

船到中游浪更急：银行理财整改现状及 2021 年展望

——银行理财 2020 年 12 月报

投资观点

2018 年 4 月，资管新规落地实施，大资管行业规模居首的银行理财面临转型。截至 2020 年 6 月末，银行理财整体净值化率已超过 50%。综合考虑疫情影响、金融稳定等因素，监管将资管新规过渡期延长至 2021 年末。未来 12 个月时间里，银行理财能否平稳完成整改任务？整改过程可能对市场产生哪些扰动？

2021 年银行理财将呈现哪些转型发展特征？我们将在本文尝试做出回答。

银行理财存量整改渐入深水区，重点关注整改难点及个案处置安排。2020 年银行理财转型持续推进，1) 资金端，理财运作方式变化叠加市场调整，成为净值型产品的“压力测试”，客户心智尚不成熟增大长期净值型产品销售压力；2) 产品端，净值化占比已超过 50%，但净值型产品中的现金管理类理财或面临二次整改压力，理财子公司对权益投资进行多方位尝试；3) 政策端：资管新规延期安排适时延长，监管持续推动压降存量资产和老产品规模态度坚决，过渡期内实行清单制管理，逐季压降。

当前理财整改主要难点在于未上市公司股权及产业基金，永续债、二级资本债等资本工具，不良资产及风险资产等。预计银行会尽量在 2021 年底前完成全部的整改任务，个案处置申请主要用于化解一些处置难度最大、行业共性的存量资产。整改过程中，银行可能面临新产品承接能力不足、流动性风险边际增加、母行资本充足率承压等挑战。对于金融市场而言，也可能增大长期融资难度，引致债券配置结构及信用利率变化，预计银行将更加倾向于配置短久期、高流动性及高评级券种，同时对永续债等长久期资本工具持有将更为谨慎，收益率曲线存在陡峭化可能。

2021 年银行理财发展情况展望。2021 年底将是资管新规过渡期延期安排的最后一年，船到中游浪更急，存量整改的力度及难度预计将随之加大。大部分银行有望如期完成整改任务，但是现金管理类理财等产品可能面临二次整改压力，进而引发理财资产配置的调整。产品体系将进一步完善，投资管理模式继续从“自主投资+被动委外投资”向“自主投资+主动委外投资 (FOF/MOM) 转型”。资本市场走势将是银行理财权益投资布局节奏的重要影响因素。同时，结合近期监管关于养老金第三支柱的密集表态来看，银行理财广泛参与养老金融市场的大幕或即将开启。竞争格局来看，当前以国股行为代表的理财子公司主体布局基本完成，2021 年新设理财机构预计以头部城农商行和中外合资理财公司为主。后续部分中小银行可能囿于理财子公司成立门槛限制，选择合资成立理财公司或退出资管业务专注财富管理，行业“马太效应”将进一步凸显。

11 月以来银行理财整体运行情况：2020 年 11 月，共发行产品 6813 只，环比上月提升 17.85%，理财产品收益率仍处相对低位。11 月以来，股份行进一步推动理财子公司布局，浙商银行、恒丰银行发布拟设立预案，民生银行理财子获批筹建，目前除渤海银行外，股份行均对理财子公司进行了相关战略布局。

风险提示：存量资管产品资产质量承压；存量资产处置引起资金面非理性反应。

银行业

买入（维持）

作者

分析师：王一峰

执业证书编号：S0930519050002

010-56513033

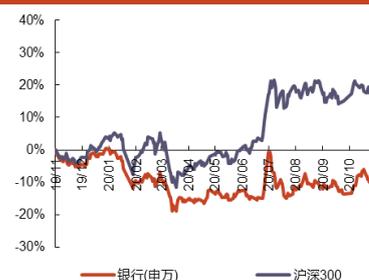
wangyf@ebscn.com

联系人：董文欣

010-56513030

dongwx@ebscn.com

行业与沪深 300 指数对比图



资料来源：Wind

相关研报

理财子如何布局养老金融？——银行理财 2020 年 11 月报

(2020-12-6)

理财子公司委外业务机会几何？——银行理财 2020 年 10 月报

(2020-11-6)

理财子布局合资理财公司 能否实现 1+1>2——银行理财 2020 年 9 月报

(2020-09-30)

破茧争先进 弄潮大资管——银行理财子公司批设一周年回顾与展望

(2020-08-24)

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

(2020-08-02)

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

(2020-07-05)

理财子或尝鲜基建公募 REITs 信托新规推动资管业公平竞争——银行理财 2020 年 5 月报

(2020-05-27)

目录

1、理财转型持续推进，存量整改渐入深水区	3
1.1 银行理财转型持续推进，多维度体现新变化.....	3
1.1.1 资金端：投资者心智尚不成熟，新产品销售面临新挑战.....	3
1.1.2 产品端：净值化转型持续推进，理财子积极探索权益投资	4
1.1.3 政策端：配套政策相继推出，资管新规延期安排适时延长	6
1.2 当前理财整改难点及个案处置安排	6
1.2.1 主要整改难点及可能处置方式.....	6
1.2.2 纳入个案处置后，可能的化解思路.....	8
1.2.3 整改过程可能对银行及市场产生的影响	8
2、2021 年银行理财发展情况展望	10
2.1 整改情况：多数银行将在年底前完成，但部分产品可能面临二次整改压力	10
2.2 产品体系：进一步完善，合规养老理财或将推出.....	11
2.3 竞争格局：城农商行及外资机构或将加速入局	12
3、近期银行业相关政策动态	13
4、2020 年 11 月银行理财整体运行情况	14
4.1、11 月全市场理财产品发行情况.....	15
4.2、净值型理财产品发行情况	17
4.3、流动性环境与理财产品收益率走势.....	19
5、2020 年 11 月理财子公司设立及产品情况	22
5.1、11 月各家理财子公司产品发行情况.....	23
5.2、11 月末各家理财子公司产品存量情况.....	31
6、资管业务新闻动态.....	33
7、风险提示	33

2018年4月，资管新规落地实施，大资管行业规模居首的银行理财面临转型。截至2020年6月末，银行理财整体净值化率已超过50%。综合考虑疫情影响、金融稳定等因素，监管将资管新规过渡期延长至2021年末。未来12个月时间里，银行理财能否平稳完成整改任务？整改过程可能对市场产生哪些扰动？2021年银行理财将呈现哪些转型发展特征？我们将在本文尝试做出回答。

1、理财转型持续推进，存量整改进入深水区

2020年银行理财整改持续推进，呈现出更多理财产品破净、银行理财主动寻求代销渠道、保本理财加速清零等诸多现象，既是净值化转型的必经过程，也体现了理财转型已渐入深水区。

1.1、 银行理财转型持续推进，多维度体现新变化

银行理财净值化转型持续推进。据中国银行业协会数据¹，截至2020年6月末，1) 净值型规模快速增长，净值型理财产品存续规模约为13.2万亿元，同比增长67%，占全部理财产品存续余额的53%，净值化转型过半；2) 开放式产品占比提升，开放式产品规模同比上升0.2个百分点至16.7万亿元，占全部理财产品存续余额的67%，流动性风险管理能力增强；3) 平均期限延长，按募集金额加权新发行封闭式非保本理财产品平均期限为191天，同比增加约8天，封闭式非保本理财产品的资产端和产品端期限错配情况边际缓解。同时，随着净值化整改持续推进，在资金端、产品端、政策端等也呈现诸多新变化。

1.1.1 资金端：投资者心智尚不成熟，新产品销售面临新挑战

理财运作方式变化叠加市场调整，成为净值型产品的“压力测试”。随着净值化改造持续推进，多家银行保本理财已经清零，同时，可使用摊余成本法估值的理财产品愈发受限背景下，以公允价值计价的理财产品，因为主要投资于固定收益类产品，净值表现将更类似于债券基金，理财产品净值波动甚至破净更为普遍。2020年5月以来，资金市场利率快速上行，债市调整力度显著加大，多款传统意义上的“稳健型”银行理财产品一度跌破净值，虽然这些产品多由于成立时间较短，在票息收入没建立起充足安全点前赶上市场波动，净值调整甚至破净都是情理之中，日后随着票息收入累积再度回到净值之上是大概率事件，但是大众客群对银行理财“保本保息”的心理预期仍强，破净对投资者行为产生影响。

新产品销售面临新挑战。一是客户对长周期产品及净值波动接受度不足，银行理财客群风险偏好相对较低，主要将银行理财作为替代储蓄的短期稳健投资品种，部分新产品销售相对困难，如期限在1年以上产品、风险评级在PR4及以上产品等；同时，由于客户对银行理财净值波动甚至可能破净情况心理预期不足，银行面临的消保工作压力也随之加大；二是销售渠道仍要进一步完善，理财产品发行由母行资管部转变为全资子公司后，行内销售协同、代销安排等内部机制仍待理顺；同时，理财子也通过拓展他行代销等方式加强渠道布局。2020年12月《商业银行理财子公司产品销售管理暂行办法（征求意见稿）》出台，明确了现阶段仅允许银行理财子公司和吸收公众存款的银行业金融机构作为代销机构，同时监管也表示，

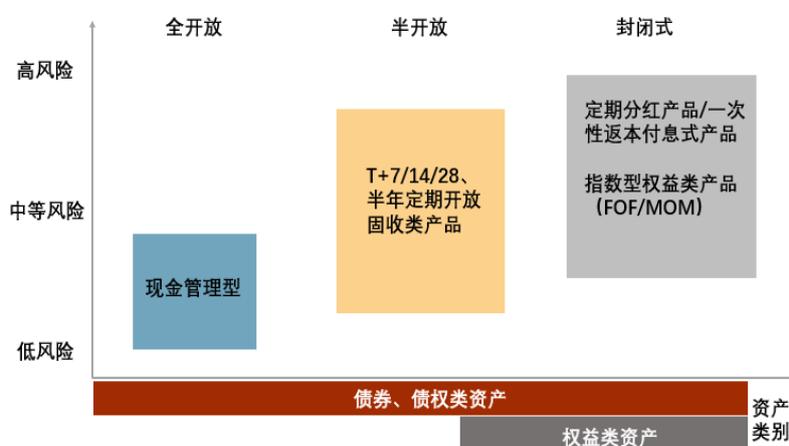
¹ 数据来自2020年9月5日，中国银行业协会专职副会长潘光伟在“2020全球财富管理论坛”讲话。

将根据理财转型发展情况，适时将代销机构拓展至其他金融机构和专业机构，后续理财销售渠道具有进一步拓展空间。

1.1.2 产品端：净值化转型持续推进，理财子积极探索权益投资

净值化转型进展及产品结构分析。截至 2020 年 6 月末，银行理财产品余额 22.1 万亿元，近三年来基本保持稳定。其中，符合新规方向的净值型理财产品规模较资管新规发布时提高 225%；3 个月以内的短期理财产品规模降至资管新规发布时的 28%。净值化转型持续推进，产品久期有所拉长，部分上市银行净值型占比已超 60%。当前净值型产品主要分为三类：1) 全开放的现金管理类产品、2) 半开放的定开型产品、3) 定期分红及指数权益等封闭式产品。值得关注的是，当前净值型产品中，现金管理类理财占比过半，后续现金管理类理财管理办法正式稿出台后，可能面临二次整改问题。

图 1：当前银行理财搭建了现金管理类、定期开放式、封闭式三大类净值产品框架



资料来源：《中国银行业理财业务发展报告（2020）》，光大证券研究所

过渡期内老产品管理主要分为委托协同模式和双规并行模式，母行产品逐渐迁徙至理财子公司。从当前母行资管部与理财子公司的权责分工来看，过渡期内老产品主要有两种协同模式，一种是委托协同，由原资管部最为委托人，将老产品、资产等委托给理财子公司进行管理，理财子公司负责具体运行；另一种是双轨并行模式，老产品仍留在资管部管理，而子公司负责创设符合要求的理财子公司产品²。但无论哪种模式，从监管角度，母行都需承担老产品管理的主体责任。理财子公司成立以来，符合新规标准的母行产品逐步迁至理财子公司。截至 2020 年 12 月 31 日，理财子公司共发行产品 4304 只（其中迁徙产品 922 只，占比 21.4%）。

理财子公司积极探索权益投资。“资管新规”明确规定银行理财可以通过公募基金进入权益市场，理财子公司亦可以直接进行股票投资（“资管新规”前，监管不允许除私人银行外的理财资金进行权益投资，部分权益投资需借助通道业务实现）。2020 年，监管领导多次表态鼓励权益配置、深度参与资本市场³。

理财子公司主要通过股票、未上市公司股权、优先股等方式参与权益投资，股票投资主要采用 FOF/MOM 及直投方式。截至 2020 年 12 月 31 日，理财子公司发

² 中国银行业协会，《中国银行业理财业务发展报告（2020）》

³ 2020 年 6 月郭树清主席在陆家嘴论坛表示“支持理财子公司提高权益类产品比重，推进银行与基金公司、银行与保险公司等各类机构深度合作”；2020 年 7 月，银保监会副主席曹宇在接受中证报专访时表示，“鼓励银行理财子公司培育专业投研能力，加大权益类理财产品发行力度，为资本市场引入更多长期合规资金。”

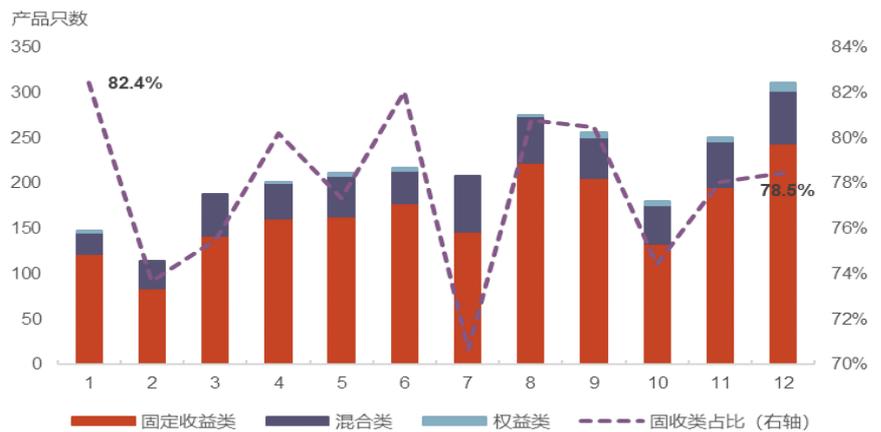
行产品中，固收类 3514 只（占比 81.6%）、混合类 685 只（占比 15.9%）、权益类 105 只（占比 2.4%）。权益类产品占比较低，且主要为私募发行（私募产品 100 只，占权益类产品总数的 95%以上）。这里需要注意的是，理财子公司权益投资不仅局限于权益类产品，固收类、混合类产品也都可以有权益类仓位，特别是混合类产品，理论上权益投资占比最高可接近 80%。观察国有大行 2020 年以来产品发行情况可以发现，固收类产品比例震荡下降，体现了权益投资力度增强。同时，除了传统委外权益投资模式外，招银理财、光大理财等理财子公司也对主动股票直投产品进行了尝试。

表 1：不同类别银行理财投资比例要求

理财产品类别	投资比例要求
固定收益类理财产品	投资于存款、债券等债权类资产的比例不低于 80%
权益类理财产品	投资于权益类资产的比例不低于 80%
商品及金融衍生品类理财产品	投资于商品及金融衍生品的比例不低于 80%
混合类理财产品	投资于债权类资产、权益类资产、商品及金融衍生品类资产且任一资产的投资比例未达到前三类理财产品标准

资料来源：《商业银行理财业务监督管理办法》，光大证券研究所

图 2：2020 年以来，六大行理财子公司各月新发产品中固收类占比震荡下行



资料来源：普益标准，光大证券研究所

表 2：理财子公司发行的公募权益产品基本信息（截至 2020 年 12 月 31 日）

发行机构	产品名称	成立日期	风险等级	业绩比较基准	投资比例
招银理财	沪港深精选周开一号	2020/9/25	五级（高风险）	沪深 300 指数收益率 X40%+恒生综合指数收益率 X40%+上证国债指数收益率 X 20%	权益类资产 80%-95%； 商品及金融衍生品 0-15%； 固定收益类资产不低于 5%
工银理财	工银量化理财-恒盛配置 CFLH01	2012/2/10	四级（中高风险）	1+1 年期定期存款利率	股票资产 0-90%； 固定收益类及现金 10-100%； 单只股票投资比例不超过理财净值 10%
光大理财	阳光红 300 红利增强	2020/7/24	四级（中高风险）	上证红利指数收益率×90%+中证国债指数收益率×10%	权益类资产不低于 80%； 固定收益类资产及衍生品资产超过 20%；
光大理财	阳光红卫生安全主题精选	2020/5/26	四级（中高风险）	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	权益类资产 80%； 现金及到期日在一年以内的国债、中央银行票据和政策行金融债 5%； 不投资于非标准化债权类资产；
光大理财	阳光红 ESG 行业精选	2020/10/15	四级（中高风险）	中证 800 指数收益率*70%+中债综合财富	权益类资产不低于 80%；

			指数收益率*20%+恒生指数收益	固定收益类资产不高于 20%； 衍生品类资产不高于 20%
--	--	--	------------------	----------------------------------

资料来源：中国证券报，光大证券研究所

1.1.3 政策端：配套政策相继推出，资管新规延期安排适时延长

资管新规过渡期延长，监管推动持续压降存量资产和老产品规模态度坚定，不太可能容忍存在“拖而不决”的情况。2020 年以来，围绕资管新规的相关配套政策进一步出台，如《标准化债权类资产认定规则》、《保险资产管理产品管理暂行办法》、《信托公司资金信托管理暂行办法（征求意见稿）》等。2020 年 7 月，人民银行发布《优化资管新规过渡期安排 引导资管业务平稳转型》，对资管新规延期做出安排并明确提出，对于未按时完成整改任务的金融机构，除在监管评级、宏观审慎评估、开展创新业务等方面采取惩罚措施外，将视情采取监管谈话、监管通报、下发监管函、暂停开展业务、提高存款保险费率等措施。此外，2020 年 7 月发布的《中国银保监会关于近年影子银行和交叉金融业务监管检查发现的主要问题通报》，监管对于“资管新规”、“理财新规”执行不到位情况尤为重视，对于机构的观望心理，存量业务整改压降计划不明确、资产池业务清理缓慢提出了明确批评。当前，监管通过多维度的数据报送对银行理财整改进展实施监测，对于银行理财而言，需加大存量处置力度、尽早完成整改，否则随着过渡期剩余时间缩短，整改压力将更大。

净值化改造完成后，银行理财收益将更真实反映资管能力。银行理财净值化改造的目的，是通过非标资产充分的风险暴露，构建真正的风险收益定价能力，进而引致无风险利率进一步下降，拉大低风险、短久期、固收类产品收益率与高风险、长久期、股权类等相关资产收益率差异，真正能够反映资产管理能力相应的综合回报率水平。

1.2、 当前理财整改难点及个案处置安排

银行理财整改过程涉及产品移行、非标管理、风险控制等方面，监管部门要求压实金融机构主体责任，采取“过渡期适度延长+个案处理”的政策安排，在锁定 2019 年底存量资产的基础上，由金融机构自主调整整改计划，编制整改资产台账，实行清单制管理，过渡期内按季度监测实施。对于 2021 年底前仍难以完全整改到位的个别金融机构，进行个案处置，列明处置明细方案，逐月监测实施，实施差异化监管措施。目前距资管新规过渡期结束仅剩 12 个月，市场对银行难以处置的“硬骨头”如何化解，以及可能产生的影响较为关注。我们对此分析如下：

1.2.1 主要整改难点及可能处置方式

当前银行理财整改主要分为以下几种方式，一是自然到期，二是行权或提前赎回，三是市场化方式处置，四是通过发行新产品承接存量资产，五是将以封闭式预期收益型产品为代表的老产品向净值型转化，对于以上方式仍难以实现转化的资产，目前主要有未上市公司股权及产业基金，永续债、二级资本债等资本工具，不良资产及风险资产，以及部分长期限的信用债品种。当前分类别处置难点及可能的处置方式如下⁴：

⁴ 部分内容参见：吴晓灵，《资管新规延期，四大难以消化的存量资产如何化解》

➤ 期限较长的未上市公司股权、产业基金等

处置难点：这类资产主要问题是期限较长，例如一些明股实债项目、政府产业基金等期限可能长达5年以上，甚至10年或更久，资金端很难募集到如此长期限的品种。其中，对于私募股权基金等资产，不仅期限可能长达10年以上，而且可能会要求通过私募产品来承接，私募产品发行面临合格投资者不超过200人等限定，进一步增大了可对接资金的匹配难度。此外，股权类资产如果回表，可能面临突破商业银行法或权益投资资本消耗过大。

可能的处置方式：1) 引进外部机构协助消化，如四大AMC，现行政策障碍最少，但吞吐量有限；2) 回表，但对于权益类资产风险权重为1250%，如回表需要监管予以资本计量豁免；3) 转让给银行债转股子公司金融资产投资公司，目前债转股子公司的业务范围包括股权投资，但AIC需要解决募资问题；4) 继续放在表外，申请监管豁免，后续逐步分批进行解决。

➤ 永续债、二级资本债等资本补充工具

处置难点：这类资产的处置难点主要在以下三方面，一是产品自身久期比较长，二级债资产到期日存在不确定性，永续债无到期日，如果匹配净值化产品，可能造成较大净值波动，难以大比例配置；二是非市场化定价影响估值。资本工具发行常常借助发行人多方合作力量，而非简单的市场化定价，因此资本工具发行定价偏低，一级市场配置后面面临二级市场估值浮亏问题；三是股债性质的认定及风险等级，当前银行理财风险等级在PR1-PR5的认定过程中，认定为权益类资产在风险管理和销售方面要求比债券更为严格；四是资本工具清偿顺序相对靠后、券种交易并不活跃，特别是包商银行二级资本债全额减记后，这类产品可能面临较高的风险，从主动投资的角度看对中小银行资本补充工具增量投资意愿不强。

可能的处置方式：1) 需要借助外部力量：引入保险资管、社保基金、基金公司等机构，以市场化价格转让相关资产，当中亏损差价由商业银行弥补，未来保险机构可能发展为商业银行资本补充工具的重要投资者；2) 若要求回表需给予一定扣除安排；3) 在表外将资本工具单独打包设立独立账户进行管理，继续支持至规模逐步萎缩。

➤ 不良资产及风险资产

处置难点：表外资产中有部分已形成实质性不良或具有违约性质，现阶段政策允许已违约的类信贷资产回表，并通过核销、披露转让等方式进行处置，但回表及处置过程往往伴随母行的资本消耗、不良水平提升，影响短期财务报表表现。

可能的处置方式：1) 如果不良资产规模相对不大，优先使用理财业务风险准备金进行化解；2) 对于理财产品化解能力有限的，根据“发起在母行、责任在母行、处置在母行”的原则，按照一定对价转让给母行分批回表，母行通过加大拨备计提来处置不良，避免原有理财产品收益风险分担不匹配问题；3) 批量对外转让，但转让对价难以确定，市场交易难以达成，市价转让损失难以认定。

➤ 长期限非标债权及剩余期限较长的ABS、信用债等标准化债券

处置难点：这类资产主要涉及两大难点，一是长期限资金募集难度较大，难以承接；二是与资本工具类似，可能受制于市场交易不够活跃及久期较长等因素，如果进行净值化改造，估值波动可能相对较大，客户接受度较低。

可能的处置方式：1) 转让外部机构，比如保险公司、基金公司等，并且替代原来理财产品在信用债市场投资的主体地位；2) 回表或者发行新产品对接。

2020年12月，银保监会副主席黄洪在国务院政策例行吹风会上指出“支持保险资金承接银行理财相关存量资产”，银保监会保险资金运用监管部主任袁序成进一步谈到，“支持保险资金承接银行理财相关的存量资产，如政府出资的产业投资基金、二级资本债等，推动有关部门丰富债券市场中长期的投资品种”。后续保险资金有望成为银行市场化处置理财存量资产的重要方式。

1.1.2 纳入个案处置后，可能的化解思路

根据监管要求，存量资产和老产品规模将逐季压降，政策鼓励前期尽量多进行处置。对于2021年底前仍难以完全整改到位的个别金融机构，进行个案处置，列明处置明细方案，逐月监测实施，实施差异化监管措施，各家银行守土有责。基于此，预计各家行会尽可能在2021年底前完成可以化解的部分，最大限度的压缩用于申报个案处置规模的额度，个案处置申请主要用于一些处置难度最大、行业共性的处置难点。虽然市场人士对于整改完全达标期限延长仍然抱有期待，但我们认为尽早完成整改转型工作是大势所趋，金融机构和监管层虽然仍有博弈空间，但监管层会从严管理，不太会允许纳入个案处置的资产（产品）延期至2025年，极少数纳入个案处置的资产处置期限会有延长，这也是在尊重事实基础上做出的选择。对于我们上述提到的难处置的资产类别，如果通过新产品承接、市场化转让、合同变更、回表等多种方式仍难以处置的，预计可能纳入个案处置。

对于期限较长的难处置资产，如产业基金、长期限债权等，预计纳入个案处置后，通过合理的处置时间过渡期，换取后续处置的可能性及估值的便利性，因为随着时间的推移，一方面，资产自身剩余期限缩短，寻找承接资金募集会相对更容易；另一方面，投资者对净值型及长期限产品的接受程度也有望逐渐提升。

对于风险类资产，预计银行会通过过去理财超额收益累积形成的准备金逐渐消化掉，如果难以覆盖的部分，也可能消耗母行一些资金进行相应核销处置，纳入个案处置后，有助于银行平滑处理。

1.2.3 整改过程可能对银行及市场产生的影响

➤ 整改过程可能对银行带来的挑战

一是新产品获对待整改资产承接能力不足。银行客群对1年期及以内的理财产品接受程度较高，但是还没有树立长期投资理念，1年期以上长期资金对银行来说募集难度相对较大，因此可能对待整改的长期资产承接能力不足。

二是产品流动性风险边际增加。整改过程中，部分新发行中长期产品需要承接一些期限较长、流动性偏低的待整改资产，这些资产如果市价计量可能面临较大波动，5月份部分银行理财破净期间客户的赎回行为，表现出投资者对净值波动接受度不足，极端情况下不排除将增大流动性风险的可能。

三是银行资本可能承压。回表作为一种重要处置方式，按照存量处置工作“资产在母行、责任在母行、考核在母行”原则，无论是非标资产或表外不良回表，都

会加大母行资本消耗，进而影响资本充足率。甚至不排除部分风险资产减值处置过程中，如果直接确认损失或进行核销，可能对银行利润形成负面影响。

➤ **理财整改或将拉大期限溢价和信用溢价**

一是长期项目融资压力或边际增大。过去银行理财以资金池模式运作，资金池里沉淀有很多产业基金、未上市公司股权等资产，随着老产品整改推进、新产品发行受约束，未来可能显著弱化银行理财资金对长期融资项目的支持力度。但另一方面，保险资管、养老金等增量资金供给，可能对此形成较好的接续。

二是债券配置结构变化，可能对信用利差产生影响。避免期限错配背景下，银行更倾向于配置短久期、高流动性的券种；同时，出于风险收益的平衡，偏好配置高等级信用债，进而可能对信用利差产生影响，导致收益率曲线的陡峭化。此外，这种风险偏好下，债券配置结构随着变化，对永续债等资产的持有将更为谨慎。

表 3：理财整改中难处置资产的主要类别、处置难点及可能的处置方式

难处置的资产类别	处置难点	可能的处置方式
非上市公司股权及产业基金	<ul style="list-style-type: none"> ✓ 期限较长，例如一些明股实债项目、政府产业基金等期限可能长达 5 年以上，甚至 10 年或更久，资金端很难募集到如此长周期的品种。 ✓ 其中，对于私募股权基金等资产，不仅期限可能长达 10 年以上，而且可能会要求通过私募产品来承接，私募产品发行面临合格投资者不超过 200 人等限定，进一步增大了可对接资金的匹配难度。 ✓ 此外，股权类资产如果回表，可能面临突破商业银行法或权益投资资本消耗过大。 	<ul style="list-style-type: none"> ✓ 引进外部机构协助消化，如四大 AMC，现行政策障碍最少，但吞吐量有限； ✓ 回表，但对于权益类资产风险权重为 1250%，如回表需要监管予以资本计量豁免； ✓ 转让给银行债转股子公司金融资产投资公司，目前债转股子公司的业务范围包括股权投资，但 AIC 需要解决募资问题； ✓ 继续放在表外，申请监管豁免，后续逐步分批进行解决。
长期限非标债权及信用债等标债	<ul style="list-style-type: none"> ✓ 长期限资金募集难度较大，难以承接； ✓ 与资本工具类似，可能受制于市场交易不够活跃及久期较长等因素，如果进行净值化改造，估值波动可能相对较大，客户接受度较低。 	<ul style="list-style-type: none"> ✓ 转让外部机构，比如保险公司、基金公司等，并且替代原来理财产品在信用债市场投资的主体地位； ✓ 回表或者发行新产品对接。
不良资产/风险资产	<ul style="list-style-type: none"> ✓ 表外资产中有部分已形成实质性不良或具有违约性质，现阶段政策允已违约的类信贷资产回表，并通过核销、披露转让等方式进行处置，但回表及处置过程往往伴随母行的资本消耗、不良水平提升，影响短期财务报表表现。 	<ul style="list-style-type: none"> ✓ 如果不良资产规模相对不大，优先使用理财业务风险准备金进行化解； ✓ 对于理财产品化解能力有限的，根据“发起在母行、责任在母行、处置在母行”的原则，按照一定对价转让给母行分批回表，母行通过加大拨备计提来处置不良，避免原有理财产品收益风险分担不匹配问题； ✓ 批量对外转让，但转让对价难以确定，市场交易难以达成，市价转让损失难以认定。
资本补充工具	<ul style="list-style-type: none"> ✓ 产品自身久期比较长，如果匹配净值化产品，可能造成较大净值波动，难以大比例配置； ✓ 非市场化定价影响估值。资本工具发行常常借助发行人多方合作力量，而非简单的市场化定价，因此资本工具发行定价偏低，一级市场配置后面临二级市场估值浮亏问题； ✓ 股债性质的认定及风险定级，当前银行理财风险等级在 PR1-PR5 的认定过程中，认定为权益类资产在风险管理和销售方面要求比债券更为严格； ✓ 资本工具清偿顺序相对靠后、券种交易并不活跃，特别是包商银行二级资本债全额减记后，这类产品可能面临较高的风险。 	<ul style="list-style-type: none"> ✓ 需要借助外部力量：引入保险资管、社保基金、基金公司等机构，以市场化价格转让相关资产，当中亏损差价由商业银行弥补，未来保险机构可能发展为商业银行资本补充工具的重要投资者； ✓ 若要求回表需给予一定扣除安排； ✓ 在表外将资本工具单独打包设立独立账户进行管理，继续支持至规模逐步萎缩。

资料来源：光大证券研究所根据《资管新规延期，四大难以消化的存量资产如何化解》整理和补充

2、2021 年银行理财发展情况展望

2021 年底将是资管新规延期安排的最后一年，船到中游浪更急，存量整改的力度及难度预计都将随之加大。但结合《优化资管新规过渡期安排 引导资管业务平稳转型》文件精神来看，除纳入个案处置的少数资产外，预计大部分银行会在 2021 年底完成整改任务。

2.1 整改情况：多数银行将在年底前完成，但部分产品可能面临二次整改压力

结合《优化资管新规过渡期安排 引导资管业务平稳转型》文件中关于“过渡期延长 1 年可以鼓励金融机构‘跳起来摘桃子’，推动金融机构早整改、早转型”的表述来看，预计除纳入个案处置的少数资产外，大部分金融机构有望在 2021 年底完成整改任务。同时，随着整改进入深水区，随着整改强度的增大，不排除对银行短期经营业绩及市场形成一定扰动。

随着 2021 年底资管新规过渡期大限将至，预计现金管理类理财正式稿、资管产品披露具体要求、理财业务流动性风险管理、理财子公司管理交易相关细则等配套政策也将相继落地。当前市场较为关注的是现金管理类理财的落地时间及可能对市场产生的扰动。

现金管理类理财等产品可能面临二次整改压力及相关影响分析。《中国银行业理财业务发展报告（2020）》提到，截至 2019 年末，现金管理类理财规模 4.16 万亿元，占比净值型理财提升 1.93pct 至 41.04%。现金管理类理财存续规模较大，且资产配置里面含有一定银行资本工具等期限较长品种。自 2019 年 12 月《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）》出台已有一年多时间，2020 年初以来受疫情等因素影响，正式稿迟迟未出，但结合 2021 年底资管新规延期安排大限将至来看，预计 2021 年《正式稿》将会出台，但具体出台时间仍具有不确定性。初步推测，如果年初疫情有效控制、经济持续回暖，或者上半年出台，过渡期安排可能与“资管新规”延期安排一致；如果在下半年出台，则或许可能有相应更长的过渡期安排。

若现金管理类理财正式稿不做大幅改动，相关理财开启二次整改，则可能涉及资产配置的调整，如永续债、二级资本债等长期债券的处置、部分长期限或评级相对较低的信用债。预计银行主要通过市场化处置、发行新产品承接等方式进行处置。随着二次整改推进，短久期、高流动性资产配置将显著降低目前理财的资产负债期限错配，降低理财产品流动性风险，驱动现金管理类理财收益率下行，并可能由此带动货币市场基金收益率下行

表 4 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	√ 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	√ 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） √ 关于规范现金管理了理财产品管理有关事项的通知（征求意见稿） √ 商业银行理财子公司理财产品销售管理暂行办法(征求意见稿)	√ 信托公司资金信托管理办法（正式稿） √ 现金管理类理财产品管理办法（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 √ 商业银行理财子公司理财产品销售管理办法（正式稿） √ 债权投资计划细则 √ 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	√ 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）	√ 私募投资基金管理暂行条例（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

2.2 产品体系：进一步完善，合规养老理财或将推出

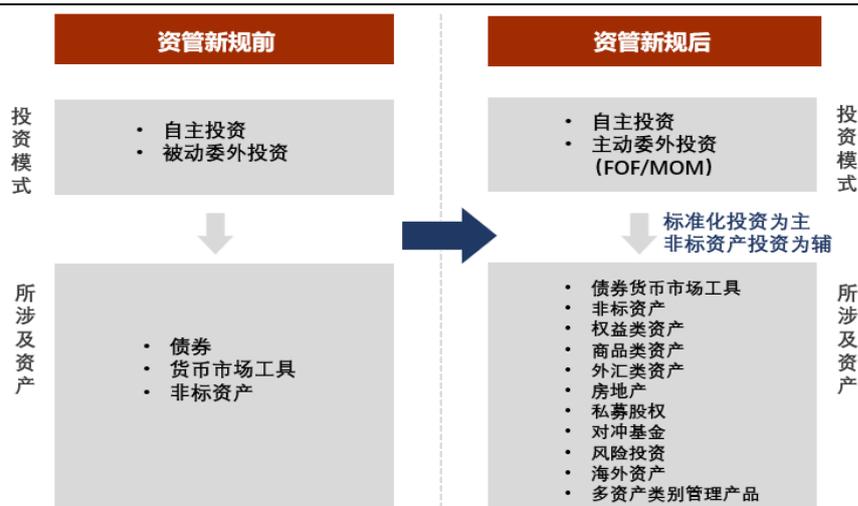
进一步完善产品体系，投资管理模式继续从“自主投资+被动委外投资”向“自主投资+主动委外投资（FOF/MOM）”转型⁵。从理财子公司公布的产品体系来看，多数涵盖固定收益类、混合类、商品及金融衍生品类、权益类全部四大体系，覆盖客户现金管理、定期稳健、主题策略、被动指数等不同投资需求，从目前理财子公司发行的 4000 余只产品来看，大部分已经完成了在固定收益类和混合类的布局，预计后续会逐步拓展至权益类、商品及金融衍生品类。同时，投资管理模式转型将持续推进。下一阶段，理财子公司对于拓展大类资产配置、增强权益类资产投资、进一步完善投研体系建设及加强与其他资管机构在投研等领域的合作具有较为一致的诉求。

持续加强权益投资探索，节奏或有缓急。2020 年，银行理财加大权益类资产配置，主要体现为权益类产品的探索及混合类产品的增加等方面，具体投资方式上，有 FOF/MOM 方式，也有主被动指数，亦有个别理财子尝试权益直投。随着非标压降，银行自然会通过标准化债券及股票来填补一定的空白，但是囿于银行客群风险偏好低、追求稳健收益、理财产品同质化等特点，预计银行出于稳定净值表现及产品规模的需要，在相当一段时间内仍会延续泛固收类产品为主的配置思路，不会贸然大幅提升权益比重。此外，2021 年资本市场走势也将是银行理财权益类投资布局节奏的重要影响变量。

理财子公司布局养老业务或有突破。2020 年以来全市场发行的 185 只养老主题理财（其中理财子公司发行 63 只），但在“统一养老金产品标准，清理名不副实产品”的监管环境下，2020 年 9 月之后，市场并无新的养老主题理财发行。银行理财虽然在养老主题产品方面做了积极的探索，但由于当前并没有关于养老理财的制度规范，各家银行主要是基于自身情况对相关产品进行尝试性发行，也有产品虽然冠以“养老”的名字，但是与传统理财没有明显区分。但是结合近期监管关于养老第三支柱和银行理财子公司发展的密集表态来看，我们认为银行理财子广泛参与养老金融市场的大幕即将开启。

⁵ 中国银行业协会，《中国银行业理财业务发展报告（2020）》

图 3：银行理财投资管理模式转型路径



资料来源：《中国银行业理财业务发展报告（2020）》，光大证券研究所

表 5 近期监管领导关于银行理财及养老金第三支柱建设的相关表述

时间	监管领导	发言场合/会议	核心观点
2020年7月28日	银保监会副主席曹宇	《中国证券报》刊发专访	<p>银保监会积极落实党中央关于“坚持在经济增长的同时实现居民收入同步增长”的部署要求，持续推进银行理财公司不断完善产品服务，拓宽居民财产性收入渠道，更好满足人民群众的养老保障需求。</p> <p>一是助力居民财富增长。面对人民群众日益增长的多元化、高层次投资需求，更需要资管行业，特别是银行理财公司提供差异化、个性化、专业化的金融产品和服务，满足不同家庭结构、年龄层次、收入水平、风险偏好的财富管理需要。</p> <p>二是维护投资者合法权益。把合适的产品销售给合格的投资者。</p> <p>三是适应居民养老新需求。银行理财公司应积极参与我国养老保障第三支柱建设，通过市场化手段以及差异化产品设计，满足个人对养老金融资产配置以及保值增值的需求，形成安全稳健的个人养老资金储备，更好满足投资者养老保障需求。</p>
2020年10月21日	银保监会主席郭树清	2020金融街论坛年会	<p>大力发展第三支柱养老保障，可以有效缓解我国养老保险支出压力，满足人民群众多样化养老需求，同时也可集中长期稳定资金，成为资本市场长期投资和价值投资的重要力量。一方面要抓现有业务规范，正本清源，统一养老金融产品标准，清理名不副实产品，另一方面要开展业务创新试点，大力发展真正具备养老功能的专业养老产品，包括养老储蓄存款、养老理财和基金、专属养老保险、商业养老金等。我们将选择条件较好的金融机构和专营机构先行参与，探索养老金融改革发展的新路子。</p>
2020年11月6日	银保监会副主席梁涛	国务院政策例行吹风会	<p>养老金融是我国第三支柱的重要组成部分，党中央、国务院对养老金融的改革发展高度重视，国务院金融委做出了专门部署，要求积极稳妥、循序渐进、逐步完善。目前，银保监会正按照“两条腿走路”的方针，积极推进相关工作。一方面坚持正本清源，研究明确养老金融产品的标准，按照“名实相符”的原则，对不符合标准的各类带有“养老”字样的短期金融产品坚决予以清理。另一方面稳步推进创新试点，选择少数符合条件的金融机构和专营机构先行开展养老金融试点。支持相关机构发展体现长期性、安全性和领取约束性，真正具备养老功能的养老金融产品，包括养老储蓄存款、养老理财、专属养老保险、商业养老金等，力争通过示范引领，为养老金融全面发展探索出一条新路。</p>

资料来源：银保监会网站，中国证券报，光大证券研究所

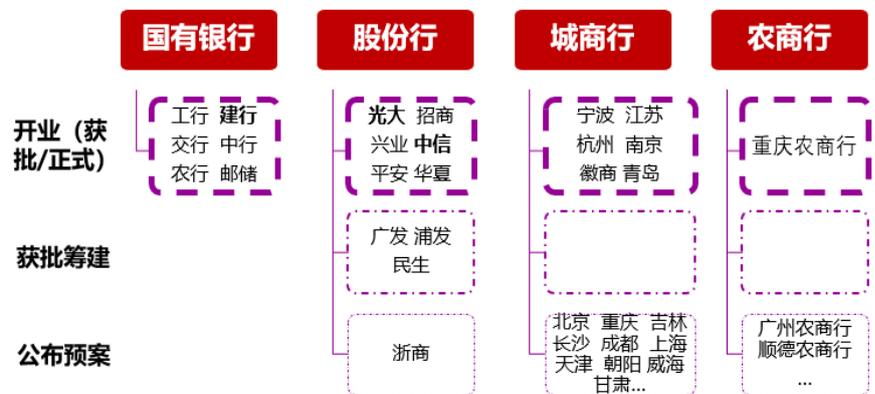
2.3 竞争格局：城农商行及外资机构或将加速入局

截至 2020 年末，发布拟成立理财子公司的 30 余家银行，已有 22 家获批筹建或开业，以国股行为代表的理财子公司主体布局基本完成。成立理财子公司作为监

管鼓励的银行理财转型方向，在资产投资范围、产品销售起点等方面具有诸多政策优惠，但相对较高的注册资本金要求、对银行 IT 系统构建及投研团队建设等较高的现实要求，也使得后续部分中小银行可能选择合资成立理财子公司或退出资管业务专注财富管理，与海外资管行业竞争格局向一致，行业“马太效应”将进一步凸显。

2021 年新设银行理财机构预计以头部城农商行理财子及中外合资理财公司为主，城农商行方面，已经发布拟成立理财子公司预案的，还有 10 余家尚未获批筹建；合资理财公司方面，目前首家由中银理财和东方汇理合作的汇华理财已经开业，建信理财与贝莱德、富登公司合作的理财公司也已获批。在我国进一步扩大金融对外开放大背景下，预计后续其他国有大行及招行等头部机构的理财子公司会择机布局合资理财公司。

图 4：国股行理财子公司基本布局完成（截至 2020 年 12 月 31 日）



资料来源：财新网，各公司官网，光大证券研究所

3、近期银行业相关政策动态

12 月 31 日，人民银行、银保监会发布《关于建立银行业金融机构房地产贷款集中度管理制度的通知》，建立了银行业金融机构房地产贷款集中度管理制度。《通知》明确了房地产贷款集中度管理制度的机构覆盖范围、管理要求及调整机制。综合考虑银行业金融机构的资产规模、机构类型等因素，分档设置房地产贷款余额占比和个人住房贷款余额占比两个上限，对超过上限的机构设置过渡期，并建立区域差别化调节机制。

12 月 25 日，银保监会发布《商业银行理财子公司理财产品销售管理暂行办法（征求意见稿）》。《办法》共八章 69 条，分别为总则、理财产品销售机构、风险管理与内部控制、理财产品销售管理、销售人员管理、投资者合法权益保护、监督管理与法律责任以及附则。发布实施《办法》是银保监会落实资管新规、理财新规、《理财子公司办法》等制度要求的具体举措，有利于规范银行理财子公司理财产品销售业务活动，保护投资者合法权益，促进理财业务健康发展。

12月14日，银保监会发布《互联网保险业务监管办法》。《互联网保险业务监管办法》包括总则、基本业务规则、特别业务规则、监督管理和附则。重点规范内容包括：厘清互联网保险业务本质，明确制度适用和衔接政策；规定互联网保险业务经营要求，强化持牌经营原则，定义持牌机构自营网络平台，规定持牌机构经营条件，明确非持牌机构禁止行为；规范保险营销宣传行为，规定管理要求和业务行为标准；全流程规范售后服务，改善消费体验；按经营主体分类监管，在“基本业务规则”的基础上，针对互联网保险公司、保险公司、保险中介机构、互联网企业代理保险业务，分别规定了“特别业务规则”；创新完善监管政策和制度措施，做好政策实施过渡安排。

12月3日，人民银行、银保监会联合发布《系统重要性银行评估办法》。为完善我国系统重要性金融机构监管框架，建立系统重要性银行评估与识别机制，人民银行、银保监会联合发布《系统重要性银行评估办法》（以下简称《评估办法》），《评估办法》分为总则、评估流程与办法、评估指标与实施四个章节。《评估办法》发布后，人民银行将会同银保监会制定系统重要性银行附加监管要求。拟从附加资本、杠杆率、大额风险暴露、公司治理、恢复处置计划、信息披露和数据报送等方面对系统重要性银行提出监管要求，还将建立早期纠正机制，推动系统重要性银行降低复杂性和系统性风险，建立健全资本内在约束机制，提升银行抵御风险和吸收损失的能力，提高自救能力，防范“大而不能倒”风险。

11月29日，中国银保监会消费者权益保护局发布风险提示，提醒社会公众：应注意甄别金融直播营销广告主体资质，选择正规金融机构和渠道购买金融产品；认真了解金融产品或服务重要信息和风险等级，防范直播营销中可能隐藏的销售误导等风险。前金融直播营销存在两方面主要风险：一是金融直播营销主体混乱，或隐藏诈骗风险。无资质主体“鱼目混珠”，直播平台信息设置混乱，非专业人士误导或欺骗。二是直播营销行为存在销售误导风险，包括虚假或夸大宣传；偷换概念、简单比价；信息披露、风险告知或提示不到位等。

表 6：近期监管部门重要文件

发文机构	发布时间	文件名称或主要内容
人民银行、银保监会	12月31日	《关于建立银行业金融机构房地产贷款集中度管理制度的通知》
银保监会	12月25日	《商业银行理财子公司理财产品销售管理暂行办法（征求意见稿）》
银保监会	12月14日	《互联网保险业务监管办法》
人民银行、银保监会	12月3日	《系统重要性银行评估办法》
银保监会	11月29日	消费者权益保护局发布 2020 年第 5 号风险提示

资料来源：银保监会官网、人民银行官网、光大证券研究所

4、2020 年 11 月银行理财整体运行情况

2020 年 11 月，理财发行量为 6813 只，环比上月上升 17.85%，理财产品收益率仍处相对低位，不同期限产品收益率涨跌互现。

4.1、11月全市场理财产品发行情况

2020年11月，理财产品共计发行6813只，较上月增加1032只，环比上升17.85%；较2019年同期的9375只，同比下降27.33%。其中个人理财6409只（占比94.07%），环比增加23.49%；机构理财1777只（占比26.08%），环比增加16.51%；同业理财产品36只（占比0.53%），环比增加17.83%。由于部分理财产品同时面向个人、机构或同业发售，因此总占比大于100%。

从产品类型看，11月发行的理财产品中共有6813只披露相关信息，发行量由高到低依次为：固定收益类4826只（占比82.8%），较上月增加677只，增幅16.32%；混合类937只（占比16.1%），较上月增加198只，增幅26.79%；权益类44只（占比0.8%），较上月不变；商品及金融衍生品类21只（占比0.4%），较上月增加18只，增幅600%。

图5：2019年以来理财产品单月发行量

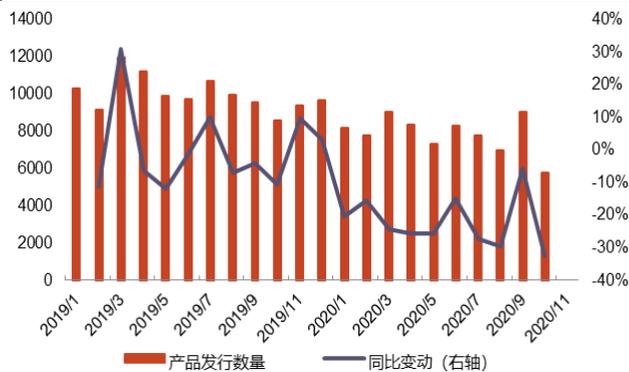
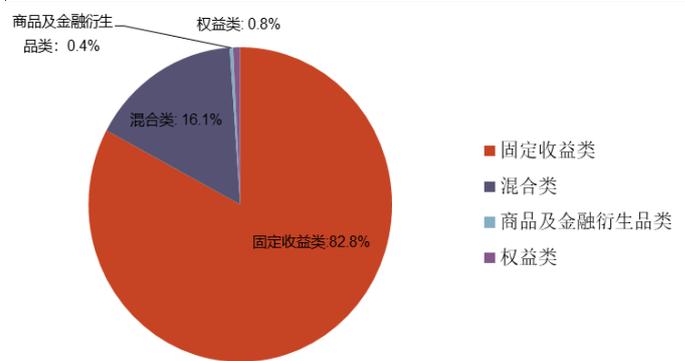


图6：2020年11月发行理财产品类型分布



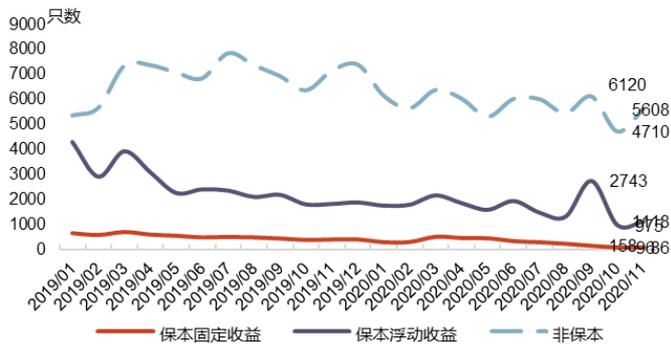
资料来源：普益标准，光大证券研究所

资料来源：普益标准，光大证券研究所

从产品收益类型来看，以非保本浮动收益型为主。11月发行理财产品中，非保本浮动收益型发行5608只，较上月增加898只，占据82.33%的绝对比重；保证收益型发行86只，占比1.26%；保本浮动收益型1118只，占比16.41%。

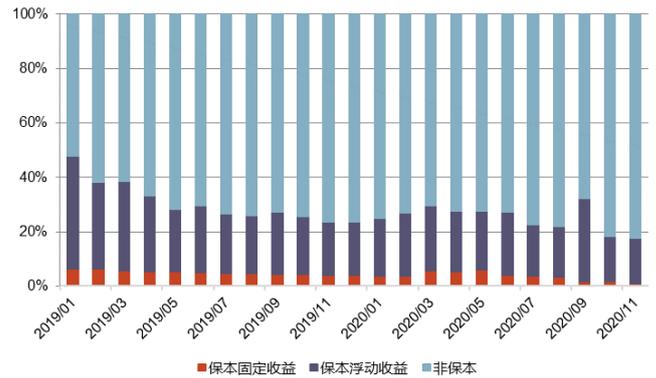
从产品期限来看，11月发行的理财产品中，期限在一年以内（含一年）的产品共计占比达88.1%。按期限划分占比由高到低依次为：3-6个月期限产品2699只，占比39.6%；6-12个月期限产品2125只，占比31.2%；1-3个月期限产品1057只，占比15.5%；24个月以上产品234只，占比3.4%；12-24个月期限产品517只，占比7.6%；1个月以内产品120只，占比1.8%；未公布期限产品61只，占比0.9%。

图 7：按收益划分的每月理财产品发行情况



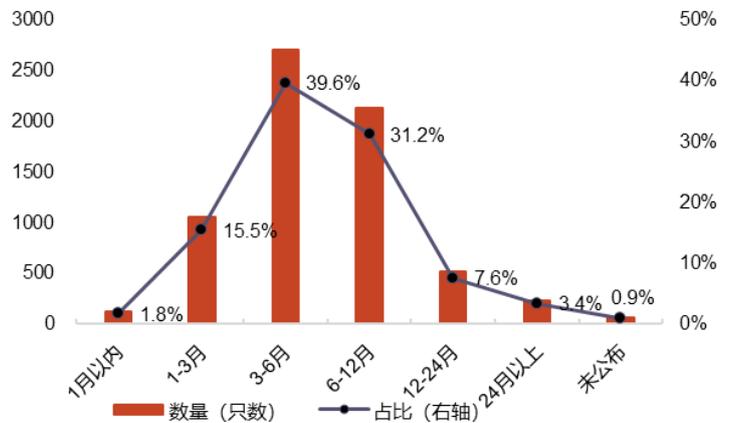
资料来源：普益标准，光大证券研究所

图 8：按收益划分的各类理财产品占比变化



资料来源：普益标准，光大证券研究所

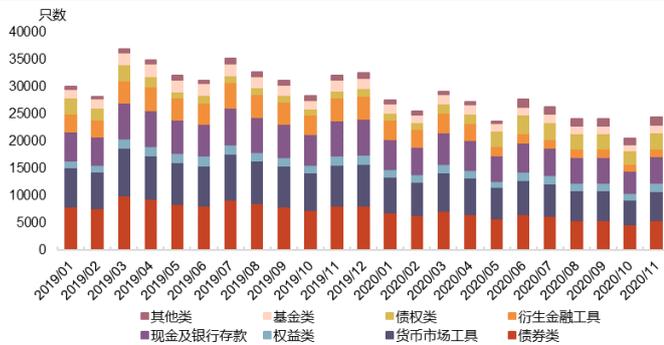
图 9：2020 年 11 月各类期限银行理财发行情况



资料来源：普益标准，光大证券研究所

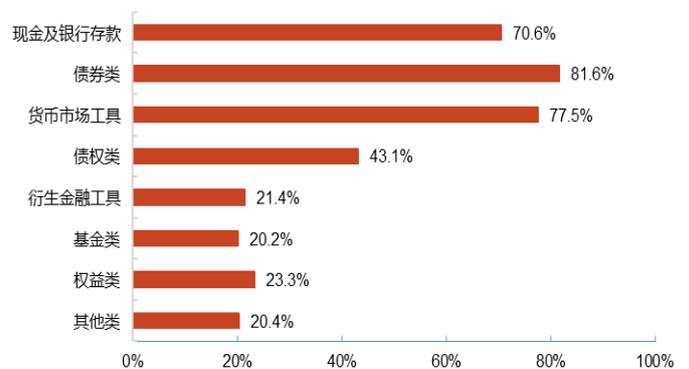
从投资资产类型看，基础资产仍集中于“固收+”。具体来看，投向债券的理财产品 5559 只，占比最高为 81.6%；其次为投向货币市场工具的产品 5278 只，占比为 77.5%；第三为投向现金及银行存款的产品 4808 只，占比最高为 70.6%；。由于同一理财产品投向可能涉及多个不同的基础资产类别，因此按照基础资产划分后的理财产品合计值大于该时间段内实际发行的理财产品数量。

图 10：2019 年以来各月新发理财产品基础资产分布



资料来源：普益标准，光大证券研究所

图 11：2020 年 11 月发行理财产品基础资产分布



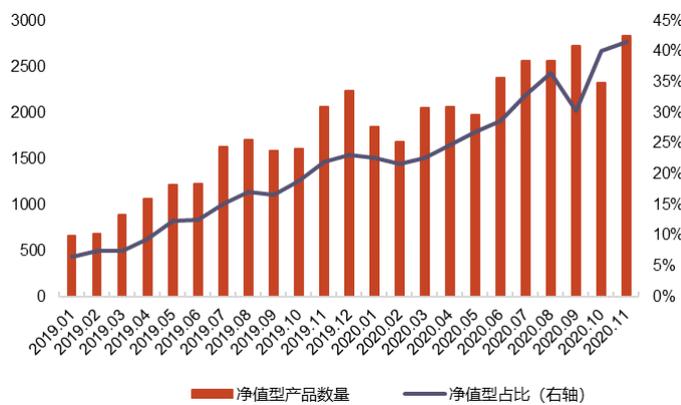
资料来源：普益标准，光大证券研究所

从中间投资标的的情况来看，披露了中间投资标的的产品共 3277 只，其中，投向信托 2246 只（占比 68.54%）、基金资管 1987 只（占比 60.63%）、券商资管 2594 只（占比 79.16%）、保险投资 741 只（占比 22.61%）、理财直融 432 只（占比 13.18%）。由于部分理财产品中间投资标的的不止一种，因此总占比大于 100%。

4.2、净值型理财产品发行情况

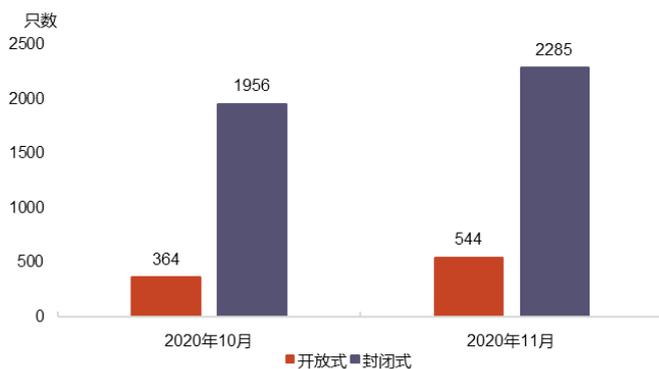
2020 年 11 月，净值型理财产品共计发行 2829 只（占当月新发行理财产品的 41.54%），发行量环比上月增加 21.98%，发行量占比环比上月增加 3.52 个百分点。其中，开放式净值占比 15.69%，占比环比上月提升 2.18 个百分点；封闭式净值占比 80.77%，占比环比上月下降 4.2 个百分点。从净值表现来看，二季度以来收益表现相对平稳，封闭式和开放式收益差距较小，基本保持在 2-10BP 左右。

图 12：2019 年以来净值型产品发行数量及占比情况



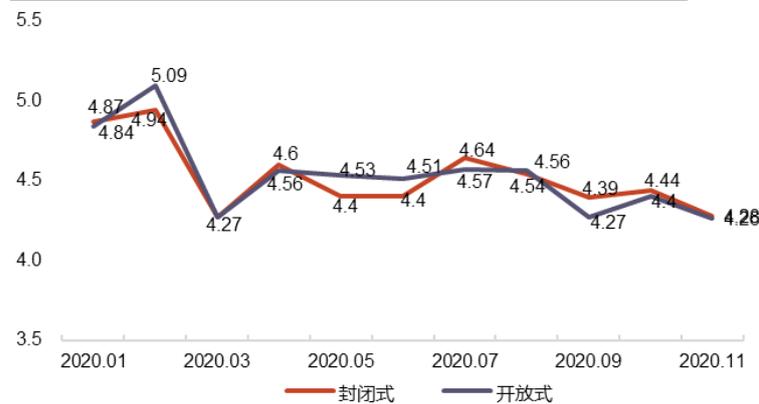
资料来源：普益标准，光大证券研究所

图 13：开放式净值与封闭式净值发行量



资料来源：普益标准，光大证券研究所

图 14：开放式净值与封闭式净值收益率走势

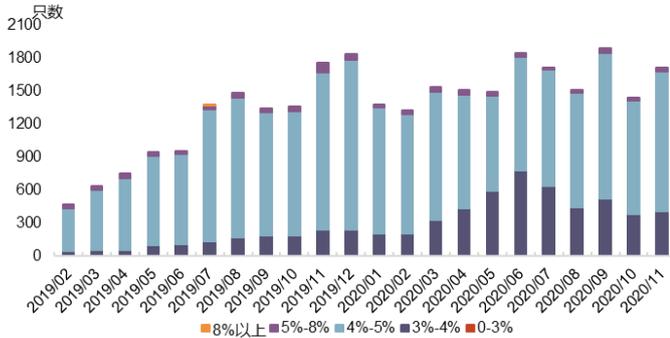


资料来源：普益标准，光大证券研究所

业绩比较基准 3-5%（含）的产品占比达 97.85%。2020 年 11 月发行的净值型产品中，共有 1713 只披露了业绩比较基准数值。其中，业绩比较基准 0-3%（含）的理财 23 只，占比 1.34%；业绩比较基准 3-4%（含）的理财 387 只，占比次高

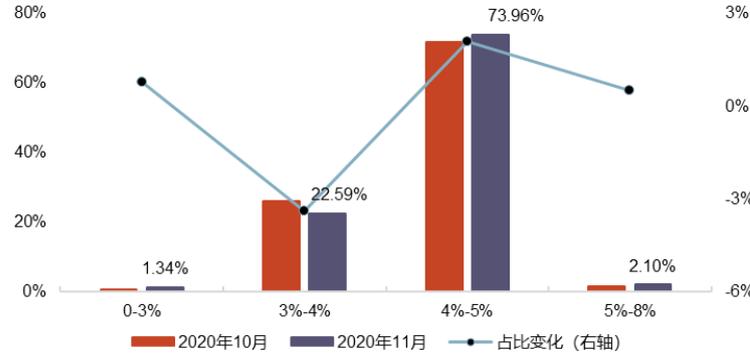
为 22.59%；业绩比较基准 4-5%（含）的理财 1267 只，占比最高为 73.96%；业绩比较基准 5-8%（含）的理财 36 只，占比 2.10%。

图 15：2019 年以来各月新发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

图 16：2020 年 11 月新发理财产品业绩比较基准分布



资料来源：普益标准，光大证券研究所

从净值型产品发行机构类型来看，国有行发行 300 只（占比 10.65%），股份行发行 541 只（占比 19.2%），城商行发行 1337 只（占比 47.44%），农村金融机构发行 640 只（占比 22.71%）。城商行和农村金融机构产品数量占比比较高，但从整体产品规模来看，仍主要以国股行为主。主要由于城商行和农村金融机构单笔发行金额显著小于国股行。

表 7 近三个月国有行及股份行净值型理财产品发行情况

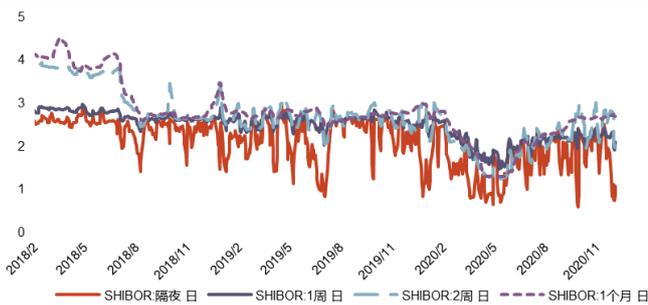
	发行银行	2020 年 8 月		2020 年 9 月		2020 年 10 月		2020 年 11 月	
		产品只数	市场占比	产品只数	市场占比	产品只数	市场占比	产品只数	市场占比
国有行	中国工商银行	113	4.4%	78	2.9%	46	2.0%	83	3.6%
	中国农业银行	76	3.0%	84	3.1%	47	2.0%	54	2.3%
	中国银行	68	2.7%	38	1.4%	37	1.6%	57	2.5%
	中国建设银行	46	1.8%	77	2.8%	44	1.9%	58	2.5%
	交通银行	52	2.0%	53	1.9%	37	1.6%	35	1.5%
	中国邮政储蓄银行	18	0.7%	13	0.5%	10	0.4%	13	0.6%
	汇总	373	14.6%	343	12.57%	221	9.5%	300	12.9%
股份行	民生银行	11	0.4%	10	0.4%	12	0.5%	12	0.5%
	华夏银行	51	2.0%	53	1.9%	43	1.9%	45	1.9%
	招商银行	71	2.8%	36	1.3%	42	1.8%	116	5.0%
	中信银行	44	1.7%	21	0.8%	31	1.3%	35	1.5%
	光大银行	6	0.2%	10	0.4%	2	0.1%	20	0.9%
	浦发银行	18	0.7%	27	1.0%	20	0.9%	20	0.9%
	兴业银行	40	1.6%	59	2.2%	29	1.3%	65	2.8%
	平安银行	16	0.6%	15	0.5%	20	0.9%	21	0.9%
	广发银行	50	2.0%	11	0.4%	4	0.2%	10	0.4%
	浙商银行	7	0.3%	8	0.3%	7	0.3%	10	0.4%
	恒丰银行	1	0.0%	9	0.3%	2	0.1%	8	0.3%
	渤海银行	150	5.9%	148	5.4%	160	6.9%	179	7.7%
	汇总	465	18.1%	407	14.91%	372	16.0%	541	23.3%

资料来源：普益标准，光大证券研究所；注：数据为不完全统计

4.3、流动性环境与理财产品收益率走势

2020年11月末，SHIBOR隔夜利率较10月下行112BP至1.12%，SHIBOR1周、2周和1个月率分别较10月下行6BP、27BP、上行5BP至2.36%、2.76%、2.74%。存款类机构质押式回购加权利率多数上行，DR001较10月下行166BP至1.26%，DR007和DR014分别较10月下行89BP和36BP至2.48%和2.86%。截至11月30日，1个月、3个月及6个月同业存单价格分别为2.98%、3.38%及3.46%，较10月末分别变动35BP、29BP及9BP。

图 17: SHIBOR 利率走势 (单位: %)



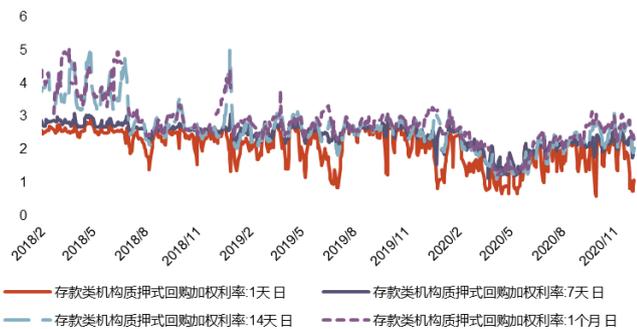
资料来源: Wind, 光大证券研究所; 截至 2020 年 11 月 30 日

图 18: 2020 年 11 月 SHIBOR 及环比变化



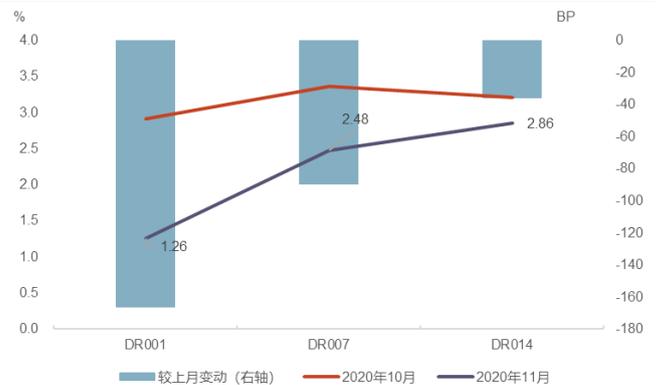
资料来源: Wind, 光大证券研究所; 截至 2020 年 11 月 30 日

图 19: DR 利率走势 (单位: %)



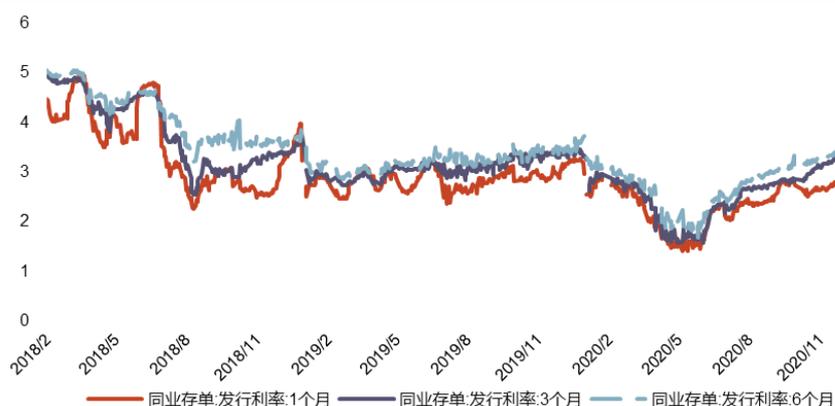
资料来源: Wind, 光大证券研究所; 截至 2020 年 11 月 30 日

图 20: 2020 年 11 月 DR 价格及环比变动



资料来源: Wind, 光大证券研究所; 截至 2020 年 11 月 30 日

图 21: 同业存单收益率走势 (单位: %)



资料来源: Wind, 光大证券研究所; 截至 2020 年 11 月 30 日

2020 年 11 月, 非保本理财主要期限收益率涨跌互现。分银行类型变化趋势看, 除农村金融机构部分期限产品外, 整体收益率环比继续下行。其中, 1 个月非保本理财收益率, 国有行下行 5BP 至 2.60%, 股份行不变、城商行下行 76BP 至 3.00%; 2 个月非保本理财收益率, 国有行下行 5BP 至 2.68%, 股份行不变、城商行下行 14BP 至 3.62%。3 个月非保本理财收益率, 国有行下行 5BP 至 2.72%, 股份行不变、城商行上行 10.8BP 至 3.88%。1 年期非保本理财收益率, 国有行和城商行分别下行 5BP 和上行 36.1BP 至 2.90%和 4.13%。

表 8: 非保本理财不同期限收益率: 国有行、股份行

	国有行					股份行				
	1 个月	2 个月	3 个月	6 个月	1 年	1 个月	2 个月	3 个月	6 个月	1 年
2019-01-31	3.56	3.64	3.68	3.78	3.86	4.7	4.77	4.8	4.9	4.98
2019-02-28	3.57	3.65	3.69	3.79	3.87	4.3	4.37	4.4	4.48	4.53
2019-03-29	3.69	3.77	3.81	3.91	3.99	3.74	3.83	3.86	3.96	4.04
2019-04-30	3.69	3.77	3.81	3.91	3.99	4.22	4.29	4.32	4.34	4.49
2019-05-31	3.62	3.71	3.74	3.84	3.92	4.55	4.61	4.65	4.75	4.83
2019-06-28	3.62	3.67	3.74	3.84	3.92	4.5	4.47	4.44	4.54	4.62
2019-07-31	3.52	3.6	3.64	3.74	3.82	4.12	4.19	4.22	4.26	4.34
2019-08-30	3.12	3.21	3.24	3.34	3.42	4.09	4.16	4.19	4.3	4.32
2019-09-30	3.43	3.54	3.59	3.63	3.8	3.4	4.03	4.28	4.32	4.39
2019-10-31	3.33	3.42	3.45	3.55	3.63	3.6	4.04	4.19	4.17	4.09
2019-11-29	3.32	3.4	3.44	3.54	3.62	3.98	4.04	4.1	4.11	4.09
2019-12-31	3.29	3.37	3.41	3.51	3.59	4.21	4.24	4.25	4.24	4.32
2020-01-21	3.4	3.47	3.52	3.62	3.7	3.73	3.81	3.85	3.95	4.03
2020-02-28	3.15	3.23	3.27	3.37	3.45	3.8	3.88	3.92	4.07	4.16
2020-03-31	3.22	3.3	3.34	3.44	3.52	3.8	3.88	3.92	4.05	4.14
2020-04-30	3.25	3.33	3.37	3.47	3.55	3.8	3.91	3.94	3.93	4.01
2020-05-29	3.06	3.14	3.18	3.28	3.36	3.8	3.88	3.92	4.02	4.11

2020-06-30	2.93	3.01	3.05	3.15	3.23	3.6	3.68	3.72	3.82	3.9
2020-07-30	2.85	2.93	2.97	3.07	3.15	3.65	3.73	3.77	3.86	3.84
2020-08-31	2.8	2.88	2.92	3.02	3.1	3.6	3.68	3.72	3.89	3.97
2020-09-30	2.70	2.78	2.82	2.92	3.00	4.16	4.23	4.26	4.36	4.44
2020-10-30	2.81	2.81	2.80	2.80	2.80	3.63	3.63	3.63	3.63	3.63
2020/11/30	2.6	2.68	2.72	2.82	2.9	3.50	3.58	3.62	3.72	3.80

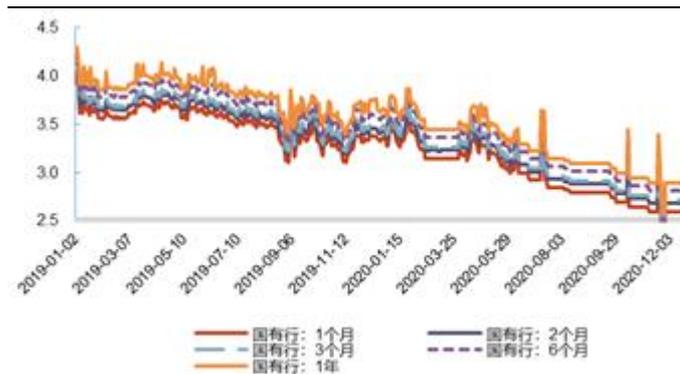
资料来源：普益标准，光大证券研究所

表 9：非保本理财不同期限收益率：城商行、农村金融机构

	城商行					农村金融机构				
	1个月	2个月	3个月	6个月	1年	1个月	2个月	3个月	6个月	1年
2019-01-31	4.54	4.53	4.52	4.69	4.77	4.45	4.53	4.55	4.54	4.63
2019-02-28	4.43	4.46	4.48	4.59	4.71	4.41	4.48	4.51	4.47	4.55
2019-03-29	4.39	4.41	4.42	4.5	4.65	4.14	4.2	4.24	4.34	4.48
2019-04-30	4.36	4.38	4.4	4.49	4.61	4.28	4.24	4.2	4.33	4.38
2019-05-31	4.23	4.32	4.36	4.46	4.55	4.04	4.11	4.14	4.21	4.37
2019-06-28	4.25	4.31	4.34	4.45	4.57	3.99	4.06	4.09	4.21	4.37
2019-07-31	4.22	4.28	4.32	4.43	4.51	3.98	4.02	4.05	4.21	4.32
2019-08-30	4.11	4.23	4.29	4.41	4.58	3.99	4.05	4.09	4.25	4.34
2019-09-30	4.11	4.22	4.26	4.38	4.55	3.34	3.43	3.46	3.56	3.64
2019-10-31	4	4.08	4.12	4.22	4.3	3.61	3.7	3.73	3.83	3.91
2019-11-29	4.12	4.16	4.18	4.32	4.4	3.53	3.6	3.65	3.75	3.83
2019-12-31	3.98	4.07	4.1	4.2	4.28	3.77	3.85	3.89	3.99	4.09
2020-01-21	4	4.09	4.12	4.22	4.25	3.67	3.76	3.79	3.89	3.97
2020-02-28	3.92	4.01	4.04	4.14	4.31	3.4	3.48	3.52	3.62	3.7
2020-03-31	3.05	3.13	3.17	3.27	3.35	4.01	3.98	3.96	4.13	4.21
2020-04-30	3.93	4.03	4.08	4.22	4.4	3.73	3.79	3.83	3.97	4.05
2020-05-29	3.77	3.84	3.89	3.99	4.07	3.58	3.65	3.68	3.78	3.86
2020-06-30	3.86	3.94	3.98	4.15	4.27	3.57	3.64	3.67	3.82	3.9
2020-07-31	3.81	3.93	3.98	4.08	4.16	3.73	3.72	3.71	3.81	3.89
2020-08-31	3.86	3.93	3.97	4.09	4.17	3.55	3.62	3.65	3.75	3.83
2020-09-30	3.82	3.89	3.94	4.07	4.17	3.56	3.65	3.69	3.79	3.95
2020-10-30	3.76	3.76	3.77	3.77	3.77	3.63	3.63	3.63	3.63	3.63
2020/11/30	3.00	3.62	3.88	4.03	4.13	3.76	3.78	3.79	3.91	3.93

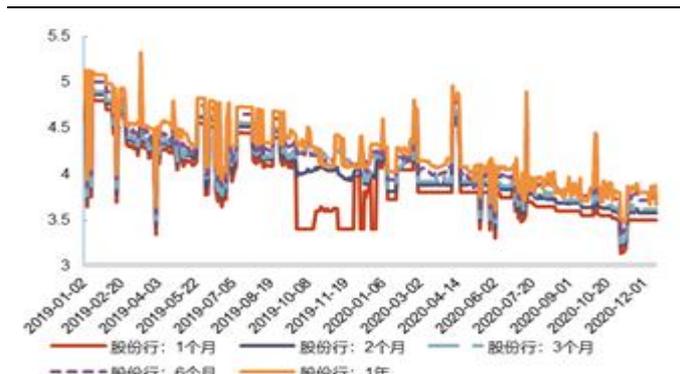
资料来源：普益标准，光大证券研究所

图 22: 国有行理财收益率 (单位: %)



资料来源: 普益标准, 光大证券研究所

图 23: 股份行理财收益率 (单位: %)



资料来源: 普益标准, 光大证券研究所

5、2020 年 11 月理财子公司设立及产品情况

2020 年 11 月以来, 股份制银行理财子公司布局进一步推进: 浙商银行于 11 月 26 日宣布拟出资人民币 20 亿元成立浙银理财, 民生银行于 12 月 10 日公告称民生理财获批筹建, 恒丰银行于 12 月 16 日发布公告称董事会同意出资不超过人民币 20 亿元成立恒丰理财。目前 12 家全国性股份制商业银行中, 除渤海银行尚未宣布拟成立理财子公司, 各家股份行均已对理财子公司进行了战略布局, 绝大多数已获批筹建或开业。当前开业理财公司已增加至 20 家, 其中理财子公司 19 家 (包括 6 家国有行理财子公司, 6 家股份行理财子公司, 6 家城商行理财子公司, 1 家农村商业银行理财子公司) 及合资理财公司 1 家 (汇华理财)。后续新开业理财子公司将以城农商行为主; 同时, 由理财子公司和外资资管机构合作成立的理财公司也有望陆续落地。

表 10: 理财子公司获批筹建情况及开业进展 (截至 12 月 27 日)

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)
国股行	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
	兴业银行	兴银理财	2018/08	2019/06	2019/12	50
	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
	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	民生理财	2018/06	2020/12	-	50
	华夏银行	华夏理财	2018/04	2020/04	2020/11	50

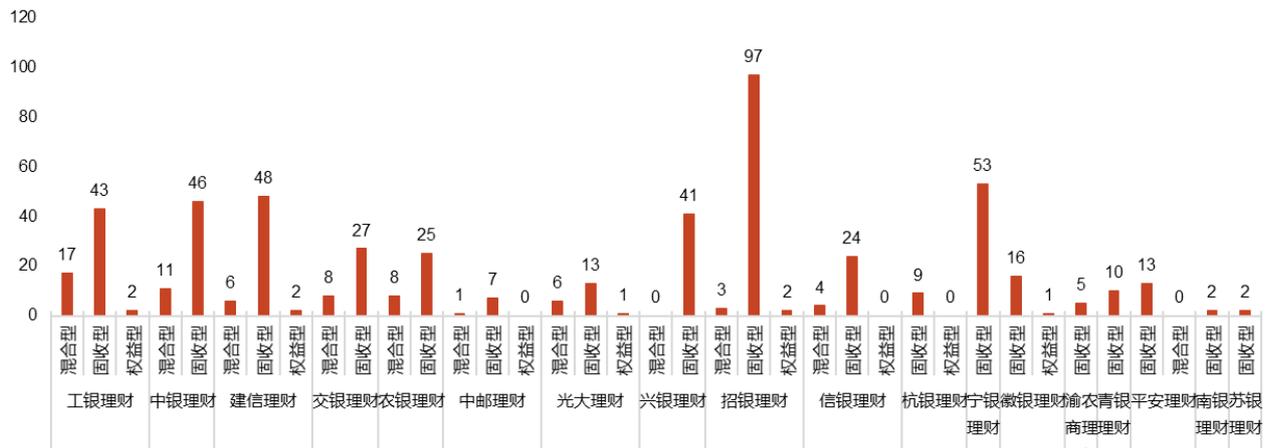
	广发银行	广银理财	2018/07	2020/07	-	50
	浦发银行	浦银理财	2018/08	2020/08	-	50
	浙商银行	浙银理财	2020/12	-	-	20
城商行	宁波银行	宁银理财	2018/05	2019/06	2019/12	15
	杭州银行	杭银理财	2018/08	2019/07	2020/01	10
	徽商银行	徽银理财	2018/10	2019/08	2020/04	20
	江苏银行	苏银理财	2016/02	2019/12	2020/08	20
	北京银行	-	2018/04	-	-	50
	南京银行	南银理财	2018/06	2019/12	2020/08	20
	重庆银行	渝银理财	2018/12	-	-	10
	青岛银行	青银理财	2018/12	2020/03	2020/11	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	-	-	-
	江苏江南农商行	-	2018/12	-	-	-
	宁波鄞州农商行	-	2019/04	-	-	-
	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
中外合资机构	东方汇理资产管理公司&中银理财有限责任公司	汇华理财	2019/07	2019/12	2020/11	10

资料来源：公司公告，光大证券研究所

5.1、11月各家理财子公司产品发行情况

2020年11月，工银理财、中银理财、建信理财、交银理财、农银理财、中邮理财、光大理财、兴银理财、招银理财、信银理财、杭银理财、宁银理财、徽银理财、渝农商理财、青银理财、平银理财、南银理财、苏银理财等18家理财子公司登记发行理财产品共计553只，其中固定收益类481只（占比86.98%），混合类64只（占比11.57%），权益类8只（占比1.45%）。分银行来看，招银理财发行量最大，共计102只，其中管理人变更与产品迁移后产品50只，母行向理财子公司迁移产品进一步推进；南银理财和苏银理财发行量相对较小，均只发行2只。

图 24：2020 年 11 月各家理财子公司产品发行情况（单位：只）



资料来源：普益标准，光大证券研究所

■ 招银理财

2020 年 11 月，招银理财发行了 102 只产品，产品发行量位列第一。其中固定收益类 97 只（占比 95.10%）、混合类 3 只（占比 2.94%）、权益类 2 只（占比 1.96%）。风险水平多为中低级别，三级（中等）和二级（中低）风险等级产品占比分别为 5.88%和 87.25%；五级（高）风险等级产品占比 1.96%。

表 11：招银理财 11 月产品发行情况概览（部分列示）

产品名称	产品类型	风险等级	业绩比较基准	运作模式	募集起始日
代销招银理财招睿季添利(平衡)1 号固定收益类理财计划(产品代码: 107331C)	固定收益类	二级(中低)	3.50%	半开放式净值型	2020-11-03
招银理财招睿颐养丰润十四月定开 1 号增强型固定收益类理财计划 100138	固定收益类	二级(中低)	4.35%	半开放式净值型	2020-11-05
招银理财招睿金鼎十四月定开 2 号固定收益类理财计划 107622D	固定收益类	二级(中低)	4.15%	半开放式净值型	2020-11-06
招银理财招睿每周开放 2 号固定收益类理财计划(测试专用)	固定收益类	三级(中)		半开放式净值型	2020-11-09
招银理财招睿越量化对冲(平衡型)十五个月定开三号混合类理财计划(产品代码:100712)	混合类	三级(中)	2.2%-8.2%	半开放式净值型	2020-11-09
招银理财招卓臻选泓瑞 6 号权益类理财计划	权益类	五级(高)		半开放式净值型	2020-11-11
招银理财招睿青葵系列两年定开 13 号固定收益类理财计划 301068C	固定收益类	二级(中低)	4.3%-4.7%	半开放式净值型	2020-11-11
招银理财招睿公司增利 B 款 890022 号封闭式固定收益类理财计划	固定收益类	二级(中低)		封闭式净值型	2020-11-12
招银理财招睿季添利(平衡)2 号固定收益类理财计划 107332A	固定收益类	二级(中低)	3.50%	半开放式净值型	2020-11-17
招银理财招睿全球资产动量一年定开 7 号固定收益类理财计划 122008C	固定收益类	二级(中低)	1%-8%	半开放式净值型	2020-11-17

资料来源：普益标准，光大证券研究所

■ 工银理财

2020年11月，工银理财共发行62只产品，产品发行量位列第二。其中固定收益类43只（占比69.35%），混合类17只（占比27.42%），主要集中于偏固定收益类产品。风险水平多为中低级别，三级（中等）的有36只（占比58.06%），二级（中低）的有24只（占比38.71%）。

表 12：工银理财 11 月产品发行情况概览（部分列示）

产品名称	产品类型	风险等级	业绩比较基准	运作模式	募集起始日
工银理财·鑫得利固定收益类封闭净值型理财产品(20GS2151)	固定收益类	二级(中低)	3.10%	封闭式净值型	2020-11-02
工银理财·恒睿睿盈私银尊享混合类1年定期开放式理财产品2号20HH6829	混合类	三级(中)	4.10%	半开放式净值型	2020-11-02
工银理财·全鑫权益混合类封闭式理财产品(20HH3180)	混合类	三级(中)	4.90%	封闭式净值型	2020-11-04
工银理财·鑫添益90天持盈固定收益类开放式理财产品20GS2162	固定收益类	二级(中低)	中债-高信用等级中期票据全价(1-3年)指数(代码:CBA03423)+1.50%	半开放式净值型	2020-11-06
工银理财·博股通利私银尊享私募甄选权益类封闭式私募理财产品(20QY1802)	权益类	四级(中高)	5.50%	封闭式净值型	2020-11-06
工银理财·恒鑫封闭期可延长固定收益类净值型产品(20GS1137)	固定收益类	二级(中低)	4.45%	封闭式净值型	2020-11-06
工银理财·如意人生恒鑫封闭期可延长固定收益类私募理财产品(20GS1301)	固定收益类	二级(中低)		封闭式净值型	2020-11-11
工银理财·恒睿睿鑫混合类1年定期开放式理财产品6号20HH6611	混合类	三级(中)	4.15%	半开放式净值型	2020-11-11
工银理财·恒睿睿合私银尊享量化FOF混合类1年定期开放式理财产品1号20HH6867	混合类	三级(中)	4.20%	半开放式净值型	2020-11-11
工银理财·智合私银尊享多资产FOF固定收益类封闭式理财产品(20GS5844)	固定收益类	三级(中)	4.25%	封闭式净值型	2020-11-11

资料来源：普益标准，光大证券研究所

■ 中银理财

2020年11月，中银理财共发行57只产品，产品发行量位列第三。其中固定收益类46只（占比80.70%）、混合类11只（占比19.30%），仍主要集中于偏固收型产品。风险水平多为中低级别，三级（中等）和二级（中低）风险等级产品占比分别为22.81%和77.19%。

表 13：中银理财 11 月产品发行情况概览（部分列示）

产品名称	产品类型	风险等级	业绩比较基准	运作模式	募集起始日
中银理财"稳富"固收增强(封闭式)2020年113期	固定收益类	二级(中低)	4.25%	封闭式净值型	2020-11-04
中银理财"稳享"(封闭式)2020年12期	固定收益类	二级(中低)	3.95%	封闭式净值型	2020-11-04
中银理财"稳享"(定期开放)2020年01期	固定收益类	二级(中低)		半开放式净值型	2020-11-05
(进博会专属)中银理财"稳富"固收增强(封闭式)2020年115期	固定收益类	二级(中低)	4.45%	封闭式净值型	2020-11-05
(自主创新)中银理财-智富(封闭式)2020年44期	混合类	三级(中)	4.75%	封闭式净值型	2020-11-05
(蓝筹精选)中银理财-智富(封闭式)2020年45期	混合类	三级(中)	5%	封闭式净值型	2020-11-06
(定增优选)中银理财-智富(封闭式)2020年47期	混合类	三级(中)	5%	封闭式净值型	2020-11-13
(打新增强)中银理财-智富(封闭式)2020年54期	混合类	三级(中)	4.35%	封闭式净值型	2020-11-13

中银理财"睿享"(封闭式可续期)2020年07期	固定收益类	二级(中低)	4.20%	封闭式净值型	2020-11-16
中银理财"稳富"固收增强(封闭式)2020年121期	固定收益类	二级(中低)	4.00%	封闭式净值型	2020-11-16

资料来源: 普益标准, 光大证券研究所

■ 建信理财

2020年11月, 建信理财共发行56只产品, 产品发行量居第四位。其中固定收益类48只(占比85.71%)、混合类6只(占比10.71%)、权益类产品2只(占比3.57%), 仍主要集中于偏固收型产品。风险水平多为中低级别, 二级(中低)、三级(中等)产品占比分别为32.73%和67.27%。

表 14: 建信理财 11 月产品发行情况概览 (部分列示)

产品名称	产品类型	风险等级	业绩比较基准	运作模式	募集起始日
建信理财"鹏鑫"固收类封闭式理财产品 2020 年第 98 期	固定收益类	三级(中)		封闭式净值型	2020-11-02
建信理财"创鑫"科创打新增强封闭式理财产品 2020 年第 15 期	混合类	三级(中)	4.15%	封闭式净值型	2020-11-03
建信理财"诚鑫"多元配置混合类封闭式产品 2020 年第 8 期	混合类	三级(中)	5.40%	封闭式净值型	2020-11-03
建信理财"睿鑫"固收类封闭式产品 2020 年第 75 期	固定收益类	三级(中)	4.45%	封闭式净值型	2020-11-03
建信理财私行专享"福星"封闭式理财产品 2020 年第 37 期	固定收益类	三级(中)	4.35%	封闭式净值	2020-11-04
建信理财"龙鑫"封闭式理财产品 2020 年第 27 期	固定收益类	三级(中)	3.70%	封闭式净值型	2020-11-04
建信理财私行专享"福星"封闭式理财产品 2020 年第 42 期	固定收益类	三级(中)	4.65%	封闭式净值型	2020-11-05
建信理财机构专享"嘉鑫"固收类 12 个月定开式产品第 25 期	固定收益类	二级(中低)		半开放式净值型	2020-11-09
建信理财机构专享"睿鑫"封闭式理财产品第 18 期	固定收益类	三级(中)	4.30%	封闭式净值	2020-11-09
建信理财机构专享"鹏鑫"理财产品 2020 年第 142 期	固定收益类	三级(中)		封闭式净值	2020-11-10

资料来源: 普益标准, 光大证券研究所

■ 宁银理财

2020年11月, 宁银理财共发行53只产品, 产品发行量位列第五。其中均为固定收益类产品。风险水平产品分别为: 一级(低)占比3.85%和二级(中低)94.23%。

表 15: 宁银理财 11 月产品发行情况概览

产品名称	产品类型	风险等级	业绩比较基准	运作模式	募集起始日
宁银理财宁欣固定收益类封闭式理财 23 号	固定收益类	二级(中低)		封闭式净值型	2020-11-13
宁银理财 2020 惠添利 11151 号(行庆专属)A2011151	固定收益类	二级(中低)	4.75%	封闭式净值型	2020-11-14
宁银理财 2020 惠添利 11123 号(净值型)A2011123	固定收益类	二级(中低)	4.65%	封闭式净值型	2020-11-14
宁银理财 2020 惠添利 11111 号(分红净值型)A2011111	固定收益类	二级(中低)	4.48%	封闭式净值型	2020-11-14
宁银理财 2020 惠添利 11050 号(喜上眉梢净值型)A2011050	固定收益类	二级(中低)	5.00%	封闭式净值型	2020-11-14
宁银理财如意鑫-A(1005)	固定收益类	二级(中低)		开放式净值型	2020-11-14

资料来源: 普益标准, 光大证券研究所

■ 兴银理财

2020年11月，兴银理财共发行41只产品，产品发行量位列第六。其中均为固定收益类产品。风险水平多为中低级别，三级（中等）的有8只（占比19.51%），二级（中低）的有33只（占比80.49%）。

表 16：兴银理财 11 月产品发行情况概览（部分列示）

产品名称	产品类型	风险等级	业绩比较基准	运作模式	募集起始日
兴银理财天天万利宝稳利4号净值型理财产品E款	固定收益类	二级(中低)	/	半开放式净值型	2020-11-01
兴银理财金雪球悦享1号A款净值型理财产品	固定收益类	二级(中低)	/	半开放式净值型	2020-11-02
兴银理财增盈优选13号净值型理财产品9K220933	固定收益类	二级(中低)	/	封闭式净值型	2020-11-06
天天万利宝稳利6号净值型理财产品D款B类	固定收益类	二级(中低)	/	半开放式净值型	2020-11-13
兴银理财稳利聚鑫2020年第1期净值型理财产品	固定收益类	二级(中低)	/	封闭式净值型	2020-11-17
兴银理财灵动全天候5号净值型理财产品9K212355	固定收益类	三级(中)	2%-6%	半开放式净值型	2020-11-19

资料来源：普益标准，光大证券研究所

■ 交银理财

2020年11月，交银理财共发行35只产品，产品发行量位列第七。其中固定收益类27只（占比77.14%）、混合类8只（占比22.86%）。风险水平多为中低级别，三级（中等）、二级（中低）风险等级产品占比分别为48.57%、和51.43%。

表 17：交银理财 11 月产品发行情况概览（部分列示）

产品名称	产品类型	风险等级	业绩比较基准	运作模式	募集起始日
交银理财稳选固收精选3个月封闭式2001(公司专享)理财产品	固定收益类	二级(中低)	/	封闭式净值型	2020-11-03
交银理财博享长三角价值投资一年定开20号理财产品(0891200185)	混合类	三级(中)	4.30%	半开放式净值型	2020-11-04
交银理财稳享固收增强1年定开45号(私银专享)理财产品(0891200186)	固定收益类	三级(中)	4.30%	半开放式净值型	2020-11-05
交银理财稳享精选资产3年封闭式12号理财产品(2891200160)	固定收益类	二级(中低)	4.70%	封闭式净值型	2020-11-06
交银理财稳享固收精选6个月定开202001理财产品(5811220045)	固定收益类	二级(中低)	3.90%	半开放式净值型	2020-11-16
交银理财稳享大湾区价值投资三个月定开1号理财产品(0891200193)	固定收益类	三级(中)	3.70%	半开放式净值型	2020-11-24

资料来源：普益标准，光大证券研究所

■ 农银理财

2020年11月，农银理财发行了33只产品，产品发行量位列第八。其中固定收益类25只（占比75.76%），混合类8只（占比24.24%）。风险水平多为中低级别，二级（中低）和三级（中等）风险等级产品分别占比72.73%和24.24%。

表 18: 农银理财 11 月产品发行情况概览 (部分列示)

产品名称	产品类型	风险等级	业绩比较基准	运作模式	募集起始日
农银理财"农银时时付"开放式人民币理财产品	固定收益类	一级(低)	3.50%	开放式净值型	2020-11-01
农银理财"农银安心·半年开放"第 3 期人民币理财产品	固定收益类	二级(中低)	3.55%	半开放式净值型	2020-11-03
农银理财"农银进取"2020 年第 2 期固定收益净值型人民币理财产品(购物节狂欢)	固定收益类	二级(中低)	3.80%	封闭式净值型	2020-11-06
农银理财"农银安心·灵珑"2020 年第 21 期公募净值型人民币理财产品(ESG 主题)	固定收益类	二级(中低)	3.85%	封闭式净值型	2020-11-11
农银理财"农银同心"价值精选 2020 年第 9 期人民币理财产品	混合类	三级(中)	4.70%	封闭式净值	2020-11-11
农银理财 2020 年第 22 期进取专户人民币理财产品	固定收益类	二级(中低)	3.85%	封闭式净值型	2020-11-13

资料来源: 普益标准, 光大证券研究所

■ 信银理财

2020 年 11 月, 信银理财发行了 28 只产品, 产品发行量位列第九。24 只为固收类产品, 4 只为混合类产品, 风险水平产品分别为: 三级(中等) 占比 14.29% 和二级(中低) 82.14%。

表 19: 信银理财 11 月产品发行情况概览 (部分列示)

产品名称	产品类型	风险等级	业绩比较基准	运作模式	募集起始日
信银理财七彩象睿享同行周开 1 号理财产品 AB20D2011	混合类	三级(中)	4.60%	半开放式净值型	2020-11-05
信银理财固盈象添利宝季开 1 号 E 款理财产品 AF20A2008	固定收益类	二级(中低)	3.60%	半开放式净值型	2020-11-05
信银理财日盈象天天利 2 号(E 享日日金)现金管理型理财产品 AF20A3004	混合类	一级(低)	1.35%	开放式净值型	2020-11-05
信银理财私享恒赢丰泽年开 1 号理财产品	固定收益类	二级(中低)		半开放式净值型	2020-11-05
信银理财安盈象和信半年定开 2 号理财产品 AF20A2021	固定收益类	二级(中低)	3.7%-4.2%	半开放式净值型	2020-11-10

资料来源: 普益标准, 光大证券研究所

■ 光大理财

2020 年 11 月, 光大理财共发行 20 只产品, 产品发行量位列第十。其中, 固定收益类产品 13 只(占比 65.0%), 混合类产品 6 只(占比 30.0%)。一级(低) 1 只, 二级(中低) 9 只, 三级(中等) 8 只。

表 20: 光大理财 11 月产品发行情况概览

产品名称	产品类型	风险等级	业绩比较基准	运作模式	募集起始日
阳光橙增盈绝对收益策略	混合类	三级(中)	4.2%+中证 800 指数收益率*10%	开放式净值型	2020-11-11
阳光紫尊享 13 期	固定收益类	三级(中)	4.40%	封闭式净值型	2020-11-12
阳光金 18M 添利 3 号	固定收益类	二级(中低)	4.35%-4.7%	半开放式净值型	2020-11-13
阳光碧机构盈	固定收益类	二级(中低)	1.50%	全开放式净值型	2020-11-13
阳光红精英荟 1 期	权益类	五级(高)	沪深 300 指数 × 90%+中证国债指数	半开放式净值型	2020-11-13

			×10%		
--	--	--	------	--	--

资料来源：普益标准，光大证券研究所

■ 徽银理财

2020年11月，徽银理财发行了17只产品，产品发行量位列第十一。其中固定收益类产品16只（占比94.12%）、权益类产品1只（占比5.88%）。风险水平多为中低级别，三级（中等）和二级（中低）等级产品占比分别为5.88%、88.24%。

表 21：徽银理财 11 月产品发行情况概览（部分列示）

产品名称	产品类型	风险等级	业绩比较基准	运作模式	募集起始日
徽银理财“安盈”固定收益类净值型理财产品 200040(双十一专属)	固定收益类	二级（中低）	4.2%-4.3%	封闭式净值型	2020-11-02
徽银理财“安盈”固定收益类一年定开净值型理财产品 200049	固定收益类	二级（中低）	4%-4.1%	半开放式净值型	2020-11-05
徽银理财“安盈”固收增强一年定开净值型理财产品 200061	固定收益类	三级（中）	4.25%-4.35%	半开放式净值型	2020-11-20
徽银理财“聚盈”私募股权专项理财产品 200026	权益类	五级（高）	/	封闭式净值型	2020-11-21

资料来源：普益标准，光大证券研究所

■ 平银理财

2020年11月，平银理财发行了13只产品，产品发行量位列第十二。均为固收类产品，风险水平产品分别为：三级（中等）占比23.08%和二级（中低）76.92%。

表 22：平银理财 11 月产品发行情况概览（部分列示）

产品名称	产品类型	风险等级	业绩比较基准	运作模式	募集起始日
平安理财-启航增强(专享)半年定开4号人民币净值型理财产品	固定收益类	三级(中)	4.10%	半开放式净值型	2020-11-10
平安理财-月月成长固定收益类人民币净值型理财产品	固定收益类	二级(中低)	2.0%-3.5%	半开放式净值型	2020-11-12
平安理财-新启航三个月定开1号人民币净值型理财产品	固定收益类	二级(中低)	3.4%-3.8%	半开放式净值型	2020-11-13

资料来源：普益标准，光大证券研究所

■ 青银理财

2020年11月，青银理财共发行10只产品，产品发行量位列第十三。其中均为固定收益类产品。风险水平均为二级（中低）级别。

表 23：青银理财 11 月产品发行情况概览（部分列示）

产品名称	产品类型	风险等级	业绩比较基准	运作模式	募集起始日
青银理财璀璨人生奋斗系列开放式净值型人民币个人理财计划(单周开放)	固定收益类	二级(中低)		半开放式净值型	2020-11-11
青银理财璀璨人生成就系列人民币个人理财计划 2020年007期	固定收益类	二级(中低)	4.18%	封闭式净值型	2020-11-16
青银理财璀璨人生田园系列人民币个人理财计划 2020年003期	固定收益类	二级(中低)	5.08%	封闭式净值型	2020-11-18

资料来源：普益标准，光大证券研究所

■ 杭银理财

2020年11月，杭银理财发行了9只产品，产品发行量位列第十四。其中均为固定收益类产品，风险水平均为二级（中低）级别。

表 24：杭银理财 11 月产品发行情况概览（部分列示）

产品名称	产品类型	风险等级	业绩比较基准	运作模式	募集起始日
杭银理财幸福 99 丰裕固收 20011 期理财计划	固定收益类	二级（中低）	4.45%	封闭式净值型	2020-11-05
杭银理财幸福 99 金钻固定收益类 20310 期理财计划	固定收益类	二级（中低）		封闭式净值型	2020-11-11
杭银理财幸福 99 年添益 2006 期理财计划	固定收益类	二级（中低）	4.00%-4.15%	半开放式净值型	2020-11-18

资料来源：普益标准，光大证券研究所

■ 中邮理财

2020年11月，中邮理财发行了8只产品，产品发行量位列第十五。其中，固定收益类产品7只（占比87.5%），混合类产品1只（占比12.50%）。风险水平产品分别为：三级（中等）占比12.50%和二级（中低）87.50%。

表 25：中邮理财 11 月产品发行情况概览（部分列示）

产品名称	产品类型	风险等级	业绩比较基准	运作模式	募集起始日
中邮理财邮银财富·鸿锦一年定开 7 号(FOF 策略)人民币理财产品	固定收益类	二级（中低）	4.2%-4.6%	半开放式净值型	2020-11-02
中邮理财邮银财富·鸿业远图封闭式 2020 年第 7 期人民币理财产品	固定收益类	二级（中低）	4.65%	封闭式净值型	2020-11-13
中邮理财邮银财富·鸿元封闭式 2020 年第 1 期人民币理财产品	混合类	三级（中）	4.25%	封闭式净值型	2020-11-16

资料来源：普益标准，光大证券研究所

■ 渝农商理财

2020年11月，渝农商理财发行了5只产品，产品发行量位列第十六。均为固定收益类产品（占比100%），均为二级（中低）风险等级产品。

表 26：渝农商理财 11 月产品发行情况概览（部分列示）

产品名称	产品类型	风险等级	业绩比较基准	运作模式	募集起始日
渝农商理财江渝财富天添金益进封闭式 2020 年第 51003 期理财产品	固定收益类	二级（中低）	4.25%	封闭式净值型	2020-11-03
渝农商理财江渝财富天添金兴时 1 年定开 2 号理财产品	固定收益类	二级（中低）	4.30%	半开放式净值型	2020-11-10

资料来源：普益标准，光大证券研究所

■ 南银理财

2020年11月，南银理财发行2只产品。均为固定收益类产品。风险水平为：三级（中等）级别1只，二级（中低）级别一只。

表 27：南银理财 11 月产品发行情况概览

产品名称	产品类型	风险等级	业绩比较基准	运作模式	募集起始日
南银理财珠联璧合鑫悦享周周盈公募人民币理财产品	固定收益类	二级(中低)	1.35%	半开放式净值型	2020-11-06
南银理财创鑫财富牛 1 号人民币理财产品	固定收益类	三级(中)	3.50%	半开放式净值型	2020-11-06

资料来源：普益标准，光大证券研究所

■ 苏银理财

2020年11月，苏银理财发行2只产品。均为固定收益类产品。风险水平为二级（中低）级别。

表 28：苏银理财 11 月产品发行情况概览

产品名称	产品类型	风险等级	业绩比较基准	运作模式	募集起始日
苏银理财恒源月开放融享 2 号	固定收益类	二级(中低)	4.50%	半开放式净值型	2020-11-01
苏银理财恒源周开放融享 1 号	固定收益类	二级(中低)	4.10%	半开放式净值型	2020-11-01

资料来源：普益标准，光大证券研究所

5.2、11 月末各家理财子公司产品存量情况

截至 11 月末，全市场理财存续 3510 只，前三名依次为工银理财（存续 934 只）、建信理财（存续 561 只）和交银理财（存续 452 只）。其中固定收益类 2827 只（占比 80.45%）、混合类 595 只（占比 16.93%）、权益类 92 只（占比 2.62%），主要集中于偏固收型产品。风险水平多为中低级别，三级（中等）和二级（中低）风险等级产品占比分别为 47.55%和 49.09%。从投资期限来看，占比最高三类产品的期限依次为：1-3 年期产品（占比 61.91%）、3 年以上期产品（占比 11.04%）和 6-12 个月期产品（占比 14.07%）。

工银理财存续 934 只，产品存续量居首。其中固定收益类 574 只（占比 61.46%）、混合类 311 只（占比 33.30%）、权益类 49 只（占比 5.25%），主要集中于偏固收型产品。风险水平多为中低级别，三级（中等）和二级（中低）风险等级产品占比分别为 67.02%和 27.30%。从投资期限来看，占比最高三类期限的依次为：1-3 年期产品（占比 71.58%）、3 年以上期产品（占比 13.46%）和 6-12 个月期产品（占比 4.74%）。

建信理财存续 561 只，产品存续量位列第二。其中固定收益类 515 只（占比 91.31%）、混合类 27 只（占比 4.79%）、权益类 0 只（占比 0%），主要集中于偏固收型产品。风险水平多为中低级别，三级（中等）和二级（中低）风险等级产品占比分别为 78.97%和 20.32%。从投资期限来看，占比最高三类期限的依次为：1-3 年期产品（占比 62.99%）、3 年以上期产品（占比 13.17%）和 6-12 个月期产品（占比 15.48%）。

交银理财存续 452 只，产品存续量位列第三。其中固定收益类 395 只（占比 87.39%）、混合类 57 只（占比 12.61%），主要集中于偏固收型产品。风险水平多为中低级别，三级（中等）和二级（中低）风险等级产品占比分别为 53.10%和 46.46%，累计占比超过九成。从投资期限来看，占比最高三类期限的依次为：1-3 年期产品（占比 44.99%）、6-12 个月期产品（占比 28.95%）和 6 个月以内产品（占比 18.04%）。

中银理财存续 412 只，产品存续量位列第四。其中固定收益类 347 只（占比 84.22%）、混合类 65 只（占比 15.78%），主要集中于偏固收型产品。风险水平多为中低级别，三级（中等）和二级（中低）风险等级产品占比分别为 24.76%和 75.24%。从投资期限来看，占比最高三类期限的依次为：1-3 年期产品（占比 64.63%）、3 年以上期产品（占比 18.78%）和 6 个月以内产品（占比 10.73%）。

兴银理财存续 244 只。其中固定收益类 223 只（占比 91.39%）、混合类 18 只（占比 7.38%），主要集中于偏固收型产品。风险水平多为中低级别，三级（中等）和二级（中低）风险等级产品占比分别为 22.13%和 68.85%。从投资期限来看，占比最高三类期限的依次为：1-3 年期产品（占比 58.82%）、6-12 个月期产品（占比 19.79%）和 6 个月以内产品（占比 16.58%）。

农银理财存续 180 只。其中固定收益类 111 只（占比 61.67%）、混合类 69 只（占比 38.33%），主要集中于偏固收型产品。风险水平中低级别（二级）占 56.11%，中级别（三级）占 42.22%。从投资期限来看，主要为 6-12 个月期产品（占比 16.85%）和 1-3 年期产品（占比 54.49%），占比超过七成。

宁银理财存续 166 只。投资类型均为固定收益类，风险水平多为中低级别（二级）占比为 96.99%。从投资期限来看，3 年以上期产品、1-3 年期产品和 6-12 个月期产品分别占比 0.61%、75.15%和 16.36%。

招银理财存续 221 只。其中固定收益类 204 只（占比 91.89%）、混合类 11 只（占比 4.95%）和权益类 7 只（占比 3.15%），主要集中于偏固收型产品。风险水平多为中低级别，三级（中等）和二级（中低）风险等级产品占比分别为 23.08%和 70.59%。从投资期限来看，占比最高三类期限的依次为：1-3 年期产品（占比 53.46%）、6 个月以内产品（占比 23.96%）和 6-12 个月期产品（占比 14.75%）。

杭银理财存续 87 只。其中固定收益类 81 只（占比 93.10%）和权益类 5 只（占比 5.75%），主要集中于偏固收型产品。风险水平多为中低级别，二级（中低）风险等级产品占比为 91.95%。从投资期限来看，占比最高三类期限的依次为：1-3 年期产品（占比 55.17%）、6-12 个月期产品（占比 37.93%）和 6 个月以内期产品（占比 5.75%）。

光大理财存续 77 只。其中固定收益类 60 只（占比 77.92%）、混合类 13 只（占比 16.88%）、权益类 4 只（占比 5.19%），仍主要集中于偏固收型产品。风险水平为中级（三级）和中低级别（二级），占比分别为 49.35%和 38.96%。从投资期限来看，占比最高三类期限的依次为：1-3 年期产品（占比 43.24%）、6 个月以内产品（占比 37.84%）和 6-12 个月产品（占比 14.86%）。

中邮理财存续 45 只。其中固定收益类 34 只（占比 75.56%）、混合类 10 只（占比 22.22%）和权益类产品 1 只（占比 2.22%）。风险水平为中级（三级）和中低级别（二级），占比分别为 22.22%和 73.33%。从投资期限来看，占比最高两类期限的依次为：1-3 年期产品（占比 62.22%）和 6 个月以内产品（占比 22.22%）。

徽银理财存续 52 只。其中固定收益类 51 只（占比 98.08%）、权益类产品 1 只（占比 1.92%）。风险水平多为中低级别（二级）占比 82.69%，占比超过八成。从投资期限来看，1-3 年期产品和 6-12 个月产品分别占比 79.17%和 18.75%。

信银理财存续 38 只。其中，固定收益类 32 只（占比 84.21%）、混合类 6 只（占比 15.79%）和权益类 0 只（占比 0%），风险水平分布为中低级别（二级）

占比 73.68%和三级（高）占比 18.42%。从投资期限来看，1-3 年期产品和 6-12 个月产品分别占比 50.0%和 18.42%。

渝农商理财存续 12 只。其中，固定收益类 10 只（占比 83.33%）、混合类 2 只（占比 16.67%），风险水平分布为中低级别（二级）占比 83.33%和三级（高）占比 16.67%。从投资期限来看，1-3 年期产品和 6-12 个月产品分别占比 54.55%和 45.45%。

6、资管业务新闻动态

■ 刘凡：“双循环”格局下的银行理财发展路径建议

中债登副总经理刘凡撰文称，“双循环”格局下对银行理财业务发展路径建议如下，一是加强对理财产品投资债券市场的穿透监管，顺应理财规范化发展要求；二是探索建立统一规范的理财资产流转平台，提升理财资产流动性；三是鼓励使用市值计量，统一净值化产品的估值标准；四是以完善信息披露为核心，加强投资者权益保护；五是推进理财业务信息交互平台建设，顺应理财市场化发展需求；六是发展银行理财直接融资，更好服务实体经济发展；七是丰富银行理财产品，推动养老保障第三支柱发展；八是加快理财行业对外开放，推进理财产品互认。（当代金融家）

■ 首家合资理财公司汇华理财发行首只理财产品

我国首家外资控股的合资理财公司——汇华理财有限公司（简称“汇华理财”）于 2020 年 12 月正式推出首只理财产品。产品名称“汇华理财-汇嘉封闭式固定收益类理财产品 2020 年 001 期”，为公募封闭式产品，主打固定收益类投资，计划到期日为 2022 年 12 月 13 日。（银行业理财登记托管中心）

■ 城商行加大权益类资产配置，股票直投+策略打新增厚收益

近日，杭银理财发行首款公募混合型产品——杭银理财幸福 99 卓越混合类（策略打新）20001 期理财计划，该产品在权益类资产的配置比例最高接近 80%，产品说明书显示直接参与股票市场投资，并通过打新增厚收益。风控方面通过金融衍生品进行套期保值，对冲风险。（金牛资产管理）

■ 银保监会政策研究局发布《中国影子银行报告》

12 月，中国银保监会政策研究局发布《中国影子银行报告》。报告指出，影子银行是指常规银行体系以外的各种金融中介业务，通常以非银行金融机构为载体，对金融资产的信用、流动性和期限等风险因素进行转换，扮演着“类银行”的角色。影子银行是金融体系的一部分，必须建立持续监管框架。在此基础上，推动影子银行健康规范发展，降低其风险水平，使之成为维护金融稳定的积极因素和支持服务实体经济发展的力量。（金融监管研究）

7、风险提示

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
行业及公司评级	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；
	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会与，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



静安区南京西路 1266 号恒隆广场
1 期写字楼 48 层

上海



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

北京



福田区深南大道 6011 号 NEO 绿景
纪元大厦 A 座 17 楼

深圳