



中信证券研究部

核心观点



**邵子钦**  
非银行金融业  
首席分析师  
S1010513110004



**薛姣**  
非银行金融业  
分析师  
S1010518110002



**童成墩**  
非银行金融业  
联席首席分析师  
S1010513110006



**田良**  
金融产业  
首席分析师  
S1010513110005



**陆昊**  
非银行金融业

由于客户风险偏好下移，财富管理 AUM 增长遇到瓶颈，且这种趋势短期内无法消除。虽然政策助推“存款搬家”，但核心痛点集中于增加债券供给。从美国和日本经验来看，股市低迷期是补足固收短板的良机。在用户风险偏好持续下移和管理费率主动压降大背景下，财富管理市场的竞争格局正在发生变化。银行、三方平台、证券三类机构各擅胜场，推荐非银具有优势公司：东方财富、中金公司 H，并建议关注未上市的蚂蚁集团和盈米基金。

■ **客户风险偏好持续下移，AUM 增长受挫。**权益基金增长低于我们此前预期。存款搬家效应不明显，存款余额超预期增长。由于底层资产表现不佳，客户基本诉求从增值降至保值，现金类资产更受青睐。资金主要在银行体系内循环，以储蓄型保单为主的银保渠道快速增长。高净值客户的行为具有一定领先性，根据其年报，2022 年招行代理保险收入中收占比上升至 40.2%。

■ **风险偏好下移趋势短期内无法消除。**由于房产在居民资产配置中占比最高，提前还款潮带来的降杠杆和收入预期调整，共同限制可投资资产规模。从以下三方面来看，风险偏好短期难以回升。①市场：偏股型基金大部分亏损，基民解套尚需时日；②投教：需要教育大众“反人性”，任重道远；③政策：养老金税递延，亟需提高额度和扩大范围。

■ **从美国和日本经验看，股市低迷期是补足固收短板的良机。**随着人口老龄化加剧，固收是资产配置刚需。①美国固收产品占比提升主要在三个阶段：上世纪 70 年代末至 80 年代末，由于高通胀和监管政策原因，股市低迷；2000 年和 2008 年因金融危机，股市低迷。②日本上世纪 90 年代固收产品成为主流。因为上世纪 90 年代泡沫破灭，权益市场大幅下跌并长期低迷。这一时期日本资管机构配置了大量海外债券产品，分享国际化红利，以度过低利率时期。

■ **虽然政策助推“存款搬家”，但只有增加债券供给才能推进财富管理转型。**近期多家银行下调存款利率，存款搬家对债市形成支撑；发行长久期封闭产品、摊余成本法、混合估值法核算，均有助于平抑固收市场价格波动。但财富管理转型的关键仍然是加大利率债和信用债主流产品的供给，目前尚无定论，有待进一步观察。ABS 和 REITs 的发展为创新打开空间。

■ **三类财富管理机构各擅胜场。**用户是商业模式的起点，用户定位决定了产品定位和服务模式。银行、第三方、券商各擅胜场。①**银行：资金端和资产端均具比较优势。**从资金端来看，拥有国家信用背书、完整的账户体系、广泛的客户基础和稳健理财的用户心智。从资产端来看，不仅拥有完整的产品体系，而且在固收类资产创设和风险控制方面具有竞争优势。而且，银行具备将存款转为固收理财的动力。②**互联网平台：成本优势将进一步强化，在科技加持下，有望获得第二增长曲线。**大众客群以公募标品配置为主，在长期费率下降背景下，预计互联网在获客和运营方面的成本优势将日益突出。③**券商：拥有权益心智的高风险偏好的独特客群。**应发挥另类产品创设的独特优势，提高用户粘性。

■ **风险因素：**宏观经济增速下行影响居民财富；居民投资资管产品意愿保持低位；资本市场大幅波动；监管出台超预期政策。

■ **投资建议：选择互联网生态和品牌券商。**在用户风险偏好持续下移和管理费率主动压降大背景下，财富管理市场的竞争格局正在发生变化。由于三类财富管理机构各擅胜场，非银领域包括第三方平台和证券公司，因此推荐在这两个领域具有比较优势的公司：东方财富、中金公司 H、东方证券 H、国联证券 H，并建议关注未上市的蚂蚁集团和盈米基金。

分析师  
S1010519070001



张文峰  
非银行金融业  
分析师  
S1010522030001

### 重点公司盈利预测及投资评级

简称	代码	收盘价	EPS				PE				评级
			22	23E	24E	25E	22	23E	24E	25E	
东方财富	300059.SZ	14.30	0.64	0.80	0.93	1.09	22	18	15	13	增持
中金公司	3908.HK	13.80	1.57	1.64	1.91	2.20	8	8	7	6	买入

资料来源: Wind, 中信证券研究部预测 注: 股价为 2023 年 6 月 21 日收盘价, 中金公司 H 股股价为港元, 其余为人民币, 港元兑人民币汇率为 0.91751

## 目录

<b>客户风险偏好下移，AUM 增长受挫</b> .....	<b>5</b>
增量资金不足，AUM 增长遇到平台期 .....	5
风险偏好下移，固收类产品供给不足 .....	7
资产负债表扩张意愿弱，可配资产规模受限 .....	9
风险偏好下移趋势在短期内无法消除 .....	10
<b>补足固收短板，助推资产配置落地</b> .....	<b>15</b>
固收是刚需，加大固收供给是现实选择 .....	15
政策助推“存款搬家”，增加债券供给是关键 .....	19
<b>三类财富管理机构各擅胜场</b> .....	<b>22</b>
银行在资金端和资产端均具比较优势 .....	22
互联网平台的成本优势将进一步强化 .....	23
券商应发挥另类产品创设的独特优势 .....	24
<b>风险因素</b> .....	<b>25</b>
<b>投资建议：选择互联网生态和品牌券商</b> .....	<b>26</b>

## 插图目录

图 1: 中国主要资管子行业规模 CAGR.....	5
图 2: 2012-2022 中国公募基金业 AUM 增长拆分 (全部基金) .....	6
图 3: 公募基金业自然增长率和净利润率 (全部基金) .....	6
图 4: 公募基金资金净流入 (全部基金, 亿元) .....	6
图 5: 公募基金资金净流入 (非货基, 亿元) .....	6
图 6: 股票+混合基金规模 (万亿元) .....	7
图 7: 公募基金总规模 (万亿元) .....	7
图 8: 基金保有规模 Top100 合计股票+混合基金保有量 (万亿元) .....	7
图 9: 基金保有规模 Top100 合计非货基保有量 (万亿元) .....	7
图 10: 2021 年以来成立主动型权益基金当月发行规模及自成立以来收益率 (右轴) .....	8
图 11: 新增住户存款 (亿元) .....	9
图 12: Wind 基金公司偏股型业绩指数年初以来收益率分布区间 .....	10
图 13: 股票策略及其细分策略私募产品指数 (截至 2023 年 5 月 26 日) .....	11
图 14: 中国老年抚养比 .....	12
图 15: 2019-2050 年全国企业职工基本养老保险金累计结余预测 .....	12
图 16: 美国 IRA 账户投资类别 (%) .....	14
图 17: 不同年龄区间养老金投资目标 (%) .....	15
图 18: 受访者对不同养老金投向的偏好 .....	15
图 19: 美国共同基金结构 (按资产) .....	15
图 20: CPI vs SPX .....	16
图 21: 美国 10 年期国债收益率 (%) .....	16
图 22: DC 计划持有货基及债基规模 (十亿美元, 左轴) 及占比 .....	17
图 23: IRA 计划持有固收类资产规模 (十亿美元, 左轴) 及占比 .....	17
图 24: 日本投资信托分类规模 (十亿日元) .....	18
图 25: 日本投资信托资产配置结构 .....	19
图 26: 日本投资信托规模 (十亿日元) 及日经 225 指数 .....	19
图 27: 2021 年中国高净值人群财富管理资产机构配置比例 .....	23
图 28: Top 3 平台非货基保有规模 (亿元) .....	24
图 29: Top 3 平台债基 (非货基-股票-混合) 保有规模 (亿元) .....	24
图 30: Top 100 渠道保有规模结构 .....	25

## 表格目录

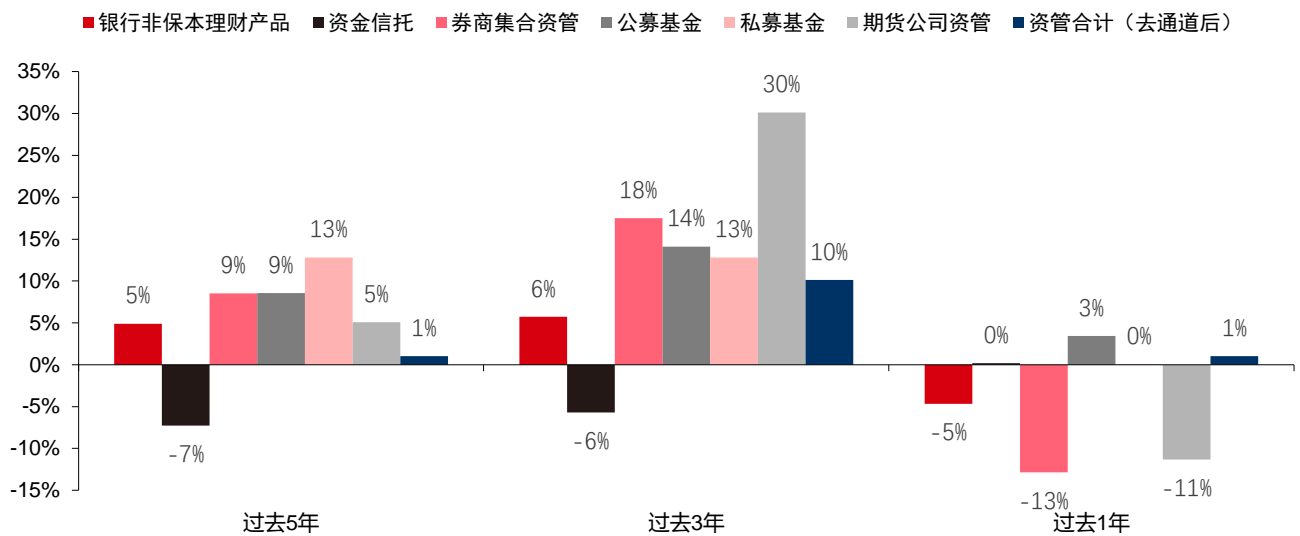
表 1: 原个人持有公募基金规模测算 (万亿元) (2021 年) .....	7
表 2: 招商银行财富管理手续费及佣金收入 (亿元) .....	9
表 3: 金融机构新增人民币存贷款 (万亿元) .....	10
表 4: 私募产品业绩概览 (截至 2023 年 5 月 26 日) .....	10
表 5: 1950-2080 年老年抚养比历史数据及预测 (%) .....	12
表 6: 中国三支柱养老金规模 .....	14
表 7: 金融机构新增人民币存款 (万亿元) .....	20
表 8: Reits 试点范围不断扩容 .....	22

## ■ 客户风险偏好下移，AUM 增长受挫

### 增量资金不足，AUM 增长遇到平台期

净值化转型背景下，公募基金是中国资管业增长最重要的子行业之一，也是财富管理配置的主要底层资产。2019 年-2021 年受益于资管新规后资管产品净值化转型和权益市场牛市，公募基金 CAGR 达到 25%；从全球范围来看，中国公募基金也是全球开放式基金中增长最快的细分市场之一，2019 年-2021 年 CAGR 明显高于全球（25% vs 15%）。2022 年在股市、债市均出现大幅震荡的情况下，公募基金全年仍然实现了 3% 的规模增长，总规模达到 26 万亿，表现出了极强的韧性。

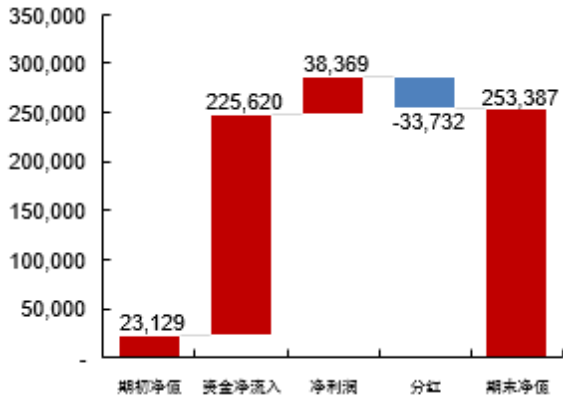
图 1：中国主要资管子行业规模 CAGR



资料来源：Wind，中信证券研究部测算 注：以券商定向资管、公募基金专户及子公司、信托单一资金信托三类业务规模合计刻画通道业务规模进行测算及剔除

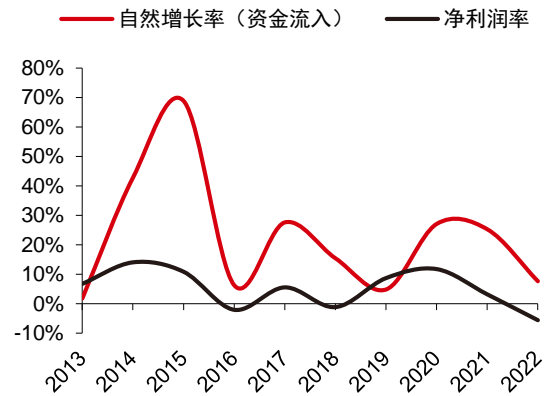
**公募基金前期高速增长主要由资金推动，中国资管行业正处于资金推动的长期增长阶段。**我们把公募基金的净值增长拆分为资金流入（残差项测算，与协会口径有所差异）、经营净利润（即费后投资收益）和分红，其中，资金流入是公募基金规模增长的最大驱动，2013-2022 年十年间流入 22.6 万亿，占规模增量的 98%；净利润是公募基金费后创造的价值，公募基金十年间创造利润 3.8 万亿，占规模增量的 17%；十年间公募基金向投资者分红 3.4 万亿，占规模增量的-15%。即使是在市场大幅波动的 2015、2016、2018 等年份，凭借货基、债基等多元产品供给，公募基金行业全年资金仍实现净流入，表现出较强的韧性。

图 2：2012-2022 中国公募基金业 AUM 增长拆分（全部基金）



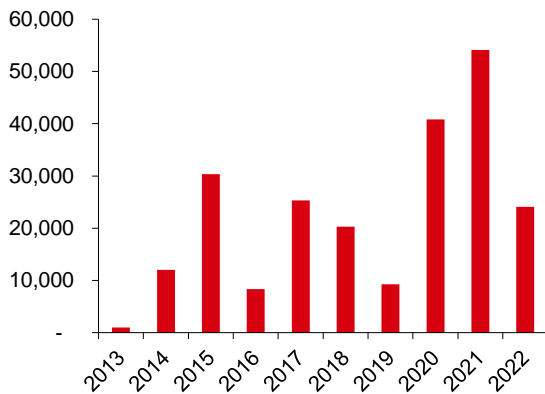
资料来源：Wind，中信证券研究部测算 备注：资金净流入为残差项，统计口径与协会口径有所差异，下同。

图 3：公募基金业自然增长率和净利润率（全部基金）



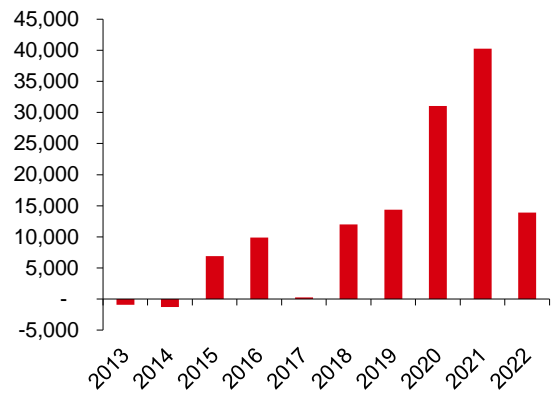
资料来源：Wind，中信证券研究部测算

图 4：公募基金资金净流入（全部基金，亿元）



资料来源：Wind，中信证券研究部测算

图 5：公募基金资金净流入（非货基，亿元）



资料来源：Wind，中信证券研究部测算

**增量资金推动规模增长是新兴市场的主要特征，资金流量与 A 股牛短熊长的波动周期密切相关。**牛市推动基金净值上涨，基金净值上涨推动基金规模增长，随后市场估值调整，基民被套，此时基金赎回压力并不大，等到基金回到净值附近，开始出现赎回潮，基金规模开始缩水。待市场经过修复之后，再次步入繁荣周期，则进入下一个循环。这种脉冲式的 AUM 增长在历史上反复演绎，逐步累积出目前的资产管理规模。

**权益型基金增长低于我们此前预期，我们的判断存在一定偏差。**我们曾在《财富管理行业深度报告—选择兼具效率和品质、治理结构完善的平台型公司》（2021-08-23）中分三种情形对个人持有公募基金规模做出测算：保守情形下，假设资产配置结构不变；中性情形下，假设金融资产配置结构改变，存款增速 CAGR10%，除存款外资产的 25% 进入公募基金，略高于当前公募基金 AUM 占比；乐观情形下，假设居民在中性情形基础上减配房地产。预测 2025 年中国居民可投资资产超过 300 万亿，其中权益型基金 15-25 万亿。但从 2021 年下半年以来，基金规模增长大幅放缓，存款不但没有搬家而且出现超预期增



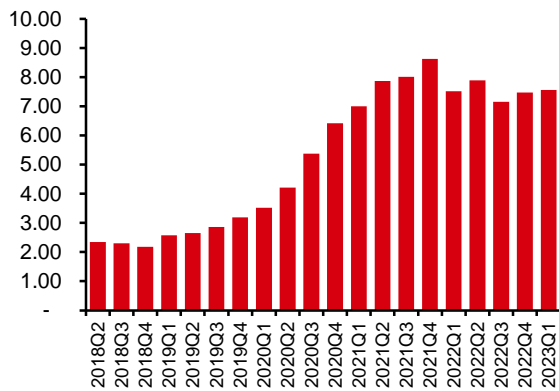
长。公募基金总规模保持平稳，但股票+混合基金规模略有下降。

表 1：原个人持有公募基金规模测算（万亿元）（2021 年）

	2020	2021	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	增量	5y CAGR
悲观情景	10.48	13.55	14.90	16.39	18.03	19.83	21.82	6.92	10%
中性情景	10.48	13.55	16.46	19.67	23.20	27.09	31.36	14.89	18%
乐观情景	10.48	13.55	20.64	28.82	38.25	49.07	55.89	35.25	33%

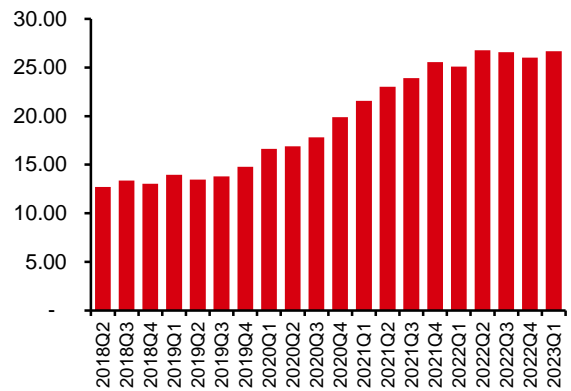
资料来源：Wind，中国证券投资基金业协会，银保监会，银行业理财登记托管中心，中国信托业协会，中信证券研究部预测

图 6：股票+混合基金规模（万亿元）



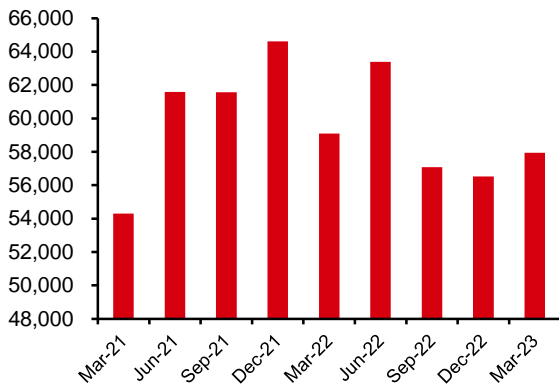
资料来源：中国证券投资基金业协会，中信证券研究部

图 7：公募基金总规模（万亿元）



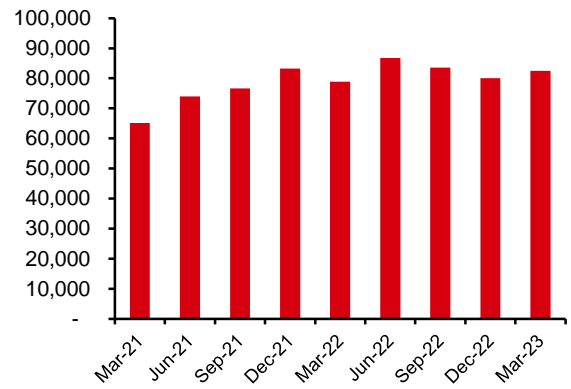
资料来源：中国证券投资基金业协会，中信证券研究部

图 8：基金保有规模 Top100 合计股票+混合基金保有量（万亿元）



资料来源：中国证券投资基金业协会，中信证券研究部

图 9：基金保有规模 Top100 合计非货基保有量（万亿元）



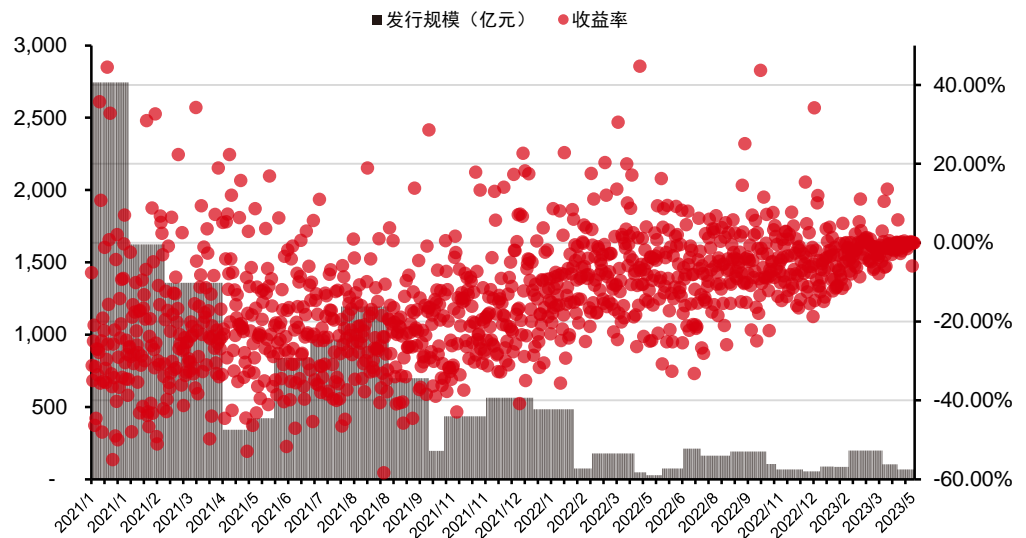
资料来源：中国证券投资基金业协会，中信证券研究部

## 风险偏好下移，固收类产品供给不足

预期的偏差在于对用户风险偏好下移估计不足。我们 2021 年做出的公募基金三种情景，背后隐含两个共同假设：一是，资管新规下底层资产加速向净值化转型，公募基金作为净值型标品最为受益；二是，刚兑预期打破下，收益率下行倒逼居民风险偏好同步上移，股票+混合型基金满足用户对净值型产品的需求。站在当前时点，这两大假设只有一个成立的，即非标转标的净值化进程还在持续推进；而另一个假设风险偏好上移至少在短期内已经被证伪。

底层资产表现不佳，居民基本诉求从增值降至保值，现金类资产更受青睐。资本市场是经济的晴雨表，由于上市公司盈利及估值不及预期，多数公募基金特别是权益型基金持有人处于亏损状态；叠加 4Q22 债市估值大幅波动，部分银行理财也一度出现净值大幅回撤；另外，地产风险带来大量信托产品爆雷等。2022 年各类底层资产均表现乏力，加上客户对未来收入预期的下修，理财目标从资产增值降至资产保值，保本产品成为刚需。但是，由于能够创造稳定现金流的资产稀缺，净值型保本产品供不应求。因此资金重新回归银行，以及部分分流到保险。因为储蓄存款（含大额存单）受存款保障基金保护，储蓄型保单由保险保障基金刚兑。

图 10：2021 年以来成立主动型权益基金当月发行规模（左轴）及自成立以来收益率（右轴）



资料来源：Wind，中信证券研究部 注：选取自 2021 年 1 月 1 日至 2023 年 5 月 23 日成立的 1254 只普通股股票型及偏股混合型基金自成立以来至 2023 年 5 月 28 日按收益率为纵轴，基金成立日为横轴制图，85%收益率为负

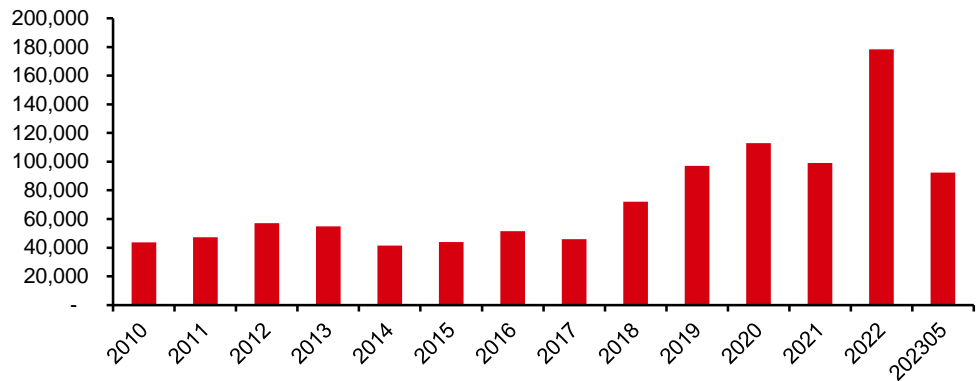
### 这一点我们从存款和保险代销数据可以得到印证：

- **资金主要在银行体系内循环。**根据央行数据，2022 年全年人民币存款增加 26.26 万亿元，同比多增 6.59 万亿元，其中住户存款增加 17.84 万亿元，同比多增 8 万亿元。2023 年这一势头有增无减，2023 年前 5 个月人民币存款继续增加 14.59 万亿元，同比多增 1.91 万亿元，其中住户存款增加 9.24 万亿元。
- **以储蓄型保单为主的银保渠道快速增长。**太保寿险 2022 年银保渠道保险业务收入同比增 308.7%，其中新保收入同比增 332.0%，期缴新保收入同比增 224.5%，银保渠道新业务价值同比增 174.9%；1Q23 银保渠道新保期缴规模 29.06 亿元，同比增长 399.1%。平安寿险新业务价值中，2022 年银保渠道新业务价值同比增长 15.9%，1Q23 银保、社区网格及其他渠道在平安寿险新业务价值中占比 16.9%，同比上升 5.4 个百分点，银保渠道同比大幅增长。中国人寿 2022 年银保渠道总保费同比增长 28.6%；新华保险 2022 年银保渠道保费收入同比增长 7.8%，1Q23 同比增长 5.9%。



- 高净值客户的行为具有一定领先性，高净值客户占比最高的招商银行，2022 年代理保险收入占比为 40.2%。2022 年招行实现零售财富管理手续费及佣金收入 309.0 亿元，其中代理保险收入 124.3 亿元，占比 40.2%，代理保险收入占零售财富管理手续费及佣金收入远超其他代销品类。这是在代理保费规模下降 6.1% 的情况下，实现的同比 51.3% 的手续费及佣金收入增长。主要原因是银保业务缴占比提升。1Q23 招行实现零售财富管理手续费及佣金收入 91.1 亿元，同比下滑 12.6%；其中代理保险收入 50.8 亿元，占比提升至 55.7%。

图 11：新增住户存款（亿元）



资料来源：中国人民银行，中信证券研究部

表 2：招商银行财富管理手续费及佣金收入（亿元）

	2020	2021	2022	2023Q1
财富管理手续费及佣金收入	285.24	358.41	309.03	91.10
保险	55.41	82.15	124.26	50.76
理财	56.99	62.92	66.45	15.24
基金	94.34	123.15	65.99	13.51
信托计划	76.26	75.42	39.79	8.62
证券交易		12.81	9.03	2.15
其它	2.24	1.96	3.51	0.82
结构				
保险	19.4%	22.9%	40.2%	55.7%
理财	20.0%	17.6%	21.5%	16.7%
基金	33.1%	34.4%	21.4%	14.8%
信托计划	26.7%	21.0%	12.9%	9.5%
证券交易	0.0%	3.6%	2.9%	2.4%
其它	0.8%	0.5%	1.1%	0.9%
同比增速				
财富管理手续费及佣金收入	35.7%	25.7%	-13.8%	-12.6%
保险	-4.3%	48.3%	51.3%	-7.2%
理财	57.9%	10.4%	5.6%	-13.7%
基金	99.5%	30.5%	-46.4%	-21.8%
信托计划	12.6%	-1.1%	-47.2%	-29.8%
证券交易			-29.5%	-8.9%
其它	86.7%	-12.5%	79.1%	4000.0%

资料来源：招商银行财报，中信证券研究部

### 资产负债表扩张意愿弱，可配资产规模受限

由于房地产在居民资产配置中占比最高，房产价格的低迷制约了居民资产负债表的扩张意愿，2023 年以来提前还款潮下居民住房贷款出现负增长。央行 5 月金融统计数据报告显示：2023 年前 5 月居民人民币贷款增加 1.84 万亿，同比多增 5043 亿；其中短期贷款增加 6459 亿，而中长期贷款减少 1463 亿。

在居民降杠杆和收入预期调整的共同影响下，可配置资产规模受限。由于房产在居民资产配置中占比约 60%，提前还贷带来居民杠杆率下降。加上收入预期调整可能对未来现金流的负面影响，导致可做长期资产配置的可供投资资金，与预期相比大幅缩水。

表 3：金融机构新增人民币存贷款（万亿元）

	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	202301	202302	202303	202304	202305
新增人民币贷款	12.65	13.52	16.17	16.82	19.64	19.95	21.31	4.90	1.81	3.89	0.72	1.36
居民贷款	6.33	7.13	7.36	7.43	7.87	7.92	3.83	0.26	0.21	1.24	-0.24	0.37
短期贷款	0.65	1.83	2.41	1.98	1.92	1.84	1.08	0.03	0.12	0.61	-0.13	0.20
中长期贷款	5.68	5.30	4.95	5.45	5.95	6.08	2.75	0.22	0.09	0.63	-0.12	0.17

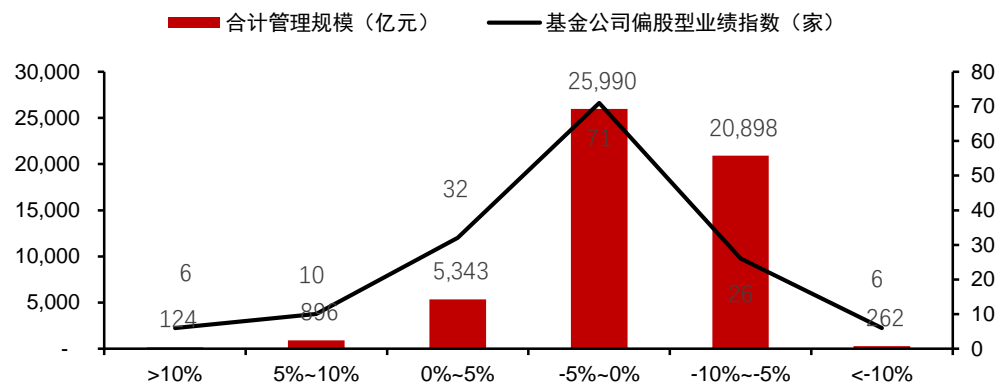
资料来源：中国人民银行，中信证券研究部

## 风险偏好下移趋势在短期内无法消除

### 市场：偏股型基金大部分亏损，基民解套尚需时日

2023 年以来股票市场存量博弈，以频繁更迭的主题行情为主，基金产品缺乏赚钱效应。从偏股型基金年初以来业绩表现来看，截至 2023 年 6 月 5 日，Wind 统计的 151 家基金公司偏股型公募基金业绩指数，其中 103 家基金公司自 2023 年初以来指数收益率为负，基金家数占比 68%；合计管理偏股型规模占比 88%。另外，截至 2023 年 5 月 26 日，私募基金股票策略类产品也多录得负收益。由于基民被套，无法吸引增量资金入场。

图 12：Wind 基金公司偏股型业绩指数年初以来收益率分布区间



资料来源：Wind，中信证券研究部

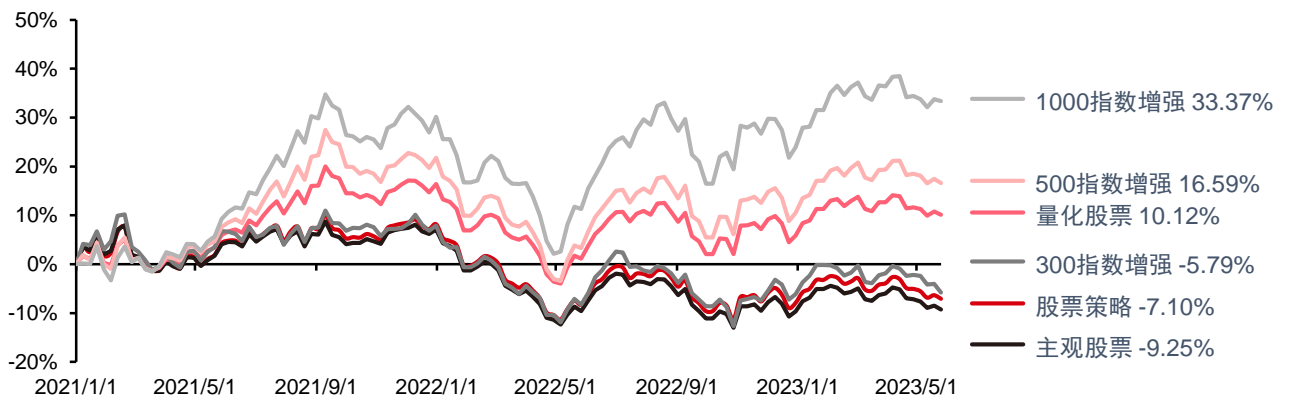
表 4：私募产品业绩概览（截至 2023 年 5 月 26 日）

策略类型	近一个月收益率 (%)				近三个月收益率 (%)				今年以来收益率 (%)			
	平均值	中位数	前 1/4	后 1/4	平均值	中位数	前 1/4	后 1/4	平均值	中位数	前 1/4	后 1/4
股票策略	-1.90	-1.40	0.39	-4.11	-3.49	-2.66	1.00	-7.94	0.96	1.08	5.30	-4.46
主观股票	-2.03	-1.52	0.40	-4.49	-3.66	-2.77	1.17	-8.48	0.51	0.53	4.52	-5.16

策略类型	近一个月收益率 (%)				近三个月收益率 (%)				今年以来收益率 (%)			
	平均值	中位数	前 1/4	后 1/4	平均值	中位数	前 1/4	后 1/4	平均值	中位数	前 1/4	后 1/4
量化股票	-1.09	-1.24	0.13	-2.29	-2.36	-2.25	-0.38	-3.95	4.11	4.90	7.16	1.45
300 指数增强	-3.33	-3.19	-2.42	-4.36	-3.79	-3.42	-1.15	-5.34	0.71	1.27	5.08	-2.44
500 指数增强	-1.42	-1.44	-0.90	-2.14	-2.48	-2.48	-1.11	-3.54	5.53	5.91	7.08	4.08
1000 指数增强	-0.46	-0.31	0.25	-1.38	-1.95	-1.50	-0.27	-3.41	8.27	9.22	10.58	6.42
债券策略	0.01	0.24	0.63	-0.45	0.81	0.94	2.17	-0.29	2.79	2.38	4.14	0.92
纯债策略	0.44	0.63	1.06	0.12	2.06	2.22	3.42	1.27	4.11	3.91	5.91	2.34
混债策略	-0.04	0.34	0.74	-0.67	0.74	1.24	2.79	-0.93	3.43	2.91	5.42	1.14
市场中性	0.59	0.58	1.37	0.00	0.43	0.35	1.89	-0.56	1.86	1.61	3.25	0.54
管理期货	0.33	0.20	1.84	-1.17	1.53	0.72	5.26	-3.39	-0.01	0.48	4.42	-4.72
主观 CTA	0.24	0.33	2.36	-1.30	2.33	1.17	6.11	-2.77	2.13	1.83	6.39	-3.12
量化 CTA	0.26	0.13	1.67	-1.16	0.78	0.42	4.57	-3.51	-0.99	-0.03	3.63	-5.60
宏观策略	-2.94	-1.62	0.07	-5.70	-2.90	-2.02	1.89	-9.03	-0.50	-0.12	4.88	-7.23
套利策略	-0.20	0.12	0.77	-0.62	0.36	0.75	2.32	-1.06	2.17	1.85	3.94	0.08
多策略	-1.26	-0.68	0.62	-2.75	-2.12	-1.26	1.61	-5.61	0.98	1.13	4.34	-2.25
主观多策略	-1.38	-0.83	0.61	-3.12	-2.26	-1.41	1.64	-6.09	0.87	0.91	4.34	-2.39
量化多策略	-0.32	-0.16	0.70	-1.36	-1.03	-1.12	0.79	-2.41	1.91	2.24	4.29	-1.02
FoF/MoM	-1.08	-0.74	0.17	-1.91	-1.73	-1.32	0.54	-3.40	0.59	0.72	2.73	-1.46
私募整体	-1.34	-0.60	0.52	-3.08	-2.28	-1.18	1.53	-6.07	1.12	1.33	4.71	-2.95
沪深 300 指数	-2.73	--	--	--	-5.17	--	--	--	-0.53	--	--	--
中债综合财富指数	0.67	--	--	--	1.73	--	--	--	2.12	--	--	--

资料来源：朝阳永续，中信证券研究部

图 13：股票策略及其细分策略私募产品指数（截至 2023 年 5 月 26 日）



资料来源：朝阳永续，中信证券研究部

### 投教：需要教育大众“反人性”，投教工作任重道远

- “基金赚钱、基民不赚钱”是世界难题。4 月 24 日晨星全球首席战略官兼全球投资研究主管 Michael Holt 在接受券商中国采访时表示：“基金赚钱、基民不赚钱”的现象在全球范围内都是存在的。对美国投资者回报的研究得到的启示是：一是长期持有；二是定投；三是选择可靠的基金公司和投资顾问。

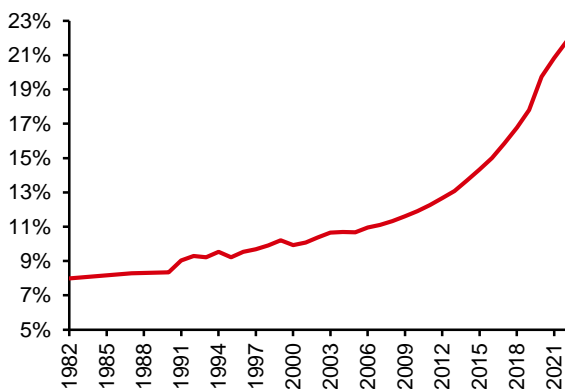
- **投资需要“反人性”，而大众反映的就是人性，这是一对永恒的矛盾。**2019 年 10 月中国开展公募基金投顾试点，2023 年 6 月证监会发布《公募基金投顾业务管理规定（征求意见稿）》（以下简称《规定》），由试点转常规。尽管《规定》直击投顾业务痛点：资产端扩大可投资资产范围，产品投向扩展至私募基金，未来拟引入养老金融；明确投顾业务的 10 个核心环节，对客户服务提供全流程指引；加强客户适当性管理，加强持有人利益保护，避免利益冲突；为业务创新提供空间，并提高收费弹性。上述各项举措，不仅改变了财富管理行业的激励机制，将基金公司、投资顾问和个人投资者利益协调一致，而且使投顾业务具备了闭环基础。尽管如此，面对众多中小投资者，投教工作依然任重道远。尤其今年资本市场主题投资热度较高，板块切换速度较快，而从全球历史经验来看，主题基金整体胜率比较低，因此投教工作压力在加大。

**政策：养老金税收递延，亟需提高额度、扩大范围**

由于投资需要“反人性”，所以政策和行情的助推非常关键。

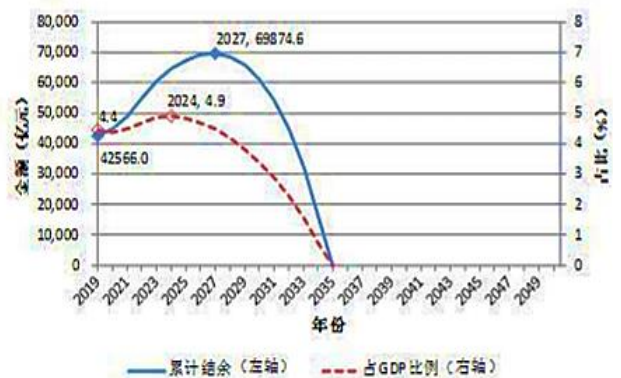
**发展养老金第三支柱迫在眉睫。**根据国家统计局数据，2022 年中国老年人口抚养比为 21.8%。OECD 预测，2050 年中国老年抚养比将达到 47.5%，2080 年将达到 60.6%。我国第一支柱公共养老金面临改革力度不够，收不抵支，仰赖财政补贴等迫在眉睫的问题。社科院世界社保研究中心在《中国养老金精算报告（2019-2050）》中预计养老金结余会在 2027 年达到顶峰，将于 2035 年左右耗尽。而第二支柱职业养老金，覆盖率较低且结构不均衡。

图 14：中国老年抚养比



资料来源：国家统计局，中信证券研究部

图 15：2019-2050 年全国企业职工基本养老保险金累计结余预测



资料来源：《中国养老金精算报告 2019-2050》（社科院世界社保研究中心）

表 5：1950-2080 年老年抚养比历史数据及预测 (%)

	1950	1960	1990	2020	2050	2080		1950	1960	1990	2020	2050	2080
<b>OECD 成员</b>													
Australia	14.0	16.0	18.8	27.7	41.6	49.4	Netherlands	13.9	16.8	20.6	34.3	53.3	62.2
Austria	17.3	21.0	24.3	31.3	56.0	60.2	New Zealand	16.3	17.0	19.5	28.3	43.8	57.5
Belgium	18.1	20.3	24.8	33.1	51.3	56.8	Norway	16.0	19.8	28.5	29.6	43.4	53.4
Canada	14.0	15.1	18.4	29.8	44.9	54.0	Poland	9.4	10.5	17.3	30.5	60.3	68.6

	1950	1960	1990	2020	2050	2080		1950	1960	1990	2020	2050	2080
Chile	7.2	7.9	10.9	19.7	44.6	67.5	Portugal	13.0	14.8	23.9	38.6	71.4	72.3
Colombia	7.5	7.2	8.4	15.0	36.0	64.3	Slovak Republic	11.9	12.6	18.2	26.5	54.6	58.1
Costa Rica	6.8	7.1	9.0	16.6	41.6	69.4	Slovenia	12.5	13.7	17.3	34.7	65.0	60.7
Czech Republic	13.9	16.3	22.0	33.8	55.9	52.8	Spain	12.8	14.6	23.1	32.8	78.4	74.4
Denmark	15.6	19.0	25.9	34.9	44.6	52.4	Sweden	16.8	20.2	30.9	35.9	45.5	53.4
Estonia	19.3	17.7	19.7	34.9	54.9	63.2	Switzerland	15.8	17.6	23.6	31.3	54.4	56.7
Finland	11.9	13.5	22.0	40.1	51.4	65.0	Turkey	6.5	7.0	9.4	15.2	37.0	58.2
France	19.5	20.8	24.0	37.3	54.5	62.2	United Kingdom	17.9	20.2	26.9	32.0	47.1	55.1
Germany	16.2	19.1	23.5	36.5	58.1	59.5	United States	14.2	17.3	21.6	28.4	40.4	51.1
Greece	12.4	12.2	22.9	37.8	75.0	79.7	<b>OECD</b>	<b>13.6</b>	<b>15.0</b>	<b>20.0</b>	<b>30.4</b>	<b>52.7</b>	<b>61.1</b>
Hungary	13.2	15.5	22.9	33.4	52.6	55.4							
Iceland	14.1	16.4	19.0	26.6	46.2	64.5							
Ireland	20.9	22.8	21.6	25.0	50.6	60.0	Argentina	7.5	10.1	17.3	20.2	30.3	45.5
Israel	7.1	9.1	17.8	23.9	31.3	39.9	Brazil	6.5	7.1	8.4	15.5	39.5	63.7
Italy	14.3	16.4	24.3	39.5	74.4	79.6	<b>China</b>	<b>8.5</b>	<b>7.6</b>	<b>10.2</b>	<b>18.5</b>	<b>47.5</b>	<b>60.6</b>
Japan	9.9	10.4	19.3	52.0	80.7	82.9	India	6.4	6.4	7.9	11.3	22.5	40.8
Korea	6.3	7.6	8.9	23.6	78.8	94.6	Indonesia	8.6	7.6	7.7	10.6	27.3	41.0
Latvia	18.1	17.7	19.9	35.5	53.0	49.9	Russian Federation	8.7	10.5	17.2	25.3	41.7	41.9
Lithuania	17.5	14.0	18.4	34.7	55.7	55.7	Saudi Arabia	7.5	8.4	6.1	5.3	28.2	44.8
Luxembourg	15.8	17.6	21.1	22.3	43.8	50.1	South Africa	8.5	8.4	8.7	9.6	17.4	26.8
Mexico	8.0	8.3	9.6	13.2	28.9	50.9	EU27	14.6	16.0	21.6	33.6	56.7	62.0

资料来源：OECD，中信证券研究部

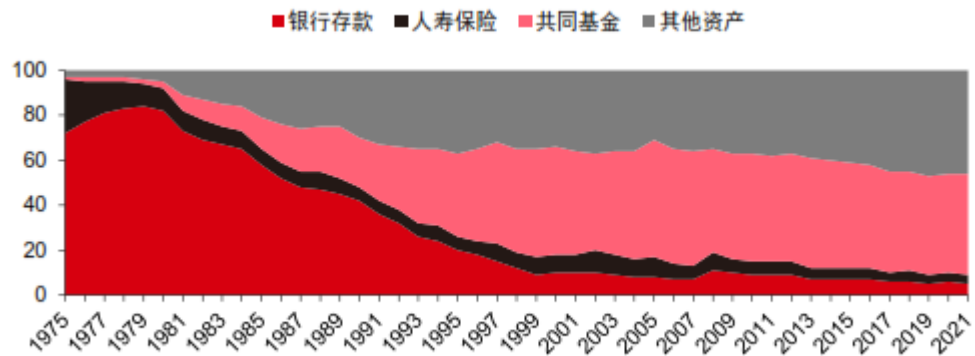
- **已经推出养老税收递延政策，鼓励居民增加第三支柱。**2022年11月，个人养老金制度正式在北京、上海、广州、西安、成都等36个城市和地区试点，以账户制为基础，个人自愿参加。
  - ◆ 2022年4月，国务院办公厅印发《关于推动个人养老金发展的意见》，正式确立个人养老金制度。
  - ◆ 2022年6月，证监会公布《个人养老金投资公开募集证券投资基金业务管理暂行规定》明确实施细节。
  - ◆ 2022年9月，国常会提出“对政策支持、商业化运营的个人养老金实行个人所得税优惠：对缴费者按每年12000元的限额予以税前扣除，投资收益暂不征税，领取收入实际税负由7.5%降为3%”。
  - ◆ 2022年11月，人力资源社会保障部、财政部等五部门联合印发《个人养老金实施办法》，同日中国银保监会就《商业银行和理财公司个人养老金业务管理暂行办法（征求意见稿）》公开征求意见。
  - ◆ 2022年11月，人力资源社会保障部、财政部、国家税务总局下发《关于报送个人养老金先行城市的通知》，公布了个人养老金先行城市（地区）名单。银行、公募和保险系监管机构也都分别发布了首批参与机构及产品名单。
- **国际经验表明：个人养老金制度是资本市场长钱的重要来源，个人养老金递延制度的推出具有重大社会意义。**美国401(k)计划在1978年推出时并未引起太多关注，直至1980年首家企业采用该计划后，才有更多公司加入进来。随着美国走出滞涨和股市持续上行，401(k)规模迅速扩张。随着1981年《经济复苏税法》



将 IRA 账户开设范围自无法参加职业年金的个人扩大至任何人后，IRA 规模开始上升。此外，由于企业年金转至 IRA 不需要征税，雇员可以享受即期税收优惠，雇员通常在转换工作时将其企业年金转移至 IRA。由此美国的三支柱养老体系建立起来。

- **但是，养老金资产自储蓄向投资迁移，需要提升国民对第三支柱的参与度和认可度。这既需要时间的积累，也需要找到规模匹配且定价合理的有效资产。**参考美国 IRA 账户资产结构，从储蓄养老到投资养老需要一定时间。根据美国投资公司协会数据，1975 年制度刚刚推出时，银行储蓄占比高达 72%，保险占比 24%，共同基金仅占比 1%。随着时间推移和美国长期牛市配合，1995 年共同基金占比达到 37%，银行储蓄降至 20%。2021 年共同基金占比达到 45%，银行储蓄已下降至约 5%。

图 16：美国 IRA 账户投资类别（%）



资料来源：美国投资公司协会，中信证券研究部

- **我国第三支柱仍处于成长初期，需要政策打通堵点，提高国民参与度。**当前我国个人养老金递延政策覆盖面和规模都相对有限。一方面，人社部统计公报，2021 年我国城镇就业人口 4.68 亿人，缴纳个人所得税人口覆盖面约 7000 万人，占比仅约 5%。另一方面，每年 1.2 万元税前扣除额对于纳税人而言明显不足，可投资资产收益回报率吸引力也有限，叠加过长的锁定期带来的对不确定性的担忧，使得第三支柱初期规模增长动力不足。如果不能持续完善和优化制度（如提高税收优惠上限，建立第二、第三支柱相互转换机制，进一步放宽可投资范围），以提高国民参与度，提升退休时的收入替代率，那么随着人口老龄化加剧，用户风险偏好提升难度将进一步加大，储蓄转向投资难度也将进一步加大。

表 6：中国三支柱养老金规模

截至 2021 年末	养老储备金额 (万亿元)	占养老总储备比例	占 GDP 比例
第一支柱+SSF	6.4+2.7	66.9%	7.9%
第二支柱	4.4	32.4%	3.8%
第三支柱	0.15	1.1%	0.1%
合计	13.6	100%	11.8%

资料来源：《中国养老金融发展报告 2022》（董克用、姚余栋），中信证券研究部

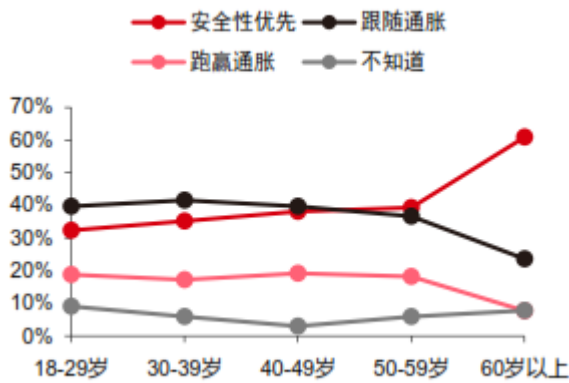


## ■ 补足固收短板，助推资产配置落地

### 固收是刚需，加大固收供给是现实选择

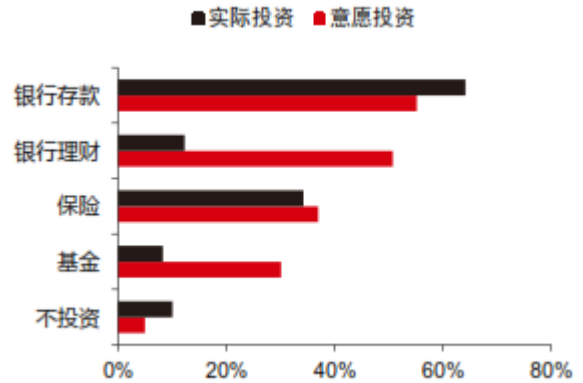
居民风险承受意愿在中年后不断下降，主要配置固收类产品。根据中国养老金融 50 人论坛的《中国养老金融调查报告（2022）》调查结果，不同年龄段养老理财或投资风险承受意愿呈现“先增后减”趋势。30 岁后居民面临买房、子女教育等压力，对养老金投资目标趋于谨慎，对安全性考虑的优先度不断上升。主要投向固收类产品，特别是具备刚兑性质的银行存款和保险。

图 17：不同年龄区间养老金投资目标（%）



资料来源：《中国养老金融调查报告 2022》（中国养老金融 50 人论坛），中信证券研究部

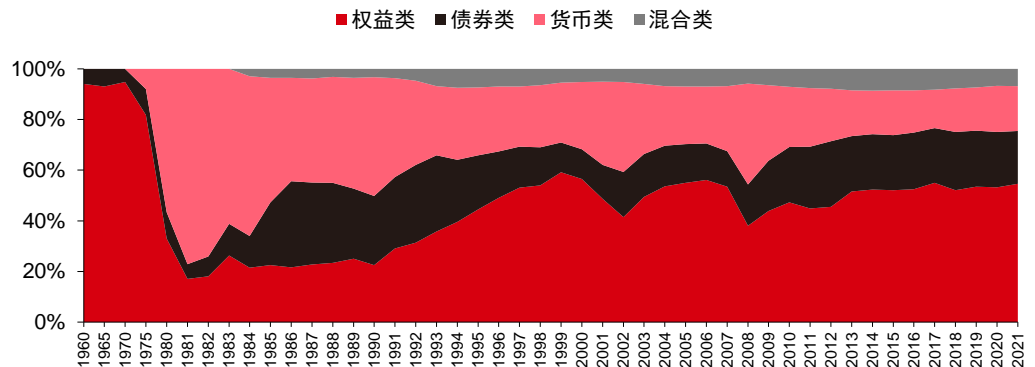
图 18：受访者对不同养老金投向的偏好



资料来源：《中国养老金融调查报告 2022》（中国养老金融 50 人论坛），中信证券研究部

参考美国共同基金产品品类结构变迁，权益市场相对弱势期间，是发展固收类产品的绝佳时机。美国共同基金固收类产品占比提升期主要包括三个阶段：20 世纪 70 年代末至 80 年代末、2000 年科网泡沫破裂后，以及 2008 年金融危机后。

图 19：美国共同基金结构（按资产）

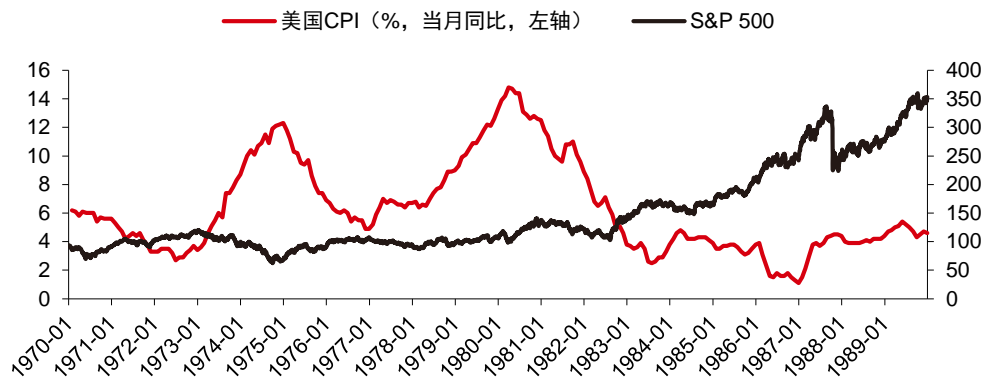


资料来源：ICI，中信证券研究部

20 世纪 70 年代末至 80 年代末是最为典型的阶段。这一时期权益市场表现低迷，而债市和货币市场分别由于政策和利率原因获得快速发展。

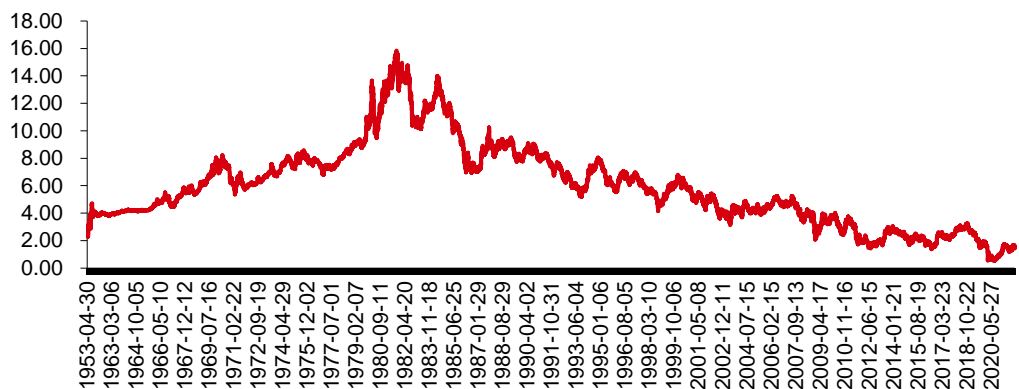
- 70 年代末通胀飙升，但银行存款利率由于受限于 Q 条例大幅低于通胀，货币基金凭借更高的收益率快速扩量，占全部基金的比重自 1976 年的 7% 快速提升至 1981 年的 77%，年均复合增速达到 200%。1982 年随着美国政府逐步废除“Q 条例”取得进展，货币基金相对优势被逐步削减，占比开始下滑。
- 随着高通胀问题得到缓解，债券基金明显受益于利率下行周期。1981 年利率达到阶段性高点后便持续下行到 1986 年。1981 年-1986 年债券类共同基金的 AUM CAGR 为 77%，1985 年至 1990 年，债券类基金是共同基金的最大品类。后来债基增长随美股迎来长期牛市而逐步结束。

图 20: CPI vs SPX



资料来源: Wind, 中信证券研究部

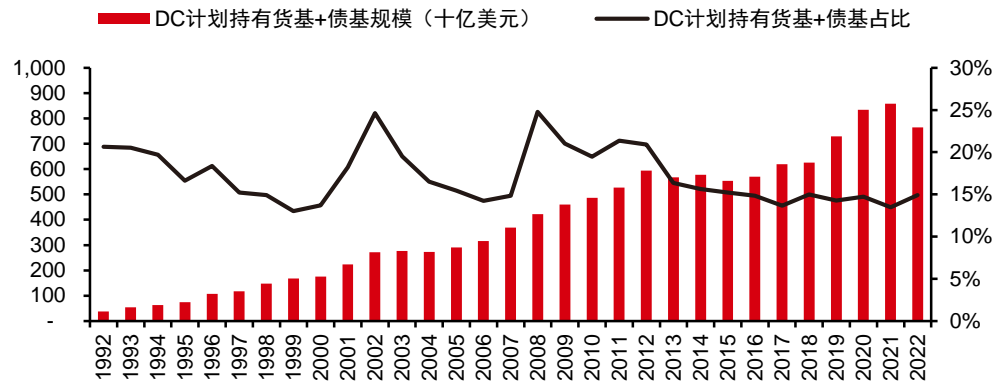
图 21: 美国 10 年期国债收益率 (%)



资料来源: Wind, 中信证券研究部

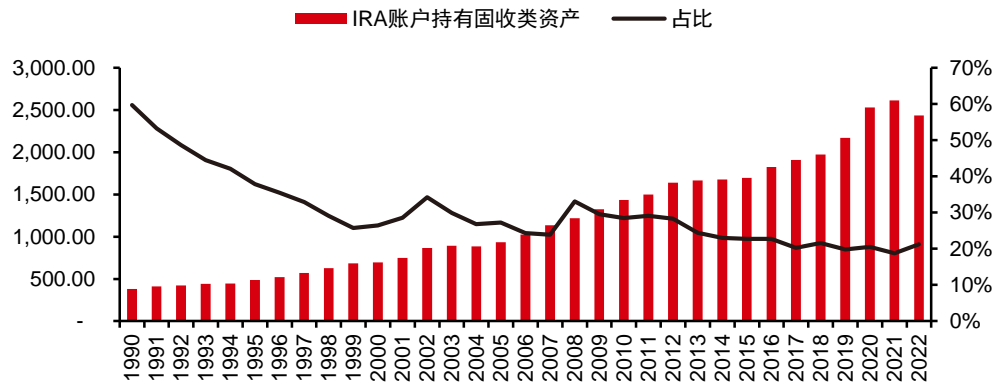
2000 年和 2008 年前后因金融危机固收资产规模快速增长。一方面，美股市场出现明显波动，权益资产表现不佳，投资者风险偏好下降；另一方面，美国老龄化程度提升，65 岁及以上人口占比自 2006 年的 12% 上升至 2021 年的 17%，推高对固收类产品需求。此外养老金资产的规模扩张也使得其持有的固收类资产规模快速增长。

图 22：DC 计划持有货基及债基规模（十亿美元，左轴）及占比



资料来源：ICI，中信证券研究部

图 23：IRA 计划持有固收类资产规模（十亿美元，左轴）及占比



资料来源：ICI，中信证券研究部 注：以 IRA 账户持有的银行和储蓄机构存款、寿险公司资产以及共同基金中的货基和债基口径刻画

日本市场经验与美国相似，固收产品在 20 世纪 90 年代成为主流。20 世纪 90 年代，权益市场的大幅下跌和长期低迷，大幅提升了日本居民对保本的稳健型产品的刚性需求。

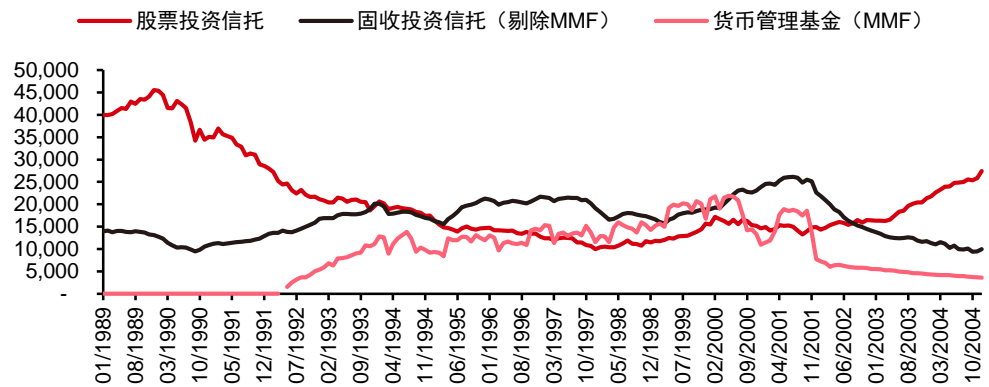
- 根据日本投资信托协会数据，1992 年日式货币基金创设，加速了固收产品份额的提升，至 2000 年 6 月日本公募投资信托规模达到 60.5 万亿日元，超过此前峰值，其中日式货币基金规模达到 21.7 万亿元，占比达到 36%。2000 年 8 月，日本银行结束了银行间拆借零利率政策，资金从货币基金流入定期存单市场，货币基金规模增速放缓。
- 20 世纪 90 年代债券投资信托成为日本公募投资信托的主流品种。根据日本投资信托协会数据，1993 年债券投资信托规模开始接近并超过股票投资信托，2000 年货币基金规模增长停滞，进一步助推了债券投资信托规模上升，2001 年末规模占比一度升至 50%。

固收投资信托（包含 MMF）是日本 20 世纪 90 年代的核心品种，根据日本投资信托

协会数据，1995 年-2001 年期间规模占比基本维持在 70%以上。日本固收投资信托得以保持持续发展的一个重要原因在于，这一时期日本资管机构配置了大量投资于海外债券的固收产品，使得日本投资者虽然面临国内低利率环境，但可以通过投资共享全球其他市场红利，也帮助资管和财富管理机构度过低谷期。

直至 2001 年 3 月日本央行实行了首轮 QE，叠加 1998 年开始日本投资信托业进行了一系列革新，大量创设新的管理机构和产品形态，股票投资信托规模开始回升。但根据日本投资信托协会数据，从日本居民资产配置结构看，直至 2010 年末债券类资产配置比例始终维持在 40%以上。

图 24：日本投资信托分类规模（十亿日元）

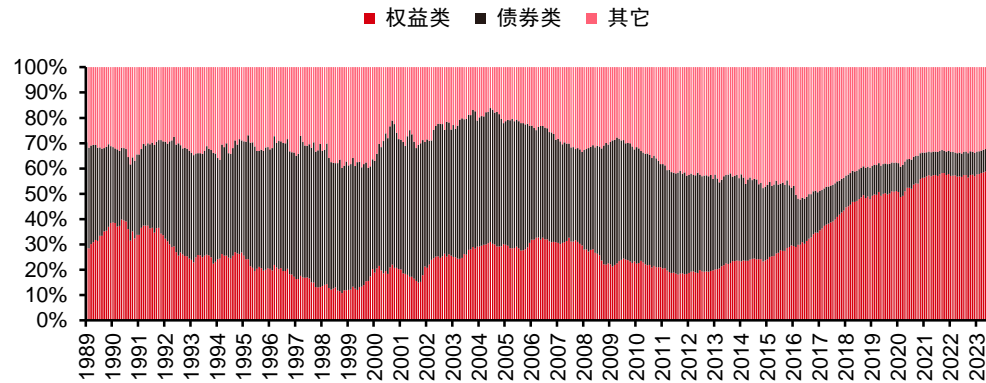


资料来源：CEIC，日本投资信托协会，中信证券研究部

自 2008 年开始，日本央行开始购买风险资产，包括商业票据（CP）和公司债券（CB）。2010 年日本央行开启全面货币宽松政策（Comprehensive Monetary Easing, CME），施行资产购买计划（Asset Purchase Program, APP）和贷款支持计划（Loan Support Program, LSP）。APP 在大幅扩大此前短期国库券（T-bills）、长期国债（JGBs）、商业票据（CP）和公司债券（CB）购买规模的基础上，扩大风险资产购买范围，开始购买交易所交易基金（ETFs）和房地产信托基金（J-REITs）。此外，还通过集合抵押品固定利率资金供给操作（Fixed-Rate Funds-Supplying Operation against Pooled Collateral）为金融体系提供流动性支持。

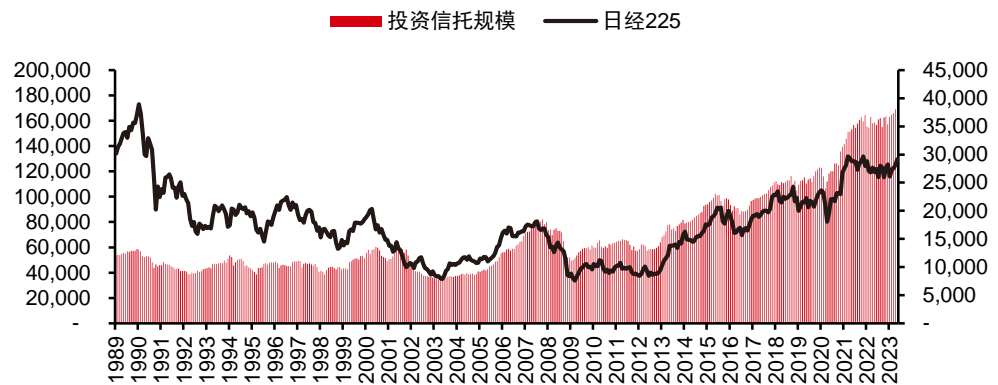
2013 年日本央行进一步加大宽松力度，推出量化质化宽松政策(Quantitative and Qualitative Monetary Easing with a Negative Interest Rate, QQE)，进一步增加 ETFs 和房地产信托基金（J-REITs）购买规模。经济复苏和权益市场的回暖使得股票型基金规模以及股票资产配置规模持续上升，重新成为主流。

图 25：日本投资信托资产配置结构



资料来源：CEIC，日本投资信托协会，中信证券研究部

图 26：日本投资信托规模（十亿日元）及日经 225 指数



资料来源：CEIC，Wind，中信证券研究部

## 政策助推“存款搬家”，增加债券供给是关键

### 政策助推“存款搬家”和平抑固收资产波动

多家银行下调存款利率，存款资金有望向固收产品转移，对债市形成支撑。

- 2023 年 5 月 15 日，包括平安银行、桂林银行、四川天府银行等多家银行宣布下调通知存款和协定存款利率，降幅在 20bps 到 55bps 之间。
- 6 月 8 日，六大行先后更新了人民币存款挂牌利率情况，活期、定期存款利率均有所下调，中长期定期存款下调幅度更大。工行、农行、中行、建行、交行人人民币活期存款利率下调至 0.2%；定期存款方面，三个月、六个月、一年、二年、三年、五年期年利率分别为 1.25%、1.45%、1.65%、2.05%、2.45%、2.50%。
- 全国性股份行官宣下调人民币存款利率。根据中国基金报 6 月 12 日报道，包括招商银行、浦发银行、中信银行、光大银行、民生银行等全国性股份制商业银行

下调了活期、定期存款利率。调整后，这些股份制银行人民币活期存款年化利率为 0.2%，与国有六大行持平；三个月、六个月、一年、二年、三年、五年期定期存款，除招商银行与六大行利率保持一致之外，其他股份制银行利率均略高于 6 大银行。此外，与 6 大银行类似，各家股份制银行的三个月、六个月、一年定期存款利率均未调整。

- 此外，近期多家银行暂停销售“智能通知存款”，智能自动滚存的通知存款存量自然到期后便停止业务。根据中国基金报报道，平安银行于 2023 年 5 月 14 日起暂停销售智能存款-通知存款产品，且该行产品在线上及线下渠道均不再支持新增签约。东营银行自 5 月 15 日起，暂停智能通知存款业务办理。此外，新疆布尔津喀纳斯农商银行也取消个人 1 天、7 天通知存款产品自动续存功能。

根据中信证券研究部固收组观点，存款利率下调，对储户的吸引力减弱，“存款搬家”的现象或将强化，2023 年 4 月居民存款结束连续 13 个月同比多增的同时，理财规模则时隔半年止跌回升，债券基金和混合型基金的规模也较 3 月上行。考虑到储户对于原属于存款的资产的安全性要求往往更高，因此银行理财等低风险资管产品或将迎来增量资金。随着税期结束、部分商业银行存款降息的负债降本成效初步显现，资金利率回落而债市大幅走牛。

表 7：金融机构新增人民币存款（万亿元）

	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	202301	202302	202303	202304	202305
<b>新增人民币存款</b>	<b>14.88</b>	<b>13.52</b>	<b>13.41</b>	<b>15.36</b>	<b>19.63</b>	<b>19.68</b>	<b>26.27</b>	<b>6.87</b>	<b>2.81</b>	<b>5.71</b>	<b>-0.46</b>	<b>1.46</b>
财政存款	0.08	0.57	-0.06	0.03	0.39	0.56	-0.06	0.68	0.46	-0.84	0.50	0.24
非银金融机构	-0.08	1.23	1.96	1.15	1.06	4.01	1.38	1.01	-0.52	0.31	0.29	0.32
居民存款	5.16	4.60	7.20	9.70	11.30	9.90	17.84	6.20	0.79	2.91	-1.20	0.54
非金融企业	7.25	4.09	2.16	3.29	6.57	3.76	5.09	-0.72	1.29	2.61	-0.14	-0.14

资料来源：中国人民银行，中信证券研究部

**长久期封闭产品有助于减少资产价格波动。**固收类产品关键要素是要严格控制回撤，平抑波动成为产品重要考察因素。2022 年 3 月和 11 月，均出现了因为相关资产下跌使得理财净值回撤甚至破净，导致理财短期面临大量赎回压力，从而进一步加大对市场冲击的事件。

- 为应对赎回潮，2022 年 12 月至 2023 年一季度，摊余成本法和混合估值法等净值相对稳定的产品发行量增加，阶段性缓解了理财赎回压力。赎回发酵之下，摊余成本法理财产品低波动的优势在此背景下更加突出，且理财投资者在自媒体放大效应下信心受损严重，对低波动产品需求也有所增加。面对存续规模的持续下跌和低迷的市场情绪，各大理财子陆续开始发行摊余成本法和混合估值法理财产品，将“低波”作为核心卖点吸引投资者，以缓解理财赎回压力。
- 2023 年 6 月 9 日，证监会发布《公开募集证券投资基金投资顾问业务管理规定(征求意见稿)》，要求投顾机构在向客户特别提示风险，取得客户同意的前提下，可设置具有封闭期的策略组合，锁定期安排应当与客户投资期限、投资目标等情况相匹配，不得长于客户目标投资期限或者违背客户投资目标。要求投顾机构坚持长期投资理念，有效控制基金组合策略的换手率。这在一定程度上减少了投顾机



构“顾”的难度，也为其引入部分特定策略和产品类型以实现产品更加定制化创造条件。

## 增加债券供给是关键，新产品提供创新空间

利率债和信用债是固收类资产的主流产品，也是债券供给的主要来源。包括政府专项债在内的关于债券发行品种问题的讨论比较多，但还没有一个确切的结论，我们将密切跟踪观察。

**ABS 小基数高增长。**我国资产证券化（ABS）市场起步较晚，经历了起步、停滞、重启和高速发展四大阶段。据 Wind 数据，截至 2023 年 6 月 14 日，资产支持证券总存量规模高达 4.12 万亿元，成为债券市场的重要组成部分。

**政策支持公募 REITs 发展。**据 Wind 数据，截至 2023 年 6 月 19 日收盘，公募 REITs 产品已上市 27 只，合计市值 885 亿元。尽管基数小，但政策和法规不断完善推动 REITs 发展，为 C-REITs 市场打开空间：

- **不断扩大 REITs 试点范围。**2020 年 4 月，证监会和发改委发文（证监发〔2020〕40 号），推进基础设施 REITs 试点的基本原则，优先支持基础设施补短板行业，包括仓储物流、收费公路等交通设施，水电气热等市政工程，城镇污水垃圾处理、固废危废处理等污染治理项目。2020 年 7 月发改委办公厅发文（发改办投资〔2020〕586 号），试点范围新增包括数据中心、人工智能、5G 等在内的新兴基础设施和智能城市项目等领域。2021 年 6 月，发改委发文（发改投资〔2021〕958 号）进一步将试点拓展至能源和保障性租赁住房等领域。2023 年 3 月发改委发文（发改投资〔2023〕236 号）支持百货商场、购物中心、农贸市场等城乡商业网点项目，保障基本民生的社区商业项目发行基础设施 REITs，进一步拓展新资产类型。
- **政策频出鼓励多方参与 REITs 试点，包括：**
  - 2022 年 1 月财政部、税务总局发文《关于基础设施领域不动产投资信托基金（REITs）试点税收政策的公告》（财政部 税务总局公告 2022 年第 3 号），明确各阶段有关税收政策，减轻设立阶段税负压力。
  - 2022 年 5 月，上交所和深交所发布了《新购入基础设施项目（试行）》，规范基础设施 REITs 新购入基础设施项目及扩募发售等行为，促进基础设施 REITs 市场长期健康发展。
  - 2023 年 3 月，证监会发布《保险资产管理公司开展资产证券化业务指引》，支持保险资产管理公司开展资产证券化（ABS）及不动产投资信托基金（REITs）业务，保险资管可能以管理人的方式推动 REITs 市场发展。

表 8: Reits 试点范围不断扩容

日期	发文机关	标题	重点行业
2020 年 4 月	证监会、发改委	《关于推进基础设施领域不动产投资信托基金（REITs）试点相关工作的通知》（证监发〔2020〕40 号）	优先支持：基础设施补短板行业，包括仓储物流、收费公路等交通设施，水电气热等市政工程，城镇污水垃圾处理、固废危废处理等污染治理项目。信息网络等新型基础设施，新兴产业集群，高科技产业园，特色产业园区
2020 年 7 月	发改委办公厅	《国家发展改革委办公厅关于做好基础设施领域不动产投资信托基金（REITs）试点项目申报工作的通知》（发改办投资〔2020〕586 号）	优先支持：①仓储物流项目。②收费公路、铁路、机场、港口项目。③城镇污水垃圾处理及资源化利用、固废危废医废处理、大宗固体废弃物综合利用项目。④城镇供水、供电、供气、供热项目。⑤数据中心、人工智能、智能计算中心项目。⑥5G、通信铁塔、物联网、工业互联网、宽带网络、有线电视网络项目。⑦智能交通、智慧能源、智慧城市项目。⑧国家战略新兴产业集群、高科技产业园、特色产业园等。 不属于试点范围：酒店、商场、写字楼、公寓、住宅等房地产项目。
2021 年 6 月	发改委	《关于进一步做好基础设施领域不动产投资信托基金（REITs）试点工作的通知》（发改投资〔2021〕958 号）	新增行业：①能源基础设施：包括风电、光伏发电、水力发电、天然气发电、生物质发电、核电等清洁能源项目，特高压输电项目，增量配电网、微电网、充电基础设施项目，分布式冷热电项目。②保障性租赁住房。 不属于试点范围：酒店、商场、写字楼等商业地产项目
2023 年 3 月	发改委	《关于规范高效做好基础设施领域不动产投资信托基金（REITs）项目申报推荐工作的通知》（发改投资〔2023〕236 号）	优先支持：百货商场、购物中心、农贸市场等城乡商业网点项目，保障基本民生的社区商业项目发行基础设施 REITs。

资料来源：中国证监会官网，国家发改委官网，中国政府网，中信证券研究部

## ■ 三类财富管理机构各擅胜场

用户是商业模式的起点，用户定位决定了产品定位和服务模式。银行、券商和第三方三大渠道产品结构具有明显差异：

- ✓ **银行：产品品类齐全，以稳健配置型产品为主。**银行主要以固收类产品为主，包括银行理财、保险、信托以及公募基金等，底层资产以现金类、债券、债权类以及非标为主。因与其他产品定位重合，银行销售固收类公募基金相对较少。
- ✓ **第三方：以互联网平台为首的第三方，以标准品为主，不同平台定位差异明显。**对于第三方互联网平台，由于监管目前禁止银行存款和银行理财通过线上平台代销，风险偏好较低客户的需求主要通过货币基金、券商集合资管计划、被允许销售的保险以及公募债券基金覆盖。第三方垂类平台则定位于权益用户，主要以权益公募基金销售为主。还有线下第三方聚焦于高净值客户，以私募基金销售为主。
- ✓ **券商：以权益基金和高收益非标产品为主。**由于券商客群主要由交易客户转化，而交易客户风险偏好较高，除低风险的保证金理财之外，券商渠道产品线以权益型产品以及高风险、高收益的非标为主。

### 银行在资金端和资产端均具比较优势

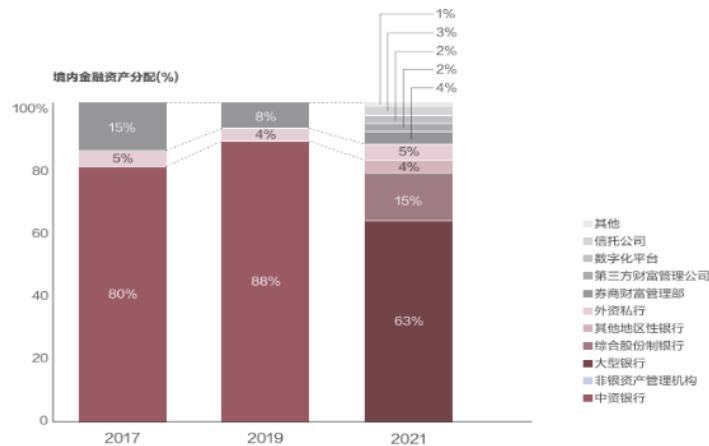
从资金端来看，银行拥有国家信用背书、完整的账户体系、广泛的客户基础和稳健理财的用户心智。在经济增速放缓大背景下，国家信用价值将提升。赢得用户的主账户是财富管理的终极目标，而拥有主账户的前提是要有账户，目前只有银行和两大移动支付平台具有完整的账户体系，这也是稀缺资源。另外，银行拥有广泛的客户基础，尤其是高净值

客户。根据招商银行及贝恩咨询数据，2017-2021 年，中资银行长期位居高净值人群稳健配置首选，境内资产配置比例提及率超 80%。由于储蓄存款、银行理财是银行专属产品，银行已经拥有稳健理财的用户心智。

**从资产端看，银行不仅拥有完整的产品体系，而且在固收类资产的创设和风险控制方面具有竞争优势。**银行不仅拥有包括银行理财、信托、公募基金、私募资管、保险等在内的完整的产品谱系，而且拥有数量众多的细分产品。银行是债券市场的核心参与主体，对债券市场具有定价权。另外，由于银行掌握公司的现金流状况，并对有形资产具有定价能力和处置能力，因此具备另类固收产品创设能力。

**银行具备将存款转为固收类理财的动力。**随着信贷规模增速放缓和信贷利率下行，预计银行将存款转化为固收类理财的动力将越来越强。背后需要理财顾问的引导，从用户全生命周期的理财需求出发，帮助用户实现大类资产配置和持续再平衡。

图 27：2021 年中国高净值人群财富管理资产配置比例



资料来源：招商银行&贝恩咨询

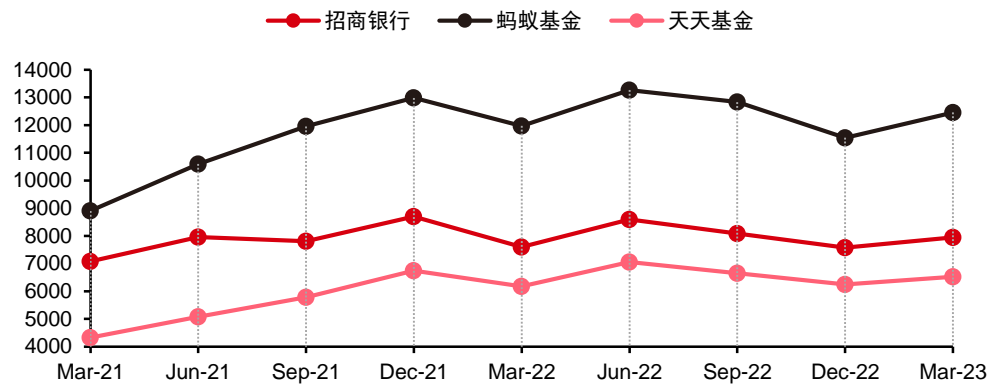
## 互联网平台的成本优势将进一步强化

**大众客群以公募标品配置为主，在长期费率下降的背景之下，预计互联网在获客和运营方面的成本优势将日益突出。**由于公募基金是标品，尤其是指数化之后，标品特征更加明显，低成本是标的核心竞争力。

**第三方平台的成本优势体现在三个方面：**一是拥有支付账户，用户基数大，获客成本低。互联网头部平台拥有绝对的用户优势。根据 Questmobile 数据，2023 年 1-3 月支付宝 MAU 为 8.50 亿人，微信为 10.45 亿人。自 2013 年余额宝开始运营，头部互联网平台在货基保有量上始终保持第一。二是，资产规模大，运营成本低。由于 2020 年后银行存款、银行理财、年金保险受限，私募产品门槛较高，信托产品信用风险频发，互联网理财平台非货固收类产品主要以公募债基形式供给，在产品形态趋同客观条件下，规模是核心竞争力，规模决定单位运营成本。三是，科技赋能可以实现第二增长曲线。由于第三方平台具有数据基础和科技能力，有望在 AI 浪潮中实现跨越式发展。典型案例是蚂蚁集团。

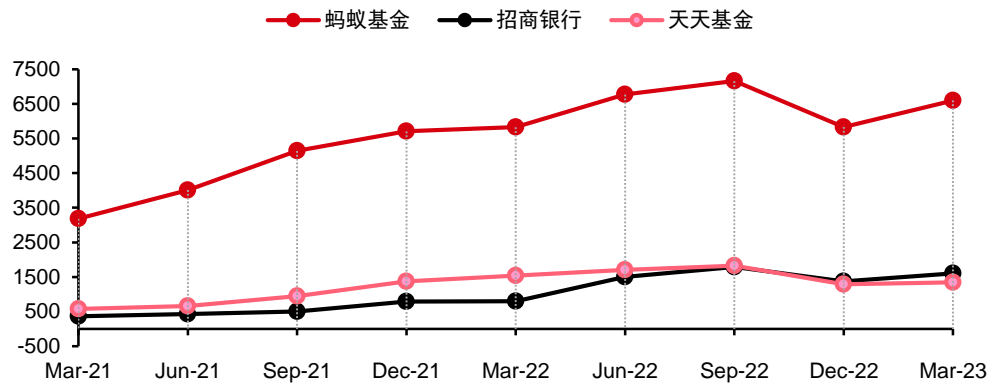
**垂直平台需要补足账户短板，完善投顾体系和固收类产品体系。**我们以东方财富旗下的天天基金网为例，天天拥有用户权益基金心智，但尚未建立自己的账户体系。由于主账户是财富管理机构的终极梦想，而拥有账户体系是拥有主账户的前提，因此在目前无法通过并购获得银行牌照的情况下，通过建立完整的固收产品体系，并通过投顾服务帮助用户完成理财账户的基础资产——固收类资产配置，巩固理财账户基础，是十分必要的。客户分层是完善投顾体系的前提，为每一类客户建立独立的服务标准、体系和流程，并将线下和线上服务体系贯通，将交易与理财链路打通，以实现全生命周期的一站式综合理财服务。

图 28: Top 3 平台非货基保有规模 (亿元)



资料来源: 中国证券投资基金业协会, 中信证券研究部

图 29: Top 3 平台债基 (非货基-股票-混合) 保有规模 (亿元)

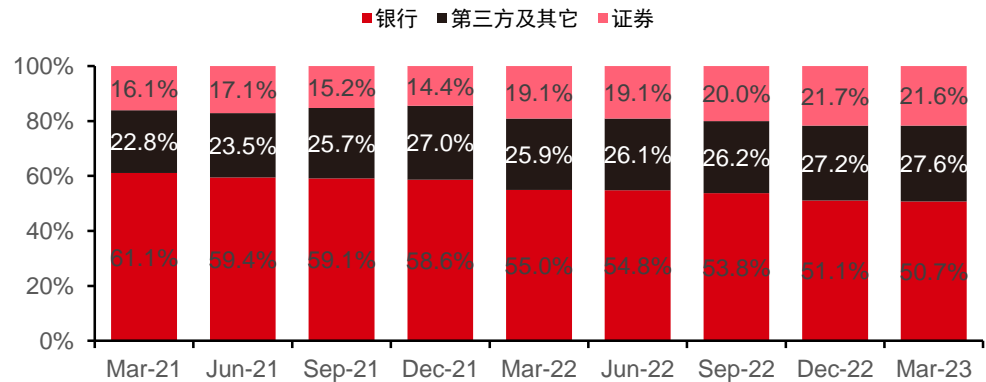


资料来源: 中国证券投资基金业协会, 中信证券研究部

### 券商应发挥另类产品创设的独特优势

**券商优势在于拥有权益心智的高风险偏好的独特客群。**在巨幅波动的市场中，可以让资产管理规模保有韧性。这一点在 2023 年以来表现突出，在权益产品发行艰难时期，券商渠道在募资和保有规模方面更具韧性。

图 30: Top 100 渠道保有规模结构



资料来源: 中国证券投资基金业协会, 中信证券研究部

**券商在另类产品创设上具有独特优势。**由于券商具有投行、PE、资管、股行全产业链的牌照和资源, 对拟上市的基础资产具有定价能力, 也拥有金融创新人才, 因此在另类权益产品创设上具有比较优势。由于另类市场规模有限, 刚好与券商高净值客群匹配。

## ■ 风险因素

**宏观经济增速下行影响居民财富。**若宏观经济增速下降, 可能出现企业盈利能力下降和就业市场疲软等情况, 这些事件有可能影响居民的收入水平。随之而来的结果是, 居民的可投资资产减少, 进而减少了财富管理行业的潜在客户和管理资产规模。

**居民投资资管产品意愿保持低位。**底层资产表现不佳, 当前居民理财基本诉求从增值降至保值, 现金类资产更受青睐, 大量资金沉淀于银行存款及类存款产品, 没有意愿向投资产品配置。尽管政策进一步助推“存款搬家”, 若效果不彰, 资金端缺乏增量资金将制约财富管理行业发展。

**资本市场大幅波动。**由于财富管理行业涉及股票、债券、衍生品等金融产品, 资本市场的大幅波动可能导致财富损失, 影响客户的体验和情绪波动, 进而影响行业发展。

**房地产复苏不及预期或房价大幅波动。**由于房地产在居民资产配置中占比最高, 房产价格的低迷制约了居民资产负债表的扩张意愿。若房价发生大幅上涨, 居民进一步提高房产配置意愿可能提高, 将挤压可用于配置金融资产财富规模。若房价发生大幅下跌, 居民财富将大幅缩水, 居民风险偏好可能会进一步下降, 通过降杠杆等方式缩减可投资于金融资产资金规模。

**利率大幅波动或信用风险超预期。**固收产品较大部分底层资产为债券或债权等, 均与利率及关联企业及资产信用紧密挂钩。若利率出现大幅波动, 将影响利率债等资产收益及估值; 若发生信用风险, 则可能影响信用债、非标债权等资产收益及兑付, 存在发生风险传染可能性。

监管出台超预期政策。这些政策可能对业务创新或业务拓展造成约束，例如加大合规要求、限制产品创新或加强投资者保护等。此外，这些额外的政策可能需要财富管理机构投入更多的资源和时间成本来进行调整以符合新规定，也可能对财富管理机构的盈利模式和经营模式产生影响。

## ■ 投资建议：选择互联网生态和品牌券商

在用户风险偏好持续下移和管理费率主动压降大背景下，财富管理市场的竞争格局正在发生变化，商业银行在国家信用、公司品牌、账户体系、客户资源、产品（尤其是类固收）体系和服务体系方面的优势将愈发凸显。互联网第三方平台在获客成本和运营成本方面的优势有望得到强化，而且有望通过科技赋能实现第二增长曲线。对于第三方垂直平台，在发挥成本优势的同时，需要补足账户短板，完善投顾体系和类固收产品体系。券商应牢牢抓住高净值且高风险偏好的独特客群，与另类产品创设优势相结合，提高用户粘性。由于三类财富管理机构各擅胜场，因此推荐在各自领域具有比较优势的公司。由于非银领域包括第三方平台和证券公司，我们推荐：东方财富、中金公司 H，并建议关注未上市的蚂蚁集团和盈米基金。



## 分析师声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明：(i) 本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了上述每位分析师个人对标的证券和发行人的看法；(ii) 该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相联系。

## 一般性声明

本研究报告由中信证券股份有限公司或其附属机构制作。中信证券股份有限公司及其全球的附属机构、分支机构及联营机构（仅就本研究报告免责条款而言，不含 CLSA group of companies），统称为“中信证券”。

本研究报告对于收件人而言属高度机密，只有收件人才能使用。本研究报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。本研究报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。中信证券并不因收件人收到本报告而视其为中信证券的客户。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断并自行承担投资风险。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但中信证券不保证其准确性或完整性。中信证券并不对使用本报告或其所包含的内容产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他损失承担任何责任。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可跌可升。过往的业绩并不能代表未来的表现。

本报告所载的资料、观点及预测均反映了中信证券在最初发布该报告日期当日分析师的判断，可以在不发出通知的情况下做出更改，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与中信证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。中信证券并不承担提示本报告的收件人注意该等材料的责任。中信证券通过信息隔离墙控制中信证券内部一个或多个领域的信息向中信证券其他领域、单位、集团及其他附属机构的流动。负责撰写本报告的分析师的薪酬由研究部门管理层和中信证券高级管理层全权决定。分析师的薪酬不是基于中信证券投资银行收入而定，但是，分析师的薪酬可能与投行整体收入有关，其中包括投资银行、销售与交易业务。

若中信证券以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构为此发送行为承担全部责任。该机构的客户应联系该机构以交易本报告中提及的证券或要求获悉更详细信息。本报告不构成中信证券向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议，中信证券以及中信证券的各个高级职员、董事和员工亦不为（前述金融机构之客户）因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。

## 评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的 6 到 12 个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准；韩国市场以科斯达克指数或韩国综合股价指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 20%以上
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 5%~20%之间
		持有	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~5%之间
		卖出	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上
	行业评级	强于大市	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 10%以上
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~10%之间
		弱于大市	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上

## 特别声明

在法律许可的情况下，中信证券可能（1）与本研究报告所提到的公司建立或保持顾问、投资银行或证券服务关系，（2）参与或投资本报告所提到的公司的金融交易，及/或持有其证券或其衍生品或进行证券或其衍生品交易，因此，投资者应考虑到中信证券可能存在与本研究报告有潜在利益冲突的风险。本研究报告涉及具体公司的披露信息，请访问 <https://research.citicsinfo.com/disclosure>。

## 法律主体声明

本研究报告在中华人民共和国（香港、澳门、台湾除外）由中信证券股份有限公司（受中国证券监督管理委员会监管，经营证券业务许可证编号：Z20374000）分发。本研究报告由下列机构代表中信证券在相应地区分发：在中国香港由 CLSA Limited（于中国香港注册成立的有限公司）分发；在中国台湾由 CL Securities Taiwan Co., Ltd. 分发；在澳大利亚由 CLSA Australia Pty Ltd.（商业编号：53 139 992 331/金融服务牌照编号：350159）分发；在美国由 CLSA（CLSA Americas, LLC 除外）分发；在新加坡由 CLSA Singapore Pte Ltd.（公司注册编号：198703750W）分发；在欧洲经济区由 CLSA Europe BV 分发；在英国由 CLSA（UK）分发；在印度由 CLSA India Private Limited 分发（地址：8/F, Dalamal House, Nariman Point, Mumbai 400021；电话：+91-22-66505050；传真：+91-22-22840271；公司识别号：U67120MH1994PLC083118）；在印度尼西亚由 PT CLSA Sekuritas Indonesia 分发；在日本由 CLSA Securities Japan Co., Ltd. 分发；在韩国由 CLSA Securities Korea Ltd. 分发；在马来西亚由 CLSA Securities Malaysia Sdn Bhd 分发；在菲律宾由 CLSA Philippines Inc.（菲律宾证券交易所及证券投资者保护基金会）分发；在泰国由 CLSA Securities (Thailand) Limited 分发。

## 针对不同司法管辖区的声明

**中国大陆：**根据中国证券监督管理委员会核发的经营证券业务许可，中信证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。

**中国香港：**本研究报告由 CLSA Limited 分发。本研究报告在香港仅分发给专业投资者（《证券及期货条例》（香港法例第 571 章）及其下颁布的任何规则界定的），不得分发给零售投资者。就分析或报告引起的或与分析或报告有关的任何事宜，CLSA 客户应联系 CLSA Limited 的罗鼎，电话：+852 2600 7233。

**美国：**本研究报告由中信证券制作。本研究报告在美国由 CLSA（CLSA Americas, LLC 除外）仅向符合美国《1934 年证券交易法》下 15a-6 规则界定且 CLSA Americas, LLC 提供服务的“主要美国机构投资者”分发。对身在美国的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所述任何观点的背书。任何从中信证券与 CLSA 获得本研究报告的接收者如果希望在美国交易本报告中提及的任何证券应当联系 CLSA Americas, LLC（在美国证券交易委员会注册的经纪交易商），以及 CLSA 的附属公司。

**新加坡：**本研究报告在新加坡由 CLSA Singapore Pte Ltd.，仅向（新加坡《财务顾问规例》界定的）“机构投资者、认可投资者及专业投资者”分发。就分析或报告引起的或与分析或报告有关的任何事宜，新加坡的报告收件人应联系 CLSA Singapore Pte Ltd，地址：80 Raffles Place, #18-01, UOB Plaza 1, Singapore 048624，电话：+65 6416 7888。因您作为机构投资者、认可投资者或专业投资者的身份，就 CLSA Singapore Pte Ltd. 可能向您提供的任何财务顾问服务，CLSA Singapore Pte Ltd 豁免遵守《财务顾问法》（第 110 章）、《财务顾问规例》以及其下的相关通知和指引（CLSA 业务条款的新加坡附件中证券交易服务 C 部分所披露）的某些要求。MCI (P) 085/11/2021。

**加拿大：**本研究报告由中信证券制作。对身在加拿大的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。

**英国：**本研究报告归属于营销文件，其不是按照旨在提升研究报告独立性的法律要件而撰写，亦不受任何禁止在投资研究报告发布前进行交易的限制。本研究报告在英国由 CLSA（UK）分发，且针对由相应本地监管规定所界定的在投资方面具有专业经验的人士。涉及到的任何投资活动仅针对此类人士。若您不具备投资的专业经验，请勿依赖本研究报告。对于英国分析员编纂的研究资料，其由 CLSA（UK）制作并发布。就英国的金融行业准则，该资料被制作并意图作为实质性研究资料。CLSA（UK）由（英国）金融行为管理局授权并接受其管理。

**欧洲经济区：**本研究报告由荷兰金融市场管理局授权并管理的 CLSA Europe BV 分发。

**澳大利亚：**CLSA Australia Pty Ltd（“CAPL”）（商业编号：53 139 992 331/金融服务牌照编号：350159）受澳大利亚证券与投资委员会监管，且为澳大利亚证券交易所及 CHI-X 的市场参与主体。本研究报告在澳大利亚由 CAPL 仅向“批发客户”发布及分发。本研究报告未考虑收件人的具体投资目标、财务状况或特定需求。未经 CAPL 事先书面同意，本研究报告的收件人不得将其分发给任何第三方。本段所称的“批发客户”适用于《公司法（2001）》第 761G 条的规定。CAPL 研究覆盖范围包括研究部门管理层不时认为与投资者相关的 ASX All Ordinaries 指数成分股、离岸市场上市证券、未上市发行人及投资产品。CAPL 寻求覆盖各个行业中与其国内及国际投资者相关的公司。

**印度：**CLSA India Private Limited，成立于 1994 年 11 月，为全球机构投资者、养老基金和企业提供股票经纪服务（印度证券交易委员会注册编号：INZ000001735）、研究服务（印度证券交易委员会注册编号：INH000001113）和商人银行服务（印度证券交易委员会注册编号：INM000010619）。CLSA 及其关联方可能持有标的公司的债务。此外，CLSA 及其关联方在过去 12 个月内可能已从标的公司收取了非投资银行服务和/或非证券相关服务的报酬。如需了解 CLSA India “关联方”的更多详情，请联系 [Compliance-India@clsa.com](mailto:Compliance-India@clsa.com)。

未经中信证券事先书面授权，任何人不得以任何目的复制、发送或销售本报告。

中信证券 2023 版权所有。保留一切权利。