

2021年3月15日

证券研究报告 | 行业专题

中国的老百姓“长什么样”？ 高净值客户有什么特征？

金融首席分析师：马婷婷

执业证书编号：S0680519040001

金融行业分析师：陈功

执业证书编号：S0680520080001

二零二一年三月

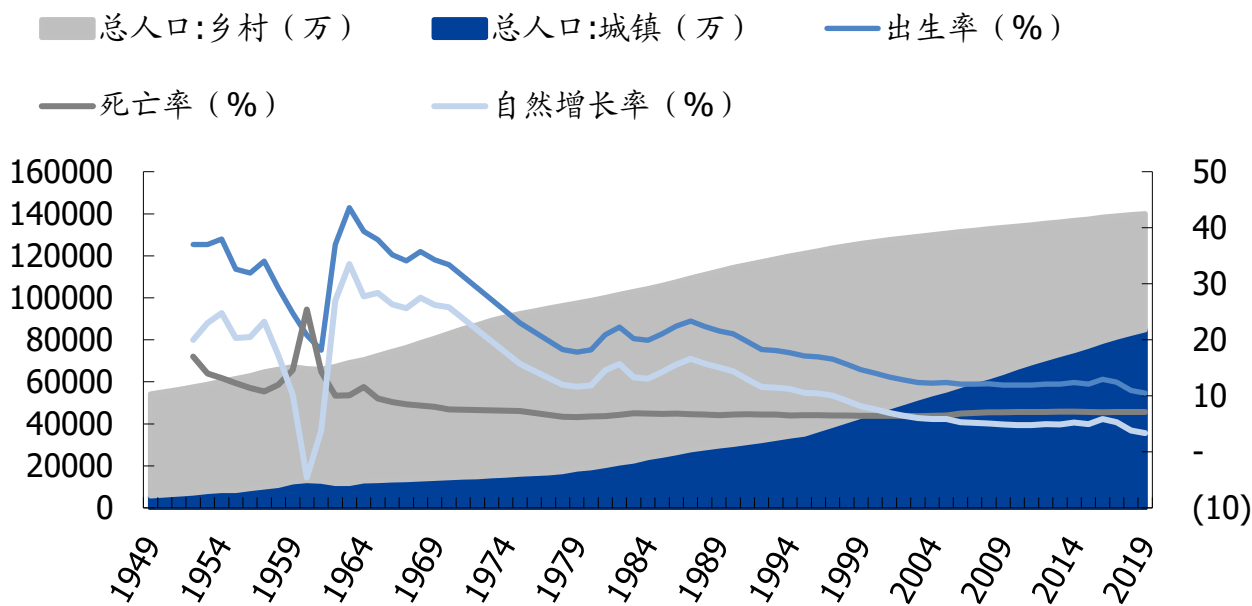
第一部分

我国居民特征：或处于财富管理需求爆发前夜

- ✓ 人口老龄化
- ✓ “越老”的同时也在“越富”
- ✓ 从美国的经验看，“越老越富”意味着多元财富管理需求的提升
- ✓ 人口素质不断提升加速理财意识的觉醒

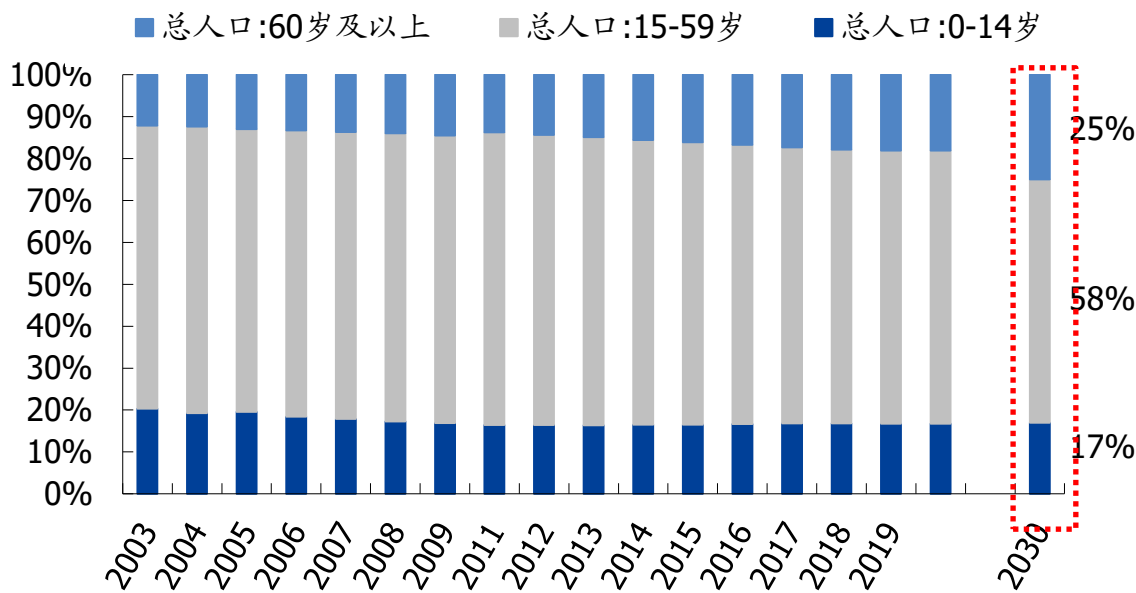
- ✓ 老龄化趋势较为明显：14亿人中，2.5亿在60岁以上（占比18.3%），2.3亿在14岁以下（占比16.8%），15-60岁的适龄劳动人口9.1亿人（占比65.1%）。
- ✓ 总人口或将在2030年见顶：随着人口老龄化及出生率的下降，我国人口的自然增长率从2000年的7%左右持续下降至3.34%。根据国务院的预测，到2030年我国人口将达到峰值14.5亿左右，此后开始下降。而结构上，60岁以上老年人口占比将继续提升至25%，适龄劳动人口占比将逐步下降至58%。未来生育政策的调整，或延缓这一趋势。
- ✓ 城镇化率不断提升且仍有空间：2019年我国城镇人口数量达到了8.5亿，城镇人口占比（城镇化率）从2000年的35%持续提升至61%。但相比其他发达国家仍有空间，美国、日本、韩国城镇化率均在80%以上。我国陆续推出的京津冀协同发展、粤港澳大湾区、长三角一体化等城市群和都市圈战略，均是推动城市经济增长的重要引擎。

图表1：我国总人口达14亿，城镇化率不断提升（万人，%）



数据来源：统计局，Wind资讯，国盛证券研究所

图表2：我国未来老年人口占比将不断提升

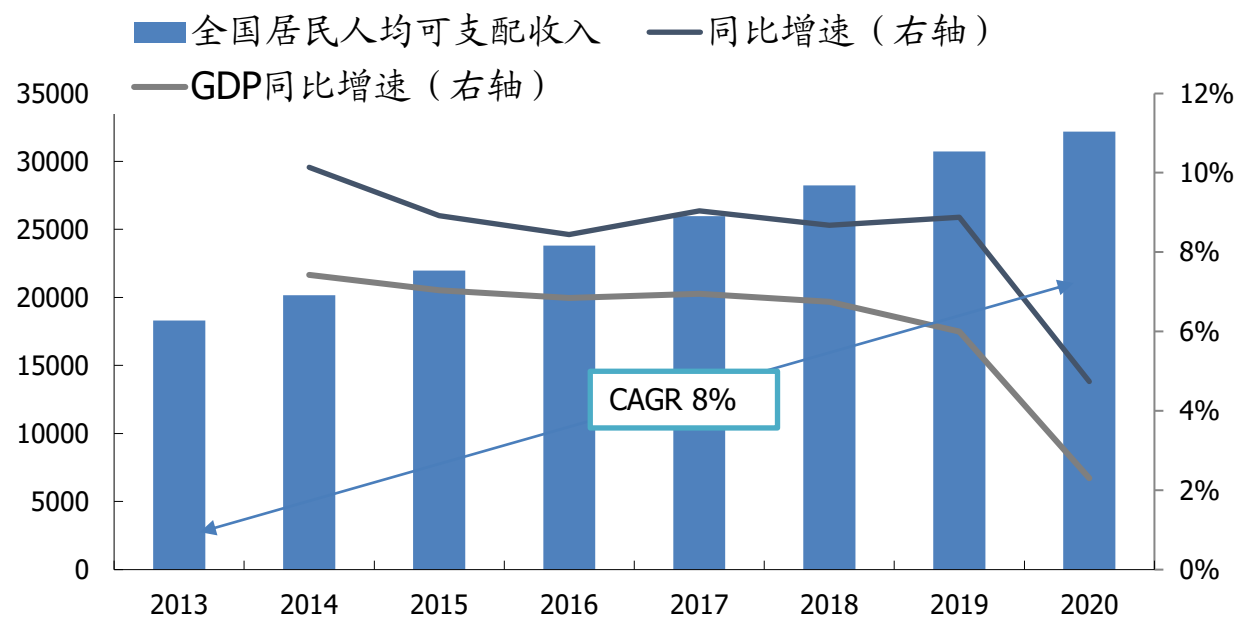


数据来源：统计局，Wind资讯，国盛证券研究所

1) 从收入的角度来看：

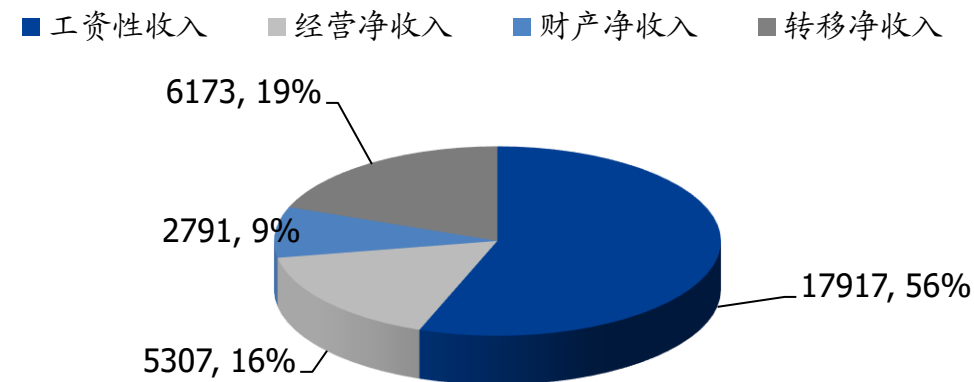
- ✓ 人均GDP突破“1万美元大关”，进入财富管理大发展的“风口”。2020年，我国人均 GDP 连续2年超过1万美元，这与美国80年代“财富管理”爆发前夜水平相当。
- ✓ 居民收入基本随着GDP的增长而稳步提升：2020年我国人均可支配收入3.22万元，过去5年年均增速约8%（考虑20年疫情），基本与“GDP+CPI”增速一致（5.8%+2.2%）。
- ✓ 收入一半来源于工资：2020年人均工资收入1.8万元（占比55.7%），经营性收入5307元（16.5%），财产收入（利息、房租等）2791元（8.7%），政府转移补贴收入6172元（19.2%）。

图表3：居民可支配收入随着GDP稳步增长（元）



数据来源：统计局，Wind资讯，国盛证券研究所

图表4：可支配收入中主要来源是工资性收入（元）

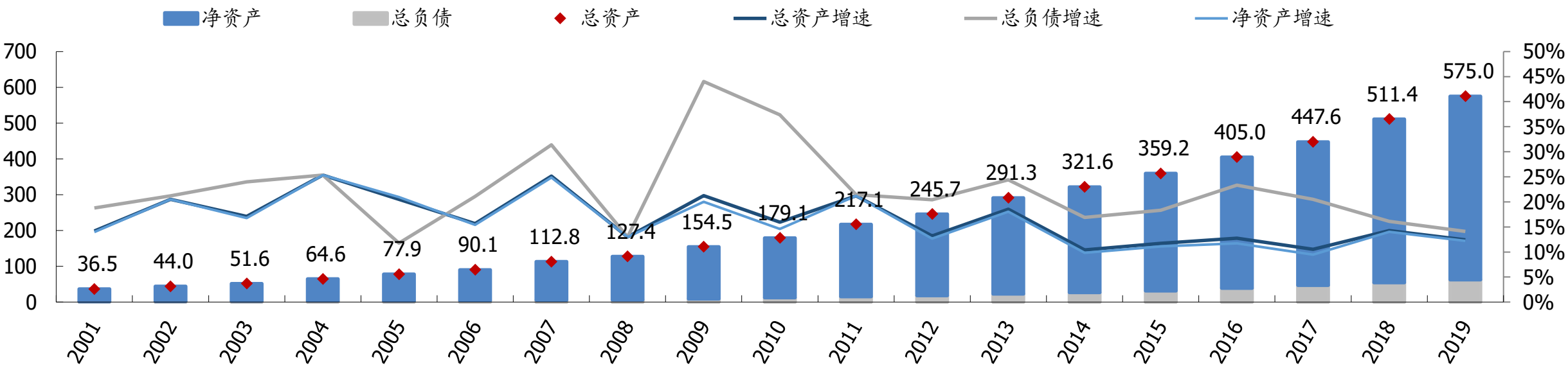


数据来源：统计局，Wind资讯，国盛证券研究所

2) 从资产负债的角度来看：

- ✓ 我国居民的广义总资产（包含不动产、企业股权等）快速增长。根据社科院的统计，到2019年末我国居民部门的广义总资产规模达到约575万亿（市值法），过去5年年均复合增速约12.3%，对应人均资产规模约41万元。
- ✓ 与此同时，居民负债增速更快。2019年末居民总负债62.3万亿（主要是贷款），过去5年CAGR为18.5%。
- ✓ 我国居民“净财富”规模为：512.6万亿，对应人均净财富36.61万元，过去5年CAGR11.2%，高于GDP+CPI的增速，表明我国居民切实享受到了经济发展所带来的红利。

图表5：居民总资产规模稳步增长（亿元）

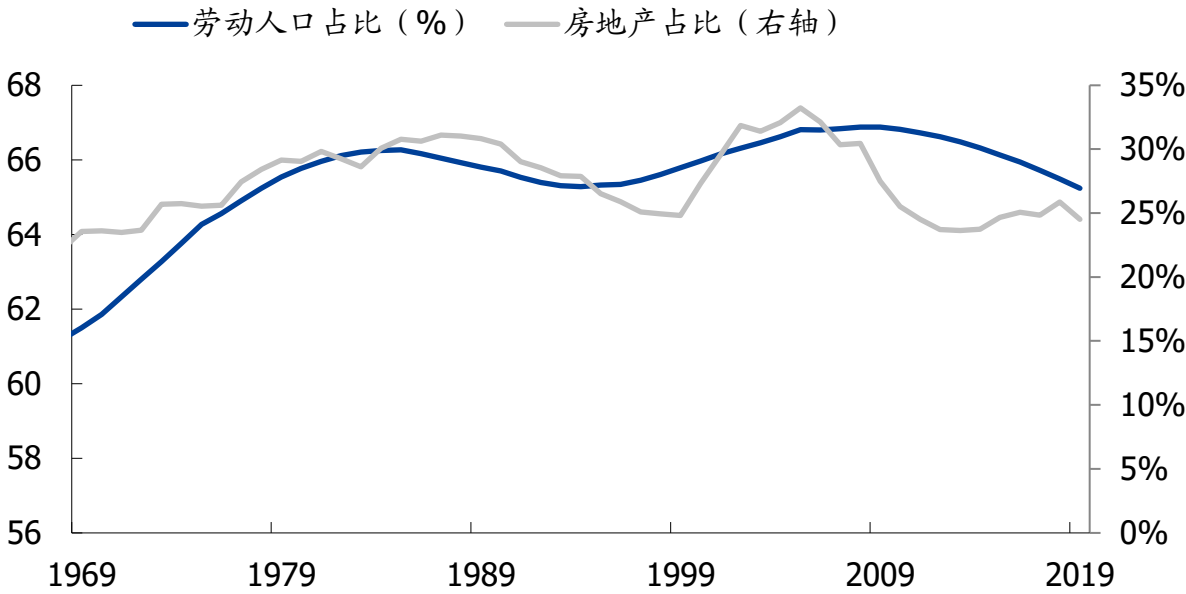


数据来源：社科院，统计局，Wind资讯，国盛证券研究所

从美国的经验来看，“更老更富”意味着，住房需求下降，财富管理需求增加：

- 1) 适龄劳动人口的下降将导致住房需求的下降。如：80年代-90年代美国出现“老龄化”趋势，其居民部门房地产配置的比例也随之下降，而1990年后移民政策的放宽（《1990年移民法》的颁布）带来大量适龄劳动人口（1990-2000年平均每年净移民601万人，是此前10年的2倍）的情况下，居民房地产配置占比又逐步回升，2008年次贷危机+2010年移民政策的趋严后，美国居民房地产配置比例再度随着适龄劳动人口占比的下降而下降；
- 2) 老年人口占比的不断提升，居民对于保险产品的需求则会持续增加，且第一支柱为核心的“蓄水”能力将减弱，促进养老金二、三支柱的体制改革，为资本市场带来大量长期、稳定的增量资金。
- 3) 美国1980年代迎来财富管理的爆发期，居民资产配置从房地产转移到金融资产，金融资产中存款占比不断下降，股票、基金、养老金等多元财富管理产品迎来大爆发。

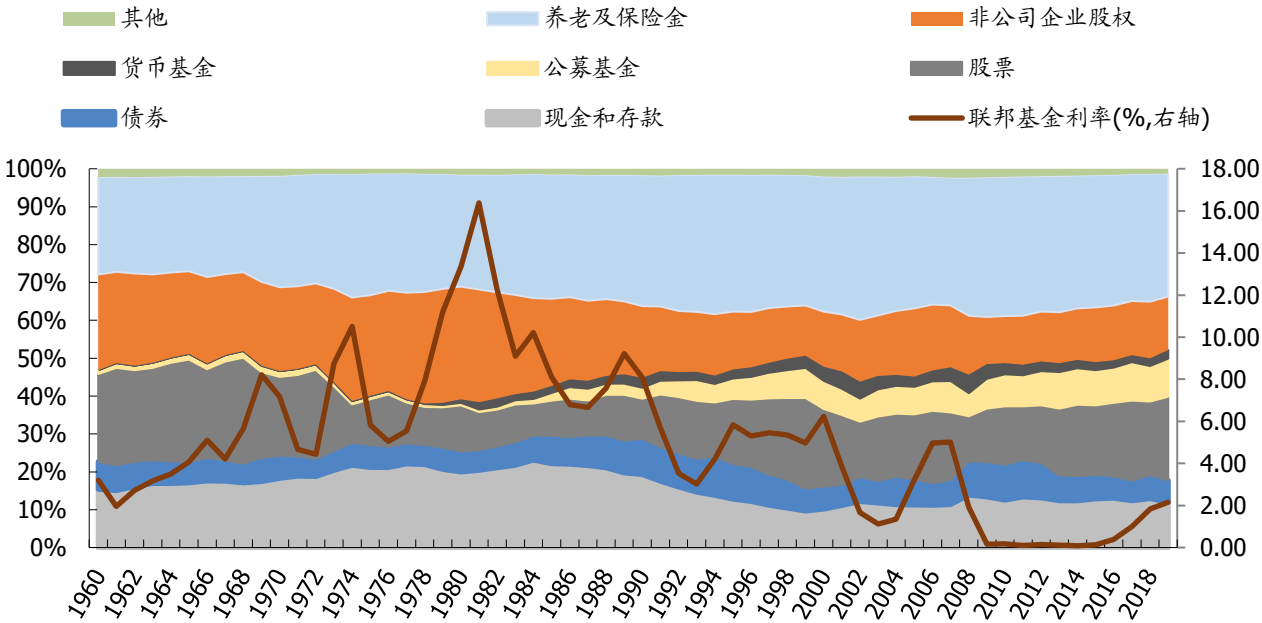
图表6：美国15-60岁人口与居民房产配置正相关



数据来源：美联储，Wind资讯，国盛证券研究所

诚信|担当|包容|共赢

图表7：美国居民金融资产配置走势 (%)



数据来源：美联储，Wind资讯，国盛证券研究所

此外，与美国80年代类似，我国居民素质正不断提升，大学生越来越多，推动理财意识觉醒，多元的财富管理需求提升：

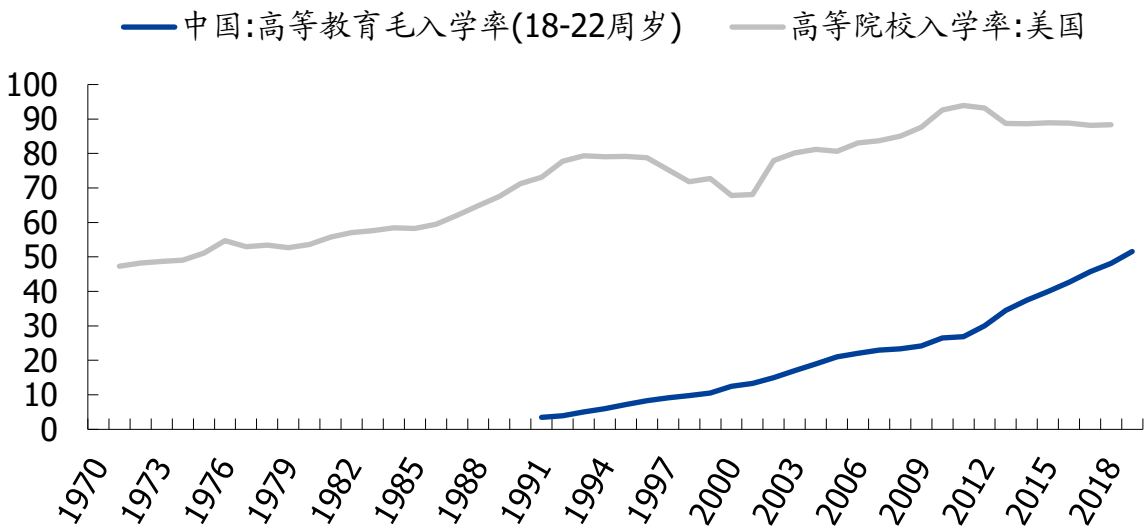
- ✓ 过去几年我国高校入学率快速提升，每年18-22岁中在高校学习的人数占比，从2000年10%左右跃升至2019年达到50%以上，达到了美国1970年代的水平，2020年全国高校在校生已达到约3000万人左右。其中每年从经济学相关专业毕业的毕业生，从2000年3.5万人，到2018年达到23万人，翻了6.5倍。
- ✓ 从美国的经验来看，二战到1975年高校发展的大爆发为美国1980年代财富管理的爆发、变革，打下了扎实的社会基础，并带来了丰富的人才资源。

图表8：美国二战后-1975年高等教育大发展

年代	1945	1975	1995
总人口（万人）	13,993	21,598	26,659
入学人数（万人）	168	1,119	1,426
教师人数（万人）	15	63	92
学院数量(包括分校区，个)	1,768	2,747	3,706
学位授予数量(博士、硕士、学士，万个)	16	167	225

数据来源：《亚瑟·科恩.美国高等教育通史[M]》，国盛证券研究所

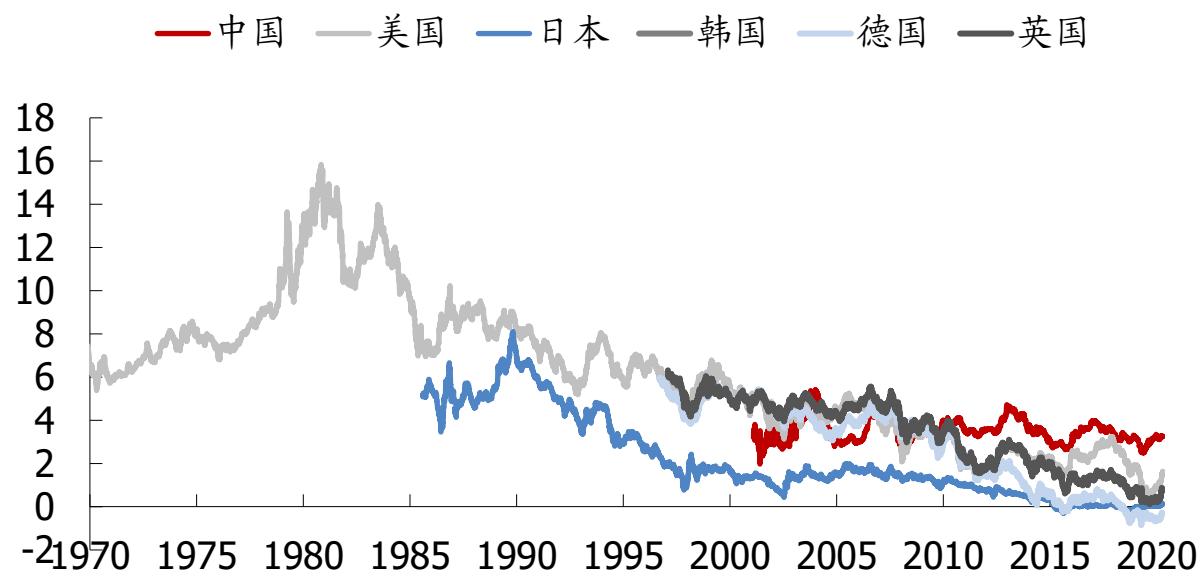
图表9：中国过去几年高校入学率快速提升（%）



数据来源：美国教育部，中国教育部，Wind资讯，国盛证券研究所

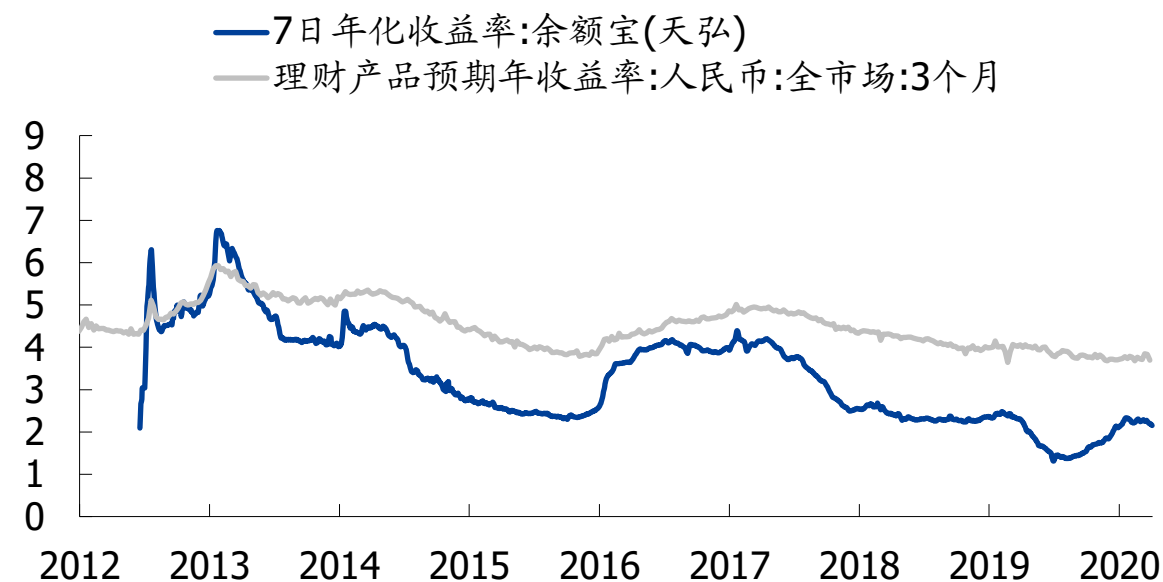
- ✓ 美国80年代财富管理大爆发的重要环境--利率持续下降。美国国债10年期到期收益率从1980年15%以上持续下降到2000年的4.5%左右。无风险利率的持续下降，促进了美国居民增加风险金融资产的配置。
- ✓ 当前我国：10年期国债收益率为3.26%，而大多数发达国家在1.5%以下。过去几年我国市场利率整体呈下行趋势，余额宝为代表的货币基金收益率最低下降至1.34%（当前为2.15%），中长期看，我国利率仍有下行空间。
- ✓ 我国“无风险利率”有望持续下行。一直以来我国理财收益率和存款成本的相对“刚性”，使得大部分居民财富保留在“无风险”资产中。但是在利率市场化和“打破刚兑”的推进下，能够“保本”的资产越来越少（如2020年银行净值型理财已17.4万亿，占比接近70%），理财产品收益率也持续下降。我国居民财富管理的“无风险收益率”未来或将持续下降，将促进居民更多元的财富管理需求。

图表10：中国10年期国债收益率高于发达国家（%）



数据来源：各国央行，Wind资讯，国盛证券研究所

图表11：过去几年余额宝、理财产品收益率持续下降（%）



数据来源：Wind资讯，国盛证券研究所

第二部分

居民负债

- ✓ 居民负债概览：房贷为基石，消费贷开始加强管控，经营贷快速增长
- ✓ 居民债务压力：剔除经营贷后处于合理水平，但过去几年提升幅度较快
- ✓ 海外经验：杠杆率若超过**60%**需引起注意

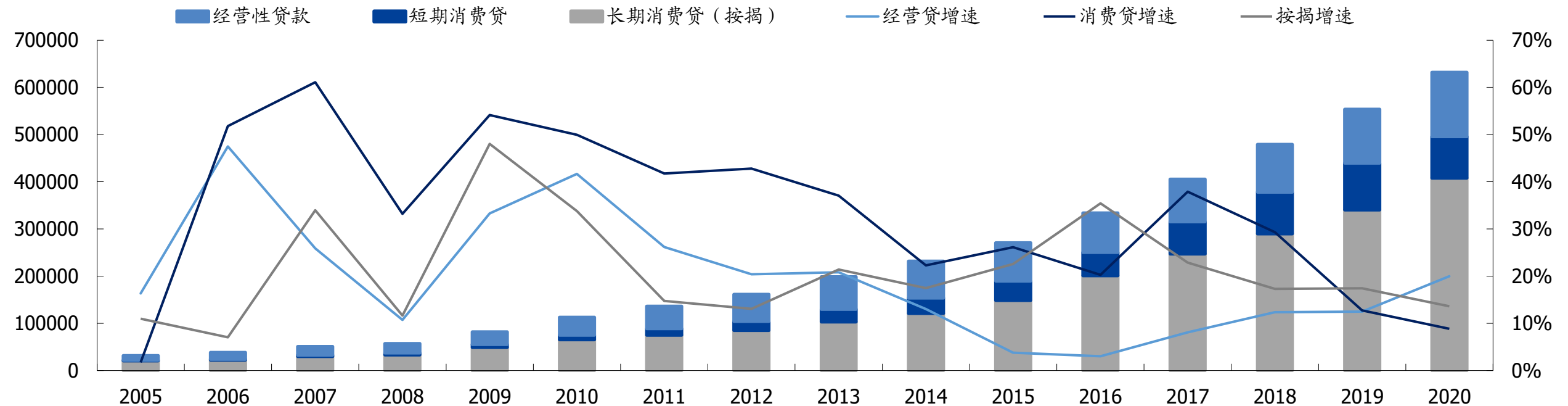
总量上看：

- ✓ 我国居民负债约90%为贷款（根据社科院数据，剩余10%为P2P、民间借贷、个体户应付账款等）；
- ✓ 2020年末我国居民部门总贷款规模62.3万亿，人均贷款4.5万元，过去5年年均复合增速18.5%，增速较快；

结构上看：

- ✓ A、长期消费贷（住房按揭）共计40.8万亿，占比64.6%，“房住不炒”基调下，增速下降到2020年的13.6%；
- ✓ B、短期消费贷（信用卡等）共计8.8万亿，占比13.9%，监管趋严+P2P暴雷+疫情，增速快速下降至仅8.9%；
- ✓ C、经营性贷款（生产经营）共计13.6万亿，占比21.6%，普惠小微支持政策加码下，增速持续提升至20%。

图表12：我国居民负债规模、结构及增速（亿元）



数据来源：统计局，Wind资讯，国盛证券研究所，注：2020年短期消费贷与长期消费贷口径有所调整，这里同比增速为我们测算的可比口径

主要指标：杠杆率（债务/GDP，国际通用）、资产负债率（“以资抵债”）、债务收入比（总债务/当年可支配收入）

- ✓ 静态看：2020年末我国居民部门杠杆率62.2%，低于发达国家平均水平（78%）但高于新兴经济体（50.6%）；债务收入比102.0%已超过美国（95.8%）；2019年末资产负债率为10.8%（最新可得），略低于美国的12.3%；
- ✓ 发展阶段看：若按美元计价，我国居民收入相当于美国70年代水平，但杠杆率、债务收入比明显超过美国同期（44.4%、62.7%）；
- ✓ 动态看：过去5年我国居民部门杠杆率增加了23pc，在国际清算银行统计的所有国家中升幅最高；
- ✓ 值得注意的是，剔除个人经营性贷款后我国居民债务存量压力并不大。正如央行货币政策执行报告所述，我国居民负债中包含了个人经营贷（不少国家放在了企业、工商业贷款中），剔除这一因素后的杠杆率、债务收入比、资产负债率分别为48.8%、80.0%、8.6%，在国际上处于合理水平。

图表13：我国居民主要债务指标与美国、全球对比

		1975	2000	2005	2010	2015	2019	2020	过去5年的 变化/增幅
中国	人均可支配收入（美元）					3527	4455	4665	5.75%
	居民部门杠杆率		12.4%	16.9%	27.3%	39.2%	56.1%	62.2%	+23.0%
	居民部门杠杆率（剔除经营贷）		8.6%	11.7%	18.2%	27.5%	44.6%	48.8%	+21.3%
	资产负债率		4.4%	4.5%	7.0%	8.8%	10.8%		+2.0%
	资产负债率（剔除经营贷）		3.1%	3.2%	4.7%	6.2%	8.6%		+2.4%
	债务收入比		19.2%	29.5%	48.9%	66.9%	94.0%	102.0%	+35.1%
	债务收入比（剔除经营贷）		13.3%	20.5%	32.6%	47.0%	74.7%	80.0%	+33.1%
美国	人均可支配收入（美元）	5657	26262	31710	36523	42953	49763	52997	4.29%
	居民部门杠杆率	44.4%	70.6%	92.3%	91.6%	77.6%	75.2%	78.0%	+0.4%
	资产负债率	11.6%	14.2%	16.0%	17.3%	13.7%	12.3%		-1.4%
	债务收入比	62.7%	99.9%	130.6%	124.0%	105.3%	101.2%	95.8%	-9.5%
发达国家：居民部门杠杆率			63.4%	73.8%	81.5%	73.0%	73.2%	78.0%	+5.0%
新兴经济体：居民部门杠杆率			0.0%	0.0%	29.0%	34.2%	45.4%	50.6%	+16.4%

数据来源：国际清算银行、社科院，统计局，Wind资讯，国盛证券研究所

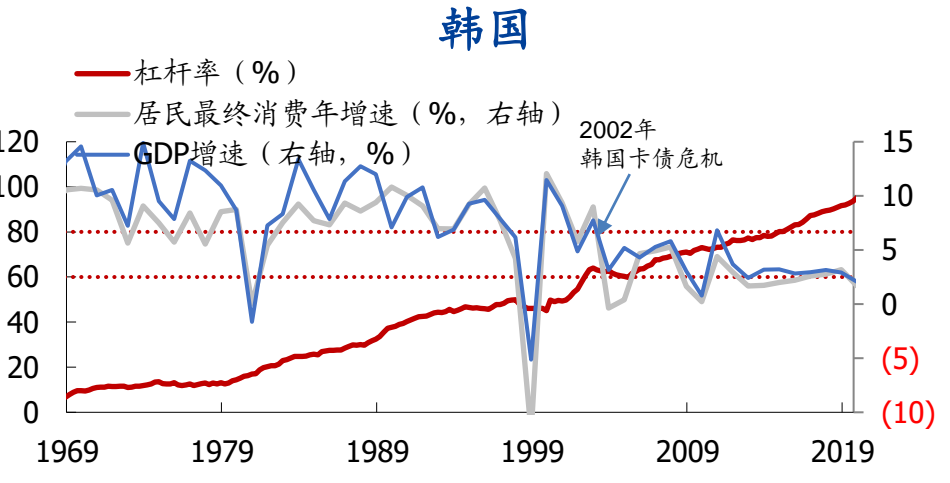
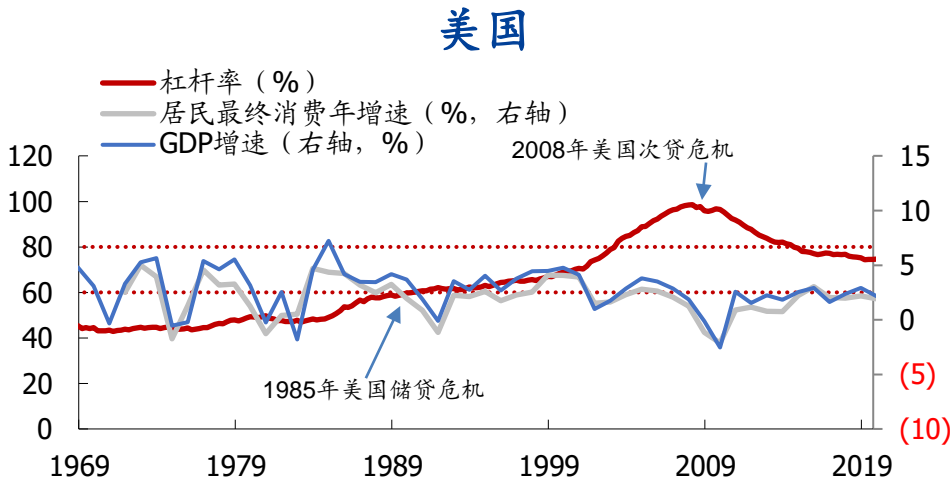
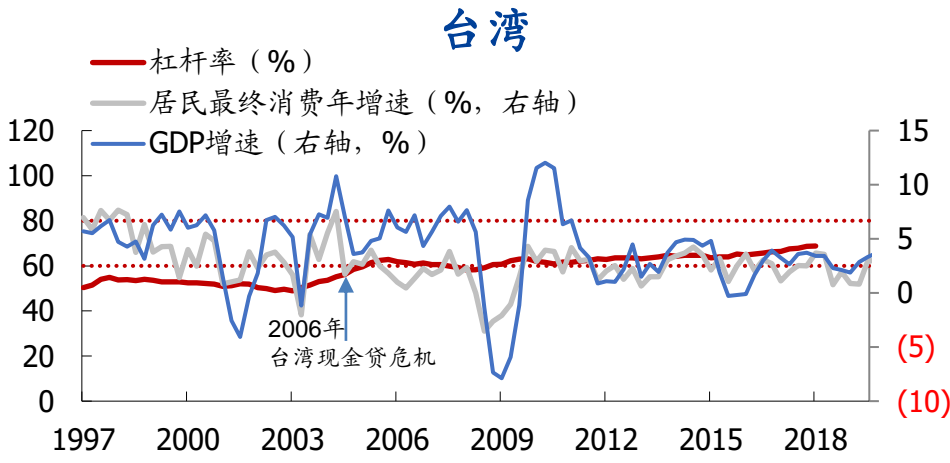
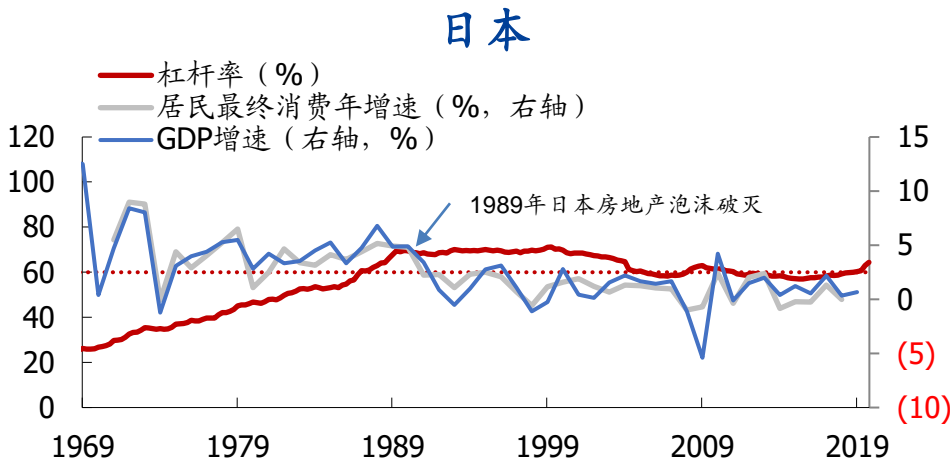
根据国际清算银行（BIS）和国际货币基金组织（IMF）的测算,当一国零售部门杠杆率:

- ✓ 超过60%时将会对中长期消费带来负面影响，超过65%时将会对金融稳定造成负面影响;
- ✓ 超过80%时将会对GDP增长带来负面影响;

值得注意的是，经济运行情况是多因素共同作用的结果，每个国家的发展阶段不同、政策环境不同、文化不同等都会带来各种各样的差异。我们选取简单的指标来侧面印证，多指标之间或有一定的相关性，并非简单的互为因果关系，具体国情需要具体分析。

图表14：日本、美国、台湾、韩国历史上杠杆率、GDP、居民消费增速走势

单位：%		美国	韩国	日本	台湾
杠杆率达到60%的年份		1989	2002	1988	2005
“碰线”前5年	GDP增速	4.36	5.72	4.68	4.31
	居民消费增速	3.24	4.53	3.97	3.08
“碰线”后5年	GDP增速	2.42	5.13	2.70	3.55
	居民消费增速	1.34	3.72	3.06	0.96
变化	GDP增速	-1.9pc	-0.6pc	-2.0pc	-0.8pc
	居民消费增速	-1.9pc	-0.8pc	-0.9pc	-2.1pc
杠杆率达到80%的年份		2003	2014	-	-
“碰线”前5年	GDP增速	3.22	3.34	-	-
	居民消费增速	3.04	2.16	-	-
“碰线”后5年	GDP增速	3.01	2.77	-	-
	居民消费增速	2.18	2.48	-	-
变化	GDP增速	-0.2pc	-0.6pc	-	-
	居民消费增速	-0.9pc	+0.3pc	-	-



第三部分

居民财富

- ✓ 居民财富概览：房地产+低风险金融资产仍是居民财富的核心
- ✓ 居民财富配置趋势：实物资产流向金融资产，从存款流向理财、基金

2019年末，我国居民广义总财富共计**575**万亿，狭义总财富（不考虑非上市股权、厂房及个体经营权等，更具备“配置、交易属性”的资产）**420**万亿，对应人均广义、狭义总财富为**41.1**万、**30**万元。

从狭义财富结构上看：一半是房地产，
1/4是存款及理财。

图表15：我国居民部门资产端摆布情况（万亿）

1、实物资产**249.9**万亿，占比**59.5%**：

A、房地产仍是居民财富的核心，共计**232.5**万亿，占狭义总财富的**55.3%**；

B、汽车**14**万亿，占比**3.3%**；

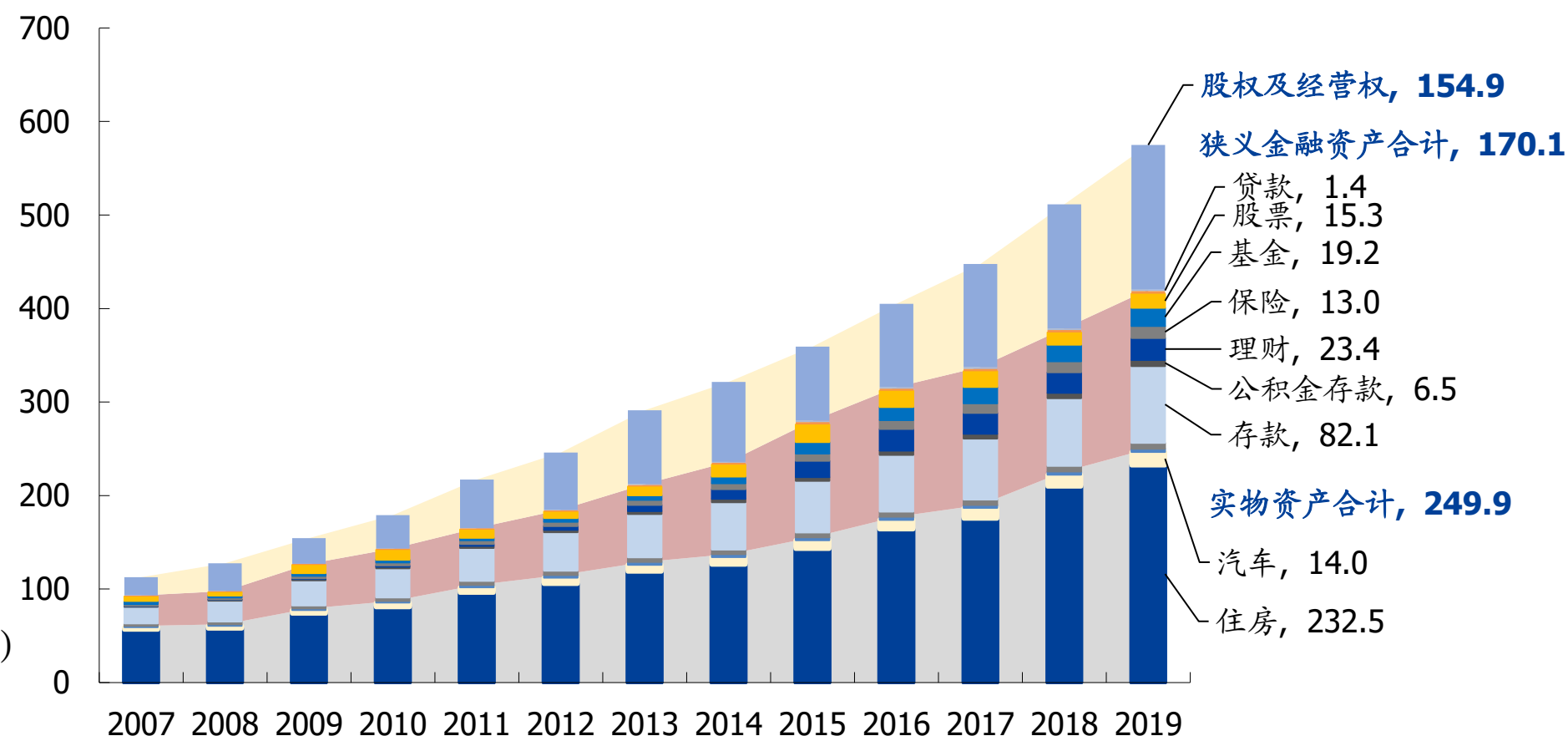
2、狭义金融资产**170.1**万亿，占比**40.5%**：

A、以存款(**82**万亿)+理财(**23**万亿)为核心（分别占比为**19.6%**、**5.6%**，共**25%**）；

B、股票规模仅**15.3**万亿，占比不到**4%**；

C、证券投资基金（含信托、资管产品）规模约**19.2**万亿，占比**5%**；










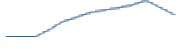



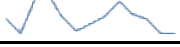
D、保险准备金**13**万亿，占比**3.1%**；



数据来源：社科院，BCG，中国人民银行，Wind资讯，国盛证券研究所测算

- 1、从过去10年的长周期变化来看：实物资产占比（60%）下降了2.81pc（主要是住房），金融资产中理财（6%）、基金（5%）分别上升了4.97pc、2.28pc，存款（20%）、股票投资（4%）占比下降了1.60pc、3.37pc；
- 2、短期看，近3年的趋势与市场环境密切相关：2017年监管趋严后理财产品增速放缓，2017年政策宽松下、居民房地产投资占比快速提升，但2019年随着股市回暖，股票、基金的投资又开始升温。

图表16：我国居民部门狭义总财富资产结构（%）

	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	走势图	过去10年变化
实物资产	65%	64%	62%	61%	63%	62%	61%	58%	55%	56%	56%	60%	60%		-2.81pc
住房	61%	59%	58%	56%	58%	57%	56%	53%	51%	52%	52%	55%	55%		-2.84pc
汽车	3%	3%	3%	3%	3%	3%	3%	3%	3%	3%	3%	3%	3%		+0.56pc
其他非金融资产	2%	2%	1%	1%	2%	2%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%		-0.53pc
金融资产	35%	36%	38%	39%	37%	38%	39%	42%	45%	44%	44%	40%	40%		+2.81pc
理财	0%	0%	1%	1%	1%	2%	3%	4%	6%	7%	7%	6%	6%		+4.97pc
基金	4%	2%	2%	2%	2%	2%	2%	3%	4%	4%	5%	5%	5%		+2.28pc
保险	2%	2%	2%	2%	2%	3%	3%	3%	3%	3%	3%	3%	3%		+1.07pc
公积金存款	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	2%	1%	1%	2%	2%	2%		+0.40pc
贷款	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	1%	1%	0%	0%		+0.34pc
债券	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%		-0.30pc
通货	3%	3%	3%	3%	3%	3%	2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%		-0.98pc
存款	19%	23%	21%	22%	21%	22%	22%	21%	20%	19%	19%	19%	20%		-1.60pc
股票	5%	4%	7%	7%	5%	4%	4%	5%	7%	5%	5%	3%	4%		-3.37pc

数据来源：社科院，BCG，中国人民银行，Wind资讯，国盛证券研究所测算

第四部分

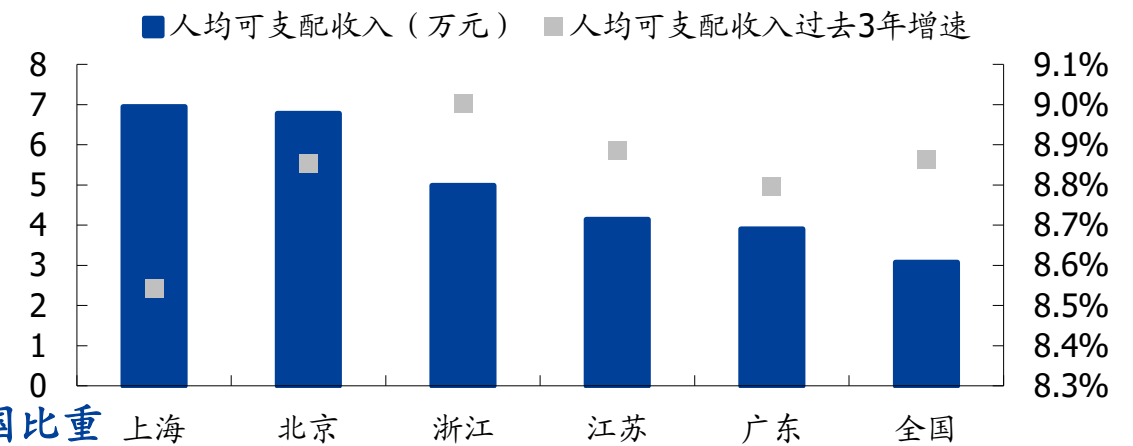
高净值客户

- ✓ 最有钱的人，他们都在哪？
- ✓ 最有钱的人，他们的财富从何而来？
- ✓ 高净值客户的几个特征：
 - A、居民财富的“二八”分化
 - B、财富管理的“门槛效应”
 - C、抗风险冲击能力更强
- ✓ 对比海外，我国高净值客户增长的潜力巨大
- ✓ 我国未来高净值客户服务上，有哪些增长点？

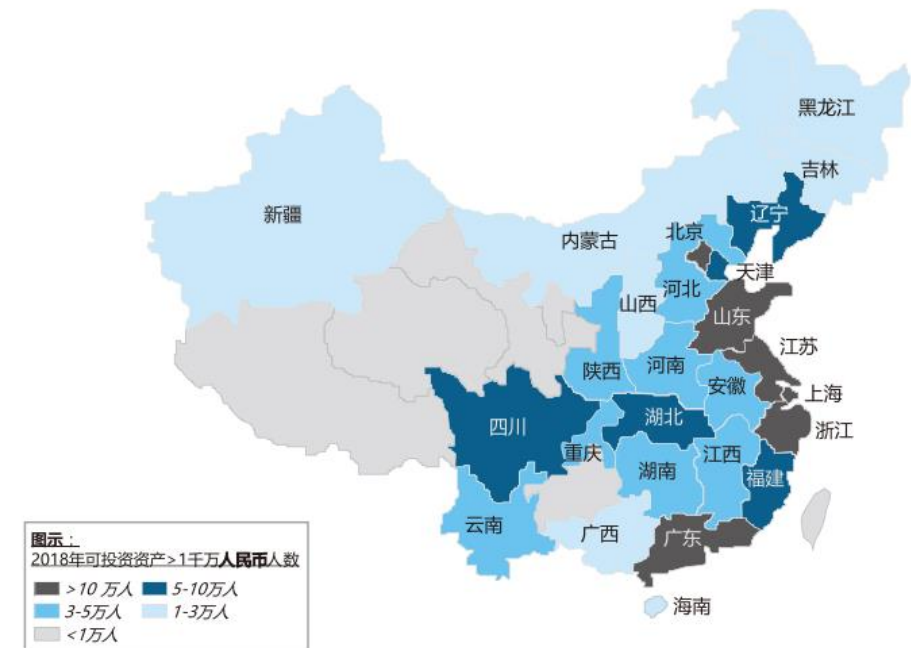
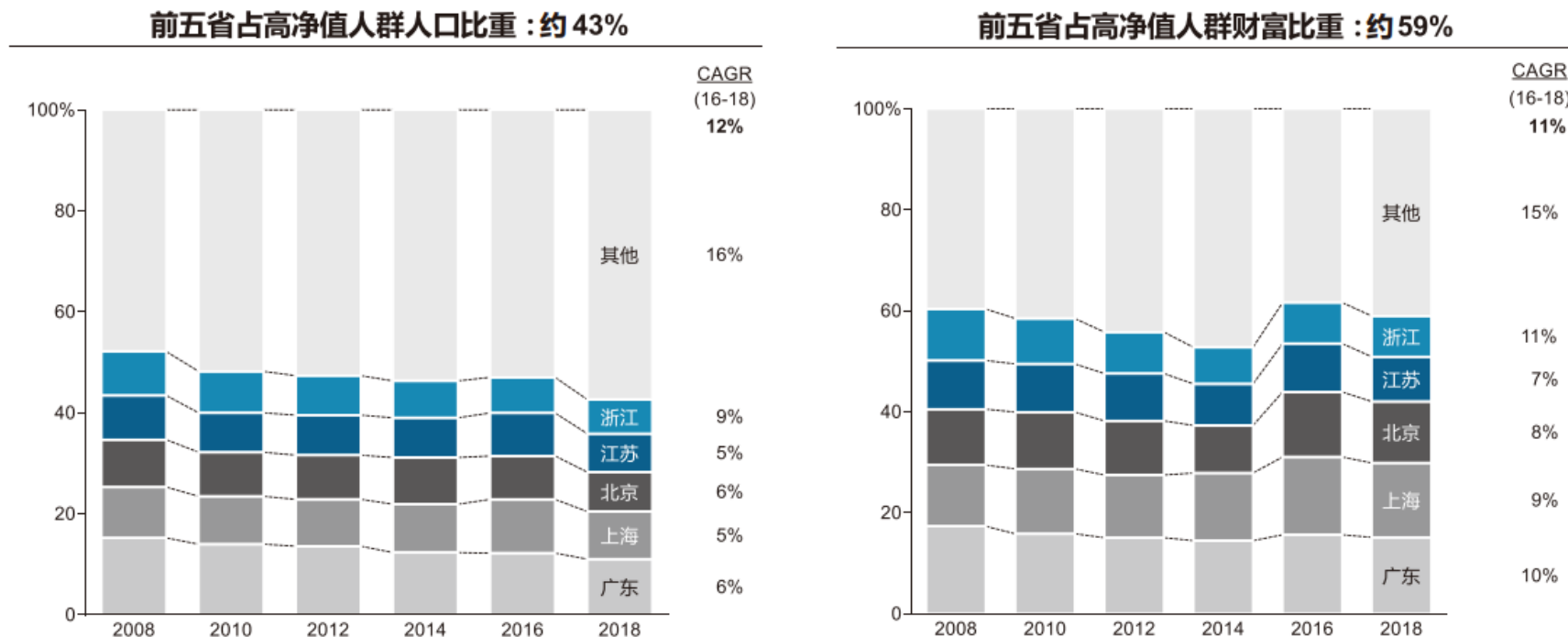
最有钱的人，他们都在哪？

- ✓ 不论是从财富、收入、人群数量的角度看，上海、北京、广东、江苏和浙江这五省明显是高净值客户的“聚集地”；每个省均有10万以上可投资资产(AUM)超过1千万的人；且这五省的加总占全国超高净值客户的比例约43%，可投资资产的占比约59%。
- ✓ 此外山东、天津、四川、辽宁、湖北、福建六省市的超高净值客户（AUM>1000万）人数也超过5万人；
- ✓ 根据2020胡润财富报告，总资产在600万以上的家庭数量最多的城市TOP10为北京、上海、香港、深圳、广州、杭州、宁波、佛山、台北、天津。

图表17：2020年广东、北京、浙江、江苏、广东人均可支配收入均明显高于全国



图表18：2018年五个省市超高净值人群（AUM>1000万）及其所拥有的可投资资产占全国比重



数据来源：贝恩，BCG，统计局，Wind资讯，国盛证券研究所

注：这里各家机构统计口径不同，我们后面重点讨论的高净值客群包括：高净值客群（AUM>600万），超高净值客群（AUM>1000万）

企业主是“传统优质资源”，高管及专业人才也在逐步成长。

1、根据贝恩2019年的统计数据，超高净值客户（AUM>1000万）的职业分布为：

A、一代企业家、二代继承人分别占比36%、9%；

B、企业 中高层管理人员及专业人士占比为36%，相比2017年大幅提升了7pc，在各类人群中成长最快。

2、根据BCG在2018年的统计数据，我国高净值人群（AUM>600万）的收入来源中：

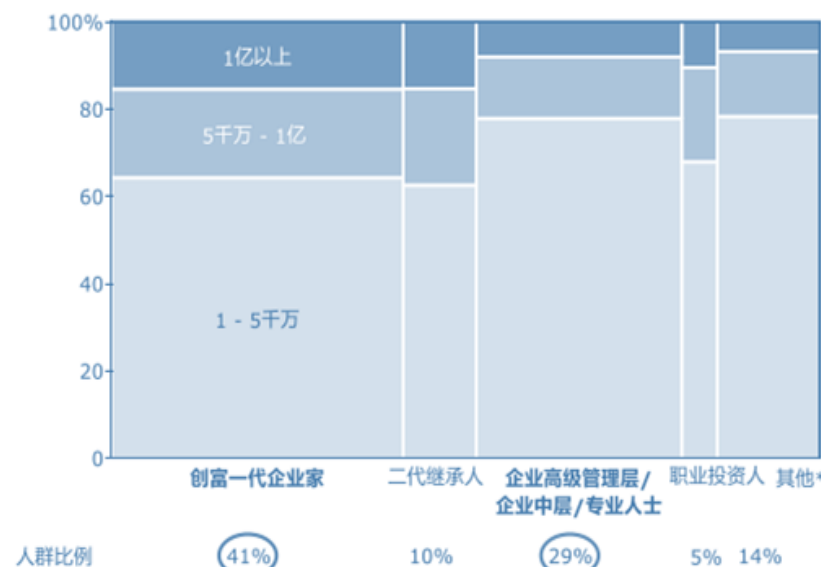
A、经营公司占财富来源的比例高达66%。

B、房地产和金融市场投资受政策、市场环境的影响波动较大，贡献的收入占比在2015年达到了高位（整体占比34%）此后有所下降

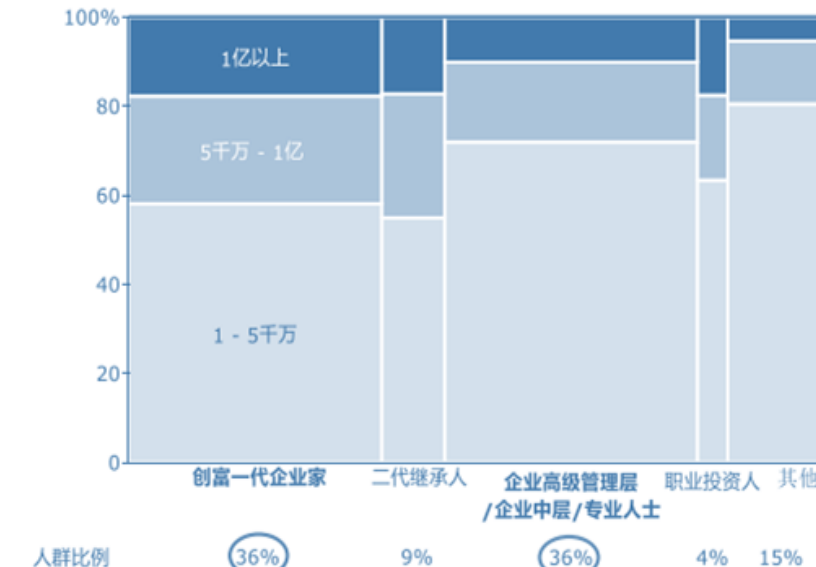
C、工资和福利占高净值人群财富来源的比例在稳步提升，主要是企业高管、高级专业人才等群体在高净值客户中将不断发展壮大。

图表19： 2017-2019年中国超高净值人群（AUM>1000万）构成按职业及资产规模划分

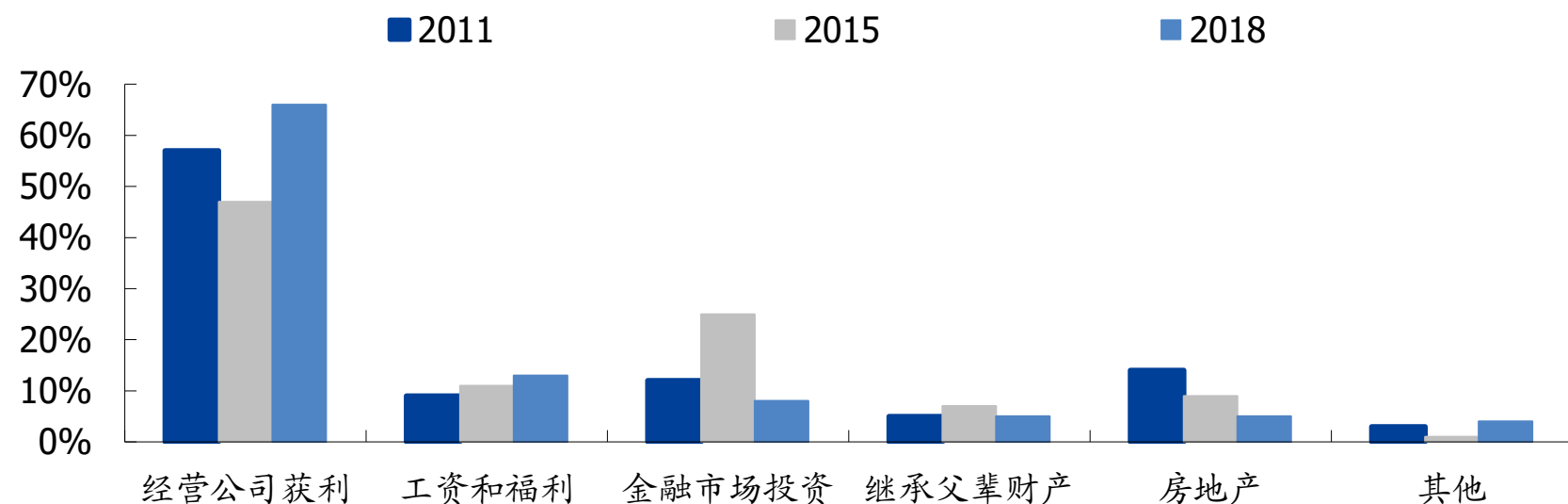
高净值人群规模按职业及资产规模划分



高净值人群规模按职业及资产规模划分



图表20： 2011-2018年中国高净值人群（AUM>600万）收入的来源



数据来源： 贝恩，BCG，建设银行，Wind资讯，国盛证券研究所

财富管理的“二八分化”在收入、净资产、金融资产3个维度都有体现，从2018年的数据来看：

目前我国头部前20%的居民，占据了46.7%的收入、64.5%的家庭净资产、72.5%的金融资产。

收入维度：

1) 较高收入阶层（前20%）：对应人口2.8亿，人均当年可支配收入约7.1万元，占全体居民可支配收入的46.7%；（占14-60岁人口的比例约30%）

2) 中间收入阶层（40%-60%）：对应人口5.6亿，人均当年可支配收入约3万元；

3) 低收入阶层（后40%）：对应人口5.6亿，人均当年可支配收入约1万元，占全体可支配收入的13.8%。（注：我国14岁以下、60岁以上的人数有4.8亿人）

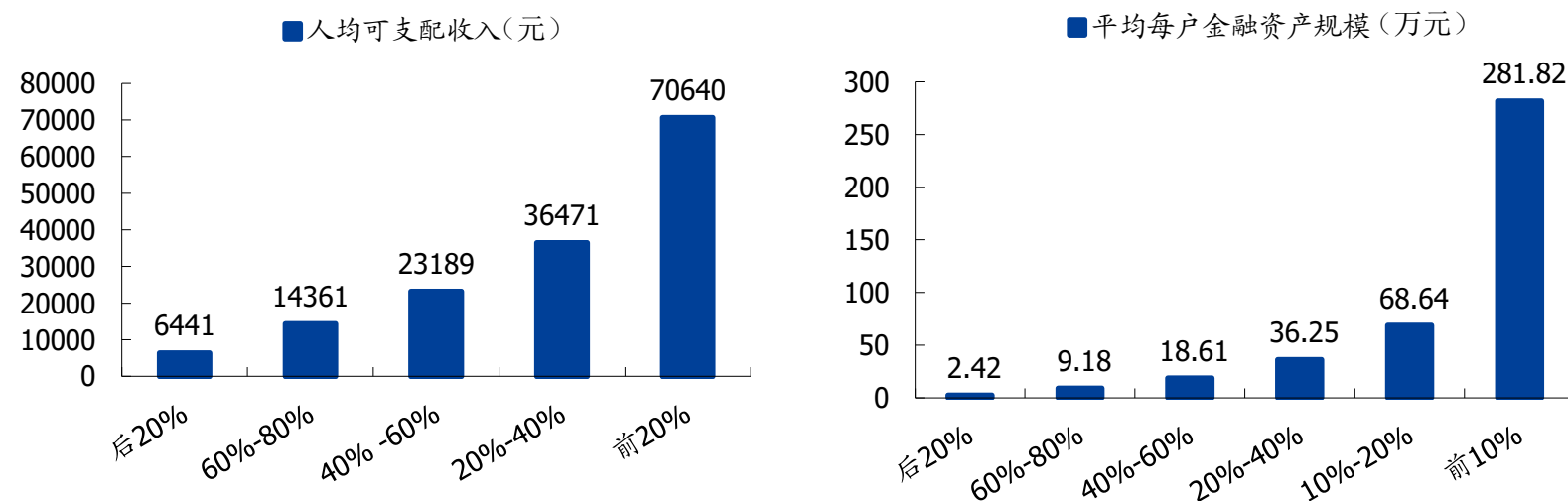
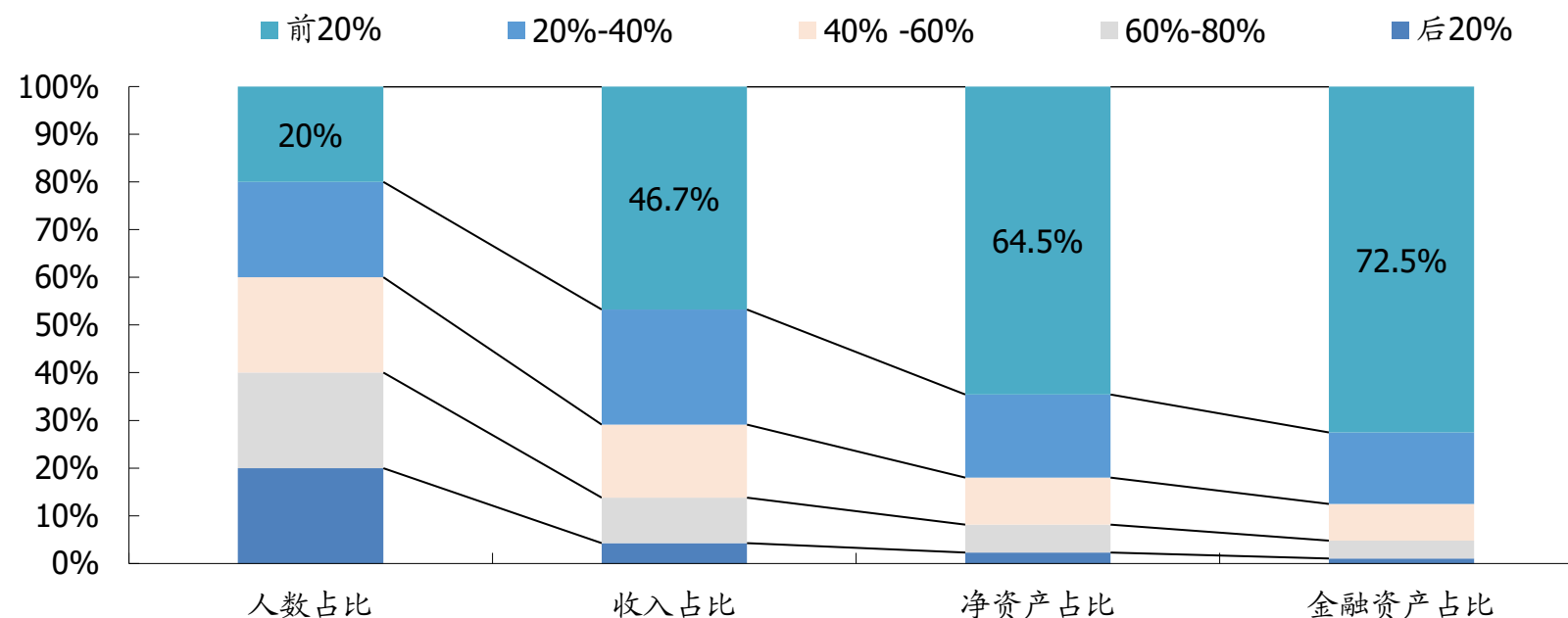
金融资产维度——“1个高端客户顶50个普通客户”

✓ 前10%的家庭平均持有的金融资产281万元，占全国居民金融资产的58.3%；

✓ 中间50%的大众家庭平均金融资产35.7万元，占比36.9%；

✓ 后40%的家庭平均金融资产5.8万元，占比4.8%。

图表21：前20%居民，占据了46.7%的收入、64.5%的家庭净资产、72.5%的金融资产



数据来源：中国人民银行，CHFS，Wind资讯，国盛证券研究所

“看上去的贫富分化”：高净值人群的**AUM**增速远超整体，实际上是有钱人的数量越来越多。

- ✓ 全国居民整体的可投资资产过去几年增速持续放缓，到2019年只有6%；但超高净值人群（ $AUM > 1000$ 万）的AUM自2008年以来的CAGR高达21%，且到2019年仍有11%的增速。
- ✓ 超高净值客户（ $AUM > 1000$ 万）2019年末已达到220万人，相比2008年年均复合增速（CAGR）高达20%，占全国人口比重从0.02%快速提升至0.16%，翻了8倍。

图表22：资产角度--超高净值客户（ $AUM > 1000$ 万）可投资资产规模增速明显高于全国整体

	2008	2010	2012	2014	2016	2018	2019
资产规模（万亿）							
全国整体	39	63	83	112	165	190	200
YoY		27%	15%	16%	21%	7%	5%
超高净值客户（ $AUM > 1000$ 万）	8	14	22	31	49	61	68
YoY		32%	25%	19%	26%	12%	11%
可投资资产占全国的比重	21%	22%	27%	28%	30%	32%	34%
可投资资产超过1千万人群（万人）							
占比	0.02%	0.04%	0.05%	0.08%	0.11%	0.14%	0.16%
人均可投资资产（万元）							
全国	2.94	4.70	6.13	8.19	11.93	13.62	14.29
超高净值客户（ $AUM > 1000$ 万）	2667	2800	3099	2981	3101	3096	3091
其他客户	2.33	3.66	4.51	5.93	8.40	9.26	9.44

从结论数据上看，随着我国家庭总资产的增加，居民资产的配置呈现“非线性”特征：

1) 金融资产占比加速提升：前10%、10%-20%的头部客户总资产中金融资产占比分别为25.02%、16.78%，但后80%的基础客群的金融资产占总资产的比例均在4%以下。

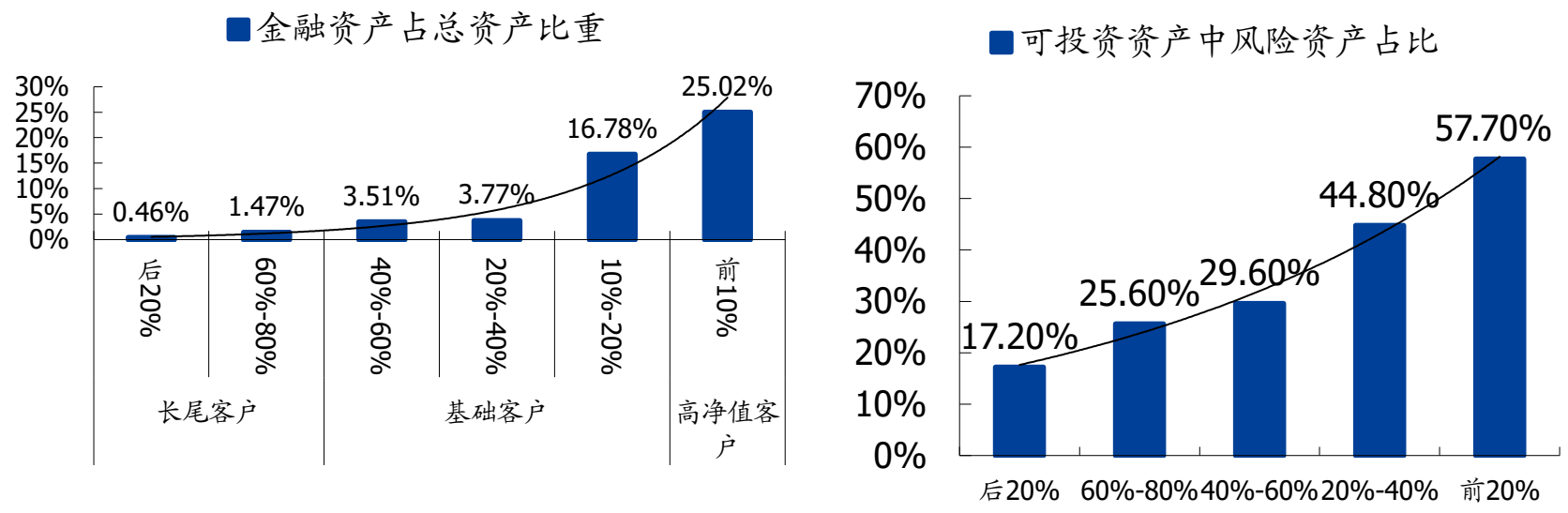
2) 金融资产中投向风险资产的占比加速提升：前20%的客户金融资产投资中，57.7%的资金投向了包括股票、偏股型基金等风险资产，但后20%的客户这一比例只有17.2%。

3) 参与风险金融市场的意愿更强，金融资产表现形式更加多元化。

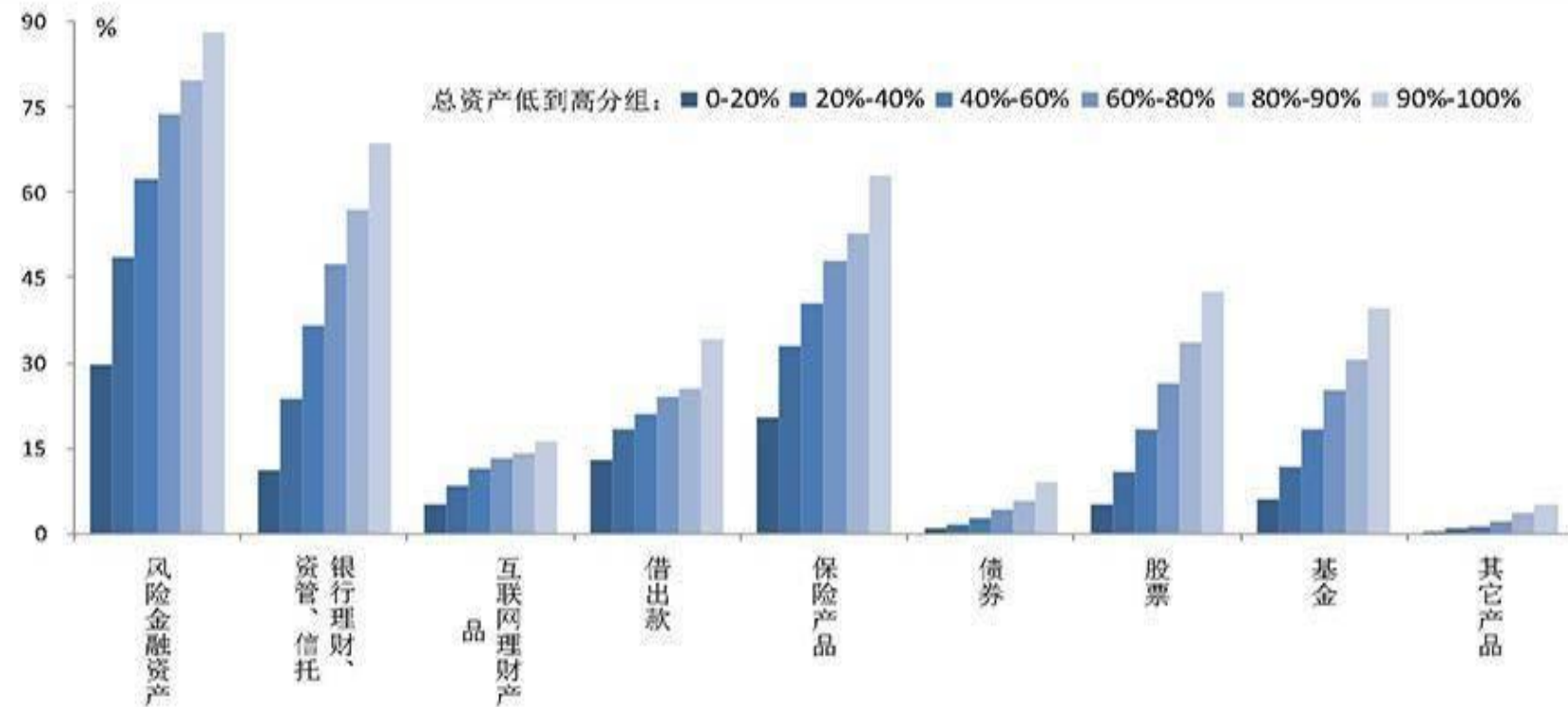
- ✓ 我国家庭总资产最高 20% 家庭中，87.9%的家庭都投资了风险金融资产；但最低 20% 家庭这一比例只有29.8%。
- ✓ 总资产越多的家庭参与各类金融市场的程度越高，在各类金融产品上的持有率均明显更高。

数据来源： 中国人民银行，CHFS，广发银行，国盛证券研究所

图表23：随着家庭总资产提升，金融资产占总资产、风险资产占金融资产比重“加速提升”



图表24：随着家庭资产的增加，家庭持有风险金融产品的比率稳步提高



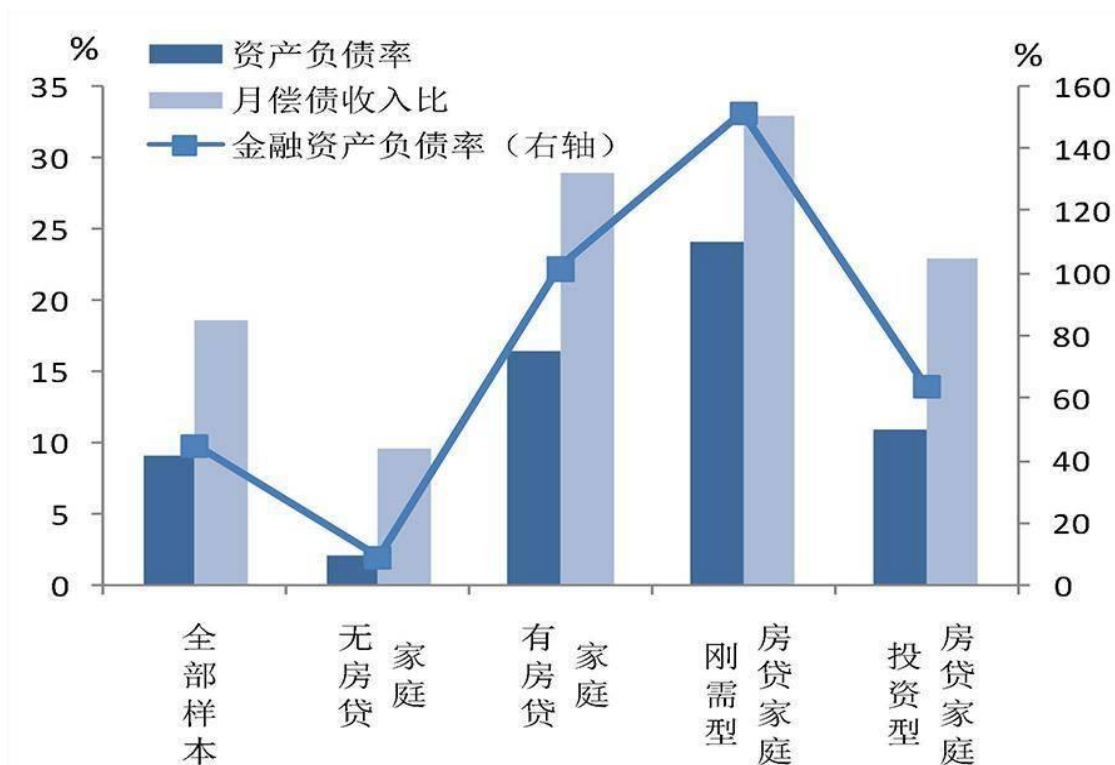
造成财富管理的“门槛效应”原因很多，其中我们认为比较重要的两个原因：

1) 金融投资资产产品普遍存在门槛：如个人投资者参与债券市场或投资私募基金，名下金融资产需大于300万元，信托资产的合格投资者要求为100万等等。

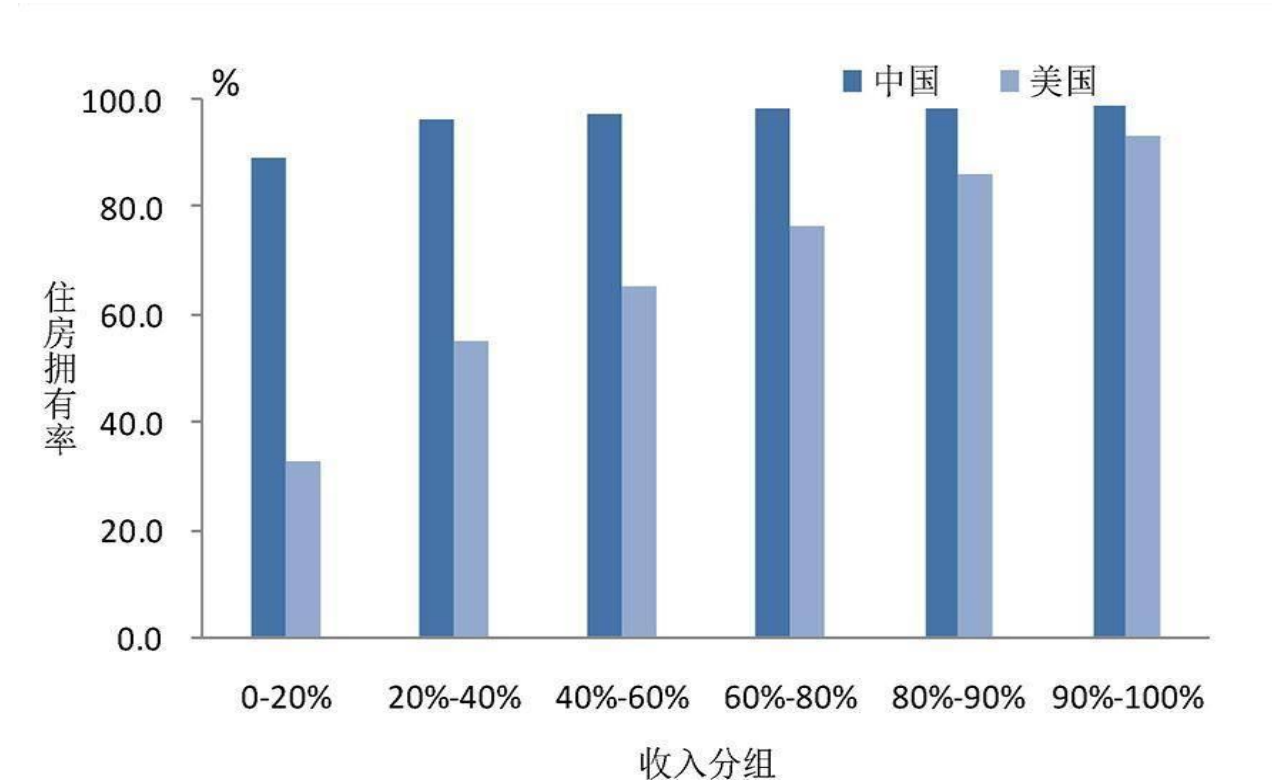
2) 房贷是风险投资的天然“门槛”：有房贷家庭的资产负债率、月偿债收入比分别为 16.5%、29.0%，债务风险明显高于平均水平（其中刚需型房贷家庭的债务风险尤其突出，分别为 24.2%、33.0%）。债务压力较大的情况下，金融资产的配置需求自然会“受到抑制”。

随着大多数居民解决“刚需住房问题”后，预计资产负债压力将自然减少，金融投资需求将迅速增加。2019年我国城镇居民家庭的住房拥有率已达 96.0%，有一套住房的家庭占比为 58.4%，有两套住房的占比为 31.0%，有三套及以上住房的占比为 10.5%。

图表25：居民家庭债务压力根据“住房状况”的分化



图表26：中国和美国不同收入组的住房拥有率



数据来源：中国人民银行，国盛证券研究所

1、美国案例：2008年金融危机后，不论是收入能力（利润表），还是债务负担（资产负债表），收入越高的家庭越稳定，抗风险能力越高。

- ✓ 收入最高的前10%的家庭：2010年其资产负债率较2007年仅小幅提升1.5pc至9.8%；在2010年，高达80.9%的家庭实现了收支平衡，较2007年仅下降3.9pc；
- ✓ 收入在后20%的家庭：资产负债率大幅提升了4.8pc，且2010年仅有32%的家庭实现了收支平衡。

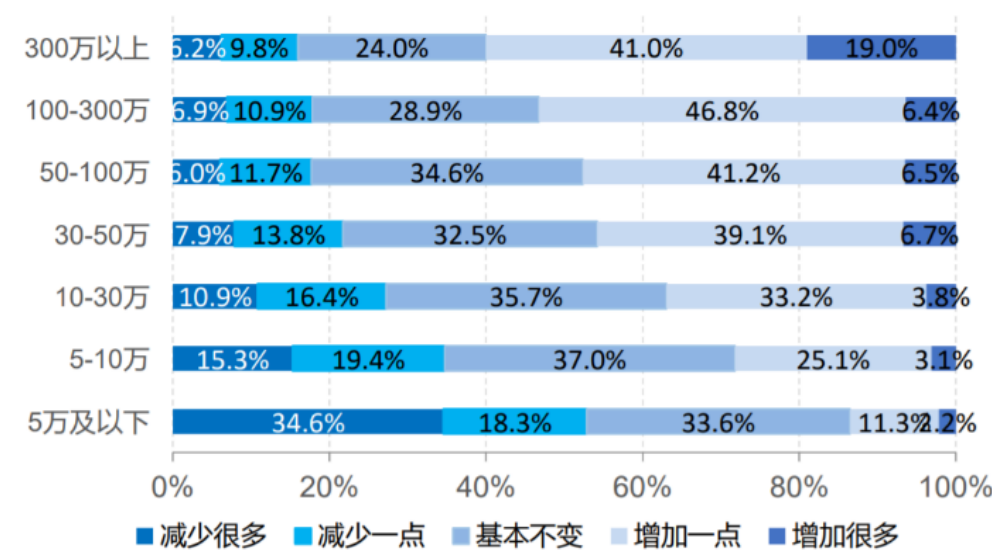
图表27：美国各类家庭收支、债务负担情况（按收入划分从高到低排序，%）

	2001	2004	2007	2010	10年相比07年	2013	2016
每类家庭中有XX%的家庭在前一年实现收支平衡							
Less than 20	30.0	34.0	33.7	32.3	-1.4	31.7	32.1
20-39.9	53.4	43.3	45.0	43.4	-1.6	40.9	45.2
40-59.9	61.3	54.5	57.8	49.8	-8.0	49.6	57.2
60-79.9	72.0	69.3	66.8	60.1	-6.7	64.5	64.8
80-89.9	74.9	77.8	72.9	67.7	-5.2	73.3	72.8
90-100	84.3	80.6	84.8	80.9	-3.9	83.4	82.3
资产负债率（家庭总负债/家庭总资产）							
Less than 20	13.5	15.1	13.5	18.3	4.8	18.6	18.0
20-39.9	14.5	19.4	18.6	21.4	2.8	22.4	20.9
40-59.9	19.2	23.2	24.3	26.5	2.2	25.4	22.9
60-79.9	18.0	21.6	25.3	27.7	2.4	24.3	22.7
80-89.9	18.1	22.7	23.3	23.0	-0.3	21.7	18.7
90-100	7.4	9.1	8.3	9.8	1.5	8.4	6.7

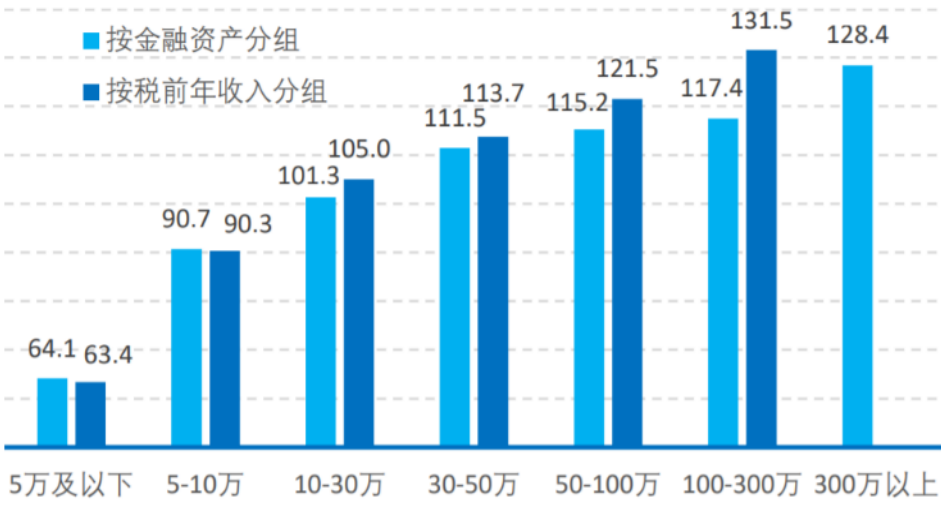
2、中国案例：2020年疫情之后，AUM在300万以上的家庭财富“逆市”增长

- ✓ 金融资产在300万以上的家庭有60%家庭财富增加，且近20%表示“增加很多”。
- ✓ 家庭财富指数（100以上为增值，越好）来看，金融资产越高、收入越高的家庭在20Q1财富表现越好。

图表28：20Q1居民家庭财富变化(按持有金融资产分组)



图表29：20Q1居民家庭财富变化指数（100为不变，数值越高表示增长越多，数值越低表示缩水越严重，下同）



数据来源：中国人民银行，美联储，蚂蚁金融研究院，国盛证券研究所

全球对比来看，我国高净值客户增速最快。根据瑞士信贷统计，我国2019年总资产在100万美元以上的客户数达到了445万人，2000年以来CAGR高达29%，主要经济体中增速最快。（前文提到，2008年以来，超高净值客户（AUM>1000万）的数量CAGR超过20%）。

未来空间巨大：2019年末我国总资产在10万-100万美元、100万美元以上的成年人口占比分别仅为10.0%、0.4%，而主要发达经济体10万-100万美元人群占比均在30%以上，东亚地区的日本（49.9%、2.9%）、香港（49.5%、8.2%）、台湾（38.3%、2.7%）、韩国（31.3%、1.8%），我国高净值客户数量的占比也明显偏低，未来提升的空间巨大。

图表30：过去20年我国总资产在100万美元以上人群增长迅速

	总资产>100万美元人数 (万人)			增长来源		
	2000	2019	CAGR	财富增值	人口增长	收入分化
中国	4	445	28.5%	21.5%	2.7%	4.3%
印度	3	76	17.8%	13.2%	3.2%	1.4%
俄罗斯	1	25	16.3%	16.0%	0.3%	0.0%
韩国	8	74	12.6%	10.5%	1.5%	0.5%
香港	10	52	8.8%	7.7%	1.3%	-0.2%
法国	43	207	8.7%	8.1%	0.7%	-0.2%
加拿大	27	132	8.6%	7.5%	1.5%	-0.3%
瑞士	18	81	8.3%	6.8%	1.3%	0.3%
德国	62	219	6.9%	6.6%	0.3%	0.0%
意大利	42	150	6.9%	5.5%	0.3%	1.0%
英国	75	246	6.5%	5.6%	0.9%	0.0%
台湾	16	53	6.3%	4.7%	1.3%	0.3%
美国	744	1,861	4.9%	3.5%	1.1%	0.3%
日本	199	303	2.2%	1.9%	0.2%	0.1%
全球	1388	4,679	6.6%	5.2%	1.0%	0.4%

图表31：2019年主要经济体富裕居民分化情况

国家	成年人口 万人	人均资产 万美元	中位数 万美元	根据财富划分的人口结构 (USD)			
				1万以下	1万-10万	10万-100万	100万以上
日本	10,496	23.81	11.04	4.6%	42.6%	49.9%	2.9%
香港	627	48.93	14.69	13.0%	29.3%	49.5%	8.2%
加拿大	2,914	29.43	10.70	20.4%	28.4%	46.7%	4.5%
法国	4,972	27.61	10.19	14.0%	35.5%	46.3%	4.2%
西班牙	3,745	20.75	9.54	16.9%	34.5%	45.9%	2.6%
英国	5,121	28.00	9.75	17.4%	33.0%	44.8%	4.8%
台湾	1,930	21.05	7.02	15.4%	43.5%	38.3%	2.7%
德国	6,767	21.67	3.53	40.6%	21.0%	35.2%	3.2%
美国	24,514	43.24	6.59	26.9%	31.0%	34.5%	7.6%
韩国	4,172	17.50	7.22	0.0%	66.9%	31.3%	1.8%
中国	109,023	5.85	2.09	24.6%	65.0%	10.0%	0.4%
俄罗斯	11,148	2.74	0.37	79.1%	18.1%	2.7%	0.2%
巴西	15,009	2.36	0.50	70.2%	27.1%	2.5%	0.2%
印度	86,578	1.46	0.30	78.2%	20.0%	1.7%	0.1%
亚太	119,492	5.42	0.42	65.7%	24.5%	9.2%	0.6%
欧洲	58,940	15.40	2.47	38.2%	33.9%	25.7%	2.3%
拉丁美洲	44,022	2.25	0.49	66.6%	30.5%	2.8%	0.2%
北美	27,438	41.77	6.92	26.2%	30.7%	35.8%	7.3%
全球	508,977	7.08	0.71	56.6%	32.6%	9.8%	0.9%

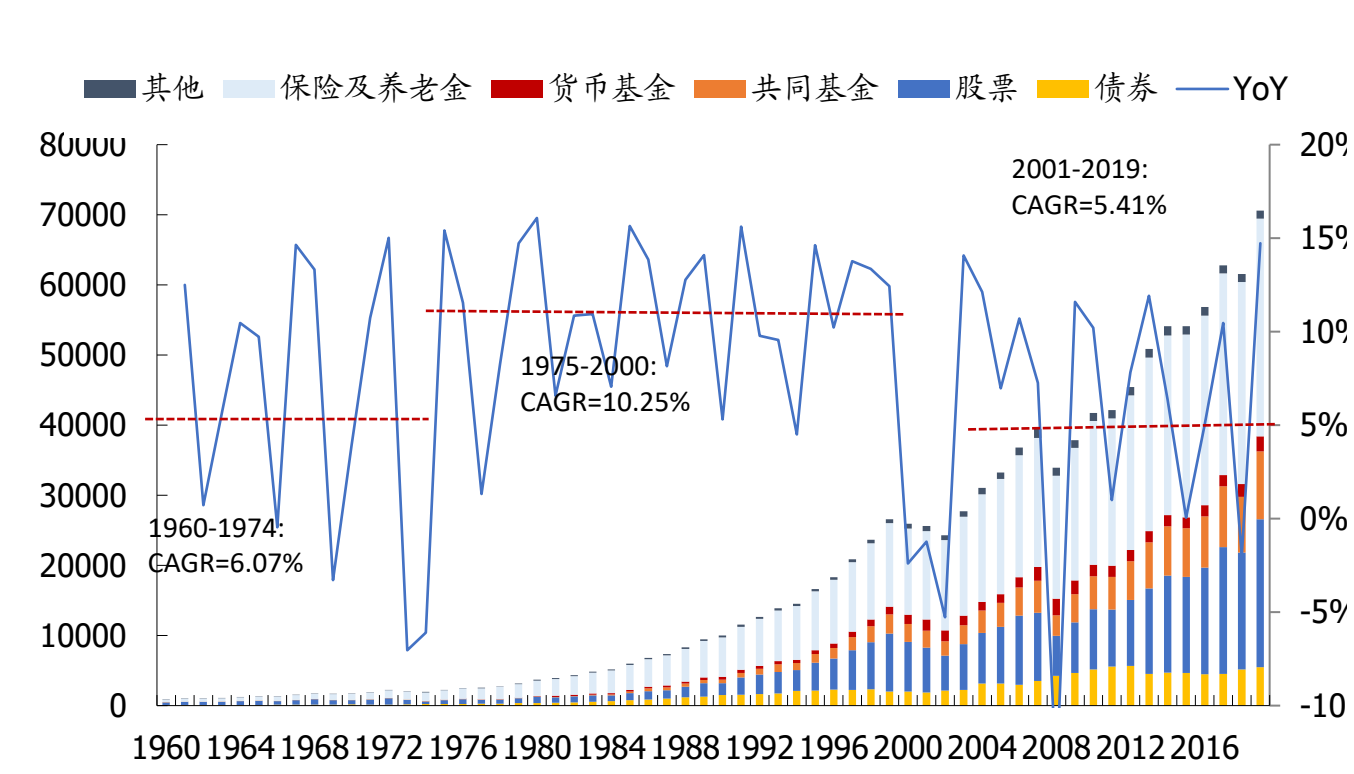
数据来源：贝恩，BCG，建设银行，Wind资讯，国盛证券研究所

根据贝恩咨询的统计，从高净值客户的财富目标来看：更注重财富安全（采访提及率28%）与财富传承（提及率25%），远高于创造更多财富的需求（提及率15%）。

而从海外经验来看，未来财富管理的需求、产品体系将更加“多元化”。如美国1975-2000年之间，股票、公募基金、养老金投资的风险金融资产规模从2.26万亿美元持续、快速增长至26万亿，期间年均复合增速高达10.3%，而现金及存款占金融资产的比重则从30%左右持续下降至12%左右，财富管理不再仅仅是“拉存款”或者“卖理财”。

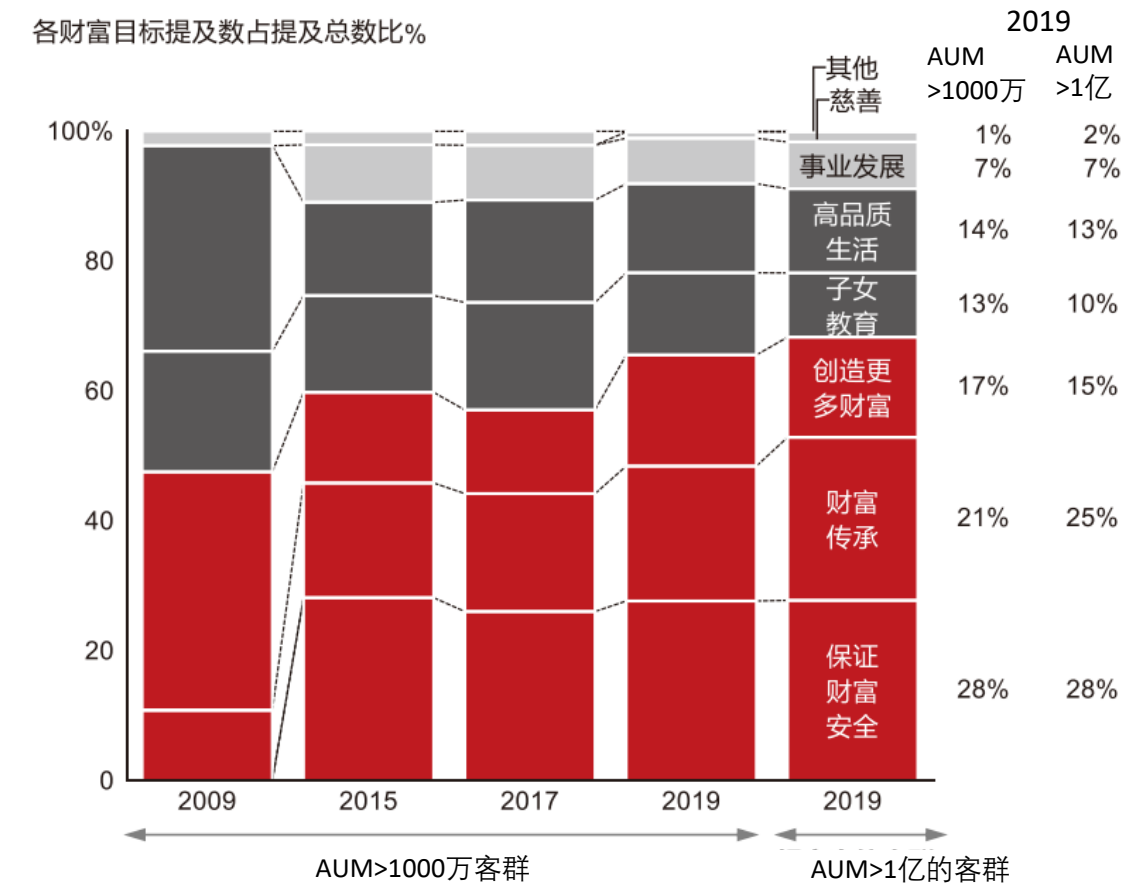
在财富需求、资产配置多元化的趋势下，从美国机构的角度看有两大突破口：**1）**如何定制具有竞争力的产品；**2）**如何更好地提供给客户财富配置与咨询服务。

图表32：美国居民风险金融资产规模及增速（十亿美元）



数据来源：美联储，贝恩咨询，国盛证券研究所

图表33：2009-2019年中国高净值人群财富目标对比

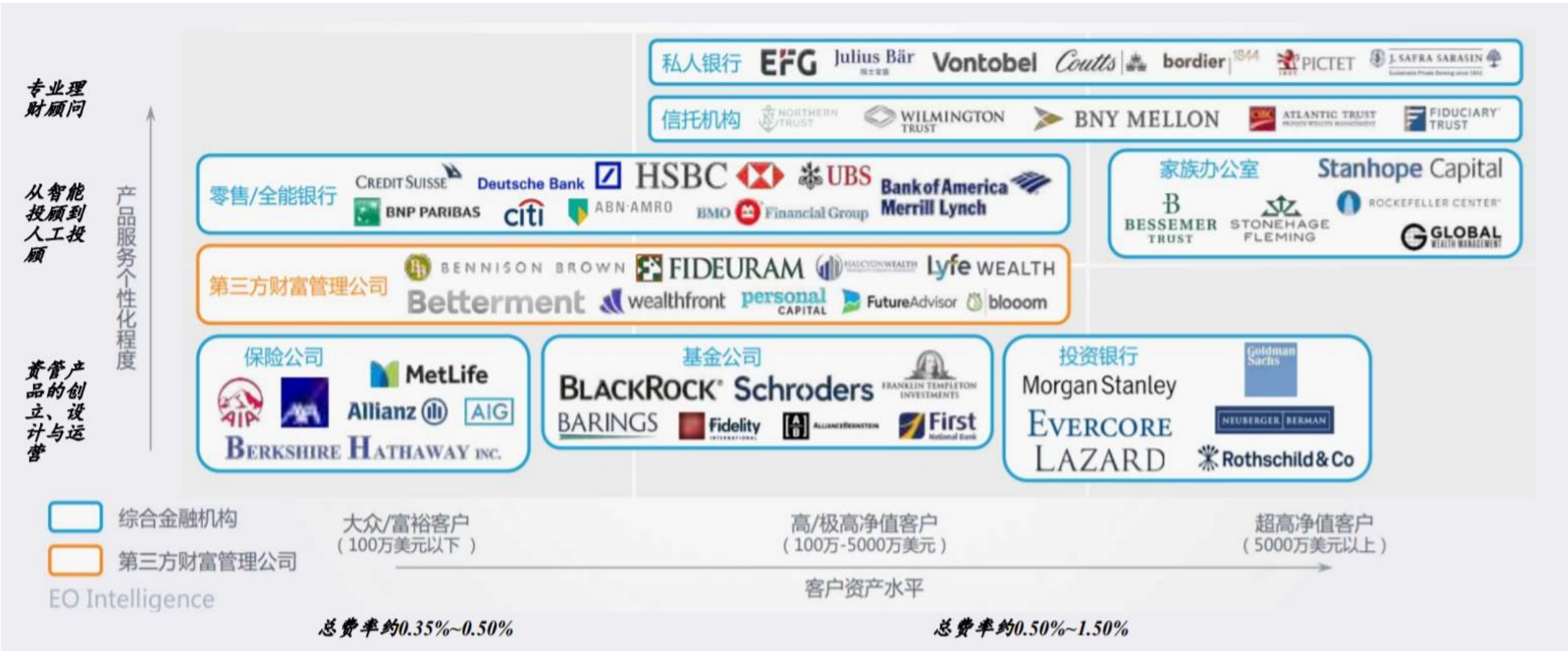


以美国为例，1975-2000年的财富管理爆发式发展下，形成了成熟的、多层次的财富管理体系，各类机构深耕于各自的领域，包括：

- 1) 全能/零售银行：利用自身网点与渠道的优势，提供综合金融服务大众及高净值客户。代表银行包括摩根大通、HSBC、美国银行等。
- 2) 投资银行：通过设计复杂投融资产品，满足高净值、超高净值客户的投资需求。代表性公司包括高盛、摩根士丹利等。
- 3) 专业保险机构：通过设计寿险、财险、养老险产品，或通过管理养老金（通过FOF、养老基金的设计）等方式来管理客户资金，代表公司包括安联集团、友邦保险等。

- 4) 基金公司：专注产品管理。代表公司包括贝莱德、先锋基金等。
- 5) 第三方财富管理公司：承担“中台”的角色，代表公司包括Wealthfront、嘉信理财等。
- 6) 高端财富机构（私人银行、信托机构、家族办公室等）：针对高净值客户及超高净值客户，通过专业的理财顾问对客户提供一对一、个性化的金融服务，代表机构包括北美信托、瑞士盈丰银行等。

图表34：美国财富管理行业细分领域及主要代表性公司



数据来源：亿欧咨询，David Maude 《Global Private Banking and Wealth Management》，小米金融，国盛证券研究所整理

第五部分

风险提示

- 海内外疫情扩散超预期，拖累内外需持续疲软，对我国居民收入、家庭资产负债形成冲击；
- **2021**年资管新规过度期截止，部分机构或面临一定调整压力；
- 资本市场波动超预期，对居民财富带来负面冲击。

免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在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。本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

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，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均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。