


轻资产运作的“五个锦囊” ——2021年以来商业银行转型情况观察

兴业研究大类资产配置团队

孔祥 乔永远 王宁 吕爽

“慧博资讯”专业的投资研究大数据分享平台

点击进入  <http://www.hibor.com.cn>

摘要

- **经济持续恢复，2021是商业银行最缺资本的一年。**（1）**信贷扩张幅度仍大：**2020年银行内生业绩增长不足，资产扩张以高资本占用的企金信贷为主；受益于出口产业链和上游行业景气度提升，2021年企业信贷融资供不应求，全年资本消耗水平仍高；（2）**局部去杠杆还在进行：**影子银行被围堵，以房地产、融资平台等获得融资难度加大；（3）**资管新规全面收官：**表外长久期的非标资产/非上市股权/不良资产需要被处置，估计资产处置规模将在1万亿元以上，回表过程将带来资本消耗压力；（4）**资金内循环有限：**社融与名义经济增长差值收敛，市场表现可能以结构性为主，财富管理选产品难度增加；（5）**结构性调整仍在：**居民资产结构从地产/定期存款转向资管产品的迁徙仍在持续。
- **推动机构分层与转型的三个趋势：**（1）**表内统一：**受流动性管理/大额风险暴露/同业负债占比等监管要求，商业银行持续压缩同业负债（含存单）占比，减少对投资类资产的依赖，回归“存贷为主+债券/同业资产流动性管理”的资产负债表模式；（2）**表外差异：**各家机构资管定位和转型路径各异，理财子公司门槛更高，国有大行和股份制银行定位于全能型资管机构，而部分区域银行可能会退出自主创设产品；（3）**先大后强，并购驱动：**风险大了，银行也会破产，未来更多机构风险化解将通过区域银行兼并收购的模式进行。并购将延伸机构资产投放的边界，农商行并购最有想象空间。
- **轻资产运作本质是沿着直接融资（“投行-资管-财富管理”）方向进行变革，具体而言，关注轻资产运作的“五个锦囊”：**
 - ✓ **消费金融：**后疫情时代，消费金融需求恢复，供给端稳定。（1）**构建消金行业景气体系：**短期看经济，中期看政策，长期看习惯。短期从必选消费/可选消费/服务消费来看，经济在逐步复苏；中期政策引导消费金融持牌经营，资产回流银行；长期看，年轻一代消费习惯已改变，居民储蓄率仍在下降。（2）**消金行业进入恢复成长期，**持牌类机构稳健发展创新高，而非持牌机构业务逐步被挤出，商业银行信用卡部门和消费金融子公司最为受益。

摘要（续）

- ✓ **投行资产：**（1）银行也需关注融资工具与企业融资需求的匹配：拓展传统信贷和债券之外的投资边界，通过资管产品参与权益乃至股权投资，这在实现轻资产运作的同时可以拓展资产类别。（2）结合硅谷银行运作经验、高瓴资本联合银行资金参与格力混合所有制改革等案例，总结银行参加股权投资的“五条军规”：**1、抓龙头：**选择行业龙头标的，受益于长期需求扩张和份额提升的双击；**2、善识人：**把握竞争优势，理解核心管理层战略；**3、谋激励：**为优秀的管理层提供分享公司成长机会，通过管理层持股/股权激励等实现长期绑定；**4、巧搭桥：**综合利用理财子公司、信托、基金等牌照及“有限合伙”等组织结构，提供全面财务解决方案；**5、图长远：**融资方案募集资金足够长久，减少短期指标驱动和投机行为，实现长期价值创造。
- ✓ **资产管理：**对于当前近400家银行理财机构（含22家理财子公司）和近70家信托机构，依照目标和资源选择路径并探索产品体系设计。
（1）**路径一：负债稳定性在前：**即选择延续过去摊余成本计量，发展净值稳定的封闭式产品，这本质是牺牲短期流动性换取高风险收益比的资产，以“精品型+投行驱动”为主要模式。对于广大区域银行，以非标资产转标为基础将成为成本最低的产品转型方案，但产品体量最终受该行项目储备约束，容纳资金上限有限（测算约400亿元/而理财子公司盈亏平衡在600亿元以上）。（2）**路径二：配置标准资产为先：**即发展负债端存在波动、资产回报来源丰富的开放式产品体系，配置股债标准化资产为主。该路径延伸了资管部门的投放边界，容纳资金体量上限打开。当前理财子股债资本扣减率为0，理论上10亿资本可支撑千亿元规模。但大钱更需细思，这对投研投入/人员激励要求更高。
- ✓ **财富销售：**（1）经济转轨叠加居民财富市场再配置，我国居民财富大迁徙的时代正逐步到来。限购限贷政策加码，房地产的流动性正逐步丧失。过去商业银行以报价型产品为主，刚性兑付抑制了产品研发，低利率环境下产品收益率持续下行；证券账户资金不在自身系统中，缺乏资金沉淀能力，单纯靠交易属性资金无法接力；独立财富销售机构在信用下行期产品风险暴露频发，客户声誉显著下降。我国财富管理市场既在扩张规模，也在分割份额。（2）破而后立，未来随着资管产品刚兑打破，商业银行产品销售部门更应关注通过拓展产品类型以提升利润水平和通过沉淀客户资金实现持续购买率。在此过程中，延伸产品线，完善账户功能，拉长客户负债期限，迎接我国居民财富的迁徙。
- ✓ **金融同业：**（1）除传统流动性管理职能外，金融同业内涵持续丰富：**同业业务1.0：**通过支付结算场景，同业业务实现了各中小机构自身基础设施的完善和低成本资金沉淀；**同业业务2.0：**利用信贷额度和行业投向的监管差异，同业业务拓展了机构的资金利用效率和资产投放边界；**同业3.0：**利用负债基础和投资能力的差异，同业业务搭建资产流转、产品销售的平台。（2）针对同业的业务合作模式，我们划分为项目、运营、产品、平台四类模式，同业3.0时代产品和平台将是同业合作的创新方向。从项目、运营到产品、平台的模式过渡中，合作的复杂度增加，合作期限、品牌口碑逐步体现，规模效应加强，最终由单一的业务服务转变为综合化的解决方案。同业合作的传统项目/运营模式将过渡到产品和平台模式。该模式中，提供综合服务的牵头行和归集需求的本地机构(如本地联社)将在同业合作中处于核心地位。

“慧博资讯”专业的投资研究大数据分享平台

目录

一、环境分析

二、总体战略

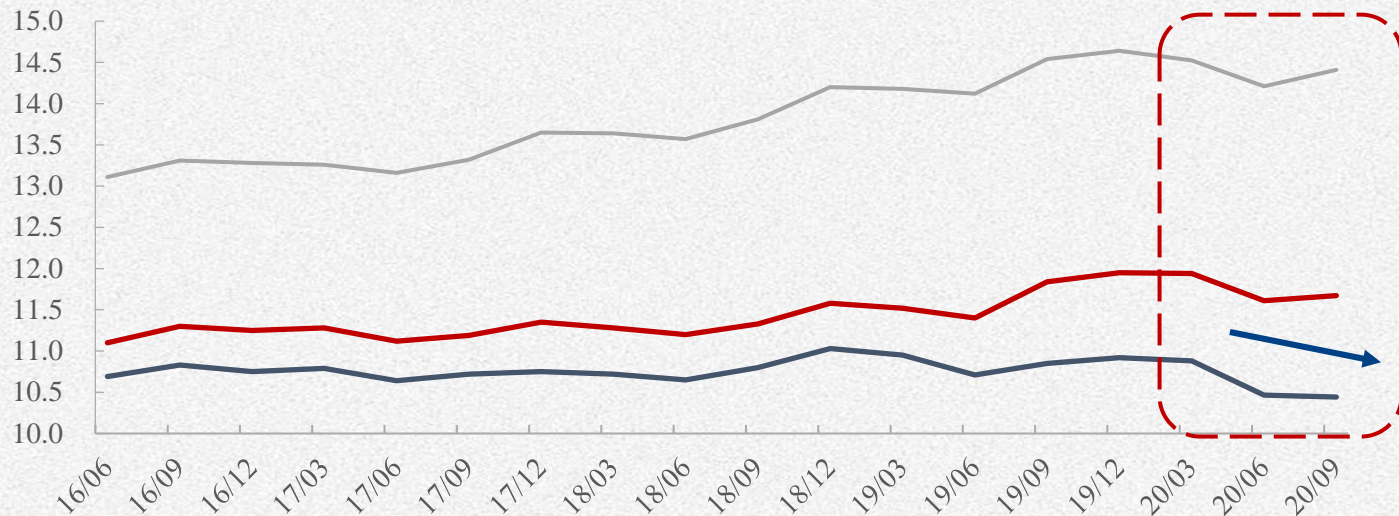
三、五个锦囊

2021为什么不一样：银行最缺资本的一年

- 高资本占用的信贷投放扩张加快资本消耗，叠加TLAC监管加大对大行资本实力的要求，商业银行整体资本补充压力加大。

图表：核心资本充足率2020年边际下滑较快

(%) — 商业银行：核心一级资本充足率 — 商业银行：一级资本充足率 — 商业银行：资本充足率



资料来源：Wind、兴业研究整理

“慧博资讯”专业的投资研究大数据分享平台

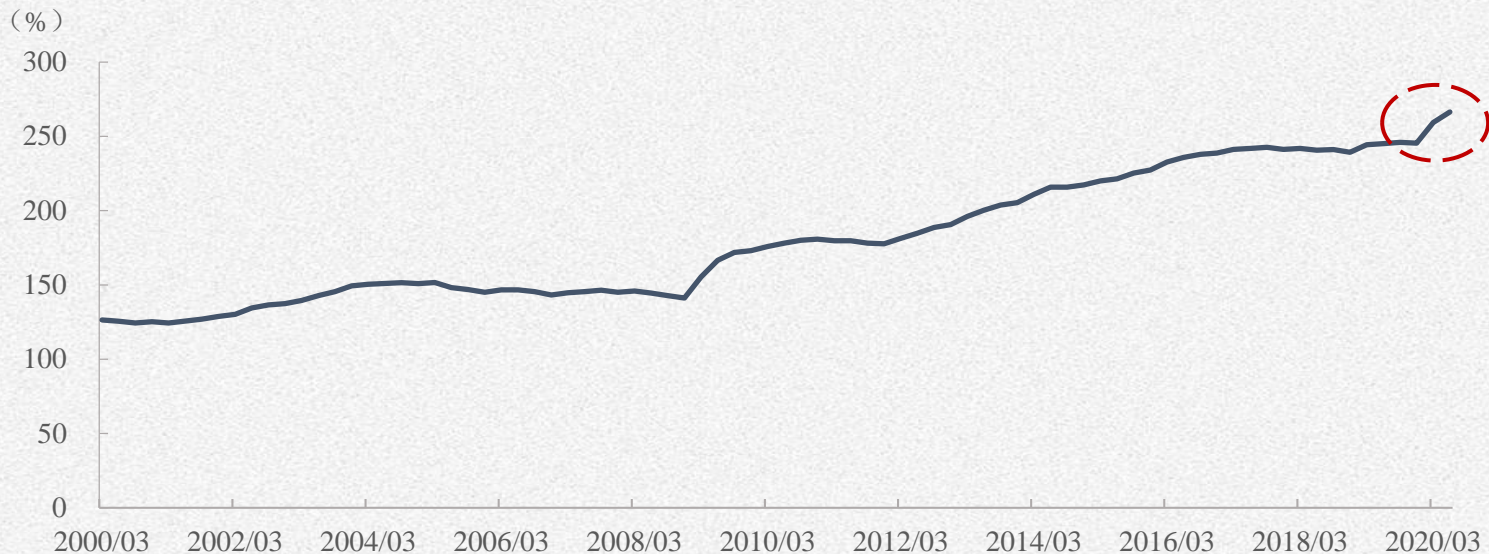
兴业研究 版权所有 “兴业研究”为兴业银行成员机构 使用前请参阅最后一页重要声明

点击进入 <http://www.hibor.com.cn>

2021为什么不一样：局部去杠杆还在进行

- 随着国内疫情得到有效控制，逆周期调节的宽松政策今年下半年逐步有效退出。政策回归常态化后，宏观杠杆率上升势头被遏制，信用扩张速度放缓，中小银行面临缩表压力。

图表：疫情后实体经济杠杆率经历快速上升阶段



资料来源：Wind、兴业研究整理

“慧博资讯”专业的投资研究大数据分享平台

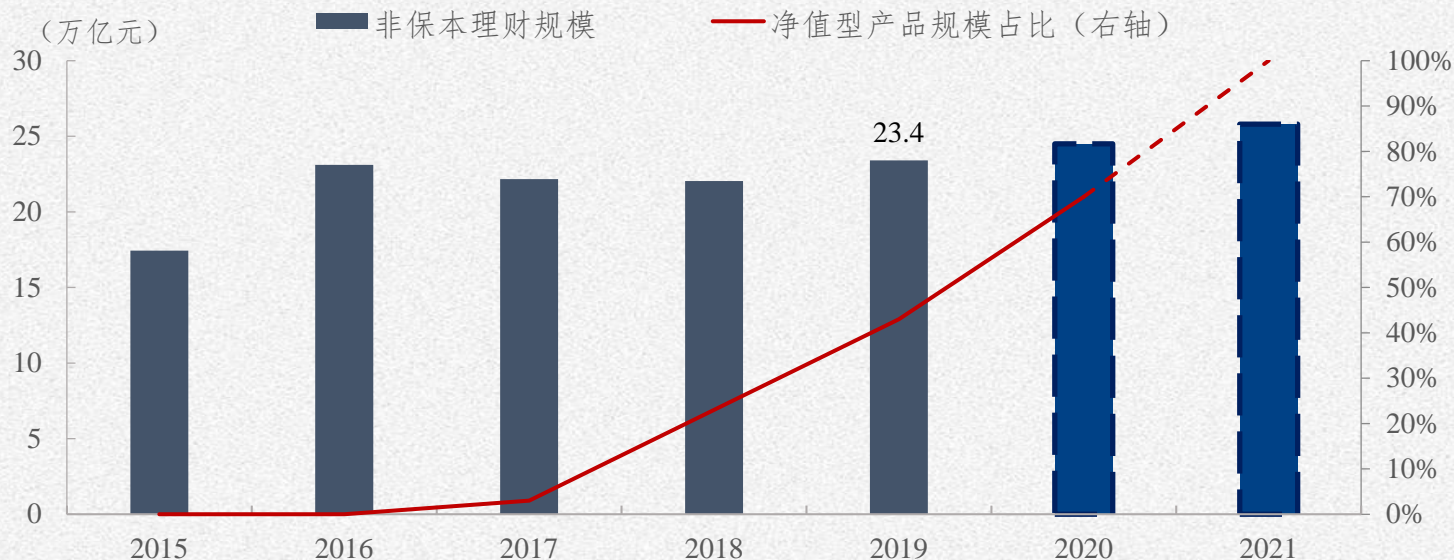
© 兴业研究 版权所有 “兴业研究”为兴业银行成员机构 使用前请参阅最后一页重要声明

点击进入 <http://www.hibor.com.cn>

2021为什么不一样：资管新规收官年

- 资管新规过渡期收官之年，存量理财产品净值化转型进度加快，非标资产处置压力加大，信用债市场面临潜在冲击。

图表：2019年末银行非保本理财规模约23万亿元



资料来源：Wind、兴业研究整理

“慧博资讯”专业的投资研究大数据分享平台

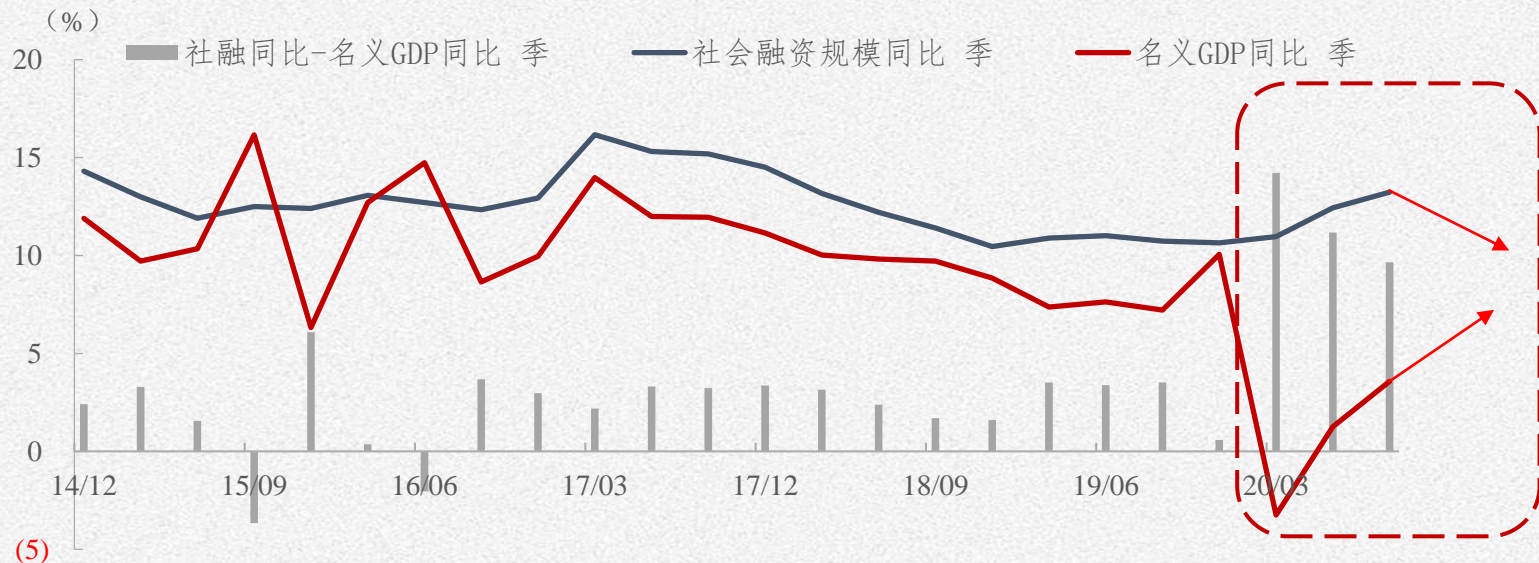
© 兴业研究 版权所有 “兴业研究”为兴业银行成员机构 使用前请参阅最后一页重要声明

点击进入 <http://www.hibor.com.cn>

2021为什么不一样：资金内循环可能很有限

- “严控杠杆+经济恢复强劲”，社融(总流动性水平)与经济名义增长（实体经济吸纳流动性）之差可能大幅收敛，这可能会影响资产价格表现。

图表：2020年社融增速-名义GDP增速走扩



注：社会融资规模季度平均值。资料来源：Wind、兴业研究整理

“慧博资讯”专业的投资研究大数据分享平台

© 兴业研究 版权所有 “兴业研究”为兴业银行成员机构 使用前请参阅最后一页重要声明

点击进入 <http://www.hibor.com.cn>

2021为什么不一样：资金外循环引导资产价格重估

- 人民币汇率持续性升值预期可能带来央行资产负债表的扩张和资产市场（债券/股票/房地产等）的价格重估。

图表：2020年下半年起人民币兑美元汇率持续升值

(人民币兑美元)



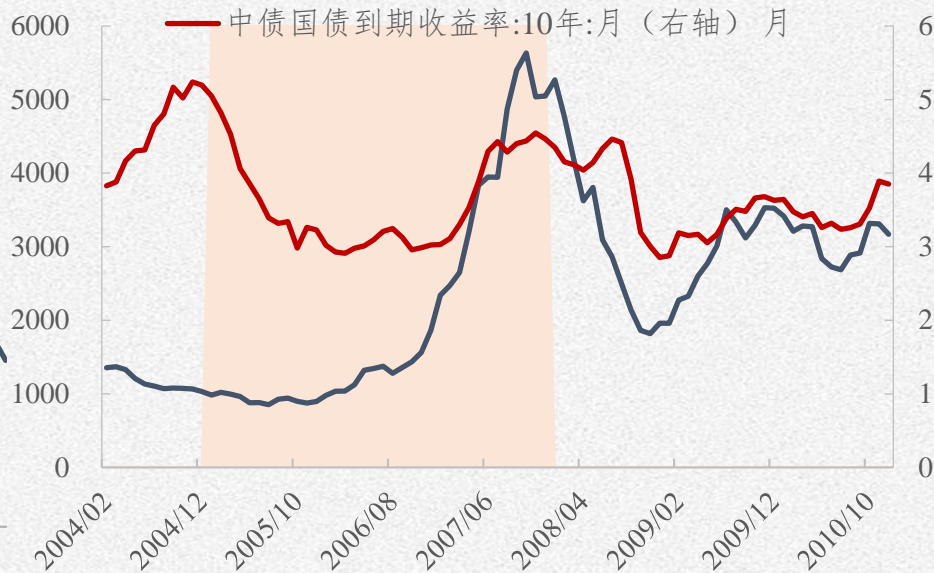
资料来源：Wind、兴业研究整理

“慧博资讯”专业的投资研究大数据分享平台

© 兴业研究 版权所有 “兴业研究”为兴业银行成员机构 使用前请参阅最后一页重要声明

图表：2005-2007年人民币汇率大幅升值期间资产价格重估

(点) — 沪深300指数:月 月 (右轴) 月 (%)



资料来源：Wind、兴业研究整理

2021: 机构行为选择决定差距的一年

2021年关注问题

银行资本约束

局部去杠杆

资管新规过渡期
最后一年

虚拟流动性有限

人民币汇率持续
升值预期

影响金融机构行为

表内规模

资产投向

表外转型

资产重估

机构分化
大行保持稳健扩表
中小行缩表压力大

信用分层
信用扩张放缓
关注信用收缩

非标处置
回表/转标/产品
替代/资产流转等
多种方式

预期社融-名义
GDP差值收缩
市场宏观流动性
边际收紧

外资流入/一致
预期外资流入
增量流动性进入
股票、债券及地
产市场

资料来源：兴业研究整理

“慧博资讯”专业的投资研究大数据分享平台

兴业研究 版权所有 “兴业研究”为兴业银行成员机构 使用前请参阅最后一页重要声明

点击进入 <http://www.hibor.com.cn>

紧货币：经济复苏下全球流动性的总闸门在收紧

图表：近期铜价（LME3个月铜）连续创新高



资料来源：Wind，兴业研究

图表：美国十年期国债收益率上行

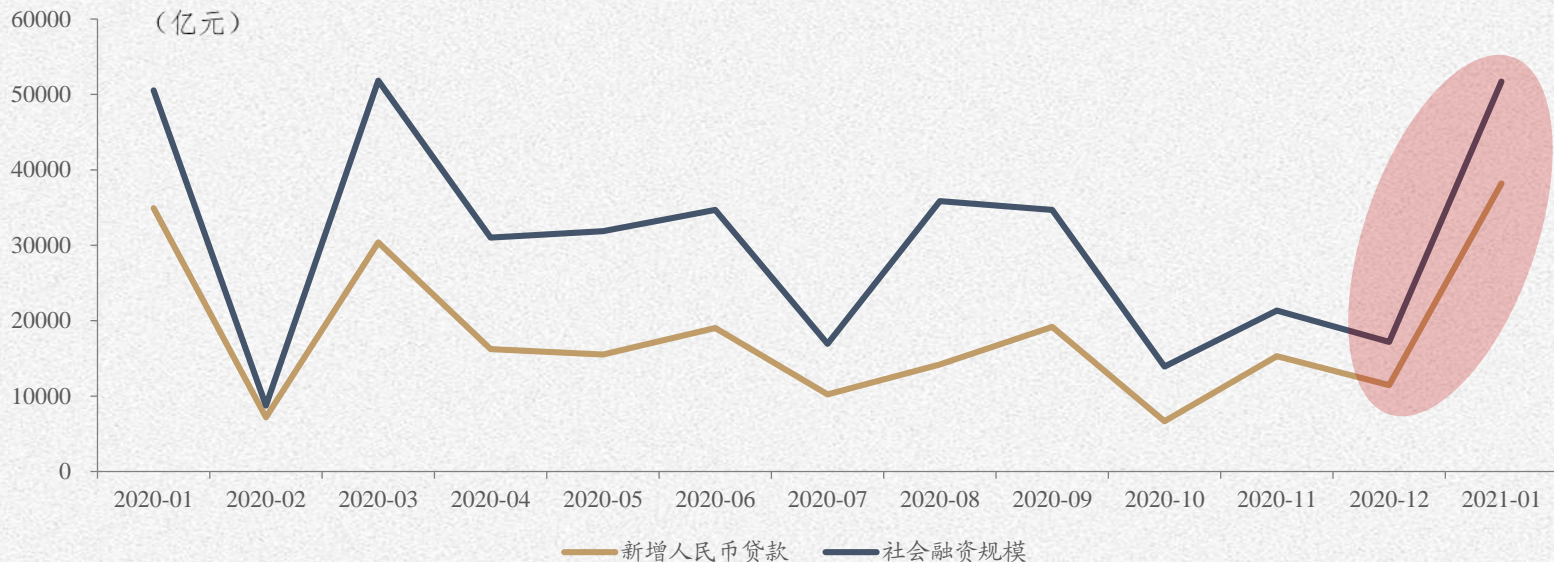


资料来源：Wind，兴业研究

信用环境结构差异：社融和信贷规模持续上行且结构向好

- 央行发布的金融数据显示，2021年1月社会融资规模增量为5.17万亿元，同比增加1207亿元；人民币贷款增加3.58万亿元，同比多增2252亿元。

图表：社融与信贷规模持续超预期



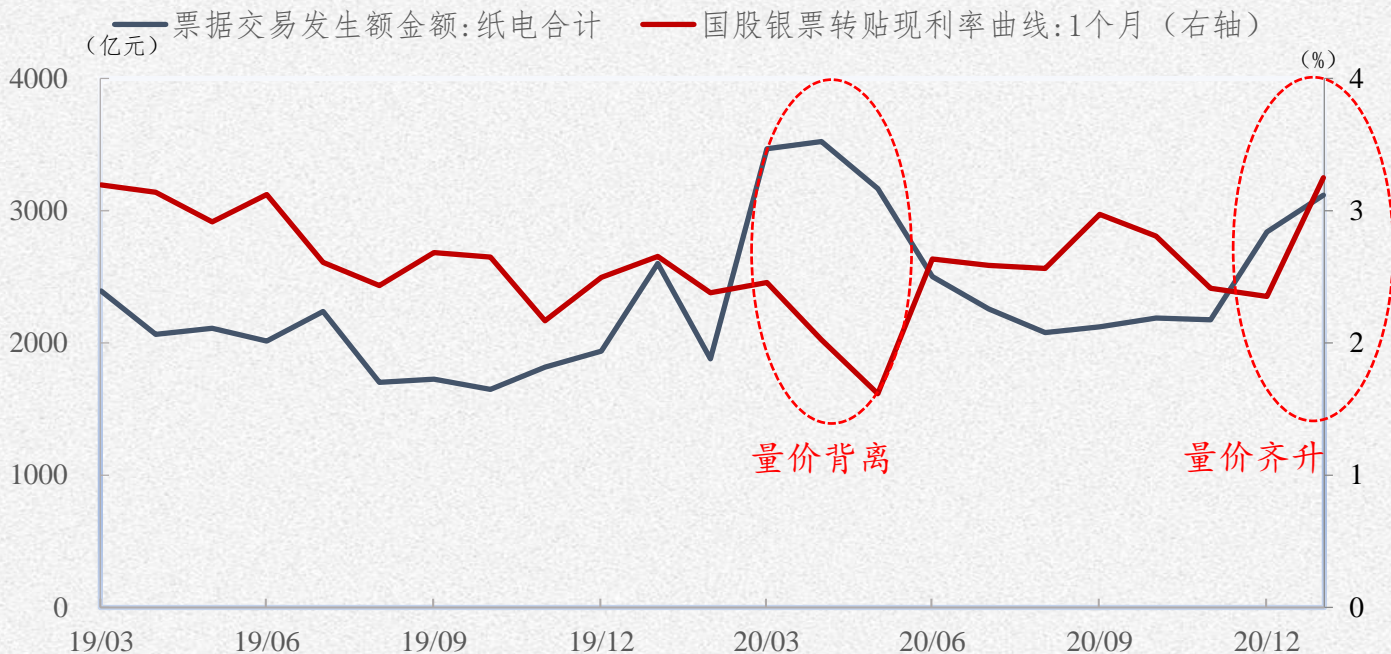
资料来源：Wind，兴业研究

“慧博资讯”专业的投资研究大数据分享平台

© 兴业研究 版权所有 “兴业研究”为兴业银行成员机构 使用前请参阅最后一页重要声明
点击进入 <http://www.hibor.com.cn>

信用环境结构差异：票据等高频数据体现了实体经济融资旺盛

图表：票据市场交易规模攀升\收益率上行



数据截至：2021年1月1日，资料来源：Wind，兴业研究
“慧博资讯”专业的投资研究大数据分享平台

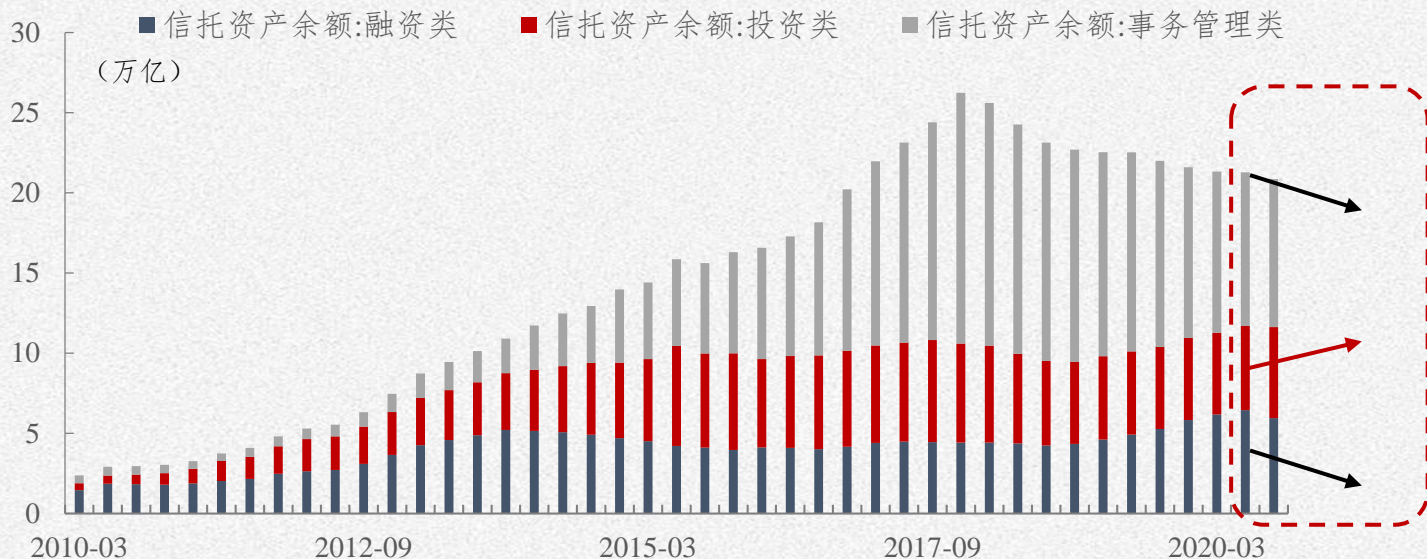
© 兴业研究 版权所有，“兴业研究”为兴业银行成员机构 使用前请参阅最后一页重要声明

点击进入 <http://www.hibor.com.cn>

宽信用“讲政治”：信托被动压缩融资类和通道类业务

- 在监管的引导下，信托行业压缩融资类和通道类信托业务，提高投资类业务。2020年9月末投资类信托业务规模较二季度末增加了4257亿元，而融资类信托和事务管理类信托则分别减少了4966亿元和3473亿元。

图表：持续压缩融资类和通道类信托业务



资料来源：Wind、兴业研究

“慧博资讯”专业的投资研究大数据分享平台

兴业研究 版权所有 “兴业研究”为兴业银行成员机构 使用前请参阅最后一页重要声明

监管导向：引入双支柱调控框架，大央行回归

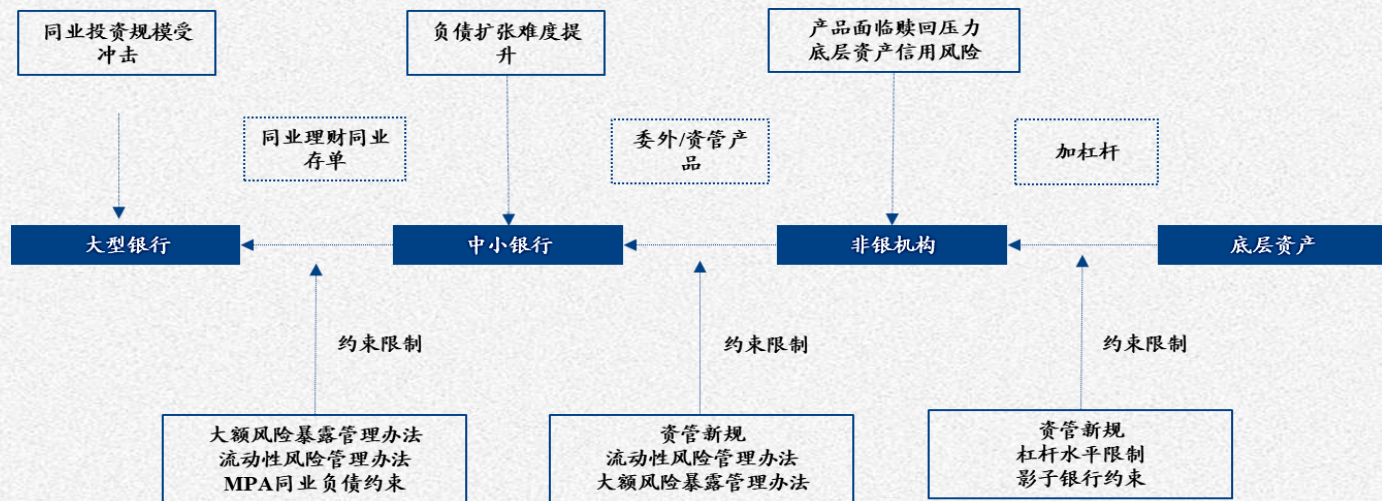
关注维度	传统货币政策	宏观审慎监管
政策周期	经济周期	金融周期
政策目标	增长与通胀	金融体系稳定与资产价格
政策空间	货币的量和价	MPA体系
传导机制	利率走廊、LPR机制	商业银行资产负债表与杠杆
关注指标	增长指标与通胀指标	资产价格、银行表内与表外资产负债规模增速
负责部门	货币政策司	货币政策司、宏观审慎监管局

资料来源：兴业研究整理

监管导向：重回去杠杆

- 2017年以来，针对治理同业市场乱象的“三三四”大检查旨在治理这一问题，表内投资类资产、表外同业理财规模一度是观察金融去杠杆进程的重要视角，这导致“委外”退潮。

图表： 商业银行不良率超过信用债



资料来源：兴业研究

监管导向：坚持持牌经营，回归业务本源

图表：蚂蚁金服后续应对的场景假设

监管态度	可能政策	蚂蚁应对	其他线上科技金融机构	商业银行
严格	严格贯彻线上小额信贷监管要求，管控借助ABS出表和“联合贷”等行为	1、持有消费金融牌照（10倍杠杆上限）进行网上小贷经营，杠杆水平大幅收缩； 2、商业模式变重，估值或有较大程度下滑； 3、对冲监管压力，加大对财富管理/资产管理等轻资产业务投入	不持牌即出局	时间和空间最大，但能否争取到相关长尾客户最终取决于自身场景建设和数据积累
中性	严格贯彻线上小额信贷监管要求，但对借助ABS出表和“联合贷”要求相对缓和	1、持有消费金融牌照（10倍杠杆上限）进行网上小贷经营； 2、延续表外放杠杆，最大限度保持轻资产的模式，维护估值稳定；	不持牌只能间接依靠表外放贷的模式，但与银行议价能力大幅降低	冲击减少，争取到了时间，但应逐步减少对蚂蚁们的依赖
宽松	维持线上小贷意见之前监管态势	通过ABS、联合贷形式主要通过表外杠杆参与消费贷业务，让渡数据和风控模式即可以手续费方式分享利差收益	跟紧蚂蚁的业务策略	短期获得一定利润分羹，但逐步丧失对相关客户的场景和风控能力

资料来源：兴业研究

“慧博资讯”专业的投资研究大数据分享平台

区域银行定位需调整：表内拥抱本地，想象力靠表外

中小银行、地区性的银行必须要做到：**一是在本地发展**，不能够全国各地到处跑，原则上它只能够在本地发展。**二是应该聚焦小微企业和“三农”以及个人金融服务**，满足当地企业和居民的金融需求。**三是做普惠金融**，特别是要把一些薄弱的环节和领域填补起来。这是中小银行的优势所在，也是它们应该承担的使命。

中小银行必须要有抗拒盲目做大诱惑的能力，扎根在当地，做小、做细、做实。

——中国银保监会2021年1月22日发言

目录

一、环境分析

二、总体战略

三、五个锦囊

找清位置，对比小结

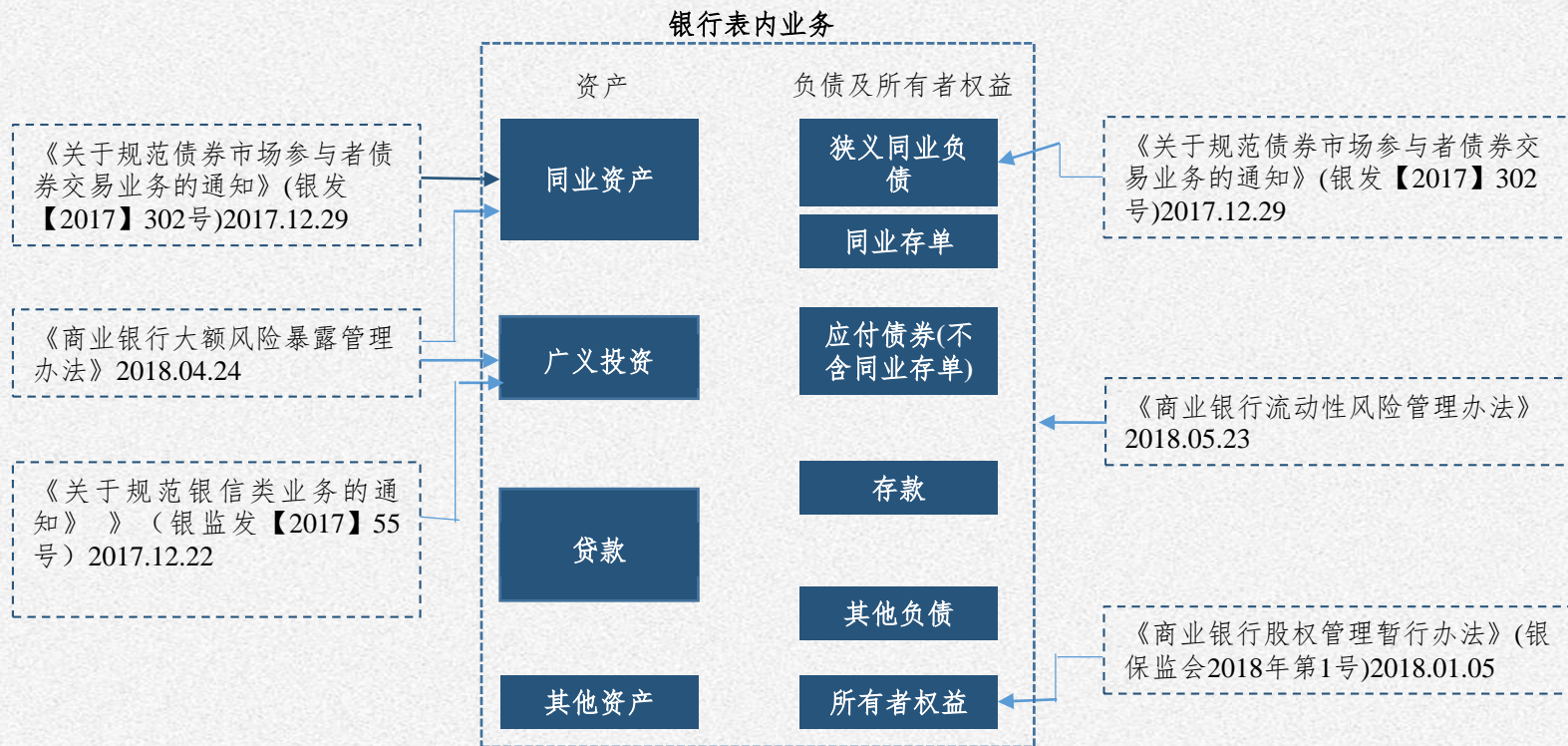
去杠杆五年对比	2016年	2020年
监管政策导向	传统货币政策	宏观审慎监管
表内规模	扩表	扩表，增速中枢下降
扩表方式	提高杠杆，拉长久期，下沉信用等方式增加投资类资产	主要加大信贷资产投放
息差	收缩	收缩
资产收益率	流动性宽松环境下，市场利率中枢下移	疫情后政策引导让利实体企业，信贷收益率下降
IFRS9新会计准则实施	资产重分类平滑利润	增加投资收益波动
资本补充	杠杆水平快速提升，资本扩张速度不及资产规模	高资本占用的信贷投放扩张加快资本消耗
银行理财	行业野蛮成长期，规模快速扩张，同业理财业务膨胀	理财新规过渡期，规模基本稳定，产品向净值化转型，加快存量资产处置
与非银机构对比	银行	非银机构
投行承销	规模更大，类型集中债券类	承销产品更丰富，承销股权类资产
资产管理	与公募基金相比，银行理财规模更大，产品中包括非标投资的固定资产类产品占主流	与银行理财相比，公募基金配置股票资产占比更高，权益类产品规模占比8%
与海外银行对比	中国	美国
非息收入占比	不到20%（剔除信用卡手续费等口径）	平均约35%
与金融科技巨头对比	银行	互联网金融科技
挑战	时间和空间最大，但能否争取到相关长尾客户最终取决于自身场景建设和数据积累	依靠表外放贷的模式快速扩张规模，面对监管冲击，与银行议价能力可能大幅降低

“慧博资讯”专业的投资研究大数据分享平台

© 兴业研究 版权所有 “兴业研究”为兴业银行成员机构 使用前请参阅最后一页重要声明
<http://www.hibor.com.cn>

表内统一：商业银行表内回归存贷为主，规模稳定

图表：2017年以来银行表内监管要求加剧



资料来源：兴业研究

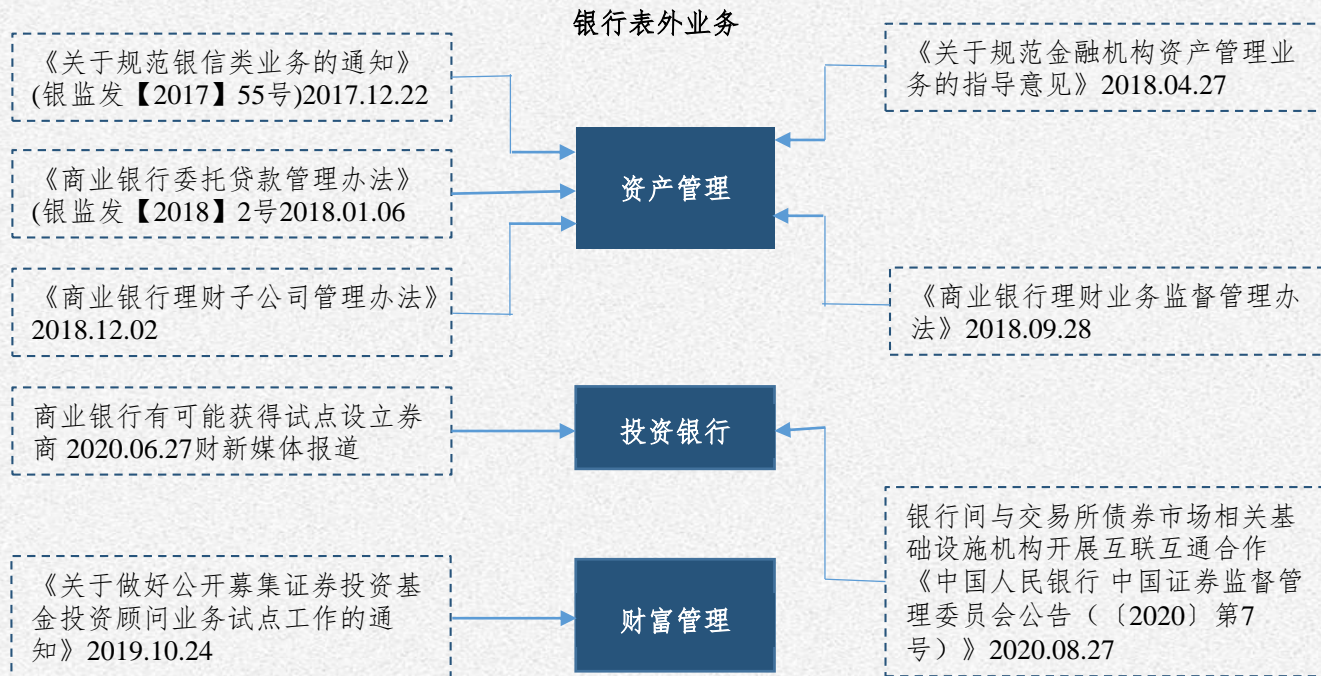
“慧博资讯”专业的投资研究大数据分享平台

© 兴业研究 版权所有 “兴业研究”为兴业银行成员机构 使用前请参阅最后一页重要声明

点击进入 <http://www.hibor.com.cn>

表外差异：商业银行表外将迎来政策发展机遇

图表：2017年以来银行表外监管体系带来业务发展机会



资料来源：兴业研究

“慧博资讯”专业的投资研究大数据分享平台

© 兴业研究 版权所有 “兴业研究”为兴业银行成员机构 使用前请参阅最后一页重要声明

点击进入 <http://www.hibor.com.cn>

风险处置：风险大力，银行也会破产

代表性银行	包商银行	恒丰银行	锦州银行
处置前的情况	1.大股东“明天系”违法违规占用大量资金，银行严重资不抵债； 2.出现严重信用风险，触发法定接管条件	1.公司治理薄弱、经营管理混乱，接连两任董事长违法违纪被查； 2.风险逐步暴露，声誉严重受损，出现流动性紧张的局面	1.股权高度分散，内部人控制严重； 2.2019年5月，锦州银行爆发严重的同业挤兑危机
处置前的股东结构	2016/12/31前三大股东 持股比例 包头市太平商贸集团有限公司9.07% 包头市大安投资有限责任公司5.51% 包头市精工科技有限责任公司5.32%	2018/11/30前三大股东 持股比例 烟台蓝天投资控股有限公司 20.59% 新加坡大华银行 13.16% 上海鲁润资产管理有限公司 8.93%	2018/6/30前三大股东 持股比例 荣成华泰汽车有限公司 4.68% 中企发展投资(北京)有限公司4.55% 银川宝塔精细化工有限公司 3.69%
处置手段	1.依法接管，转让大额债权 2.承接收购，新设银行收购包商银行资产负债和业务 3.转让分支行及相关业务 4.破产清算	1.地方政府注资 2.引入战略投资者 3.压实老股东吸损责任 4.追究高管责任	1.引入战略投资者 2.清退问题股东 3.进行财务重组 4.清收不良资产
处置后的股东结构	——	2019/12/31前三大股东 持股比例 中央汇金投资有限责任公司 53.95% 山东省金融资产管理股份有限公司 (山东省财政厅下属) 32.37% 新加坡大华银行 3%	2020/6/30前三大股东 持股比例 工银金融资产投资有限公司 10.82% 信达投资有限公司 6.49% 中国长城投资有限公司 4.33%

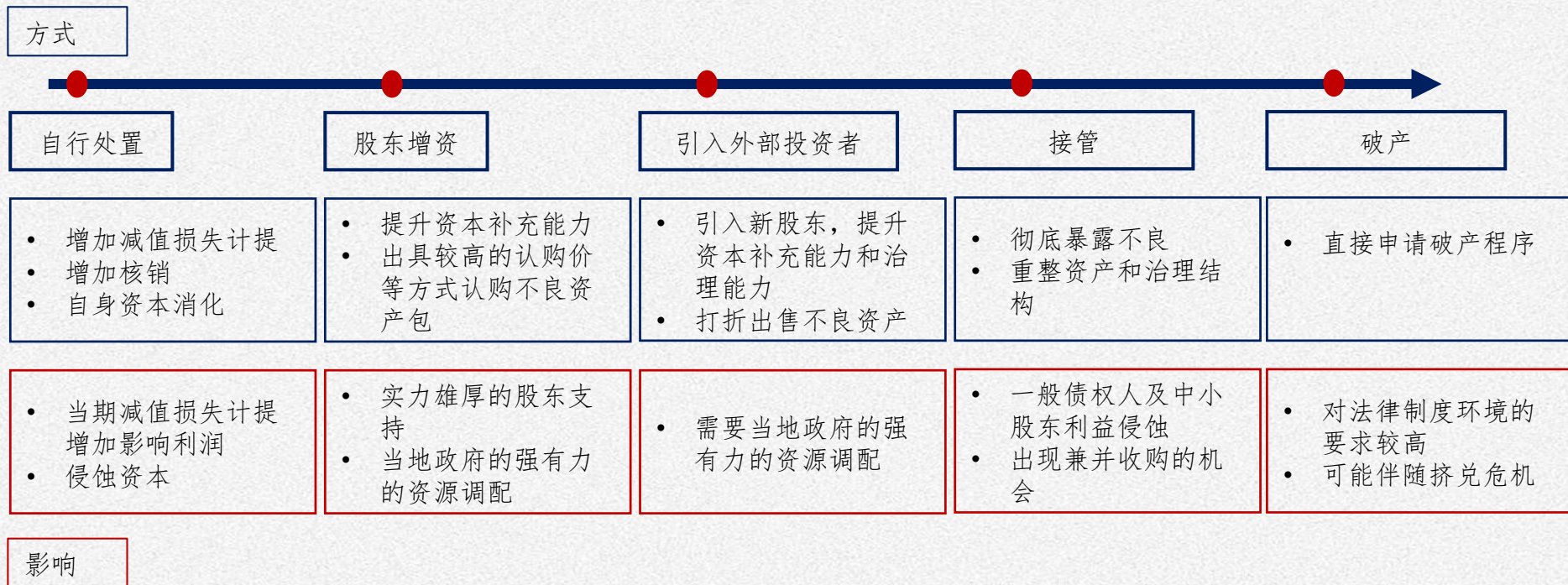
资料来源：中国金融稳定发展报告2020，货币政策执行报告2020第二季度，银保监会网站，银行定期财务报告，兴业研究整理

“慧博资讯”专业的投资研究大数据分享平台

兴业研究 版权所有 “兴业研究”为兴业银行成员机构 使用前请参阅最后一页重要声明
点击进入 <http://www.hibor.com.cn>

风险处置：市场化与行政化各有实施

图表：风险化解方式及处置程度比较



资料来源：兴业研究整理
“慧博资讯”专业的投资研究大数据分享平台

兴业研究版权所有，“兴业研究”为兴业银行成员机构 使用前请参阅最后一页重要声明

点击进入 <http://www.hibor.com.cn>

先大后强：兼并收购助力区域银行壮大

- 目前并购重组方向有两类：一是盈利能力强，所在地区发展较好的城商行/农商行寻求控股/参股同省资质稍弱的区域银行的机会；二是本省机构合并形成更大的区域型银行。

图表：我国近两年来较大的区域银行合并重组案例

银行	时间	合并重组事件
潮州农商银行	2019/6/29	由广东潮州市区农村信用合作联社、潮州市潮安区农村信用合作联社与饶平县农村信用合作联社新设合并而成
佛山农商银行	2019/8/8	由广东佛山农村商业银行吸收合并广东高明农村商业银行、佛山市三水区农村信用合作联社合并而成
湛江农商银行	2019/10/30	由广东湛江麻章区、赤坎区、东海区、坡头区四家农信社合并组建而成
常熟银行	2020/6/3	江苏常熟农村商业银行发布公告宣布入股镇江农商行
徐州农商行	2020/6/23	无锡银行和江阴银行发布公告称，将与其他发起人股东共同设立徐州农村商业银行股份有限公司
韶关农商银行	2020/6/24	由广东韶关农商银行由韶关市区农村信用合作联社和韶关市曲江区农村信用合作联社合并组建而成
四川银行	2020/11/07	经银保监会批准，攀枝花市商业银行和凉山州商业银行通过新设合并方式共同组建四川银行，并于2020年11月7日开业。

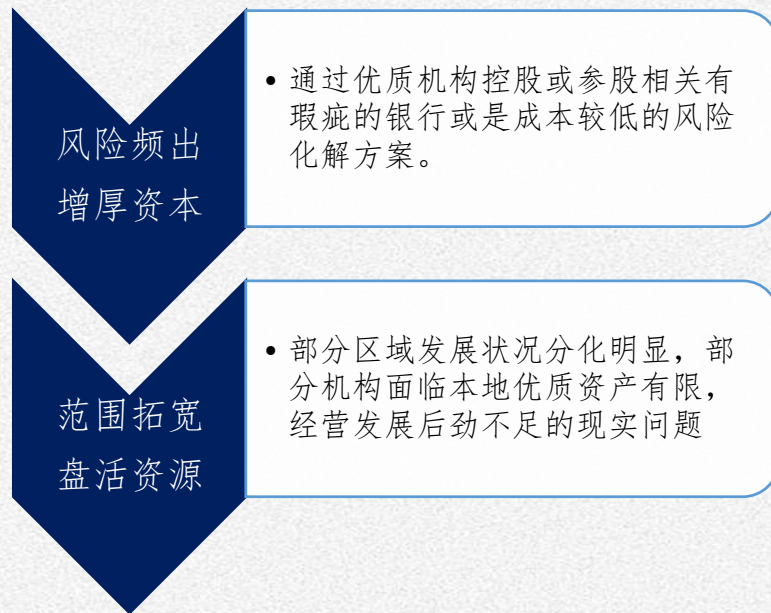
资料来源：公开资料整理，兴业研究整理

“慧博资讯”专业的投资研究大数据分享平台

© 兴业研究 版权所有 “兴业研究”为兴业银行成员机构 使用前请参阅最后一页重要声明

点击进入 <http://www.hibor.com.cn>

图表：当前我国区域银行出现合并的驱动力



资料来源：《化解风险，盘活负债，拓展边界——近期银行为何做并购暨机构转型系列之三》报告，兴业研究整理

省联社改革：“超级农商行”有望形成

- 随着省联社改制推进，更大的收购合并、风险处置或在途中。

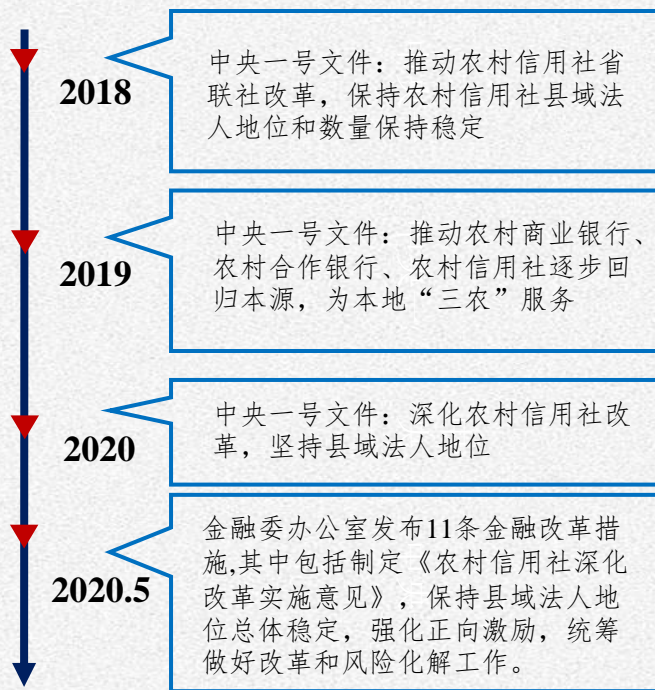
图表：部分省联社基本财务数据

银行	存款规模（亿元）	贷款规模（亿元）	资产规模（亿元）
浙江省农村信用联社联合社	23688	16412	/
江苏省农村信用联社联合社	21011	14853	/
广东省农村信用联社联合社	23831	14290	30902
山东省农村信用联社联合社	19700	13000	/
安徽省农村信用联社联合社	10024	/	/
河北省农村信用联社联合社	15207	10275	18074
河南省农村信用联社联合社	14133	9364	17055
湖南省农村信用联社联合社	9971	6070	/
湖北省农村信用联社联合社	9304	6102	/

注：江苏、广东农信社为2018年数据，安徽农信社为2018二季度数据，其余均为2019年数据

资料来源：wind、兴业研究

图表：近两年省联社、农村信用社改革的政策文件



资料来源：中国政府网，兴业研究

省联社改革：“超级农商行”有望形成（续）

- 联社改制带来区域银行并购重组的更大想象力，从各省联社探索方案看，未来联社牵头的本地农信体系合并重组正在酝酿。

图表：目前探讨较为充分联社改制方案

自上而下模式 转型银行控股公司

- 引入资本对省级联社实行企业化改革，省级联社改造成省级银行控股公司后，进一步注资入股区域农商行或农信社。

自下而上模式 转型金融服务公司或联合银行模式

- 金融服务公司：突出专业化服务职能，淡化行政职能。
- 联合银行：辖内农信社或农商行参股形成联合银行，获得金融牌照，省联社由金融合作机构转变为商业性金融机构。

图表：各地联社改制已采取的差异化方案探索

区域	时间	内容摘要
陕西省	2017年1月	由陕西秦农农商银行、陕西省农村信用社联合社牵头发起的丝绸之路农商银行发展联盟在西安正式创立。“秦农模式”是省联社改革的一种重要探索与尝试。
甘肃省	2011年12月	2011年底，甘肃省联社先行先试，将其所属的11家地市级办事处和兰州管理部一次性改制为6家“区域稽核审计中心”，成为全国省级联社中第一个进行“去行政化”试点的省级联社。
四川省	2019年3月	2019年3月22日，四川省农村信用社联合社发布《四川省农村信用社联合社市场化选聘主任公告》称，为了提升省联社经营管理水平，面向全国市场化选聘省联社主任，这在全国范围内尚属首次。
山西省	2019年12月	11月29日，太原、晋中、长治、临汾4家审计中心挂牌成立；12月4日，阳泉审计中心挂牌成立。至此，山西省农信社的8家办事处全部改制为审计中心。

目录

一、环境分析

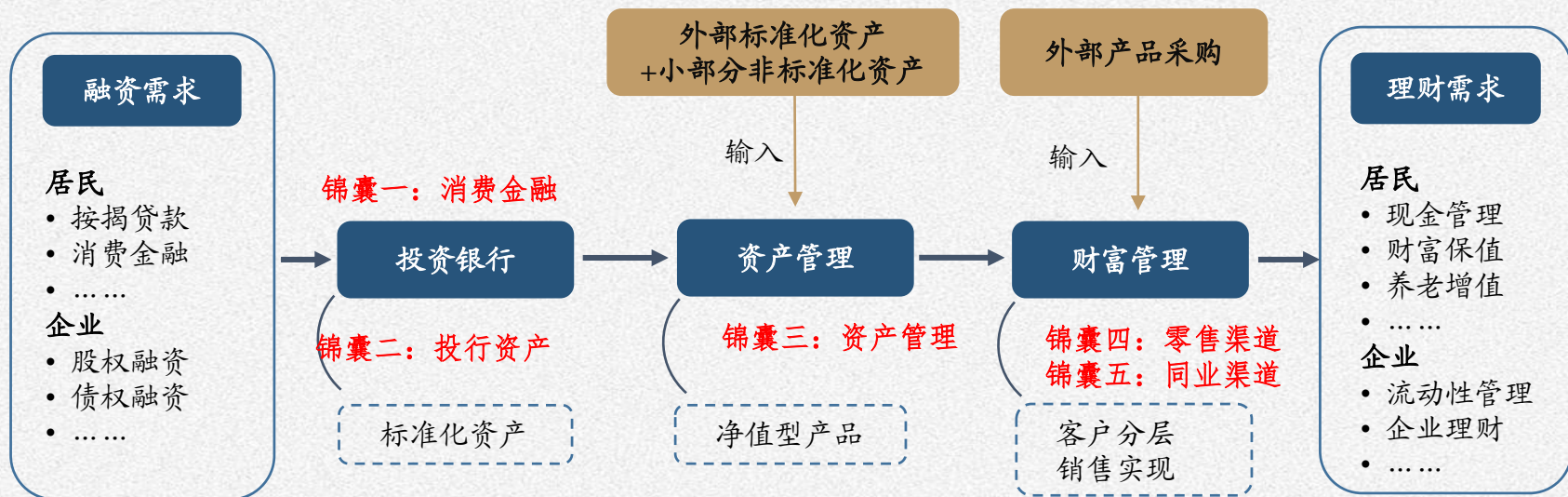
二、总体战略

三、五个锦囊

轻资产运作本质是沿着直接融资（“投行-资管-财富管理”）方向进行变革

- 在居民与企业融资需求的驱动下，投资银行形成相关的标准化资产；资产管理机构在公开市场购买标准化资产（或包含小部分非标准化资产），形成资管产品；财富管理机构根据客户分层在不同渠道实现产品的销售，最终完成从“融资需求”到“理财需求”的商业链路。

图表：资产管理与财富管理的承接关系



资料来源：兴业研究

“慧博资讯”专业的投资研究大数据分享平台

© 兴业研究 版权所有 “兴业研究”为兴业银行成员机构 使用前请参阅最后一页重要声明

点击进入 <http://www.hibor.com.cn>

目录

锦囊一：消费金融

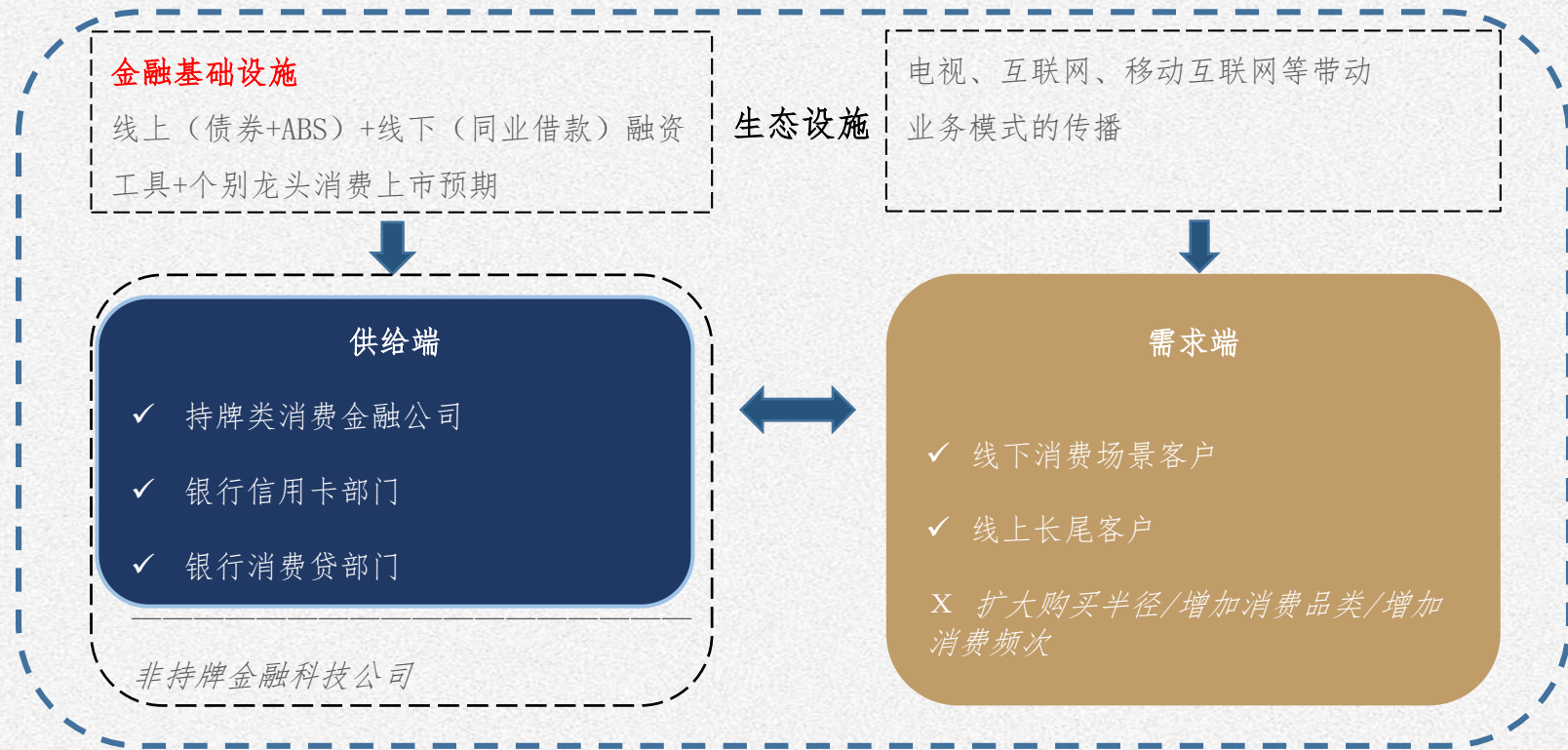
锦囊二：投行资产

锦囊三：资产管理

锦囊四：财富销售

锦囊五：金融同业

后疫情下的消费金融生态：需求再扩张，供给侧稳定



消金行业景气体系:短期看经济, 中期看政策, 长期看习惯

短期

经济



中期

政策



长期

习惯



“慧博资讯”专业的投资研究大数据分享平台

© 兴业研究 版权所有 “兴业研究”为兴业银行成员机构 使用前请参阅最后一页重要声明

点击进入 <http://www.hibor.com.cn>

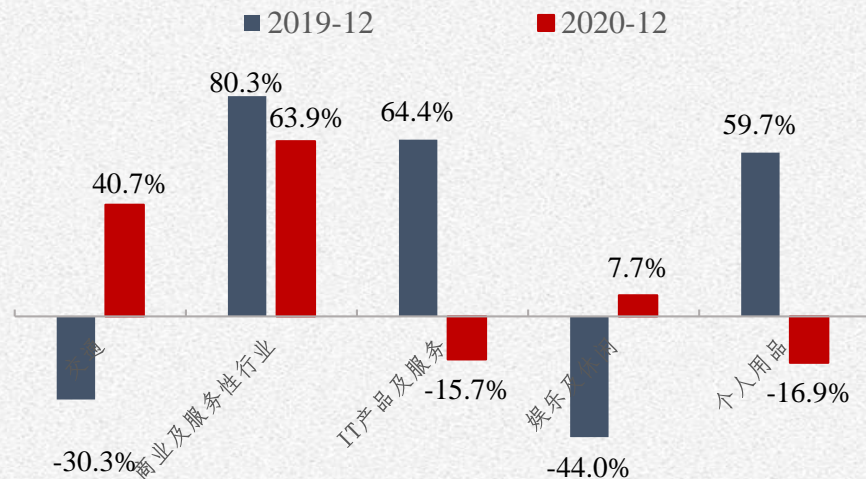
短期高频数据显示消费正在恢复：广告支出

- 疫情之后，可选消费略晚于经济基本面复苏，从广告投放等高频数据看，消费从2020年四季度开始有较强复苏迹象。

图表：广告市场花费同比增速2020年4季度由负转正



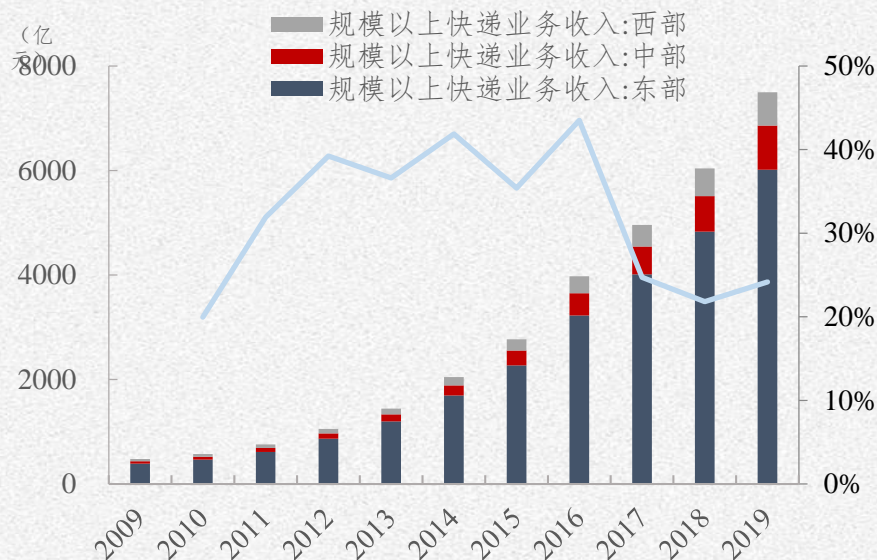
图表：2020年12月影院视频广告投放TOP5行业



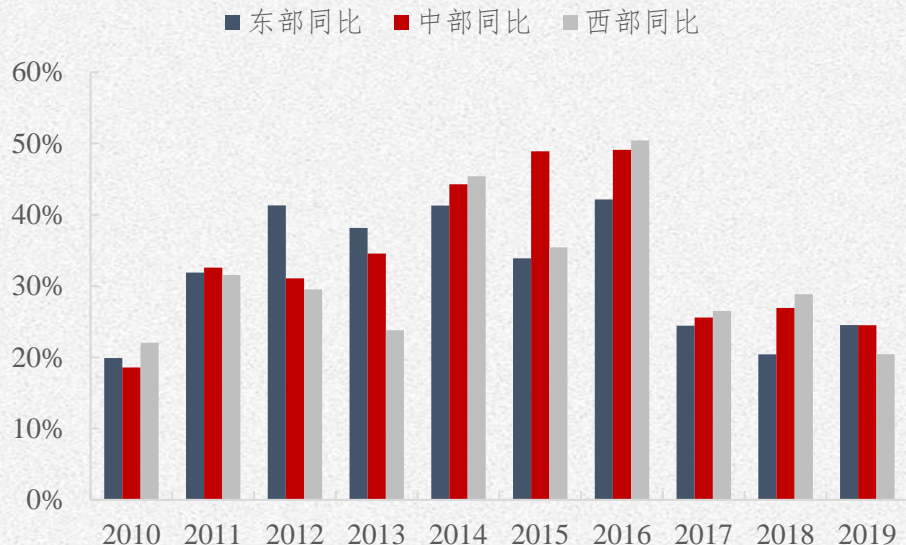
短期高频数据显示消费正在恢复：快递消费

- 十年间，我国快递业务收入保持了年均31%的高速增长，东部地区是主力；中西部地区贡献了新的增长点。

图表：十年间，我国快递业务收入保持了年均31.92%的高速增长，东部地区是主力



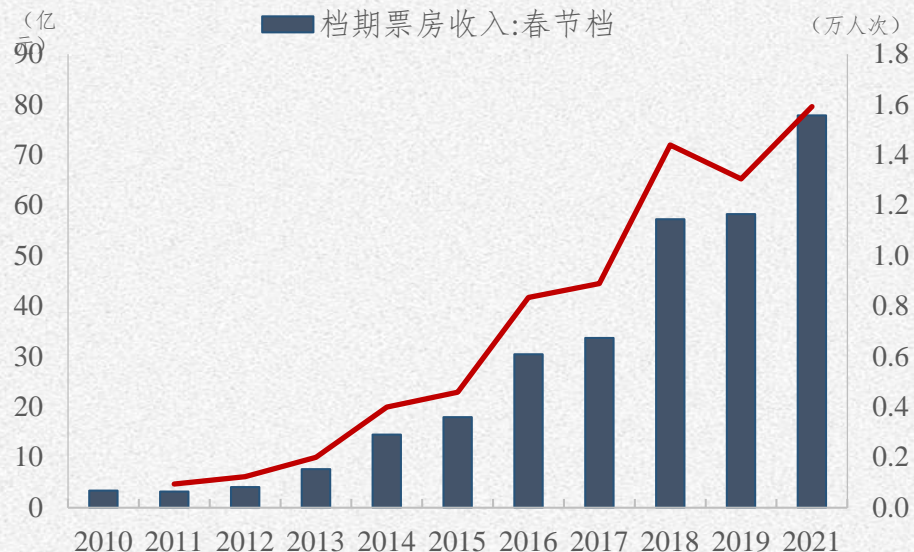
图表：东部地区快递业务收入增速回落，中西部地区贡献新的增长点



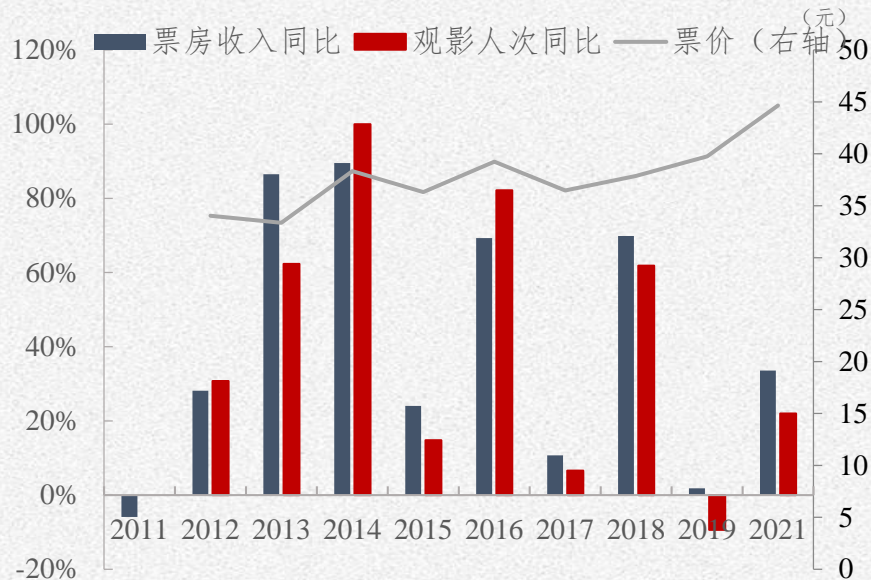
短期高频数据显示消费正在恢复：春节票房

- 2018年起我国春节档票房收入突破50亿元、观影人次突破1亿人次。三四线需求表现强劲。

图表：春节档票房火热



图表：2020年春节档票房和观影人次同比下滑，票价上升



政策关注点一：科技金融巨头消金无序扩张被管控

图表：蚂蚁金服后续应对的场景假设

监管态度	可能政策	蚂蚁应对	其他线上科技金融机构	商业银行
严格	严格贯彻线上小额信贷监管要求，管控借助ABS出表和“联合贷”等行为	1、持有消费金融牌照（10倍杠杆上限）进行网上小贷经营，杠杆水平大幅收缩； 2、商业模式变重，估值或有较大程度下滑； 3、对冲监管压力，加大对财富管理/资产管理等轻资产业务投入	不持牌即出局	时间和空间最大，但能否争取到相关长尾客户最终取决于自身场景建设和数据积累
中性	严格贯彻线上小额信贷监管要求，但对借助ABS出表和“联合贷”要求相对缓和	1、持有消费金融牌照（10倍杠杆上限）进行网上小贷经营； 2、延续表外放杠杆，最大限度保持轻资产的模式，维护估值稳定；	不持牌只能间接依靠表外放贷的模式，但与银行议价能力大幅降低	冲击减少，争取到了时间，但应逐步减少对在蚂蚁们的依赖
宽松	维持线上小贷意见之前监管态势	通过ABS、联合贷形式主要通过表外杠杆参与消费贷业务，让渡数据和风控模式即可以手续费方式分享利差收益	紧跟蚂蚁的业务策略	短期获得一定利润分羹，但逐步丧失对相关客户的场景和风控能力

“慧博资讯”专业的投资研究大数据分享平台

资料来源：兴业研究

© 兴业研究 版权所有 “兴业研究”为兴业银行成员机构 使用前请参阅最后一页重要声明

点击进入  <http://www.hibor.com.cn>

政策关注点二：“联合贷”有上限，釜底怕抽薪

《商业银行互联网贷款管理暂行办法（征求意见稿）》

2020-05-09

- 单笔联合贷款中，作为客户推荐方的商业银行出资比例不得低于30%

接受推荐客户的银行出资比例不得高于70%

- 单笔联合贷款中，作为客户推荐方的商业银行全部联合贷款余额不得超过互联网贷款余额的50%

接受客户推荐的商业银行全部联合贷款不得超过互联网贷款余额的30%

《网络小额贷款业务管理暂行办法（征求意见稿）》

2020-11-03

- 在单笔联合贷款中，经营网络小额贷款业务的小额贷款公司的出资比例不得低于30%

《关于进一步规范商业银行互联网贷款业务的通知》

2021-02-20

政策关注点三：金融机构不适用于4倍LPR要求

《最高人民法院关于审理民间借贷案件适用法律若干问题的规定》

2020-08-20

➡ 以中国人民银行授权全国银行间同业拆借中心每月20日发布的一年期贷款市场报价利率（LPR）的4倍为标准确定民间借贷利率的司法保护上限

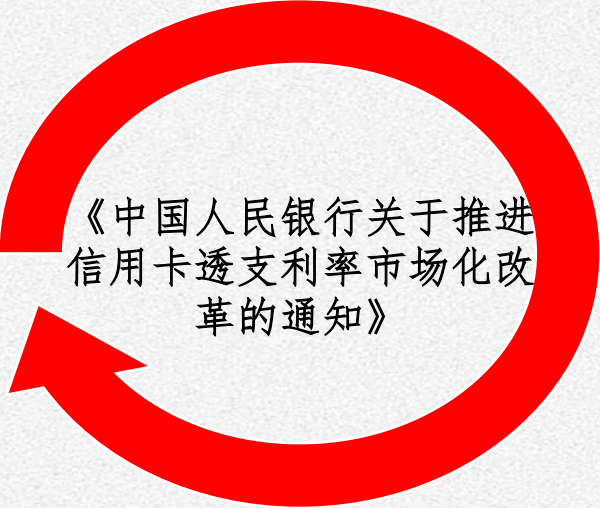
平安银行温州分行金融借款合同纠纷案终审出现反转

2020-11-13

➡ 法院二审认定 金融机构借款合同纠纷不适用新司法解释

➡ 支持银行按年化24%计息的诉请

政策关注点四：信用卡定价逐步放开



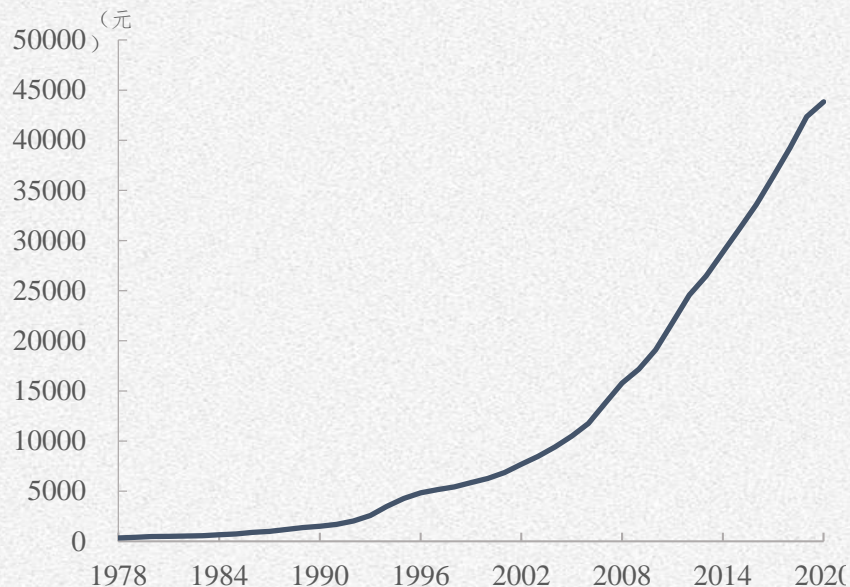
《中国人民银行关于推进信用卡透支利率市场化改革的通知》

- 取消信用卡透支利率上限和下限管理
- 透支利率由发卡机构与持卡人自主协商确定
- 信用卡利率市场化后，差异化定价能力得到提升，更容易对抗消费金融公司产品和以花呗、借呗为代表的互联网金融产品的利率

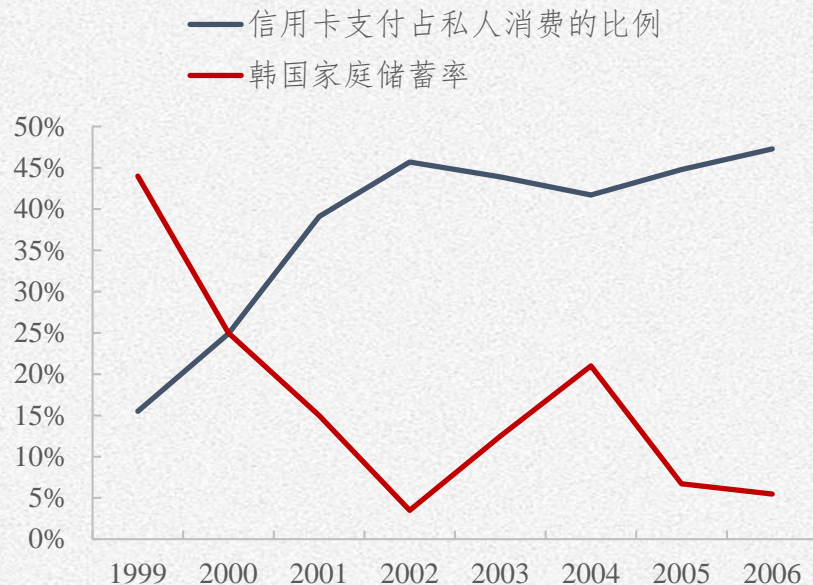
长期中国消费金融的成长机会：水大鱼大，中国居民财富仍在积累

- 长周期看，我国居民人均消费规模、财富积累均保持增长。
- 从我国台湾、韩国经验看，消费信贷坏账暴露常发生在危机后的经济重建期，当时居民财富积累不足。这是我国与韩国比，不会发生大的消费金融信贷危机的先决条件。

图表：我国人均可支配收入持续保持增长



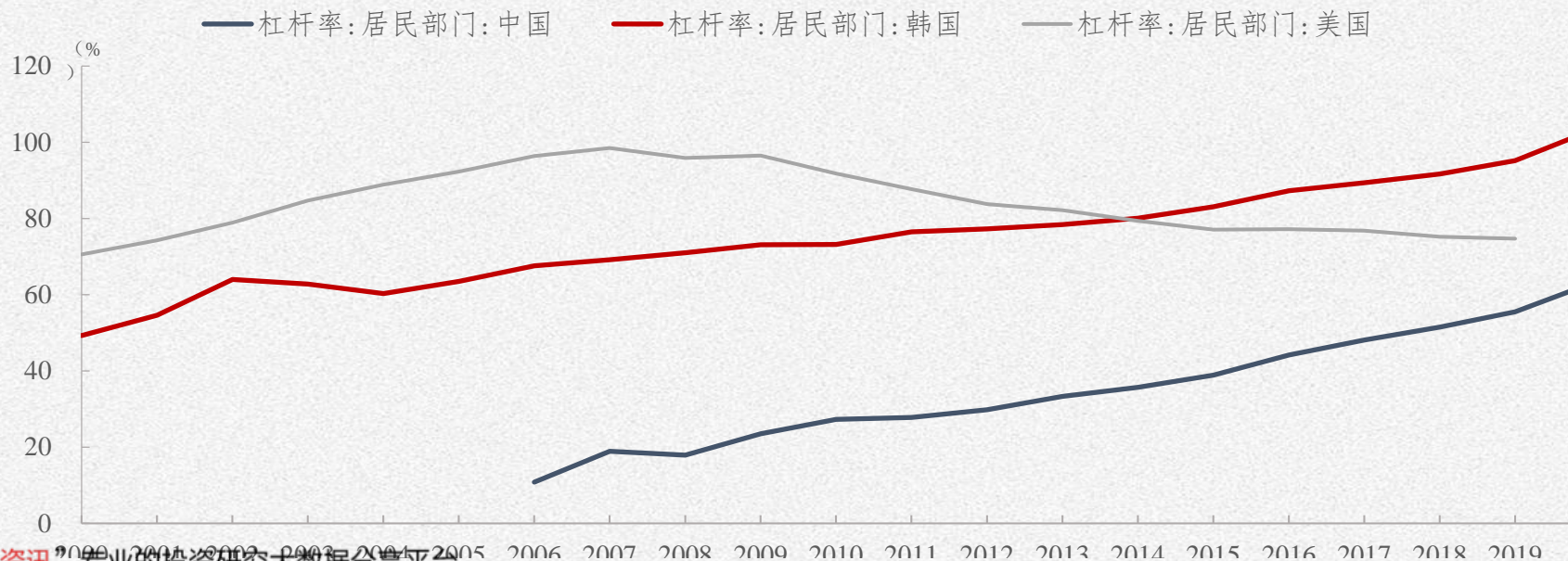
图表：韩国信用卡危机前夕家庭储蓄率存续下降



长期中国消费金融的成长机会：杠杆率整体可控

- 我国居民杠杆率约61.1%（2020年9月），低于美国次贷危机高点（98.6%）、韩国2003年信用卡债务危机（65.9%），整体上居民过度授信的情况并不显著。

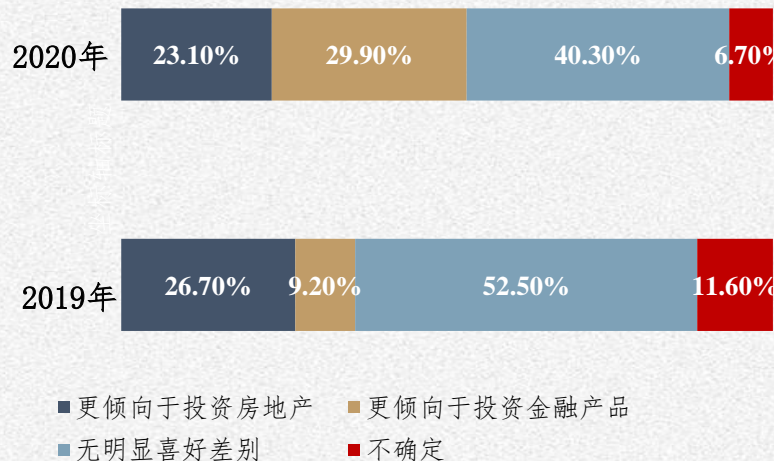
图表：中美韩居民部门杠杆率对比



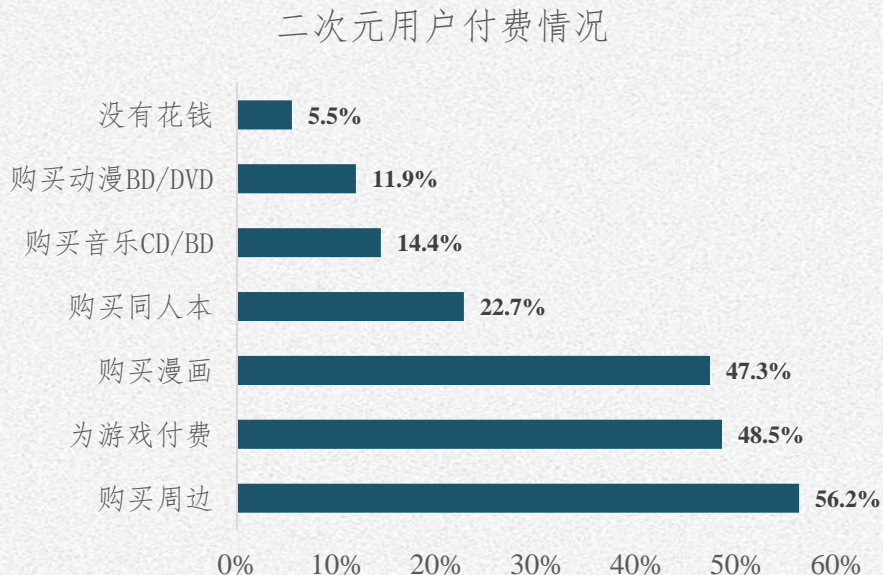
打破偏见：中国人爱消费还是爱理财？

- 计划经济时代，我国居民储蓄率较高，现在高储蓄率一部分转为买核心资产，即对应一二线城市房产和稀缺股权，这对应了资产管理/财富管理行业的繁荣，另一部分转向更高频率、更高品类的消费，这对应了消费金融的崛起。

图表：中国新富人群对金融产品的青睐显著提升



图表：95后居民消费习惯变化



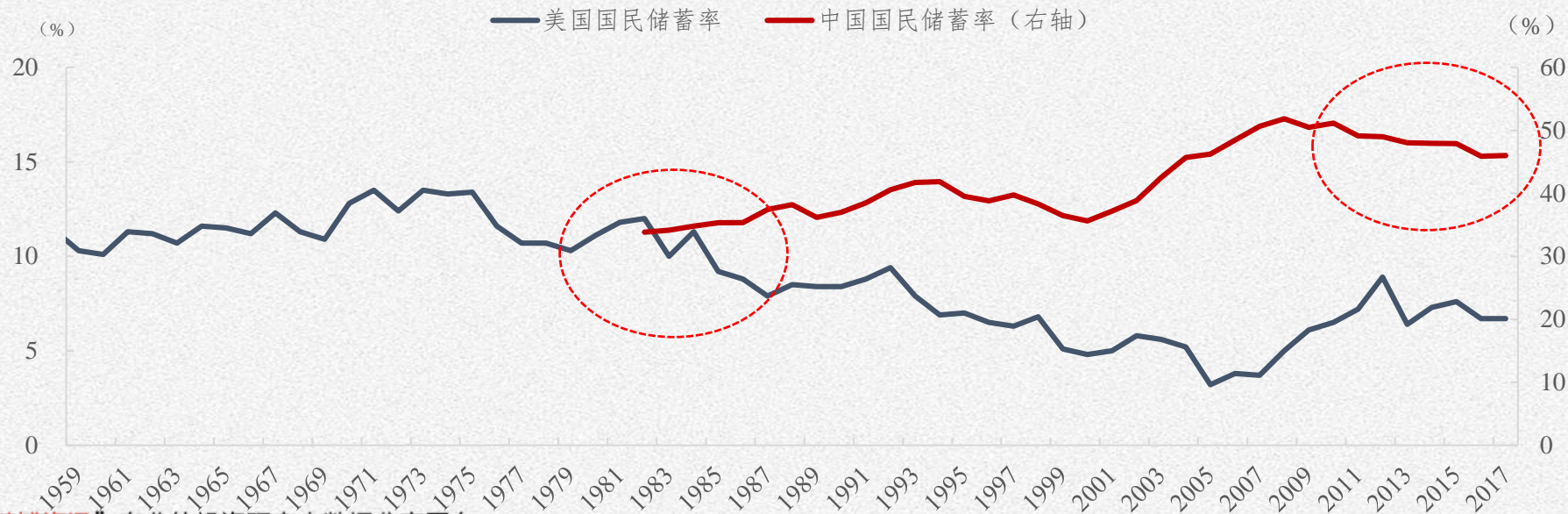
资料来源：《2020中国新富人群财富管理健康指数报告》，兴业研究

资料来源：苏宁金融研究院发布《“Z世代”群体消费趋势研究报告》，兴业研究整理

长期中国消费金融的成长机会：类似美国1980年代/我国居民储蓄率正下行

- 随着劳动人口占比下降，人口老龄化率上升，居民部门整体消费率提升，储蓄率下降。我国居民情况类似于美国1980年代，预计未来消费对储蓄的替代将是趋势。

图表：中美居民储蓄率对比



长期中国消费金融的成长机会：储蓄率下降过程年轻人愿意为消费负债

- 储蓄率下降过程中，消费多样性会增加，消费层次整体处于升级过程中。
- 从日本经验看，“炫耀性消费”“绝望性消费”在这一阶段出现，年轻人为了消费愿意负债。

图表：不同时代日本年轻人面貌迥异



“慧博资讯”专业的投资研究大数据分享平台

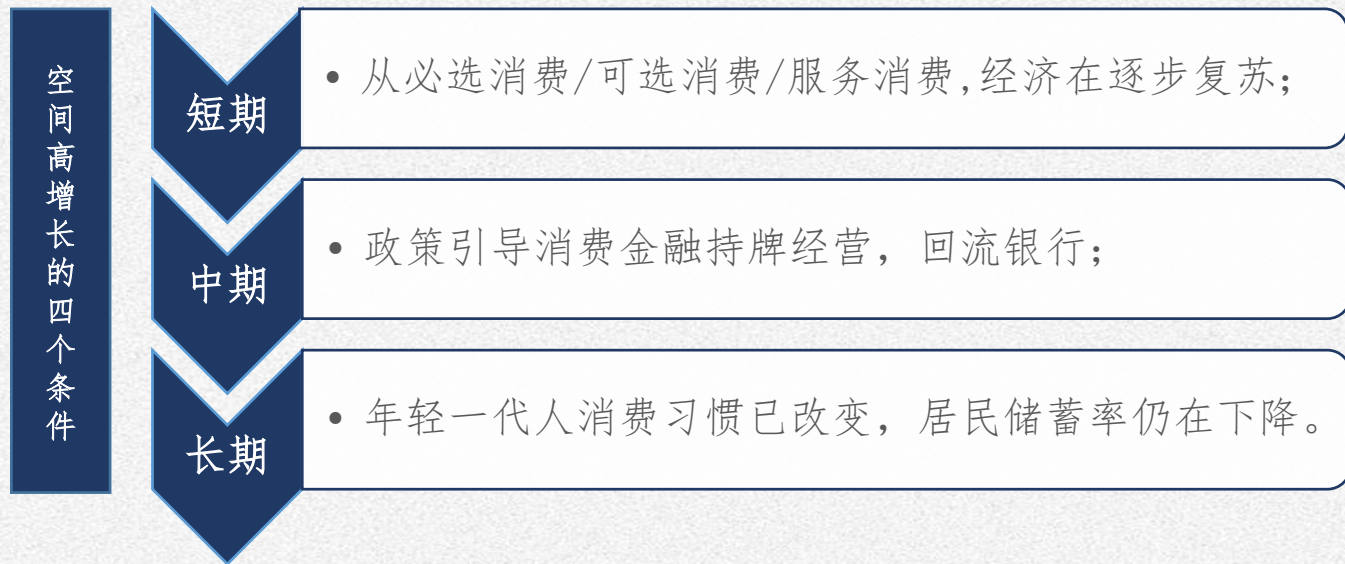
© 兴业研究 版权所有 “兴业研究”为兴业银行成员机构 使用前请参阅最后一页重要声明

点击进入 <http://www.hibor.com.cn>

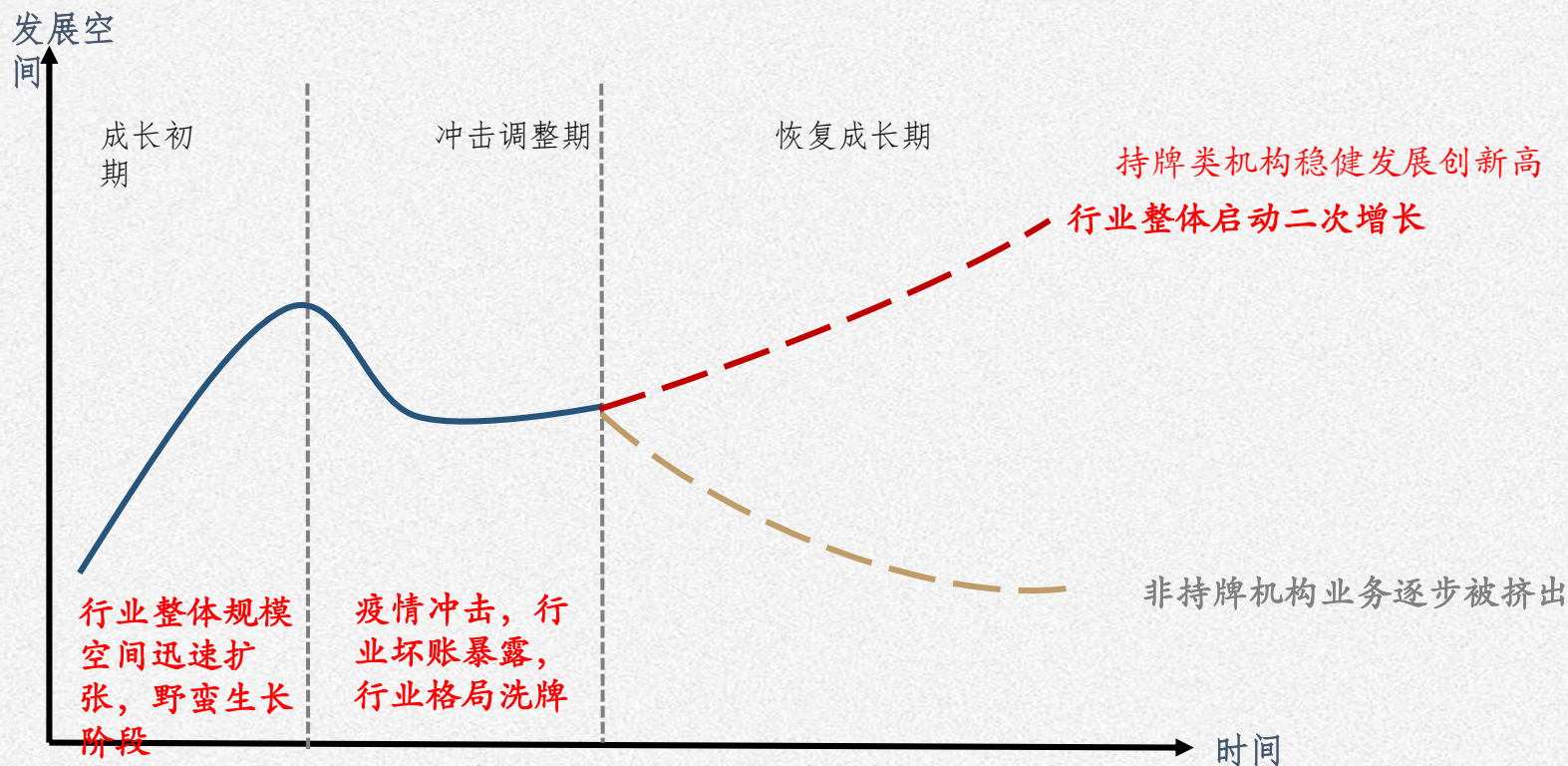
资料来源：兴业研究整理

结论：中国消费金融正处于疫情后的恢复成长期（一）

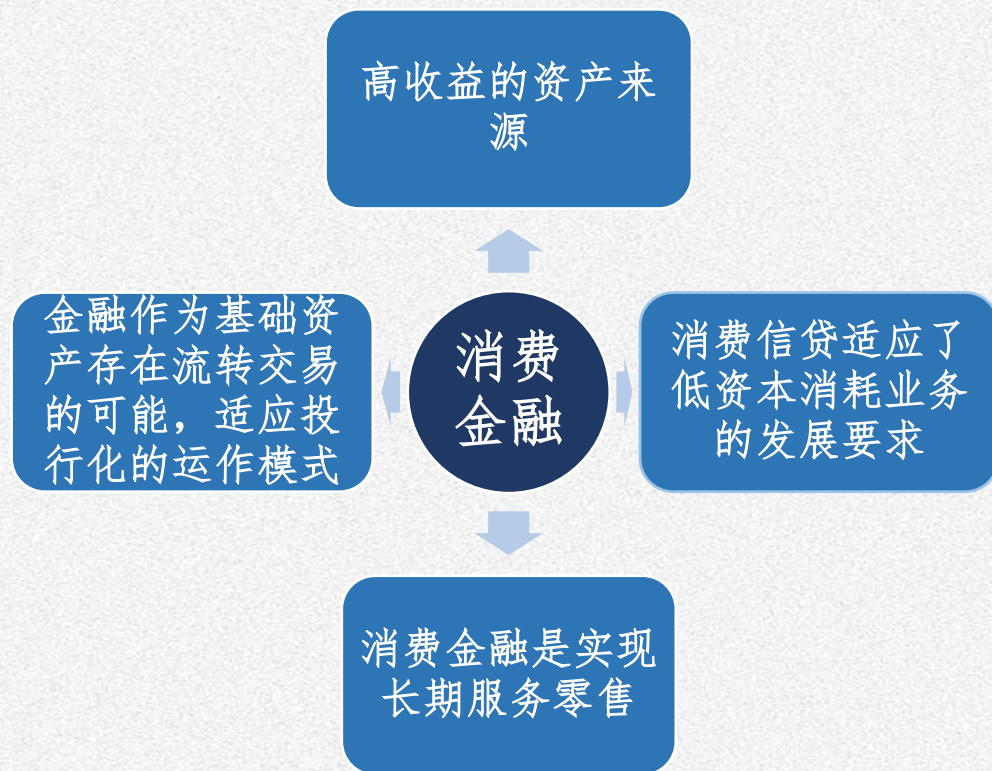
图表：我国消费金融行业景气框架



结论：中国消费金融正处于疫情后的恢复成长期（二）



消费金融对我国商业银行的价值



“慧博资讯”专业的投资研究大数据分享平台

资料来源：兴业研究整理

© 兴业研究 版权所有 “兴业研究”为兴业银行成员机构 使用前请参阅最后一页重要声明

点击进入 <http://www.hibor.com.cn>

消费金融的四个机会：高资产收益的重要来源

- 消费金融是高收益的资产来源。我们下表综合考虑了税收、资本、风险等综合因素，银行表内的银行卡分期、消费贷等是收益较好的资产来源。

图表：各类资产考虑风险占用的税后收益率

	10年国债	10年地方债（AAA）	10年国开债	6M同业存单（AAA+）	5年企业债（AA+）	一般贷款	个人住房按揭贷款	个人信用卡分期
当前收益率	3.25%	3.57%	3.67%	2.75%	4.19%	5.30%	5.34%	10.00%
权重	0%	20%	0%	25%	100%	100%	50%	75%
资本充足率	0.00%	2.14%	0.00%	2.70%	10.72%	10.72%	5.36%	8.04%
不良率					0.10%	1.84%	0.30%	1.17%
所得税率			25%	25%	25%	25%	25%	25%
增值税率					6%	6%	6%	6%
风险占用收益率	0.00%	0.20%	0.00%	0.25%	1.02%	1.02%	0.51%	0.76%
不考虑风险占用的税后收益率	3.25%	3.57%	2.76%	2.06%	2.85%	1.90%	3.46%	5.88%
考虑风险占用的税后收益率	3.25%	3.37%	2.76%	1.81%	1.84%	0.88%	2.96%	5.12%

“慧博资讯”专业的投资研究大数据分享平台

资料来源: Wind、兴业研究整理

© 吉米财经网 www.jimicai.com 资本利润率以银行基准利率2020年12月利率为基准，债券收益率说明时间为2021年3月5日

点击进入 <http://www.hilbor.com.cn>



消费金融的四个机会：低资本消耗

- 消费信贷适应了低资本消耗业务的发展要求。考虑到银行整体资本消耗压力增加，未来银行一方面拓展中收渠道，实现轻资本经营，同时在资产投放上倾向于低资本消耗权重的业务。消费贷款的风险权重在75%左右，整体上低于企金业务，这是值得增加配置的方向。

图表：银行表内资产风险权重比较

项目	风险权重
现金类资产	0%
对我国中央政府和中央银行的债权	0%
对其他国家或地区的中央政府和中央银行的债权	根据主权评级给予0%-150%风险权重
对我国公共部门实体的债权	20%
政策性银行债权（不包括次级债权）	0%
其他商业银行债权（不包括次级债权）	20%-25%
商业银行次级债权（未扣除部分）	100%
其他金融机构的债权	100%
对在其他国家或地区注册的金融机构和公共部门实体的债权	根据主权评级给予0%-150%风险权重
对一般企业的债权	100%
对符合标准的微型和小型企业的债权	75%
个人住房抵押贷款	50%
对个人其他债权	75%
对金融机构的股权投资（未扣除部分）	250%
对工商企业的股权投资	400%-1250%

“慧博资讯”专业的投资研究大数据分享平台

资料来源：《信用风险权重法表内资产风险权重、表外项目信用转换系数及合格信用风险缓释工具》、兴业研究整理

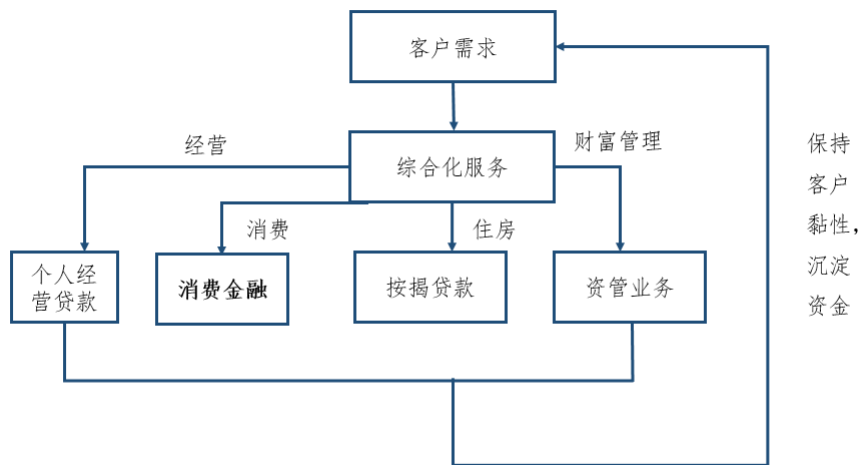
© 兴业研究 版权所有 “兴业研究”为兴业银行成员机构 使用前请参阅最后一页重要声明

点击进入 <http://www.hibor.com.cn>

消费金融的四个机会：满足零售客户综合化服务需求

- 消费金融是实现长期服务零售客户的抓手。按照海外经验，居民人均GDP超过10000美元后，消费金融有发展机会。通过消费金融实现客户资金在本行沉淀，然后进一步拓展其他业务将是可能的模式。这既包括低风险的按揭业务，资产管理、财富管理业务，也包括较高收益的子公司消费金融业务。

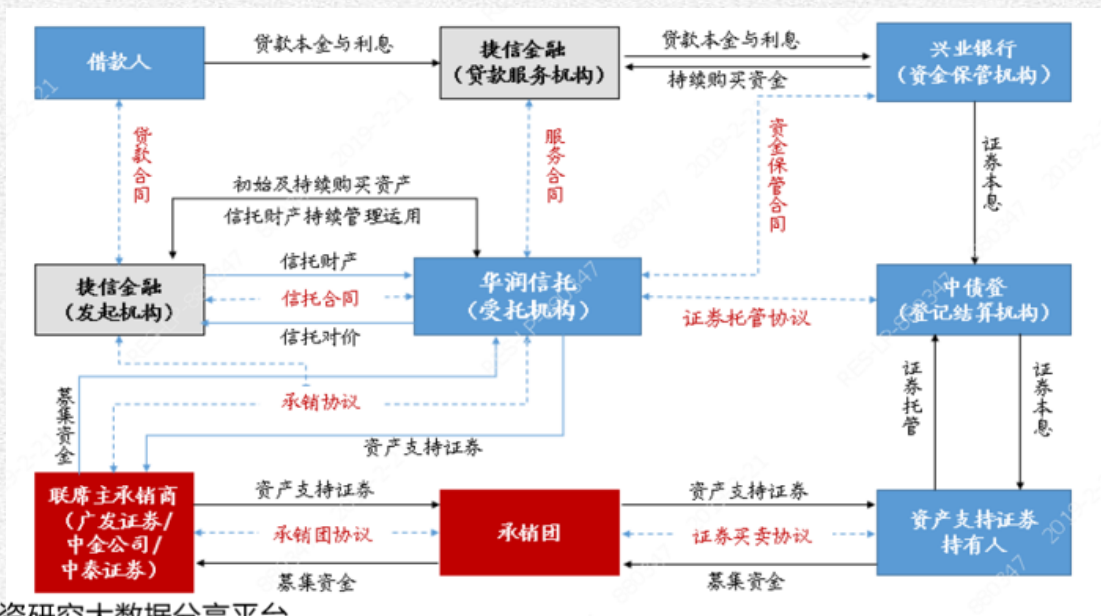
图表：满足零售客户综合化需求



消费金融的四个机会：适应投行化业务运作

- 消费金融作为基础资产存在流转交易的可能，适应投行化的运作模式。消费金融本身具有小额分散、基础收益较高的特点，是天然的资产证券化产品。未来通过ABS、ABN转标的模式，消费金融可以作为可靠的基础资产进行流转。

图表：消费金融ABS结构图示



“慧博资讯”专业的投资研究大数据分享平台

资料来源：《捷信2018年第四期个人消费贷款资产支持证券发行说明书》、兴业研究整理

© 兴业研究 版权所有，“兴业研究”为兴业银行成员机构 使用前请参阅最后一页重要声明

点击进入 <http://www.hibor.com.cn>

中国消费金融经营四要素之流量

- 商业银行、互联网头部机构、互联网垂直机构的客群存在差异。商业银行通过线下网点等渠道长期累积个人零售客户；BATJ等互联网头部机构通过线上场景引流；永辉超市/重庆百货主要通过线下门店带动流量导入，引流空间最有限。

图表：商业银行、互联网头部机构、互联网垂直机构的客群差异

头部金融机构之工商银行		互联网机构之BATJ	线上场景之永辉超市/重庆百货
客户数量 (2018年6月末)	个人客户5.87亿；	阿里巴巴活跃买家数6.36亿 腾讯微信活跃账户数10.82亿（9月） 京东活跃买家数3.05亿	永辉生活APP注册人数665万人
引流渠道	线下网点、银行app、网上银行	淘宝、百度、微信和京东等app和网页	线下门店，线上专购物APP
引流方式	存贷款业务、资管业务等	线上购物、社交、搜索等	门店购物
流量特点	客户分布广泛，以客户主动到物理网点	客户分布广泛，更为年轻，较接受线上被动授信	客户依托本地门店，有粘性，受众少

“慧博资讯”专业的投资研究大数据分享平台

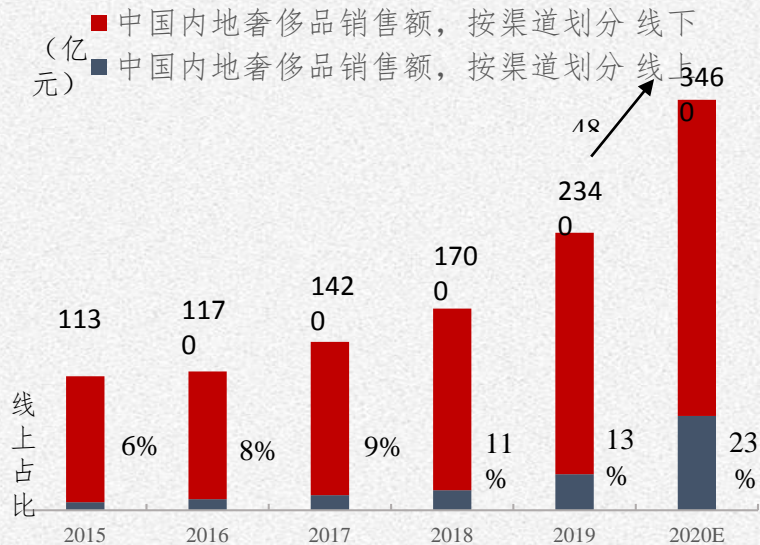
资料来源：公司定期报告，兴业研究整理

© 兴业研究 版权所有，“兴业研究”为兴业银行成员机构 使用前请参阅最后一页重要声明

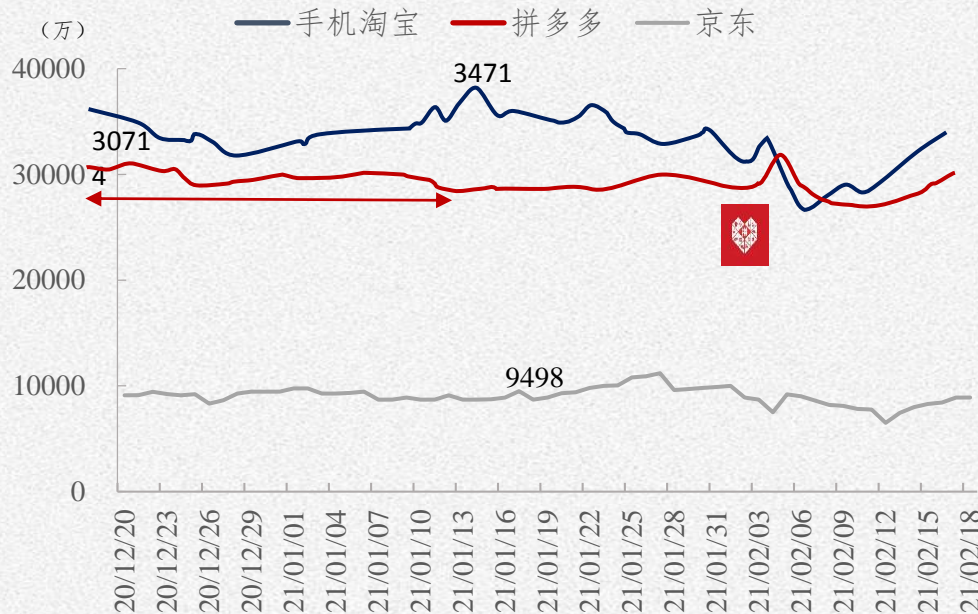
点击进入 <http://www.hibor.com.cn>

打破偏见：消费升级还是降级？

图表：平价市场和高端市场整体规模增速在2020年上升



图表：拼多多日活跃用户在2021年春节超过淘宝



资料来源：天猫、京东、《2020年中国奢侈品市场：势不可挡》，兴业研究整理

注：线上获客成本=推广费及平台服务费/线上订单数

资料来源：三只松鼠定期报告，兴业研究整理

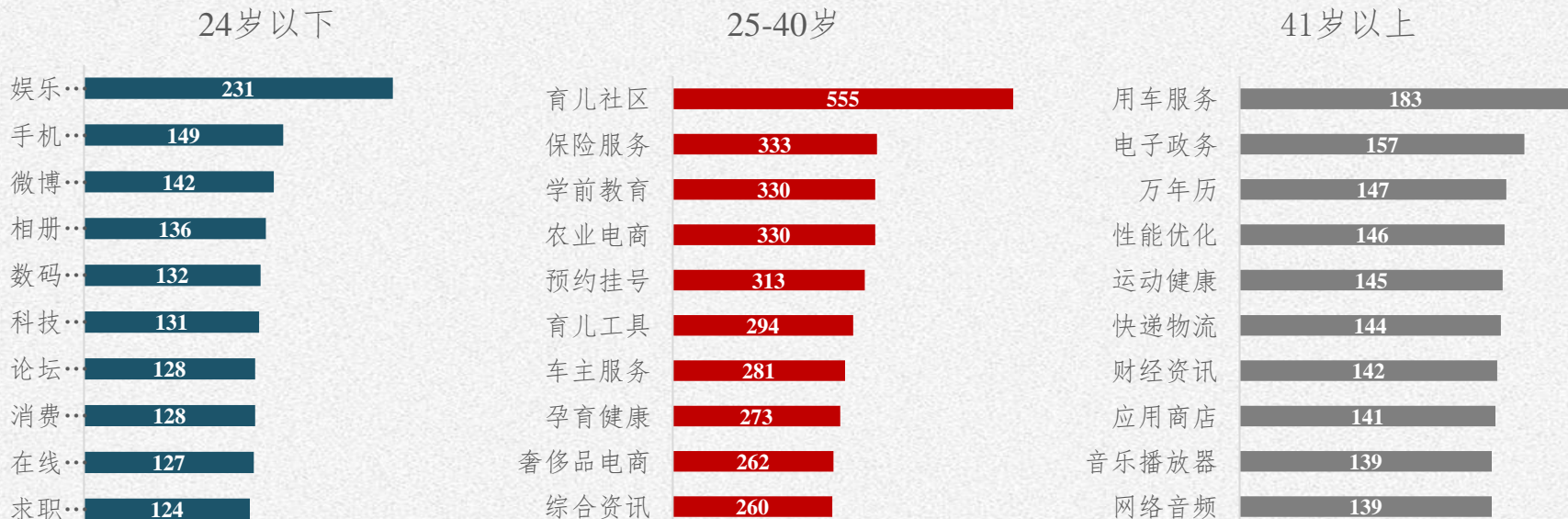
慧博资讯 专业的投资研究大数据分享平台

兴业研究 兴业研究为兴业银行成员机构 使用前请参阅最后一页重要声明

中国消费金融经营四要素之转化

- 从不同年龄段人群在细分行业的月人均使用时长来看，针对Z时代年轻人在3C用品、中青年年在教育、育儿等消费场景、中年人客群购车、医疗健康等下场景有拓展机会。

图表：不同年龄段人群在细分行业的月人均使用时长TGI对比



“慧博资讯”专业的投资研究大数据分享平台

注：TGI (Target Group Index) 指数，是反映目标群体在特定研究范围(如地理区域等)内的强势或弱势的指数。

[illegible]

疫情后哪些消费场景容易“暴雷”？

长租公寓

医美

教育

商业模式

需求小众

无序扩张

蛋壳公寓
DANKE APARTMENT

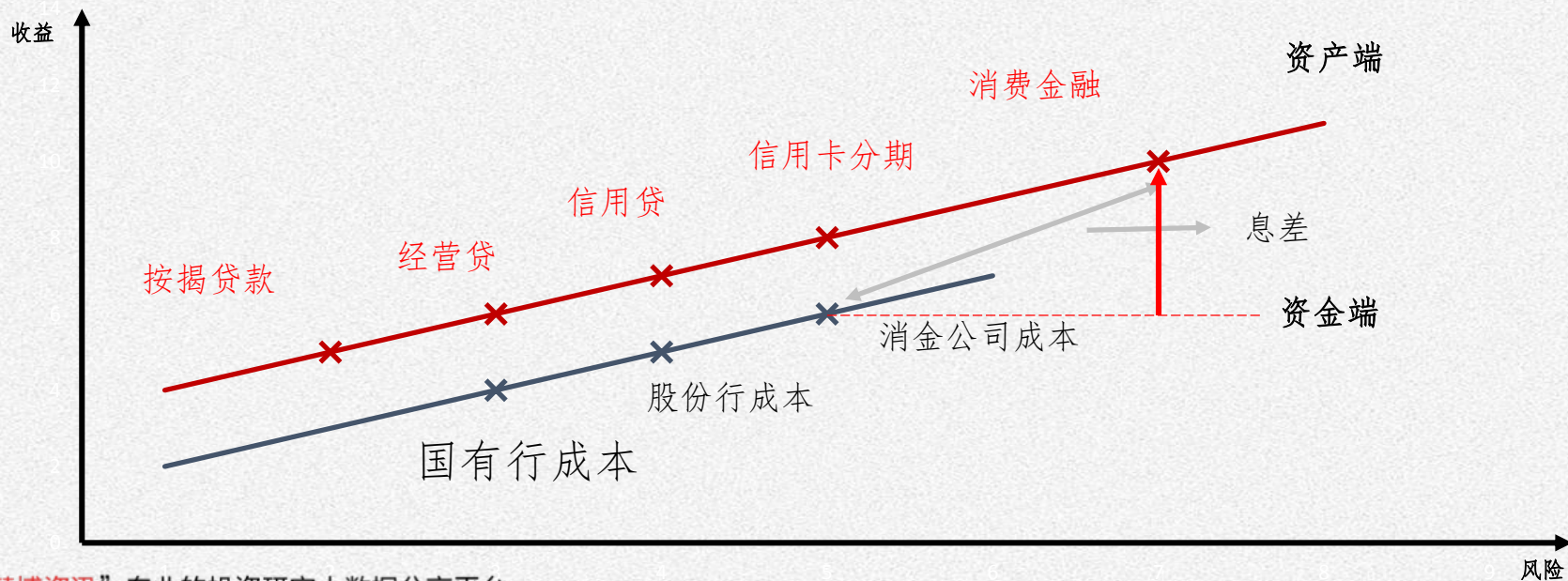
花漾
H U A Y A N G

WEIBI
韦博英语
WEBI ENGLISH

中国消费金融经营四要素之息差

- 消费金融公司资金端以同业借款、发行债券等较高成本负债为主，但资产端为高收益的消费金融信贷，平均年化收益率约20%，这远高于银行个人信贷业务资产，保持了最高净息差水平。

图表：高收益的消费信贷资产带动消费金融公司净息差整体偏高



“慧博资讯”专业的投资研究大数据分享平台

资料来源：兴业研究整理

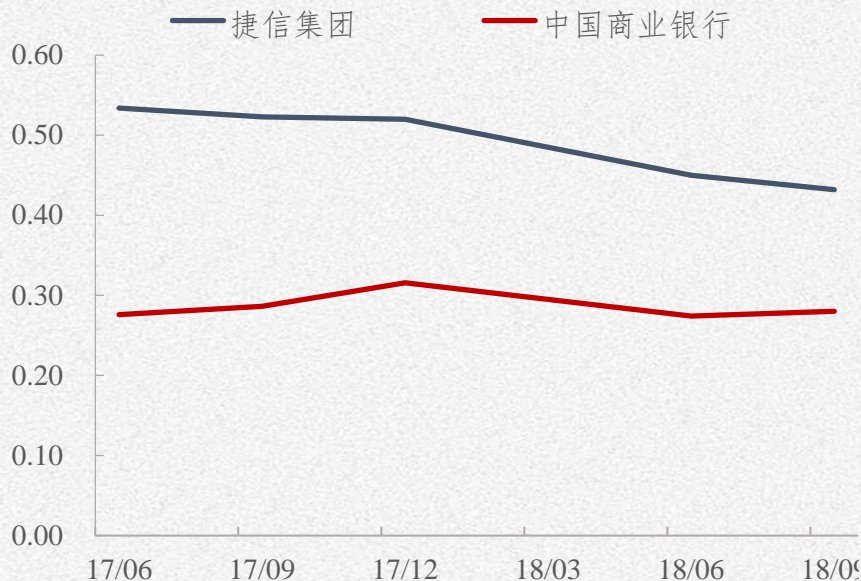
© 兴业研究 版权所有 “兴业研究”为兴业银行成员机构 使用前请参阅最后一页重要声明

点击进入 <http://www.hibor.com.cn>

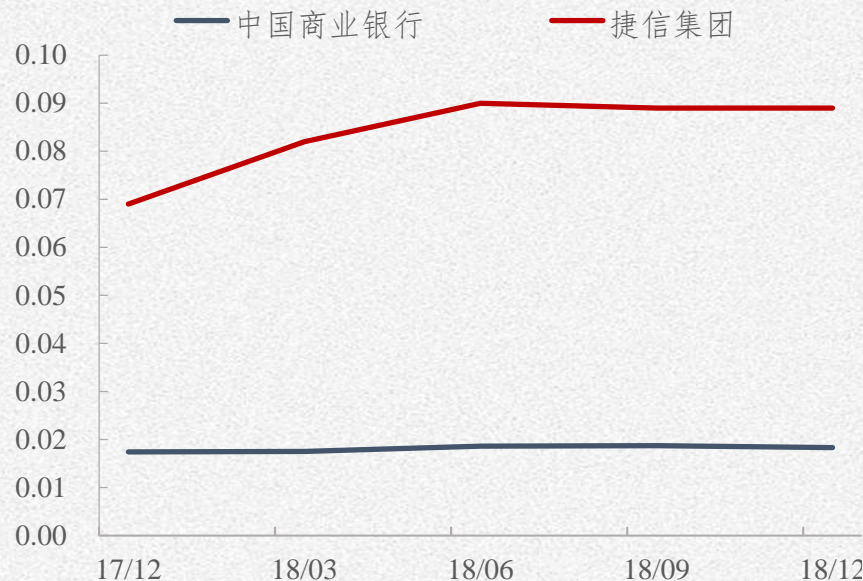
中国消费金融经营四要素之成本

- 成本主要体现在获客成本（以成本收入比体现）和信用成本（以拨备体现）差异，营运成本相差不大；
- 传统消费金融公司获客成本和信用成本最高，一般消金公司客均边际成本在200元左右；
- 未来消费金融公司绩效提升的机会在于通过科技等风控手段降低获客和信用成本。

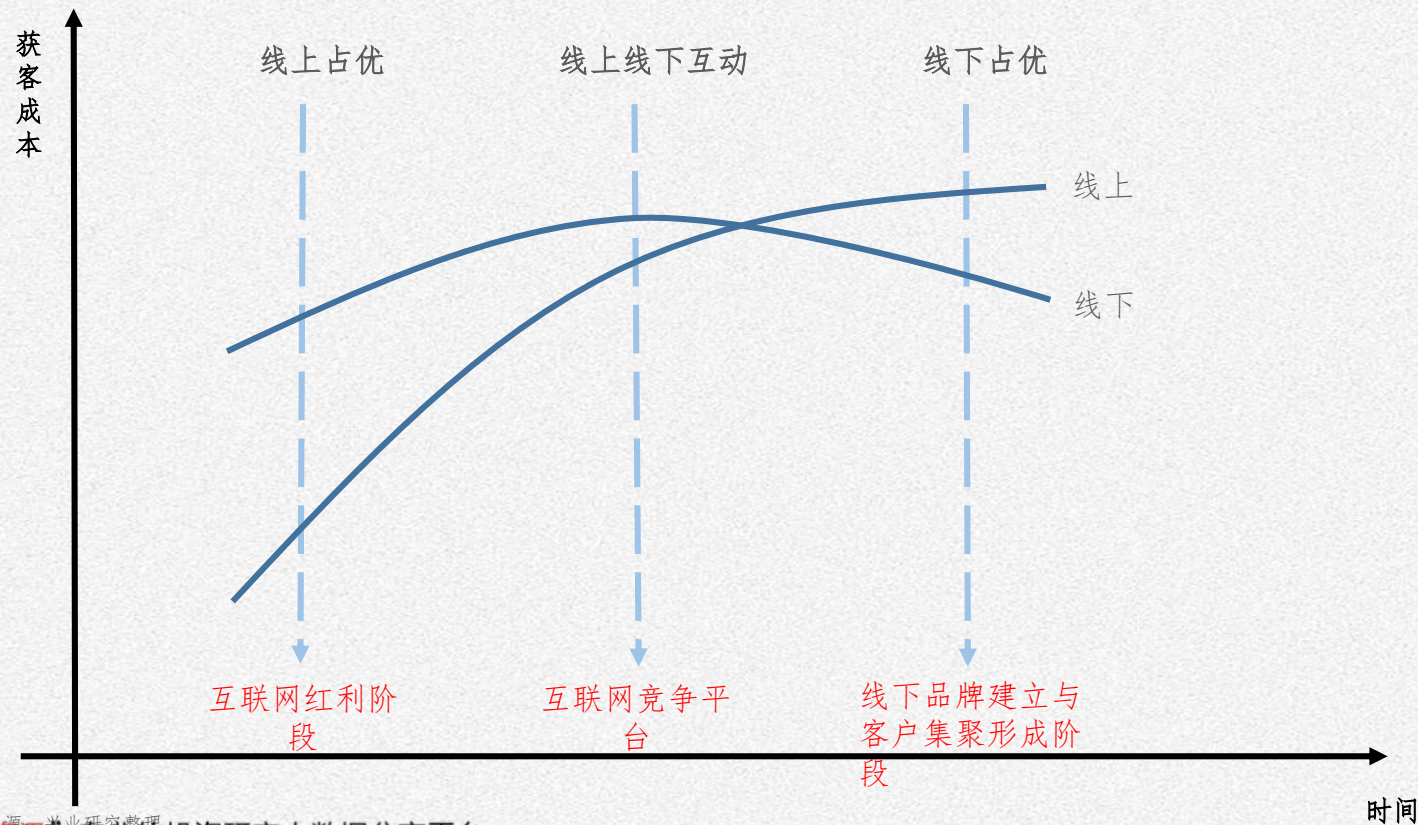
图表：捷信集团成本收入比约43%高于我国商业银行水平



图表：捷信集团不良率约9%高于我国商业银行水平



打破偏见：线下成本一定比线上贵吗？



资料来源：兴业研究整理
慧博资讯 专业的投资研究大数据分享平台

© 兴业研究 版权所有 “兴业研究”为兴业银行成员机构 使用前请参阅最后一页重要声明

点击进入 <http://www.hibor.com.cn>

未来发展：经营模式决定行业格局

- 消费金融的业务模式四要素：流量（依赖于股东关系、流量投入）、转化（依靠爆款场景）、息差（基于资产收益和融资成本）、成本（控制获客成本、营运成本）。
- 这四要素的相对竞争优势决定了未来格局：其中银行占据流量和成本优势，互联网背景的非持牌机构将争取持牌，消金公司机会在于依托股东背景引流并降低融资成本，控制业务风险。

图表：不同背景的机构消费金融的业务模式四要素

	流量	转化率	净息差	成本（含营运和获客）
银行	高，渠道完整，累积存量零售客户	一般	较高，较高资产收益和低融资成本	低，直接使用已有的银行渠道
持牌的消费金融公司	一般，自身建立渠道或引流成本高，需要通过股东背景引流	一般	高，高资产收益和高融资成本	高
互联网背景的非持牌机构	高，存量支付、社交、购物类等APP用户	高，自带嵌消费场景	高，高资产收益和高融资成本	高

目录

锦囊一：消费金融

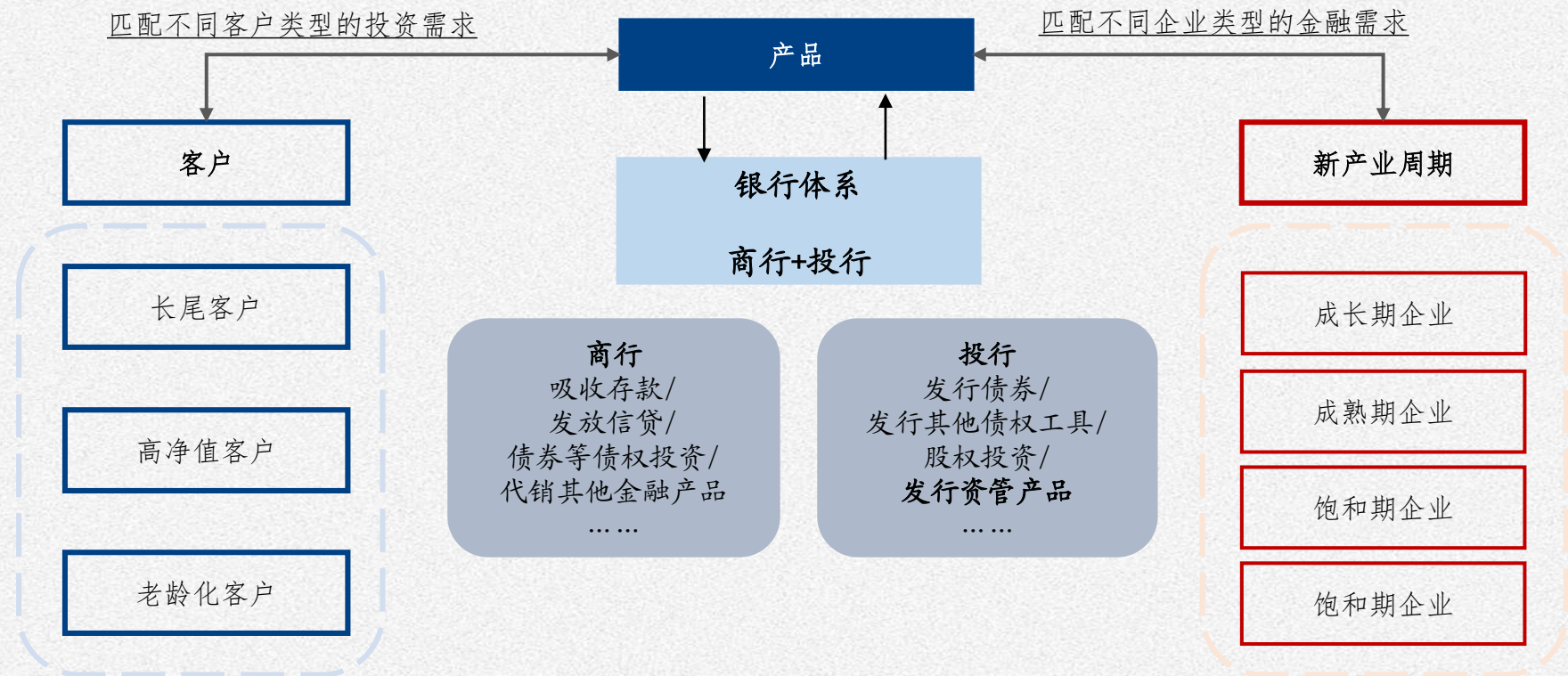
锦囊二：投行资产

锦囊三：资产管理

锦囊四：财富销售

锦囊五：金融同业

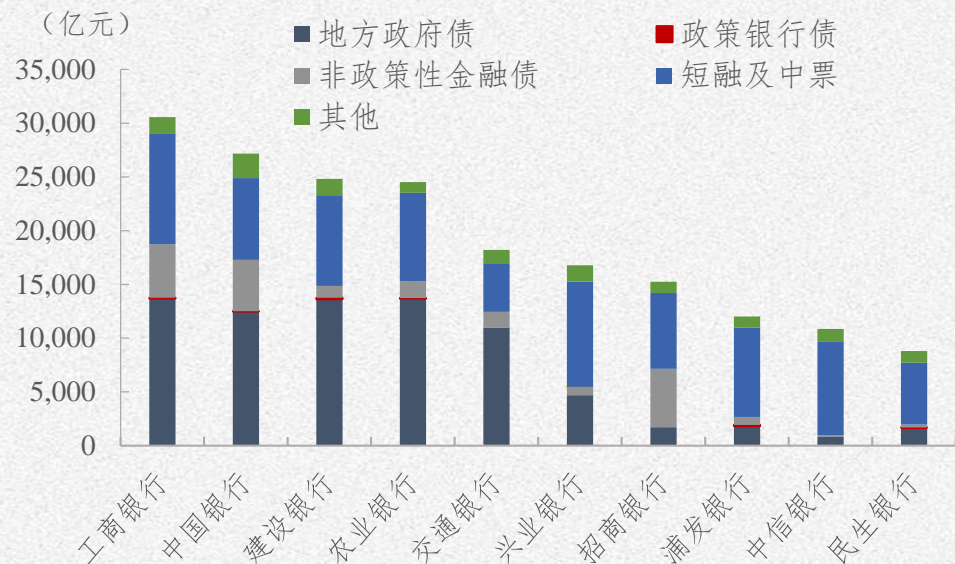
构建“产业选择—企业周期—场景匹配—销售渠道”为主的路线图



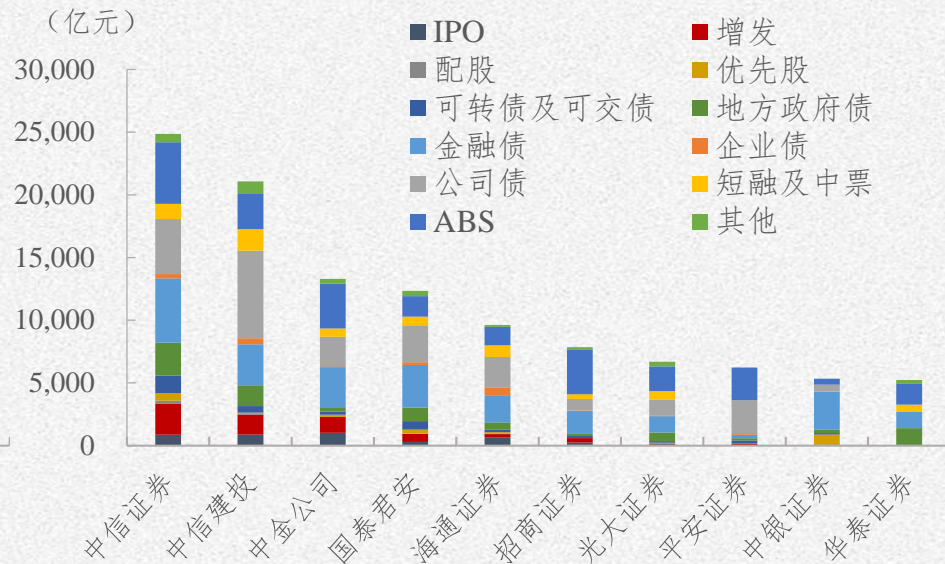
与非银机构对比：银行只在债权类投行业务是老大

- 受监管政策限制，银行承销种类集中在债权类资产，承销种类与非银机构相比较为单一，对发展直接融资支持力度较弱。

图表：银行承销规模更大



图表：非银机构承销种类更广泛



注：统计时间2019.1.1-2020.11.22 资料来源：Wind、兴业研究整理

慧博资讯 专业的投资研究大数据分享平台

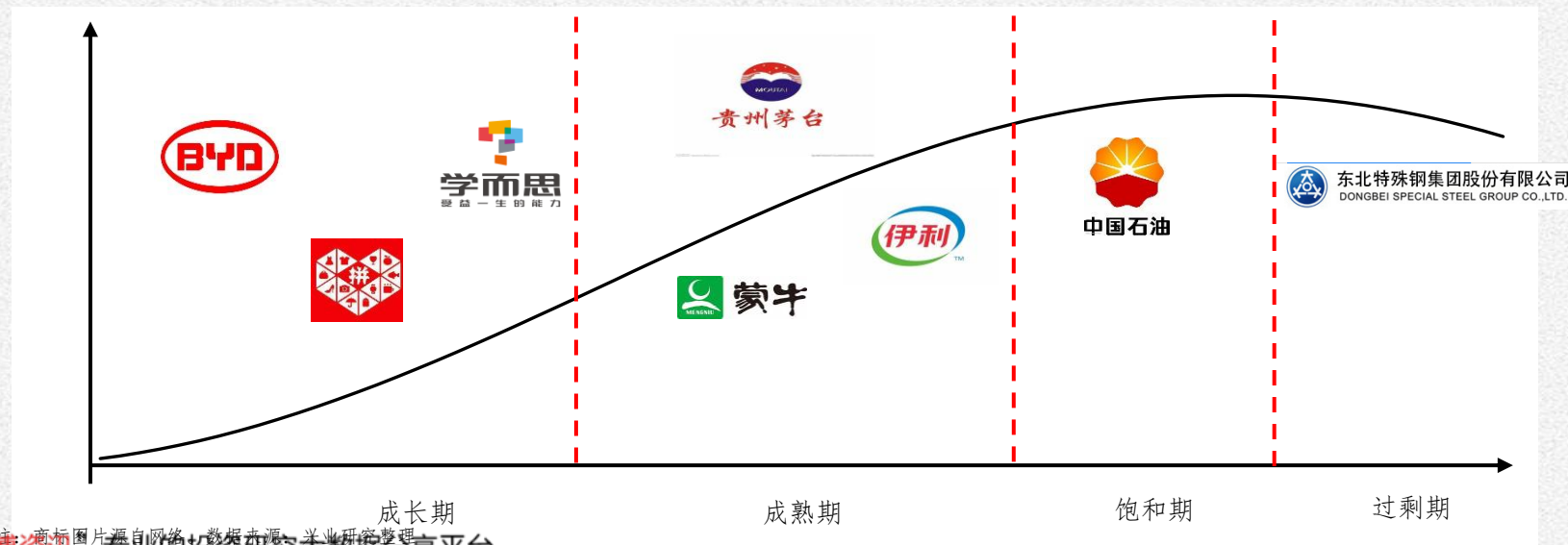
兴业研究 版权所有 “兴业研究”为兴业银行成员机构 使用前请参阅最后一页重要声明

点击进入 <http://www.hibor.com.cn>

产业调整之赛道辨识：新产业周期下不同企业类型

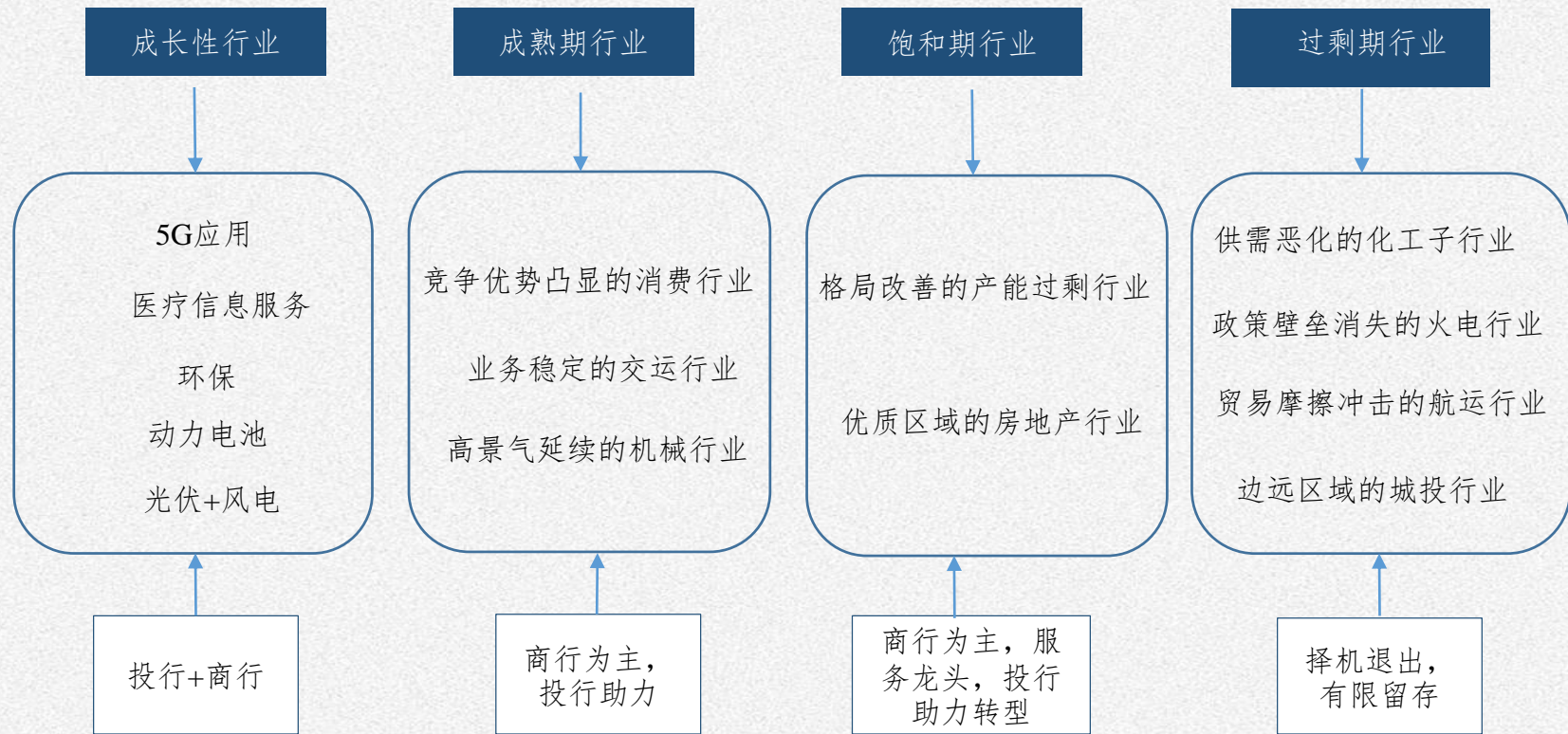
图表：新产业周期中的龙头

发展阶段	特征	成长期	成熟期	饱和期	过剩期
高速增长阶段	业务模式 品牌特点	本地经营 多而分散	快速扩张，低毛利、高负债作业 缺乏全国性品牌，无品牌感知力	低价竞争 集中度提升	过度负债 品牌退出市场
高质量增长阶段	业务模式 品牌特点	全国范围布局 品牌辨识度逐步建立	竞争格局固化，市场走向集中 品牌成为核心竞争力	靠成本和管理取胜 品牌溢价减弱	市场加速收缩 转型



注：商标图片来自网络，数据来源：兴业研究整理

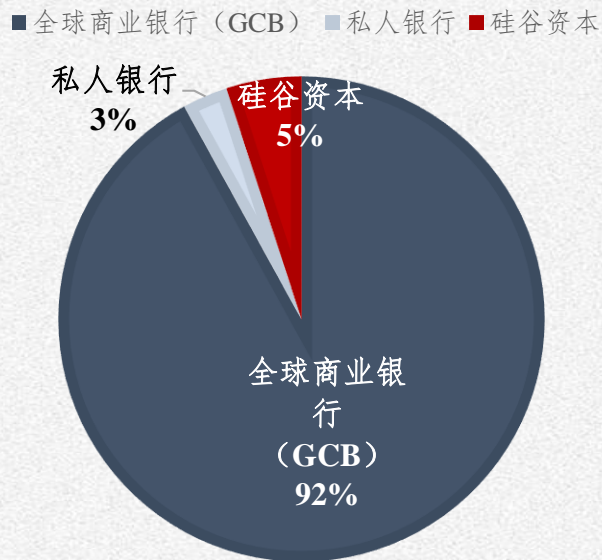
产业调整之融资匹配：不同企业类型的融资需求



硅谷银行案例：深耕科技企业和创投机构

- 从其公司收入结构来看，该行利息净收入占72%，非息收入则占28%，收入结构与传统商业银行差异不大。
- 但硅谷银行深耕了科技医疗客户和PE/VC机构，客户差异体现了资产经营特色。

图表：硅谷银行2018年收入分板块结构



图表：硅谷银行客户群分类

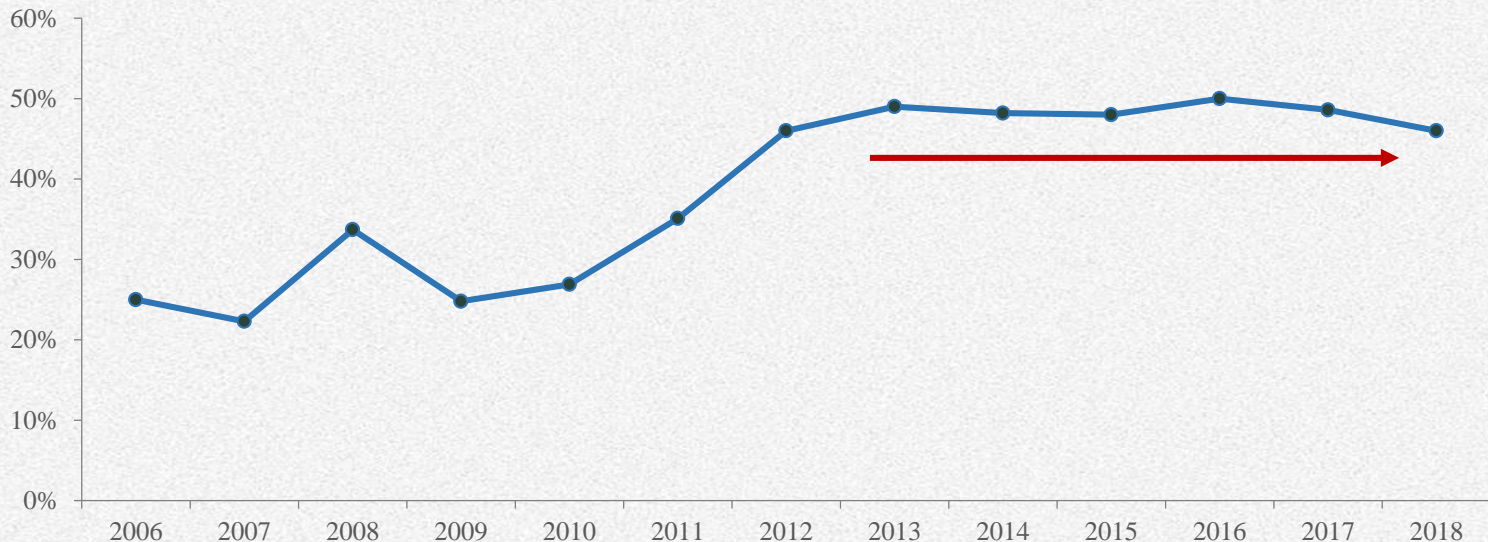
客户分类	贷款规模	备注
科技和生命科学/医疗健康客户	35%	包括硬件、软件/互联网企业、生命科学/医疗健康等。所服务客户涵盖各个时期的企业。
PE/VC客户	49%	硅谷银行自成立以来就一直维持着与PE/VC圈的密切关系。
私人银行/财富管理客户	11%	主要满足PE/VC客户及上述科技企业高管的私人银行服务需求。
其他	5%	主要是美国西部地区的葡萄园和葡萄酒庄。

数据来源：硅谷银行定期报告，兴业研究整理

硅谷银行案例：抢占高成长企业信贷融资

- 美国高成长企业的债务/权益大约为7%，根据NVCA数据，2018年末美国VC AUM中投出资产约3028亿美元，即高成长企业的债务融资总额约为212亿美元，而硅谷银行对高成长企业的贷款余额约98亿美元，市占率约46%。

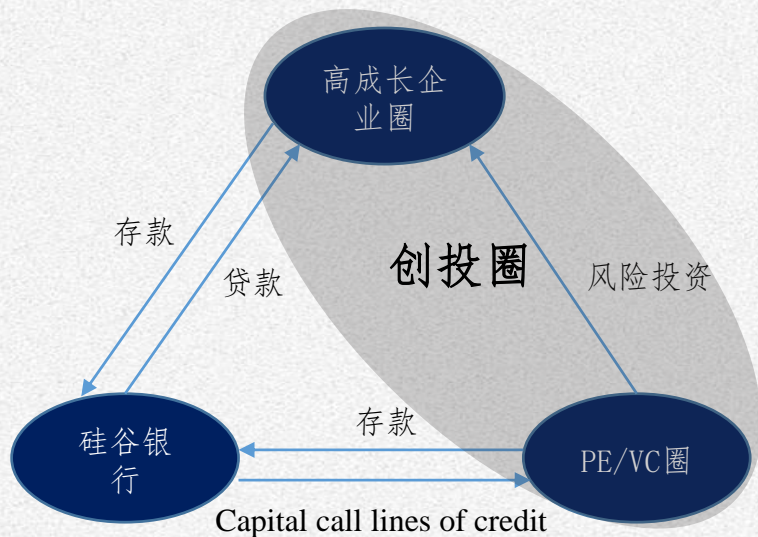
图表：硅谷银行高成长企业贷款市占率



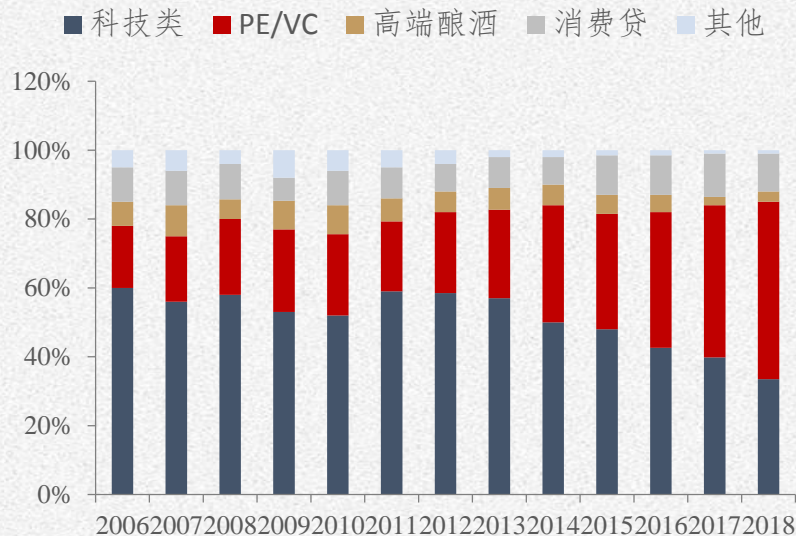
硅谷银行案例：与PE/VC合作打造“创投圈”

- 硅谷银行在高成长企业贷款中的市占率自2013年之后基本稳定在50%左右，而后其贷款则越来越倾向于直接投给PE/VC。

图表：硅谷银行高成长企业贷款市占率

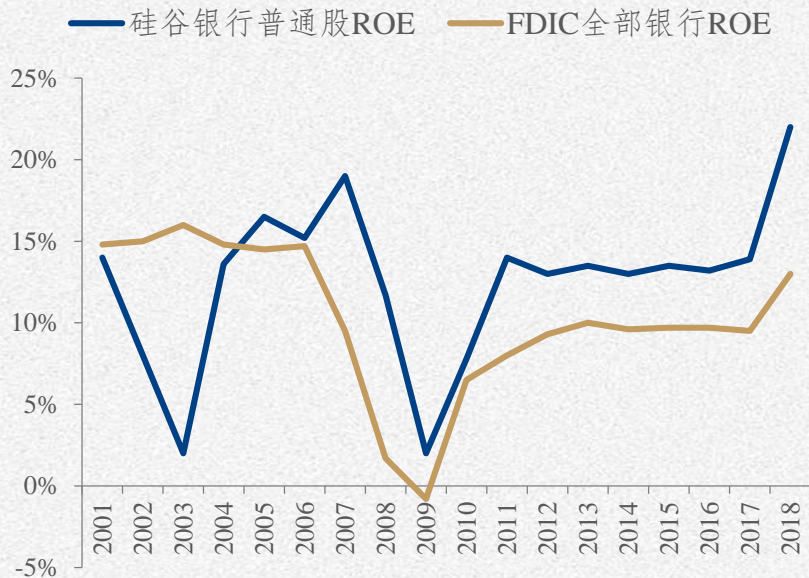


图表：硅谷银行贷款投向结构变化

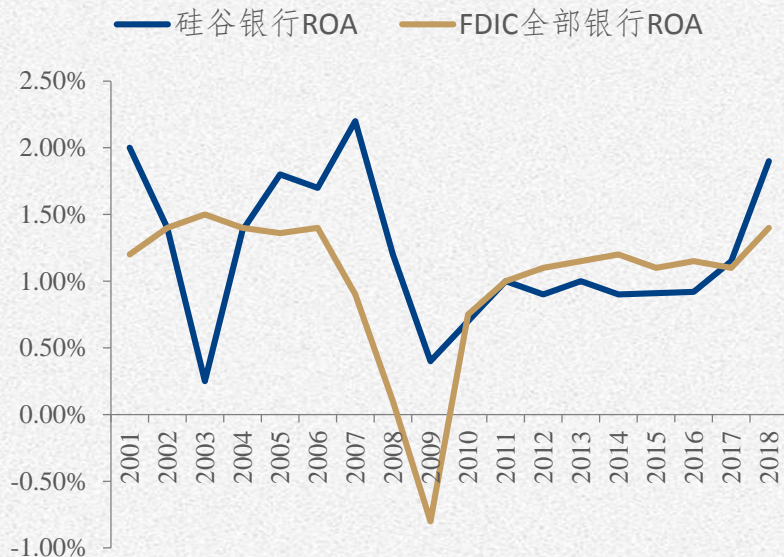


硅谷银行案例：风险偏好提升资产收益

图表：硅谷银行ROE超过行业平均水平



图表：硅谷银行盈利能力超过行业平均水平



数据来源：硅谷银行定期报告，兴业研究整理

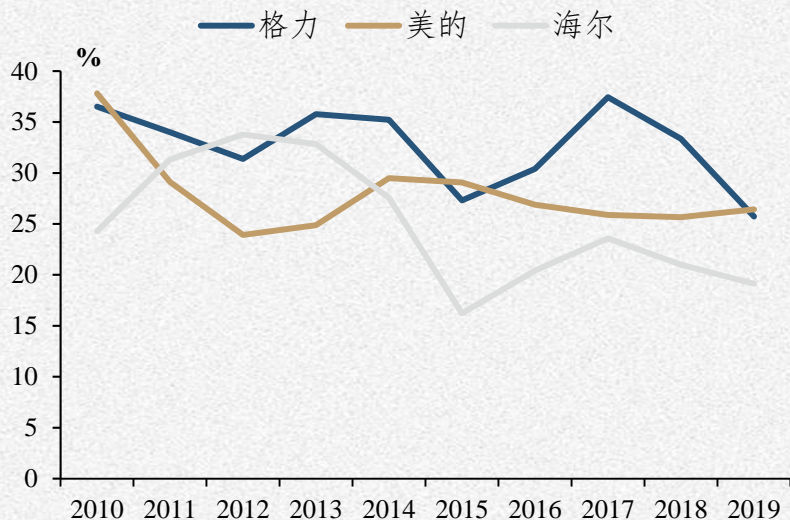
兴业研究 专业的投资研究大数据分享平台

兴业研究 专业的投资研究大数据分享平台

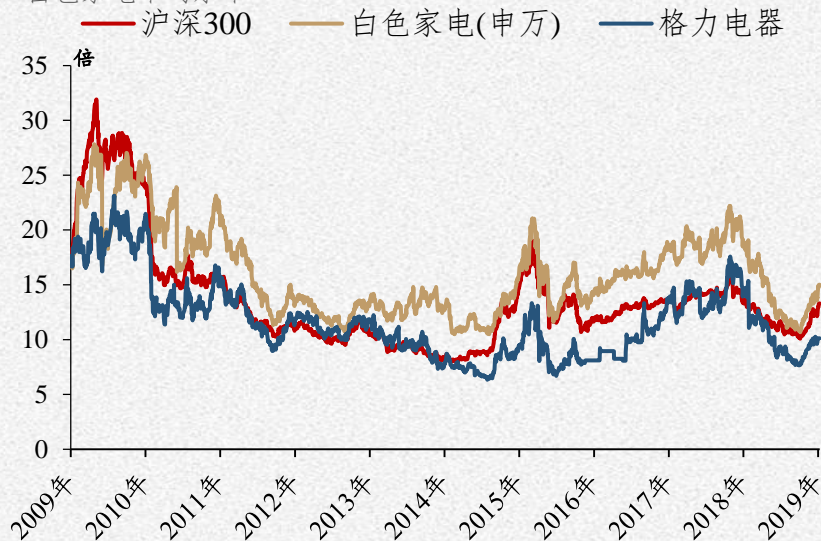
银行参与股权投资的故事：以格力混改为案例

- 格力电器是全球家用空调产业龙头，市场份额全球第一，产销量连续14年领跑全球，国内销量占比第一。
- 由于主营业务单一（严重依赖于空调业务）、国资背景下的公司对市值关注度不高，估值持续受到压制。

图表：格力电器ROE长期高于主要竞争对手



图表：同期格力电器的估值水平（PE TTM）低于沪深300和白色家电平均水平



格力混改：解决行业龙头在融资解决方案上的个性化需求

- 混改前，格力集团为第一大股东（持股比例18.22%），珠海国资委为实际控制人，各地核心经销商持股的京海担保占比8.9%。以董明珠为代表的管理层持股比例（0.74%）较少，在经营权方面受制于国资委、在投票权方面受格力集团掣肘。同时格力电器的股权激励方案较少，管理层和核心员工骨干的积极性调动和利益绑定尚不充足，经营效率受到影响。

改善公司治理框架，增强管理层的控制权

- 格力电器成为无实际控制人的公众公司，丢掉国资背景。同时管理层的控制权得到强化，避免投票权受格力集团掣肘，有利于公司战略转型的顺利推进。

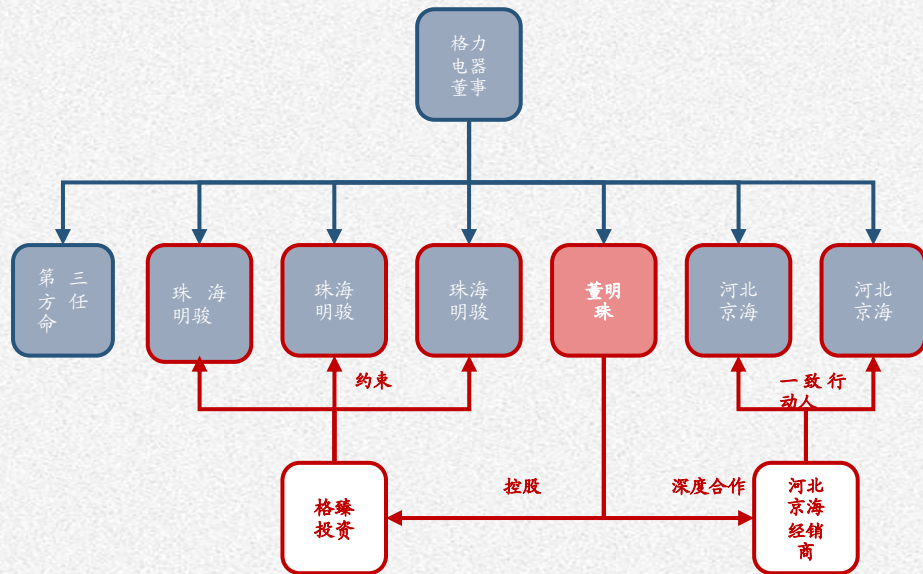
提升管理层、重要员工与二级市场股东利益的一致性

- 管理层和骨干员工总额不超过4%的股权激励机制落地，管理层承诺把全部GP收益的8%作为公司管理层和骨干员工的激励。使得管理层与二级市场股东利益一致性问题得到解决。

实现股东利益的诉求平衡

- 形成分散且多元化的持股结构：核心经销商、战略投资者、国资委及二级市场机构投资者多方共同持股，解决了委托代理问题，股东的利益诉求平衡。

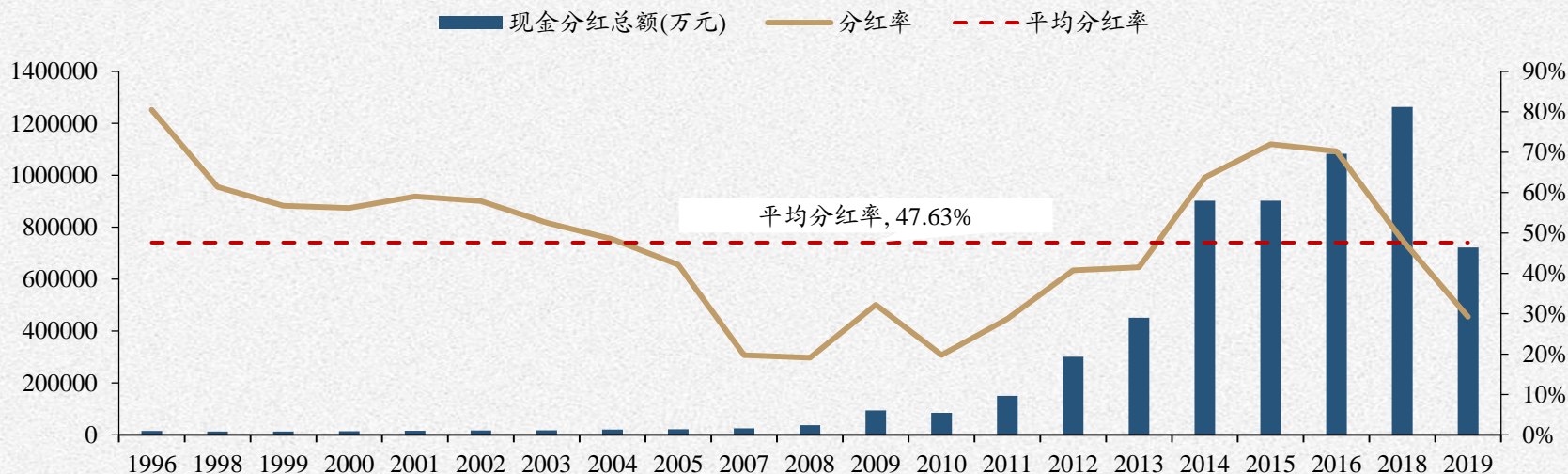
图表：股权改革之后从制度上明确了管理层对公司的控制权



银行通过股权质押和分红率条款设置参与格力混改

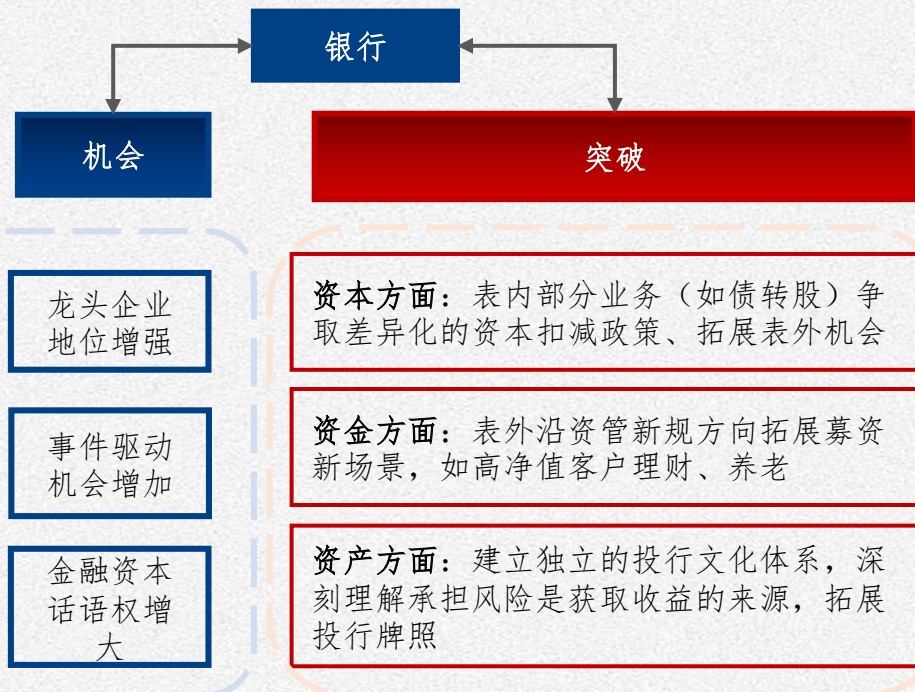
- 本次混改资金共417亿，其中银团贷款198亿。
- 银行参与长期股权投资的风险：缺乏实物抵押、企业转型不成功。
- 新的融资方案：1、珠海明骏受让的股份将全部质押给银团；2、设立债权人保护条款：每年不低于50%的分红率。

图表：格力电器上市以来平均每年的分红率为47.63%，未来可能更高，给予银团利益收益底线保障

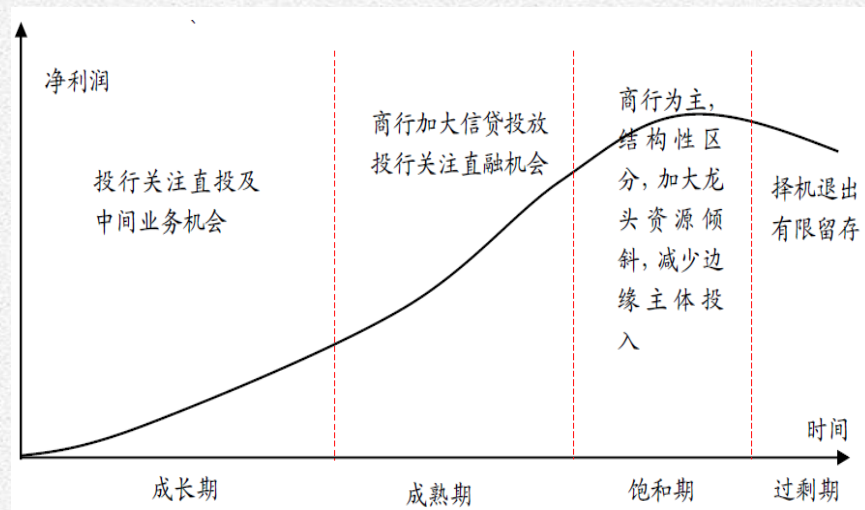


从格力案例看银行参与股权投资的启示

- 格力电器混合所有制改革的案例体现了未来龙头企业在融资解决方案上的非信贷化差异需求。伴随着产业的转型升级以及公司控制权市场的建立，未来市场上类似融资需求会进一步攀升。

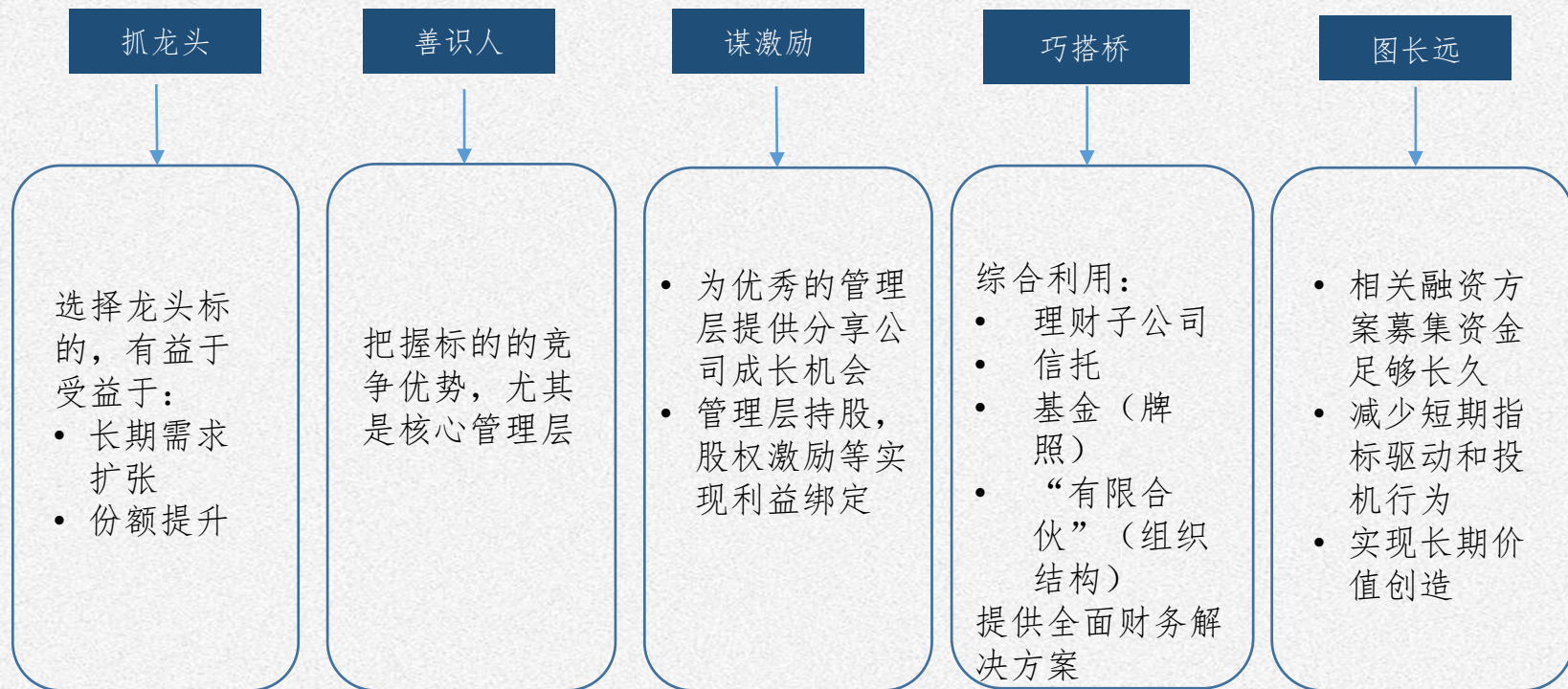


图表：企业不同阶段银行参与投资方式



银行参加股权投资的“五条军规”

- 结合格力的案例，为了帮助银行机构更有效地进行长期股权投资，我们总结了银行参加股权投资的“五条军规”：



目录

锦囊一：消费金融

锦囊二：投行资产

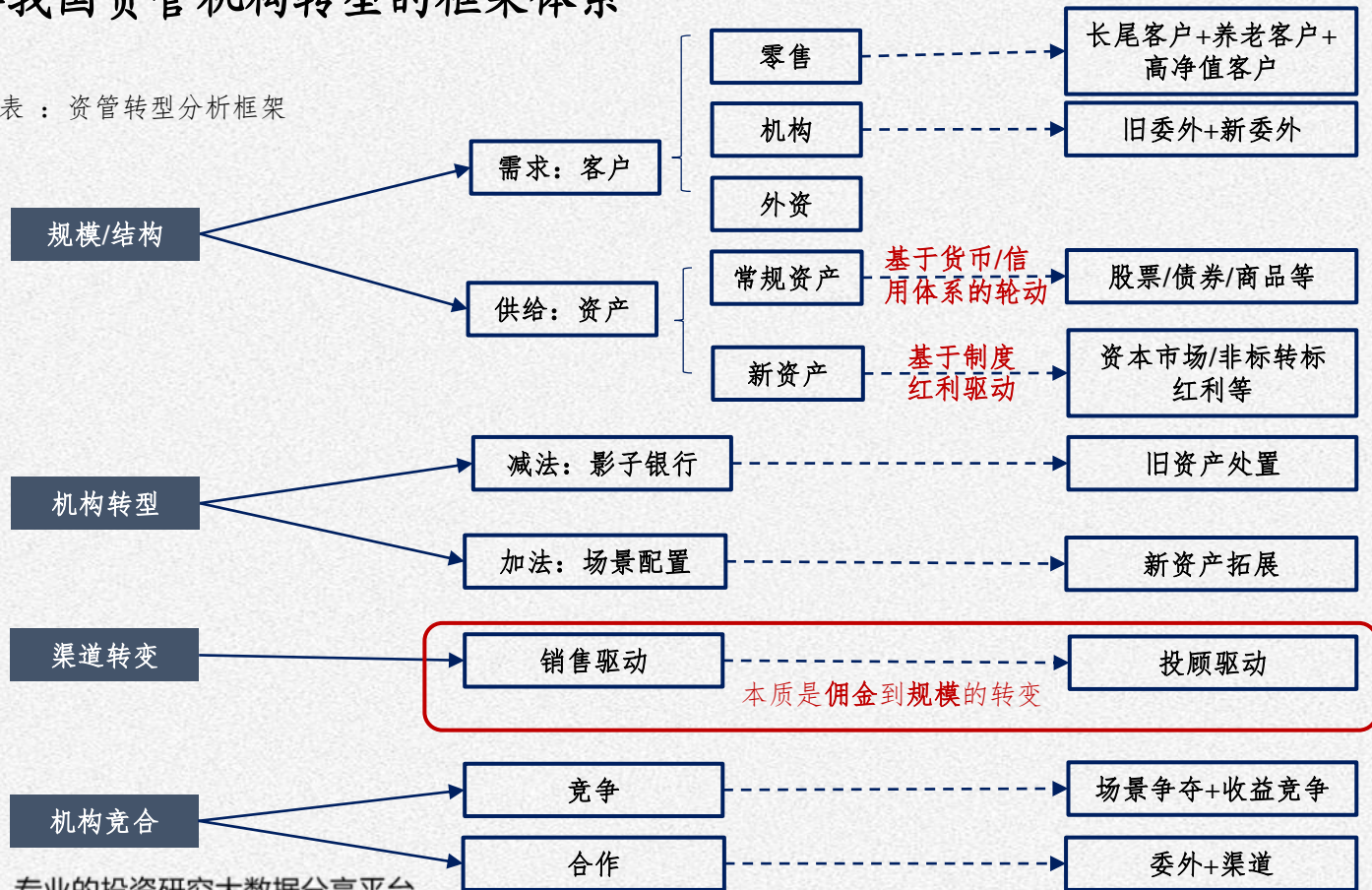
锦囊三：资产管理

锦囊四：财富销售

锦囊五：金融同业

理解我国资管机构转型的框架体系

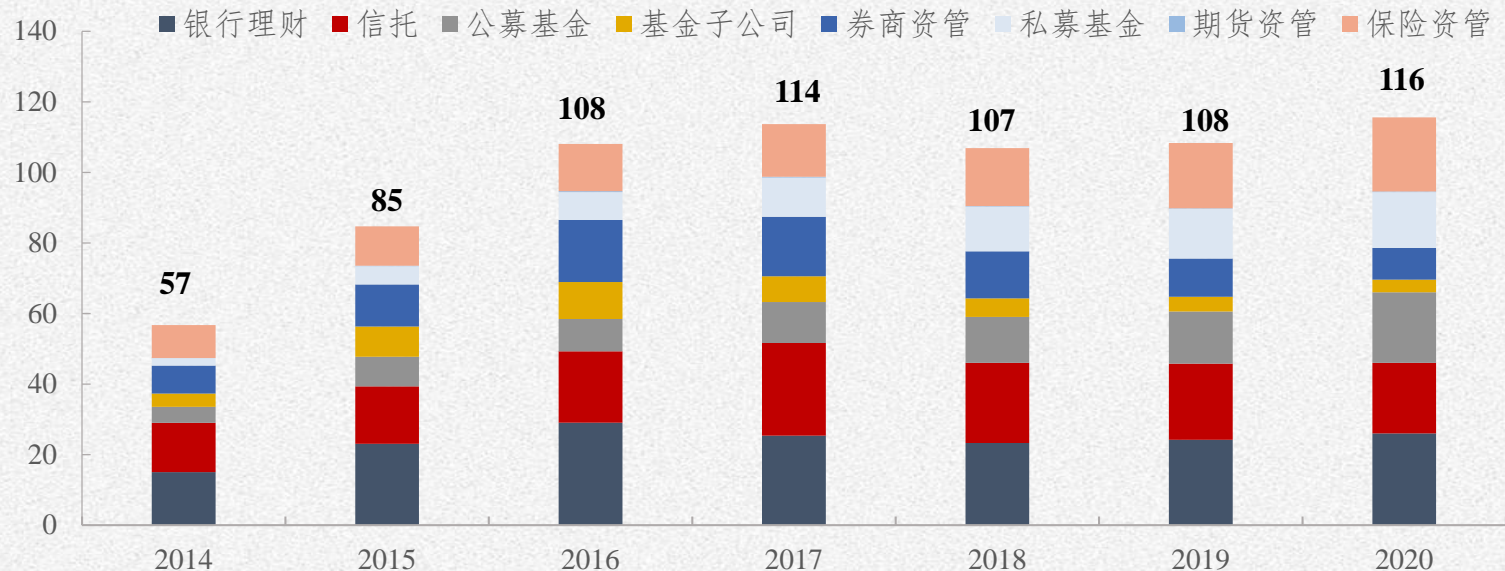
图表：资管转型分析框架



资管行业规模：已稳定在百万亿元

- 资管新规出台后，我国资管行业总体规模经历小幅下滑后逐渐企稳。截至2020年末，预计不考虑交叉口径下的资管行业规模约116万亿元（不扣减交叉嵌套规模）。

图表：2020年资本市场行情火热下权益基金规模加快扩张



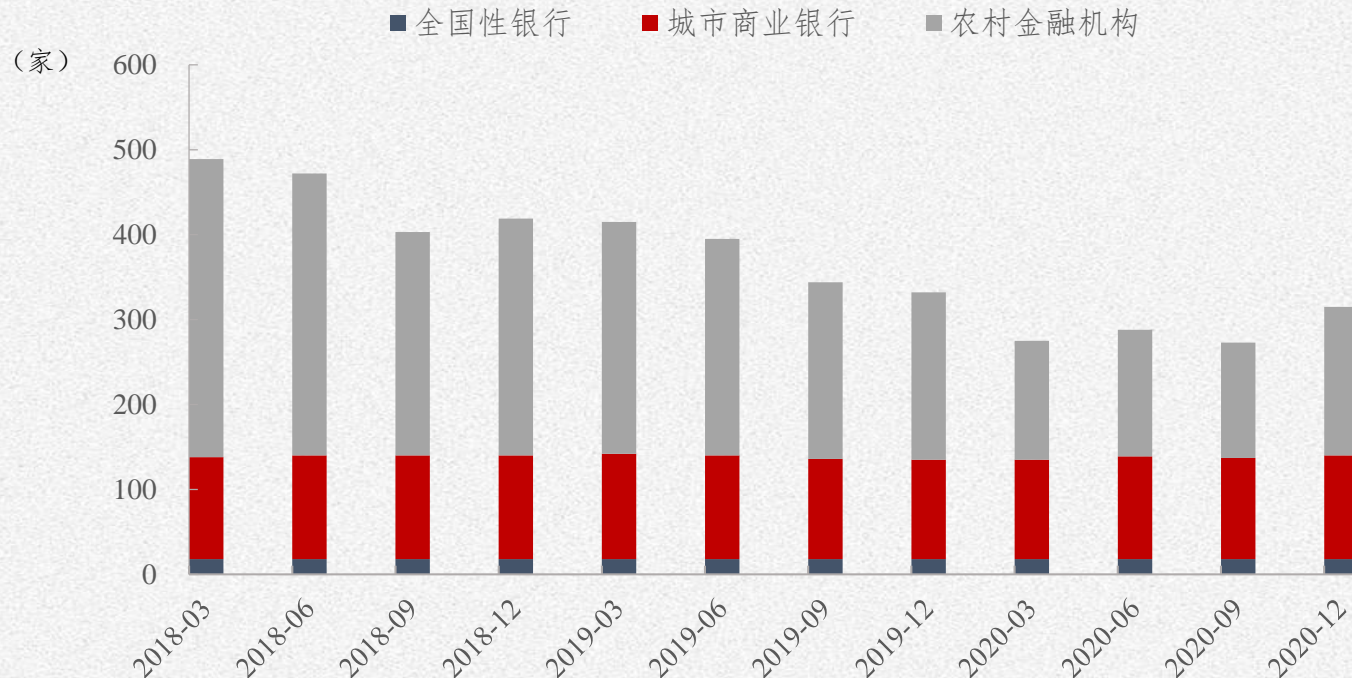
资料来源：Wind，兴业研究

注：银行理财规模包含同业理财规模。

“慧博资讯”专业的投资研究大数据分享平台

行业集中度在提升：银行理财产品发行朝大中型银行集中

图表：参与理财产品发行的农村金融机构数量减少



资料来源：普益标准、兴业研究

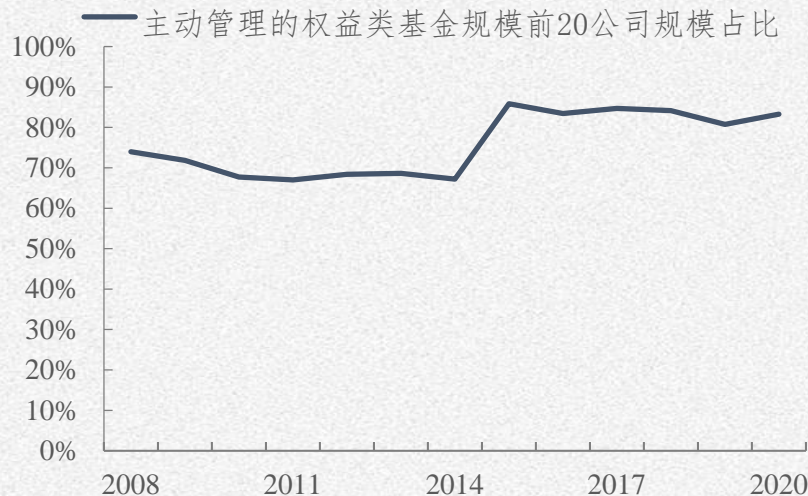
注：家数统计季度发行过非保本理财产品的内资银行或本季度未发行产品但有产品存续或到期的内资银行

“慧博资讯”专业的投资研究大数据分享平台

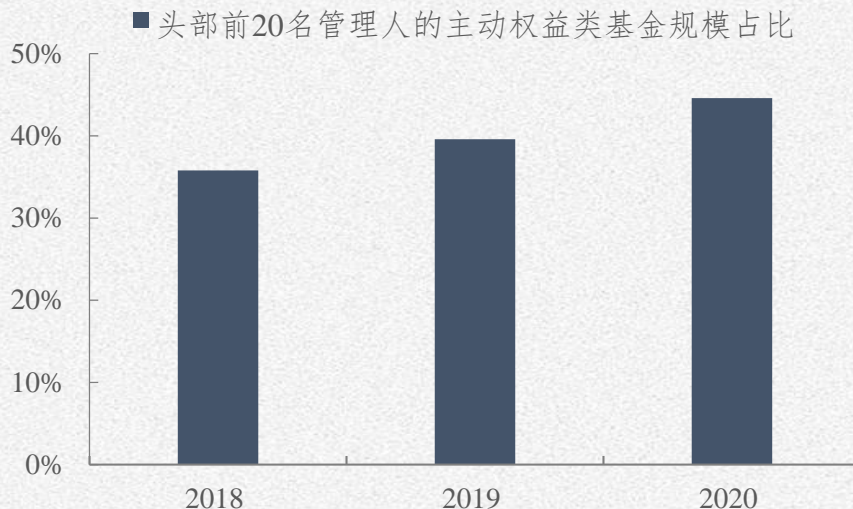
行业集中度在提升：公募基金权益类产品持续向头部管理人集中

- 2020年12月，主动管理的权益类产品规模前20名的基金公司管理了全市场约83%的普通股票型基金，头部的前20名管理人管理了全市场约44%的普通股票型基金。

图表：头部基金公司主动管理股票规模集中度提升



图表：头部主动股票管理人市占率提升



注：按Wind分类，主动管理股票规模按普通股票型基金规模统计。2020年统计数据截至

注：按Wind分类，主动管理股票规模按普通股票型基金规模统计。2020年统计数据截至

2020年12月22日。

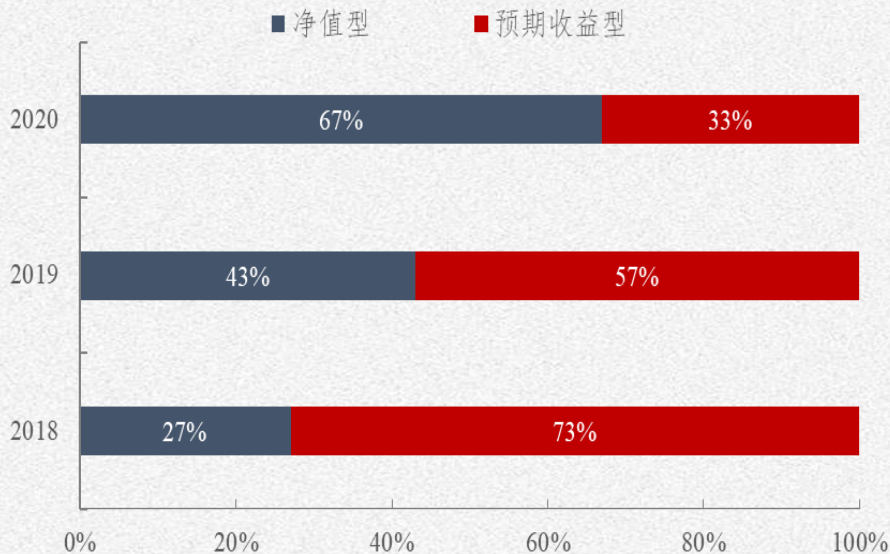
2020年12月22日。

资料来源：Wind、兴业研究、兴业研究。为兴业银行成员机构 使用前请参阅最后一页重要声明

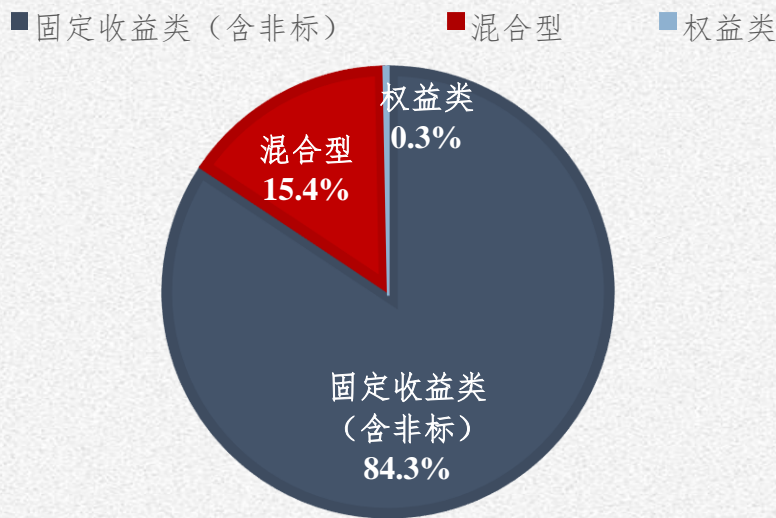
产品结构有差异：银行理财中固定收益类产品呈主流

- 银行理财产品按净值型转化程度来看，预计2020年净值型产品占比提升至约70%；按投资结构划分银行理财中2020年末固定收益类占比80%、权益类产品规模占比0.3%。

图表：净值型产品占比提升



图表：产品类型结构以固定收益型产品为主



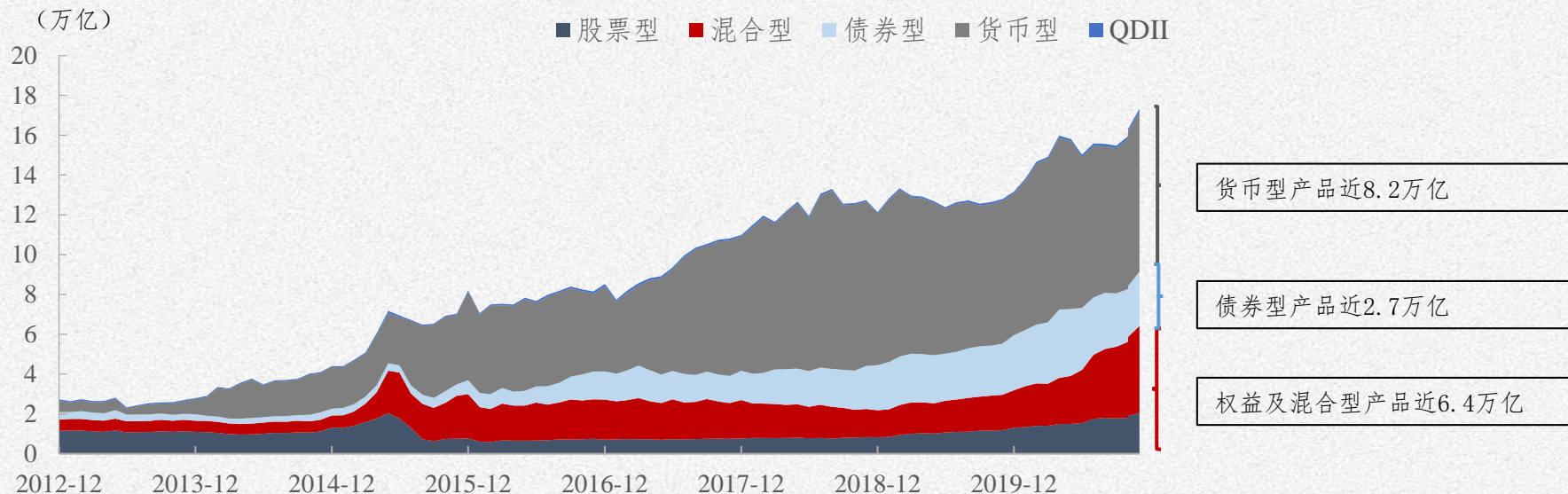
资料来源：中国银行业理财市场报告2018、2019、2020，兴业研究

资料来源：中国银行业理财市场报告2020、兴业研究

产品结构有差异：公募基金权益类占比提升

- 近年权益市场表现突出，带动权益基金发行热潮。截至2020年12月末，权益及混合型开放式基金产品近6.4万亿，占开放式基金管理规模37%左右。

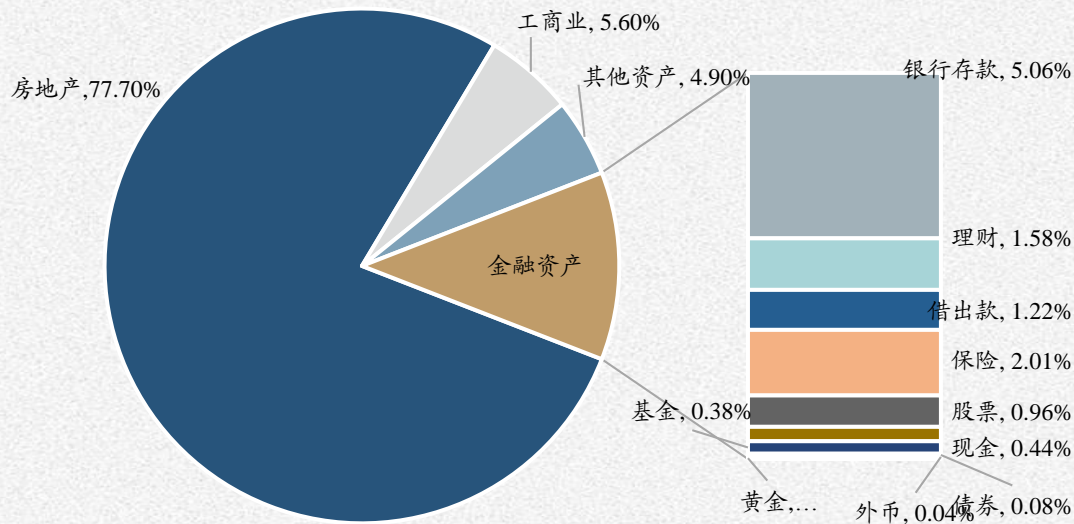
图表：开放式公募基金呈现哑铃型分布



从储蓄地产到资管产品：中国居民资产配置结构仍在迁徙中

- 我国居民财富管理规模近550万亿元，超过70%沉淀在房地产和定期存款上，未来的财富管理市场既面临传统销售规模快速扩张带来的产品兑付和机构声誉压力，也有存量市场腾挪（如过去资金池产品和房地产市场）和新场景（如居民养老）、新资产（如消费金融）带来的发展机会。

图表：我国居民财富主要集中在房地产和银行定期存款上

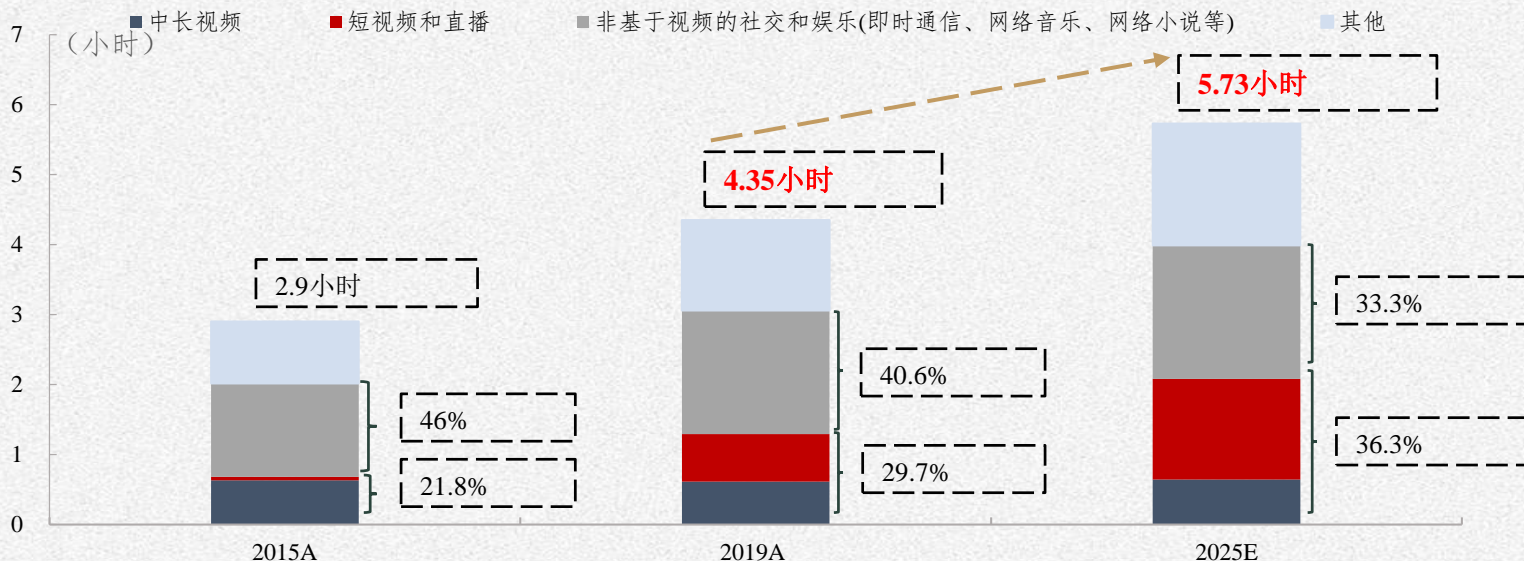


资料来源：西南财经大学2019年3月工作论文，兴业研究

零售端之长尾客户：渠道线上化

- 互联网渗透率维持正增速，线上化加剧显著。

图表：中国移动互联网用户按核心应用程序功能分类的平均日使用时长



资料来源：快手招股说明书、兴业研究

“慧博资讯”专业的投资研究大数据分享平台

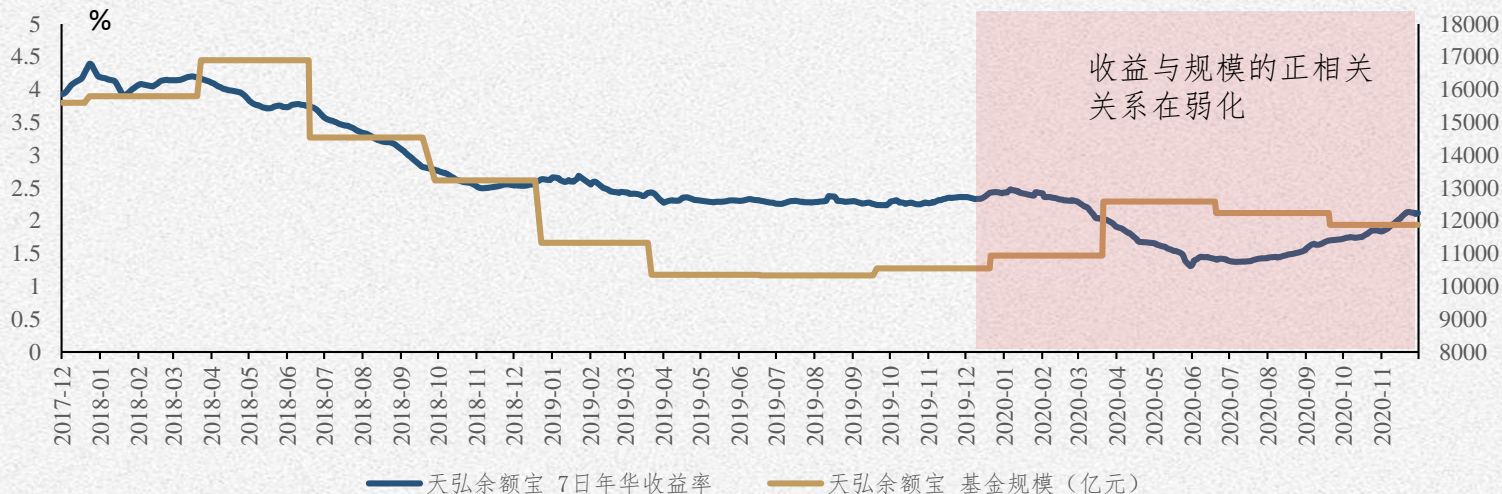
© 兴业研究 版权所有 “兴业研究”为兴业银行成员机构 使用前请参阅最后一页重要声明

点击进入 <http://www.hibor.com.cn>

零售端之长尾客户：追求“小确性”

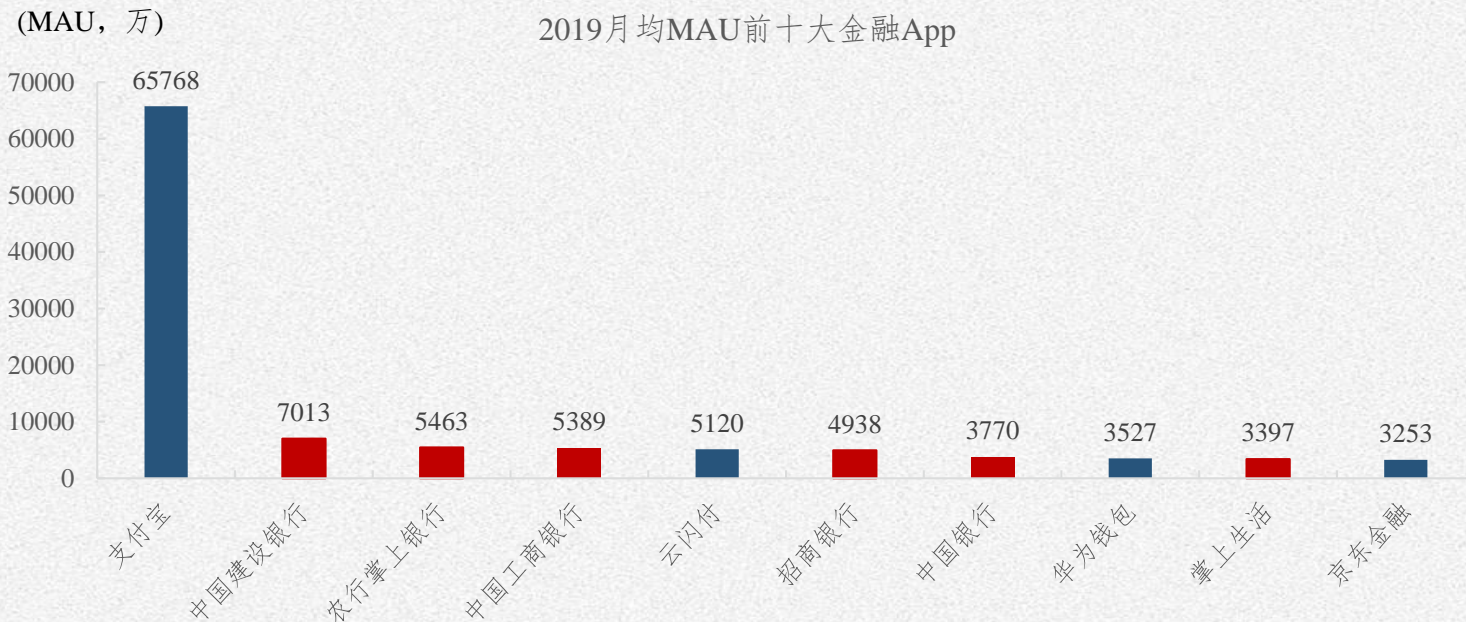
- 伴随着线上化加剧，长尾客户追求资管产品的“便捷体验”。

图表：“余额宝”规模扩张与收益率水平相关度并不大



面对长尾客户，银行未来也是“入口”

图表：银行加快建设移动支付端渠道



资料来源：Quest Mobile研究院、兴业研究整理

“慧博资讯”专业的投资研究大数据分享平台

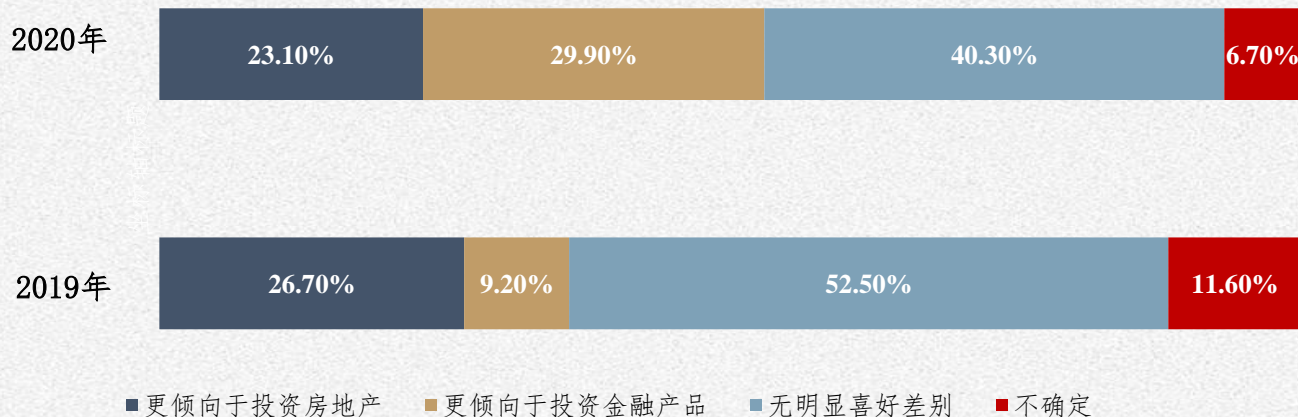
兴业研究 版权所有 “兴业研究”为兴业银行成员机构 使用前请参阅最后一页重要声明

资料来源：招商银行财报，兴业研究整理

零售端之高净值客户：疫情过后财富分化加剧

- 疫情之后财富分化加剧，据《2020中国新富人群财富健康指数报告》数据显示，高净值人群在房产资产的喜好逐渐降低，对于投资金融产品的喜好上升显著。

图表：中国新富人群对金融产品的青睐显著提升



资料来源：《2020中国新富人群财富健康指数报告》，兴业研究

零售端之高净值客户：资产配置定制化

- 据《2020中国新富人群财富健康指数报告》数据显示，2020年中国高净值客户定期存款的配置比例显著提升，同时银行理财产品的配置比例下降，银行可以通过银信合作等方式提供更加定制化、专业化的财富管理服务，使客户产生依赖性，锁定长周期资金。

图表：中国新富人群资产配置情况

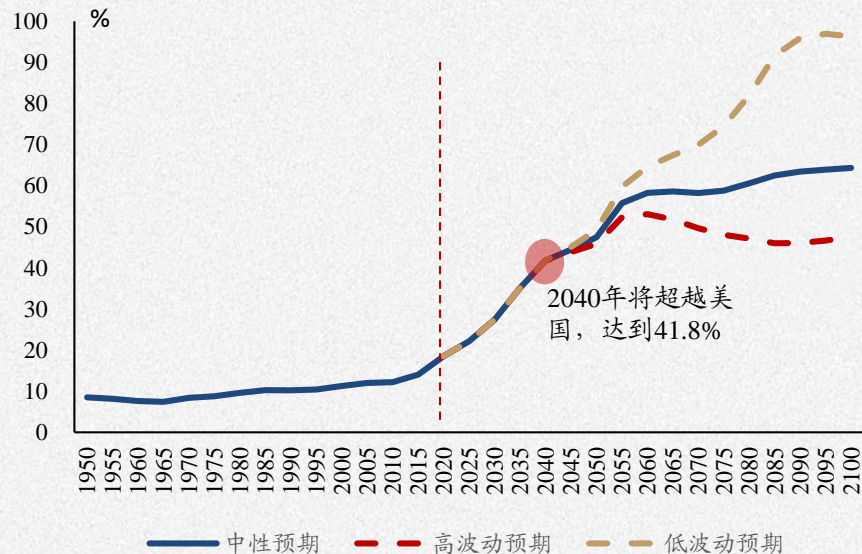
	2019年	2020年	变动幅度
现金	25.00%	28.70%	3.70%
定期存款	19.60%	26.50%	6.90%
银行理财产品	22.30%	16.70%	-5.60%
互联网理财产品	11.40%	11.10%	-0.30%
基金投资	8.40%	7.10%	-1.30%
股票投资	6.20%	4.20%	-2.00%
海外投资	5.10%	3.60%	-1.50%
债券投资	2.00%	1.90%	-0.10%
信托投资	0%	0.20%	0.20%

资料来源：《2020中国新富人群财富健康指数报告》，兴业研究

零售端之养老客户：老龄化社会推动养老需求

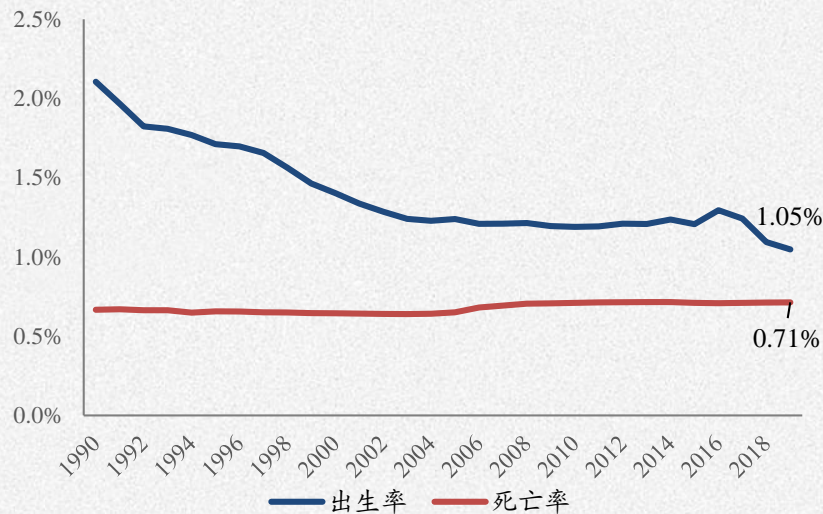
- 老龄化将继续减少居民储蓄水平，同时增加对保值增值资管产品的配置。

图表：老龄化比例预期



资料来源：联合国官网、兴业研究

图表：我国出生率逐年下降

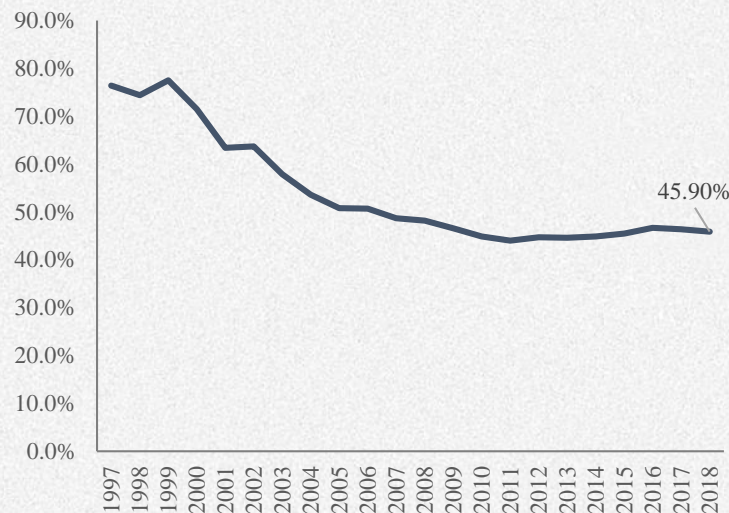


资料来源：国家统计局、兴业研究

零售端之养老客户：第二、三支柱待破局

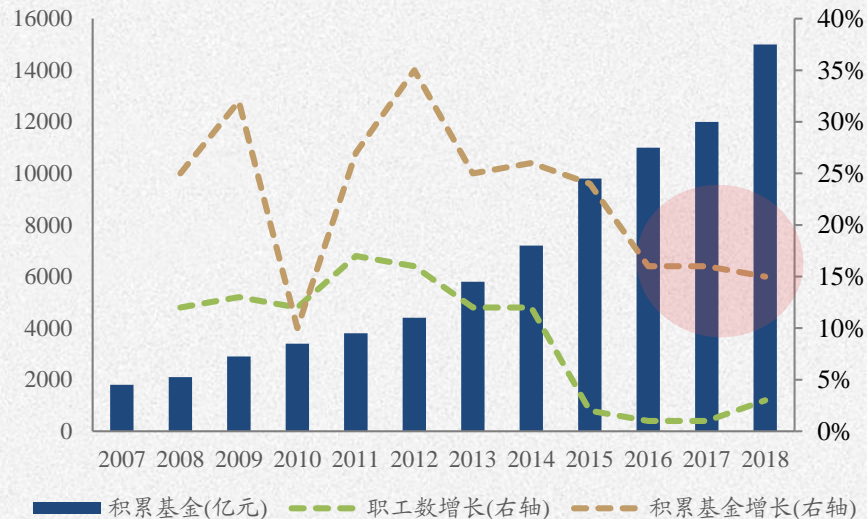
- 近年来，我国养老第一支柱的替代率显著下降，目前全国平均已不足50%，而第二、三支柱当前覆盖面窄，税收等优惠红利不显著导致增速过慢。

图表：我国养老第一支柱替代率逐年下降



资料来源：国家统计局、兴业研究

图表：我国企业年金增长降速

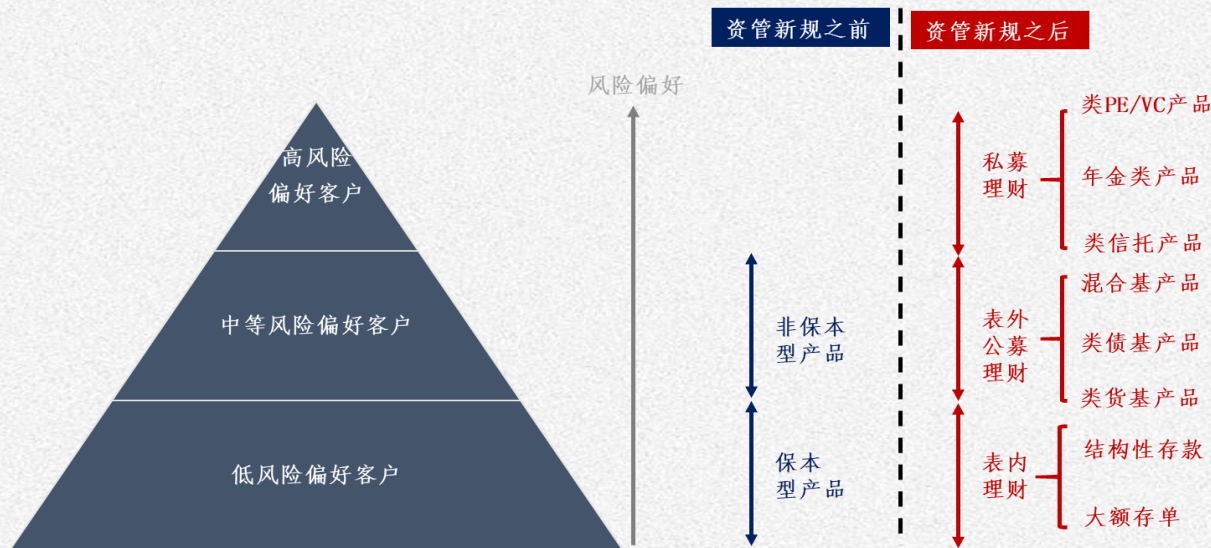


资料来源：人社部、兴业研究

净值化转型下银行理财产品线持续完善

- 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。
- 短期来看，理财子对于风险资产的管理能力较弱，以委外模式和公募基金等专业机构合作是当前一大解决方案。

图表：资管新规后预计银行理财会延伸自身的产品线



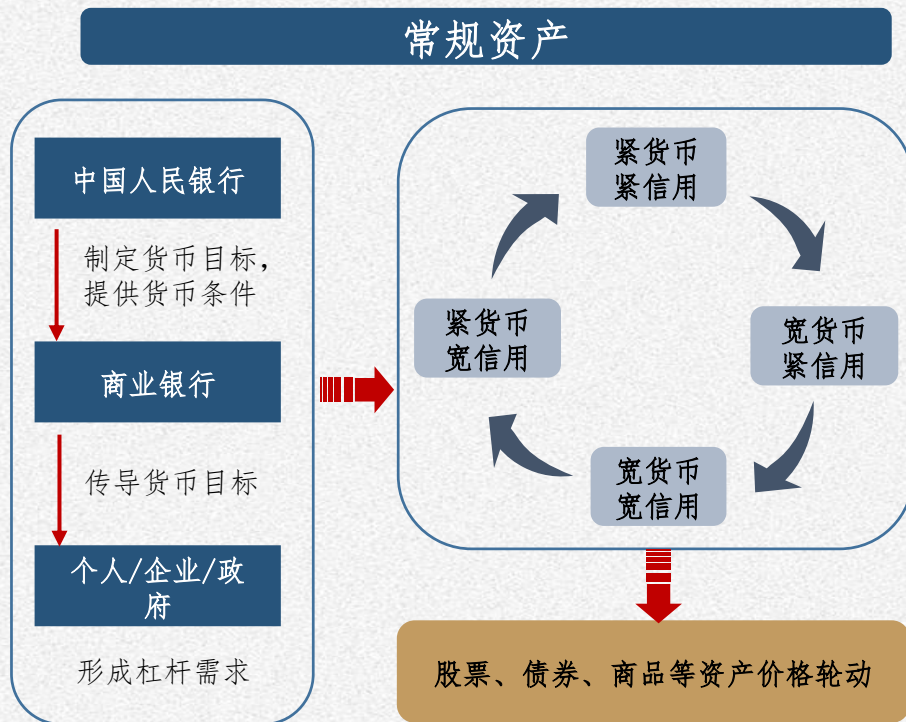
资料来源：兴业研究

“慧博资讯”专业的投资研究大数据分享平台

© 兴业研究 版权所有 “兴业研究”为兴业银行成员机构 使用前请参阅最后一页重要声明
点击进入 <http://www.hibor.com.cn>

资管产品供给来源：常规资产加新兴资产

图表：供给端的资产价格体系

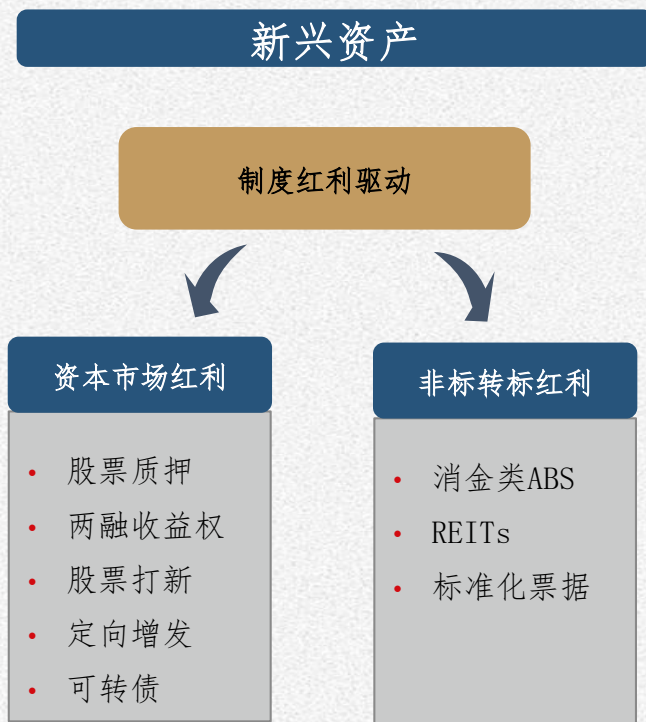


资料来源：兴业研究

“慧博资讯”专业的投资研究大数据分享平台

兴业研究 版权所有 “兴业研究”为兴业银行成员机构 使用前请参阅最后一页重要声明
点击进入 <http://www.hibor.com.cn>

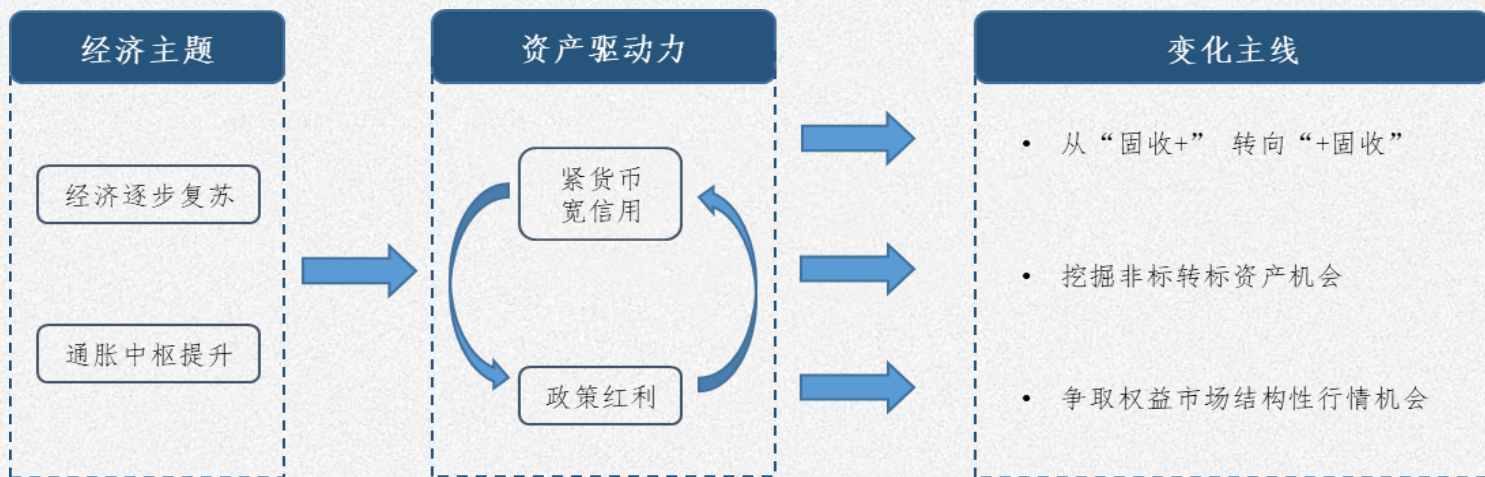
图表：供给端的资产价格体系



资料来源：兴业研究

2021资产端变化的三条主线

图表：资产端变化的主线



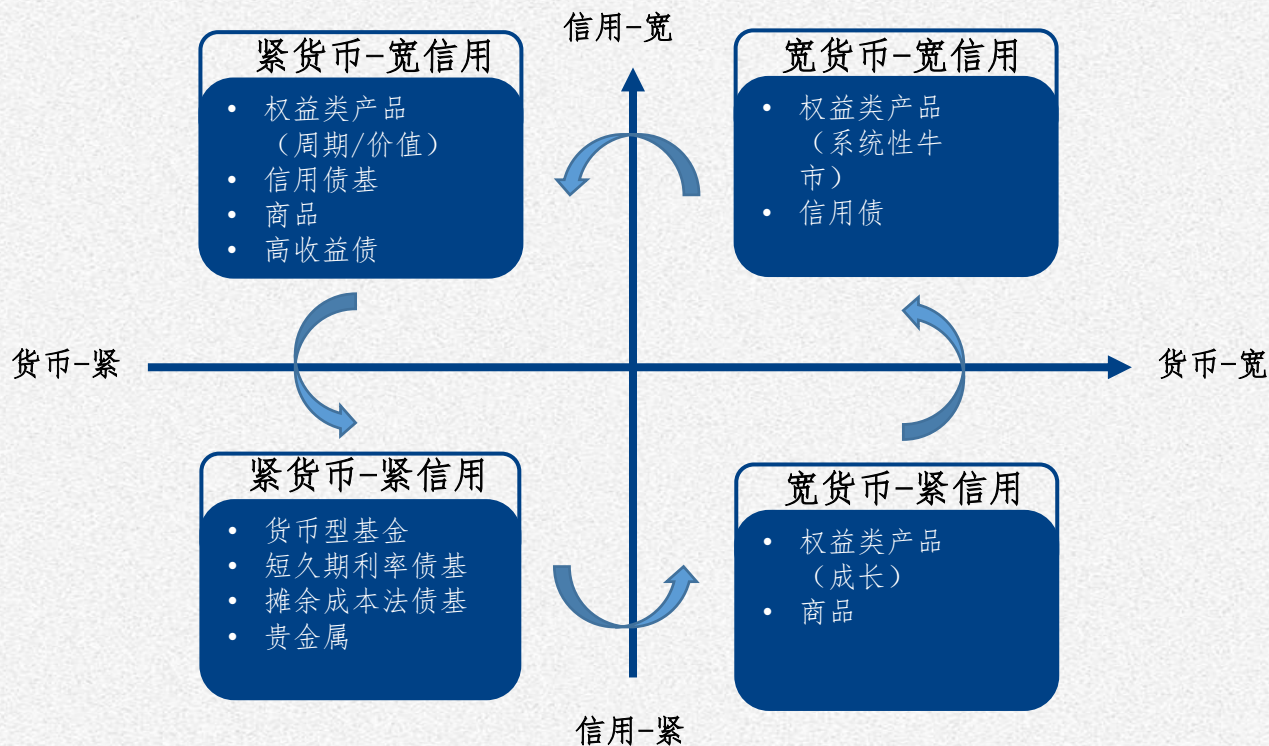
资料来源：兴业研究

“慧博资讯”专业的投资研究大数据分享平台

© 兴业研究 版权所有 “兴业研究”为兴业银行成员机构 使用前请参阅最后一页重要声明
点击进入 <http://www.hibor.com.cn>

常规资产：基于货币与信用的资管产品评价体系（基于周期选择好产品）

图表：信用与货币体系下表现较好的资管产品



资料来源：Wind，兴业研究

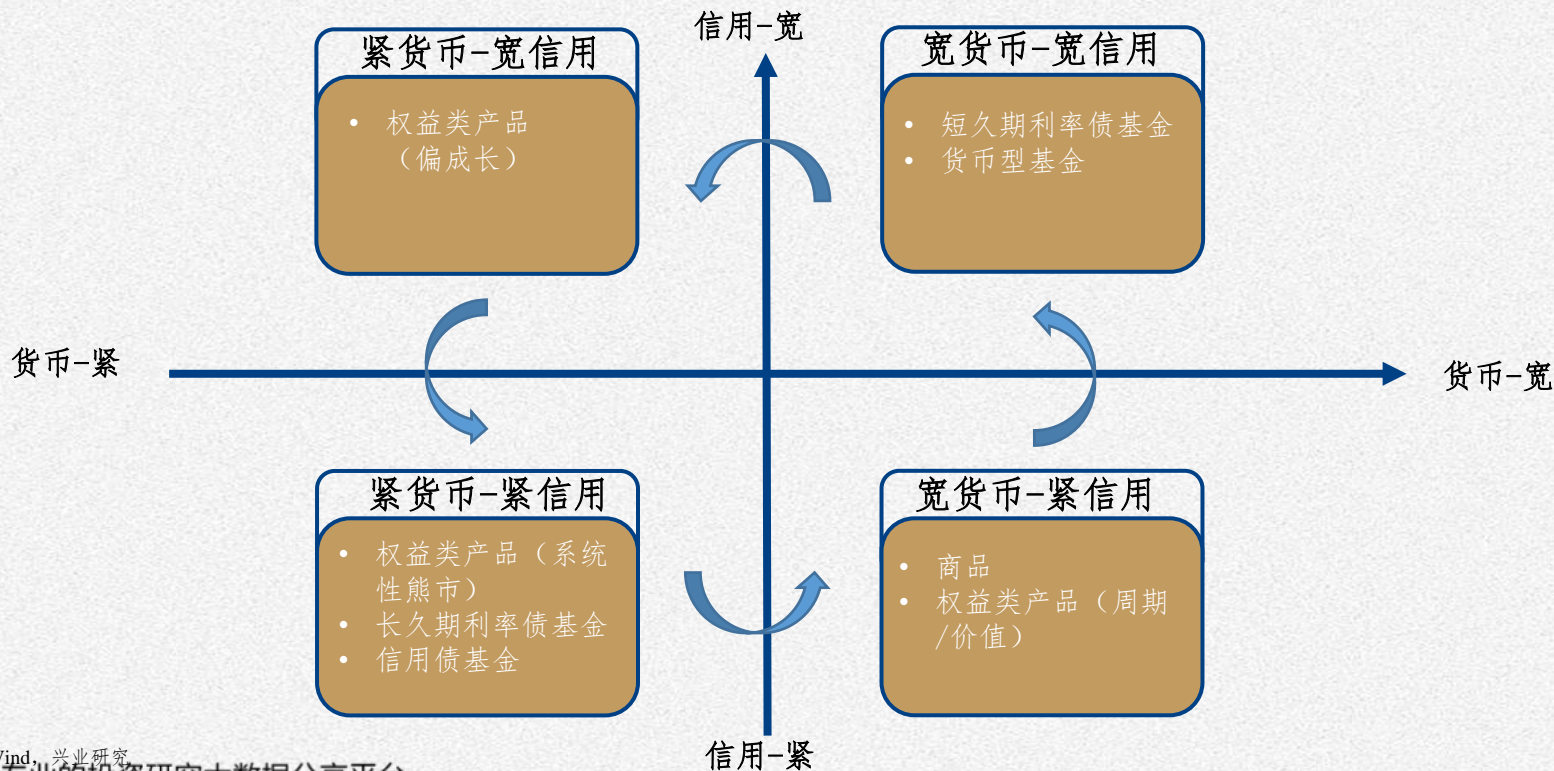
“慧博资讯”专业的投资研究大数据分享平台

© 兴业研究 版权所有 “兴业研究”为兴业银行成员机构 使用前请参阅最后一页重要声明

点击进入 <http://www.hibor.com.cn>

常规资产：基于货币与信用的资管产品评价体系（基于周期规避差产品）

图表：信用与货币体系下表现较好的资管产品



资料来源：Wind，兴业研究

“慧博资讯”专业的投资研究大数据分享平台

© 兴业研究 版权所有 “兴业研究”为兴业银行成员机构 使用前请参阅最后一页重要声明

点击进入 <http://www.hibor.com.cn>

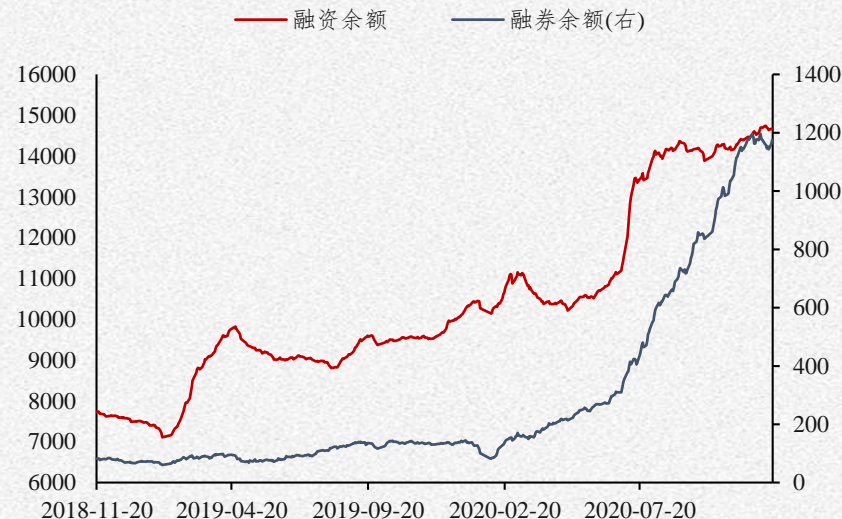
新资产：资本市场红利增加股票质押/两融收益权等类债权资产供给

- 新冠疫情以来市场风险偏好抬升，比价效应下外资不断流入，权益市场热度高涨，为股票质押、两融收益权等资产提供了更好的定价优势。

图表：资产证券化率仅次于2015年水平



图表：两融余额上升显著



资料来源：Wind，兴业研究

“慧博资讯”专业的投资研究大数据分享平台

资料来源：Wind，兴业研究

新资产：打新/再融资/可转债市场提供绝对收益机会

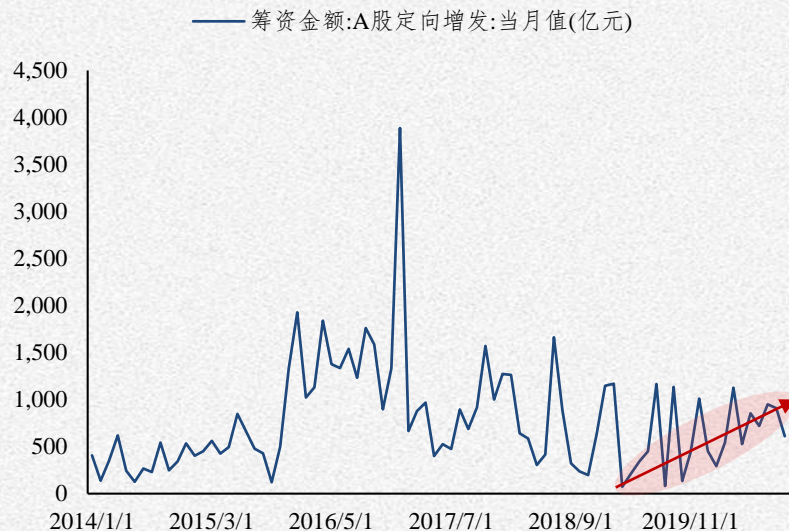
- 资本市场红利的开启有可能推动中国权益市场慢牛，更多的企业将通过资本市场补充股权资金。

图表：政策红利下多资产配置价值在提升

资产	政策红利	影响
权益打新	2019年以来证监会多次提出“全力以赴推进注册制改革试点”	随着注册制在“科创板”和“创业板”上逐步推进，更多的企业迎来上市机会
再融资	2020年2月14日，中国证监会发布了《上市公司再融资制度部分条款调整涉及的相关规则》	鼓励实体企业通过资本市场补充股权资金，降低了定向增发的难度和限制
可转债	证监会于2020年9月8日起正式调整可转债和可交换债的发行方式，将资金申购改为信用申购	供给侧改革下越来越多优质标的发行为市场注入新鲜血液

资料来源：兴业研究

图表：再融资规模提升



资料来源：Wind，兴业研究

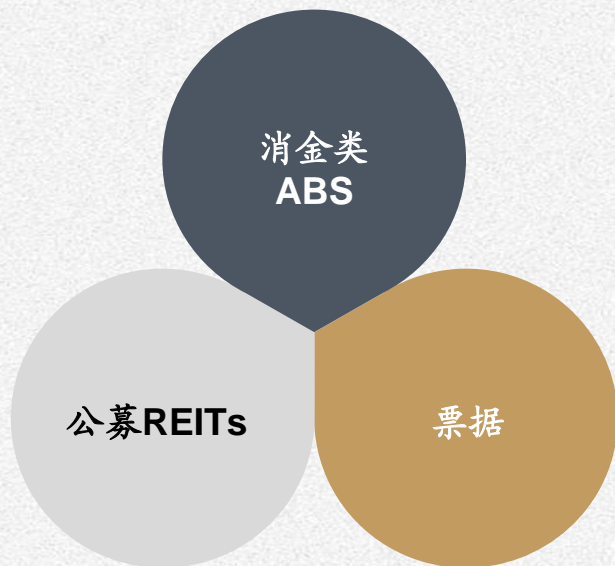
“慧博资讯”专业的投资研究大数据分享平台

© 兴业研究 版权所有。“兴业研究”为兴业银行成员机构 使用前请参阅最后一页重要声明
点击进入 <http://www.hibor.com.cn>

新资产：标准化红利下非标转标带来资产机会

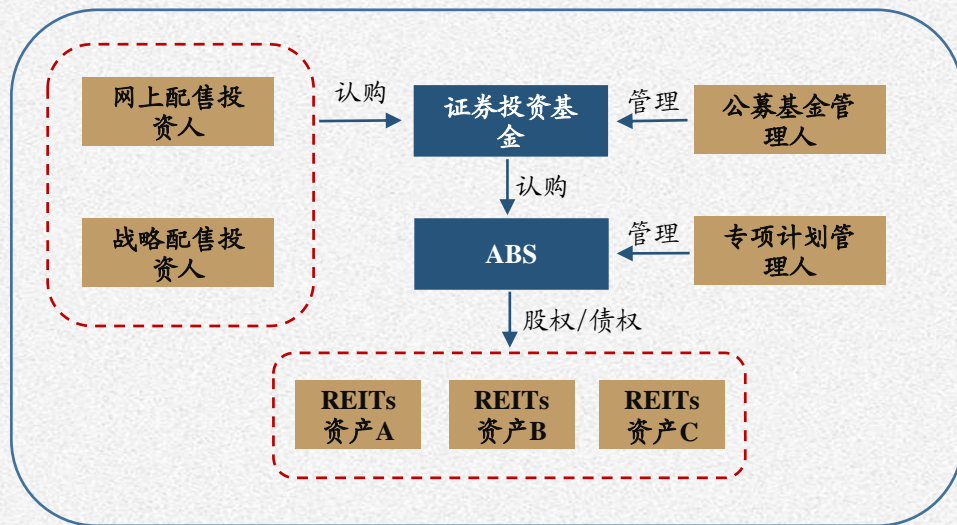
- 非标资产逐步压降规模，标准化债权资产的配置价值正在提升，重点关注消费金融类ABS、公募REITs、标准化票据资产。

图表：标准化红利下债券类资产配置价值在提升



资料来源：兴业研究

图表：公募REITs交易结构



资料来源：兴业研究

破旧篇：资金旧循环下存量风险资产化解

- 2021年是完成资管新规执行一年，银行表外综合自身资源、监管要求、投资者体验后，应对策略多样。

图表：表外理财存量资产化解方式

处置方法	机构	监管	投资者	适合资产	适合机构
非标回表	减少资本充足率，恶化资产质量	较支持	产品供给减少	非标等类信贷资产，不良资产、永续债/银行资本补充工具等长久期债权资产	资本充足率较高的机构，如国有大行/农商行
非标转标	进入标准品要求	需要放开相关政策	维持产品供给	非标等类信贷资产	投行能力强的机构，如股份行/城商行
产品替代	匹配长久期，能接受收益波动的资金	符合要求	新增产品供给	长久期债权资产和非上市股权	产品设计能力强的机构，如股份行/城商行
资产转让	转让给不良资产处置、债转股机构乃至保险机构，承受一定转让损失	符合要求	产品供给减少	不良资产、长久期债权资产	损失承受能力强的机构，如国有大行
单独沟通	单独沟通，寻求特殊资产延期处理	酌情处理	维持产品供给	非上市股权	政策沟通能力强的机构

资料来源：兴业研究

“慧博资讯”专业的投资研究大数据分享平台

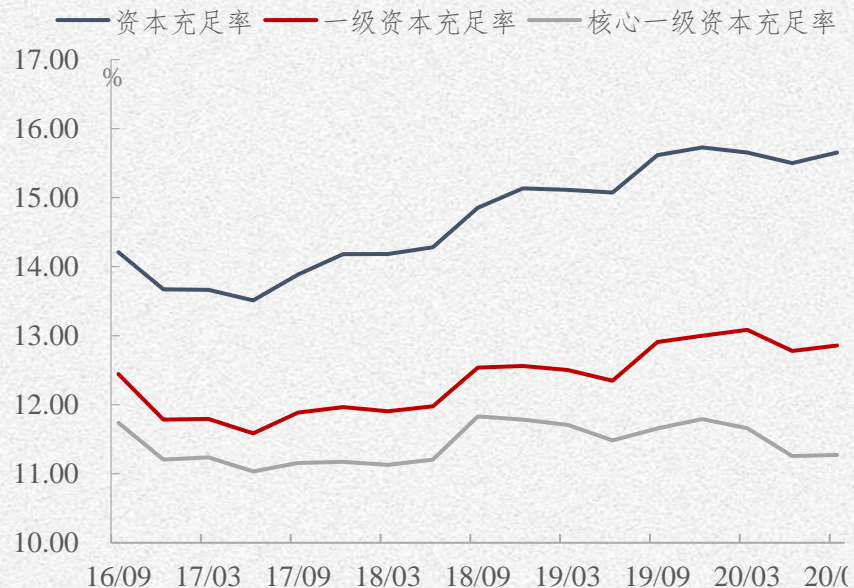
© 兴业研究 版权所有 “兴业研究”为兴业银行成员机构 使用前请参阅最后一页重要声明

点击进入 <http://www.hibor.com.cn>

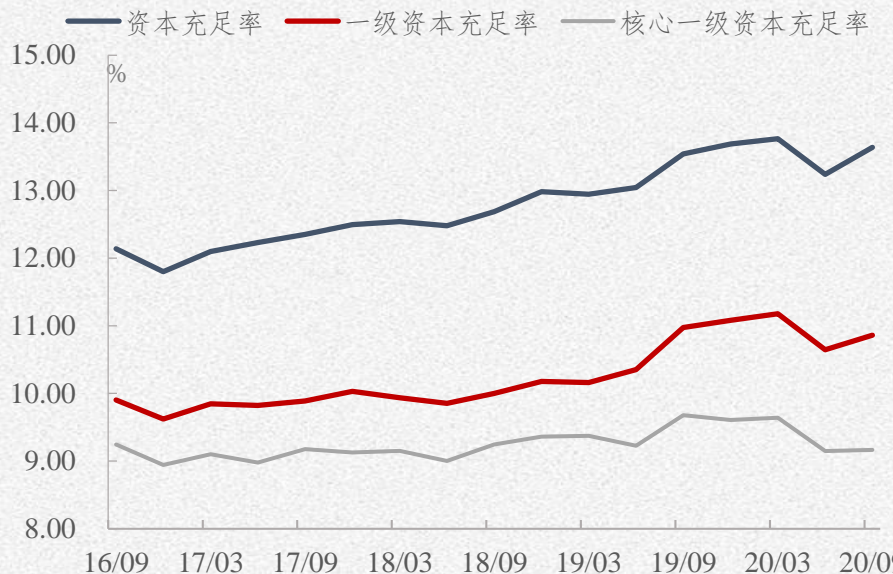
化解路径之非标回表：考验资本充足率，大行更占优

- 非标资产回表将稀释银行表内资本充足率，恶化资产质量。

图表：六大行三季度资本指标整体稳健



图表：股份制银行三季度资本指标抬升



资料来源：Wind、银行财报、兴业研究

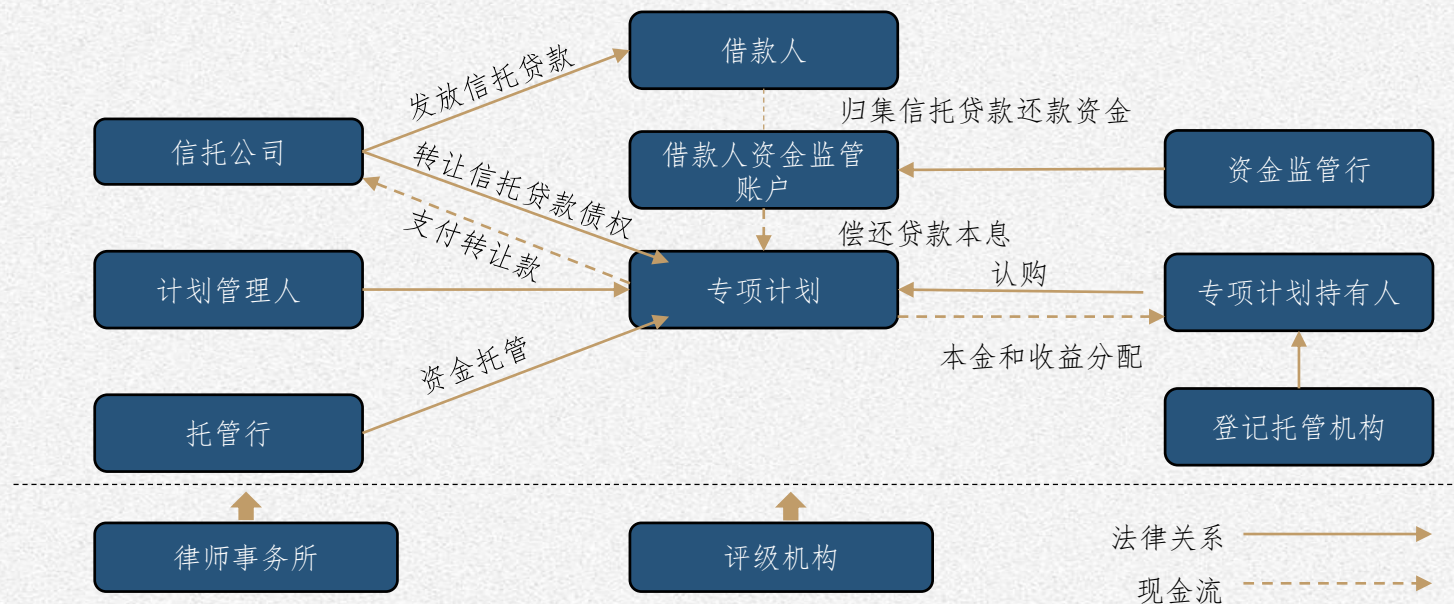
资料来源：Wind、银行财报、兴业研究

“慧博资讯”专业的投资研究大数据分享平台

化解路径之非标转标：转标标准较高，需进一步放开政策红利

- 对于近10万亿元的信托非标余额，转标想象空间巨大，但要落地仍有很多困难：1、“5大划定标准”较严苛；2、各类监管机构的标准化业务尺度不一；3、流动性或不及预期，管理要求高。

图表：非标转标模式



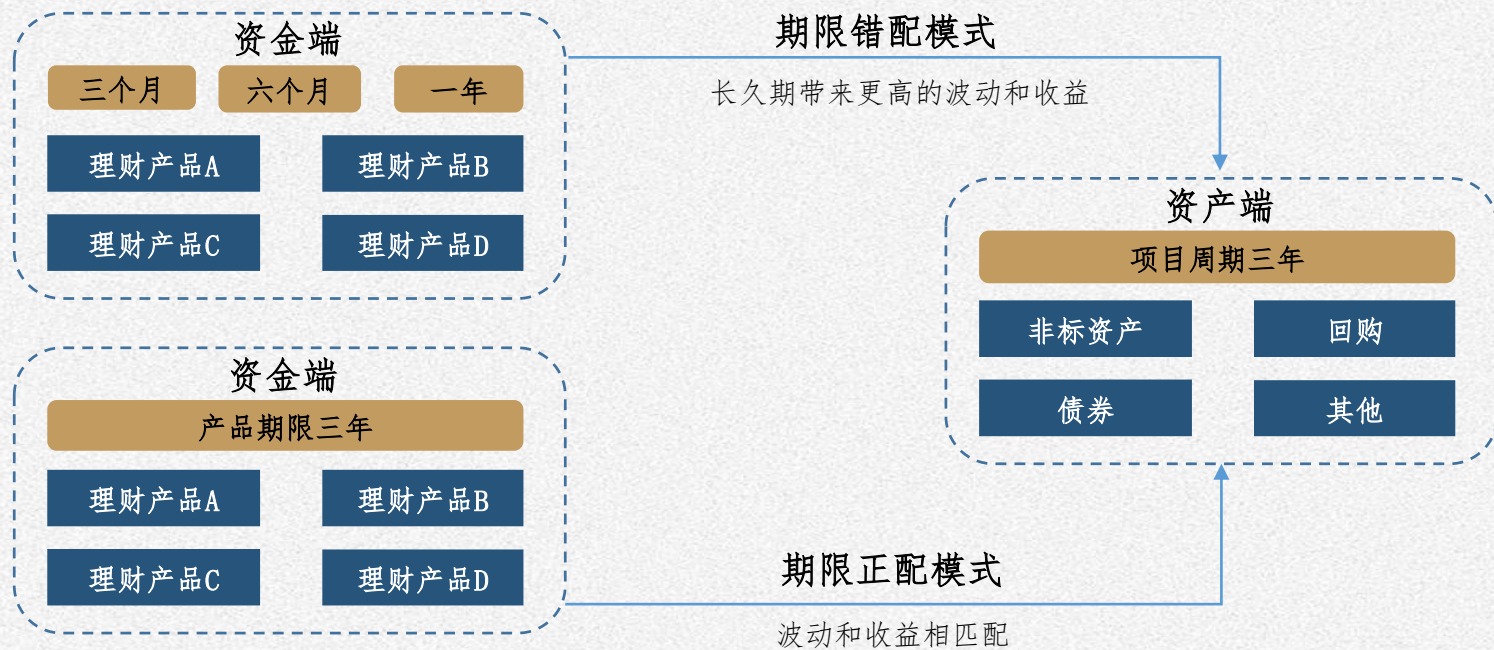
资料来源：Wind、银行财报、兴业研究

“慧博资讯”专业的投资研究大数据分享平台

化解路径之产品替代：需找更长期限的负债来匹配

- 非标资产回表将稀释银行表内资本充足率，恶化资产质量。

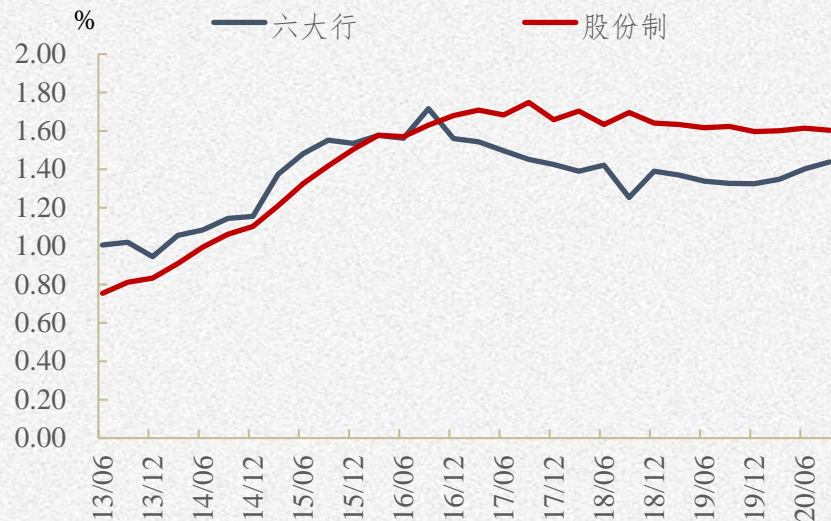
图表：资金与资产端期限从错配到正配



化解路径之资产转让：市场化转给AMC等机构短期银行要买单

- 将部分不良资产、长久期债权资产转让给AMC，资产的处置程度取决于AMC的市场定价水平（一般转让给AMC公司需要3-4折折扣）。

图表：2020年三季度六大行不良率小幅提升



资料来源：Wind、兴业研究

“慧博资讯”专业的投资研究大数据分享平台

© 兴业研究 版权所有 “兴业研究”为兴业银行成员机构 使用前请参阅最后一页重要声明

图表：AMC的处置资产的主要模式

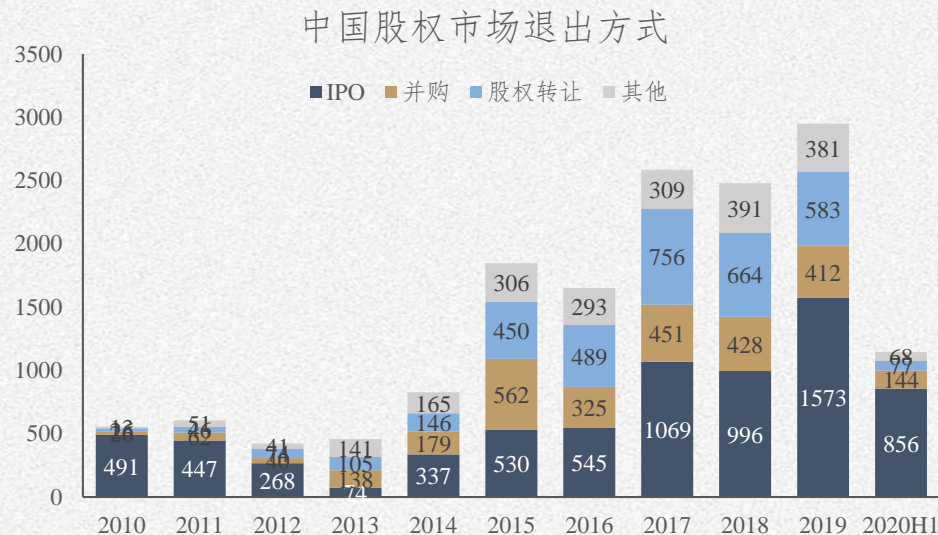
- (1) 资产证券化
- (2) 以物抵债+在租赁市场进行租赁
- (3) 债转股
- (4) 引进战略投资者
- (5) 地方资产管理公司、银行、专业服务机构等多方机构合作
- (6) 股权投资或阶段性经营
- (7) 产权交易中心、金融资产交易所转让
- (8) “管理公司+基金”的模式
- (9) “银行+地方AMC”的“买入返售”模式

资料来源：Wind、兴业研究

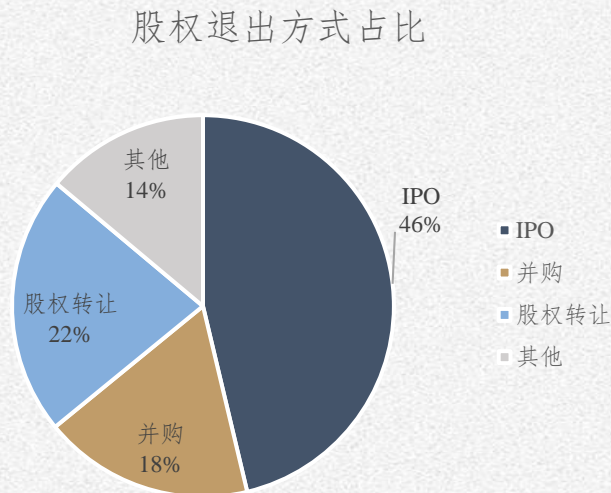
化解路径之单独沟通：主要针对长久期股权上市等资产

- 据清科研究中心统计，2019年我国股权投资项目退出回报倍数及IRR中位值分别为1.65倍和23.6%。
- 非上市股权资产流动性较差，短时间内无法消化（或长达5~7年），可以单独沟通，寻求特殊资产延期处理。

图表：IPO、并购和转让是主要退出方式



图表：IPO退出占比最高



资料来源：清科研究中心、兴业研究

“慧博资讯”专业的投资研究大数据分享平台

© 兴业研究 版权所有 “兴业研究”为兴业银行成员机构 使用前请参阅最后一页重要声明

点击进入 <http://www.hibor.com.cn>

资料来源：清科研究中心、兴业研究

2021 还是 2025? 理解银行理财旧资产处置期限延长

当前处置银行表外旧产品中老资产不存在困难，但需要考虑银行自身资本水平和能承受的成本

- 非标回表和转让更符合监管意图，但这要么增加银行资本充足率负担，要么因资产亏损和打折造成银行当期损失。
- 非标转标和表外消化是商业银行主动选择的方式，但目前监管对标准化资产认定严格，消化表外非标等资产需要长久期负债匹配，这对商业银行产品设计和募资期限有更高要求。
- 单独沟通针对特殊属性资产，如期限较长（如5年以上）的非上市股权等，难有普适性。

净值型转型要求不能一以贯之

- 不适用于中小银行：中小银行老产品中对非标资产的依赖度更高，但“一行一策”政策只针对国有大行，这表明政策立足于维护金融系统稳定，并非政策转向。
- 不适用于新产品：从目前政策脉络（如现金管理类理财产品办法征求意见稿等），针对资管新规后发行的“新产品”，监管导向并没有任何放松态度。

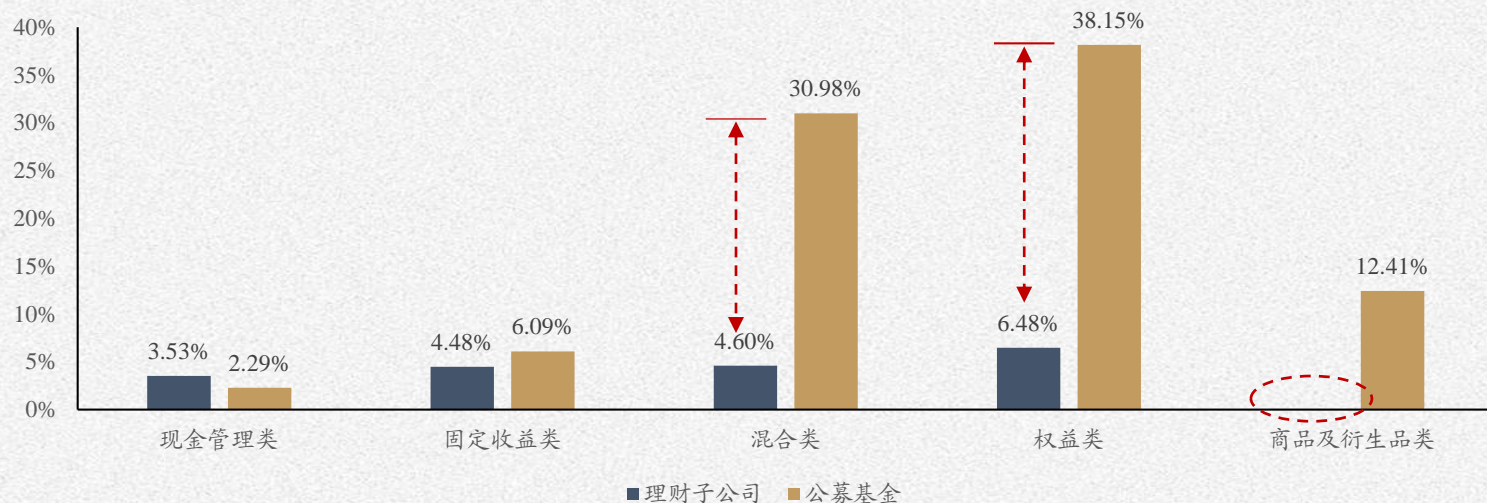
延缓部分资产处置期限，有利于改善市场风险评价。

- 相关信息如果得到印证，这有利于改善债券和股票市场风险评价。作为对非标融资依赖度较高的主体，房地产和地方融资平台在2021年再融资出现困难的预期得到修复，这整体有利于提升顺周期资产的价格。

立新篇：重构资金与资产的新循环

- 当前理财产品整体收益率较低，产品结构单一（以现金管理类产品为主），难以匹配多元化的资金属性，未来的方向是基于场景构建资金与资产的新循环。

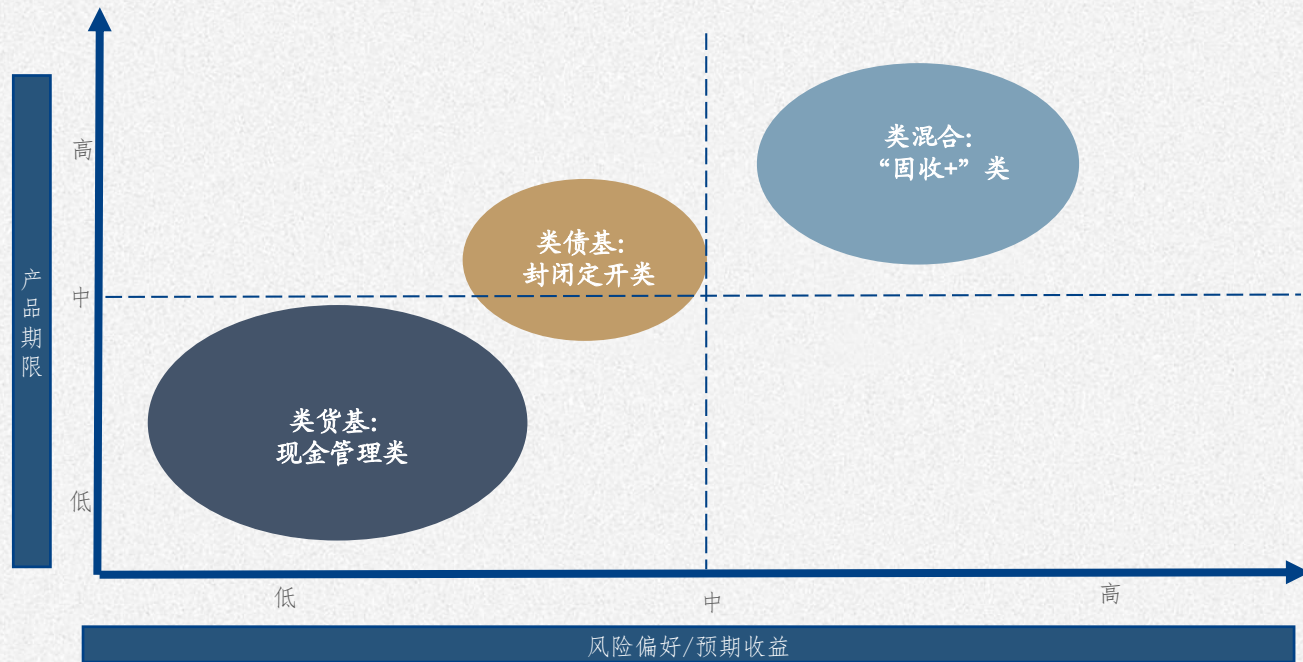
图表：银行理财产品收益整体较低



三类主流净值型产品：不同场景分类应对场景分层

- 截至2020年8月25日，已发行现金管理类产品55只，占比3.4%，财富保值类产品412只，占比25.4%，养老增值类产品1127只，占比69.6%，机构资管类26只，占比1.6%。

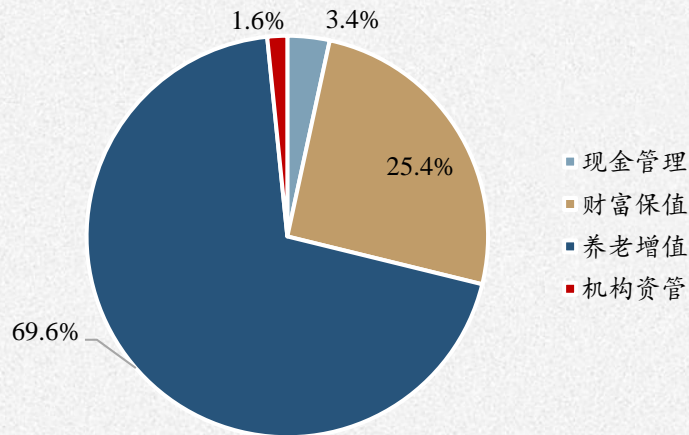
图表：不同场景分类对应的期限与风险偏好



现金管理类产品是现阶段银行理财转型的最重要的抓手

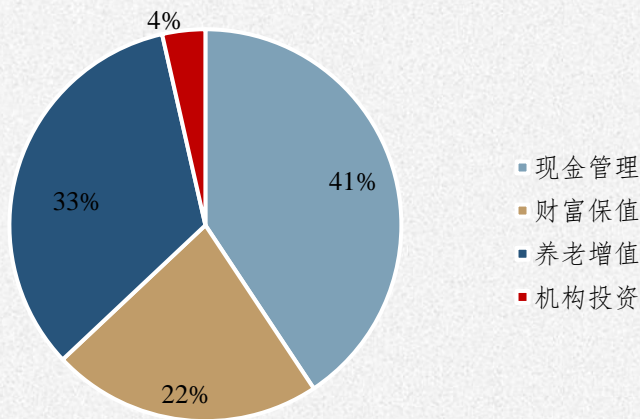
- 尽管居民负债期限拉长、风险偏好增加，银行客户属性仍决定了短期内理财子公司在现金管理类产品上的需求量更大，而现金管理类产品具有容量大、存续时间长的特点，因此从产品数量上看占比较低，规模上看占比较高。

图表：理财子公司理财产品场景分类占比（数量）



资料来源：中国理财网，兴业研究
注：数据截止到2020年8月末

图表：理财子公司理财产品场景分类占比（规模）

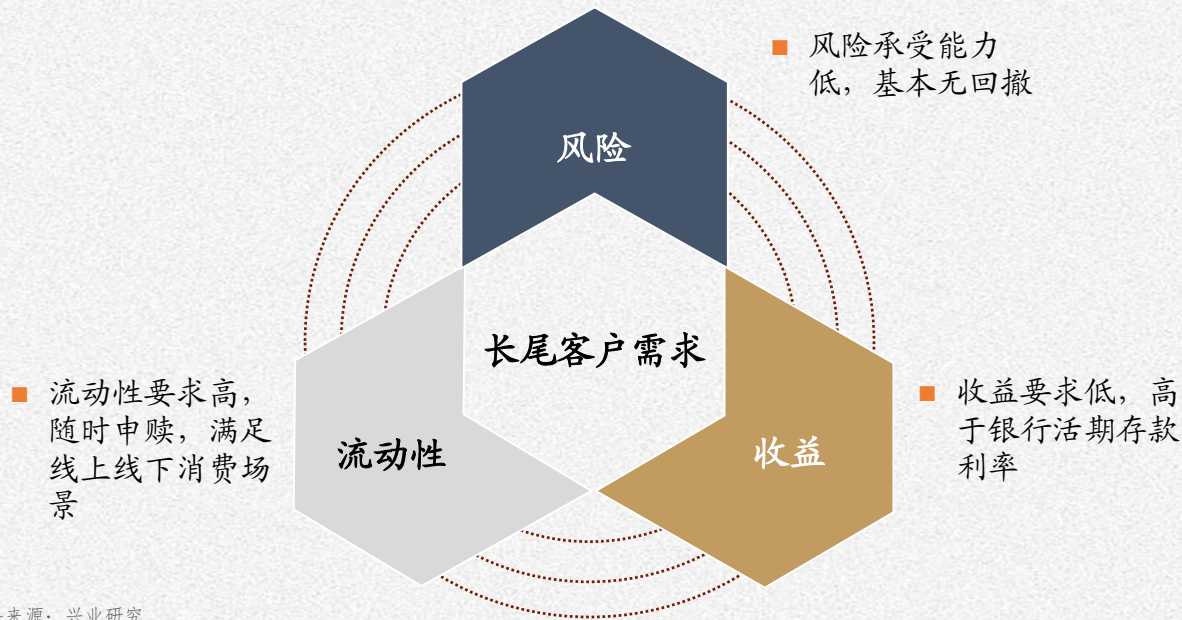


资料来源：中国理财网，Wind，兴业研究
注：数据截止到2019年末

现金管理类基于流动性需求和规则差异驱动

- 投资人对于理财或资管产品的核心需求在于流动性，需要满足丰富的消费场景，同时兼顾产品体验与即时性，目标产品主要是**现金管理类产品**（包括货币型公募基金、智能存款等）。

图表：长尾客户对于资管产品的需求由流动性驱动



资料来源：兴业研究

封闭类债基有赖于短久期非标资产供给

- 追求财富保值增值为目的，通常具有流动性好、收益稳健等特征。可投资的资产标的为中长久期债券，或辅以20%以内非标资产增厚收益，收益来源主要是获得票息、非标债券收益和资本利得收益。

图表：财富保值类理财产品预期收益率对比

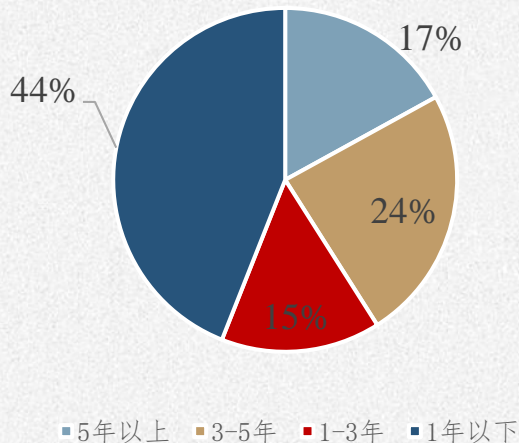
产品名称	期限	预期收益率
中银理财智富中国优势企业指数灵活配置	365天	5.2%（浮动）
中银理财稳富（季季开）	90天	3.10%-3.80%
建信理财“嘉鑫”（1年）封闭式	383天	3.60%（浮动）
建信理财“睿鑫”（半年）定开	187天	最高预期收益率4.60%
建信理财“睿智”（3个月）定开	90天	3.65%（浮动）
南银理财“珠联璧合-季季鑫1号”人民币理财	91天	3.90%-4.35%
江西银行优盛理财-创赢	141天	3.75%-3.90%
光大理财资产管理类理财产品“薪悦	130天	3.85%（浮动）

资料来源：中国理财网，兴业研究

“固收+”类产品需要持续投资者教育

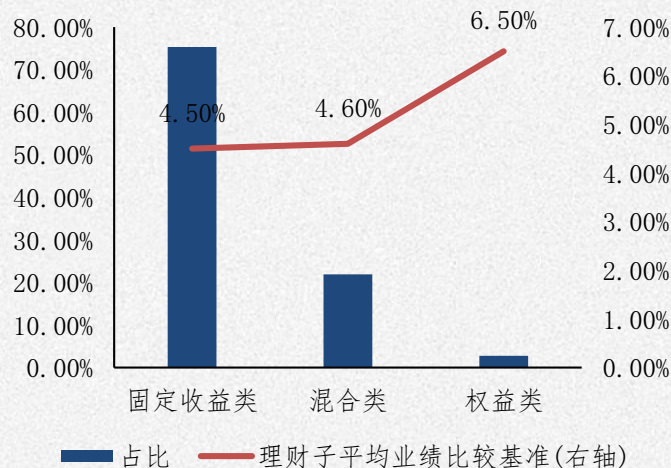
- 养老增值类理财产品以追求资产长期稳健增值为目的，通常具有投资期限长、收益较稳健等特征，契合银行理财投资久期偏长又不能期限错配的客观要求。

图表：“固收+”产品的期限特征



资料来源：中国理财网，兴业研究

图表：理财子公司理财产品类型占比



资料来源：中国理财网，Wind，兴业研究
注：数据截止到2020年8月25日

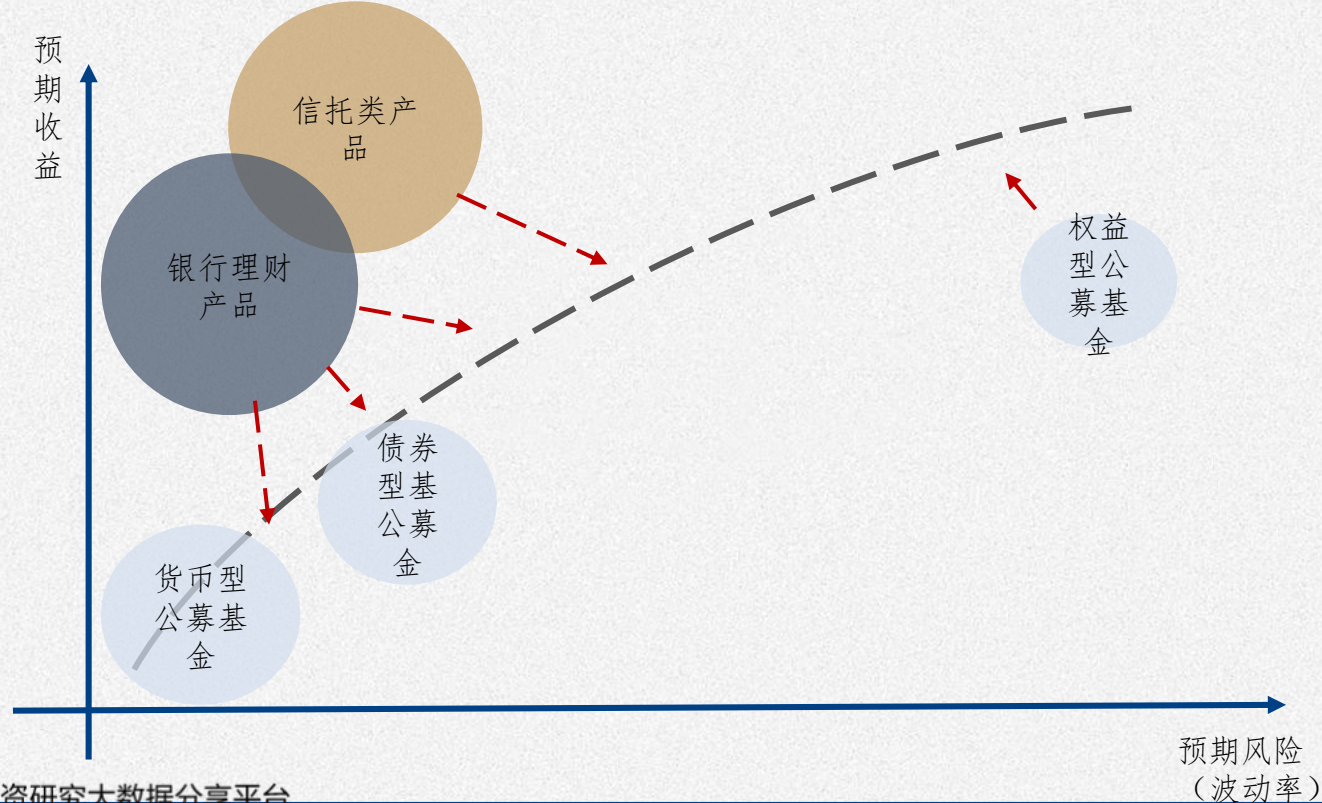
机构理财将基于不同部门需求构建产品

图表：机构各部分产品需求具有差异性

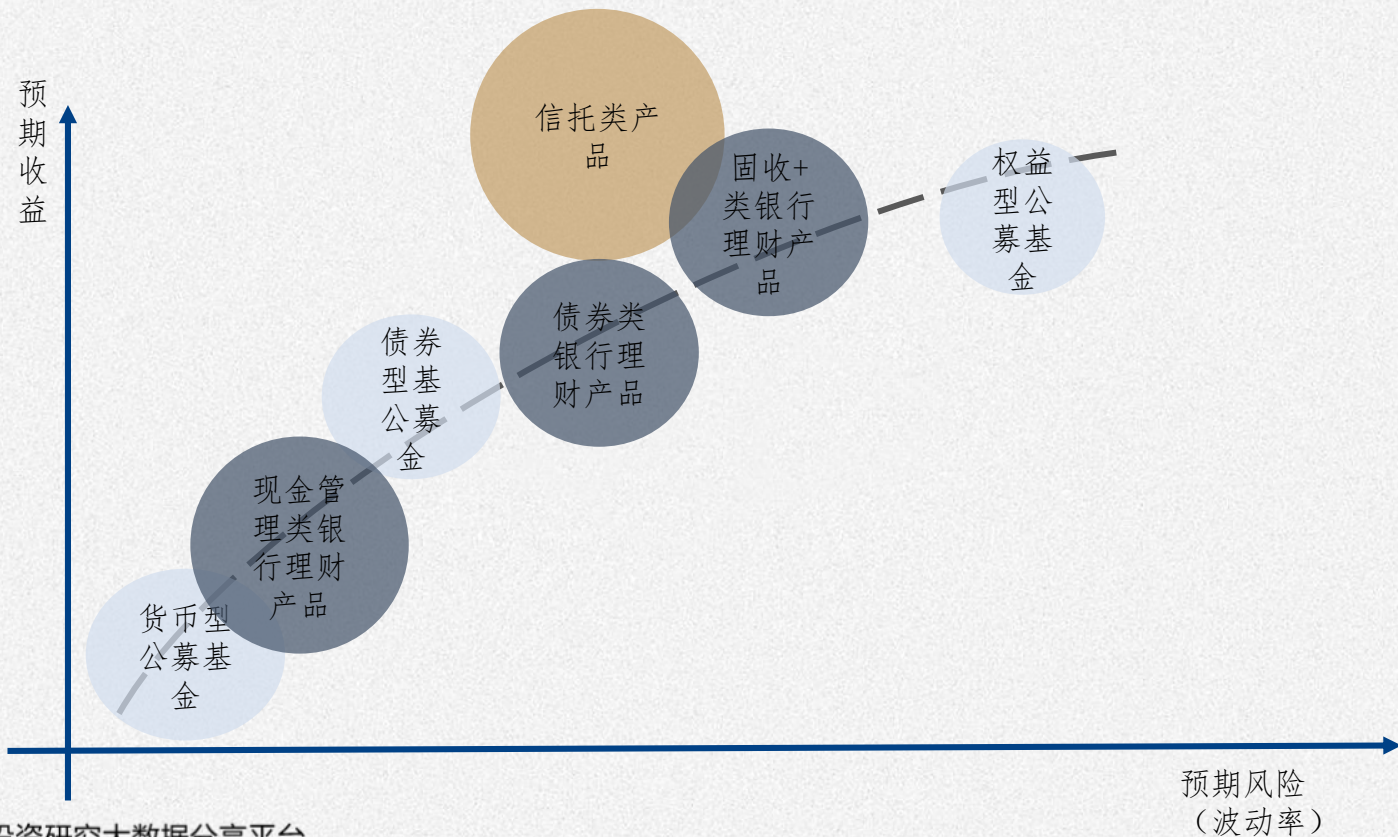


资料来源：Wind、兴业研究

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）



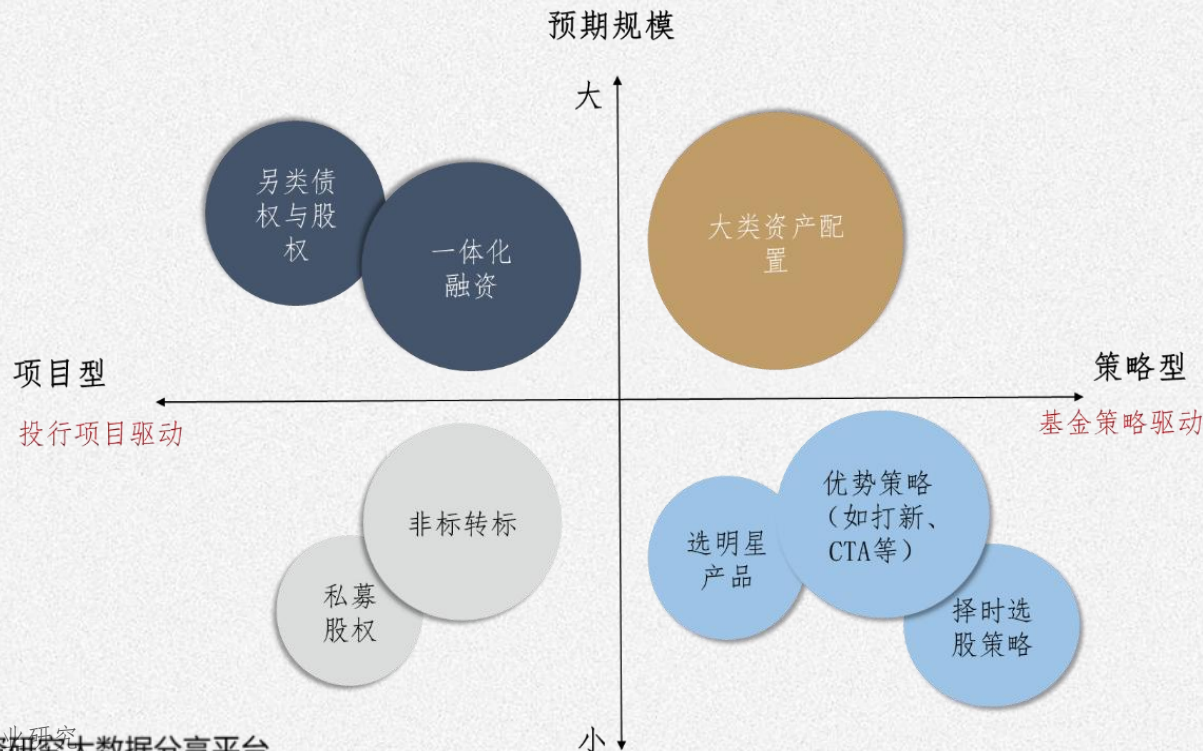
“慧博资讯”专业的投资研究大数据分享平台

© 兴业研究 版权所有 “兴业研究”为兴业银行成员机构 使用前请参阅最后一页重要声明

点击进入 <http://www.hibor.com.cn>

AUM扩张的四个象限：基于“潜在规模-资源禀赋”框架下的转型路径

图表：资管转型选择象限



AUM扩张的四个象限：代表性的资管机构

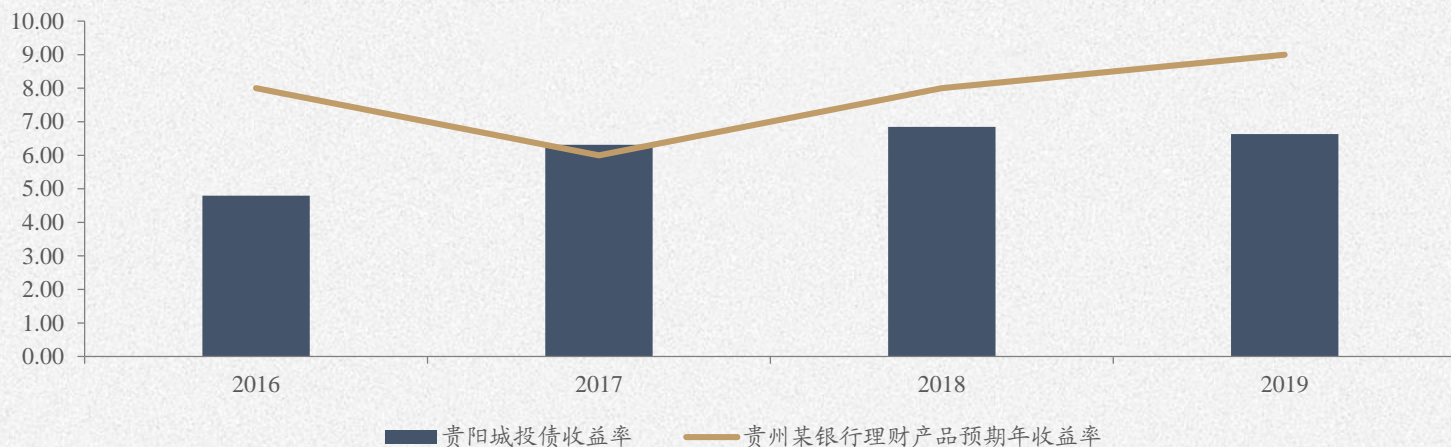
图表：象限内代表性的资管机构



AUM扩张的四个象限：精品型+投行驱动

- 依托本地经济发展特点和母行投行业务优势，对于中小区域银行，非标转标可能是未来相关银行资管部门发展成本最低的路径。

图表：2016-2019年贵州某银行理财产品收益率与城投债收益率强相关



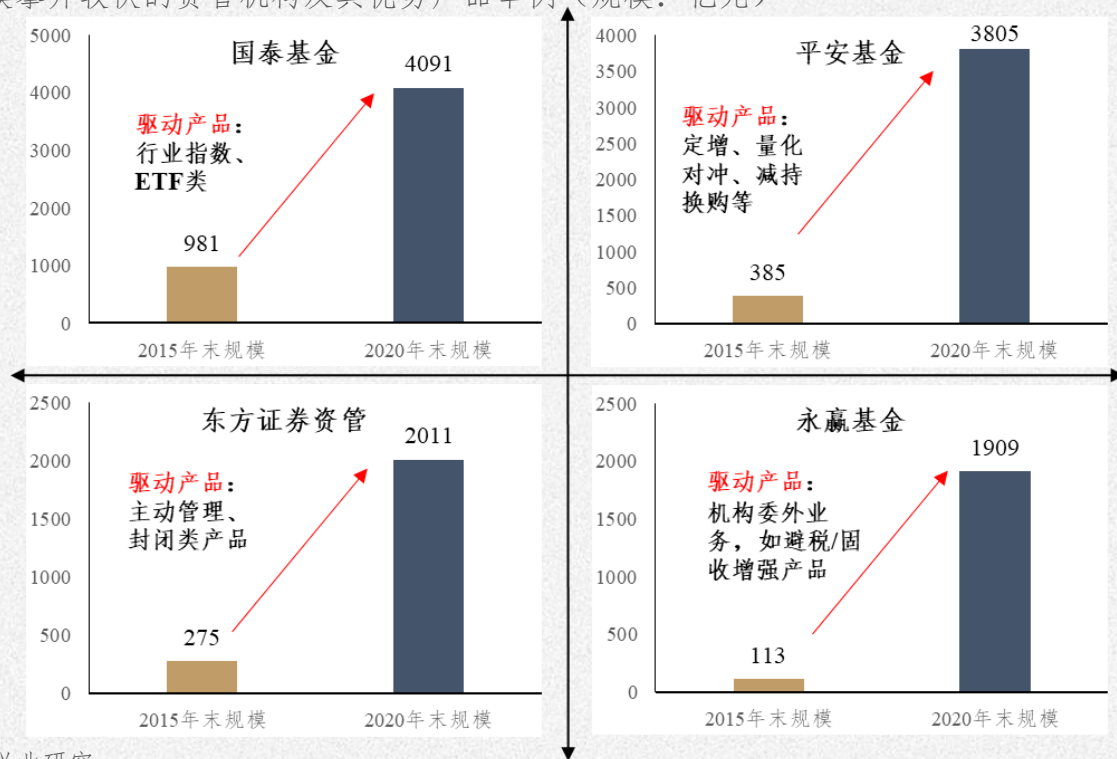
AUM扩张的四个象限：全能型+投行驱动

图表：后续可能有制度红利的资产类型举例

项目类型	模式	估计规模
定向增发	<ul style="list-style-type: none"> • 资产并购型定向增发 • 财务型定向增发 • 增发与资产收购相结合 	约8000亿元 (2020发行规模)
中资美元债	<ul style="list-style-type: none"> • 直接发行 • 间接发行 • 红筹架构发行 	约2000亿美元 (2020年发行规模)
MBS	<ul style="list-style-type: none"> • RMBS • CMBS 	约7000亿元 (2020年发行规模)
并购基金	<ul style="list-style-type: none"> • 传统并购基金 • “PE+上市公司”并购基金 • 嵌入式并购基金 • PMA (A股并购基金) • 海外并购基金 • 敌意收购并购基金 	近2万亿元 (2019年末管理规模)

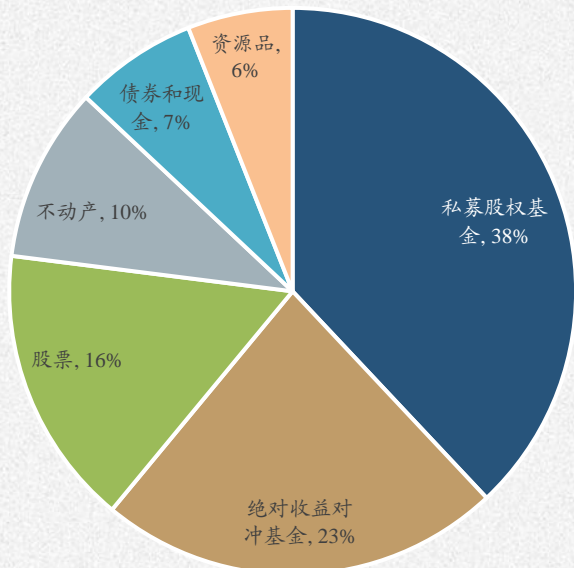
AUM扩张的四个象限：精品型+策略驱动

图表：近年规模攀升较快的资管机构及其优势产品举例（规模：亿元）



AUM扩张的四个象限：全能型+策略驱动

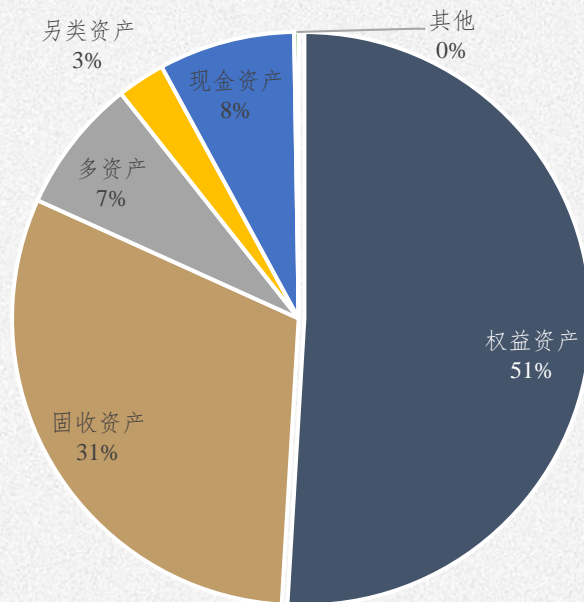
图表：耶鲁基金资产配置仍以另类资产为主



数据来源：公司官网，兴业研究

注：数据截至2020年二季度末

图表：贝莱德基金AUM的配置

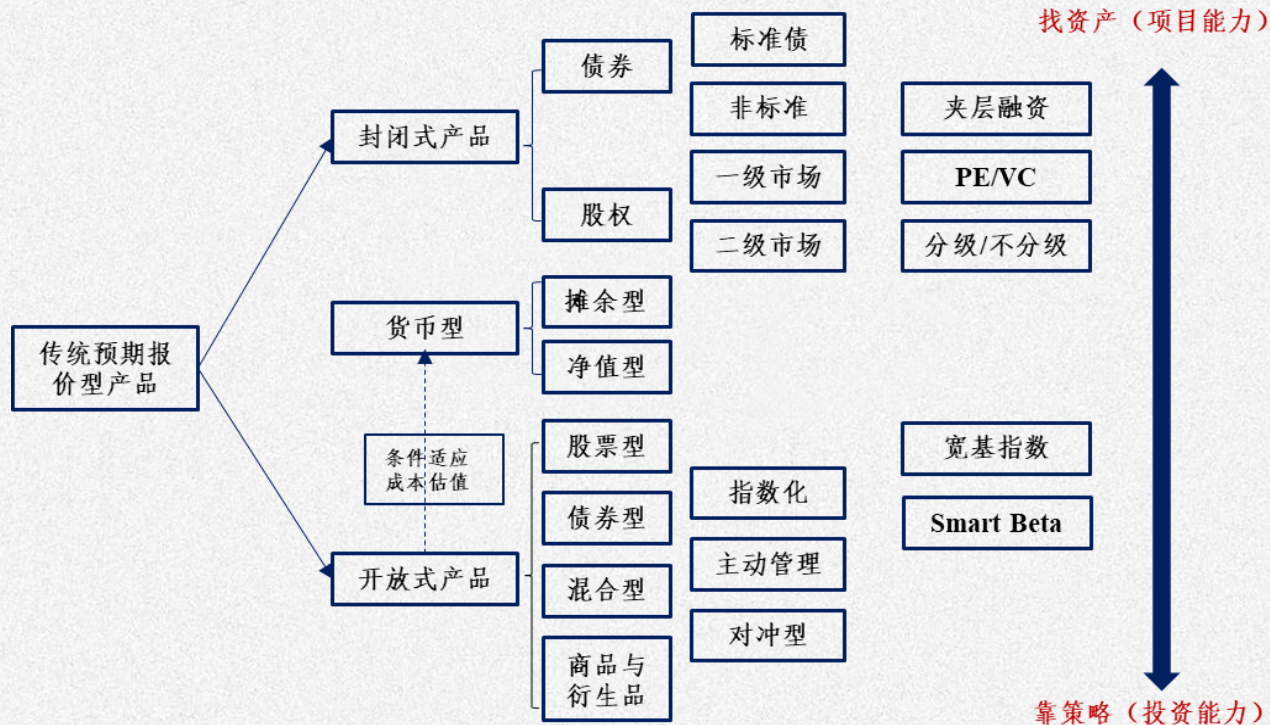


资料来源：公司年报，兴业研究

注：数据截至2020年末

总结：银行理财扩张的两条路径

图表：银行理财转型中的两条产品体系路径



目录

锦囊一：消费金融

锦囊二：投行资产

锦囊三：资产管理

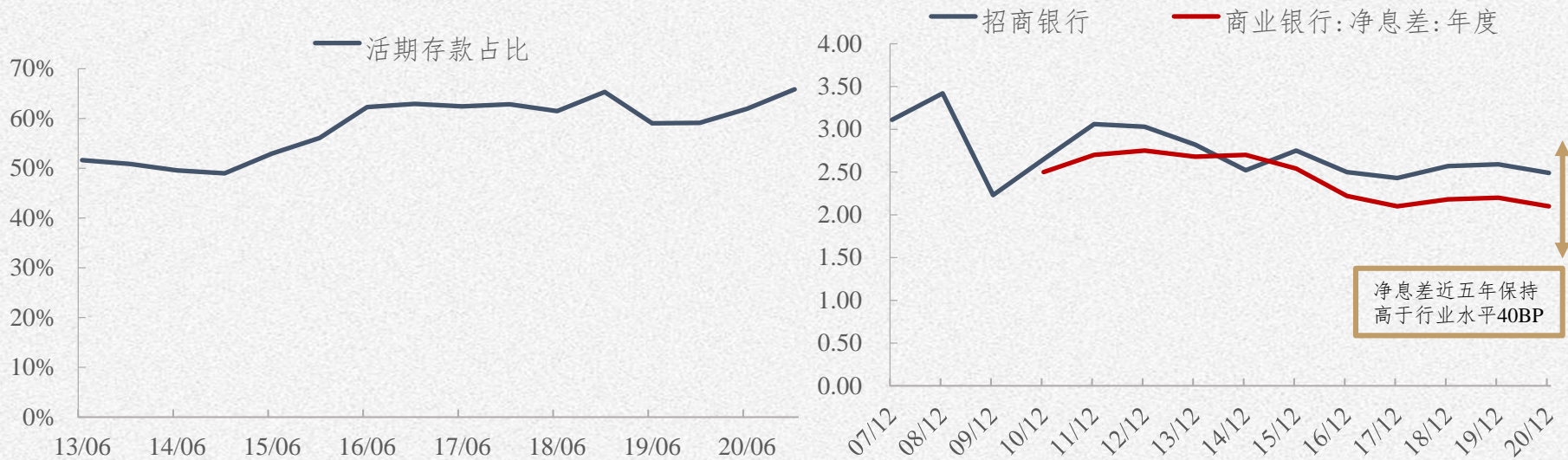
锦囊四：财富销售

锦囊五：金融同业

招商银行的“护城河”：表内活期存款高占比降低表内负债成本

- 负债端存款资金成本稳定且处于低位，支撑净息差保持在2.5%左右水平。2020年，招商银行付息成本率1.66%。结构上，活期存款占总存款67%；剔除高成本大额存款和结构性存款，招商核心存款2020年新增1万亿至4.7万亿。

图：招商银行活期存款占比总存款比重67%



资料来源: Wind, 兴业研究

“慧博资讯”专业的投资研究大数据分享平台

©兴业研究 版权所有//www.cibchina.com.cn 使用前请参阅最后一页重要声明

招商银行的“护城河”：客户数量积累提升产品销售能力

- 客户数量和管理资产规模在高基数下增长。普通零售用户、金葵花、私行客户数同比增速分别为10%、17%和22%，管理的AUM增速分别同比13%、19%和24%。

图：招商银行客户数量及管理客户资产规模

日期	2016	2017	2018	2019	2020	结构占比
零售客户数量（万户）						
普通零售用户	8909	10444	12298	14127	15480	98%
金葵花	185	206	229	257	300	2%
私人银行客户	6	7	7	8	10	0.1%
同比增速						
普通零售用户	19%	17%	18%	15%	10%	-
金葵花	16%	11%	11%	12%	17%	-
私人银行客户	22%	13%	8%	12%	22%	-
零售客户AUM（亿元）						
普通零售用户	9897	11030	12939	14087	15962	18%
金葵花	28813	31561	34689	38542	45710	51%
私人银行客户	16595	19053	20393	22311	27746	31%
同比增速						
普通零售用户	-3%	11%	17%	9%	13%	-
金葵花	16%	10%	10%	11%	19%	-
私人银行客户	33%	15%	7%	9%	24%	-

资料来源：银行年报、兴业研究

“慧博资讯”专业的投资研究大数据分享平台

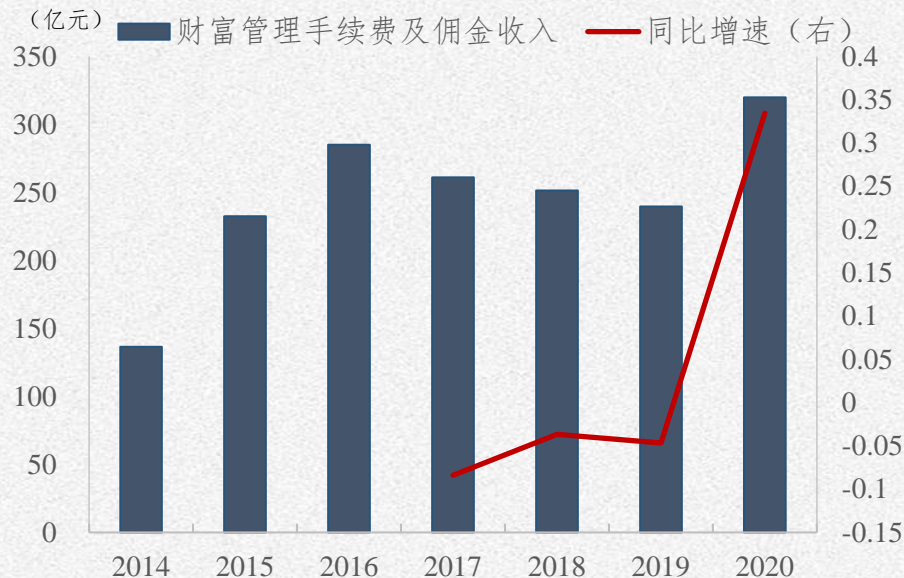
© 兴业研究 版权所有 “兴业研究”为兴业银行成员机构 使用前请参阅最后一页重要声明

点击进入 <http://www.hibor.com.cn>

招商银行的“护城河”：2020财富销售开花结果

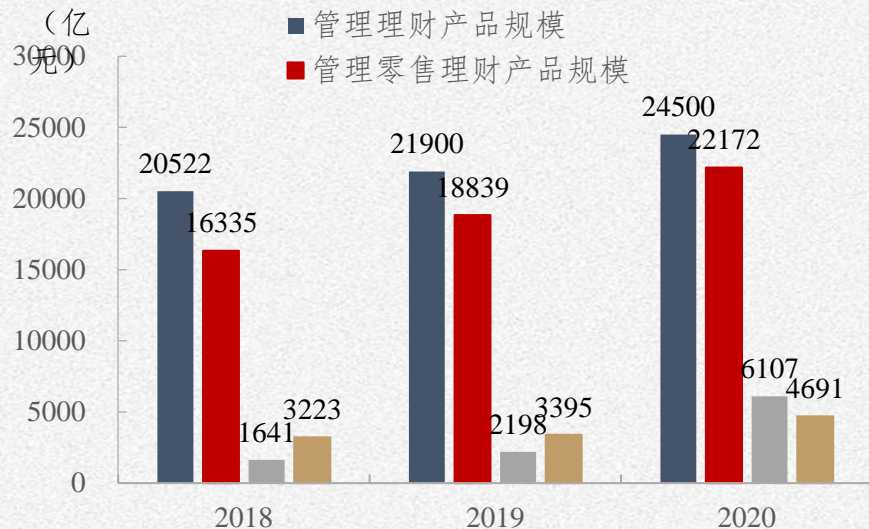
- 2020年实现大幅扩量：2020年，财富管理业务收入占总收入10%，其中销售非货币公募基金规模同比增长178%至6107亿元。

图：招商银行财富管手续费及佣金收入2020年同比增加33%



注：加回招银理财受托理财收入。资料来源：银行年报，兴业研究

图：招商银行销售基金规模实现翻倍扩张



资料来源：银行年报，兴业研究

“慧博资讯”专业的投资研究大数据分享平台

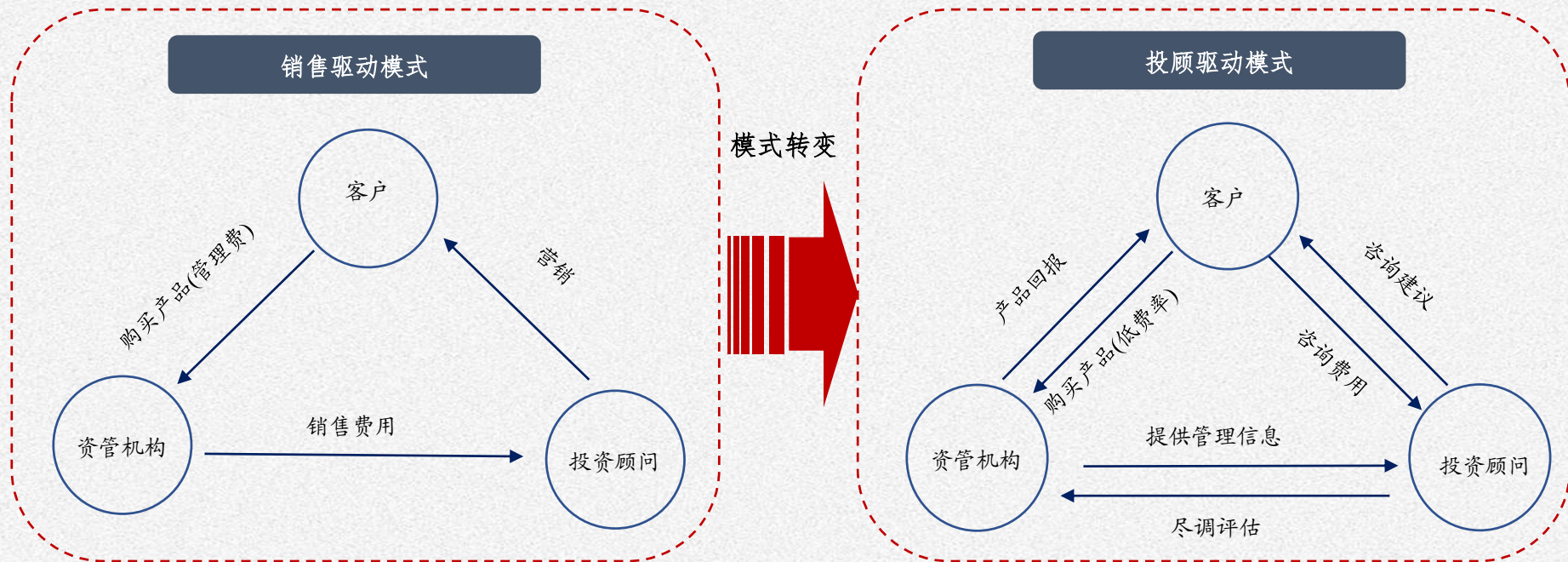
兴业研究 版权所有 “兴业研究”为兴业银行成员机构 使用前请参阅最后一页重要声明

点击进入 <http://www.hibor.com.cn>

重建财富管理模式：从销售驱动到投顾驱动的转变

- 财富管理模式的转变本质是由佣金到规模的转变。

图表：从销售驱动到投顾驱动的转变



资料来源：兴业研究

“慧博资讯”专业的投资研究大数据分享平台

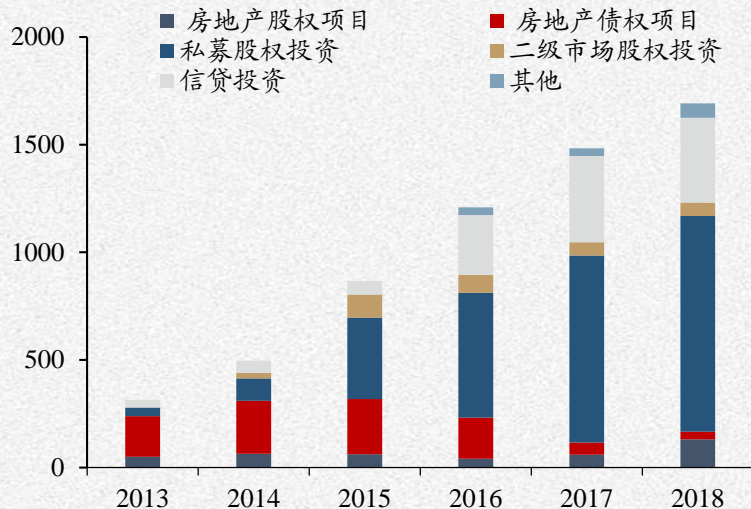
© 兴业研究 版权所有 “兴业研究”为兴业银行成员机构 使用前请参阅最后一页重要声明

点击进入 <http://www.hibor.com.cn>

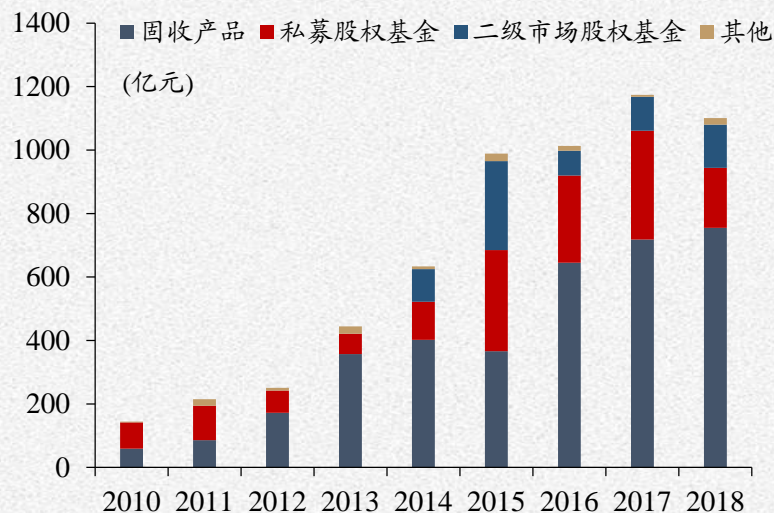
信任挑战：信用收缩时期佣金驱动模式难持续

- 过去第三方财富管理机构主要收入来源于代销佣金，而高风险的产品（一般是高风险的债权类产品）佣金率更高，销售机构的风险偏好被放大。

图表：歌斐资产独立管理的产品以PE为主



图表：诺亚财富销售产品以高收益债权产品为主



信任崩塌：信用暴雷期独立财富管理机构负面舆情较多

图表：第三方财富管理机构近期负面舆情较多

公司名称	暴雷事件	信息来源
诺亚财富	2019年7月，承兴国际暴雷，影响诺亚财富旗下的歌斐资产为其提供的34亿融资额的兑付。	http://baijiahao.baidu.com/s?id=1638547821654310456&wfr=spider&for=pc
	2017年3月，歌斐资产“踩雷”辉山乳业，兑付逾期5亿元。	https://finance.sina.com.cn/chanjing/gsnnews/2017-03-30/doc-ifycwunr8129290.shtml?cre=tagspc&mod=g&r=user&pos=5_7
	2017年7月，诺亚财富陷乐视危局，涉及金额约32亿元。	https://tech.sina.com.cn/i/2017-07-10/doc-ifyhwefp0336840.shtml
海银财富	2017年，海银财富负责人王沛涉嫌犯罪和内幕交易被立案调查。	https://baijiahao.baidu.com/s?id=1633015126288869792&wfr=spider&for=pc
恒天财富	2018年10月，恒天集团董事长张杰涉嫌严重违纪违法，受纪律审查和监察调查。涉嫌违纪违法内容包括非法巨额融资，输送不正当利益。	http://www.fromgeek.com/gplp/199555.html
	2019年4月，岁兰千里资管计划被曝暴雷，涉及214名投资者的7亿元资金逾期，且产品涉嫌虚假宣传（股权类产品宣传为保本保息的固收产品）。	https://new.qq.com/rain/a/20190427A0HJYX
	2017年恒天财富踩雷长生生物，恒天财富是长生生物的第八大股东，持有股权市值近2亿。恒天曾踩雷乐视，名为“恒天财富稳益十二号乐视基金”的产品，涉及资金规模超过3亿元。	https://baijiahao.baidu.com/s?id=1607864087340021354&wfr=spider&for=pc
据派投资	至2019年3月，40余只钜派产品延期或出现兑付问题，包括钜澎大观稳赢、盛运环保项目、乐视项目、中弘控股项目、黎明之光项目、钜增宝璀璨稳盈1号，等等。	https://finance.qq.com/a/20190812/007978.htm
诺远资产	2019年，诺远资产管理有限公司以涉嫌非法吸收公众存款罪被立案侦查，	https://new.qq.com/omn/20190706/20190706A01V0B00.html
	2017年债盈宝”到期后出现无法兑付本息，涉及的债务大概70亿元。	http://www.ccn.com.cn/html/shishangshenghuo/licai/2019/0124/437814.html

资料来源：Wind、兴业研究

慧博资讯 专业的投资研究大数据分享平台

兴业研究 版权所有 “兴业研究”为兴业银行成员机构 使用前请参阅最后一页重要声明

点击进入 <http://www.hibor.com.cn>

格局重组：基金销售新规重整代销市场格局

- 2020年8月28日，证监会发布《公开募集证券投资基金销售机构监督管理办法》，重整资管产品代销格局。

图表：基金销售新规核心解读

强化基金销售活动持牌要求

- 我国持有公募基金销售牌照的机构包括商业银行、证券、保险、证券投资咨询机构、独立销售机构等，共计约400+机构，规定再次强调持牌经营的合规性。

新牌照日均保有量不低于5亿元等续期条件

- 此前监管提出的牌照续展的要求包括非货基销售的日均保有量要超过10亿元，如今相对放宽，给了部分机构以缓和的空间，但监管对于规模控制的信号明显。

个人投资者/非个人投资者佣金比例上限为50%/30%

- 对尾佣比例较高的流量渠道形成制约，长期将推动基金管理行业的资源逐步向产品管理能力倾斜，促进行业从“重渠道”向“重产品”转型。

资料来源：兴业研究

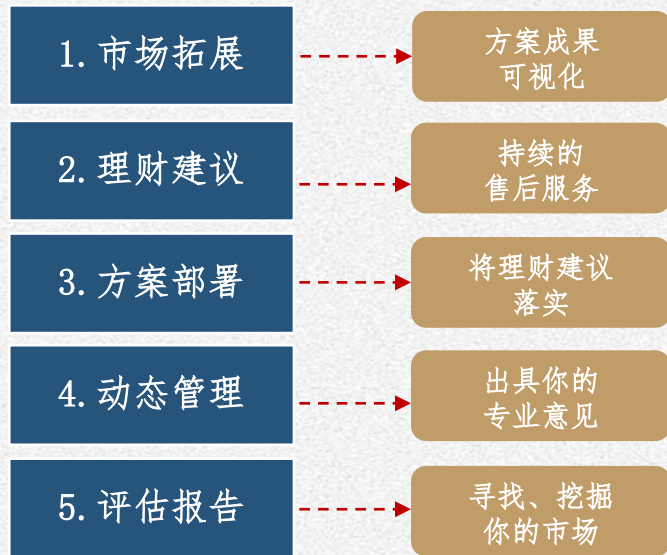
“慧博资讯”专业的投资研究大数据分享平台

© 兴业研究 版权所有 “兴业研究”为兴业银行成员机构 使用前请参阅最后一页重要声明

点击进入 <http://www.hibor.com.cn>

信任重建：结合客户需求提供差异化产品解决方案

图表：投顾的核心要素



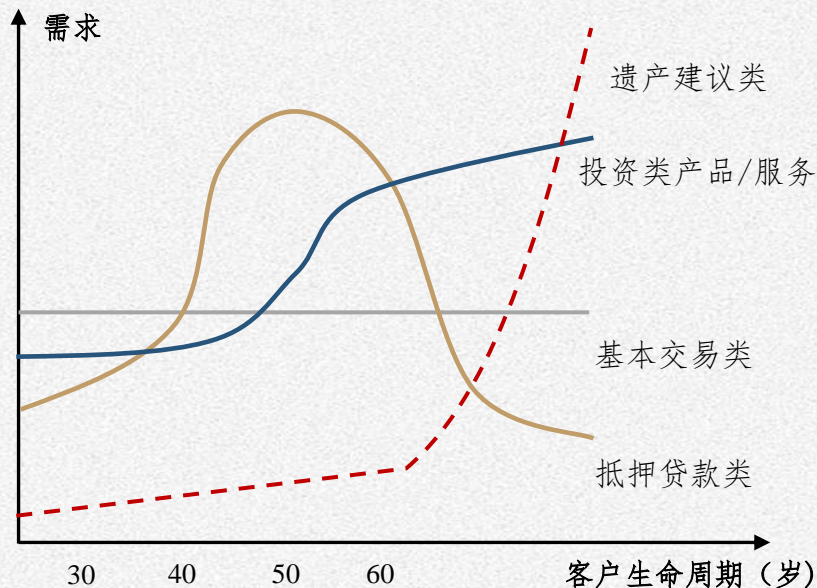
资料来源：兴业研究

“慧博资讯”专业的投资研究大数据分享平台

© 兴业研究 版权所有 “兴业研究”为兴业银行成员机构 使用前请参阅最后一页重要声明

点击进入 <http://www.hibor.com.cn>

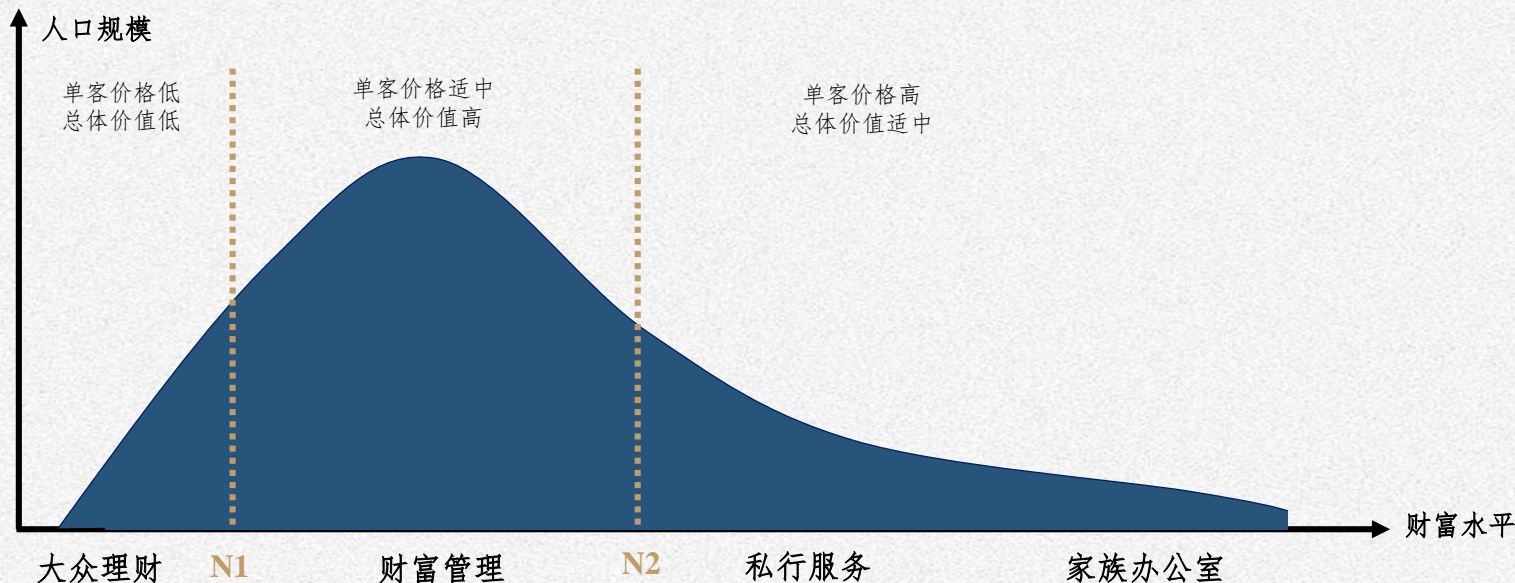
图表：不同生命阶段理财需求不同



资料来源：兴业研究

不同阶段客户产品需求特点

图表：N1到N2区间的客户财富总量级最高，是理财顾问最适宜定位的目标市场区域



资料来源：兴业研究

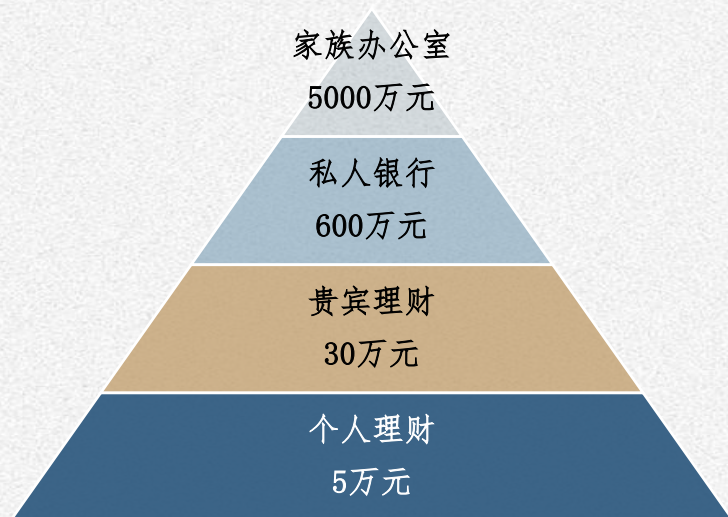
“慧博资讯”专业的投资研究大数据分享平台

© 兴业研究 版权所有 “兴业研究”为兴业银行成员机构 使用前请参阅最后一页重要声明
点击进入 <http://www.hibor.com.cn>

商业银行“入口”价值提升的同时需要加大客户分层

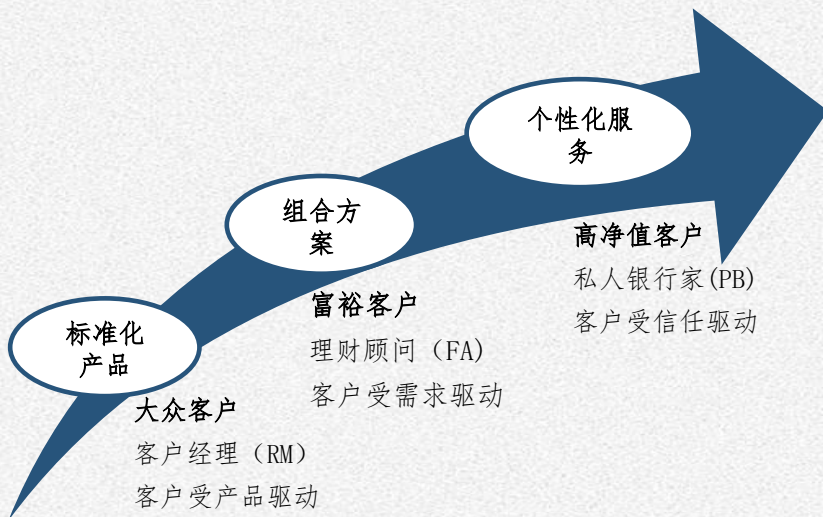
- 细分市场与客户画像，提供匹配客户需求的服务内容

图表：中国资产管理规模——按机构划分



资料来源：兴业研究

图表：中国资产管理规模占比——按机构划分



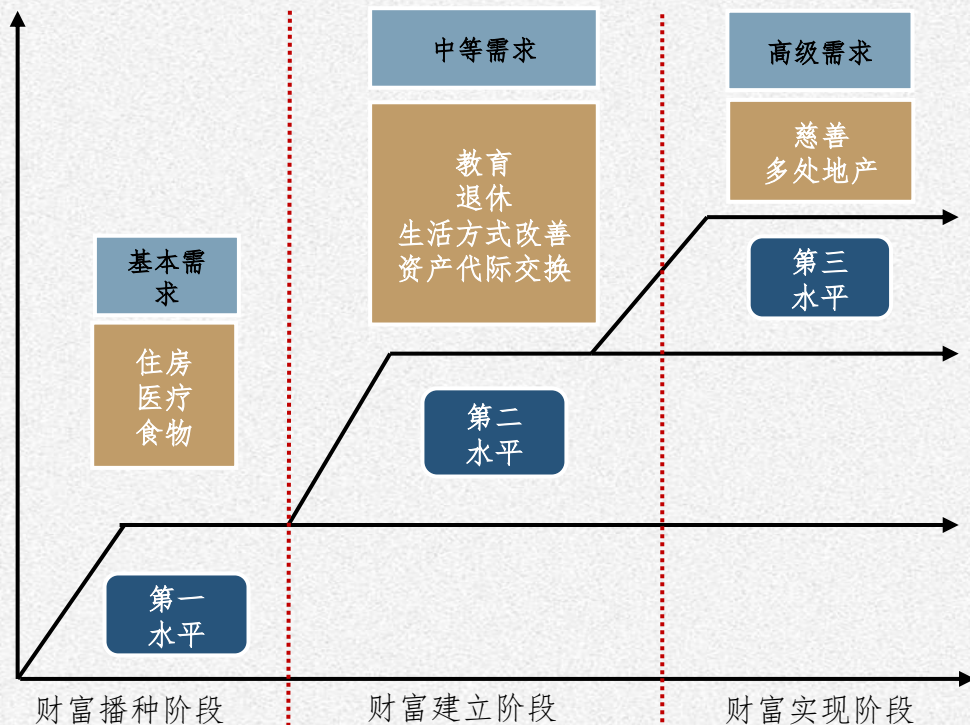
资料来源：兴业研究

“慧博资讯”专业的投资研究大数据分享平台

兴业研究 版权所有 “兴业研究”为兴业银行成员机构 使用前请参阅最后一页重要声明
点击进入 <http://www.hibor.com.cn>

我国中产家庭的资产配置体系

图表：不同的财富阶段，家庭的需求和相应的资产种类不同



流动性较差、定价频率较低、更加复杂的资产种类

- 风险投资
- 绝对股权收益投资
- 私募股权投资
- 私人地产

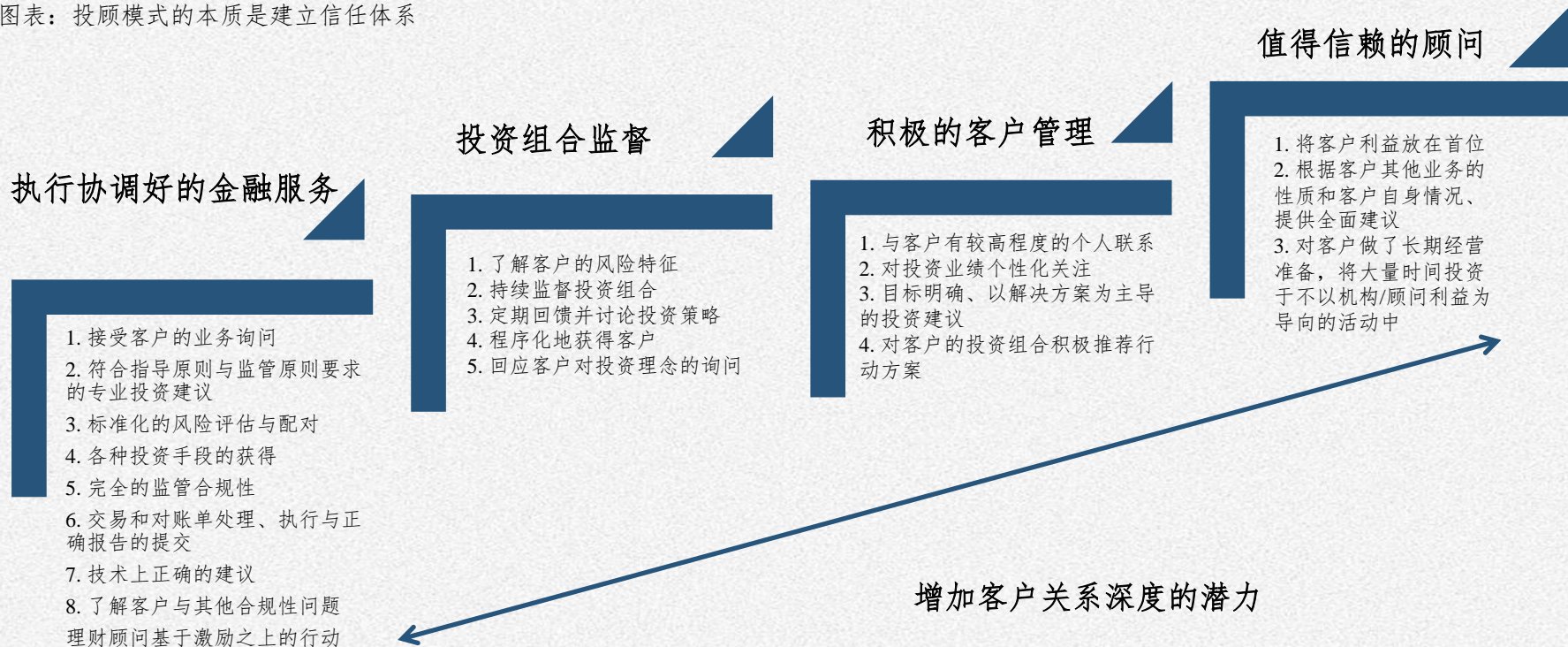
- 国际权益
- 国际固定收益证券
- 房地产和REITs
- 与商品相关的投资

- 国内固定收益债券
- 国内权益
- 共同基金
- 现金等价物

流动性较好、定价频率较高、更加简单的资产种类

财富管理本质是信任：长期深化投顾与客户的关系

图表：投顾模式的本质是建立信任体系



重塑对财富投资顾问的评价与考核模式

图表：不同财富水平阶段的财富积累策略不同



- ✓ 财富管理收入来自于客户数、销售规模、利润率、持续购买率等因素。过去机构相对重视客户数和销售规模，这势必增加机构风险偏好，未来更应关注通过拓展产品类型以提升利润水平和通过沉淀客户资金实现持续购买率。
- ✓ 在此过程中，一个核心：持续提升投资顾问的“买方属性”，如考虑采取“低账户管理基础收费+持续产品推荐”的模式，实现财富收入随客户资金沉淀而增加，调整风险偏好以减少权益市场波动和信用周期影响。三个条件：延伸产品线，完善账户功能，拉长客户负债期限，在此基础上久久为功，方可将一家“理财超市”运作起来。

资料来源：兴业研究

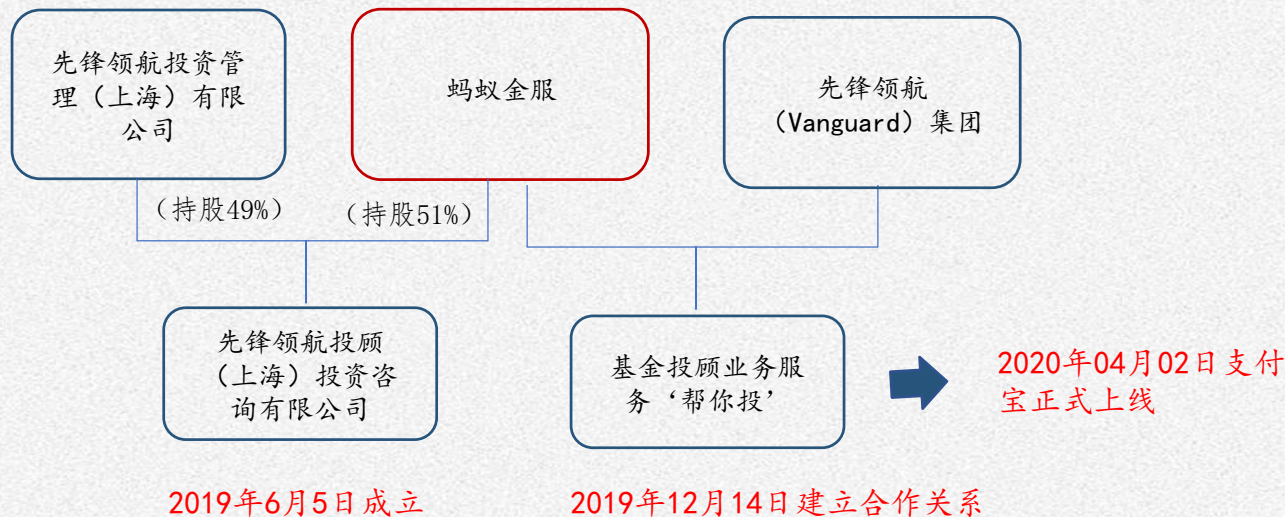
“慧博资讯”专业的投资研究大数据分享平台

小专题：从“帮你投”看财富管理范式创新

“帮你投”：两家财富管理巨头合作试水

- 2020年4月2日，蚂蚁金服和全球最大公募基金公司之一Vanguard集团（即先锋基金）共同宣布，双方独家合作的基金投资顾问服务“帮你投”正式上线支付宝。相比国外投顾服务的高门槛，“帮你投”将投资门槛降低至800元人民币。

图表：蚂蚁金服和先锋领航合作事件回顾



资料来源：公开资料，兴业研究

“帮你投”产品实践

- “帮你投”智能投顾模式是对收入规模偏低的“长尾客户”提供的低成本投顾服务，核心在于基于智能科技方式为客户提供资产配置建议服务。如果客户的投资组合主要是货币类和债券类为主，直接购买相关基金产品加权费率在50BP以内，如果配置权益类产品为主，则加权费率在150BP左右。

图表：“帮你投”目前组合管理费率高于货币和债券类产品

		基金类型	平均管理费 (%)	平均托管费 (%)	费用合计 (%)
货币类		货币市场型基金	0.26	0.08	0.34
债券型	被动	被动指数型债券基金	0.29	0.09	0.38
	主动	短期纯债类基金	0.34	0.11	0.45
		中长期纯债类基金	0.44	0.13	0.57
		混合债券型基金	0.64	0.18	0.82
		增强指数型债券基金	0.72	0.20	0.92
		国际 (QDII) 债券型基金	0.88	0.24	1.12
		偏债混合类基金	0.95	0.19	1.14
股票型	被动	被动指数型股票基金	0.65	0.13	0.78
		国际 (QDII) 指数基金	0.83	0.24	1.07
	主动	增强指数型基金	0.99	0.17	1.16
		灵活配置型基金	1.08	0.20	1.28
		股票多空	1.19	0.24	1.43
		平衡混合型基金	1.37	0.24	1.61
		普通股票型基金	1.46	0.24	1.70
		偏股混合类基金	1.48	0.24	1.72
		国际 (QDII) 混合型基金	1.72	0.33	2.05
		国际 (QDII) 股票型基金	1.73	0.33	2.06

资料来源：Wind，公开资料，兴业研究

“慧博资讯”专业的投资研究大数据分享平台

兴业研究 版权所有 “兴业研究”为兴业银行成员机构 使用前请参阅最后一页重要声明

点击进入 <http://www.hibor.com.cn>

“帮你投”的配置原理

- 采用大数据和算法，即根据支付宝用户以往的消费行为和理财方式进行分析，研究，画像。
- 借助Vanguard集团自身研发的VCMM配置模型，结合投资者风险偏好和投资目标，给出投资者的配置方案。

图表：账户A资产配置计划



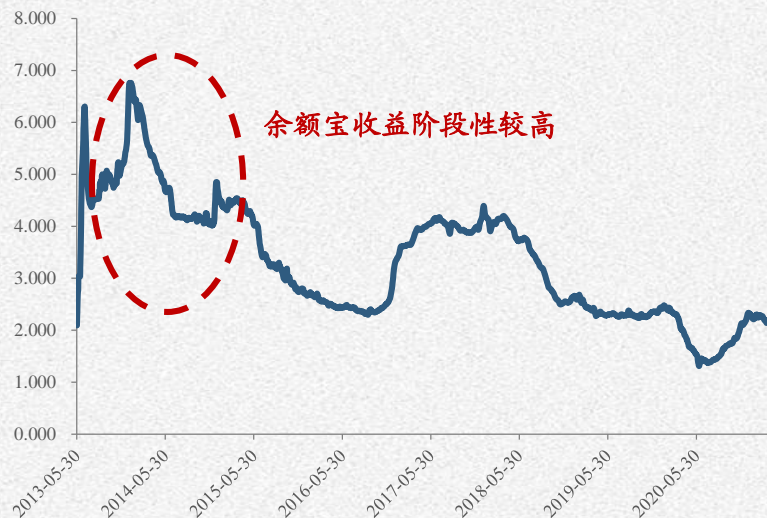
图表：账户B资产配置计划



“帮你投”的想象力空间

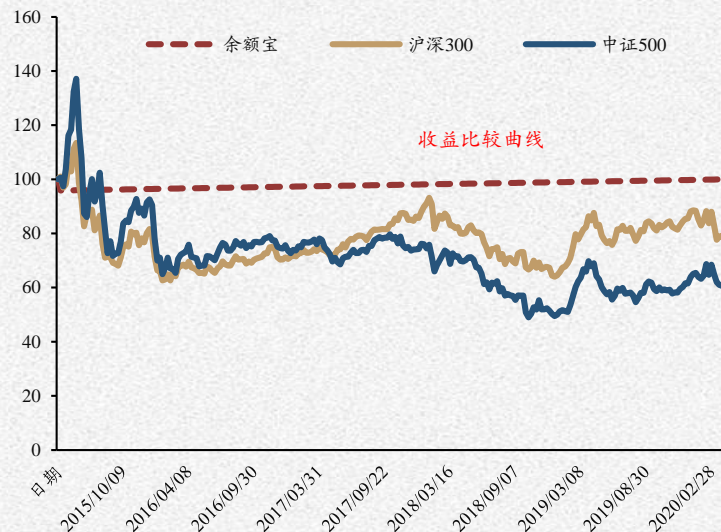
- “帮你投”本质是一款买方智能投顾下的被动类产品销售组合。目前产品费率按照“50BP的咨询顾问费+约50BP产品管理费”的复合模式，其中咨询顾问费是一个面向投资者的前置收费。

图表：余额宝年化收益阶段性较高



资料来源：Wind，兴业研究

图表：我国宽基指数过去五年赚钱效应一般



资料来源：Wind，兴业研究

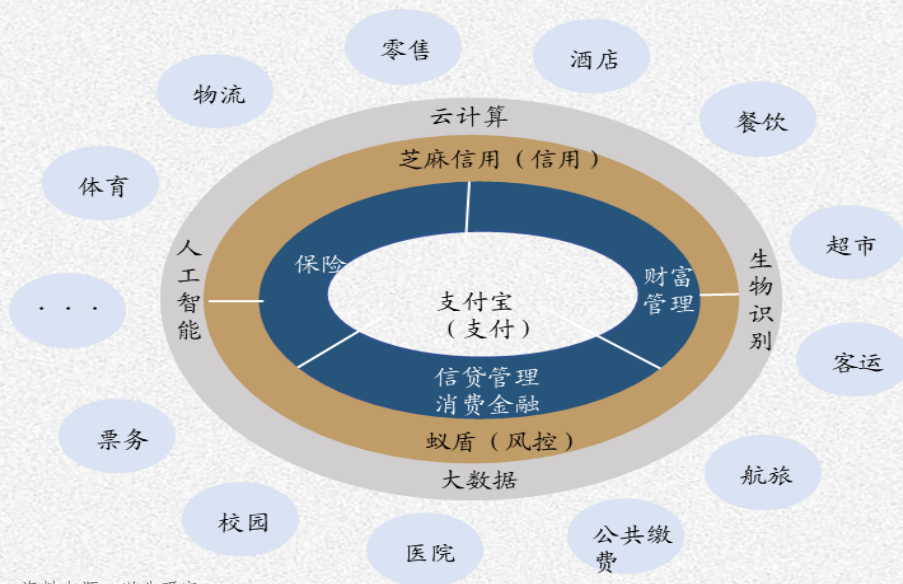
“慧博资讯”专业的投资研究大数据分享平台

© 兴业研究 版权所有 “兴业研究”为兴业银行成员机构 使用前请参阅最后一页重要声明
点击进入 <http://www.hibor.com.cn>

想象空间一：阿里系的流量优势

- 蚂蚁金服是一个由数据智能驱动的普惠性综合性的开放金融平台型生态系统。蚂蚁金服背靠阿里流量，以数字支付作为公司的业务起点，以及各类流量的入口，打造出四层闭合生态系统。

图表：蚂蚁金服目前包括四层生态体系

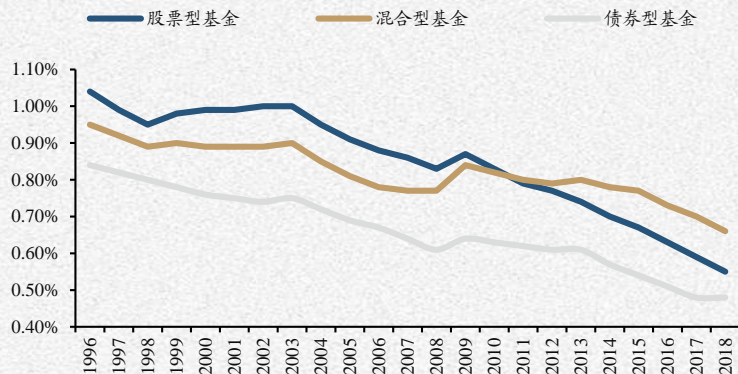


资料来源：兴业研究

想象空间二：Vanguard低成本配置策略的研发经验

- 截至2021年2月，中国公募基金市场规模仅为21.78万亿人民币，低于Vanguard一家机构的资产管理规模。
- Vanguard的成功得益于投资理念的贯彻，该机构被视为低成本投资的领导者。

图表：美国各类公募基金费率主动类较高



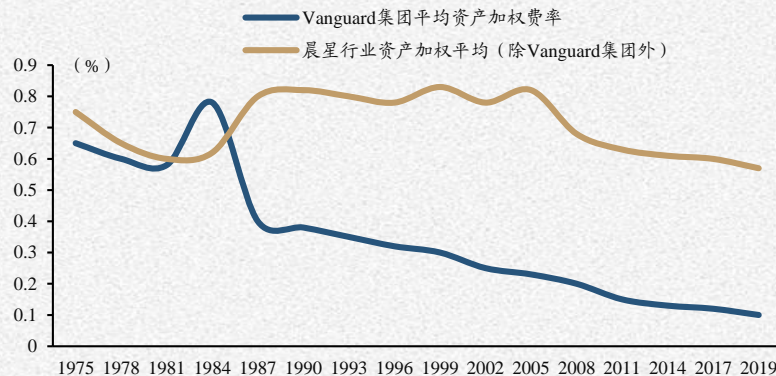
资料来源：CIC，兴业研究

图表：Vanguard集团截至2019年末AUM突破6万亿美元

排名	公司	主要市场	AUM(万亿美元)
1	贝莱德	美国	8.68
2	先锋集团	美国	6.20
3	富达投资	美国	4.90
4	瑞银集团	瑞士	3.61
5	道富银行	美国	3.19
6	安联集团	德国	2.64
7	摩根大通银行	美国	2.60
8	纽约梅隆银行	美国	2.20
9	高盛集团	美国	2.10
10	东方汇理集团	法国	1.98

资料来源：各公司官网，兴业研究 注：先锋集团AUM截至2020年1月31日

图表：Vanguard资产加权平均费率远低于市场



资料来源：公司官网，兴业研究

想象空间三：美国的智能投顾实践

- 美国市场上，独立的智能投顾规模没有做大，但已成为资管机构获取、沉淀流量的核心工具。

图表：目前最大的智能投顾规模尚不到2000亿美元

排名	智能投资顾问机构	AUM (亿美元)
1	先锋基金PAS	1400
2	嘉信理财SIP	410
3	Wealthfront	200
4	TD Ameritrade	199
5	Betterment	180
6	Personal Capital	100
7	E-Trade CorePortfolio	62
8	Wealth Simple	30
9	FutureAdvisor	12
10	M1 Finance	5

资料来源：根据公开资料，兴业研究

未来“帮你投”的机会在哪里？

未来“帮你投”的成功需要两点：

- 一是扩大现有流量并实现有效用户的转化，这需要能持续抓取接受一定程度的收益波动，预期收益率超过一般报价型产品，稳步实现增值保值的客户；
- 二是持续推出有差异化个性化的策略/产品，策略/产品有赚钱效应。

图表：现阶段“帮你投”的爆款属性不如“余额宝

余额宝		帮你投
发起机构	蚂蚁金服与天弘基金	蚂蚁金服与Vanguard
商业模式	本质是引导支付宝客户购买一款货币基金，通过量显著扩张的模式获取管理费收入	本质是引导支付宝客户参与包含权益/债券/货币的投资组合，获取投顾费和管理费
预期收益	货币基金收益水平	投资组合收益，由于含有权益型产品，短期确定性收益水平
潜在风险	很低	存在一定回撤风险
客户体验	容易成为爆款产品，尤其在债券收益率上升期间	短期难以证伪，需要长期验证

资料来源：兴业研究

“慧博资讯”专业的投资研究大数据分享平台

重建投顾模式是产品、需求和服务的匹配

未来成本较低且有赚钱效应的优化指数产品可能是“投顾类”产品创设的基础：

- 一是大类资产指数，如股票、债券、商品等各大类资产的代表性指数；
- 二是每大类资产主题或细分子领域指数，如权益中包括大小盘、价值风格、成长风格、高股息风险，债券中包括利率/信用、长短期限、产业债/城投债、地域等；
- 三是将一些主动量化策略的被动化复制（即Smart Beta策略），目前在投资界影响较大的PB-ROE模型均可以基于量化方法实现。

图表：指数优化策略优于纯指数投资和被动管理策略

	收益	费率	与买方投顾模式的匹配度
指数投资	实证效果看我国指数投资赚钱效应一般	较低，50BP以内	匹配度不高，核心在于缺乏赚钱效应
主动管理	取决于投资经理能力	较高，权益类不低于150BP	匹配度不高，核心在于费率问题
指数优化	部分取决于产品设计能力	适中，50BP至80BP	相对适合

资料来源：兴业研究

目录

锦囊一：消费金融

锦囊二：投行资产

锦囊三：资产管理

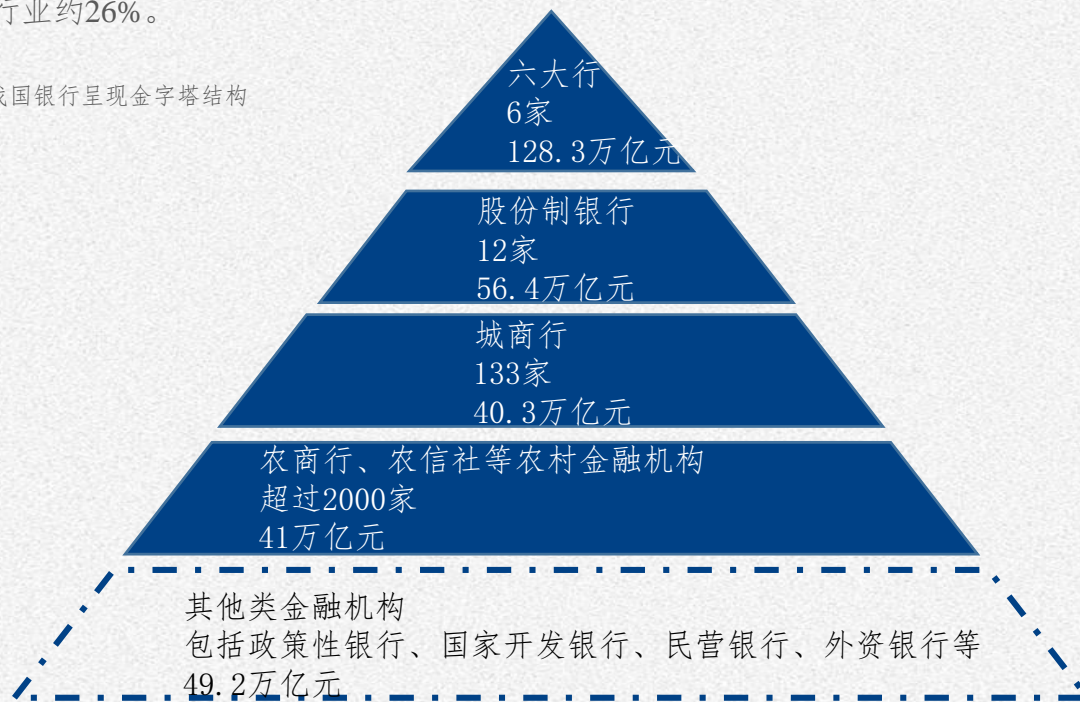
锦囊四：财富销售

锦囊五：金融同业

2021：金融同业新一轮分层正启动

- 我国银行系统目前已经形成较稳定的行业格局。6家国有大行、12家股份制银行占行业主导地位，资产规模占行业约57%。133家城商行和超过2000家农商行、农信社等区域金融机构则如毛细血管般深入在我国城镇乡村，立足本地经营，2020年9月末，资产规模占行业约26%。

图表：从数量和规模来看我国银行呈现金字塔结构



注：统计时间截止至2020年9月。银保监会2020年9月9日正式批准凉山州商行和攀枝花商行的合并组建四川银行，2020年11月7日四川银行挂牌成立。资料来源：银保监会网站，兴业研究

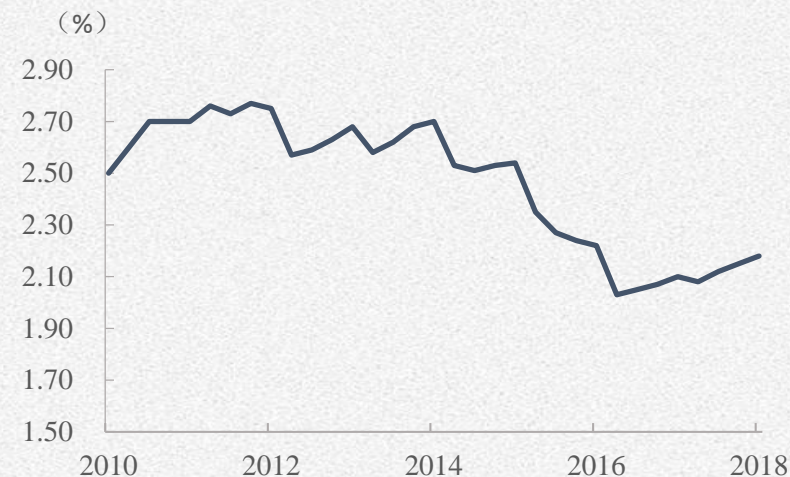
同业经营的痛点之一：总资产快速扩张的经营模式难持续

- 过去二十年商业银行主要依靠房地产和政府基建加杠杆来实现资产规模扩张，而近年来我国加大杠杆监管力度对银行资产规模的大幅扩张产生压制。
- 在此背景下银行的痛点主要有两方面：一是过去旧的资产风险难以出清，二是新的高收益且安全的资产难以获取。

图表：银行资产规模同比增速下降



图表：长周期看息差下行至低位



同业经营的痛点之二：资管新规后表内表外运作模式差异

- 过去银行理财通过“资金池”的模式建立“表外的银行”，资管新规将银行理财“资金池”的类信贷模式转为“净值化”的基金管理模式。之前混为一体的表内与表外两张表要分离，分离后表外资管将面临模式变迁带来的变化。

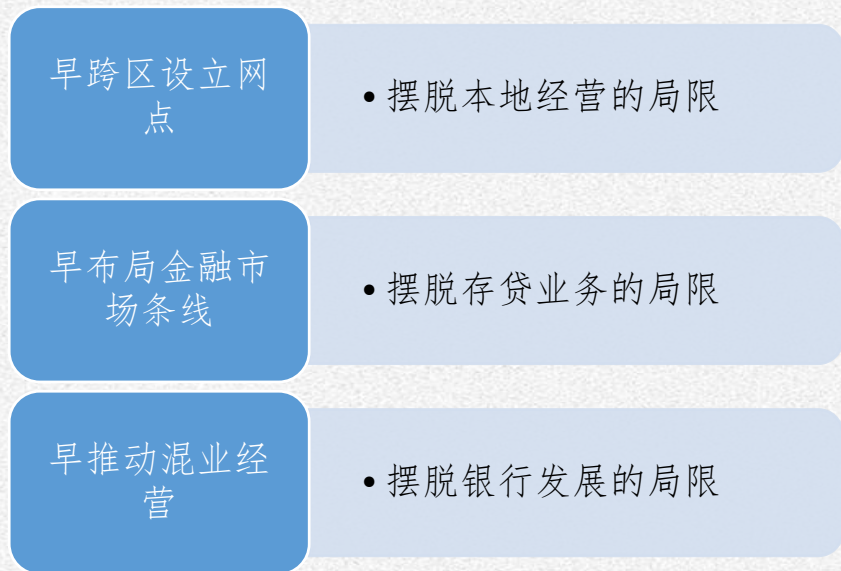
图表：银行表内与表外经营对比

	表内	表外	特点
过去	资产端配置信贷、债券和同业投资产品，负债端依靠存款和同业存单等负债工具	资产端配置信用债、协议存款及非标资产（主要是类信贷资产），负债端为刚兑属性资金	<ul style="list-style-type: none">优势：“资管”规模高速扩张、提升杠杆、规避管制、支持母行自身的流动性管理劣势：自身风险的集聚、同时放大宏观层面的系统性风险
未来	回归存贷为主，信贷和存款占比会增加，以赚取净息差和培育客户资源为主	基金化、净值化运作，资产端以股票、债券、货币市场工具等标准化产品为主，负债端为能承受波动的资金	<ul style="list-style-type: none">优势：银行未来既有机会参与标准权益债券资产，也有条件通过表外拥抱股权、各类型的融资计划等另类资产劣势：规模保持低速增长

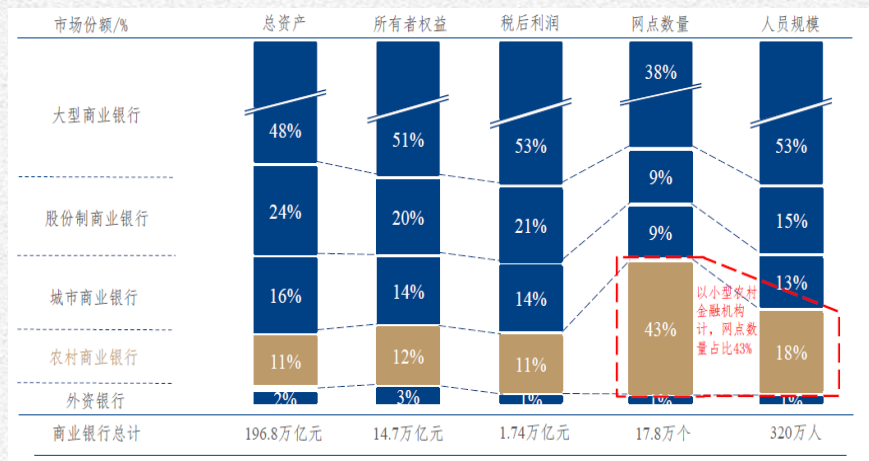
同业经营的痛点之三：区域银行、农村金融机构的分层在加剧

- 2018年以来监管意见持续推出，回归商业银行业务本源，服务于本地经济发展。监管意见将改变同业的发展格局，有利于区域银行头部机构的发展，大中城市农商行未来将通过持牌参与资金乃至资管业务将是趋势。

图表：我国部分区域城商行、农商行发展的“三早”



图表：区域银行有天然的根植本地优势



数据来源：资料来源：银监会2017年年报，中国人民银行，兴业研究

慧博资讯 专业的投资研究大数据分享平台

兴业研究 兴业研究为兴业银行成员机构 使用前请参阅最后一页重要声明

点击进入 <http://www.hibor.com.cn>

同业经营的痛点之三：省联社未来三个可能转型方向

- 未来区域农村金融机构将以服务本地小微企业为主，金融市场尤其是投资类业务将更多归集到本省联社层级上。本地省联社市联社将统管和牵头本地银行金融市场条线的投资业务，通过联社整合的线上资金业务将是未来同业往来的重要入口。

图表：省联社的定位与后续转型方向

业务定位	具体职能	转型方向
省政府的下属事业单位	负责稳定当地农村金融风险、落实三农政策、拥有对县联社及农商行的行政管理权；	政府管理部门
本省农信系统改革发展的总平台	帮助农信机构处理不良资产、归集剩余资金，促进其扩大规模，持续盈利；	省级农村商业银行乃至金融控股集团
独立法人地位的金融机构	为省内农信机构提供金融平台服务（如产品设计、支付清算体系建立、内部电子系统的设计开发等），并获取一定收入	金融服务平台

图表：未来农村金融机构的三级阶梯



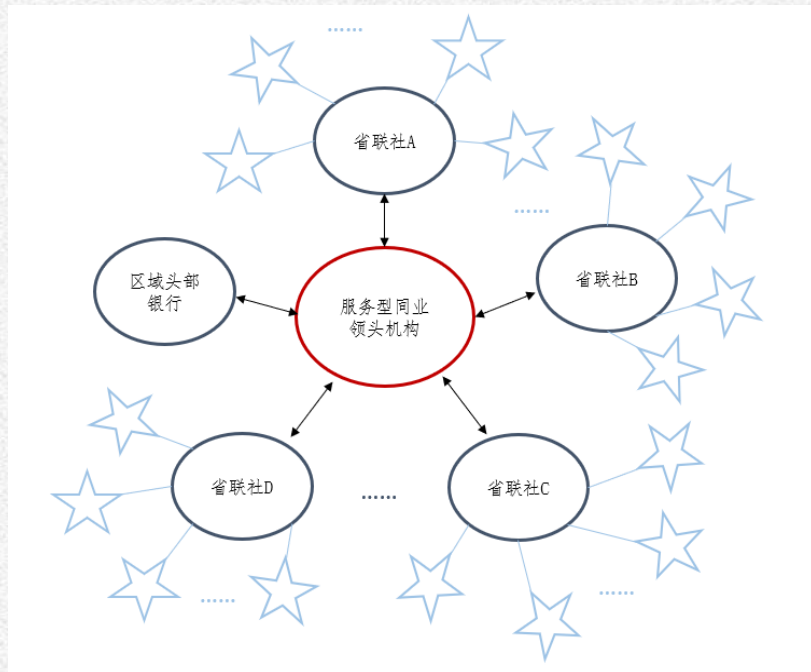
同业合作的四个层次

- 单一经营存在痛点，故同业之间需根据自身资源禀赋、监管要求的差异进行交易互助，这是同业合作的基础。

图表：同业合作的四个层次

模式	特点	同业关系	合作案例
项目	门槛低，需要持续拿项目维持收入	点状	单笔同业存放
运营	需要前期投入铺垫形成关系承诺，业务流程化	线状	本地三方买返
产品	形成业务门槛和品牌，开始有规模效应	簇状	现金管理产品销售、第三方存管
平台	提供客户的综合解决方案，建立壁垒并有客户集聚效应	网状	同业联盟等组织，这包括同业间各类平台、联盟等

图表：预计未来的网状的同业合作格局



银行是有差异的：银行评价体系的构建

图表：城农商行评价部分指标设置

宏观环境	接入兴业研究地方政府输出数据	
经营因素	资产规模	资产规模
		资产增速
	贷款质量	不良率
		逾期三个月贷款比例
		拨备覆盖率
		贷款行业/客户集中度
	资产结构	应收款项类投资/总资产
		贷款/总资产
	资本	资本充足率、一级资本充足率
	盈利	ROE
净息差（手工计算）		
融资来源和结构	存款/总负债	
流动性	LMR（未公布前用简单公式代替）	
外部支持	股东性质与外部支持	是否上市
		第1/2/3大股东持股比例
		第1/2/3大股东性质
舆情信息	银监会/银监局处罚次数	

资料来源：兴业研究整理
慧博资讯 专业的投资研究大数据分享平台

兴业研究 版权所有 “兴业研究”为兴业银行成员机构 使用前请参阅最后一页重要声明
 点击进入 <http://www.hibor.com.cn>

分层影响了银行信用资产的定价——体系

- 银行机构分层前,银行债权资产收益率定价主要考虑流动性风险溢价,不同类型间银行债券价格利差相对固定。伴随风险事件发生,机构分层加剧,市场对其要求隐含信用风险溢价扩大从而影响不同银行发行债券利差走扩。

图表：债券价格公式

$$P\text{价格} = \sum \frac{\text{Cash Flow}_i}{(1+r_f + \text{风险溢价})^t}$$

- 其中P为债券全价， r_f 为无风险收益率。
- 根据该公式，分层下不同类型银行经营分化，市场对其要求隐含信用风险溢价扩大从而影响不同银行发行债券利差走扩。

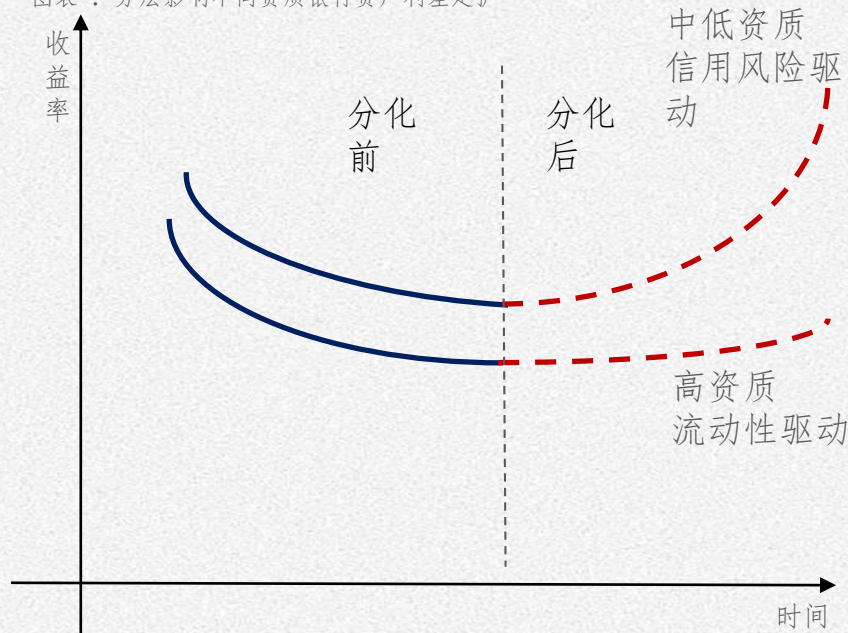
资料来源：兴业研究

“慧博资讯”专业的投资研究大数据分享平台

© 兴业研究 版权所有 “兴业研究”为兴业银行成员机构 使用前请参阅最后一页重要声明

点击进入 <http://www.hibor.com.cn>

图表：分层影响不同资质银行资产利差走扩

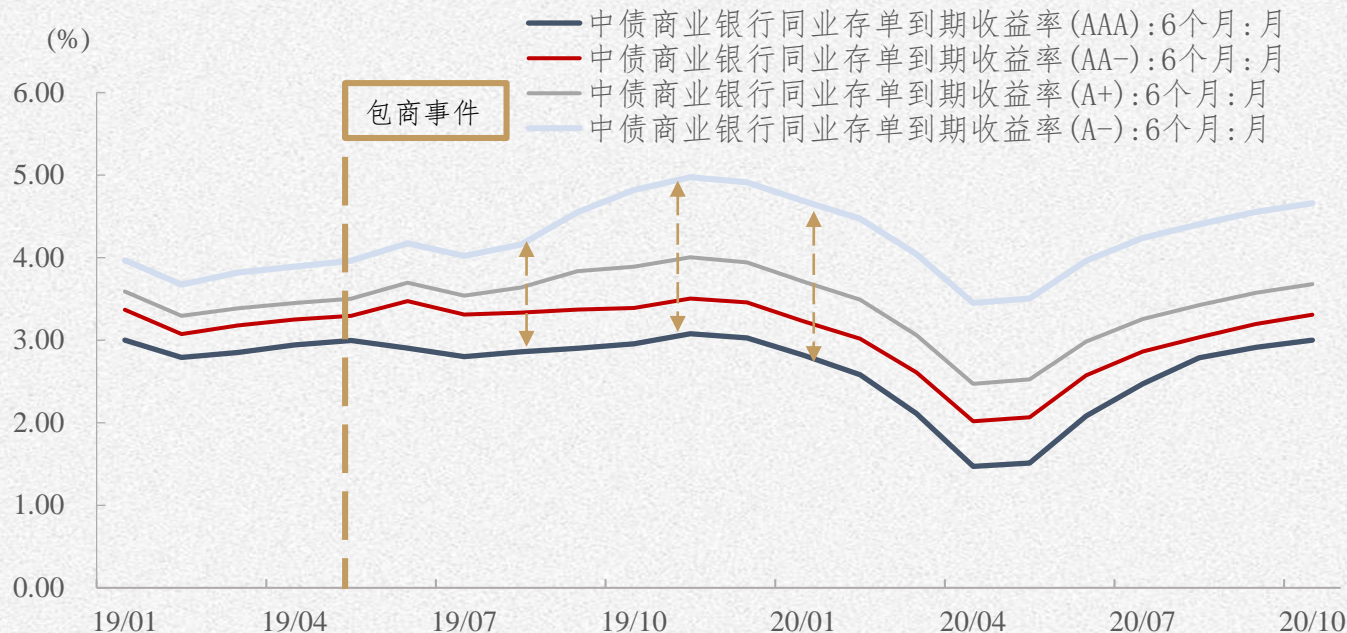


资料来源：兴业研究

分层影响了银行信用资产的定价——同业存单

- 风险事件发生后，同业刚兑的信仰被打破。中低评级的中小银行同业存单较高级别间里利差走扩。

图表：接管事件发生后低评级中小银行同业存单利差扩大

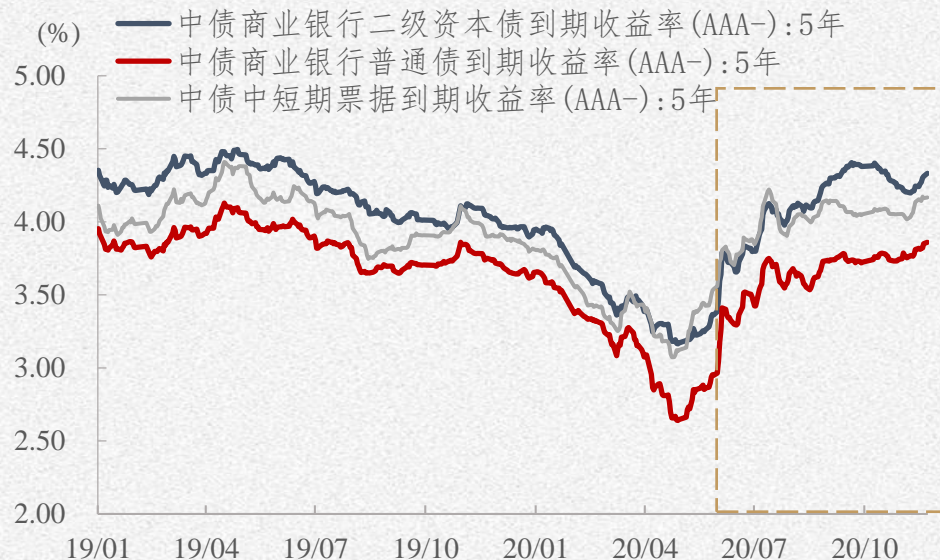


注：同业存单带起收益率为月度平均值，资料来源：Wind，兴业研究

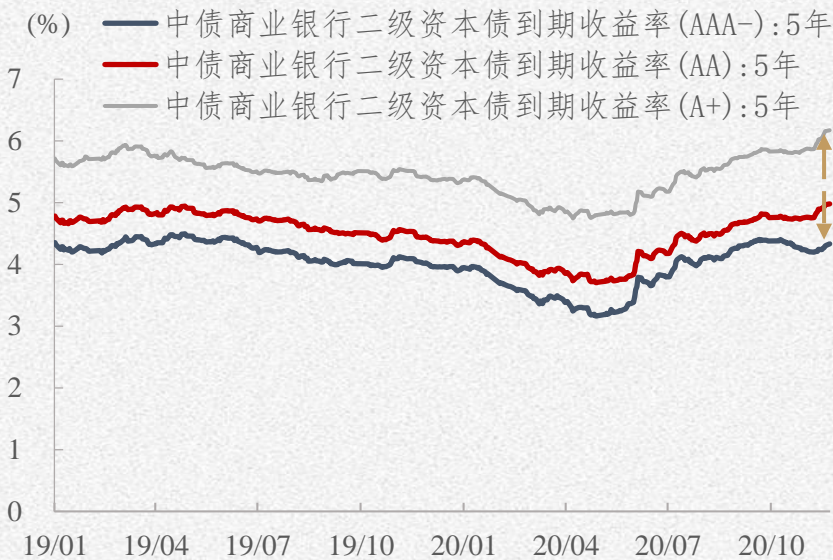
分层影响了银行信用资产的定价——二级资本债

- 随着市场利率提升、中小银行补充资本需求提高，近期二级资本债收益率明显上行，与同等级同期限中票、银行普通债利差走阔。

图表：二级资本债



图表：近年为补充资本二级债发行量扩张



注：发行利率为算术平均值，数据统计截至2019/8/31，资料来源：Wind，兴业研究

慧博资讯 专业的投资研究大数据分享平台

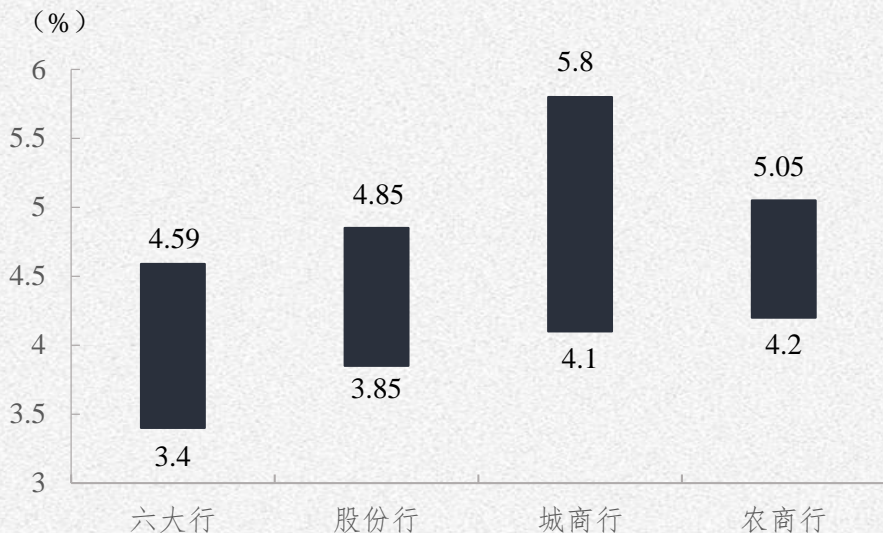
兴业研究 兴业研究为兴业银行成员机构 使用前请参阅最后一页重要声明

点击进入 <http://www.hibor.com.cn>

分层影响了银行信用资产的定价——银行永续债

- 自2019年2月银行永续债首次发行后，累积发行超过1万亿，公布的前5年发行利率在3.4%-5.8%之间。

图表：2019年起不同类型银行永续债发行利率区间



注：统计时间截至2020/10/31。资料来源：Wind，兴业研究

图表：针对减记或转股条款投资者要求更高的信用风险溢价

特殊条款

内容

减记型工具

当其他一级资本工具触发事件发生时，其他一级资本工具的本金应立即按照合同约定进行减记。减记可采取全额减记或部分减记两种方式，并使商业银行的核心一级资本充足率恢复到触发点以上。

转股型工具

当其他一级资本工具触发事件发生时，其他一级资本工具的本金应立即按合同约定转为普通股。转股可采取全额转股或部分转股两种方式，并使商业银行的核心一级资本充足率恢复到触发点以上。

资料来源：《兴业研究策略报告：商业银行永续债发行手册》，兴业研究

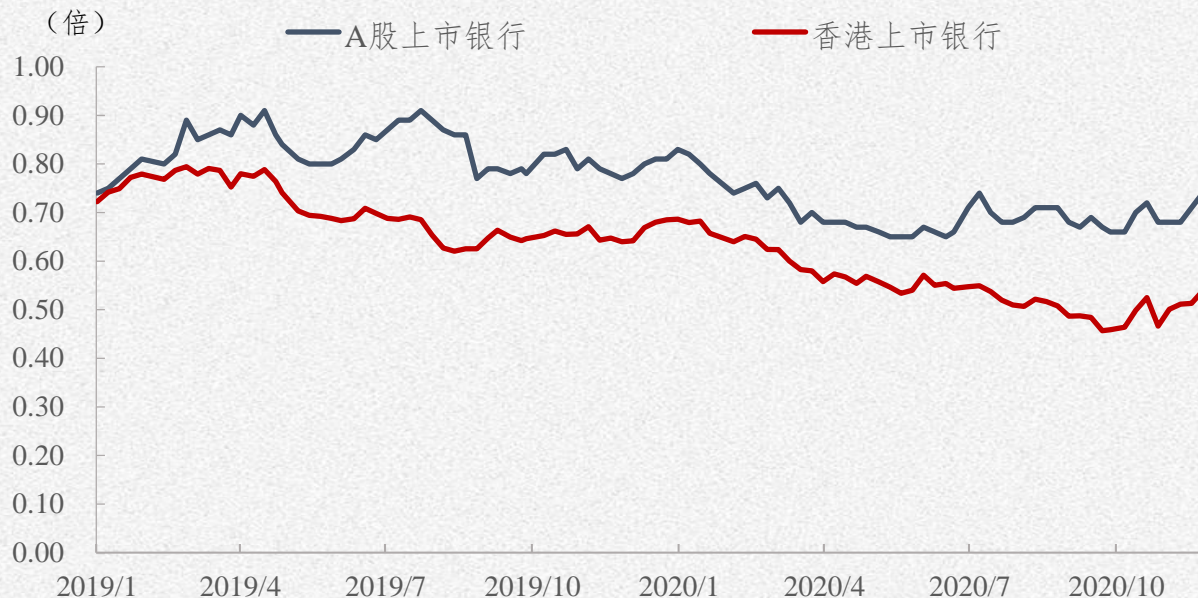
“慧博资讯”专业的投资研究大数据分享平台

兴业研究 版权所有 “兴业研究”为兴业银行成员机构 使用前请参阅最后一页重要声明
点击进入 <http://www.hibor.com.cn>

银行权益资产价格的改善：资产质量改善或新增资金入市预期

- 银行资产质量改善预期和人民币资产重估带来新增资金入市会提升银行权益估值中枢。

图表：A股/H股上市银行PB长期低于1倍



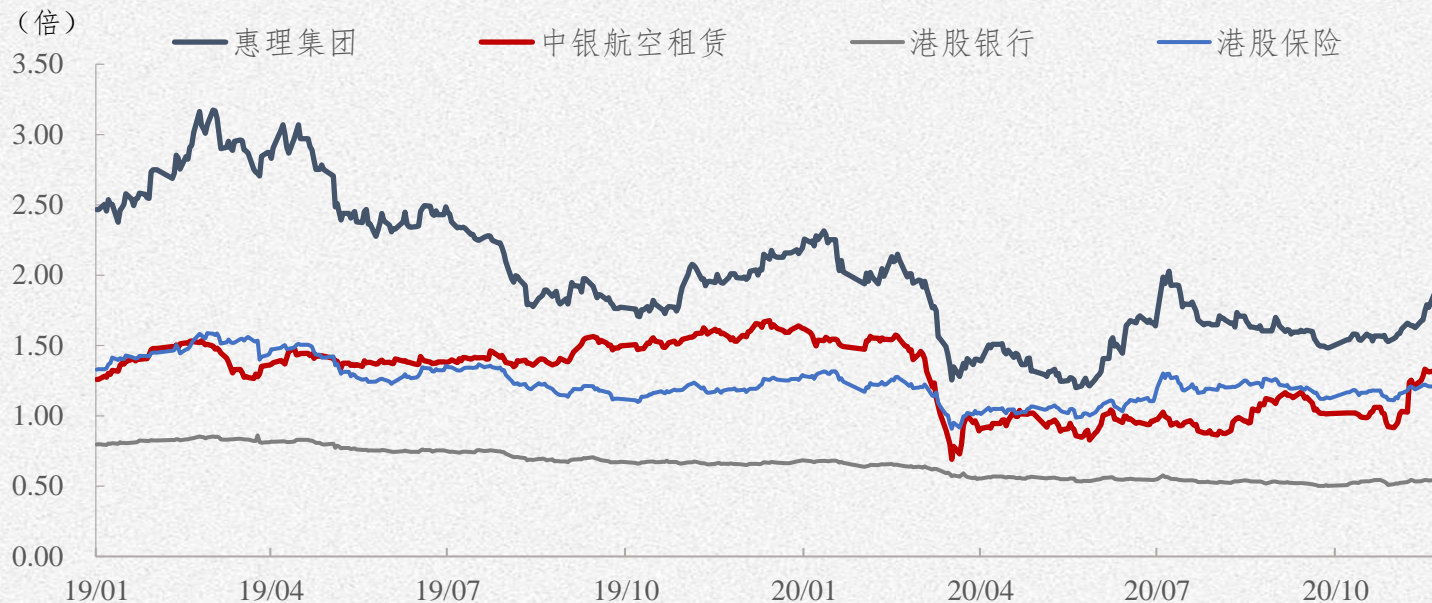
注：A股上市银行采用申万银行行业指数，港股上市银行采用Wind指数，资料来源：Wind，兴业研究整理

“慧博资讯”专业的投资研究大数据分享平台

银行权益资产价格的改善：把握高估值板块的分拆机会

- 引导市场对高估值板块分拆的预期可以提升银行权益资产估值，如资产管理、财富管理、金融科技等都可作为银行子板块分拆的对象。

图表：不同类型的金融机构比较银行板块PB估值水平偏低



注：银行、保险板块按照港交所行业分类，PB估值为算术平均值。

资料来源：Wind、兴业研究

慧博资讯 专业的投资研究大数据分享平台

© 兴业研究 版权所有 “兴业研究”为兴业银行成员机构 使用前请参阅最后一页重要声明

点击进入 <http://www.hibor.com.cn>

免责声明

本报告由兴业经济研究咨询股份有限公司(简称“兴业研究公司”，CIB Research)提供，本报告中所提供的信息，均根据国际和行业通行准则，并以合法渠道获得，但不保证报告所述信息的准确性及完整性，报告阅读者也不应自认该信息是准确和完整的而加以依赖。本报告中所提供的信息均反映本报告初次公开发布时的判断，我司有权随时补充、更正和修订有关信息，但不保证及时发布。本报告内容仅供报告阅读者参考，一切商业决策均将由报告阅读者综合各方信息后自行作出，对于本报告所提供的信息导致的任何直接或间接的后果，我司不承担任何责任。

本报告的相关研判是基于分析师本人的知识和倾向所做出的，应视为分析师的个人观点，并不代表所在机构。我司可根据客观情况或不同数据来源或分析而发出其它与本报告所提供信息不一致或表达不同观点的报告。分析师本人自认为秉承了客观中立立场，但对报告中的相关信息表达与我司业务利益存在直接或间接关联不做任何保证，相关风险务请报告阅读者独立做出评估，我司和分析师本人不承担由此可能引起的任何法律责任。

本报告中的信息及表达的观点并不构成任何要约或投资建议，不能作为任何投资研究决策的依据，我司未采取行动以确保此报告中所指的信息适合个别的投资者或任何的个体，我司也不推荐基于本报告采取任何行动。

报告中的任何表述，均应从严格经济学意义上理解，并不含有任何道德、政治偏见或其他偏见，报告阅读者也不应该从这些角度加以解读，我司和分析师本人对任何基于这些偏见角度理解所可能引起的后果不承担任何责任，并保留采取行动保护自身权益的一切权利。本报告版权仅为我司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发表。除非是已被公开出版刊物正式刊登，否则，均应被视为非公开的研讨性分析行为。如引用、刊发，需注明出处为兴业经济研究咨询股份有限公司，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

“慧博资讯”专业的投资研究大数据分享平台

我司对于本免责声明条款具有修改和最终解释权。
兴业研究 版权所有 “兴业研究”为兴业银行成员机构 使用前请参阅最后一页重要声明
点击进入 <http://www.hibor.com.cn>

谢谢观看