

银行

33 页深度剖析：摩根大通如何打造资管业务护城河？

在我国经济增速换挡、利率市场化加速、金融脱媒、分业监管以及银行资本约束提升的环境下，资管业务凭借其不依赖息差、可穿越周期、轻资本、综合化等特性，已经成为银行战略转型的重要抓手。本文重点剖析美国综合性银行资管业务标杆——摩根大通，为我国商业银行发展资管业务提供参考。

摩根大通资管业务优势显著

摩根大通从事资管业务已有近两个世纪，早在 21 世纪初便已成为业界领军者。截至 2019 年底，公司资管规模位居全球综合性银行之首，且在大基数下仍保持较快增长。公司资管业务 ROE 领跑各个板块，在非息收入来源中独占鳌头，其业务模式和发展重点值得我国商业银行学习借鉴。

深耕资管业务，构筑核心竞争力

一是精细化运作。自 2012 年以来，公司对业务条线进行数次调整，业务版图由此前外延并购向内生性整合转变，资管规模提升由客户顾问数量驱动转为为人均管户能力提升驱动。

二是客户重心向高净值人群倾斜。公司将客户分为私行、机构和零售三大类，分别主要由财富管理、资产管理和美国财富管理条线服务。其中，私行资管规模及占比逐年提升，收入重心也向其对应的财富管理业务条线倾斜。

三是产品多元化且具有稳健高收益。公司以丰富的产品满足客户多样化的需求，紧随行业大势降低流动性资产占比、加大多资产和另类投资的投放力度。另类投资回报率通常高于固定收益、股权投资等传统手段，并随管理能力不同呈现显著分散的特点。摩根大通以强劲的主动管理能力取得了行业领先的投资业绩，各类产品表现全面开花，长期投资能力尤为出众。截至 2019 年底，88% 的 10 年期共同基金产品 AUM 的业绩表现超过了同业平均水平。

四是重视人才培养和激励制度，资管部门人均年薪显著高于集团整体。

五是数字化转型步入收获期，线上交易平台和智能投顾成绩喜人。

投资建议

我国资管业务发展空间广阔，商业银行可借鉴摩根大通资管业务模式，对客户和业务条线进行精细化管理，挖掘高净值客户潜力，并通过市场化激励和科技投入提升主动管理能力，打造资管业务品牌。选股方面，我们一是考虑各家上市银行所拥有的资管业务资源禀赋，选择渠道资源丰富、当前已有扎实的 AUM（管理资产规模）和客户基础、基本面稳固的优质标的，推荐**邮储银行、招商银行、平安银行、工商银行**；二是建议关注积极发展大零售（尤其是财富管理业务），理财子已开业运作、有望在产品和服务创新上反哺母行的标的，如**兴业银行、光大银行、宁波银行**。

风险提示：经济复苏不及预期；资产质量恶化；政策出台及效果不及预期。

重点标的推荐

股票代码	股票名称	收盘价 2021-04-02	投资 评级	EPS(元)				P/E			
				2019A	2020A/E	2021E	2022E	2019A	2020A/E	2021E	2022E
601658.SH	邮储银行	5.67	买入	0.71	0.69	0.75	0.86	7.99	8.22	7.56	6.59
600036.SH	招商银行	50.95	买入	3.68	3.86	4.45	5.03	13.85	13.20	11.45	10.13
000001.SZ	平安银行	21.50	买入	1.45	1.49	1.75	1.98	14.83	14.43	12.29	10.86
601398.SH	工商银行	5.42	增持	0.88	0.89	0.90	0.96	6.16	6.09	6.02	5.65

资料来源：天风证券研究所，注：PE=收盘价/EPS

证券研究报告

2021 年 04 月 05 日

投资评级

行业评级 强于大市(维持评级)
上次评级 强于大市

作者

郭其伟 分析师
SAC 执业证书编号：S1110521030001

廖紫苑 联系人
liaoziyuan@tfzq.com

行业走势图



资料来源：贝格数据

相关报告

- 1 《银行-行业研究简报:理财收益率环比持平，开放式非净值型理财再现：银行理财周报（3/22-3/28）》2021-03-31
- 2 《银行-行业研究简报:NCD 发行利率续降，信用利差持续收窄：银行债务融资周报（3.20-3.26）》2021-03-27
- 3 《银行-行业研究简报:理财收益率环比下降，非净值型产品发行占比下降：银行理财周报（3/15-3/21）》2021-03-24

内容目录

33 页深度剖析：摩根大通如何打造资管业务护城河？	5
1. 璀璨的资管业界之星	5
1.1. 资管业务史近 200 年，业界领头羊	5
1.2. 资管规模居综合性银行之首	5
1.3. 资管业务 ROE 领跑各个板块	6
1.4. 资管业务独占非息收入鳌头	6
2. 深耕资管业务，构筑核心竞争力	7
2.1. 业务条线：并购拓展，力趋精细	7
2.1.1. 外源性并购拓展业务版图	7
2.1.2. 内源性整合优化业务布局	8
2.2. 客户结构：把握高净值客户	9
2.2.1. 发展重心向财富管理倾斜	9
2.2.2. 私行 AUM 占比提升	10
2.3. 产品设置：以客户为中心，富有竞争力	11
2.3.1. 多元化	11
2.3.2. 强劲稳定的投资业绩俘获人心	12
2.4. 投资策略：紧随时代潮流，灵活调整	14
2.4.1. 把握行业趋势，优化产品结构	14
2.4.2. 拓展另类投资，获取高额收益	16
2.4.3. 拓展国际业务，渗透海外市场	18
2.5. 重视人才：注重团队建设和薪酬激励	19
2.5.1. 培育专业人才	19
2.5.2. 完善激励制度	20
2.6. 数字化转型：成绩喜人	20
2.6.1. 携手金融科技企业	20
2.6.2. 加码数字化投资	21
2.6.3. 线上交易平台和智能投顾成果喜人	22
3. 对我国商业银行的启示	22
4. 投资建议	27
4.1. 工商银行：全能型大型银行，展业实力雄厚	27
4.2. 邮储银行：渠道和客户资源丰富，财富管理发展空间广阔	28
4.3. 招商银行：私行领跑优势显著，财富管理井喷式发展	28
4.4. 平安银行：私行业务强势崛起，资管收入潜力可期	29
4.5. 兴业银行：渠道丰富畅通的资管业务潜力股	29
4.6. 光大银行：打造财富管理明星业务，增强 E-SBU 协同效应	30
4.7. 宁波银行：发力财富管理，促进中收提升	30
5. 风险提示	32

图表目录

图 1: AUM 规模对比	6
图 2: AUM 同比增速对比	6
图 3: 摩根大通资管业务 ROE 长期位居各业务板块前列	6
图 4: 资管业务收入是摩根大通非息收入的主要来源之一	7
图 5: 资管非息收入与总非息收入规模、同比增速 (右)	7
图 6: 摩根大通资产财富管理业务发展沿革	8
图 7: 摩根大通 2019 年业务结构	8
图 8: 客户顾问和人均管户资产规模同比增速	9
图 9: 摩根资管相关业务收入同比增速	9
图 10: 近 20 年, 美国贫富收入差距持续扩大	10
图 11: 摩根大通私行、机构和零售客户 AUM 占比	10
图 12: 摩根大通私行、机构和零售客户 AUM 同比增速	11
图 13: 2014 年摩根大通的资管业务与其他三大业务板块创造了 24 亿美元协同作用	12
图 14: 摩根大通 4 星和 5 星基金资产占比	12
图 15: 摩根大通不同期限基金排名在行业前 50% 的资产占比	13
图 16: 2019 年摩根大通 10 年期长期共同基金业绩表现超过同业水平的 AUM 比例	13
图 17: 摩根大通 10 年期长期共同基金业绩表现超过同业水平的 AUM 比例	13
图 18: 2019 年美国注册投资公司资产分类	14
图 19: 美国基金行业共同基金投资组合	15
图 20: 摩根大通共同基金投向	15
图 21: 摩根大通客户资产 AUM 结构	15
图 22: 2013 年多资产和另类投资快速增长	16
图 23: 客户资产投向类别 2012-2019 年均复合增速	16
图 24: 全球私人资本另类投资规模	17
图 25: 全球私人资本另类投资结构	17
图 26: 2020 年前三季度不同资产收益率	17
图 27: 不同管理者的收益率分布 (基于过去 10 年的回报)	18
图 28: 摩根大通另类投资产品类别	18
图 29: 摩根大通资管收入中源自国际市场的比重增加	19
图 30: 摩根大通资管总人数 (左) 数和客户顾问人数 (右)	19
图 31: 摩根大通资产与财富管理人员管理图	20
图 32: 摩根大通所有员工与资产管理部员工平均薪资对比	20
图 33: 摩根大通金融科技领域战略合作例子	21
图 34: 科技投入量与同比增速	21
图 35: 中国居民总资产快速增长	22
图 36: 个人可投资资产规模迅速扩张	23
图 37: 资管行业发展的四大阶段	23
图 38: 我国资管行业现状	24
图 39: 招商银行客户分层	24

图 40: 中国高净值人群数量与可投资资产规模	25
图 41: 商业银行资管业务优势与提升空间	25
图 42: 资管产品分类方式	26
图 43: 金融科技的主要形式一览图	26
图 44: 平安银行 AUM 同比增速	29
图 45: 兴业银行私行战略调整	30
图 46: 2020Q2 末零售客户 AUM 规模及同比增速	31
图 47: 2020Q2 末零售客户 AUM 与总资产的比例	31
图 48: 2020Q2 末零售客户 AUM 及同比增速	32
图 49: 2020Q2 末私行客户 AUM 与总资产的比例	32
表 1: 2019 年全球十大资产管理公司	5
表 2: 摩根大通资产管理产品类别和投资目的	11
表 3: 摩根大通资产管理主要产品举例	14
表 4: You Invest 系列介绍	22
表 5: 获批开业的理财子公司 (按获批时间排序)	27
表 6: 获批筹建的理财子公司 (按批筹时间排序)	27

33 页深度剖析：摩根大通如何打造资管业务护城河？

我国商业银行发展资管业务是在利率市场化、金融脱媒、分业监管环境下的大势所趋。随着我国居民财富持续积累、投资理财意识不断增强，金融资产配置需求也在日益提升。在利率市场化和金融脱媒的趋势下，商业银行发展资管业务已成为银行降低对息差业务依赖、享受直融市场发展红利、增强经营稳健性的有效手段。同时，随着我国经济由“高速发展”步入“高质量发展”阶段以及银行资本补充压力加大，商业银行的经营模式也逐渐由粗放式的规模扩张向集约式的“轻资本”业务转变，因此，“轻资本”特性的资管业务成为银行转型的重要着力点。此外，在分业监管的市场环境下，资管业务因涉及银行内部诸多业务和环节，有望成为银行提高综合化经营深度、充分发挥业务协同效应的重要抓手，从而增加银行多元化收入来源、提高其综合竞争力。

本文以美国综合性银行中资管业务的领军者摩根大通为标杆，重点剖析其业务模式和发展重点，为我国商业银行资管业务发展提供参考。

1. 璀璨的资管业界之星

1.1. 资管业务史近 200 年，业界领头羊

摩根大通资产管理业务历史悠久，为海内外先驱。摩根大通从事资管业务已有近两个世纪，其根源可以追溯至该行业最早的跨境基金管理公司。根据公司年报，早在 21 世纪初，摩根大通就已经成为了美国资产管理公司的“领头羊”，同时也是全球范围内资产管理业务的领先者。其业务遍及 50 多个国家，与《财富》杂志前 1000 名的公司联系紧密。在当时，其子公司便已跻身于领先的日本资产国际管理公司之列，并已成为亚洲最大的资产管理公司。

1.2. 资管规模居综合性银行之首

摩根大通资管业务持续发展，保持行业领先地位。21 世纪以来，摩根大通通过外延并购、多次业务板块调整以及对金融科技的大力支持，不断发展与完善资产管理业务，提升资产管理能力，扩大管理资产规模。自 2009 年以来，摩根大通管理资产规模便常年跻身全球前十，并在银行系的企业中长期处于远超美国其他三家大行（花旗、富国和美银）的领先水平。根据 Statista 披露数据，截至 2019 年底，摩根大通管理资产规模高达 2.36 万亿美元，在银行系资管机构中位居第二，在综合性银行中位居第一。

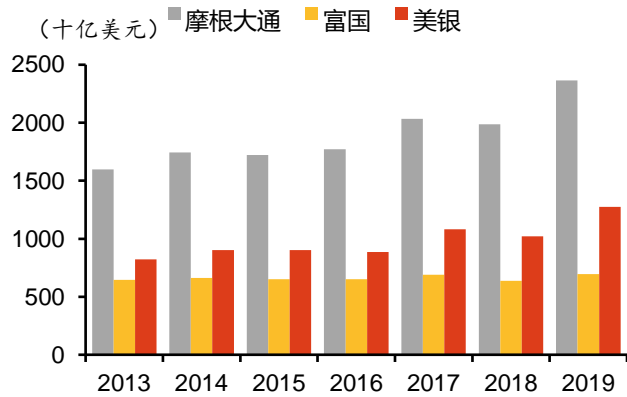
表 1：2019 年全球十大资产管理公司

排名	资产管理公司	市场	管理资产（万亿美元）	母公司类型
1	贝莱德	美国	7.43	基金系
2	先锋领航	美国	6.15	基金系
3	道富环球	美国	3.12	银行系（托管银行）
4	富达投资	美国	3.04	基金系
5	德国安联	德国	2.54	保险系
6	摩根大通	美国	2.36	银行系（综合银行）
7	美国资本	美国	2.06	基金系
8	纽约梅隆	美国	1.91	银行系
9	高盛	美国	1.86	银行系
10	东方汇理	法国	1.62	银行系

资料来源：Statista、天风证券研究所

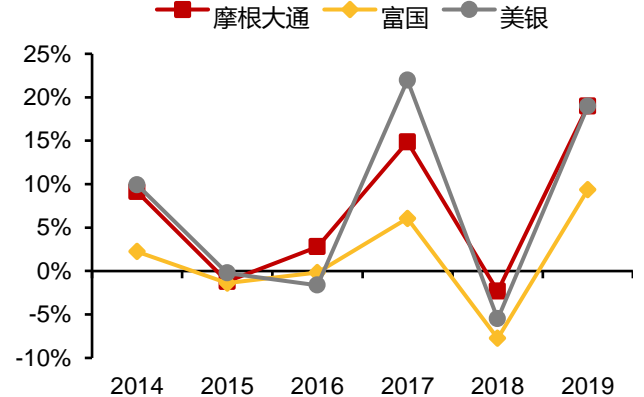
摩根大通资产管理规模（AUM）在大基数下依然保持着高成长性。摩根大通 AUM 规模一直处于行业领先地位。截至 2019 年末，摩根大通 AUM 规模分别达到富国银行的 3.40 倍和美国银行的 1.85 倍。同时，在高基数的前提下，摩根大通 AUM 仍然保持较高增速水平。即使是与基数相对较小的美国银行、富国银行相比，2014 年以来，摩根大通 AUM 同比增速也表现出较强的竞争力。

图 1：AUM 规模对比



资料来源：公司年报，天风证券研究所

图 2：AUM 同比增速对比



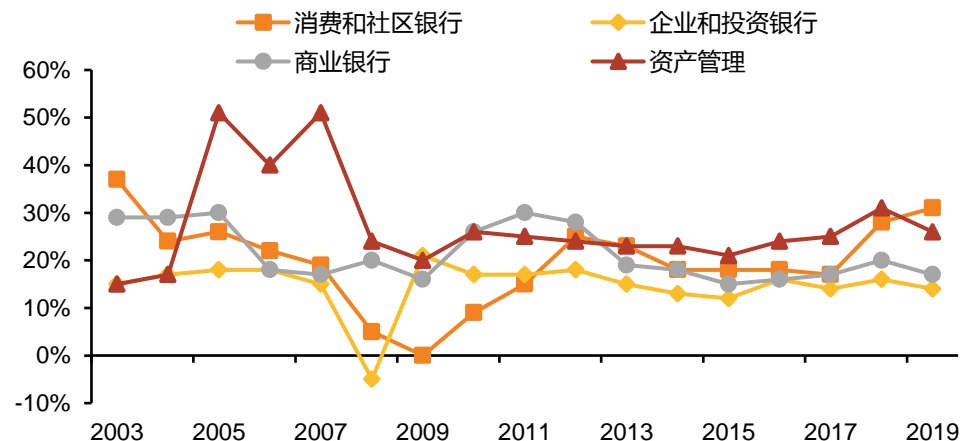
资料来源：公司年报，天风证券研究所

摩根大通作为综合性银行中的资管业务“领头羊”，对我国银行更加具有借鉴意义。摩根大通是商业银行中的“全能选手”，其资管业务与零售、投行和公司业务协同发展。相较于非银行系公司和托管银行，摩根大通作为综合性银行中的资管“明星”，与我国商业银行在业务模式上具有更多相似之处，因此，对我国银行资管业务的发展更加具有借鉴意义。

1.3. 资管业务 ROE 领跑各个板块

摩根大通资管业务 ROE 长期领跑全行各个业务板块。根据公司披露数据，自 2004 年以来，摩根大通资管业务板块（Asset & Wealth Management, AWM）的 ROE 长期保持 20% 以上，位居各业务板块前列，各年分别高出公司整体 ROE 8pct 至 41pct 不等。以 2019 年为例，资管业务板块 ROE 为 26%，分别较公司整体、商业银行板块（Commercial Banking）、企业和投资业务板块（Corporate & Investment Bank）的 ROE 高出 11pct、9pct 和 12pct，已经连续 7 年位居板块 ROE 前两名、连续四年超过整体 ROE 10pct 以上，为公司保持高 ROE 提供了有力支撑。

图 3：摩根大通资管业务 ROE 长期位居各业务板块前列

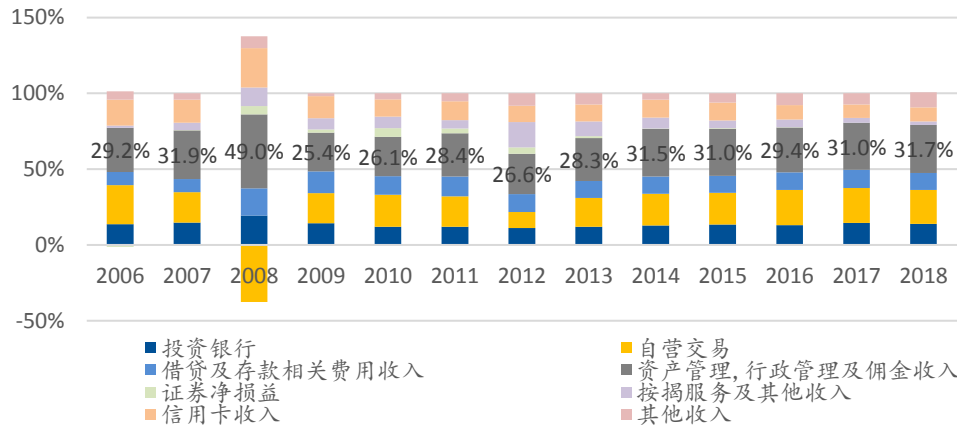


资料来源：公司年报，天风证券研究所

1.4. 资管业务独占非息收入鳌头

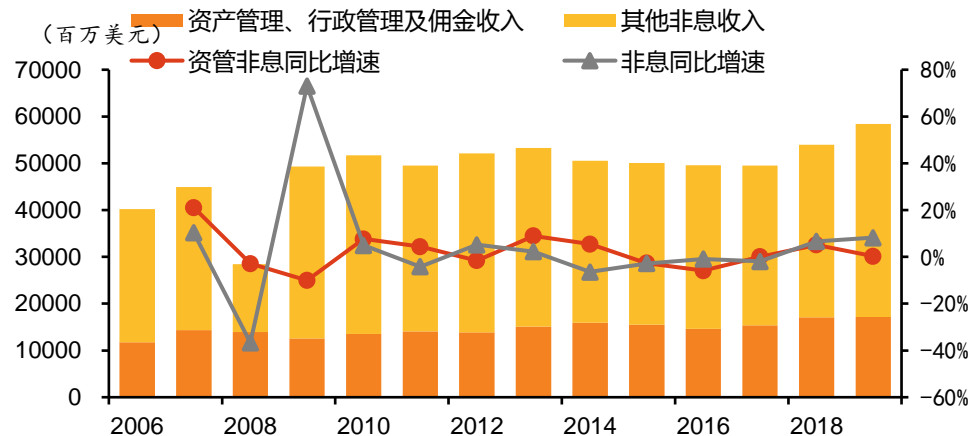
资管业务收入是摩根大通非息收入的主要来源之一。从非息收入结构来看，除 2008 年因金融危机自营交易出现较大亏损、资管业务收入占比大幅上升以外，自 2006 年以来，摩根大通资管业务收入在非息收入中占比一直维持在 30%左右，处于较为稳定的水平。该占比在公司各类非息收入中始终位居第一。

图 4：资管业务收入是摩根大通非息收入的主要来源之一



资料来源：公司年报，天风证券研究所

图 5：资管非息收入与总非息收入规模、同比增速（右）



资料来源：公司年报，天风证券研究所

2. 深耕资管业务，构筑核心竞争力

2.1. 业务条线：并购拓展，力趋精细

摩根大通资管业务发展主要可分为两个阶段：2012 年以前，集团在并购中逐步拓展资管业务版图；2012 年集团对业务条线进行重组，细化业务板块分工，逐渐实现精细化布局。

2.1.1. 外源性并购拓展业务版图

外延并购扩张版图，不断增厚资管业务实力。2000 年，J.P. 摩根与大通曼哈顿银行合并为摩根大通集团，业务资源一并整合，客户群体涵盖机构、富裕阶级与零售客户。2004 年集团收购美一银行，进一步深入零售布局。同年，集团将“投资管理&私人银行”（Investment Management & Private Banking）板块更名为“资产&财富管理”（Asset & Wealth Management, AWM），成为专门化发展资管财富业务的开端。

2008 年集团收购贝尔斯登，将后者的证券经纪业务（Bear Stearns Brokerage）并入资管板

块，并在 2009 年将其更名为“摩根大通证券”（JPMorgan Securities）、2010 年纳入私人银行部门麾下。证券产品服务的加入进一步完善了集团的资管财富服务体系。集团在 2004 至 2009 年间逐步完成对高桥资本（Highbridge）的收购工作，并于 2010 年将高桥资本的另类投资等相关业务纳入资管板块，增强了另类投资的实力。

2.1.2. 内源性整合优化业务布局

整合资源完善布局，实现精细化运作。出于经营汇报层面的考虑，2012 年集团重设业务分类，新增“个人&社区银行”（Consumer & Community Banking, CCB）板块下的**大通财富管理业务**（Chase Wealth Management, CWM），专门面向非高净值的零售客户，资管财富板块开始分化发展。2014 年资管板块内部重构，调整为**全球投资管理**（Global Investment Management）、**全球财富管理**（Global Wealth Management）两条业务线，2016 年分别更名为**资产管理业务**（Asset Management, AM）和**财富管理业务**（Wealth Management, WM）。2019 年 12 月集团将大通财富管理与摩根大通证券业务合为新部门“**美国财富管理**”（U.S. Wealth Management）。至此，资管财富板块（AWM）以资产管理业务（AM）和财富管理业务（WM）服务高净值客户、美国财富管理部门（CWM）面向零售客户的精细化、全覆盖业务格局得到进一步完善。

图 6：摩根大通资产财富管理业务发展沿革



资料来源：公司年报，天风证券研究所

图 7：摩根大通 2019 年业务结构

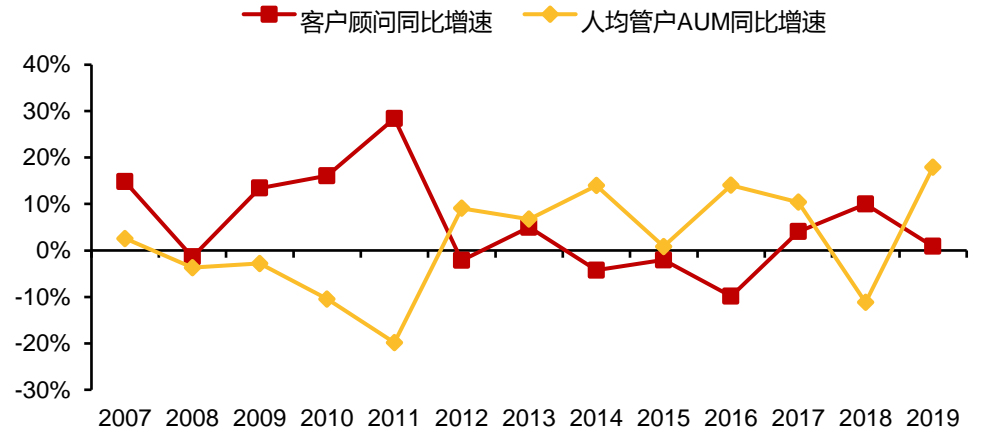


资料来源：公司年报，天风证券研究所

发展初期，公司增加客户顾问数量以推动 AUM 提升。在 2012 年以前，摩根大通经历了几次并购与收购，公司的资管业务资源和客户顾问数量得到了一定外源性补充，与此同时，公司积极扩大雇用规模，客户顾问数随之增加。在业务版图扩张与客户顾问数的快速增长的共同作用下，公司所管理的客户资产规模也稳步增长。

2012 年后，公司通过精细化运作提升客户顾问的管理资产能力，拉动 AUM 增长。自 2012 年以来，摩根大通对资管板块的业务条线进行了数次调整，根据业务特点分门别类进行了精细化划分，不同业务部门各司其职、相互协同，单个客户顾问资产管理能力得到提升。此外，摩根大通积极发展金融科技，以科技助力客户顾问效率提升。客户顾问人均管户资产规模不断增长，逐步成为 AUM 增长的主要驱动力。

图 8：客户顾问和人均管户资产规模同比增速



资料来源：公司年报，天风证券研究所

2.2. 客户结构：把握高净值客户

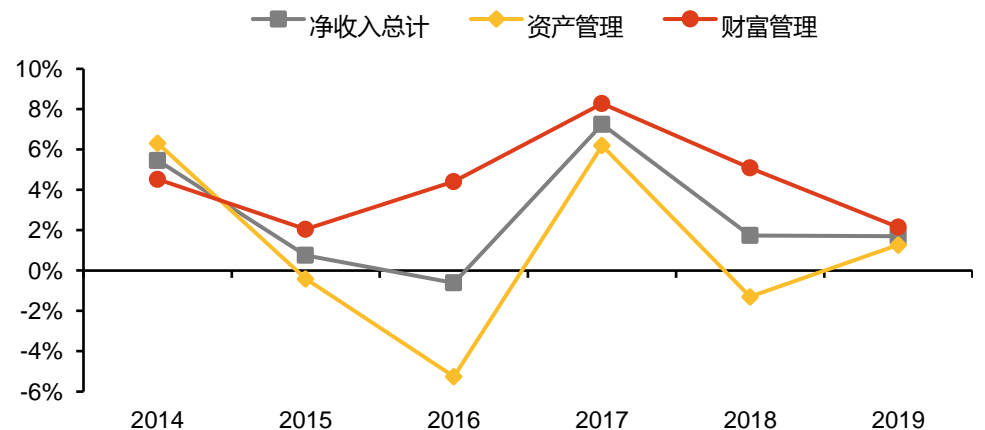
2.2.1. 发展重心向财富管理倾斜

资产管理业务 (AM) 主要面向机构客户，经营资产管理、养老金分析、资产负债管理和积极的风险预算策略，业务重点是通过提供策略和组合实现资产保值增值。

财富管理业务 (WM) 主要面向高净值个人客户 (私人银行客户)，针对客户多样化的需求，提供投资建议和财富管理服务，包括投资管理、资本市场和风险管理、税务和遗产规划、银行、贷款和专业财富咨询服务。银行承担顾问角色，为客户提供全方位的定制化服务。

摩根大通资管板块发展重心向财富管理 (WM) 倾斜，财富管理业务收入较快增长。摩根大通将资产和财富管理板块业务划分为偏标准化、主要服务机构客户的资产管理 (AM) 和偏定制化、主要服务私行客户的财富管理 (WM) 两条线。根据公司披露数据，财富管理业务收入由 2015 年的 63 亿美元增长到 2019 年 72 亿美元，同比增速始终高于资产管理业务收入同比增速，是资产与财富管理板块收入增长的主要力量。

图 9：摩根资管相关业务收入同比增速

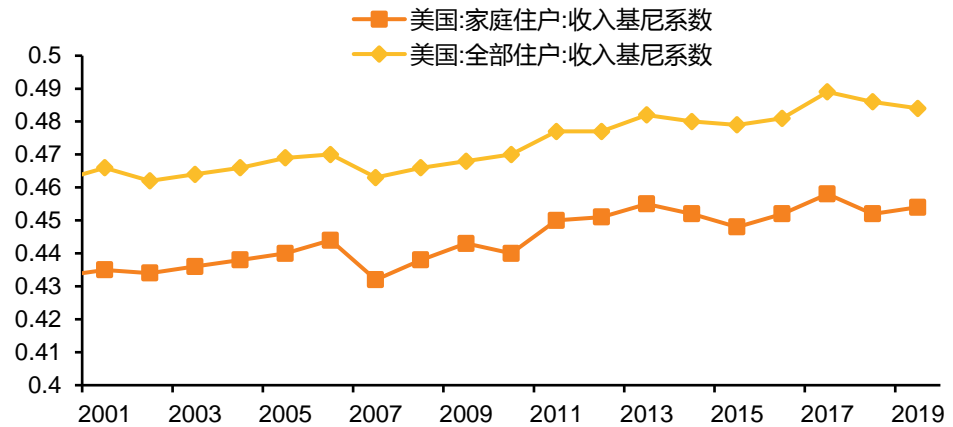


资料来源：公司年报，天风证券研究所

2.2.2. 私行 AUM 占比提升

高净值、超高净值人士不断增加，利好私行长期发展。根据 WIND 披露数据，近 20 年来，美国收入基尼系数呈现长期上升态势，家庭住户收入基尼系数和全部住户基尼系数分别由 2000 年的 0.43 和 0.46 扩大至 2019 年的 0.45 和 0.48。这表明美国的贫富差距在持续扩大，高净值人群财富增厚为美国私人银行发展提供了沃土。

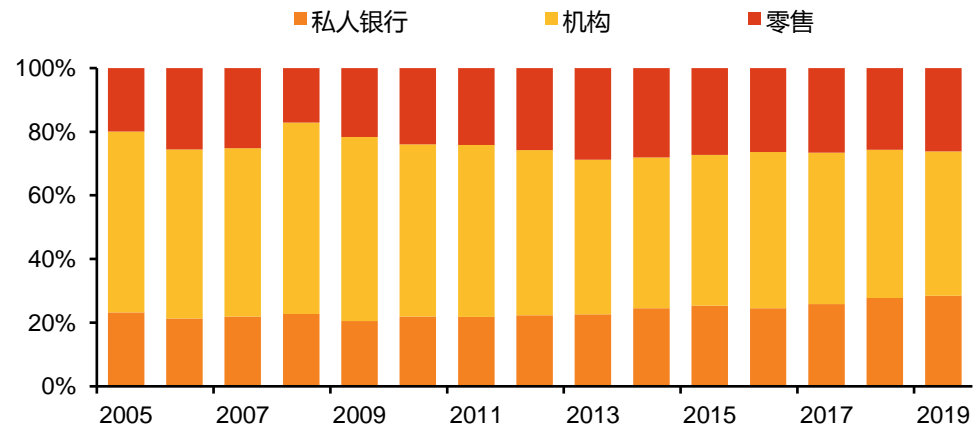
图 10：近 20 年，美国贫富收入差距持续扩大



资料来源：WIND，天风证券研究所

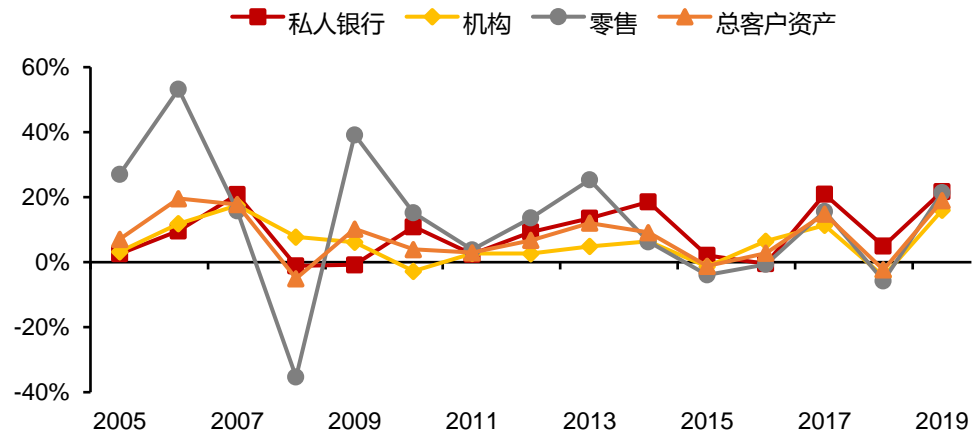
摩根大通经营重心向私行倾斜，私行业务 AUM 规模及占比逐年上升。摩根大通将客户划分为私人银行、机构和零售三大类别。集团大力发展私行业务，私人银行业务 AUM 规模和占比均处于上行通道，分别由 2011 年末的 2910 亿美元和 21.88% 增加至 2019 年末的 6720 亿美元和 28.43%。从 2012 年业务板块重构发展至 2019 年，摩根大通私行业务 AUM 年均复合增速为 11.0%，高于整体 AUM 8.4% 的年均复合增速，尤其是 2014 年以来，私行 AUM 同比增速长期位居各类型客户 AUM 增速之首，成为后者的拉动力量。

图 11：摩根大通私行、机构和零售客户 AUM 占比



资料来源：公司年报，天风证券研究所

图 12：摩根大通私行、机构和零售客户 AUM 同比增速



资料来源：公司年报，天风证券研究所

2.3. 产品设置：以客户为中心，富有竞争力

2.3.1. 多元化

产品丰富以需满足客户多样化的需求。根据不同的风险-收益需求，摩根大通推出了共同基金、ETFs、养老基金、529 组合、货币市场基金、特殊基金和混合基金等产品。其中，共同基金按照期限可划分为 1 年期、3 年期、5 年期、10 年期等品类。根据流动性的不同，摩根大通资管产品可分为固定收益、权益类、另类资产解决方案等类别。其中，多资产和另类资产解决方案关注客户需求，具有高收益等特征，截至 2019 年底，90%该类资产的 10 年期收益率超过同行中位数水平。

表 2：摩根大通资产管理产品类别和投资目的

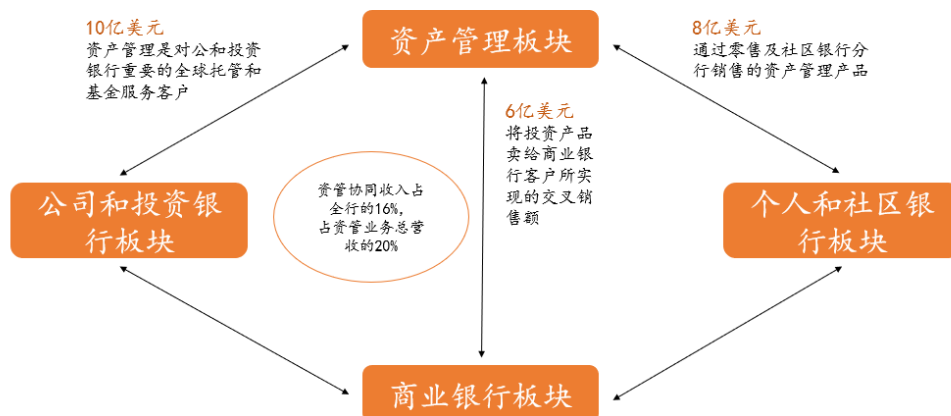
产品类别	投资目的
共同基金	旨在通过持续支付股息来提供长期增长和当前收入的混合体。
ETFs	旨在提供当前收入同时寻求保持本金的低波动性
货币市场基金	该基金寻求具有流动性和本金稳定性的高当前收入。
529 组合	教育基金，按年龄和资产分配的投资组合相比，预计每个投资组合的市场风险和波动性都较小，但预期的潜在收益较低。
养老金基金	旨在提供专业管理的投资组合，随着目标退休日期的临近，从战略上改变资产配置
特殊基金等	--

资料来源：公司官网，天风证券研究所

资产配置跨境配置。在国际基金配置上，摩根大通根据不同客户需求通过对冲基金、私人股本、长期投资及财富管理服务广泛地投资于国际市场，并通过收购当地投资公司在重要新兴市场扩大投资范围。另外，摩根大通从非常早期就开始关注在重要国际地区的资产配置，比如在上世纪 70 年代就进入中国，并在 21 世纪初与上海信托共同组建上投摩根基金，加速布局证券、期货、基金等行业，以形成良好的资产管理协同效应。摩根大通依据不同国家和地区的实际情况进行资产配置，以满足客户需求。

跨板块业务协同，为客户提供最优方案。一直以来，资产管理业务作为连接摩根大通不同业务的纽带，具有独特的地位。消费者和社区银行业务部门（Consumer & Community Banking, CCB）在信用卡、银行抵押贷款等方面与资产管理部门协同；公司和投资银行业务部门（Corporate & Investment Bank, CIB）可协同资产管理业务部门为客户提供托管、现金管理等服务；商业银行业务部门（Commercial Banking, CB）可协同财富管理业务部门为闲置存款做理财，且商业银行业务部门可为资产管理部门带来客户资源，实现交叉销售。据麦肯锡披露数据，2014 年摩根大通资产管理业务与其他三大主营业务相互协同合作，带来 24 亿美元的协同效应，占资管业务总营收的 20%。根据公司年报，2019 年 CCB 和 CIB 板块下资产管理佣金分别占各自板块非息收入的 13.41%和 15.60%。

图 13：2014 年摩根大通的资管业务与其他三大业务板块创造了 24 亿美元协同作用

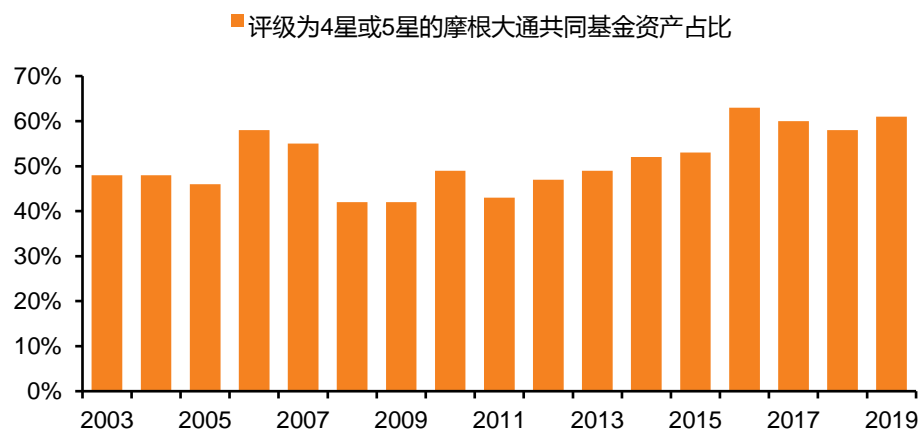


资料来源：麦肯锡，天风证券研究所

2.3.2. 强劲稳定的投资业绩俘获人心

摩根大通共同基金产品表现处于行业领先水平。自 2011 年以来，摩根大通共同基金中被野村与晨星等评级机构评级为 4 星和 5 星的资产占比不断提升。截至 2019 年底，4 星和 5 星的占比攀升至 61%，这意味着 61% 的摩根大通共同基金产品在风险调整后的业绩表现位居行业前 32.5%，收益表现处于行业领先地位。

图 14：摩根大通 4 星和 5 星基金资产占比

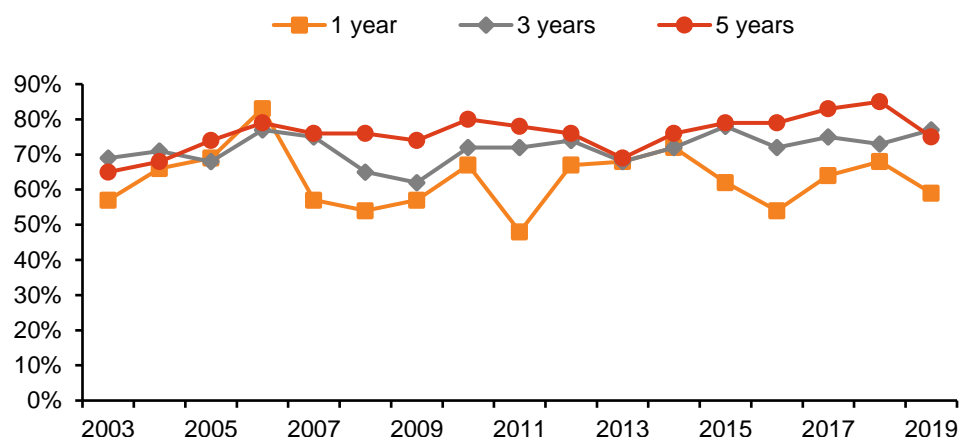


资料来源：公司年报，天风证券研究所

注：星级的评定来源于野村与晨星，评定标准为共同基金风险调整后的业绩表现；5 星级表示行业前 10% 水平，4 星级表示行业前 10%-32.5% 水平，3 星级表示行业 32.5%-67.5% 水平，2 星级表示行业 67.5%-90% 水平，1 星级表示最后 10% 水平

摩根大通长期投资能力出众。根据理柏、晨星、野村等评级机构排名，摩根大通期限越长的共同基金产品，收益率排名在行业前 50% 的比例越高。2017 年至 2019 年，摩根大通一年期、三年期和五年期（年末往前回溯一年、三年、五年）共同基金收益率排名在行业前 50% 的平均比例分别高达 64%、75% 和 81%。期限越长则比例越高，反映出摩根大通长期投资能力更加优秀。

图 15：摩根大通不同期限基金排名在行业前 50%的资产占比

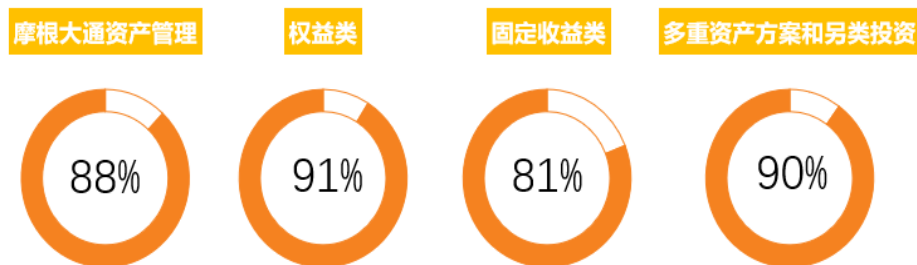


资料来源：公司年报，天风证券研究所

排名源自理柏、晨星、野村等评级机构

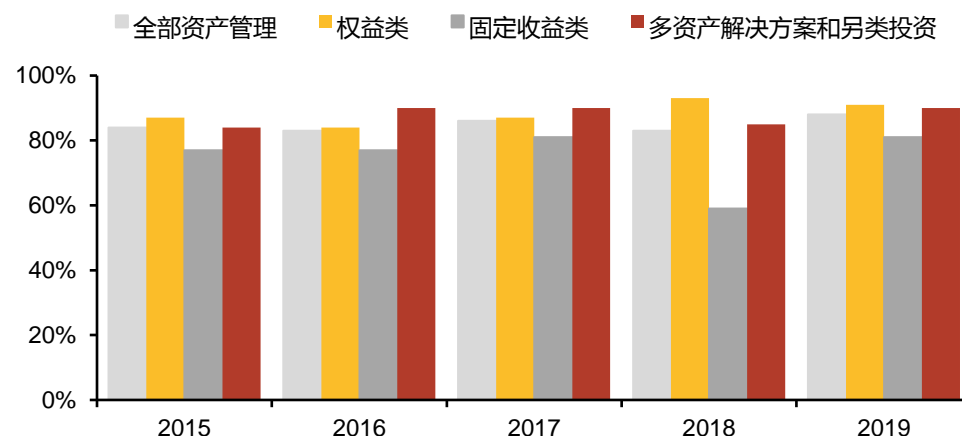
专业化水平管理促使各类产品业绩表现全面开花。摩根大通在资产管理上拥有超过一千名的专业投资人士，专业化的管理使其各类资产管理产品表现全面开花：截至 2019 年底，10 年期共同基金产品 AUM 中 88%的业绩表现超过了同业平均水平，在这些共同基金产品中，有 91%的权益类产品、81%的固定收益类产品、90%的另类投资产品 AUM 的业绩表现超过同业平均水平。根据年报披露信息，2019 年，摩根大通的资产与财富管理板块实现了 3.2 万亿美金的客户总资产、143 亿美金主营收入、37 亿美金税前利润，刷新历史记录，其 ROE 达到 26%，高于往年平均水平。

图 16：2019 年摩根大通 10 年期长期共同基金业绩表现超过同业水平的 AUM 比例



资料来源：公司年报，天风证券研究所

图 17：摩根大通 10 年期长期共同基金业绩表现超过同业水平的 AUM 比例



资料来源：公司年报，天风证券研究所

表 3：摩根大通资产管理主要产品举例

产品类别	产品名称	单位净值 (美元)	评级	年管理费用	平均一年期基金年回报
共同基金	Mid Cap Growth Fund	53.12	★★★★★	1%	48.26%
ETFs	Ultra-Short Income ETF	28.01	★★★	0.12%	2.18%
货币市场基金	Prime Money Market Fund	1.0005	穆迪 AAA	0.2%	0.2%
529 组合	529 Age-Based 18+ Portfolio	13.5	A	0.84%	7.09%
养老基金	SmartRetirement Blend Income Fund	19.03	★★★★★	0.67%	5.65%

资料来源：公司官网、天风证券研究所

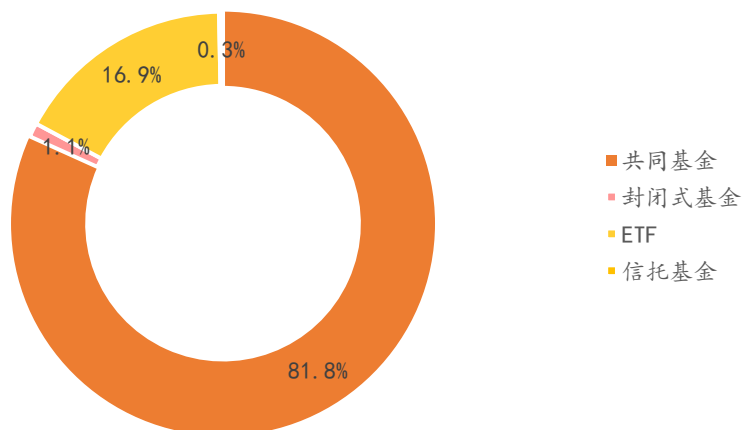
注：评级来源于晨星和穆迪

2.4. 投资策略：紧随时代潮流，灵活调整

2.4.1. 把握行业趋势，优化产品结构

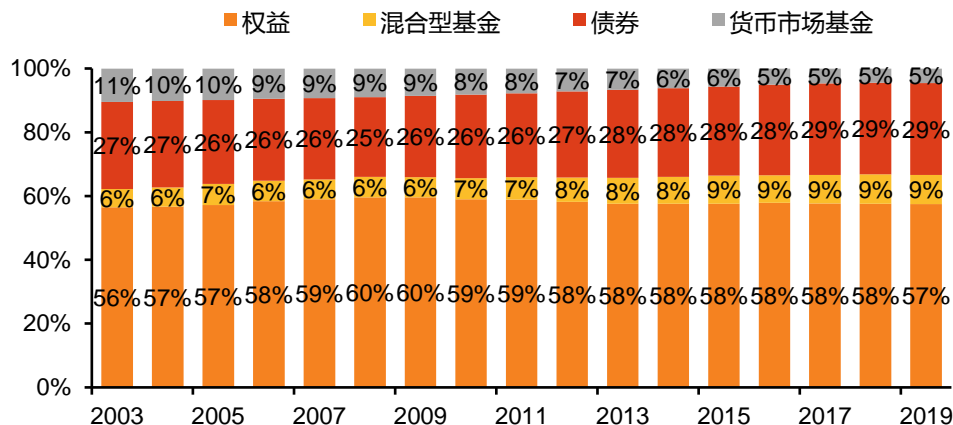
美国基金业加大了债券和混合型基金投放，而缩减了股权和货币市场基金占比。据美国基金业年鉴（ICI），美国资产管理行业主要由注册投资公司构成，最主要的资产类别就是共同基金，2019 共同基金占美国注册投资总资产超过 80%，因此行业共同基金的投向能够大致代表美国资产管理行业的投资方向。长期以来，美国基金业全行业共同基金投资组合中货币市场基金占比不断下降，2019 年末下降至 4.58%，为所有产品中最小占比；股权投资类占比自 2010 年以来也呈现下降趋势。与此同时，2008 年以来美国全行业共同基金投资组合中债券和混合型基金的占比不断提升。

图 18：2019 年美国注册投资公司资产分类



资料来源：2020 年《美国基金业年鉴》，天风证券研究所

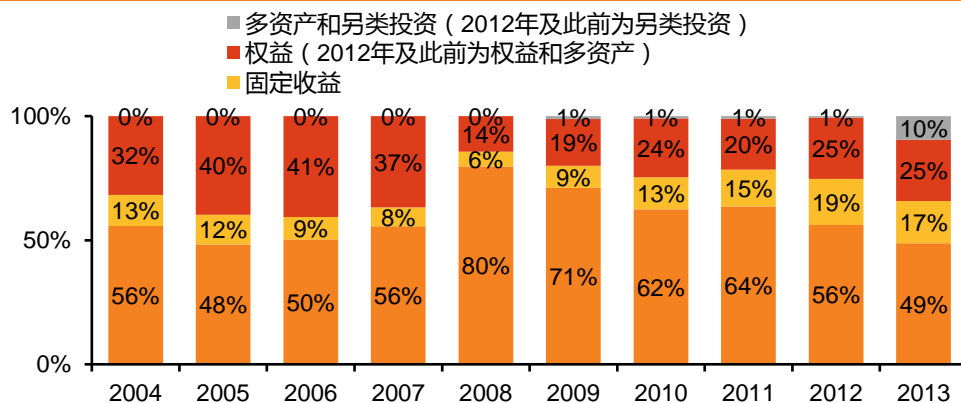
图 19：美国基金行业共同基金投资组合



资料来源：2020 年《美国基金年鉴》，天风证券研究所

摩根大通跟随行业趋势调整产品结构，减少共同基金中的流动型资产投放。近年摩根大通资产管理产品结构调整较大。其中，流动资产产品占比在 2008 年之前不断上升且在 2008 年达到 40.98% 的峰值水平，但此后逐年下降至 2019 年的 16.8%，下降趋势与行业货币市场基金变化方向一致。固定收益类产品规模占比提升和股权类占比下降则分别对应行业债券类和股权类占比变化趋势。由此可见，摩根大通资产管理业务紧跟行业发展趋势，积极调整产品结构以迎合市场需求，达到促进业务开拓的目的。

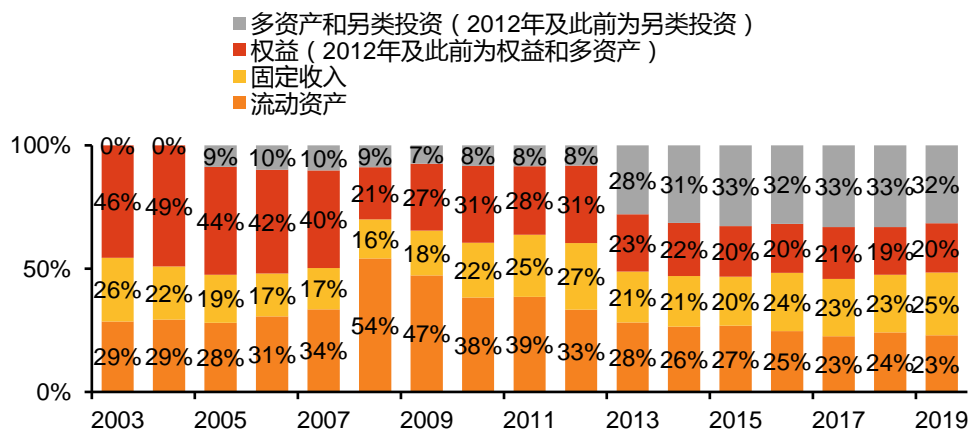
图 20：摩根大通共同基金投向



资料来源：公司年报，天风证券研究所

注：2013 年发生口径变化，多资产的合并项由权益变为另类投资

图 21：摩根大通客户资产 AUM 结构

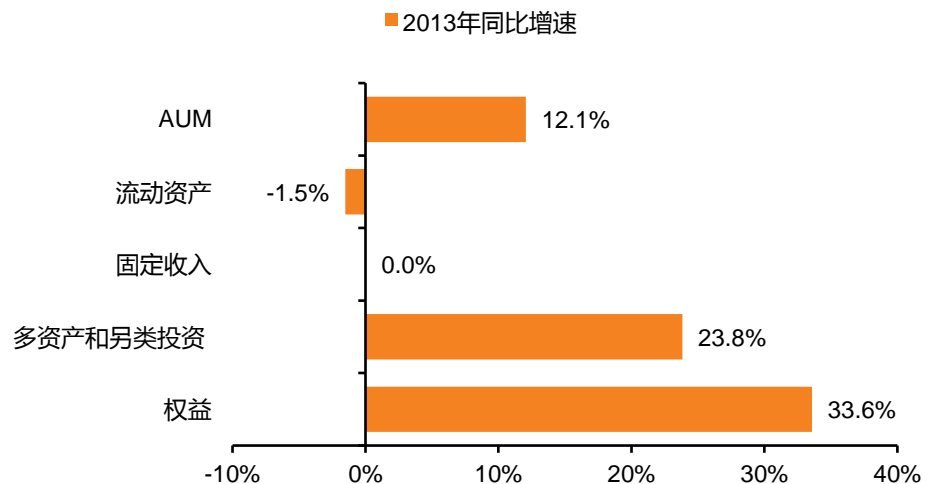


资料来源：公司年报，天风证券研究所

注：2013 年发生口径变化，多资产的合并项由权益变为另类投资

值得关注的是，摩根大通共同基金乃至全部 AUM 中多资产和另类投资产品的占比分别于 2013 年实现显著跃升 9pct 和 20pct，此后延续上升趋势。该变化一方面是数据披露口径调整所致。2012 年及此前年份，多资产与权益类资产合并披露，而此后改为与另类投资一同披露。另一方面，摩根大通加大多资产与另类投资投放力度也是原因之一。2013 年，到资产和另类投资按可比口径计算，同比增长 23.82%，高于 12.06% 的整体 AUM 同比增速。从长期来看，多资产和另类投资增速亮眼。2012 年至 2019 年，客户资产投向中，多资产和另类投资、固定收入、权益类、流动资产的年均复合增速分别为 10.93%、8.97%、7.98% 和 2.43%，综合来看，整体 AUM 年均复合增速为 7.49%。

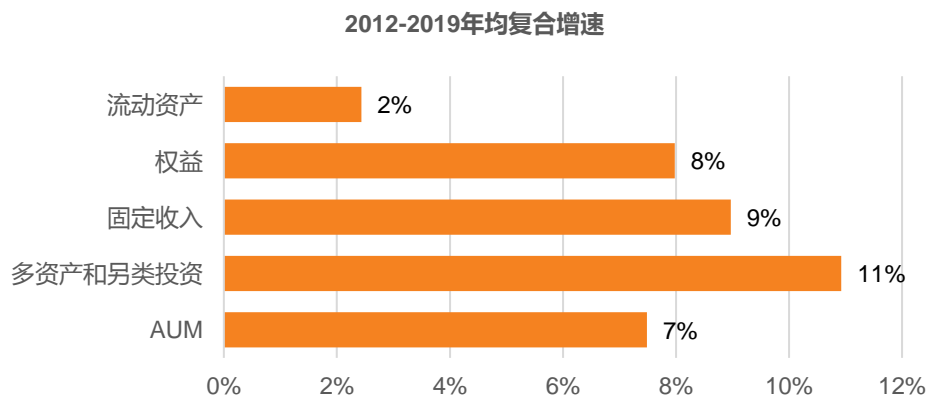
图 22：2013 年多资产和另类投资快速增长



资料来源：公司年报，天风证券研究所

注：2013 年发生口径变化，多资产的合并项由权益类变为另类投资，计算增速采用可比的回溯口径

图 23：客户资产投向类别 2012-2019 年均复合增速



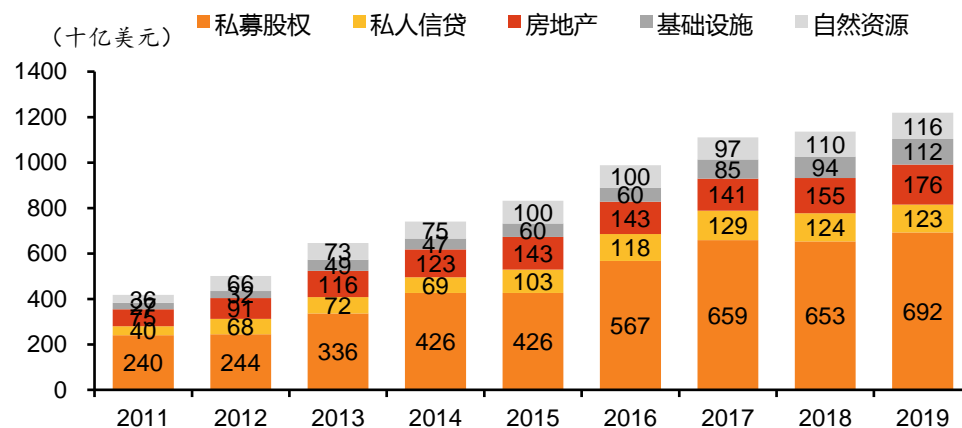
资料来源：公司年报，天风证券研究所

注：2013 年发生口径变化，多资产的合并项由权益变为另类投资，计算增速采用可比的回溯口径

2.4.2. 拓展另类投资，获取高额收益

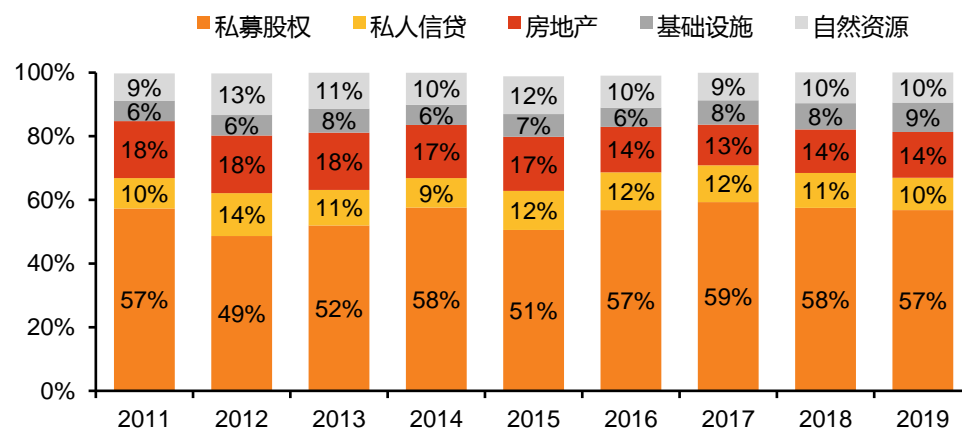
行业整体另类投资规模持续增长，其中私募股权占比较大。根据全球私募股权行业研究机构 Preqin 披露数据，2011 年至 2019 年全球私人资本（Global private capital fundraising）的另类投资（Alternatives fundraising）规模已连续 9 年保持增长，截至 2019 年底达到 1.21 万亿美元，相较于 2011 年增加了 290%。投资结构方面，私募股权占比最大且份额较为稳定，2019 年私募股权占比达到 56.77%；房地产、私募债权、自然资源和基础设施领域投资占比分别为 14.44%、10.09%、9.52% 和 9.19%。

图 24：全球私人资本另类投资规模



资料来源：Preqin，天风证券研究所

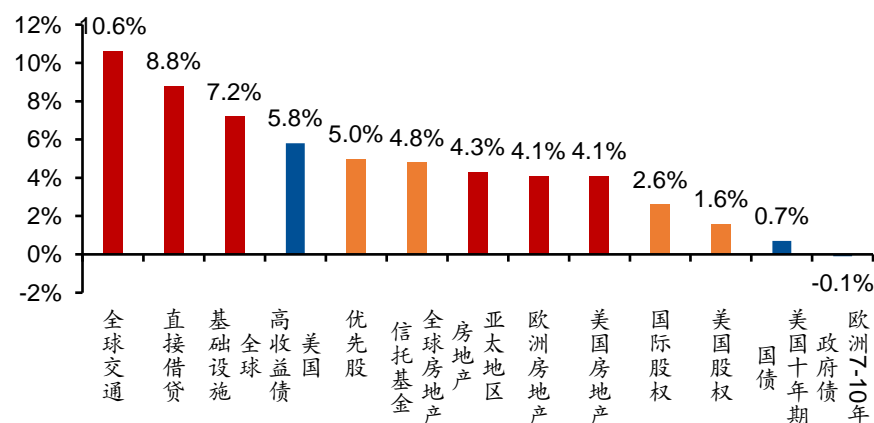
图 25：全球私人资本另类投资结构



资料来源：Preqin，天风证券研究所

行业另类投资回报率高。根据摩根大通最新统计数据（大多截至 2020Q3 末，少数截至 2020Q2 末），美国另类投资回报率总体高于固定收益、股权投资等传统投资手段。另类资产中收益率前三的资产分别为全球交运 10.6%、直接借贷 8.8%和全球基础设施 7.2%（这些也是所有资产类别中收益率前三的品种），收益率最低的是美国房地产 4.1%；而固定收益类资产和股权投资的收益率范围分别为-0.1%至 5.8%、1.6%至 5.0%。

图 26：2020 年前三季度不同资产收益率

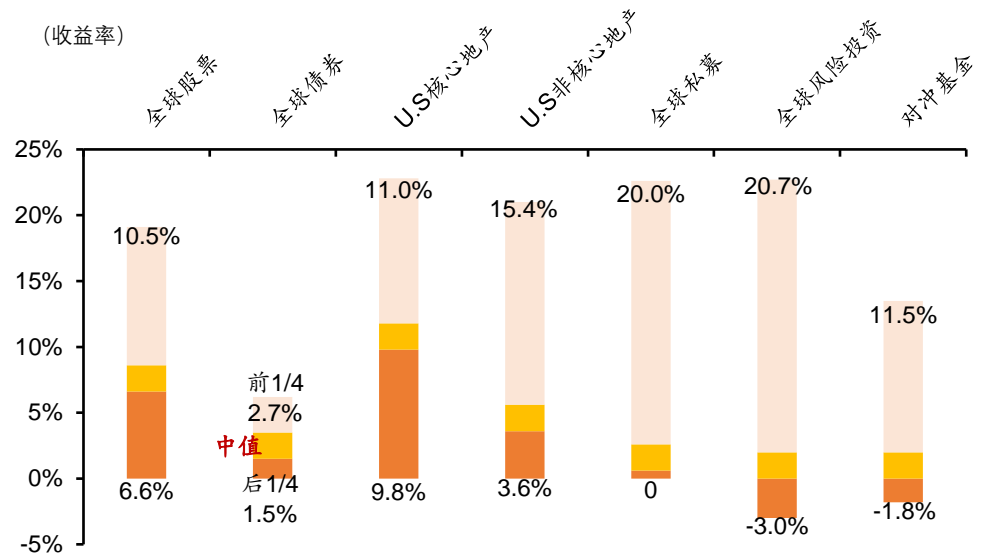


资料来源：摩根大通资产管理官网，天风证券研究所

注：红色为另类投资，蓝色为固定收益，橘色为权益类

另类资产的主动管理能力需求大。根据 Lipper 咨询、剑桥协会等机构披露数据，根据资产管理能力的不同，另类投资相较于传统的股权、债权投资，其回报率呈现显著分散的特点。以美国风险资本为例，不同资产管理者的收益率最高可以达到 20.7% 而最低为 -3%，因此要取得较高的另类投资回报要以较强的主动资产管理能力为前提。

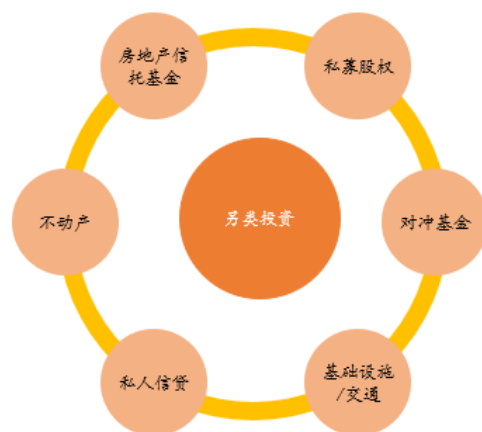
图 27：不同管理者的收益率分布（基于过去 10 年的回报）



资料来源：Lipper, NCREIF, Cambridge Associates, HFRI, J.P. Morgan Asset Management, 天风证券研究所

摩根大通注重产品创新，以强劲的主动管理能力铸就高收益产品。为给投资者提供稳健高收益投资产品，摩根大通不懈创新，自 2013 年大幅增加多资产和另类资产投资。摩根大通的另类投资产品主要投向对冲基金、私募股权、私募债权、基础设施及交通、房地产以及房地产信托投资基金（REITs）等领域。由行业数据可知，相关领域投资具有获取超高收益的潜力，但投资表现因管理能力而异。摩根大通凭借出色的管理能力站稳了脚跟。截至 2019 年，88% 的 10 年期共同基金产品 AUM 的业绩表现超过了同业平均水平。

图 28：摩根大通另类投资产品类别



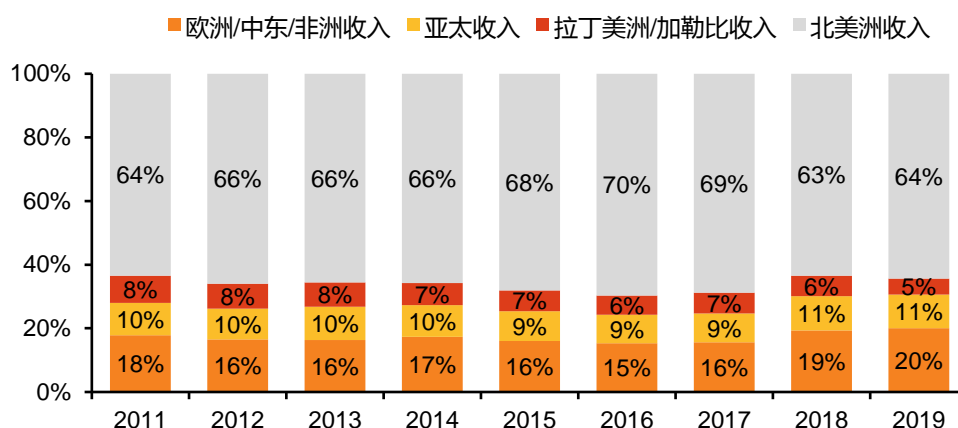
资料来源：摩根大通官网，天风证券研究所

2.4.3. 拓展国际业务，渗透海外市场

及时调整全球化策略，提升国际市场关注度。北美洲市场净收入是摩根资产管理板块的主要收入来源，但随着摩根大通拓展国际市场，其收入占比由 2016 年的 69.68% 下降至 2019 年的 64.36%。同期，欧洲/中东/非洲市场、亚太市场的收入占比分别由 15.35%、8.94% 提升

至 20.4%、10.54%。

图 29：摩根大通资管收入中源自国际市场的比重增加



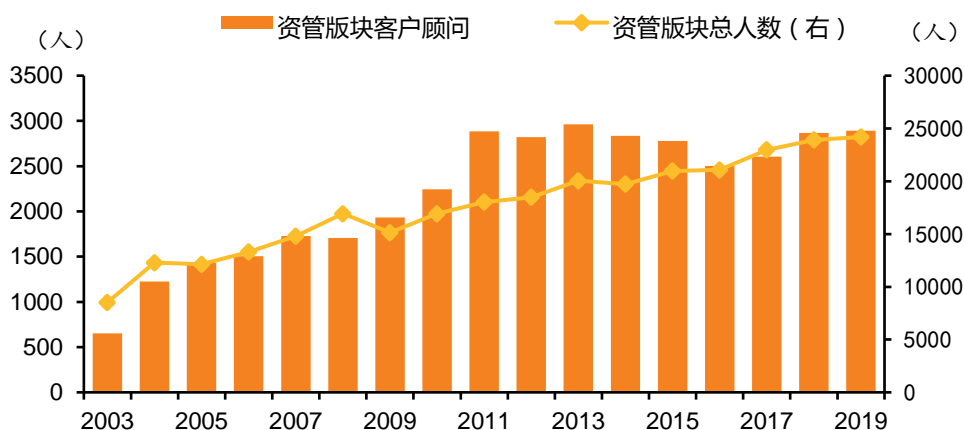
资料来源：公司年报，天风证券研究所

2.5. 重视人才：注重团队建设和薪酬激励

2.5.1. 培育专业人才

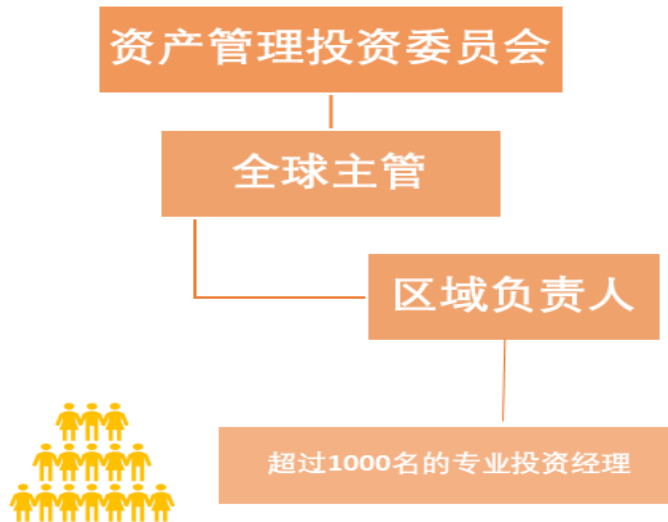
摩根大通持续吸收和培养资管业务的人才，建设专业资管队伍。一方面，员工数量大幅提升。公司资产与财富管理部门员工数从 2003 年的 8520 人增长到 2019 年的 24191 人，团队规模扩大至原来的 3 倍左右，吸引和培养了行业内许多顶级的投资经理和顾问。另一方面，团队成员专业度较高。公司雇佣了超过 1000 名专业投资经理在全球各个重要国家进行业务操作。团队中客户顾问人数从 2003 年的 651 人增长至 2019 年的 2890 人，专业人员增长了 4 倍有余，显著增强了开发客户与维护客户的能力。

图 30：摩根大通资管总人数（左）数和客户顾问人数（右）



资料来源：公司年报，天风证券研究所

图 31：摩根大通资产与财富管理人员管理图



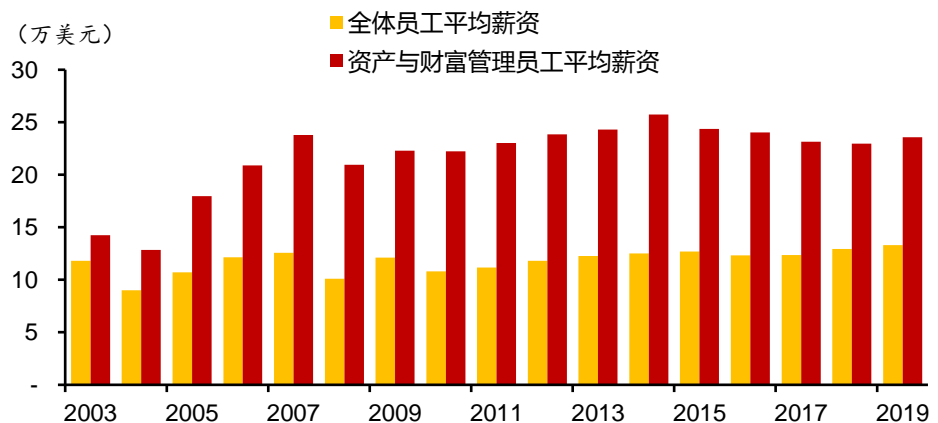
资料来源：摩根大通官网，天风证券研究所

2.5.2. 完善激励制度

设置薪酬激励机制，提高员工留存率。公司在基础薪资上设有薪酬激励，降低人才流失率。根据公司年报，截止 2015 年，共有 3300 多名员工在摩根大通的工龄已长达 15 年及以上，其中有近 1000 名员工在摩根大通的工龄超过 25 年。摩根大通高层人员留存率长期保持着高达 95% 的比例。由此可见，完善的薪酬制度为公司的人才留用起到了重要保障作用。

资产和财富管理板块薪酬激励尤为亮眼。我们以薪酬支出（compensation expense）除以员工人数（Headcount）代表人均薪资。根据年报披露数据，资产和财富管理部门 2019 年人均年薪达到 23.6 万美元，是摩根集团整体 13.3 万美元人均年薪的 1.77 倍左右，显示出资管部门强劲的薪酬激励措施。

图 32：摩根大通所有员工与资产管理部员工平均薪资对比



资料来源：公司年报，天风证券研究所

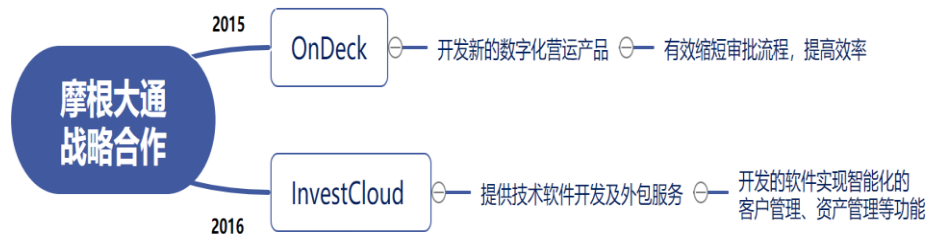
2.6. 数字化转型：成绩喜人

2.6.1. 携手金融科技企业

长期与金融科技企业合作，为发展数字化技术打下基础。根据公司年报，自 2009 年以来，摩根大通投资了多家金融科技企业，涉及数字化交易、投资、支付、资产管理等领域的发展。例如，2015 年公司与金融科技企业 OnDeck 达成合作。OnDeck 为摩根大通开发新

的营运产品，将业务数字化，大大减少了线下审批、核准的延迟性，极大地提高了运营效率。2016 年公司宣布与金融科技企业 InvestCloud 建立战略伙伴关系，以加速提升对财富客户的数字化服务能力。InvestCloud 主要为银行、股票、以及对冲基金等金融机构提供技术软件的开发以及技术外包服务，其开发的软件的平台，帮助机构实现快捷化、智能化的客户沟通、客户管理、投资组合管理和运营管理等功能。

图 33：摩根大通金融科技领域战略合作例子



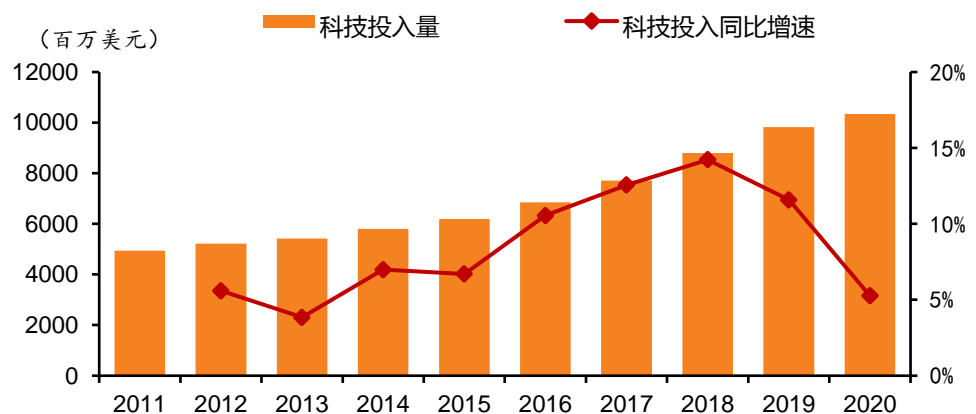
资料来源：公司年报，天风证券研究所

2.6.2. 加码数字化投资

时机成熟，运用数字化技术拓展财富管理领域。多年来，摩根大通持续不断地在金融科技领域进行投资，夯实金融科技的基础。2015 年，摩根大通决定有针对性地财富管理领域加大投资力度，计划从 2016 年开始三年内在数字化财富管理领域投资超 3 亿美元。公司通过与金融科技企业强强联合，提升客户的线上线下投资需求、丰富资产管理拓客方式、推出线上投资顾问服务、提供多种资管项目适应不同需求者等措施。

以量换质，肉眼可见的投资增量加速数字化进程。金融科技投资从 2011 年至 2015 年平均 5.78% 的同比增速，提升至 2016 年至 2018 年平均 12.44% 的增速水平，增速的提升幅度高达一倍有余。金融科技投资量从 2014 年的 5480 百万美元提升至 2020 年的 103 亿美元，仅用 6 年时间便实现投资量的翻倍，代表着摩根大通集团对发展数字化金融的决心以及对数字化金融前景的看好。根据公司年报，摩根大通在金融科技方面的专家从 2015 年的 4 万人增加至 2017 年的 5 万多人，在两年内实现了 25% 的技术专家 人数增长，更优质的专家服务和人才引进，有助于对金融科技业务的发展。

图 34：科技投入量与同比增速



资料来源：公司年报，天风证券研究所

合理调整投资重点。摩根大通在大力增加金融科技投资量的 2016 至 2018 三年内，有针对性地不同年份对金融科技的不同领域进行重点发展，投资覆盖前中后全业务，根据企业年报，每年金融科技领域投资重点都有所不同：2016 年用于数字化、机器学习、大数据等技术研究；2017 年主要用于人工智能、区块链技术、大数据、机器学习和机器人等领域研究；2018 年主要用于数字银行、在线投顾、电子化交易、区块链、实时支付等领域研究。

2.6.3. 线上交易平台和智能投顾成果喜人

发布线上交易平台，数字化转型提升获客能力。经过长达数年、数百亿美元的投资，摩根大通数字化转型进入收获期。2018 年摩根大通发布免交易佣金的线上交易平台 You Invest Trade，据统计，直至 2019 年初，平均每周都有 5000 名新客户注册登录；2019 年发布更为专业化、定制化的投资组合智能投顾平台 You Invest Portfolios，开户条件为 500 美元以上资金，通过传统金融与科技的相结合，深入触达潜在财富客户，为财富管理业务提供了可持续性。2019 年年报显示，90% 的 You Invest 平台用户为第一次使用摩根大通投资服务的新用户，进一步证明 You Invest 系列数字化资产管理渠道对于摩根大通线上开发潜在客户以及保持资管业务可持续发展性的重要性。

表 4：You Invest 系列介绍

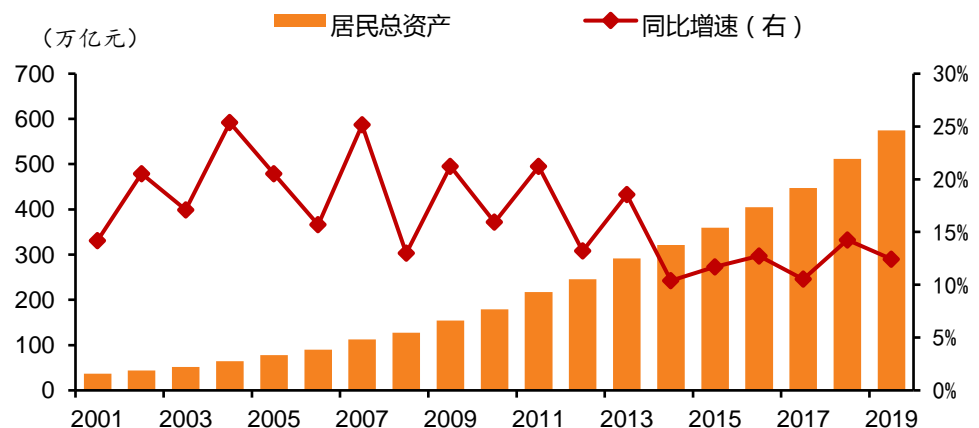
	You Invest Trade	You Invest Portfolios
简介	建立和管理你自己的投资组合	与我们的专家团队建立和管理的投资组合匹配
账户类型	1) 经纪帐户 2) 传统个人退休账户(Traditional IRA) 3) 罗斯个人退休账户 (Roth IRA)	1) 经纪帐户 2) 传统个人退休账户(Traditional IRA) 3) 罗斯个人退休账户 (Roth IRA)
开户条件	\$0	\$500
投资标的	股票，ETF，期权，共同基金和固定收益产品。	由摩根大通 etf 组合而成的产品。
收费标准	免交易佣金	0.35%管理费率

资料来源：摩根大通官网，天风证券研究所

3. 对我国商业银行的启示

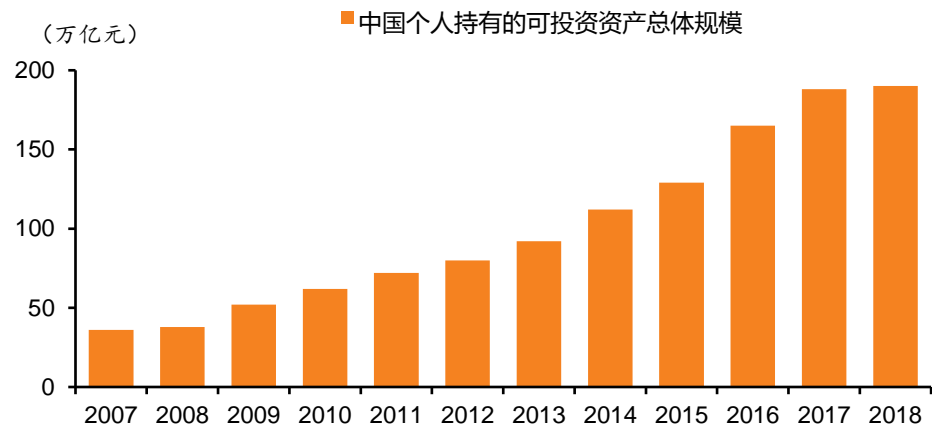
我国资管业务发展空间广阔。根据中国社会科学院数据显示，截至 2019 年底，我国居民总资产已增长至 574.96 万亿元，同比增长 12.43%。与此同时，我国个人可投资资产规模也在迅速扩张。根据招商银行与贝恩联合发布的《2019 中国私人财富报告》，截至 2018 年底，全国个人持有的可投资资产总体规模达到 190 万亿人民币，约为 2006 年的 7.42 倍，年均复合增速高达 18.18%。随着个人财富的增长，个人资产管理的需求为资产管理行业发展提供了广阔的空间，至今我国资管市场规模已达百万亿元，位居世界前三。

图 35：中国居民总资产快速增长



资料来源：WIND，中国社会科学院，天风证券研究所

图 36：个人可投资资产规模迅速扩张



资料来源：WIND，招商银行&贝恩《2019 中国私人财富报告》，天风证券研究所

注：可投资资产包括个人的金融资产和投资性房产

我国资管行业已步入规范发展阶段。我国资管行业在经历了 2007 年以前以公募基金为主导、2008 年至 2012 年前后信托快速崛起、2013 年至 2016 年大跨步进行多元化发展后，在 2017 年进入了规范发展阶段。在全面风控、服务实体经济的背景下，2018 年 4 月资管新规正式稿落地，资金池与期限错配、刚性兑付以及违规运用杠杆等问题得到整治，资管行业规模经历小幅下滑后逐渐企稳。

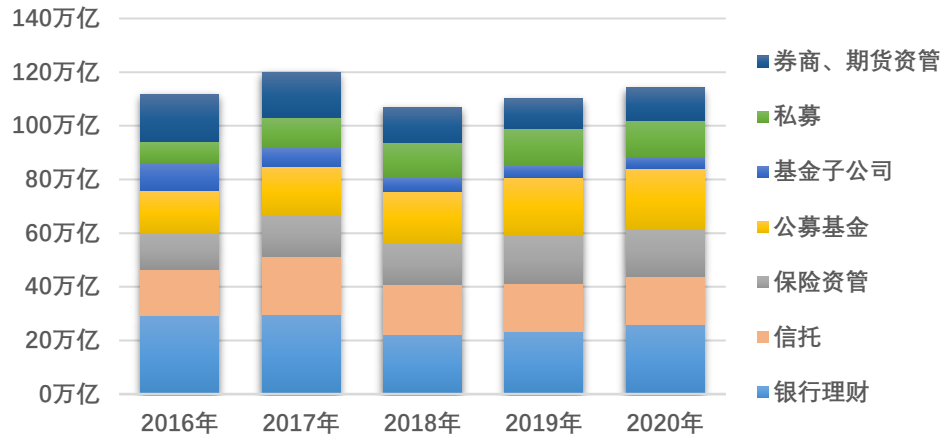
图 37：资管行业发展的四大阶段



资料来源：《中国资管行业发展前瞻》作者郭田勇，天风证券研究所

根据中央财经大学中国银行业研究中心披露数据，截至 2020 年底，我国资管行业规模已稳定在百万亿元，其中银行理财产品规模约 26 万亿元，占比最高，行业整体呈现出以银行为核心，信托、保险和基金资管规模紧随其后，其他非银机构百花齐放的竞争发展格局。从发展趋势来看，银行理财非保本部分已经实现规模再增长，资管新规的影响逐渐被消化。同时，资本市场改革的推进、行业统一监管框架的建立和完善，也为行业未来发展提供更坚实的根基。

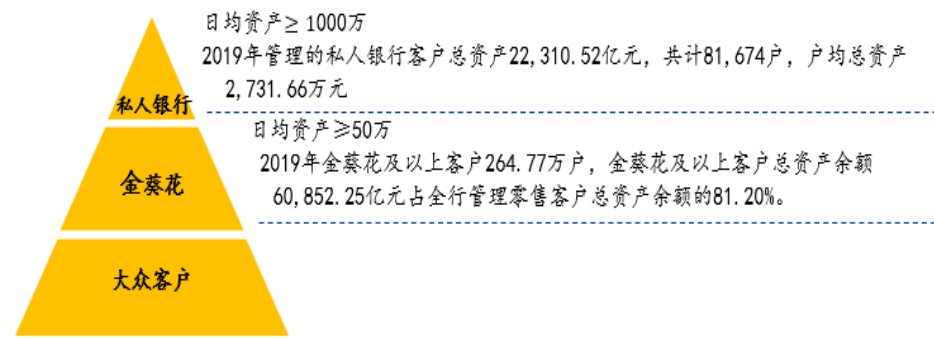
图 38：我国资管行业现状



资料来源：《中国资管行业发展前瞻》作者郭田勇，天风证券研究所

细分客户与业务条线，精准把握客户需求。借鉴摩根大通的资管业务发展的模式，明确客户和业务条线分类，有利于银行针对不同层级客户的需求提供个性化的产品和服务，从而提升商业银行的盈利能力。目前客户分层在我国银行业已十分普及。比如招商银行分别以 50 万元和 1000 万元为门槛，将客户划分为大众客户、金葵花和私人银行客户三类。国内其他银行也有类似的客户分类，只是分类方式和各级别的门槛有所不同。未来各家银行仍能在精准分类、精细化服务上更进一步。

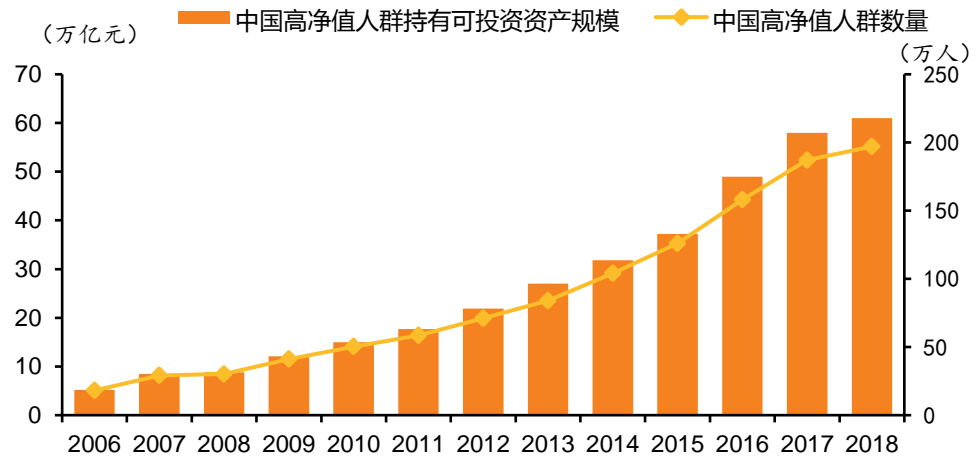
图 39：招商银行客户分层



资料来源：招商银行年报，天风证券研究所

注重财富管理，发掘高净值客户。摩根大通资产管理业务逐步向以服务高净值人群的财富管理倾斜，成为推动资管业务收入增长的主要因素。随着中国经济的发展，近年来我国高净值人群数量和可投资资产规模分别由 2006 年末的 18.10 万人和 5.2 万亿元增长至 2018 年末的 197 万人和 61 万亿元，增幅均高达 10 倍以上。结合中国高净值人群数量和可投资资产规模不断攀升的实际情况和财富“二八定律”，我国高净值客户在资管业务方面具备潜力。若在巩固大众客户基础的同时深耕高净值客户，不失为提高商业银行盈利能力和盈利稳定性的突破口之一。

图 40：中国高净值人群数量与可投资资产规模



资料来源：WIND，招商银行&贝恩《2019 中国私人财富报告》，天风证券研究所

扬长补短，提升主动管理能力。我国商业银行渠道优势明显，为资管业务的开展奠定了良好的基础，但因正式参与公募产品的竞争时间较短，发展不够充分，主动管理能力参差不齐。整体来看，目前商业银行资管产品仍以固定收益类为主，权益领域投资能力不足。未来我国商业银行有望在发挥自身渠道优势的基础上，通过建立市场化的人才激励机制、完善配套的 IT 运营支持体系等途径，提升主动管理能力，以更加稳健高收益的产品和个性化的服务满足客户投资需求，提高资管业务竞争力。

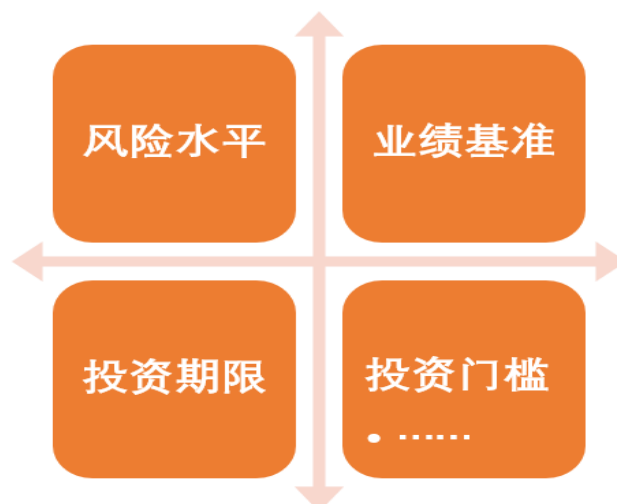
图 41：商业银行资管业务优势与提升空间



资料来源：天风证券研究所

丰富产品类别，实现板块间业务协同。摩根大通面向客户多样化的风险收益、流动性等需求，提供了丰富的资管产品，并通过跨板块业务协同，为客户提供最优方案。伴随着居民收入水平提升，我国资管行业在规模扩大的同时，客户投资需求逐渐呈现出多元化的趋势。因此，我国商业银行应结合客户的投资需求，因地制宜地设计投资理财产品，丰富产品种类、调整产品投资结构，并在此基础上整合不同板块资源，以满足客户个性化的投资需求。

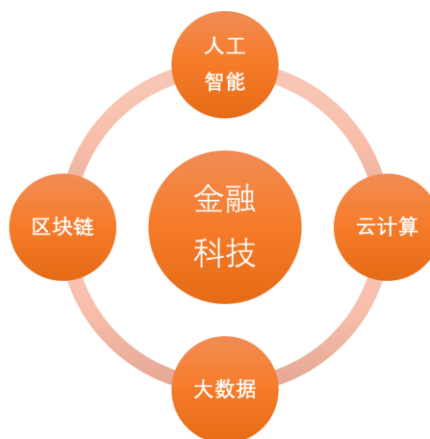
图 42：资管产品分类方式



资料来源：天风证券研究所

加大科技投入，在行业发展中稳立潮头。由于金融科技高效便捷，能降低获客、风控和运营成本，提高效率和用户体验，目前数字化转型已成为我国金融业发展的大势所趋。我国商业银行应对标摩根大通和金融科技公司，加大相关科技费用投入和人才引进力度，提升数字化水平，增强系统和产品开发、线上获客、运营管理、风险控制等多方面的能力，打造顺畅的用户体验，增强客户黏性。

图 43：金融科技的主要形式一览图



资料来源：天风证券研究所

理财子公司相继成立，有望成为母行市场化和创新的重要抓手。目前我国已经有 6 家国有大行、6 家股份行、6 家城商行、1 家农商行的理财子公司获批开业，合计 19 家，另外还 3 家已经获准筹建。由于我国资管业务发展空间广阔，银行理财子公司有望借助全市场投资牌照、多资源整合禀赋以及母行庞大的客户群体优势得到迅速发展。相较于母行，理财子公司可以采取更加市场化的薪酬体系和激励制度，在产品和服务创新等方面也更具有活力，因此，有望在借助母行优势的同时，反向服务于母行，促进母行市场化发展和产品服务创新。

表 5：获批开业的理财子公司（按获批时间排序）

序号	母公司	已开业子公司	批准筹建	批准开业	注册资本（亿）
1	建设银行	建信理财	2018/12/26	2019/05/20	150
2	工商银行	工银理财	2019/02/15	2019/05/20	160
3	交通银行	交银理财	2019/01/04	2019/05/28	80
4	中国银行	中银理财	2018/12/26	2019/06/24	100
5	农业银行	农银理财	2019/01/04	2019/07/22	120
6	光大银行	光大理财	2019/04/16	2019/09/24	50
7	招商银行	招银理财	2019/04/16	2019/11/01	50
8	邮储银行	中邮理财	2019/05/28	2019/12/04	80
9	兴业银行	兴银理财	2019/06/06	2019/12/13	50
10	宁波银行	宁银理财	2019/06/26	2019/12/19	15
11	杭州银行	杭银理财	2019/06/24	2019/12/20	10
12	徽商银行	徽银理财	2019/08/21	2020/04/24	20
13	中信银行	信银理财	2019/12/04	2020/06/15	50
14	渝农商行	渝农商理财	2020/02/19	2020/06/29	20
15	南京银行	南银理财	2019/12/19	2020/08/17	20
16	苏州银行	苏银理财	2019/12/20	2020/08/17	20
17	平安银行	平安理财	2019/12/27	2020/08/17	50
18	青岛银行	青银理财	2020/02/06	2020/09/11	10
19	华夏银行	华夏理财	2020/04/26	2020/09/15	30

资料来源：WIND，天风证券研究所

表 6：获批筹建的理财子公司（按批筹时间排序）

序号	母公司	已批筹子公司	批筹时间	注册资本金(亿)
1	广发银行	广发理财	2020/07/16	50
2	浦发银行	浦发理财	2020/08/04	50
3	民生银行	民生理财	2020/12/10	50

资料来源：WIND，天风证券研究所

4. 投资建议

资管业务未来可期。由于我国居民收入水平不断提升，资管需求日益旺盛，未来商业银行资管业务发展空间广阔。我国商业银行可借鉴摩根大通资管业务模式，对业务条线精细化管理，在巩固大众客户基础的同时挖掘高净值客户的财富管理潜力，并通过市场化激励和科技投入提升主动管理能力，打造资管业务品牌。

在银行选股方面，我们紧抓两条线：一是综合考虑各家上市银行当前已拥有的资管业务资源禀赋，参考零售客户和高净值私行的 AUM 规模及增速、与总资产的比例、理财规模等相关指标，选择渠道资源丰富、当前已有扎实的 AUM（管理资产规模）和客户基础、基本面稳固的优质标的，推荐**邮储银行、招商银行、平安银行、工商银行**；二是建议关注积极发展大零售（尤其是财富管理业务），理财子已开业运作、有望在产品和服务创新上反哺母行的标的，如**兴业银行、光大银行、宁波银行**。

4.1. 工商银行：全能型大型银行，展业实力雄厚

我国第一大全能型银行，金融全牌照优势显著。工商银行是我国规模最大的商业银行，旗下子公司繁多，基金、租赁、保险、理财等业务领域牌照一应俱全。其中，工银瑞信基金是业内具有“全资格”的基金公司之一，下设工银瑞信资产管理和工银瑞信投资管理两家子公司；理财子工银理财为国内首家获批开业的银行系理财子公司，均有望助力公司提升主动管理能力。公司依托集团资产管理、托管、养老金等业务优势，联动基金、保险、租赁、投行、理财等综合化子公司功能，构建全市场配置资金、全业务链创造价值的资管业务体系，在资管业务方面的领先优势十分突出。

客户及理财业务基础一马当先。公司客户基础扎实，截至 2020H1 末，拥有上市银行中规模最大的个人客户 AUM。在业务体系方面，公司早在 2009 年便率先在总行重组分设资产管理部，助力资管业务发展。截至 2020H1 末，公司非保本理财产品余额 2.49 万亿元，位居上市银行之首，较第二名招商银行的理财规模高出近 20%。由于在资金、客户、渠道、牌照等各方面均遥遥领先，公司在资管业务方面的优势地位十分稳固。

4.2. 邮储银行：渠道和客户资源丰富，财富管理发展空间广阔

邮储银行采用独特的“自营+代理”模式，渠道资源丰富，具有网点数量最多、分布最广、下沉程度高等特点。根据银保监会披露数据，公司备案网点数量接近 4 万个，位居六大行之首，高于农业银行与农村信用社网点数量之和。公司网点遍及全国、地域覆盖广阔、服务深度下沉。丰富的渠道为公司获取高粘性客群并深度挖掘资管业务潜力奠定了坚实的基础。

邮储银行持续推进财富管理体系建设，提供客户分层差异化服务，全面提升财富管理服务水平。2016H1 末至 2020H1 末，邮储银行 VIP 客户（综合资产在人民币 10 万元及以上）年均复合增速 12.74%，远高于个人客户 4.55% 的增速水平。2020H1 末公司管理个人客户资产（AUM）10.78 万亿元，在已披露数据的上市银行中位居第二。

理财转型扎实推进，代销收入增速亮眼。公司携手中邮理财推进理财业务转型，2020H1 末，个人理财余额 8476.17 亿元，较上年末增长 8.28%，其中净值型产品占比 38.74%，较上年末提升 6.57pct。公司大力拓展代理销售业务，2020 上半年代销贵金属、基金、保障新产品新单保费、资管和信托计划规模的同比增速分别高达 244.50%、180.21%、53.87% 和 45.14%。未来随着公司客户数量和 AUM 规模提升、居民理财意识觉醒，公司财富管理业务有望得到长足的发展。

4.3. 招商银行：私行领跑优势显著，财富管理井喷式发展

招商银行是零售转型的先驱，亦是标杆，在客户规模和质量上均享有先发优势。公司零售客户基础扎实。截至 2020H1 末，零售客户 AUM 在已披露数据的上市银行中位居第三。由于公司做精做细客户分层，高净值客户较多，私行 AUM 位居同业之首。在疫情和公司主动调整客户结构的影响下，公司的客户规模进一步扩张并向高净值私行客户倾斜。截至 2020 年末，公司零售 AUM 同比增长 19.32%。其中，金葵花及以上客户（月日均总资产在 50 万元及以上）AUM 占总 AUM 的 82.15%，规模同比增长 20.71%，私行客户（月日均全折人民币总资产在 1,000 万元及以上）接近 10 万户，私行 AUM 同比增长 24.36%。

零售金融 3.0 模式聚焦财富管理，代理销售规模井喷。公司在零售 3.0 模式中聚焦财富管理、金融科技、风险管理三个核心能力，着力打造“财富管理-资产管理-投资银行”业务拓展协同体系。公司理财规模位居行业前列，非息收入占比较高。2020 年得益于客群快速增长、数字化经营能力增强、资金环境宽松等因素，财富管理手续费及佣金收入同比增长 35.68%，高于整体净手续费及佣金收入 7.47% 的增速水平，成为拉动手续费增长的主力。

加快推进金融科技赋能，为理财子引入摩根资产管理战略投资。公司围绕“打造大财富管理”的工作主线，运用金融科技全面推进线上线下一体化的数字化转型。公司依托科

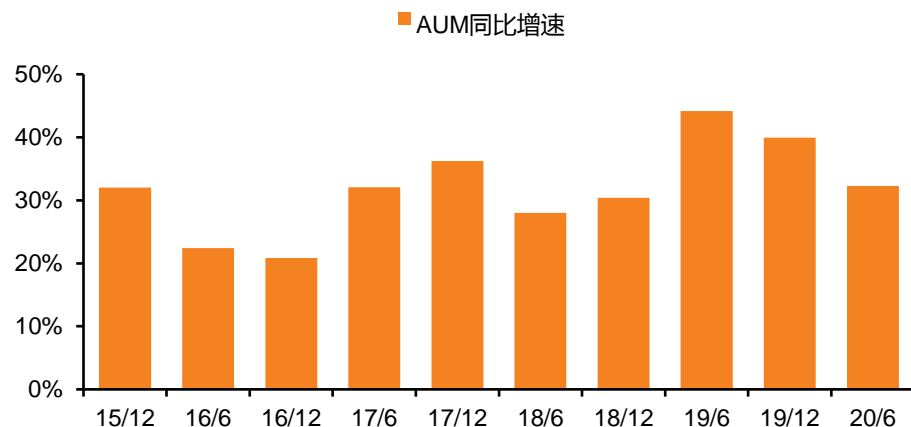
技和数据，精准匹配客户财富管理需求和风险偏好，融合业务场景进行营销，以 APP 拉近与客户的距离。2020 年线上服务客户数、成交订单、成交金额分别同比增长 44.77%、296.76% 和 319.57%。此外，公司拟引入摩根资产管理作为战略投资者对招银理财增资，通过借鉴摩根资产管理作为国际领先资管机构在金融科技、投资研究、风险管理等方面的经验，推进公司综合化经营战略。

4.4. 平安银行：私行业务强势崛起，资管收入潜力可期

私行占比高且增速快，有助于资管业务突围。目前，平安银行 AUM 以私行客户为主，2020 年末私行 AUM 占比高达 43.01%，较 2019 年末提升 5.99pct，位居行业前列。2020 年公司私行达标客户（近三月任意一月的日均资产超过 600 万元）数量同比增长 30.8%、AUM 规模同比增长 53.8%，分别高于零售客户数量 10.4% 和 AUM 32.4% 的增速水平，表现十分亮眼，结构进一步向私行倾斜。由于私行客户风险偏好更高、理财意识更强，更有利于实现资管收入突围。近年来资管产品代销收入增势喜人，已成长为手续费及佣金净收入新的增长点。2020 年公司代理及委托手续费收入同比增长 37.8%，远高于整体手续费收入 16.1% 的增速水平。

集团合作再升级，MGM 模式助力获客。平安银行资管业务自 2018 年下半年开始加速扩张，增速位居已披露数据的上市银行前列，主要源于平安信托的财富管理团队全面并入平安银行的私人银行、高净值客户向平安银行大量迁徙所致。随着公司升级综合金融 MGM（客户介绍客户）模式，在客户获取方面大力拓展平安寿险代理人渠道，2019 年从集团综合金融 MGM 模式中获取的财富客户占整体净增财富客户的比例高达 41.1%，2020 年该比例进一步提升至 48.4%，增幅达 7.3pct。MGM 模式获客质量较高，2020 年末，“新一贷”、信用卡、车主贷通过 MGM 模式获客的不良率分别低于整体 32bp、20bp 和 8bp。集团资源丰富，未来随着集团资源深度整合，MGM 模式获客仍有较大发展空间。

图 44：平安银行 AUM 同比增速



资料来源：WIND，天风证券研究所

4.5. 兴业银行：渠道丰富畅通的资管业务潜力股

客户经营以私行为抓手，精耕细作效果开始显现。面对日趋激烈的客户竞争，公司于 2017 年开始大刀阔斧进行改革，将战略重点向私行倾斜，私行客户同比增速由 2017 年的 13.79% 大幅跃升至 2018 年的 32.47%，此后一直高于个人客户同比增速，成为拉动个人客户规模增长的主要力量。截至 2020H1 末，公司的私人银行客户数量、AUM 和户均 AUM 增速均位居已披露数据的上市银行前列。规模扩张叠加客户资源深度挖掘，共同促进公司的资管业务蓬勃发展。

图 45：兴业银行私行战略调整



资料来源：公司年报，天风证券研究所

销售渠道丰富畅通，代销收入增速亮眼。公司的销售渠道由零售渠道、对公渠道和行业领先的同业渠道构成，同时通过线上渠道和线下渠道互相补充来满足客户需求，资源十分丰富。2020H1 公司零售财富类中间业务收入同比增速较 2019 年全年大幅提升 24.42pct 至 46.37%，拉动整体中收提升。零售财富业务是公司下一阶段的发力点，未来有望获得更多优质资源倾斜，零售财富业务收入有望继续保持快速增长。

理财存量包袱逐步化解，子公司专业化水平有望提升。根据我们测算，公司的表内非标占比由 2015 年末的高点 35.67%下降至 2019 年末的 10.15%，处置压力明显降低。2020H1 末占比小幅回升至 11.85%，表明新增的合规资产增速超过存量资产压降速度，从侧面印证了公司非标资产的存量包袱处置压力最大的时点已经过去。公司理财产品净值化水平位居全国性上市银行前列，子公司兴银理财于 2019 年开业，未来随着子公司主动管理能力与专业化程度提升，公司中收有望受益。

4.6. 光大银行：打造财富管理明星业务，增强 E-SBU 协同效应

依托集团金融全牌照优势，增强 E-SBU 协同效应。公司于 2004 年发行首款理财产品，拉开了国内商业银行理财业务的序幕；2018 年开启“打造一流财富管理银行”新版战略；2019 年步入财富 E-SBU（生态协同战略）建设元年，主动与光大集团企业加强业务协同，在工资代发、交叉销售、代客资管、资产托管等方面实现业务协同总额超过 1.3 万亿元。此后，公司不断拓展财富 E-SBU 开放平台边界，加快打造“大财富”生态圈。2020H1 业务协同总额达到 1.59 万亿元，同比增长 25.50%；实现协同营收 48.80 亿元，同比增长 77.30%，协同中收 15.10 亿元，同比增长 67.80%；零售类客户迁入 58.30 万户，带动新增 AUM 159.8 亿元。

财富管理效果开始显现，代理手续费收入高增。2019 年，个人财富管理手续费净收入同比增长 21.36%。其中，代理保险收入同比增长 58.53%，代理信托收入同比增长 39.88%，均高于整体手续费 17.17%的同比增速。2020H1 各项增速再度跃升，个人财富管理手续费净收入同比增长 62.37%。其中，代理理财收入同比增长 417.03%，代理信托收入同比增长 60.75%，代理基金收入同比增长 32.52%，成为手续费增长的主要动力。未来财富管理战略持续推进、E-SBU 协同效应显现，有望继续促进公司手续费收入提升。

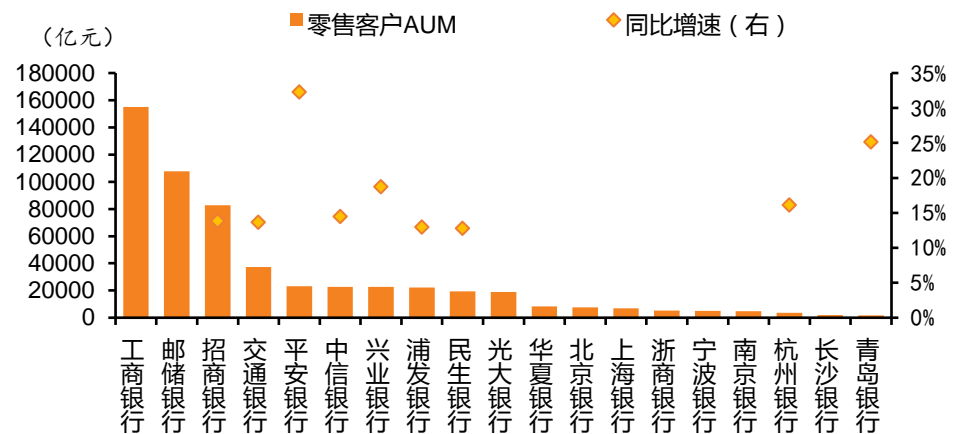
4.7. 宁波银行：发力财富管理，促进中收提升

战略转型纵深推进，构建财富管理新体系。宁波银行的财富管理业务紧扣居民金融消费需求升级，2008 年便在国内首推以“家庭”为核心的个人理财品牌，长期致力于为中高端个人客户提供综合金融服务。公司推行客户分层分类经营，将个人银行业务进一步细分为个人信贷、财富管理、私人银行三大板块。2019 年，公司全面实施财富管理业务新体系，成立财富管理部 and 私人银行部，为客户量身定制专属金融服务方案，两大板块的发展模式更

加清晰，为公司发展注入了新动力。同年，子公司宁银理财获准开业，成为全国首家开业的城商行系理财子公司，宁波银行财富管理体系愈发完善。

财富管理和私行起步良好，代销手续费收入占比提升。宁波银行手续费及佣金净收入占营收的比例位居行业前列，2020 年上半年占比 26.03%。随着财富管理和私人银行业务的拓展深耕，手续费及佣金收入中代理类业务收入的占比从 2015 年的 30.91% 大幅跃升至 2016 年的 52.22%，并在此后一直保持在 50% 以上，一举超越银行卡业务，成为手续费收入的中流砥柱。2020 年公司财富管理抓住市场机遇，加速转型，个人客户 AUM 稳步提升。公司持续深化多元的利润中心建设，积极探索和培育盈利增长点。随着财富管理业务稳步推进，公司手续费收入有望受益。

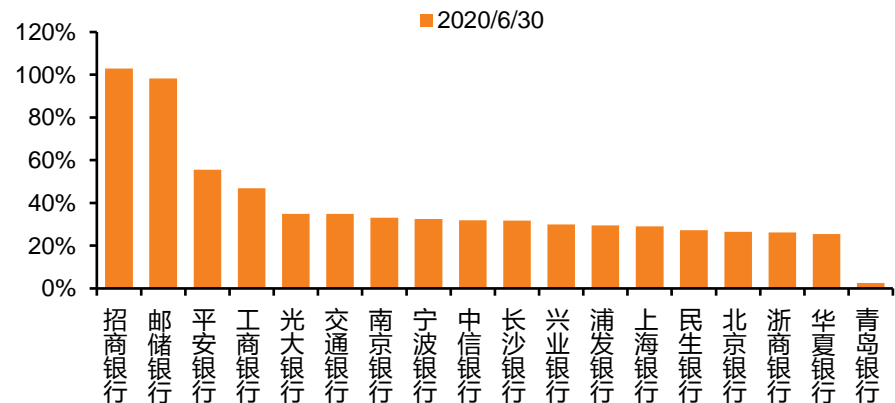
图 46：2020Q2 末零售客户 AUM 规模及同比增速



资料来源：各上市银行定期报告，天风证券研究所

注：部分上市银行未披露相关数据

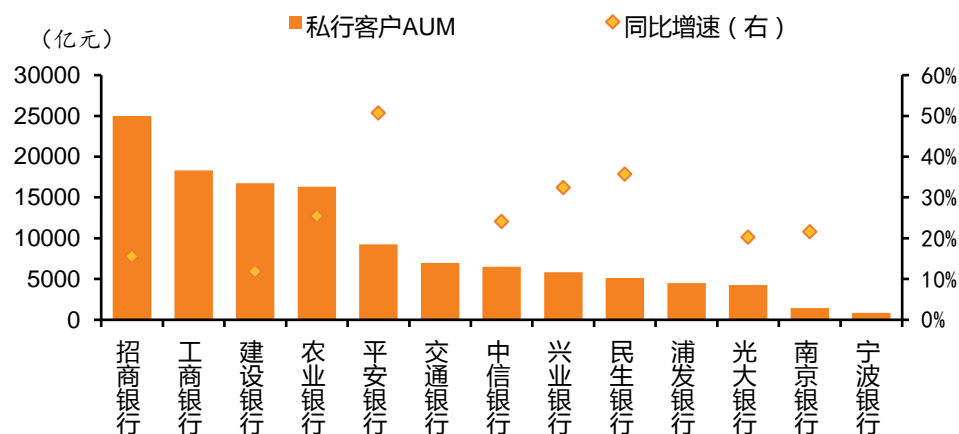
图 47：2020Q2 末零售客户 AUM 与总资产的比例



资料来源：各上市银行定期报告，天风证券研究所

注：部分上市银行未披露相关数据

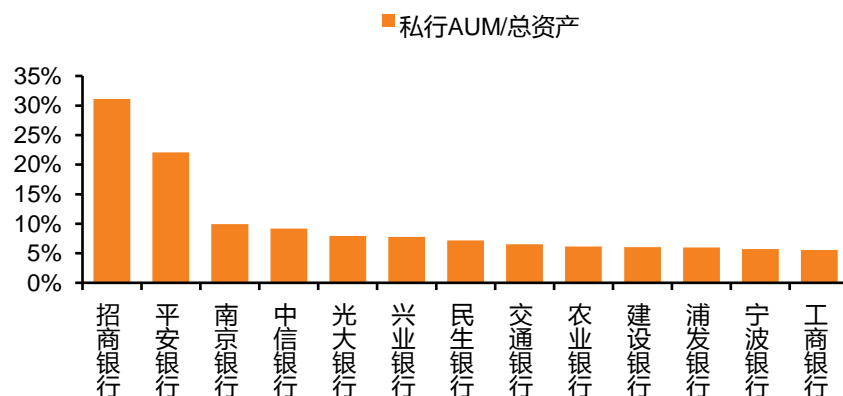
图 48：2020Q2 末零售客户 AUM 及同比增速



资料来源：各上市银行定期报告，天风证券研究所

注：部分上市银行未披露相关数据

图 49：2020Q2 末私行客户 AUM 与总资产的比例



资料来源：各上市银行定期报告，天风证券研究所

注：部分上市银行未披露相关数据

5. 风险提示

- 1) 经济复苏不及预期。若海内外疫情反复，则经济复苏过程可能受阻，内需和外需可能会不及预期。
- 2) 资产质量恶化。随着逆周期政策逐步退出，小微企业延期还本付息政策到期，部分经营困难的企业可能存在信贷风险暴露的问题，从而影响银行资产质量。
- 3) 政策出台及效果不及预期。全球系统重要性银行总损失吸收能力（TLAC）和国内系统重要性银行框架陆续出台，“碳中和”相关的绿色金融配套政策密集落地，政策实施效果有可能不及预期。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99	上海市浦东新区兰花路 333	深圳市福田区益田路 5033 号
邮编：100031	号保利广场 A 座 37 楼	号 333 世纪大厦 20 楼	平安金融中心 71 楼
邮箱：research@tfzq.com	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com