

行业研究/动态点评

2018年07月22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

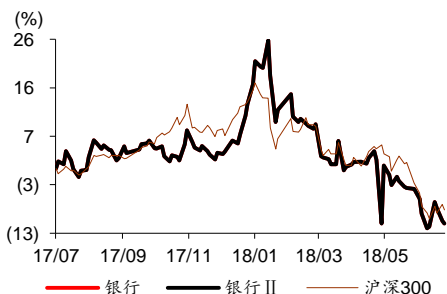
郭其伟 执业证书编号: S0570517110002
研究员 0755-23952805
guoqiwei@htsc.com

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

相关研究

- 1 《银行: 贷款放量对冲, 社融边际改善》2018.07
- 2 《非银行金融/银行: 行业周报(第二十八周)》2018.07
- 3 《非银行金融/银行: 行业周报(第二十七周)》2018.07

一年内行业走势图



资料来源: Wind

非标压力缓和, 板块回升可期

深度解析理财新规及央行资管新规补充通知

监管靴子落地, 非标投资助力实体信用边际宽松

7月20日晚两大文件发布, 一是银保监会的理财业务管理办法征求意见稿(即理财新规), 二是央行针对资管新规的补充通知。文件方向符合前期我们对细则的预判, 大幅降低了资管新规过渡期内(2020年末以前)非标投资的难度, 鼓励理财资金投资股市债市。我们判断政策发布后, 银行理财非标投资将逐步恢复, 三季度社融表外融资的收缩趋势暂缓, 实体信用边际宽松, 有利于解决今年上半年因为流动性紧张导致的信用风险问题。对于银行板块, 风险因素消除, 监管靴子落地, 板块回升因素已经具备。

公募理财可投非标, 央行支持银行补资本

文件放松对非标业务的监管约束。资管新规后非标投资两大难题: 符合新规的产品销售困难, 存量非标从表外转表内占用银行资本。文件明确公募理财也可以投资非标, 公募理财的销售起点从5万元降低到1万元, 新产品的销售门槛大幅降低。而且在过渡期内文件还允许发行老产品投资新资产和存量未到期资产, 资金筹措难度减少。对于非标回表, 央行可以适当调整MPA参数以及支持银行发行二级资本债补充资本, 所以资本占用问题也得到妥善处置。

公募理财可投股票, 银行开户难问题有望解决

文件引导理财资金投资股市。文件明确公募理财可以投资股票, 至此股票对公募和私募理财全面放开。文件也允许理财投资所有类型的公募基金, 包括股票型公募基金。对于理财产品开通股票户受监管限制的问题, 银保监会表示会积极推动解决。理财资金入市是在净值化转型后理财提升投资利差的重要手段, 同时也为资本市场发展注入新鲜血液。

过渡期取消一刀切, 自主压降节奏可控

文件对过渡期取消一刀切, 降低市场冲击。银行可以自主确定资管新规过渡期内理财业务的整改计划, 没有强制逐年压降1/3存量业务的要求。过渡期结束后由于特殊原因而难以回表的存量非标以及未到期的存量股权类资产, 经同意可以另行安排。这减轻了银行处置存量非标的压力, 也避免因非标压退导致业务和市场的过度波动。

三大催化剂利好板块行情, 板块上升空间打开

我们一直强调银行资产增速企稳回升会是板块推动力。近期金融政策微调, 资管新规细则尺度放松, 央行使用MLF指导银行加大债券和贷款的配置。稳杠杆政策将带动银行资产增速反弹, 促进银行利润释放。下半年财政配套政策发力或值得期待。下半年三大催化剂: 1. 财政和货币边际宽松。2. 上市银行财报基本面稳健表现。3. MSCI 9月第二次扩容。当前银行板块估值依然处于底部区间。信用风险和监管压力两大估值压制因素解除, 板块将打开上升空间。看好工行、招行、光大、平安。

风险提示: 非标投资恢复或不及预期; 理财新规落地或不及预期。

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	5.47	增持	0.80	0.84	0.88	0.94	6.84	6.51	6.22	5.82
600036	招商银行	27.38	增持	2.78	3.19	3.73	4.41	9.85	8.58	7.34	6.21
601818	光大银行	3.73	买入	0.60	0.63	0.68	0.74	6.22	5.92	5.49	5.04
000001	平安银行	9.11	买入	1.34	1.40	1.48	1.59	6.80	6.51	6.16	5.73

资料来源: 华泰证券研究所

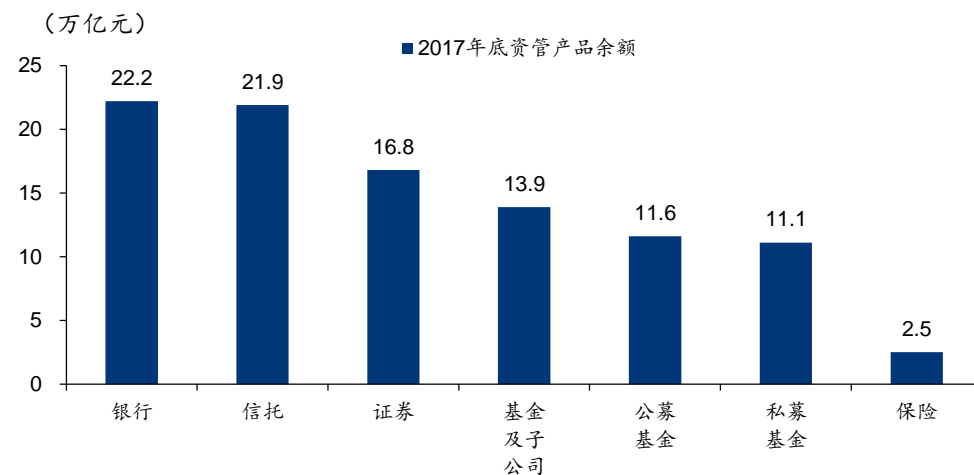
事件：资管新规细则终亮相，两大重磅文件发布

7月20日晚银行体系的资管新规细则终于亮相。银保监会发布《商业银行理财业务监督管理办法（征求意见稿）》（以下简称《理财新规》），对银行理财的各项业务进行规范。同时央行发布《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》（以下简称《通知》）适当放松在资管新规过渡期内的监管要求，降低银行理财产品的整改压力。

背景：资管监管大一统，资管新规细则受关注

我们首先回顾今年资管业务的改革进程。今年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》（即“资管新规”），标志着百万亿元的资产管理业务将迎来大一统的监管模式。按照新规要求，存量资管业务整改过渡期截止日为2020年底。但是资管新规仅仅确立了资管监管体系的基础性条款，如果要让包括理财产品、券商资管、信托、公募基金在内的细分资管产品顺利实现转型，那么针对具体产品、更具有操作性的资管新规细则就有必要尽快出台。截至2017年末不考虑交叉持有因素，资管产品总规模达到百万亿元，其中银行表外理财产品资金余额为22.2万亿元，位居各类资管产品首位。因此针对理财产品的资管新规细则备受关注。

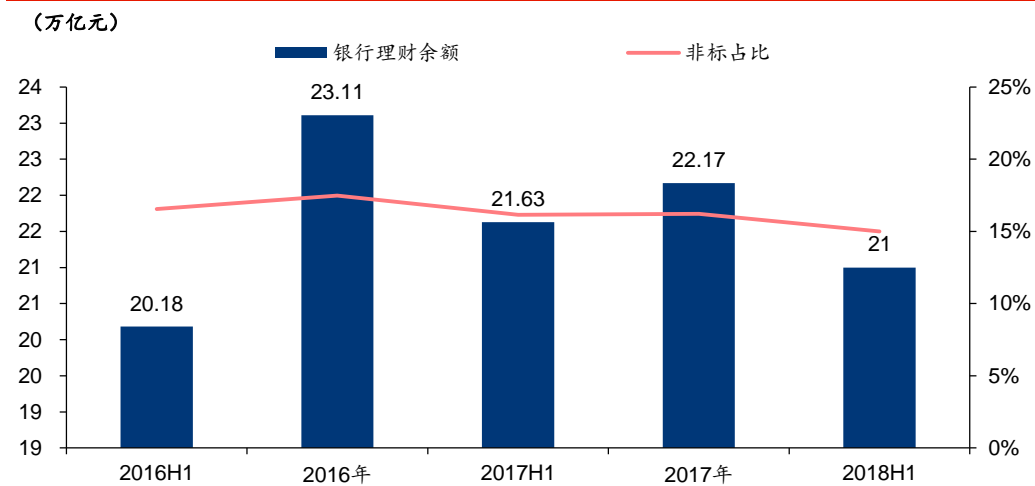
图表1：2017年底银行表外理财产品资金余额达22.2万亿元



资料来源：中国人民银行，华泰证券研究所

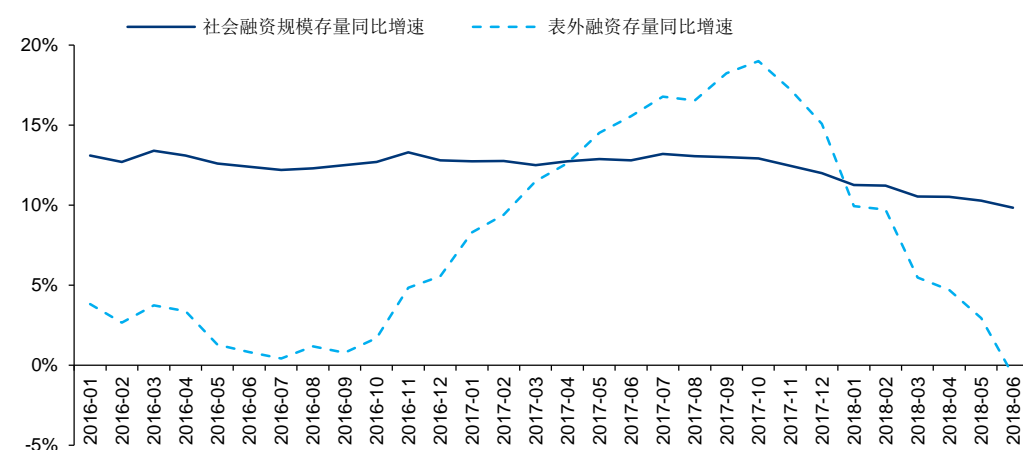
理财新规受重视的另一个原因是因为理财产品是非标准化债权资产（简称“非标”）的主要资金来源。根据2013年8号文，非标准化债权资产是指未在银行间市场及证券交易所市场交易的债权性资产。在实际操作中，银行理财产品通过投资非标资产实现对类信贷项目的资金投放。因为缺少足够监管，信息披露程度低，非标业务实质沦为影子银行的形式载体。截至2017年末，理财产品中的非标资产达到4.79万亿元。今年监管对非标业务整改力度加大。年初委托贷款新规和银信合作新规封堵了部分非标业务的资金出口。4月末资管新规下发后，因为资管细则迟迟未出台，银行出于合规风险基本暂停非标投放。这加剧了市场环境紧信用的趋势。截至2018年6月末社会融资规模同比增长9.8%，其中表外融资（委托贷款+信托贷款+未贴现银行承兑汇票）同比增速只有-0.6%。

图表2： 银行非保本理财产品余额与非标投资比例



资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表3： 社融存量同比增速及表外融资余额同比增速



资料来源：Wind，华泰证券研究所

影响：非标业务回归正常化，信用实现边际宽松

理财新规和《通知》的发布意味着银行理财产品的转型正式进入实施阶段，也将使银行的非标业务回归正常化运作轨道。我们判断政策发布后，三季度社融表外融资的收缩趋势暂缓，实体信用边际宽松，有利于解决今年上半年因为流动性紧张导致的信用风险问题。对于银行股板块，风险因素消除，监管靴子落地，银行板块回升因素已经具备。非标重启和金融去杠杆并不矛盾。在一行两会统筹下监管对于非标资金流向的监控能力得到强化。适当调整资管新规过渡期内存量业务的压降节奏，有利于平抑融资成本的过快上升，给经济转型提供更充裕时间。

有必要明确资管新规、理财新规和《通知》三者之间的关系。资管新规为所有资管业务的总纲领。《通知》是对资管新规的补充说明，适用于所有资管产品，但主要影响银行理财。理财新规是资管新规的下位法，适用于银行尚未通过子公司开展理财业务的情形。因为截至目前还没有银行理财子公司的申请获批，所以理财新规暂时适用于所有银行。预计后续监管还会发布配套的理财子公司管理办法，对获批开立理财子公司的银行进行规范。

我们重点关注理财新规和《通知》三个方面的内容：非标投资、股票投资以及过渡期安排。从总体看，文件放松对非标业务的监管约束，使过渡期内非标规模边际恢复成为可能；首次明确允许银行理财资金投资股票，将为资本市场带来大量增量资金；取消过渡期截止日的“一刀切”设置，允许少数非标在截止日后进行例外处理，也批准银行自主过渡期整改

计划，转型压力大为释放。

重点一：非标业务监管约束放松，预计理财规模降幅收窄

在资管新规以后非标业务开展存在两大难题：一是符合资管新规的理财产品销售困难。因为资管新规未明确指明公募理财可以投资非标。如果按照私募方式募集资金，理财产品只能向合格投资者发行，客户准入门槛大幅提高。二是大量存量非标业务不符合资管新规要求，需要转为标准化资产或者回归表内，回表将挤占银行本就紧缺的资本。

理财新规和《通知》主要给非标业务带来三大变化。1. 明确公募理财也可以投资非标，而且公募理财的销售起点从5万元降低到1万元，新产品的销售门槛大大降低，公募理财投资者群体将显著扩容。2. 在过渡期内允许发行老产品投资新资产和存量未到期资产，资金筹措难度减少。虽然“老产品”的定义还存在模糊地带，具体哪些老规定可以沿用还有待监管明确，但是可以预见过渡期内非标与产品资金对接将更加顺畅。3. 央行可以适当调整宏观审慎评估MPA考核的参数，支持符合条件的表外资产回表以及支持有非标回表需求的银行发行二级资本债补充资本。这消除了银行对非标回表资本占用的顾虑。

总体看非标业务监管约束放松，将有利于银行非标业务稳定运作，对社融表外融资增速起到一定支撑。非标政策调整对银行利润的直接贡献来自于表外理财规模降幅收窄。表外理财规模预期下降，主要因为存量老产品需要压降，但新发产品的规模增幅受到投资者偏好切换较慢的影响。我们预计《通知》和理财新规落地后，过渡期内允许发行老产品对接资产，以及发行新产品门槛下降，银行理财规模波动幅度减少，将部分增厚银行业净利润。

图表4：非标业务监管约束放松

序号	内容	文件
1	商业银行发行公募理财产品的，单一投资者销售起点金额不得低于1万元人民币。	《商业银行理财业务监督管理办法（征求意见稿）》
2	按照《指导意见》第十条的规定，公募资产管理产品除主要投资标准化债权类资产和上市交易的股票，还可以适当投资非标准化债权类资产，但应当符合《指导意见》关于非标准见有关事项的通知。化债权类资产投资的期限匹配、限额管理、信息披露等监管要求。	《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》
3	过渡期内，金融机构可以发行老产品投资新资产，优先满足国家重点领域和重大工程建设续建项目以及中小微企业融资需求，但老产品的整体规模应当控制在《指导意见》发布前见有关事项的通知存量产品的整体规模内，且所投资新资产的到期日不得晚于2020年底。	《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》
4	过渡期内，商业银行新发行的理财产品应当符合本办法规定；对于存量理财产品，商业银行可以发行老产品对接存量理财产品所投资的未到期资产，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。	《商业银行理财业务监督管理办法（征求意见稿）》
5	对于通过各种措施确实难以消化、需要回表的存量非标准化债权类资产，在宏观审慎评估（MPA）考核时，合理调整有关参数，发挥其逆周期调节作用，支持符合条件的表外资产回表。支持有非标准化债权类资产回表需求的银行发行二级资本债补充资本。	《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》

资料来源：《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》，《商业银行理财业务监督管理办法（征求意见稿）》，华泰证券研究所

重点二：银行理财获准投资上市股票，大资金入市可期

在大力发展股权直接融资的背景下，银行理财资金进入资本市场是大势所趋。未来银行理财面临净值化转型，理财投资利差收缩，银行有必要加大高收益资产配置。在非标投资规范力度加强以后，属于标准化资产的股票将成为银行理财实现高利差的突破口。现行监管制度采用2009年《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》的规定，只有高净值客户才能投资权益类资产，理财“入市”体量严重受限。

理财新规着力解除理财投资股票的制度障碍。理财新规明确公募理财可以投资境内上市股票。那么在资管新规框架下，股票投资对公募和私募理财全面放开。理财新规还允许理财产品投资所有类型的公募基金，包括股票型基金。尽管过去理财也能通过委外方式少量投资股票基金，但这次是首次明文确定公募基金纳入投资范围。对于理财产品在金融市场的开户问题，主要是在交易所开通股票账户受制度限制的问题，银保监会表示已经在与人行、证监会等部门沟通协调。

理财资金入市是理财产品提升投资利差的重要手段，同时也为资本市场发展注入强劲动力。

2017年末银行理财资金投向权益类资产余额约为2.8万亿元，占表外理财的12.63%；其中绝大多数是结构性配资、定增及员工持股计划和未上市股权投资，主动管理类股票投资较少。借鉴美国成熟市场经验，2017年末JP Morgan资管中权益类投资达到21%。即使以国内公募基金为例，截至2017年股票占资产配置比例也达到15.22%。国内银行理财配置股票的比例存在较大上升空间。

图表5：2017年底国外银行业资产管理业务投资资产分布

	JP Morgan	Northern Trust Bank	KeyBank
管理资产规模(亿美元)	20,340	11,610	396
货币市场类	23%	19%	9%
固定收益类	23%	16%	28%
权益类	21%	51%	61%
衍生及混合类	33%	14%	2%

资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表6：银行理财获准投资上市股票

序号	内容	文件
1	公募理财产品投资境内上市交易的股票的相关规定，由国务院银行业监督管理机构另行制定。	《商业银行理财业务监督管理办法（征求意见稿）》
2	商业银行理财产品可以投资于……公募证券投资基金……以及国务院银行业监督管理机构认可的其他资产。	《商业银行理财业务监督管理办法（征求意见稿）》
3	银保监会已在与人民银行、证监会等部门积极沟通协调，推动解决银行理财产品在金融市场的开户问题，促进同类资管产品公平竞争。	《商业银行理财业务监督管理办法（征求意见稿）》

资料来源：《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》，《商业银行理财业务监督管理办法（征求意见稿）》，华泰证券研究所

重点三：过渡期取消一刀切，非标资产柔性处置

资管新规设置两年多的过渡期，总体要求在2020年末以前金融机构有序压缩存量老产品。到过渡期截止之后，金融机构不得再发行或存续违反资管新规的产品。所以到2020年末以前银行要实现产品全体新老转换。此前市场预期从2018到2020年银行需要每年压降1/3的老产品。这对于客户基础薄弱中小银行将造成较大的转型压力。

理财新规和《通知》对过渡期取消一刀切，降低市场冲击。银行可以自主确定资管新规过渡期内理财业务的整改计划，没有强制逐年压降的目标比例要求，避免过渡期内新老产品资金集中切换。《通知》允许过渡期结束后由于特殊原因而难以回表的存量非标以及未到期的存量股权类资产，经监管机构同意可以另行安排。这代表对过渡期截止日采取柔性处理，部分难处置消化的非标资产可以在过渡期结束后特殊对待，增加非标转标的可操作性。

图表7：过渡期取消一刀切

序号	内容	文件
1	过渡期结束后，对于由于特殊原因而难以回表的存量非标准化债权类资产，以及未到期的存量股权类资产，经金融监管部门同意，采取适当安排妥善处理。	《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》
2	过渡期内，由金融机构按照自主有序方式确定整改计划，经金融监管部门确认后执行。	《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》

资料来源：《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》，《商业银行理财业务监督管理办法（征求意见稿）》，华泰证券研究所

关注：保本理财转为结构性存款，摊余成本法范围微调

保本理财归属确立。理财新规要求银行已经发行的保证收益型和保本浮动收益型理财产品按照结构性存款或者其他存款进行规范管理。监管方向基本符合预期。另外《通知》对适用摊余成本法的理财产品范围进行微调，增强过渡期内债券、现金管理类理财的定价优势。《通知》允许在过渡期内，对于封闭期在半年以上的定期开放式资管产品，投资以收取合同现金流量为目的并持有到期的债券，可使用摊余成本计量，但定期开放式产品持有资产组合的久期不得长于封闭期的1.5倍；银行的现金管理类产品在严格监管的前提下，暂参照货币市场基金的“摊余成本+影子定价”方法进行估值。

展望：监管靴子落地，看好三大催化剂

短期看非标，长期看理财资金投资股票。注意理财新规仍然是征求意见稿，意见反馈截止日为2018年8月19日，因此正式版落地可能在9月以后。但是《通知》是正式文件，即日起执行。就新变化而言，理财新规主要带来理财入市的政策利好。而《通知》强调的是非标业务和过渡期安排。所以短期内非标业务的政策变化将更快落地，长期理财入市还需要等待相关的配套制度建立。另外理财新规主要适用于银行尚未通过子公司开展理财业务的情形。后续还将发布《商业银行理财子公司管理办法》，专门针对具有证券投资基金托管业务资质、获许设立子公司开展资管业务的27家银行（包括大多数上市银行）。因为这类银行综合风险防控能力更强，所以我们判断理财子公司管理办法将比理财细则略微宽松，给予头部银行更多政策红利。

监管靴子落地，信用风险化解。理财新规和《通知》解除了上半年压制银行股估值的两大因素。首先理财新规最终亮相，减少对理财产品监管尺度不确定性的担忧，银行合规压力释放。从7月20日晚一行两会同时针对资管新规发布相关细则可以看出，监管制度补短板进程取得新进展。制度搭建速度加快，有利于银行业务加快转型步伐。其次在上月确定的“维持流动性合理充裕”的政策方向下，监管政策尺度微调。允许银行非标业务在资管新规过渡期内有条件续作，将对社会融资规模增长形成有力支撑。上半年实体信用风险爆发，信用债违约事件增加，主要是因为紧信用环境中，中小企业面临短期流动性困难导致经营恶化。在流动性边际宽松后，信用风险因素同样得到妥善化解。得到政策利好刺激，银行板块估值将打开上升空间。

未来看好三大催化剂。一是金融政策方向微调后，解决了对实体经济的资金供给问题。下一阶段或值得关注财政政策方向变化。若财政政策的边际放松将进一步带动银行资产增速企稳回升。二是银行中报基本面预期差。在供给侧改革中，龙头企业经营环境持续好于中小企业，这导致银行面临的信用风险依然是结构性的。对接大中型企业的优质银行，资产质量仍然处于修复进程，并未受到局部信用风险发生的影响。上市银行扎实的基本面和市场对于信用风险的过度悲观预期，将成为银行股配置的机会。三是9月MSCI年内第二次扩容，A股纳入因子从2.5%升至5%，将吸引长期资金提前布局。而当前银行股估值还处于历史底部区间，高分红、高流动性的特质将获得大资金的青睐。板块回升趋势逐步明确，重点推荐工商银行、招商银行，转型标的推荐光大银行、平安银行。

附录:

图表8: 央行《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》与资管新规对比

主要内容	影响	通知要点变化	资管新规要点	后续关注要点
非标投资	公募可在符合条件前提下投资非标。	公募资产管理产品除主要投资标准化债权类资产和上市交易的股票,还可以适当投资非标准化债权类资产。	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。	公募具体监管执行尺度,公募投资非标的比例。
过渡期安排	过渡期内,老产品可投资新资产。	过渡期内,金融机构可以发行老产品投资新资产,优先满足过渡期内为接续存量产品所老产品接续新资产方式,补足国家重点领域和重大工程建设续建项目以及中小微企业投资的未到期资产,维持必观预期可按照老产品期限、融资需求,但老产品的整体规模应当控制在《指导意见》要的流动性和市场稳定,金规则,过渡期前资金募集难发布前存量产品的整体规模内,且所投资新资产的到期日融机构可以发行老产品对度大为缓和。不得晚于2020年底。	过渡期后,存量非标准资产,经金融监管部门同意可妥善安排。	过渡期后存量非标可存续的监管标准。
估值	定开产品、持有到期封闭期半年以上定期开放式资产管理产品,投资以收取合未有约定。债券、现金管理类产同现金流量为目的并持有到期的债券,可使用摊余成本计品可以摊余成本法量,但定期开放式产品持有资产组合的久期不得长于封闭估值。	银行的现金管理类产品在严格监管的前提下,暂参照货币市场基金的“摊余成本+影子定价”方法进行估值。		
监管参数调整	非标回表,监管可调整有关参数,缓解银行表内压力。	难以消化、需回表的存量非标资产,MPA考核可合理调整有关参数。有非标准化债权类资产回表需求的银行发行二级资本债补充资本。		具体调整参数,监管执行尺度。

资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表9: 《商业银行理财业务监督管理办法(征求意见稿)》与资管新规对比

主要内容	影响	理财新规要点变化	资管新规要点
适用机构	监管主体	商业银行	银行、信托、证券、基金、期货、保险资产管理机构、金融资产投资公司等金融机构
公募销售起点	公募扩容	第三十条 公募理财产品单一投资者销售起点金额不得低于1万元人民币。	
公募投资规定	该部分详见央行执未明确公募投资范围行通知		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,除法律法规和金融管理部门另有规定外,不得投资未上市企业股权。公募产品可以投资商品及金融衍生品,但应当符合法律法规以及金融管理部门的相关规定。
上市股票投资	暂未明确上市股票	第八条 公募理财产品投资境内上市交易的股票的相关规定,由国务院银行业监督管理机构另行制定。	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。
投资范围	明确可投资银行间发行的信贷资产支持票据、政府机构债券、金融债券、银行存款、大额存单、同业存单、业银行信贷资产(收)益支持证券	第三十五条 商业银行理财产品可以投资于国债、地方政府债券、中央银行票据、企业债券、在银行间市场发行的信贷资产支持证券、在交易所市场发行的企业资产支持证券、公募证券投资基金、其他债权类资产、权益类资产以及国务院银行业监督管理机构认可的其他资产。	
	明确不得投资本行信贷资产	第三十六条 不得直接投资于信贷资产,不得直接或间接投资于本行信贷资产,不得直接或间接投资于本行或其他银行业金融机构发行的理财产品,不得直接或间接投资于本行发行的次级档信贷资产支持证券。	
	个人投资者不得向基础资产为不良不良资产、不良资产支持证券,国务院银行业监督管理机构另有规定的资产产品	第三十六条 面向机构投资者发行的理财产品不得直接或间接投资于不良资产、不良资产支持证券,国务院银行业监督管理机构另有规定的资产产品除外。	
委外	银行理财委托私募	第三十六条 银行理财不得直接或间接投资其他由未经金融监督管理部公募资产管理产品的受托机构应当为金融机构,基金投资方式不可门许可设立、不持有金融牌照的机构发行的产品或管理的资产,金融资私募资产管理产品的受托机构可以为私募基金管行,金融资产投资资产投资公司的附属机构依法依规设立的私募股权投资基金以及国务院银理人。公司下设私募股权行业监督管理机构另有规定的除外。基金除外	

非标投资	参考《大额风险暴露管理办法》，设（一）确保证理财产品投资与审批流程相分离，比照自营贷款管理要求实行主动性管理等监管标准。置单一客户集中度施投前尽职调查、风险审查和投后风险管理，并纳入全行统一的信用风要求，不超银行风险管理体系：本净额 10% （二）商业银行全部理财产品投资于单一机构及其关联企业的非标准化债权类资产余额，不得超过理财产品发行银行资本净额的 10%；	遵守金融监督管理部门制定的有关限额管理、流
集中度管理	细化集中度限定，第四十一条 银行理财产品投资于国债、地方政府债券、中央银行票据、金融监督管理部门另有规定的除外。可构建指数型产品 政府机构债券、政策性金融债券、大额存单以及完全按照有关指数的构成比例进行投资的不受集中度限制。	
份额分级	银行理财不得分第四十二条 商业银行不得发行分级理财产品。级，分级需借道其他资管	公募产品和开放式私募产品不得进行份额分级。
合作机构	理财合作机构须有第四十八条（理财投资合作机构管理） 高管层批准。 理财投资合作机构的名单应当至少由总行高级管理层批准并定期评估。 银行理财不能和私理财投资合作机构应当是具有专业资质并受金融监督管理部门依法监管 募基金管理人合作的金融机构或国务院银行业监督管理机构认可的其他机构。	委托机构应当对受托机构开展尽职调查，实行名 管制管理。
过渡期安排	过渡期内压降节奏 过渡期内，商业银行可自行制定压降计划，报董事会批准，并经银监会 放松；过渡期结束后安排，过渡期结束后因特殊原因难以回表的存量非标资产以及 有存续空间 期结束后安排，过渡期结束后因特殊原因难以回表的存量非标资产以及 存量股权类资产，经报监管部门同意，可采取适当安排，压降进度有一定 放松空间。	
估值问题	现金管理类估值可 理财产品估值方面，过渡期内允许现金管理类理财产品在严格监管前提封闭式产品才能以摊余成本计量。 以摊余成本计量 下，暂参照货币市场基金估值方法即摊余成本法，缓解流动性风险。	
理财业务管理制度	第十六条 商业银行应当根据理财业务性质和风险特征，建立健全理财业务管理制度，包括产品准入管理、风险管理与内部控制、人员管理、销售管理、投资管理、合作机构管理、产品托管、产品估值、会计核算和信息披露等。	
登记要求	明确银行业理财登 第十二条 商业银行总行应当按照以下要求，在全国银行业理财信息登记未有明确约定。 记托管中心角色 系统对理财产品进行集中登记： 登记机构为银行业理财登记托管中心履行全国银行业理财信息登记系统 的建设和管理	
新产品准入	明确新产品准入程 第十七条 新产品需内部审核，并董事会、董事会授权的专门委员会、高未有明确约定。 序，需董事会授权 级管理层或者相关部门的批准	
穿透规则	明确机构投资者不 第二十九条 商业银行应当对机构投资者的资金来源实行穿透原则，不得实行穿透式监管，对于多层嵌套资产管理产品， 得再向个人投资者通过嵌套等方式直接或变相引入个人投资者资金 募集。 向上识别产品的最终投资者，向下识别产品的底 层资产（公募证券投资基金除外）。	
销售渠道	销售渠道收窄 第三十一条 商业银行仅能在吸收公众存款的银行业金融机构代理销售 理财产品。 非金融机构不得发行、销售资产管理产品，国家 另有规定的除外。	
开放式理财	保障开放式产品流 第四十三条 开放式理财产品应当持有不低于该理财产品资产净值 5%的未有约定。 动性 现金或者到期日在一年以内的国债、中央银行票据和政策性金融债券。	
赎回	建立压力测试制度 第四十六条 商业银行应当建立健全理财产品压力测试制度。	未有约定。
压力测试		
开放式产	设置大额认购和赎 第四十七条（开放式理财产品认购和赎回管理） 品认购赎回制度，保护存 量 投资者利益	未有约定。
强制托管	设置强制托管规定 第五十二条 商业银行未实现实质独立托管、未实行穿透原则，其发行的未有强制托管约定。 理财产品应当由国务院银行业监督管理机构指定的机构进行托管：	
保本理财	明确保本理财处置 第七十八条 商业银行已发行的保证收益型和保本浮动收益型理财产品未有约定。 方式 应当按照结构性存款或者其他存款进行规范管理。 结构性存款应当纳入商业银行表内核算，按照存款管理。	

资料来源：Wind，华泰证券研究所

图10: 理财新规与废止文件对比

主要内容	文件名	下发时间	理财新规与其变化	原文件主要内容
风险管理	《商业银行个人理财业务风险管理指引》(银监发〔2005〕63号)	2005.09.24	开放式理财产品应当具有足够的高流动性商业银行可根据实际业务情况确定流动性资产,持有不低于理财产品资产净值性风险限额的管理,但流动性风险限额应5%的现金/一年以内国债、央票和政策性至少包括期限错配限额,并根据市场风险金融债,并与投资者赎回需求相匹配。险和信用风险可能对银行流动性产生的影响,制定相应的限额指标。	
投资运作	《商业银行个人理财业务管理暂行办法》(银监会令2005年第2号)	2005.09.24	理财业务总览性文件,主要改动有:加强投资者保护(强化信息披露等)、理财的保本与非保本分类删去,改为公私募分类;提供预期收益率改为不得提供预期收益率等。	
风险管理	《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)	2006.06.13	只可销售低于等于或低于其风险承受能力禁止当做储蓄产品推销;禁止理财业务人力评级的理财产品,约定投资范围,设置误导客户购买与其风险认知和承受能力销售限制措施;不得拆分销售高风险等级力不相符合的理财产品(计划);明确相关产品;机构投资者资金来源实行穿透原关信息的披露方式,以及在信息传递过程制;为理财产品设置了详尽的信息披露机中各方的责任。	
组织管理	《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)	2007.11.28	保本类理财纳入存款管理。	保证收益理财产品实行报告制。
组织管理	《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)	2008.04.03	理财产品的销售起点1万元;不得宣传理财产品的销售起点5万元;无法在宣传理财产品预期收益率;详尽的各类产品信息和介绍材料中提供科学、准确的测算依据和测算方式的理财产品,不得在宣传和介绍材料中出现“预期收益率”或“最高收益率”字样;定期向客户提供理财产品账单(产品存续期不足一个月的除外)。	
报告管理	《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)	2009.04.28	发售前银行理财信息登记系统登记、发售理财产品前10日、后5日分别报告后5日内报送,报送材料删去产品宣传材至监管机构,报送材料包括产品宣传材料。	
投资管理	《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》(银监发〔2009〕65号)	2009.07.06	理财产品分为公募和私募产品,私募产品理财客户分为有投资经验客户和无投资客户需满足合格投资者要求;理财产品不经验客户;满足条件的理财资金可投资于得直接投资于信贷资产;公募理财产品可信贷资产;高净值客户以外的理财资金不以投资于股票,私募类可以投资于未上市得投资于境内二级市场股票或与其相关的证券投资基金、未上市股权。	
信贷资产	《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》(银监发〔2009〕113号)	2009.12.23	商业银行理财产品不得直接投资于信贷信贷资产类理财业务的详细规定。资产,不得直接或间接投资于本行信贷资产,不得直接或间接投资于本行或其他银行业金融机构发行的理财产品,不得直接或间接投资于本行发行的次级档信贷资产支持证券。	
风险管理	《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)	2011.09.30	为各类理财产品设置了具体的投资比例不得笼统地规定各类资产的投资比例为限制。	0至100%。
销售管理	《商业银行理财产品销售管理办法》(银监令2011年第5号)	2011.10.09	理财销售总览性文件,主要改动有:销售起点由5万元降为1万元;增加理财产品宣传销售文本管理、风险承受能力评估、销售过程管理、销售人员管理等方面的具体规定。	
投资运作	《关于规范商业银行理财业务投资运作有关问题的通知》(银监办发〔2013〕8号)	2013.03.25	非标定义使用排除法;非标纳入全行统一非标定义使用枚举法;非标限额以理财产品信用风险管理体系,限额管理增加投资于品余额的35%与商业银行上一年度审计单一机构及其关联企业的非标不超过理报告披露总资产的4%之间孰低者为理财产品发行银行资本净额的10%。	限。
组织管理	《关于完善银行理财业务组织管理体系有关事项的通知》(银监发〔2014〕35号)	2014.07.11	应当通过具有独立法人地位的子公司开明确理财事业部制,要求为单独核算、风险隔离、行为规范、归口管理。	

资料来源:Wind,华泰证券研究所

风险提示

1. 非标投资恢复或不及预期。文件放松了对非标业务的监管约束，使过渡期内非标规模边际恢复成为可能，须注意非标投资恢复进度的风险。
2. 理财新规落地或不及预期。此次发布的理财新规为征求意见稿，正式版本的推出时间有待观察。

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