

迎接“十五五”：科创时代的银行新范式

行业研究 · 行业专题

金融 · 银行

投资评级：优于大市（维持）

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：田维韦

021-60875161

tianweiwei@guosen.com.cn

S0980520030002

证券分析师：刘睿玲

021-60375484

liuruilin@guosen.com.cn

S0980525040002

证券分析师：张绪政

021-60875166

zhangxuzheng@guosen.com.cn

S0980525040003

【 01 】 产业转型升级：实体需求生变

【 02 】 金融范式转变：逻辑与案例

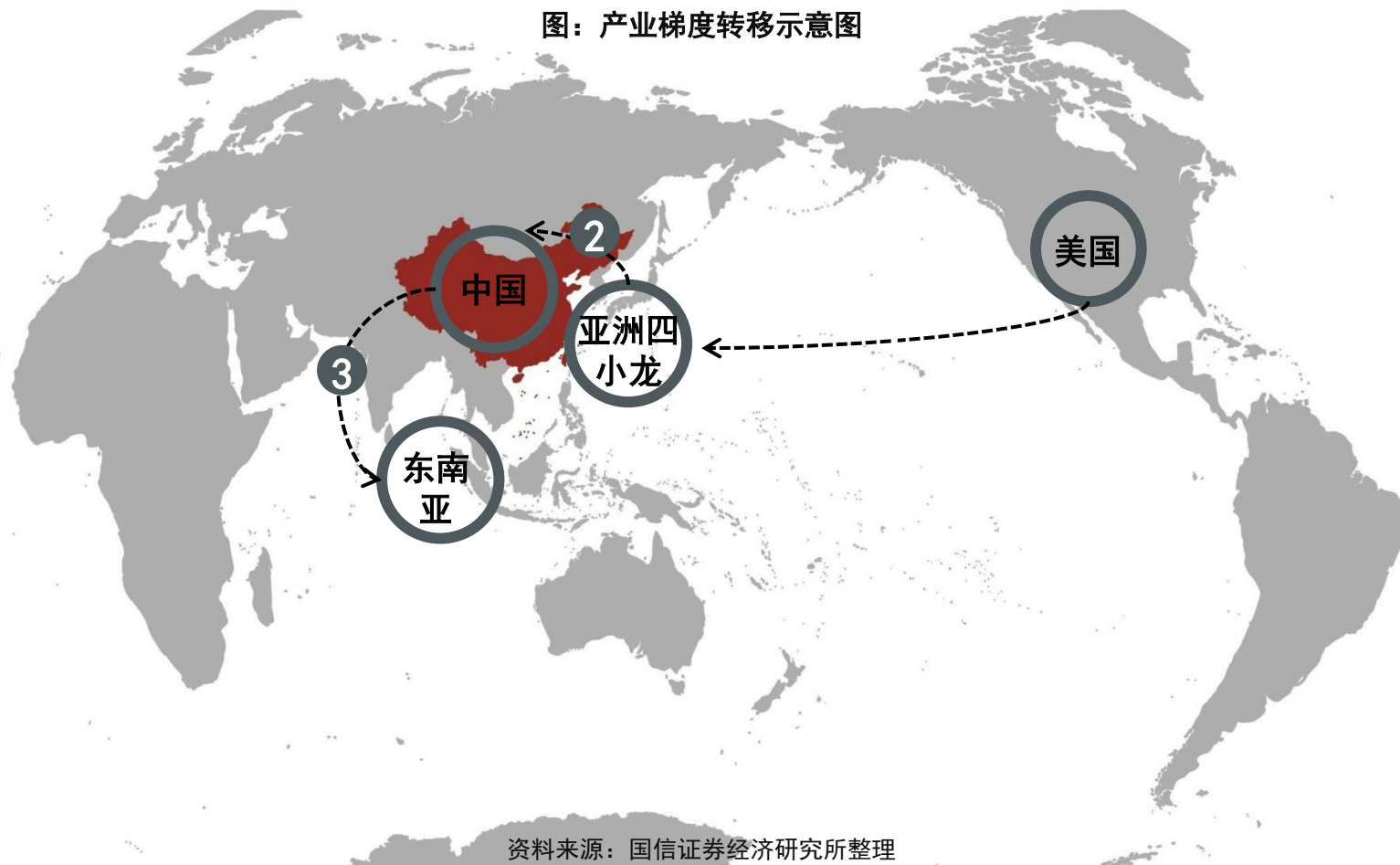
【 03 】 “投行-资管-财富”协同

【 04 】 从部门银行到流程银行

【 05 】 风险提示

- ◆ 20世纪下半叶以来，全球经历了一轮接近半世纪的经济增长期，主要得益于技术进步和其他生产要素的释放
 - 技术进步引领产业升级，形成了一种国家之间产业梯度转移的现象
 - 产业梯度转移仍在进行，有些低端制造业已从中国转向东南亚等地，中国也在努力谋求进一步产业升级，科技创新成为主要驱动

图：产业梯度转移示意图



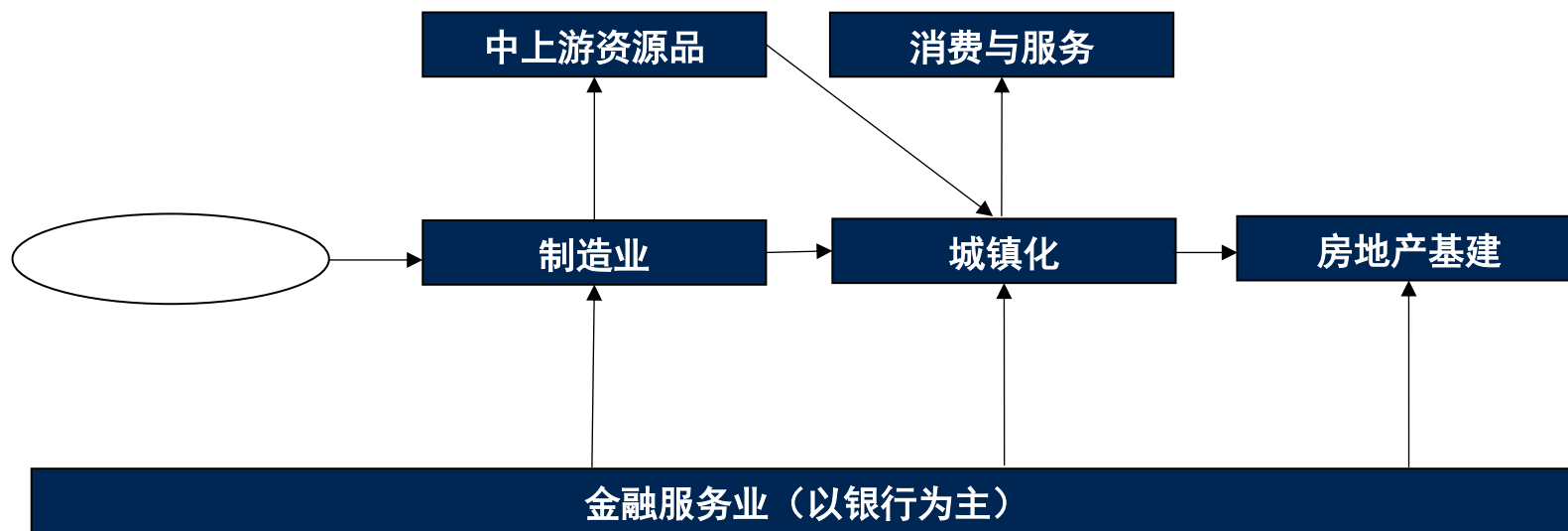
资料来源：国信证券经济研究所整理

◆ 实体经济是金融业的客户，金融服务的种类要适应和满足客户需求。我国自改革开放以来，借助自身土地辽阔、劳力充足、市场庞大等优势，承接了发达国家的制造业转移。在这种模式当中，实体经济需求与银行信贷供给契合

➢ 海外需求、房地产、基建投资是重要的终端需求，再加上为此配套的制造业，一度成为我国经济增长的总发动机

➢ 2001年加入WTO后，我国更是确立了“世界工厂”的地位

图：金融服务实体经济

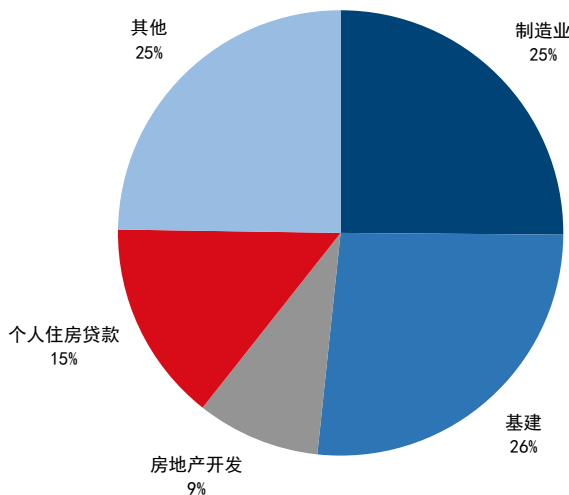


资料来源：国信证券经济研究所整理

◆ 实体经济是金融业的客户，金融服务的种类要适应和满足客户需求。我国自改革开放以来，借助自身土地辽阔、劳力充足、市场庞大等优势，承接了发达国家的制造业转移。在这种模式当中，实体经济需求与银行信贷供给契合

- 一是基建、房地产（包括个人房贷）、制造业都是有不动产抵押的
- 二是城镇化带来的需求比较明确。传统的基建、房地产及其上游的制造业虽然也曾经是“新兴行业”，但与当前的高新技术行业相比，其客户需求相对比较明确，风险较低。比如城镇化必然带来住房需求，同时“要想富、先修路”必然带来基建投资需求，房地产、基建则带动上游的制造业、采矿业需求

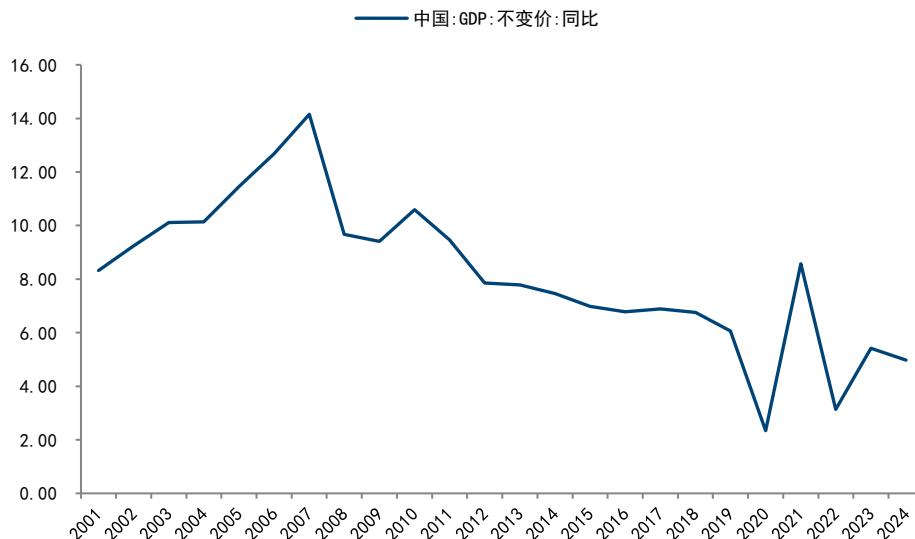
图：商业银行2007年信贷投向



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

- ◆ “三期叠加”时期，传统制造业因各项成本抬升而式微，房地产、基建作为托底需求又维持了一段时间。银行信贷结构也随着需求的变化而变化，贷款中的制造业占比持续回落，基建、房地产等领域贷款占比提升
 - 经济增速换挡期：由高速增长向中高速增长过渡
 - 结构调整阵痛期：经济结构调整，以短期阵痛换长远发展。经济结构内含包括产业结构升级等
 - 前期刺激政策消化期：应对国际金融危机期间推出的刺激政策起到效果，但也带来一些不利影响

图：我国GDP增速经历了较长时间的换挡期

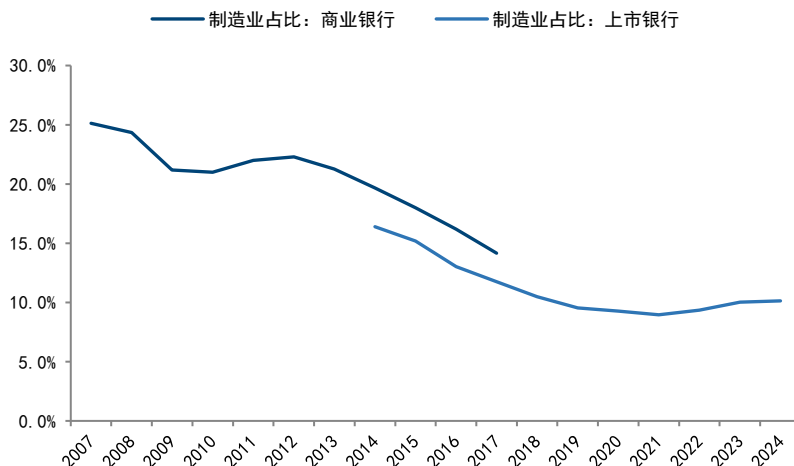


资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

实体需求对银行业务的影响：历史回顾

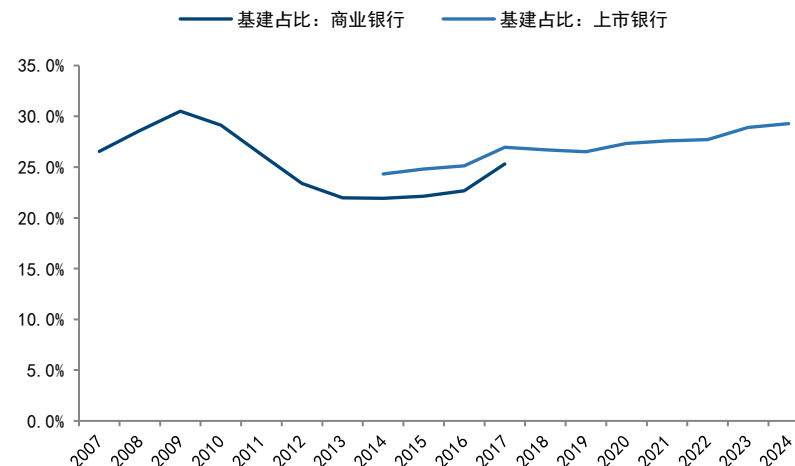
- ◆ “三期叠加”时期，传统制造业因各项成本抬升而式微，房地产、基建作为托底需求又维持了一段时间。银行信贷结构也随着需求的变化而变化，贷款中的制造业占比持续回落，基建、房地产等领域贷款占比提升
- “三期叠加”由两方面政策对冲而成：一方面要继续托底，避免经济增速下滑过快，这在过去一段时间继续给银行带来较多的基建、房地产需求。另一方面是培养新动能，这将成为银行未来主要的新增需求

图：商业银行信贷投向：制造业占比



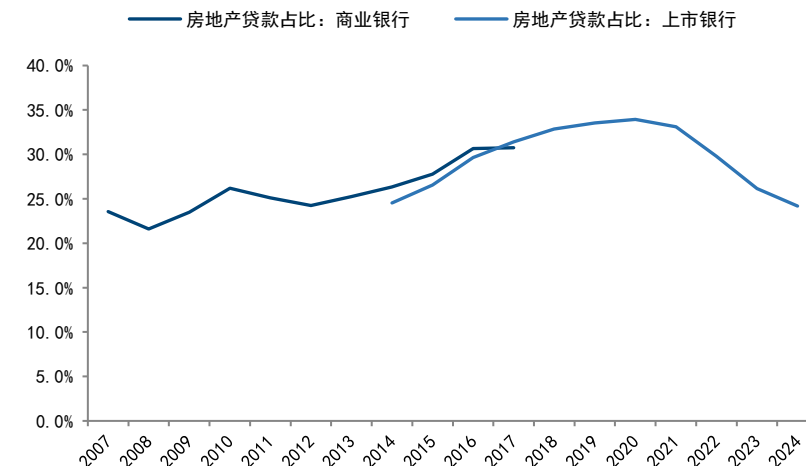
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图：商业银行信贷投向：基建占比



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图：商业银行信贷投向：房地产占比



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理
注：房地产贷款包括开发贷和个人住房贷款。

◆ 从高速增长阶段转向高质量发展阶段

- 2017年10月，党的十九大报告提出“我国经济已由高速增长阶段转向高质量发展阶段”
- 2020年10月，党的十九届五中全会指出“我国已转向高质量发展阶段”
- 2022年10月，党的二十大报告提出“高质量发展是全面建设社会主义现代化国家的首要任务”
- 2025年10月，党的二十届四中全会提出“十五五”时期经济社会发展的主要目标，其中第一条就是“高质量发展取得显著成效”。

◆ 高质量发展内涵广泛，我们主要关注对银行的影响

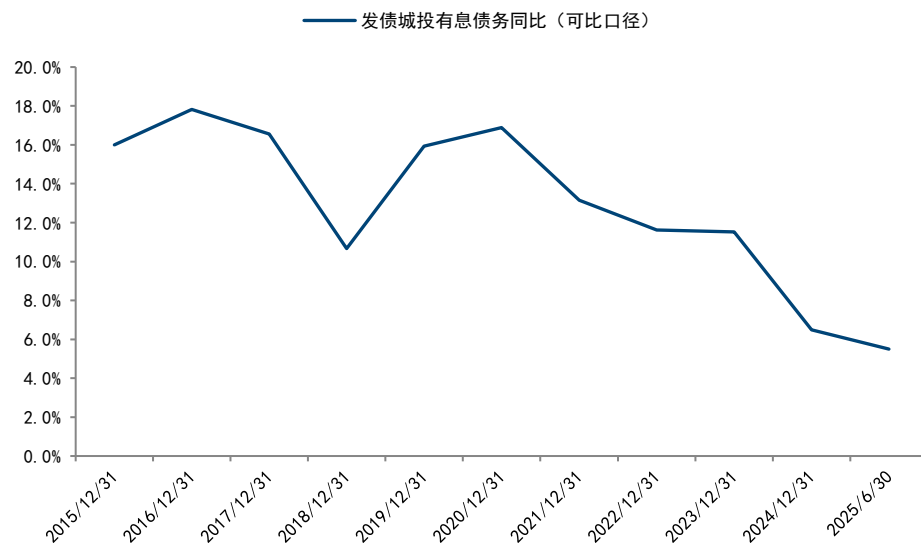
实体需求发生变化：进入高质量发展阶段

◆ 从高速增长阶段转向高质量发展阶段：传统基建、房地产式微，新兴产业发展壮大，对银行需求产生重大影响

➤ 在经济进入高质量发展阶段后，传统的基建、房地产需求仍然存在，但增速逐步回落甚至需求减少

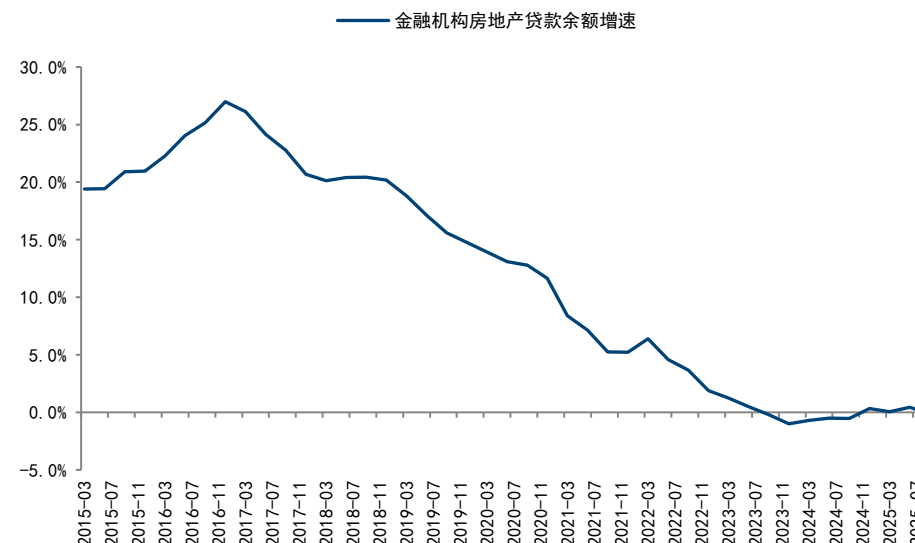
➤ 另一方面，高新技术等新兴产业发展壮大，这将成为银行未来主要的新增需求

图：近几年发债城投企业有息债务余额增速回落



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图：近几年房地产贷款余额增速回落

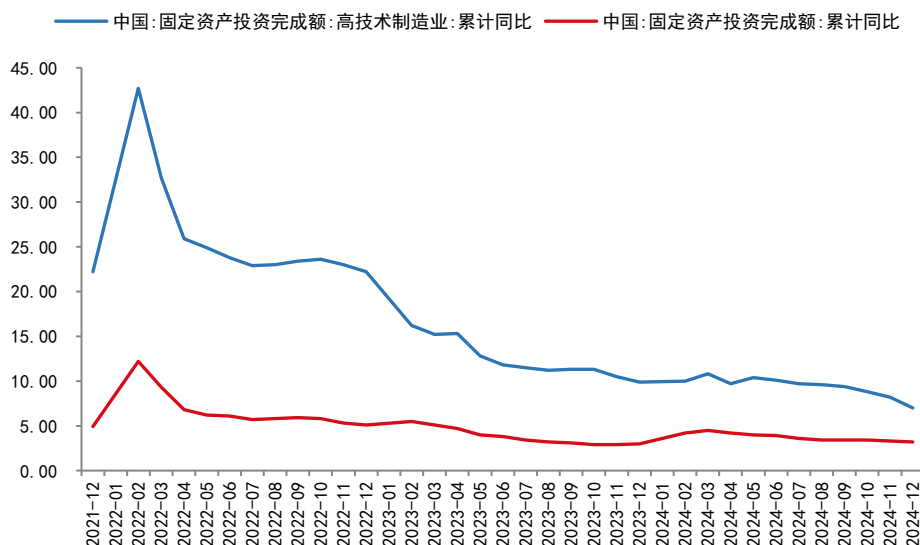


资料来源：Wind，央行，国信证券经济研究所整理
注：房地产贷款包括开发贷和个人住房贷款。

◆ 从高速增长阶段转向高质量发展阶段：新动能曙光已现

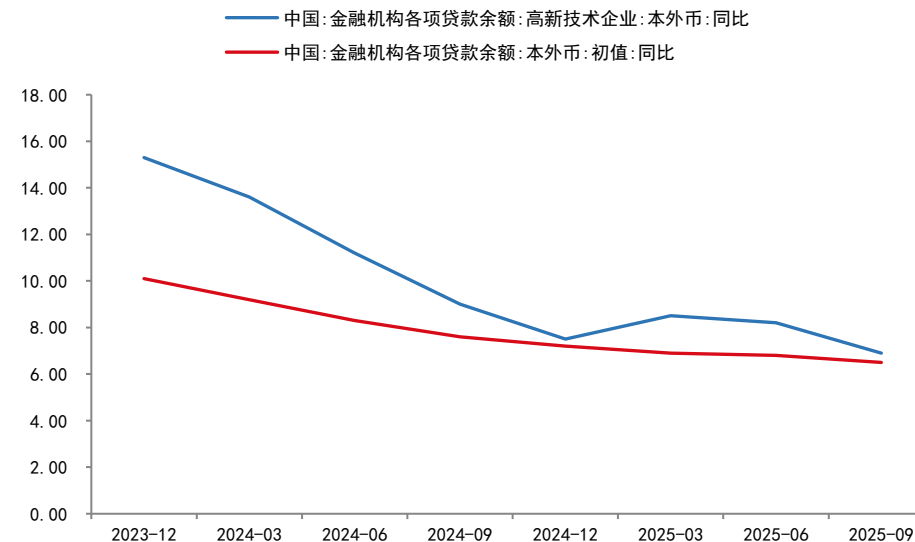
- 高技术产业，特别是高技术制造业是经济新动能的主要代表。高技术产业分为高技术制造业和高技术服务业，我们更关注高技术制造业
- 高技术制造业包括医药制造业，航空、航天器及设备制造业，电子及通信设备制造业，计算机及办公设备制造业，医疗仪器设备及仪器仪表制造业，信息化学品制造业等6大类。高技术服务业包括信息服务、电子商务服务、检验检测服务、专业技术服务业的高技术服务、研发与设计服务、科技成果转化服务、知识产权及相关法律服务、环境监测及治理服务和其他高技术服务等9大类。

图：高技术制造业投资增速明显更快，意味着对银行融资的需求更旺盛



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图：高新技术企业贷款余额增速高于全部贷款增速



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

【 01 】 产业转型升级：实体需求生变

【 02 】 金融范式转变：逻辑与案例

【 03 】 “投行-资管-财富”协同

【 04 】 从部门银行到流程银行

【 05 】 风险提示

- ◆ 随着经济进入高质量发展阶段，实体需求发生变化，金融范式也要相应转变，从“应对信息不对称”转向“应对高度不确定性”

传统金融范式

核心是解决融资双方的信息不对称

企业风险特征既定，金融机构的主要任务是从众多潜在客户中筛选出优质客户，实现收益与风险的匹配。

风险评估模型基于历史数据与可量化指标，注重抵押物、过往业绩、现金流等硬性指标。

融资模式以债权融资为主。金融机构从事简单的资金提供与风险筛选，通过固定利率收取回报。

新型金融范式

核心是解决科创企业未来的高度不确定性

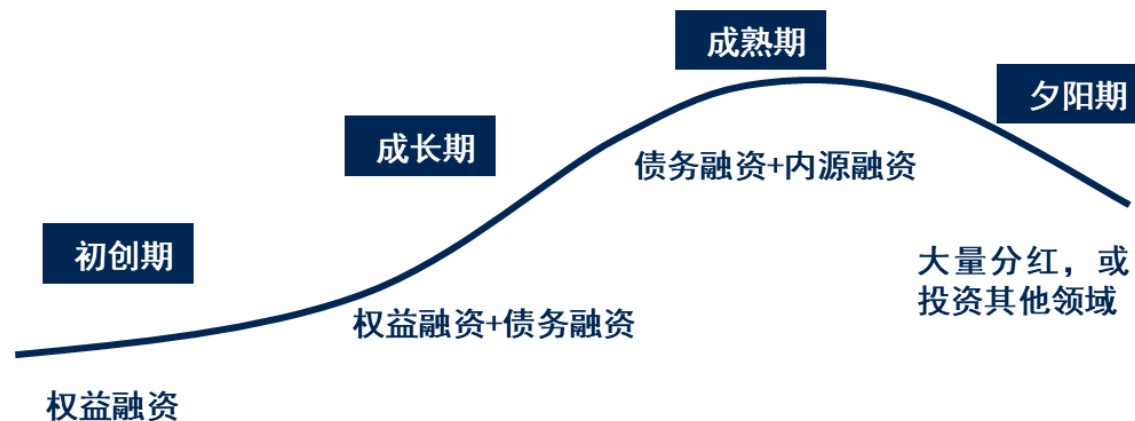
科创企业的融资方与投资方对未来发展处于“共同无知”状态，金融机构无法通过筛选优质客户来控制风险

科创企业缺乏长期稳定的经营数据，未来现金流具有极大的不确定性，难以评估违约概率与损失率。

融资模式以组合融资、综合服务为主。金融机构参与到科创企业的发展过程中，通过资源整合、风险共担等方式，与科创企业共同成长。

- ◆ 参与到企业的发展过程中、与企业共同成长，就需要依托多层次金融市场，为处于不同阶段的企业提供不同的融资解决方案
- 从企业融资的需求角度来看，一家企业融资时会首先选择内源融资，其次选择债务融资，最后选择权益融资。这几种融资形式，越往后成本越高。
- 从金融机构的供给端角度来看，由于不同生命周期的企业风险不同，因此金融机构能够为其提供的融资方式也不同。

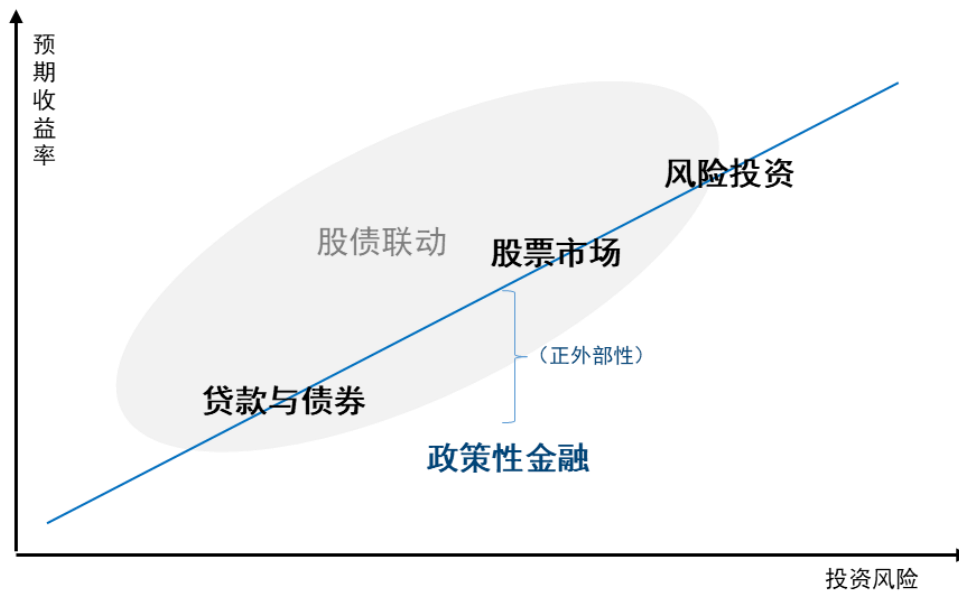
图：不同阶段的企业融资方式



资料来源：Myers和Majluf (1984)，国信证券经济研究所整理

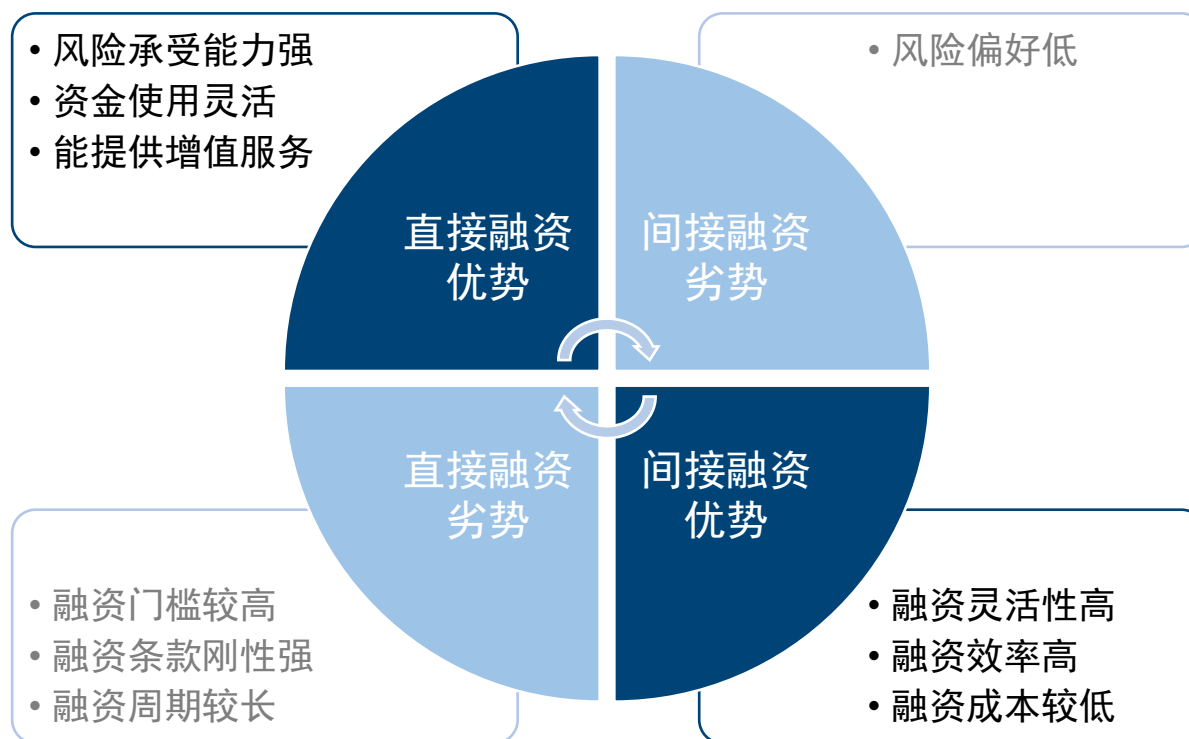
- ◆ 参与到企业的发展过程中、与企业共同成长，就需要依托多层次金融市场，为处于不同阶段的企业提供不同的融资解决方案：从海外案例来看，金融对科技企业的支持以多层次金融市场为核心，股债联动、政策性金融作为补充
 - 一是多层次金融市场便利企业融资。
 - 二是股债联动实现早期债务融资需求。
 - 三是政策性金融为企业融资提供补充支持。

图：金融支持科技的三个维度：包括政策性金融在内的多层次金融市场的有机结合



资料来源：国信证券经济研究所整理

- ◆ 依托多层次金融市场为科创企业实现“以股权融资为主体、以债权融资为必要补充”的组合融资，是科创企业的最优融资模式
- 组合融资通过股权融资满足企业长期发展的资金需求与风险共担需求，通过债权融资满足企业的临时性、周期性资金需求，实现两种融资方式的优势互补。



- ◆ 随着金融范式从“应对信息不对称”转向“应对高度不确定性”，金融服务边界拓展至非融资类服务，为客户提供更大范围的综合服务，提高企业存活率和成功率
 - 如政策、市场、产业等领域的资源对接，财务、合规等方面的风险管理，公司治理、税务等领域的专业支持等

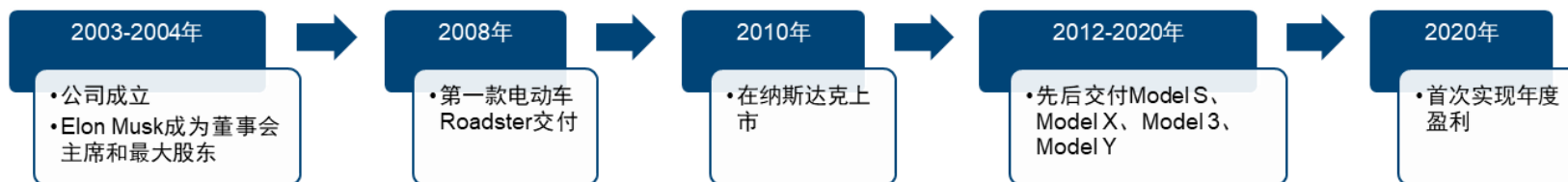


◆ 特斯拉发展简史

➤ 特斯拉主要从事电动汽车的生产和销售业务。公司发展过程中的几个关键时点包括：

- （1）2003年特斯拉前身特斯拉汽车（Tesla Motors，以下统称特斯拉）由Martin Eberhard和Marc Tarpenning成立。2004年公司进行了第一次外部融资，其中Elon Musk向其投资了650万美元并成为公司董事会主席以及最大股东。
- （2）2008年公司第一款电动车Roadster交付。同年Elon Musk成为公司的CEO。
- （3）2010年在纳斯达克上市。
- （4）2012年开始交付Model S并停产Roadster，2015年开始交付Model X，2017年开始交付Model 3，2020年开始交付Model Y。
- （5）2020年首次实现年度盈利，当年股价上涨了743%。

图：特斯拉的主要发展历程



资料来源：公司官网，公司公告，国信证券经济研究所整理

案例分析：特斯拉

表：特斯拉融资历史

年份	重要事件	权益融资形式 (不含认股权证和股权激励)	金额 (百万美元)	投资人 (不完全统计)	债务融资净额 (百万美元)	归母净利润 (百万美元)
2003年	公司成立					
2004年	Elon Musk投资并成为董事会主席	A系列可转换优先股	7.5	Elon Musk、SDL Ventures、Compass Technology Partners		na
2005年		B系列可转换优先股	13	Elon Musk、Valor Equity Partners、Compass Technology Partners		na
2006年		可转债、C系列可转换优先股	40	Elon Musk、Larry Page、Nick Pritzker、Sergey Brin、Vantagepoint Capital Partners、Capricorn Investment Group、Compass Technology Partners、Draper Fisher Jurvetson、Valor Equity Partners、J.P.Morgan Securities Inc.、Google.		-30
2007年		D系列可转换优先股	45	Martin Eberhard、Marc Tarpenning、Konstantin Othmer、VantagePoint Capital Partners、Valor Equity Partners、Technology Venture Partners US、Technology Partners、Compass Technology Partners、Capricorn Investment Group、J.P. Morgan Securities Inc.		-78
2008年	Roadster交付	可转债	55	Elon Musk、Technology Venture Partners、The Westly Group、Valor Equity Partners、Vantagepoint Capital Partners		-83
2009年		可转债、E系列可转换优先股、F系列可转换优先股	157	戴姆勒集团、DFJ Growth、Fjord Ventures、Fjord Capital、Bosch Capital、Al Wahada Capital Investment、Aabar Investments		-56
2010年	上市	IPO、私募	269	公众投资者、丰田、松下	72	-154
2011年		公开发售、私募	231	公众投资者、Elon Musk、戴姆勒集团	204	-254
2012年		公开发售	221	-	191	-396
2013年		公开发售、私募	415	-	132	-74
2014年		-	-	-	1831	-294
2015年		公开发售、私募	750	-	243	-889
2016年		公开发售	1702	-	1706	-773
2017年		公开发售	400	-	3165	-2241
2018年		-	-	-	1688	-1063
2019年		公开发售	848	-	1447	-775
2020年	首次实现年度盈利	公开发售	12269	-	-1731	862
2021年		-	-	-	-4854	5644
2022年		-	-	-	-3735	12587
2023年		-	-	-	2131	14974

资料来源：公司公告，公司官网，startupranking，crunchbase，国信证券经济研究所整理。注：可转债兼具股债两种性质。我们根据公司发行可转债的交易安排和投资者性质，将上市前的可转债发行视为权益融资，上市后的可转债发行因包含对冲交易，将其视为债务融资。

◆ 特斯拉融资情况

➤ （1）多层次金融市场为特斯拉提供接续融资

风险投资

- 特斯拉成立之初，融资主要来自风险投资，融资形式一般以可转换优先股为主，也有少数的可转债（通常含有warrant coverage，即附带额外的认股权证）。我们可以在其早期投资人中看到一大堆风险投资机构的名称，也有一些风险投资来自富裕的个人投资者（如Elon Musk、谷歌创始人Larry Page和Sergey Brin等）。除专门的风险投资机构和个人风险投资者外，也会有少量其他机构进行早期投资，比如Google和J. P. Morgan。中后期则迎来产业资本，比如Roadster交付后，戴姆勒集团（现已更名为梅赛德斯-奔驰集团）、Bosch Capital等也对特斯拉进行了投资。

上市及股票市场融资

- 特斯拉上市之后，上市前发行的可转换优先股均转换为普通股，这就是我们平常所讲的二级市场对一级市场的重要性，即二级市场为一级市场投资者提供退出通道，提高了一级市场投资的积极性。特斯拉上市后的权益融资方式从风险投资切换到公开发售，以及少量私募发行，此外公司发放的股权激励也具有一定的融资效果。

债务融资

- 随着公司经营步入正轨，开始开展成本更低的债务融资，形式包括债券、贷款、融资租赁等。金融机构除了为特斯拉直接进行债务融资外，也可以通过其他形式进行间接支持，比如Roadster的销售就获得了美国银行的消费信贷支持。

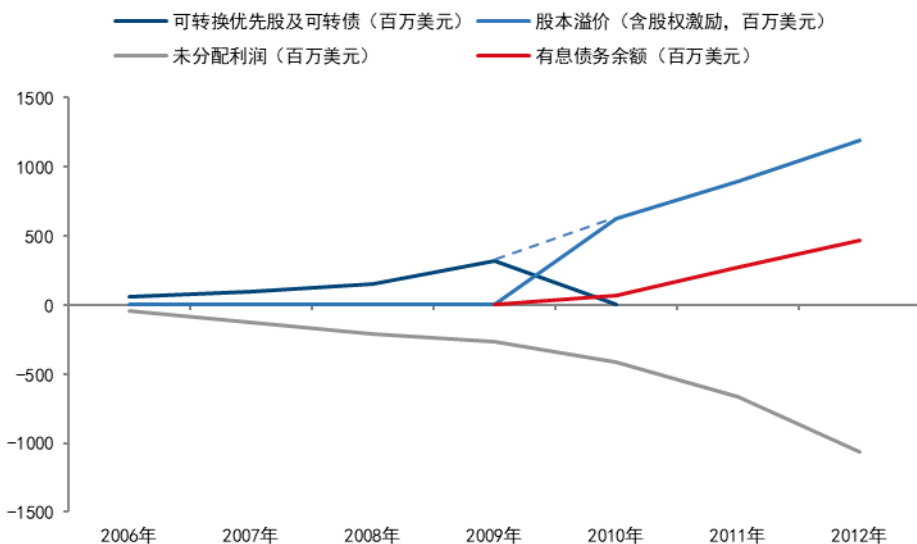
内源融资

- 特斯拉发展壮大之后，融资方式切换到内源融资，此时股权再融资频率下降，公司不断偿还有息债务。

◆ 特斯拉融资情况

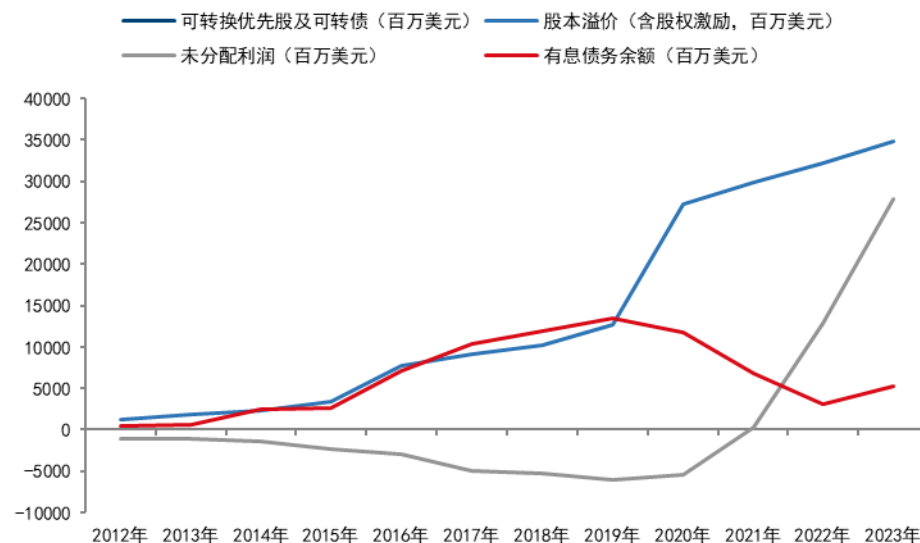
➤ （1）多层次金融市场为特斯拉提供接续融资

图：特斯拉：从权益融资到债务融资再到内源融资（2006-2012年）



资料来源：公司公告，Wind，国信证券经济研究所整理

图：特斯拉：从权益融资到债务融资再到内源融资（2012-2023年）

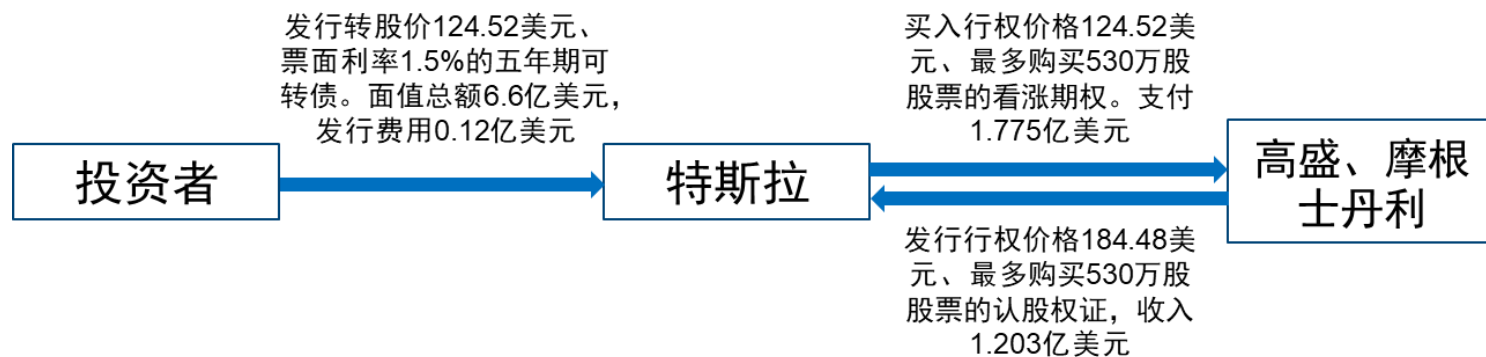


资料来源：公司公告，Wind，国信证券经济研究所整理

◆ 特斯拉融资情况

- （2）股债联动实现特斯拉的债务融资需求。特斯拉上市后作为尚未盈利的企业，还开展了多次可转债融资。与上市前的可转债融资不同，上市后的可转债融资会通过对冲操作来防止股权稀释，以实现债务融资目的。

图：特斯拉1.50% Convertible Senior Notes due 2018交易结构



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理
注：箭头方向表示资金流向。

◆ 特斯拉融资情况

- （3）政策性金融为特斯拉提供重要支持。特斯拉的第一个债权投资者是Federal Financing Bank，该银行在美国能源部的担保下，在特斯拉尚未盈利且没有上市时就向其提供了4.65亿美元贷款便利。特斯拉在2010-2012年期间提取了这些贷款，实际贷款利率在1.0-3.4%之间，利率非常低。

表：美国能源部通过ATVM项目资助了多家汽车和零部件制造商，特斯拉是其中之一

项目	项目所有人	贷款类型	贷款金额	发放日期	项目摘要
福特	福特汽车公司	直接贷款	59亿美元	2009年9月	用于升级13家工厂以生产省油的先进技术汽车
日产	日产北美	直接贷款	14.5亿美元	2010年1月	用于建造先进电池制造厂、环保油漆厂，改造电动汽车厂和开发配套生产线等
特斯拉	特斯拉汽车	直接贷款	4.65亿美元	2010年1月	用于生产电动汽车，以及建立一家工厂生产配套零部件
ULTIUM CELLS	Ultium Cells有限责任公司	直接贷款	25亿美元	2022年11月	用于新建锂离子电池制造厂

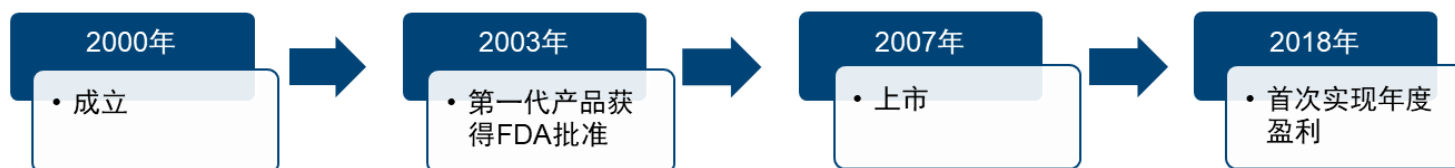
资料来源：美国能源部，国信证券经济研究所整理

◆ Insulet发展简史

➤ Insulet是一家医疗设备企业，其主要产品是自主研发的无管路胰岛素泵Omnipod。公司发展过程中的几个关键时点包括：

- （1）2000年成立。
- （2）2003年第一代Omnipod获得FDA批准。
- （3）2007年在纳斯达克上市。
- （4）2018年首次实现年度盈利。

图：Insulet的主要发展历程



资料来源：公司官网，Wind，国信证券经济研究所整理

案例分析：Insulet



表：Insulet融资历史

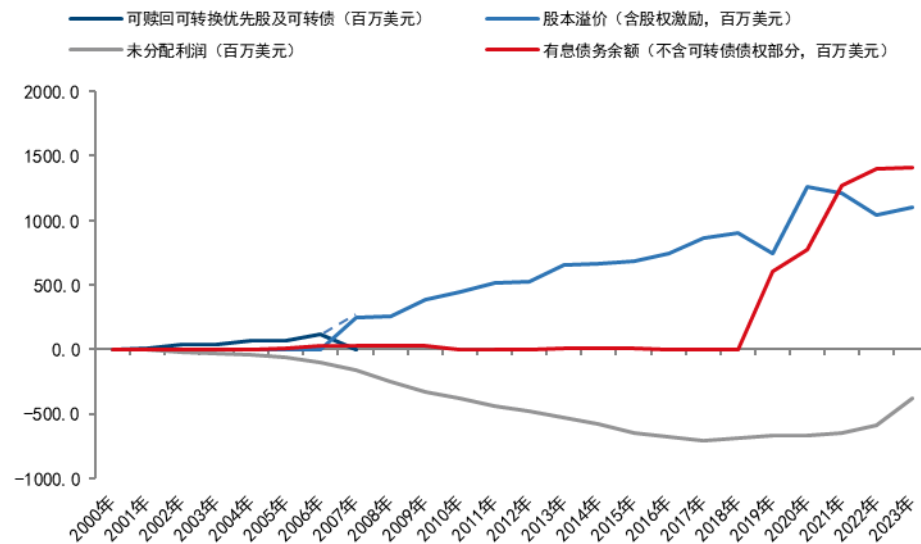
年份	重要事件	权益融资形式 (不含认股权证和股权激励)	金额 (百万美元)	投资人 (不完全统计)	债务融资净额 (百万美元)	归母净利润 (百万美元)
2000年	公司成立	A系列可赎回可转换优先股	0.5	Prism Venture Partners	0	-0.3
2001年		A系列可赎回可转换优先股、 B系列可赎回可转换优先股	11.5	Prism Venture Partners、Schroder Ventures Life Sciences、Versant Venture Capital	0	-6
2002年		C系列可赎回可转换优先股	22	Oakwood Medical Investors、Pequot Offshore Private Equity Partners、Prism Venture Partners、Schroder Ventures Life Sciences、Versant Venture Capital	0	-13
2003年	第一代产品 获批	-	0	-	0	-12
2004年		D系列可赎回可转换优先股	36	Alta BioPharma Partners、Community Investment Partners、MedVenture Associates、Teachers Insurance and Annuity Association of America、Dow Employees' Pension Plan、Union Carbide Employees' Pension Plan、International Life Sciences Fund、Oakwood Medical Investors、Pequot Offshore Private Equity Partners、SightLine Healthcare Fund、Prism Venture Partners、Versant Venture Capital	0	-14
2005年		-	0	-	10	-22
2006年		E系列可赎回可转换优先股	50	Alta BioPharma Partners、MedVenture Associates、SightLine Healthcare Fund、Teachers Insurance and Annuity Association of America、Dow Employees' Pension Plan、Union Carbide Employees' Pension Plan、Caduceus Private Investments、UBS Juniper Crossover Fund、International Life Sciences Fund、Pequot Offshore Private Equity Partners、Prism Venture Partners、Versant Venture Capital、Federated Equity Funds、Aphelion Medical Fund、Red Abbey Venture Partners、Kelly L. Close	19	-36
2007年	上市	公开发售	125		-2	-54
2008年		可转债	85		-2	-93
2009年		公开发售	95		32	-80
2010年		公开发售	45		-32	-61
2011年		可转债	74		0	-57
2012年		-	0		0	-52
2013年		公开发售	93		8	-45
2014年		可转债	57		-3	-52
2015年		-	0		1	-74
2016年		可转债	211		-6	-29
2017年		可转债	340		0	-27
2018年	首次实现年度盈利	-	0		0	3
2019年		-	0		606	12
2020年		-	0		172	7
2021年		-	0		496	17
2022年		-	0		128	5
2023年		-	0		13	206

资料来源：公司官网，公司公告，国信证券经济研究所整理。注1：可转换债务工具兼具股债两种性质。我们根据公司发行相关工具的交易安排，将直接发行的可转债视为权益融资，将包含对冲交易的可转债视为债务融资。注2：表中可转债融资规模均为本金净发行金额

◆ Insulet融资情况

➤ （1）多层次金融市场为Insulet提供接续融资

图：Insulet：从权益融资到债务融资再到内源融资



资料来源：公司公告，Wind，国信证券经济研究所整理

◆ Insulet融资情况

- （2）股债联动实现Insulet的债务融资需求。Insulet在尚未盈利的早期进行的债务融资大多含有认股权证或者直接向债务人发放股票。发展逐渐成熟后，公司便以房地产、设备等作为抵押，通过贷款和融资租赁获取低成本融资。

表：Insulet成立以来获得的的债务融资情况

时间	融资工具	贷款机构	授信金额（百万美元）	担保情况	期限（年）	利率	除利息外的其他收益补偿	贷款机构背景
2005年6月	贷款	Lighthouse Capital Partners	10	除知识产权外的所有资产担保	4.5	8%（相当于最优惠贷款利率+2%）	价值25.1万美元的认股权证（认购D系列优先股）	另类资产管理公司
2006年12月	贷款	Merrill Lynch Capital、General Electric Capital Corporation、Oxford Finance Corporation、Silicon Valley Bank	30	除知识产权外的所有资产担保	3.5	LIBOR+6%	价值未知的认股权证（认购E系列优先股）	投资银行、财务公司、风险贷款机构、商业银行
2009年3月	贷款协议	Deerfield Management Company等	60	na	3	提取额度利率9.75%（相当于最优惠贷款利率+6.5%），未提取额度利率2.75%	价值未知的认股权证	风险投资机构
2009年9月	贷款	Deerfield Management Company等	32.5	na	3	8.5%（相当于最优惠贷款利率+5.25%）	定向发行股票（金额由贷款方额外支付）	风险投资机构
2019年9月	经过对冲的可转债	-	587（纯债价值）	无	7	纯债价值对应利率5.29%（相当于最优惠贷款利率+0.04%）	无	-
2020年10月	融资租赁	-	22	设备抵押	3.5	5.8%（相当于最优惠贷款利率+2.55%）	无	-
2020年10月	融资租赁	-	36	设备抵押	5	4.8%（相当于最优惠贷款利率+1.55%）	无	-
2020年10月	贷款	-	70	总部房地产抵押	5.1	5.7%（相当于最优惠贷款利率+2.45%）	无	-
2021年5月	贷款	-	500	厂房抵押、优先债权	7	LIBOR+3.25%（最低不低于3.75%）	无	-
2021年5月	循环信用额度	-	60	厂房抵押、优先债权	3	LIBOR+2.75%~3.25%	无	-
2021年7月	融资租赁	-	43	设备抵押	7	4.3%（相当于最优惠贷款利率+1.05%）	无	-
2023年5月	融资租赁	-	24	设备抵押	3	9.4%（相当于最优惠贷款利率+1.15%）	无	商业银行

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

【 01 】 产业转型升级：实体需求生变

【 02 】 金融范式转变：逻辑与案例

【 03 】 “投行-资管-财富”协同

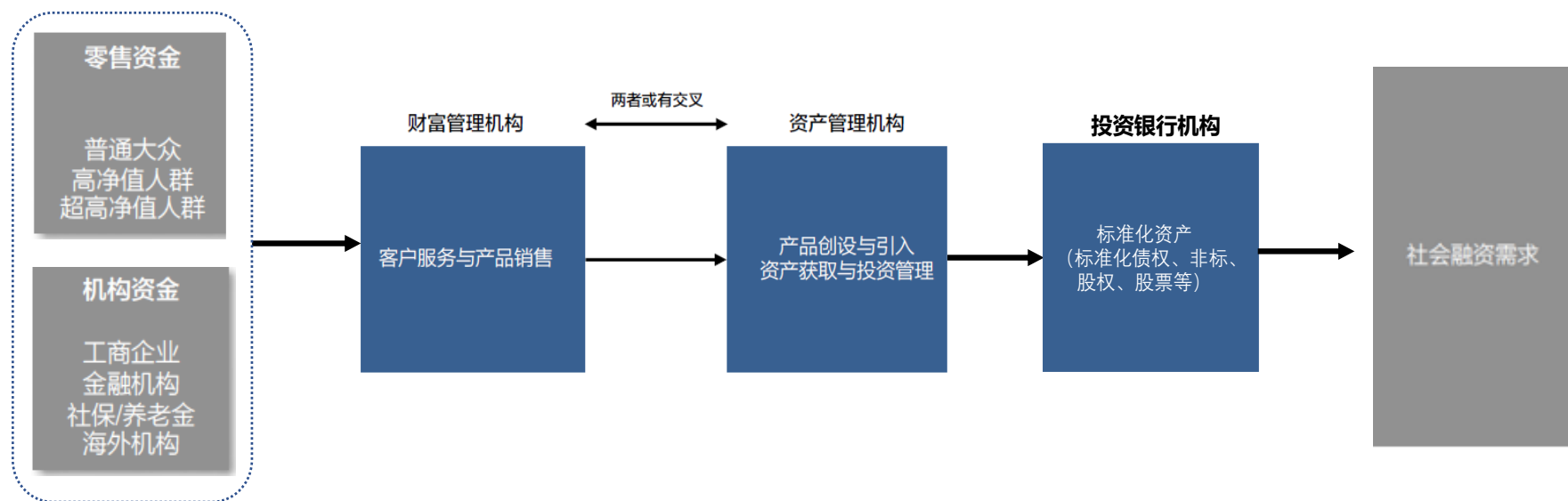
【 04 】 从部门银行到流程银行

【 05 】 风险提示

◆ 在新金融范式下，对科创企业的存贷款将向“投行-资管-财富”转变

- 近年来我国商业银行传统存贷业务面临较大压力，资产管理与财富管理业务本身具有轻资本、弱周期、护城河高等优势，成为我国商业银行战略转型的重点方向。此外，也有不少银行提出“商行+投行”的服务模式，增强业务竞争力。
- 在新的金融范式下，为企业提供组合融资、综合服务，要求银行的服务从存贷款向“投行-资管-财富”转变，未来资产管理、财富管理、投行业务仍是战略转型重点方向。

图：银行依然能够参与“投行-资管-财富”全链条



资料来源：《投行与资管业务联动——商业银行转型新动力》（王光宇，2015），小米金融科技研究中心，国信证券经济研究所整理

◆ 在新金融范式下，对科创企业的存贷款将向“投行-资管-财富”转变

- 未来银行依然能够通过提供存贷款服务获得利息净收入，但通过投行、资管、财富管理业务获得的手续费及佣金收入，和通过承担股权投资风险获得的投资收益将增加
- 表内资金向表外迁移，但资产管理及财富管理业务依然能够沉淀结算性存款，这将推动银行负债结构优化

表：新金融范式下银行收入结构和资产负债表将发生变化

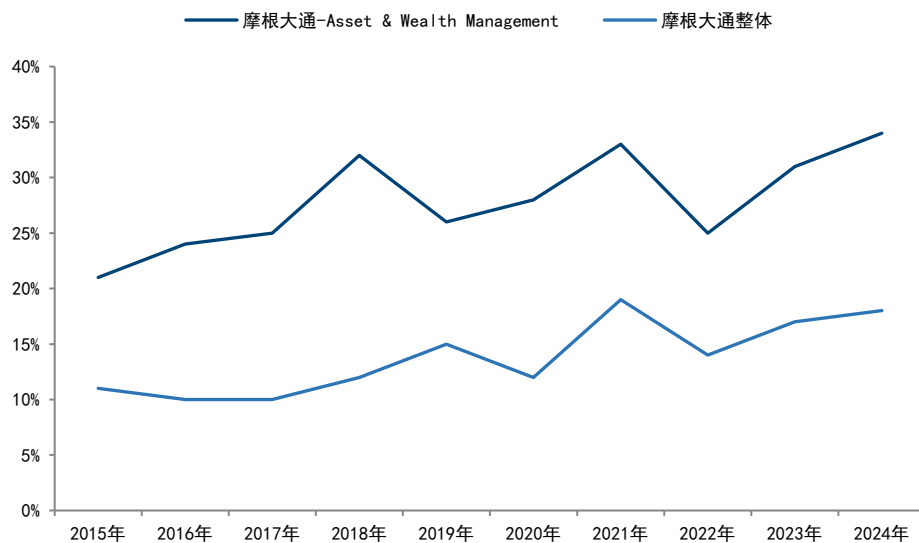
	传统存贷款	“投行-资管-财富” 协同
金融范式	应对信息不对称	应对不确定性
业务重点	存贷款	存贷款 + 投资银行、财富管理、资产管理
收入结构	利息净收入为主	利息净收入、手续费及佣金净收入为主，投资收益作为补充
收入来源	承担信用风险	资源整合与优化配置，承担信用风险
资产负债表	重资产	轻资产，负债结构优化
盈利能力	-	资本消耗减少，盈利能力提升

资料来源：国信证券经济研究所整理

◆ 在新金融范式下，对科创企业的存贷款将向“投行-资管-财富”转变

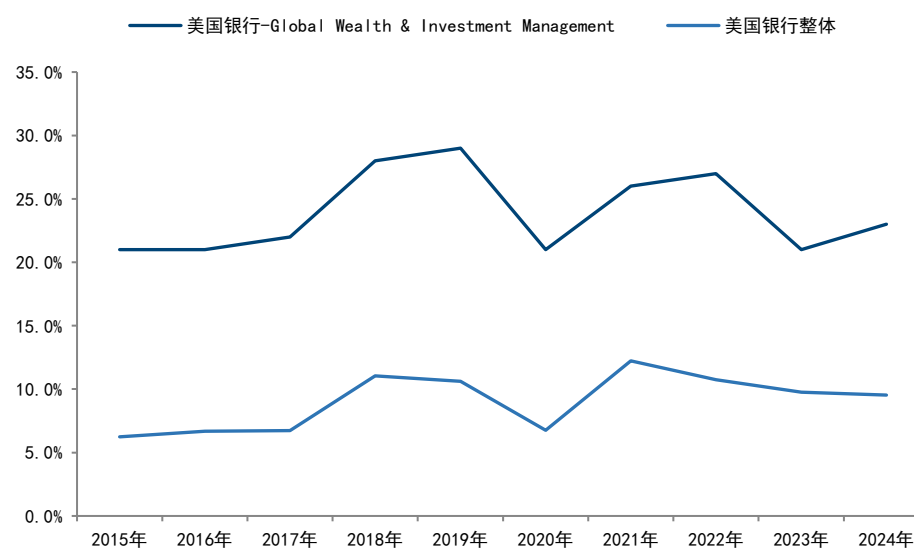
- 海外银行经营数据表明资产管理及财富管理业务是利润率高、资本占用低、稳定性强、护城河高的业务。摩根大通和美国银行大财富管理板块ROE长期以来明显高于公司整体ROE水平

图：摩根大通大财富管理业务ROE高于传统业务



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图：美国银行大财富管理业务ROE高于传统业务

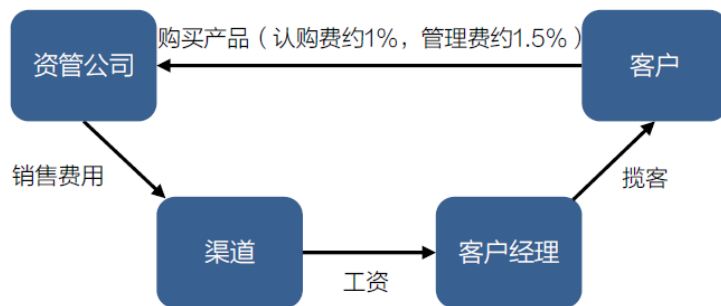


资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

◆ 美国财富管理发展路径对我国商业银行大财富管理转型的启示

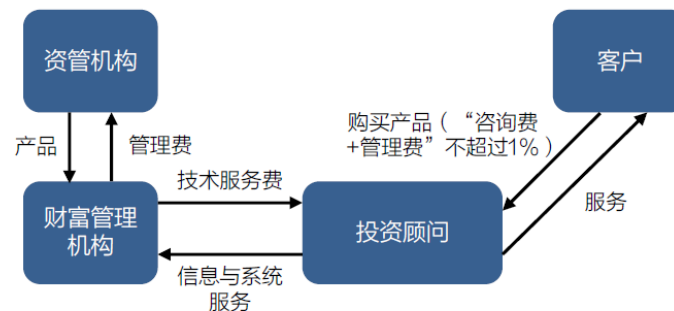
- 以客户为中心是财富管理发展的核心理念
- 从卖方销售模式向买方投顾模式转型是重要路径
- 打造开放式的财富管理生态圈，提供一站式综合化服务
- 加快财富管理数字化转型
- 找到自身竞争优势，在财富管理细分市场构建护城河
- 加强大财富管理与投行等业务板块的协同，打造“投行-资管-财富”循环链

图：卖方销售模式



资料来源：《买方投顾时代国内证券公司财富管理转型思考——美国投行的经验借鉴》（闻岳春，程天笑，2020），小米金融科技研究中心，国信证券经济研究所整理

图：买方投资顾问模式



资料来源：《买方投顾时代国内证券公司财富管理转型思考——美国投行的经验借鉴》（闻岳，程天笑，2020），小米金融科技研究中心，国信证券经济研究所整理

【 01 】 产业转型升级：实体需求生变

【 02 】 金融范式转变：逻辑与案例

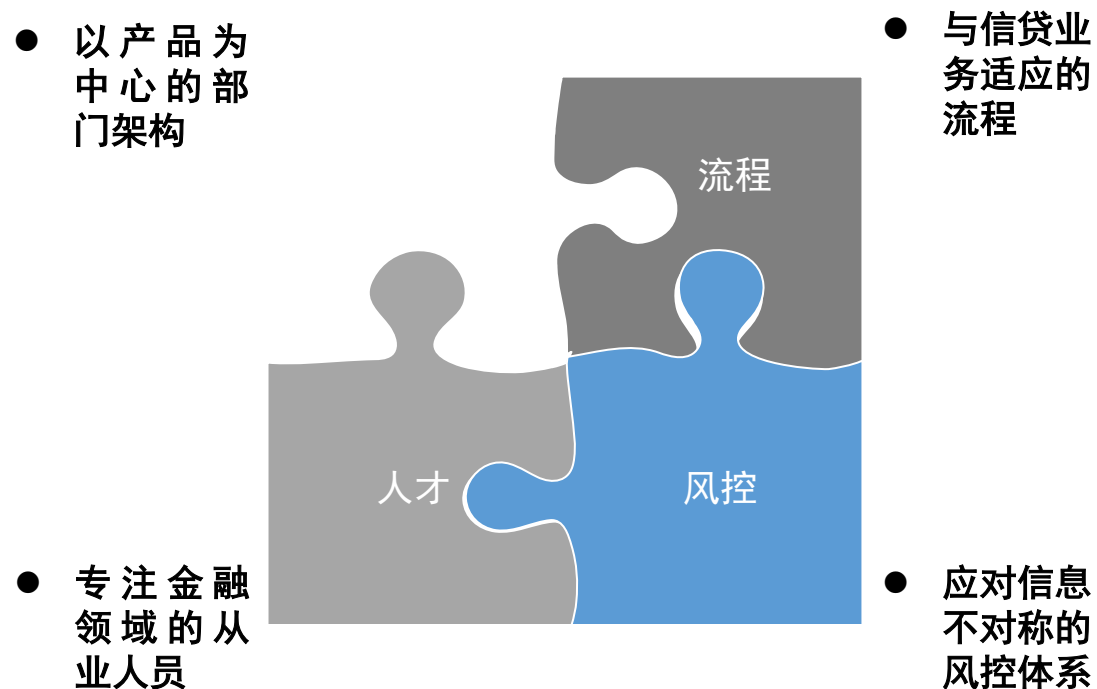
【 03 】 “投行-资管-财富”协同

【 04 】 从部门银行到流程银行

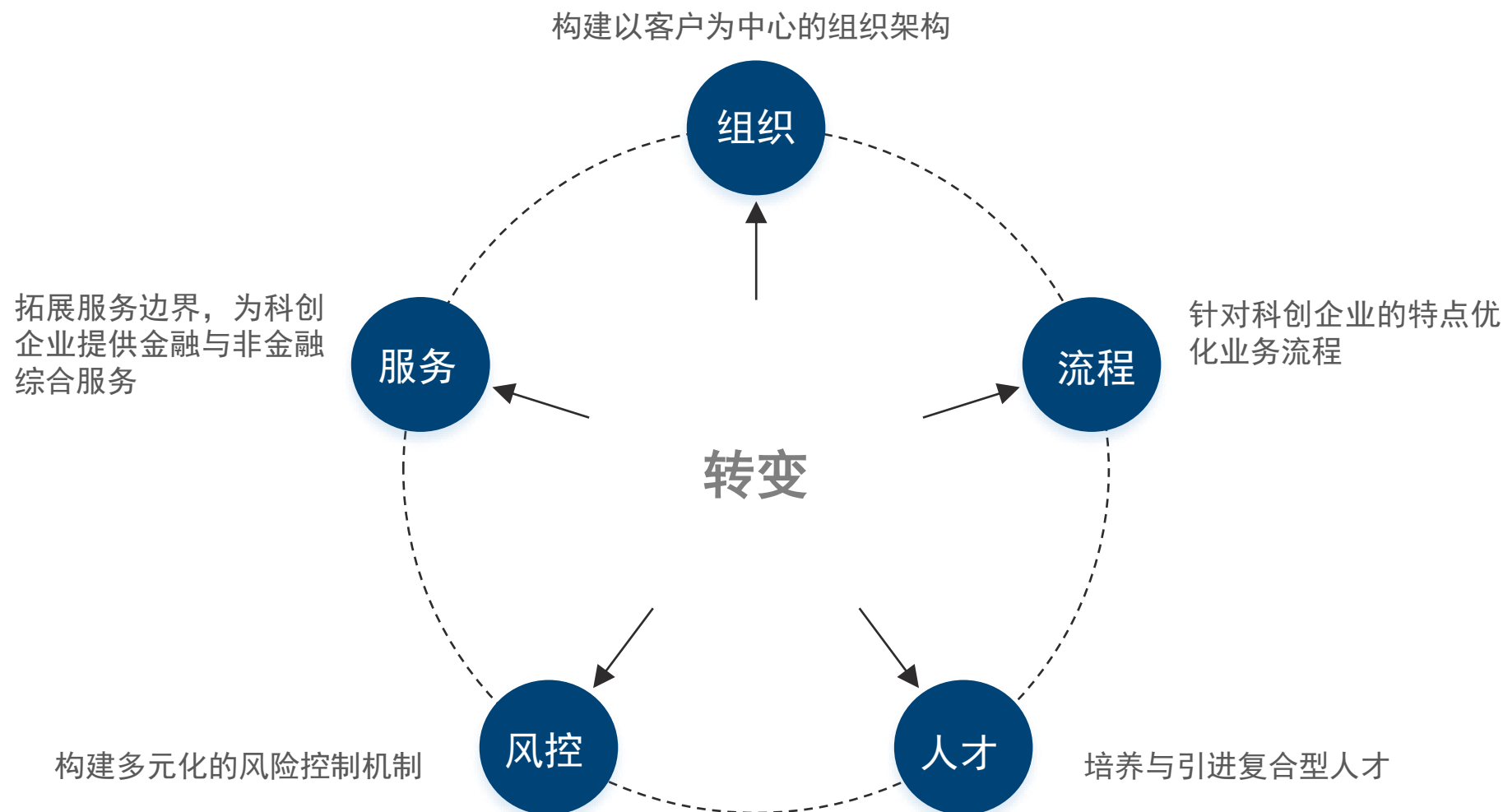
【 05 】 风险提示

◆ 银行传统的组织架构面临挑战，需要从部门银行向流程银行转变

➤ 银行过去的组织架构、业务流程、专业人才、风控体系都是围绕传统存贷款业务设计，在新金融范式下可能存在不适应的挑战



◆ 银行传统的组织架构面临挑战，需要从部门银行向流程银行转变



- ◆ 若宏观经济超预期下行，可能从多方面影响银行业，比如经济下行时期货币政策宽松对净息差可能产生负面影响，宏观经济下行时期借款人偿债能力下降可能会对银行资产质量产生不利影响等。

免责声明

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

分析师承诺

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。

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（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有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。



国信证券
GUOSEN SECURITIES

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楼

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