

强于大市

银行理财半年报点评

规模增长略缓，收益波幅扩大

2022 年 8 月 19 日，银行业理财登记托管中心发布《中国银行业理财市场半年度报告（2022 年中）》。上半年，在市价估值方法规范下，叠加资产荒持续，非标资产占比下降，票息收益低位下行，理财产品收益率随市场波动加剧。收益率波动叠加现金新规过渡时点临近等因素，理财规模增速放缓，理财产品资产配置也延续去年下半年以来趋势，债券、非标和权益占比继续下降，同业存单、现金和存款继续增加。

重申观点：看好银行修复反弹，上行空间可期。前期政治局会议和断贷事件，叠加 7 月的弱数据，多种因素导致市场对经济和政策预期趋于过度悲观，而近期降息、稳地产等政策举措，明确政策力度仍在强化。超跌、政策改善和预期修正，都是支持修复反弹的有利条件，关注银行修复波段机会。

持续推荐江苏、常熟、杭州、南京、成都等优质区域银行，关注低估值品种价值。

■ 理财产品规模增长略缓

2022H1，银行理财规模 29.15 万亿元，较上年末增长 0.52%。相比去年下半年理财新增 3.2 万亿元，今年上半年新增仅仅 0.1 万亿元，理财增速显著放缓。理财产品的客群凸显低风险、流动性管理需求特征；而现金类产品过渡期临近，导致现金类产品增长受到控制，甚至压降；估值方法的整改、非标减少和票据收益的下降等影响，加剧了理财产品收益率随市场的波动。这些因素可能压制了理财产品规模增长。

■ 理财产品收益率波动加剧，市场影响更为凸显

估值方法整改对规模和产品发行的影响在今年上半年影响更为凸显，今年上半年，理财产品收益波动幅度加剧。3 月至 1% 以下，后又上行到 6 月理财加权平均收益率 3.61%，在市价估值方法下，产品净值和收益率波动受到市场影响显著。除了估值方法，今年以来资产荒持续加剧，非标资产占比下降，票息收益低位下行，债市持续走高，理财产品目前收益率升高或更多来自利得而非票息，未来收益受市场波动性影响或仍较大。如果债券市场大幅调整，保本属性或亦边际减弱。这种收益率波动对产品发行、债券市场和资金面运行的影响需要给予更多关注。

■ 债券、非标和权益占比继续下降，同业存单、现金和存款继续增加

延续 2021 年下半年以来趋势，理财产品对同业存单、现金和存款的配置继续增加，债券、非标和权益配置继续下降。债券、非标和权益占比 53.3%/7.1%/3.2%，较上年分别下降 1.2/1.3/0.1 个百分点；而现金及存款占比 14.1%，提升 2.7 个百分点，同业存单占比 14.6%，上升 0.7 个百分点。

同业存单、现金和存款配置继续增加、债券占比下降，可能与现金理财新规影响有关，理财子公司现金类产品债券配置下降（从 50.3% 降至 40.38%），现金及银行存款和同业存单配置增加（从 47.02% 提升至 57.32%）。

非标占比降至 7.1%，未来非标或进一步减少。权益类配置下降或主要与混合类产品发行下降有关，混合类产品规模较上年末下降 20%。

■ 风险提示：经济下行导致资产质量恶化超预期。

相关研究报告

《银行业 1 季度持仓点评》20220425

《银行理财年报点评》20220303

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

银行

证券分析师：林媛媛

(86755)82560524

yuanyuan.lin@bocichina.com

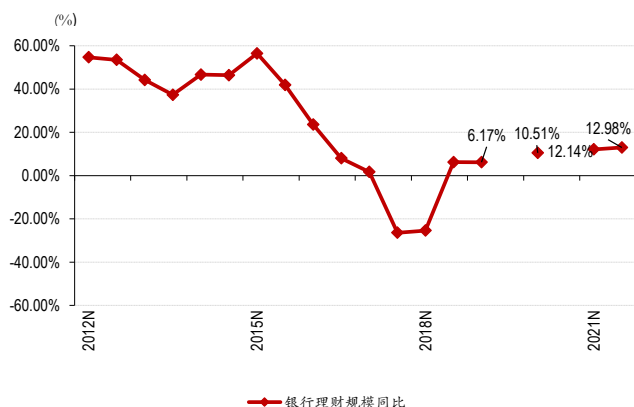
证券投资咨询业务证书编号：S1300521060001

事件：2022年8月19日，银行业理财登记托管中心发布《中国银行业理财市场半年度报告（2022年）》

1、上半年理财规模增长趋缓

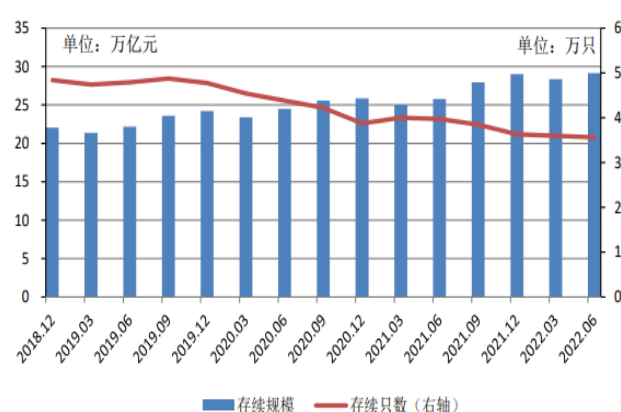
2022上半年银行理财规模为29.15万亿元，同比增长12.98%。今年上半年增长趋缓，同比增速较去年底有所提升，但同比增速贡献主要来自去年下半年高增长的影响，2021年下半年理财新增3.2万亿元，今年上半年新增仅仅0.1万亿元。理财产品的客群凸显低风险，流动性管理需求特征。现金类产品过渡期临近，导致现金类产品增长受到控制，甚至压降。估值方法的整改、非标减少和票据收益的下降等影响，加剧了理财产品收益率随市场的波动。这些因素压制理财产品规模增长。

图表 1. 银行理财余额增速（单位：%）



资料来源：万得，银行业理财登记托管中心、《中国银行业理财市场半年度报告（2022年上）》，中银证券

图表 2. 理财产品规模（单位：万亿元，%）



资料来源：万得，银行业理财登记托管中心、《中国银行业理财市场半年度报告（2022年上）》，中银证券

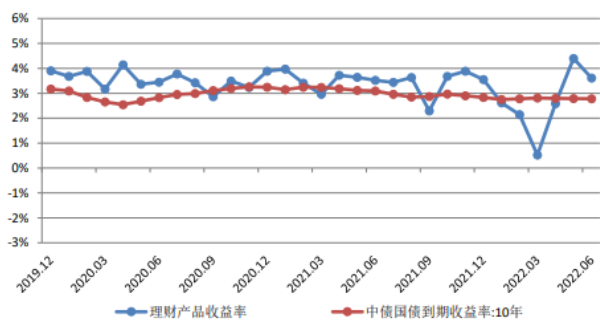
按照理财新规，净值化存量理财整改基本完成，理财子公司化整改持续平稳推进。

净值型产品比例继续上升达到占比95.09%，较上年底增加2.13个百分点，净值化已经进入收尾阶段。理财子公司理财余额占比全部理财达到65.66%，较去年末增加6.4个百分点。非理财子公司理财规模仍有10.01万亿元，较去年底下降1.8万亿元，其中大行1.08万亿元，股份行4.19万亿元，城商行3.47万亿元，农商行1.2万亿元。正如我们在去年理财年报中的分析：一方面，部分理财子获批尚未开业或刚刚开业，后续产品和资产或逐步完成转换，如浦发、民生等；另一方面，部分母行产品和资产转子公司可能有一定困难，或是整改的难点；此外，城商行理财规模仅下降8.22%，农商行增长14.12%，从数据上看，监管并未强制压退母行产品。

中小银行退出理财市场，大行、股份行和大型城商理财子公司持续设立，行外理财代销增长较快。

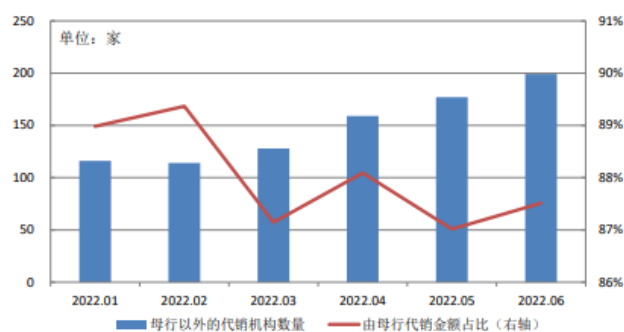
中小银行逐渐退出理财市场，2022年中，全市场共有293家银行机构有存续的理财产品，较上年减少26家。理财子新设均为大行、股份和城商行。上半年新增5家理财公司，浦银理财、施罗德交银、上银理财、高盛工银理财和民生理财，截至年中，理财公司27家，股份行尚有渤银和恒丰理财获批筹建。如果牌照准入不打开，对于城农商行来说，理财子公司牌照将成为其差异化竞争优势。上半年理财公司合作代销机构数量逐步上升，6月有199家机构代销了理财公司发行的理财产品，较1月多出83家，理财子公司对母行以外代销金额占比不断上升。

图表 3. 理财产品收益率 (单位: %)



资料来源: 银行业理财登记托管中心、《中国银行业理财市场半年报告 (2022 年上)》, 中银证券

图表 4. 理财公司理财产品代销情况 (单位: 家, %)



资料来源: 银行业理财登记托管中心、《中国银行业理财市场半年度报告 (2022 年上)》, 中银证券

2、理财产品收益率波动加剧, 市场影响更为凸显

差异于我们上次年报点评分析, 估值方法整改对规模和产品发行的影响在今年上半年影响更为凸显, 去年下半年以来理财产品加权收益率的波动幅度扩大 (见图表 3), 今年上半年, 理财产品收益波动幅度加剧, 3 月降至 1% 以下, 后又上行到 6 月理财加权平均收益率 3.61%, 在市价估值方法下, 产品净值和收益率波动受到市场影响显著。除了估值方法, 今年以来资产荒持续加剧, 非标资产占比下降, 票息收益低位下行, 债市持续走高, 理财产品目前收益率升高或更多来自利得而非票息, 未来收益受市场波动性影响仍较大。如果债券市场大幅调整, 保本属性或边际减弱。这种收益率波动对产品发行、债券市场和资金面运行的影响需要更多关注。

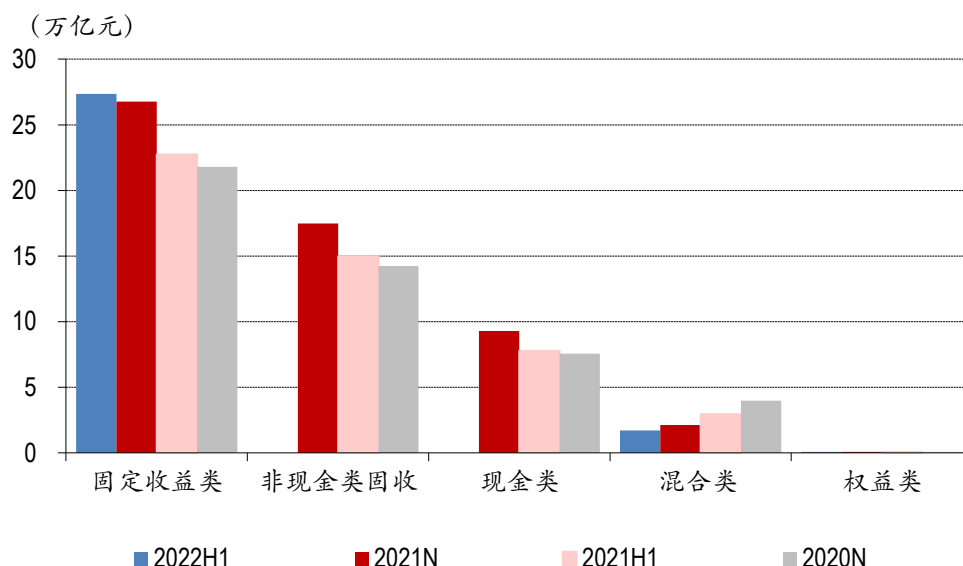
反思我们对年报分析, 去年估值方法修改后, 产品累计利得释放, 平滑了估值方法和风险暴露对产品收益的负面影响, 使得去年理财产品收益相对稳健, 而随着估值方法切换过去和新发产品的增加, 这种影响趋弱。

3、固收类产品占比提升, 开放式占比提升

固收类占比持续提升, 混合类占比继续下降

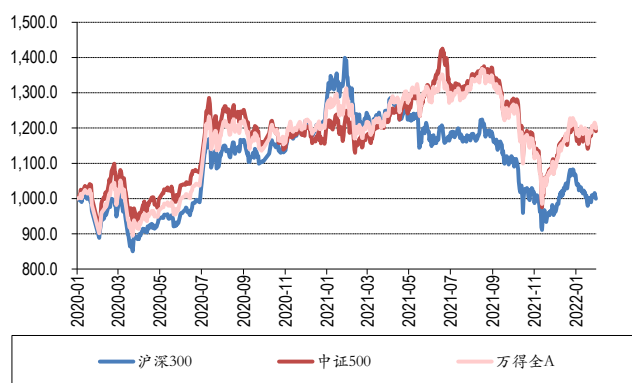
2022 年中, 固定收益产品余额 27.35 万亿元, 较去年底增加 0.57 万亿元, 占比 93.83%, 占比较去年底提升 1.09 个百分点。混合类产品余额 1.72 亿元, 较去年底下降 0.42 万亿元, 占比 5.9%, 较去年底减少 1.48 个百分点, 权益类余额 795 亿元, 较去年减少 14 亿元。产品种类的变化与市场趋势一致, 2022 年上半年, 债表现仍优于股, 债券市场持续震荡上行, 而权益市场震荡下行。中长期来看, 混合类仍有提升空间, 每个阶段仍然与大类资产表现有关。

图表 5. 固定收益类产品持续较快增长 (单位: 万亿元)



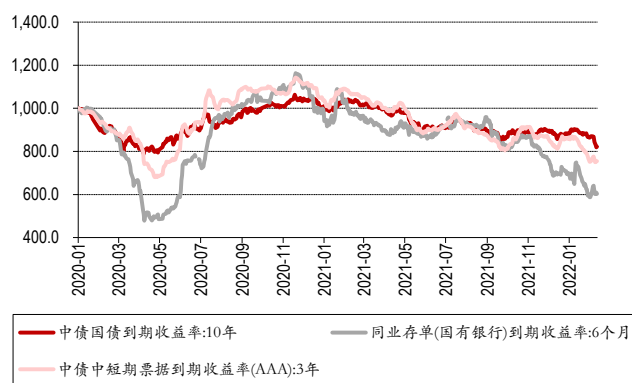
资料来源: 银行业理财登记托管中心,《中国银行业理财市场半年度报告(2022 年上)》, 中银证券

图表 6. 主要权益指数表现



资料来源: 万得, 中银证券

图表 7. 债券市场表现



资料来源: 万得, 中银证券

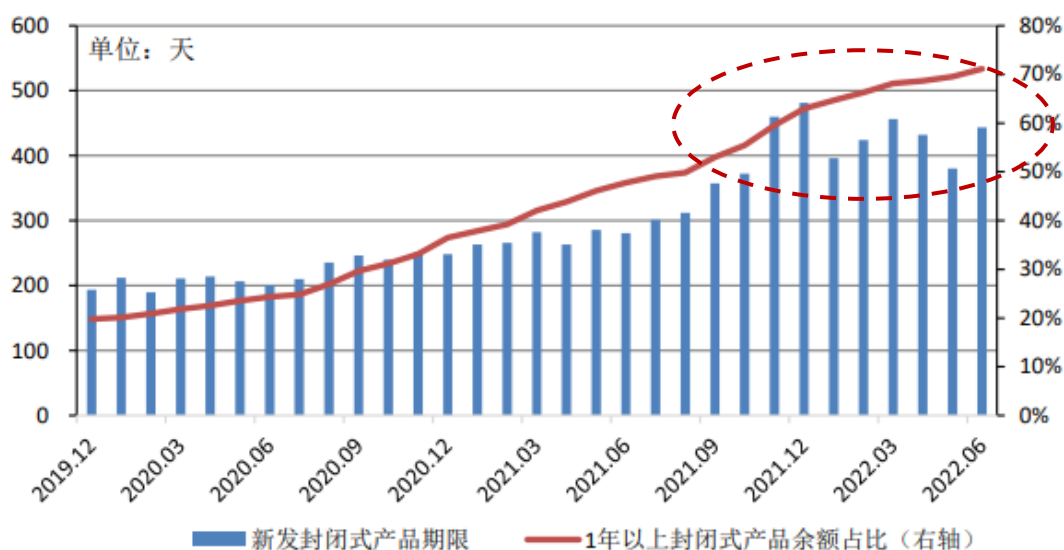
未公告现金类占比, 考虑到今年底新规过渡期结束, 年内增长或趋滞缓。

半年报未公告现金类占比, 参考去年公告, 现金类产品余额 9.29 万亿元, 较中期增加 1.51 万亿元, 占全部理财余额 32%, 考虑杠杆占比 29.84%。参考现金管理新规的要求: “同一商业银行采用摊余成本法进行核算的现金管理类产品的月末资产净值, 合计不得超过其全部理财产品月末资产净值的 30%, 同一理财公司采用摊余成本法进行核算的现金管理类产品的月末资产净值, 合计不得超过其风险准备金月末余额的 200 倍。” “过渡期要求是自 2021 年 6 月起至 2022 年底。”。随着过渡期结束, 现金类相对收益或继续下降, 或规模增长滞缓。

开放式理财产品占比继续提升, 封闭产品新发期限缩短

2021 年开放式理财产品为 24.29 万元, 较上年底增加 0.51 万亿元, 封闭式 4.86 万亿元, 较上年底下降 0.36 个百分点。封闭式产品存量余额中, 1 年以上占比提升, 新发期限相对去年底有所下降。今年 6 月加权产品平均期限 443 天(新发封闭式产品当月实际募集金额加权), 相比去年 12 月 481 天平均期限减少 38 天, 可见前期整改对期限影响基本去化。

图表 8. 全市场封闭式产品期限情况 (单位: 万亿元)



资料来源: 银行业理财登记托管中心、《中国银行业理财市场半年度报告 (2022 年上)》, 中银证券

4、债券、非标和权益继续下降, 同业存单、现金和存款配置继续增加

延续 2021 年下半年以来趋势, 全部理财产品对同业存单、现金和存款的配置继续增加, 债券、非标和权益配置继续下降。全市场理财产品配置债券占比 53.3%, 较上年下降 1.2 个百分点, 其中, 信用债和利率债占比 48.07%和 5.19%, 分别下降 0.06 个百分点和 0.67 个百分点; 非标 7.1%, 下降 1.3 个百分点; 权益占比 3.2%, 下降 0.1 个百分点; 而现金及银行存款占比 14.1%, 占比提升 2.7 个百分点; 同业存单占比 14.6%, 占比上升 0.7 个百分点。

同业存单、现金和存款配置继续增加、债券占比下降可能与现金理财新规影响有关。参考公布的理财公司配置, 现金类产品债券配置从 50.3%降至 40.38%, 下降较多, 现金及银行存款和同业存单配置占比从 47.02%提升至 57.32%。而非现金类固收产品和混合类现金及银行存款配置亦增加。

非标占比降至 7.1%。全部理财产品非标占比降至 7.1%, 理财公司的非现金固收和混合类非标占比分别为 6.14%和 8.44%, 考虑固收类规模占比较大, 理财公司非标占比或低于所有理财产品中非标比重, 而银行发行的理财非标占比会更高。随着非标到期和整改, 未来非标资产或进一步减少。

权益类配置下降或主要与混合类产品发行下降有关。权益市场偏弱背景下, 混合类产品规模较上年末下降 20%。但理财公司混合类产品中, 权益配置占比 16.47%, 较上年上升 1.53 个百分点。

图表 9. 理财产品配置各资产比例 (单位: %)

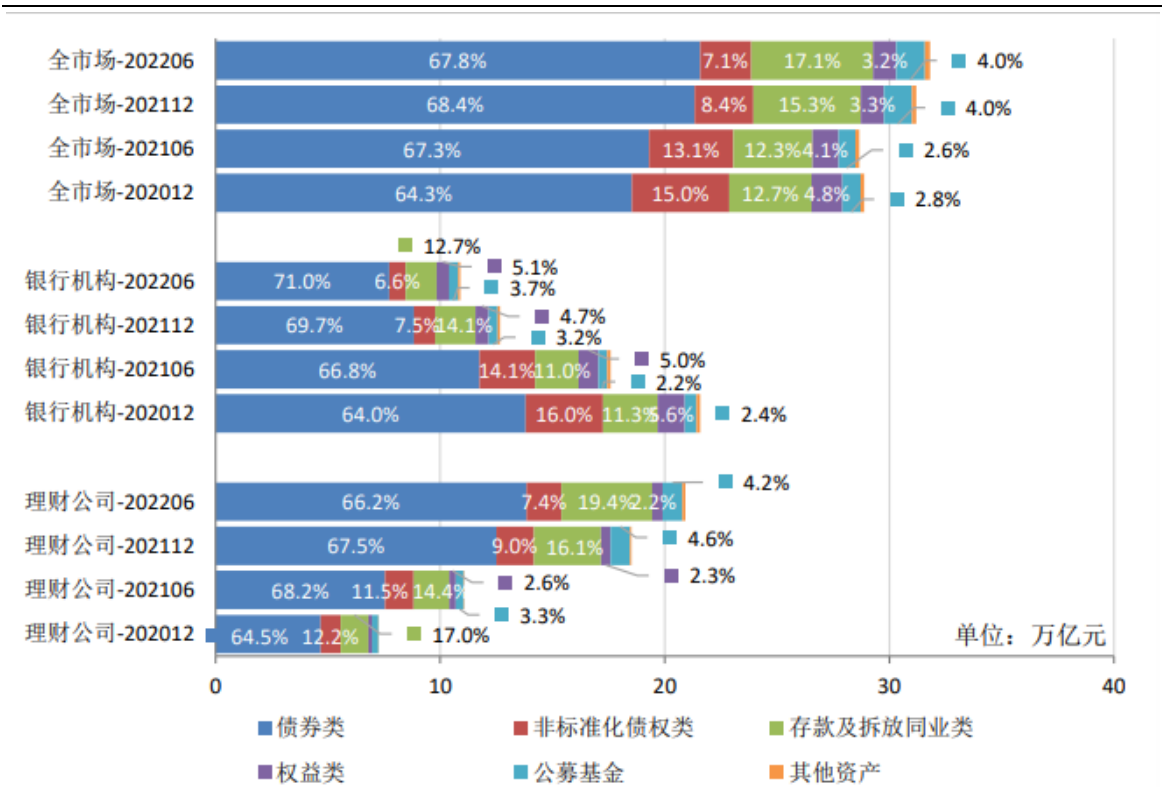
时间	全部债券	全部债券 (不含同存)	债券类资产下:			信用债中 AA+以上高 评级信用债	现金及银 行存款	非标准化 债权	权益类 资产	公募基金	代客境外 理财
			同业存单	利率债	信用债						
2022-06	67.9	53.3	14.6	5.2	48.1	85.1	14.1	7.1	3.2	4.0	0.6
2021-12	68.4	54.5	13.9	5.9	48.1	84.1	11.4	8.4	3.3	4.0	0.5
2021-06	67.3	56.8	10.5	6.1	50.7	83.6	9.7	13.1	4.1	2.6	-
2020-12	64.3	55.5	8.7	7.8	47.8	83.4	9.1	10.9	4.8	-	-

资料来源: 《中国银行业理财市场半年度报告 (2022 年上)》《中国银行业理财市场年度报告 (2021 年)》, 中银证券

注: 2020 年底前的统计口径按原非标资产、理财直接融资工具、新增可投资资产加总计算, 与 2021 年存在一定差异;

本表数据根据报告数据摘录, 可能存在口径偏差等因素报告中未明确问题。

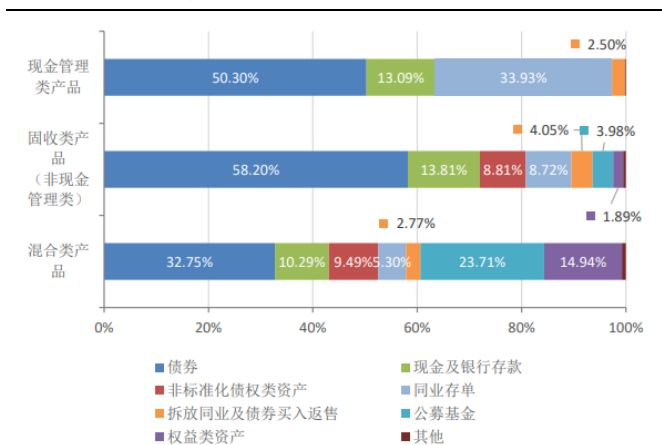
图表 10 银行理财资产配置结构



资料来源：银行业理财登记托管中心、《中国银行业理财市场半年度报告（2022 年中）》，中银证券

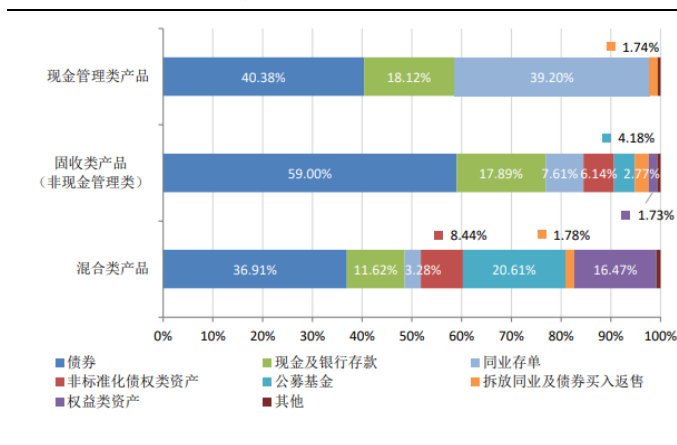
注：（1）本表债券包含同业存单、利率债、信用债等。（2）2020 年底及之后的非标准化债权类资产统计口径根据《标准化债权类资产认定规则》进行了调整，2020 年底前的统计口径按原非标准化债权类资产、理财直接融资工具、新增可投资资产加总计算，与 2021 年数据存在一定差异；（3）存款及拆放同业类资产包含现金及银行存款、拆放同业及买入返售类资产（2021 年底及之后统计口径调整为拆放同业及债券买入返售类资产）。

图表 11. 2021 年理财公司理财产品资产配置情况



资料来源：银行业理财登记托管中心、《中国银行业理财市场年度报告（2021 年）》，中银证券

图表 12. 2022 上半年理财公司理财产品资产配置情况

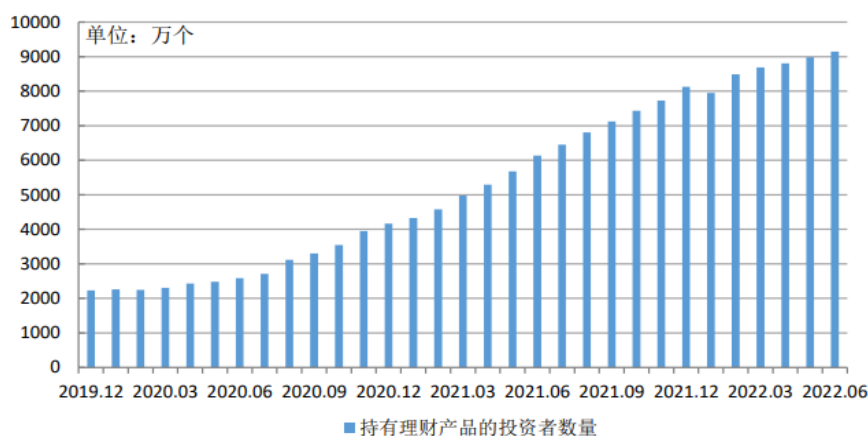


资料来源：银行业理财登记托管中心、《中国银行业理财市场半年度报告（2022 年中）》，中银证券

5、客群凸显低风险，流动性管理需求特征强化

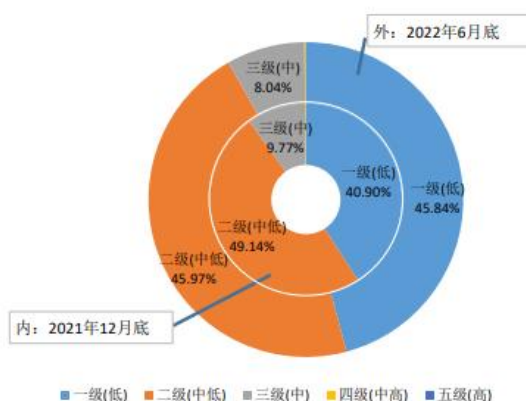
2022 年上半年，理财投资者数量持续增长，截至 2022 年 6 月底，投资者数量为 9145.40 万个，较年初增长 12.49%，同比增长 49%。T+0 产品仍是最大得获客产品，投资者占比 56.49%，较去年增加 2.26 个百分点。投资者仍主要持有风险等级为一级（低）风险和二级（中低）风险的理财产品，投资者数量占比分别为 45.84%和 45.97%，合计占比 91.81%，较去年末增加 1.77 个百分点。

图表 13. 持有理财产品的投资者投资者数量



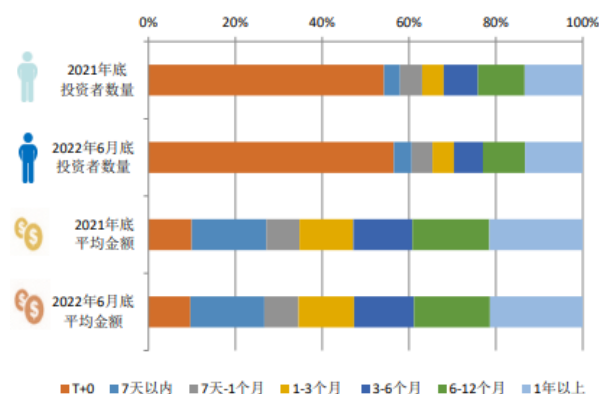
资料来源：银行业理财登记托管中心、《中国银行业理财市场半年度报告（2022 年上）》，中银证券

图表 14. 各风险等级理财产品投资者数量分布



资料来源：银行业理财登记托管中心、《中国银行业理财市场半年度报告（2022 年上）》，中银证券

图表 15. 各期限理财产品投资者数量及平均持有金额分布



资料来源：银行业理财登记托管中心、《中国银行业理财市场半年度报告（2022 年上）》，中银证券

风险提示

经济下行导致资产质量恶化超预期。银行作为顺周期行业，行业经营情况与经济发展相关性强。宏观经济发展影响实体经济的经营以及盈利状况，从而影响银行业的资产质量表现。如果经济超预期下行，银行的资产质量存在恶化风险，进而影响银行的盈利能力。

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

公司投资评级：

买入：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 20%以上；
增持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 10%-20%；
中性：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数变动幅度在-10%-10%之间；
减持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数跌幅在 10%以上；
未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

行业投资评级：

强于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现强于基准指数；
中性：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现基本与基准指数持平；
弱于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现弱于基准指数；
未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人士，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券股份有限公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构：

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话：
中国网通 10 省市客户请拨打：10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打：10800 1521065
新加坡客户请拨打：800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
西单北大街 110 号 8 层
邮编: 100032
电话: (8610) 8326 2000
传真: (8610) 8326 2291

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号
7 Bryant Park 15 楼
NY 10018
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371