

银行行业点评

2018年07月22日

深度解读：资管新规，到底什么变了？ 增持（维持）

证券分析师 马婷婷

执业证号：S0600517040002

021-60199607

matt@dwzq.com.cn

事件：央行和银保监会连续发文对“资管新规、理财新规”在公募产品投资范围、过渡期估值方法与非标处置的政策安排上做出进一步明确。

总体来看，理财新规中，对期限匹配、打破刚兑、信息披露、非标限额管理等要求作出详细规定，变化不大。但央行《指导意见》中对非标处置、债券等多角度进行宽松（过渡期内），以稳定融资环境，确保平稳过渡。

投资要点

■ 非标资产：多角度宽松，减轻到期处置压力。

- 1) 明确公募理财（封闭式）可投资非标资产，且期限匹配。
- 2) 允许金融机构自主有序制定整改计划，及发行老产品对接新资产。将到期非标是否续作的选择权交给金融机构，而非必须一味到期压降，缓解到期处置压力，有助于稳定实体经济的融资环境。
- 3) 对表外非标回表给予支持，通过调整MPA考核中相关参数的方式，或引导银行加大信贷投放，或对难以消化的表外非标回表给予信贷额度支持。

■ **债券：摊余成本法计量利于稳定市场。**《指导意见》明确，对于封闭期在半年以上的定开产品，持有至到期债券可按摊余成本法计量。一方面避免了银行出于净值波动的角度卖出存量信用债，也间接鼓励银行适度配置更多信用债，并持有至到期。

■ 从表外融资、信贷投放、债券市场三个角度宽松，以稳定融资环境。

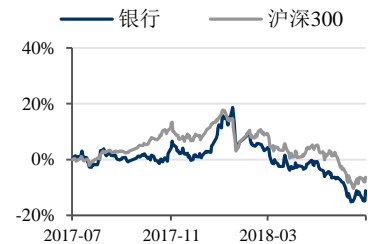
- 1) **非标处置压力大幅减弱，表外融资或将稳定。**允许金融机构发行老产品续作新资产，优先满足国家重点领域和重大工程建设续建项目、中小企业融资需求。
- 2) **引导加大信贷投放力度，托底社融。**针对表外非标回表压力给予适当信贷宽松，引导银行加大信贷投放力度等。
- 3) **摊余成本法计量稳定债券融资环境。**信用收缩环境下，低评级信用债估值波动较大，允许资管产品使用摊余成本法计量，降低交易带来的估值波动，利于稳定债券融资环境。

■ **其他关注点：**1) 过渡期内理财类现金产品按照“摊余成本+影子定价”方法进行估值。2) 销售门槛下降至1万元起，利于产品销售。3) 结构性存款将规范发展，强调实质为表内存款，且要求银行具备衍生品交易资质。

■ **银行股迎反弹窗口，建议积极关注。**18年以来银行股持续下跌，主要源于去杠杆、信用收缩环境下，市场对经济预期、银行资产质量的担忧。在当前政策微调基础上，稳定融资环境、经济预期，银行板块迎来估值修复的机会，建议积极关注：国有大行、招行、宁波、南京银行等。

■ **风险提示：**宏观经济下滑压力加大，金融监管力度超预期，银行业务调整不及预期。

行业走势



相关研究

- 1、《金融资产投资公司管理办法（试行）点评：一文读透金融资产投资公司（银行债转股）》
2018-07-01
- 2、银行业点评：存款偏离度考核完善，未来关注重点应转向“日均余额”
2018-06-13
- 3、《银行业2018年中期策略：估值接近底部，静待风险出清》
2018-06-07

7月20日，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》），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《指导意见》）。两份文件在4月发布的《资管新规》基础上，对公募资产管理产品的投资范围、过渡期内相关产品的估值方法与宏观审慎政策安排、银行理财产品的具体要求等方面做进一步的明确，以促进统一资产管理产品监管标准，推动银行理财业务规范健康发展。整体看，打破刚兑、禁止期限错配等监管思路不变，但对过渡期内在非标投资、产品估值等细节方面给予一定宽松的空间。

1. 宽松方向：非标、信用债

整体看《指导意见》与《理财新规》就市场两大关心热点非标和信用债投资都作出了一定的宽松。对非标而言，《指导意见》明确了封闭式公募理财投资非标的合规性但需满足期限匹配等监管要求、将非标处置节奏的把控权交给银行、并对表外回表给予支持（或突破广义信贷增速对信贷额度给予额外支持）。而对信用债而言，过渡期内对特定产品允许摊余成本法计量，在一定程度上利好银行持有信用债，有利于稳定债券市场预期。

1.1. 非标资产：多方面宽松以支持实体融资需求

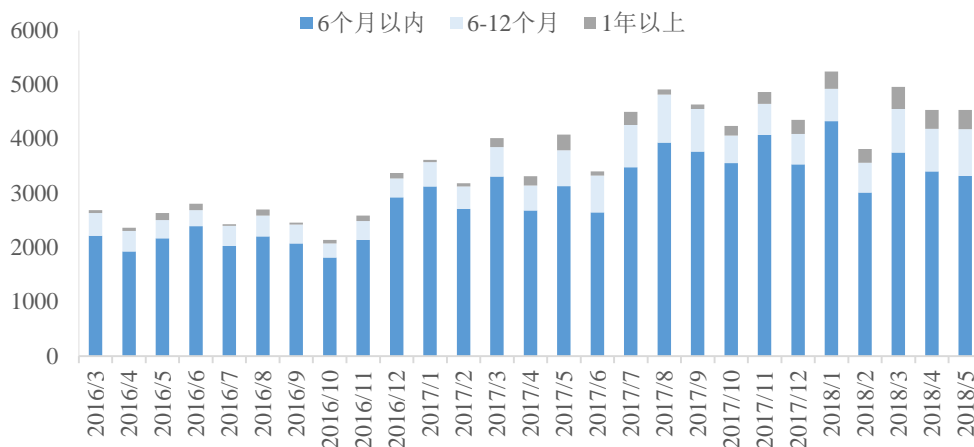
1、明确公募理财可投资非标资产，但需满足期限匹配等要求。

资管新规中对于公募理财产品的投资范围，仅明确了标准化债权资产及上市交易的股票，对非标资产没有提及。而央行的《指导意见》中明确点出公募理财可以投资非标资产，同时需满足期限匹配、限额管理、信息披露等监管要求。但在实际操作中，长周期的封闭式公募产品发行较为困难，目标客群往往受限为高净值客户。

1) 产品形式需为封闭式（计量方式限制）。由于非标资产一般以收取合同现金流为目的并持有至到期，且在活跃市场中没有报价、甚至无活跃交易市场，所以仅能采用摊余成本法计量。而《资管新规》在计量方式的认定上，明确采用摊余成本法计量的资管产品为封闭式产品。

2) 期限匹配加大发行难度。非标资产的期限往往较长，存量非标资产的期限多数在1年期以上，3年期较为常见。普通投资者能接受的理财产品期限一般在1年以内，1年期以上产品的受众往往限制为高净值客户，规模有限。5月资管新规落地以来，1年以上期限理财产品的发行量并没有显著增长。

图 1：不同期限的理财产品发行量（单位：亿元）



资料来源：Wind 资讯，东吴证券研究所

表 1：《理财新规》、《指导意见》、《资管新规》中对于理财产品投资非标的部分要求

类别	监管文件	相关要求	点评
风险管理要求	《理财新规》	1) 确保证理财产品投资与审批流程相分离 2) 比照自营贷款管理要求实施投前尽职调查、 <u>风险审查</u> 和投后风险管理； 3) 并纳入全行统一的信用风险管理体系；	要求银行以贷款相同层级的风险管理原则对待非标资产的
单一客户风险暴露要求	《理财新规》	银行全部理财产品投资于 <u>单一机构及其关联企业的非标资产余额，不得超过资本净额的 10%</u> ；	与《大额风险暴露管理办法》思路一致（要求非同业单一客户贷款余额不超过资本净额的 10%），降低投资的集中度风险。
限额要求	《理财新规》	银行全部理财产品投资于非标资产的余额在任何时点均不得 <u>超过理财产品净资产的 35%</u> ，也不得超过银行上一年度审计报告披露总资产的 4%。	单只产品的非标投资可超过 35%，大幅度提高投资非标的可行性、收益率与吸引力
期限匹配	《资管新规》 《理财新规》	非标资产的终止日不得晚于封闭式理财产品的到期日或者开放式理财产品的最近一次开放日。	对于理财产品投资非标的最大的压力来源，普通投资者能接受的理财产品期限一般在 1 年以内，1 年期以上产品的受众往往限制为高净值客户，规模有限。
信息披露要求	《理财新规》	银行应当披露以下信息： 1) 每笔非标资产的融资客户、项目名称、项目剩余期限、资产质量等风险状况、收益分配、交易结构等； 2) 理财产品存续期内所投资的非标资产发生变更或风险状况发生实质性变化的，应当在 5 日内披露；	要求理财产品严格披露非标项目信息以及风险状况的变化

资料来源：银保监会，中国人民银行，东吴证券研究所整理

2、非标或可续作，处置压力减小。

央行《指导意见》中明确：过渡期内，金融机构可发行老产品投资新资产，要求新资产的到期日早于 2020 年底，且老产品规模不得新增，并对投向做了引导（优先满足国家重点领域、重大工程建设续建项目、中小微企业融资需求）。与此同时，由金融机构按自主有序的方式制定整改计划，由监管部门确认后执行。

此条款，意义重大。从宽松的角度来理解：

- 1) 对于券商资管、基金子公司等发行的资管产品，可以投资新资产。是否意味着存量的委托贷款在到期之后，可以续作至 2020 年底？或者 A 到期终止之后、还可在不新增的情况下，对其他融资主体 B 提供资金支持？
- 2) 对银行而言，老产品可以投资新资产，是否同样意味着，短期的预期收益率型产品仍可滚动发行，对接新的非标资产（2020 年前到期）？或将原非标资产到期后续作至 2020 年底？

整体来看，将到期非标是否续作的选择权交回给金融机构，而不是必须一味到期压降，大幅缓解非标资产到期处置压力，有助于稳定实体经济的融资环境。

（此前据华尔街新闻报道，“监管要求对存量业务的压缩制定计划，到 2020 年底，每年压降 1/3”¹）。

关注点：如何理解“老产品可以投资新资产”？ 我们从银行理财业务的角度来举例说明：

负债端老产品的形式：短期限的预期收益率类产品。如：6 个月期、预期收益率为 4.5% 的理财产品。

产品投向上对接的老资产：期限为 2 年，并将于 2018 年 12 月到期的非标资产。

《资管新规》原来的条款中，仅说明过渡期内可发行老产品对接老资产。也就是说，在上述非标资产到期之前，可滚动发行 6 个月期限的产品来对接。而到期之后，融资主体或面临较大的偿付压力，或寻求其他的额融资方式，如表内信贷、发债、信托贷款等。

央行《指导意见》中明确，过渡期内，允许发行老产品对接新资产，最为宽松的理解角度为：

A) 续作、缓解原融资主体的偿付压力：原非标资产于 18 年底到期后，银行可将其续作为新的非标资产（最长 2 年），并继续发行 6 个月的预期收益率型理财产品；

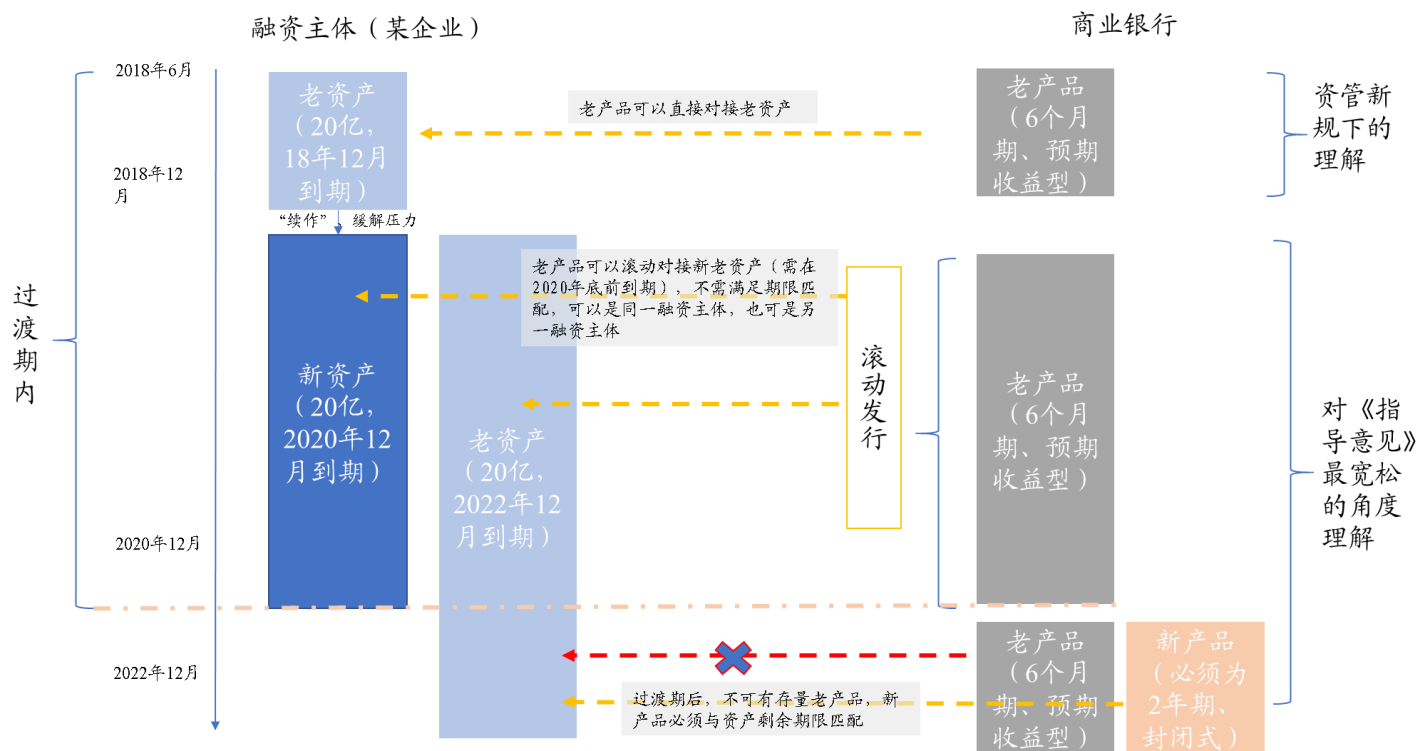
B) 支持其余企业的融资需求：在上述非标资产于 18 年底到期之后，若原融

¹ 新闻来源：华尔街新闻，<https://wallstreetcn.com/articles/3313452>

资主体可顺利偿付，该 6 个月期的理财产品可投资市场上新的非标资产（最长 2 年），以支持其余企业的融资需求。

此外，需要注意的是：对于 2020 年底之后到期的非标资产，则需在过渡期结束前发行期限匹配的产品来对接。例如：某非标资产于 2022 年到期，银行需在 2020 年 12 月 31 日之前，发行 2 年期的产品来对接。

图 2：宽松角度下，老产品对接新资产示意图（银行理财）



资料来源：银保监会，东吴证券研究所整理

3、对非标被迫回表的给予支持，或给予更多信贷额度，支持发行二级资本债。

在去杠杆、信用收缩的大环境下，实体企业的融资环境较为紧张。部分非标资产的投向或不满足政策要求，或不符合政策鼓励的方向而难以回表，现金流较为紧张的融资主体或有偿付压力，出现确实难以消化的情况，央行《指导意见》中对此类非标资产给予适当的宽松政策，我们从 2 个角度来解读：

1) 或额外给予更多信贷额度。央行《指导意见》中明确，在 MPA 考核时，可合理调整有关参数，发挥其逆周期调节作用，支持符合条件的表外资产回表。

在 MPA 考核框架中，要求银行实际资本充足率 C 须高于宏观审慎资本充足

率 C^* (据广义信贷增速测算)。而在宏观审慎资本充足率 C^* 的计算公式中, 牵扯到较多参数, 包括结构性参数 α (可根据银行经营稳健性情况和信贷政策执行情况适当调整), 银行对整体信贷顺周期贡献度的参数 β 等。计算公式如下:

宏观审慎资本充足率 $C^* = \text{结构性参数 } \alpha \times (\text{最低资本充足率要求} + \text{系统重要性附加资本} + \text{储备资本} + \text{逆周期资本缓冲})$

其中: $\text{逆周期缓冲资本} = \max\{\beta * [\text{银行的广义信贷增速} - (\text{目标 GDP 增速} + \text{目标 CPI})], 0\}$

从上述公式来看, 央行可在信贷政策执行情况、银行对整体信贷顺周期贡献度等参数方面适当调整, 在广义信贷增速提升的情况下, 仍能满足宏观审慎资本充足率 C^* 的考核标准。也即, 未来或考虑额外给予更多信贷额度, 或突破现有的广义信贷增速限制。

2) 支持发行二级资本债, 但回表压力更多在于核心一级资本充足率。

二级资本债的资本补充方向仅为普通资本, 提升的是资本充足率, 从央行的角度来说, 利于满足 MPA 考核, 有现实意义。但从极端情况测算来看 (表外理财的非标资产占比为 30%, 且全部回表), 银行的一级资本充足率、核心一级资本充足率相对较低, 或对满足银监会的资本充足率监管要求造成压力。

极端假设下, 从上市银行的测算情况来看, 民生、华夏、南京、贵阳、杭州银行或存在压力, 需进行一级资本或核心一级资本的相关补充。但目前各家银行已经在积极补充一级资本, 如南京银行 140 亿定增、贵阳银行 50 亿优先股等。此外, 延伸来看, 银保监会之前颁布的《商业银行大额风险管理办法》中, 各项约束条款均与一级资本净额挂钩, 未来一级资本约束力加强, 优先股或可转债等再融资方式更受欢迎。

需要再次强调的是, 放松的类型为各种措施确实难以消化、需要回表的存量非标资产, 而非全部, 实际压力远没有测算结果那么大。

表 2: 《商业银行资本管理办法》相关指标达标要求

银行类别	项目	2018 年底达标要求
系统性重要银行	核心一级资本充足率	8.5%
	一级资本充足率	9.5%
	资本充足率	11.5%
非系统性重要银行	核心一级资本充足率	7.5%
	一级资本充足率	8.5%
	资本充足率	10.5%

资料来源: 银监会, 东吴证券研究所

表 3：上市银行表外理财回表后，对银行相关资本充足率影响情况（单位：亿元）

	非保本理财 (亿元)	风险加权资产增 速 17	资本充足率 18E-监 管要求	一级资本充足率 18E- 监管要求	核心一级资本充足率 18E-监管要求
工商银行	26657.95	9.19%	2.92%	3.29%	3.85%
建设银行	17308.20	8.23%	3.59%	3.99%	4.44%
农业银行	13688.78	6.32%	2.09%	1.83%	2.26%
中国银行	11577.00	7.88%	2.30%	2.34%	2.56%
交通银行	9625.17	9.36%	1.57%	1.70%	1.77%
招商银行	21778.56	4.80%	2.39%	2.40%	2.62%
中信银行	11326.76	8.91%	0.12%	0.15%	0.42%
浦发银行	15353.44	5.30%	0.98%	1.46%	1.83%
民生银行	8138.38	14.64%	0.25%	-0.22%	0.58%
兴业银行	11522.82	13.53%	0.42%	0.34%	0.85%
光大银行	7378.81	7.20%	1.97%	1.46%	1.54%
华夏银行	7029.35	14.41%	0.16%	-0.22%	-0.11%
平安银行	5010.62	9.46%	-0.01%	0.25%	0.48%
北京银行	3488.39	16.92%	0.25%	0.24%	0.41%
南京银行	3252.83	12.79%	0.66%	-0.16%	-0.25%
宁波银行	1993.10	14.21%	1.71%	0.35%	0.71%
上海银行	2302.00	14.25%	2.36%	2.73%	2.33%
贵阳银行	707.03	40.13%	-1.47%	-0.83%	0.15%
杭州银行	1773.06	24.29%	0.69%	0.08%	-0.45%
江苏银行	2580.00	16.35%	0.56%	0.76%	0.25%
无锡银行	128.51	9.04%	2.77%	1.07%	2.06%
常熟银行	276.27	18.14%	0.66%	0.23%	1.20%
江阴银行	44.80	3.54%	3.83%	4.70%	5.69%
吴江银行	70.50	11.04%	2.03%	3.02%	4.02%

资料来源：Wind 资讯，东吴证券研究所

备注：考虑 18 年净利润（扣除分红）带来的盈利补充和风险加权资产增长（按 17 年增速）

1.2. 信用债：摊余成本法计量利于稳定债券市场

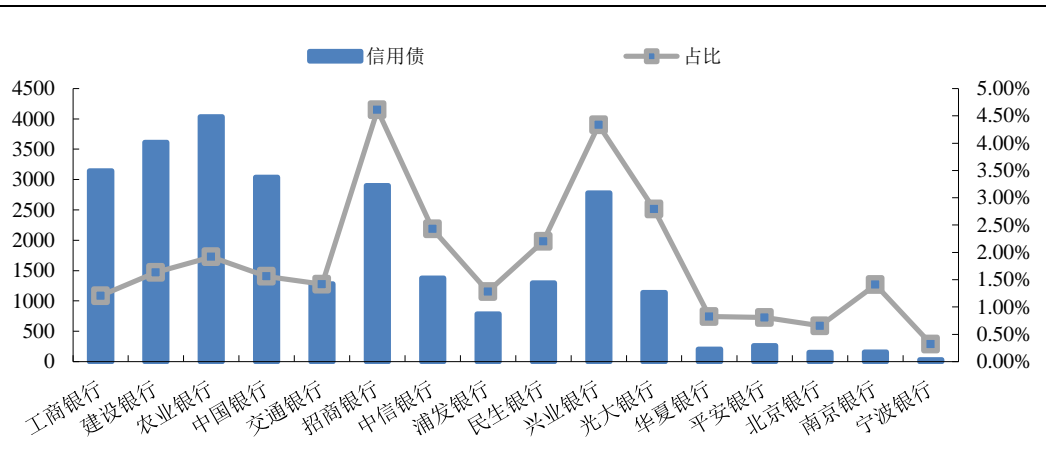
央行《指导意见》中规定，过渡期内，对于封闭期在半年以上的定期开放式资产管理产品，投资以收取合同现金流量为目的并持有到期的债券，可使用摊余成本计量，但定期开放式产品持有资产组合的久期不得长于封闭期的 1.5 倍。

在当前的信用环境下，实体经济流动性较为紧张。18 年以来信用债违约事件陆续暴露，债券、尤其是信用债的估值波动加大，投资端的风险偏好进一步降低。该条款中明确提及封闭期半年以上的产品，对持有至到期的债券可使用摊余成本法计量。在一定程度上利于稳定债券市场。一方面避免了银行出于净值波动的角度卖出存量信用债，也间接鼓励银行适度配置更多信用债，并持有至到期。

回望过去一段时间的政策内容，不难发现，央行在稳定债券市场、恢复债券市场融资功能方面做出了持续的努力。包括：将 AA、AA+ 的信用债纳入 MLF 担保品范围，以及据第一财经报道，对产业类的 AA+ 及以上信用债按 1:1 的比例、对 AA+ 以下的信用债按 1:2 的比例配 mlf 资金。²

综合考量监管及风险，银行表内增配信用债动力不足；表外计量方式宽松利于稳定市场。从实际情况来看，尚未有银行将 AA+、AA 级的信用债用作 MLF 质押。且银行表内受到各类监管，增配信用债动力不足。例如：1) 资本占用方面，一般企业信用债的风险权重系数为 100%；2) 表内流动性风险的监测指标中，在折现率设置上，都明显鼓励利率债而非信用债。如银行“净资金稳定比例”指标的测算中利率债折现率仅 5%，明显优于信用债的 15%。从上市银行 17 年末数据看，银行表内持有信用债比重占总资产仅 1.8%。

图 3：老 16 家上市银行表内信用债持有情况（单位：亿元）



资料来源：Wind 资讯，东吴证券研究所

注：信用债的统计口径包括公司债、企业债以及中期票据

2. 对社融、经济有什么影响？

宽信用为社融托底，稳定经济预期。从央行《指导意见》的条款来看，无论是允许发行老产品对接新资产以缓解非标处置压力，还是允许摊余成本法计量部分债券以稳定债券市场，相当于从表外融资、债券融资等方面入手，稳定融资环境，稳定社融增速，稳定经济预期。

18 年以来，在全面推进去杠杆的大背景下，信用环境收缩，实体企业融资压力较大。2018 年上半年，新增社融累计为 9.1 万亿元，同比少增 2.03 万亿元，主要受表外融资大幅收缩拖累。尽管当前银行间流动性以较为充裕，但较难传导至

² 新闻来源：<https://www.yicai.com/news/5440168.html>

实体企业。在当前政策微调的情况下，我们从表外融资、表内信贷、债券融资三方面来进行分析。

1、表外融资：趋势仍为收缩，但节奏大幅放缓。

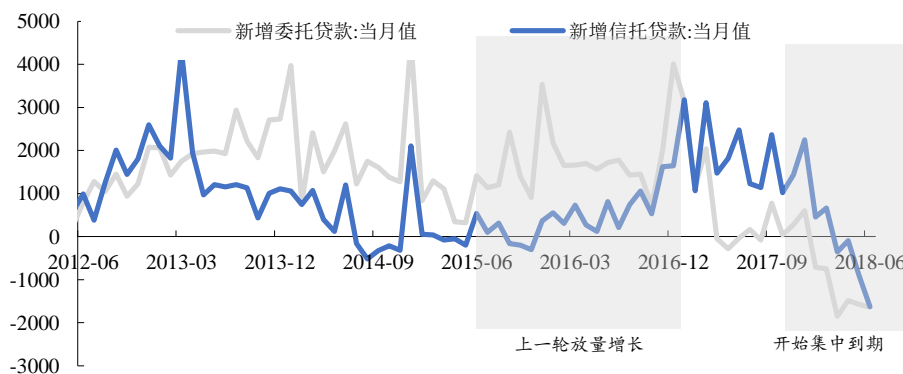
18年以来，委托贷款+信托贷款已持续净减少近9900亿，在原来的监管环境下，委托贷款、信托贷款的通道类业务都面临到期萎缩的压力，或持续拖累社融增速。我们假设委托贷款及信托贷款的平均期限为3年，即：15年发行的规模均将在18年到期，16年发行的规模在19年到期。从净融资额数据来看，18年下半年到期量有1.07万亿。假设贷款、债券等增速与17年相同：

1) 在表外融资到期共1.07万亿（即全年到期2.06万亿）且不续作的情况下，测算18年全年社融增速将继续下滑至8.92%（17年增速为12%）；

2) 由于发行量远大于净融资额，所以我们再做一个更为激进的假设，假设实际发行量为净融资量的1.5倍，那么下半年表外融资到期扩大至1.61万亿（对应全年到期量2.59万亿）且不续作，测算18年全年社融增速将继续下滑至8.61%。

需要注意的是：央行《指导意见》中允许金融机构发行老产品来对接新资产，大幅缓解了非标的处置压力，可托底、稳定社融增速。

图4：上一轮信托+委托贷款放量增长开启于15年6月



数据来源：Wind 资讯，中国人民银行，东吴证券研究所

2、表内信贷：或额外给予更多信贷额度，对社融形成“托底”作用。

从今年6月份新增贷款情况来看，银行信贷额度或已有所宽松。在此基础上，央行《指导意见》中提及，央行或可在MPA考核中，通过适当调整对部分参数，或引导银行加大信贷投放力度；或突破现有的广义信贷增速限制、针对确实难以消化、且必须回表的非标资产额外给予银行更多信贷额度。

信贷投放力度加大，也对“社融”形成托底作用。我们假设城、农商行在原有贷款额度的基础上新增投放 20%~35%，国有大行与股份行新增投放 7%~12%，对应 18 年全年贷款增量在 15.93 万亿~16.48 万亿，测算在信托+委托贷款到期 2.06 万亿~2.59 万亿下可支撑全年社融增速提升至 8.77%~9.39%。

表 4：贷款额度放宽对社融增速“托底”的敏感性分析

18E 社融增速		城商行、农商行贷款额度放开且有效使用			
		20%	30%	40%	
国有大行与股份行贷款额度	情景一：表外融资	5%	9.07%	9.20%	9.32%
	到期共 2.06 万亿	10%	9.11%	9.23%	9.35%
		15%	9.14%	9.26%	9.39%
放宽且有效使用	情景二：表外融资	5%	8.77%	8.89%	9.02%
	到期共 2.59 万亿	10%	8.80%	8.92%	9.05%
		15%	8.83%	8.96%	9.08%

资料来源：Wind 资讯，东吴证券研究所

备注：委托贷款+信托贷款的假设为最悲观预期（到期不续作）

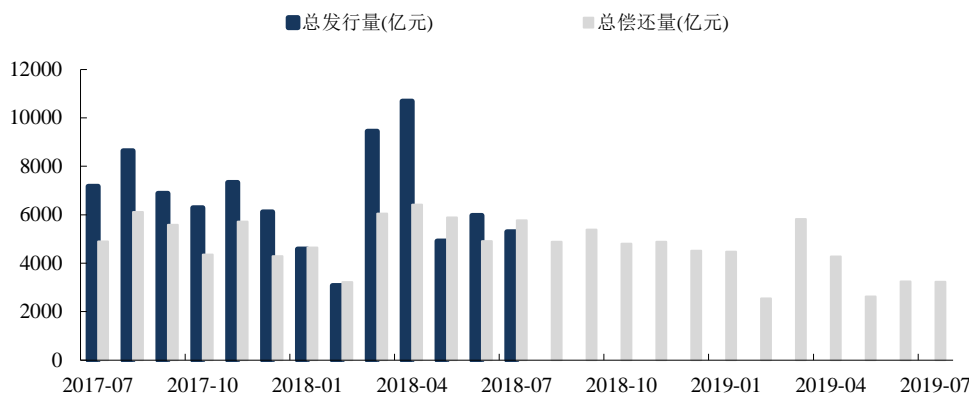
静态测算贷款额度放开或使得资本充足率下降，但仍能满足监管要求。假设新增贷款的风险加权系数为 50%~100%，按银行业 17 年数据静态测算，贷款投放力度加大将降低行业资本充足率 0.12pc~0.25pc 至 13.36%~13.53%，仍能满足资本充足率的监管要求（10.5%~11.5%）

3、债券融资：进一步稳定债券市场信心，恢复融资功能。

债券融资环境稳定，也利好社融及经济预期。年初信用债违约事件陆续暴露，使得本就“乍暖还寒”的债券融资环境持续降温。央行先后采取各种政策，在稳定债券市场、恢复债券市场融资功能方面做出了持续的努力：1) 将 AA、AA+ 的信用债纳入 MLF 担保品范围；2) 对产业类的 AA+ 及以上信用债按 1:1 的比例、对 AA+ 以下的信用债按 1:2 的比例配 mlf 资金³；3) 认可过渡期内半年以上的定期开放式产品按摊余成本法计量。据 Wind 口径测算，下半年企业债到期量约 3.03 万亿，政策层面仍需加大对金融机构引导与鼓励，保持债券融资环境的稳定。

³ 新闻来源：<https://www.yicai.com/news/5440168.html>

图 5：18 年下半年债券到期量约 3.03 万亿



资料来源：Wind 资讯，东吴证券研究所

3. 其它关注点：

1、现金管理类产品：暂参照货币基金“摊余成本+影子定价”方法进行估值

利好银行理财新产品的发行，平稳过渡。央行《指导意见》中规定，过渡期内，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。银行理财产品的绝大多数客群，其投资目的仍以保本、保收益为主，对净值型产品的接受度较低。银行理财可发行现金管理类产品，可按货币基金方法进行估值，确保银行理财产品顺利发行，净值划转型之路平稳过渡。

相较货基，收益率、免税性等仍有劣势，但银行有渠道优势。当前银行理财产品中，类货基型产品的收益率普遍较低，低于 4%。如：“招商银行-日日盈”7 月 20 日年化收益率位 3.77%；而货币基金收益率普遍高于 4%，部分可达 5% 以上。在安全性基本一致的情况下，收益率较高且认购流程相对容易的货基吸引力仍然较强。但在产品销售上，银行的渠道优势较强。

但值得关注的是，类货基型理财产品按照摊余成本法计量的期限仅到 2020 年底，过渡期后是否仍按照净值化方法计量仍有待明确。

表 5：货币基金与类货基型理财产品对比

项目	货币基金	类货基型理财
起售门槛	一般 1000 元起投，目前网上申购低至 0.01 元	1 万元起 ；且个人首次购买理财产品时，应在银行网点进行风险承受能力评估和面签
所得税	无	个人：目前各地暂不征收 企业：需缴纳企业所得税

收益率	一般在 4% 以上	大部分在 3%-4% 之间
赎回限制	要求“T+0”赎回提现额度不超过 1 万元； 杜绝非商业银行机构为“T+0 赎回提现”业务提供垫支	未受到货币基金“T+0”新规的约束

资料来源：国税总局，中国理财网，东吴证券研究所整理

2、结构性存款：规范发展

资管新规征求意见稿发布以来，银行将结构性存款作为保本理财的替代，作为吸引客户主要方式。18 年以来规模增长超过 2 万亿，规模快速扩张也引起了监管层的广泛关注。此次理财新规明确：

1) 结构性存款实质为表内存款。需正常缴纳存款准备金、保费，相关资产也应计提资本和拨备。考虑存款准备金后，结构性综合成本在 4% 左右甚至更高的水平，短期或将冲击银行的负债端成本。但在央行持续降准且未来仍有降准空间的预期下，银行负债端压力将在一定程度上有所缓解。

2) 商业银行开展结构性存款业务应具备衍生品交易资质。在结构性存款增长的 2 万亿里，中小行共计发行 1.4 万亿。新规明确衍生品交易资质的要求，未来将规范发展，避免“假结构性存款”。上市银行中，5 家国有大行、8 家股份行、以及城商行中北京、南京、宁波、上海、杭州、江苏银行共 6 家，农商行中常熟银行等都具有衍生品交易资质。

表 6：理财新规中对结构性存款监管的条款

要点	具体条款
明确结构性存款并非保本理财	规定结构性存款是指嵌入金融衍生产品的存款，通过与利率、汇率、指数等的波动挂钩或者与某实体的信用情况挂钩，使存款人在承担一定风险的基础上获得相应收益的产品。
纳入表内存款管理范围	按照存款管理，纳入存款准备金和存款保险保费的缴纳范围，相关资产应当按照国务院银行业监督管理机构的相关规定计提资本和拨备。
开展资质	商业银行发行结构性存款应当具备相应的衍生产品交易业务资格。

资料来源：银保监会，东吴证券研究所整理

4. 理财新规的细则梳理

表 7：理财新规细则梳理

类别	主要内容
产品分类	<p>公募理财产品面向不特定社会公众公开发行，私募理财产品面向不超过 200 名合格投资者非公开发行；将单只公募理财产品的销售起点，由目前的 5 万元降至 1 万元。</p> <p>重新定义封闭式和开放式理财产品：封闭式理财产品是指有确定到期日，且自产品成立日至终止日期间，理财产品份额总额固定不变，投资者不得进行认购或者赎回的理财产品。开放式理财产品是指自产品成立日至终止日期间，理财产品份额总额不固定，投资者可以按照协议约定的开放日和场所，进行认购或者赎回的理财产品。</p>
估值核算	<p>明确了估值核算的参考依据为《资管新规》和企业会计准则（IFRS9）：1）金融资产坚持公允价值计量原则，鼓励使用市值计量。2）资管产品为封闭式，且符合以下条件之一的，可以摊余成本进行计量：（一）所投资资产以收取合同现金流量为目的并持有到期。（二）所投金融资产暂不具备活跃交易市场，或者在活跃市场中没有报价、也不能采用估值技术可靠计量公允价值。3）当摊余成本不能公允反映净值时，托管机构应当督促金融机构调整核算和估值方法。4）以摊余成本计量的金融资产的加权平均价格与资管产品实际兑付时资产的价值偏离度不得超过 5%</p>
销售管理	<p>明确不得宣传理财产品预期收益率，在销售文本上必须明确充分披露理财产品类型、投资组合、估值方法、托管安排、风险和收费等重要信息。</p>
销售渠道	<p>商业银行只能通过本行渠道（含营业网点和电子渠道）销售理财产品，或者通过其他商业银行、农村合作银行、村镇银行、农村信用合作社等吸收公众存款的银行业金融机构代理销售理财产品。</p>
限制非标总额	<p>1) 银行理财产品投资非标准化债权类资产的余额，不得超过理财产品净资产的 35%或银行总资产的 4%，2) 投资单一机构及其关联企业的非标准化债权类资产余额，不得超过银行资本净额的 10%。</p>
投资范围	<p>允许公募和私募理财产品投资各类公募基金证券投资基金。与《资管新规》保持一致，理财产品投资公募基金证券投资基金可以不再穿透至底层资产。</p>
净值管理	<p>要求理财产品实行净值化管理，坚持公允价值计量原则，鼓励以市值计量所投资资产，允许符合条件的封闭式理财产品采用摊余成本计量，通过净值波动及时反映产品的收益和风险，让投资者在清楚知晓风险的基础上自担风险</p>
负面清单	<p>为防止资金空转，延续理财产品不得投资本行或其他行发行的理财产品规定；根据《资管新规》，要求理财产品所投资的资管产品，不得再“嵌套投资”其他资管产品，新增不得直接或间接投资本行发行的次级档 ABS</p>
集中度管理	<p>对理财产品投资单只证券或公募基金证券投资基金，提出集中度限制。1) 每只公募理财产品持有单只证券或单只公募基金证券投资基金的市值，不得超过该理财产品净资产的 10%，2) 商业银行全部公募理财产品持有单只证券或单只公募基金证券投资基金的市值，不得超过该证券市值或该公募基金证券投资基金市值的 30%，3) 商业银行全部理财产品持有单一上市公司发行的股票，不得超过该上市公司可流通股票的 30%。</p>
流动性风险管理	<p>要求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。</p>
期限匹配要求	<p>1) 理财产品投资非标准化债权类资产，需要期限匹配，2) 按照《资管新规》相关要求，除另有规定外，理财资金投资非标准化债权类资产的，资产的终止日不得晚于封闭式理财产品的到期日，或开放式理财产品的最近一次开放日，3) 投资未上市企业股权的，应当为封闭式理财产品，且需要期限匹配。</p>
分级杠杆	<p>延续资管新规不允许银行发行分级理财产品的规定；在负债杠杆方面，负债比例（总资产/净资产）上限与《资管新规》保持一致。商业银行每只开放式公募理财产品的杠杆水平不得超过 140%，每只封闭</p>

	式公募理财产品、每只私募理财产品的杠杆水平不得超过 200%。
过渡期安排	<p>过渡期自本办法发布实施后至 2020 年 12 月 31 日。在过渡期内，银行新发行的理财产品应当符合《办法》规定。同时，可以发行老产品对接未到期资产，但应控制存量理财产品的整体规模；过渡期结束后，不得再发行或者存续违反规定的理财产品。</p> <p>对于因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，经报监管部门同意，商业银行可以采取适当安排，稳妥有序处理。</p>
开放式理财产品认购和赎回管理	明确了 总份额 10% 的赎回时巨额赎回
自有资金安排	与银监会过往要求一致，明确商业银行不得用自有资金购买本行发行的理财产品，不得为理财产品投资的非标准化债权类资产或权益类资产提供任何直接或间接、显性或隐性的担保或回购承诺，不得用本行信贷资金为本行理财产品提供融资和担保。
理财托管	1) 限定托管机构 ：具有证券投资基金托管业务资格的 商业银行、银行业理财登记托管机构 或者 国务院银行业监督管理机构认可的其他机构 。2) 明确托管机构职责：安全保管理财产品财产...
理财产品披露	允许银行和投资者进行约定的方式进行披露。

数据来源：银保监会，东吴证券研究所整理

5. 风险提示：

- 1) 宏观经济下滑压力加大，资产质量加速恶化。
- 2) 金融监管力度超预期，对银行业经营产生负面影响。
- 3) 规定实施后，银行业务调整不及预期，如理财净值化转型等。

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>

