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？

增持（维持）

2020 年 07 月 08 日

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

证券分析师 胡 翔
执业证号：S0600516110001
021-60199793
hux@dwzq.com.cn

引言：我们年初发布《零售金融专题研究系列一》预判，银行理财竞争力的下滑边际有利于权益基金、保险等投资理财产品。上半年权益基金销售火热，而百余款理财产品净值跌破 1 元，同时我们看到信托打破刚兑、固收类理财收益率持续下行。零售金融的格局是否正在加速变迁？居民资金会借道公募基金持续流入股市，并进一步助燃结构性牛市行情吗？

投资要点

■ **居民资产荒！银行理财“破净”等五大催化剂加速推动零售金融变局。**

①银行理财迎来资管新规时代首次实质性“破刚兑”挑战。据央视新闻报道，截至 6 月 28 日共有 391 支理财产品净值跌破过 1 元，浮亏主要受债市波动影响。资管新规体系下，未来净值波动常态化，虽然我们强调银行理财产品收益总体仍然可靠，但居民对无风险收益的信仰显然被打破，我们判断银行理财竞争力的下滑将显著利好权益型基金、保险等金融产品。

②居民投资最便利的货币基金及银行“类货基”现金管理类理财产品收益率同样快速下行，目前余额宝 7 日年化收益率已降至 1.421%，而“类货基”虽然仍有+140BP 利差（大部分产品收益率仍达到 2.7%~3%），但后续随着资管新规过渡期确定、现金管理类新规正式落地，我们判断此类产品收益率也将快速下行趋近于货币基金，居民理财资产荒趋势仍会延续。

③银行结构性存款此前享有“高收益+短期限+实质性刚兑”优势（收益率上限可突破 4%），但由于上半年企业在流动性宽松环境下利用结构性存款进行“资金空转套利”，导致监管层 6 月再次窗口指导。我们判断结构性存款未来规模下降、收益率下行。在此背景下，银行大额存单成为了更稀缺品种（定价为基准利率上浮 50%~55%），但由于发行额度本身受控制、投资限额至少 20 万等条件制约，我们判断也无法大量承接零售资金，同时商业银行考虑负债成本压力，预计也将逐步下调大额存单发行利率。

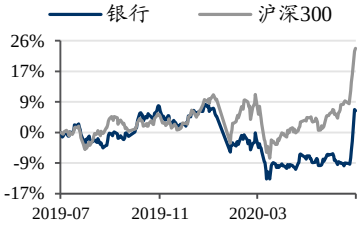
④信托受资管新规冲击最为明显，2019 年以来部分公司接连暴雷、产品逾期违约打破刚兑预期、新发行产品收益率同样下行、监管持续限制通道类及融资类等传统业务模式。我们判断，虽然一些信托公司目前仍在努力实现刚性兑付，但顺应资管行业“打破刚兑”的变革趋势，个人客户对信托配置的比例短期将有所降低，而部分高风险偏好资金可能流向权益市场。

⑤上证综指与公募基金近几年收益率表现严重分化，过去四年半上证综指累计下跌 15.7%，而机构投资者业绩优异，存续股票及混合型基金 2016 年以来的复权净值增长率，仅算数平均数就达到+32%，大幅跑赢指数。我们判断这一现象将形成深刻的教育意义，引导大量个人投资者选择借道公募基金投资权益市场，继而进一步推升核心优质资产的估值。

■ **短期股市行情火热，毫无疑问将吸引零售资金加速流入权益市场推升估值。**

短期角度，考虑理财等各类产品吸引力明显下降，更关键的是同期股市行情火热，公募基金表现卓越，我们判断居民风险偏好将明显抬升，借道基金涌入权益市场，我们认为该趋势在当前阶段非常明确，并将持续对市场行情形成显著积极影响。实际上，5 月末股票型+混合型基金净值规模已升至 3.91 万亿，占比升至 22%新高，规模较年初增长 23%，增速高于同期公募基金总规模（+19%）；1~5 月合计净新增规模 7181 亿，已大幅超过 2019H1 的 4722 亿元，趋近于 2019 全年 1 万亿规模。

行业走势



相关研究

1、《零售金融专题研究系列一：居民如何理财？零售金融的变局与分层》2020-01-13
2、《银行行业点评：银行获取券商牌照的五大展望》2020-06-28
3、《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
4、《银行行业点评：银行股反弹：过度悲观的预期正在改善》2020-05-29

请务必阅读正文之后的免责声明部分

长期角度，我们保持理性乐观，判断居民资产配置结构会在资管新规时代重构，基于各类理财产品新的风险收益参数重新配置，但不会像短期（当前阶段）一样“急速涌入”权益市场。我们预计：①银行理财虽然边际竞争力下降但仍将长期位居零售理财龙头；②保险作为存款以外唯一合法“刚兑”产品，吸引力逐步提升，保费增长拐点逐步临近；③权益型基金充分受益于利率长期下行、资管打破刚兑及资本市场发展，预计居民对权益资产的配置规模将实现高于其它资产的年化复合增速，2023 年末配置比例将升至 15.8%。

■ **零售财富管理是金融领域最具成长空间的核心赛道，银行/券商/基金/保险都将受益。**

银行：传统业务角度，随着理财产品打破刚兑、“类货基”及表内存款监管趋严，银行负债成本将打开下行空间，负债端“囚徒博弈”压力减轻，有利于稳定利差。未来成长空间角度，银行深度切分财富管理赛道，一方面通过理财子公司发行管理产品，另一方面通过代销或投顾模式切分基金/保险/私募/信托等细分市场。我们看好头部银行长期受益财富管理：①做强中间业务收入；②做大客户规模及服务深度，同时沉淀低成本存款。

非银：资本市场发展、权益市场走强本身对券商直接构成实质性利好。此外，拥有客户流量优势的头部金融机构，诸如银行、互联网平台（阿里/腾讯/东方财富等）、券商等，都将通过基金代销切分权益市场快速发展的红利，后续建议重点关注基金投顾牌照的试点及落地成效，获得直接管理客户资产的权限后，主动投资能力和激励机制优异的券商及基金公司将更大程度受益财富管理市场的发展。

■ **投资建议：零售财富管理蓬勃发展，核心金融公司充分受益。**

我们强调零售财富管理是金融行业最具成长空间的赛道，资管新规体系下产业格局重塑，具备核心竞争力的银行/保险/券商/基金/互联网平台都将获得发展机遇。

①银行行业重点推荐财富管理优势鲜明的【平安银行、招商银行、宁波银行、建设银行】。

②非银行金融行业重点推荐零售财富管理龙头【东方财富】；同时推荐受益于资本市场发展的【海通证券、华泰证券、中信证券、中金公司】；保险股重点推荐新单保费强劲增长、投资端最受益股市上涨的【中国人寿】。

■ **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。

内容目录

1. 银行理财“破净”等五大催化剂加速零售金融变局 5
1.1. 催化一：为何近四百款银行理财净值出现浮亏？ 5
1.2. 催化二：货基收益率降至冰点&“类货基”即将下行 8
1.3. 催化三：结构性存款严监管压低银行表内存款收益率 9
1.4. 催化四：信托打破刚兑，高收益怎会永远低风险？ 11
1.5. 催化五：上证综指五年滞涨 Vs 优质基金一骑绝尘 13
2. 零售资金会向权益市场迁徙并加速上涨行情吗？ 14
2.1. 短期：股市行情火热将明显吸引个人资金入场 14
2.2. 长期：风险偏好重构和机构投资能力仍是格局决定因素 15
3. 投资建议：龙头金融机构分享零售财富管理红利 17
3.1. 银行：受益于负债成本下行与财富管理发展 17
3.2. 券商：关注基金代销、基金投顾牌照等发展机遇 18
3.3. 保险：短期需求拐点临近，长期成长空间确定 19
4. 风险提示 20

请务必阅读正文之后的免责声明部分

图表目录

图 1：2020 年 5 月以来债券利率上行造成债市波动 8
图 2：货币基金收益率跌破 1.4%，银行“类货基”收益率下行但利差扩张至历史新高 8
图 3：货币基金规模 2019 年受银行“类货基”冲击持续下行后，2020Q1 重新大幅增长 8
图 4：2020 年以来结构性存款规模继续冲高 10
图 5：结构性存款余额中企业客户占比提升至 62% 10
图 6：2020 年以来新发行信托产品平均收益率同样持续下行 12
图 7：过去五年公募基金平均收益率显著跑赢市场指数 13
图 8：2019、2020H1 科技及消费板块表现持续卓越 14
图 9：2019 年以来权益型基金规模持续增长，2020 年上半年规模及占比加速上行 14
图 10：2019 年以来权益型基金净新增规模明显提升，2020 年上半年加速放量 14
图 11：零售金融理财产品的风险收益比及流动性分层 15
图 12：2018 年以来主要上市寿险公司新单保费承压 15
图 13：2020Q2 以来招商银行大额存单发行利率下行 17
图 14：招商银行财富管理收入有望重新进入增长通道 17
图 15：2015 年以来招商银行活期存款占比领跑同业 17
图 16：招商银行依托财富管理 AUM 沉淀活期存款 17

表 1：主要商业银行部分近期净值浮亏的理财产品概况（不完全统计） 5
表 2：主要商业银行的主流现金管理类理财产品概况 9
表 3：部分银行的部分个人结构性存款产品概况 9
表 4：2019 年 10 月的结构性存款监管新规限制中小银行“高息揽储” 10
表 5：部分商业银行的部分大额存单产品概况 11
表 6：2019 年以来部分信托公司频繁出现产品逾期及严重经营危机 12
表 7：未来五年预计权益资产及保险增速领先，银行理财先下滑、后增长 16
表 8：目前 18 家基金投顾试点牌照汇总 19

1. 银行理财“破净”等五大催化剂加速零售金融变局

我们认为，近期近四百款银行理财破净、货币基金及银行“类货基”收益率持续走低、结构性存款严监管、信托产品“打破刚兑”、优质公募基金近四年收益率大幅跑赢上证综指等五大核心催化剂，将加速推动居民资产配置变局。

1.1. 催化一：为何近四百款银行理财净值出现浮亏？

根据央视财经报道、普益标准数据统计，截至 6 月 28 日，共有 391 款银行理财产品的净值跌破过面值 1 元，其中亏损幅度最大的达到 40%。我们不完全统计了中大型银行的部分浮亏产品概况，可以看出目前银行理财的主力仍为固定收益类产品，**而浮亏产品的运作方式以封闭式或定期开放式居多**。

表 1：主要商业银行部分近期净值浮亏的理财产品概况（不完全统计）

银行	序号	产品名称	运作方式	产品类型	募集/最新规模
工商银行	1	恒睿固定收益类 399 天法人理财产品（20GS6210）	封闭式	固定收益类	195,109,606
	2	恒睿固定收益类封闭净值型法人理财产品（20GS6220）	封闭式	固定收益类	206,203,137
	3	全球精选固定收益类封闭净值型理财产品（20GS8122）	封闭式	固定收益类	1,499,976,878
	4	核心优选私银尊享固收类封闭净值型产品（20GS5835）	封闭式	固定收益类	957,473,221
	5	全鑫权益私银尊享混合封闭净值理财产品（19HH3824）	封闭式	混合类	386,646,160
	6	私银专属全权委托资产管理“至睿”系列人民币理财产品（PBBHR006）	封闭式	混合类	226,600,000
	7	东方之珠代客境外理财产品新兴市场投资机会	开放式	混合类	6,168,136
	8	东方之珠富甲天下代客境外理财产品	开放式	权益类	112,000,000
	9	全球轮动固定收益类封闭净值型产品（19GS8113）	封闭式	固定收益类	445,479,316
	10	智合私银尊享多资产 FOF 混合类封闭型产品 3 期	封闭式	混合类	476,429,120
	11	全球精选私银尊享混合类封闭净值型理财产品（20HH8802）	封闭式	混合类	572,186,505
	12	鑫得利固定收益类 926 天封闭净值型理财产品（GS19086）	封闭式	固定收益类	268,340,435
建设银行	1	“睿鑫”最低持有 270 天开放理财产品第 1 期	开放式	固定收益类	36,044,668
	2	“睿鑫”最低持有 90 天开放理财产品第 2 期	开放式	固定收益类	32,827,657
	3	“睿鑫”最低持有 60 天开放理财产品第 2 期	开放式	固定收益类	6,421,101
	4	“睿福”稳健 FOF 封闭式理财产品 2020 年第 3 期	封闭式	固定收益类	61,484,295
	5	“睿福”稳健 FOF 封闭式理财产品 2020 年第 4 期	封闭式	固定收益类	128,555,543
	6	“睿福”稳健 FOF 封闭式理财产品 2020 年第 7 期	封闭式	固定收益类	220,711,459
	7	“睿鑫”（1 年期）封闭式理财产品 2020 年第 3 期	封闭式	固定收益类	120,208,573
	8	“睿鑫”（1 年期）封闭式理财产品 2020 年第 5 期	封闭式	固定收益类	454,982,745
	9	“福星”封闭式理财产品 2020 年第 11 期	封闭式	固定收益类	179,510,000
	10	“福星”封闭式理财产品 2020 年第 13 期	封闭式	固定收益类	516,640,000
	11	“睿鑫”（1 年期）封闭式理财产品 2020 年第 10 期	封闭式	固定收益类	322,254,851
	12	“睿吉”稳健养老封闭式理财产品 2020 年第 10 期	封闭式	固定收益类	207,772,553
	13	“睿吉”稳健养老封闭式理财产品 2020 年第 12 期	封闭式	固定收益类	54,581,357
	14	“睿鑫”（3 年期）封闭式理财产品 2020 年第 8 期	封闭式	固定收益类	39,444,805
	15	私行专享“福星”FOF 封闭式理财 2020 年第 1 期	封闭式	固定收益类	-
	16	“睿鑫”机构专享 1 个月定开理财第 1 期	定期开放式	固定收益类	-
中国银行	1	中银理财养老“寿”系列（定期开放）2020 年 02 期	定期开放式	固定收益类	108,075,905
	2	中银理财养老“福”系列（封闭式）2020 年 01 期	封闭式	固定收益类	208,654,121
	3	中银理财养老“寿”系列（定期开放）2020 年 01 期	定期开放式	固定收益类	69,025,080
	4	中银理财-稳富（季季开）0220	定期开放式	固定收益类	295,829,714
	5	中银理财-稳富（季季开）0216	定期开放式	固定收益类	512,492,369
	6	中银理财-稳富（季季开）0205	定期开放式	固定收益类	230,030,950

	7	中银理财-稳富（季季开）002 期	定期开放式	固定收益类	687,219,076
	8	中银理财-稳富（季季开）001 期	定期开放式	固定收益类	335,431,809
	9	（价值增强）中银理财“稳富”固收增强（封闭式）2020 年 35 期	封闭式	固定收益类	17,467,255
	10	（资产轮动）中银理财“稳富”固收增强（封闭式）2020 年 33 期	封闭式	固定收益类	883,767,367
	11	（资产轮动）中银理财“稳富”固收增强（封闭式）2020 年 31 期	封闭式	固定收益类	384,173,563
	12	（价值增强）中银理财“稳富”固收增强（封闭式）2020 年 29 期	封闭式	固定收益类	1,850,486,352
	13	（价值增强）中银理财“稳富”固收增强（封闭式）2020 年 27 期	封闭式	固定收益类	149,703,606
	14	（稳健增长）中银理财“稳富”固收增强（封闭式）2020 年 26 期	封闭式	固定收益类	778,623,332
	15	（价值增强）中银理财“稳富”固收增强（封闭式）2020 年 25 期	封闭式	固定收益类	5,785,878
	16	（稳健增长）中银理财“稳富”固收增强（封闭式）2020 年 24 期	封闭式	固定收益类	2,764,665,851
	17	（稳健增长）中银理财“稳富”固收增强（封闭式）2020 年 22 期	封闭式	固定收益类	1,738,450,279
	18	（资产轮动）中银理财“稳富”固收增强（封闭式）2020 年 21 期	封闭式	固定收益类	284,992,063
	19	（稳健增长）中银理财“稳富”固收增强（封闭式）2020 年 18 期	封闭式	固定收益类	1,240,318,419
	20	中银理财“稳富”固收增强（封闭式）2020 年 10 期	封闭式	固定收益类	200,106,409
	21	中银理财-稳富（封闭式）2020 年 24 期	封闭式	固定收益类	2,357,346,451
	22	中银理财-稳富（封闭式）2020 年 22 期	封闭式	固定收益类	1,802,937,532
	23	中银理财"稳富"固收增强（封闭式）2020 年 07 期	封闭式	固定收益类	523,965,212
	24	中银理财"稳富"固收增强（封闭式）2020 年 06 期	封闭式	固定收益类	1,015,982,851
	25	中银理财"稳富"固收增强（封闭式）2020 年 05 期	封闭式	固定收益类	837,134,851
	26	中银理财"稳富"固收增强（封闭式）2020 年 04 期	封闭式	固定收益类	330,182,578
	27	中银理财-智富红利优选（封闭式）2020 年 05 期	封闭式	混合类	832,612,615
	28	中银理财-智富价值投资（封闭式）2020 年 04 期	封闭式	混合类	1,599,041,057
	29	中银理财-稳富固收增强（封闭式）2019 年 01 期	封闭式	固定收益类	2,809,741,009
	30	中银理财-智富中国 ESG 策略指数灵活配置（开放式）	开放式	混合类	0.26 亿
	31	中银理财-智富中国优势企业指数灵活配置（开放式）	开放式	混合类	0.1 亿
	32	（灵活配置）中银理财-智富（封闭式）2019 年 03 期	封闭式	混合类	1,154,251,123
	33	（灵活配置）中银理财-智富（封闭式）2019 年 11 期	封闭式	混合类	905,529,177
	34	（灵活配置）中银理财-智富（封闭式）2019 年 10 期	封闭式	混合类	993,767,075
	35	（灵活配置）中银理财-智富（封闭式）2019 年 09 期	封闭式	混合类	947,478,114
	36	（灵活配置）中银理财-智富（封闭式）2019 年 06 期	封闭式	混合类	533,358,871
	37	中银理财-稳富（封闭式）2019 年 05 期	封闭式	固定收益类	2,405,208,392
	38	中银理财-稳富（封闭式）2019 年 04 期	封闭式	固定收益类	981,304,841
	39	中银理财-稳富（封闭式）2019 年 03 期	封闭式	固定收益类	2,013,024,035
	40	中银理财-稳富（封闭式）2019 年 02 期	封闭式	固定收益类	2,017,381,322
	41	中银理财-稳富（封闭式）2019 年 01 期	封闭式	固定收益类	2,065,789,566
	42	中银理财-智富创新科技（封闭式）2020 年 02 期	封闭式	混合类	898,144,356
	43	中银理财-智富价值投资（封闭式）2020 年 01 期	封闭式	混合类	1,781,086,647
	44	中银理财-稳富（封闭式）2020 年 23 期	封闭式	固定收益类	2,355,047,332
	45	中银理财-稳富（封闭式）2020 年 21 期	封闭式	固定收益类	51,791,484
	46	中银理财-稳富（封闭式）2020 年 18 期	封闭式	固定收益类	3,138,142,526
	47	中银精选理财计划 09 期	定期开放式	混合类	13,926,304
	48	中银精选理财计划 08 期	定期开放式	混合类	10,763,323
交通银行	1	交银理财博享长三角价值投资一年定开 5 号	定期开放式	混合类	550,704,926
	2	交银理财稳享大湾区价值投资一年定开 1 号	定期开放式	固定收益类	323,344,897
	3	交银理财稳享大湾区价值投资一年定开 2 号	定期开放式	固定收益类	171,117,220
	4	交银理财博享长三角价值投资一年定开 4 号	定期开放式	混合类	1,188,517,715
	5	交银理财稳享固收增强 2 年封闭式 6 号（私银专享）	封闭式	固定收益类	83,900,000
	6	交银理财稳享固收增强 3 个月定开 3 号（私银专享）	定期开放式	固定收益类	67,230,000
	7	交银理财稳享固收增强 1 年定开 20 号（私银专享）	定期开放式	固定收益类	126,750,000
	8	交银理财稳享固收增强 6 个月定开 6 号（私银专享）	定期开放式	固定收益类	228,340,000
	9	交银理财稳享固收增强 6 个月定开 4 号（私银专享）	定期开放式	固定收益类	148,440,000
	10	交银理财博享长三角价值投资一年定开 3 号	定期开放式	混合类	1,789,889,130

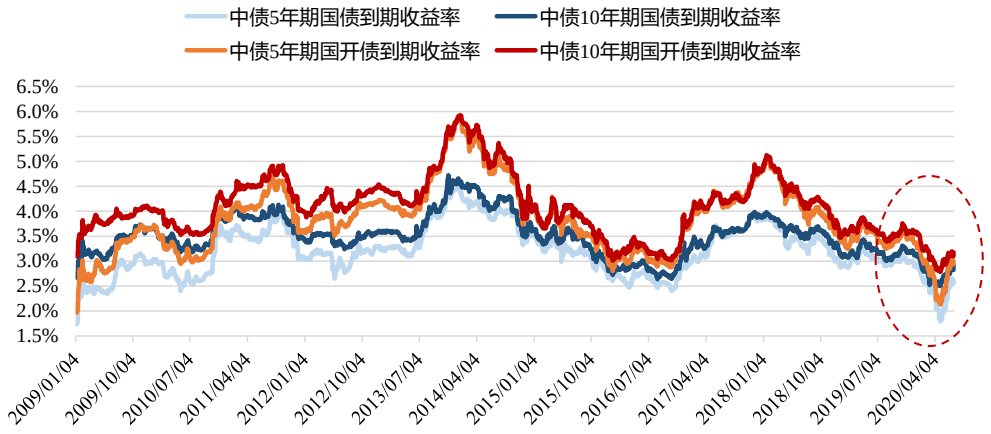
公阅读正文之后的免责声明部分

	11	交银理财博享长三角价值投资一年定开 6 号	定期开放式	混合类	351,104,234
招商银行	1	季季开 1 号	定期开放式	固定收益类	992,043,433
	2	季季开 2 号	定期开放式	固定收益类	2,996,821,000
	3	金葵一年定开 7 号 A、B	定期开放式	固定收益类	5,086,190,000
	4	金葵十八月定开 7 号 A	定期开放式	固定收益类	9,249,300,600
	5	金葵十八月定开 9 号 A	定期开放式	固定收益类	4,617,829,100
	6	卓远一年半定开 7 号	定期开放式	固定收益类	3,042,050,000
	7	卓远稳进两年定开 1 号	定期开放式	固定收益类	1,414,635,000
	8	卓远一年半定开 8 号	定期开放式	固定收益类	3,454,882,800
	9	钻石财富系列之恒睿博荟理财计划	定期开放式	权益类	533,546,007
平安银行	1	平安理财-智享价值 180 天（净值型）人民币理财产品	开放式	混合类	1,368,185,561
	2	平安理财-稳健成长 2020 年第 8 期封闭式净值型人民币理财产品	封闭式	固定收益类	375,882,000
	3	平安理财-稳健成长 2020 年第 9 期封闭式净值型人民币理财产品	封闭式	固定收益类	710,063,000
	4	平安财富-90 天成长理财	开放式	固定收益类	8,458,654,662
	5	平安理财-卓越成长两年定开 1 号人民币理财产品	定期开放式	固定收益类	599,832,000
	6	平安理财-卓越成长一年半定开 4 号人民币理财产品	定期开放式	固定收益类	145,670,027
	7	平安理财-卓越成长一年半定开 5 号人民币理财产品	定期开放式	固定收益类	499,523,603
	8	平安理财-卓越成长一年定开 5 号人民币理财产品	定期开放式	固定收益类	367,307,688
	9	平安理财-卓越成长一年定开 9 号人民币理财产品	定期开放式	固定收益类	553,181,697
	10	平安理财-卓越成长一年定开 11 号人民币理财产品	定期开放式	固定收益类	499,999,500
	11	平安理财-卓越成长一年定开 12 号人民币理财产品	定期开放式	固定收益类	949,974,546
	12	平安理财-稳健成长 2020 年第 13 期封闭式净值型人民币理财产品	封闭式	固定收益类	259,576,604
中信银行	1	中信理财之慧赢稳健自在投纯债一年净值型人民币理财产品	开放式	固定收益类	138,090,000
	2	中信理财之慧赢稳健自在投纯债半年净值型人民币理财产品	开放式	固定收益类	314,930,000
	3	中信理财之慧赢成长自在投强债三个月净值型人民币理财产品	开放式	固定收益类	22,110,000
	4	中信理财之双赢稳健多资产定开 8 号净值型人民币理财产品	开放式	固定收益类	495,884,000
	5	中信理财之乐赢多资产挂钩一年开 1 号净值型人民币理财产品	开放式	固定收益类	24,251,000
	6	中信理财之乐赢成长瑞信半年定开 1 号净值型人民币理财产品	开放式	混合类	424,412,000
	7	中信理财之乐赢成长强债定开 4 号净值型人民币理财产品	开放式	固定收益类	280,508,000
	8	中信理财之慧赢成长同行两年开 1 号净值型人民币理财产品	开放式	固定收益类	103,760,000
	9	中信理财之乐赢成长强债定开 5 号净值型人民币理财产品	开放式	固定收益类	436,199,000
	10	中信理财之乐赢多资产挂钩一年开 2 号净值型人民币理财产品	开放式	固定收益类	56,955,000
	11	中信理财之乐赢成长瑞信一年定开 2 号净值型人民币理财产品	开放式	混合类	201,099,000
	12	中信理财之乐赢成长强债定开 4 号净值型人民币理财产品	开放式	固定收益类	280,508,000
	13	中信理财之睿赢成长尊享季开 1 号净值型人民币理财产品	开放式	混合类	1,292,200,000
	14	中信理财之乐赢成长强债定开 3 号净值型人民币理财产品	开放式	固定收益类	1,793,651,000
	15	中信理财之乐赢稳健和信 2032 期净值型人民币理财产品	封闭式	固定收益类	3,328,970,000
	16	中信理财之乐赢稳健和信 2031 期净值型人民币理财产品	封闭式	固定收益类	1,423,810,000
	17	中信理财之乐赢成长强债 2 号净值型人民币理财产品	封闭式	固定收益类	310,425,000
	18	慧赢成长同行 20047 期净值型人民币理财产品	封闭式	固定收益类	769,340,000
	19	中信理财之乐赢策略多资产量化增强 1902 期净值型人民币理财产品	封闭式	固定收益类	316,980,000
	20	中信理财之乐赢策略多资产量化增强 1901 期净值型人民币理财产品	封闭式	固定收益类	10,411,206,000
	21	中信理财之乐赢成长强债定开 2 号净值型人民币理财产品	开放式	固定收益类	202,011,000

数据来源：各家商业银行官网，东吴证券研究所汇总

本轮净值型银行理财产品估值浮亏主要受到债市波动影响。2018 年 4 月资管新规启动后，银行理财新发行产品大部分为现金管理类产品（俗称“类货基”），以摊余成本法估值，投资者追踪 7 日年化收益率，此类产品基本没有净值波动压力；但另一部分新产品采用市值法估值，投资于债券、债券型基金等固定收益类资产，在二季度债市收益率波动的环境下容易造成净值浮亏。

图 1：2020 年 5 月以来债券利率上行造成债市波动



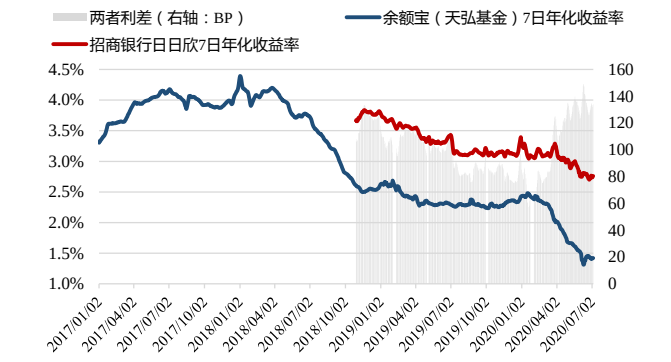
数据来源：Wind，东吴证券研究所

我们判断，**未来资管新规体系下，以市值法估值的净值型银行理财产品在市场波动时出现账面浮亏将是常态，但预计大部分产品最终到期兑付的实际收益率仍将落在预期收益区间内**。不过，考虑本轮估值波动是我国银行理财发展历史上首次出现净值化浮亏，部分定开型产品如果正好到期则可能构成实质性亏损，而同期权益市场行情火热，优质公募基金产品的收益率表现强劲。**因此我们判断，短期内居民零售资金会一定程度上从银行理财向公募基金迁徙（由于体量较大，理财的边际减量可能对基金及权益市场短期构成显著增量），零售增量资金或将加速结构性牛市行情演绎**。

1.2. 催化二：货基收益率降至冰点&“类货基”即将下行

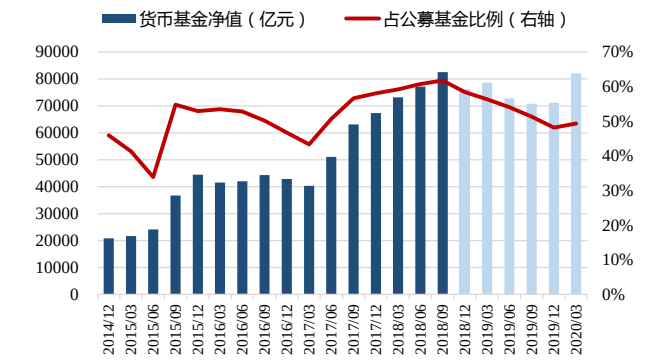
货币基金收益率大幅下行，“类货基”收益率即将下行，吸引力大幅降低。我们看到余额宝 7 日年化收益率目前已跌至 1.421%，前期一度跌至 1.311%，主要受到今年金融市场流动性高度宽松的影响。同时，银行理财现金管理类产品（俗称“类货基”）收益率同样下行明显，但由于投资限制（信用资质、久期等）相对货币基金更宽松，因此年化收益率仍保持约 2.7%~3%，与货币基金利差反而扩张至历史新高 140BP 以上。

图 2：货币基金收益率跌破 1.4%，银行“类货基”收益率下行但利差扩张至历史新高



数据来源：Wind，公司官网，东吴证券研究所测算

图 3：货币基金规模 2019 年受银行“类货基”冲击持续下行后，2020Q1 重新大幅增长



数据来源：证券投资基金业协会，东吴证券研究所

展望下半年及明年，银行“类货基”还能保持 3%以上收益率吗？我们判断收益率未来也将持续下行，因为随着资管新规过渡期方案逐步明确，**2019 年 12 月末征求意见的银行现金管理类理财产品新规也将进入正式执行期，而新规要求“类货基”全面对标货币基金的监管要求，因此未来收益率理论上也将下行趋近于货币基金**。

表 2：主要商业银行的主流现金管理类理财产品概况

发行银行	产品名称	成立日期	年初 7 日年化收益率	最新 7 日年化收益率	收益率变动（BP）
工商银行	添利宝	2018/01/22	3.1235%	2.7247%	**-39.9**
	e 灵通（ELT1401）	2014/12/29	3.2774%	2.9944%	**-28.3**
建设银行	乾元—龙宝（按日）	2018/04/25	3.2200%	3.1000%	**-12.0**
	乾元—安鑫（按日）	2018/09/18	3.2100%	3.0200%	**-19.0**
	建信宝 1 号	2019/12/17	3.2000%	2.7400%	**-46.0**
农业银行	金钥匙 安心快线 农银时时付	2018/07/03	3.0200%	2.7200%	**-30.0**
中国银行	乐享天天	2017/12/05	3.3626%	2.7798%	**-58.3**
	惠享天天	**2019/10/24**	**1.5209%**	**3.3443%**	**+182.3**
招商银行	日日欣	2018/10/23	3.2243%	2.7756%	**-44.9**
	日日享	2019/12/31	3.4632%	2.9402%	**-52.3**
光大银行	光银现金 A	2019/09/30	3.4390%	3.0400%	**-39.9**
兴业银行	现金宝-添利 1 号	2018/04/02	3.3350%	2.9820%	**-35.3**
平安银行	天天成长 B 款	2018/08/30	3.3650%	3.0359%	**-32.9**

数据来源：商业银行官网，东吴证券研究所汇总

备注：表格中只有中国银行的惠享天天产品最新 7 日年化收益率较年初大幅提升，预计源于资产端配置结构调整（年初收益率明显低于同业平均水准）。

1.3. 催化三：结构性存款严监管压低银行表内存款收益率

结构性存款此前是银行表内兼具“实质性保本+相对高收益率+期限短流动性相对高”的优质理财产品。我们看到，很多银行结构性存款收益率上限达到甚至突破 3.6%，而保底收益率基本在 1%以上，同时期限选择也比较宽松（通常 1 年以内不同期限），且最低认购额可低至 1 万元，这对于普通个人投资者而言吸引力强劲。

表 3：部分银行的部分个人结构性存款产品概况

商业银行	产品名称	期限	预期年化收益率区间	认购起点
工商银行	个人人民币结构性存款产品（挂钩日元汇率双边区间累计型）（普惠型）	98 天	1.35%~2.95%	1 万
建设银行	“利得盈”结构性存款 2020 年第 269 期	77 天	1.35%~3.60%	5 万
中国银行	个人客户人民币结构性存款 20131	364 天	1.75%/3.35%/3.55%	5 万
农业银行	汇利丰结构性存款 2020 年第 0923 期	184 天	1.55%~3.00%	1 万
招商银行	挂钩中证 500 指数看涨自动赎回 11 个月结构性存款	364 天	1%/4.5%	5 万
平安银行	挂钩黄金看涨三层区间型 98 天滚动	98 天	1.10/3.40/3.60%	1 万

数据来源：各商业银行官网，东吴证券研究所汇总

但是，银保监会 6 月启动新一轮对结构性存款的监管规范，压降产品规模额度、限制资金空转套利行为、引导市场利率下行。实际上，2019 年以来，利率市场化程度最高的结构性存款持续受到严格监管：

- 2019 年 5 月，监管层已经开始通过窗口指导严查违规结构性存款。
- 2019 年 10 月，银保监会发布《关于进一步规范商业银行结构性存款业务的通知》，主要限制（没有交易资质的）中小银行以结构性存款“高息揽储”，重点关注银行资质及“假结构”问题。**2020 年 10 月过渡期结束后，结构性存款将呈现“收益率降低、中小银行压降产品供给、真实结构化”特征**。
- 2020 年 6 月，监管层再次窗口指导规范结构性存款，主要背景是上半年流动性宽松环境下，**企业利用“金融市场低成本融资（发债/贷款等），再投资结构性存款等理财”模式套利，资金空转引起监管重视**。虽然本轮监管主要针对企业结构性存款，但对规模压降的要求同样会影响个人结构性存款。

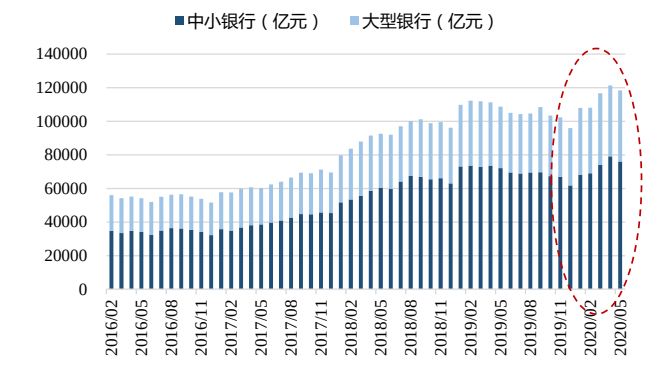
表 4：2019 年 10 月的结构性存款监管新规限制中小银行“高息揽储”

监管导向	核心内容
产品定义	明确结构性存款定义，严格区分结构性存款与一般性存款，要求具有真实交易对手和交易行为
交易资质	发行结构性存款应当具备普通类衍生产品交易业务资格
资本监管	从事非套期保值类衍生产品交易，其标准法下市场风险资本不得超过本行一级资本的 3%
杠杆管理	应将相关衍生产品交易形成的资产余额纳入杠杆率指标分母（调整后表内外资产余额）
销售规范	商业银行销售结构性存款，应当在宣传销售中强调与一般性存款的差异，应当充分揭示风险，实施专区销售和录音录像，不得对投资者进行误导销售；单一投资者的销售起点金额不得低于 1 万元人民币；在销售文件中约定不少于二十四小时的投资冷静期
过度安排	**过渡期为通知施行之日起 12 个月；过渡期内可继续发行原有结构性存款（新老划断），但应当严格控制在存量产品的整体规模内，并有序压缩递减；对于过渡期结束前已经发行的老产品，应当及时整改，到期或兑付后结清；过渡期结束后新发行的结构性存款应当符合本通知规定**

数据来源：银保监会，东吴证券研究所汇总

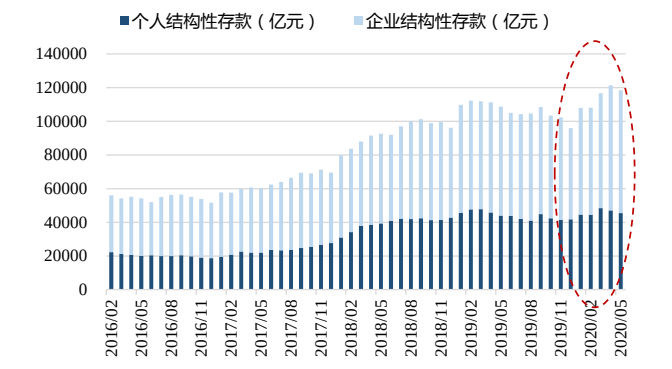
上述背景下，我们看到 2020 年 1~4 月结构性存款规模冲高，峰值达 12.14 万亿，其中企业结构性存款为主要驱动力（占比 61%，说明资金空转套利是核心驱动）。5 月结构性存款规模开始从峰值回落，5 月末降至 11.84 万亿，其中企业、个人结构性存款分别下降 1317、1693 亿。**我们判断近期结构性存款规模下行一方面源于监管窗口指导，另一方面源于市场利率回升后套利空间收窄，而套利机会被限制后，部分剩余流动性也可能通过公募基金等渠道流向权益市场**。

图 4：2020 年以来结构性存款规模继续冲高



数据来源：央行官网，东吴证券研究所汇总

图 5：结构性存款余额中企业客户占比提升至 62%



数据来源：央行官网，东吴证券研究所汇总

结构性存款严监管后还有其它高收益存款吗？**我们认为大额存单等表内存款产品难以完全成为结构性存款及其它理财产品的替代品**：

- 大额存单本身设置 20 万最低投资额度，对大量普通个人投资者有限制，同时各银行也会控制每年大额存单发行额度，产品供给有限。
- 大额存单作为表内存款“保本保收益”，且目前多数银行发行利率较存款基准利率上浮 40%~50%（监管对国有行/股份及城商行/农商行的定价上限要求分别为基准利率上浮 50%/52%/55%），目前环境下颇具吸引力。**但未来随着各类产品收益率下行，银行考虑负债成本压力，预计也将调低大额存单利率**。
- 此外，中小银行智能存款等创新存款产品此前也持续受到监管规范，未来预计收益率下行、产品供给收缩，居民理财选择范围将更加狭窄。

表 5：部分商业银行的部分大额存单产品概况

商业银行	产品期限	起售金额	定价利率	较基准上浮
工商银行	1 年期	20 万	2.25%	50%
	3 年期	20 万	4.125%	50%
招商银行	1 年期	20 万	2.18%	45.33%
	3 年期	20 万	3.41%	24%
	1 年期	30 万	2.28%	52%
	3 年期	30 万	3.46%	25.82%
中信银行	1 年期	20 万	2.22%	48%
	3 年期	20 万	3.90%	41.82%
	3 年期	50 万	4%	45.45%
天津银行	1 年期	20 万	2.28%	52%
	3 年期	20 万	4.18%	52%
潍坊银行	1 年期	20 万	2.25%	50%
	3 年期	20 万	4.125%	50%
新郑农商银行	**1 年期**	**20 万**	**2.325%**	**55%**
	3 年期	**20 万**	**4.2625%**	**55%**

数据来源：各家银行官方网站及手机银行 APP，东吴证券研究所汇总

1.4. 催化四：信托打破刚兑，高收益怎会永远低风险？

信托行业是资管新规冲击最严重的金融子行业，2018 年业务层面严监管，2019 年持续受到“部分公司暴雷引起负面舆论”及“通道类和融资类业务监管政策不断收紧”两大压力。2018 年资管新规执行以前，信托具备“高收益率+实质性刚兑”稀缺属性，是高净值客户的最优质投资产品，**但资管新规后信托商业模式面临挑战，行业向标准化资管产品转型，但预计转型进程漫长、产业前景及竞争格局不确定性较大**。

表 6：2019 年以来部分信托公司频繁出现产品逾期及严重经营危机

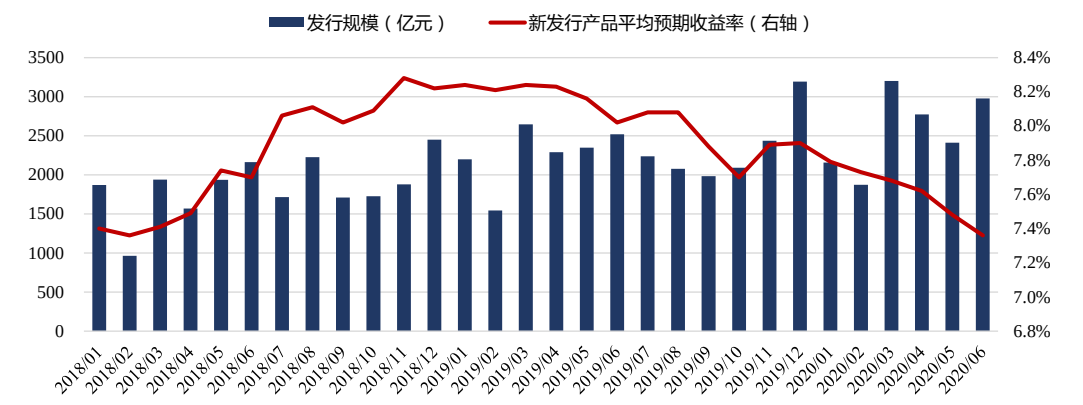
信托公司	风险详情
安信信托	1）资金池业务暴雷，上市公司发布退市风险警示公告，2020 年 6 月上海银保监局发布 1400 万元罚单项目细节，实际控制人高天国因涉嫌违法发放贷款罪被刑事拘留。 2）涉及金凰珠宝造假违约案，未到期信托 19 亿。 3）目前正与上海电气、上海农商行、上海国盛等企业机构协商重组方案。
四川信托	1）2020 年 6 月以来，申富 129 号、锦江 69 号第一期、申鑫 74 号等多个到期产品逾期。 2）TOT 资金池项目风险暴露，无法偿还信托融资，4 月底新增 TOT 项目被监管全面叫停后出现流动性危机，目前 TOT 项目总计存续规模 252.57 亿元。 3）涉及金凰珠宝造假违约案，未到期信托 18 亿。
雪松信托	1）2019 年 4 月 22 日，中江信托 35 个项目逾期总规模约 79 亿，累计涉及投资人 2100 多，2020 年以来，雪松信托并未按 2019 年收购时的承诺兑付违约项目。 2）雪松控股被媒体报道新发产品“雪松信托—鑫坤 5 号”卷入“自融”金额达 35 亿元。
中泰信托	1）2019 年 4 月，中泰·贵州凯里项目贷款集合资金信托计划逾期涉及资金 2.27 亿元。 2）2019 年 9 月，庆泰 1 号、恒泰 18 号等多款信托产品做出展期或延期兑付决定。
渤海国际信托	2019 年 5 月，未能按合同约定向长沙银行支付信托受益权转让价款约 3.09 亿。
国元信托	2019 年下半年，“安盈系列”5 单地方政信项目集中“踩雷”，其中 4 个融资方在贵州省内，涉及资金约 5.5 亿元，另一只产品“国元·安盈 201605015 号”集合资金信托计划也在 12 月 12 日向投资者发布“还款及分配方案征询意见函”。
国通信托	2019 年 9 月 22 日，“方正东亚-方兴 322 号句容赤山湖 PPP 集合资金信托计划”未能于到期日兑付，投资方诟病公司存在虚假宣传、信披不及时、风控管理不到位等问题。
吉林信托	2020 年 3 月之前披露的产品信息公告中，涉及逾期产品包括“汇融 50 号”、“汇融 16 号”、“汇融 38 号”、“吉林信托·汇融 23 号”。。
9 家信托公司	国内最大黄金首饰制造商之一的金凰珠宝，向 15 家金融机构质押 83 吨黄金融资 160 亿，被爆出质押全是假黄金，涉及金融机构包括安信、四川、民生、东莞、长安、北方、昆仑、天津、中航共 9 家信托公司及 2 家银行。

数据来源：公司公告，公开新闻媒体报道，银保监会，东吴证券研究所汇总

备注：表格中仅梳理两种风险情形：1）公司多款信托产品逾期，未能如约向投资者兑付；2）出现严重经营风险，被监管重点检查。但对于 2018 年以来频繁出现的信托项目融资方违约、信托公司“踩雷”、监管罚款等情形不再详述。

今年以来，部分经营激进的信托公司风险暴露，我们认为将对投资者预期产生深刻的负面影响，尤其是重视本金安全、投资理念成熟的高净值客户。当然，我们看到很多经营稳健的信托公司仍然保持健康，同时部分风险暴露的信托公司最终仍竭力实现存续产品“刚性兑付”，以维护客户利益及品牌形象。但从资管产业长期发展趋势来看，“打破刚兑”、风险收益匹配是必然，这对传统信托商业模式将产生明显冲击。

图 6：2020 年以来新发行信托产品平均收益率同样持续下行



数据来源：用益信托网，东吴证券研究所

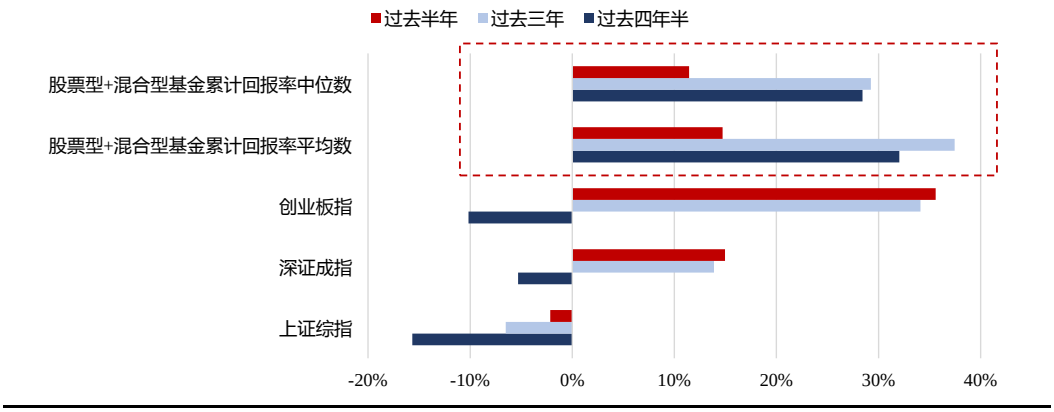
我们预计，投资者未来中短期内将更加关注信托产品的风险，逐步降低对高收益率信托产品的配置比例。考虑信托客群中有部分客户风险偏好较高、财富规模可观、投资经验丰富，因此预计部分高净值零售资金也可能借道公募/私募基金流向权益市场。

1.5. 催化五：上证综指五年滞涨 Vs 优质基金一骑绝尘

2015 年上一轮牛市结束以来，市场结构性行情分化非常显著：

- 上证综指 6 月末位于 2984.67 点，较 2015 年末 3539.18 点仍下跌 15.7%，且在整个时间区间内峰值也仅达到 3587.03 点，低点则位于 2440.91 点，基本处于窄幅震荡状态。
- 但以公募基金为主的机构投资者业绩优异，存续的**股票及混合型基金 2016 年以来平均及中位数回报率分别达到+32%、+28%，大幅跑赢市场指数，更有优质基金产品连续多年取得显著超额收益**。

图 7：过去五年公募基金平均收益率显著跑赢市场指数



数据来源：Wind，东吴证券研究所

备注：基金回报率数据为“复权单位净值增长率”

我们认为，更加机构化的成熟市场中，专业投资能力将获取丰厚超额收益，传导至收益率并影响居民资产配置，再进一步提升机构化程度形成正循环。因此，**近五年上证综指与核心机构投资者业绩表现的巨大差异，将对个人投资者形成深刻的教育意义，这可能造成大量个人投资者选择借道公募基金投资权益市场，继而进一步推升市场中核心优质资产的估值**。

对于这一点，我们从基金销售渠道角度也得到印证。今年以来，无论是互联网代销渠道（阿里、腾讯、东方财富等龙头平台），还是传统银行财富管理渠道（招商银行、国有大行等），**客户经理普遍更偏好向个人客户推荐优质权益型公募基金产品，尤其在最近一段时间内，市场行情的加速上涨明显放大和扩散了这一配置偏好**。

请务必阅读正文之后的免责声明部分

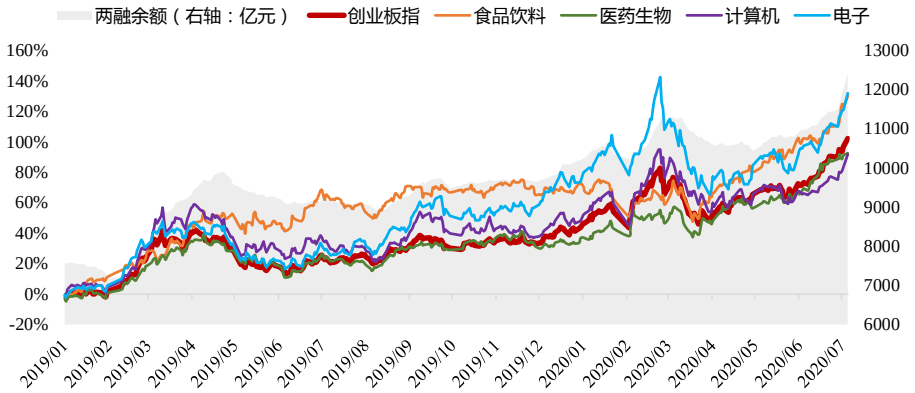
2. 零售资金会向权益市场迁徙并加速上涨行情吗？

我们认为短期内股市行情火热毫无疑问将加速零售资金涌向权益市场，但中长期居民资产配置的构建仍取决于风险偏好及资管新规时代各类产品的核心竞争力。

2.1. 短期：股市行情火热将明显吸引个人资金入场

前文所述，目前银行理财、存款、货币基金、信托等传统零售金融产品吸引力都明显下降，**但更关键的是同期股市行情火热，权益型公募基金表现卓越。**

图 8：2019、2020H1 科技及消费板块表现持续卓越

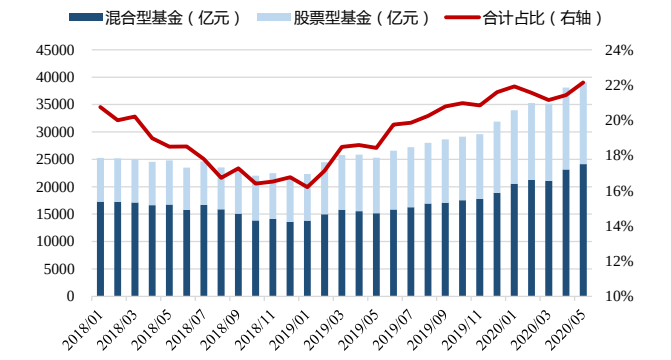


数据来源：Wind，东吴证券研究所

我们判断，短期内多因素共振将抬升居民零售资金风险偏好，借道公募基金涌向权益市场，我们认为这个趋势在当下非常明确，并将对市场行情形成显著影响。

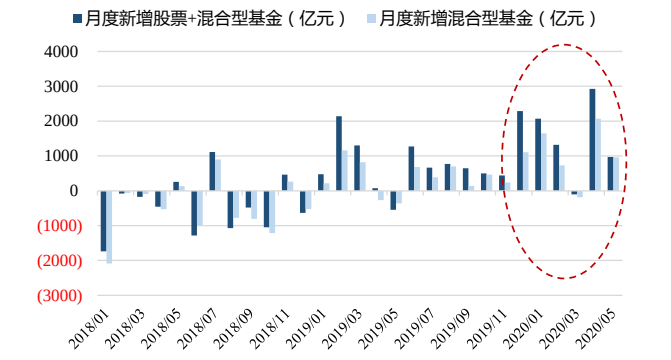
- 存量角度，5 月末股票型+混合型基金净值规模已升至 3.91 万亿，较年初显著增长 23%，增速高于同期公募基金总净值规模（+19%）。结构方面，此类基金占公募基金比例已升至 22%新高，预计 6 月以来该比例继续提升。
- 增量角度，1~5 月股票型+混合型基金合计净新增规模 7181 亿，净新增规模已大幅超过 2019H1 的 4722 亿元，趋近于 2019 全年 1 万亿规模。

图 9：2019 年以来权益型基金规模持续增长，2020 年上半年规模及占比加速上行



数据来源：证券基金业协会，东吴证券研究所

图 10：2019 年以来权益型基金净新增规模明显提升，2020 年上半年加速放量



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

2.2. 长期：风险偏好重构和机构投资能力仍是格局决定因素

我们认为，当前阶段零售金融产品的市场变化的确会推动个人资金流向股市，但更重要的吸引力在于短期股市行情火热，赚钱效应显著。**从中长期角度，我们认为居民的资产配置结构会在资管新规时代重构，基于各类理财产品新的风险收益参数重新配置，但不会像短期（当前阶段）一样“急速涌入”权益市场**。

对于各类产品，我们长期仍然看好：

①银行理财虽然边际竞争力下降但预计仍将长期位居零售理财龙头。一方面，银行网点数量、移动端 APP 渠道建设、客户资源等方面优势依然大幅领先金融同业；另一方面，在中国市场银行天然拥有最强的信用背书，近几年广义金融体系频繁“爆雷”，我们判断居民将越来越看重银行体系安全性，这一核心优势能够一定程度上对冲理财收益率的边际下滑。

②保险作为存款以外唯一合法“刚兑”产品，吸引力逐步提升。储蓄型保险未来安全性仅次于银行存款，从长期收益率角度，如果居民预期经济增速下行+利率长期趋势向下，那么配置年金险提前锁定可观的长期收益率，追求“跑赢通胀”的稳定回报将是理性决策。长期来看，储蓄型和保障型寿险产品都有更高的配置提升空间，预计 2021 年寿险新单保费自 2018 年连续下滑后将有望重新进入增长区间。

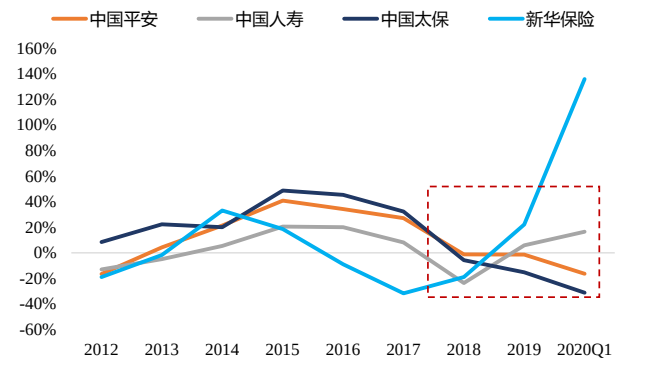
③权益型基金受益利率长期下行、资管打破刚兑及资本市场发展。长期低利率趋势下，无风险利率下行抬升权益资产估值及吸引力，我们预测权益资产未来五年将实现居民零售金融各类资产中最高的年化复合增速，基金公司受益。此外，直接融资与资本市场发展成为金融体系改革的核心战略方向，这也有利于权益资产的发展。

图 11：零售金融理财产品的风险收益比及流动性分层



数据来源：东吴证券研究所汇总编制

图 12：2018 年以来主要上市寿险公司新单保费承压



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

基于前文对当前零售金融市场各类产品竞争力的分析，展望我国零售金融未来发展趋势。我们预测：

- 权益型资产配置规模将实现最高的增速，预计 2018~2023 年将实现 18.9%年化

复合增速，2023 年末在居民资产配置中的比例将达到 15.8%，较 2018 年末大幅提升。**在这一赛道，公募基金、主动管理型券商资管、保险投连险、基金代销机构都将充分受益，其中管理类机构的核心竞争力是主动管理人才及激励机制，代销机构的核心竞争力则为流量优势和客户资源**。

- 保险规模也将较快增长，**主要得益于储蓄型和保障型产品共同推动，以及我们未来看好的投连险等主动管理型保险产品**。预计 2018~2023 年保险配置规模将实现 15.7%年化复合增速，2023 年末在居民资产配置中的比例将达到 7.5%，较 2018 年末大幅提升。

- 银行理财虽然边际吸引力降低，但我们判断中期内仍将是居民主动配置的理财产品龙头，预计 2023 年末配置比例维持 16%，2018~2023 年将实现 10%年化复合增速，盯住居民个人金融资产总规模的增速。这一判断源于对居民投资风险偏好的理解以及对我国商业银行强大的信用背书价值的认可。

- 银行表内存款配置比例预计下行，预计 2023 年末降至 48.2%。虽然资管新规时代各类高收益率、实质性刚兑产品逐步消失，利好表内大额存单等产品，但居民投资理财意识的崛起也是确定性趋势（可以看到国内经济相对发达地区的居民理财意识更强，存款配置比例更低），预计未来欠发达地区经济逐步发展后，居民会一定程度上将存款转移至各类投资理财产品。

表 7：未来五年预计权益资产及保险增速领先，银行理财先下滑、后增长

单位：万亿元	存款	银行理财	权益（股票/公募/券商资管）	保险	信托/私募及其他	个人金融资产总规模
2018 年规模	73	24	16	9	25	147
2018 年占比	49%	16%	11%	6%	18%	100%
两年 CAGR	**9.8%**	**4.5%**	**18.6%**	**7.5%**	**-4.3%**	**7.5%**
2020 年规模	87.5	26.3	22.8	10.0	23.3	170
2020 年占比	51.5%	15.5%	13.4%	5.9%	13.7%	100%
五年 CAGR	**10.0%**	**10.0%**	**18.9%**	**15.7%**	**3.8%**	**10.6%**
2023 年规模	117.1	38.9	38.4	18.0	30.6	243
2023 年占比	48.2%	16.0%	15.8%	7.4%	12.6%	100%

数据来源：中国建设银行&波士顿咨询公司，《中国私人银行 2019》，东吴证券研究所

备注：1）2018 年各类资产规模及占比数据源于《中国私人银行 2019》，其中保险数据为该报告模型测算的居民投资保险资产的余额；2）2019 年及此后的预计数据为东吴证券研究所基于该报告的数据预测并测算

请务必阅读正文之后的免责声明部分

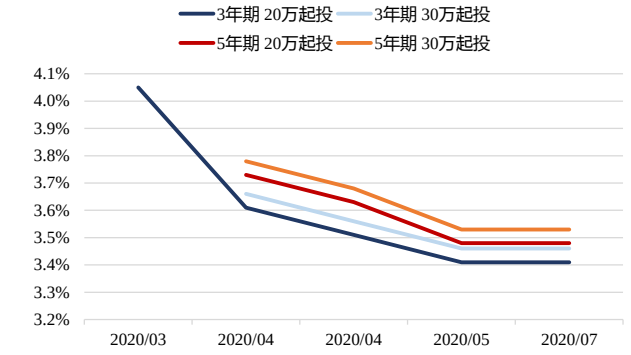
3. 投资建议：龙头金融机构分享零售财富管理红利

我们认为零售财富管理是金融行业最具成长空间的赛道，且资管新规体系下产业格局被重塑，具备核心竞争力的银行/保险/券商/基金都将迎来发展机遇。

3.1. 银行：受益于负债成本下行与财富管理发展

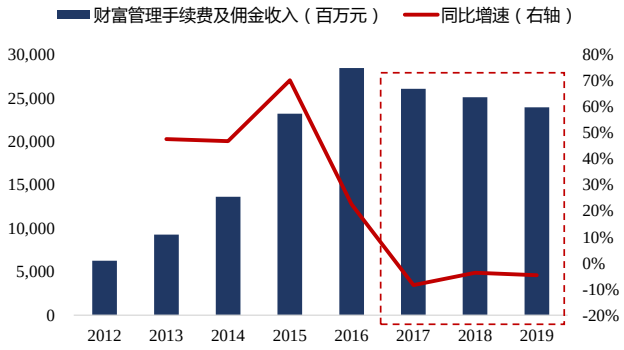
从银行传统业务角度，随着理财产品打破刚兑、“类货基”及表内存款监管趋严，银行负债成本将打开下行空间，负债端“囚徒博弈”压力减轻，这在资产端让利实体、贷款利率下行的环境中，有利于银行稳定利差、维持盈利能力。**近期我们已经看到，部分银行开始边际下调大额存单利率，例如招商银行 4 月末、5 月新发行 3 年期大额存单利率已连续两次环比降低 10BP，5 年期大额存单连续两次降低 15BP。**

图 13：2020Q2 以来招商银行大额存单发行利率下行



数据来源：公司官网，东吴证券研究所汇总

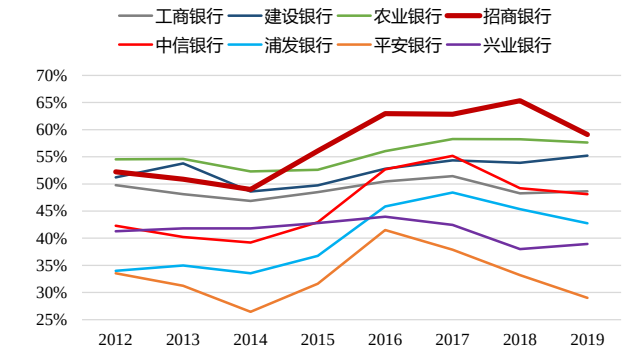
图 14：招商银行财富管理收入有望重新进入增长通道



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

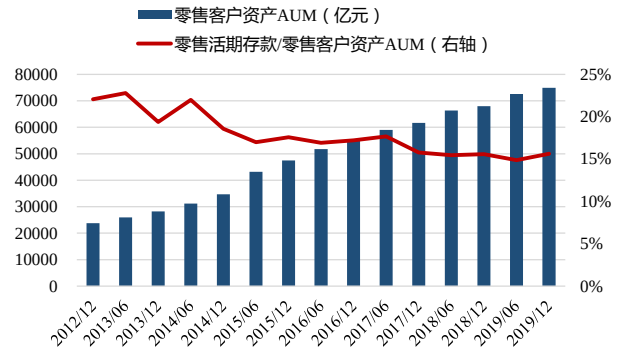
从未来成长空间角度，我们强调零售财富管理是目前金融行业中最具备高成长空间的赛道，**而银行作为金融龙头行业，一方面可以自行利用理财子公司平台发行管理理财产品，另一方面可以通过代销业务切分基金/保险/私募/信托等细分市场**。我们看好优质零售银行长期受益财富管理发展：①做强中间业务收入，降低对传统信贷的依赖；②做大客户规模及服务深度，同时沉淀低成本活期存款。

图 15：2015 年以来招商银行活期存款占比领跑同业



数据来源：公司公告，东吴证券研究所测算

图 16：招商银行依托财富管理 AUM 沉淀活期存款



数据来源：公司公告，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

个股方面重点推荐财富管理优势鲜明的平安银行/招商银行/宁波银行/建设银行。

1）平安银行：2017 年零售转型后，财富管理领域快速追赶行业龙头招商银行，2020 年一季度末零售客户数达到 9864.05 万户，较上年末增长 1.6%；管理零售客户资产 2.14 万亿元，较上年末增长 7.8%。

2）招商银行：零售金融最佳标杆，目前拥有零售客户 1.46 亿，2020 年一季度末零售客户 AUM 达到 7.88 万亿。财富管理的积累为招商银行沉淀了大量活期存款，进而拥有可比同业难以对标的低负债成本。

3）宁波银行：近两年全力拓展零售财富管理业务，以按揭贷款、消费贷、信用卡等传统产品为切入点，拓展“大零售”战略，一季度手续费净收入高增长 47.9%，显著超市场预期，主要得益于代销基金及理财业务。

4）建设银行：国有大行在渠道网点及个人客户资源积累方面，拥有金融同业难以比拟的规模优势，因此发展零售金融的天然竞争优势最强。2019 年末，私人银行客户金融资产达 1.51 万亿元，私人银行客户数量 14.27 人，较上年增长 12.21%。

3.2. 券商：关注基金代销、基金投顾牌照等发展机遇

资本市场发展、权益市场走强对券商及基金管理产业链构成实质性利好。

- 对于基金管理公司，前文已分析股票及混合型基金新发行规模高增长，在各类投资理财产品吸引力下行背景下，叠加股市行情向好，短期内权益型基金高弹性受益，中长期配置比例也将逐步提升，规模享受高增速。
- 对于基金代销机构，拥有客户流量优势的头部财富管理机构，**诸如银行、互联网基金销售平台（阿里、腾讯、东方财富天天基金等）、券商等**，都有机会通过基金代销业务切分权益市场快速发展的红利。
- 建议重点关注基金投顾牌照的落地。2019 年 10 月，证监会下发《关于做好公开募集证券投资基金投资顾问业务试点工作的通知》，基金投顾试点正式落地，截止目前，监管层已下发 18 张基金投顾试点牌照。我们认为，与传统代销财富管理模式的核心区别在于，基金投顾模式考验财富管理机构真实的投资管理能力，而投资管理能力往往与投资管理人才、激励机制挂钩。**目前持有牌照的各类机构中，基金公司主动投资能力及市场化机制最优异，券商对权益市场也非常熟悉，而银行虽然并不主要关注权益市场，但零售银行拥有丰富的为财富管理类客户配置、推荐基金的实践经验。**我们判断，资源禀赋不同的三类机构未来都有机会通过基金投顾牌照实现财富管理战略升级，核心在于前期的投资业绩表现，基金投顾模式相比传统代销模式，更容易形成强者更强的集中化竞争格局，投资管理能力是核心。

表 8：目前 18 家基金投顾试点牌照汇总

机构类型	机构名称	机构类型	机构名称
券商	国泰君安	公墓基金	嘉实基金
	华泰证券		华夏基金
	申万宏源		易方达基金
	中信建投		南方基金
	银河证券		中欧基金
	中金公司	基金销售	腾安基金
	国联证券		珠海盈米基金
银行	工商银行		蚂蚁（杭州）基金
	招商银行		
	平安银行		

数据来源：证监会，媒体报道，东吴证券研究所

个股方面重点推荐互联网零售财富管理龙头、科技券商**东方财富**；持续推荐受益资本市场及直接融资发展的**海通证券、华泰证券、中信证券、中金公司**。

3.3. 保险：短期需求拐点临近，长期成长空间确定

保险行业最近三年需求端保费表现低于预期，我们认为 2015~2017 年寿险新单保费超高速增长后，市场一度对保费需求增长预期过于乐观，尽管长期需求配置空间很高，但短期历经高增长后，叠加监管环境变化以及居民收入波动等扰动因素，保费阶段性降速或小幅下滑属于正常情形。

当前时点，结合前文对各类零售金融理财产品的竞争优势分析，我们看好中短期内寿险保费需求拐点临近；长期看好保险作为存款以外的唯一“合法刚兑”产品，逐步提升在居民金融资产配置中的比例。

个股方面，重点推荐新单保费强劲增长、投资端最受益股市上涨的**中国人寿**。

请务必阅读正文之后的免责声明部分

4. 风险提示

1）宏观经济压力冲击居民收入及理财投资：如果未来宏观经济下行压力加大，可能导致居民收入增长不及预期，个人投资金融资产的规模缩水或低于预期，那么零售金融市场及各金融子行业的增长都将面临压力。

2）财富管理机构投资收益率持续承压，或负债成本上行：在经济降速、利率长期走低趋势下，财富管理机构必须面对投资端收益率下行、负债端市场竞争激烈导致成本难以降低的困局，无论是以利差为盈利点的银行表内存款、保险，还是以管理费为盈利点的银行表外理财、资管机构，都难以保持盈利的稳定。

3）互联网巨头切分传统金融机构市场份额：阿里、腾讯等互联网巨头拥有天量级用户流量资源，虽然监管层目前限制了互联网巨头直接获取金融牌照的路径，但流量巨头们依然可以通过与持牌金融机构合作来变现（例如，基金及保险代销、线上消费金融等），切分传统金融机构的市场份额，这也将进一步加剧零售金融的市场竞争。

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

