2022 年 11 月 29 日

银行零售转型走了多远？未来路在何方？

银行行业专题报告

▶ 商业银行零售转型走了多远？

■ 资产端：个贷占比升至 40%，结构上按揭为主、消贷快增

我国商业银行零售业务快速发展主要体现在资产端的快速投放，2021 年末上市银行个人银行业务资产占总资产的比例约为 25%，较 2010 年提升 11pct，与公司分部的资产占比差从 29pct 降至 13pct。驱动资产快速提升的主要是零售信贷快增，2021 年住户贷款/总贷款为 37%，较 2004 年提升 21pct。零售贷款结构上呈现以按揭为主、消费贷和经营贷快速发展的特征：1）住户贷款以中长期消费贷为主，2005 年占比较高在 65%以上，伴随其他零售业务发展，2015 年降至 55%，之后阶段性回升至 2019 年的高点 61.5%。2）房地产管控后短期消费类贷款更快扩容，2019 年之前增速保持 20%以上，拉动占比上行趋势明显，由 2004 年不足 5%升至 2019 年 18%高点，尤其在 2011-2014 年房地产调控收紧阶段，CAGR 高达 36%，高于个贷 16pct。3）近几年普惠小微等经营贷作为服务实体的政策引导方向，实现了较快增长。

■ 负债端：存款创新进展较慢，非存款 AUM 快增

负债端居民存款呈现一定流失倾向：1）2021 年末上市银行个人银行业务的负债占比约为 35%，较 2010 年降 3.7pct，较 2017 年低点略回升 2.6pct，主要是同业负债监管趋严，以及伴随银行加大揽储力度，和 P2P 整顿暴雷潮出现，引发居民存款回流。2）住户存款占比 2004 年前后是高点，贡献总存款 50%，随着金融脱媒的演绎 2017 年降至 39%的阶段低点，2017 年后住户存款增速阶段性回升至 10%以上，相应的 2019 年初住户存款占总存款的比例小幅回升至 42%。之后伴随疫情冲击以及资本市场偏弱影响，居民储蓄意愿提升，今年初占比升至超 45%。3）伴随社会财富总量不断增加、地产周期渐入低迷，居民对财富管理的需求不断提升，资产配置结构变化驱动商业银行零售 AUM 体量不断扩容，且结构上剔除个人存款的非存款类 AUM 贡献度明显提升。

■ 利润表：营收和利润贡献度均超越对公

零售业务的快速发展落地在利润表中，体现为营收和业绩贡献度的明显提升且超越对公，另外对于整体的 ROA 稳定有明显支撑。

营收：上市银行营收中零售业务贡献度近十年来均得到不同程度的提升，2020 年整体占比 42.8%超过对公业务，较十年前提升 13.8pct。股份行因较早开展零售转型、且力度较大，相应的零售业务营收贡献度提升幅度较高，2019 年较 2010 年股份行提升幅度普遍在 20pct 左右，其他类型银行在 10pct 水平。结构上，利息收入和中收的零售贡献度均有提升。

利润：得益于优异的资产质量带来较低的信用成本，以及金融科技转型驱动运营成本优化，零售业务的利润贡献度提升幅度更明显且在 2017 年就超越了对公。上市银行整体零售业务利润贡献度十年间增幅接近 30pct。

评级及分析师信息

行业评级：推荐

行业走势图



分析师：刘志平
邮箱：liuzp1@hx168.com.cn
SAC NO：S1120520020001

分析师：李晴阳
邮箱：liqy2@hx168.com.cn
SAC NO：S1120520070001

ROA：零售业务 ROA 明显高于对公条线且更稳定，2012 年超过对公，2015 年达到阶段性高点 2.7%，之后降幅相对平缓，2021 年为 2.2%，与对公业务差距扩大至 1.3pct。

▶ 海外银行业的零售进程以及对标比较

1）海外银行零售业务大多兴起于 80 年代，经济相对繁荣，金融脱媒、金融自由化和利率市场化背景下，企业转向直接融资、市场竞争加剧，银行寻求更高收益的资产配置方向，叠加零售产品层出不穷，零售金融市场需求增加，以及房地产市场助推，零售信贷占比快速提升，如美国、德国、韩国等银行的个贷的占比都一度接近 50%。2）地产以及宏观经济风险积聚后，一般在经济危机冲击下居民部门降杠杆，零售资产中的按揭贷款、消费贷都不同程度的受到一些影响。3）零售信贷资产投放的长期趋势也显示出一定的周期性，尤其是消费贷与居民收支情况高度相关，经济降速下，消费贷增速也和宏观经济增速基本一致。4）伴随居民降杠杆以及经济危机的影响，商业银行的传统零售业务的利润贡献度边际下降，财富管理等高附加值业务的贡献度提升。

▶ 探索零售转型的下一站：聚焦产品管理和财富管理

我国零售信贷的快速增长是居民加杠杆的进程反映。未来我们认为商业银行的零售资产的扩张将从之前的高速增长进入稳速周期：一是，零售信贷市场的渗透率明显提升，零售信贷的占比接近发达国家水平，未来继续大幅提升的空间受到一些因素的制约，居民加杠杆的能力和意愿在边际下降；二是，人口因素所带来的储蓄率下降也会导致加杠杆动力不足，老龄化程度和私人部门信贷/GDP 呈倒 U 型关系，拐点后的人口老龄化的上升将伴随金融杠杆率下降；三是，我国居民杠杆率近几年一路直升，增长斜率陡峭，偿债负担加重，居民资产负债表恶化，未来居民加杠杆的意愿受居民偿债负担的制约。

因此站在现在这个阶段我们需要重新审视银行零售业务未来的发展空间或者盈利驱动，从海外国家商业银行零售业务的盈利驱动因素分析，我们认为未来零售业务更多的发展驱动在产品管理带来的获客能力和息差空间、以及财富管理的资产配置能力和中收增长。1）以富国银行为例，计息存款付息率长期低于可比同业，主要是存款结构里零售存款占比长期处于 90%左右高位，整体负债端低成本的优势贡献净息差高于行业；另一方面公司非息收入占比高达 47%以上，且财富管理业务的营收和利润贡献度也持续提升。2）从海外国家商业银行中收的发展和结构分析来看，财富管理是中收提升的重要来源之一，资产配置的要求成为银行下一阶段银行财富管理业务发展的重点。资产管理公司将以专业的资产管理能力或优异的投资业绩持续吸引新增资产推动 AUM 增长。

▶ 投资建议：

综上，我们认为未来商业银行的零售业务的发展将更多的来自大负债管理规模的增长和管理能力的提升，从而增加对利润的贡献度，也将驱动整体估值体系上的转变。未来，我国商业银行的零售业务在产品管理和财富管理层面还将有非常大的发展空间，整体继续提升对利润的贡献度，目前明显低于净资产的估值水平也将得到明显改善。从上市银行零售业务目前的发展基础和未来发展潜力的角度，我们推荐：招商银行、宁波银行、杭州银行以及平安银行和青岛银行等。

风险提示：宏观经济下行超预期，或影响居民可支配收入，一方面侵蚀偿债能力，按揭或消费信贷风险抬升，进一步影响零售业务信用成本；另一方面居民风险偏好下降、储蓄意愿提升，影响财富管理市场空间；监管政策风险，如消费信贷或财富管理领域监管趋严，影响银行产品体系建设和业务推进；银行自身的风险，如重大经营管理风险等。

盈利预测与估值

重点公司											
股票	股票	收盘价	投资	BPS（元）				P/B			
代码	名称	（元）	评级	2020A	2021A	2022E	2023E	2020A	2021A	2022E	2023E
600036.SH	招商银行	31.96	买入	25.36	29.01	32.71	37.02	1.26	1.10	0.98	0.86
002142.SZ	宁波银行	29.63	买入	15.70	20.38	23.20	26.61	1.89	1.45	1.28	1.11
000001.SZ	平安银行	11.81	买入	15.16	16.77	18.99	21.30	0.78	0.70	0.62	0.55
600926.SH	杭州银行	12.87	买入	10.77	12.08	13.49	15.14	1.19	1.07	0.95	0.85
002948.SZ	青岛银行	3.58	买入	3.85	4.26	4.81	5.20	0.93	0.84	0.74	0.69

资料来源：WIND、华西证券研究所

正文目录

1. 商业银行零售转型的资产端走了多远？ 7
1.1. 资产端：个贷占比升至 40%，较 2010 年提升 10+pct 7
1.2. 零售贷款的结构：按揭为主，消费贷和经营贷快速发展 9
2. 零售转型负债端：存款创新进展缓慢，非存款 AUM 快增 13
2.1. 表内居民存款有流失，定期化趋势增强 13
2.2. 居民资产配置结构的变化驱动非存款 AUM 快增 15
3. 利润表的转型成效：营收和利润贡献度均超越对公 17
4. 海外银行业的零售进程以及对标比较 21
5. 探索零售转型的下一站：聚焦产品管理和财富管理 30
5.1. 零售银行的资产扩张进入降速周期 30
5.2. 探索零售业务的下一站，聚焦产品管理和财富管理 35
6. 行业投资建议 41
7. 风险提示 44

图表目录

图 1 上市银行个人银行业务资产占比持续提升 8
图 2 金融机构住户贷款增速快于总贷款增速 8
图 3 住户贷款增速与个人住房贷款增速高度同步 8
图 4 8 月金融机构贷款中住户贷款占比 35.6% 8
图 5 上市银行 2009-2021 年个贷增速远高于贷款总体 8
图 6 2019 年以来个贷占比升至 40%以上，2022H1 略降 8
图 7 住户部门贷款及老 16 家上市银行零售贷款结构演变 9
图 8 个贷中房贷占比 50-60% 10
图 9 个人住房贷款快增对应房价快速上涨阶段 10
图 10 金融机构住户贷款：中长期消费贷占比 6 成 10
图 11 上市银行按揭贡献个贷 6-7 成 10
图 12 2010-2014 年银行卡期末应偿信贷总额高增 11
图 13 2010-2014 年借记卡发卡量快速扩增 11
图 14 2009-2013 年银行卡渗透率上台阶 11
图 15 银行卡授信使用率 2015 年之前显著提升 11
图 16 一般消费贷规模显著上行于 2016-2019 年 12
图 17 一般消费贷/住户贷款 2016-2019 年提升 1.6pct 12
图 18 普惠小微企业贷款整体保持 15%以上增速 13
图 19 经营贷增速 2009 和 2020 年以来高于住户贷款增速 13
图 20 小企业贷款需求 2015 年前后有较明显回落 13
图 21 2015 年后小贷公司数量和贷款规模均下滑 13
图 22 上市银行个人银行业务负债占比略有下降 14
图 23 上市银行个人存款增速略低于总存款增速 14
图 24 金融机构存款结构：住户存款占比升至 45%左右 14
图 25 上市银行存款结构稳定，四成来自个人存款 14
图 26 金融机构定期存款占比较 2017 年初低点提升 9pct 15
图 27 上市银行近五年个人存款定期化程度提升约 5pct 15
图 28 居民资产负债表：金融资产占比提升 16
图 29 我国个人可投资金融资产构成：存款占比下行 16
图 30 我国居民总储蓄率持续下行，但仍高于其他国家 16
图 31 国内外居民金融资产结构比较（2019A，%） 16
图 32 零售 AUM/总资产比例整体提升 17
图 33 非个人存款类 AUM 占比趋势提升 17
图 34 招商银行 AUM 结构 17

图 35 平安银行 AUM 结构 17
图 36 上市银行个人银行业务营收贡献度超过对公业务 18
图 37 上市银行个人银行业务利润贡献度大幅提升 18
图 38 利息净收入中个人银行贡献度提升 18
图 39 手续费净收入中零售贡献度 2014 年后有明显提升 18
图 40 个人银行业务营收结构 19
图 41 上市银行营收分部：个人银行业务贡献度普遍提升，股份行增幅显著 19
图 42 上市银行利润总额分部：个人银行业务贡献度也均有明显提升 19
图 43 招行和平安零售业务的营收和利润贡献度先后在 2017 年前后超过对公 20
图 44 测算个人银行业务 ROA 保持高位且相对稳定 20
图 45 个人银行业务 ROA 拆分 20
图 46 美国银行业贷款结构变动 21
图 47 调整后的美国银行业贷款结构 21
图 48 美国：零售贷款一半以上为按揭贷款 22
图 49 美国：信用卡贷款成长于 20 世纪 60 年代 22
图 50 60-80 年代信用卡快增对应人均宏观指标增速上行 22
图 51 20 世纪 60 年代以来美国个人消费的 GDP 贡献率保持在 60%以上 22
图 52 美国：50 年代-2000 年全市场消费信贷稳健增长 22
图 53 美国：消费贷中循环贷占比 21 世纪初止升回落 22
图 54 美国：住房抵押贷款在次贷危机中受挫缩量 23
图 55 美国：按揭贷款趋势与房价指数和增速基本一致 23
图 56 美国银行业零售业务贡献度变动情况 23
图 57 日本持牌银行银行账户贷款：个人贷款占比 27% 24
图 58 日本持牌银行个人贷款：房贷占 90%的份额 24
图 59 日本 GDP、国民收入和社零销售增速 90 年代以来都处于低位 24
图 60 日本土地价格指数 90 年代骤降 24
图 61 90 年代短暂停滞后住房贷款规模重回增长 25
图 62 消费贷 80-90 年代初剧增，之后规模降低过半 25
图 63 日本银行业零售业务贡献度变动情况 25
图 64 德国：货币金融机构个贷占比 21 世纪初超过企业 26
图 65 德国货币金融机构：个贷中九成为长期贷款 26
图 66 德国货币金融机构：个贷中住房贷款占比升至 80% 26
图 67 德国货币金融机构：90 年代房贷驱动个贷高增 26
图 68 德国货币金融机构：90 年代其他个贷增速下滑 27
图 69 德国货币金融机构：个体户贷款 2000 年以来停滞 27
图 70 德国：90 年代以后 GDP 增速整体降档 27
图 71 德国：居民可支配收入 90 年代以来陷入低迷 27
图 72 德国银行业零售业务贡献度变动情况 27
图 73 韩国宏观经济增速 1997 年后降档 28
图 74 韩国企业杠杆率 1997 年后回落，居民持续加杠杆 28
图 75 韩国家庭部门贷款 90 年代末高增长 28
图 76 韩国商业银行贷款中家庭部门占比升至约 40% 28
图 77 2006 年以来韩国商业银行家庭贷款结构稳定 29
图 78 韩国房价 2000 年以来持续上行 29
图 79 韩国银行业零售业务贡献度变动情况 29
图 80 各国居民杠杆率水平及银行零售业务贡献度对比 30
图 81 我国人均 GDP 突破 1 万美元，达美日 80 年代水平 31
图 82 银行卡和信用卡人均持卡量走平 31
图 83 城镇化：城镇化率持续提升 31
图 84 就业：21 世纪初失业率稳住并缓慢回落 31
图 85 银行卡卡均消费额受疫情冲击处于下行阶段 31
图 86 住户短期消费贷增速降至 2.1%（2022-09） 31
图 87 美国、德国、日本、中国 65 岁+人口占比变化 32

图 88 我国预计 2035 年进入重度老龄化阶段 32
图 89 我国近年来 65 岁+人口占比、居民杠杆率、住户贷款占比均上行 32
图 90 人口结构与储蓄率的关系 32
图 91 中国居民部门杠杆率快速攀升 33
图 92 中国居民部门杠杆率在全球处于中等水平 33
图 93 中国非金融企业杠杆率偏高 34
图 94 中国政府部门杠杆率相对较低 34
图 95 中国居民债务收入比攀升至高位 34
图 96 各国居民债务收入比对比 34
图 97 居民问卷调查反映我国居民储蓄意愿提升 34
图 98 我国居民未来收入信心指数降至低位 34
图 99 富国银行贷款结构：2008 年后消费贷款占比下行 36
图 100 消费贷结构：房地产相关贷款占主导，信用卡贷款占比提升 36
图 101 2001-2017 营收结构：2008 年以后社区银行贡献度下行，财富业务板块贡献度提升 36
图 102 营收结构：2018 年以来基本平稳 36
图 103 2001-2017 净利润结构：社区银行贡献半壁江山 36
图 104 利润结构：疫情期间财富业务贡献度提升至 50% 36
图 105 富国银行交叉销售的产品数量 90 年代末-2014 年间整体提升 37
图 106 富国银行计息存款付息率较其他大行更低 37
图 107 富国银行负债端存款占比高于其他大行 37
图 108 富国银行存款中约 9 成来自零售存款 37
图 109 富国银行净息差水平相对高于其他大行 37
图 110 存款成本率下行及占比提升对冲资产利率下行 37
图 111 富国银行存款产品种类丰富 38
图 112 资管市场经过调整后进入增长提速阶段 39
图 113 各国银行业非息净收入占比概览 39
图 114 上市银行手续费收入的 21.5%来自代理业务 39
图 115 老 16 家上市银行手续费收入中传统结算业务占比压降，其他创新业务占比近半 39
图 116 摩根大通产品结构多元均衡 40
图 117 摩根大通绝对收益排名行业前 50%的基金比例 40
图 118 招商银行财富+资管+托管业务贡献中收的 50% 41
图 119 招行财富管理业务收入以代销为主 41
图 120 美国大行之间财务业务指标及相对估值对比 42
图 121 四大行 P/AUM 走势对比 42
图 122 PB 估值：JPM 估值溢价升至 40% 42
图 123 摩根大通 AUM 整体快速上行 43
图 124 JPM 资管手续费/总资产保持持续稳定 43
图 125 JPM 营收结构：2021 年资产管理营收贡献度升至 13.4% 43
图 126 JPM：资管板块贡献较高 ROE 43
图 127 JPM 营收结构：非息收入占比长期超 50% 43
图 128 JPM 非息结构：资管佣金贡献非息收入 30% 43

前言：

国内商业银行的零售转型进程以招行为最早，大多数商业银行的转型从 2016 年陆续开启。一方面是银行对 2015 年以来宏观经济降速和转型下的客观选择，另一方面也是积极求变创新发展的主观应对。经过多年的转型发展，商业银行的资负、收入结构以及组织结构等均发生了显著的变化，商业银行的零售转型卓有成效。但同时近两年受宏观经济疲弱、疫情管控政策、地产风险等因素影响，商业银行的零售业务发展放缓。

站在当前节点本文聚焦零售业务的未来，银行零售转型的下一站怎么走？通过研究以及对比，探索分析我国商业银行零售业务的新发展驱动。

1. 商业银行零售转型的资产端走了多远？

1.1. 资产端：个贷占比升至 40%，较 2010 年提升 10+pct

零售银行业务范畴涉及面向个人和小企业提供的资产、负债、中间业务等领域，而我国商业银行零售业务的快速发展主要体现在资产端的快速投放。

首先，商业银行的资产端结构中零售业务分部的资产占比明显提升。老 13 家上市银行[1]个人银行业务资产占总资产的比例 2021 年约为 25%，较 2010 年提升 11 个百分点，有统计数据以来基本呈现线性攀升的趋势，相应的公司银行和资金业务占比分别降 5pct 和 9pct。零售业务分部与公司业务分部资产占比的差距从 2010 年的 29pct 降至 13pct。

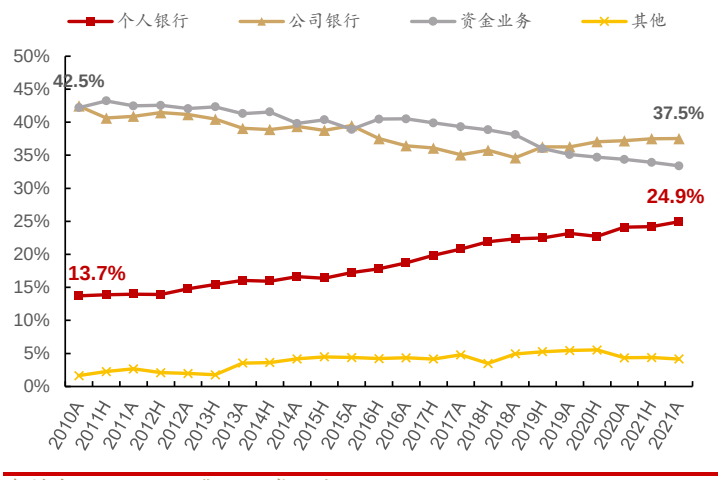
其次，从存款类金融机构的资负表来看，零售信贷快增。截至 2021 年末，金融机构贷款中住户贷款规模约 71 万亿元，较 2004 年有数据以来 CAGR 约 21%，高于总贷款增速 6pct。长期相对对公端更快的增速也带动占总贷款的比例在 2021 年末达到 37%的高点，较 2004 年提升了 21pct。

从发展阶段来看，个贷增速呈一定周期性波动，几次增速高点分别在 2007 年（+32%）、2010 年初（超 50%）、以及 2013 年中和 2017 年初超过 24%，均对应历次房地产宽松周期下的居民按揭贷款增速的冲高。增速低点主要是在 2008 年金融危机冲击下，住户贷款增速降至 12%，但也仍有双位数水平。其中 2015 年前后个贷增速低于按揭，主因经营贷增速下行拖累。但疫情以来个贷增速下行，并于今年初降至对公贷款增速以下，9 月收录+7.2%创历史新低，贷款向个贷倾斜的趋势告一段落。

最后，大中型上市银行业务零售化程度相对更高：老 16 家上市银行 2009-2021 年个贷增速也远高于贷款总体，驱动个贷占比 2019 年以来升至 40%以上，2021 年为 41.2%，较 2008 年提升了 20 多个百分点。

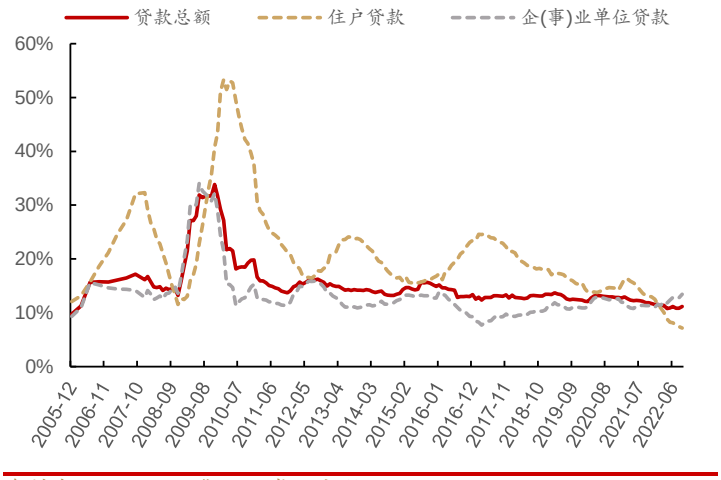
[1] 注：考虑数据可比性，取 2010 年及之前上市的老 16 家银行中有分部业务数据披露的 13 家（大行和股份行为主，资产占全部上市银行的 77%）。

图 1 上市银行个人银行业务资产占比持续提升



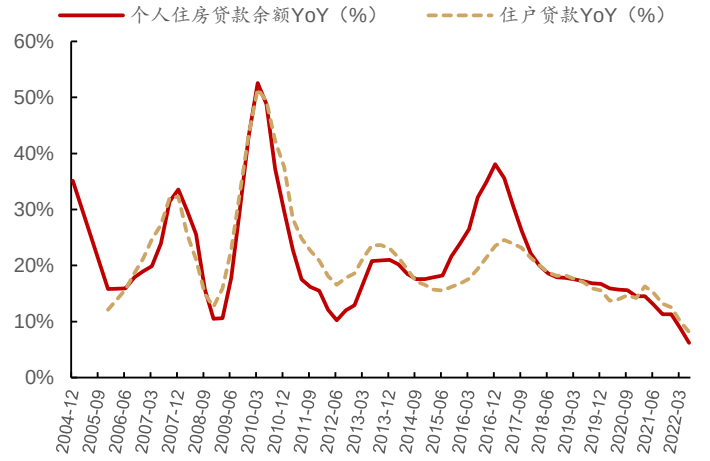
资料来源：WIND、华西证券研究所

图 2 金融机构住户贷款增速快于总贷款增速



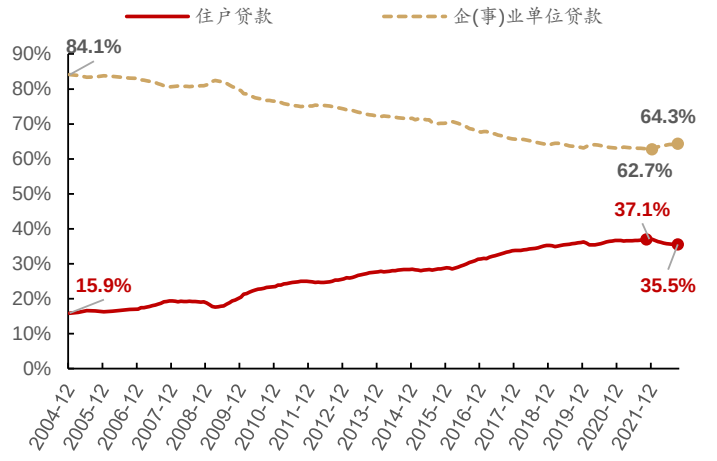
资料来源：WIND、华西证券研究所

图 3 住户贷款增速与个人住房贷款增速高度同步



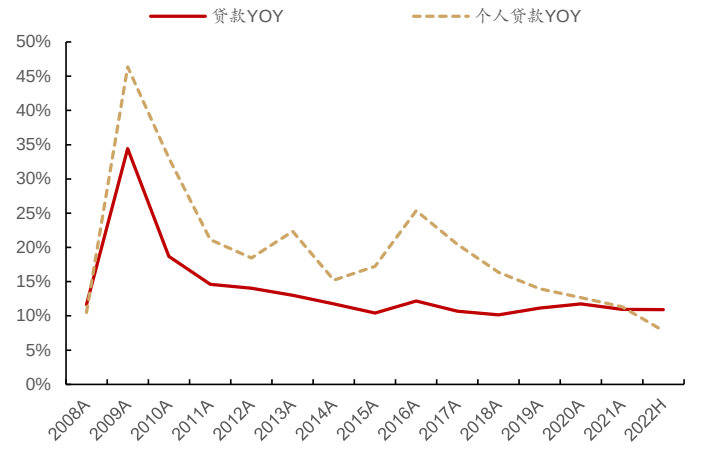
资料来源：WIND、华西证券研究所

图 4 8 月金融机构贷款中住户贷款占比 35.6%



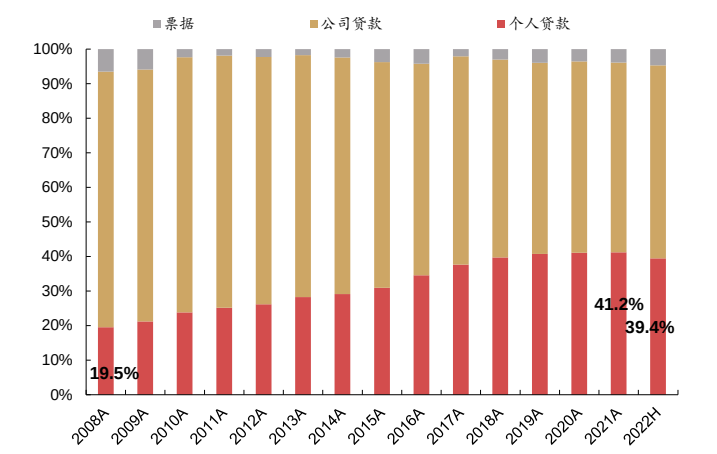
资料来源：WIND、华西证券研究所

图 5 上市银行 2009-2021 年个贷增速远高于贷款总体



资料来源：WIND、华西证券研究所；注：为老 16 家上市银行数据

图 6 2019 年以来个贷占比升至 40%以上，2022H1 略降



资料来源：WIND、华西证券研究所；注：为老 16 家上市银行数据

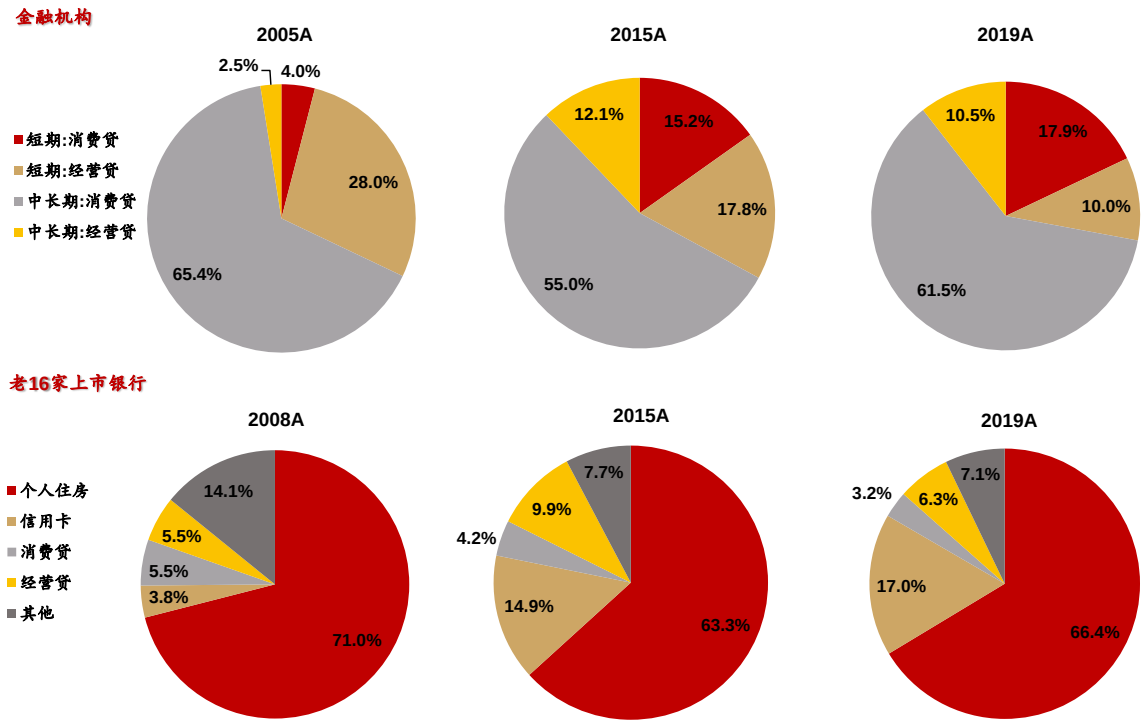
1.2.零售贷款的结构：按揭为主，消费贷和经营贷快速发展

1）按揭贷款的两阶段快速扩增均处于房地产宽松周期。

零售贷款中住房信贷占主导，体现在住户贷款以中长期消费贷为主，2005 年占比较高在 65%以上，但伴随其他零售业务的发展，中长期消费贷占比 2015 年降至 55%，十年降幅 10pct，之后阶段性回升至 2019 年的高点 61.5%。老 16 家上市银行个贷结构中，2008 年按揭占比高达 71%，2015 年降至 63.3%，之后 2019 年升至 66.4%。

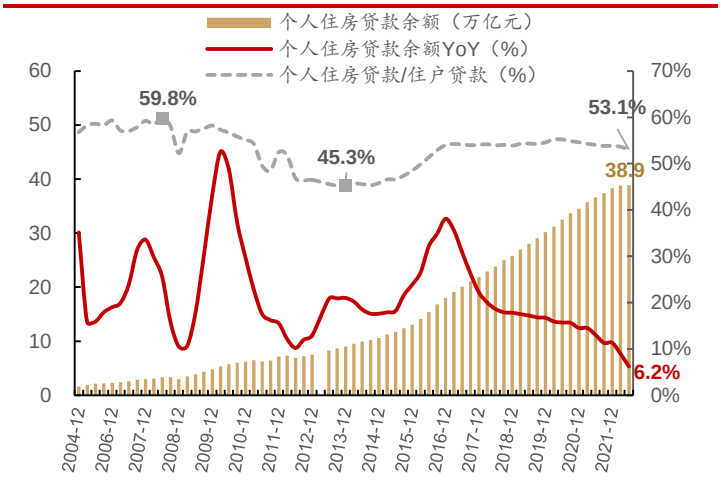
具体来看，在 2009 和 2016 年前后两个阶段按揭的快速扩增均对应了房地产宽松周期。2008-2009 年，国际金融危机后为稳定经济增长，政府出台投资“四万亿”计划，涉及住房、基础设施、城市改造等多个领域，房地产市场得益于货币政策和信贷政策的放松，以及增加保障房供应和税收减免政策等，房价有了明显跃升，个人房贷规模同比上涨超过 50%。之后经过推出限购令等一轮收紧，按揭贷款增速降低，在个贷中占比也有 10pct 的下滑。2012 年的调控放松侧重于地方对前期偏紧政策的调整，而 2014-2016 年又出台四轮刺激政策，也主要是放松限购限贷、加强信贷支持和税收减免，驱动按揭贷款增速走高、占比回升。

图 7 住户部门贷款及老 16 家上市银行零售贷款结构演变



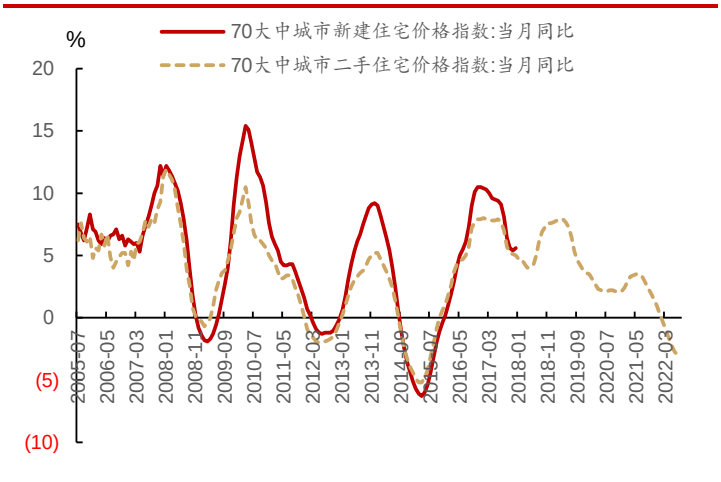
资料来源：WIND、央行、公司公告、华西证券研究所；注：为老 16 家上市银行数据，部分银行期间经历科目划分变动或披露口径调整，已做同口径处理，对时点增速有小幅影响，不影响总体趋势；后图同。

图 8 个贷中房贷占比 50-60%



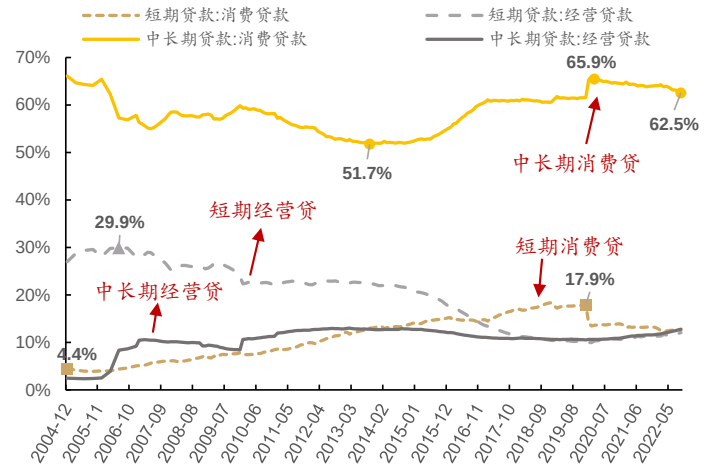
资料来源：WIND、华西证券研究所

图 9 个人住房贷款快增对应房价快速上涨阶段



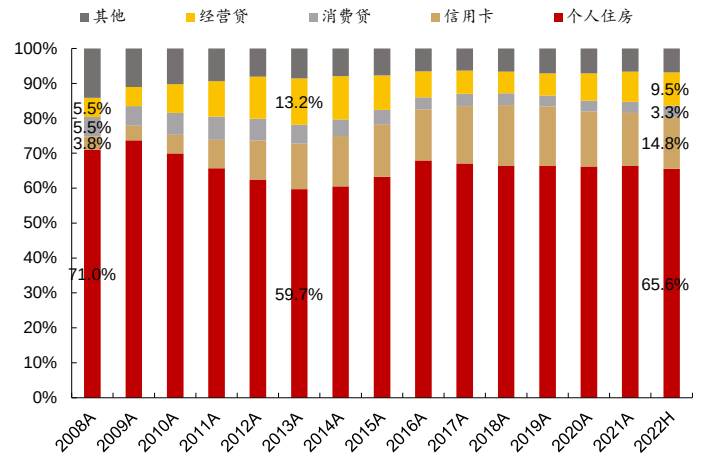
资料来源：WIND、华西证券研究所

图 10 金融机构住户贷款：中长期消费贷占比 6 成



资料来源：WIND、华西证券研究所

图 11 上市银行按揭贡献个贷 6-7 成



资料来源：WIND、华西证券研究所

2）房地产管控之后短期消费类贷款呈现更快扩容趋势。

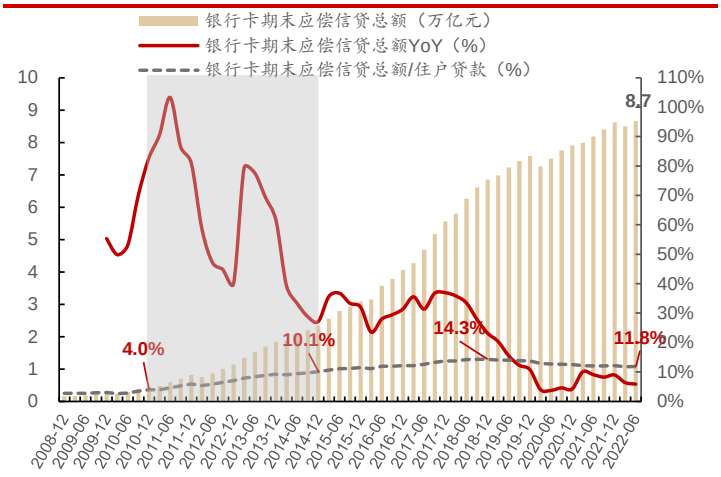
2019 年之前短期消费贷增速整体保持 20%以上，拉动占比上行趋势明显，由 2004 年占比不足 5%升至 2019 年 18%的阶段性高点（见图 10），尤其是在 2011-2014 年间的房地产调控收紧阶段，CAGR 高达 36%，高于个贷 16pct。

短期消费贷的业务主体包括信用卡贷款和一般消费贷，其中**银行卡类贷款的高增长阶段除了早期低基数效应阶段，更多也是在 2011-2014 年区间。**银行卡期末应偿信贷余额由 2010 年的 4500 亿元增至 2014 年的 2.3 万亿元，CAGR 高达 51%，带动占个贷的比例由 4%首次提升至 10%的双位数水平。这一阶段对应银行卡业务的高速发展，包括银行卡发卡量快速铺开，年均复合增速 20%；银行卡渗透率由 25%快速提升至 45%以上，授信使用率等指标也快速提升。之后伴随银行卡市场的成熟和互联网金融的兴起，银行卡贷款进入稳健增长阶段，增速也有 30%左右，2018 年占个贷的比例达到 14.3%的阶段性高点，较 2008 年有数据以来提升约 10pct。目前来看，2022 年中期规模 8.7 万亿元，占整体住户贷款的比例略降至 12%，增速降至 6%的相对低位。

上市银行个贷结构变动来看，信用卡贷款 2008-2018 年间保持 20%以上的较高增速，驱动在个贷中的占比由 4%提升至超 17%，取代按揭贷款、成为银行零售信贷业务

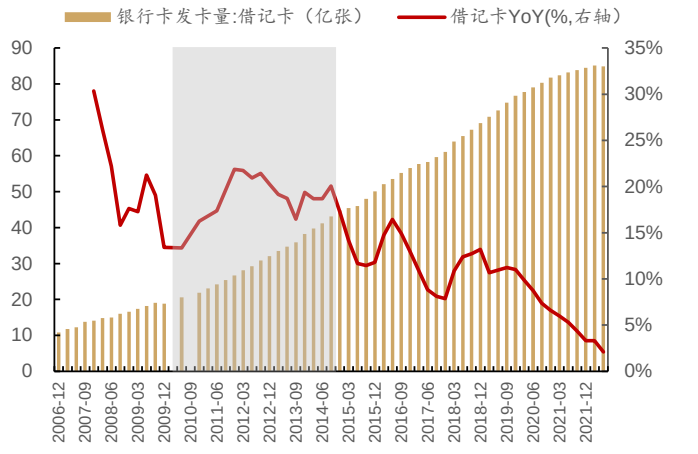
的主要增长部分。**不同类型银行零售贷款布局有不同侧重点：**除邮储外大行个贷中房贷占比普遍保持在 70%-80%，信用卡占比 10%左右，消费贷占比仅 3%；股份行零售贷款结构总体相对均衡，房贷占比在 30%-45%，信用卡占比约 25%，消费贷占比 10%左右；城农商行零售贷款差异较大，有房贷占比超 90%，也有经营贷占比超 40%。部分银行近几年以消费贷作为零售转型的发力点，占比提升明显，比如上海、南京、江苏银行 2016-2019 年消费贷 CAGR 分别高达 85%/65%/59%，占个贷的比例三年间分别提升至 31pct/16pct/15pct。

图 12 2010-2014 年银行卡期末应偿信贷总额高增



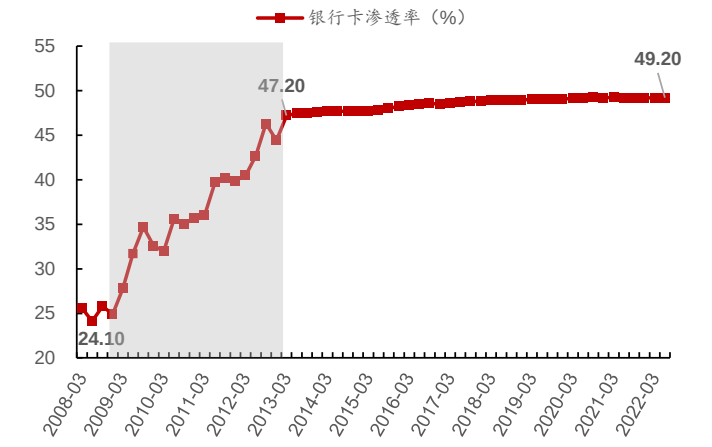
资料来源：WIND、华西证券研究所

图 13 2010-2014 年借记卡发卡量快速扩增



资料来源：WIND、华西证券研究所

图 14 2009-2013 年银行卡渗透率上台阶



资料来源：WIND、华西证券研究所

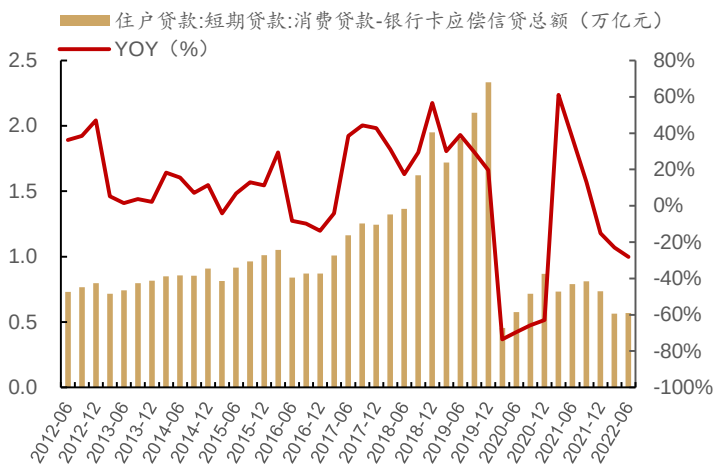
图 15 银行卡授信使用率 2015 年之前显著提升



资料来源：WIND、华西证券研究所

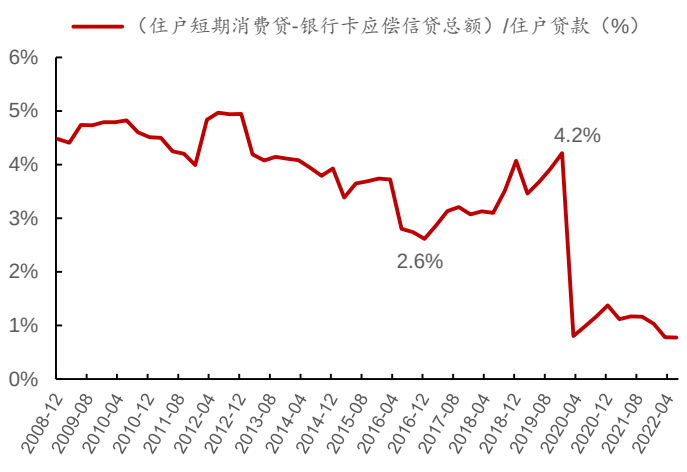
以住户短期消费贷扣减银行卡贷款的规模作为一般消费贷口径，规模显著上行始于 2016 年左右，2016-2019 年 CAGR 高达 39%，占整体住户贷款比例提升 1.6pct 至 4.2%，2020 年初疫情冲击下规模和占比均断崖式下跌。

图 16 一般消费贷规模显著上行于 2016-2019 年



资料来源：WIND、华西证券研究所；注：一般消费贷口径为住户贷款:短期贷款:消费贷款-银行卡应偿信贷总额

图 17 一般消费贷/住户贷款 2016-2019 年提升 1.6pct



资料来源：WIND、华西证券研究所

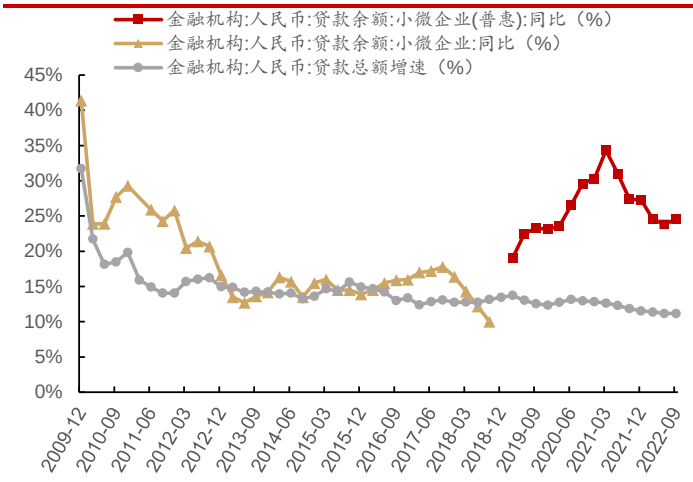
3）近几年按揭、信用卡等消费贷增速降至低位的同时，普惠小微等经营贷作为服务实体的政策引导方向，实现了相对较快增长。

住户贷款中，短期经营贷和中长期经营贷合计占比 2022 年中达到 24%，期限分布上基本相当，但是短期经营贷占比较 2005 年 30%的高点有接近 20pct 的下滑，猜测主要是 2015 年后受经济增速降档、企业去杠杆、以及小贷公司规范监管等因素影响，可以看到当时小企业贷款需求降至低位，回落幅度高于大中型企业，以及小贷公司机构数量与贷款余额均进入收缩时期。相应的这一阶段短期经营性贷款出现同比负增，增速趋势与个人住房贷款背离。中长期经营贷表现更稳定，在个贷中的占比基本保持在 10%以上。

经营贷高增长阶段往往受益于政策驱动。2009 年后的宽信用周期，经营贷同比增速一度超过 90%，呈现供需两旺格局。2020 年以来疫情冲击下，经营贷虽然同样受到经济大环境和资金用途管控趋严的制约，但是受益于一系列政策引导加大投放支持小微金融，驱动经营贷实现快于整体住户贷款的增速。其中短期经营贷增速 2021 年 2 月达到+27%的阶段性高点，中长期经营贷相继在 5 月增速升至+23.4%，均高于个贷 16%左右的增速。

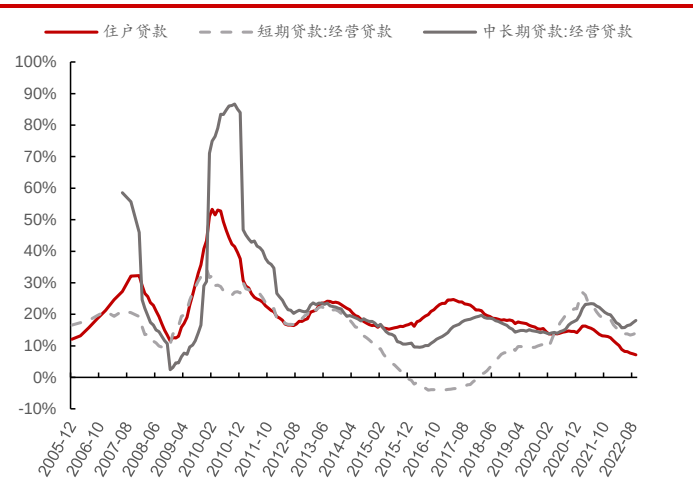
但相应的行业也迎来监管规范，2021 年 3 月银保监会等三部门发布《关于防止经营用途贷款违规流入房地产领域的通知》，从贷前调查、贷中审查、贷后管理等多方面对银行发放经营贷提出要求，比如为确保资金真正用于企业经营，对期限超过 3 年的经营贷加强内部管理；多地也全面排查信贷资金违规流入房地产的情况，整体经营贷增速再次趋势回落。2022 年中期居民短期和中长期经营贷分别同比增长 13.8%和 16.4%，仍高于个贷 8%的增幅。这也与更广义范畴的普惠小微贷款趋势匹配，截至今年 9 月央行口径的普惠小微贷款余额 23.2 万亿元，同比增速 24.6%，相比 2021Q1 增速降幅约 10pct，但仍高于整体人民币贷款增速 13.4pct，占总贷款的比例达 11%，较 2018Q1 提升 5.4pct。

图 18 普惠小微企业贷款整体保持 15%以上增速



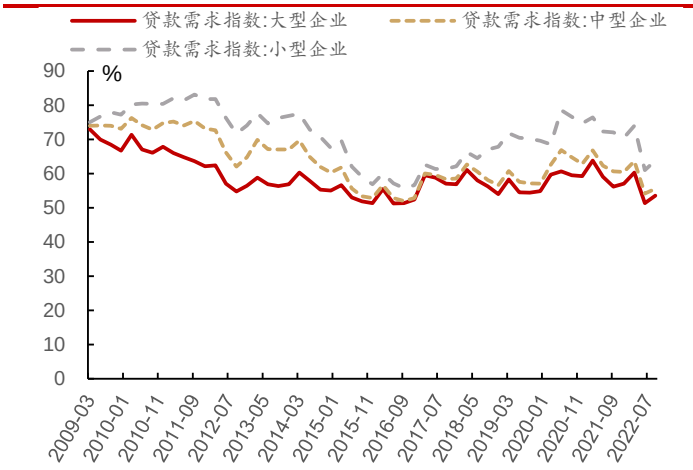
资料来源：央行、WIND、华西证券研究所；注：2019 年起，央行将普惠金融定向降准小型和微型企业贷款考核标准由“单户授信小于 500 万元”调整为“单户授信小于 1000 万元”，披露口径变化。

图 19 经营贷增速 2009 和 2020 年以来高于住户贷款增速



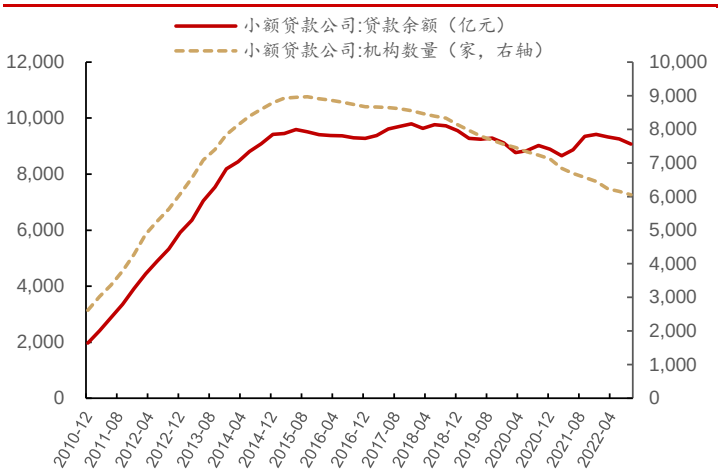
资料来源：WIND、华西证券研究所

图 20 小企业贷款需求 2015 年前后有较明显回落



资料来源：WIND、华西证券研究所

图 21 2015 年后小贷公司数量和贷款规模均下滑



资料来源：WIND、华西证券研究所

2. 零售转型负债端：存款创新进展缓慢，非存款 AUM 快增

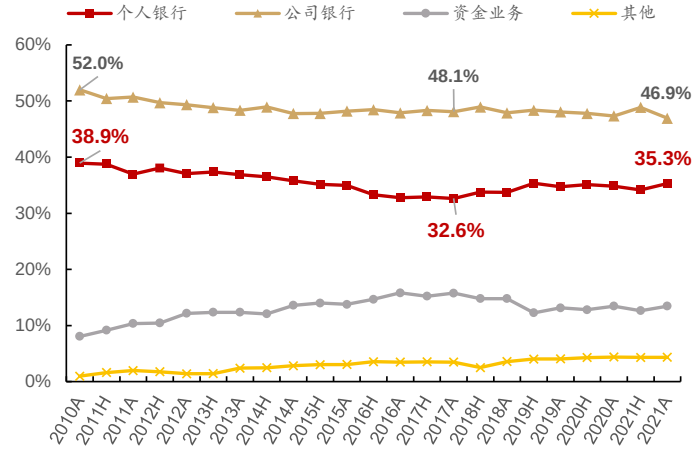
2.1. 表内居民存款有流失，定期化趋势增强

相较资产端居民加杠杆带动的零售信贷结构的明显提升，银行负债端居民存款呈现了一定的流失倾向，一方面我国存款利率市场化进程较晚，存款产品的创新进程缓慢，利率敏感的居民的资产配置需求得不到满足，另一方面 2013 年余额宝等代表的第三方互联网平台公司对银行的零售存款形成较大的冲击，存款搬家现象明显。

首先，商业银行零售业务分部的负债贡献度十年来整体略有下降。老 13 家上市银行个人银行业务负债占总负债的比例 2021 年约为 35%，较 2010 年降低 3.7 个百分点，较 2017 年的低点略回升 2.6pct，主要是 2017 年以来同业负债监管趋严，以及伴随银行加大揽储力度，和 2017 年前后 P2P 整顿和暴雷潮出现，引发居民存款呈回流趋势，银行在降低对主动负债依赖度的同时，个人业务对负债贡献度略有回升。

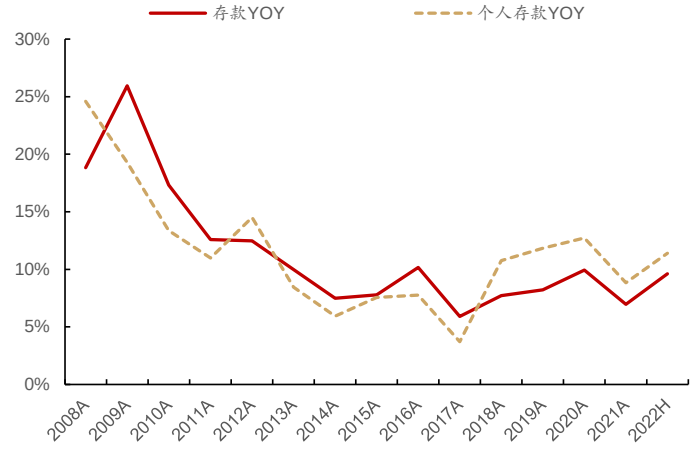
其次，进一步从存款类金融机构的资负表来看，住户存款占比在 2004 年前后是高点，贡献了总存款的 50%，随着金融脱媒的演绎 2017 年降至 39%的阶段低点，降幅 10pct 左右；2017 年后住户存款增速阶段性回升至 10%以上，相应的 2019 年初住户存款占总存款的比例小幅回升至 42%。之后伴随疫情冲击以及资本市场偏弱影响，居民储蓄意愿提升，今年初住户存款占比进一步升至超 45%。老 16 家上市银行个人存款占比也在 2018 年阶段性增速抬升，2021 年占比较 2017 年提升 3pct 左右。

图 22　上市银行个人银行业务负债占比略有下降



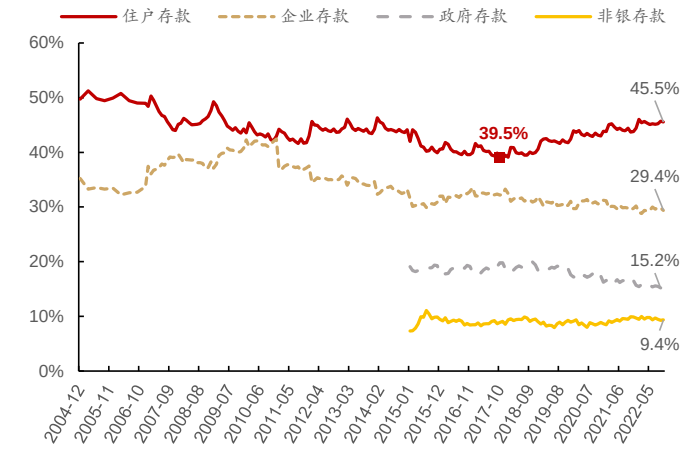
资料来源：WIND、华西证券研究所；注：为 13 家上市银行汇总

图 23　上市银行个人存款增速略低于总存款增速



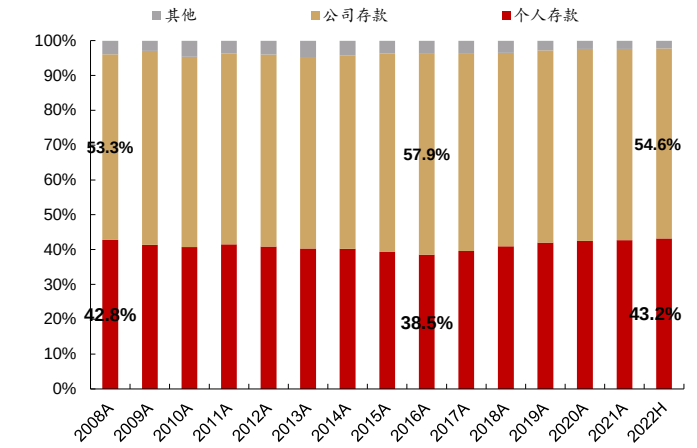
资料来源：WIND、华西证券研究所；注：为老 16 家上市银行数据

图 24　金融机构存款结构：住户存款占比升至 45%左右



资料来源：WIND、华西证券研究所

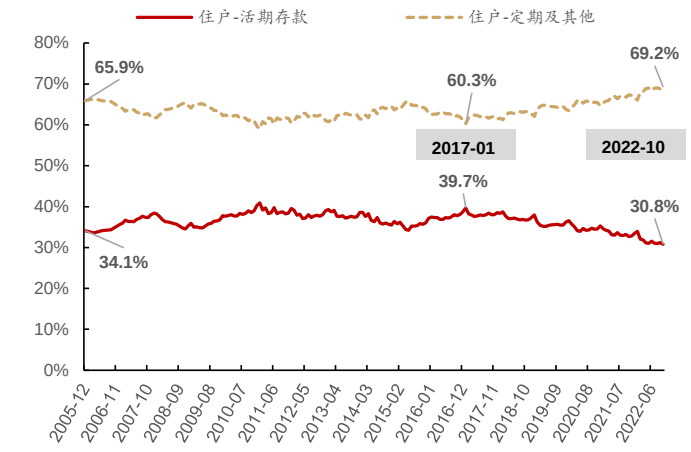
图 25　上市银行存款结构稳定，四成来自个人存款



资料来源：WIND、华西证券研究所

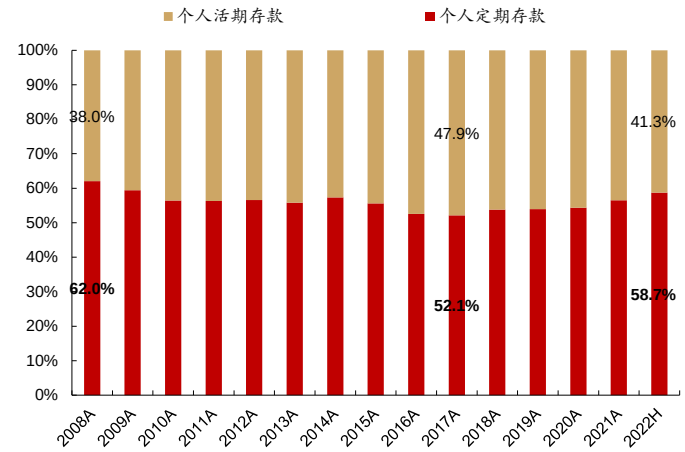
另外，居民存款的形态也有所变化，近五年定期化趋势有明显提升。金融机构住户存款中定期存款占比的低点在 2017 年初，约占 60%，之后趋势上行，截至今年 10 月定期化比例提升约 9pct 至 69%。尤其是今年以来，居民定期存款增速逐月提升，10 月已经达到+18.6%，高出活期存款 10pct。

图 26 金融机构定期存款占比较 2017 年初低点提升 9pct



资料来源：WIND、华西证券研究所

图 27 上市银行近五年个人存款定期化程度提升约 5pct



资料来源：WIND、华西证券研究所

2.2. 居民资产配置结构的变化驱动非存款 AUM 快增

与居民活期存款流失相对应的是，伴随居民多元化的理财需求的提升，居民的资产配置结构从存款向搭建以存款为核心，理财、基金、保险代销等产品快速发展的财富产品体系演绎。

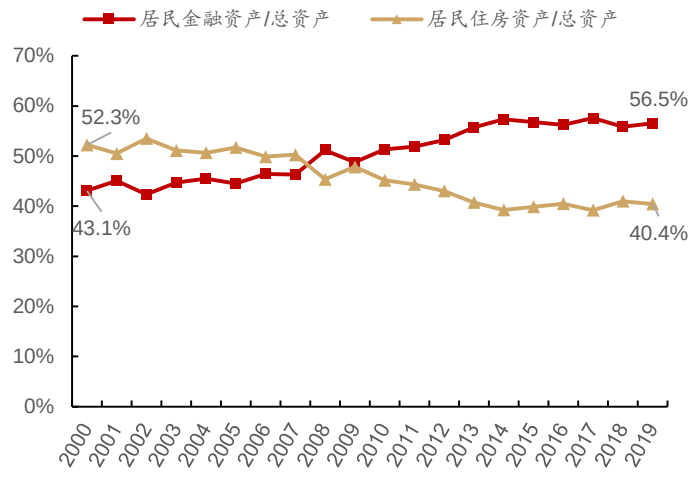
首先，从居民的资产配置结构来看，一直以来我国居民实物资产比重过高，金融资产比重较低，但是伴随社会财富总量的不断增加、地产周期渐入低迷，居民对财富管理的需求也在不断提升。根据社科院数据，过去我国居民整体风险偏好较低，房地产投资占据居民资产过半份额，21 世纪以来金融资产配置比例逐步提升超过房地产，2019 年达到 56.5%，较 2000 年提升超 13pct。

同时，随着资本市场发展、金融脱媒的演绎、全民财富管理意识觉醒和多元化资产配置要求的提升，非存款类金融资产占比持续提升。根据建行和 BCG 联合发布的《中国私人银行 2019》，个人可投资金融资产中存款占比持续压降，2018 年占比 49%，较 2013 年已经压降 13 个百分点。这一阶段银行理财、信托、基金等主动管理型金融资产增幅明显，2013-2018 年均复合增速分别达到 29%、30%、27%，占比分别提升 7pct/4pct/2pct 至 16%/8%/6%。

与其他国家相比，我国居民金融资产配置结构的多样性还不足。包括我国储蓄率仍高于其他发达国家，以及根据《中国居民资产负债表估计：1978-2019 年》[2]统计口径，2019 年我国居民 60%的金融资产仍为收益率较低的现金和存款，而美国、欧元区以及日本，现金和存款资产占比分别为 14.8%、39.7%和 53.5%。总体来说，我国与其他世界主要经济体相比储蓄率的下降空间仍然很大。

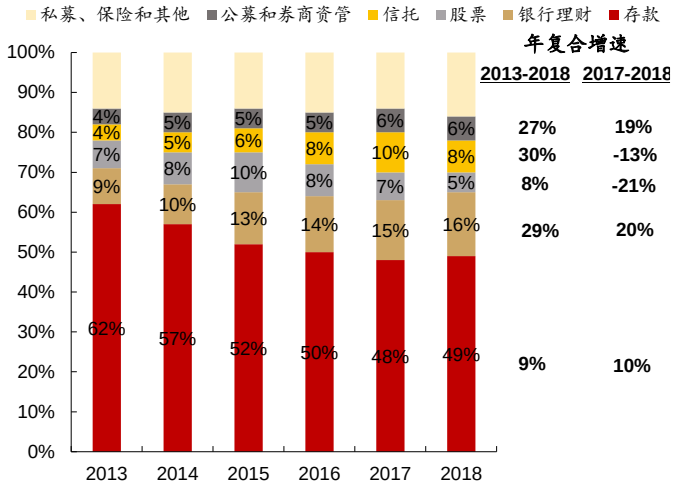
[2] 资料来源：《国际经济评论》2022-03-17, 许伟 傅雄广

图 28 居民资产负债表：金融资产占比提升



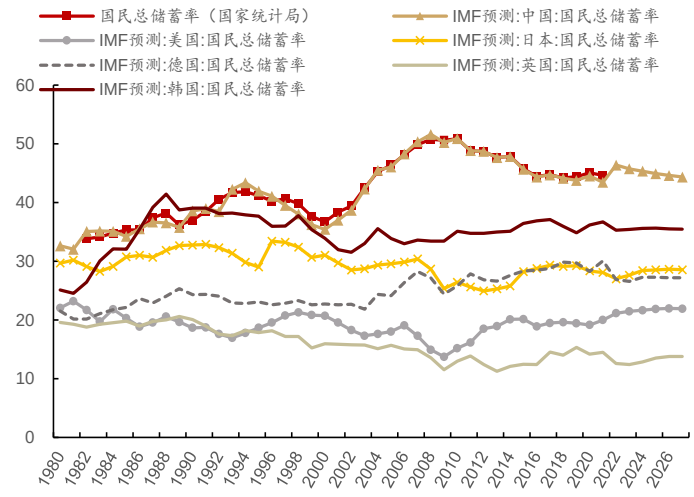
资料来源：WIND（中国社科院）、华西证券研究所

图 29 我国个人可投资金融资产构成：存款占比下行



资料来源：《中国私人银行 2019》（建行&BCG）、华西证券研究所

图 30 我国居民总储蓄率持续下行，但仍高于其他国家



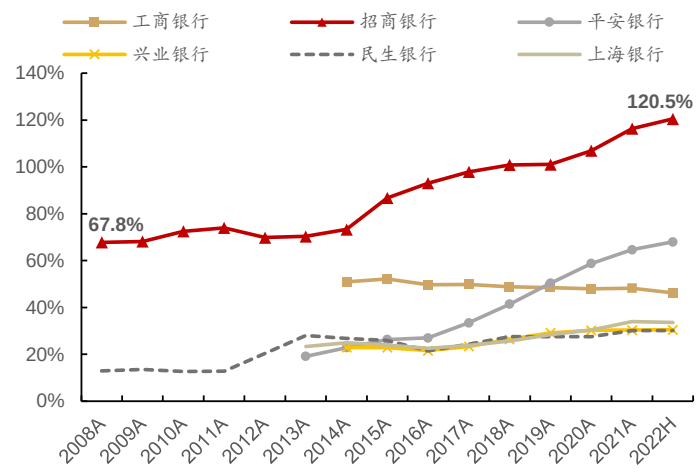
资料来源：WIND、IMF、国家统计局、华西证券研究所

国家/%	现金和存款	股票	债券	保险	投资基金	其他
美国	14.8	20.4	7.5	27.9	13.0	16.4
德国	39.7	6.0	2.3	39.0	9.8	3.2
日本	53.5	9.7	1.4	28.1	4.2	3.2
中国	59.8	12.0	1.3	11.6	5.2	10.0

资料来源：《中国居民资产负债表估计：1978-2019 年》、华西证券研究所

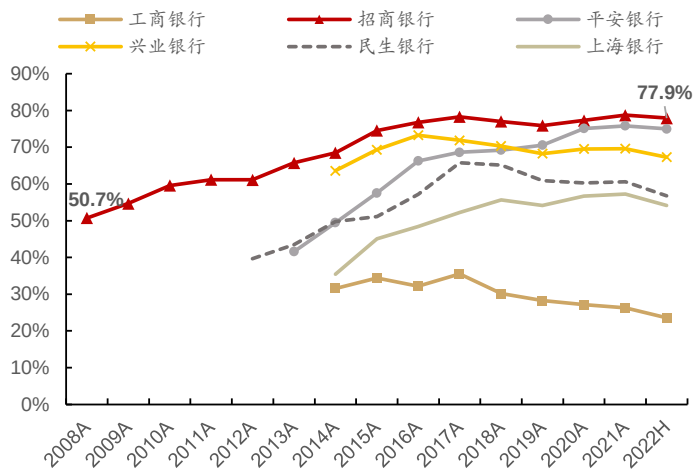
其次，商业银行的大负债端来看，零售 AUM 体量不断扩容，且结构上剔除个人存款的非存款类 AUM 贡献度明显提升。从部分有长期历史数据的上市银行来看，除了负债端高存款占比的工行结构相对稳定外，以招行为代表的几家股份行近五年非存款类 AUM 占比都有明显提升。具体看构成，招行 2008 年开始就以 AUM 取代存款作为核心考核指标，以理财、代理代销等为主的非存款类金融资产的管理规模快速增长，在零售 AUM 中占比由 2004 年左右零售转型初期约一半份额提升至 2021 年的接近 8 成，其中代销驱动为主，代销基金、保险、信托等业务贡献全部零售 AUM 的 51%以上，零售理财贡献度也升至 28%。相比之下，平安银行个人存款占零售 AUM 的比例也由 2013 年的 50%以上降至 2021 年的 1/4。

图 32 零售 AUM/总资产比例整体提升



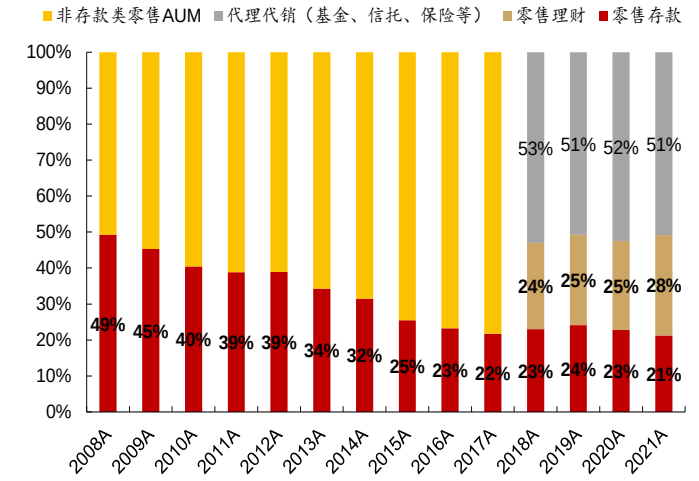
资料来源：WIND、华西证券研究所

图 33 非个人存款类 AUM 占比趋势提升



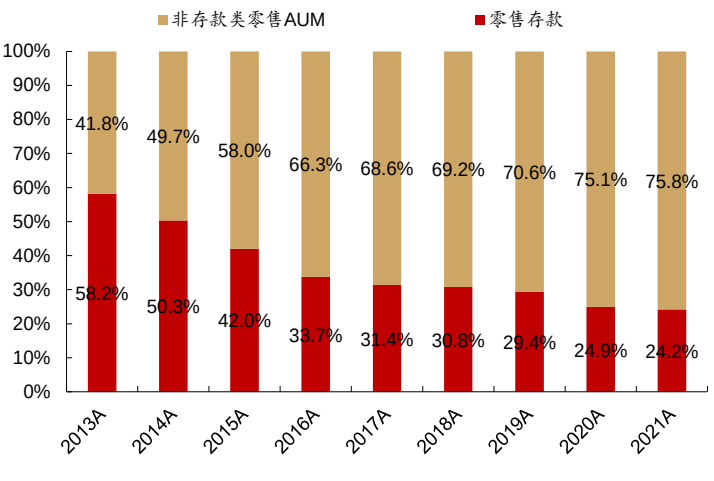
资料来源：WIND、华西证券研究所

图 34 招商银行 AUM 结构



资料来源：WIND、华西证券研究所

图 35 平安银行 AUM 结构



资料来源：WIND、华西证券研究所

3. 利润表的转型成效：营收和利润贡献度均超越对公

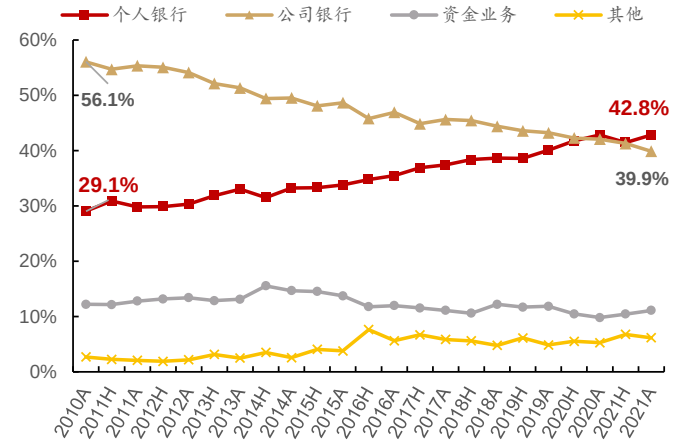
零售业务的快速发展落地在利润表中，体现为营收和业绩贡献度的明显提升，且超越对公，另外对于整体的 ROA 稳定有明显支撑。

营收端：老 13 家上市银行来看，营收中零售业务贡献度近十年来均得到不同程度的提升，2020 年整体占比 42.8%超过对公业务，较十年前提升 13.8pct。个股之间因战略定位的不同存在一定增幅差异，股份行因较早开展零售转型、且力度较大，相应的零售业务营收贡献度提升幅度较高，2019 年较 2010 年股份行提升幅度普遍在 20pct 左右，其他类型银行在 10pct 水平。

结构上，利息收入和中收的零售贡献度均有提升。因为大部分银行 2020 年将信用卡分期收入重分类、由手续费收入调至利息收入，影响了个人银行业务利息收入贡献度提升，所以我们看 2010-2018 年间变化幅度，13 家上市银行零售业务对利息净收入和手续费净收入的贡献度分别提升了 10.6pct 和 12.6pct。同时零售业务本身的营收结构也随着转型的推进有所变化，2010-2018 年间手续费净收入占比小幅提升 2pct 左右，但 2018 年以后利息净收入的贡献度再次上行，2018-2021 年提升 7.6pct 达到阶段性高点，归因除了统计口径调整的因素外，也有资管新规影响下银行理财相关的中收受到一定冲击，以及近年来逆周期调控下引导加大信贷投放的影响。

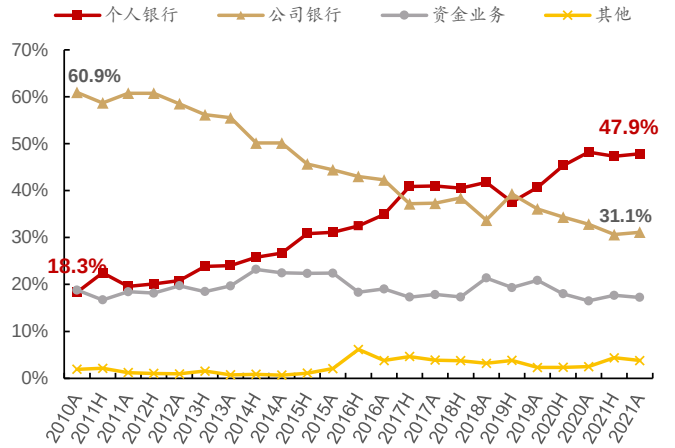
利润端：利润总额方面，得益于优异的资产质量带来较低的信用成本，以及金融科技转型驱动运营成本的优化，零售业务的利润贡献度提升幅度更明显。13 家上市银行整体零售业务利润贡献度十年间增幅接近 30pct。以招行和平安为例，零售业务的营收和利润贡献度先后在 2017 年前后超过对公，之后基本保持 6:4 的比例，即零售业务的营收和利润贡献度保持在 55%上下。

图 36 上市银行个人银行业务营收贡献度超过对公业务



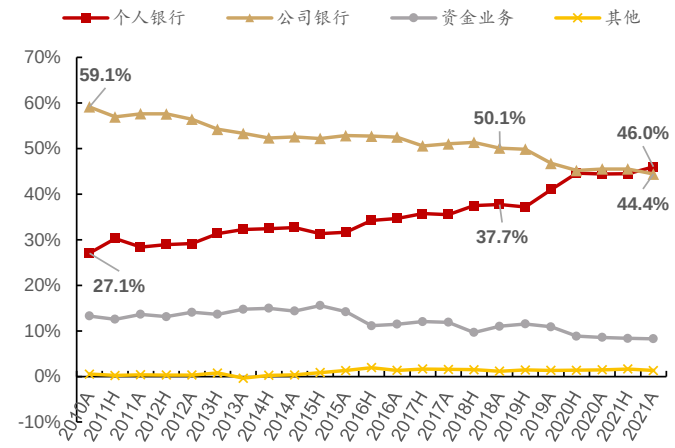
资料来源：WIND、华西证券研究所；注：为 13 家上市银行汇总

图 37 上市银行个人银行业务利润贡献度大幅提升



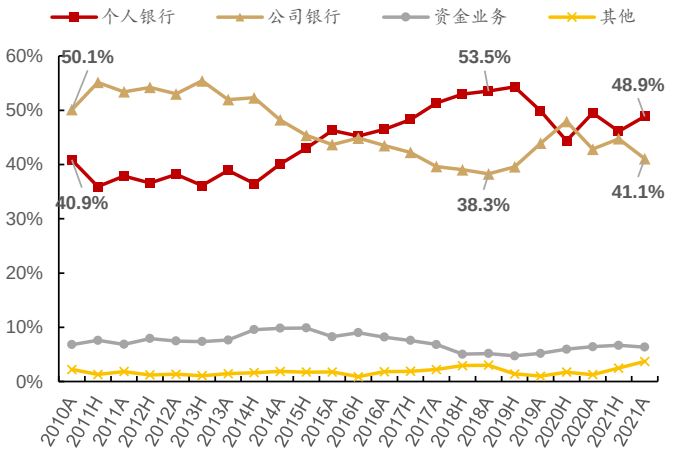
资料来源：WIND、华西证券研究所；注：为 13 家上市银行汇总

图 38 利息净收入中个人银行贡献度提升



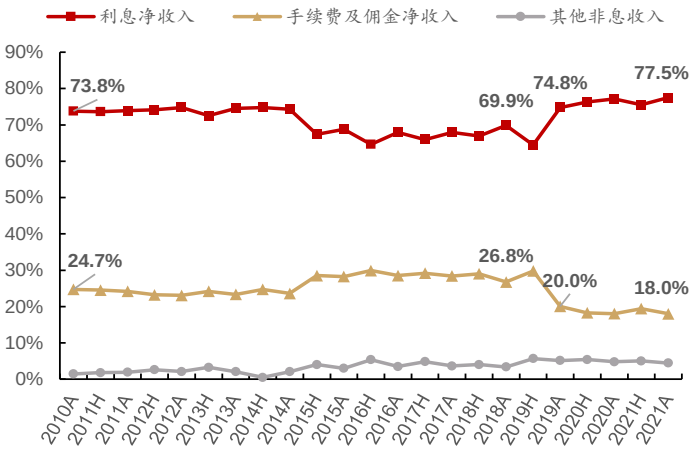
资料来源：WIND、华西证券研究所；注：1）为 13 家上市银行汇总；2）大部分银行 2020 年信用卡分期收入重分类，由手续费收入调至利息收入，已根据最新报表数据重述，故影响个人银行业务利息收入贡献度提升，后图同。

图 39 手续费净收入中零售贡献度 2014 年后有明显提升



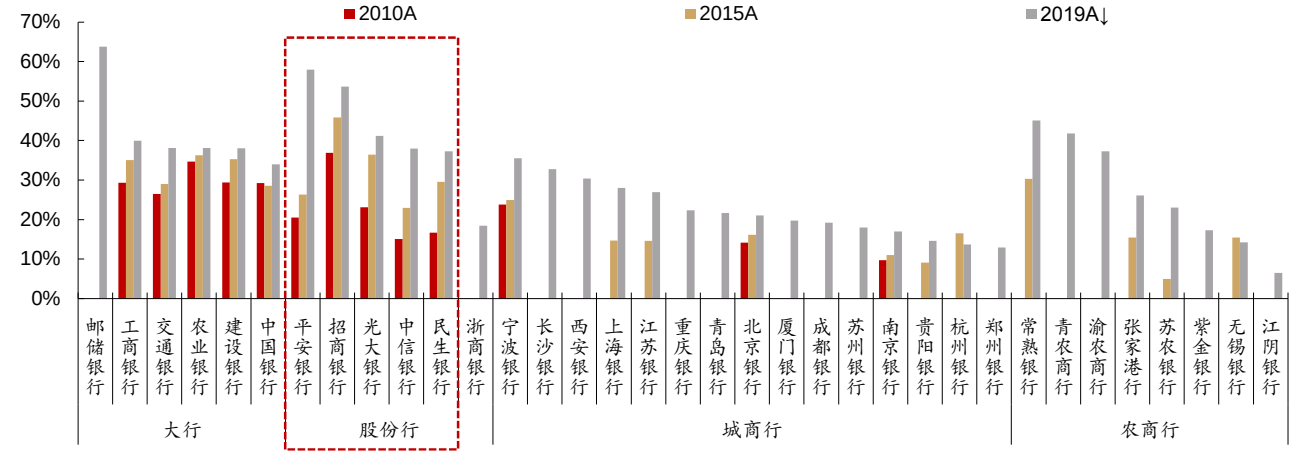
资料来源：WIND、华西证券研究所；注：为 13 家上市银行汇总

图 40 个人银行业务营收结构



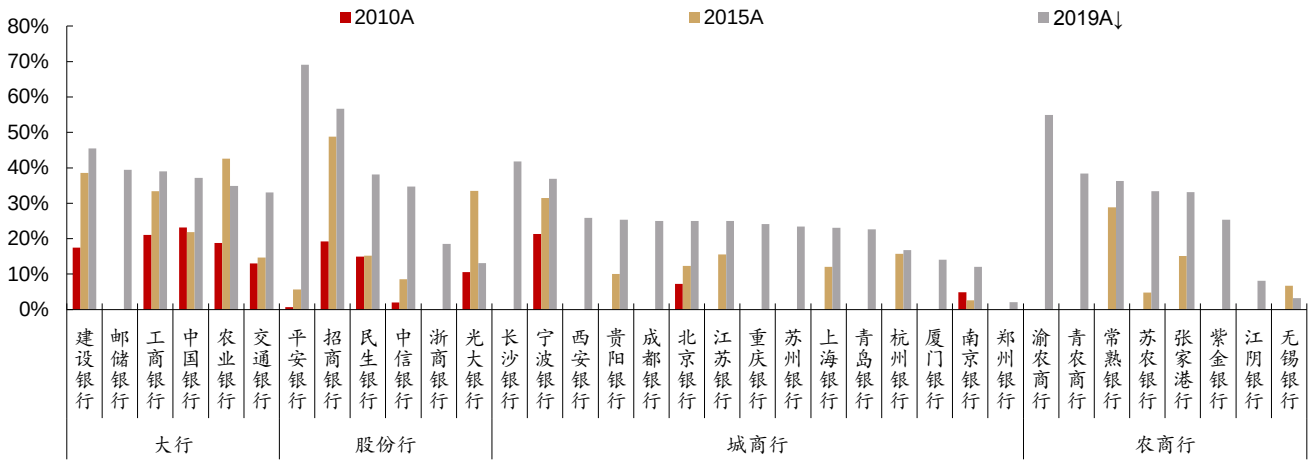
资料来源：WIND、公司公告、华西证券研究所

图 41 上市银行营收分部：个人银行业务贡献度普遍提升，股份行增幅显著



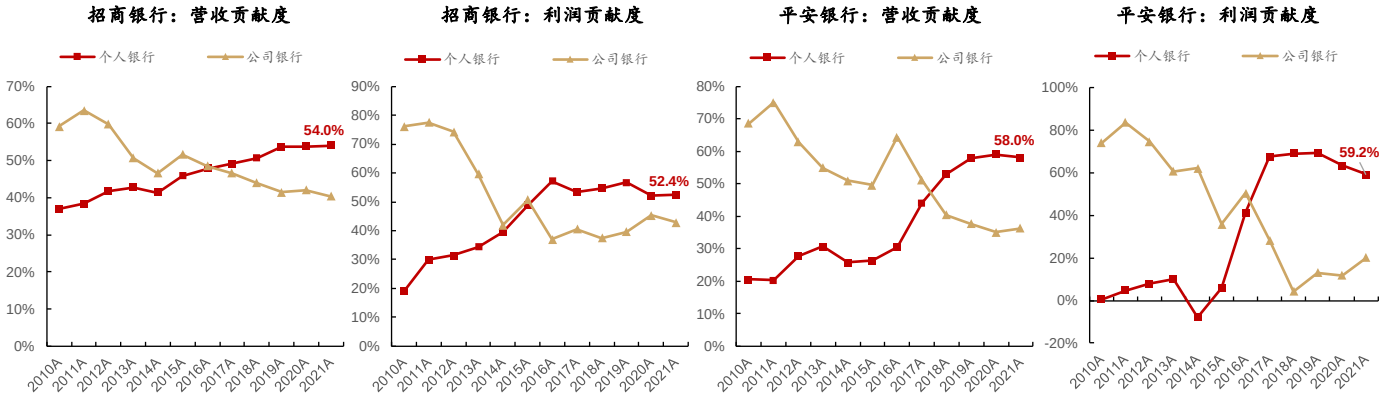
资料来源：WIND、公司公告、华西证券研究所

图 42 上市银行利润总额分部：个人银行业务贡献度也均有明显提升



资料来源：WIND、公司公告、华西证券研究所

图 43 招行和平安零售业务的营收和利润贡献度先后在 2017 年前后超过对公

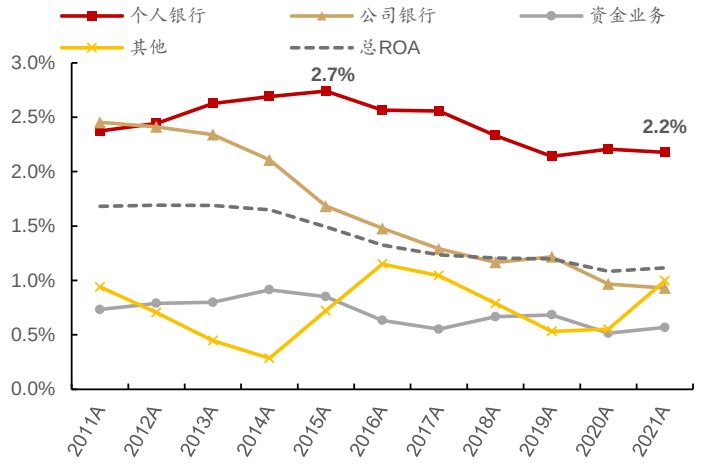


资料来源：WIND、公司公告、华西证券研究所

ROA：从盈利能力的角度，零售业务的 ROA 明显要高于对公条线。2011 年对公和零售业务 ROA 分别为 2.5%和 2.4%基本相当，之后对公业务 ROA 一路向下，预计受息差压降和信用成本抬升等因素影响，2021 年降至 0.9%低位；而零售业务 ROA 更高且稳定，2012 年就超过对公，2015 年达到阶段性高点 2.7%，之后虽然也有所降低，但降幅相对平缓，2021 年为 2.2%，与对公业务差距扩大至 1.3pct，显示出零售业务较强的轻资产盈利能力。

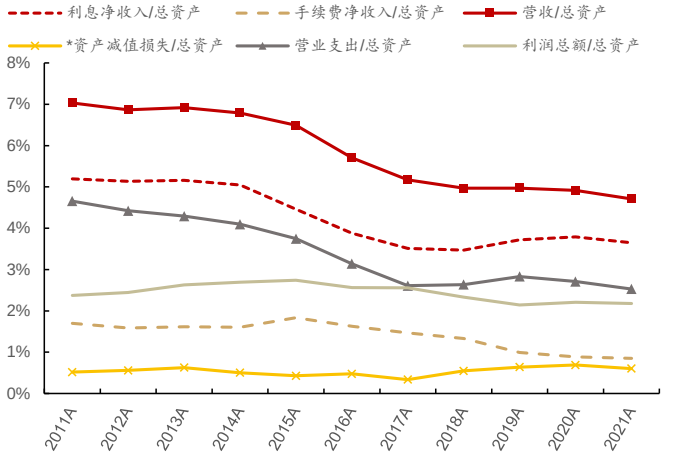
进一步拆分各贡献因子，2015 年后零售业务 ROA 的下行主要是营收端利息净收入拖累，但下行趋势在 2018 年后基本企稳，手续费净收入贡献度虽有下降但降幅较小。另外，零售业务营业支出的节约显著改善，结合减值损失/总资产的趋势基本平稳，预计主要是零售转型深化和金融科技的运用带动相应成本支出下降。因此零售业务盈利能力表现更具韧性，零售转型也对行业整体业绩形成支撑。

图 44 测算个人银行业务 ROA 保持高位且相对稳定



资料来源：WIND、华西证券研究所；注：为 13 家上市银行汇总

图 45 个人银行业务 ROA 拆分



资料来源：WIND、华西证券研究所；注：1）为 13 家上市银行汇总；2）分母总资产为期初期末余额均值；3）减值损失和营业支出均采用绝对额，由于减值损失数据披露不完整，故仅计算其中 7 家减值损失/总资产，营业支出包含减值损失。

4. 海外银行业的零售进程以及对标比较

参考海外成熟市场零售信贷发展经验，发达国家个人业务开启的时间较早，如花旗银行 1904 年就率先推出旅行支票业务，而兴起主要在 20 世纪 80、90 年代，目前美、日等利率市场化成熟的市场中，商业银行的零售业务收入贡献度很多在 40%以上。

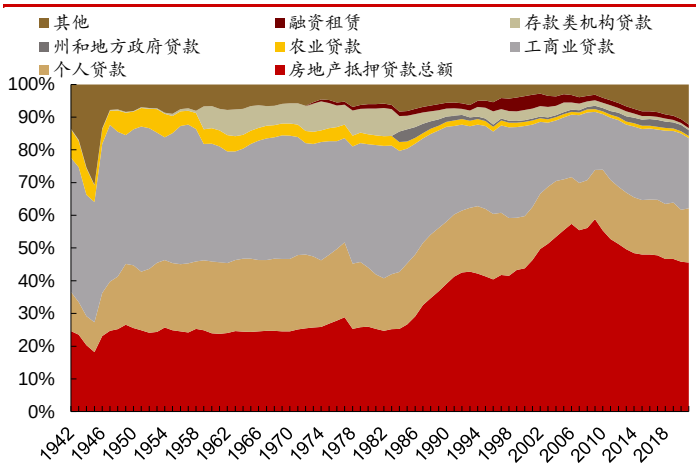
■ **美国：**

20 世纪 80-90 年代美国处于金融自由化和利率市场化阶段，伴随混业经营的推进，银行间竞争加剧下，收益稳定、风险低的零售业务成为银行争夺的对象，再加上信息技术的发展与运用，银行提升了对个人客户的服务能力，相应的 1995 年美国银行业贷款中零售贷款占比由 80 年代初的 30%上升到 46%。

零售业务的资产扩容以房地产相关业务为主。80 年代中期至 2008 次贷危机前后，零售贷款占比显著提升，由经济增速放缓背景下、房地产抵押贷款兴起与房价指数增速上行共振驱动，**房抵贷占总贷款的比例由 1984 年的 25%升至 2009 年 59%。**由于房抵贷中有六成以上是按揭贷款（将居民属性的 1-4 Family residential mortgages1-4 家庭住房抵押贷款、Multifamily residential real estate 多户住宅房地产贷款看作按揭贷款），将按揭贷款归入零售口径后，**贷款中个贷占比 2009 年升至 50.4%高点。**次贷危机刺破地产泡沫，房价指数骤降的同时，住房抵押贷款增速转负，拖累个贷（调整后）占比回落至与对公贷款相同水平，且疫情以来还进一步下行，在其他类别消费贷增速逐渐修复的背景下，按揭占个贷的比例也有所回落。虽然近几年住房抵押贷款增速回正，但仍处于 3%左右的低增长状态，制约了整体零售贷款的规模增长和占比提升。

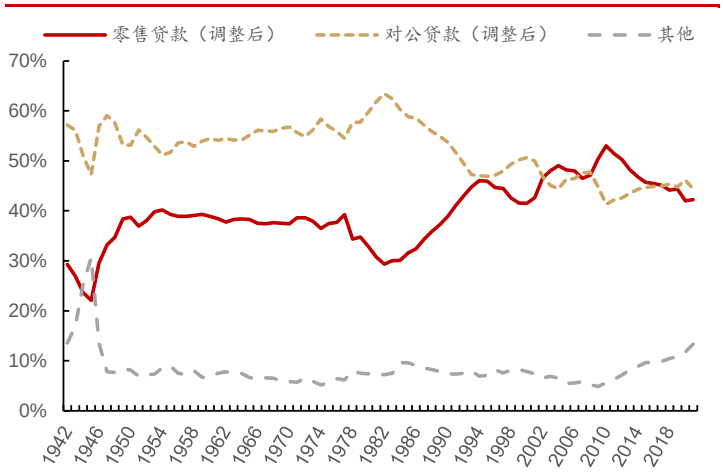
因此总体来看，调整口径后的美国银行业个贷结构与我国较为相似，按揭贷款为主，与地产周期相关，2021 年仍占总体个贷的六成份额。除按揭外的**一般个贷占比较为稳定，占总贷款的 15-20%**，以消费贷为主，稳健成长于 20 世纪 60 年代，匹配人均可支配收入增速升高和经济结构转型；其中信用卡占个贷的比例 2019 年达到阶段性高点 19.3%，期间经历次贷危机和疫情冲击规模下降，但 2021 年增速已回升至 6.4%，也和目前美国居民收入增速、社零增速相匹配。

图 46 美国银行业贷款结构变动



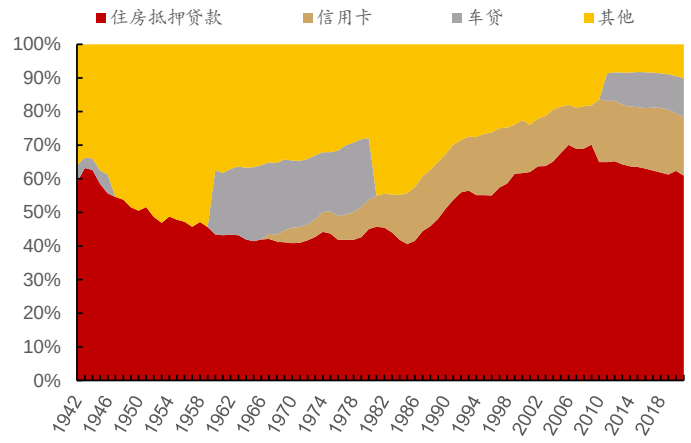
资料来源：FDIC、华西证券研究所

图 47 调整后的美国银行业贷款结构



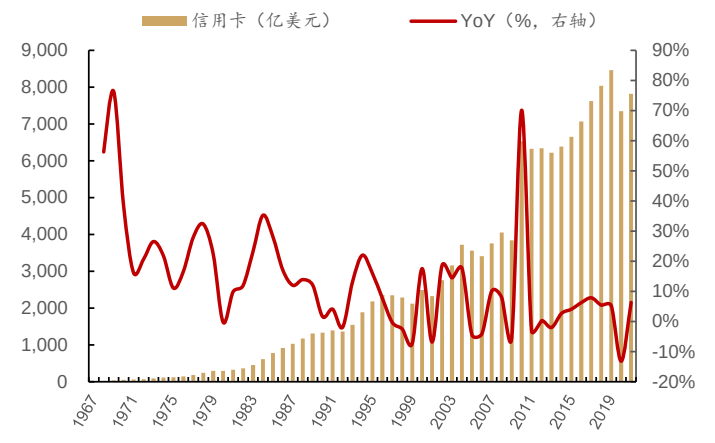
资料来源：FDIC、华西证券研究所；注：将房地产抵押贷款中 1-4 Family residential mortgages1-4 家庭住房抵押贷款、Multifamily residential real estate 多户住宅房地产归入零售贷款；其余抵押贷款及工商业贷款、农业贷款、州和地方政府贷款归入对公贷款口径。

图 48 美国：零售贷款一半以上为按揭贷款



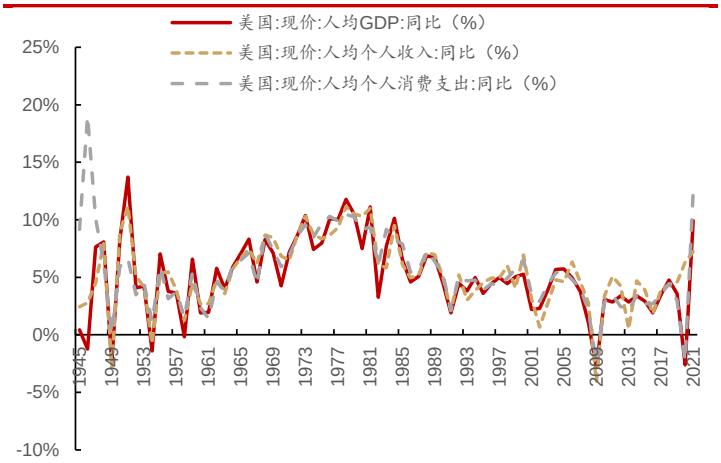
资料来源：FDIC、华西证券研究所

图 49 美国：信用卡贷款成长于 20 世纪 60 年代



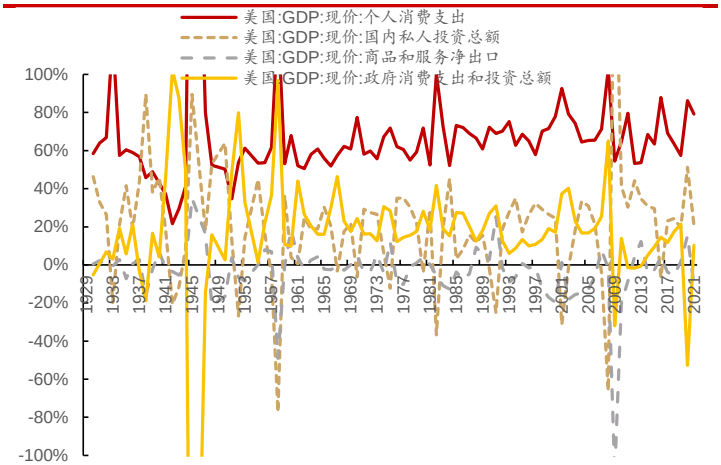
资料来源：FDIC、华西证券研究所

图 50 60-80 年代信用卡快增对应人均宏观指标增速上行



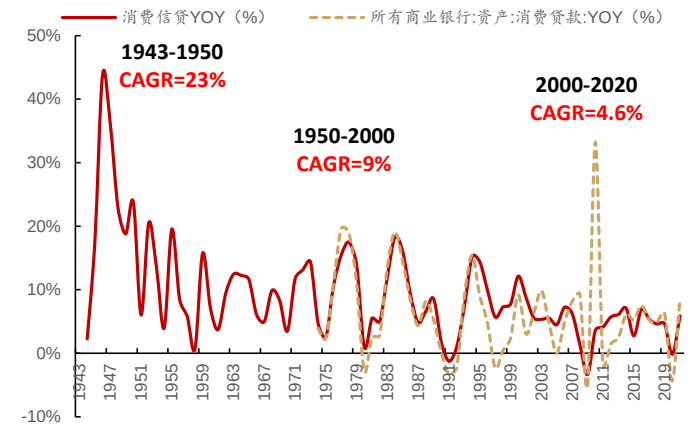
资料来源：WIND、华西证券研究所

图 51 20 世纪 60 年代以来美国个人消费的 GDP 贡献率保持在 60%以上



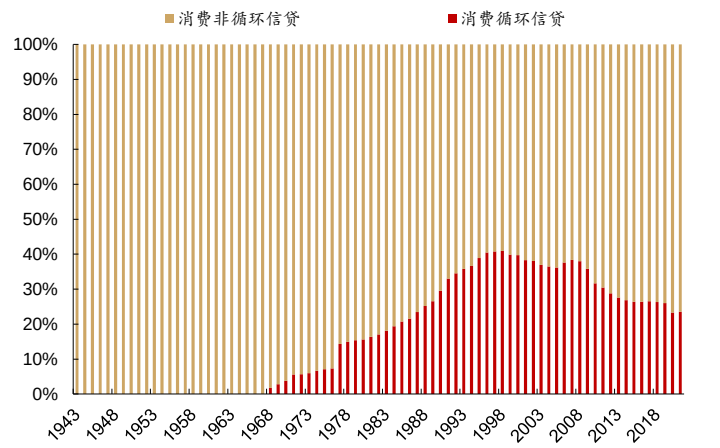
资料来源：WIND、华西证券研究所；注：1）个人消费支出贡献率=个人消费支出增量/GDP 增量；2）部分极值超出图表。

图 52 美国：50 年代-2000 年全市场消费信贷稳健增长



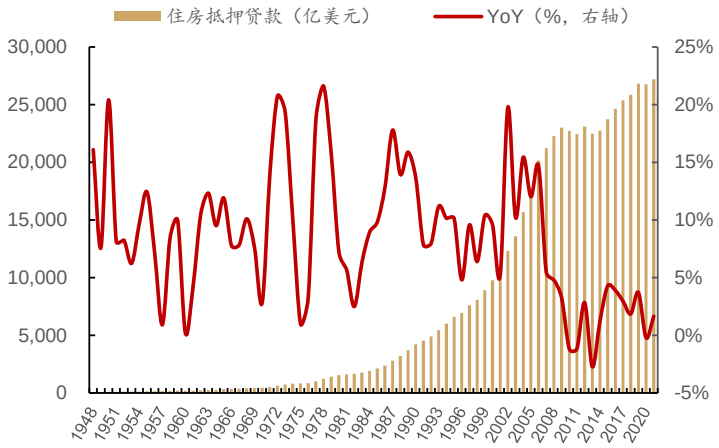
资料来源：WIND、美联储、华西证券研究所

图 53 美国：消费贷中循环贷占比 21 世纪初止升回落



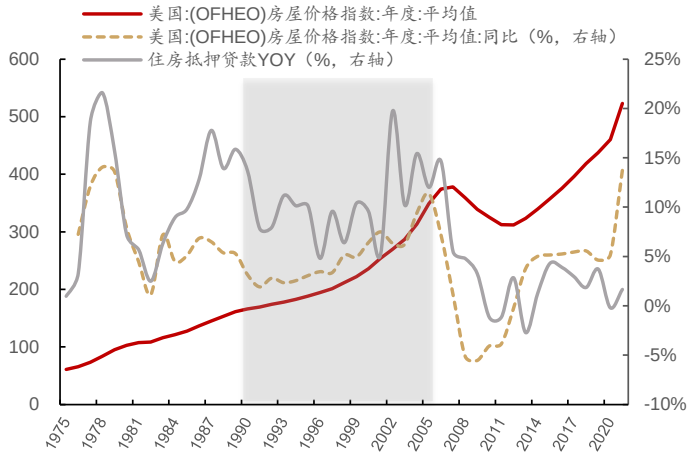
资料来源：WIND、美联储、华西证券研究所

图 54 美国：住房抵押贷款在次贷危机中受挫缩量



资料来源：WIND、美国联邦住房金融局、华西证券研究所

图 55 美国：按揭贷款趋势与房价指数和增速基本一致



资料来源：FDIC、华西证券研究所

图 56 美国银行业零售业务贡献度变动情况

美国		相对低点/高点		现在
资产端：		1982	2008	2021
零售贷款/总贷款		29.3%	47.1%	42.3%
——按揭/零售贷款		45.5%	69.0%	60.9%
——信用卡/零售贷款		10.1%	12.6%	17.5%
负债端：				
存款占比		82.6%	72.5%	92.1%
盈利贡献：		1984有数据	2007	2021
中收占比		25.7%	39.2%	32.1%
eg. 富国银行：		1999	2003	2021
零售贷款/总贷款		35.1%	55.8%	41.6%
		2001	2003	2021
业务分部营收占比	社区银行	69.8%	73.0%	44.4% 个人银行业务和贷款
	财富管理	-	-	18.3%
业务分部利润占比	社区银行	75.0%	70.4%	39.7% 个人银行业务和贷款
	财富管理	-	-	9.4%

资料来源：Bloomberg、FDIC、华西证券研究所；注：同一类别占比取同一时间节点数据

■ **日本：**

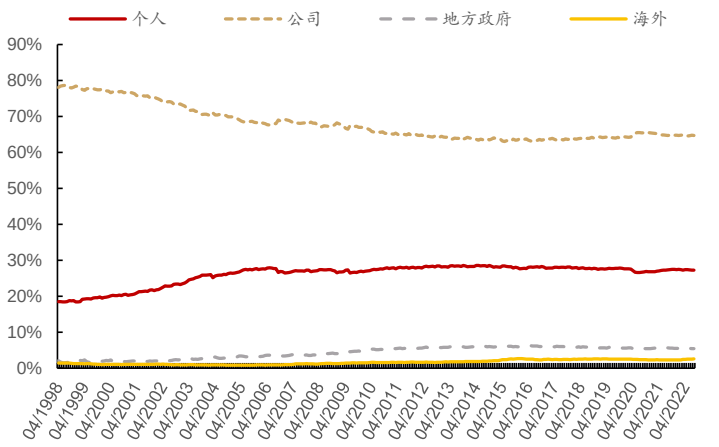
与美国不同的是，奉行国家主导型资本主义的日本是间接融资主导，企业融资以银行贷款为主，因此银行业（持牌银行银行账户）贷款结构也是以对公为主，公司贷款占总贷款的比例今年中期达 65%，个人贷款占比仅 27%，但是较 1998 年有数据增长 9pct，主因公司贷款在 90 年代经济危机中受损严重，2005 年以后才转为正增长，而 21 世纪整体贷款结构平稳，个贷保持 3%左右的低增速。

个贷结构来看，约 9 成为住房贷款，消费贷占比今年中期仅 6%，因此零售资产业务也与房地产高度绑定。90 年代前的经济繁荣阶段，住房贷款伴随房价指数快速

增长，平均增速超 20%，同期消费贷规模剧增。之后泡沫破裂重创了日本经济，亚洲金融危机经济再度受阻，银行的贷款增速也一度处于负增区间，房贷增速停滞，而消费贷更是大幅萎缩，规模由 1991 年的 20 万亿日元降至 2001 年的 10 万亿日元。

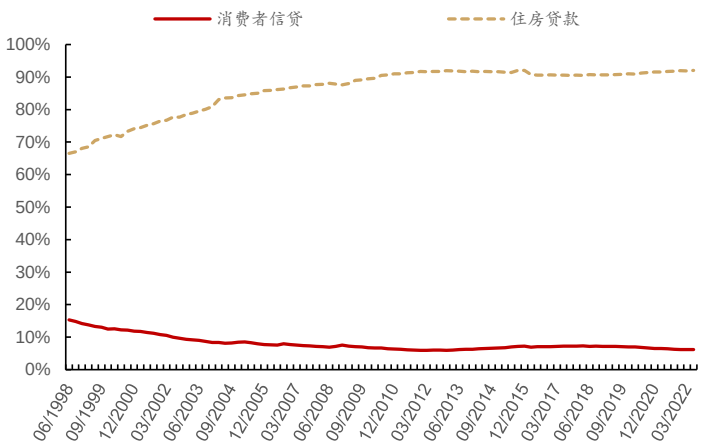
虽然 2008 年后日本在宽松的政策刺激下，消费贷增速有所回弹，但幅度和规模仍然较弱。并且政策层面也形成了一定约束，因为在不良增多、监管缺位、不当催收等社会性问题日益严重的情况下，日本政府加强立法，包括 2004 年制定修改了《破产法》，2006 年制定《贷款业法》及《利息限制法》，2008 年制定《分期付款销售法》等。其中《利息限制法》规定所有超过规定上限的利息均为无效，且贷款额不得超过借贷者年收入的三分之一，之前多出的利息部分，要全部退还给借贷者[3]。

图 57　日本持牌银行银行账户贷款：个人贷款占比 27%



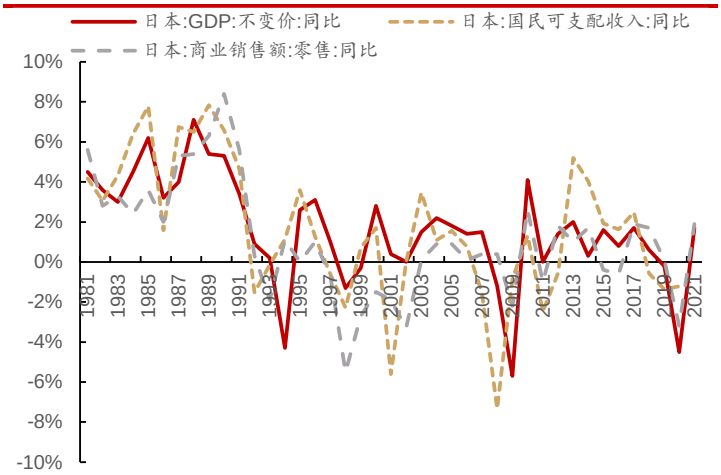
资料来源：WIND、CEIC、华西证券研究所

图 58　日本持牌银行个人贷款：房贷占 90%的份额



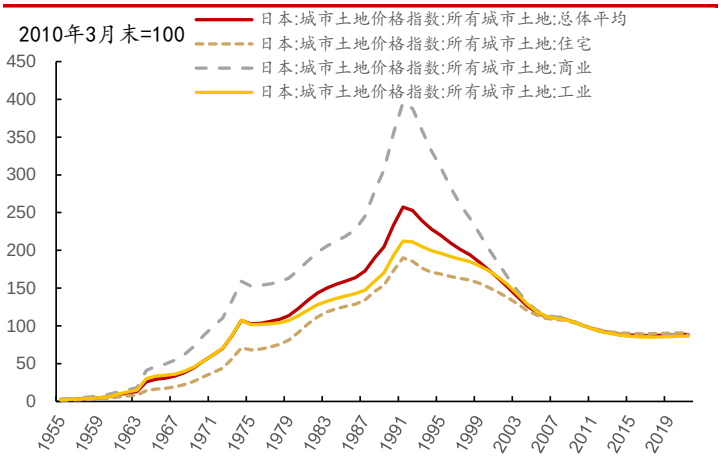
资料来源：WIND、CEIC、华西证券研究所

图 59　日本 GDP、国民收入和社零销售增速 90 年代以来都处于低位



资料来源：WIND、华西证券研究所

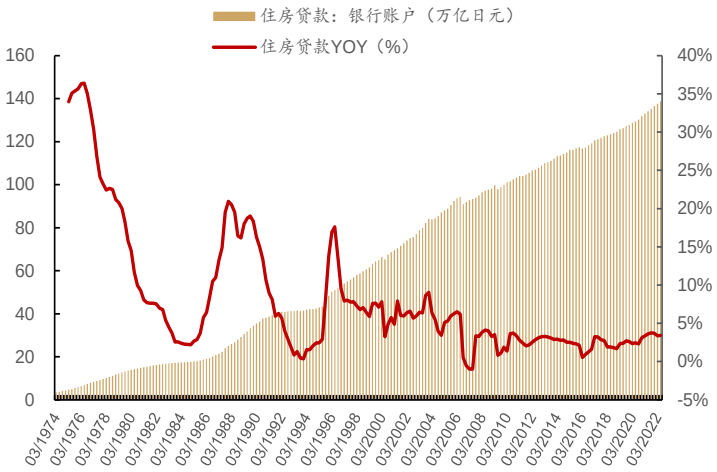
图 60　日本土地价格指数 90 年代骤降



资料来源：WIND、CEIC、华西证券研究所

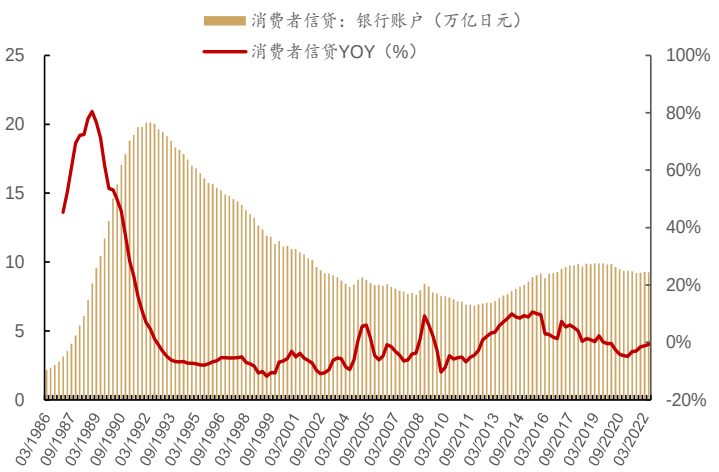
[3] 资料来源：《日本消费金融的兴起、衰落及其监管启示》，https://www.sohu.com/a/285134130_115173

图 61 90 年代短暂停滞后住房贷款规模重回增长



资料来源：WIND、CEIC、华西证券研究所

图 62 消费贷 80-90 年代初剧增，之后规模降低过半



资料来源：WIND、CEIC、华西证券研究所

图 63 日本银行业零售业务贡献度变动情况

日本		相对低点/高点		现在
资产端：		1998	2013	2021
零售贷款/总贷款		18.4%	28.2%	27.4%
——住房贷款/零售贷款		68.0%	91.8%	91.9%
——消费者信贷/零售贷款		14.2%	6.3%	6.2%
负债端：		1997	2009	2021
存款占比		63.8%	74.8%	71.4%
盈利贡献：		F1999	F2010	F2021
手续费净收入/总营收		6.2%	13.9%	18.6%
eg.三菱日联金融集团（8306 JP）：		F2004	F2015	F2021
零售贷款/总贷款		9.0%	5.6%	6.0%
		2005	2013	2021
业务分部净收入占比	零售业务	-	32.5% Retail Business Group	14.8% Retail & Commercial Banking Business Group
	财富管理	3.2% Asset Management & Investor Services Consolidated Business Group	3.7% Asset Management & Investor Services Business Group	8.6% Asset Management & Investor Services Business Group
业务分部利润占比	零售业务	-	-	8.9% Retail & Commercial Banking Business Group
	财富管理	-	-	9.3% Asset Management & Investor Services Business Group

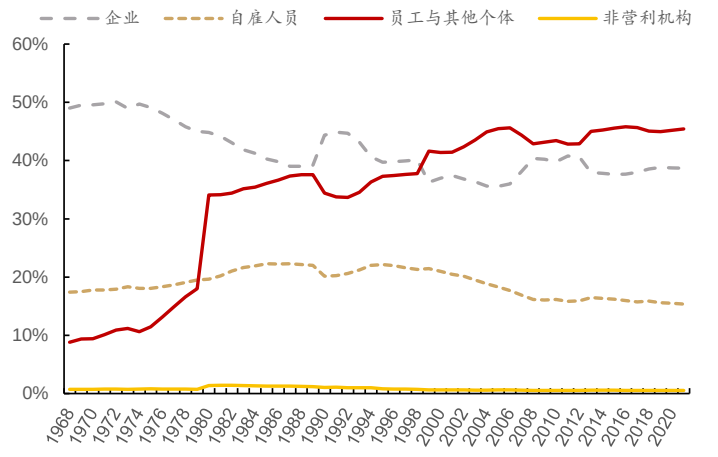
资料来源：Bloomberg、WIND、华西证券研究所

■ **德国：**

德国央行按授信主体不同，将贷款分类为企业、自雇人员、个人、非盈利机构几类，其中自雇人员贷款可近似看作我国个人经营性贷款。2000 年以前德国处于居民持续加杠杆的过程，对应个贷占比由 60 年代的 10%左右持续提升，在 20 世纪末超过企业贷款；之后伴随宏观经济陷入低迷、负利率背景下，居民杠杆率也一路回落，贡献度基本稳定在 50%左右。

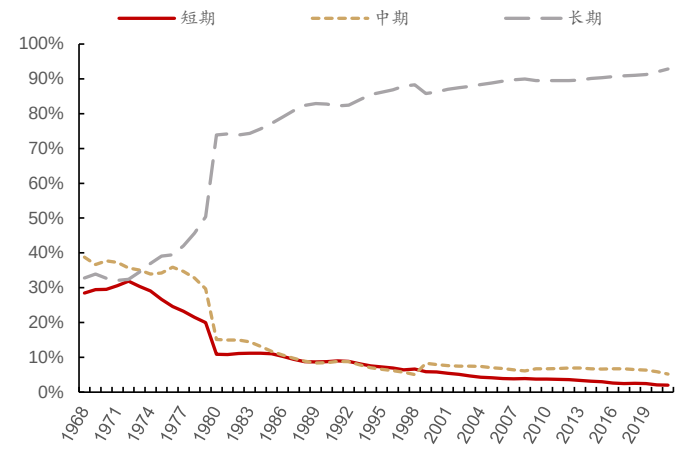
德国居民加杠杆的方式也是主要通过房贷，个贷中住房贷款占比自 20 世纪 90 年代以来由 65%左右升至 2021 年的 83.7%的高位。虽然 1990 年两德合并后的这一阶段，宏观经济增速渐入低迷，GDP 增速整体弱于其他发达国家，房地产市场需求也开始逐渐下滑，但房贷整体仍有双位数增速、驱动个贷增长。除房贷以外的消费和其他类别个贷在 70、80 年代也经历了一轮高增长阶段，增速在 15%以上，与当时战后经济修复、居民收入回升相关；而 90 年代消费和其他贷款增速由 14%左右下滑至趋零，21 世纪以来连同自雇人员贷款进一步陷入增长停滞状态。**居民部门降杠杆的背后，有可支配收入增长疲弱制约消费需求，也有人口老龄化趋势下，新增住房需求逐渐弱化、房地产市场陷入长期低迷的影响。**

图 64　德国：货币金融机构个贷占比 21 世纪初超过企业



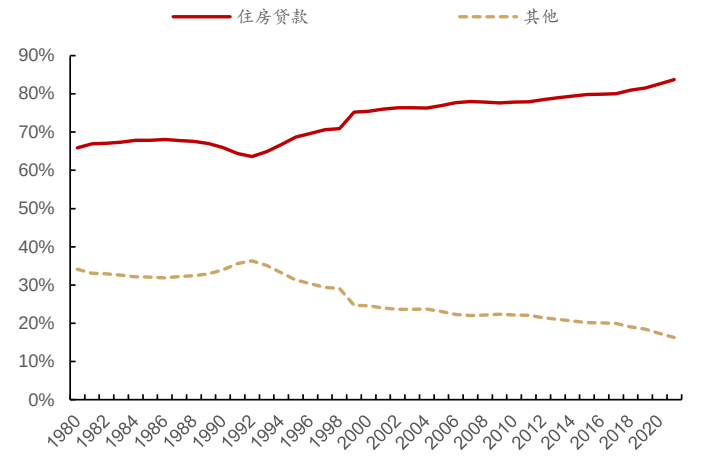
资料来源：CEIC、华西证券研究所；注：因 1980 年储蓄银行、合作银行等数据口径变动，影响个贷占比跃升，但不影响总体趋势。

图 65　德国货币金融机构：个贷中九成为长期贷款



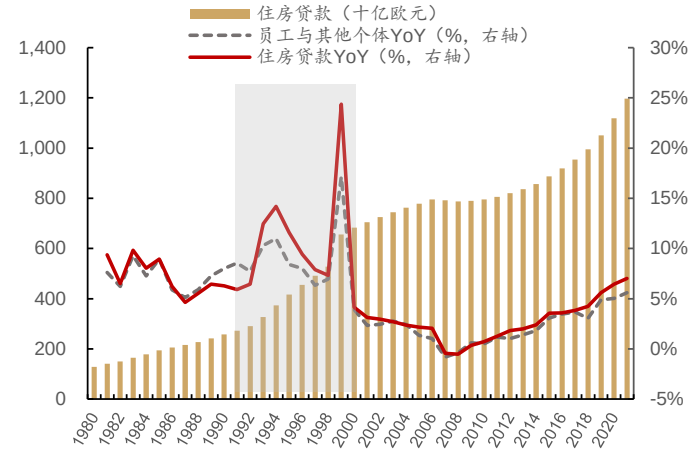
资料来源：CEIC、华西证券研究所

图 66　德国货币金融机构：个贷中住房贷款占比升至 80%



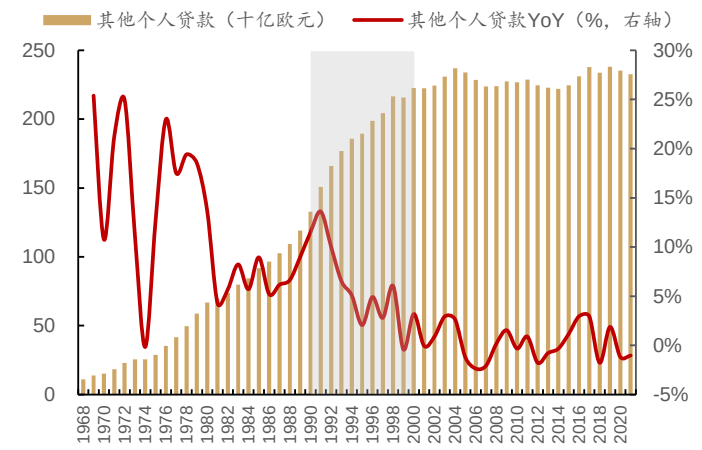
资料来源：CEIC、华西证券研究所

图 67　德国货币金融机构：90 年代房贷驱动个贷高增



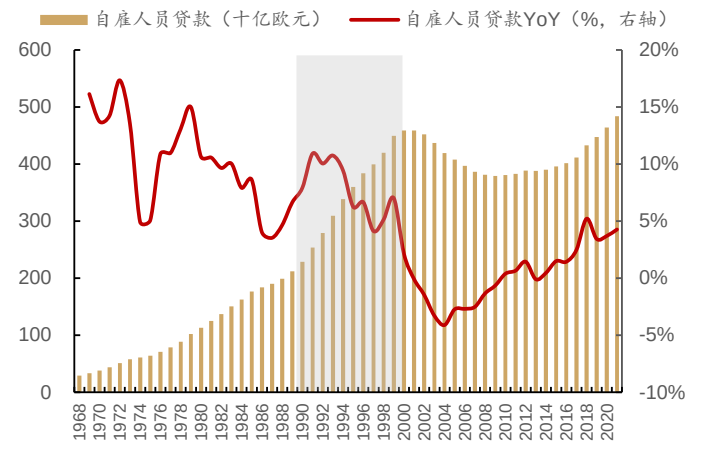
资料来源：CEIC、华西证券研究所

图 68 德国货币金融机构：90 年代其他个贷增速下滑



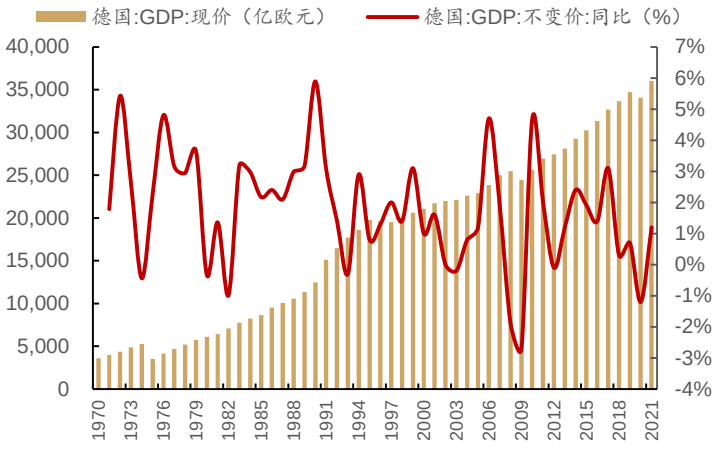
资料来源：CEIC、华西证券研究所

图 69 德国货币金融机构：个体户贷款 2000 年以来停滞



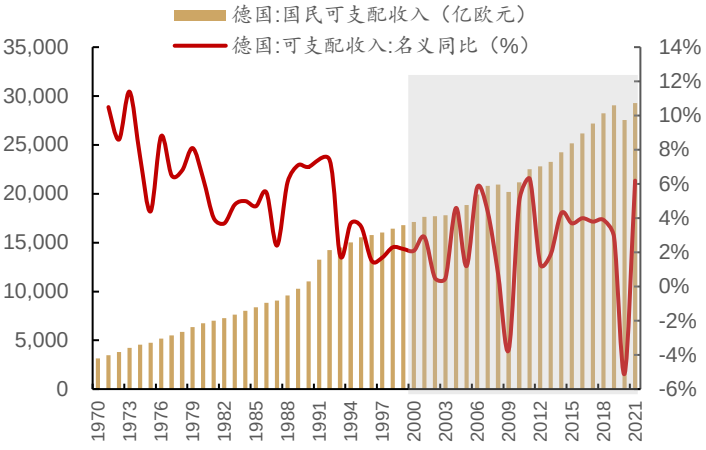
资料来源：CEIC、华西证券研究所

图 70 德国：90 年代以后 GDP 增速整体降档



资料来源：WIND、华西证券研究所

图 71 德国：居民可支配收入 90 年代以来陷入低迷



资料来源：WIND、华西证券研究所

图 72 德国银行业零售业务贡献度变动情况

德国		相对低点/高点		现在
资产端：		1968	2006	2021
零售贷款/总贷款		8.8%	45.6%	45.4%
——住房贷款/零售贷款		65.8% 1980有数据	77.7%	83.7%
——其他信贷/零售贷款		34.2%	22.3%	16.3%
负债端：		1949	2005	2021
存款占比		94.7%	63.1% 20世纪50年代降至65%左右低位后区间小幅震荡	76.9%
盈利贡献：		1995	2008	2020
中收占比		16.0%	26.7%	26.7%
eg.德意志银行：		2006	2013	2021
零售贷款/总贷款		38.6% 仅消费贷款口径	50.6% 拆分披露消费贷款+1-4家庭成员房地产贷款	43.3% 仅消费贷款口径
		2004	披露口径变化较大	2021
业务分部营收占比	零售银行	13% Private & Business Clients	-	32.4% Private Bank（含Wealth Management）
	财富管理	10% Asset and Wealth Management	-	10.7% Asset Management
业务分部利润占比	零售银行	-	-	15% Private Bank
	财富管理	-	-	17.5% Asset Management

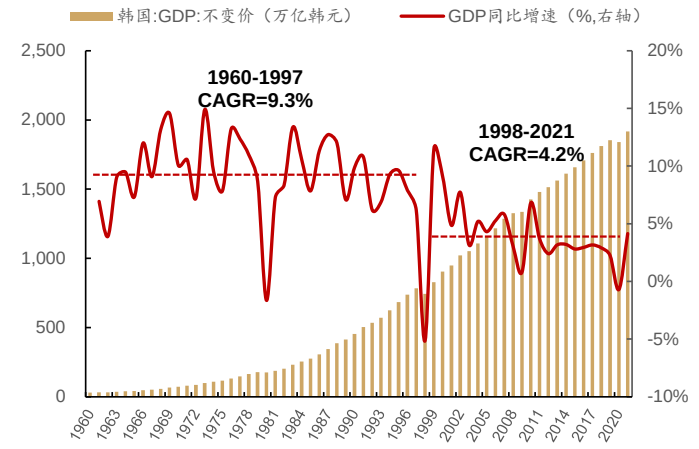
资料来源：Bloomberg、WIND、华西证券研究所

■ **韩国**

相比美国日本都通过经济泡沫的破裂进行了一轮家庭部门去杠杆的实践，韩国在1997 年亚洲金融危机中也进行了企业部门的去杠杆，但居民部门杠杆处于持续攀升的过程中。主要是经济增速降档阶段，企业融资需求减弱，金融机构也更偏好低风险的居民贷款。同时这一阶段韩国房地产价格也处于持续攀升阶段，对于房价预期的攀升，推高了投机需求，房地产类贷款投放快增，加剧居民杠杆率的攀升。而政府在行政上对房价过快上涨和居民杠杆率过快提升采取了一定抑制措施，包括 2005 年开始先后增加持有环节、交易环节税收，实施差别化住房按揭贷款政策，增加供给等，但是没有改变居民杠杆率提升的大趋势。

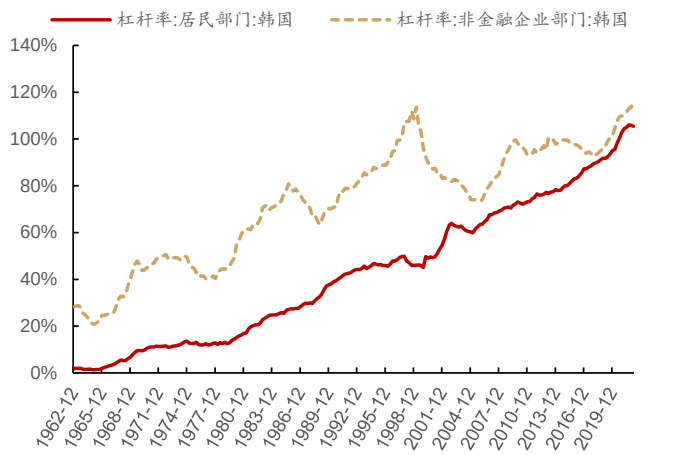
韩国商业银行贷款中家庭部门占比 90 年代以来升至约 40%，2006 年以来家庭贷款结构较为稳定，房贷占比约 7 成。

图 73 韩国宏观经济增速 1997 年后降档



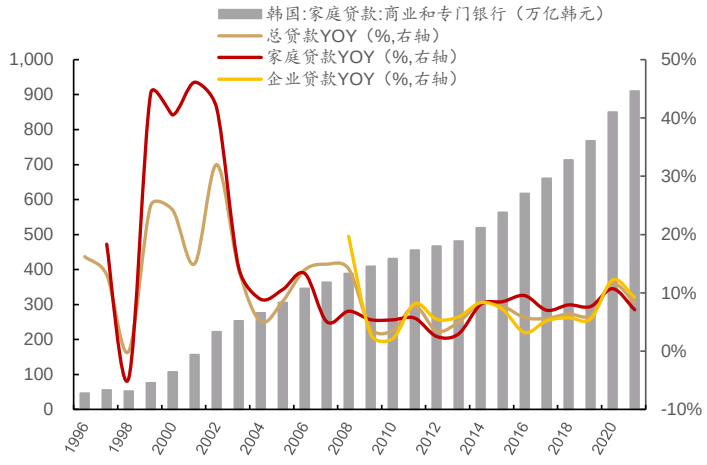
资料来源：WIND、CEIC、华西证券研究所

图 74 韩国企业杠杆率 1997 年后回落，居民持续加杠杆



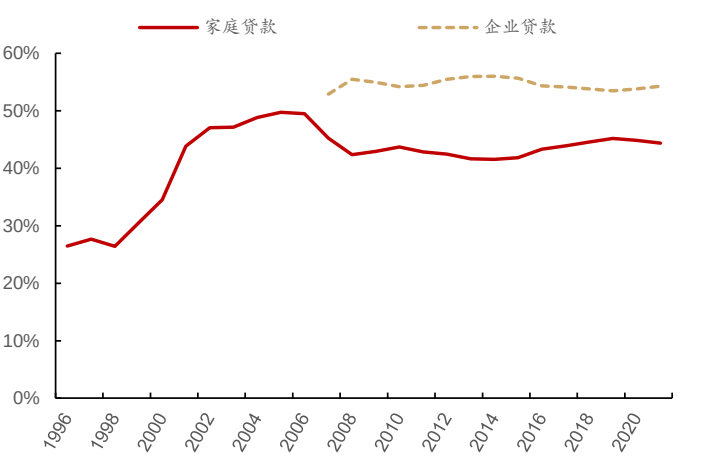
资料来源：WIND、BIS、华西证券研究所

图 75 韩国家庭部门贷款 90 年代末高增长



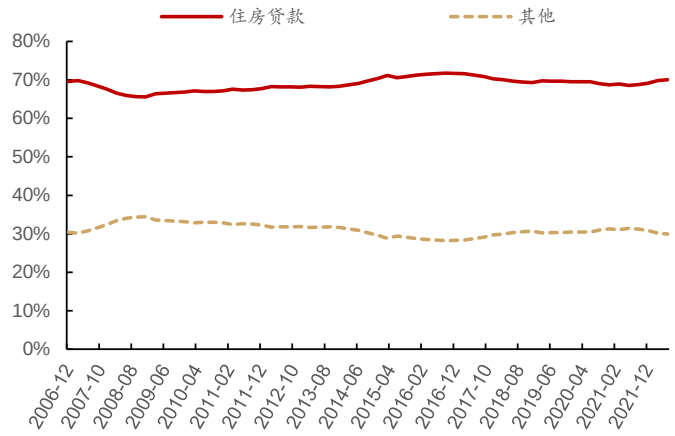
资料来源：WIND、CEIC、华西证券研究所

图 76 韩国商业银行贷款中家庭部门占比升至约 40%



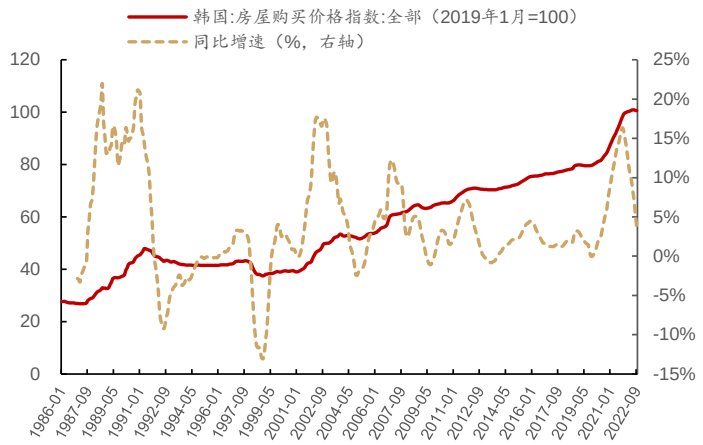
资料来源：WIND、CEIC、华西证券研究所

图 77 2006 年以来韩国商业银行家庭贷款结构稳定



资料来源：WIND、CEIC、华西证券研究所

图 78 韩国房价 2000 年以来持续上行



资料来源：WIND、CEIC、华西证券研究所

图 79 韩国银行业零售业务贡献度变动情况

韩国		相对低点/高点		现在
资产端：		1996	2005	2021
零售贷款/总贷款		26.5%	49.8%	44.4%
——住房贷款/零售贷款			69.6%-2006数据	69.2%
——其他/零售贷款			30.4%-2006数据	30.8%
负债端：		2002/06	2008	2021
存款占比		65.7%	54.2%	70.6%
盈利贡献：				
中收占比				
eg.韩国国民银行金融集团（105560 KS）：		2012	2017	2021
零售贷款/总贷款		47.9% Retail Banking口径	55.3% Retail Banking+ Credit Card Services	51.4% Retail Banking+ Credit Card Services
			2010	2021
业务分部营收占比	零售银行		59.1% Credit Card Services+Retail Loan	32.7% Credit Card Services+ Retail Banking
	财富管理		15.1% Fund Management Service	20.4% Securities Brokerage+Property & Casualty Insurance

资料来源：Bloomberg、WIND、华西证券研究所

综上，从几个国家的商业银行的零售业务发展进程可以看出：

1）现代商业银行零售业务大多兴起于 80 年代，经济相对繁荣，金融脱媒、金融自由化和利率市场化背景下，企业转向直接融资、市场竞争加剧，银行寻求更高收益的资产配置方向，叠加零售产品层出不穷，零售金融市场需求增加，以及房地产市场助推，零售信贷占比快速提升，如美国、德国、韩国等银行的个贷占比都一度接近 50%。

2）地产以及宏观经济风险积聚后，一般在经济危机冲击下，居民部门降杠杆，零售资产中的按揭贷款、消费贷都不同程度的受到影响。

3）零售信贷资产投放的长期趋势也显示出一定的周期性，尤其是消费贷与居民收支情况高度相关，经济降速下，消费贷增速也和宏观经济增速基本一致。

4）伴随居民降杠杆以及经济危机的影响，商业银行的传统零售业务的利润贡献度边际下降，财富管理等高附加值业务的利润贡献度提升。

5. 探索零售转型的下一站：聚焦产品管理和财富管理

5.1. 零售银行的资产扩张进入降速周期

居民加杠杆的程度可以作为银行零售资产业务发展的内在逻辑，是零售业务发展阶段的一个参照指标。我国零售信贷的快速增长是居民加杠杆的进程反映。未来我们认为商业银行的零售资产的扩张将从之前的高速增长进入稳速周期，主要基于以下几点原因：

一是，零售信贷市场的渗透率明显提升，零售信贷的占比接近发达国家水平。在经济的快速发展以及居民财富的积累下，零售资产经过了快速发展的红利阶段，零售贷款的占比和居民的杠杆率有了显著的提升。未来来看，继续大幅提升的空间受到一些因素的制约，居民加杠杆的能力和意愿在边际下降。

首先，个人住房贷款与居民生活息息相关，是银行零售业务的压舱石，在各国都占据较高的比重，也是居民加杠杆的主要途径。但房地产周期长期而言，快速扩容的红利期已过，未来将进入相对稳速的扩张阶段。

其次，短期消费贷领域来看，信用卡的井喷式发展时期已过，伴随用户增长红利的消退，用户覆盖面和数量已趋于饱和：①发卡量与应偿余额增速明显放缓，借记卡发卡量增速今年中期已降至 2%。②而信用卡和借贷合一卡人均持卡量连续四个季度持平在 0.57 张，银行卡人均持卡量上半年也出现有数据以来首次环比回落（中期人均持卡 6.58 张，环比 Q1 降 0.02），渗透率保持在 49%左右，在目标城镇人群的渗透率也已近饱和。而且当居民收入预期不稳以及偿债压力下，风险偏好和消费意愿下降，整体消费贷款的授信使用率的提升将受影响。

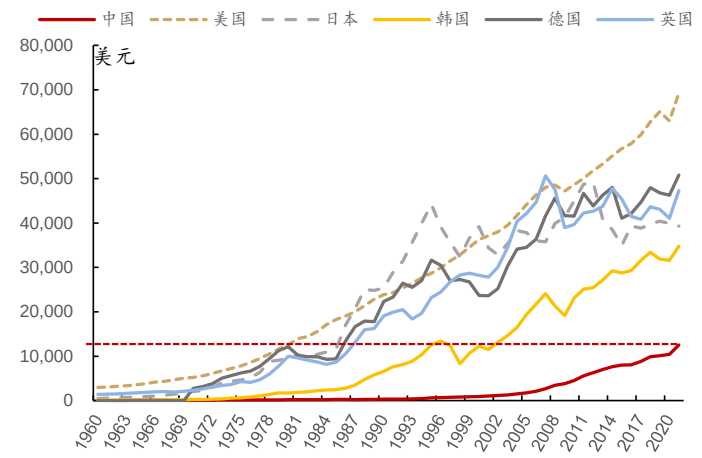
但我们也要看到，未来全国区域上的均衡发展以及对小微和个体工商户的融资深化，也将增加一定的市场需求。

图 80　各国居民杠杆率水平及银行零售业务贡献度对比

国家	中国	美国	日本	德国	韩国
居民杠杆率-2021A	61.6%	78.0%	68.8%	56.8%	105.8%
居民债务收入比-2020A	138.8%	101.1%	115.4%	99.3%	200.7%
资产端：	16家上市银行	FDIC(调整后)	持牌银行	货币金融机构	商业和专业银行
零售贷款/总贷款	41.2%	42.3%	27.4%	45.4%	44.4%
按揭/零售贷款	66.3%	60.9%	91.9%	83.7%	69.2%
信用卡消费贷/零售贷款	18.4%	29.1%（信用卡+车贷）	6.2%	16.3%（其他）	30.8%（其他）
负债端：	上市银行	FDIC	持牌银行	货币金融机构	商业和专业银行
存款占比	73.8%	92.1%	71.4%	76.9%	70.6%
盈利：	13家上市银行	富国银行（消费者银行+资管财富）	三菱日联金融集团（零售商行+资管与投资者服务）	德意志银行（私行+资管）	韩国国民银行集团（零售银行+信用卡服务+证券经纪）
零售业务营收贡献度	42.8%	59.7%	23.4%	43.1%	44.2%
零售业务利润贡献度	47.9%	49.1%	18.2%	32.6%	35.1%

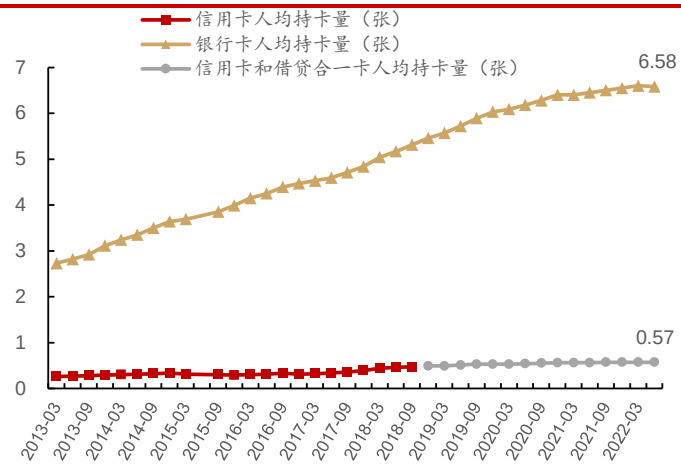
资料来源：FDIC、CEIC、Bloomberg、华西证券研究所

图 81 我国人均 GDP 突破 1 万美元，达美日 80 年代水平



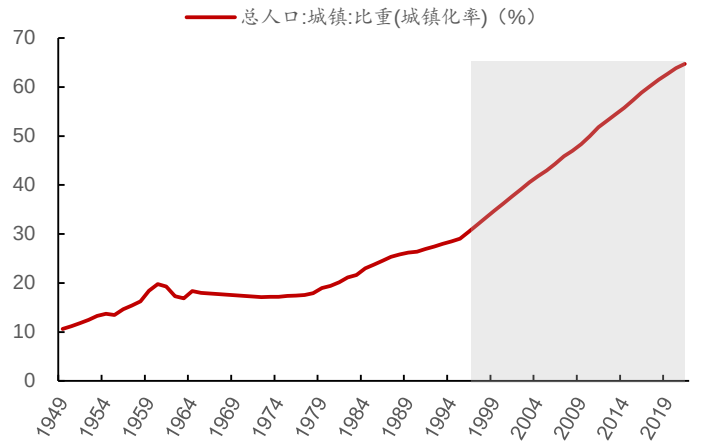
资料来源：WIND、世界银行、华西证券研究所

图 82 银行卡和信用卡人均持卡量走平



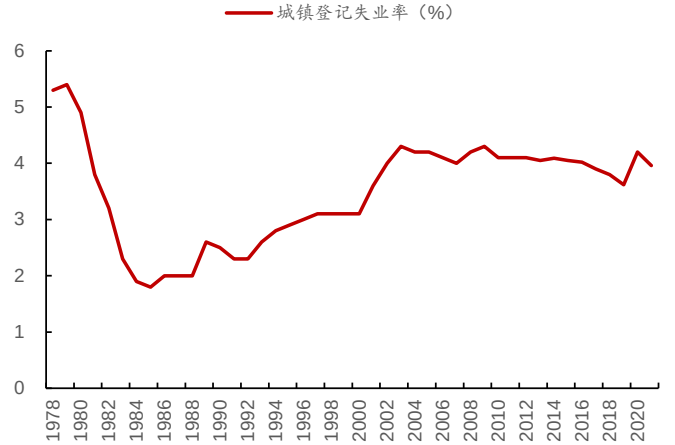
资料来源：WIND、世界银行、华西证券研究所

图 83 城镇化：城镇化率持续提升



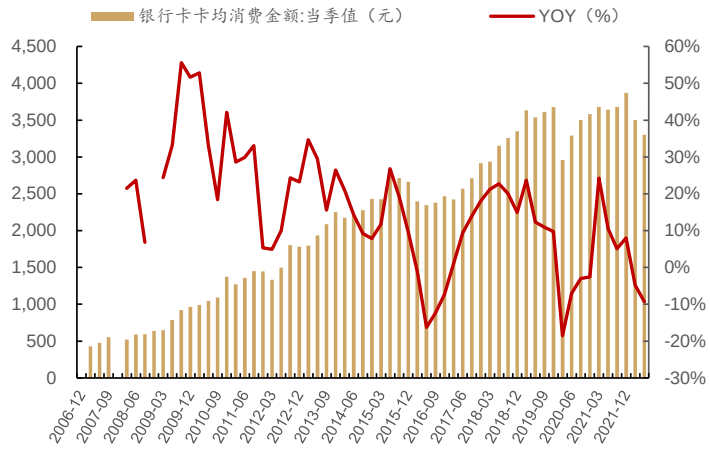
资料来源：WIND、华西证券研究所

图 84 就业：21 世纪初失业率稳住并缓慢回落



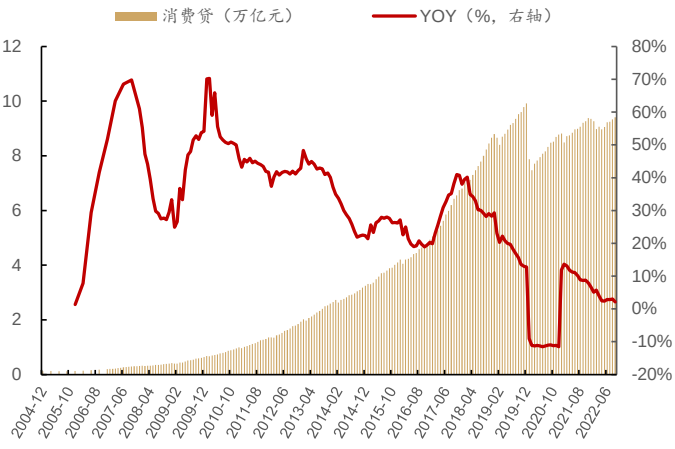
资料来源：WIND、华西证券研究所

图 85 银行卡卡均消费额受疫情冲击处于下行阶段



资料来源：WIND、华西证券研究所

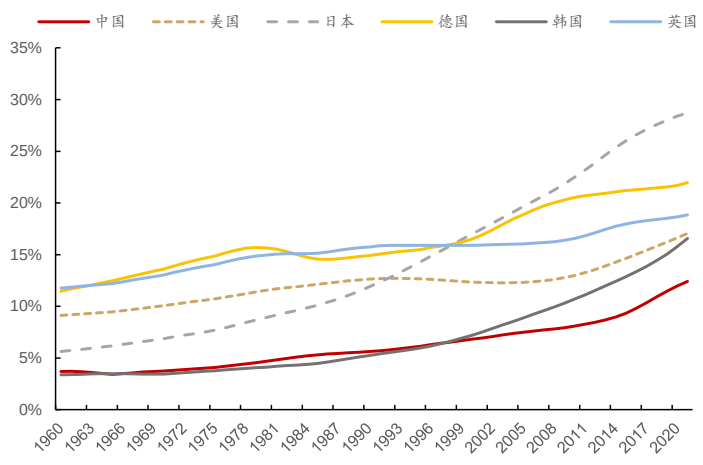
图 86 住户短期消费贷增速降至 2.1%（2022-09）



资料来源：WIND、华西证券研究所

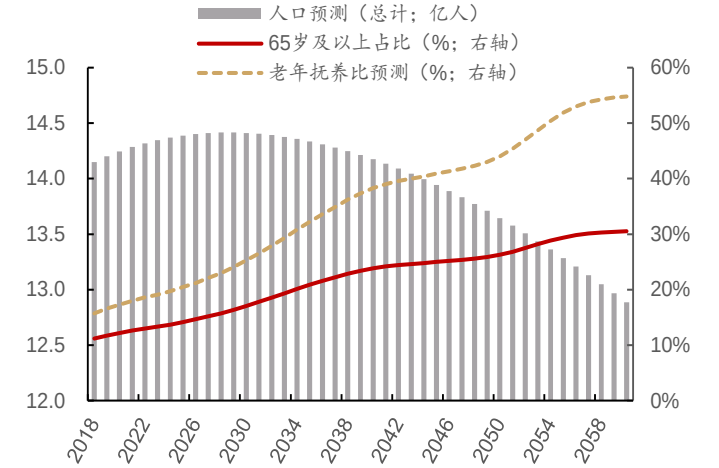
二是，人口因素所带来的储蓄率下降也会导致加杠杆动力不足。从人口结构来看，我国老龄化趋势严峻，65 岁+人口占比上行速度快，目前已达到欧美发达国家以及日本 90 年代水平，预计 2035 年进入重度老龄化阶段。人口老龄化加重也将影响居民的资产配置、风险偏好和负债意愿。一方面，从现实情况来看，我国的人口老龄化和居民金融杠杆率近 10 年均呈加速提高和上涨趋势。而学术研究[4]表明老龄化程度和私人部门信贷/GDP 呈倒 U 型关系，拐点后的人口老龄化的上升将伴随金融杠杆率下降。另一方面，从美日韩等国的经验来看，国民储蓄率也与劳动人口呈现正相关性，人口老龄化进程会导致储蓄率的下降，而我国储蓄率自 2011 年以来持续下滑，也将制约债务的扩张空间。

图 87　美国、德国、日本、中国 65 岁+人口占比变化



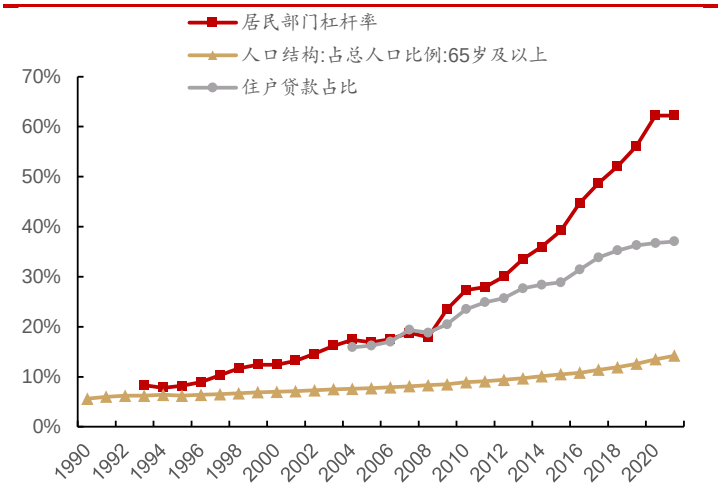
资料来源：WIND、世界银行、华西证券研究所

图 88　我国预计 2035 年进入重度老龄化阶段



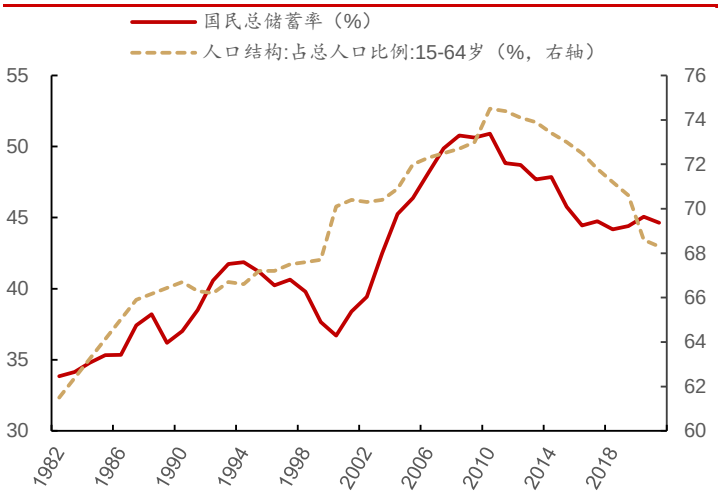
资料来源：WIND、OECD、华西证券研究所

图 89　我国近年来 65 岁+人口占比、居民杠杆率、住户贷款占比均上行



资料来源：WIND、华西证券研究所

图 90　人口结构与储蓄率的关系



资料来源：WIND、华西证券研究所

[4] 资料来源：《老龄化、 金融杠杆与系统性风险》，陈雨露等，国际金融研究 2014-09

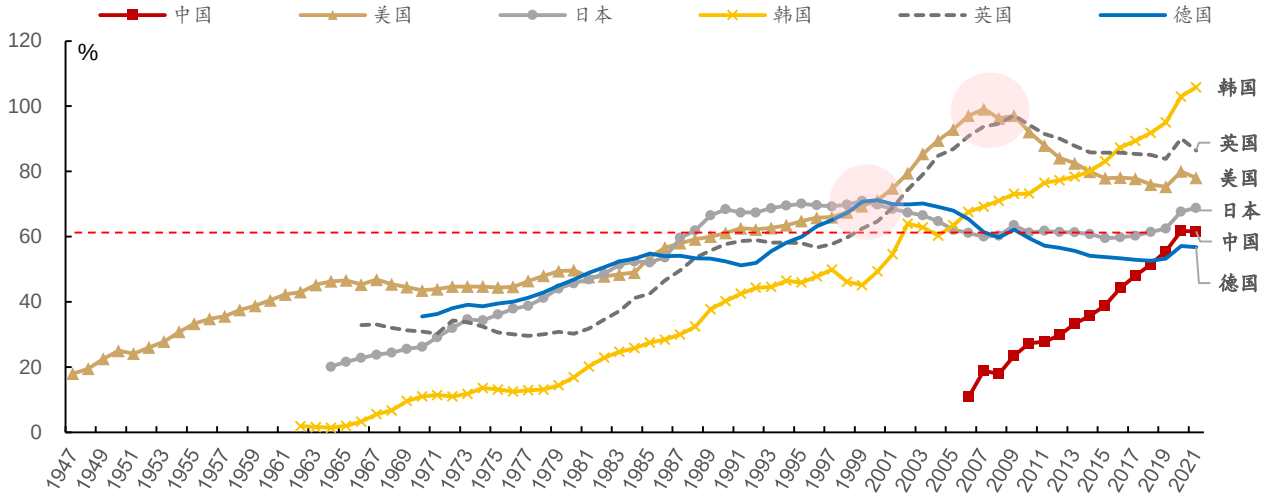
三是，我国居民杠杆率近几年一路直升，增长斜率陡峭，偿债负担加重。近年来，在供给侧结构性改革和去杠杆下，我国宏观杠杆率快速上升势头得到遏制，企业杠杆率稳中趋降，但从 2009 年开始伴随按揭贷款快速增长和新兴消费金融蓬勃发展，居民杠杆率急速上升。

根据国际清算行统计数据，截至 2021 年，我国居民部门杠杆率达到 61.6%，虽然在全球处于中等水平（发达经济体居民部门杠杆率普遍偏高，如澳大利亚、韩国和加拿大等国均达到 100%以上），但增长斜率陡峭，十年间增幅 34pct。

并且在 2008 年以来主要发达国家杠杆率普遍下行背景下，我国居民杠杆率十年间上升超三成，目前与发达国家 90 年代水平相当，基本达到日本、德国的高点，与美国英国 2008 年左右杠杆率高点还有小幅空间。但如果叠加一些未统计在内的民间借贷等，可能实际杠杆率更高。

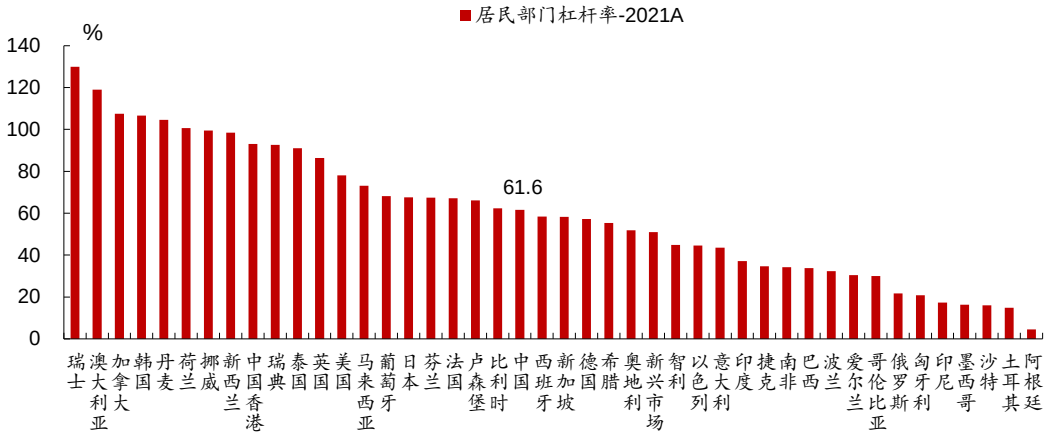
未来居民加杠杆的意愿受居民偿债负担的制约。居民资产负债表恶化，如果用债务收入比（居民债务/可支配收入）看居民的偿债负担。统计局口径的居民可支配收入测算，2021 年末，我国居民债务收入比高达 143%，2016 年以来先后超过德国、美国、日本和韩国，在 OECD 国家中也已处于中上游位置，居民面临偿债压力加重。

图 91　中国居民部门杠杆率快速攀升



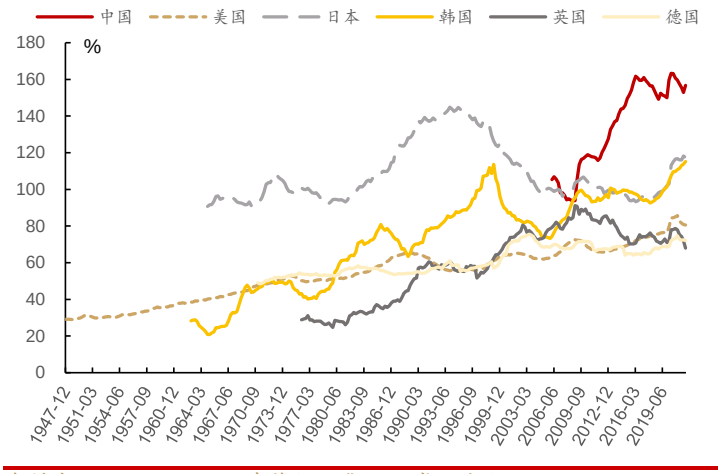
资料来源：WIND、国际清算行 BIS、华西证券研究所

图 92　中国居民部门杠杆率在全球处于中等水平



资料来源：WIND、国际清算行、华西证券研究所

图 93 中国非金融企业杠杆率偏高



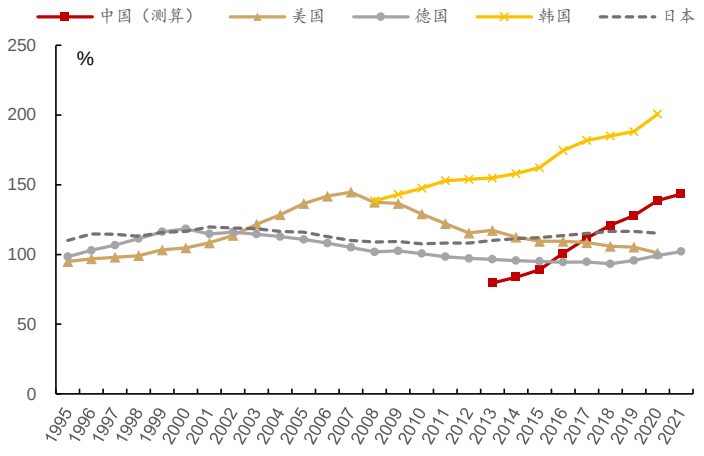
资料来源：WIND、国际清算行、华西证券研究所

图 94 中国政府部门杠杆率相对较低



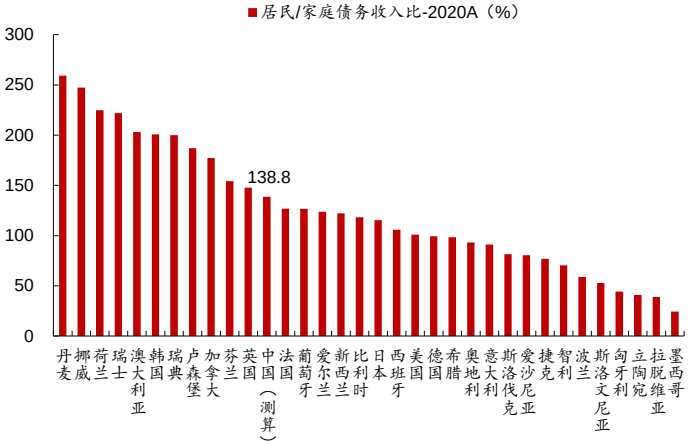
资料来源：WIND、国际清算行、华西证券研究所

图 95 中国居民债务收入比攀升至高位



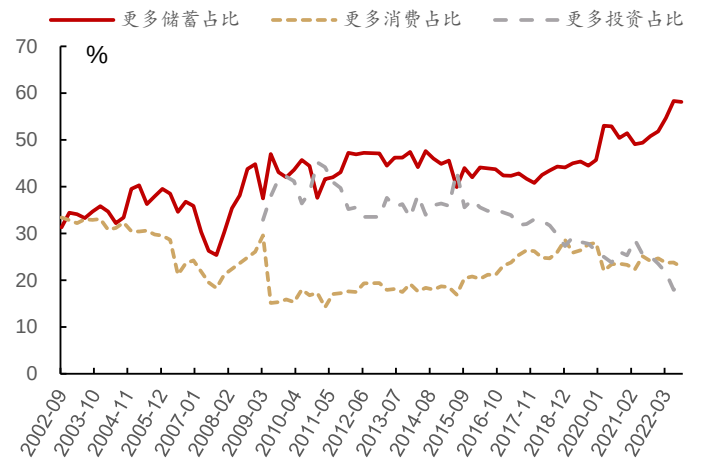
资料来源：WIND、OECD、华西证券研究所；注：其他国家采用 OECD 统一口径，中国债务收入比测算为“人均 GDP/人均可支配收入*居民杠杆率”

图 96 各国居民债务收入比对比



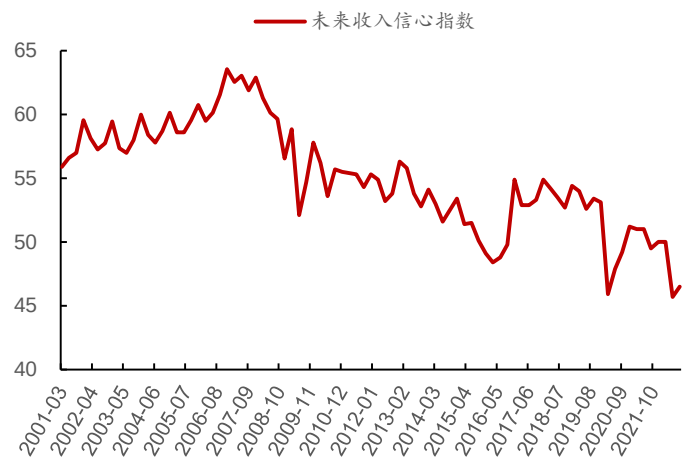
资料来源：WIND、OECD、华西证券研究所

图 97 居民问卷调查反映我国居民储蓄意愿提升



资料来源：WIND、央行城镇储户问卷调查、华西证券研究所

图 98 我国居民未来收入信心指数降至低位



资料来源：WIND、央行城镇储户问卷调查、华西证券研究所

5.2. 探索零售业务的下一站，聚焦产品管理和财富管理

因此站在现在这个阶段，需要重新审视银行零售业务未来的发展空间或者盈利驱动因素。从海外国家商业银行零售业务的盈利驱动因素分析，我们认为未来零售业务更多的发展驱动力在产品管理带来的获客能力和息差空间、以及财富管理的资产配置能力和中收增长方面。

- **产品管理：提升产品创新能力和交叉销售能力，增加获客和存款沉淀，从存款成本端获取息差空间。**

发展零售负债业务方面，富国银行模式一直是我国银行业学习的标杆。

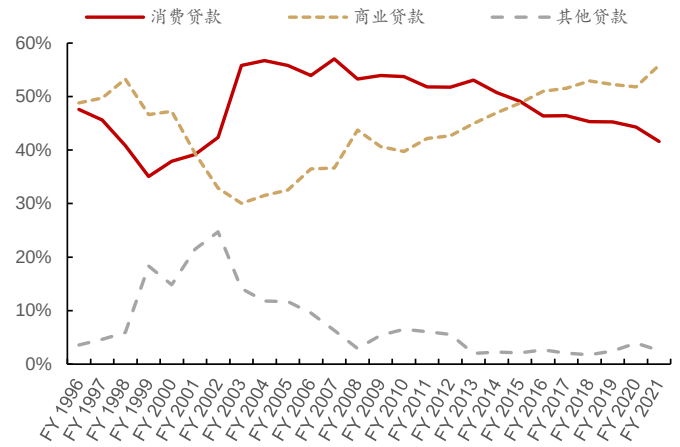
首先，富国银行长期耕耘商行零售业务，2008 年之前贷款中消费贷款占比（含房贷）上行并稳定在 50%以上，即便之后消费贷款的投放比例有所降低，但社区银行仍能贡献营收和利润半壁江山，奠定了 ROE 的基础。

其次，“交叉销售”理念引领下，2015 年社区银行板块的客户户均持有金融产品达到 6.17 个阶段性高点，财富管理板块户均产品数超过 10 个，增强了客户黏性、带来低廉的负债，同时也提振了中间业务。富国社区银行为个人和小微企业客户提供的产品按照业务属性可以分为三大类：一是储蓄业务，具体产品包括支票、活期存款、定期存款、个人养老金账户等；二是融资业务，具体产品包括信用卡、住房按揭、设备质押融资、应收账款融资、贷款等；三是中间业务，具体产品包括汇款、资产管理、保险、经纪业务等。其中，富国将支票业务、抵押贷款业务、投资业务与保险业务定义为核心产品，支票业务与抵押贷款业务是交叉销售的获客来源与入口，投资保险等理财业务则进一步增强了客户粘性，完成客户与银行的深度捆绑。

虽然富国银行 2015 年后因虚假账户事件冲击，负债成本和产品销售都受到影响，交叉销售的数量也不再披露，但零售业务对其客户基础、负债成本、资产质量等方面的增益并未证伪。一方面，富国银行计息存款付息率长期低于可比同业，且负债端存款占比长期稳定在 70%以上，2019 年达 80%，明显高于 JPM、花旗和美国银行，存款结构里零售存款占比也长期处于 90%左右高位，整体负债端低成本的优势贡献净息差高于行业；并且纵向来看，长期资产端利率下行压力下，富国银行计息负债中计息存款占比的小幅提升和成本率的下行，都对息差形成正贡献。另一方面混业对于中间业务也有较大提振，公司非息收入占比高达 47%以上，且财富管理业务的营收和利润贡献度也持续提升。金融危机之后富国银行的业务结构中，财富与投资管理部门的业绩贡献度上行，成为营收的重要补充部分，共同驱动危机后盈利能力修复，2020 年疫情期间财富业务的利润贡献度提升至 50%。

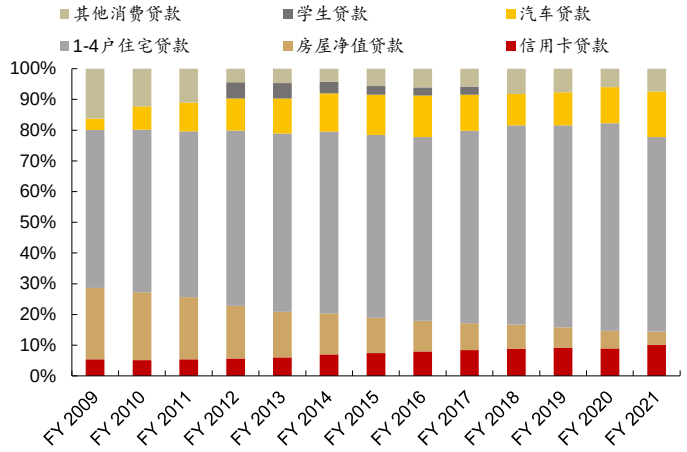
另外，银行产品的管理也离不开线上渠道、物理网点等平台载体。更重要的是专业的销售人员。我们认为未来银行的前台也或将迎来一些重大变革，需要提升对客户的有效触达，真实满足客户的需求达到提升交叉销售的能力。

图 99 富国银行贷款结构：2008 年后消费贷款占比下行



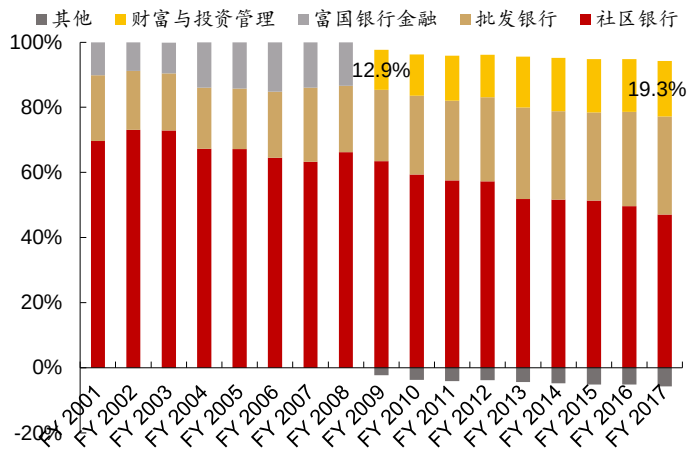
资料来源：Bloomberg、华西证券研究所

图 100 消费贷结构：房地产相关贷款占主导，信用卡贷款占比提升



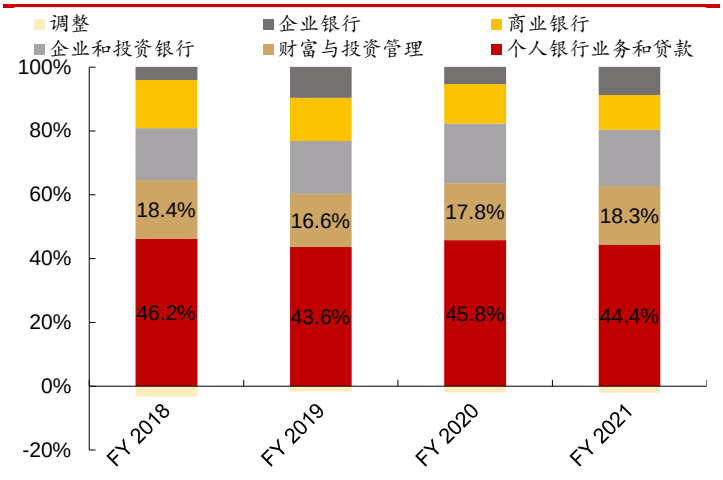
资料来源：Bloomberg、华西证券研究所

图 101 2001-2017 营收结构：2008 年以后社区银行贡献度下行，财富业务板块贡献度提升



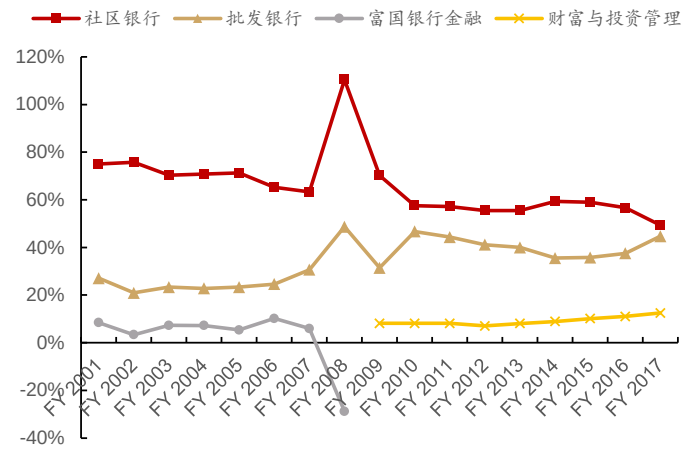
资料来源：Bloomberg、华西证券研究所

图 102 营收结构：2018 年以来基本平稳



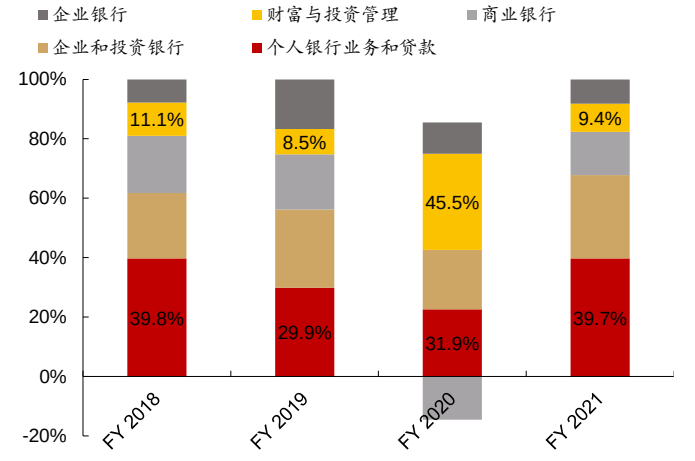
资料来源：Bloomberg、华西证券研究所

图 103 2001-2017 净利润结构：社区银行贡献半壁江山



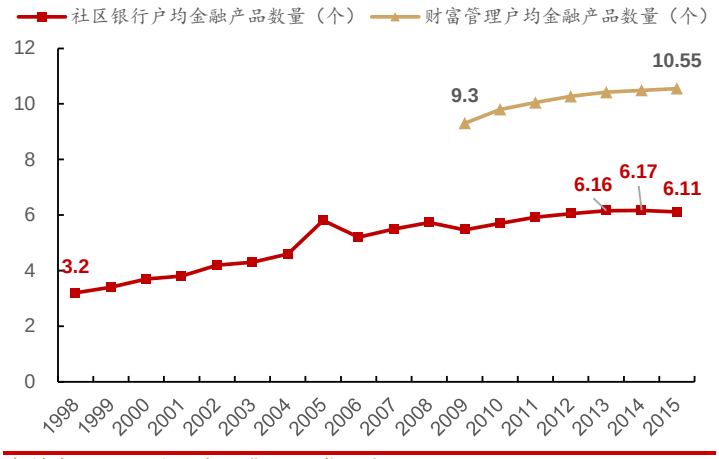
资料来源：Bloomberg、华西证券研究所

图 104 利润结构：疫情期间财富业务贡献度提升至 50%



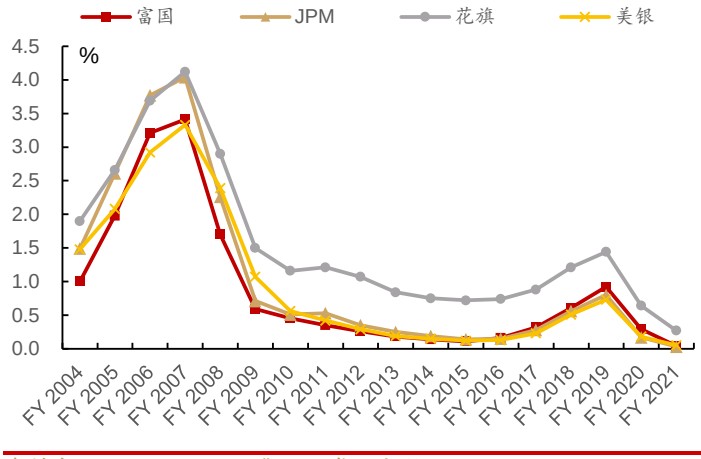
资料来源：Bloomberg、华西证券研究所

图 105 富国银行交叉销售的产品数量 90 年代末-2014 年间整体提升



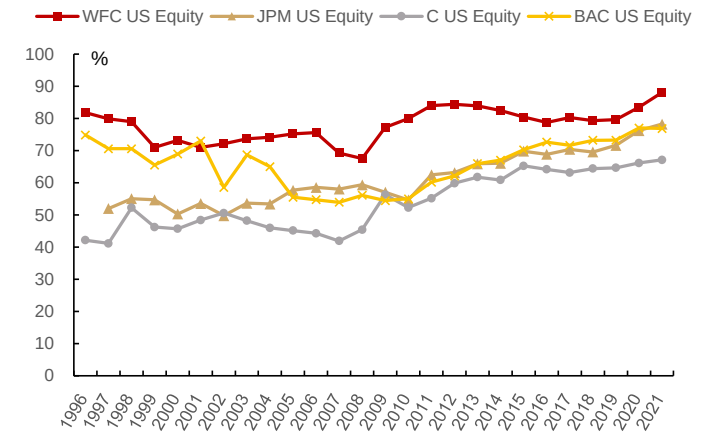
资料来源：公司公告、华西证券研究所

图 106 富国银行计息存款付息率较其他大行更低



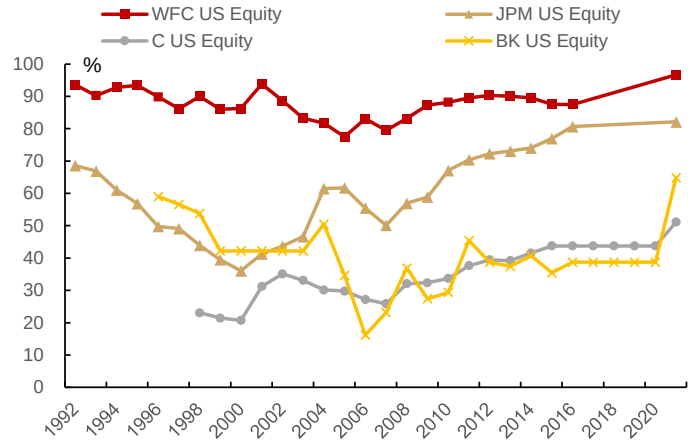
资料来源：Bloomberg、华西证券研究所

图 107 富国银行负债端存款占比高于其他大行



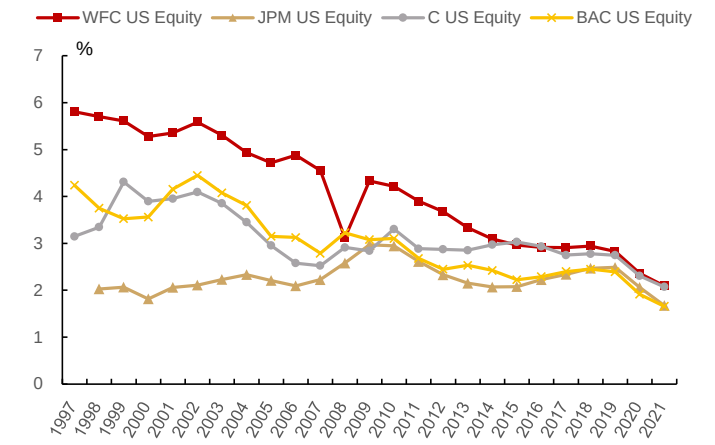
资料来源：Bloomberg、华西证券研究所

图 108 富国银行存款中约 9 成来自零售存款



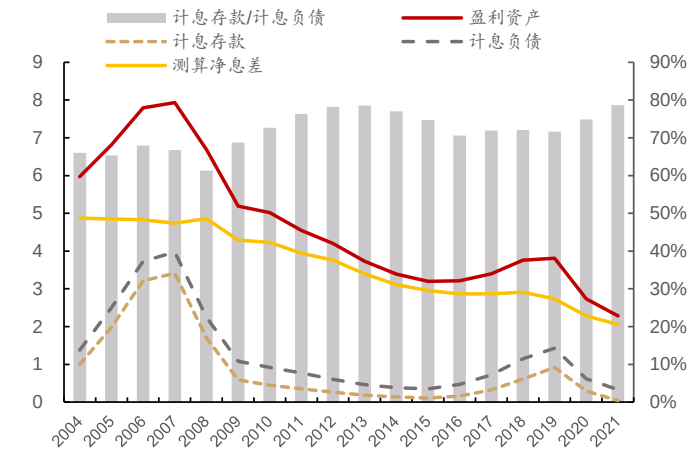
资料来源：Bloomberg、华西证券研究所；注：这里的零售存款为彭博披露的“国内分行持有的核心存款”，包括国内分行存款总额减持有的 10 万美元及以上的定期存款。

图 109 富国银行净息差水平相对高于其他大行



资料来源：Bloomberg、华西证券研究所

图 110 存款成本率下行及占比提升对冲资产利率下行



资料来源：Bloomberg、华西证券研究所

图 111 富国银行存款产品种类丰富

	账户名称	月服务费	最低开户存款	是否计息	是否透支	优先客户服务	适用
四种支票账户类存款	Clear Access Banking	5美元	25美元	否	否	否	需要帮助管理资金的客户，包括青少年和学生；无透支费用；降低账户余额和不需要开支票的客户
	Everyday Checking	10美元	25美元	否	是	否	日常银行业务需求，包括学生银行业务；可选透支保护；多种方式避免月服务费
	Prime Checking	25美元	25美元	是	是	否	希望获得多项银行服务折扣和费用减免的客户；附有可选透支保障的计息账户；合并账户余额超过20,000美元
	Premier Checking	35美元	25美元	是	是	是	希望获得大多数银行服务的高级福利、折扣和费用减免的客户；附有可选透支保障的计息账户；合并账户余额超过250,000美元
		月服务费	最低开户存款	利率			
储蓄和CD(Time Account)利率	Wells Fargo Way2Save® Savings	5美元	25美元	标准利率：0.01%；年收益率(APY)：0.01%			
	Platinum Savings	12美元	25美元	标准利率：0.01%；年收益率(APY)：0.01%；关系利率：0.02%；关系年收益率(APY)：0.02%			
	特别固定利率 CD	-	5000美元	按7个月、13个月两个期限，分为标准利率、APY、关系利率、关系APY四种，利率水平2.47%-3%			
	标准固定利率 CD	-	2500美元	按3个月、6个月、1年三个期限，分为标准利率、APY、关系利率、关系APY四种，利率水平0.1%-0.3%，同时对账户余额有分段要求			

资料来源：富国银行官网、华西证券研究所整理

■ **财富管理：提升服务客户的资产配置能力，提升中收增长**

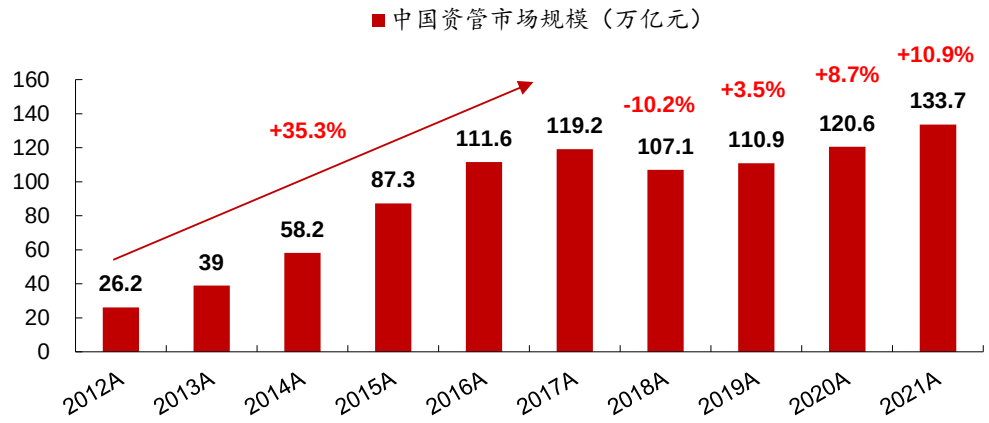
目前我国银行业中收占比低于海外，从海外国家商业银行中收的发展和结构分析来看，财富管理是中收提升的重要来源之一。

一方面从存量市场来看，我国整体资管市场在资管新规出台前的年复合增速曾高达 35%以上，目前整个资管市场规模 2021 年达到 133.7 万亿元的水平，年增速回升至超 10%，经过近两年监管政策的规范调整（净值化、破刚兑等），目前重回稳健发展阶段。而根据瑞信发布的《全球财富报告 2020》中同口径数据，2019 年末中国家庭财富达 78 万亿美元，美国是 115 万亿美元，个人财富均值 7.1 万美元，和美国的 46 万美元相比还有巨大差距，未来财富管理的市场空间还很广阔。

另一方面，虽然我国商业银行的非息收入占比近年来也有提升，2020 年达到 21%，但美国、德国、日本银行业非息净收入占比普遍位于 30%以上，英国在“金融大爆炸”的 90 年代甚至一度突破 70%，显著高于我国 20%左右的水平。

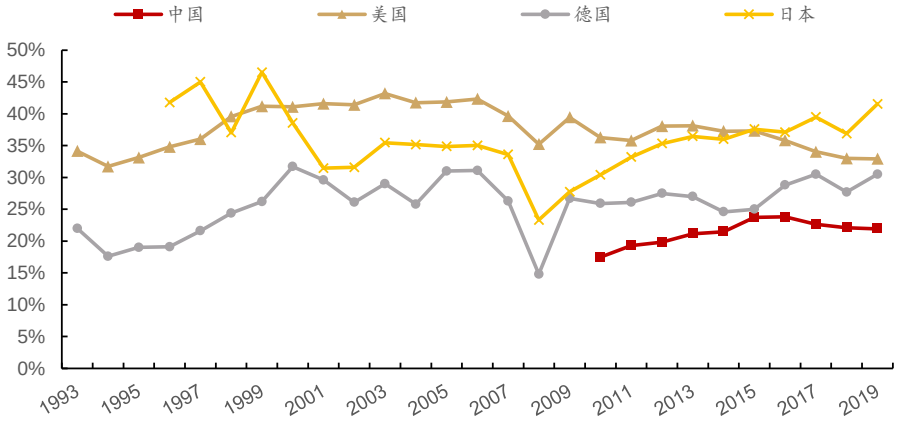
其中结构来看，我们曾在《他山之石系列银行行业专题报告：积极拥抱变革，提升非息业务对 ROE 的贡献》中拆解过海外银行业的非息收入结构，总体来看在混业经营的大背景下，海外商业银行的非息收入伴随行业的发展整体提升且结构更加均衡，其中综合投行业务、机构资管业务和财富管理业务的中收贡献度自然明显提升，而低附加值的传统中收业务占比回落。相比之下，我国上市银行整体手续费收入仍以传统业务为主，银行卡、结算、托管类业务合计占到手续费收入的 50%左右，相对更高附加值的投行咨询类及理财手续费等占比不足 10%，对总营收的贡献度不足 5%，未来财富业务对银行中收的拉动效应也有进一步提升的空间。

图 112 资管市场经过调整后进入增长提速阶段



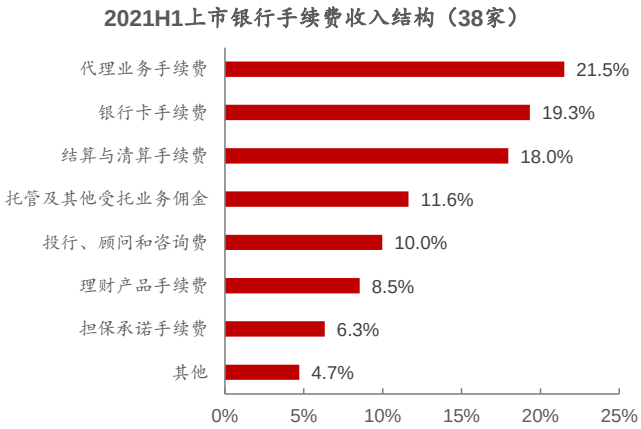
资料来源：《中国资产管理市场》（2019-2021，BCG&光大银行）、华西证券研究所；注：1）2019 年后理财规模不包含保本理财。2）包含公募基金的公募和专户。

图 113 各国银行业非息净收入占比概览



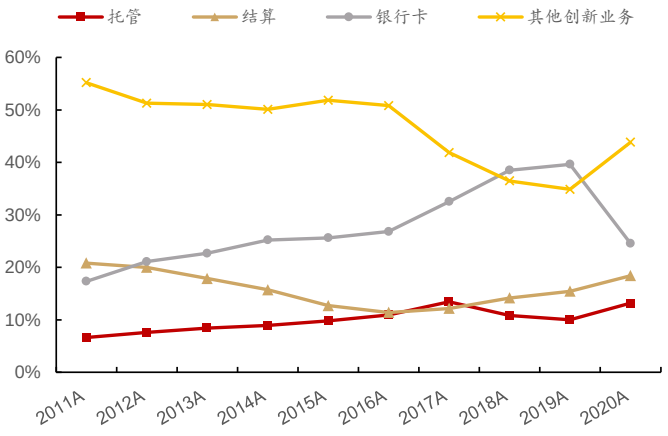
资料来源：FDIC、BOJ、CEIC、华西证券研究所；注：美国为 FDIC 在保商业银行和储蓄机构口径，德国为银行业口径，日本为所有银行口径，中国为银保监会披露的商业银行口径。

图 114 上市银行手续费收入的 21.5%来自代理业务



资料来源：公司公告、华西证券研究所；注：部分口径进行微调，如建行和农行的电子银行手续费归入清算结算，兴业银行交易业务手续费归入理财手续费。

图 115 老 16 家上市银行手续费收入中传统结算业务占比压降，其他创新业务占比近半



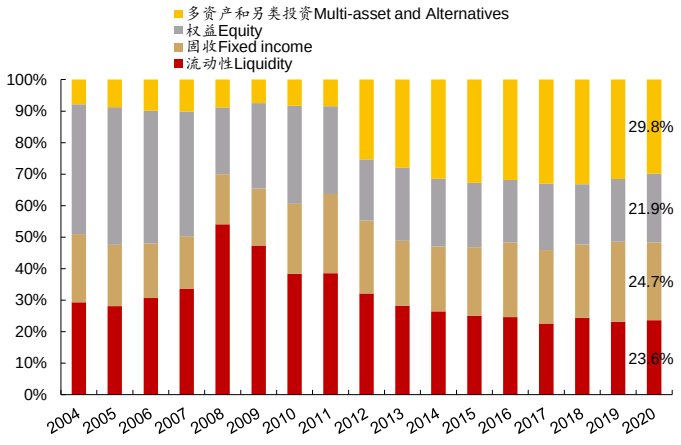
资料来源：公司公告、华西证券研究所

因此，资产配置的要求成为银行下一阶段银行财富管理业务发展的重点。从供给端来看，目前传统商业银行提供的金融服务远远不能满足我国居民的金融需求，但是伴随我国人口结构以及居民理财意识的加强，对金融产品的需求已经从单纯的多元化产品需求提升到对整体资产的配置的需求，需要更多的个性化差异化的服务。我国商业银行的财富管理业务近几年才刚刚起步，整体产品的维度还需丰盈，另外也需要提升内在的资产配置的能力，从卖方销售模式向买方投顾模式进阶。卖方模式下，财富管理以销量为驱动，通过外部渠道的获客与销售来提升竞争力、做大资管规模；而买方模式下，财富管理收入以 AUM 为核心，除了客户数量外，资产增值/投资收益也将决定 AUM 的规模，产品端的重要性提升。资产管理公司将以专业的资产管理能力或优异的投资业绩持续吸引新增资产推动 AUM 增长。

参照海外，美国财富管理市场也是经过了前期爆发式增长阶段后，逐步进入精耕细作的阶段。目前市场主流是买方投顾模式，盈利逐步摆脱对销售佣金的依赖，更多的根据 AUM 向客户收取资产管理费[5]。比如摩根大通就是以主动管理产品体系为主，产品架构均衡，投资业绩表现强劲。摩根大通 2019 年流动性、权益、固定收益、多资产和另类投资产品 AUM 占比重分别为 23%、20%、25%和 32%，整体产品结构较为均衡。公司共同基金产品表现领先行业，评级为 4 星以上 的共同基金占比整体保持在 50%左右，2020 年占比达 55%，过半基金业绩表现位居行业前 32.5%。单看基金绝对收益，根据四分位法排名，摩根大通的 1 年期、3 年期和 5 年期基金中，绝对收益排行业前 50%（即 2 分位）的 2020 年分别有 55%、69%、68%，且长期处于高位。

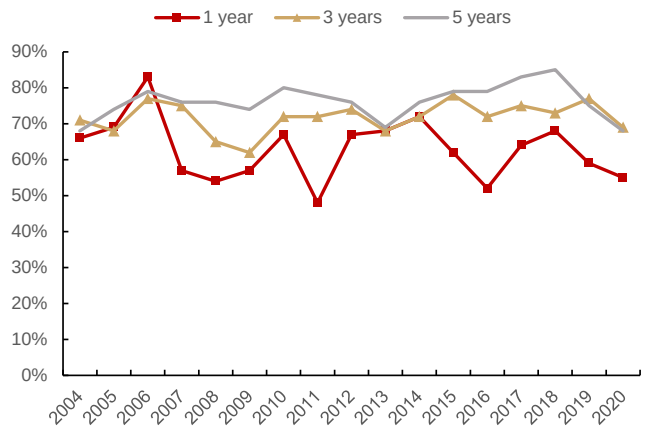
而我国目前主流仍是卖方销售模式，盈利模式主要靠销售佣金。招行率先进行财富管理探索下，2021 年包括财富管理+资管+托管在内的大财富业务贡献了手续费收入的 50%，财富管理收入结构来看，主要是代销基金、保险、信托和理财，总体主动管理和资产配置的贡献度仍有待提升。近年来国内银行也在进行业务模式的改革探索，如以招行为代表的一些银行着力打造财富管理开放平台，引入外部资管机构和产品，重视权益产品的创设。

图 116　摩根大通产品结构多元均衡



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

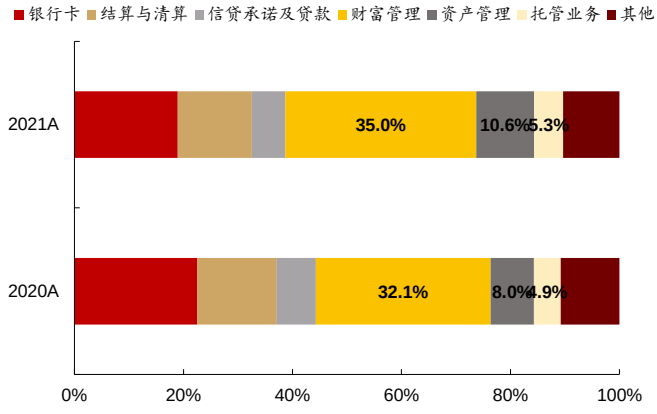
图 117　摩根大通绝对收益排名行业前 50%的基金比例



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

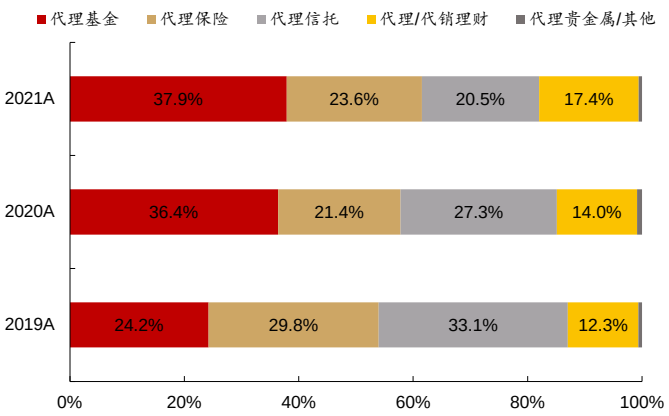
[5] 资料来源：《美国资产管理业务盈利模式分析与借鉴》，姚秋等，2014

图 118 招商银行财富+资管+托管业务贡献中收的 50%



资料来源：公司公告、华西证券研究所

图 119 招行财富管理业务收入以代销为主



资料来源：公司公告、华西证券研究所

6. 行业投资建议

从投资角度来说，发展财富管理对未来估值的影响，参照海外案例，摩根大通在资产与财富管理领域领先于美国其他大行，具备一定借鉴意义。

从可得数据可以看到，JPM 的 PB 高点在 2000 年前，大约 3 倍左右的水平，但较行业的估值溢价主要在 2014 年后，PB 基本回升至 1.5 倍水平，较行业指数溢价升至 40%。而 2000 年以来，公司 PE 高点出现在 2009 年 8 月，达到 45 倍左右水平，其他时间估值区间处于 5-15 倍 PE 水平。

结合业务结构来看，资管财富业务快速发展拉高非息收入表现，成为摩根大通近年来盈利能力超出同业的核心驱动力。摩根大通的 AWM 板块资产占公司总资产的比例由 2009 年的 3%左右提升至 2019 年 6.8%的阶段高点，贡献营收的比例也由 2009 年的 7.3%提升至疫情前 2019 年的 12.4%。2021 年 AWM 板块 ROE 进一步增至 33%，近年来整体稳中有升，长期处于其四大业务板块中 ROE 较高水平，也是公司业绩的重要稳定器。资管对盈利的贡献体现在收入结构上，公司整体非息收入占营收的 50%以上（2019 年 50.5%），并且在次贷危机后行业非息占比整体下降的情况下，公司的非息占比仍有提升。其中，资管财富业务佣金收入是公司非息收入第一大来源，占非息收入的 29.4%。在账面收益以外，资管业务还有一定的协同效应，2014 年其通过与公司和投资银行、商业银行及个人和社区银行开展协同，资管板块实现了高达 24 亿美元的协同效应。因此，资管业务在提升估值上也有多重正向价值。

具体估值方法方面，考虑到财富管理业务的轻资本属性，主要依赖中收驱动业务和盈利增长，且盈利能力表现更加稳定，因此以往对于商业银行采用 PB 估值的方法不适用，市场大多采取 PE 对资管类公司进行估值，也有部分研究探讨 P/AUM 的估值方式，即从收入侧来看，资管公司成长的核心驱动力是 AUM 增长带来的管理费收入提升。从美国四大行的估值水平来看，P/AUM 的取值范围变动较大，整体处于 15-40%的区间。

综上，我们认为未来商业银行的零售业务的发展将更多的来自大负债管理规模的增长和管理能力的提升，从而增加对利润的贡献度，也将驱动整体估值体系上的转变。未来，我国的商业银行的零售业务在产品管理和财富管理层面还将有非常大

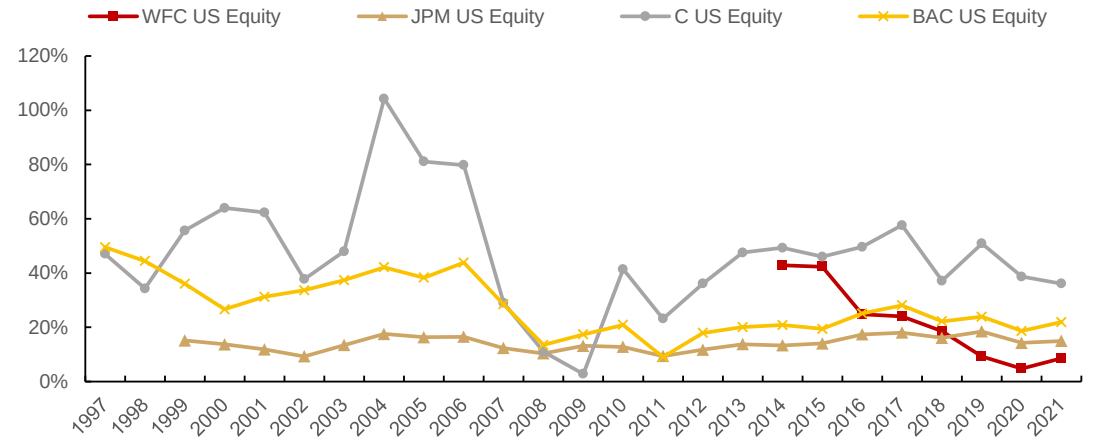
的发展空间，整体继续提升对利润的贡献度，目前明显低于净资产的估值水平也将得到明显改善。从上市银行零售业务目前的发展基础和未来发展潜力的角度，我们推荐：招商银行、宁波银行、杭州银行以及平安银行和青岛银行等。

图 120　美国大行之间财务业务指标及相对估值对比

银行/亿美元/均值	时间区间	市值	总资产	净利润	AUM	PE	P/AUM
富国银行	2000-2007	973	4,105	63	-	15.9	-
WFC US Equity	2009-2021	2,112	16,802	183	14,982	12.7	14%
摩根大通	2000-2007	1,092	10,261	73	7,704	15.2	14%
JPM US Equity	2009-2021	2,764	25,829	253	18,710	12.0	15%
花旗集团	2000-2007	2,325	14,206	159	4,008	14.5	58%
C US Equity	2009-2021	1,319	19,244	111	3,320	12.6	40%
美国银行	2000-2007	1,485	10,278	126	4,167	11.8	36%
BAC US Equity	2009-2021	2,051	23,378	142	9,789	17.2	21%

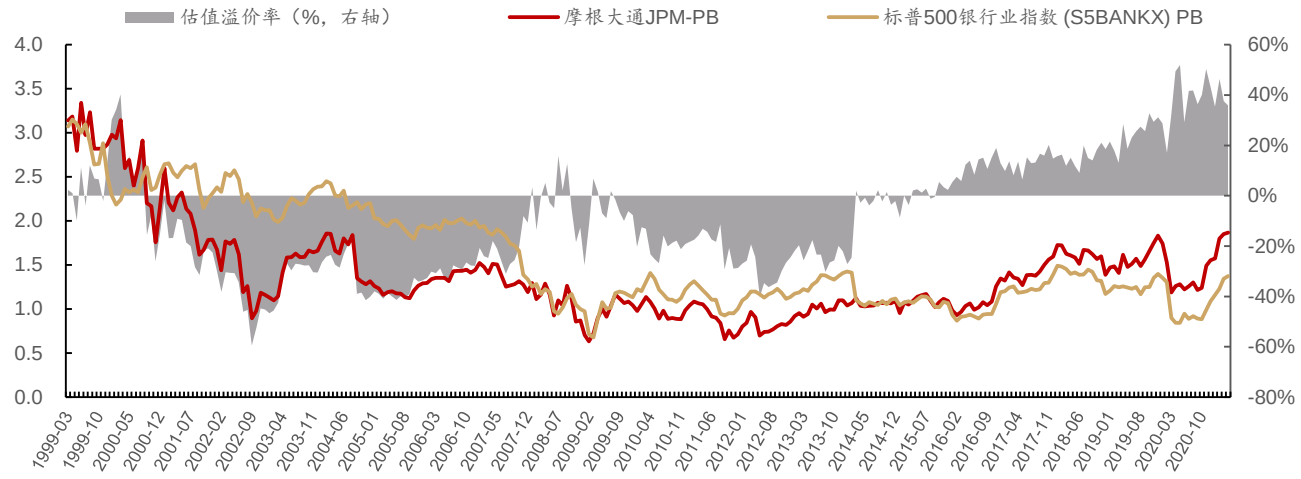
资料来源：Bloomberg、华西证券研究所；注：取时间区间均值，剔除 2008 年危机期间数据

图 121　四大行 P/AUM 走势对比



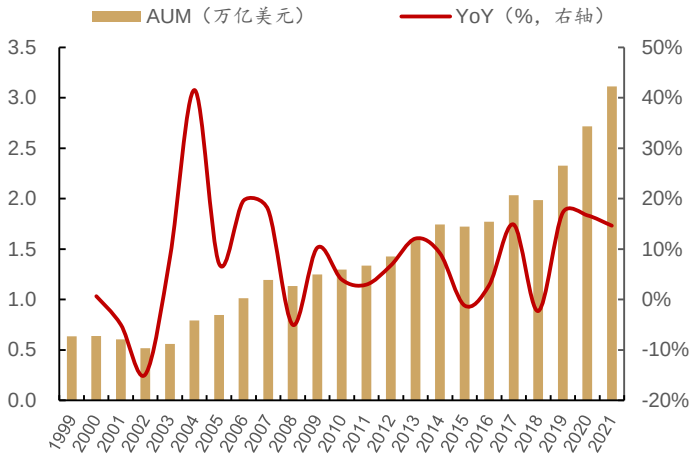
资料来源：Bloomberg、华西证券研究所；注：部分因 AUM 披露口径变化导致 P/AUM 变动较大

图 122　PB 估值：JPM 估值溢价升至 40%



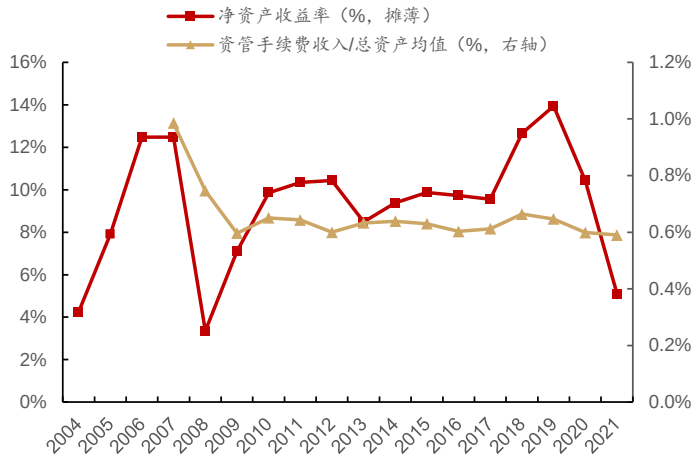
资料来源：Bloomberg、华西证券研究所；注：月度 PB 取均值

图 123 摩根大通 AUM 整体快速上行



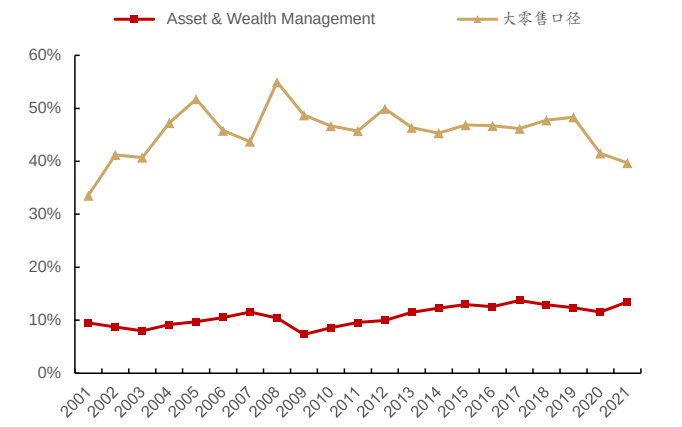
资料来源：JPM 年报、华西证券研究所；注：AUM 为银行投资管理并按照资产市值的一定比例收取管理费用的资产，不包括存款、托管资产与收取交易佣金的资产。

图 124 JPM 资管手续费/总资产保持持续稳定



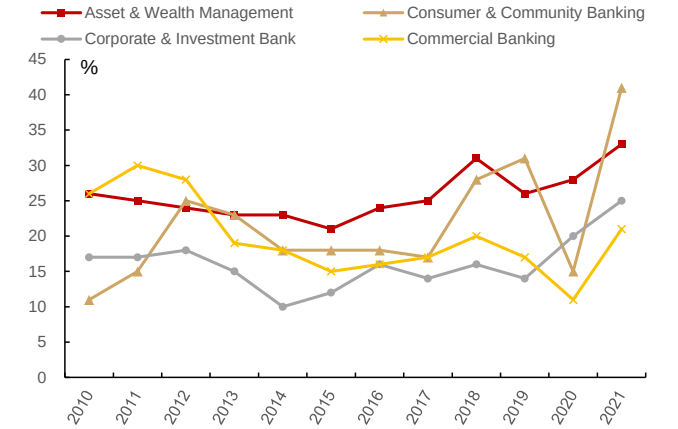
资料来源：WIND、华西证券研究所

图 125 JPM 营收结构：2021 年资产管理营收贡献度升至 13.4%



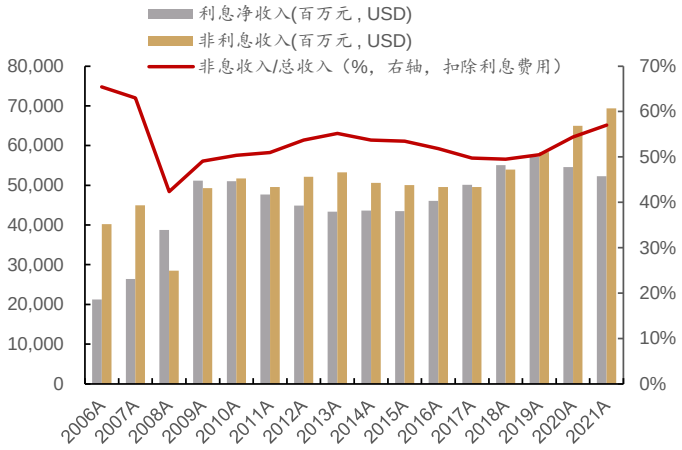
资料来源：Bloomberg、华西证券研究所；注：根据业务板块调整对数据口径做整合。

图 126 JPM：资管板块贡献较高 ROE



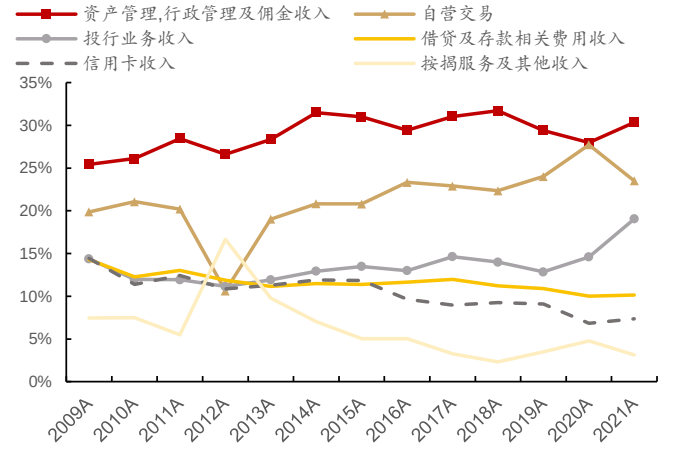
资料来源：Bloomberg、华西证券研究所

图 127 JPM 营收结构：非息收入占比长期超 50%



资料来源：Bloomberg、华西证券研究所

图 128 JPM 非息结构：资管佣金贡献非息收入 30%



资料来源：Bloomberg、华西证券研究所

7. 风险提示

1） 宏观经济下行超预期，或影响居民可支配收入，一方面侵蚀偿债能力，按揭或消费信贷风险抬升，进一步影响零售业务信用成本；另一方面居民风险偏好下降、储蓄意愿提升，影响财富管理市场空间；

2） 监管政策风险，如消费信贷或财富管理领域监管趋严，影响银行产品体系建设和业务推进；

3） 银行自身的风险，如重大经营管理风险等。

分析师与研究助理简介

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

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

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

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

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园11号丰汇时代大厦南座5层

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

华西证券免责声明

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

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

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

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

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