

竞合之势：机构资管业务总览

——机构立体博弈系列之四

行业研究 · 深度报告

证券分析师：孔祥	证券分析师：王剑	证券分析师：陈俊良	证券分析师：田维韦	证券分析师：王德坤	联系人：王京灵
021-60375452	021-60875165	021-60875161	021-60875161	021-61761035	0755-22941150
kongxiang@guosen.com.cn	wangjian@guosen.com.cn	chenjunliang@guosen.com.cn	tianweiwei@guosen.com.cn	wangdekun@guosen.com.cn	wangjingling@guosen.com.cn
S0980523060004	S0980518070002	S0980519010001	S0980520030002	S0980524070008	

- 近年来，在监管政策优化以及金融市场成熟背景下，各类基金产品越来越受到商业银行、保险资管、理财子等机构青睐，估计超过12万亿元公募基金产品由机构配置。尤其是公募基金加大指数化运作，具备较强的工具属性，是银行和保险等金融机构大类资产配置的重要渠道，公募基金为相关机构提供了丰富的期限、品种投资选择，能够满足绝对收益回报需求，且在税收、流动性等维度上存在优势。相关机构需求的完善构成了公募基金机构业务，我们为此编撰机构资管业务总览，分析“银行-理财-保险-基金”中的竞争与合作关系。
- **资产配置与监管政策调整，机构业务新一轮更新迭代将至。**机构市场需求谋变，金融市场环境更加复杂多变，传统资产配置逻辑与框架在实践中的有效性将面临挑战，比如经济增速逐渐下台阶，长期利率水平下降，固收资产绝对收益水平降低，信用下沉策略的性价比下降，较难满足收益诉求；而权益配置比例的提升使得组合不稳定性增加，易与负债端形成共振放大波动等。这些都对机构业务投资研究、产品创设乃至销售能力提出更高要求。以2023年以来规模扩张的指数利率债基为例，一方面，新资本管理办法要求下，主动管理类基金披露信息有限，银行对透明度高的指数化产品需求快速上升；另一方面，随着利率进入低波动阶段，长期看主动管理利率债基Alpha减小，而利率债指数基金较低的费率、较高的流动性等特征，成为机构配置传统债券基金较好的替代品种。
- **运用创新视角，把握解决路径。**一是开发运用各类创新型工具，充分扩展有效前沿，优化组合风险收益特征。比如充分重视衍生工具运用；积极进行私募股权、不动产、Reits产业等新资产布局；同时探索跨区域全球化布局，进一步分散风险，获取多样化的收益来源。二是优化传统的大类资产配置框架，充分挖掘细分品种的相对价值，利用其差异化的风险收益特征，构建更多策略组合，丰富资产配置工具箱，构建颗粒度更细的多策略组合，进一步满足多样化负债诉求，如银行的理财委外、保险的OCI账户；最后，与零售资管业务类似，探索投与顾的协同，针对区域银行、中小保险公司开展专属投顾服务。
- **风险提示：**长端利率下行、投资者风险偏好变化、经济下行超预期、监管政策变化等。

[01] 机构金融市场纵览

[02] 机构投基方法体系

[03] 政策驱动新需求

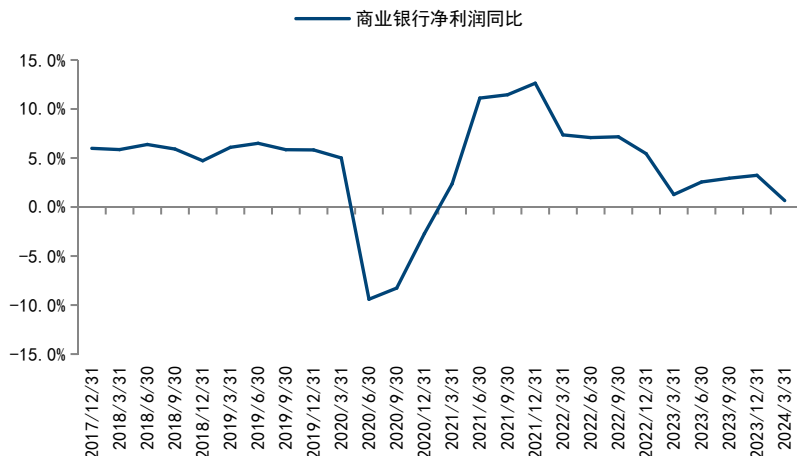
[04] 产品创新解需求

[05] 产品筛选与销售

银行业整体经营景气度边际下降

- 从商业银行整体数据来看，银行业净利润增速回落，行业经营压力增加。
- 从上市银行数据来看，2023年上市银行合计营业收入同比下降0.8%，2024年一季度同比下降1.7%；2023年上市银行合计归母净利润同比增长1.4%，2024年一季度归母净利润同比下降0.6%。

图：商业银行整体净利润增速回落



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图：上市银行营收增速回落



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图：上市银行归母净利润增速回落

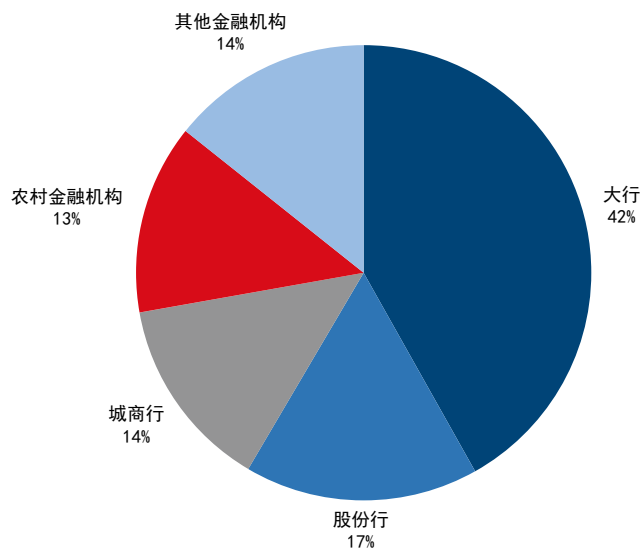


资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

但六大行资产占比提升，对其他银行有显著挤出效应

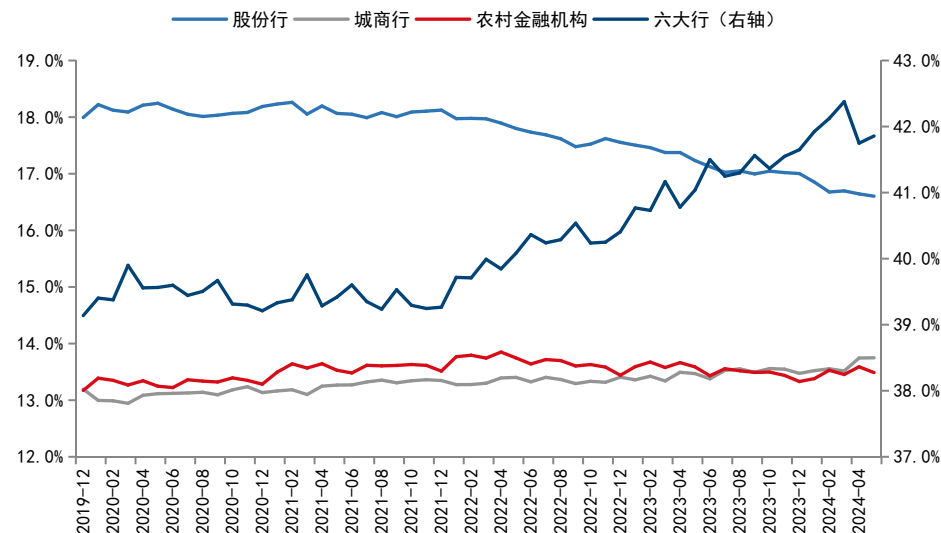
- 2023年5月末六大行总资产占据银行业金融机构的42%，股份行、城商行、农村金融机构、其他金融机构占比分布则较为均匀；
- 纵向来看，近几年六大行资产占比提升明显，股份行资产占比下降，城商行和农村金融机构资产占比较为稳定。

图：2023年5月末不同类型银行业金融机构资产占比（境内口径）



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

图：不同类型银行业金融机构资产占比变化（境内口径）

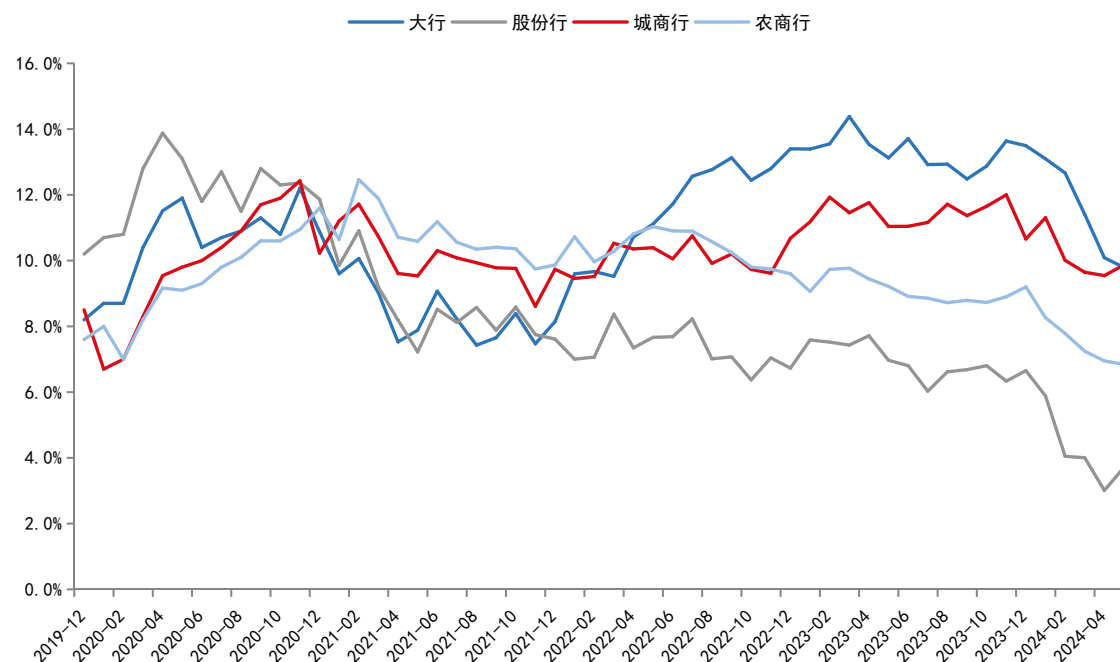


资料来源：国家金融监督管理总局，Wind，国信证券经济研究所整理

不同类型银行资产增速均回落，大行回落幅度较慢

➤ 2024年以来不同类型银行资产增速均回落。这主要受同比基数较高、信贷需求较弱以及监管引导银行均衡投放等多重因素影响。

图：不同类型商业银行资产增速均回落

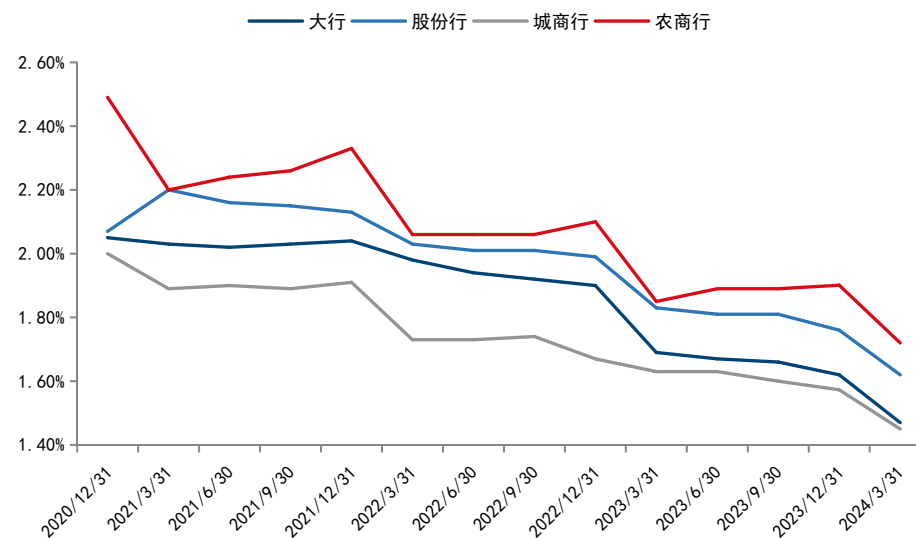


资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

“高收益资产匹配高成本负债”的发展模式愈发困难

- 从监管数据披露的分类型银行净息差来看，不同类型商业银行净息差走势接近，均持续回落。

图：不同类型商业银行净息差走势差异不大



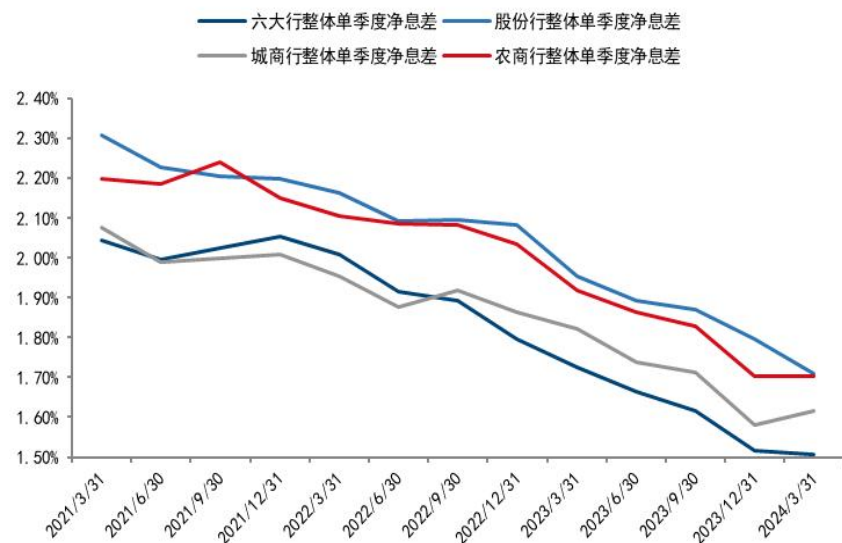
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

股份行/城农商行息差压力本质来自负债扩张与资产稀缺产生缺口



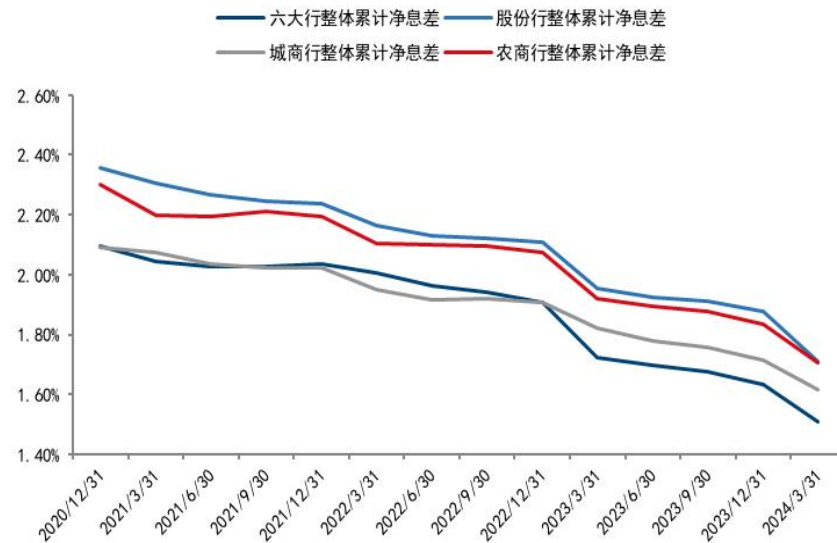
➤ 从上市银行数据来看，测算的上市银行单季度净息差、累计净息差以及银行披露的存贷款利差走势中，各类型银行趋势基本接近。

图：不同类型上市银行单季净息差均回落



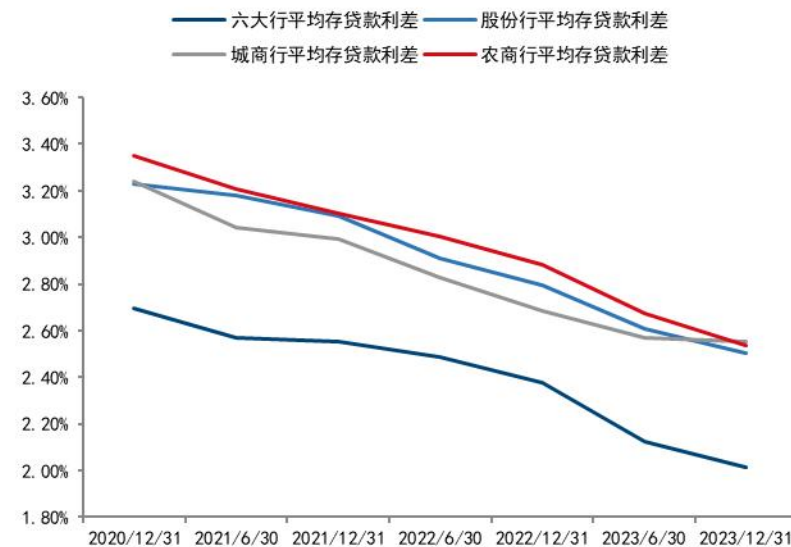
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图：不同类型上市银行累计净息差均回落



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图：不同类型上市银行存贷利差均回落

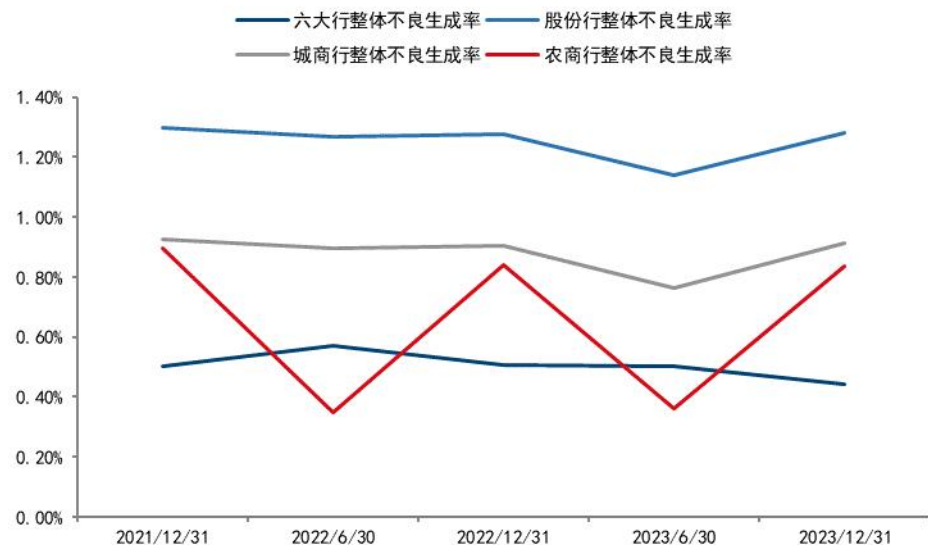


资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

银行资产质量随着区域化债有所改善，但资产收益下行

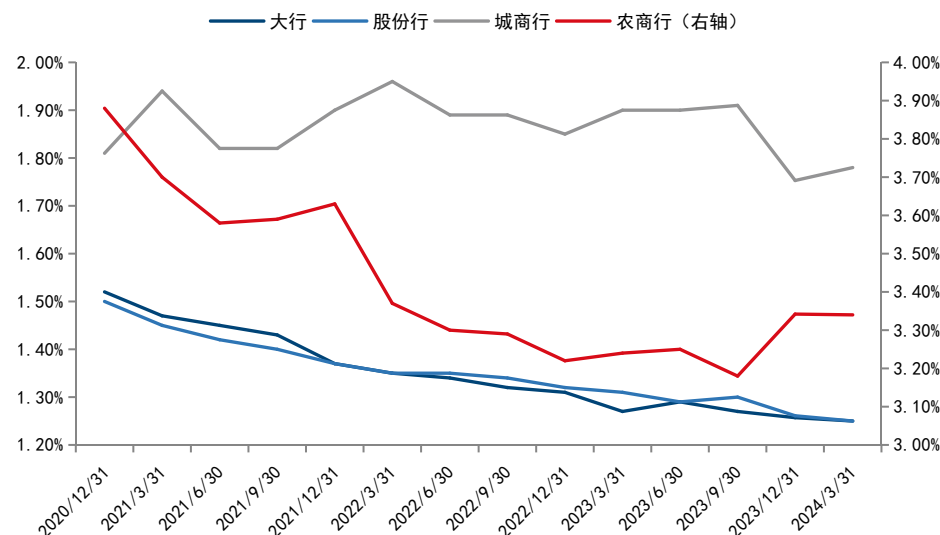
- 不同类型银行2023年以来的不良率均走势有所分化，其中农商行不良率有所上升，其余类型银行不良率回落。
- 不过从上市银行数据来看，各类型银行的不良生成率同比均保持稳定（环比变化主要是季节性波动引起）。因此前述不良率的变化或与不同银行的不良贷款处置等因素有关，实际的边际变化可能区别不大。

图：分类型银行不良生成率情况



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图：不同类型银行不良率走势

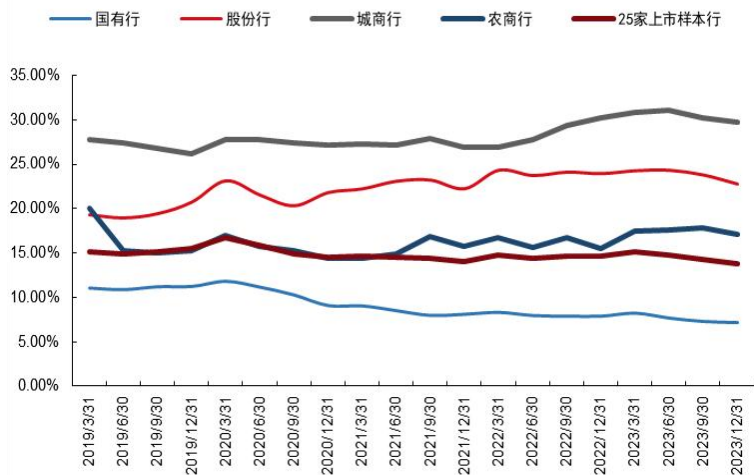


资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

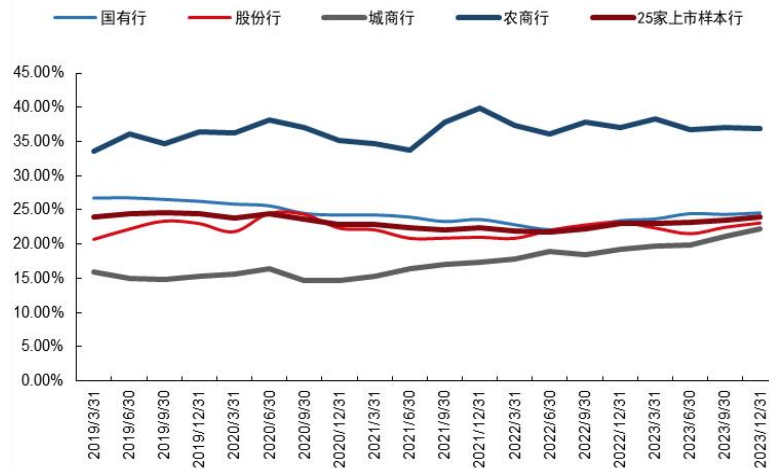
股份行和城商行FVPL增加，交易持续活跃

- 大行以配置盘为主；股份行和城商行交易盘（FVPL）占比更高，且2022年以来城商行FVPL和FVOCI配置比例有所提升。
- 农商行FVOCI占比最高，可能主要是大部分农商行交易能力较弱，因此把投资放在了FVOCI里面。农商行FVPL账户比例不高，但2021年以来有小幅上行态势。

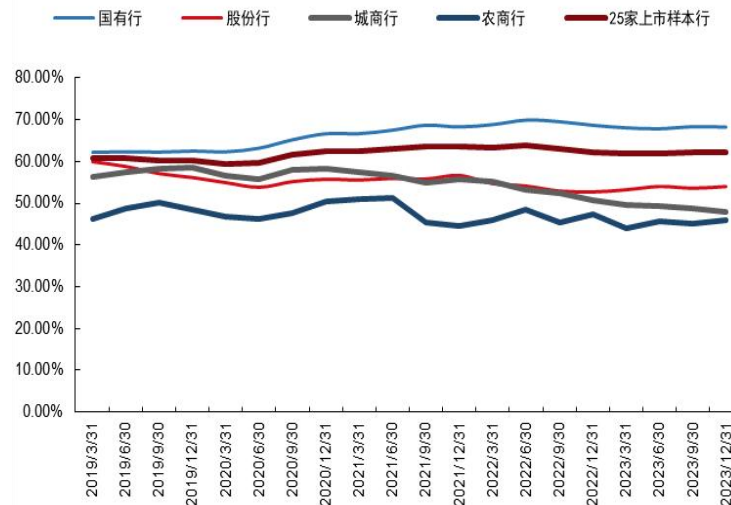
图：25家上市银行金融投资中FVPL占比



图：25家上市银行金融投资中FVOCI占比



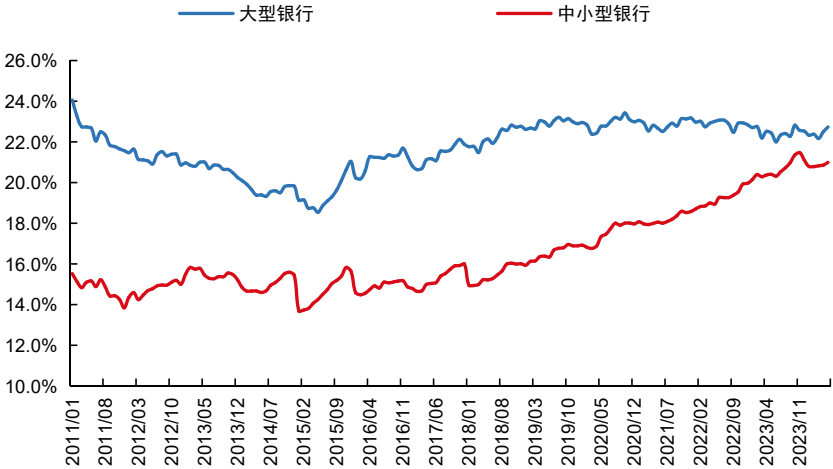
图：25家上市银行金融投资中AC占比



区域中小银行债券投资占比持续提升

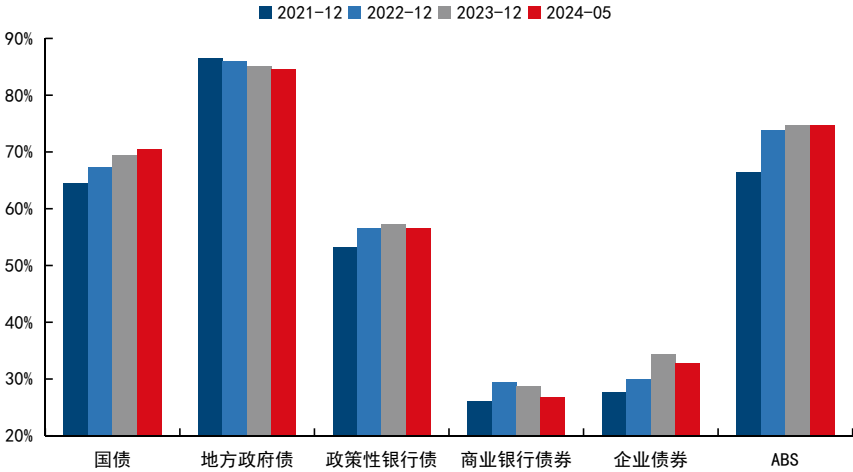


图：不同类型银行债券投资占资金运用比重



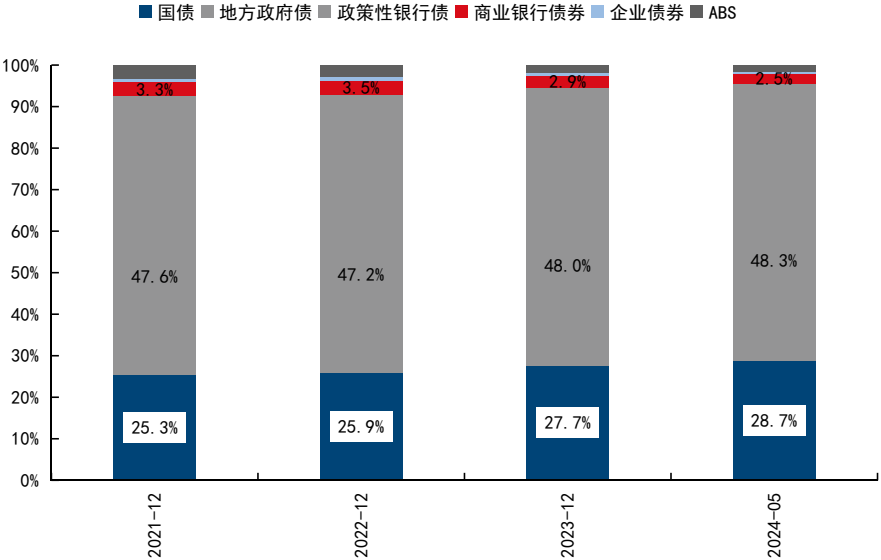
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图：各类银行间债券由商业银行持有的比例



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图：银行持有的债券品种结构



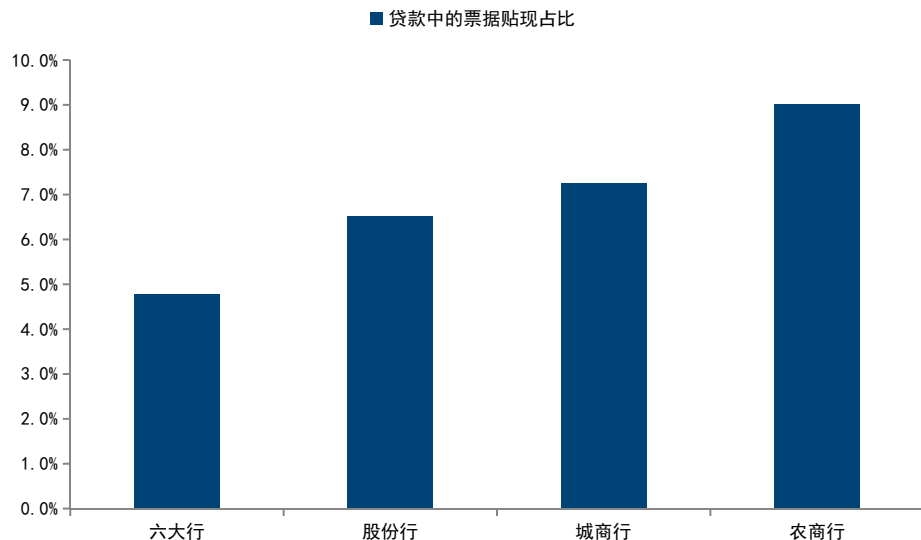
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

- 近几年中小银行投资债券比重提升较为明显。
- 从银行持有的债券品种来看，2023年以来主要是国债和地方政府债券比重提升比较明显。
- 从各类债券持有者结构来看，国债由商业银行持有的比例持续提升；2022-2023年政策银行债和企业债由银行持有的比例也略有提升，但2024年都略有回落；地方政府债由银行持有的比例则有所回落。

边际增量：农商行加大长债配置

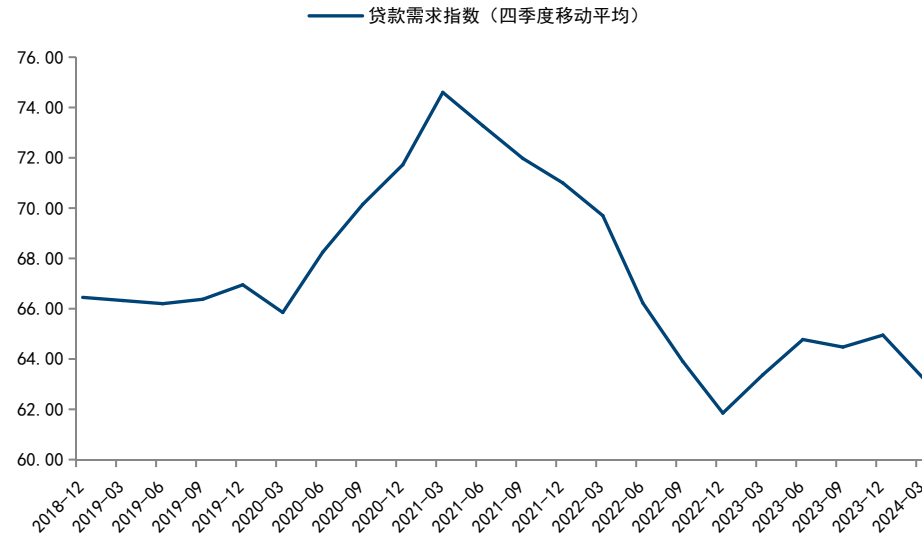
- 据21世纪经济报道，4月份华东某省央行地方分行对部分农商行进行窗口指导，要求降低债券久期。此外，今年3月央行专门调研农商行参与债市情况。农商行加大债券投资力度，有两方面原因：
- 一是“资产荒”。农商行经营地域一般位于县域，本身的信贷需求相对就少一些，去年以来市场整体信贷需求疲弱，农商行面临的“资产荒”也加剧；二是农商行整体信用风险压力更大，而债券投资的风险相对低一些，可以一定程度上缓和农商行资产质量压力。

图：农商行本身的信贷需求就相对少一些，因此其贷款中票据贴现占比较高



资料来源：发债银行2023年报，国信证券经济研究所整理。
注：数据基于182家样本发债银行数据计算。

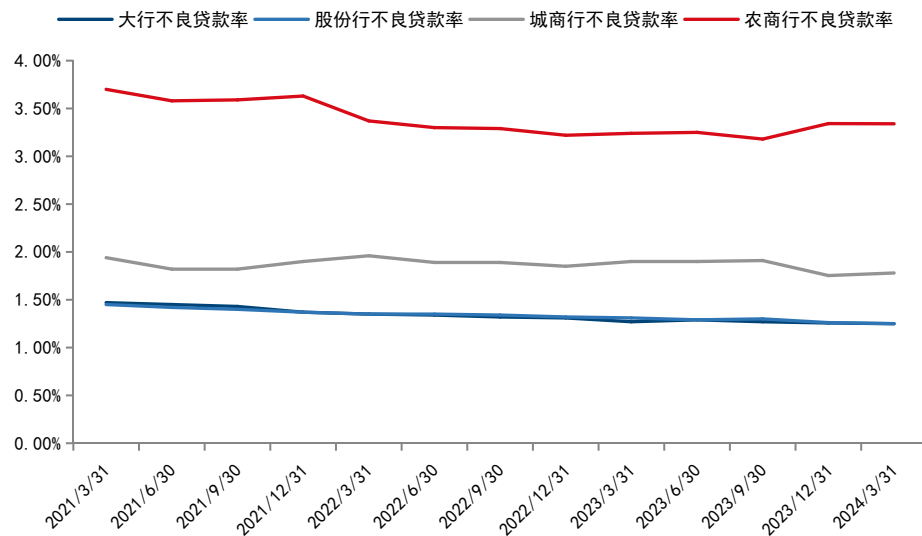
图：2023年以来贷款需求指数处于较低水平



资料来源：央行，国信证券经济研究所整理

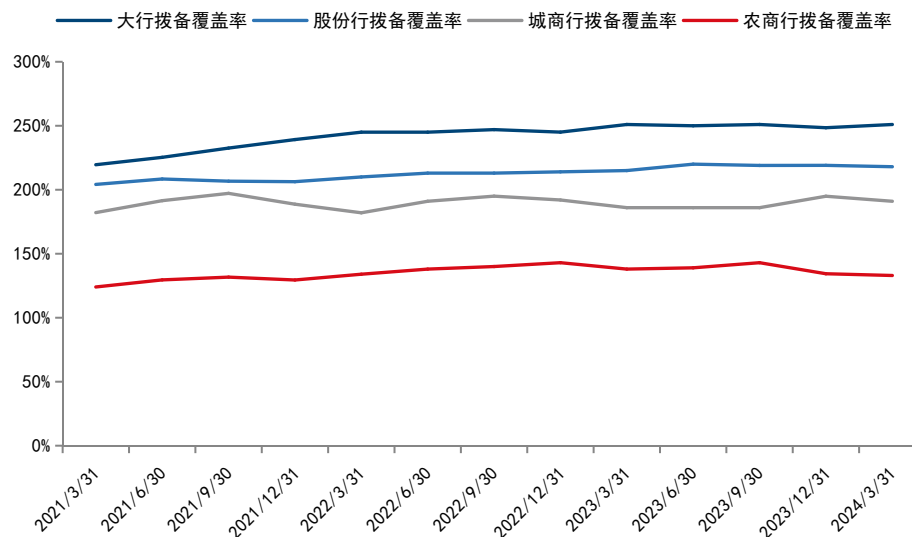
- 二是农商行整体资产质量压力更大，而债券投资的风险相对低一些，可以一定程度上缓和农商行资产质量压力。

图：农商行不良率较高



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

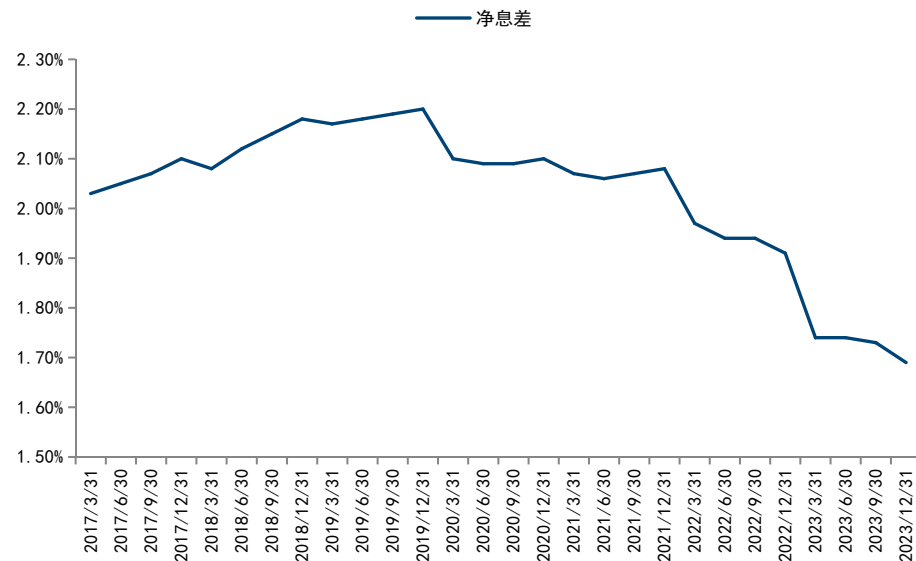
图：农商行拨备覆盖率较低



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

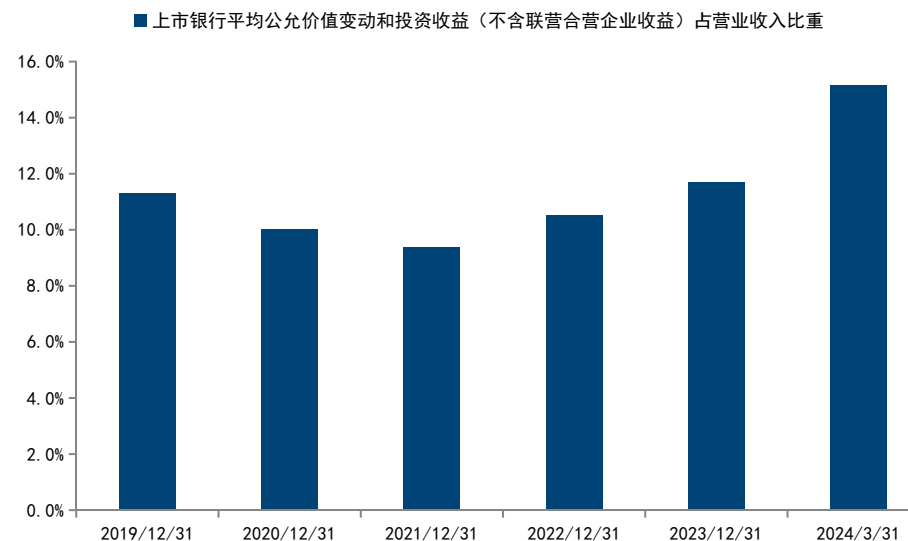
- 除传统的流动性管理之外，金融市场条线对银行的收入贡献也在增加。尤其是近几年银行业净息差持续收窄，与净息差相关性相对较低的交易类业务，成为银行获取收入的重要来源

图：银行净息差持续收窄



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

图：上市银行公允价值变动、投资收益等对收入贡献度持续增加

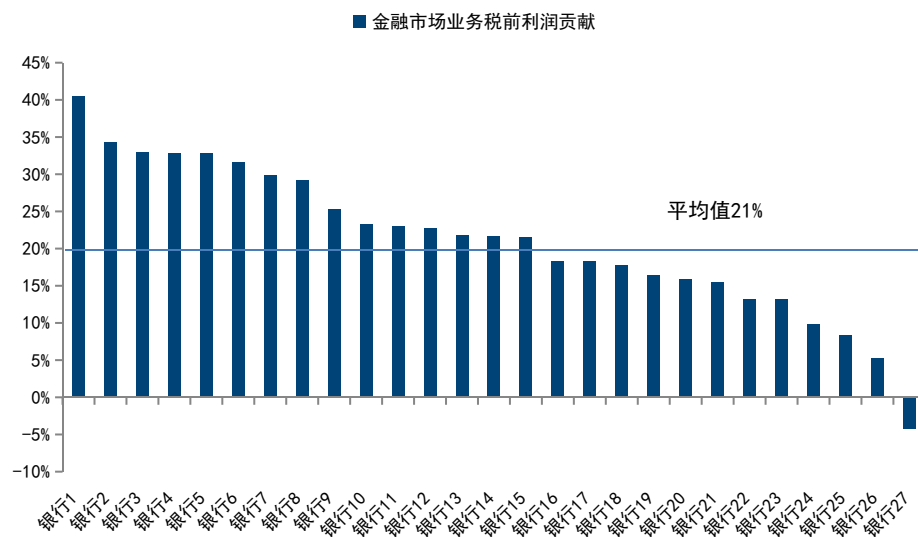


资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

债券交易带来的投资收益成为商业银行业绩增长核心抓手

- 除交易类收入外，金融市场条线也会有利息净收入、手续费净收入等其他收入。整个金融市场条线的税前利润已经占据很高比重，2023年上市银行金融市场条线的税前利润占公司税前利润总额的比重平均值为21%，绝大部分银行在10%-35%之间。

图：金融市场条线对银行税前利润贡献度很大



资料来源：上市银行2023年报，国信证券经济研究所整理

金融市场条线具有资本消耗低、批发属性强、中收潜力大等特点

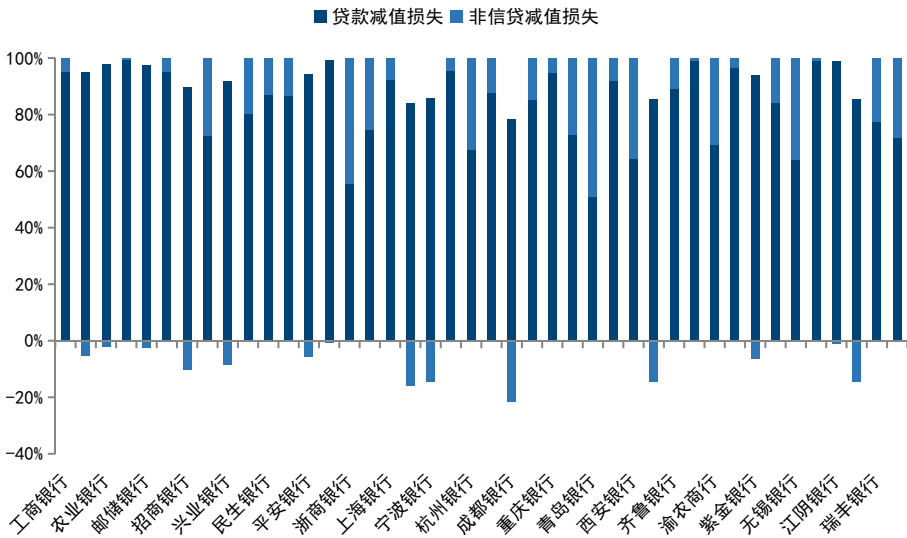


- 与传统存贷款业务相比，金融市场业务也有其独特价值：
- 一是金融市场条线的投资以利率债、同业资产为主，资本消耗少；
- 二是金融市场业务的信用风险相对较低。上市银行信用风险中约96%是贷款减值损失；
- 三是金融市场业务往往单笔规模较大，操作成本相对较低。

表：主要资产类别的风险权重

	风险权重（第一档）	风险权重（第二档）
国债	0%	0%
地方政府债	10-20%	10-20%
政策性金融债	0%	0%
银行同业	20-40%（A级以上商业银行）	20-40%
非银同业	75-100%	100%
对公贷款	75-100%（大部分情形）	75-100%（大部分情形）
个人住房贷款	20-40%（大部分情形）	75%（大部分情形）
其他零售贷款	45-75%（大部分情形）	45-75%（大部分情形）
次级债权	150%	150%

图：上市银行信用风险主要来自贷款



资料来源：《商业银行资本管理办法》，国信证券经济研究所整理

资料来源：上市银行2023年报，国信证券经济研究所整理

- 银行从业务条线划分来讲，一般按客群分为三个条线，即针对企事业单位的公司金融条线、针对个人的零售金融条线、针对金融机构的金融市场条线，再辅之以一些行政支持部门。
- 金融市场条线的划分则根据产品不同，一般分为金融市场部、金融同业部、资产管理部、资产托管部、投资银行部等。

表：金融市场条线的主要部门

	部门职能
金融市场部	货币市场拆借与回购，自营债券投资与交易，存单发行，代客交易（包括外汇、衍生品、贵金属、大宗商品等），做市业务等
金融同业部	同业投资、同业存款、票据业务等。其中少数银行会将票据业务单独设置一个部门
资产管理部	理财产品创设和理财资金投资。其中部分银行通过理财子公司从事该业务
资产托管部	各类金融资产的托管业务
投资银行部	通过资本市场手段为企业提供融资

资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

金融市场条线的组织架构：上市银行统计



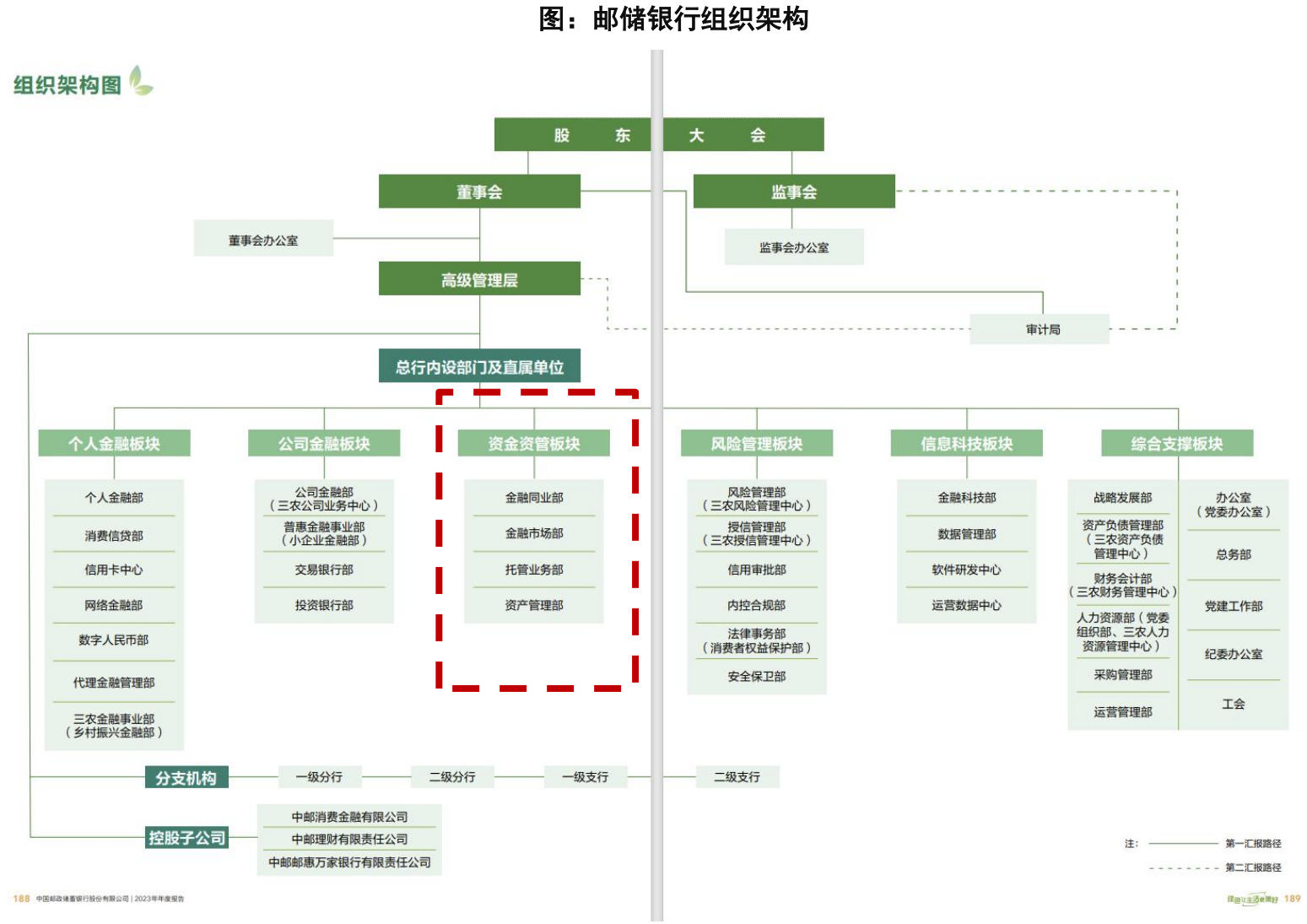
表：上市银行金融市场条线组织架构

	金融市场部	金融同业部	资产管理部	资产托管部	投资银行部	其他部门
工商银行	√		√	√	√	贵金属业务部、票据营业部
建设银行	√	√		√	√	贵金属及大宗商品业务部
农业银行	√			√	√	
中国银行	√	√		√	√	
邮储银行	√	√	√	√	√	
交通银行	√	√		√	√	
招商银行	√	√	√	√	√	票据业务部
中信银行	√			√	√	
平安银行	√	√		√	√	
华夏银行	√		√	√	√	
浙商银行	√	√	√	√	√	票据业务部
北京银行	√			√	√	同业票据管理部
江苏银行	√	√	√	√	√	票据经纪业务部；投行与资产管理总部
宁波银行	√		√	√	√	票据业务部
南京银行	√	√	√	√	√	
杭州银行	√		√	√	√	
长沙银行	√		√	√	√	
成都银行	√		√	√	√	
贵阳银行	√		√		√	
重庆银行	√		√	√	√	
郑州银行	√		√		√	
青岛银行	√			√	√	票据业务部
苏州银行	√	√	√	√		
西安银行	√		√		√	
厦门银行	√			√	√	
齐鲁银行	√		√		√	
兰州银行	√		√			
渝农商行	√			√	√	
青农商行	√	√	√		√	
无锡银行	√		√			
沪农商行	√		√	√	√	

➤ 不同银行的金融市场条线部门设置大同小异。我们汇总了部分在2023年报当中披露组织架构信息的上市银行组织架构情况

资料来源：各公司2023年报，国信证券经济研究所整理

我们从国有行、股份行、城商行、农商行中各选了一家组织架构清晰的代表性银行作为示例



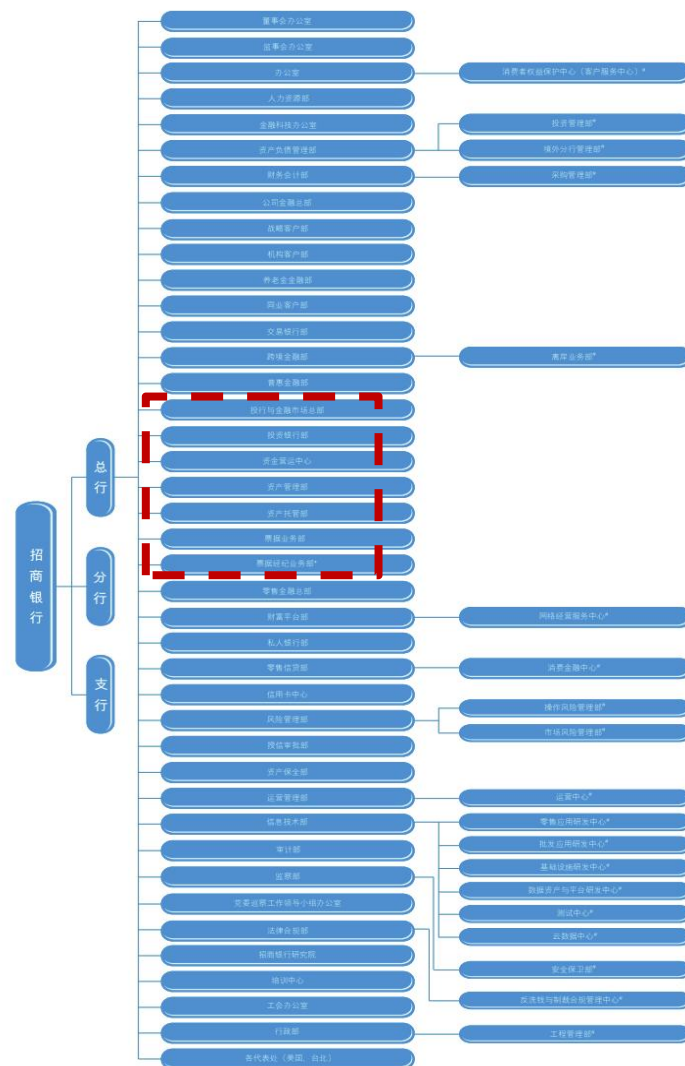
资料来源：公司年报，国信证券经济研究所整理

金融市场条线的组织架构：股份行示例



- 我们从国有行、股份行、城商行、农商行中各选了一家组织架构清晰的代表性银行作为示例

图：招商银行组织架构



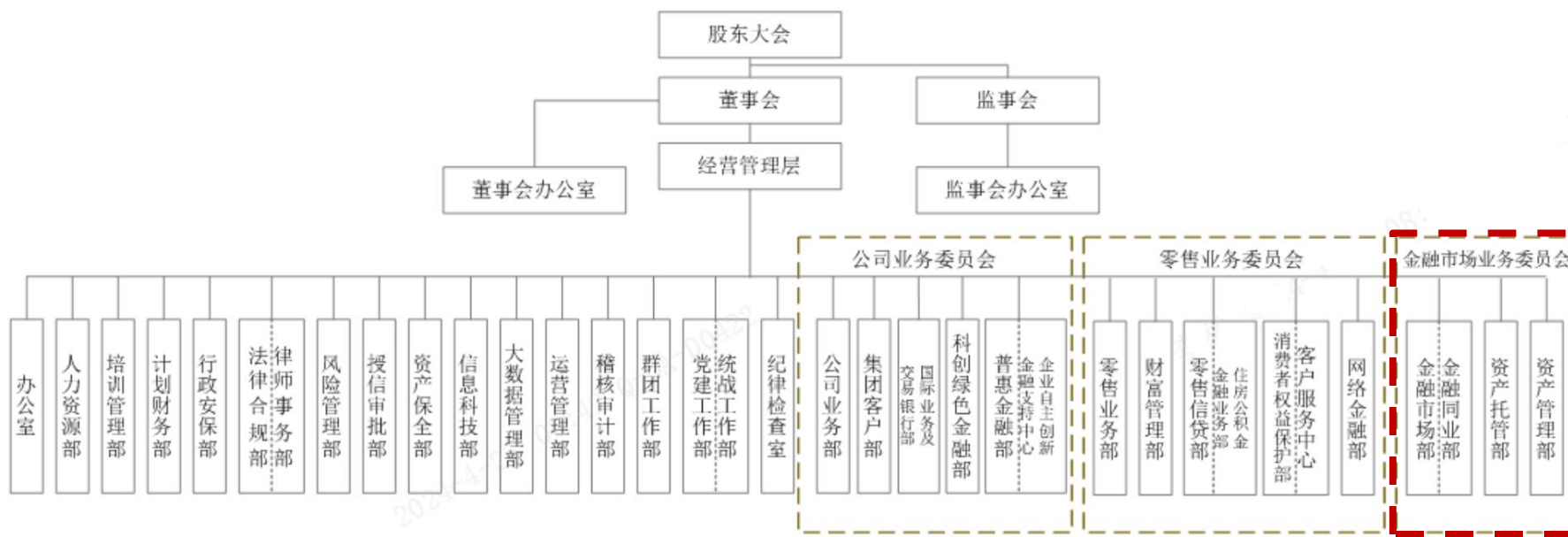
注: *为二级部门 **为独立二级部门

资料来源：公司年报，国信证券经济研究所整理

金融市场条线的组织架构：城商行示例

- 我们从国有行、股份行、城商行、农商行中各选了一家组织架构清晰的代表性银行作为示例

图：苏州银行组织架构

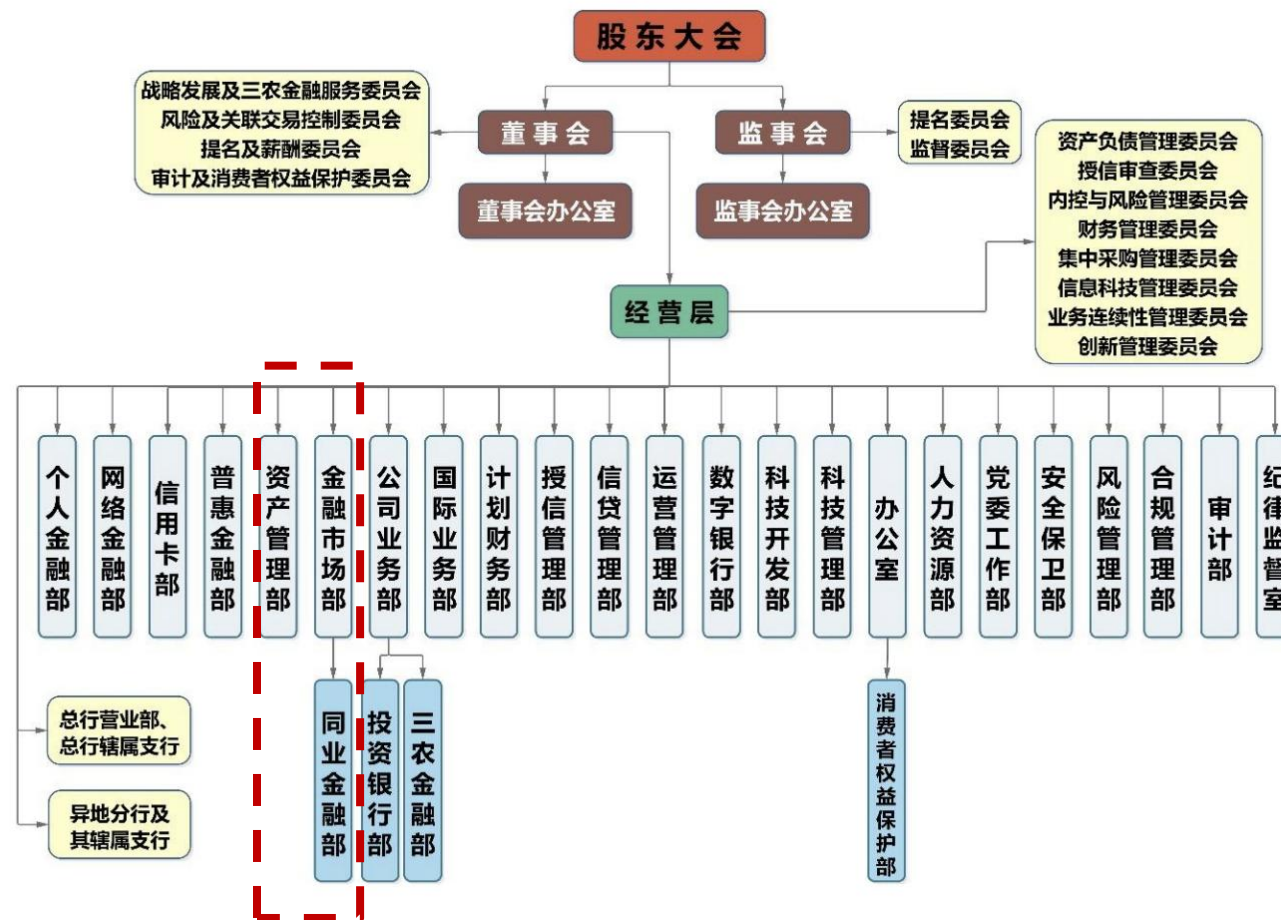


资料来源：公司年报，国信证券经济研究所整理

金融市场条线的组织架构：农商行示例

图：无锡银行组织架构

- 我们从国有行、股份行、城商行、农商行中各选了一家组织架构清晰的代表性银行作为示例

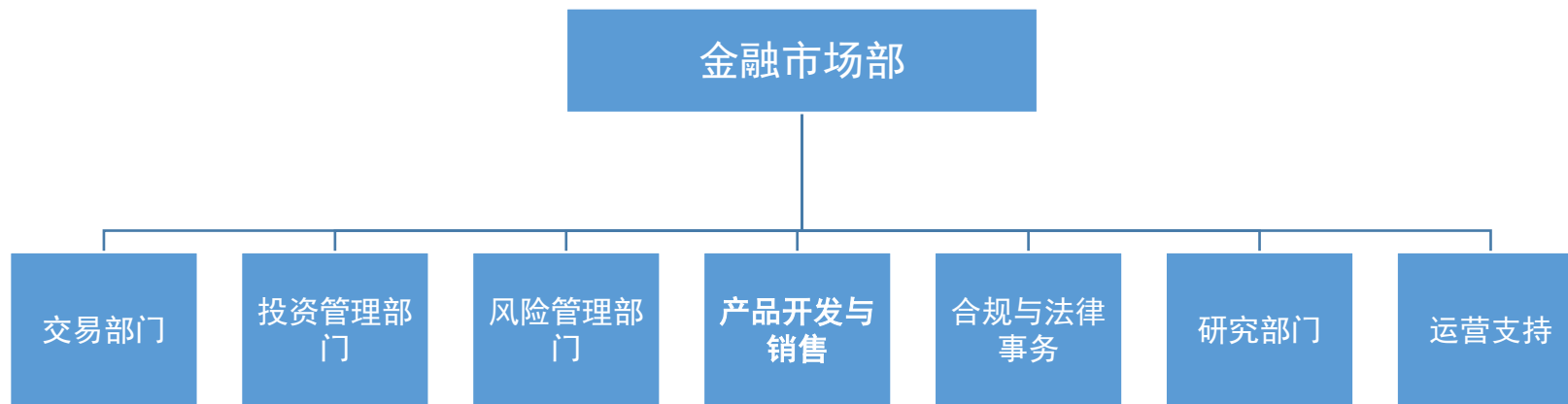


资料来源：公司年报，国信证券经济研究所整理

部门内部组织架构拆分：以金融市场部为例

- 商业银行的金融市场部通常具有综合性职能，其架构设计旨在覆盖广泛的金融市场活动，确保高效运作和风险管理。虽然不同银行的具体架构可能有所差异，但一般而言可以概括为几个核心部分

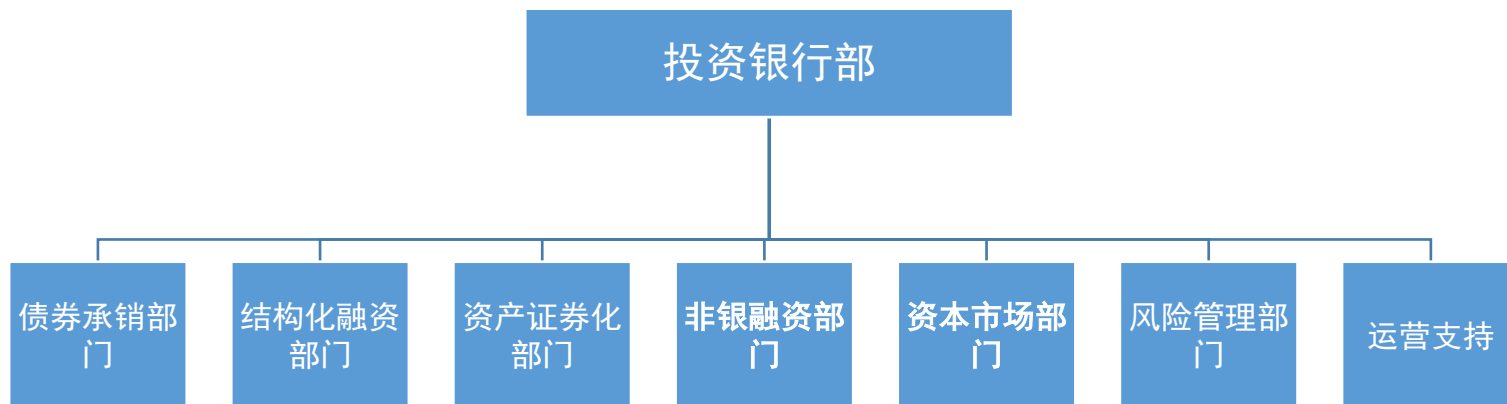
图：金融市场部的子部门示例



资料来源：各公司官网，国信证券经济研究所整理

- 不同银行的投资银行部业务职能类似，主要是通过资本市场为企业提供融资服务，除贷款外的其他融资方式均可归入投资银行部，比如债券承销、非标融资、并购融资、资产证券化、财务顾问等

图：投资银行部的子部门示例



资料来源：各公司官网，国信证券经济研究所整理

[01] 机构金融市场纵览

[02] 机构投基方法体系

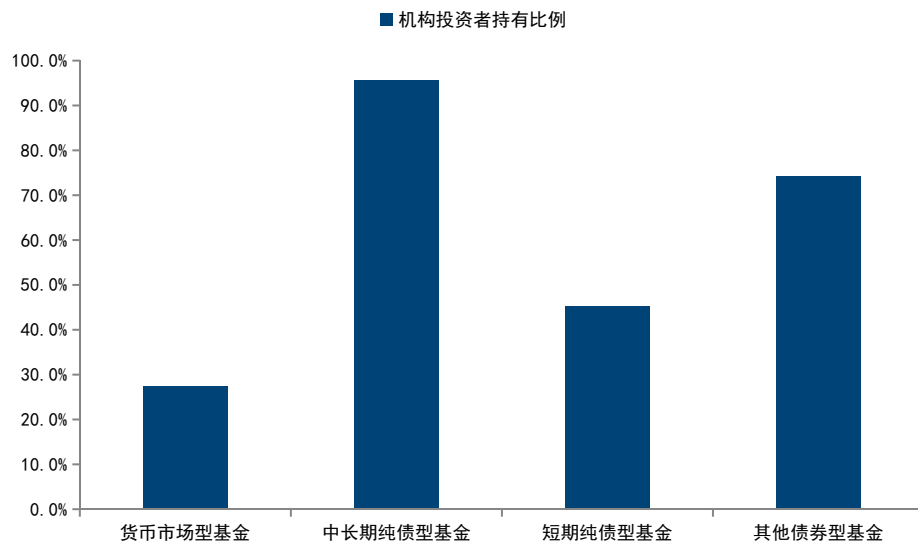
[03] 政策驱动新需求

[04] 产品创新解需求

[05] 产品筛选与销售

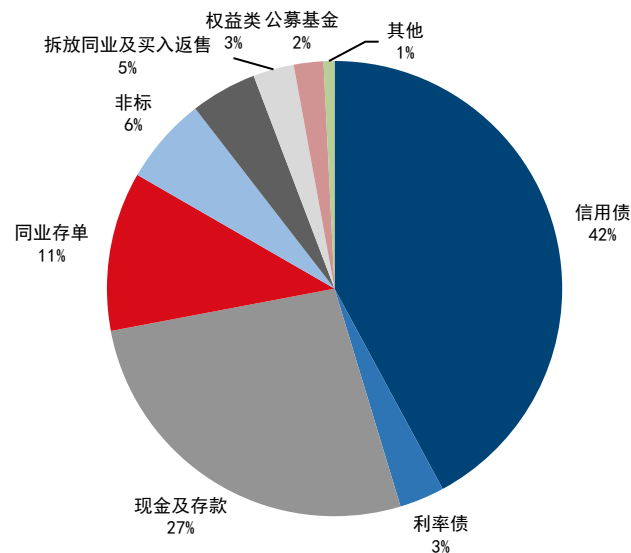
- 公募基金是银行委外的重要合作方。
- 从公募基金的持有人结构来看，债券型基金大部分由机构持有，货币基金也有相当一部分由机构持有，其中银行是重要资金方。除公募基金外，银行也可以投资公募基金发行的专户产品。
- 除自营资金外，表外理财也有一部分资金投向基金。2023年末表外理财投资的公募基金规模约6100亿元。

图：公募债基大部分由机构持有，货基有一部分由机构持有



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

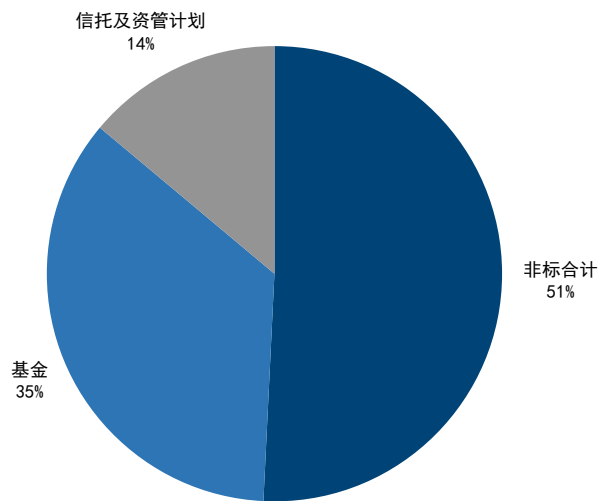
图：银行理财也持有一部分公募基金



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

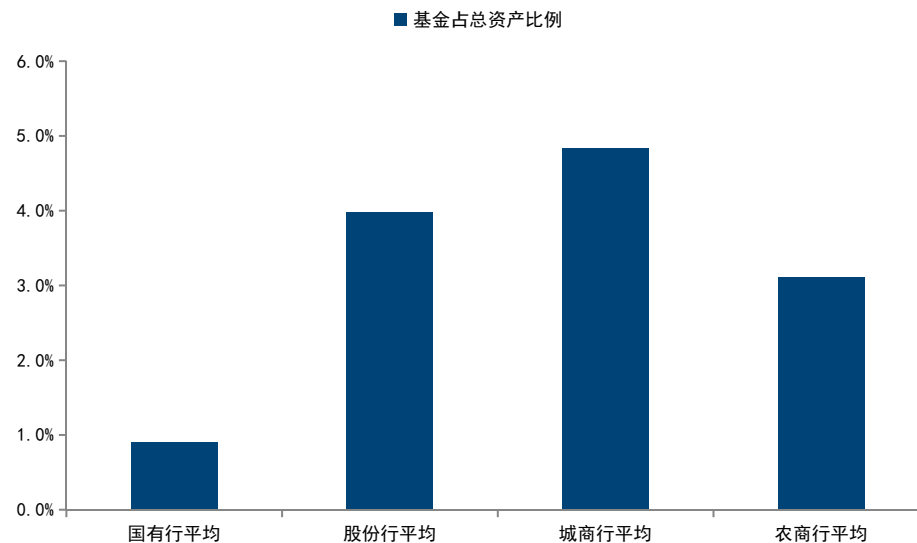
- 近几年随着监管加强，银行表内投资的信托及资管计划投资减少，更多将资金配置到基金上面。目前基金已经是银行最主要的结构化主体投资标的。
- 从基金投资占比来看，股份行和城农商行是基金投资主力，大行基金投资占比相对较少。

图：2023年主要上市银行投资的资管产品以公募基金为主

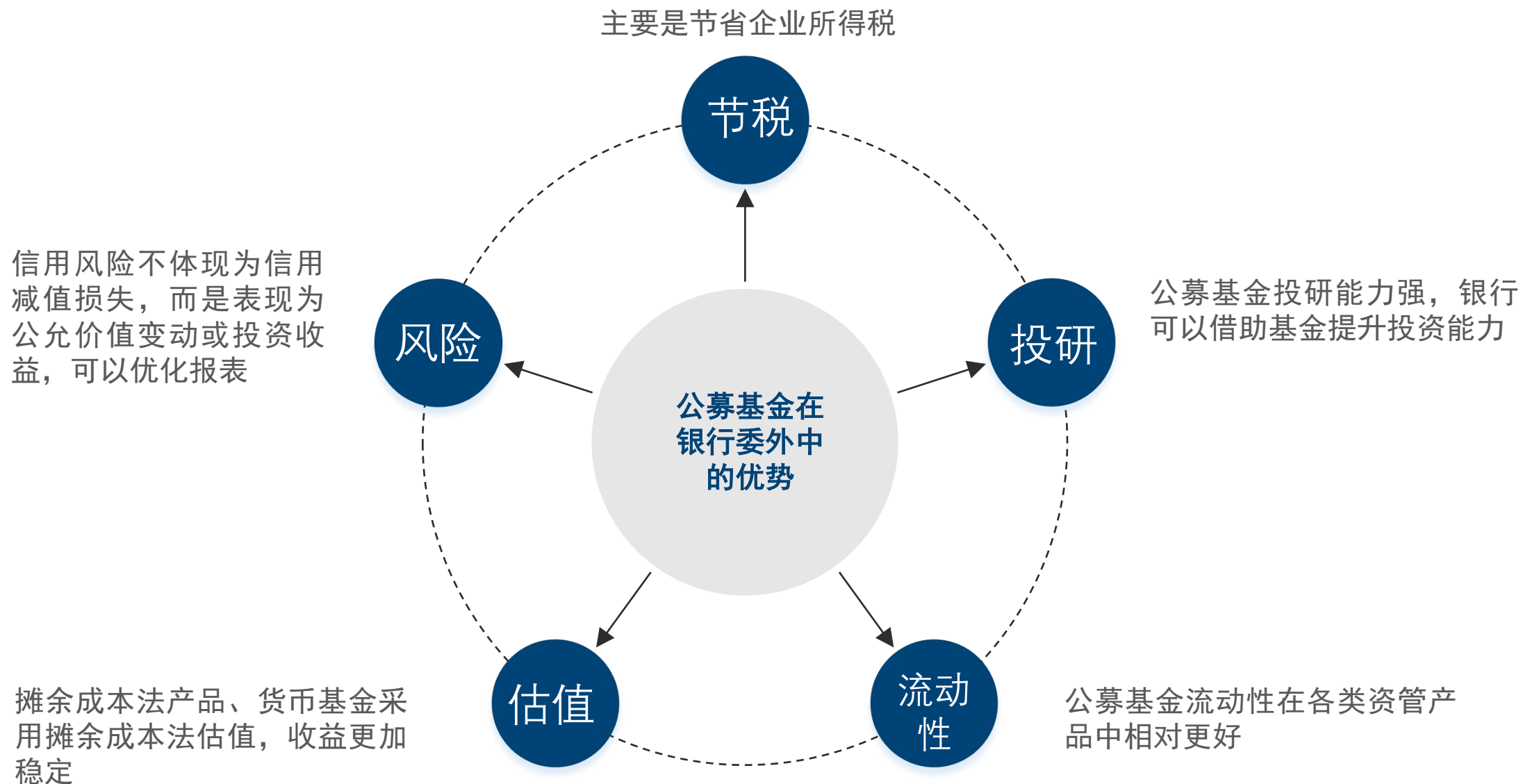


资料来源：企业预警通，国信证券经济研究所整理

图：2023年上市银行投资的公募基金占总资产比重



资料来源：企业预警通，国信证券经济研究所整理



➤ 以债券类资产投资为例，公募基金具备显著的税收优势。其中，公募所投资债券的买卖价差收入免征增值税及所得税，仅有部分券种的利息收入需征收增值税。

表：银行自营债券投资税率

资产类型	价差收入		利息收入	
	增值税	所得税	增值税	所得税
国债及政府债	6%	25%	免税	免税
金融债	6%	25%	免税	25%
同业存单	6%	25%	免税	25%
铁道债	6%	25%	6%	12.5%
信用债	6%	25%	6%	25%

资料来源：国家税务总局，国信证券经济研究所整理

表：公募基金债券投资税率

资产类型	价差收入		利息收入	
	增值税	所得税	增值税	所得税
国债及政府债	免税	免税	免税	免税
金融债	免税	免税	免税	免税
同业存单	免税	免税	免税	免税
铁道债	免税	免税	3%	免税
信用债	免税	免税	3%	免税

资料来源：国家税务总局，国信证券经济研究所整理

表：公募基金杠杆上限要求及对应政策

基金种类	杠杆上限要求	对应政策要求
开放式基金	140%	《公开募集证券投资基金运作管理办法》第三十二条，基金总资产不得超过基金净资产的140%。
定期开放式基金	200%	关于实施《公开募集证券投资基金运作管理办法》有关问题的规定，封闭运作的基金的总资产不得超过基金净资产的200%。
货币型基金	110%	《货币市场基金监督管理办法》第八条：投资组合的杠杆比例不得超过110%。

资料来源：国家税务总局，国信证券经济研究所整理

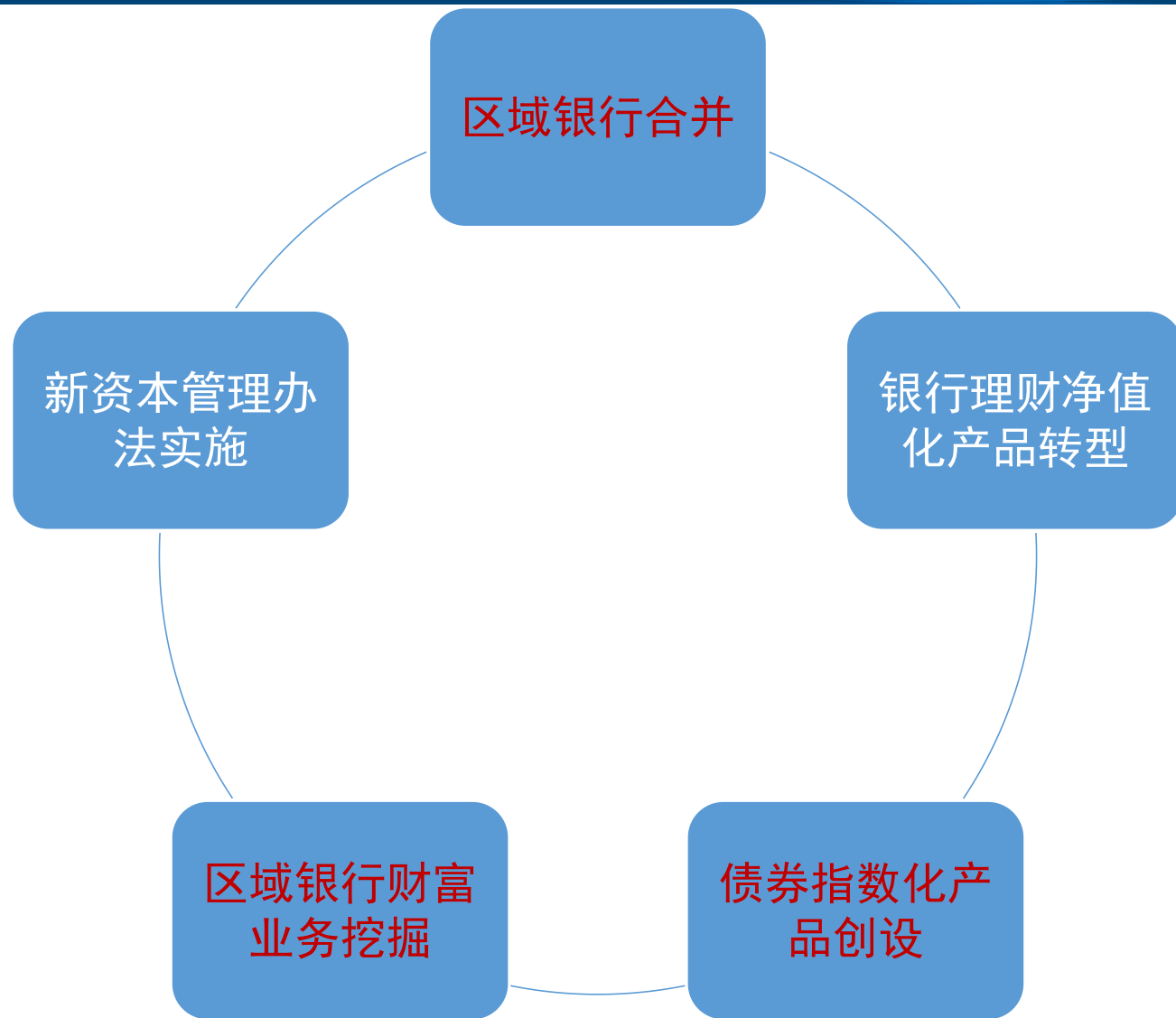
[01] 机构金融市场纵览

[02] 机构投基方法体系

[03] 政策驱动新需求

[04] 产品创新解需求

[05] 产品筛选与销售



中小银行改革进入快车道，“超级区域银行”将形成同业新势力



- 2023年中央一号文件中提出，要“加快农村信用社改革化险，推动村镇银行结构性重组”。深化省联社改革是新一轮农村金融改革的重点，在“一省一策”政策的推动下，多地省联社改革按下“加速键”。
- 已有浙江、山西、河南、四川、辽宁、广西、海南7省（区）联社完成改制。江西农村商业联合银行开业后，将成为第八个落地省联社改革方案的省份。
- 根据企业预警通统计，2023年以来已经批复113家银行机构合并，29家银行机构解散。重组形式上以吸收合并后改制成为主发起行的分支机构为主流模式。

表：8省市省联社改革落地情况

银行	最新进展
浙江农村商业联合银行	2022年4月挂牌开业
辽宁农村商业银行	2023年9月挂牌开业
河南农村商业联合银行	2023年11月挂牌开业
山西农村商业联合银行	2023年11月挂牌开业
四川农村商业联合银行	2024年1月挂牌开业
广西农村商业联合银行	2024年2月挂牌开业
海南农村商业银行	2024年5月挂牌开业
江西农村商业联合银行	2024年6月获批筹建

资料来源：各地银保监局官网，国信证券经济研究所整理

“超级区域银行”：改制后带来委外和财富业务想象力

- 未来随着联社改制、机构合并、资本夯实，我们判断未来五年有可能形成一批资产规模近万亿元的“超级农商行”，该类农商行的资产配置边界会显著高于传统农商行。
- “超级农商行”未来通过持牌更大规模参与资金业务和资管业务将是趋势。假设后续通过改制合并成农商行并有10%的表内资产可以委外，预计这将带来万亿资金。

表：2023年资产规模超过2000亿元的头部农商行共25家

银行	总资产（2023年）	银行	总资产（2023年）
重庆农村商业银行	14,411	浙江萧山农村商业银行	3,523
上海农村商业银行	13,922	江苏常熟农村商业银行	3,345
广州农村商业银行	13,140	广东南海农村商业银行	3,052
北京农村商业银行	12,391	吉林九台农村商业银行	2,698
成都农村商业银行	8,333	宁波鄞州农村商业银行	2,635
深圳农村商业银行	7,423	天津滨海农村商业银行	2,618
东莞农村商业银行	7,089	江苏紫金农村商业银行	2,477
江苏江南农村商业银行	5,536	浙江杭州余杭农村商业银行	2,443
杭州联合农村商业银行	5,021	无锡农村商业银行	2,350
青岛农村商业银行	4,679	江苏张家港农村商业银行	2,071
广东顺德农村商业银行	4,679	中山农村商业银行	2,050
陕西秦农农村商业银行	4,441	江苏苏州农村商业银行	2,026
天津农村商业银行	4,287		

资料来源：企业预警通，国信证券经济研究所整理

表：农村合作金融机构业务监管政策梳理

监管对象	监管评级	投资范围
农村信用社、农村合作银行、农村商业银行	三级以下	(1) 开办同业存款、同业拆借、同业借款、风险权重为0以及AAA级债券投资、以债券为标的资产回购（返售）、保本和保证收益型理财投资等业务
	三级（含）以上	在（1）的基础上，增加（2）：（2）AA+级债券投资、以票据为标的的资金回购以及非保本浮动收益型理财投资。
	二级（含）以上	在（1）和（2）的基础上，增加（3）：（3）AA级（含）以下债券投资、信托产品投资、券商（基金公司、保险公司）发行的资产管理类产品投资等业务。
省联社		低风险业务品种：包括国债、央行票据、金融债、AAA企业债（含短期融资券和中期票据）及同业存单等，严禁投资信用风险高、流动性差的业务品种。

资料来源：关于加强农村合作金融机构资金业务监管的通知（银监办发2014年215号），国信证券经济研究所整理

银行理财：资管新规后理财子是委外新“资金方”

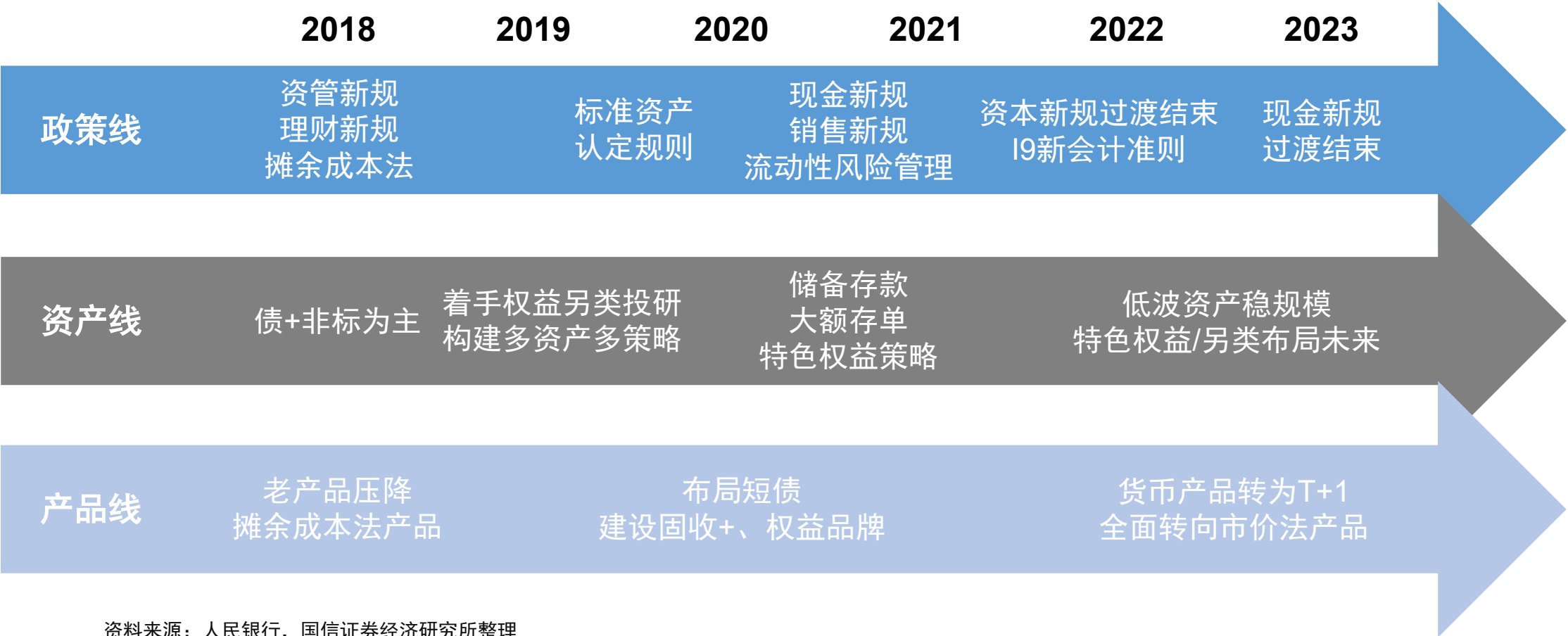
表：理财子设立情况

公司名称	成立日	注册资本(亿元)	公司名称	成立日	注册资本(亿元)
中银理财有限责任公司	2019-07-01	100.00	青银理财有限责任公司	2020-09-16	10.00
建信理财有限责任公司	2019-05-24	150.00	渝农商理财有限责任公司	2020-06-28	20.00
交银理财有限责任公司	2019-06-06	80.00	华夏理财有限责任公司	2020-09-17	30.00
农银理财有限责任公司	2019-07-29	120.00	信银理财有限责任公司	2020-07-01	50.00
工银理财有限责任公司	2019-05-28	160.00	广银理财有限责任公司	2021-12-01	50.00
招银理财有限责任公司	2019-11-01	55.56	浦银理财有限责任公司	2022-01-11	50.00
光大理财有限责任公司	2019-09-25	50.00	贝莱德建信理财有限责任公司	2021-05-13	10.00
中邮理财有限责任公司	2019-12-18	80.00	民生理财有限责任公司	2022-06-24	50.00
兴银理财有限责任公司	2019-12-13	50.00	施罗德交银理财有限公司	2022-02-14	10.00
杭银理财有限责任公司	2019-12-20	10.00	渤海理财有限责任公司	2022-09-06	20.00
宁银理财有限责任公司	2019-12-24	15.00	高盛工银理财有限责任公司	2022-08-01	10.00
徽银理财有限责任公司	2020-04-26	20.00	恒丰理财有限责任公司	2022-08-18	20.00
南银理财有限责任公司	2020-08-20	20.00	上银理财有限责任公司	2022-03-15	30.00
苏银理财有限责任公司	2020-08-20	20.00	北银理财有限责任公司	2022-11-25	20.00
汇华理财有限公司	2020-09-27	10.00	法巴农银理财有限责任公司	2023-07-01	10.00
平安理财有限责任公司	2020-08-25	50.00	浙银理财有限责任公司	2023-12-29（获批日）	20.00

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

- 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。

图：理财产品体系进化进程

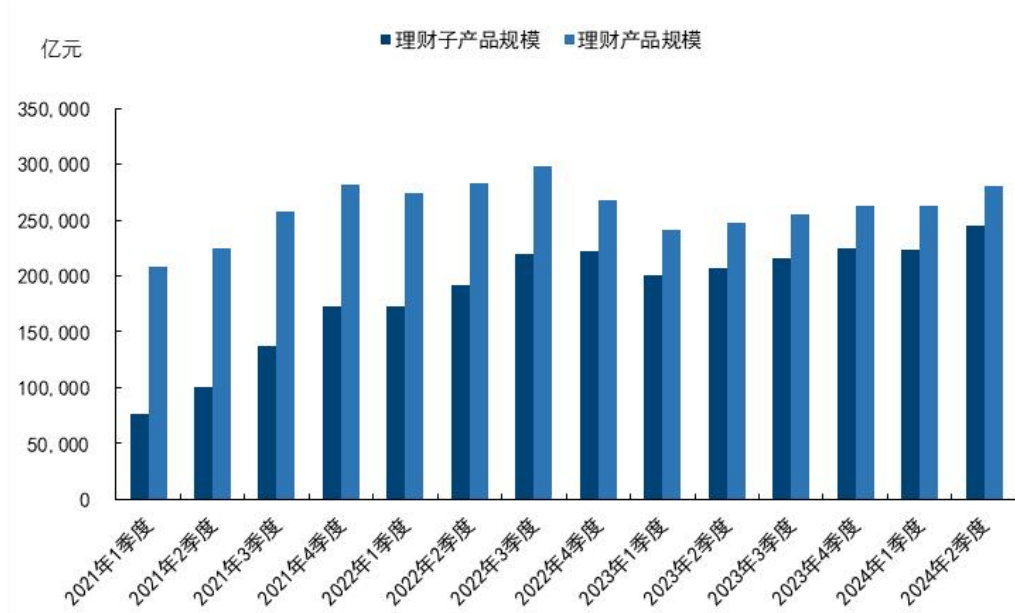


资料来源：人民银行，国信证券经济研究所整理

银行理财：假净值，还是真摊余？

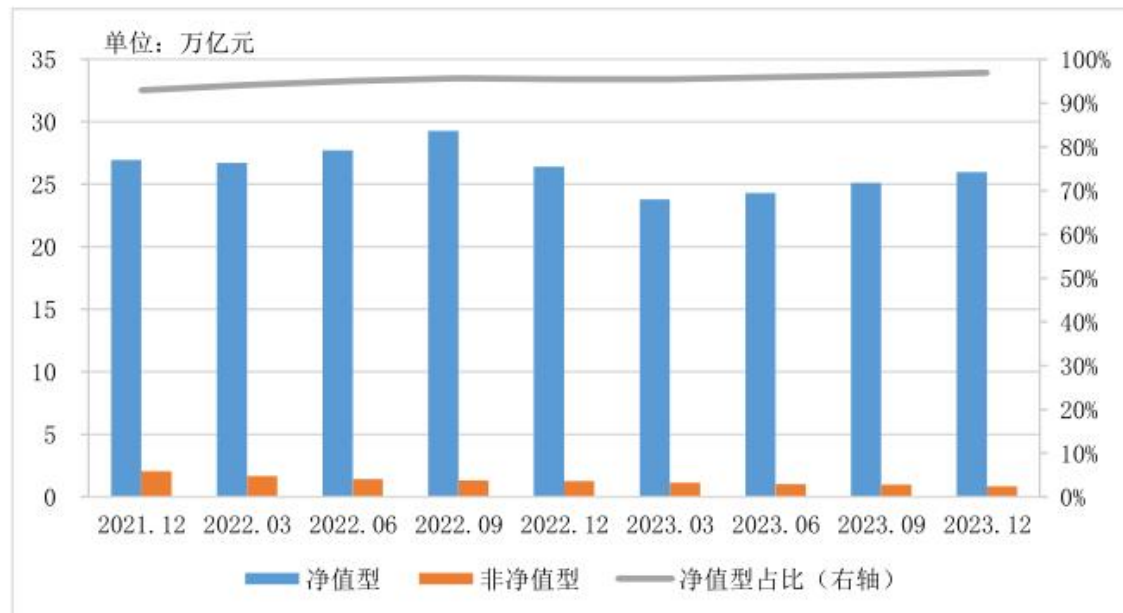
- 2024年2季度末，普益标准统计的理财产品余额28.1万亿元，其中理财子余额24.4万亿元。净值型理财产品占比已接近100%

图：理财子产品规模



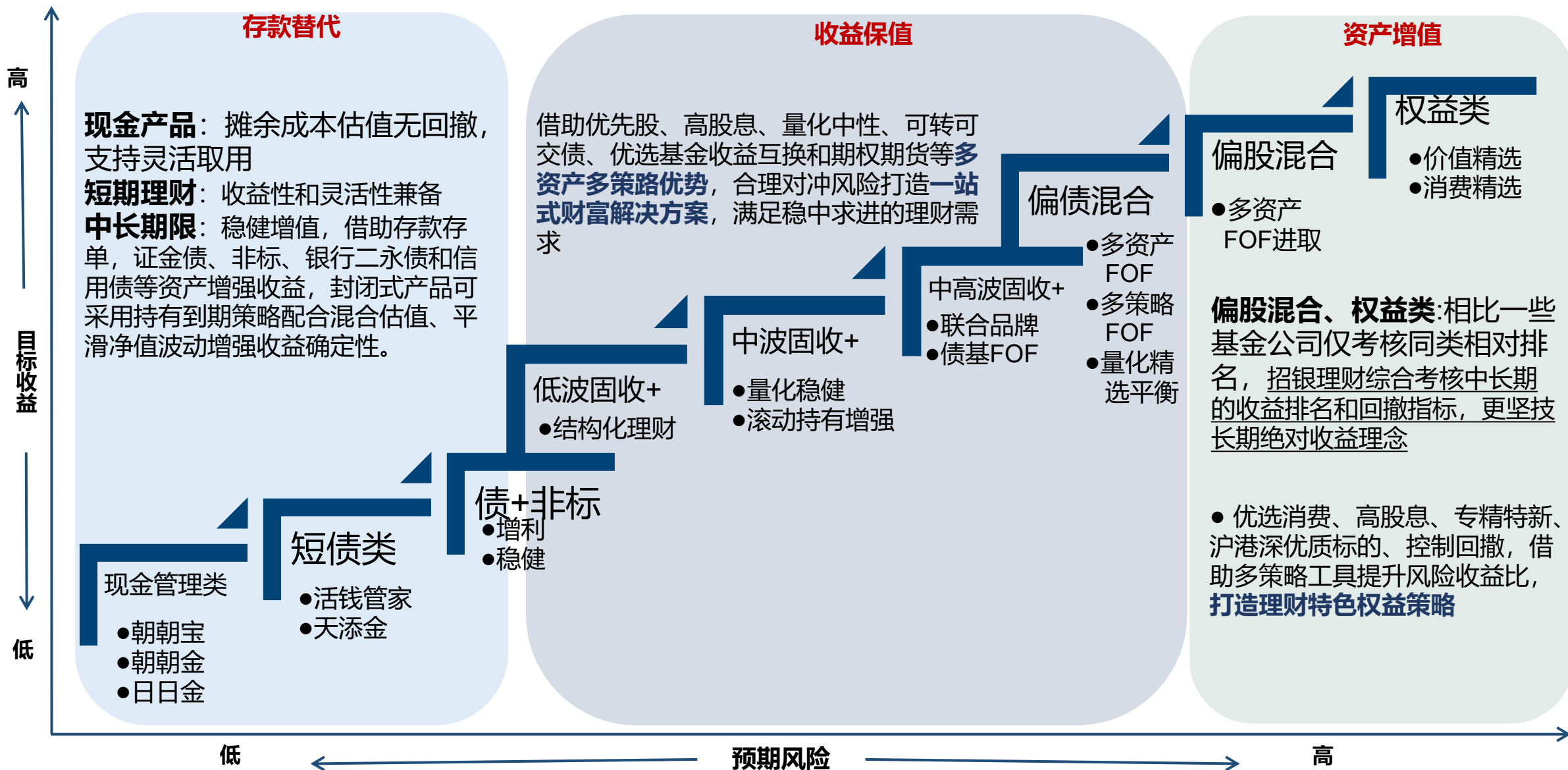
资料来源：普益标准，国信证券经济研究所整理

图：理财产品净值型占比



资料来源：中国银行业理财市场年度报告（2023年），国信证券经济研究所整理

理财产品体系逐步完整，短端富余但长端缺失

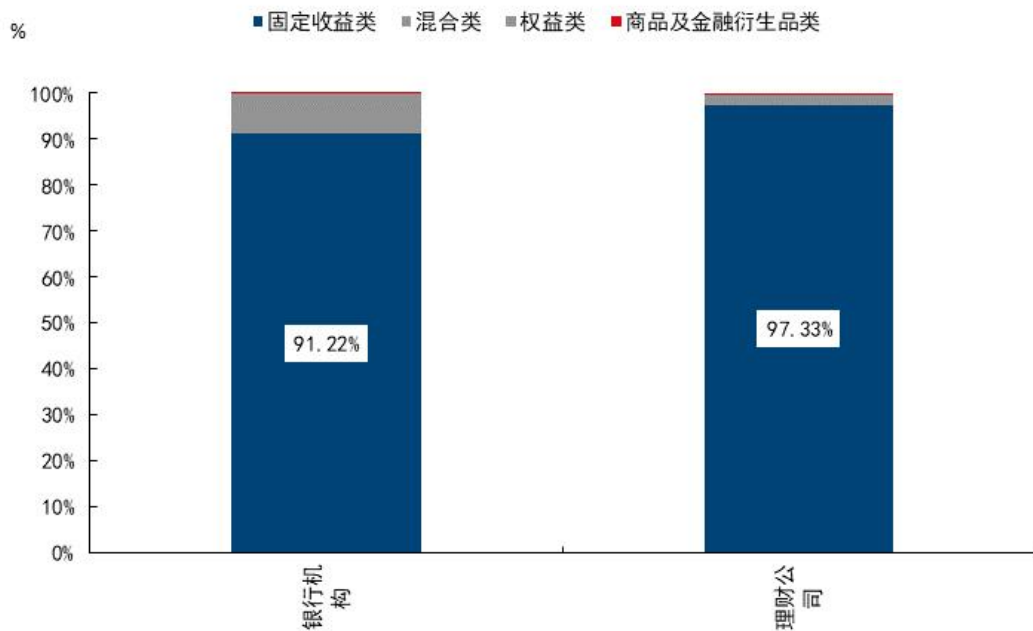


资料来源：各公司官网，国信证券经济研究所整理

理财产品线持续完善中，但仍以固收类与现金管理类为主

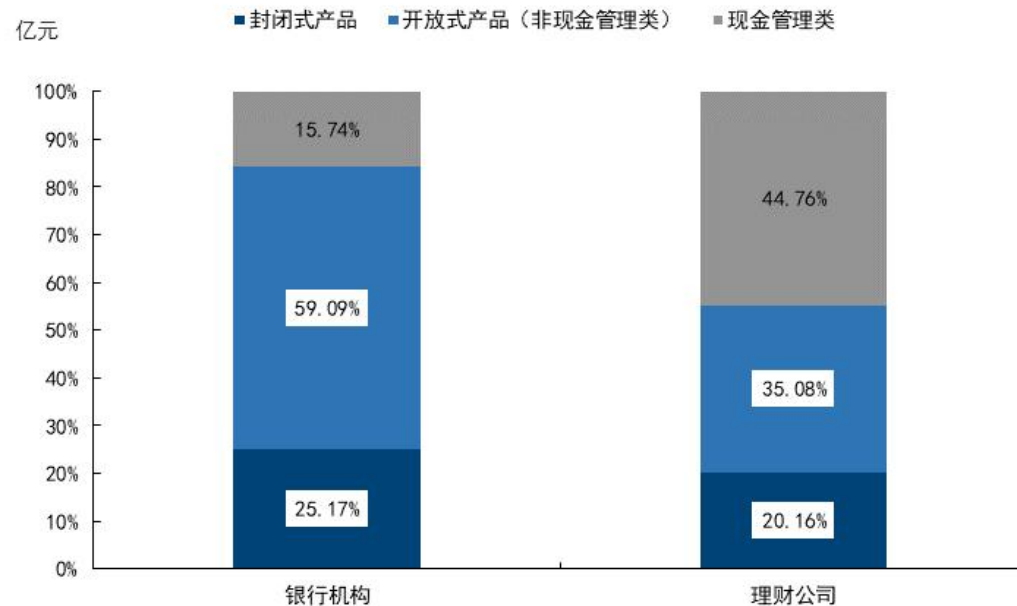
- 盘活相关资产是后续获得超额收益的主要来源，这是理财产品尤其是公募理财后续加大相关资产配置的主要方向。
- 2023年末，理财公司固收类产品占97.33%，现金管理类产品占44.76%

图：理财公司固收类产品占97.33%



资料来源：中国银行业理财市场年度报告（2023年），国信证券经济研究所整理

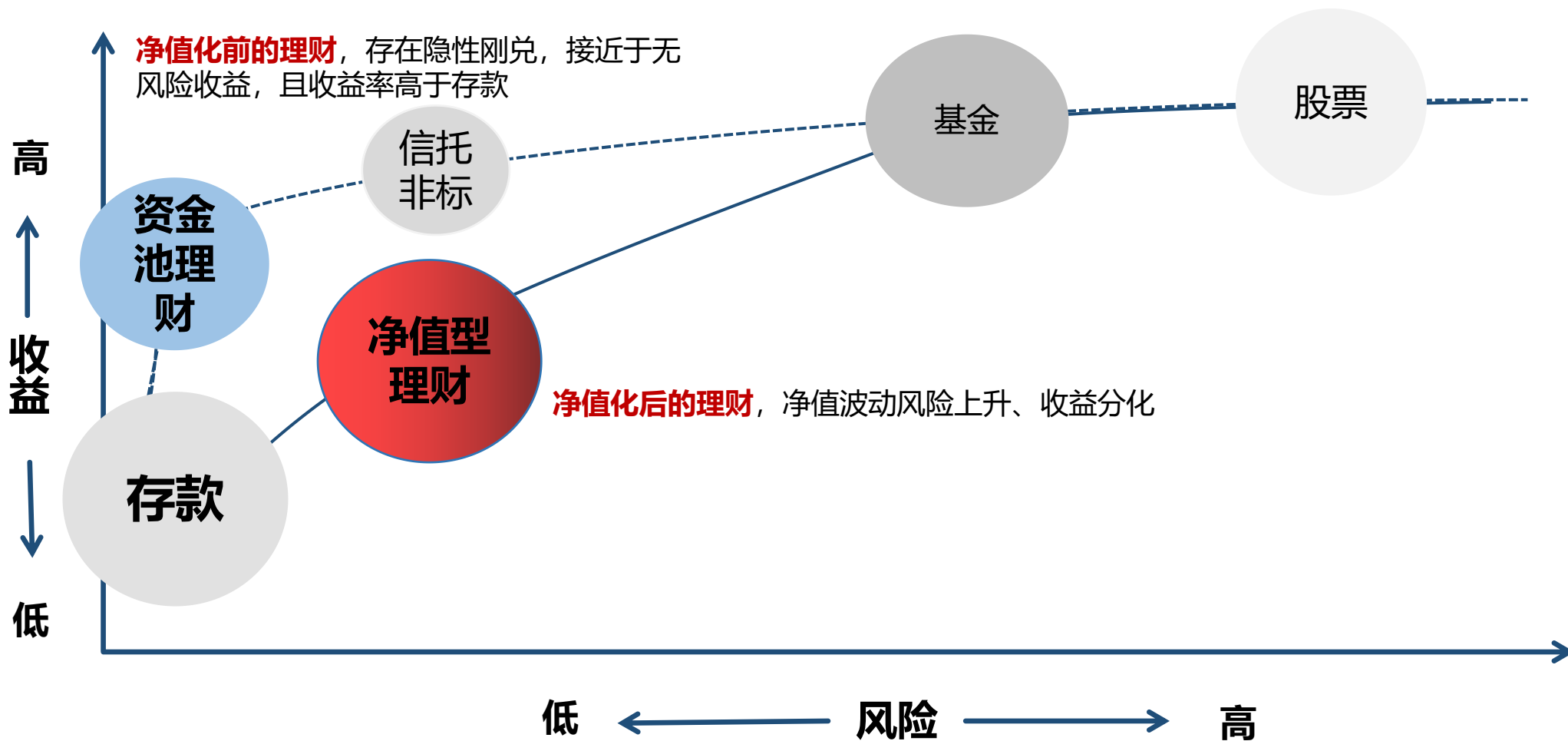
图：理财公司现金管理类产品占44.76%



资料来源：中国银行业理财市场年度报告（2023年），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。

图：基础资产收益和风险匹配情况

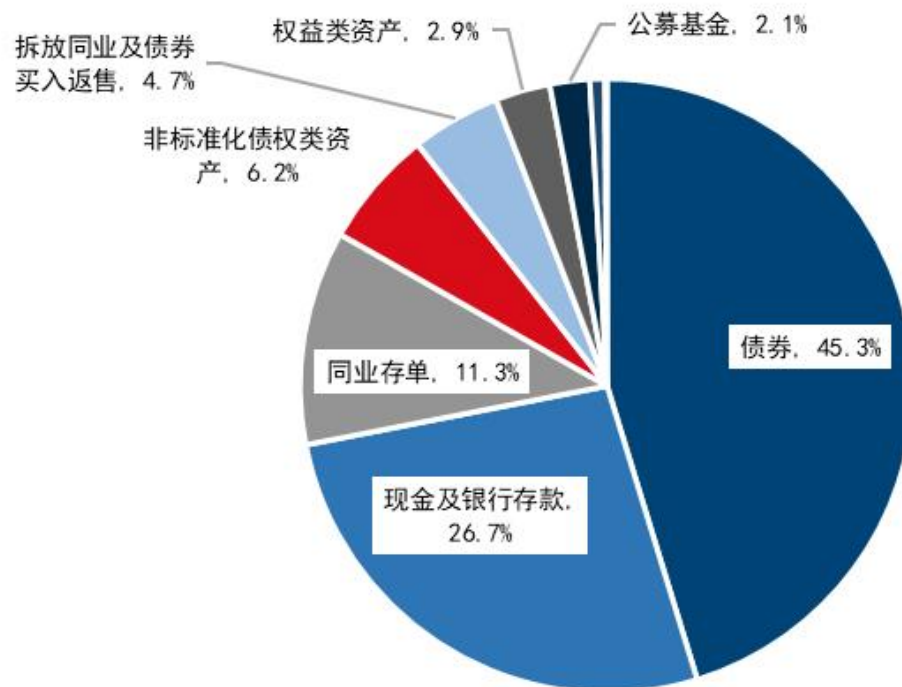


资料来源：原银保监会，国信证券经济研究所整理

理财产品配置：权益类相关的高风险资产配置处在低位

- 当前理财产品配置（债券+现金及银行存款+同业存单+拆放同业及债券买入返售）比例合计达到88%。未来相当一部分将通过委外等方式参与股票等风险资产，或许这将带来万亿以上的委外资金。

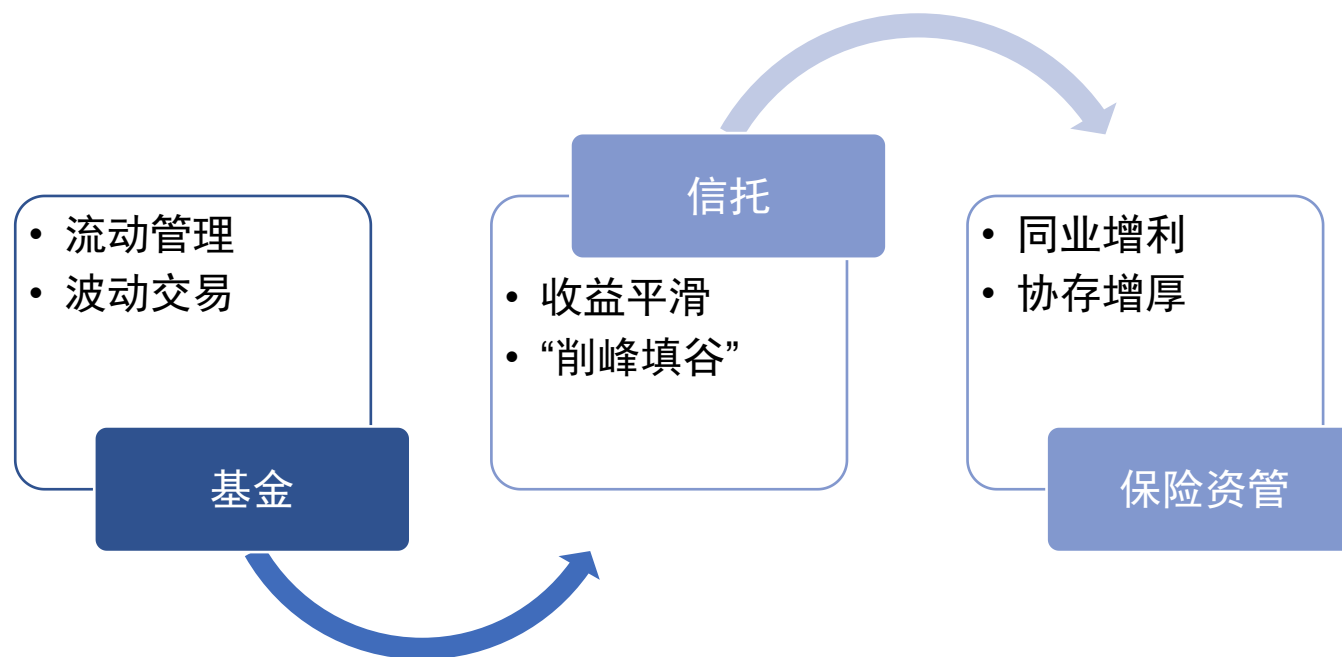
图：2023年末理财产品配置情况



资料来源：中国银行业理财市场年度报告（2023年），国信证券经济研究所整理

- 预计理财短久期产品（如日度开放、最短持有期、定期开放产品）通过基金专户、信托平滑、保险资管嵌套等方式，一方面实现负债端稳定，另一方面实现了收益增厚，起到了“低波稳健”的效果。
- 但相关产品涉及到了同业套利行为，在压降存款成本下降环境下，相关策略的使用日渐狭窄，银行理财最终要直面资产价格的波动。

图：基金/信托/保险资管对银行理财收益平滑的作用



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

专栏：新资本管理办法如何影响银行投基

资本新规影响：加零售，优企业，增标债，减投资，促分层



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、授权基础法和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

图：《商业银行资本管理办法》正式稿相较于“征求意见稿”的变化

信用风险加权资产计量

- 下调存在币种错配情形的个人风险暴露的风险权重
- 对房地产开发贷款的资本金比例要求有所下降
- 整体下调居住用房地产风险权重，且LTV分档更加细化
- 下调工商企业股权投资风险权重
- 下调开发性金融机构和政策性银行次级债权的风险权重
- 表外项目中，基于服务贸易的国内信用证的信用转换系数由100%下调至50%。

风险加权资产计量规则

- 在穿透法下，商业银行所获取的基础资产信息能够被独立第三方确认，其中独立第三方是指应独立于资产管理产品管理人的其他机构，特定情况下，包括资产管理产品管理人（特定情况是指商业银行投资的资产管理产品是公开募集证券投资基金）
- 商业银行需要对穿透后的基础资产进行账簿划分，并根据其风险类别分别纳入相应的风险框架计量

过渡期安排

- 对计入资本净额的损失准备设置**2年过渡期**，其间逐步提高非信贷资产损失准备最低要求，这一安排有助于银行平稳过渡
- 对信息披露设置**5年过渡期**。过渡期内商业银行根据所属档次、系统重要性程度和上市情况，适用不同的信息披露要求，稳妥开展信息披露工作，稳步提高信息透明度和市场约束力

资本新规影响：加零售，优企业，增标债，减投资，促分层



- 2023年2月出台的征求意见稿在2012年资本管理办法试行版的基础上，对信贷、金融债等多种资产的风险权重进行调整。
- 投资端：次级债风险权重上调，地方政府一般债风险权重下调，股权投资敞口部分权重下降，或促进银行对地方政府一般债的投资，削减次级债权融资能力。此外，银行同业敞口权重显著上升，或压缩同业融资空间，引导银行回归信贷本源。

表：同业投资风险权重

7. 对境内外金融机构的风险暴露	风险权重
7. 1对境内外其他商业银行的风险暴露（不含次级债权）	
7. 1. 1对A+级商业银行的风险暴露	
7. 1. 1. 1对A+级商业银行原始期限三个月（含）以内，或因跨境货物贸易而产生的原始期限六个月（含）以内的风险暴露	20%
7. 1. 1. 2对A+级商业银行的其他风险暴露	30%
7. 1. 2对A级商业银行的风险暴露	
7. 1. 2. 1对A级商业银行原始期限三个月（含）以内，或因跨境货物贸易而产生的原始期限六个月（含）以内的风险暴露	20%
7. 1. 2. 2对A级商业银行的其他风险暴露	40%
7. 1. 3对B级商业银行的风险暴露	
7. 1. 3. 1对B级商业银行原始期限三个月（含）以内，或因跨境货物贸易而产生的原始期限六个月（含）以内的风险暴露	50%
7. 1. 3. 2对B级商业银行的其他风险暴露	75%
7. 1. 4对C级商业银行的风险暴露	150%
7. 2对境内外其他金融机构的风险暴露（不含次级债权）	
7. 2. 1对投资级其他金融机构的风险暴露	75%
7. 2. 2对一般其他金融机构的风险暴露	100%

资料来源：《商业银行资本管理办法》，国信证券经济研究所整理

表：政府债券投资风险权重

3. 对我国公共部门实体的风险暴露	风险权重
3. 1视同我国主权的公共部门实体风险暴露	
3. 1. 1对我国中央政府投资的金融资产管理公司为收购国有银行不良贷款而定向发行的债券	0
3. 1. 2对省级（自治区、直辖市）及计划单列市人民政府的风险暴露	
3. 1. 2. 1一般债券	10%
3. 1. 2. 2专项债券	0. 2
3. 1. 3对除财政部和中国人民银行外，其他收入主要源于中央财政的公共部门实体的风险暴露	20%
3. 2 对经国家金融监督管理总局认定的我国一般公共部门实体风险暴露	50%

资料来源：《商业银行资本管理办法》，国信证券经济研究所整理

资本新规对投资债券影响

严肃监管套利行为	投资公司债	投资地方债	投资商行发行债券	风险权重调整
以债券为例，若以短期交易获利为目的归入交易账簿时，应计提市场风险资本；若以流动性管理为目的购入，需归入银行账簿并计提信用风险资本。	由于引入“投资级”要求，公司发行的债券和非银金融机构发行的债券风险权重有明显下降（75%）。对于第二档银行，不要求识别“投资级”客户。	将地方政府一般债风险权重由20%下降至10%，地方政府一般债资本占用将节约 $(20\%-10\%)*\text{目标ROE}(15\%)*\text{最低CAR要求}(10.5\%)=16\text{BP}$ 。	由于国内商业银行大多数处在A级，期限在3个月以上的业务风险权重由25%提高至40%，持有商业银行债权的资本成本将显著增加。	征求意见稿中将对开发性金融机构、政策性银行、商业银行、其他金融机构的次级债（未扣除部分）以及TLAC债务工具的风险权重均由现行的100%提高至150%，正式稿中将我国开发性金融机构和政策性银行次级债权（未扣除部分）的风险权重重新确定至100%，其他维持150%不变。

资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

图：2月征求意见稿NCD和二级资本债价格有所上行



资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

资本新规对投资资管产品的影响

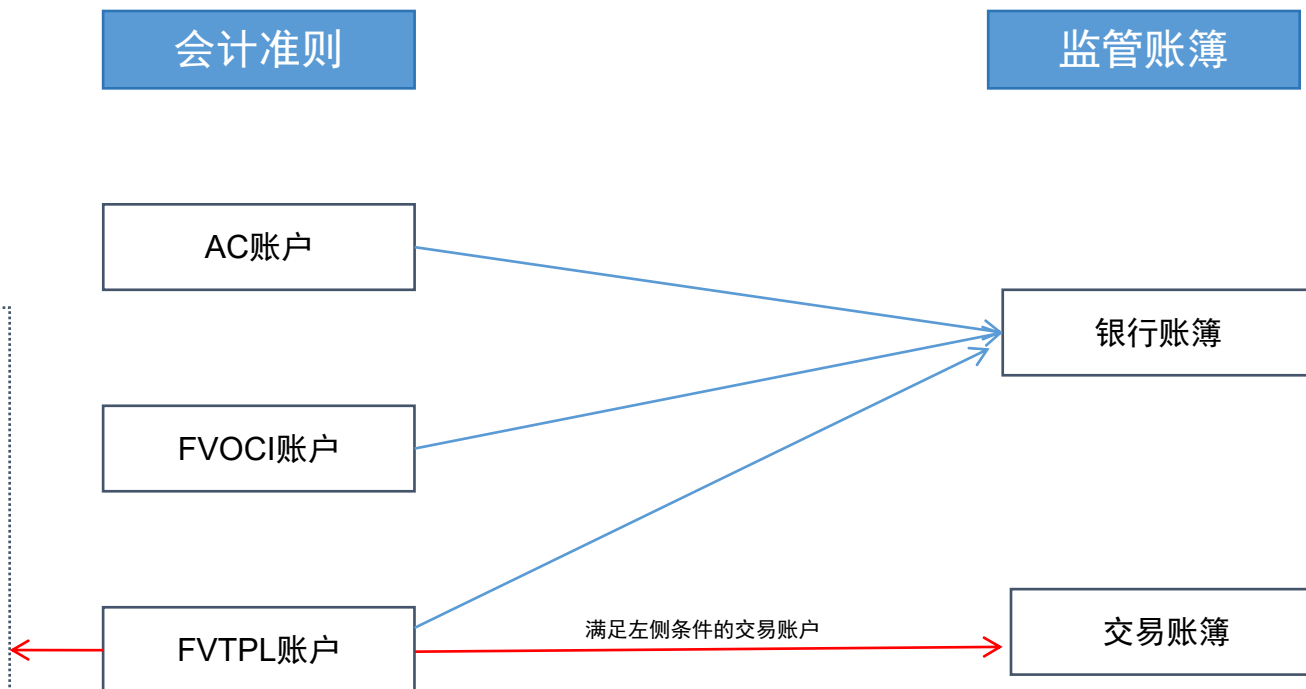
- 资本新规将“资产管理产品”单独作为一个资产大类并设定风险加权资产计量规则。
- 根据监管要求，资管产品的风险加权资产计量首先要区分账簿：如划分为交易账簿，则计量市场风险加权资产；如划分为银行账簿，则计量信用风险加权资产。
- 银行表内投资公募基金通常不以交易为目的持有，银行账簿基金投资占比通常在 90%以上，与银行日常经营相关性更高。

图：银行金融投资会计账户与监管账簿划分

满足以下条件之一：

（1）商业银行能够穿透资产管理产品的基础资产，且能充分、及时地获得由独立第三方确认并提供的资产管理产品的基础资产信息，可满足资本计量频率要求；“独立第三方”是指应独立于资产管理产品管理人的其他机构，如托管人、会计师事务所。特定情况下，包括资产管理产品管理人。

（2）商业银行能够获取资产管理产品的每日报价，且可获得资产管理产品交易说明书或监管规定的披露信息。若商业银行以非交易目的持有该类资产管理产品，可不适用推定原则，但应书面说明依据并留档备查。

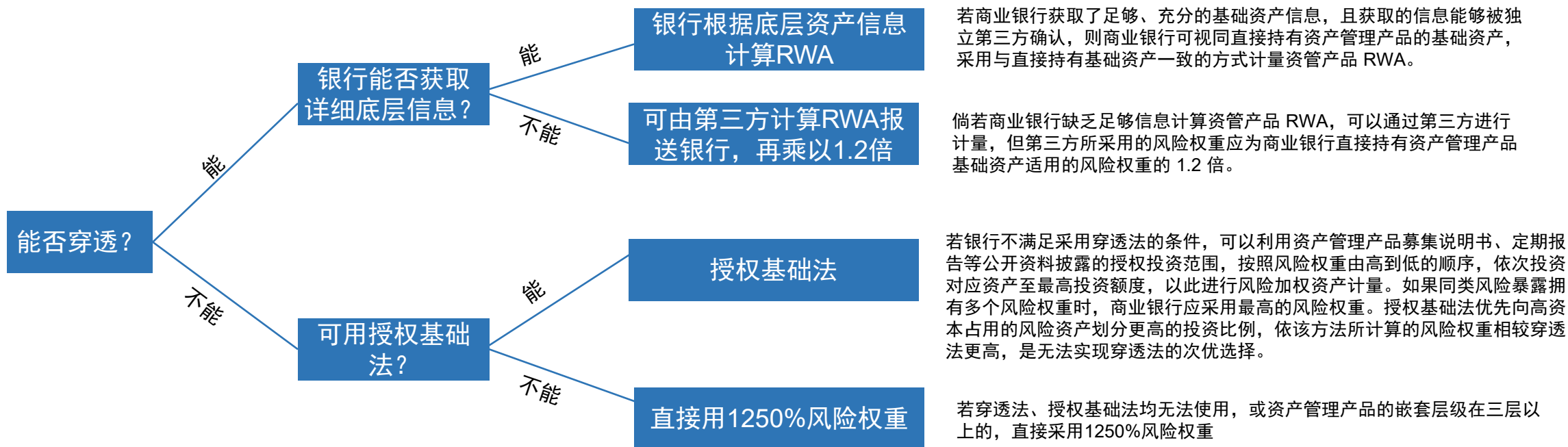


资料来源：国家金融监督管理总局，国信证券经济研究所整理

➤ 在资管产品的计量规则上，资本新规鼓励商业银行“应穿透尽穿透”，尽可能获取足够、充分的基础资产信息，以便能够采用资本消耗最低的计量方法。根据信息可及程度，分为三种情况：

- 穿透法
- 授权基础法
- 直接采用1250%风险权重

图：资管产品RWA计量分三步走

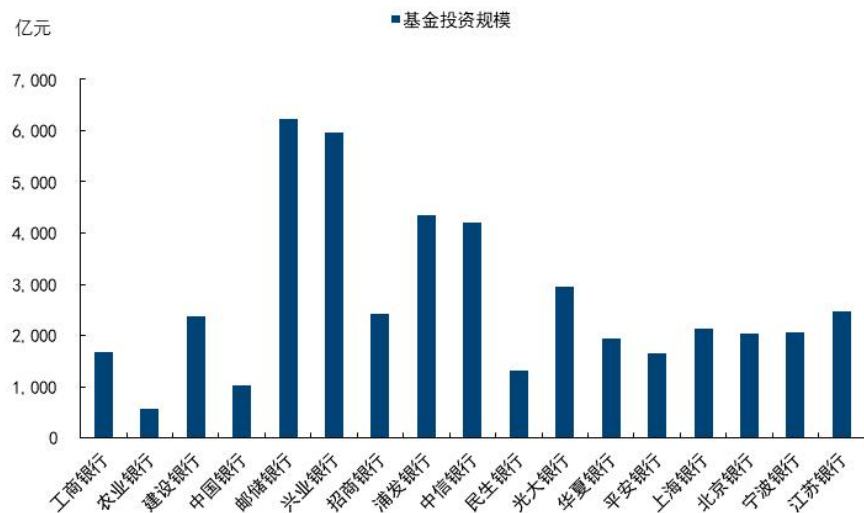


资料来源：国家金融监督管理总局，国信证券经济研究所整理

➤ 资本新规落地执行后，银行基金投资风险权重大概率抬升。

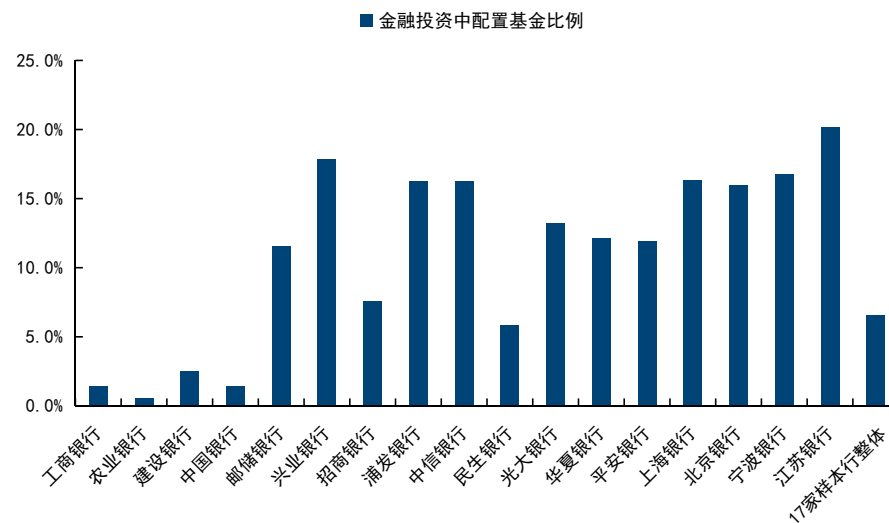
- 17家样本行投资基金规模为4.5万亿元，占金融投资的6.5%。
- 大型银行（邮储除外）基金投资规模较低，资本新规对其资本占用冲击最小。部分银行基金投资规模较大，且资本充足的银行或许会调整基金配置机构。指数型和定制型基金由于能够完全穿透，或许会成为部分银行的首选。

图：部分上市银行自营投资基金规模



资料来源：企业预警通，国信证券经济研究所整理

图：部分上市银行基金投资占金融投资比重

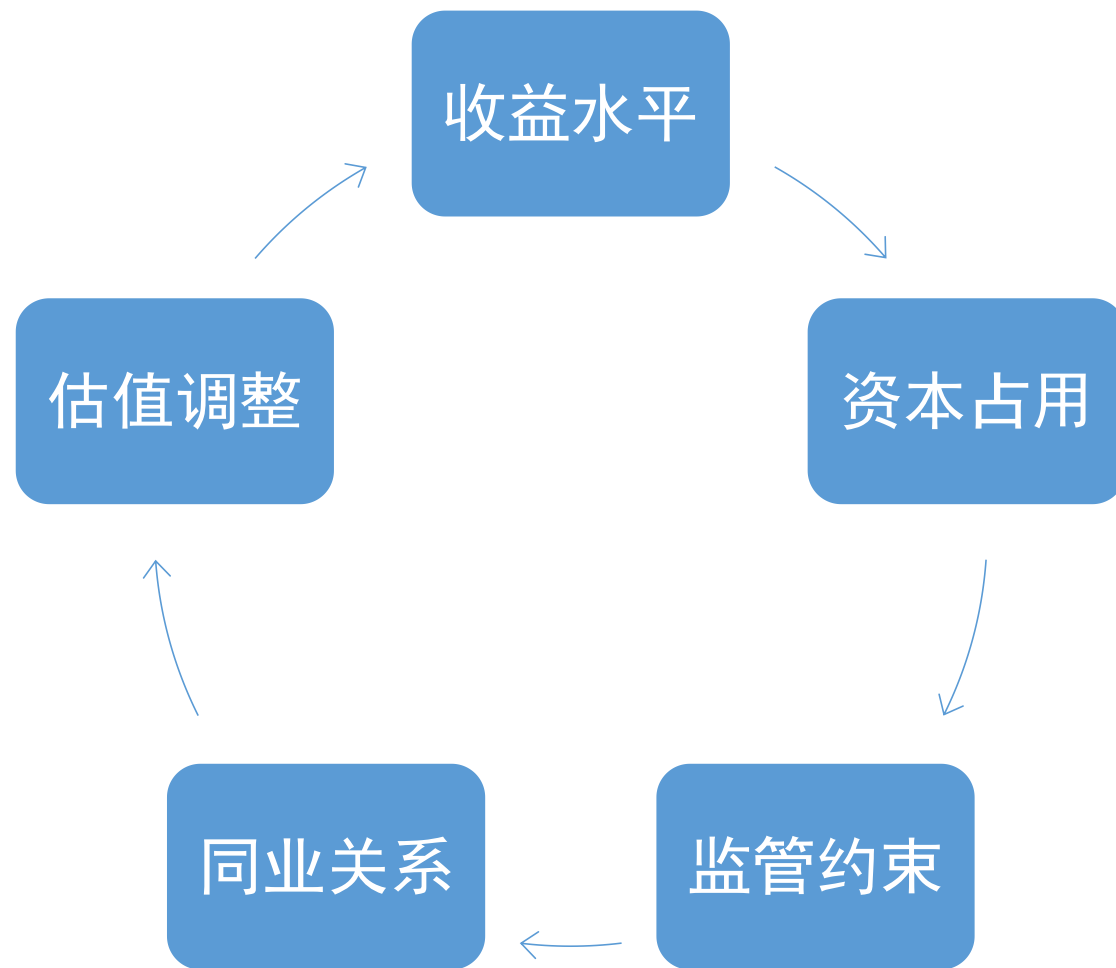


资料来源：企业预警通，国信证券经济研究所整理

利率债基中性	信用债基利空	货币基金利空	基金专户利好
利率债基是以公允价值计量，进入到银行的交易性金融资产账户的资产，主要受公允价值变动影响。同时根据资本新规下公募基金计量规则可知，利率债基风险权重基本不受影响，因此在资本新规实施后，利率债基所受影响最小。	对于中长期信用债基而言，由于主力资产多是按照100%权重计提的信用债，而在新规下应采用基金管理人报送系数乘以1.2的权重进行计算，中长期信用债基利空。同时需要注意的是，若不采取穿透法，此类信用债基需要通过募集说明书等渠道限制二永债投资比例，以免买方银行按照授权基础法计算时，风险权重系数提升至150%（新规下二永债风险权重由100%提升至150%）。然而资本新规中列明商业银行对投资级公司的债权风险权重为75%，较一般公司债权而言下降25%，因此高等级信用债的持有成本是下降的。银行可能会增加高等级信用债的投资偏好。	货币基金配置底层资产，主要是银行存款、同业存单、买入返售（债券质押回购）、国债、政金债、企业债、资产支持证券，久期在397天以内，资本新规整体上使得货币基金底层资产风险资产权重显著提升，商业银行配置货基的动力减弱。	资本新规明确了三类资管产品信用风险计量规则，根据可获取的信息情况分别采用穿透法、授权基础法及1250%。基金专户原则上能实现穿透计量，或受资本新规影响较小，银行将增加基金专户等委外投资偏好。银行增加基金专户等委外投资偏好，对基础资产的配置方向和比例进行明确约定，可提高底层资产可穿透性，更好的适应资本新规的落地。

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

图：银行投资金融资产需要综合考量



总结：

- 1、凭借摊余成本法估值优势，货币基金刚需仍强，机构会择时配置；
- 2、利率指数产品需求需培育；
- 3、定制信用债指数基金后续值得关注。

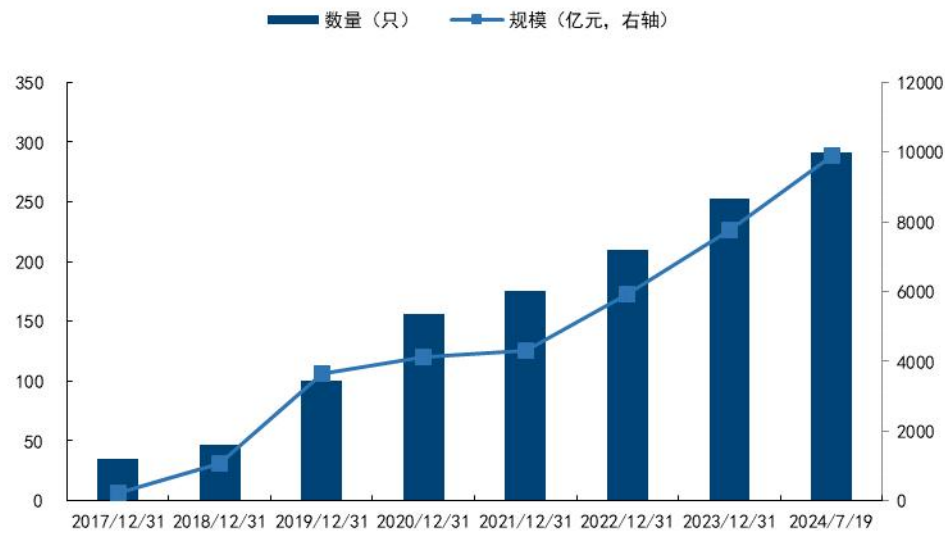
资料来源：国家金融监督管理总局，国信证券经济研究所整理

案例：利率债指数基金的繁荣

被动指数债基概览

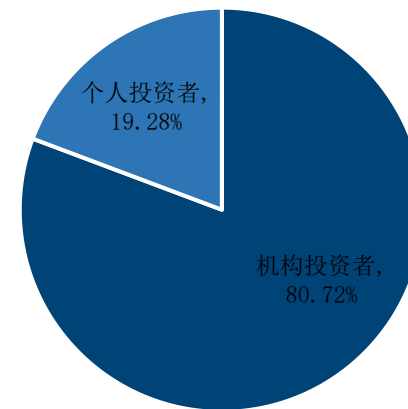
- 2018年以来，随着资管产品净值化转型，指数产品类型日渐丰富，越来越多的机构投资者参与到被动指数基金的投资中来，规模快速上升，占债基总规模中占比从1%逐渐上升至快10%。
- 持有人结构：除了同业存单指数基金以个人投资者持有为主，其他持有者结构均以机构持有为主。2023年机构投资者合计持有比例为80.72%。

图：被动指数债基规模



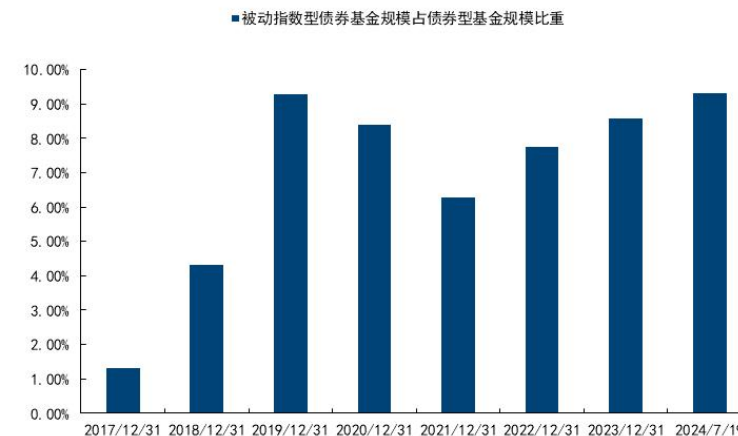
资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

图：被动指数债基2023年末持有者结构



资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

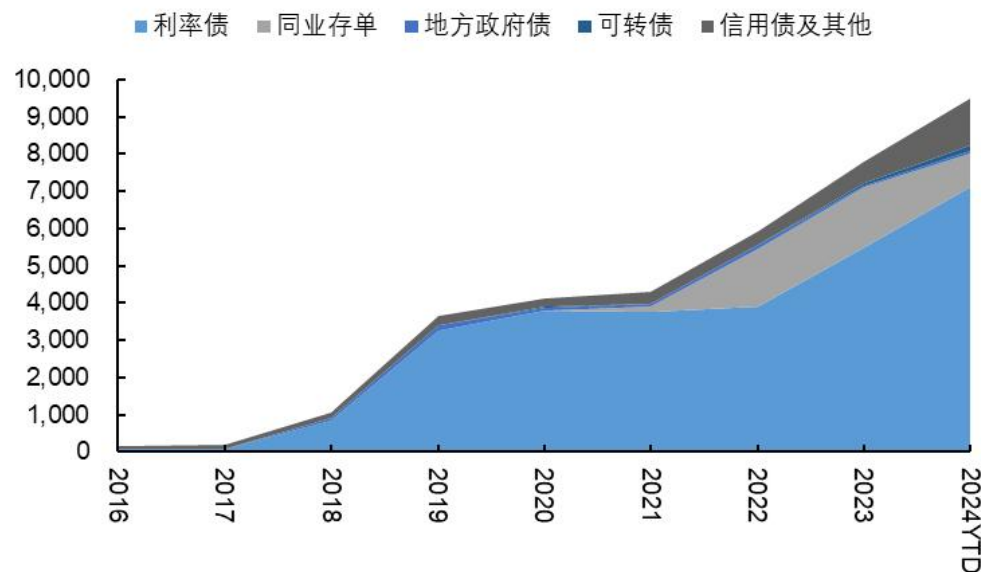
图：被动指数债基占总债基规模比重



资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

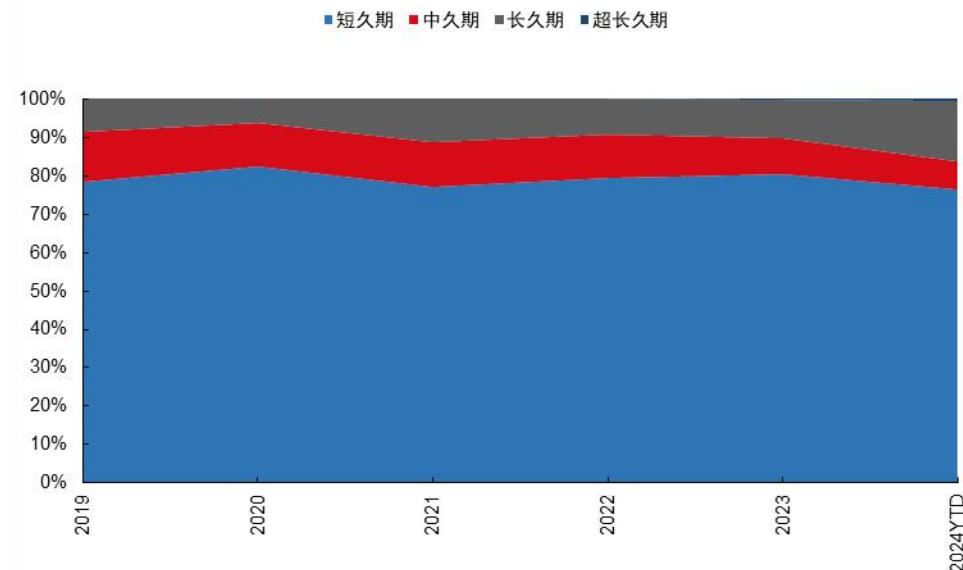
- 指数型债基中以利率债产品为主。
- 利率债指数基金以短久期产品为主。

图：指数型债基中以利率债产品为主



资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

图：利率债指数基金各期限占比



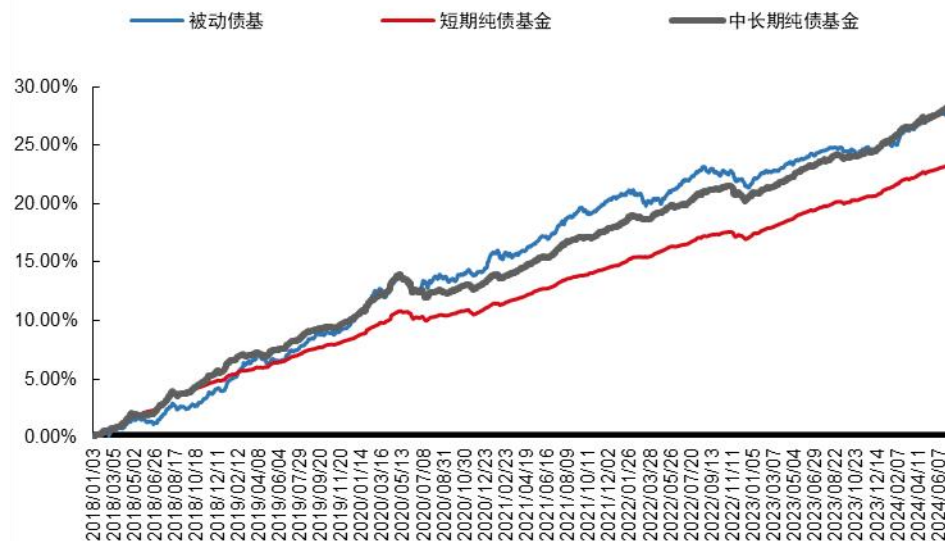
资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

➤ 银行为代表的机构投资者持有债券指数型基金的优势：

- 节约资本：债券指数型基金因其编制方法公开、底层资产透明的优点，资本计量时可完全穿透，计算结果将显著低于其他方法。
- 成本优势：被动债券指数型基金的费率相较主动债基更低，且投资于公募基金相对直接购买债券存在税收优惠。

➤ 公募基金降费趋势延续，可能会进一步促进被动型基金的发展。

图:被动指数债基收益率较好



资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

[01] 机构金融市场纵览

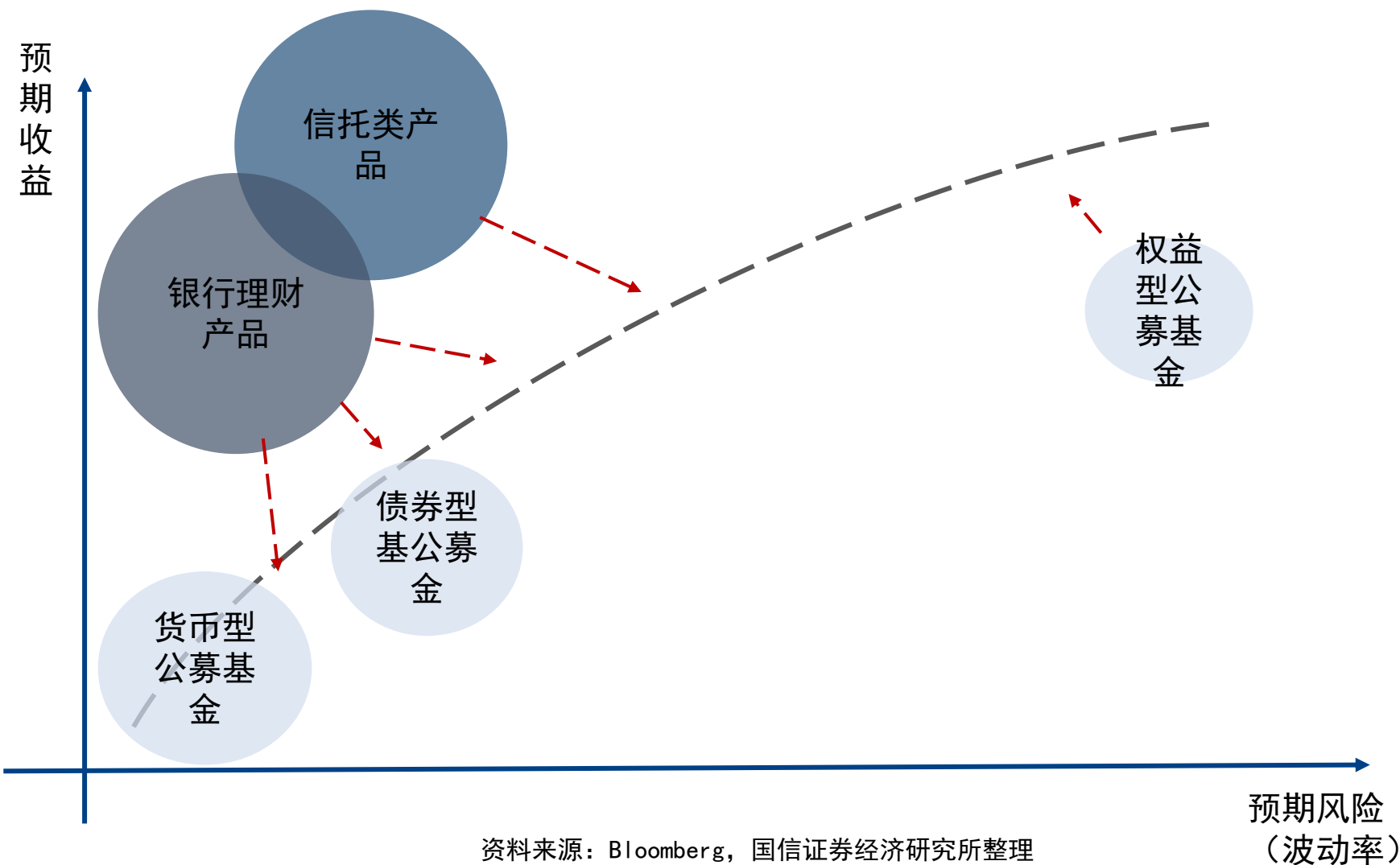
[02] 机构投基方法体系

[03] 政策驱动新需求

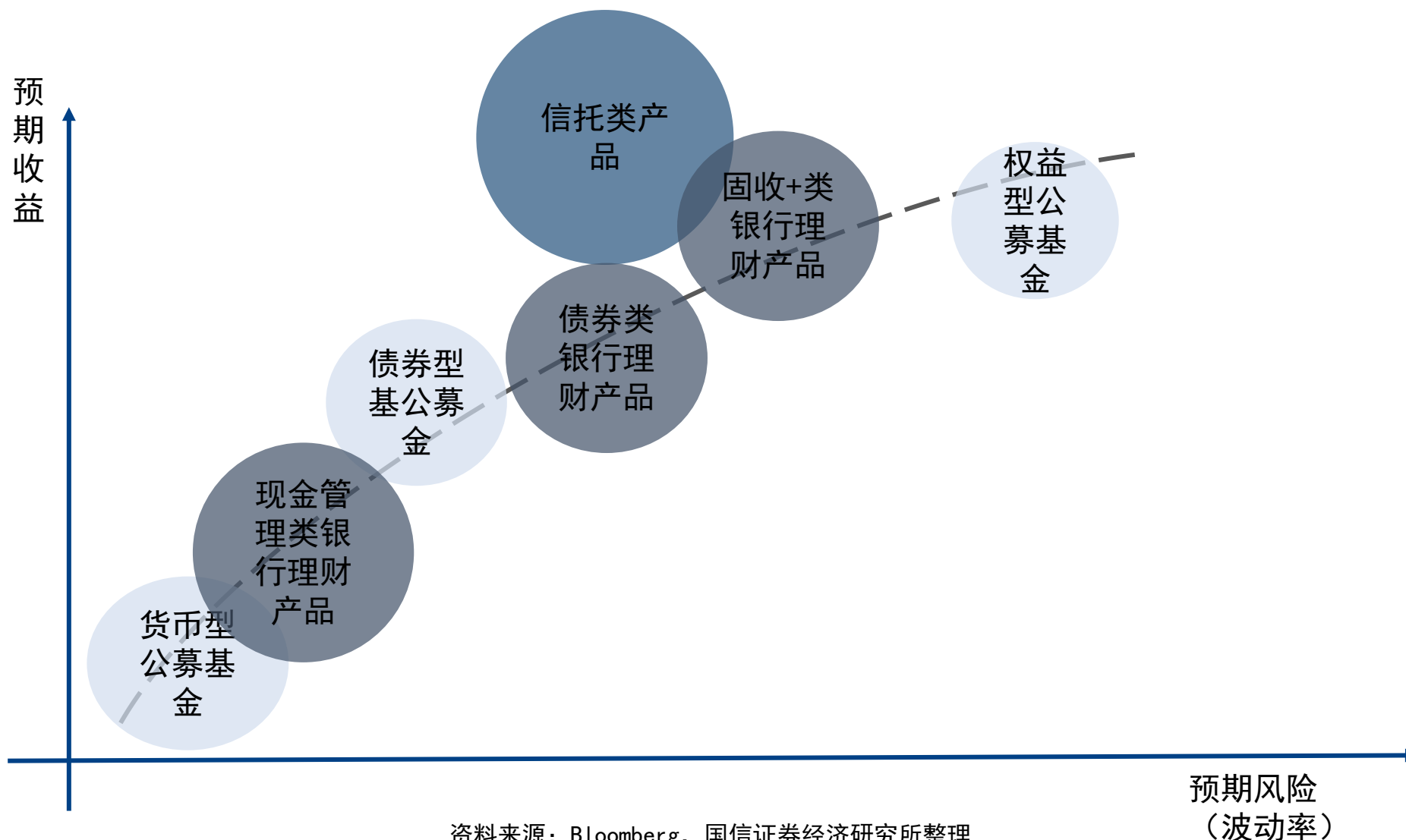
[04] 产品创新解需求

[05] 产品筛选与销售

机构竞争：银行理财子、公募基金、信托产品比较（现阶段）



机构竞争：银行理财子、公募基金、信托产品比较（进化阶段）



机构合作：银行表内委外需求下降，理财子将是委外新“资金方”



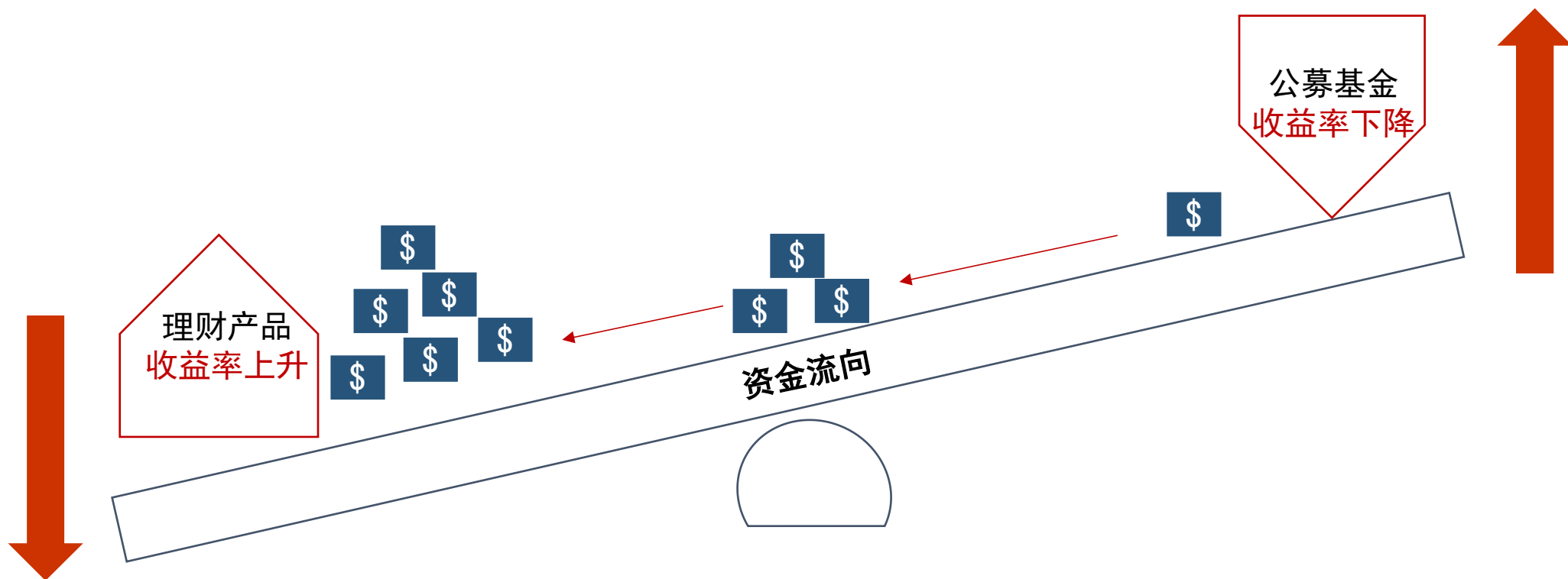
银行理财 三大诉求	公募基金	信托
旧资产消化		 代持、非标转标
新资产构建	 权益、FOF、指数 等产品	 限于私募属性
新渠道再造		 新场景探讨

资料来源：Bloomberg，国信证券经济研究所整理

“跷跷板”：面向零售端客户需求，基于产品收益率来竞争

- 对于零售端客户，收益率体验的差异形成了一种“跷跷板”效应，在某几类场景的规模上，理财子公司和公募基金的产品可能会有此消彼长的关系。

图：理财子公司与公募基金的“跷跷板”效应

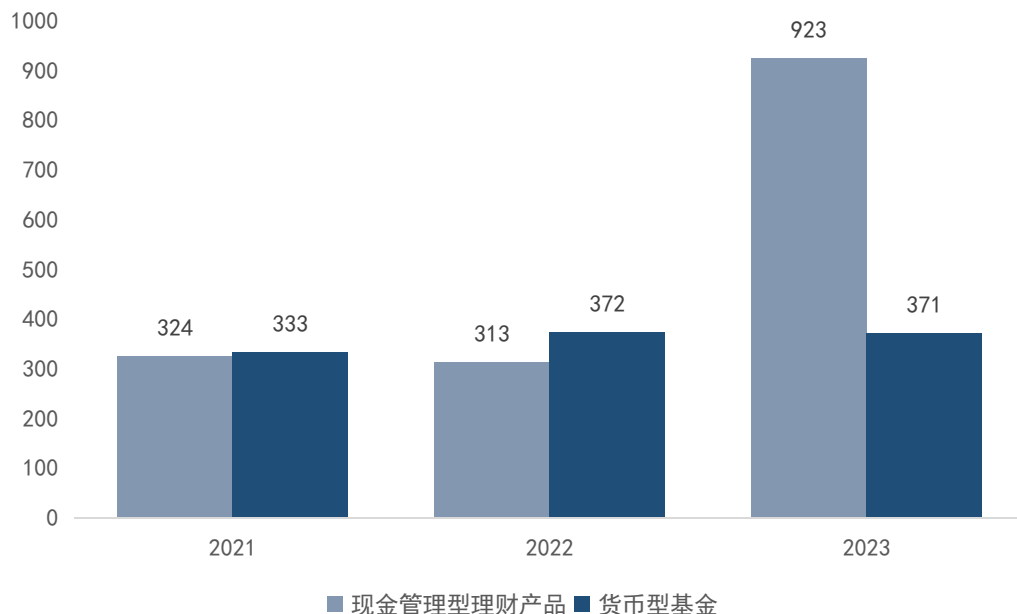


资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

“跷跷板”：现金管理类此消彼长，未来场景继续拓展

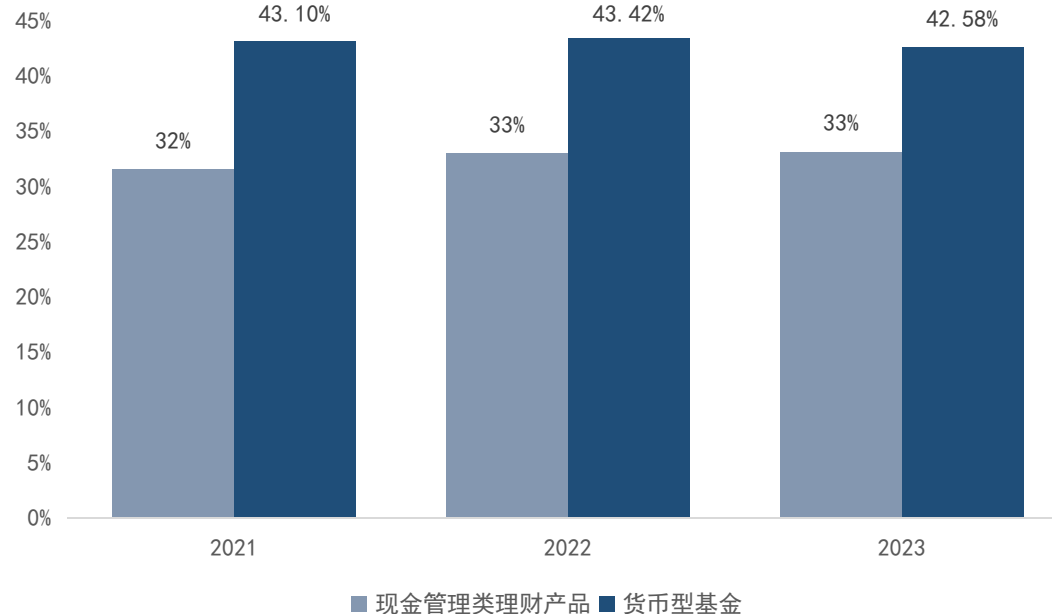
- 产品数量上看，净值型现金管理类产品的数量一度超过货币型基金，截至2023年末货币型基金371只，同期现金管理类理财产品923只。
- 规模上来看，净值型现金管理类理财产品规模增加至8.5万亿，同比下降1.5%；货币型基金规模同期上升至11.28万亿，同比上升7.8%。

图：货币型基金及现金管理类理财产品数量对比（单位：只）



资料来源：普益，国信证券经济研究所整理

图：货币型基金及现金管理类理财产品规模占比对比（单位：%）

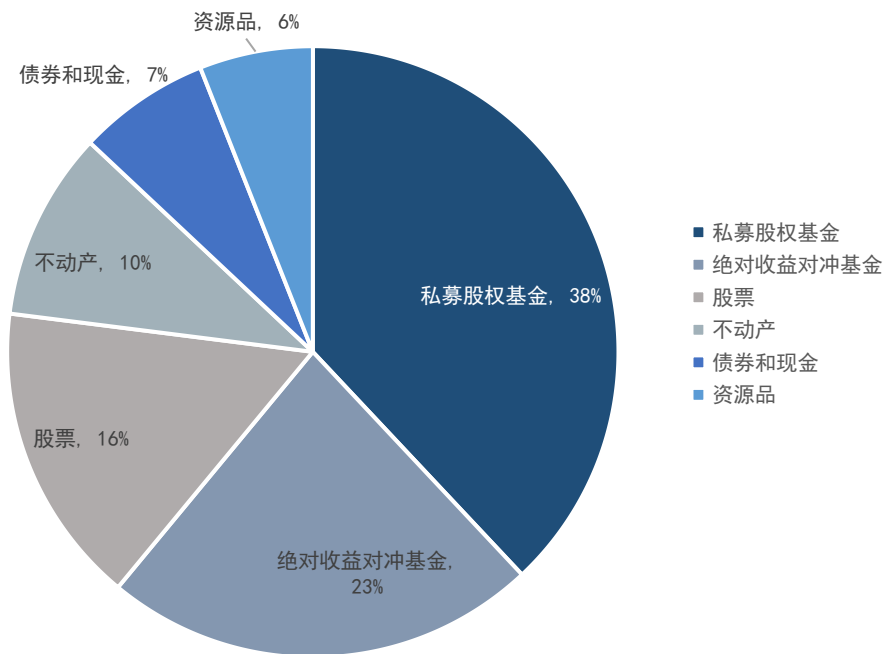


资料来源：普益，国信证券经济研究所整理

“放大器”：银行表内委外需求下降，理财子将是委外新客户

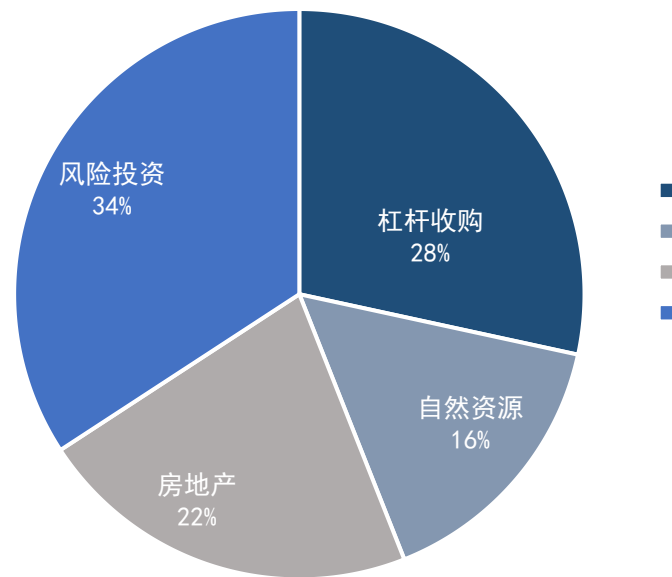
- 从海外机构经验看，委外仍是配置型机构的核心解决方案。参考耶鲁基金2020年的资产配置计划，其配置了近40%的私募股权基金（包括风险投资基金和并购基金）。耶鲁基金依靠主动管理+委外的模式在近10年获得了超过11%的年化收益率，而美股平均收益率仅为6.5%左右。
- 截至2020年8月，存续的FOF型理财产品总共88只，理财子公司发行的FOF产品共74只，占比达83.9%。

图：公募基金产品结构持续优化



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

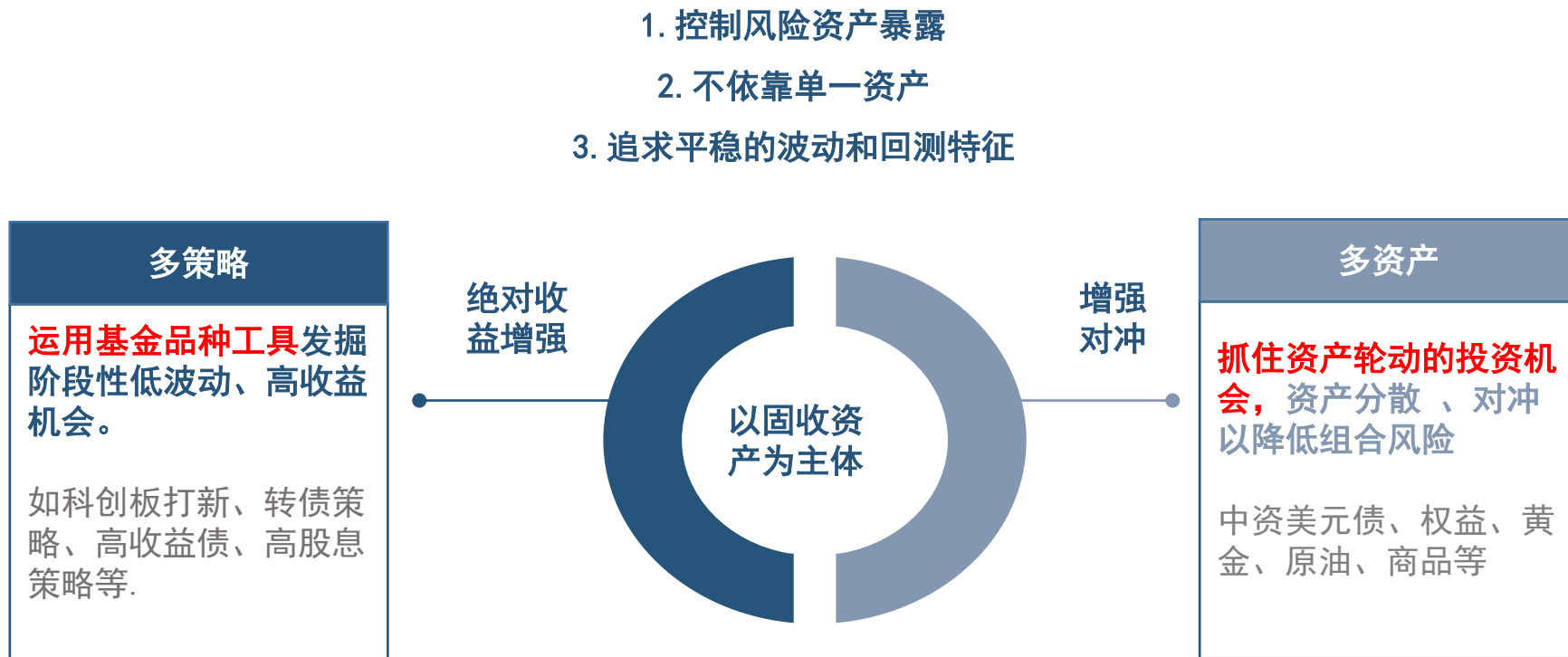
图：公募基金产品结构持续优化



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

“放大器”：公募基金为理财子公司产品提供资产解决方案

图：多策略和多资产体系

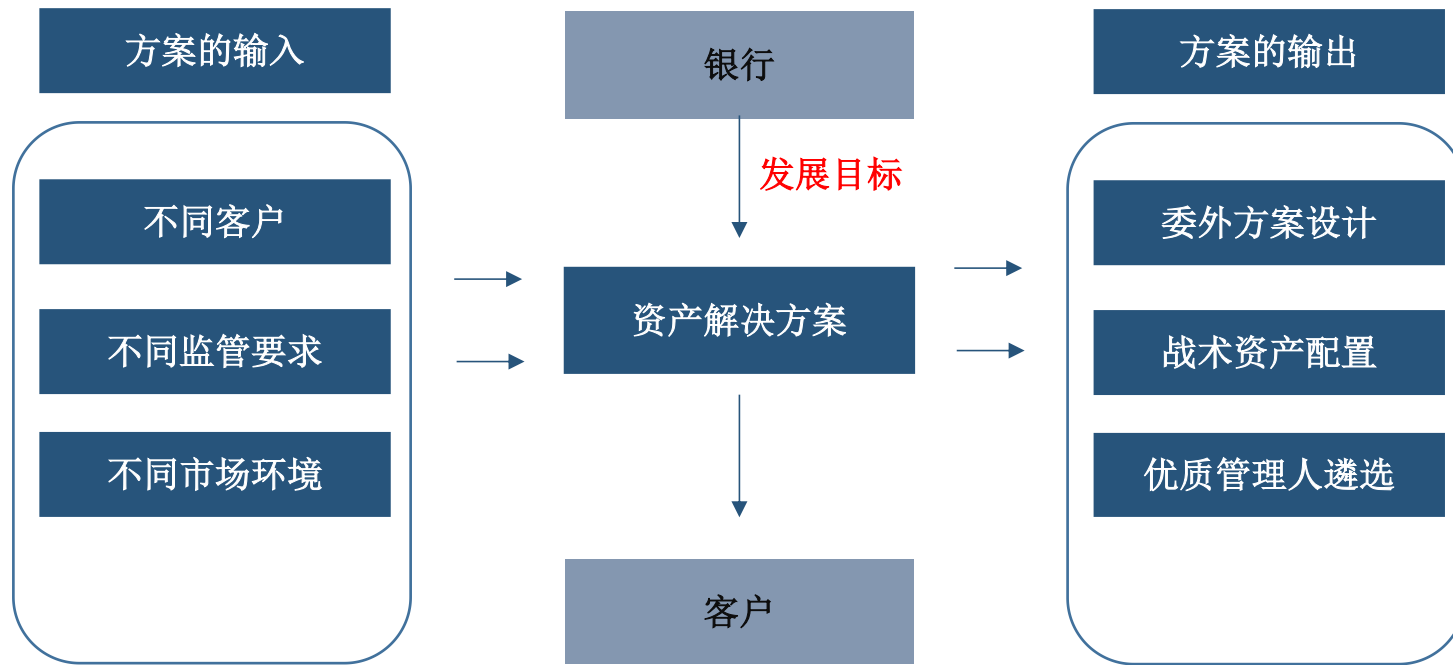


资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

“放大器”：公募基金为理财子公司产品提供资产解决方案

- 考虑到客户投资有试错成本，资管机构需安排设立分析团队参与委外产品选择与配置的全过程。
- 机构委外业务的发展目标应是深入理解客户需求，机构客户提供资产解决方案。

图：机构委外解决方案的输出和输入

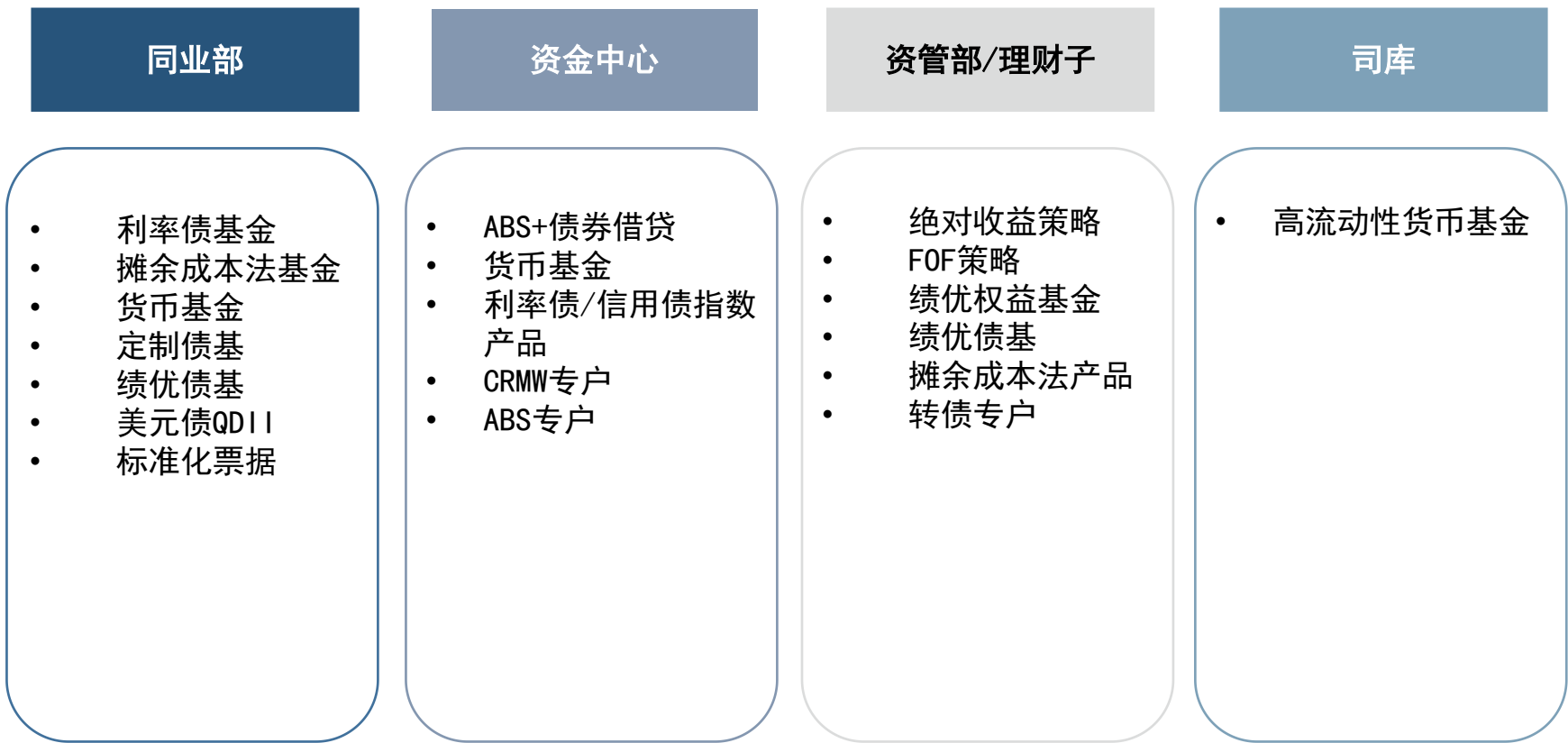


资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

竞争终局：短期靠监管规模，长期提供解决方案

- 考虑到客户投资有试错成本，资管机构需安排设立分析团队参与委外产品选择与配置的全过程。
- 机构委外业务的发展目标应是深入理解客户需求，机构客户提供资产解决方案。

图：机构各部分产品需求具有差异性



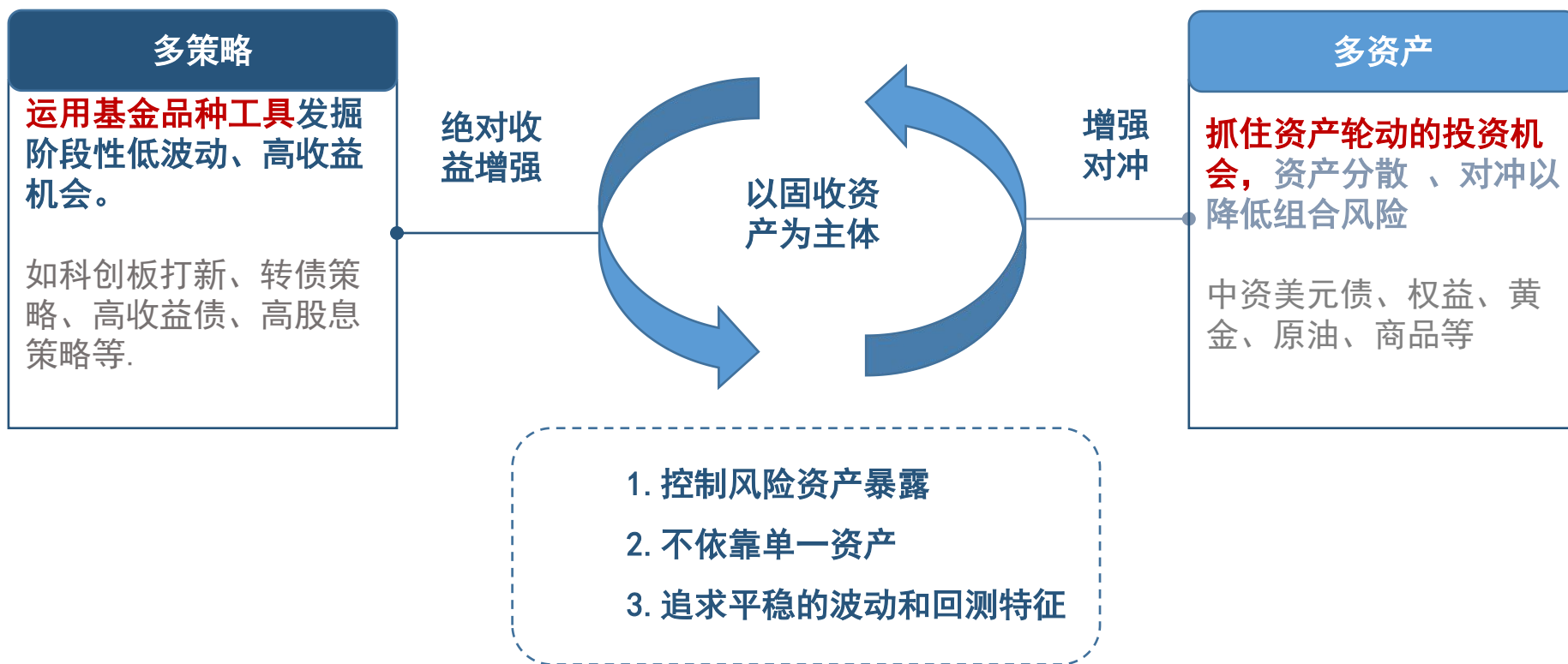
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

专栏：“固收+”产品体系构建

“固收+” 本质是对传统非标债权等资产的替代

- 资管新规的执行下，过去资金和资产错配的两方从“错配”到“正配”的过程，这体现在资产的标准化程度提升，风险收益匹配更为均衡，这种情况下“固收+”策略受到近年来资管机构青睐。

图：“固收+”的多策略与多资产



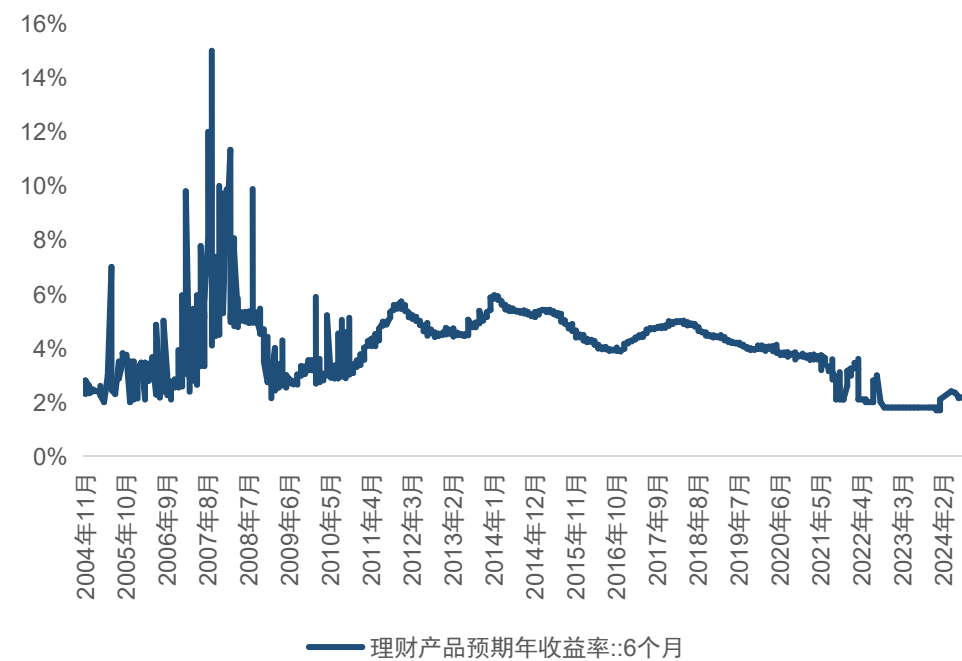
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

为什么“固收+”：净值化转型与资产结构调整共振



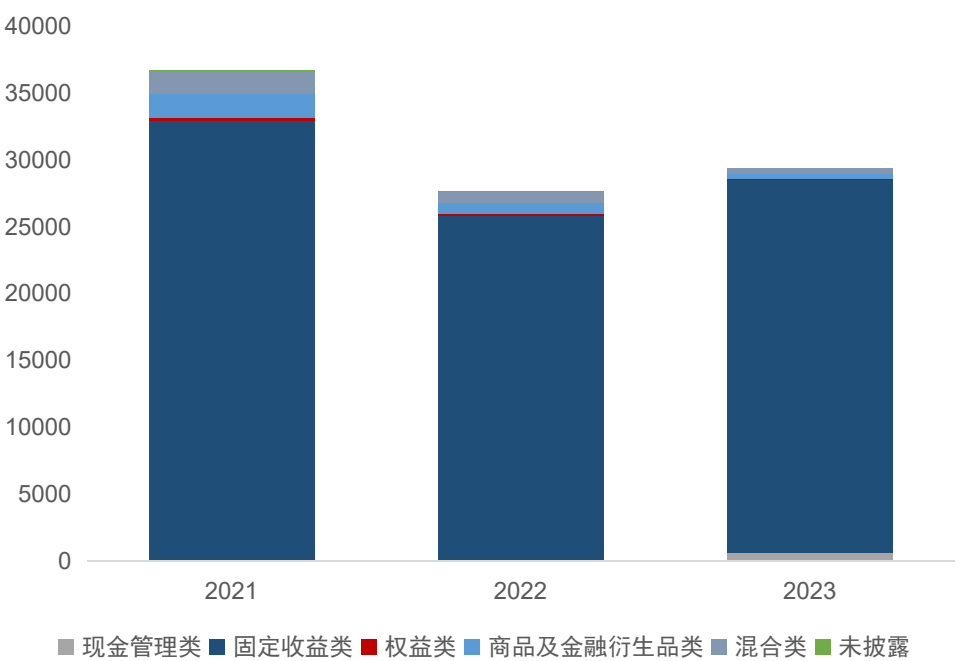
- 负债端：资管新规后急需新策略与新产品替代过去“非标+资金池”模式。监管要求下，银行理财产品越来越难以延续过去的配置模式，需要寻找新的收益增厚策略。

图：银行理财收益率下行（单位：%）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图：银行理财产品发行量（单位：只）



资料来源：普益，国信证券经济研究所整理

为什么“固收+”：低利率环境下资产类别需要创新



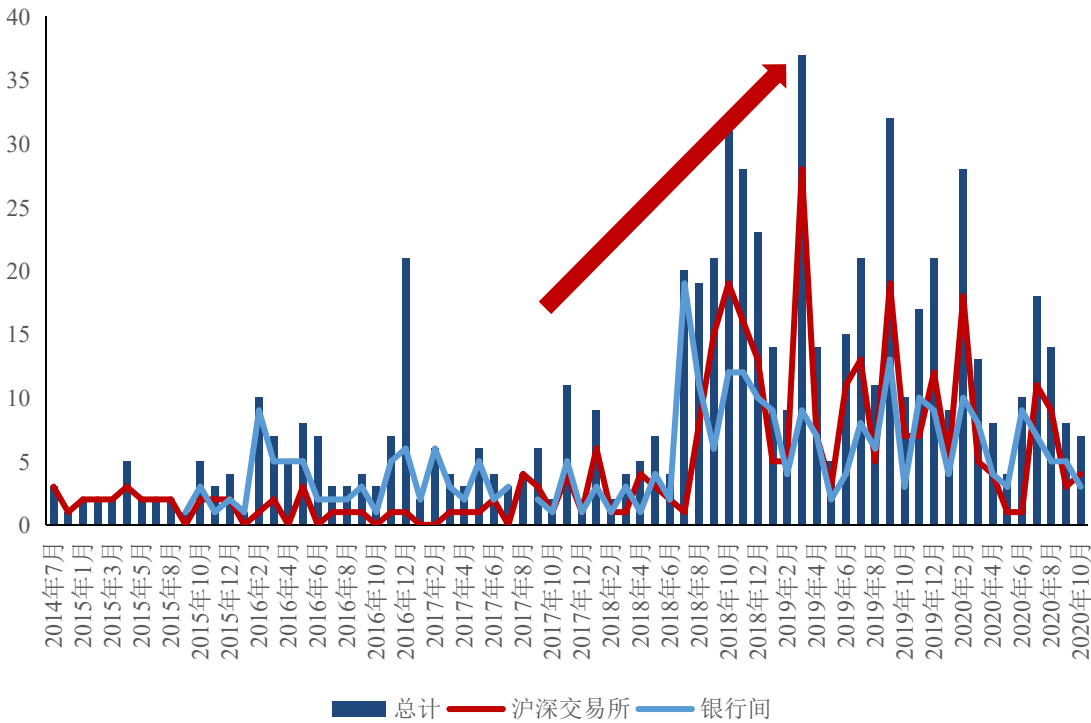
- 资产端：低利率市场环境下债券资产票息空间压缩，收益波动增加，倒逼产业和资本市场专项，推动股权及另类资产的配置需求。
- 居民财富增长和人口老龄化提供了长期资金，随着注册制全面推开，直接融资等多元化融资需求在增加。

图：2018年以来债券利率回落趋势显著（单位：%）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图：我国信用债违约事件显著增多（单位：个）

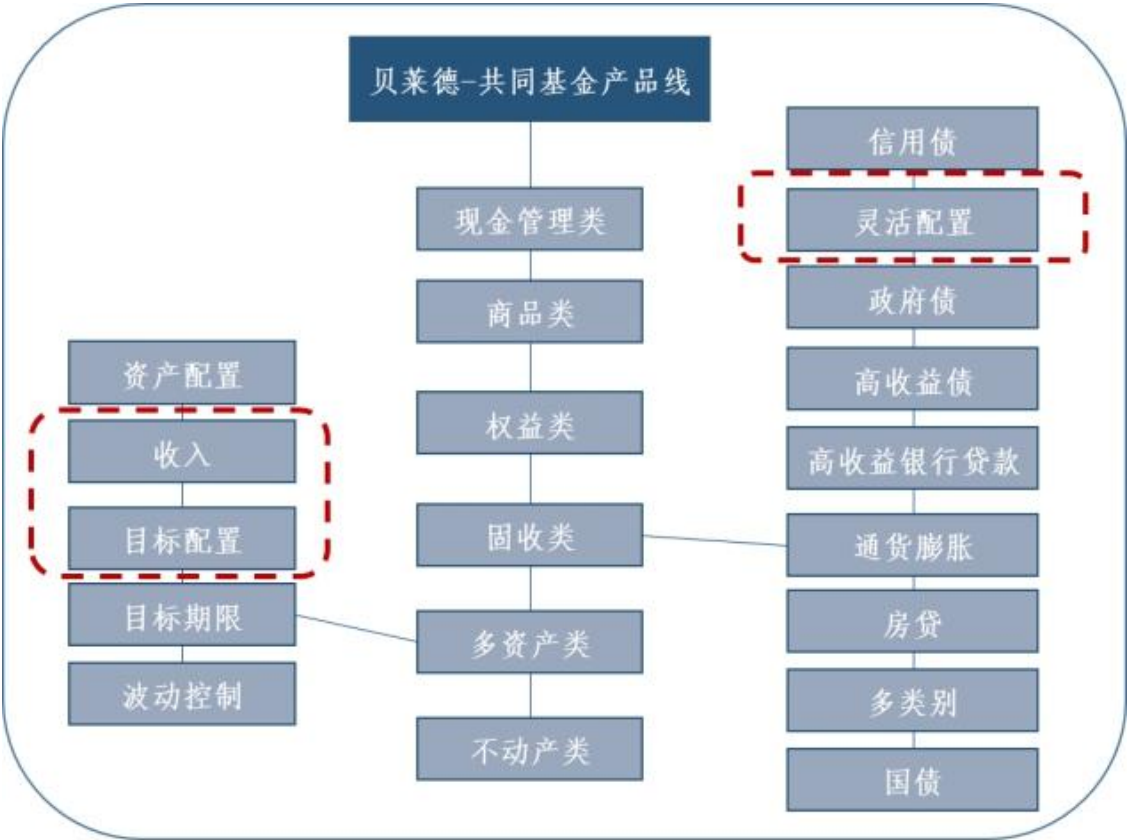


资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

海外机构试水“固收+”：贝莱德提供多资产解决方案

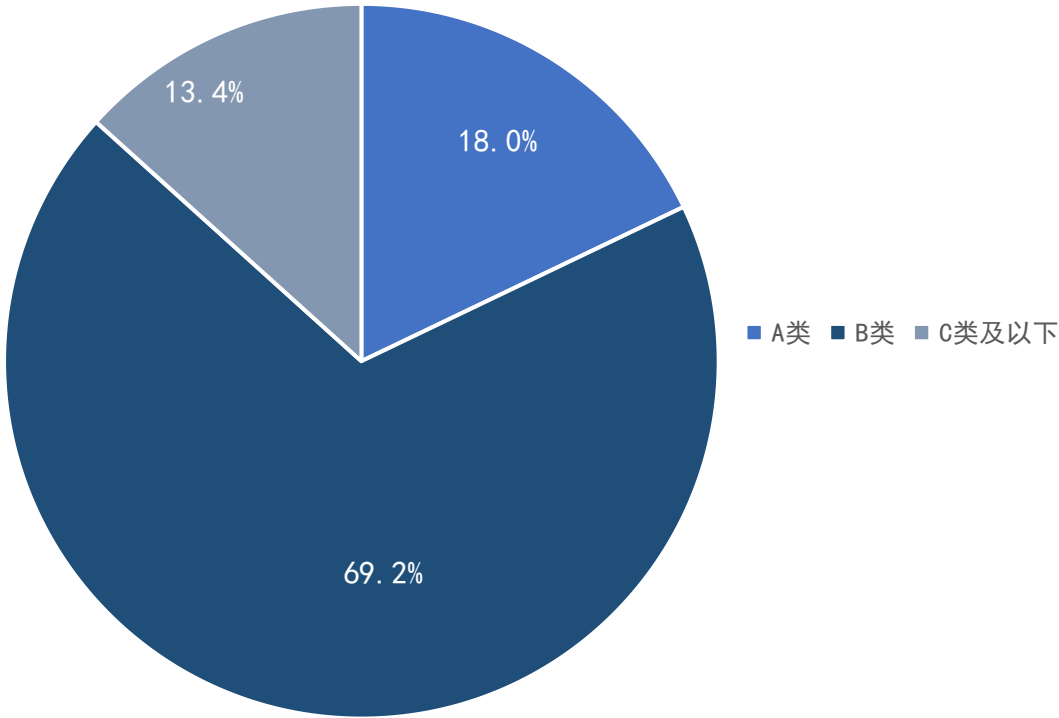
➢ 贝莱德核心产品线分为三条：共同基金、ETF和封闭式基金。根据产品特性，我们认为固收类灵活配置型（Flexible）、多资产类收入型（income）和多资产类目标配置型（Target Allocation）基金基本可以对标“固收+”产品。

图：贝莱德产品线（红色为类“固收+”产品）



资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

图：收入型债券等级分布

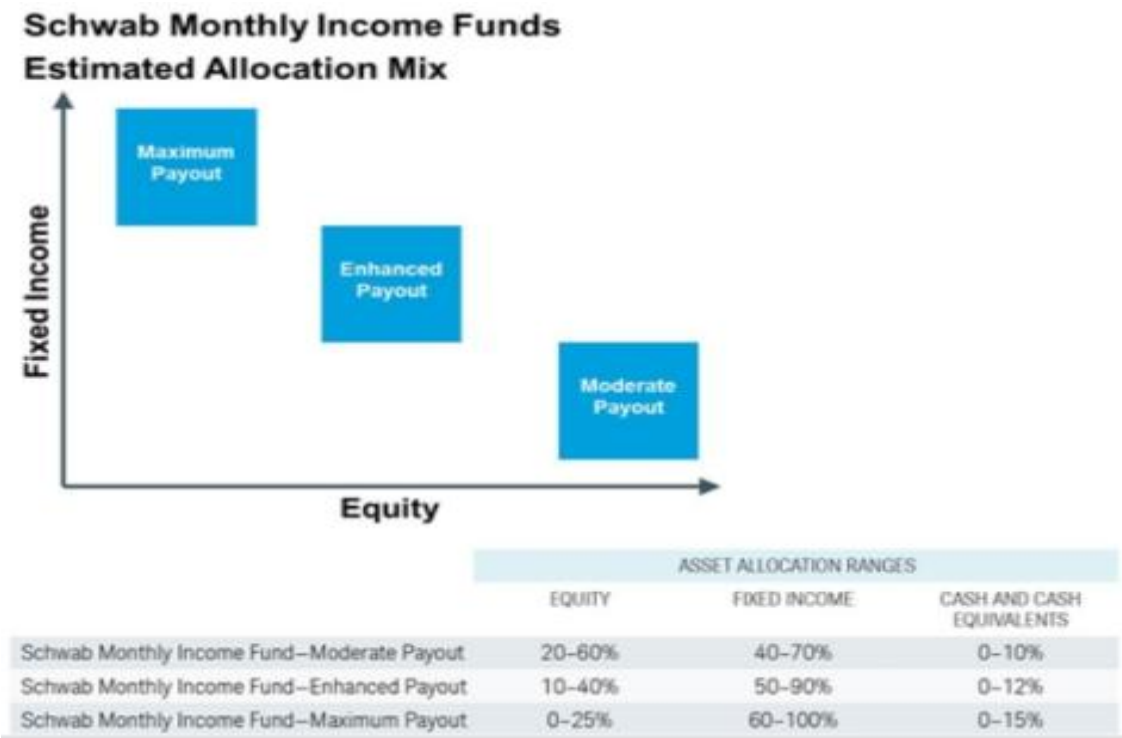


资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

海外机构试水“固收+”：嘉信理财模式核心是匹配零售场景需求

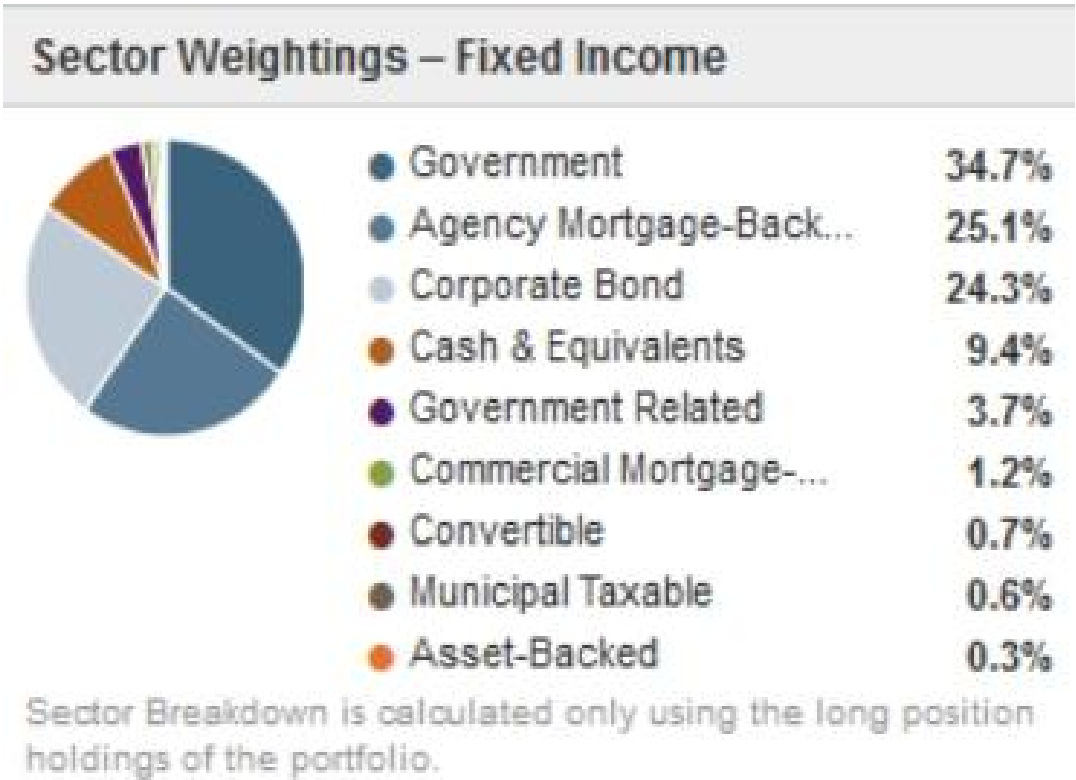
嘉信理财作为综合性金融服务机构也担任资产组合配置的职能，其核心资管产品线分为7类：Index（指数类）、Equity（权益类）、Real Estate（不动产类）、Bond（债券类）、Monthly Income（稳定收益类）、Money（现金管理类）和Asset Allocation（资产配置类）。目前运行的产品总计75只，主要以资产配置类、权益类和债券类为主。

图：嘉信理财各稳定收益类产品固收与权益配置情况



资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

图：固收资产以政府债和按揭抵押债为主

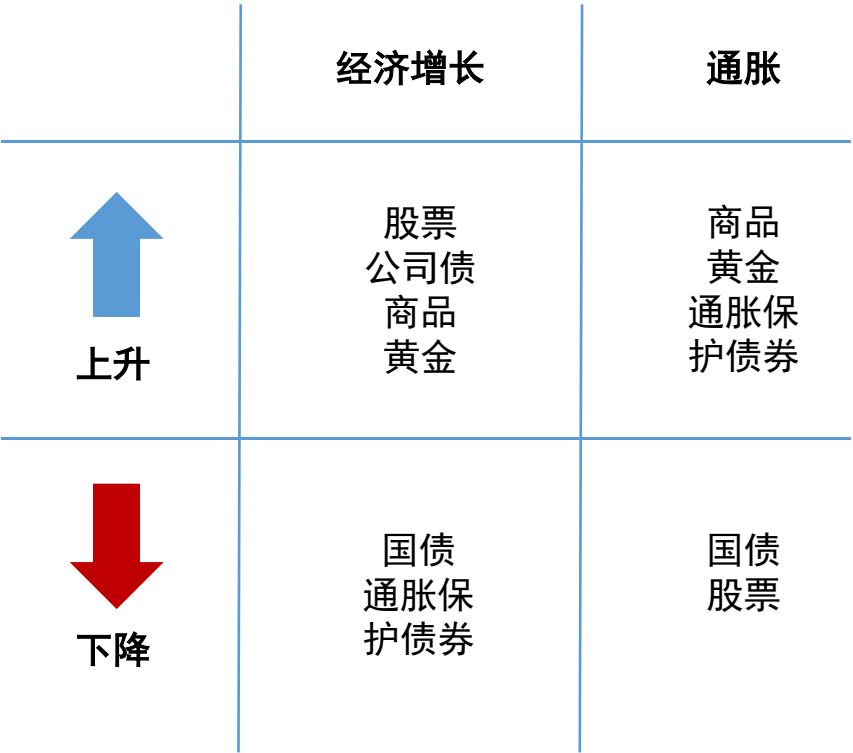


资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

海外机构试水“固收+”：桥水模式挖掘大类资产轮动中超额收益

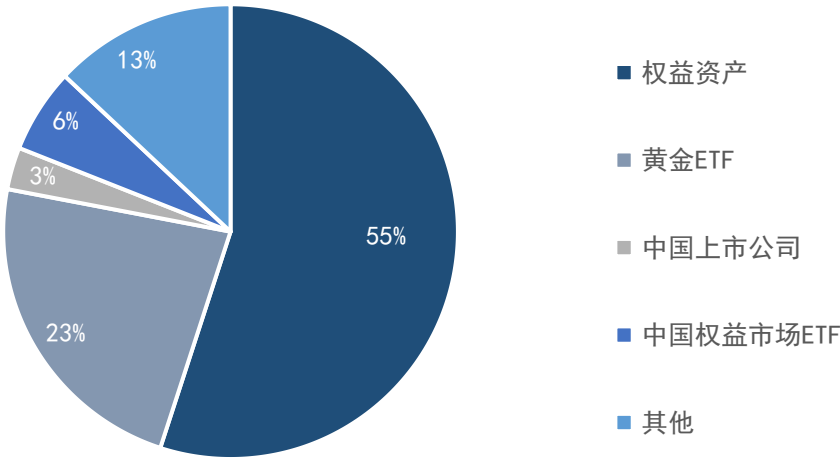
➤ 桥水基金（Bridge water）公司目前总管理规模约为1600亿美元，旗下有两大基金品种，分别是1991年成立的绝对阿尔法基金（Pure Alpha）和1995年成立的全天候基金（All Weather），规模占比分别为45%和40%。

图：全天候策略配置思路



资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

图：全天候策略各资产配置占比多样



资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

国内机构探索“固收+”：在有限资产内形成多策略解决方案



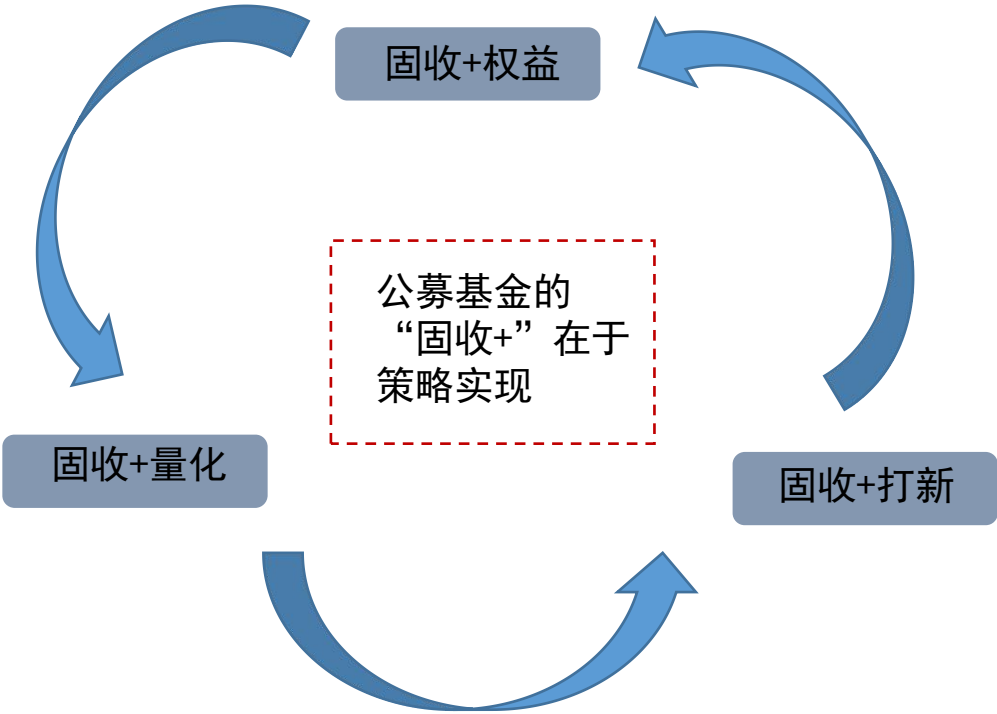
➢ 公募基金中混合债券型一级基金是“固收+”的典型代表，而混合债券型二级基金、偏债混合型基金和灵活配置型基金由于以相对收益率为考核，严格来说不能算是“固收+”产品。但从资产投资范围上看，未来这三类基金长期的风险收益征来看也符合“固收+”的要求，仍是“固收+”策略较合适的载体。

图：理财子多元资产配置



资料来源：招银理财官网，国信证券经济研究所整理

图：公募基金“固收+”的策略思路



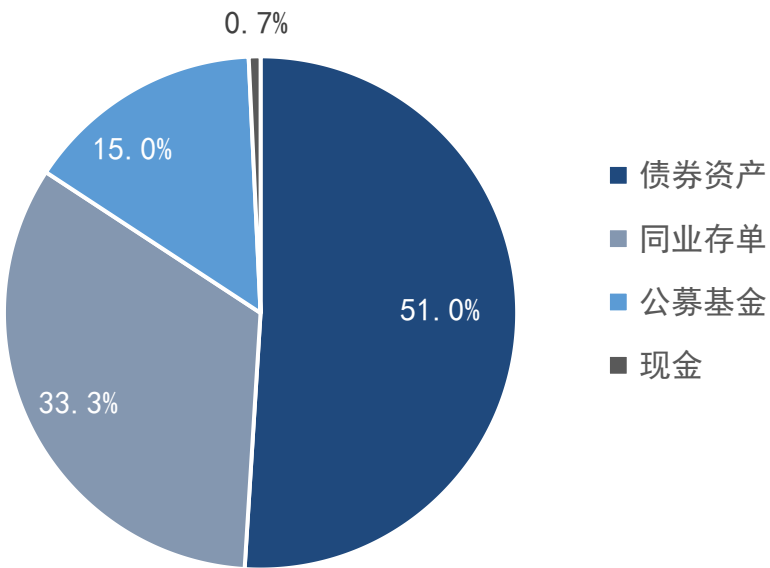
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

国内机构探索“固收+”：银行理财是未来“固收+”市场最大增量



➤ 截至2020年10月28日，共有6家理财子公司发布了“固收+”产品，分别是中银理财、交银理财、工银理财、平安理财、建信理财和招银理财。银行理财子公司在“固收+”策略实践中较公募基金更为保守，从投资比例来看，固收类资产占比一般高于80%，“+”的部分主要通过委外实现。

图：某理财产品固收增强资产配置情况



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图：某理财产品固收增强净值

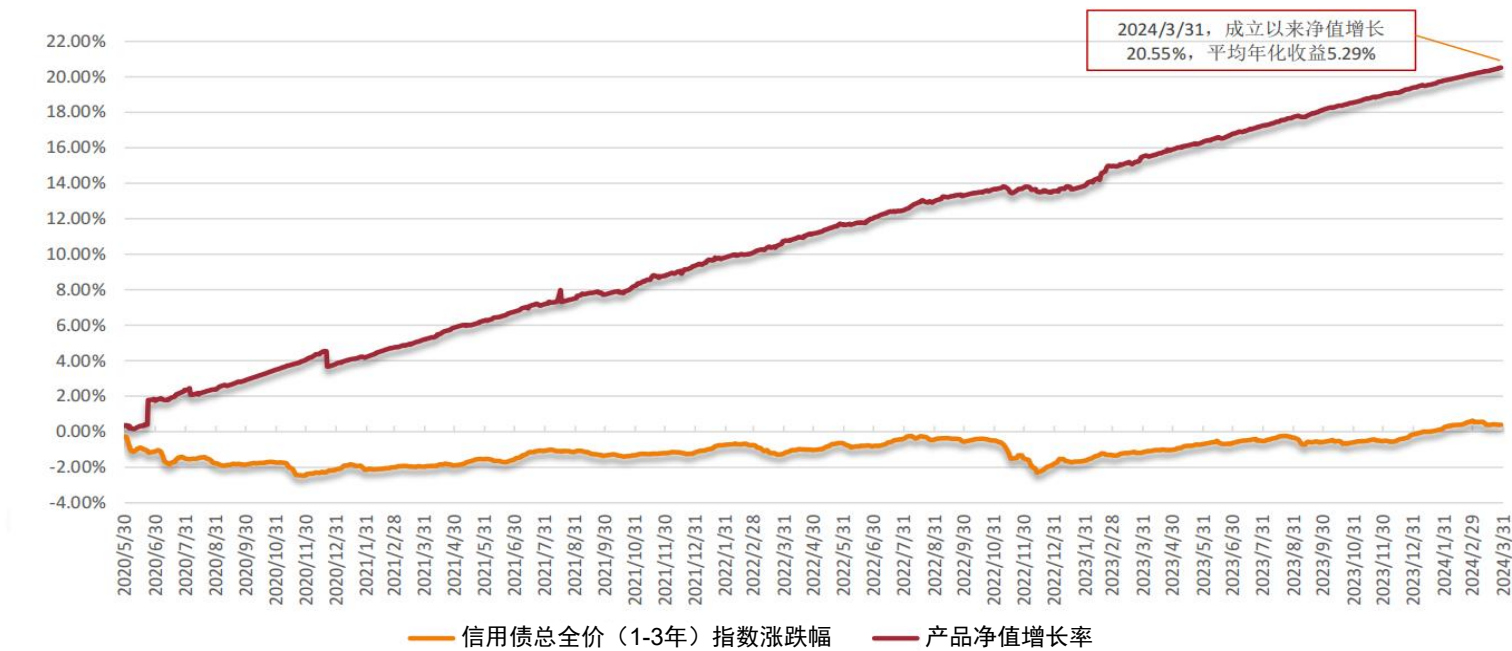


资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

国内机构探索“固收+”：信托最大机遇在于非标转标

➤ 当前就信托公司来说，现金管理类、纯债类、“固收+”类均是转型过程中的产品创设方向。

图：某信托产品收益保持平滑



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

表：三大类型机构特征总结

机构类型	概述	优势	劣势	应对策略
公募基金	受标准化资产限制，在现有场内标准化资产范围内拓展多元策略实现“固收+”	标准化资产运作模式成熟	标准化资产类别有限，通过拓展资产实现“固收+”较困难	拓展策略，如CPPI策略、打新策略、套利策略等实现收益增厚
银行理财	资产和策略都有拓展的空间，目前匹配客户体验是关键	约4.1万亿表外非标资产在净值化转型中，需求量大；同时银行更接近固收资产端，“固收”部分管理能力成熟	目前“+”的部分多采用委外模式运作，风控、流动性等把控较弱	以委外资产增厚收益的同时加强风控管理，并通过培养和外部招聘提高自身风险资产的管理能力
信托产品	非标转标，投行化的运作模式	擅长于融资平台与地产公司方面的债权业务，产品收益率较高	标准化资产运作经验不足	发展以企业债权作为基础资产的ABS，实现非标转标

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

新资产：政策红利下多资产助力“固收+”



➤ 未来资管产品的边界将进一步拓展，我们判断后续“固收+”产品的资产应包含以下特点：第一，规模体量大，能容纳较多资金；第二，收益预期高于传统债券平均水平，形成较好的“+”的作用；第三，回撤相对可控。

表：新资产着重关注票据、REITs、并购基金

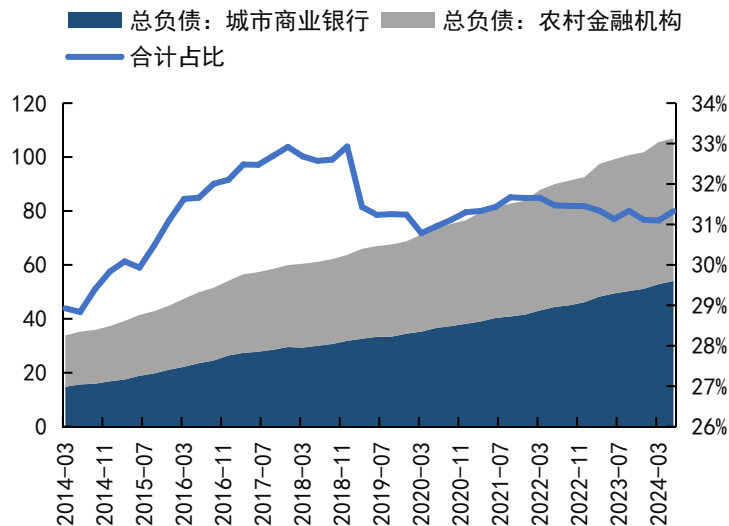
资产名称	资产属性	收益率估测	投资限制	流动性	市场容量
票据	债权	5%-10%	低；不受非标资产限制	高；可用于现券买卖、回购、远期等	高；未贴现银票3万亿，商票12万亿
REITs	夹层	—	低；本轮基建REITs以标准化公募模式运行	较高；目前项目对现金流有极高要求	较高；经测算将有万亿级规模
并购基金	股权	10-15%（根据运作模式有较大不同）	较高；着重产业周期末期的成熟企业	较低；多数需要合理的退出机制	较高；2020年2季度约1.6万亿存量

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

专栏：从区域银行财富生态看基金合作机会

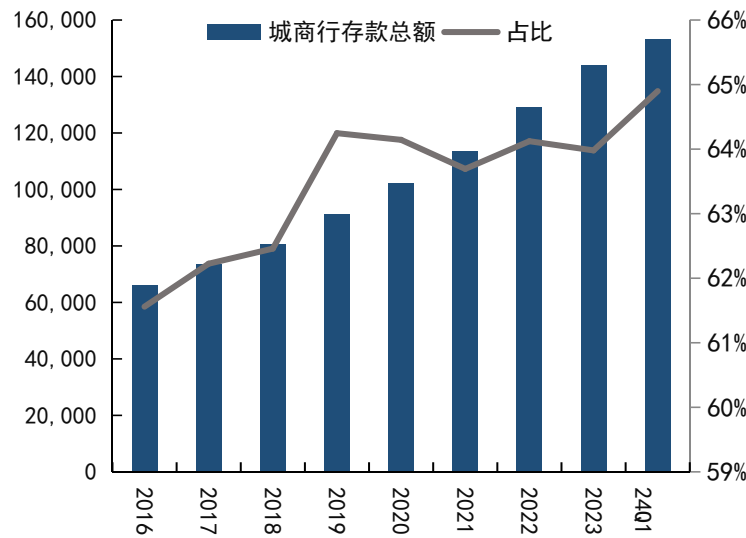
- 截至2024H1末，城商行总负债规模54.04万亿元、占商业银行总负债比重15.8%，农村金融机构总负债规模52.89万亿元、占比15.5%。中国人民银行披露的各类型银行存款数据在2019年截止，2019年时城商行存款规模25.93万亿元、农商行存款规模23.52万亿元。另根据银行业协会数据，2020年时城商行负债端存款占比68.5%、同业负债占比12.3%。
- 上市银行角度，截至2024Q1末，上市城商行存款总额15.30万亿元、占负债比重64.9%，上市农商行存款总额3.66万亿元、占负债比重78.3%。近年来，对城商行及农商行而言，存款总额占总负债的比重呈总体提升趋势。

图：城商行、农商行总负债规模及占比（单位：万亿元）



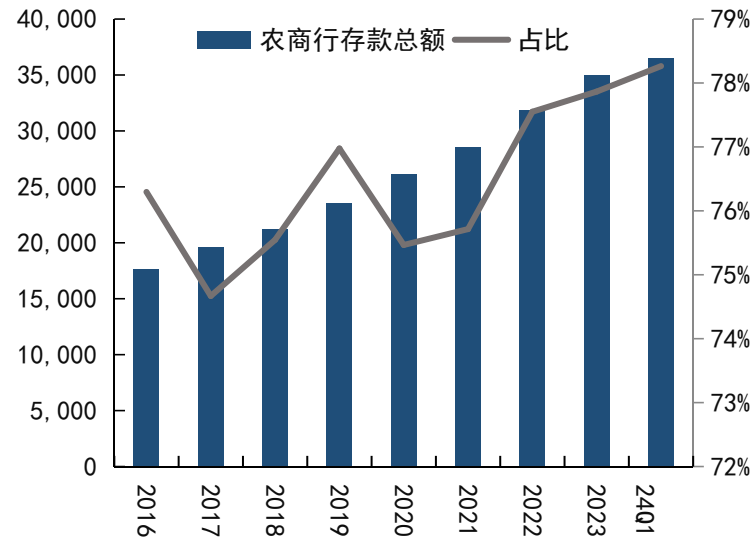
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图：上市城商行存款规模及占负债比重（单位：亿元）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

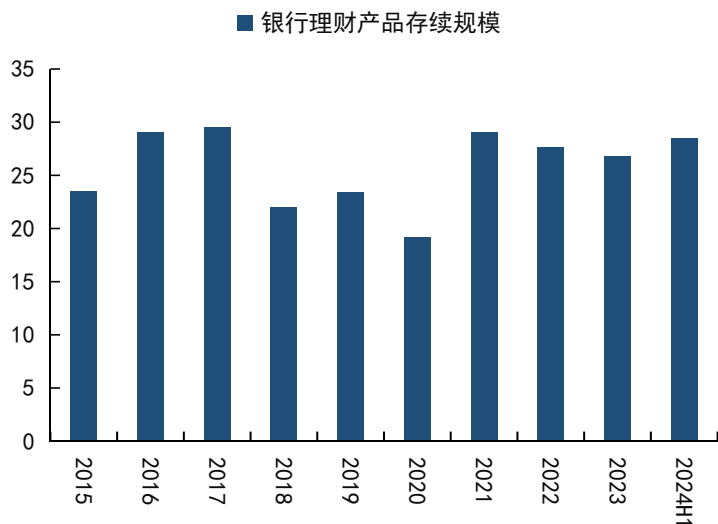
图：上市农商行存款规模及占负债比重（单位：亿元）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

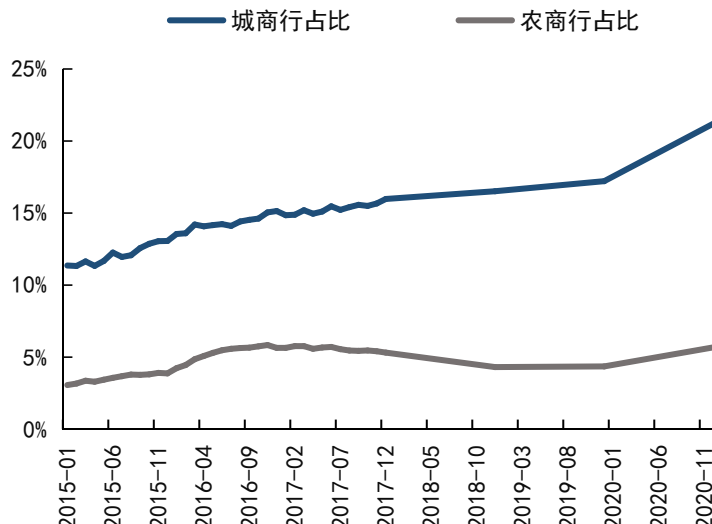
- 银行理财子大规模设立之前，城商行及农商行理财产品存续规模占比呈总体提升趋势。其中城商行规模由2015年初的1.78万亿元提升至2020年末的4.07万亿元，同时占比由11.4%提升至21.2%。农商行规模由2015年初的0.48万亿元提升至2020年末的1.09万亿元，同时占比由3.1%提升至5.7%。
- 银行理财子大规模设立之后，城商行及农商行理财产品余额占比呈总体下降趋势。其中城商行规模由2021年末的3.62万亿元降至2024年上半年末的2.21万亿元，同时占比由12.5%降至7.8%。农商行规模由2021年末的1.12万亿元降至2024年上半年末的0.98万亿元，同时占比由3.9%降至3.4%。2019年杭银理财、宁银理财成立，2020年苏银理财、南银理财及青银理财成立，2022年北银理财及上银理财成立，因此城商行（未设立理财子）的规模下降较多。

图：银行理财产品存续规模（单位：万亿元）



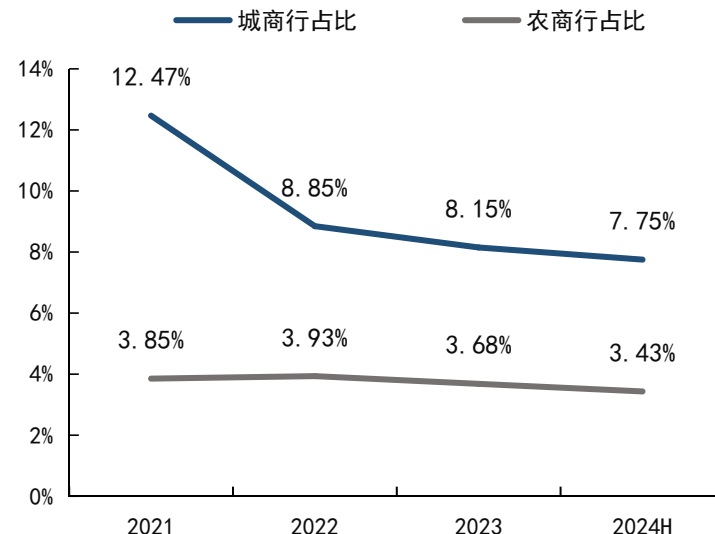
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图：2020年及之前城商行、农商行理财产品余额占比



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图：2021年及之后城商行、农商行理财产品余额占比



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

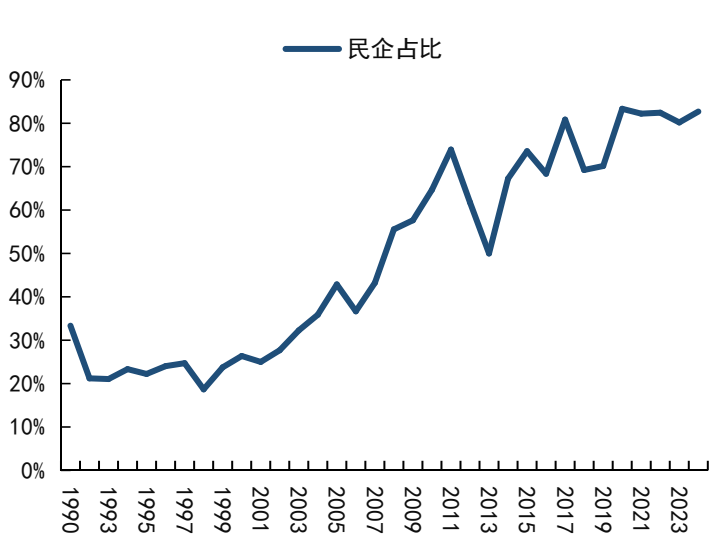
- 经营企业一直是国内高净值客户最主要的财富来源，金融市场投资和房地产对财富影响波动性较大，实业创富重要性有所提升。
- 城商行及农商行多分布于低能级城市及县域或村镇，当地居民财富主要来源于经营公司获利、房地产市场等。2015年起，棚改货币化安置推动全国房价快速上行，期间不少居民通过拆迁等方式致富，现金流较为充沛，成为当地城商行或农商行的财富客户。此外，部分城市产业密集，时代发展浪潮造就了一批先富的企业主，也是当地银行财富管理业务的座上宾。
- 2019年科创板开市以来，企业上市也成为一种重要创富方式。我们统计了各年度新上市企业中，企业属性为民企的数量占比，其上升趋势较为明显。非一线城市的企业上市为当地企业家的最重要财源之一。

图：财富管理高净值客户财富来源占比



资料来源：中国建设银行&BCG咨询，国信证券经济研究所整理

图：企业属性为民企的当年新上市公司数量占比

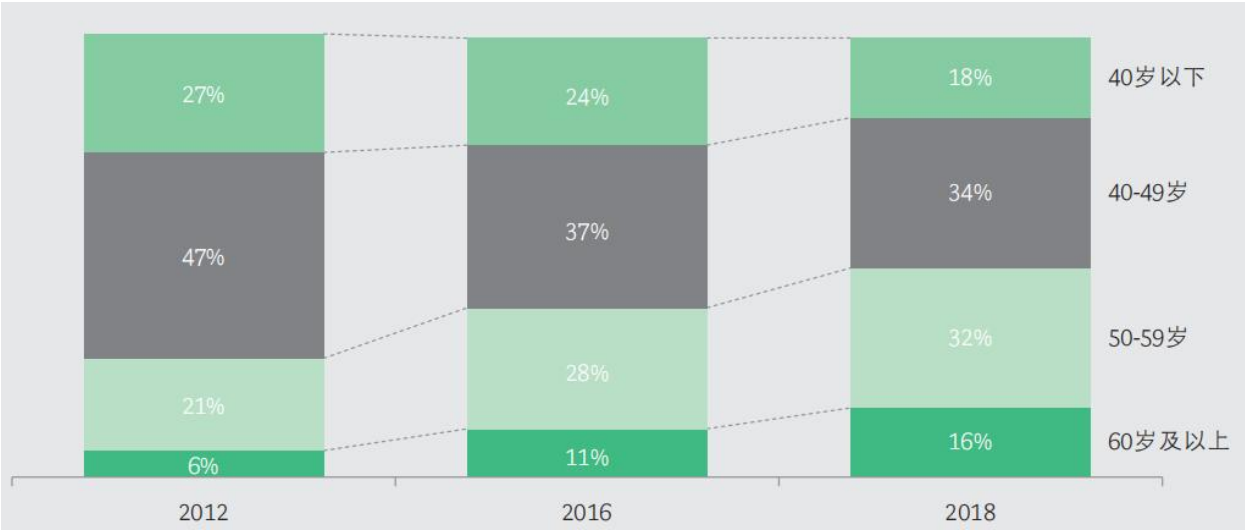


资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

财富画像：老年占比提升，老年客户平均学历更低

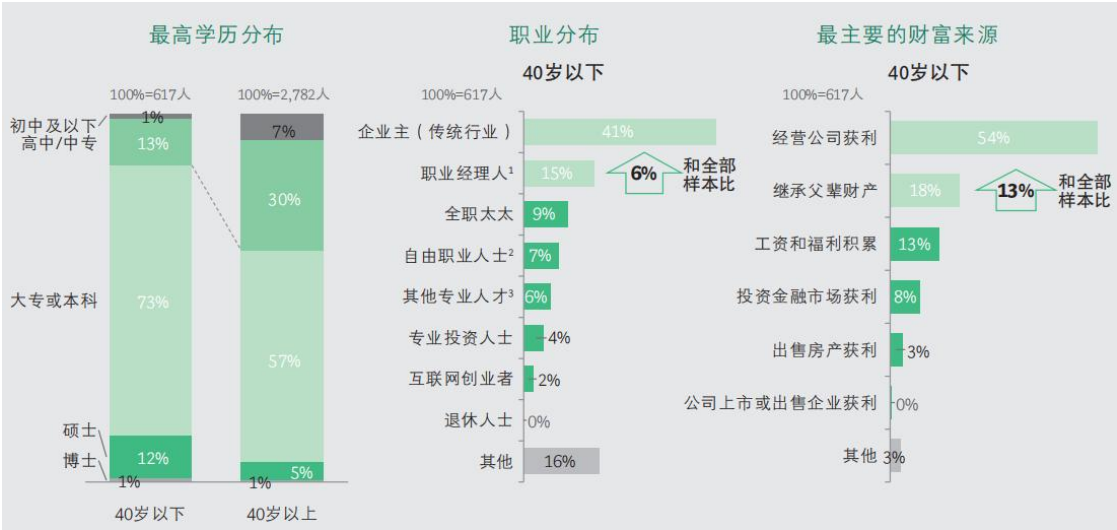
- 高净值客户中的老年客户占比呈逐步提升趋势。一方面，我国经济增速放缓使得创业成功率降低；另一方面，存量财富客户年龄正常增加。
- 年轻一代的高净值客户普遍受教育水平更高，80、90后高净值客户拥有本科或大专以上学历的比例，远远超过40岁以上的群体。年轻一代高净值人士当中既有通过新的技术、发掘新的商业机遇从而实现个人财富增长的年轻创一代，也有通过继承上一代的财富和产业而崛起的富二代客户。
- 考虑到年轻创富一代更多诞生于互联网、新兴产业领域，这些行业往往更多集中于一线城市等能级较高的城市。三、四线城市或以年龄更大、平均学历更低的传统行业财富客户为主。

图：高净值客户年龄分布中老年客户占比持续提升



资料来源：中国建设银行&BCG咨询，国信证券经济研究所整理

图：年轻的高净值客户学历更高



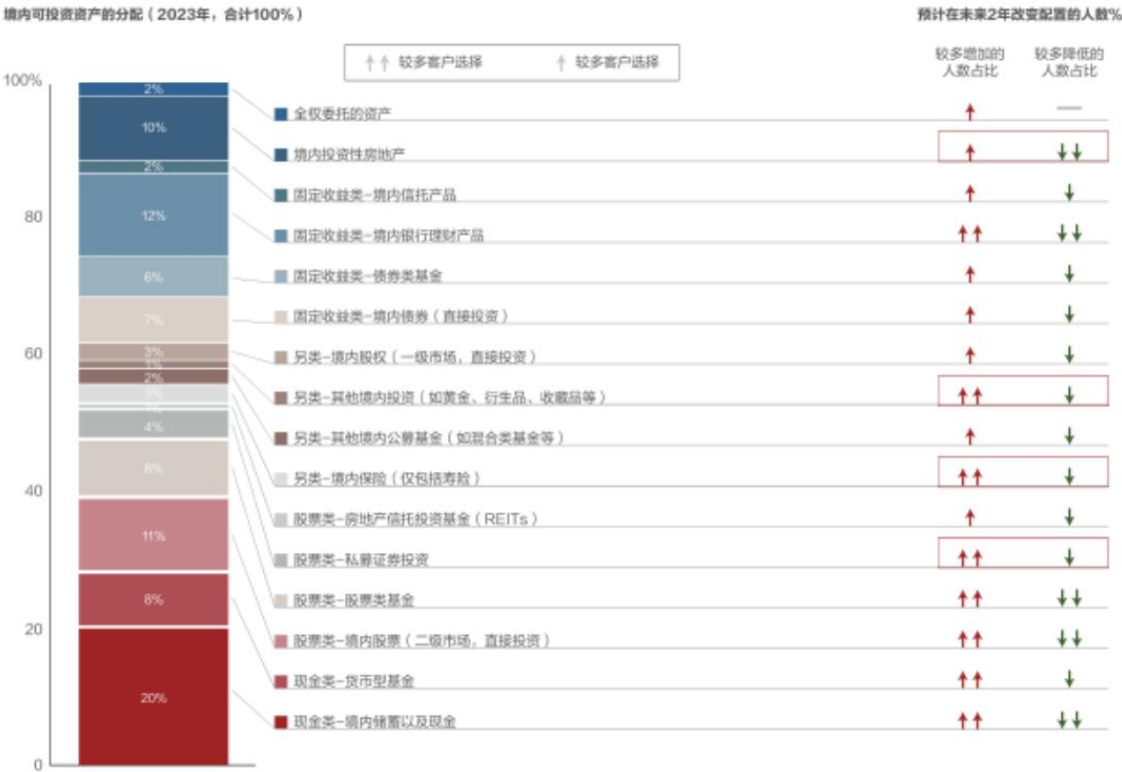
资料来源：中国建设银行&BCG咨询，国信证券经济研究所整理

财富需求转化：金融资产配置趋稳健，服务加成增粘性



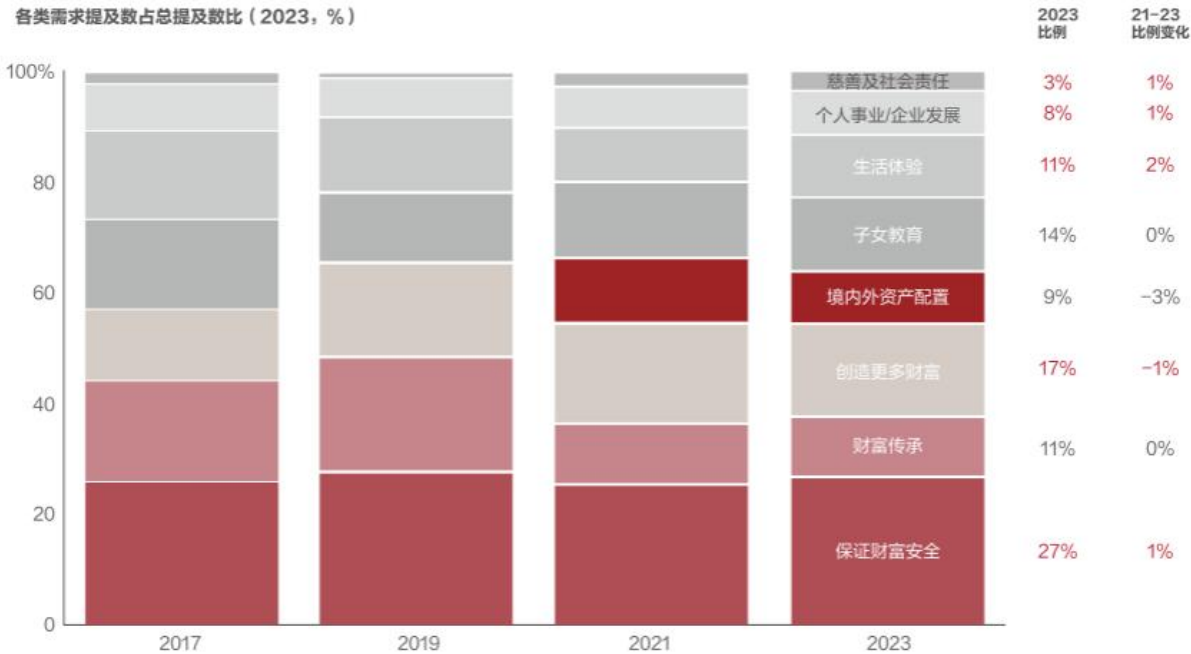
- 产品配置角度，高净值人群超过一半的境内可投资资产配置于较低风险的资产，包括现金类(28%)和固收类(27%)产品。相较2021年现金类(34%)和固收类(22%)的配置比例变化不大。高净值人群仍看重相对确定的回报，故整体配置预期变化不大。
- 高净值人群当前最主要的财富目标是保证财富安全，其提及率较2021年有所提升。相应地，创造更多财富的提及率较2021年有所降低。泛金融类/非金融类需求广泛，包括财富传承、子女教育、生活体验等需求。

图：高净值客户年龄分布中老年客户占比持续提升



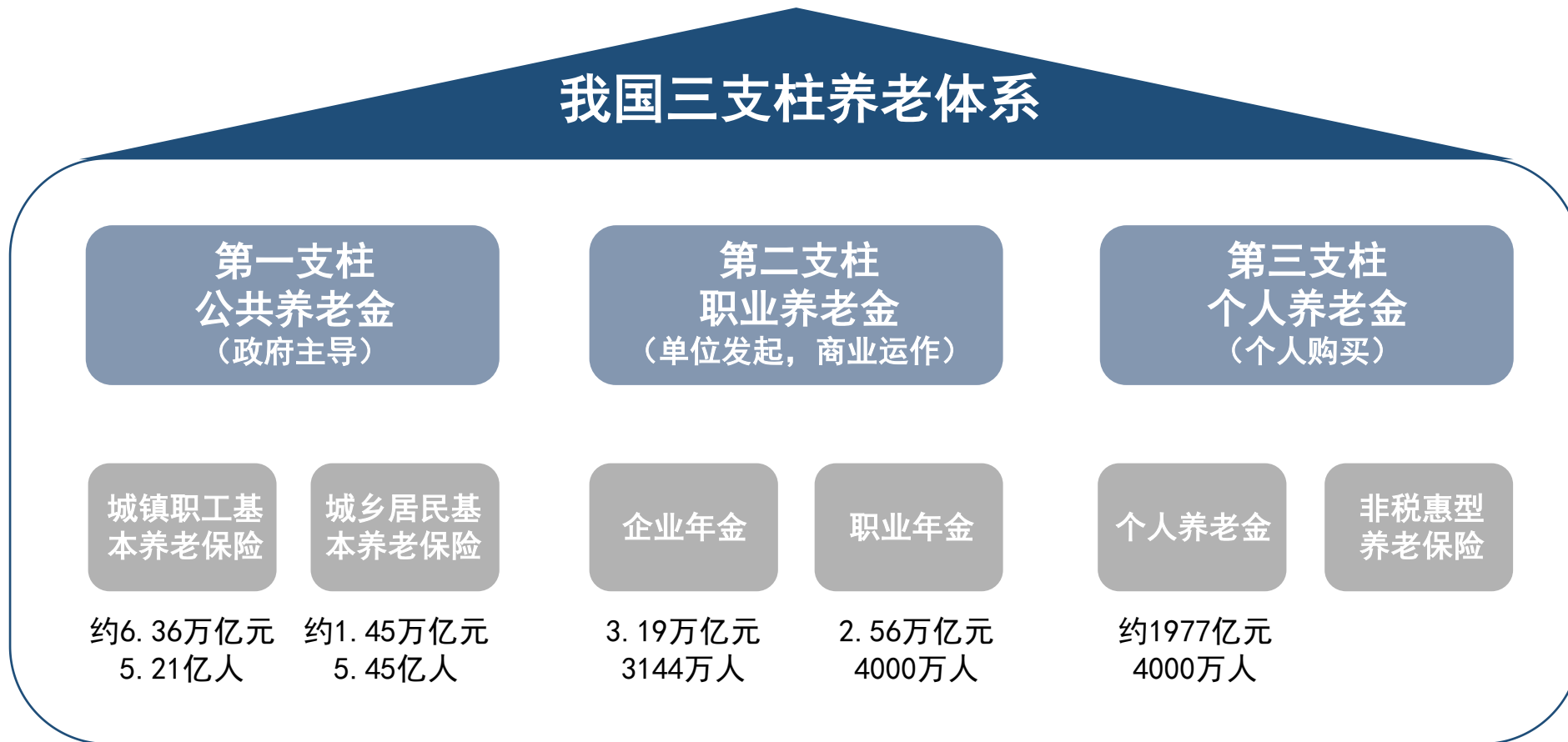
资料来源：招商银行&贝恩咨询，国信证券经济研究所整理

图：客户的泛金融/非金融类需求较为广泛



资料来源：招商银行&贝恩咨询，国信证券经济研究所整理

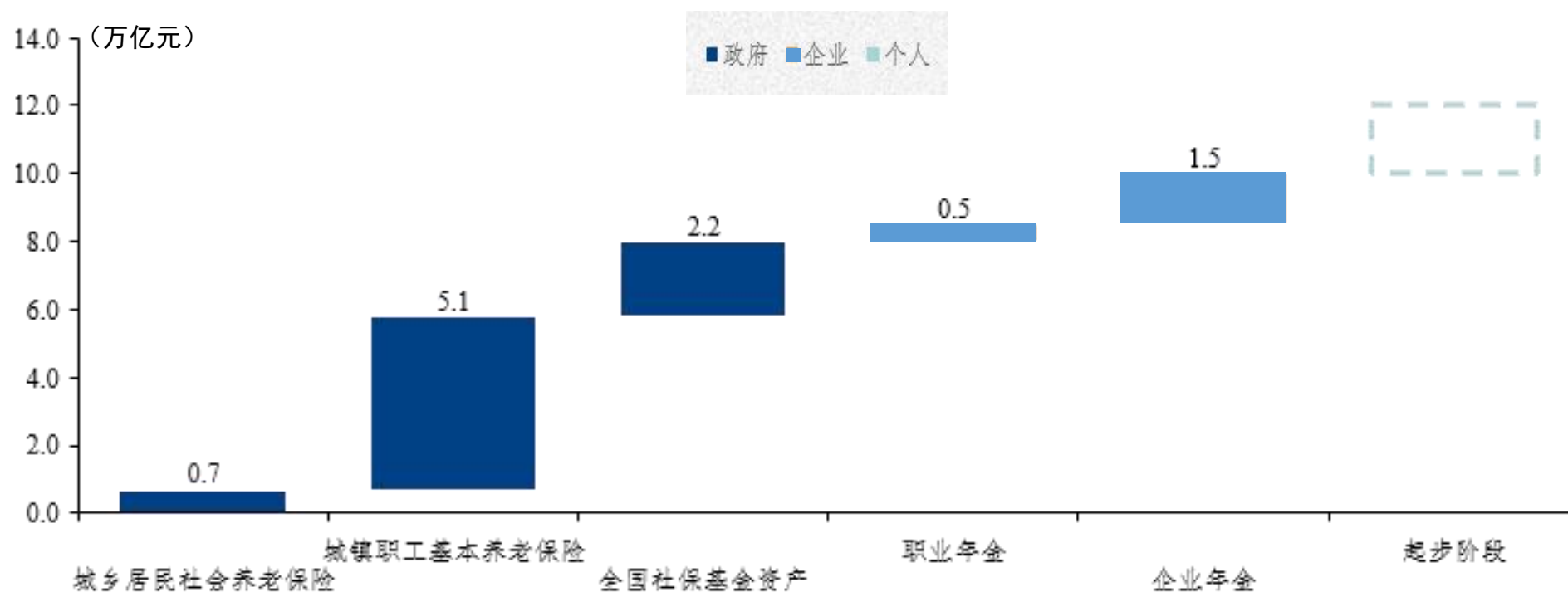
我国三支柱养老体系



资料来源：中国政府网，国信证券经济研究所整理

- 我国当前养老金体系以基本养老金（即第一支柱）为主。目前基本养老保险基金的累计结余约6万亿余元，全国社会保障基金约2.4万亿元，相比之下，职业年金约2.56万亿元，企业年金约2.19万亿元，商业养老保险约1000亿元，第二支柱和第三支柱规模严重不足。

图：中国的养老保障体系主要靠基本养老



资料来源：Bloomberg，国信证券经济研究所整理

➤ 个人养老金制度的全面推行，将带动规模的进一步提升，从而有望为银行、基金、保险等金融机构带来一定的增量资金。我们预计至2030年，个人养老金规模或将达1.45万亿元，分别为银行、银行理财子、基金、保险带来增量资金0.63万亿元、0.15万亿元、0.46万亿元、0.22万亿元。

表：个人养老金规模预测

	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030
基本养老保险参保人数（亿人）	10.8	10.9	11.0	11.1	11.3	11.4	11.5
个人养老金开户率	6.7%	9.7%	13.7%	17.7%	21.7%	25.7%	29.7%
个人养老金缴费率	70.0%	62.0%	64.0%	66.0%	67.0%	68.0%	69.0%
年均缴费金额（元）	2664	3064	3523	4052	4659	5358	6162
合计（亿元）	1346	2007	3404	5273	7631	10666	14542
银行存款占比	61%	58%	55%	52%	49%	46%	43%
基金占比	26%	27%	28%	29%	30%	31%	32%
保险占比	9%	10%	11%	12%	13%	14%	15%
银行理财占比	4%	5%	6%	7%	8%	9%	10%
银行存款资金（亿元）	822	1165	1874	2745	3743	4912	6260
基金资金（亿元）	347	538	946	1518	2274	3284	4623
保险资金（亿元）	121	201	374	632	991	1492	2180
银行理财资金（亿元）	56	104	210	378	623	978	1479

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理和预测



资料来源：上市公司年报，国信证券经济研究所整理

[01] 机构金融市场纵览

[02] 机构投基方法体系

[03] 政策驱动新需求

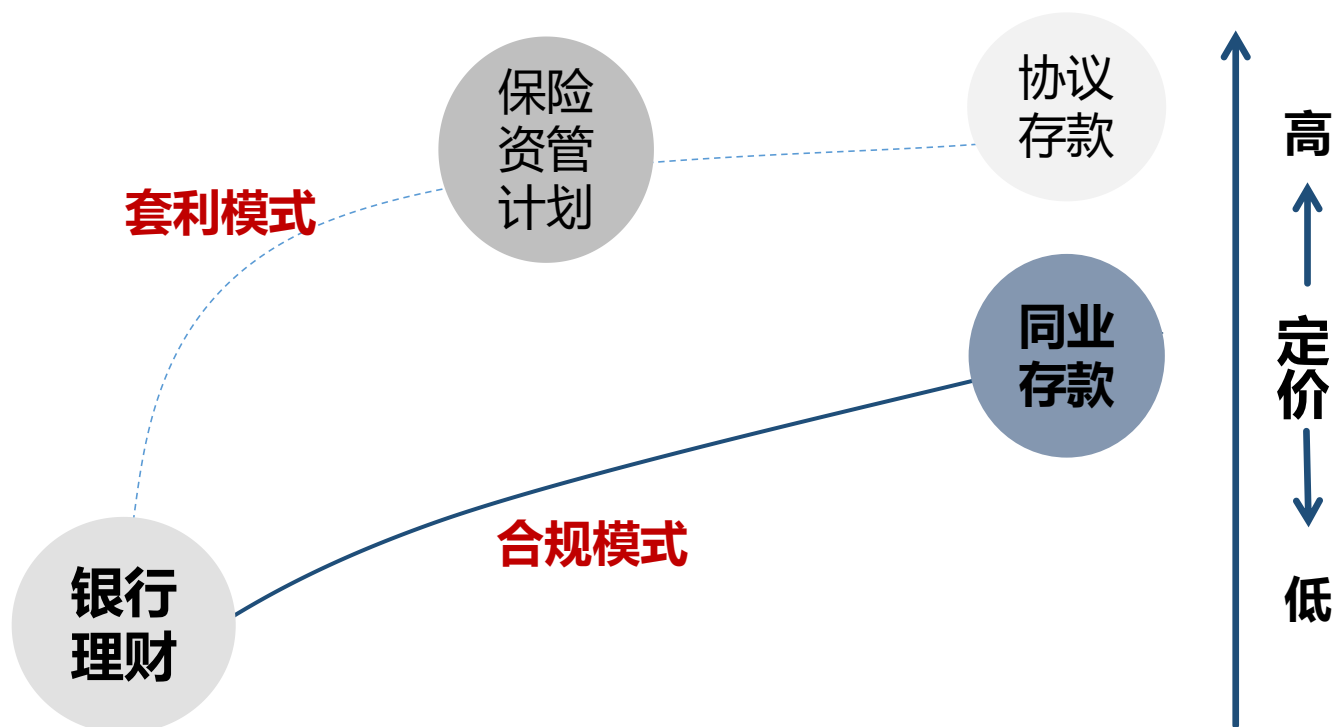
[04] 产品创新解需求

[05] 产品筛选与销售

套利型：保险协议存款

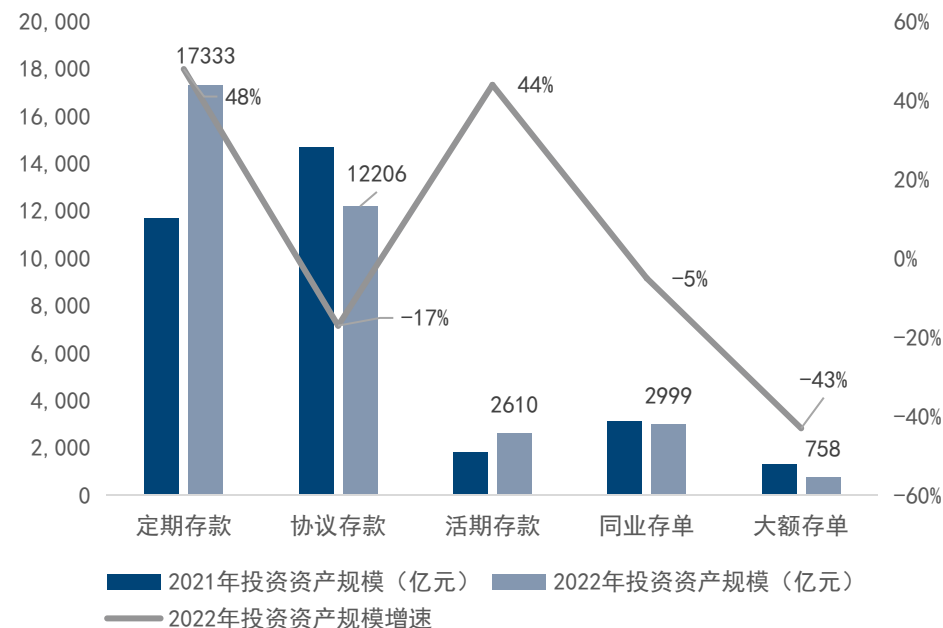
- 银行理财资金通过投资保险资管计划进而投资协议存款的**套利模式**，被认为在资金分类上不够恰当，部分区域监管部门要求将这部分资金重新归类为“同业存款”来进行计量和管理。而协议存款的定价通常高于同业存款。
- 从银行存款和存单的规模及增速来看，2022年定期存款和活期存款规模增长突出，分别增长48.05%、44.36%；协议存款规模减少，同比下降16.98%。

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（单位：亿元，%）

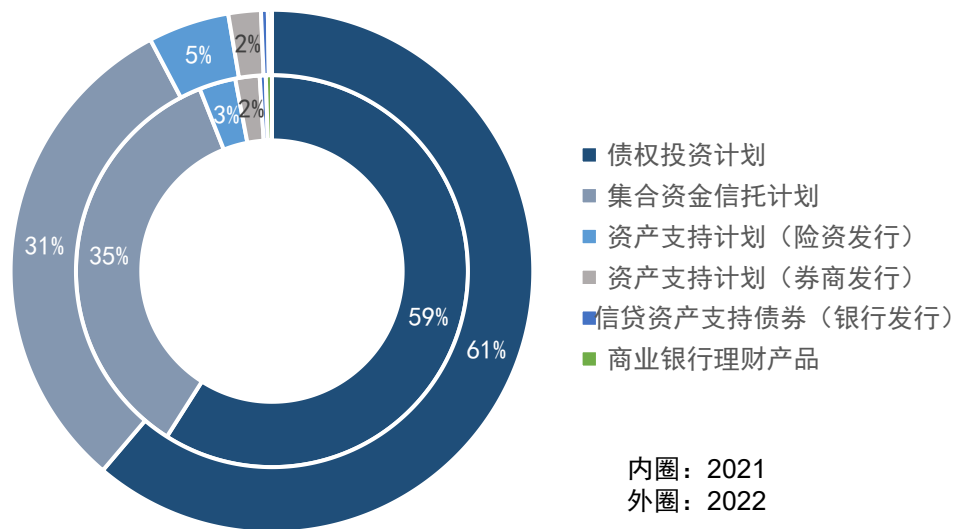


资料来源：保险资管业协会，国信证券经济研究所整理

投行型：非标转标——保债计划

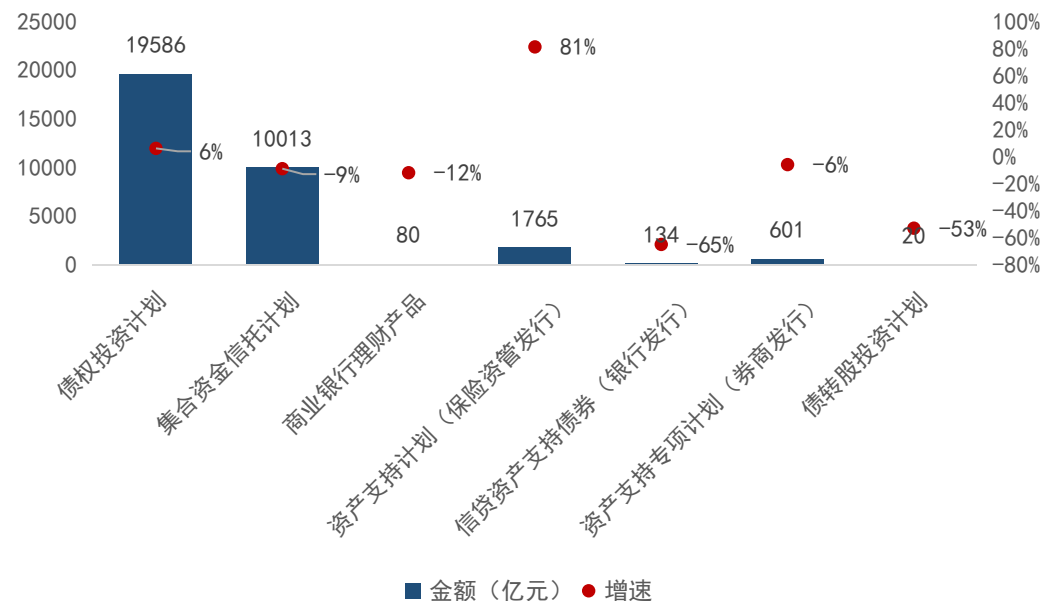
- **债权投资计划（保债计划）**：指保险资产管理公司发起设立的投资产品，通过发行投资计划受益凭证，向保险公司等委托人募集资金，以债权方式投资主要包括交通、通讯、能源、市政、环境保护等国家级重点基础设施或其他不动产项目，为非标准化类产品。相对于私募、信托等非标债务产品，保债计划的准入要求更高、期限更长。近年来，为控制信用风险，保债计划对于发行企业的资质要求也趋于严格，主要集中在央企及地方国企。
- **2023年以来，受制于优质非标资产下降等因素影响，保债计划发行规模有所收缩。**根据中国保险资管业协会公布的数据，2023年1-4月，协会共登记债权投资计划、股权投资计划、保险私募基金138只，同比减少9.80%，登记规模2018.22亿元，同比减少33.77%。其中债权投资计划131只，规模1853.88亿元，数量、规模同比分别减少5.07%、25.08%。

图：保险资管金融产品占比（单位：%）



资料来源：中国保险资管业协会，国信证券经济研究所整理

图：2022年保险持有金融产品规模及增速（单位：亿元，%）



资料来源：中国保险资管业协会，国信证券经济研究所整理

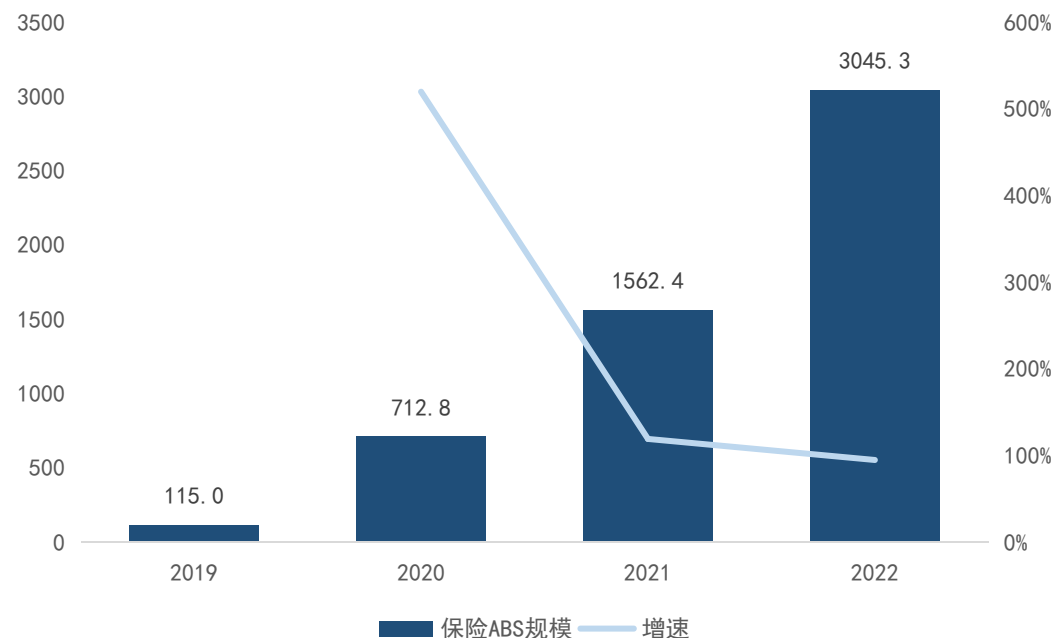
投行型：非标转标——资产支持计划

- 在优质非标资产供给下降的背景之下，保险资管资产支持计划规模实现较高增速。保险资管资产支持计划（以下简称“保险ABS”）是金融创新产品，以保险资管机构作为管理人、以基础资产现金流为偿付来源，面向合格投资者发行的资产证券化产品。其优势在于盘活存量资产，降低企业融资成本。
- 近年来，随着监管政策的放开及规范，保险ABS实现较高增速。2023年，共登记保险ABS计划93只，规模超4595亿元，同比增长50.9%。

表：ABS监管政策梳理

序号	时间	内容
1	2012年	原保监会发布《关于保险资金投资有关金融产品的通知》，允许保险资金投资保险资管公司发行的项目资产支持计划
2	2013年	保险ABS进入试点阶段
3	2014年	民生通惠资产管理有限公司发行“民生通惠-阿里金融1号项目”，成为首单保险资管类ABS产品，该计划以阿里旗下小额贷款产品作为底层资产，以资产回款作为现金流
4	2015年	原银保监会下发《资产支持计划业务管理暂行办法》，对资产支持计划业务的交易结构、基础资产、风控管理、信用评级等都提出了明确的要求。自此，保险ABS进入规范化管理阶段
5	2019年	原银保监会发布《中国银保监会办公厅关于资产支持计划注册有关事项的通知》（银保监办发〔2019〕143号），对保险ABS实行注册制管理，由中保保险资产登记交易系统有限公司（以下简称“中保登”）具体办理
6	2019年	中保登印发《中保保险资产登记交易系统有限公司资产支持计划注册办法（试行）》，对保险资管ABS注册申报与受理、查验与评议、注册管理、信息披露、特殊情形处理、自律管理等进行了具体的规定
7	2020年	中保登发布《中保登公司关于资产支持计划分期发行有关事项的通知》，进一步接轨其他市场资产证券化产品
8	2021年	原银保监会印发《关于资产支持计划和保险私募基金登记有关事项的通知》（银保监办发〔2021〕103号），决定将资产支持计划和保险私募基金由注册制改为登记制，实行初次申报核准、后续产品登记
9	2021年	取消原保险资管公司设立和管理资产支持计划需要有外部信用评级要求，政策进一步放宽

图：保险资管ABS注册规模及增速（单位：亿元、%）



资料来源：中国保险资管业协会，国信证券经济研究所整理

资料来源：中国保险资管业协会，国信证券经济研究所整理

资管型：“固收+”产品创设



- “固收+”仍是险资主要资产配置策略，其次为权益类资产、货币类资产、另类投资（FOF等）。其中，固收部分因久期较长、风险相对较低、收益稳健等特点，更好的匹配险资资产负债管理需求。同时，险资全牌照模式利好“固收+”类产品拓宽投资渠道。
- 2023年，受整体行情催化，险资纯债类产品实现较好收益，其中五家险资平均投资回报率超过4%。“固收+”产品方面，生命保险资产管理有限公司实现产品平均投资回报5.01%。

表：2023年保险资管公司“固收+”类产品投资回报（单位：只、%）

序号	机构	产品数量	2023年平均投资回报
1	生命保险资产管理有限公司	7	5.01%
2	百年保险资产管理有限责任公司	11	3.96%
3	中意资产管理有限责任公司	19	3.73%
4	光大永明资产管理有限公司	12	3.45%
5	华安财保资产管理有限责任公司	35	2.46%
6	建信保险资产管理有限公司	11	2.33%
7	太平洋资产管理有限责任公司	19	2.29%
8	太平资产管理有限公司	7	2.22%
9	泰康资产管理有限责任公司	33	1.97%
10	平安资产管理有限责任公司	12	1.96%
11	民生通惠资产管理有限公司	14	1.66%
12	阳光资产管理股份有限公司	25	1.40%
13	大家资产管理有限责任公司	54	1.12%
14	中再资产管理股份有限公司	9	0.17%
15	中国人保资产管理有限公司	16	0.11%

资料来源：中国保险资管业协会，国信证券经济研究所整理

表：2023年保险资管公司纯债类产品投资回报（单位：只、%）

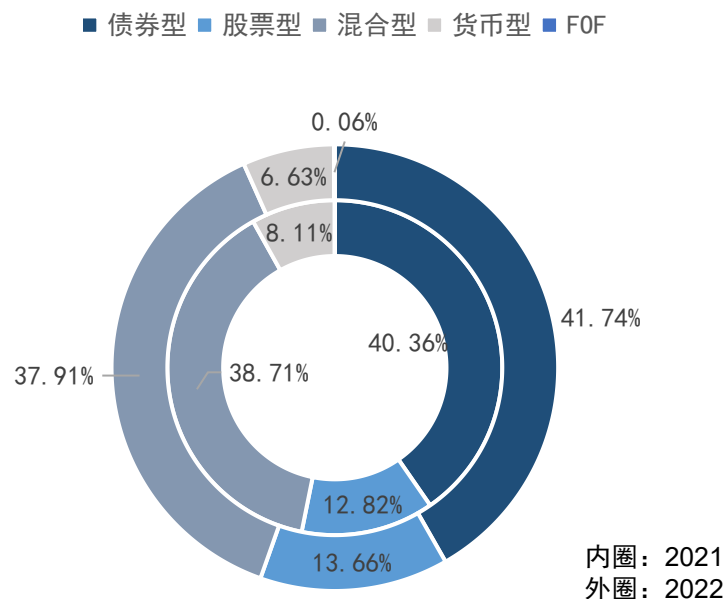
序号	机构	产品数量	2023年平均投资回报
1	光大永明资产管理有限公司	10	4.64%
2	建信保险资产管理有限公司	5	4.56%
3	泰康资产管理有限责任公司	14	4.23%
4	太平洋资产管理有限责任公司	27	4.17%
5	长江养老保险股份有限公司	5	4.12%
6	平安资产管理有限责任公司	23	3.94%
7	中国人寿资产管理有限公司	12	3.76%
8	中国人保资产管理有限公司	12	3.38%
9	百年保险资产管理有限责任公司	5	3.20%

资料来源：中国保险资管业协会，国信证券经济研究所整理

财富型：FOF匹配长线资金需求

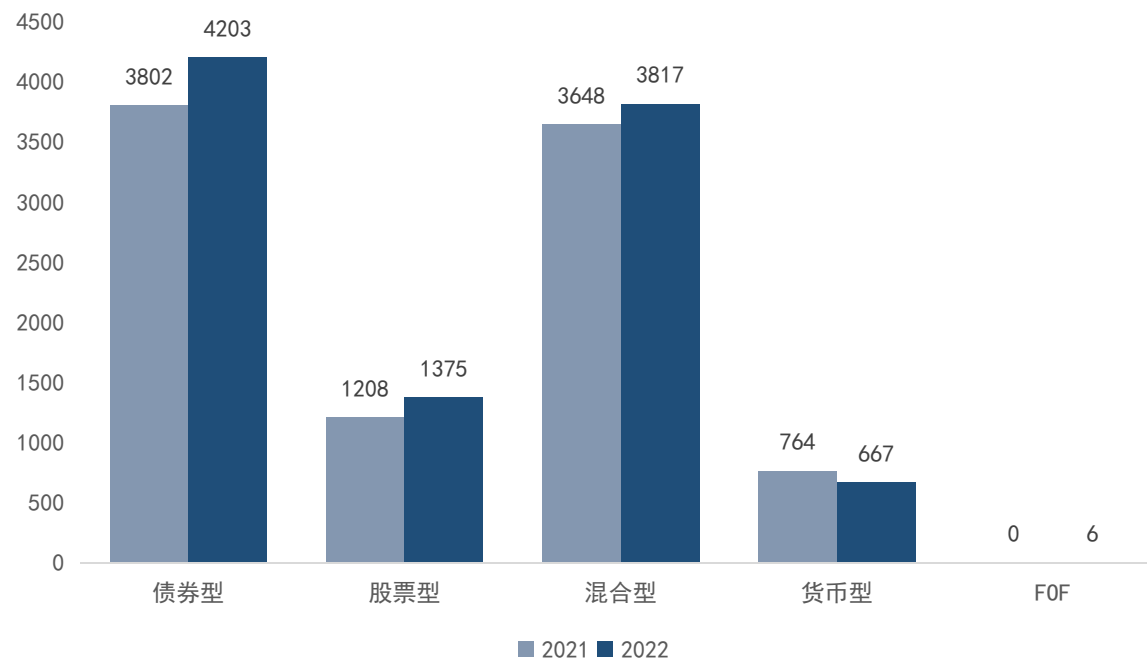
- 基金中基金（Fund of Funds, FOF）是一种以基金为主要投资对象的共同基金，通过在一个委托账户下持有多个不同基金来分散投资，技术性降低集中投资的风险。我国FOF起源于2005年，招商证券发布的创新型理财产品“基金宝”是国内首只受批的FOF类产品。2014年，证监会发布《公开募集证券投资基金运行管理办法》，首次明确了FOF的法律地位及意义。
- FOF是险资最早参与权益投资的形式。险资资金具备规模较大、久期较长、风险偏好偏低等特点，因此FOF相对匹配险资资金需求。截至2022年末，保险资管业FOF投资规模达6.07亿元，占基金投资规模的0.06%，未来仍有较大增长空间。

图：险资2021年至2022年各类基金投资规模占比（单位：%）



资料来源：中国保险资管业协会，国信证券经济研究所整理

图：险资2021年至2022年各类基金投资规模占比（单位：亿元）



资料来源：中国保险资管业协会，国信证券经济研究所整理

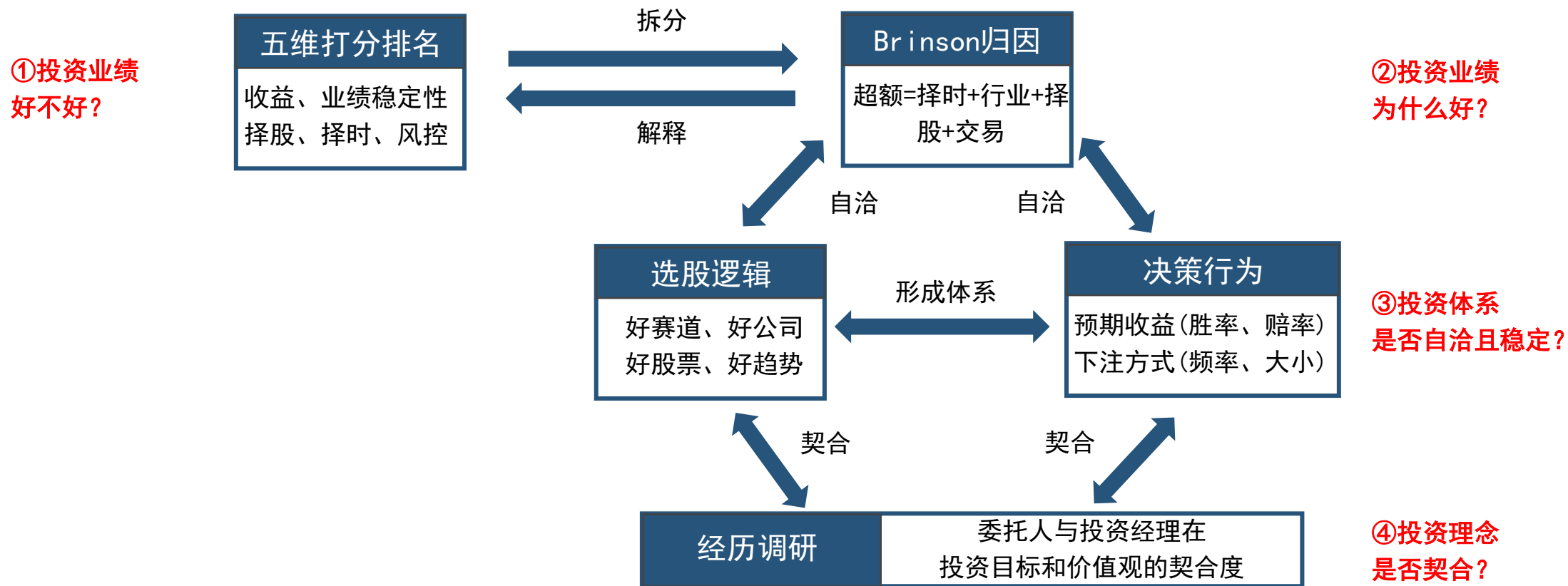
➤ 根据中国保险资产管理业协会资管业务调查，72%的保险机构在开展权益投资时采用委托模式，其中60%选择委外。

表：权益委外与公募基金的差异

	公募基金	专户委外
产品性质	产品标准化，市场成熟，可比样本较多	非标准化程度高，需结合产品条款，选取可比样本
底层资产	资产单一，偏股型以股票为主	可投范围较广，除股债等主流品种外，股指期货、基金、定增，大宗、可转债等资产丰富了大类配置的选择
考核方式	以相对收益为主	多以绝对收益考核，满足保险公司资产负债管理需要
风险控制	基于基金经理主观意思	产品条款中设置回撤、止损线等客观约束
基金筛选	偏重大类配置，署重基金工具性	侧重优选经理和绩效评价
数据可得性	持仓数据更新频率低，质量一般，定性调研仍为主要考察方法	具有更高频且完整的持仓数据，能支撑起较完善的定量评价体系

资料来源：各公司官网，国信证券经济研究所整理

图：权益委外评价体系全景与四个主要模型



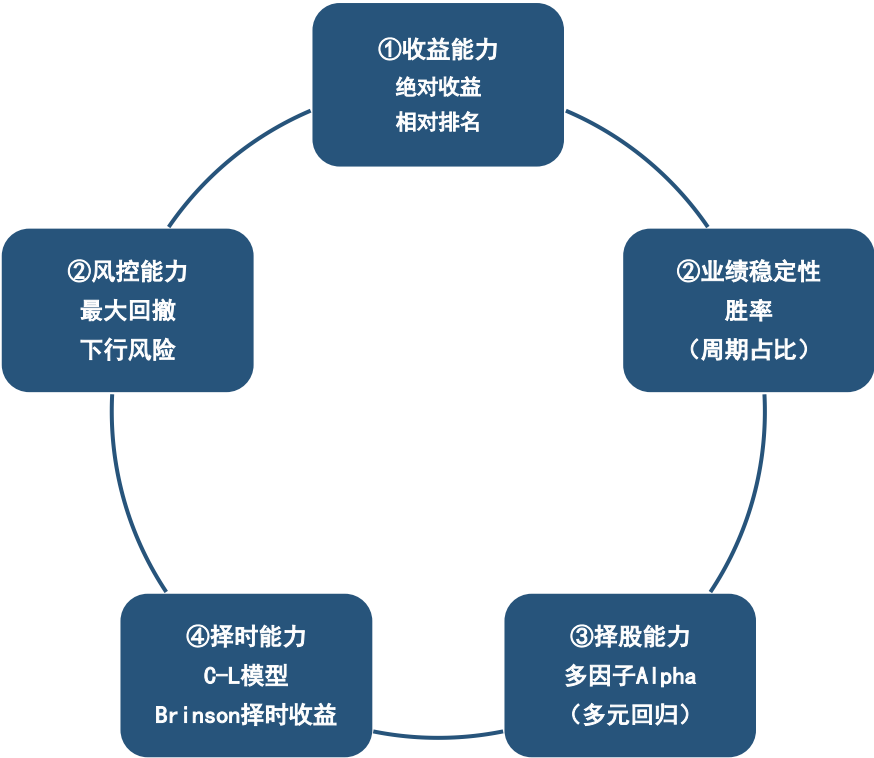
资料来源：中国保险资产业协会，国信证券经济研究所整理

表：经理打分排名五步骤

步骤	具体方法
①挑选排名样本	- 根据产品条款和实际持仓情况，适当纳入可比的公募/专户产品 - 标准化打分假设样本服从正态分布，故需适当扩大样本量以保证精度
②计算静态指标	- 从五维度挑选并计算指标，指标详见后续 - 委托人需将投资需求合理转化为可量化的考核指标
③滚动评估	静态指标易受考核所选区间影响，通过考核期内滚动评估(如日频滚动+半年窗口)，获取区间内的指标分布，了解经理的主要业绩表现
④标准化打分 (标准正态法)	- 方法消除了因子的量纲影响，使不同类型因子可比 - 打分结果有助于我们了解指标在样本中的相对表现
⑤赋权排名	- 根据委托人业绩目标和风险偏好，设置合理权重 - 排名结果解答了核心问题——经理业绩好不好

资料来源：中国保险资产业协会，国信证券经济研究所整理

图表：五维核心因子及其指标介绍



维度	指标说明
收益能力	根据考核需要，选定基准收益率和排名样本
业绩稳定性	- 通过胜率描摹经理能否持续贡献绝对收益/相对收益 - 为保证足量的考察期数，可引入滚动分析或缩短计算周期 - 长期稳定的超额收益就是绝对收益(高胜率)
择股能力	- 衡量基金承担非系统风险获得的超额收益(因子回归) - 常用回归因子有巨潮风格因子/Carhart四因子等
择时能力	- C-L模型作为T-M、H-M等模型的改良版，将市场分为上涨市场和下跌市场，对不同市场环境择时能力有较好描摹 - Brinson模型可利用持仓数据，更准确地衡量择时能力
风控能力	- 巴菲特将本金安全作为投资首要原则 - 绝对收益产品设置了回撤、上行要素、高位关注等管理指标 - 下行风险会对组合净值造成实质危舍，重要性大于波动率

资料来源：中国保险资产业协会，国信证券经济研究所整理

资料来源：中国保险资产业协会，国信证券经济研究所整理

➤ 绩效归因是整个评价体系的核心，帮助我们解释经理的超额收益来源及核心竞争力，业界常用的归因模型有三类。

表：常用绩效归因模型

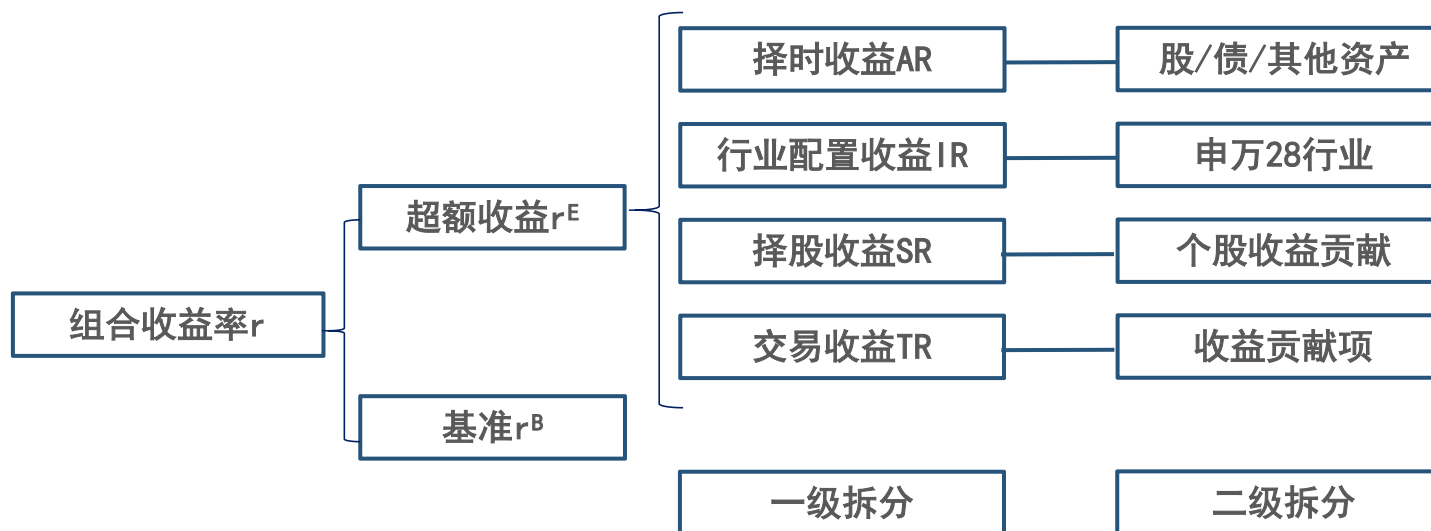
方法	介绍	常用模型	所需数据
风格回归	本质是组合与风格指数收益率的多元线性回归，用于分析经理投资风格并分离Alpha	Sharpe模型	收益率
Brinson	将组合收益穿透归因到风险因子(如盈利因子)，获取因子暴露及因子	Brinson模型	收益率及权重
多因子模型	将组合收益穿透归因到风险因子(如盈利因子)，获取因子暴露及因子收益贡献	Barra模型	权重、因子暴露及收益率等

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

维度二：结合择时、交易、多资产因素对Brinson进行改良

- 传统Brinson模型只对产品的股票持仓进行归因，更适用于仓位高、择时少、资产类型单一的偏股型公募。
- 专户多为绝对收益考核，仓位调整频繁，投资范围更广。

图：Brinson模型拆分层级



$$\text{组合收益率} r = \text{基准} + \text{择时} \beta + \text{行业} \text{smart} \beta + \text{择股} \alpha + \text{交易}$$

资料来源：Brinson，国信证券经济研究所整理

维度二：更适合理财委外的归因评价体系

- Brinson在组合管理、能力圈识别等方面作用显著，能大大提升组合管理效率。
- 可进一步将超额二级细拆至大类资产、行业、甚至个股的层级，帮助我们进行全方位、深层次的分析。

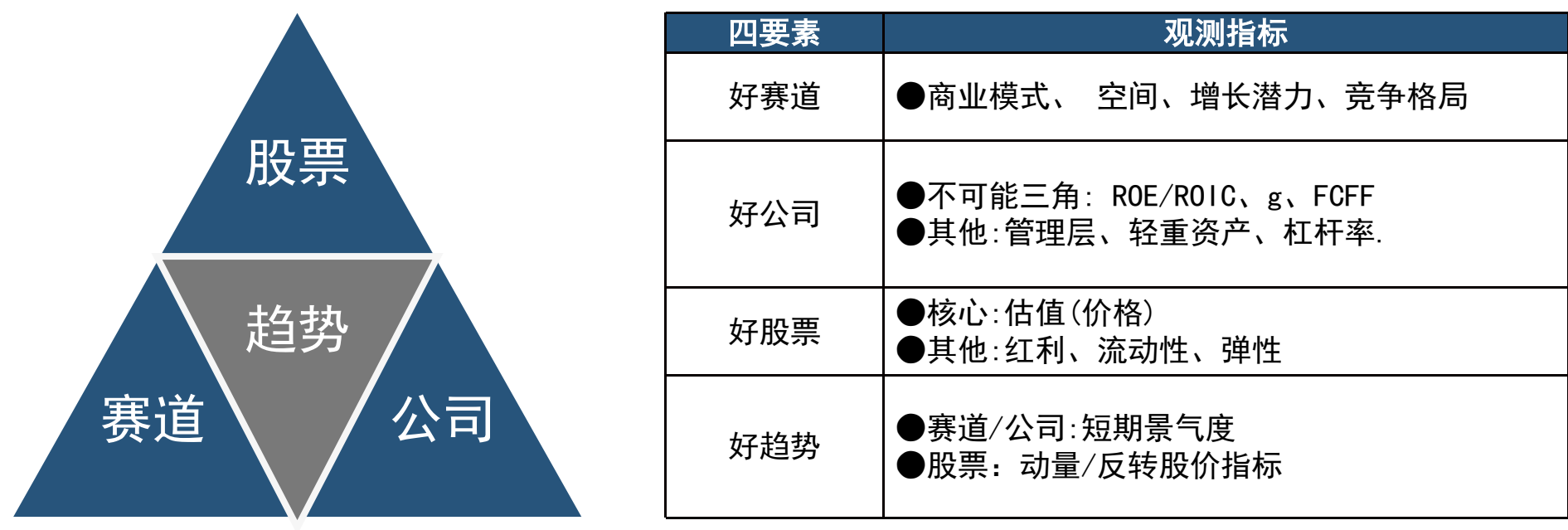
表：Brinson分析内容

分析要点	内容
(1) 分析组合业绩不佳或回撤过大的原因	仓位、某行业、或某个股拖累
(2) 了解经理行业能力圈	• 行业配置收益反映经理挑选赛道或把握行业景气的敏锐度 • 择股收益体现经理在该行业创造Alpha的能力 • 警惕经理在能力圈外进行超配，或靠运气在某些行业获取超额（归因收益不稳定），本质是经理投资逻辑的不自洽
(3) 定位主要贡献个股	通过精细到个股的收益拆分，明晰经理的收益来源特点——靠一两只高赔率股票的彩票式拉动，还是靠均衡持仓的整体发挥

资料来源：Brinson，国信证券经济研究所整理

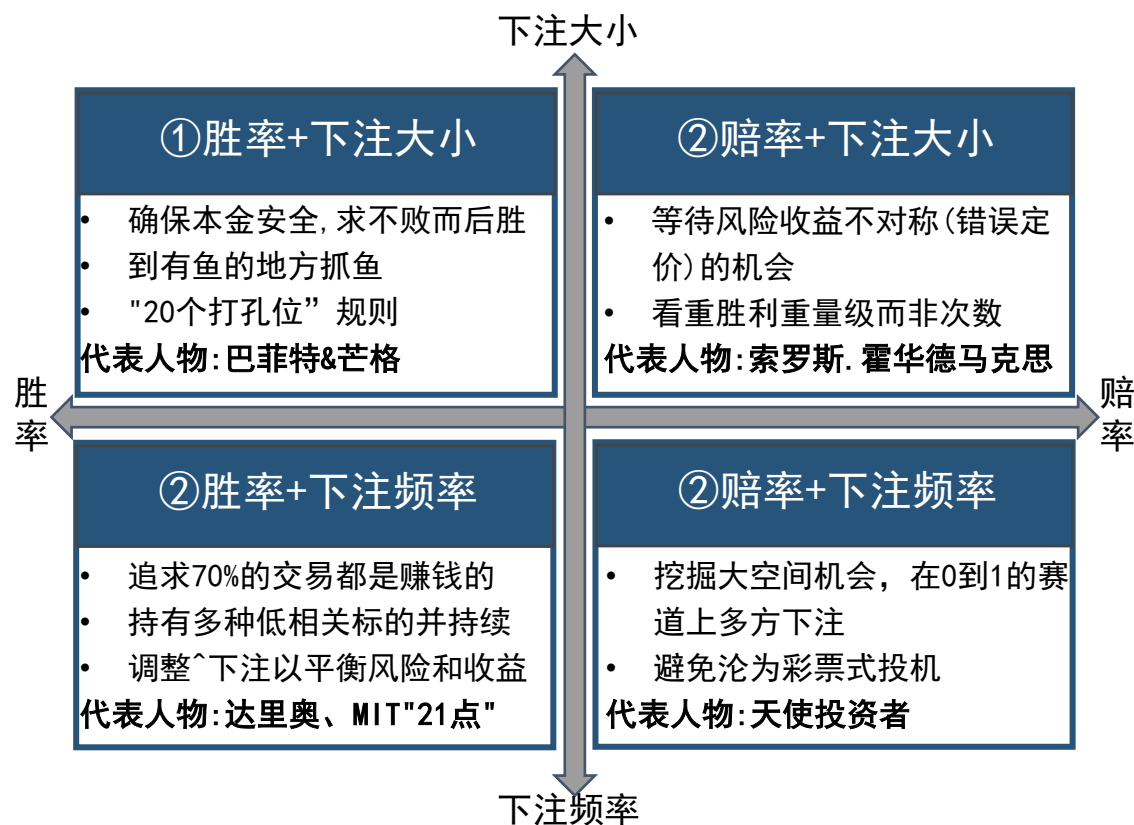
- 将经理的选股的四要素归纳为可量化的指标，并计算出经理（相对于全市场）在各观测指标上的暴露度，借此推断经理对各要素和指标的偏好及赋权情况。

表：经理选股四要素及其量化指标



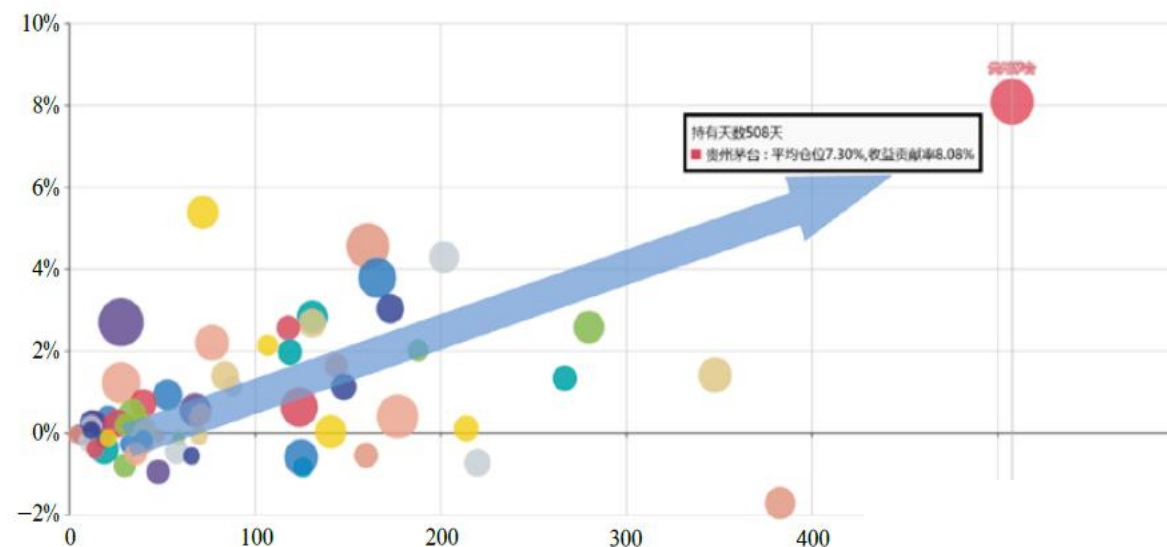
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图：经理决策体系分类



资料来源: Brinson, 国信证券经济研究所整理

图：经理持仓个股分析



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

注: 持股时间 (横轴) - 收益贡献 (纵轴) - 个股平均仓位 (圆面积)

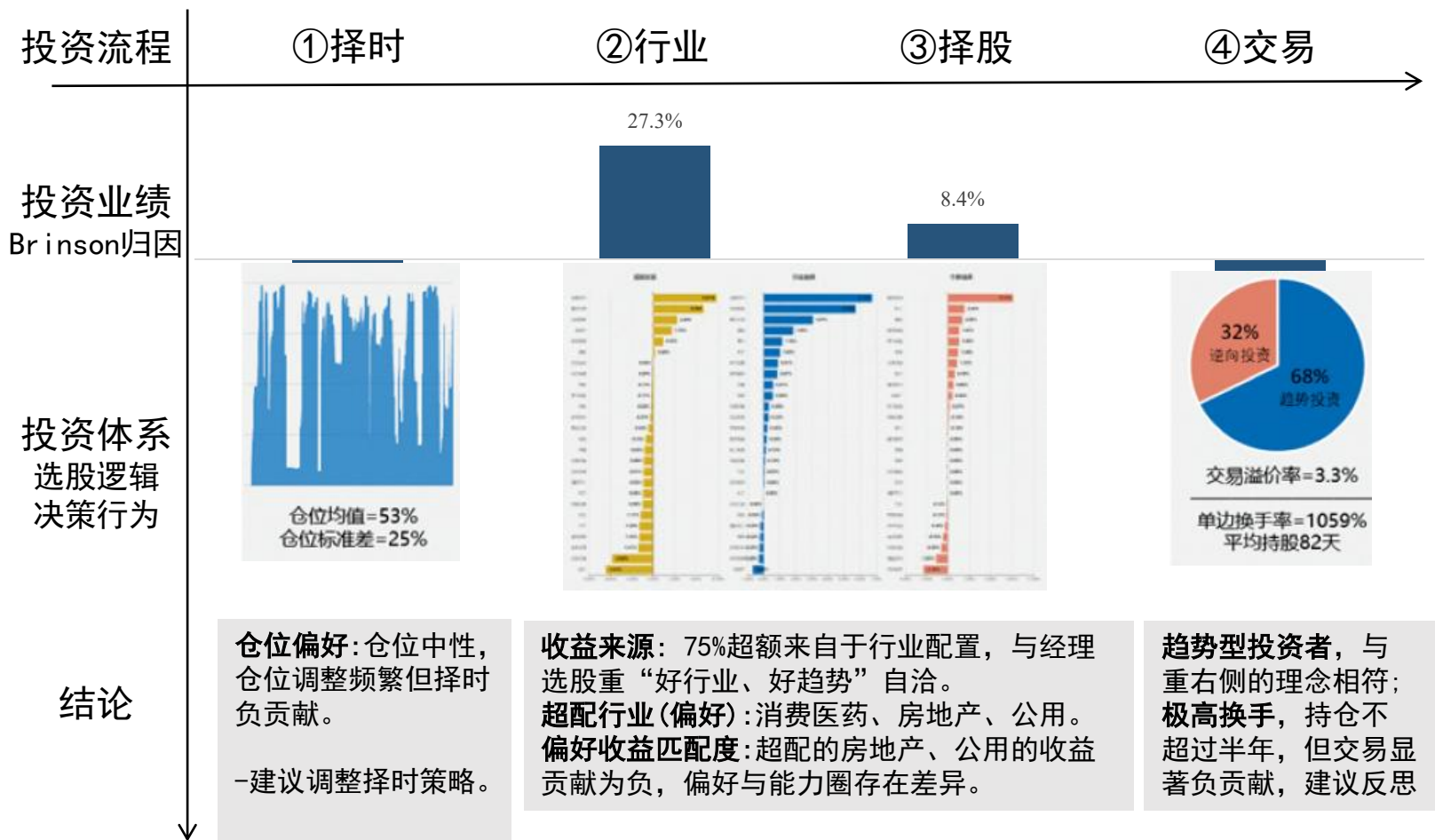
表：决策因子指标说明

决策因子	行业/个股指标	指标说明
胜率	盈利比例	指标取自Brinson+多因子模型
赔率	平均回报	由于股票买卖较为频繁，通过IRR计算个股回报较为准确
下注频率	换手率/轮动率 平均持有时间	绝对收益专户仓位变动频繁，可能导致换手率高于相对收益产品
下注大小	权益仓位均值 权益仓位波动率	均值体现经理下注权益资产的平均大小，波动率衡量仓位调整的偏好。高均值+低波动率说明经理常将大量筹码入局
	集中度 持有个数	可对经理进行四象限分类：行业集中/分散、个股集中/分散

资料来源：Brinson，国信证券经济研究所整理

基于四个维度评价与自身风险偏好分配比重进行综合评价

图：经历投资流程、业绩、体系交叉评估



资料来源：Brinson，国信证券经济研究所整理

表：零售客户关注体验、企业客户价值驱动

	零售客户	企业客户
驱动因素	流量驱动，关注用户体验	价值驱动，为客户解决实际问题
业务模式	免费与补贴手段吸引客户，实现规模经济，寻找场景变现	变现模式直接，主要是嵌入业务流程，提升管理效率
业务门槛	低进入门槛，高竞争壁垒	高进入门槛，但规模效应小，产品封闭，壁垒不明显
痛点解决	挖掘需求	分析需求
产品体系	核心功能加辅助功能（如“社交+游戏”）	多个功能组成一个完整流程（如供应链）
代表产品	抖音、快手、微信、QQ、高德	CRM、ERP、OA

资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

图：蚂蚁、东财、招行客户特点各异



- 客群规模庞大
- 以年轻为主，理财意识整体偏低，风险偏好较低
- 低净值、低经验客群



- 大量专业、有经验、高活跃度的交易型用户
- 用户群体年龄偏大、财富较高
- 重视平台的资讯和社交功能且有较强的独立思考能力



- 客群基数大、谱系全面（涵盖高、中、低净值人群，即私行、财富、大众客群）
- 中高端用户较多，用户分化较大

资料来源：各公司官网，国信证券经济研究所整理

- 开户环节，提供方便快捷的开户流程：2B的基金代销机构搭建了场外基金交易系统，可实现全程电子化开户，支持一键开立全市场的基金账户，大大简化流程。
- 交易环节，通过系统极大的提升效率：基金下单环节，代销机构提供智能拆单，提高投资决策效率。也提供方便、快捷的基金认/申购、赎回、转换、撤单等基础交易功能。除此之外，提供提前赎回、跨IA转换等服务，基金赎回和基金转换更方便。

表：代销在开户环节更为方便快捷

	代销	直销
纸质材料	免填写	30套开户材料
用印次数	用印2次	用印450次
消耗时间	最快3分钟	约10个工作日

资料来源：基煜基金，国信证券经济研究所整理

表：代销在开户环节更为方便快捷

	机构代销	直销
限额	系统显示额度	逐家沟通额度
下单方式	在线下单	纸质下单
打款方式	一键打款	分别打款

资料来源：基煜基金，国信证券经济研究所整理

- 代销机构为客户提供全市场基金的研究服务:以天天基金为例，公司构建了账户组合分析、个基量化分析、基金经理画像库三大系统，并可提供标准化的大类资产配置研究服务, 根据客户需求提供个性化定制服务。

表：天天基金机构通业务提供完善的研究服务

三大研究系统	特点
智能账户组合分析	可对机构投资者的持仓账户做实时分析，帮助客户全面分析持仓基金及组合合理性，为其投资策略与决策提供参考性建议。
个基量化分析系统	对基金进行定量分析，并对权益基金进行Brinson业绩归因，计算各行业超额收益等，系统会定期向客户发送市场周度、月度等投研报告。
基金经理画像库	系统自动生成基金经理打分表并每周更新数据。同时，定期向客户发送基金经理调研报告和每周观点集锦。部分数据在公开信息中较难搜集，但对机构客户投资至关重要。

资料来源：天天基金，国信证券经济研究所整理

➤ 自研系统高效灵活，工程师队伍强大，改造效率高
重视金融科技投入，为给客户提供更为专业化的IT服务。核心个性化业务系统均为自主研发，MOM系统运作解决方案已经成功上线多只公募和专户业务。

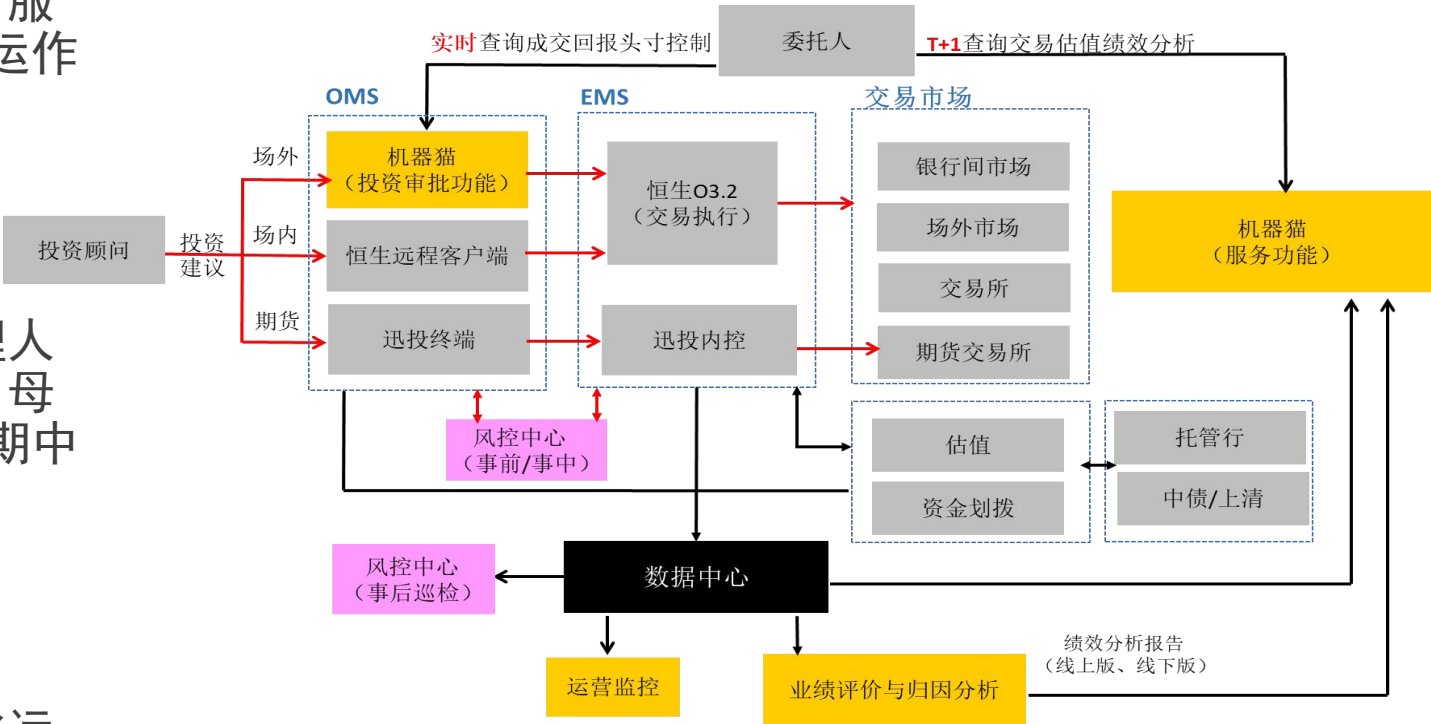
➤ MOM业务运作流程健全

由母管理人产品成立、投顾下达投资建议、母管理人指令执行、母管理人结算与交收、母管理人估值、母管理人投后六大块组成，为整个MOM业务在生命周期中的运作提供系统化的支持。

➤ 全资产、全风控、全流程的电子化系统平台

系统平台实现了全资产、全风控、全流程的电子化运作支持，针对MOM管理的投资效率提升、风险把控、透明穿透等方面具有行业领先优势。

表：资管机构面向委外方自行研发的电子化平台业务

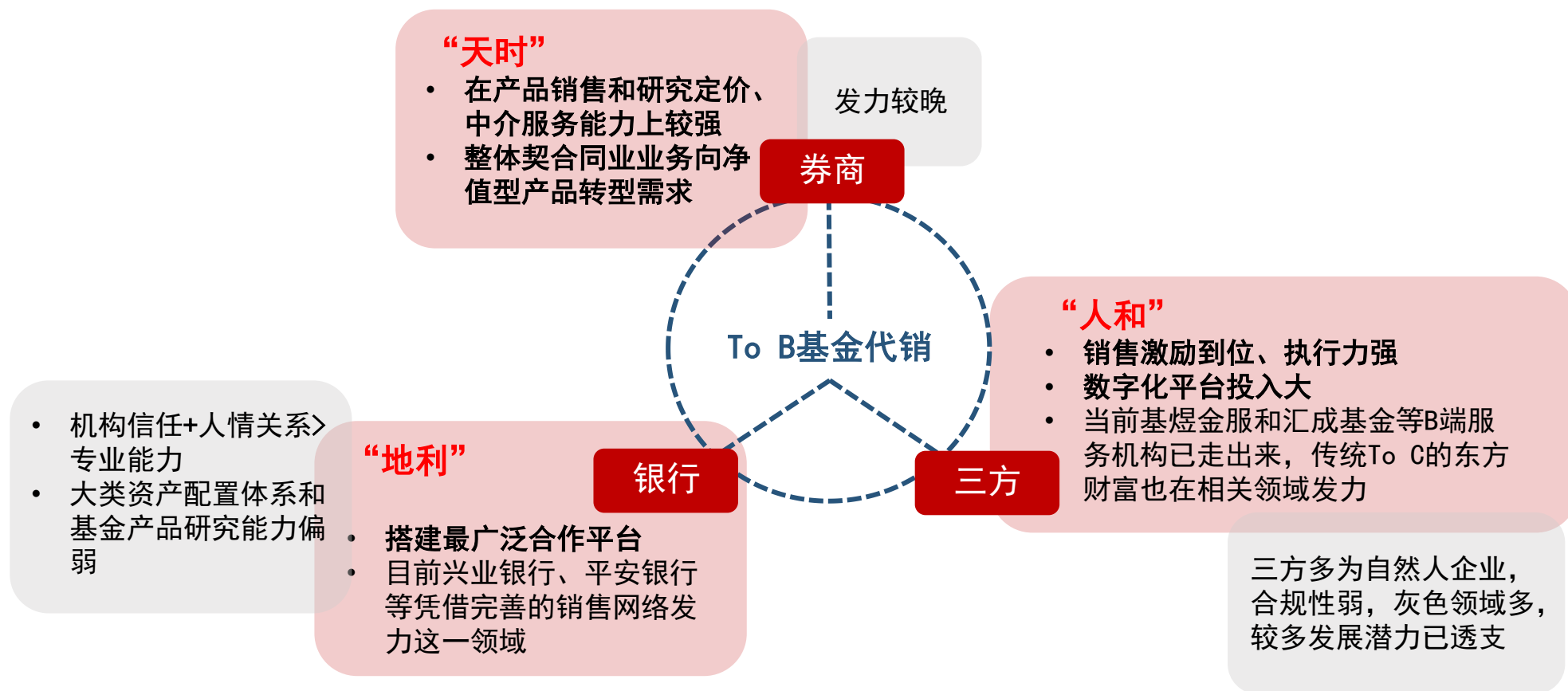


资料来源：上市公司年报，国信证券经济研究所整理

券商、银行、三方三类主体代销各占“天时、地利、人和”

- 除公募直销渠道外，To B基金代销渠道包括银行、三方、券商三类主体。
- 银行系基金的直销能力也不容小觑，整体在债基领域优势明显，而权益领域偏弱。

图：2B基金代销渠道三类主体各有优劣



资料来源：金管局，证监会，国信证券经济研究所整理

- **长端利率下行。**长端利率持续下行或将加剧当前资管行业“资产荒”的问题，如长端利率持续下行，资管业务规模将受到制约，届时银行、保险、证券等金融机构的行为可能会发生变化。
- **投资者风险偏好变化。**投资者风险偏好深受市场影响，变化速度较快。如投资者风险偏好变化，或将相应地影响资管机构的行为。
- **经济下行超预期。**稳增长政策不及预期、海外经济超预期下滑等带来下半年我国经济复苏低于预期，这会导致投资者行为与理财规模变化很有可能超出预期。
- **监管政策变化。**金融监管政策出现重大变化导致机构行为发生变化。比如在金融科技语境下，诸如区块链、大数据等技术的发展，对许多金融交易的习惯与方式进行了重构，传统的金融立法难以有效界定并进行监管。层出不穷的新型金融业态和新型金融交易行为难以在现有的法律框架内进行有效的规制，从而在一定程度上存在合规性风险。

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.CSI）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