

独立运营序幕拉开， 理财资管转型加速

事件：

12月2日晚，银保监会发布了《商业银行理财子公司管理办法》（以下简称《管理办法》）正式文。

简评

作为“理财新规”的配套制度，《管理办法》与“资管新规”和“理财新规”共同构成理财子公司开展理财业务需要遵循的监管要求。文件共六章62条，分别为总则、设立变更与终止、业务规则、风险管理、监督管理、附则。

1、市场核心关注点

其一是在公募理财产品投资股票和销售起点方面，在前期已允许银行私募理财产品直接投资股票和公募理财产品通过公募基金间接投资股票的基础上，进一步允许子公司发行的公募理财产品直接投资股票；参照其他资管产品的监管规定，不在《理财子公司管理办法》中设置理财产品销售起点金额。

其二是在销售渠道和投资者适当性管理方面，规定子公司理财产品可以通过银行业金融机构代销，也可以通过银保监会认可的其他机构代销；参照其他资管产品监管规定，不强制要求个人投资者首次购买理财产品进行面签。

其三是在非标债权投资限额管理方面，根据理财子公司特点，仅要求非标债权类资产投资余额不得超过理财产品净资产的35%（而不需要同时满足低于银行总资产4%的要求）。

其四是在产品分级方面，允许子公司发行分级理财产品，但应当遵守“资管新规”和《理财子公司管理办法》关于分级资管产品的相关规定。包括：（1）公募和开放式私募产品不能进行份额升级；（2）分级私募产品总资产/净资产 \leq 140%；（3）固收类、权益类、商品及衍生品类和混合类产品的分级比例分别不得超过3:1、1:1和2:1；（4）自主管理，不得转委托给劣后级投资者；（5）不得直接或间接对优先级份额提供刚兑安排。

其五是在理财合作机构范围方面，与“资管新规”一致，规定子公司发行的公募理财产品所投资资管产品的发行机构、受托投资机构只能为持牌金融机构，但私募理财产品的合作机构、公募理财产品的投资顾问可以为持牌金融机构，也可以为依法合规、符合条件的私募投资基金管理人。

银行

维持

增持

杨荣

yangrongyj@csc.com.cn

010-85130239

执业证书编号：S1440511080003

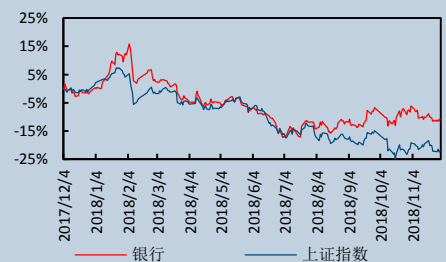
研究助理：方才

fangcai@csc.com.cn

010-86451314

发布日期：2018年12月03日

市场表现



相关研究报告

其六是在**风险管理方面**，要求理财子公司计提风险准备金，遵守净资本相关要求；强化风险隔离，加强关联交易管理；遵守公司治理、业务管理、内控审计、人员管理、投资者保护等方面的具体要求。此外，根据“资管新规”和“理财新规”，理财子公司还需遵守杠杆水平、流动性、集中度管理等方面的定性和定量监管标准。

2、与其征求意见稿之间的区别

与征求意见稿相比，正式文在以上核心问题上并没有发生变化，但也有一些区别，主要有：

(1) 放开自有资金投资理财产品的范围。《管理办法》允许理财子公司在严格遵守风险管理要求前提下，将一定比例的自有资金投资于本公司发行的理财产品，即“不得超过其自有资金的 20%，不得超过单只理财产品净资产的 10%，不得投资于分级理财产品的劣后级份额”。

(2) 在股权管理方面，采纳市场机构反馈意见，新增补充规定：“银行理财子公司变更持股 1%以上、5%以下股东的，应当在 10 个工作日内向银行业监督管理机构报告”，我们认为该条规定意在鼓励各类股东长期持有理财子公司股权、保持股权结构稳定的同时，为理财子公司下一步引入境内外专业机构、更好落实银行业对外开放举措预留空间。

(3) 在内控隔离和交易管控方面，参照同类资管机构监管制度，在投资管理与交易执行职能相分离、建立公平交易制度和异常交易监控机制、对理财产品的同向和反向交易进行管控，以及从业人员行为规范等方面进一步细化了监管要求。

3、目前理财子公司设立的最新进展

截至 11 月底，已经有 18 家商业银行公开宣布成立理财子公司，其中 A 股上市银行 16 家。五大行均在公布成立理财子公司的方案，注册资本在 80 亿至 160 亿；股份行除中信银行之外均宣布将成立理财子公司，并且注册资本大多在 50 亿元左右，其中浦发银行注册资本最高达 100 亿元；城商行中，只有北京银行、南京银行、宁波银行三家老城商行和杭州银行一家次新银行宣布成立资管子公司，注册资本在 10 亿至 50 亿之间。

目前，这些方案仍只是通过董事会决议，还没有经过监管部门批复。同时，这些银行均是采用全资设立的方式，注册资本也都满足理财子公司管理办法中 10 亿的最低要求，但大多数银行也表示“可根据监管规定和经营需要调整，包括分期到位及逐步增资，并可择机引进战略投资者”。

图表1： 商业银行理财子公司设立最新情况

预案发布时间	银行	注册资本	持股比例	子公司名称
2018.11.27	工商银行	160 亿	100%	工银理财有限责任公司
2018.11.27	农业银行	120 亿	100%	农银理财有限责任公司
2018.11.17	建设银行	150 亿	100%	建信理财有限责任公司
2018.11.15	中国银行	100 亿	100%	中国银行理财有限责任公司
2018.06.01	交通银行	80 亿	100%	交银资产管理有限公司
2018.08.29	兴业银行	50 亿	100%	兴银资产管理有限责任公司
2018.03.24	招商银行	50 亿	100%	招银资产管理有限责任公司
2018.08.30	浦发银行	100 亿	100%	浦银资产管理有限责任公司
2018.06.30	民生银行	50 亿	100%	
2018.06.02	光大银行	50 亿	100%	

预案发布时间	银行	注册资本	持股比例	子公司名称
2018.06.07	平安银行	50 亿	100%	平银资产管理有限责任公司
2018.04.20	华夏银行	50 亿	100%	
2018.04.27	北京银行	50 亿	100%	
2018.06.08	南京银行	20 亿	100%	
2018.05.26	宁波银行	10 亿	100%	宁行资产管理有限公司
2018.08.31	杭州银行	10 亿	100%	
2018.07.28	广发银行	50 亿	100%	
2018.10.16	徽商银行	20 亿	100%	徽银资产管理有限责任公司

资料来源：中信建投证券研究发展部

4、影响分析

理财子公司在竭力打通非标融资渠道和权益配置通道，解决我国目前融资供求方式不匹配问题，真正实现扶持实体经济发展意图，同时为二级股票市场引入中长期投资资金，实现提振股市的意图；此外也在推动银行业混业经营迈向新的阶段。

(1) 银行在理财业务子公司化以后，有着显著的优势，也有劣势。优势主要体现在：规模大、客户优势以及销售渠道和固收+的优势。例如：2018 年中期，建行理财余额 1.95 万亿，如果 20% 投向权益，流向权益市场资金规模也将达 4000 亿，其资金规模是一家大型公募基金的 3-4 倍。而且银行一直是债券市场最大的买方。当然，银行系子公司也劣势，如对权益市场不熟悉、投研体系不健全、投研队伍和人才缺乏、金融科技亟需完善、亟需打造业务特色等。

(2) 银行系理财子公司和公募的区别比较多，比如：投资期限偏中长期，横跨一级和二级市场，固收是其绝对优势。而在产品上的区别是最大：**银行理财是净值型绝对收益产品，而基金主要是净值型相对收益产品。**

(3) 未来理财子公司化以后，子公司主要是在实现负债端破刚兑的同时，在资产端将逐步实现标准化，从而实现资管业务转型。

(4) 目前，银行资管业务发展中，重点是借助妥善的通道，将银行理财资金引向民营企业，才能在银行风险偏好依然维持极低的情况下，化解民营企业的风险，同时实现资金真正流向实体经济。

5、投资建议

《管理办法》落地之后，银行理财转型将正式进入加速通道。理财子公司化运营的核心在于负债端的破刚兑，资产端的标准化。同时，预计可以二级权益市场带来新增资金 2 万亿至 3 万亿，而且由于理财负债端的期限可能会延长，这部分新增资金也属于 1 年期以上的中长期资金，也将改善二级市场的投资者结构和资金期限结构，有助于股市稳定和发展。此外，非标配置比例也有望扩容，未来非标扩容空间达到 4.5 万亿以上，将全面填补影子银行规模下降导致的非标下降，充分满足实体的融资需求，解决融资供给方式和融资需求方式不匹配的问题。

中美贸易战和美联储加息是抑制 A 股估值的两大重要外部因素，G20 峰会后中美贸易战出现了缓和迹象，而美联储的最新表态也暗示着加息周期可能降进入尾声，从而我们判断抑制 A 股估值的外部风险在逐步出清。在国内“宽货币、宽信用”的引导下，A 股将迎来估值修复行情，经济预期差为正，资产质量隐忧缓解，作为

基本面有保证，估值又相对便宜的银行股来说，估值修复有望展开。望投资者把握年底估值切换行情。

对银行股的观点：右侧机会，更看好中小银行。宏观监管政策和行业监管政策都转向更加积极以后，银行业营业环境在好转，带来银行股估值的回升。但是近期监管在要求银行增加对民营企业的信贷投放，市场担忧未来隐含的不良率回升，银行股开始盘整。我们认为随着银行对民营企业界定口径、信贷标准、投放策略等政策日渐清晰后，市场认可信贷标准并没有降低，市场的担忧消除后，同时随着社融数据逐步好转，银行股又将修复。

中长期重点推荐：工行、优质银行股、平安、宁波、上海银行；浦发、民生；常熟。

分析师介绍

杨荣：中央财经大学金融学博士，英国杜伦大学商学院访问学者，银行业首席，金融组组长。专注于将金融学理论和中国具体的市场实践精巧结合，并且借助规范科学的研究方法，发现市场内在的规律和秩序。持续跟踪研究银行资产管理业务、银行新兴业务。准确研判 2012 年年底以来银行板块的行业性机会和个股行情。2014 年获“最佳分析师量化排名”银行业第一名。2017 年获得《金融市场研究》杂志五周年十佳“优秀青年作者”荣誉。2018 年获得最佳行业“金牛分析师”奖；“Wind 金牌分析师”银行业第二名；“最佳分析师”量化评选银行业第二名，连续 5 年累计排名银行业第一名。

研究助理

方才：南开大学金融学博士，2017 年加入中信建投研究发展部。2018 年获得“Wind 金牌分析师”银行业第二名。

研究服务

机构销售负责人

赵海兰 010-85130909 zhaohailan@csc.com.cn

保险组

张博 010-85130905 zhangbo@csc.com.cn

高思雨 gaosiyu@csc.com.cn

张勇 010-86451312 zhangyongzgs@csc.com.cn

王罡 wanggangbj@csc.com.cn

张宇 010-86451497 zhangyuyf@csc.com.cn

北京公募组

黄玮 010-85130318 huangwei@csc.com.cn

朱燕 85156403 zhuyan@csc.com.cn

任师蕙 010-8515-9274 renshihui@csc.com.cn

黄杉 010-85156350 huangshan@csc.com.cn

杨济谦 010-86451442 yangjiqian@csc.com.cn

私募业务组

赵倩 010-85159313 zhaoqian@csc.com.cn

上海销售组

李祉瑶 010-85130464 lizhiyao@csc.com.cn

黄方禅 021-68821615 huangfangchan@csc.com.cn

戴悦放 021-68821617 daiyuefang@csc.com.cn

翁起帆 wengqifan@csc.com.cn

李星星 021-68821600-859 lixingxing@csc.com.cn

范亚楠 fanyanan@csc.com.cn

李绮绮 liqiqi@csc.com.cn

薛姣 xuejiao@csc.com.cn

许敏 xuminzgs@csc.com.cn

深广销售组

胡倩 0755-23953981 huqian@csc.com.cn

许舒枫 0755-23953843 xushufeng@csc.com.cn

程一天 chengyitian@csc.com.cn

曹莹 caoyingzgs@csc.com.cn

张苗苗 020-38381071 zhangmiaomiaocsc.com.cn

廖成涛 0755-22663051 liaochengtaocsc.com.cn

陈培楷 020-38381989 chenpeikai@csc.com.cn

评级说明

以上证指数或者深证综指的涨跌幅为基准。

买入：未来 6 个月内相对超出市场表现 15% 以上；

增持：未来 6 个月内相对超出市场表现 5—15%；

中性：未来 6 个月内相对市场表现在-5—5%之间；

减持：未来 6 个月内相对弱于市场表现 5—15%；

卖出：未来 6 个月内相对弱于市场表现 15% 以上。

重要声明

本报告仅供本公司的客户使用，本公司不会仅因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证本报告所包含的信息或建议在本报告发出后不会发生任何变更，且本报告中的资料、意见和预测均仅反映本报告发布时的资料、意见和预测，可能在随后会作出调整。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成投资者在投资、法律、会计或税务等方面的最终操作建议。本公司不就报告中的内容对投资者作出的最终操作建议做任何担保，没有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。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，据本报告做出的任何决策与本公司和本报告作者无关。

在法律允许的情况下，本公司及其关联机构可能会持有本报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布本报告。任何机构和个人如引用、刊发本报告，须同时注明出处为中信建投证券研究发展部，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和/或修改。

本公司具备证券投资咨询业务资格，且本文作者为在中国证券业协会登记注册的证券分析师，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映了作者的研究观点。本文作者不曾也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

股市有风险，入市需谨慎。

中信建投证券研究发展部

北京

东城区朝内大街 2 号凯恒中心 B 座 12 层（邮编：100010）
电话：(8610) 8513-0588
传真：(8610) 6560-8446

上海

浦东新区浦东南路 528 号上海证券大厦北塔 22 楼 2201 室（邮编：200120）
电话：(8621) 6882-1612
传真：(8621) 6882-1622

深圳

福田区益田路 6003 号荣超商务中心 B 座 22 层（邮编：518035）
电话：(0755) 8252-1369
传真：(0755) 2395-3859