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

增持（维持）

2020 年 07 月 19 日

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

事件：7 月 15 日，银行业理财登记托管中心与中国银行业协会联合发布《中国银行业理财市场报告（2019 年）》。

投资要点

■ **2019 年理财规模创新高达到 23.4 万亿，净值型占比升至 43%，未来关注 4.16 万亿现金管理类产品的“二次转型”。**

①我们在前期的专题报告中已充分讨论，（非保本）银行理财 2017~2018 年规模增长停滞主要受到监管压降同业理财影响。2019 年末同业理财规模已降至 8400 亿（图 2），全年降幅收窄至 3800 亿，对总规模的拖累效应减弱，因此（非保本）理财规模增至 23.4 万亿，创历史新高（图 1）。2018 年资管新规启动后，理财新增主力产品是现金管理类产品（俗称“类货基”）。

②净值化转型加速，净值型产品规模占比由 2018 年的 27%大幅提升至 43%（图 3）。2019 年末，非净值化的预期收益型产品规模较期初减少 2.76 万亿，降至 13.27 万亿；净值型产品规模则增加 4.12 万亿，达到 10.13 万亿，增幅 68.61%。**本次理财报告首次正式披露现金管理类产品规模，存续净值型产品中此类产品规模达到 4.16 万亿（图 4），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。**

③未来建议继续重点关注现金管理类产品的“二次转型”，因为资管新规后此类产品被视为符合监管要求并且能够以摊余成本法估值的合规净值型产品，非常有利于销售推广，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 120BP 左右的利差（图 5），对个人投资者吸引力强劲。但是，我们前期在专题报告中多次强调，2019 年末监管层已经就现金管理类产品新规征求意见，下半年预计资管新规将继续推进，**因此现金管理类产品的监管框架将全面对标货币基金（表 1），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。

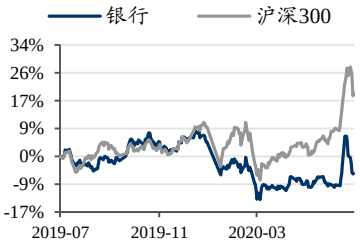
④理财子公司初具规模，截止目前共有 21 家理财子公司获批筹建（其中 1 家为中银理财与东方汇理合资设立），14 家已开业（表 2）。**5 家国有大行的理财子公司已有存续产品，规模合计 0.8 万亿元，均为净值型产品。**

■ **理财仍以固收为产品及投资端核心，增配权益是长期方向，短期理财收益率下行边际利好基金、保险等其他零售产品。**

①从理财产品的投资属性来看，固定收益类仍是绝对主体，2019 年末规模为 18.27 万亿，占比小幅提升至 78%，混合类占比 21%，而权益类占比仍然很低，规模仅约 800 亿，并未明显增长（图 7）。对于银行理财资金流入权益市场，我们仍然强调此前观点，**中短期内银行理财的重心仍将在固定收益，虽然长期会逐步增加发行权益型产品、提升权益资产配置比例，但考虑投研人员配置、客户风险偏好、机构资源禀赋等因素，判断增配权益的进程会比较缓慢。**因此，我们认为中短期内不应对银行理财资金大规模流入股市抱有过于乐观的预期。

②从产品发行期限角度，可以看到 2019 年封闭型新产品的平均期限为 186 天，分别较 2018、2019H1 拉长 25、1 天（图 8）。由于居民普遍偏好短期限、高流动性的投资产品，但资管新规要求理财产品的期限与资产端久期匹配，如果要配置非标资产，则产品期限必须拉长。**从目前实践来看，期限拉长后的理财产品并不容易销售，2019 年封闭式新产品期限拉长幅度非**

行业走势



相关研究

1、《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
2、《零售金融专题研究系列一：居民如何理解？零售金融的变局与分层》2020-01-13
3、《银行行业点评：银行获取券商牌照的五大展望》2020-06-28
4、《银行行业点评：1.5 万亿让利，并非对金融系统的直接利润冲减》2020-06-18

请务必阅读正文之后的免责声明部分

常有限，产品转型仍然任重道远。

③市场近期关注理财资金的资产配置结构，因为低利率环境下权益类资产吸引力提升，理财存在增配权益的动力。观察 2019 年数据，非保本理财穿透后持有资产余额 26.24 万亿，其中债券配置比例大幅提升至 59.72%；非标配置比例降低至 15.63%；权益类占比 7.56%，较 2018 年末降低 2.32pct（图 9），**这也印证了我们前文观点“银行理财增配权益的过程会比较长”，预计 2020 年中期的权益类资产占比会提升，但幅度有限**。此外，目前 7.56%的权益类资产中，纯股票的占比预计更少，主要为“固收+”类资产。

④不过从产品收益率角度，银行理财的确面临低利率压力。观察 Wind 统计数据，目前理财产品预期收益率已降至 4%以下（图 10），我们前期专题报告中也重点分析了“近 400 款理财产品破净”的现象。由此判断，未来提升主动投资能力、增配权益类资产是银行理财发展的长期方向。**由于受到资管新规期限错配及净值化估值的约束，理财产品竞争力确实边际下滑，这可能会持续利好权益基金及储蓄型保险等潜在的替代产品**。

■ **投资建议：短期零售金融变局利好权益市场，长期看好财富管理空间。**

①**银行理财竞争力下滑短期利好基金及权益市场。**近期观察到部分理财产品受债市波动影响估值破净，同时考虑下半年现金管理类产品新规落地后收益率也将下行、表内存款定价受监管约束、信托风险暴露等情况，预计短期内部分零售资金可能加速将向公募基金迁徙并涌向权益市场。

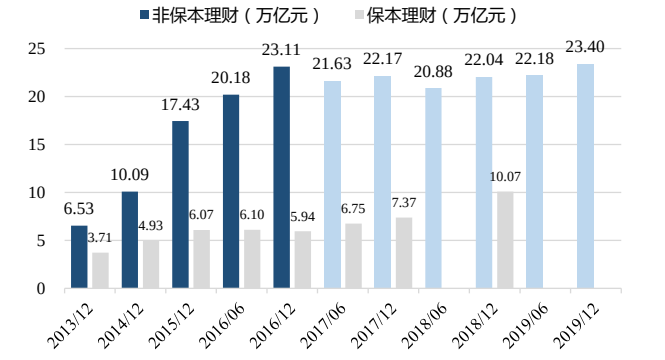
②**中短期内不应对理财直接投资股市抱有过高预期。**虽然银行理财长期有动力提升权益类资产比例，但中短期内直接投资股市的增量不明显，主要考虑投研人员配置、客户风险偏好、机构资源禀赋等因素的制约。

③**零售金融长期是金融领域最具成长空间的赛道。**长期而言预计银行理财仍将是零售金融龙头，同时基金、保险等都将受益，未来比拼机构主动管理能力，财富管理领域的头部银行/券商/保险/基金等都将分享红利。

银行股重点推荐：**招商银行、平安银行、宁波银行、建设银行**。

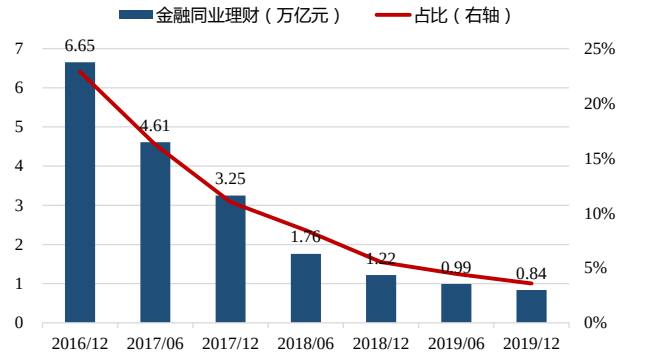
■ **风险提示：**1）宏观经济压力冲击居民收入及理财投资；2）财富管理机构投资收益率持续承压，或负债成本上行；3）互联网巨头切分传统金融机构市场份额。

图 1：2019 年非保本银行理财规模创历史新高



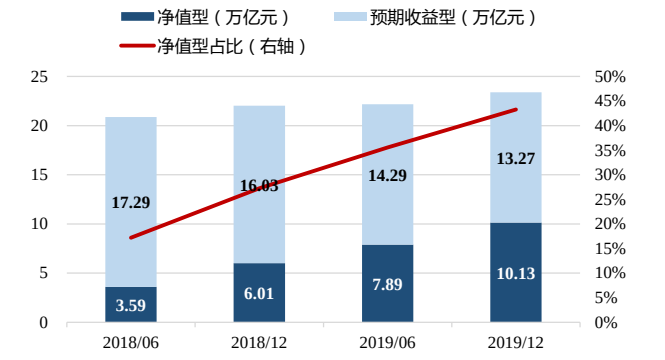
数据来源：中国银行业理财市场报告，东吴证券研究所

图 2：同业理财规模继续压降但降幅已经趋缓



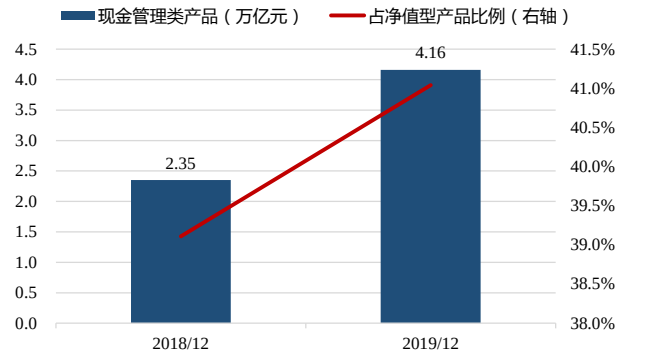
数据来源：中国银行业理财市场报告，东吴证券研究所

图 3：2019 年净值型产品比例持续提升至 43%



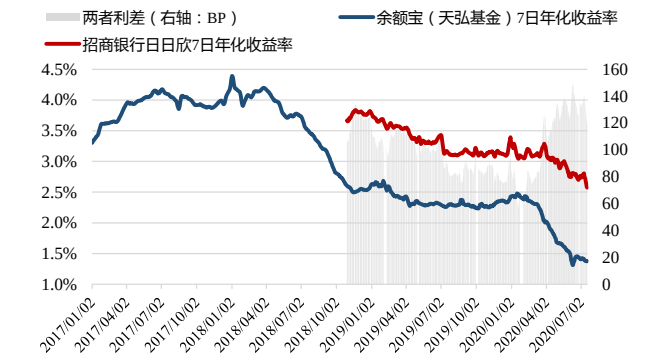
数据来源：中国银行业理财市场报告，东吴证券研究所测算

图 4：现金管理类产品规模高增长成为主力净值型产品



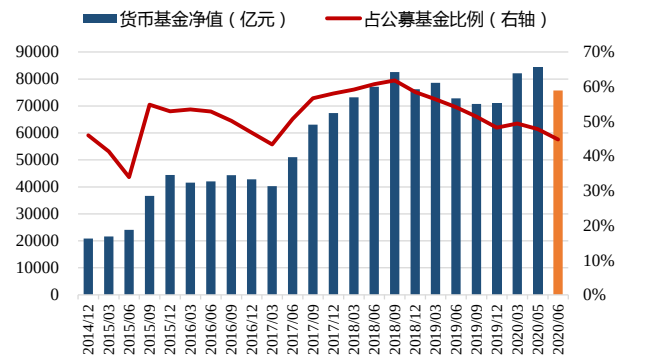
数据来源：中国银行业理财市场报告，东吴证券研究所测算

图 5：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 6：货币基金规模 6 月以来再度开始下行



数据来源：证券基金业协会，东吴证券研究所

请务必阅读正文之后的免责声明部分

表 1：现金管理类理财产品监管新规（征求意见稿）核心内容

	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）	货币市场基金监督管理办法(2015 年 12 月)、公开募集开放式证券投资基金流动性风险管理规定（2017 年 8 月）	影响
定义	投资于货币市场工具，每个交易日可办理产品份额认购、赎回的商业银行或者银行理财子公司理财产品（在产品名称中使用“货币”“现金”“流动”等类似字样的理财产品视为现金管理类产品）	仅投资于货币市场工具，每个交易日可办理基金份额申购、赎回的基金（在基金名称中使用“货币”、“现金”、“流动”等类似字样的基金视为货币市场基金）	完全一致，影响显著：部分短期定开型理财产品此前也被当做现金管理类产品，未来需剔除，进而不得用摊余成本法估值，销售更加困难
投资范围	（一）现金； （二）期限在 1 年以内（含 1 年）的银行存款、债券回购、中央银行票据、同业存单； （三）剩余期限在 397 天以内（含 397 天）的债券、在银行间市场和证券交易所市场发行的资产支持证券； （四）监管层认可的其他具有良好流动性的货币市场工具	（一）现金； （二）期限在 1 年以内（含 1 年）的银行存款、债券回购、中央银行票据、同业存单； （三）剩余期限在 397 天以内（含 398 天）的债券、非金融企业债务融资工具、资产支持证券； （四）监管层认可的其他具有良好流动性的货币市场工具	基本一致，影响重大： 1）银行现金管理类产品此前投资限制宽泛，按照新规需对底层资产广泛调整； 2）失去信用下沉及久期拉长的能力后，收益率必将下行并趋近于货币基金； 3）底层资产调整对市场上低评级、长久期的债券有影响，但流动性风险总体可控； 4）现金管理类理财收益率下行，销售更加困难，规模收缩； 5）社会无风险利率下行，一定程度上减轻银行表内存款压力，同时边际利好“类固收”的货币基金、储蓄型保险等产品
禁止投资	（一）股票； （二）可转换债券、可交换债券； （三）以定期存款利率为基准利率的浮动利率债券，已进入最后一个利率调整期的除外； （四）信用等级在 AA+以下的债券、资产支持证券； （五）监管层禁止投资的其他金融工具	（一）股票； （二）可转换债券、可交换债券； （三）以定期存款利率为基准利率的浮动利率债券，已进入最后一个利率调整期的除外； （四）信用等级在 AA+以下的债券、非金融企业债务融资工具； （五）监管层禁止投资的其他金融工具	
久期管理	每只现金管理类产品投资组合的平均剩余期限不得超过 120 天，平均剩余存续期限不得超过 240 天	货币基金投资组合的平均剩余期限不得超过 120 天，平均剩余存续期不得超过 240 天	完全一致，影响显著：预计目前现金管理类银行理财产品投资组合久期仍然明显长于监管要求

数据来源：银保监会，东吴证券研究所汇总

表 2：银行理财子公司最新筹建、开业情况

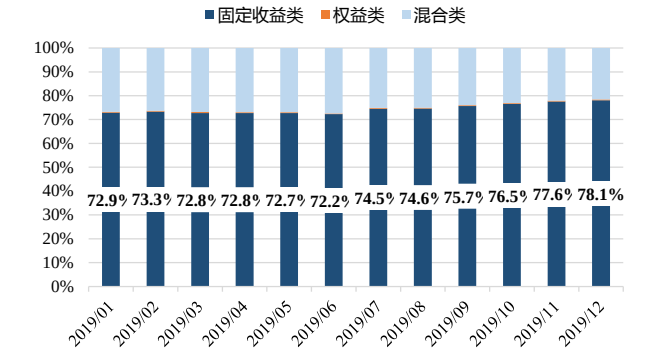
银行（母公司）	理财子公司	状态	获批筹建时间	获批开业时间
工商银行	工银理财	开业	2019/03/04	2019/05/27
建设银行	建信理财	开业	2019/01/01	2019/05/27
交通银行	交银理财	开业	2019/01/11	2019/06/03
中国银行	中银理财	开业	2019/01/11	2019/07/05
农业银行	农银理财	开业	2019/01/11	2019/07/31
光大银行	光大理财	开业	2019/05/27	2019/10/08
招商银行	招银理财	开业	2019/05/27	2019/11/11
邮政储蓄银行	中邮理财	开业	2019/06/03	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	获批筹建	2019/12/26	
江苏银行	苏银理财	获批筹建	2019/12/26	
平安银行	平安理财	获批筹建	2020/01/03	

请务必阅读正文之后的免责声明部分

广发银行	广银理财	获批筹建	2020/07/13	
华夏银行	华夏理财	获批筹建	2020/05/08	
中银理财、东方汇理资管公司	汇华理财	获批筹建	2019/12/20	
青岛银行	青银理财	获批筹建	2020/03/26	

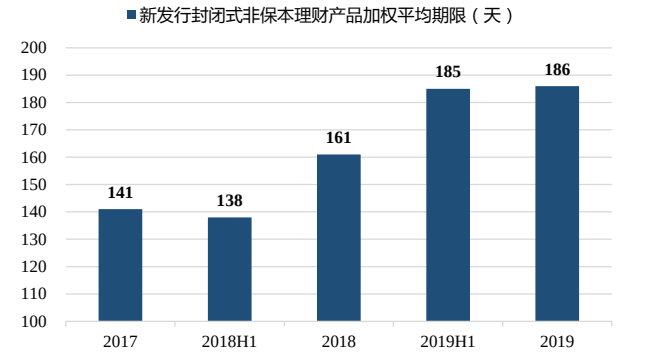
数据来源：各商业银行官网，东吴证券研究所汇总

图 7：银行理财固定收益类产品占比继续提升



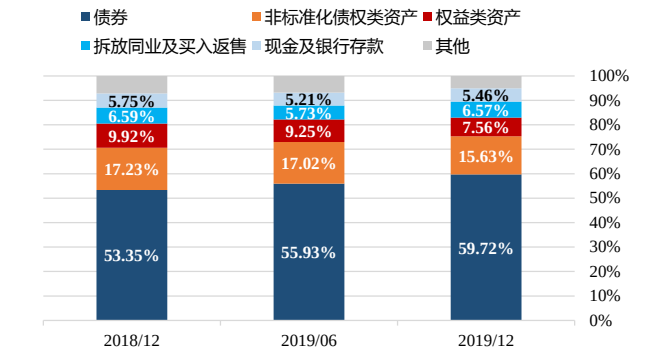
数据来源：中国银行业理财市场报告，东吴证券研究所

图 8：资管新规后新发行理财产品期限拉长过程缓慢



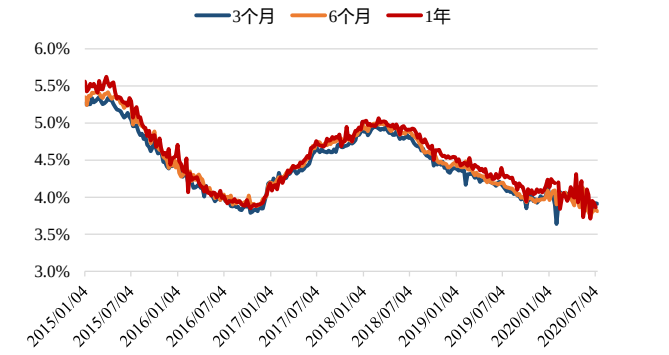
数据来源：中国银行业理财市场报告，东吴证券研究所

图 9：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 10：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