

## 行业研究

## 理财转型关键期，特色业务正当时

## ——2021年上半年上市银行理财发展及后续展望

## 要点

本文从政策环境、转型进展、产品创设、渠道变化等维度对理财运行情况进行全面梳理与分析，并对后续发展做出展望：

**理财规模大体平稳，净值型占比超过 80%。**截至 6 月末，上市银行理财规模较年初小幅下降，但仍实现了 3.7% 的同比增长，规模大体平稳。**各家银行规模涨跌互现，零售业务特色鲜明的银行，理财业务客群基础更坚实，规模增长相对更好。**同时，净值型占比进一步提升，江苏、青岛、长沙等城商行占比已超过 90%。

**线上化趋势更为明显，代销拓展收入来源。**费率相对稳定情况下，理财规模仍是手续费增长的核心驱动因素；随着代销扩面常态化，对他行理财公司产品代销增厚了广义理财业务收入。**随着投资者教育深化、净值型产品接受程度提升，理财销售渠道具有进一步拓展空间，渠道竞争格局或将重塑。**

**理财公司产品存续规模突破 10 万亿，产品体系日益丰富。**随着母行产品划转持续推动、新产品发行逐步上量，理财公司存续产品规模持续增长。截至 6 月末，招银理财规模已达到 2.4 万亿，工银理财、农银理财规模突破 1 万亿，建信理财、中银理财、光大理财等规模向 1 万亿迈进。上半年，理财公司继续完善产品体系，不断推动产品创新，如多维度参与 REITs 投资，积极创设 ESG、FOF 产品等。

**预计至 2021 年底，绝大部分银行理财将按照监管要求完成整改，“资管新规”过渡期内的临时性政策将终止，资管行业逐渐进入全面贯彻落实“资管新规”的新阶段。伴随这一过程，养老理财、跨境理财通、ESG、FOF 等特色产品将更加丰富；同时，公允价值计量进一步规范，带动收益率曲线更加陡峭化：**

**1) 绝大部分理财完成整改，理财业务进入发展新阶段。**截至 7 月末，全部理财存量整改任务已完成近七成，预计今年年底前绝大部分银行机构可完成整改。随着“资管新规”过渡期大限将至，过渡期内的临时性的政策措施将随着过渡期结束而终止，理财业务进入发展新阶段。**a. 监管政策不断完善，推动理财业务持续规范化发展；b. 理财公司主体更加多元，机构竞争强度提升；c. 理财规模维持较好增长势头，代销渠道成为推动 AUM 增长的重要力量。**

**2) 产品体系进一步完善，养老、ESG、FOF、跨境理财等特色产品更加丰富。****a. 养老理财：**理财公司从投资入股国民养老、参与养老理财产品试点等多重维度布局养老金融。我们认为匹配客户养老需求是关键，目标日产品或是重要的产品形态；**b. ESG 投资：**“双碳”目标下，ESG 主题投资将进一步扩面；**c. 权益布局：**短中期内仍会延续泛固收类产品为主的配置思路，并尝试渐进式加强权益投资，FOF 将是重要的投资方式；**d. 跨境理财通：**随着初期试点开启，我们认为后续“跨境理财通”限额和品种均有放宽可能，理财公司也将加大相关产品创设。

**3) 估值计量方法使用更加严格，收益率曲线陡峭化。**随着“资管新规”的落地实施，金融市场端不同产品的收益率差异将拉大，低风险、短久期、固定收益类产品的定价水平将和高风险、长久期、权益类产品的收益率明显区分。8 月，媒体报道称监管对六家国有大行及其理财公司做出指导，引导其进一步采用公允价值法计量市值，并对存量做出整改。我们认为不排除占理财主导地位的国股银行及重点城农商行（含理财公司）均需要按新政策进行整改。理财产品估值从摊余成本法向公允价值法切换，可能将进一步推动收益率曲线的长端陡峭化。

**风险分析：**净值理财或面临净值波动；客户真实风险偏好回归可能扰动规模。

## 银行业

### 买入（维持）

## 作者

分析师：王一峰

执业证书编号：S0930519050002

010-57378038

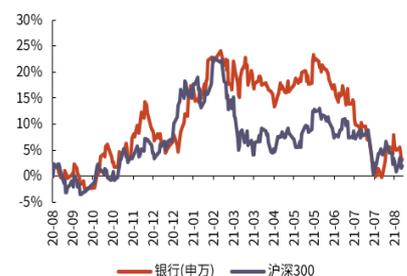
wangyf@ebscn.com

联系人：董文欣

010-57378035

dongwx@ebscn.com

## 行业与沪深 300 指数对比图



资料来源：Wind

## 相关研报

大湾区财富管理业务迎来新机遇——对“跨境理财通”业务试点正式启动的点评

理财估值强化“真净值”影响几何？——理财业务估值从摊余成本法到公允价值法切换点评

净值转型进入冲刺期，理财公司居舞台中央——《中国银行业理财市场半年报告（2021 年上）》点评

八问现金管理类理财——对现金管理类理财正式稿的点评

# 目 录

<b>1、 理财现状：净值转型再进一步，理财公司颇具亮点.....</b>	<b>3</b>
1.1、 银行理财规模大体平稳，净值型占比持续提升 .....	3
1.1.1、 上市银行理财规模相对平稳，个体规模变动呈现差异性 .....	3
1.1.2、 净值型占比进一步提升，个别城商行已超过 90% .....	5
1.2、 线上化趋势更为明显，代销拓展收入来源 .....	6
1.2.1、 理财规模是重要支撑，代销收入增厚中收 .....	6
1.2.2、 代销扩面常态化，销售格局或将重塑 .....	6
1.2.3、 金融科技赋能，线上化销售更为普及和智能.....	7
1.3、 回表持续推进，表外风险有序化解 .....	8
1.4、 理财公司市占率持续提升，产品布局更加丰富 .....	8
1.4.1、 理财规模快速增长，机构主体更为多元.....	8
1.4.2、 产品体系日益丰富，积极探索打造特色产品.....	9
<b>2、 后续展望：绝大部分完成整改，迈入资管业务新阶段 .....</b>	<b>10</b>
2.1、 严监管强监管态势下，绝大部分理财完成整改 .....	10
2.2、 产品体系进一步完善，主题产品更加丰富 .....	11
2.2.1、 多维度布局养老金融，规范化养老理财呼之欲出 .....	11
2.2.2、 “双碳”目标下，ESG 主题投资将进一步拓展 .....	13
2.2.3、 渐进式加强权益投资，FOF 是重要投资方式 .....	14
2.2.4、 “跨境理财通”试点，理财公司料加大相关产品创设 .....	15
2.3、 摊余成本法使用更加严格，收益率曲线陡峭化 .....	16
<b>3、 风险提示.....</b>	<b>17</b>

2021 年底资管新规过渡期行将结束，银行理财业务转型进展如何？产品发行有哪些新的特征？后续将有哪些重要发展方向？我们从上市银行财报、政策环境、产品发行等维度对理财运行情况进行分析，并对后续发展做出展望。

## 1、理财现状：净值转型再进一步，理财公司颇具亮点

2021 年是资管新规过渡期的最后一年，也是理财业务转型的关键一年，各家机构在维稳规模的同时，大力推进净值化进程；同时，理财公司运营进一步理顺，市占率持续提升、产品体系更加丰富、渠道布局也更为多元。

### 1.1、 银行理财规模大体平稳，净值型占比持续提升

截至 6 月末，上市银行理财规模<sup>1</sup>22.7 万亿 (YoY+3.7%)，较年初小幅下降 970 亿左右，规模大体持平。上市银行规模变化趋势与《中国银行业理财市场半年报告（2021 年上）》（简称《银行理财半年报》）披露的全市场理财规模变化趋势大体一致。考虑到季末月份通常会有部分银行理财回流表内，预计进入 7 月份以后，理财存续理财规模较年初很可能会有有一定增长。

#### 1.1.1、 上市银行理财规模相对平稳，个体规模变动呈现差异性

上半年理财规模增速稳中略降，预计主要与以下因素有关：

- 1) 随着资管新规过渡期行将结束，银行加大对存续老产品的整改力度，部分对同业投资、理财非标投资等通道业务进行了大幅压降；
- 2) 客户对新产品接受程度具有差异性，部分银行过去对以现金管理类理财做大规模依赖度较高，在现金管理类理财逐步规范化的情况下，其他理财产品增长动能相对不足。据理财托管中心数据，截至 6 月末，存续现金管理类理财规模仅较年初增长 2.6%，规模增速明显放缓；
- 3) 净值型转化过程中，随着客户真实风险偏好回归，部分低风险偏好客户由理财回流存款，也有部分高风险偏好客户购买更高风险评级的理财或转向公募基金、股票等替代品种，各家银行由于客群结构、投资者教育等差异，客户分流程度也会有所不同。

**各家银行规模涨跌互现。**虽然整体规模相对平稳，但由于存量理财规模、老产品压降节奏、新发产品客户接受度等方面存在较大差异，各家银行规模变化呈现差异性，**整体来看，零售业务特色鲜明的银行，理财规模涨势相对更好，预计主要与目前我国理财市场投资者绝对主力仍是个人投资者的结构有关。**银行理财登记中心数据显示，截至 6 月末，理财投资者中个人投资者数量占比 99.61%，持有总金额占比 88.84%。分银行类别看：

**1) 国有银行规模小幅下降，邮储银行增速领先。**六大行理财规模较年初下降 5.7% 至 9.91 万亿元，个别银行降幅相对较多，但绝对规模仍较大，预计主要与资管新规过渡期临近，加速老产品整改有关。邮储银行作为国有大行中唯一的零售银行规模较年初增长 8.2%，增速最高。

**2) 股份制银行中，零售业务领先的招行、平安增速最快。**股份行理财规模较年初增长 3.9% 至 10.13 万亿元，平安 (+16.6%)、招行 (+8.1%) 增速较高，这

<sup>1</sup> 上市银行样本详见表 1。

两家同时也是股份行中的零售标杆银行。与此同时，也有个别银行在推动理财规模上量的同时，加快存量压降，存续规模较年初有所下降。

3) 城农商行多数实现规模正增长，因基数相对较小、历史包袱轻，部分银行理财规模增幅明显，如青岛银行(+26.3%)、苏州银行(+18.1%)等，但也有银行规模仅小幅增长或基本持平。

表 1: 2Q21 上市银行存续理财规模及规模变化

银行类型	银行名称	2019非保本理财 余额(亿元)	2Q20非保本理财 余额(亿元)	2020非保本理财 余额(亿元)	2Q21非保本理财 余额(亿元)	较2021年初变动	同比2Q20变动	较2020年初变动	财报数据口径	
国有行	工商银行	26421	24946	27084	23714	-12.4%	-4.9%	-10.2%	集团非保本理财产品余额	
	建设银行	19685	18284	21679	18211	-16.0%	-0.4%	-7.5%	集团发行的非保本理财产品余额	
	农业银行	19607	18906	21706	21460	-1.1%	13.5%	9.5%	集团表外非保本理财产品资金余额	
	中国银行	12319	13209	13889	14137	1.8%	7.0%	14.8%	集团表外理财产品规模余额	
	交通银行	10032	11402	12120	12218	0.8%	7.2%	21.8%	集团发行及管理的非保本理财产品余额	
	邮储银行	8099	9048	8653	9361	8.2%	3.5%	15.6%	集团表外非保本理财规模	
	<b>国有行汇总</b>	<b>96162</b>	<b>95795</b>	<b>105131</b>	<b>99100</b>	<b>-5.7%</b>	<b>3.5%</b>	<b>3.1%</b>		
股份行	招商银行	21429	25658	24456	26439	8.1%	3.0%	23.4%	集团表外非保本理财业务资金余额	
	中信银行	12002	12629	12871	13544	5.2%	7.2%	12.9%	集团表外非保本理财投资规模	
	浦发银行	14471	14990	13455	12377	-8.0%	-17.4%	-14.5%	集团发起设立表外非保本理财产品投资的资产规模	
	民生银行	8941	8854	8611	8527	-1.0%	-3.7%	-4.6%	集团表外非保本理财余额	
	兴业银行	13111	13165	14476	15747	8.8%	19.6%	20.1%	公司表外理财产品余额	
	光大银行	7788	7954	8363	8771	4.9%	10.3%	12.6%	集团表外非保本理财余额	
	平安银行	5905	6653	6482	7561	16.6%	13.7%	28.0%	集团表外理财产品总规模	
	华夏银行	6522	6449	5885	5940	0.9%	-7.9%	-8.9%	集团表外非保本理财产品余额	
	浙商银行	3305	2927	2889	2426	-16.0%	-17.1%	-26.6%	集团表外理财产品余额	
		<b>股份行汇总</b>	<b>93474</b>	<b>99278</b>	<b>97488</b>	<b>101333</b>	<b>3.9%</b>	<b>2.1%</b>	<b>8.4%</b>	
城商行	北京银行	3105	3212	3281	3318	1.1%	3.3%	6.9%	集团表外非保本理财产品规模余额	
	江苏银行	3286	3350	3516	3708	5.5%	10.7%	12.8%	集团表外非保本理财产品余额	
	上海银行	3048	3409	3822	4152	8.6%	21.8%	36.2%	集团合并财务报表范围的非保本理财产品规模余额	
	南京银行	2924	3032	2854	2891	1.3%	-4.7%	-1.1%	集团表外理财产品的余额	
	宁波银行	2676	2662	2599	2728	5.0%	2.5%	1.9%	集团此类未合并的银行理财产品规模余额	
	杭州银行	2311	2325	2771	2739	-1.2%	17.8%	18.5%	集团非保本理财产品资产规模余额	
	长沙银行	500	506	499	549	9.9%	8.5%	9.7%	集团表外理财产品	
	成都银行	295	343	528	577	9.3%	68.5%	96.0%	集团表外非保本理财产品余额规模	
	贵阳银行	773	799	879	840	-4.4%	5.0%	8.7%	集团表外非保本理财余额	
	郑州银行	424	459	491	483	-1.6%	5.2%	13.9%	集团表外非保本理财产品	
	青岛银行	1010	1045	1241	1567	26.3%	50.0%	55.2%	集团发起设立表外非保本理财产品	
	苏州银行	514	516	564	666	18.1%	29.0%	29.7%	发起并管理的未合并非保本理财产品	
		<b>城商行汇总</b>	<b>20864.77</b>	<b>21657.24</b>	<b>23045.31</b>	<b>24216</b>	<b>5.1%</b>	<b>11.8%</b>	<b>16.1%</b>	
	农商行	渝农商行	1322	1301	1373	1394	1.6%	7.2%	5.5%	集团表外非保本理财资产余额
青农商行		259	289	351	372	6.1%	28.9%	43.8%	集团表外非保本理财产品	
常熟银行		289	258	287	261	-9.0%	1.1%	-9.6%	集团受托理财资产	
无锡银行		139	160	171	168	-1.8%	4.7%	20.8%	表外非保本理财产品	
张家港行		191	183	214	230	7.4%	26.1%	20.9%	集团发起的结构化主体(理财产品)	
江阴银行		117	148	173	187	8.4%	26.8%	60.1%	集团表外理财余额	
		<b>农商行汇总</b>	<b>2315.27</b>	<b>2337.83</b>	<b>2567.78</b>	<b>2613</b>	<b>1.7%</b>	<b>11.8%</b>	<b>12.8%</b>	
	<b>上市银行合计</b>	<b>212816</b>	<b>219068</b>	<b>228232</b>	<b>227262</b>	<b>-0.4%</b>	<b>3.7%</b>	<b>6.8%</b>		

资料来源: 公司财报, 光大证券研究所

图 1: 2Q21 国股银行存续理财规模及规模变化



资料来源: 公司财报, 光大证券研究所

上市银行仍有较小规模的保本理财未清零。随着理财整改推进，保本理财持续压降，兴业、杭州、上海等多家银行自 2020 年起就陆续宣布保本理财清零。据《银行理财半年报》，截至 6 月末，保本型产品存续余额同比减少 90.68%至 0.15 万亿元。从上市银行年报来看，国有行仍有较小规模的保本理财发行和存续，例如国有行 A 和国有行 B 公布了保本理财发行和存续规模，国有行 C 披露公允价值变动净收益减少主要是保本理财未实现收益减少所致。国有行保本理财尚未清零，或囿于存量规模较大，在稳步推进整改压降的过程中，需要更多的时间妥善处理存量理财项下资产。

表 2：部分国有行仍有较小规模的保本理财发行与存续（1H21）

国有行A						
	2020年末		1H21产品发行	1H21产品到期	2Q21	
	规模 (亿元)	占比	规模 (亿元)	规模 (亿元)	规模 (亿元)	占比
非保本理财	14710.1	96.3%	25788.04	31750.14	8748	96.9%
保本理财	568.54	3.7%	4.18	289.45	283.27	3.1%
合计	15278.64	100.0%	25792.22	32039.59	9031.27	100.0%

国有行B						
	2020年末		1H21产品发行	1H21产品到期	2Q21	
	规模 (亿元)	占比	规模 (亿元)	规模 (亿元)	规模 (亿元)	占比
非保本理财	10056	93.3%	59701.99	62295.63	5389.06	94.0%
保本理财	723.13	6.7%	1689.6	2068.31	344.42	6.0%
合计	10779.13	100.0%	61391.59	64363.94	5733.48	100.0%

资料来源：公司财报，光大证券研究所；以上为母行口径。

### 1.1.2、净值型占比进一步提升，个别城商行已超过 90%

上市银行净值化率进一步提升。截至 6 月末，披露可比数据的上市银行平均净值化比例 83%，江苏、青岛、长沙等城商行净值型占比已超 90%。《银行理财半年报》显示净值型产品占比较年初提升 11.75 个百分点至 79.03%，样本上市银行净值化率相对更高。净值型产品占比提升主要受益两方面因素：

一方面，净值型产品发行力度显著高于整体规模增速，例如净值化率提升较快的成都银行，存续净值型理财较年初增长 81.71%至 457.03 亿元，同期非保本理财整体增速为 9.3%；另一方面，银行加快了不合格老产品的压降与转化。

表 3：部分上市银行净值化改造进展

银行名称	2Q21 净值型规模 (亿元)	2020 净值型占比	2Q21 净值型占比	2Q21 年净值型占比 较上年变动 (pct)
交通银行	5727.63	47%	71%	24.1
招商银行	16600	68%	81%	12.7
中信银行	7627.16	59%	79%	19.8
民生银行	5285.74	61%	79%	17.3
光大银行	5035.52	60%	76%	15.5
平安银行	4635.28	72%	82%	10.1
江苏银行	2947	84%	95%	11.4
长沙银行	427.19	86%	91%	5.5
成都银行	251.51	48%	79%	31.6
郑州银行	384.18	78%	86%	7.2
青岛银行	1118.54	90%	95%	5

资料来源：各公司财报，光大证券研究所整理；注：除交行和中信银行为引用财报数据外，占比分母采用与表 1 相同口径的非保本理财余额，而非直接引用年报披露值。

## 1.2、线上化趋势更为明显，代销拓展收入来源

### 1.2.1、理财规模是重要支撑，代销收入增厚中收

为了更好地刻画理财业务综合中收贡献，我们观察了两种口径中收数据：

- 1) 狭义口径，即主要与集团非保本理财规模相对应的理财手续费收入，通常包括投资管理、销售及托管等，我们以“表外理财手续费收入/表外理财规模”刻画手续费率，1H21 手续费率与去年同期基本持平，因此，理财规模仍是手续费增长的核心驱动因素。
- 2) 广义口径，即除了狭义口径外，进一步纳入代销他行理财产品等获得的代销费、咨询服务费等代理业务收入，考察整体理财业务中收贡献。随着理财公司之间产品代销更为普遍，相较过去母行仅销售自家行产品为主，大幅拓宽了理财销售渠道。对于代销银行来说，理财中收来源随之拓展。例如，招商银行 2021 年半年报显示，代销理财收入同比增长 32.56%至 28.74 亿元，同期狭义口径的理财中收是 58.76 亿元，代销显著增厚了广义理财业务的收入。

表 4：上市银行理财业务手续费率相对稳定

银行名称	1H20理财手续费及佣金(亿元)	1H21理财手续费及佣金(亿元)	1H21规模(亿元)	财报理财手续费收入口径	1H20 手续费/规模	1H21 手续费/规模
中国银行	37.78	56.44	14137	集团表外理财产品相关手续费、托管费和管理费	0.3%	0.4%
交通银行	31.07	43.18	12218	集团通过向其管理的结构化主体的投资者提供管理服务获取的手续费收入	0.3%	0.4%
邮储银行	19.02	21.22	9361	集团于非保本理财产品中获得利益主要为手续费及佣金净收入	0.2%	0.2%
招商银行	62.34	58.76	26439	集团作为发起人但未纳入合并范围的非保本理财确认的手续费及佣金收入	0.2%	0.2%
中信银行	24.12	45.92	13544	集团在上述结构化主体确认的手续费及佣金收入	0.2%	0.3%
民生银行	25.36	25.30	8527	发行及管理表外非保本理财产品赚取的手续费及佣金收入	0.3%	0.3%
光大银行	14.63	19.61	8771	集团表外结构化主体赚取的手续费及佣金收入	0.2%	0.2%
北京银行	8.13	13.70	3318	集团非保本理财产品手续费收入	0.3%	0.4%
宁波银行	5.03	8.00	2728	理财业务相关手续费及佣金收入	0.2%	0.3%
杭州银行	8.39	12.25	2739	集团非保本理财产品手续费及佣金收入	0.4%	0.4%
长沙银行	1.30	1.80	549	集团非保本理财产品手续费收入	0.3%	0.3%
成都银行	1.22	1.94	577	集团非保本理财业务相关管理费收入	0.4%	0.3%
郑州银行	0.47	0.26	483	集团非保本理财产品获取手续费及佣金	0.1%	0.1%

资料来源：各公司财报，光大证券研究所整理；注：理财业务手续费率=财报理财业务相关收入/理财规模，各家行收入口径不完全相同

### 1.2.2、代销扩面常态化，销售格局或将重塑

上半年，理财公司积极拓展代销渠道，平安理财在深化与母行销售渠道合作的同时，适度拓展代销渠道；交银理财实现行外代销产品余额 1764.11 亿元，占比 17.13%。

根据《理财公司理财产品销售管理暂行办法》，现阶段除发行产品的理财公司外，仅允许理财公司和吸收公众存款的银行业金融机构代销，暂时没有放开券商、第三方财富管理公司、互联网平台等代销。未来，随着投资者教育深化、净值型产品接受程度提升，销售渠道具有进一步拓展空间，渠道竞争格局也将随之变化。

**短期：利好渠道能力强的大中型银行。**母行是理财公司最重要的禀赋优势及代销渠道，理财子公司在母行渠道基础上，主要有同业代销和直销渠道两种拓展方式。具体而言：

**同业代销**，据《银行理财半年报》披露，上半年，共有 92 家银行及理财公司发行了可供其他机构代销的产品，669 家机构开展了银行理财代销业务，代销总金额 1.48 万亿元。从代销机构来看，国股银行代销金额合计占比 63.84%，处于市场领先地位。受益于强大代销能力带来的中收贡献，以及产品端与渠道端优势

的正向强化，未来具有渠道优势的大中型银行竞争优势将进一步凸显，呈现“强者恒强”的竞争格局。

**直销渠道**，目前仍处于萌芽期，招银理财、光大理财等建立了网站提供产品信息，但是到购买环节仍需跳转至母行平台。青岛银行于 2020 年推出了国内首款理财子公司直销移动客户端，在城商行异地扩张相对受限情况下，通过下设理财子公司自建直销客户端，提供了触达更广阔客群的可能性。在尚未开放其他平台竞争阶段，是构建直销渠道的好时机，当然也不排除部分理财公司在权衡成本收入后，战略性放弃直销渠道布局。

**中长期：代销渠道将更加多元，直销渠道或破冰，渠道格局可能重塑。**

随着理财产品转型发展的推进及投资教育的深入，理财产品销售机构范围有望进一步扩展至其他金融机构和专业机构，暂时没有放开的券商、第三方财富管理公司、互联网平台等有望入局，届时理财产品销售也有望渗透至更加长尾的客群。同时，实力较强的理财公司或实现直销渠道破冰。

图 2：理财子公司渠道布局示意图



资料来源：光大证券研究所绘制；示意图主要是指理财子公司，未纳入合资理财公司等其他机构

### 1.2.3、金融科技赋能，线上化销售更为普及和智能

近年来，上市银行纷纷加大了金融科技投入力度，在体现在理财业务上，借助金融科技赋能，有助于提供更精细的客户画像、更有效的资产配置、更便捷的客户体验，全方位提升客户的财富管理业务体验。

上半年，理财销售的线上化趋势进一步加强，一方面，线上销售占比持续提升；另一方面，线上化的服务方式也更加普及和智能，更加聚焦大财富管理概念，而不局限于传统的银行理财产品销售。

例如上市银行 2021 年半年报显示，**招行 APP** 投资理财客户数同比增长 29.17% 至 1563.92 万户，占全行理财投资客户数的 97.62%；同时，强化招行 APP 理财属性，在线上客户成长旅程体系下，运用线上智能理财顾问咨询等服务，打造统一的用户陪伴式经营平台；**平安银行**自主研发并升级理财业务数字化经营系统，将 RPA 与 AI 融合，满足更复杂的业务流程场景，推动理财业务流程自动化、智能化转型，实现运营职能向更高水平的集约化、智能化方向发展；**青岛银行**手机银行渠道理财产品销量较去年同期增长 25.91%，手机银行在全行渠道的理财销售笔数占比较去年同期提升 3.42 个百分点至 89.38%。

### 1.3、回表持续推进，表外风险有序化解

对于银行表外资产中有部分已形成实质性不良或具有违约性质，政策允许已违约的类信贷资产回表，并通过核销、批量转让等方式进行处置。通常情况下，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表外问题资产，对于难以覆盖的部分，也可能消耗母行一些资金进行相应核销处置。

从上市银行情况来看，2020年，上市银行主动加大了表内外不良资产的拨备和处置力度，部分银行对表外理财进行损失计提，平安银行基本完成表外理财存量不良资产回表和处置等工作；2021年上半年，上市银行继续推动表外风险化解，例如民生银行对符合条件的理财风险资产有序推进回表处置，对已回表资产进行严格风险匹配、相应计提风险准备，同时继续强化清收处置；中信银行半年报显示计提金融投资减值损失108.77亿元，同比增长62.85%，主要是对回表的理财资产按照风险情况计提了减值损失。

### 1.4、理财公司市占率持续提升，产品布局更加丰富

#### 1.4.1、理财规模快速增长，机构主体更为多元

截至8月末，银行理财公司已获批29家（含合资理财公司），21家已正式开业；其中，继2020年中银理财、建信理财宣告与海外资管机构合资设立理财公司后，2021年交银理财与施罗德、工银理财与高盛合资成立理财公司双双获批。

图3：理财子公司批设情况（截至2021年8月末）

	国有银行	股份行	城商行	农商行
开业 (获批/正式)	工商银行 中国银行 建设银行 农业银行 交通银行 邮储银行	光大银行 中信银行 招商银行 平安银行 兴业银行 华夏银行	宁波银行 南京银行 江苏银行 徽商银行 杭州银行 青岛银行	重庆农商行
获批筹建		广发银行 渤海银行 浦发银行 恒丰银行 民生银行	上海银行	
公布预案		浙商银行	北京银行 天津银行 重庆银行 朝阳银行 吉林银行 甘肃银行 长沙银行 ... 成都银行 上海银行	广州农商行 顺德农商行 ...

资料来源：各银行网站，光大证券研究所整理；注：未包含外资控股理财公司

截至6月末，理财公司存续产品规模升至10.01万亿元，规模季环比增长31.5%，规模占比季环比提升8.4pct至38.8%，稳居第一大理财机构。公司层面，随着母行产品向子公司划转持续推动、新产品发行逐步上量，理财公司存续产品规模持续增长。截至6月末，招银理财规模已达到2.64万亿，工银理财、农银理财规模突破1万亿，建信理财、中银理财、光大理财<sup>2</sup>等规模向1万亿迈进。上半年，披露净利润的理财公司表现均实现盈利，但由于各家理财公司成本收益确认口径存在一定差异、成立时间也有所不同，尚不能用于对比各家盈利能力。

<sup>2</sup> 8月20日，光大理财官网公告管理产品规模突破1万亿。

图 4：理财公司产品规模及占比持续提升



资料来源：《中国银行业理财市场半年报告（2021 年上）》

表 5：上市银行理财公司经营概况（1H21）

理财子公司	开业日期	注册资本 (亿元)	净利润 (亿元)	资产总额 (亿元)	净资产 (亿元)	理财规模 (亿元)
工银理财	2019-05	160	3.33	187.05	171.09	12488
建信理财	2019-05	150	5.29	166.09	159.26	9462.66
农银理财	2019-07	120	5.85	139.80	138.91	11174.85
中银理财	2019-07	100	4.85	114.38	109.59	8679.99
交银理财	2019-06	80	6.06	96.03	93.57	7982.71
中邮理财	2019-12	80	4.47	102.35	96.30	/
招银理财	2019-11	50	15.57	97.70	90.31	26400
信银理财	2020-07	50	9.90	70.99	65.85	2395.95
兴银理财	2019-12	50	19.83	86.07	83.37	/
光大理财	2019-09	50	6.91	66.81	63.29	8771.40
平安理财	2020-08	50	8.20	63.69	59.89	/
华夏理财	2020-09	30	1.07	32.82	31.47	/
苏银理财	2020-08	20	/	22.13	21.09	/
南银理财	2020-08	20	2.12	23.99	22.44	/
宁银理财	2019-12	15	1.73	20.53	19.70	2831
杭银理财	2019-12	10	2.37	15.21	13.71	/
青银理财	2020-09	10	0.32	10.53	10.35	488.65
渝农商理财	2020-06	20	0.76	21.35	20.84	/

资料来源：各公司财报，光大证券研究所整理

### 1.4.2、产品体系日益丰富，积极探索打造特色产品

当前理财子公司建设仍处于相对初期阶段，承袭母行客群风险偏好特征，整体产品投资性质仍以固定收益类为主。上半年，银行理财子公司继续完善产品体系，积极探索固收+、混合类、结构化等净值型产品。同时，积极打造特色产品，如多维度参与 REITs 投资，创设 ESG、FOF 等特色产品。

#### 招商银行/招银理财

**产品体系建设：以细分客群推动产品创新**，针对年轻客户、中坚亲子、年长丰润等细分客群，从客户习惯与偏好出发，创设相关产品，如具有零钱理财属性的“朝朝宝”等，并加强场景化的产品销售，不断提升客户认可度和粘性。

**创新产品：**招银理财在市场首批发行的 9 个 REITs 项目中实现了投资全覆盖。

### 兴业银行/兴银理财

**产品体系建设：**以投研能力建设为驱动，持续打造全覆盖的优质产品供给体系，多资产、多策略、全谱系地满足客户全生命周期的大类资产配置；巩固固权产品优势，丰富固收+、平衡型和偏股型产品；

**创新产品：**搭建 ESG 投研体系，重点培育 ESG 品牌，发行首款聚利 ESG 私募产品、ESG 兴动未来公募产品。

表 6 银行理财子公司产品投资性质分布（1H21）

	国有行理财子	股份行理财子	城商行理财子
固定收益类	>90%	>90%	>90%
混合类	9.50%	8.50%	/
权益类	/	0.29%	0.43%

资料来源：《中国银行业理财市场半年报告（2021 年上）》；“/”表示未披露具体数据，但根据报告表述，城商行理财子混类产品占比低于国有行和股份行理财子，国有行理财子权益类产品占比低于股份行和城商行理财子

表 7 部分理财发行机构的产品体系建设及主题产品情况（1H21）

产品发行机构	细分客群与产品体系丰富
招商银行/招银理财	针对年轻客户、中坚亲子、年长丰润等细分客群，从客户习惯与偏好出发，创设相关产品，如具有零钱理财属性的“朝朝宝”等，并加强场景化的产品销售，不断提升客户认可度和粘性。
平安银行/平安理财	产品布局进一步丰富，围绕固收、权益、非标、衍生品、跨境等资产板块建立十大产品线，打造有平安特色的产品品牌；
邮储银行/中邮理财	中邮理财丰富产品线，布局“投资周期型”和“最短持有期型”等稳健低波产品，各旗县常态产品，打造惠农、境外资产、FOF 等主题特色产品
工商银行/工银理财	工银理财持续优化产品布局和服务体系，推动非现金管理类、混合类、中长期先产品占比稳步提升，满足客户多层次、多元化资产配置和财富管理需求；持续巩固固定收益、项目类投资核心优势，积极培育多资产、权益、量化、跨境投资能力
农业银行/农银理财	围绕国家“十四五”政策导向和市场热点，推出“自主创新”、“碳达峰”、“乡村振兴”等多个主题的特色化产品
中国银行/中银理财	中银理财不断丰富产品体系，在业内首推周期滚续产品形态
光大银行/光大理财	光大理财通过多元化的产品种类和专业化的资产配置，不断完善产品货架，发行阳光金增利天天购、阳光橙量化对冲、阳光橙全明星 FOF 等主题理财，推出首支阳光蓝私募股权产品，参与公募 REITs 投资
华夏银行/华夏理财	理财业务已打造成现金管理类、固定收益率、权益类、商品及衍生品类、混合类、百岁人生系列以及 ESG 七大系列产品
兴业银行/兴银理财	以投研能力建设为驱动，持续打造全覆盖的优质产品供给体系，多资产、多策略、全谱系地满足客户全生命周期的大类资产配置。巩固固权产品优势，丰富固收+、平衡型和偏股型产品

资料来源：各公司财报，光大证券研究所整理

## 2、后续展望：绝大部分完成整改，迈入资管业务新阶段

预计至 2021 年底，绝大部分银行理财将按照监管要求完成整改，“资管新规”过渡期内的临时性政策措施将随着过渡期结束而终止，资管行业逐渐进入全面贯彻“资管新规”的新阶段。伴随这一过程，养老理财、跨境理财通、ESG 理财、FOF 等特色产品将更加丰富，公允价值计量进一步规范化，带动收益率曲线更加陡峭化。

### 2.1、严监管强监管态势下，绝大部分理财完成整改

年初以来，监管部门对银行理财业务延续严监管强监管态度，银保监会定期通报银行机构适当性管理落实不到位等行为，督促机构排查整改。9 月 7 日，银保监会新闻发言人在答记者问时表示，整改进展情况符合预期，截至 7 月末，全部理

财存量整改任务已完成近七成，预计今年年底前绝大部分银行机构可完成整改。对于个别银行剩余的少量难处置资产，按照相关规定纳入个案专项处置，直至全部清零。同时，理财净值化转型力度加大，截至 7 月末，净值型理财产品占比已超过 80%；同业理财较峰值缩减 96%；保本理财、不合规短期产品规模均较资管新规发布时下降超过 98%。

随着“资管新规”过渡期大限将至，过渡期内的临时性的政策措施将随着过渡期结束而终止，资管行业将进入全面贯彻落实“资管新规”的新阶段：

- 1) **监管政策不断完善，推动理财业务持续规范化发展。**2021 年以来，《关于规范现金管理类理财产品管理有关事项的通知》、《理财公司理财产品销售管理暂行办法》等政策文件相继发布，理财公司理财产品流动性风险管理办法等进入公开征求意见阶段，后续关于理财产品信息披露、减值计提、关联交易等指引文件也有望陆续发布，推动理财业务进一步规范化发展。
- 2) **理财公司主体更加多元，机构竞争强度提升。**理财公司主体预计更加多元，一方面，按照监管政策精神，后续没有理财公司牌照的银行或被限制发行理财产品，目前诸多城农商行仍在积极申请理财公司的进程中；另一方面，随着金融对外开放的深入推进，成立合资理财公司、引入外资战略投资者等模式已植入理财业务发展之中，后续外资布局理财公司的方式预计也更为多样和普遍，理财公司之间的竞争也将更加激烈。
- 3) **理财规模维持较好增长势头，代销渠道成为推动 AUM 增长的重要力量。**规模增长是拉动理财中收的重要保障，各家行将通过丰富产品线布局提升客户粘性、进一步完善渠道提升投资便捷性、加强集团业务协同联动等方式推动理财业务稳增长。值得一提的是，代销渠道的扩展，为各家理财公司提升客户触达能力、借助更强大的外部渠道做大资管 AUM 提供了可能。

## 2.2、产品体系进一步完善，主题产品更加丰富

同时，积极打造特色产品，如多维度参与 Reits 投资，创设 ESG、FOF 等特色产品。当前银行理财产品具有较高的同质性，但是政策红利下，银行理财公司具有拓展投资范围、更广泛参与市场的多重政策红利，预计将渐进加大权益投资，积极创设 ESG、FOF/MOM、养老理财等主题产品。

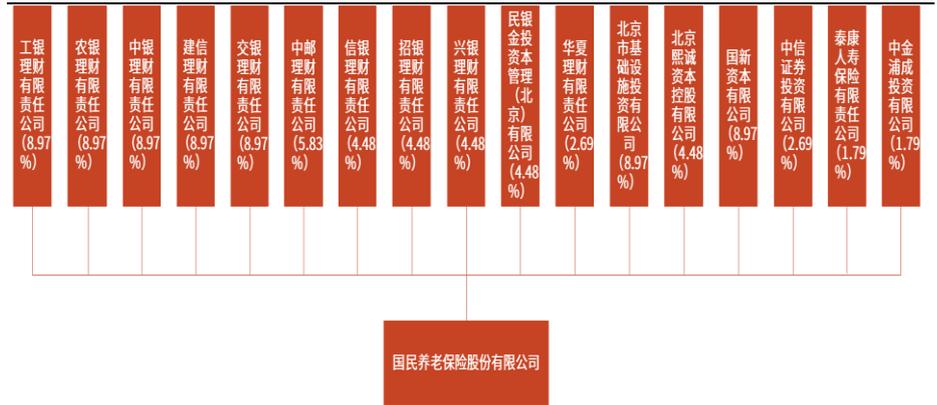
### 2.2.1、多维度布局养老金融，规范化养老理财呼之欲出

养老相关产品通常具有投资期限长、追求稳健收益的特征，契合了资管新规背景下，银行理财长期限资金不足、追求绝对收益、不能期限错配等客观情况，有助于发挥银行理财在非标等另类资产投资上的独特优势。部分理财子公司在开业之初公布的产品体系中就已充分考虑养老主题产品，如招银理财根据基础客群、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、公司客群这六大客群发布系列产品；中银理财推出了“福、禄、寿、禧”四大养老专属系列。

#### ➤ 10 家理财子公司成为国民养老主投资方

9 月 8 日，银保监会批复国民养老保险股份有限公司筹建申请，国民养老保险注册资本 111.5 亿元，其中工银理财、农银理财等 10 家理财子公司出资合计占比 66.8%，是主要投资方。我们认为随着市场供给不断增加，差异化产品及投资能力将成为国民养老提升市场份额的关键。

图 5：国民养老保险股份有限公司股权结构



资料来源：中国保险行业协会，光大证券研究所

➤ 4 家理财子公司获批开展养老理财试点，匹配客户需求或是产品创设关键

9月10日，银保监会发布通知决定开展养老理财产品试点。工银理财、建信理财、招银理财、光大理财4家理财公司在武汉、成都、深圳及青岛四地获批试点，试点期暂定一年，试点阶段，单家试点机构养老理财产品募集资金总规模限制在100亿元以内。根据银保监会要求，试点养老理财将实施非母行第三方独立托管、引导形成长期稳定资金、探索跨周期投资模式。同时，各理财公司应当规范养老理财产品名称使用，持续清理名不符实的“养老”字样理财产品。

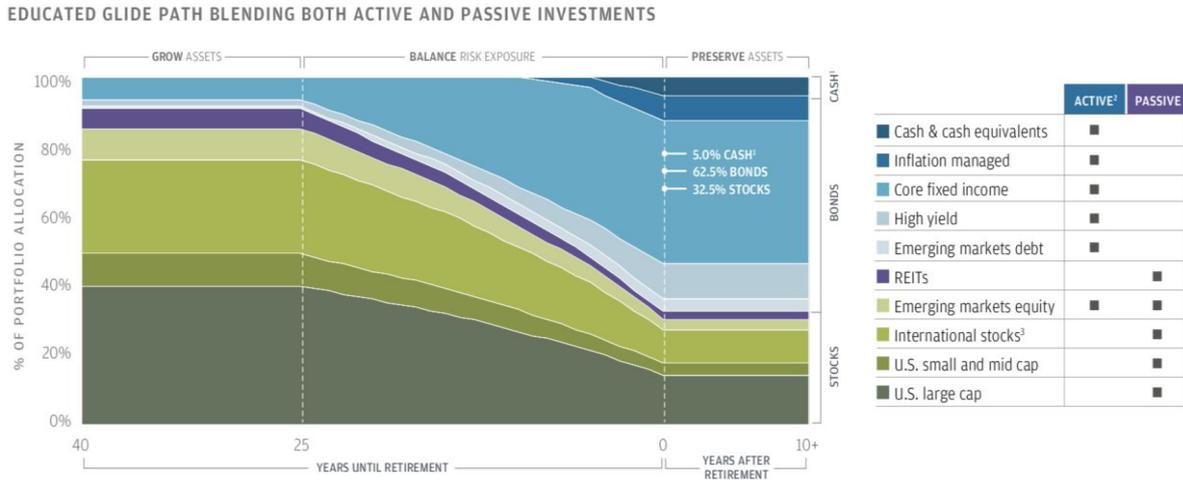
银行理财在养老产品方面已有一定的尝试和经验积累。早在2009年，市场上就有冠以“养老”字样的理财产品，整体来看，除了投资期限有所拉长、产品名称具有“养老”字样、风险等级相对偏低外，养老主题理财与普通银行理财相比并无太多实质性突破。但银行理财在养老主题产品的探索中，也不乏亮点：

- 1) 将养老主题作为产品体系的重要组成部分，如招银理财根据基础客群、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、公司客群这六大客群发布系列产品；中银理财推出了“福、禄、寿、禧”四大养老专属系列；
- 2) 围绕养老客群的特征创设产品，如浦发银行借鉴海外目标基金投资策略与养老客群投资需求，拓展了“两位一体”的养老产品系列，即面向已老人群的养老功能型产品系列和面向未老人群的养老目标型产品系列，涵盖低风险固定收益类、目标风险（TEF）类及目标日期（TDF）类三大产品类型；
- 3) 通过设置分红安排，提升产品流动性。例如招银理财的“招睿”系列均按月/季设置了固定频率的“分红”条款；光大理财子的“阳光金养老1号”（5年期产品）在运行满2年后每年会分配给投资者初始投资金额的25%。

匹配客户养老需求是关键，目标日产品或是重要创新方向。产品创设层面，我们初步推测可能基于已有实践，进一步挖掘客户对流动性、便捷性等方面的具体需求，从细化产品体系、灵活分红安排、优化目标日期产品等方面着手。借鉴摩根大通资管等海外银行系资管机构产品来看，养老目标基金是一种重要的产品，后续或大力探索近似产品，从这方面入手尝试产品创新的优势在于：1) 目标日期养老基金在海外已经是非常成熟的模式，可以充分借鉴并结合我国市场特征进行改造；2) 我国基金公司已在相关产品上进行了近三年探索，银行理财对于通过MOM/FOF与基金公司进行委外合作也有多年实践，借助委外的方式，有效的匹配银行理财资金来源和基金公司投研实力，是一个1+1>2的选择；3) 部分银行/理财子公司已经尝试过目标日期策略和目标风险策略，在监管政策进一步明确

确后，对相关产品进行改造具有一定的实践基础；4) 目前我国长期资金来源不足，通过目标日期策略等方式，结合银行理财封闭期灵活设置条款，有望适度延长投资久期，并逐步探索 5 年以上产品，优化资本市场资金来源，符合政策导向。

图 6：摩根大通资管 Smart Retirement Blend 系列采用同一下滑曲线，动态调整资产配置比例



资料来源：摩根大通资管官网、光大证券研究所整理；注：Smart Retirement Blend 系列根据退休前后不同生命周期特征，调整进取型资产与保守型资产权重，至退休后的 10 年，保守型固收类资产将占据主要比重。在现金类产品、通胀管理、高收益债、新兴市场股票及债券等品种上主要采用主动策略，而在 REITs、新兴市场股票、全球股票、美国股票主要采用被动策略。

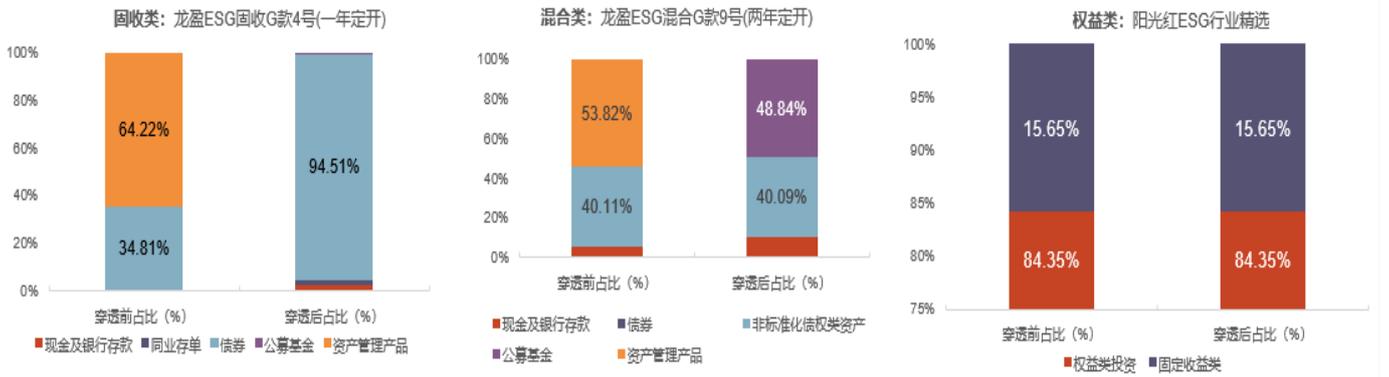
### 2.2.2、“双碳”目标下，ESG 主题投资将进一步拓展

2020 年 9 月,习近平主席在第 75 届联合国大会提出我国 2030 年前碳达峰、2060 年前碳中和目标。银行理财通过认购绿色债券、投资符合 ESG 股票、创新非标投资模式等方式助力“碳达峰、碳中和”目标实现。

ESG 为环境 (environmental)、社会责任 (social)、公司治理 (governance) 的缩写，本质是价值取向投资。通过将相关评估要素加入投资决策，提升风险管控能力，以获取更好的长期投资收益。随着责任投资意识增强，将 ESG 纳入投研体系是理财业务发展的必然选择。上半年，理财市场新发 ESG 主题理财产品 18 只，累计募集资金 107.59 亿元；截至 6 月末，市场存续 ESG 主题理财产品 72 只，存续规模 429.25 亿元，较年初增长 49.5%，同比增长约 2.14 倍。产品投资性质上，固定收益类存续规模占据 63.95%，混合类产品占比 28.69%，权益类仅发行 1 只，存续规模 0.98 亿元。我们以龙盈 ESG 固收 G 款 4 号(一年定开)、龙盈 ESG 混合 G 款 9 号(两年定开)、阳光红 ESG 行业精选三款产品分别作为固定收益类、混合类及权益类产品案例，对其大类资产配置进行列示。

各家行 (含理财公司) 对绿色金融业务及 ESG 投资进行了积极布局。华夏银行于 2019 年发行国内首支 ESG 策略理财产品，截至 2021 年 7 月末，华夏理财管理的 ESG 理财产品已超过 240 亿元，并将 ESG 数据库和评价体系全面运用于债券、股票、基金和非标等各类资产的投资决策和风险管理过程。此外，光大理财、农银理财、中银理财等多家机构对 ESG 主题产品进行了布局，其中，兴银理财搭建 ESG 投研体系，重点培育 ESG 品牌，发行首款聚利 ESG 私募产品、ESG 兴动未来公募产品；青银理财打造碳中和、ESG、蓝色金融等特色产品“双碳”背景下，银行理财进一步参与 ESG 投资将有大势所趋，既有助于长期收益的增厚，也有助于公司声誉提升。我们预计参与维度包括但不限于绿色债券、ESG 股票投资、低碳节能环保等领域企业的非标债券或长期股权投资等。

图 7: ESG 三大类理财产品 (固定收益类、混合类、权益类) 产品大类资产配置



资料来源: 各产品 2021 年一季度持仓报告, 光大证券研究所整理

### 2.2.3、渐进式加强权益投资, FOF 是重要投资方式

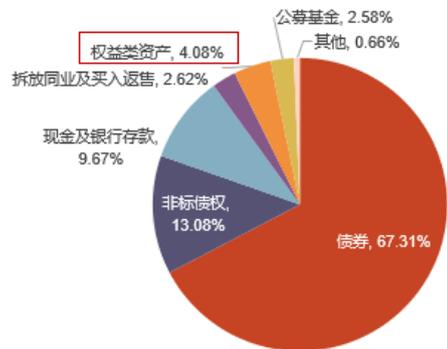
“资管新规”等系列监管文件引领理财转型发展背景下, 过往主要通过非标资产等投资增厚收益的方式难以为继, 增配权益投资是转型的必然之选。银行理财权益投资包含二级市场权益投资 (含股票、优先股等)、未上市公司股权、资本中介业务等诸多方面, 目前整体资产规模 1.17 万亿元 (占比 4.08%), 本部分我们将重点对股票投资进行讨论。

图 8: 非标投资受约束情况下, 权益投资是增厚收益的必然之选



资料来源: 光大理财, 光大证券研究所

图 9: 非保本理财产品配置中, 权益资产占比仅 4%左右

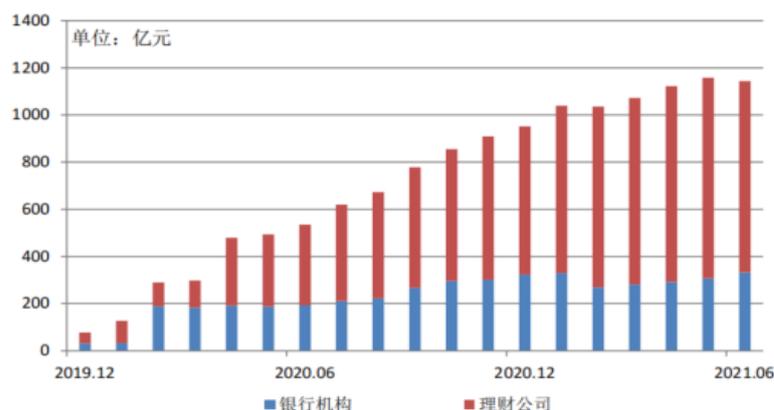


资料来源: 《中国银行业理财市场半年报告 (2021 年上)》

目前银行理财股票投资主要有 FOF、MOM 及直投三种方式, 其中, FOF 模式使用更为普遍, 银行理财可以用相对较低成本拓展投资边界、实现多元化资产配置; 同时 FOF 作为一种成熟的投资工具, 银行理财在过去资金池模式时就已积累了相关实践经验。截至 6 月末, 银行及理财公司存续 FOF 型<sup>3</sup>理财产品 153 只, 存续管 1144 亿元。其中, 理财公司 FOF 型产品规模占全部 FOF 型理财产品存续规模的 70.94%。从资产配置情况看, FOF 型理财产品投资公募基金规模占比 43.65%, 高出行业平均 41.07 个百分点。所投资公募基金资产中, 股票基金、混合基金规模合计占投资公募基金规模的 36.80%。FOF 型理财产品通过公募基金间接实现了对权益类资产的配置。

<sup>3</sup> 仅统计在理财登记系统中产品名称包含“FOF”字样的产品。

图 10: FOF 型理财产品规模已超过 1100 亿元 (1H21)



资料来源:《中国银行业理财市场半年报告(2021 年上半年)》

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,在短中期内仍会延续泛固收类产品为主的配置思路,并尝试渐进式加强权益投资。同时,当前理财公司自身投研能力及经验积累相对不足,在逐步发展完善过程中,预计仍将主要通过 FOF、MOM 等方式进行权益投资。长期来看,如果理财公司能有效理顺激励机制、运营模式、投资逻辑并构建完善的产品体系,权益投资增量空间值得期待。

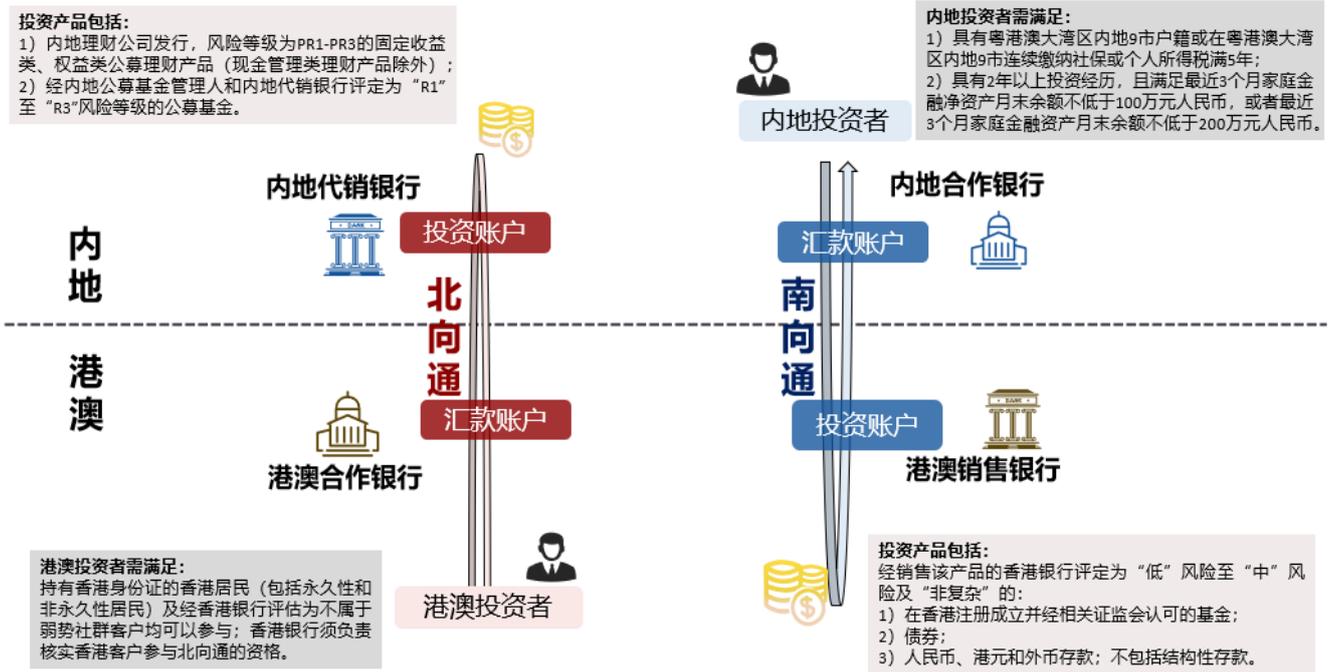
#### 2.2.4、“跨境理财通”试点,理财公司料加大相关产品创设

9月10日,中国人民银行等部门共同举办了“跨境理财通”业务试点启动仪式,粤港澳三地同时发布《粤港澳大湾区“跨境理财通”业务试点实施细则》。“跨境理财通”业务是指粤港澳大湾区内地和港澳投资者通过区内银行体系建立的闭环式资金管道,跨境投资对方银行销售的合格投资产品或理财产品。“跨境理财通”针对个人投资者,根据投资者所在区域可划分为“北向通”和“南向通”。

业务试点初期,两地监管部门认定的主要是中低风险投资品种,总额度和单个投资者额度暂定 1500 亿元人民币和 100 万元人民币。其中,“北向通”投资品种主要包括:1) 内地理财公司按照理财业务相关管理办法发行,并经发行人和内地代销银行评定为“一级”至“三级”风险等级的固定收益类、权益类公募理财产品(现金管理类理财产品除外);2) 经内地公募基金管理人和内地代销银行评定为“R1”至“R3”风险等级的公募基金。结合业务试点启动新闻发布会上监管领导讲话来看,我们认为后续限额和品种均有放宽可能。

**大湾区居民可投资资产总额高,跨境理财投资需求旺盛。**根据毕马威对香港私人财富管理公会成员调查,在近期宏观经济不明朗环境下的位列前五的投资焦点依次为:在低利率环境中提高收益、在经济衰退环境中寻找创造价值的机会、为潜在损失提供保障、聚焦于新行业及地域多元化。“北向通”中由内地理财公司发行的理财产品具有风格稳健、追求绝对收益的特征,对于港澳地区客群而言,很好的契合了其在低利率环境下追求资产保值增值的需求。目前,招行、平安、广发等多家银行已进行了较为充分的前期准备。后续理财公司有望借助“跨境理财通”触达港澳地区客群,提升产品的客户覆盖和渠道范围;同时,在相关业务发展中,更好的了解客户需求,进一步积累跨境产品创设与销售相关经验。

图 11：跨境理财通的运作及闭环式资金管道示意图



资料来源：光大证券研究所根据《粤港澳大湾区“跨境理财通”业务试点实施细则》绘制

### 2.3、摊余成本法使用更加严格，收益率曲线陡峭化

我们一直以来的观点是，随着“资管新规”的落地实施，金融市场端不同产品的收益率差异化将拉大，低风险、短久期、固定收益类产品的定价水平将和高风险、长久期、权益类产品的收益率明显区分。但从目前的收益率曲线形态看，因为“类资产池”业务的存在，资管机构通过“久期错配、风险下沉和杠杆提升”来获取收益，导致金融市场端收益率曲线比较平坦，尤其是“类活期”短端产品收益率偏高，这带来了一系列问题：

第一，过于平坦的收益率曲线提高了长端资金供给的机会成本，造成长端资金供给偏少，难以形成稳定的资金来源；

第二，“类活期”短端产品提供远远高于活期存款的收益率，导致脱媒加速，银行体系核心负债稳存增存困难，综合负债成本压力加大；

第三，过于平坦的收益率曲线也不利于资管机构核心能力建设，无法形成准确的风险定价能力，不利于培养长期竞争力。

因此，在“资管新规”规范下，金融市场端收益率曲线有趋于陡峭化的态势，收益率曲线短端下行和长端上行可能同时发生。鉴于曲线上“类活期”的产品规模较大，重要性更强，因此短端下行的要求更为迫切，以此来阻断快速脱媒导致的银行体系综合负债成本上升。

2021年6月，《现金管理类理财正式稿》出台，我们认为所形成的最大的影响是对于前期资产端“拉长久期、资质下沉”的修正。当时的基本判断是：随着现金管理类理财配置行为逐步调整，短久期、高流动性资产配置将显著降低目前现金类理财的期限错配，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。但对信用债的中长端来说，则由

于不再符合政策要求，新的中长端债券配置限制，资金供给减少，导致中长端价格相对维持在高位。

8月，媒体报道称监管对六家国有大行及其理财公司做出指导，引导其进一步采用公允价值法计量市值，并对存量做出整改。我们认为不排除占理财主导地位的国股银行及重点城农商行（含理财公司）均需要按新政策进行整改。**理财产品估值从摊余成本法向公允价值法切换，可能将进一步推动收益率曲线的长端陡峭化。**内在逻辑是，随着切换为公允价值法估值后，债券收益率波动将更加真实的反应在产品净值上，长期限品种债券面临更高的利率风险，投资者需要忍受更大的估值波动，因此需要更多的定价补偿，从而要求更高的长端收益率水平。随着投资者教育和客户接受程度的加深，后续不排除此前持有摊余成本法估值产品的投资者依据风险偏好不同，出现一定分流，如低风险偏好、净值波动容忍度低的投资者转向现金管理类理财、定期存款；风险偏好较高，对净值波动有较强承受能力的投资者转向长久期“固收+”等替代产品。而就银行理财产品来说，为减弱估值波动冲击，未来一个时期将面临调整资产负债久期错配的要求，拉长负债端久期需要提高长久期资产的吸引力。

### 3、风险提示

- 1、疫情影响下的国内外政治经济形势更为复杂，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；
- 2、客户真实风险偏好回归带来部分金融资产重新配置可能对理财规模形成扰动。

## 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。

## 法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

光大新鸿基有限公司和 Everbright Sun Hung Kai (UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

## 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。

## 光大证券研究所

### 上海

静安区南京西路 1266 号  
恒隆广场 1 期办公楼 48 层

### 北京

西城区武定侯街 2 号  
泰康国际大厦 7 层

### 深圳

福田区深南大道 6011 号  
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

## 光大证券股份有限公司关联机构

### 香港

光大新鸿基有限公司  
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

### 英国

Everbright Sun Hung Kai (UK) Company Limited  
64 Cannon Street, London, United Kingdom EC4N 6AE