

行业研究/深度研究

2018年05月30日

行业评级:

银行 增持(维持)  
银行II 增持(维持)

**沈娟** 执业证书编号: S0570514040002  
研究员 0755-23952763  
shenjuan@htsc.com

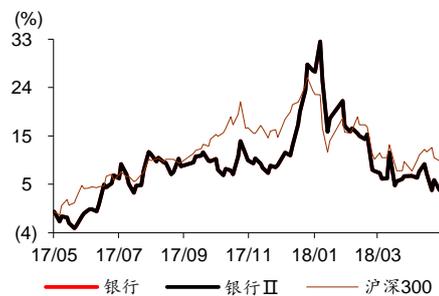
**郭其伟** 执业证书编号: S0570517110002  
研究员 0755-23952805  
guoqiwei@htsc.com

**蒋昭鹏** 0755-82492038  
联系人 jiangzhaopeng@htsc.com

相关研究

- 1《银行: 发力存款扩内需, 行业增长新动能》2018.05
- 2《非银行金融/银行: 监管靴子再落地, 紧握优质大金融》2018.05
- 3《银行: 过渡期延长, 流动性监管靴子落地》2018.05

一年内行业走势图



资料来源: Wind

# 改革破茧而出, 银行理财蝶变

## 大资管新时代新发展之银行资管篇

### 银行资管的模式重造, 规范与本质得以回归

2018年4月27日资管新规的落地开启了大资管行业的新时代。银行是受新规影响最大的金融机构之一, 理财业务面临模式重塑, 本文旨在对银行的转型之路进行展望。银行理财起源于2003年, 2013-2016年受表内额度紧张、不良贷款暴露、资本约束加强等影响的迎来高速发展期, 目前已形成了“管理费+超额收益”的盈利模式, 大型银行、股份制银行在理财业务上各有亮点, 但刚性兑付、资金池运作等风险隐患突出。我们认为, 未来银行的主要突破点在拥抱直接融资市场、以客户为导向、公司制的专业化管理, 个股推荐工行、招行、平安、光大。

### 在监管的引导下成长, 银行已成资管行业重要角色

银行资管业务发源于2003年, 根据监管变化可分为业务萌芽、发展壮大、监管引导、野蛮生长、走向规范五个阶段。2003-2004年的中国银行、光大银行分别是外币、人民币理财产品先驱。2005年管理框架建立, 监管起步, 同时银信合作模式崛起, 成为银行理财的主要的特色。2010年银信业务被叫停, 银行为了躲避监管转而使用没有准确信息披露的资金池模式。2013年表内额度紧张、不良贷款暴露、资本约束加强促使银行加大理财业务发展力度, 理财规模迅速跃升。2017年“三三四十”大检查重点关注理财业务, 理财规模同比增速降至1.69% (2016年为23.62%)。

### 银行资管后来居上, 但亦暗含风险因素

商业银行仍是资管行业的领头羊, 2017年底29.54万亿元的规模显著高于其他金融机构资管业务。目前的银行理财以“管理费+超额收益”为主流盈利模式, 产品投资者风险偏好较低。理财的资金近70%来源于个人客户, 资产近60%投向债券和非标。银行参与资管行业有四大乱象: 多层嵌套、资金池运作、非标投资较多及刚性兑付, 银行借此提高投资杠杆, 从中获得了期限利差和信用利差, 但也增加了金融风险, 扰乱了金融市场。

### 回归代客理财本质, 大中型银行两路突围成资管强行

资管新规对存量业务的整改要求预计将使理财业务短期承压, 但业务的规范利好银行资管业务的长期发展。未来银行理财业务定位将回归“代客理财”本质。随着资产的标准化转型, 银行在直接融资的大发展过程中有望获得良机。银行作为客户资源最丰富的金融机构, 具有较强的渠道优势, 法人地位的资管子公司有望提升银行主动管理能力。我们看好具有渠道资源和主动管理能力的银行。大型银行因存量业务规范、渠道优势突出、主动管理经验丰富, 具全面优势; 股份制银行则可利用其自身特色错位竞争, 如私人银行、客户导流、产融结合等。个股推荐工行、招行、平安、光大。

风险提示: 政策速度力度超预期, 行业转型升级不及预期。

重点推荐

股票代码	股票名称	收盘价(元)	投资评级	EPS(元)				P/E(倍)			
				2017A	2018E	2019E	2020E	2017A	2018E	2019E	2020E
601398	工商银行	5.63	增持	0.80	0.84	0.88	0.94	7.04	6.70	6.40	5.99
600036	招商银行	28.30	增持	2.78	3.19	3.73	4.41	10.18	8.87	7.59	6.42
000001	平安银行	10.08	买入	1.34	1.40	1.48	1.59	7.52	7.20	6.81	6.34
601818	光大银行	3.95	买入	0.60	0.63	0.68	0.74	6.58	6.27	5.81	5.34

资料来源: 华泰证券研究所

## 正文目录

序言：模式重构，破而后立 .....	5
历史：千淘万漉，曲折成长 .....	6
2005年以前：理财业务萌芽，外币产品主导 .....	6
2005-2009年：监管体系建立，本币产品崛起 .....	7
2010-2012年：叫停银信合作，资金池成主流 .....	8
2013-2016年：监管引导改革，规模更上层楼 .....	10
2017-2018年：最严监管时代，高速增长终止 .....	12
现状：后来居上，体量庞大 .....	14
规模类别：资管行业主角，产品风险较低 .....	14
盈利模式：收取管理费用，取得超额收益 .....	16
竞争格局：大行总量占优，股份行小而美 .....	18
管理架构：资管事业部制，将转型子公司 .....	19
三大动机：留住海量客户，参与直融市场 .....	20
高息理财揽存，留住海量客户 .....	20
谋求表外扩张，拓宽操作空间 .....	21
顺应行业发展，参与直融市场 .....	22
四大问题：规模高速增长，问题不可忽视 .....	22
多层嵌套，风险底数不清 .....	22
资金池运作，具流动性隐患 .....	24
非标投资，形成影子银行 .....	25
刚性兑付，风险转至银行 .....	26
未来：破茧新生，优势依旧 .....	27
净值化管理，代客理财是本质 .....	27
资产标准化，顺应直融大趋势 .....	27
聚焦于客户，助银行脱颖而出 .....	28
法人子公司，专业管理新格局 .....	29
资管子公司：银行理财法人地位获确认 .....	29
基金公司：银行角力资管业的另一方式 .....	30
投资建议：渠道为先，专业为核 .....	32
大型银行：转型压力小，客户优势突出 .....	32
工商银行：全能大型银行，资管行业领跑者 .....	32
股份制银行：利用特色，进行错位竞争 .....	33
招商银行：顶级私人银行，资管子公司先行 .....	33
平安银行：零售转型迅速，集团助力大资管 .....	34
光大银行：理财业务先驱，探索新财富管理 .....	35
风险提示 .....	36

## 图表目录

图表 1: 大资管新时代新发展至银行资管篇结构图 .....	5
图表 2: 银行资管业务四阶段理财产品余额 .....	6
图表 3: 2004-2008 年银行理财产品发行数量实现跃升 .....	6
图表 4: 2005 年发行的银行理财产品仍以外币产品为主 .....	6
图表 6: 2005-2009 年人民币理财产品成为主流 .....	8
图表 7: 2007 年股票类理财产品崛起 .....	8
图表 8: 2009 年信贷类理财产品发行量达到顶峰 .....	8
图表 10: 2010-2012 年人民币信贷类理财产品发行数量占比大幅下降 .....	9
图表 11: 资金池运作模式的特点 .....	10
图表 12: 2013 年银行理财非标投资的比例开始下降 .....	10
图表 13: 2013-2016 年银行理财产品存续余额迎来高速增长 .....	11
图表 14: 商业银行存贷比攀升明显 .....	11
图表 15: 2013 年商业银行步入不良贷款暴露期 .....	11
图表 16: 在降息周期内, 银行理财规模增速上升 .....	11
图表 17: 2017 年 3-4 月银行业监管的组合拳系列文件 .....	12
图表 18: 8 份监管文件各司其职, 有点有面 .....	12
图表 19: 2017 年以来理财产品存续余额及发行数量基本稳定 .....	13
图表 20: 2017-2018 年长期限理财产品占比显著提升 .....	13
图表 21: 2009-2015 年银行理财余额保持 40% 以上的高速增长 .....	14
图表 22: 银行已成为大资管体系中的最重要一环 .....	14
图表 23: 2017 年末理财产品保本和非保本占比 .....	14
图表 24: 2017 年末各类银行理财产品保本和非保本占比 .....	15
图表 25: 2017 年发行理财产品开放型和封闭型结构 .....	15
图表 26: 2017 年发行理财产品风险结构 .....	15
图表 27: 2017 年发行理财产品期限结构 .....	16
图表 28: 预期收益型产品盈利模式图 .....	16
图表 29: 净值型产品盈利模式图 .....	16
图表 30: 2017-2018 年部分理财产品费率明细 .....	17
图表 31: 2017 年末银行理财产品资金近 70% 来源于个人 .....	17
图表 32: 2017 年末摩根大通资产管理资金近 50% 来源于机构 .....	17
图表 33: 2014-2017 年银行理财产品资金来源变化 .....	18
图表 34: 2017 年末银行理财产品资产配置分布 .....	18
图表 35: 2013-2017 年银行理财产品资产配置变化 .....	18
图表 36: 2017 年末 A 股上市银行理财产品余额占比 .....	19
图表 37: 理财收入占营业收入比例: 大型银行普遍较低 (工行除外) .....	19
图表 38: 表外理财与总资产的比例: 大型银行普遍较低 .....	19
图表 39: 不同银行有不同的资管事业部设置 .....	20
图表 40: 银行较其他类金融机构渠道优势明显 .....	20
图表 41: 银行理财收益率可与货币基金匹配 .....	21

图表 42: 2011-2015 年股份制银行存贷比接近 75% (测算)	21
图表 43: 2013 年左右商业银行不良贷款率攀升	21
图表 44: 2017 年新增社融直接融资的占比仅 6.8%	22
图表 45: 危机后美国三大银行资管板块收入占比持续提升	22
图表 46: 不同资管产品投资范围存在差异	23
图表 47: 部分资管产品的合格投资者要求	23
图表 48: 银行理财跨监管部门嵌套示意图	23
图表 49: 2017 年发行理财产品期限小于一年占 98%	24
图表 50: 资金池运作示意图	24
图表 51: 2017 年末非标债权投资占比仍高达 16%	25
图表 52: 2017 年末资金信托较多投向地产、建筑等行业	25
图表 53: 银行资管业务的四大乱象	26
图表 54: 权益类产品主要投向于股票、未上市股权	28
图表 55: 公募产品可投向于上市股票	28
图表 56: 招商银行以客户为导向的财富管理产品体系	29
图表 57: 27 家银行具有证券投资基金托管业务资格	30
图表 58: 2018 年 Q1 末银行系基金公司排名	31
图表 59: 银行系基金公司股权结构及持股比例 (按成立时间排序)	31
图表 60: 2017 年末大行表外理财规模与总资产比例较低	32
图表 61: 2017 年大行理财业务受冲击较小	32
图表 62: 工商银行理财规模优势明显	33
图表 63: 2018 年 Q1 末工银瑞信管理资产规模居银行系基金公司第一	33
图表 64: 2016 年招商银行已跻身全球第 15 大私人银行	34
图表 65: 2013-2018 年平安银行零售客户 AUM 保持较快增长	34
图表 66: 光大银行理财产品余额变化趋势	35
图表 67: 光大集团全牌照金融版图及主要企业	36

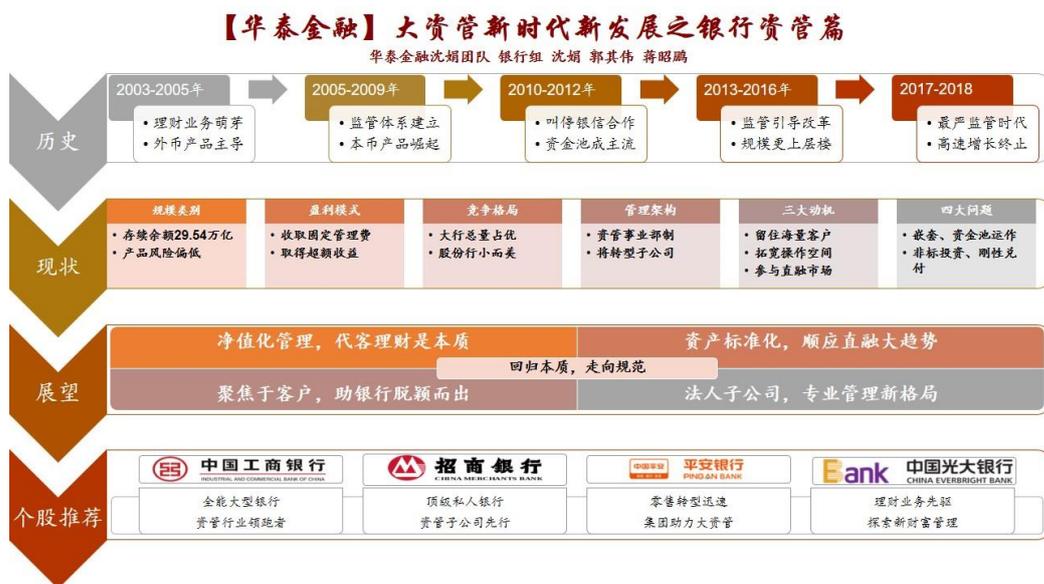
## 序言：模式重构，破而后立

今年4月末万众瞩目的资管新规《关于规范金融机构资产管理业务的指导意见》正式下发，为百万亿元体量的资管行业开启了一个全新的时代。在资管行业中举足轻重的银行资管业务（即理财产品）也将迎来商业模式的转换和行业格局的重塑。

回顾历史，银行的资管业务一直在曲折中发展。这些年来银行资管业务往往异化为间接融资的替代品。刚性兑付、多层嵌套、资金池运作、大量的非标资产投资，使银行资管业务更像是监管套利工具。而发展以客户为中心的投资理念，培养主动管理能力的监管目标却没有实现。在经济步入新常态阶段，拥抱新经济不止是对实体经济的要求，也是金融体系的转型目标。大力发展直接融资，实现金融产品风险和收益匹配，理顺资金市场化定价机制，会是未来金融体系的主要工作。而资管业务就是银行参与直接融资市场的重要门票。但当前类信贷式的风险积聚的资管模式难以承担历史重任。

资管新规的推出是资管行业历史性的变革。新规打破理财产品的刚性兑付，实现净值化转型，压低信用利差；严禁资金池，产品单独建账管理，减少期限利差；限制嵌套层数，控制产品杠杆比例，压缩资管产品的杠杆空间。新规将使资管真正走向阳光化运作。虽然短期产品整改过渡会对银行经营造成一定的挑战，但从长期看，机制规范以后，居民日益丰富的财富管理需求会为银行资管业务打开一片新的发展空间。

图表1：大资管新时代新发展至银行资管篇结构图

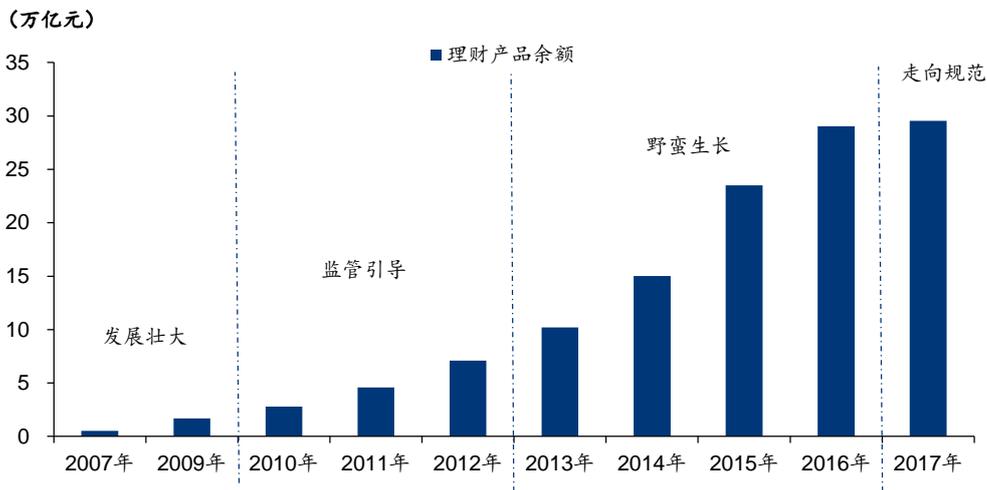


资料来源：华泰证券研究所

## 历史：千淘万漉，曲折成长

我国银行资产管理业务的发展可依据监管变化分为五个阶段。随着银行资管业务的规模扩张，我国逐步出台相应的监管政策，以实现引导市场发展、规范行业竞争的目的。我们将银行资产管理业务的发展分为业务萌芽、发展壮大、监管引导、野蛮生长、走向规范五个阶段。

图表2：银行资管业务四阶段理财产品余额



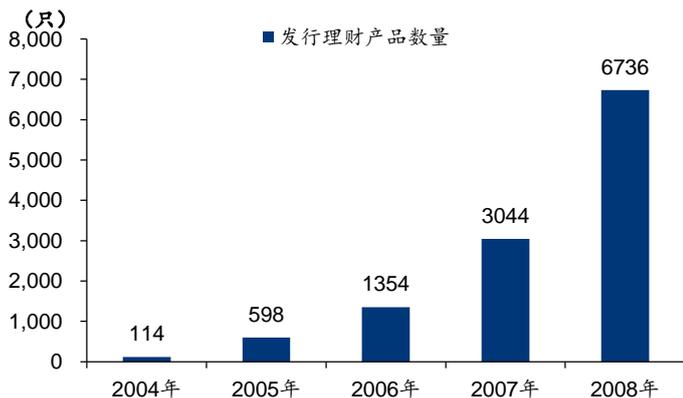
资料来源：中国理财网，华泰证券研究所

### 2005年以前：理财业务萌芽，外币产品主导

股份制银行率先发行理财产品，开启利率市场化背景下的创新发展之路。2003年中国银行推出外币理财产品“汇聚宝”，与伦敦银行同业拆息、汇率或商品价格等指标挂钩，是我国的第一款外币理财产品。2004年，存款利率下限和贷款利率上限松动，利率市场化有一定进展。光大银行运用债券资产证券化技术，推出第一只人民币理财产品“阳光理财B计划”。自此商业银行正式拉开了大力发展理财业务的序幕，招商银行、广发银行、民生银行和建设银行等商业银行纷纷推出类似产品，打响人民币理财市场争夺战。据 Wind 的数据，2005年银行共发行 598 只理财产品，而 2004 年的对应数据为 114 只。

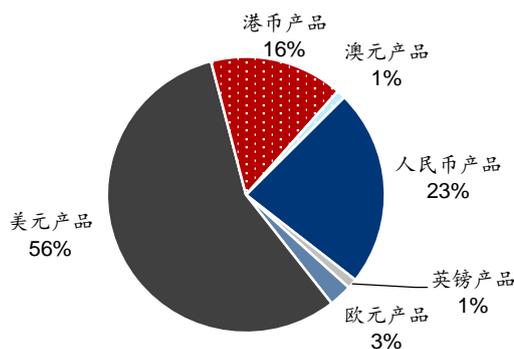
在此阶段，外币理财占据了绝对主导地位。据 Wind 统计数据，2005 年银行发行的 598 只理财产品中外币产品有 460 只、人民币理财产品 138 只，外币产品占全年产品发行数的 76.92%。为保障居民理财资金安全和人民币理财市场稳定，银监会明确规定人民币理财资金仅限于投向银行间拆借市场、央行票据和债券等，因此这一阶段银行理财的资产投向类似于货币基金。

图表3：2004-2008 年银行理财产品发行数量实现跃升



资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表4：2005 年发行的银行理财产品仍以外币产品为主



资料来源：Wind，华泰证券研究所

## 2005-2009年：监管体系建立，本土产品崛起

配套监管体系逐步建立与细化，对银行资管业务的发展起到较好的引导和规范作用。为适应商业银行理财业务起步与发展，银监会于2005年9月和10月相继颁布了《商业银行个人理财业务管理暂行办法》和《商业银行个人理财业务风险管理指引》，明确定义个人理财业务是建立在委托代理关系基础之上的银行服务，对其发行和信息披露等提出具体要求，搭建了银行理财监管的基本制度框架和政策基础。《办法》和《指引》的颁布，标志着银行理财被正式纳入监管范围，发展步入正轨。由于2005年银行理财仍以外币产品为主，2006年，人民银行、银监会和外汇局联合印发了《商业银行开办代客境外理财业务管理暂行办法》，对银行理财资金投资境外市场的行为进行规范。

监管开始引导银行理财业务走向合规发展。在此期间，随着银行理财业务的多元发展，部分机构经营不规范、误导销售等行为开始显现，监管部门陆续出台各类政策文件对具体业务进行规范和引导，银行理财发展的制度环境逐步得以完善。这一阶段监管的方向是在原有管理办法的制度框架下，对部分风险比较突出、社会反响较大的方面（如投资管理、销售行为等具体环节）提出明确和具体的要求，引导银行理财合规发展。

图表5：2005-2009年银行理财业务相关政策法规

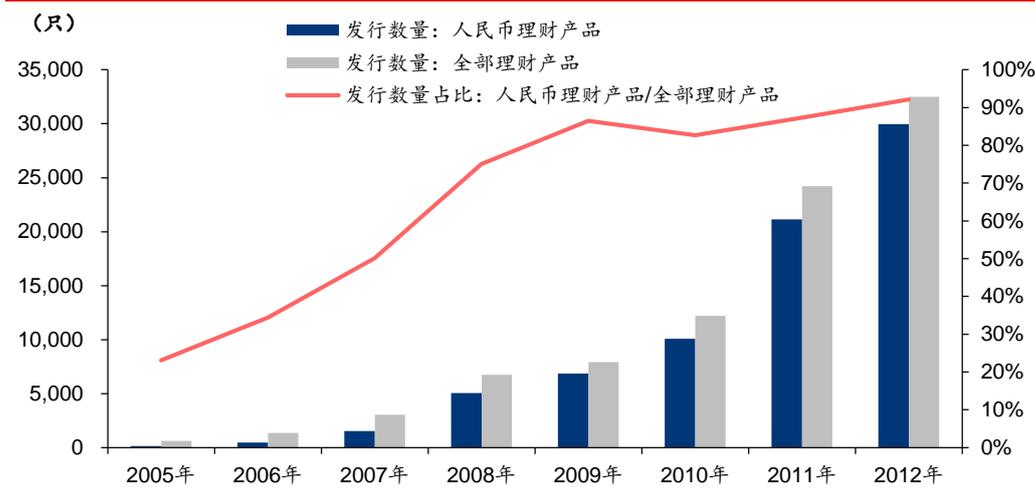
文件类型	时间	法律法规	文号
基础业务	2005	《商业银行个人理财业务管理暂行办法》	银监会令〔2005〕2号
基础业务	2005	《商业银行个人理财业务风险管理指引》	银监办发〔2005〕63号
境外理财	2006	《商业银行开办代客境外理财业务管理暂行办法》	银监办发〔2006〕121号
基础业务	2006	《关于商业银行开展个人理财业务风险提示的通知》	银监办发〔2006〕157号
境外理财	2006	《关于商业银行开展代客境外理财业务有关问题的通知》	银监办发〔2006〕164号
境外理财	2007	《关于调整商业银行代客境外理财业务境外投资范围的通知》	银监办发〔2007〕114号
境外理财	2007	《关于进一步调整商业银行代客境外理财业务境外投资有关规定的通知》	银监办发〔2007〕197号
基础业务	2007	《关于调整商业银行个人理财业务管理有关规定的通知》	银监办发〔2007〕241号
境外理财	2008	《关于进一步加强商业银行代客境外理财业务风险管理的通知》	银监办发〔2008〕259号
基础业务	2008	《关于加强个人理财业务监管工作有关事项的通知》	银监办发〔2008〕284号
银信合作	2008	《关于进一步加强信托公司银信合作理财业务风险管理的通知》	银监办发〔2008〕297号
基础业务	2008	《关于进一步规范商业银行个人理财业务有关问题的通知》	银监办发〔2008〕47号
银信合作	2008	《银行与信托公司业务合作指引》	银监办发〔2008〕83号
基础业务	2009	《关于进一步规范商业银行个人理财业务报告管理有关问题的通知》	银监办发〔2009〕172号
银信合作	2009	《关于进一步规范银信合作有关事项的通知》	银监办发〔2009〕111号
银信合作	2009	《关于规范信贷资产转让及信贷资产类理财业务有关事项的通知》	银监办发〔2009〕113号
基础业务	2009	《关于印发〈银行业个人理财业务突发事件应急预案〉的通知》	银监办发〔2009〕115号
基础业务	2009	《关于进一步规范商业银行个人理财业务投资管理有关问题的通知》	银监办发〔2009〕65号

资料来源：银监会，华泰证券研究所

银行资管业务步入多元发展阶段，人民币理财产品成为主流，银信合作崛起。2005-2009年是人民币产品崛起的阶段，人民币理财产品发行数量由2005年的138只上升至2009年的6848只，占理财产品发行总数的比例由23.08%上升至86.50%。人民币产品崛起的与原因主要有二。首先是股票类理财产品（新股申购类）的崛起，在2007年股市大发展的背景下，银行共发行476只人民币新股申购类理财产品（2006年仅15只），占全部人民币产品发行数量的31%。

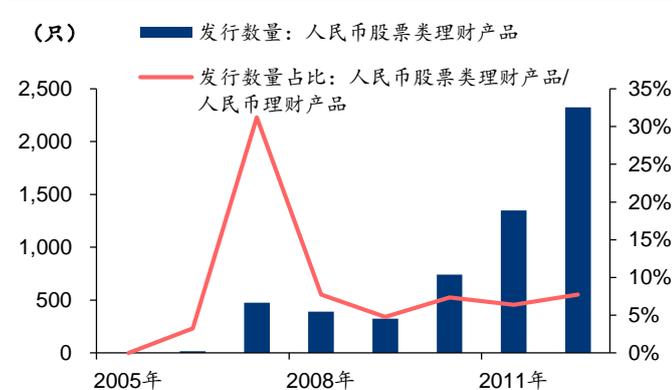
其次是银信合作模式的开启。根据监管部门的定义，银信合作指“商业银行将客户理财资金委托给信托公司，由信托公司担任受托人并按照信托文件的约定进行管理、运用和处分的行为。上述客户包括个人客户（包括私人银行客户）和机构客户”。2006年，民生银行推出国内首只人民币信贷类理财产品——“非凡人民币理财 T1 计划”拉开了银信合作大发展的序幕，2008年全年银行共发行信贷类产品 2260 只，同比增加 369.85%。危机后，受国家四万亿的经济刺激政策，信贷大幅增加，2009年信贷类理财产品的发行量达到 3439 只的顶峰，占人民币理财产品发行数量的 49.27%。银信合作的崛起为绕开流动性管理、资产质量监管、资本充足率管理等监管套利行为埋下了伏笔。

**图表6： 2005-2009年人民币理财产品成为主流**



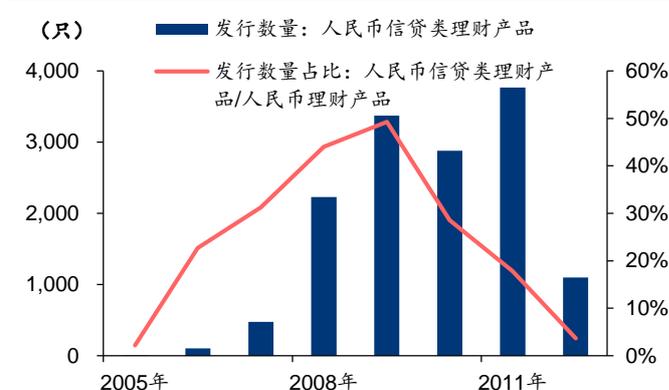
资料来源：Wind，华泰证券研究所

**图表7： 2007年股票类理财产品崛起**



资料来源：Wind，华泰证券研究所

**图表8： 2009年信贷类理财产品发行量达到顶峰**



资料来源：Wind，华泰证券研究所

**2010-2012年：叫停银信合作，资金池成主流**

“银信合作”被叫停标志着银行资管业务步入了新时期。为了防范银行借通道绕开信贷规模控制而聚集高风险，银监会接连出台规范性文件对银行理财业务进行约束。2009年底，银监会已开始发文禁止银信双方通过签订回购协议、即期买断加远期回购协议的“双买断”等方式规避监管。2010年，银监会出台“窗口指导”叫停银信合作业务，并紧接着下发《关于规范银信理财业务合作有关事项的通知》，要求商业银行在2011年底前将表外资产转入表内，并按照150%的拨备覆盖率计提拨备，按照大银行11.5%、中小银行10%的资本充足率计提资本。

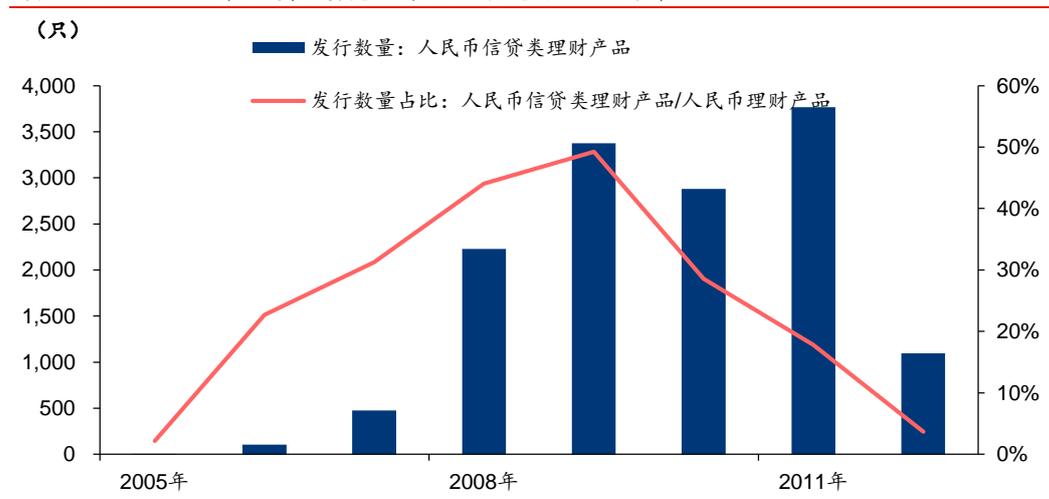
2011年银监会发布《关于进一步规范银信理财合作业务的通知》，主要要求有三：首先，提出银信合作贷款余额应当按照每季至少25%的比例予以压缩。其次，未转入表内的银信合作信托贷款，信托公司应按10.5%的比例计提风险资本。第三，信托公司信托赔偿准备金低于银信合作不良信托贷款余额150%或低于银信合作信托贷款余额2.5%的，信托公司不得分红，直至上述指标达到标准。在两份文件出台的背景下，银行信贷类理财产品发行数量的占比降低显著。2012年，人民币信贷类理财产品发行数量仅1097只，占人民币理财产品发行总量的3.66%。

**图表9：2009-2013年银行理财业务相关政策法规主要针对银信合作**

时间	法律法规	文号
2010	《关于加强信托公司房地产信托业务监管有关问题的通知》	银监办发〔2010〕54号
2010	《关于规范银信理财合作业务有关事项的通知》	银监发〔2010〕72号
2010	《关于进一步规范银行业金融机构信贷资产转让业务的通知》	银监发〔2010〕102号
2011	《关于进一步规范银信理财合作业务的通知》	银监发〔2011〕7号
2011	《关于做好信托公司净资本监管、银信合作业务转表及信托产品营销等有关事项的通知》	银监非银发〔2011〕14号
2011	《关于规范银信理财合作业务转表范围及方式的通知》	银监办发〔2011〕148号
2011	《关于2011年第三季度重点风险防范工作的通知》	银监发〔2011〕87号
2011	《商业银行理财产品销售管理办法》	银监会令〔2011〕年第5号
2011	《关于进一步加强商业银行理财业务风险管理有关问题的通知》	银监发〔2011〕91号
2012	《关于信托公司票据信托业务有关事项的通知》	银监办发〔2012〕70号
2012	《关于整治银行业金融机构不规范经营的通知》	银监发〔2012〕3号

资料来源：银监会，华泰证券研究所

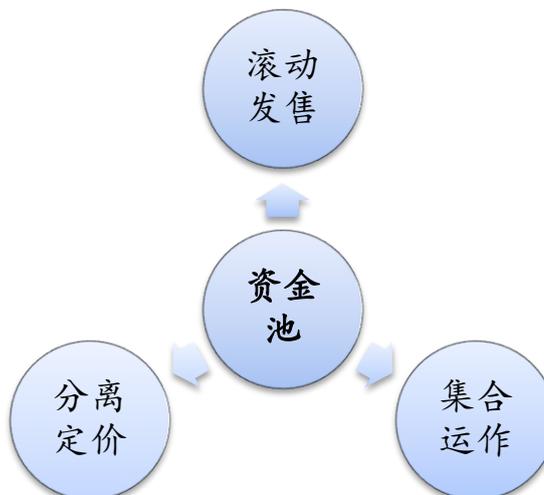
**图表10：2010-2012年人民币信贷类理财产品发行数量占比大幅下降**



资料来源：Wind，华泰证券研究所

**资金池运作因提高管理效率而崛起，也成为银行躲避监管的方式。**随着理财规模的扩大，产品与项目的一一对应需占用大量的精力，而每款产品投资一个“非标”产品存在集中度风险。资金池模式不仅可实现集约化管理，还可帮助银行躲避监管，如以资金池模式构建组合投资类产品可绕开《关于规范银信理财合作业务有关事项的通知》对于银信合作产品回表的监管规定。因此，银行开始以集合管理的资金池模式运营理财业务。资金池具有滚动发行、集合运作、分离定价的特征。滚动发行，即银行滚动发售新产品使资金的流入和流出使“资金池”的规模大致的平衡。集合运作，即理财产品与资产并非一一对应，而是整个资金池与整个资产池保持平衡。分离定价，即理财产品在开放参与、退出或滚动发行时未进行合理估值，脱离对应资产的实际收益率、净值进行定价。

图表11： 资金池运作模式的特点



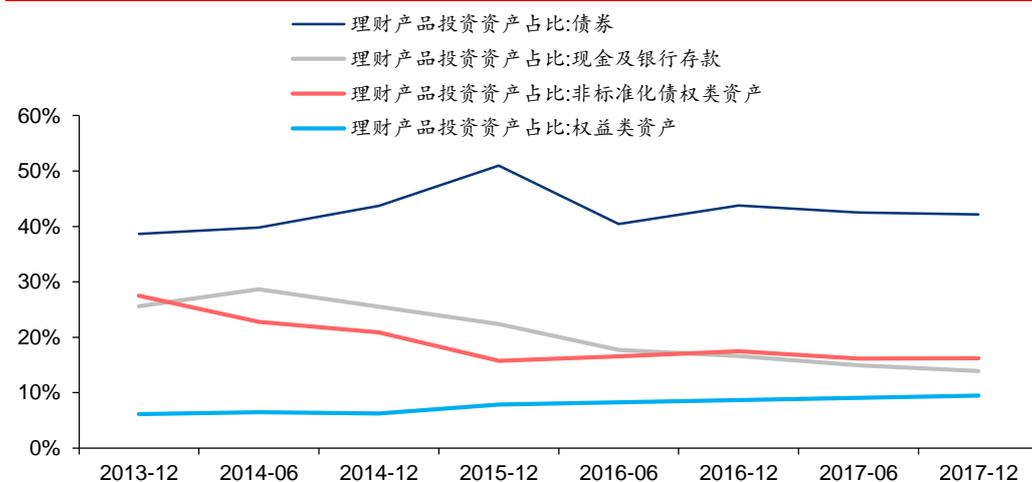
资料来源：华泰证券研究所

### 2013-2016 年：监管引导改革，规模更上层楼

2013 年起监管部门着力规范投资端，推进事业部制改革，但未能成功限制理财规模的扩张。2013 年银监会发布《关于规范商业银行理财业务投资运作有关问题的通知》（简称“8 号文”）。8 号文要求理财产品必须与所投资资产一一对应，做到单独管理、单独建账和单独核算。理财资金投资非标准化债权资产的余额在任何时点均以理财产品余额的 35% 与商业银行上一年度审计报告披露总资产的 4% 之间孰低者为上限。2014 年银监会发布《关于完善银行理财业务组织管理体系有关事项的通知》（简称“35 号文”），要求各银行完善理财业务的内部组织管理体系，设立理财业务经营部门，并按照“单独核算、风险隔离、行为规范、归口管理”四项基本要求规范开展理财业务。

8 号文的实施对银证、银基合作的通道业务也有一定降温作用。银行理财开始减少非标资产投资，增加债券的配置比例。但 8 号文并未成功限制理财规模的扩张，银行理财在多种因素的催化下步入了高速发展期。

图表12： 2013 年银行理财非标投资的比例开始下降



资料来源：中国理财网，华泰证券研究所

在多重因素的叠加下，银行理财规模迎来了迅速扩张。2013 年，中国进入降息周期，周期内息差不断收窄，银行盈利能力面临较大挑战。在此背景下，银行纷纷以量补价，提高资产增速、增加贷款投放，故银行的存贷比开始上升，由 2010 年的 64% 上升至 2013 年的 66%，部分股份制银行的存贷比接近 75% 的红线。表外理财业务没有存贷比、资本金

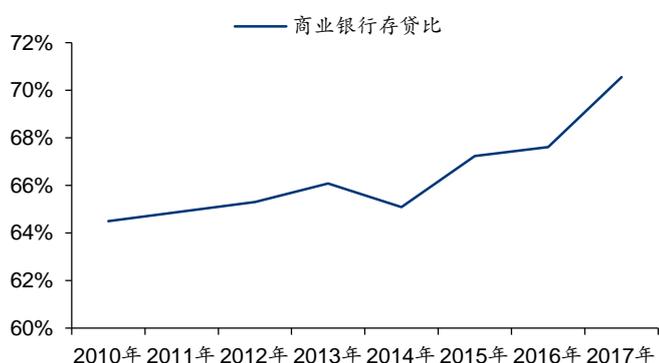
的约束，成为了银行规模扩张的利器。另一方面，2013年国内步入不良贷款的暴露期，商业银行不良贷款率由2012年底的0.95%开始上升至2016年底的1.74%，而缺少拨备管理的表外理财可舒缓银行的资产质量压力。在种种因素的叠加下，2013-2016年银行理财步入了高速扩张期。2013-2016年理财产品存续余额从7.10万亿元增长至29.05万亿元，年均复合增速高达42%。

**图表13： 2013-2016年银行理财产品存续余额迎来高速增长**



资料来源：中国理财网，华泰证券研究所

**图表14： 商业银行存贷比攀升明显**



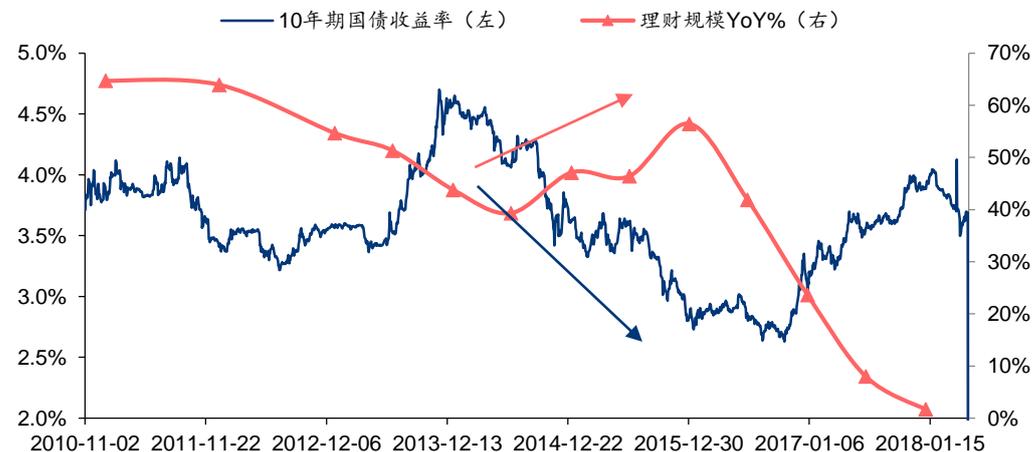
资料来源：银保监会，华泰证券研究所

**图表15： 2013年商业银行步入不良贷款暴露期**



资料来源：银保监会，华泰证券研究所

**图表16： 在降息周期内，银行理财规模增速上升**



资料来源：Wind，华泰证券研究所

## 2017-2018年：最严监管时代，高速增长终止

2017年，监管部门对银行的最严监管时代开始。2017年3月，银监会开启了史上最严格的监管阶段。3-4月，银监会密集发布严监管系列文件，开展“三违反”、“三套利”、“四不当”大检查。监管部门连发4、5、6、7号文，分别针对服务实体经济、整治金融乱象、防控金融风险、补齐金融短板，银行的理财业务和银行同业资产负债、非标投资成为监管的重点。

资管新规的出台标志着大监管体系开始搭建，银行理财是资管新规的主要监管对象。2017年2月，央行起草了《关于规范金融机构资产管理业务的指导意见》内审稿，11月新规的征求意见稿开始公开征求意见。2018年4月27日，一行两会一局正式发布《关于规范金融机构资产管理业务的指导意见》，在净值化管理、期限匹配、控制非标、叫停通道等多个方面对银行理财提出了要求，并设置至2020年底的过渡期用以整顿存量业务。我们预计，过渡期结束后，银行理财业务的种种违规操作将成为历史。

图表17：2017年3-4月银行业监管的组合拳系列文件

时间	法律法规	文号
2017	《关于开展银行业“违法、违规、违章”行为专项治理工作的通知》	银监办发〔2017〕45号
2017	《关于开展银行业“监管套利、空转套利、关联套利”专项治理的通知》	银监办发〔2017〕46号
2017	《关于开展银行业“不当创新、不当交易、不当激励、不当收费”专项治理工作的通知》	银监办发〔2017〕53号
2017	《关于提升银行业服务实体经济质效的指导意见》	银监发〔2017〕4号
2017	《关于集中开展银行业市场乱象整治工作的通知》	银监发〔2017〕5号
2017	《关于银行业风险防控工作的指导意见》	银监发〔2017〕6号
2017	《关于切实弥补监管短板提升监管效能的通知》	银监发〔2017〕7号

资料来源：银保监会，华泰证券研究所

图表18：8份监管文件各司其职，有点有面



资料来源：银保监会，华泰证券研究所

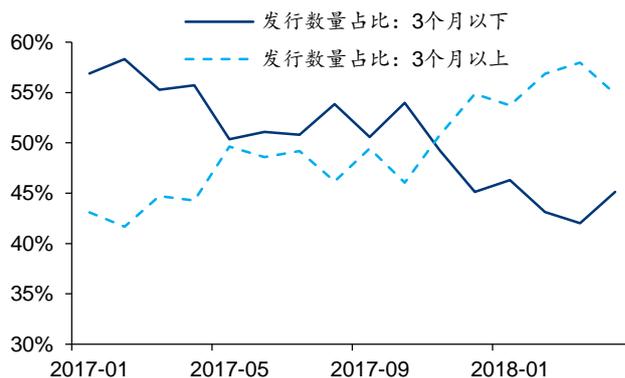
在严监管环境下，银行理财的规模高速扩张趋势终止。2017年底银行理财产品存续余额为29.54万亿元，较2016年底仅增长1.69%，较2013-2016年年均42%的复合增速放缓明显。2017年下半年以来，理财产品的单月发行数量基本持平。为满足期限匹配的要求，新发理财产品期限延长。2018年4月，3个月以上理财产品发行数量占比54.86%，同比上升10个百分点。

**图表19： 2017年以来理财产品存续余额及发行数量基本稳定**



资料来源：银保监会，华泰证券研究所

**图表20： 2017-2018年长期限理财产品占比显著提升**



资料来源：银保监会，华泰证券研究所

## 现状：后来居上，体量庞大

### 规模类别：资管行业主角，产品风险较低

商业银行已成为我国资管行业的“领头羊”。从中国银行、光大银行分别发行首只外币、人民币理财产品至今，我国商业银行已在资产管理业务领域探索了十余年。在此期间，银行资管部门凭借商业银行丰富的资金和项目资源、广泛且深入的渠道网点等优势，发展为国内资产管理市场上规模最大、客户数量最多的资管机构。据银行业理财登记托管中心最新公布的《中国银行业理财市场报告(2017年)》，截至2017年底，全国共562家银行业金融机构有存续的理财产品，理财产品数量共计9.35万只，存续余额为29.54万亿元，约占银行业资产规模的10%，表外理财约占大资管行业规模的22%。

图表21：2009-2015年银行理财余额保持40%以上的高速增长



资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表22：银行已成为大资管体系中的重要一环

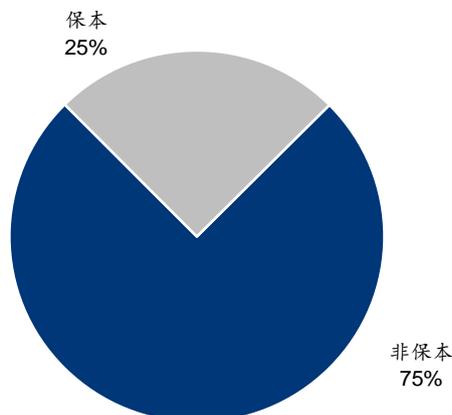


注：银行为表外理财余额

资料来源：中国人民银行，华泰证券研究所

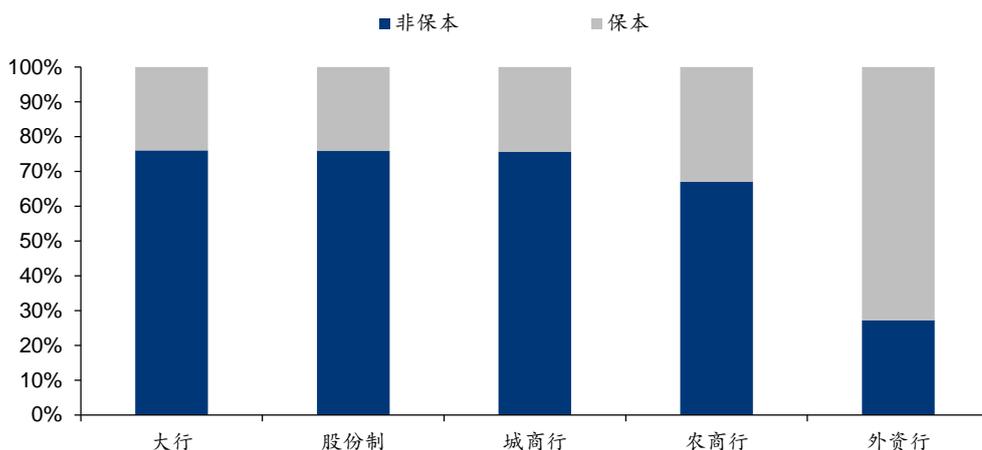
目前银行理财虽以非保本产品为主，但预期收益的模式仍暗藏保本承诺。根据本金和收益的类型，理财产品可分为三种：保本固定型、保本浮动型和非保本型。保本固定型意味着本金安全且设置固定收益，保本浮动型则保证本金安全，具体到期收益率随市场浮动。保本理财均纳入银行表内核算，在计提存款准备金、风险拨备等方面均视同存款管理。非保本理财不保证本金的安全，属表外资产，不适用于银行表内的监管体系，是“资管新规”关注的重点。据《中国银行业理财市场报告》的数据，截至2017年底，银行理财产品共有75.05%为非保本型、24.95%为保本型。其中大型银行、股份制银行和城商行的保本理财的占比均为24%左右，农商行和外资银行较高，分别为32.94%和72.80%。虽然银行理财75%已为非保本产品，但预期收益型的运营模式仍暗藏刚性兑付承诺。

图表23：2017年末理财产品保本和非保本占比



资料来源：中国银行业理财市场报告2017，华泰证券研究所

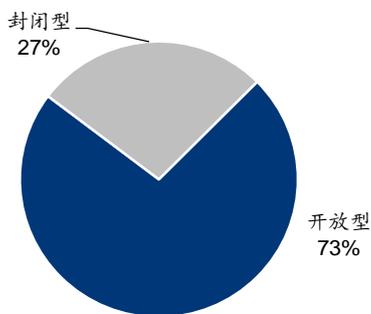
**图表24： 2017年末各类银行理财产品保本和非保本占比**



资料来源：中国银行业理财市场报告 2017，华泰证券研究所

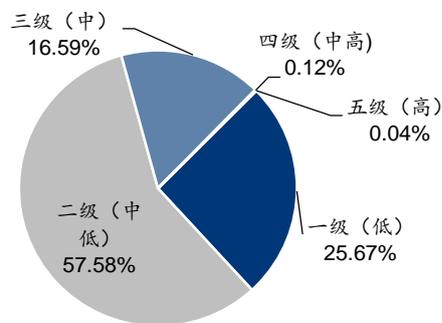
**理财期限、风险结构反映了客户风险偏好较低的特点。**2017年，理财产品募集资金总额为173.59万亿元。其中开放式产品募集资金总额为126.37万亿元，封闭式产品募集资金总额为47.21万亿元。开放式产品是主流产品形式。从理财产品风险角度看，风险等级为“二级（中低）”及以下的理财产品募集资金总量为144.51万亿元，占全市场募集资金总量的83.25%，这表明投资者的风险偏好较低。由于资金主要来源于个人客户，投资者风险偏好较低，发行产品以短期为主，2017年发行的理财产品中，6个月以上产品仅占18.86%。银行理财开放式产品、中低风险产品及短期产品的占比较高反映了理财客户风险承受度较低的特点。

**图表25： 2017年发行理财产品开放型和封闭型结构**



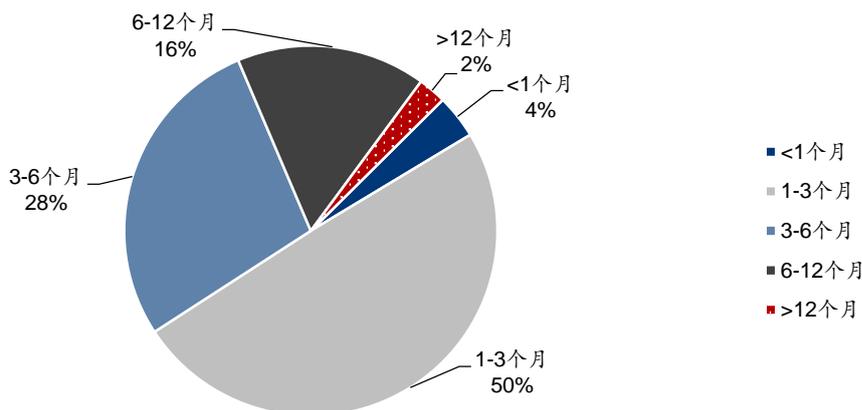
资料来源：中国银行业理财市场报告 2017，华泰证券研究所

**图表26： 2017年发行理财产品风险结构**



资料来源：中国银行业理财市场报告 2017，华泰证券研究所

**图表27： 2017年发行理财产品期限结构**



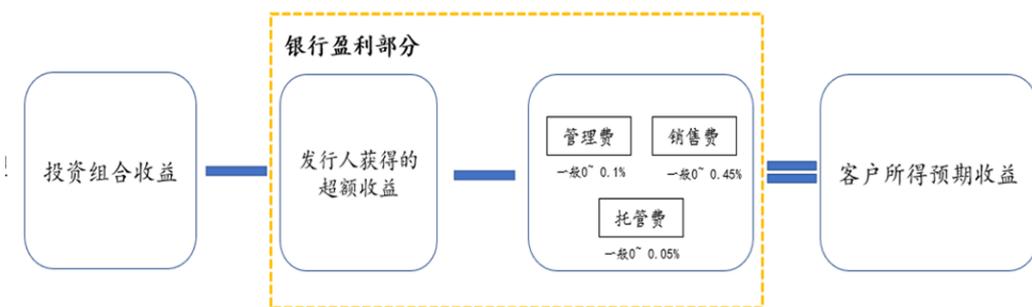
资料来源：Wind，华泰证券研究所

**盈利模式：收取管理费用，取得超额收益**

净值型产品以收取管理费为基本盈利模式，预期收益型产品还可将超额收益直接纳入管理费。银行理财产品根据收益类型可分为预期收益型和净值型两种。预期收益型产品可收取一定比例销售管理费，还一般会将投资收益超过预期收益的部分直接转化为管理费或直接纳入中间业务收入，而非给予投资者。我们测算，理财产品收入占理财产品平均规模的0.97%左右，其中管理费和销售费约占理财规模的0.2-0.4%，超额收益约占0.5-0.7%。

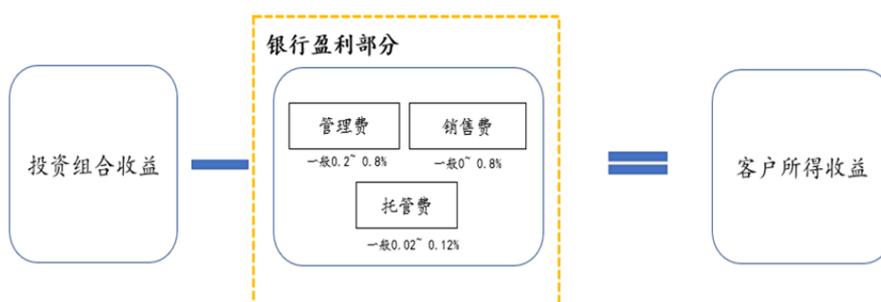
净值型产品盈利模式与国外资管公司、国内基金公司相似，该产品根据产品净值享受到期或赎回收益（或亏损），银行则以收取一定比例管理费、托管费、销售费以及认购赎回费和取得超额业绩奖励为盈利模式。净值型产品一般管理费率较预期收益性更高，其管理费可高达0.5%-0.8%。

**图表28： 预期收益型产品盈利模式图**



资料来源：华泰证券研究所

**图表29： 净值型产品盈利模式图**



资料来源：华泰证券研究所

图表30: 2017-2018年部分理财产品费率明细

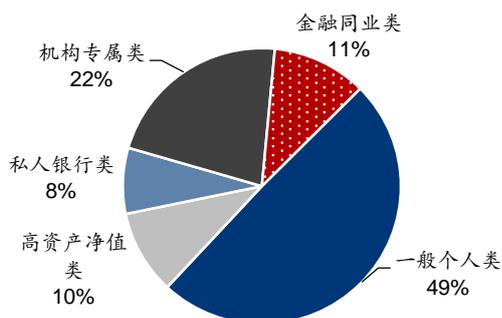
类型	银行	产品名称	管理费(年化)	销售费(年化)	托管费(年化)	起始日	预期收益率
净值型	工行	中国工商银行“鑫得利”固定收益类1821天封闭净值型理财产品	NA	NA	0.02%	2018年5月	NA
净值型	招商	招商银行卓远系列第二期人民币理财计划	0.80%	0.00%	0.12%	2017年5月	NA
净值型	农行	“进取”系列半月开放式理财管理计划第2期	0.30%	NA	0.05%	2017年1月	NA
净值型	交行	现金添利1号	0.20%	0.80%	0.05%	2017年5月	NA
预期收益型	工行	“工银财富”资产组合投资型人民币理财产品LHTZ1815	NA	0.40%	0.02%	2018年5月	4.65%
预期收益型	招商	招商银行焦点联动系列之股票指数表现联动非保本理财计划(116532)	NA	0.30%	NA	2018年5月	7.00%
预期收益型	农行	中国农业银行“金钥匙·安心得利”2018年第5165期人民币理财产品	0.10%	NA	0.02%	2018年3月	4.40%
预期收益型	农行	金钥匙如意组合2018年第76期看涨沪深300指数人民币理财产品	NA	0.10%	0.05%	2018年5月	4.0%—5.2%
预期收益型	交行	“得利宝”交银添利”粤薪36天	NA	0.40%	0.05%	2016年5月	4.40%

资料来源: 公司官网, 华泰证券研究所

银行理财业务的上游资金主要来自于个人客户, 这与美国差异显著。截至2017年底, 银行理财产品资金来源以个人客户为主, 一般个人类、高资产净值类和私人银行类理财产品存续余额占全部理财产品存续余额的66.99%。其中一般个人类占比达49.42%, 是理财产品规模增长的最大驱动力, 2017年增速高达23.31%, 而全部理财存续余额增速仅1.69%。中国银行业资管资金来源以个人客户为主的特色与美国不同, 机构客户是美国银行业资管业务的重要资金来源, 如JP摩根资产管理公司管理资产的机构资金占比高达48%。

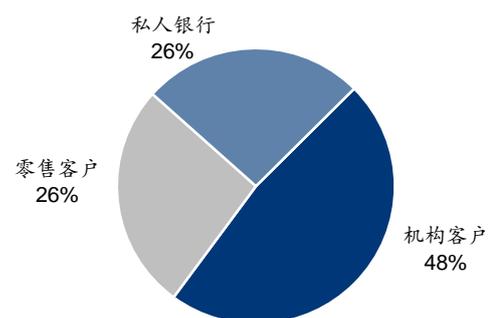
注: 根据银监会的定义, 高资产净值类理财产品的认购门槛为满足以下条件之一: 1、单笔认购理财产品份额不少于100万元人民币的自然人; 2、认购理财产品时, 个人或家庭金融资产总计超过100万元人民币的自然人; 3、个人收入在最近三年每年超过20万元人民币或者夫妻双方合计收入在最近三年内每年超过30万元人民币的自然人。私人银行客户的准入门槛为: 金融净资产达到600万元人民币。

图表31: 2017年末银行理财产品资金近70%来源于个人



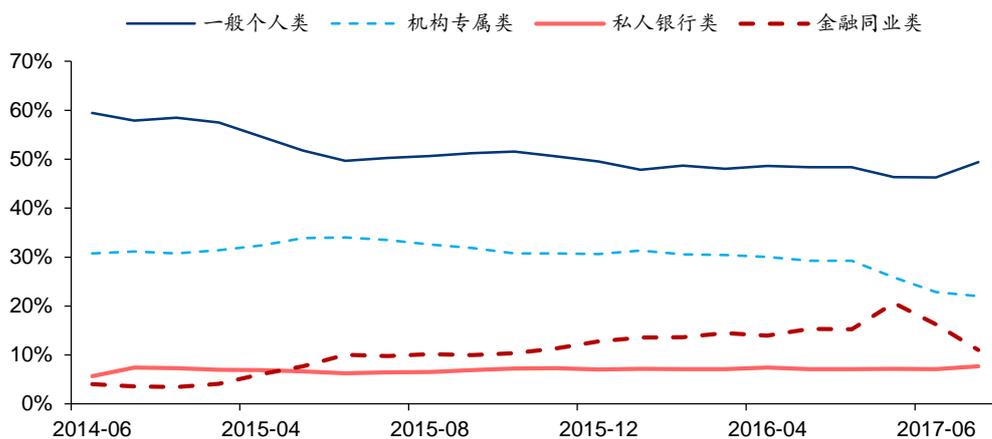
资料来源: 中国银行业理财市场报告2017, 华泰证券研究所

图表32: 2017年末摩根大通资产管理资金近50%来源于机构



资料来源: Bloomberg, 华泰证券研究所

**图表33： 2014-2017年银行理财产品资金来源变化**

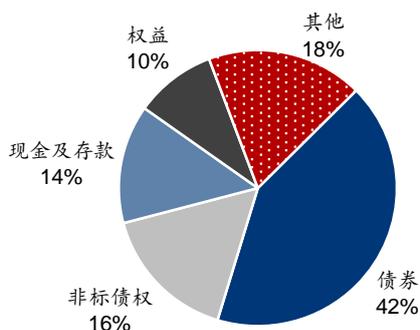


资料来源：中国银行业理财市场报告，华泰证券研究所

**银行理财资产主要投向债券和非标债权。**截至2017年末，近60%的银行理财资产投向债券和非标债权。非标的本质是仍是信贷，但不受信贷的监管约束。非标投资具有周期长、期限错配普遍、多数投向限制领域的特点。2013年以来，非标投资比例收缩，原因有两方面：第一，2013年8号文《关于规范商业银行理财业务投资运作有关问题的通知》以来监管对非标规模有一定限制；第二，非标规模被低估，部分的非标产品通过登记转让等方式转换为了标准化产品，不再计入非标统计。

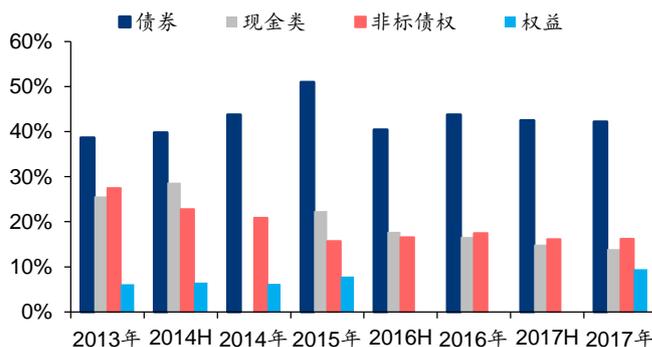
注：据2013年8号文的定义，非标准化债权资产指：“未在银行间市场及证券交易所市场交易的债权性资产，包括但不限于信贷资产、信托贷款、委托债权、承兑汇票、信用证、应收账款、各类受(收)益权、带回购条款的股权性融资等。”2018年的“资管新规”将定义方式改为排除法，不符合标准化债权类资产条件的债权类资产均为非标准化债权资产。

**图表34： 2017年末银行理财产品资产配置分布**



资料来源：中国银行业理财市场报告2017，华泰证券研究所

**图表35： 2013-2017年银行理财产品资产配置变化**



注：2014年现金类数据缺失，2016H-2017H权益类数据缺失

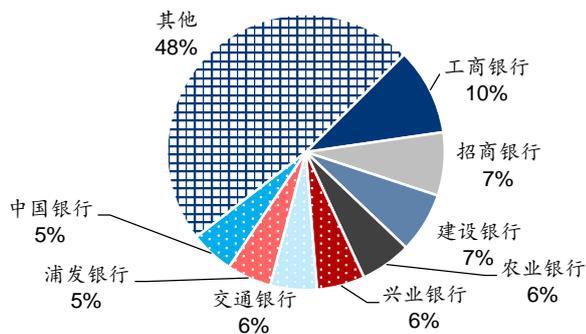
资料来源：中国银行业理财市场报告，华泰证券研究所

### 竞争格局： 大行总量占优， 股份行小而美

**大型银行因渠道优势， 理财业务规模较大。**前文提及， 中国的银行理财资金来源主要为个人客户， 2017年末个人类理财产品余额占比高达66.99%。个人理财业务的核心竞争力在于零售渠道， 而大型银行在渠道方面优势突出， 因此从理财产品总规模的角度看， 工农中建交五大行均排名前列， 其中工商银行排名第一， 其理财存续规模已超过3万亿元。

**股份制银行对理财业务依赖程度更高。**中国第一只人民币理财产品由光大银行推出，股份制银行随后相继崛起，如民生银行推出了首款银行信贷类产品，招商银行形成了高净值客户优势。银行理财规模较大的股份制银行有招商银行、兴业银行、浦发银行，三者的理财规模均超1.5万亿元。此外，中信银行、民生银行、光大银行的理财规模在1万亿元以上。股份制银行对理财更依赖，2017年股份制银行表外理财业务收入占营收的6.59%，显著高于大型银行的3.75%及城商行的3.47%。

**图表36： 2017年末A股上市银行理财产品余额占比**



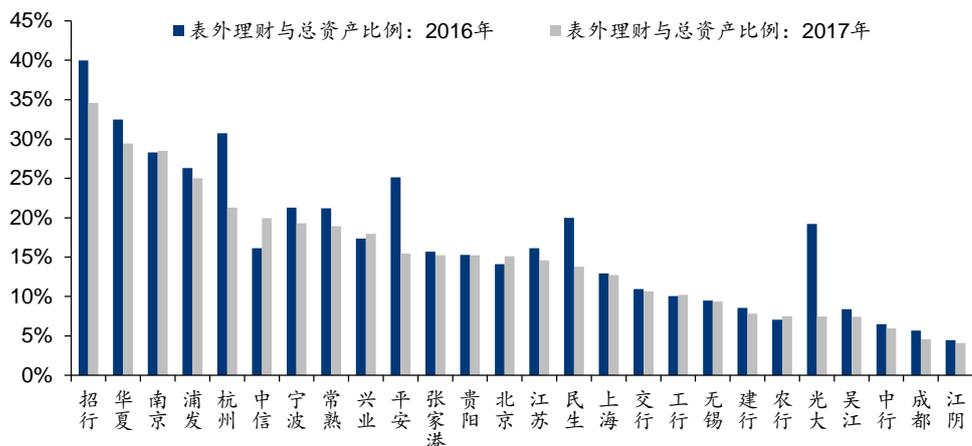
资料来源：Wind，华泰证券研究所

**图表37： 理财收入占营业收入比例：大型银行普遍较低（工行除外）**



资料来源：Wind，华泰证券研究所

**图表38： 表外理财与总资产的比例：大型银行普遍较低**



资料来源：公司年报，华泰证券研究所

**管理架构：资管事业部制，将转型子公司**

**银行资管业务以资管事业部为主要经营模式。**工商银行于2009年率先成立资产管理部。2014年银监会35号文《中国银监会关于完善银行理财业务组织管理体系有关事项的通知》提出了设立专门的理财业务经营部门的要求。截至2018年，大部分开展资管业务的大型银行、股份制银行、城商行已转为独立事业部模式。

**资管事业部负责理财资金募集和资产的投放。**负债端，部门根据客户需求和市场变化设计、发行理财产品，包括一般个人类、高资产净值类、私人银行类、机构专属类、金融同业类五类，通常由分支行的零售、对公条线、私人银行、电子银行等部门负责渠道销售。资产端，部门将募集资金投向债券、非标债权、权益、货币市场等。

目前理财事业部的模式有：1) 总行设立资产管理部（一级部），分行设立分部，如五大行；2) 总行设立资产管理部（一级部），分行仅承担营销职能，如部分股份制银行；3) 总行设立资产管理部（二级部），代销业务由零售负责，如部分农商行；4) 总行设立理财业务协调委员会，如大部分外资行。

**图表39：不同银行有不同的资管事业部设置**

组织结构设置	举例
总行设立资产管理部（一级部），分行设立分部	五大行
总行设立资产管理部（一级部），分行仅承担营销职能	部分股份制银行、城商行
总行设立资产管理部（二级部），代销业务由零售负责	部分农商行
总行设立理财业务协调委员会	大部分外资行

资料来源：华泰证券研究所

**监管部门提出资管子公司模式，资管业务的专业性更受关注。**2015年1月，时任银监会主席尚福林提出“要探索部分业务板块和条线子公司制改革，条件成熟的银行可以对信用卡理财私人银行等业务板块进行子公司改革试点，实现法人独立经营”，成为银行资管子公司设立的积极政策信号。当年，浦发、光大、中信等银行纷纷通过了设立资管子公司的议案，但仍未获批。2018年3-5月，在资管新规提出具有基金托管资格的银行应成立资管子公司以实现理财第三方托管的背景下，招商银行、华夏银行、北京银行、宁波银行分别发布公告，称拟出资全资发起设立资产管理子公司。

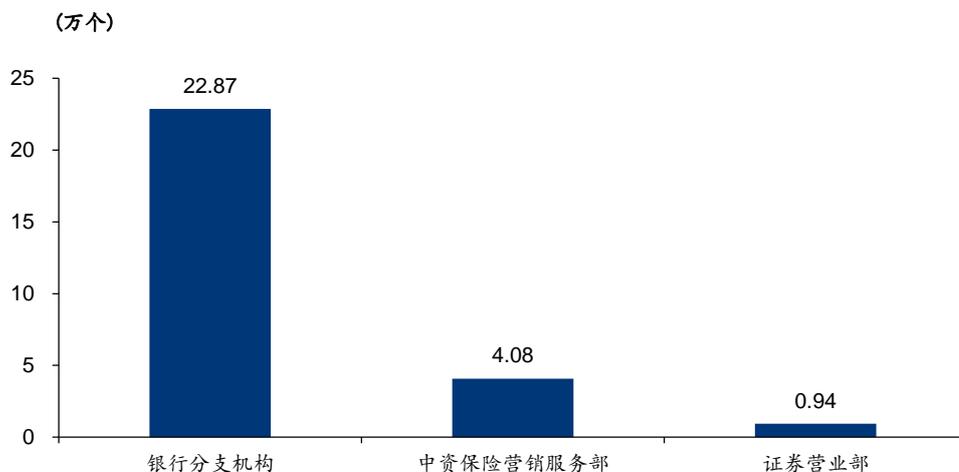
### 三大动机：留住海量客户，参与直融市场

我们认为银行开展资管业务的动机主要有三：留住海量客户、获得更大操作空间、参与直接融资市场。

#### 高息理财揽存，留住海量客户

资管业务可帮助银行在货币基金等产品崛起的时代留住银行的海量客户。银行作为渠道优势最明显的金融机构，客户基础深厚。但随着货币基金等非银机构产品的兴起，银行的客户流失压力很大。2013年以来，随着银行基准利率的下行，银行利率和货币基金收益率的差距越来越大。1年期存款的基准利率自2012年起下调，2015年3月1日、5月11日、6月28日、8月26日、10月24日分别下调至2.50%、2.25%、2.00%、1.75%、1.50%。银行理财可投资多类资产，所以可提供较高的收益率，对客户形成吸引力。

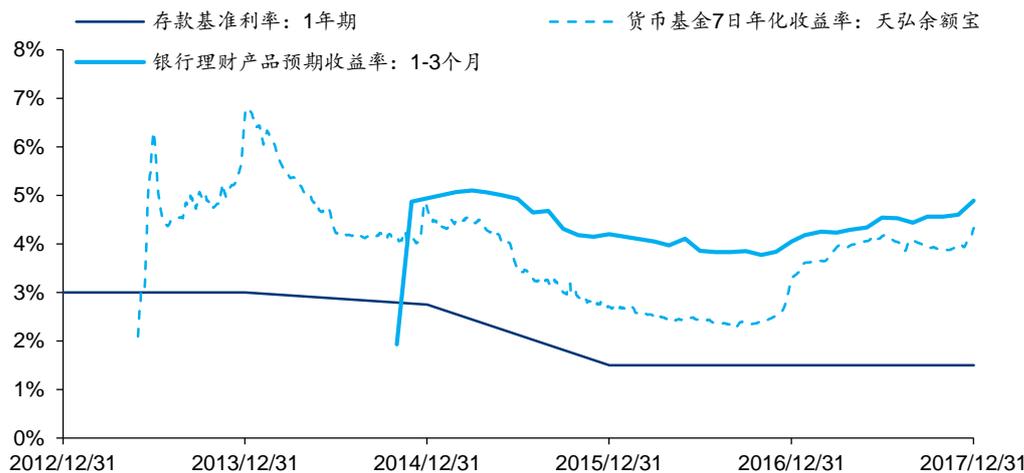
**图表40：银行较其他类金融机构渠道优势明显**



注：银行业机构为2017年末数据，保险及证券业机构为2016年末数据

资料来源：银行业协会《2017年中国银行业服务报告》，证券业协会，国家统计局，华泰证券研究所

**图表41： 银行理财收益率可与货币基金匹配**



资料来源：Wind，中国人民银行，中国银行业协会，华泰证券研究所

**谋求表外扩张，拓宽操作空间**

资管业务作为表外业务，可在四个方面帮助银行拓展经营空间。

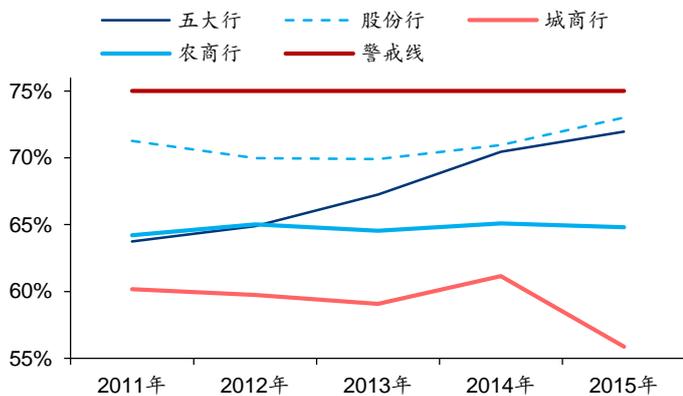
**一是绕开存贷比限制。**存贷比曾长期是我国银行业的重要监管指标(2015年10月取消)，央行规定商业银行的贷款占存款比例不得高于75%。而股份制银行存贷比一直高企，我们测算的股份制银行存贷比长期在70%以上(使用贷款总额/存款总额简单测算)，监管的限制使银行不得不另辟蹊径寻求扩张，不纳入存贷比监管的理财业务成为了较好选择。

**二是减轻资产质量压力。**随着宏观经济增速下行，产能过剩问题的暴露，商业银行不良贷款率步入了上升时期，商业银行不良贷款率由2012年底的0.95%上升至2015年底的1.67%，表外的理财业务可规避不良贷款的监管指标，为银行解决资产质量问题争取更多时间。

**三是规避趋严的资本约束。**2013年1月1日，《商业银行资本管理办法(试行)》(银监会令2012年第1号)开始施行，中国开始采用巴塞尔协议III的资本充足率要求。银行的表内扩张受限，表外扩张成为规模增长的新渠道。

**四是满足企业的多元需求。**随着中国企业的发展，企业的需求也由单一的贷款转为多元的融资需求，需要银行为其提供贷款以外的其他融资服务。表外资产投资较表内贷款限制少，这为企业提供更多样的选择。

**图表42： 2011-2015年股份制银行存贷比接近75% (测算)**



资料来源：中国人民银行，Wind，华泰证券研究所  
注：存贷比指标简单测算方式：贷款总额/存款总额

**图表43： 2013年左右商业银行不良贷款率攀升**



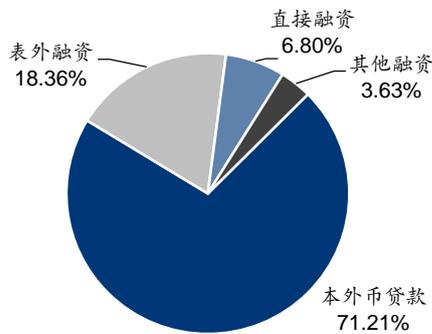
资料来源：银保监会，华泰证券研究所

### 顺应行业发展，参与直融市场

直融融资大发展是金融业发展的大趋势，金融去杠杆为直接融资的发展提供了历史性机遇。中国目前间接融资占比较高，2017年全年新增本外币贷款占新增社融的比例高达71.21%。过高的间接融资比例导致信用风险高度集聚于银行，长远来看不利于金融体系稳定，也不利于满足不同类型、不同层次企业的融资需求。理财业务帮助银行取得了直接融资市场的门票。银行通过理财资金投资，实现企业融资需求和社会资金直接对接，减少了融资方和投资方的关系链条。作为渠道和资金优势最明显的金融机构，银行有能力在直接融资市场中扮演重要角色，未来银行参与直融市场的广度和深度可期。

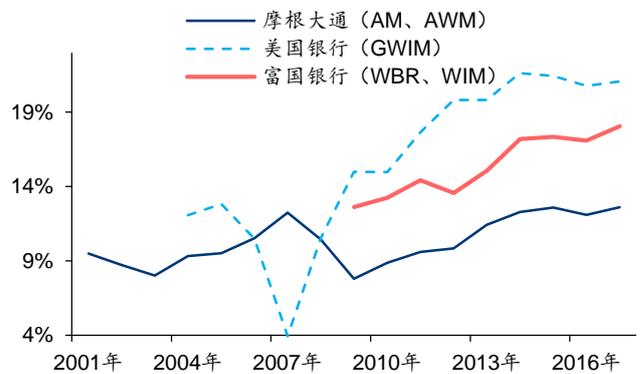
银行资管业务是银行参与直接融资市场的入场券。资管业务是大资管行业的重要组成部分，银行可与公募基金、券商、保险等非银机构在直接融资市场进行竞争。我们认为，银行深度参与资管业务，成为居民财富管理专家，是我国商业银行的主要发展方向之一。一方面，中国银行业的资管收入占营收比例较美国仍有差距，欧美主要银行均拥有资管业务板块，2017年，摩根大通、美国银行、富国银行资管类业务收入占营收的比例在12% - 21%之间，而同一时间A股上市银行理财业务占营收的比例仅4.54%（测算数据）。另一方面，中国银行资管类信贷占比较高，没有回归代客理财的本质，资管业务的结构转型空间较大。

图表44： 2017年新增社融直接融资的占比仅6.8%



资料来源：中国人民银行，华泰证券研究所

图表45： 危机后美国三大银行资管板块收入占比持续提升



资料来源：Bloomberg，华泰证券研究所

注：AM（资产管理）、AWM（资产和财富管理）、GWIM（全球财富和投资管理）、WBR（财富、经纪和养老金管理）、WIM（财富和投资管理）

### 四大问题：规模高速增长，问题不可忽视

银行理财在蓬勃发展的同时也乱象时发。从2003年中国银行、光大银行开始销售理财产品始，银行理财业务成长为大资管行业体量最大的成员。银行理财业务在蓬勃发展的同时存在监管套利行为，为其未来发展蒙上了阴影。因此，资管行业是“三三四大检查”的重点整治对象，也是国务院金融稳定发展委员会重点关注的四大问题之一。根据中国人民银行对资管行业的问题总结，我们将银行资管业务的主要问题归纳为四个：

#### 多层嵌套，风险底数不清

资管嵌套起步于银信合作时期，2012年后选择开始多样。资管嵌套的兴起可追溯至2012年以前的银信合作时期，该阶段银行理财产品主要嵌套信托产品。2012年起，证监会和保监会分别发布了《证券公司客户资产管理业务管理办法》、《证券公司集合资产管理业务实施细则》、《证券公司定向资产管理业务实施细则》、《关于保险资产管理公司开展资产管理产品业务试点有关问题的通知》，证券、基金、保险公司资产管理计划的投资范围得以扩大。这些产品拥有了跨市场投资的能力后，资管产品嵌套扩展至银证、银基、银保等领域。

除委托外部投资的需求外，资管嵌套的主要目的是规避监管。首先，资管嵌套有助于扩大投资规模和范围。资管嵌套可以增加投资杠杆，吸收更多投资资金。监管部门对资管产品的投资范围有着严格限制，通过相互嵌套可绕开投资范围的限制。

**图表46：不同资管产品投资范围存在差异**

产品	投资范围
基金专户	现金、银行存款、股票、债券、证券投资基金、央行票据、非金融企业债务融资工具、资产支持证券、商品期货及其他金融衍生品。
券商资管	股票、债券、股指期货、商品期货、央行票据、短期融资券、中期票据、利率远期、利率互换、证券投资基金、证券公司专项资产管理计划、商业银行理财计划、集合资金信托计划等
券商定向	由证券公司与客户通过合同约定，不得违反法律、行政法规和中国证监会的禁止性规定
银行理财	银行间固定收益类债券、挂钩衍生品的结构性产品、“非标债权”的融资项目、两融收益权、结构化信托的优先级、债权直投计划、债权、股权以及不在投资范围之列的其他财产类产品。
保险资管	银行存款、股票、债券、证券投资基金、央行票据、非金融企业债务融资工具及信贷资产支持证券、基础设施投资计划、不动产投资计划和项目资产支持计划等“非标”资产

资料来源：银保监会，证监会，华泰证券研究所

其次，资管嵌套能降低合格投资者要求。为扩大业务规模、增厚收益，部分理财产品通过嵌套基金或券商定向资管计划，向非合格投资者开放投资、回购等权限，从而达到监管套利的目的。例如，我国的各类私募资管计划都对投资者人数、起售金额等有着严格要求，为了达到以高收益率吸引普通投资者的目的，部分私募资管计划通过投资各类资管产品，将其受益权进行拆分，变相降低投资门槛。资管嵌套绕开了合格投资者的监管要求，导致了低风险资金和高风险项目的匹配，隐含了信用风险。

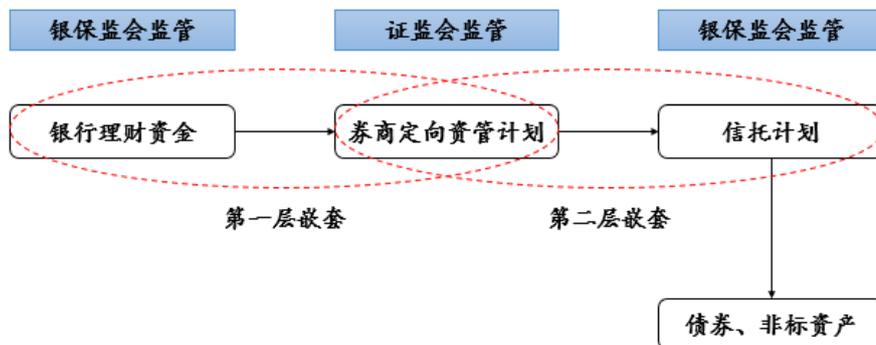
**图表47：部分资管产品的合格投资者要求**

资管产品	认购资产净值下限
集合资金信托	100万元
单一资金信托	无法规要求
券商定向资管	100万元
保险定向产品	3000万元
保险集合产品	100万元
一对一基金专户	3000万元
一对多基金专户	100万元
私人银行	600万元
高净值客户理财	100万元
期货资管	100万元

资料来源：银保监会，证监会，华泰证券研究所

第三，资管的跨部门嵌套能利用监管尺度差异套利。过去银监会、证监会、保监会三大监管部门分离，各行业均具有相应的资管牌照，但监管标准有所不同。在资管产品数据没有互通的情况下，资管的跨牌照嵌套可规避监管当局审查，加大了金融监管难度。

**图表48：银行理财跨监管部门嵌套示意图**



资料来源：华泰证券研究所

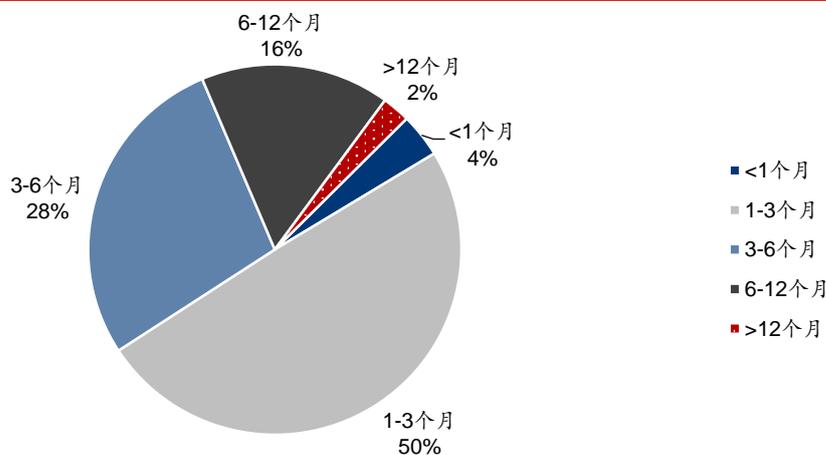
**资管嵌套的危害主要有三。**首先，复杂嵌套的资管产品的风险底数不清，导致风险与收益无法准确匹配。其次，层层嵌套将风险放大，风险容易层层传递，杠杆的放大也加剧了市场波动。第三，拉长的资金链增加了通道费用，导致社会融资成本抬高。

**资金池运作，具流动性隐患**

银行理财业务以资金池为运作模式，募短投长，在获得期限利差的同时增加了流动性风险。资管业务以“资金池”模式运行蕴含流动性风险。在滚动发行、集合运作、分离定价的业务方式下，资管产品进行募短投长、期限错配成为常态。据 Wind 的统计，2017 年起销的银行理财产品中，期限为 6 个月以下的占 81.14%，期限为 1 年以下的占 97.57%，而非标等投资标的期限较长，平均在 2-3 年左右。

出现资金池运作的原因主要有三：第一，由于资管产品投资者以个人为主，机构资金较少，长期资金期限难以匹配。第二，地产、基建项目等资金重点投放方向周期长，需要持续资金投入。第三，期限错配为银行赚取了期限差异的利差，增厚了银行的收益。

**图表49： 2017年发行理财产品期限小于一年占98%**



资料来源：Wind，华泰证券研究所

**期限错配容易引发流动性风险。**因为资金池没有准确的信息披露机制，监管对其约束较小，风险隐患较大。由于资金和底层资产不能一一匹配，每只产品的收益无法识别，风险也难以衡量。一旦后续短期资金募集紧张，短期资金链断裂容易引发流动性风险。当个体金融机构缺少足够偿付能力时，资金池将成为系统性风险的隐患。

**图表50： 资金池运作示意图**

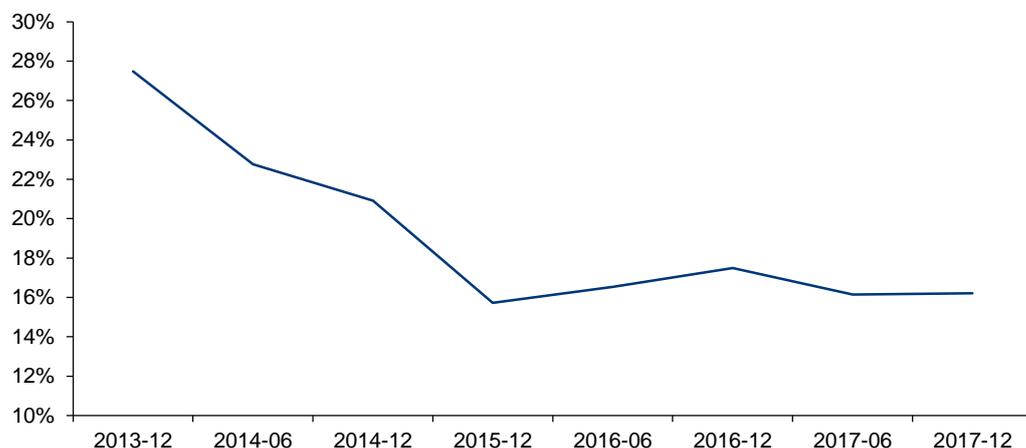


资料来源：华泰证券研究所

**非标投资，形成影子银行**

银行理财产品成为“信贷出表”渠道，“影子银行”监管不足。银行表外理财资产大量投向非标资产。非标投资实质上还是“信贷”，但这种模式的“放贷”不需要占用银行资本金、也不计入银行贷款，投资方向缺少监管政策引导。另一方面，“非标”的投放的领域往往是高风险标的，如房地产项目、地方政府融资平台等，信用风险较大。

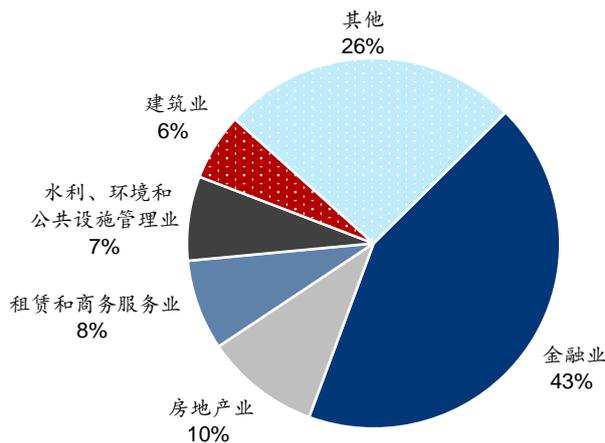
**图表51： 2017年末非标债权投资占比仍高达16%**



资料来源：Wind，华泰证券研究所

非标投资的融资方多为信贷受限行业，向其发放类信贷本质上就是监管套利行为。与普通信贷相比，非标类资产存在通道费用等，募集资金市场化定价，融资成本较高，因此通过非标手段融资的往往是毛利较高的行业或受限行业，如房地产业（房地产业毛利率在25%以上，非标的融资成本可接受）。非标的另一主要投向为地方政府融资平台，长周期地方基建项目需要非标方式为其提供长期资金。通过表外非标向信贷限制领域放贷，加剧了房地产、地方政府领域债务风险。

**图表52： 2017年末资金信托较多投向地产、建筑等行业**



注：金融业较高的主要原因是信托产品的嵌套

资料来源：Wind，华泰证券研究所

### 刚性兑付，风险转至银行

银行的刚性兑付对其流动性管理产生较大压力。所谓刚性兑付，是指发行人或管理人在发行时承诺保本保收益、采取滚动发行实现保本保收益、自筹或委托其他金融机构代付。由于表外理财流动性管理和资本约束体系不完善，也无需计提风险准备金。一旦风险出现，银行不具备兑付能力。若银行以自身资本、利润垫付，将对银行经营产生不利影响。刚性兑付将信用风险管理转嫁至银行体系，对银行的经营能力提出了挑战。

行业整体的刚性兑付容易误导投资者、弱化市场规律。首先，对产品保本减少了信用利差，使得产品的收益不能准确体现产品所承担的风险，投资者无法正确认识产品承担的风险，甚至可能进行冒险投机。第二，由于承诺刚性兑付，实质上提高了无风险收益率水平，弱化了资金的市场化定价能力。

图表53： 银行资管业务的四大乱象

问题	动机	风险因素
资管嵌套	逃避监管（扩大投资规模、投资范围、降低合格投资者要求、跨部门套利）、增强管理能力	透明度不足，高杠杆高风险操作风险
资金池运作	长期资金难寻、项目周期长、获得期限利差	整个金融系统的流动性风险，产品透明度不足
投资类信贷化	逃避表内监管（资本金约束、资产质量、限制领域）	透明度不足，投向限制领域
刚性兑付	留住客户、获得信用利差	风险转嫁至银行、误导投资者、扰乱利率市场

资料来源：华泰证券研究所

## 未来：破茧新生，优势依旧

一行两会一局联合发布指导意见，业务规范利好银行资管业务长期发展。2018年4月27日，一行两会一局联合发布《关于规范金融机构资产管理业务的指导意见》，百万亿元资管业务的监管靴子正式落地。《指导意见》明确定义了刚性兑付、非标准化债券类资产等概念，提出了打破刚兑、停止资金池、去杠杆的要求，将促进银行对表外存量业务的清理与规范。资管新规在短期内将缩小银行理财规模，进而对银行的中间业务收入带来一定的负面影响。

长期来看，新规的目的在于规范而非压缩资管业务。银行作为金融系统内渠道最多和项目资源最丰富的金融机构，对项目和资金始终能够保持较强的控制力。交易结构转变后，银行业未来将实现资管业务的长期良性健康发展，规模的扩张将增厚理财业务的收入。另一方面，目前银行理财的管理费率较公募基金低。非货币公募基金的管理费率多在0.6%-2%，而银行理财的管理费率一般低于0.5%。未来银行理财将以类公募基金的模式运营，管理费率的提升有望对冲部分净值化转型造成的理财利差收窄。

**结构调整带来新进资金有望为直接融资市场大发展奠基。**根据央行对《指导意见》的答记者问，新规要求在规范非标投资和表外信贷的同时，大力发展直接融资，更好满足实体经济的融资需求，增强金融服务实体经济的效率和水平。资管新规引导融资需求非标转标，将有利于为正规直接融资市场带来新进资金，同时也为标准化金融产品的创新提供了广阔的需求。我们认为，今年资管新规将成为直接融资市场大发展的奠基工程。

### 净值化管理，代客理财是本质

**净值型产品模式优势显著，产品净值化是大势所趋。**2018年4月的“大资管新规”专门就打破刚性兑付作出了要求，即金融机构对资管产品实行净值化管理，净值生成要求符合公允价值原则，鼓励使用市值计量，及时反映基础资产的收益风险。净值型产品的推广有利于减弱刚性兑付压力，也有利于加强投资者的风险辨识能力。

**净值化产品有望破除资金池，有利于市场的健康发展。**此外脱离标的资产实际收益率进行“分离定价”是资金池的本质问题所在，而净值化管理紧扣标的资产公允价值，有助于从根本上解决资金池问题，减轻银行的流动性压力。此外，净值化管理使得高风险高收益、低风险低收益更精确匹配，有利于利率市场化的推进，也有利于降低企业的融资成本，促进融资市场的健康发展。净值化产品对银行的客户筛选提出了更高的要求，能精确进行客户匹配的银行将脱颖而出。

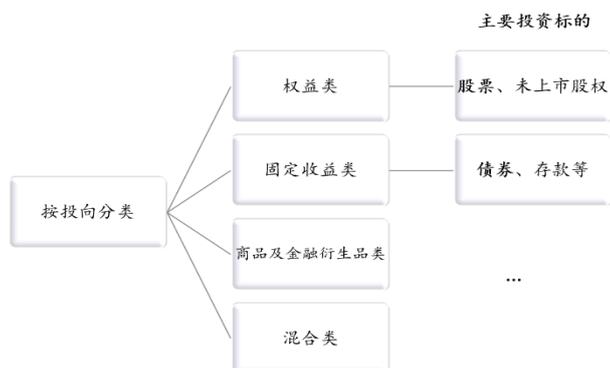
### 资产标准化，顺应直融大趋势

**直接融资优势显著，符合政策导向迎发展良机。**和间接融资相比，直接融资有利于缩短资金链条，降低企业融资成本。为增强金融服务实体经济的能力，全国金融工作会议提出将发展直接融资放在重要位置，完善多层次资本市场体系；党的十九大报告中也指出，要深化金融体制改革，提高直接融资比重，促进多层次资本市场的健康发展。因符合政策导向，我国直接融资将迎来重大的发展机遇。

**强调投资向标准化资产转型，开展规范化直接投资业务。**当前银行资管资产的投向主要包括标准化产品与非标准化产品。参照《指导意见》定义，标准化产品应同时符合等分化、可交易、信息披露充分、集中登记独立托管、公允定价、流动性机制完善、在经国务院同意设立的交易市场交易等条件，不符合这些条件的产品均为非标准化产品。指导意见对非标投资的影响有三：首先，《指导意见》对非标的定义较2013年8号文更严格，压缩了通过创设标准化产品的方式进行监管套利的空间。其次，《指导意见》对期限匹配的要求意味着非标的投资难度将提高，长期限的非标资产将需要长期资金匹配。第三，ABS未纳入《指导意见》监管范畴，意味着资产证券化将成为的标准化方式或迎来大发展。

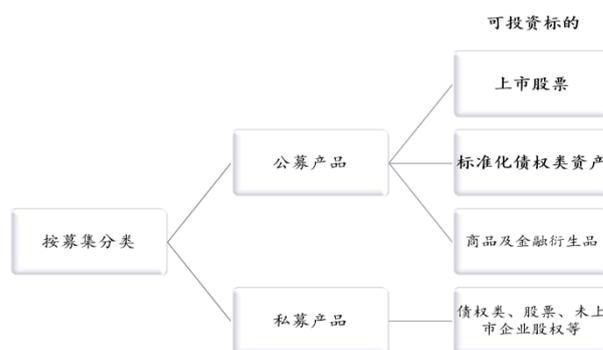
**银行将在权益类市场扮演更重要角色。**《指导意见》正式稿较征求意见稿删除了银行资管产品投资以固定收益类产品为主的表述，表明银行公募产品未来或可投资股票，这为银行的资产投向打开了新天地。《指导意见》对资管产品进行了分类，规定权益类产品应主要投资于股票、未上市企业股权等权益类资产，公募产品主要投资标准化债权类资产以及上市交易的股票，为银行对接股市打开通道。在非标转标的监管导向上，银行理财产品需要更多的投资标的，为对冲非标受限导致的利差收窄，具有高收益、高波动特征的股票资产将成为理财产品收益的重要来源。

**图表54： 权益类产品主要投向于股票、未上市股权**



资料来源：华泰证券研究所

**图表55： 公募产品可投向于上市股票**



资料来源：华泰证券研究所

### 聚焦于客户，助银行脱颖而出

**当前银行资管业务以产品为中心，而非以客户为中心。**目前，银行资管业务多自上而下单向开展业务：首先由总行业务主管部门开发设计理财产品，然后由渠道管理部门制定全行销售计划，最后由分支行组织销售。在这一过程中，客户仅被动作为产品的销售对象，根据预期收益率的高低选择产品。产品与客户真实需求匹配度较低，缺少客户粘性。在净值化、专业化管理的时代，管理风格、收益波动性、投资期限会出现分化，未来精确匹配客户，挖掘客户需求将是银行的重要工作。

**客户资源优势是银行在资管行业脱颖而出的关键。**相比其他金融机构，银行虽主动管理能力较弱，但其渠道优势、账户优势明显，“资管新规”的模式切换对银行固有优势并未削弱。银行开展资管业务优势反得到增强，主要原因是未来资管产品对客户资金的准入门槛提高，资管产品风险偏好、期限上可能出现分化，拥有足够客户资源是实现规模增长的关键，银行与其他金融机构的差距将拉开。

以花旗银行为例，其于 2005 年出售了大部分资管业务以置换 Legg Masson 的财富管理业务，获得了强大的个人财富管理专业人才队伍，转而深耕高净值个人客户。花旗私人银行客户可享受 Tailored Group 高度定制化的投资组合管理服务。虽然 2008 年受危机影响的花旗集团遭遇大额亏损，但花旗私人银行仍保持盈利。危机后，花旗私人银行的收入占集团营收的比重不断上升，2017 年私人银行收入占花旗集团营收的 4.5%，较 2009 年提升 2.2 个百分点。

**金融科技是以客户为中心转型的重要渠道。**金融科技是深入挖掘客户需求的重要工具，是银行在资管业务中获取优势地位的重要手段。依托快速发展的金融科技，如智能投顾和远程银行，可实现用户体验提升、客户需求挖掘、运行效率提升和产品品类丰富多样。以招商银行为例，其借助金融科技，形成了丰富多样的产品体系，深度挖掘客户需求，已在提升客户体验上领跑行业。

**图表56：招商银行以客户为导向的财富管理产品体系**

产品	详情
“五星之选”基金	财富管理售后服务体系的先驱
“摩羯智投”智能投顾	国内规模最大的智能投顾产品
财富管理智能专业服务体系	基于图像识别、自然语言理解、知识图谱等人工智能技术，在基金和保险方面突破性创新，以提升客户体验和效率

资料来源：公司年报，华泰证券研究所

### 法人子公司，专业管理新格局

**子公司模式可实现风险隔离、专业化管理、市场化激励。**监管部门于 2014 年下发 35 号文，积极推进银行理财业务的事业部改革，整体改革方向是风险隔离、独立考核。资管新规提到具有基金托管资格的银行须设立资管子公司以实现第三方托管。银行以子公司形式开展资管业务的优势有：1) 在公司层面可实现更专业化的管理，提升主动管理能力；2) 法人地位形式可具有市场化的激励体制，增加专业人才储备；3) 与商业银行的风险隔绝更为彻底，不易出现风险传染。我们认为，银行未来以子公司形式开展资管业务将是两架马车驱动的模式——资管子公司及银行系基金公司。银行以资管子公司进行大类资产配置，以具有免增值税优势的基金公司开展精细化投资。

### 资管子公司：银行理财法人地位获确认

**共有 27 家银行具备成立资管子公司资格。**2018 年 4 月的资管新规正式稿规定，“过渡期后，具有证券投资基金托管业务资质的商业银行应当设立具有独立法人地位的子公司开展资产管理业务，该商业银行可以托管子公司发行的资产管理产品”。当前共有 27 家银行具有证券投资基金托管业务资格，包括 5 家大型银行、12 家股份制银行、8 家城商行、1 家农商行及邮政储蓄银行。银行资管子公司模式并非资管新规首创，早在 2015-2016 年，就有光大银行、浦发银行和中信银行等银行公告称拟设立资管子公司，但均尚未获监管部门批复。2018 年 3-5 月，按照资管新规要求，招商银行、华夏银行、北京银行和宁波银行宣布拟成立资管子公司。率先成立资管子公司的银行有望享受政策红利，构建领先优势。

**图表57： 27家银行具有证券投资基金托管业务资格**

序号	具有证券投资基金托管业务资格的银行	银行类型	申请进度
1	交通银行	大型银行	
2	工商银行	大型银行	
3	建设银行	大型银行	
4	农业银行	大型银行	
5	中国银行	大型银行	
6	邮储银行	邮储银行	
7	广发银行	股份制银行	
8	华夏银行	股份制银行	董事会通过
9	平安银行	股份制银行	
10	浦发银行	股份制银行	董事会通过
11	兴业银行	股份制银行	
12	招商银行	股份制银行	董事会通过
13	光大银行	股份制银行	董事会通过
14	民生银行	股份制银行	
15	中信银行	股份制银行	董事会通过
16	渤海银行	股份制银行	
17	恒丰银行	股份制银行	
18	浙商银行	股份制银行	
19	北京银行	城商行	董事会通过
20	杭州银行	城商行	
21	江苏银行	城商行	
22	南京银行	城商行	董事会通过
23	宁波银行	城商行	董事会通过
24	上海银行	城商行	
25	徽商银行	城商行	
26	包商银行	城商行	
27	广州农商银行	农商行	

注：光大银行、浦发银行、中信银行、南京银行的董事会决议时间为2015-2016年

资料来源：Wind，公司公告，华泰证券研究所

**战略投资者的引入有望打造混合所有制的公司架构。**目前银行母公司层面的混合所有制推进较慢，而子公司的监管约束较少，可引入外部的战略投资者。战略投资者的引入有望将银行的资金优势与外部的市场化基因相结合，提升主动管理能力。资管子公司还有望吸纳员工持股，实现股权制度、激励制度的创新。2018年3月24日，招商银行在关于设立资管子公司的公告中已表示“根据业务发展的需要并在监管批准的前提下，可引进战略投资者。”华夏银行、宁波银行在公告中亦有引进战略投资者的表述。

#### **基金公司：银行角力资管业的另一方式**

**银行系基金公司的发展始于2005年，大型银行利用先机占据了绝对优势。**2005年，首批试点的银行系基金公司为工商银行、交通银行和建设银行开设的子公司工银瑞信基金、交银施罗德基金及建信基金，试点均在大型银行进行。2006-2008年浦发银行、农业银行、民生银行、招商银行和中国银行先后通过新设或股权变动拥有了公募基金牌照，大型银行至此全部拥有公募基金子公司。截至2018年Q1，工银瑞信基金和建信基金管理资产合计分别为6105亿元、5706亿元，分别居全部基金公司总资产排名的第3位、第4位，紧随其后的是中银基金和招商基金，四大银行系基金公司的管理规模领先其他银行系基金公司。

图表58： 2018年Q1末银行系基金公司排名

基金公司	基金数量	管理资产排名	管理资产 (亿元)	管理非货币基金 资产排名	管理非货币基金资产合计 (亿元)
工银瑞信基金	112	1	6,105	4	1,136
建信基金	100	2	5,706	3	1,148
中银基金	98	3	4,028	1	1,952
招商基金	136	4	3,807	2	1,575
农银汇理基金	44	5	2,161	5	1,038
兴业基金	47	6	1,862	6	612
交银施罗德基金	76	7	1,587	7	609
民生加银基金	46	8	1,294	11	216
浦银安盛基金	36	9	1,187	9	363
永赢基金	12	10	991	8	538
中加基金	19	11	683	10	278
上银基金	7	12	445	13	109
鑫元基金	24	13	389	12	202
恒生前海基金	2	14	4	14	4

资料来源：Wind，华泰证券研究所

银行成立公募基金公司的主要模式为银行与境外股东合资模式，银行掌握主要经营决策。2005年，首批银行系基金公司工银瑞信基金、建信基金、交银施罗德基金成立，2013年五家城商行系基金公司获批、2015年CEPA框架下的恒生前海基金成立使得银行系基金公司达14家。纵览这14家基金公司的股权结构，可发现银行系基金公司的主要模式是：中外合资、银行绝对控股。另有四家银行系基金公司采用了银行与内资股东合资的模式。银行系基金公司一般由银行掌握主要的经营决策，外资股东作为战略投资方提供先进的投资研究和管理经验，中方实业股东以财务投资者形式存在。

银行系基金公司可为银行资管子公司提供重要的发展经验参考。部分银行系公募基金公司的设立、经营已超过10年，管理经验有所积累，规模也在全行业占据一席之地。未来银行资管子公司可移植银行系基金公司的多种经营管理经验，如专业投资能力、市场化激励制度、风险控制制度等，银行系基金公司可为资管子公司提供了发展的样板。

图表59： 银行系基金公司股权结构及持股比例（按成立时间排序）

序号	基金公司	成立时间	银行系股东	银行系股东持股	第二大股东	主要股东是否有外资
1	招商基金	2002年	招商银行	55.00%	招商证券	否
2	中银基金	2004年	中国银行	83.50%	贝莱德	是
3	工银瑞信基金	2005年	工商银行	80.00%	瑞士信贷	是
4	建信基金	2005年	建设银行	65.00%	美国信安金融	是
5	交银施罗德基金	2005年	交通银行	65.00%	施罗德投资	是
6	浦银安盛基金	2007年	浦发银行	51.00%	法国安盛投资	是
7	农银汇理基金	2008年	农业银行	51.67%	东方汇理资产	是
8	民生加银基金	2008年	民生银行	63.33%	加拿大皇家银行	是
9	兴业基金	2013年	兴业银行	90.00%	中海集团投资	否
10	永赢基金	2013年	宁波银行	71.49%	利安资金管理	是
11	上银基金	2013年	上海银行	90.00%	机械工业集团	否
12	中加基金	2013年	北京银行	62.00%	加拿大丰业银行	是
13	鑫元基金	2013年	南京银行	80.00%	南京高科	否
14	恒生前海基金	2016年	恒生银行	70.00%	前海金控	是

注：招商基金、中银基金的实际成立时间较早。招商银行、中国银行通过股权变动方式取得公募基金牌照

资料来源：Wind，华泰证券研究所

## 投资建议：渠道为先，专业为核

综上，我们认为在“大资管新规”背景下的投资逻辑有二。首先，渠道优势将成为银行资管业务分化的关键因素。业务定位回归“代客理财”的本质，意味着银行理财业务将走上精细化、专业化之路。在深耕客户需求的过程中，渠道优势将愈发明显。在资管新规要求资管产品期限匹配的背景下，需要找到长期资金来源（如：私人银行、养老金及保险资金）来匹配长期限的投资标的（如：非标投资），具有该类客户积累的银行有望脱颖而出。

第二，投资端的主动管理经验将是未来资管业务强弱的另一决定性因素。成立资管子公司等机制改革有利于银行建立起灵活的激励和专业化的管理能力。未来资产管理子公司将成为竞争的主要形式，较早设立资管子公司的银行将掌握先发优势。在非标受限、净值化转型的背景下，深耕多年、已具有较强主动投资能力的银行将在受益明显。

个股推荐工商银行、招商银行、平安银行、光大银行。

### 大型银行：转型压力小，客户优势突出

大型银行有望成为银行资管行业的核心角色。大型银行在资管新规时代的竞争优势有二：首先，大型银行短期内受资管新规的监管冲击较小。2017年，五大行表外理财规模与总资产的比例较低，最高的交行仅10.65%，大幅低于股份制银行。大型银行虽理财存续余额名列前茅，但在同业理财、非标投资等重点监管领域并不冒进。2017年大部分上市银行资管规模有所压缩，但工行、农行、中行均实现了理财规模的正增长。

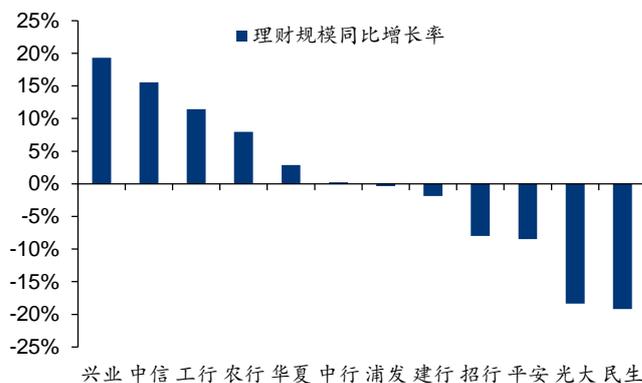
其次，在理财业务回归“代客理财”本质的过程中，大型银行的优势将显现。大型银行均具有设立资管子公司的资格，且均较早设立公募基金子公司，主动管理经验丰富、人才队伍充足，大型银行有望率先参与资管子公司领域的竞争，并掌握优势。综上所述，大型银行有望在银行资管的新时代脱颖而出。个股推荐工商银行。

图表60： 2017年末大行表外理财规模与总资产比例较低



资料来源：公司年报，华泰证券研究所

图表61： 2017年大行理财业务受冲击较小



资料来源：Wind，华泰证券研究所

### 工商银行：全能大型银行，资管行业领跑者

作为国内第一大银行，工商银行在资管业务领域也占据行业顶尖位置。工商银行是最早成立资产管理业务事业部的银行，2009年工行即成立资产管理部（一级部门）。其后工行资产管理业务快速发展，截至2017年底，工商银行理财产品余额达3.01万亿元，成为首个理财产品规模突破3万亿的银行，大幅领先于第二梯队的招商银行和建设银行。工银瑞信基金（工行持股80%）是首批获批的银行系公募基金公司，截至2018年Q1，工银瑞信基金管理资产居行业第三，仅次于天弘基金和易方达基金。工银瑞信基金良好的主动管理能力、先进的激励体制有望为工商银行的资管子公司提供借鉴。工商银行在银行理财、公募基金子公司两个领域均具有的全面领先实力，为工商银行在资管新规时代的资管业务发展奠定了基础。

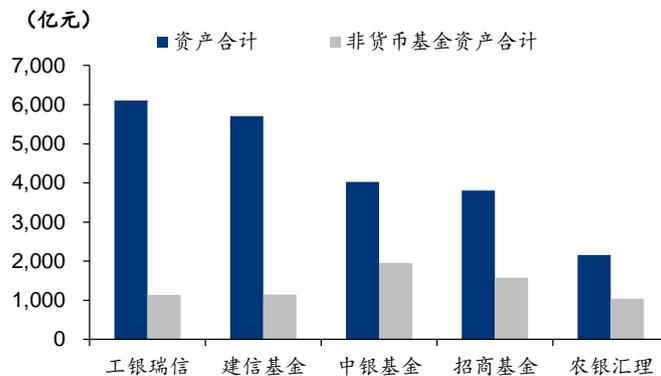
我们预计工行的资管业务的优势和地位难被撼动。预测公司 2018-2020 年归母净利润增速 4.3%/5.3%/6.3%，EPS 0.84/ 0.88/ 0.94 元，2018 年 BPS 6.32 元，PE 6.70 倍，PB 0.89 倍。四大行 2018 年 Wind 一致预测 PB 0.84 倍，我们认为公司负债优势显著，资产问题解决，享受一定估值溢价，维持 2018 年 1.1-1.2 倍 PB。目标价为 6.96-7.59 元。维持“增持”评级。

图表62： 工商银行理财规模优势明显



资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表63： 2018年Q1末工银瑞信管理资产规模居银行系基金公司第一



资料来源：Wind，华泰证券研究所

### 股份制银行：利用特色，进行错位竞争

股份制银行有望利用自身特色在错位竞争中脱颖而出。作为资管业务的先行者，股份制银行一直是银行开展资管业务的主要成员。从理财存续规模看，招商银行、兴业银行、浦发银行等股份制银行理财规模与大型银行相当。从业绩贡献看，股份制银行理财业务收入占比更大，2017 年股份制银行表外理财业务收入占营收的 6.59%，显著高于大型银行的 3.75% 及城商行的 3.47%。部分股份制银行深耕多年后，已在产品创新、主动管理能力、渠道或集团协作等多个方面形成了领先优势。在新规对资管业务进行充分规范化的背景下，这些股份制银行能够积极灵活地进行业务转型，快速适应新环境并着重巩固自己的特色优势形成错位竞争。个股推荐招商银行（具有世界领先的私人银行，并在资管子公司方面先行）、平安银行（零售转型前列，集团合作优势突出）和光大银行（银行理财的首创者，转型助力错位竞争）。

### 招商银行：顶级私人银行，资管子公司先行

招商银行是零售转型的领路人，拥有世界顶尖的私人银行。招商银行在 2004 年即着力转型零售业务，2009 年开始内涵型发展，2013 年提出以“一体两翼”打造轻型银行。在招行超前的战略部署下，其多项零售业务取得业内领先地位，其中最突出的就是信用卡和财富管理业务。招商银行的理财业务定位高端，其“金葵花”系列理财均定位于高端客户，私人银行已达到世界级。招商银行多次被《亚洲银行家》评为“中国最佳财富管理业务”银行，被《欧洲货币》等杂志评为“中国区最佳私人银行”，是中国第 1、全球第 15 大私人银行。招商银行将金融科技运用于资管业务，已上线人工智能财富管理产品“摩羯智投”。截至 2017 年底，招商银行理财产品余额 2.19 万亿元，仅次于工商银行居全部银行第二位。

**图表64： 2016年招商银行已跻身全球第15大私人银行**

排名	银行	AUM 规模 (亿美元)	国家
1	瑞银集团 (UBS)	20687	瑞士
2	美国银行 (Bank of America)	19720	美国
3	摩根士丹利 (Morgan Stanley)	19500	美国
4	富国银行 (Wells Fargo)	9220	美国
5	加拿大皇家银行 (Royal Bank of Canada)	7911	加拿大
6	瑞信集团 (Credit Suisse)	7193	瑞士
7	花旗集团 (Citi Group)	4520	美国
8	摩根银行 (JP Morgan)	4350	美国
9	高盛集团 (Goldman Sachs)	4130	美国
10	法国巴黎银行 (BNP Paribas)	3619	法国
11	宝盛银行 (Julius Baer)	3239	瑞士
12	蒙特利尔银行金融集团 (BMO Financial Group)	3018	加拿大
13	北方信托银行 (Northern Trust)	2484	美国
14	百达银行 (PICTET)	2463	瑞士
15	招商银行 (China Merchants Bank)	2390	中国

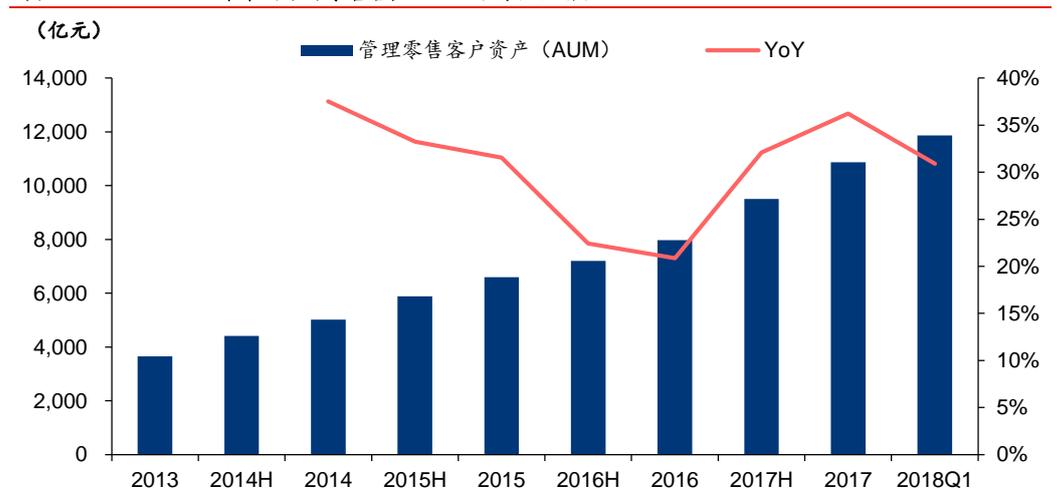
资料来源：Scorpio Partnership, 华泰证券研究所

我们预计招行将借高净值客户优势领跑资管行业。预测公司 2018-2020 年归母净利润增速为 14.7%，17.0%，18.3%。预计 2018 年 EPS 为 3.19 元，BPS 为 20.04 元，对应 PE 8.87 倍，PB 1.41 倍。股份行 2018 年 Wind 一致预测 PB 0.80 倍，公司作为零售转型的龙头银行享受估值溢价，维持 2018 年末 1.8 到 1.9 倍 PB。目标价为 36.07-38.08 元。维持“增持”评级。

### 平安银行：零售转型迅速，集团助力大资管

平安银行的零售转型超预期、集团优势明显，资管业务规模虽较小，但有望后来居上。平安银行 2017 年末理财产品余额为 8479.67 亿元，在股份制银行中排名第 7，在理财规模上并不占优。我们认为，平安银行的在资管新规时代有望后来居上，原因有二。首先，平安银行零售转型效果显著，大资管实力较强。2017 年其零售业务的营收占比达 44.14%，利润占比达 67.62%，均据国内银行前列，广泛的零售客户基础为其理财业务的崛起提供了有利条件。2018 年 Q1 末，零售客户资产 (AUM) 达 1.19 万亿元，较 2017 年底增长 9.2%。

**图表65： 2013-2018年平安银行零售客户 AUM 保持较快增长**



资料来源：Wind, 华泰证券研究所

其次，平安银行背靠平安集团，开创了零售综拓的新模式。首先，平安集团是具有多个金融牌照的保险集团，集团与集团其他子公司与平安银行的协同效应突出，以形成综拓新模式。其次，平安银行已形成了业内领先的集团内客户导流机制，银行可深挖集团优质个人客户资源，既可以通过产品、服务，以客户推荐客户的形式进行迁徙转化，也可以通过专门打造的 B2B2C 模式，将银行的账户能力通过插件、接口等技术手段与集团各线上平台（如平安好医生、汽车之家）的场景、流量相结合，这一模式是业内首创。2018 年 Q1 通过综拓寿险渠道零售 AUM 余额新增 345.64 亿元，占零售整体新增客户资产余额的比例 34.7%。在资管新规要求期限匹配的背景下，背靠中国最大保险集团的平安银行有望充分利用集团的渠道、资金优势，实现后来居上。

我们预计平安银行的零售转型加快和集团合作机制将助其在资管新时代突围。预测 2018-2020 年归母净利润增速 4.93%/5.83%/7.25%，EPS 1.40/ 1.48/ 1.59 元，2018 年 BPS 12.90 元，PE 7.20 倍，PB 0.78 倍。股份行 2018 年 Wind 一致预测 PB 0.80 倍，公司的转型开始业绩释放，资产质量包袱逐步解决，调结构速度领先同业，享受一定估值溢价。我们维持 2018 年 1.2-1.3 倍 PB。目标价维持 15.48-16.77 元。维持“买入”评级。

### 光大银行：理财业务先驱，探索新财富管理

光大银行的中国第一个推出人民币理财产品的银行，资管业务是长期的优势。光大银行于 2004 年领风气之先开办理财业务，在个人理财业务方面多次率先推出各类理财产品，包括第一只人民币结构化理财产品、第一只信用关联理财产品、第一只信托理财产品、第一只内嵌 A 股股票期权的结构化理财产品等。截至 2017 年末，光大银行理财产品余额为 1.11 万亿元，在 A 股上市股份制银行中排名第四，理财产品余额/总资产的比例仅次于招商银行。

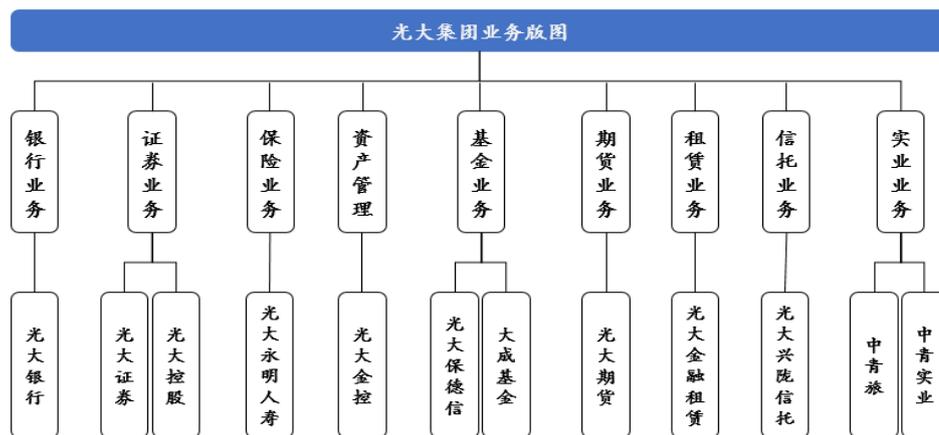
图表66：光大银行理财产品余额变化趋势



资料来源：Wind，华泰证券研究所

财富管理是光大银行的转型的关键词。光大银行于 2017 年提出转型策略，提出用 10 年的打造一流的股份制商业银行。转型的核心抓手就是光大银行的特色——新财富管理（囊括了传统理财业务和新型财富管理业务的财富管理 3.0 模式）。光大集团将利用集团的全牌照、产融结合优势（光大集团旗下拥有银行、证券、保险、信托等金融牌照及旅游、医药、环保等实业牌照）全力支持银行转型，在综合金融服务、产融结合以产助融、搭建战略合作平台等方面均会加大支持力度。我们认为，集团的优势明显、支持力度较大，光大银行有望在资管的新时代形成鲜明特色。

图表67： 光大集团全牌照金融版图及主要企业



资料来源：光大集团官网，华泰证券研究所

我们预计光大银行的先行优势、全力推进的财富管理转型将形成资管业务的鲜明特色。预测公司 2018-2020 年归母净利润增速 5.2%/7.4%/8.3%，EPS 0.63/ 0.68/ 0.74 元，2018 年 BPS 5.59 元，PE 6.27 倍，PB 0.71 倍。股份行 2018 年 Wind 一致预测 PB 0.80 倍，我们认为公司转型进入新阶段，结构调整和资本补充领先同行，未来转型空间较大，享受一定估值溢价，维持 2018 年 1.0-1.1 倍 PB。目标价为 5.59-6.15 元。维持“买入”评级。

### 风险提示

1. 政策速度力度超预期。虽然《意见》规定的期限延长了 1.5 年至超过 2.5 年，但要求金融机构对存量业务进行提前整改，并有配套监管激励措施。须注意后续推进措施的力度可能超预期。
2. 行业转型升级不及预期。目前银行资管规模较大，刚性兑付、非标投资、资金池业务等现象依然存在且规模较大，行业的改革转型存在一定风险。

## 免责声明

本报告仅供华泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。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。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，本公司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头寸并进行交易，也可能为之提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本公司的资产管理部、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许范围内使用，并注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：91320000704041011J。

全资子公司华泰金融控股（香港）有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格，经营许可证编号为：A0K809

©版权所有 2018 年华泰证券股份有限公司

## 评级说明

### 行业评级体系

一 报告发布日后的 6 个月内的行业涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一 投资建议的评级标准

增持行业股票指数超越基准

中性行业股票指数基本与基准持平

减持行业股票指数明显弱于基准

### 公司评级体系

一 报告发布日后的 6 个月内的公司涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一 投资建议的评级标准

买入股价超越基准 20% 以上

增持股价超越基准 5%-20%

中性股价相对基准波动在 -5%~5% 之间

减持股价弱于基准 5%-20%

卖出股价弱于基准 20% 以上

## 华泰证券研究

### 南京

南京市建邺区江东中路 228 号华泰证券广场 1 号楼/邮政编码：210019

电话：86 25 83389999/传真：86 25 83387521

电子邮件：ht-rd@htsc.com

### 深圳

深圳市福田区深南大道 4011 号香港中旅大厦 24 层/邮政编码：518048

电话：86 755 82493932/传真：86 755 82492062

电子邮件：ht-rd@htsc.com

### 北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同 28 号太平洋保险大厦 A 座 18 层  
 邮政编码：100032

电话：86 10 63211166/传真：86 10 63211275

电子邮件：ht-rd@htsc.com

### 上海

上海市浦东新区东方路 18 号保利广场 E 栋 23 楼/邮政编码：200120

电话：86 21 28972098/传真：86 21 28972068

电子邮件：ht-rd@htsc.com