禁止互联网销售，银行理财发展五大关注点

增持（维持）

2020 年 12 月 27 日

证券分析师 马祥云
执业证号：S0600519020002
021-60199793
maxy@dwzq.com.cn

研究助理 陶哲航
taozhh@dwzq.com.cn

事件：银保监会发布《商业银行理财子公司理财产品销售管理暂行办法（征求意见稿）》，作为《商业银行理财子公司管理办法》的配套制度。

投资要点

■ **关注点一：理财产品目前不允许通过第三方互联网平台销售。**

2018 年 12 月发布了《商业银行理财子公司管理办法》，两年以来，累计已有 20 家理财子公司正式开业、4 家正在筹建。相比于传统银行理财，理财子公司拥有政策红利，例如产品销售不设起点金额、公募产品也可直接开户投资股票等。本次征求意见的理财子公司产品销售管理办法主要明确了销售定义范畴、销售机构范围、从事销售活动应具备的条件等。

本次政策的核心关注点，是明确了互联网渠道目前不能销售理财产品。政策首先从定义上明确，理财产品的销售包括以下部分或全部业务活动：①以展示、介绍、比较单只或多只理财产品部分或全部特征信息等方式宣传推介理财产品；②提供单只或多只理财产品投资建议；③为投资者办理认购、申购和赎回。同时，政策又规定理财产品的代理销售机构只能是其他银行理财子公司，以及商业银行、农村合作银行、村镇银行、农村信用合作社等吸收公众存款的银行业金融机构。

实际上，此前在互联网渠道有很多理财产品展示、销售，包括蚂蚁支付宝、腾讯理财通、京东金融等互联网巨头的理财平台。之前的销售模式，主要是互联网平台与拥有代销资质的商业银行合作，用户在互联网平台上选择合适的理财产品后，点击购买进入代销银行的页面，再开通代销银行的 II 类户认购。不过，本次新规明确规定了销售范畴、机构资格后，这种模式显然也不合规，因此互联网平台也快速下架了银行理财产品。继前期下架银行存款后，互联网理财平台又少了一类具备吸引力的零售产品。

不过，监管政策也留有余地，明确了理财产品的销售机构也可以是“国务院银行业监督管理机构规定的其他机构”，这意味着未来仍然有可能开启互联网销售渠道，但在当前互联网金融严监管的阶段暂时不可行。

■ **关注点二：存量“老理财产品”的压降进入深水区，带来回表压力。**

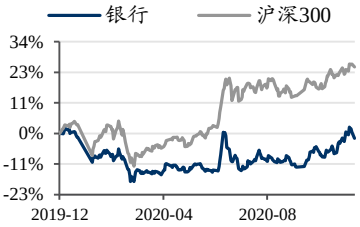
此前，根据 21 世纪经济报道，监管与部分银行以窗口指导形式有过沟通，对于部分难消化的老资产，如果超过 2021 年底过渡期尚未处置完，可以采取“一行一策”措施，最晚放宽到 2025 年。实际上，对部分规模大、处置难的银行采取“一行一策”措施，是业内早已普遍预期的方案，因为很多期限较长的非标资产也无法切换到新产品来承接，只能一事一议，用时间换空间。不过，我们强调这种方案完全没有改变资管新规的改革方向，而且预计监管也会运用各种方式督促商业银行全力处置存量资产。

根据 2019 年末的银行理财报告数据，资产端的非标债权占比 15.63%，对应约 4.1 万亿，考虑新的非标资产认定规则更严格，实际规模会更高。需要注意的是，为加快存量资产的处置，商业银行预计会将部分表外资产腾挪回表，这会占用信贷额度及资本，并且对表内资产质量产生一定影响。不过，由于各银行的差异及数据不可得性，目前该影响难以量化。

■ **关注点三：“类货基”还将面临二次转型，新规预计 2021 年落地。**

未来建议重点关注现金管理类产品的二次转型，资管新规后此类产品被视为符合监管要求并且能以摊余成本法估值的合规净值型产品，每日申购赎回，非常有利于销售，同时由于对投资资产的限制比货币基金更宽松，因此目前较货币基金仍享有 110BP 左右的利差，对个人投资者吸引力强劲。截止 2019 年末，存续净值型产品中此类产品规模达到 4.16 万亿，占净值型产品规模的 41%，同比上升 1.93pct，推算 2019 年规模净增长 1.81 万亿。

行业走势



相关研究

1、《数字金融追踪：头部银行利好：互联网存款拉开监管序幕》2020-12-21
2、《数字金融追踪：招行联手京东，不可低估的 TOP 直销银行》2020-12-13
3、《数字金融追踪：从陆金所三季报看数字金融产业近况》2020-12-06

请务必阅读正文之后的免责声明部分

但是，2019 年末监管层已经就现金管理类产品新规征求意见，我们判断政策将于 2021 年内落地，因此现金管理类产品的监管框架将全面对标货币基金，那么收益率也必定会下行趋近于货币基金，相对吸引力预计收敛。在此背景下，银行要么接受收益率降低，要么放弃使用摊余成本法估值，这两种情形都不利于产品销售，预计现金管理类产品的规模短期将降速或下行。

■ **关注点四：银行理财进入股市的增量规模预计 2021 年依然“不显著”。**

自从 2018 年资管新规启动后，由于理财对非标资产的配置难度加大，权益市场投资者就非常关注银行理财的增量资金进入股市。不过，我们也年复一年地强调，银行理财资金进入股市将是漫长的过程。目前来看，预计 2021 年银行理财资金仍然不会大规模进入股市，无论从理财子公司战略重心，还是人员配置、管理风险偏好等方面考虑，权益资产目前都不是重点聚焦领域。不过，长期方向而言，理财对权益的配置比例将持续提高。

今年定增新规启动后，部分银行理财积极探索通过定增来配置权益资产，不过总体增量规模相对有限，而且主要以自主选股、借助公募基金通道的模式开展，直接委外给公募基金来主动管理的规模较小，商业银行固有的授信思维仍然对权益投资产生约束。此外，部分银行也积极发行了自主投资管理的权益型理财产品，例如招银理财的招卓沪港深精选周开一号等，此类权益型产品预计将在业内形成示范效应。

■ **关注点五：头部财富管理银行的理财业务转型成功，将进入高速发展期。**

经过两年的转型发展，目前商业银行的理财业务已经有所分化。招商银行在转型过程中领先同业，包括对存量旧资产的处置、对合规新产品的探索、对理财子公司治理及人员配置的优化等。我们看到，2020 年前三季度招商银行的受托理财收入同比大幅增长 68%至 78.26 亿元（母行口径），而此前已连续三年下滑，理财业务的拐点确立。

由于目前，理财子公司可以代销其他银行理财子公司的产品，我们可以看到招商银行代销光大银行、建设银行、交通银行、兴业银行的产品，由此判断，在全行业交叉销售背景下，理财业务不再比拼网点数量，未来的核心是客户口碑、流量基础、主动管理与资产配置能力等。我们认为，招商银行、平安银行、宁波银行作为零售财富管理龙头银行，最受益新的竞争格局，此外，浦发银行、光大银行等深耕财富管理的股份行也值得期待。

■ **投资建议：再次强调零售金融是最佳赛道，看好银行股估值修复行情。**对于**招商银行**，我们长期作为核心龙头金融股坚定推荐，此前在报告中我们建议招商银行目标价 48.77 元/股，对应估值约 1.70x2021PB，维持目标价不变。对于银行板块，我们看好银行股未来半年的估值修复行情，预计估值修复领先于基本面的财务指标，重点推荐低估值的**建设银行**及核心零售银行**平安银行、宁波银行**。此外，建议投资者关注估值处于历史底部、基本面有所企稳的**上海银行、浦发银行**。

■ **风险提示：1）商业银行存量理财资产处置进度不及预期；2）商业银行资产质量信用风险超预期；3）银行贷款利率持续下行，利差继续收窄。**

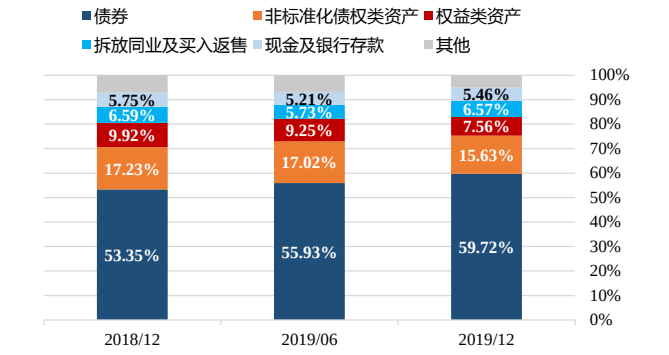
请务必阅读正文之后的免责声明部分

表 1：银行理财子公司最新筹建、开业情况

银行（母公司）	理财子公司	状态	获批筹建时间	获批开业时间
工商银行	工银理财	开业	2019/03/04	2019/05/27
建设银行	建信理财	开业	2019/01/01	2019/05/27
交通银行	交银理财	开业	2019/01/11	2019/06/03
中国银行	中银理财	开业	2019/01/11	2019/07/05
农业银行	农银理财	开业	2019/01/11	2019/07/31
光大银行	光大理财	开业	2019/05/27	2019/10/08
招商银行	招银理财	开业	2019/05/27	2019/11/11
邮政储蓄银行	中邮理财	开业	2019/06/03	2019/12/12
兴业银行	兴银理财	开业	2019/06/18	2019/12/18
宁波银行	宁银理财	开业	2019/07/04	2019/12/20
杭州银行	杭银理财	开业	2019/07/01	2019/12/25
徽商银行	徽银理财	开业	2019/09/06	2020/04/24
中信银行	信银理财	开业	2019/12/13	2020/06/23
重庆农村商业银行	渝农商理财	开业	2020/02/13	2020/06/29
南京银行	南银理财	开业	2019/12/26	2020/08/17
江苏银行	苏银理财	开业	2019/12/26	2020/08/17
平安银行	平安理财	开业	2020/01/03	2020/08/17
青岛银行	青银理财	开业	2020/03/26	2020/09/11
华夏银行	华夏理财	开业	2020/05/08	2020/09/11
中银理财、东方汇理资管公司	汇华理财	开业	2019/12/20	2020/09/24
广发银行	广银理财	获批筹建	2020/07/13	
浦发银行	浦银理财	获批筹建	2020/08/04	
贝莱德金融、建信理财、富登管理	贝莱德建信理财	获批筹建	2020/08/11	
民生银行	民生理财	获批筹建	2020/12/25	

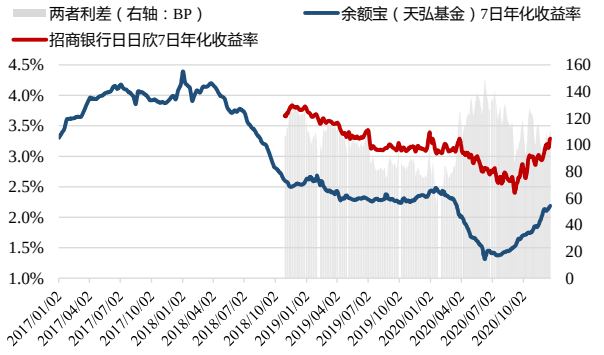
数据来源：各商业银行官网，东吴证券研究所汇总

图 1：理财债券配置比例提升，非标及权益占比走低



数据来源：中国银行业理财市场报告，东吴证券研究所

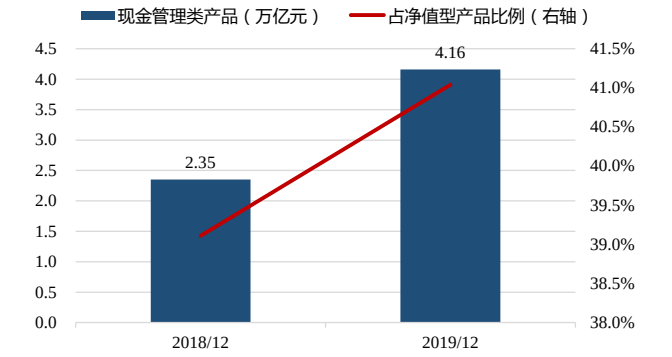
图 2：银行“类货基”收益率未来将趋近于货币基金



数据来源：Wind，招商银行官网，东吴证券研究所

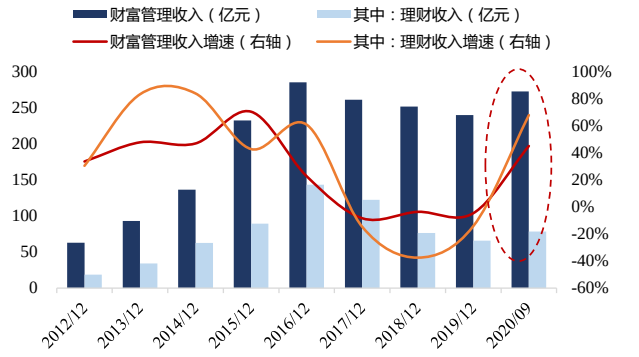
请务必阅读正文之后的免责声明部分

图 3：现金管理类产品规模高增长成为主力净值型产品



数据来源：中国银行业理财市场报告，东吴证券研究所

图 4：招商银行（母行）受托理财收入重归正增长



数据来源：招商银行财务报告，东吴证券研究所

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中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投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准:

公司投资评级:

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15%以上;

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5%与 15%之间;

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间;

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间;

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

行业投资评级:

增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5%以上;

中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘-5%与 5%;

减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5%以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址： http://www.dwzq.com.cn

