

银行

证券研究报告

2018年10月07日

资管新规十月记：银行理财净值化转型进展如何？

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

行业走势图



资料来源：贝格数据

相关报告

- 《银行-行业研究简报:10月策略：攻守兼备，继续看好》2018-09-26
- 《银行-行业点评:银行理财直接入市扫清障碍，构成明显利好》2018-09-20
- 《银行-行业专题研究:Fintech 如何变革农村金融？-详解蚂蚁金服农村战略》2018-09-20

银行理财业务受资管新规冲击有多大？

非保本理财规模 2017-1H18 下滑，7-8 月有所回升。2017 年初严监管大幕开启，2017-1H18 银行业非保本理财规模增长放缓，2017 年同比下降 4.07%，1H18 比年初下降 5.28%。**18 年下半年**，受监管尺度边际放松影响，非保本理财规模有所增长，8 月末规模达 22.32 万亿（较 6 月末回升 1.32 万亿）。

理财收入 2017 年略有下滑，1H18 大降。按 20 家上市银行口径（不含工行），2017 年理财业务收入 1281 亿元，同比下滑 5%；1H18 理财业务收入 416 亿元，同比大降 39%。可以说，资管新规等对理财业务收入的影响已基本体现。

过渡期上市银行理财净值化转型大盘点

银行理财从预期收益型走向净值型。预期收益型产品本质上是以手续费的名义赚取息差，类似存款的收益模式，是刚兑预期的根源。按照资管新规及理财细则之要求，银行理财将逐步净值化转型，净值模式可有效打破刚兑预期，盈利模式转向管理费与业绩报酬。

工行与招行领跑：净值型产品种类丰富，权益类大部分自主管理，当之无愧的第一梯队。股份行里**光大、民生：**净值型产品底子不弱，新规以来发行较积极，但权益类投资多依赖委外和投顾。**兴业、北京：**净值型产品数量虽多，但品种匮乏，投资结构较为单一，权益类较少涉及。**上海、杭州、江苏：**净值化转型较为积极，但多为封闭式。农商行里**常熟：**具有相对优势。

未来银行理财业务竞争格局会是什么样？

净值化转型关键在客户接受度，而这取决于**产品竞争力**。本质上说是产品开发、投资研究、风险管理、前中后台的完整成熟体系，直观体现就是产品的净值。组织架构和历史业绩都需要长期积累，故后起者理应更加努力。

净值化时代，马太效应加剧。2020 年底，未及时转型且产品基础薄弱的银行，可能面临客户流失。而早已培育出优秀的净值型开发、销售、管理能力的银行，将凭借历史业绩优秀的净值型产品，获得增量客户。盈利能力支撑其投研体系建设，从而巩固其品牌和资金募集优势。银行理财子公司也许会很快形成类似公募基金的头部集中格局。

投资建议：规模回升佐证监管放松，净值化先行者强者愈强

7-8 月非保本理财规模回升，佐证理财监管尺度放松；资金端成本下行可扩大利差；净值化转型令强者愈强，利好大行和股份行。**平稳过渡中，银行理财业务有望渐渐回暖。工行、招行、光大具备净值化转型先发优势。**

风险提示：外部环境不确定性上升；经济超预期下行导致非标出现违约。

重点标的推荐

股票代码	股票名称	收盘价 2018-09-28	投资 评级	EPS(元)				P/E			
				2017A	2018E	2019E	2020E	2017A	2018E	2019E	2020E
000001.SZ	平安银行	11.05	买入	1.35	1.48	1.80	2.09	8.19	7.47	6.14	5.29
601288.SH	农业银行	3.89	买入	0.59	0.60	0.68	0.76	6.59	6.48	5.72	5.12
601009.SH	南京银行	7.65	增持	1.14	1.36	1.67	2.07	6.71	5.63	4.58	3.70
601166.SH	兴业银行	15.95	买入	2.75	2.98	3.50	4.03	5.80	5.35	4.56	3.96
601818.SH	光大银行	3.91	买入	0.60	0.65	0.71	0.81	6.52	6.02	5.51	4.83

资料来源：天风证券研究所，注：PE=收盘价/EPS



内容目录

1. 资管新规重塑银行理财业务格局	4
1.1. 简要回顾资管新规要点.....	4
1.2. 银行理财受资管新规的影响有多大?	4
1.2.1. 非保本理财规模增长明显放缓（全行业&上市银行）.....	4
1.2.2. 转型阵痛：上市银行 1H18 理财业务收入明显下降.....	6
2. 银行理财从预期收益型走向净值型	8
2.1. 预期收益型产品本质是“息差”模式.....	8
2.1.1. 预期收益是刚兑预期的根源，盈利模式是“息差”.....	8
2.1.2. 封闭式预期收益型-以建行“乾元-私享”第 272 期为为例.....	8
2.1.3. 开放式预期收益型-以兴业万利宝-季季高开放式为例.....	9
2.2. 净值型打破刚兑，盈利模式转向管理费与业绩报酬.....	10
2.2.1. 封闭式净值型产品-以农银私行-安心得利·灵珑为例.....	10
2.2.2. 开放式净值型产品-以工行“添利宝”、建行“乾元-私享”实鑫实溢为例.....	11
3. 上市银行理财净值化转型大盘点	13
3.1. 资管新规以来，银行理财净值化转型较慢.....	13
3.1.1. 银行业净值型理财产品发行仍较少.....	13
3.1.2. 理财产品净值化转型，工行与招行为领军者.....	15
3.2. 净值型产品盘点：工行与招行领先，中小行奋起直追.....	16
3.2.1. 工行与招行净值型产品种类丰富，权益类产品布局较早.....	16
3.2.2. 兴业、北京银行净值型产品数量较多，品类稍逊.....	17
3.2.3. 股份行竞逐理财净值化转型，光大净值型产品奋起直追.....	17
3.2.4. 城商行不甘落后：上海、杭州、江苏净值化转型较积极.....	18
3.2.5. 农商行理财净值化转型的典范-常熟银行一枝独秀.....	19
4. 未来银行理财业务竞争格局会是什么样?	20
4.1. 资管新规和理财细则下，预期收益型产品式微.....	20
4.1.1. 预期收益型理财何去何从?	20
4.1.2. 净值型产品竞争力或成为瓶颈.....	20
4.2. 未来理财竞争预计激烈化，投研能力与产品体系是关键.....	20
5. 投资建议：规模回升佐证监管放松，净值化先行者强者愈强	21
6. 风险提示	21

图表目录

图 1：全行业非保本理财规模 6 月份下降 1.28 万亿，7、8 两月回升 1.32 万亿.....	4
图 2：17 年初以来，四大行非保本理财规模相对稳定，股份行规模下降（万亿元）.....	5
图 3：2014-1H18 上市银行非保本理财规模增速和截至 1H18 的保有量情况（亿元）.....	6
图 4：1H18 上市股份行和大行（不含工行）理财收入大降（亿元）.....	7
图 5：A 股 20 家上市银行（不含工行）理财业务收入情况（亿元）.....	7
图 6：2013-1H18 商业银行理财业务收入的营收占比变化.....	7

图 7: 封闭式预期收益型产品举例: 建行“乾元-私享”2018 年第 272 期	9
图 8: 开放式预期收益型产品举例: 兴业银行第十七期万利宝-季季高开放式-C 款	9
图 9: 封闭式净值型产品举例: 农行“农银私行·安心得利·灵珑”	11
图 10: 资管新规征求意见稿前后, 净值型产品募集数量/期数对比	15
表 1: 上市银行披露的理财手续费收入数据情况	6
表 2: 开放式净值型产品举例一 (类货基): 工行“添利宝”净值型	11
表 3: 开放式净值型产品举例二 (类二级债基): 建行“乾元-私享”实鑫实溢 (按半年)	12
表 4: 各时期产品发行数量/募集期数的占比	14
表 5: 各时期理财产品发行数量情况	14
表 6: 工行净值型产品盘点 (不完全收录)	16
表 7: 兴业银行净值型产品存续格局 (截至 2018 年 9 月末)	17
表 8: 光大银行净值型产品存续格局	18
表 9: 杭州、江苏、上海银行开放式净值型产品存续格局	19
表 10: 常熟银行净值型产品存续格局	19

1. 资管新规重塑银行理财业务格局

1.1. 简要回顾资管新规要点

从 2017 年 11 月 27 日公开的《关于规范金融机构资产管理业务的指导意见》（征求意见稿），到 2018 年 9 月 28 日出台的《商业银行理财业务监督管理办法》，10 个月的时间过去了。人们不禁要问，这 10 个月的时间里，银行理财业务转型的怎么样了？

试图回答问题之前，我们来回顾一下资管新规系列文件对银行理财业务的几点重要约束：

- 1) **净值化管理**。资管新规第十八条，“金融机构对资产管理产品应当实行净值化管理。”直接宣告了而此前银行理财常年采用的预期收益率形式不再合规，原则上就不应该再发行这类产品了，按照新规新发行的银行理财产品都应该是净值型的。
- 2) **非标资产期限匹配**。公募资管产品可以投资非标，但是非标的终止日不能晚于封闭式产品的到期日，或者开放式产品的最近一次开放日。新规下，银行理财要投期限 3 年的非标资产，就只能去找愿意放 3 年以上的钱，这导致理财非标投资很难进行。
- 3) **估值和信息披露**。要确保净值化管理不是走走形式，就必须要求理财产品按照规定的方法估值，并做充分的信息披露。方法恰当，估值才能体现投资的真实盈亏；披露到位，投资者才能经常被提示产品的盈亏，心理上就更容易适应自负盈亏的结果。但要求投资于很多持有到期资产的银行理财必须采用公允价值估值，那很多产品因为估值方法而变得不合规了。因此理财细则征求意见稿放宽要求，“现金管理类产品和半年以上的符合条件的定期开放式产品”可以采用摊余成本法估值。
- 4) **过渡期**。资管新规征求意见稿设定的过渡期是 2019 年 6 月 30 日，届时尚未到期的非标资产会非常多，集中处置可能引发系统性风险。于是，资管新规在此基础上宽限了一年半到 2020 年底，于是银行获得了长达两年半的整改期。

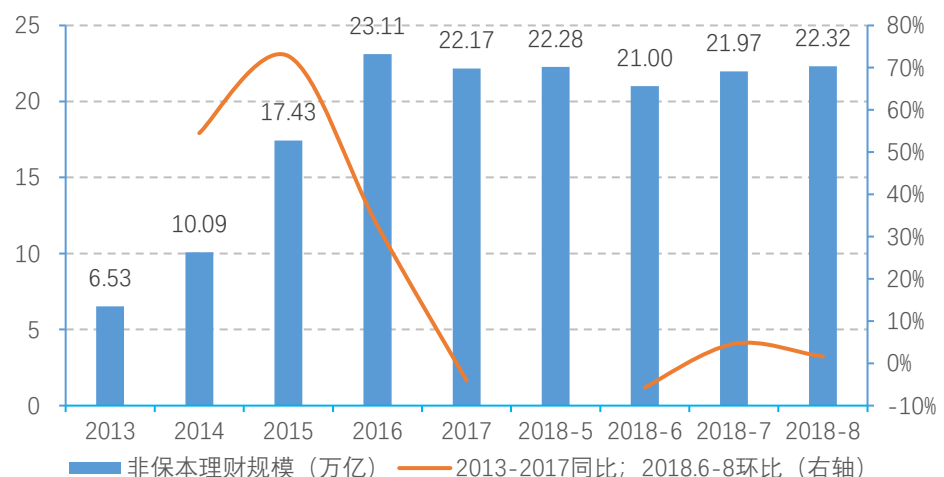
这几个重要约束对银行理财业务有着直接的较大影响，2020 年底过渡期结束的达摩克利斯之剑仍高悬头顶，没人敢松懈。资管新规等规定影响有多大，银行理财转型的怎么样了？

1.2. 银行理财受资管新规的影响有多大？

1.2.1. 非保本理财规模增长明显放缓（全行业&上市银行）

据央行公布的《关于 2013 年金融机构统计制度有关事项的通知》，规定“自 2013 年起，金融机构所有表内理财产品均纳入结构化存款统计”。上市银行财报从 2013 年开始区分保本和非保本理财，因此，我们的观察从 2013 年开始。

图 1：全行业非保本理财规模 6 月份下降 1.28 万亿，7、8 两月回升 1.32 万亿

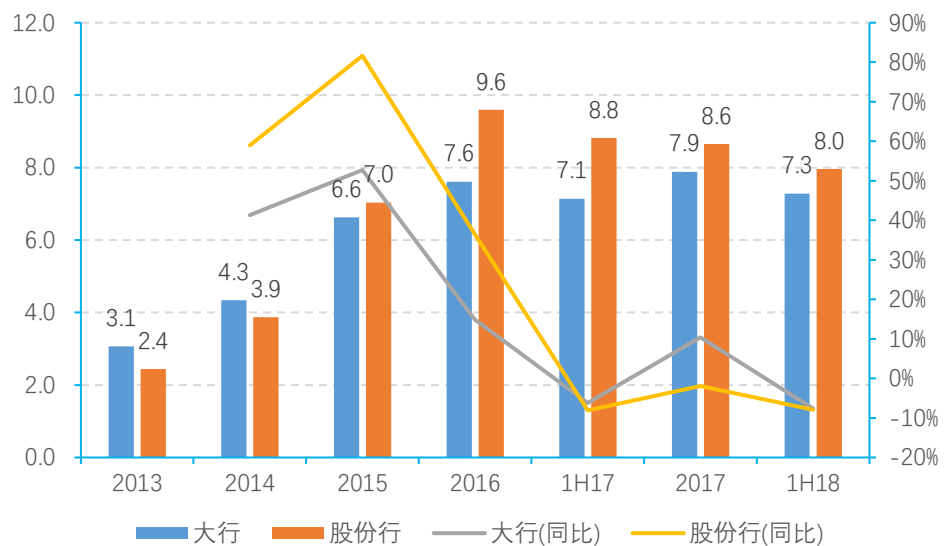


资料来源：银保监会，wind，天风证券研究所

我们认为，2013 年以来的银行非保本理财业务发展可分为三个阶段：2014-2016 年的迅猛增长期；2017-1H18 的强监管时期；1H18 后的理财细则时期。

- 1) **2014-2016 年的三年迅猛增长期**：全行业非保本理财规模同比增速依次为 55%、73%、33%。从各家上市银行来看，三年间，浦发、平安的非保本理财规模增加了 5 倍，南京增加近 4 倍，招行、民生、光大、中信在 3 倍左右。
- 2) **2017-1H18 强监管时期**：全行业非保本理财规模 2017 年同比下滑 4.07%，18 年 6 月末则比 18 年初下降了 5.28%。自 2017 年 4 月以来，银保监会“三三四十”检查整改，银行开展业务积极性大降，加之 2017 年 11 月资管新规征求意见稿出台，导致 2017 年全行业非保本理财规模增长大幅放缓。2018 年在资管新规征求意见稿的肃杀气氛中开局，监管从严执行、银行谨慎应对，非保本理财规模增长近乎停滞，年初至 5 月份微增 1100 亿。2018 年 4 月 27 日，资管新规正式出台，叠加相关理财业务窗口指导之影响，6 月单月非保本理财规模减少 1.28 万亿，环比下降 5.75%。按 25 家上市银行口径，非保本理财规模同比下降 3.24%，1H18 比年初下降 7.11%。

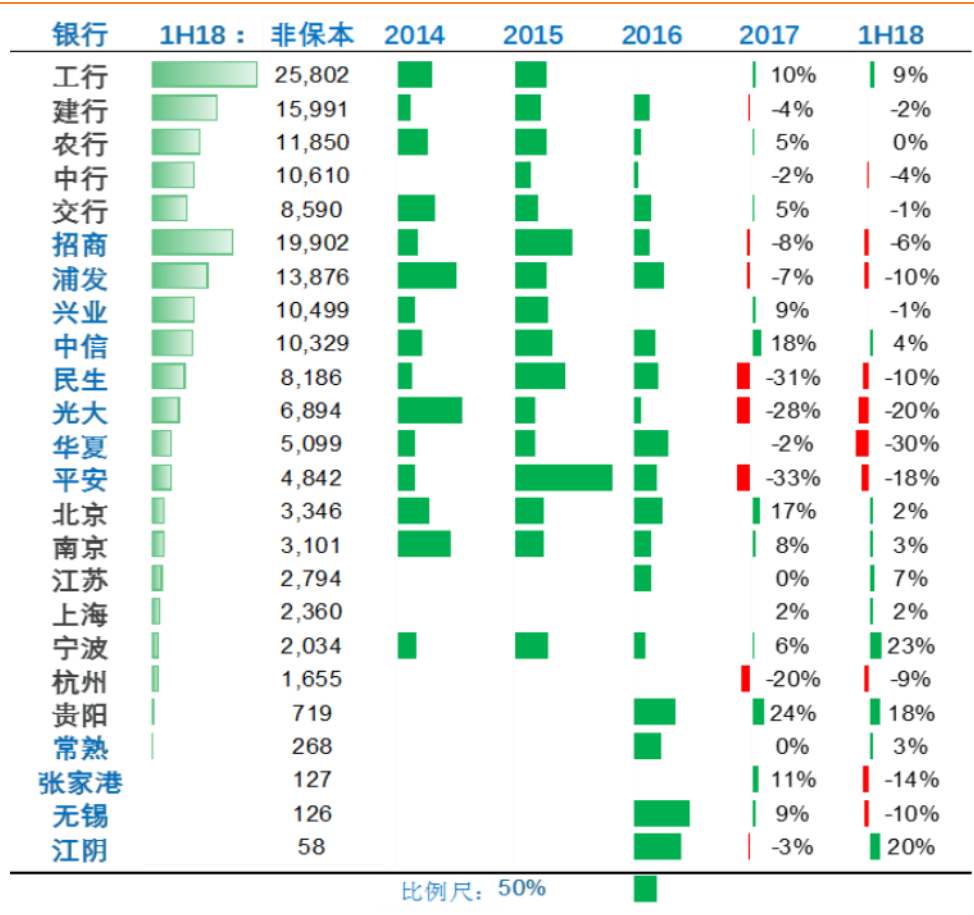
图 2：17 年初以来，四大行非保本理财规模相对稳定，股份行规模下降（万亿元）



资料来源：上市银行定期报告，天风证券研究所

- 3) **1H18 年后理财细则时期**：监管力度边际上有所放松，全行业非保本理财 7 月环比增 4.62%，8 月环比增 1.59%。2018 年 7 月 20 日，为防止理财规模下降过快伤及社融，理财细则对 4 月 27 日资管新规中一些未明确的部分，做出了偏宽松的解读，包括 1) 允许发行老产品对接未到期资产；2) 在满足期限匹配的前提下，公募资管产品可以投资非标资产；3) “现金管理类产品半年以上的符合条件的定期开放式产品”，可以采用摊余成本法估值。具体执行细则上的明确，监管尺度上的放松，共同推动银行非保本理财规模小幅回升。后理财细则时期，非保本理财逐渐走向正轨，规模有序增长态势有望持续。

图 3：2014-1H18 上市银行非保本理财规模增速和截至 1H18 的保有量情况（亿元）



资料来源：上市银行定期报告，天风证券研究所

1.2.2. 转型阵痛：上市银行 1H18 理财业务收入明显下降

关于数据来源的说明。理财业务作为中间业务，其收入统计在“手续费及佣金收入”中。上市银行对“手续费及佣金收入”的细项分类存在口径差异，有的直接将“理财业务手续费”单独列出，有的将其归并入“代理及受托业务”项下，也有的放在“托管及受托业务”项下，或放在“其他类”里。经过细致梳理后，我们列出了数据比较可靠的 20 家上市银行情况。

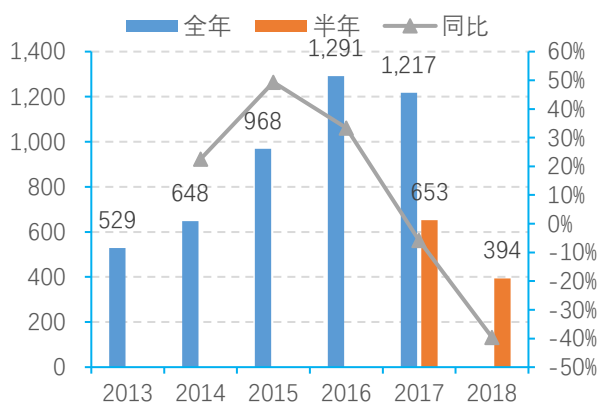
表 1：上市银行披露的理财手续费收入数据情况

披露类型	数据披露质量说明：理财手续费收入
披露理财业务收入	直接披露（精确）：建行、中行、交行；光大、中信、华夏、平安、招商、浦发；上海、贵阳、北京、杭州 部分估算调整（近似）：兴业（有 3 期是用未并表结构化主体收入估算的）、宁波（2013 年及以前统计在代理业务中）
未披露，但有未并表结构化主体收入	理财手续费并入代理业务中无法区分。 有非保本理财手续费收入（精确）：农行、无锡 有集团未并表结构化主体手续费收入（可能略高估）：民生
未披露，仅有当期实收手续费收入	当年发行到期所赚取的手续费，不包括当年发行但尚未到期的应收手续费（低估理财收入）：江苏、江阴
未披露且不可区分	只能用“代理及受托业务”整体来看：南京、张家港、吴江
披露但不可区分	工行披露了“个人理财和私人银行”及“对公理财”两项，由理财收入和代销收入构成，代销业务不可忽略且无法剔除。

资料来源：上市银行定期报告，天风证券研究所

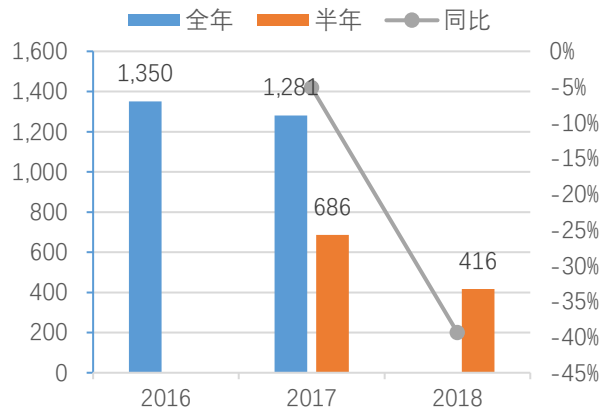
理财业务收入 2017 年下降，1H18 同比大降。按 20 家上市银行口径（不含工行），2017 年理财业务收入 1281 亿元，同比降 5%；1H18 理财业务收入 416 亿元，同比大降 39%，资管新规系列文件对银行理财业务影响巨大。按上市股份行和大行口径（不含工行），在经过 2014-2016 年理财收入同比增长 23%、49%、33%之后，在 2017 年的强监管下来了个急刹车，同比下滑 6%，资管新规系列文件下，1H18 大降 40%。（注：南京、江苏、张家港、吴江、成都数据不足，故不计入；工行的理财和代销放在一起披露难区分，也不计入。）

图 4：1H18 上市股份行和大行（不含工行）理财收入大降（亿元）



资料来源：上市银行定期报告，天风证券研究所

图 5：A 股 20 家上市银行（不含工行）理财业务收入情况（亿元）

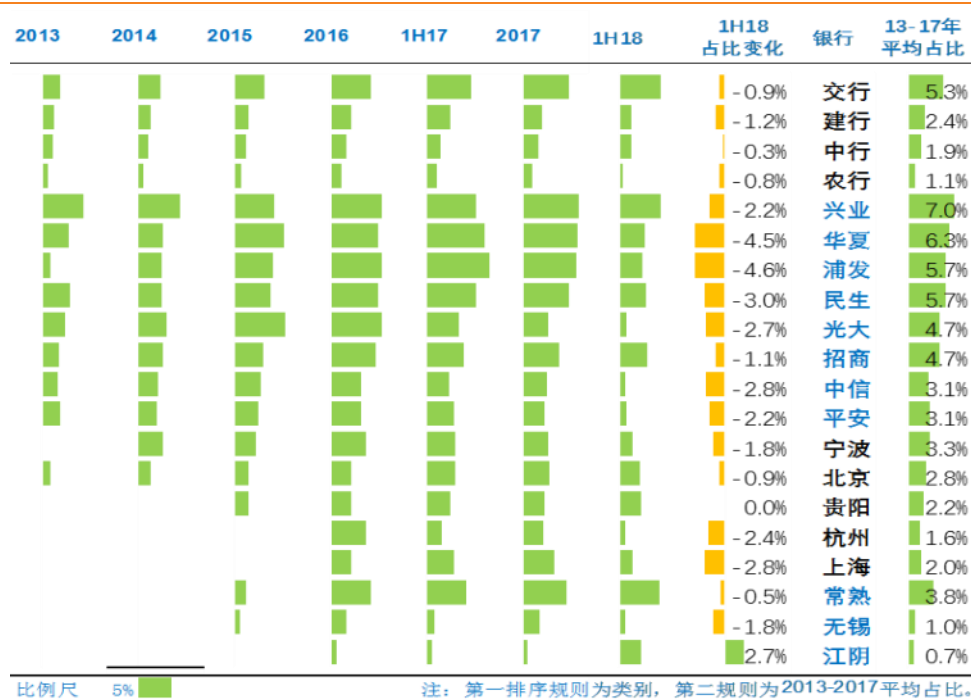


资料来源：上市银行定期报告，天风证券研究所

股份行对理财业务比较倚重。上市股份行理财手续费收入占营收的比例 2013-2017 年均值较高，对理财业务的依赖度较高，这也是股份行的机制灵活和创新的体现。大行里的**交行**，城商行里的**宁波**，农商行里的**常熟**，对理财业务相对来说较依赖。

股份行理财收入受资管新规的影响较大。分类来看，1H18 股份行理财收入占营收比下降较多，受冲击较大的是华夏、浦发，占比下降达 4.5 pct.，招行是个例外，仅下降 1.1 pct.；城商行、农商行也受到一定冲击，上海、杭州占比下降 2.5 pct.；但江阴是个例外，理财收入占比逆势增长 2.7 pct.，系因其 1H18 非保本理财规模较年初增长 20%。**大行理财收入占比相对稳定。**我们认为，理财收入下降主要是：1) 产品发行成本偏高，资产端收益率受债券利率下行等影响，导致银行理财“利差”缩窄；2) 资管新规下，理财规模增长放缓。

图 6：2013-1H18 商业银行理财业务收入的营收占比变化



资料来源：上市银行财报，天风证券研究所

交行、招行、常熟理财收入占比较高，但受新规冲击小。交行、常熟受冲击小，规模因素的可能性较大，交行 18 年 6 月底非保本理财规模较年初仅下降 1%；常熟同期的非保本理财规模不降反升，增加 3%，情况好于大部分上市银行。招行非保本理财规模 2017 年下降 8%，1H18 比年初下降 6%。招行理财收入受冲击较小，可能是由于其产品线丰富、主动管理能力较强，以主动管理型产品替代传统产品，盈利能力提升对冲了规模下滑的影响。

2. 银行理财从预期收益型走向净值型

银行理财产品纷繁芜杂，但本质上主要是两类：**预期收益型、净值型**。按照是否开放又分为封闭式和开放式。**封闭式**产品有固定的投资期限，到期后全部兑付，这只产品就不复存在了；**开放式**产品一般有一个很长的存续期，存续期由数个封闭的投资周期组成，投资周期之间会设开放日，放开申赎。银行理财开放频率设定相对比较自由，可以设置按日、按周、按月、按季、按年开放等。每日申赎的是类货基产品，投资周期更长的就是“定期开放式”，效果等价于滚动续期的封闭式产品，比照定期开放式公募基金。

按照资管新规及理财细则之要求，银行理财将逐步净值化转型，对于公募理财而言类公募化转型是大方向。

2.1. 预期收益型产品本质是“息差”模式

2.1.1. 预期收益是刚兑预期的根源，盈利模式是“息差”

预期收益型产品本质上是以手续费的名义赚取息差。**基本模式**：银行参考市场资金利率以及投资收益率，确定一个预期收益率，接着以募集起来的钱做一些收益相对稳定的投资。到期了先扣除费用，在不发生说明书里提示的投资风险的情况下，按照约定的收益率给客户兑付，超额部分银行拿来作为浮动管理费；若发生较大投资风险，则约定收益有可能无法足额兑付，甚至损失本金。在产品说明书里，所谓的“投资风险”一般会包括信用风险、利率风险、流动性风险、政策风险等，这些表述一般带有“极端事件”的意味，跟正常的投资损益有本质区别。亦即，投资效果好坏不太会影响收益兑付，只要不发生极端事件，本金和约定收益基本能如约兑付。这就是预期收益型理财产品的蓝本，市面上产品花样繁多，都只是在金融工具的种类和挂钩方式上、到期收益率的决定上、浮动管理费的收取上、是否带有自动赎回的条款等细节上有所区别。

类似存款的收益模式，是刚兑预期的根源。预期收益型理财的诞生，是为了满足介于存款和各类投资基金之间的风险偏好，因此它采取了类似存款的形态，却做着比债基还广的配置。这种形式很讨巧，让彼时对储蓄熟悉但对投资基金望而却步的客户，很容易就接受了。对存款的刚兑印象也不知不觉被投射到了理财产品上，再加上存款利率管制下套利空间的长期存在，使得理财跟存款一样安全的观念深入人心。后期某只理财的资产哪怕真的亏损了，银行出于声誉考虑也不得不刚兑，这又会强化刚兑预期。反过来，刚兑预期也变成了理财规模暴增的催化剂。理财资金通过各种方式流入基建、房地产、产能过剩领域等，随着理财规模的增长，潜在的刚兑风险或拖垮银行业，容易引发系统性风险，这也是监管坚决要打破银行理财刚性兑付的原因。

2.1.2. 封闭式预期收益型-以建行“乾元-私享”第 272 期为例

诞生之初，银行理财挣的是银行间市场利率与理财收益率的价格差。伴随着利率市场化，这块收益越来越不明显。理财的盈利重点逐渐转向了债券投资，以及分行推荐上来的非标债权项目。为了放大收益，银行倾向于拉长投资端的久期、承受低流动性、下沉信用评级，相对稳定的资产端要求产品端资金保持稳定，希望客户不要经常申购赎。于是，**封闭式就成为银行理财喜闻乐见的形式**。根据中国理财网数据梳理，截至 2018 年 9 月 24 日，银行业存续和在售的个人理财产品中，封闭式预期收益型产品数量占比高达 89.52%。尽管品种繁多，但本质区别在于是否保本、投资范围和比例。我们以建行“乾元-私享”2018 年第 272 期私人银行人民币理财产品为例，展示封闭式预期收益型产品的主要特征。

图 7：封闭式预期收益型产品举例：建行“乾元-私享”2018年第 272 期

产品专业名称	“乾元-私享”2018年第 272 期私人银行非保本浮动收益型人民币理财产品	
产品类型	非保本浮动收益型产品	
客户预期年化收益率	预期收益型产品表述是“预期年化收益率；净值型表述是“业绩基准”	4.51%
产品期限	中国建设银行可根据市场情况等调整预期年化收益率，并至少于新的预期年化收益率启用之日前 2 个工作日进行公告。 346 天（不含产品到期日）	
产品费用	中国建设银行有权提前终止和展期产品。中国建设银行提前终止产品时，将至	
收益计算公式	1. 收益计算公式 中国建设银行根据客户持有的投资本金数额、产品期限（天数）及实际年化收益率计算 客户收益=投资本金×实际年化收益率×产品期限（天数）÷365	
投资范围	（一）投资范围 本产品募集资金投资于（含直接投资、通过资管计划/信托计划等投资）：存款等货币市场工具，债券和资产支持证券类资产、股票、证券投资基金、金融衍生品等权益类资产，股权类资产，债权类资产，以及其他符合监管要求的资产。各类资产的投资比例为：债券和货币市场工具类资产 10%—100%、权益类资产 0%—90%、股权类资产 0%—90%、债权类资产 0%—90%、其他符合监管要求的资产 0%—90%。允许各项资产配置比例上下浮动 10%。	

资料来源：建行理财产品说明书，天风证券研究所

2.1.3. 开放式预期收益型-以兴业万利宝-季季高开放式为例

开放式产品相当于自动续期的多个封闭式产品。理财资产端主要靠持有到期的债券、非标债权博取收益，一般来说期限较长、流动性不高。而考虑到客户接受度，产品端又不能做的太长，于是只好采取短产品对接长资产的模式，也即封闭式的产品滚动续发。理财产品的“开放式”，只能算是“定期开放式”，产品的整个存续期被分割成多个“投资周期”，投资周期之间开放申购赎回。而每个投资周期内的运作，都是完全封闭的，每个投资周期的预期收益率也是当期决定，因此，从运作效果上看，单个投资周期内的开放式产品与封闭式产品差不多。

图 8：开放式预期收益型产品举例：兴业银行第十七期万利宝-季季高开放式-C 款

兴业银行第十七期万利宝-季季高开放式人民币理财产品-C 款已于 2013 年 1 月 15 日正式成立，本理财产品期限为 8 年，到期日为 2021 年 1 月 15 日。本理财产品在存续期内，每三个月可开放申购/赎回，并向投资者分配收益。现将该款理财产品相关信息披露如下：

一、申购/赎回情况：

本阶段产品投资情况	运作期间 2018年7月16日至 2018年10月15 日	产品参考年化收益率 4.95%	产品预约赎回 登记日 2018年10月8日 至 2018年10月12日	产品预约赎回 到账日 2018年 10月15日
下阶段产品投资情况	运作期间 2018年10月15日 至 2019年1月15日	产品参考年化收益率 4.55%	产品预约申购 登记日 2018年10月8日 至 2018年10月12日	产品预约申购 起息日 2018年 10月15日

二、收益分配情况

本理财产品在存续期内，每三个月向持有季季高C款理财产品的投资者分配本投资阶段息期间的投资收益，客户当期应分配投资收益=客户当期实际持有理财本金余额*当期参考年化收益率*当期实际存续天数/365，本产品收益分配情况如下：

投资阶段	运作期间	运作期间产品参考年化收益率	运作期间实际投资天数	产品收益分配日
1	2013年01月15日至2013年04月14日	4.60%	90	2013年4月15日
2	2013年04月15日至2013年07月14日	4.60%	91	2013年7月15日
3	2013年07月15日至2013年10月14日	5.50%	92	2013年10月15日
21	2018年1月15日至2018年4月16日	5.20%	91	2018年4月16日
22	2018年4月16日至2018年7月16日	4.95%	91	2018年7月16日
23	2018年7月16日至2018年10月15日	4.95%	91	2018年10月15日

资料来源：兴业银行官网，天风证券研究所

2.2. 净值型打破刚兑，盈利模式转向管理费与业绩报酬

净值模式可有效打破刚兑预期。净值，即产品净资产除以份额。投资者买下份额，即是认可了此刻的价格为公允；随后其价格波动可以观测，也可以任由投资者买卖，所见即所得。因此从心理机制上，净值型产品更容易让投资者自负盈亏。2018年4月27日资管新规正式稿明确提出“金融机构对资产管理产品应当实行净值化管理，净值生成应当符合公允价值原则，及时反映基础资产的收益和风险。”**及时反映基础资产的收益和风险，是打破刚兑的关键。**

新规下的净值型银行理财，在分类上公募基金高度相似。对银行理财来说，理财细则规定，“商业银行应当根据投资性质的不同，将理财产品分为固定收益类理财产品、权益类理财产品、商品及金融衍生品类理财产品和混合类理财产品”。按证监会基金分类规定，根据投资对象的不同，公募基金可以分为4种类型：股票型基金、债券基金、混合型基金、货币基金。分类大体相似，区别仅在于银行理财有商品及衍生品类，公募基金有货币基金类。在对每种类别的定义上，二者都按照比例不低于80%的规则确定，如果各类资产都不足80%，则为混合类。

新规适当弥合了银行理财与公募基金在股票投资上的差异。理财细则征求意见稿第八条，“私募理财产品的投资范围由合同约定，可以投资于债权类资产和权益类资产等。权益类资产是指境内上市交易的股票、未上市企业股权及其受（收）益权。”**“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。”**

中证登修订《特殊机构及产品业务指南》，理财与公募基金的差异进一步缩小。2018年9月19日，中证登发布新修订的《特殊机构及产品证券账户业务指南》，其中第八节规定：商业银行发行的已在“全国银行业理财信息登记系统”登记的理财产品，可以开立商业银行理财产品证券账户。9月20日，中证登据此发布的说明中也明确，“新修订业务指南明确了商业银行理财产品可以作为委托人开立基金公司特定客户资产管理计划专户、证券公司定向资管计划专用账户等证券账户。”**中证登《指南》修订后，银行理财产品可直接或嵌套一层资管计划开立证券账户。**自此，银行理财配置股票的障碍扫清了，未来的瓶颈主要在于投研能力。

盈利模式由刚兑之下的实质“息差”盈利模式转向管理费与业绩报酬，银行不再承担刚性兑付责任，投资者自负盈亏。资管新规强调金融机构的业绩报酬需计入管理费并与产品一一对应，要求金融机构强化产品净值化管理，并由托管机构核算、外部审计机构审计确认，同时明确了具体的核算原则。

2.2.1. 封闭式净值型产品-以农银私行·安心得利·灵珑为例

封闭式净值型跟预期收益型产品有很多相似之处，都是在封闭期限内以募集的客户资金去投资，目前以固定收益为主。可以把前者看成是对后者的替代，但他们却是截然不同的产品。我们以农行“农银私行·安心得利·灵珑”为例来看封闭式净值型产品的特征。

从封闭式非净值型变成净值型，有三点根本差异：**1) 收益兑付基础彻底改变了。**前者是事先结合当时资金端成本，给一个“预期收益率（年化）”，在不发生风险事件的前提下，按照到期持有的天数计算收益，更像是在计息，这也是投资者产生刚兑幻觉的症结所在；后者则是按照产品到期日的净值来兑付，而净值=扣除各项费用之后的净资产/份额数，直接与投资收益相关。**2) 投资范围受到明确约束，以明确的分类区分。**理财细则参照公募基金的分类方法，要求银行理财以80%为限划定固定收益类、权益类、商品及衍生品类、混合类，而在此之前，理财产品没有特别强调按投资比例分类，投资者对持有产品的风险没有概念。例如，农行这款“农银私行·安心得利·灵珑”2018年第80期，就在显眼的位置标注了这是“固定收益类”产品。**3) 要定期公告净值，让投资者对盈亏心中有数。**为保证从预期收益型向净值型的平稳过渡，银行在比较显眼的位置，还是会放一个年化收益率，供投资者参考。但名称已不再是“预期收益率”，而是“业绩比较基准”。这在帮助客户顺滑

地理解净值型产品上很有效，但同时也减弱了打破刚兑的提示效果。因此理财细则规定，封闭式净值型产品至少每周要披露一次净值。

图 9：封闭式净值型产品举例：农行“农银私行·安心得利·灵珑”

中国农业银行“农银私行·安心得利·灵珑”2018年第80期

封闭式净值型人民币理财产品

全新的品牌标识，表明这是新规后的新产品，不是老产品续作

本理财产品最长期限 91 天（取决于银行提前终止条款），为固定收益类（非保本浮动收益型）理财产品。本理财产品设有业绩比较基准（具体收益结构见本说明书“产品收益说明”部分）。

产品类型	固定收益类（非保本浮动收益型）	募集方式	公募
产品风险评级	中低	投资币种	人民币
理财期限	91 天（取决于银行提前终止条款）	产品认购规模	0.86 亿元人民币
产品销售对象	本理财产品仅面向私人银行客户定向销售。		
产品销售起点	个人：500 万元人民币，并以 1 千元的整数倍递增。		
业绩比较基准（扣除各项费用后年化值）	4.35% 业绩比较基准不构成收益承诺。		
净值公告日	本理财产品净值公告日为每周三（遇非工作日则顺延至下一个工作日）		
公告渠道	中国农业银行官方网站（www.abchina.com）或网点		
公告内容	上一工作日日终产品每份净值（扣除资产交易相关税费、托管费、销售管理费、投资管理费等费用）		
估值对象	本理财产品所投资的债券和银行存款本息及其它投资等资产。		
估值方法	1. 债券估值方法：从考虑债券持有目的、是否存在活跃市场以及未来现金流回流确定性等方面综合考虑确定估值方法计算公允价值。 2. 非标准化债权、同业资产、货币市场工具采用现金流折现法计算公允价值。 3. 其他资产：采用监管及市场认可的估值方法计算公允价值。		
投资收益分配方式	本理财产品到期或提前终止后按照投资人持有理财产品份额×理财产品到期日或提前终止日单位净值进行兑付，并于产品到期日后 2 个工作日内或提前终止日后 2 个工作日内通过中国农业银行官方网站（www.abchina.com）或网点披露兑付净值。		

资料来源：农行理财产品说明书，天风证券研究所

2.2.2. 开放式净值型产品-以工行“添利宝”、建行“乾元-私享”实鑫实溢为例

类货基、类债基的开放式净值型理财比较常见。银行表内资产配置的特征，决定了其在货币、固定收益类、衍生品、信贷类资产上有天然优势，但在权益类资产管理上能力欠缺。尽管在理财细则下，理财产品名正言顺可以有四类，但实际中，除了少数几家银行从资管业务中已经逐渐培养起权益投资能力，大部分银行理财的配置范围还是集中在货币、固收类、非标债权，即使涉足权益，也多是经由基金、保险、证券、信托的资管计划等通道实现的。“类货基”理财产品，比如工行“添利宝”净值型；“类债基（定期开放式）”理财产品，比如建行“乾元-私享”实鑫实溢。

表 2：开放式净值型产品举例一（类货基）：工行“添利宝”净值型

产品名称	工行“添利宝”净值型理财产品	
产品类型	固定收益类、非保本浮动收益型、净值型、公募、计划发行 200 亿。	
期限	无固定期限。	
募集/申购	募集期	2018 年 01 月 16 日 - 2018 年 01 月 21 日（规模满可提前中止募集）
	投资封闭期	2018 年 1 月 22 日至 2018 年 2 月 5 日。
赎回	开放日	投资封闭期结束后的每个工作日为申购和赎回开放日
	申购/赎回	封闭期内不接受。封闭期过后，每个开放日都可申购、赎回。
收益决定	单位净值	单位净值为提取管理费、托管费、销售费等相关费用后的单位份额净值，客户据此进行赎回和提前终止时的分配。
	单位净值	采用 1.00 元固定份额净值交易方式，自产品成立日起每个开放日将实现的产品净收益以分红形式（或净损失）分配给理财产品持有人，并将该部分收益按日结转到客户理财账户，参与下一日

	产品收益分配，使产品份额净值始终保持 1.00 元。
收益动态 1	日每万份理财产品份额已实现收益 =当日理财产品份额已实现收益/当日理财产品份额 × 10000
收益动态 2	七日年化收益率 ：最近七日（含节假日）收益率所折算的产品年化收益率。
收益动态 3	业绩比较基准 ：上海银行间同业拆放利率 3 个月品种近 20 个交易日平均年化收益率（不构成任何收益承诺）。
费用	管理费 0.2%/年，销售费 0.3%/年，托管费 0.03%/年。
投资比例	以下三类总计占比 100% （均为 固定收益型 ）： 1. 货币市场工具类：存款、货币市场基金、银行承兑汇票。 2. 债券类：债券、债券基金、质押式及买断式回购，因为流动性需要可开展存单质押、债券正回购等融资业务。 3. 其他符合监管要求的债权类资产。
估值	1、货币市场工具类：银行存款以本金列示，逐日计提利息；货币基金以当日基金净值估值；一年内同业存单或债券以摊余成本法。 2、债券类的估值：以持有到期为目的按摊余成本法，以交易为目的，按市价法。 3、债权类项目：标准化债权项目中，以持有到期为目的持有的债权按摊余成本法估值，以交易为目的持有的债权按市价法估值。 4、其他资产类估值：存在并可以确定公允价值的，以公允价值计算，公允价值不能确定的按取得时的成本按摊余成本法计算。
信息披露	每个工作日公告截至上一工作日（含节假日）每万份产品份额净收益和产品七日年化收益率。成立报告、中止报告。季度报告（标准化资产前十大持仓）。

资料来源：工行理财产品说明书，天风证券研究所

开放式净值型银行理财在收益设计上。银行理财可以将预期收益型产品上常用的“**超额留存**”设计也用在净值型产品上，设定业绩基准，摘取超出业绩基准的全部或部分收益，作为浮动管理费。比如建行“乾元-私享”实鑫实溢（按半年）开放式净值型，设定 4.7%的业绩比较基准，扣费后收益超出该基准的部分，建行拿走 80%作为管理人业绩报酬。

表 3：开放式净值型产品举例二（类二级债基）：建行“乾元-私享”实鑫实溢（按半年）

产品名称	建行“乾元-私享”实鑫实溢（按半年）开放式净值型	
产品类型	固定收益类、非保本浮动收益型、定期开放式净值型、公募、风险级别三	
期限	无固定期限。	
募集/申购 赎回	募集期	2018 年 8 月 16 日 9:00 至 2018 年 8 月 28 日 17:30
	投资封闭期	2018 年 8 月 29 日至 2019 年 2 月 28 日。
	开放日	投资封闭期结束后的每个工作日为申购和赎回开放日
	申购/赎回	每年两次，每年 3 月 1-10 日，9 月 1-10 日之间的产品工作日
单位净值	单位净值为提取提取相关费用单位份额净值，产品工作日公布。 无分红机制 。投资运作情况均体现为产品净值变化。投资收益扣除相关费用后，全部分配给客户。	
收益决定	年化收益率	每个产品工作日（T 日）公布截至上一个自然日（T-1 日）产品年化收益率，以产品成立以来扣除相关费用后净收益折算。
	业绩比较基准	4.7% 。业绩比较基准仅作为计算产品管理人业绩报酬的标准，不构成对该理财产品的任何收益承诺。
	费用	管理费 0.15%/年， 销售费 0.15%/年， 托管费 0.02%/年（按前一自然日的产品资产净值）。 业绩报酬 ：当产品单个投资周期年化收益率超过业绩比较基准（4.7%）时，产品管理人将按照超出部分的 80%收取业绩报酬。

固定收益型： 投资比例	(80%-100%) 存款等货币市场工具、债券等债权类资产的。 (0%-20%) 股票、证券投资基金等权益类资产 ，商品及金融衍生品资产，以及其他符合监管要求的资产。
估值	每个自然日测算产品净值，T 日（产品工作日）公布 T-1 日（自然日）净值。 1、 货币市场工具类 ：银行存款以本金列示，逐日计提利息；货币基金以当日基金净值估值。 2、 债券类的估值 ：以持有到期为目的且久期不超过 270 天，按摊余成本法；以交易为目的或久期超过 270 天，综合成交价、报价、收益率曲线、成本价确定。 3、 其他资产类估值 ：存在并可以确定公允价值的，以公允价值计算，公允价值不能确定的按取得时的成本按摊余成本法计算。

资料来源：建行理财产品说明书，天风证券研究所

未来理财子公司落地后，类股基的公募理财（权益类理财产品）产品预计将出现，以及混合类公募理财也将大放异彩。

3. 上市银行理财净值化转型大盘点

在资管新规之前，银行理财业务高度依赖母行。资产端需要母行的公司部、金融市场部、同业部等输出资产配置能力，需要审批部、风险部输出风控能力，大部分非标项目需要分行推荐，项目审查要靠总行的投审会。负债端要靠零售部协同分行及支行网点展开产品销售工作，其他零售业务带来的客户粘性、银行品牌的声誉效应也是客群稳定的重要因素。

过渡期内净值化转型进度，直接影响 2020 年后的理财竞争格局。过渡期内，以符合新规的新产品充分承接现有客群，过渡期结束后存量老产品将消亡，净值型产品将是主流。理财子公司需要的能力跟公募基金高度相同，核心的是产品设计能力、研究投资能力、销售/募资能力。而在过渡期内，还在享受总行资源的前提下，要用符合新规要求的新产品逐步承接现有客群。这样到了 2020 年底，银行不能再发行预期收益型产品时，能一定程度上减少客户流失。于是，在过渡期里，净值化转型进度就是直观的相对优势指标。我们通过观察净值型产品的发行量和预期收益型产品的存量，可以跟踪净值化转型进度。

3.1. 资管新规以来，银行理财净值化转型较慢

3.1.1. 银行业净值型理财产品发行仍较少

我们整理了中国理财网截至 2018 年 9 月 24 日的存续、在售、预售理财产品数据，按照征求意见稿（2017 年 11 月 27 日）、资管新规（2018 年 4 月 27 日）、理财细则征求意见稿（2018 年 7 月 20 日）划分出四个时间区间，以产品募集日期为准，统计落入这四个时间区间的产品数量。**注意**：1）募集时间不一定代表产品成立时间，也有可能是老产品的续发，比如原来是第 16 期，现在是第 17 期；2）产品发行数量不能代表发行规模。

从各类产品发行数量占比来看

“过渡期内可续发老产品对接未到期资产或投资符合政策导向的新资产”规定下，封闭式预期收益型仍然是过渡期内的主力。4 月 27 日资管新规发布以来，四大行的预期收益型产品发行数量占比在 96%以上，且持续提升；股份行+交行、城商行也在 95%左右。7 月 20 日理财细则第八十五条规定，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。于是可以看到在理财细则之后，大行和股份行预期收益型发行数量占比持续提升。

净值型产品发行，股份行偏好开放式，四大行、城商行偏好封闭式。2017 年 11 月以来，封闭式净值型上发力较多的是四大行和城商行。相反，股份行+交行在开放式净值型产品

上更为用力，三段时期发行数量占比遥遥领先。开放式净值型产品要求更多的主动管理能力和经验，而这不是一朝一夕之功。看前资管新规时期发行且存续的产品，股份行+交行的开放式净值型占比 19.3%，四大行是 16.6%，城商行仅 6.4%，从中能大致推断净值型产品的管理能力，股份行和大行的优势是比较大的。

表 4：各时期产品发行数量/募集期数的占比

		前资管新规 时期	征求意见稿 时期(6个月)	正式稿时期 (3个月)	理财细则征求意 见时期(3个月)	
		2017.11.17 前	2017.11.18- 2018.04.27	2018.04.27- 2018.07.20	2018.07.21- 2018.09.20	
四大行	预期收益型	封闭式	51.0%	96.3%	96.3%	97.8%
		开放式	30.1%	1.2%	0.0%	0.0%
	净值型	封闭式	2.3%	1.8%	3.5%	1.7%
		开放式	16.6%	0.7%	0.2%	0.5%
股份行 +交行	预期收益型	封闭式	32.3%	81.3%	92.4%	94.9%
		开放式	46.4%	9.2%	1.7%	1.1%
	净值型	封闭式	2.1%	0.5%	2.3%	1.2%
		开放式	19.3%	9.0%	3.6%	2.8%
城商行	预期收益型	封闭式	64.3%	95.2%	96.5%	94.3%
		开放式	28.8%	3.5%	1.0%	0.4%
	净值型	封闭式	0.5%	0.4%	1.7%	4.7%
		开放式	6.4%	0.9%	0.8%	0.6%

资料来源：中国理财网，天风证券研究所

从产品发行期数的绝对量来看

监管尺度在资管新规征求意见稿时期比较严格，此后有所放松。征求意见稿到正式稿的时间，与正式稿发布至今的时间大致相当，都是不到半年时间。但从总发行数量来看，后者是前者的两倍多。这从侧面佐证了征求意见稿发布之后，无论是银行对政策的解读，还是监管的具体执行，都是相对偏严格的，而伴随正式稿的发布，监管在尺度把握上似有放松。到理财细则的发布，正是贸易战、经济下行、社融乏力引发市场担忧之时，于是监管在资管新规尚存模糊的地方，一并做了宽松的解读。因此可以看到，理财细则征求意见稿发布以来 2 个多月的时间里，产品发行数量有了明显的回升。

与资管新规正式稿发布前相比，开放式预期收益型发行明显减少。开放式产品以一次募集、多次开放申购赎回为特征，其存续期 3-10 年不等，一定比例配置较长期限的非标资产。理财细则第四十四条规定，开放式产品若投资非标，其到期日不得晚于最近一次开放日。长的非标资产没办法按投资周期切分了，于是发行较长期限的封闭式产品来对接。我们预计银行理财产品谱系中，开放式预期收益型可能会先行消亡。

封闭式预期收益型发行量持续回升。资管新规正式稿将过渡期延长了一年半到 2020 年底，且允许续发老产品对接存量未到期资产，理财产品发行显著回暖。理财细则明确了未到期资产，可以继续发老产品对接，这使得理财产品发行进一步回暖。

表 5：各时期理财产品发行数量情况

		前资管新规 时期	征求意见稿 时期(6个月)	正式稿时期 (3个月)	理财细则时 期(3个月)	
		2017.11.17 前	2017.11.18- 2018.04.27	2018.04.27- 2018.07.20	2018.07.21- 2018.09.20	
四大行	预期收益型	封闭式	222	1,732	1,898	2,029
		开放式	131	21	0	0
	净值型	封闭式	10	33	69	36

		开放式	72	12	4	10
股份行 +交行	预期收益型	封闭式	359	1,119	1,143	1,316
		开放式	516	127	21	15
	净值型	封闭式	23	7	28	17
开放式		215	124	45	39	
城商行	预期收益型	封闭式	1,054	4,039	4,323	4,697
		开放式	472	148	44	21
	净值型	封闭式	8	17	76	235
		开放式	105	37	35	30

资料来源：中国理财网，天风证券研究所

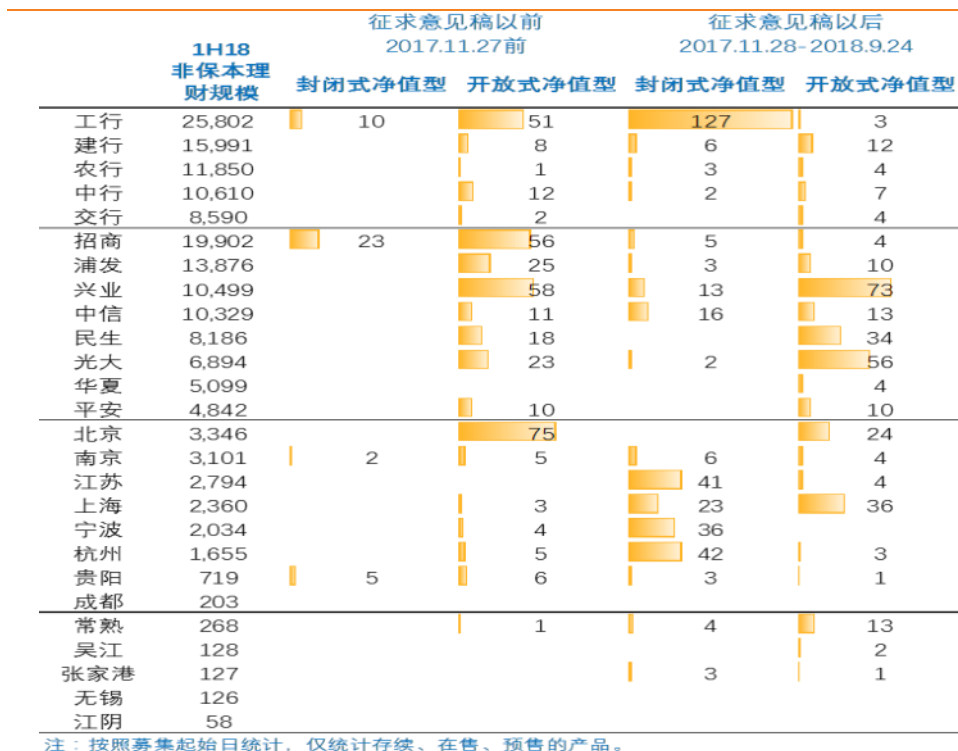
3.1.2. 理财产品净值化转型，工行与招行为领军者

依据中国理财网 A 股上市银行理财产品数据，我们从产品发行数量来看各家上市银行在净值化转型进展情况。

从过往来看，**工行、招行、兴业、北京的净值型产品比较丰富**。2017 年 11 月之前发行且至今存续的净值型产品，工行、招行的数量和品种都比较多；兴业、北京的数量较多但品种不多，都是在一个主品牌之下运作若干子品牌，投资模式高度相似。从存续的数量可见销售能力和客户适应程度，从品种丰富度可见产品开发能力和投资管理能力。这些净值型产品都在 2017 年 11 月以前发行，由此可大致推断这几家银行在净值化转型中有先发优势。

净值型产品对投研能力要求较高，一时难以提升，而在过渡期内需要把客户从预期收益型产品平稳切换到净值型产品上来。**资管新规以来，封闭式净值型产品发行较多的银行：工行、江苏、杭州、宁波**。2017 年 11 月以来，工行共发行封闭式净值型产品 127 只，居 26 家上市银行之首；杭州、江苏、宁波、上海封闭式净值型产品发行数量在 20-45 只之间。**开放式净值产品发行较多的银行：兴业、光大、上海、民生**。兴业、光大、民生在开放式净值型产品发力较大，股份行向来是锐意创新的代表，这三家在净值化发行上也的确较有经验。此外，城商行中的上海、北京，农商行中的常熟，在组内表现突出。

图 10：资管新规征求意见稿前后，净值型产品募集数量/期数对比



资料来源：中国理财网，天风证券研究所

3.2. 净值型产品盘点：工行与招行领先，中小行奋起直追

3.2.1. 工行与招行净值型产品种类丰富，权益类产品布局较早

工行、招行的净值型产品布局，可谓是“多而全”。以工行为例，工行净值型产品覆盖多个类别，风险谱系从低到中高兼具。封闭式，有债权类为主（占比 20%-100%）的豫赢 1 号，固定收益类的“鑫”系列，有主投各类资管计划（0-80%）的“周周满益”和“工渝安享”，也有权益类为主（80%-100%）的“工银博股通利”私募股权专项产品；开放式，有“e 灵通”和“添利宝”两款类货基产品，也有债权类为主的享利富农 6 号，有通过基金公司资管计划投资的“双周满益”，也有花样繁多的权益类为主的产品。

权益类为主的产品大部分能做到自主管理。在工行净值型产品不完全收录的清单中，涉及权益的 7 款产品中，除了“双周满益”靠的是基金公司资管计划、东方之珠代客境外理财靠的是投资顾问，其余 5 款产品，其所能投资权益类产品的比例上限不可谓不高，所详细列明的权益类品种不可谓不全。对权益类等较高风险资产的投资管理能力，决定了银行能否覆盖其客户多样化风险偏好，也是在净值化转型和竞争的时代里，保住客群的重要因素之一。工行、招行的偏权益类产品，大部分从几年前就已经开始存续了，运行良好，这充分说明了他们是当之无愧的银行理财业务的领头羊。

表 6：工行净值型产品盘点（不完全收录）

大类	产品名称	投资范围
封闭式净值型	工银理财-豫赢 1 号 2018 年第六十期	高流动性 0-80%：债券、存款、货币市场基金 债权类 20%-100%：理财计划直接投资、债权类信托
	鑫稳利；鑫天益；“鑫得利”；“甬臻利”	固定收益类 100%：货币市场工具、债券、其他债权类资产
	工银财富资产组合；高净值客户“周周满益”；“工渝安享”资产组合	高流动性资产(0%-80%)：债券、债基、货基、同业存款 债权类资产(20%-100%)：债权类信托、交易所委托债权 各类资管计划(0%-80%)：基金或保险资管计划、协议存款组合
	“工银博股通利”私募股权专项产品	权益类资产 80%-100% ：未上市企业股权、股权母基金、私募投资基金、集合投资载体； 债权类资产 0-20%：各类债券、存款、货币市场基金、债券基金、回购、银行承兑汇票。
	高净值客户“双周满益” e 灵通；添利”	高流动性资产(0%-80%)，债权类(0%-80%)， 基金公司资管计划(0%-50%) 高流动性资产（50%-100%），债权类资产（0-50%）
开放式净值型	享利富农 6 号 363 天	高流动性 0-80%，债权类 20%-100%
	行业优选理财产品(信息技术行业)	高流动性资产(0%-80%)，债权类资产(20%-100%)，其他资产或资产组合(0%-80%)。其中，投资于 信息技术行业信用资产 的比例不低于产品总规模的 50%。
	个人高净值客户国债期货增强型	高流动性资产(0%-80%)，债权类资产(20%-100%)， 权益类(0%-80%) ，国债期货（0-20%），证券基金保险资管计划类(0-80%)。
	工银财富全权委托	(可转债)：高流动性资产(0%-80%)，固定收益类(0%-80%)， 权益类(0%-30%)
	尊享系列(成长精选主题)	高流动性资产(0%-80%)，固定收益类(0%-80%)， 权益类(0%-50%)
	尊享系列开放净值型(价值精选主题)；中证中票 100 指数型人民币理财产品	高流动性资产(0%-80%)，债权类资产(0%-80%)，各类资管计划(0%-80%)； 权益资产一类(0-50%) ：结构化证券信托计划优先份额、股票收益权类信托、股权类信托； 权益资产二类(0-30%) ：新股及可分离债申购、可转债、定增、股票及股票基金。 后者投资于中证中票 100 指数成份券及其备选成份券的比例 ≥ 产品净资产 × 50%。
	全球稳健系列开放净值型理财产品(港股通专项产品)	境内和境外高流动性资产、债权类资产及权益类投资工具。 高流动性(0%-80%)，债权类(0%-80%)，各类资管计划(0%-80%)； 权益资产一类(20%-100%) ：股票收益权类信托、股权类信托、境外优先股； 权益资产二类(0-20%) ：新股及可分离债申购、可转债申购、定增、股票及股票基金等。
工银财富全权委托	(混合型)：高流动性资产(0%-80%)，债权类(0%-80%)， 权益类(0%-60%) ，资管计划类(0-30%)	

东方之珠代客境外理财	产品 投资顾问 ：工银亚洲投资管理有限公司 投资于股票或股票型开放式基金（含ETF）（0-50%）；投资于投资级债券或债券型基金（20-80%）；投资于境内项目类资产（0-50%）。
------------	---

资料来源：理财产品说明书，天风证券研究所

3.2.2. 兴业、北京银行净值型产品数量较多，品类稍逊

在净值型产品的布局上，**兴业更重视开放式产品**。2017年11月之前发行且目前存续的产品共58只，征求意见稿之后截至2018年9月24日，共发行开放式净值型理财73只，封闭式净值型仅发行2个品牌共13款，“聚利”是一个纯非标产品，“丰利宝”主要投资货币市场工具。**产品品种实则匮乏**。看似数量很多，超过了招行、工行，而实质上只开发了2个主品牌。其中“天天万利宝”品牌下有8个子品牌，每个子品牌又通过不同的投资周期分为若干款，另一个主品牌“安愉百富”下有3款产品。**投资结构较为单一，权益类较少涉及**。观察这些产品截至2018年6月30日资产配置信息，发现其基本都是货币市场工具+债券+非标的模式，仅万利宝-尊享（84D）和万利宝-稳盈尊享（6M）配置了80%左右的权益资产，且配置有一定比例的公募基金。

表 7：兴业银行净值型产品存续格局（截至 2018 年 9 月末）

大类	产品名称	投资范围
封闭式净值型	万利宝-聚利"2018 年	1 年期，100%投非标债权。
	“丰利宝”结构性理财	现金 1.95%，货币市场工具 98.05%。（2018-7-17）
	安愉百富 2 号 3M	现金 0.09%，债券 66.37%，货币市场工具 33.54%。（2018-6-30）
	天天万利宝-惠盈第 12 款	现金 0.48%，债券 66.15%， 非标债权 33.37% 。（2018-6-30）
	天天万利宝-众盈	现金 0.08%，货币市场工具 72.39%， 非标债权 27.53% 。（2018-6-30）
开放式净值型	天天万利宝-稳利 1 号 12M	现金 0.13%，债券 13.85%，货币市场工具 57.83%， 非标债权 28.2% 。（2018-4-25）
	天天万利宝-合盈 91D	现金 0.01%，债券 50.81%，货币市场工具 26.00%，非标债权 23.18%。（2018-6-30）
	天天万利宝-稳盈 3M	现金 0.09%，债券 10.51%，货币市场工具 32.96%，信贷资产流转项目 56.44%。（2018-6-30）
	天天万利宝 7D	现金 0.22%，债券 58.56%，货币市场工具 8.64%，信贷资产流转项目 3.63%， 非标债权 28.95% 。（2018-6-30）
	万利宝-尊享 84D	现金 0.20%，债券 3.97%，公募基金 1.14%， 权益类 79.60%，非标债权 15.09% 。（2018-6-30）
	万利宝-稳盈尊享 6M	现金 0.05%，债券 8.24%，公募基金 8.66%， 权益类 83.05% 。（2018-6-30）

资料来源：理财产品说明书，天风证券研究所

北京银行的情况与其类似，数量多但品种少。截至2018年9月24日，没有封闭式净值型产品存续。2017年11月前发行且存续的开放式净值型产品75只，之后发行存续的是24只，数量同样超过了工行及招行，但是却集中于心喜、京华（含汇盈、远见、专享三个子品牌）两个主品牌。由此我们认为，兴业和北京尽管也布局较早，且发行数量众多，但其净值型产品管理的能力和**经验比之工行、招行要逊色**。

3.2.3. 股份行竞逐理财净值化转型，光大净值型产品奋起直追

股份行里除了招商、兴业之外，光大、民生在净值化转型也比较努力，属于底子不弱、新规以来奋起直追的类型。民生2017年11月之前发行且存续18款产品，之后发行且存续34款，光大2017年11月之前发行且存续23款，之后发行且存续56款。我们试举光大为例说明。

光大的理财业务保持了锐意创新的优良传统，推陈出新、亮点颇多。1) 推出了全新的品牌系列“阳光”色彩系列，目前已推出阳光金、阳光紫、阳光碧等子品牌，着力打造更有亲和力的产品形象，作为净值化转型的主力军。2) 光大在开放式净值型产品上早有布局，资管新规以前发行且至今存续的有万丰系列的稳健、避险两个子品牌，资产配置的稳健、

增利、平衡、进取、激进五个子品牌，还有委外+投顾模式的同享二号，都比较偏权益。但美中不足的是，这些产品都是做的委外，也暴露出其在权益类上的研究投资能力的薄弱。

3) 新规以来，光大还发行了两款类货基和两款类债基，净值化转型有个不错的开局。4) 光大理财的创新精神体现在阳光紫 3 期这款产品，尝试投向北金所挂牌的委托债权，为联想控股做债权融资，为非标债权投资提供了一种可能的解决路径。

表 8：光大银行净值型产品存续格局

大类	分类	产品名称	投资范围
封闭式净值型	类债基	阳光金年丰利 2 期【2018.8】	投资期限 365 天。100%投资于固定收益类。
	创新型	阳光紫 3 期【2018.5】	投资方向：用于投向北京金融资产交易所挂牌的委托债权投资项目，该委托债权融资人为联想控股股份有限公司。产品存续期 1 年。
开放式净值型	类债基	阳光金 1 号【2018.3】	现金 0.09%，债券 66.37%，货币市场工具 33.54%。(2018-6-30)
	类货基	光银现金 A【2018.2】	每日开放，类货基。100%投资于固定收益资产。要求：高流动性资产不低于 30%（现金、银行存款、货币市场基金、同业存单、利率债等）；AAA 级以下债券及其他固定收益类资产投资占比不高于 70%。
	类货基	阳光碧 1 号	每日开放，类货基。100% 投资于存款、债券等标准化债权类资产。
	类债基	阳光亲子理财【2018.2】	国内市场具有较高流动性的固定收益类金融工具。银行存款、货币市场工具、债券类占比不低于 30%，其他固定收益类占比不高于 70%
	FOF（自有组合）	同利计划 81 天【2017.12.22】	FoF（Fund of Fund）投资管理模式，光大银行作为管理人，投向由光大银行管理的货币市场工具组合、债券类资产组合和其他固定收益类资产组合。要求：货币市场工具组合和债券类资产组合投资占比不低于 30%，其他固定收益类资产组合投资占比不高于 70%。
	委外	阳光私募基金宝-均衡价值	资产受托人：中国对外经济贸易信托有限公司。权益类资产 70%-100%，固收类资产 0-30%。
	委外	万丰稳健一期【2009】	资产受托人：华润深国投信托有限公司。投资顾问：上海万丰友方投资管理有限公司。投资范围：交易所和银行间的所有投资品种、证券投资基金。
	委外	万丰避险二期【2009】	避险原理：“恒定比例投资组合保险技术”（CPPI）。投资顾问依据 CPPI 的基本原理，针对产品特点，对 CPPI 作了适当修订，建立适合本产品的“动态避险投资模型”。投资范围：交易所和银行间的所有投资品种、证券投资基金。（受托人、投顾同上）
	委外	资产配置计划-激进组合【2009】	资产受托人：中国对外经济贸易信托有限公司 权益类信托和固定收益类信托的不同配比构成不同的子品牌：稳健组合（权益类 0%，固收类 100%），增利组合（权益类 20%，固收类 80%），平衡组合（权益类 50%，固收类 50%），进取组合（权益类 80%，固收类 20%），激进组合（权益类 100%，固收类 0%）
	委外+投顾	同享二号【2007】	投资顾问：海富通基金管理有限公司。境内受托人：中国对外经贸信托有限公司。境外受托人：Fortis Investment Management S.A./N.V. 境内投资：A 股股票、交易所债券及债券回购、权证、封闭式基金、从交易所市场买卖指数型 LOF 与 ETF 的流通份额、开放式基金，以及现金资产。 境外投资：股票、债券、债券回购、权证、封闭式基金、从交易所市场买卖指数型 LOF 与 ETF 的流通份额、开放式基金以及现金资产。

资料来源：理财产品说明书，天风证券研究所

3.2.4. 城商行不甘落后：上海、杭州、江苏净值化转型较积极

城商行的封闭式净值型数量多但新品牌少，主要还是在替换传统产品。城商行在资管新规之前基本没怎么发净值型产品，而新规之后，宁波、杭州、江苏、上海大力发展封闭式非净值，发行数量在 20-45 只不等，其中上海银行在开放式净值上也同样努力，发行 36 款。

而实际上，这四家城商行的封闭式净值型产品只是靠着 1-2 个品牌滚动发行数期，单纯地用于替代老品牌的预期收益型产品，并没有体现出较强的产品开发能力。因此，我们重点看这几家的开放式净值型产品。

仅北京、上海两家行在开放式净值型产品发行上比较积极，其他城商行普遍低迷。宁波银行的三款开放式产品都是 2015 年左右发行的，官网已经找不到说明书，无法展示比较。从以往发行的净值型产品来看，杭州和江苏除各有一款偏权益的产品之外，其余全是类债基和类货基，这也能看出，相比于股份行和优势大行，城商行的主动管理能力，尤其是权益方面，差距还是很明显的。

表 9：杭州、江苏、上海银行开放式净值型产品存续格局

大类	分类	产品名称	投资范围
杭州	类债基	“幸福 99”半年添益银	固定收益类 80%-100%，权益类 0-20%。
	类货基	幸福 99”金钱包	每个工作日可申赎，类货基。主要投资货币市场工具类资产。
	偏权益	丰睿系列股票精选第 1 期	通过券商资产管理计划、基金公司专户主要投资于 A 股市场的股票等权益类资产（0-95%）。其余部分，可投资于存款、国债、逆回购、货基等等。（5%-100%）
江苏	偏权益	丰睿系列资产配置第 2 期	银行存款和固定收益类资产（0-90%）；上市公司股票类、另类及其他类等权益类资产（0-80%）。未上市公司股权等权益类资产（0-100%）
	类债基	聚宝财富融达 1 号	多样化的配置策略，主要投资固收类。
	类债基	聚宝财富融享	货币市场工具类、债券等固定收益类以及银监会认可的其他金融投资工具。
	类货基	聚宝财富融汇现金 1 号	每个工作日可申赎，类货基。主要投资货币市场工具类资产。
上海	类债基	聚宝财富融盈 1 号	债权类资产 80-100%，投资于上市交易的股票、公募基金（不包括货基、债基）、商品及金融衍生品和其他监管机构允许投资的资产比例为 0-20%。
	类债基	“慧财”易精灵 2 号(高净值版)	各类债券、回购、拆借、存款、现金、货币市场基金、债券型基金等投资品的比例为 30% - 100%；高信用等级资产支持证券、各类信托计划、资产管理计划等投资品的比例不高于 70%；其他安全性较高的投资工具比例不高于 50%。
	非标类	“净享利”系列	货币市场类和固定收益类资产 10%-100%，非标准化债权资产和其他类资产等 0-90%。

资料来源：理财产品说明书，天风证券研究所

3.2.5. 农商行理财净值化转型的典范-常熟银行一枝独秀

农商行里的常熟的净值化转型做的相对较好。按理说，农商行限于规模和人手，理财业务发展较吃力，看另外几家农商行的理财发行数量就知道了。但常熟一枝独秀，资管新规以来，封闭式净值型发行 4 款，开放式发行 13 款，在农商行里领先。细看发行的产品名称，发现封闭式均来自于“常乐众盈”这个品牌，按照封闭期限不同分为 4 款；开放式产品除了一款 2016 年发行的类债基的“常乐净值型 2 号”外，其余也是“常乐众盈”的品牌下，按定期开放的频率不同分为多款。综合来看，资管新规以来，常熟在净值化转型上颇为积极。

表 10：常熟银行净值型产品存续格局

大类	分类	产品名称	投资范围
封闭	类债基	常乐众盈 7-10 号净值型理财产品	存款、货币基金等现金类资产 0-30%；债券资产、同业存单、同业拆借、回购、债券基金 10-100%；其他符合监管要求的债权类资产 0-20%。
开放	类债基	常乐净值型 2 号理财管理计划【2016】	现金类资产 0-15%，债券资产 80-100%，证券投资基金、资产管理计划、信托计划等资产 0-50%。
	类债基	常乐众盈年年享 6 号	现金类资产 0-15%，债券资产 80-100%，资产管理计划、信托计划等资产 0-50%。

资料来源：常熟银行理财产品说明书，天风证券研究所

4. 未来银行理财业务竞争格局会是什么样？

4.1. 资管新规和理财细则下，预期收益型产品式微

4.1.1. 预期收益型理财何去何从？

2020 年底后，预期收益型产品彻底停止发行，是悬在银行资管部门头顶的达摩克利斯之剑。**过渡期内，银行必须做好两个选择题：**一是 2020 年底未到期的老资产，是想办法提前收回，还是提前续发长期老产品来对接；二是过渡期内要不要继续发预期收益型产品，配置 2020 年底前到期的非标资产。

做好选择前，有必要想清楚，净值型产品究竟好不好发行？从近 10 个月的理财产品发行情况来看，净值型似乎并没有太大起色。可能是客户接受度不够，募集效果不佳，为保住现有规模，只好继续发预期收益型产品；也可能是银行认为从预期收益型集中转向净值型问题不大，现在先用预期收益型产品稳定地挣利差，等到 2020 年底附近再转也不迟。这两种情况可能是分化的，有的银行因为净值型产品发行历史较长、净值表现较好，其转换时客群流失风险就小，而有的银行之前做的净值型产品很少，没有历史参照和良好口碑，客户接受度或较低。

倘若客户对净值型产品接受度低，那么如果到 2020 年底前还留有大量客户资金在预期收益型产品里，这时再发净值型产品来承接，就会面临客户的再选择，客户可能转向历史管理水平较好、有足够长的优秀净值记录的他行产品了。对这一类的银行来说，过渡期最佳策略就是加快净值化转型，尽量彻底地用净值型置换预期收益型，2020 年底存量的预期收益型产品越少，客群流失效应越小。在控制损失的前提下，净值化转型，还是越早做越好。

4.1.2. 净值型产品竞争力或成为瓶颈

净值化转型关键在于客户接受度，而这由产品竞争力决定。银行做净值化转型的首要考虑是保住规模，也即保住客户。因此，预期收益型压降快慢不是重点，净值型产品发行能力才是瓶颈。理财产品净值化时代，客户的选择依据改变了。客户在预期收益型产品中的选择依据是，收益高不高，保本不保本，这家银行的牌子够不够大，跟理财经理谁比较熟。而净值型产品，尤其是开放式净值型产品，从成立以来的净值是可以很方便地回溯的，成绩一目了然，客户会更多从历史业绩表现来判断了。这时公募基金也会纳入客户的比较范围。既然明说了不刚兑，银行的信誉因素就减弱了，产品的历史业绩表现成为主要考虑。

净值型产品不是一朝一夕之功，后起者理应更加努力才是。净值型产品竞争力，本质上说，是产品开发、投资研究、风险管理、前中后台全方面的综合能力，体系的搭建直到成熟运行需要长期的积累；表象上看，就是理财产品的历史净值走势。有更长的优秀业绩记录的产品必然会更受客户亲睐，相比之下，刚成立不久的产品在募资上就有着天然的劣势。净值型产品天然存在较强的先发优势，这是银行资管部加快净值化转型的重要动力。

4.2. 未来理财竞争预计激烈化，投研能力与产品体系是关键

理财子公司形态下的净值型产品竞争，各家机构难免一战，竞争预计激烈化。

过渡期看似风平浪静，但海面之下已是暗潮涌动。如果说，独立成理财子公司是脱离母行，那么进入净值化时代，就是跳进大海。跳进大海前的准备决定了谁能够呛更少的水、更快适应、更早成为弄潮儿。这个准备，对银行资管部来说，就是**产品研发能力提升和投资研究体系建设**。在理财收入实际上靠息差的旧时代，规模及销售能力（决定理财负债成本）意味着一切，而在真正意义上代客理财的时代来临时，由优秀的研究投资能力支撑的全面产品体系才是关键。

净值化转型，不光为了置换掉存量的预期收益型产品，更是为了在这个过程中提升投研能力、完善产品线、对标公募基金建立起前中后台的完整体系。

过渡期是大力发展净值型产品的关键时期。

我们认为，银行留着传统老产品继续吃利差到过渡期结束，是不明智的。理财子公司的发展与母行的资产规模联系弱化，而与其自身的投研和销售能力关系更加密切，应该把主要精力放在净值型产品的研发与发行上来。过渡期里，各家银行也许还可以享受相对稳定客群和收入。而 2020 年年底一过，随着刚兑产品成为过往，银行理财的竞争格局预计会发生巨变，没有及时转型且净值型产品基础薄弱的银行，或面临客户流失风险。客群会涌向历史业绩优秀的净值型产品，而这些产品来自于早已培育出优秀的净值型产品开发、销售、投资管理能力的银行。客户再选择的速度或远快于新产品发行速度，这时马太效应将会凸显，净值型产品发行管理有优势的银行资管部（彼时也许已经是理财子公司了）短期内将额外得到更多客户，进而有更多利润来支撑其市场化改造，打造出更加优秀的投资研究团队，从而进一步巩固资金募集和品牌优势。未来，银行理财子公司也许会很快形成**类似公募基金**的头部集中格局。

我们认为，在过渡期两年半的时间内，各家银行净值化转型进度的快慢，也许决定不了多少的当期理财收入，但其对 2020 年之后的银行理财子公司竞争格局的影响，将会是决定性的。**银行理财净值化转型，宜早不宜迟。**

5. 投资建议：规模回升佐证监管放松，净值化先行者强者愈强

7-8 月非保本理财规模回升，佐证了理财监管尺度的放松；资金端成本下行可扩大利差；净值化转型令强者愈强，利好大行和股份行。理财业务是银行的利润中心，1H18 理财业务收入大降已反映资管新规等影响，伴随着平稳过渡并逐步走入正轨，**银行理财业务有望逐渐回暖，对业绩产生正向贡献。**

过渡期内的理财**净值化转型进度**，决定了预期收益型产品的压退节奏，进而决定了 2020 年底客群损失/获得。加快净值化转型，不光为了边际扩大管理规模带来的当期收入，更重要的是在此基础上，建立**优秀研究投资能力、全面的产品体系、完善的前中后台架构**。这些才是理财子公司脱离母行而进入净值化理财时代时所需的**核心竞争力**。

结合 2017 年 11 月以来上市银行的理财产品发行情况，以及存续净值型产品的类别和投资范围，我们认为，**工行、招行**的净值型产品开发和投资管理能力是当之无愧的**第一梯队**；股份行里**兴业**的净值型产品发行较为活跃，**光大**净值型产品线底子不弱，且锐意创新；城商行里**上海、杭州、江苏**在新规后的净值型产品发行较为活跃；农商行里的**常熟**，在农商行有明显的**相对优势**。

银行板块攻守兼备，当前位置谨慎乐观。3Q18 银行板块明显反弹，国庆期间海外股市大跌，特别是香港市场金融股下跌不少，预计会对节后银行股走势造成影响，幸好有力度较大的降准对冲，当前位置谨慎乐观。

6. 风险提示

外部环境不确定性上升；经济超预期下行导致非标出现违约。

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