银行行业点评

资管新规延期，不改零售理财变局

增持（维持）

2020 年 08 月 03 日

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

事件：央行等部门审慎研究决定，延长资管新规过渡期至 2021 年底。

观点 1：投资层面，我们认为资管新规延期对权益市场及银行股估值影响有限：①延期完全符合预期，且延期 1 年也是此前预期概率最高的方案；②核心改革方向及监管尺度没有任何变化；③银行股当前核心矛盾在于资产质量，短期关注中报业绩，而表外理财未来仍将按照资管新规要求处置。

观点 2：对于零售金融格局，我们维持此前观点，银行理财吸引力边际下滑利好权益基金及保险。资管新规延期落地后，预计银行现金管理类理财新规也将正式落地，“类货基”收益率将下行趋近于货币基金，居民资产荒延续。

投资要点

■ **资管新规必须延期源于非标资产处置困难，但转型方向没有任何变化。**

①资管新规的核心难题在于存量非标资产的处置，宏观下行压力下企业还款压力大，如果激进处置又会冲击实体。因此，资管新规自 2018 年 4 月发布以来实际执行缓慢，2020 年几乎不可能完成目标。根据 2019 年银行理财报告，理财资金的非标配置比例已降至 15.63%，但对应 4.1 万亿存量资产较 2018 年的规模压降并不明显。同时，还要考虑该统计口径并未反映全部真实的非标规模，因为央行近期已经发布《标准化债权类资产认定规则》，预计理财实际需要管控的非标规模还会明显增长。

②本次资管新规延期方案非常宽松，并没有额外提出新的约束条件，但我们认为这种延期方案有利有弊。一方面，从实体角度的确减轻了企业融资压力，因为理论上银行仍可以参照 2018 年“央行 720 补丁”继续发行“老产品（预期收益型、非净值化产品）”对接未到期资产或投资新资产，只需要将规模控制在 2019 年末体量以内；另一方面，从改革角度预计会明显减缓转型进程，部分转型不积极的银行可能仍将拖延处置进度。

■ **继续看好居民资产向权益基金及保险加码，“类货基”收益率也将下行。**

①从零售金融角度，我们仍然看好 2020~2021 年居民资产继续向权益型基金及保险迁徙。虽然资管新规延期，但理财产品在转型期内吸引力仍然不足：配置非标的产品要求期限足够长，而个人投资者追求高流动性，偏爱短期限产品，投资者培育需要过程；配置标准化资产的理财产品则受利率环境影响，收益率比较低。此外，信托“破刚兑”、表内存款监管趋严等因素也将推动居民加码对权益基金及保险产品的配置。

②2019 年以来，银行理财转型的主力产品“类货基”未来吸引力也将下降，由于采用摊余成本法估值+允许每日申赎，并且收益率明显高于货币基金，因此受到投资者追捧、规模高增长。但是，2019 年末现金管理类产品新规开始征求意见，随着资管新规延期方案落地，预计“类货基”也将开始按照新规全面对标货币基金运行，那么收益率下行难以避免，居民理财资产荒将推动零售资金进一步向权益基金、保险等产品配置。

■ **银行股当前的核心矛盾在于资产质量，短期关注中报业绩下滑压力。**

①近期，市场非常关注银行股中报业绩下滑的预期，下半年以来监管层频繁提及商业银行面临的资产质量信用风险压力，监管层及投资者对不良率上行已经充分预期，同时海外大型银行二季度也继续大幅增提拨备减值以应对“可能的最差情形”。在这个背景下，我们判断很多银行股中报盈利将同比下滑，相对优质的银行牺牲短期盈利以夯实资产负债表、提升风险抵补能力，而经营质量较差的银行则必须出清资产质量风险。

②但是，我们判断银行股中报盈利下滑幅度将优于市场预期。部分投资者出于对信用风险不确定性的担忧，预判银行股盈利可能大幅显著下滑，我们判断国有大型银行及上市股份行、城商行盈利降幅都在可控范围内，核心银行则仍能实现盈利正增长。我们认为，风险出清后银行股基本面将借助宏观经济复苏逐步改善，因此建议中报前逢低布局核心银行，看好中报

行业走势



相关研究

1、《银行行业点评：银行股中报盈利下滑？》2020-07-27
2、《零售金融追踪：银行理财 2019 年报解析：类货基驱动规模创新高，固收仍是核心》2020-07-19
3、《零售金融专题研究系列二：数百款银行理财破净，是结构性牛市的水源吗？》2020-07-08

请务必阅读正文之后的免责声明部分

后优质银行股估值修复。

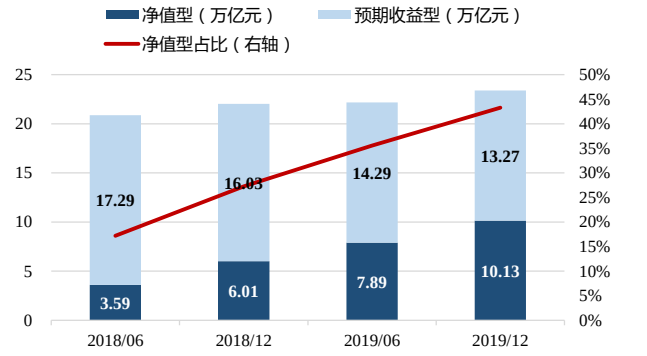
- **投资建议：重点推荐宁波银行、招商银行、平安银行。**1）零售银行相比于对公型银行，风险出清节奏更快（一季度不良率已经有所反应）、资产质量可预测性更高。2）宁波银行在核心银行中增速最高、资产质量没有历史包袱，预计中报仍然最靓丽；招商银行客户质量优异、零售信用风险已经有所显现，且盈利能力强劲；平安银行预计中报零售资产质量风险将进一步暴露，但对公业务历史包袱也比较轻，同时估值更低、成长空间更优。
- **风险提示：**1）疫情冲击宏观经济造成银行资产质量承压；2）银行贷款利率持续下行，利差快速收窄；3）中小银行信贷投放受疫情冲击。

表 1：资管新规体系核心政策及内容

时间	政策	核心内容
2018/04/27	关于规范金融机构资产管理业务的指导意见	打破刚性兑付、禁止资金池、投资非标要求期限匹配 过渡期至 2020 年底，过渡期内**【可以发行老产品对接存量产品投资的未到期资产】**，但应当严格控制在存量规模内并有序压缩
2018/07/20	关于进一步明确规范金融机构资产管理业务指导意见有关事项的通知	过渡期内**【可以发行老产品投资新资产】**，但规模控制在资管新规发布前存量规模内，且新资产到期日不得晚于 2020 年底
2018/09/26	商业银行理财业务监督管理办法	明确**【允许公募理财产品通过投资公募基金间接进入股市】** 商业银行已经发行的保证收益型和保本浮动收益型理财产品应当按照结构性存款或其他存款进行规范管理，结构性存款应当纳入表内核算并按照存款管理 公募理财产品单一投资者**【销售起点金额降至不低于 1 万元】**
2018/12/12	商业银行理财子公司管理办法	理财子公司的公募产品可以直接投资股票 理财子公司产品销售不设起点
2019/12/17	关于规范现金管理类理财产品管理有关事项的通知（征求意见稿）	对银行理财现金管理类产品的监管规则**【全面对标货币基金】**
2020/05/08	信托公司资金信托管理暂行办法（征求意见稿）	限制投资非标比例，明确全部集合资金信托投资于非标合计金额在任何时点均**【不得超过全部集合资金信托合计实收信托的 50%】** 限制期限错配，要求投资非标的资金信托必须为封闭式，且非标终止日不得晚于资金信托到期日
2020/07/03	标准化债权类资产认定规则	理财直接融资工具、银行业信贷资产登记流转中心的信贷资产流转和收益权转让相关产品、北金所债权融资计划、中证机构间报价系统的收益凭证、上海保交所债权投资计划及资产支持计划、其他未符合要求的各类金融产品**【都是非标准化债权类资产】**
2020/08/01	优化资管新规过渡期安排，引导资管业务平稳转型	资管新规**【过渡期延长至 2021 年底】**，在**【锁定存量资产的基础上】**继续由金融机构自主调整整改计划，按季监测实施 对于 2021 年底前仍难以完全整改到位的个别金融机构，说明原因并经金融管理部门同意后**【个案处理】**

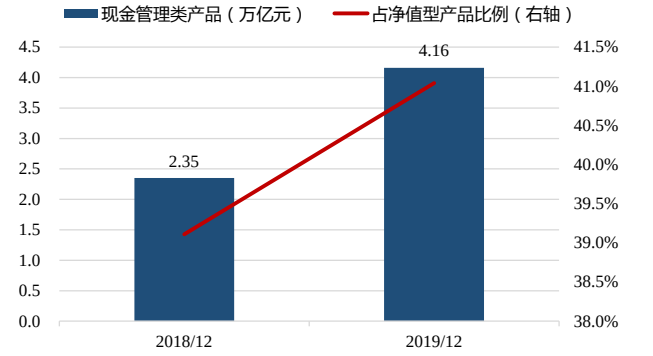
数据来源：中国人民银行，银保监会，东吴证券研究所

图 1：2019 年净值型产品比例持续提升至 43%



数据来源：中国银行业理财市场报告，东吴证券研究所测算

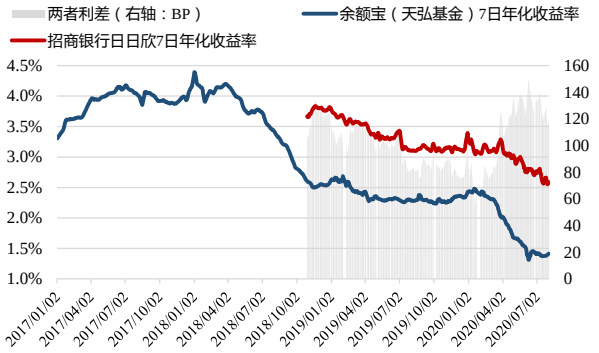
图 2：现金管理类产品规模高增长成为主力净值型产品



数据来源：中国银行业理财市场报告，东吴证券研究所测算

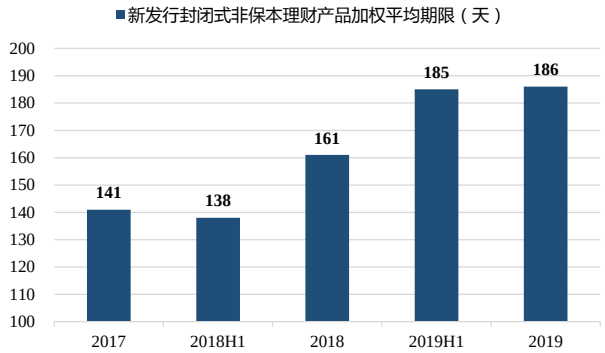
请务必阅读正文之后的免责声明部分

图 3：货币基金与现金管理类产品收益率持续走低



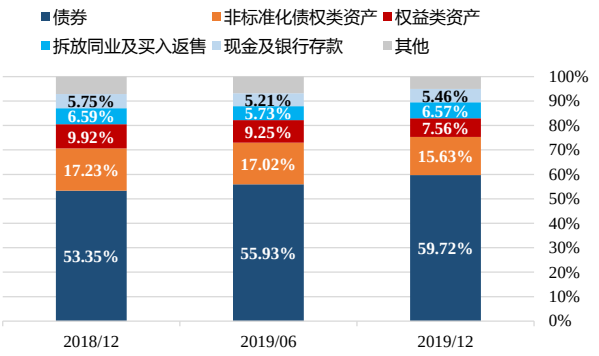
数据来源：Wind，招商银行官网，东吴证券研究所测算

图 4：资管新规后新发行理财产品期限拉长过程缓慢



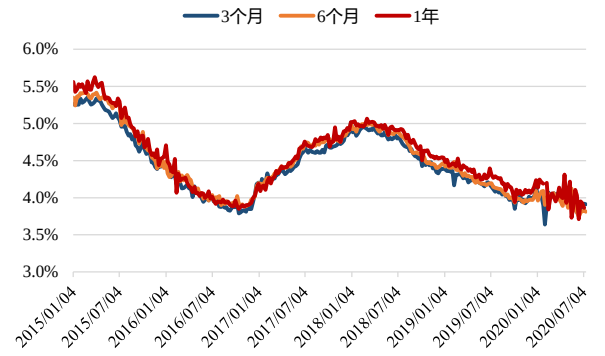
数据来源：中国银行业理财市场报告，东吴证券研究所

图 5：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 6：Wind 统计全市场理财产品预期收益率仍在下行



数据来源：Wind，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

