速一致（5.8%+2.2%），远高于美国同期4.3%的水平。

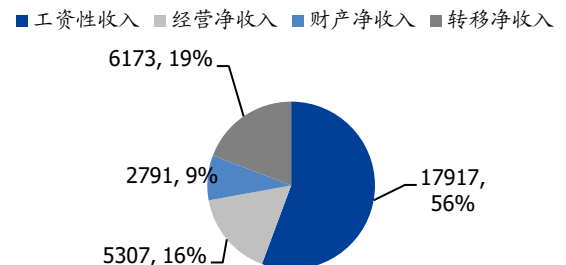
收入来源上，我国居民可支配收入中一半以上为工资性收入。2020年，工资性收入占比为56%，其次是经营性收入和转移净收入（养老金或退休金、社会救济和补助、政策性生产和生活补贴等），大约在16%-19%左右，财产净收入（如存款利息收入、租金收入等）占比为9%左右。

图表1：我国居民可支配收入（元）



资料来源：Wind，国家统计局，国盛证券研究所

图表2：可支配收入中主要来源是工资性收入（2020，元）



资料来源：Wind，国家统计局，国盛证券研究所

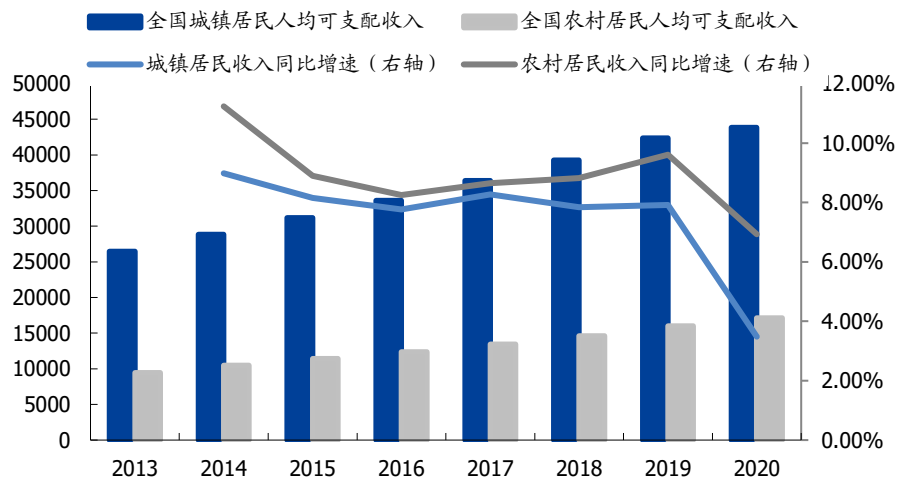
结构上来看，我国居民收入仍存在一定分化，城镇与农村、不同地区间的居民均存在一定收入差距：

1) 城镇与农村：2020年城镇居民人均可支配收入大约为4.38万元，是同期农村居民收入（1.71万）的2.6倍，近年来随着农村居民可支配收入相对较快的提升，两者之间的倍数已经较2013年的2.8倍略有收窄。

2) 分区域来看：31个省市中，上海和北京的居民收入水平明显高于其他地区，且东部地区高于中西部地区。2020年居民人均可支配收入最高的地区是上海市（7.22万），其次是北京市（6.94万），显著高于其他省份，排名第3的浙江省收入在5万左右。而排名后三位的贵州、西藏和甘肃省仅为2万左右。从分化程度来看，收入最高的上海市是最低的甘肃省的3.55倍，较2013年的3.85倍正逐年收窄。

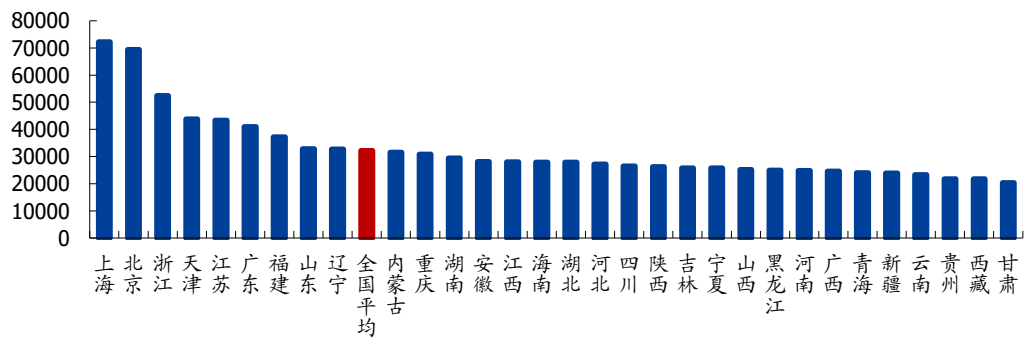
3) 分不同人群来看：头部20%的家庭收入占比约为46.6%。根据统计局抽样调查，按照家庭人均可支配收入由高到低五等份的统计数据（2019年）来看，收入最高的20%家庭人均可支配收入（7.64万元）是收入最低的20%家庭（7380元）的10倍以上。按照五等份对应人口2.8亿计算，前20%群体收入占全体居民可支配收入的46.6%。从增速上看，过去5年，各类居民收入年均增速均在8%左右，其中高收入群体、低收入群体的年均增速分别为8.4%、9.2%，高于中间收入群体的增速（7.2%-7.8%）。此外，从历年数据来看，高收入群体的收入增速相对来说是更加稳定的。

图表3: 我国居民可支配收入: 城镇 vs 农村 (元)



资料来源: Wind, 国家统计局, 国盛证券研究所

图表4: 2020年各省市居民人均可支配收入 (元)



资料来源: Wind, 国家统计局, 国盛证券研究所

图表5: 全国居民按收入五等份的人均可支配收入及增速 (元)

人均收入	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
低收入户 (20%)	4,402	4,747	5,221	5,529	5,958	6,441	7,380
中间偏下户 (20%)	9,654	10,887	11,894	12,899	13,843	14,361	15,777
中间收入户 (20%)	15,698	17,631	19,320	20,924	22,495	23,189	25,035
中间偏上户 (20%)	24,361	26,937	29,438	31,990	34,547	36,471	39,231
高收入户 (20%)	47,457	50,968	54,544	59,260	64,934	70,640	76,401

增速	过去5年CAGR	2014	2015	2016	2017	2018	2019
低收入户 (20%)	9.23%	7.8%	10.0%	5.9%	7.8%	8.1%	14.6%
中间偏下户 (20%)	7.70%	12.8%	9.2%	8.4%	7.3%	3.7%	9.9%
中间收入户 (20%)	7.26%	12.3%	9.6%	8.3%	7.5%	3.1%	8.0%
中间偏上户 (20%)	7.81%	10.6%	9.3%	8.7%	8.0%	5.6%	7.6%
高收入户 (20%)	8.43%	7.4%	7.0%	8.6%	9.6%	8.8%	8.2%

资料来源: Wind, 国家统计局, 国盛证券研究所

专栏 1: 最有钱的群体, 他们的财富从何而来?

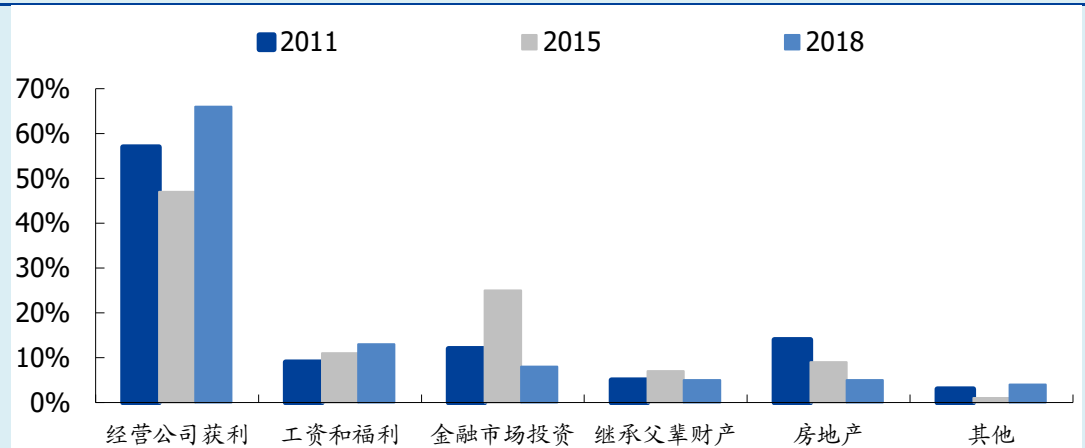
企业主是传统优质资源, 高管及专业人才正逐步成为主力。

1) 从客户职业划分, 根据贝恩公司 2021 年的统计数据, 超高净值客户 (AUM>1000 万) 的职业分布为:

A、一代企业家、二代继承人、企业董监高分别占比 25%、12%、16%, 合计占比约为 53%;
B、职业经理人、专业人士占比分别为 15%、12%, 合计占比达到 27%, 较 2019 年提升了 5 个百分点, 在各类人群中成长最快。

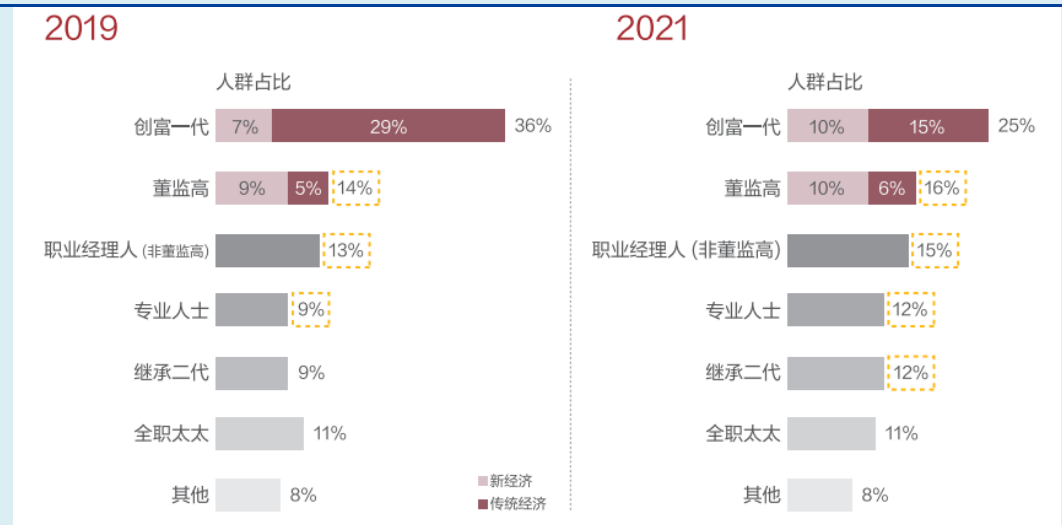
2) 从财富来源划分, 经营企业是其财富的主要来源。根据建设银行与波士顿咨询公司 (BCG) 发布的报告《中国私人银行 2019: 守正创新 匠心致远》, 我国高净值人群 (可投资金融资产规模在 600 万以上) 的主体是一代企业家, 2018 年, 其经营公司占财富来源的比例高达 66%。房地产和金融市场投资受政策、市场环境的影响波动较大, 贡献的收入占比在 2015 年达到了高位 (整体占比 34%)。此外, 工资和福利占高净值人群财富来源的比例在稳步提升, 或与职业经理人、专业人才等群体逐步成长为高净值客户有关, 这与贝恩的统计趋势一致。

图表 6: 2011-2018 年中国高净值人群 (AUM>600 万) 收入的来源



资料来源: 《中国私人银行 2019: 守正创新 匠心致远》, 国盛证券研究所

图表 7: 2019-2021 年中国超高净值人群 (AUM>1000 万) 的职业构成



资料来源: 贝恩-招商银行, 国盛证券研究所

以招商银行、宁波银行为例，对于高净值客户集中于企业主、高管、职业经理人及专业人士的特征，两家银行在获客及服务上，均建立了灵活、协同的机制。

1、招商银行：深度融合、打造多业务价值循环链；

在考核机制的设置上，招行一直注重各业务条线之间的协同，考核指标中包括转介量、转介成功率等。举个最简单的例子，如某企业客户正在进行一笔并购贷款融资业务，这背后或有 5 名自然人股东分别将获得 1 亿元以上的股权转让收入。在对公服务的初期，私行的客户经理是否能及时知晓、及背后的团队是否能有计划、有策略的进行定向营销及挖掘非常重要，协同的好可以提前实现批量获客。

且随着业务的发展，招行在这些方面也不断进化，近期提出用更开放的思维，促进深度融合，进一步打通“财富管理-资产管理-投资银行”价值循环链，让客户的资金和资产在招行的平台上对接、流动、留存，形成资金供给、管理、融通的生态圈。

而在深度、全面的客户服务上，招行也是领先同业。早在 2012 年 8 月，招行便在国内率先推出了“家庭工作室”服务，对于总金融资产在 5 亿以上、在招行管理总资产在 5000 万以上的客户提供定制化的财富保障与传承的服务方案。2013 年 5 月，国内第一单真正意义上的私人银行家族信托在厦门落地。2014 年 7 月，招行的私人银行正式推出了“全权资产委托服务”，现在甚至能为客户提供家族宪法、顶层设计的服务。

2、宁波银行：业务发展初期，深挖中小企业主+提升综合化服务能力

1)、对公客户资源丰富，对私行客户挖掘形成支撑：宁波银行分支行分布于浙江（全省）、江苏（苏州、南京、无锡）、上海、北京和深圳，经营区域基本上是中国最发达的地区，当地也诞生了众多优质的中小企业。公司通过“211”工程和“123 客户”覆盖率计划持续拓展客户资源，并通过“五管+二宝”产品体系满足其融资、结算、国际金融等需求，形成了较强的客户粘性。目前公司共有企业客户数超过 46 万户，小微企业客户数超过 35 万户。在财富管理业务发展的初期宁波银行定向的挖掘企业主或其中高层管理人员转化成为自身的私行客户，效果显著，2019-2020 年私行客户数和 AUM 的增速均在 40%以上。

2) 除结合对公客户优势快速获客以外，公司也在积极配置专业团队，提高产品的丰富度、以及寻求机会完善业务牌照。A、人员方面：财富管理是 C 端的业务，对于人力资源仍有较强的依赖。公司 2020 年零售业务部增加约 3000 人（+61%）至 7909 人，首次超过对公业务部（6947 人）；理财经理团队人数达到 2800 人，为下阶段继续拓宽客户覆盖、做大业务总量，奠定了较好的基础。

B、积极完善丰富产品“货架”。公司最新（7 月 22 日）的代销基金数量 2501 只，排名行业第 6 位，在短短的一年多时间内，就提升了 5 名。在扩大覆盖面的同时，也加强合作的质量，目前已经与富国基金、嘉实基金等合作发行了独家代销或者相关定制基金，取得了较好的效果。

C、现阶段，宁波银行旗下金融子公司包括宁银理财、永赢基金、及永赢金融租赁。此外，公司于 6 月公告授权董事会拟投资非银行类金融机构（包括但不限于信托公司、消费金融公司等），投资金额不超过 50 亿元，若未来成功布局上述牌照，有助于进一步提升综合服务能力、内部资源的协同能力，丰富产品及业务条线，更好的为客户服务。

1.2、居民资产：房地产+低风险金融资产为核心

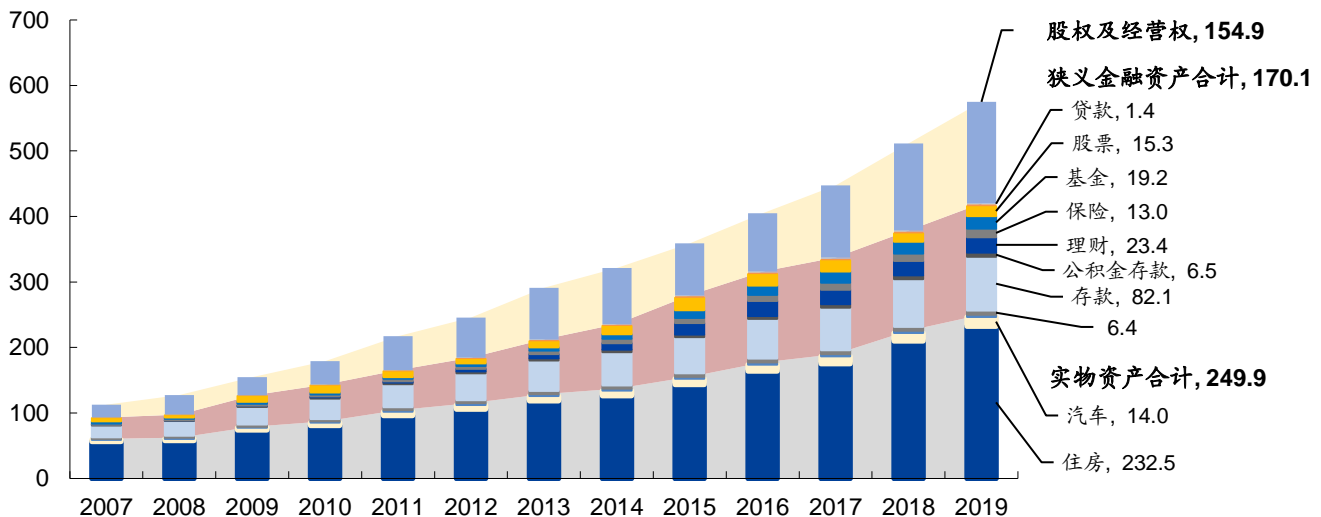
总体来看，**房地产+低风险产品仍是当前居民财富的核心**。根据社科院《国家资产负债表 2020 版》的最新数据（截止 2019 年末），我国居民广义总财富共计 575 万亿，狭义总财富（不考虑非上市股权、厂房及个体经营权等，更具备“配置、交易属性”的资产）420 万亿，狭义总财富过去 5 年年均复合增速约 12.2%，高于收入增速。其中：

- 1) 房地产为居民财富的核心，住宅价值为 232 万亿，占居民总财富的 55%；
- 2) 金融资产 170 万亿，过去 5 年的年均复合增速为 11.5%，占比约为 40.5%。金融资产中：
 - ✓ 以低风险金融资产为核心，存款(82 万亿)+理财(23 万亿)，共计 105 万亿，占金融资产的比例高达 62%；截止 2020 年末，居民存款的规模增长到 93 万亿，理财的规模为 26 万亿，其中净值型产品 17.4 万亿，预期收益型产品 8.5 万亿。
 - ✓ 居民持有的股票规模仅 15.3 万亿，占金融资产的比重比不到 9%，且每年的波动较大；
 - ✓ 居民持有的证券投资基金（含公募基金、信托、资管产品）规模约 19.2 万亿，占金融资产的比重约为 11.3%；过去 5 年在各类金融资产中增速最快，年均复合增速达到 22%；
 - ✓ 居民保险准备金 13 万亿，占比 7.6%，过去 5 年的年均复合增速高达 14.7%，也高于金融资产的整体增速。

动态来看，过去几年“流失”的存款主要流向了理财、基金（2010 年以来占金融资产的比重分别提升了 11.5pc、6.2pc），而股票占比则下降了 10pc。

备注：统计口径—如何计算居民财富？考虑到数据的连续性和海外对比数据可得性，我们统计金融资产（包括存款、银行理财、股票、货币基金、非货币公募基金、信托、私募基金、保险及企业年金和其他）和非金融资产（主要是房地产和汽车）加总作为我国居民的“狭义总财富¹”，暂不考虑商铺、厂房等实体股权经营权及耐用品等消费性资产。

图表 8：我国居民部门资产端摆布情况（万亿）



资料来源：建设银行，BCG，社科院，央行，国盛证券研究所
注：其他包括 P2P，民间借贷等，通货指流通中的现金，包括纸币、硬币、电子货币等

¹ 本测算中，金融资产参考了波士顿咨询（BCG）与建设银行联合发布的《中国私人银行报告》、央行的工作论文《再论中国金融资产结构及政策含义》；而非金融资产的测算方法主要参考了社科院的《国家资产负债表》系列报告。

图表9: 我国居民(城镇+农村)狭义总财富的规模及构成(万亿元, %)

规模	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	走势图	过去10年 CAGR
实物资产	60.55	62.22	79.15	87.19	104.44	114.97	128.85	137.22	155.26	177.19	189.92	225.59	249.93		12.19%
住房	56.70	57.82	73.91	80.90	96.29	105.76	118.76	126.22	143.23	164.01	175.46	209.70	232.46		12.14%
汽车	2.36	2.81	3.51	4.46	5.45	6.40	7.20	8.00	8.94	10.00	11.18	12.50	13.98		14.81%
其他非金融资产	1.49	1.59	1.73	1.82	2.71	2.81	2.89	3.00	3.09	3.18	3.28	3.39	3.49		7.30%
金融资产	32.71	35.55	47.88	56.21	60.83	69.71	83.38	98.80	124.64	138.81	147.53	153.17	170.12		13.52%
存款	17.95	22.56	26.86	31.23	35.20	41.02	46.54	50.69	55.19	60.65	65.20	72.44	82.13		11.82%
理财	0.24	0.11	0.76	1.25	2.06	4.05	6.53	10.09	17.43	23.11	22.17	22.04	23.40		40.85%
基金	3.39	2.08	2.92	2.89	2.77	3.90	4.74	7.13	12.10	14.15	17.19	17.87	19.24		20.74%
股票	4.80	3.56	8.91	10.69	8.91	6.79	9.48	12.69	19.07	17.25	16.97	13.10	15.30		5.56%
保险	1.83	2.11	2.56	3.18	3.79	4.63	5.38	6.53	7.83	9.37	10.44	11.49	12.97		17.62%
公积金存款	0.81	1.14	1.47	1.81	2.35	2.68	3.17	3.70	4.07	4.56	5.16	5.79	6.54		16.09%
通货	2.50	2.84	3.18	3.72	4.22	4.64	4.87	4.98	5.19	5.64	5.85	6.06	6.38		7.23%
债券	1.20	1.14	1.21	1.22	1.15	1.41	1.82	1.94	2.44	2.46	2.52	2.63	2.73		8.46%
其他	-	-	-	0.20	0.39	0.60	0.85	1.05	1.33	1.61	2.02	1.74	1.42		--
狭义总财富	93.26	97.77	127.03	143.39	165.27	184.58	212.23	236.02	279.90	316.00	337.45	378.75	420.05		12.70%

增速	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	走势图	过去5年 CAGR
实物资产		2.8%	27.2%	10.2%	19.8%	10.1%	12.1%	6.5%	13.2%	14.1%	7.2%	18.8%	10.8%		12.74%
住房		2.0%	27.8%	9.5%	19.0%	9.8%	12.3%	6.3%	13.5%	14.5%	7.0%	19.5%	10.9%		12.99%
汽车		19.3%	24.9%	27.1%	22.0%	17.5%	12.5%	11.1%	11.8%	11.8%	11.8%	11.8%	11.8%		11.82%
其他非金融资产		6.8%	8.6%	5.3%	48.9%	3.7%	2.9%	3.7%	2.9%	3.1%	3.2%	3.2%	3.2%		3.12%
金融资产		8.7%	34.7%	17.4%	8.2%	14.6%	19.6%	18.5%	26.2%	11.4%	6.3%	3.8%	11.1%		11.48%
存款		25.7%	19.1%	16.2%	12.7%	16.5%	13.5%	8.9%	8.9%	9.9%	7.5%	11.1%	13.4%		10.13%
理财		-52.8%	579.8%	64.7%	63.9%	96.8%	61.5%	54.5%	72.7%	32.6%	-4.1%	-0.6%	6.2%		18.32%
基金		-38.5%	40.4%	-1.1%	-4.2%	40.8%	21.5%	50.5%	69.7%	16.9%	21.5%	3.9%	7.7%		21.96%
股票		-25.7%	150.0%	20.0%	-16.7%	-23.8%	39.7%	33.8%	50.3%	-9.5%	-1.7%	-22.8%	16.8%		3.81%
保险		15.2%	21.6%	24.2%	19.1%	22.3%	16.1%	21.4%	19.8%	19.8%	11.4%	10.0%	12.9%		14.70%
公积金存款		41.0%	29.1%	23.3%	29.8%	13.8%	18.2%	16.9%	9.8%	12.2%	13.1%	12.2%	12.8%		12.03%
通货		13.7%	11.8%	17.1%	13.3%	10.1%	4.8%	2.3%	4.2%	8.7%	3.7%	3.6%	5.4%		5.10%
债券		-5.1%	6.6%	0.9%	-6.5%	23.0%	29.2%	6.7%	25.4%	1.0%	2.6%	4.1%	4.0%		7.08%
其他		--	--	--	--	52.2%	41.5%	23.6%	27.1%	20.9%	25.8%	-13.7%	-18.6%		6.32%
狭义总财富		4.8%	29.9%	12.9%	15.3%	11.7%	15.0%	11.2%	18.6%	12.9%	6.8%	12.2%	10.9%		12.22%
名义GDP增速		23.1%	18.2%	9.2%	18.2%	18.4%	10.4%	10.1%	8.5%	7.0%	8.4%	11.5%	10.5%		9.01%
重要资产价格指标															
住房价格同比		8.2%	7.1%	1.3%	12.2%	6.8%	-0.8%	7.2%	4.8%	-1.1%	12.2%	13.2%	5.7%		3.9%
上证指数全年涨跌幅		161%	-27.3%	-9.5%	1.5%	-5.0%	-17.1%	-3.3%	5.1%	65.6%	-19.3%	8.2%	-9.8%		-0.4%
公募基金收益率		204%	3.7%	4.2%	14.7%	-1.4%	-14.6%	4.3%	4.9%	50.4%	-6.6%	5.5%	-1.7%		3.9%
3个月期理财产品收益率		3%	4.3%	2.4%	2.7%	4.4%	4.6%	4.7%	5.3%	5.0%	4.0%	4.5%	4.7%		4.1%
余额宝7日年化收益率								4.9%	4.8%	3.7%	2.5%	3.9%	2.4%		2.4%

占比	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	走势图	过去10年 变化
实物资产	64.9%	63.6%	62.3%	60.8%	63.2%	62.3%	60.7%	58.1%	55.5%	56.1%	56.3%	59.6%	59.5%		-2.81pc
住房	60.8%	59.1%	58.2%	56.4%	58.3%	57.3%	56.0%	53.5%	51.2%	51.9%	52.0%	55.4%	55.3%		-2.84pc
汽车	2.5%	2.9%	2.8%	3.1%	3.3%	3.5%	3.4%	3.4%	3.2%	3.2%	3.3%	3.3%	3.3%		+0.56pc
其他非金融资产	1.6%	1.6%	1.4%	1.3%	1.6%	1.5%	1.4%	1.3%	1.1%	1.0%	1.0%	0.9%	0.8%		-0.53pc
金融资产	35.1%	36.4%	37.7%	39.2%	36.8%	37.8%	39.3%	41.9%	44.5%	43.9%	43.7%	40.4%	40.5%		+2.81pc
存款	19.3%	23.1%	21.1%	21.8%	21.3%	22.2%	21.9%	21.5%	19.7%	19.2%	19.3%	19.1%	19.6%		-1.60pc
理财	0.3%	0.1%	0.6%	0.9%	1.2%	2.2%	3.1%	4.3%	6.2%	7.3%	6.6%	5.8%	5.6%		+4.97pc
基金	3.6%	2.1%	2.3%	2.0%	1.7%	2.1%	2.2%	3.0%	4.3%	4.5%	5.1%	4.7%	4.6%		+2.28pc
股票	5.1%	3.6%	7.0%	7.5%	5.4%	3.7%	4.5%	5.4%	6.8%	5.5%	5.0%	3.5%	3.6%		-3.37pc
保险	2.0%	2.2%	2.0%	2.2%	2.3%	2.5%	2.5%	2.8%	2.8%	3.0%	3.1%	3.0%	3.1%		+1.07pc
公积金存款	0.9%	1.2%	1.2%	1.3%	1.4%	1.5%	1.5%	1.6%	1.5%	1.4%	1.5%	1.5%	1.6%		+0.40pc
通货	2.7%	2.9%	2.5%	2.6%	2.6%	2.5%	2.3%	2.1%	1.9%	1.8%	1.7%	1.6%	1.5%		-0.98pc
债券	1.3%	1.2%	1.0%	0.9%	0.7%	0.8%	0.9%	0.8%	0.9%	0.8%	0.7%	0.7%	0.7%		-0.30pc
其他	0.0%	0.0%	0.0%	0.1%	0.2%	0.3%	0.4%	0.4%	0.5%	0.6%	0.6%	0.5%	0.3%		+0.34pc

资料来源: 社科院, 国家统计局, Wind, 国盛证券研究所

注1: 住宅价格同比2010年以后采用百城住宅均价测算, 2010年以前根据全国70大中城市住宅销售价格测算;

注2: 公募基金收益率按照上证公募基金指数进行年度测算;

注3: 3个月期理财产品为wind统计测算结果;

注4: 其他金融资产包括居民民间信贷、P2P资产等。

从微观结构上看, 居民财富“头部聚集效应”明显, 且“46-55岁”人群人均财富更高。

根据央行发布的2019年中国城镇居民家庭资产负债情况调查报告(以3万余户城镇居民家庭为样本), 城镇居民家庭总资产均值为317.9万元, 中位数为163万元, 均值基本上为中位数的2倍, 财富头部聚集效应明显。

1、分年龄阶段来看: 户主在45岁以前的家庭随着年龄的增加家庭资产也快速增加(从18-25岁175万的水平逐步增加到36-45岁在300万以上), 45岁之后基本稳定在350万左右的均值水平, 65岁之后则略有下降。

2、高收入家庭拥有更多资产，且比收入分化更大。将家庭总收入从低到高排序，收入最高10%家庭的户均总资产高达1204.8万元。同时，我们也发现，资产聚集效应高于收入聚集效应，且分化更大。

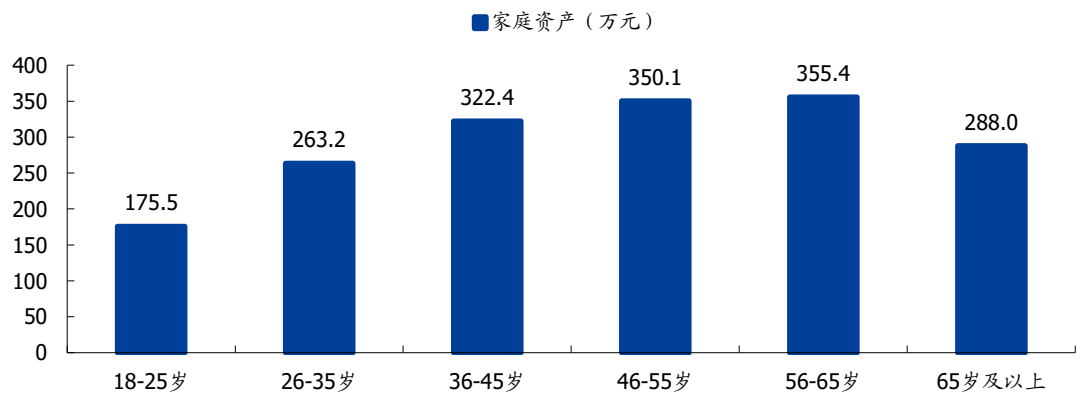
1) 按照总资产从低到高排序，最高20%家庭的总资产占调研样本总资产的比例为63.0%，高于其收入占全体居民总收入的比例(46.6%)16个百分点。如果以去掉负债的净资产规模来看集中度，最高20%家庭的净资产占比达到64.5%；进一步来看，最高10%的家庭所拥有的净资产占全部样本家庭净资产的49.0%，接近一半。

2) 总资产最高20%家庭的总资产均值是最低20%家庭的25倍左右，而收入的倍数仅为10倍出头。或与两个方面因素有关：

A、住房资产的杠杆效应，高收入家庭可以获得价值更高的房产。在受访家庭中，我国城镇居民家庭的住房拥有率为96.0%，居民住房资产占家庭总资产的比重为60%，总资产的差距很大程度上取决于房产的差距。

B、企业主拥有商铺及厂房等经营性资产，也在一定程度上拉大了家庭资产间的差距。受调查家庭中，拥有经营性资产家庭(大多为企业主)的户均总资产为776.8万元，是没有经营性资产家庭的3.4倍。家庭总资产越多，经营性资产的拥有率越高，经营性资产在家庭资产中的比重越大。资产最高10%的家庭中，近半数的家庭拥有经营性资产，这些家庭的经营性资产占家庭总资产的35.6%；而资产最低20%家庭中仅有3.5%的家庭拥有经营性资产，其经营性资产占家庭总资产的比重为22.4%。

图表10: 按户主年龄分组的家庭资产



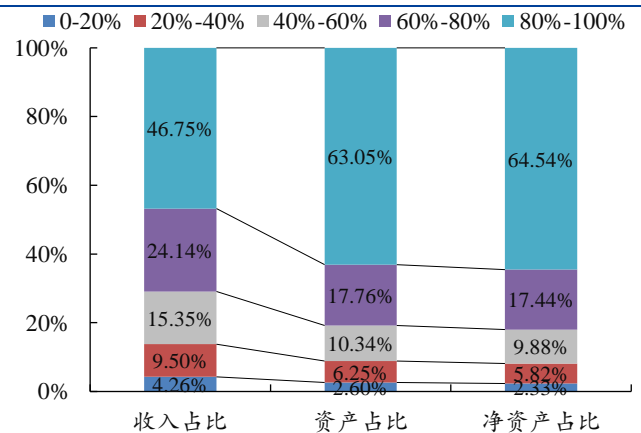
资料来源: Wind, 中国人民银行, 国盛证券研究所

图表11: 居民家庭总资产分部情况 (2019年)

由低到高分组	总资产均值	占比	净资产均值	占比
前20%	41.4	2.60%	33.6	2.33%
20%-40%	99.3	6.25%	84.1	5.82%
40%-60%	164.4	10.34%	142.8	9.88%
60%-80%	282.4	17.76%	252	17.44%
80%-90%	493.3	15.50%	448.1	15.54%
90%-100%	1511.5	47.50%	1417.1	49.00%

资料来源: 中国人民银行, 国盛证券研究所

图表12: 前20%的家庭拥有的资产占比高于收入占比 (2019年)



资料来源: 中国人民银行, 国家统计局, 国盛证券研究所

专栏 2: 多种口径对比, 我国居民金融资产占比究竟有多少?

对于我国居民各类资产持有的比例, 目前市场上有较多不同的测算方法, 得出的结论也不尽相同, 总体来说主要分为两大类:

1) 整体法: 主要根据宏观资金流量表、国民收入与产出账户 (National Income and Product Accounts)、四式记账法等原理“自上而下”测算居民的资产负债表。其代表成果为:

- ✓ 美国、日本、法国、英国等部分发达国家统计的国家资产负债表;
- ✓ 著名学者皮凯蒂 (Piketty et al., 2017) 在西方各国统计基础上, 针对中国测算的 1978-2015 年国家资产负债表 (这一测算体系也被瑞士信贷沿用、更新, 将中国居民财富状况与全球其他国家进行对比)
- ✓ 我国社科院参考皮凯蒂、其他国家资产负债表的测算方法, 发布了《中国国家资产负债表》系列报告, 最新数据更新到 2019 年末。

2) 抽样法: 主要通过家庭抽样调查的方式来“自下而上”测算居民金融资产配置情况。代表成果为:

- ✓ 央行 2019 年在《中国金融》杂志上发表的报告《2019 年中国城镇居民家庭资产负债情况抽样调查》;
- ✓ 西南财大成立的中国家庭金融调查与研究中心, 发布《中国家庭金融研究》系列报告 (即 CHFS);

此外, 招商银行-贝恩公司、建设银行-BCG 公司等结合了自己抽样统计的数据、宏观数据进行推算也测算过高净值客户的资产配置状况。

考虑到数据的一致性、全球范围可比性, 我们报告主要采用社科院的统计口径。

而由于统计方式、口径的不一样, 对于同一问题不同报告给出的答案可能存在出入, 如: 我国居民财富中, 金融资产的占比到底是多少?

- 1) 40%左右—本报告采用的狭义口径 (根据社科院)、瑞士信贷 (皮凯蒂方法);
- 2) 30%左右—本报告采用的广义口径;
- 3) 20%左右—央行《2019 年中国城镇居民家庭资产负债情况抽样调查》

这其中主要涉及到两点差异:

1、实体股权及经营性资产应该如何归类?

实体股权及经营性资产既可以作为股权 (算作小微企业主的权益), 也可以看做是资产 (直接体现为厂房、库存、原材料等等), 根据社科院数据测算 2019 年末规模为 155 万亿。

- ✓ 在本报告的测算中, 我们将实体股权及经营性资产作为“广义财富”的一部分, 主要是相比其它狭义财富 (房地产、金融资产等) 这部分资产“可变现”能力、交易属性偏弱, 因此我们整篇报告重点讨论的是狭义财富 (2019 年末为 420 万亿)。2019 年测算居民金融资产总额约 170 万亿, 因此狭义口径测算 (170 万亿/420 万亿) 居民金融资产占比约 40% (这一测算方法与瑞士信贷-皮凯蒂方法大致相同, 其测算的我国居民金融资产占比约 42.8%)。而若以广义口径 (170 万亿/(420+155) 万亿), 这一比例约 30%。
- ✓ 在央行《2019 年中国城镇居民家庭资产负债情况抽样调查》中将实体股权统计为实物资产, 广义的实物资产占城镇家庭总资产的比重约 79.6%, 其中房地产贡献了其中的 59.1%, 汽车贡献了 5.2%, 商铺、厂房、设备等合计占比 12.9%, 因而金融资产占比仅 20.4% (此外与社科院数据反映全国状况不同, 这里主要抽样了城镇居民)。

✓ 在美国国家资产负债表中，将实体股权（NonCorporate Business）放在了金融资产当中，2019年末合计12.1万亿美元，因此测算广义的金融资产占比约78%，剔除这一资产后狭义口径下的金融资产占比约71%。为了与国内、瑞士信贷等数据可比，我们在本篇报告中对各国均按统一的狭义口径来调整、测算、对比。

2、住房价值如何核算？

本篇报告采用了社科院口径的居民住房价值测算方法，主要根据城乡居民住房面积，乘以对应本年住房销售价格计算市值，然后扣除房屋折旧的部分。根据这一方法测算的2019年居民住房价值约232.5万亿。如果不考虑折旧因素下的住房价值测算约325万亿，由此测算的狭义总财富约为495万亿，对应金融资产占比约34%。考虑全球可比性因素，大多数国家资产负债表、瑞士信贷（皮凯蒂方法）在计算住房价值时均考虑了折旧因素，本篇报告也采用社科院口径（即考虑折旧），因此测算狭义口径金融资产占比约40%。

结合专栏2的分析，我国居民的金融资产配置情况呈现出以下特征：

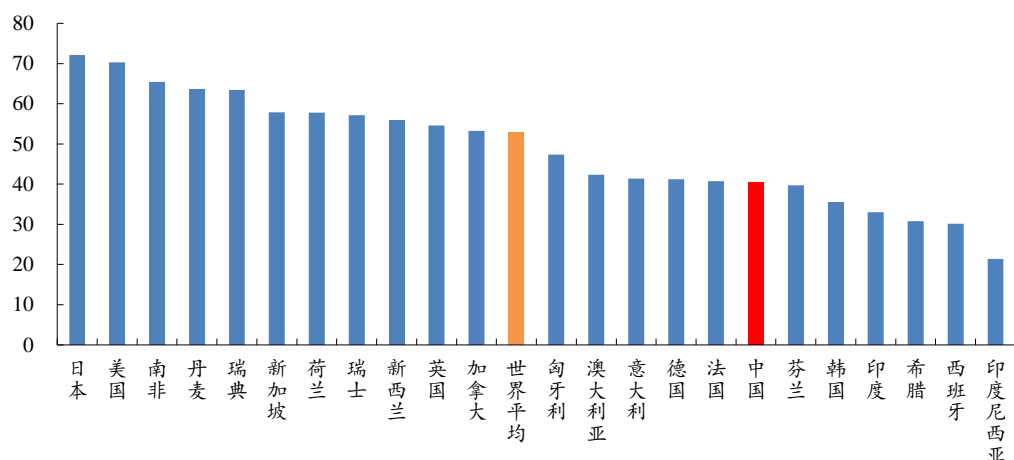
1) 金融资产配置比例偏低。2019年末我国居民部门金融资产占比（约40%），明显低于美国（70%）、日本（72%）、英国（54%）、全球平均（54%）的水平。从趋势上看，按照瑞士信贷的统计口径，我国居民配置金融资产的比重已逐步接近欧洲（45%左右），但距离亚太（51%左右）、全球平均（54%左右）、北美（70%左右）还有一定的差距。

2) 金融资产中风险金融资产的配置比例偏低。测算截止2019年末，我国居民金融资产主要投向低风险资产（现金及存款、预期收益型理财产品、公积金存款），合计占金融资产的比例为63.4%，而风险金融资产（股票、债券、基金、净值型理财、保险等）占比仅36.6%，相比之下美国、英国、德国、日本风险金融资产的占比分别高达87.5%、74.9%、60%、46.5%。风险金融资产中，我国保险及养老金资产配置明显偏低（不到8%），而其他各国均在25%以上。

注1：我国银行预期收益型理财产品，一般净值波动不大，属于“低风险资产”，而在其他国家（如美国）银行也会管理基金，在证监会（SEC）统一监管，净值波动更大。这里其他国家的低风险产品简单统计为现金及存款。

注2：货币基金理论上属于“低风险的产品”，但目前很难拆出居民持有的规模是多少，因此各国统一放在风险金融资产中的“基金”科目中。

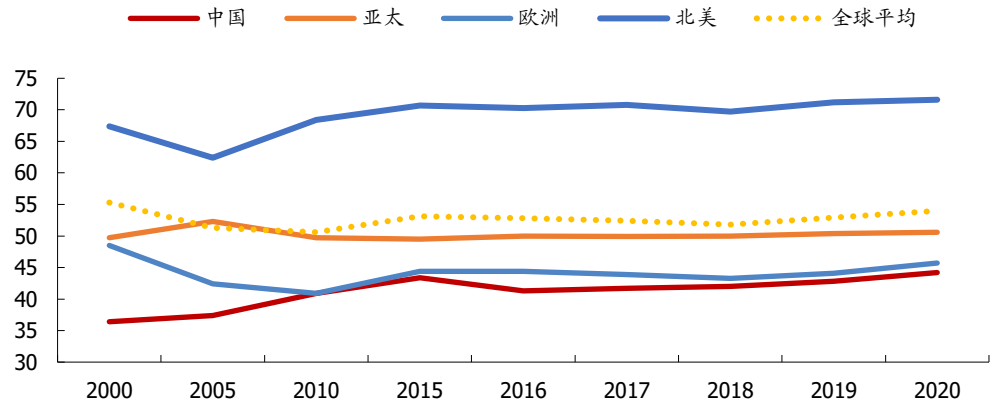
图表13：主要国家与地区居民金融资产配置占比（%）



资料来源：瑞士信贷，各国央行，国盛证券研究所

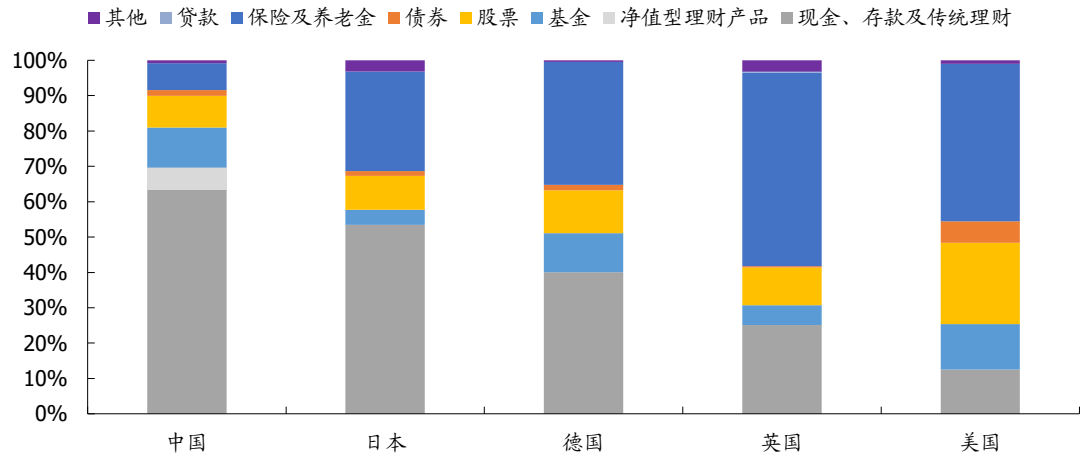
注：美国、日本、中国采用国家资产负债表口径，其他国家采用瑞士信贷口径

图表 14: 中国对比其他国家与地区: 2000 年以来金融资产占比走势 (%，瑞士信贷口径)



资料来源: 瑞士信贷, 国盛证券研究所

图表 15: 中国 VS 英美日德: 居民金融资产中风险金融资产配置比例明显偏低



资料来源: 社科院, 各国统计局, 美联储, 国盛证券研究所

1.3、居民负债：近年来债务压力提升较快，基本达到国际合理水平的上限，结构上中青年负债压力相对较大

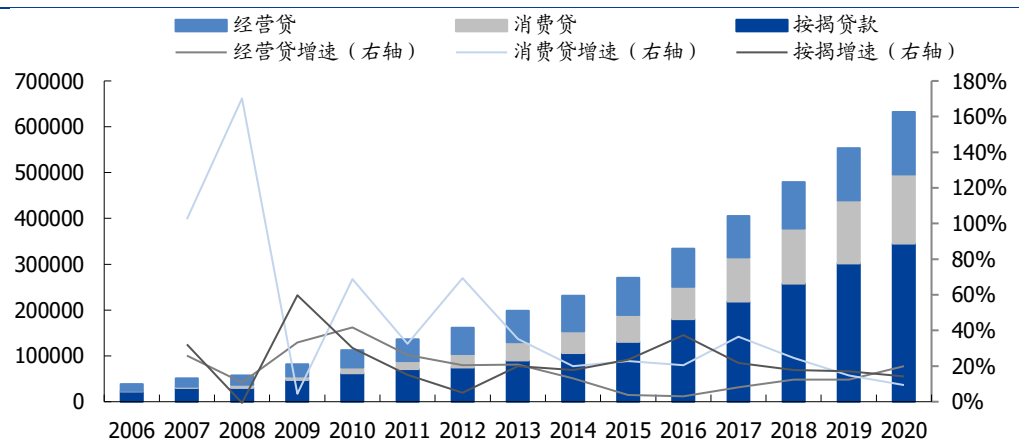
我国居民负债的现状：以房贷为主，过去几年增长较快。根据社科院统计数据来看，我国居民负债约90%以上为银行贷款（其余为民间借贷、个体户应付账款等），2020年末我国居民部门总贷款规模63.2万亿，人均贷款4.5万元，过去5年年均复合增速18.5%，增速较快。

A、居民贷款以房贷为主。居民个人住房贷款规模约34.5万亿，占比54.6%，“房住不炒”基调下，增速从2016年最高37.4%，下降到2020年的14.2%；

B、消费贷款过去3年增速快速下降。2020年末居民消费类贷款（含消费贷、信用卡等）的规模为15.1万亿，占比23.9%。受监管趋严、P2P暴雷、新冠疫情等因素影响，消费类贷款的增速从2017年最高36.4%，快速下降至2020年仅9.4%；

C、经营贷过去2年增速快速提升。2020年末个人经营性贷款共计13.6万亿，占比21.6%，普惠小微支持政策加码下，增速持续提升至2020年的20%，高于居民贷款的整体增速。

图表 16：我国各类居民贷款增长情况（亿元）



资料来源：中国人民银行，国盛证券研究所

近年来我国债务压力提升速度较快，基本已接近国际合理水平的上限，未来需警惕债务过快扩张的风险。

1) 从居民实际债务负担的可比口径来看：当前我国居民虽然人均GDP仅处于美国1978年的水平，但其债务压力已明显高于美国当年，基本与美国当前的水平相当。

- ✓ 从国际常用的居民部门杠杆率（居民债务/GDP）的指标来看，我国2019年末杠杆率水平达到了56.1%，2020年进一步提升到了62.2%，低于美国的78%。
- ✓ 从居民部门实际收入的角度来看，测算2019年我国居民债务收入比（居民债务/居民可支配收入）已达到94%，2020年疫情冲击下进一步提升至102%，超过美国的95.8%的水平（为什么我国的居民部门杠杆率低于美国，债务收入比却高于美国？详细分析见专栏3）。
- ✓ 从资产负债率的角度来看，2019年末，测算我国居民资产负债率已达10.8%，逐步接近美国的11.5%（2020年疫情下美国增加了对居民的救助计划，测算其资产负债率下降至10.8%，我国与美国或已基本相当）²。

2) 动态来看：我国居民债务负担上升速度较快。

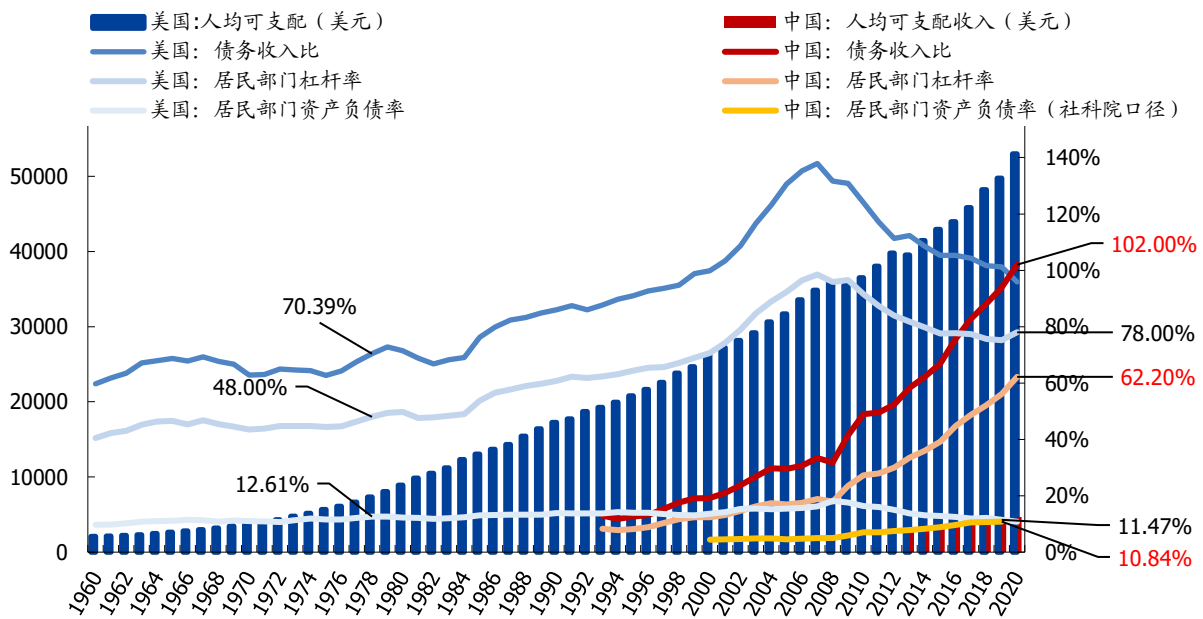
- ✓ 过去5年，我国居民部门杠杆率、债务收入比、资产负债率分别上升了23pc、35pc、2.5pc，上升速度明显加快³。

² 我们测算的居民部门资产负债率主要参考了社科院《国家资产负债表》的口径。

³ 由于资产负债率最新可计算的数据只到2019年，因此这里资产负债率上升2.5pc指2019年末相比2014年末

- ✓ 从发展阶段上看，2019年我国人均GDP首度突破1万美元，与美国1978年左右的水平相当，但我国居民杠杆率（56.1%）、债务收入比（94%）均已超过美国同期48%、70.4%的水平。

图表 17: 中美两国居民部门杠杆率、债务收入比趋势对比（美元）



资料来源: Wind, IMF, 社科院, 国盛证券研究所

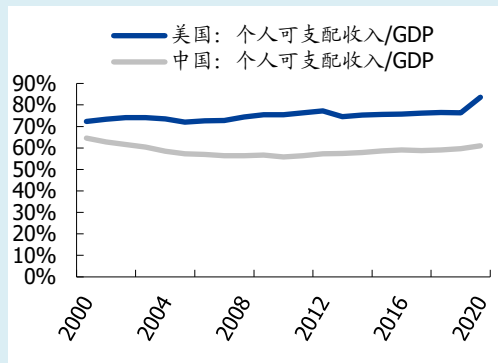
专栏 3: 居民杠杆率 VS 居民债务收入比，怎么看待居民部门债务比例的绝对值水平？

债务收入比以居民可支配收入作为分母，能够比较好地反映居民部门现金流的偿债能力，我国 2020 年末债务收入比已超过 100%，也确实处在很高的位置，但单纯看这一指标或在一定程度上放大了我国的居民债务风险，主要有两点原因：

- 1、从居民部门杠杆率（居民债务/GDP）的指标来看，我国处于国际相对合理水平。相比债务收入比，**居民部门杠杆率**是国际清算银行、各国政府、学术机构更关注的一大指标，主要原因在于：
 - 1) 指标计算更容易、也更好进行国际对比（各国统计可支配收入的方式不一，且很多国家并未披露相关数据）；
 - 2) 债务收入比仅考虑了居民部门自身的偿债能力，但居民部门杠杆率考虑了整个经济体的偿债能力（特别是包含了政府部门的转移支付能力）。

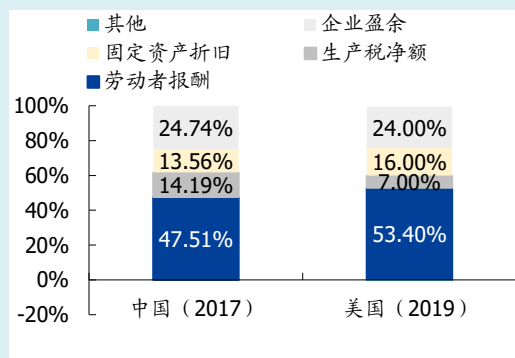
以中国和美国的数据为例进行测算，2020 年中国居民可支配收入占 GDP 的比重约为 61%，低于美国的 84%。进一步来看，如果 GDP 按收入法拆分，美国（2019）GDP 中劳动者报酬占比达到 53%，而中国（2017，最新可得）这一比例仅为 47.5%，而美国生产税占比仅 7%，仅为我国（14.2%）的一半。此外，两国企业盈余占 GDP 的比重均为 24%，但我国国有企业主体的贡献或更高。因此虽然我国 2020 年居民部门的债务收入比（以居民可支配收入为分母）高于美国，但居民部门杠杆率（以 GDP 为分母，62.2%）仍明显低于美国的（78%），以及发达国家的平均水平（78%）。即从综合国力的角度来说，我国居民部门的杠杆水平还处于国际合理较低的水平。

图表 18: 中、美两国居民可支配收入占 GDP 的比重



资料来源: 美国经济分析局, 国家统计局, Wind, 国盛证券研究所

图表 19: GDP 构成对比 (收入法)



资料来源: 国家统计局, 美国经济分析局, Wind, 国盛证券研究所

2、我国居民贷款中有 21.6% 为经营性贷款。央行在《2020Q4 货币政策执行报告》中以专栏的形式讨论过，我国经营性贷款具有“自偿性”（即与消费贷需要通过收入偿还不同，经营贷可以在未来创造现金流），类似企业贷款，“因此，观察和比较我国居民部门的杠杆率，应剔除经营性债务的影响。” 剔除经营贷后我国的居民部门杠杆率（2020）、债务收入比（2020）、资产负债率（2019）分别为 48.8%、80.0%、8.6%，在国际上处于合理水平。

图表 20: 我国居民主要债务指标与美国、全球对比 (%)

		1978	2000	2005	2010	2015	2019	2020	过去5年的变化/增幅
中国	人均可支配收入 (美元)					3527	4455	4665	5.75%
	居民部门杠杆率		12.4%	16.9%	27.3%	39.2%	56.1%	62.2%	+23.0%
	居民部门杠杆率 (剔除经营贷)		8.6%	11.7%	18.2%	27.5%	44.6%	48.8%	+21.3%
	资产负债率		4.4%	4.5%	7.0%	8.8%	10.8%		+2.5%
	资产负债率 (剔除经营贷)		3.1%	3.2%	4.7%	6.2%	8.6%		+3.1%
	债务收入比		19.2%	29.5%	48.9%	66.9%	94.0%	102.0%	+35.1%
债务收入比 (剔除经营贷)			13.3%	20.5%	32.6%	47.0%	74.7%	80.0%	+33.1%
美国	人均可支配收入 (美元)	7340	26262	31710	36523	42953	49763	52997	4.29%
	居民部门杠杆率	48.0%	70.6%	92.3%	91.6%	77.6%	75.2%	78.0%	+0.4%
	资产负债率	12.6%	13.7%	15.4%	16.4%	12.9%	11.5%	10.8%	-2.1%
债务收入比	70.4%	99.9%	130.6%	124.0%	105.3%	101.2%	95.8%	-9.5%	
发达国家: 居民部门杠杆率			63.4%	73.8%	81.5%	73.0%	73.2%	78.0%	+5.0%
新兴经济体: 居民部门杠杆率			0.0%	0.0%	29.0%	34.2%	45.4%	50.6%	+16.4%

资料来源: 国际清算银行, 社科院, 统计局, Wind, 国盛证券研究所

专栏 4: 如何看待“居民部门杠杆率 60%”这一“警戒线”?

根据 IMF、国际清算银行的研究, 以及其他国家及地区的历史经验, 当居民部门杠杆率快速提升至超过 60% 时可能会积聚一定的风险, 需要引起警惕。如在历史上美国、日本、韩国、中国台湾居民部门杠杆率快速接近或突破 60% 时, 均爆发了零售信用风险事件, 即 1985 年美国储贷危机、1990 年日本房地产泡沫破灭、2002 年韩国卡债危机、2006 年台湾现金贷危机。

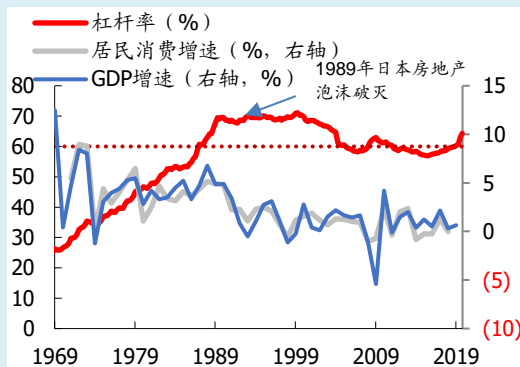
对于我国来说, 2020 年末居民部门杠杆率正式超过 60%, 但这并不意味着我国居民信贷处于风险暴露的危机窗口。实际上从上市银行的零售资产质量情况来看, 2020 年以来其零售贷款不良率大多持续下降, 逐步“走出疫情”的负面影响, 这其中需要注意的在于:

1) 我国居民贷款中 21.6% 为个人经营贷, 剔除后居民部门杠杆率水平仅 48.8%, 距离 60% 还有一定的距离;

2) 经济运行情况是多因素共同作用的结果, 每个国家的发展阶段不同、政策环境不同、文化不同等都会带来各种各样的差异。这里仅选取简单的指标来侧面印证, 多指标之间或有一定的相关性, 并非简单的互为因果关系, 具体国情需要具体分析。

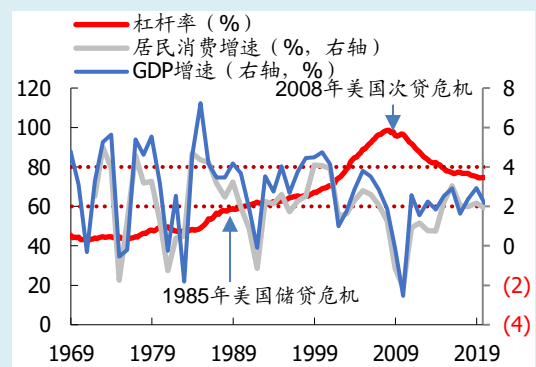
3) 仔细研究海外经验可以发现, 60% 并不是居民部门杠杆率的天花板, 杠杆率以“缓慢的速度”提升才是关键。如韩国、中国台湾在危机之后对金融乱象加以监管, 填补漏洞, 经过一段时间的调整后, 居民部门杠杆率重新回归稳步提升的趋势, 到 2019 年韩国的居民部门杠杆率达到了 95%, 但这期间其银行零售贷款的资产质量一直保持稳定。

图表 21: 日本: 1985 年杠杆率达到“60%”



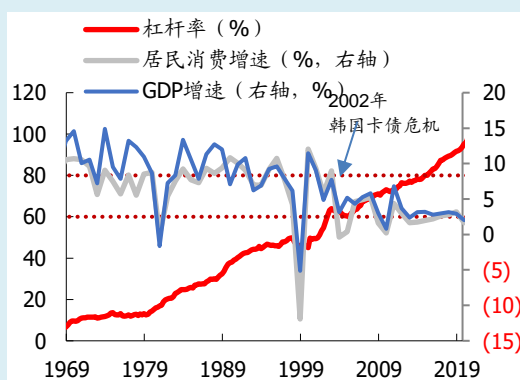
资料来源: IMF, Wind, 国盛证券研究所

图表 22: 美国: 1989 年达到“60%”, 此后稳步增长



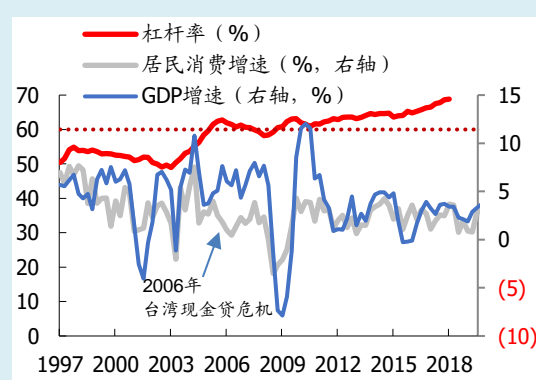
资料来源: IMF, Wind, 国盛证券研究所

图表 23: 韩国: 2002 年达到“60%”, 此后稳步增长



资料来源: IMF, Wind, 国盛证券研究所

图表 24: 中国台湾: 02 年达到“60%”, 此后稳步增长



资料来源: IMF, Wind, 国盛证券研究所

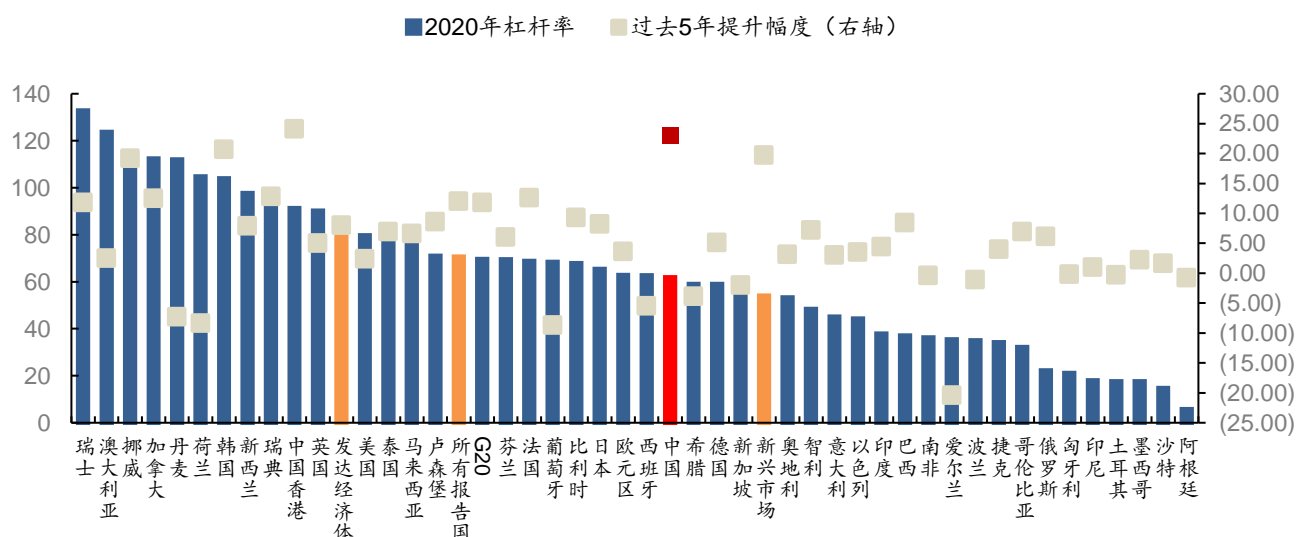
结合专栏3、专栏4的分析，我国居民部门杠杆率的上升速度值得我们关注。过去五年我国居民部门杠杆率累计提升了23pc（平均每年提升4pc以上），即便剔除经营贷后提升幅度也高达21pc，在全球主要国家及地区中提升速度最快。央行在《2020Q4货币政策执行报告》也强调“剔除经营性居民债务后，我国居民部门债务风险总体可控，...但继续扩张的空间已非常有限，相关风险值得关注。”

从居民部门杠杆率的角度简单测算，我国未来5年零售信贷的“安全增速”约为10.5%左右。我国过去10年平均每年居民总杠杆率提升4pc左右，预计未来将会放缓，我们基于以下假设，测算我国零售信贷“稳健的合适增速”：

- 1) 参考韩国和台湾经济危机之后10年内，杠杆率平均每年稳步上升1.3pc、0.9pc，假设未来5年我国居民部门杠杆率按照每年1.5pc的速度逐步提升；
- 2) 我国名义GDP增速在8%左右；

对应未来五年我国全行业居民债务安全增速预计在10.5%左右。简单来说居民债务为个人贷款为主，在相对稳定的环境下，预计个人贷款的“稳健的合适增速”在10.5%左右。

图表 25: 我国居民部门杠杆率水平处于国际合理水平，但过去五年提升幅度最快 (%)



资料来源: Wind, IMF, 国盛证券研究所

最后从内部结构来看，根据央行的2019年的城镇居民调研统计数据来看，我国居民负债水平分化较大，其中中青年、有房贷家庭的负债压力更大。

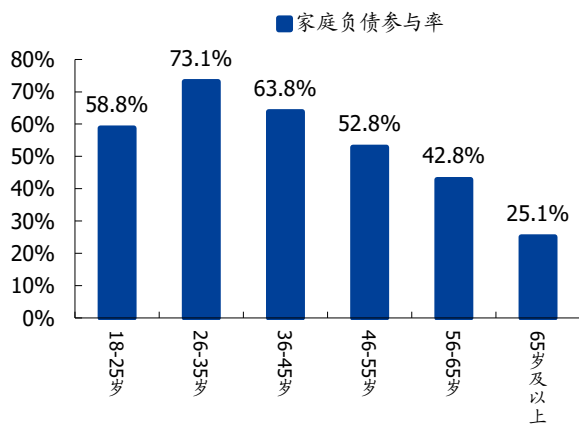
- 1) 中青年家庭参与负债的比重较高，户主年龄为26~35岁的家庭负债参与率最高，为73.1%。随着年龄的提高，家庭负债参与率有所下降，户主年龄为65岁及以上的家庭负债参与率最低，仅为25.1%。
- 2) 有房贷的家庭负债压力更大。有负债的居民家庭中，76.8%的家庭有住房贷款，户均家庭住房贷款余额为38.9万元，占家庭总负债的比重为75.9%。有房贷家庭的资产负债率和月偿债收入比例分别为16.5%和29.0%，债务风险明显高于平均水平。其中刚需型房贷家庭的债务风险尤其突出，两项指标分别为24.2%和33.0%，均为所有群体中的最高值，刚需型房贷群体主要是中青年，其负债压力最大。
- 3) 年轻群体参与网贷和银行消费贷的比例相对较高。西南财经大学在《中国家庭金融调查》(后简称CHFS)的一组2019年调研数据显示，户主在18-30岁的家庭中，其参与互联网贷款和银行消费贷的比例分别为33.6%和18.5%，而户主年龄在46岁以上，两类贷款的参与率就下降到10%以下。年轻群体参与互联网消费贷的比例比其他群体上升较快，主要与互联网消费的便利性有关。

图表 26: 中国居民资产负债率情况 (结合国家资产负债表, 央行调研数据测算)

资产规模	家庭占比	有负债家庭占比	有负债家庭的平均资产负债率
0~10万	2.5%	29.0%	160.9%
10万~50万	8.8%	32.9%	38.0%
50万~100万	19.0%	51.8%	36.2%
100万~200万	27.8%	59.8%	30.9%
200万~500万	27.5%	63.3%	24.6%
500万~1000万	9.2%	63.6%	20.6%
1000万元以上	5.2%	62.1%	14.3%

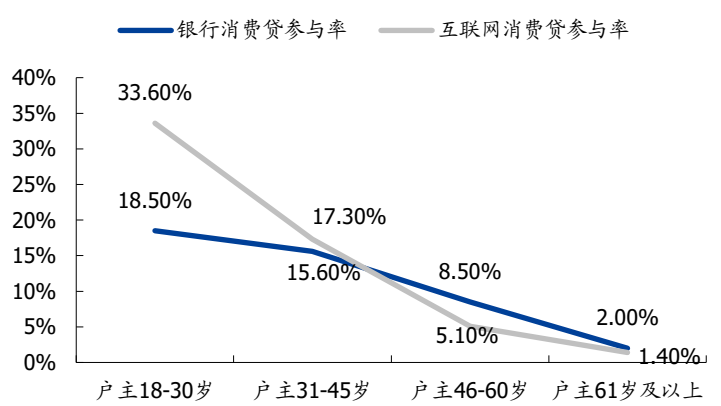
资料来源: 中国人民银行, 国盛证券研究所

图表 27: 按户主年龄分组的家庭负债参与率



资料来源: 中国人民银行, 国盛证券研究所

图表 28: 按户主年龄分组的消费贷款参与率



资料来源: CHFS, 国盛证券研究所

二、资产端：如何看待我国财富管理行业的未来？

在居民的资产端，我们主要探讨以下三大方面的问题：

1、我国财富管理行业的现状如何？我们从产品、渠道、商业模式、竞争格局、客群特征等多个维度入手，全方位呈现我国财富管理行业的风貌。

1) 金融产品：居民日常接触到的主要包括存款、理财、保险、公募基金以及其他私募类资管产品（私募基金、券商资管、基金及子公司专户等）。这一部分将重点关注各类产品近5年的规模、发展趋势以及资产投向，都有什么特点。

2) 商业模式：财富管理业务中，金融机构的服务、收入可以划分为四个环节：

- **渠道销售：**不同机构可销售的产品范围不同，其中银行覆盖的金融产品门类最全。在此环节，金融机构可以获取**渠道交易收入**和**销售服务费收入**；
- **资产管理：**各类机构提供不同的资管产品，赚取**管理费收入**，但会和渠道进行“分成”（分成比例的大小取决于渠道的强弱程度）；
- **底层资产交易：**交易所买卖股票债券等，目前仅券商有对应的牌照，赚取**交易佣金**；
- **资金监督：**银行和券商提供相应**托管服务**，但仍以银行为主。

我们将在正文中详细梳理各类机构在各个环节中赚取的收入及对应的商业模式。

3) 竞争格局：综合各类机构的客群、产品供给和服务能力，总的来看：

- 银行是“全能型”的，依托零售客群基础、广泛的线下网点、优质的品牌形象、丰富的产品以及较强的综合服务能力（商行+投行），在财富管理业务（尤其是高净值客户领域）具有最“全面”的优势。
- 信托、基金、券商、基金、保险、第三方机构是“专业型”的，在各自的细分领域打造“专业化”优势。

2、未来，我国财富管理业务有多大的空间？类比1980年代的美国、日本，我国当前正处于居民“财富管理”爆发的窗口，宏微观环境中已有非常多类似的、有利于财富管理行业发展的条件正逐步成熟。结合海外经验，我们预计到2025年居民持有的金融资产年均复合增速将约11%，其中风险金融资产增速将达到15%左右，基金、资管、净值化理财等产品增速有望达到19%。

3、参考海外经验，我国未来财富管理业务的发展路径可能是怎样的？这其中我们重点探讨几个问题：

- **美国财富管理爆发的历程：**在1978-2000年，美国居民的风险金融资产规模从不到3万亿美元持续、快速增长至28万亿。行业规模高速发展的同时，商业模式到行业格局可谓发生了“翻天覆地”的变化：养老金大发展、美股机构化、投顾崛起、美股20年长牛、货基债基股票基金“接棒式爆发”等等。我们将探讨这些变革是如何一步步实现的？从财富管理到产业升级的“正向循环”是如何炼成的？我国当下又有什么类似之处？
- **商业模式的变革：**在蚂蚁财富、天天基金等“基金超市”的崛起下，我们明显地感受到，我国渠道竞争正在加剧。我国头部银行为何开始布局C类产品？投顾试点意义在哪？未来基金费率、商业模式会走向何方？我们从美国基金行业的“亲身经历”中或能找到答案，1980年至今的长达40多年中，激烈的竞争过从渠道费率及收费模式，到管理费率及产品模式，最后转为全面的“投顾模式”。在这一过程中，居民参与资本市场、享受金融服务，永远需要付出成本，即虽然模式发生了变革，金融服务的价值依旧存在，专业的金融服务是金融机构的核心竞争力，也是核心的创收来源。相比美国，中国处于哪一阶段，如何判断未来趋势？机构在变革中如何寻求变局？我们也会在正文中详细分析。

2.1、我国财富管理业务的现状：金融产品、商业模式、竞争格局

2.1.1、各类金融产品发展的怎么样？

从规模上看：2020年，各类金融产品规模总计超过213.6万亿元，近5年CAGR为9.44%，整体增长稳健。其中，主动管理能力较强的公募和私募基金规模提升最快，CAGR分别为19.17%和26.62%。

- ✓ 银行存款基于其“保本”的属性，一直是各类金融产品中规模最大的，2020年为92.6万亿元，近5年CAGR为11.14%；
- ✓ 理财规模仅次于存款，2020年末规模为25.86万亿元，近五年也保持8.21%的复合增速（在此仅统计非保本理财规模）。一方面与银行强大的渠道优势有关，客户基础较强；另一方面，我国居民整体风险偏好较低，偏好波动小、稳定的产品；
- ✓ 保险（21.68万亿元）排名第3，近5年CAGR为14.16%，尤其是2020年规模就增加3.15万亿，主要包括寿险和财产（含车险、责任险、农险等）。
- ✓ 主动管理能力较强的公募基金和私募基金发展较快，2020年规模上升至第4位（20.06万亿元）和第5位（16.96万亿元），近5年CAGR为19.17%和26.62%；内部来看，公募基金中货币基金规模最大（8.05万亿），但债券型基金和股票型基金增长更快，近5年CAGR为47.97%和21.46%，债券型基金的高增在一定程度上、或与摊余成本法债基的快速发展有关；
- ✓ 由于通道类业务规模自2017年以来规模逐步压缩，2020年信托、券商资管和基金及子公司专户规模分别较高峰期压缩了5.6万亿元，9.02万亿元和5.47万亿元，此前规模基本上仅次于存款和银行理财（2016年均均在16-17万亿元左右），现在在各类金融产品中规模相对靠后。

备注：在此统计的金融产品规模有一定重合，比如银行理财和信托等底层资产也可以投向基金，统计口径可能存在一定重复。

图表 29: 各类金融产品规模

余额（万亿）	2016	2017	2018	2019	2020	CAGR	趋势图
存款	59.78	64.38	71.60	81.30	92.60	11.14%	
活期	23.16	24.82	26.72	29.47	32.68	10.00%	
定期	36.61	39.55	44.88	51.83	59.92	11.79%	
银行理财	23.11	22.17	22.04	24.19	25.86	8.21%	
保险	13.39	14.92	16.41	18.53	21.68	14.16%	
公募基金	9.11	11.55	12.93	14.70	20.06	19.17%	
股票型基金	0.64	0.67	0.74	1.14	1.85	21.46%	
债券型基金	1.79	1.56	2.45	3.91	5.01	47.97%	
混合型基金	2.10	2.08	1.49	2.08	4.90	16.49%	
货币市场型基金	4.47	7.13	8.16	7.41	8.05	11.97%	
其他	0.11	0.10	0.09	0.12	0.21	20.27%	
私募基金	7.89	11.10	12.71	14.08	16.96	26.62%	
资金信托	17.46	21.91	18.94	17.94	16.31	2.10%	
基金及子公司专户	16.89	13.74	11.29	10.79	11.42	-2.01%	
券商资管	17.58	16.88	13.36	10.83	8.55	-6.38%	
期货公司资管计划	0.28	0.25	0.13	0.14	0.22	15.61%	
整体规模	165.48	176.89	179.41	192.50	213.65	9.44%	

资料来源：Wind，基金业协会，银保监会，国盛证券研究所

备注 1：信托规模为资金信托，在此未包括财产信托；

备注 2：保险为银保监会披露的保险资金运用余额；

备注 3：基金及子公司专户含基金公司管理的养老金。

2、投向上看：

1) 银行理财：债券一直是第一大资产投向，近年来占比逐步提升。符合收益相对稳定且波动较小的特征。银行理财中有超过 64%的比例投向债券，远高于保险（36.6%），且近年来占比均有提升；而非标的占比自 2018 年资管新规正式实施后明显下降，2 年来已经压缩 6.5pc，转型成效明显；而权益类资产占比在五年来有所波动，目前占比为 9.05%，相比 2016 年下降 7.6pc。

2) 保险：非标占比相对较高，与保险长期资金匹配。截至 2020 年末，债券资产配置占险资总规模的 36.6%，银行存款下降至 12.9%，以非标为主的其他类资产占比达到 37.7%。非标产品在收益率上具备相对优势，以基建、非银、不动产等为主要投资方向。但当前非标潜在风险有所提升，且资管新规下供给明显减少，伴随着长债发行量的快速提升，非标长期占比下降、险资持续增加对长债的配置比例将会是未来长期趋势。

3) 公募基金：整体随市场波动配置更加灵活。公募基金的产品类型丰富多样，债券型、货币型基金以投资债券、货币类为主；权益类基金以股票为主，但也会持有部分固收、现金类资产；混合型基金的投向和比例则可以更加灵活。从公募基金底层资产的角度来看，最近的两年，随着权益市场回暖，股票投资比例已经提升至 13.6%，这其中除了股票表现较好带来相应净值提升之外，偏股类型的基金发行量也大幅增加，2020 年末股票型基金和偏股混合型基金份额占比分别较 2018 年提升了 1.2pc 和 5.17pc 至 7.07% 和 10.12%。

4) 信托资产投向更加多样以满足其相对较高的收益，但近年来投向金融机构规模压缩明显。信托公司可以直接发放贷款，其资金可直接投向房地产、基建、工商企业等，范围也比其他类型产品更为广泛，收益率也更高。自从 2018 年监管规范银信合作类业务以来，信托规模已经较 2017 年的峰值压缩了超过 5 万亿元，其中投向金融机构的资金压缩 2.13 万亿元，占比持续从 2018 年末的第二位降到第四位，主动压降金融同业通道规模效果显著。其他方面，

- ✓ 虽然各个领域的投资规模均有收缩，但工商企业一直是信托资金投向的第一大配置领域，占比保持在 30%左右；
- ✓ 而基础产业类投资（如基建类）随着这两年逆周期宏观调控力度加大，占比也较 2017-2018 年略有增加，目前已经提升至第二大信托资金配置领域；
- ✓ 房地产方面，2018 年，在整体规模下滑接近 3 万亿元的情况下，投向房地产的规模仍提升了 4000 亿元。但自 2019 年 8 月以来，监管部门对于房地产信托业务的约束不断强化，2020 年规模开始收缩，占比也下降至 13.97%，预计未来在“房住不炒”的大背景下，信托投向房地产的比例仍将逐步收缩。
- ✓ 2020 年以来，资金信托流向证券市场的规模有所增加，全年规模增加了 3020 亿元。其中，主要流向债券，2020 年末配置余额为 1.49 万亿元，占资金信托整体规模的 9.15%；配置投向股票和基金的余额为 5351 亿元和 2344 亿元，占比分别为 3.28% 和 1.44%。

备注：其他私募类型的产品，暂无法有效获得其资产投向，在此未做分析。

图表 30: 各类金融产品的底层资产投向 (%)

	2016	2017	2018	2019	2020	趋势图
银行理财						
债券	43.76	42.19	53.35	59.72	64.26	
现金及银行存款	14.03	6.75	7.15	5.06	11.05	
非标准化债权类资产	17.49	16.22	17.23	15.63	10.89	
权益类资产	16.62	13.91	5.75	12.03	9.05	
其他	8.10	9.47	9.92	7.56	4.75	
保险						
银行存款	18.60	12.90	14.80	13.60	12.90	
债券	32.10	34.60	34.40	34.60	36.60	
股票和证券投资	13.30	12.30	11.70	13.20	13.80	
其他投资	36.00	40.20	39.10	38.70	37.70	
公募基金						
股票	18.43	15.20	11.38	16.78	24.94	
债券	37.35	37.51	49.40	48.12	44.74	
基金	0.07	0.09	0.09	0.2	0.38	
现金	28.18	32.98	26.14	22.86	17.82	
其他资产	15.97	14.22	13.00	12.04	12.13	
信托资金						
工商企业	24.82	27.84	29.90	30.60	30.41	
基础产业	15.64	14.49	14.59	15.72	15.13	
房地产	8.19	10.42	14.18	15.07	13.97	
金融机构	20.71	18.76	15.99	13.96	12.17	
证券市场(股票)	3.58	4.62	2.79	2.81	3.28	
证券市场(基金)	1.60	1.28	1.30	1.23	1.44	
证券市场(债券)	11.02	8.25	7.50	6.88	9.15	
其他	14.44	14.33	13.74	13.72	14.45	

资料来源: Wind, 信托业协会, 国盛证券研究所

2.1.2、各类金融机构经营情况如何? --商业模式、收入来源

财富管理行业中，金融机构一般在四个环节中提供服务并获取收入：

- 1、渠道：**银行的代销牌照最全。银行可以销售各种类型的金融产品，如理财、保险、基金、信托、券商资管等产品，也可以吸收存款；而第三方机构（如互联网平台）仅可以代销基金（含公募和专户）、保险、以及券商资管产品，信托、理财产品不可以在该类平台进行销售。在这个环节，金融机构可以获取两块收入：包括申购赎回费（交易金额 x 费率）和销售服务费（资产规模 x 持有期限 x 费率）。
- 2、资产管理：**对资产进行投资管理，获取管理费收入，但会和渠道进行分成，包括固定管理费（资产规模 x 持有期限 x 管理费率 x 分成比例）和部分产品的超额业绩报酬（超额报酬率 x 资产规模 x 提取比例 x 分成比例）。当前我国财富管理产业链来看，渠道的议价能力仍然较强，如银行和互联网平台等代销机构获取的管理费分成比例（尾佣）可达 50%。
- 3、底层资产交易：**交易所买卖股票、债券等，目前仅券商有牌照，赚取交易佣金（交易金额 x 费率）。

4、资金监督：基于风险隔离的角度，第三方托管人提供资产保管、资金清算、估值核算等服务，赚取托管费收入（ $\text{资产规模} \times \text{持有期限} \times \text{费率}$ ）。目前仅银行和券商有托管牌照（证金公司和中证登有相关牌照，本文暂不讨论），其中，银行仍占据主要地位（银行托管牌照齐全，包括基金、理财、信托资金、保险资金、养老金、企业年金等，而券商仅有在基金产品的托管资格）。

我们在图表 32 中，详细地梳理了各类机构在各环节中的收入模式和费率情况，供各位投资者参考。

图表 31: 各类金融产品销售渠道情况

	存款	银行理财	公募基金 (含专户)	信托	保险	其他(基金子公司资管、券商资管等)
银行	√	√	√	√	√	√
基金公司			√	√		√
保险公司			√	√	√	√
证券公司			√	√	√	√
信托公司				√		
第三方机构			√		√	√

资料来源：Wind，基金业协会，银保监会，国盛证券研究所

备注：《信托公司资金信托管理暂行办法》规定，信托公司可委托其他信托公司、商业银行、保险公司、保险资产管理公司、证券公司、基金管理公司以及国务院银行业监督管理机构认可的其他机构代理销售集合资金信托计划。截止目前，信托产品主要由信托公司自身，及银行渠道进行销售。

图表 32: 各类金融产品费率和金融机构对应销售收入

环节	渠道		资产管理		交易	资金监督		
费率	申购(认购)/赎回	销售服务费	管理费		交易佣金	托管费		
银行	理财: 以固收+现金管理类为主, 目前基本为0; 基金: 1) 申购费: 金额越高, 费率越低; 混合型和股票型基金一般1.2%-1.5%, QDII在1%左右, 债基0.6%左右, 货基为0。银行渠道折扣较低, 部分4-8折甚至不打折, 近期招行和平安也开始全面推行1折低费率产品。 2) 赎回费: 持有7天之内, 费率为1.5% (强制归属基金资产)。持有7天-2年, 一般赎回费的25%归属基金资产, 75%由渠道和基金公司分成。持有2年以上为0。	理财: 根据产品不同, 一般收取0.1%-0.4% (2020年上市银行理财综合费率大约为0.47%) 基金: 一般针对管理费较低或者无申购费较低的产品收取, 0.2%-0.6%之间	理财: 1) 固定管理费: 一般在0.1%-0.4%。2) 超额业绩报酬: (产品收益率-业绩比较基准)*提取比例 (一般为30%-60%)。 基金: 1) 尾佣 (管理费分成) = 管理费率*分成比例 (监管规定不超过50%) 2) 私募基金代销收取超额业绩报酬分成 = 超额报酬率*提取比例 (一般为20%/30%/40%) * 分成比例			理财: 一般由母行托管, 费率0.02%-0.04% 基金: 非货基0.1%-0.3%; 货基一般在0.1%以下		
	信托: 主要依托银行私行客户资源销售, 申购费 一般在1%-2%左右。一般在封闭期内赎回要收取 赎回费 , 超过免收。	信托: 一般无认购费的产品会收取。	信托: 银行可能收取1) 固定管理费分成 = 固定管理费率 (一般1%-2%) * 分成比例 (具体和信托约定); 2) 浮动管理费分成 = 超额报酬*提取比例*分成比例;				信托: 托管费一般0.01%-0.04%	
	(12年以来, 招行信托代销综合费率在1.2%-2%之间)		券商资管: 大集合公募化改造后基本上与公募基金看齐, 费率基本一致, 但银行渠道基本不打折; 赎回费: 持有7天之内, 费率为1.5% (强制归属资管资产)。持有7天-1年, 一般赎回费的25%归属基金资产, 75%由渠道和基金公司分成。持有1年以上为0。(参考基金部分) 保险: 渠道收取佣金, 比例依据产品类型和缴费期限差异有所不同,				券商资管: 针对管理费或者申购费相对较少的产品收取 券商资管: 参考公募基金, 收取尾佣; 私募产品收取超额业绩报酬分成。	券商资管: 与基金基本一致
	基金: 1) 申购费: 折扣最低, 全面1折, 部分低至0.1折或0费率 2) 赎回费: 基本一致 (参考银行表述)。		基金: 基本一致 (参考银行表述)	基金: 获得代销渠道分成后的剩余比例 (直销则不分成)。1) 管理费: 管理费率* (1-尾佣比例) 2) 超额业绩提成: 超额报酬率*提取比例 (一般为20%/30%/40%) * (1-渠道分成比例)			个人: 部分降至万2以下 机构: 基金大多为万8, 保险在万2-万6之间	
券商	基金: 1) 申购费: 折扣低于银行, 部分申购费1折, 部分4-6折 2) 赎回费: 基本一致 (参考银行表述)。	基金: 基本一致 (参考银行表述)	基金: 1) 尾佣 (管理费分成) = 管理费率*分成比例 (监管规定不超过50%, 比例一般低于银行渠道, 近期有上升趋势) 2) 私募基金代销收取超额业绩报酬分成 = 超额报酬率*提取比例 (一般为20%/30%/40%) * 分成比例。		券商资管: 大集合公募化改造后, 基本与公募基金看齐, 直销渠道申购费折扣较低, 甚至为0 券商资管: 针对管理费或者申购费相对较少的产品收取	券商资管: 获得代销渠道分成后的剩余比例 (直销则不分成)。		
信托	信托: 直销渠道一般为0		信托: 获得代销渠道分成后的剩余比例 (直销则不分成)。1) 固定管理费分成 = 固定管理费率 (一般1%-2%) * (1-分成比例) (具体和银行约定); 2) 浮动管理费分成 = 超额报酬*提取比例* (1-分成比例);					
保险	保险公司的销售以自身保险产品为主, 尽管其旗下可能有公募基金、		信托及其他资管产品的代销牌照, 但销量非常少,					
第三方机构	基金: 1) 申购费: 基本全面1折 2) 赎回费: 基本一致。(参考银行表述)	基金: 基本一致 (参考银行表述)	基金: 主要是公募基金尾佣, 费率计算方式与银行一致。部分可通过旗下公募基金子公司赚取管理费。					
	券商资管: 1) 申购费 基本全面1折; 2) 赎回 费基本一致 (参考银行表述)。	券商资管: 基本一致 (参考银行表述)	券商资管: 主要是公募化的大集合产品尾佣 (管理费分成) = 管理费率*分成比例 (蚂蚁平台上披露一般为50%)					
收入	申购(认购)/赎回 销售服务费 管理费		交易佣金 托管费					
银行	以招商银行为例: 2020年财富管理代销总收入为319.88亿元, 其中代销基金94.34亿元 (29.49%), 代销信托76.26亿元		42.15亿元					
基金	根据Wind统计, 披露数据的72家基金公司营业收入合计1190.86亿元, 按照非货基排名来看, 前十大基金公司非货基规		资产管理业务净收入299.6亿元					
券商	2020年, 全行业138家公司代销金融产品净收入134.88亿元		1161.1亿元		公募基金托管仅为2.2亿元, 私募未披露			
信托	2020年, 68家信托公司信托业务收入864亿元							
第三方机构	2020年上半年, 蚂蚁集团财富管理业务收入共计112.8亿元, 粗略拆分来看, 旗下天弘基金管理与服务费41亿元 (36.35%), 网商银行销售服务费22亿元 (19.5%), 平台代销金融产品21亿元 (18.6%), 技术服务费29亿元							

资料来源: Wind, 基金业协会, 银保监会, 国盛证券研究所

2.1.3、竞争格局

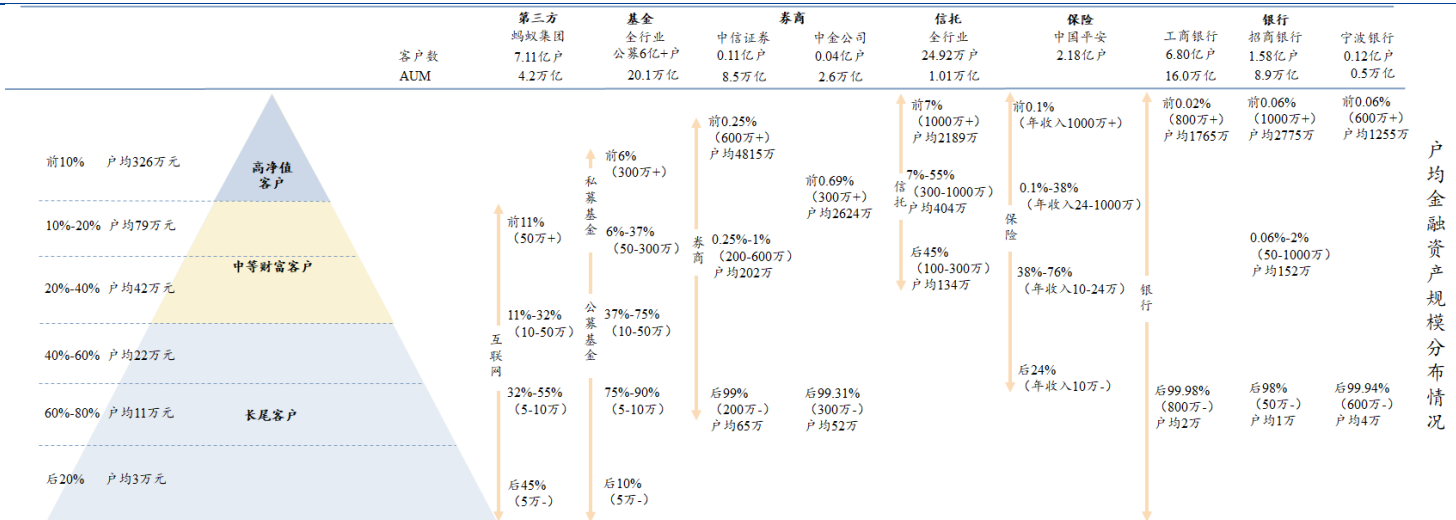
我国正处在财富管理行业爆发的初期，竞争格局尚未稳定。我们从各类金融机构的客群特征（数量及结构）、AUM、集中度三个方面进行分析。

1、客群特征：银行客户数上亿且各类客群均有较好的覆盖（尤其在高净值客户方面具有优势），其他类型机构客群各有侧重，比如说头部的第三方机构客群数量较多但以长尾客户为主，信托直接聚焦于高净值客户，券商占据中高端客群且风险偏好相对较高。

- **银行客群在数量和质量上均有优势：**1) 数量上，最多的工商银行零售客户高达6.8亿，接近我国人口总数的一半，股份行也基本上超过1亿户，银行在客户覆盖面基本上仅次于头部互联网机构。此外，其广泛的线下网点也是财富管理展业的基础，仅6大行的网点数量就超过10万。2) 质量上，全面覆盖高、中、低端的客户，尤其是在高净值客户方面具有明显的优势。根据上市银行年报，国有五大行+9家股份行私行客户数在100万户左右，占《胡润财富报告》中可投资资产600万以上家庭户数的55%左右（此数据仅为简单估算，不排除各银行之间可能存在重叠的情况），且私行户均资产基本在1000万元以上，其中，招商银行私行门槛最高（在1000万元以上），户均高达2775万元。
- **信托：数量少但直接聚焦高净值人群。**中国信托业协会2018年末根据41家信托公司的有效样本统计发现，共有101.94万人自然人客户和5.28万户机构客户投资过这41家信托公司的产品；其中，存量客户分别为28.76万人自然人和1.5万户机构客户。由于一般的信托产品投资门槛为100万元，其客户直接聚焦于价值率较高的高端客群，自然人户均投资规模为408万元。
- **券商：数量上较弱，但占据中高端客群且风险偏好较高。**券商的客群基础相对较弱，最多的华泰证券和中信证券的零售客户体量也仅为1000多万户，相比于银行和互联网第三方机构仍有较大的差距。但其服务的是相对中高端的客群，依托股票买卖通道获客，客户的投资意愿和风险偏好相对较高。以龙头券商中信证券为例，其拥有1090万客户，人均AUM为77万元，基本上可定位于招商银行金葵花的中高端客户（日均资产50万元以上），其中，财富客户（日均资产>200万元）12.6万户，AUM超1.5万亿，户均1190万元，体量可直接对标银行的私行。
- **基金：基民数量较多，但户均金额不高。**根据基金业协会，截至2019年末，我国公募基金场外投资者总账户数超过6亿（此为账户数据，非自然人数据，不同渠道可能存在重复）。金融资产规模在50万以下的比例超过63%，其中10到50万之间的占38.1%，小于10万元的占比在25%左右。收入方面，税后收入在10-50万的基民最多（占比55.4%），而10万以下的客户占比36%。
- **第三方机构：头部平台客户数量多但更加下沉，表现为收入更低、金额更低、在金融投资方面更加“小白”。**2020年6月末，蚂蚁集团支付宝月活用户数高达7.11亿户，人均AUM为5765元，在各类金融机构中最低；虽然支付宝的活跃用户不全都通过平台购买基金，此数据可能与实际有一定出入，但从基金业协会调查的数据也能印证出，蚂蚁集团平台上的基民中，金融资产在10万以下的投资者共计67.6%，而全体基民此部分的占比仅为25%。税后收入在10万以下的投资数量者占比为68.5%，同样远高于全体基民36%的比例。而此平台上的投资者，有52.0%的比例没有接受过、或者自学过任何金融相关的教育（全体基民中，零基础的“小白”客户占比仅为20.4%）。
- **保险：仅有中国平安披露客群收入数据，无金融资产分布数据，2020年末，中国平安集团客户数共计2.18亿，其中年收入在24万以上的客户数超1.65亿人，占比75.6%。**

2、AUM：银行远高于其他机构，主要受益于牌照优势（如存款、理财、托管等）。以2020年数据来看，部分国有大行AUM规模可达10万亿以上（工商最高可达16万亿），其次是券商（最高的中信证券可达8.5万亿）、头部第三方机构（蚂蚁集团2020H的AUM为4.2万亿）、基金公司（全行业20万亿，天弘基金最高1.41万亿，其中货基规模1.29万亿；以非货基排名来看，易方达最高7816亿，总规模1.2万亿）。银行的AUM基本上是其他类型的2倍以上，主因银行具有吸收存款、销售理财的牌照，基本上是居民财富的主账户，也是银行获客的基础；银行也有托管的牌照，有助于沉淀资金。我们同时也看到，头部第三方互联网平台客户数更多，但基本仅能代销部分金融产品（部分子公司有资管牌照）；而券商也有交易和托管牌照，也有助于沉淀资金，但无存款吸收功能，因此，在客群覆盖面上不如银行，较银行AUM体量仍有一定的差距，但好于其他机构。

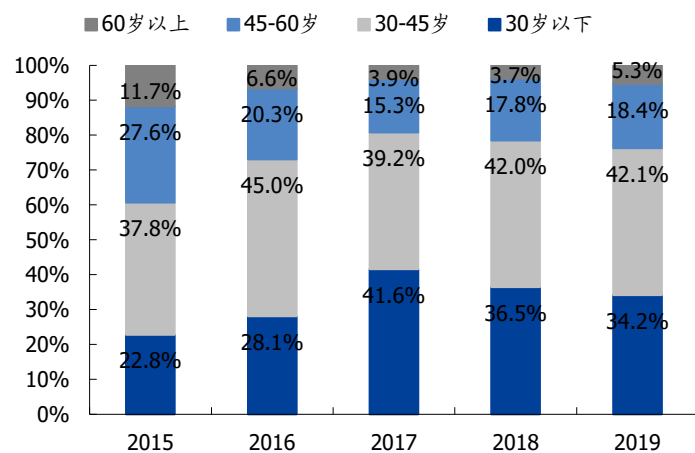
图表 33: 各类机构覆盖客群分析



资料来源：各公司公告，基金业协会，信托业协会，国盛证券研究所

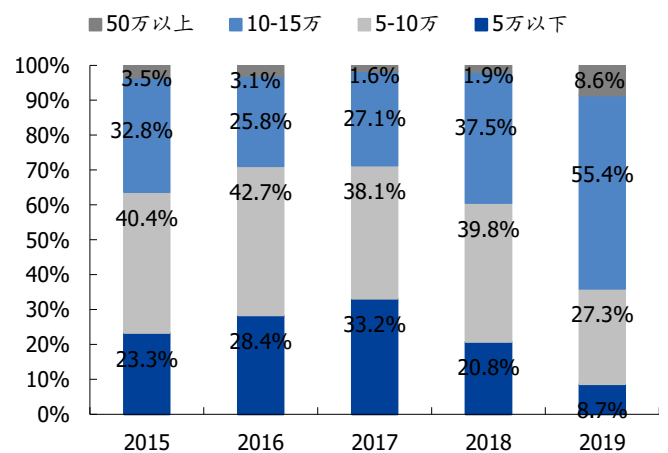
备注：上述数据中，蚂蚁集团为招股说明书中2020H数据，用户数为支付宝活跃户数，户均金融资产分部情况为基金业协会调研数据；基金业协会数据为协会数据为2019年公募基金场外账户数，可能存在一人多户的情况，对应AUM为2020年公募基金规模；信托业协会数据为2018年末根据41家信托公司的有效样本统计目前存续个人客户和对应AUM情况；其余数据均为2020年报数据。此外，中国平安的客户列示年收入分布情况，并非金融资产规模数据。

图表 34: 基金个人投资者年龄分布



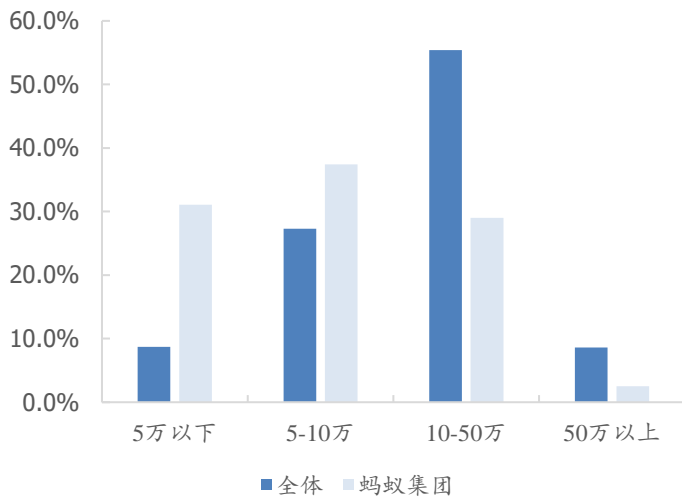
资料来源：基金业协会，国盛证券研究所

图表 35: 基金个人投资者税后收入分布



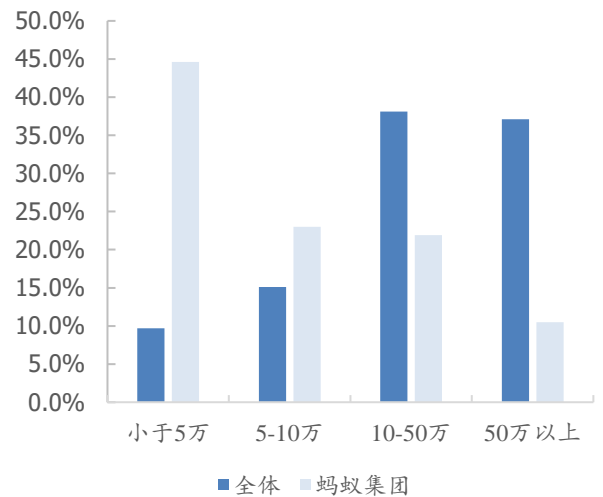
资料来源：基金业协会，国盛证券研究所

图表 36: 蚂蚁集团投资者收入分布: 低收入群体占比更高



资料来源: 基金业协会, 国盛证券研究所

图表 37: 蚂蚁集团投资者金融资产总规模分布: 金额更小

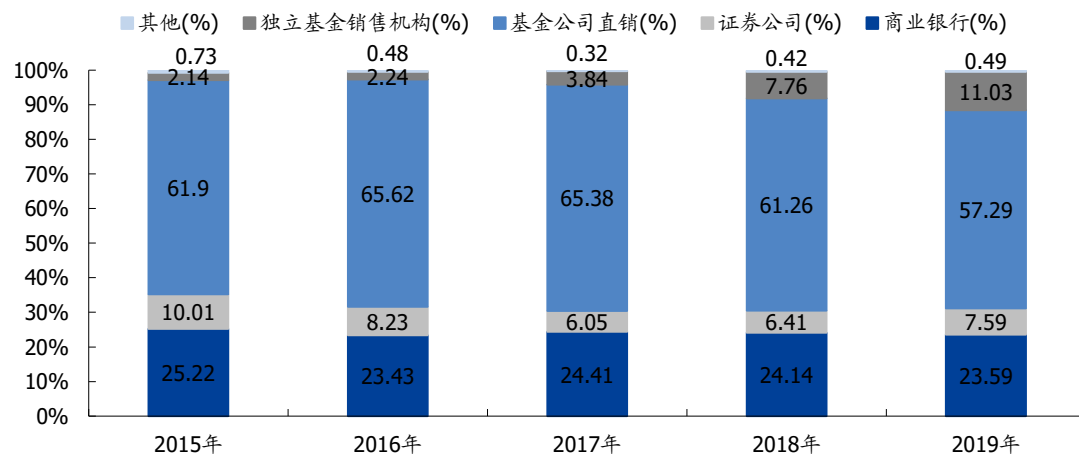


资料来源: 基金业协会, 国盛证券研究所

3、集中度: 以数据最全且竞争最激烈的公募基金来看, 不同渠道主攻产品不同, 整体强者恒强, 头部市占率有所提升。2019年公募基金保有量中, 直销仍占据57%的比例, 其次是银行(23.4%)。而近年来, 第三方机构整体上升较快, 从2015年的2.14%上升到2019年的11.03%。但不同销售渠道在不同基金上的优势有一定差别, 直销渠道以债基和货基支撑(2019年, 83%的债基和59%的货基是由基金公司直销), 银行和券商主打“权益类基金”(混合类+股票基金整体保有量中银行占比高达43%, 单独看股票类基金保有量, 券商占比高达44%)。这也与自身特征有关, 券商自身客户以股票交易型为主, 风险偏好较高, 以及券商对于资本市场的研判能力相对较强, 在股基方面具有一定的竞争优势。银行对代销的基金产品有一定的自主考量与选择性, 自身的理财产品可以满足客户对固收、现金管理类等产品的需求, 代销主要发力自身优势不强的权益类产品。而第三方机构的代销产品数量较多、没有太大的偏好。

而从不同公司代销市占率情况来看, 整体仍向头部集中, 且强者恒强。Top50机构非货基市占率为51.3%, 环比Q1提升1.42pc; 而其中Top20机构市占率就高达43.18%, 环比提升0.83pc。

图表 38: 各渠道公募基金销售保有规模占比



资料来源: 基金业协会, 国盛证券研究所

图表 39: 2021Q2 基金代销保有量 Top50 机构情况 (亿元)

排名	机构名称	类型	Q2股票+混合公募基金保有规模	环比增速	Q2权益类市占率	Q2非货币市场公募基金保有规模	环比增速	Q2非货币市占率	代销基金只数
1	招商银行	银行	7535	12.28%	9.57%	7961	12.46%	5.78%	3579
2	蚂蚁基金	独立销售机构	6584	15.13%	8.36%	10594	19.02%	7.70%	5609
3	工商银行	银行	5471	9.60%	6.95%	5875	9.49%	4.27%	2489
4	天天基金	独立销售机构	4415	17.73%	5.61%	5075	17.37%	3.69%	6198
5	建设银行	银行	4113	8.41%	5.22%	4445	8.39%	3.23%	2305
6	中国银行	银行	3334	9.38%	4.23%	4851	6.10%	3.52%	2780
7	农业银行	银行	2467	8.77%	3.13%	2751	11.47%	2.00%	2003
8	交通银行	银行	2435	2.27%	3.09%	2710	9.14%	1.97%	3810
9	浦发银行	银行	1738	4.95%	2.21%	1787	4.63%	1.30%	2575
10	民生银行	银行	1630	7.80%	2.07%	1681	7.34%	1.22%	2198
11	兴业银行	银行	1396	1.16%	1.77%	1491	3.47%	1.08%	1930
12	中信银行	银行	1195	16.02%	1.52%	1424	6.03%	1.03%	2222
13	中信证券	券商	1184	-8.78%	1.50%	1221	-7.15%	0.89%	5505
14	平安银行	银行	1100	20.88%	1.40%	1319	26.95%	0.96%	3360
15	华泰证券	券商	1079	97.98%	1.37%	1126	89.56%	0.82%	3613
16	光大银行	银行	953	20.18%	1.21%	1117	29.28%	0.81%	1163
17	腾安基金	独立销售机构	800	26.38%	1.02%	1358	30.58%	0.99%	2309
18	邮储银行	银行	785	11.66%	1.00%	1065	-5.59%	0.77%	1390
19	广发证券	券商	785	5.94%	1.00%	841	6.86%	0.61%	3434
20	宁波银行	银行	602	7.12%	0.76%	688	16.22%	0.50%	2442
21	中信建投	券商	543	42.89%	0.69%	585	50.00%	0.43%	5656
22	招商证券	券商	494	-0.40%	0.63%	534	1.33%	0.39%	3868
23	东方证券	券商	494	41.95%	0.63%	505	43.47%	0.37%	1999
24	国信证券	券商	492	-4.47%	0.62%	500	-4.40%	0.36%	3461
25	银河证券	券商	475	31.58%	0.60%	485	-30.42%	0.35%	4872
26	兴业证券	券商	469	6.35%	0.60%	476	6.25%	0.35%	2825
27	国泰君安	券商	455	67.90%	0.58%	491	71.08%	0.36%	4281
28	华夏银行	银行	449	49.17%	0.57%	462	43.48%	0.34%	1127
29	盈米基金	独立销售机构	409	14.57%	0.52%	676	16.35%	0.49%	5875
30	海通证券	券商	372	57.63%	0.47%	384	55.47%	0.28%	3967
31	同花顺	独立销售机构	336	23.53%	0.43%	376	29.66%	0.27%	5555
32	基煜基金	独立销售机构	311	9.89%	0.40%	738	21.58%	0.54%	4996
33	申万宏源	券商	284	-1.39%	0.36%	297	1.37%	0.22%	4553
34	上海银行	银行	279	31.60%	0.35%	288	29.73%	0.21%	1163
35	平安证券	券商	265	-29.89%	0.34%	294	-27.41%	0.21%	4699
36	蛋卷基金	独立销售机构	264	15.28%	0.34%	378	15.24%	0.27%	5018
37	方正证券	券商	264	-8.01%	0.34%	281	-3.10%	0.20%	2438
38	中银国际	券商	227	497.37%	0.29%	229	367.35%	0.17%	2302
39	北京银行	银行	226	22.16%	0.29%	282	14.63%	0.20%	945
40	广发银行	银行	218	38.85%	0.28%	325	92.31%	0.24%	1365
41	长江证券	券商	214	13.23%	0.27%	226	14.72%	0.16%	4167
42	光大证券	券商	212	76.67%	0.27%	226	82.26%	0.16%	4648
43	京东肯特瑞	独立销售机构	198	25.32%	0.25%	255	22.01%	0.19%	5368
44	陆金所	独立销售机构	193	8.43%	0.25%	277	8.20%	0.20%	5352
45	安信证券	券商	193	27.81%	0.25%	197	-20.24%	0.14%	4747
46	好买基金	独立销售机构	181	14.56%	0.23%	306	9.29%	0.22%	5681
47	江苏银行	银行	181	18.30%	0.23%	186	16.25%	0.14%	1620
48	中国人寿	保险	167	32.54%	0.21%	177	40.48%	0.13%	2861
49	汇成基金	独立销售机构	150	68.54%	0.19%	478	48.45%	0.35%	5342
50	杭州银行	银行	39	-2.50%	0.05%	307	0.33%	0.22%	759

资料来源: 基金业协会, 国盛证券研究所;

备注: 券商环比增加较多, 或与协会调整口径有关, 如将交易所场内基金纳入统计范围。

专栏 5: 银行仍占据财富管理的“C位”

金融机构纷纷发力财富管理业务，竞争日趋激烈，关于不同机构的竞争力探讨也较多。综合比较各类金融机构的发展现状，我们认为，银行仍占据财富管理的“C位”，主要基于客户、金融产品、牌照优势、综合服务能力 4 个方面：

1、客群数量较多且高净值客户具有较大的优势。银行的客户数基本上仅次于头部互联网机构，国有大行和股份行基本每家都可以覆盖 1 亿户以上，城商行也拥有千万级别的客户体量。更为重要的是，银行的客群可深度覆盖高、中、低各层级客户，尤其是在价值率最高的高净值客群方面具有较强的优势，国有五大行+9 家上市股份行私行客户数在 100 万户左右，户均资产超过 1000 万元。

2、金融产品覆盖面最广。银行自身拥有存款账户和低风险偏好的理财产品，此外还可以代销针对中高端客户的公募基金、保险和针对高端客户的信托、私募产品等，其提供的金融产品覆盖面在各类机构中最广。而竞争最激烈的**公募基金只是财富管理领域中的一小部分，银行在其他产品方面仍占绝对优势。**银行理财产品+存款目前占我国居民金融资产配置的比例高达 62%，仍是最主要的配置方向；除了公募基金外，也有保险、信托、私募基金等金融产品供投资者投资，我们从招行的数据来看，362 亿的财富管理收入来源较为多元：其中，代销基金收入共计 94 亿元（公募+私募），占比仅为 26%，剩余涉及理财（25.3%）、信托（21.1%）、保险（15.3%）、托管（11.6%）等，剔除掉私募基金后，公募基金代销收入占比更低，预计在 10-20%之间。银行凭借其高净值客户的优势，在信托、保险、私募基金方面均有绝对的话语权。若仅探讨公募基金情况，范围过于局限。

3、牌照优势沉淀更多的 AUM。银行的 AUM 基本上是其他类型的 2 倍以上（规模最高的工商银行高达 16 万亿），主因银行具有吸收存款、发行理财产品的重要牌照、几乎拥有全部金融产品的代销牌照，基本上也是居民财富的主账户，也是银行获客的基础；银行也有托管的牌照，有助于沉淀资金。（前文已经详细探讨）

4、综合化服务能力较强。目前来看，银行除了依托互联网、人工智能可覆盖大量长尾客户、以及通过理财经理+中台支持服务中端财富客户之外，还具有完善的高净值客户服务体系。他们的财富管理需求一般会从个人延伸到家庭乃至其经营的企业，银行可通过境内外机构、对公部门等的有效联动，可满足其境内外资产配置、企业融资、税务咨询、遗产继承等多样化的需求。

图表 40: 各类型金融机构竞争力分析

	银行	券商	保险	信托	基金公司	第三方销售
客户数量	较多	中等	较多	最少	较多（基民数量）	最多
客户质量	各类客群均有覆盖，高净值客户具有较强的优势	中高端客群，中信证券人均 AUM77 万元	中高端客群	直接面向高端客户，投资门槛一般 100 万+	6 成以上基民金融资产在 50 万元以下	长尾客户，蚂蚁集团人均 AUM 不到 5800 元
渠道	强	中等	中等	自有渠道较弱	自有渠道较弱	强
相关牌照	吸收存款、金融产品销售、资产管理（理财）、托管	金融产品销售、资产管理（券商资管）、托管、交易	吸收保费、金融产品销售、资产管理	金融产品销售和资产管理（信托）	金融产品销售、资产管理（基金）	主要是金融产品销售，部分依托子公司具有资管牌照
产品费率（公募）	最高	较高	较高	--	最低	较低
资管产品投研能力	以固收为主，权益相对较弱	投研能力较强	以固收类为主	主动管理能力较弱	投研能力最强，产品线齐全	纯代销机构基本无投研线
客户服务能力	最强（完善的客户分成体系、公私联动的服务能力、专业化+平台化投顾服务）	较强（熟悉资本市场、投顾专业性较强、依托投行业务服务高净值客户）	中等	相对较弱（主要配合银行私行服务）	较弱（主要依靠打造高收益率且波动较低的产品来获取优质客户）	最弱（基本通过金融科技、未建立起高端客户服务体系）

资料来源: Wind, 各上市公司公告, 国盛证券研究所整理

专栏 6: 基金销售渠道正在发生什么变革? 未来将走向何方?

近年来, 互联网平台通过申购费打折的方式争抢客户, 取得非常好的效果, 从基金业协会披露的数据来看, 蚂蚁基金、天天基金的公募基金(非货币)保有量规模分别达到 1.06 万亿、5075 亿, 位列全市场前五。今年 7 月, 银行和券商也开始推出 1 折申购费产品, 并大力布局 C 类 0 申购费基金。“渠道内卷化”的背后, **到底是在布局什么? 未来的发展方向是什么? 收费模式会发生怎样的变化?**

1、当前环境下, 渠道依然有非常强的话语权。

通过前文的图表 41 我们可以看出, 渠道的收入来源主要包括 2 大块: 交易费用(申购费+赎回费分成)+管理费分成。于权益产品而言, 互联网平台对于申购费的收取一般是 1 折, 赎回费基本上不打折, 且赎回费、管理费的分成比例与银行等传统渠道基本一致。因此, 从商业模式的角度出发, 互联网渠道“让利”给基民的只有申购费打折, 但由于互联网平台的客户普遍较为年轻、且具有单笔金额较小、频繁交易的特点, 所以对于同一种产品类型来说, 互联网渠道实际获取的综合费率较银行等传统渠道并没有低很多。(银行的代销类综合费率往往更高, 与其权益类公募基金较多, 且私募、专户、信托等产品的销售范围更加广泛有关)

于基金公司而言, 渠道依然很强势, 不仅分走管理费的一半, 对于不打折的赎回费一般也会在扣除 25% 归属基金资产的部分之后, 五五分成(基民持有 7 天以上; 若基民持有 7 天以内, 1.5% 的赎回费强制归属基金资产, 渠道和基金公司均不能获取分成)。另外, 申购费也有“后端收费”模式, 即基民购买基金产品的时候不收费, 赎回的时候一并收取申购费与赎回费, 且申购费随着时间的推移不断递减。这个类型产品设置的初衷是引导渠道、进而引导基民长期持有。但在实际操作过程中, 基金公司可能需要按原费率的 7-8 折先行垫付给渠道, 给基金公司带来一定的压力, 因此近几年新发基金产品不再设置后端收费模式, 且原来发行的该类产品均不在新渠道上线销售。从收费模式的角度来看, 渠道尽管在前端申购费上面临了激烈的竞争, 但是依然有非常强的话语权。

2、在“申购费”面临激烈竞争的时候, 收费模式发生了什么变化?

在各渠道申购费普遍 1 折、且积极布局 0 申购费的 C 类产品时, 我们看到, 一个新的收费方式开始流行, 即“销售服务费”。我们以某 C 类产品为例, 不收取申购费, 且赎回费随着时间的推移、较 A 类的费率略低一些(目前部分 C 类产品持有 7 天以上、或者 30 天以上便不再收取赎回费)。但是 C 类产品增加了销售服务费的收取, 年化 0.5% 的费率, 按天计提(跟管理费类似), 归属渠道(基金公司直销则归属于基金归属; 与美国的发展历史相似, 在申购费费率降低之后, 增加了 12b-1 费用的收取)

由此我们可以看出, 申购费的竞争已经白热化, 未来申购费率 1 折、甚至为 0 是大势所趋, 传统渠道已经认识到了这一点。积极布局 C 类产品, 也是在一定程度上补贴申购费的损失。

那么 C 类产品未来有几个重要意义呢?

- 1) 推广销售服务费的产品, 补贴申购费的损失。
- 2) 于渠道而言, 避免了进一步的激烈、恶性竞争。因为销售服务费是在基金产品的合同里写明的费用, 同一产品的销售服务费不会因为某个渠道购买而不同。依靠降低申购费率来吸引客户的路径、意义降低。因此, 未来渠道机构在考核机制上, 主动降低“销售量”的比例, 加大对 AUM 的考核将成为主流。
- 3) 销售服务费的收取方式是按天计提, 有助于引导渠道、进而引导基民长期持有, 避免频繁交易, 也为未来的资本市场带来长期、稳定的资金。

图表 41: 某款股票型基金 AC 类收费差异

费用类型	标准: 金额 (M) / 持有期限 (N)	收费方式/费率	
		A类	C类
申购费率	0元 ≤ M < 50万元	正常费率	1折优惠费率
		1.50%	0.15%
	50万元 ≤ M < 100万元	1.20%	0.12%
	100万元 ≤ M < 500万元	0.80%	0.08%
	M ≥ 500万元	1000元/笔	1000元/笔
销售服务费	年费率 (每日计提)	0	0.50%
赎回费	0天 ≤ N < 7天	1.50%	1.50%
	7天 ≤ N < 30天	0.75%	0.50%
	30天 ≤ N < 180天	0.50%	0.20%
	180天 ≤ N < 365天	0.25%	0
	N ≥ 365天	0.15%	
管理费	年费率 (每日计提)	1.50%	1.50%
托管费	年费率 (每日计提)	0.25%	0.25%

资料来源: Wind, 天天基金, 国盛证券研究所

4) 看的再长远一点, 收费模式的转变会为未来**投顾模式**的发展打下基础。截止目前, 已有 50 多家机构获得了基金投顾的资格, 包括 22 家公募基金、24 家证券公司、3 家银行以及 3 家第三方销售机构。

基金投顾的业务模式是配置一揽子基金产品, 为基民获取更加稳定的收益。于基金投顾管理人而言, 收取的是“投顾服务费率” (目前市场上的投顾产品费率为 0.25%、0.5%、0.8%、1% 等多个档位), 而其配置的一揽子基金产品的所有环节的成本, 均将体现为“投顾产品”的净值。因此, 降低基金交易环节、甚至管理费环节的成本或是其考虑的一个部分。投顾模式的发展未来或将继续推动 C 类产品的发展、甚至 ETF 指数型基金的发展。

而对于基民而言, 参与权益市场的费率, 从“申购费+赎回费+管理费+托管费”, 将逐步演变为“管理费+托管费+销售服务费+投顾服务费”。假设不考虑管理费、托管费, 再直白一点, 举个例子: 申购费若按 1.5% 的一折来计算, 赎回费按 0.5% 来计算, 基民直接购买基金产品的申购赎回费率大概是 0.65%; 而未来的收费模式下, 若基金产品持有期限为 1 年, 则销售服务费收取 0.5%, 投顾服务费 0.25%, 那么销售服务费+投顾服务费的费率约为 0.75%。也就是说, 虽然收费模式发生了变化, 但是实际上, 在整个产业链的链条中, 如果居民想要参与资本市场, 需要专业人士提供金融服务, 永远是需要付出成本的。或许当前渠道面临了激烈的竞争, 或许未来管理费也会面临竞争, 但是金融的服务价值, 依然存在。

在后文 2.3 小节中, 我们梳理了美国整个行业收费模式的变革, 基本得到了同样的结论: 美国最开始销售渠道也是以前端收费为主, 发展到目前已完全形成了的投顾收费模式的体系, 基本上所有的金融机构都注册了“投顾公司”, 基本上所有的居民 (不论在哪开户, 不论购买什么类型的产品), 都是在投顾服务下进行投资的。对美国的居民而言 1980 年投资一个股票型基金, 平均每年需要花费 1.49% 的销售费用+0.77% 的管理费用, 到了 2020 年, 投资股票型基金的基民不需要花费前端申购费用, 但仍需花费 1% 的投顾费用+0.5% 的管理费用 (含 12b-1)。即收费模式虽然发生了变化, 但居民参与资本市场、需要专业人士提供金融服务, 依旧需要付出成本, 金融的服务价值一直都在。

图表 42: 我国已获批的基金投顾试点机构 (截止 2021 年 7 月)

类别	机构
基金公司	易方达、南方、华夏、嘉实、中欧、博时、广发、招商、工银瑞信、兴证全球、交银施罗德、汇添富、银华、华安、鹏华、富国、建信、景顺长城、民生加银、华泰柏瑞、万家、申万菱信
证券公司	国泰君安、中信建投、申万宏源、银河、国联、中金公司、华泰、中信、招商、国信、兴业、东方、安信、浙商、山西、平安、光大、东兴、南京、中银、国金、中泰、华安、东方财富
银行	工商银行、招商银行、平安银行
第三方销售机构	腾安基金、蚂蚁基金、盈米基金

资料来源: Wind, 各上市公司公告, 国盛证券研究所

2.2、未来：我国财富管理业务有多大的空间？

在这一部分，我们进行两个方面的分析，第一部分梳理美国 80 年代财富管理爆发的经验和条件，从 5 个维度入手分析我国当前正站在财富管理大发展的“风口”之上，同时我们根据海外经验，测算出到 2025 年居民金融资产将达到 316 万亿，年均复合增速 11%，风险金融资产增长较快，大资管类产品年均复合增速将达到 18.8%。

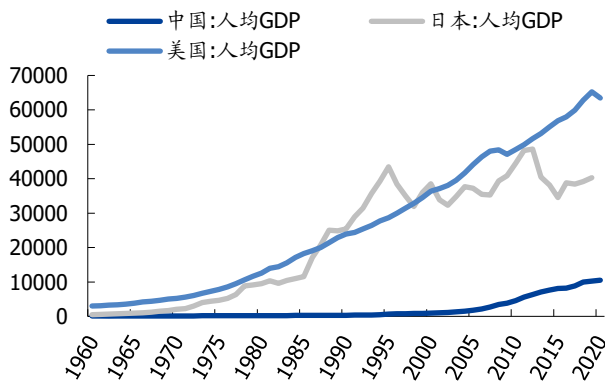
2.2.1、我国已站在财富管理大发展的“风口”之上

仔细梳理美国 1980 年代财富管理行业爆发的经验以及触发条件，我国宏微观环境中诸多利于财富管理行业大发展的条件已逐步成熟，其中我们认为较为重要的 5 个条件在于：

1、经济发展+财富积累，我国即将迈过“多元化财富管理”的门槛。从海外的经验来看，财富管理行业具有“门槛效应”，随着居民收入跨越一定水平，基本生活条件能够满足后，其对于财富管理的需求将会快速提升。2020 年，我国人均 GDP 连续 2 年超过 1 万美元，已初步具备“跨过门槛”的条件，这与美国、日本 80 年代“财富管理”爆发前夜水平相当（80 年代开始美国居民开始大规模“存款搬家”，这一时期公募基金、养老金等产品迅速发展，日本也在 1980-1989 年迎来财富管理的发展期）。

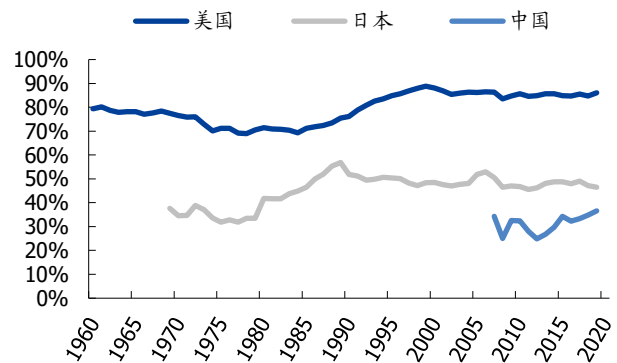
此外，根据我国央行 2019 年对城镇居民的统计调查，96% 的城镇家庭已拥有至少一套住房，有两套及以上的家庭占比也达到了 41.5%，预计未来随着越来越多家庭的“刚需住房”得到解决，将释放大量、多元的财富管理需求。

图表 43: 我国人均 GDP 超过 1 万美元，达到美国日本 1980s 水平 (美元)



资料来源：Wind，世界银行，国盛证券研究所

图表 44: 风险资产占金融资产比重：美、日 80 年代开始“存款搬家”



资料来源：Wind，国盛证券研究所

注：日本、美国低风险金融资产的口径为现金及存款，中国为存款及预期收益型理财产品。

2、住房需求有望下降刺激财富管理需求增加：人口加速老龄化+“房住不炒”政策环境

从海外经验来看，随着人口老龄化的推进，适龄劳动人口的下降将导致住房需求的下降。

1) 适龄劳动人口的下降将直接导致住房需求的下降，80 年代-90 年代美国出现“老龄化”趋势，其居民部门房地产配置的比例也随之下降，这也在一定程度上促进了当时的财富管理行业大繁荣。而 1990 年后移民政策的放宽（《1990 年移民法》的颁布）带来大量适龄劳动人口（1990-2000 年平均每年净移民 601 万人，是此前 10 年的 2 倍）的情况下，居民房地产配置占比又逐步回升，2008 年次贷危机+2010 年移民政策的趋严后，美国居民房地产配置比例再度随着适龄劳动人口占比的下降而下降。

2) 老年人口占比的不断提升，一方面居民对于养老保险产品的需求则会持续增加，另一方面第一支柱为核心的“蓄水”能力将大大减弱，倒逼养老金二、三支柱的体制改革，这将为资本市场带来大量长期、稳定的增量资金。

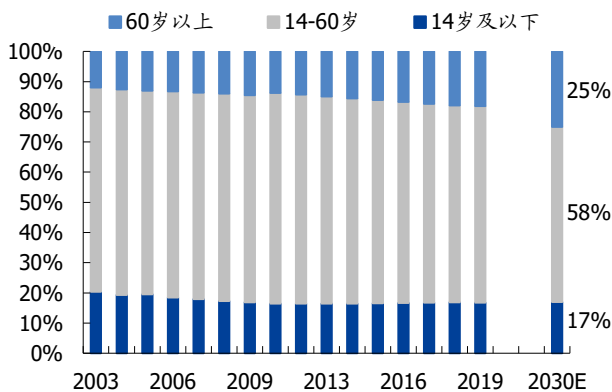
从我国现状来看：到2019年末，我国14亿人中，2.5亿在60岁以上（占比18.3%），2.3亿在14岁以下（占比16.8%），15-60岁的适龄劳动人口9.1亿人（占比65.1%）；近几年以及未来我国老龄化趋势或将加速：2004-2014年十年间，我国60岁以上人口占比提升了3pc，但从2014年至2019年的五年间即提升了2.6pc。根据国务院发布的《国家人口发展规划（2016—2030年）》，到2030年前后我国人口总数将达峰值，预计14.5亿人左右，此后开始不断下降。结构上60岁及以上老年人口占比将提升至25%左右，适龄劳动人口占比将下降至58%左右。即未来10年，我国60岁以上老年人口占比要提升7pc，预计我国老龄化速度未来将继续提速，有望带来住房需求的下降。

与此同时，未来我国房住不炒的总基调较为确定。2018、2020、2021年，“房住不炒”三次出现在政府工作报告中，十四五规划纲要中也再度明确提出，“要稳定地价、房价和预期...，支持合理自住需求，遏制投资投机性需求。”，仅2021年初以来，包括《房地产贷款集中度管理》、“四道红线”、部分地区首套房利率上调在内的调控政策不断出台，以稳定房价及预期，未来稳定房价及预期的政策主旨或将继续延续。

从历史数据来看，我国居民持有房地产与金融资产存在一定的“跷跷板效应”。如2012-15年在房地产市场相对较冷，而资本市场较热的时期（如2015年上证综指全年上涨65.6%，而百城住宅均价下跌1%），金融资产占比从38%快速提升到45%，但随后几年（2016-2018年）为房市大热，而股市表现不佳的年份，金融资产占比又逐步下降至40%。

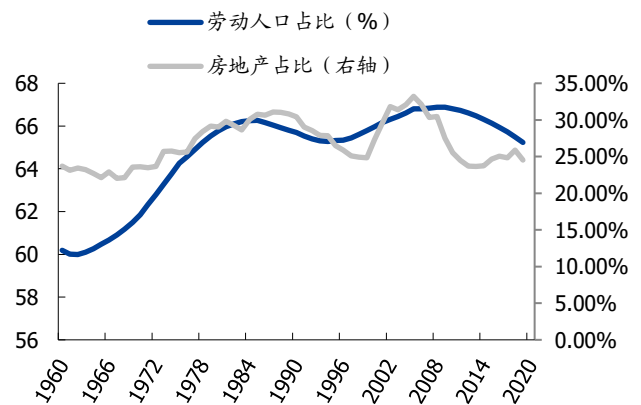
展望未来，我国人口老龄化趋势的加速+房住不炒的总基调下，我国居民住房需求或将自然下降，住房市值或将保持相对稳定、健康的生长，这将有利于推动我国居民财富管理需求的增加。

图表 45: 我国人口年龄结构未来趋势展望



资料来源: Wind, 国务院, 国盛证券研究所

图表 46: 美国适龄劳动人口 (15-64岁) 占比与房地产占比的走势



资料来源: Wind, 美国经济分析局, 国盛证券研究所

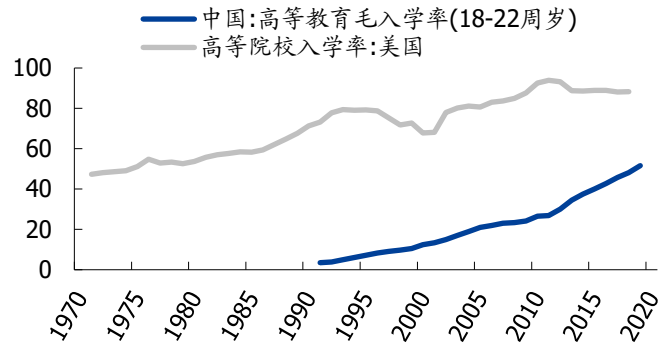
3、我国居民素质正不断提升，推动理财意识觉醒。过去几年我国高校入学率快速提升，每年18-22岁中在高校学习的人数占比，从2000年10%左右跃升至2019年达到50%以上，达到了美国1970年代的水平，2020年全国高校在校生已达到约3000万人左右。其中每年从经济学相关专业毕业的毕业生，从2000年3.5万人，到2018年达到23万人，翻了6.5倍。这一趋势与美国80年代也非常类似，可以说二战到1975年高校发展的大爆发为美国1980年代财富管理的爆发、变革，打下了扎实的社会基础，并带来了丰富的人才资源。

图表 47: 美国二战后-1975 年高等教育大发展

年代	1945	1975	1995
总人口 (万人)	13,993	21,598	26,659
入学人数 (万人)	168	1,119	1,426
教师人数 (万人)	15	63	92
学院数量(包括分校区, 个)	1,768	2,747	3,706
学位授予数量(博士、硕士、学士, 万个)	16	167	225

资料来源:《亚瑟·科恩,美国高等教育通史[M]》, 国盛证券研究所

图表 48: 中国过去几年高校入学率快速提升 (%)

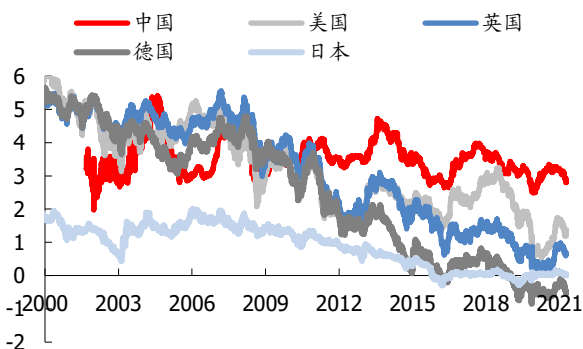


资料来源: 美国教育部, 中国教育部, Wind, 国盛证券研究所

4、利率市场化+“打破刚兑”，推动“无风险收益率”下降，有望带动居民财富加速向风险资产转移。

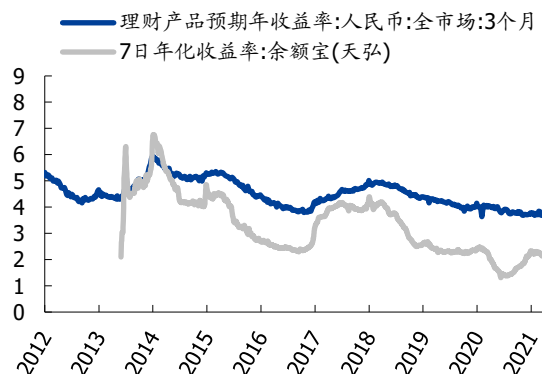
- ✓ 美国 80 年代财富管理大爆发的重要环境--利率持续下降。美国国债 10 年期到期收益率从 1980 年 15% 以上持续下降到 2000 年的 4.5% 左右。无风险利率的持续下降，促进了美国居民增加风险金融资产的配置。
- ✓ 未来我国“无风险利率”有望持续下行。当前我国 10 年期国债收益率为 2.88%，而大多数发达国家在 1.5% 以下。一直以来，理财收益率和存款成本的相对“刚性”，制约着我国居民财富管理的“无风险收益率”，使得大部分居民财富保留在“低风险”资产中。当前利率市场化稳步推进和资管新规“打破刚兑”，居民财富管理的“无风险收益率”正在逐步下降，全市场 3 个月期理财产品预期年收益率/业绩比较基准⁴已经从 2019 年平均的 4.1%，下降至 3.3% 左右，而余额宝等产品的 7 日年化收益率曾一度下降至 2% 以下，目前在 2.0% 左右。同时 2019-2020 年我国公募基金表现较好，股票型基金的收益率分别为 45% 和 58%， “低风险”资产配置的性价比逐步下降，预计后续居民财富将逐步从“低风险”资产向“风险资产”转移。

图表 49: 中国 10 年期国债收益率高于发达国家 (%)



资料来源: 各国央行, Wind, 国盛证券研究所

图表 50: 过去几年余额宝、理财产品收益率持续下降 (%)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

⁴ 老产品用的是预期收益率，净值型产品用的是业绩比较基准

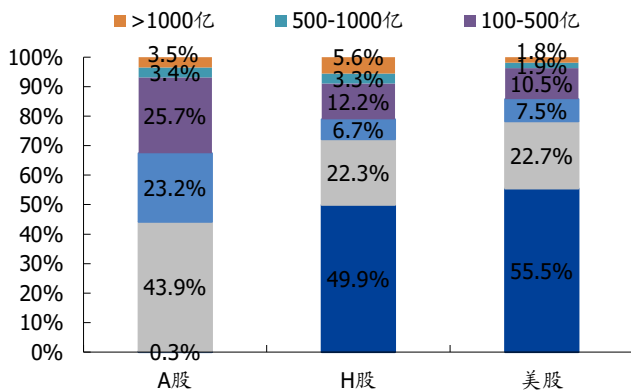
5、资本市场改革力度空前，未来优质、多元的金融资产供给将增加，从而将吸引更多增量资金。以我国A股市场为例，我国当前可投资的股票主要集中在传统行业、大市值的公司，成长性相对偏弱，并不能完全代表我国经济未来发展的方向，相比之下资本市场制度更成熟、注册制下的美股、港股金融资产更加多元。

1) **市值分布**：注册制下的美股和港股中市值在 50 亿以下的公司中占比在 75%左右，而 A 股仅为 42%；

2) **行业分布**：A 股前十大市值公司主要是金融（7 家），而美股前五大均为科技公司，仅 1 家金融公司。注册制放宽公司上市门槛，参考成熟市场，我们可以期待资本市场更好的发挥融资功能，培育更多优质科创型公司，同时也吸引更多的增量资金进入，形成良性循环。资本市场越来越丰富，可能会吸引越来越多的资金。

而当前我国我国资本市场改革正在稳步推进，注册制为核心的发行制度、科创板等多元化多层次资本市场体系正在形成，未来有望给 A 股投资者带来更多可投资的优质标的。此外，我国资产证券化、债券市场、REITS 市场等均在快速发展中，未来也将带来更多的投资机会、更优质、更多元的金融资产供给。

图表 51: 当前 A 股中小市值公司占比仍较低



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 52: A 股前十大市值公司以金融为主，而美股以科技为主

排序	A股	总市值 (亿元)	美股	总市值 (亿美元)
1	贵州茅台	24,735	苹果公司	24,264
2	工商银行	15,823	微软公司	21,194
3	宁德时代	12,944	亚马逊	18,081
4	招商银行	12,652	谷歌	17,423
5	建设银行	11,459	FACEBOOK	9,817
6	五粮液	10,916	伯克希尔哈撒韦	6,402
7	中国平安	10,703	特斯拉	6,313
8	农业银行	10,215	阿里巴巴	5,665
9	中国银行	8,298	台积电	5,409
10	中国石油	8,145	英伟达	4,837

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

2.2.2、简单测算：我国居民财富将走向何方？财富管理业务有多大空间？

我们预计到 2025 年我国居民的狭义总财富有望达到 667 万亿，对应年均复合增速约 8%，其中金融资产将达到 316 万亿，对应年均复合增速约 11%。进一步拆分来看：

1) **低风险资产（现金、存款及传统理财）增速将放缓**：到 2025 年规模将达到 172 万亿，年均复合增速约 8%，其中预期收益型的传统理财将退出历史舞台，居民存款增速也将从过去 5 年平均的 10%以上下降至 8%左右；

2) **风险金融资产将快速增长**，整体规模到 2025 年将达到 144 万亿，CAGR 高达 15%，其中保险及年金规模将达到 24 万亿，增速约 11%；大资管类产品（包括净值型理财产品、公募基金、信托、私募、券商资管等）将达到 84 万亿，增速约 18.8%，将是居民资产配置中增长最快的部分；

3) **非金融资产（以房地产为主）规模将达到 350 万亿**，增速从 10%以上，下降至 6%。

图表 53: 到 2025 年中国居民部门狭义总财富规模预测 (万亿元)

居民狭义财富 (万亿元)	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2025E
金融资产	32.7	35.5	47.9	56.2	60.8	69.7	83.4	98.8	124.6	138.8	147.5	153.2	170.1	316.0
低风险资产 (存款+传统理财)	21.5	26.7	32.3	38.0	43.8	52.4	61.1	69.5	81.9	94.0	98.4	99.9	107.9	171.9
风险金融资产	11.2	8.9	15.6	18.2	17.0	17.3	22.3	29.3	42.8	44.8	49.2	53.3	62.2	144.1
基金、净值型理财、资管产品	3.4	2.1	2.9	2.9	2.8	3.9	4.7	7.1	12.1	14.1	17.2	24.3	29.8	83.7
保险及年金	1.8	2.1	2.6	3.2	3.8	4.6	5.4	6.5	7.8	9.4	10.4	11.5	13.0	24.3
股票、债券及其他	6.0	4.7	10.1	12.1	10.4	8.8	12.1	15.7	22.8	21.3	21.5	17.5	19.5	36.1
非金融资产	60.5	62.2	79.2	87.2	104.4	115.0	128.8	137.2	155.3	177.2	189.9	225.6	249.9	350.6
狭义总财富	93.3	97.8	127.0	143.4	165.3	184.6	212.2	236.0	279.9	316.0	337.4	378.8	420.1	666.6
增速														
金融资产		8.7%	34.7%	17.4%	8.2%	14.6%	19.6%	18.5%	26.2%	11.4%	6.3%	3.8%	11.1%	10.9%
低风险资产 (存款+传统理财)		24.0%	21.1%	17.8%	15.3%	19.5%	16.7%	13.7%	17.9%	14.8%	4.7%	1.5%	8.0%	8.1%
风险金融资产		-20.7%	75.5%	16.5%	-6.5%	1.9%	28.5%	31.8%	45.8%	4.9%	9.6%	8.4%	16.9%	15.0%
基金、净值型理财、资管产品		-38.5%	40.4%	-1.1%	-4.2%	40.8%	21.5%	50.5%	69.7%	16.9%	21.5%	41.4%	22.7%	18.8%
保险及年金		15.2%	21.6%	24.2%	19.1%	22.3%	16.1%	21.4%	19.8%	19.8%	11.4%	10.0%	12.9%	11.0%
股票、债券及其他		-21.6%	115.3%	19.7%	-13.8%	-15.8%	38.1%	29.1%	45.7%	-6.6%	0.9%	-18.8%	11.3%	10.9%
非金融资产		2.8%	27.2%	10.2%	19.8%	10.1%	12.1%	6.5%	13.2%	14.1%	7.2%	18.8%	10.8%	5.8%
狭义总财富		4.8%	29.9%	12.9%	15.3%	11.7%	15.0%	11.2%	18.6%	12.9%	6.8%	12.2%	10.9%	8.0%
占比														
金融资产		36.4%	37.7%	39.2%	36.8%	37.8%	39.3%	41.9%	44.5%	43.9%	43.7%	40.4%	40.5%	47.4%
低风险资产 (存款+传统理财)		27.3%	25.4%	26.5%	26.5%	28.4%	28.8%	29.4%	29.3%	29.7%	29.2%	26.4%	25.7%	25.8%
风险金融资产		9.1%	12.3%	12.7%	10.3%	9.4%	10.5%	12.4%	15.3%	14.2%	14.6%	14.1%	14.8%	21.6%
基金、净值型理财、资管产品		2.1%	2.3%	2.0%	1.7%	2.1%	2.2%	3.0%	4.3%	4.5%	5.1%	6.4%	7.1%	12.6%
保险及年金		2.2%	2.0%	2.2%	2.3%	2.5%	2.5%	2.8%	2.8%	3.0%	3.1%	3.0%	3.1%	3.6%
股票、债券及其他		4.8%	8.0%	8.4%	6.3%	4.8%	5.7%	6.6%	8.2%	6.7%	6.4%	4.6%	4.6%	5.4%
非金融资产		63.6%	62.3%	60.8%	63.2%	62.3%	60.7%	58.1%	55.5%	56.1%	56.3%	59.6%	59.5%	52.6%
狭义总财富		100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%

资料来源: Wind, 国盛证券研究所测算

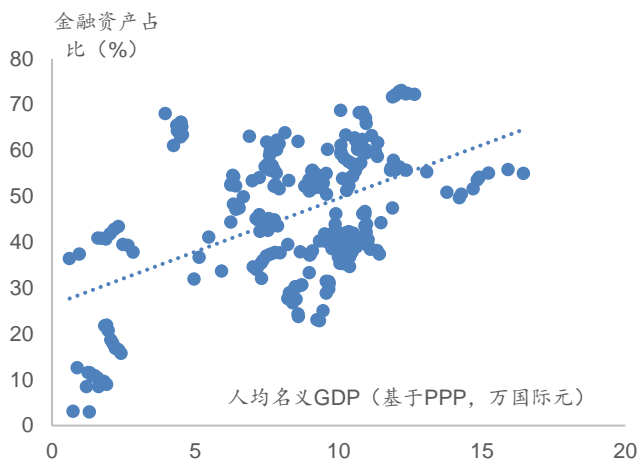
其中主要的假设与测算过程为:

1) 到 2025 年我国居民狭义财富规模将达到 667 万亿。假设未来 5 年我国名义 GDP 增速中枢保持在 8%，居民财富增长速度与名义 GDP 增速相同，测算到 2025 年狭义财富规模达到 667 万亿。

2) 预计到 2025 年我国金融资产占狭义财富规模比重将达到 47.4% 左右，乘以 667 万亿狭义总财富对应金融资产总额约 316 万亿。

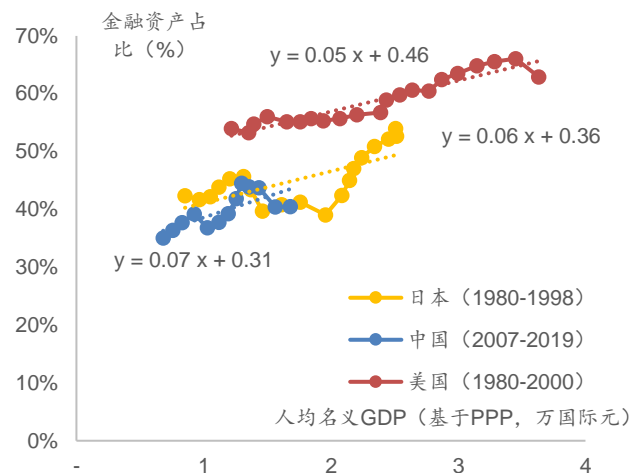
一般来说，随着居民越来越富裕（特别是满足基本的住房需求后），居民的财富管理需求会更强烈。从全球范围观察来看，瑞士信贷统计的近 20 个国家的数据显示，自 2000 年以来，随着人均 GDP 的增长，居民投向金融资产的比例会随之增加（这里为了剔除汇率的影响，采用世界银行公布的“按购买力平价计的人均名义 GDP”数据进行测算，单位为国际元）。参考 1980-2000 年美国、日本财富管理行业发展的经验来看，居民投向金融资产的比例均随着其人均 GDP 的提升而提升，简单通过回归分析美国、日本居民投向金融资产比例与人均 GDP 的斜率分别为 0.05 与 0.06，而我国 2007 年-2019 年（所有可得数据）这一斜率为 0.07，我们假设到 2025 年这一斜率继续保持在 0.07 左右的水平（这一假设的合理性分析见专栏 7），且人均 GDP 按照 8% 的增速增长，测算到 2025 年我国居民投向金融资产的比例约 47.4%。

图表 54: 全球范围看人均 GDP 越高的国家, 金融资产占比也越高



资料来源: 瑞士信贷, Wind, 国盛证券研究所

图表 55: 美国、日本、中国: 金融资产 VS 人均名义 GDP 趋势 ()



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

专栏 7: 参考美国、日本经验, 如何展望我国居民部门未来投向金融资产的比例?

美国经验: 财富管理大发展时期 (1980-2000 年), 金融资产占比与人均 GDP 的斜率为 0.05, 即人均 GDP 每提升 1 万国际元, 对应金融资产投资比例提升 5%。总体来说, 这一阶段美国居民金融资产占比的上升趋势也较为稳健, 随着人均 GDP 的增长逐年上升。

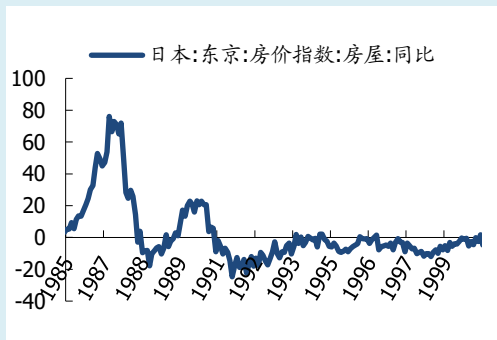
日本经验: 1980 年-1998 年其居民金融资产占比与人均 GDP 的整体斜率为 0.06, 略高于美国, 但整体波动明显高于美国, 分阶段来看:

1) 财富管理发展初期 (1980-1985 年): 斜率较高, 为 0.09, 高于美国, 这主要是日本本身金融资产占比的绝对值相对较低 (40%左右), 且 1980 年以来人口加速老龄化, 住房购房需求整体呈下降趋势, 促进了日本财富管理相对健康、快速的发展, 居民金融资产占比从 42%逐步提升到 46%。

2) 房地产泡沫时期 (1986 年-1989 年): 1985 年“广场协议”后, 日本金融业加速开放, 日元也相对美元快速升值 (从 1985 年的 260 日元/美元迅速下降至 1989 年的 120 日元/美元左右)。汇率升值为日本居民带来了“财富效应”+国际资本与热钱迅速流入日本, 日本房价快速上涨, 楼市迅速“泡沫化”。根据国际清算银行的数据统计, 东京房价在 1985 年-1987 年短短 2 年即增长了 148%, 居民“购房”热情空前。因此这一阶段虽然日本人均 GDP 快速上升, 但金融资产占比从 46%持续下降至 39%。

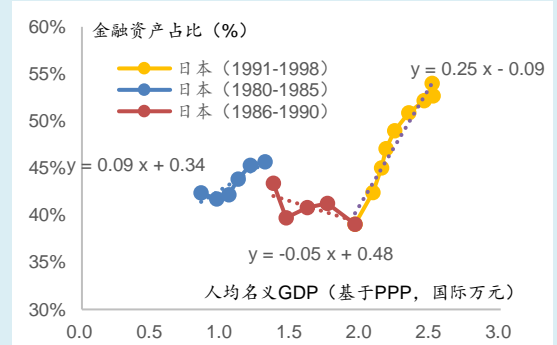
3) 泡沫破灭时期 (1990 年-1998 年): 1988-1990 年日本央行连续加息 4.5pc, 市场流动性迅速收紧, 股市、房市均崩盘, 其中东京房价在 1990 年-1994 年 5 年间下跌了 60%。这一时期, 房屋价值缩水+日本居民避险情绪大幅上升 (纷纷将各类资产变现为现金及存款), 日本居民金融资产占比从 39%快速提升到 54%, 测算这一时期的斜率高达 0.25。

图表 56: 1985-95: 日本房价从“泡沫”到破灭(%)



资料来源: 国际清算银行, Wind, 国盛证券研究所

图表 57: 日本金融资产占比与 GDP 分阶段拆分



资料来源: 世界银行, Wind, 国盛证券研究所

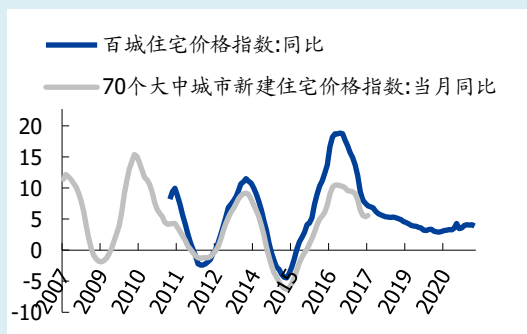
相较美国，中国当前与日本或“更类似”一些：

1) 中国、日本的“起点相对更低”。美国在 1980 年财富管理爆发开始时，居民金融资产的占比即已经达到了 (54%)，因此进一步向上的弹性与空间相对弱一些，而日本 1980 年、我国 2019 年末这一比例均为 40%，理论上向上的空间也更高一些。因此体现在图表 64 中，我国的 2007-2019 的趋势线与日本 1980-1998 年的趋势线“重合度”也更高。

2) 与日本类似，我国房价波动对金融资产配置的比例影响也较大，存在一定的“跷跷板效应”。从 2007 年-2019 年我国居民金融资产虽整体呈上升趋势 (斜率 0.07)，但具体来说，2010-2011 年、2015-2018 年两轮房价快速上涨周期中，我国居民金融资产分别从 39% 下降到了 37%、45% 下降到了 40%。而在 2007-2010、2011-2015 年中我国居民部门金融资产的上升势头非常明显，斜率分别达到了 0.17、0.15。

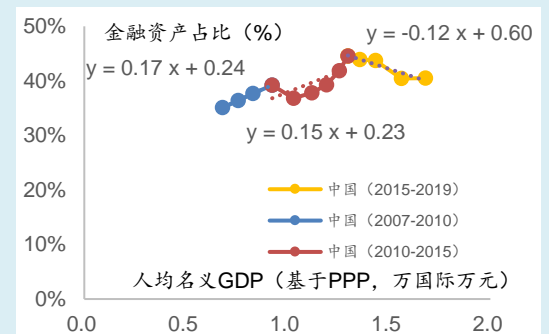
我们预计未来 5 年我国居民金融资产占比与人均 GDP 的斜率有望保持在 0.07，主要基于：1) 由于当前我国居民金融资产占比较低，参考日本的经验我国斜率理论上应该高于美国；2) 过去 2015 年-2019 房价表现相对好于金融资产 (特别是 2018 年 A 股普跌)，当前位置我国居民金融资产占比应该处于相对“低谷期”，考虑到未来“房住不炒”的总基调，预计我国居民金融资产占比能够保持较好的提升速度。

图表 58: 2010 年来我国房市经历的几轮周期



资料来源: 国家统计局, Wind, 国盛证券研究所

图表 59: 我国金融资产占比与 GDP 分阶段拆分

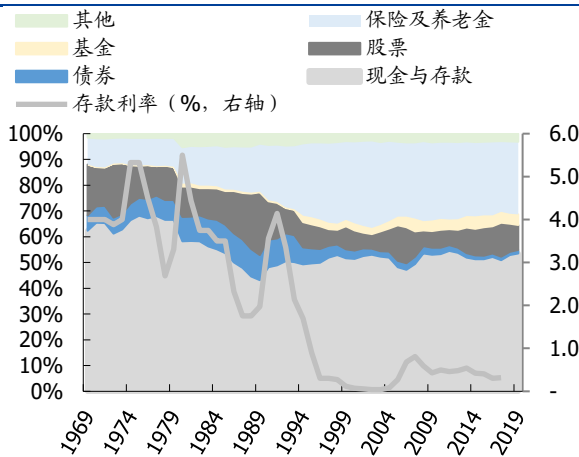


资料来源: 世界银行, Wind, 国盛证券研究所

3) 预计低风险资产金融资产(存款+传统理财)占金融资产的比重将从2019年的63.4%下降至2025年的54.4%。从美国、日本的经验来看,在人均GDP不断提升,利率水平持续下降的情况下,居民自然而然地具有风险偏好提升,即“存款搬家”的需求。美国居民在1980-2000年20年间存款及现金占金融资产比重从28%左右下降至11%左右,日本在居民1980-1989年9年间存款及现金占比则是从58%下降至43%,平均每年下降3pc左右。在我国居民财富管理需求不断增强的基础上,我国还同时处于利率市场化、“打破刚兑”、理财净值化转型的推进阶段,结合近期的利率逻辑变化,比如存款自律上限、靠档计息存款监管、结构性存款监管,以及货币基金的收益率下降等,都可以持续催化资金往风险资产、权益资产转移。因此预计未来我国居民低风险资产(存款及传统理财)的占比有望持续下降,过去3年这一占比共计下降了7pc,我们假设到2025年保持每年下降1.5pc的节奏,届时低风险金融资产占金融资产比例将下降至54.4%。

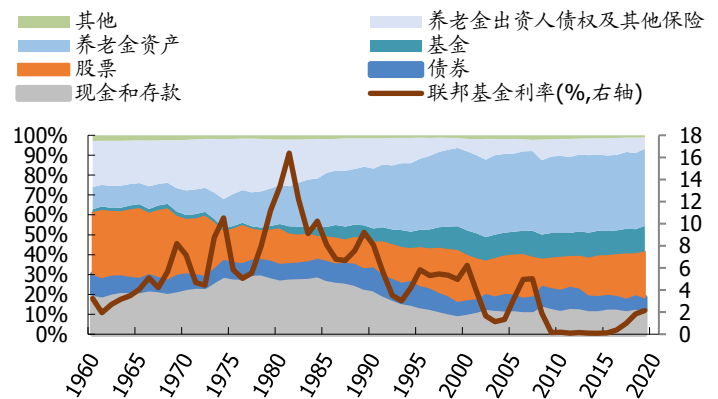
4) 风险金融资产中,预计每年保险、年金的需求每年增长较为稳定,将保持11%左右的年均复合增速(此外假设股票占居民金融资产的比重保持不变)。

图表 60: 日本居民金融资产配置历史走势(1969年以来,%)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 61: 美国居民金融资产配置的历史走势(1960年以来,%)



资料来源: Wind, 美国经济分析局, ICI, 国盛证券研究所

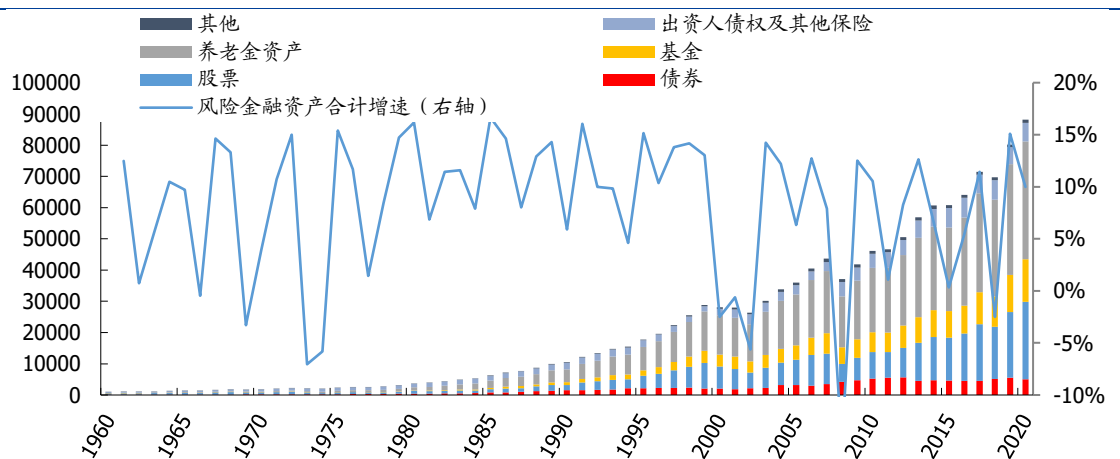
2.3、美国经验--财富管理行业的变迁：发展历程、商业模式

2.3.1、发展历程：美国从财富管理到产业升级的“正向循环”是如何形成的？

美国财富管理行业的爆发发生在 **1978 - 2000 年**，在这期间：

- 1) 美国居民财富管理需求不断增长，居民持有的狭义金融资产的规模从 4 万亿美元迅速增长至 31.6 万亿美元。其金融资产的配置从无风险的存款“搬家”，包括股票、公募基金、养老金投资的风险金融资产规模从 2.79 万亿美元持续、快速增长至 28 万亿，期间年均复合增速高达 10.96%，而现金及存款占金融资产的比重则从 31% 左右持续下降至 11% 左右。
- 2) 居民参与投资的方式，从直接持有股票或债券转换为借由机构间接投资，公募基金及养老金规模呈现爆发式增长，且各类资管产品不断推陈出新，居民财富管理需求更加多元；
- 3) 财富管理的行业格局和商业模式也发生了天翻地覆的变化，如从传统模式转变为投顾模式等等。

图表 62：美国居民风险金融资产规模及增速（1960 年以来，十亿美元）



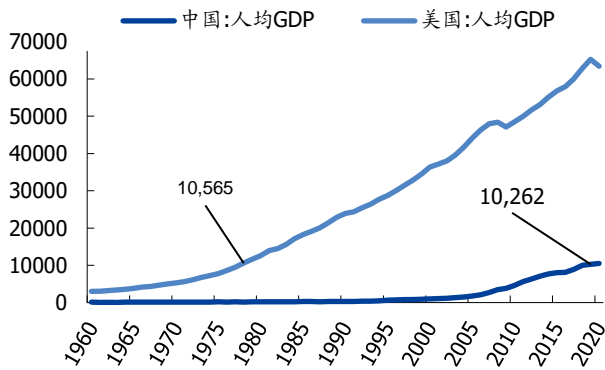
资料来源：Wind, 美国经济分析局, ICI, 国盛证券研究所

注 1：此处统计的风险金融资产不包含现金、存款的无风险资产，也不包括私人非上市企业股权；

催生美国财富管理行业爆发的驱动因素有很多，总体来说可以具体分为三大维度：**1) 居民财富管理需求的爆发；2) 宏观环境、利率环境的变化；3) 政策的引导和催化。**其中，贯穿美国财富管理行业爆发的背后，是美国居民财富管理需求在 **1970 年代末期** 迎来爆发期，这主要得益于：

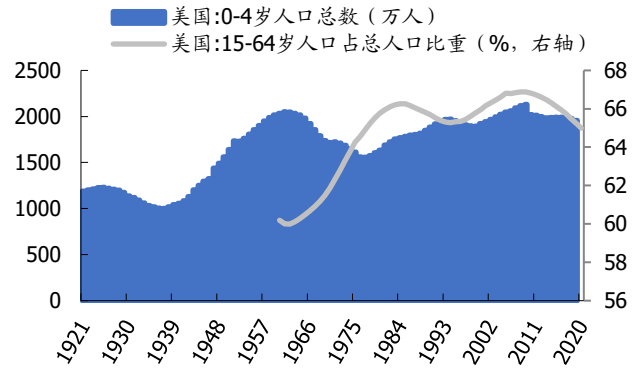
- ✓ 经过战后 20 多年的经济快速发展期，美国人均 GDP 水平在 1978 年首次突破 1 万美元的门槛，在基本的生活需要得到有效满足后，财富管理需求明显增加；
- ✓ 战后美国迎来婴儿潮（1946 年-1964 年），美国 4 岁以下人口从 1945 年的 1200 万人左右到 1960 年突破 2000 万人，随着这一代在 70-80 年代步入青年，直接带来了理财人口基数和理财需求的大幅上升；
- ✓ 70-80 年代也是美国 65 岁以上老龄人口占比向上突破 12% 的时间段，触发了美国养老需求的提升以及养老体系的变革；
- ✓ 战后美国的居民教育水平得到了有效提升。1945 年-1975 年是美国高等教育的“黄金时期”，高等教育机构快速扩张，高等学院数量从 1945 年的 1768 个增长 55% 至 2747 个，高校教师从 15 万人提升 4 倍以上至 63 万人，每年入学人数从 167 万人提升近 6 倍至 1119 万人。在这一过程中，居民基本的理财意识持续累积，投资需求也越来越多元。

图表 63: 1970 年代末美国人均 GDP 突破 1 万美元 (美元)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 64: 二战后的“婴儿潮”为 80 年代带来大量“理财人口”



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 65: 美国二战后高等教育快速发展, 带来“理财意识”的觉醒

年代	1945	1975	1995
总人口 (万人)	13,993	21,598	26,659
高等教育入学人数 (万人)	168	1,119	1,426
教师人数 (万人)	15	63	92
学院数量(包括分校, 个)	1,768	2,747	3,706
学位授予数量(博士、硕士、学士, 1975 年包括副学士学位, 万个)	16	167	225

资料来源: 《亚瑟·科恩.美国高等教育通史[M]》, 国盛证券研究所

在居民财富管理需求大幅增加的大背景下, 宏观与利率市场的变化, 以及监管政策导向驱动了不同时期下的特定产品的大发展, 且带来了行业整体商业模式的变革。

静态来看, 截至 2020 年末, 美国居民共计持有狭义金融资产规模 (即不含企业股权及经营权, 后简称金融资产) 102.3 万亿美元, 其中主要拆分来看:

- 1) 现金及存款共计 14.1 万亿, 占金融资产比重约 13.8%, 而风险金融资产规模约 88.2 万亿, 占比超过 86%;
- 2) 风险金融资产中保险及养老金规模最高, 根据美国投资公司协会 (ICI) 及美联储数据测算, 2020 年末共计 43.7 万亿, 占金融资产的比重约 42.7%, 其中:
 - 养老金资产: 37.7 万亿, 美国居民最重要的金融资产配置方向, 又可以细分为:
 - A、第一支柱: 即联邦社保基金, 类似我国社保, 约 2.9 万亿, 占比较小, 且增速较慢;
 - B、第二支柱: 共计 20.1 万亿, 主要分为 DB 计划 (10.5 万亿)、DC 计划 (9.6 万亿);
 - C、第三支柱: 共计 14.7 万亿, 其中以 IRA 计划为主 (12.2 万亿), 此外还有年金 (居民购买保险公司的养老保险产品) 2.5 万亿左右;
 在 1978-2000 年美国财富管理爆发期中, IRA 计划、DC 计划得到了快速的发展, 成为资本市场重要的资金来源, 也逐步成长为美国居民间接持股的重要产品 (关于养老金各产品区别、养老金历史变革的详细分析见专栏 8)。
 - 养老金出资人债权及其他保险资产: 共计 5.99 万亿, 其中养老金出资人债权主要为 DB 计划未来领取规模 (Claims of pension fund on sponsor represent unfunded DB pension entitlements), 是在养老金改革前的主要形式, 主要为 DB 计划中退休后领取的确定给付金额部分的总和, 类似于我国社保的给付形式, 但一般在州层面进行统筹, 后逐步被二支柱中 DC 模式取代, 其他保险资产包括产寿险、医疗险等。
- 3) 居民部门所持有的公募基金共计 13.7 万亿, 根据 ICI 的统计, 当前美国公募基金中股票型、债券型、混合型、货币基金占比分别为 53.4%、22.1%、7.4%、17.1%。
- 4) 居民部门直接持有的股票、债券规模分别为 24.7 万亿、5.1 万亿, 分别占其持有的金融资产的 24.2%、5.0%。

动态来看, 1978 年-2000 年美国财富管理行业爆发的期间, “存款搬家”的趋势较为

明确、持续，但不同的风险金融资产在不同的时间段也有各自的“高光时刻”，我们根据宏观、利率以及主导产品的变化情况，大致将这一时期分为了几个阶段：

阶段一（1978年-1982年）：货币基金大发展，养老金体系改革不断落地。

- 根据 ICI 的统计，1978 年-1982 年货币基金爆发式增长，基金净值从 1977 年的 39 亿美元飙升到 1982 年接近 2200 亿美元，占全美公募基金的比重一度达到了 77%，带动居民金融资产配置中基金占比从 1.24% 提升到 4.04%，实现首次“存款搬家”。
- 货币基金爆发的主要原因在于，“滞涨”环境下美国 CPI 波动上升（最高 1980 年达到 14.8%），市场利率也随之上升（以联邦基金利率为代表，1980 年提升到 18.9%）。同时美国利率市场化处于推进期，部分产品（如大额存单）开放了利率管制跟随市场利率上升，但大部分小额储蓄存款仍受到利率上限的管制（约 5% 左右）。居民存款明显跑输通胀，且与市场利率形成较大利差（测算利差从 1977 年的 1.56% 提升到 1980 年底的 13.65%）。货币基金通过购买市场化利率的大额存单，再小额分散卖给投资者，收益率明显高于存款，从而大受欢迎。
- 这一时期养老金重要改革措施逐步落地。继 1974 年 IRA 实行后，1978 年《国内税收法》第 401 条新增 (K) 项条款关于对 DC 型养老金税收优惠规定，1981 年 401 (K) 计划正式落地实施。居民部门持有的养老金资产从 7357 亿逐步增长至 1.37 万亿，占金融资产比重提升 3.8pc 至 21.7%，而从内部结构上看，IRA 计划“初露锋芒”，从 140 亿增长至 670 亿，占养老金资产的比重从 1.9% 提升至 4.9%。

阶段二（1982年-1986年）：债券基金“接棒”货币基金，IRA+DC 计划快速发展。

- 1982 年-1986 年债券基金爆发式增长，从 110 亿美元快速增长至 2438 亿美元，年均增速高达 77%，带动居民金融资产配置中基金占比从 4.0% 进一步提升至 6.4%。
- 债券基金爆发的重要原因在于，1980 年后美国 CPI、利率走势出现根本性逆转，联邦基金利率一路从 18.9% 下降至 1986 年 5.5% 左右，与存款利率的“利差”基本消失。利率市场化到 1986 年基本完成，产品间的套利空间也基本消失，货币基金的劣势明显削弱，而债券基金净值受益于市场利率下行收益增加。债券基金大发展的一部分意义在于，美国居民开始接受“净值化产品”，为后续股票型基金发展打下基础。
- 居民养老金资产从 1.37 万亿快速增长至 2.68 万亿，占金融资产比重提升 5.3pc 至 27.3%。其中 IRA、DC 计划发展较快，从 670 亿、2640 亿增长至 3290 亿、5440 亿，占养老金资产的比重分别提升 7.4pc、1.1pc 至 12.3%、20.3%。

阶段三（1986年-2000年）：“养老金-股市-基金-新经济”正向循环，股票基金大发展。

- 养老金获得居民的欢迎，规模从 2.68 万亿持续快速增长至 12.6 万亿，占金融资产比重提升 13pc 至近 40%。其中特别是 IRA 计划增长较快，从 3290 亿增长至 2.69 万亿，占养老金资产的比重提升 9pc 至 20.9%，DC 计划占比也提升 3pc 至 23.5%。
- 养老金为资本市场带来了大量、稳定的增量资金，私人养老金（不含 DB 计划）中投向股票、非货币基金的规模从 4992 亿美元、247 亿美元，快速增长至 1.82 万亿美元、1.25 万亿美元，其合计占私人养老金规模的比重从 54% 提升到了 79%。
- 1986 年后美国走出“滞涨”，进入“新经济时期”（经济稳步增长+低通胀），且电子、IT、技术服务为主的经济新动能逐步替代汽车、钢铁等传统产业，再加上养老金的持续流入，美股走出“长牛”，道琼斯与纳斯达克指数年均涨幅均在 14% 左右；
- 美股长牛+养老金增持促进股票型基金从 7160 亿快速增长至 6.9 万亿，带动基金在居民金融资产中的比重提升 5.8pc 至 12.2%。
- 在股票基金、养老金持续快速发展的过程中，美股逐步实现“机构化”，居民从过去直接持股转变为通过基金、养老金间接持股。这一趋势增强了美股的稳定性，也一定程度上支持了美股“长牛”（这部分历史的详细分析见专栏 9）。
- 在长期资金的加持下，股权投资大发展促进了多层次的资本市场的形成，支持了“新经济”企业的发展，而这些企业业绩、逻辑的不断兑现，进一步为经济带来新动能，也为投资者带来了切实的投资收益，也支持了美股长牛，形成“正向循环”。

图表 66: 美国 1978-2000 年财富管理大爆发: 主要分三个阶段

图: 美国CPI、利率走势 (%)

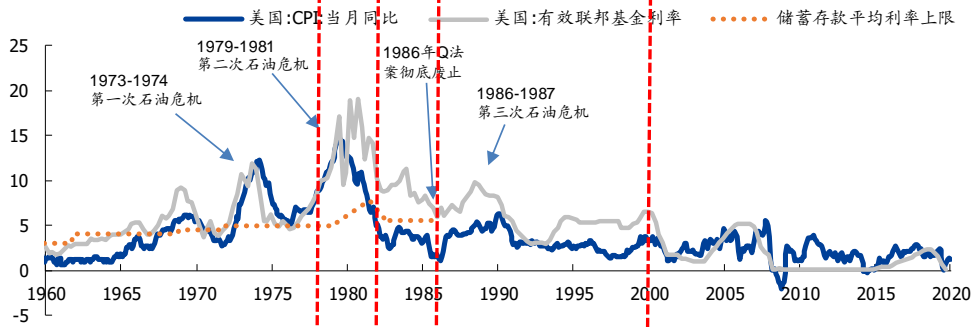


图: 美国居民狭义金融资产中各类资产的配置比例

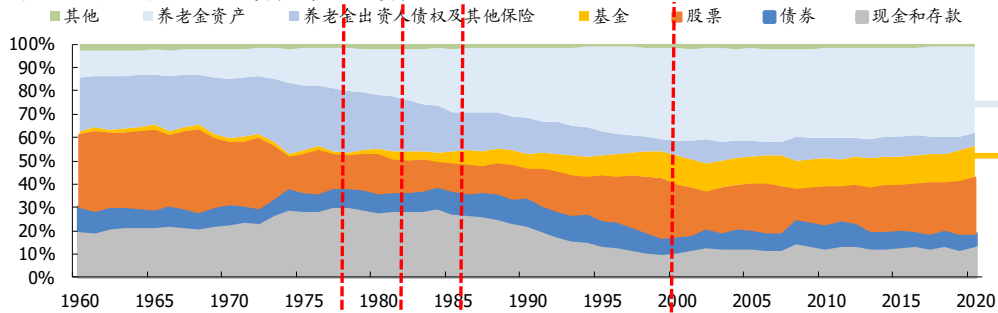


图: 美国公募基金中各类基金的占比

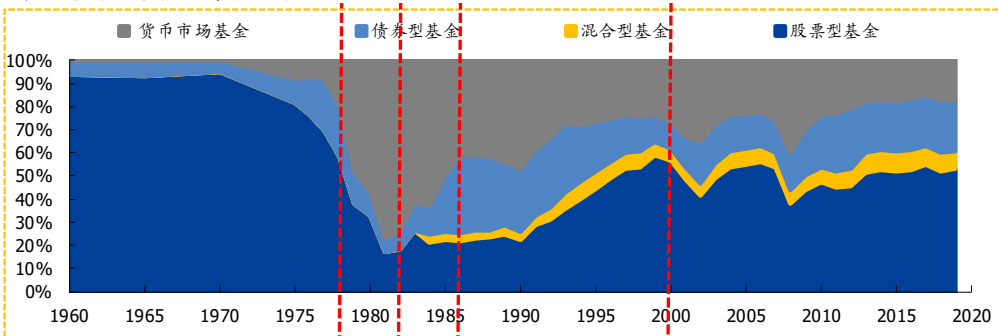
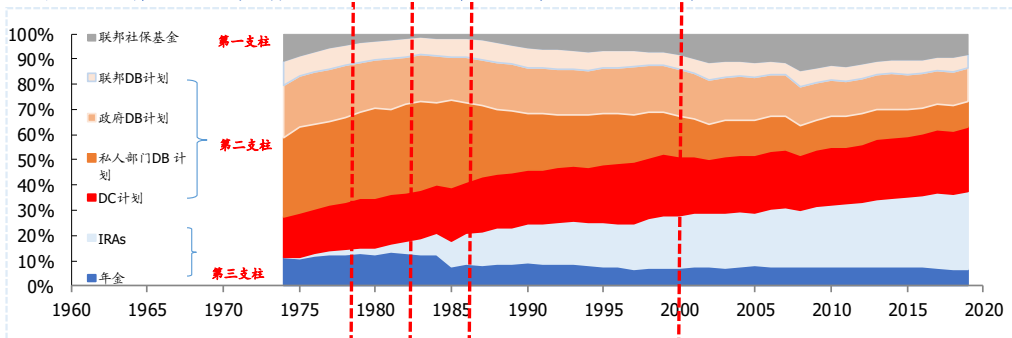


图: 美国养老金体系内产品结构占比 (最新可得数据从1974年开始)



阶段一 (1978-1982): 货币基金大发展, 养老金体系改革不断落地。

阶段二 (1982-1986): 债券基金“接棒”货币基金, IRA+DC计划快速发展。

阶段三 (1986年-2000年): “养老金-股市-基金-新经济”正向循环, 股票基金大发展。

基金结构进一步拆分

养老金资产结构进一步拆分

资料来源: 美联储, ICI, 美国经济分析局, 美国联邦社保局, 国盛证券研究所测算
注: 这里的年金为保险公司的养老年金产品, 算作第三支柱的一个部分

专栏 8: 美国养老体系的三支柱运作模式与中国的对比

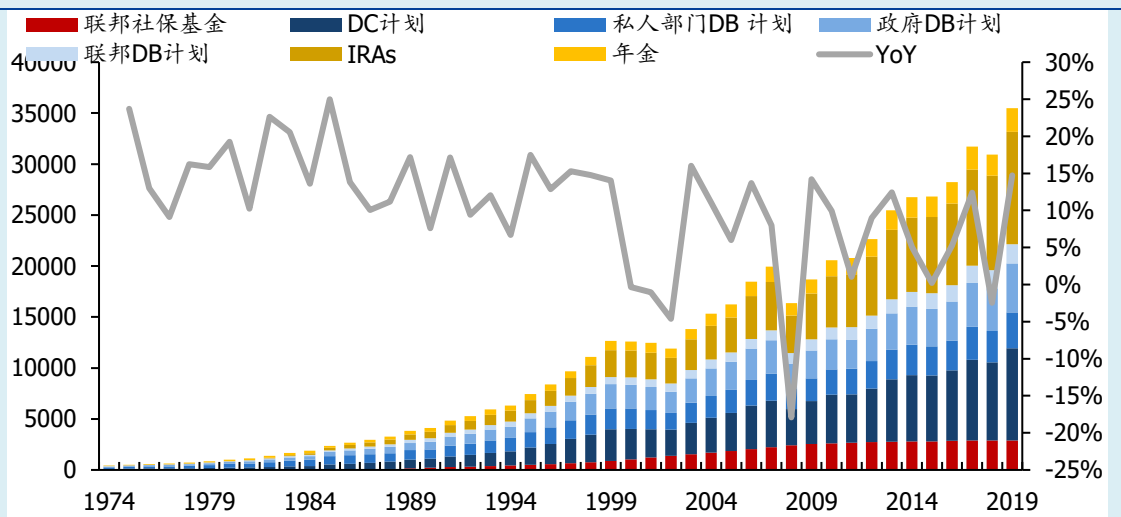
1、美国模式：三支柱模式建设成熟，个人养老金资产为主体

1.1 以二三支柱为主的养老金，是美国居民家庭资产的重要配置方式。

主要包含联邦社保基金、雇主发起的养老金计划和个人退休储蓄账户三部分，三支柱基本上覆盖了美国绝大多数的家庭。美国养老保险的资产规模在 2020 年底达到了 37 万亿美元，在美国全部的家庭金融资产中占比达到 36.9%。

- 联邦社保基金是公共养老金，也是美国绝大多数人群，尤其是低收入群体养老时最主要的收入来源。
- 雇主发起的养老金主要包括两种形式：DC 模式和 DB 模式，两者最主要的区别在于未来养老金收入是否确定。DC 计划目前已经逐渐成为比较主流的模式，包括私人雇主 DC 计划（包括 401(k)计划）、403(b)计划、457 计划、联邦雇员退休计划（Federal Employees Retirement System, FERS）、节俭储蓄计划（Thrift Savings Plan, TSP）。
- 个人退休储蓄账户是由政府提供税收支持、个人自愿参与的退休储蓄计划，是美国养老金体系的第三支柱，也是近三十年来美国养老金资产增长的最主要来源，当然除了个人退休储蓄账户以外，商业养老保险也属于第三支柱范畴。

图表 67: 美国养老资产规模及同比增长情况（十亿美元）



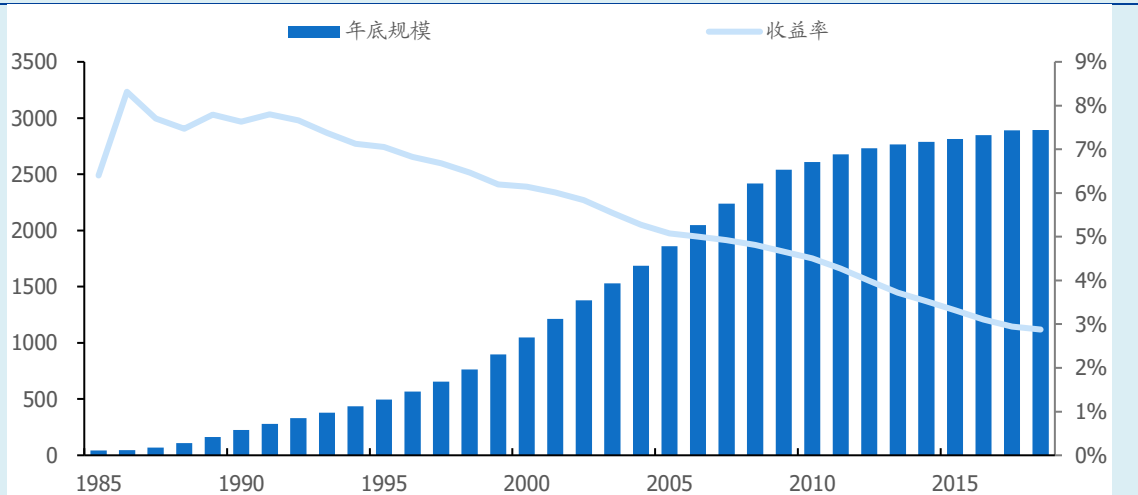
资料来源：OASDI, ICI, 国盛证券研究所 注：红色部分为一支柱，蓝色部分为二支柱，黄色部分为三支柱，其中一支柱为现收现付制。

第一支柱：联邦社保基金

美国养老金三支柱体系中的第一支柱为老年、遗属及残障保险计划（Old-Age, Survivors and Disability Insurance Program, OASDI），即联邦社保基金，自 1935 年开始设立，目前约 96% 的美国劳动人口均被 OASDI 所覆盖。

- 在 80 余年的发展历程中，联邦社保基金积累了大约 20 万亿美元的资产并支付了超过 16 万亿美元的福利，目前大约 2.9 万亿美元的余额，分布在老年和遗属保险计划（OASI）和残障保险计划（DI）两个信托基金中。
- 由于 OASDI 是采取的现收现付制，且并不设置个人账户，由国家层面进行统一投资，与我国社保的运作模式相似，当前时点来看，在美国整体养老资产中占比相对较小，不及二三支柱的规模。

图表 68: 美国养老金第一支柱 OASDI 的规模和收益率情况 (十亿美元)



资料来源: OASDI 官网, 国盛证券

第二支柱: 雇主发起的养老金计划

雇主发起的养老金计划 (Employer-sponsored retirement plans) 主要包括私营部门和政府雇主发起的养老金计划, 也是目前美国养老资产体系中最大的一部分, 2019 年末的总资产达到 19.2 万亿美元。

具体来看, 雇主发起的养老金包括了公共部门养老金, 即联邦、各州和地方政府为其雇员提供的各类养老金; 以及个人养老金计划, 即企业以及非营利组织和机构为其雇员提供的养老金计划。而其中企业为雇员资助的各类计划可以归为企业年金, 其主要特征即为: 雇主资助、个人自愿、政府给予税收优惠。

而同时美国的雇主养老金计划按缴费确定/领取确定又可以分为两种模式: DC 计划和 DB 计划, 从历史趋势看, 由于包括法律限制、成本因素、行业发展等原因, DB 计划发展逐步衰落, 在第二支柱中的占比由 1974 年的 79.8% 下降至 2019 年的 53.0%, 其中以 401(K) 等计划为典型。

政策规定以确保养老用途, 使得养老金成为长期资产: 在美国养老金的领取方面, 政府做出了较为严格的限制, 以确保资金能够真正运用于个人养老, 如 401(K) 计划, 账户积累余额可以通过三种方式领取, 包括: 一次性领取、转入个人退休账户或其他退休账户以及购买年金, 同时通过限制未到退休年龄的领取以及强制退休以后最低领取额度, 在领取条件方面:

- 雇员需要年满 59.5 岁, 或者出现死亡、永久丧失工作能力方可从账户中领取;
- 发生大于年收入 7.5% 的医疗费用; 55 岁以后离职、被解雇或提前退休这些情况也可以从账户中领取养老金;
- 当年满 70.5 岁时必须从 401(k) 计划个人账户中领取;
- 如果提前领取则除了补缴税款以外还需要另外征收 10% 的附加税, 如果 70.5 岁以后还没有申领或者申领额度低于最低领取额, 则低于部分需要加收 50% 附加税;
- 困难取款的特殊规定: 仅可用作支付本人、配偶或被抚养人的医疗费用; 本人、配偶或未成年子女的学费; 购买主要房屋等特殊用途, 但也需要补缴所得税以及额外

10%的罚款，同时一年以内不得继续向计划内缴费。

第三支柱：个人退休储蓄账户（IRA 计划）

第三支柱个人退休账户为政府通过税收优惠政策鼓励个人进行退休储蓄，这是我国未来养老金体系建设重要的推进方向。

IRA 在税收优惠和资产配置方面和 401(k)计划很相似，大部分类型的 IRA 计划可以投资于股票、债券和基金等。参与者 59.5 岁之前提取账户余额一般都要补税，并且缴纳罚金。全美大部分银行和储蓄机构、相互基金、股票中介公司（证券公司）和保险公司都能提供个人退休储蓄计划。在美国只要参与者有收入来源（包括工资性收入、佣金收入、劳务收入、奖金类收入以及其他应税收入），并且年龄不超过 70.5 岁，都可以视为该计划的合格参与者。此外参与者还可以为配偶建立 IRA 退休账户。

1.2 税收优惠政策是美国养老金快速发展的重要推手

美国养老金二三支柱运行的主要三个阶段分别为缴费阶段、投资阶段和给付阶段，以 E（Exempt）来表示免税，以 T（Tax）表示征税，税延的 EET 模式是美国养老体系中最常见的税收优惠方式（即在缴费阶段和投资阶段可以免缴所得税，在领取阶段缴纳所得税，如个人年收入 20 万美元，免税阶段可以按照 33% 的税率递延，而领取阶段由于收入水平下降，可能仅需按照 15% 的税率缴纳个税）。由于美国二三支柱计划在缴费、投资及给付阶段均有灵活的税优政策，并且不同税优模式后期逐步被打通，可以进行相互转化，此外缴费上限较高且长期会随着收入水平的提升而提升，因此税优政策是美国二三支柱快速发展的重要推手。

图表 69: 美国二三支柱计划的税优模式和缴费上限情况

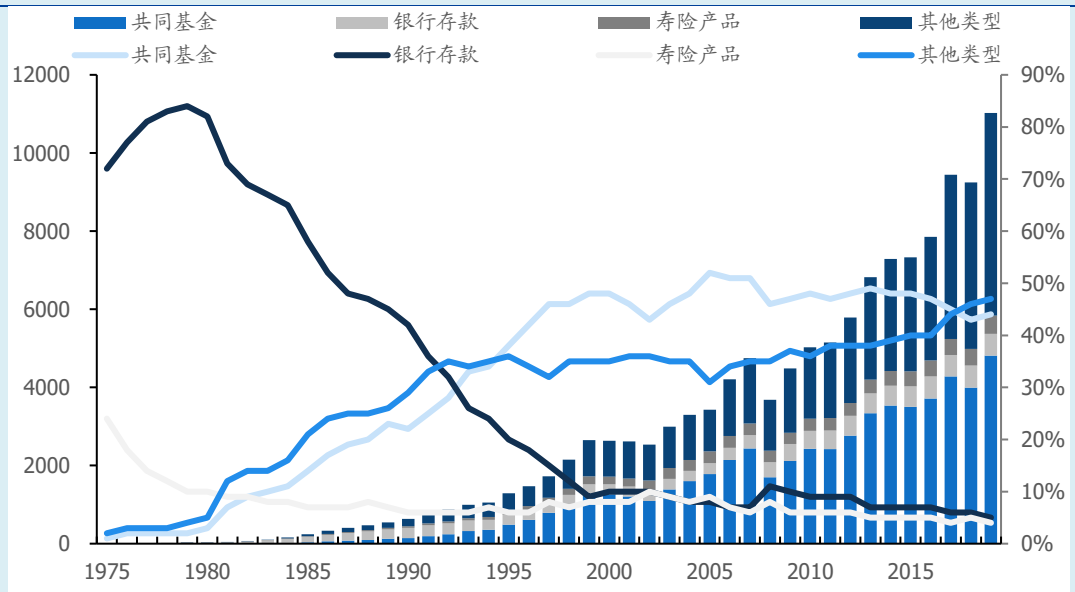
	传统 401(k)	传统 IRA
税优模式	EET	EET
参与者收入限制	无	无
缴费上限	1.8 万美元，50 岁以上可以追加 6000 美元	5500 美元，50 岁以上可以追加 1000 美元

资料来源: IRS, 国盛证券研究所

1.3 美国养老资金以共同基金为主要投向，底层资产以权益为主

美国个人养老金的资产由存款逐步转为基金，主要账户管理机构由银行逐步转为共同基金：美国的金融体系是混业经营，除银行外，居民可以直接在保险公司、基金公司等开立账户。由于没有直接的个人在不同机构开设账户数量的相关数据，我们通过个人养老金的账户底层资产形式来侧面验证资产管理机构情况。80 年代以前，银行存款占比一度高达 85%，银行是 IRA 最主要的账户管理机构，参与者大多也是在银行开设个人退休储蓄账户，主要因为 80 年代以前美国银行的存款利率基本高于 10%，个人没有将 IRA 资金交于其他资产管理机构的需求。而 80 年代以后伴随着存款利率的逐渐下行，资本市场持续繁荣，共同基金收益与管理的优势逐渐凸显。2000 年以来 IRA 账户资产中共同基金的比例稳定在 48% 左右。

图表 70: 美国第三支柱 IRA 账户的底层资产情况 (十亿美元)

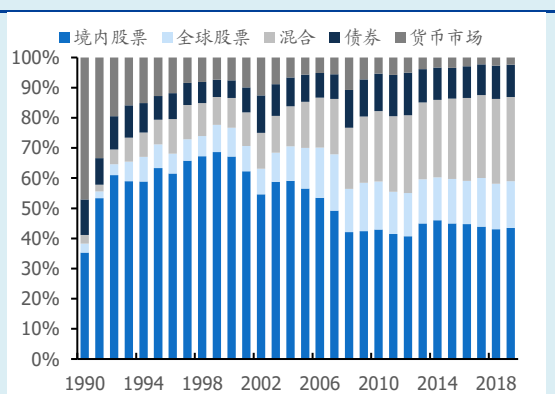


资料来源: ICI, 国盛证券研究所

美国个人养老金共同基金管理部分以权益及混合类为主，并在长周期获取超额收益：美国个人养老金中共同基金管理资产规模占比大约一半，以美国个人养老金中最典型的二支柱 401(K)及三支柱的 IRA 账户中投资共同基金的资产投向情况看，表现出了较为相同的趋势：共同基金的管理资产占比过半，且共同基金内高配权益资产。超过 40%的资产直接投资于国内权益基金，而 2000 年左右一度超过 60%；同时混合类基金占比不断提升，已经超过 20%；对于债券基金及货币类基金配置比例持续降低。

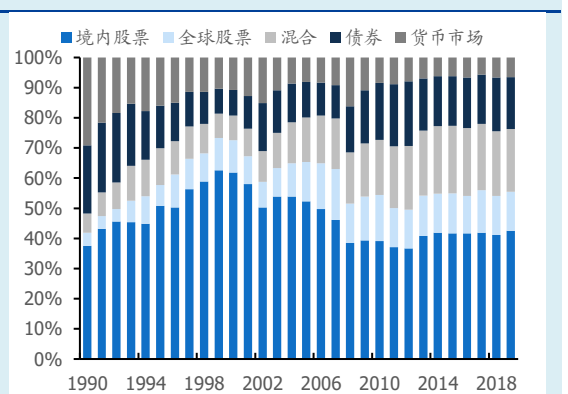
我们没有找到总的个人养老金资产完整的细分底层资产数据，但是从典型计划均以共同基金为主要资产管理机构、共同基金内部以权益资产配置为主以及 401(k)收益率与道琼斯指数涨跌高度的相关性来看，叠加前文图表 75 里美国居民金融资产中对股票、基金以及养老金三者配置均持续提升，可以明显看出长周期美国居民资产持续增配基金及股票。

图表 71: 401(K)账户中共同基金资产的类别情况



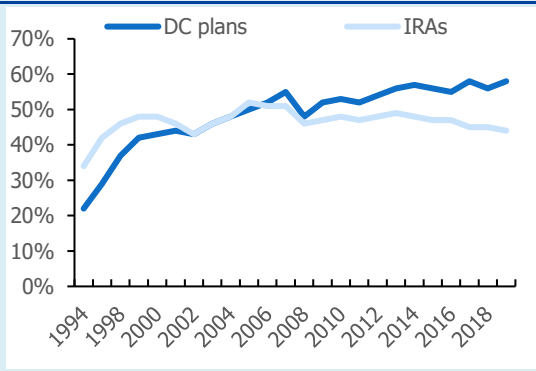
资料来源: ICI, 国盛证券研究所

图表 72: IRA 账户中共同基金资产的类别情况



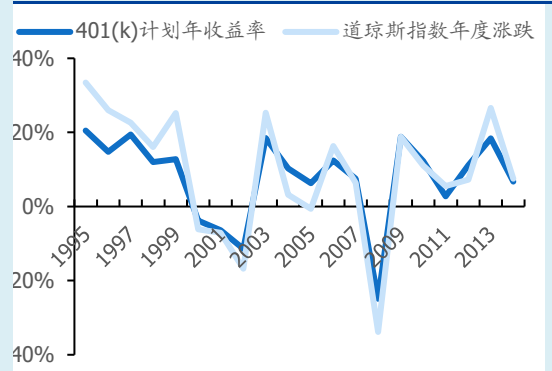
资料来源: ICI, 国盛证券研究所

图表 73: DC 计划及 IRA 中共同基金管理资产的比重



资料来源: ICI, 国盛证券研究所

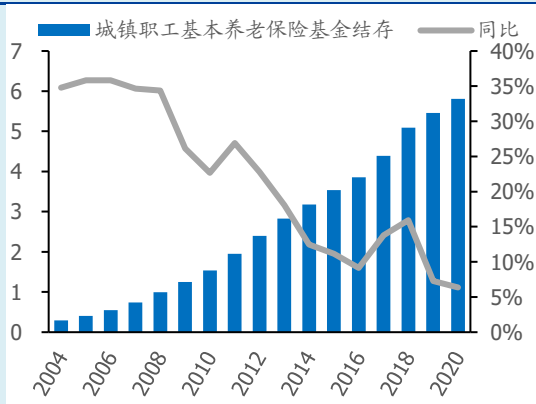
图表 74: 401(k) 账户历年收益率情况



资料来源: ICI, 国盛证券研究所

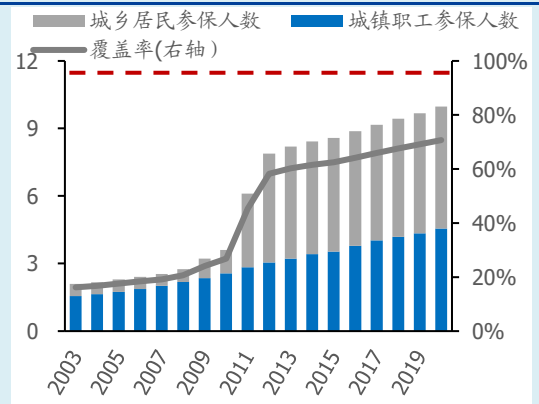
2、中美对比: 第一支柱市场化运作不足, 第二支柱覆盖面不及, 第三支柱尚未正式推出一支柱基本养老金: 实现广覆盖, 但市场化运作不足, 统筹程度较低: 截止到 2020 年基本养老保险覆盖了我国接近 70.7% 的人口, 参保人数达到了 9.98 亿人; 城镇职工基本养老保险基金累计结存 5.81 万亿元, 同比增速为 6.4%。总体来看, 1) 结存规模增速放缓, 覆盖人数处于相对较高水平, 但与美国 96% 的覆盖率相比仍有一定差距。 2) 统筹情况看, 目前绝大部分资金仍在省级以下层面运作, 未实现省级统筹; 投资资产以银行存款等形式为主; 2020 年中委托投资 (委托至社保基金会) 累计到账资金 9482 亿元, 占总结存金额 16.2%, 市场化运作不足; 而美国 OASDI 基本实现国家层面以专门信托基金的形式进行运作。

图表 75: 我国城镇职工基本养老保险基金结存情况 (万亿)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

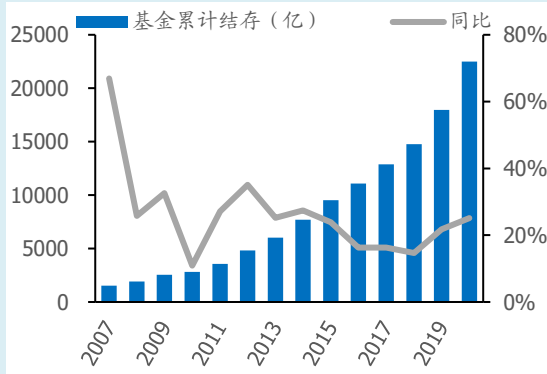
图表 76: 我国基本养老保险覆盖及美国对比 (亿人)



资料来源: Wind, OASDI 官网, 国盛证券研究所注: 红色为美国一支柱 2020 年覆盖率情况;

二支柱企业年金: 整体覆盖率较低, 企业参与数量有限。 截止 2020 年共有 10.52 万企业建立了企业年金, 覆盖职工数仅仅为 2718 万人, 且 2014-2018 年参加职工数低增长。2020 年底企业年金基金累计结存约为 2.25 万亿元, 结存余额的增长基本为存量缴费的增长。与美国二支柱雇主养老金计划相比, 1) 覆盖率上有明显差距, 美国超过 55% 的家庭参与雇主养老金计划, 而国内覆盖率大约为 2%, 规模差异同样显著; 2) 运作模式上企业年金明显优于基本养老金, 通过委外的形式实现较为市场化的投资, 同时享受了税收优惠政策。美国二支柱中的 DC 模式在市场化上更近一步, 个人可以选择账户开设在哪里, 以及可以自由选择配置何种产品。 3) 收益率上美国更偏好权益资产配置, 因此波动较我国企业年金更大, 但同时长期投资收益率优势更明显。

图表 77: 我国企业年金结存情况



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 78: 我国企业年金参与情况



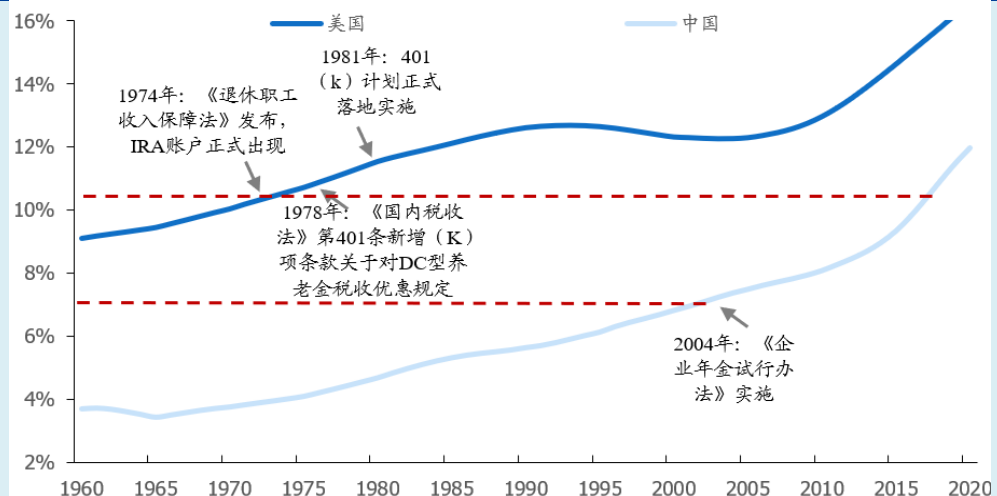
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

我国当前尚未正式建立第三支柱, 前期试点均显著不及预期: 我国第三支柱相关规划由来已久, 从最早 2007 年天津滨海新区发展个人延税型补充养老保险试点; 到 2018 年税延型商业医疗保险在上海等地试点, 以及今年 5 月浙江等地专属商业养老保险试点, 但真正意义上的第三支柱仍尚未建立, 已试点地区无论保费收入或是参保人数均显著不达预期, 保费体量极为有限。

3、当前我国老龄化的人口结构对完善三支柱建立提出迫切需求。

- **当前我国第三支柱试点持续探索, 但效果大幅不及预期:** 三支柱的局部探索, 试点效果非常有限, 一是税优力度有限, 试点地区仅按当月收入的 6% 和 1000 元孰低的限额内进行税前扣除, 且领取期仍需缴纳个税, 吸引力不足; 二是试点仅为保险公司的特定养老保险产品参与, 资产种类非常有限, 未涉及到账户与资产投资选择; 三是政策及流程复杂, 企业推动与个人购买均不便捷。
- **我国当前人口老龄化现状较美国二三支柱建立时期更为严峻:** 美国二三支柱主力计划分别在 1974、1981 年正式落地, 届时美国 65 岁以上人口占比分别为 10.6%、11.7%。我国企业年金相关文件于 2004 年出台并在 2005 年开始运作, 此时 65 岁以上老龄人口占比仅为 7.4%, 是具有前瞻性的措施。当前随着老龄化趋势的加速, 2020 年我国 65 岁以上老龄人口占比已达到 12.0%, 严峻的老龄化现状对我国三支柱的正式出台提出迫切的需求。

图表 79: 中美 65 岁以上老龄人口占比及二三支柱推出时间点情况

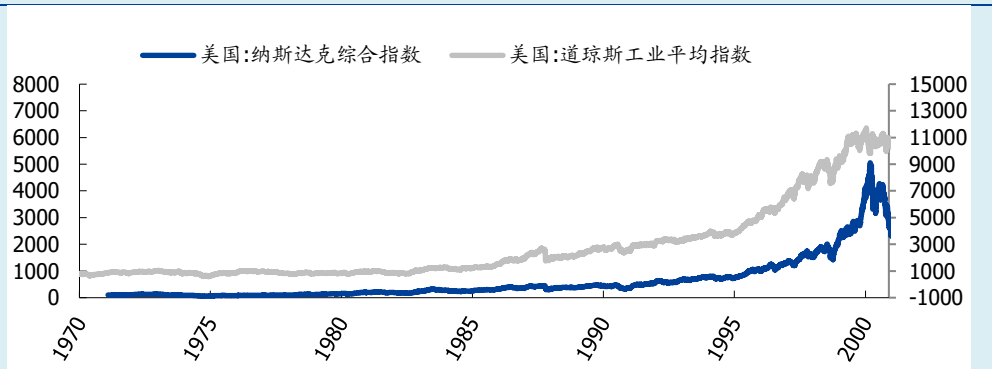


资料来源: ICI, wind, 国盛证券研究所

专栏 9: “美股机构化”的格局是如何形成的?

1980 年以来, 在市场利率的持续下行+新经济不断发展+长期资金入市的背景下, 美股迎来长牛。在整个 1980 年-2000 年 20 年间, 道琼斯指数上涨 1019%, 以电子、IT 等新兴产业为主的纳斯达克指数更是上涨了 1121%。从节奏上看, 1985 年-2000 年两大指数涨幅更好, 道琼斯与纳斯达克指数年均涨幅均在 14% 左右 (道指涨幅持续提升, 纳指 1990-2000 年涨幅更佳)。

图表 80: 纳斯达克、道琼斯指数持续上涨 (点)



资料来源: Wind, 纽交所, 国盛证券研究所

图表 81: 道琼斯指数、纳斯达克指数区间涨跌幅: 1985-2000 年涨幅更好

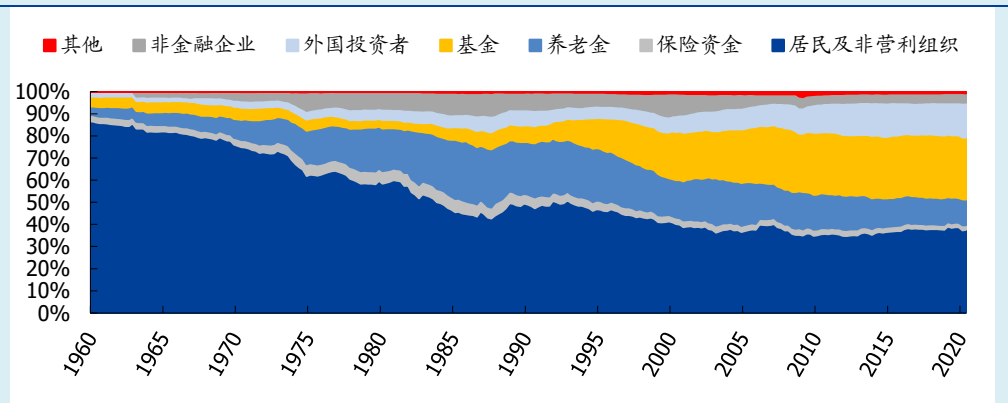
	1980-1985	1985-1990	1990-1995	1995-2000
道琼斯指数	60.8%	69.9%	94.6%	110.8%
纳斯达克指数	62.2%	15.7%	183.4%	134.8%

资料来源: ICI, 国盛证券研究所

在这一过程中, 美股投资结构逐步“机构化”, 根据美联储的数据:

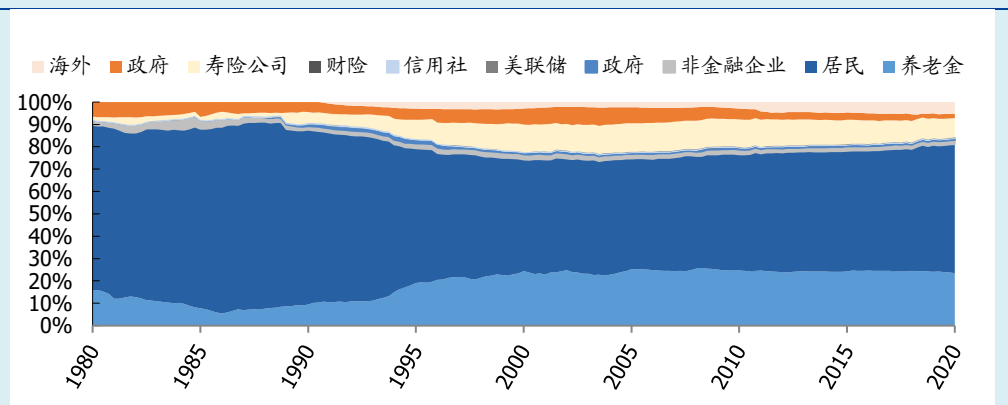
- 美国股票的投资者结构中, 居民直接持有股票的占比从 1980 年的 60% 持续下降至 2000 年不足 40%, 而公募基金占比则从 3.7% 持续提升至 2000 年的 22%;
- 美国股票投资者结构中, 养老金持股比例从 1980 年 18.2%, 到 1985 年提升到历史最高的 27.3%, 此后逐步回落到 2000 年的 17.7%。这主要是由于 1985 年开始养老金逐步从“直接持股”转变为大幅增持非货币基金的“间接持股”。以私人养老金 (不含 DB 计划) 为例, 投资者主动选择将投资资产中非货币基金占比从 1985 年的 2% 持续提升至 2000 年的 32%, 而股票投资占比从 52% 逐步下降到 46.8% (这一趋势在 1990-2000 年更为明显, 这段时间股票市场整体表现较好, 且公募基金能够获得较好的超额收益, 受投资者青睐)。
- 在非货币基金的投资结构中也能看到, 养老金资产中投向非货币基金的比例从 1985 年的 7% 左右持续提升到 2000 年超过 24%, 此后一直稳定在 24%-25% 左右的水平。
- 总的来说, 这一过程本质是个人资金交由机构进行定期投资, 扩充了金融市场的资本存量, 爆发了大量的机构需求业务, 促进了财富管理行业的蓬勃发展。

图表 82: 美股投资者结构: 1980 年来持续“机构化”



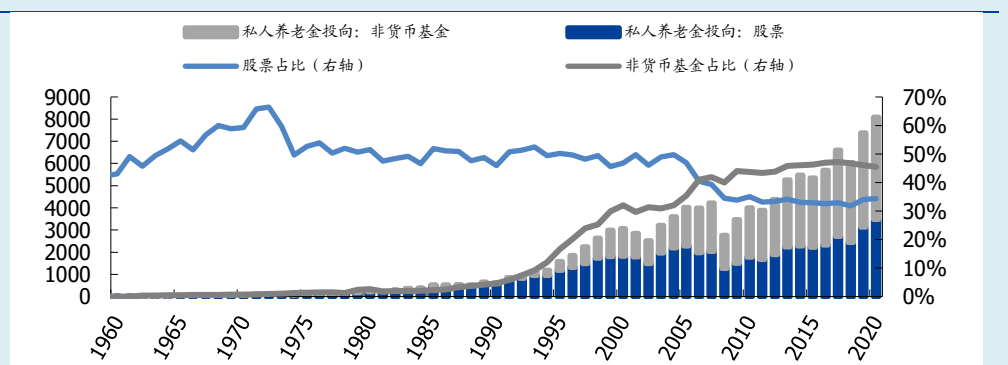
资料来源: ICI, 国盛证券研究所

图表 83: 美国非货币基金投资者结构: 1985 年后养老金占比上升



资料来源: ICI, 国盛证券研究所

图表 84: 1985 年后养老金大幅增持共同基金 (%)



资料来源: Wind, 纽交所, 国盛证券研究所

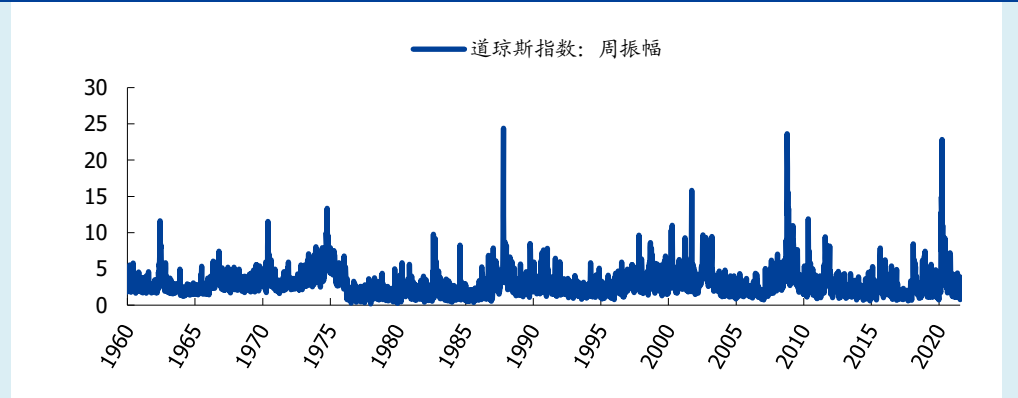
实现“散户机构化”的背后驱动因素主要在于:

A、通过养老金“间接持股”相比直接持股本身具有不少优势, 包括: 养老金投资具有“减税”效应, 养老金及公募基金具有团队、专业、资金优势, 相比散户投资胜率更大。

B、养老金、公募基金等机构资金入市后，为股市增加了稳定性，投资的确性增强，波动性降低，以道琼斯指数为例，1980年-2000年的年均周振幅约2.70%，相比1980年前下降约0.3pc。股市波动率的降低直接减少了散户“追涨杀跌”的机会，“价值投资”风格越来越深入；

C、资本市场改革不断推进增加了散户投资的难度，如注册制改革下美股上市公司数量迅速增加，退市股票也随之增加，劣质个股的交易活跃度迅速下降，打压了散户的投资热情。

图表 85: 道琼斯指数周振幅: 1980年后整体有所下降 (%)



资料来源: ICI, 国盛证券研究所

专栏 10: 如何看待美国货币基金、债券基金的发展历史? 银行是怎么应对的?

货币基金、债券基金在美国财富管理爆发期的前期实现了大发展，成为美国居民“金融脱媒”、“存款搬家”的第一站，其背后两大核心逻辑在于利率市场化推进以及利率趋势的变化，其中：

1) 货币基金: 受益于利率上升及利率市场化推进过程中的利差套利空间。1970年-1980年美国处于CPI与市场利率震荡上行的区间，且在1972-1975年、1978-1982年与存款利率上限形成了明显的“利差空间”(见图75)。与此同时，利率市场化的推进过程中，各类存款、货币产品利率上限，从大额逐步向小额放开，因此大多数小额储户手中的小额存款利率跑输通胀、市场利率。针对这一情况美国“教师年金保险公司”在1970年创立了共同基金“储蓄基金公司”，并于1972年购买了30万美元的高利率定期储蓄，同时以1000美元为单位出售给小额投资者，历史上第一只货币基金诞生。而1978年-1982年利差空间较大时间段，货币基金爆发式增长，全市场基金净值从1977年的39亿美元飙升到1982年接近2200亿美元，占全美公募基金的比重一度达到了77%。

2) 债券基金: 受益于利率大幅下降。20世纪80年代开始美国逐步走出“滞胀”，市场利率发生了根本性的逆转，联邦基金利率从1980年最高的18.9%持续下降至1986年5.5%左右。利率的下降使得货币基金的收益率持续走低，但使得债券净值不断上升，债券基金对投资者的吸引力不断增强。债券基金的规模从1980年的140亿美元快速增长至1986年达到2430亿美元，期间年均复合增速高达77%，占公募基金的比重从5.8%提升至历史最高的34%，债券基金成为投资者广为接受的净值型产品。

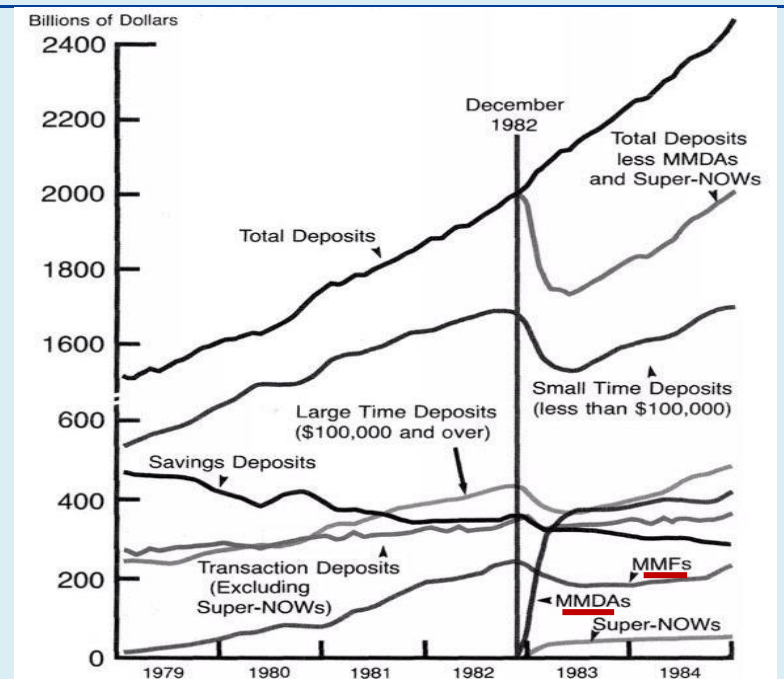
图表 86: 美国利率市场化的进程中的主要大事件

时间	利率管制与市场化措施
1933	Q 法案出台：不得对活期账户支付利息，并授权美联储对其商业银行会员的定期存款和储蓄存款设置利率上限。
1966	将存款利率上限管制扩大至储蓄机构，允许其存款利率上限高于商业银行。
1970	取消面值高于 10 万美元、期限在 90 天以内大额可转让存单的利率上限。
1973	取消面值高于 10 万美元、期限超过 90 天大额可转让存单的利率上限。
1978	推出实行浮动利率上限、面值高于 1 万美元、期限为 26 周的货币市场存单。
1978	准许商业银行设立自动转账服务账户，允许需要时资金自动从储蓄账户转至支票账户以避免透支。
1979	推出拥有浮动利率上限、无最低面额、期限在 30 个月以上的小额储蓄者存单。
1980	确定 6 年内逐步取消 Q 条例（Depository Institutions Deregulation and Monetary Control 法案）。
1980	准许全国所有存款机构设立可转让支付命令(NOW) 账户。
1982	准许面值高于 2 万美元，期限为 7 至 31 天存款账户的利率上限浮动。
1982	推出条款能与货币市场基金竞争的存款类型（Gam-St.Germain 法案），从此引入存款机构开设货币市场存款账户（简称 MMDA）
1986	取消 NOW 账户的利率上限、取消存折储蓄账户的利率上限，Q 条例全部废止

资料来源：美联储，国盛证券研究所

相比与债券基金（净值化产品、波动更大），货币基金由于使用摊余成本法计量波动小且收益高于存款在美国利率市场化期间对银行存款造成了不小的压力，好在随着利率市场化的不断推进，银行 **MMDAs** 诞生帮助其在一定程度上抵御了货币基金带来的冲击。1986 年 Q 法案彻底废除前，银行储蓄存款仍受到利率上限的管制，货币基金利用监管上的优势，给银行带来较大的脱媒压力。1982 年《存款机构法案》允许设立货币市场存款账户（Money Market Deposit Accounts, MMDAs），其利率由银行参考货币市场利率来自主确定，并可以不定期地对账户利率进行调整，并且属于储蓄存款账户（灵活支取），成为银行对抗货币基金的重要产品。根据旧金山美联储的统计，1983 年 MMDAs 规模就已经达到了 4000 亿美元以上，超过了货币基金 2000 亿左右的规模，对货币基金形成了明显的替代效应。

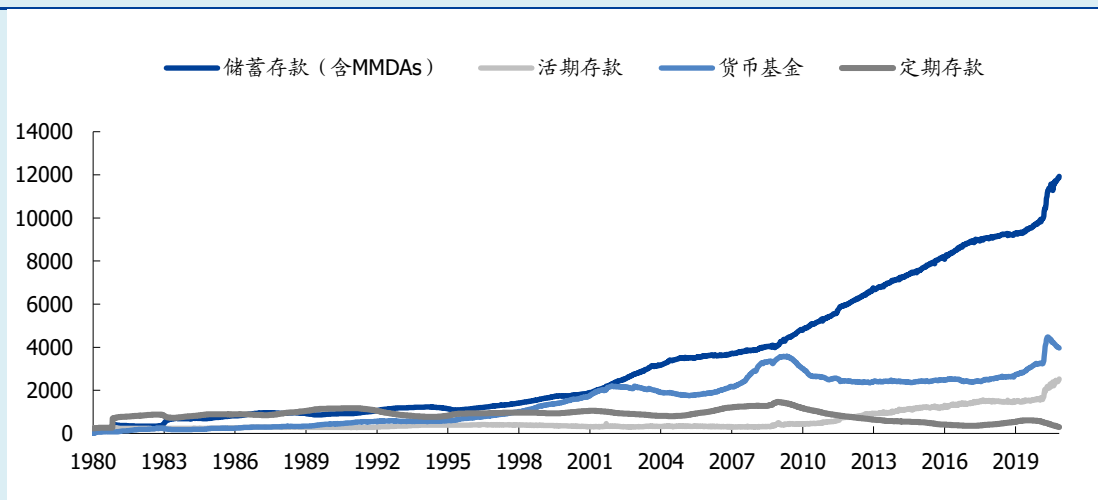
图表 87: 1982 年后 MMDAs 迅速发展，“部分替代”货基（MMFs）



资料来源：Wind, FED-San Francisco, 国盛证券研究所

1986年Q法案废止后，存款实现完全利率市场化，储蓄存款（含MMDAs）与货币基金均快速发展。到2008年金融危机前，储蓄存款（含MMDAs）与货币基金规模分别达到了4.1万亿美元、3.5万亿美元，成为最受美国居民欢迎的低风险、低波动的投资品种。金融危机期间，金融机构信用风险大幅上升，主要投资于货币市场的货币基金净值罕见地出现亏损，再加上2009年QE开始，货币市场极为宽松的情况下，货币基金收益率开始低于MMDAs的收益率，货币基金开始赎回，而储蓄存款作为有存款保险的安全品种，规模则继续保持较快增长。整体来说，货币基金与储蓄存款相互没有办法实现“完全替代”，均成为居民财富管理的重要投资产品。

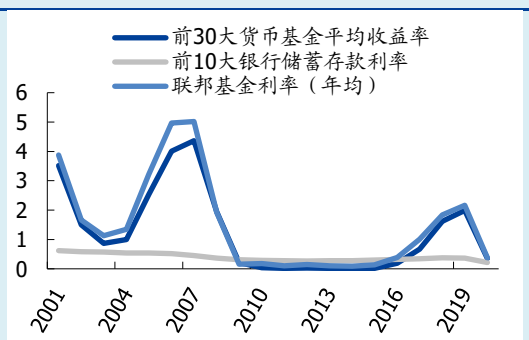
图表 88: 美国各类存款、货币基金的规模趋势 (十亿美元)



资料来源: 美联储, 国盛证券研究所

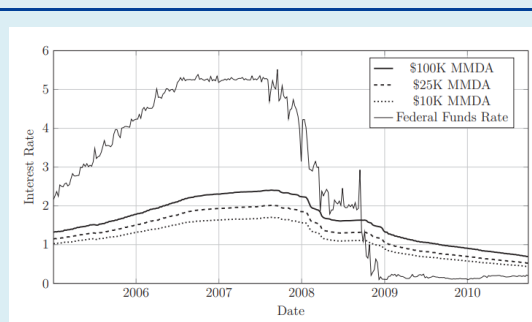
注: 此处数据根据美联储M2构成测算, 与ICI统计口径或有一定出入, 但趋势基本相同

图表 89: 联邦基金利率与货币基金走势相同 (%)



资料来源: Bloomberg, 国盛证券研究所

图表 90: 金融危机QE后, MMDA收益率超过货基 (%)



资料来源: Federal Deposit Insurance Corporation, 国盛证券研究所

2.3.2、美国财富管理商业模式的变迁：费率竞争、收费模式变革、指数型产品崛起、“投顾模式”都是怎么发展起来的？

前文我们分析了美国财富管理行业大发展的宏观条件、发展阶段、不同阶段的“高光”产品、以及养老金入市对权益市场大发展的推动力量等内容。

接下来，我们重点研究，在这个过程中，从事财富管理行业的金融机构，做了哪些努力，商业模式和竞争格局发生了什么变化？

推动美国财富管理商业模式变革的核心因素在于“竞争”，基金竞争的加剧可以说一直持续至今。这其中既有长期原因（如财富管理行业的爆发吸引越来越多的机构加入行业竞争、偏爱低费率产品的养老金逐步发展为居民持有基金的重要方式等等），也有短期催化（如监管体系的不断完善、互联网等技术快速发展等多因素推动行业竞争更加“透明化；基金超市模式的崛起等等）。

在竞争加剧的大趋势下，美国财富管理商业模式至少发生了三大维度的变革：

1、渠道的竞争：收费模式从收取交易的“中赎费”为主，转变为收取“陪伴式”的12b-1费用（类似我国的销售服务费）；同时渠道的“费率”持续下降。但得益于这一时期基金的快速发展（1980-2000年股票型基金年均增速25%），虽然费率下降了但测算行业年均收入保持了18%的高增长（而1970-1980行业基本0增长），大多数机构实现了“以量补价”。

2、管理费的竞争：2000年之后竞争进入新格局，包括混业经营下头部集中度、单个产品规模均提升（增加了管理费率下降的容忍度），基金行业的“渗透率”见顶（从“增量竞争”进入“存量竞争”）、主动型基金越来越难跑赢指数、投顾模式+养老金均偏好低费率产品。此时由于渠道费率已很低，管理费率下降空间更大，相比于2000年以前渠道竞争是主战场（管理费率基本没变），2000年后各类产品的管理费率开始持续下降，低管理费的被动指数基金、ETF基金开始崛起。

3、投顾模式的普及：销售+产品费率的下降为投顾费的增加带来了空间，激烈的竞争中渠道也主动求变（如券商从没有壁垒的经纪服务模式，转变为了壁垒更高、更个性化、客户粘性更高的投顾服务模式），促使“客户-（渠道-产品）”的简单服务链条向“（客户-投资顾问）-渠道-产品”的“投顾”模式而转变，投顾模式逐步得到普及。由于帮助客户减少费率、节约成本是投顾的工作之一，这又进一步推动了销售费率、管理费率的下降。到了2020年，基本上所有的金融机构都注册了“投顾公司”，基本上所有的居民（不论在哪开户，不论购买什么类型的产品），都是在投顾服务下进行投资的。

从居民的角度看，从“简单渠道模式”到“投顾模式”，虽然收费模式发生了变化，但是实际上，在整个产业链的链条中，如果居民想要参与资本市场、需要专业人士提供金融服务，永远是需要付出成本的。如1980年投资一个股票型基金，美国基民平均每年需要花费1.49%的销售费用+0.77%的管理费用，到了2020年，投资股票型基金的基民不需要花费前端申购费用，但仍需花费1%的投顾费用+0.5%的管理费用（含12b-1）。在这一过程中渠道面临了激烈的竞争、管理费也面临了竞争，但是金融的服务价值，依然存在。

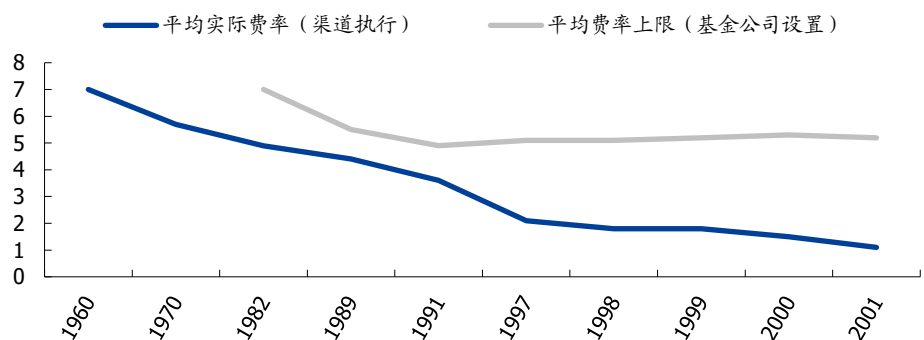
2.3.2.1、阶段一：渠道的竞争--从后端收费，到“免佣”、“12b-1”模式

与我国类似，若不考虑投顾费用，美国公募基金产品本身费用的“大头”，主要包括两块：1) 基金公司获得的管理费收入（资产规模 x 持有期限 x 管理费率）；2) 以及渠道获得的前后端销售费用（交易金额 x 费率）+12b-1 费用（相当于我国的“销售服务费”，按资产规模 x 持有期限 x 费率计算）。这其中美国与中国的主要区别在于，美国的基金销售渠道除了 12b-1 外，不能额外从基金管理费中分佣。

1980 年以前：美国的渠道主要依靠高额的前端销售费用收费。在 20 世纪 70 年代，美国不允许基金将净值中的一部分分给销售渠道，因此销售渠道的收入来源只有销售费用，且只有在购买/赎回时才能收取，因此为了获利：

- 1) 根据美国证监会（SEC）的统计，大多数基金都设置为单一的 A 类份额（仅前端收费）进行销售，这样销售机构可以在销售时立即获利；
- 2) 大多数销售渠道收取的销售费率极高，根据 ICI 的数据统计，在 1960 年、1970 年前端实际费率分别高达 7.0%、5.7%，且由于当时监管没有强制要求基金以标准化的方式披露费率，很多基民并没有意识到被收取了这么高的销售费用；
- 3) 销售渠道往往具有引导基民“频繁交易”的倾向。

图表 91：1980 年以前，美国销售费率较高（%）



资料来源：美国投资公司协会，国盛证券研究所

但 1980 年以后，基金行业渠道、费率的竞争呈现持续加剧的态势，直接推动了渠道收费、服务模式的改变，这主要分为三个层面：

- 1) **收费模式的转变：**1977 年开始免佣基金的推出，使得渠道面临巨大的竞争压力，1980 年美国证监会为“补偿”渠道的费率下降，推出了 12b-1 条款，允许基金可以从基金净值中抽取费用支付给销售渠道。自此以后渠道从收取的申购费为主的模式，逐步转变为采用 12b-1 的模式进行收费，即减少“看得见”的申购费用，增加“陪伴式”的 12b-1 费用（这与我国当前不少银行、券商开始大力布局 C 类 0 申购费基金的趋势类似）。此外完全不收取前后端费用的免佣基金的占比也在不断提升，根据 ICI 的统计数据，1980 年-2000 年，股票型基金中免佣基金占比从不足 40% 提升到接近 60%（见图 102）。
- 2) **整体费率的下降：**即便有“12b-1 费用”作为“补贴”，综合考虑“前后端费用”+“12b-1 费用”后，渠道整体所能获取的费率仍持续下降；
- 3) **商业模式的转变：**渠道议价能力持续下降，主要原因在纯粹的“经纪”业务本身“壁垒”不高+市场竞争加剧，这种情况下，渠道主动转型“壁垒”和差异化更高的“投顾模式”（这一点我们在第三小节详细分析）。

我们用“持有期总年化费率”的概念，来简单分解、说明这一过程：

由于销售费用是基于单次交易的收费，简单加总销售费率与运营费率没有太大的实际意义。这里引用 ICI 在 2002 年初做的测算⁵，汇总从买入基金到卖出的全周期中的所有费用，然后按持有周期进行年化，测算出持有期总年化费率，可以代表基民每年投资基金所花费的费用。其中进一步可以划分为渠道所获得的渠道年化费率（Distribution Cost，包含了年化处理过的销售费用及 12b-1 费用），以及基金公司可以获得的管理费率（Operating Expense，不含 12b-1）。根据测算，在 1980 年-2000 年期间：

1) **股票基金**：1980 年基民的持有期总年化费率为 2.26%（最早可得数据），其中渠道能获得的渠道年化费率为 1.49%，基金获得管理费率 0.77%。但到了 2000 年，基金持有期总年化费率下降到了 1.36%，其中渠道获得的大幅下降至仅 0.46%，而基金获得的略升至 0.90%。

2) **债券基金**：1980 年持有期总年化费率约 1.53%，到 2000 年下降至 0.90%，其中渠道所得费率从 0.82% 下降至 0.30%，基金所得费率从 0.71% 下降至 0.60%。

3) **货币基金**：1980 年持有期总年化费率约 0.55%，基本全部为基金公司所得，到 2000 年下降至 0.42%。

图表 92：美国不同种类基金产品持有期总年化费率情况：基金与渠道各自拿到了多少？（1980-2000 年，%）

	股票基金					债券基金					货币基金				
	1980	1998	1999	2000	2001	1980	1998	1999	2000	2001	1980	1998	1999	2000	2001
期间年化总费率	2.26	1.35	1.32	1.36	1.28	1.53	1.08	0.96	0.9	0.9	0.55	0.42	0.41	0.42	0.36
运营成本（Operating Expense）	0.77	0.83	0.84	0.90	0.88	0.71	0.62	0.58	0.6	0.57	--	--	--	--	--
销售费用	1.49	0.52	0.48	0.46	0.40	0.82	0.46	0.38	0.3	0.33	--	--	--	--	--
其中：12b-1 费用	--	0.22	0.21	0.22	0.20	--	0.19	0.16	0.13	0.17	--	--	--	--	--

资料来源：美国投资公司协会，国盛证券研究所整理

总的来说在激烈的竞争下，渠道“收费能力”的下降是一个大的趋势，但值得注意的是这一趋势是“有节奏的”，其中 1980 年、1987 年两个节点值得注意：

1) 1980 年：行业变革的开启。免佣基金的冲击+佣金费率竞争持续加剧的背景下，1980 年 12b-1 收费模式的诞生与普及，开启了行业变革。佣金费率整体下降的趋势下，12b-1 某种意义上成为了渠道降费的“补贴”，全行业基金从最开始基本全部采用申购收费的模式转变为到 2000 年 66% 的基金采用了 12b-1 收费，这一过程中，销售渠道的收费模式也逐步从“基于交易额”转向“基于 AUM”（详见专栏 11 的分析）；

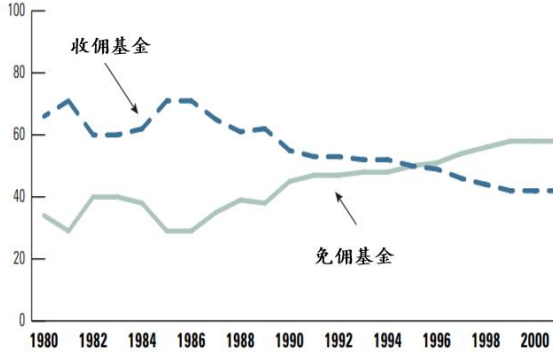
2) 1987 年左右：行业竞争显著加剧，变革加快。1980 年-1986 年间，虽然 12b-1 的收费方式在普及，但渠道年化费率并没有出现明显的下降，甚至在 1984-1987 年牛市（1087 点上涨至 2734 点）的过程中股票型基金的渠道年化费率都出现了一定程度的上升（见图表 139），这或部分由于当时股市上涨，居民对与基金投资的热情高涨，销售费率的敏感度也较低，渠道议价能力也较强。但 1987 年后，虽然到 2000 年前股市整体呈现长牛的趋势，但渠道的“收费能力”却出现了加速下降的趋势，渠道年化费率从 1.30% 左右持续下降至 2000 年仅 0.46%，其主要原因在于 1987-1992 年左右，监管完善、养老金大幅增持基金、基金超市、银行参与基金业务的门槛放松等一系列因素加剧了行业竞争（1987 年主要发生了什么？详细分析见专栏 12）。

值得注意的是，虽然 1980 年-2000 年渠道所获得的的费率整体呈下滑态势，但这段时间的基金大发展实现了“以量补价”，为渠道带来了大量的收入。以股票型基金为例，

⁵ 《Total Shareholder Cost of Mutual Funds: An Update》，ICI，2003

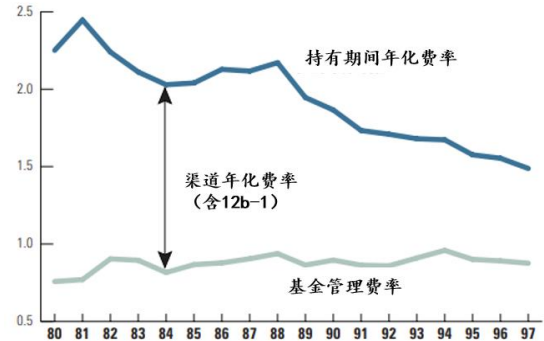
1970年-1980年10年间股票型基金的规模基本上没有增长，即便假设这段时间销售费率没有下降，那其收入也基本不会有增长。1980年-2000年20年间股票型基金从440亿美元快速增长到了3.9万亿美元（翻了88倍），年均增速高达25%，虽然渠道所获得的渠道年化费率从1.49%下降到了0.46%，但测算渠道销售收入年均增速达到了18%。

图表 93: 美国股票基金中收佣基金与免佣基金的数量比例 (%)



资料来源: ICI, 国盛证券研究所

图表 94: 美国股票型收佣基金年化销售费用 (含 12b-1, %)



资料来源: ICI, 国盛证券研究所

图表 95: 美国不同种类基金产品的收费方式、费率不一 (截至 20210807)

类别	基本信息		销售费用上限		交易费用 赎回费	运营费用		
	基金名称	份额	前端	后端		管理费	12b-1	其他
债券基金	American Funds The Bond Fund of America® Class A ABNDX	A	3.75%	--	1.00%	0.17%	0.25%	0.15%
		C	--	--	1.00%	0.17%	1.00%	0.15%
	Columbia Total Return Bond Fund Class A LIBAX	A	3.00%	--	1.00%	0.49%	0.25%	0.16%
		C	--	--	--	0.49%	1.00%	0.16%
	Fidelity Advisor® Total Bond Fund Class Z FBKWX	A	4.00%	--	--	0.30%	0.25%	0.20%
		C	--	--	1.00%	0.30%	1.00%	0.21%
平衡基金	MFS Total Return Bond Fund Class B MRBBX	A	4.25%	--	1.00%	0.40%	0.25%	0.14%
		B	--	4.00%	--	0.40%	1.00%	0.14%
		C	--	--	1.00%	0.40%	1.00%	0.14%
平衡基金	American Funds American Balanced Fund® Class C BALCX	A	5.75%	--	1.00%	0.22%	0.25%	0.11%
		C	--	--	1.00%	0.22%	1.00%	0.11%
	Davenport Balanced Income Fund DBALX	-	--	--	--	0.75%	--	0.18%
指数基金	Fidelity® Balanced Fund FBALX	-	--	--	--	0.38%	--	0.14%
	Vanguard Total Stock Market Index Fund Admiral Shares VTSAX	-	--	--	--	0.04%	--	--
	Fidelity® 500 Index Fund FXAIX	-	--	--	--	0.02%	--	--
股票基金	Schwab® S&P 500 Index Fund SWPPX	-	--	--	--	0.02%	--	--
	American Century Equity Income Fund I Class ACIIX	A	5.75%	--	--	0.91%	0.25%	0.01%
		C	--	--	1.00%	0.91%	1.00%	0.01%
	American Funds The Growth Fund of America® Class A AGTHX	A	5.75%	1.00%	--	0.26%	0.25%	0.13%
		C	--	--	1.00%	0.26%	1.00%	0.13%
货币基金	Columbia Dividend Income Fund Class C LBSCX	A	5.75%	--	1.00%	0.55%	0.25%	0.14%
		C	--	--	1.00%	0.55%	1.00%	0.14%
货币基金	ALFM Money Market Fund	-	3.00%		--	0.25%	0.25%	0.025%

资料来源: OneSource, 国盛证券研究所整理

专栏 11: 12b-1 收费模式的诞生与普及

美国在最早 1940 年出台的《投资顾问法》中 12b 条款明确规定，基金公司不能以基金净值中的一部分支付给销售渠道（因此最开始就禁止了类似我国基金管理费中分佣的“客户服务费”模式），销售渠道只能赚取“一次性”的销售费用，这也造成了 1970 年代大多数渠道采用高额的前端收费的模式赚取收入。

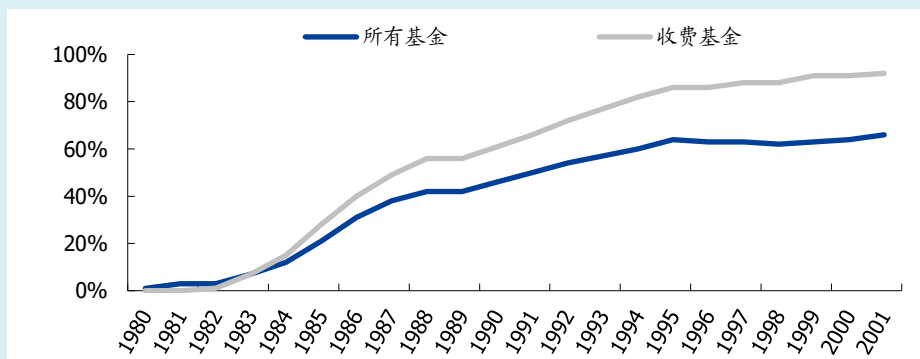
免佣基金的推出首次强化了基民的“费用意识”。1977 年，先锋集团推出了首个免佣基金，跳过销售渠道，通过直销的方式让投资者自己来购买基金份额，不向投资者收取销售费用，帮助客户直接省下了 5% 左右的销售费用，这一产品获得了市场的欢迎，富达基金等基金公司也开始纷纷效仿。不少基民开始认识到，免佣基金的低费率与收佣基金的高费率存在明显差异，社会公众开始对高额的前端收费模式抵触情绪加大，再加上 1960-1970 年道指基本没有上涨，1970 年代后期，基金赎回量甚至出现了明显增加（当年基金赎回量从 1978 年的 315 亿美元跳升至 1980 年的 2161 亿美元）。考虑到传统的收费模式不利于基金保有量的中长期发展，因此经过广泛的讨论和全面的考虑后，1980 年证监会对 12b 推出了补充条款 12b-1，首次允许了基金可以从基金净值中抽取费用支付销售渠道，但必须进行明确的信息披露，且接受相关监管，12b-1 费用也随之诞生。

12b-1 的收费模式的普及，也是销售渠道收费模式从“基于交易额”转向“基于 AUM”转变的过程。

12b-1 费用最开始推出的时候并没有引起大多数基金的重视，大多数收佣基金仍旧保持仅在前端收取申购的模式，以降低前端费率的方式与免佣基金进行竞争。根据 ICI 的统计，到 1984 年末全行业 12b-1 的收费规模也仅 8000 万美元，只有约 12% 的基金采用了 12b-1 的收费模式。但随着竞争的白热化、免佣基金持续的冲击，加上投资者对于基金收费细节的认知逐步提升，仅仅只通过下调费率，收佣基金依旧很难比肩销售“0 费率”的免佣基金，收佣基金逐步开始采用 12b-1 的模式进行收费，减少“看得见”的前端费用，增加“陪伴式”的 12b-1 费用成为趋势。到 2000 年末全行业基金中收取 12b-1 费用的比例逐步提升到 66% 左右，其中收佣基金中的这一比例更是达到 90% 左右，全行业 12b-1 的收费规模也快速增长到了 110 亿美元，期间年均增速高达 36%。

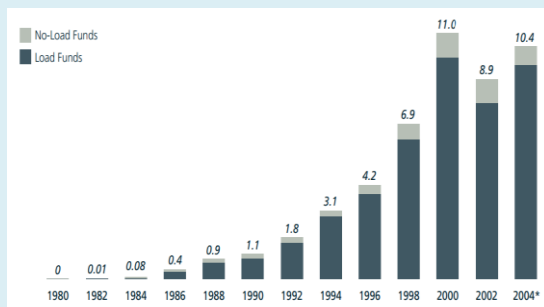
这一过程中，销售渠道的收费模式也逐步从“基于交易额”转向“基于 AUM”。根据 ICI 的统计数据，美国股票型收佣基金收取的渠道年化费率中，来自前后端销售费用的部分从 2.27% 下降至 2000 年仅 0.57%，而每年 12b-1 费率从 0.15% 逐步提升至 0.47%。

图表 96: 美国非货币基金中采用“12b-1”收费的比重 (%)



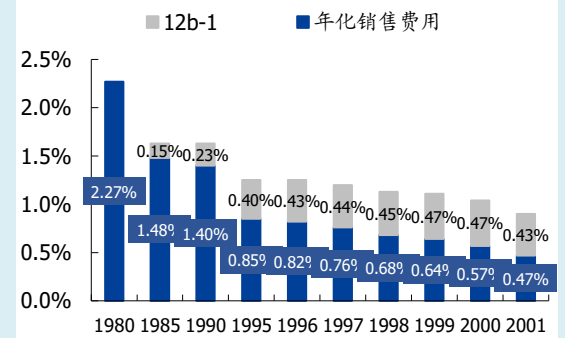
资料来源: 美国投资公司协会, 国盛证券研究所

图表 97: 12b-1 收入规模快速增长 (十亿美元)



资料来源: ICI, 国盛证券研究所
注: 2001 年为“互联网泡沫”破灭, 导致收入下降

图表 98: 美国股票型收佣基金年化销售费用 (含 12b-1)



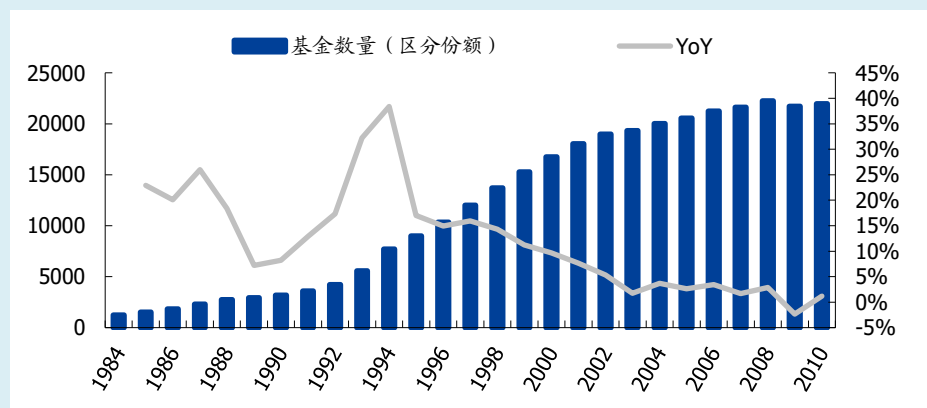
资料来源: ICI, 国盛证券研究所
注: 此处口径为股票型收佣基金, 因此费率比图表 141 的“股票型基金”更高。

专栏 12: 哪些因素导致 1987 年后, 行业竞争、变革加剧?

前文已有分析, 1987 年股市大跌后, 虽然到 2000 年前股市整体呈现长牛的趋势, 但渠道的“收费能力”却出现了加速下降的趋势, 渠道年化费率从 1.30% 左右持续下降至 2000 年仅 0.46%, 我们认为其主要原因在于:

- 1) 1987 年 10 月 19 日美股当日大跌 22.6%, 造成市场恐慌, 史称“黑色星期一”, 当年基金收益也受到重创, 不少销售渠道主动下降销售费用来安抚客户, 以保持基金规模的稳定;
- 2) 更重要的原因在于, 多因素影响下 1988 年-2000 年基金行业竞争激烈程度明显上升。体现在数据上, 根据美国投资公司协会 (ICI) 的统计, 全行业基金数量从 1988 年的 2737 个快速增长至 2000 年超过 1.67 万个, 尤其在 1989-1994 年的增长呈“提速”状态, 增速从 7.2% 持续提升至 1994 年超过 38%, 大量新的基金公司、渠道的进入加剧了竞争 (当然这一时期产品增加较快也与股票市场表现较好有关。但对比 1995 年-2000 年股票市场, 当时也处于牛市之中, 道指的涨幅还更高, 但基金产品的增速并没有明显的提升)。

图表 99: 1990 年后基金产品数量增速快速提升 (个)

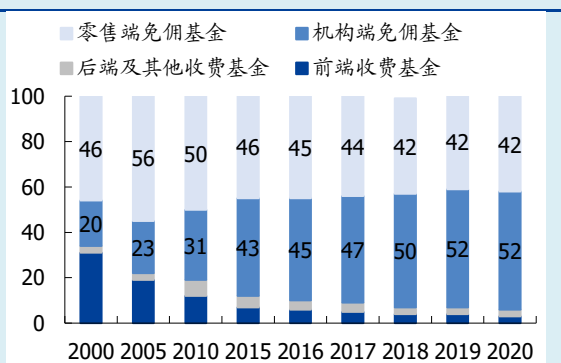


资料来源: ICI, 国盛证券研究所
注: 某一产品的 ABC 类份额作为不同的基金来统计

那么 1988 年后行业竞争为什么“突然加剧”了呢？这其中涉及了养老金的发展、信息披露及基金广告宣传方面的监管细则得到了完善、行业准入放宽、“基金超市”的崛起等多方面的因素：

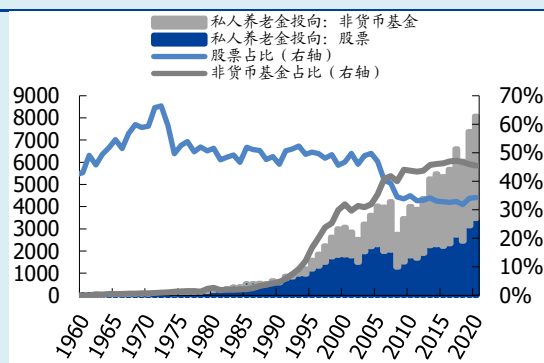
1) 贯穿这一时期的重要背景在于，养老金的快速发展进一步加大了对“低费率”、免佣基金的需求。根据前文的分析，经过 1970 年代末的一系列改革，DC 计划、IRA 计划为主的养老金得到了快速发展，其中 1987 年-2000 年，DC 计划、IRA 计划分别从 6320 亿、4040 亿快速增长至 2.9 万亿、2.6 万亿。且更为重要的是养老金投向公募基金的比重从 1987 年的 3.33% 快速提升到 2000 年接近 30%。养老金一般持有的时间较长，投资者一般也不会要求其获得持续跑赢大盘的主动收益，费率对长期收益的影响随着时间的推移会越来越大，因此大多数养老金更偏爱于低费率、免佣基金，根据 ICI 的统计，2000 年末 401(k) 投向免佣基金的比例就达到了 66%，到 2020 年这一比例更是上升至 94%。

图表 100: 401(K)中投向不同类别或份额的基金比重 (%)



资料来源: ICI, 国盛证券研究所

图表 101: 1987 年后养老金大幅增持共同基金 (%)



资料来源: Wind, 纽交所, 国盛证券研究所

2) 监管层面，1986 年-1988 年左右，信息披露及基金广告宣传监管细则的完善，增加了行业费率的“透明度”。

- 信息披露规定、“免佣基金”定义的完善+促进了基民“费用意识”的第二次觉醒。
 - 1988 年美国证监会 (SEC) 为了帮助基金投资者更好地了解其投资基金所花费的费用，强制要求所有基金在产品说明书的最开始，要以一个标准化的模板展示各类费用 (包括销售费用、交易费用以及运营管理费)，并且要专门测算在不同的持有周期中，各类费用最终加总会有多少。
 - 1992 年美国证监会 (SEC) 规定了 12b-1 超过 0.25% 的基金不允许被称作“免佣基金” (此前有不少基金不收取前端费用，但收取 1% 的 12b-1 费用的基金也声称自己为“免佣基金”)。这一系列规定的落地帮助投资者对于免佣基金与收佣基金之间的“费率差”有了一个更为清晰的认识，免佣基金也更加受到欢迎。
- 基金宣传与广告方面的限制被放宽，低费率、免佣的产品更容易受到追捧。1979 年以前基金产品不允许通过电视和广播进行广告宣传，且宣传文字不得超过 600 个字 (且必须附上完整的产品说明书)。1979 年美国证监会 (SEC) 通过了 482 号法规，删除以上两个限制，允许基金产品在一定的要求、格式下进行宣传。具体要求的细则在此后经过了长时间的讨论与试点，1986 年、1988 年债券、股票基金的电视宣传细则与模板才正式确定，此后各大基金公司都增加了广告投放的力度，在这越来越“透明化”的竞争环境中，低费率、免佣的产品更容易受到追捧。

3) 互联网渠道的发展下, 1990年代初“基金超市”模式迅速崛起造成了冲击。1992年美国著名折扣经纪商嘉信理财, 依托互联网平台创建了第一个一站式基金销售平台—“One Source”, 这个平台上集聚了市场主流的公募基金, 逐步开始完全不收取前后端及交易费用, 主要通过费率较低的 12b-1 模式, 从基金公司收取一定的费用, 这一模式大受市场欢迎, 不少集合经纪商纷纷效仿, 根据美国投资公司协会 (ICI) 的测算, 到 1999 年末“基金超市”平台上的基金资产规模, 占当时全市场基金净值的比重迅速提升至超过 6%。

4) 基金行业准入门槛的放宽, 让银行逐步进入“基金管理”的行业。1933年开始的分业经营时期, 规定证券、投资、经纪相关业务必须在接受证监会 (SEC) 注册监管, 禁止了美国商业银行设立、管理共同基金的业务资格 (但不少银行也会让客户经理代表在进行存款、贷款业务的同时, 尝试销售其他机构的共同基金)。2000 年以前, 美国的商业银行一直试图向监管申请放松部分基金、投顾业务的门槛, 1940 年放开了银行设立信托计划的权限 (但美国的信托计划主要是事务性的, 而非投资性), 1962 年部分允许了银行将一些客户管理账户以资金池的方式运行, 1981 年美联储和最高法院开始商讨修订《投资顾问法》以允许银行可以在公募基金中以投资顾问的模式服务客户, 此后在 1980-1990 年的一系列修订中, 银行才逐步放开试点管理基金的权限。

根据美联储及美国投资公司协会 (ICI) 的统计, 1987 年末共有 59 个银行设立了自己的基金, 而到了 1992 年只用了 5 年间, 这一数字就翻倍至 107 个 (主要是大型银行)。银行系的基金则从 1987 年的 213 个翻 4 倍增长至 1992 年的 884 个。从 1990 年末到 1993 年中不到 2 年的时间内, 银行系基金规模从 799 亿美元增长至 1947 亿美元 (+143.7%)。在拥有了自己的基金产品后, 银行更倾向于销售自己的产品, 银行自己产品在其基金销售的比重从 1991 年 (最早可得) 的 31.5% 持续提升至 1995 年的 47.9%, 1995 年末银行销售的产品规模约占全市场的 15.3%。

图表 102: 从银行渠道销售的基金中自己管理的基金及其他基金的比重 (个)

	1991		1992		1993		1994		1995	
	数量	%	数量	%	数量	%	数量	%	数量	%
银行自己管理的基金	347	31.5	488	37.0	758	42.6	959	46.3	1,116	47.9
其他基金	753	68.5	830	63.0	1,022	57.4	1,113	53.7	1,213	52.1
合计	1,100	100.0	1,318	100.0	1,780	100.0	2,072	100.0	2,329	100.0

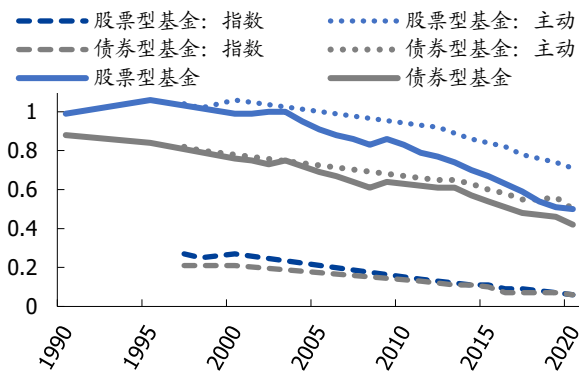
资料来源: 美国投资公司协会, 国盛证券研究所

2.3.2.2、阶段二：管理费的竞争—2000年后竞争加剧，被动型基金产品崛起

如果说2000年以前基金行业竞争受影响较大的主要在渠道端的话（体现为销售费率持续下降），那么2000年以后产品端则受到了明显的影响，体现为管理费率开始持续下降，且低费率的指数型基金、ETF基金开始崛起。

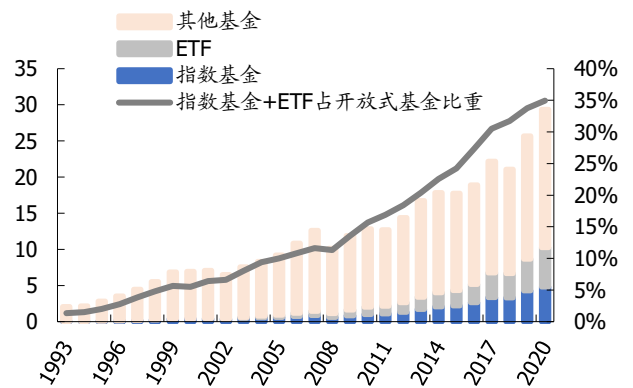
- 费率：股票型基金、债券型基金的管理费率（含12b-1⁶，后同）从2000年的0.99%、0.76%左右持续下降至2020年的0.50%、0.42%，且不论是主动型还是被动型产品均呈现下降趋势，而这一比例在2000年以前相对较为平稳。
- 产品结构：2000年后低费率的指数基金及ETF基金（如股票型指数基金、ETF在2020年的平均费率（含12b-1）仅、0.06%、0.18%）得到快速发展，净值规模分别从2001年的3700亿、800亿快速增长至2020年末的4.81万亿、5.45万亿，合计占开放式基金比重从6.43%迅速提升至2020年末的34.95%。

图表 103：各类基金平均费率（含12b-1）2000年后快速下降（%）



资料来源：美国投资公司协会，国盛证券研究所

图表 104：指数基金及ETF基金在2000年后得到快速发展（万亿美元）



资料来源：美国投资公司协会，国盛证券研究所

造成这一影响的主要原因在于三个方面：竞争加剧、长期看主动管理型基金难以跑赢大盘、养老金、投资顾问更倾向于配置低费率的产品。

1) 原因一：2000年后基金行业的竞争加剧，这又具体可以分为几个层面：

A、供给端：混业经营的开放进一步加剧了竞争，且龙头集中度不断提升。

1999年美国通过了《金融服务现代化法案》，重新允许商业银行与投资银行业务混业经营。此前苦受利率市场化、金融脱媒经营压力的商业银行，在财富管理、投资银行等中间业务收入上看到了希望，大型商业银行纷纷加大了并购重组的力度，布局财富管理领域，根据美林的统计，仅2000年当年涉及共同基金的并购金额就达到288亿美元，其中银行及保险系发起的并购金额就达到197亿美元。2000年在前10名的财富管理机构中，银行系仅占一席（美国银行），但经历了并购重组的浪潮后，银行系在2008年已占据了一半的席位。

与此同时，资产管理行业的龙头集中度开始不断提升。根据美国投资公司协会（ICI）的统计，前25大基金公司的市占率是从2000年不到的70%的水平到2020年已回升至约81%。在这过程中最头部TOP10机构的龙头更加稳固，贝莱德与先锋基金在2010年

⁶ 2000年开始，ICI不再披露剔除12b-1的管理费率（即完全归基金所得部分，如图表141），此后我们不得不都用这一新口径数据。

后至今稳坐前二，安联集团、道富银行、富达投资则稳居 TOP5，且每年名次变动均较小。从产品来看，单个基金产品的平均规模从 2000 年的 4.2 亿美元，迅速提升至 2020 年的 10 亿美元。

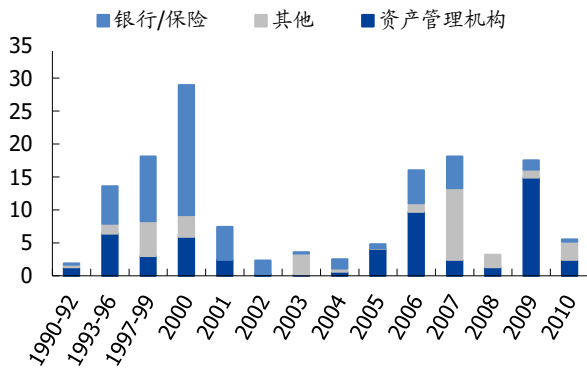
基金管理行业是典型的“规模经济型”，固定成本不会随着规模的上升而增加。龙头集中度不断提升+单个产品规模不断做大，各家公司对管理费率下降的“容忍度”也在不断下降。

图表 105: 美国财富管理行业 TOP10 的机构排名 (按 AUM 排名, 十亿美元)

2000	2003	2006	2009	2012	2015	2018	2019	2020	2020AUM规模(十亿美元)
保德信金融集团	富达投资	富达投资	贝莱德	贝莱德	贝莱德	贝莱德	贝莱德	贝莱德	8676.7
富兰克林	先锋基金	道富银行	道富银行	安联集团	先锋集团	先锋集团	先锋集团	先锋集团	7148.8
北美信托	道富银行	富兰克林	富达投资	先锋集团	道富银行	道富银行	道富银行	富达投资	3609.1
美国银行	富兰克林	先锋基金	先锋基金	道富银行	富达投资	富达投资	富达投资	富达投资	3467.0
贝莱德	摩根大通	贝莱德	安联集团	富达投资	安联集团	安联集团	安联集团	安联集团	2920.6
信安金融集团	保德信集团	摩根大通	摩根大通	摩根大通	摩根大通	摩根大通	摩根大通	资本集团	2383.7
艾弗里	威灵顿管理公司	联博控股	富兰克林	富兰克林	纽约梅隆银行	纽约梅隆银行	资本集团	纽约梅隆银行	2211.0
WDR	摩根士坦利	法国外贸银行	纽约梅隆银行	纽约梅隆银行	富兰克林	资本集团	纽约梅隆银行	东方汇理	2126.4
IGM金融公司	贝莱德	瑞银集团	资本集团	瑞士信贷银行	资本集团	东方汇理	东方汇理	摩根大通	2060.0
AGF	大都会人寿保险	北美信托	美国银行	保德信集团	瑞士信贷银行	富兰克林	法通保险	法通保险	1745.8

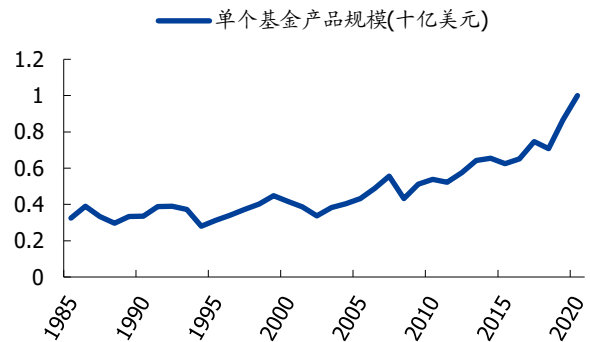
资料来源: Bloomberg, 公司财报, 国盛证券研究所

图表 106: 美国共同基金相关的并购重组案件金额 (十亿美元)



资料来源: 美林证券, Harvard, 《Leadership in the Fund Industry》, 国盛证券研究所
注: 按发起并购的发起人分类

图表 107: 2000 年后美国单个基金产品的规模快速上升 (区分份额)

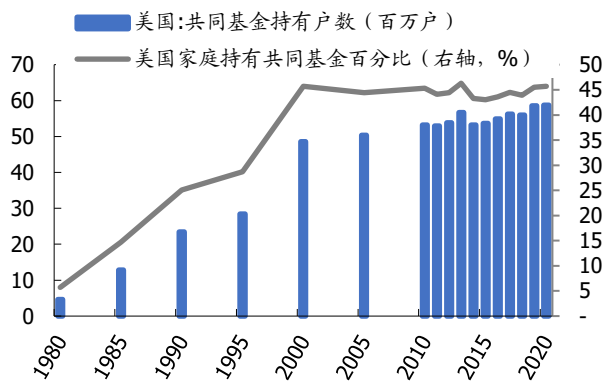


资料来源: Wind, 美国投资公司协会, 国盛证券研究所

B、需求端: 2000 年后基金产品在居民之中的“渗透率”见顶，进入“存量竞争”。在 2000 年前基金产品快速发展的时期，居民持有基金的家庭数从 1980 年的 460 万户快速提升至 2000 年末的 4860 万户，美国家庭中持有基金的比例从 5.70% 快速提升至 2000 年的 45.7%，但此后这一比例基本维持在 45% 的水平。在基金快速普及的阶段，销售渠道可以通过“佣金减免”的方式吸引新客，但随着大量老基民选择了最适合自己的基金渠道、费率、服务模式（如图 141 所示，2000 年后直销、基金超市、养老金、销售团队及投资顾问渠道购买基金的资产占比基本稳定在了 14%、6%、24%、56% 的水平），全行业对销售费率的敏感度或相对下降，对管理费率及业绩表现的敏感度相对提升。

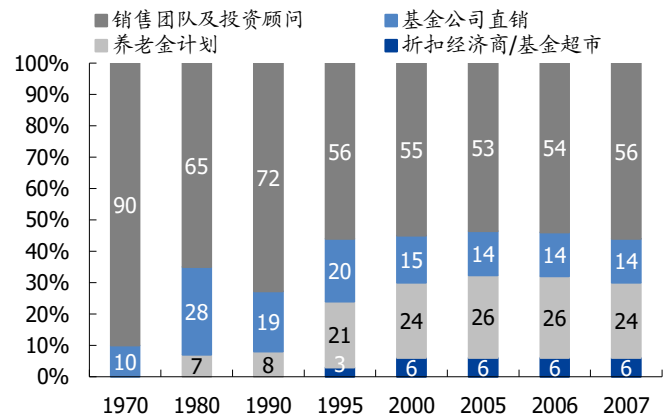
C、价格端: 基金销售费率已明显低于管理费率，对比之下管理费率继续下降的空间更大。2000 年年末年化前后端费率只有 0.24%，12b-1 仅 0.22%，管理费率（不含 12b-1）为 0.90%（见图 101）。

图表 108: 2000 年后美国共同基金“渗透率”逐步见顶



资料来源: 美国投资公司协会, 国盛证券研究所

图表 109: 美国居民各渠道购买基金的资产规模占比 (%)

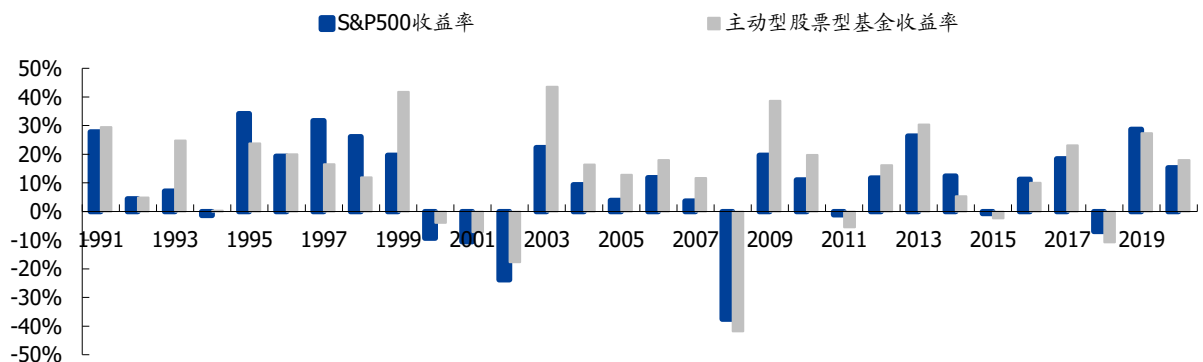


资料来源: 美国投资公司协会, 国盛证券研究所

2) 随着“美股机构化”的完成, 长期来看主动型基金跑赢指数的难度越来越大。与基金“渗透率”见顶几乎同步的是, 美股投资者结构中, 居民直接持股的比例在 2000 年下降至 40% 左右后, 一直维持稳定至今。在机构为主的股市中, 主动型基金跑赢指数的概率明显降低, 特别是在 1995-2000 年 (我们统计的主动管理型基金共计上涨 163%, 跑输标普 500 的 188%)、以及 2010 年以来 (主动管理型基金累计 168%, 而标普 500 上涨 183%), 与此同时, 1995-2000 年的过程中美国股市持续上涨, 波动不大, 买入持有是比较好的策略, 主动管理型基金经理的能力难以体现。

3) 养老金、投资顾问更倾向于配置低费率的资产。在养老金继续偏好低费率的被动型基金的基础上 (前文已分析), 随着买方投顾模式的成熟, 投资顾问在一定程度上已经帮助投资者完成了主动资产配置的步骤。根据美国投资公司协会 ICI 数据统计, 2020 年投顾全权委托的模式 (Discretionary, 即投资顾问经理可自主决策资产投向) 占投顾服务模式的比重超过 90%, 根据 Broad Bridge 咨询的统计, 顾问渠道销售的基金中 66% 投向了被动型基金。

图表 110: 美国主动型基金越来越难“跑赢”指数



资料来源: Bloomberg, 国盛证券研究所

2.3.2.3、维度三：费率下降、投顾业务发展相互推动，行业收费模式变革完成

对于美国财富管理行业而言，在最开始的代销模式下，基金与客户之间主要依靠的是经纪人与交易商（Brokerage-Dealers），他们本质上是渠道的一部分，以简单的“客户-渠道-产品”为服务链条，在投资者的买卖交易中获取销售费用，盈利模式的重点在于增加“交易量”。根据 ICI 的统计数据，1970 年末通过传统经纪人出售的基金占总基金的比重高达 73%。

而正如前文所分析的，从 70 年代末开始，在财富管理行业的爆发、行业竞争的加剧下：

- 1) 渠道的“收费能力”出现了明显的下滑，销售费率持续下降；
- 2) 渠道收费模式发生变化，以交易量为基础的前后端佣金费用持续下降，以及免佣基金的不断展下，从客户到渠道都逐步适应了以管理资产收费为基础的“陪伴模式”；
- 3) 与此同时，产品端管理费率也在竞争加强的情况下，不断下滑；

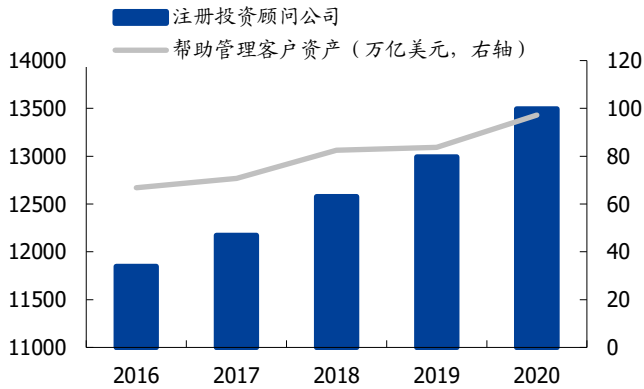
一方面，销售+产品费率的下降为顾问费的增加带来了空间，另一方面激烈的竞争中渠道也主动求变（从券商从没有壁垒的经纪服务模式，转变为了壁垒更高、更个性化、客户粘性更高的投顾服务模式），促使“客户-（渠道-产品）”的简单服务链条向“（客户-投资顾问）-渠道-产品”的“投顾”模式而转变，投顾模式逐步得到普及。而投顾模式的普及之下，帮助客户减少费率、节约成本成为他们工作中的重点，他们会更倾向于从各种指数型、ETF 型产品中选择当前环境下最有价值的品种（相当于承担了一部分的“主动管理”工作），又进一步推动了销售费率、管理费率的下降。

发展到了 2020 年，目前美国财富管理行业已经形成了成熟的“投顾”模式，基本上所有的金融机构都注册了“投顾公司”，基本上所有的居民（不论在哪开户，不论购买什么类型的产品），都是在投顾服务下进行投资的，具体来说：

- 1) 投顾经理数量庞大：根据美国投顾协会（IAA）、美国证监会（SEC）与金融监管局（FINAR）数据统计，2020 年末全美国共有超过 1.35 万家公司在证监会注册为“投资顾问公司”（在混业经营的环境中，注册的公司可以是个人，也可以是银行、投行、基金等机构），包括了 36.9 万名投资顾问经理。相比之下，注册为从事经纪业务的公司仅 3435 家，且过去 10 年不断减少。36.9 万投资顾问经理中超过 80% 也同时具有有经纪人资格，可以提供给投资者从投资咨询到经济交易一揽子金融服务。
- 2) 帮助客户管理资产规模大：根据美国投顾协会（IAA）统计数据，2020 年末投资顾问帮助管理客户资产（regulatory assets under management, RAUM）高达 97.2 万亿美元，相当于同期居民狭义金融资产规模（102.3 万亿美元）的 95%。
- 3) 服务模式中全权委托占比达 91%：投顾的服务模式一般分为客户全权委托（Discretionary，即投资顾问经理可自主决策资产投向）和非全权委托（Non-Discretionary，即投顾不能自主代替客户进行投资决策）两类。根据 ICI 统计，全权委托的占比达 91%。
- 4) 95% 的投资顾问基于 AUM x 投顾费率收费：美国投顾的收费中包括了按 AUM 收取管理费、固定费用（例如年费等）、业绩报酬提成、小时计费、收取佣金（主要是 12b-1）及其他费用。2020 年 95.4% 的投资顾问经理以 AUM 收取管理费，是最核心的收费模式，在此基础上 44.9%、36.6% 的投资客户经理会收取固定费用、业绩报酬提成，只有 14.3% 的投资顾问经理会收取佣金及其他费用。根据 SEC 的统计数据，从全行业的统计结果来看，平均费率一般在 0.5%-1.2% 之间，随着客户的管理资产规模的上升而逐步下降，5 万美元资产对应的费率是 1.18%；而 3000 万美元对应的费率是其一半的水平，仅为 0.59%。

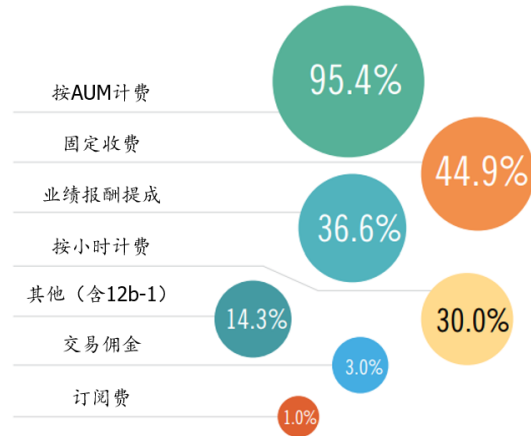
从居民的角度看，从“简单渠道模式”到“投顾模式”，虽然收费模式发生了变化，但是实际上，在整个产业链的链条中，如果居民想要参与资本市场、需要专业人士提供金融服务，永远是需要付出成本的。如1980年投资一个股票型基金，美国基民平均每年需要花费1.49%的销售费用+0.77%的管理费用，到了2020年，投资股票型基金的基民不需要花费前端申购费用，但仍需花费1%的投顾费用+0.5%的管理费用（含12b-1），在这一过程中渠道面临了激烈的竞争、管理费也面临了竞争，但是金融的服务价值，依然存在，居民也需要对此付费。

图表 111: 美国投顾模式下的 RAUM 已超过 97.2 万亿美元 (个)



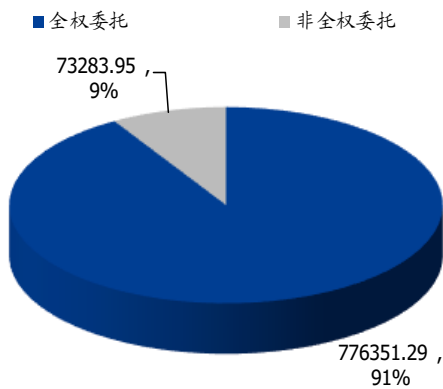
资料来源: 美国投顾协会, 国盛证券研究所

图表 112: 美国投资顾问以 AUM 收费为主流 (2020 年)



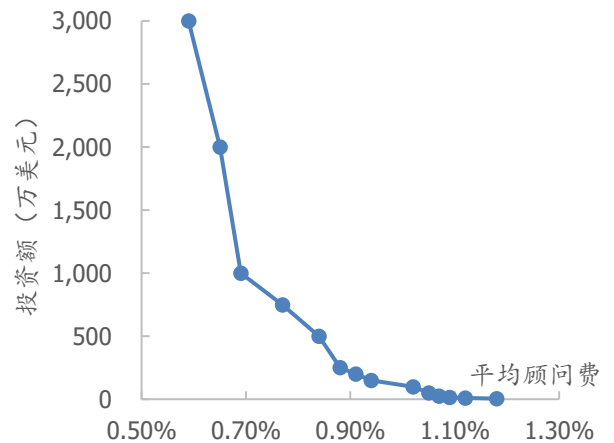
资料来源: 美国投顾协会, 国盛证券研究所

图表 113: 投资顾问管理的资产中: 有 91% 选择全权委托



资料来源: 美国投资公司协会, 国盛证券研究所

图表 114: 美国投资顾问平均投顾费率情况 (2020 年)



资料来源: SEC, 国盛证券研究所

2.3.2.4、美国财富管理行业的变革给我国带来了哪些借鉴经验？与我国当前的情况有哪些异同？

相比美国而言，我国当前财富管理行业（详见 2.1 的分析）：1）服务模式为“卖方模式”，渠道收费为主。2）综合费率高于美国：简单来看，我国居民投资普通股票型基金，申赎费（1.5%的一折）+管理费（1.5%左右）+赎回费（0.5%左右）+托管费（0.25%左右）简单加总费率即可达到 2.4%（再考虑到我国居民普遍持有时间较短，居民每年的申赎费或更高。根据蚂蚁集团 2020 年的统计，仅 38% 的基金持仓在 1 年以上，而美国大多数通过养老金投资，持有期限更长，）。3）渠道，特别是银行渠道“话语权”较强；4）产品：我国居民主要配置的产品是存款及银行理财，公募基金中以货币基金、债券基金为主（占全部公募基金净值的 40.1%、24.9%），基金管理风格上依旧以主动型为主（被动指数型股票基金占全部公募基金比重仅 0.52%）。

但值得注意的是，与美国 1970 年代末以来财富管理行业爆发期间类似，近期我国基金行业出现了一些“边际变化”，包括：1）“免申购费”的基金超市的“崛起”。2）部分头部银行代销方式开始转向“陪伴式收费”（见前面专栏 6）。3）近期监管也在致力于营造“统一、透明、高效”的展业环境。除了《资管新规》的出台让各类资管产品同台竞争外，2020 年监管出台了《基金销售管理办法》，允许基金管理人、销售机构规范利用互联网平台获客（类似 1988 年美国证监会对基金电视广告宣传的放开），要求基金销售机构不得将销售收入作为主要考核指标，且明确要求公开尾佣比例且不得超过 50%。

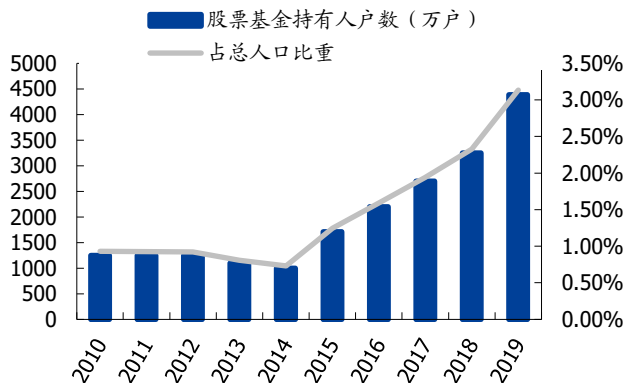
我们预计我国基金行业未来在销售费率方面，竞争有可能会加大，投顾服务也有发展空间，但是想要形成美国管理被动化、全面投顾化的服务与收费模式还需要很长的时间，渠道、产品依旧是我国财富管理业务发展的重要力量，主要原因在于：

1) 我国金融市场格局、发展历史均与美国不同。

- **美国：**在 1933 年-2000 年长期的分业经营历史中，银行这类大型机构虽然掌握着居民的存款账户，但其从事财富管理相关工作“困难重重”，且无法管理自己的基金。因此美国居民从财富管理行业爆发之初，就更习惯于通过在经纪人、独立投资顾问的服务下进行。这些经纪人往往以个人、小团队的方式开展业务（如 2020 年美国注册了投资顾问业务资格的公司共 1.35 万家，其中 1.18 万家的雇员在 50 位以下），这使得美国财富管理行业（特别是渠道上）更容易形成激烈的竞争环境（关于美国基金销售渠道的分析，详见专栏 13）。虽然 2000 年混业经营开放，但美国财富管理行业的模式已基本成熟，银行部分“错失”了财富管理行业的发展良机。
- **中国：**我国一直采用分业经营的监管框架，且我国的银行：1）是我国金融体系中最重要的一部分，拥有广泛的零售客群基础、线下网点、优质的品牌形象、丰富的产品体系及较强的综合服务能力；2）具有基金牌照，银行理财产品（特别是净值化转型后与公募基金差异已非常小），且银行理财产品+存款目前占我国居民金融资产配置的比例高达 62%，是最主要的配置方向；3）是基金销售的重要力量，特别是在股票型+混合型基金方面（前文已详细分析）；因此在分业经营的监管框架、宏观大环境不发生重大变化的情况下，预计我国以银行为代表的“渠道力量”将继续保持较高的“话语权”。

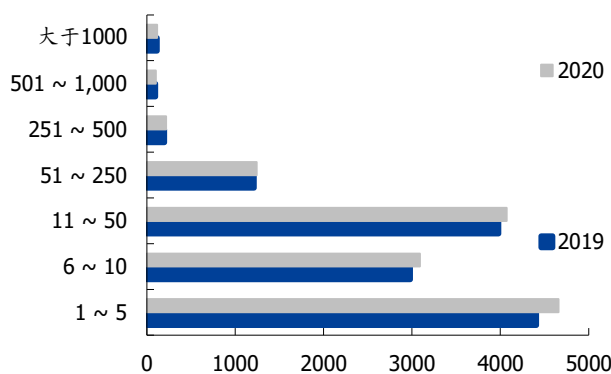
2) 我国还处于财富管理的发展初期。与美国在 2000 年后基金渗透率已经“见顶”不同，我国 2019 年末股票基金持有户数只有 4389 万户，占全国总人口的比重只有 3%，未来发展空间非常大，预计在很长的时间段中都将处于“增量竞争”的过程中，因此预计我国短期渠道竞争可能会有所加剧，对全行业渠道费率或有一定影响（但由于第 1 点提到的竞争格局不同，短期内也很难类似美国那样大幅、快速下降），但预计财富管理相关的收入还是会快速。

图表 115: 我国股票型基金持有人户数、渗透率均较低(万户, 测算)



资料来源: 中基协, 国盛证券研究所

图表 116: 美国注册投资顾问公司 (RIA) 按雇员数量分布 (个)

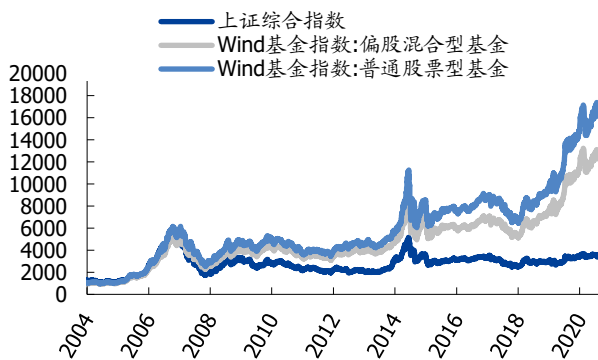


资料来源: 美国投顾协会, 国盛证券研究所

3) 相比美国庞大、成熟的养老金体系, 我国二、三支柱还在初级阶段。推动美国各类基金渠道费率、管理费率下滑的一个重要原因正是美国长期的养老金资金不断流入 (其对费率的敏感度更高), 并成为居民最主要的投资基金的渠道之一。但我国第二、三支柱仍处在建设的初级阶段。截至 2019 年底, 真正意义上第三支柱的税延型商业养老保险试点参保人数仅 4.7 万人, 保费收入仅 2.45 亿元。

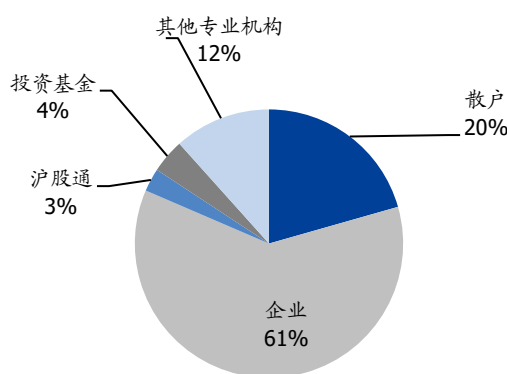
4) 我国主动管理型股票基金还有很大的“表现空间”。根据 Wind 数据统计, 通过指数法测算的 2004 年以来我国混合偏股型、普通股票型分别累计上涨了 1175%、1529%, 年均涨幅高达 16.15%、17.84%, 但同期上证综指仅上涨 249%, 年均涨幅 5.52%。与美股投资者结构中机构投资者占比较高不同, 我国股票市场投资者结构中机构投资者占比仍较低 (根据上交所披露机构投资者持股市值占比仅 15.74%, 其中专业投资基金占比不足 5%), 主动型基金专业化的投资能力有望在未来继续保持较好的“超额收益”, 这也将有利于全行业费率的整体稳定。

图表 117: 2004 年以来我国股票、偏股型基金表现明显好于指数 (点)



资料来源: 中基协, 国盛证券研究所

图表 118: 我国 A 中机构投资者占比仍偏低 (2019 年)



资料来源: 上海证券交易所, 国盛证券研究所

当前我国渠道的竞争已有所增加, 渠道内的投顾服务有不错的发展空间 (投资咨询服务的高低很大程度上将决定渠道的客户粘性), 但目前还处于初级阶段。

但需要再一次强调的是, 不论中国还是美国, 虽然收费模式发生了变化, 但是实际上, 在整个产业链的链条中, 如果居民想要参与资本市场, 需要专业人士提供金融服务, 永远是需要付出成本的。或许当前渠道面临了激烈的竞争, 或许未来管理费也会面临竞争, 但是金融的服务价值, 依然存在, 这也是财富管理行业盈利模式的核心。

专栏 13: 美国基金销售渠道有什么特点? 为什么银行渠道不强?

与我国按照机构类别分类的模式不同, 目前美国的渠道主要按照提供服务方式, 大致可以分为三大类:

1) 直销市场 (Direct market): 包括基金公司直销渠道 (即基金公司自己出售自己的产品), 折扣经纪商 (Discount-Broker, 类似我国券商) 及基金超市平台, 他们提供大量费率较低的产品供投资者自己选择购买。

2) 销售团队及投资顾问 (Sales Forces and Investment Professionals): 包括全能经纪人 (Full-Service Broker)、独立投资顾问 (Independent Financial Planner)、银行客户代表 (Bank or Saving Institution Representatives)、保险代理人、会计师等, 他们主要在提供包括投资咨询、资产配置、经纪交易等个性化综合金融服务的同时销售基金。

3) 养老金计划 (Retirement Plan): 养老金开户机构为客户提供一系列不同类型的底层资产供投资者选择, 投资者定期从中投资基金。

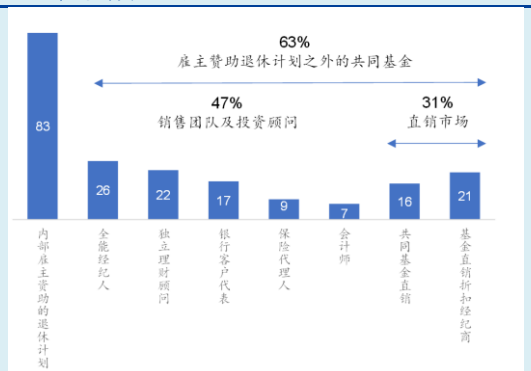
根据美国投资公司协会 (ICI) 的数据, 总结来说:

1) 养老金是美国家庭覆盖面最广的投资渠道。2020 年约 83% 的家庭会通过养老金计划购买基金, 47% 的家庭会通过销售团队及投资顾问购买, 31% 的家庭会通过直销市场购买 (由于大多数家庭不只是通过一种渠道购买基金, 所以数据有重叠部分, 若剔除重叠部分从“首要购买渠道”来看, 59% 的家庭选择养老金计划, 依旧在各渠道中最高)。

2) 但从资产规模的角度来说, 预计销售团队及投资顾问的服务下的购买基金规模最大。从美国投资公司协会 (ICI) 最新可得的 2007 年的数据来看, 虽然 66% 的居民会通过养老金购买基金, 但其所购买的资产占基金总规模的比重只有 24%, 相比之下销售团队及投资顾问这一占比为 56%, 在各渠道中占比最高 (考虑到 1995 年-2007 年以来这一比例都较为稳定, 预计目前大致是这样的情况)。主要原因在于, 养老金是“普罗大众”的产品, 覆盖了大量的基础客群, 只通过养老金购买基金的户均购买金额相对较低, 2007 年仅为 11.1 万美元, 明显低于销售团队及投资顾问的 28.4 万美元 (找独立销售团队、投资顾问的往往是“主动”想要投资基金的客户, 户均规模相对更高)。

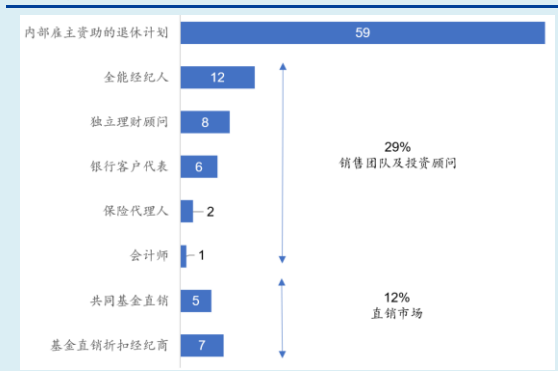
3) 与我国居民大多在“机构渠道”(如银行)购买基金不同, 美国居民更习惯于通过相对独立的经纪人、独立投资顾问的咨询下购买基金。2020 年约 26%、22% 的家庭会通过全能经纪人、独立投资顾问购买基金, 相比之下银行客户经理这一数字为 17%, 且从 2007 年最新可得数据来看, 全能经纪人、独立投资顾问户均 33.2 万、31.0 万美元的户均规模也高于银行的 23.1 万美元。

图表 119: 美国家庭购买基金的渠道分布 (XX% 家庭通过 A 渠道购买, %)



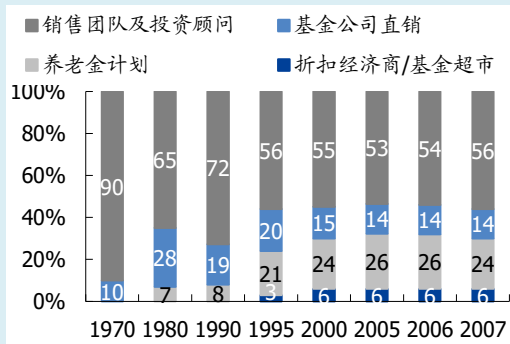
资料来源: ICI, 国盛证券研究所

图表 120: 美国家庭购买基金的“首要”渠道分布 (%)



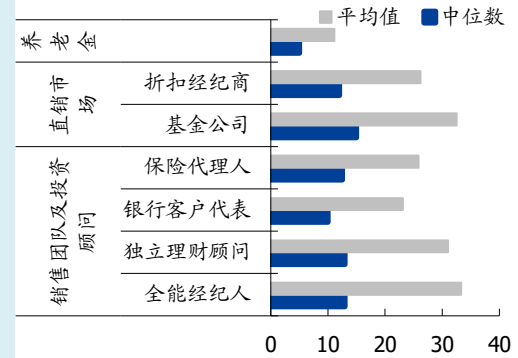
资料来源: Wind, 纽交所, 国盛证券研究所

图表 121: 美国居民各渠道购买基金规模占比 (%)



资料来源: ICI, 国盛证券研究所

图表 122: 不同渠道户均资产规模 (万美元, 2007年)



资料来源: 美国投资公司协会, 国盛证券研究所
注: 养老金户均规模为仅通过养老金购买基金的客户。

为什么美国经纪人、投资顾问看上去比较“独立”，且强于银行渠道？

经纪人、独立投资顾问、银行客户代表主要是“职称”，在监管体系上有差异。其中经纪人主要受美国金融监管局（FINRA）监管，投资顾问受美国证监会（SEC）监管，银行客户代表属于银行，受美国货币通理局（Office of the Comptroller of Currency, 简称 OCC）监管。

财富管理业务方面，目前这三类职业目前已基本没有差异。经纪人往往也会提供投顾服务不仅仅收取交易佣金，也会按照客户的 AUM 规模进行收费（所以现在一般称为全能经纪人，Full-Service Broker），投资顾问在提供投顾服务的同时往往也帮助客户完成交易，银行客户代表在商业银行业务（如存贷款）的基础上也可以出售基金、提供投顾服务。

为什么在美国独立投顾、经纪人会成为主要渠道？--分业经营下银行进入基金市场较晚是一个重要原因

在 1933 年-2000 年严格的分业经营的体制下，这三类职业是独立且分工清晰的，经纪人主要帮助客户进行经纪交易业务，投资顾问提供投资咨询服务。银行客户代表最开始只能经营商业银行业务（如存款、汇款、贷款等），而证券及投资相关业务是被完全禁止的，因此根据 ICI 的统计，1970 年末 70% 的基金是通过经纪人出售的。一直到 1980 年末左右，部分政策才开始放宽，商业银行才逐步允许进入基金行业（后文详细分析），但此时大多数居民已经习惯在经纪人、投资顾问渠道购买基金，商业银行也因此部分“错失”了公募基金的黄金发展时期。

2000 年后混业经营的放开，金融机构之间的“界限”也被打破，不少传统的商业银行加速收购或者成立自己的投资银行部、资产管理部。在这个过程中以前“独立”的经纪人团队、“独立”投资顾问团队或公司，可能也被纳入某银行的一个子公司或部门（如摩根大通旗下的“JPM Financial Management”部门）。此时他们的“独立”主要指他们自己不管理基金，且与自己银行的资产管理部没有利益关联（只是给客户投资建议，比如买哪个基金产品，而不是只卖自己的产品）。这也是美国基金销售渠道不能像我国一样按机构划分的原因，也很难回答哪一类金融机构在渠道中更强，只能说目前投资顾问与经纪人所销售的资产会比银行客户代表销售的更多。

2.3.2.5、案例分析：顺应行业的变革，各财富管理机构是如何“主动求变”的？

(一) 券商--嘉信理财：从经纪业务转型综合金融服务商，专注降低客户“交易费率”

从财富管理的商业模式角度看：顺应渠道费率下降的“时代潮流”，嘉信理财扮演了“带头冲锋”的角色，经历了折扣经纪商—资产集合商—综合金融服务商的转型：

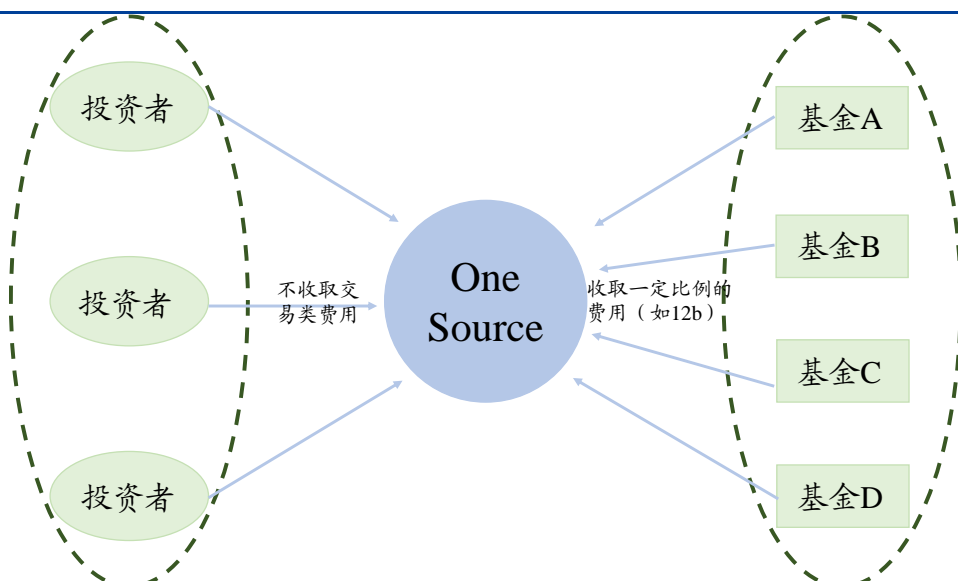
1) 1992 年以前：作为传统券商，以交易佣金为主：1993 年嘉信理财的交易佣金收入占比高达 75%；

2) 1992 年-2000 年：在股票佣金率下滑以及共同基金大发展的背景下，公司积极开展基金类业务，扮演资产集合商的角色，“带头”降低客户的交易费率。

- 1992 年，嘉信理财对基金销售业务的模式进行了创新，率先发力“基金超市”模式，其基金产品主要来自其自营基金和第三方基金公司。其中，自营基金是由嘉信投资管理公司（Charles Schwab Investment Management Inc.）作为管理人，并依托嘉信理财的渠道进行发行销售，共有 50 多种基金供投资者选择，包括股票、债券、指数基金等。而第三方基金又分为 OneSource 平台上的基金和其他第三方基金。OneSource 平台是在 80-90 年代美国共同基金蓬勃发展的背景下成立的一站式基金超市，在这一平台上，嘉信销售的基金完全按照“免佣模式”进行，不收取投资者的前后端的手续费，但向基金公司按一定比例收取服务费（12b-1 费用），当然投资者也可以通过嘉信理财购买未在 OneSource 平台上架的其他第三方基金，但在手续费上有所差异（如需收取一定的交易类手续费）；
- 与此同时，在 1995 年嘉信理财增设独立第三方投资顾问服务，当客户对于购买何种基金或资管产品存在投资咨询需求时，公司根据客户的资产规模和差异化需求，提供 9 种类型的投资管理咨询服务，服务方式覆盖从全自动化、到辅助以专业辅导，以及一对一的专业顾问服务等多层次。从 90 年代到 00 年代初期，资产管理类收入占比稳步提升，从最初的 10%左右提升至 47%；

3) 1999 年美国允许混业经营后，通过一系列的投资、并购，开拓业务布局，成为包含证券经纪业务、银行、资产管理等的综合金融服务提供商，其中嘉信银行业务 2003 年后发展迅速，其利息净收入占比在 2000 年后快速提升。

图表 123: OneSource 平台运营原理



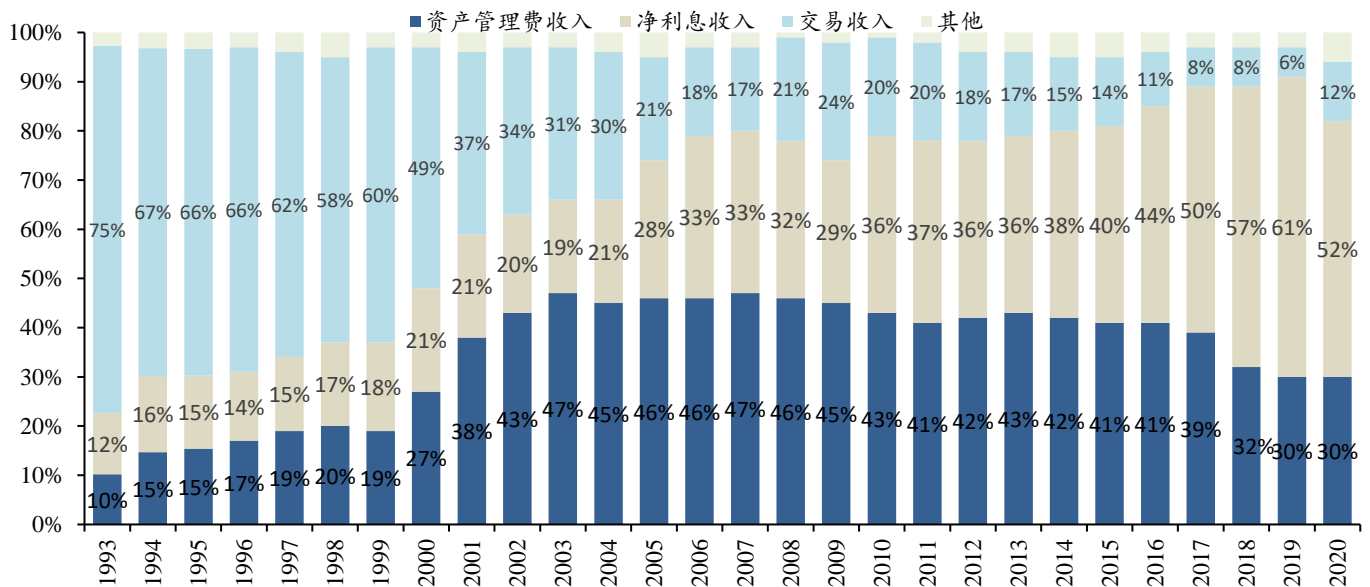
资料来源：嘉信理财公司公告，国盛证券研究所整理

从盈利模式的角度看：

1) 嘉信理财收入结构也经历了从以交易佣金为主（1993年占比75%），转向资产管理业务为主（2003年最高达到47%），再到利息净收入占比的快速提升（2020年达到52%，资产管理业务占比下降至30%）。

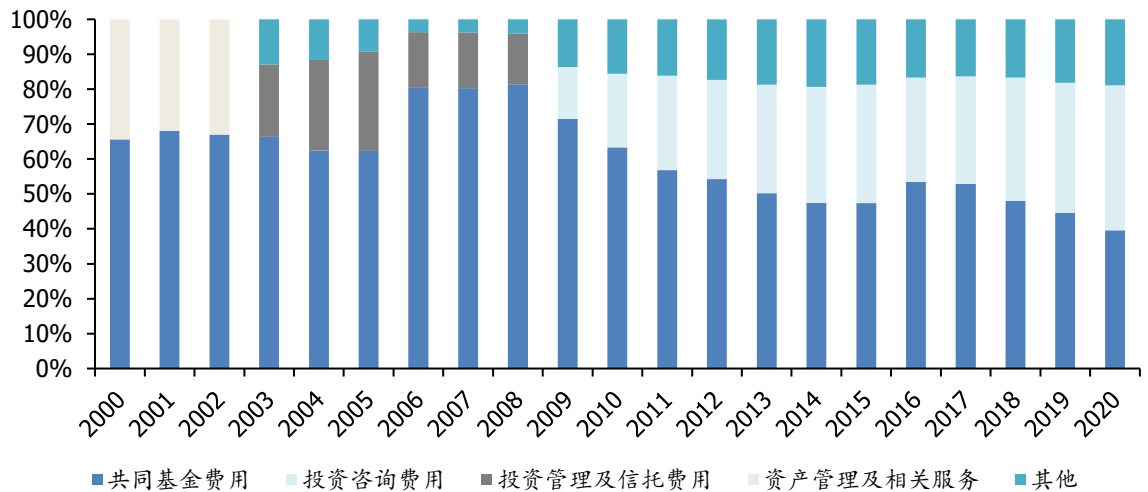
2) 资产管理收入内部看，投顾服务业务占比的提升，帮助嘉信理财部分抵御了基金费率下行的大趋势。以2013年最新可得数据的趋势来看，各类基金业务的费率均呈现下滑趋势，如自营基金的综合费率从2013年的0.25%持续下降至2020年的0.10%。但随着投顾业务占比持续提升，其收入占管理费收入比例从2009年的15%提升到2020年的42%，首度超过了基金业务收入。虽然投顾业务费率整体也处于下降的趋势，但其0.38%左右的费率仍高于其基金业务整体0.15%的费率，这支撑嘉信理财财富管理综合费率（收入/总平均AUM）保持相对稳定在0.20%左右，2013-2017年还呈现上升趋势。

图表 124: 嘉信理财收入结构变化情况



资料来源：嘉信理财公司公告，国盛证券研究所整理
备注：2020年数据包含了其收购的E*Trade公司

图表 125: 嘉信理财资产管理费收入结构



资料来源：嘉信理财公司公告，国盛证券研究所整理

图表 126: 嘉信理财资产管理费率整体下降: 其中, 投顾费率相对较高 (百万美元)

	2020		2019		2018		2017		2016		2015		2014		2013	
	客户资产规模	费率	客户资产规模	费率	客户资产规模	费率	客户资产规模	费率	客户资产规模	费率	客户资产规模	费率	客户资产规模	费率	客户资产规模	费率
共同基金	1,219,560	0.15%	1,110,360	0.16%	902,427	0.20%	820,804	0.25%	733,942	0.25%	740,705	0.20%	725,797	0.19%	667,779	0.20%
自营货币市场基金	200,119	0.24%	173,558	0.30%	141,018	0.40%	160,735	0.54%	164,120	0.45%	161,381	0.17%	164,564	0.13%	162,484	0.16%
自营股票、债券、ETFs及CTFs	301,598	0.10%	267,213	0.11%	222,830	0.14%	158,625	0.14%	115,849	0.19%	102,486	0.21%	83,916	0.23%	63,012	0.25%
OneSource共同基金及其他无交易费用基金	192,464	0.31%	191,552	0.32%	210,429	0.32%	215,333	0.33%	199,389	0.34%	225,347	0.34%	236,003	0.34%	219,188	0.34%
其他第三方共同基金及ETFs	525,379	0.07%	478,037	0.07%	328,150	0.09%	286,111	0.09%	254,584	0.09%	251,491	0.09%	241,314	0.09%	223,095	0.08%
投顾服务	379,171	0.38%	317,079	0.38%	290,603	0.39%	252,730	0.41%	212,671	0.43%	201,420	0.45%	176,515	0.48%	152,147	0.47%
其他基于账户余额的费用	451,350	0.05%	432,613	0.05%	383,050	0.05%	417,659	0.06%	339,071	0.07%	324,701	0.07%	297,499	0.08%	249,619	0.09%
合计	3,269,641	0.16%	2,970,412	0.17%	2,478,507	0.20%	2,311,997	0.24%	2,019,626	0.24%	2,007,531	0.21%	1,925,608	0.20%	1,737,324	0.21%

资料来源: 嘉信理财公司公告, 国盛证券研究所
 备注: 相关数据仅从 2013 年开始披露

图表 127: 嘉信理财提供 9 种不同风格的投顾服务收费方案 (美元)

分类 (按服务方式)	解决方案	简介	服务提供方	起投金额	收费标准
自动化投资	嘉信智能投资组合 (Schwab Intelligent Portfolios, SIP)	由 SIP 程序实时监控客户的投资组合, 可自动调整投资组合以符合既定的风险偏好	嘉信理财子公司 CSIA	\$5000	免顾问费 免佣金
辅以专业指导的自动化投资	嘉信高级智能投资组合 (Schwab Intelligent Portfolios Premium, SIPP)	SIP+一对一线上专业指导	嘉信理财子公司 CSIA	\$25000	\$300 一次性+后续每月\$30 顾问费
专属金融顾问	嘉信私人客户 (Schwab Private Client, SPC)	专属投资顾问团队服务	嘉信理财子公司 CSIA	\$500000	年费最高 0.80% 资产规模提升递减
	嘉信顾问网络 (Schwab Advisor Network, SAN)	由第三方独立投资顾问 RIAs 提供个性化专业指导	第三方独立 RIAs (嘉信收取一定的分成)	\$500000	因投顾而异
账户管理	嘉信管理投资组合 (Schwab Managed Portfolios, SMP)	由子公司 CSIA 管理账户, 构建共同基金与 ETFs 组成的投资组合	嘉信理财子公司 CSIA	\$25000	年费最高 0.90% 资产规模提升递减
	管理账户: 权益策略 (Managed Accounts: Equity Strategies)	可自行选择第三方资产管理公司代管股票或债券资产	第三方专业资产管理人	\$100000	年费最高 1.00% 资产规模提升递减
	管理账户: 固收策略 (Managed Accounts: Fixed Income Strategies)			\$250000	年费最高 0.65% 资产规模提升递减
	Windhaven 策略 (Windhaven Strategies)	由子公司 Windhaven 管理账户, 提供全球化股票、债券及另类投资组合	嘉信理财子公司 Windhaven	\$100000	年费低于 0.95% 资产规模提升递减
	ThomasPartners 策略 (ThomasPartners Strategies)	由子公司 ThomasPartners 管理账户, 提供股权和固收投资组合	嘉信理财子公司 Windhaven	\$100000	年费最高 0.90% 资产规模提升递减

资料来源: 嘉信理财官网, 国盛证券研究所
 备注: 嘉信理财子公司 CSIA 全称 CharlesSchwab Investment Advisory, Inc.

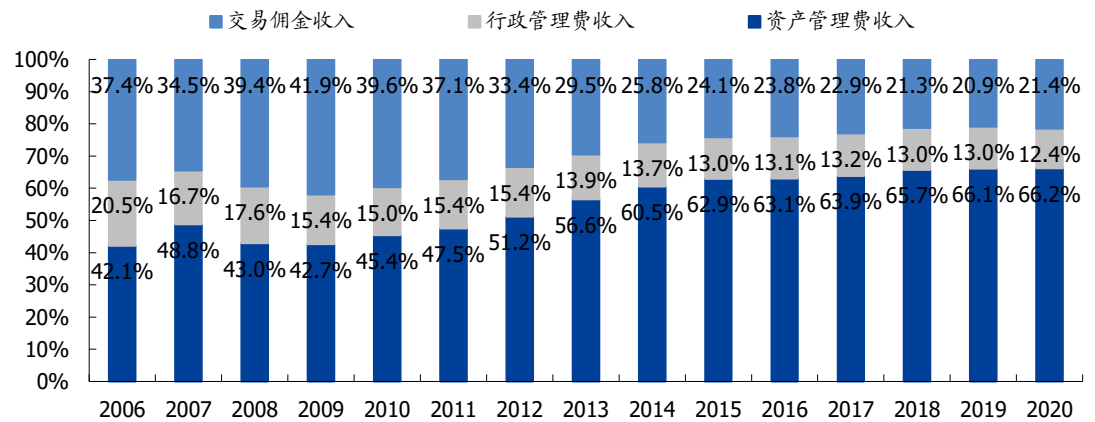
(二) 银行--摩根大通: 打造摩根资管专业能力, 好产品+好投顾锁定客户

摩根大通作为美国最大的全能型银行之一, 自从 2006 年以来, 财富管理类业务收入一直是非息收入占比最大的板块, 基本上在 30%左右的水平 (占营收比重基本上在 15%以上的水平, 备注: 我们以其年报披露的资产管理、行政管理及佣金收入科目看作其“财富管理类”收入)

与嘉信理财类似, 顺应市场趋势, 摩根大通整体交易佣金占比呈下降趋势, 资管收入占比提升。在佣金率下滑的背景下, 交易佣金收入占比从 2006 年的 37%下降到 2020 年末的 21%, 下降 16pc; 而行政管理业务收入 (托管费、证券结算、基金服务费等) 下

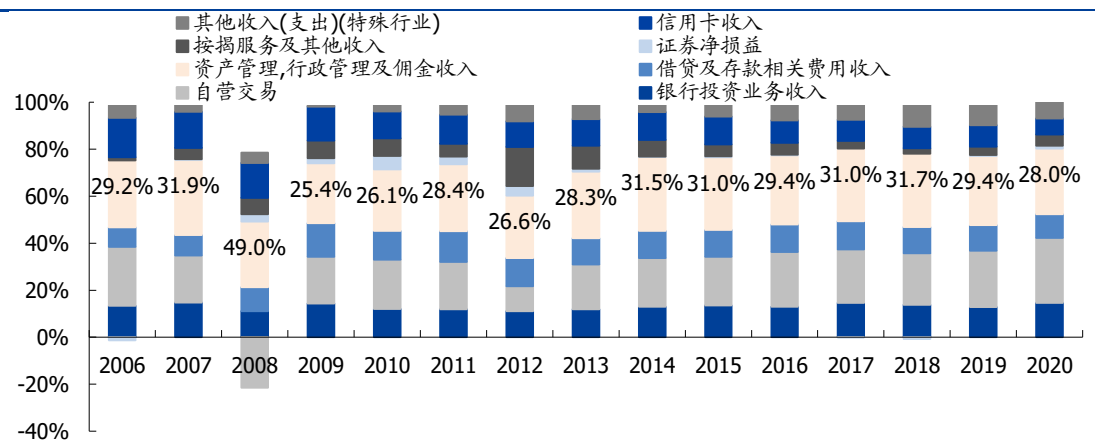
降 8pc 至 12%。相反，资产管理费收入占比从 42% 大幅提升 24pc 至 66%。摩根大通资管费收入（CAGR 6.48%）有效地弥补了交易佣金的下滑，带动整体财富管理类收入的增长（CAGR 3.10%）。

图表 128: 摩根大通资产管理类收入结构中，交易佣金收入占比逐步下滑，管理费收入占比稳步提升



资料来源: 摩根大通公司公告, 国盛证券研究所

图表 129: 摩根大通非息收入结构



资料来源: 摩根大通公司公告, 国盛证券研究所

2、与嘉信理财主打“低费率”优势不同，摩根大通主打“资管能力强+分层服务客户体系”，这帮助其 2006 年以来综合管理费率基本保持在 0.5% 左右。

1) 综合金融实力+投研团队实力较强，摩根大通自身资管产品长期业绩表现优异。摩根大通依托自身综合金融服务集团优势，与投资银行板块、对公板块充分联动，可以获取私募股权、结构化产品等优质金融产品，为资管条线提供基础，与此同时其投研团队实力较强，并且具有全球化经营的业务牌照，也可以进行各地区的优质资产配置，来满足个人和机构客户多元化的资产配置与财富需求。**2020 年末，摩根大通 91% 的股票基金、81% 的固收基金、90% 的多元资产配置组合与方案在过去 10 年内跑赢行业平均水平。**这极大地帮助其提升了客户粘性，其基金其费率在过去的 14 年之内基本保持不变，AUM 也达到了 7.3% 的复合增速。

2) 多层次的投顾服务体系。除了强大的资产获取和配置能力之外，摩根大通也具有针对高净值客户的专业化投顾团队和依托金融科技针对长尾客户的投顾服务。

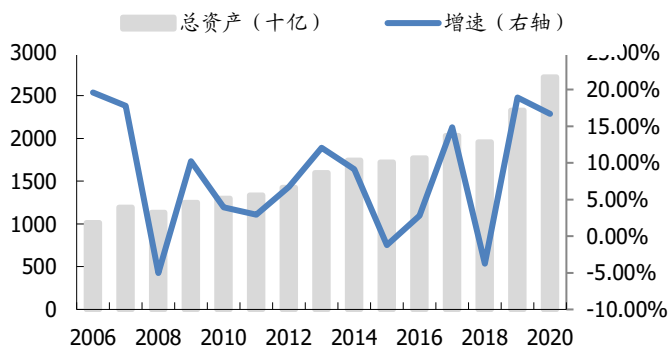
在高净值客户服务上，公司目前拥有 4417 名专业的投资顾问，主要服务于高净值客户群体（类似我国的私人银行），人均管理户均可投资资产在 1.34 亿美元，且逐年提升，2018 年时户均仅为 1.02 亿美元。公司通过市场化的薪酬吸引专业的人才，我们用“员工费用/员工数量”估算其人均薪酬水平，2020 年摩根大通财富管理业务板块人均年薪

达到 23.98 万美元，远高于集团整体水平，是集团人均年薪（13.70 万美元）的 1.75 倍。

此外，针对长尾客户方面，公司通过金融科技打造线上化的服务能力，来拓展长尾客户的服务。2018 年，摩根大通发布免交易佣金的线上交易平台 You Invest Trade；2019 年发布 ETF 投资智能投顾平台 You Invest，开户条件仅为 500 美元以上存款或 250 美元以上账户余额，用户可根据自己的风险承受能力、财务目标和投资时限建立投资组合，其较低的投资门槛和管理费率旨在触及更多的长尾客户。

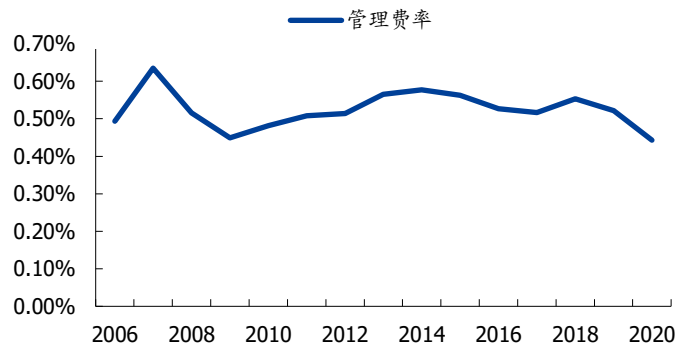
依托强大的资产获取和配置能力，以及配套的投顾服务，摩根大通财富管理部门盈利能力较强。2006 年以来，公司财富管理部门 ROE 基本上在 20%-30% 之间（2020 年为 28%）且非常稳定，远高于公司整体 10%-15% 的水平（2020 年为 11%）。

图表 130: 摩根大通管理资产规模及增速 (十亿美元)



资料来源: 摩根大通公司公告, 国盛证券研究所

图表 131: 摩根大通管理费率水平基本保持稳定较高



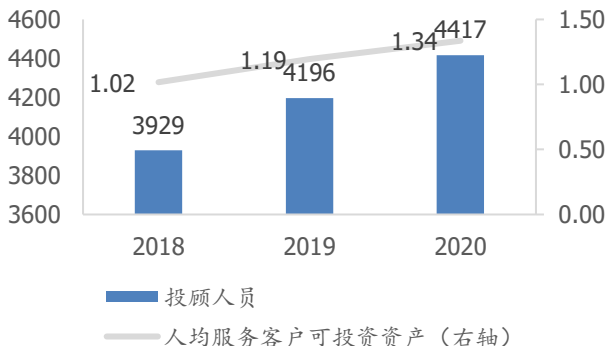
资料来源: 摩根大通公司公告, 国盛证券研究所

图表 132: 智能投顾 “You Invest” 介绍

	You Invest Trade	You Invest Portfolios
基本介绍	在线交易股票、EF、期权、固定收益、共同基金等金融产品	ETF 投资智能投顾平台，根据客户投资目标，投资时间段与风险偏好选择投资组合，均由摩根大通 ETF 产品组成，并对账户内的仓位进行实时调整。
开户门槛	\$0	500 美元以上存款以及 250 美元以上账户余额
账户类型	1) 经纪账户 2) 传统个人退休账户 (Traditional IRA) 3) 罗斯个人退休账户 (Roth IRA)	根据客户问卷选择，提供保守、中性、成长、激进四种风格的投资方案，针对为退休而投资的客户群体，You Invest Portfolio 以客户退休时间为目标日期设计下滑路径 (Glide Path)，动态调整投资组合风险暴露水平。
费率情况	免交易佣金	0.35% 管理费率
增值服务	账户余额在 2500 美元以上的客户可以通过 Portfolio Builder 服务，根据客户对投资目标、时间段与风险偏好相关问题的回答，Portfolio Builder 自动给出个性化资产配置方案，并帮助客户选择证券产品或进行交易	

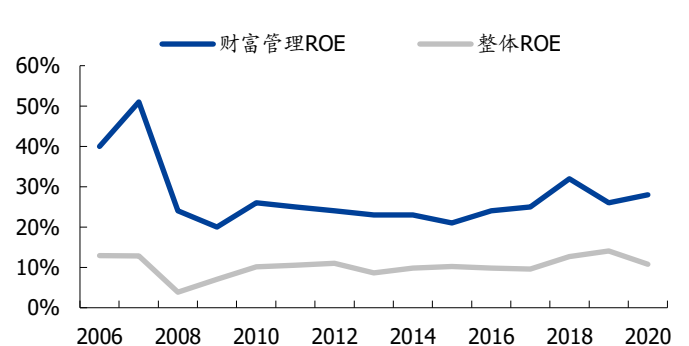
资料来源: 摩根大通公司公告, 国盛证券研究所

图表 133: 摩根大通投顾数量和高净值人均管理客户资产 (亿美元)



资料来源: 摩根大通公司公告, 国盛证券研究所

图表 134: 摩根大通财富管理部门 ROE 远高于公司整体



资料来源: 摩根大通公司公告, 国盛证券研究所

三、居民负债：怎么看未来发展空间、竞争格局、资产质量？

在第一章中我们已分析，总量上看，我国居民总贷款规模过去5年年均增速约18.5%，规模达到63.2万亿，居民部门杠杆率水平约62.2%，已接近国际合理水平上限。且我们测算，未来5年零售信贷的“安全增速”约为10.5%左右，本章我们进一步分析：

1、零售信贷未来的发展空间在哪里？

1) 渗透率还有提升空间。我国大部分居民从未获得过贷款，2019年末我国成年人在银行获得过贷款的比例仅为40.7%，全国城镇家庭的债务参与率约56.4%，均远低于2019年美国家庭债务参与率（72.5%），未来在中产及以下居民仍有加杠杆的空间。

2) 区域上，中西部地区具有空间，东部发达地区中北京、江苏等地杠杆率也较低。

3) 分贷款类别来看：

- 按揭贷款：在零售贷款中“风险性价比较高、资本占用最低”，测算其毛利润率（贷款利率-资金成本率-不良率-管理费用率）约2.79%。但“房住不炒”的总基调下，预计未来5年年均增速将下降至8.8%左右。
- 经营性贷款：过去几年国有大行加大低利率的普惠贷款投放力度，行业整体经营性贷款毛利润率较薄（测算约0.45%），但银行间、区域间分化也较大。在“普惠金融”政策引导下，预计未来5年年均增速为13.9%，继续保持各类贷款中最高。
- 消费类信贷：是“高风险、高收益”的业务，参与机构类别也较多，客群、风控等因素会对最终毛利润率情况造成影响（行业分化较大，测算约2.24%-5.24%左右）。随着疫情冲击减弱，预计未来5年增速恢复至11.4%的水平。

2、零售信贷的竞争格局：按揭市场集中度较高，非按揭市场（经营贷+消费贷）竞争激烈。按揭贷款只有银行能够参与，其中国有大行市占率达到70%，CR4、CR10高达60%、78.1%；非按揭贷款市场中商业银行、小贷公司、消费金融公司均能参与，其中中小行、股份行市占率较高分别为40.1%、28.9%，而CR4、CR10分别仅为19.5%、42.8%，市场集中度较低，竞争也更为激烈。展望未来，在按揭贷款整体监管较严的情况下，在消费贷、经营贷细分领域沉淀较久、具有竞争优势的机构，有望持续领先。

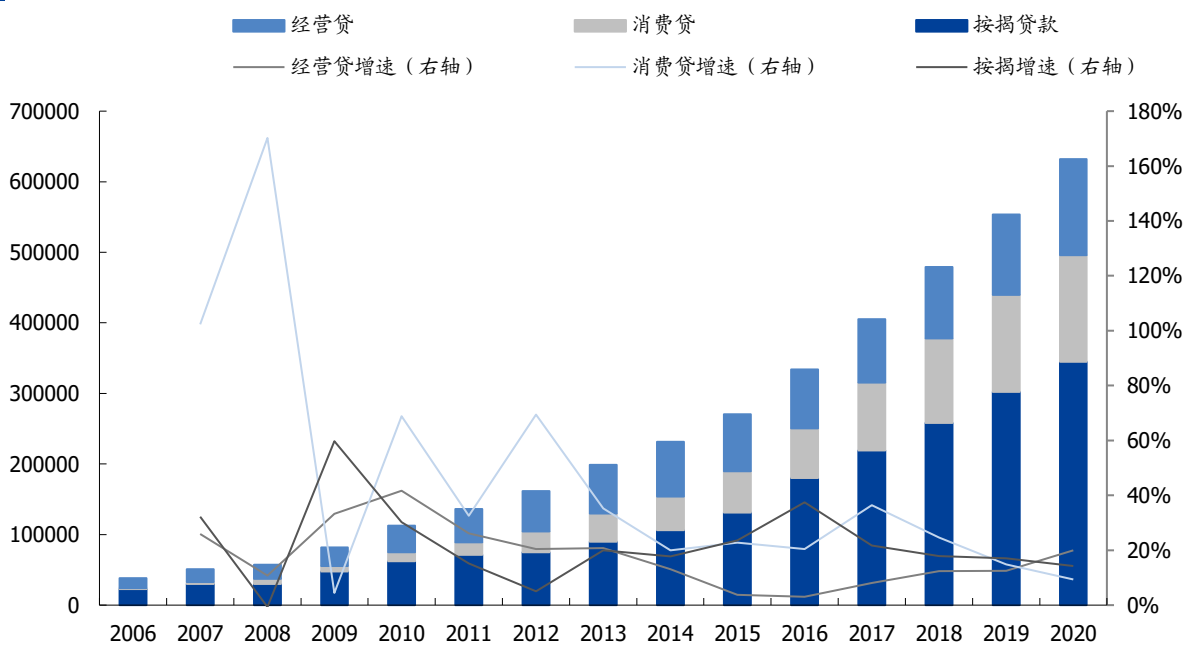
3、资产质量：预计未来将保持稳健，不具备爆发“系统性风险”的条件。从历史上看，虽然我国经历了不少轮经济周期的波动，但零售贷款整体资产质量较为稳健，不良率基本保持在1%以下，这主要是由于按揭贷款发挥了“压舱石”的作用，其占个人贷款的比例接近55%，且不良率一直在0.4%以下。展望未来，在我国房市、房价整体不发生重大波动的情况下预计按揭贷款资产质量仍将保持稳定较低的水平。非按揭贷款方面，参考海外经验，我国居民储蓄习惯良好，且消费贷行业处于稳健的监管框架下，消费贷不存在爆发“系统性风险”的条件。而经营贷中，市场较为关注“延期还本续贷”的部分，从目前跟踪的情况看，2020年小微延期还本续贷累计规模约6.6万亿，占2020年末贷款总额的3.7%（实际余额占比更低），未来即便政策到期，或有部分区域的部分银行有风险暴露的压力，但行业整体看不会带来较大的风险。

3.1、我国居民债务负担总量上升速度较快，但结构上分布不均

正如前文所分析的，总量上看，近年来我国居民债务压力提升的速度较快，基本已接近国际合理水平上限。2020年末我国居民部门总贷款规模63.2万亿，过去5年年均复合增速18.5%，增速较快。这期间，我国居民部门杠杆率、债务收入比、资产负债率分别上升了23pc、35pc、2.5pc至62.2%、102%、10.84%，上升速度明显高于全球平均水平（详见1.3章）

我们在前面的分析中，已从居民部门杠杆率的角度简单测算，我国未来5年零售信贷的“安全增速”约为10.5%左右，那么具体在哪些细分领域我国还有加杠杆的空间呢？

图表 135: 我国各类居民贷款增长情况 (亿元)



资料来源: 中国人民银行, 国盛证券研究所

结构上看，我国债务分布不均，细分领域渗透率仍有提升空间。

从渗透率的角度看：根据西南财经大学中国家庭金融调查与研究中心（CHFS）统计数据，2019年我国城乡所有家庭中有负债的家庭占比为28.7%（后简称债务参与率），而央行统计数据显示，到2019年末全国成年人在银行获得过贷款的比例仅为40.7%，全国城镇家庭的债务参与率约56.4%，这些指标均远低于2019年美国家庭债务参与率（72.5%）。

从人数上看，根据蚂蚁集团的IPO数据，我国最大的互联网消费贷产品，2019年末蚂蚁花呗+蚂蚁借呗共服务客户5亿户，占其客户总数的50%，与央行口径城镇居民负债参与率56.4%差不多。

而根据前文的分析，我国居民整体债务负担水平已基本和美国相当，这表明：

- ✓ 我国债务较为集中，有负债的家庭债务负担比美国有负债的家庭负债更重；
- ✓ 我国仍有不少家庭尚未获得信贷服务，这也是未来我国居民杠杆率提升的空间所在。

1) 分人群来看, 我国中产及以下居民仍有加杠杆的空间。

- ✓ 美国居民的债务参与率呈明显的正态分布。根据美联储 2019 年的调研数据, 按净资产规模排序资质较优的前 25%、以及资质较弱的后 25%的家庭中有负债的比例均在 75%以下, 而中间 (25%-75%) 的阶层负债参与度高达 80%左右。
- ✓ 我国居民债务参与率分布不均, 优质家庭的债务参与率明显较高。根据央行 2019 年的调研数据, 我国总资产在 200 万人民币的家庭 (占总家庭比重的 40%) 债务参与率约 60%, 但随着家庭资产规模的下降其负债参与率快速下降, 10 万元以下的家庭 (占比 2.5%) 负债参与率不到 30%。
- ✓ 整体来看, 我国各类家庭的负债参与率相比美国均有提升空间。
- ✓ 分层来看, 总资产在 10 万-200 万的中间客群 (占总家庭比重的 55.6%) 债务提升的空间较大。从渗透率的角度看, 其负债参与率本身较低, 整体在 60%以下, 明显低于美国 80%左右的负债参与率。从债务负担的角度看, 其有负债家庭的资产负债率不到 40%, 相比美国同阶层的家庭债务负担水平更低。

图表 136: 中美居民部门分阶层债务负担情况

美国情况 (美联储统计)			
净资产规模 (自高向低排序)	平均资产规模 (万美元)	负债参与率	有负债家庭的资产负债率
后 25%	3.34	69.3%	141.3%
25%-50%	12.91	79.5%	55.0%
50%-75%	34.68	83.5%	31.9%
75%-90%	84.56	76.2%	16.8%
前 10%	602.43	71.1%	4.9%

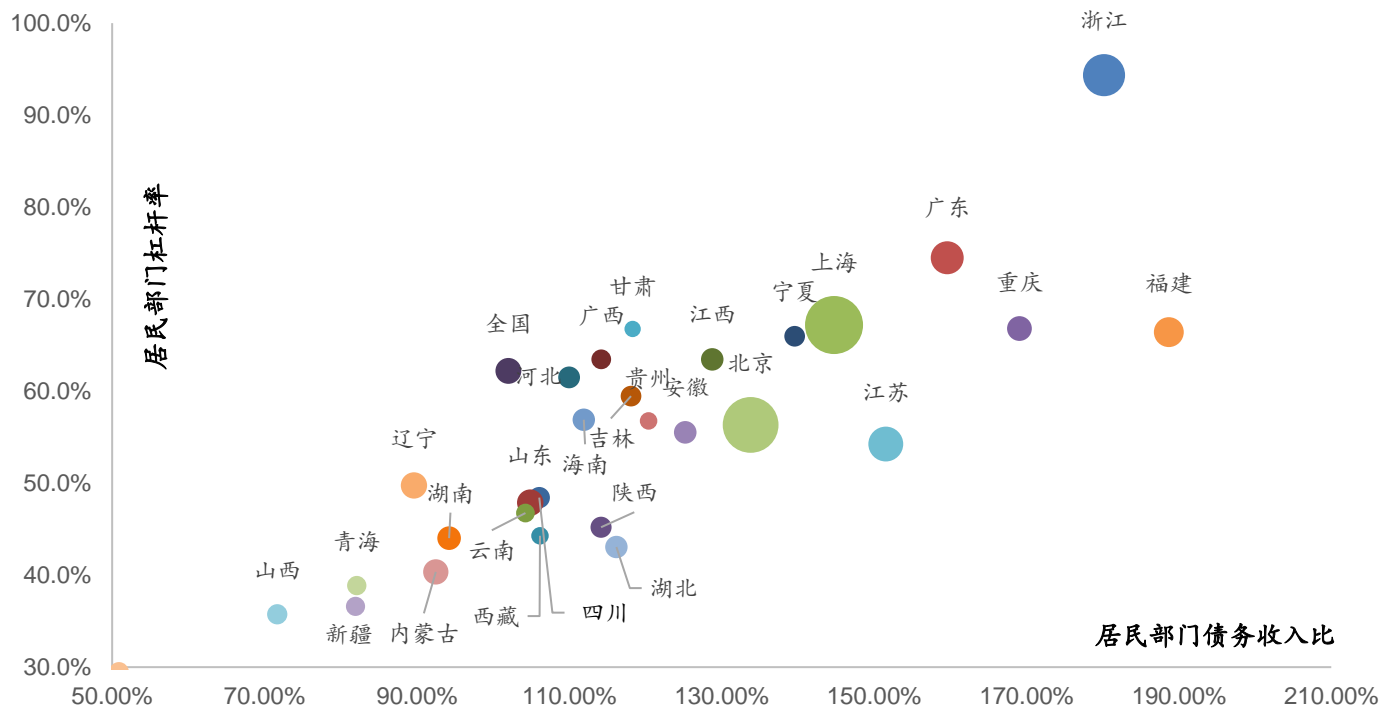
中国情况 (结合国家资产负债表、央行调研数据测算)			
资产规模	家庭占比 (%)	负债参与率	有负债家庭的资产负债率 (测算)
0-10 万元	2.5	29.0%	160.9%
10 万-50 万元	8.8	32.9%	38.0%
50 万-100 万元	19	51.8%	36.2%
100 万-200 万元	27.8	59.8%	30.9%
200 万-500 万元	27.5	63.3%	24.6%
500 万-1000 万	9.2	63.6%	20.6%
1000 万元以上	5.2	62.1%	14.3%

资料来源: Wind, 央行, 美联储, 国盛证券研究所
注: 央行调查以 3 万余户城镇居民家庭为样本

2) 分区域来看, 西部地区大多空间较大, 经济发达地区中江苏、北京地区空间较大。

- ✓ 发达地区中, 浙江 (94.3%)、广东 (74.5%) 上海 (67.2%)、三个省级行政区居民部门杠杆率明显高于全国平均水平。
- ✓ 欠发达地区中, 大多数中西部省份杠杆率还在 50%以下, 未来有较大的空间。
- ✓ 其中值得注意的是, 江苏省、北京市作为经济发达的地区, 人均可支配收入达 4.3 万元、6.9 万元 (均为全国前五), 但杠杆率分别为 54.2%、56.3%, 远低于全国平均水平, 债务收入比 (151%、125%) 也相对低于其他发达地区 (如浙江超过 180%) 水平。

图表 137: 2020 年各省份居民部门杠杆率、债务收入比情况 (气泡大小表示各省人均可支配收入规模)



资料来源: 中国人民银行, 国盛证券研究所

3) 分产品来看, 消费信贷、经营贷参与度仍较低。美国 2019 年消费贷 (包括教育、汽车贷款等)、信用卡分期贷款的参与率高达 51.5%、45.4% 均高于按揭 (42.1%), 表明消费贷与信用卡分期在美国的普及程度较高。但我国 2019 年居民数据来看, 信用卡分期贷款 (4.1%)、经营贷 (5.2%)、汽车贷款 (3.9%)、教育贷款 (1.9%) 均不及按揭的 1/3, 渗透率较低。从这个比例也侧面看出大多中国居民仅参与一种贷款产品, 较为单一, 而美国居民的贷款形式非常丰富, 单个家庭可能有四五种贷款。

图表 138: 中美两国居民部门不同类别负债参与度

中国		美国	
住房	16.50%	住房	42.10%
经营	5.20%	消费贷	51.50%
汽车	3.90%	信用卡分期	45.40%
教育	1.90%	其他	5.20%
医疗	3.00%		
信用卡分期	4.10%		

资料来源: 美联储, CHFS, 国盛证券研究所

3.2、我国各类零售信贷未来的发展空间怎么样？

我国零售贷款简单划分可分为三类：个人住房贷款（34.5 万亿）、经营性贷款（13.62 万亿）、消费类信贷（15.07 万亿），具体来说：

- 三类贷款按收益率、信用风险排序均为消费信贷>个人经营贷>按揭。从 2020 末上市银行的情况也能看出，按揭贷款占比较高的银行（主要是国有大行）其个人贷款的收益率、不良率均相对较低，而消费类信贷、经营贷占比较高的银行（股份行+中小行），个人贷款的收益率、不良率也相对较高。
- 测算毛利润率（贷款利率-资金成本率-不良率-管理费用率），按揭贷款、经营性贷款、消费类信贷分别为 2.79%、0.45%、2.24%-5.24% 左右，其中按揭贷款“风险性价比较高、资本占用最低”；消费类信贷是“高风险、高收益”的业务，客群、风控等因素会对最终收益情况造成影响（行业分化也较大）；过去几年国有大行加大低利率的普惠金融贷款投放力度的情况下，行业整体经营性贷款毛利润率较薄，但银行间分化也较大，真正沉淀在小额、信用类经营贷领域的银行盈利能力仍较强。
- 发展空间：结合前文测算 10.5% 的零售贷款“安全增速”，测算按揭、经营性贷款、消费类信贷未来 5 年的年均复合增速分别为 8.8%、13.9%、11.4%。

图表 139：我国各类居民贷款对比（未特殊标注均为 2020 年数据）

	个人住房贷款（按揭）	经营性贷款	消费类信贷
规模（万亿）	34.50	13.62	15.07
2020 年增速	14.24%	19.96%	9.40%
贷款利率	5.34%	5.88%	7%-10%左右
不良率	0.31%	1.51%	1.96%
管理费用率（测算）	0.33%	2.01%	0.89%
测算“毛利润率”	2.79%	0.45%	2.24%-5.24%
风险占用权重	50%	75%	75%
抵押类别	基本全为抵押类	抵押类为主，信用类贷款占比 13%-17%左右	基本全为信用类
主要机构	商业银行	商业银行、小贷公司	商业银行、小贷公司、消费金融公司
信贷参与率	16.50%	5.20%	13.70%

资料来源：中国人民银行，银保监会，各上市银行公司公告，CHFS，国盛证券研究所

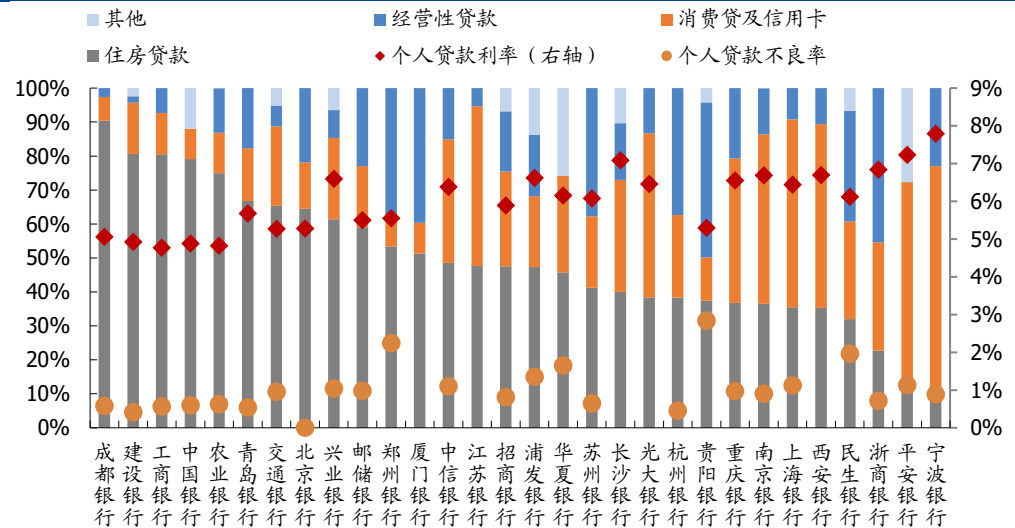
注 1：个人住房贷款利率为 2020 年 Q4 新发放利率，经营性贷款利率为 2020 年新发放普惠型小微贷款利率；

注 2：各类贷款不良率根据老 16 家上市银行情况测算；

注 3：根据《中国普惠金融指标分析报告（2019 年）》，2019 年末农户信用贷款比例约 16.79%，而小微企业信用贷款比例为 13.35%；

注 4：信贷参与率为“拥有对应贷款的户数/家庭总户数”。

图表 140: 主要上市银行个人贷款结构、收益率、不良率情况 (2020 年)



资料来源: Wind, 各上市银行公司公告, 国盛证券研究所

专栏 14: 测算: 各类零售贷款的管理费率大概是多少?

一般来说, 银行零售业务的管理费用主要与几个相对独立的因素相关: 零售贷款规模 (代表零售信贷业务, 包括按揭、消费类信贷 (含信用卡)、经营贷等)、零售存款规模 (代表零售存款业务)、理财规模 (部分代表财富管理业务)。其他业务数据也会影响管理费用, 但大多已涵盖在这几个因素之中了, 如银行卡业务已涵盖在信用卡贷款规模之中了, 这里就不单独作为一大因素。

我们搜集了 2020 年数据披露较为完整的, 28 家上市银行零售业务的管理费用作为因变量 (Y), 以及各家银行零售按揭贷款 (X₁)、经营贷款 (X₂)、消费类贷款 (X₃)、零售存款 (X₄)、理财规模 (X₅) 的数据作为“自变量”, 通过多元线性回归的方式测算各自变量对管理费用的影响, 测算结果为:

$$\text{零售管理费用 (Y)} \approx 0.33\% \times \text{按揭贷款 (X}_1\text{)} + 2.01\% \times \text{经营贷款 (X}_2\text{)} + 0.89\% \times \text{消费类贷款 (X}_3\text{)} + 0.31\% \times \text{零售存款 (X}_4\text{)} + 1.08\% \times \text{理财规模 (X}_5\text{)}$$

即: 按揭贷款、经营贷款、消费贷款每增加 100 亿, 零售管理费用分别增加 0.33 亿、2.01 亿、0.89 亿, 这也就对应着其管理费率大约为 0.33%、2.01%、0.89%。

(注: 管理费用中还包括了 IT 设备投入、固定设施等固定支出, 这部分也摊到了各类业务的“费率”当中。)

从回归分析的质量来看, 各测算指标的置信度均在 90% 以上, 模型整体的 R² 约 0.99 (一般在 0-1 之间, 越高越好), 整体回归质量较好。其中经营贷、消费贷款、理财规模的 VIF (方差膨胀因子) 均在 10 以内 (一般在 10 以内表示多重共线性影响较小), 而按揭贷款、零售存款业务的 VIF 分别为 14.7、14.5, 与其他指标存在一定的多重共线性, 或主要是由于按揭贷款、零售存款业务往往是在客户经理与客户综合金融服务的过程中“沉淀”下来的 (与此对应消费贷、信用卡、理财、经营贷往往都是独立团队运营)。

图表 141: 各类零售业务管理费率的回归分析

回归统计	
Multiple R	0.99723
R Square	0.99447
Adjusted R Square	0.95003
标准误差	30.8521
观测值	28

方差分析					
	df	SS	MS	F	Significance F
回归分析	5	3,939,305.60	787,861.12	827.71	0.00
残差	23	21,892.66	951.85		
总计	28	3,961,198.27			

	系数	标准误差	t Stat	P-value	VIF
截距	0	--	--	--	--
按揭贷款	0.33%	0.19%	1.73	9.63%	14.70
经营贷款	2.01%	0.57%	3.54	0.17%	3.97
消费类贷款	0.89%	0.40%	2.23	3.61%	6.34
零售存款	0.31%	0.10%	3.22	0.38%	14.58
理财规模	1.08%	0.23%	4.73	0.01%	9.00

资料来源: Wind, 各上市银行公司公告, 国盛证券研究所测算

3.2.1、住房按揭贷款: 零售贷款的“压舱石”, “房住不炒”基调下未来增速或将下降

2020年末个人住房贷款贷款规模约34.5万亿, 占比54.6%, 是我国居民最主要的贷款。2016年以前我国居民按揭贷款增长速度较快, 2016年增速一度达到37.4%。但在最近几年“房住不炒”基调下, 其增速已下降到2020年的14.2% (2021H进一步下降至13%, 为2012年以来最低水平)。

简单从财务指标上测算, 按揭贷款是“风险收益比”较高的业务。按揭贷款一般期限较长 (一般都在5年以上), 这支撑着其收益率处于不错水平 (根据央行数据 2020Q4新发放贷款利率约5.34%)。与此同时, 其信用成本、管理费用率均相对较低。测算其不良率仅0.31% (根据老16家上市银行数据测算, 下同), 管理费率仅0.33% (详细测算原理见专栏14)。2020年上市银行整体付息负债成本率约1.91%, 因此简单测算按揭贷款业务的“毛利润率” (收益率-不良率-管理费用率-资金成本) 约等于2.79%。再加上其低风险占用权重 (仅50%) 的特性, 个人住房贷款一般都是银行零售业务的“压舱石”。

影响目前我国按揭贷款业务的核心因素: “房地产周期”、房地产政策。从量的角度看, 我国按揭贷款增速基本与住房销售面积趋势相同, 在2009年、2012年、2016年为三轮房地产市场较热的时期, 增速达到“高峰”, 但在房地产政策相对较严的时期 (如2010年、2014年) 增速均明显下降。从价的角度看, 按揭贷款利率与按揭贷款规模、住房销售面积的增速呈“反向”关系, 主要是因为按揭贷款利率与房地产政策的关联度较高, 一般在房地产政策较紧的情况下, 政策往往会选择上调基准利率 (2020年以前主要是基准利率, 目前主要是5年期LPR), 将直接提升全市场的按揭贷款利率。

“房住不炒”的总基调下, 预计未来5年我国居民房地产贷款增速或将下降至8.8%左右。2018、2020、2021年, “房住不炒”三次出现在政府工作报告中, 十四五规划纲要中也再度明确提出, “要稳定地价、房价和预期..., 支持合理自住需求, 遏制投资投机性需求。”, 仅2021年初以来, 包括《房地产贷款集中度管理》、“四道红线”、部

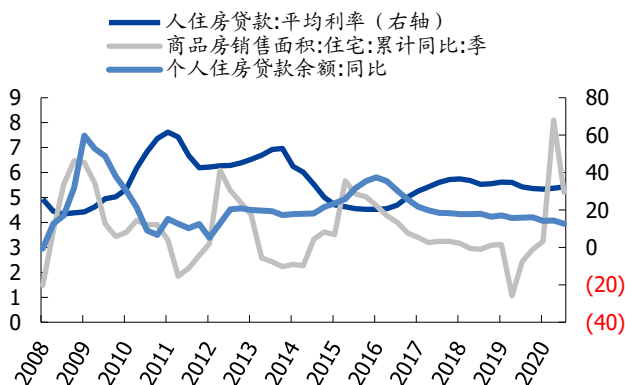
分地区首套房利率上调在内的调控政策不断出台，以稳定房价及预期，未来稳定房价及预期的政策主旨或将延续。

其中根据《房地产贷款集中度管理》的要求，各类银行分五档设置房地产和个人住房贷款余额占比上限，其中中资大型银行（国有六大行+国开行）、中资中型银行（12家股份制银行+农发行+进出口银行+北京、上海、江苏银行3家城商行）、中资小型银行和非县域农合机构、县域农合机构按揭贷款占总贷款的比重不得超过32.5%、20%、17.5%、12.5%、7.5%。对于有调整压力的银行需要在2-4年过渡期内放缓按揭贷款的增速，而无调整压力的机构也需要保持现有水平（即按揭贷款占比不能明显上升）。

（详细分析见我们的报告《房地产贷款集中度管理有哪些关注点？对银行有什么影响？》）

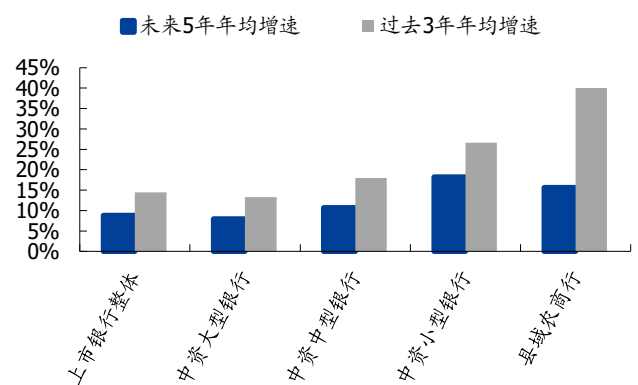
我们根据这一要求对上市银行进行测算，假设未来5年：1）国有大行+股份行贷款总额的增速，在过去3年平均增速基础上下降1pc，城商行+农商行贷款增速下降2pc；2）5年后每一家上市银行按揭贷款占比都达到了监管标准（没有调整压力的银行保持按揭占比不变），测算到2025年，按揭贷款年均增速将下降至8.8%左右的水平。

图表 142: 住房贷款与“房地产”周期关联较大 (%)



资料来源: Wind, 中国人民银行, 国盛证券研究所

图表 143: 未来5年各类银行按揭贷款增速预计均将下降



资料来源: Wind, 各上市银行公司公告, 国盛证券研究所

3.2.2、个人经营性贷款：政策引导下，未来或保持较快增长

个人经营性贷款主要指居民用于商业经营周转的贷款，2020年末个人经营性贷款共计13.6万亿，占住户贷款的比重约21.6%，其中包括农户经营性贷款（5.99万亿），以及个体工商户及小微企业主经营性贷款（约7.63万亿）。个人经营性贷款（含农户）+1000万以下的法人小微企业贷款构成了普惠金融贷款（21.5万亿），是我国目前普惠金融政策重点支持的方向。

简单测算，经营贷“毛利润率”水平整体不高。与个人消费贷的不同在于，经营贷的第一还款来源为经营现金流，然后才是其他个人收入。经营贷中目前依旧以抵质押类贷款为主（预计在信用类贷款的占比20%以下，如2019年（最新央行可得数据）农户、小微企业信用贷款比例分别为16.97%、13.35%），这使得其整体收益率水平并不高（2020年末普惠型小微贷款收益率⁷约5.88%）。从2020年上市银行数据来看，经营贷不良率（1.51%）高于按揭但低于消费类贷款。与此同时，经营贷业务天生具有“信息不对称”的特点，往往需要大量的客户经理团队来收集信贷信息，因此管理费用率相对偏高（测算约2%左右）。综合算下来经营贷“毛利润率”水平并不高，仅0.45%左右（这与银保监会2018年测算的结论基本一致，即“小微贷款利率的盈亏平衡点约在5%-5.7%”左右）。

⁷ 普惠型小微企业贷款=个体工商户及小微企业主经营性贷款+1000万以下的法人小微企业贷款

但值得注意的是，不同类型的经营性贷款、不同银行间分化较大。经营贷简单可以划分为信用类、抵质押类，这两种经营性贷款不论是业务模式、户均规模，还是收益率情况都不一样。

➢ 抵质押类的户均规模一般较大，大多在户均在100万以上，收益率、管理费率（人力成本）相对较低。

➢ 信用类一般户均规模较小，大多在50万以下，收益率、管理费率相对较高。

此外，银行间的分化也较大，如以信用类、小额个人经营性贷款为主要业务的台州银行，测算其2019年贷款整体收益率约9%，其2020年息差虽有下降，仍高达3.95%，而其不良率仅1.23%，其出色的经营实力使得其经营贷业务盈利能力非常强。

目前影响我国经营贷市场的因素，主要有两点：

1) 区域小微土壤。与业务模式相对简单的按揭贷款不同，个人经营性贷款与个体工商户的实际经营情况息息相关，经济成熟、发达的地区往往微贷的土壤更好。披露相关数据的省份中，个人经营性贷款发展较好的地区为浙江、广东、江苏、山东四省，其2019年末个人经营性贷款分别高达1.57万亿、1.19万亿、7374亿、6093亿，规模位于各省份前四，且经营贷增速整体在15%以上，明显高于其他地区。

2) 普惠金融政策。“支持普惠小微发展”已经成为了我国现阶段重要的政策目标，各类政策不断出台引导金融机构加大对普惠小微金融贷款的投放，其中国有五大行要发挥“头雁作用”，2019-2021年三年间普惠型小微贷款增速要求分别达到30%、40%、30%以上，这对全国经营性贷款市场“量”、“价”造成了两方面的影响：

➢ **量：**对国有大行而言，由于个人经营性贷款对他们而言是“大炮打蚊子”，性价比不高，因此大多数国有大行主要是加大了1000万以下法人小微企业贷款的投放力度，如2020年国有五大行普惠型小微贷款增长了55%（+1.4万亿），其中测算个人经营性贷款增长了34.6%（含农户，+6287亿），而法人小微企业贷款增长了102%（+7983亿）。再考虑到国有五大行在全国个人经营贷中占有的存量份额较小（测算约18%），因此其主要抢夺的是中小行法人小微企业贷款的份额（测算2020年五大行新增法人小微贷款占全市场的43%，但新增个人经营贷占全市场的仅约28%），测算其他银行及非银金融机构2020年个人经营性贷款增速也高达17.2%，较2019年提升5.5pc；

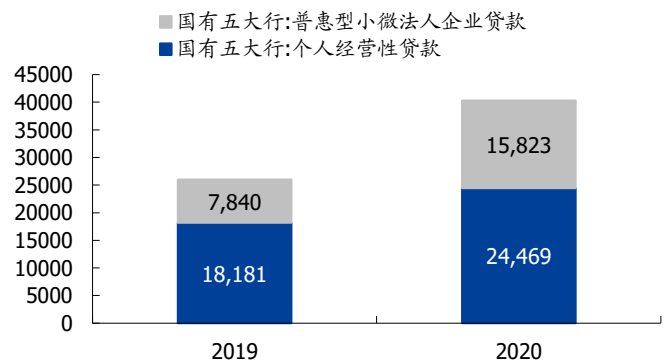
➢ **价：**国有大行在政策引导下，基于自身较低的资金成本，其小微贷款、经营性贷款的利率普遍较低，测算2020年末国有五大行新发放普惠型小微贷款利率仅4.17%，明显低于全国整体5.88%的利率，这使得全市场利率承压，大多中小行个人经营性贷款利率过去几年面临着下降的压力。

图表 144: 浙江、广东、江苏、山东个人经营贷的土壤更好 (2019年)

	个人经营贷 (亿元)	占总贷款 比重	增速	常住人口 (万)	个体经营户 (万户)	个体工商户 占总人口比 重
全国	113,522	7.41%	12.47%	140,005	6,296	4.5%
浙江	15,746	13.09%	19.86%	5,850	322	5.5%
广东	11,857	7.30%	22.60%	11,521	518	4.5%
江苏	7,374	5.53%	23.09%	8,070	454	5.6%
山东	6,093	7.28%	16.92%	10,070	586	5.8%
四川	4,677	7.66%	6.45%	8,375	363	4.3%
河北	4,118	7.71%	7.25%	7,592	236	3.1%
内蒙古	2,720	11.78%	4.33%	2,540	118	4.6%
广西	2,583	8.61%	2.15%	4,960	157	3.2%
陕西	2,184	6.40%	1.21%	3,876	150	3.9%
新疆	1,619	8.11%	0.88%	2,523	90	3.6%
西藏	314	6.70%	12.91%	351	11	3.2%

资料来源: Wind, 统计局, 国盛证券研究所
注: 个体工商户为2018年经济普查数据, 其余为2019年数据

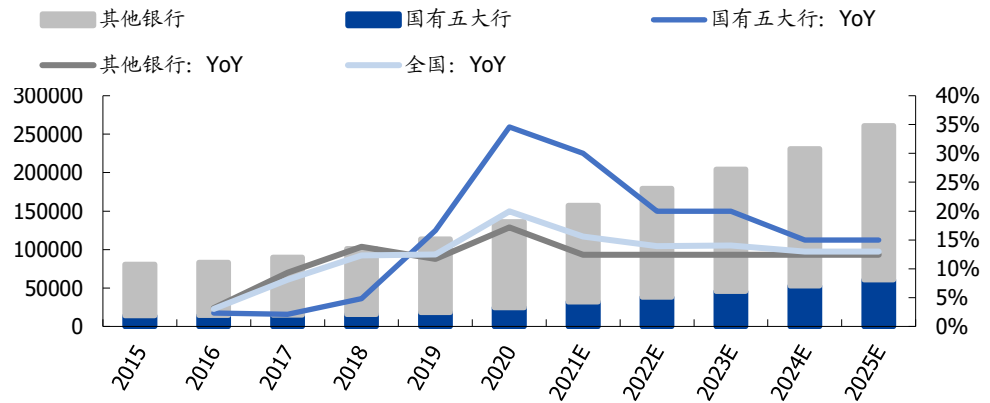
图表 145: 国有五大行普惠型小微贷款构成 (亿元)



资料来源: Wind, 各上市银行公司公告, 国盛证券研究所

2020年我国居民个人经营性贷款增速已超过20%（21H进一步提升至22.8%），是目前零售贷款中增长最快的品种，我们假设未来5年国有五大行个人经营贷按照（30%、20%、20%、15%、15%）的增速进行增长，其他银行及非银机构未来五年增速假设较过去2年平均增速下降2pc（考虑到未来5年GDP、贷款增速整体下行的趋势），测算到2025年我国个人经营性贷款将达到26.1万亿，对应年均复合增速约13.9%。

图表 146: 预计未来5年我国个人经营性贷款年均增速将达到13.9% (亿元)

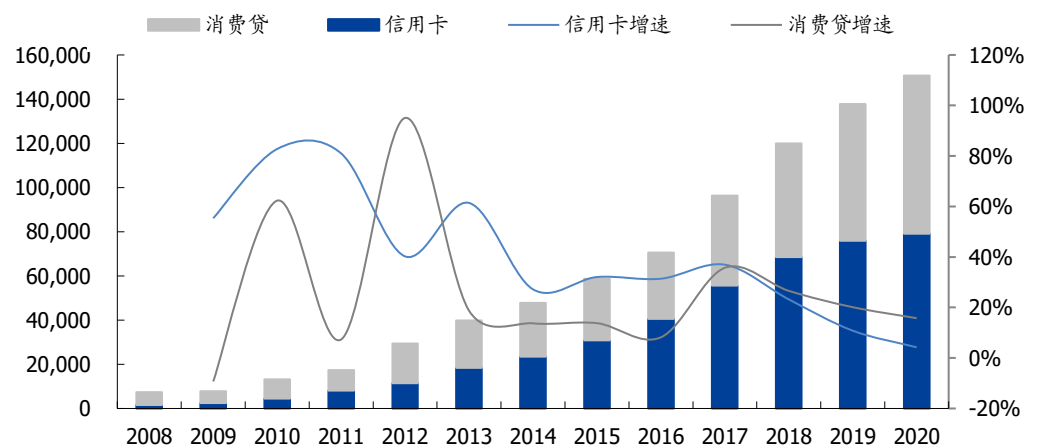


资料来源: Wind, 各上市银行公司公告, 中国人民银行, 国盛证券研究所

3.2.3、个人消费类信贷: 疫情影响减弱, 后续稳健增长

2020年, 消费类信贷规模共计15.07万亿元, 包括信用卡(7.91万亿)和消费贷(7.16万亿)两个部分, 我们接下来将分别进行分析。

图表 147: 居民信用卡和消费贷规模情况 (亿元)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

► 信用卡: 近3年发展增速放缓, 预计21年将有所恢复

1) 从规模来看, 已经从快速发展期进入到相对稳健发展的时期。信用卡领域仅商业银行有发卡资质, 并没有其他机构参与, 近3年受P2P暴雷引发的共债风险、疫情冲击等影响, 信用卡贷款余额增长明显放缓, 从之前30%以上的水平逐步下降至2020年仅为4%。对应信用卡余额为7.9万亿元, 占消费类信贷的比例为52.48%, 较2017年的高点下降5pc以上。从银行内部发展情况来看, 目前股份行是信用卡发展的主力, 2020年规模为3.62万亿元, 比国有6大行的规模仍高出4600多亿, 占比为46%。

2) 利率方面, 我们主要关注信用卡分期利率。目前各家银行分期手续费率的制定已相对市场化, 各家银行根据不同卡片类型、客群、消费场景的分期费率各有不同, 且针对不同时期、业务所指定的优惠政策也不一样, 大部分银行基准年化费率基本落在 10%-18% 区间内。值得注意的是, 虽然各家银行官网标注为分期“手续费”, 实际属于“利息收入”。(今年 2 月开始, 监管明确规定银行统一将信用卡分期收入计入“利息收入”科目下)

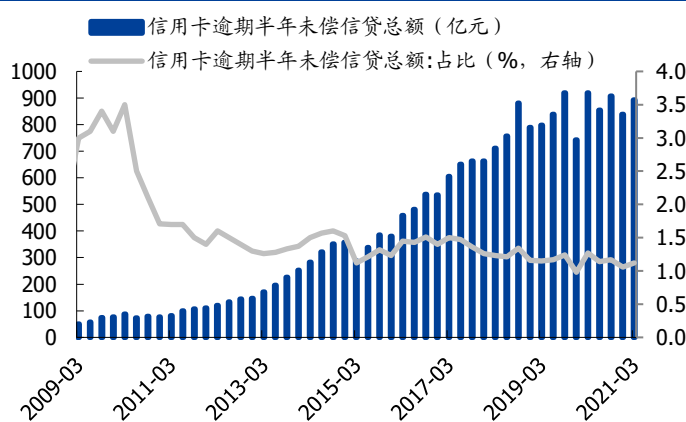
3) 风险方面, 信用卡业务仅有银行参与, 且银行经营相对审慎, 会及时根据风险情况调整自己的投放政策。2021 年 3 月央行披露的逾期半年以上信用卡贷款占比仅为 1.12%, 同期美国数据为 1.89% (即使在 08 年金融危机期间, 美国最高为 6.77%, 我国仅为 3.5%), 整体风险相对可控。而从老 16 家上市银行数据来看, 信用卡不良率在 2018 年“共债风险”和 2020 年“疫情冲击”下均有一定幅度的上升, 我们也看到余额增速有所下滑。目前随着经济和居民偿债能力恢复, 2020 年末老 16 家上市银行的信用卡不良率已经下降至 2.08%, 较 2020H 下降 52bps。预计今年在对公信贷需求边际减弱+按揭增速放缓+疫情冲击影响逐步减弱的情况下, 信用卡贷款增速将有所回升。

图表 148: 国有大行+招商银行信用卡分期费率

银行	主要表述	分期费率
工商银行	e 分期	6 个月: 3%, 12 个月: 6% (近似折算年化利率 10.9%), 18 个月: 9%, 24 个月: 12%, 30 个月: 15%, 36 个月: 18%, 48 个月: 24%, 60 个月: 30%。
建设银行	消费分期	近似折算年化费率分别是: 3 期 12.56%、6 期 12.24%、10 期 12.88%、12 期 13.03%、18 期 13.23%、24 期 13.27%。
农业银行	消费分期	近似折算年化费率分别是: 3 期 10.77%、6 期 12.23%、9 期 12.77%、12 期 13.05%、24 期 13.35%。
中国银行	分期手续费	消费分期近似折算年化手续费率分别是: 3 期 11.66%、6 期 12.24%、9 期 12.78%、12 期 13.03%、24 期 13.8%。 现金分期近似折算年化手续费率分别是: 3 期 14.34%、6 期 15.27%、9 期 15.92%、12 期 16.22%、24 期 15.38%。 上述为手续费分期收取, 若为手续费一次性收取则费率更高。
交通银行	分期偿还 (本金分期偿还)	0%-1.5%/月
邮储银行	消费分期	近似折算年化费率分别是: 3 期 10.77%、6 期 12.24%、12 期 13.03%、18 期 13.23%、24 期 13.27%。
招商银行	现金分期	3 期每期 0.95%, 6 期每期 0.80%, 10、12、18 及 24 期每期 0.75%。分期业务手续费率对应的近似折算年化费率为 0%-18%。

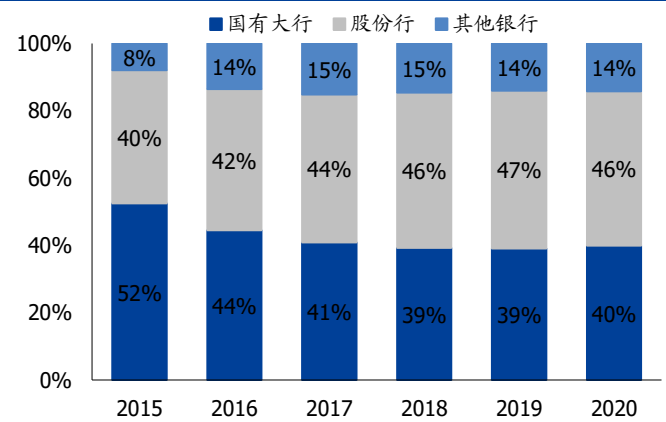
资料来源: 各家银行官网, 国盛证券研究所

图表 149: 我国信用卡逾期半年贷款占比



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 150: 信用卡各类银行市占率



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

➤ **消费贷：玩家众多，以银行为主，整体发展逐步规范化**

我们在此探讨的消费贷是指面向个人的、以消费类用途为主的小额（几千到几万元，一般不超过 30 万）、中短期（一年以内居多，最多不超过 3-5 年）信用类贷款。央行信贷收支表内规模为 7.16 万亿，若再考虑未纳入口径中的小贷公司贷款规模 8887 亿元和通过 ABS、CLO 转出的消费金融资产 6135 亿元，广义口径下的消费贷规模共计约 8.66 万亿。目前市场的参与机构主要涉及放贷平台和出资机构两类，具体来看：

（一）放贷平台：主要承担客户获取的角色，包括互联网平台和传统的机构金融两类。

1、互联网平台：依托自身的消费场景、流量大数据与科技优势，促成信贷。在互联网贷款市场上，蚂蚁集团规模最大，2020 年 6 月末，其平台促成“花呗”+“借呗”规模共计 1.7 万亿元，占同期消费类信贷整体的比例为 12.3%。（“花呗”和“借呗”分别对应我们探讨的信用卡和消费贷，但未能拆出其具体规模，在此用合计的市占率列示。）按照出资比例的不同，分为自营出资（完全出资）、联合贷（部分出资）和助贷（完全不出资）3 类。蚂蚁集团上述促成贷款中，自有资金出资（以两家小贷公司蚂蚁小微小贷、蚂蚁商诚小贷作为放贷主体）比例仅为 2% 左右，剩余 98% 由合作的金融机构实际出资或者实现资产证券化。

值得注意的是，上述数据仅为 2020 年 6 月末数据，不代表未来的发展趋势，后续随着监管引导互联网贷款运行更加规范化，预计后续蚂蚁集团出资比例将有所提升。

2、金融机构：除了通过互联网平台之外，也可依托自身的 APP 或者线下网点获客。

图表 151：目前消费贷主流的参与机构和模式

需求来源	放贷平台	底层资金来源	方式	代表产品
线上	互联网平台	商业银行 消费金融公司 信托公司 小贷公司	自营出资（旗下子公司，如小贷公司） 联合贷（旗下子公司+金融机构） 助贷（金融机构）	蚂蚁“借呗” 腾讯“微粒贷”
线上+线下场景	商业银行 消费金融公司 小贷公司	商业银行 消费金融公司 小贷公司	自营出资	银行旗下消费贷产品，如招行“闪电贷”、宁波银行“白领通”；消费金融旗下产品，如马上消费金融公司“安逸花”

资料来源：国盛证券研究所

（二）出资方：主要承担提供资金的角色。

1、商业银行：仍为市场上最重要的出资方。2020 年，银行消费贷规模 6.45 万亿，广义口径下市占率高达 74.4%，近 5 年 CAGR 为 21%，略高于信用卡。各家银行数据来看，口径披露并不统一，有些单独列示，有些和个人经营贷合并列示，有些直接计入其他贷款中。目前现有数据披露最高的是邮储银行，2020 年末为 4419 亿（消费贷+经营贷），广义口径市占率 5.1%。目前在银行体系内，消费贷的收益率基本上在 6% 以上，披露数据的不良率基本上在 2% 以下的水平。

2、消费金融公司：2020 年受疫情影响增速下滑，预计后续有所恢复。消费金融公司是持有消费金融牌照，开展消费贷款业务的非银行金融机构，目前共有 30 家（含 1 家正在筹备中）。消费金融公司主要覆盖传统商业银行覆盖不到的低层级长尾客户，根据《消费金融公司发展报告》，2020 年末，累计服务客户 1.63 亿人次（各机构加总，可能出现重复），主要客群仍是大专及以下学历客群，且 5 成为 90 后客户。整体较为下沉，可覆盖一定比例的征信白户（2019 年，19 家机构中征信白户在 25% 以下，2 家超过 25%）。同期，消费金融公司贷款余额 4927.8 亿元（广义市占率 5.7%），同比增长 4.34%，主要受疫情影响增速下滑，2017-2019 年复合增速超过 60%。其中，龙头机构招联消费金融贷款余额为 1091.82 亿元，占全行业比例超过 22%，单一机构广义市占

率接近1.3%，到2021年中报招联消费金融贷款增长约200亿，较年初增幅超过20%，在严监管的环境下，银行系消费金融子公司加大了对长尾客户的服务，提升了市占率。

目前消费金融公司产品利率一般在10%-24%之间，2019年平均不良贷款率为2.63%，略高于信用卡的平均不良水平。受疫情影响不良率可能略有提升，我们根据《马上消费2021年第一期金融债券募集说明书》，其2020年9月不良率为3.07%，略高于2019年的3.01%，但仍低于3.45%的峰值水平。

3、小贷公司：机构众多，良莠不齐，监管规范发展，规模出现收缩。与消费金融公司属于正规持牌金融机构不同的是，小贷公司是由地方金融办管辖的非持牌类机构。其中，互联网小贷公司区别于传统的小贷公司受到地域限制，不能跨地区经营的约束，经营范围可达全国，可异地放贷，且牌照下发权力在各地金融办，申请较为容易，成为了互联网公司纷纷布局的关键。但2017年以来，严监管背景下，针对小贷业务的风险整治也随之开启，银保监会对于相关机构的要求统一进行管理，包括：

- ✓ 2017年《关于规范整顿“现金贷”业务的通知》：无特定场景依托、无指定用途的网络小额贷款要暂停发放，逐步压缩存量业务，限期完成整改。
- ✓ 2020年《网络小额贷款业务管理暂行办法（征求意见稿）》：1) 明确联合贷款出资比例：小贷公司出资比例不得低于30%（此前，部分公司出资比例仅为10%或更低）；2) 确定杠杆率要求：网络小贷公司非标融资杠杆不超过1倍，标准化融资杠杆不超过4倍；3) 准入门槛：网络小贷公司的注册资本不得低于10亿元，跨省经营的小贷公司注册资本不得低于50亿元，对比持牌的消费金融公司注册资本3亿元的最低要求，网络小贷公司的注册资本金要求严格许多。

我们看到，严监管后的小贷公司数量已经由最高峰接近9000家下降至2020年末的7118家，贷款规模从最高峰的接近9800亿下降至8887亿，广义市占率10.26%，但小贷公司除了发放消费贷之外，此数据中也含有部分个人经营贷，可能与实际产生一定出入。而从利率和风险的角度来看，小贷产品年化利率不一，从10%出头到35%不等，整体高于银行和消费金融公司；但其风险也相对较高，根据新三板上市的部分小贷公司数据来看，2020年受到疫情影响，不良率最高可达20%以上，最近可在1%以下。

4、信托公司：主要受益于信托投资范围较广且可以发放贷款的优势，信托公司作为资金供给方参与消费金融一般可通过2种形式：1) 通过集合资金信托或者ABS产品作为资金供给方；2) 通过发行消费金融信托产品的方式，参与“助贷”、“流贷”与其他金融机构合作。

整体来看：

1、从商业银行的角度，消费类信贷属于“高风险、高收益”的业务，按照综合7%-10%的收益水平来看，其测算“毛利率”在2.24%-5.24%之间，部分银行可能选择客户下沉以获取更高的收益，但也对应承担更高的风险，关键仍将取决于各家银行的风控水平，把握收益的同时较好地控制风险情况。

2、消费金融行业严监管背景下，消金公司牌照价值凸显。在互联网贷款展业方面，消金公司在设立门槛、杠杆倍数和异地经营方面均有较大的优势，目前有部分互联网机构、传统金融机构投在寻求消费金融公司的牌照，牌照价值将进一步显现。

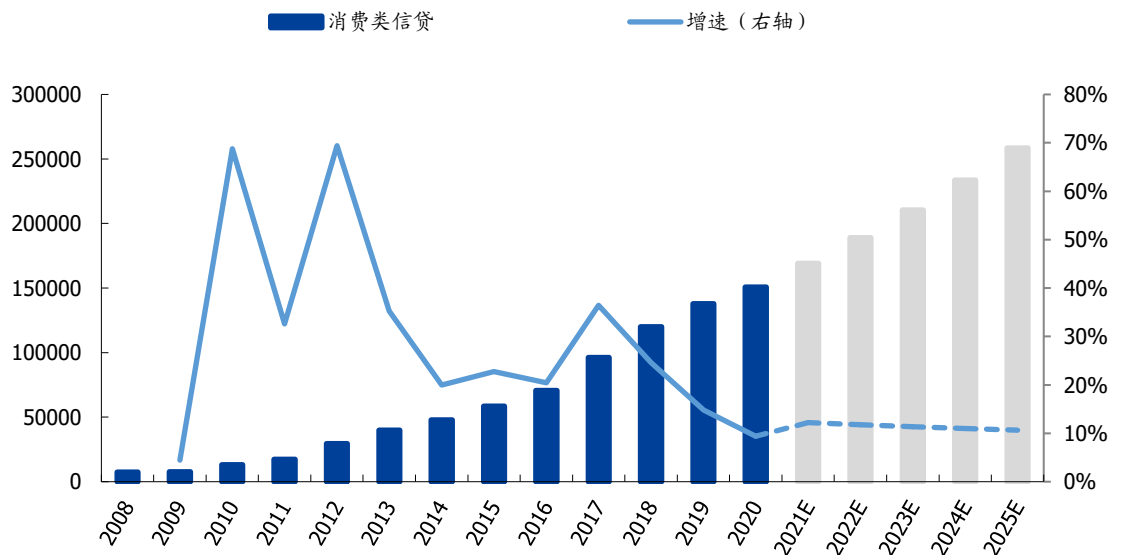
3、展望未来，综合考虑2021年疫情影响消退，以及按揭增速下降，个贷投向或有所倾斜，预计消费类信贷增速略有恢复，但相比疫情前增速仍相对平稳，到2025年占GDP的比例或达到17.2%的水平（2020年为14.83%，美国为19.5%，取平均值），消费类贷款规模将达到25.85万亿元，对应年均复合增速为11.39%（2018-2020年CAGR为16.11%）。

图表 152: 消费金融公司和互联网小贷公司对比

	消费金融公司	互联网小贷公司
监管机构	银保监会及省级派出机构	监管部门备案/银保监会核准(跨省经营)
注册资本	不低于3亿元	10亿元/50亿元(跨省经营)
杠杆率	资本充足率不低于10.5%，对应杠杆率9.5倍；若按个人贷款75%权重计算，杠杆率可高达接近13倍	不超过5倍：非标融资杠杆不超过1倍，标准化融资杠杆不超过4倍
贷款上限	单户不超过20万元	最高30万元/100万元(法人)
资金来源	股东注资、股东存款、金融债、同业拆借等	银行借款、股东借款、发行债券、资产证券化产品等
监管文件	《消费金融公司管理办法》	《网络小额贷款业务管理暂行办法(征求意见稿)》
经营范围	可跨省设立分支机构	属地/跨省经营

资料来源：央行，银保监会，国盛证券研究所

图表 153: 消费类信贷余额及增速预测(亿元)



资料来源：Wind，国盛证券研究所

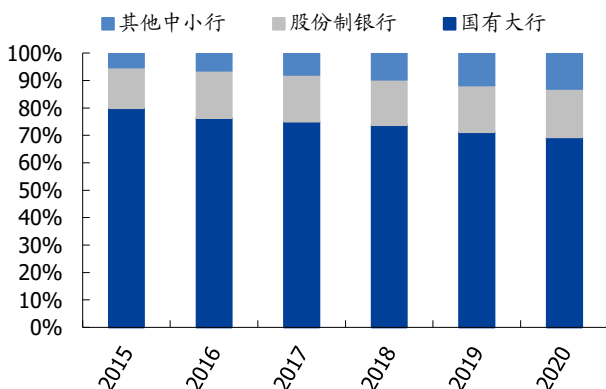
3.3、我国零售信贷业务的竞争格局：按揭较为集中，非按揭竞争激烈

总的来说，零售贷款可以分为按揭贷款和非按揭贷款，其中按揭贷款仅商业银行能够参与，且国有大行市占率近 70%，市场较为集中，非按揭贷款（包括经营贷、消费类信贷）中商业银行、消费金融公司、小额贷款公司均能够参与，集中度相对较低，竞争也更为激烈。

按揭贷款：国有大行合计市占率接近 70%，但中小行增长更快。根据我国《个人住房管理办法》，我国只有商业银行和住房储蓄银行才能提供这一贷款。国有大行具备网点、人员、资金、品牌等优势，在按揭贷款的市场上市占率较高，总的来看：

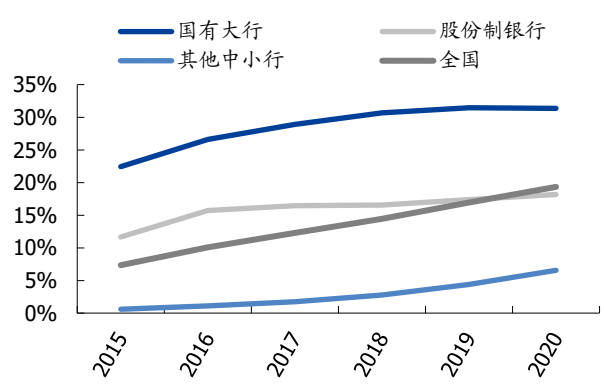
- 国有大行在按揭贷款的市占率相对较高，2020 年末国有大行按揭贷款规模达到了 23.9 万亿，合计市占率约 69.3%。
- 头部集中度较高，CR4、CR10 分别高达 60%、78.1%，其中建设银行按揭贷款规模最大，达到 5.89 万亿（市占率约 17.1%）。
- 动态来看，过去 5 年中小行对按揭贷款业务发力明显，股份行⁸、区域性中小行（主要是城商行及农商行）市占率分别从 14.9%、5.2% 上升至 17.7%、13.0%。
- 我们预计未来国有大行市占率仍将处于下滑态势，主要是国有六大行中，4 家银行按揭贷款占总贷款比重都超过了 32.5% 的监管上限，其 2020 年末按揭贷款占总贷款的比重约 31.4%，相比之下股份行、区域性中小行按揭占总贷款的比重分别在 18.2%、6.6%，受房地产贷款集中度的限制相对较小。

图表 154：按揭贷款全国市占率情况：国有大行过去 5 年有所下降



资料来源：Wind，各上市银行公司公告，国盛证券研究所

图表 155：各类银行个人住房贷款占总贷款的比重走势



资料来源：Wind，各上市银行公司公告，国盛证券研究所

非按揭贷款主要分为经营贷、信用卡、其他消费贷，主要参与者包括了商业银行、消费金融公司与小额贷款公司，其中：1) 经营贷的主要参与者为商业银行+小额贷款公司；2) 信用卡的参与者只有商业银行；3) 其他消费贷的参与者包括了商业银行、小额贷款公司、消费金融公司。

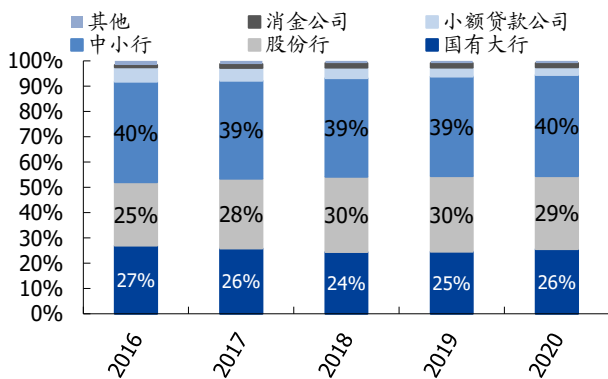
总的来说，非按揭贷款市场集中度较低，以中小行、股份行为主，竞争更为激烈。

- 商业银行依旧是非按揭贷款市场的主力，占到非按揭贷款市场的 95% 虽然过去几年平台类贷款发展较快，但由于出资方绝大多数还是来自于银行（特别是中小行），因此小贷公司本身规模并不大（2020 年末贷款仅 9000 亿左右）。
- 与按揭市场相反，中小行、股份行是非按揭贷款的主力，其市占率分别为 40.1%、28.9%，高于国有大行的 25.5%。从趋势上看过去几年中小行、股份行整体市占率

⁸ 恒丰银行历史数据缺失，这里计算股份行时不考虑恒丰银行，后同

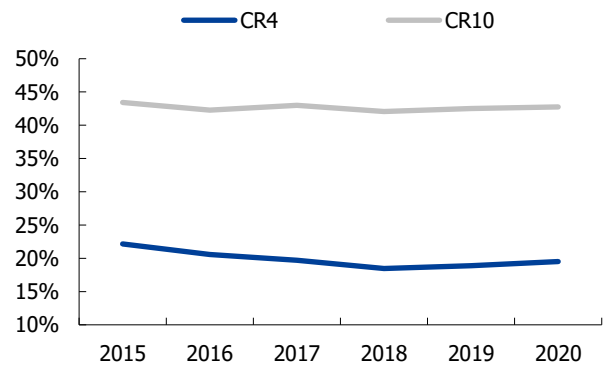
- 呈上行趋势，分别较 2016 年末提升了 3.8pc、0.34pc。但 2020 年加大小微贷款投放力度的情况下，国有大行市占率较 2019 年提升 1pc 左右。
- 非按揭市场整体头部集中度水平较低，预计竞争较为激烈。CR4、CR10 分别仅 19.5%、42.8%，过去几年整体呈下行趋势。其中 2020 年末非按揭零售贷款规模最大的为农业银行（15.5 万亿，市占率约 5%），且过去 5 年规模最大的机构一直在“交替”（2016-2020 年分别为工商银行、建设银行、建设银行、招商银行、农业银行）。
 - 展望未来，非按揭贷款市场的竞争或将更加激烈。主要是对于国有大行而言，“普惠金融”+“房地产集中度管理”的政策引导下，预计将加大非按揭贷款（特别是经营贷）的投放力度。

图表 156: 非按揭贷款全国市占率情况: 股份行+中小行占比较高



资料来源: Wind, 各上市银行公司公告, 国盛证券研究所

图表 157: 非按揭贷款市场的集中度整体呈下行趋势



资料来源: Wind, 各上市银行公司公告, 国盛证券研究所

3.4、资产质量：我国未来零售金融风险如何展望？

3.4.1、我国居民信贷当前资产质量：按揭贷款为“压舱石”，资产质量整体保持稳健

1) 从历史上看，虽然我国经历了多轮经济周期的波动，但零售贷款整体资产质量较为稳健。2007年以来我国经济经历了多轮周期，但居民贷款整体资产质量较为平稳，不良率基本保持在1%以下。2008年-2012年，即便经历了金融危机，整体不良率仍稳步下降；2012年-2015年我国经济下行压力加大、银行业信用风险加速暴露的时期，我国零售贷款不良率也仅仅从0.49%提升至0.79%，但2016年以来零售贷款不良率稳步下降，根据老16家上市银行数据测算，到2020年末零售贷款整体不良率持续保持仅0.79%的较低水平。

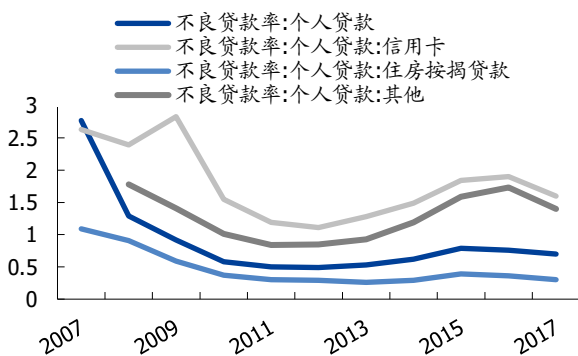
2) 零售资产质量保持稳健的背后主要是按揭发挥“压舱石”的作用。我国居民信贷中按揭贷款占比接近55%，而其不良率一直在0.4%以下，充分发挥了“压舱石”的作用。

3) 非按揭零售贷款（信用卡、消费贷、经营贷等）不良率相对较高，过去几年也波动较大。从银保监会数据来看，信用卡、其他个人贷款不良率整体较高，且在2012-2015年风险暴露中上升幅度也较大，分别从1.11%、0.85%上升至2016年1.90%、1.73%，此后随着经济短期企稳、银行对公风险包袱减轻（腾出资源处理零售不良）有所下降。

2018年以来共债风险传导+2020年新冠疫情的冲击下，最近几年非按揭零售贷款的不良率有一定上升。

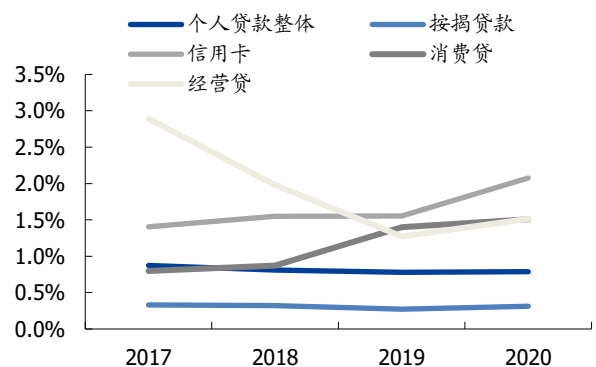
- 2018年以来P2P暴雷等事件带来一定的“共债风险”。一方面是2017年以前消费贷扩张速度过快，特别是非银机构为主的如P2P、现金贷等业务留下隐患，2018年开始连环暴雷，7-8月监管开始严查，立即激增问题平台300多家（占当时存量运营平台的20%）。叠加经济下行压力加大，共债风险开始逐步传导到银行的信用卡、消费信贷。在按揭、经营贷不良率稳步下降的同时，老16家上市银行信用卡不良率从2017年的1.40%持续提升至2019年的1.55%。
- 2020年新冠疫情的爆发对居民资产质量带来了一定的冲击。根据老16家上市银行数据，2020年末居民信用卡、消费贷、经营贷不良率分别较2019年提升了0.52pc、0.11pc、0.24pc至2.08%、1.51%、1.51%。

图表 158: 银保监会口径：个人贷款不良率走势 (%)



资料来源：美联储，CHFS，国盛证券研究所

图表 159: ；老16家上市银行口径：个人贷款不良率走势



资料来源：各上市银行公司公告，国盛证券研究所

3.4.2、从海外经验看，我国当前不具备爆发“系统性风险”的条件？

我们首先研究了上一次全球零售信用风险集中爆发的时间段--2008年金融危机期间，美国、英国、日本、韩国、中国台湾五个代表性国家与地区的消费资产质量情况。虽然各国经济受影响严重，但东亚地区信用卡、消费贷资产质量所受的影响明显较小，其部分原因在于东亚地区：1)居民杠杆以房贷驱动；2)消费、储蓄文化与英美存在差异，其储蓄率普遍高于西方国家，因此在房价稳定的情况下，居民偿债能力、意愿均较好。

进一步从韩国、中国台湾样本来看，只有在监管过于宽松、信用卡无序扩张推动杠杆率过快提升时才分别在2002年、2006年爆发了卡债危机，但此后随着行业进入正轨，居民部门杠杆率虽然屡创新高，但两个地区的信用卡逾期率均稳定保持较低水平。

我国作为目前消费贷、经营贷的债务风险有限，爆发系统性危机的可能性较低：1)当前居民部门杠杆率不高，但储蓄率极高；2)我国居民债务的核心是房贷，纯信用类的消费贷带来的杠杆率不到15%，而测算韩国2002年仅信用卡贷款带来的杠杆率就超过了29%；3)相比韩国、中国台湾卡债危机前的无序竞争，我国监管层反应迅速，2018年开始整顿P2P（当前已全部清退），2020年又对小贷公司、互联网贷款扩张行为进行了规范。

3.4.2.1、复盘2008年金融危机：东亚国家居民信用习惯更优，整体受影响较小

我们通过研究当时消费金融已经较为成熟的五个代表性国家与地区（美国、英国、韩国、日本、中国台湾）在金融危机的表现，来研判未来我国消费金融风险的走势。

整体来看，五个地区2008年经济受金融危机的冲击都较大，但对信用卡（或消费贷）资产质量的影响不一。金融危机期间美国、英国、韩国、日本、中国台湾GDP增速分别下降了5.1pc、8.3pc、8.6pc、9.7pc、15.9pc。从GDP增速降幅来看，亚洲地区受到的冲击更大（更依赖出口），但从对信用卡（或消费贷）资产质量的影响来看，亚洲地区实际受到的影响更小：

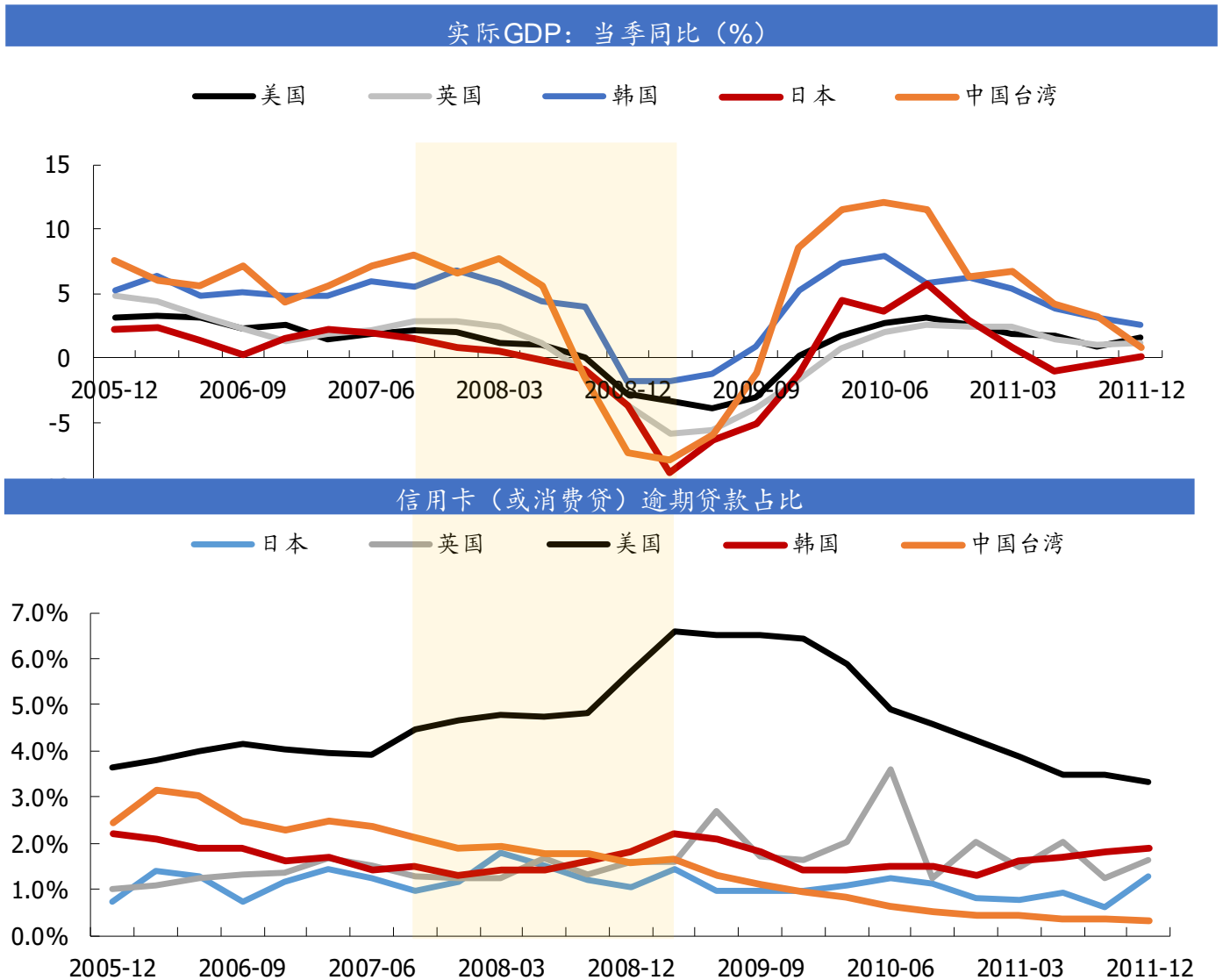
1) 美国：信用卡逾期率提升2.6pc，持续2年。信用风险暴露从2007年Q3即开始到2009年Q4才基本见顶，尤其在金融危机爆发期间加速暴露。信用卡分期、消费贷的逾期率从08年以前的4%、2%左右的水平，上升至2009年末6.51%、3.70%，提升了2.6pc、1.7pc。

2) 英国：消费贷逾期90天以上贷款占比2.4pc，也持续了2年。风险暴露从2008年Q2开始到2010年Q2才基本见顶，持续2年。其消费贷的逾期90天以上贷款占比从08年以前的1.3%左右的水平，上升至2010年6月末达到3.60%。

3) 韩国：信用卡逾期率小幅提升0.6pc，仅持续3个季度。其信用卡逾期率2008年6月末的从1.40%提升至2009年3月末的2.20%，此后持续回落至1.5%左右的正常水平，金融危机对其消费金融信用风险的影响非常有限。

4) 中国台湾和日本基本没有受到影响，其中中国台湾地区受益于2006年卡债危机后清理了大量的违规民营银行，消费金融行业更加规范，居民信用风险有效化解，金融危机期间信用卡逾期90天以上贷款占比反而持续下降至0.5%左右。而从日本最大的金融集团MUFG的消费贷逾期90天以上贷款占比来看，在金融危机期间基本在1%上下波动，并未受到金融危机的影响。

图表 160: 金融危机期间美国、英国、韩国、日本、中国台湾 GDP、信用卡资产质量的情况



资料来源: Wind, Bloomberg, CEIC, 国盛证券研究所

注: 美国、韩国均为信用卡逾期贷款占比, 英国为消费贷逾期 90 天以上贷款占比, 台湾为信用卡贷款逾期 90 天以上贷款占比, 日本由于没有官方披露的数字, 我们用日本最大的银行三菱日联信用卡逾期 90 天以上消费贷款占比作为估算。

东亚地区居民消费金融资产质量表现更好的主要原因在于:

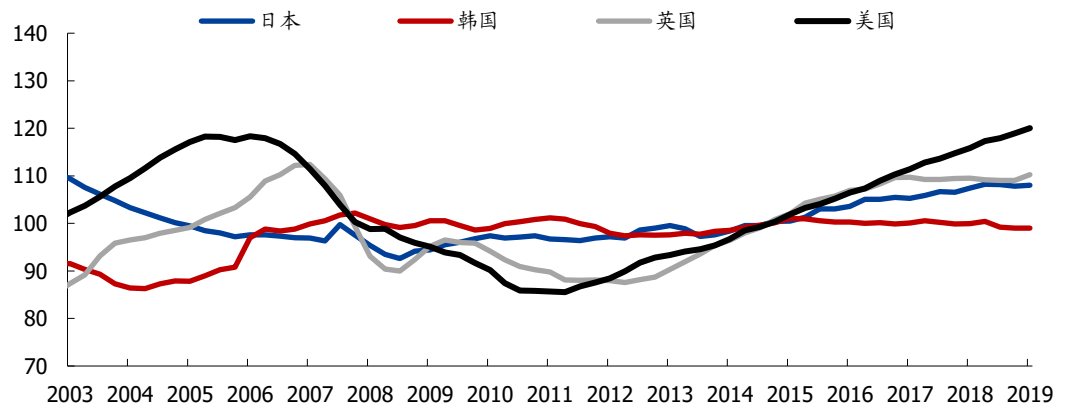
- 1) 金融危机期间, 东亚地区房价较为稳定。2008 年金融危机正是由于房价泡沫破灭所致, 而对各个国家而言房贷均占居民负债的主要部分 (占比至少在一半以上), 尤其是我们测算美国由房贷带来的居民部门杠杆率到从 2000 年末的 47.9% 提升至 2008 年末达到了 73.3%。OECD 数据显示, 美国房价从 2006 年初开始下跌, 到 2012 年初累计下跌了 27.7%, 金融危机爆发也直接传导至英国, 英国房价从 2007 年末到 2009 年下跌了 19.8%, 但相比之下日本、韩国的房价则较为稳定。
- 2) 2008 年英、美两国居民杠杆率水平较高 (均在 90% 以上), 而东亚地区杠杆率较低 (日本、韩国分别为 60%、71%)。
- 3) 东西方消费、信贷文化的差异, 东亚人民一方面更具“储蓄习惯”, IMF 数据显示 2008 年中国、日本、韩国储蓄率分别为 51.8%、23.2%、30.3%, 明显高于美国、英国的 12.6%、14.8%。

图表 161: 金融危机期间美国、英国、韩国、日本、中国台湾 GDP、信用卡资产质量的情况

风险暴露期	逾期率			GDP增速变化情况	2008年居民部门杠杆率	测算其中来自:		储蓄率	
	起始	最高升至	提升幅度			房贷	其他个人贷款		
美国	2007Q3-2009Q4	3.90%	6.51%	2.61%	从2007年的2%迅速下降至2009Q2的-3.05%，2010Q1增速基本恢复正常（1.7%）。	95.9%	73.3%	22.6%	12.5%
英国	2008Q2-2010Q2	1.24%	3.60%	2.36%	从2007年的2.8%迅速下降至2009Q2的-5.51%，2010Q2增速基本恢复正常（2.02%）	92.6%	55.1%	37.5%	14.8%
韩国	2008Q3-2009Q1	1.60%	2.20%	0.60%	从2007年的6.8%迅速下降至2009Q1的-1.80%，2009Q4增速基本恢复正常（5.20%）	71.0%	38.3%	32.7%	30.0%
日本	逾期90天以上贷款占比保持在1%左右波动			从2007年的0.9%迅速下降至2009Q1的-8.80%，2009Q4增速基本恢复正常（-1.30%）	60.0%	52.6%	7.4%	23.2%	
台湾	逾期90天以上贷款占比持续下降至0.5%以下			从2008年Q1的7.7%迅速下降至2009Q1的-7.90%，2009Q4增速基本恢复正常（8.6%）	59.2%	42.0%	17.2%	--	

资料来源: Wind, Bloomberg, CEIC, 国盛证券研究所

图表 162: 金融危机期间美国、英国、韩国、日本的实际房价指数走势(点)



资料来源: Wind, Bloomberg, OECD, 国盛证券研究所

3.4.2.2、以韩国、中国台湾为例，在什么情况下才会出现消费金融危机？

2008年金融危机虽然对经济的冲击严重，但并没有催生东亚国家出现消费金融危机。中国同处东亚，对我国而言日本、韩国、中国台湾样本相比欧美样本要更具代表性，我们这里主要分析数据相对较全的韩国、中国台湾为样本，探讨什么情况下东亚国家才会出现消费金融危机。

韩国卡债危机主要发生在2002年，主要是政策刺激推动信用卡消费规模迅速膨胀。1998年亚洲金融危机后，韩国政府为刺激消费，出台各项政策大力鼓励信用卡消费（如为刷卡消费的商户减税等），在当时对公贷款需求低迷，房价萎靡不振的情况下，大量银行资金涌向信用卡领域。根据国际清算银行（BIS）的专项统计⁹：韩国信用卡发卡量从1999年的3900万张快速攀升至2002年末突破1亿张，信用卡交易量从91万亿韩元迅速膨胀至623万亿韩元，人均信用卡贷款从328美元提升5倍达到1683美元，居民消费中使用信用卡的比例从1999年仅15.5%快速提升至2002年的45.7%。

图表 163: 1999年-2006年韩国信用卡主要数据

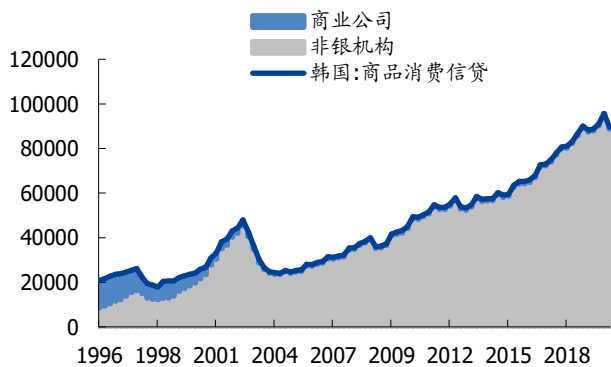
	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006
信用卡发卡量(百万张)	39	58	89	105	96	84	83	91
信用卡交易额(万亿韩元)	91	225	443	623	481	358	364	368
居民消费中使用信用卡的比重	15.5%	24.9%	39.1%	45.7%	43.9%	41.7%	44.8%	47.3%
人均信用卡贷款(美元)	328	608	1178	1683	963	651	682	769
占住户贷款比重	22.9%	29.7%	45.7%	45.1%	21.7%	13.0%	11.0%	10.3%
占可支配收入比重	5.4%	9.2%	19.7%	25.9%	13.6%	8.4%	7.6%	7.6%

资料来源: BIS, 国盛证券研究所

由于信用卡的监管政策较为宽松，韩国信用卡野蛮生长难免滋生乱象。

- 1) 不少风险偏好较高的中小银行、非银机构、实体企业也加大了信用卡发放力度，非银机构+实体企业发放的高风险消费贷从1999年初的20万亿韩元快速上升至2002年末达到了48万亿，这其中风控较为薄弱的机构埋下重大隐患。
- 2) 信用卡分期中，现金分期比例一度提升至接近65%。现金分期是完全脱离消费场景的“现金贷”，相比消费分期资金流向更难追踪，风险更高。

图表 164: 韩国商品消费信贷规模(单位: 10 亿韩元)



资料来源: Bloomberg, 韩国央行, 国盛证券研究所

图表 165: 韩国信用卡分期中现金分期的比重(%)



资料来源: BIS, 国盛证券研究所

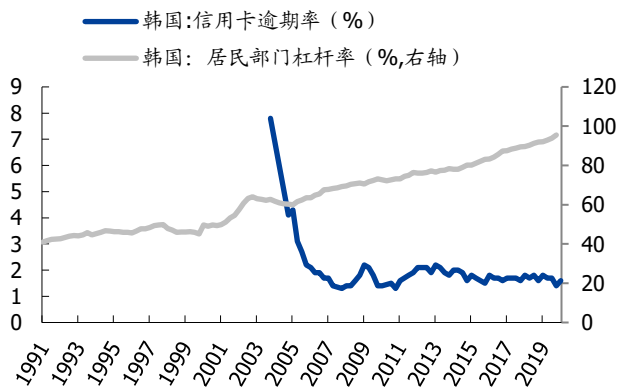
⁹ BIS, 《Credit card lending distress in Korea in 2003》

最终在**2001年-2003年卡债危机爆发**。韩国央行官方披露的最早数据为2003年末其信用卡逾期率高达7.80%，此后随着监管整顿、经济企稳复苏，逾期率持续下降。

值得注意的是，**2002年卡债危机后经过2年时间的调整，韩国居民杠杆率稳步提升，但并没有影响到信用卡业务的开展，以及其资产质量**。卡债危机的源头，是信用卡的无序扩张推动居民部门杠杆率在1999年至2001年快速提升（从46.1%提升至64%），但卡债危机后韩国居民部门，经过短短2年的调整期后，并没有像金融危机后的美国、英国一样开始降杠杆，居民部门杠杆率在接下来的15年里稳步提升到2019年末的96%，已超过绝大部分欧美国家。与此同时，信用卡继续恢复扩张，居民消费中使用信用卡的比例在2006年回升至47.3%，超过了2001年45.7%的水平，非银机构的消费信贷也稳步增长，到2019年末已经接近100万亿韩元。但卡债危机以来，韩国信用卡逾期率最高仅在2009年、2013年达到2.1%左右，其余时间基本保持在1.5%左右的较低水平。

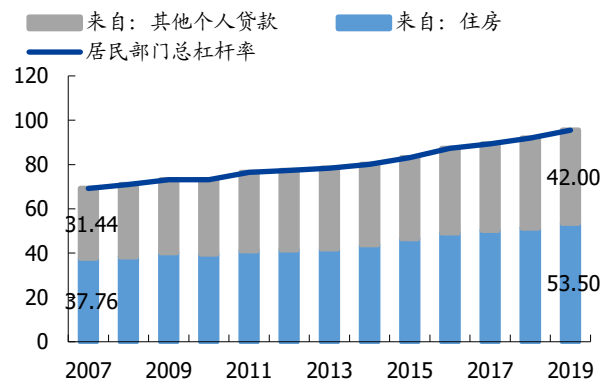
我们认为其背后的核心原因在于：监管整顿有效，行业恢复健康发展。卡债危机后现金分期占比快速下降至50%，不少暴雷的中小银行、消费金融公司也被清退；

图表 166: 韩国信用卡逾期率与居民杠杆率走势



资料来源: Bloomberg, 韩国央行, 国盛证券研究所

图表 167: 韩国居民部门杠杆率分解 (%)



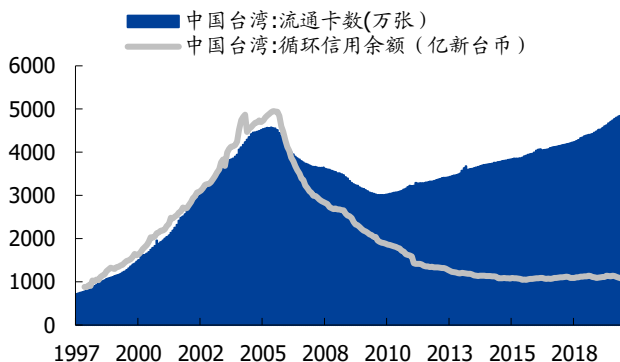
资料来源: 韩国央行, 国盛证券研究所

中国台湾**2006年**的卡债危机与韩国非常相似，也再次映证了这一逻辑。

监管放宽，银行激增，信用卡贷款无序扩张。1990年前后，台湾放开对民营银行的设立，导致银行数量激增。台湾地区本地银行数量由1991年的25家增加至2001年的53家，网点数量则由1046家迅速增长至3005家。在行业过度竞争的压力下，叠加亚洲金融危机后经济表现较为低迷，银行逐渐把目光转向了个人消费金融，并且为了争夺客户，银行屡屡下降办卡标准，信用卡发卡量和信用卡余额快速上升。据台湾金管会数据统计，05年底台湾流通卡数接近4550万张，当时台湾人口为2300万人，平均每人持两张卡。贷款余额由1998年的1000亿新台币左右上升至2005年末的接近5000亿新台币。债务余额为月薪22至45倍之间的比例约占30%。调查还显示，70%的双卡债务资金用于奢侈消费，30%才用在民生消费上。

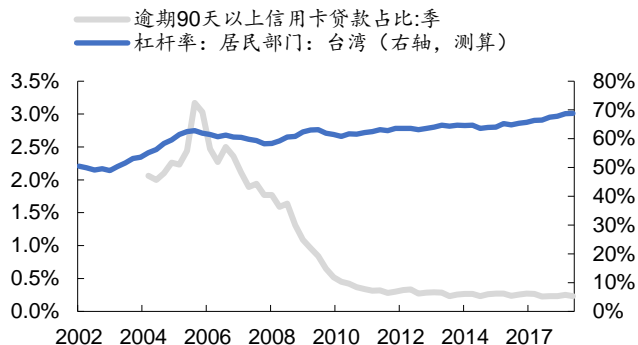
最终2006年初卡债危机爆发，台湾信用卡逾期90天以上贷款占比迅速上升至3.38%，但在监管整顿，行业恢复健康发展，信用卡循环信用余额规模下降至1500亿新台币左右保持稳定，信用卡逾期90天以上贷款占比持续下降，在2011年以来基本保持在0.3%以下的超低水平。卡债危机后我们测算的台湾地区居民部门杠杆率在2006-2008年有所调整，但此后又开始逐步上升，主要是住房贷款的规模持续提升（从2008年的4.59万亿新台币提升到2008年的8.04万亿新台币），台湾地区居民消费型贷款的需求大幅减少，负债重心回归房地产按揭贷款。

图表 168: 台湾地区信用卡流通卡、信用卡贷款情况



资料来源: Wind, 台湾金管局, 国盛证券研究所

图表 169: 台湾居民杠杆率与信用卡逾期90天以上贷款占比走势()



资料来源: Wind, 台湾金管局, 国盛证券研究所

3.4.3.3、结论: 当前中国不具备爆发“系统性金融风险”的条件

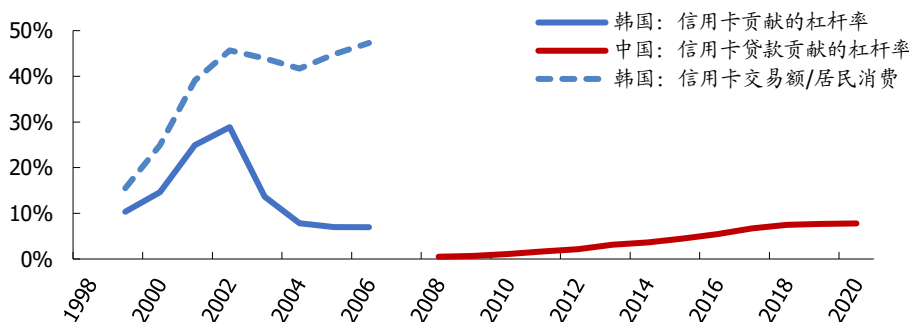
对比英美日韩台的经验, 当前中国仍不具备爆发系统性金融风险的条件, 主要基于:

1) 从简单宏观数据比较来看, 我国过去几年虽然居民部门杠杆率提升速度较快, 但到2020年居民部门总杠杆率仍为62.2%, 剔除经营性贷款后的杠杆率仅48.8%, 远低于2008年危机发生时英国、美国90%以上的水平, 也低于当时受金融危机影响有限的东亚地区的平均水平(65%左右)。与此同时一直以来我国储蓄率一直保持在40%以上, 其中居民部门的储蓄率也高达36%, 远高于其他国家, 居民部门整体抗风险能力较强。

2) 我国居民债务主要由房贷驱动, 纯信用类消费贷带来的杠杆有限。62.2%的居民杠杆率中, 33.96%由房贷驱动, 13.40%由经营贷驱动(大多有抵质押或担保, 纯信用类占比较少), 只有14.8%由消费贷(含信用卡)驱动。而2002年的韩国在爆发卡债危机时, 仅信用卡带来的杠杆率就超过了28.9%。从这个角度来看, 只要房价不发生大规模波动, 居民偿债的能力与意愿也能得到保证, 按揭贷款也将有效发挥“压舱石”的作用。

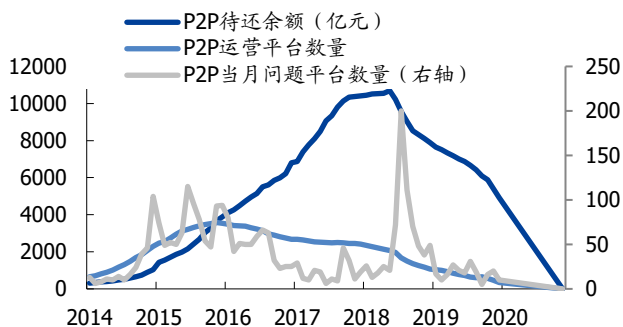
3) 相比于韩国、台湾信用卡、消费贷扩张过程中的无序竞争, 我国监管层反应更迅速, 及时化解了潜在风险。我国监管层在2018年即开始整顿P2P、严查违规消费贷, 到2020年11月P2P已基本全部整改完成。2020年开始, 监管层针对互联网消费金融贷款密集出台, 如《商业银行互联网贷款新规》(联合贷款中出资银行的贷款比例不得高于70%)、《关于加强小额贷款公司监督管理的通知》(规定小贷公司表内外合计杠杆率不得超过5倍)等, 有效降低了平台类消费贷款过度扩张的风险。目前我国消费信贷市场发展整体较为稳健、健康, 并没有出现“野蛮扩张”的局面。

图表 170: 相比韩国, 我国信用卡贷款贡献的杠杆率仍处于较低水平



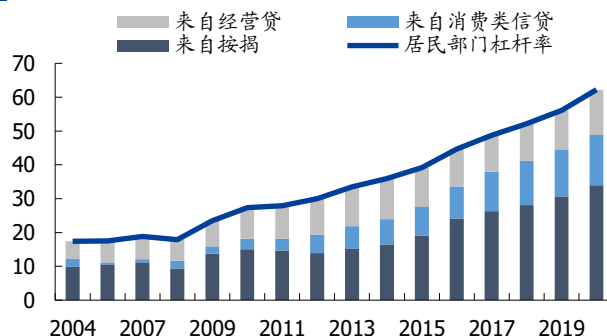
资料来源: BIS, 国盛证券研究所

图表 171: 我国 P2P 平台代偿贷款、平台情况



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 172: 我国居民部门杠杆率走势 (%)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

四、投资建议

总的来说,我国已站在财富管理大发展的“风口”之上,这一业务不仅发展速度快,且对于更好地服务老百姓、推进业务转型方面具有非常高的价值,银行、券商、基金等金融机构在这一领域均大有可为。

简单测算 2025 年居民金融资产将达到 316 万亿,且大资管类产品 CAGR 将达 18.8%,预计未来财富管理行业未来收入将持续快速地增长。

建议积极关注自身客群基础好,财富管理领域沉淀较深,先发优势明显,行业市占率比较高或增长潜力较好的金融机构未来的发展空间,如商业银行中的招商银行、平安银行、宁波银行;券商中的东方财富、中金公司、中信证券等。

风险提示

- 1、宏观经济加速下滑，可能会影响零售客户的收入水平，这使得银行的资产质量可能承受一定压力，信用卡、消费贷等因收入偿债能力的下降可能会有风险。同时居民自身资产可能面临缩水压力，金融机构在财富管理领域的业务空间都可能受到影响，从而对金融机构自身盈利能力产生不利影响；
- 2、金融监管超预期，一方面可能影响资管产品的更新速度，金融机构只能从事传统的业务，可能难以匹配居民多层次的投资需求；另一方面可能使得银行零售信贷产品的发行受阻，造成部分零售客户资金流紧张，影响资产质量的同时银行自身业务扩张速度也会受到一定程度的影响；
- 3、资本市场的改革不及预期，金融机构难以有施展业务、服务的空间，行业增长从而受到影响。多层次的财富管理市场发展受阻，也会反过来限制居民金融资产的配置进行，对行业中长期造成不利影响；
- 4、本报告涉及一些宏观、行业性的测算，主要基于当前宏微观环境进行前提假设，若这些假设条件出现显著变化，可能会导致测算质量以及结论出现偏差。

附一：上市银行零售、财富管理业务对比

图表 173: 上市银行 2020A 零售客群、AUM 数据

	零售客户整体						私人银行业务					
	零售客户 (万户)	零售AUM (亿元)	人均AUM (万元)	零售AUM/ 总资产	2020AUM 增速	过去两年 平均增速	私行客户 数(户)	私行AUM (亿元)	私行人均AUM (万元)	私行AUM/总 AUM	2020私行 AUM增速	过去两年平 均增速
工商银行	68,000	160,000	2.35	48.0%	9.6%	8.8%	102,000	18,000	1,765	11.3%	15.8%	13.6%
建设银行	-	130,000	-	46.2%	-	-	160,794	17,800	1,107	13.7%	17.9%	14.9%
农业银行	86,000	-	-	-	-	-	141,000	16,960	1,203	0.0%	20.8%	22.9%
中国银行	-	-	-	-	-	-	132,900	18,500	1,392	0.0%	15.6%	15.0%
交通银行	17,900	38,956	2.18	36.4%	13.0%	12.9%	61,100	8,338	1,365	21.4%	36.9%	27.2%
邮储银行	62,200	112,500	1.81	99.1%	12.5%	10.6%	-	-	-	-	-	-
招商银行	15,800	89,418	5.66	106.9%	19.3%	14.7%	99,977	27,746	2,775	31.0%	24.4%	16.6%
中信银行	11,100	22,393	2.02	29.8%	6.4%	12.0%	51,100	6,803	1,331	30.4%	18.5%	18.3%
浦发银行	11,800	31,300	2.65	39.4%	54.2%	31.8%	24,000	4,700	1,958	15.0%	-	-
民生银行	-	19,102	-	27.5%	4.0%	7.6%	34,948	4,915	1,406	25.7%	21.6%	17.1%
兴业银行	7,956	26,100	3.28	33.1%	25.3%	21.4%	48,560	6,337	1,305	24.3%	19.7%	22.0%
光大银行	12,300	19,200	1.56	35.8%	12.6%	13.7%	40,112	4,372	1,090	22.8%	17.0%	-
华夏银行	2,961	8,624	2.91	25.4%	10.5%	16.5%	11,400	1,912	1,677	22.2%	18.2%	17.4%
平安银行	10,715	26,248	2.45	58.7%	32.4%	36.1%	57,300	11,289	1,970	43.0%	53.8%	57.0%
浙商银行	838	5,544	6.62	27.1%	13.3%	15.9%	11,480	1,749	1,523	31.5%	-	-
北京银行	2,358	7,748	3.29	26.7%	8.6%	10.7%	60,000	-	-	-	-	-
南京银行	2,161	4,871	2.25	32.1%	12.6%	13.8%	30,264	1,496	494	30.7%	24.7%	23.9%
宁波银行	1,211	5,340	4.41	32.8%	22.0%	22.8%	7,617	956	1,255	17.9%	42.5%	42.7%
上海银行	1,816	7,491	4.13	30.4%	17.8%	20.1%	4,411	755	1,712	10.1%	16.5%	16.5%
杭州银行	-	3,825	-	32.7%	15.7%	17.7%	-	-	-	-	-	-
长沙银行	1,469	2,217	1.51	31.5%	21.7%	25.2%	-	-	-	-	-	-
青岛银行	632	2,028	3.21	44.1%	24.9%	24.3%	-	-	-	-	-	-

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 174: 上市银行 2020A 零售业务贡献度

	零售贷款		零售存款		零售收入		零售营业利润		零售中间业务		利息净收入
	余额	占比	余额	占比	规模	占比	规模	占比	手续费及佣金净 收入(亿元)	占零售业务 收入的比重	占零售业务 收入比重
工商银行	71,153	38.2%	116,605	46.89%	3,732	42.28%	1,745	44.58%	537.61	14.41%	70.44%
建设银行	73,112	43.7%	101,849	50.08%	3,275	43.33%	2,060	61.10%	575.86	17.58%	81.50%
农业银行	62,188	41.1%	119,260	59.31%	2,768	42.06%	1,386	52.10%	267.84	9.68%	91.66%
中国银行	55,833	39.4%	75,901	45.47%	2,213	39.13%	1,133	46.23%	309.82	14.00%	82.32%
交通银行	19,809	33.9%	21,922	33.52%	1,137	46.19%	290	33.61%	280.44	24.66%	58.14%
邮储银行	32,539	56.9%	90,956	87.81%	1,981	69.22%	293	43.23%	124.85	6.30%	93.78%
招商银行	26,812	53.3%	30,326	36.11%	1,563	53.81%	639	52.07%	514.26	32.90%	66.11%
中信银行	18,919	42.3%	9,383	20.72%	796	40.88%	194	33.59%	212.84	26.74%	72.47%
浦发银行	17,923	39.5%	9,594	23.54%	-	-	-	-	-	-	-
民生银行	16,091	41.8%	7,587	20.35%	712	38.49%	218	58.68%	159.59	22.42%	76.58%
兴业银行	17,145	43.2%	7,296	18.05%	-	-	-	-	-	-	-
光大银行	12,833	42.6%	8,008	23.30%	587	41.17%	29	6.44%	163.31	27.84%	71.91%
华夏银行	5,945	28.2%	3,508.67	19.30%	-	0.00%	-	-	-	-	-
平安银行	16,049	60.2%	6,540	24.47%	886	57.69%	225	60.83%	337.25	38.07%	61.93%
浙商银行	3,331	27.9%	2,530	19.17%	105	22.08%	29	20.26%	3.95	3.75%	95.75%
北京银行	5,050	32.2%	3,925	23.97%	143	22.29%	93	37.91%	5.96	4.16%	95.79%
南京银行	1,992	29.5%	2060.26	21.77%	69	20.05%	22	14.05%	7.70	11.15%	87.19%
宁波银行	2,617	38.0%	2,014	21.77%	155	37.65%	58	35.16%	25.92	16.75%	83.23%
上海银行	3,489	31.8%	3,245	25.01%	150	29.50%	39	17.30%	13.51	9.93%	90.83%
贵阳银行	393	17.0%	1,210.89	34.10%	34	20.83%	17	25.81%	5.69	20.44%	83.03%
杭州银行	1,880	38.9%	1,199	17.17%	29	11.85%	14	17.53%	7.90	26.88%	73.12%
江苏银行	4,699	39.1%	3,593	27.51%	165	31.62%	23	13.80%	6.80	4.13%	95.86%
成都银行	807	28.5%	1,658	37.90%	28	19.51%	18	26.44%	0.46	1.63%	98.37%
郑州银行	673	28.3%	1,078	34.30%	15	10.59%	1	1.47%	0.74	4.76%	95.24%
长沙银行	1,294	41.1%	1,732	37.95%	72	40.13%	24	36.00%	1.13	1.57%	98.50%
青岛银行	608	29.4%	883	32.45%	20	18.51%	6	22.24%	3.73	19.14%	87.65%
西安银行	670	38.9%	945	45.57%	23	32.60%	3	8.49%	1.13	4.86%	95.69%
苏州银行	650	34.5%	996	40.85%	28	26.61%	8	22.76%	5.02	18.27%	80.47%
厦门银行	535	38.0%	351	22.75%	12	21.60%	5	27.40%	1.00	8.32%	91.68%
重庆银行	965	34.3%	1,218	39.10%	29	22.36%	10	17.10%	0.09	0.29%	99.71%

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 175: 上市银行 2020A 零售业务结构

	各类贷款占零售贷款的比重					零售存款			理财业务			代销业务	
	住房按揭	经营贷	消费贷	信用卡	其他	活期占比	零售存款/零售存款/AUM	零售存款/AUM	表外理财规模(亿元)	表外理财/零售存款	理财/AUM	非货基保有规模(亿元)	非货基保有量/AUM
工商银行	80.51%	7.33%	2.58%	9.58%	-	46.46%	69.02%	64.43%	27,084.27	26.27%	16.93%	5,366.00	3.35%
建设银行	80.60%	1.91%	3.66%	11.41%	2.41%	43.19%	67.88%	81.98%	21,678.86	20.34%	16.68%	4,101.00	3.15%
农业银行	74.98%	6.12%	3.17%	8.72%	7.02%	49.23%	52.15%	-	21,706.21	18.20%	-	-	-
中国银行	79.14%	-	-	8.93%	11.93%	46.54%	77.43%	-	13,889.04	19.26%	-	-	-
交通银行	65.31%	-	-	23.43%	11.26%	37.06%	90.36%	56.28%	12,119.59	55.28%	31.11%	2,483.00	6.37%
邮储银行	59.04%	22.93%	13.58%	4.45%	-	31.81%	35.77%	80.85%	8,653.19	9.51%	7.69%	1,128.00	1.00%
招商银行	47.55%	17.74%	-	27.85%	6.86%	68.90%	131.90%	22.73%	24,456.44	120.32%	27.35%	7,079.00	7.92%
中信银行	48.43%	15.02%	10.50%	25.67%	-	34.86%	201.63%	41.90%	12,870.95	137.17%	57.48%	1,343.00	6.00%
浦发银行	47.38%	18.18%	-	20.76%	13.68%	31.71%	186.81%	30.65%	13,455.00	140.24%	42.99%	1,708.00	5.46%
民生银行	32.02%	32.55%	-	28.73%	6.69%	32.13%	212.08%	39.72%	8,611.32	113.50%	45.08%	1,566.00	8.20%
兴业银行	61.42%	8.21%	-	23.90%	6.46%	44.68%	236.01%	27.83%	14,756.79	203.14%	56.54%	1,441.00	5.52%
光大银行	38.37%	13.35%	13.53%	34.75%	-	34.23%	160.25%	41.71%	8,362.73	104.43%	43.56%	864.00	4.50%
华夏银行	45.70%	-	-	28.47%	25.82%	37.98%	168.93%	40.81%	5,885.08	167.22%	68.24%	322.00	3.73%
平安银行	14.92%	-	24.47%	32.98%	27.63%	37.04%	245.40%	24.92%	6,481.85	99.11%	24.70%	1,039.00	3.96%
浙商银行	22.71%	45.42%	31.87%	-	-	17.85%	131.64%	45.64%	2,889.08	114.17%	52.11%	82.00	1.48%
北京银行	64.52%	21.79%	11.76%	1.93%	-	30.68%	129.40%	50.66%	3,281.04	83.59%	42.35%	246.00	3.18%
南京银行	36.55%	13.63%	47.47%	2.33%	0.02%	20.98%	96.67%	42.30%	2,854.11	138.53%	58.59%	112.00	2.30%
宁波银行	8.89%	22.94%	68.17%	-	-	26.33%	129.93%	37.71%	2,599.00	129.06%	48.67%	592.00	11.09%
上海银行	35.50%	9.25%	45.39%	9.87%	-	26.33%	107.55%	43.31%	3,822.00	117.80%	51.02%	222.00	2.96%
贵阳银行	37.42%	45.70%	-	12.71%	4.16%	28.66%	37.15%	-	878.66	72.56%	-	-	-
杭州银行	38.33%	37.35%	24.31%	-	-	33.45%	156.85%	31.34%	2,771.13	231.17%	72.45%	306.00	8.00%
江苏银行	47.63%	5.30%	42.31%	4.76%	-	22.51%	130.77%	-	3,516.00	97.85%	-	-	-
成都银行	90.46%	2.63%	1.07%	5.85%	-	25.31%	48.68%	-	528.14	31.85%	-	-	-
郑州银行	53.42%	38.08%	4.11%	4.39%	-	28.23%	62.47%	-	490.54	45.52%	-	-	-
长沙银行	40.01%	16.67%	16.95%	16.03%	10.34%	40.37%	74.69%	78.11%	499.17	28.82%	22.51%	-	-
青岛银行	66.81%	17.72%	15.47%	-	-	25.92%	68.77%	43.56%	1,241.23	140.51%	61.20%	39.00	1.92%
西安银行	35.27%	10.62%	52.92%	1.19%	-	18.41%	70.60%	-	360.48	37.67%	-	-	-
苏州银行	41.22%	37.75%	21.02%	-	-	26.42%	65.27%	-	564.09	56.65%	-	-	-
厦门银行	51.26%	39.63%	9.10%	-	-	37.81%	152.50%	-	206.82	58.94%	-	-	-
重庆银行	36.81%	20.66%	32.50%	10.04%	-	13.14%	79.23%	-	514.89	42.26%	-	-	-

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

附二：上市券商财富管理业务对比

图表 176: 上市券商参控股公募基金基本情况 (为特殊标注单位为亿元)

上市券商	基金公司	持股比例	是否并表	17-20年基金净利润复合增速	基金2020年净利润	17-20年非货币基金复合增速	2021H1非货币基金资产规模	参控股公募基金2020年净利润(考虑比例)	公司2020年净利润	公募基金净利润占比(不考虑并表)	公司市值	公司PB	是否取得公募牌照
中信证券	华夏基金	62.2%	是	5.3%	15.98	31.3%	5869	9.94	149.02	6.7%	3264	1.76	
海通证券	海富通基金	51.0%	是	14.0%	3.78	42.3%	820	1.93	108.75	1.8%	1604	1.03	
	富国基金	27.8%		31.5%	16.52	46.9%	5509	4.59		4.2%			
华泰证券	华泰柏瑞基金	49.0%		15.4%	2.72	32.1%	1441	1.33	108.22	1.2%	1462	1.11	是
	南方基金	41.2%		16.4%	14.84	30.9%	5325	6.11		5.6%			
国泰君安	华安基金	20.0%		20.4%	7.11	33.4%	2885	1.42	111.22	1.3%	1580	1.21	是
招商证券	博时基金	49.0%		9.9%	12.47	20.1%	4268	6.11	94.92	6.4%	1635	1.76	
	招商基金	45.0%		4.0%	9.04	26.4%	4276	4.07		4.3%			
兴业证券	兴证全球基金	51.0%	是	42.4%	15.97	44.9%	3053	8.14	40.03	20.3%	721	1.86	
	南方基金	9.2%		16.4%	14.84	30.9%	5325	1.36		3.4%			
广发证券	广发基金	54.5%	是	24.5%	18.24	58.0%	6042	9.95	100.38	9.9%	1516	1.51	
	易方达基金	22.7%		25.2%	27.50	44.2%	10328	6.23		6.2%			
申万宏源	申万菱信基金	67.0%	是	-4.7%	1.04	25.4%	539	0.70	77.66	0.9%	1169	1.29	
	富国基金	27.8%		31.5%	16.52	46.9%	5509	4.59		5.9%			
东方证券	东证资管	100.0%	是	10.5%	8.10	36.1%	2464	8.10		29.7%			
	汇添富基金	35.4%		27.9%	25.66	56.8%	6121	9.09	27.23	33.4%	1085	1.93	是
	长城基金	17.7%		-11.2%	1.55	31.9%	793	0.27		1.0%			
方正证券	方正富邦基金	66.7%	是	连续亏损	(0.17)	39.9%	131	-0.11	10.96	-1.0%	730	1.81	
光大证券	光大保德信基金	55.0%	是	0.5%	1.60	31.1%	735	0.88	23.34	3.8%	742	1.46	
国信证券	鹏华基金	50.0%		0.4%	5.89	50.0%	3403	2.94	66.16	4.5%	1138	1.57	
国金证券	国金基金	49.0%		-6.9%	0.10	107.7%	81	0.05	18.63	0.3%	349	1.53	
中信建投	中信建投基金	55.0%	是	-11.0%	0.48	65.1%	218	0.26	95.09	0.3%	2409	4.06	
长江证券	长信基金	44.6%		-11.2%	1.79	23.1%	585	0.80	20.85	3.8%	423	1.47	是
财通证券	财通基金	40.0%		-3.2%	1.27	28.7%	302	0.51	22.92	2.2%	383	1.67	是
东吴证券	东吴基金	70.0%	是	-8.6%	0.00	19.1%	161	0.00	17.07	0.0%	411	1.46	
国元证券	长盛基金	41.0%		-1.3%	0.75	1.2%	321	0.31	13.70	2.2%	337	1.08	
第一创业	创金合信基金	51.1%	是	31.5%	0.95	35.0%	448	0.48	8.13	5.9%			
	银华基金	26.1%		27.3%	8.28	53.9%	2336	2.16		26.6%	292	2.11	
浙商证券	浙商基金	25.0%		连续亏损	(0.01)	21.9%	261	0.00	16.27	0.0%	484	2.45	是
南京证券	富安达基金	49.0%		59.8%	0.96	-3.4%	32	0.47	8.10	5.8%	433	2.71	
西南证券	银华基金	44.1%		27.3%	8.28	53.9%	2336	3.65	10.91	33.4%	341	1.35	
中金公司	中金基金	100.0%	是	亏损	(0.43)	152.9%	388	-0.43	72.07	-0.6%	2752	4.01	
国海证券	国海富兰克林基金	51.0%	是	18.4%	1.58	45.1%	605	0.80	7.25	11.1%	229	1.23	
华安证券	华富基金	49.0%		-11.0%	0.48	51.8%	333	0.23	12.68	1.8%	253	1.77	
东兴证券	东兴基金	100.0%	是	-8.6%	0.03	129.6%	33	0.03	15.40	0.2%	309	1.45	是
西部证券	西部利得基金	51.0%	是	94.6%	0.29	47.7%	370	0.15	11.17	1.3%	383	1.46	
东北证券	东方基金	57.6%	是	-0.2%	0.60	57.1%	397	0.34	13.33	2.6%			
	银华基金	18.9%		27.3%	8.28	53.9%	2336	1.56		11.7%	200	1.18	
长城证券	长城基金	47.1%		-11.2%	1.55	31.9%	793	0.73	15.02	4.9%	331	1.80	
	景顺长城基金	49.0%		65.5%	8.22	62.3%	3054	4.03		26.8%			
红塔证券	红塔红土基金	59.3%	是	111.7%	1.01	18.2%	46	0.60	14.13	4.2%	675	4.60	
国联证券	中海基金	33.4%		18年亏损	0.01	-0.2%	113	0.00	5.88	0.1%	342	3.19	
中泰证券	万家基金	49.0%		17.5%	2.19	47.3%	1231	1.07	25.25	4.2%	721	2.13	

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

注: PB 截止至 2021 年 8 月 18 日

免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普500指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在10%以上

国盛证券研究所

北京

地址：北京市西城区平安里西大街26号楼3层
 邮编：100032
 传真：010-57671718
 邮箱：gsresearch@gszq.com

南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道1115号北京银行大厦
 邮编：330038
 传真：0791-86281485
 邮箱：gsresearch@gszq.com

上海

地址：上海市浦明路868号保利One56 1号楼10层
 邮编：200120
 电话：021-38934111
 邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳

地址：深圳市福田区福华三路100号鼎和大厦24楼
 邮编：518033
 邮箱：gsresearch@gszq.com