下载日志已记录，仅供内部参考

财富管理专题序列（一）

美欧日三种模式借鉴与我国银行路径

优于大市

核心观点

财富管理的核心价值在于获客并重构客户关系。在净息差收窄、传统存贷款触点弱化和居民资产再配置加速的背景下，银行发展财富管理不仅是增加中间收入，更重要的是以账户和客户数据为入口，连接客户的投资、养老、传承和企业经营需求，将一次性产品销售转化为长期综合金融关系，是获客留客的重要渠道。

美欧日形成了不同的财富管理路径和收费逻辑，但都体现了以客户为中心的本质。从价值链环节来看，美国模式解决的是“资金从哪里来”——依托养老金长钱和深度资本市场，撑起一个以规模效应与收益创造为底座的财富管理生态，核心是“帮客户实现长期财富增值”；欧洲模式解决的是“客户为什么付费”——当帮客户赚钱存在不确定性时，通过组合管理、主办顾问、法税信托和另类资产准入 等不可替代的服务深度重构收费逻辑，核心是“提供全生命周期综合解决方案”；日本模式解决的是“低风险偏好客户需要什么”——极端宏观环境下，用低频、高复杂度、法律依赖性强的人生事务管理（如遗嘱信托、财产保全、养老支付安排等）构建转换成本近乎无限的基础设施型壁垒。三种模式并无绝对优劣，其差异是养老金制度、资本市场深度、人口结构和居民风险偏好的必然映射。但三种模式共同体现了财富管理“以客户为中心”的本质，通过与客户需求相匹配的服务和收费模式，将一次性交易关系转化为长期委托关系。

我国财富管理应坚持能力建设先于收费模式。对中国而言，不存在可以整体复制的单一最优模式，应根据客群结构、牌照资源和区域禀赋进行组合式借鉴。比如，大众客群可借鉴美国的养老金和标准化配置，高净值客群可借鉴欧洲的综合顾问和复杂服务，养老传承客群可借鉴日本的事务管理，最终形成以账户关系为入口、资产配置为核心、养老传承为长期场景的本土化模式。总而言之，中国财富管理转型核心原则，应先沿着“账户与治理—组合与顾问—养老与事务”分阶段推进可持续化的服务能力，再逐步探索与服务价值相匹配的收费模式。不同类型银行差异化发展，国有大行发挥账户、网点和养老金优势；股份行强化零售分层、数字经营和投顾能力；城商行与农商行依托区域信任深耕企业家及养老客群。

投资建议：财富管理不是简单比较 AUM 规模，而应寻找能够将客户基础转化为稳定关系收入的银行。建议关注零售经营、钱包份额和投顾能力领先的头部股份行，如招商银行；深耕高净值及企业家客群的优质城商行，如宁波银行；以及在养老金受托、账户覆盖和网点渠道方面具备壁垒的国有大行。

风险提示：经济复苏不及预期，监管政策变动短期冲击银行基本面等。

重点公司盈利预测及投资评级

公司代码	公司名称	投资评级	昨收盘（元）	总市值（亿元）	EPS 2026E	EPS 2027E	PE 2026E	PE 2027E
600036.SH	招商银行	优于大市	38.7	9,760	5.89	6.19	6.57	6.25
002142.SZ	宁波银行	优于大市	32.04	2,116	4.90	5.43	6.54	5.91
600926.SH	杭州银行	优于大市	15.93	1,155	2.82	3.20	5.66	4.98
600919.SH	江苏银行	优于大市	11.67	2,142	2.06	2.27	5.65	5.14

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

行业研究·行业专题

银行

优于大市·维持

证券分析师：田维韦
021-60875161
tianweiwei@guosen.com.cn
S0980520030002

证券分析师：王剑
021-60875165
wangjian@guosen.com.cn
S0980518070002

证券分析师：陈俊良
021-60933163
chenjunliang@guosen.com.cn
S0980519010001

证券分析师：张绪政
021-60875166
zhangxuzheng@guosen.com.cn
S0980525040003

证券分析师：刘睿玲
021-60375484
liuruiling@guosen.com.cn
S0980525040002

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

《结构分化下的风险再认识——中国机构配置手册（2026 版）之机构风险篇》 ——2026-08-09

《银行理财 2026 年 8 月月报-理财逆势申购“固收+”的背后》——2026-08-07

《从债转股到股权直投的转型之路-AIC 行业点评》 ——2026-07-30

《风险偏好下行，资产荒加剧——银行理财 2026 半年报点评》——2026-07-29

《银行理财 2026 年 7 月月报-弱化的回表：他行代销如何影响理财展业》 ——2026-07-08

下载日志已记录，仅供内部参考

内容目录

前沿：财富管理核心价值是客户关系重构 5
净息差中枢持续下降，传统存贷业务盈利能力下降 5
财富管理价值：不止增收，核心价值是留客 5
欧美日比较：财富管理业务发展路径 6
美国：制度红利与资本市场繁荣共振下的顺势扩张 6
欧洲：低利率下的费率韧性——从产品溢价走向服务与信任溢价 13
日本：从资产增值转向养老继承等事务管理 18
中国财富图谱及财富管理业务路径探索 22
从房地产蓄水池转向金融资产再配置 22
财富管理发展路径探索——基于欧美日经验 24
不同类型银行差异化路径 26
核心结论与投资建议 27
风险提示 28

下载日志已记录，仅供内部参考

图表目录

图1： 我国银行业净息差降到 1.40% 5
图2： 我国商业银行 ROE 降到 8%以内 5
图3： 美国家庭总资产 6
图4： 美国家庭总资产结构 6
图5： 全球受监管基金的净资产总额 7
图6： 美国退休账户资金规模庞大 8
图7： 美国家庭拥有的监管基金类型 8
图8： 美国财富管理分层经营理念 9
图9： 纳斯达克和标普 500 指数走势 9
图10： 贝莱德 2025 年收入结构 10
图11： 美国共同基金费率 11
图12： 摩根士丹利财富管理部门客户总资产 12
图13： 摩根士丹利财富管理部门资金净流入规模 12
图14： 摩根士丹利 2025 年部门收入贡献 13
图15： 摩根士丹利财富管理部门 2025 年收入结构 13
图16： 欧元区三大政策利率 14
图17： 德国国债收益率 14
图18： 英德法三国实际 GDP 同比增速 14
图19： 英德法三国权益市场表现 14
图20： 2024 年末欧盟家庭金融资产配置结构 15
图21： 2024 年末美国家庭金融资产配置结构 15
图22： 欧洲全权委托模式占资产管理总额的 42%。 16
图23： 欧洲资产管理规模 17
图24： 欧洲财富管理规模按客户来源分布 17
图25： 瑞银集团管理资产总额 17
图26： 2025 年瑞银集团管理资产结构 18
图27： 2025 年瑞银集团财富管理部门收入结构 18
图28： 日本政策利率和国债利率 18
图29： 日本 GDP 陷入零增长 18
图30： 日本老龄化加剧 19
图31： 日本家庭资产配置结构 19
图32： 日本金融资产按年龄分布 19
图33： 日本不同年龄段金融资产结构 19
图34： 日本信托银行业务架构 20
图35： 日本信托负债规模 21
图36： 2025 年日本信托结构 21
图37： 日本信托业经常性收益 21

下载日志已记录，仅供内部参考

图38： 日本信托报酬占经常收益的比重 21
图39： 日本国际投资头寸总资产 22
图40： 日本国际投资头寸证券投资规模 22
图41： 中国个人可投资资产总规模 23
图42： 理财产品余额 23
图43： 保费收入持续增长 23
图44： 中国高净值人群可投资规模 24
图45： 五省市高净值人群财富比重 24

表1： 摩根士丹利的四次收购 12
表2： 欧洲私人银行复杂性服务的客户痛点、服务机制与价值证据 16
表3： 金钱之信托和非金钱信托的核心差异 21
表4： 欧美日经验和中国适配 25
表5： 中国财富管理分阶段演进路线 26
表6： 部分上市银行零售 AUM 和私行 AUM 27

下载日志已记录，仅供内部参考

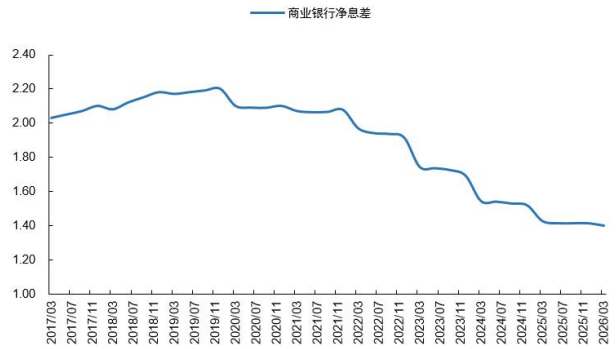
前沿：财富管理核心价值是客户关系重构

净息差中枢持续下降，传统存贷业务盈利能力下降

我国商业银行净息差自 2022 年进入下行周期，2026 年一季度已降至 1.4%。净息差的持续收窄并非周期性扰动，而是利率市场化改革深化、产业结构升级和金融脱媒加速的集中反映，当前净息差虽有企稳态势，但已经难以回到此前的水平。由于我国净息收入占营收的 70%~80%，净息差下行且规模扩张放缓环境下，我国商业银行盈利能力大幅下降，2025 年商业银行 ROA 降至 0.60%，ROE 降至 7.78%。

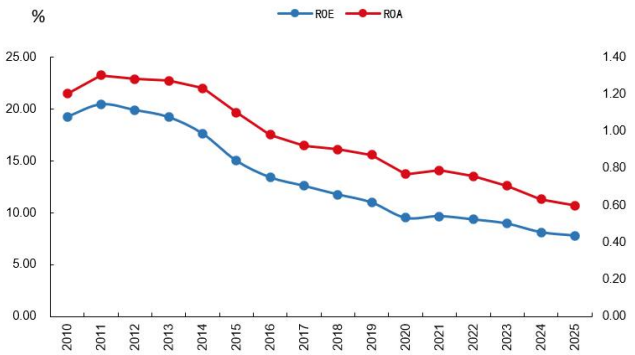
整体而言，伴随经济产业结构升级及利率市场化深入推进，商业银行重资本消耗的业务发展模式已不具备长期可持续性，转型轻资本业务大势所趋，其中，财富管理业务是轻资本转型的重要的抓手。

图1：我国银行业净息差降到 1.40%



资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

图2：我国商业银行 ROE 降到 8%以内



资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

财富管理价值：不止增收，核心价值是留客

财富管理的价值不仅在于提高中收改善盈利能力，更核心的战略价值在于维系银行与客户之间正在断裂的传统关系。过去二十年，银行与客户的关系建立在存贷业务上，但伴随我国经济产业转型升级，这两个支柱都在瓦解。贷款端，新兴产业与信贷不匹配，优质企业的融资需求被直接融资替代；同时，居民按揭需求也大幅下降。负债端，存款利率降至低位，不再是有吸引力的资产，金融资产再配置是大趋势。因此，贷款和存款的黏性都在下降，银行正在失去与客户最核心的触点，财富管理则正在成为触达下一轮优质客户的入口。

财富管理的内涵是以客户为中心，贯穿客户全生命周期，通过全方位的财务规划来满足其在不同阶段的财富保全、财富增值、财富保障和财富传承需求。因此，财富管理创造的不是一次性的产品销售关系，而是持续的服务关系，信任深度从“按利率选银行”变成了“按人生阶段选投顾”，客户黏性大幅增强。因此，财富管理的核心不是增收逻辑，而是留客逻辑，谁先通过财富管理建立信任，谁就在下一轮竞争中获得和留住客户。

下载日志已记录，仅供内部参考

欧美日比较：财富管理业务发展路径

本章聚焦欧美日财富管理发展路径的差异，以此为经济转型期我国银行探索财富管理业务提供借鉴。

总体而言，美国财富管理路径的核心是“帮客户赚钱”，欧洲财富管理路径的核心是“帮客户管理全生命周期综合解决方案”，日本的财富管理路径的核心则是“帮客户管理人生事务（如遗嘱信托、财产保全、养老支付安排等）”，三者的分野并非商业模式的优劣之争，而是制度基础、人口结构与市场深度差异的必然映射，不过三者共同回答了财富管理“以客户为中心”的本质命题。

同时，欧美日财富管理发展路径分别切中了价值链上的不同环节，美国模式解决的是“资金从哪里来”——以制度性长钱和资产增值，撑起一个以规模效应与收益创造为底座的财富管理生态；欧洲模式解决的是“客户为什么付费”——当帮客户赚钱存在不确定性时，以不可替代的服务深度重构收费逻辑；日本模式解决的是“低风险偏好客户需要什么”——极端宏观环境下，用低频、高复杂度、法律依赖性强的人生事务管理构建转换成本近乎无限的基础设施型壁垒。

对中国而言，不存在单一可复制的“最优模式”，而应按自身客群结构、牌照组合与区域禀赋，在三条路径中各取所长、组合借鉴（详情参阅下文）。

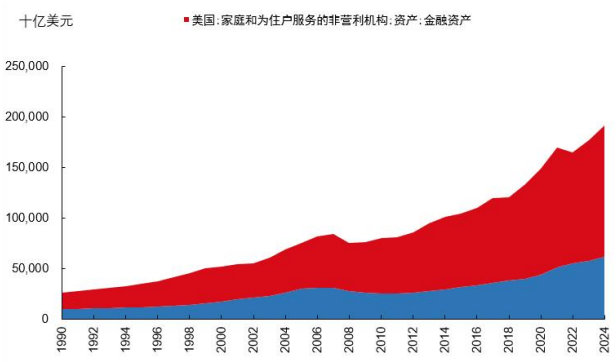
美国：制度红利与资本市场繁荣共振下的顺势扩张

美国财富管理模式的成功，本质上是养老金制度提供长线资金和资本市场长牛两大支柱共振的结果，这一底层生态孕育了以 AUM-based fee 为核心的买方投顾收费模式。同时，市场通过持续的并购整合构筑了极强的规模效应，夯实了强者恒强的行业基石，撑起一个以规模效应与收益创造为底座的财富管理生态。

■ 美国财富管理市场庞大

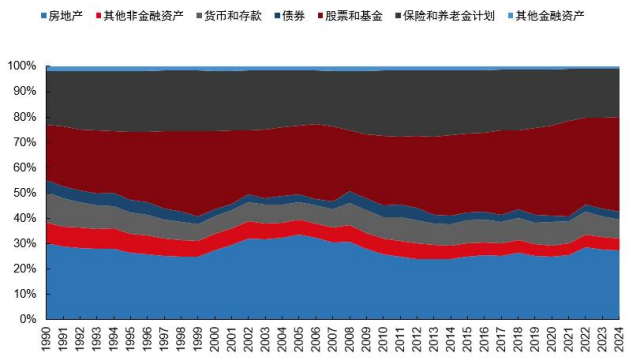
截至 2024 年末，美国家庭总资产 191.7 万亿美元，其中金融资产 130.4 万亿美元，占美国家庭资产总额的 68.0%。金融资产中，股票与基金投资规模 72.1 万亿美元，保险、养老金和标准化担保计划 36.4 万亿美元，合计占到美国家庭金融资产的约 83.2%。美国家庭巨额的财富规模积累，释放了海量的专业资产配置与财富传承需求，构筑了美国财富管理行业广阔蓝海。

图3：美国家庭总资产



资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

图4：美国家庭总资产结构

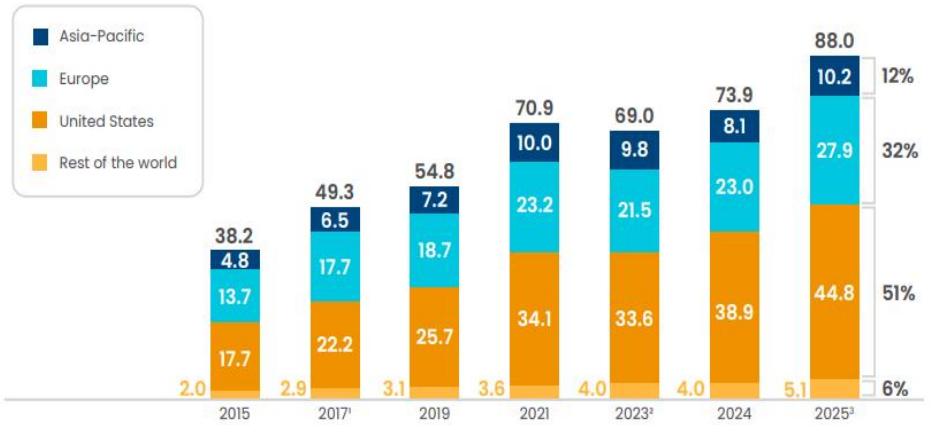


资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

下载日志已记录，仅供内部参考

美国基金规模快速扩张，占全球市场份额持续提升。美国投资公司协会（ICI）报告显示，截至 2025 年末，全球受监管基金净资产达到了 88 万亿美元，2015-2025 年均复合增速为 8.7%。其中，美国和欧洲受监管基金净资产分别为 44.8 万亿美元和 27.9 万亿美元，份额分别为 51%和 32%，2015-2025 年年均复合增速分别为 9.7%和 7.4%。

图5：全球受监管基金的净资产总额



资料来源：ICI，国信证券经济研究所整理

■ 美国财富管理市场繁荣由底层制度与市场基因共振催生

美国财富管理行业发展迅猛，绝非对低利率环境的“应激反应”，而是一场由底层制度与市场基因共振催生的繁荣。其核心驱动力在于：

- ✓ 资金端：以 401(k)和 IRA 为代表的养老金体系重构，构筑了源源不断的“长钱”资金；
- ✓ 资产端：美国深度的资本市场与产品创新力，为海量的财富管理提供了丰富的配置工具，打造了极深的产品货架深度；
- ✓ 商业模式：行业内持续的并购整合，以及买方投顾模式的全面转型则彻底打通了商业闭环，催生了坚不可摧的规模效应与马太效应。

资金端：养老金体系重构带来的“长钱”红利

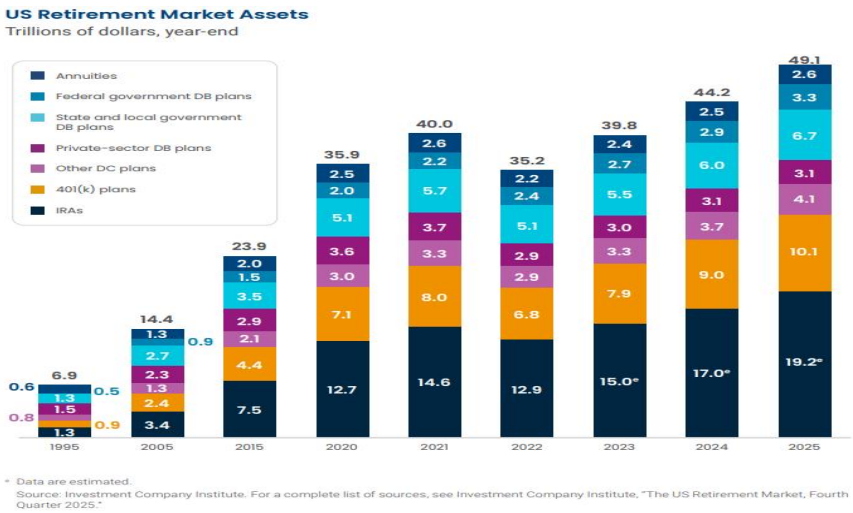
美国财富管理高速发展期形成于 20 世纪 70~80 年代美国养老金体系的改革，这是美国模式最独特的制度优势。1974 年美国《雇员退休收入保障法案》创建了个人退休账户并发展出“三支柱”养老体系，同时鼓励养老金投资资本市场。这一制度红利推动了巨额长线资金流向资本市场，401(k)退休账户和 IRA 个人退休账户一旦建立，客户的转换成本极高，涉及税务处理、雇主匹配计划的重新设置、累积多年的成本基础和投资记录的迁移等等。这种“制度锁定”使得数千万美国普通家庭的养老需求与资本市场深度绑定，直接催生了对金融产品和专业投顾的巨大需求，是财富管理行业跨越牛熊的压舱石。

ICI 披露显示，截至 2025 年末，美国家庭配置于退休计划的资产规模高达 49.1 万亿美元，占到了美国家庭金融资产总额的三分之一以上。其中，IRA 账户约 19.2

下载日志已记录，仅供内部参考

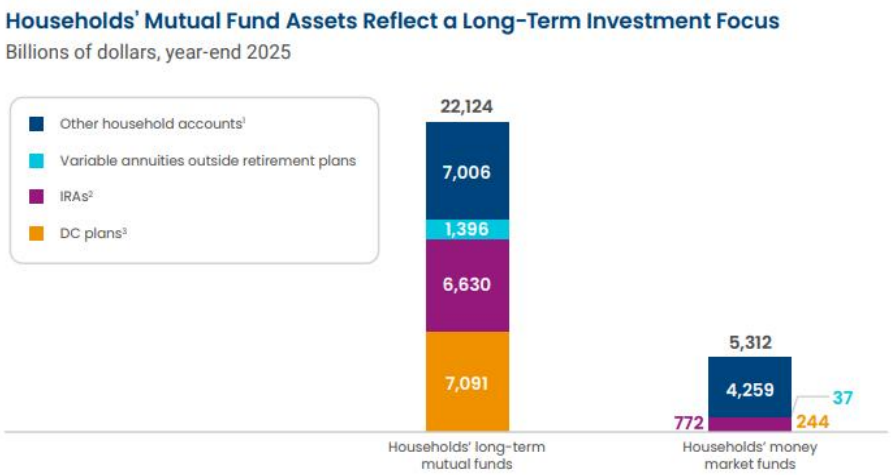
万亿美元，DC 计划（含 401(k)账户）约 14.2 万亿美元，IRA 和 DC 计划持有共同基金规模分别为 7.3 万亿美元和 7.4 万亿美元，分别占总规模的 38%和 52%，主要以股票型、混合型和债券型长期限基金为主。IRA 账户和 DC 计划（含 401(k)账户）持有的长期限基金占到了美国家庭持有的长期限基金总额的约 62.0%，养老金账户是美国基金的主要资金来源。

图6：美国退休账户资金规模庞大



资料来源：ICI，国信证券经济研究所整理

图7：美国家庭拥有的监管基金类型



资料来源：ICI，国信证券经济研究所整理

资产端：深度的资本市场与产品创新力

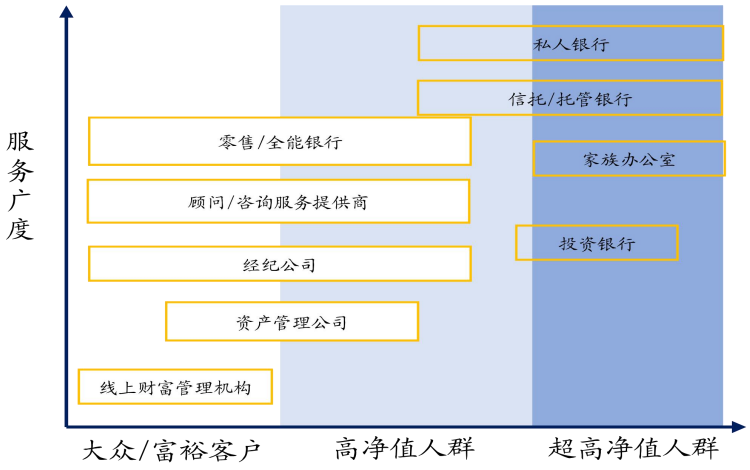
美国资本市场具备全球最完备的定价机制。一方面，美股科技牛市持续创造增量财富；另一方面，从共同基金/ETF 到对冲基金/私募股权（PE/VC），再到复杂的结构性衍生品，极度丰富的配置工具让财富管理机构能够满足从大众富裕到超高

下载日志已记录，仅供内部参考

净值客户的全天候资产配置需求，这正是其财富管理行业“货架深度”的底层支撑，本质上为买方投顾实施大类资产配置与战术调仓提供了坚实的物理底座，构筑了高壁垒的财富管理生态。

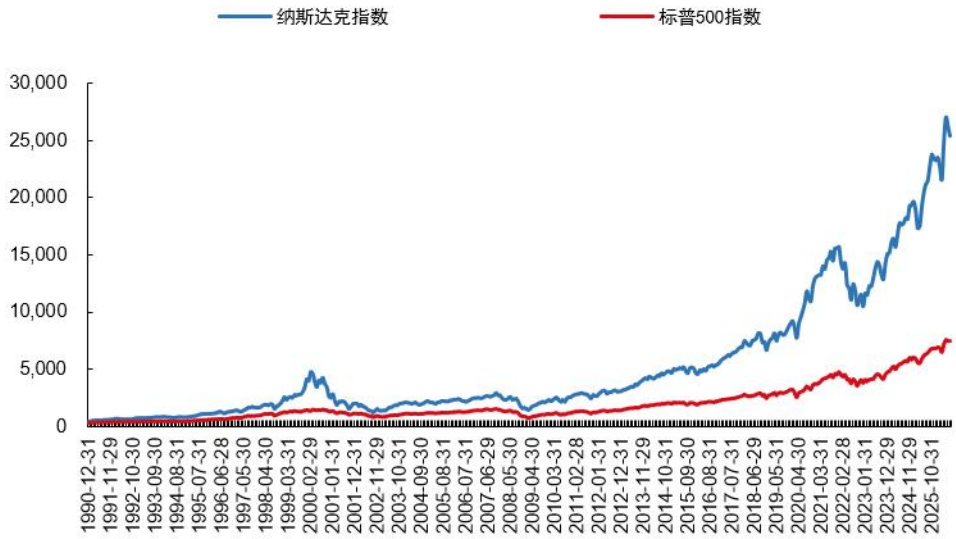
整体而言，退休账户提供源源不断的长线资金与资本市场的繁荣的正向反馈共同构筑了美国财富管理市场的繁荣。

图8：美国财富管理分层经营理念



资料来源：BCG，麦肯锡，国信证券经济研究所整理

图9：纳斯达克和标普 500 指数走势



资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

下载日志已记录，仅供内部参考

商业模式：买方投顾和并购整合的双轮驱动

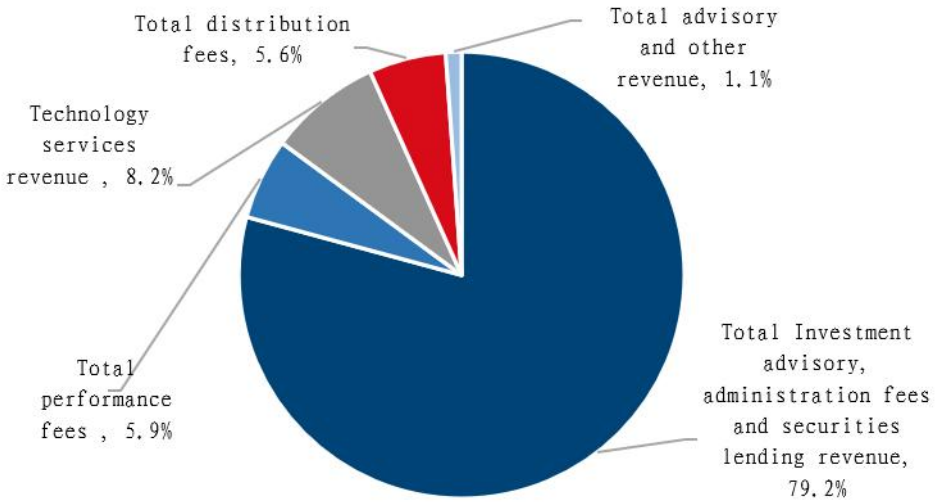
美国财富管理商业模式完成了从“卖方代销”向“买方投顾”的深层转型，彻底打通了利益同向与高经常性收入。买方投顾模式的核心是以按管理资产规模收取比例服务费（AUM-based Fee）取代传统的交易佣金（Commission-based）。这一转变深刻重构了财富管理机构的盈利底层逻辑：

- 一是彻底解决“代理人道德风险”，实现客户与机构利益绑定。佣金模式下，交易频率越高银行赚得越多，与客户利益存在潜在冲突；按管理资产规模的一定比例收费，机构与客户利益同向（AUM 增长→收入增长），财富顾问的底层诉求转变为通过科学的大类资产配置实现客户资产的长期保值增值。

- 二是打造抗周期的“高经常性收入（Recurring Revenue）”。Fee-based 模模式基于 AUM 实施“按日计提、按期扣缴”，将一次性交易佣金转化为平滑、可持续的经常性收入（ARR），大幅降低了对客户频繁交易的依赖。同时，尽管收入与市场贝塔呈正相关，但相比剧烈波动的交易佣金，买方投顾收入具备极强的可预测性与下行防守韧性，因此市场往往也会给予更高的估值。

以贝莱德为例，2025 年投资顾问及管理费占收入总额的 79.2%。投资顾问及管理费是按 AUM 收取的基础管理费，覆盖 iShares ETF、主动管理基金、机构委托账户等所有策略类型。

图10：贝莱德 2025 年收入结构

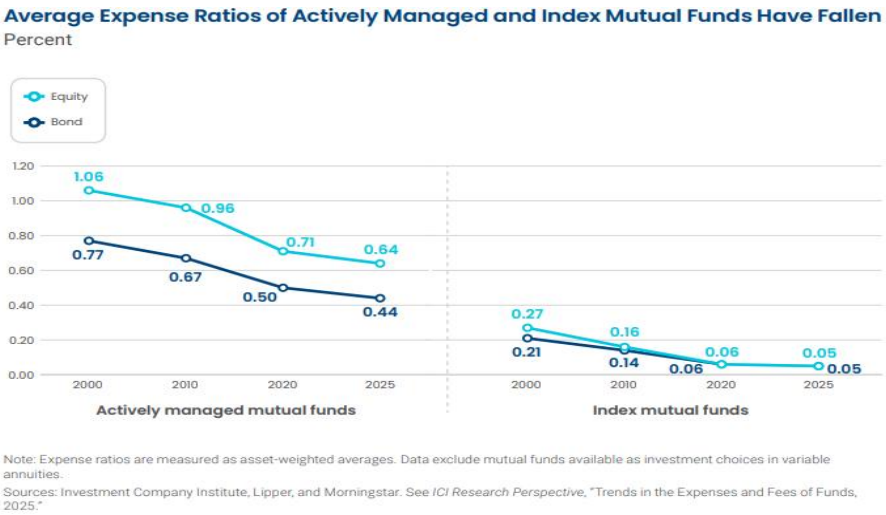


资料来源：ICI，国信证券经济研究所整理

近年来，美国共同基金费率呈现持续下行趋势，推动财富管理行业加速向高度规模化的被动投资工具转型。据 ICI 披露，2025 年美国主动管理型权益类与债券类共同基金的资产加权平均费率已分别降至 0.64%和 0.44%，较 2010 年分别大幅下行 32bps 和 23bps，而被动指数型基金的费率更是下探至 5bps。底层资产费率的不断压降，迫使资管机构转向以规模换收入的盈利模式，这不仅掀起了行业的并购重组浪潮，也从客观上倒逼资管行业走向更加成熟、健康的集约化发展道路。

下载日志已记录，仅供内部参考

图11：美国共同基金费率



资料来源：ICI，国信证券经济研究所整理

并购整合构筑规模壁垒，马太效应凸显。财富管理本质上是高度依赖规模经济的商业模式。面对科技平台、合规风控、投研体系及产品货架搭建所带来的高昂固定成本，叠加底层产品费率持续下行的盈利压力，资管机构必须通过外延式并购来扩大客户基盘与产品矩阵。以规模效应摊薄固定成本，正是过去二十年间美国财富管理头部机构实现跨越式发展的核心增长逻辑。

摩根士丹利通过四次环环相扣的战略并购，构建了“上游职场引流→中游数字与线下承接→下游自研产品变现”的全产业链闭环，完成了从传统周期性投资银行向全球财富管理巨擘的跨越，成为全球金融业以并购重组构筑规模壁垒、打造轻资本护城河的经典范本。

- ✓ 收购花旗美邦（2009~2013 年）：抓住金融危机后的窗口期，一举吸纳约 1.8 万名顶级财务顾问，掌控了最稀缺的线下高净值客户信任入口，奠定了财富管理业务的规模基石；
- ✓ 收购 Solium Capital（2019 年）：切入企业股权激励（ESOP）管理领域，锁定高成长科技公司高管与员工，构建了极具潜力的“职场端”源头财富流量管道；
- ✓ 收购 E*TRADE（2020 年）：补齐数字经纪平台与数字银行能力，不仅获得逾 520 万零售客户账户，更吸收了海量低成本沉淀存款，实现了从大众富裕到高净值人群的全生命周期、全渠道承接；
- ✓ 收购伊顿万斯 Eaton Vance（2021 年）：揽入顶级自研资产管理与定制化策略能力（特别是其旗下 Parametric 的直接索引技术），彻底打通了财富管理闭环的“产品制造”环节，极大提升了客户钱包份额与整体利润率。

下载日志已记录，仅供内部参考

表1：摩根士丹利的四次收购

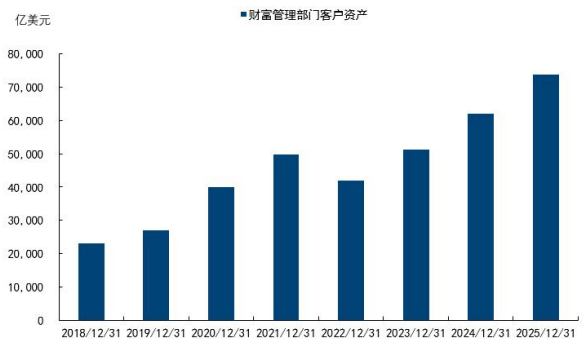
标的公司	交易完成时间	最终交易对价	标的核心优势与资产规模型态	获得的核心能力	在客户生命周期中的位置
花旗美邦（Smith Barney）	2009-2013 年（分阶段全资收购）	约 135 亿美元（合资公司分步收购）	• 线下投顾天花板：约 1.8 万名顶级财务顾问（FA） • 管理客户资产超 1.3 万亿美元	财务顾问网络与客户信任	高净值关系入口
Solium Capital	2019 年 5 月	约 9 亿美元	• 职场股权激励管理平台(现更名为 Morgan Stanley at Work） • 服务 3000+企业客户，覆盖 100+万名员工	员工股权计划管理	职场财富形成入口
E*TRADE	2020 年 10 月	约 130 亿美元	• 知名线上折扣经纪与数字银行平台 •拥有 520 万零售客户，资产达 3600 亿美元	数字经纪与低成本获客	大众及自助投资渠道
伊顿万斯（Eaton Vance）	2021 年 3 月	约 70 亿美元	• 顶级资产管理公司，管理资产约 5000 亿美元 • 旗下拥有 Parametric（Custom SMA 量化定制）等核心品牌	资产管理与产品制造	配置方案和产品供给

资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

2025 年末摩根士丹利财富管理客户资产约 7.38 万亿美元，当年有 3563 亿美元新增资金，2019 年以来呈现持续净流入态势。2025 年摩根士丹利实现净收入 706.5 亿美元，其中财富管理部门实现净收入 317.5 万亿美元，贡献了收入总额的 44.9%，财富管理部门中资产管理业务收入占比为 58.7%。

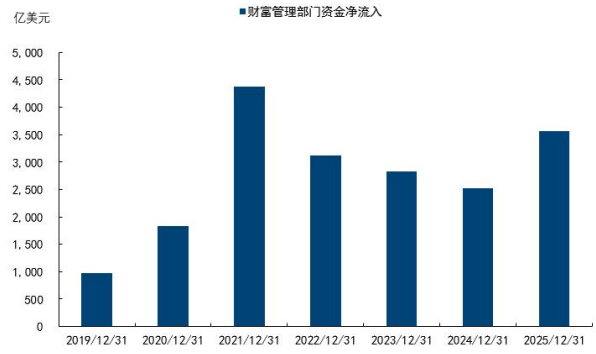
摩根士丹利的转型大幅降低了业绩对投资银行和市场交易周期的依赖，实现了集团盈利高稳定性与估值溢价，为财富管理行业强者恒强规模经济作出了最佳诠释。

图12：摩根士丹利财富管理部门客户总资产



资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

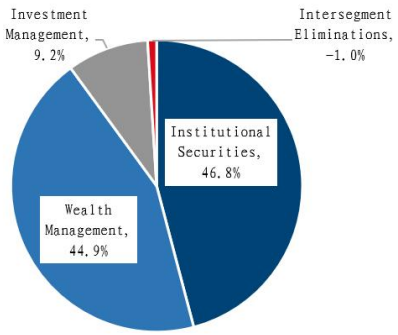
图13：摩根士丹利财富管理部门资金净流入规模



资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

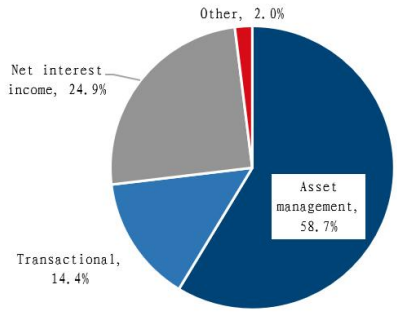
下载日志已记录，仅供内部参考

图14：摩根士丹利 2025 年部门收入贡献



资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

图15：摩根士丹利财富管理部门 2025 年收入结构



资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

欧洲：低利率下的费率韧性——从产品溢价走向服务与信任溢价

总结：与北美依托资本市场长牛“帮客户赚钱”驱动客户付费的逻辑不同，欧洲长期的低/负利率导致底层资产难以提供自发性的高回报，因此欧洲财富管理机构完成了一场收费逻辑的范式转移，价值主张由“我能帮你赚多少”切换为“我能帮你解决什么”。其核心本质是财富管理从投资能力变现走向服务能力变现，通过税务筹划、家族治理、法务架构、保险与传承安排等复杂非金融服务的深度捆绑客户。

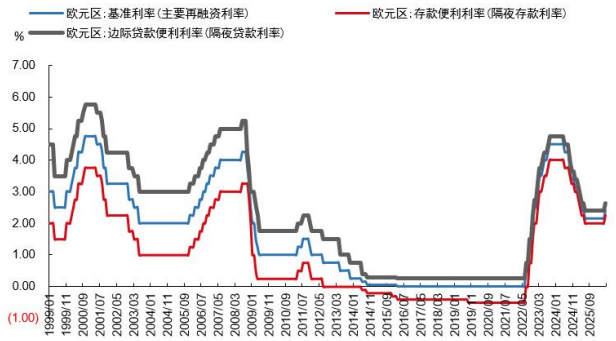
■ 负利率环境下，欧洲财富管理市场依然繁荣

财富管理行业天然存在一个定价悖论，当金融资产下跌前景不明客户最需要专业建议时，财富管理机构恰恰最难为自己的服务定价，因为服务的效果变得更难证明。美国财富管理幸运地绕开了这个悖论，401(k)制度提供了持续的长线资金流入，美股长牛提供了正反馈，客户在账户盈利时很少追问费率是否合理，其中多少来自市场β、多少来自银行α，从来不是大众富裕客户会深究的问题。

与美国不一样，欧元区 2014~2022 年间负利率环境把这个悖论推到了极致，当“帮客户赚钱”变得不稳定时，银行“凭什么向客户收费”成为根本性问题。欧洲央行存款便利利率于 2012 年 7 月降到 0%，2014 年 6 月降到-0.1%，迈入负利率时代，此后阶梯式下探至 2019 年 9 月的-0.50%，直到 2022 年 7 月才重新回到零利率，欧元区经历了长达八年的负利率周期。2019 年 3 月德国十年期国债收益率首次跌入负值区间，2019 年 8 月德国 30 年期国债收益率也跌入负值区间，这也意味着欧洲无风险锚彻底消失，这不是某一类产品收益下降，而是帮客户赚钱这个最基本的价值主张失去了数学基础，这对欧洲市场财富管理的冲击是根本性的。

下载日志已记录，仅供内部参考

图16：欧元区三大政策利率



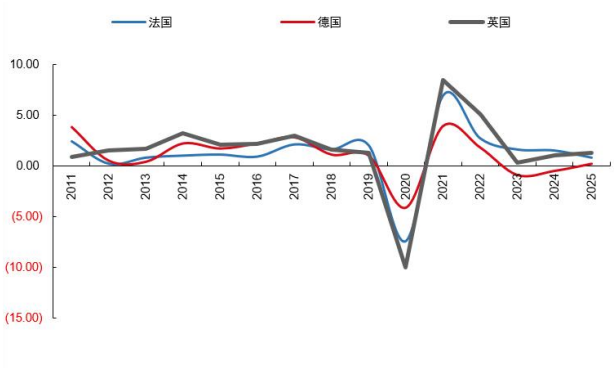
资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

图17：德国国债收益率



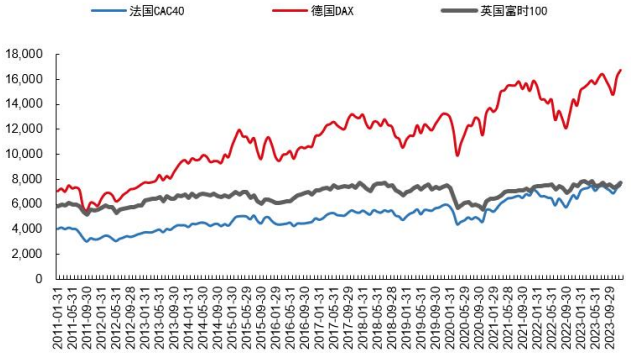
资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

图18：英德法三国实际 GDP 同比增速



资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

图19：英德法三国权益市场表现

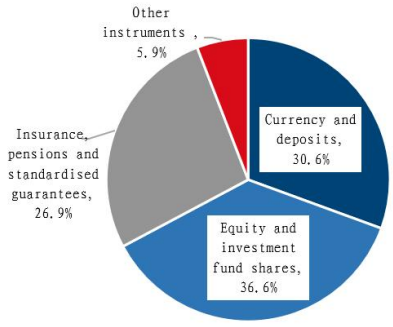


资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

同时，低/负利率环境下，欧洲家庭资产配置呈现“高存款+债权型养老金”的保守特征，这也决定了欧洲财富管理不会像美国那样，单纯的靠“帮客户赚钱”收取费用，低利率环境下“凭什么收费”成为欧洲财富管理的根本之问。欧盟统计局披露，2024 年末欧盟家庭金融资产配置结构：存款和现金的比例 30.6%、权益与基金的比例 36.6%、保险养老和标准化担保的比例 26.9%、其他合计约 5.9%。与之相对应的，2024 年末美国家庭金融资产配置结构：存款和现金的比例 11.1%、权益与基金的的比例 55.3%、保险养老和标准化担保的比例 27.9%、其他合计约 5.7%。欧洲权益和基金配置比例明显低于美国，储蓄比例则明显高于美国，正是因为欧洲家庭“高存款+债权型养老金”的保守资产配置结构，导致其财富积累高度依赖再储蓄而非资产升值。

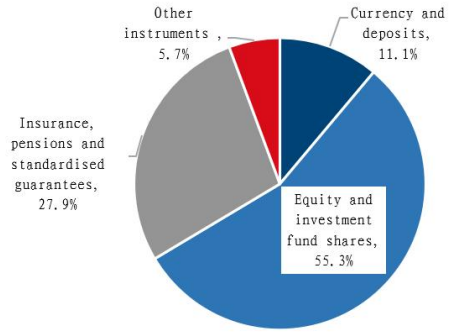
下载日志已记录，仅供内部参考

图20：2024 年末欧盟家庭金融资产配置结构



资料来源：Eurostat，国信证券经济研究所整理

图21：2024 年末美国家庭金融资产配置结构



资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

■ 收费模式：从产品溢价走向服务与信任溢价

面对“凭什么收费”这个根本性之问，欧洲财富管理机构的回答是一场收费逻辑的系统性的范式转移——从“我能帮你赚多少”转向“我能帮你解决什么”。这场转移可以归结为两个核心维度：第一，产品维度的重构：从单一投资产品推荐，转向以稀缺性资产准入和跨境综合服务为支柱的全生命周期解决方案，客户付费购买的不再是“哪只基金更好”，而是“我靠自身能力绝对无法获取的东西”；第二，模式维度的升级：全权委托管理（DPM）成为盈利核心，客户将决策权正式委托给银行，付费购买的是极端市场下的风险隔离、纪律性避险等。前者回答了“你卖的是什么”，后者回答了“你怎么卖”，两者叠加构成了欧洲财富管理在负利率压力测试中淬炼出的不可替代性壁垒。

● 产品维度：从卖产品到卖不可替代的综合解决方案

关于“卖什么”，欧洲私人银行的回答是，把收费凭据从“帮客户挑产品”升级为“给客户提供得不到的东西”。稀缺性资产准入、跨境综合服务、资产负债全面管理等共同构成了产品维度的不可替代性，使客户愿意为整体服务方案付费，而非为单一产品推荐付费。在负利率环境中，这一转变尤为关键，当产品本身不赚钱时，依附于产品的佣金模式自然瓦解，只有脱离了产品、建立在服务关系上的收费才能持续。

下载日志已记录，仅供内部参考

表2：欧洲私人银行复杂性服务的客户痛点、服务机制与价值证据

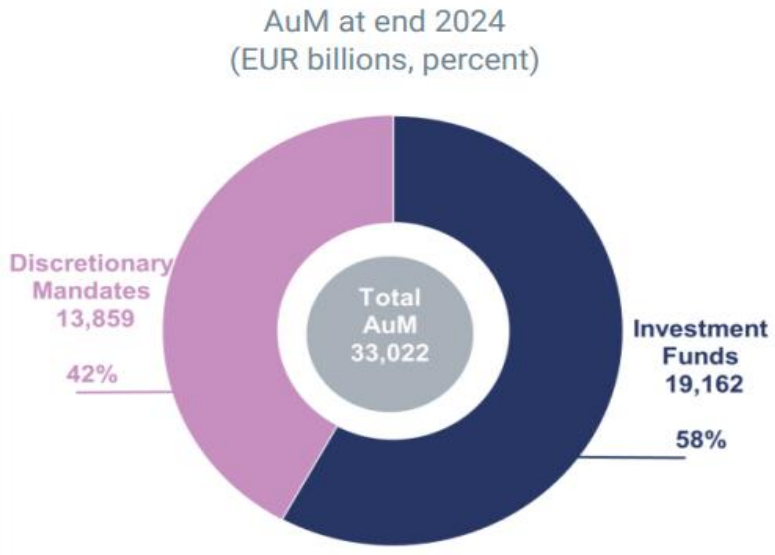
价值支点	客户痛点	服务机制	不可替代性
跨境法税结构筹划	高边际税率；多国税制、遗产与婚姻法律冲突。	IDF 人寿保险包装、跨国信托、家族基金会；递延纳税与税基抵扣。	依赖跨法域专业判断、法律结构与持续合规，难由单一产品替代。
稀缺另类机构级准入	顶级 PE/VC/私人债额度稀缺；直接门槛 500 万-2000 万美元	Feeder fund 与聚合平台；对接 Blackstone、KKR、EQT 等机构网络。	核心是机构额度、筛选与投后能力，公开市场平台难复制。
多代治理、跨国传承	多国法律适用、婚姻风险隔离、家族成员利益博弈。	家族宪章、次世代培养、信托受托、跨代沟通与治理安排。	建立在长期信任、家族政治协调与受托责任之上，交易工具无法替代。
行为纪律、回撤防护	极端波动期恐慌抛售、追涨杀跌与直觉冲动。	行为心理干预、再平衡纪律、全权委托契约（DIS）。	需要持续授权和周期内陪伴，价值集中体现在避免错误而非销售产品。

资料来源：UBS/PwC Wealth Report、Vanguard Advisor's Alpha，国信证券经济研究所整理

- **模式维度：全权委托管理成为盈利核心**

关于“怎么卖”，欧洲财富管理机构的答案是大幅推广全权委托管理。在市场极度动荡和负利率环境下，客户自己缺乏定力和择时能力，此时客户愿意支付更高的全包费率，买的是极端市场下的风险隔离与纪律性避险。同时，客户一旦进入全委关系，退出的心理门槛和操作门槛都远高于咨询委托，这也成为最深的护城河。咨询委托和全权委托构成了欧洲财富管理的核心业态，前者靠专业判断收费，后者靠信任关系收费，根据 EFAMA 披露，2024 年资产管理总额中全权委托模式占比约 42%。

图22：欧洲全权委托模式占资产管理总额的 42%。



资料来源：EFAMA，国信证券经济研究所整理

下载日志已记录，仅供内部参考

在金融产品收益下降以及居民配置偏保守的环境下，欧洲资产管理规模（AUM）持续创新高，仅低于北美地区。根据欧洲基金与资产管理协会（EFAMA）披露，2024年末欧洲资产管理规模达到33万亿欧元，2025年三季度末进一步提升到34.4万亿欧元，相较于2024年末的20.3万亿欧元，增长了69%。其中，境外客户贡献占比持续提升，2024年海外客户AUM贡献了36.1%，其中全权委托（DM）海外客户贡献了39.1%，欧洲模式吸引力全球高净值客户。

图23：欧洲资产管理规模



资料来源：EFAMA，国信证券经济研究所整理

图24：欧洲财富管理规模按客户来源分布



资料来源：EFAMA，国信证券经济研究所整理。其中，DM指的是全权委托，

以瑞银集团为例，2025年管理客户资产总额近7.01万亿美元，其中财富管理部门客户资产4.75万亿美元，资产管理部门客户资产2.10万亿美元。其中，瑞银自管基金资产占9.6%，全权委托资产占38.0%，其他已投资资产占比52.4%。

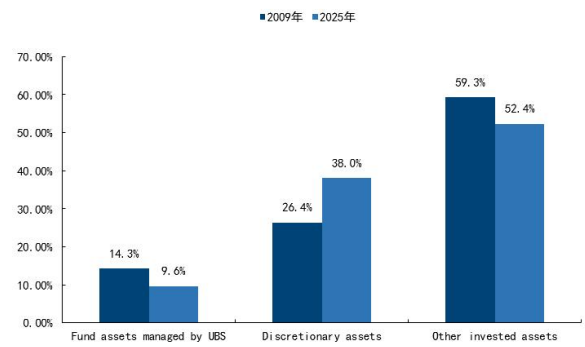
图25：瑞银集团管理资产总额



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

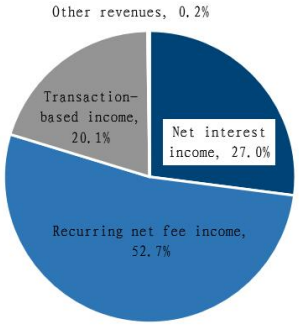
下载日志已记录，仅供内部参考

图26：2025 年瑞银集团管理资产结构



资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

图27：2025 年瑞银集团财富管理部门收入结构



资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

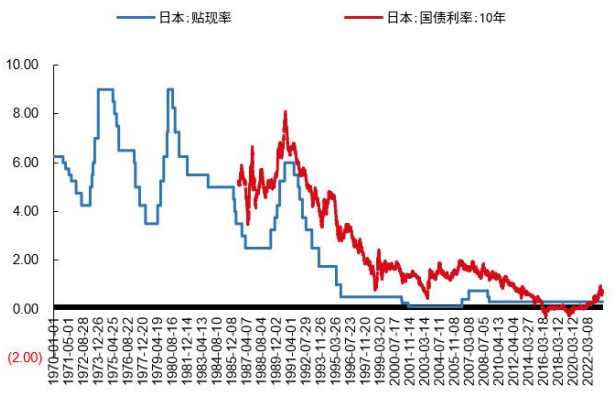
日本：从资产增值转向养老继承等事务管理

总结：将日本财富管理发展路径放在全球比较框架下，它提供了一个欧美主流市场未曾经历的极限生存样本：在长期零利率、极低风险偏好与深度老龄化的三重叠加下，当客户诉求从资产增值全面退守至安全保值与代际传承时，财富管理机构如何重塑盈利逻辑？日本财富管理机构给出的破局之道是——彻底重构业务内核，将财富管理的核心价值从资产增值转向提供跨生命周期的综合人生事务解决方案（如遗嘱信托、财产保全、养老支付安排等）。

■ 日本失去的三十年：财富向高龄群体集中

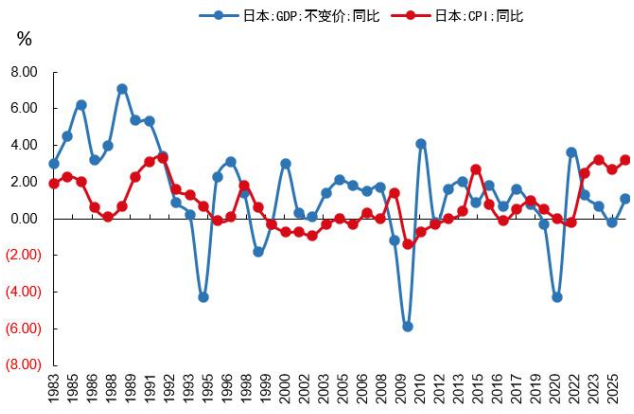
日本之所以走出了与欧美截然不同的路径，主要是人口结构和资产配置结构等多重压力下的被动适应。首先，日本是全球最极端的低利率环境，1990 年代泡沫破裂后，政策利率在零附近徘徊超过二十年，10 年期国债收益率长期低于 1%，2016 年跟随全球趋势进入负利率。当无风险利率在三十年的时间尺度上趋近于零，“帮客户赚钱”这个基本假设在日本比在任何市场都更早、更彻底地失效。

图28：日本政策利率和国债利率



资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

图29：日本 GDP 陷入零增长



资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

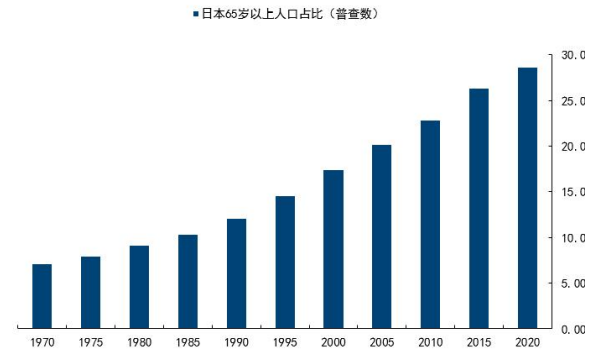
下载日志已记录，仅供内部参考

同时，日本老龄化问题严重且金融财富高度向高龄群体集中，老年阶层的资产配置呈现极度的保本防御倾向，大量社会资本沉淀于低收益的银行存款中。房地产泡沫破灭后引发了一系列社会问题，人口出生率大幅下降后老龄化加剧，2000 年日本 65 岁以上人口占比 17.3%（普查数据），2020 年该数据已经提升到了 28.6%。叠加经济长期零增长，导致财富积累变得日益艰难，财富高度集中在老龄群体中。

- ✓ 财富持有结构：高度集中于高龄阶层。根据日本内阁府披露的《高龄社会白書》，60 岁及以上合计掌握了全国 63.5% 的金融资产，其中，60~69 岁占比 26.5%，70 岁以上占比高居 37.0%。青年群体财富积累匮乏，40 岁以下持有的金融资产合计仅占 6.2%。老年人享受了经济高速增长期与长期养老金沉淀的红利，而青年群体则面临薪资增长放缓与财富积累困难的现实。

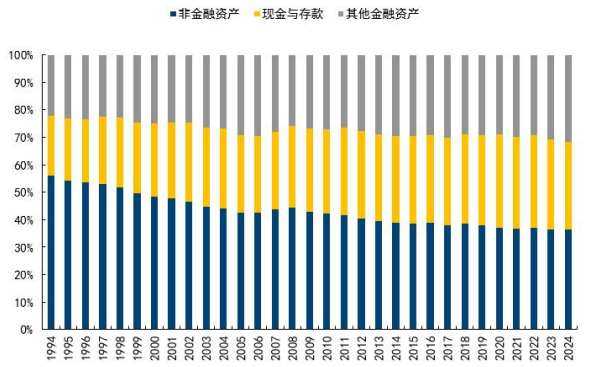
- ✓ 资产配置结构：极度保守，储蓄存款占绝对主导。占有绝大多数财富的老年人群，在资产配置上展现出强烈的避险倾向。根据日本内阁府披露，全世带预存款平均占比达 63.6%，且年龄越大存款占比越高，85 岁以上高达 69.3%。股票占比仅 8%~9%，投资信托 5%左右，二者合计不足 15%；生命保险等保障型资产维持在 13.6%~18.1%。主要是受长期通缩记忆和市场波动影响，老年人以本金安全为第一诉求，缺乏长期资本增值意愿。

图30：日本老龄化加剧



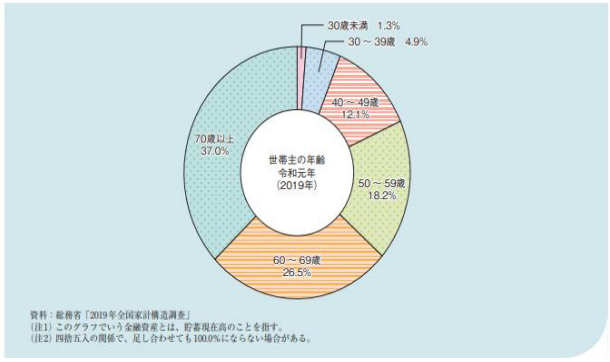
资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

图31：日本家庭资产配置结构



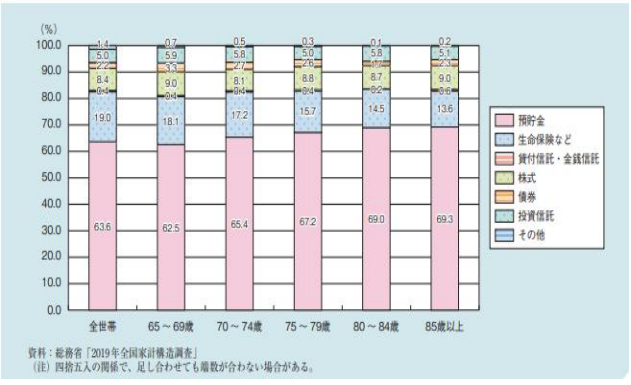
资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

图32：日本金融资产按年龄分布



资料来源：日本内阁府，国信证券经济研究所整理

图33：日本不同年龄段金融资产结构



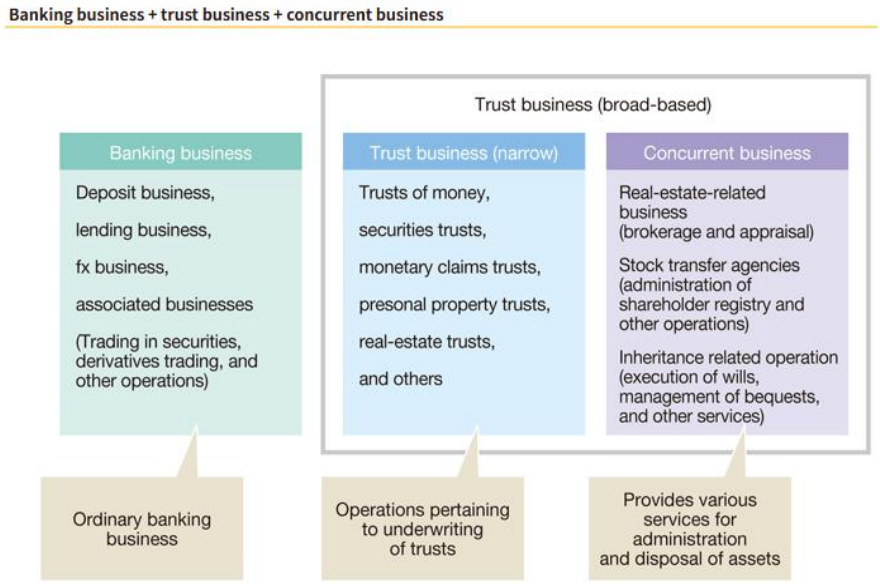
资料来源：日本内阁府，国信证券经济研究所整理

下载日志已记录，仅供内部参考

■ 日本财富管理价值锚迁移：从追求高回报转向管理人生事务

在日本长期低利率与老龄化环境下，日本财富管理完成了一次根本性的价值锚迁移，从“追求高回报”转向“管理人生事务”，信托银行成为这一转型的核心载体。日本信托银行成为老龄化财富管理的核心载体，关键在于其兼具银行牌照与信托业务许可，既能开展存贷款、结算等传统银行业务，又能以受托人身份持有、管理和处分客户财产，并延伸至资产管理、证券托管、企业年金、遗嘱信托、遗产整理、不动产管理及家族企业传承等领域。因此，当日本财富管理需求由追求投资收益转向养老保障、认知障碍应对、资产保全和代际传承时，信托银行便凭借跨牌照服务能力和受托人制度优势，成为连接金融服务与人生事务管理的核心载体。

图34：日本信托银行业务架构



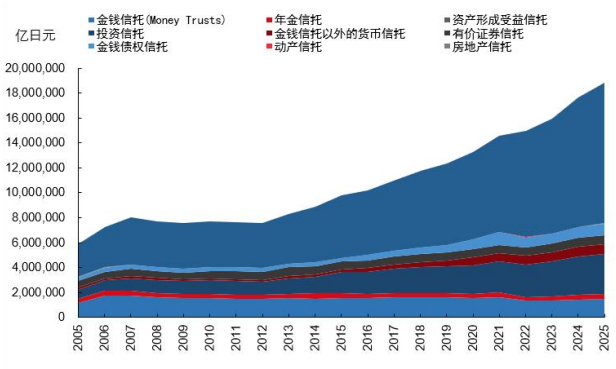
资料来源：日本信托业协会，国信证券经济研究所整理

在日本成熟的财富管理体系中，私人银行普遍采用“金钱之信托+非金钱信托”的双轨组合拳，以满足高净值家族对“即时流动性”与“核心资产无缝传承”的双重诉求。其中，金钱之信托侧重于资产的灵活性与保障性，主要用于满足高龄世代的日常生活开支、医疗养老及对下一代的即时赠与需求；而非金钱信托（如不动产信托、股票信托等）则聚焦于家族核心产业与重资产的跨代转移，通过将所有权与收益权剥离，在防止家族股权分散的同时，实现不动产等高价值资产的平稳过渡与避税规划。

截至 2025 年末，日本信托业信托负债总额已达 1885 万亿日元，其中金钱之信托占比为 31.2%，非金钱信托占比高居 68.8%，充分彰显了非金钱信托在企业股权传承与不动产家族治理中的主导地位。

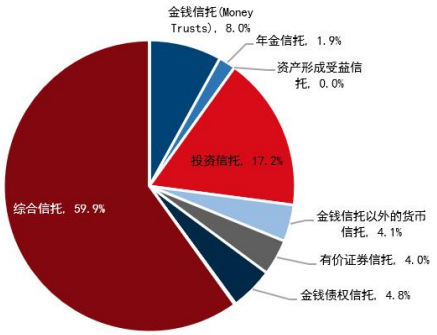
下载日志已记录，仅供内部参考

图35：日本信托负债规模



资料来源：WIDN，国信证券经济研究所整理

图36：2025 年日本信托结构



资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

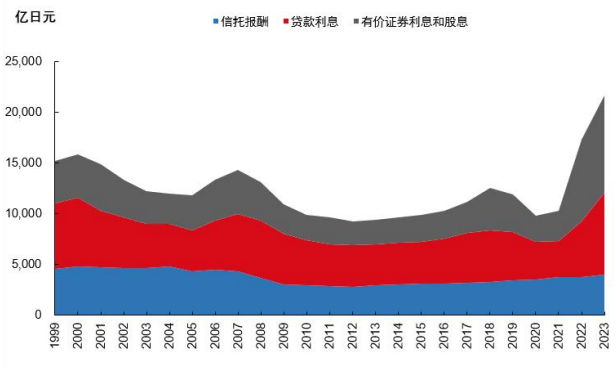
表3：金钱之信托和非金钱信托的核心差异

比较维度	金钱之信托（Pecuniary Trusts）	非金钱信托（Nonpecuniary Trusts）
初始标的资产	现金、银行存款	不动产、股票/股权、债权、知识产权等
主要功能定位	资金增值、消费支付、免税赠与、防诈骗	资产保全、家族企业控制权传承、不动产盘活
资产穿透与管理	主要管理金融组合，标准化程度较高	需深度参与实体资产运营（如租户管理、公司表决）
核心日本应用场景	教育资金赠与信托、后见支援信托、历年赠与	家族企业“事业承继”（股权信托）、土地/房产继承

资料来源：日本信托业协会，国信证券经济研究所整理

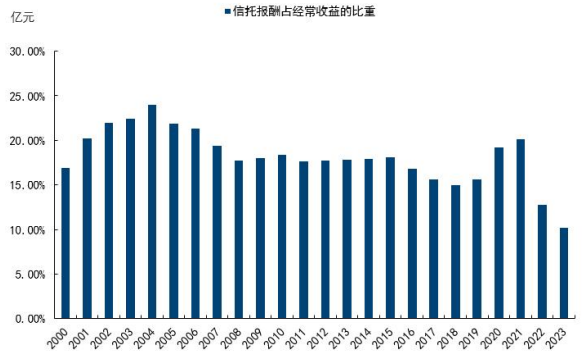
日本信托银行的经常收益由“轻资本信托报酬+重资本利息与投资回报”共同构成，其中信托报酬长期稳定，是风险权重最低、稳定性最强的核心底座，贷款利息与证券股息则受宏观利率与全球配置影响波动较大，在利率下降期间，信托报酬占经常收益比重往往明显提升。不过受长期低利率、金融自由化竞争及机构投资者向“低费率被动投资”倾斜影响，行业平均信托报酬率呈趋势性下滑。

图37：日本信托业经常性收益



资料来源：WIDN，国信证券经济研究所整理

图38：日本信托报酬占经常收益的比重



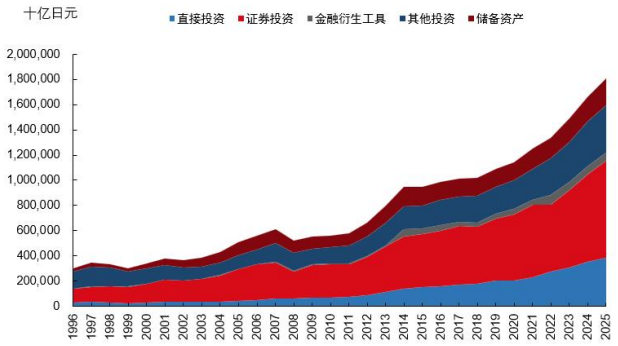
资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

下载日志已记录，仅供内部参考

■ **日本财富管理国际化：资金大规模投向海外**

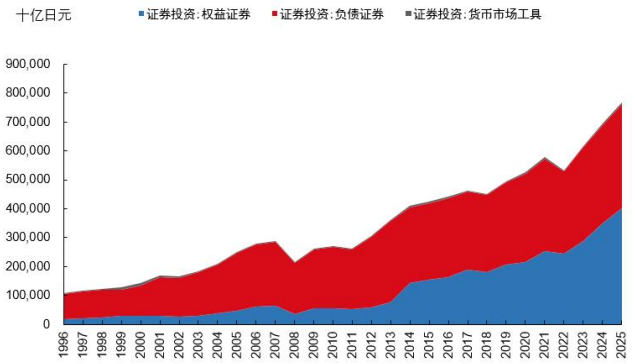
由于日本国内经济去杠杆环境下资产表现不佳，日本企业和投资机构纷纷跨出国门寻找投资机遇。截至 2025 年末，日本国际投资头寸总资产规模 1805 万亿日元，其中证券投资规模 769 万亿日元。证券投资中权益投资占 52.2%，负债证券占 46.9%，货币市场工具占 0.9%。

图39：日本国际投资头寸总资产



资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

图40：日本国际投资头寸证券投资规模



资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

日本财富管理的成功转型表明，当金融市场的价格发现与财富增值功能被宏观环境限制时，财富管理的价值可以回归养老、继承等事务管理。这些业务的共性是低频、高复杂度、法律依赖性强，每单收入可能不高但收入流稳定，且客户粘性极强，一旦一个家族将遗嘱执行和信托托管交给一家信托银行，转换成本接近无限大。这条路线在低回报的表象下，实际上构建了一个以基础设施壁垒为核心的盈利模式。

中国财富图谱及财富管理业务路径探索

总结：当前国内财富管理的战略首位度已不再局限于短期的中间业务增收，而是全面演进为“客户关系的深度重构”。在无风险利率持续下行与房地产去金融化的宏观共振下，居民财富跨期重配与资金大迁移正加速演绎。面对这一历史性窗口，商业银行必须依托深厚的账户基建与数据底座，打破理财、公募、保险、信托等产品线的部门孤岛，构建以“客户家庭资产负债表”为中枢的综合协同生态。唯有将传统的账户结算壁垒，真正转化为跨周期的资产配置、养老规划与代际传承能力，银行才能摆脱对一次性交易代销费的路径依赖，将资金流量沉淀为稳固的长期陪伴型关系收入。

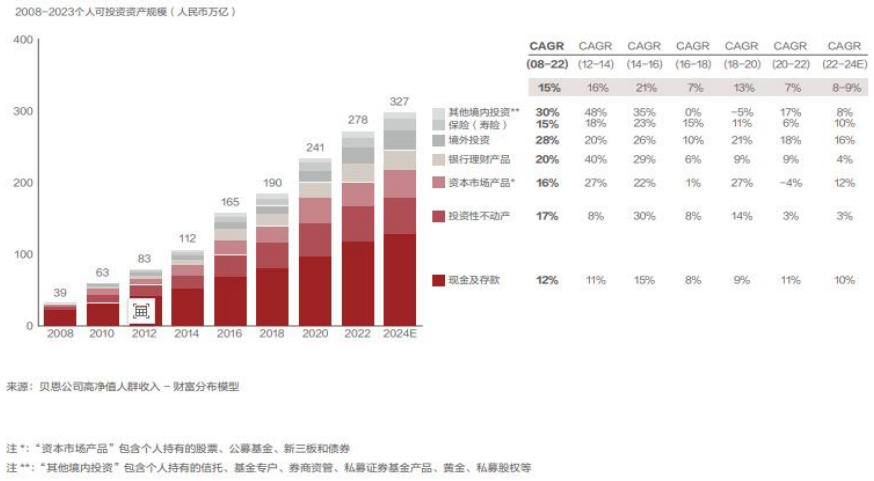
从房地产蓄水池转向金融资产再配置

招商银行与贝恩公司《2023 中国私人财富报告》显示，2022 年中国个人可投资资产约 278 万亿元，2008-2022 年均复合增速 15%。资产配置结构上，过去二十年，住房和银行存款分别承担财富增值与流动性储备功能，随着房地产回报预期下降以及存款利率中枢下移，“房产+存款”双支柱开始向多层结构迁移，这一过程并非居民简单降低储蓄率，而是家庭在安全性、流动性和收益性之间重新分配。

下载日志已记录，仅供内部参考

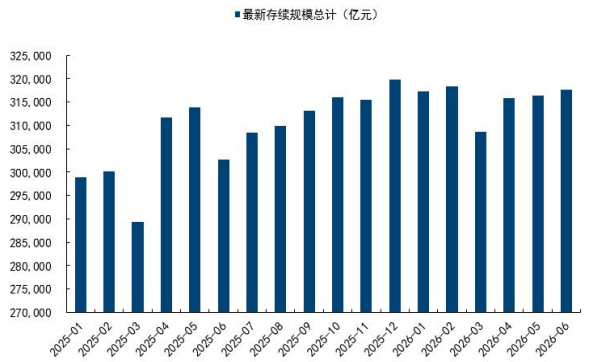
我们判断短期看低风险产品先承接，中期看组合管理提升留存，长期看养老金等制度性长钱决定权益与长期资产的配置上限。利率下行已经形成配置压力，但经济预期、资本市场表现和净值化后的波动体验仍然约束居民风险偏好，资产再配置将先流向现金管理、低波理财和储蓄保险，再逐步延伸至固收增强、权益基金和养老资产。

图41：中国个人可投资资产总规模



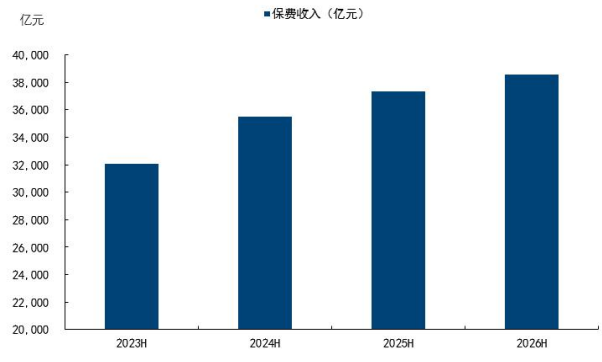
资料来源：招商银行和贝恩公司联合发布《2023 中国私人财富报告》，国信证券经济研究所整理

图42：理财产品余额



资料来源：普益标准，国信证券经济研究所整理

图43：保费收入持续增长



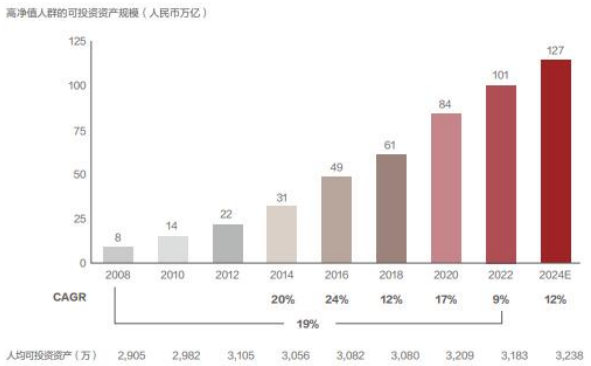
资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

财富分化也决定了财富管理机构必须分层经营，以不同成本结构提供不同深度的服务。当前中国居民财富在收入、职业、区域等多个维度上呈现显著的分化，招商银行与贝恩公司《2023 中国私人财富报告》显示，2022 年末高净值人群可投资规模 101 万亿元，占个人可投资总额的约 36.3%，2008-2022 年年均复合增速 19%，高于行业增速。其中，五省市（上海、江苏、浙江、北京和广东）高净值人群财富比重达到约 80%。大众客群重视流动性、安全垫和养老保障，富裕客群需要跨周期组合管理，高净值及企业家客群则需要风险隔离、企业与家庭协同及代际传

下载日志已记录，仅供内部参考

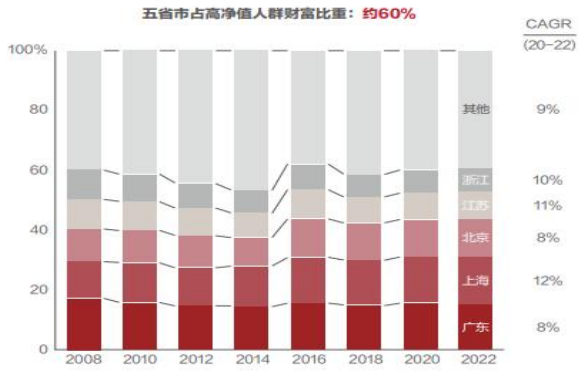
承；客群差异决定财富管理必须分层经营，银行只有同时匹配客户需求复杂度、服务成本和收入模式，才能避免用同一套产品货架覆盖全部客群。

图44：中国高净值人群可投资规模



资料来源：招商银行和贝恩公司联合发布《2023 中国私人财富报告》，国信证券经济研究所整理

图45：五省市高净值人群财富比重



资料来源：招商银行和贝恩公司联合发布《2023 中国私人财富报告》，国信证券经济研究所整理

财富管理发展路径探索——基于欧美日经验

中国财富管理的底层逻辑是，当传统存贷款关系弱化后，以客户资产负债表管理重建长期连接。不过业务发展又受多方面约束，虽然银行盈利承压要求发展轻资本收入，但分业经营决定价值链必须由多牌照机构协同完成，资本市场和居民风险偏好尚未成熟又限制了单一“赚钱叙事”。因此，中国财富管理既不是存款替代产品的集合，也不是海外私人银行模式的复制，而是以账户关系为入口、以配置服务为核心、以养老传承为长期场景的本土化模式。

● 如何借鉴美日欧财富管理发展经验

借鉴欧美日经验，我国无法照搬单一海外财富管理模式，根源在于金融制度、资本市场深度、长期资金基础和人口结构存在差异。中国正逐步进入低利率与老龄化阶段，但养老金体系、资本市场和专业服务生态仍在建设之中。因此，对海外经验的借鉴不应停留在模式复制，而应拆解其核心能力，并结合不同客群和生命周期进行本土化组合。

具体而言，大众富裕客群可重点借鉴美国的规模化路径，以个人养老金账户为抓手，依托开放式产品货架与 ETF/TDF 等低成本底层工具，辅以标准化投资组合与数字化陪伴体系。通过“低费率+高覆盖”的轻资本模式，沉淀长期资金，形成业务规模与费率优势的飞轮效应。对于高净值及企业家客群，可以对标欧洲的深度买方服务路径，转向买方委托和主办顾问制，通过家族信托、法税协调、风险隔离、另类资产准入和综合专家团队，提升复杂需求解决能力和客户关系深度。对于养老与传承客群，则可以重点借鉴日本的场景化事务管理路径，围绕退休现金流、财产管理、遗嘱信托、遗产继承和企业接班等核心场景，推动财富管理由资产增值服务延伸至人生事务管理。

由此，以美国经验解决大众客群的规模化服务问题，以欧洲经验解决高净值客群的复杂需求问题，以日本经验解决老龄化背景下的养老、继承和事务管理问题。

下载日志已记录，仅供内部参考

中国的商业银行在此基础上形成以账户关系为入口、资产配置为核心、养老传承为长期场景、数字平台为规模化支撑、集团协同与开放生态为专业能力补充的本土财富管理模式。

表4：欧美日经验和中国适配

市场	模式成立前提	核心价值	中国可借鉴内容	不能直接复制之处
美国	养老金长钱和深度资本市场互为正反馈，带来长期回报	长期增值并形成 AUM 收费	开放货架、买方视角、数字平台	长期资金与市场深度仍在建设
欧洲	高净值客户复杂需求以及业服务生态，私人银行经验丰富	综合解决方案形成服务溢价	主办顾问、组合服务、复杂需求协同	全权委托及跨境服务受牌照约束
日本	长期低利率以及老龄化背景下，财富向高龄群体集中，需求从保值增值转向人生事务	养老继承等事务管理	养老金融、信托与非金融事务协同	信托银行综合牌照结构不同
中国	存款利率大幅下调以及房地产调整下，存款和房地产沉淀资金再平衡需求	管理家庭资产负债表并维系关系	账户底座+配置服务+养老传承	需要集团协同与外部生态补位

资料来源：ICI、EFAMA、日本内阁府、日本信托业协会，国信证券经济研究所整理

- **我国财富管理发展路径：能力建设先于收费模式**

中国财富管理转型的核心原则，是先形成可持续、可验证、可规模化的服务能力，再逐步探索与服务价值相匹配的收费模式。海外经验可以提供方向，但中国不能简单复制成熟市场的费率体系或委托模式，而应根据自身资本市场发展程度、居民风险偏好和机构能力基础，沿着“账户与治理—组合与顾问—养老与事务”的路径分阶段推进。

- 第一阶段是账户与治理，目标是夯实财富管理的经营底座。银行应整合存款、理财、基金、保险、贷款和养老金等数据，形成统一客户视图和家庭资产负债表，此阶段的关键不在于盲目扩充产品线，而是通过完善客群分层、开放货架与准入风控，厘清“服务谁、供什么、如何控制利益冲突”等基础命题，推动业务由账户分散经营向家庭关系经营转型。
- 第二阶段是组合与顾问，旨在实现向“目标导向型”资产配置的跨越。银行需要建设资产配置中台，完善模型组合、动态再平衡与投后陪伴体系。理财经理角色从“产品推介”向“需求洞察与行为引导”升级。机构的考核导向需同步重塑，摒弃对单一产品销量和短期 AUM 的过度依赖，转而以钱包份额、组合覆盖率、回撤体验及客户留存率作为衡量经营成效的核心标尺。
- 第三阶段是养老与事务，目标是成为家庭全生命周期的主办金融机构。银行需围绕养老金、医疗照护、家族信托、财富传承与企业交接等长周期场景，整合信托、保险及法税等泛金融资源。财富管理由投资组合管理进一步延伸至人生事务管理，客户关系也由阶段性产品持有升级为跨周期、跨代际的长期委托关系。只有在客户识别、产品治理和组合管理能力成熟后，复杂服务收费和长期账户收入才具有可信基础。

上述三个阶段并非所有客户严格按照时间顺序同步推进，而应根据客群需求并行实施。比如，大众客群以账户治理、基础保障和标准化组合为主，通过数字平台降低服务成本；富裕客群重点发展家庭资产配置、组合顾问和投后陪伴；高净值

下载日志已记录，仅供内部参考

及企业家客群则可直接切入家族信托、风险隔离、养老传承和企业接班等复杂需求。总而言之，收费模式应当是能力成熟和客户价值形成后的结果，而不是财富管理转型的起点。

表5：中国财富管理分阶段演进路线

阶段	战略目标	关键建设	主要收入	验证指标
账户与治理	形成统一客户视图和分层经营	家庭 KYC、开放货架、产品治理、KPI 调整	代销、理财管理、托管结算	净新增 AUM、活跃率、多品类持有
组合与顾问	由单品销售转向目标型组合	配置中台、模型组合、顾问认证、再平衡	组合管理、投顾及持续服务	钱包份额、持有期、留存率、目标达成
养老与事务	成为家庭全生命周期主办机构	养老金、退休现金流、家族信托、企业家服务	长期账户、信托托管、综合顾问	代际留存、主办行占比、经常性收入

资料来源：ICI、EFAMA、招商银行官网、瑞银集团官网，国信证券经济研究所整理

不同类型银行差异化路径

总而言之，能力建设是财富管理商业模式转型的前提，银行必须遵循“先能力构建、后模式变现”的演进规律。机构应先完成家庭级 KYC、开放货架、组合管理、客户结果考核和数字化中台建设，待客户信任与服务能力成熟后，再顺理成章推动收入结构转向管理服务、长期账户和企业家综合金融等关系收入。在这个过程中，不同类型银行的财富管理路径不应趋同，其差异本质上来自客户基础、牌照资源、渠道半径和组织效率。各类银行应围绕自身最强客户入口配置能力，而非简单复制头部机构的产品货架和私行模式。其中，

- ✓ 国有大行的核心路径是将海量的客户与账户基础，转化为在养老金融与全生命周期服务上的绝对优势。破局点不在客群拓展，而在打破“多层级传导”与“基层销售惯性”。需由总行集中统筹产品治理、资产配置标准及以客户结果为导向的评价体系，实现从“规模覆盖”到“精细运营”的跨越
- ✓ 股份行的核心路径依托灵活的机制与数字化能力，深化客群分层运营，最大化客户综合价值。适合率先搭建开放式产品货架、组合配置工具及主办顾问体系，通过客群向上迁移、多产品交叉渗透与全流程投后陪伴，构建可持续的轻资本收入模式。
- ✓ 城商行与农商行核心路径是以本地信任弥补产品制造和投研资源不足。通过外部产品优选、联动本地法商/税务生态，结合高频线下贴身服务，深耕本地企业家、高净值人群及本地养老客群，打造高屏障的区域竞争壁垒。

下载日志已记录，仅供内部参考

表6：部分上市银行零售 AUM 和私行 AUM

银行类型	银行名称	2025 年零售 AUM（亿元）	2025 年私人银行 AUM（亿元）
大行	建设银行	230,100	27,800（2024 年）
	农业银行	246,800	31,500（2024 年）
	中国银行	175,800	31,400（2024 年）
	邮储银行	183,000	—
	交通银行	59,784	14,301
股份行	招商银行	170,800	—
	兴业银行	37,000	9,610
	平安银行	42,384	19,913
	浦发银行	46,645	6,900（2024 年）
	中信银行	53,600	—
	光大银行	31,462	7,437
	民生银行	32,838	10,278
	宁波银行	12,757	3,534
城商行	南京银行	10,025	1,304（2024 年）
	江苏银行	16,300	—
	北京银行	13,400	—
	长沙银行	5,187	—
	青岛银行	2,522	—
	厦门银行	1,258	—
农商行	沪农商行	8,529	—

资料来源：WND，公司公告，国信证券经济研究所整理。注：各家行私人银行标准不一样，因此数据不能直接横向对比。

核心结论与投资建议

本文通过聚焦欧美日财富管理发展路径的差异，以此为经济转型期我国银行探索财富管理业务提供借鉴。

首先，欧美日财富管理路径与收费逻辑是，不同制度环境下“以客户为中心”的三种实现方式。总体而言，美国财富管理路径的核心是“帮助客户实现长期财富增值”，欧洲财富管理路径的核心是“提供覆盖全生命周期的综合解决方案”，日本财富管理路径的核心则是“协助客户管理养老、继承等人生事务”。三种模式并不存在绝对优劣，其差异本质上是养老金制度、资本市场深度、人口结构、居民风险偏好和金融牌照体系不同的结果。不过都共同指向财富管理的本质，机构应以客户为中心，从客户需要解决的问题出发组织产品、服务和收费。具体而言，

- 美国模式解决的是“长期资金从哪里来、如何实现规模化增值”。以 401(k)、IRA 为代表的养老金体系持续向资本市场输送制度性长钱，长期资产回报和低成本 ETF 等标准化工具共同构成财富管理发展的基础。在此环境下，财富管理机构主要通过资产配置、组合管理和长期投资纪律帮助客户分享资本市场增长，并以按 AUM 收取的顾问费或管理费替代交易佣金，实现客户资产增长与机构收入增长的利益绑定。其商业模式的核心是以长期回报创造客户价值，以标准化产品、数字平台和并购整合扩大服务规模，进而形成经常性收入和规模经济。
- 欧洲模式解决的是“当投资回报存在不确定性时，客户为什么仍愿意付费”。长期低利率、居民资产配置相对保守以及高净值客户跨境持有财富，使单纯依靠公开市场投资收益难以支撑持续的服务溢价。欧洲财富管理机构因此将

下载日志已记录，仅供内部参考

价值主张由“能够赚取多少收益”扩展为“能够解决多少复杂问题”，通过全权委托、主办顾问的模式为客户提供跨境资产配置、法税协调、家族信托、风险隔离和另类资产准入等复杂综合解决方案。欧洲模式的核心不是收费与 AUM 完全脱钩，而是以服务深度支撑 AUM 关系，并通过复杂服务的独立定价提高客户付费意愿。

- 日本模式解决的是“低风险偏好客户真正需要什么”。长期低利率、人口老龄化和财富向高龄家庭集中，使客户需求由追求高收益逐步转向资产保全、退休现金流、医疗照护支付、遗嘱执行和企业接班等。日本信托银行依托账户、信托和综合事务管理能力，将财富管理从投资组合服务延伸至人生事务管理，收入来源也由产品销售进一步扩展至信托报酬、财产管理费、遗嘱执行费和其他事务服务费。这类业务虽然频率较低，但专业要求高、法律关系复杂、服务周期长，一旦建立受托关系，客户转换成本较高，从而形成具有基础设施属性的长期壁垒。

当前中国财富管理正进入客户关系重构期，不存在可以整体复制的单一“最优模式”，应拆解其核心能力，并结合不同客群和生命周期进行本土化组合。比如，大众富裕客群可借鉴美国的个人养老金、低成本工具和数字化规模经营；高净值及企业家客群可借鉴欧洲的买方委托、主办顾问和复杂方案服务；养老与传承客群可借鉴日本的信托及人生事务管理。最终形成以账户关系为入口、资产配置为核心、养老传承为长期场景、专业服务生态为能力补充的本土化模式。

总而言之，中国财富管理转型核心原则，先沿着“账户与治理—组合与顾问—养老与事务”分阶段推进可持续化的服务能力，再逐步探索与服务价值相匹配的收费模式。率先完成考核重构、具备深度客群经营能力和专业投顾体系的银行，将享受轻资本转型的估值溢价。建议关注在零售 AUM 规模、钱包份额和投顾能力上具备先发优势的头部股份行，比如招商银行；深耕高净值客群的优质城商行，比如宁波银行；以及在养老金受托和网点渠道上具备天然壁垒的国有大行。

风险提示

稳增长不及预期，银行资产质量下行压力增大。银行是强监管行业，若后续发布的政策不利于短期银行基本面，则会对银行短期估值带来冲击。国际政治动荡，海外不确定加大，需要警惕海外局势变化对风险偏好的影响。

下载日志已记录，仅供内部参考

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）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，也即报告发布日后的 6 到 12 个月内公司股价(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。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数(HSI.HI)作为基准；美国市场以标普 500 指数(SPX.GI)或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司

关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

下载日志已记录，仅供内部参考

国信证券经济研究所

深圳
深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层
邮编：518046　总机：0755-82130833

上海
上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层
邮编：200135

北京
北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032