

银行理财“存款化”：成因、影响与破局 ——机构立体博弈系列之一

非银金融行业专题

证券分析师：孔祥

021-60375452

kongxiang@guosen.com.cn

S0980523060004

联系人：王京灵

0755-22941150

wangjingling@guosen.com.cn

- 随着资管新规推进，资金池运作渐行渐远，非标资产供给持续收缩，全面拥抱净值化与标准资产，金融机构配置行为对权益、债券等各类资产的定价发挥的重要愈发显著。思考机构行为视角多元，资产轮动、监管导向、产品需求、负债结构等无一不影响机构配置选择，同时阶段性发挥差异化的边际定价作用，银行金融市场部、理财子、保险资管、公募基金乃至外资机构均阶段性对资产价格发挥边际定价作用。“操千曲而后晓声，观千剑而后识器”，为此，我们形成机构立体博弈系列，本篇为系列第一篇，分析近27万亿元银行理财行为。
- **进取的理财：2019年后银行理财逐步向净值化转型。**依靠现金类和“固收+”两头，银行理财规模增速显著，表现在：借助一定规则差异，理财现金类产品在收益和流动性上显著优于货币基金；权益市场“核心资产”牛市，“固收+”理财成为各家理财子延申资产边界的重要窗口。持续全面建设产品线，拓展资产类别，银行理财规模一度在2022年中达到30万亿元，并初步形成从短到长，从纯债到多资产的产品体系。
- **防守的理财：2022年下半年开始，银行理财逐步收缩，风险偏好显著下行，“短久期、类现金”成为主流产品。**一方面由于监管规则全面拉平，另一方面权益等资产回报不佳，经历2022年理财赎回潮后，行业变化体现在：一是风险偏好下行，存款配置增加，债券和权益配置下降；二是产品结构愈发短期化，客户更关注高确定性的产品；三是股份行增速显著高于国有大行，除了负债端更能“扛住”波动外，更受益于借助规则实现产品创新。
- **转型的理财：结合2023年财报披露，理财短期化更多带来“增量不增收”的窘境，这倒逼银行理财做新一轮转型。**具体一是加大多资产类型资产研发，综合运用权益、商品、跨境等资产形成收益增厚方案；二是布局核心场景，包括养老第三支柱、高净值客户服务、企业客户挖掘等机会；三是建立强大中台，通过投资顾问等模式全面为基层营销人员赋能，提升与代销端的服务能力。通过相关转型，未来银行理财对信用市场、货币市场乃至权益市场边际影响力可以有效增强。
- **风险提示：资本市场震荡；长端利率下行等。**

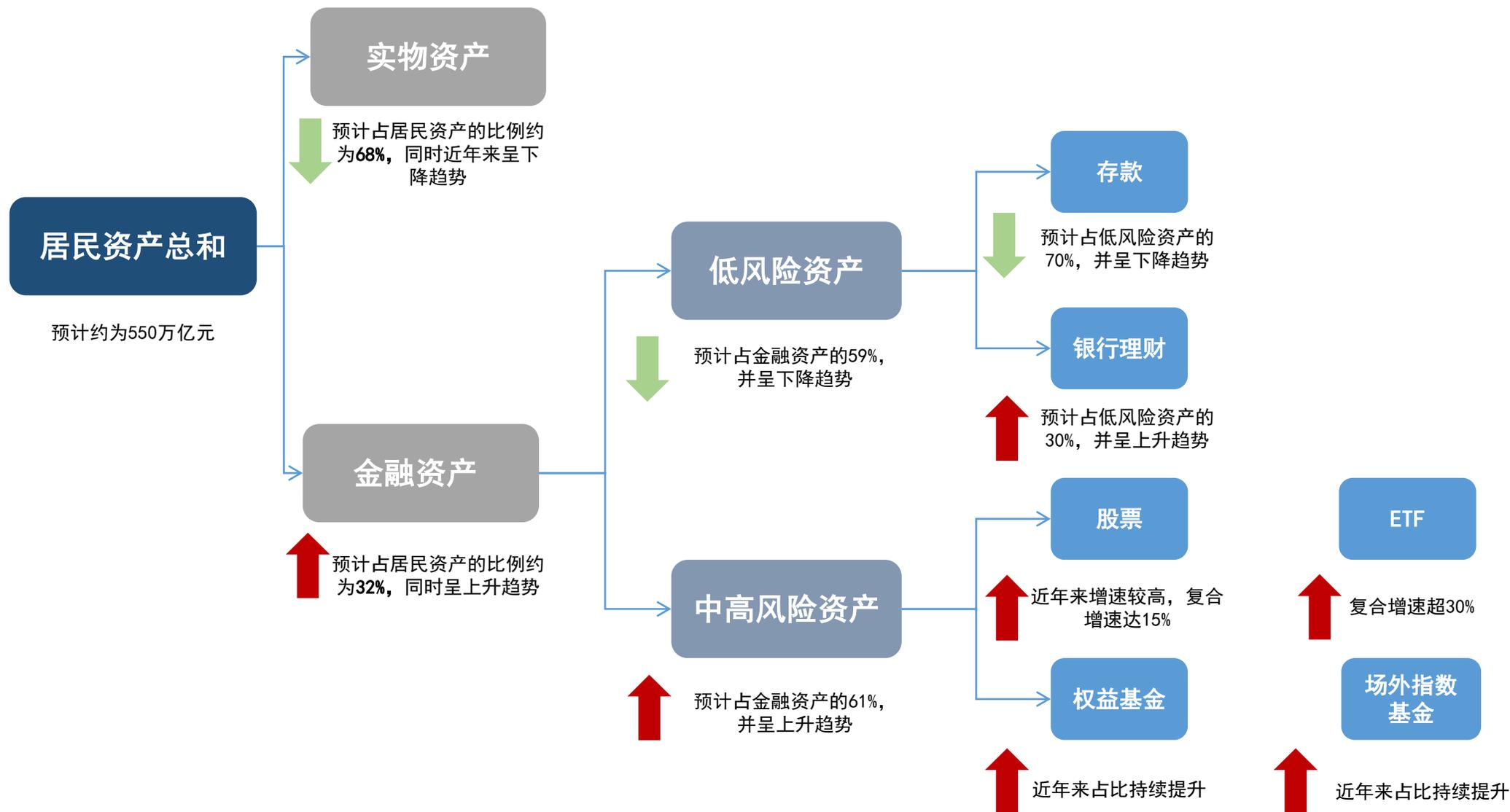
【 01 】 进取的理财：资管新规后探索图变

【 02 】 防守的理财：赎回潮后产品求调整

【 03 】 转型的理财：新环境下变革再出发

【 04 】 附录：国内外头部理财机构产品线分析

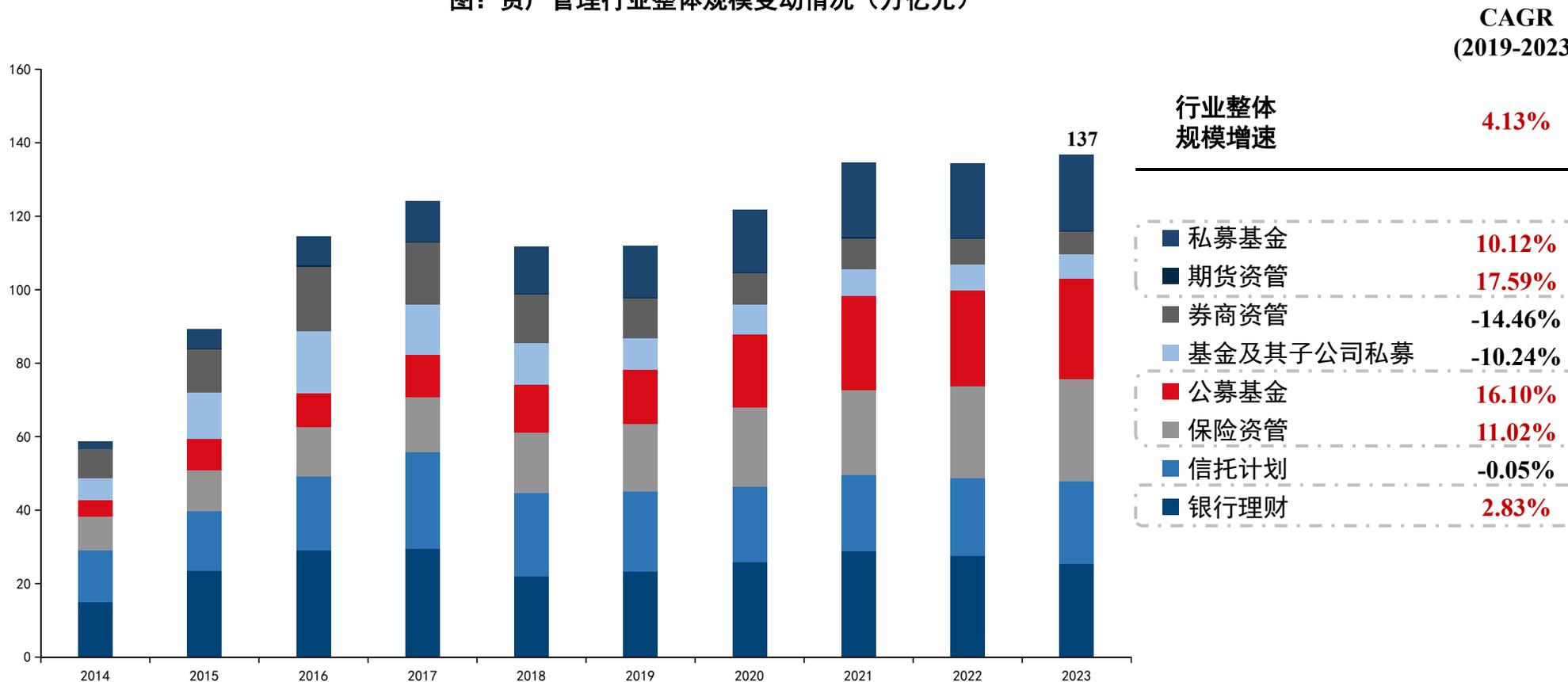
居民财富积累是大资管行业扩张的基础



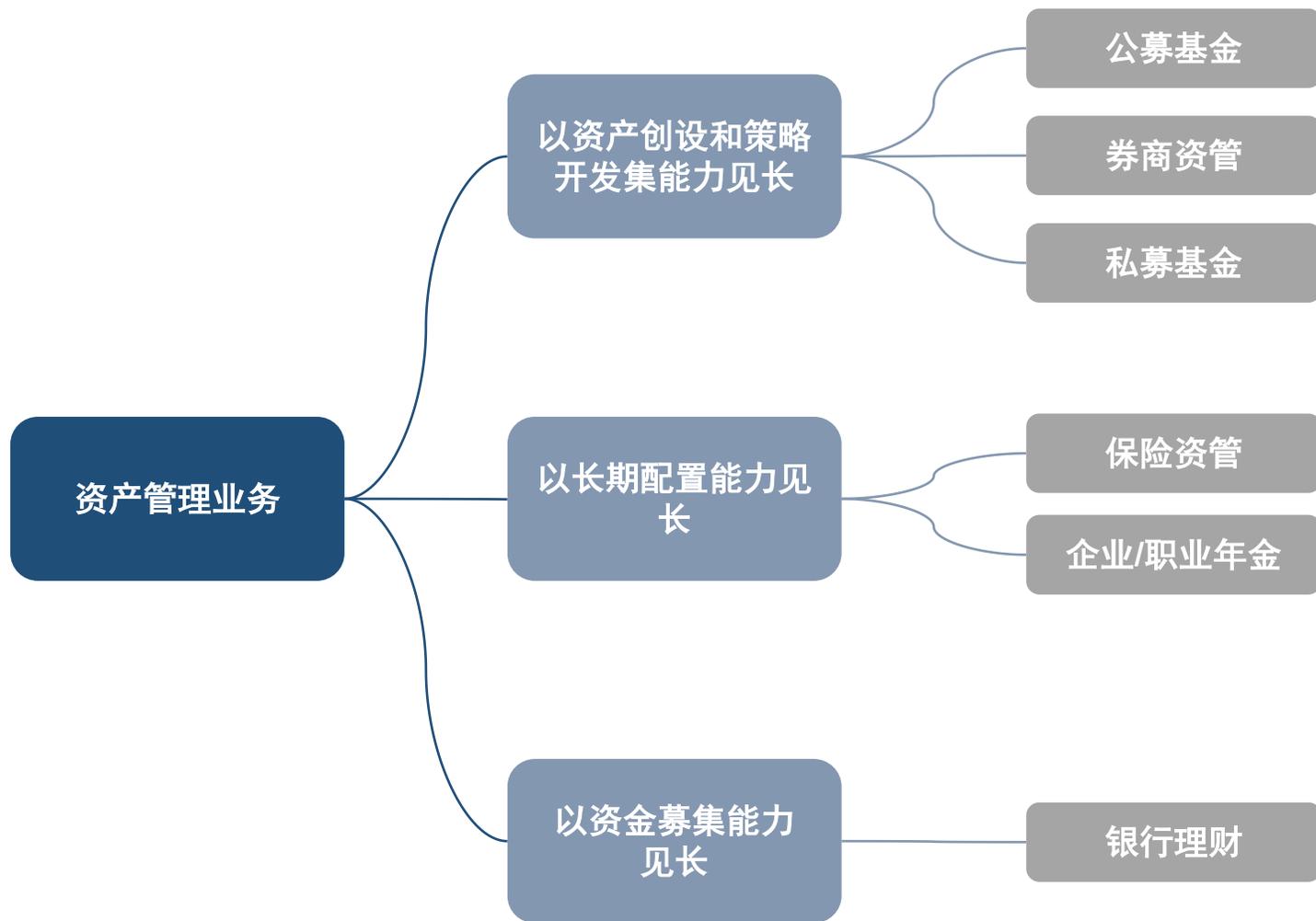
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

➤ 净值化转型有序推进，行业整体规模企稳回升，行业结构发生显著变化。

图：资产管理行业整体规模变动情况（万亿元）



资料来源：iFind，国信证券经济研究所整理



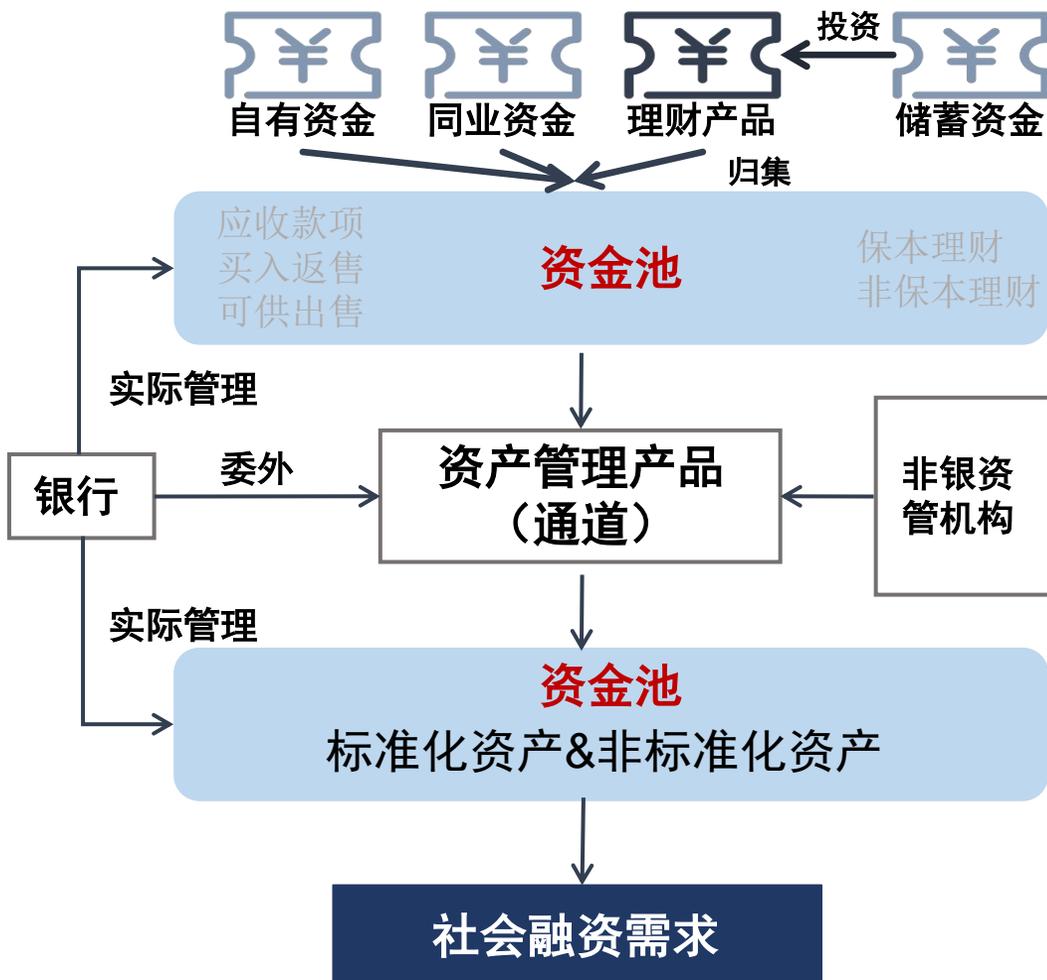
- 熟悉资本市场，股权 类资产、复杂金融工具投资运作经验丰富
- 成熟的多元投资策略开发体系
- 平台型机构具备业务协同优势
- 配套系统完善，可提供交易、风控、绩效分析等业务支持

- 具备相对成熟的大类资产配置能力
- 具有期限长、规模大、稳定性强的优势，与长久期的资产能更好地匹配
- 具备全面审慎的风控体系

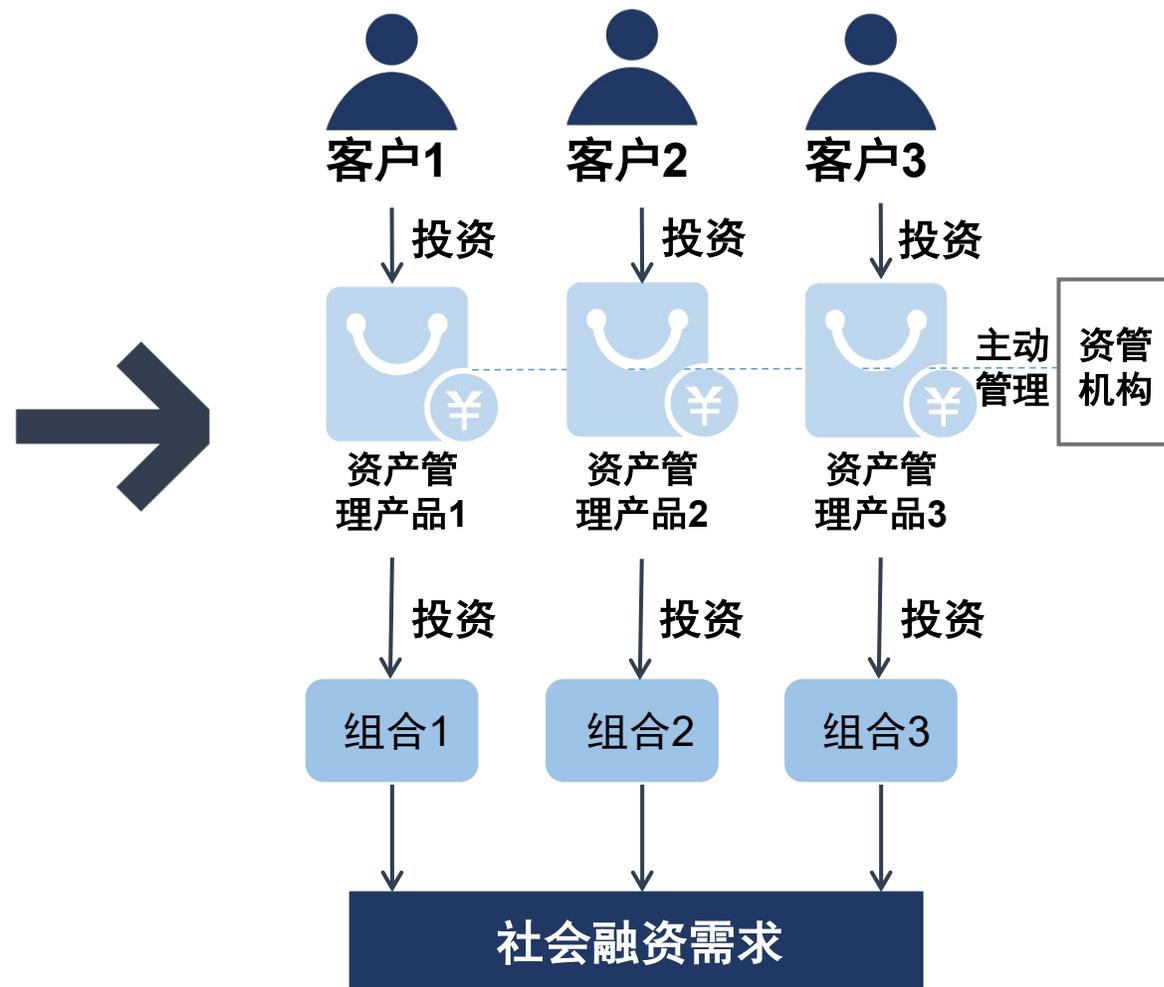
- 背靠银行端优势，销售网点众多，实时追踪投资者需求，覆盖不同年龄段、不同财富积累阶段的客户群体
- 注重信息科技投入，通过大数据描绘用户画像
- 理财业务与线上场景深度融合

银行理财由资金池转向净值化

融资驱动的资金池模式
(间接融资、资金资产不匹配、实质风险在表内)



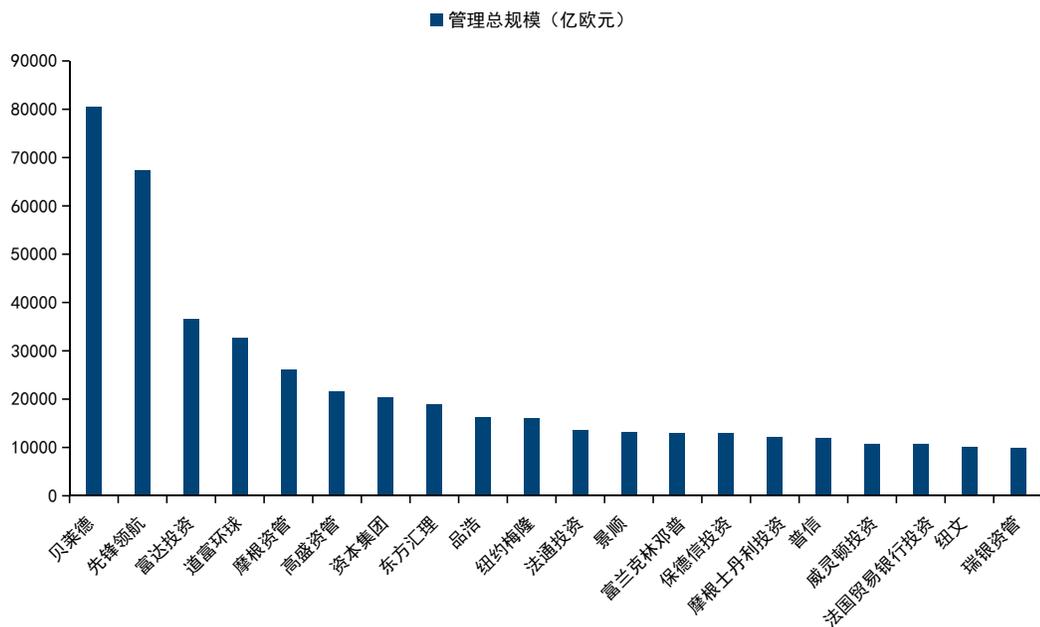
投资管理驱动的净值化管理
(直接融资、资金资产匹配、风险在表外)



理财的地位：从全球一流资管机构规模看

- 截至2022年底，全球资管500强的总体规模为102.6万亿欧元（约合761.6万亿元），同比下降5.5%。全球资管市场高度集中，前10强占据市场份额近1/3，榜首依然为贝莱德集团（BlackRock），管理规模8万亿欧元（约合60万亿元）。
- 国内共41家资管机构进入前500强，其中包括10家保险资管公司、13家银行理财子公司、15家公募基金公司、2家券商和1家养老保险公司。进入全球前100强的中国公司数量，从2022年的8家提高到10家。其中，国内资管公司前三名均为保险资管，分别为国寿资管、平安资管和泰康资管。

图：全球资管500强前20名单



资料来源：IPE, 国信证券经济研究所整理

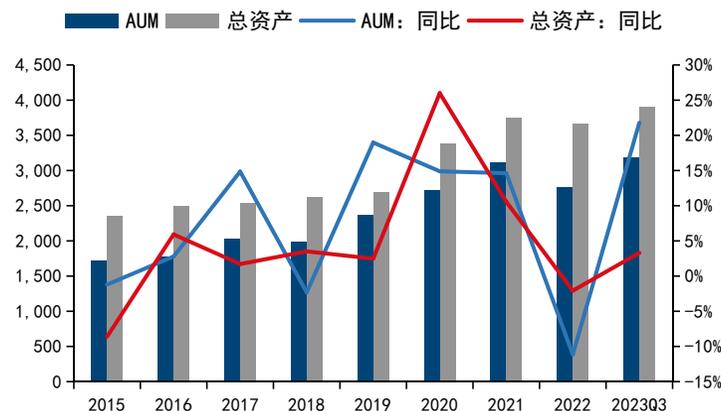
表：国内资管机构前15名全球排名变化

	2023年	2022年	名次变化
国寿资管	31	38	7
平安资管	36	45	9
泰康资管	64	75	11
易方达基金	67	74	7
招银理财	71	71	0
兴银理财	85	133	48
建信理财	91	86	-5
南方基金	97	112	15
华夏基金	99	102	3
农银理财	100	97	-3
工银理财	102	92	-10
中银理财	103	106	3
工银瑞信基金	105	104	-1
嘉实基金	105	129	24
广发基金	110	119	9

资料来源：IPE, 国信证券经济研究所整理

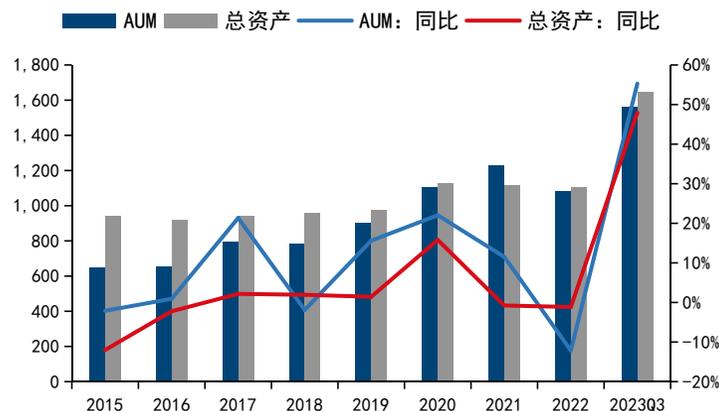
- 截至2023年第三季度末，摩根大通AUM为3.2万亿美元，同比增速22%；表内总资产为3.9万亿美元，同比增速3%。2015年-2022年，AUM年均复合增长率为7.0%，表内总资产年均复合增长率为6.5%。
- 瑞银集团AUM为1.56万亿美元，同比增速55%；表内总资产为1.64万亿美元，同比增速48%。2015年-2022年，AUM年均复合增长率为7.5%，表内总资产年均复合增长率为2.3%。
- 截至2023年第三季度末，摩根大通AUM/总资产为82%，瑞银集团AUM/总资产为95%。

图：摩根大通AUM和总资产规模及增速



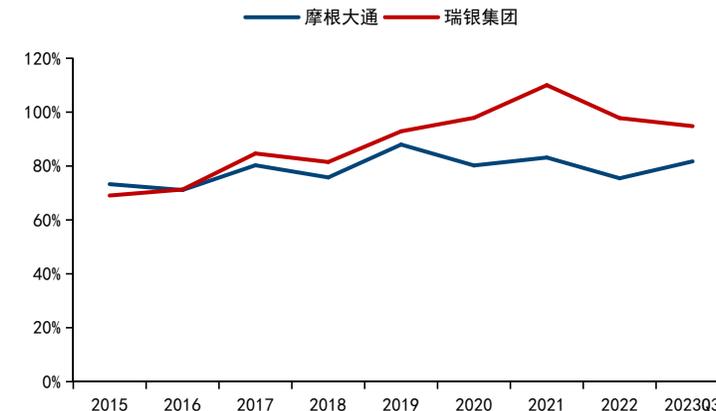
资料来源：公司公告, 国信证券经济研究所整理
注：规模单位为“十亿美元”

图：瑞银集团AUM和总资产规模及增速



资料来源：公司公告, 国信证券经济研究所整理
注：规模单位为“十亿美元”

图：摩根大通和瑞银集团AUM/总资产比例变化

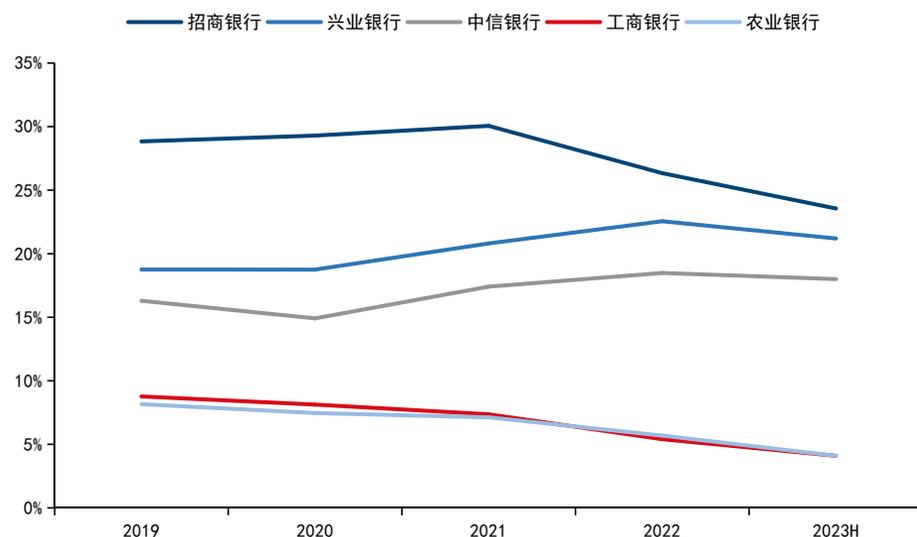


资料来源：公司公告, 国信证券经济研究所整理

理财的地位：从总行表内外规模占比看

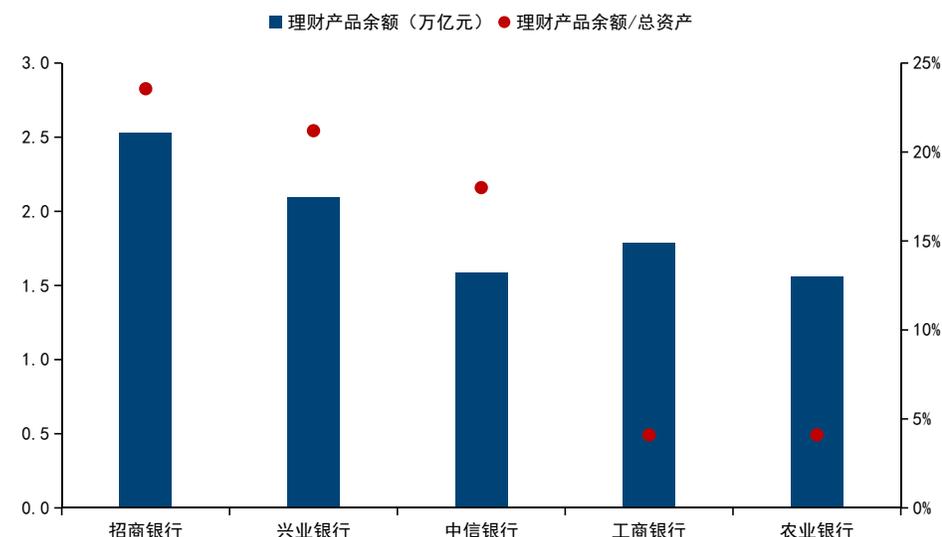
- 截至2023年6月末，股份制银行中，招商银行、兴业银行和中信银行表外理财产品余额分别为2.53万亿元、2.10万亿元、1.59万亿元，表外理财产品规模/表内总资产比例分别为23.56%、21.20%、18.00%
- 同期，工商银行和农业银行的理财产品余额分别为1.79万亿元、1.56万亿元，占表内总资产比例分别为4.10%、4.10%

图：部分国有大行和股份行表外理财产品余额/表内总资产



资料来源：公司公告, 国信证券经济研究所整理

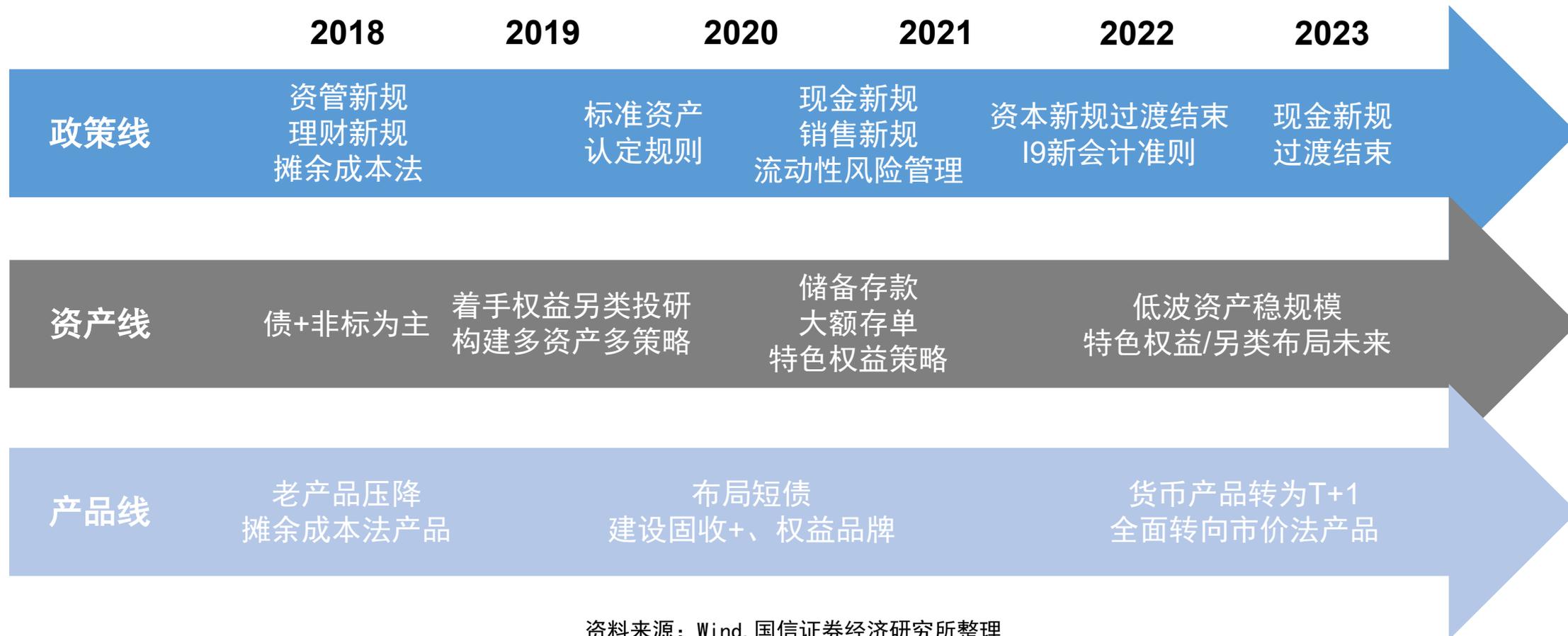
图：2023年6月末部分商业银行理财产品余额及占比



资料来源：公司公告, 国信证券经济研究所整理

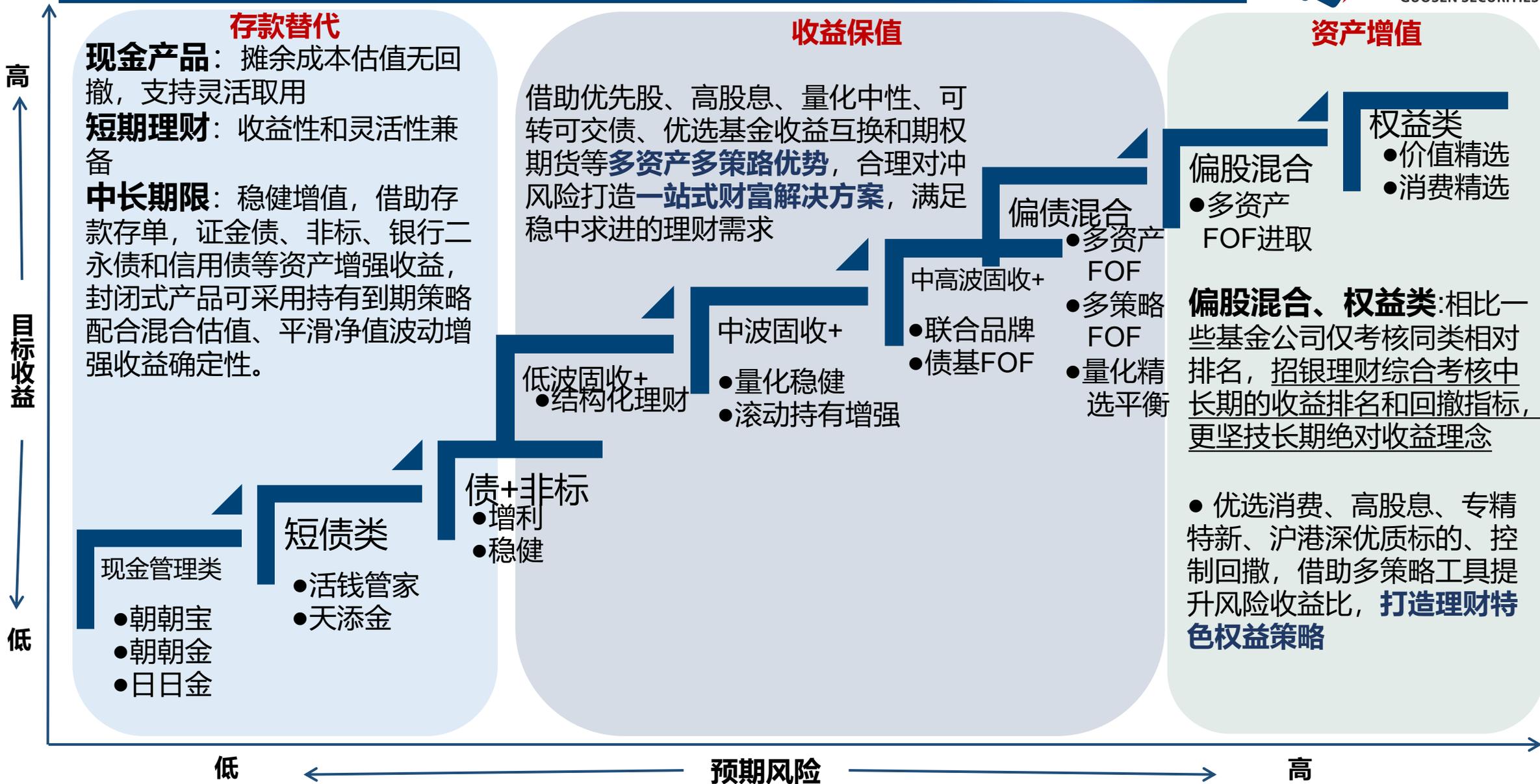
银行理财：监管政策持续完善，净值化转型基本完成

- ▶ 理财产品体系持续进化。随着资管新规落地，银行理财开启全面净值化转型。此次中央金融工作会议强调推动我国金融高质量发展，理财产品亦从“产品净值化”迈向“高质量发展”阶段。



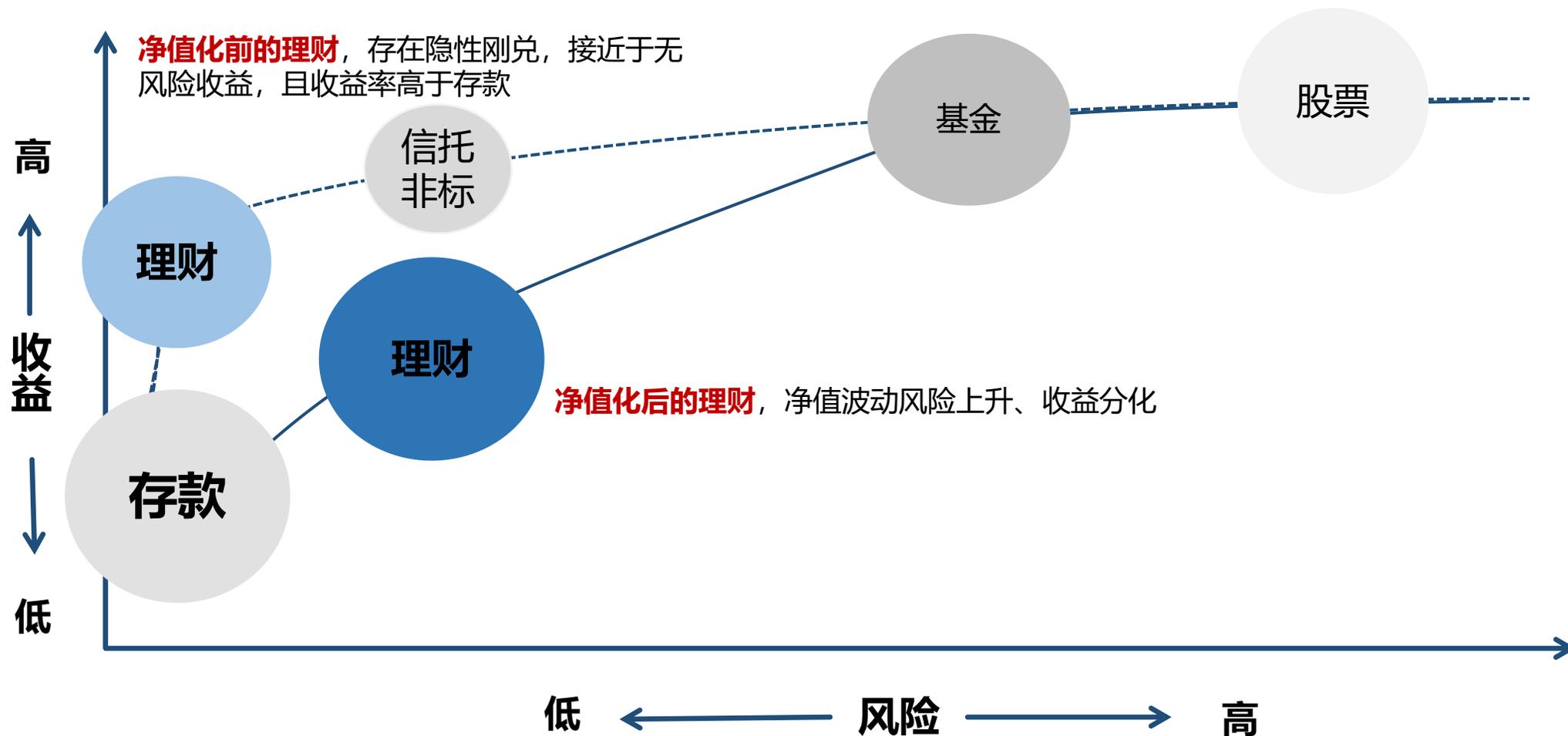
资料来源：Wind, 国信证券经济研究所整理

银行理财产品体系逐步完整



资料来源: 各公司公告, 国信证券经济研究所整理

- ▶ 理财产品净值化促进资管产品收益曲线回归合理，收益与风险相匹配，促进客户端资产配置需求，特别是投顾需求。



资料来源：Wind, 国信证券经济研究所整理

在产品申赎、场景功能建设、业绩展示、信息披露、估值清算时效等方面，持续追求更好体验

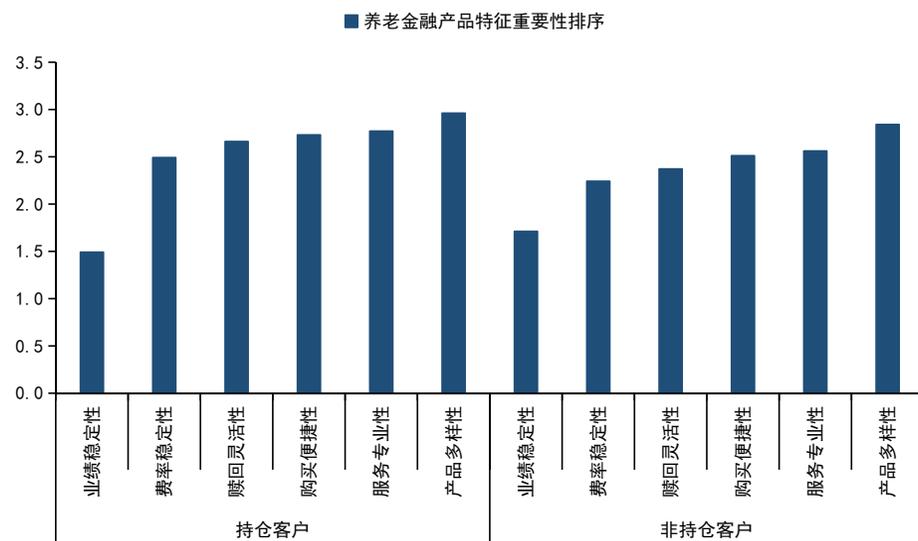
1. 智能定投
2. 完善业绩展示
3. 估值清算提速
4. 目标止盈
5. 分红选择
6. 智能定赎
7. 定期支付
8. 产品转让

强
↑
流动性
↓
弱

每日申赎	货币+产品，申赎灵活
最短持有	固定持有期后每天申赎
滚动持有	因客定开，买入后 固定期限赎回
固定期限开放 (月开、季开等)	适合投资期限相对确定客户
封闭式 (3-6个月)	主要投资于存款等低波资产
主题型 (如ESG)	主题策略投资，形态期限均可定制

- 丰富养老理财产品体系，健全产品风险管理体系。伴随个人养老金制度正式落地，养老理财将成为第三支柱个人养老金融的重要组成部分，是实现普惠型养老金融的重要发展方向。

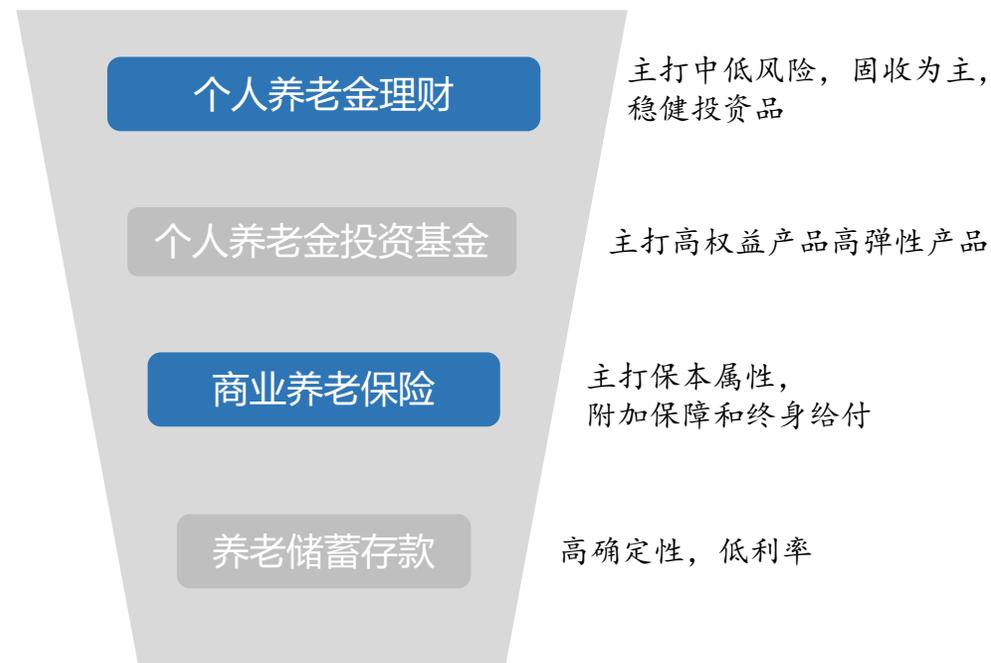
业绩稳定性是客户认为最重要的特征



注：数字越小，排名越靠前，特征越重要

资料来源：Wind, 国信证券经济研究所整理

坚守稳健产品定位，主打中低风险产品



【 01 】 进取的理财：资管新规后探索图变

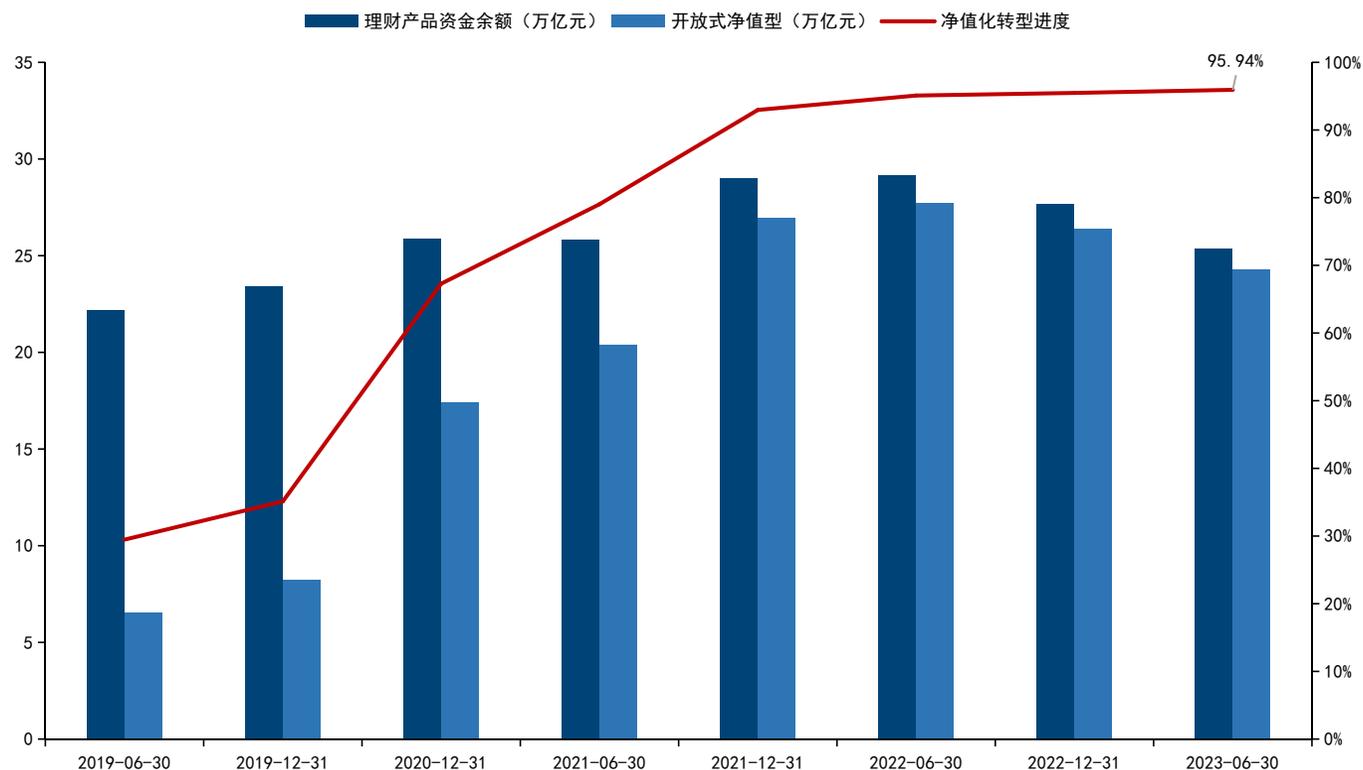
【 02 】 防守的理财：赎回潮后产品求调整

【 03 】 转型的理财：新环境下变革再出发

【 04 】 附录：国内外头部理财机构产品线分析

- ▶ 净值型产品逐年提升。截至2023年6月末，银行理财产品资金余额为25.34万亿元，其中开放式净值型理财产品24.31万亿元，全行业净值化产品占比从2019年6月末的29.47%提升至2023年6月末的95.94%。

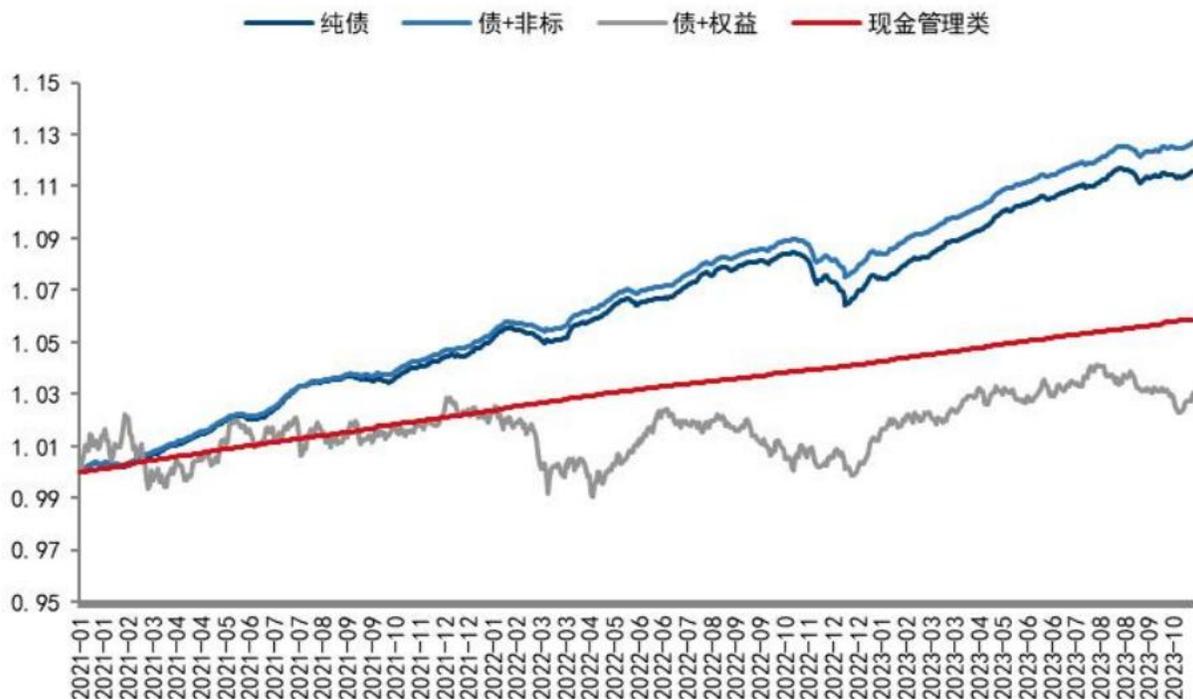
图：银行理财产品净值化转型进度



资料来源：iFinD，国信证券经济研究所整理

2022年债市调整导致纯债型理财产品负反馈

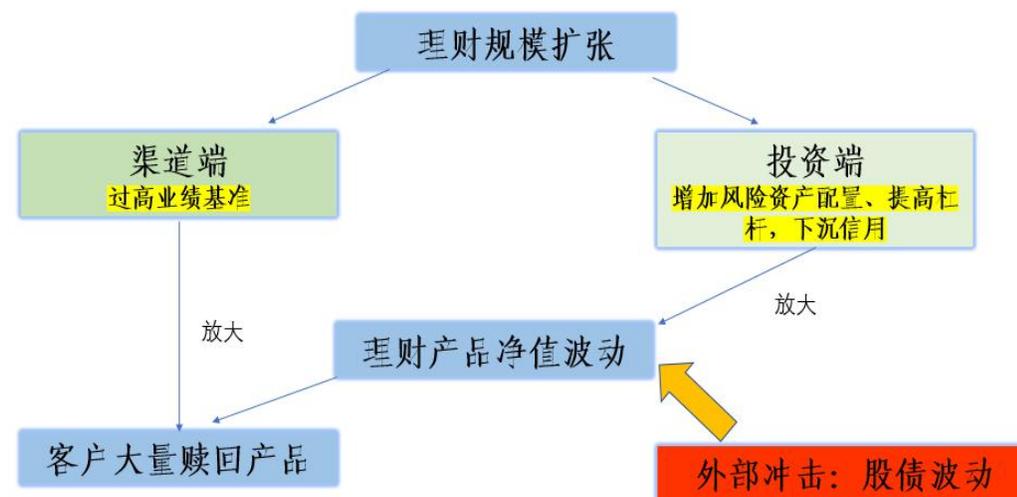
图：2021年以来各类理财产品收益拟合情况



资料来源:Wind, 国信证券经济研究所整理

注：以 2021年1月1日为基准日，采用货币基金指数、信用债指数、沪深 300 指数等组合拟合现金管理类、纯债类、“纯债+非标”、“固收+”理财产品收益情况。四类产品拟合方法：(1) 纯债：100%高等级信用债，按照信用债 AAA 指数；(2) 债+非标：80%债券+20%非标资产，债券部分按照信用债 AAA 指数，非标资产按照收益为 6%的摊余成本法资产；(3) 债+权益：80%债券+20%权益，债券部分按照信用债 AAA 指数，权益部分按照沪深 300 指数；(4) 现金管理类：按照货币基金指数。

图：2022年底银行理财遇到负反馈

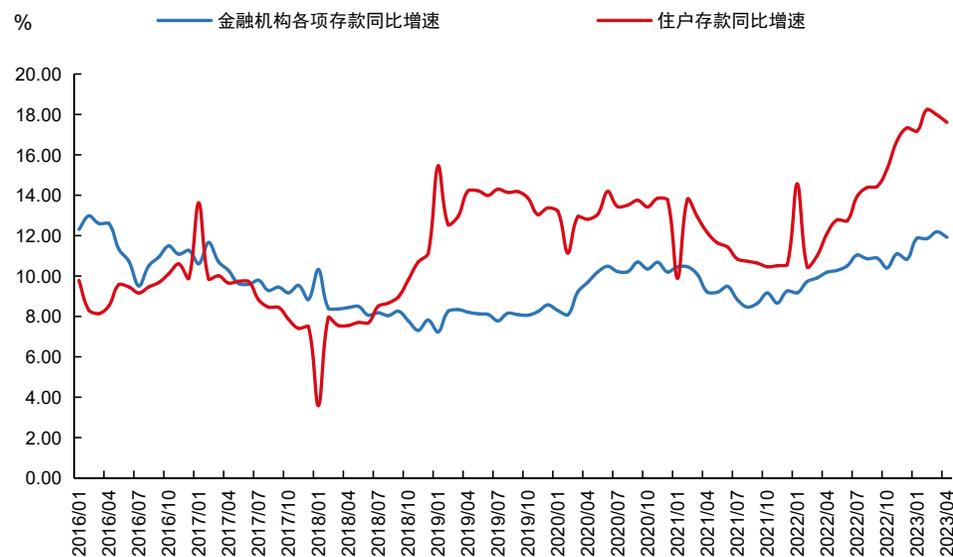


资料来源:Wind, 国信证券经济研究所整理

赎回“后遗症”：2022年以来居民存款持续高增

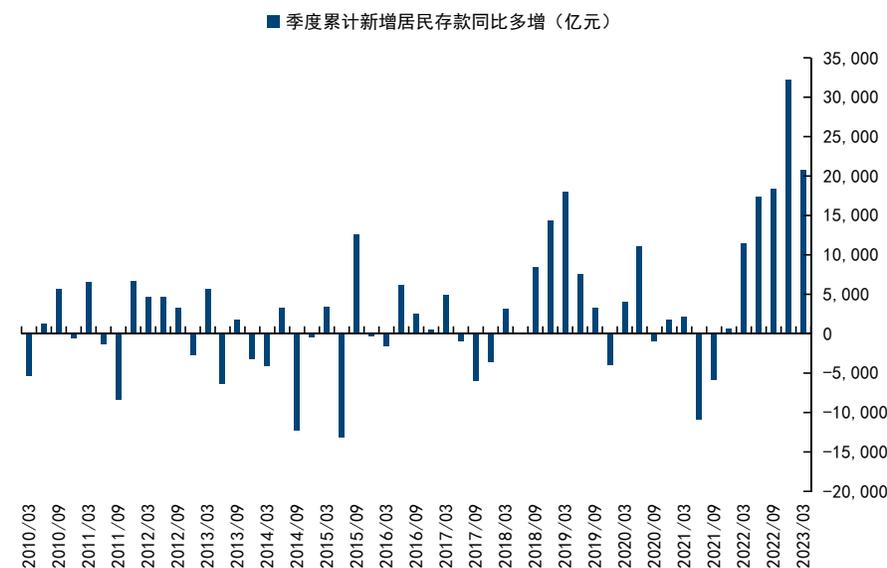
- 2022年居民存款新增17.84万亿元，同比多增7.94万亿元；2023年一季度居民存款新增9.90万亿元，同比多增2.08万亿元。
- 由于季节性调整等原因，4月居民新增存款下降近1.2万亿元。

图：居民存款持续高增



资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

图：季度累计新增居民存款同比变动



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

居民存款高增长与定期化交织

- 居民存款定期化趋势明显：2023年居民非活期存款比重已经超过70%。
- 居民存款高增主要来自于东部沿海发达区域：从2022年不同省份新增居民存款绝对规模和占比变动来看，存款高增主要来自东部沿海经济发达省份。如浙江、上海、北京、江苏、广东和福建。

图：居民存款定期化趋势明显



资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

图：各省份新增居民存款情况

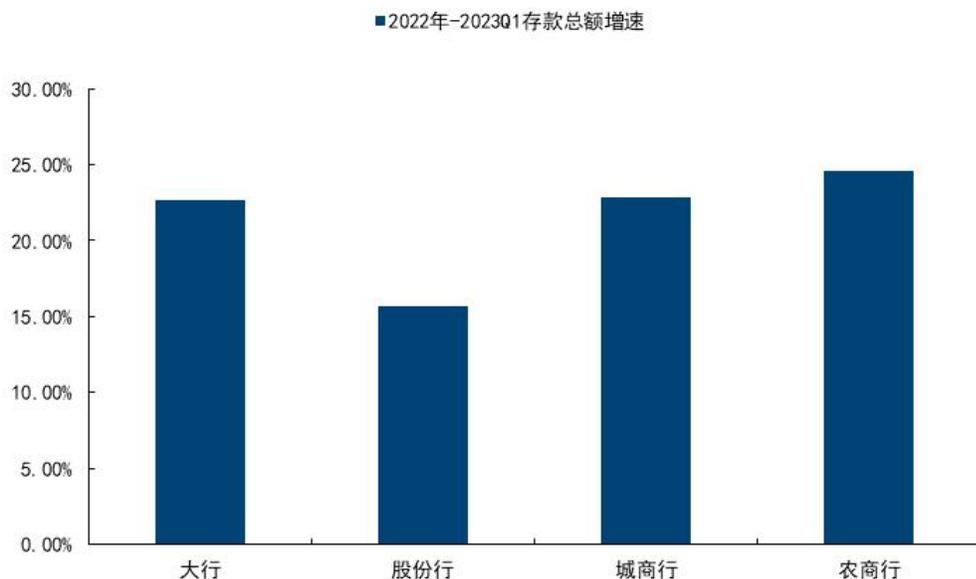
	新增住户存款 (亿元)			占金融机构新增住户存款比重		
	2021年	2022年	同比多增	2021年	2022年	同比变化
广东	8,622	15,956	7,334	8.71%	8.94%	0.24%
江苏	7,968	15,855	7,887	8.05%	8.89%	0.84%
浙江	5,918	14,755	8,837	5.98%	8.27%	2.29%
山东	7,997	12,410	4,413	8.08%	6.96%	-1.12%
上海	4,351	9,985	5,634	4.39%	5.60%	1.20%
北京	4,258	9,877	5,619	4.30%	5.54%	1.24%
河北	6,876	9,202	2,326	6.95%	5.16%	-1.79%
四川	5,549	8,501	2,951	5.61%	4.77%	-0.84%
湖北	4,556	7,275	2,719	4.60%	4.08%	-0.52%
安徽	4,211	7,024	2,814	4.25%	3.94%	-0.32%
湖南	3,662	5,779	2,117	3.70%	3.24%	-0.46%
陕西	2,791	5,444	2,653	2.82%	3.05%	0.23%
福建	2,189	5,112	2,923	2.21%	2.87%	0.65%
山西	2,975	4,549	1,574	3.00%	2.55%	-0.46%
江西	2,711	4,544	1,834	2.74%	2.55%	-0.19%
重庆	2,026	3,224	1,198	2.05%	1.81%	-0.24%
内蒙古	1,842	3,051	1,209	1.86%	1.71%	-0.15%
吉林	2,097	2,830	733	2.12%	1.59%	-0.53%
广西	2,013	2,552	539	2.03%	1.43%	-0.60%
云南	1,597	2,457	860	1.61%	1.38%	-0.24%
贵州	1,445	2,111	665	1.46%	1.18%	-0.28%
新疆	1,342	1,882	540	1.36%	1.05%	-0.30%
甘肃	1,126	1,873	747	1.14%	1.05%	-0.09%
海南	504	704	200	0.51%	0.39%	-0.11%
宁夏	326	631	305	0.33%	0.35%	0.02%
青海	246	448	202	0.25%	0.25%	0.00%
西藏	71	206	136	0.07%	0.12%	0.04%
其他省份	9,732	20,160	10,428	9.83%	11.30%	1.47%
合计	99,000	178,400	79,400			

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理。注明：各省份统计口径略有差异，如江苏、广东等统计的是境内住户本外币存款，浙江、江西等统计的是住户本外币存款。金融机构合计采用的境内住户本外币存款，统计误差我们统一归为其他省份。

国有行和农商行负债端冲击更加明显

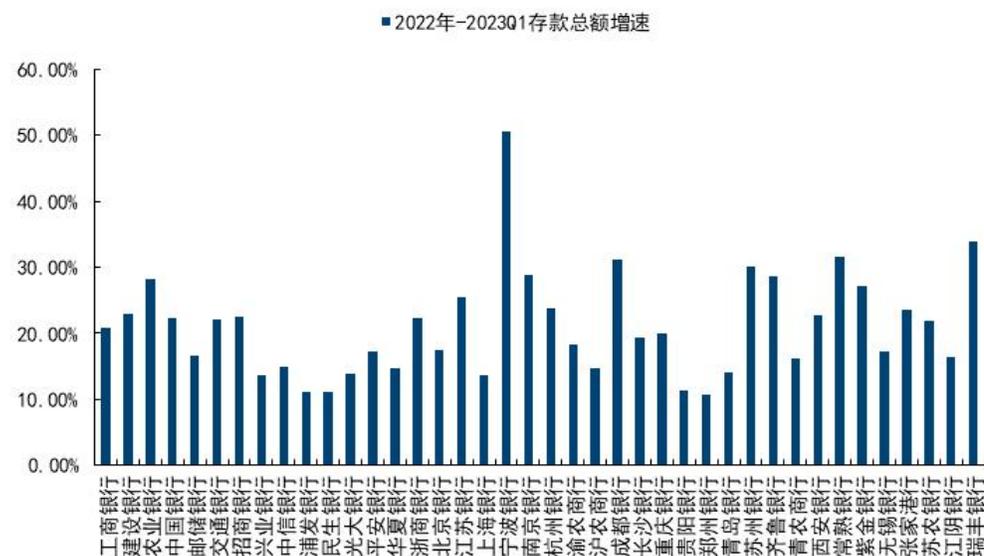
- 根据财报分析，大行和农商行存款普遍实现较好增长，股份行存款增速低于行业，而城农商行分化差异较大，这主要与各家银行区域属地、客群基础相关。

图：股份行存款增速低于大行和城农商行



资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

图：A股上市银行2022-2023Q1存款增速

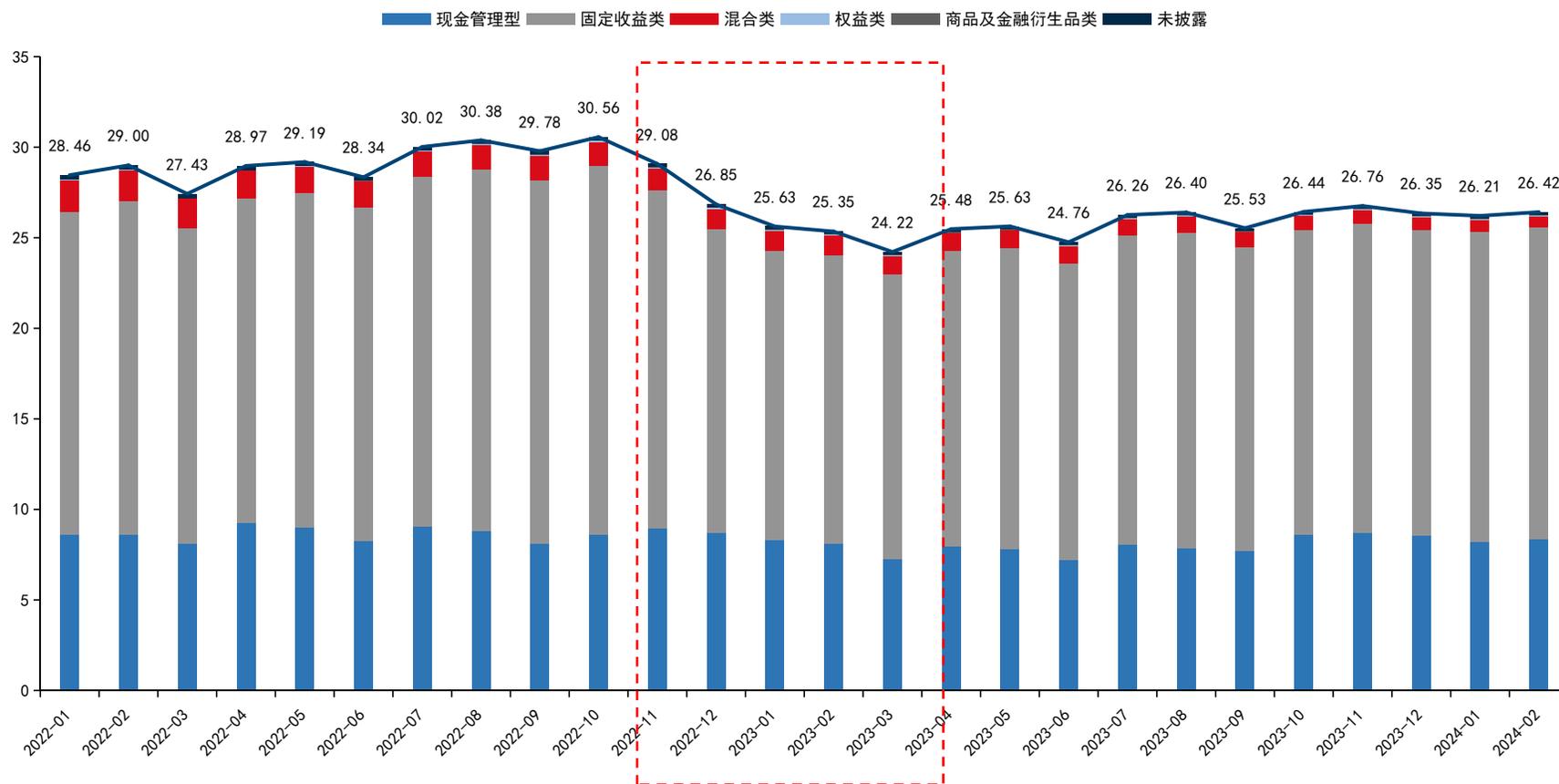


资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

银行理财规模2022年底赎回较大

➤ 自2023年4月份开始，理财行业呈现企稳复苏的态势，但产品风险偏好明显降低。

图：银行理财月度规模（万亿元）

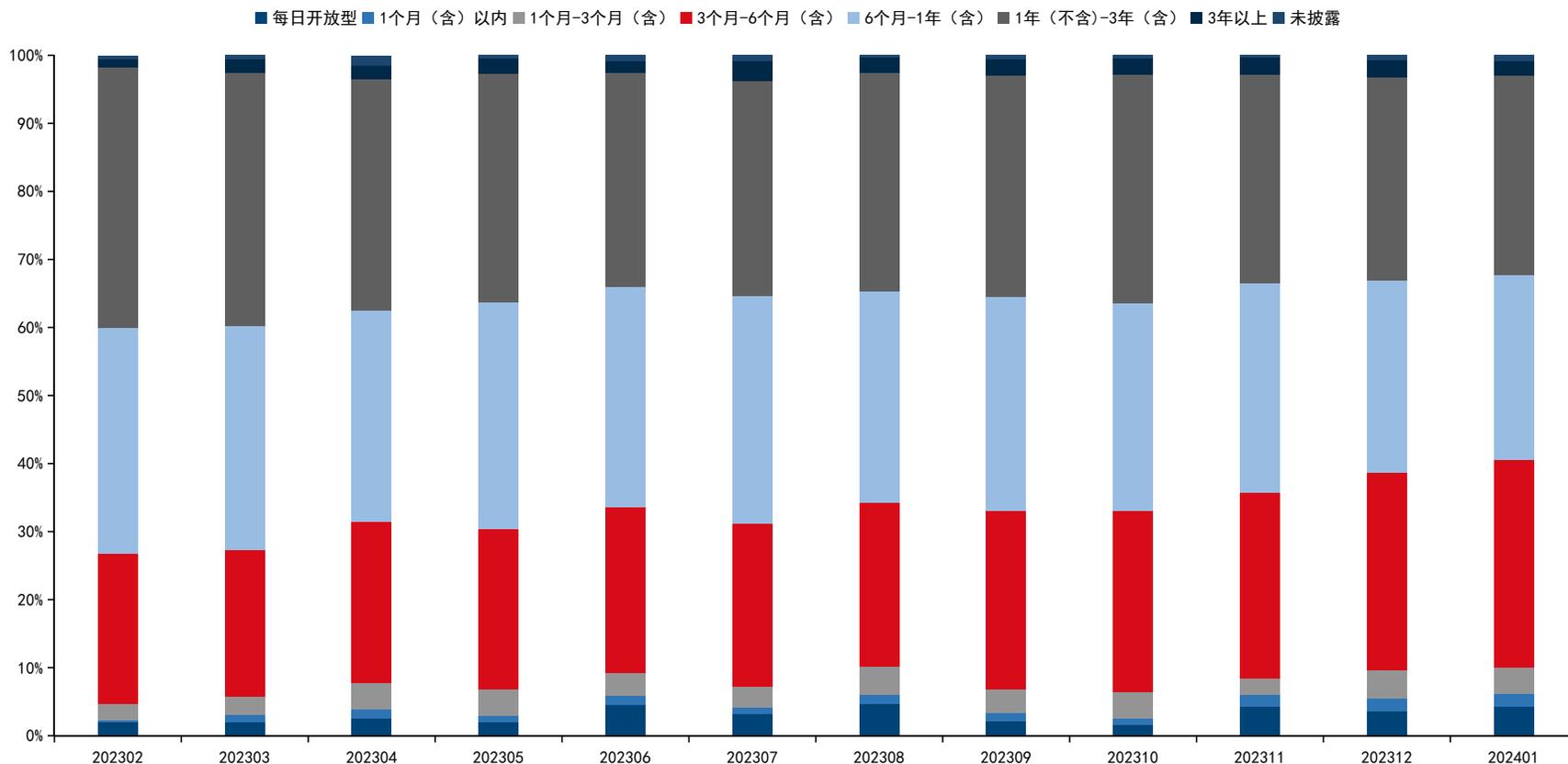


资料来源：普益标准，国信证券经济研究所整理

理财产品短期化趋势显著

- 2023年二季度以来，产品增量主要集中于3M以内的短期限产品；流动性风险正在提升。
- 2023年9月开始，部分渠道收紧短期限产品销售，同时部分理财机构开始有意识控制短期限产品上量。

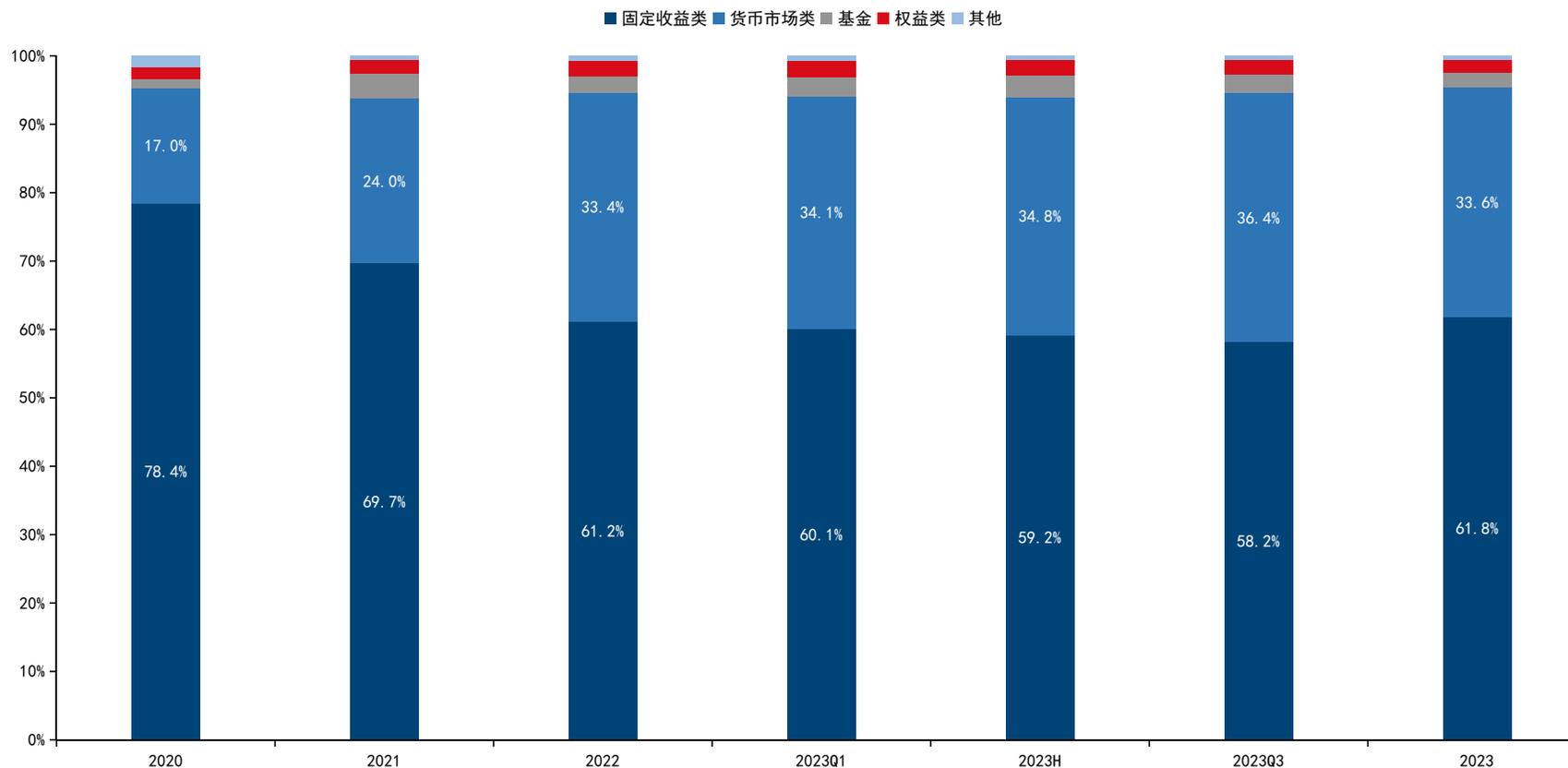
图：银行理财产品期限结构



资料来源：普益标准，国信证券经济研究所整理

➤ 存款和货币市场类资产配置高增。

图：银行理财产品资产配置结构（穿透后）

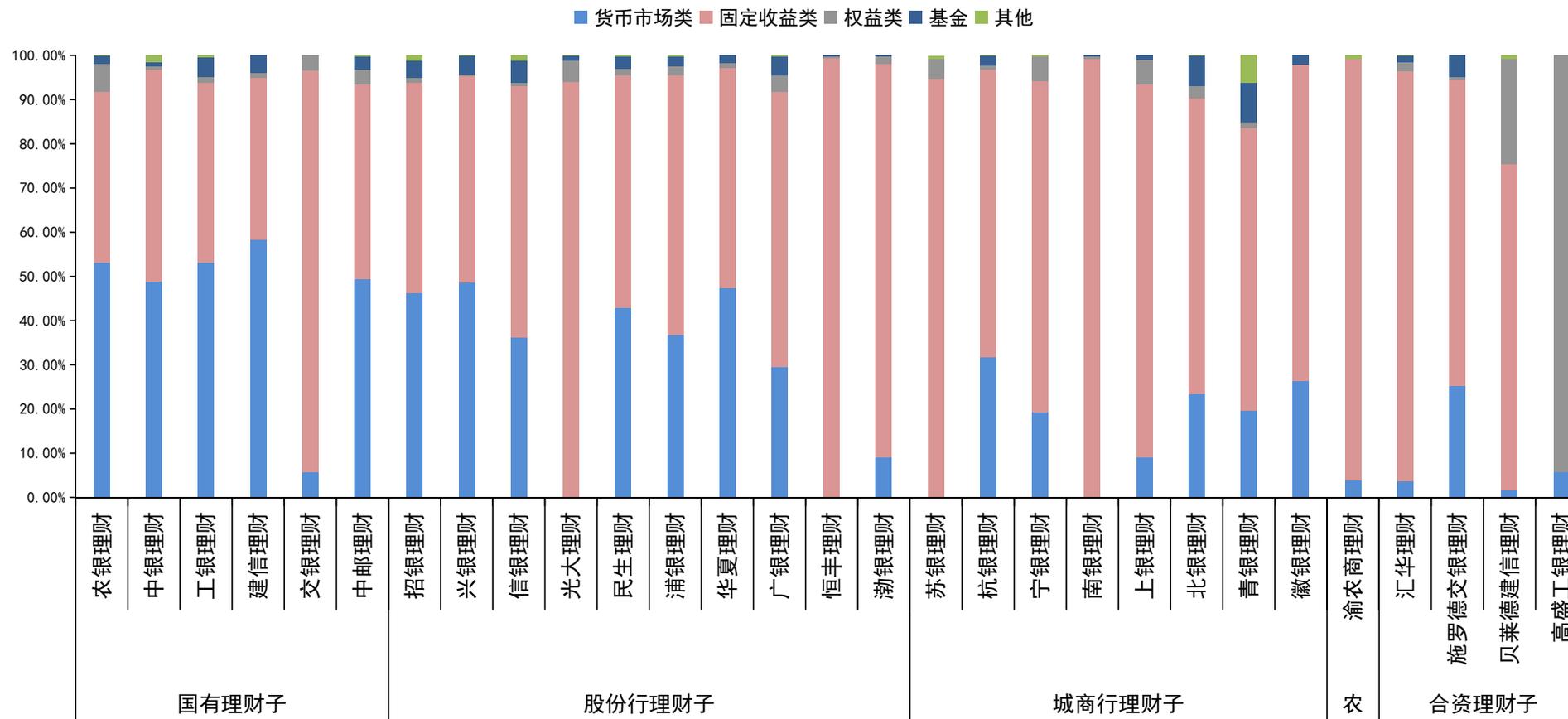


资料来源：普益标准，国信证券经济研究所整理

银行理财子公司产品结构趋于同质化

➤ 理财子产品以货币市场类和固定收益类为主

图：2023年三季度理财子公司资产配置情况（穿透后）



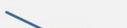
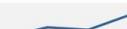
资料来源：普益标准, 国信证券经济研究所整理

注：未统计平银理财和法巴农银理财，主要系未披露资管穿透数据

股份行理财子规模增速高于国有大行理财

➤ 2021年至2023年，各理财子规模表现相对分化。

表：银行理财子规模统计（亿元）

机构名称	2021	2022	2023H1	2023	趋势图
招银理财	57,138	28,361	21,776	21,248	
兴银理财	9,011	18,396	17,610	20,185	
信银理财	6,962	13,121	13,633	15,011	
中银理财	7,426	14,644	13,365	13,233	
交银理财	6,188	10,209	10,566	13,081	
农银理财	13,607	17,635	13,025	13,038	
工银理财	4,546	12,718	10,995	11,028	
建信理财	16,497	11,696	11,635	10,971	
光大理财	8,882	9,821	10,363	10,629	
平安理财	7,271	8,080	7,852	9,112	
浦银理财	2,773	7,108	6,101	6,172	
华夏理财	5,351	4,812	4,395	4,282	
中邮理财	4,188	3,947	4,054	3,290	
宁银理财	2,665	3,665	2,566	3,041	
青银理财	1,678	1,609	1,986	1,906	

资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

但理财增规模不增收入

- 2023年理财规模增加的同时业务收入同比下滑，进而导致占总营收比例有所下降，我们判断这与产品结构短期化、高收益资产留存不足、代销行议价能力强等因素有关。

表：银行理财业务收入占总营业务收入比重及变化趋势

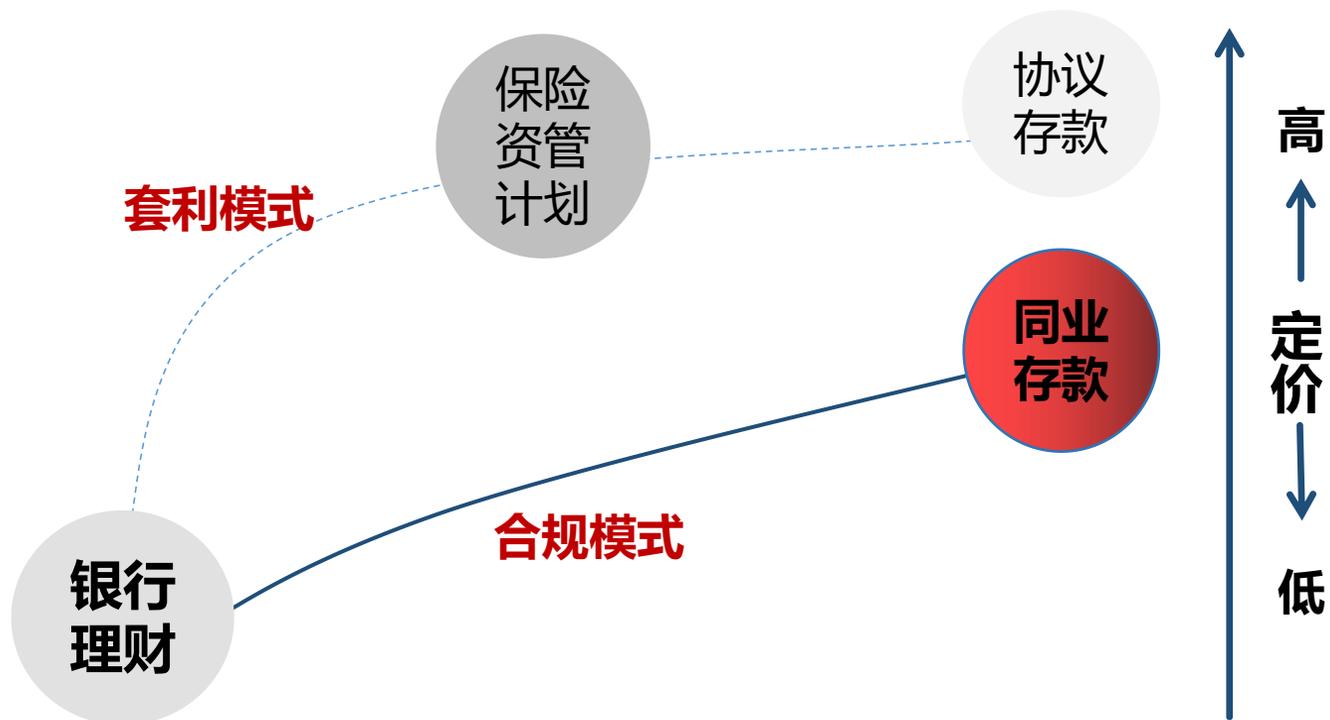
理财业务收入/总营业收入占比	2020	2021	2022	2023H1	2023	2023理财业务收入同比增速	2023理财业务占比变化	占比变化图
招商银行	2.4%	3.3%	3.6%	3.4%	3.4%	-8%	-0.23%	
兴业银行	5.0%	5.5%	7.0%	2.5%	未披露	-	-	
工商银行	5.1%	4.8%	4.4%	4.7%	4.1%	-15%	-0.33%	
建设银行	2.1%	2.3%	2.0%	1.5%	1.4%	-34%	-0.58%	
邮储银行	1.5%	1.6%	2.3%	0.9%	0.8%	-63%	-1.45%	
交通银行	4.0%	4.4%	3.7%	3.0%	3.0%	-23%	-0.69%	
光大银行	1.8%	2.6%	3.1%	2.7%	2.8%	-11%	-0.24%	
渝农商行	6.9%	5.3%	1.6%	0.6%	0.8%	-51%	-0.78%	
浙商银行	0.6%	1.0%	1.1%	0.7%	0.7%	-36%	-0.42%	

资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

套利后续难持续：以理财借道保险资管投资协议存款为例

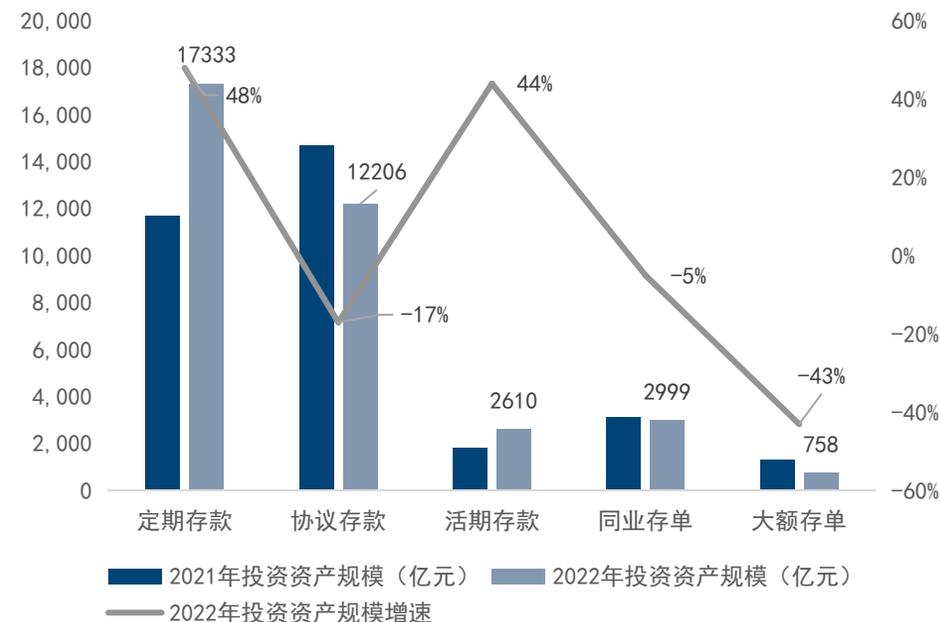
- 银行理财资金通过投资保险资管计划进而投资协议存款的**套利模式**，被认为在资金分类上不够恰当，部分区域**监管部门**要求将这部分资金重新归类为“**同业存款**”来进行计量和管理。而协议存款的定价通常高于同业存款。
- 从银行存款和存单的规模及增速来看，2022年定期存款和活期存款规模增长突出，分别增长48.05%、44.36%；协议存款规模减少，同比下降16.98%。

图：协议存款套利模式分析



资料来源：保险资管业协会，国信证券经济研究所整理

图：2021-2022年保险资管机构投资存款规模增长显著



资料来源：保险资管业协会，国信证券经济研究所整理

[01] 进取的理财：资管新规后探索图变

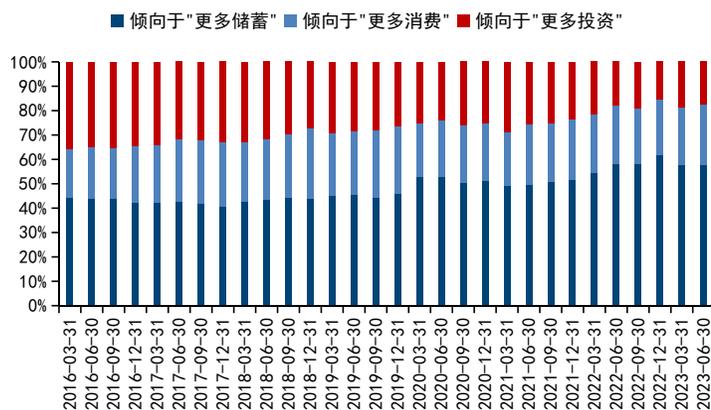
[02] 防守的理财：赎回潮后产品求调整

[03] 转型的理财：新环境下变革再出发

[04] 附录：国内外头部理财机构产品线分析

- 居民风险偏好边际提振，但当前阶段弹性和可持续性不足。
- 具体表现为居民储蓄意愿仍处在高位，且定期化趋势明显。2023年10月，居民存款同比增速16.28%，而贷款同比增速仅为6.83%；截至2023年10月末，居民存款中定期存款占比为71.9%，为近五年来新高。

图：居民储蓄意愿仍处在高位



资料来源：iFinD，国信证券经济研究所整理

图：居民存贷款余额增速大幅背离



资料来源：iFinD，国信证券经济研究所整理

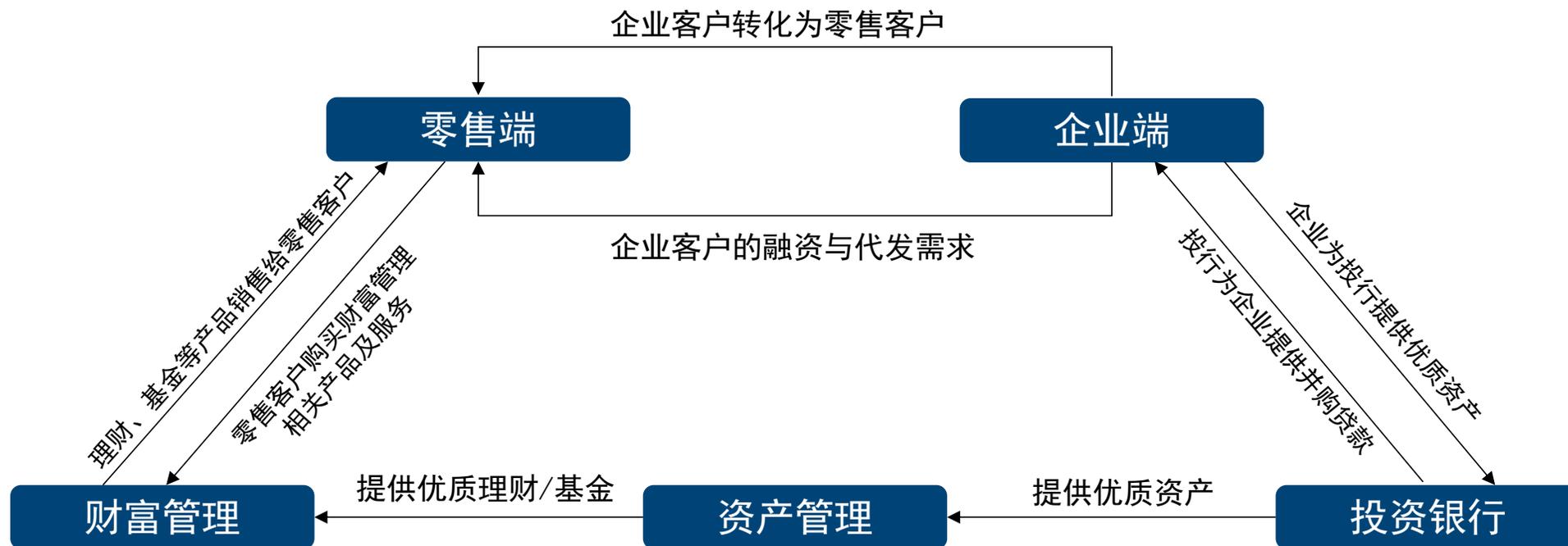
图：居民存款定期化趋势



资料来源：iFinD，国信证券经济研究所整理

- FPA，即客户融资总量（Finance Product Aggregate），指一家银行为客户提供的不限于传统表内贷款的全部融资规模，是典型的综合金融概念。其与AUM互为镜像，通过建立统一指标体系，这可以指引后续商业银行内部考核，体现“一个机构/一个客户”原则。
- 目前我国代表性商业银行在联动FPA和AUM，实现综合金融扩张。比如再造一张“资产负债表”，将理财业务作为“商行+投行”战略实施的主要载体。要求理财规模增长应显著快于表内，要求在银行表外重建一张和传统表内区别的资产负债表。

图：FPA与AUM的业务联动整合模式



资料来源：iFinD，国信证券经济研究所整理

理财业务三个风口：新资本管理办法强化中收地位

表：《商业银行资本管理办法》正式稿核心内容

实施维度	具体解释
实施分三类	1、表内外资产规模高于5000亿的银行全部执行；2、100亿-5000亿的简化执行；3、100亿以内的进一步简化执行。
同业资产	将所有交易对手商业银行划分为A+级（核心一级资本充足率不低于14%）、A级、B级、C级四档，与新巴3略有差异。对A+及A级银行债权的风险权重，原始期限三个月及以内为20%，跟目前一样；三个月以上则分别为30%、40%。对B及C级银行债权的风险权重明显上升。按认定标准，大多数资产规模5000亿以上的银行为A级。
债券投资	对地方政府债券的风险权重一般债为10%，专项债为20%，降低了地方一般债的风险权重。国债及政策性银行债风险权重仍为0；商业银行普通债权的风险权重由原先25%提升至40%，对银行及券商二级资本债风险权重均调整为150%，TLAC债也是150%。二级资本债风险权重提升符合预期，增量影响可控，后续关键看理财规模增长情况。对金融机构的股权投资风险权重为250%，与目前一致，银行永续债风险权重仍将为250%。
企业金融	对企业债权的规定与新巴3有较大的差异，不与外部评级挂钩。商业银行对一般公司风险暴露的风险权重为100%，与目前一致，但对投资级公司的债权风险权重为75%。投资级标准为上市公司或有存续债券的企业且同时符合近三年无债务逾期、资产负债率不高于70%、近三年盈利。
资管产品	明确了商业银行投资资产管理产品的资本计量标准，引导银行落实穿透管理要求。参照国际标准，提出三种计量方法，分别是穿透法、授权基础和1250%权重。如能够获取底层资产详细情况，可穿透至相应底层资产，适用相应权重，穿透后的基础资产要进行账簿划分并且在穿透法下放松对独立第三方的认定；如不满足穿透计量要求，可适用授权基础法，利用产品募集说明书等信息划分底层资产大类，适用相应权重；如前述两种方法均无法适用，则适用1250%的风险权重。
风险分层	银行账簿的资产计提信用风险资本，交易账簿的计提市场风险资本。交易账簿包括以交易目的或对冲交易账簿其它项目的风险而持有的金融工具、外汇和商品头寸及经国家金融监督管理总局认定的其他工具。以交易为目的的公募基金投资可以放入交易账簿，计提市场风险资本；不以交易为目的的基金投资放入银行账簿，计提信用风险资本。

资料来源：国家金融监督管理总局，国信证券经济研究所整理

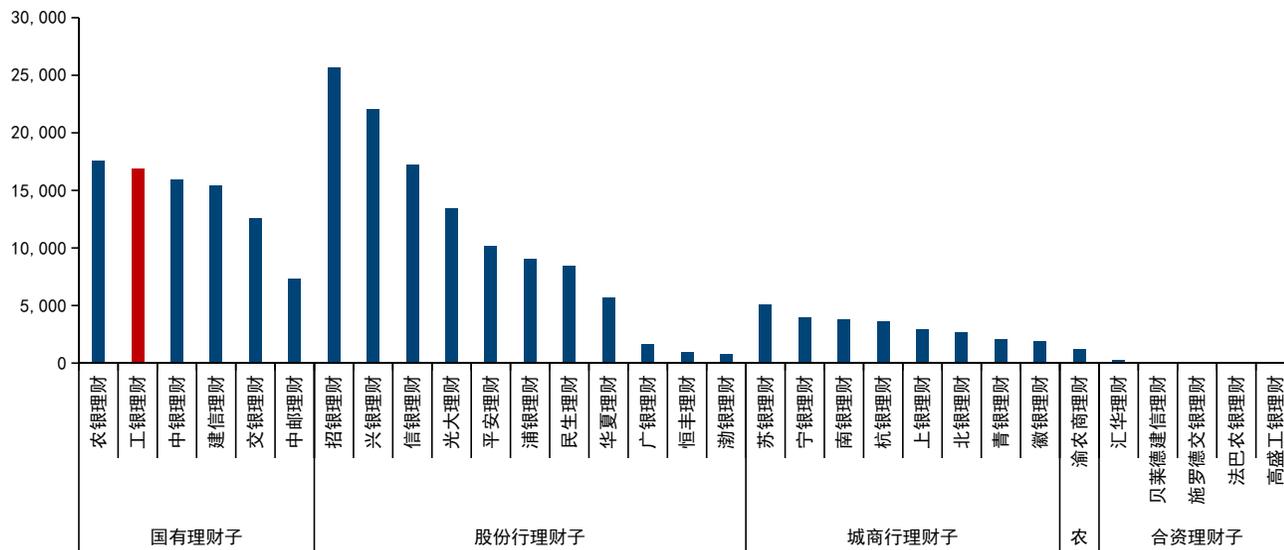
- 我国已有31家理财子公司获批成立。2022年8月1日，高盛工银理财成立；2023年7月1日，法巴农银理财成立，至此我国呈现运营状态的合资理财公司增至五家，五大国有行旗下理财子公司均与外资合作成立了合资理财公司。
- 截至2023年11月24日，理财子公司产品存续规模合计为22.8万亿元。

表：国内银行理财子公司信息概览

	机构名称	成立日期	注册资本（亿元）	注册地	存续规模（亿元）	
国有理财子	建信理财	2019/5/24	150	深圳市	15,450	
	工银理财	2019/5/28	160	北京市	16,856	
	交银理财	2019/6/6	80	上海市	12,584	
	中银理财	2019/7/1	100	北京市	15,973	
	农银理财	2019/7/29	120	北京市	17,607	
	中邮理财	2019/12/18	80	北京市	7,298	
股份行理财子	光大理财	2019/9/25	50	青岛市	13,432	
	招银理财	2019/11/1	56	深圳市	25,662	
	兴银理财	2019/12/13	50	福州市	22,013	
	信银理财	2020/7/1	50	上海市	17,223	
	平安理财	2020/8/25	50	深圳市	10,179	
	华夏理财	2020/9/17	30	北京市	5,675	
	广银理财	2021/12/1	50	上海市	1,666	
	浦银理财	2022/1/11	50	上海市	9,055	
	民生理财	2022/6/24	50	北京市	8,418	
	恒丰理财	2022/8/18	20	青岛市	975	
	渤海理财	2022/9/6	20	天津市	780	
	城商行理财子	杭银理财	2019/12/20	10	杭州市	3,584
		宁银理财	2019/12/24	15	宁波市	3,958
徽银理财		2020/4/26	20	合肥市	1,875	
南银理财		2020/8/20	20	南京市	3,754	
苏银理财		2020/8/20	20	南京市	5,070	
青银理财		2020/9/16	10	青岛市	2,084	
上银理财		2022/3/15	30	上海市	2,890	
北银理财		2022/11/25	20	北京市	2,629	
农商行理财子	渝农商理财	2020/6/28	20	重庆市	1,193	
合资理财子	汇华理财	2020/9/27	10	上海市	271	
	贝莱德建信理财	2021/5/13	10	上海市	114	
	施罗德交银理财	2022/2/14	10	上海市	99	
	高盛工银理财	2022/8/1	10	上海市	24	
	法巴农银理财	2023/7/1	10	上海市	25	

图：银行理财行业排名情况

产品存续规模（亿元）



资料来源：普益标准, 国信证券经济研究所整理

注：数据截至2023年11月24日，下同

资料来源：WIND, 普益标准, 国信证券经济研究所整理

➤ 通过解决方案业务提供综合服务。

高盛资管综合解决方案业务



主权基金/养老金

- 定制化解决方案，利用规模效应降低运营成本
- 合作孵化创新策略（例如**smart beta**策略），输出知识和能力，策略成熟后作为特色化产品推出市场



金融机构

- 基于客户整体投资规划和风险偏好，定制特定子策略和多资产组合
- 投资管理中更多配置自有产品



高净值个人

- 依据客户的风险收益特征提供投资组合建议或全委组合管理
- 收入来源包括管理费和销售佣金



零售客户

- 通过智能投顾提供投资建议，服务长尾客户
- 发行设立养老目标基金满足客户养老理财需求

底层资产综合配置

自有产品

借助自有产品的差异化竞争力，满足客户产品配置需求，简化交易流程，降低运营成本

第三方产品

优选外部优质管理人和产品，弥补自身产品短板，进一步丰富多元策略产品供给、分散风险

01

如果想要规模增长10亿，增收1000万，我们做什么？

基于既有品种新交易策略

- 期权波动率交易
- 基金折价套利
- 大宗交易套利
- 高频交易策略
- 事件驱动策略
- 130/30多空基金
- 危机债策略
- IRS交易策略

02

如果是增规模100亿，增收5000万？

基于新品种或新市场

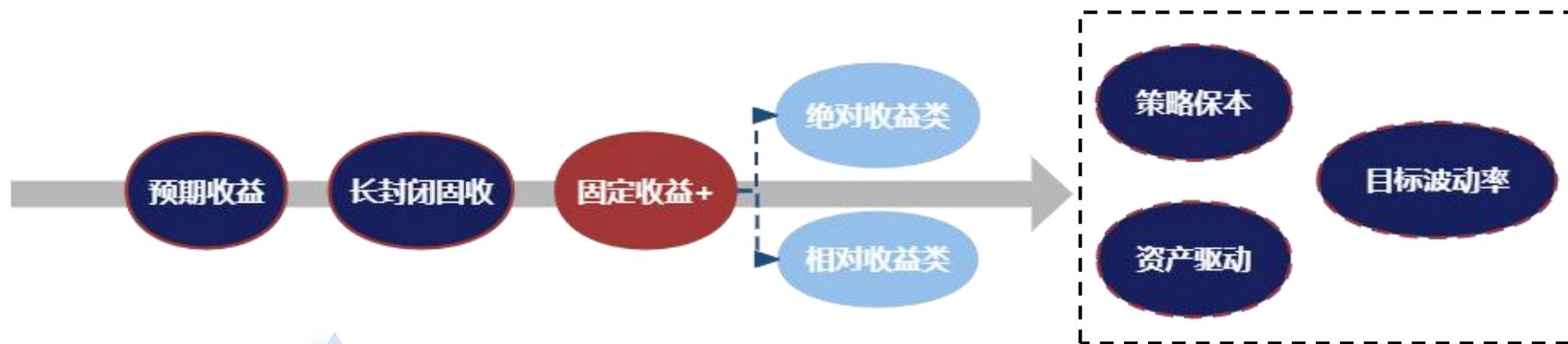
- 商业票据
- 可转债/可交债
- 科创板
- ABS、REITs
- 海外债券
- 多市场宏观对冲
- CTA FOF

03

如果是增规模1000亿，稳定的增收2亿呢？

基于新牌照或新模式

- 大养老：职业年金、公募养老基金
- 被动投资：ETF、smart beta
- 解决方案服务
- 财富管理：FOF与财富定制账户



挖掘不同时期具有显著优异的风险收益的各类“抢手”资产：

- 2014年：股票质押回购
- 2015年：杠杆优先级
- 2019-20年：转债、打新



收益增厚的各类策略：

- 权益多头策略
- 权益中性策略
- 国债期货策略
- 期权策略
- FOF/MOM
- 商品CTA策略



基础的固定收益资产：

- 各类标准化债券
- 各类非标准化资产
- 固定收益资管产品
- 券商收益凭证

➤ 如果没有“资金池”，如何实现稳定类策略和产品的开发供给？

从产品设计角度降低净值波动

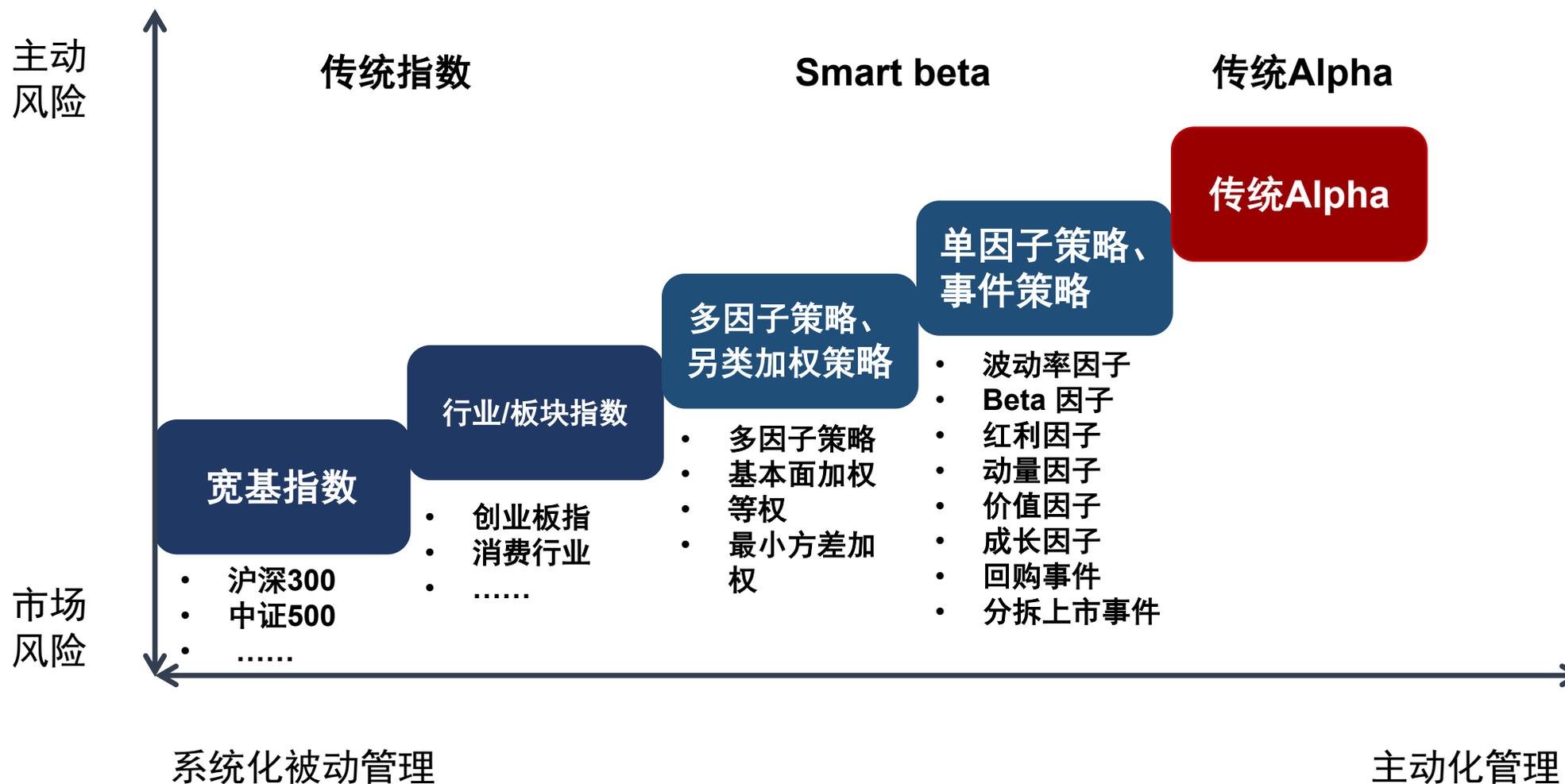
- 较长的封闭期+合规的摊余成本法估值：时间换空间，稳定客户预期
- 结构化分级：实现风险拆分，后续政策需明确
- 高度分散化投资：利用高度分散的投资组合降低个券风险对组合波动的影响
- “固定收益+”：资产驱动+多元化策略，要充分利用券商标准化、另类资产优势
- CPPI/OBPI：策略保本

从投资管理角度降低净值波动

- 交易性无风险套利：ETF、基金折价，期现套利等
- 衍生工具对冲：股指期货/国债期货/期权/IRS/CDS……
- 阶段性资产定价：利用研究壁垒（如ABS夹层）或短期错误定价（如个券错杀）获取交易性机会
- 主观交易择时：全天候（宏观对冲）策略

净值化转型的3.0阶段： $\alpha + \beta$ 多元化突围

➤ 坚持Alpha+Beta思路，进一步完善产品线布局，并探索传统市场Beta之外多样化的Beta。



理财产品净值化转型的销售难点与发行时机选择

- 一方面，资管机构面临投研能力、市场需求和监管政策的边界约束，难以在短时间内生产和销售所有策略，只能逐步布局。
- 另一方面，国内投资者不够成熟理性，面对大而全的产品超市，非专业客户存在选择困扰。
- 因时而变的产品战略非常关键！通过产品发行时机选择，持续推出给客户赚钱的产品。



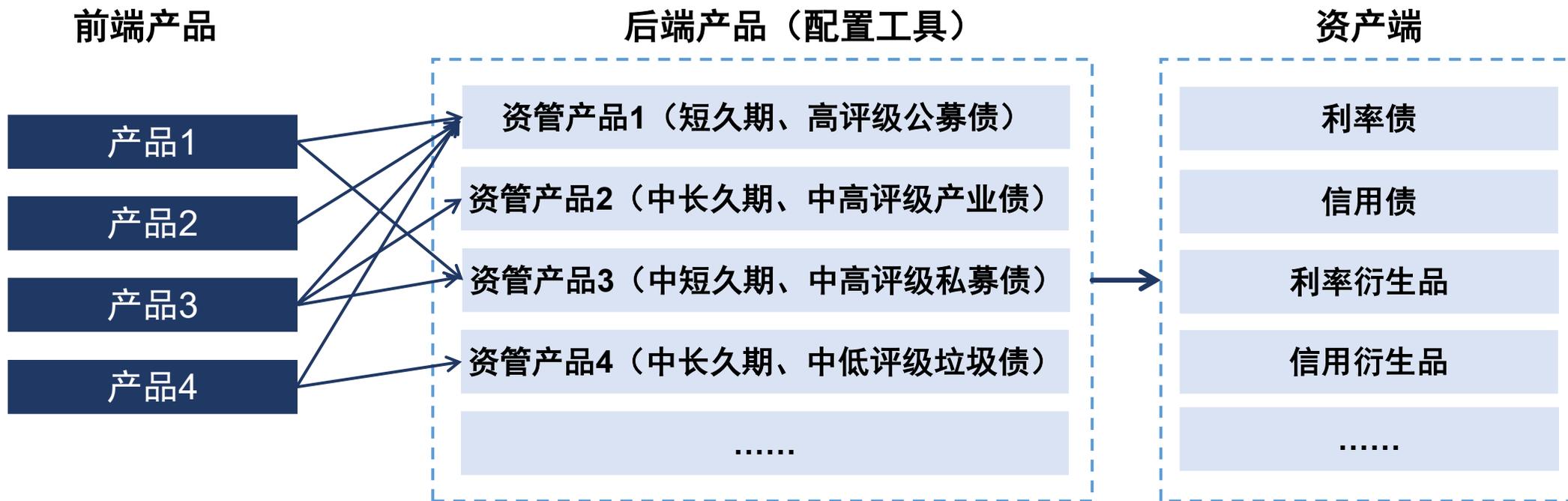
产品净值化转型的未来方向

	方向	产品举例
商业模式	养老第三支柱产品	目标日期、目标风险等
投资方向	大类资产上向商品、房地产扩展	CTA、商品指数投资、REITS等
	跨境出海	略
	权益上向符合宏观供给侧结构性改革、优化融资结构方向的科创企业扩展	科创主题指数、科创打新、科创战略配售、科创二级投资等
	固收上向非投资级债券、债权类资产扩展	高收益债、银行票据等
	衍生品上向更丰富的期权、期货品种扩展	股指期权等
投资策略	投资风格、特征的细化	ESG、信用债策略细分等
	大类配置、股债轮动等主动策略	资产配置型主动指数
	量化类策略不断丰富	市场中性、高频交易、期权等
	事件驱动策略	定增等业务机会
运作方式	基于产品封闭期延长，提升基金份额的二级市场流动性	组合债基、封闭债基交易所或OTC交易等
	公募收费模式多元化	浮动管理费、业绩报酬等
	实现委托资产非交易过户	债券盘活、股票市值管理等
	推广MOM业务模式	理财精选专户

资料来源：各公司官网，国信证券经济研究所整理

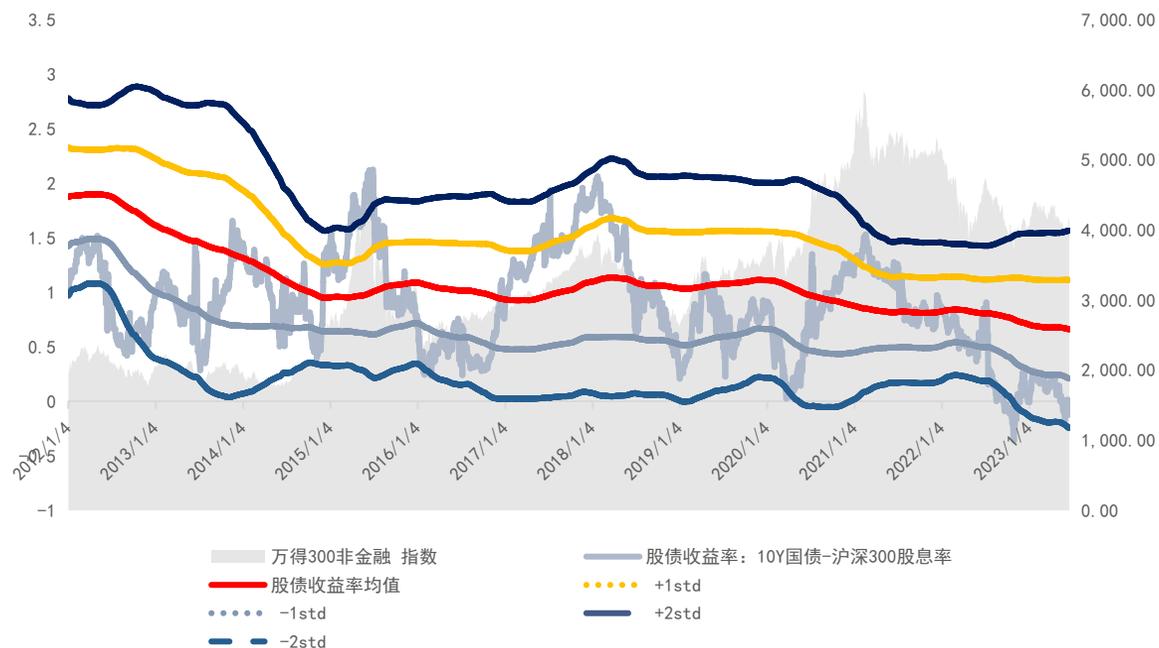
委托投资（FOF）的产品模式

- **不受规模制约：**新规实现“三单”原则之后，单个产品的规模往往较小，还存在投资集中度限制，管理存在难度。通过内部集约化管理或采用外部FOF模式，解决产品规模过小导致的操作问题。
- **利于流动性管理：**通过后端子产品的开放期设置或份额转让降低前端产品的流动性管理难度，从而实现较长久期高收益资产的配置，获取期限溢价。



+红利资产：当前权益高股息策略凸显吸引力

图：当前权益相对于债券估值吸引力在提升



资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

图：长期看高红利指数长期回报相对指数表现优异



资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

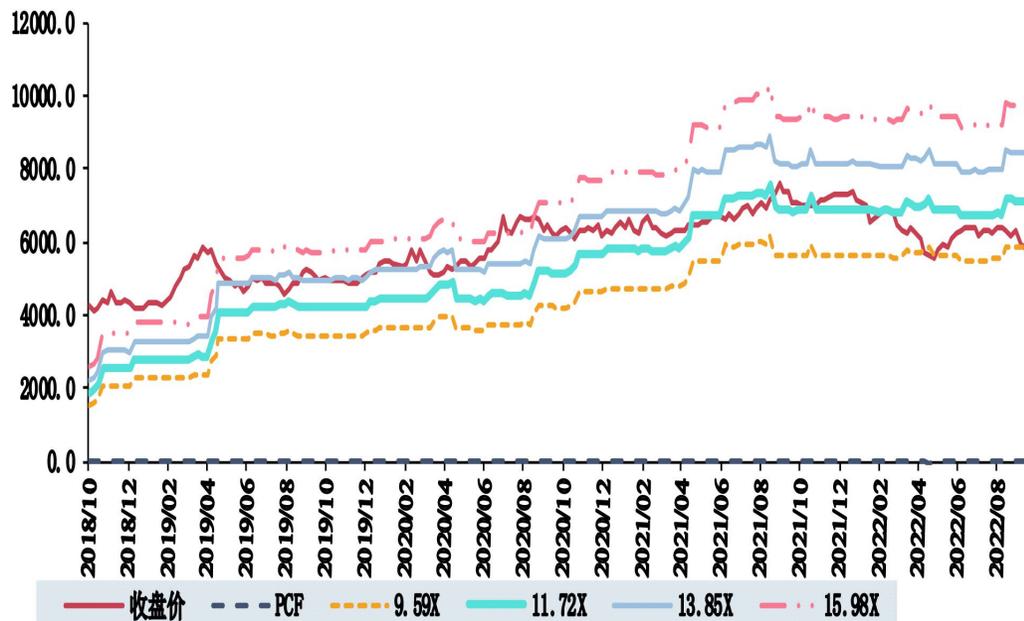
+另类策略：“雪球”带来结构性产品机会

表：基于市场环境的场景敏感性分析

市场环境	“雪球”产品表现	多头权益表现
大幅上行 (20%以上)	提前敲出, 获得稳定收益;	跟随市场大涨
中间震荡 (-20%-20%)	未敲出或敲入, 获得稳定收益;	跟随市场震荡
大幅下行 (-20%以上)	情况一: 获得零收益; 情况二: 达到一定阈值后出现亏损	跟随市场大跌

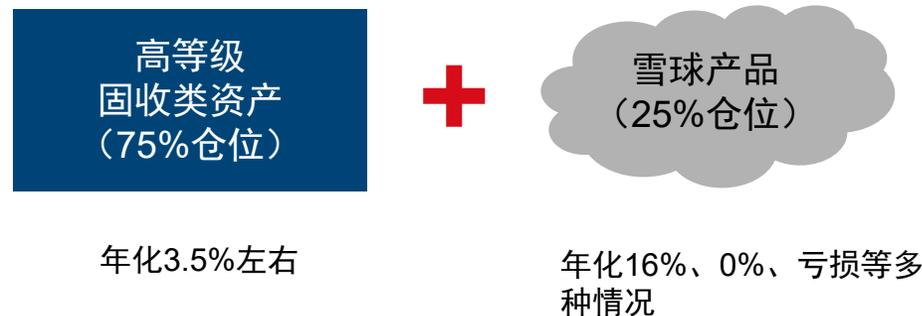
资料来源: iFinD, 国信证券经济研究所整理

图：“雪球”挂钩的中证500目前处于权益估值底部



资料来源: iFinD, 国信证券经济研究所整理

图：通过配置一定比例“雪球”实现“固收+”的效果



资料来源: iFinD, 国信证券经济研究所整理

表：目前“雪球”挂钩的产品保护垫较丰厚

雪球配置比例	中证500下跌幅度平衡点
10	51.5
15	39.8
20	34.0
25	30.5
30	28.2
35	26.5
40	25.3
45	24.3
50	23.5
55	22.9
60	22.3

资料来源: iFinD, 国信证券经济研究所整理

- 严控信用主体内部评级，积极引导资金服务实体经济。此次中央金融工作会议指出“做好科技金融、绿色金融、普惠金融、养老金融、数字金融五篇大文章”，围绕符合国家政策导向和经济转型升级的绿色产业、科技创新、基建能源等行业，积极引导理财资金服务相关优质企业融资，聚焦优质主体，优质项目。

资本市场业务

- 优质上市公司相关融资
- 风控手段：
 - 股票池分类管理
 - 股票/转债质押
 - 优先劣后结构和补仓罚没线
 - 产品非标集中度控制

普惠金融业务

- 主要涵盖基础资产为消费贷款资产、小微贷款等普惠金融业务，回款来自于基础资产自身现金流
- 风控手段：
 - 小额分散
 - 结构化分层
 - 产品非标集中度控制

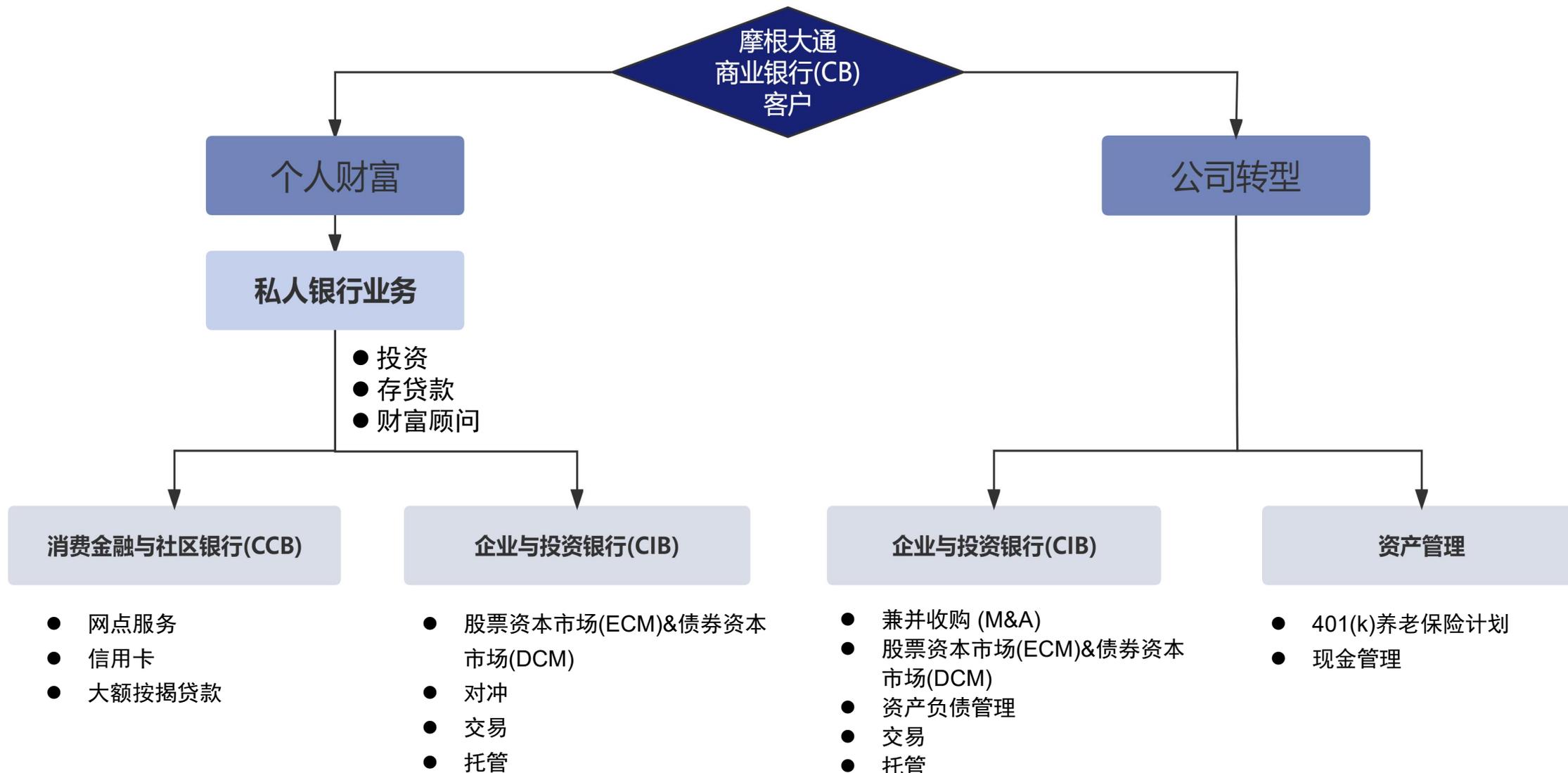
综合金融服务

- 主要围绕大中型央国企提供融资服务
- 风控手段：
 - 优选主体和行业
 - 管控资金用途
 - 控制融资期限
 - 产品非标集中度控制

图：产业基金带来另类资管资产来源

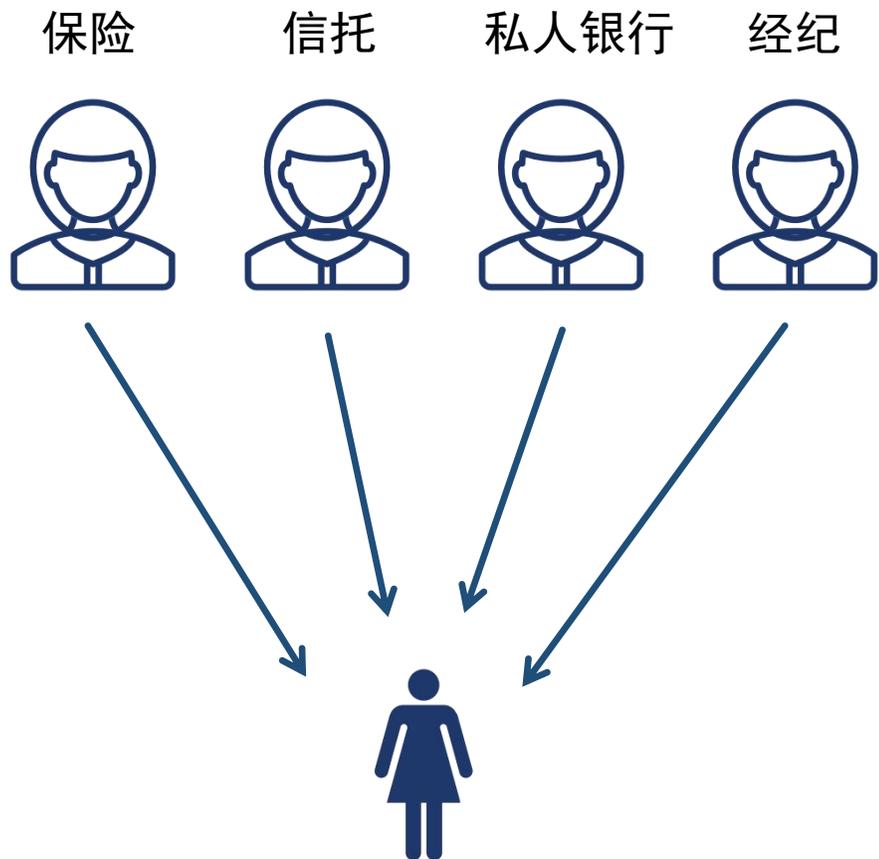


资料来源：BCG，国信证券经济研究所整理

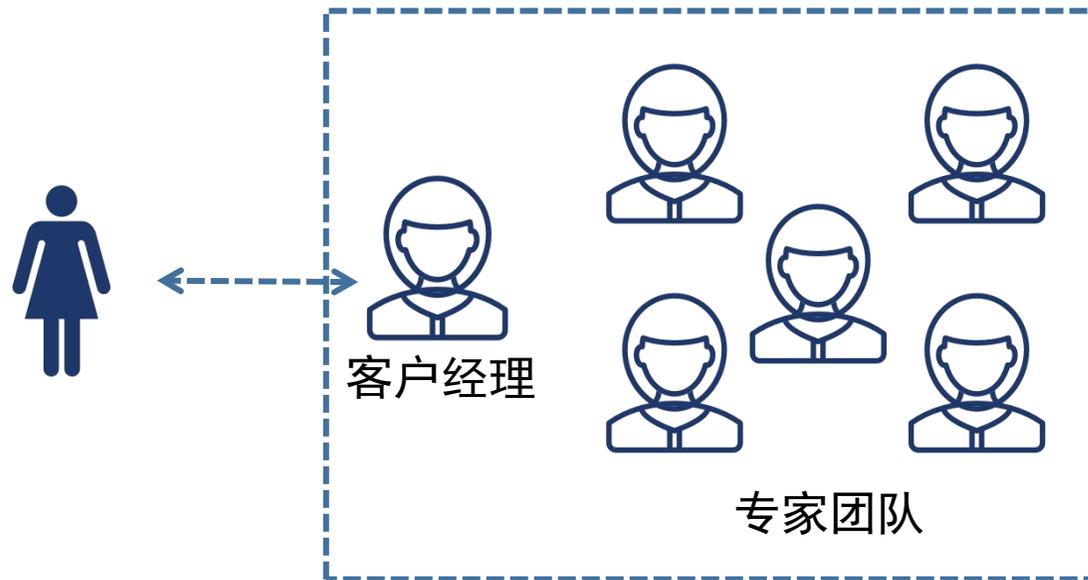


资料来源：摩根大通，国信证券经济研究所整理

传统财富管理服务模式



一体化的财富管理服务模式



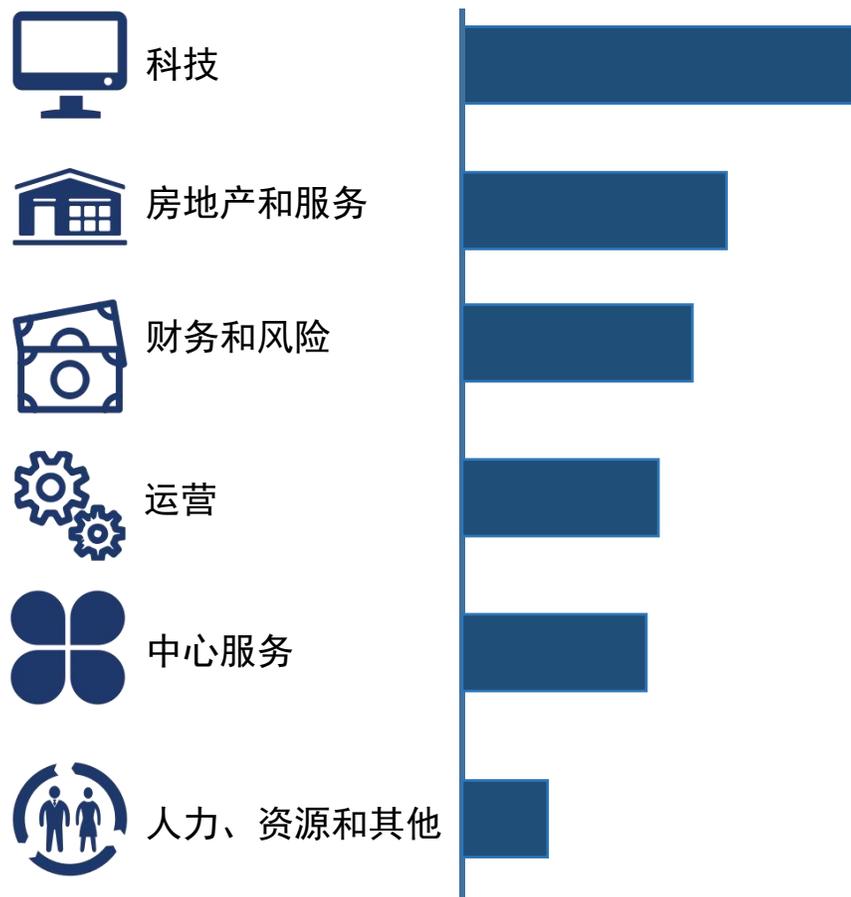
- 投资管理
- 财务计划
- 现金流优化
- 退休计划
- 流动性/限售股
- 风险/负债管理
- 保险

- 个人和企业贷款
- 信托和遗产
- 财富转移
- 慈善事业/慈善捐赠
- 商业继任计划

资料来源：瑞银2005年投资者材料，国信证券经济研究所整理

运营变革：瑞银集团“强中台”模式变迁

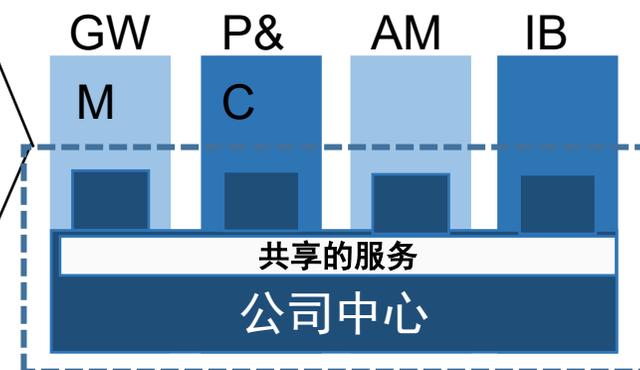
公司中心的主要成本类型



各个部门中后台功能相互独立直到2009年



公司中心的中后台运营成本分配到各业务部门
2018年开始



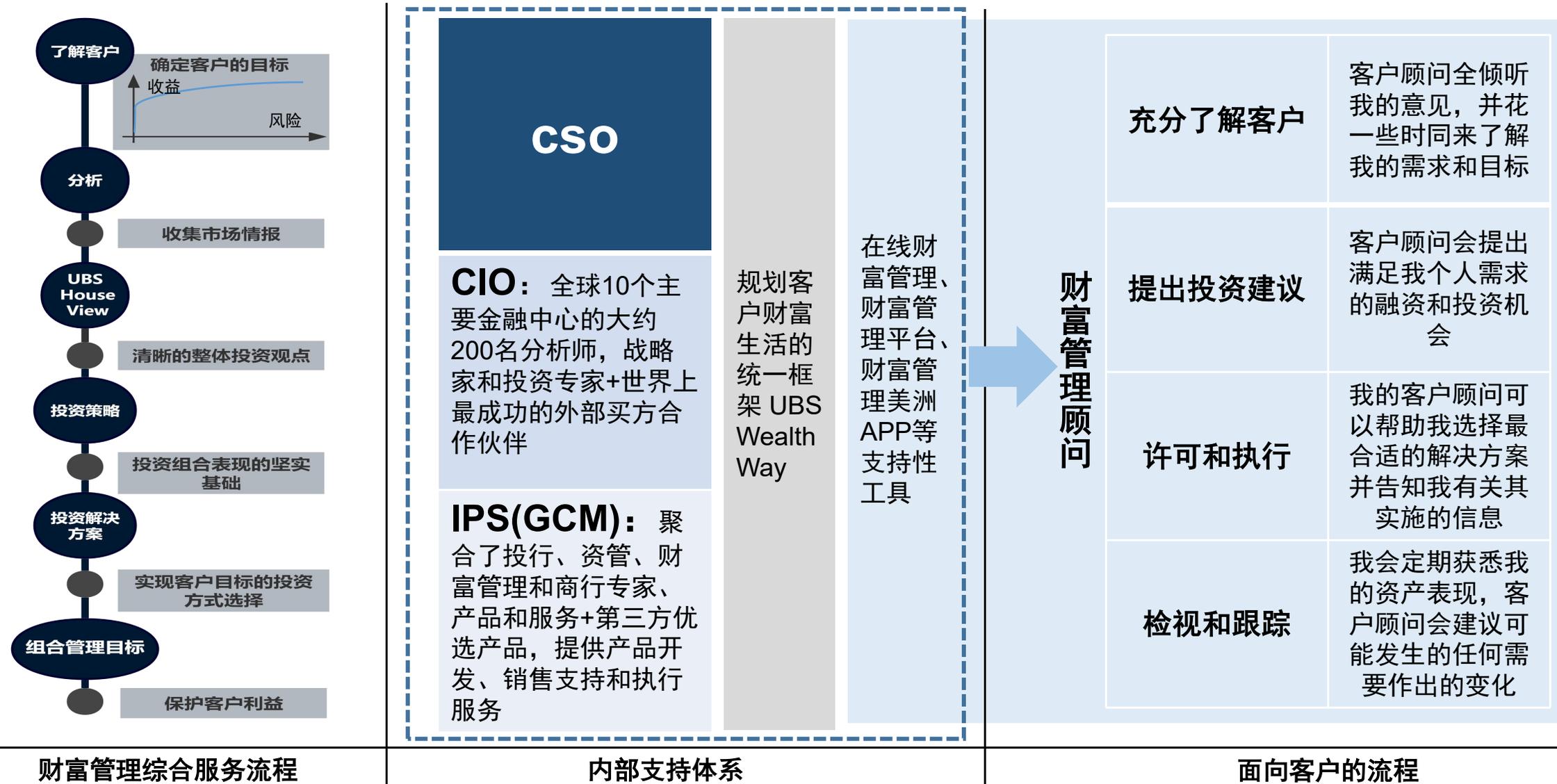
瑞银商业解决方案公司

资料来源：瑞银集团，国信证券经济研究所整理

注：中心服务包括集团传播与品牌，集团监管与治理，集团内部审计，集团总法律顾问

“强中台”的价值：瑞银集团服务体系

➤ 瑞银完整流畅的服务体系将投资中最困难的投资决策整合打包，以最简洁易懂的方式交付给客户



资料来源:瑞银集团, 国信证券经济研究所整理



Alcentra

\$41.0 billion

全球次级债券
资管专家



ARX

\$7.0 billion

专注巴西权益市场
擅长公司债与固定收益
战略研究



Dreyfus

A BNY MELLON COMPANYSM

\$7.0 billion

领先的流动性解决方
案提供商，拥有全面的
现金和超短线策略



Insight
INVESTMENT

\$7.0 billion

全球顶尖的固定收益、
风险管理方案和
绝对收益资管机构



MELLON

\$7.0 billion

指数方案制定专家



NEWTON
Investment Management

\$7.0 billion

擅长于权益市场，绝对
收益，多资产解决方案
主题投资策略



SIGULER
& GUFF

\$7.0 billion

多策略的私募股权投
资，直接投资和多管
理人基金

WALTER SCOTT

SINCE · 1 9 8 3

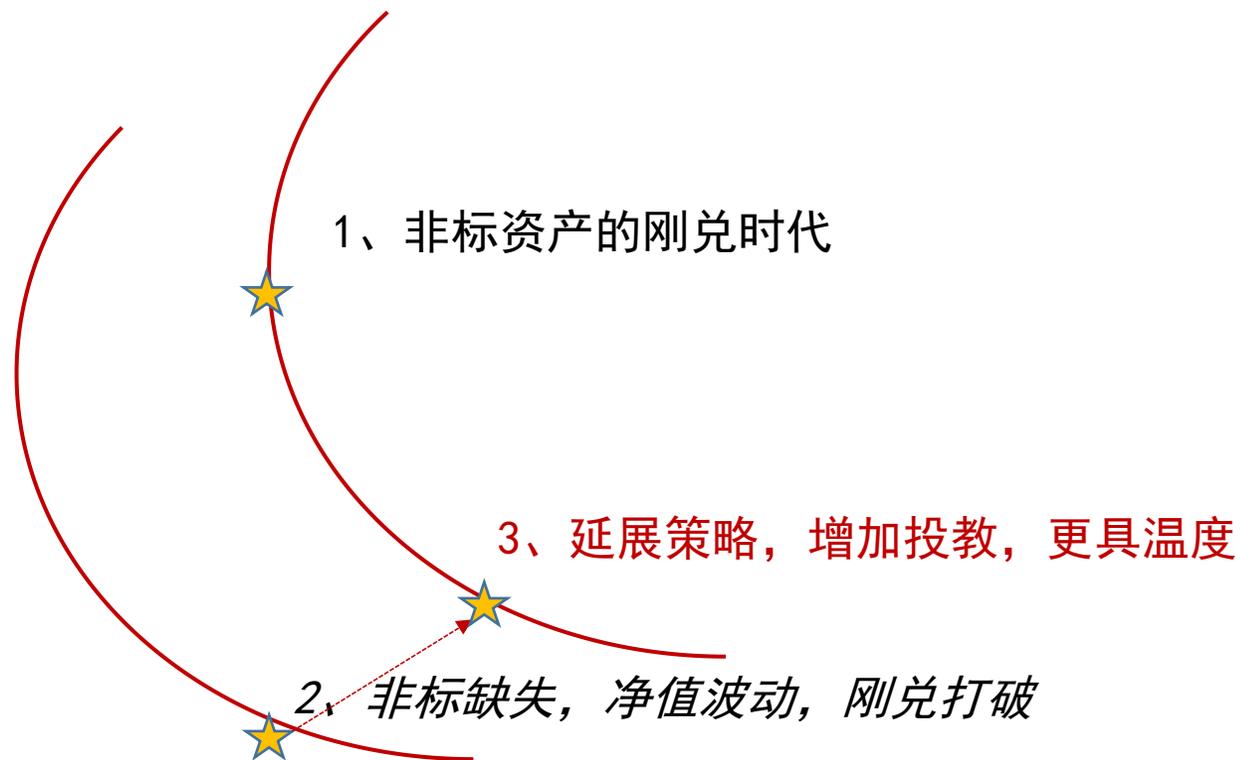
\$7.0 billion

专注于全球权益
市场投资管理

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理
注：数据截至2021年第三季度末

产品感知

图：产品与投顾结合的无差异曲线



投教陪伴

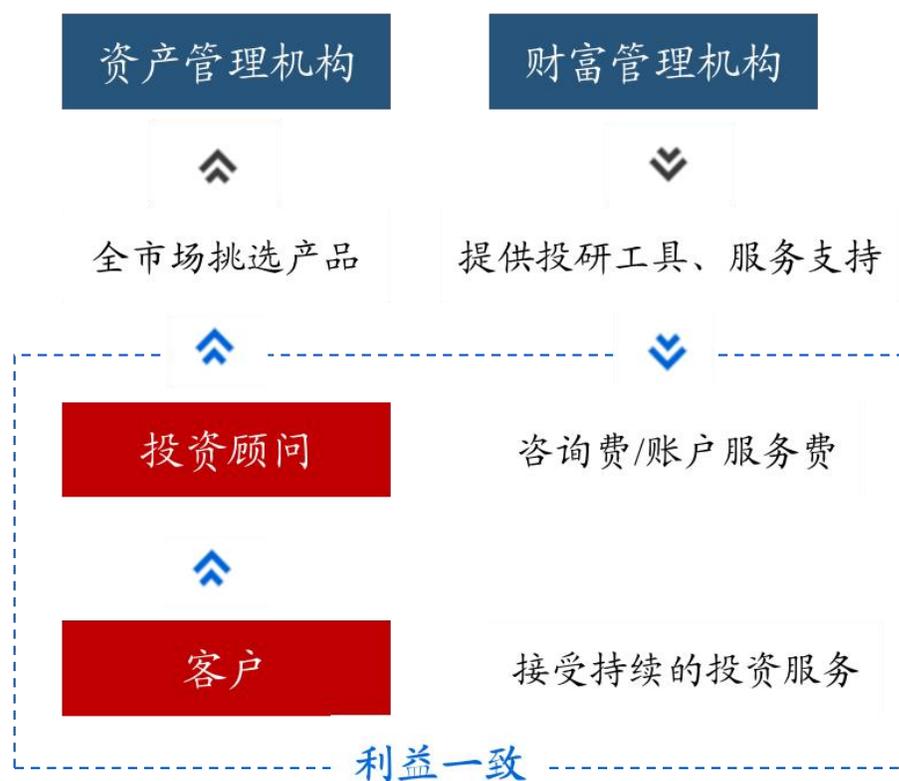
资料来源：国信证券经济研究所整理。注：客户综合感受效用体现在两个维度，即产品收益水平和投教陪伴感知。

卖方销售模式：作为中间商赚差价



商业模式：销售额 × 销售费率，可持续性差

买方投顾模式：从客户资产的增长中获益



商业模式：客户资产规模 × 顾问服务费率

银行模式：招商银行——打造大财富管理价值循环链

零售转型的一般路径



大客群+大平台+大生态

拓展“大客群”，大财富管理基础进一步夯实

- 从银行视角转向服务客户视角。
- 以“初心计划”为载体，全面推广“招商银行TREE资产配置服务体系”，提升客户和员工体验，体系化提升财富管理能力。

搭建“大平台”，携手合作伙伴打造经营朋友圈

- 开放产品平台和营运平台，139家合作伙伴入驻“招财号”开放平台，开启直接服务客户的探索；
- 推出“招商银行TREE资产配置体系”：活钱管理、保障管理稳健投资和进取投资；
- 启动“招阳计划”，搭建潜力基金经理成长平台，孵化并锁定优秀的基金管理人；

构建“大生态”，形成业务飞轮效应

- 发挥综合经营优势和开放融合的组织优势，带动零售“一体”飞轮。“一体两翼”飞轮、集团飞轮运转更加有效。

◆ 以 MAU 为指导的引流体：

招商银行把 MAU 当成经营的“北极星”。招商银行 APP 和掌上生活 APP 分别通过客户对银行的刚性需求和高频生活场景引流，然后用产品和服务变现，各有侧重，但目的相同。

◆ 与高净值客户同行：

客户分层管理，高净值客户持续增长。作为最早引入客户分层理念的银行，招行将客户分为三类，零售客户、金葵花客户（日均资产 50 万+）私人银行客户（日均资产1000万+），并提供针对性服务。

◆ 加快打造3.0模式：

努力提升财富管理、风险管理、金融科技三大能力，整合商行、私行、科技、研究等专业优势，打造一体化服务。

大财富体系建设之中金财富模式

券商模式：中金财富——私行模式，品牌先行，客群聚焦

品牌先行

确立财富品牌，丰富子品牌，并持续运营推广，保持品牌战略定力

业务模式

依据客群分类，基于买方视角，提供精细化、差异化服务模式

产品布局

细分产品策略及风格类型，基于风险收益目标，提供多种组合配置

业务协同

围绕客户各类需求，集中不同业务牌照及资源，提供综合解决方案及协同机制

单策略FOF

主观多头FOF
(风格细分)

量化股票多头
(策略细分)

CTA

中性

固收

...

...

多策略FOF

量化双享

多策略进取

固收+

宏远

养老FOF

微50 (稳健/平衡/进取)

...

...

私享客户

保守

稳健

平衡

积极

进取

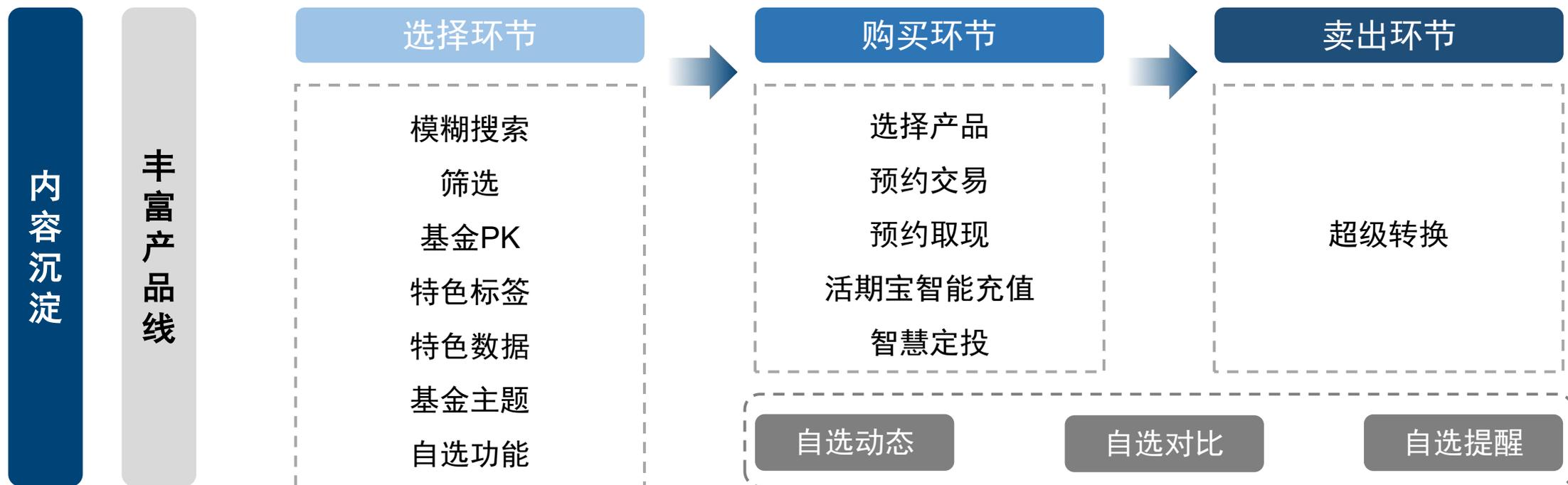
...

...

大财富体系建设之三方流量模式

三方模式：天天基金——流量+生态，筑高财富管理壁垒

- 天天基金率先打造投顾超市，推出“投顾管家”和“目标盈”专区，接入基金投顾持牌机构，进一步完善公司财富管理生态圈布局。

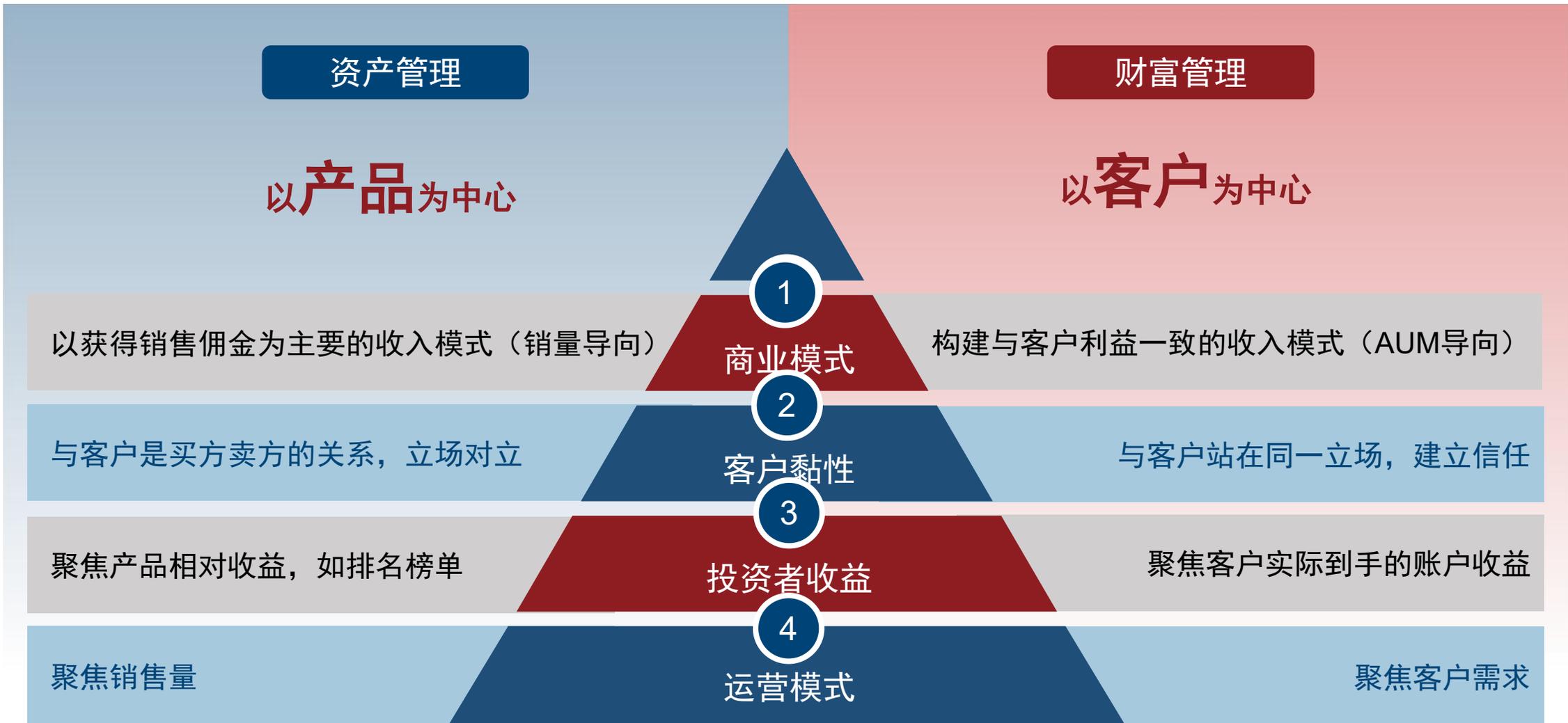


大财富体系建设：“1+1+N”的闭环财富体系



产品端（理财产品）和销售端（客户服务）最终走到一起

财富管理转型：以产品销售为先转向客户利益为先



- 【 01 】 进取的理财：资管新规后探索图变
 - 【 02 】 防守的理财：赎回潮后产品求调整
 - 【 03 】 转型的理财：新环境下变革再出发
 - 【 04 】 附录：国外资管与国内理财产品线分析
-

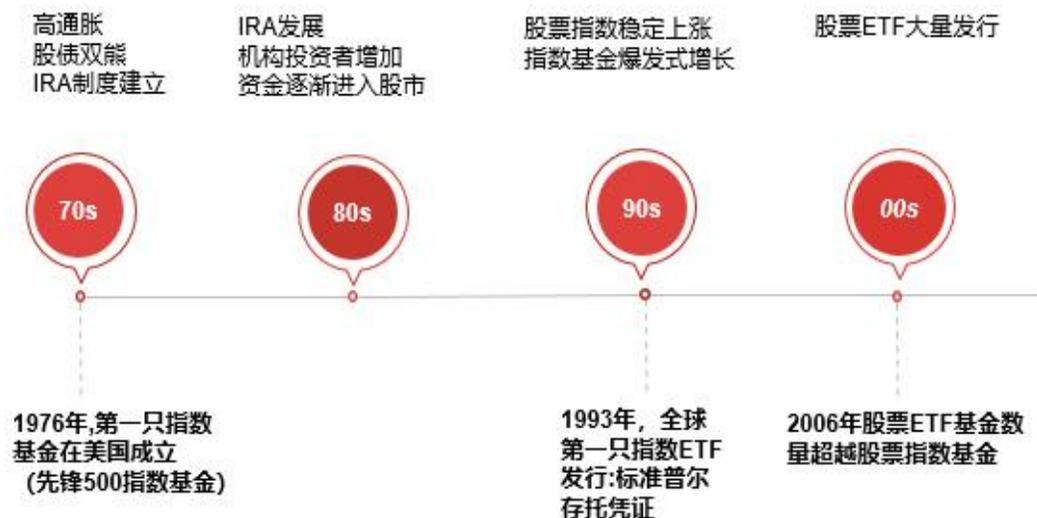
海外资管发展脉络梳理

- 回顾美国及日本资管机构的发展历史，差异化文化、宏观、资产、负债环境铸就了其各具特色的资管机构发展模式。结合国外一流的资管发展经验，对我国资管机构未来发展具备一定借鉴意义。
- 后文主要对美国资管业主动管理及指数型业务发展经验，以及日本保险资管业资产配置进行回顾。



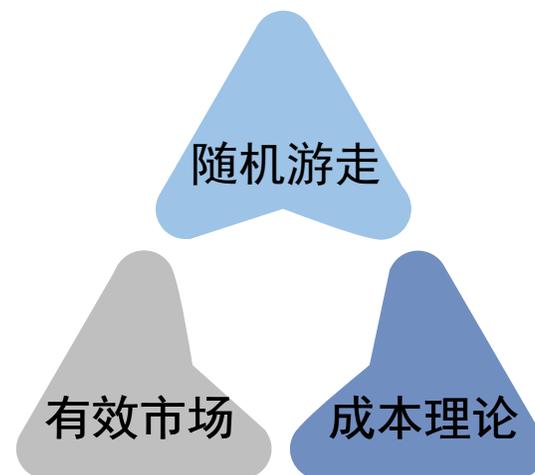
- 1971年，美国的Wells Fargo成立了世界上第一只指数基金。1976年，先锋集团（Vanguard Group）推出了首个面向个人投资者的指数基金——先锋500指数基金（Vanguard 500 Index Fund），标志着指数投资的广泛普及开始。20世纪末期，美国股票市场被动化投资趋势快速兴起，指数基金、ETF基金合计占美国受监管基金规模的比重从1999年低于6%提升至2017年超30%。在过去的40年中，美国指数基金快速发展，已经形成了一个规模庞大、种类丰富的基金业分支。
- 美国指数基金基于被动式投资策略，通过跟踪并复制某个特定指数的表现，旨在实现与该指数相同的收益水平。例如，标准普尔500指数由500种股票加权平均得到，由标准普尔公司1957年开始编制，其成份股由400种工业股票、20种运输业股票、40种公用事业股票和40种金融业股票组成。纳斯达克综合指数根据市值权重的大小加权平均计算得来，是反映纳斯达克证券市场行情变化的股票价格平均指数。

图：指数基金发展过程



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图：指数基金的三个重要理论基础



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

- 随着指数化投资的普及和发展，指数化投资的内涵不断深化，投资者不仅可以通过购买基本指数所覆盖的全部证券来复制指数，还可以投资于指数化产品来获得目标收益率，常见的指数化产品通常可以分为：指数基金、ETF、指数权证、指数联结票据，指数衍生产品等。

被动型基金产品发展推动因素

资本市场

养老金等长期资金入市专业机构投资者比例提升、资本市场有效性提升下主动管理基金难以跑赢指数

行业发展

行业竞争加剧下产品费率日益成为投资者考虑的首要因素，被动型产品相较主动型产品具有显著的低费率优势

智能投顾

金融科技发展下智能投顾为普通投资者对接指数产品

指数化投资优点

01

风险小，由于指数化投资组合非常分散，基本可以消除非系统性风险

02

成本低，指数化投资管理人只需保证跟踪误差尽量小，无需频繁调整组合

03

流动性好，指数化投资组合非常分散、可以避免持股集中带来的流动性风险，且投资组合主体大多自身流动性较好

贝莱德：布局以阿拉丁平台（Aladdin）为核心的科技体系

- Aladdin 平台基于其强大的数据基础，整合了风险分析、交易执行、数据管理与监控、组合管理等功能，能根据客户需要定制化情景分析和压力测试，其投资组合分析覆盖股票、固定收益、衍生品、商品等多个类别，支持通过分析相关性及联动性影响，构建具有低相关性、有效分散风险的投资组合。



贝莱德：布局以阿拉丁平台为核心的科技体系

Aladdin投资组合管理决策支持系统	<ul style="list-style-type: none">➢ Aladdin指Asset（资产）、Liability（负债）、Debt（债务）、Derivative（衍生品）。
投资组合头寸和风险敞口分析	<ul style="list-style-type: none">➢ 安全和投资组合级风险分析——针对每种证券计算50+次分析；➢ 行业、发行人、国家、评级等集中度分析；➢ 时间序列/趋势分析。
投资组合风险和情景分析	<ul style="list-style-type: none">➢ 使用分析方法和历史方法来评估风险/跟踪错误；➢ 压力测试——包含不同情形和冲击。
证券估值和现金流预测	<ul style="list-style-type: none">➢ 基于实时交易数据评估和分析；➢ 相对价值分析。
绩效和归因	<ul style="list-style-type: none">➢ 自下而上计算的每日收益；➢ 按战略、国家和部门划分损益。

美国先锋领航威灵顿基金：投顾模式

- 先锋领航是美国主营to C业务的基金公司，旗下产品线包括指数基金、ETFs、主动管理基金、智能投顾服务和退休储蓄计划等。先锋领航全市场股票指数基金（Vanguard Total Stock Market Index Fund ETF）自2001年成立以来表现一贯稳健，以其低成本和广泛分散的投资策略受到投资者青睐。同时，先锋领航也利用其在全球投资管理领域的深厚经验和专业知识，在投资决策、风险管理等方面为投资者提供技术支持。

图：先锋领航威灵顿投顾策略



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

- 作为全球第二大基金公司，最大的ETF公司之一，Vanguard的智能投顾Personal Advisor Services（个人顾问服务）诞生于2013年，落后鼻祖Betterment 3年，但发展迅速，2017年以470亿美元的托管资产成为行业规模第一。VPAS通过大数据识别用户风险偏好及变化规律并进行资产组合，智能投顾会将投资策略与用户的投资目标相匹配，为用户提供专属的资产配置方案。



混合服务

结合自动化咨询平台与持有国际金融理财师（Certified Financial Planner, “CFP”）认证的传统人力投顾。人力顾问服务的优势在于可以贯穿多流程。



指数化投资策略

完全参照基准指数的权重买入其包含的所有证券，因不需要对个股进行深入的基本面分析和尽职调查，比较适合智能投顾服务。产品能够实时展示组合投资的最新动态，并追踪最初设定的储蓄和投资目标的完成进程。



自有经纪业务

所有交易均通过Vanguard Brokerage Services清算，意味着客户可以免除不同经纪和投资公司之间复杂结算协议的麻烦。

美国资管业主动管理型业务的发展背景

金融自由化与监管放松

20世纪80年代，美国金融监管逐渐放松，金融自由化程度提高

养老金制度改革

20世纪80年代，美国养老金制度进行了改革，推行了401(k)计划，个人退休账户成为重要的资管市场

全球化与资本市场开放

为取得竞争优势，美国资管机构不断加强主动管理能力，提升投资业绩和客户服务水平

技术进步与金融创新

通过大数据、人工智能等技术手段，深入地挖掘市场数据，预测市场走势，提升主动管理能力

投资者教育水平的提高

资管机构需充分了解投资者的需求，开发出更加符合其风险偏好和收益预期的主动管理型产品

多方面原因推动该业务模式成熟

01 长期稳定的业绩表现

02 灵活多样的投资策略

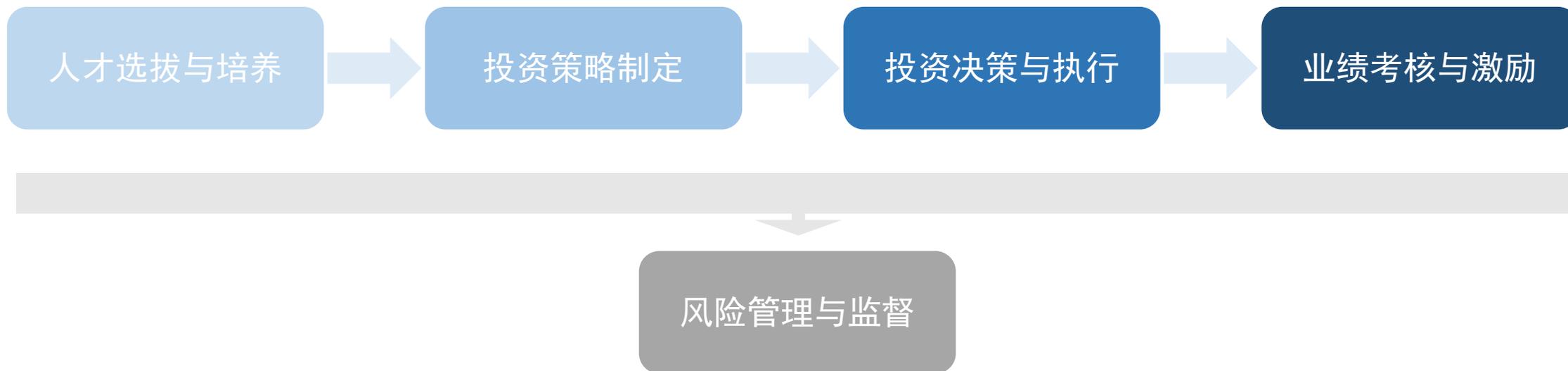
03 高度专业化的投资团队

04 严格的内部风险控制体系

05 科技创新的推动

美国：主动管理型——个人激励型模式

- 个人激励型以打造“明星基金经理”等模式著称，主要依赖于具有卓越投资能力的基金经理，通过其个人能力和业绩表现来吸引投资者。这种模式的成功关键在于如何识别和培养优秀的基金经理，并为他们提供足够的激励和自主权，以实现最佳的投资效果。
- 个人激励型模式的运作流程强调对优秀人才的选拔和培养，赋予基金经理足够的自主权和资源支持，同时建立公平的激励机制和严格的考核体系，以确保业绩表现与公司目标一致。此外，该模式还需注重风险管理和内部监督，以确保业务的稳健发展。



美国：代表性机构布局主动管理领域——富达投资

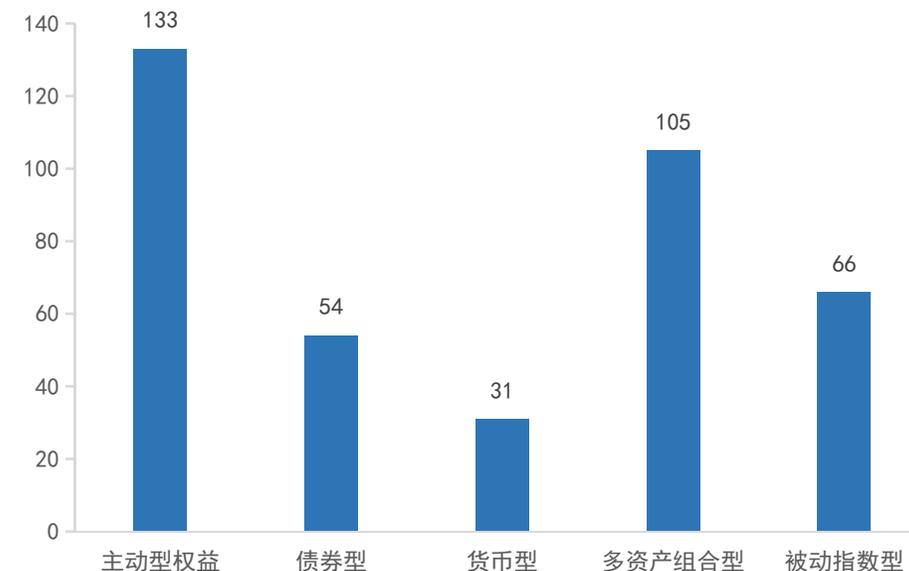
- 以富达投资为例，截至2023年末，公司共有389支基金产品，其中主动权益型产品有133支。
- Conrafund是公司旗下最大的主动权益基金，已成立超40年，主要针对美国国内市场，以基本面为依据选择拥有竞争力、高回报率、强现金流创造力、强管理且合理估值的公司。

表：富达资产规模前十的主动基金情况（截至2023年末）

基金名称	资产规模（十亿美元）	1年收益率	5年平均收益率	全生命周期收益率
Fidelity Contrafund	116.9	39.33%	16.46%	12.62%
Fidelity Blue Chip Growth Fund	52	55.60%	20.53%	12.56%
Fidelity Magellan	29.1	37.93%	20.91%	15.59%
Fidelity Low-Priced Stock Fund	27.5	14.35%	13.00%	12.95%
Fidelity OTC Portfolio	26.2	42.64%	19.86%	14.08%
Fidelity Select Technology Portfolio	13.1	59.83%	24.93%	13.82%
Fidelity Select Software and IT Services Portfolio	11.8	51.56%	20.72%	16.26%
Fidelity International Discovery Fund	11.3	14.16%	8.11%	7.19%
Fidelity Diversified International Fund	9.623	17.71%	9.30%	7.81%
Fidelity Mid-Cap Stock Fund	7.4	11.04%	13.33%	11.23%

资料来源：Fidelity，国信证券经济研究所整理

图：富达基金产品情况（截至2023年末）



资料来源：Fidelity，国信证券经济研究所整理

美国：代表性个人激励型机构——富达投资

➤ 富达注重主动管理产品中的“明星基金经理”效应，成功培养出多位传奇明星基金经理，并实现较为理想的投资收益回报。

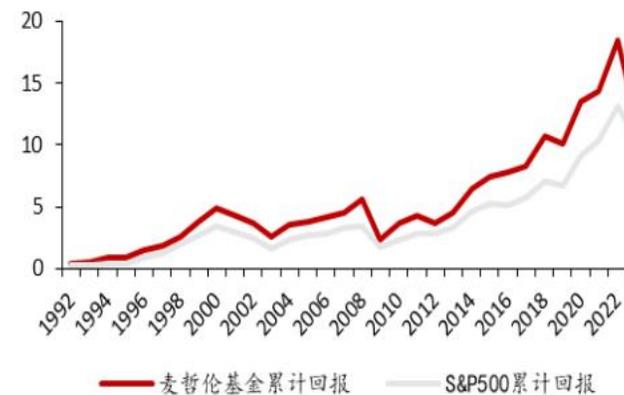
1958年	蔡至勇	富达资本基金	主要投资于成长型股票，风格激进、看重择时、换手率高。	该基金在 60 年代取得卓越回报，在此期间富达的基金规模也大幅增长。
1963年	彼得·林奇	富达麦哲伦基金	寻找低估值、高成长潜力的股票，通过价值投资和成长投资相结合的方式实现长期回报。	彼得·林奇在1977-1990年管理麦哲伦基金期间曾经创下年均29%的净值年均复合回报率。

图：1976-1990年麦哲伦基金累计回报



资料来源：Bloomberg，国信证券经济研究所整理

图：以1991年为基期计算麦哲伦基金累计回报



资料来源：Bloomberg，国信证券经济研究所整理

美国：代表性个人激励型机构——富达投资（续）



- 基金经理在富达的薪酬结构与其对公司的长期贡献紧密相连，这种机制增强了他们长期任职和持续管理同一基金产品的动力。
- 基金经理的收入由基本薪酬、奖金和股权激励构成，其中基本薪酬每年根据履职情况和在富达的工作年限确定。履职情况的KPI中包括规模指标。奖金激励主要取决于所管理基金、账户的税前收益与选定基准、同类基金的比较情况，以及富达其他股票基金、账户的表现。此外，一小部分奖金还考核基金经理对公司做出的贡献。在考核周期上，主要选择基金经理的任期，相对基准的考核周期最多5年，相对同类的考核周期最多3年。
- 富达旗下最大的主动权益基金Contrafund，近30年的主要基金经理为Will Danoff，其个人激励情况如下图。

表：Will Danoff管理的账户数量与规模（截至2021年11月末）

	公募产品	其他账户
管理账户数	6	14
管理费与业绩挂钩的账户数	2	-
管理资产（亿美元）	1990.78	519.64
管理费与业绩挂钩的资产（亿美元）	1613.09	-

资料来源：Fidelity，国信证券经济研究所整理

美国：代表性机构布局主动管理领域——资本集团



- 美国前十资管机构布局多以主动管理为主，有资本集团（Capital Group）、富达投资（Fidelity Investments）等7家资管机构。
- 以资本集团为例，主动权益基金是资本集团（Capital Group）最具代表性的产品。集团目前主动权益基金产品有16支，共计资产规模1.49万亿美元，占公司资产70%左右。此外，集团旗下纯主动权益基金主要分为成长、成长+收益型两类。

表：美国TOP10资管机构（截至2022年末）

排名	资管机构名称	AUM（万亿美元）	策略	资产布局
1	BlackRock	8.59	被动为主	权益为主，占比52%
2	Vanguard Group	7.25	被动为主	-
3	Fidelity Investments	3.66	主动为主	权益为主
4	State Street Global	3.48	被动为主	权益为主
5	J.P. Morgan Chase	2.77	主动为主	多资产(含另类)、固收、权益均衡
6	Goldman Sachs Group	2.55	主动为主	固收为主
7	Capital Group	2.18	主动为主	-
8	BNY Mellon	1.84	主动为主	-
9	Invesco	1.41	主动为主	权益为主
10	Franklin Templeton	1.39	主动为主	权益和固收为主

资料来源：Thinking ahead Institute，公司年报，国信证券经济研究所整理

表：资本集团主动权益基金代表产品情况（截至2021年11月末）

类型	成长		成长+收益	
	美国成长基金	美国新视角基金	资本世界成长和收益	基本面投资者基金
10年年化收益（扣费）	16.99%	14.31%	10.35%	13.76%
30天股息年化收益（扣费）	-0.13%	0.07%	0.91%	0.83%

资料来源：资本集团，国信证券经济研究所整理

表：资本集团旗下16只主动权益基金情况（截至2023年末）

基金	AUM（十亿美元）	自设立起年化收益率（%）
AGTHX	249.02	13.31
AWSHX	168.20	11.71
AEPGX	135.80	9.67
ANWPX	126.70	11.93
AIVSX	126.40	11.99
ANCFX	125.04	12.11
CWGIX	117.55	9.82
AMRMX	91.75	11.33
AMCPX	80.34	11.25
SWCWX	71.97	9.16
NEWFX	53.49	7.21
ANEFX	30.75	10.89
IGAAX	15.06	5.81
AGVFX	10.71	7.72
DWGAX	1.99	1.34
AIVBX	1.81	5.00

资料来源：Capital Group，Morning Star，国信证券经济研究所整理

美国：代表性个人激励型机构——资本集团



- 资本集团对所有公募基金的管理方式均采用分仓的形式，不同基金经理独立管理自己的部分。在考核激励上，各基金经理主要对自己的组合负责，表现出色的子组合会获得额外的奖励，而对整个基金的贡献也在绩效中予以考虑。
- 针对基金经理，考核基准主要是与投资范围匹配的市场指数、同类产品业绩。例如同一个基金经理的基准可能包括标普500、罗素1000成长指数及一系列投资目标接近的基金的均值，基准基金池会进行动态调整。
- 截至2021年11月，美国成长基金总规模达到2924亿美元，由13位基金经理共同管理，平均每位基金经理管理225亿美元。

表：美国成长基金基金经理信息（截至2021年11月末）

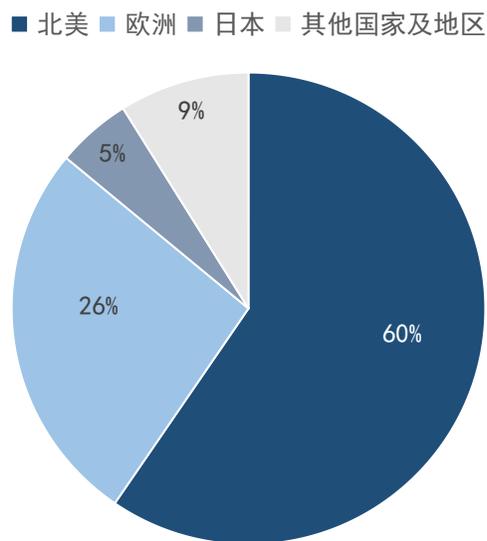
基金经理姓名	该基金职级	从业年限/管理该基金年限	所属部门
Anne-Marie Peterson	Co-President、Trustee	17/9	Capital World Investors
Donald D. O' Neal	Co-President	36/28	Capital International Investors
Christopher D. Buchbinder	Co-President	26/8	Capital Research Global Investors
Julian N. Abdey	SVP	26/2	Capital International Investors
Mark L. Casey	SVP	21/9	Capital International Investors
J. Blair Frank	SVP	28/20	Capital Research Global Investors
Joanna F. Jonsson	SVP	33/6	Capital World Investors
Carl M. Kawaja	SVP	34/11	Capital World Investors
Alex Popa	SVP	17/5	Capital World Investors
Andraz Razen	SVP	23/3	Capital World Investors
Martin Romo	SVP	29/11	Capital Research Global Investors
Lawrence R. Solomon	SVP	37/11	Capital Research Global Investors
Alan J. Wilson	SVP	36/9	Capital World Investors

资料来源：资本集团，国信证券经济研究所整理

日本：低利率环境下资管发展借鉴

- 上世纪90年代以来，日本经济进入长期停滞期，央行持续降息使得日本进入长期低利率环境，与欧美等发达地区相比，利差持续扩大，日本国内固收类资产吸引力下降。在此背景下，日本资管业开始寻求境外优质资产，以博取超额投资收益。
- 截至2022年末，全球前50的资管机构中，北美、欧洲、日本资管规模分别为53.7万亿美元、15.9万亿美元、2.8万亿美元，对应占比为73.5%、21.7%、3.8%。其中，亚太地区前五大资管机构中，日本占4家，2家为保险系资管公司，分别为日本生命保险和日本第一生命保险，2022年资管规模分别为6425.28亿美元和5382.89亿美元。

图：2022年全球各地资管规模占比（单位：%）



资料来源：Thinking Ahead Institute，国信证券经济研究所整理

表：2022年亚洲前5大资管机构

	公司	所属国家	AUM (亿美元)
1	住友三井信托	日本	8550.2
2	三菱日联金融集团	日本	7286.3
3	中国邮政储蓄银行	中国	7159.7
4	日本生命保险	日本	6425.3
5	第一生命保险	日本	5382.9

资料来源：Thinking Ahead Institute，国信证券经济研究所整理

日本资管发展借鉴：寻求资产出境

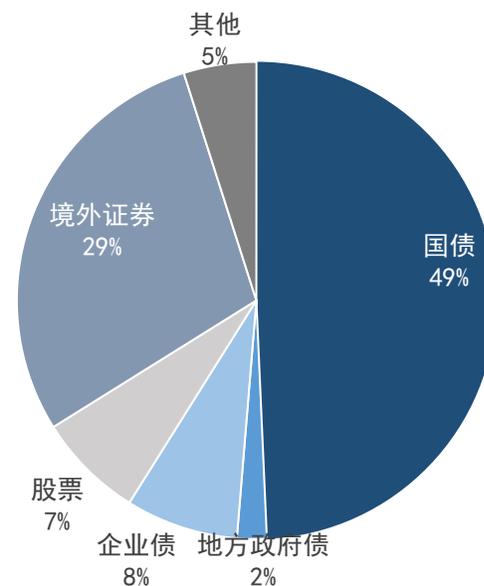
- 在日本利率长期下行的背景之下，日本保险资管主要通过配置国内股票、国外股票和国外债券增厚投资收益。
- 截至2022年末，日本寿险行业一般账户投资收益率为2.33%，高于10年期国债收益率200bp。
- 2022年，日本人身险行业投资国内股票和国外证券的投资收益率分别为12.01%和3.61%，明显高于上述一般账户2.33%的投资收益水平。

表：2018-2022年日本寿险业资产主要以证券为主（单位：%）

	现金及现金等价物	拆借资金/短期贷款	货币信托	证券	贷款	有形固定资产	其他	合计资产
2018	2.3%	0.4%	1.6%	82.6%	8.2%	1.6%	3.3%	100.0%
2019	2.7%	0.5%	1.8%	81.9%	7.7%	1.6%	3.8%	100.0%
2020	2.6%	0.4%	2.1%	83.2%	7.2%	1.5%	3.0%	100.0%
2021	2.4%	0.4%	2.2%	83.3%	6.9%	1.5%	3.3%	100.0%
2022	2.8%	0.7%	2.3%	82.3%	7.1%	1.5%	3.3%	100.0%

资料来源：LIAJ，国信证券经济研究所整理

图：2022年日本寿险业境外证券占比较高（单位：%）

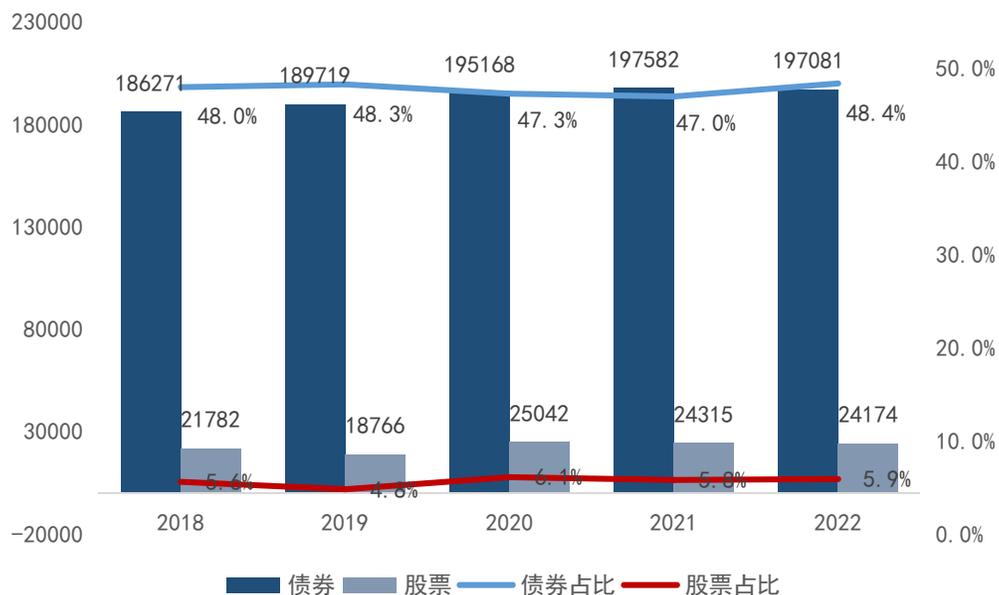


资料来源：LIAJ，国信证券经济研究所整理

日本寿险加大海外固收配置

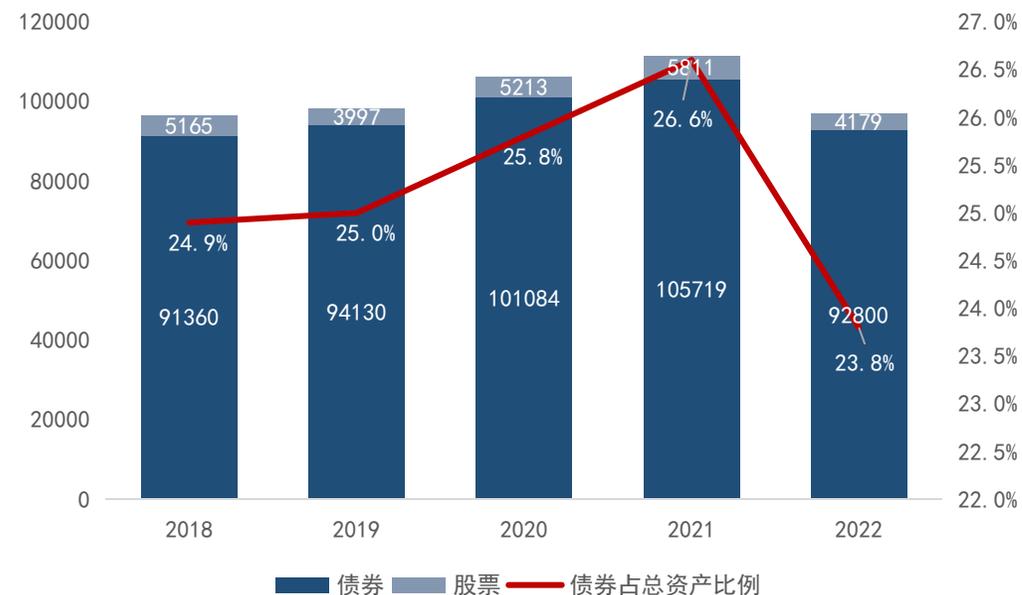
- 为应对日本国内长端利率下行趋势，日本保险业加大海外固收类资产配置。
- 2011年至2022年，日本寿险业海外固收类资产占海外证券比例维持在90%左右；截至2022年，海外固收类资产占海外证券的95.7%，海外权益类资产占比仅为4.3%。

图：2022年日本寿险业债券占比较高（单位：十亿日元，%）



资料来源：LIAJ，国信证券经济研究所整理

图：2022年日本保险业配置以债券为主（单位：十亿日元，%）



资料来源：LIAJ，国信证券经济研究所整理

日本寿险增配境外权益类资产

- 权益类方面，日本保险资管进一步加大境内外权益资产配置比例。
- 2012年至2023年，日本生命保险股票配置比例由17.1%提升至25.7%。其中国内股票占比由11.7%提升至13.8%，国外股票占比由3.8%提升至6.4%。2012-2023年，日本生命保险国内股票平均投资收益率为6.52%，国外股票平均投资收益率为4.60%。

图：日本生命保险资产配置策略

优先贷款	在对利差水平进行综合考量的情况下，考虑参与优先贷款； 运用“日赛绿色贷款”等，支持脱碳
国内债券	计划在观察利率水平的同时投资超长期日本国债； 计划通过投资货币互换的 <u>外国公司债券</u> 和日元计价的公司债券来确保投资收益
对冲国外债券	在有选择地出售低收益债券的同时，计划有选择地投资于外国公司债券，从中长期角度提供合理的收益率
非对冲国外债券	灵活控制外汇风险的整体风险敞口，同时监控利率和汇率水平
国内及海外股票	计划增加对 <u>外国股票和另类资产</u> 的投资； 维持国内股票敞口持平
国内房地产	投资现有物业的升级项目、收购新的优质物业

资料来源：日本生命保险官网，国信证券经济研究所整理

- 随着日本老龄化加重及人口结构调整，日本寿险行业不断加大产品多元化创设，在满足市场差异化保险需求的同时降低负债端成本。



措施：

丰富保险产品体系，推出介护险、多倍赔付定期养老险等产品。

优势：

- 通过多元化的产品体系建设，降低单一产品导致的高成本风险，从而结构化降低负债成本；
- 根据不同保险需求，实现客户分层，从而实现差异化风控。



措施：

下调预定利率，从1985年的6.0%下降至如今0.5%-1.0%。

优势：

- 通过下调预定利率，有效降低寿险公司负债端成本，降低利差损风险。



措施：

升级产品服务，打造养老社区，主推健康险和养老院相关保险产品。

优势：

- 实施“死差益最大化”系统性措施，提升“死差益”，改善经营盈利水平。

招商银行零售客户画像 (2020)

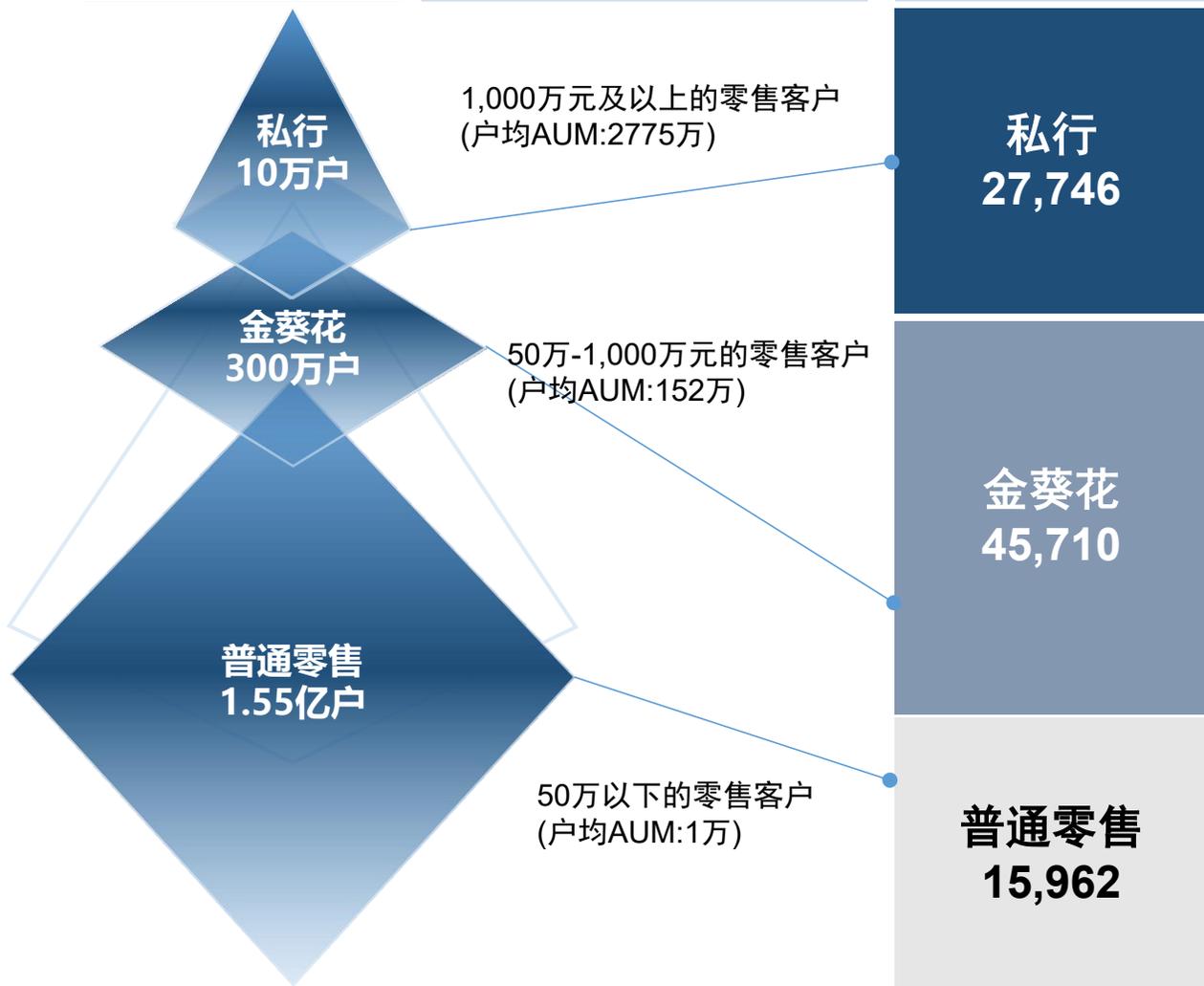
零售客户分布

客户门槛

日均全折人民币总资产

零售AUM

(亿元)



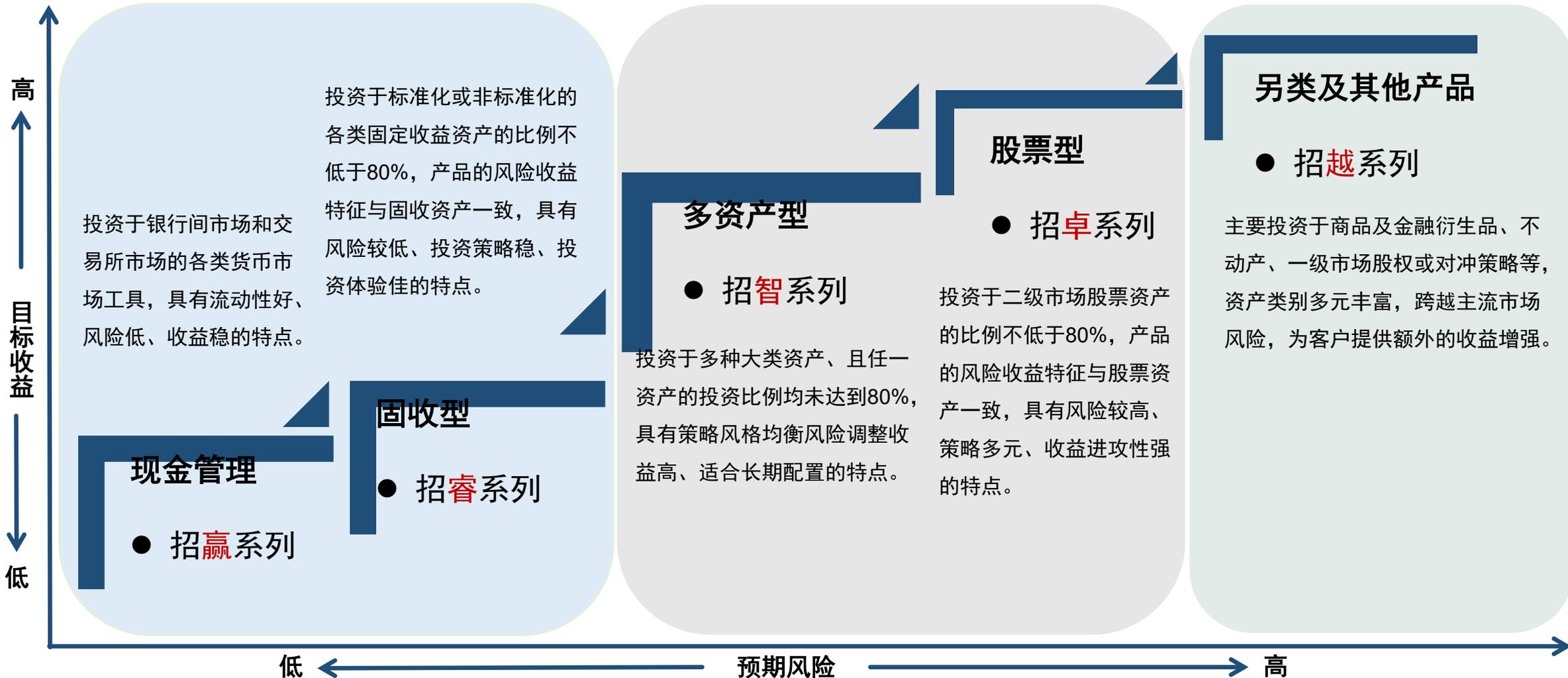
客户诉求、集道及产品服务种类

客户诉求	多元复杂, 除财富保值增值外, 更需解决B端相关业务问题, 对费率不敏感。
客户来源	历史上的80%到90%的私行客户是内部客户升级而来的, 而2019年新的私人银行客户有40%的管理资产是新户。
产品及服务	在个人、家庭、企业三个层面为高价值客户提供专业、全面、私密的私人银行金融与非金融服务, 服务内容包括投资、税务、法务、并购、融资、结算等。构建5大类30个子类的产品体系, 在架产品超5000只: 现金货币类, 固定收益类权益类; 另类投资。
客户诉求	既追求资产配置等个性化服务, 同时具备一定价格敏感性。
客户来源	普通零售客户升级, 其中年轻客户是金葵花客户的重要来源。
产品及服务	量身定制的财务规划, 为客户投资、消费、教育和退休养老做出精心安排, 提供在线银行咨询服务和多币种交易及投资理财服务。及时检视客户投资组合, 获取最佳的风险收益优先供应的理财产品, 精选债市、汇市、股市、货币、商品等各个投资领域量身定制多种资产组合方案。个人理财产品销售渠道分为招行自营和代销, 提供从7天内到一年以上多种理财根据客户风险偏好分为5级: R1(谨慎型); R2(稳健型); R3(平衡型); R4(进取品期限型); R5(激进型)
客户诉求	社交、简单信息传递, 对费率较为敏感。
客户来源	争取线上获客, 接入互联网平台线上流量入口, 发行知名IP联名卡。
产品及服务	时富账户可实现现金集中管理和投资管理, 集中分脑资金, 利用自动理财功能获得更高的收益: 流通各个投资市场, 直接进行股禁投资、基金和外汇买卖、同时可投资招商银行的受托理财产品和定期存款。

资料来源: 招商银行, 国信证券经济研究所整理

- 招银理财产品品牌整合好，辨识度高，如每个产品线以单字对应

图：招银理财产品线齐全



资料来源：公司官网, 国信证券经济研究所整理

- 现金管理类产品具有收益水平高于传统货基、流动性好等优势
- 招银理财通过“朝朝宝”等现金类产品优化了支付功能，可以替代活期成为流动性管理工具

图：“朝朝宝”具备账户支付功能



资料来源：招商银行APP，国信证券经济研究所整理

表：招银理财代表性现金管理类产品

产品简称	风险等级	运作方式	管理费率	起投金额	业绩基准
招赢聚宝盆	PR1	每日开放	30bp	0.01元	中国人民银行公布的7天通知存款利率
招赢日日欣	PR1	每日开放	20bp	0.01元	
招赢日日盈	PR1	每日开放	30bp	0.01元	

资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

图：七日年化收益率(%)

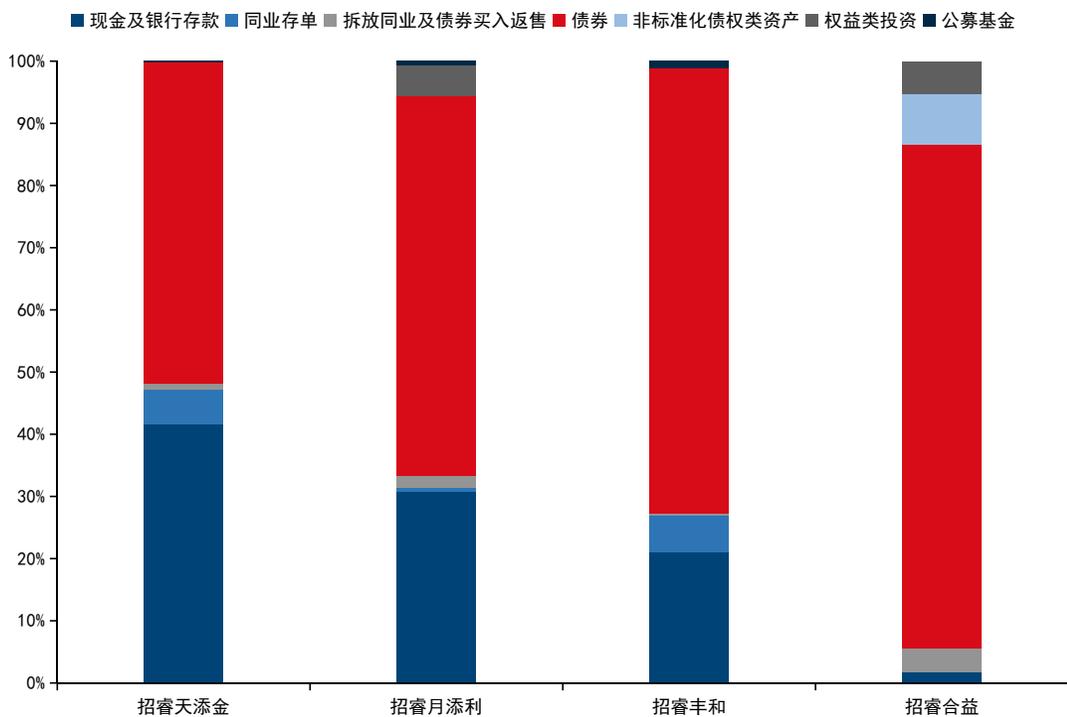


资料来源：iFinD，国信证券经济研究所整理

招银理财产品线：固定收益类

- 配置主要是纯债类和“固收+非标”类，管理费率差异较大
- “纯债+非标”产品收益弹性高于“纯债”类
- 固收类产品是最受“资产荒”困扰的产品类型，从这一视角看，通过多资产配置寻找“固收+”的收益增厚方案具有持续性

图：招银理财固收类产品以配置债券/存单和货币市场工具为主，以非标为辅

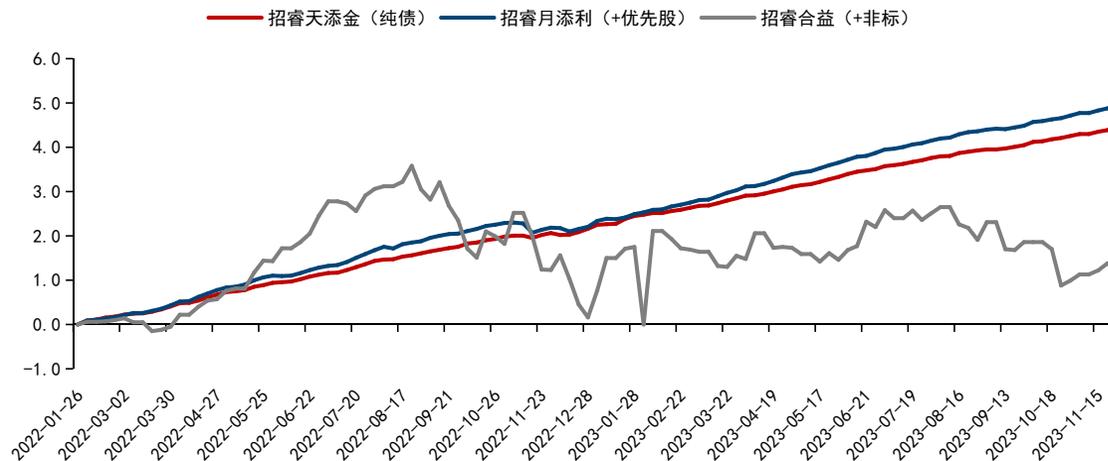


表：招银理财代表性固收类产品

产品简称	风险等级	运作方式	投资范围	管理费率	起投金额	业绩基准
纯债固收类 招睿天添金	PR2	开放式	固定收益类资产不低于80%	15bp	1元	中国人民银行公布的一年期定期存款基准利率
非标固收类 招睿月添利	PR2	开放式	固定收益类资产不低于80%，非标准化债权资产0%-49%；权益类资产(仅限优先股)0%-5%；衍生金融工具合计(以保证金计)0%-5%。	15bp	1元	年化2.40%-3.60%
非标固收类 招睿合益	PR3	封闭式	固定收益类资产不低于80%，其中非标准化债权资产占0-49%；权益类资产、衍生金融工具合计占0-20%，其中高波动性资产不高于5%	50bp	100元	年化4.20%-7.20%

资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

图：“纯债+非标”产品收益弹性高于“纯债”类



资料来源：iFinD，国信证券经济研究所整理

资料来源：产品公告，国信证券经济研究所整理。注：为2022年度报告披露数据。

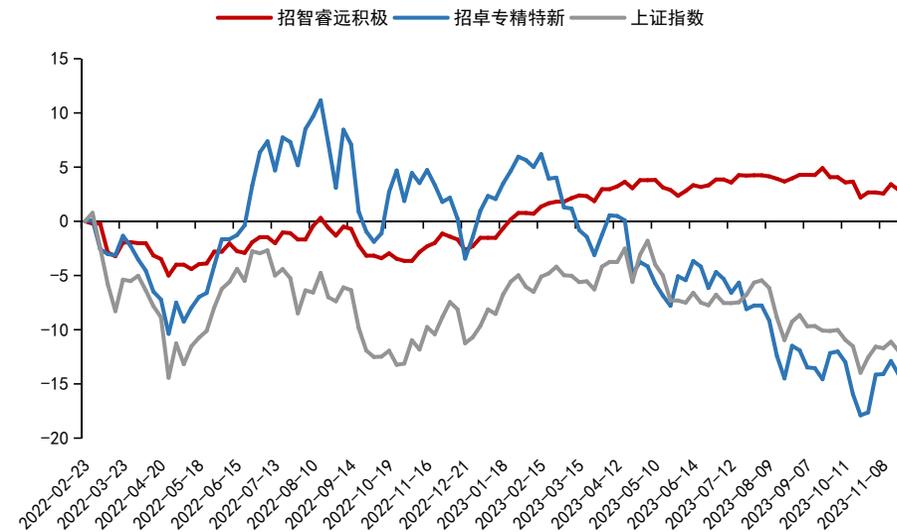
- 招银理财相关产品特点体现在，为更好获得绝对收益机会，一般采取一定封闭期运作，且资产配置结构调整灵活
- 目前权益类产品实际运作表现看，相关产品表现仍差强人意，显著体现在净值波动性大，绝对收益特征偏弱等问题。我们认为纯权益产品线仍以“小步慢挪”为主，即先以1至2款长久期产品打出品牌，这方面理财子公司可以通过FOF形式探索养老、ESG等场景
- 混合类产品一方面可以满足理财客户配置需求，另一方面也在拓展理财子公司的投资边界，减少对传统非标资产的依赖。我们判断未来高比例配置权益的混合类产品可能因收益波动大导致客户需求有限，而对债券增厚一定收益（3-4%）的“固收+”类产品仍有巨大增量机会

表：招银理财偏股/权益类代表性产品

产品简称	风险等级	运作方式	投资范围	管理费率	起投金额	业绩基准
偏股混合 招智泓瑞FOF	PR3	定期开放式	固定收益类资产40%-80% 权益类资产0-60% 商品及金融衍生品0-20%	80bp	100元	年化2.00%-8.00%
偏股混合 招智睿远积极	PR4	设有12个月的最短持有期	固定收益类资产不低于40% 权益类资产、商品及金融衍生品类资产20%-60%，其中商品及金融衍生品类资产0-20%	120bp	10元	45%*沪深300指数收益率+50%*中债总财富指数(1-3年)收益率+5%*活期存款利率
权益类 招卓专精特新	PR5	定期开放式	权益类资产 80%-95% 固收类资产不低于 5% 商品及金融衍生品 0-15%	150bp	100元	中证新兴产业指数(000964.CSI)×90%+上证国债指数收益率×10%

资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

图：偏股/权益类产品收益表现各异



资料来源：iFinD，国信证券经济研究所整理

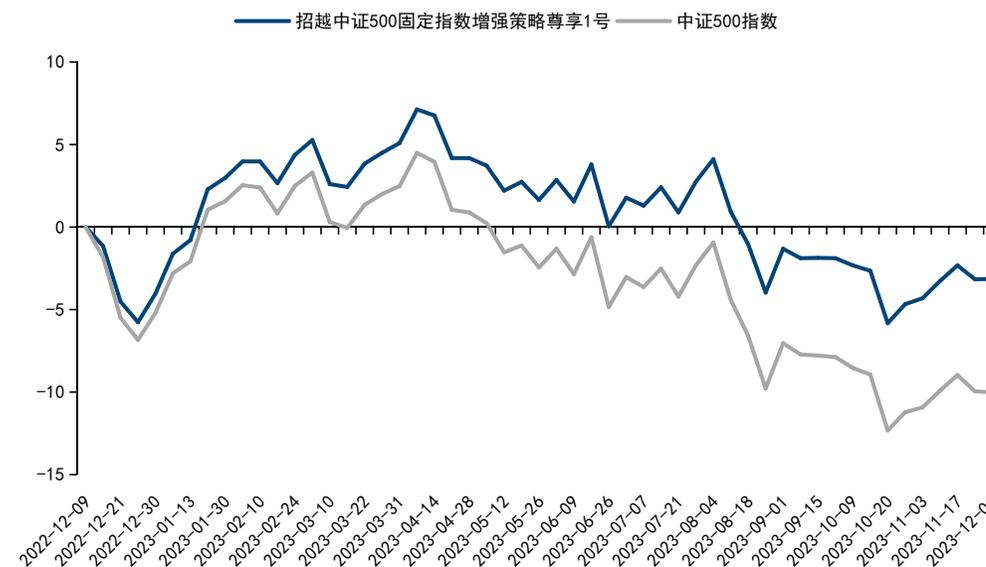
- 按照招银理财官网披露，该系列产品主要投资于商品及金融衍生品、不动产、一级市场股权或对冲策略等，资产类别多元丰富，为客户提供额外的收益增强。以招越中证500固定指数增强产品看，该产品在近一年内整体跑赢市场基准
- 衍生品类产品是把“双刃剑”：一方面即使在当前非标资产较缺失的阶段，该产品仍有机会提供8%-10%的绝对收益水平回报（即对应“雪球敲出”），另一方面在出现市场极端行情时（即对应“雪球敲入”），客户会有较大概率出现本金损失的可能性。目前该产品均为PR5级，认购门槛较高，主要针对风险偏好较高的高净值客户，机构可以打造为有一定影响力的品牌线，但尚难大规模向普惠客户推广

表：招银理财衍生品类代表性产品

产品简称	风险等级	运作方式	投资范围	管理费率	起投金额	业绩基准
招越臻选联动系列2号	PR5	定期开放申赎	债券,商品,利率,其他	60BP	1006万	5%/年
招越臻选雪球1号	PR5	定期开放申赎		60BP	1006万	6%/年
招越中证500固定指数增强策略尊享1号	PR5	定期开放申赎	衍生金融工具不低于80%	24BP	40万	中证500指数收益率

资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

图：招越中证500固定指数增强近一年收益率跑赢基准



资料来源：iFinD，国信证券经济研究所整理

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的6到12个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A股市场以沪深300指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.GSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普500指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数10%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告意见或建议不一致的投资决策。

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

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。



国信证券

GUOSEN SECURITIES

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路125号国信金融大厦36层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路1199弄证大五道口广场1号楼12楼

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街6号国信证券9层

邮编：100032