

# 研报精选

2022年10月17日 第92期

## 宏观专栏

### 中国式现代化的经济内涵——二十大报告简评

中国共产党第二十次全国代表大会于10月16日上午开幕，习近平总书记代表第十九届中央委员会向党的二十大作报告。围绕构建新发展格局、贯彻新发展理念，大会报告提出了更加全面的要求。本文从科技创新、绿色发展、区域协调发展、民生福祉、对外开放五个方面进行解读。

### 通胀顽固，联储加息还慢不下来

美国9月份通胀再超预期，核心CPI同比增长6.6%，为1982年以来最高水平。报告认为，通胀超预期或意味着11月加息75个基点几成定局，美联储货币政策需要在相当一段时间内维持从紧态势，加息步伐尚不会放缓。

## 专题聚焦

### 中国大消费：复苏与可持续增长

报告认为，中国消费市场在中长期仍有较大升级潜力和成长空间。收入水平和结构改善、消费升级、下沉市场发展等将持续为消费市场提供动能；国货崛起、单品出圈、科技创新、品牌出海将带动供给侧效率提升。

### 财富管理转型，一件难而正确的事情

中国财富管理行业具有万亿元营收空间，但当前综合类机构财富管理转型进程低于市场预期。报告认为，转型需要时间沉淀，过程中既要战略性地投入人力、科技和管理资源，也要跟进组织架构和体制机制改革。

## 宏观专栏

### 中国式现代化的经济内涵——二十大报告简评

中国共产党第二十次全国代表大会10月16日上午开幕，习近平代表第十九届中央委员会向党的二十大作报告<sup>1</sup>，报告回顾了过去五年以及十八大以来十年的工作成果，并就全面建设社会主义现代化国家做出了重要指引。会议继续重申发展是第一要务，着力点是实体经济，市场在配置资源上起决定性作用，更好发挥政府作用；同时，围绕构建新发展格局、贯彻新发展理念，大会报告提出了更加全面的要求。

会议强调了一个关键时期和一个使命任务，深刻阐释了“中国式现代化”。关键时期是指，未来五年是全面建设社会主义现代化国家开局起步的关键时期，使命任务是以“中国式现代化”全面推进中华民族伟大复兴。全面建成社会主义现代化强国分两步走：从二〇二〇年到二〇三五年基本实现社会主义现代化；从二〇三五年到本世纪中叶把我国建成富强民主文明和谐美丽的社会主义现代化强国。报告首次系统阐述了“中国式现代化”的内涵，既有各国现代化的共同特征，更有基于自己国情的中国特色，是人口规模巨大的现代化，是全体人民共同富裕的现代化，是物质文明和精神文明相协调的现代化，是人与自然和谐共生的现代化，是走和平发展道路的现代化。同时，大会报告指出，未来五年是全面建设社会主义现代化国家开局起步的关键时期，高质量发展是全面建设社会主义现代化国家的首要任务。

在经济方面的落实上，本次报告提出要完整、准确、全面贯彻新发展理念，加快构建新发展格局，着力推动高质量发展。在总定调上，会议强调发展仍是第一要务，着力点是实体经济，市场在配置资源上仍起决定性作用，更好发挥政府作用，坚持对非公有制经济的鼓励、支持、引导。围绕着新发展理念，我们认为本次报告有以下五个方面值得关注：

一、将创新的地位提到新高度，居“核心地位”、是“第一动力”。我们认为，中国21世纪以来的前两个十年，分别享受了人口红利与金融周期对经济发展的推动作用，在进入新发展阶段后，创新成为最重要的发展动力。二十大报

<sup>1</sup> [http://www.xinhuanet.com/politics/leaders/2022-10/16/c\\_1129067252.htm](http://www.xinhuanet.com/politics/leaders/2022-10/16/c_1129067252.htm)

告当中明确指出，“创新在我国现代化建设全局中的核心地位”、“是第一动力”。在经济领域，报告提到，“发展经济的着力点要放在实体经济上”，要建设现代化产业体系。

我们认为，中国的研发投入或迎来进一步的上升，政府或将扮演更加重要的角色。报告中明确提出“健全新型举国体制，强化国家战略科技力量”、“集聚力量进行原创性引领性科技攻关，坚决打赢关键核心技术攻坚战”，我们认为这些表述的一个重要的落实就是研发投入的不断上升。我们预计，要实现人均GDP在2035年达到中等发达国家水平，考虑到人口老龄化的影响，中国的研发强度需要从2020的2.4%进一步上升，按照规划要求，十四五期间全社会研发经费投入年均增长7%以上，力争强度高于十三五。

由于创新具有较大的外部性，必须依靠政府投入，即使是在奉行“自由经济”的美国，我们也能看到其科技发展伴随着政府的巨大支持。举例来说，苹果公司的核心科技几乎都来自于美国政府对互联网科技革命的公共投资，美健赞公司（Genzyme）的成功也得益于公共部门科学家的早期研究成果<sup>2</sup>。未来，无论是财政还是金融领域，对科技创新的支持力度可能都将进一步加大，一方面，财政的直接支持规模可能继续上升，另一方面，政策性金融的作用也将继续扩大，央行可能会继续推出与科技创新有关的结构性货币政策工具，主要银行可能也将加大对相关行业和公司的融资支持力度。

**外部科技合作虽然面临挑战，但中国可以更好地发挥规模优势。**目前一个普遍的担心是高尖端的技术瓶颈，以及美国对中国日益苛刻的科技限制。那么中国的科技创新有什么优势呢？中国已经形成巨大的市场规模，是全球第二大的经济体，部分美国、韩国的高科技公司2021年60%左右的收入都来自中国市场。制造业本身非常依赖规模，规模可以摊平前期高昂的研发成本，同时又能产生新的需求。在逆全球化的背景下，小国通过自由贸易获得规模市场的难度加大，由于中国是一个人口大国、经济大国，本身具有大规模的市场，这样的规模优势在逆全球化的背景下或得到进一步的体现。

---

<sup>2</sup> Mariana Mazzucato (2014), “The Entrepreneurial State Debunking Public vs. Private Sector Myths”, Anthem Press

**坚持科教兴国和人才强国战略。**会议强调了科技是第一生产力、人才是第一资源，要加快建设世界重要人才中心和创新高地，提高人才自主培养质量，形成人才国际竞争的比较优势。北京、上海、粤港澳大湾区已启动高水平人才高地建设试点，一些中心城市已开始建设人才平台的“3+N”空间战略布局。

**二、推动绿色发展，加快规划建设“新型能源体系”，消费与生产两端发力。**在绿色发展方面，报告重申了实施全面节约战略，在生产领域发展绿色低碳产业，在消费领域倡导绿色消费。积极稳妥推进碳达峰碳中和工作，意味着立足于我国以煤炭为主的能源结构，发展新能源的同时也会提高旧能源的清洁高效使用，先立后破。在俄乌冲突和全球大宗供不应求的大环境下，认清以煤为主的基本国情，发挥好我国能源对外依存度低于主要竞争对手的优势（我国能源消费中煤炭占比接近60%，新能源占比10%，这两部分自给度高），绿色转型的有序推进、保供稳价的有效实施，有助于增强我国出口制造业的竞争力，去年四季度以来，我国资本密集型制造业的价格优势凸显，出口份额大幅抬升。同时，报告的新提法是“加快规划建设新型能源体系”，不同于以往“加快构建现代能源体系”，新提出的新型能源体系还处于“规划建设”阶段，未来可能会出台更细化的顶层设计，统筹能源建设、保障能源安全。

**三、区域协调发展，构建优势互补、高质量发展的区域经济布局。**报告指出，将继续深入实施区域协调发展战略、主体功能区战略、新型城镇化战略，优化重大生产力布局。区域协调发展，既是共同富裕下政策的必然选择，通过进一步推动区域协调、充分发展以实现共同富裕；也是中国产业转型升级的合理要求，比如通过优化生产力布局以避免区域无序竞争、促进制造业梯度转移有序开展和承接等，近年来我国在电子信息、高端装备、新能源车、石化、船舶等方面正在优化产业集群的布局。在此背景下，基础设施建设向中西部和县城拓深、新基建加快发展，是区域协调发展的重要保障，我们认为十四五期间基建有望迎来高质量发展。

**四、坚持人民至上，完善分配制度、实施就业优先、健全公共卫生体系。**在完善分配制度方面，强调鼓励勤劳致富、促进机会公平，对于不同收入群体，除了强调增加低收入者收入、扩大中等收入群体，对于高收入则是强调“规范财富积累机制”，更加法制化合理化。初次分配依托市场机制，我国劳动报酬

占GDP比重虽然在2011年后持续上升，但国际对比看仍有提升空间；二次分配依托政府调节，我国还存在流转税占比高、对低收入家庭转移支付较少、区域和城乡发展不平衡等问题需要解决，资本无序扩张亦需有所纠正。对于房地产，报告继续强调要加快建立多主体供给、多渠道保障、租购并举的住房制度，以保障合理住房需求，并缓解金融周期上行期房价上涨带来的贫富差距拉大。报告同时强调了要强化就业优先政策，健全就业公共服务体系，前期失业金扩围、稳岗返还和技能培训补贴等措施有望进一步加大力度。报告还强调，健全公共卫生体系，加强重大疫情防控救治体系和应急能力建设。疫情凸显了我国医疗体系的短板，我国人均ICU占有量在主要经济体中处于较低水平，未来医疗设施和医药的建设发展或将重点推进。

**五、推进制度型开放，维护多元经贸关系。**报告重申了加快构建以国内大循环为主体、国内国际双循环相互促进的新发展格局，强调要增强国内大循环内生动力和可靠性，提升国际循环质量和水平。国内大循环“可靠性”的提法与推进国家安全体系和能力现代化的总体要求相呼应。从数据来看，中国进出口金额占GDP比重由2006年的64%下降到了2021年的34%，贸易顺差占GDP比重也保持在相对均衡的水平，人均GDP已超1万美元以上，客观上都要求高水平对外开放。而提升国际循环质量和水平更多要求稳步扩大规则、规制、管理、标准等制度型开放。中国一方面积极推进RCEP等自贸协议的签署和落实，积极研究加入CPTPP，外商投资准入负面清单进一步缩减，另一方面积极参与全球治理体系改革和建设，维护多元稳定的国际经济格局和经贸关系。我们预计未来五年这些改革方向仍会继续持续并得到进一步发展。

---

以上观点来自：2022年10月17日中金公司研究部已发布的《中国式现代化的经济内涵——二十大报告简评》

张文朗 分析员 SAC 执证编号：S0080520080009 SFC CE Ref: BFE988

黄文静 分析员 SAC 执证编号：S0080520080004 SFC CE Ref: BRG436

周彭 分析员 SAC 执证编号：S0080521070001 SFC CE Ref: BSI036

郑宇驰 分析员 SAC 执证编号：S0080520110001 SFC CE Ref: BRF442

邓巧锋 分析员 SAC 执证编号：S0080520070005 SFC CE Ref: BQN515

段玉柱 分析员 SAC 执证编号：S0080521080004

## 宏观专栏

### 通胀顽固，联储加息还慢不下来

美国9月通胀再超预期，CPI同比增长8.2%，剔除能源食品的核心CPI环比增长0.6%，同比增长6.6%，为1982年以来最高水平。尽管能源、二手车价格回落，但服务通胀进一步攀升，房租仍在上涨，使得核心通胀表现强劲。通胀超预期意味着11月加息75个基点几成定局，市场也开始考虑12月再次加息75个基点的可能性。通胀数据公布后美国再度出现“股债双杀”，说明通胀的顽固性使投资者再次感到惊讶。往前看，我们认为仍不能低估通胀的粘性，要想降低通胀，美联储货币政策需要在相当一段时间内维持从紧态势，这就意味着美元利率或将在长时间内保持高位（High for longer）。总之，美联储加息还慢不下来，至于降息，目前来看更是遥遥无期。

►9月CPI环比增长0.4%，能源价格下跌压制通胀，但10月初汽油价格有所回升，预示能源通胀可能反弹。9月美国汽油零售价格持续下跌，带动CPI中的汽油价格环比继续下降，但跌幅由上月10.6%收窄至4.9%。值得注意的是，10月5日OPEC+超预期大幅减产，全球石油供需预期再次转紧<sup>3</sup>。10月以来，美国汽油价格再次上升，这或意味着能源分项或难以成为压降10月通胀的因素。此外，9月电价（环比0.4%）与天然气价格（环比2.9%）继续上涨，部分对冲油价下跌的影响。

►核心CPI环比增长0.6%，二手车价格虽有回落，但服务通胀表现非常强劲。9月通胀数据较为突出的一个特质是服务通胀进一步攀升，环比来看，医疗保健（1%）、机动车保险（1.6%）、机动车维修（1.9%）、快递服务（2.9%）等服务消费均快速上升，显示出劳动密集类服务业工资上涨对于价格的推升效应。9月机票价格转跌为涨（0.8%），租车服务（2.5%）大幅上升，说明外出活动的需求仍有后劲。房租（0.7%）上涨趋势未变，其中分项来看业主等价租金（0.8%）和主要居所租金（0.8%），二者环比涨幅均较上月的0.7%进一步扩大。

<sup>3</sup> 详情参考中金大宗商品组《图说大宗：国内需求边际回暖，海外供应波澜再起》  
[https://www.research.cicc.com/zh\\_CN/report?id=283735&entrance\\_source=ReportList](https://www.research.cicc.com/zh_CN/report?id=283735&entrance_source=ReportList)

新车价格指数环比上涨0.7%，反映消费者对汽车的需求仍在，二手车价格环比下降1.1%或更多体现出供应链缓解后价格由反常高位回落，以及新车的“引流”效应。服装（-0.3%）、医疗商品（-0.1%）、智能手机（-2.9%）等教育类商品（-0.6%）价格回落，但影响相对有限，难以对冲其他项目“普涨”效果。

► **通胀再超预期，美联储只能继续大幅加息，至于降息，目前来看遥遥无期。** 由于9月非农就业与通胀数据双双超出预期，11月加息75个基点或已成定局，市场也开始考虑12月再加息75个基点的可能性。至于加息步伐什么时候能放缓，恐怕美联储自己也不知道。CPI数据公布后，“股债双杀”再次上演，美债收益率一度突破4%，美股期货与黄金大跌，美元指数升破113。市场的反应表明通胀的顽固性再次让投资者感到惊讶。9月的CPI也再次确认了一点，那就是本轮美国通胀较为顽固，要想降低通胀，美联储货币政策需要在相当一段时间内维持从紧态势，这就意味着美元利率将在长时间内保持高位（High for longer）。

► **持续加息或引发衰退，投资者需要为最坏情况做准备。** 根据美联储9月FOMC会议纪要，许多与会者表示，与过度行动相比，对通胀应对力度太小的代价要更大，而且许多与会者强调了在劳动力市场放缓的情况下也要降低通胀的重要性<sup>4</sup>。这样来看，短期内美联储在抗通胀方面有着坚定的决心。考虑到美联储今年以来的持续加息未见明显成效，通胀仍然顽固，未来美联储将继续紧缩，最终可能导致加息“超调”，引发衰退。对市场而言，此时可能需要认真思考美联储主席鲍威尔在9月议息会议后说的那句话：“期待好的结果，但也为最坏的情况做准备”（Hope for the best, plan for the worst）<sup>5</sup>。

---

以上观点来自：2022年10月14日中金公司研究部已发布的《通胀顽固，联储加息还慢不下来》

刘政宁 分析员 SAC 执证编号：S0080520080007 SFC CE Ref: BRF443

张文朗 分析员 SAC 执证编号：S0080520080009 SFC CE Ref: BFE988

肖捷文 联系人 SAC 执证编号：S0080121070451

---

<sup>4</sup> <https://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/fomcminutes20220921.htm>

<sup>5</sup> <https://www.federalreserve.gov/mediacenter/files/FOMCpresconf20220921.pdf>

## 专题聚焦

### 中国大消费：复苏与可持续增长

我们认为，中国消费市场仍然有着较大的升级潜力和成长空间，结构性、内生性机会仍然显著。本文论述了中国消费市场短期所面临的挑战与机遇，分析了中长期增长的方向与可持续性，并建议精选优势赛道中具备核心竞争力的龙头公司。

#### 短期承压，复苏可期

2022年上半年疫情反复，对居民生活和消费产生负面影响。7月份之后，尽管疫情仍有所反复，但对于居民线下活动的影响弱于上半年。随着城市管理和居民应对疫情的生活方式进一步优化，疫情后恢复速度较以往有所提升，我们预计下半年消费整体有望迎来复苏，同时8月份起后续增长基数较低，同比数据层面有望迎来较为显著的改善。

疫情逐步缓和，消费者信心出现边际改善，后续恢复值得期待。随着疫情影响程度逐步趋于缓和，以及居民对于防疫常态化的适应，社会生活开始进入恢复期，但实际的居民生活恢复存在一定的滞后性。根据国家统计局发布的数据，2020年初疫情后，消费者的收入和消费正在逐步恢复，消费者信心及预期整体呈现震荡平稳的态势。尽管2022年初消费预期向好，但是3月开始的新一轮疫情对于居民收入、消费者信心及预期均有较大的影响。在2022年二季度，全国居民单季度可支配收入同比增加2.6%，增幅环比收窄3.7个百分点；全国居民单季度消费支出同比减少2.4%，增速由正转负；消费者信心4月份下滑较为明显，消费者信心指数仅有86.7，消费者预期指数仅有86.8，均为历史低点，显示本轮疫情对于居民收入和消费信心的影响较大。5-6月份消费信心持续改善，但7月开始疫情呈现多点散发、多地频发的态势，消费信心出现回落，截至8月消费者信心指数为87.0，消费者预期指数为87.9，后续恢复值得期待。

#### 中国消费市场持续增长的动力源泉

人均可支配收入有望持续提升：居民消费水平提升的主要动力是经济发展。



改革开放以来，中国经济经历了高速发展的时期。尽管近年来经济发展速度有所放缓，但以发展的眼光看，如按照购买力平价调整换算后的人均GDP比较，据世界银行数据显示，中国2021年人均GDP仅为美国的27.9%，依然有大幅提升空间。和世界发达国家和主要新兴国家相比，中国的消费在国内生产总值占比偏低，有较大的提升空间。在美国，私人消费在国内生产总值中的占比在1952-2020年间的均值为63.5%，在2020年更达67.2%，比2020年中国居民消费率高出近30个百分点。从总量上看，我国2020年的居民消费总额已是2005年的5倍，但从GDP占比来看，居民消费特别是农村居民消费还有很大的提升空间，我们认为未来有望迎来较为快速的提升时期。

**收入分配结构改善推动消费市场扩容：**中国人口收入结构仍存在优化空间。相比于发达国家的橄榄型社会，即中产阶级占据人口主体而言，中国的中低收入阶层占比更高。居民收入，尤其是中低收入群体的居民收入还有很大的提升潜力。收入分配向橄榄型结构转变有助于消费总量扩大。较低收入群体的边际消费倾向更高，收入再分配拉动低收入群体的收入增长可带动消费支出增长。经济学原理显示，随着居民收入的增长，边际消费倾向也会逐步降低。从中国的消费与收入数据来看，较低收入群体也具备更高的平均消费倾向。

**消费升级、结构改善：**首先，随着人们的收入水平提升、渠道多元化以及物流服务水平提高，人们的需求逐步向着更高级的方向转移，而消费升级的具体体现，是消费者对于消费品品质和质量重视程度的提升。其次，中国居民必选消费的比重高于世界主要发达国家。随着收入提升，消费结构有望逐步改善。最后，随着年轻一代消费者的成长，享受型消费逐步增加。由于年轻一代消费者拥有较为优越的物质条件与良好的教育，因此他们更敢于花钱，甚至是超前消费以满足当下的需求，认为拥有“即刻”幸福更为重要。我们认为当代年轻人越来越乐意超前消费，验证了年轻人更愿意在悦己型商品上进行消费，体现了其享受当下的消费偏好。

**下沉市场新机遇：**在一、二线城市消费需求得到较好满足之后，三线及以下城市及县城农村的下沉市场将迎来消费升级的新机遇。如果以扣除物价后的

居民收入来计，我国农村人口2021年的可支配收入大约为11,857元。在政府不断出台政策大力扶持农村生产、居民收入和消费的大好形势下，下沉市场未来有一定的能力可复制一、二线城市随居民收入提升而带动消费升级的道路。在传统概念下，相比于一、二线城市的消费者，下沉市场的消费者更加注重性价比，但现如今，即使在下沉市场，消费者虽对于价格仍较为敏感，但对于品质的追求也在加深，品牌关注度提升明显。

**人口与家庭结构带来的新需求：**中国出生人口长期呈现下降趋势，总和生育率走低；劳动年龄人口占比下降，老龄化程度加深；受教育程度进一步提高；家庭户规模延续下滑趋势。我们认为人口结构变迁将为国货消费在中长期维度上带来新的发展机遇。具体来说：出生率持续放缓，老龄化加重，推动婴童产业及银发经济发展。教育程度提升带动生产力发展，促进消费升级和个性化消费。家庭规模逐渐缩小，社会服务业及智慧家居迎来发展机遇。

### 政策面影响分析

**人口促进政策：**国家重视人口的长期均衡发展，逐步完善人口生育相关的政策法规体系，我们认为这在一定程度上可以延缓劳动人口占比降低及出生率下降的趋势。

**税收机制改革：**我国目前消费环节征税主要有消费税及增值税两种税制。当前低收入群体的消费率高、承担的税负较中高收入群体更重。我们认为税收机制仍有进一步优化的空间，从而更有利于整体的消费平等和扩容。

**进一步推进城镇化水平：**当前，我国城镇化已经处于快速发展的中后期，正在转向全面提升质量的新阶段，城镇化动力仍然强劲，蕴含着较大的内需潜力和强大的发展动能。我们预计，随着未来进一步推进城镇化建设，居民消费水平会得到进一步提升。

**建设全国统一大市场：**2022年4月10日，《中共中央 国务院关于加快建设全国统一大市场的意见》（后文简称《意见》）发布，从“全局战略高度”对于全国统一大市场的建设提出要求。我们认为，本次《意见》的发布，有助于从

中国全局角度改善消费市场环境，一定程度上解决区域限制、市场分割、规则不同、标准不一、工作缺乏指引等市场缺陷导致的消费商品流通不畅与价格差异问题，从而促进消费扩容与升级。

### 供给侧效率提升

当前中国消费行业的发展已经进入到供应链提效与优质供给创造需求的阶段，具体来看，国货崛起、单品出圈、科技创新以及品牌出海对于中国企业的供给效率提升有较大的积极影响。

**国货崛起：**经济发展推动本土文化觉醒，国民自信在国家经济实力增强的过程中不断强化，国货消费崛起。随着中国的国际影响力提升，国民对中国文化的认同与自信也日益提升。参考日韩在人均GDP达到1万美元后的品牌消费结构变化，结合近年来中国市场上正在发生的国货崛起现象，我们认为国货消费浪潮已悄然崛起并将持续成为未来中国消费市场的主要潮流之一。尤其是年轻消费者见证了中国的崛起，拥有更强的文化认同感与民族自信心，对国货品牌的接受度也更高。

**单品出圈：**大单品是一家企业的主力产品，在企业营收利润中贡献显著、在细分市场中占有率领先，同时也在消费者心理份额中形象突出。优秀的大单品还具有定义品类的能力，如可口可乐定义可乐饮料，席梦思定义弹簧床垫，吉普车定义越野车型。越来越多的企业正逐渐意识到大单品的重要性并实践于企业策略中以提升效率。

**科技赋能：**在产品和模式创新方面，中国市场消费需求具有多样性，通过科技手段在产品和模式上进行创新有利于扩展消费客群，提升运营效率。我们认为，持续推出新的产品和模式能够发掘新的消费人群和需求，从而拓展消费客群，提高运营效率。在供应链效率提升方面，消费者需求的扩容需要有与之配套的供给效率作为保障。随着消费者需求的变化速度越来越快和多样化，消费企业需要更快的洞察能力和反应速度。通过科技手段能够优化供给侧的效率，从而提升企业的运营效率。

**品牌出海：**随着中国经济实力的提升，以及国产品牌在产品、品牌、渠道等方面的创新与进步，我们认为，未来中国品牌在全球范围内前景广阔，能够带来新的增量市场。无论是美国还是日本，在经济崛起的过程中，其品牌在全球的影响力与市场份额都得到了相应的提升。以联想为代表的中国品牌在十年前也有成功的出海实践，但是过程艰辛，成功出海的品牌寥寥无几；而本轮家用电器、消费电子、轻工产品品牌的出海，是成建制的、大规模的出海，在数字经济升级的趋势下，中国企业的全球竞争力不再局限于成本优势，已经转化为全面的产业链优势、产品优势、零售优势，甚至很多产品的微创新也已经引领市场。



---

以上观点来自：2022年10月11日中金公司研究部已发布的《中国大消费：复苏与可持续增长》

郭海燕 分析员 SAC 执证编号：S0080511080006 SFC CE Ref: AIQ935

刘毅然 联系人 SAC 执证编号：S0080121050079 SFC CE Ref: BRP088

庄铭楷 联系人 SAC 执证编号：S0080122070121

## 专题聚焦

### 财富管理转型，一件难而正确的事情

1-2Q22中资财富管理机构营收与AUM增速数据背离，相当数量机构营收负增长，很多投资者不禁疑惑，财富管理转型为什么这么难?我们认为，中国财富管理行业是万亿人民币营收空间的市场，是金融机构商业可持续的重要战略选项。但财富管理转型效果低于市场预期，答案可能涉及战略性投入、配套体制机制以及接纳战略蛰伏期。基于此，我们建议关注战略投入力度大、体制机制灵活、财富管理文化底蕴深厚的头部银行及券商。

**综合类机构财富管理转型还在起跑线。**我们将财富管理机构大体分为两类，以银行和头部券商为代表的综合类机构，以东财、蚂蚁等科技背景公司为代表的平台类机构。不考虑监管差异，相比美国，中国市场金融科技氛围浓厚，平台类机构商业模式较为成熟，公募基金保有量市场份额集中度高可作印证，2Q22末TOP3机构约占80%。反观银行和券商，同期公募基金保有量TOP10市场份额仅占约80%和60%。另外，1-2Q22诸多机构AUM与营收增长趋势背离，AUM/总资产指标较低，大多机构客户流失率居高不下。我们认为，中资综合类机构财富管理转型任重道远。

**战略性投入，人力、科技与管理要素一个都不能少。**综合类财富机构强调中后台输出胜率更高的金融决策和权益服务，通过优秀客户经理与目标客群有效交互，业务模式强调“高成本、高费率”，需要战略性投入方能推动转型成功。欧美样本机构投顾人均AUM在1-2亿美元，假设中资单客户经理产能在5亿元，一家10万亿元AUM的机构需配备近两万名专职客户经理。另外，总部或总行中后台定位于大买方团队，更需要组织大量智力资本要素。一个参考数据是，中资TOP5的公募基金人员大多在600-900人。另外，C端财富管理业务流程复杂冗长，科技投入有助于减少产品服务传递中的漏损或操作风险。此外，财富部门内部组织、集团组织架构构建需要减少内部摩擦成本，发挥部门间和链条间的专业输出以及协同效应，体制机制配套更是不可或缺。

从投入到增长，从营收到利润，转型需要一些时间。综合类财富管理机构商业模式链条冗长，需要高效组织协调人力、科技和管理要素，改革难度大。另外，长期以来，中资银行收入的70-80%源自净利息收入，中资券商收入仅有约30%源自财富管理业务，转型动力、信贷文化及投行文化如何与财富管理文化兼容共生等问题都需要中资机构用时间回答。因此，财富管理转型短期内无法一蹴而就，功成更需时间沉淀。招行零售业务经历了近20年的沉淀、3次转型才成就今日的护城河；瑞银、摩根士丹利等的组织架构演进也经历了十几年，发展前期关注业务规模、投顾人数等，对成本投入有一定容忍度。



---

以上观点来自：2022年10月14日中金公司研究部已发布的《财富管理转型，一件难而正确的事情》

张帅帅 分析员 SAC 执证编号：S0080516060001 SFC CE Ref: BHQ055

周基明 分析员 SAC 执证编号：S0080521090005

李少萌 联系人 SAC 执证编号：S0080122070036

## 附：一周主要研报回顾

### 宏观

- 2022.10.12 中国宏观热点速评：社融增长仍有后劲
- 2022.10.13 海外宏观简评：英国政策矛盾未解，警惕外溢效应
- 2022.10.14 海外宏观热点速评：通胀顽固，联储加息还慢不下来
- 2022.10.15 中国宏观热点速评：PPI显示政策加速落地 ——2022年9月通胀数据点评

### 策略及大宗商品

- 2022.10.10 大类资产配置月报（2022-10）：股票相对债券配置价值上升
- 2022.10.10 大宗商品：农产品：白糖：巴西汽油价格波动，对全球糖价影响几何？
- 2022.10.13 主题策略：三季报预览：哪些公司业绩有望超预期
- 2022.10.14 大宗商品：能源：国内煤炭：供需偏紧，但库存无虞
- 2022.10.14 大宗商品：农产品：白羽鸡：海外禽流感对我国肉鸡供给影响几何？
- 2022.10.14 海外策略：9月通胀：预期边际变化、但转机还需等待
- 2022.10.15 全球资金流向监测：外资继续流出，南向流入扩大
- 2022.10.15 海外市场观察：“便宜钱”消失下的灰犀牛 2022年10月10~16日

### 固定收益

- 2022.10.10 简评：大中转债上市定价分析
- 2022.10.10 简评：锂科转债投资价值分析
- 2022.10.10 招投标备忘录：国开债22年第8、9、11、17期增发——利率债招标分析
- 2022.10.11 简评：嘉诚转债上市定价分析
- 2022.10.11 招投标备忘录：贴现国债22年第55、56期新发，付息国债22年第18、21期续发，贴现农发债22年第5期新发，付息农发债22年第8期增发、第10期新发——利率债招标分析
- 2022.10.12 简评：贷款多增，贷款利率仍趋于下行，利好债市而非利空——9月金融数据点评
- 2022.10.12 信用分析周报：中国短期融资券及中期票据信用分析周报
- 2022.10.12 招投标备忘录：国开债21年第20期增发，22年第15期增发——利率债招标分析
- 2022.10.13 简评：金盘转债上市定价分析
- 2022.10.13 信用分析周报：中国公司债及企业债信用分析周报
- 2022.10.13 专题研究：日本债券市场剖析——中金公司海外研究系列
- 2022.10.13 简评：行业利差普遍走扩，城投表现回落 ——2022年9月行业利差跟踪

- 2022.10.13 专题研究：欧洲债券市场格局与定价驱动——中金固收海外研究系列
- 2022.10.14 招投标备忘录：贴现国债22年第57、58期新发，付息国债22年第22期新发——利率债招标分析
- 2022.10.14 中国房地产债券月报：9月房地产债券月报：——政策助力有助于行业修复
- 2022.10.14 中国可转债策略周报：反弹后，是什么被解锁了？暨10月十大转债
- 2022.10.14 中国城投债券月报：供给维持低位，利差小幅走扩——9月城投债券月报
- 2022.10.14 简评：核心CPI和PPI双降，债牛或将延续——9月通胀数据分析
- 2022.10.15 信用债收益率跟踪周报：节后收益率下行，一级发行和净增恢复明显
- 2022.10.15 中国利率策略周报：利率下行的障碍和破局之路——来自广谱利率的启示

## 行业

- 2022.10.10 REITs：公募REITs月报（2022-09）：首批REITs扩募项目亮相，10月交投有望维持稳定
- 2022.10.10 机械：Optimus原型机发布，持续推荐新能源装备
- 2022.10.10 银行：信贷需求有望改善
- 2022.10.10 化工：化工行业3Q22业绩前瞻
- 2022.10.10 新能源汽车：新能源月度销量跟踪：以销量实现破局，关注长期自主崛起逻辑
- 2022.10.10 汽车及零部件：2022特斯拉AI DAY举办；理想L8/7发布
- 2022.10.10 主题研究：隔墙售电浙江先行，看好工商业光伏受益
- 2022.10.10 日常消费：周思考：白酒双节动销平稳落地，大众品关注成本下降及餐饮需求恢复
- 2022.10.10 主题研究：光伏：电池片价格维持涨势，硅料价格持稳
- 2022.10.10 医疗健康：创新药前沿系列（13）：类风湿关节炎：TNF $\alpha$ 保持主导地位，探索新型靶向治疗
- 2022.10.11 农业：中金看海外 公司 | 孟山都：科技为本、金融为用、管理为纲，成就全球种业龙头
- 2022.10.11 农业：动物保健行业：3Q疫苗批签发改善明显，关注新品研发
- 2022.10.11 消费复苏系列研究：中国大消费：复苏与可持续增长
- 2022.10.11 消费复苏系列研究：运动鞋服：高成长韧性凸显
- 2022.10.11 消费复苏系列研究：户外：疫情后需求提升，长期增长空间广阔
- 2022.10.11 消费复苏系列研究：美妆：疫后修复韧性强，国货龙头领航成长
- 2022.10.11 消费复苏系列研究：珠宝：传统珠宝消费稳步复苏，培育钻石持续渗透
- 2022.10.11 消费复苏系列研究：餐饮：大赛道、稳增长，强韧性龙头有望穿越周期



- 2022.10.11 消费复苏系列研究：酒馆：微醺经济正当时，性价比龙头空间广
- 2022.10.11 消费复苏系列研究：咖啡：水大鱼大增速快，国货品牌潜力可期
- 2022.10.11 消费复苏系列研究：免税：消费回流支撑行业广阔空间，中免具较高增长确定性
- 2022.10.11 消费复苏系列研究：新农产：大市场、强韧性，龙头稳健成长
- 2022.10.11 消费复苏系列研究：宠物：长坡厚雪高景气度，国货加速突围
- 2022.10.11 消费复苏系列研究：创新小家电：品类快速丰富，需求多元
- 2022.10.11 消费复苏系列研究：创新厨电：新品类提升客单价成为厨电成长驱动力
- 2022.10.11 家电及相关：继欧洲热泵，取暖小家电需求成亮点
- 2022.10.11 银行：养老金融产品9月报：宜有序建设产品货架
- 2022.10.11 电力电气设备：中欧大储项目活跃，澳洲峰谷价差上升
- 2022.10.11 公用事业：三季度水电表现分化
- 2022.10.11 家电及相关：专精特新 | 家电：不断突破，产业升级经典
- 2022.10.11 传媒互联网：广告8月：大盘环比修复，投放新品牌增加
- 汽车及零部件：9月产批增速优于零售；基盘市场新能源渗透加速
- 2022.10.12 银行：如何理解超预期的金融数据？
- 2022.10.12 传媒互联网：出版1~3Q22：传记及文学类图书表现亮眼，图书市场仍待复苏
- 2022.10.13 不动产与空间服务：9月存量房监测报告：房价、租金继续下行
- 2022.10.13 科技：Meta发布高端VR，注重生产力场景应用
- 2022.10.14 金融：财富管理转型，一件难而正确的事情
- 2022.10.14 农业：宠物线上月报：3Q国内消费提速，关注国产替代与出口利润增厚
- 2022.10.14 机械：9月挖机销量好于预期，关注信贷增长持续性
- 2022.10.14 银行：【理财月刊】理财产品赎回对股市的影响有多大？这一轮有何不同？
- 2022.10.14 科技：全球观察-大立光：3Q22传统拉货周期开启，关注潜望式镜头创新进展
- 2022.10.14 农业：宠物行业观察：国货推新，支撑品牌成长
- 2022.10.15 保险：寿险价值跌幅收窄；中国财险业绩表现突出
- 2022.10.15 传媒互联网：线上平台月报：暑期后大盘时长自然回落
- 2022.10.15 传媒互联网：3Q22业绩前瞻：底部磨砺，静待时机
- 2022.10.15 医疗健康：福建电生理文件落地，高值耗材行业回暖
- 2022.10.15 金融：周报：关注非银布局良机
- 2022.10.16 传媒互联网：周报：行业整体平稳，关注Q3业绩发布
- 2022.10.16 传媒互联网：周报：行业整体平稳，关注Q3业绩发布
- 2022.10.16 有色金属：稀土：需求侧再添亮点，供应偏紧延续
- 2022.10.16 半导体：半导体周报（10/14）：看好国产化趋势
- 2022.10.16 科技：科技硬件周报（10/14）：关注半导体国产化

- 2022.10.16 传媒互联网：互联网周思考：耐心等待负反馈结束
- 2022.10.16 农业：畜牧行业观察：猪价至年内新高；关注海外禽流感疫情发酵
- 2022.10.16 有色金属：铝：俄铝禁令讨论影响供给预期，铝价震荡上行
- 2022.10.16 医疗健康：政策缓和预期不断强化，医药板块估值有望进一步修复
- 2022.10.16 航空航天科技：板块3Q业绩向好,推荐卫星等新兴产业机会
- 2022.10.16 化工：继续关注能源紧张对欧洲化工行业的影响
- 2022.10.16 科技：汽车电子周报（智能决策篇）：整车架构演进初期，域控制器渗透率空间广阔
- 2022.10.16 软件及服务：医疗信息化：3Q22中标数据追踪—订单企稳复苏，大单数量亮眼



## **法律声明**

本文章由中金研究院基于公开信息及/或中国国际金融股份有限公司已发布的研究报告（以下简称“研究报告”）制作而成。中国国际金融股份有限公司及其关联机构（以下合称“中金公司”）对这些信息及观点的真实性、准确性、时效性及完整性不作任何保证。

本文章仅摘编研究报告的部分观点，贵方如使用本文章所载观点，有可能会因缺乏对完整报告的了解或缺乏相关的解读而对其中的信息、观点、判断等内容产生理解上的歧义。贵方如使用本文章，须寻求专业顾问的指导及解读。

本文章中的信息、意见等均仅供贵方参考之用，其中的信息或观点不构成对买卖任何证券或其他金融工具的出价或征价或提供任何投资决策建议的服务。该等信息、意见在任何时候均不构成对任何人的具有针对性的、指导具体投资的操作意见。贵方应当对本文章中的信息和意见进行评估，根据自身情况自主做出决策并自行承担风险。对依据或者使用本文章所造成的任何后果及风险，中金公司及/或其关联人员均不承担任何责任。

本文章所载意见、评估及预测为研究报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，中金公司研究部可能会发出与本文章所载意见、评估及预测不一致的研究报告。中金公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本文章意见不一致的市场评论和/或观点。

本文章不构成任何合同或承诺的基础，中金公司不因任何单纯接收、阅读本文章的行为而将接收人视为中金公司的客户。

本文章的版权仅为中金公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、转载、翻版、复制、刊登、发表、修改、仿制或引用。

---

**如有进一步需求，请联系：**

吴慧敏 huimin.wu@cicc.com.cn

吴婷 ting.wu@cicc.com.cn

左烜暄 xuanxuan.zuo@cicc.com.cn