

从“类存款”到“多资产” ——中国机构配置手册（2025版）之银行理财篇

行业研究 · 深度报告

银行理财

投资评级：优于大市（维持）

证券分析师：孔祥

021-60375452

kongxiang@guosen.com.cn

S0980523060004

证券分析师：王德坤

021-61761035

wangdekun@guosen.com.cn

S0980524070008

联系人：王京灵

0755-22941150

wangjingling@guosen.com.cn

- **自资管新规实施以来，银行理财转型经历了两个阶段：**（1）资管新规前的理财业务，仍属于商业银行表内经营的延伸，资管新规后，银行理财业务正式被纳入大资管体系中，在统一的监管政策指引下开启全面的净值化转型，其中2019—2021年，伴随非标转标推进，理财加大权益等多元资产配置，拓展产品创新，银行理财从原有的“资产—负债”资金池管理模式向独立运作、单独核算的净值化产品转型；（2）2022—2024年，股债市场的波动冲击下，产品出现了较大范围的产品净值回撤和破净，渠道维护和客诉压力集中出现，理财在产品布局和资产配置中强化低波稳健手段，强化重视业绩达标、客户体验的绝对收益策略定位，但也在净值管理方面针对资管新规要求做了突破，引起了监管关注。
- **截至2025年4月，银行理财行业规模突破30万亿元，但进一步发展存在结构性障碍。**一方面，过去今年理财的低波产品甚至存款替代品的定位，虽然满足客户需要，稳住市场规模，但同时也进一步强化了产品低风险属性，导致产品短期化明显、需借助类资金池（如信托）模式、采取“类摊余成本法估值”才能实现净值平稳，另一方面，产品结构上95%为固收型产品，资产配置以存款和信用债为主，主动管理空间有限，对理财子而言，存在规模增收收入收缩的盈利模式困局。
- **长期看，理财子差异化转型来自于产品形态多元化，产品整改和转型的“赛跑”仍将持续。**判断银行理财利用平滑收益的手段空间（包括不限于平滑基金、收盘价估值等）将逐步收缩，这倒逼理财子在产品设计上增加风险预算，通过多资产和多策略增厚收益。具体针对固收资产，机构将持续配置高票息资产，同时通过债券交易策略增厚产品收益；针对多元资产，转债、黄金、权益、商品CTA等均是传统债券和存款之外的有效资产策略。这种情况下，为适应理财大体量资金运作，理财子也将加大平台化、工业化、一体化的投研模式转变。
- **风险提示：**资本市场震荡；长端利率下行等。

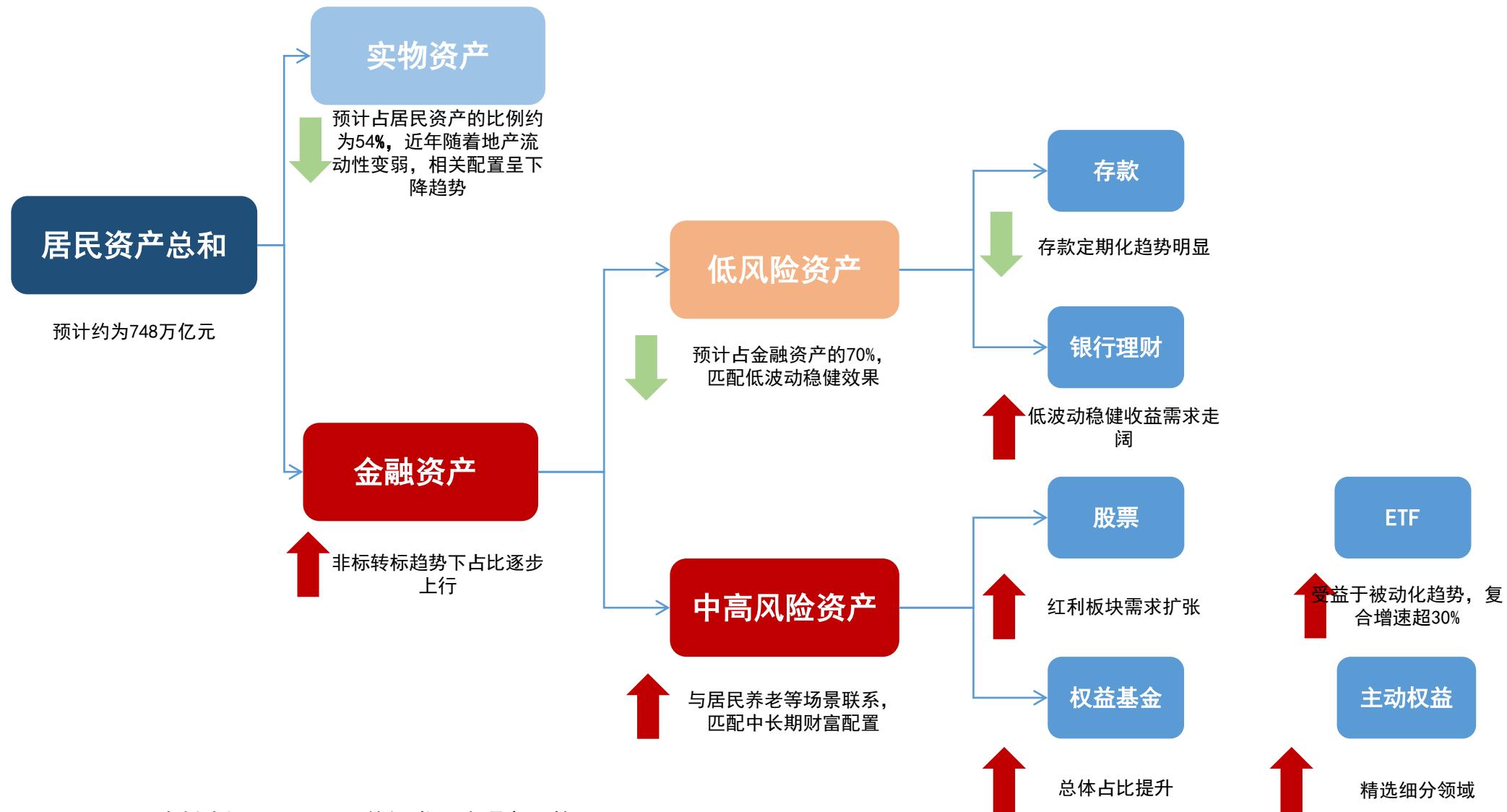
[01] 进取的理财：资管新规后探索图变

[02] 妥协的理财：赎回潮后产品求调整

[03] 转型的理财：新环境下变革再出发

[04] 附录：2024年以来银行理财创新模式梳理

居民财富积累是大资管行业扩张的基础



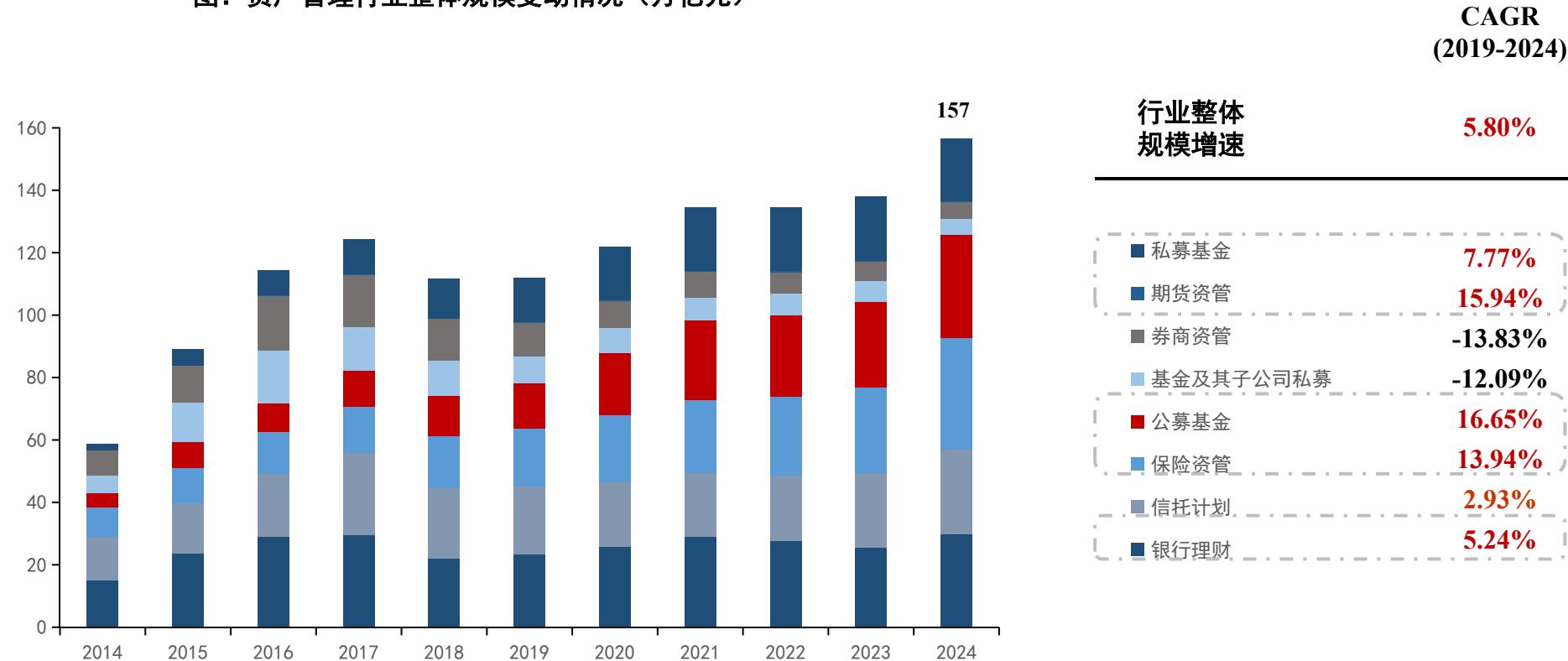
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

资管新规后大资管监管体系逐步统一

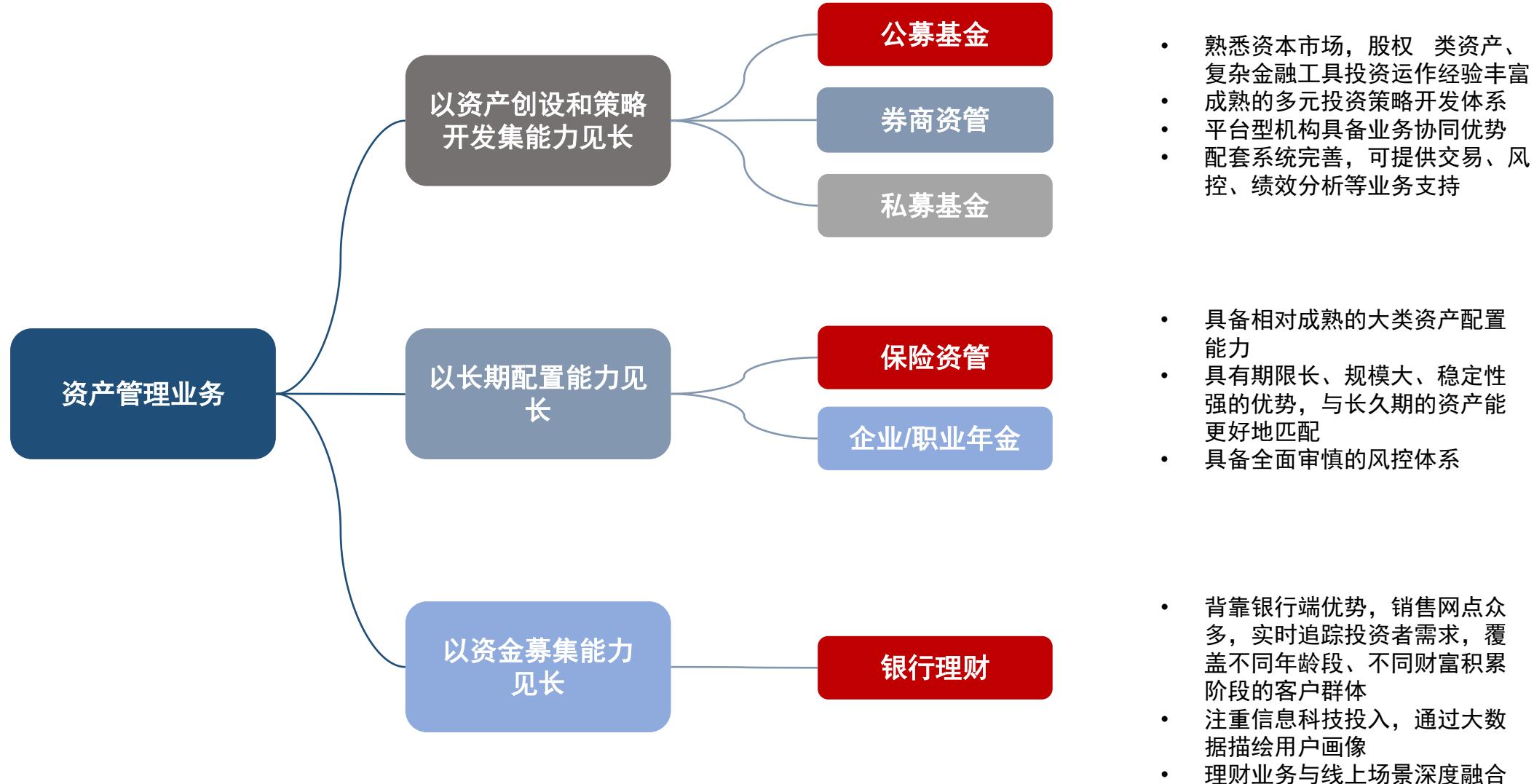


- 净值化转型有序推进，行业整体规模企稳回升，行业结构发生显著变化。

图：资产管理行业整体规模变动情况（万亿元）



资料来源：iFinD，国信证券经济研究所整理

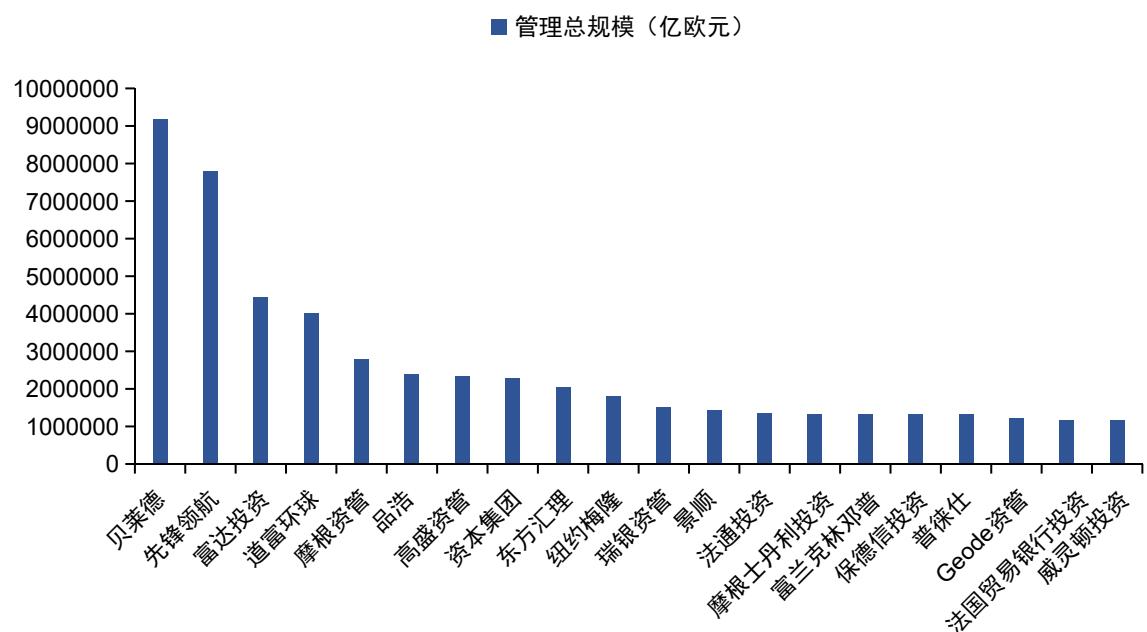


银行理财的地位：全球一流资管机构视角



- 截至2023年底，全球资管500强的总体规模为112万亿欧元（约合881.4万亿元），同比上升9.2%。全球资管市场高度集中，前10强占据市场份额超1/3，榜首依然为贝莱德集团（BlackRock），管理规模9万亿欧元（约合70万亿元）。
- 国内共52家资管机构进入前500强，其中包括10家保险资管公司、15家银行理财子公司、23家公募基金公司、3家券商和1家养老保险公。进入全球前100强的中国公司数量，从2023年的10家减少到8家。其中，国内资管公司前三名均为保险资管，分别为国寿资管、平安资管和泰康资管。

图：全球资管500强前20名单



资料来源：IPE, 国信证券经济研究所整理

表：国内资管机构前15名全球排名变化

	2024年	2023年	名次变化
国寿资管	32	31	-1
平安资管	33	36	3
泰康资管	58	64	6
易方达基金	67	67	0
招银理财	77	71	-6
兴银理财	83	85	2
南方基金	93	97	4
新华资管	100	120	20
华夏基金	101	99	-2
工银瑞信基金	106	105	-1
嘉实基金	107	106	-1
人保资产	111	122	11
信银理财	114	113	-1
广发基金	118	110	-8
工银理财	119	102	-17

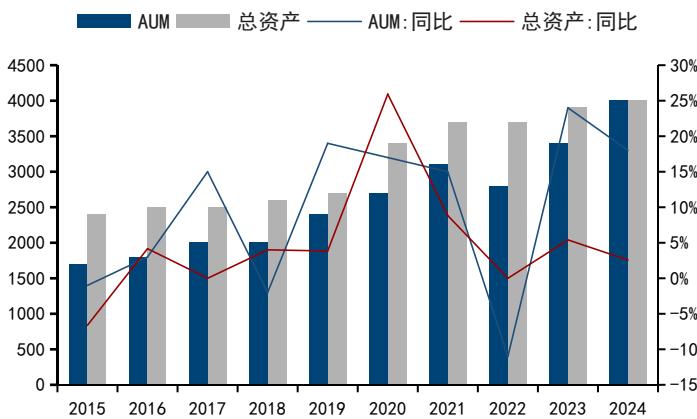
资料来源：IPE, 国信证券经济研究所整理

银行理财的地位：全球一流银行资管格局视角



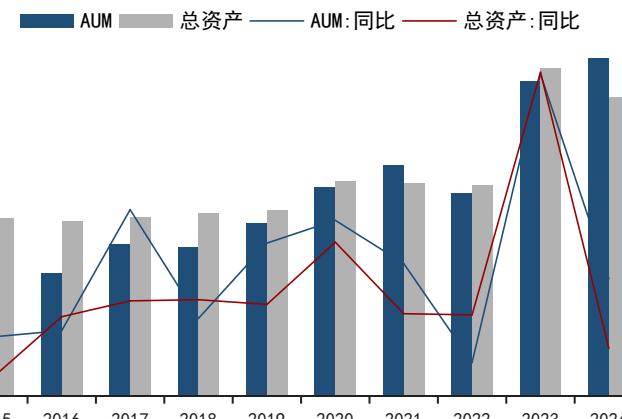
- 截至2024年第四季度末，摩根大通AUM为4.0万亿美元，同比增速18%；表内总资产为4.0万亿美元，同比无增长。2015年至2024年，AUM年均复合增长率为10.0%，表内总资产年均复合增长率为5.8%。
- 瑞银集团AUM为1.77万亿美元，同比增速7.3%；表内总资产为1.57万亿美元，同比增速-8.9%。2015年至2024年，AUM年均复合增长率为11.3%，表内总资产年均复合增长率为6.0%。
- 截至2024年第四季度末，摩根大通AUM/总资产为100.0%，瑞银集团AUM/总资产为113.1%。

图：摩根大通AUM和总资产规模及增速



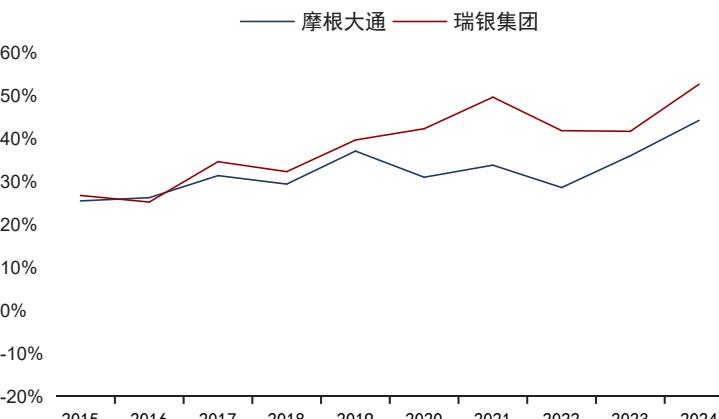
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理
注：规模单位为“十亿美元”

图：瑞银集团AUM和总资产规模及增速



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理
注：规模单位为“十亿美元”

图：摩根大通和瑞银集团AUM/总资产比例变化



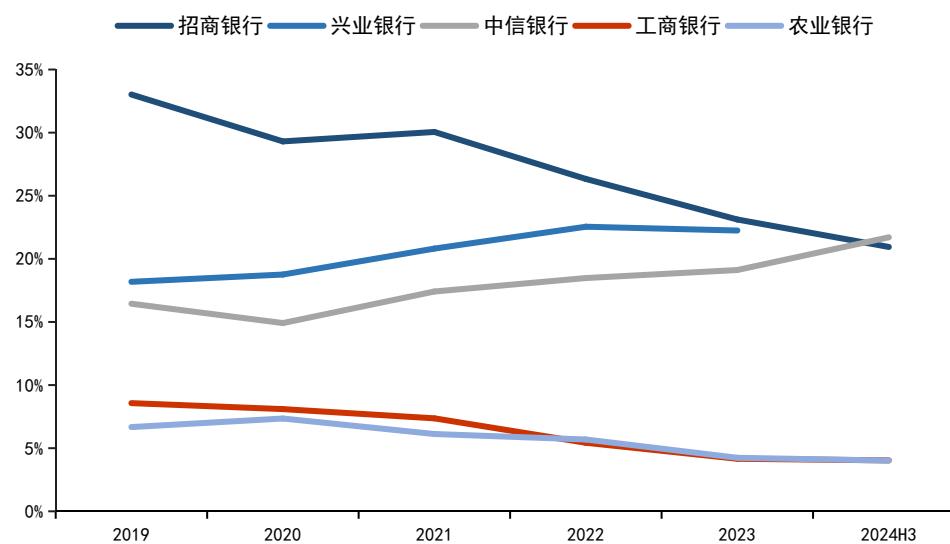
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

银行理财的地位：从总行表内外规模占比视角



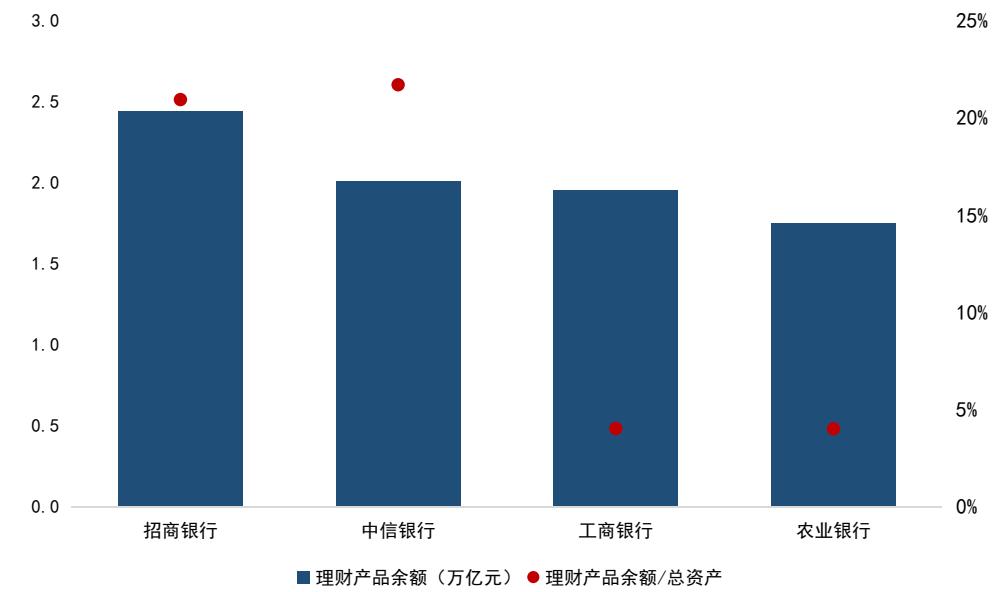
- 截至2024年9月末，股份制银行中，招商银行、兴业银行和中信银行表外理财产品余额分别为2.44万亿元、2.30万亿元（截止2024年6月末）、2.01万亿元，表外理财产品规模/表内总资产比例分别为20.94%、22.22%（截止2024年6月末）、21.71%
- 同期，工商银行和农业银行的理财产品余额分别为1.59万亿元、1.75万亿元，占表内总资产比例分别为4.03%、4.02%

图：部分国有大行和股份行表外理财产品余额/表内总资产



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图：2024年9月末部分商业银行理财产品余额及占比



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

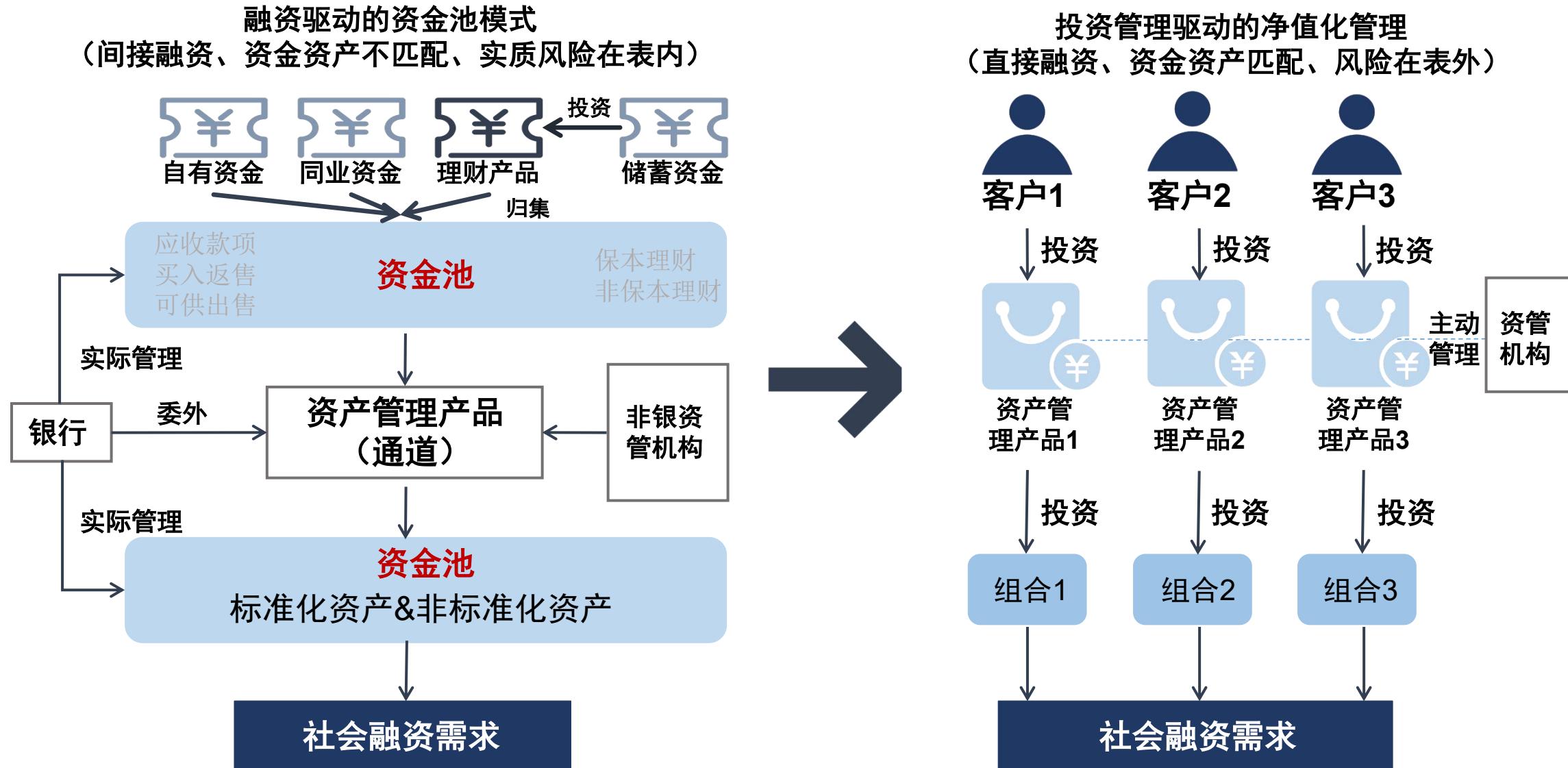
银行理财监管脉络：监管政策持续完善，净值化转型基本完成



- 理财产品体系持续进化。随着资管新规落地，银行理财开启全面净值化转型。此次中央金融工作会议强调推动我国金融高质量发展，理财产品亦从“产品净值化”迈向“高质量发展”阶段。



按照资管新规银行理财由资金池模式转向净值化运作



- 当前，银行理财产品是商业银行及正规金融机构设计并发行的一种代客理财工具，通过募集资金投资于金融市场中的各类资产（如债券、股票、货币市场工具等），并将投资收益按约定分配给投资者。其本质是“受人之托，代人理财”，银行作为受托人收取管理费，投资者自行承担收益与风险。根据不同的产品类型、运作模式、投资策略、投资范围、风险等级等因素，银行理财可分为不同种类。

图：银行理财分类

理财产品
类型

- 按投资资产类别：固定收益类/权益类/混合类/商品&金融衍生品类
- 按运作模式：封闭式/开放式
- 按风险等级：R1（谨慎型）、R2（稳健型）、R3（平衡型）、R4（进取型）、R5（激进型）
- 按募集方式：公募/私募
- 按投资期限：7天/1个月/3个月/6个月/1年/2年……

资料来源：各银行官网，国信证券经济研究所整理

核心概念之“标”与“非标”



- 银行理财具备参与“标”与“非标”资产的投资资格。其中“标”主要指标准化债权资产，包括国债、央行票据、地方政府债券、金融债券、公司债券、企业债券、同业存单等。标准化债权资产需要满足下图所示的5个条件。“非标”主要指非标准化债权类资产，即不完全满足上述5个条件的债权资产，包括理财直接融资工具、债权融资计划、收益凭证、债权投资计划和资产支持计划等。
- 大部分非标资产以摊余成本法计量，可以在一定程度上平滑理财产品的收益水平。
- 非标资产的收益水平一般高于标准化资产，作为低流动性的“补偿”。

图：标准化债权资产条件

- 1 等分化，可交易
- 2 信息披露充分
- 3 集中登记，独立托管
- 4 公允定价，流动性机制完善
- 5 在证券交易所等国务院同意设立市场交易

图：常见非标资产分类

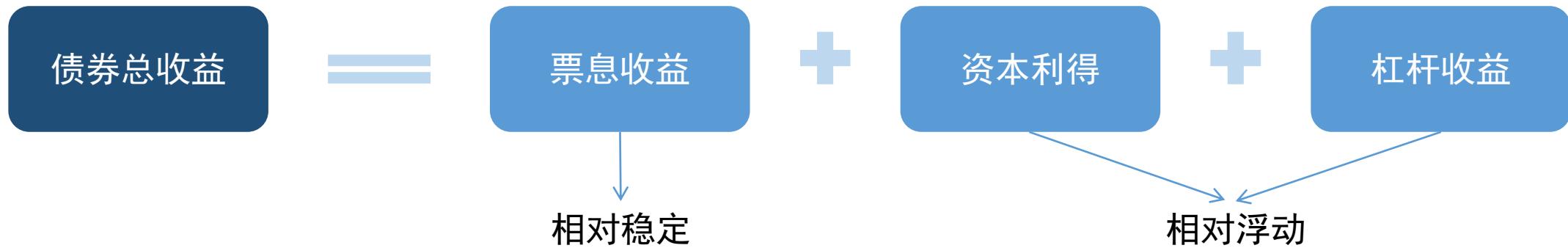
发行机构	非标资产类别
银行业理财登记托管中心	理财直接融资工具
银行业信贷资产登记流转中心	信贷资产流转和收益权转让相关产品
北京金融资产交易所	债权融资计划
中证机构间报价系统	收益凭证
上海保险交易所	债权投资计划和资产支持计划

资料来源：各银行官网，国信证券经济研究所整理

资料来源：浦银理财官网，国信证券经济研究所整理

- 固定收益类银行理财产品是指对于存款、债券等债权资产投资比例不少于80%。
- 其中主要包括现金、货币市场工具、国债、中央银行票据、地方国债等。上述资产具备约定到期还本付息，且利息相对稳定的特质。

图：债券收益构成



资料来源：浦银理财，国信证券经济研究所整理

核心概念之权益类产品



- 权益类理财产品是指权益资产投资比例不低于80%的产品。
- 该类产品主要投资方向为上市股票和未上市企业股权及受（收）益权。因权益类资产自身价格波动较大，因此相应产品的投资风向也相对较高，因此产品风险等级通常为R4或R5。
- 根据普益标准公布的数据，2025年以来，权益类理财产品发行规模显著提升。今年1月新发理财产品中，“固收+”类、混合类与权益类产品的发行占比超过76%，为2024年下半年以来最高。

表：不同投资性质理财产品发行规模（单位：亿元）

时间	现金管理型	固定收益类	权益类	商品及金融衍生品类	混合类	未披露
2024-01	3	4146	9	0	9	0
2024-02	14	2460	0	0	4	0
2024-03	11	4110	8	0	24	0
2024-04	5	3034	0	0	32	1
2024-05	9	3109	3	0	13	1
2024-06	3	2133	6	0	40	-1
2024-07	22	3148	0	0	18	0
2024-08	19	3490	1	0	53	1
2024-09	36	2769	1	0	36	1
2024-10	38	2055	2	1	30	0
2024-11	30	4069	2	0	74	0
2024-12	19	3534	28	2	92	0
2025-01	15	2907	6	0	50	-1
2025-02	10	3131	0	0	61	1
2025-03	143	2698	4	1	56	1807

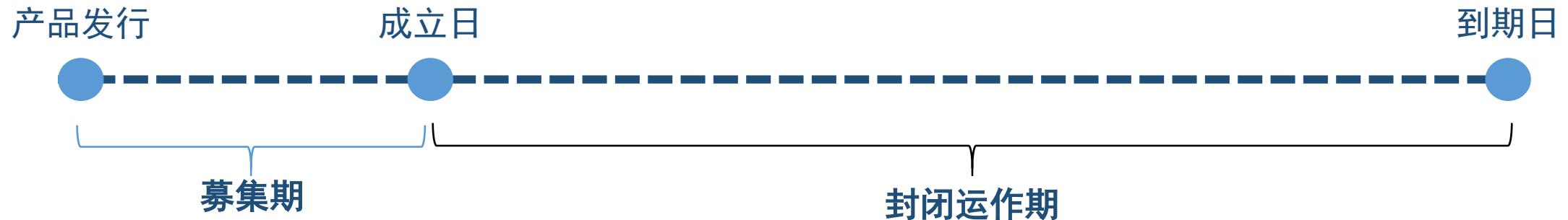
资料来源：普益标准，国信证券经济研究所整理

核心概念之封闭式理财产品



- 封闭式理财产品是市场中相对常见的产品种类，其具备固定到期日，自产品成立日至终止期间封闭运作，投资者不得认购或赎回。投资者仅能在募集期内认购，到期后投资本金和收益（如有）将自动分配至投资者账户。
- 产品优势：到期自动终止分配、资金利用率高、可投资范围广。

图：封闭式理财产品运作模式

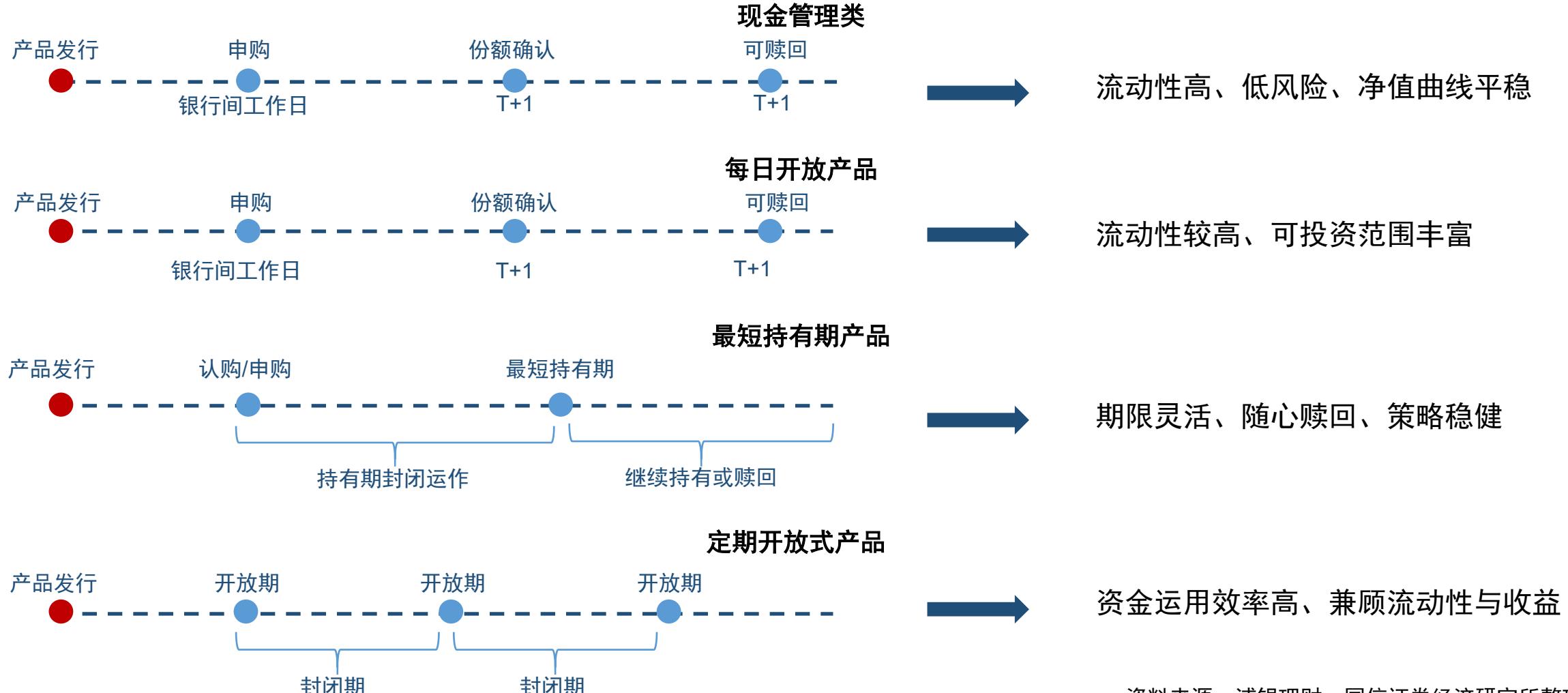


资料来源：普益标准，国信证券经济研究所整理

核心概念之开放式理财产品



➤ 不同于封闭式产品，开放式产品自成立之日起至终止日期间，理财产品份额不固定，投资者可根据约定，在开放日进行申购或者赎回。以浦银理财为例，其开放式理财产品主要分为4类：现金管理类、每日开放产品、最短持有期产品、定期开放式产品。



资料来源：浦银理财，国信证券经济研究所整理

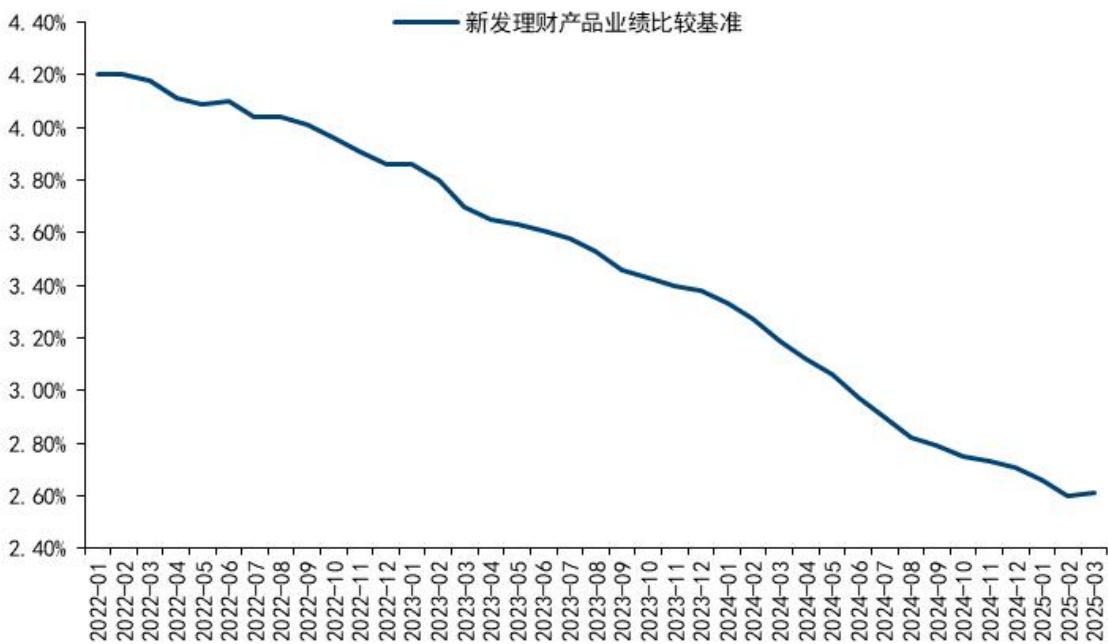
- 银行理财产品的业绩比较基准是衡量产品投资表现的重要参考指标，是银行或理财公司在产品发行时设定的一个目标收益率或参考标准。其核心作用是帮助投资者评估理财产品的潜在收益水平，但需明确业绩比较基准≠承诺收益，实际收益可能高于或低于该基准。业绩比较基准的确定可分为绝对值、区间值、基准利率及指数组合四种。
- 超额业绩报酬是指投资周期内理财产品的运作收益超过业绩比较基准后，产品经理人将超额部分按理财产品销售文件约定的比例收取浮动管理费，剩余部分则分配给投资者。

表：业绩比较基准类别

业绩比较基准类别	举例	特点
绝对值	2. 50%	相对直观
区间数值	1. 8%-3. 0%	给予一定浮动空间
基准利率	1年期定期存款利率+10BP	提供基准利率
指数组合	沪深300指数收益率*40%+中证全债指数*60%	采用加权平均法

资料来源：普益标准，国信证券经济研究所整理

图：新发理财产品业绩比较基准情况



资料来源：普益标准，国信证券经济研究所整理

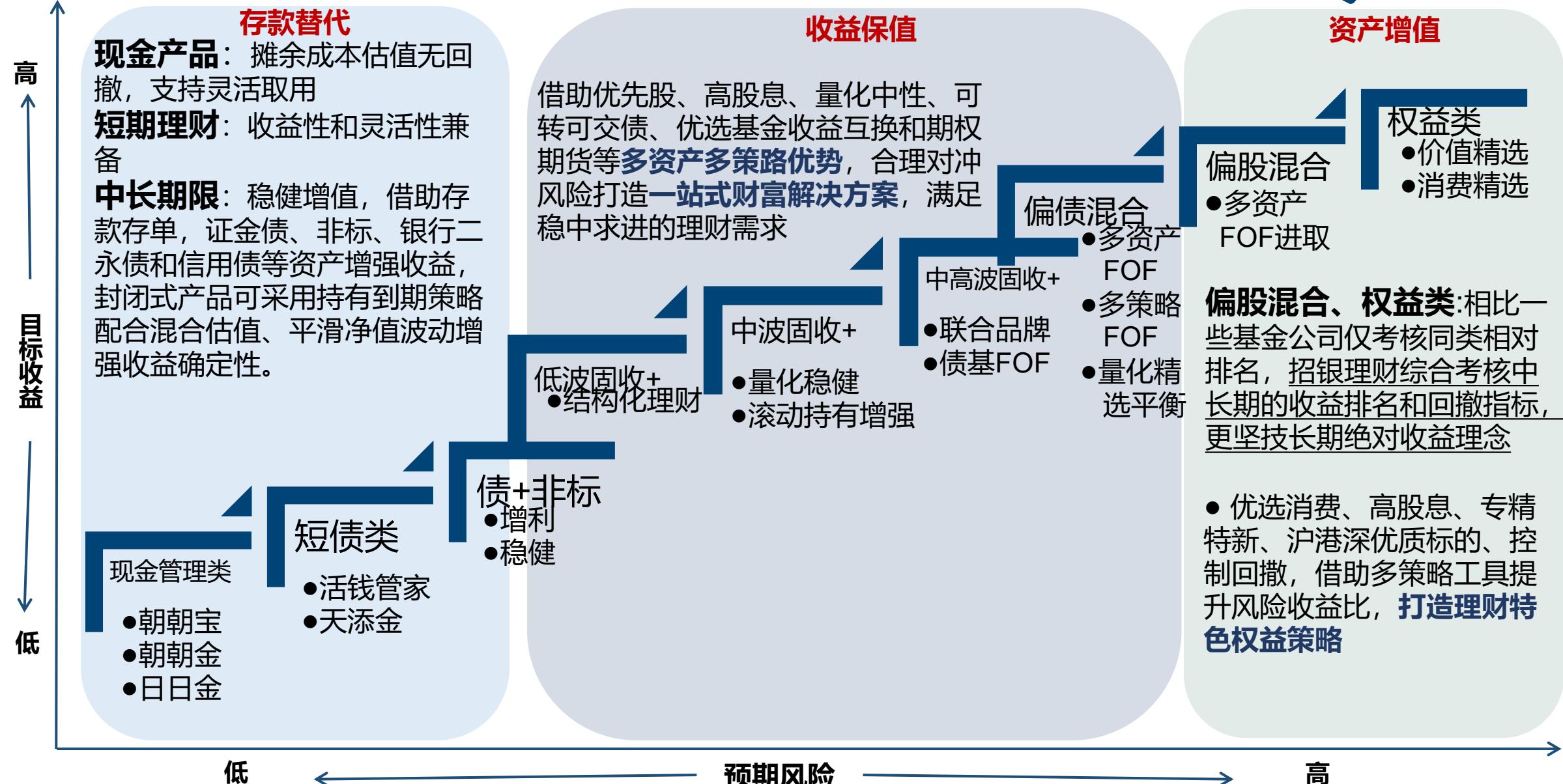
- 理财产品的历史收益率是过往投资业绩的直接体现。为了将不同产品不同时间维度的收益情况进行横向对比，通常用统一的“年化收益率”来展示历史业绩。
- 年化收益率是一种“理论收益率”。以近3个月年化收益率为例，它反映的是产品在过去3个月的盈亏情况，并以“年”为单位进行折算。
- 其中，期末是最新净值日期，期初=期末-90个自然日（如遇非估值日需向前顺延至最近一个估值日）。

图：3个月年化收益率计算方式

$$\text{3个月年化收益率} = \frac{\text{（期末累计净值} - \text{期初累计净值})}{\text{期初单位净值}} / \frac{\text{（期末} - \text{期初})}{365}$$

资料来源：普益标准，国信证券经济研究所整理

银行理财产品体系逐步完整

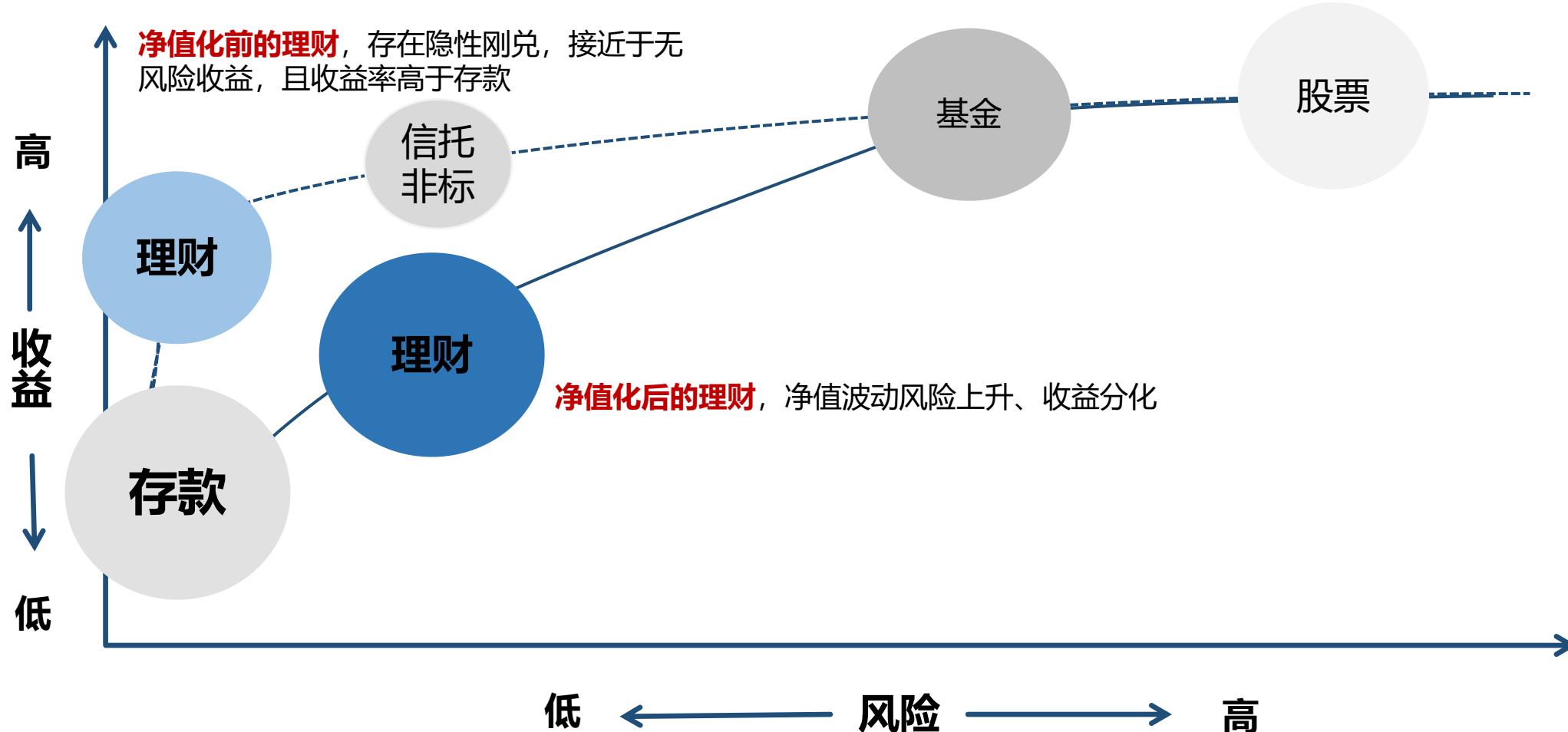


资料来源：各公司公告, 国信证券经济研究所整理

产品匹配大类资产的有效前沿



- 理财产品净值化促进资管产品收益曲线回归合理，收益与风险相匹配，促进客户端资产配置需求，特别是投顾需求。



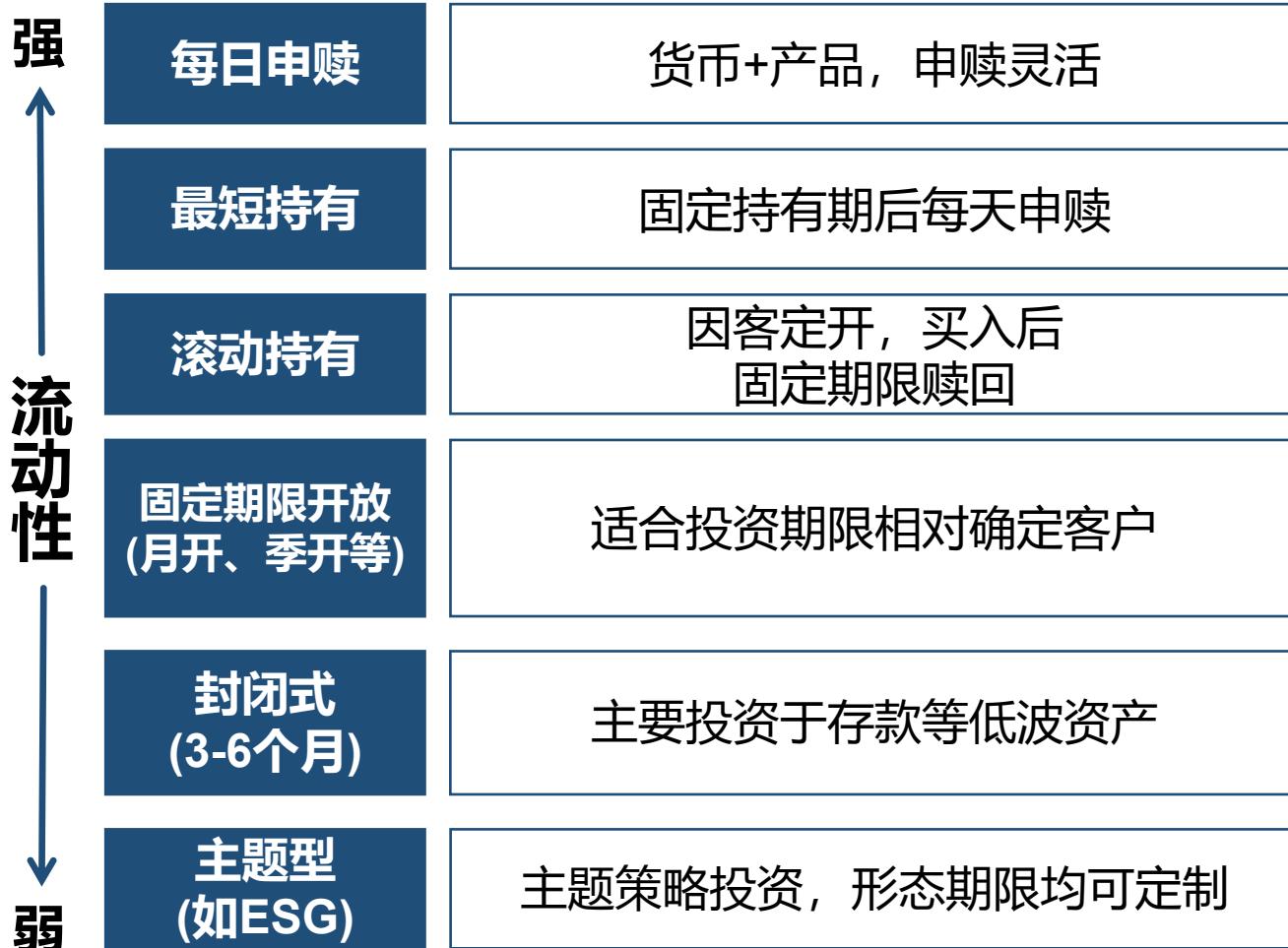
资料来源：Wind, 国信证券经济研究所整理

短久期产品靠流动性支持和协同服务



在产品申赎、场景功能建设、业绩展示、信息披露、估值清算时效等方面，持续追求更好体验

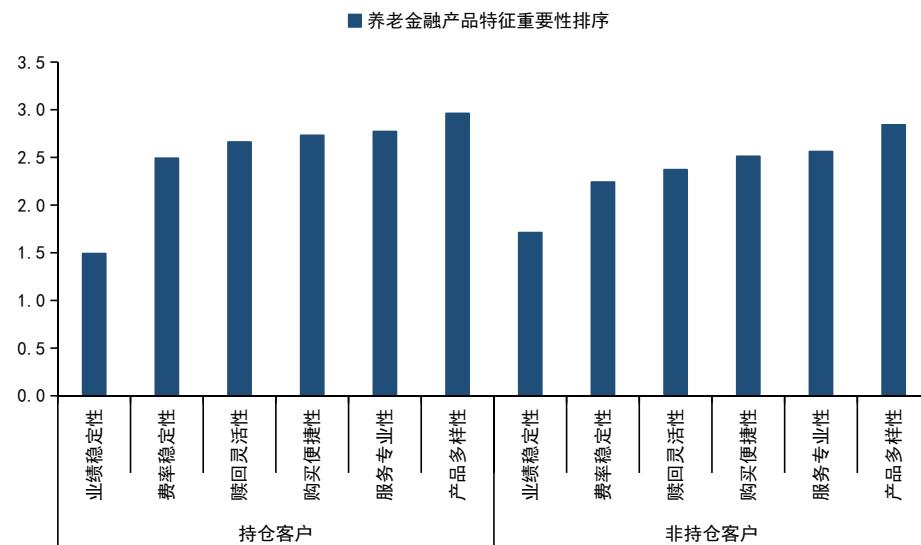
1. 智能定投
2. 完善业绩展示
3. 估值清算提速
4. 目标止盈
5. 分红选择
6. 智能定赎
7. 定期支付
8. 产品转让



- 丰富养老理财产品体系，健全产品风险管理体系。伴随个人养老金制度正式落地，养老理财将成为第三支柱个人养老金融的重要组成部分，是实现普惠型养老金融的重要发展方向。

业绩稳定性是客户认为最重要的特征

坚守稳健产品定位，主打中低风险产品



注：数字越小，排名越靠前，特征越重要

资料来源：Wind, 国信证券经济研究所整理

个人养老金理财

个人养老金投资基金

商业养老保险

养老储蓄存款

主打中低风险，固收为主，
稳健投资品

主打高权益产品高弹性产品

主打保本属性，
附加保障和终身给付

高确定性，低利率

[01] 进取的理财：资管新规后探索图变

[02] 妥协的理财：赎回潮后产品求调整

[03] 转型的理财：新环境下变革再出发

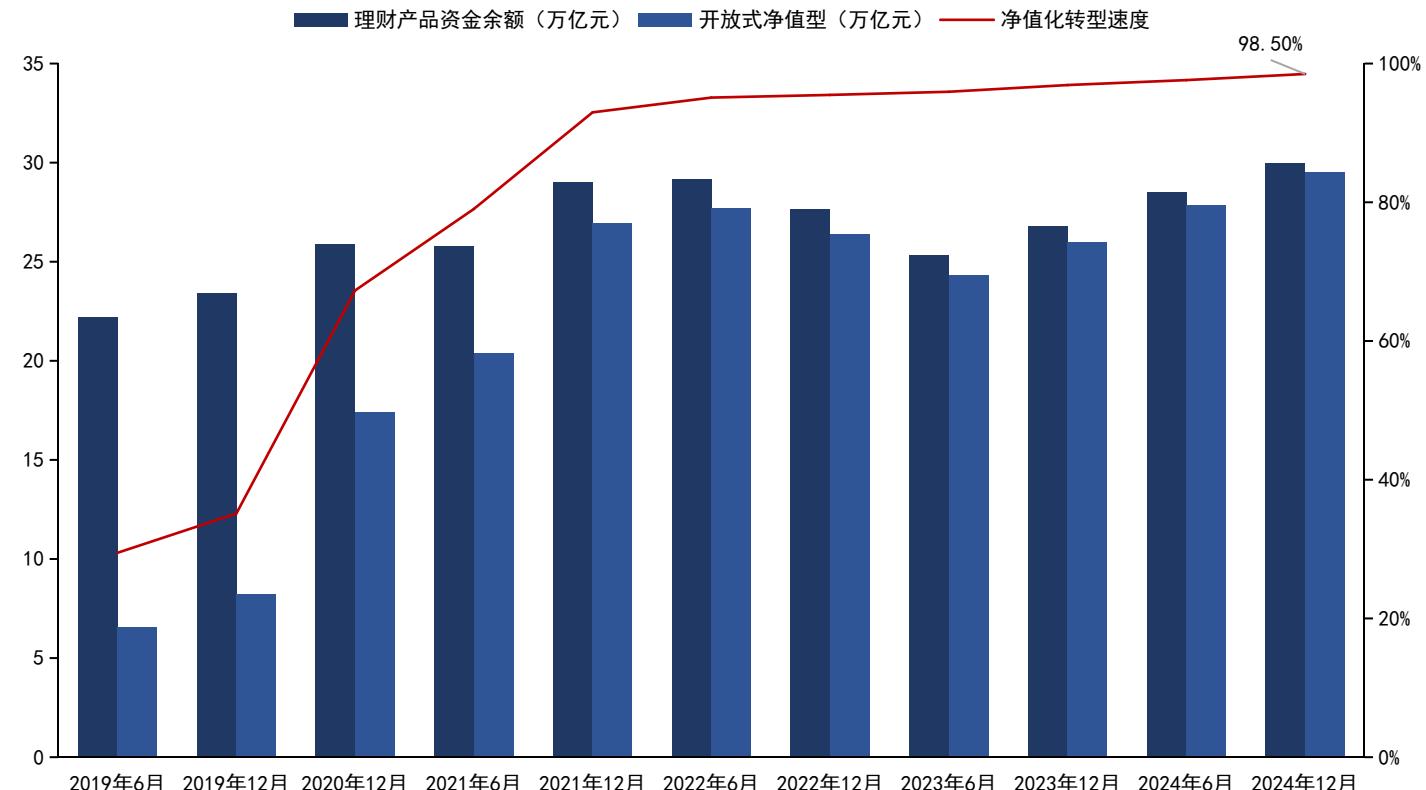
[04] 附录：2024年以来银行理财创新模式梳理

理财迈入净值化时代，公允价值计量名义上占比显著提升



- 净值化转型速度逐年提升。截至2024年12月末，银行理财产品资金余额为29.95万亿元，其中开放式净值型理财产品为29.50万亿元，全行业净值化产品占比从2019年6月末的29.47%提升至2024年12月末的98.50%。

图：银行理财产品净值化转型进度



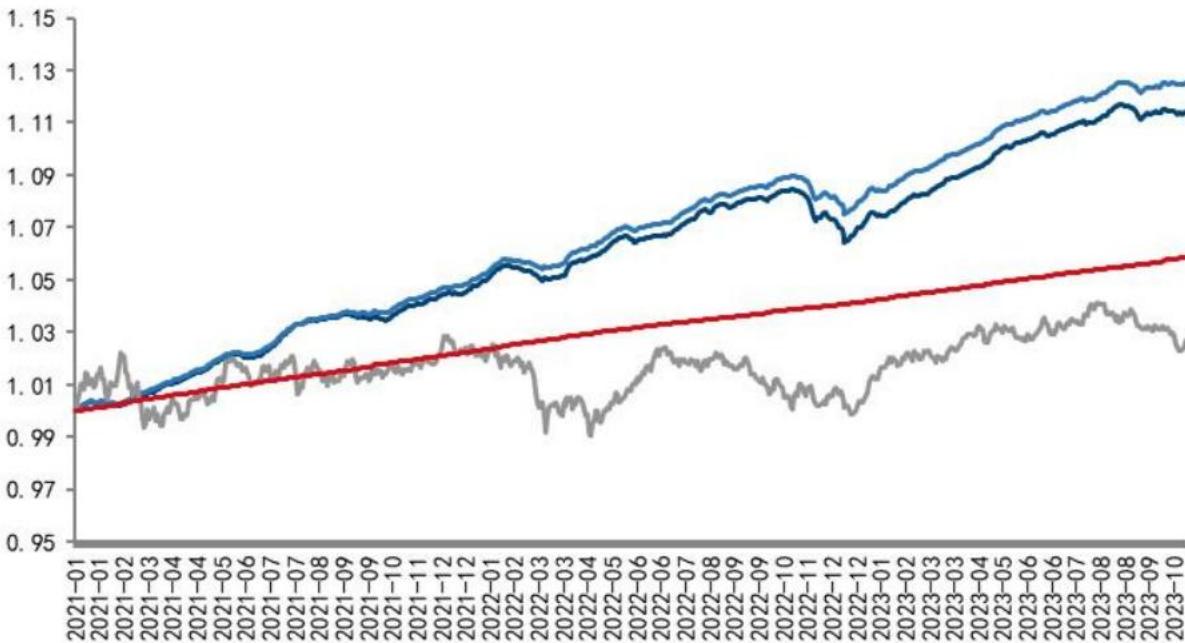
资料来源：iFinD，国信证券经济研究所整理

2022年债市调整导致纯债型理财产品负反馈



图：2021年以来各类理财产品收益拟合情况

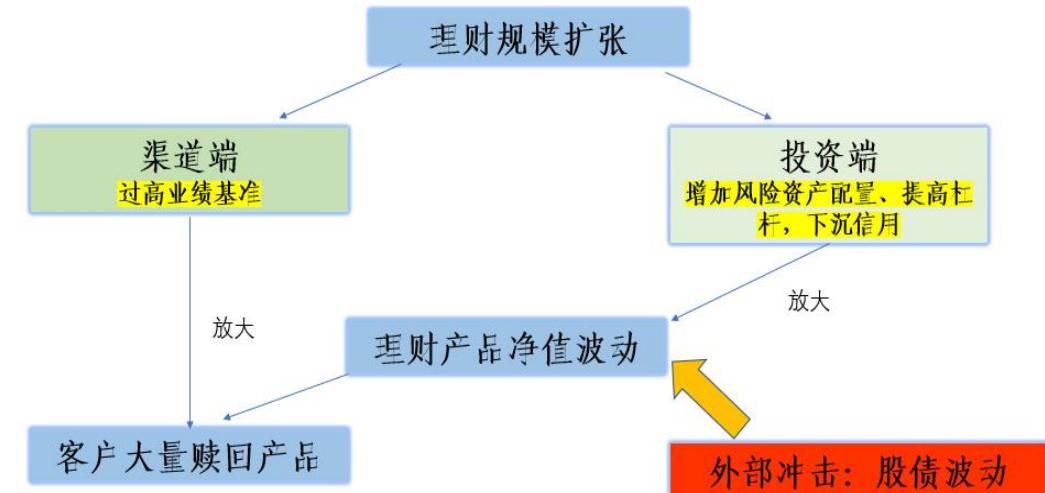
—— 纯债 —— 债+非标 —— 债+权益 —— 现金管理类



资料来源:Wind, 国信证券经济研究所整理

注：以2021年1月1日为基准日，采用货币基金指数、信用债指数、沪深300指数等组合拟合现金管理类、纯债类、“纯债+非标”、“固收+”理财产品收益情况。四类产品拟合方法：(1) 纯债：100%高等级信用债，按照信用债AAA指数；(2) 债+非标：80%债券+20%非标资产，债券部分按照信用债AAA指数，非标资产按照收益为6%的摊余成本法资产；(3) 债+权益：80%债券+20%权益，债券部分按照信用债AAA指数，权益部分按照沪深300指数；(4) 现金管理类：按照货币基金指数。

图：2022年底银行理财遇到负反馈



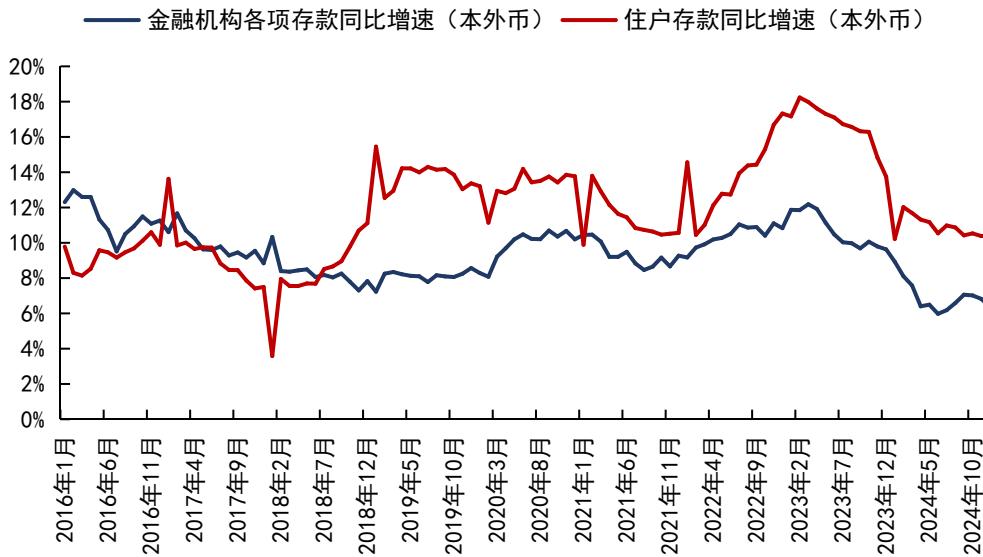
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

赎回潮之后：2022年以来居民财富回归存款



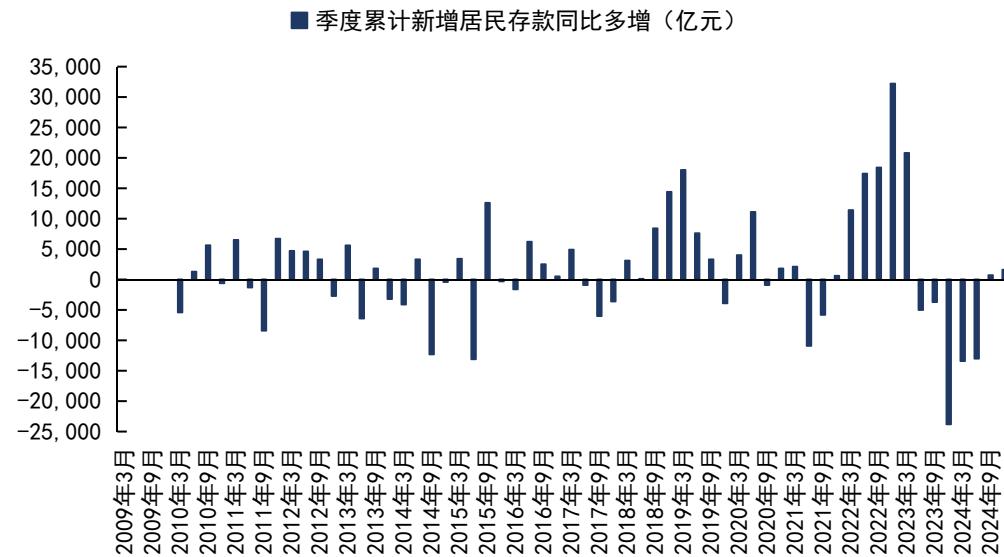
- 2022年以来，居民存款（本外币）持续增长，增速相对保持平稳。2025年1月，居民存款较2024年末增加5.56万亿元，存款总量同比上升12.40%。
- 2023年一季度以来，季度累计新增居民存款同比少增，居民储蓄意愿有所下滑。

图：居民存款（万亿元）持续增长



资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

图：2009年-2024年季度累计新增居民存款同比变动



资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

居民存款呈定期化趋势



- **居民存款定期化趋势明显：**2023年初居民定期存款比重已经超过了70%，2025年比重已经达到72.28%。
- **居民存款新增量呈下降趋势：**从2024年不同省份新增居民存款绝对规模和占比变动来看，东部沿海地区下降趋势显著，如浙江、河北、江苏、上海和广东。

图：住户存款定期化趋势明显



资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

图：2023–2024年各省份新增住户存款情况

省份	新增住户存款（亿元）			占金融机构新增住户存款比重		
	2023年	2024年	同比多增	2023年	2024年	同比变化
广东	13071	11641	-1430	7.84%	8.10%	0.25%
江苏	15328	13158	-2170	9.20%	9.15%	-0.04%
浙江	15398	10147	-5251	9.24%	7.06%	-2.18%
山东	12197	11206	-991	7.32%	7.79%	0.48%
上海	7528	5780	-1748	4.52%	4.02%	-0.50%
北京	7188	6555	-633	4.31%	4.56%	0.25%
河北	9680	7273	-2406	5.81%	5.06%	-0.75%
四川	8414	8380	-34	5.05%	5.83%	0.78%
湖北	6956	6123	-833	4.17%	4.26%	0.09%
安徽	6697	6291	-406	4.02%	4.38%	0.36%
湖南	5510	4849	-661	3.31%	3.37%	0.07%
陕西	4624	4388	-236	2.77%	3.05%	0.28%
福建	4349	3478	-871	2.61%	2.42%	-0.19%
山西	4145	3278	-868	2.49%	2.28%	-0.21%
江西	4509	4192	-316	2.71%	2.92%	0.21%
重庆	3360	3081	-279	2.02%	2.14%	0.13%
内蒙古	2706	2203	-503	1.62%	1.53%	-0.09%
吉林	-	-	-	-	-	-
广西	2573	2475	-98	1.54%	1.72%	0.18%
云南	2534	2271	-264	1.52%	1.58%	0.06%
贵州	2011	1788	-223	1.21%	1.24%	0.04%
新疆	1873	1624	-249	1.12%	1.13%	0.01%
甘肃	1924	1768	-155	1.15%	1.23%	0.08%
海南	761	767	5	0.46%	0.53%	0.08%
宁夏	682	563	-119	0.41%	0.39%	-0.02%
青海	429	364	-65	0.26%	0.25%	0.00%
西藏	164	142	-22	0.10%	0.10%	0.00%
其他省份	-	-	-	-	-	-
合计	166656	143764	-22892			

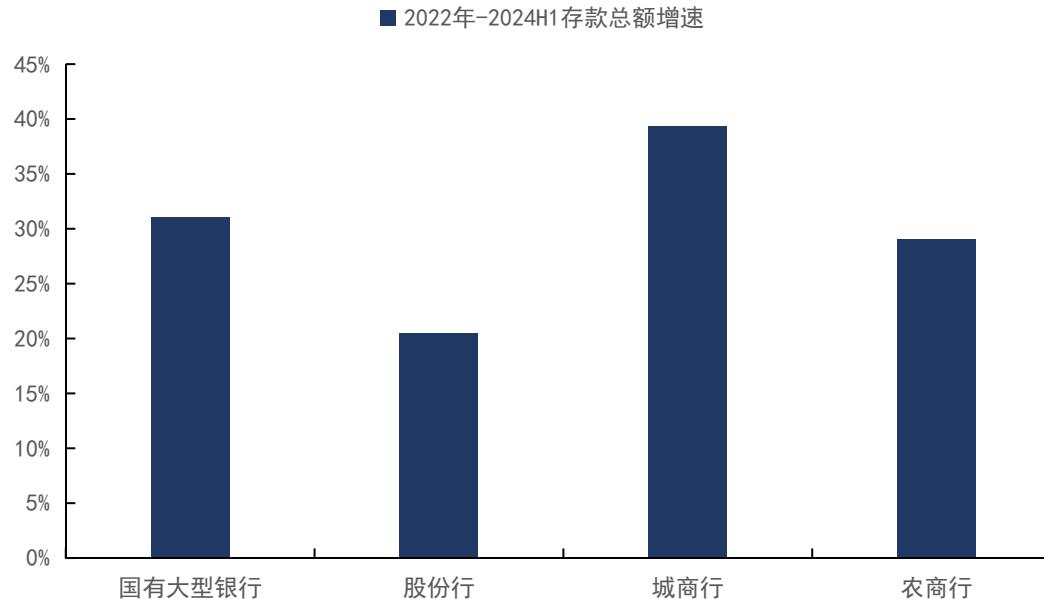
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理。注明：各省份统计口径略有差异，如江苏、广东等统计的是境内住户本外币存款，浙江、江西等统计的是住户本外币存款。

国有大行和城商行负债端冲击更加明显



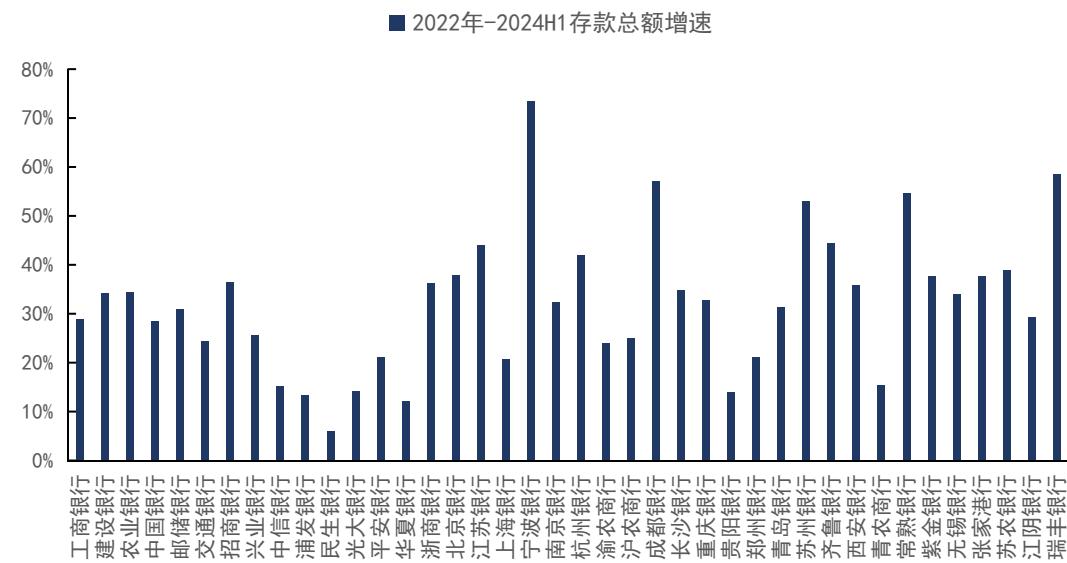
- 根据财报分析，大行和城商行存款普遍实现较好增长，股份行存款增速低于行业，而城农商行分化差异较大，这主要与各家银行区域属地、客群基础相关。

图：股份行存款增速低于大行和城农商行



资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

图：A股上市银行2022-2024H1存款增速



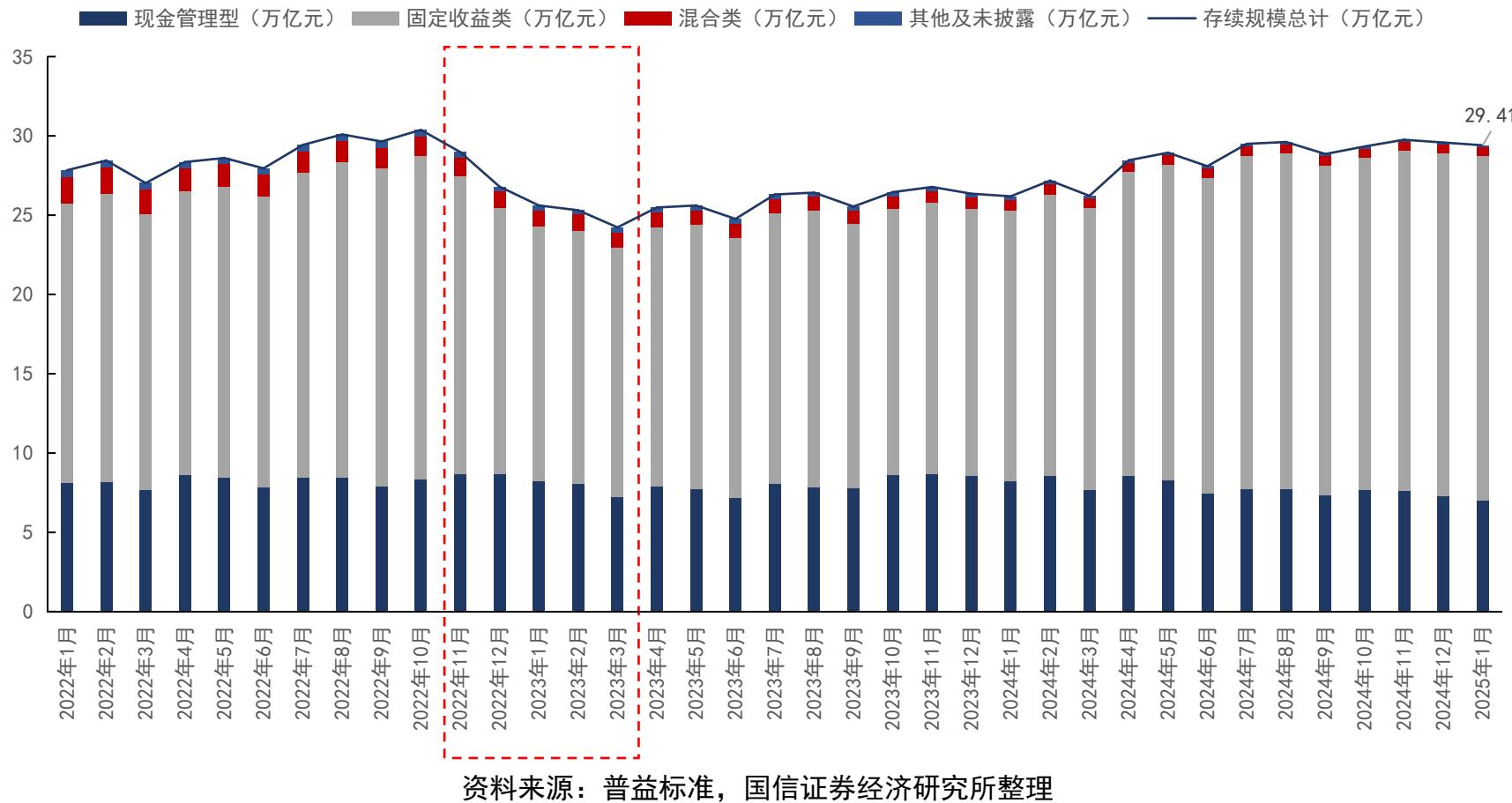
资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

银行理财规模2022年底后阶段性低点



- 自2023年4月份开始，理财行业呈现企稳复苏的态势，2025年1月理财规模恢复至29.41万亿元。

图：2022-2025年银行理财月度规模

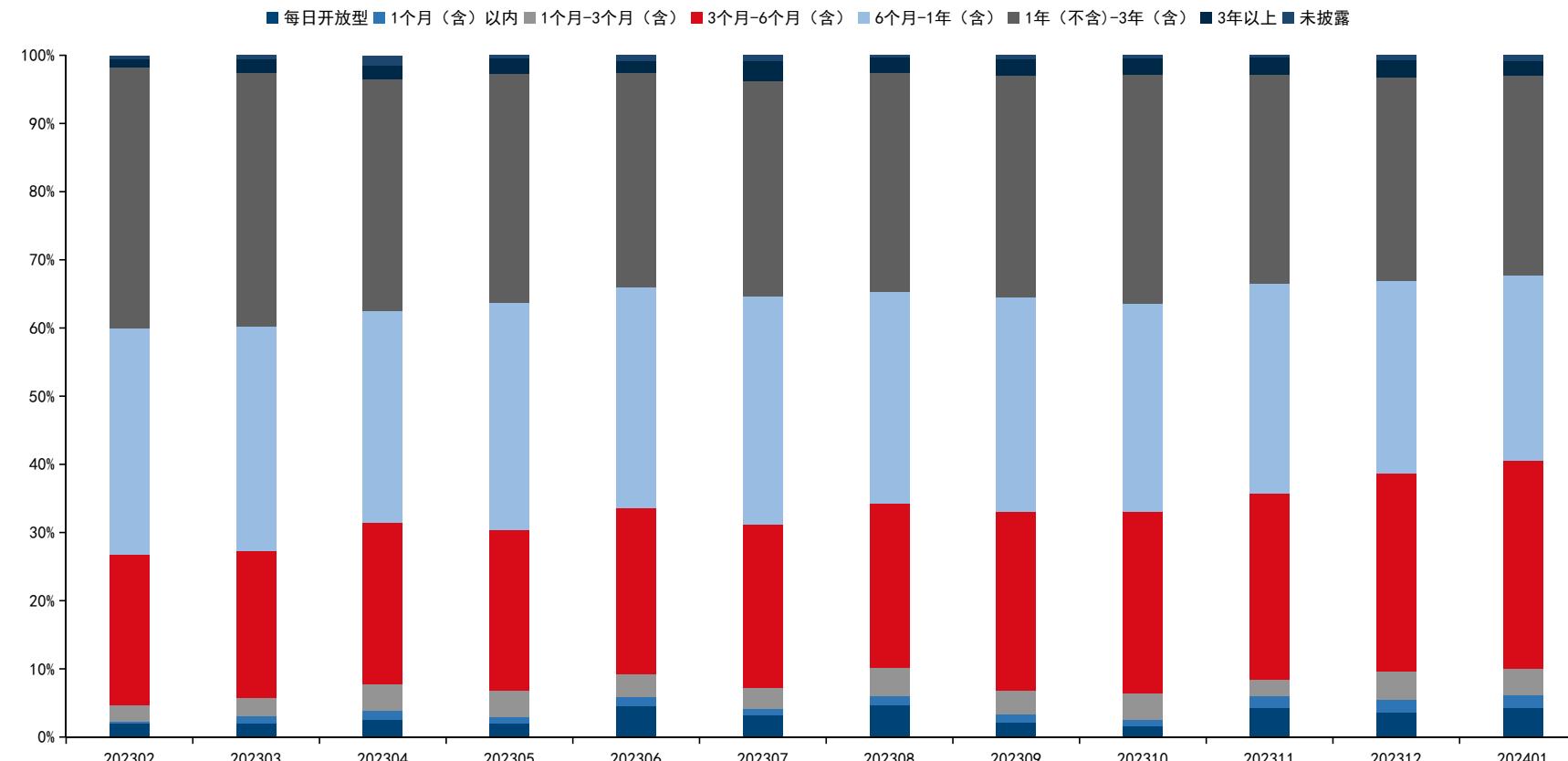


理财产品短期化趋势显著



- 2023年二季度以来，产品增量主要集中于3M以内的短期限产品；流动性风险正在提升。
- 2023年9月开始，部分渠道收紧短期限产品销售，同时部分理财机构开始有意识控制短期限产品上量。

图：银行理财产品期限结构



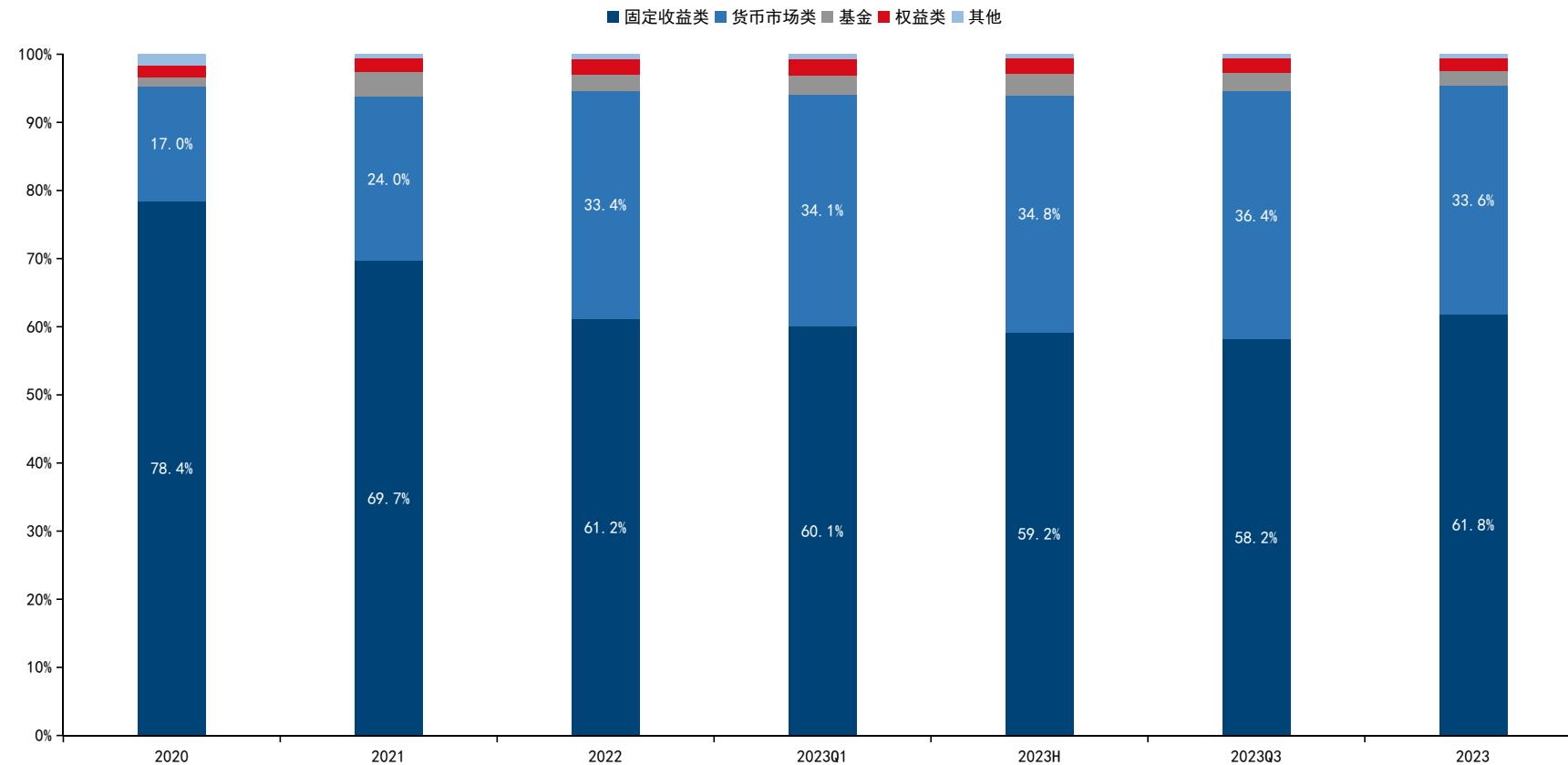
资料来源：普益标准，国信证券经济研究所整理

理财子资产配置风险偏好显著下行



- 存款和货币市场类资产配置高增。

图：银行理财产品资产配置结构（穿透后）



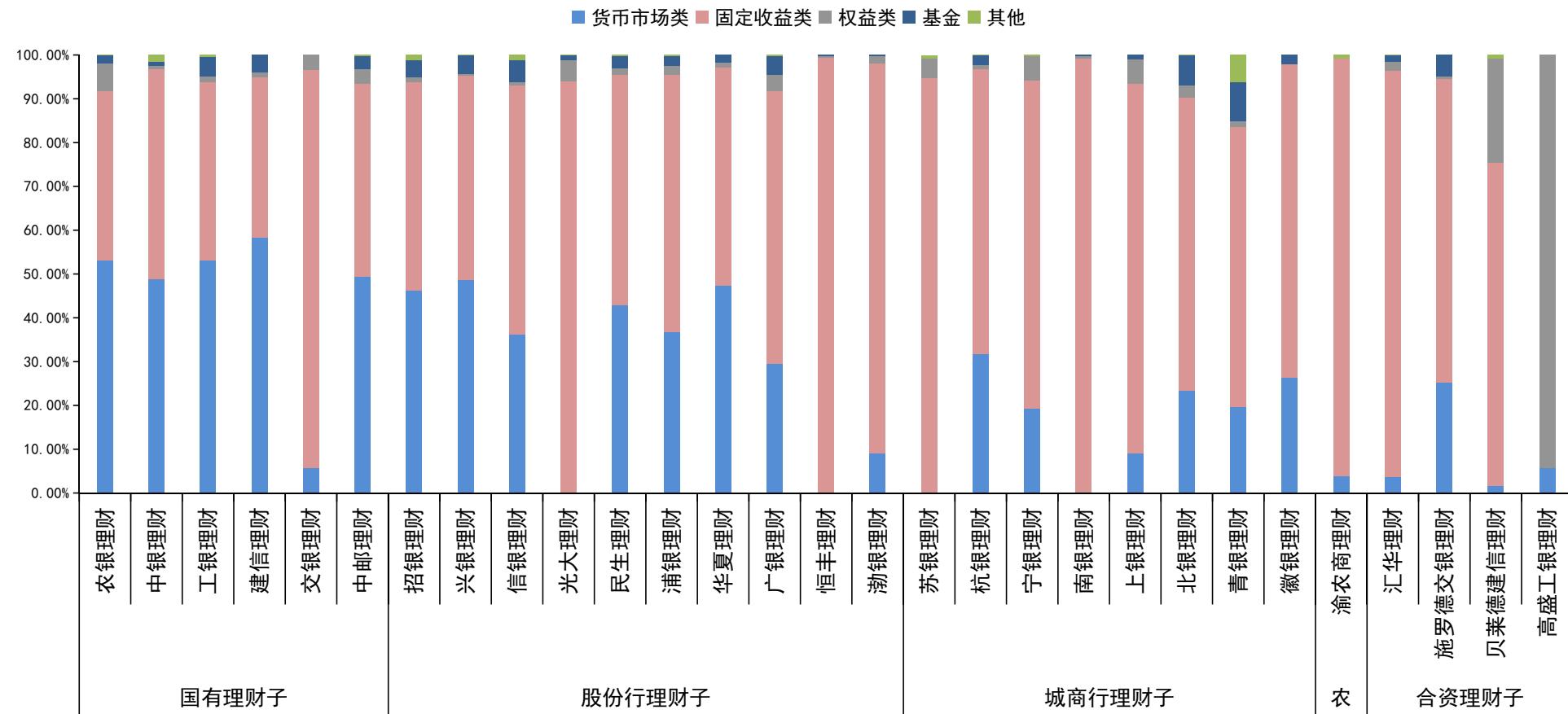
资料来源：普益标准，国信证券经济研究所整理

银行理财子公司产品结构趋于同质化



- 理财子产品以货币市场类和固定收益类为主。

图：2023年三季度理财子公司资产配置情况（穿透后）



资料来源：普益标准，国信证券经济研究所整理

注：未统计平安理财和法巴农银理财，主要系未披露资管穿透数据

股份行理财子规模增速高于国有大行



➤ 2021年至2024年上半年，各理财子规模表现相对分化，总体呈规模扩大的趋势。

表：银行理财子规模统计（亿元）

机构名称	2021	2022	2023	2024H1	趋势图
招银理财	27,800.00	26,700.00	25,500.00	24,400.00	
兴银理财	17,900.00	20,900.00	22,600.00	21,500.00	
信银理财	14,032.75	15,770.77	17,284.06	19,163.68	
中银理财	17,100.00	17,600.00	16,310.63	18,019.39	
交银理财	12,246.64	10,854.38	12,314.17	14,591.17	
农银理财	18,232.11	17,757.21	15,872.97	17,276.63	
工银理财	20,218.04	17,622.88	16,074.77	17,463.04	
建信理财	21,883.30	19,110.28	14,991.21	14,998.48	
光大理财	10,677.09	11,852.41	13,123.61	14,901.68	
平安理财	8,720.66	8,868.40	10,130.60	10,451.16	
浦银理财	-	8,393.03	10,184.04	11,991.56	
华夏理财	6,100.54	5,133.97	5,919.48	7,168.22	
中邮理财	6,553.06	8,300.62	7,764.99	9,573.25	
宁银理财	3,322.00	3,967.00	4,021.00	4,049.00	
青银理财	1,678.04	2,008.15	2,081.22	2,085.20	

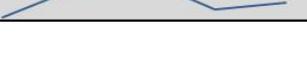
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

理财规模增大，理财收入变动呈分化趋势



- 2024年上半年，银行理财规模整体增加，这可能与严监管下加速存款出表、债市行情较好有关。
- 与此同时，2024H1部分银行理财业务收入同比大幅增长，其中渝农商行同比增速高达98.91%；但仍有部分银行的理财业务收入同比下滑，进而导致其占总营收比例有所下降。

表：银行理财业务收入占总营业收入比重及变化趋势

理财业务收入/总营业收入占比	2020	2021	2022	2023	2024H1	2024H1理财业务收入同比增速	2024H1理财业务占比变化	占比变化图
招商银行	2.4%	3.3%	3.6%	3.4%	3.4%	-2.61%	0.02%	
兴业银行	1.0%	1.8%	2.0%	1.8%	1.8%	19.52%	0.26%	
工商银行	5.1%	4.8%	4.4%	4.1%	3.8%	-23.02%	-0.84%	
建设银行	2.1%	2.3%	2.0%	1.4%	1.2%	-23.15%	-0.30%	
邮储银行	1.5%	1.6%	2.3%	0.8%	1.0%	21.44%	0.19%	
交通银行	4.0%	4.4%	3.7%	3.0%	3.1%	0.81%	0.13%	
光大银行	1.8%	2.6%	3.1%	2.8%	2.8%	-2.55%	0.18%	
渝农商行	6.9%	5.3%	1.6%	0.8%	1.2%	98.91%	0.62%	
浙商银行	0.6%	1.0%	1.1%	0.7%	0.8%	24.88%	0.12%	

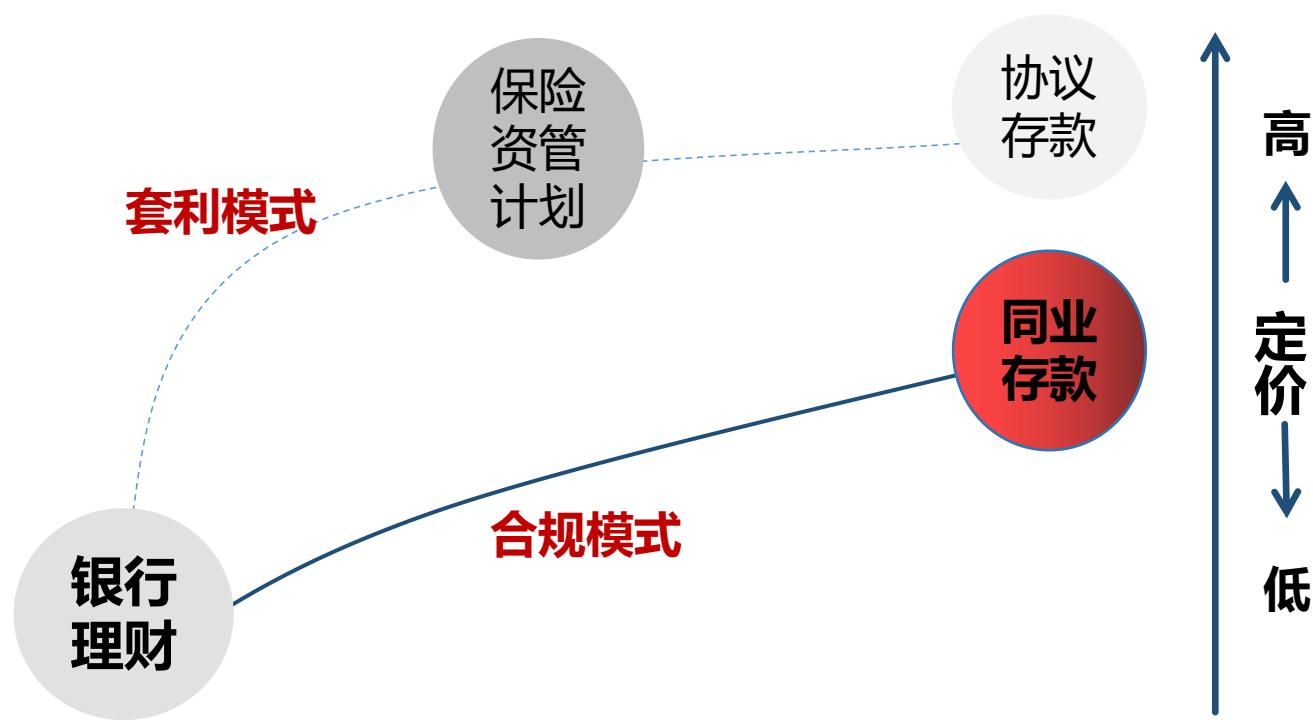
资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

套利后续难持续：浮盈释放争取时间



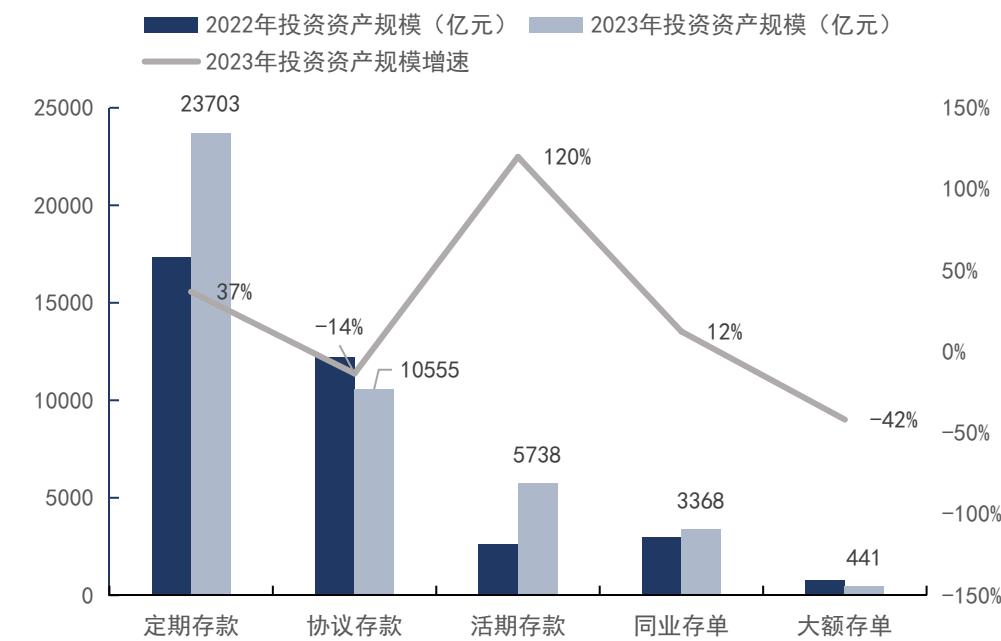
- 银行理财资金通过投资保险资管计划进而投资协议存款的套利模式，被认为在资金分类上不够恰当，部分区域监管部门要求将这部分资金重新归类为“同业存款”来进行计量和管理。而协议存款的定价通常高于同业存款。
- 从银行存款和存单的规模及增速来看，2023年活期存款和定期存款规模增长突出，分别增长120%、37%；大额存单和协议存款规模显著减少，分别下降42%和14%。

图： 协议存款套利模式分析



资料来源：保险资管业协会，国信证券经济研究所整理

图： 2022-2023年保险资管机构投资存款规模增长显著



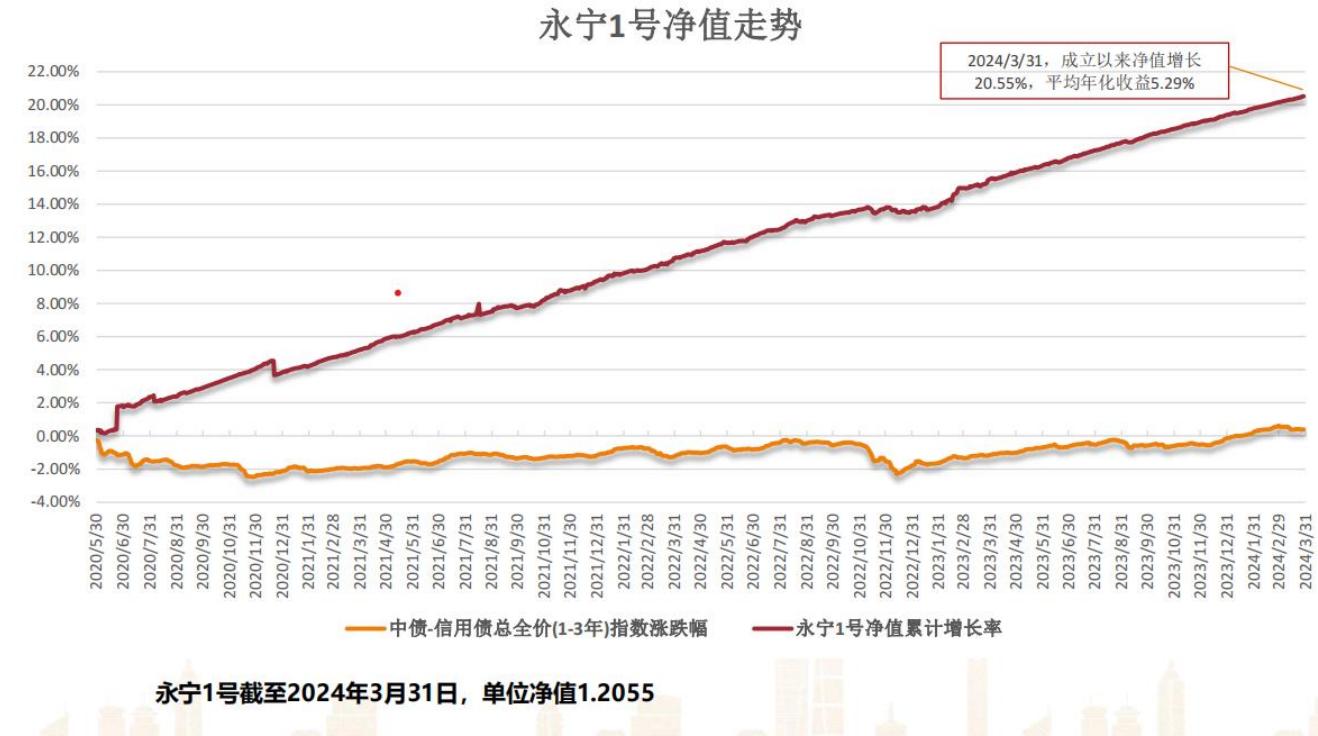
资料来源：保险资管业协会，国信证券经济研究所整理

银行理财发展资金池产品本质是负债端客户负债端基础不匹配



- 客户心中的理财：存款产品的替代品，故客户接受不了产品净值波动；
- 2023年后的探索：信托平滑基金（规模峰值约2-3万亿元）、收盘价估值方法（规模峰值约1-1.5万亿元）。

图：使用平滑基金后的信托收益曲线表现



- 根据资管新规要求，金融机构对资管产品应当实行净值化管理，净值生成应当符合公允价值原则，及时反映基础资产的收益和风险。
- 但是公允价值计量并非直接使用市价估值，根据财政部的《公允价值计量》会计准则，公允价值估值技术可以采用市场法、收益法和成本法三类。

图：公允价值估值技术的官方定义

规则	细则	定义
	市场法	利用相同或类似的资产、负债或资产和负债组合的价格，以及其他相关市场交易信息进行估值的技术
估值技术	收益法	是将未来金额转换成单一现值的估值技术
	成本法	是反映当前要求重置相关资产服务能力所需金额（通常指现行重置资本）的估值技术
	第一层次	第一层次输入值是在计量日能够取得的相同资产或负债在活跃市场上未经调整的报价。活跃市场，是指相关资产或负债的交易量和交易频率足以持续提供定价信息的市场
公允价值层次	第二层次	第二层次输入值是除第一层次输入值外相关资产或负债直接或间接可观察的输入值
	第三层次	第三层次输入值是相关资产或负债的不可观察输入值

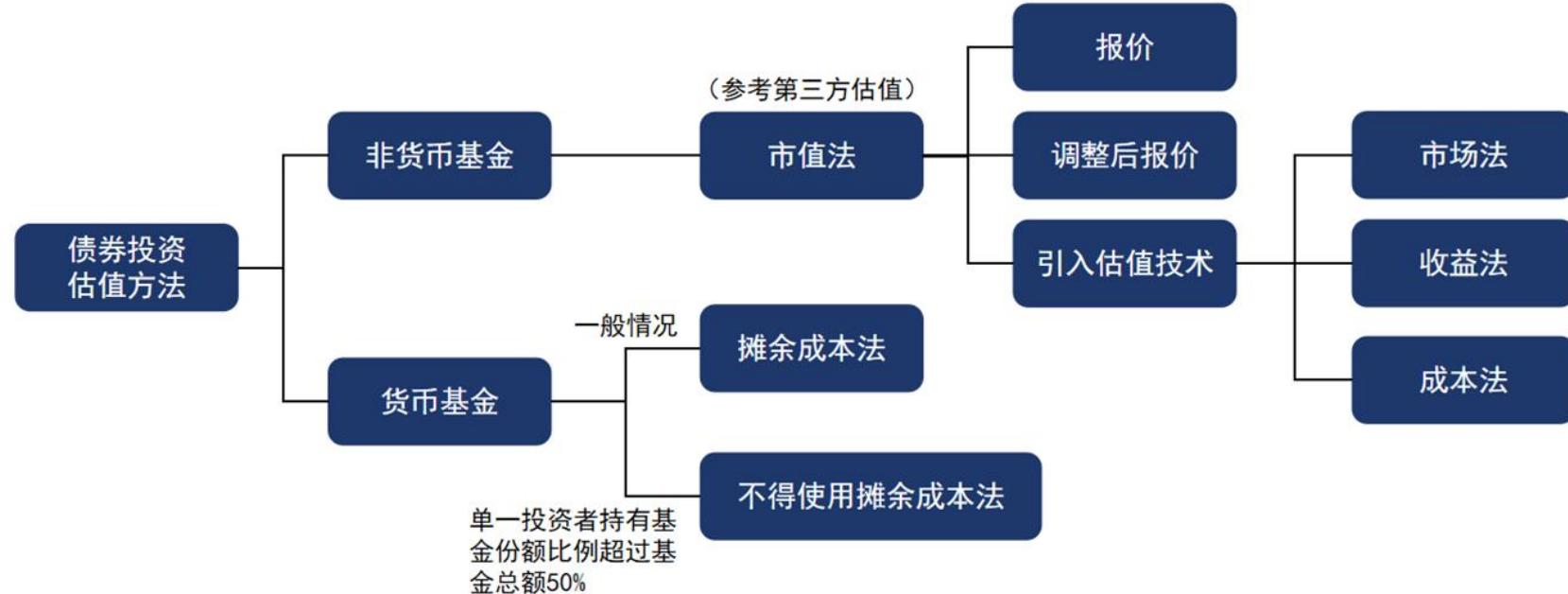
资料来源：《企业会计准则第39号——公允价值计量》，国信证券经济研究所整理

资管新规定义下公允价值：估值模式使用要求



在公允价值计量和披露要求较高的公募基金行业，公允价值计量也并不只是采用市价法估值。根据投资品种市场活跃的不同，证监会允许公募基金对公允价值分别使用估值日市价、最近交易日市价、调整后的交易市价或估值技术来确定。以债券资产估值为例，对于非货币基金而言，债券资产公允价值以市值法估值，根据交易市场活跃度可以采用市场报价、调整后报价和估值技术进行核算；对于货币基金而言，一般按照摊余成本估值，但是对于单一投资者持有基金份额比例超过基金总份额50%的，不得以摊余成本法计量。

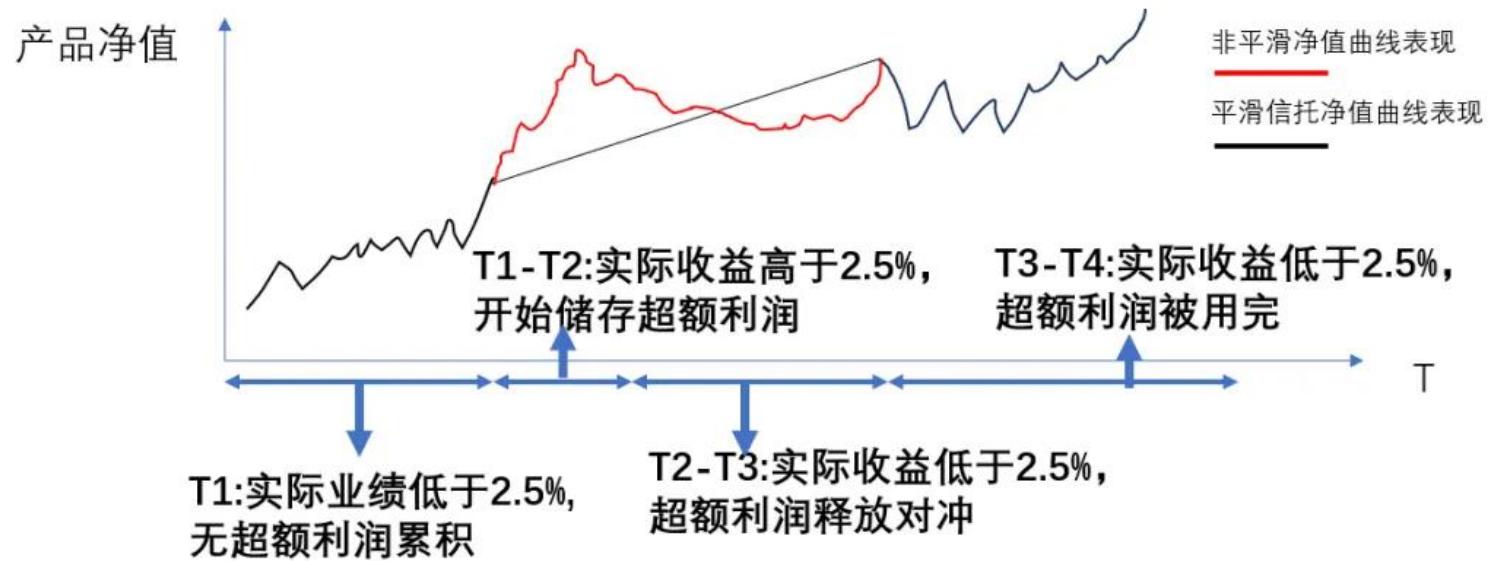
图：公募基金债券资产公允价值估值方法



资料来源：《企业会计准则第39号——公允价值计量》，《证券投资基金会计核算业务指引》，中基协，国信证券经济研究所整理

➤ 借助信托实现收益平滑此前得到广泛运用，但是目前已受限制。信托设有“浮动管理费”和“风险准备金”等机制，可以通过调节收益实现净值平滑的目的。当底层债券资产收益超过信托约定的业绩基准时，信托可按照一定比例计提超额报酬。当资产价格出现波动时，信托又可将积累的超额报酬释放，从而达到以丰补歉的效果。除此之外，信托直接持债也具备一定估值优势，比如信托可以使用“收盘价法”对私募债进行估值，从而实现低波稳健的目的。

图：银行理财借助信托实现净值平滑



资料来源：Wind, 国信证券经济研究所整理

银行理财自建估值阶段性平滑效果明显



➤ 2023年以来，监管持续要求估值第一责任人应当定期评估第三方估值结构的估值质量，并对估值进行检验，防范可能出现的估值偏差。由于银行永续债、二级资本债市场交易活跃度低，难以直接使用市场报价进行估值，使用估值技术成为可行路径之一。加上2023年以来银行理财子平滑净值的举措接连受限，借助估值技术实现“自建估值模型”的诉求持续提升。主要的估值技术为现金流折现法（DCF模型）。2024年12月，自建估值方法被监管叫停。

图：普华永道债券估值方法（银行理财自建估值）示例



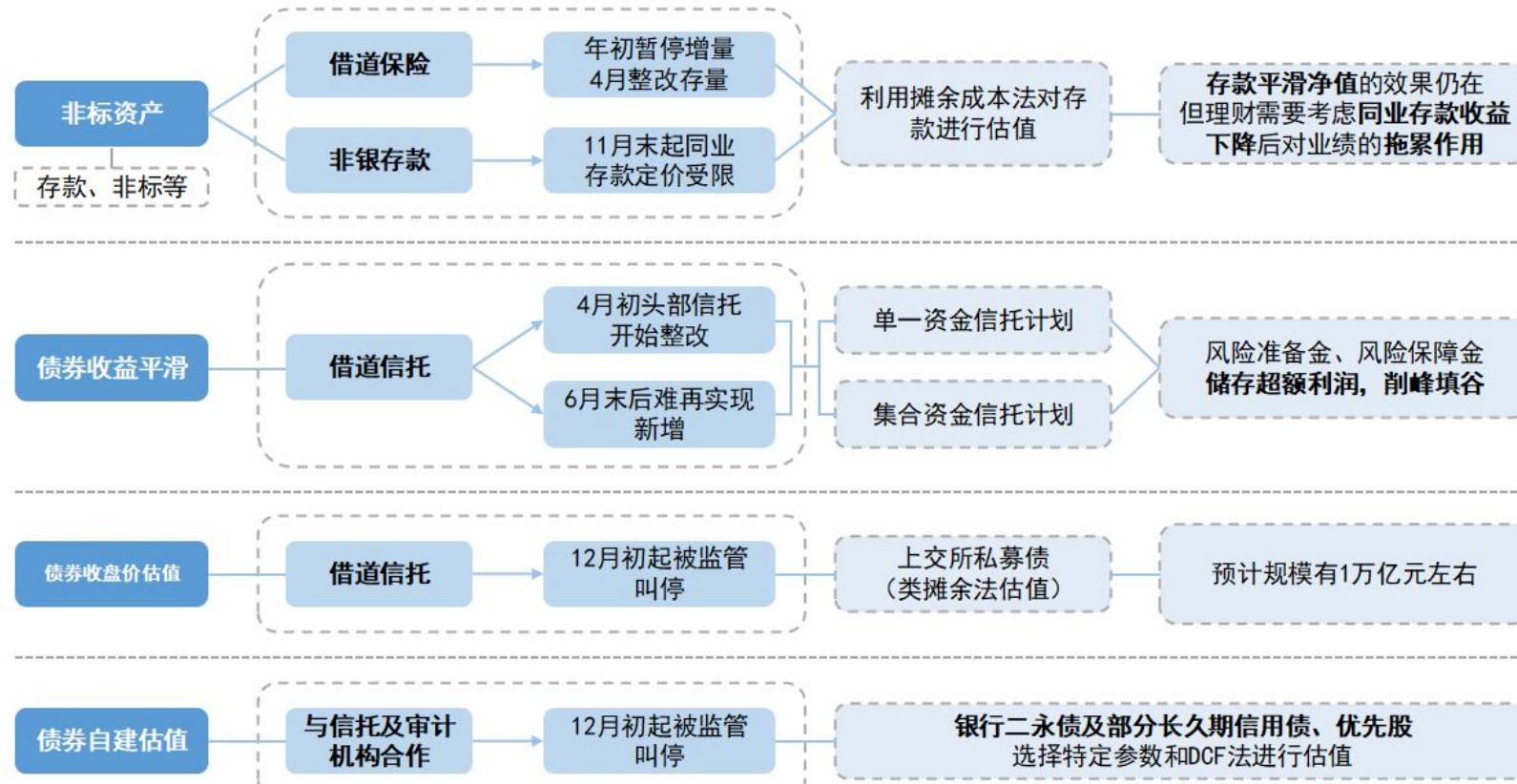
资料来源：普华永道，国信证券经济研究所整理

一季度理财释放超额储备，净值扛住波动，后续将面临压力



➤ 2023年以来，银行理财采用的借道非标、收盘价估值、信托平滑、自建估值模型等工具陆续被限制或叫停。

图：2023年以来银行理财平滑净值的探索



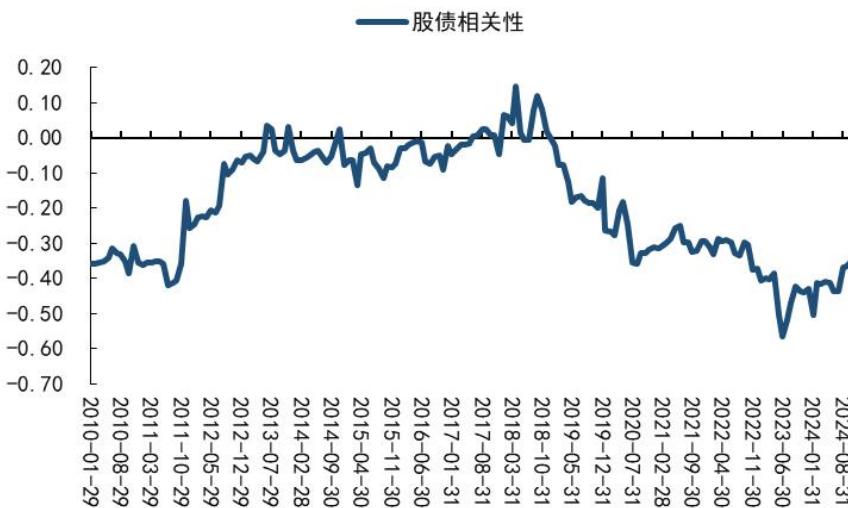
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

降波动策略拓展：多资产配置平衡好风险与收益



- 2019年及以后，因为我国股债相关性稳定在-0.40左右，股债平衡配置可以达到降低收益波动率、控制回撤和改善组合收益特征的目的。
- 在股债相关性保持为负的情况下，基于我国实情的股债投资组合，可以通过降低股票组合波动率或提高债券组合波动率的方式，改善组合的风险收益特征。

图：我国股债相关性已经转付负



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理
注：以沪深300指数和中债新综合财富（总值）指数分别代表股债表现

图：不同配置比例下我国股债组合风险收益情况

	股债比例 20%/80%	股债比例 30%/70%	股债比例 40%/60%	纯股组合
年化收益	4.1%	4.0%	3.0%	2.6%
年化波动率	3.3%	5.2%	7.0%	18.2%
夏普比率	0.6	0.4	0.3	0.03
最大回撤	-3.3%	-6.9%	-11.2%	-35.9%

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理
注：以沪深300指数和中债新综合财富（总值）指数分别代表股债表现

- 各种理财净值平滑净值的方法优劣势比较：一是平滑基金计提，优点在于平滑收益源自浮盈阶段的计提，未涉及负偏离问题。缺点是违背净值化转型精神。二是三方估值报价，优点在于起到了类似摊余成本法的效果，缺点是存在负偏离问题，特别是弱资质信用债。三是自建估值模型，优点在于平滑收益效果较好，模型科学且易受监管认可，缺点在于存在负偏离问题，且模型存在公信力不足的问题。四是多资产对冲，优点在于最符合资管新规要求，缺点在于效果不确定且成本较高，对理财子的投研能力要求也较高。

图：银行理财净值平滑的估值方法探索

方法	技术	产品适用	优点	缺点	实践情况
平滑基金计提	信托约定债券收益基准，浮盈计入，浮亏释放起到以丰补欠效果	固收类产品、包括实施赎回、最短持有期产品等，基本采取“银行理财—信托—底层资产”的交易结构	平滑收益，因为先在浮盈阶段计提收益，不会涉及负偏离问题	违反了净值化转型精神	24年6月后新老划断，不准新增，存量有序释放收益
第三方报价	定向投资上交所私募债等不活跃券种，信托按照摊余成本法报价		起到了摊余成本法的效果	会有负偏离问题，尤其是弱资质信用债	24年12月被叫停
自建估值模型	信托按照DCF法设定参数估值，按照自建估值而不是中债第三方估值报价		平滑收益，满足客户需求，模型搭建有一定科学性，容易被监管认可	会有负偏离问题，模型公信力问题	24年12月被叫停
多资产对冲	通过引入权益、国债期货等工具，通过分散、对冲等方式减少波动	多资产产品为主，理财直投为主	最符合资管新规要求，体现主动管理能力	效果不确定，成本较高，对理财子配置、择时等有较高要求	已有所尝试，但效果方法较大，头部理财子通过拉长负债久期起到了对冲风险、获取收益的效果

资料来源：中基协，普华永道，Wind，国信证券经济研究所整理

[01] 进取的理财：资管新规后探索图变

[02] 妥协的理财：赎回潮后产品求调整

[03] 转型的理财：新环境下变革再出发

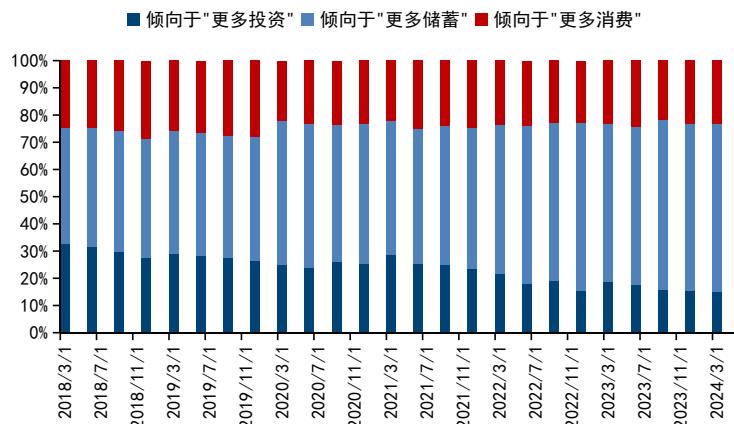
[04] 附录：2024年以来银行理财创新模式梳理

理财业务三个风口：存款大迁徙



- 居民风险偏好边际提振，但当前阶段弹性和可持续性不足。
- 具体表现为居民储蓄意愿仍处在高位，且定期化趋势明显。2025年2月，居民存款同比增速10.27%，而贷款同比增速仅为2.97%；截至2025年2月末，居民存款中定期存款占比为73.48%，为近五年来新高。

图：居民储蓄意愿仍处在高位



资料来源：iFinD，国信证券经济研究所整理

图：居民存贷款余额增速大幅背离



资料来源：iFinD，国信证券经济研究所整理

图：居民存款定期化趋势



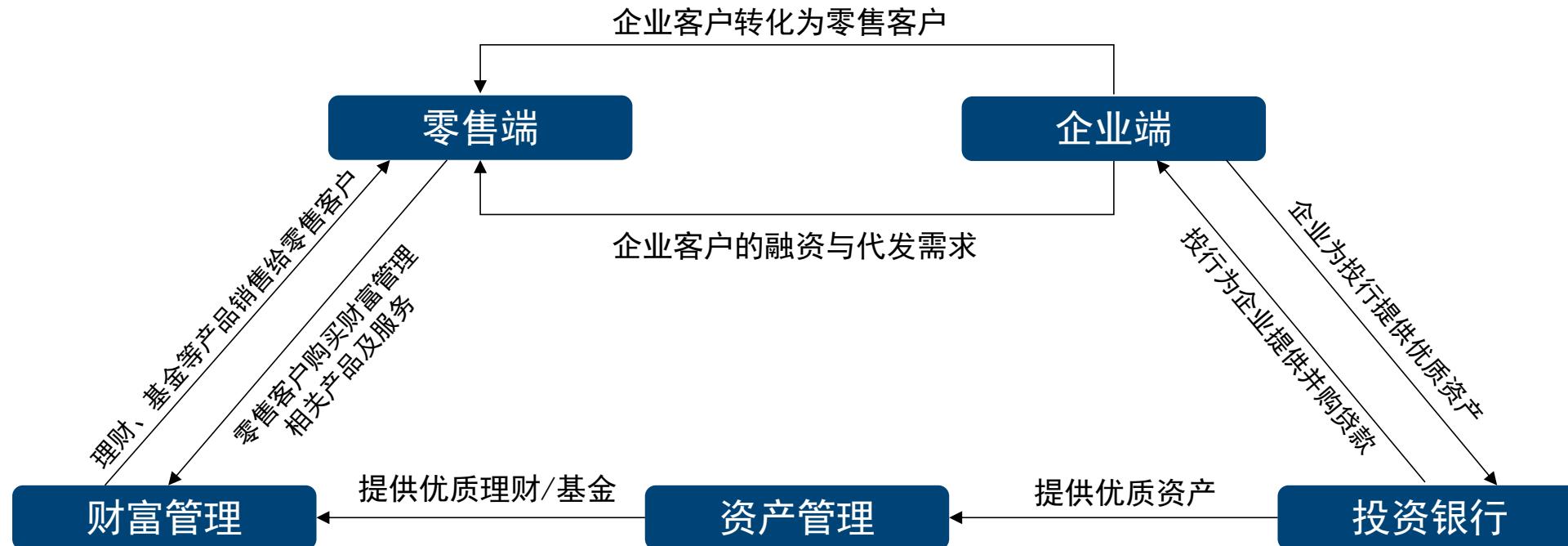
资料来源：iFinD，国信证券经济研究所整理

理财业务三个风口：FPA与AUM下综合融资理念



- FPA，即客户融资总量（Finance Product Aggregate），指一家银行为客户提供的不限于传统表内贷款的全部融资规模，是典型的综合金融概念。其与AUM互为镜像，通过建立统一指标体系，这可以指引后续商业银行内部考核，体现“一个机构/一个客户”原则。
- 目前我国代表性商业银行在联动FPA和AUM，实现综合金融扩张。比如再造一张“资产负债表”，将理财业务作为“商行+投行”战略实施的主要载体。要求理财规模增长应显著快于表内，要求在银行表外重建一张和传统表内区别的资产负债表。

图：FPA与AUM的业务联动整合模式



资料来源：iFinD，国信证券经济研究所整理

理财业务三个风口：新资本管理办法强化中收地位



表：《商业银行资本管理办法》正式稿核心内容

实施维度	具体解释
实施分三类	1、表内外资产规模高于5000亿的银行全部执行；2、100亿-5000亿的简化执行；3、100亿以内的进一步简化执行。
同业资产	将所有交易对手商业银行划分为A+级（核心一级资本充足率不低于14%）、A级、B级、C级四档，与新巴3略有差异。对A+及A级银行债权的风险权重，原始期限三个月及以内为20%，跟目前一样；三个月以上则分别为30%、40%。对B及C级银行债权的风险权重明显上升。按认定标准，大多数资产规模5000亿以上的银行为A级。
债券投资	对地方政府债券的风险权重一般债为10%，专项债为20%，降低了地方一般债的风险权重。国债及政策性银行债风险权重仍为0；商业银行普通债权的风险权重由原先25%提升至40%，对银行及券商二级资本债风险权重均调整为150%，TLAC债也是150%。二级资本债风险权重提升符合预期，增量影响可控，后续关键看理财规模增长情况。对金融机构的股权投资风险权重为250%，与目前一致，银行永续债风险权重仍将为250%。
企业金融	对企业债权的规定与新巴3有较大的差异，不与外部评级挂钩。商业银行对一般公司风险暴露的风险权重为100%，与目前一致，但对投资级公司的债权风险权重为75%。投资级标准为上市公司或有存续债券的企业且同时符合近三年无债务逾期、资产负债率不高于70%、近三年盈利。
资管产品	明确了商业银行投资资产管理产品的资本计量标准，引导银行落实穿透管理要求。参照国际标准，提出三种计量方法，分别是穿透法、授权基础法和1250%权重。如能够获取底层资产详细情况，可穿透至相应底层资产，适用相应权重，穿透后的基础资产要进行账簿划分并且在穿透法下放松对独立第三方的认定；如不满足穿透计量要求，可适用授权基础法，利用产品募集说明书等信息划分底层资产大类，适用相应权重；如前述两种方法均无法适用，则适用1250%的风险权重。
风险分层	银行账簿的资产计提信用风险资本，交易账簿的计提市场风险资本。交易账簿包括以交易目的或对冲交易账簿其它项目的风险而持有的金融工具、外汇和商品头寸及经国家金融监督管理总局认定的其他工具。以交易为目的的公募基金投资可以放入交易账簿，计提市场风险资本；不以交易为目的的基金投资放入银行账簿，计提信用风险资本。

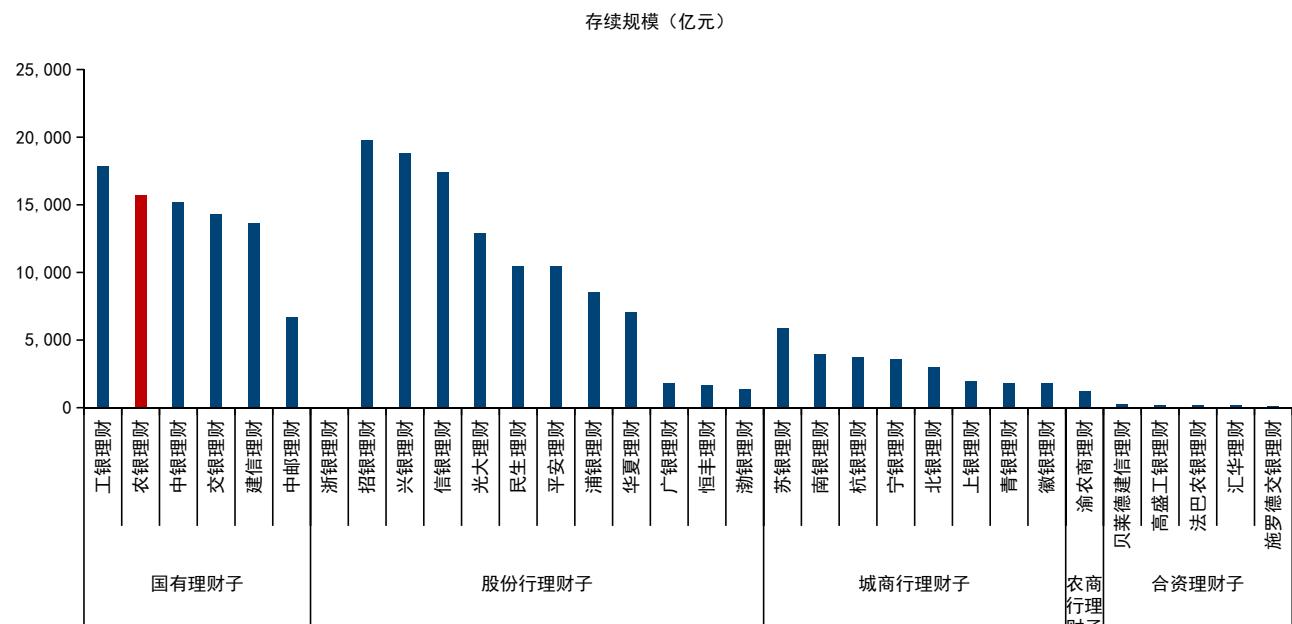
资料来源：国家金融监督管理总局，国信证券经济研究所整理

当前银行理财子经营情况



- 我国已有32家理财子公司获批成立。2022年8月1日，高盛工银理财成立；2023年7月1日，法巴农银理财成立，至此我国呈现运营状态的合资理财公司增至五家，五大国有行旗下理财子公司均与外资合作成立了合资理财公司。
- 截至2025年3月14日，理财子公司产品存续规模合计为17.02万亿元。

图：银行理财行业排名情况



资料来源：普益标准，国信证券经济研究所整理

注：数据截至2025年3月14日，下同

表：国内银行理财子公司信息概览

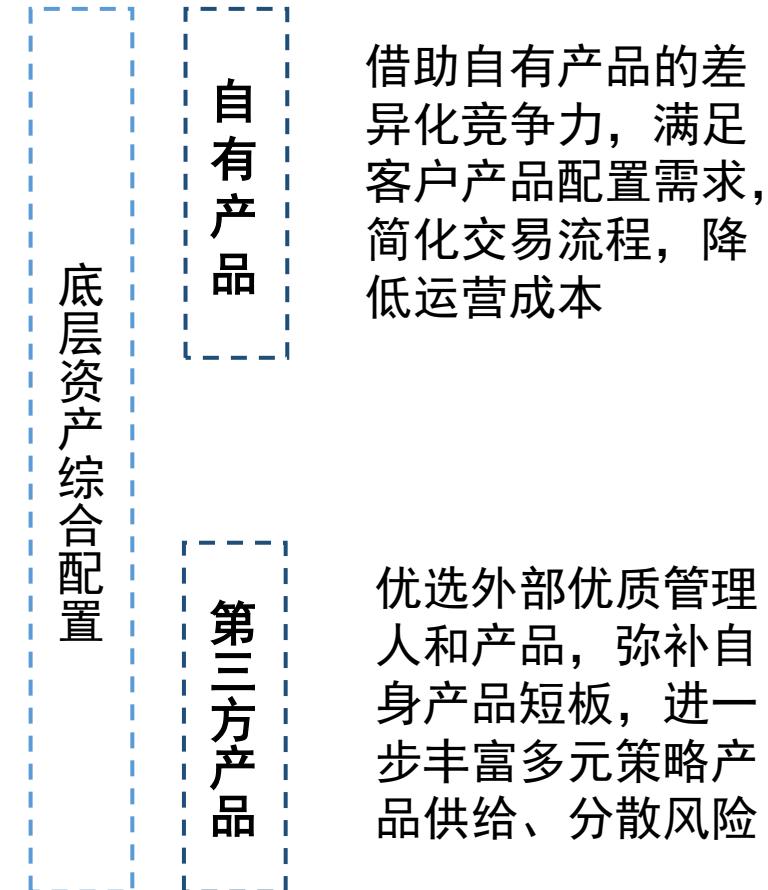
	机构名称	成立日期	注册资本（亿元）	注册地	存续规模（亿元）
国有理财子	建信理财	2019/5/24	150	深圳市	13,640
	工银理财	2019/5/28	160	北京市	17,822
	交银理财	2019/6/6	80	上海市	14,294
	中银理财	2019/7/1	100	北京市	15,230
	农银理财	2019/7/29	120	北京市	15,719
	中邮理财	2019/12/18	80	北京市	6,700
股份行理财子	光大理财	2019/9/25	50	青岛市	12,875
	招银理财	2019/11/1	56	深圳市	19,780.28
	兴银理财	2019/12/13	50	福州市	18,844.83
	信银理财	2020/7/1	50	上海市	17,379
	平安理财	2020/8/25	50	深圳市	10,477
	华夏理财	2020/9/17	30	北京市	7,046
	广银理财	2021/12/1	50	上海市	1,820
	浦银理财	2022/1/11	50	上海市	8,514
	民生理财	2022/6/24	50	北京市	10,489
	恒丰理财	2022/8/18	20	青岛市	1,632.12
	渤海理财	2022/9/6	20	天津市	1,385
	浙银理财	2025/1/27	20	杭州市	—
城商行理财子	杭银理财	2019/12/20	10	杭州市	3,743.78
	宁银理财	2019/12/24	15	宁波市	3,576
	徽银理财	2020/4/26	20	合肥市	1,822.88
	南银理财	2020/8/20	20	南京市	3,934.66
	苏银理财	2020/8/20	20	南京市	5,884
	青银理财	2020/9/16	10	青岛市	1,833
	上银理财	2022/3/15	30	上海市	1,985
	北银理财	2022/11/25	20	北京市	2,982
农商行理财子	渝农商理财	2020/6/28	20	重庆市	1,195.31
	汇华理财	2020/9/27	10	上海市	150.91
	贝莱德建信理财	2021/5/13	10	上海市	259
合资理财子	施罗德交银理财	2022/2/14	10	上海市	88
	高盛工银理财	2022/8/1	10	上海市	182
	法巴农银理财	2023/7/1	10	上海市	169.46

资料来源：WIND，普益标准，国信证券经济研究所整理

- 通过解决方案业务提供综合服务。

高盛资管综合解决方案业务

主权基金/养老金	<ul style="list-style-type: none">定制化解决方案，利用规模效应降低运营成本合作孵化创新策略（例如smart beta策略），输出知识和能力，策略成熟后作为特色化产品推出市场
金融机构	<ul style="list-style-type: none">基于客户整体投资规划和风险偏好，定制特定子策略和多资产组合投资管理中更多配置自有产品
高净值个人	<ul style="list-style-type: none">依据客户的风险收益特征提供投资组合建议或全委组合管理收入来源包括管理费和销售佣金
零售客户	<ul style="list-style-type: none">通过智能投顾提供投资建议，服务长尾客户发行设立养老目标基金满足客户养老理财需求



资料来源：iFinD，国信证券经济研究所整理

01

如果想要规模增长10亿，
增收1000万，我们做什么？

基于既有品种新交易策略

- 期权波动率交易
- 基金折价套利
- 大宗交易套利
- 高频交易策略
- 事件驱动策略
- 130/30多空基金
- 危机债策略
- IRS交易策略

02

如果是增规模100亿，增
收5000万？

基于新品种或新市场

- 商业票据
- 可转债/可交债
- 科创板
- ABS、REITs
- 海外债券
- 多市场宏观对冲
- CTA FOF

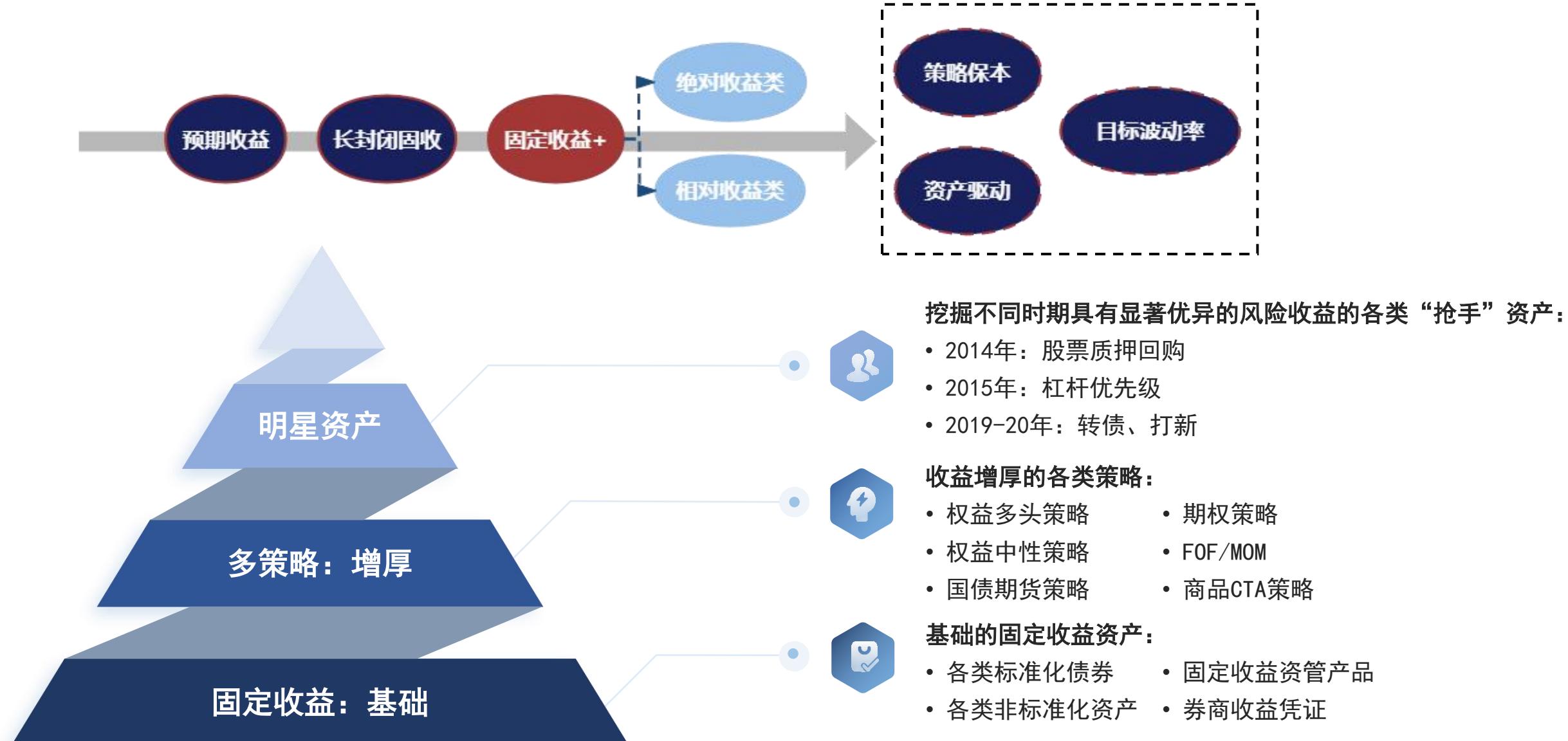
03

如果是增规模1000亿，稳
定的增收2亿呢？

基于新牌照或新模式

- 大养老：职业年金、公募
养老基金
- 被动投资：ETF、smart
beta
- 解决方案服务
- 财富管理：FOF与财富定制
账户

净值化转型的2.0阶段：固定收益+



资料来源：iFinD，国信证券经济研究所整理

- 如果没有“资金池”，如何实现稳定类策略和产品的开发供给？

从产品设计角度降低净值波动

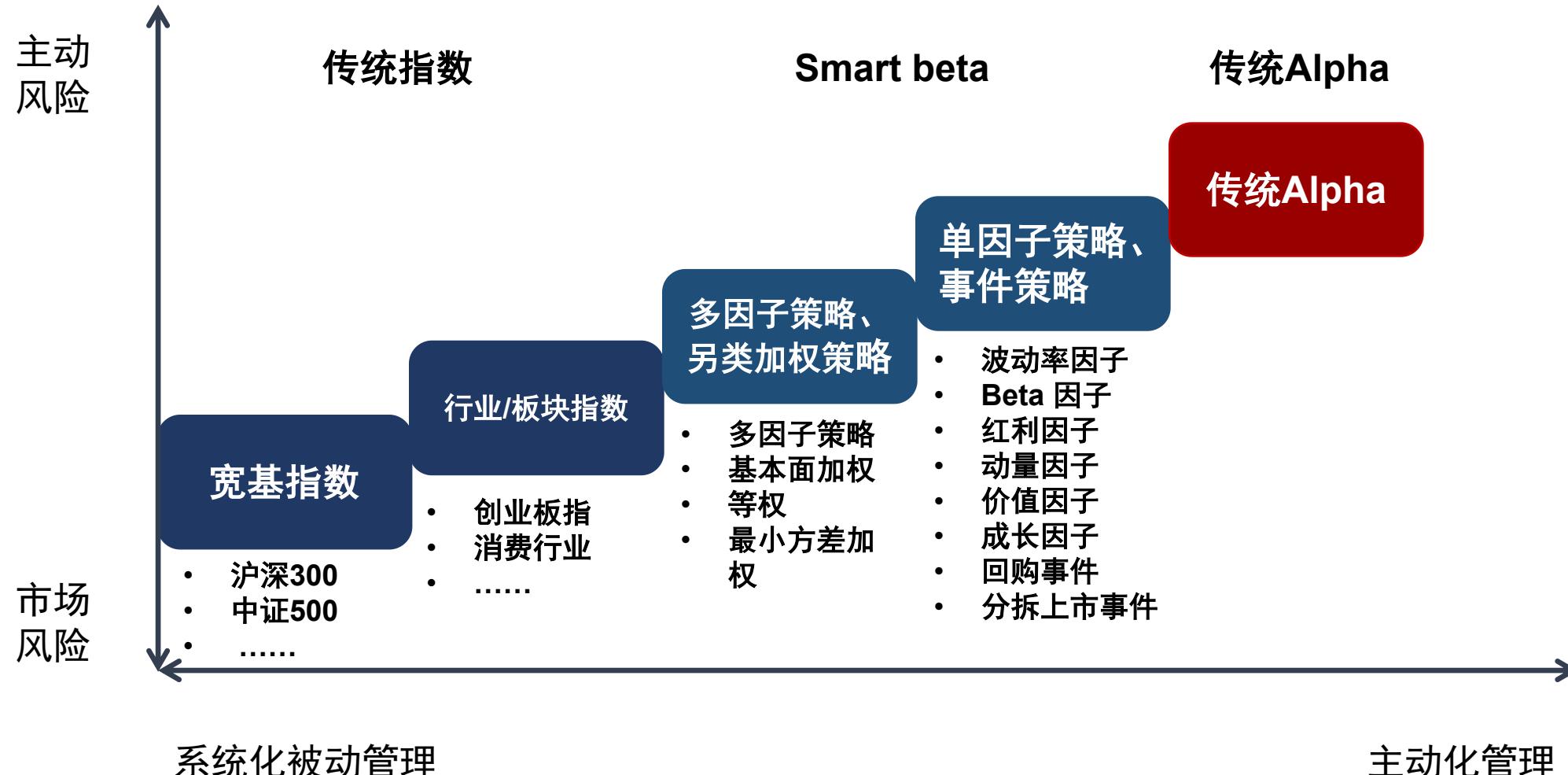
- 较长的封闭期+合规的摊余成本法估值：时间换空间，稳定客户预期
- 结构化分级：实现风险拆分，后续政策需明确
- 高度分散化投资：利用高度分散的投资组合降低个券风险对组合波动的影响
- “固定收益+”：资产驱动+多元化策略，要充分利用券商标准化、另类资产优势
- CPPI/OBPI：策略保本

从投资管理角度降低净值波动

- 交易性无风险套利：ETF、基金折价，期现套利等
- 衍生工具对冲：股指期货/国债期货/期权/IRS/CDS.....
- 阶段性资产定价：利用研究壁垒（如ABS夹层）或短期错误定价（如个券错杀）获取交易性机会
- 主观交易择时：全天候（宏观对冲）策略

资料来源：iFinD，国信证券经济研究所整理

- 坚持Alpha+Beta思路，进一步完善产品线布局，并探索传统市场Beta之外多样化的Beta。



资料来源：iFinD, 国信证券经济研究所整理

- 一方面，资管机构面临投研能力、市场需求和监管政策的边界约束，难以在短时间内生产和销售所有策略，只能逐步布局。
- 另一方面，国内投资者不够成熟理性，面对大而全的产品超市，非专业客户存在选择困扰。
- 因时而变的产品战略非常关键！通过产品发行时机选择，持续推出给客户赚钱的产品。

产品管理委员会

资产配置分析

市场环境如何
何种资产有机会
用何种策略应对

产品战略决策

发行什么产品
何时发行产品
卖给谁

客户需求分析

客户是谁
客户有什么需求
用何产品满足需求

产品设计

产品销售

资料来源：iFinD，国信证券经济研究所整理

产品净值化转型的未来方向



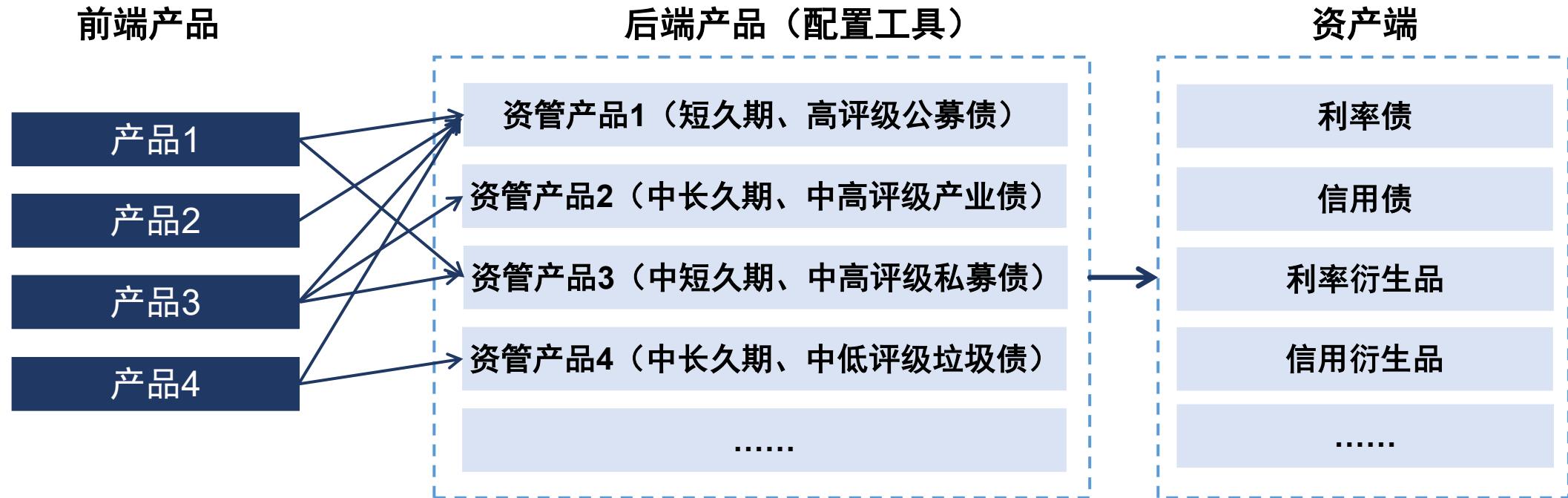
	方向	产品举例
商业模式	养老第三支柱产品	目标日期、目标风险等
投资方向	大类资产上向商品、房地产扩展	CTA、商品指数投资、REITS等
	跨境出海	略
投资方向	权益上向符合宏观供给侧结构性改革、优化融资结构方向的科创企业扩展	科创主题指数、科创打新、科创战略配售、科创二级投资等
	固收上向非投资级债券、债权类资产扩展	高收益债、银行票据等
	衍生品上向更丰富的期权、期货品种扩展	股指期权等
投资策略	投资风格、特征的细化	ESG、信用债策略细分等
	大类配置、股债轮动等主动策略	资产配置型主动指数
	量化类策略不断丰富	市场中性、高频交易、期权等
	事件驱动策略	定增等业务机会
运作方式	基于产品封闭期延长，提升基金份额的二级市场流动性	组合债基、封闭债基交易所或OTC交易等
	公募收费模式多元化	浮动管理费、业绩报酬等
	实现委托资产非交易过户	债券盘活、股票市值管理等
	推广MOM业务模式	理财精选专户

资料来源：各公司官网，国信证券经济研究所整理

委托投资（FOF）的产品模式



- 不受规模制约：新规实现“三单”原则之后，单个产品的规模往往较小，还存在投资集中度限制，管理存在难度。通过内部集约化管理或采用外部FOF模式，解决产品规模过小导致的操作问题。
- 利于流动性管理：通过后端子产品的开放期设置或份额转让降低前端产品的流动性管理难度，从而实现较长期高收益资产的配置，获取期限溢价。

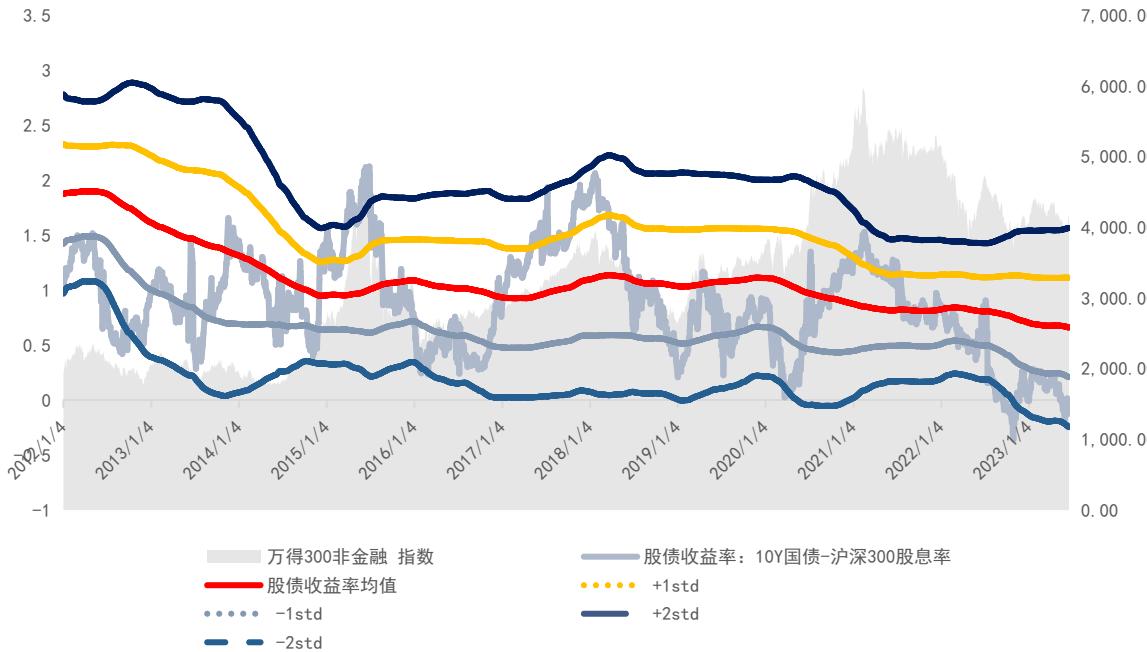


资料来源：iFinD，国信证券经济研究所整理

“+红利”资产：当前权益高股息策略凸显吸引力

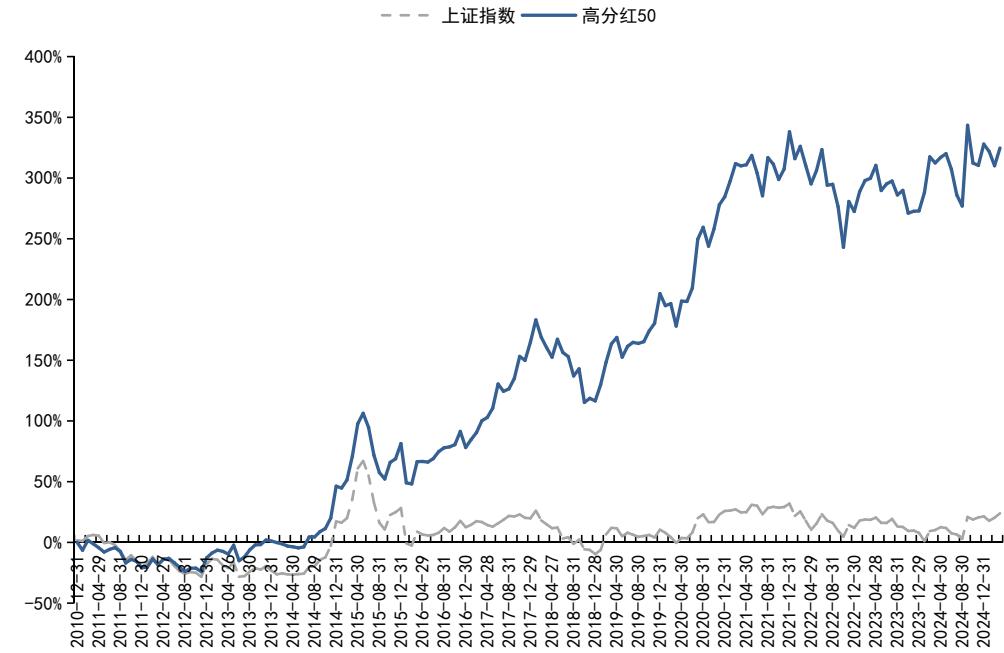


图：当前权益相对于债券估值吸引力在提升



资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

图：长期看高红利指数长期回报相对指数表现优异



资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

+另类策略：“雪球”带来结构性产品机会

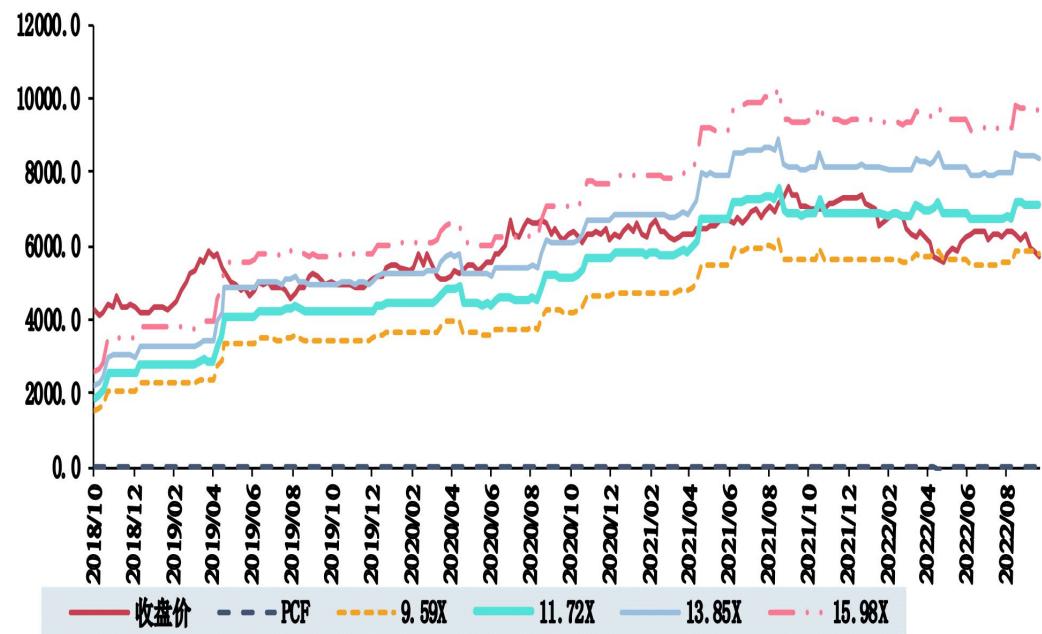


表：基于市场环境的场景敏感性分析

市场环境	“雪球”产品表现	多头权益表现
大幅上行 (20%以上)	提前敲出，获得稳定收益；	跟随市场大涨
中间震荡 (-20%-20%)	未敲出或敲入，获得稳定收益；	跟随市场震荡
大幅下行 (-20%以上)	情况一：获得零收益； 情况二：达到一定阈值后出现亏损	跟随市场大跌

资料来源：iFinD，国信证券经济研究所整理

图：“雪球”挂钩的中证500目前处于权益估值底部



资料来源：iFinD，国信证券经济研究所整理

请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

图：通过配置一定比例“雪球”实现“固收+”的效果

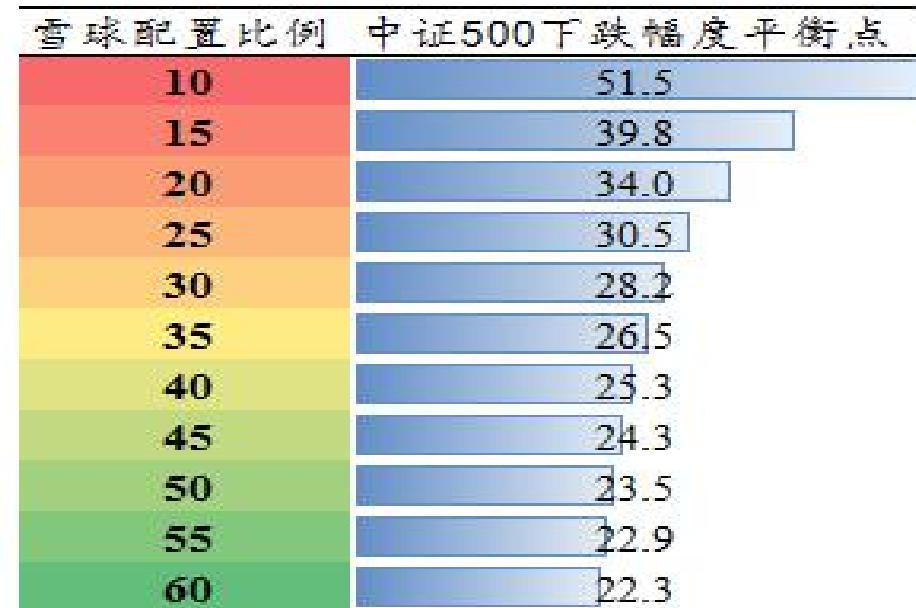


年化3.5%左右

年化16%、0%、亏损等多种情况

资料来源：iFinD，国信证券经济研究所整理

表：目前“雪球”挂钩的产品保护垫较丰厚



资料来源：iFinD，国信证券经济研究所整理

- 严控信用主体内部评级，积极引导资金服务实体经济。此次中央金融工作会议指出“做好科技金融、绿色金融、普惠金融、养老金融、数字金融五篇大文章”，围绕符合国家政策导向和经济转型升级的绿色产业、科技创新、基建能源等行业，积极引导理财资金服务相关优质企业融资，聚焦优质主体，优质项目。

资本市场业务

- 优质上市公司相关融资
- 风控手段：
 - 股票池分类管理
 - 股票/转债质押
 - 优先劣后结构和补仓
罚没线
 - 产品非标集中度控制

普惠金融业务

- 主要涵盖基础资产为消费贷款资产、小微贷款等普惠金融业务，回款来自于基础资产自身现金流
- 风控手段：
 - 小额分散
 - 结构化分层
 - 产品非标集中度控制

综合金融服务

- 主要围绕大中型央国企提供融资服务
- 风控手段：
 - 优选主体和行业
 - 管控资金用途
 - 控制融资期限
 - 产品非标集中度控制

图：产业基金带来另类资管资产来源



资料来源: BCG, 国信证券经济研究所整理

+另类资产：挖掘REITs等资产机会



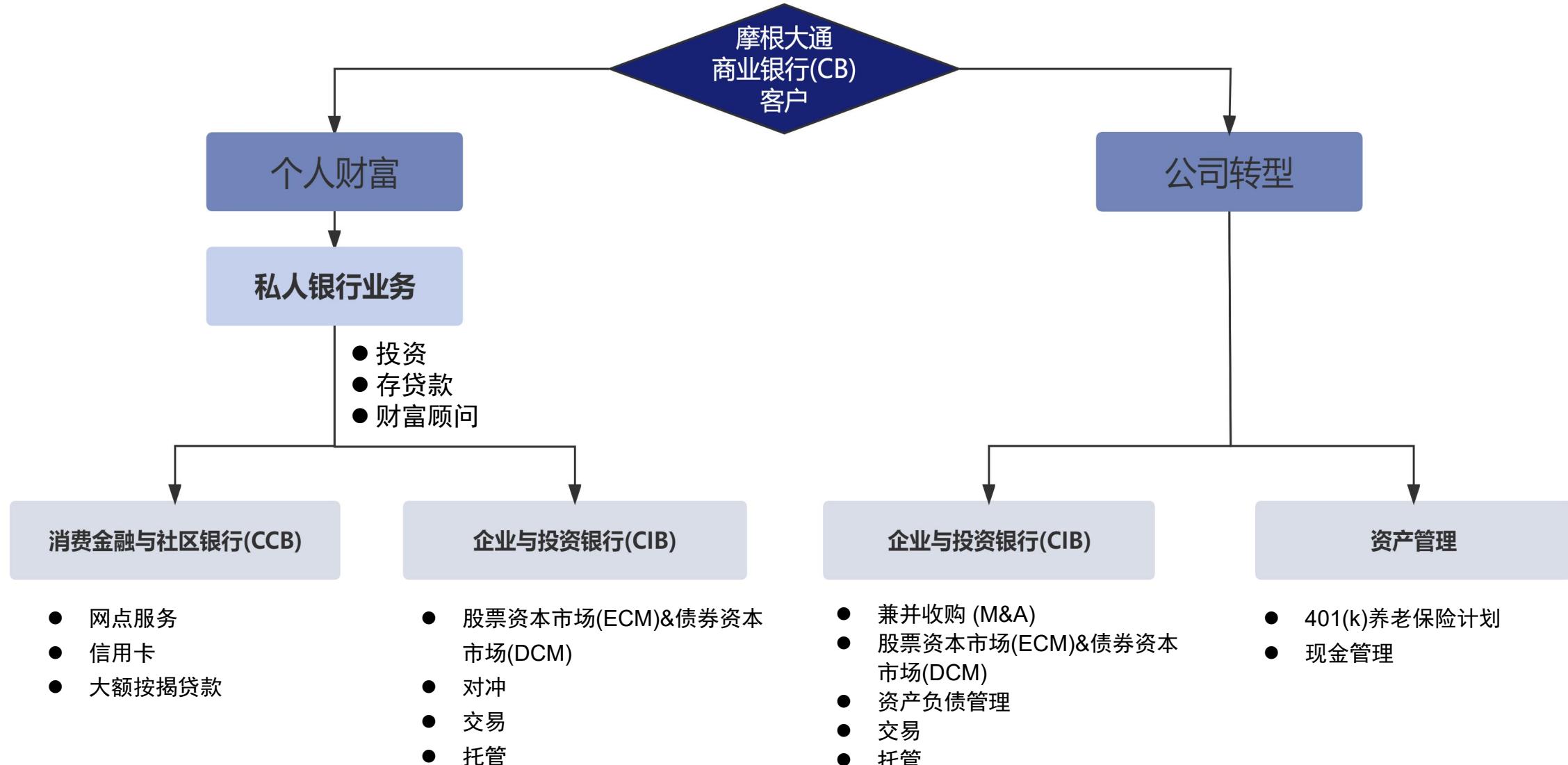
➤ REITs作为可以间接参与基础设施投资的一类资产，其具备收益稳定、预期收益可观等优点。其中，公募REITs作为一种新型产品进一步满足基础设施投资需求。银行理财已在相应领域有过一定实践。光大理财率先推出公募REITs主题理财产品，未来银行及理财机构在公募REITs方面的参与程度将会进一步增强。

表：公募REITs与公募REITs主题理财产品区别

	公募REITs	公募REITs主题理财产品
实现REITs投资的方式	通过资产支持证券等特殊目的载体取得基础设施项目公司全部股权，进而取得相关基础设施项目完全所有权	通过持有公募REITs而间接实现对REITs的投资，单只公募REITs主题理财产品可同时持有多只公募REITs
资金投向	80%资金投向REITs，剩余资金可投向利率债、AAA级信用债或货币市场工具	80%资金投向REITs，剩余资金可投资于境内外市场的固定收益类、权益类、金融衍生品类资产
运作模式	封闭式运作，投资者在产品发行时可以认购，但在产品成立后不能再申购，且不能赎回，但可以通过二级市场买入和卖出	定期开放式运作模式，投资者在产品募集期可以认购，产品成立后封闭期内不能申购和赎回，只有在开放日进行申购和赎回
单位价格	发行价格由询价情况决定，反映市场需求情况，各基金的价格不等；交易价格是产品成立后在二级市场买入卖出时的价格，受流动性的影响不断波动	在募集时的价格为1元/份，在开放期申购和赎回时，每份的价格为前一个交易日理财产品的单位净值，同一个开放日所有投资者申购和赎回时价格是相同的，不受市场行情的影响
收益来源	收益来自分红、资产价值提升带来的份额价值增长和二级市场交易的流动性溢价	收益来自分红和由投资收益带来的净值增长，个人收益情况由整个理财产品的资产净值变化决定
客户群体	发售对象为原始权益、战略投资者、网下投资者和公众投资者；主要以机构投资者为主，自然人投资者参与首次发售的可投资规模相对较小	未划定机构投资者和个人投资者可投资的最大比例，个人投资者投资起点仅1元，可投资规模相对更大
资金流动性	封闭式产品，不能赎回，却可以在交易日通过二级市场卖出，就有较强的流动性	开放式产品，开放周期为一年，认购或申购后满一年才能赎回，且开放时间较短（一天），若未能及时赎回，则要待下个开放日才能赎回

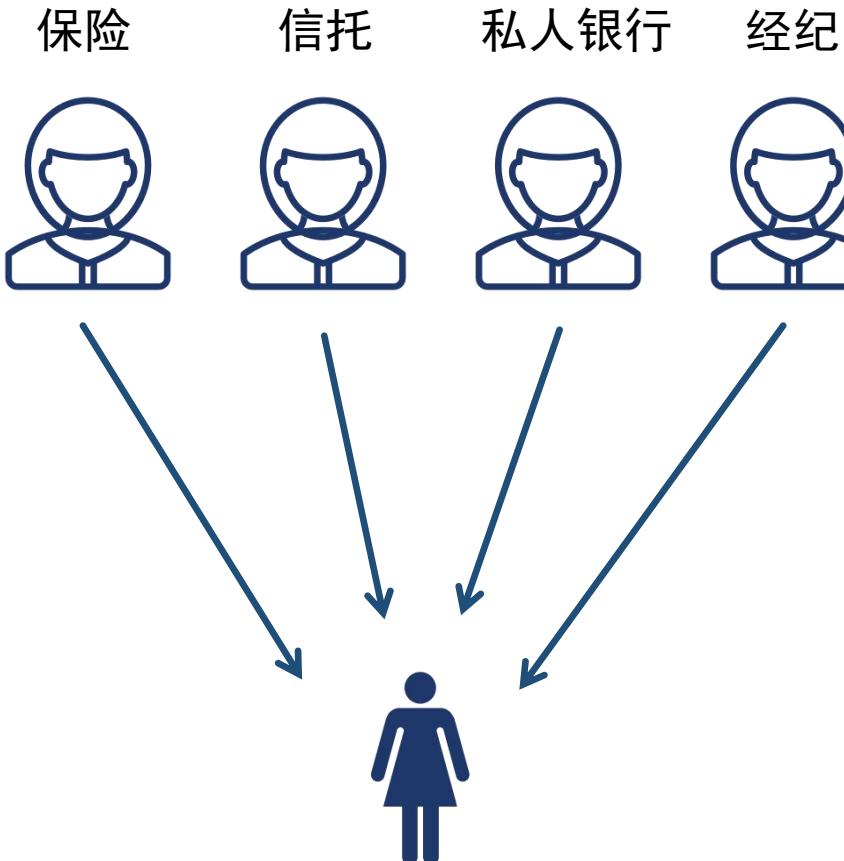
资料来源：中国资管，国信证券经济研究所整理

深化协同：摩根大通的业务协同机制

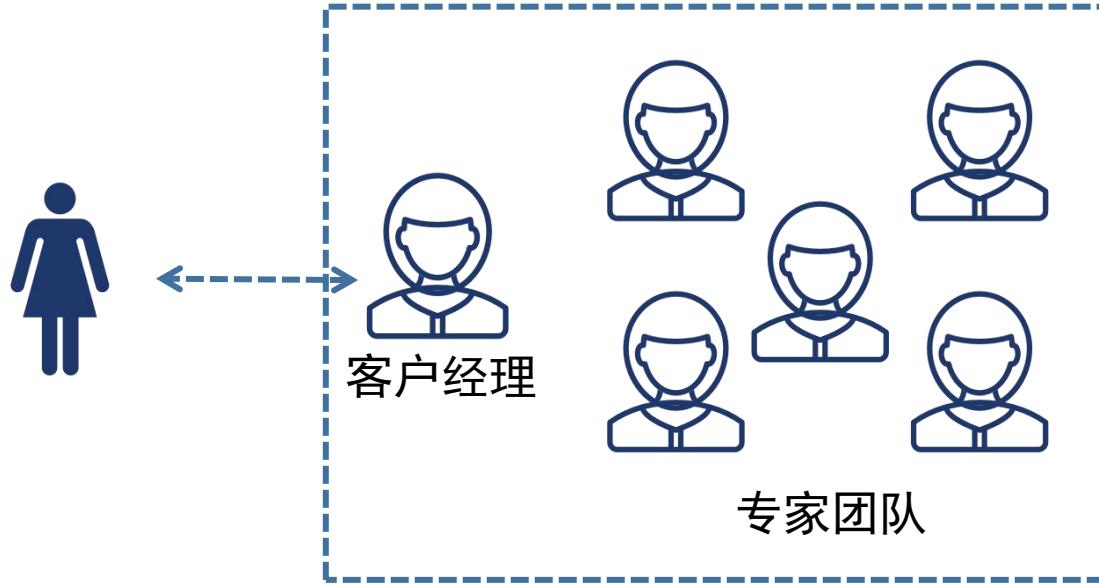


资料来源：摩根大通，国信证券经济研究所整理

传统财富管理服务模型



一体化的财富管理服务模型



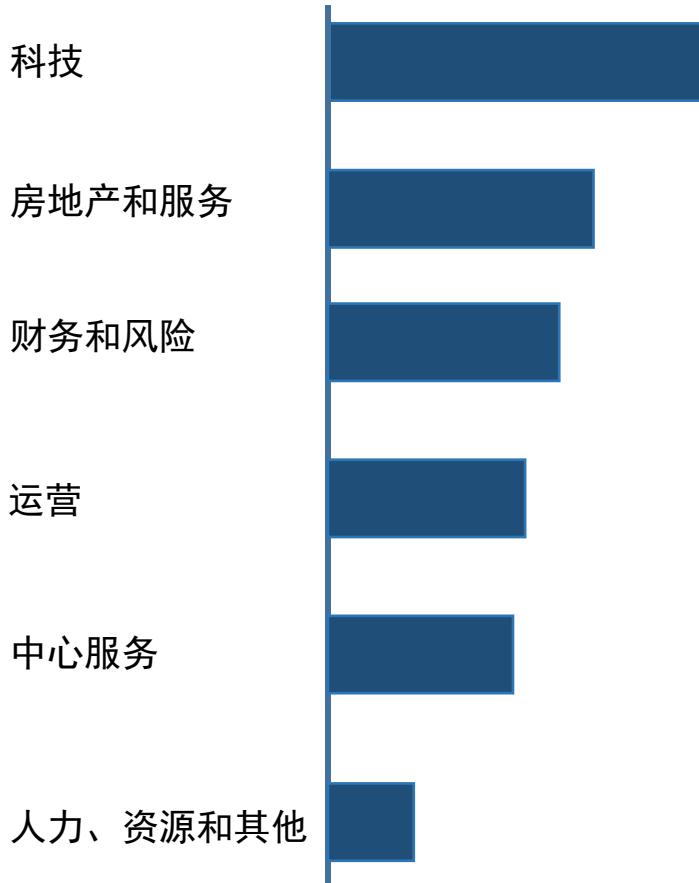
- 投资管理
 - 财务计划
 - 现金流优化
 - 退休计划
 - 流动性/限售股
 - 风险/负债管理
 - 保险
- 个人和企业贷款
 - 信托和遗产
 - 财富转移
 - 慈善事业/慈善捐赠
 - 商业继任计划

资料来源：瑞银2005年投资者材料，国信证券经济研究所整理

运营变革：瑞银集团“强中台”模式变迁



公司中心的主要成本类型



各个部门中后台功能相互独立直到2009年

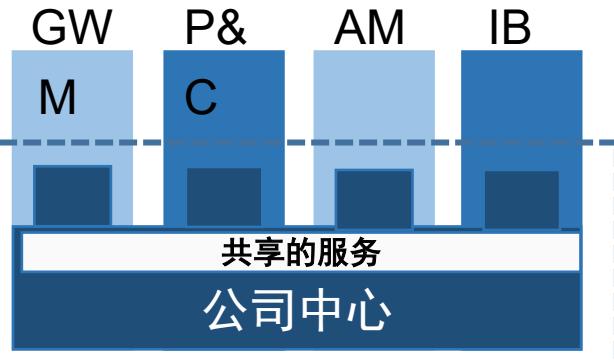
业务部门

形成了中心化的后台
2010年-2017年

公司中心

瑞银商业解决方案公司

公司中心的中后台运营成本分配
到各业务部门
2018年开始



瑞银商业解决方案公司

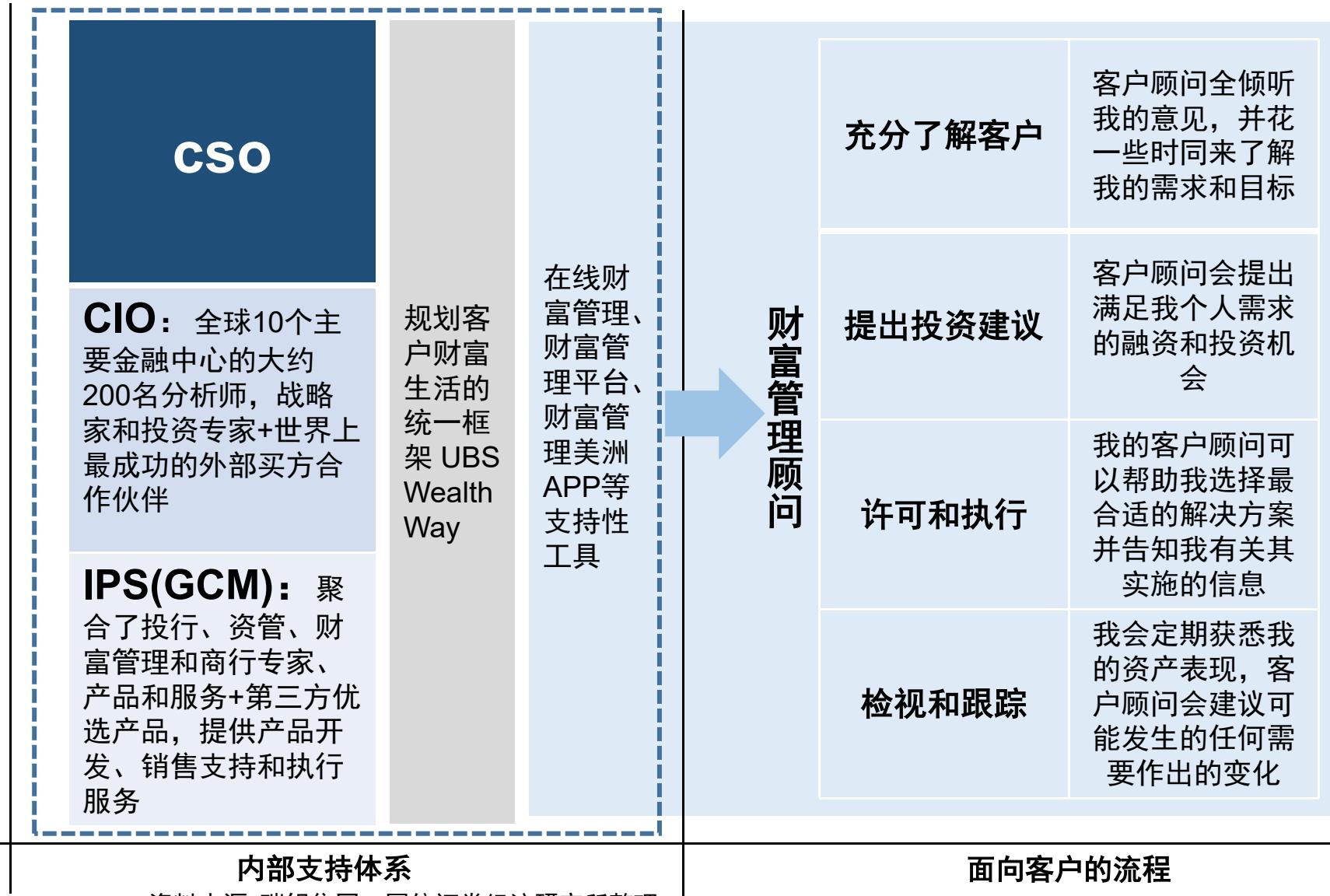
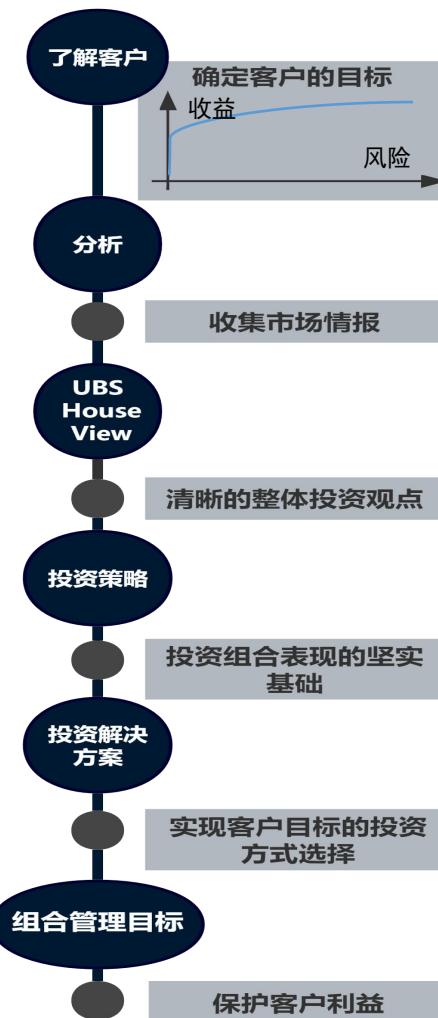
资料来源:瑞银集团, 国信证券经济研究所整理

注: 中心服务包括集团传播与品牌, 集团监管与治理, 集团内部审计, 集团总法律顾问

“强中台”的价值：瑞银集团服务体系



- 瑞银完整流畅的服务体系将投资中最困难的投资决策整合打包，以最简洁易懂的方式交付给客户



产品线与品牌定位：纽约梅隆银行8家资管子公司业务布局



Alcentra

\$41.0 billion

全球次级债券
资管专家



\$7.0 billion

专注巴西权益市场
擅长公司债与固定收益
战略研究

Dreyfus

► A BNY MELLON COMPANYSM

\$7.0 billion

领先的流动性解决方案提供商，拥有全面的
现金和超短线策略

**Insight
INVESTMENT**

\$7.0 billion

全球顶尖的固定收益、
风险管理方案和
绝对收益资管机构



\$7.0 billion

指数方案制定专家

NEWTON
Investment Management

\$7.0 billion

擅长于权益市场，绝对收益，多资产解决方案
主题投资策略

**SIGULER
GUFF**

\$7.0 billion

多策略的私募股权投资，直接投资和多管理人基金

WALTER SCOTT

SINCE · 1983

\$7.0 billion

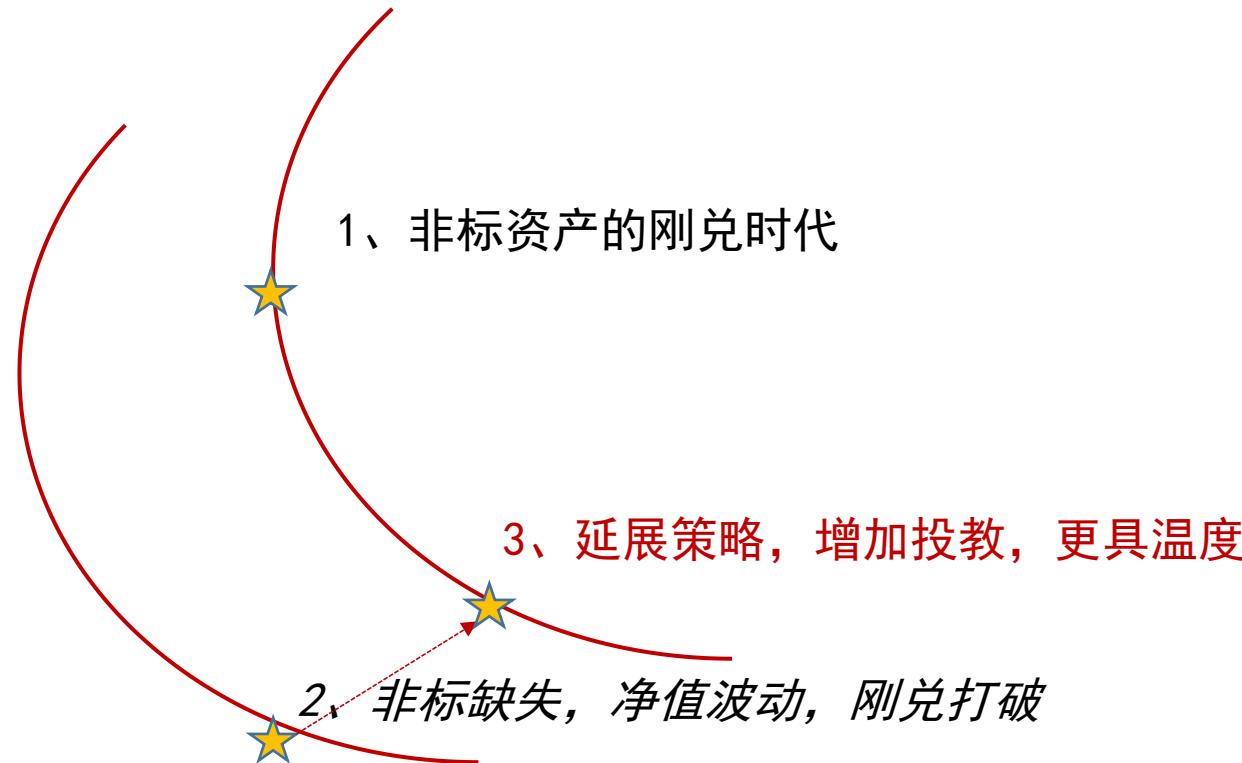
专注于全球权益
市场投资管理

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

注：数据截至2021年第三季度末

产品感知

图：产品与投顾结合的无差异曲线



投教陪伴

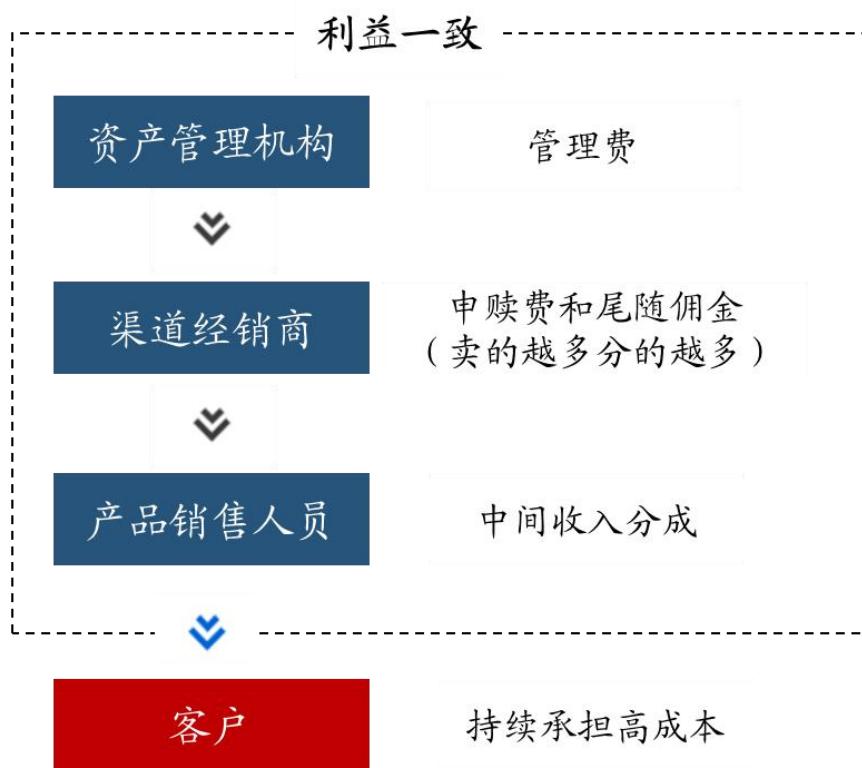
资料来源：国信证券经济研究所整理。注：客户综合感受效用体现在两个维度，即产品收益水平和投教陪伴感知。

请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

大财富体系建设：卖方速度与买方思维

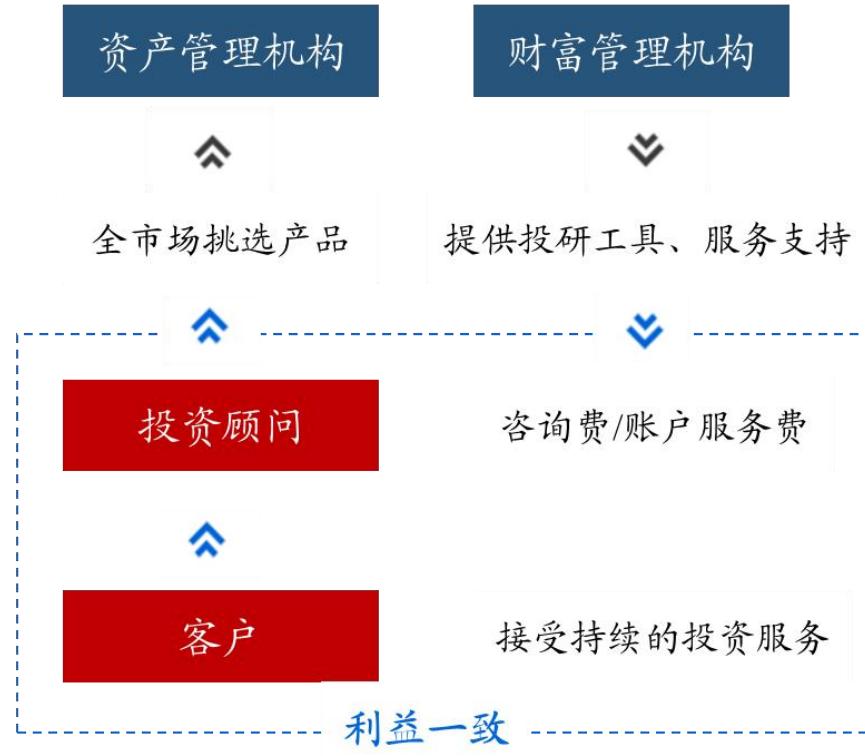


卖方销售模式：作为中间商赚差价



商业模式：销售额 × 销售费率，可持续性差

买方投顾模式：从客户资产的增长中获益

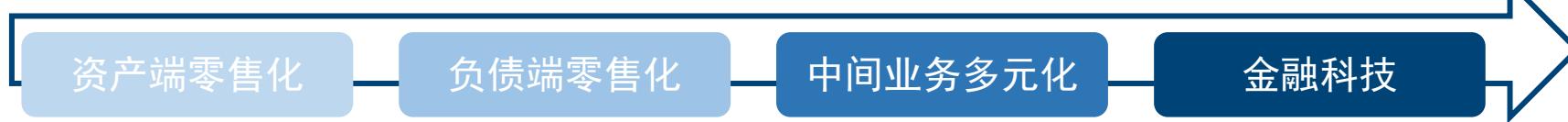


商业模式：客户资产规模 × 顾问服务费率

资料来源：iFinD，国信证券经济研究所整理

银行模式：招商银行——打造大财富管理价值循环链

零售转型的一般路径



大客群+大平台+大生态

拓展“大客群”，大财富管理基础进一步夯实

- 从银行视角转向服务客户视角。
- 以“初心计划”为载体，全面推广“招商银行TREE资产配置服务体系”，提升客户和员工体验，体系化提升财富管理能力。

搭建“大平台”，携手合作伙伴打造经营朋友圈

- 开放产品平台和营运平台，139家合作伙伴入驻“招财号”开放平台，开启直接服务客户的探索；
- 推出“招商银行TREE资产配置体系”：活钱管理、保障管理稳健投资和进取投资；
- 启动“招阳计划”，搭建潜力基金经理成长平台，孵化并锁定优秀的基金管理人；

构建“大生态”，形成业务飞轮效应

- 发挥综合经营优势和开放融合的组织优势，带动零售“一体”飞轮。“一体两翼”飞轮、集团飞轮运转更加有效。

◆ 以 MAU 为指导的引流体：

招商银行把 MAU 当成经营的“北极星”。招商银行 APP 和掌上生活 APP 分别通过客户对银行的刚性需求和高频生活场景引流，然后用产品和服务变现，各有侧重，但目的相同。

◆ 与高净值客户同行：

客户分层管理，高净值客户持续增长。作为最早引入客户分层理念的银行，招行将客户分为三类，零售客户、金葵花客户（日均资产 50 万+）私人银行客户（日均资产 1000 万+），并提供针对性服务。

◆ 加快打造3.0模式：

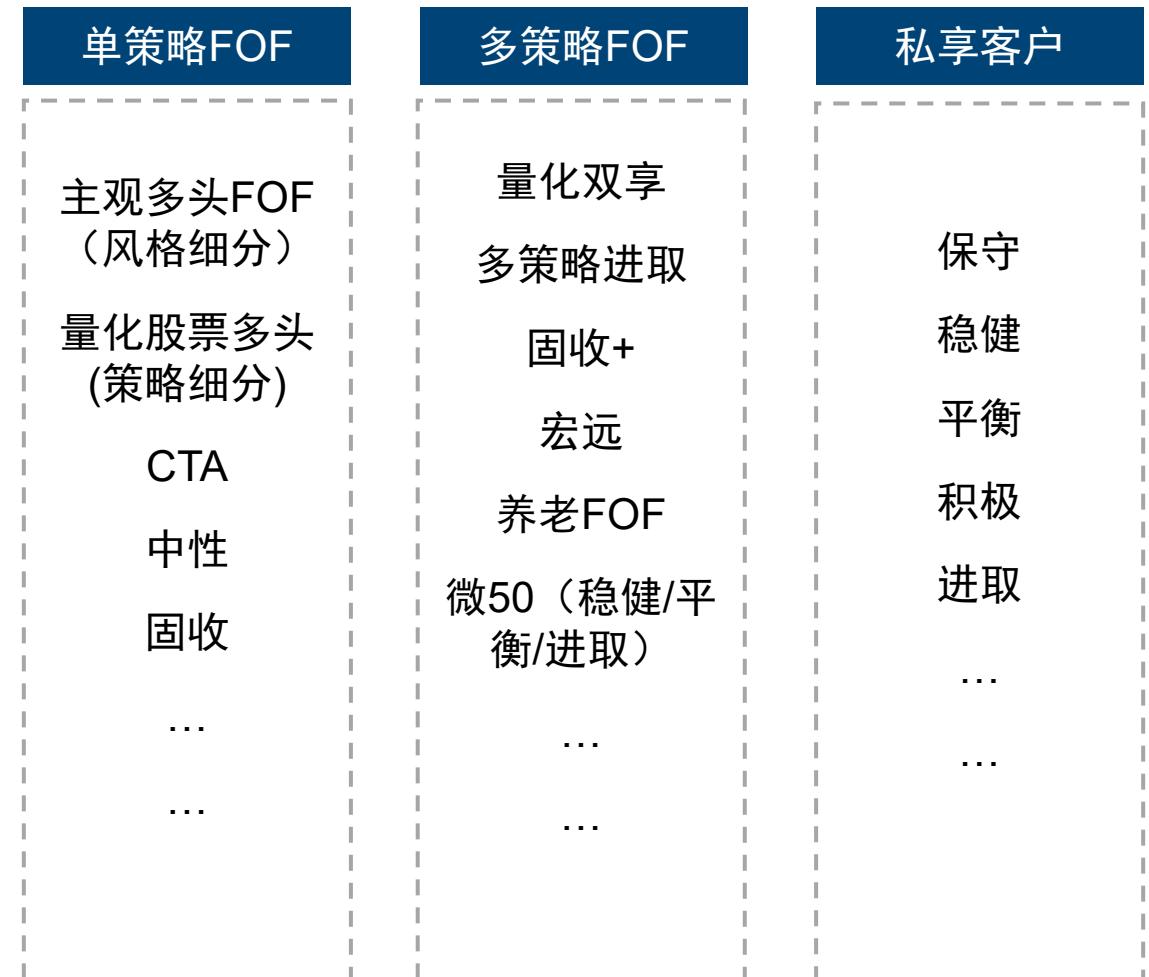
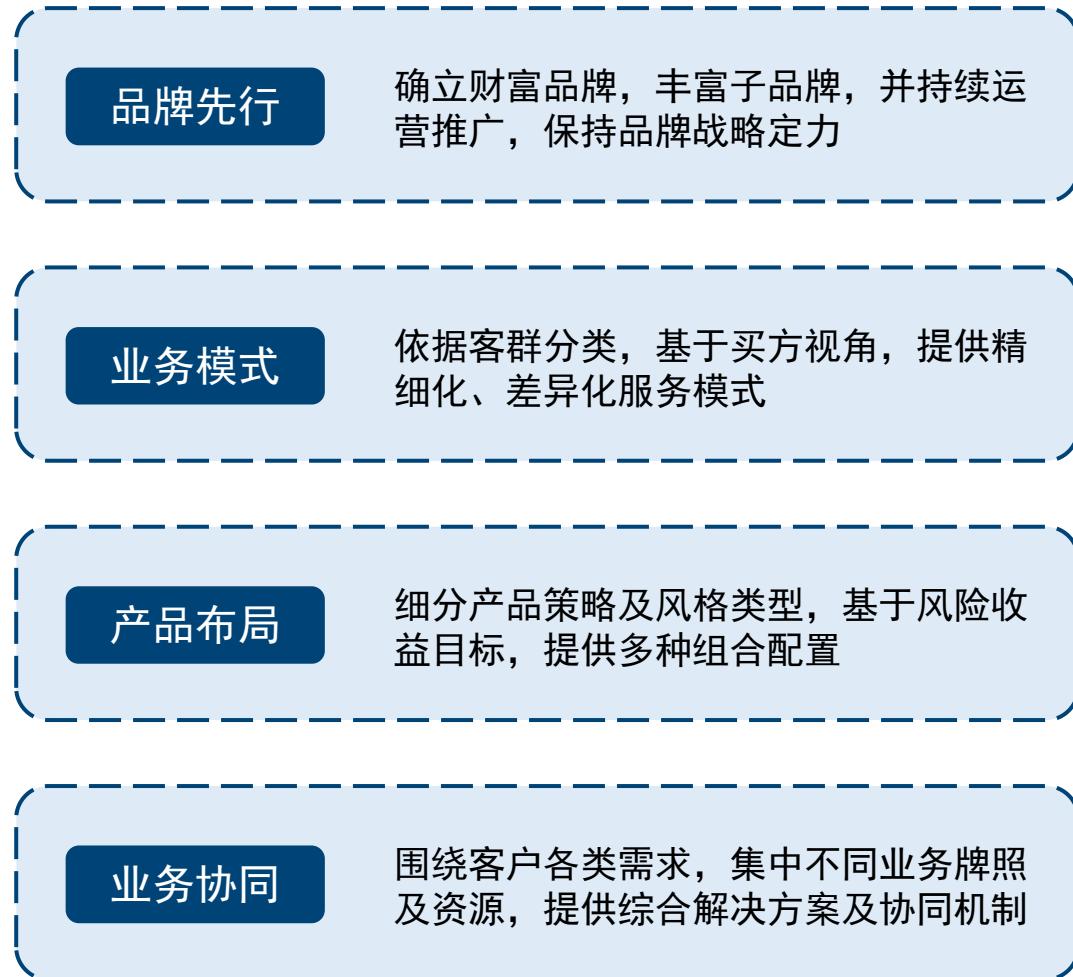
努力提升财富管理、风险管理、金融科技三大能力，整合商行、私行、科技、研究等专业优势，打造一体化服务。

资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理。

请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

大财富体系建设之中金财富模式

券商模式：中金财富——私行模式，品牌先行，客群聚焦

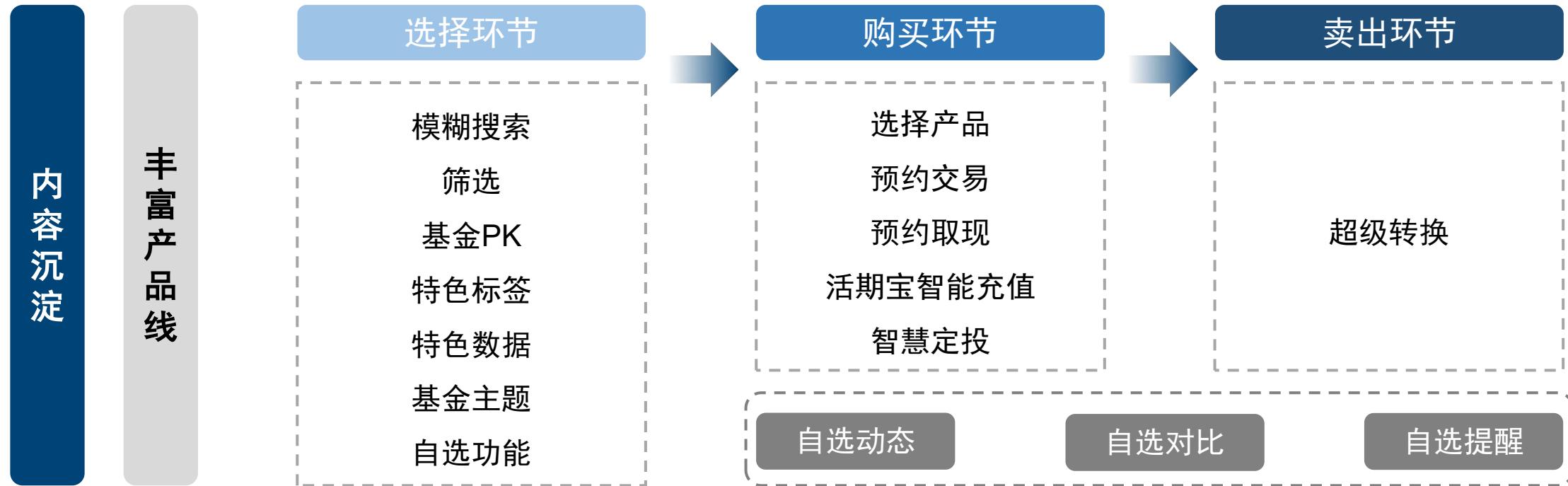


资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理。

请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

三方模式：天天基金——流量+生态，筑高财富管理壁垒

- 天天基金率先打造投顾超市，推出“投顾管家”和“目标盈”专区，接入基金投顾持牌机构，进一步完善公司财富管理生态圈布局。



资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理。

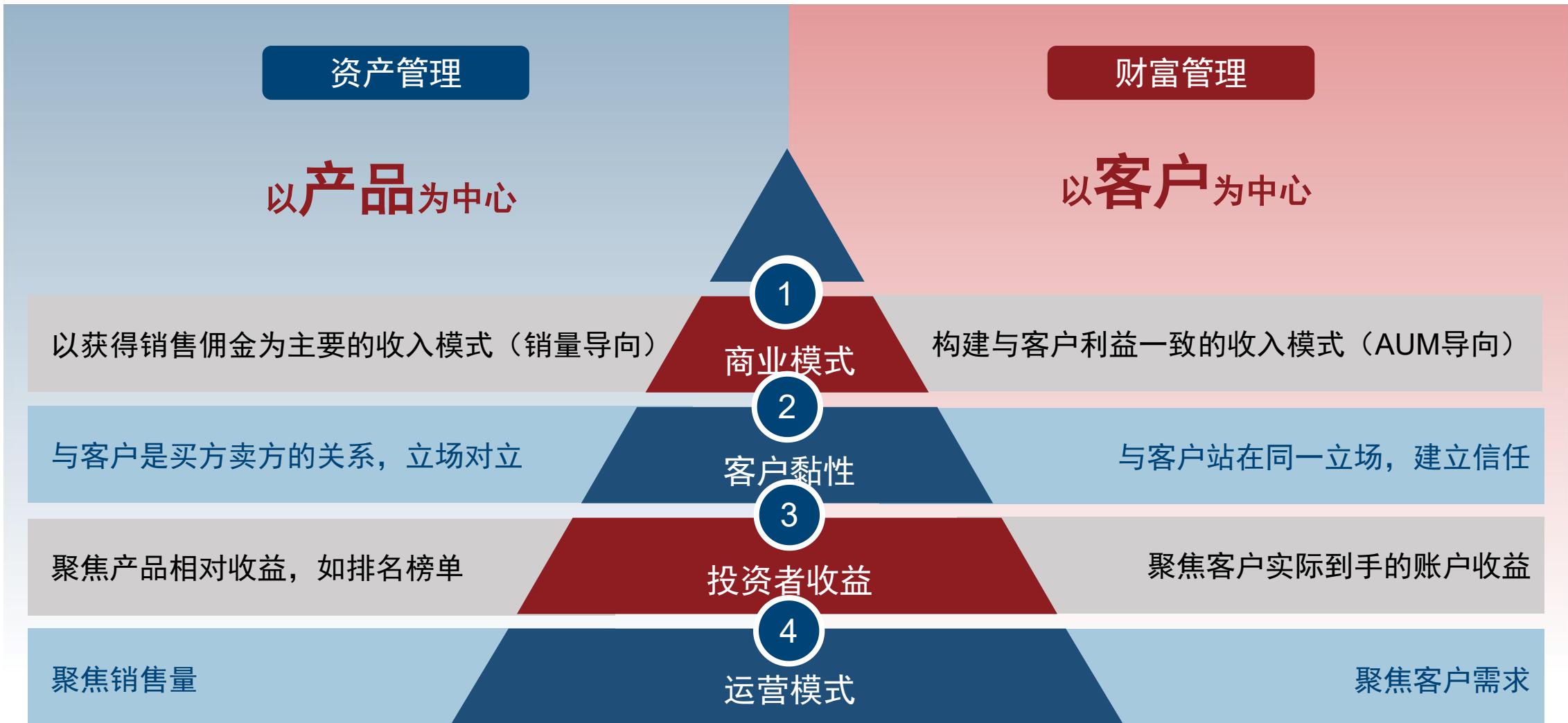
请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

大财富体系建设：“1+1+N”的闭环财富体系



资料来源：iFinD, 国信证券经济研究所整理

财富管理转型：以产品销售为先转向客户利益为先



资料来源：iFinD，国信证券经济研究所整理

[01] 进取的理财：资管新规后探索图变

[02] 妥协的理财：赎回潮后产品求调整

[03] 转型的理财：新环境下变革再出发

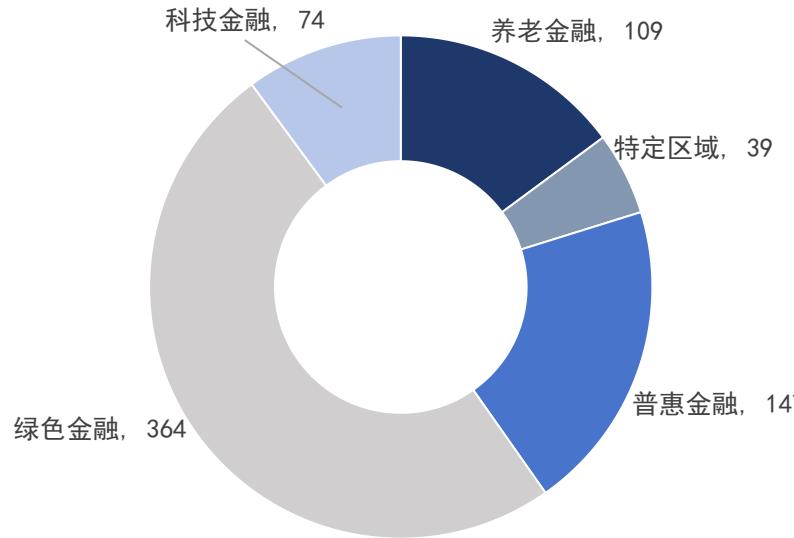
[04] 附录：2024年以来银行理财创新模式梳理

银行理财持续加大多条线产品创新



➤ 2024年理财公司加大主题产品发行力度，合计发行科技金融、绿色金融、普惠金融、养老金融以及特定区域五个主题方向的产品733只，其中绿色金融364只、普惠金融147只、养老金融109只、科技金融74只、特定区域39只。

图：2024年银行理财主题产品创新数量（单位：只）



表：2024年银行理财主题产品创新数量（单位：只）

主题	主题二级	产品发行数量
养老金融	养老概念理财	106
	个人养老理财产品	3
	小计	109
特定区域	成渝地区理财	4
	京津冀地区理财	2
	其他地区理财	4
	粤港澳、大湾区理财	11
	长三角地区理财	18
	小计	39
普惠金融	慈善理财	21
	普惠理财	28
	乡村振兴理财	94
	其他普惠概念	4
	小计	147
绿色金融	ESG理财	149
	绿色理财	27
	其他绿色概念	188
	小计	364
科技金融	科创理财	27
	其他科技概念	46
	专精特新理财	1
	小计	74
总计		733

资料来源：普益标准，Wind，国信证券经济研究所整理

资料来源：普益标准，Wind，国信证券经济研究所整理

银行理财持续加大多条线产品创新（续）



➤ 2024上半年，现金管理类理财产品作为“活期储蓄”的替代作用明显，整体规模保持稳定；纯固收类理财产品在产品结构上进行创新，新发“目标盈”理财产品数量显著上升，同时稳健低波仍为纯固收理财产品的主旋律，通过信托等产品，运用合适的估值办法降低产品波动屡见不鲜；固收+产品线创新较多，加号部分百花齐放，权益、转债、优先股等资产丰富了投资者的各类投资需求，从整体上看，红利类资产仍是各家理财子的“心头好”，固收+红利已成为各大理财子重点布局的产品线。

表：2024年银行理财主题产品创新数量（单位：只）

创新类型	产品发行数量 (截至2024年末)	产品特点
目标盈产品	234	目标盈理财产品是一种引入纪律化止盈机制的理财产品，产品在设立时便约定止盈目标收益率，并在达到该目标时自动触发止盈操作，帮助投资者及时落袋为安，具有自动止盈、及时变现、提高资金利用率等特点。在产品结构上目标盈理财产品加入业绩积累期、止盈观察期以及止盈目标收益率共同构成了产品的核心运作机制，业绩积累期为产品提供了积累收益的时间窗口；止盈观察期则让投资者有机会在达到预定收益时及时退出；而止盈目标收益率则为投资者提供了一个明确的收益预期和止盈条件。
可选到期日产品	1	光大理财于2024年12月退出了自选到期日的稳健低波策略产品阳光金自选计划，支持投资者选择不同持有期对应不同业绩比较基准，产品主要投资于债券、适度投资于优先股。
目标日期策略产品（绝对收益策略）	-	目标日期策略在国内属于一个新兴策略，但是在海外较为成熟。2009年，景顺（Invesco）正式注册Bulletshares指定到期日系列指数商标；2010年，贝莱德（BlackRock）发行了首批跟踪指定到期日债券指数ETF。这些产品像债券一样有到期日，像基金一样分散，像股票一样可以被交易。目标日期产品的基本策略是模拟持有至到期账户的管理思路，通过将指数的持仓成分券和指数的计划投资期限相匹配，使得指数最终的投资收益在期初具有较高的可预测性。
定期支付产品	1	目前国内资产管理行业有三类定期支付型产品，分别是定期支付型公募基金、定期支付型基金投顾组合以及定期支付型理财产品。目前仅1只定期支付型理财产品“启明颐年定期给付三年1号”主要投资固收类资产(以低波资产+优质票息资产打底)，由平安理财推出。该产品杠杆水平不超过140%，将不低于80%的资金投资于固定收益类资产，同时将不超过49%资金投资于非标准化债权类资产，权益比例不超过20%。产品3年封闭运作，存续满1年后开始每月定期支付年度支付比例3.6%，月度支付比例0.3%。产品存续满3个月起成立以来收益率稳定在年化3.6%左右满足年度支付水平。
封闭转开放产品	2	对应当前封闭式理财产品短期化趋势和含权产品布局需求，我们认为封闭转开放可以作为主要的长周期封闭式产品布局选项，产品在封闭期内可以通过更加灵活的策略实施(非标资产、杠杆率、适度信用下沉、持有到期债券投资、权益投资、多元配置等)实现增值，封闭期满后高频定期开放可以减轻产品发行时被迫择时的压力，便于使投资者自主灵活选择退出时间。
多资产策略产品	-	随着静态收益不断下行，同业存款新规出台，化债进程不断推进，高票息资产愈发稀缺，在此背景下，多资产配置被频繁提及。2024年11月，多资产策略产品发行量环比增长117.05%，可选范围内增加期货、黄金、红利等资产，部分产品配置范围增加QDII资产。
“零钱组合”产品	-	2023年全市场至少16家银行推出了“零钱组合”服务，各家银行也对此类产品累计快赎额度不断进行提升，单家银行多项“零钱组合”服务累计日快赎额度可达170万元。目前，“零钱组合”累计日快赎额度超100万元（含）的银行有5家，包括兴业银行、招商银行、平安银行、中信银行和民生银行。

资料来源：普益标准，Wind，国信证券经济研究所整理

多资产策略产品：固收+红利



表：招银理财存续的固收+红利产品

- 招银理财目前布局了多支红利+系列产品，其中“招银理财招睿远稳健价值精选一年持有增强型固收类理财计划”最新存续规模突破300亿元，“招银理财招智睿和稳健(安盈优选)360天持有1号混合类理财计划”产品规模突破200亿元。
- 在投资策略上，招银理财充分运用了股债对冲作用，根据产品定位配置不低于60%或80%的固定收益资产。在权益策略方面，除了红利策略，配置优先股、中性策略、黄金等多元策略，以期降低单一权益资产风险，丰富收益来源；在红利策略方面，不断研究、储备红利内部细分子策略，将股息率作为标准之一，更强调低估值、质地优，选取真正竞争格局稳定、现金流充沛、有望带来长期稳健回报的标的。
- 在产品结构上，为匹配投资者不同流动性要求，招银理财布局了1年至3年封闭期以及最低持有期的产品。

序号	产品名称	发行机构	产品成立日	代销机构	风险等级	产品期限(天)	期限类型	实际募集规模(万元)	存续规模(万元)	业绩比较基准(最新)	今年以来/成立以来年化收益率
1	招银理财招睿全球价值(稳健)一年持有日开1号固收增强理财计划	招银理财	2024/5/16	招商银行	三级(中)	3652	8个月-1年(含)	21569.36	98653.18	(B500)+5%×中证国企红利指数(000824.CSI)+85%×中债-国债总财富(1-3年)指数	1.65
2	招银理财招睿全球价值(稳健)18月封闭3号固收增强理财计划	招银理财	2024/3/12	招商银行	三级(中)	549	1年-3年(含)	34847.9	35368.9	2.60%-5.40%	4.17
3	招银理财招睿全球价值(稳健)18月封闭2号固收增强理财计划	招银理财	2023/12/7	招商银行	三级(中)	548	1年-3年(含)	41270.19	42596.87	3.00%-5.80%	4.9
4	招银理财招睿全球价值(稳健)18月封闭1号固收增强理财计划	招银理财	2023/11/1	招商银行	三级(中)	547	1年-3年(含)	3268.09	3391.2	3.00%-5.80%	5.09
5	招银理财招睿远稳健价值精选一年持有增强型固收类理财计划	招银理财	2022/7/12	平安银行,广发银行,招商银行	三级(中)	3653	8个月-1年(含)	4431.62	3111495.75	中证高股息精选指数×7.5%+中证港股通高股息投资指数×7.5%+中债综合全价指数×85%	8.01
6	招银理财招智目标盈睿和稳健(安盈优选)1号混合类理财计划	招银理财	2024/6/26	招商银行	三级(中)	548	1年-3年(含)	69428.71	69420.53	2.40%-4.80%	-0.12
7	招银理财招智远平衡(安盈优选)六十六期3年封闭混合类理财计划	招银理财	2024/6/25	招商银行	三级(中)	1095	1年-3年(含)	199978	199785.3	1.80%-6.50%	-1.18
8	招银理财招盈安盈优选(稳健)封闭1号固收增益理财计划	招银理财	2024/6/19	招商银行	三级(中)	555	1年-3年(含)	68102.28	68133.59	2.35%-4.80%	0.49
9	招银理财招智睿和稳健(安盈优选)封闭1号混合类理财计划	招银理财	2024/4/30	招商银行,江苏银行	三级(中)	513	1年-3年(含)	27261.6	27353.04	2.50%-4.50%	1.43
10	招银理财招智睿和稳健(安盈优选)360天持有1号混合类理财计划	招银理财	2024/4/28	平安银行	三级(中)	3662	6个月-1年(含)	1195.37	5587.91	2.60%-5.50%	1.24
11	招银理财招智远平衡(安盈优选)六十四期3年封闭混合类理财计划	招银理财	2024/3/29	招商银行	三级(中)	1095	1年-3年(含)	44699.12	45547.73	1.90%-6.50%	5.8
12	招银理财招智睿和稳健(安盈优选)封闭6号混合类理财计划	招银理财	2024/2/2	招商银行	三级(中)	369	1年-3年(含)	135358.88	138242.02	2.80%-4.20%	4.44
13	招银理财招智睿和稳健(安盈优选)封闭6号混合类理财计划	招银理财	2023/10/26	招商银行,江苏银行	三级(中)	548	1年-3年(含)	1487.67	1547.55	2.60%-5.30%	5.75
14	招银理财招智远平衡(安盈优选)六十二期3年封闭混合类理财计划	招银理财	2023/9/22	招商银行	三级(中)	1096	3年以上	16319.56	17013.15	2.50%-7.00%	6.11
15	招银理财招智睿和稳健(安盈优选)18月封闭4号混合类理财计划	招银理财	2023/9/15	招商银行	三级(中)	547	1年-3年(含)	22863.34	23745.61	2.60%-5.30%	5.12
16	招银理财招盈安盈优选(稳健)9个月持有增强型固收类理财计划	招银理财	2023/7/25	兴业银行,招商银行,江苏银行	三级(中)	3653	6个月-1年(含)	29593.19	170194.87	2.40%-5.40%	0.73
17	招银理财招智睿和稳健安盈优选精选资产定开4号混合类理财计划	招银理财	2023/7/20	招商银行	三级(中)	27923	1年-3年(含)	23767.4	24821.34	3.00%-5.90%	5.97
18	招银理财招盈安盈优选(稳健)14个月持有增强型固收类理财计划	招银理财	2023/7/14	兴业银行,招商银行,江苏银行	三级(中)	3653	1年-3年(含)	79156.67	225424.57	2.65%-5.65%	1.26
19	招银理财招智睿和稳健安盈优选精选资产定开3号混合类理财计划	招银理财	2023/6/14	招商银行	三级(中)	27959	1年-3年(含)	18427.69	19259.5	3.05%-5.55%	5.25
20	招银理财招智睿和稳健安盈优选精选资产定开2号混合类理财计划	招银理财	2023/5/16	招商银行	三级(中)	27988	1年-3年(含)	15528.44	16366.7	3.05%-5.55%	5.6
21	招银理财招智睿和稳健安盈优选(尊享)精选资产2号混合类理财计划	招银理财	2023/5/9	招商银行	三级(中)	27995	1年-3年(含)	11249.03	11831.95	3.25%-5.30%	5.22
22	招银理财招智睿和稳健安盈优选精选资产2年定期1号混合类理财计划	招银理财	2023/4/28	招商银行	三级(中)	99999	1年-3年(含)	27578.9	29052.61	3.15%-5.50%	5.55
23	招银理财招智睿和稳健(安盈优选)18月封闭2号混合类理财计划	招银理财	2023/4/13	招商银行	三级(中)	549	1年-3年(含)	22169.18	23439.65	3.10%-5.40%	5.71
24	招银理财招智睿远平衡(安盈优选)五十八期(三年封闭)混合类理财计划	招银理财	2023/3/21	招商银行	三级(中)	1096	3年以上	79257.11	84733.78	2.50%-7.50%	7.12
25	招银理财招智睿和稳健(安盈优选)(尊享)12年封闭1号混合类理财计划	招银理财	2023/3/16	招商银行	三级(中)	731	1年-3年(含)	17183.45	18362.24	3.30%-5.50%	6.08
26	招银理财招智睿和稳健(安盈优选)-期(18月封闭)混合类理财计划	招银理财	2023/2/21	招商银行	三级(中)	547	1年-3年(含)	118944.32	127097.27	3.20%-5.60%	6.28
27	招银理财招智睿和稳健(安盈优选)360天持有1号混合类理财计划	招银理财	2022/11/24	中信银行,交通银行,兴业银行,宁波银行,平安银行,招商银行,江苏银行,浙江网商银行	三级(中)	3653	6个月-1年(含)	752.86	2269396.59	2.60%-5.50%	4.14

资料来源：招银理财官网，国信证券经济研究所整理

多资产策略产品：固收+可转债



- 中邮理财2024年7月初发行的“智盛·鸿锦目标盈封闭式2024年第3期(安盈款)”，该策略通过配置双低转债（即价格低、转股溢价率也低的可转债），把握入场时机，低位等待资产回升，以期获得较高的止盈概率。这种策略充分利用了可转换债券兼具“债性”与“股性”的特点，即在保持债券相对稳定收益的同时，也具备了股票上涨带来的潜在增值空间。

表：中邮理财智盛·鸿锦目标盈封闭式2024年第3期(安盈款)

	产品名称	中邮理财智盛·鸿锦目标盈封闭式2024年第3期(安盈款)人民币理财产品
基本要素	成立日期	2024/7/16
	运作周期	365天
	风险等级	PR2
	业绩比较基准	1.60%-3.50%
	存续规模 (万元)	1279.19

资料来源：招银理财官网，国信证券经济研究所整理

多资产策略产品：固收+期权



➤ 汇华理财发行了首只“固收+期权”理财产品——“汇达封闭式固定收益类理财产品2023年002期”（简称“（二元看涨）汇华理财-汇达8个月封闭2023002”）。该产品成立于11月2日，挂钩中证500指数(000905.sh)，期初观察日为2023年11月9日，期末观察日为2024年6月20日。若在期末观察日，最终挂钩标的期末价格小于期初价格，则业绩比较基准为年化1.55%；若在期末观察日，最终挂钩标的期末价格大于或等于期初价格，则业绩比较基准为年化3.26%。这也是南财理财通课题组首次监测到合资理财产品发行“固收+期权”理财产品。

表：汇达封闭式固定收益类理财产品2023年002期投资策略

资产类别	资产细项	投资策略
固定收益投资工具策略	信用类债券	通过外部信用研究的初步筛选，并基于内部审慎的信用分析模型对固定收益工具进行入池管理，并监控信用利差以及个券风险收益变化，搭建信用风险溢价高性价比的投资组合。
	杠杆策略	当回购利率低于债券收益率时，本理财产品可开展正回购并将融入的资金投资于信用债券，从而获取债券收益率超出回购资金成本的套利价值。
金融衍生工具投资策略	-	本产品严控下行风险，根据最优风险收益比的原则选择投资适当且期限匹配的期权结构来 获取增强收益机会。本产品最终投向的期权部分拟通过投资于以【中证500指数】为标的资产， 以【二元】为期权回报结构的场外期权以获得增强收益机会。

资料来源：汇华理财，国信证券经济研究所整理

多资产策略产品：固收+优先股



目前，银行优先股的总体存量规模较为有限，且近年来新发行量较少，导致优先股成为市场上的优质稀缺资产。优先股资产主要有三个方面的优势，第一收益稳定，优先股每年的股息收入相对固定明确，当前优先股股息率普遍在3.5%左右或更高；第二回撤波动较小，优先股资产通过估值技术的调整运用，可以实现低波动甚至无波动的效果；第三信用资质较好，当前优先股资产大多由银行发行，信用风险整体相对可控。目前受高息固收资产稀缺的影响，理财产品通过配置一部分优先股资产，利用优先股的“高票息+低波动”属性来增厚产品收益并控制波动性，力争实现相较于纯债产品收益更高、波动相近的目标。其中，理财产品名称中带“优先股”字眼的主要为工银理财发行的“鑫悦优先股策略优选”系列理财产品，该系列产品不低于20%-80%的比例投资于优先股资产。

表：2024年以来工银理财优先股策略理财产品情况

产品名称	发行机构	产品成立日	产品到期日	代销机构	风险等级	期限类型	存续规模(万元)	投资性质	运作子模式	业绩比较基准(最新)	运作周期(天)
工银理财·鑫悦优先股策略优选混合类封闭式理财产品(24HH6020)	工银理财	2024/7/23	2025/7/29	中国工商银行	二级（中低）	1年-3年（含）		混合类	封闭式	2.70%-2.90%	371
工银理财·鑫悦优先股策略优选混合类封闭式法人私募理财产品(24HH6220)	工银理财	2024/7/19	2025/7/21	中国工商银行	二级（中低）	1年-3年（含）		混合类	封闭式	2.75%-3.00%	367
工银理财·鑫悦优先股策略优选混合类封闭式法人私募理财产品(24HH6212)	工银理财	2024/6/7	2025/6/9	中国工商银行	二级（中低）	1年-3年（含）	80425.52	混合类	封闭式	2.90%-3.10%	368
工银理财·远悦优先股策略优选混合类封闭式法人私募理财产品(24HH6201)	工银理财	2024/4/25	2025/4/23	中国工商银行	二级（中低）	6个月-1年（含）	50613.74	混合类	封闭式	3.00%-3.30%	364
工银理财·远悦优先股策略优选混合类封闭式法人私募理财产品(24HH6204)	工银理财	2024/4/11	2025/4/16	中国工商银行	二级（中低）	1年-3年（含）	20264.26	混合类	封闭式	3.00%-3.30%	371
工银理财·远悦优先股策略优选混合类封闭式理财产品(24HH6007)	工银理财	2024/3/21	2025/4/2	中国工商银行	二级（中低）	1年-3年（含）	81840.71	混合类	封闭式	3.00%-3.20%	378

资料来源：汇华理财，国信证券经济研究所整理

多资产策略产品：“零钱组合”产品

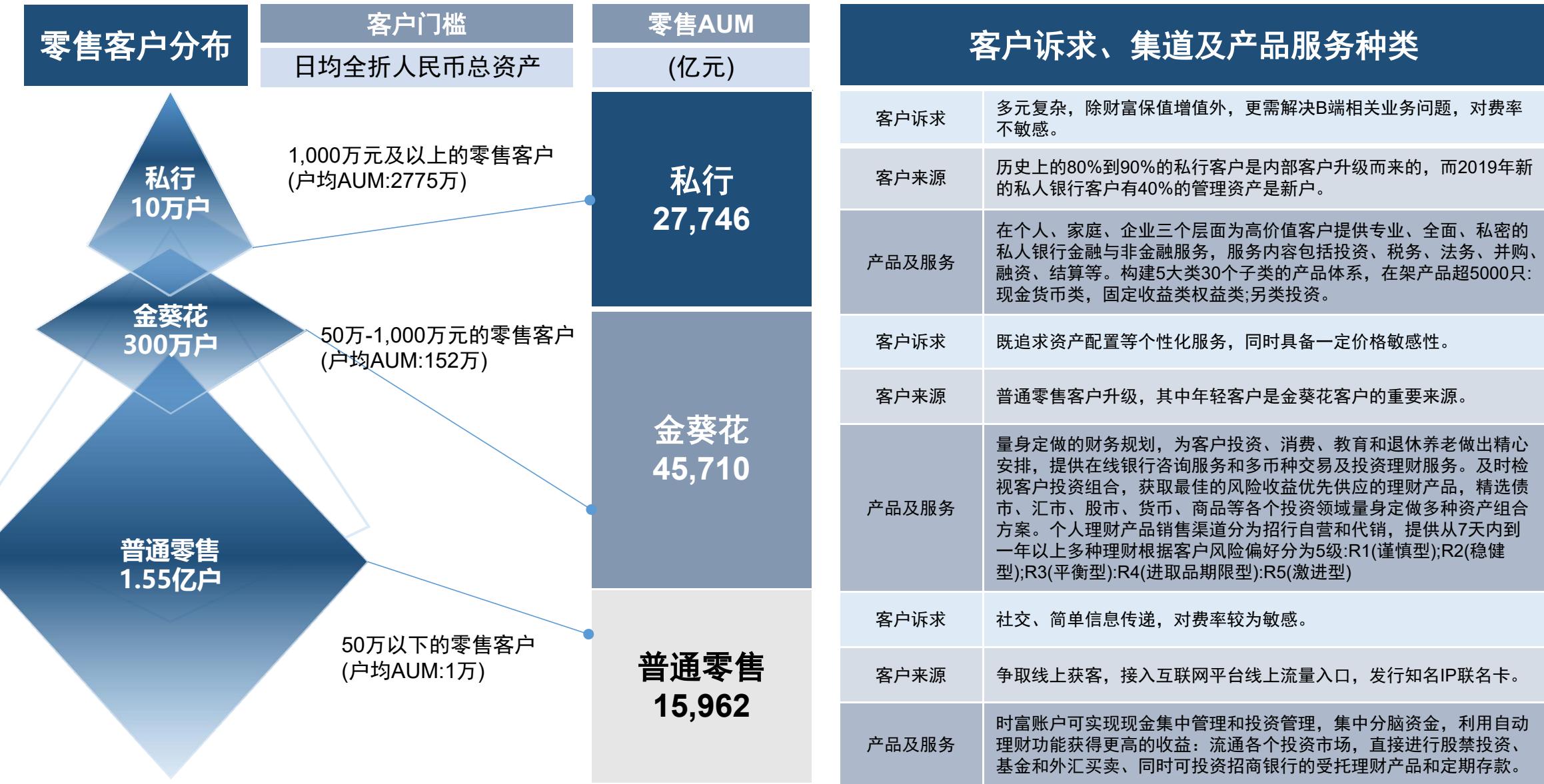


表：“零钱组合”产品

银行	业务名称	底层产品	最高日快赎额度（万元）
工商银行	天天盈	10只货币基金	10
交通银行	活期盈	10只理财产品	10
邮储银行	天天盈	10只理财产品	10
中国银行	活钱宝	10只货币基金	5
	闲钱宝	5只理财产品	5
建设银行	龙钱宝1号	5只理财产品	5
	龙钱宝1号	10只货币基金	10
招商银行	朝朝宝	10只理财产品	10
	快赎+	80只货币基金+70只现金理财	150
兴业银行	天天宝	10只理财产品	10
	天天利	50只理财产品	50
	天天盈	110只理财产品	110
平安银行	灵活宝	30只理财产品	30
	闲钱宝	80只货币基金	80
中信银行	零钱+	14只理财产品和16只货币基金	30
	活钱+	70只货币基金	70
民生银行	"宝利组合"(民生天天利+民生天天宝)	30只理财产品和70只货币基金	100
光大银行	随心宝2号	30只理财产品	30
浦发银行	浦发理财宝	20只理财产品	20
宁波银行	理财宝	10只理财产品	10
	日日宝	60只货币基金	60
江苏银行	吉时宝	6只理财产品	6
徽商银行	徽财宝	6只理财产品	6
吉林银行	吉时宝	10只理财产品	10

资料来源：南财理财，国信证券经济研究所整理

招商银行零售客户画像(2020)



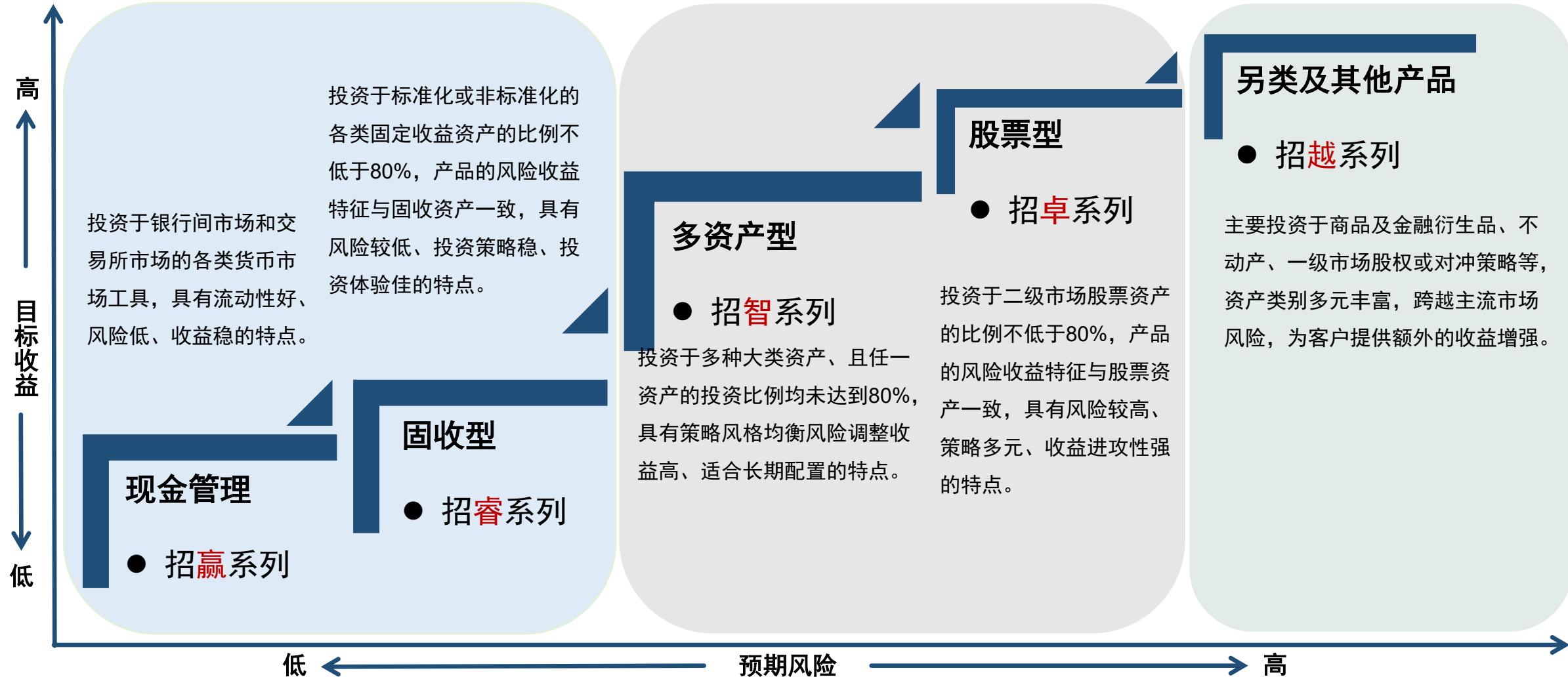
资料来源：招商银行，国信证券经济研究所整理

招银理财产品线布局较广



- 招银理财产品品牌整合好，辨识度高，如每个产品线以单字对应

图：招银理财产品线齐全



资料来源：公司官网, 国信证券经济研究所整理

招银理财产品线：现金管理类



- 现金管理类产品具有收益水平高于传统货基、流动性好等优势
- 招银理财通过“朝朝宝”等现金类产品优化了支付功能，可以替代活期成为流动性管理工具

图：“朝朝宝”具备账户支付功能



资料来源：招商银行APP，国信证券经济研究所整理

表：招银理财代表性现金管理类产品

产品简称	风险等级	运作方式	管理费率	起投金额	业绩基准
招赢聚宝盆	PR1	每日开放	30bp	0.01元	中国人民银行公布的 7天通知存款利率
招赢日日欣	PR1	每日开放	20bp	0.01元	
招赢日日盈	PR1	每日开放	30bp	0.01元	

资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

图：七日年化收益率（%）



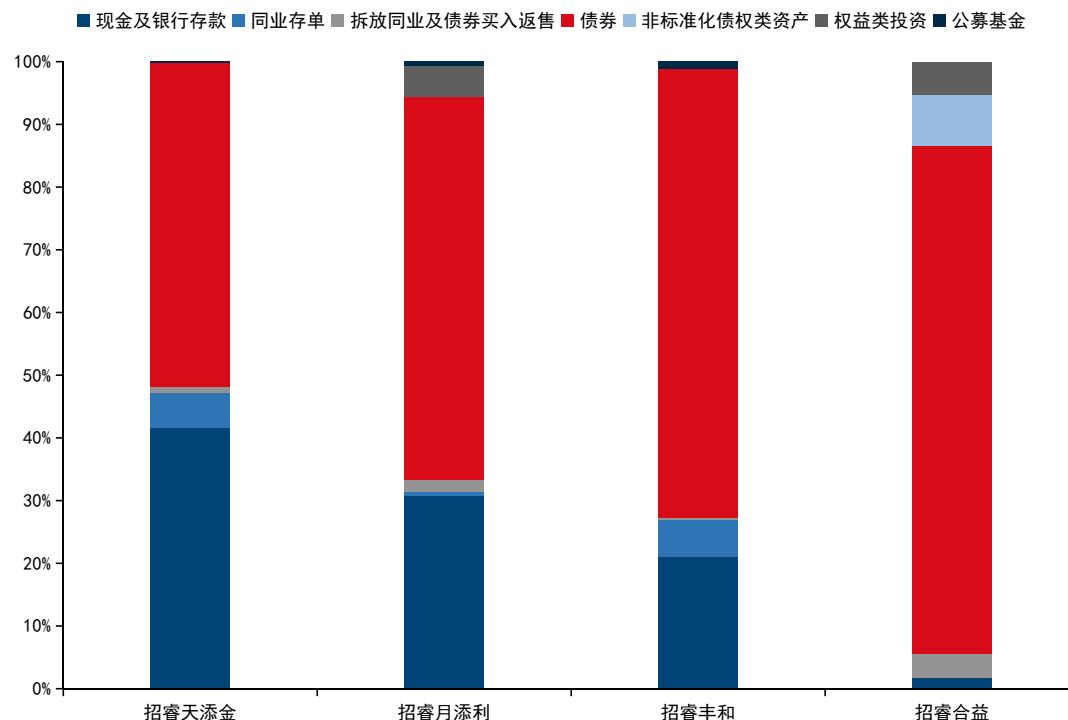
资料来源：iFinD，国信证券经济研究所整理

招银理财产品线：固定收益类



- 配置主要是纯债类和“固收+非标”类，管理费率差异较大
- “纯债+非标”产品收益弹性高于“纯债”类
- 固收类产品是最受“资产荒”困扰的产品类型，从这一视角看，通过多资产配置寻找“固收+”的收益增厚方案具有持续性

图：招银理财固收类产品以配置债券/存单和货币市场工具为主，以非标为辅



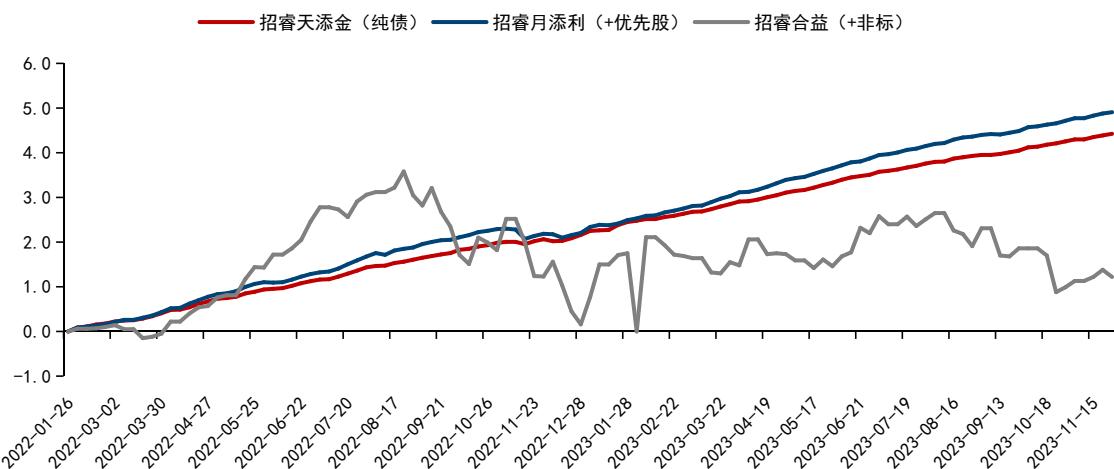
资料来源：产品公告，国信证券经济研究所整理。注：为2022年度报告披露数据。

表：招银理财代表性固收类产品

产品简称	风险等级	运作方式	投资范围	管理费率	起投金额	业绩基准
纯债固收类 招睿天添金	PR2	开放式	固定收益类资产不低于 80%	15bp	1元	中国人民银行公布的一年期定期存款基准利率
非标固收类 招睿月添利	PR2	开放式	固定收益类资产不低于 80%， 非标准化债权资产 0%-49%； 权益类资产(仅限优先股) 0%-5%； 衍生金融工具合计(以保证金计) 0%-5%。	15bp	1元	年化 2.40%-3.60%
非标固收类 招睿合益	PR3	封闭式	固定收益类资产不低于 80%， 其中非标准化债权资产占 0-49%； 权益类资产、衍生金融工具合计占 0-20%，其中高波动性资产不高于 5%	50bp	100元	年化 4.20%-7.20%

资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

图：纯债+非标”产品收益弹性高于“纯债”类



资料来源：iFinD，国信证券经济研究所整理

招银理财产品线：偏股/权益类



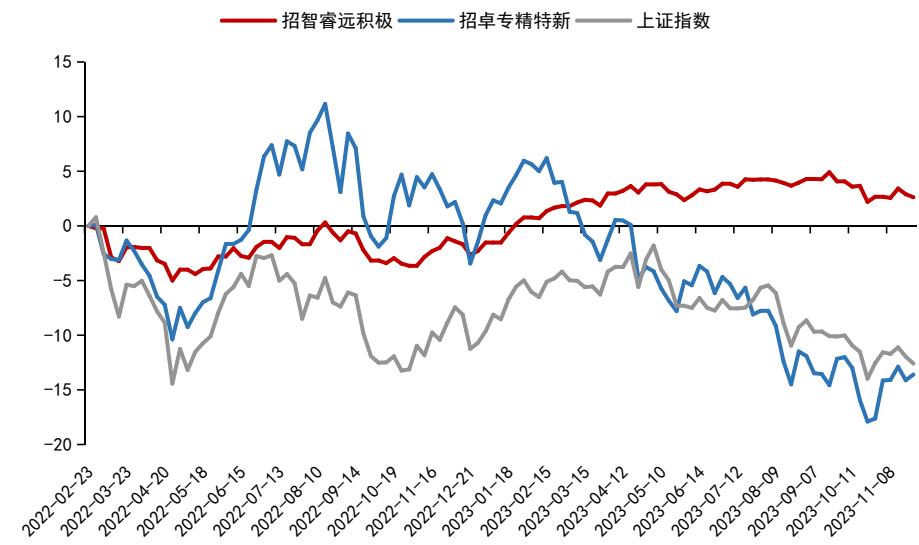
- 招银理财相关产品特点体现在，为更好获得绝对收益机会，一般采取一定封闭期运作，且资产配置结构调整灵活
- 目前权益类产品实际运作表现看，相关产品表现仍差强人意，显著体现在净值波动性大，绝对收益特征偏弱等问题。我们认为纯权益产品线仍以“小步慢挪”为主，即先以1至2款长周期产品打出品牌，这方面理财子公司可以通过FOF形式探索养老、ESG等场景
- 混合类产品一方面可以满足理财客户配置需求，另一方面也在拓展理财子公司的投资边界，减少对传统非标资产的依赖。我们判断未来高比例配置权益的混合类产品可能因收益波动大导致客户需求有限，而对债券增厚一定收益（3-4%）的“固收+”类产品仍有巨大增量机会

表：招银理财偏股/权益类代表性产品

产品简称	风险等级	运作方式	投资范围	管理费率	起投金额	业绩基准
偏股混合 招智泓瑞FOF	PR3	定期开放式	固定收益类资产40%-80% 权益类资产0-60% 商品及金融衍生品0-20%	80bp	100元	年化2.00%-8.00%
偏股混合 招智睿远积极	PR4	设有12个月的最短持有期	固定收益类资产不低于40% 权益类资产、商品及金融衍生品类资产20%-60%，其中商品及金融衍生品类资产0-20%	120bp	10元	45%*沪深300指数收益率+50%*中债总财富指数(1-3年)收益率+5%*活期存款利率
权益类 招卓专精特新	PR5	定期开放式	权益类资产 80%-95% 固收类资产不低于 5% 商品及金融衍生品 0-15%	150bp	100元	中证新兴产业指数 (000964.CSI) ×90%+上证国债指数 收益率×10%

资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

图：偏股/权益类产品收益表现各异



资料来源：iFinD，国信证券经济研究所整理

招银理财产品线：衍生品类



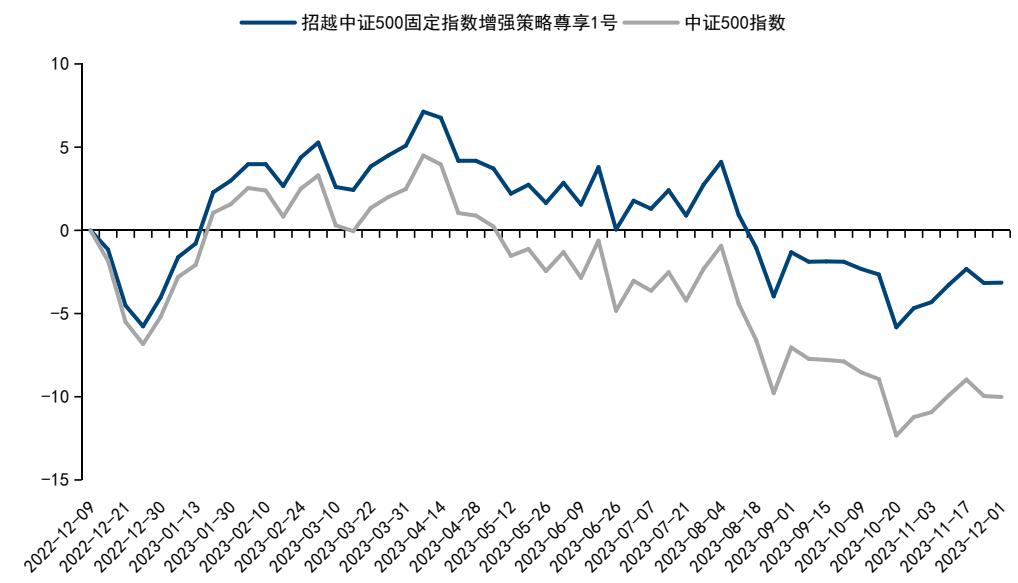
- 按照招银理财官网披露，该系列产品主要投资于商品及金融衍生品、不动产、一级市场股权或对冲策略等，资产类别多元丰富，为客户提供额外的收益增强。以招越中证500固定指数增强产品看，该产品在近一年内整体跑赢市场基准
- 衍生品类产品是把“双刃剑”：一方面即使在当前非标资产较缺失的阶段，该类产品仍有机会提供8%-10%的绝对收益水平回报（即对应“雪球敲出”），另一方面在出现市场极端行情时（即对应“雪球敲入”），客户会有较大概率出现本金损失的可能性。目前该类产品均为PR5级，认购门槛较高，主要针对风险偏好较高的高净值客户，机构可以打造为有一定影响力的品牌线，但尚难大规模向普惠客户推广

表：招银理财衍生品类代表性产品

产品简称	风险等级	运作方式	投资范围	管理费率	起投金额	业绩基准
招越臻选联动系列2号	PR5	定期开放申赎	债券,商品,利率,其他	60BP	1006万	5%/年
招越臻选雪球1号	PR5	定期开放申赎		60BP	1006万	6%/年
招越中证500固定指数增强策略尊享1号	PR5	定期开放申赎	衍生金融工具不低于80%	24BP	40万	中证500指数收益率

资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

图：招越中证500固定指数增强近一年收益率跑赢基准



资料来源：iFinD，国信证券经济研究所整理

免责声明



国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的6到12个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A股市场以沪深300指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普500指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数10%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。



国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路125号国信金融大厦36层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路1199弄证大五道口广场1号楼12楼

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街6号国信证券9层

邮编：100032