

2023年3月20日

金融产品年度报告

波澜之中，破浪前行

2022年银行理财年度报告

分析师：张菁

执业证书编号：S0890519100001

电话：021-20321551

邮箱：zhangjing@cnhbstock.com

特别鸣谢：徐佳媛

销售服务电话：

021-20515355

相关研究报告

◎摘要：

- 2022年是理财市场全面净值化的第一年，理财市场面临了重大考验。从宏观环境方面看，2022年中国经济面临“需求收缩、供给不足、预期转弱”的三重压力，叠加疫情反复、房地产政策调控、产业政策调整、地缘局势危机、中美摩擦等诸多影响因素，使得资产价格的波动性不断加剧。从年初开始股市出现的大幅波动，到年末债市的剧烈震荡均引发了理财产品净值回撤。在整改过渡期结束之后，银行理财产品的净值需直接面对市场波动所带来的压力，对资产价格的波动较为敏感。这也暴露了理财市场上存在的问题，包括产品设计不够完善，银行及理财公司对于产品售前销售、售后管理的能力较为缺乏，进行投资者教育的经验不足等。
- 2023年，虽然国内经济走入修复阶段，但仍存在较多风险事件，如宏观经济增速不及预期、海外通胀高企下加息超预期、地缘风险超预期等。而为了避免再次出现2022年的“破净”事件，银行理财市场需要在以下几个方面提升能力。
- 一方面是产品售前，银行理财机构需要提升自身专业性。1) 提升产品创设需专业度，包括加强理财公司投研能力的建设，提升对于宏观、市场与行业的研判，完善大类资产配置与策略框架，提升产品的精细化程度。同时需要避免产品创设时投资的资产或是投资策略的过度聚集，需要根据资产本身的价值以及发展潜力，更好地掌握产品发行的时间和节奏；2) 做好投资者适当性管理。投资者适当性的匹配是一个动态的过程，一方面，资产的风险会在合理的范围内上下波动，另一方面，投资者的风险偏好也会随着投资经历而调整，因此对于银行来说，需在每一个时点，做好风险的现状识别和未来预判，做好投资者的状态评估，并最终做好合适时间的合适产品匹配；3) 完善产品代销遴选制度，包括全面提升代销产品筛选专业性、产品销售适配性和产品评价标准反馈机制；4) 建立代销产品风险管理制度，当前银行理财市场上并未有标准的代销产品评级体系，需要银行及理财公司完善对于代销理财产品的风险评级标准，包括产品风险评级标准制定、更新及重检，从而使代销风险评级匹配客户适当性管理要求。
- 另一方面是产品售后，包括售后管理及风险预警等方面能力的提升。1) 产品售后管理方面，不能单单改善产品售前方面的专业性，也需要关注产品售后的表现。同时定期调研客户投资体验反馈，并根据反馈结果，解决并改进产品售前遴选及产品创设方面的问题；2) 需要建立全面的风险预警机制，将风险进行分类，分为可规避风险和不可规避风险。对于可规避风险，实时跟踪相关数据，如有发生风险的迹象，提前对于投资者进行风险警示。对于不可规避风险，当在风险发生时及时对于投资者解释风险事件发生原因并进行投资者教育，使投资者对净值波动的理解加深；3) 投资者教育方面，银行需要通过定期培训、发布相关文章等方式，帮助投资者理解市场波动以及风险，并清晰认识风险和收益的关系。

风险提示：本报告所载数据为市场不完全统计数据，旨在反应市场趋势而非准确数量，所载任何建议、意见及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断。

目录

1. 市场与政策回顾	4
1.1. 净值化转型后，政策进一步巩固理财公司健康发展	4
1.2. 现金管理新规过渡期收官，告别“T+0”时代	7
1.3. 个人养老金制度落地，个人养老业务扬帆起航	7
2. 银行理财市场概况	9
2.1. 全市场理财产品概况	9
2.2. 理财子公司产品概况	12
2.3. 理财产品销售情况	14
3. 理财产品发行特征	20
3.1. 加速布局养老产品	20
3.2. 现金管理类替代产品	21
4. 银行理财市场 2022 年变化	23
4.1. 银行理财净值波动增加，出现两轮“破净潮”	23
4.2. 理财市场现状及痛点	27
5. 银行理财发展展望	29

图表目录

图 1 2022 年非保本理财产品规模（单位：万亿元）	9
图 2 2022 年理财产品存续规模同比	10
图 3 2022 年各机构产品数量及存续规模占比	10
图 4 不同运作模式产品存续规模占比	11
图 5 全市场新发封闭式产品期限情况	11
图 6 2022 年各投资性质产品存续情况占比	11
图 7 2022 年理财产品资产配置情况	12
图 8 银行代销本行理财公司产品数量占比情况	16
图 9 银行代销他行理财公司产品占比数量情况（降序）	16
图 10 2022 年理财公司代销机构数量和母行代销金额占比情况	16
图 11 理财公司被代销理财产品的投资类型分布	19
图 12 理财公司被代销理财产品的产品期限分布	19
图 13 理财公司被代销固收类产品的风险等级分布	19
图 14 理财公司被代销混合类产品的风险等级分布	19
图 15 短期限银行理财产品发行数量明显提升（只）	22
图 16 2022 年理财产品破净情况	24
图 17 2021 年各类机构纯固收和固收+存续情况（只）	24
图 18 2019-2021 年，新发固收+产品数量逐年上涨（只）	24
图 19 基金重仓指数跌幅较大	25
图 20 白酒、新能源板块跌幅较大	25
图 21 中证 500 指数走势（2021.07 - 2022.06）	26
图 22 中证 1000 指数走势（2021.07 - 2022.06）	26
图 23 固定收益类产品“底层”资产	26
图 24 市场资金利率与政策利率（%）	27
图 25 央行货币净投放量（亿元）	27
图 26 10 年期中国债到期收益率出现明显上行（%）	27
图 27 信用利差大幅走阔（%）	27
表 1 银行理财监管制度体系（2018-2021）	5
表 2 首批开办个人养老金业务的机构名单	8
表 3 四类个人养老产品对比	8
表 4 理财公司开业情况	12
表 5 2022 年各银行理财子公司不同类型产品数量（单位：只）	13
表 6 各银行理财子公司不同投资类型、不同发行期限的产品数量占比	14
表 7 各银行理财子公司不同投资类型、不同发行期限的产品平均业绩比较基准	14
表 8 代销他行理财公司产品数量占比 TOP5 的银行	15
表 9 理财公司被代销产品数量和渠道分布情况（按非母行代销数量占比降序排列）	17
表 10 理财公司不同类型代销渠道分布数量（不含母行）	17
表 11 理财公司直销渠道建设情况（截至 2023 年 1 月底）	20
表 12 2022 年发行同业存单指数理财产品一览	22

1. 市场与政策回顾

历时3年多的资管新规过渡期于2021年底正式结束，理财市场于2022年进入全面净值化时代。在资产新规过渡期的这几年中，保本型理财产品规模不断压降，净值型理财产品占比逐步提升，从资管新规发布时的5%左右提升到了90%以上。但同样应该看到，在全球风险事件明显增多的2022年，理财市场同样受到大幅冲击，理财产品净值出现剧烈波动。理财行业在有着发展空间和机遇的同时，也面临着较大的考验，理财产品的转型依然任重道远。

1.1. 净值化转型后，政策进一步巩固理财公司健康发展

从2018年4月起，央行、银保监会等监管部门联合发布了《关于规范金融机构资产管理业务的指导意见》，也就是资管新规，对于资管行业的整改正式开始。资管新规对资管行业发展提出了包括“破刚兑、去通道、去非标”等诸多规范整改要求。而经历了三年多的整改，资管新规过渡期于2021年12月31日结束。截至2021年底，理财存量整改已经基本完成，具有刚性兑付性质的保本理财也已经清零。

自2022年开始，银行理财正式进入净值化时代，各类资管产品重新回到同一起跑线。为了更好地巩固理财公司健康发展，2022年又相继出台了一系列政策。

2022年6月，财政部发布了《资产管理产品相关会计处理规定》（以下称《规定》），对于资管产品的会计处理给出了更加细化的指引，包括对金融资产的分类和计量方式，风险准备金计提以及托管费等费用和管理人报酬的会计处理等方面，并于2022年7月1日起实施。

值得注意的是，《规定》进一步限定了摊余成本计量的范围，《规定》实施后对于不同类型的理财产品估值的规定如下。

1) 现金管理类理财：

对于现金管理类产品，仍能采用“摊余成本+影子定价”进行估值。《规定》允许货币市场基金、现金管理类产品等继续按照相关监管规定采用影子定价和偏离度控制确定金融资产的公允价值，不过需要符合39号准则的规定。所以在确保现金管理类产品资产净值能够公允地反映投资组合价值的前提下，可采用摊余成本法对持有的投资组合进行会计核算。采用摊余成本法进行核算的，应当采用影子定价的风险控制手段，对摊余成本法计算的资产净值的公允性进行评估。（正偏离度0.5%以内/负偏离度-0.25%以内）。

2) 封闭式理财产品：

《规定》对于封闭式产品使用摊余成本法估值做出进一步规定。资管新规中提及封闭式产品可使用摊余成本进行计量，对摊余成本法的使用并没有严格遵从SPPI测试。而此次《规定》进一步补充了对这些方面监管的缺失，要求封闭式产品所持有的金融资产需满足：一是合同现金流量特征通过SPPI测试，二是业务模式是以收取合同现金流为目的并持有至到期这两个条件，才能使用摊余成本法计量。而不满足条件的，需分类为公允价值计量且其变动计入其他综合收益或以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产，采用市值法估值。

3) 非现金管理类开放式理财产品：

《规定》对于非现金管理类开放式理财产品的计量方法也进行了细化。在2018年7月20日央行发布的《关于进一步明确规范金融机构资产管理业务指导意见有关事项的通知》（简称“720通知”）中提出过渡期内，封闭期在半年以上的定期开放式产品，投资以收取合同现金流量为目的并持有到期的债券，且持有资产组合的久期不长于定开产品封闭期的1.5倍的产品也能使用摊余成本

法估值。而随着资管新规过渡期结束，720通知的“优惠”也随之结束，《规定》中对于非现金管理类开放式理财产品要求全面采用市值法进行估值。

2022年8月，银保监会发布了《理财公司内部控制管理办法》（以下称《办法》），是在《关于规范金融机构资产管理业务的指导意见》之下，对公司管理层面监管的细化和补充。《办法》填补了此前对理财公司内控监管的空白，更好地促进同类资管业务监管标准的统一，促进理财公司构建与自身业务规模、特点和风险状况相适应的内控合规管理体系。

《办法》对标海外资管行业的监管标准，并结合国内理财公司特点，进一步细化相关要求，帮助理财公司提升体系建设的完整性和独立性。其中，针对以下几个方面，《办法》提出了细化要求，包括完善理财公司组织架构、建立切实有效的治理结构和运行机制，并明确管理层、建设部门、执行部门和监督评价部门的定位和职责；加强信息披露，建立完整的人员信息登记和公示制度，并在理财公司官方网站或者中国理财网等行业统一渠道进行信息公示；加强交易监测，设立风险预警机制，前瞻性识别和防范风险，并实行集中交易和交易记录制度；完善个人信息保护，建立信息隔离制度，强化信息隔离，防止敏感信息不当传播和使用。

表 1 银行理财监管制度体系（2018-2021）

时间	发布机构	政策名称	重要内容
20180427	人民银行、银保监会、证监会、外汇局	《关于规范金融机构资产管理业务的指导意见》	统一法律关系，明确基本原则，统一证券公司、基金管理公司、期货公司及其子公司等各类证券期货经营机构私募资管业务监管规则，消除监管套利。系统界定业务形式，厘清资产类别。基本统一监管标准，强化重点风险防控，补齐制度短板。设置过渡期，整改过渡时间为2020年12月31日。
20180720	人民银行	《关于进一步明确规范金融就资产管理业务指导意见有关事项的通知》	投资范围上，明确公募银行理财可以投资非标、明确可以发行老产品投资新资产。估值方法上，封闭期在半年以上的定开式理财产品，投资以收取合同现金流量为目的并持有到期的债券，可使用摊余成本计量，但持有资产组合的久期不得长于封闭期的1.5倍；现金管理类产品暂参照货币市场基金的“摊余成本+影子定价”方法进行估值。资产处置方面，对需要回表的存量非标提供调整MPA参数、支持发行二级资本债补充资本；对过渡期结束后难以回表的存量非标以及未到期存量股权采取适当安排妥善处理。
20180928	银保监会、证监会	《商业银行理财业务监督管理办法》	销售管理上，降低公募理财销售起点从5万至1万，拉近与公募基金距离，投资范围上，明确公募理财可以投资非标，增加10%的集中度限制，但投资上市公司股票还需另行制定，银行理财不得发行分级理财产品。
20181202	银保监会	《商业银行理财子公司管理办法》	要求理财子公司注册资本大于10亿元，一次性实缴货币资本，划分业务范围和投资范围，理财子公司可以发行分级理财产品；非标投资不得超过理财产品净资产的35%。
20191129	银保监会	《商业银行理财子公司净资本管理办法（试行）》	《净资本管理办法》是《理财子公司办法》的配套监管制度，充分借鉴了同类资管机构的净资本监管要求，并根据资管新规、理财新规提出的新要求和商业银行理财子公司特点进行了适当调整。根据《净资本管理办法》，理财子公司净资本管理应当符合两方面标准：一是净资本不得低于5亿元人民币，且不得低于净资产的40%；二是净

			资本不得低于风险资本，确保持续子保持足够的净资本水平。自 2020 年 3 月 1 日起施行。
20200624	人民银行、银保监会、证监会、外汇管理局	《标准化债权类资产认定规则》	对标准化债权类资产的认定条件提出要求，明确界定标准化债权的认定标准和范围，在划定“标债”范围的基础上，《认定规则》对资管新规中的 5 条标准进行进一步解释，并给予认定途径。明确界定非标准化债权类资产种类，将“非非标”认定为“非标”债权资产，厘清模糊边界，确认投资“非标”的限制范围。
20201230	财政部、银保监会	《关于进一步贯彻落实新金融工具相关会计准则的通知》	理财产品从 2022 年 1 月 1 日起执行新金融工具准则。新准则从原来的会计四分类更改为三分类，要求金融资产减值模型从已发生信用损失减值模型变更为预期信用损失模型。
20210511	银保监会	《理财公司理财产品销售管理暂行办法》	作为《商业银行理财子公司管理办法》配套监管制度，对理财产品销售机构、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、监督法律责任以及附则进行规定。具体来看：1.界定理财销售机构，理财子公司产品仅能在本公司、其他接受代销的理财子公司和银行业金融机构开展；2.坚持“卖方尽责”，保护投资者利益 3.建立产品发行方和销售方的双向产品评级制度；4.加强理财销售人员管理，销售人员培训不得少于 20 小时。
20210611	人民银行、银保监会	《关于规范现金管理类理财产品管理有关事项的通知》	明确了现金管理类理财产品的定义、发行单位，并明确了其投资范围、资产久期、运作管理要求等，总体全面对标货币基金的监管要求，设置过渡期延长至 2022 年底，过渡期内不可新发可存续，过渡期后不可新发不可存续。
20210910	银保监会	《关于开展养老理财产品试点的通知》	选择“四地四家机构”进行养老理财试点：工银理财、建信理财、招银理财、光大理财分别面向武汉、成都、深圳、青岛四地推出四款养老理财产品。
20210910	人民银行广州分行、深圳市中心支行、银保监会广东监管局、深圳监管局、证监会广东监管局、深圳监管局	《粤港澳大湾区“跨境理财通”业务试点实施细则》	“跨境理财通”分南向通和北向通。明确北向通及南向通的监管要求。单边总额度 1500 亿元，投资者个人额度为 100 万元。风险低及相对简单的理财产品优先涵盖。
20211210	银保监会	《理财公司理财产品流动性风险管理办法》	对理财产品流动性管控重点进行了明确与规范。一是建立有效的公司治理和管控机制，二是强调将流动性风险管理贯穿于理财业务运行的全流程，三是加强理财产品认购、赎回管理，维护投资者合法权益。
20220601	财政部	《资产管理产品相关会计处理规定》	资产管理产品对以摊余成本计量的金融资产，以及分类为以公允价值计量且其变动计入其他综合收益的金融资产，以预期信用损失为基础进行减值会计处理，并确认损失准备。资产管理产品当期实现的利息等收入和发生的托管费、销售服务费、投资顾问费等费用，无论款项是否收付，均应当计入当期损益；资产管理产品的管理人收取管理人报酬的，资产管理产品应当按照权责发生制原则，在管理人提供相关服务的期间，将当期发生的管理人报酬计入当期损益。
20220822	银保监会	《理财公司内部控制管理办法》	对理财产品流动性管控重点进行了明确与规范。一是建立有效的公司治理和管控机制，二是强调将流动性风险管理贯穿于理财业务运行的全流

程，三是加强理财产品认购、赎回管理，维护投资者合法权益。

资料来源：人民银行、财政部、银保监会等政府部门网站，华宝证券研究创新部

1.2. 现金管理新规过渡期收官，告别“T+0”时代

资管新规过渡期结束后的第一年，也是现金新规过渡期的最后一年。从 2021 年开始，监管部门印发《关于规范现金管理类理财产品管理有关事项的通知》，对现金管理类理财业务提出整改要求，主要涉及以下两个方面。

一是存续规模压降，《通知》要求银行机构现金管理类产品的规模不得超过全部理财产品的 30%，理财子公司现金管理类产品规模不得超过其风险准备金的 200 倍。因此，《通知》下发后，金融机构开始压降现金管理类产品规模。由于现金管理产品投资期限短且灵活性非常高，能够满足具有短期灵活投资需求的投资者，为了减少由压降现金管理类产品规模所造成的客户流失，银行以及理财公司纷纷寻找可替代的产品。“可替代产品”主要可分为三类：1）一些低风险高流动性的产品，如持有期限、开放周期较短的开放型产品，比如较有代表性的有短债理财产品，这类产品能够在满足投资者对于收益率需求的同时具备较好的流动性；2）同业存单类理财产品，其底层资产是流动性较强的同业存单；3）存款类产品，该类产品约 60%-80% 仓位是通过保险资管计划投资银行协议存款、定期存款或大额存单。

二是资产端要符合新规要求，包括投资范围、申赎规则、集中度和资产久期等方面的整改。新规规定了当日认购的现金管理类理财产品份额应当自下一个交易日起享有该产品的分配权益；当日赎回的现金管理类理财产品份额自下一个交易日起不享有该产品的分配权益。因此，现金管理类产品的申赎确认时效均由“T+0”变为“T+1”。此外，《通知》还规定了银行、理财公司对单个投资者在单个销售渠道持有的单只产品单个自然日的赎回金额设定不高于 1 万元的上限。

对比现金管理类理财新规和货币基金整体监管办法，两类产品在投资范围、禁止投资范围、集中度限制、流动性、杠杆率、组合期限、估值、偏离度、申购赎回方面基本趋同。随着现金管理新规过渡期结束，现金管理类理财进一步整改，不得投资于长周期、低评级资产，费前收益率最终与货币基金将逐渐趋同，利差优势基本消失。未来持有期限、开放周期较短的开放型产品以及同业存单类理财产品规模或将持续增长，逐步承接部分现金理财的溢出资金。

1.3. 个人养老金制度落地，个人养老业务扬帆起航

随着居民财富日益增加，社会对于个人养老的重视程度不断提升，同时中国养老体制也不断完善。2022 年 4 月 21 日，国务院办公厅发布《关于推动个人养老金发展的意见》，提出要推动发展适合中国国情、政府政策支持、个人自愿参加、市场化运营的个人养老金，个人养老金制度开始正式实施，开启了中国养老第三支柱发展的新时代。然而个人养老金制度处于初始阶段，覆盖面大、业务要求高、关系人民群众切身利益，对参与的商业银行和理财公司业务经营、客户服务、风险管理、社会责任等均有较高要求。一系列相关政策的出台，推动了个人养老金的发展。2022 年 5 月，银保监会发布《关于规范和促进商业养老金融业务发展的通知》，明确商业养老金融发展理念，推动更好服务多层次、多支柱养老保险体系建设。11 月，人力资源社会保障部、财政部、银保监会等五部门联合发布《个人养老金实施办法》，对个人养老金参加流程、资金账户管理、机构与产品管理、信息披露、监督管理等方面作出规定。同时，为了进一步规范商业银行和理财公司个人养老金业务，11 月 18 日，银保监会制定了《商业银和理财公司个人养老金业务管理暂行办法》（以下称《通知》）。

《通知》共六章六十二条，主要内容包括：一是总则。明确了制定目的、个人养老金业务的相关定义、行业平台功能和监管主体。二是商业银行个人养老金业务。明确了个人养老金业务范围等，

对个人养老金资金账户、个人养老金产品提出具体要求。三是理财公司个人养老金业务。规定了个人养老金理财产品的类型，以及理财公司等参与该业务的机构应满足的要求。四是信息报送。对商业银行、理财公司向行业平台报送信息和向监管部门报告情况等提出要求。五是监督管理及附则。对商业银行、理财公司及理财产品等实施名单制管理和动态监管。

《通知》确定，截至 2022 年三季度末，一级资本净额超过 1000 亿元、主要审慎监管指标符合监管规定的全国性商业银行和具有较强跨区域服务能力的城市商业银行，以及截至 2022 年三季度末已纳入养老理财产品试点范围的理财公司，可以开办个人养老金业务（包括 6 家大型银行、12 家股份制银行、5 家城市商业银行和 11 家理财公司）。

表 2 首批开办个人养老金业务的机构名单

类别	机构名称
商业银行（23 家）	工商银行、农业银行、中国银行、建设银行、交通银行、邮储银行 中信银行、光大银行、华夏银行、民生银行、招商银行、兴业银行 平安银行、广发银行、浦发银行、浙商银行、渤海银行、恒丰银行 北京银行、上海银行、江苏银行、宁波银行、南京银行
理财公司（11 家）	工银理财、农银理财、中银理财、建信理财、交银理财、中邮理财 贝莱德建信理财、光大理财、招银理财、兴银理财、信银理财

资料来源：中国理财网，华宝证券研究创新部

从产品端来看，个人养老金融产品可分为个人养老公募基金产品、个人养老理财产品、个人养老保险产品以及养老储蓄。其中养老理财作为商业银行在资管业务中的重要发展方向，也具备较多优势，如具有稳健性、长期性、普惠性。

与养老基金相比，养老理财产品风险相对偏低。养老基金发行主体为基金公司，能够通过投资基金产品间接持有较多权益类资产，且收益波动相对较大。而养老理财产品主要投向固定收益类资产，以中低风险等级为主。因此，相较于养老基金产品，养老理财产品的风险较低。从已发行产品的开放期限来看，养老理财多数为封闭式产品，且产品期限相对较长，仅能在申购期内购买，但养老基金产品多数具有开放期，基本为半年至一年开放，所以购买期限相对灵活。

与养老保险相比，养老理财起投门槛相对较低。养老保险发行主体为保险公司，保险属性更强，因此具有更强的安全性。然而养老保险产品封闭时间较养老理财和养老基金更长，当前养老理财产品的最长封闭期为 5 年，且有相应的提前赎回机制，但养老保险产品如果提前退出可能需承担一定的本金损失。

与养老储蓄相比，养老储蓄属于存款类产品，虽然风险相较于养老理财更低，但收益也相对较低，且更加稳定。养老理财业绩比较基准一般在 5%-8%，而养老储蓄利率最低为 3.5%，最高为 4%。此外，从目前已发行的产品来看，产品期限有所不同，银行养老理财产品期限以 5 年和 10 年居多，养老储蓄期限有 5 年、10 年、15 年及 20 年。

表 3 四类个人养老产品对比

产品	产品策略	收益模式	产品收益率	持有期限
个人养老公募基金产品	以公募 FOF 形式运作，产品投资策略主要包括目标日期策略、目标风险策略等	非保本	截至 2023 年 2 月初，多数产品的收益率超过 2%，最高收益率超 5%	开放式，半年至一年开放
个人养老银行理财产品	主要投向固定收益类资产，投资的权益类资产，主要是符合国家战略和产业政策、供给侧结构性改革需求等领域的权益类资产	非保本，净值化管理	业绩比较基准设定在 5%-8%	封闭式，当前已发行产品最长封闭期限 5 年，设置提前赎回机制和分红机制

个人养老保险产品	一个主账户下设计“稳健型”和“进取型”两种投资组合，前者保障稳健收益的下限，后者承受一定的风险去追求更高收益的可能，适合长期养老规划	保证+浮动	根据已发行试点产品数据，稳健型账户的保证利率维持在 2%~3%，2021 年年化结算利率均在 4%-6%之间；进取型账户的保证利率在 0.5% 左右。2021 年年化结算利率均在 5%-6.1%之间。	5 年以上，多数为终身持有
养老存款	存款	保本+保息	利率在 3.5%-4%	5 年/10 年/15 年/20 年

资料来源：证监会、银保监会等政府部门网站、普益标准、Wind，华宝证券研究创新部

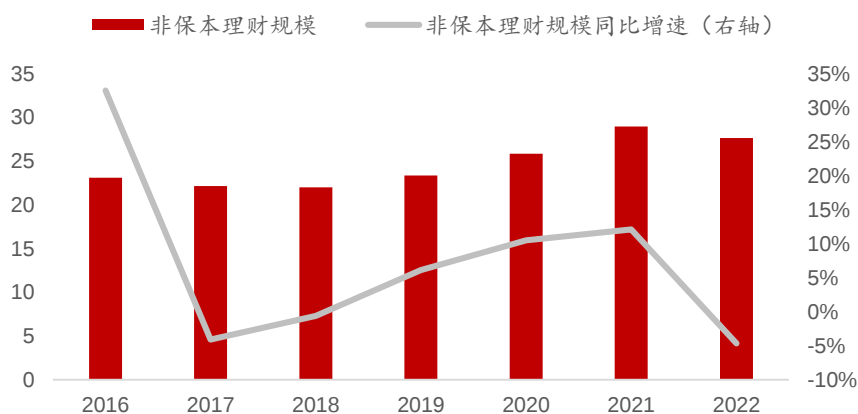
2. 银行理财市场概况

2.1. 全市场理财产品概况

2022 年，由于资产市场波动较多，导致理财产品净值走势整体偏弱，理财市场规模有所降低。银行理财登记托管中心数据显示，2022 年非保本理财存续余额 27.65 万亿元，同比下降 4.66%。产品发行的情况也不及 2021 年，2022 年累计新发理财产品 2.94 万只，同比减少 1.82 万只，累计募集资金 89.62 万亿元，同比减少 26.7%。

2022 年各家银行积极推动理财业务回归本源，理财产品进入全面净值化转型时代。在监管部门的推动下，理财行业监管政策日臻完善，理财业务规范化转型成效显著，银行理财市场呈现稳健向好的发展态势。2022 年理财产品净值化转型成效显著，截至 2022 年底，净值型理财产品存续规模 26.40 万亿元，占比为 95.47%，较去年同期继续增加 2.52 个百分点。

图 1 2022 年非保本理财产品规模（单位：万亿元）



资料来源：银行业理财登记托管中心，华宝证券研究创新部

2.1.1. 产品创设方面已形成理财公司为主、银行机构为辅的格局

分机构类型看，除理财公司存续规模仍保持增长外，其余机构存续规模均出现回落，这是由于资管新规中明确商业银行可以按照自愿原则通过设立理财子公司开展资管业务，将理财业务整合到已开展资管业务的其他附属机构、子公司后，银行自身不再开展理财业务（继续处置存量理财产品除外）。

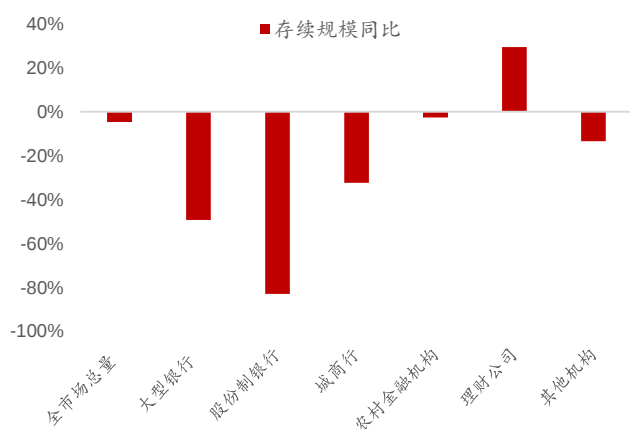
大型银行存续产品规模继续下降，同比降 49.26%，但降幅较前一年有明显收窄。原因在于，6 家国有行理财子公司均在 2019 年开业，大多数产品的迁移早已完成，整体存续产品规模占比较低。当前仍存续的产品可能是一些无法进行迁移、仍未到期的产品，等到产品到期后将清出。

股份制银行存续规模在 2022 年出现明显降低，存续规模同比下降 82.99%。相较于国有行，股份制银行理财子公司开业时间较晚，民生理财、浦银理财、渤银理财和恒丰理财四家理财公司于 2022 年下半年获批开业，股份制银行将多数存量理财产品迁移至理财子公司，使得股份制银行存续产品规模出现大幅回落。

城商行、农商行产品规模进一步降低，同比分别下降 32.34%和 2.63%。2022 年上银理财、北银理财获批开业，开立理财子公司的城商行进一步增多，截至 2022 年底，已有杭银理财、宁银理财、徽银理财（区域性）、南银理财、苏银理财、青银理财、上银理财、北银理财 8 家。目前开立理财子公司的农商行数量较少，仅有渝农商理财已开业。往后看，未来城商行、农村金融机构的存续规模或将进一步下降。根据 2021 年底的窗口指导，资管新规过渡期结束后，除理财子公司外，其他银行机构理财产品规模不再增长，已有的产品在到期后逐步清退。整体来看，开立理财子公司的城、农商行并不多。其中仅有 1 家农村金融机构中设立理财子公司，且 2022 年没有新的农村金融机构理财子公司开立，所以产品存续规模同比变化较少。由于开立理财子公司的难度不断增加，许多城、农商行或无法达到开立要求。

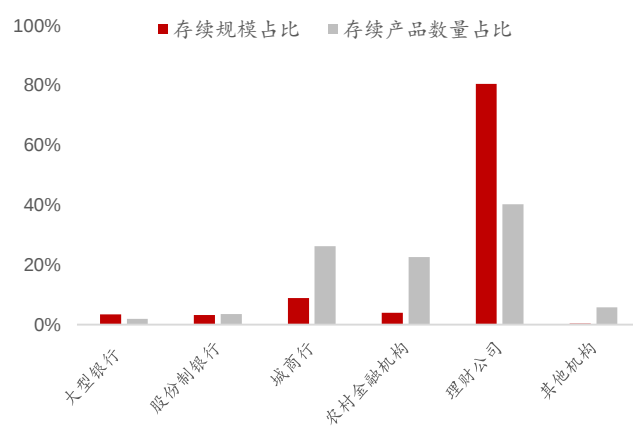
理财公司存续规模继续呈上升趋势，存续规模 22.25 万亿元，占全市场规模的 80.4%，存续规模同比继续增长 29.36%。随着理财市场逐步成熟，理财公司承接了银行的理财产品发行角色，预计未来理财公司产品存续规模将继续提升。

图 2 2022 年理财产品存续规模同比



资料来源：银行业理财登记托管中心，华宝证券研究创新部

图 3 2022 年各机构产品数量及存续规模占比



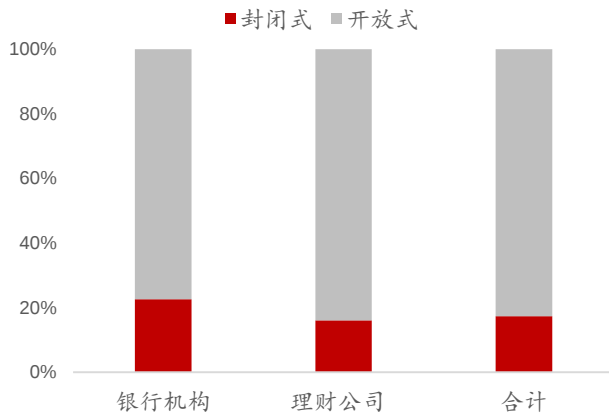
资料来源：银行业理财登记托管中心，华宝证券研究创新部

2.1.2. 开放式产品为主，产品结构优化调整

2022 年理财市场上仍以开放式理财产品为主，截至 2022 年底，开放式理财产品存续规模为 22.87 万亿元，占全部理财产品存续规模的 82.71%，较去年同期增加 0.71 个百分点。而封闭式理财产品规模较去年有所下降，为 4.78 万亿元，占全部理财产品存续规模的 17.29%。

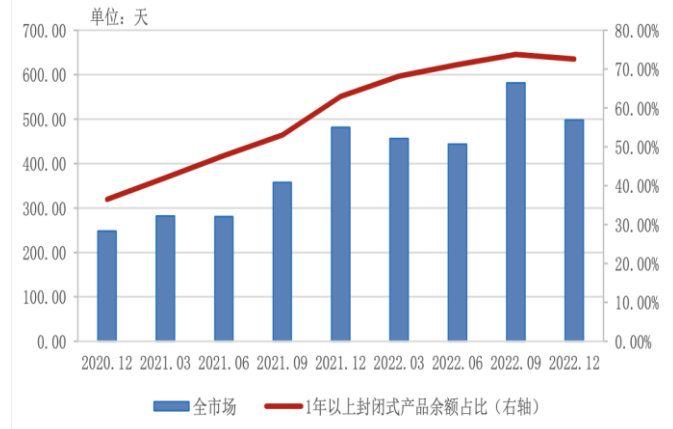
不过新发封闭式产品的结构有所优化调整，期限继续拉长。2022 年，新发封闭式理财产品期限较长，加权平均期限在 339 至 581 天之间，为市场提供了长期稳定的资金来源。2022 年 12 月份全市场新发封闭式产品加权平均期限 498 天，较年初增加 3.53%。其中，1 年以上的封闭式产品存续规模占比有所上升，截至 2022 年底占全部封闭式产品的比例为 72.60%，较去年同期增 9.64 个百分点。

图 4 不同运作模式产品存续规模占比



资料来源：银行业理财登记托管中心，华宝证券研究创新部

图 5 全市场新发封闭式产品期限情况

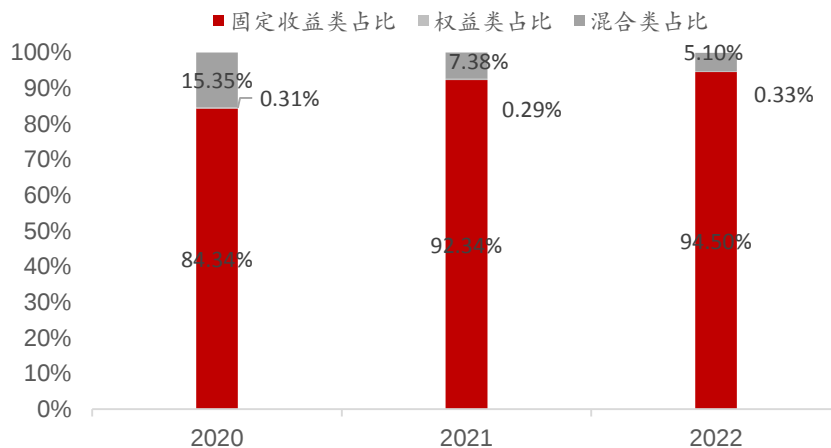


资料来源：银行业理财登记托管中心，华宝证券研究创新部

2.1.3.2022 年固定收益类产品占比再提升

根据产品投资性质来看，全市场上主要以固定收益类产品为主，自 2019 年以来，固定收益类产品比例逐年上涨，已超过九成，2022 年占全部理财产品存续规模的比例达 94.50%，较 2021 年提高 2.16%。由于 2022 年资本市场波动较大，四季度前债市表现明显优于股市，所以混合类产品规模进一步下滑，占比为 5.1%，较去年下降 2.28%。权益类产品和商品及衍生品类产品规模较小，规模分别为 0.09 万亿元和 0.02 万亿元，较去年分别增加 0.01 亿元和 182 亿元。

图 6 2022 年各投资性质产品存续情况占比



资料来源：银行业理财登记托管中心，华宝证券研究创新部

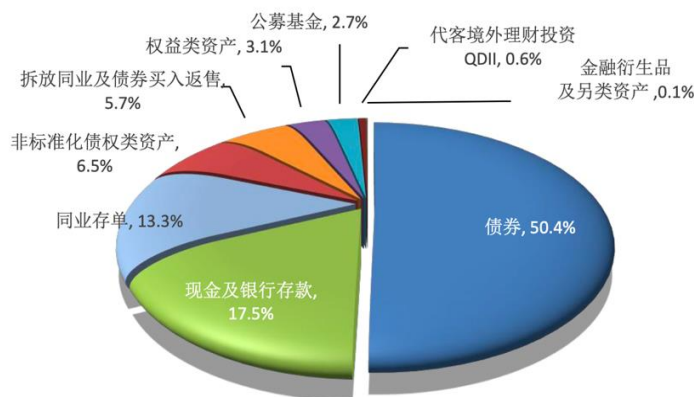
2.1.4.理财产品投向信用债资产占比有所下滑

截至 2022 年底，理财产品投资资产合计 29.96 万亿元，较年初下降 3.94%。

从理财产品资产配置方面看。目前理财产品仍以投资固收类资产为主，投向债券类资产规模为 19.08 万亿元，占总投资资产的 63.68%。其中，截至 2022 年底，理财产品持有信用债 313.68 万亿元，占总投资资产的 45.66%，占比较去年同期减少 2.47%；持有利率债 41.42 万亿元，占总投资资产的 4.74%。投向权益类资产规模为 0.94 万亿元，占比达 3.14%。

非标资产投资规模及占比持续压降。随着理财市场整改不断推进，理财产品对于非标准化债权类资产的配置继续减少。2022 年投资非标准化债权类资产规模为 1.94 万亿元，占比从 2018 年的 17.23%降低至 2022 年的 6.48%。

图 7 2022 年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，华宝证券研究创新部

2.2. 理财子公司产品概况

资管新规后，理财市场出现较大的变革，产品创设与发行的主体由商业银行变为理财公司，部分中小银行已经停止发行新产品，而是通过产品代销的模式继续参与理财业务。

2.2.1. 理财子公司建设情况

自 2018 年 12 月《商业银行理财子公司管理办法》发布实施以来，多数银行均开始布局理财子公司。截至 2023 年 2 月 15 日，共有 31 家理财公司获批筹建，其中 30 家获批开业。其中 6 家国有大行、除浙商银行外的其余 11 家股份制银行、8 家城商行、1 家农商行的理财子公司均已开业；获批筹建中外合资理财子公司有汇华理财、贝莱德建信理财、施罗德交银理财、高盛工银理财、法巴农银理财五家，当前除法巴农银理财外均已开业。

不过理财公司设立的速度逐渐趋缓，主要是设立理财公司的门槛提高，对于资本金、理财规模、准入条件、净值化等方面均存在监管要求。而多数中小银行较难达到要求，所以也难以取得筹建理财子公司的资格。越来越多的中小银行选择通过代销参与理财市场。中小银行理财业务的转型与近年来地方银行回归本源的监管思路一脉相承，通过代销参与理财市场一方面可以维护好存量客户，满足客户的投资需求，另一方面可以通过代销赚取中间业务收入，弥补自身产品线缺失的劣势。

表 4 理财公司开业情况

时间	机构数量	机构名称
2019 年	11	工银理财、建信理财、交银理财、农银理财、中银理财、中邮理财、光大理财、兴银理财、招银理财、杭银理财、宁银理财
2020 年	9	平安理财、信银理财、华夏理财、徽银理财、南银理财、苏银理财、青银理财、渝农商理财、汇华理财
2021 年	2	广银理财、贝莱德建信理财
2022 年	8	浦银理财、施罗德交银理财、上银理财、民生理财、高盛工银理财、恒丰理财、渤海理财、北银理财
获批筹建	1	法巴农银理财（2022 年 10 月获批筹建）

资料来源：中国理财网，华宝证券研究创新部，资料截至 2023 年 2 月 15 日

2.2.2. 理财产品发行情况

银行理财子公司产品规模不断增长，产品类型逐渐丰富，成为理财市场上产品存续规模最大的机构类型。截至 2022 年底，理财公司共存续产品 13947 只，存续规模 22.24 万亿元，同比增长 29.36%，占全市场的比例达到 80.44%。

2.2.3. 产品类型

考虑到理财产品信息披露平台数据仍在优化阶段，暂不具备多维度的细化查询功能，因此，我们选用普益标准数据，对于理财市场发行数量的数据进一步拆分。需要说明的是，官方数据和普益标准数据存在一定误差，后续若无注明，规模及数量数据均来自官方年报，普益标准数据用于补充描述理财市场结构情况。

根据普益标准数据显示，按产品发行数量统计，2022 年不同投资类型的产品发行数量占比分别为：固定收益类 90.55%、混合类 7.02%、权益类 1.2%、商品及金融衍生品类 1.23%。2022 年固定收益类产品仍为主要发行产品类型，且占比较 2021 年增长。根据各机构的产品发行情况来看，建信理财、中银理财、信银理财等几家理财公司发行产品较多，分别为 905 只、696 只和 631 只理财产品。而几家合资理财公司发行产品数量相对较少，仅有汇华理财发行产品数量过百，共发行 117 只。

表 5 2022 年各银行理财子公司不同类型产品数量（单位：只）

银行类型	理财子公司名称	固定收益类	混合类	权益类	商品及金融衍生品类	总计
国有行	工银理财	490	10	10		510
	建信理财	791	114			905
	交银理财	150	3			153
	农银理财	185	57			242
	中银理财	603	54	39		696
	中邮理财	199	7	1		207
股份行	光大理财	207	16	3		226
	广银理财	70	5			75
	恒丰理财	33	1			34
	华夏理财	177	13	1		191
	民生理财	77	6	4		87
	平安理财	251	52			303
	浦银理财	97		1		98
	信银理财	607	20	4		631
	兴银理财	430	4	3	4	441
城商行	招银理财	332	41	5	51	429
	杭银理财	206	10	15		231
	宁银理财	93	9		40	142
	徽银理财	350		1		351
	南银理财	251	9	1		261
	苏银理财	177	56	1		234
	青银理财	517	5	2		524
	上银理财	187	18			205
农商行	北银理财	29	9			38
	渝农商理财	315	8			323
外资控股	汇华理财	111	6			117
	贝莱德建信	2	1			3
	高盛工银理财			1		1
	施罗德交银理财	30	6			36
总计		6967	540	92	95	7694

资料来源：普益标准，华宝证券研究创新部

2.2.4. 产品期限

产品期限方面，根据普益标准数据，2022 年新发理财子公司理财产品平均期限约在 481 天，主要是封闭式产品数量较多，约占 75%，且整体期限较长，平均期限约在 530 天。整体来看，时间期限在 1-3 年的理财产品发行数量占比最高，为 48%，其次是期限在 6-12 月的产品，为 25%。

不同投资类型的产品期限之间也存在较大差异，固收类产品分布较为均匀，但主要产品期限仍集中在一年以上，占比达 53%。混合类及权益类产品均以 1-3 年期为主，占比均为 58%。混合类及权益类产品一年以上占比达到 80%以上，主要是由于这两种类型的产品以封闭式为主。

表 6 各银行理财子公司不同投资类型、不同发行期限的产品数量占比

产品类型	1 个月以内	1-3 月	3-6 月	6-12 月	1-3 年	3 年以上	未公布	总计
固定收益类	3%	4%	13%	27%	47%	6%	1%	100%
混合类	1%	2%	4%	11%	58%	24%	0%	100%
权益类	1%	0%	0%	13%	58%	26%	2%	100%
商品及衍生品类	0%	14%	0%	0%	14%	0%	71%	100%
总计	2%	4%	12%	25%	48%	8%	1%	100%

资料来源：普益标准，华宝证券研究创新部

2.2.5. 新发理财产品业绩比较基准

业绩比较基准方面，2021 年理财子公司发行理财产品的平均收益率为 4.28%。固定收益类产品的平均发行业绩比较基准为 4.22%，混合类产品的平均发行业绩比较基准为 5.08%，权益类产品的平均发行业绩比较基准为 5.31%。

表 7 各银行理财子公司不同投资类型、不同发行期限的产品平均业绩比较基准

产品类型	1 个月以内	1-3 个月	3-6 月	6-12 月	1-3 年	3 年以上	未公布	平均
固定收益类	2.85%	3.21%	3.45%	3.94%	4.46%	5.11%	4.34%	4.22%
混合类	2.75%	3.63%	3.58%	4.30%	5.11%	5.39%	5.21%	5.08%
权益类				4.50%	5.12%	6.84%	4.90%	5.31%
总计	2.84%	3.25%	3.45%	3.94%	4.51%	5.21%	4.43%	4.28%

资料来源：普益标准，华宝证券研究创新部

2.3. 理财产品销售情况

目前，理财产品的销售主要有三大渠道：一是银行母行，作为传统的销售渠道，母行仍是理财产品的最主要销售渠道；二是母行之外的其他银行，29 家已开业并在 2022 年有发行产品的理财公司中，已有 23 家理财公司开通了他行销售渠道；三是理财公司直销渠道，根据银行业理财登记托管

中心数据显示，已有 13 家理财公司开展了直销业务，其中华夏理财、青银理财、信银理财和招银理财推出了直销 APP，宁银理财直销 APP 也在筹备中。

2.3.1. 理财产品代销渠道持续扩容

随着理财业务公司制改革的稳步推进，银行机构在市场引导下回归本源、专注主业。特别是对于中小银行，受限于资产管理与投研能力不足，理财业务发展面临更大的竞争压力，越来越多的中小银行选择通过代销业务继续参与理财市场。

《中国银行业理财市场年度报告(2022 年)》显示，2022 年，理财公司发行的理财产品累计代销金额 53.59 万亿元。具体来看，4 家理财公司的理财产品仅由母行代销，25 家理财公司的理财产品除母行代销外，还打通了其他银行的代销渠道（其中渤海理财由于开业时间较晚，于 2022 年下半年开业，并未在 2022 年发行产品）。

从代销产品数量上看，根据普益标准，截至 2023 年 1 月底，共有 25410 款产品被代销，其中由理财公司发行 21988 款，数量占比达 87%。（本文在统计理财公司被代销产品数量时，按照产品登记编码唯一性进行统计，即同一产品登记编码的理财产品被视为 1 款产品进行计数。统计非母行渠道代销产品总数时，同一产品登记编码的理财产品被多家渠道代销计数为 1 款。）

2.3.2. 商业银行代销产品情况

80%已成立理财公司的商业银行以代销本行理财子公司产品为主，20%以代销他行理财产品为主。通过已成立理财公司的商业银行引入理财公司发行的产品代销数量分布看，约五成商业银行代销本行理财公司产品数占比在 80%以上。

剔除理财公司在 2022 年后开业的商业银行，代销他行理财公司产品数量占比 TOP5 的银行为江苏银行 65%、兴业银行 51%、杭州银行 41%、广发银行 37%、宁波银行 34%。

表 8 代销他行理财公司产品数量占比 TOP5 的银行

发行机构	引入代销他行理财公司	代销他行产品数量占比
江苏银行	杭银理财,信银理财,平安理财,中银理财,招银理财,宁银理财,光大理财,华夏理财,兴银理财,浦银理财,青银理财,徽银理财,交银理财,渝农商理财,中邮理财	65%
兴业银行	南银理财,招银理财,中银理财,青银理财,苏银理财,杭银理财,平安理财,光大理财,中邮理财,宁银理财,交银理财,信银理财,恒丰理财	51%
杭州银行	兴银理财,南银理财,渝农商理财,华夏理财,光大理财,浦银理财,信银理财,青银理财,徽银理财,苏银理财	41%
广发银行	中银理财,招银理财,兴银理财,交银理财	37%
宁波银行	中银理财,平安理财,交银理财,兴银理财,信银理财,光大理财,华夏理财,招银理财,建信理财,浦银理财	34%

资料来源：普益标准，华宝证券研究创新部

从数据上看，国有行中，邮储银行、工商银行、农业银行、建设银行代销本行理财公司产品数量占比在 90%以上，中国银行、交通银行代销本行理财产品数量占比为 77%和 67%，相对更为开放，代销布局更为积极。股份行中，华夏银行、光大银行、平安银行代销本行理财公司产品数量占比在 80%以上，渤海银行的理财公司于 2022 年 8 月后开业，理财公司开业时间较短可能是代销本行理财产品产品数占比较小的主要原因。

图 8 银行代销本行理财公司产品数量占比情况

机构性质	机构名称	代销本行理财子产品数量占比
国有行	邮储银行	98%
	工商银行	97%
	农业银行	97%
	建设银行	96%
	中国银行	77%
	交通银行	67%
	华夏银行	99%
股份行	光大银行	90%
	平安银行	85%
	中信银行	72%
	招商银行	68%
	广发银行	63%
	民生银行	60%
	兴业银行	49%
	浦发银行	37%
	恒丰银行	33%
	渤海银行	0%
	徽商银行	99%
城商行	南京银行	96%
	上海银行	90%
	青岛银行	89%
	宁波银行	66%
	杭州银行	59%
	江苏银行	35%
	重庆农商行	100%

资料来源：普益标准，华宝证券研究创新部

图 9 银行代销他行理财公司产品占比数量情况（降序）

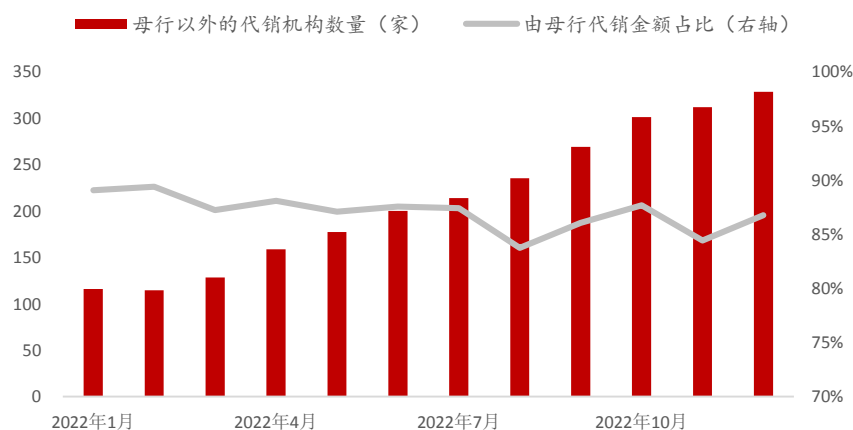
机构名称	代销他行理财子产品数量占比
渤海银行	100%
恒丰银行	67%
江苏银行	65%
浦发银行	63%
兴业银行	51%
杭州银行	41%
民生银行	40%
广发银行	37%
宁波银行	34%
交通银行	33%
招商银行	32%
中信银行	28%
中国银行	23%
平安银行	15%
青岛银行	11%
上海银行	10%
光大银行	10%
南京银行	4%
建设银行	4%
农业银行	3%
工商银行	3%
邮储银行	2%
华夏银行	1%
徽商银行	1%
重庆农商行	0%

资料来源：普益标准，华宝证券研究创新部

2.3.3. 理财公司发力拓展他行代销渠道，母行代销占比有所下降

从代销渠道拓展情况来看，2022 年理财公司合作代销机构数量逐步上升，由母行代销的金额占比整体呈现下降态势。根据《中国银行业理财市场年度报告（2022 年）》显示，2022 年，剔除母行代销的情况，理财公司合作代销机构数量逐步上升，12 月有 328 家机构代销了理财公司发行的理财产品，较 1 月多出 212 家。

图 10 2022 年理财公司代销机构数量和母行代销金额占比情况



资料来源：银行业理财登记托管中心，华宝证券研究创新部

不同类型理财公司渠道拓展方向上存在差异。国有行理财公司非母行代销产品数量相对较少，更为依赖母行销售渠道。城商行理财公司和股份行理财公司对非母行渠道拓展较为积极，被代销产品数量较多。具体来看，国有行理财公司非母行代销拓展差异较大，交银理财非母行渠道的产品销售数量占比最高，达到 42%，中银理财次之，为 28%，建信理财、中邮理财、农银理财、工银理财的非母行代销数量占比在 10% 以内，工银理财目前仅有 7 款产品被他行渠道代销。股份行中，非母行代销占比 TOP5 为华夏理财、平安理财、兴银理财、光大理财、招银理财，占比分别为 51%、

47%、45%、43%和 39%。整体来看，非母行代销占比 TOP5 的理财公司为杭银理财、渝农商理财、南银理财、华夏理财、平安理财。

表 9 理财公司被代销产品数量和渠道分布情况（按非母行代销数量占比降序排列）

发行机构	被代销产品（款）	被代销产品（款） 非母行	被代销产品占比 非母行	被代销产品占比 仅母行
杭银理财	988	702	71%	29%
渝农商理财	338	229	68%	32%
南银理财	686	417	61%	39%
华夏理财	1101	562	51%	49%
平安理财	1029	483	47%	53%
兴银理财	1626	737	45%	55%
苏银理财	647	289	45%	55%
光大理财	472	204	43%	57%
青银理财	656	283	43%	57%
交银理财	895	375	42%	58%
招银理财	2572	993	39%	61%
宁银理财	526	175	33%	67%
中银理财	2003	570	28%	72%
信银理财	2320	561	24%	76%
恒丰理财	151	36	24%	76%
浦银理财	1054	209	20%	80%
徽银理财	604	107	18%	82%
广银理财	213	18	8%	92%
中邮理财	483	35	7%	93%
建信理财	1260	81	6%	94%
农银理财	511	14	3%	97%
民生理财	490	4	1%	99%
工银理财	1378	7	1%	99%
汇华理财	176	11		100%
施罗德交银理财	36	26		100%
上银理财	755			100%
北银理财	16			100%
贝莱德建信理财	5			100%
高盛工银理财	1			100%

资料来源：普益标准，华宝证券研究创新部

代销渠道拓展逐步成熟，理财公司布局下沉市场。具体从拓展代销银行类型看，股份行理财公司偏重拓展股份行和城商行销售渠道，城商行理财公司偏重拓展城商行和农村金融机构销售渠道。我们看到，部分股份行理财子公司在完成大中银行渠道扩展之后，正迅速抢占城商行、农村金融机构等中小银行的下沉市场。目前兴银理财代销机构数一骑绝尘，达到 320 家，其中开拓了 49 家城商行和 244 家农村金融机构。

表 10 理财公司不同类型代销渠道分布数量（不含母行）

发行机构	被代销产品（款）	代销机构（家）	国有行	股份行	城商行	农村金融机构	外资行	民营银行	直销银行
招银理财	993	19	6	7	4			2	
兴银理财	737	320	5	10	49	244	3	7	2
杭银理财	702	99	1	3	33	50	4	6	2
中银理财	570	21	3	9	6			1	2

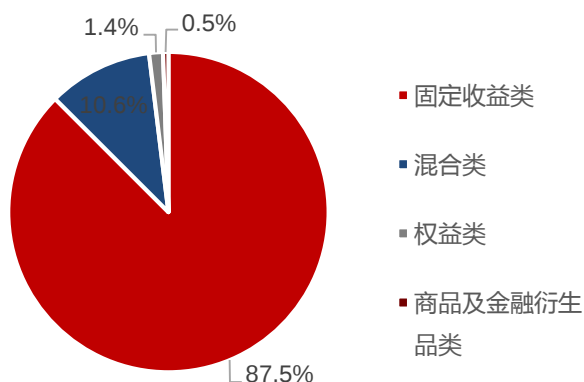
华夏理财	562	36	3	7	14	4	2	4	2
信银理财	561	28	3	6	9	5	1	2	2
平安理财	483	54	4	5	7	31	2	4	1
南银理财	417	68		2	25	32	1	6	2
交银理财	375	25	3	8	9	2		2	1
苏银理财	289	54	1	2	10	38		2	1
青银理财	283	18		2	8			6	2
渝农商理财	229	30		1	12	12		3	2
浦银理财	209	15	1	3	5	3		2	1
光大理财	204	20	4	7	5			2	2
宁银理财	175	19	1	2	8	2	3	2	1
徽银理财	107	6			3			2	1
建信理财	81	4	1	2	1				
恒丰理财	36	8		2	3	1		1	1
中邮理财	35	7		3	1			1	2
施罗德交银理财	26	1							1
广银理财	18	4	1	1	1				1
农银理财	14	3		3					
汇华理财	11	1	1						
工银理财	7	3		2					1
民生理财	4	1							1

资料来源：普益标准，华宝证券研究创新部

2.3.4. 产品层面：固定收益类、中等风险以下是主要代销理财产品

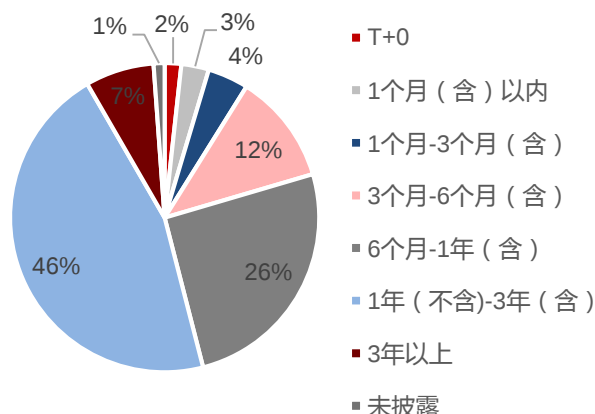
总体来看，理财公司被代销的主要是固定收益类、中等风险以下的银行理财产品。被代销产品的属性特征与理财公司存续产品的属性特征基本相符。截至 2023 年 1 月底，根据普益标准数据统计，由理财公司发行并存续理财产品中，63.7%为二级（中低）风险等级产品，87.5%为固定收益类产品。理财公司被代销的结构分布和产品供给的结构分布基本吻合。产品期限方面，中长期的理财产品被代销占比较高，1-3 年期限产品的代销数量占比较高，为 46%。

图 11 理财公司被代销理财产品的投资类型分布



资料来源：普益标准，华宝证券研究创新部

图 12 理财公司被代销理财产品的产品期限分布



资料来源：普益标准，华宝证券研究创新部

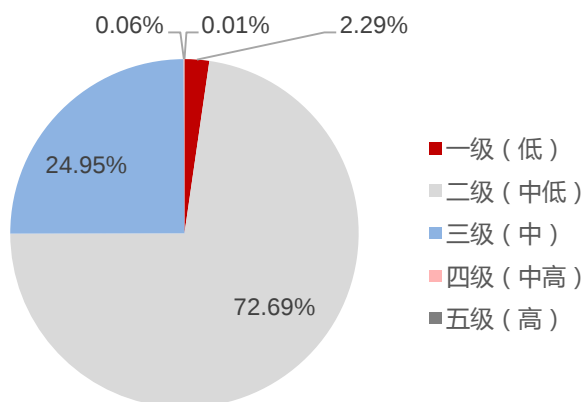
风险等级方面，中等风险以下代销产品数量占比达 98%。

分产品类别来看，理财公司被他行代销的固定收益类产品中，仅有一级（低）、二级（中低）和三级（中）风险三类。四级（中高）和五级（高）风险等级的固定收益类产品目前仅通过母行渠道进行销售。现阶段，被他行代销的固收类产品中风险等级为二级（中低）的产品数量较多，占比达 88.69%。目前代销他行的固收类产品的发行风险等级较低，可能是考虑到理财产品客群的风险偏好，选择投资范围比例相对稳健、投资策略相对保守、净值波动幅度相对可控的产品进行代销，能够在代销过程中更好的把控产品风险。

（注：通过普益标准查验产品信息，四级（中高）和五级（高）风险等级的固定收益类产品均为私募类产品，但通过中国理财网验证，未能查询到四级及五级风险的固收类理财产品信息，由于数据无法相互验证，因此仅观测风险等级为一级、二级、三级的固定收益类理财产品）

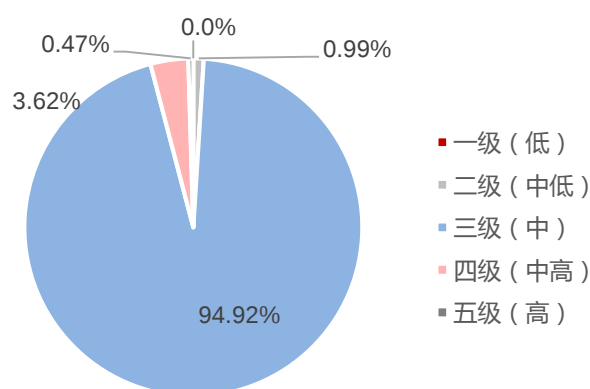
理财公司被他行代销的混合类产品中，仅有二级（中低）和三级（中）风险两类。四级（中高）和五级（高）风险等级的混合类产品目前仅通过母行渠道进行销售。

图 13 理财公司被代销固收类产品的风险等级分布



资料来源：普益标准，华宝证券研究创新部

图 14 理财公司被代销混合类产品的风险等级分布



资料来源：普益标准，华宝证券研究创新部

2.3.5. 理财公司试水直销渠道建设

银行理财公司的直销渠道建设仍处于起步阶段。根据《中国银行业理财市场年度报告》显示，从发行机构情况来看，2022 年，共有 16 家理财公司开展了直销业务，全年累计直销金额 0.26 万亿元，直销金额较小。

直销渠道建设方式上，多数理财公司已建立微信公众号和网站，但自建 APP 直销渠道的理财公司屈指可数。已开业的 30 家理财公司中：29 家理财公司建立了微信公众号，其中信银理财、青银理财可以直接通过公众号链接进行购买，建信理财、华夏理财、施罗德交银理财则在产品展示信息中附带二维码链接，客户可跳转至银行 APP 购买；17 家理财公司建立了专属网站；目前仅有招银理财、信银理财、华夏理财、青银理财 4 家理财公司自建了 APP。

表 11 理财公司直销渠道建设情况（截至 2023 年 1 月底）

机构名称	微信公众号	官网	APP
工银理财	有产品介绍，无购买链接	无	无
建信理财	有产品介绍，可跳转银行 app 购买	无	无
交银理财	有产品介绍，无购买链接	有	无
中银理财	有产品介绍，无购买链接	无	无
农银理财	有产品介绍，无购买链接	无	无
中邮理财	有产品介绍，无购买链接	有	无
光大理理	有产品介绍，无购买链接	有	无
招银理财	有产品介绍，无购买链接	有	有
兴银理财	有产品介绍，无购买链接	无	无
信银理财	有	有	有
平安理财	有产品介绍，无购买链接	有	无
华夏理财	有产品介绍，可跳转银行 app 购买	有	有
广银理财	有产品介绍，无购买链接	无	无
浦银理财	有产品介绍，无购买链接	有	无
民生理理	有产品介绍，无购买链接	无	无
渤银理财	有公众号，但无产品介绍及购买链接	无	无
恒丰理财	无	无	无
杭银理财	有产品介绍，无购买链接	有	无
宁银理财	有产品介绍，无购买链接	有	无
徽银理财	有产品介绍，无购买链接	无	无
南银理财	有产品介绍，无购买链接	有	无
苏银理财	有产品介绍，无购买链接	有	无
青银理财	有	有	有
上银理财	有产品介绍，无购买链接	无	无
北银理财	有产品介绍，无购买链接	无	无
渝农商理财	有产品介绍，无购买链接	有	无
汇华理财	有产品介绍，无购买链接	有	无
贝莱德建信理财	有产品介绍，无购买链接	无	无
施罗德交银理财	有产品介绍，可跳转银行 app 购买	有	无
高盛工银理财	有产品介绍，无购买链接	有	无

资料来源：各银行官方网站、公众号等，华宝证券研究创新部整理

3. 理财产品发行特征

中国理财市场经历了一段时期的快速发展，在这个过程中，随着配套监管政策的不断完善，银行理财“保本”的特性消失，面临与基金、信托等各类产品的同台竞争。为了更好的吸引投资者，银行理财开始从快速扩张期转向精细化发展期，多元化、创新性的产品利于提升理财的竞争力，满足各类投资者的需求。

3.1. 加速布局养老产品

随着我国人口老龄化进程不断加快，居民财富水平逐年提升的背景下，投资者对于个人养老金融的需求也在上升，养老理财产品成为银行理财公司的重大发展机遇。

从 2020 年起，养老主题理财产品就已推出，且数量持续增长。不过当时并未出台对于养老理财的具体政策指导，市场上带有“养老”字样的理财产品鱼龙混杂，部分产品有“养老之名”但并无“养老之实”，养老属性并不突出。同年，监管部门窗口指导要求，银行及其理财子公司发行产品的名称中不得含有“养老”二字，若发行含有“养老”字样的理财产品，须获得监管部门许可，为后续养老理财产品的发展打下基础。

而 2022 年 4 月，国务院办公厅发布《关于推动个人养老金发展的意见》，以及同年 11 月人力资源和社会保障部、财政部等五部委发布了《个人养老金实施办法》，标志着市场关注已久的个人养老金制度正式落地，开启了“个人养老金新时代”，也为个人养老金融提供了更广阔的市场空间。

截至 2023 年 1 月，目前参与试点的 11 家理财公司中共有 10 家已经发行养老理财产品，仅有信银理财暂未发行养老理财产品。发行产品数量共 52 只，其中建信理财 11 只、工银理财 11 只、光大理财 10 只、招银理财 5 只、中银理财 3 只、兴银理财 3 只、交银理财 3 只、农银理财 2 只、中邮理财 2 只、以及贝莱德建信理财 1 只。2022 年发行养老理财产品实际募集规模为 966 亿元。

总的来看，银行养老理财产品具有更高稳健性、长期性、普惠性。

（1）稳健性：以固定收益类产品为主

银行养老理财产品主要投向固定收益类资产，以中低风险等级为主。目前已发行的 51 只产品中有 39 只为固定收益类产品，占全部养老理财产品的 76.5%，另有混合类产品 12 只。且当前发行的养老理财产品的业绩比较基准相对较高，基本高于 5%。而普通理财产品业绩比较基准超过 5% 的产品数量较少，多数为高风险或是私募产品。

（2）长期性：期限较长与分红设计

产品运作模式方面，大多数产品为封闭式净值型，有 3 只产品为开放式净值型，其中 2 只具有最短持有期（5 年），以及 1 只不设赎回交易产品（可在重大疾病以及管理人认定的其他重大支出事项等特殊情形下对理财产品进行提前赎回）。养老理财的产品期限相对较长，封闭式产品期限最长为 5 年，体现出养老理财产品引导投资者合理规划养老理财投资，树立长期投资、合理回报的投资理念。不过设置了提前赎回机制和分红机制，如遭遇重大疾病以及管理人认定的其他重大支出事项等特殊情形下，可申请提前赎回，此外还具有定期分红。

（3）普惠性：低参与门槛与低综合费率

整体来看，已发行养老理财产品的综合费率较低。从费率结构上看，多数养老理财产品不设置认购费与销售服务费，仅有中邮理财的 2 只产品及贝莱德建信理财的 1 只产品设有销售服务费，分别为 0.01% 和 0.125%。固定管理费方面也基本较低，其中农银、交银的产品管理费率为 0%，兴银理财的产品管理费由 0.1% 下调至 0%，中银理财由 0.5% 下调至 0%。而中邮、建信、招银、光大、工银的产品固定管理费仅收取 0.1%，贝莱德建信理财的产品固定管理费略高，为 0.125%。同时，养老理财一般申购起点较低，多为 1 元或 1 分起购。当前发行的产品中，中邮理财和中银理财的产品为 1 分起购，其余均为 1 元起购。整体投资门槛较低，强调作为养老理财产品的普惠金融属性。

3.2. 现金管理类替代产品

2022 年是现金理财整改的最后一年，现金管理类产品规模出现明显下降，截至 2022 年末现金管理类产品存续规模为 8.76 万亿元，较年初下降 5.75%，现金管理类产品规模或将继续在调整中下降。同时，随着整改的推进，现金管理类产品与货币基金的监管要求基本拉平，两类产品的收

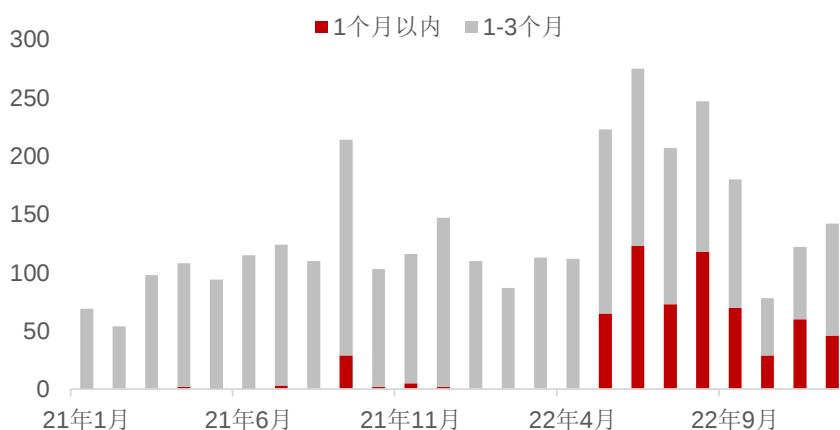
益率水平也在逐步靠近，现金管理类理财产品的吸引力或将下降。银行和理财公司不断探索多类型产品，以分流目前配置现金管理类产品的客户，防止客户流失。

现金管理类产品作为满足投资者短期灵活投资需求的产品，具有安全性和灵活性。所以短期内银行及理财公司推出用于替代部分现金管理类的产品可分为三类，一是具有低风险且高流动性的理财产品，如持有期限较短的开放式产品、开放周期较短的周期性开放式产品等，根据普益标准数据来看，从 2022 年 5 月开始，期限为 1 个月以内及 1-3 个月的短期限产品新发数量明显提升（产品期限根据产品运作周期计算，产品运作周期在 31 天（含）以内的计入 1 个月以内，产品运作周期在 31 天至 92 天（含）计入 1-3 个月）。这类产品能够匹配投资者对于流动性的要求。

二是推出同业存单指数理财产品。同业存单资管指数产品也是近几年市场关注度较高的产品，其中同业存单指数理财产品快速扩容，2022 年共发行 21 只同业存单指数理财产品，主要投向于主体评级较高的同业存单。同时，2022 年发行的同业存单指数理财产品中每日开放产品占比达 75%，投资者每个工作日均可申购，具备“高流动、费率低、到账快”的特点，能较好地满足投资者对流动性的需求。

三是加大存款类产品的发行。理财子公司自 2020 年开始发行一类通过购买保险资管计划间接投资三年期协议存款、定期存款或者大额存单等存款类资产的产品。该类产品波动率低、收益稳定，即使是 2022 年“破净潮”时期，表现也明显优于大多数产品，收益率普遍稳定在 3%-4% 之间。因此受到投资者的关注，同时也成为能够承接现金管理类产品整改后外溢资金的替代产品。值得注意的是，《理财公司理财产品流动性风险管理办法》规定单只开放式公募理财产品和每个交易日开放的私募理财产品直接投资于流动性受限资产的市值在开放日不得超过该产品资产净值的 15%，但该产品通过保险资管购买流动性受限资产的比例明显高于规定限额，容易造成流动性风险。通常存款类理财产品期限较短，但底层资产却是三年期协议存款、定期存款或大额存单等期限较长的资产，存在严重期限错配的情况。当市场出现理财产品大面积赎回的情况，底层资产容易出现难以处置的情况，或引发系统性流动性风险。

图 15 短期限银行理财产品发行数量明显提升（只）



资料来源：普益标准，华宝证券研究创新部

表 12 2022 年发行同业存单指数理财产品一览

发行机构	产品名称	投资策略	期限类型	风险等级
中银理财	中银理财-稳富高信用等级同业存单指数 7 天持有期理财产品	固定收益类	T+0	二级（中低）
招银理财	招银理财招睿活钱管家(同业存单及存款)1 号固定收益类理财计划	固定收益类	T+0	二级（中低）

农银理财	"农银安心·天天利"同业存单及存款增强人民币理财产品	固定收益类	T+0	二级（中低）	
	"农银匠心·天天利"同业存单及存款增强人民币理财产品				
	"农银进取·灵动"30天同业存单及存款增强人民币理财产品				
	"农银安心·灵动"60天同业存单及存款增强人民币理财产品(乡村振兴惠农)				
	"农银进取·灵动"90天同业存单及存款增强人民币理财产品				
交银理财	交银理财稳享日开(同业存单及存款)理财产品	固定收益类	T+0	二级（中低）	
华夏理财	华夏理财纯债日开1号(同业存单及存款)H	固定收益类	T+0	一级（低）	
工银理财	工银理财·天天鑫添益同业存单及存款固定收益类开放式法人理财产品	固定收益类	T+0	二级（中低）	
	工银理财·天天鑫添益同业存单及存款固定收益类开放式理财产品			一级（低）	
	工银理财·天天鑫核心优选同业存单及存款固定收益类开放式理财产品				
	工银理财·如意人生天天鑫核心优选同业存单及存款固定收益类开放式理财产品				
	工银理财·天天鑫核心优选同业存单及存款固定收益类开放式法人理财产品				
	工银理财·天天鑫稳悦私银尊享同业存单及存款固定收益类开放式理财产品		6-12个月、1-3年		
	工银理财·天天鑫添益私银尊享同业存单及存款固定收益类开放式理财产品				
	工银理财·核心优选同业存单及存款固定收益类封闭式理财产品系列				
	工银理财·核心优选私银尊享同业存单及存款固定收益类封闭式理财产品系列				1-3年

资料来源：中国理财网，普益标准，华宝证券研究创新部

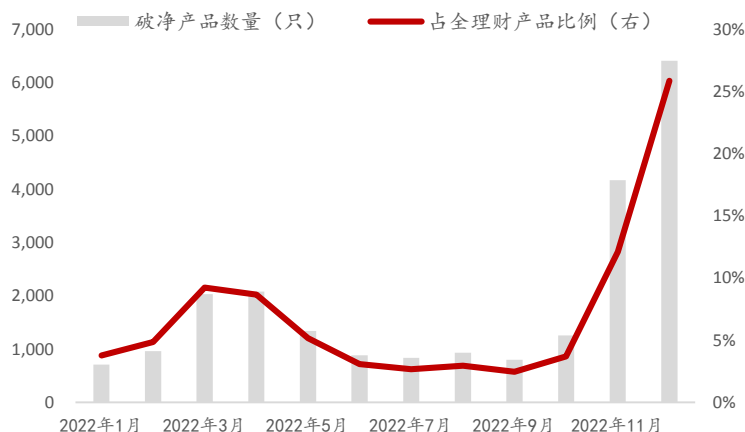
4. 银行理财市场 2022 年变化

4.1. 银行理财净值波动增加，出现两轮“破净潮”

2022 年，资管新规过渡期正式收官，理财产品估值方法从“摊余成本法”向“市值法”切换。再加上，全球宏观环境复杂多变，既有俄乌冲突、经济制裁这样的“黑天鹅”事件，也有新冠疫情等“灰犀牛”事件，理财产品净值波动显著扩大，在 3 月和 11 月理财市场分别经历了两轮较大的理财产品“破净潮”。

2022 年 3 月，受到权益市场大幅震荡影响，大面积理财产品净值出现大幅波动，引发第一轮“破净潮”，直到 5 月份，随着权益市场逐步修复，理财“破净”情况出现缓和迹象。但同年 11 月，由于债市震荡，理财市场再次面临“破净潮”。其影响明显大于前一轮，所波及的产品数量也大幅增加，到 12 月已有超过 6000 只理财产品出现“破净”情况。

图 16 2022 年理财产品破净情况

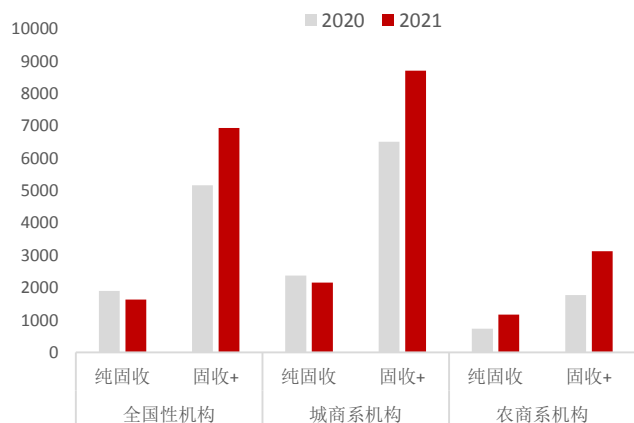


资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

这两轮“破净潮”发生的背景大不相同。第一轮“破净潮”中破净的理财产品约有九成都是“固收+”或混合类产品，主要因为以下几个原因引起。

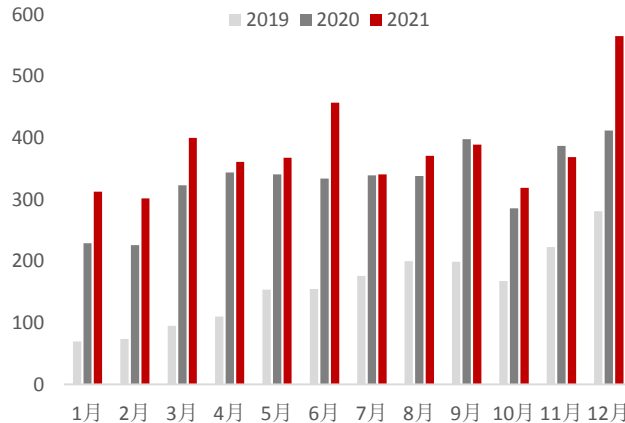
1) 固收+产品发行数量逐年增多。从 2019 年开始到 2021 年，A 股经历了 3 年的牛市。在资管新规趋严，加上利率较低背景下，纯固收产品收益呈下行趋势。为了增加收益率，银行纷纷开始把目光转向“固收+”产品，以便在提升收益率的同时，满足资产稳定的需求，固收+理财产品迎来了黄金发展时期。从存续情况来看，各机构类型在这两年中存续的“固收+”理财产品数量均高于纯固收理财产品。此外，2021 年纯固收类产品存续数量有所下滑，但得益于“固收+”理财产品存续产品数量显著增多（尤其是 2021 年下半年），固收类理财产品存续数量仍保持了增长。当前市场上已经发行的“固收+”产品主要以投资权益类资产和衍生品资产为主，其中投资权益类资产的产品主要采取直接投向股票或是通过权益型基金间接投资两种投资策略。对于投资衍生品资产的产品，2021 年下半年理财公司纷纷发行固收+“雪球”结构的挂钩指数产品。

图 17 2021 年各类机构纯固收和固收+存续情况（只）



资料来源：普益标准，华宝证券研究创新部

图 18 2019-2021 年，新发固收+产品数量逐年上涨（只）



资料来源：普益标准，华宝证券研究创新部

2) 2022 年上半年权益市场出现明显震荡。2022 年年初开始至 4 月 26 日，权益市场出现大幅回撤，上证指数跌幅达 20.5%。

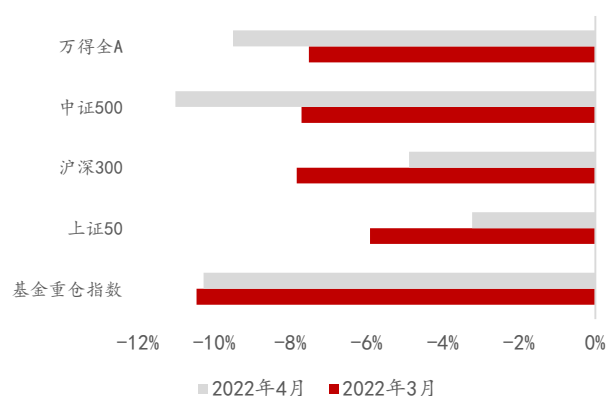
在年初开始疫情不断、A 股市场估值较高、市场对于一季度业绩增速放缓的担忧以及对未来的信心偏弱等几方因素的作用下，A 股从 2022 年开年开始回调，叠加前期基金抱团现象明显，成长板块显著承压，而此轮市场的大幅快速下行导致投资者出现担忧情绪，造成基金大面积赎回，进一步引发“下跌-赎回-被动卖出-下跌”的恶性循环。

同时，国内外事件冲击不断，对经济的压制作用持续增强。从 2 月开始，地缘冲突加剧，引发全球股市明显震荡。此外，由于俄乌冲突下能源供给走弱推升欧美国家的通胀，也严重影响了外需，对于国内出口有明显压制作用，一定程度上影响国内经济修复进程。3 月份，俄乌冲突的影响逐渐扩大至 A 股市场。再加上国内经济受到疫情和地产两大因素压制，存在较大下行压力，A 股下跌幅度不断增大。

除此之外，接连不断的制裁，加剧了全球避险情绪，加上中国对俄乌冲突所持的中立态度被海外国家无端质疑，进一步加大了国内资产的波动。从 3 月 7 日到 15 日，A 股大幅下跌，其中上证 50、沪深 300 和中证 500 等宽基指数跌幅均较高，分别达 9.1%、8.5%和 10.4%。同时，此前外资持有较多的消费板块也出现明显下跌，这几日跌幅达 8%。

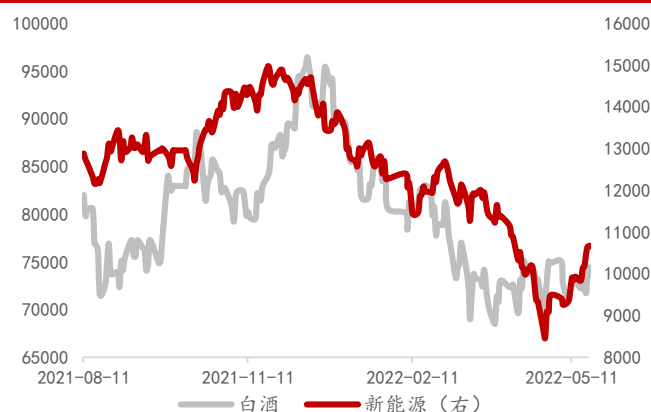
权益市场的震荡也造成了理财市场的大幅波动。再加上理财产品发行时经常存在“追高”、“追热”的行为，如多数投资于权益类基金的“固收+”产品存在持有基金抱团股的情况、多数直接投资股票的“固收+”理财产品主要投资了以新能源为代表的成长板块，所以对于这些“固收+”理财产品来说，这几轮下跌也使得前期收益全部跌空，出现了破净现象。对于投资衍生品资产的产品来说，3 月 A 股跌趋势下跌引发敲入的风险相对偏小。不过进入 4 月后，各指数进一步下跌，包括多数雪球产品挂钩的中证 500 和中证 1000 指数，使得多数产品跌破敲入点位，触发了大量雪球结构产品的密集敲入，平仓行为进一步加剧了相应宽基指数的下跌，推动这些挂钩指数或是配置雪球产品的“固收+”理财出现破净现象。

图 19 基金重仓指数跌幅较大



资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

图 20 白酒、新能源板块跌幅较大



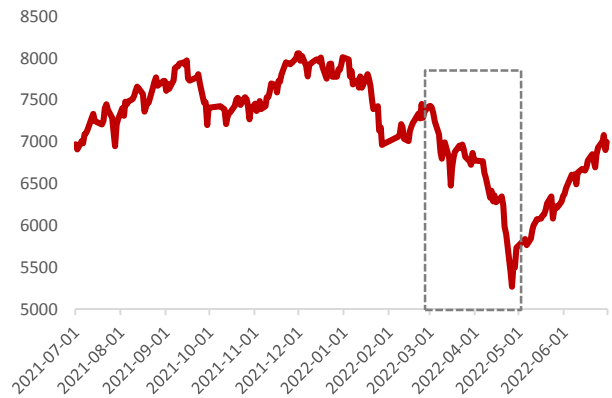
资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

图 21 中证 500 指数走势 (2021.07 - 2022.06)



资料来源: Wind, 华宝证券研究创新部

图 22 中证 1000 指数走势 (2021.07 - 2022.06)

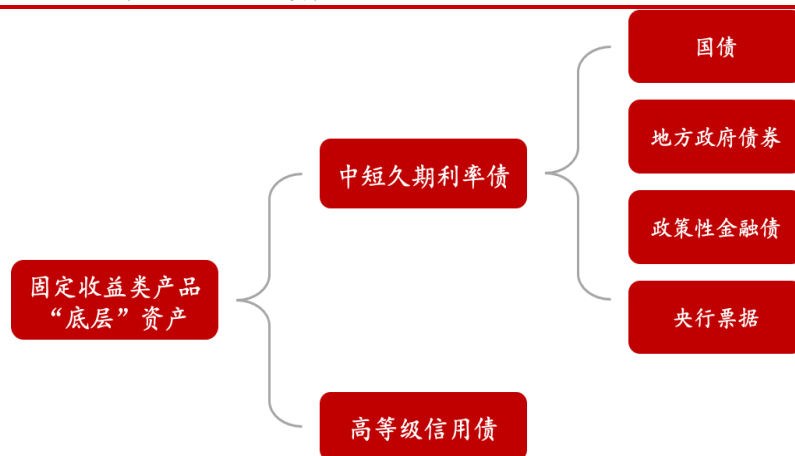


资料来源: Wind, 华宝证券研究创新部

理财市场上发生如此大面积的理财产品破净事件, 也造成了理财投资者的担忧。市场发行和存续最多的固定收益类产品的风险等级以 PR2 或者是 PR3 为主, 风险相对偏低, 相应的投资者对波动的承受力和可容忍度也偏低。所以 2022 年 11 月的第二轮“破净潮”影响更广、波及范围更大, 也出现了空前且持续的理财“赎回潮”。其发生原因主要为:

1) 固定收益类产品数量多, 且大部分仓位投向债市。目前市场上超过九成都是固定收益类产品, 而根据固定收益类产品的投资策略来看, 大多数以信用债持有至到期策略为主, 并附带一定仓位的利率债及收益增强策略投资。

图 23 固定收益类产品“底层”资产

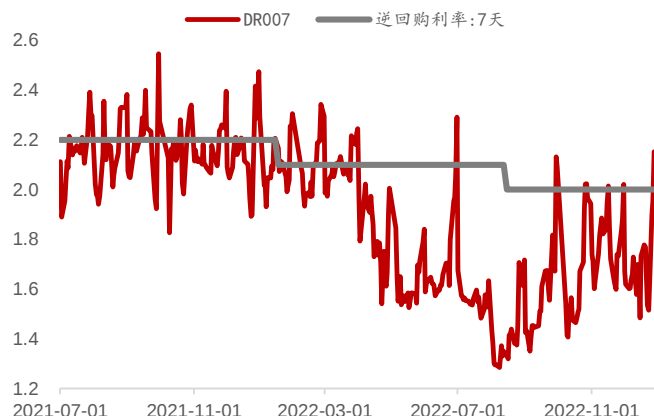


资料来源: 华宝证券研究创新部

2) 债券市场震荡, 引发理财产品净值波动增大。此前经济下行压力较大, 央行一直维持宽松的货币政策, 向市场投放较多流动性。但信用传导链条受阻, 流动性向实体经济的流入有限, 金融市场流动性十分充裕, 而充裕的流动性在 A 股市场开年即表现不佳的情况下, 主要被债市吸收, 市场资金利率水平因此持续显著低于政策利率。但随着海外紧缩预期升温以及国内经济修复预期的增强, 叠加股债性价比达到历史高峰, 10 月中旬开始, 央行对流动性的边际收紧成为触发资金利率向政策利率靠拢的导火索, 债市也启动了持续多日的下跌。

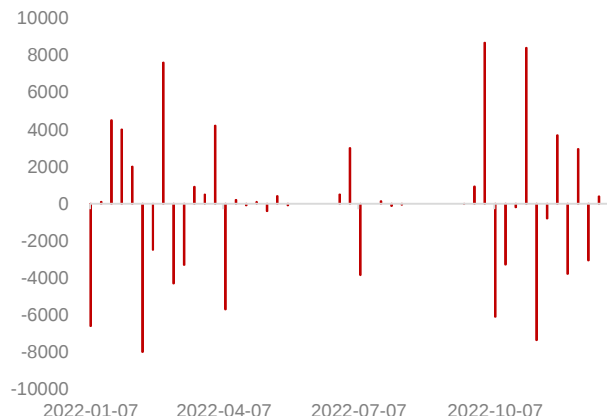
虽然 11 月债券市场大幅震荡后, 央行采取了流动性投放的维护措施, 稳定了利率债走势, 从下跌开始转向震荡。但信用债作为前期流动性红利的核心收益主体, 并未因为利率债的止跌而同步止跌, 而是继续下行, 修正超涨的部分。在此过程中, 理财“赎回潮”和信用债下跌形成了一定的负反馈, 带动信用利差持续走高。固定收益类产品的持仓中信用债的配置比例较高, 所以信用债的波动进一步扩大了理财“破净”的面积。

图 24 市场资金利率与政策利率 (%)



资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

图 25 央行货币净投放量 (亿元)



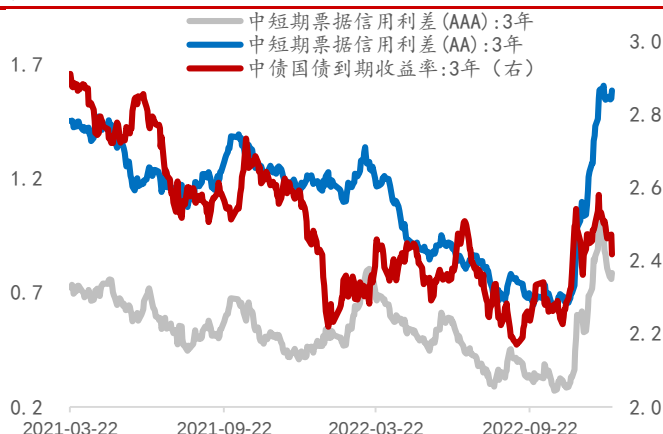
资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

图 26 10 年期中债国债到期收益率出现明显上行 (%)



资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

图 27 信用利差大幅走阔 (%)



资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

4.2. 理财市场现状及痛点

总的来看，理财市场在全面净值化的第一年就遭受到了全球市场波动所带来的冲击，理财产品经历了一整年的波动。同时，2022 年也面临现金管理新规过渡期的结束，理财公司也整改的过程中不断寻找能够承接现金管理产品规模压降后溢出资金的产品，发行了不少如短债类理财产品以及同业存单指数理财产品，但当前仍处于探索阶段，尚未找到合适的替代产品。

4.2.1. 理财产品销售端

当前理财市场呈现出以理财公司为主、银行机构为辅的格局。自理财公司成立以来，逐步吸纳银行机构的理财存量，成为理财市场的主力军。理财公司不光在产品创设方面不断提升能力，同时也在积极拓展代销渠道。前期率先打开代销市场局面的理财公司具备一定的先发合作优势，后进入合作的理财机构也开始提升在产品策略、投资主题、净值表现等硬实力方面的竞争力，协助银行渠道提供更为全面丰富的银行理财产品货架。

不过需要关注银行理财销售业务中存在的几大痛点难题。

一是缺乏专业销售人员。在过去很长一段时间，理财市场上以预期收益型产品为主，因其具有相对稳定的收益曲线以及隐性的保本承诺，销售难度整体较低。再加上客户销售时的核心买点就是

客户最关心的收益率，因此大部分理财销售对于产品本身的了解不够充分。在净值化转型后，理财产品的风险和收益与产品所投资资产、采用的投资策略以及所处的宏观和市场环境等多种因素挂钩，导致理财产品净值波动增加。与此同时，由于客户对不确定性的天然规避，使得他们在选择产品的时候会更加谨慎。所以对于销售人员的能力要求较高，需要对产品有充分的了解，并将产品特征全面清晰地传达给客户。

二是缺乏产品代销遴选的科学评价体系。目前不同银行机构都在监管的要求下逐步开展代售前准入的制度化建设。但在产品代销业务实际开展过程中，代销机构的市场部门发现在引入代销产品时，不同理财机构在产品要素表述有所不同，包括对资产范围的定义、投资策略的描述等方面，代销机构往往需要将不同产品的同一要素信息进行规范收集整理，再进行下一步的比对。所以如何通过理财产品的基本要素和对市场未来的分析判断选择符合客户需求的理财产品，如何更好做好客户投资适当性管理，提升资产配置匹配度，都是摆在各家银行面前急需解决的难题。

三是对于代销产品的风险管理把控有限。2022 年一季度资产价格的大幅波动引发理财产品净值的回撤，当时多家银行发布“致投资者的一封信”作为对产品净值回撤的解释和对投资者情绪的安抚。然而事后的弥补往往无法缓解投资者的焦虑和赎回，如何将代销产品风险管理把控“事前化”，做好风险识别和风险管理，增加投资者信任度和满意度也是代销业务面临的一大难题。

四是缺乏售后管理和评价能力。引入代销后，产品的售后管理缺乏定性和定量相结合的评价体系。相对而言，在代销评价时，对于定性环节的评价各家银行相对熟悉，但是相对缺乏基于收益表现、净值波动、回撤大小、风险调整后的收益数据等净值表现指标，和策略稳定性、风险收益特征、交易拥挤度等风险控制指标的定量评价方法及能力，多数银行并不具备一套完整、有效的售后评价管理工具。

4.2.2.理财产品创设

随着开业理财子公司数量不断增加，扩容速度持续加快，理财公司承接了银行机构产品创设与发行的角色。不过由于理财公司的专业能力有限，在产品创设时仍存在以下问题：

1) 产品同质化。目前理财市场上虽然产品数量十分充足，但创新产品较少。存在同类产品多期发行的情况，而产品投资策略、投资方向、期限结构等方面相似性较高，缺乏创新性。虽然当前已发行部分热点题材理财产品，如 ESG、FOF、绿色、养老、专精特新等主题，但整体来看，主题产品数量仍然较少。

2) 产品投资策略设计以及发行时间选取的能力有限。因为理财公司的专业能力较为缺乏，通常难以即时捕捉到宏观及市场环境等方面的变化，同时对于资产上涨或下跌反应较为钝化。理财公司发现机会并发行相关产品时，通常相关资产已上涨至较高水平，所以理财市场上容易出现“追高”、“追热”行为。例如从 2019 年开始，权益类资产经历了较长一段时间上涨，“固收+”产品数量也呈现出逐年上涨的趋势，到了 2021 年新发的“固收+”产品数量达到了 2019 年的两倍多，并有越来越多是投向权益类资产。值得注意的是，2021 年全市场已经出现明显的公募抱团现象，且多数板块的股价和估值都已经涨到历史较高位置，但仍有很多新发行理财投资于权益市场，无疑是在“追高”、“追热”。无独有偶，2022 年的宽松环境下，债券市场整体表现较好，理财市场又把目光转到纯固收产品上。当债券也涨到较高位置，且股债性价比也到达极值的时候，仍选择大量发行纯固收产品。而“追高”、“追热”行为极易引发市场波动风险，产生较大损失，如 2022 年发生的两轮“破净潮”。

4.2.3.银行管理机制

目前，国内的金融机构开展财富管理业务主要有产品驱动、流量变现和资金账户三种模式。资金账户模式作为商业银行的代表模式，需通过与投资者建立基础账户后，围绕投资者的需求为进行

金融产品配置。不过当前该模式仍存在部分问题，首先是专业人员配置数量有限、效率整体偏低；其次是“以客户为中心”的服务体系尚未完善。

为解决该问题，需要健全银行内部机制，包括多条线的分工与配合。合适的组织架构和体制机制是推动银行开展财富管理业务的关键。过去 2 年多数银行机构纷纷开展组织架构调整，包括招商银行、平安银行、中信银行等，且已有部分银行逐步找到合适的组织架构。但仍有部分银行按照业务条线划分各部室，导致财富管理链条上的前、中、后台在业务职能及考核机制上，均存在一定程度的割裂。

5. 银行理财发展展望

2022 年是理财市场全面净值化的第一年，理财市场面临了重大考验。从宏观环境方面看，2022 年中国经济面临“需求收缩、供给不足、预期转弱”的三重压力，叠加疫情反复、房地产政策调控、产业政策调整、地缘局势危机、中美摩擦等诸多影响因素，使得资产价格的波动性不断加剧。从年初开始股市出现的大幅波动，到年末债市的剧烈震荡均引发了理财产品净值回撤。在整改过渡期结束之后，银行理财产品的净值需直接面对市场波动所带来的压力，对资产价格的波动较为敏感。这也暴露了理财市场上存在的问题，包括产品设计不够完善，银行及理财公司对于产品售前销售、售后管理的能力较为缺乏，进行投资者教育的经验不足等。

2023 年，虽然国内经济走入修复阶段，但仍存在较多风险事件，如宏观经济增速不及预期、海外通胀高企下加息超预期、地缘风险超预期等。而为了避免再次出现 2022 年的“破净”事件，银行理财市场需要在以下几个方面提升能力。

一方面是产品售前，银行理财机构需要提升自身专业性。

一是产品创设需提升专业度。在理财产品净值走势与大类资产走势密切挂钩的当下，为了预防银行理财市场再次出现剧烈震荡，理财机构需寻找问题的根源，从产品创设方面入手。首先是提升产品创设的专业性，包括加强理财公司投研能力的建设，提升对于宏观、市场与行业的研判，完善大类资产配置与策略框架，提升产品的精细化程度。同时需要避免产品创设时投资的资产或是投资策略的过度聚集，需要根据资产本身的价值以及发展潜力，更好地掌握产品发行的时间和节奏。其次是要提升产品创设的效率，虽然银行理财的额度管理为产品创设提供灵活的空间，但银行僵化的和以风控为核心的管理思维惯性使得理财产品发行审批时间较长，导致产品创设相对滞后。所以需要进一步提升理财公司产品发行审批效率，增强产品创设实效性。

二是做好投资者适当性管理。2022 年所经历的两轮“破净潮”中，多数出现“破净”现象的产品为固定收益类产品。而当前市场上固定收益类产品的风险等级在 2 至 3 级，也就意味着投资者对于风险的厌恶程度偏高。而资产波动率是动态变化的，所以产品等级和实际所投资的资产等级在某些时间可能出现错位。对于部分风险偏好较低的投资者来说，考虑到权益类资产可能波动风险较大，尤其是在权益市场已经经历过较长时间的增长后，市场波动概率提升，权益类资产以及配置权益类资产的理财产品的风险都随之增加，所以 2021 年被市场热议的“固收+”产品可能与他们的诉求并不匹配。同理，虽然固定收益类资产相对稳定，但当债券市场上涨到较为危险的时候，风险也会相应增大。所以对于一些本身风险偏好较低的投资者，并不适合在这种场景下给他们推荐这些产品。因此投资者适当性的匹配是一个动态的过程，一方面，资产的风险会在合理的范围内上下波动，另一方面，投资者的风险偏好也会随着投资经历而调整，因此对于银行来说，需在每一个时点，做好风险的现状识别和未来预判，做好投资者的状态评估，并最终做好合适时间的合适产品匹配。

三是完善产品代销遴选制度。包括全面提升代销产品筛选专业性、产品销售适配性和产品评价标准反馈机制。由于过去银行理财机构以销售自家产品为主，无需过多的销售标准设计。不过在理财新格局下，理财公司发行产品，银行机构销售产品，权责拆分后信息同步不及以往，银行机构需

要在新的监管要求下，做好代销业务的标准化建设。综合考虑主客观因素，采取定性+定量的方式，包括对于未来市场走势的判断，选择符合未来资产配置方向的理财产品，筛选产品策略、业绩表现等等要素，多维度对产品进行考察。

四是建立代销产品风险管理制度。当前在产品代销业务实际开展过程中，代销机构的市场部门发现在引入代销产品时，存在不同理财机构对于同一产品等给予不同风险评级的情况，而当前银行理财市场上并未有标准的代销产品评级体系，需要银行及理财公司完善对于代销理财产品的风险评级标准，包括产品风险评级标准制定、更新及重检，从而使代销风险评级匹配客户适当性管理要求。

另一方面是产品售后，包括售后管理及风险预警等方面能力的提升。

银行理财市场的销售模式发生了较大转变，整改过渡之前，银行理财产品不需要直接面对市场波动带来的压力，收益率稳定上涨，所以银行及理财公司只需要把产品卖给客户，后续的组合管理及投资者教育等服务需求较弱。但整改过渡之后，各类资产的价格波动都会体现在净值上，净值管理能力面临检验：一方面，多数理财产品风险偏低，对净值回撤较为敏感；另一方面，银行理财应对净值波动下客户的大幅赎回经验还不足，导致其行为一定程度加剧了市场的波动。而解决的方法是提升银行及理财公司的售后管理和风险预警等方面的能力。

首先是产品售后管理方面，不能单单改善产品售前方面的专业性，也需要关注产品售后的表现。具体包括 1) 对于产品表现实时跟踪：银行及理财公司需要通过跟踪代销产品的净值走势变化与业绩表现，结合宏观环境、大类资产表现等外部影响因素，定期追踪理财产品投资经理的投资观点和投资操作匹配度，如遇风险需及时预警；2) 对产品进行售后评价：通过产品业绩归因、绩效考核等方式对于已代销理财产品进行定期评价，并定期更新优选核心代销产品池。同时定期调研客户投资体验反馈，并根据反馈结果，解决并改进产品售前遴选及产品创设方面的问题。

其次是需要建立全面的风险预警机制，将风险进行分类，分为可规避风险和不可规避风险。对于可规避风险，通过跟踪相关数据，如金融数据、经济数据等，关注全球宏观背景，监测风险事件发生概率，如有发生风险的迹象，提前对于投资者进行风险警示。对于不可规避风险，如系统性风险，或是黑天鹅事件等，应当在风险发生时及时对于投资者解释风险事件发生原因并进行投资者教育，使投资者对净值波动的理解加深。

最后是投资者教育方面，需要帮助投资者提升对于净值波动的认识。2022 年理财市场的“破净潮”发生后，也引发了“赎回潮”，形成进一步的负反馈。很大一部分原因是仍有很多投资者还没有从投资理财能够获取稳定收益的思维模式转变，所以当理财产品净值出现较大波动时，他们会存在担忧心理。这时候需要银行及理财公司对于投资者进行投资者教育，帮助他们了解波动的原因。但由于银行及理财公司缺乏相关经验，且更关注短期投资者大幅抛售银行理财产品给银行及理财公司带来的风险，所以银行及理财公司发布“致投资者的一封信”作为对产品净值回撤的解释和对投资者情绪的安抚，并寻找更多的方法来平滑产品净值波动，如推出较多以摊余成本法估值的封闭式产品，并将客户注意力吸引到锁定票息、净值在持有期内相对平稳这些方面。

不过从长期来看，仅靠单一方式安抚投资者并不能解决理财投资者对于理财产品发生波动的担忧心理，被动被客户需求牵着走并不能改善投资者的行为。如果未来再次出现理财净值大幅波动的情况，理财市场或将再度面临“赎回潮”。所以银行及理财公司应该从根本上解决问题，进行投资者教育，通过定期培训、发布相关文章等方式，帮助投资者理解市场波动以及风险，并清晰认识风险和收益的关系。

风险提示及免责声明

- ★ 华宝证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格。
- ★ 市场有风险，投资须谨慎。
- ★ 本报告所载的信息均来源于已公开信息，但本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。
- ★ 本报告所载的任何建议、意见及推测仅反映本公司于本报告发布当日的独立判断。本公司不保证本报告所载的信息于本报告发布后不会发生任何更新，也不保证本公司做出的任何建议、意见及推测不会发生变化。
- ★ 在任何情况下，本报告所载的信息或所做出的任何建议、意见及推测并不构成所述证券买卖的出价或询价，也不构成对所述金融产品、产品发行或管理人作出任何形式的保证。在任何情况下，本公司不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的承诺或担保。投资者应自行决策，自担投资风险。
- ★ 本公司秉承公平原则对待投资者，但不排除本报告被他人非法转载、不当宣传、片面解读的可能，请投资者审慎识别、谨防上当受骗。
- ★ 本报告版权归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何组织或个人不得对本报告进行任何形式的发布、转载、复制。如合法引用、刊发，须注明本公司出处，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。
- ★ 本报告对基金产品的研究分析不应被视为对所述基金产品的评价结果，本报告对所述基金产品的客观数据展示不应被视为对其排名打分的依据。任何个人或机构不得将我方基金产品研究成果作为基金产品评价结果予以公开宣传或不当引用。

适当性申明

- ★ 根据证券投资者适当性管理有关法规，该研究报告仅适合专业机构投资者及与我司签订咨询服务协议的普通投资者，若您为非专业投资者及未与我司签订咨询服务协议的投资者，请勿阅读、转载本报告。