

破茧争先出，弄潮大资管

——银行理财子公司批设一周年回顾与展望

行业深度

◆ **资管新规重塑行业格局，理财子公司应运而生。**理财子公司是监管鼓励的转型方向。目前有21家银行获批筹建理财子公司，其中14家开业运营。2020年以来，随着已有理财子公司运行更为成熟、新设理财子公司相继发行产品、产品平移工作的持续推进，理财子公司产品的整体规模或增至2-3万亿元。

◆ **理财子公司开业一年来的运行情况。**1) 战略规划各有特色，银行集团对理财子公司提升大资管板块整体竞争实力寄予厚望；2) 理财子公司与资管部并行，但是与资管部职能定位等有所差异；3) 当前批设速度稳中有进，大行发挥“头雁”效应，股份行及头部城商行积极跟进；4) 理财子公司产品尚处于发行初期，产品特征共性明显，但也不乏特色化产品。理财子公司的特色产品作为理财子公司对多元化资产配置、主动管理及主题理财产品等方面的尝试，或成为未来理财子公司拓展产品体系的重要方向。

◆ **十大维度对比理财子公司产品与母行资管部产品的共性与差异。**我们将理财子公司所发行的产品与同期母行发行的产品进行对比，得出以下结论：1) 从产品类型看，均以固收类为主，但理财子公司权益类产品占比相对更高；2) 从产品风险等级来看，理财子公司产品整体风险等级明显更高，且二季度产品风险等级有边际上移；3) 从产品期限来看，理财子公司产品投资期限有显著拉长；4) 从投资资产类型来看，理财子公司投资债券类比例居首，衍生金融工具使用比例更高；5) 从业绩比较基准来看，理财子公司5%以上高收益产品占比明显更高；6) 从运作模式来看，银行理财子公司封闭式产品占比更低；7) 从计划募集资金规模来看，理财子公司单只产品计划募集规模显著更高；8) 从投资中间标的来看，理财子公司产品和母行资管部产品占比最高的分别为券商资管计划和信托计划；9) 从个人投资起点来看，理财子公司投资起点明显更低，具有普惠性；10) 从产品发行对象来看，理财产品大致趋同，但理财子公司产品面向个人发行占比更高。

◆ **理财子公司的投研规划及资管机构的合作方向。**理财子公司对于拓展大类资产配置、增强权益类资产投资、完善投研体系建设及加强与其他资管机构在投研等领域的合作具有较强诉求，我们对相关情况进行了详细梳理。

◆ **理财子公司的发展机遇与监管环境。**理财子公司战略发展机遇主要体现为：丰富金融产品供给，参与直接融资体系建设；助力居民财富管理，打造养老第三支柱；拥抱金融对外开放，借力优势禀赋做大做强。监管导向方面，银保监会将严格审慎监管，配套政策正在抓紧制定，不留模糊地带；协调相关部门消除制度性洼地，维护公平竞争；支持新生业态不会墨守成规，推动持续健康发展。

◆ **风险提示。**疫情影响下国内外经济金融环境更为复杂，理财资产端配置压力加大；后资管新规时代，客户真实风险偏好或对理财规模形成扰动。

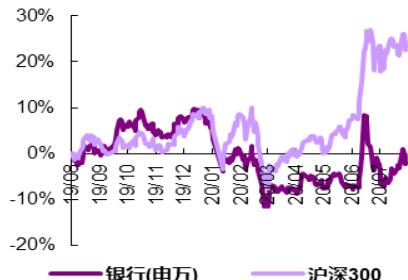
买入（维持）

王一峰 (执业证书编号：S0930519050002)
 010-56513033
wangyf@ebscn.com

联系人

董文欣
 010-56513030
dongwx@ebscn.com

行业与上证指数对比图



资料来源：Wind

相关研报

监管再度出手影子银行 资管新规确认延期一年——银行理财 2020年7月报.....2020-8-2

净值型理财迎“压力测试” 标准化债权资产认定规则落地——银行理财 2020年6月报.....2020-7-5

理财产品或尝鲜基建公募 REITs 信托新规推动资管业公平竞争——银行理财 2020年5月报.....2020-5-27

从上市银行年报看银行理财业务发展新形势——银行理财 2020年4月报.....2020-4-29

疫情影响下的银行理财子公司运行新形势及后续监管政策展望——银行理财 2020年3月报.....2020-3-25

盘点银行理财子公司运行状况 透析资管新规过渡期延长安排——银行理财 2020年1-2月报.....2020-2-21

投资聚焦

资管新规及配套细则相继落地实施，重塑大资管格局，银行理财子公司作为监管鼓励的方向，监管制度较理财新规有明显放松、发展空间也相对更大。我们对理财子公司批设情况、战略规划、产品发行特点等情况进行了详细梳理，分析了理财子公司的投研规划及与公募基金等其他资管机构的合作方向，并对下一阶段理财子公司的发展机遇与监管环境做出展望。

研究背景

银行理财在大资管行业中规模居首，而子公司化运行是监管鼓励的理财转型方向。2019年6月，首家理财子公司开业至今的一年来，整体运行态势、产品发行情况、业务合作机会，后续可能的发展态势及监管政策环境等受到各方关注。日前，保监会副主席曹宇就理财子公司相关发展情况及政策展望接受专访，各大理财子公司负责人也纷纷发声。基于此，本文对市场关注的理财子公司运行、产品发行等情况做了详细的分析梳理并进行展望。

我们的创新之处

我们对理财子公司成立至今发行的产品，与相同期限内母行资管部发行的产品进行了对比，从产品类型、风险等级、产品期限、投资资产类型、业绩比较基准、运作模式、计划募集规模、投资中间标的等十个维度对这些产品的共性与差异进行了梳理，属于市场上独一无二的研究角度。

同时，我们对理财子公司的特色产品进行了梳理，这些产品作为理财子公司多元化资产配置、主动管理及主题理财产品等方面的尝试，或成为未来理财子公司拓展产品体系的重要方向，值得关注。

投资观点

理财子公司对于拓展大类资产配置、增强权益资产投资、进一步完善投研体系建设及加强与其他资管机构在投研等领域的合作具有较强诉求，公募基金、券商资管等机构有望获得较大的合作空间。

未来理财子公司在丰富产品供给、打造养老金支柱、金融对外开放等方面具有发展机遇；监管部门将持续优化监管规则，护航银行理财子公司这一新生业态健康发展。

目 录

1、 “资管新规”重塑行业格局，理财子公司应运而生	4
1.1、“资管新规”及配套细则对银行理财提出新要求	4
1.2、“资管新规”实施后银行理财的转型发展态势	4
2、 理财子公司一年来的运行情况及产品梳理	7
2.1、 理财子公司整体运行情况	7
2.2、 十大维度对比理财子公司产品与母行资管部产品的共性与差异	9
2.3、 银行理财子公司特色产品盘点	15
3、 理财子公司的投研规划及与资管机构的合作方向	17
4、 理财子公司的发展机遇与监管环境	18
4.1、 理财子公司的发展机遇分析	18
4.2、 监管导向：兼具审慎与包容，持续优化监管规则	21
5、 风险提示	22

1、“资管新规”重塑行业格局，理财子公司应运而生

2018年4月以来，“资管新规”及配套细则相继落地实施，大资管行业逐渐进入统一规制的公平竞争时代。银行理财在资管行业中规模占比居首，而理财业务子公司化运作是监管部门重点鼓励的转型方向。

1.1、“资管新规”及配套细则对银行理财提出新要求

“资管新规”明确了打破刚性兑付、禁止资金池、消除多层嵌套、强制穿透管理和推动理财产品全面净值化管理的监管原则。2018年9月，银保监会发布《商业银行理财业务监督管理办法》，其中第十四条明确规定“商业银行应当通过具有独立法人地位的子公司开展理财业务。暂不具备条件的，商业银行总行应当设立理财业务专营部门，对理财业务实行集中统一经营管理”。2018年12月，银保监会发布《商业银行理财子公司管理办法》，对银行理财子公司的设立、业务范围等进行了规范，着重强化银行理财业务风险隔离、推动银行理财回归资管业务本源。理财子公司作为监管鼓励的方向，监管尺度较“理财新规”有明显放松、发展空间也相对更大。

表1：《理财子公司管理办法》与“理财新规”差别要点

差别要点	理财新规	理财子公司管理办法
销售门槛	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。	不再设置理财产品销售起点金额。
	本行及其他银行业金融机构。	放宽至银保监会认可的其他机构。
	非机构投资者首次购买理财产品需在网点进行面签。	不强制要求面签。
宣传媒介	不得通过电视、电台、互联网等渠道对具体理财产品进行宣传。	允许公募理财通过前述渠道进行宣传。
分级产品	禁止发行分级理财产品	可以发行分级理财产品。
公募理财 投资范围	在理财业务仍由银行内设部门开展的情况下，允许公募理财产品通过各类公募基金间接进入股市。	公募理财产品应主要投资于标准化债权类资产以及上市交易的股票，不得投资未上市企业股权，另有规定除外。
理财产品 投资范围	银行发行的理财产品，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。	理财产品公司发行的理财产品，不得直接或间接投资本公司发行的理财产品，但可以再投资一层其他机构发行的资管产品，但所投资的资管产品不得再投资公募基金以外的资管产品。
股票投资	私募理财可直接投资股票；公募理财通过投资公募基金间接投资股票	进一步允许理财产品公司发行的公募理财直接投资股票。
非标投资	银行理财投资非标的上限，既不得高于资本净额的10%、理财产品净资产的35%，也不得高于本行上一年度总资产的4%。	仅要求不得超过理财产品净资产的35%
合作机构	必须是具有专业资质并受金融监管部门依法监管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。	允许理财产品公司选择符合条件的私募投资基金管理人担任合作机构。

资料来源：《商业银行理财子公司管理办法》、《商业银行理财业务监督管理办法》、光大证券研究所整理

1.2、“资管新规”实施后银行理财的转型发展态势

根据“资管新规”及配套细则，银行理财在产品体系、盈利模式、信息披露等方面亟需转型。新规颁布实施以来，银行理财规模增速持续低位徘徊，但整体业务结构进一步优化，体现为净值型产品存续与发行规模持续增长、同业理财规模与占比“双降”、理财资金配置以标准化资产为主等方面，而各家银行积极布局理财产品有望加速转型进程。

(1) 理财存续规模大体稳定，同业理财规模与占比持续“双降”。自2018年以来，银行理财规模增速持续低位但余额总体平稳。截至2019年末，非保本理财存续余额23.4万亿元，与2017、2018年末基本持平。其中，同业理财规模占比自2017年以来延续“双降”态势。截至2019年末，同业理财存续余额0.84万亿元，仅占非保本理财产品存续余额的3.59%，较2017年初高点23%下降近20个百分点，有效降低了银行同业间的风险传递。

图1：非保本理财存续规模大体稳定



资料来源：《中国理财业理财市场报告（2019年）》、光大证券研究所

图2：同业类产品存续余额及占比双降



资料来源：《中国理财业理财市场报告（2019年）》、光大证券研究所

(2) 净值型产品占比超四成，理财资金主要配置标准化资产。净值型产品存续与发行规模持续增长，存续余额占比不断提升。截至2019年末，净值型产品存续余额10.13万亿元，同比增长4.12万亿元（增幅68.61%），占全部非保本理财产品存续余额的43.27%。资产配置方面，穿透后来看，理财资金投向存款、债券（含同业存单）及货币市场工具的余额占全部投资余额的71.75%。其中，债券资产占理财产品投资余额的59.72%。随着通道业务进一步压缩，非标比例下降、期限错配收窄。

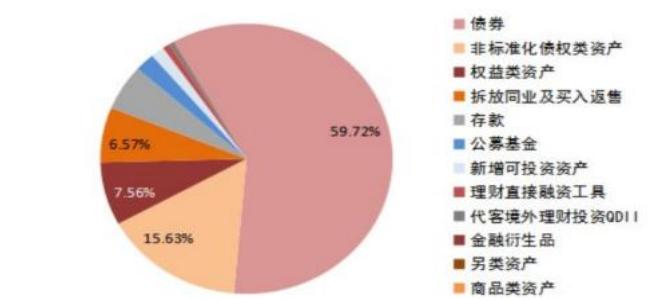
(3) 开放式产品占比较高，封闭式产品平均期限增加。截至2019年末，开放式非保本理财产品存续余额16.93万亿元（占比72.36%），存续余额同比上升4.72个百分点；封闭式非保本理财存续余额6.47万亿元（占比27.64%）。新发行封闭式非保本理财产品加权平均期限同比增加约25天至186天，主要受期限错配监管约束及加长久期提升收益两大因素推动。随着产品平均期限的延长，理财产品流动性风险得以缓释，而中长期资产配置能力进一步提升。

图3：净值型产品占比明显提升



资料来源：《中国理财业理财市场报告（2019年）》、光大证券研究所

图4：理财资产配置以标准化资产为主



资料来源：《中国理财业理财市场报告（2019年）》、光大证券研究所

(4) 理财子公司发展初具规模。监管层以“成熟一家、批准一家”的工作思路有序引导理财子公司业务落地。2019年6月，第一家银行理财子公司开业，至今一年多来，共有21家银行获批筹建理财子公司，其中14家开业运营；首家在华设立的外方控股理财公司汇华理财（暂定名，东方汇理出资占比55%，中银理财出资占比45%）也已获批筹建。截至2019年末，5家大型银行下设理财子公司有存续产品，余额合计0.80万亿元。2020年以来，随着已有理财子公司运行模式更为成熟、新设理财子公司相继发行产品、产品平移工作的持续推进，预计理财子公司产品整体规模或增至2-3万亿。

表2：理财子公司获批筹建情况及开业进展

银行类别	银行名称	理财子公司	预案发布时间	获批筹建时间	开业时间	注册资本（亿元）
国有行	工商银行	工银理财	2018/11	2019/02	2019/06	160
	建设银行	建信理财	2018/11	2018/12	2019/06	150
	农业银行	农银理财	2018/11	2019/01	2019/08	120
	中国银行	中银理财	2018/11	2018/12	2019/07	100
	交通银行	交银理财	2018/05	2019/01	2019/06	80
	邮储银行	中邮理财	2018/12	2019/05	2019/12	80
股份行	光大银行	光大理财	2018/06	2019/04	2019/09	50
	招商银行	招银理财	2018/03	2019/04	2019/11	50
	兴业银行	兴银理财	2018/08	2019/06	2019/12	50
	中信银行	信银理财	2018/12	2019/12	2020/07	50
	平安银行	平银理财	2018/06	2019/12	2020/08*	50
	民生银行	-	2018/06	-	-	50
	华夏银行	华夏理财	2018/04	2020/04	-	50
	广发银行	广银理财	2018/07	2020/07	-	50
	浦发银行	浦银理财	2018/08	2020/08	-	50
城商行	宁波银行	宁银理财	2018/05	2019/06	2019/12	15
	杭州银行	杭银理财	2018/08	2019/07	2020/01	10
	徽商银行	徽银理财	2018/10	2019/08	2020/04	20
	江苏银行	苏银理财	2016/02	2019/12	2020/08*	20
	北京银行	-	2018/04	-	-	50
	南京银行	南银理财	2018/06	2019/12	2020/08*	20
	重庆银行	渝银理财	2018/12	-	-	10
	青岛银行	青银理财	2018/12	2020/03	-	10
	吉林银行	-	2018/12	-	-	10
	长沙银行	长银理财	2018/12	-	-	10
	成都银行	成银理财	2019/01	-	-	10
	上海银行	上银理财	2019/01	-	-	30
	天津银行	-	2019/03	-	-	10
	威海市商业银行	-	2019/04	-	-	-
	朝阳银行	-	2019/04	-	-	-
	甘肃银行	陇银理财	2019/04	-	-	10
农商行	顺德农商行	-	2018/12	-	-	-
	重庆农商行	渝农商理财	2019/04	2020/02	2020/06	20
	广州农商行	珠江理财	2018/12	-	-	20

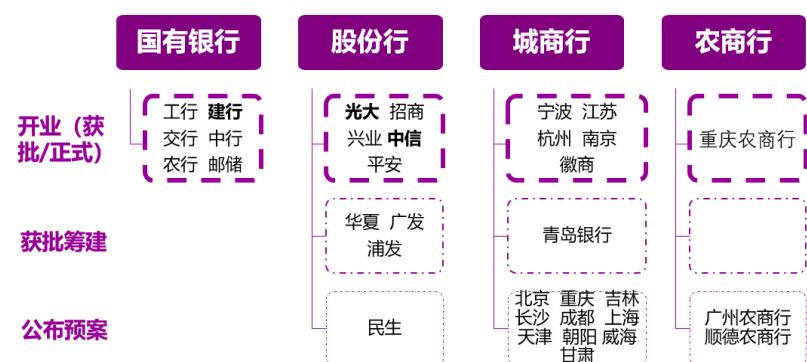
资料来源：各公司公告，光大证券研究所；注：*表示获批开业并非正式开业

2、理财子公司近一年来的运行情况及产品梳理

2.1、理财子公司整体运行情况

地域不受限于母行，战略规划各有特色。获批筹建（含开业）的理财子公司基于母公司战略协同、专业化人才聚集程度等考虑，多选择将母行所在地作为注册地，但也有建信理财、信银理财、光大理财等机构为获取区域发展机会、政府政策支持，选择异地注册。后续这些理财子公司如果有加强与母公司业务协同等发展需要，经过监管审查和允许，也可在母行所在地新设分支机构。

图 5：各类银行理财子公司筹建及开业进展



资料来源：各公司官网，光大证券研究所整理；注：数据截至 2020 年 8 月 20 日，加粗表示理财子公司注册地与母行不一致。

发展规划上，银行集团对理财子公司提升大资管板块整体竞争实力寄予厚望。如工行将理财子公司定位为“大资管业务的核心平台和旗舰品牌”，光大银行将把理财子公司作为光大银行打造“一流财富管理银行”战略的重要支柱，交行将理财子公司视为实现最佳财富管理银行战略的“头雁”。

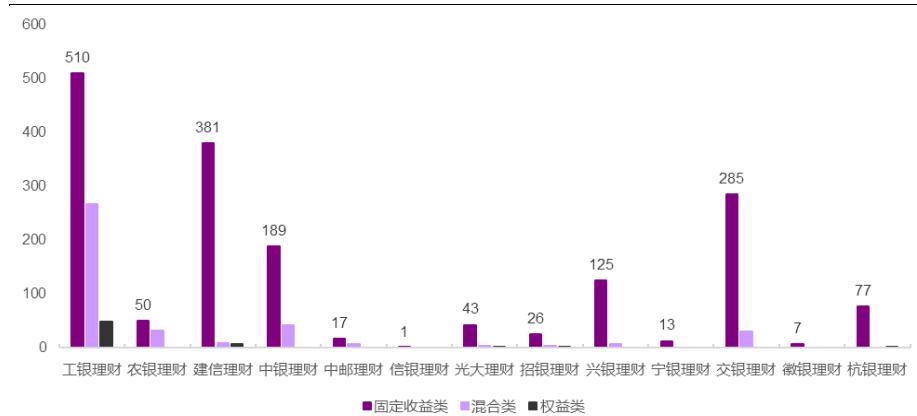
组织架构严格合规，理财子公司与资管部处于并行状态。从银行公布的理财子公司组织架构来看，均严格按照资管新规及配套规则要求，实行独立运营。管理层主要来自母行资管部，也有金融市场部、同业业务部等相关条线的领导或核心骨干。平安银行相对特殊，由平安银行行长兼任理财子公司董事长。从理财子公司运行模式及与资管部的关系来看，各家子公司初期基本选择了理财子公司与原资管部并行运作的方式，有助于推动业务协同、做好产品衔接，但分工和定位也有一定差异。一些大型银行由原总行资管部门统筹其他集团资管子公司协同发展。如建行将原“资产管理业务中心”更名为“集团资产管理部”，逐步剥离经营职能，统筹全行资产管理业务发展；部分银行是通过委托模式将理财业务运营管理交由子公司。如交行通过委托协议把理财业务日常运营管理职能委托给交银理财；此外，有些理财子公司与原资管部门短暂并存后，资管部将自然撤销。

批设速度稳步推进，大行发挥“头雁”效应，股份行及头部城商行积极跟进。2019 年共有 10 家理财子公司正式开业，主要为国有行和股份行；2020 年

初受疫情影响理财子公司批设速度边际放缓，但是二季度以来，股份行及城商行批设速度明显提升，华夏理财、广银理财、浦银理财3家获批筹建，信银理财、徽银理财、渝农商理财、南银理财、苏银理财、平银理财6家开业（含获批和正式开业）。第一家理财子公司开业至今也仅有一年左右时间，初期主要是实现从银行资管部门到独立理财子公司的过渡转型，并有序完善净值型产品布局。从2019年上市银行财报来看，国有大行在集团资管业务协同、理财子公司产品线布局与存续规模等方面凸显“头雁”效应；股份行更倾向于打造特色优势，例如招行的全新产品命名体系、光大的“七彩阳光系列”品牌等。

理财子公司尚处于产品发行初期，产品特征共性明显，但也不乏特色化产品。截至2020年8月17日，理财子公司共发行产品2195只，资产端主要为固收类产品，风险等级多为中等及中低水平，产品平均期限相对银行资管部发行理财产品更长。特色化产品方面，区域特色方面，如建信理财的“乾元”粤港澳大湾区指数灵活配置、中银理财的“长三角养老：中银策略-稳富（定期开放）”等；主题产品方面，如招银理财的全球夜光指数、光大理财的“阳光红卫生安全主题精选”等；资产配置方面，如工银理财、建信理财涉及到了未上市公司股权、光大理财推出了首只直投股票的公募理财产品。

图6：理财子公司各产品类型数量及分布



资料来源：普益标准，光大证券研究所；截至2020年8月17日

单位：只

表3：部分理财子公司产品体系及产品相关信息

理财子公司	产品体系/首发产品	产品相关信息
工银理财	三大系列六款	<ul style="list-style-type: none"> 将推出固定收益增强、资本市场混合、特色私募股权等三大系列共六款产品，涉及固收、权益、跨境、量化等多市场复合投资领域，主要有投资门槛低、体现长期投资理念和股权投资聚焦科创企业三大特色。
建信理财	初期谨慎策略，未来构建各类资产组合；发布“建信理财粤港澳大湾区资本市场指数”	<ul style="list-style-type: none"> 设立初期采取较为谨慎的策略，注重指数产品设计；未来产品投向将是各类资产的组合（股票、债券、非标或流动性资产，偏股、偏债、偏非标、偏货基等类型）； 粤港澳大湾区资本市场指数采用“1+5”体系框架，以“粤港澳大湾区高质量发展指数”为主线，贯穿价值蓝筹、红利低波、科技创新、先进制造、消费升级5条子指数，可以满足不同风险偏好。
中银理财	固定收益类、混合类、商品及金融衍生品类、权益类四档	<ul style="list-style-type: none"> 开业推出五大理财新品，分别是“全球配置”外币系列、“福、禄、寿、喜”养老系列、“智富”权益系列、“鼎富”股权投资系列以及指数系列。
交银理财	“固收类为主，权益类、商品及金融衍	<ul style="list-style-type: none"> 理财产品将以稳健为主要特征，投资范围以固收类为主，把固收类产品打

	生品类、混合类为辅”的净值型理财产品体系	<p>造为理财公司的拳头产品和旗舰产品。</p> <ul style="list-style-type: none"> 根据国家政策导向和投资热点，适时推出特色主体的产品；已在商业养老、科创投资、长三角一体化、要素市场挂钩等策略上做好了储备。
农银理财	“4+2”系列产品体系	<ul style="list-style-type: none"> 四大常规系列“现金管理+固收+混合+权益”是对标监管要求推进净值化转型的载体； 两大特色系列包括惠农产品和绿色金融（ESG），兼顾经济效益与社会效益。
光大理财	“七彩阳光”系列及三款特色产品	<ul style="list-style-type: none"> “七彩阳光”系列涉及多种投资类型和运作模式，分别为阳光红权益系列、阳光橙混合系列、阳光金固收系列、阳光碧现金管理系列、阳光青另类及衍生品系列、阳光蓝私募股权系列和阳光紫结构化融资系列； 三款特色产品包括青岛上合示范区主题系列产品、阳光金颐养老主题产品、ESG社会责任主题产品。
招银理财	针对六大客群发布系列产品，推出全新产品命名体系“招赢”“招睿”“招智”“招卓”以及“招越”	<ul style="list-style-type: none"> 根据基础客群、养老金客群、金葵花及金卡客群、有投资经验客群、私人银行客群、公司客群不同偏好与需求，将针对每类客群发布两只开业产品，产品涵盖货币、固收、固收+、结构化、混合、权益； 按照大类资产维度，启用“赢、睿、智、卓、越”全新产品体系命名，对应现金管理产品、固定收益型产品、多资产型产品、股票型产品、另类产品及其他共五大系列产品。
中邮理财	“财富管理”+“资产管理”双维度架构	<ul style="list-style-type: none"> 在“财富管理”维度上，着眼于客群的分类与分层，设置了“养老”“抗通胀”“盛兴”等分类品牌和“卓享”“尊享”等分层品牌。在“资产管理”维度上，侧重于资金投向与资产配置，旨在突显理财投资的投研驱动和价值挖掘，推出纯固收类“鸿运”、固收+“鸿锦”、偏固收混合类“鸿元”及私募产品“鸿业远图”等八大产品系列。
兴银理财	“八大核心、三大特色”的产品框架体系，构建资管生态圈的发展思路	<ul style="list-style-type: none"> “八大核心”涵盖现金管理、纯债投资、固收增强、项目投资、股债混合、权益投资、多资产策略、跨境投资在内的主流产品线。“三大特色”一是把握区域建设契机，推出海峡指数产品；二是作为中国首家赤道银行的理财子公司，将秉承赤道原则，将ESG评价体系融入投资实践，持续打造绿色理财产品；三是兴银理财将面向细分客群，创新养老理财产品。
平银理财	以“多场景解决方案”为特点的全谱系理财产品体系，产品图谱呈“基础资产—投资工具—解决方案”三个层次结构。	<ul style="list-style-type: none"> 基础产品包括现金管理、固定收益、混合、权益和商品及衍生品等主动管理系列，以及指数产品、ETF产品等指数跟踪系列； 解决方案包括绝对收益、结构收益、全球资产配置、目标风险、客户陪伴养生成计划、养老、教育等多场景下客户资产投资和财富管理组合方案，体现平安理财在资管产品和财富管理上的服务能力和发展方向。

资料来源：各公司官网、光大证券研究所整理

2.2、十大维度对比理财子公司产品与母行资管部产品的共性与差异

我们从产品类型、风险等级、运作模式、投资资产类型、投资期限、计划募集规模、产品发行对象等十大维度对银行理财子公司产品及母行资管部产品进行对比¹，归纳发现理财子公司产品延续了传统银行理财产品以固收类为主的配置思路，同时产品期限有明显拉长，风险偏好边际提升。具体而言特征如下：

¹ 理财子公司产品样本选取理财子公司成立以来（2019年6月20日至2020年8月17日）发行的全部产品，共计2195只产品；母行资管部产品样本选取这些理财子公司母行在相同时间段内发行的产品，有效样本共计24990只产品。

2.2.1、从产品类型看，均以固收类为主，理财子公司权益类产品占比相对更高

理财子公司成立以来所发行产品中，固定收益类、混合类及权益类占比分别为 78.5%、18.5% 及 3.0%；同期内的母行资管部产品中，固定收益类、混合类及权益类占比分别为 75.3%、24.3% 及 0.4%。整体来看，理财子公司和母行资管部产品均以固收类为主，但是理财子公司权益类产品占比高于后者 2.6 个百分点。理财子公司在探索“固收+”的过程中，加大了对权益类配置的探索。理财子公司开业初期往往以固定收益类为首发产品，逐渐推出混合类及权益类品种，随着更多理财子公司相继开业或产品发行进入常态化，理财子公司混合类及权益类占比或进一步提升。

图 7：理财子公司样本理财产品类型

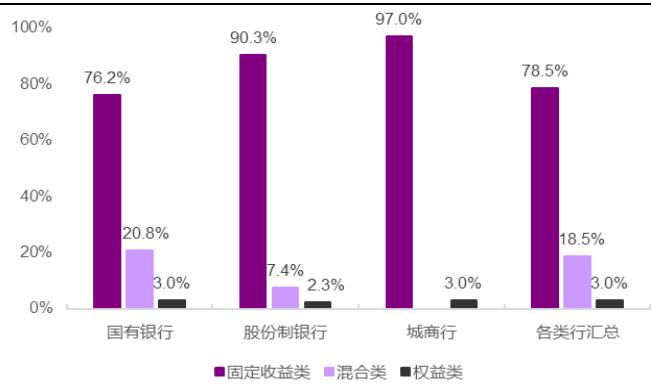
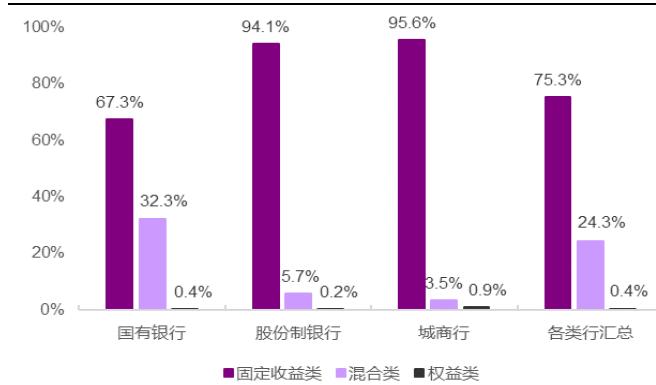


图 8：母行资管部样本理财产品类型



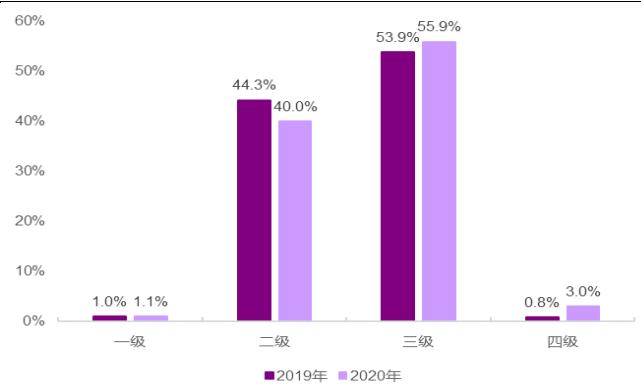
资料来源：普益标准，光大证券研究所；统计区间为 2019 年 6 月 20 日至 2020 年 8 月 17 日

资料来源：普益标准，光大证券研究所；统计区间为 2019 年 6 月 20 日至 2020 年 8 月 17 日

2.2.2、从产品风险等级来看，理财子公司产品整体风险等级更高，且二季度产品风险等级有边际上移

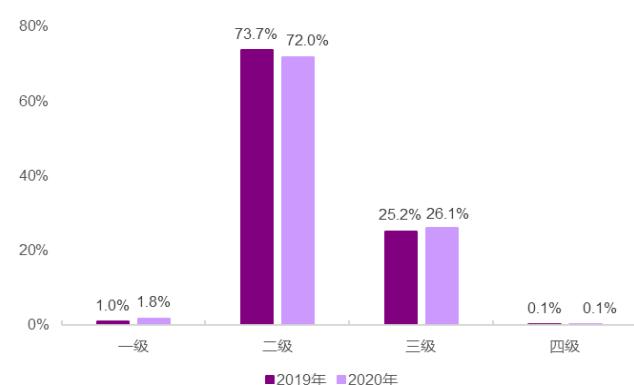
整体来看，2020 年以来理财子公司产品的风险等级主要集中于三级（中等风险，占比 55.9%）和二级（中低风险，占比 40.0%）；母行资管部产品的风险等级主要集中于二级（中低风险，占比 72.0%）和三级（中等风险，占比 26.1%），而理财子公司产品中风险等级为四级（中高风险）的占比也显著高出母行资管部同等级产品占比 2.9 个百分点，理财子公司产品风险等级集中分布区间相对风险偏好更高。边际变化上，截至统计期末理财子公司产品中三级风险（中等风险）及四级风险（中高风险）占比分别环比去年末提升 2.0 个百分点和 2.2 个百分点，二级风险（中低风险）则环比下降 4.3 个百分点，一级风险（低风险）基本持平，产品风险等级分布有明显的边际提升态势，有助于理财子公司后续进一步扩大产品配置范围，以一定的风险承受博取更高收益。

图 9：理财子公司样本理财产品风险等级



资料来源：普益标准，光大证券研究所；统计区间为 2019 年 6 月 20 日至 2020 年 8 月 17 日

图 10：母行资管部样本理财产品风险等级

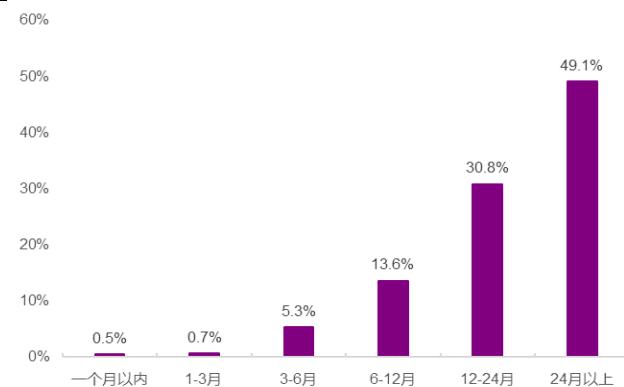


资料来源：普益标准，光大证券研究所；统计区间为 2019 年 6 月 20 日至 2020 年 8 月 17 日

2.2.3、从产品期限来看，理财子公司产品投资期限有显著拉长

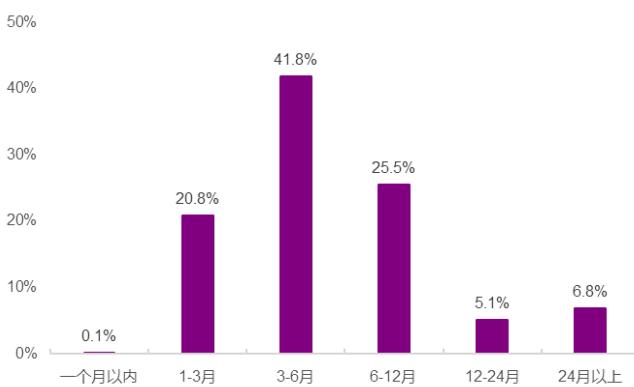
期限分布来看，理财子公司产品主要集中在 24 个月以上（占比 49.1%）、12-24 个月（占比 30.8%）和 6-12 个月（占比 13.6%），而母行资管部产品主要集中在 3-6 个月（占比 41.8%）、6-12 个月（占比 25.5%）和 1-3 个月（占比 20.8%）。相对较长的投资期限有助于理财子公司更深度的参与资本市场、完善大类资产配置图谱，同时，平滑市场波动对投资决策及存续规模的影响。

图 11：理财子公司样本理财产品期限结构



资料来源：普益标准，光大证券研究所；统计区间为 2019 年 6 月 20 日至 2020 年 8 月 17 日

图 12：母行资管部样本理财产品期限结构



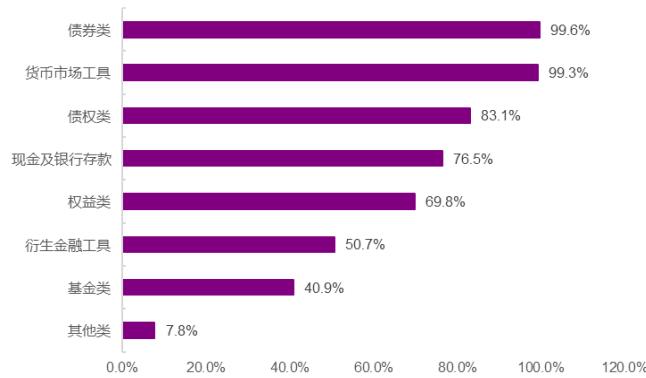
资料来源：普益标准，光大证券研究所；统计区间为 2019 年 6 月 20 日至 2020 年 8 月 17 日

2.2.4、从投资资产类型来看，理财子公司投资债券类比例居首，衍生金融工具使用比例明显更高

理财子公司和母行资管部产品投资资产类型分布大体相同，但有两个较为明显的区别，一是理财子公司产品债券类占比最高，而母行资管部产品货币市场工具占比相对更高，或与母行倾向于通过现金管理类理财等品种作为净值化转型突破口，而理财子公司更追求清洁起步，基于“固收+”做大真净值

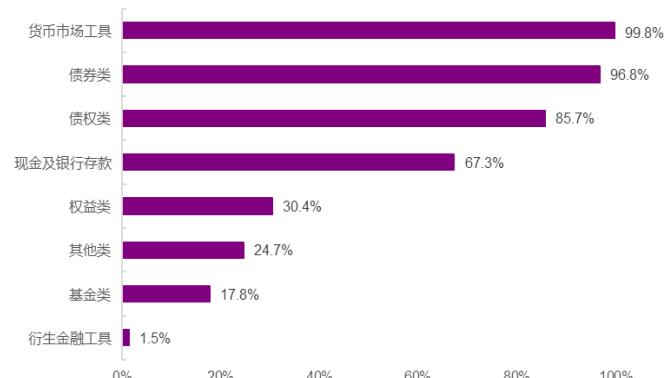
有关；二是理财子公司产品投向衍生金融工具的比例显著高于母行资管部产品，目前理财子公司虽然产品发行总量相对有限，但已有中邮理财、招银理财、光大理财等多家理财子公司发行涉及金融衍生工具相关产品，挂钩大类资产轮动指数、黄金期权等标的。

图 13：理财子公司样本理财产品投资资产类型



资料来源：普益标准，光大证券研究所；统计区间为 2019 年 6 月 20 日至 2020 年 8 月 17 日

图 14：母行资管部样本产品投资资产类型

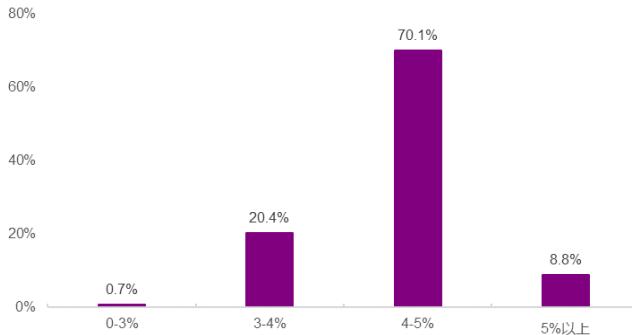


资料来源：普益标准，光大证券研究所；统计区间为 2019 年 6 月 20 日至 2020 年 8 月 17 日

2.2.5、从业绩比较基准来看，理财子公司 5%以上高收益产品占比明显更高

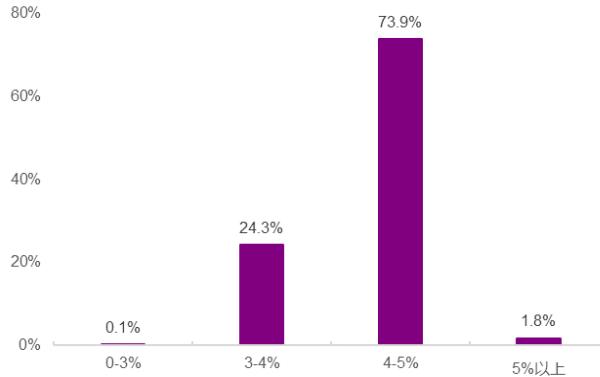
整体来看，理财产品的业绩比较基准均集中于 3%-5%，其中，3%-4%占比 2 成左右，4%-5%占比 7 成左右。但理财子公司产品收益率在 5%以上的占比达 8.8%，显著高于母行资管部产品 7 个百分点。理财子公司高业绩比较基准的产品主要为涉及权益类投资的产品、期限较长的养老理财产品及涉及股权等另类业务的私行产品等。往前看，通过大类资产配置、拉长投资期限及增强权益投资比例或将成为银行理财博取更高收益的主要方式。

图 15：理财子公司样本理财产品业绩比较基准



资料来源：普益标准，光大证券研究所；注：统计只包含业绩比较基准为绝对数值的产品

图 16：母行资管部样本产品业绩比较基准



资料来源：普益标准，光大证券研究所；注：统计只包含业绩比较基准为绝对数值的产品

2.2.6、从运作模式来看，银行理财子公司封闭式产品占比相对更低

从封闭式产品占比来看，理财子公司产品为7成左右，而母行资管部产品达9成以上。主要是由于母行资管部产品中，非净值型产品数量占比7成，其中有大量的封闭式产品，而理财子公司产品则都是净值型产品。

图 17：理财子公司样本理财产品运作模式

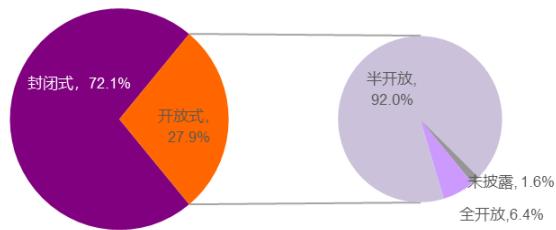
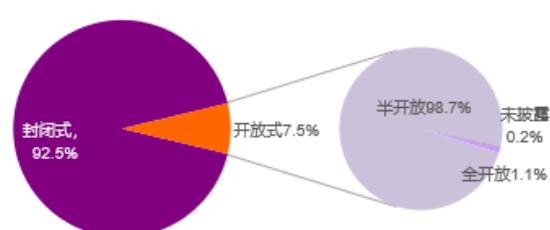


图 18：母行资管部样本理财产品运作模式



资料来源：普益标准，光大证券研究所；统计区间为 2019 年 6 月 20 日至 2020 年 8 月 17 日

资料来源：普益标准，光大证券研究所；统计区间为 2019 年 6 月 20 日至 2020 年 8 月 17 日

2.2.7、从计划募集资金规模来看，理财子公司单只产品计划募集规模更大

分银行类型来看，国有行、股份行及城商行理财子公司单笔产品计划募集规模均高于母行资管部产品²，我们认为主要是由于理财子公司产品发行遵循资管新规，实行“三单”管理，不再以资金池模式运作，客观上需要理财产品达到一定的规模才能有效运行。

图 19：理财子公司样本理财产品计划募集规模

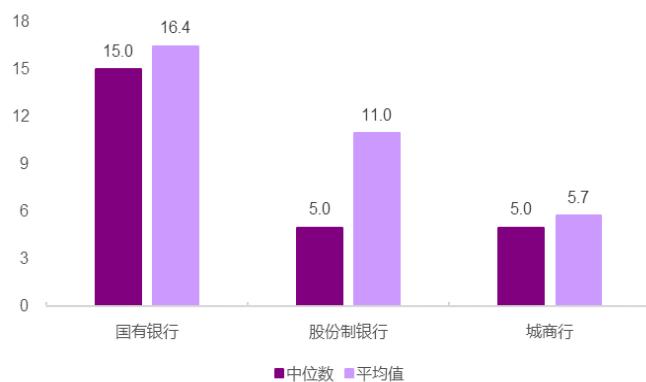
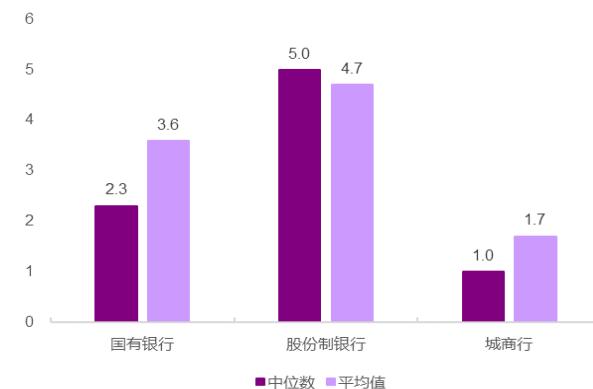


图 20：母行资管部样本理财产品计划募集规模



资料来源：普益标准，光大证券研究所；单位：亿元；统计区间为 2019 年 6 月 20 日至 2020 年 8 月 17 日

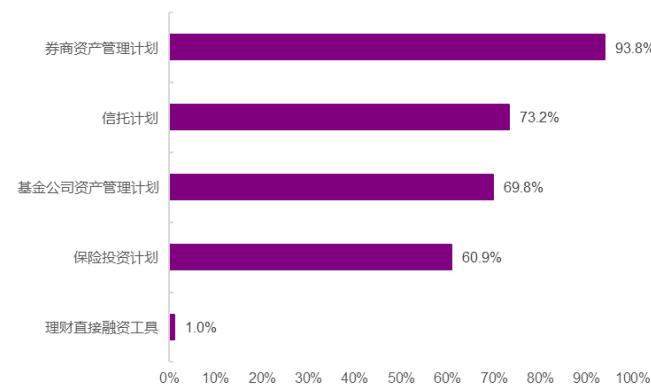
资料来源：普益标准，光大证券研究所；单位：亿元；统计区间为 2019 年 6 月 20 日至 2020 年 8 月 17 日

² 为了保证数据运算科学合理，我们对数据进行了去除极值处理，所有数据均剔除了方差最大的前 10% 部分和方差最小的后 10% 部分。

2.2.8、从投资中间标的来看，理财子公司产品和母行资管部产品占比最高的分别为券商资管计划和信托计划

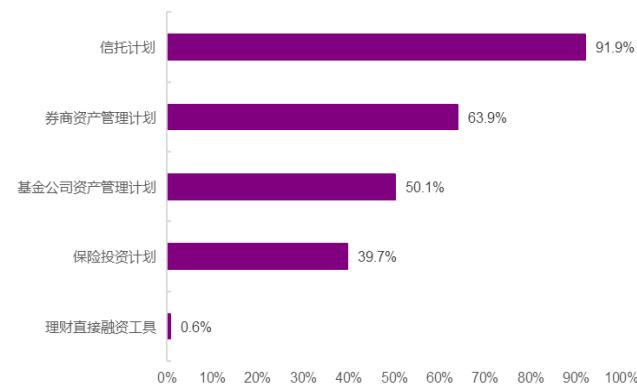
整体来看，理财产品投资中间标的³主要是券商资管计划、信托计划和基金资管计划三类。差异主要体现在两方面，一是理财子公司和母行资管部产品投资中间标的占比最高的分别为券商资管计划（占比 93.8%）和信托计划（占比 91.9%）；二是理财子公司产品中间标的是基金资管计划和保险投资计划的占比高于母行资管部产品，或预示着基金资管计划和保险投资计划后续业务空间进一步扩大。

图 21：理财子公司样本理财产品投资中间标的



资料来源：普益标准，光大证券研究所；统计区间为 2019 年 6 月 20 日至 2020 年 8 月 17 日

图 22：母行资管部样本理财产品投资中间标的



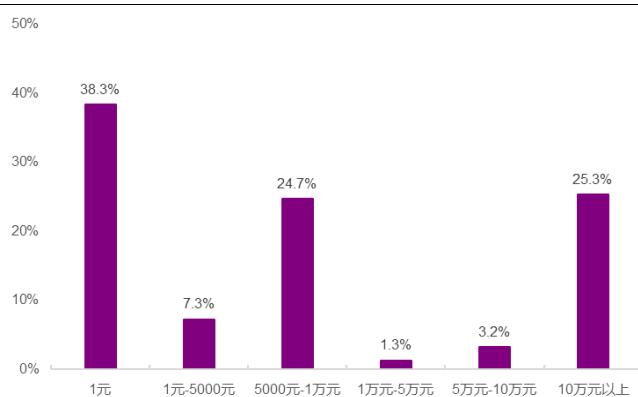
资料来源：普益标准，光大证券研究所；统计区间为 2019 年 6 月 20 日至 2020 年 8 月 17 日

2.2.9、从个人投资起点来看，理财子公司投资起点更低

理财子公司产品和母行资管部产品在个人投资起点上分布上差异较大，其中，理财子公司产品占比较高的主要为 1 元（38.3%）、5000 元至 1 万元（24.7%）和 10 万以上（25.3%），而母行资管部产品占比较高的为 1 万元至 5 万元（32.5%）、5000 元至 1 万元（22.3%）、10 万元以上（21.4%）和 5 万元至 10 万元（20.8%）。相较而言，理财子公司产品更具有普惠性，主要是由于理财新规要求公募单一投资者不低于 1 万元，而理财子公司管理办法则不再设置销售起点金额。此外，理财子公司产品投资起点 10 万以上的占比略高于母行资管部，主要由于部分权益类投资为私募发行，而这类产品投资起点相对较高。

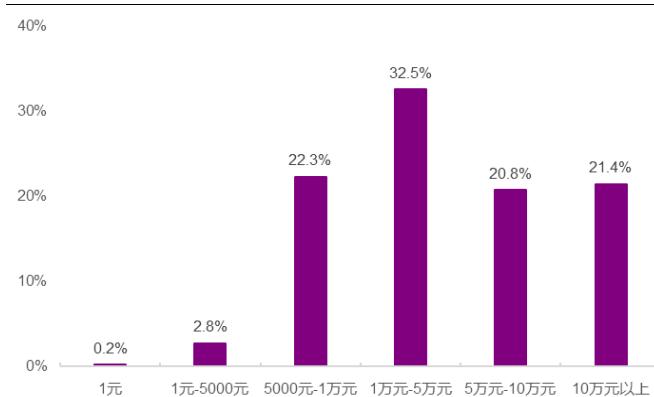
³ 投资中间标的主要分为信托计划、券商资产管理计划、基金公司资产管理计划、保险投资计划、理财直接融资工具，统计范围为样本中公布了投资中间标的理财产品，因单只理财产品投资中间标的通常并不唯一，因此占比总数大于 100%。

图 23：理财子公司样本理财产品个人投资起点分布



资料来源：普益标准，光大证券研究所；统计区间为 2019 年 6 月 20 日至 2020 年 8 月 17 日

图 24：母行资管部样本理财产品个人投资起点分布

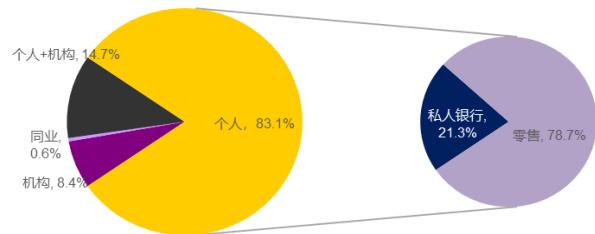


资料来源：普益标准，光大证券研究所；统计区间为 2019 年 6 月 20 日至 2020 年 8 月 17 日

2.2.10、从产品发行对象来看，理财产品大致趋同，但理财子公司产品面向个人发行的占比更高

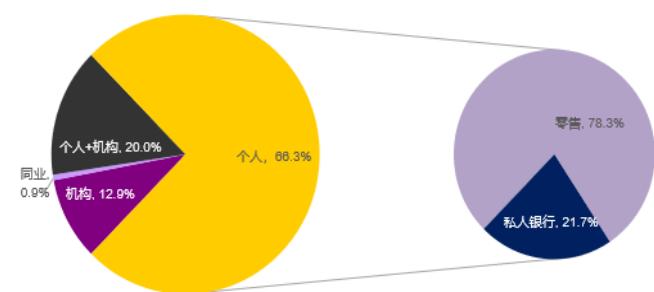
虽然理财产品在资金端均呈现零售为主的特征，但理财子公司面向个人发行的产品占比高于母行资管部产品近 20 个百分点，或与部分理财子公司零售财富管理的定位、资管部发行对公产品更具有行内协同优势等因素有关。结合摩根大通等海外成熟银行系资管机构多以机构客户为主的特征来看，后续理财子公司产品发行对象占比或呈现新的边际变化。

图 25：理财子公司样本理财产品发行对象



资料来源：普益标准，光大证券研究所；统计区间为 2019 年 6 月 20 日至 2020 年 8 月 17 日

图 26：母行资管部样本理财产品发行对象



资料来源：普益标准，光大证券研究所；统计区间为 2019 年 6 月 20 日至 2020 年 8 月 17 日

2.3、银行理财子公司特色产品盘点

各家理财子公司产品虽然仍以固收类产品为主，但是也不乏特色化品种，如中银理财的“福”、“禄”、“寿”、“禧”系列养老理财产品、工银理财发行的首只投资科创企业未上市股权的产品、光大理财的首只直投股票的公募理财产品、中邮理财挂钩黄金期权的净值型结构化产品等，这些产品作为理财子公司对多元化资产配置、主动管理及主题理财产品等方面的尝试，或成为未来

理财子公司拓展产品体系的重要方向，值得关注。此外，2020 年 7 月建信理财成为江苏民企盛虹集团的新增股东，理财子公司股权类投资再进一步。

表 4：部分银行理财子公司的特色化产品

理财产品公司	理财产品名称/类别	产品创新点	产品要素
工银理财	全球臻选固定收益类封闭式理财产品 (20GS8133)	涉及投向 QDII 基金的理财产品	业绩比较基准：4.45% 投资范围： 固定收益类资产 (80%-100%)，权益类资产 (0%-20%)，商品及金融衍生品 (0%-20%) 风险等级： 三级
工银理财	博股通利私银尊享权益类封闭式私募专项理财产品 (20QY1801)	直接投资于科技创新企业的非上市股权，被投企业将主要通过科创板退出。	业绩比较基准：5.3% 投资范围： 固定收益资产和权益类资产 风险等级： 三级
工银理财	工银财富系列工银量化理财-恒盛配置理财产品 CFLH01	依托工行资产管理部自主研发的定量投资模型构建股票投资组合。	业绩比较基准：4% 投资范围： 固定收益类资产 (10%-100%)，权益类资产 (0%-90%)。 风险等级： 四级
建信理财	“乾元”建信理财粤港澳大湾区指数灵活配置理财产品	股票投资部分采用粤港澳大湾区指数化投资策略。	业绩比较基准：中债-国债总财富 (总值) 指数收益率*90%+沪深 300 指数收益率*10% 投资范围： 投资于固定收益类资产 (0%-80%)，权益类资产投资比例 (0%-80%)，商品及衍生品投资比例 (0%-80%)，其他资产投资比例为 (0%-80%)。 风险等级： 三级
中邮理财	鸿锦封闭式 2020 年第 1 期 (黄金双边鲨鱼鳍联动)	净值型结构性理财产品，通过“固收+黄金期权”的管理模式为投资者增厚收益。	业绩基准：2.5%-6.1% 投资范围： 固定收益类资产 (80%-100%)，衍生品资产期权费不超过资产净值 3.5% 风险等级： 二级
中银理财	养老理财产品系列 (含“福”、“禄”、“寿”、“禧”四个系列)	中银理财首批养老理财产品，以四大系列形式推出，运作模式、投资类型、产品费用、风险等级等维度有所差异。	业绩基准：4.4%/5.1%/4.05%/4.6% (01 期产品) 投资范围： “福”系列和“寿”系列的投资类型为固定收益类；“禄”系列和“禧”系列为混合类产品。 风险等级： 二级/三级
中银理财	智富中国 ESG 策略指数灵活配置 (开放式)	权益投资部分通过构建 ESG 策略，以指数化的投资思路挖掘股票市场的趋势性投资机会。	业绩比较基准：本产品业绩比较基准为 85%×CFETS-BOC1-3 年期高信用等级债券交易指数 (总收益) +15%×沪深 300 指数。 投资范围： 固定收益类资产，权益类资产，衍生金融工具 风险等级： 三级
中银理财	(长三角新发展) 中银睿富理财产品 2019-003-HQ	首只掘金长三角一体化的理财产品，投向长三角一体化中的优质重点项目，涉及长三角地区基础设施、民生普惠、先进制造、产业升级等领域。	业绩比较基准：4.8% 投资范围： 债券类资产，货币市场工具，现金及银行存款，债权类资产 风险等级： 三级
光大理财	阳光红卫生安全主题精选	首只直投股票的公募理财产品，突破了以往理财通过委外、FOF 等模式投资权益类资产的做法，光大理财直接负责具体投资全流程，并设立了投资主管+投资经理双人模式。	业绩比较基准：中证 800 指数收益率×80%+中证全债指数收益率×15%+银行活期存款利率×5% 投资范围： 固定收益类资产，权益类资产，衍生金融工具 风险等级： 四级
光大理财	阳光红 300 红利增强	理财子公司首只指数类权益产品；投资方向瞄准的不是高成长个股，而是高分红个股。	业绩比较基准：上证红利指数收益率×90%+中证国债指数收益率×10% 投资范围： 权益类资产 (80%-100%)，固定收益类资产以及衍生品类资产 (0%-20%)，不投资非标 风险等级： 四级

资料来源：中国证券报，中国理财网，光大证券研究所整理

3、理财子公司的投研规划及与资管机构的合作方向

银行理财子公司作为监管鼓励的转型方向，投资范围包括债券、股票、货币市场、未上市公司股权、非标等多重标的，可以发行公募和私募产品，亦可设立分级产品，具有一定的牌照优势；但传统银行理财业务的客群基础投资风格偏保守、风险偏好较低，后续资产端拓展也颇具挑战。理财子公司化运作后，一方面将率先对券商资管、信托公司的通道类业务形成一定替代；另一方面，由于银行理财子公司属于新设机构，投研能力偏弱特别是权益类投资有明显短板、完善投研体系的构建与成熟投资团队培育尚需时日，将加大与投研体系成熟的基金、券商等机构的合作，特别是投研能力较弱的理财子公司，或成为合作机构重要的资金来源。

下一阶段，理财子公司对于拓展大类资产配置、增强权益类资产投资、进一步完善投研体系建设及加强与其他资管机构在投研等领域的合作具有较为一致的诉求，我们将理财子公司投研规划及资管业务合作机构遴选等相关信息归纳如下（详见表5）：

表5：部分理财子公司投研规划及资管业务合作机构遴选

理财子公司名称	理财投研规划及权益类产品情况	资管业务合作机构选择
工银理财	<ul style="list-style-type: none"> ✓ 在权益投资领域，构建公司股票库、夯实投研能力、控制风险敞口；建立包括主板、科创板、创业板在内的多市场投资能力，逐步孵化自身主动、被动、绝对收益、相对收益等投资交易策略，逐渐提升投资业绩，积累投资管理经验； ✓ 各类理财产品中1至5年期产品和配置在中长期限权益类项目类资产增加额和增长幅度均在公司产品总规模增长中位数以上。 	<ul style="list-style-type: none"> ✓ 下一步，会持续推进将银行理财公司与公募基金及商业保险机构共同作为第三支柱个人养老产品供给主体。
建信理财	<ul style="list-style-type: none"> ✓ 产品要围绕客户与场景需要进行设计；当前重点以“固收+”产品为切入点，以被动指数投资为发展方向，逐步提高客户对权益类资产的接受度；强化自身投研交易能力和风险防控手段；研发跨境投资产品，“跨境理财通”启动在即，聚焦粤港澳大湾区财富管理； ✓ 由“资产持有”大行向“资产管理”大行转型；注重管理规模增长和理财投资能力提升 	<ul style="list-style-type: none"> ✓ “大而全”“中而精”“小而专”的资产管理机构都有合作领域与机会；已经实施合作机构白名单管理，建立了完善的考核评价机制，与信托、基金、证券资管、保险资管等各类资管机构开展了广泛合作；加强与国际优秀资管机构的全方位合作。
中邮理财	<ul style="list-style-type: none"> ✓ 搭建由五个投资部门及研究部、交易部组成的“5+1+1”投研一体化平台；未来理财子公司投研体系将从传统的银行资管架构逐步向基金和券商资管更加开放和高效的架构转型； ✓ 今年底权益类资产占比提升至8-10%。 	<ul style="list-style-type: none"> ✓ 重点与市场头部机构合作，通过搭建和完善“定量+定性”遴选机制，优选管理人； ✓ 固收方面：重点在固收产品净值管理、信用风险研究等领域与公募基金、证券公司开展合作，学习管理“小账户”和打造“精品”经验； ✓ 权益方面：与优秀机构合作，边学边干；从综合收益、风险管理、回撤表现等多个维度分析评价，还将适时加强与外部评价机构合作。
交银理财	<ul style="list-style-type: none"> ✓ 搭建“固收类为主，权益类、商品及金融衍生品类、混合类为辅”的净值型理财产品体系；加强了在策略开发、策略评估、策略实现等方面的人员配备，利用外脑+练好内功； ✓ 权益资产配置的上限需要结合各类资产收益率的情况而定，基于风险评价模型，辅以权益市 	<ul style="list-style-type: none"> ✓ 启动了部分策略的委外机构选聘工作，拟选聘的均为业内知名、业绩优秀、风控到位、投研较强的合作机构。VS 保险资管：可以在委托投资、资产配置等方面与保险资管公司形成互补；VS 公募基金：可在权益投资、委外专户方面寻求与公募基金合作（包括投研能力、系统建设等诸多方面）。

	场技术面、资金面、基本面等指标综合判定。	
农银理财	<p>✓ 在前期“4+2”系列产品基础上进一步推出“6+N”产品体系，现金管理、固定收益、混合、权益六大系列产品+“惠农”、养老及ESG等新型特色；</p> <p>✓ 下半年优质标的有望表现突出，可积极把握市场运行节奏，择优布局权益资产。</p>	<p>✓ 三大合作层面：1) 产品层面，借鉴产品体系建设方面的经验；2) 客群经营：与其他机构可在客户体系建设、营销渠道建设方面加强合作，通过投资顾问、产品代销等方式增强服务能力；3) 投资层面：在投资运作方面向其他机构取长补短，如与公募基金开展权益委外合作、与券商资管开展资产获取合作、与外资机构开展全球资产配置合作等。</p>
光大理财	<p>✓ 通过培育提升核心投研能力，多策略、多形式地加大对权益市场研究和投入，同时也会关注另类投资，通过全融资品种的创新，关注企业全资产负债表，服务企业全生命周期，做企业的主办资管机构；</p>	<p>✓ 将继续加强对股票市场的研究和投入，在一些细分策略及不同基础资产的安排上，银行理财可作为“买方的买方”，通过FOF/MOM模式投资于二级市场，在母基金层面实现风险分散与投资回报的可持续，在子基金层面发挥各策略、各类型管理人的优势，保持子基金的能力专注、策略稳定与多样化；</p> <p>✓ 借助外部机构的能力，通过与公募基金、私募基金、券商资管合作共赢，共同参与权益市场。</p>
信银理财	<p>✓ 将加大直接融资市场参与力度，提升标准化债权类资产投资能力，包括利率债、信用债、ABS等，增加标准化资产规模和占比；</p> <p>✓ 以固收和“固收+策略”为主，以全球多资产和量化策略为补充；</p> <p>✓ 后续会持续丰富养老产品线，包括针对老年人士的长期限稳健分红型产品；</p> <p>✓ 看好中国资本市场，并将长期耕耘科创领域，挖掘投资机会；</p> <p>✓ 目前权益类资产投资维持中性仓位，配比将稳步提升。</p>	<p>✓ 通过定性定量相结合方式择优选择委托专户管理人，优选回报稳定的权益类投资合作机构，适度通过委外进行权益类资产配置。</p>
微银理财	<p>✓ 以“真资管”转型为主线，建立市场化的运作和运营机制，集中力量推进各项能力建设，重点战略新兴、科技创新、先进制造、消费升级、国际业务等专业领域，充分发挥区域内产融研合作的优势，精准对接长江经济带和长三角一体化的发展规划，致力于提供跨市场、多元化、高质量的金融服务。</p>	<p>✓ 将以构建具有深入持久合作关系的金融生态为目标，从业务开展需求和长期能力建设两个维度切入。一方面，通过委外业务、投资顾问、产品代销等合作，确保市场规模稳步增长，夯实基本盘。另一方面，将着重在投研体系建设、产品谱系研发、金融科技等方面与外部机构开展相关合作，加强自身能力建设，为政策红利期之后的发展做好准备。</p>

资料来源：中国证券报，光大证券研究所整理

4、理财子公司的发展机遇与监管环境

4.1、理财子公司的发展机遇分析

结合理财子公司运行现状及发展规划、近期银保监会副主席曹宇专访⁴等，我们将理财子公司的战略发展机遇归纳为以下方面：

4.1.1、丰富金融产品供给，参与直接融资体系建设

契合监管鼓励方向与市场发展趋势。监管层鼓励理财子公司“积极参与直接融资体系建设，丰富金融产品供给，畅通投融资渠道”。从理财子公司自身发展来看，配置标准化资产、参与直接融资是监管引导的发展方向，而在低利率环境下，对通过权益类等更为多元化的资产配置来增厚收益的诉求进一步增强。特别是居民财富积累和投资意识增强、资本市场改革的深入推进、粤港澳大湾区等区域建设的投资机会等积极因素，也为理财子公司尝试未上

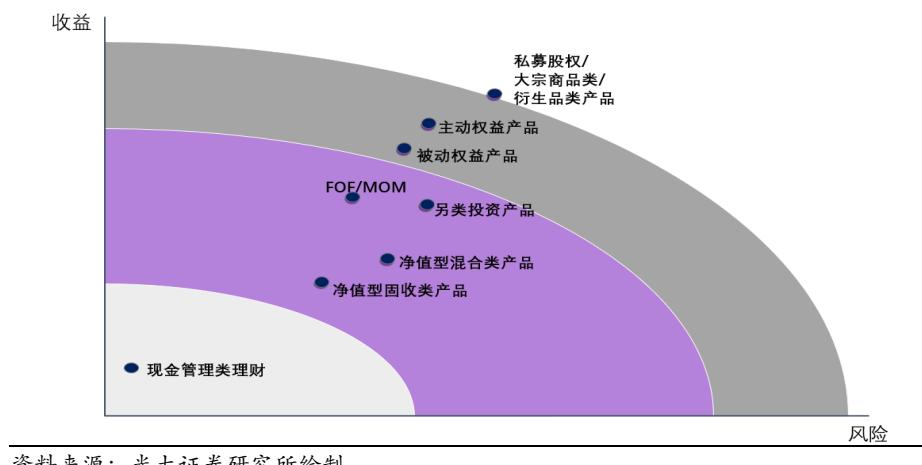
⁴ 7月28日，《中国证券报》刊发中国银保监会副主席曹宇专访《服务实体经济 助力居民财富增长 督促引导银行理财公司合规健康发展》。

市公司股权、金融衍生品等另类投资，进而拓宽产品体系、构建大类资产配置提供了契机。

预计理财子公司后续将加大机构客户投融资服务的拓展力度。当前我国资管行业在资金端由零售客户为主，财富管理市场尚不成熟。但结合海外资管行业发展来看，随着我国经济的发挥和资本市场的深化，未来进入机构化时代是大势所趋。预计后续理财子公司在着力经营好大零售客群的基础上，将根据自身情况及市场发展加大对机构客户的开发力度，提供系统性、综合化金融解决方案。

未来随着理财子公司投研能力增强、资金配置范围的拓展、客户风险偏好的逐步提升，其将成为资本市场重要的机构投资者，也可能对在主动投资领域具有传统优势的公募基金、券商资管等机构带来挑战。

图 27：银行理财产品之产品体系风险收益示意图



4.1.2、助力居民财富管理，积极打造养老第三支柱

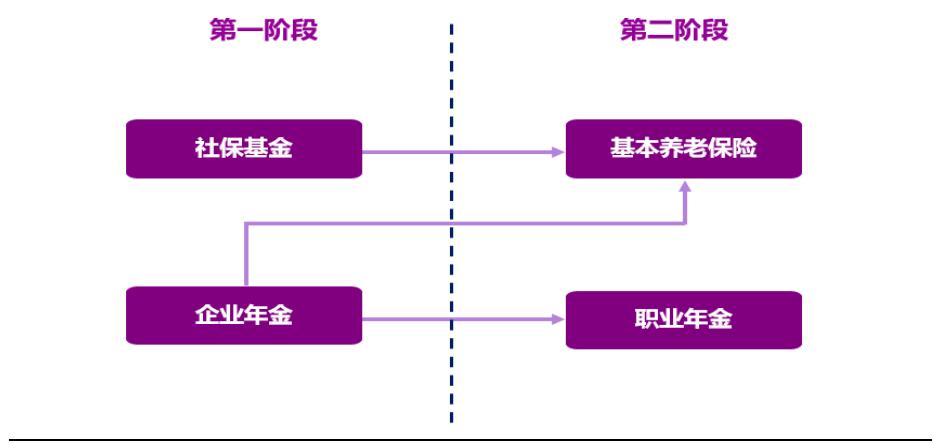
监管层将推动理财子公司“拓宽居民财产险收入渠道，更好满足人民群众的养老保障需求”，并指出“银行理财子公司应积极参与我国养老保障第三支柱建设”。养老理财产品通常具有投资期限长、追求稳健收益特征，契合了银行理财投资久期偏长又不能期限错配的客观要求，有助于发挥银行理财在非标上投资上的独特优势。伴随老龄化时代的到来，银行理财子公司依托母行在风险管控、项目获取、账户管理、客群基础、品牌信誉、服务场景等诸多方面的资源，相较基金、保险、信托等机构更具比较优势；通过母行深度协同，为客户提供账户、受托、资管、资管、缴费等综合化养老服务（潘东⁵，2019），延展养老服务的链条。

此外，如果后续监管部门和养老金管理机构支持，理财子公司还可以考虑打造成为养老基金投资管理人。具体执行层面可能需要分两个阶段，第一阶段是成为社保基金和企业年金基金的投资管理人，在相关资质基础上，考虑下一阶段进一步服务基本养老保险基金和职业年金基金（周钦毅⁶，2019）。

⁵ 潘东，《理财子公司与养老体系建设》，2019-12

⁶ 周钦毅，《十万亿大蓝海！当理财子公司来敲中国养老金市场的大门》，2019-8

图 28：理财子公司进入四类养老基金可能的阶段划分



资料来源：《十万亿大蓝海！当理财子公司来敲中国养老金市场的大门》（周钦毅），光大证券研究所

4.1.3、拥抱金融对外开放，借力优势禀赋做大做强

监管层鼓励理财子公司抓住战略机遇期，“在商业自愿原则下，可以积极引进在财富管理等方面具有专长和国际影响力的外资金融机构投资入股，将国际上成熟的投资理念、经营策略、激励机制和合规风控体系运用到境内”。在金融开放持续推进的大背景下，我国资管业的发展空间进一步拓展，中银理财和东方汇理合资建立的首家外资控股理财子公司已获批，蚂蚁金服和Vanguard 强强联合或将建立起资管行业新业态。

未来，金融对外开放对我国银行理财子公司的业务机会主要体现在三个方面，一是借助外资先进经验，通过优势互补提升竞争力。如中邮理财日前表示正积极寻找合资伙伴，希望在财富管理、产品研发、投资顾问、金融科技等方面与外资深入合作，在新的市场竞争中占领新高地。二是外资支持或成为中小银行理财子公司突围的重要方式。当前我国中小银行在资本水平、投研能力、系统建设、公司治理等方面相对偏弱，设立理财子公司的基础较为薄弱，但是不设立理财子公司又可能失去部分业务机会与政策红利，如果能有效引入外资并实现业务协同，或成为突破现实困境的一种方式。三是理财子公司可与外资建立合资理财子公司，进一步拓展业务。如交银理财日前表示，中行与东方汇理已踏出共建合资理财子公司的一步，交银理财的目标是成立一家外方控股的合资理财公司。

理财子公司也面临着诸多挑战：一是传统银行理财客群风险偏好较低，已较为习惯于预期收益型产品，对净值的波动和回撤较为敏感，例如不久前部分新发净值型理财产品破净，一些投资者对此反应较为强烈，后续投资者教育工作仍任重道远；二是作为以独立法人模式运营的子公司，在与母行的业务互动与协同过程中，利益分配机制、责权利关系等问题的处置，与母行原有业务部门、其他子公司可能存在内部竞争的应对等，都是亟需解决的现实问题；三是银行理财投研经验相对偏弱，如何突破母行信贷文化，并在与公募基金、券商资管等机构的竞争中，快速补齐投研能力偏弱、独立运营和市场化竞争经验欠缺等方面的短板。

4.2、监管导向：兼具审慎与包容，持续优化监管规则

曹宇副主席指出“银保监会将在严守风险底线的前提下，保持必要的审慎性和包容性，持续优化监管规则和监管方式，督促引导银行理财公司合规健康发展”，具体监管思路主要体现在以下三个方面：

1) 严格审慎监管，配套政策正在抓紧制定，不留模糊地带

强调理财子公司日常经营和业务产品创新方面坚持合规审慎经营，银保监会将推进全流程监管的基础上，提出银保监会正抓紧制定理财产品销售管理、理财业务流动性风险管理等配套制度，不留模糊地带和灰色空间。

资管新规落地实施以来，人民银行、发改委、银保监会及证监会等部分积极制定相关配套细则；进入2020年，《保险资产管理产品管理暂行办法》、《关于金融资产投资公司开展资产管理业务有关事项的通知》、《标准化债权类资产认定规则》等相继落地。目前仍有大量配套细则待出台，如关于规范现金管理类理财管理办法的正式稿、资管产品信息披露的具体制度要求、理财子公司关联交易相关细则、理财子公司流动性风险管理办法、理财子公司产品销售规范细则等。监管机构对理财子公司的基本要求是清洁起步，不做二次整改，那么在完善管理体系的同时，明确模糊地带显得尤为重要。

表5：资管新规细则体系及相关配套文件进展情况

颁布机构	已出台文件	待出台文件
人民银行	<ul style="list-style-type: none"> ✓ 关于进一步明确规范基金机构资产管理业务指导意见有关事项的通知 ✓ 标准化债权类资产认定规则 ✓ 关于黄金资产管理业务有关事项的通知 ✓ 关于印发《金融机构资产管理产品统计制度》和《金融机构资产管理产品统计模板》的通知 	
发改委	<ul style="list-style-type: none"> ✓ 关于进一步明确规范金融机构资产管理产品投资创业投资基金和政府出资产业投资基金有关事项的通知 	
银保监会	<ul style="list-style-type: none"> ✓ 商业银行理财业务监督管理办法 ✓ 关于进一步规范商业银行结构性存款业务的通知 ✓ 商业银行理财子公司监督管理办法 ✓ 商业银行理财子公司净资本管理办法（试行） ✓ 保险资产管理产品管理暂行办法 ✓ 关于金融资产投资公司开展资产管理业务有关事项的通知 ✓ 信托公司资金信托管理暂行办法（征求意见稿） ✓ 关于规范现金管理类理财产品管理有关事项的通知（征求意见稿） 	<ul style="list-style-type: none"> ✓ 信托公司资金信托管理暂行办法（正式稿） ✓ 现金管理类理财产品管理有关事项的通知（正式稿） ✓ 公募理财投资境内股票的相关规定（起草） ✓ 理财子公司流动性管理监管制度（起草） ✓ 理财子公司关联交易相关细则 ✓ 理财子公司理财产品代理销售相关细则 ✓ 债券投资计划细则 ✓ 股权投资计划细则 ✓ 组合类保险资管产品细则 ✓ 保险资管产品销售相关规则
证监会	<ul style="list-style-type: none"> ✓ 证券期货经营机构私募资产管理业务管理办法 ✓ 证券期货经营机构私募资产管理计划运作管理规定 ✓ 证券公司大集合资产管理业务使用《股阿奴规范金融机构资产管理业务的知道意见》操作指引 ✓ 证券期货经营机构管理人中管理人（MOM）产品指引（试行） 	<ul style="list-style-type: none"> ✓ 私募投资基金管理办法（修订中） ✓ 私募投资基金监督管理暂行办法（修订中）

资料来源：金融监管研究院，光大证券研究所整理

2) 协调相关部门消除制度性洼地，维护公平竞争

保监会将进一步加强与相关部门的协调配合，消除制度性洼地，维护公平竞争，支持银行理财公司明确定位、错位竞争，走市场化、专业化发展道路，实现与各类资管机构优势互补和功能协同，共同创建良性竞争、有序协作的公平市场环境。

目前理财子公司主要诉求是希望获得公平的税收待遇、现金管理类理财正式稿与已出台相关监管规则保持一致等。前央行副行长吴晓灵在《中国资产管理业务监管研究》课题中指出，银保监会、证监会等监管部门应按照功能监管和机构监管相结合原则，以《证券投资基金法》为统一公募资产管理业务的监管规则；监管规则统一后，银行理财子公司转为公募基金业务资格，新增公募产品与公募基金拥有相同的法律身份，均享受税收减免政策；对于具备公募基金管理人资格且公募基金业务超过一定比例的银行理财子公司予以政策激励，取消或优化净资本相关管理规定。

3) 支持新生业态不会墨守成规，推动持续健康发展

银行理财公司是新生事物，银保监会既坚守底线，又不墨守成规，在监管工作中将充分尊重银行理财公司成长、发展的客观规律，持续优化完善监管规则和监管方式，为其健康有序发展创造良好的外部环境。鼓励银行理财公司培育专业投研能力，加大权益类理财产品发行力度。

我国资产管理行业起步较晚，发展程度并不完善，而目前首家理财子公司成立时间也不过一年左右，理财子公司产品规模相比存量非保本理财规模尚小。理财子公司发行净值型产品不可避免会遇到净值波动及回撤等问题，相比银行理财过往的预期收益模式，客户接受难度相对更大。2020年以来，面临疫情影响下全球经济不确定性增强及金融市场波动加大的新形势，理财子公司在新产品发行过程中资产负债端边际承压，监管对于理财子公司新兴事物需要予以适当的时间做适应性安排。

5、风险提示

当前经济增速下行周期尚未结束，叠加疫情影响使国内外经济金融环境变得更为复杂，后续银行理财的资产配置压力可能加大，特别是净值型产品可能面临净值波动加大和回撤问题。

后资管新规时代，客户的真实风险偏好将带来部分金融资产的重新配置，如部分保守型客户寻求大额存单等替代性产品，而风险偏好更高的客户也可能迁徙至基金、股票等投资方式，进而对理财存续规模形成扰动。

行业及公司评级体系

评级	说明
买入	未来6-12个月的投资收益率领先市场基准指数15%以上;
增持	未来6-12个月的投资收益率领先市场基准指数5%至15%;
中性	未来6-12个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至5%;
减持	未来6-12个月的投资收益率落后市场基准指数5%至15%;
卖出	未来6-12个月的投资收益率落后市场基准指数15%以上;
评级	无评级 因无法获取必要的资料, 或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件, 或者其他原因, 致使无法给出明确的投资评级。

基准指数说明: A股主板基准为沪深300指数; 中小盘基准为中小板指; 创业板基准为创业板指; 新三板基准为新三板指数; 港股基准指数为恒生指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设, 不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性, 估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师, 以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法, 使用合法合规的信息, 独立、客观地出具本报告, 并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证, 本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不曾与, 不与, 也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

特别声明

光大证券股份有限公司(以下简称“本公司”)创建于1996年, 系由中国光大(集团)总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司, 是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可, 本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围: 证券经纪; 证券投资咨询; 与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问; 证券承销与保荐; 证券自营; 为期货公司提供中间介绍业务; 证券投资基金代销; 融资融券业务; 中国证监会批准的其他业务。此外, 本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所(以下简称“光大证券研究所”)编写, 以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础, 但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息, 但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断, 可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见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。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。

不同时期, 本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险, 在做出投资决策前, 建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下, 本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易, 也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突, 勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发, 仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有, 未经书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失, 本公司保留追究一切法律责任的权利。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。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

联系我们

上海	北京	深圳
静安区南京西路1266号恒隆广场1号 写字楼48层	西城区月坛北街2号月坛大厦东配楼2层 复兴门外大街6号光大大厦17层	福田区深南大道6011号NEO绿景纪元大厦A座17楼