

银行

证券研究报告

2018年07月23日

详解理财细则：尺度放松以稳信用，落地本身即利好

投资评级

行业评级 强于大市(维持评级)

上次评级

强于大市

作者

廖志明

分析师

SAC 执业证书编号: S1110517070001

liaozhiming@tfzq.com

林瑾璐

分析师

SAC 执业证书编号: S1110517090002

linjinlu@tfzq.com

监管尺度放松以稳信用，政策调整幅度较大

7月20日，银保监会发布了《商业银行理财业务监督管理办法（征求意见稿）》，随后央行官网发布了《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》。在资管新规未明确之处适度放松，在坚持去杠杆防范风险的大方向下，监管尺度适度放松以稳信用，防止理财规模坍塌造成信用过紧影响经济增长。央行在通知中也提及：“确保规范资产管理业务工作平稳过渡，为实体经济创造良好的货币金融环境”。

理财规模预计不会大降：1) 明确续发老产品可投新资产，压降节奏不作硬性要求，老产品规模下降预计趋缓；2) 过渡期内类货币及半年以上定开估值方法放松，公募理财销售门槛由5万降至1万，新产品规模容易起来。

稳信用：1) 明确公募理财可投非标，非标规模下降或趋缓；2) 理财规模下降趋缓甚至能保持稳定，因规模大降引发信用债需求坍塌从而使信用收紧之担忧缓解；3) 明确老产品可投新资产，债券委外下降趋缓，利好中低等级；4) MLF 配额激励配置中低等级信用债。

支持股市：1) 明确公募理财可投股票及股票基金，理财开户问题料将解决，长远看有望带来较多增量资金；2) 明确过渡期内老产品可投新资产，赎回的股票委外资金解决多层嵌套问题后可重新投资股票；3) 非标问题缓解，边际利好股票质押融资等，改善股市流动性。

降负债成本：1) 强调开展结构性存款业务需具备衍生产品交易业务资格，区域小银行一般不具备资格，小银行结构性存款或面临退潮。存款竞争压力缓解，对大行形成明显利好；2) 连续降准、提供 MLF 支持等；3) 货币宽松，市场利率走低，降同业负债成本。

投资建议：落地消除不确定性，稳信用缓解资产质量担忧

我们认为，理财细则与央行执行细则总体保持资管新规一致，但在资管新规未明确之处则尽量放松，稳信用意图明显。这与过去两个月贸易战之下，政策全面的较大调整方向是一致的。

在政策调整之下，我们认为贷款多增、债券发行改善将能够大部分抵补表外融资的下降，当前紧信用的环境将趋于改善，社融增速有望企稳略微回升。市场对于经济较为悲观的预期有望得到修正。

我们认为，理财细则作为银行业非常重要的监管文件，其落地消除了不确定性，稳信用缓解资产质量担忧，银行板块反弹有望延续。力推基本面明确的四大行和零售银行龙头（招商银行、宁波银行），看好上海银行和中信银行 H 股。

风险提示：经济超预期下行导致资产质量恶化；理财细则正式文件大幅严格。

行业走势图



资料来源：贝格数据

相关报告

1 《银行-行业点评:央行 MLF 配额点评:紧信用环境趋于改善, 银行板块或迎反弹》 2018-07-20

2 《银行-行业专题研究:大额风险暴露:严标准、广覆盖、宽期限, 建立系统化的风险集中度管控框架》 2018-07-17

3 《银行-行业点评:6月金融数据点评:信贷大幅放量, 但拗不过表外大降》 2018-07-14

重点标的推荐

股票代码	股票名称	收盘价 2018-07-20	投资 评级	EPS(元)				P/E			
				2017A	2018E	2019E	2020E	2017A	2018E	2019E	2020E
601939.SH	建设银行	6.78	增持	0.97	1.06	1.17	1.31	6.99	6.40	5.79	5.18
601398.SH	工商银行	5.47	买入	0.80	0.87	0.95	1.05	6.84	6.29	5.76	5.21
601288.SH	农业银行	3.54	买入	0.59	0.60	0.68	0.76	6.00	5.90	5.21	4.66
600036.SH	招商银行	27.38	增持	10.81	9.12	7.66	6.40	2.53	3.00	3.57	4.28
002142.SZ	宁波银行	16.64	买入	1.84	2.24	2.73	3.34	9.04	7.43	6.10	4.98

资料来源：天风证券研究所，注：PE=收盘价/EPS



内容目录

1. 监管尺度有所放宽，稳信用意图明显.....	3
2. 监管宽松或明确了五个要点.....	4
2.1. 投资范围：公募可投非标和股票.....	4
2.2. 新老划断：未到期产品资产都可续接，理财规模下降或趋缓.....	5
2.3. 非标资产：减缓整改节奏以保社融.....	5
2.4. 估值方法：过渡期内，半年以上定开和现金类可摊余成本法.....	6
2.5. 委托投资：须是持牌金融机构.....	7
3. 对市场的影响：紧信用趋于改善，对股市形成利好.....	7
3.1. 理财细则落地消除不确定性，对银行板块有较大利好.....	7
3.2. 股市有望获得增量资金.....	8
3.3. 紧信用走向稳信用，信用利差或略微走低.....	9
4. 投资建议：细则落地本身即利好，银行板块反弹或延续.....	9
5. 风险提示.....	10

图表目录

图 1：银行非保本理财规模（亿元）：6 月份下降 1.28 万亿.....	3
图 2：6 月表外融资下降 6920 亿，显著拖累社融，社融 1.18 万亿（亿元）.....	7
表 1：银行理财投资范围.....	4
表 2：近年来获得金融衍生产品交易业务资格的银行（不完全收录）.....	8

1. 监管尺度有所放宽，稳信用意图明显

7月20日，中国银保监会发布了《商业银行理财业务监督管理办法（征求意见稿）》（以下简称《办法》），面向全社会征求意见。该《办法》是针对4月27日央行、银保监会、证监会、国家外管局联合发布的《关于规范金融机构资产管理业务的指导意见》（以下简称“资管新规”）而制定出的配套细则，意在在对金融机构资管管理业务中颇为重要的一类——商业银行理财业务，制定出一整套系统化的监管细则。随《办法》一同发布的，还有《办法》答记者问，一共十二条，重申了《办法》的原则。

当天，央行官网发布《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》）及对该通知的说明，对“资管新规”中的有关事项作出进一步明确。

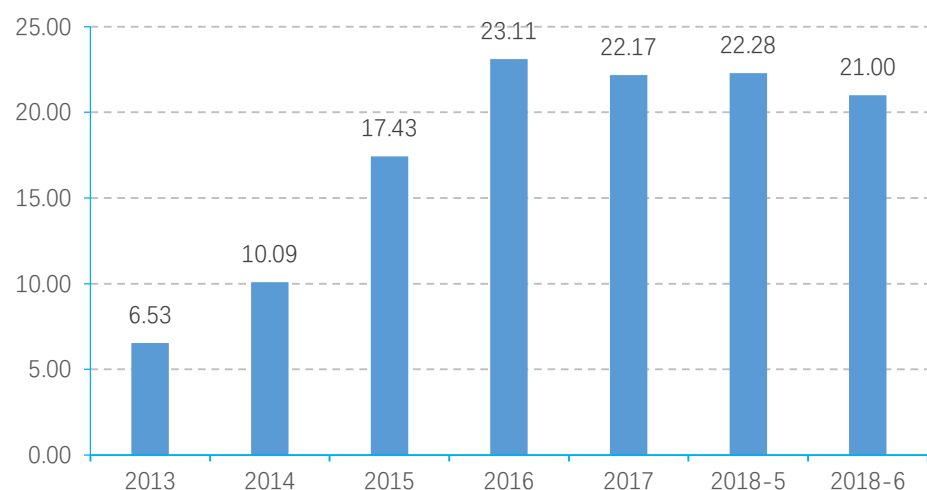
《办法》和《通知》在同一天发布，为此前尚存在讨论空间的问题进行明确。这些此前悬而未决的含糊之处，银行等金融机构基于对当前监管环境的从严判断，均倾向于谨慎处理。因此监管本次对有关事项作出进一步明确，尽管从字面上并没有比“资管新规”有多少放松，但在业务实际操作上，监管尺度已经是宽松了。

我们从《办法》和《通知》对“理财新规”做出的宽松或明确中，观察出两个大方向：防止理财规模下降过快、把银行理财和公募基金置于相同的竞争地位。

防止理财规模下降过快，是考虑到5月、6月社融增量不及预期，债券违约频发，监管担心理财规模尤其是非标存量下降太快，会导致企业融资环境过于紧张，信用风险扩大，伤及实体经济。监管从**投资范围、新老划断、非标类投资、允许部分产品不采用净值法估值**四方面做出了偏宽松的解释。

把银行理财和公募基金置于相同的竞争地位，是贯彻了“资管新规”统一、公平监管，杜绝监管套利的初衷。规定**现金类产品参照货币基金估值、理财产品可以投资股票、允许继续开展委外**，是为了消除理财相对于公募基金在投资品种上的劣势。**禁止刚兑、集中度管理**，是为了消除理财相对于公募基金在募资上的优势。

图1：银行非保本理财规模（亿元）：6月份下降1.28万亿



资料来源：《办法》答记者问，wind，天风证券研究所

理财细则坚持了“打破刚性兑付、禁止多层嵌套、严禁资金池、净值型”的原则，这充分体现了在4月27日的“资管新规”中提到的大原则：坚持严控风险的底线思维，坚持服务实体经济的根本目标。

而在资管新规未明确之处适度放松，在坚持去杠杆防范风险的大方向下，监管尺度适度放松以稳信用，防止理财规模坍塌造成信用过紧影响经济增长。央行在执行细则通知中也提及：“确保规范资产管理业务工作平稳过渡，为实体经济创造良好的货币金融环境”。

2. 监管宽松或明确了五个要点

2.1. 投资范围：公募可投非标和股票

投资范围 vs 负面清单

投资范围:

1. 债券类：国债、地方政府债券、中央银行票据、政府机构债券、金融债券、公司信用类债券、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。
2. 其他债权类：**非标债权**。
2. 现金类：银行存款、大额存单、同业存单。
3. 权益类：**上市公司股票**、权益类资产。
4. 基金类：公募证券投资基金。

负面清单:

1. 他行信贷资产：不得直接投资，可间接投资。
2. 本行信贷资产、本行信贷资产受（收）益权、本行或他行理财产品、本行发行的次级档 ABS：不得直接或间接投资。
3. 不良资产、不良资产 ABS、不良资产受（收）益权：（面向个人投资者发行理财产品）不得直接或间接投资，（面向机构投资者的）可以投资。
4. 不持有金融牌照的机构发行的产品或管理的资产：不得直接或间接投资，但可以投金融资产投资公司设立的 PE 基金。

注意，各类私募基金不属于持牌机构。私募监管实行备案制而非许可制，私募机构在中国证券投资基金业协会登记后可从事私募基金业务。只有包括一行三会等在内的国家金融管理部门批准设立并颁发许可证的金融机构，才可被称之为持牌金融机构。

表 1：银行理财投资范围

投资范围	细项	负面清单	具体限制
债券类	国债、地方债、央票、政府机构债券、金融债、信用债、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	他行信贷资产	不得直接投资，可间接投资
其他债权类	非标债权	本行信贷资产、本行信贷资产受（收）益权、本行或他行理财产品、本行发行的次级档 ABS	不得直接或间接投资
现金类	银行存款、大额存单、同业存单	不良资产、不良资产 ABS、不良资产受（收）益权	（面向个人投资者）不得直接或间接投资；（面向机构投资者的）可以投资
权益类	上市公司股票、权益类资产	非持牌机构发行产品或管理资产（金融资产投资公司除外）	不得直接或间接投资
基金类	公募证券投资基金		

资料来源：《办法》，天风证券研究所

公募理财产品可投资股票，为股市提供增量资金

此前监管要求严禁来自一般个人客户的理财资金投资二级市场股票，此次理财细则放开了公募理财投资股票，并且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。

从《办法》中，已经多处讨论到关于银行理财投资股票的细节：

1. 在信息披露要求里，对权益类理财产品提到，“包括理财产品所投资股票面临的风险以及股票价格波动情况等”。
2. 第八条（产品分类-公募和私募），提到“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。”
3. 第四十一条（集中度管理）里，对理财产品投资银行间交易市场和证券交易所市场的证券做出明确规定，并在要求里专门指出“单一上市公司发行的股票”。
4. 在《办法》答记者问里提到，“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”，这就为理财直接投资股票和基金提供了渠道。

此外，现行银行理财业务监管制度规定公募理财产品只能投资货币型和债券型基金，《办法》放开了相关限制，**允许公募和私募理财产品投资各类公募证券投资基金**；同时，与“资管新规”保持一致，理财产品投资公募证券投资基金可以不再穿透至底层资产。

2.2. 新老划断：未到期产品资产都可续接，理财规模下降或趋缓

机构此前对“资管新规”的判断偏严格

对4月27日的“资管新规”，市场一般理解为：对于老的资产，如果监管尺度严格，要面临其产品到期之后无资金可续，只能当即迫使客户还款、转标或回表，容易导致信用过紧；如果监管尺度放松，则可以发老产品续，直至资产到期回收，如果资产到期日在过渡期之后，就需要在过渡期最后期限之前转标或回表。对于老的产品（理解为不符合资管新规要求的产品），就不能再发了，规模自然收缩。

《通知》和《办法》的解释偏宽松

在央行的《通知》六条中，现在可以理解为：《办法》第八十五条，“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，并有序压缩递减在过渡期内”。在这里明确了，老的资产（未到期的），监管已经明确要按照宽松的尺度来了。而且，央行《通知》的说明里提到，“由金融机构自主制定整改计划而且整改的节奏”，各行可以按照各自的情况选择，不必按每年1/3的指标一刀切。

对于老的产品，央行《通知》里也做出豁免：如果是用作国家重点领域、重大工程续建、中小微企业，在原存量产品的规模限度内，还可以继续发行配置新资产。

将有效防止理财规模下降过快

央行《通知》和银保监《办法》，恰好对“资管新规”中并未明确说明的部分做出了清晰的指示，而这些部分此前在严监管的共同判断之下，银行在操作上都采取了偏严格的理解。因此虽然从文字上并不能看出多少放松，但在实际效应上却是由严转松的较大反弹。

2.3. 非标资产：减缓整改节奏以保社融

监管明确公募资管产品可投非标

“资管新规”对公募资管产品规定，“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”，本身并未明确限制投资非标资产。但是业界对于监管趋严的判断，倾向于不敢往多了想，因此在理财业务的细则未发布之前，机构从紧解读，在公募类产品投资非标上格外谨慎。

而央行《通知》现在提出，公募资产管理产品，当符合期限匹配、限额管理、信息披露等监管要求时，可以适当投资非标。这打消了市场的顾虑，银行理财可以放心地用公募类产品配置非标，因预期非标融资环境恶化而产生的对实体经济信用风险的担忧，料将得到大幅缓解。“公募资管产品可投非标”对公募基金却未必适用，因为尽管公募基金属于金融资管产品，但它同时还处于证监会的监管之下，需要在两套监管体系下都合规才可以。

由于公募理财投资非标仍然受限于期限匹配，非标规模下降仍是大方向，但央行执行细则给出明确信号，非标压缩节奏或明显放缓，对信用环境改善有一定作用。

参照表内贷款管理，非标投资管理更为严格

1. 要有投资和审批两个环节，审批流程参照表内贷款：投前尽职调查 - 风险审查 - 审批 - 投后风险管理，并纳入全行统一的信用风险管理体系。
2. 限额管理。比此前通行的管理更加严格了，体现在两处：投资于单一机构及其关联企业的非标余额 \leq 母行净资产 $\times 10\%$ ；全部理财产品投资非标余额 $\leq \min\{\text{全部理财产品净资产, 母行上一年度总资产} \times 4\%\}$ ，“理财产品余额”改为“理财产品净资产”，剔除杠杆影响，总额度是收紧的。

防止非标因整改而规模下降过快

1. 在新老划断的安排上采取了宽松处理：未到期资产可以发新产品接续，老产品可以配置符合投向要求的新非标资产。这一来防止未到期资产被提前要求偿还而发生违约，二来提供了以非标形式向实体的融资增量。
2. 对于难以处理的非标资产，央行《通知》告诉我们：如果不得不回表，MPA 考核参数上给优惠，也支持发二级资本债。如果连回表都难，监管专门安排处理，不必担心。
3. 不再要求按时间表每年消化 1/3，而是“由金融机构自主制定整改计划”，银行可以灵活安排非标资产的整改，不必被迫硬性压缩规模，也降低了对实体融资环境的扰动。
4. 公募类理财产品的认购门槛从 5 万下调到 1 万。向下兼容小额投资者，这中间体现的意图是：一边放开公募类产品投资非标，一边扩大公募类产品的投资者基础。最终目的为了防止规模快速下降。

2.4. 估值方法：过渡期内，半年以上定开和现金类可摊余成本法

半年以上定开产品暂采用摊余成本法

对 4 月 27 日的“资管新规”，如果从严理解的话，银行会担心在新规要求下，其大部分理财产品要做到净值化管理。而在打破刚兑的前提下，投研能力跟不上，与公募基金在同一起跑线竞争，起其产品对投资者的吸引力下降了，这削弱了其募资能力，结果银行理财规模可能掉的很快，对实体融资造成冲击。

但据央行《通知》六条所作的解释，**过渡期内**，对半年以上的定期开放式资管产品，允许使用摊余成本法计量。这减小了银行理财产品的净值波动压力，增强了其产品收益稳定性和吸引力，投资者对新规下银行理财产品的接受程度不至于下降太多，这样可以保证银行理财的总规模不至于下降太快，对实体融资的影响更为缓和。

现金管理类产品暂参照货基估值

现金管理类产品，原来的理解是公募货基要跟着银行一起用净值法，但现在央行《通知》解释是，**过渡期内**，银行现金管理类产品跟着公募货基一起沿用老办法（“摊余成本+影子

定价”估值)。这样对市场的冲击较小。

2.5. 委托投资：须是持牌金融机构

强化理财投资合作机构管理

理财细则第四十八条(理财投资合作机构管理)中,对委外投资从尽职调查、名单制管理、投资条款安排等各方面做出明确要求,“商业银行应当切实履行投资管理职责,不因委托其他机构投资而免除自身应当承担的责任。”意在指明,可以委托外部投资,但是不得因委外投资而免除自身责任。

细则指出需要管理的主要是三类机构:所投资资管产品的**发行机构**,“根据合同约定从事理财产品**受托投资的机构**”,以及**投资顾问**。受托投资机构,即明确所指是委外投资。

私募基金的委外资质:《办法》和答记者问的表述略有差异

《办法》里对委外的资质的要求是,有专业资质并受金融监管部门监管,或者银行监管机构认可的其他机构。**这里虽未严格要求金融牌照,我们理解私募基金有较大可能性不再具备委外承接资质。**理由有如下两条:

一是,第三十六条(负面清单),商业银行理财产品不得直接或间接投资于“不持有金融牌照的机构发行的产品或管理的资产”,私募基金是备案制,没有金融牌照,所以肯定不能买他们发行的产品,如果连他们发行的产品都不能买,却能委托他们代为投资,就会出现前后矛盾。

二是,《办法》答记者问里提到,“理财产品所投资资管产品的发行机构、受托投资机构和投资顾问为持牌金融机构”,明确了受托投资机构和投资顾问必须有金融牌照,将私募基金排除在外。

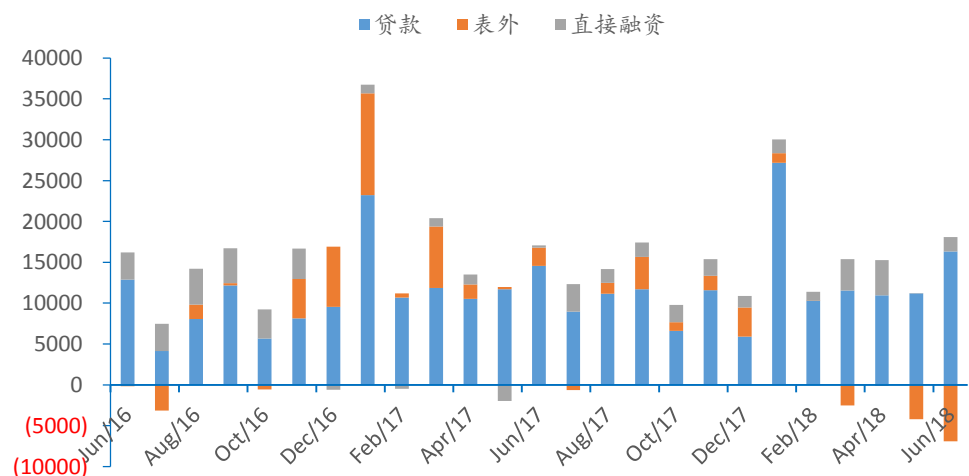
3. 对市场的影响：紧信用趋于改善，对股市形成利好

3.1. 理财细则落地消除不确定性，对银行板块有较大利好

社融料将回暖，信用风险担忧有望减弱

此前银行股超跌,很大因素上是因为市场担心去杠杆力度过大,实体经济受到影响可能逐步走入衰退,导致贷款、债券、非标等信用风险集中暴露,伤及银行资产质量。

图 2: 6 月表外融资下降 6920 亿, 显著拖累社融, 社融 1.18 万亿 (亿元)



资料来源: 中国人民银行官网, 天风证券研究所

而这半年以来，货币和信用的政策已经逐步走向宽松，到两个细则发布时，政策已有较大调整。去杠杆节奏更加趋于温和，社融回暖，有效支撑实体经济。

理财规模不至于下降过快，对业绩影响减弱

两个文件对新老划断的宽松解读，明确可以发行新产品续接未到期资产，老产品可以投资符合投向要求的新资产，显著减缓了理财规模下降，保证了现存非标融资的稳定性，以及适当的增量融资投向合意领域。

一方面，《通知》强调了公募理财产品可以有比较宽的投资领域，可以投股票、非标资产；另一方面，《办法》把公募理财产品的投资门槛从原来的 5 万下降到 1 万，从资产段和负债端都扩大了范围，有助于新产品扩容，对冲因为老产品压缩而造成的理财规模快速下降的效应，避免整体社融坍塌危及实体经济。

监管为了撑住社融而保理财规模，无形之中也阻止了理财业务对银行利润的贡献力度下滑趋势。

老产品整改节奏放缓，资本成本趋降

老产品整改节奏放缓，体现在原定的按照每年压降 1/3，现改为各银行自主制定整改计划，让各家银行根据自身的情况，灵活、有序地退出。比起让所有银行集中在同一时点被迫压降规模，这种方式对银行自身经营和实体经济的冲击都要更为缓和，降低整改成本，减少资产质量不确定性，利于银行估值修复。

对于非标回表造成的资本压力，央行明确会在 MPA 考核做参数调整，并支持有回表需求的银行发行二级资本债，缓解资本压力。

结构性存款规范，利好大行负债

目前，银行发行的理财产品主要有**保本型**和**非保本型**理财产品两大类。非保本型理财产品为真正意义上的资管产品；保本型理财产品按照是否挂钩衍生产品，可以分为**结构性理财产品**和**非结构性理财产品**，应分别按照结构性存款或者其他存款进行管理。

《办法》规定**保本型理财产品按照结构性存款或者其他存款进行规范管理**。同时，在附则中承接并进一步明确现行监管制度中关于结构性存款的相关要求，包括：将结构性存款纳入银行表内核算，按照存款管理，相应纳入存款准备金和存款保险保费的缴纳范围，相关资产应按规定计提资本和拨备；银行销售结构性存款应执行《办法》及附件关于产品销售的相关规定，充分披露信息、揭示风险，保护投资者合法权益；银行开展结构性存款业务，需具备相应的衍生产品交易业务资格等。

之前中小银行多发高利率的保本理财/结构性存款，吸引大行规模的存款，导致大中银行的存款外流，并迫使其负债成本提高。但开展结构性存款业务必须具备银保监会批复的金融衍生品交易业务**普通类**资格，区域性的中小银行一般不具备该资格，其原以保本理财/结构性存款名义募集的负债将不再合规，存款竞争压力缓解，利好大行。

表 2：近年来获得金融衍生品交易业务资格的银行（不完全统计）

牌照类别	银行及其获得批复的时间
基础类	天津银行（2014）、重庆农商行（2014）、郑州银行（2017）、青岛农商行（2016）、重庆银行（2017）
普通类	徽商银行（2012）、锦州银行（2014）、河北银行（2016）、齐鲁银行（2016）、江南农村商业银行（2016）、中原银行（2018）、吴江银行（2018）、常熟银行（2018）

资料来源：公司公告，银保监会，天风证券研究所

3.2. 股市有望获得增量资金

公募理财产品可以直接投资股票

如本文 3.1 所述，2017 年底“资管新规”征求意见稿发布以来，资管新规严禁多层嵌套，理财产品通过多层嵌套的方式所做的股票委外投资规模逐步下降。而在理财细则下，公募理财产品可以直接投资股票市场，预计会带来增量资金。

理财细则里有充分的依据允许公募理财投资股票。《办法》里明确说明了，“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”；《办法》答记者问里也提到，银监会已在与央行、证监会沟通协调，致力于解决银行理财产品在金融市场开户问题。

公募理财产品明确可以直接投资股票，叠加公募理财认购门槛从 5 万下调至 1 万，伴随着银行理财逐渐向公募基金业务模式靠近，投资者风险偏好结构更为全面，长期内股票市场将获得增量资金。

我们认为，放开公募理财投资股票及各类公募基金，从长远看，有望为股市带来较多增量资金。倘若当前 21 万亿表外理财规模保持稳定，投资股票占比未来达到 15%，则银行理财产品投资规模可达 3.15 万亿元。

3.3. 紧信用走向稳信用，信用利差或略微走低

社融料将回暖，信用风险担忧解除

此前债券市场违约，很大因素上是因为自“资管新规”征求意见稿发布以来，监管操作从严的取向使银行理财规模快速收缩，已经影响到了实体的融资。两个细则的出台，共同阻止社融过快下滑，控制去杠杆节奏更加温和，实体企业的融资环境有所改善。再加上过去两个月货币政策和信贷额度的逐步放松，当前这个位置，债券的信用风险已得到缓释。

MLF 配额鼓励配置中低评级信用债

央行采取 MLF 配额的方式，增量对增量，引导的意味更为明确。银行资产端增配了中低评级信用债，或是增加了贷款投放，央行就给等量 MLF 额度，如果配 AA 及以下的信用债，还有 1 倍额度奖励。

此举可引导银行、进而带动整体的债券投资者，逐步抬升风险偏好，增加中低等级信用债及其发行人的资金供应，进而有效阻止违约风险进一步扩散，让发行人/客户重回合理的融资循环。中低等级信用债困局有望被打破，信用利差收窄。

允许定开产品采用摊余成本法

银行的客户群体习惯了多年的预期收益型理财，突然转变成净值化产品，承受净值的波动会让其很不适应，这将大大削弱银行理财产品的吸引力。对客户的吸引力下降，直接导致理财总规模快速下降，支持实体融资的效果被削弱。

细则允许半年以上的定期开放式产品，在满足久期要求的前提下可以用摊余成本法估值，维持住了银行理财产品的吸引力，保住其规模不快速下滑。银行理财是债券配置的中坚力量，债券市场配置面依然坚挺。

4. 投资建议：细则落地本身即利好，银行板块反弹或延续

结合年初以来的三次定向降准、向国有大行发放额外信贷额度、央行 MLF 配额激励多放贷与配置信用债等调控行为，我们判断，在外有贸易战内有经济下行压力之下，我们的货币政策和信贷政策已经进行了较大的调整。

我们认为，理财细则与央行执行细则总体保持资管新规一致，但在资管新规未明确之处则尽量放松，稳信用意图明显。这与过去两个月贸易战之下，政策全面的较大调整方向是一致的。

理财规模预计不会大降：1) 存量老产品可投新资产，压降节奏不作硬性要求，老产品规模下降节奏趋缓；2) 过渡期内类货币及半年以上定开估值方法放松，公募理财销售门槛由5万降至1万，新产品规模容易起来。

稳信用：1) 明确公募理财可投非标，非标规模下降或趋缓；2) 理财规模下降趋缓甚至能保持稳定，因规模大降引发信用债需求坍塌从而使信用收紧之担忧缓解；3) 明确老产品可投新资产，债券委外下降趋缓，利好中低等级；4) MLF 配额激励配置中低等级信用债。

支持股市：1) 明确公募理财可投股票及股票基金，理财开户问题料很快解决，长远看有望带来较多增量资金；2) 明确过渡期内老产品可投新资产，赎回的股票委外资金解决多层嵌套问题后可重新投资股票；3) 非标问题略缓解，边际利好股票质押融资等，改善股市流动性。

降负债成本：1) 强调开展结构性存款业务需具备衍生产品交易业务资格，区域小银行一般不具备资格，小银行结构性存款或面临退潮。存款竞争压力缓解，对大行形成明显利好；2) 连续降准、提供 MLF 支持等；3) 货币宽松，市场利率走低，降同业负债成本。

在政策调整之下，我们认为贷款多增、债券发行改善将能够大部分抵补表外融资的下降，当前紧信用的环境将趋于改善，社融增速有望企稳略微回升。市场对于经济较为悲观的预期有望得到修正。

我们认为，银行板块有望显著受益于监管尺度放松，修正市场对经济可能下行、资产质量下滑的预期，而理财细则作为银行业非常重要的监管稳健，其落地消除了不确定性，银行板块反弹有望延续。

力推基本面明确的四大行和零售银行龙头（招商银行、宁波银行），看好上海银行和中信银行 H 股。

5. 风险提示

经济超预期下行导致资产质量恶化；理财细则正式文件大幅严格。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券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。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、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。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼 邮编：430071 电话：(8627)-87618889 传真：(8627)-87618863 邮箱：research@tfzq.com	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼 邮编：201204 电话：(8621)-68815388 传真：(8621)-68812910 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com