

银行理财 2020 年报解析：重回正轨！净值型占比跃升+产品期限显著拉长，预计类货基新规短期难落地

增持（维持）

2021 年 01 月 30 日

证券分析师 马祥云
执业证号：S0600519020002
021-60199793
maxy@dwzq.com.cn

研究助理 陶哲航
taozhh@dwzq.com.cn

事件：1 月 29 日，银行业理财登记托管中心与中国银行业协会联合发布《中国银行业理财市场报告（2020 年）》。

投资要点

■ 银行理财重回正轨稳健增长，净值型占比跃升+新产品期限显著拉长。

2020 年末银行理财规模增长 6.9%至 25.86 万亿（图 1），自 2018 年资管新规转型以来，连续第二年稳健增长。其中，净值型理财产品大幅增长 59%至 17.4 万亿，占比提升至 67%，2019 年末该比例仅 45%（图 2），这是资管新规启动净值化转型以来成果最丰厚的一年。与此相对应，传统的预期收益型产品则被压降至 8.46 万亿（2019 年末 13.25 万亿）。此外，同业理财进一步被压缩至 0.39 万亿（2019 年末 0.84 万亿），基本清退。

今年重要亮点是新发产品的期限明显拉长。资管新规要求“期限匹配”，禁止曾经“短债长投”的资金池模式，这意味着想投资高收益率的非标资产就必须发行足够长期的产品。但在转型初期，投资者普遍不适应，长期限产品不受欢迎。2020 年，新发行封闭式产品的期限较 2019 年进一步拉长 30 天（图 3），进度正在加快，反映投资者开始逐步接纳长期限产品。

随着理财公司陆续开业且运营日渐成熟，理财年度报告首次分别披露了 331 家银行母行的理财产品规模 19.19 万亿，19 家理财公司的产品规模 6.67 万亿，占比 26%。不过，理财公司的产品规模中有 61%是从母行划转而来。截止目前，共有 20 家理财公司开业，4 家获批等待开业（表 1）。

■ 存量“老产品”处置仍有压力，现金管理类理财新规预计短期难落地。

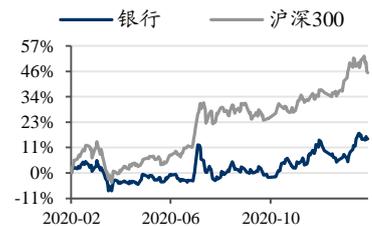
不过，2021 年仍需要关注存量“老产品”的资产处置压力，因为资管新规过渡期将结束，但预计个别银行（尤其大型银行）仍需要以“一行一策”的方式延期处置存量资产。目前银行的处置方式包括转回表内、新产品承接、资产到期等，但越到后期的资产处置难度自然越大，而且近期地方信用违约的风险事件也多次发生，带来一定压力。我们判断，未来两年老资产回表可能会对银行表内的资本额度、资产质量等指标产生一定影响。

此外，数万亿的 T+0 现金管理类理财产品未来仍可能面临“二次整改”，因为 2019 年 12 月征求意见的现金管理类理财新规仍未正式落地。在过去两年转型进程中，此类产品规模高增，2020 年达到 7.4 万亿（图 4），基本构成净值化转型的主力产品（占净值型产品比例达 43%），尤其在理财公司层面，有近一半的规模是 T+0 产品（图 7）。未来如果新规落地，将明显压低 T+0 产品的收益率，向货币基金趋近（图 6），但考虑银行理财转型的渐进性和存量处置压力，我们判断该新规在短期内难以落地。

■ 银行理财仍以固收为主，资产端显著压降非标比例，增配权益不明显。

①从产品分类角度，固定收益类仍是主体，2020 年末规模 21.81 万亿，占比升至 84.3%（图 5），混合类占比降至 15.4%，权益类规模仅约 800 亿，与 2019 年接近。对于银行理财投资权益市场，我们一直反复强调，中期内理财仍将聚焦固定收益，虽然长期会增加权益资产，但考虑投研人员配置、客户风险偏好、机构资源禀赋等因素，进程会非常缓慢。从资产配置结构也可以看出，2020 年末理财配置权益类的比例为 4.75%，同比下降 2.8pct。因此，中短期内无需对银行理财大规模流入股市抱有过于乐观的预期，而且当前理财公司的激励机制仍难以对标公募基金等市场化机构。

行业走势



相关研究

- 1、《数字金融追踪：央行支付新规会冲击互联网巨头吗？》
2021-01-24
- 2、《银行业行业点评：银行业：2 万亿利润与 3 万亿不良处置》
2021-01-23
- 3、《金融供给侧改革追踪：金融机构债委会制度：抱团抵御信用风险，强调打击逃废债！》
2021-01-17

②从资产配置角度，2020年理财产品继续大幅提升对标准化债券的配置，债券资产比例较2019年上升4.5pct至64.3%（图8）。非标债权类资产配置比例相应压降4.7pct至10.9%，对应非标资产规模下滑23%至3.15万亿。不过考虑目前新产品的期限逐渐拉长，其实未来理财配置非标的的能力会重新提升，这有利于平滑非标的到期处置压力。债券资产中，信用债占总投资资产的比例上升4.2pct至47.75%，但平均评级提高，以平衡收益与风险，不过预计信用债违约压力对部分理财投资仍有一定影响。

■ **数据持续印证我们2020年初提出的“银行理财吸引力边际下滑”判断。**

银行理财吸引力短期边际下滑，核心体现为“期限拉长+收益率下行+刚兑打破后净值波动”。2020年新发行（封闭式）产品预期的加权平均收益率为3.93%，同比走低23BP（图9），这主要反映了市场利率下行，以及资管新规后理财转型，原来依靠非标资产获取高收益的产品占比降低。另外，从已经兑付客户的封闭式产品加权平均收益率来看，2020年同比降低39BP至4.05%，而2018年（资管新规启动前）曾经达到5%。

此外，2020年债市波动造成净值型理财短期估值浮亏，我们前期专题报告《数百款银行理财破净，是结构性牛市的水源吗？》曾深度分析过，这可能分流部分投资者流向公募基金，尤其考虑权益市场赚钱效应显著。年报统计，2020年共有2164只理财产品曾经“破净”，全年净值型产品收益率位于1%~7%，波动性显著高于传统的预期收益型产品。

■ **强调零售财富管理变局：银行理财/权益基金/储蓄保险将是三大尖兵。**

长期视角，我们仍然认为银行理财将保持零售财富管理龙头地位，除了银行天然拥有的网点数量、客户资源等优势，目前也看到客户对于净值型或长期产品的接受度逐步提升，2020年底银行理财的投资者数量达到4162.48万，较2019年大幅增长86.85%。从零售金融格局角度，目前结构性存款、互联网存款等高息固收类产品被全面监管，我们认为明确利好两个方向：一是收益率较低但相对稳健的银行理财，甚至部分稳健型资金回流到更低收益率的表内存款；二是收益与风险匹配的权益型公募基金。不过，考虑2020年权益市场“赚钱效应”过于火热，理性预计2021年权益型基金会阶段性降温。

此外，我们认为长期储蓄型保险也将受益于零售财富管理格局的变化。目前居民投资理财工具中，期限、收益与风险偏好正在逐渐匹配步入正轨，而储蓄型保险满足的是超长期限+低收益预期+合法刚性兑付的养老需求，在格局变化中接受度会提升。我们认为，单纯的重疾险业务前景非常有限，长期而言保险公司的画像应是稳健型资管机构。

■ **投资建议：2021年明确看好银行股上涨行情，首推招商银行/平安银行/建设银行。**

行业角度：①银行股资产质量“春暖”，业绩“花开”，招商银行等头部银行上涨行情将持续，近期业绩快报及年报构成催化，重点推荐招商银行、平安银行、宁波银行。②建议前瞻性布局二季度贷款利率上行逻辑下，国有大行的上涨行情，重点推荐建设银行，尤其目前估值低至0.54x2021PB、较A股折价27%的港股。

长期来看，我们反复强调零售金融是最佳赛道，以招商银行为代表的财富管理型银行将长期受益。可以看到，理财转型进度大幅领先同业的招商银行，2020年理财收入已经开始加速正增长（图10），而基金代销也为核心零售银行带来了丰厚的收益。从零售金融角度，长期重点推荐核心零售银行招商银行、平安银行、宁波银行。

■ **风险提示：1）银行存量理财资产处置进度不及预期；2）资产质量指标再度波动；3）银行贷款利率持续下行，利差继续收窄。**

图 1：2020 年银行理财规模继续稳健增长



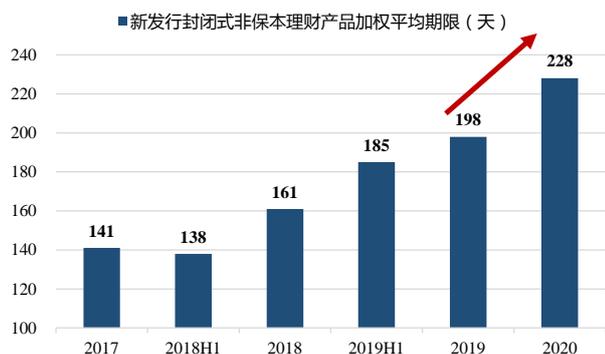
数据来源：银行业理财市场年报，东吴证券研究所
备注：2020 年对 2019 年数据追溯调整，2019 年非保本理财规模原披露值为 23.40 万亿元

图 2：2020 年净值型产品比例进一步跃升至 67%



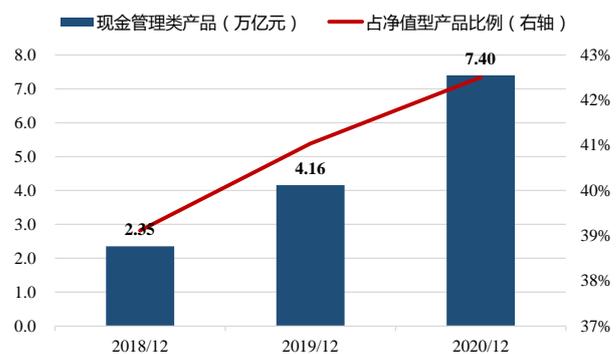
数据来源：银行业理财市场年报，东吴证券研究所
备注：2020 年对 2019 年数据追溯调整，2019 年净值型产品规模原披露值为 10.13 万亿元

图 3：新发行理财产品的期限拉长进程正在加速



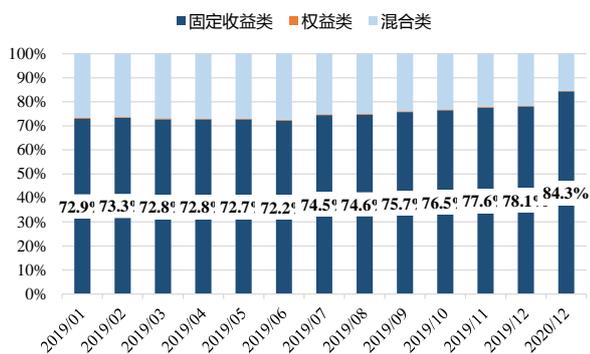
数据来源：银行业理财市场年报，东吴证券研究所

图 4：现金管理类 T+0 理财产品规模进一步高增长



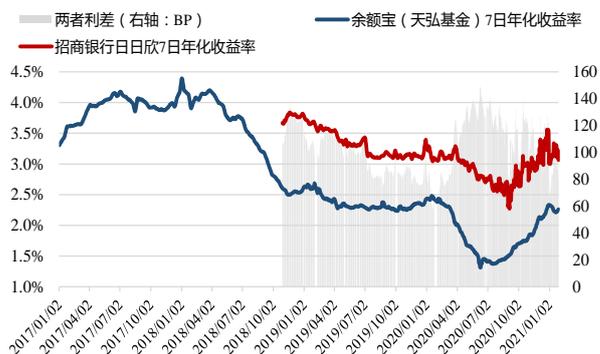
数据来源：银行业理财市场年报，东吴证券研究所

图 5：银行理财固定收益类产品占比继续提升



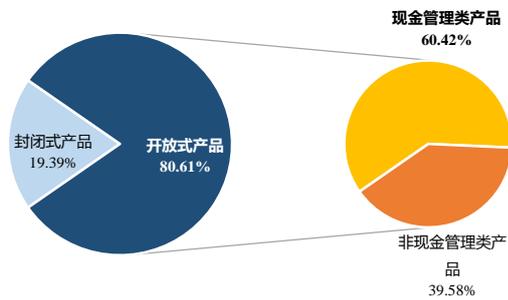
数据来源：银行业理财市场年报，东吴证券研究所

图 6：目前现金管理类理财收益率仍明显高于货币基金



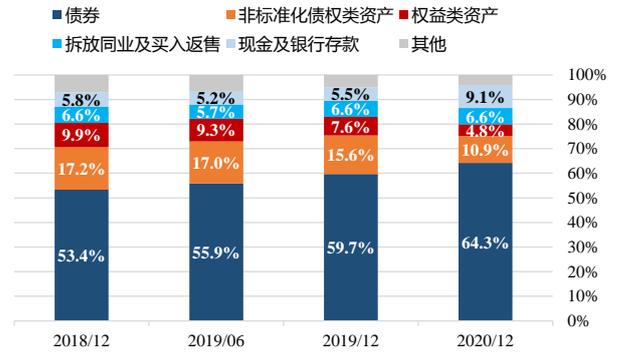
数据来源：招商银行官网，Wind，东吴证券研究所

图 7: 理财公司的产品规模中现金管理类占比近半



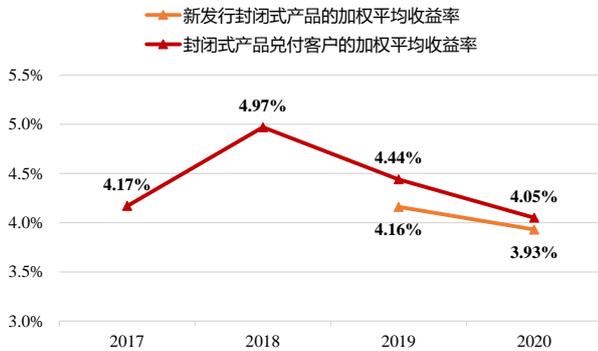
数据来源: 银行业理财市场年报, 东吴证券研究所

图 8: 理财的债券配置比例提升, 非标及权益比例走低



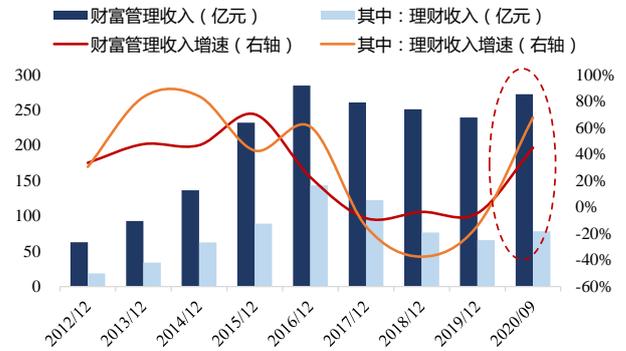
数据来源: 银行业理财市场年报, 东吴证券研究所

图 9: 封闭式理财产品的收益率持续走低



数据来源: 银行业理财市场年报, 东吴证券研究所

图 10: 招商银行理财业务收入加速增长



数据来源: 招商银行财务报告, 东吴证券研究所

表 1: 银行理财子公司最新筹建、开业情况

银行(母公司)	理财子公司	状态	获批筹建时间	获批开业时间
工商银行	工银理财	开业	2019/03/04	2019/05/27
建设银行	建信理财	开业	2019/01/01	2019/05/27
交通银行	交银理财	开业	2019/01/11	2019/06/03
中国银行	中银理财	开业	2019/01/11	2019/07/05
农业银行	农银理财	开业	2019/01/11	2019/07/31
光大银行	光大理财	开业	2019/05/27	2019/10/08
招商银行	招银理财	开业	2019/05/27	2019/11/11
邮政储蓄银行	中邮理财	开业	2019/06/03	2019/12/12
兴业银行	兴银理财	开业	2019/06/18	2019/12/18
宁波银行	宁银理财	开业	2019/07/04	2019/12/20
杭州银行	杭银理财	开业	2019/07/01	2019/12/25
徽商银行	徽银理财	开业	2019/09/06	2020/04/24
中信银行	信银理财	开业	2019/12/13	2020/06/23
重庆农村商业银行	渝农商理财	开业	2020/02/13	2020/06/29
南京银行	南银理财	开业	2019/12/26	2020/08/17
江苏银行	苏银理财	开业	2019/12/26	2020/08/17
平安银行	平安理财	开业	2020/01/03	2020/08/21
青岛银行	青银理财	开业	2020/03/26	2020/09/18
中银理财、东方汇理资管公司	汇华理财	开业	2019/12/20	2020/09/24
华夏银行	华夏理财	开业	2020/05/08	2020/09/25
广发银行	广银理财	获批筹建	2020/07/17	
贝莱德	贝莱德建信	获批筹建	2020/08/11	
浦发银行	浦银理财	获批筹建	2020/08/14	
民生银行	民生理财	获批筹建	2020/12/25	

数据来源: 各商业银行官网, 东吴证券研究所汇总

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15% 与 -5% 之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15% 以下。

行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5% 以上；

中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘 -5% 与 5%；

减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>

