

2021年08月18日

银行理财 2021 年中报解析：如何应对新的增长压力？

增持（维持）

证券分析师 马祥云

执业证号：S0600519020002

021-60199793

maxy@dwzq.com.cn

事件：8月13日，银行业理财登记托管中心发布了《中国银行业理财市场报告（2021年）》，全面总结上半年银行业理财市场情况。

投资要点

■ 银行理财面临新一轮增长压力，核心是现金管理类理财将收缩。

2021年6月末，银行理财规模25.8万亿元，其中净值型产品规模增长至20.39万亿元，占比进一步提高到79%，意味着净值化转型步入尾声。过去三年的转型过程中，T+0 现金管理类理财产品发挥了战略作用，2021年6月末规模达到7.78万亿元，在净值型产品中占比38%。但是今年6月，现金管理类理财新规正式落地，对产品投资范围进行限制，所以未来收益率会下行，并趋近于货币基金。我们认为现金管理类产品规模收缩将不可避免，因为政策要求每家机构此类产品规模不得超过全部理财产品的30%，而6月末该产品在净值型产品中的占比达38%。

■ 理财公司成为规模最大的机构，债券类资产配置比例加速提升。

理财公司2021年6月末规模达10.01万亿元，占比38.8%，超越股份行成为第一大机构类型。截至今日共有21家理财公司正式开业，另有7家获批等待开业。资产配置角度，2021年6月末理财产品继续提升对标准化债券的配置，债券（含同业存单）比例较2020年末上升3.0pct至67.3%。此外，非标资产的配置比例显著上升至13.1%，对应规模3.75万亿元，主要是根据《标准化债权类资产认定规则》调整了分类口径。

对于银行理财投资权益市场，我们一直强调，短期内考虑投研人员配置、客户风险偏好、机构资源禀赋等因素，进程会比较缓慢。从资产配置结构也可以看出，6月末理财配置纯权益类资产的比例仅4.08%，较期初进一步下降0.67pct，即便考虑公募基金后合计占比也不高。所以，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。

■ 银行理财变局对财富管理影响深远，权益市场长期受益。

短期内理财产品吸引力仍然疲弱，核心体现为“期限拉长+收益率下行+打破刚兑后净值波动”。今年现金管理类理财新规落地后，未来各类产品的收益率与流动性、风险会更加匹配，投资者追求高收益，就必须承担高风险或损失流动性，这会进一步推动财富管理格局的变化。所以，我们判断居民部分资金会分流向表内存款或净值波动的固收类产品，部分资金会进一步增配权益型产品，从长期逻辑上利好权益市场。

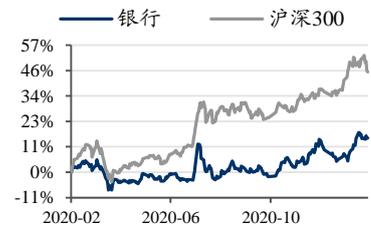
■ 投资建议：财富管理逻辑下，推荐龙头零售银行招商银行/平安银行。

招商银行作为财富管理龙头，二季度零售 AUM 已站上 10 万亿元，且其中基金、股票（托管）等非存款类财富管理产品的合计配置比例上升至 78.5%。我们强调，财富管理是招商银行未来最具成长空间和价值的业务板块，从客户角度，是满足核心需求的长期正确赛道；从财务角度，不仅能持续拉动中收增长，还能沉淀活期存款。

平安银行财富管理推动手续费收入高增长，一季度末零售 AUM 也达到 2.80 万亿元，已经连续四年实现 30% 以上年增速。我们认为，财富管理的快速发展会带动平安银行优化综合负债结构，并拉动中收高增长，也是未来成长过程中的核心看点。

■ 风险提示：1) 资产质量超预期恶化；2) 贷款利率持续下行造成净息差收窄；3) 信贷融资需求持续低迷。

行业走势



相关研究

- 1、《银行业行业点评：资产质量比利润高增长更重要》2021-08-11
- 2、《2021Q2 金融机构贷款投向数据点评：信贷投放持续“重制造，限房贷”》2021-08-01
- 3、《银行业行业点评：房贷额度、利率与政策导向》2021-07-25

1、银行理财面临新一轮增长压力，核心是现金管理类理财将收缩。

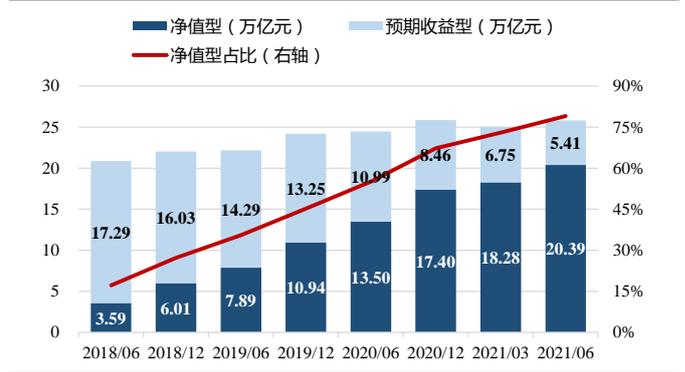
银行理财净值化转型步入后期。2021年6月末，银行理财规模25.8万亿元（图1），自2018年资管新规转型以来，2019、2020年规模连续逆势增长，但今年以来步入稳态。其中，净值型产品规模增长至20.39万亿元，占比进一步提高到79%，意味着净值化转型步入后期（图2）。与此对应，传统预期收益型产品被压降至5.41万亿元（2019年末尚有13.25万亿元）。此外，资管新规后直接被计入银行表内负债的保本理财产品，目前也基本清退，本次中报特别披露，保本理财规模只剩下0.15万亿元。

图1：2021年非保本银行理财规模步入稳态，而保本理财已经基本清退



数据来源：银行业理财市场年报，东吴证券研究所

图2：2021年6月末银行理财的净值型占比进一步跃升至79%，预期收益型持续压降



数据来源：银行业理财市场年报，东吴证券研究所

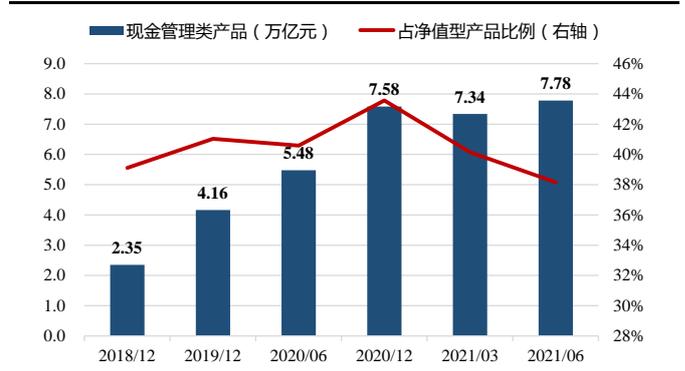
现金管理类产品是理财转型的主力。2018年至今的净值化转型过程中，T+0 现金管理类理财产品发挥了战略作用，也是我们持续关注的产品。2021年6月末，这类产品规模达到7.78万亿元，在净值型产品中占比38%，尤其在2019~2020年持续高增长，今年则保持平稳。所以，回顾银行理财的转型过程，可以总结为三部分：①金融同业理财大幅压降，从2016年末6.65万亿元降至今年6月末0.27万亿元（图3）；②现金管理类产品大幅增长，从2018年末2.35万亿元增长至今年6月末的7.78万亿元（图4）；③其他大量产品由预期收益型逐步转变为净值型。

图3：2016年以来金融同业理财规模被大幅压降



数据来源：银行业理财市场年报，东吴证券研究所

图4：2021年现金管理类理财产品的规模不再增长

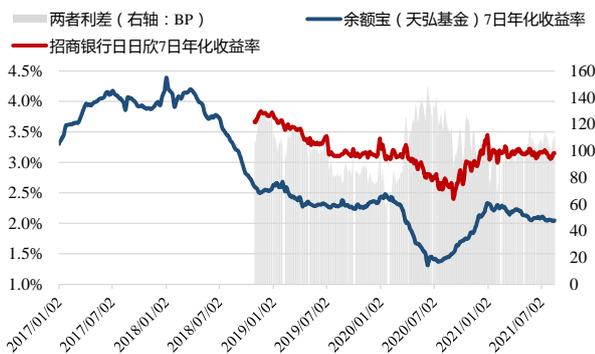


数据来源：银行业理财市场年报，东吴证券研究所

新政策出台冲击现金管理类理财。今年6月，现金管理类理财新规正式落地（2019年12月已经发布了征求意见稿），政策核心是对这类产品的投资范围进行限制，基本上全面对照证监会体系的货币基金，这也是为了保证不同类型资管产品的政策公允。政策出台前，现金管理类产品兼顾高流动性（T+0）和相对高收益率（明显高于货币基

金，图 5)，但政策限制投资端以后，未来收益率理论上会下行，并趋近于货币基金。具体来看，影响比较大的要求是持有资产组合的平均久期不能超过 120 天，而我们了解到实操中久期大约 1.0~1.5 年，所以需要调整资产配置，缩短久期。此外，还对投资范围、信用等级、估值偏离度、赎回额度等方面设定了要求（表 1），总体上都会影响产品收益率和销售吸引力。不过，考虑政策设置过渡期至 2022 年末，我们判断产品投资端的调整对债券等相关资产影响将比较缓和。

图 5：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 6：零售金融理财产品的风险收益比及流动性分层



数据来源：东吴证券研究所汇总编制

表 1：现金管理类理财新规对产品投资端的核心约束条款及其影响

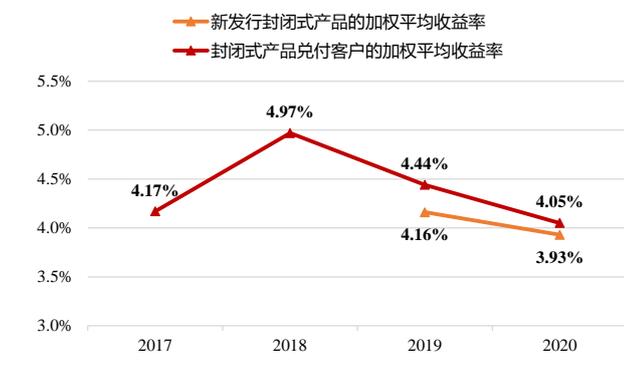
	关于规范现金管理类理财产品管理有关事项的通知（正式稿）	货币市场基金监督管理办法（2015 年 12 月）、公开募集开放式证券投资基金流动性风险管理规定（2017 年 8 月）	影响
投资范围	（一）现金； （二）期限在 1 年以内（含 1 年）的银行存款、债券回购、中央银行票据、同业存单； （三）剩余期限在 397 天以内（含 397 天）的债券、在银行间市场和证券交易所市场发行的资产支持证券； （四）监管层认可的其他具有良好流动性的货币市场工具	（一）现金； （二）期限在 1 年以内（含 1 年）的银行存款、债券回购、中央银行票据、同业存单； （三）剩余期限在 397 天以内（含 398 天）的债券、非金融企业债务融资工具、资产支持证券； （四）监管层认可的其他具有良好流动性的货币市场工具	基本一致，影响重大： 1) 银行现金管理类产品此前投资限制宽泛，按照新规需对底层资产广泛调整； 2) 失去信用下沉及久期拉长的能力后，收益率必将下行并趋近于货币基金； 3) 底层资产调整对市场上低评级、长久期的债券有影响，但流动性风险总体可控；
禁止投资	（一）股票； （二）可转换债券、可交换债券； （三）以定期存款利率为基准利率的浮动利率债券，已进入最后一个利率调整期的除外； （四）信用等级在 AA+ 以下的债券、资产支持证券； （五）监管层禁止投资的其他金融工具	（一）股票； （二）可转换债券、可交换债券； （三）以定期存款利率为基准利率的浮动利率债券，已进入最后一个利率调整期的除外； （四）信用等级在 AA+ 以下的债券、非金融企业债务融资工具； （五）监管层禁止投资的其他金融工具	4) 现金管理类理财收益率下行，销售更加困难，规模收缩； 5) 社会无风险利率下行，一定程度上减轻银行表内存款压力，同时边际利好“类固收”的货币基金、储蓄型保险等产品
久期管理	每只现金管理类产品投资组合的平均剩余期限不得超过 120 天，平均剩余存续期限不得超过 240 天	货币基金投资组合的平均剩余期限不得超过 120 天，平均剩余存续期限不得超过 240 天	完全一致，影响显著：预计目前现金管理类银行理财产品投资组合久期仍然明显长于监管要求

数据来源：银保监会，证监会，东吴证券研究所汇总

现金管理类产品规模收缩不可避免。我们判断这类产品的规模将开始收缩，但还没有在银行理财中报的数据中体现。核心依据是，政策要求每家机构的现金管理类产品规模不得超过全部理财产品的 30%，而从总量来看，2021 年 6 月末该比例达到 38%（由于存续的预期收益型产品未来仍将继续压降，所以我们只用净值型产品的规模作为分

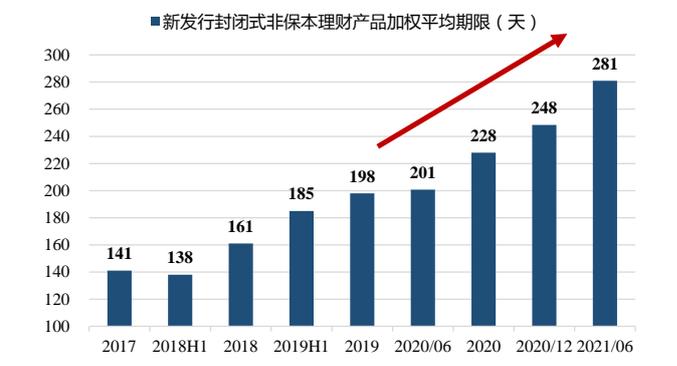
母计算比例), 意味着未来规模需要收缩, 或者其他类产品实现更高速扩张。但是, 资管新规后各类理财产品本身的收益率都持续下行(图7), 而封闭式产品的发行期限也逐步拉长(图8), 如果现金管理类产品再失去收益率优势, 我们认为理财总规模将面临下滑的压力。当然, 规模收缩的幅度是可控的, 因为监管已经全面规范了各类“高息揽储”的工具, 所以投资者也没有太多具备吸引力、可替换的投资工具。

图 7: 2019 年以来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 8: 新发行封闭式理财产品的期限正在加速拉长



数据来源: 银行业理财市场年报, 东吴证券研究所

备注: 其中 2020/06、2020/12、2021/06 为当月发行产品的期限, 其余为期间内发行产品的期限

2、理财公司成为规模最大的机构, 债券类资产配置比例加速提升。

理财公司成为银行理财龙头机构。理财公司陆续开业且运营日渐成熟, 截至 2021 年 6 月末, 325 家银行母行+20 家理财公司拥有存续的理财产品, 其中理财公司规模达到 10.01 万亿元, 占比达到 38.8%, 超越股份行成为第一大机构类型。截至今日, 共有 21 家理财公司正式开业, 另有 7 家获批等待开业(表 2)。

表 2: 银行理财公司最新筹建、开业情况

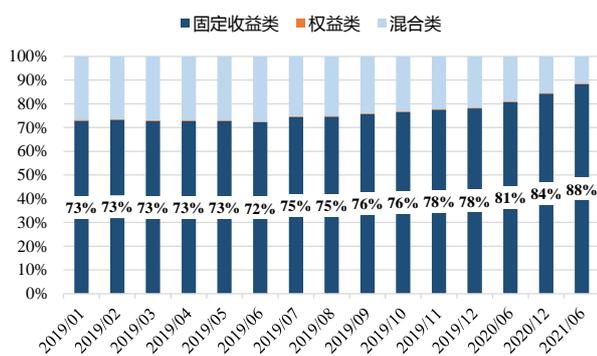
银行(母公司)	理财子公司	状态	获批筹建	获批开业
工商银行	工银理财	开业	2019/03/04	2019/05/27
建设银行	建信理财	开业	2019/01/01	2019/05/27
交通银行	交银理财	开业	2019/01/11	2019/06/03
中国银行	中银理财	开业	2019/01/11	2019/07/05
农业银行	农银理财	开业	2019/01/11	2019/07/31
光大银行	光大理财	开业	2019/05/27	2019/10/08
招商银行	招银理财	开业	2019/05/27	2019/11/11
邮政储蓄银行	中邮理财	开业	2019/06/03	2019/12/12
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
贝莱德、建信理财	贝莱德建信理财	开业	2020/08/11	2021/05/12
广发银行	广银理财	获批筹建	2020/07/17	
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	
交银理财、施罗德投资管理	施罗德交银理财	获批筹建	2021/02/22	
渤海银行	渤银理财	获批筹建	2021/04/28	
高盛资管、工银理财	高盛工银理财	获批筹建	2021/05/26	
恒丰银行	恒丰理财	获批筹建	2021/06/01	

数据来源：各商业银行官网，东吴证券研究所汇总

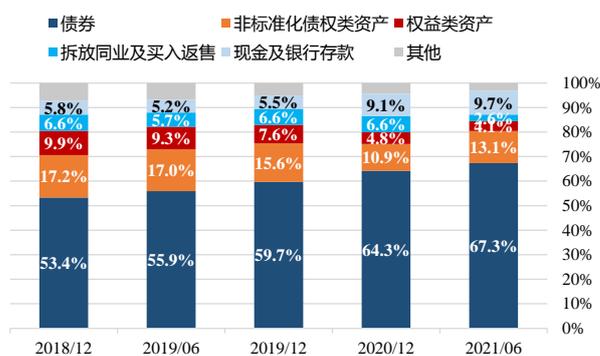
固收型理财产品占比进一步上升。从产品分类角度，固定收益类仍是主体，2021年6月末规模22.75万亿元，占比升至88.2%（图9），混合类占比则明显降至11.5%，而纯权益类产品规模仅843亿元，2019年至今几乎没有增长。对于银行理财投资权益市场，我们一直强调，短期内仍将聚焦固定收益，虽然长期会增加权益资产，但考虑投研人员配置、客户风险偏好、机构资源禀赋等因素，进程会比较缓慢。从资产配置结构也可以看出，6月末理财配置纯权益类资产（股权投资等）的比例仅为4.08%，较期初进一步下降0.67pct，即便考虑公募基金后合计占比也不高。所以，中短期内无需对银行理财大规模流入股市抱有过于乐观的预期，而且理财公司的激励机制仍然难以对标公募基金等市场化机构。

图9：银行理财固定收益类产品占比明显提升



数据来源：银行业理财市场年报，东吴证券研究所

图10：理财资金的债券资产配置比例快速提升



数据来源：银行业理财市场年报，东吴证券研究所

资产端非标资产比例还原至13.08%。资产配置角度，2021年理财产品继续大幅提升对标准化债券的配置，债券（含同业存单）资产比例较2020年末上升3.0pct至67.3%（图10），同时非标资产的配置比例显著上升至13.1%，对应规模3.75万亿元。非标配置比例上升，是因为根据2020年7月发布的《标准化债权类资产认定规则》调整了分类口径，也还原了严格口径下持有非标资产的规模。不过，考虑封闭式产品的发行期限也越来越长，未来理财产品配置非标资产的能力其实在重新提升，这也有利于平滑非标的到期处置压力。

老产品的资产处置压力仍需关注。资管新规过渡期将结束，但个别银行仍需要以“一行一策”的方式延期处置部分存量资产，处置方式包括转回表内、新产品承接、资产到期等。我们判断，未来两年“老资产”回表可能会对个别银行的表内资本额度、资产质量、信用减值等指标产生一定影响。不过，龙头银行领先于同业，已经大规模出清了表外理财的资产质量潜在风险。例如，招商银行、平安银行 2020 年分别高额计提了 153.67、272.59 亿元的金融债权投资信用减值，占总体信用减值的比例非常高，基本上全面出清了表外资产质量风险。

3、银行理财变局对财富管理影响深远，权益市场长期受益。

短期内理财产品吸引力仍疲弱。我们 2020 年初在零售金融专题系列报告中提出过，资管新规后银行理财的吸引力明显下滑，核心体现为“期限拉长+收益率下行+打破刚兑后净值波动”。今年现金管理类理财新规落地后，未来各类产品的收益率与流动性、风险会更加匹配，投资者想追求高收益，就必须承担高风险或者损失流动性，这会进一步推动财富管理格局的变化。所以，我们判断居民部分资金会分流向表内存款或净值波动的固收类产品（例如固收类理财或债券型基金），部分资金会进一步增配权益型产品，理财变局从长期逻辑上利好权益市场。

长期角度理财仍是财富管理龙头。除了银行天然拥有的账户体系、网点数量、客户资源等优势以外，我们看到居民对于净值型或长期限产品的接受度在逐步提升。2020 年二季度债市波动曾造成净值型理财产品短期估值浮亏，一度引起投资者担忧。但根据理财中报的统计，2021 年上半年新发行的理财产品中，也有 1173 只发生过“破净”，不过截至 6 月末，只有 139 只仍低于初始净值。所以，随着时间的推移，投资者教育成效逐步体现，居民会更充分理解并接受净值型固收类理财产品。

■ 投资建议：财富管理逻辑下，重点推荐龙头零售银行招商银行、平安银行。

招商银行作为财富管理龙头，二季度零售 AUM 已站上 10 万亿元，且其中基金、股票（托管）等非存款类财富管理产品的合计配置比例上升至 78.5%。我们强调，财富管理是招商银行未来最具成长空间和价值的业务板块，从客户角度，是满足核心需求的长期正确赛道；从财务角度，不仅能持续拉动中收增长，还能沉淀活期存款。

平安银行财富管理推动手续费收入高增长，一季度末零售 AUM 也达到 2.80 万亿元，已经连续四年实现 30% 以上年增速。我们认为，财富管理的快速发展会带动平安银行优化综合负债结构，也是未来成长过程中的核心看点。

■ 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。

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>

