

2018 年 9 月 24 日

短中期潜在可能投资股市增量资金约千亿

——《特殊机构及产品证券账户业务指南》修订点评

相关研究

本期投资提示：

- 允许银行理财在中证登开立证券账户是落实资管新规的重要配套措施，这也有利于在过渡期内保障资产管理业务的正常运行。过去银行理财仅具备在中证登开立债券交易账户的资格，银行理财投资交易所股票，必须委托券商资管或基金专户进行投资。在贯彻资管新规去通道、去嵌套的精神下，银行理财绕道进入股票市场的通道基本被堵，此时中证登修订银行理财开立证券账户的相关规定一方面有利于确保过渡期内各类资产管理业务的正常运行，另一方面也有利于更好的去通道，促进资管回归本源。
- 银行理财开立证券账户的运作效率有待进一步观察。根据中证登修订后的《特殊机构及产品证券账户业务指南》，对于银行理财产品开户在流程中有一定的便利性安排，这具体表现为：一是银行理财产品的证券账户业务办理可以优先使用中证登在线平台；二是备案文件进一步简化，对于银行理财产品管理人与托管人为同一家银行的，不再需要提供“银行对资产托管人的授权委托书”，营业执照复印件等材料提供一份即可；三是对于分期发行的银行理财产品，可以选择每一期产品分别开立证券账户，也可以按产品系列开立证券账户，给予银行理财更大的自由度。但从实际操作来看，要求理财产品或相应的产品系列单独开户，且要求募集资金到位后再开户，规范性较高，实际运作效率还有待进一步观察。
- 如果银行理财资金可直接进入股市，那么这将使得银行理财业务的公募基金牌照属性更强。因此新规之后的理财增量资金预计主要来自原本旗下没有公募基金牌照的银行，但银行理财投资股票的相关细则有待银保监会进一步明确。已经存在的 13 家银行系基金管理的股票基金和混合基金规模占银行表内规模比例大约是 0.2%，截至 2018 年 6 月商业银行总资产大约 196 万亿，扣除已经有公募基金牌照的 13 家银行资产总额 134 万亿，其余没有公募基金牌照银行的总资产规模大约 62 万亿。由于新政策之后的银行理财业务公募基金牌照属性更强，因此效果可近似等同于 62 万亿总资产的这部分银行亦可开展类似公募业务，推算出潜在的投资股市增量资金大约千亿。由于银行目前投研团队等并不齐备、居民风险偏好只能渐进式提升、金融衍生品市场中金融期货发展相对成熟使得 ETF 这类产品具备风险对冲工具这三个方面的原因，短中期内银行理财投资股市的资金以股票资产组合形式存在的可能性更大，包括不限于 ETF、MOM、FOF 等途径，并且以委外为主。
- 相较美国，目前我国居民财富配置股票比例非常低，长期来看我国居民财富加大股票配置力度将是顺势所趋；而在资管新规之后，银行理财非标投资受限，商业银行寻求新的资产配置机会有望加速推动居民资金入市这一进程。我国居民财富配置在房地产上的占比超过 70%，如果剔除房地产，我国居民财富配置基金和股票比例仅 12% 左右，美国是 33%。
- 银行系主导下我国资管以固收类配置为主这一特征难撼动。我国金融市场有一个很重要的特征即以银行体系为主导，对标海外，我国资产管理市场类型更接近于德国和日本。通过对比海外的资产管理市场，我们发现在银行体系主导的资管市场中：1) GDP/AuM 比例相对较低；2) 个人投资者比例通常较高；3) 固收型资产配置比例较高。展望未来，虽然中证登允许银行理财直投股票，但不会影响我国大资管配置格局的主要特征：由于银行的渠道优势难以撼动，预计未来我国仍将延续以银行为主导的资管格局，而整体资产配置方向也仍将以固定收益类产品为主。同时，资管新规令银行理财对接非标投资难度加大，对股、债等标准类资产的配置增加，这也将更加考验银行及资管机构主动管理能力。

证券分析师

马鲲鹏 A0230518060002
makp@swsresearch.com
孟祥娟 A0230511090004
mengxj@swsresearch.com
龚芳 A0230514080010
gongfang@swsresearch.com
谢云霞 A0230517120002
xieyx@swsresearch.com

研究支持

刘宁 A0230117050018
liuning@swsresearch.com

联系人

龚芳
(0755)88284232
gongfang@swsresearch.com



申万宏源研究微信服务号

www.baogaoba.xyz 獨家收集 百萬報告 实时更新 日更千篇

1. 允许银行理财开立证券账户是落实资管新规的重要补充措施

允许银行理财在中证登开立证券账户是落实资管新规的重要配套措施。自 2018 年 4 月 27 日央行联合其它部委发布《关于规范金融机构资产管理业务的指导意见》（以下简称资管新规）以来，央行、银保监会及证监会一直在积极推进相关配套措施的落地，2018 年 7 月 20 日央行、银保监会及证监会分别发布了补充通知、《商业银行理财业务监督管理办法（征求意见稿）》及《证券期货机构私募资产管理业务管理办法（征求意见稿）》及《证券期货经营机构私募资产管理计划运作管理规定（征求意见稿）》等配套细则；2018 年 8 月 17 日，银保监会下发《信托部关于加强规范资产管理业务过渡期内监管工作的通知》（信托函【2018】37 号），明确信托业务的相关实施细则。根据资管新规中第二十二的相关要求，“金融监督管理部门和国家有关部门应当对各类金融机构开展资产管理业务实行平等准入、给予公平待遇。资产管理产品应当在账户开立、产权登记、法律诉讼等方面享有平等的地位。”2018 年 9 月 19 日中证登修订《特殊机构及产品证券账户业务指南》，允许银行理财产品开立证券账户，且将投资范围确定为“法律法规及监管部门许可的投资范围”，这是落实资管新规精神的重要补充措施。

银行理财获准在中证登开立证券账户有利于在过渡期内保障资产管理业务的正常运行。自 2017 年发布资管新规的征求意见稿以来，过去很多差异性监管的问题在配套细则中都正在逐步消除或解决。目前在实际业务操作中，不同资产管理产品仍面临一些差异，其中开户问题就是典型的问题之一。过去银行理财仅具备在中证登开立债券交易账户的资格，银行理财投资交易所股票，必须委托券商资管或基金专户进行投资。在贯彻资管新规去通道、去嵌套的精神下，银行理财绕道进入股票市场的通道基本被堵，此时中证登修订银行理财开立证券账户的相关规定一方面有利于确保过渡期内各类资产管理业务的正常运行，另一方面也有利于更好的去通道，促进资管回归本源。

银行理财开立证券账户的运作效率有待进一步观察。根据中证登修订后的《特殊机构及产品证券账户业务指南》的要求，对于银行理财产品开户在流程中有一定的便利性安排，这具体表现为：一是银行理财产品的证券账户业务办理可以优先使用中证登在线平台；二是备案文件进一步简化，对于银行理财产品管理人与托管人为同一家银行的，不再需要提供“银行对资产托管人的授权委托书”，营业执照复印件等材料提供一份即可；三是对于分期发行的银行理财产品，可以选择每一期产品分别开立证券账户，也可以按产品系列开立证券账户，给予银行理财更大的自由度。但从实际操作来看，要求理财产品或相应的产品系列单独开户，且要求募集资金到位后再开户，规范性较高，实际运作效率还有待进一步观察。

2.潜在的投资股市增量资金约千亿

如果理财账户未来可以直接股票，那么银行理财业务的公募基金牌照属性将更强。在资管行业统一监管之后，银行理财资金进入股市较之前有两大便利，这两大便利使得银行理财业务的公募基金牌照属性更强：第一，淡化资金来源概念，将银行理财地位和其他资管产品地位等同起来。第二，银行理财账户可以直接投资股票大大降低理财资金入市难度。根据不完全统计，之前大约有 13 家银行已经获取公募基金牌照。

这两大便利使得短中期潜在的投资股市增量资金主要是来自原本旗下没有公募基金牌照的银行，根据测算，潜在的投资股市增量资金大约千亿。测算思路如下：已有的 13 家银行系基金公司管理的股票基金和混合基金规模占银行表内规模（代表银行的综合实力）比例大约是 0.2%，截至 2018 年 6 月商业银行总资产合计大约 196 万亿，扣除已经有公募基金牌照的 13 家银行资产总额 134 万亿，其余没有公募基金牌照银行的总资产规模大约 62 万亿。由于新政策之后的银行理财业务公募基金牌照属性更强，因此效果可近似等同于 62 万亿总资产的这部分银行亦可开展类似公募业务，推算出潜在的投资股市增量资金大约千亿。

那么假设银行资管资金（含旗下公募基金）投资权益的潜在比例大约是 0.2%，那么全行业银行资管资金投资权益的规模大约 3690 亿，潜在增量资金大约千亿。

表 1：短中期银行理财潜在的投资股市增量资金约千亿

序号	基金管理人	内资银行股东	持股比例	股票基金+混合基金规模（亿）	银行表内规模（亿）	（股票+混合基金）管理规模占比
1	工银瑞信基金管理有限公司	中国工商银行	80%	501.3	273031	0.2%
2	建信基金管理有限责任公司	中国建设银行	65%	292.3	228052	0.1%
3	农银汇理基金管理有限公司	中国农业银行	52%	172.0	219209	0.1%
4	中银基金管理有限公司	中国银行	84%	304.0	202949	0.1%
5	交银施罗德基金管理有限公司	交通银行	65%	438.0	93227	0.5%
6	兴业基金管理有限公司	兴业银行	90%	61.0	65632	0.1%
7	招商基金管理有限公司	招商银行	55%	579.0	65373	0.9%
8	浦银安盛基金管理有限公司	浦发银行	51%	67.0	60918	0.1%
9	民生加银基金管理有限公司	民生银行	63%	70.0	60611	0.1%
10	中加基金管理有限公司	北京银行	44%	22.0	24856	0.1%
11	上银基金管理有限公司	上海银行	90%	3.4	19187	0.0%
12	鑫元基金管理有限公司	南京银行	80%	3.1	11936	0.0%
13	永赢基金管理有限公司	宁波银行	71%	5.9	10764	0.1%
13 家银行系基金整体				2519	1335746	0.2%
商业银行总规模				3690	1956519	0.2%
潜在的投资股市增量理财资金				1171		

资料来源：Wind，申万宏源研究

从美国经验来看，目前我国居民财富配置股票比例非常低，长期来看我国居民财富加大股票配置力度将是大势所趋，空间十分大；而在资管新规之后，银行理财非标投资受限，商业银行寻求新的资产配置机会有望加速推动居民资金入市这一进程。

我国居民财富主要集中在房地产上，其占比超过 70%。如果包含房地产，我国居民财富配置基金和股票比例仅 3%左右，美国 28%；如果剔除房地产，我国居民财富配置基金和股票比例仅 12%左右，美国是 33%。

表 2：2017 年中国居民财富的分布结构——配置股票和基金比例非常少（单位：亿人民币）

	2017	占比
现金	63,581	1.5%
储蓄存款	643,768	15.0%
保险产品	83,745	1.9%
货币基金	33,679	0.8%
基金	64,425	1.5%
理财产品	168,800	3.9%
信托产品	104,981	2.4%
房地产	3,060,927	71.1%
股票	79000	1.8%
其他	0	0
居民财富总和	4,302,905	100.0%

资料来源：Wind，央行官网，申万宏源研究

表 3：2017 年美国居民财富的分布结构——配置股票和基金比例超过 20%（亿美元）

	2017	占比
现金	11,515	1.2%
储蓄存款	92,835	9.7%
保险产品（life insurance）	13,873	1.4%
货币基金	10,534	1.1%
基金	86,286	9.0%
债券	43,203	4.5%
pension	232,926	24.3%
房地产（净值）	144,416	15.1%
股票	179,495	18.8%
其他	141,680	14.8%
居民财富总和	956,763	100.0%

资料来源：Wind，美联储，申万宏源研究

短中期内，银行投资股市的增量理财资金以股票资产组合形式的可能性更大，并且以委外为主，包括不限于 ETF、MOM、FOF 等途径，原因有三个：第一，股票投资对银行而言是不擅长的业务领域，投研团队、机制文化等建设需要一定的时间周期，以股票组合的形式更符合现实条件，追求个股的 α 收益需要耗费银行更大的投入，短中期银行理财的个股投资更适合以委外方式（包括 MOM 等）来做；第二，虽然长期来看，居民财富加大股票配置是大方向，但这个结果的发生要求居民风险偏好显著提升，而居民风险偏好的改变是渐进式的、缓慢的，因此现阶段银行一定是偏好风险更低的一揽子股票组合，包括 ETF

等等；第三，从金融衍生品市场发展的进程来看，股指期货相对更容易推进和发展，而股指期货可以作为 ETF 产品的对冲工具，为银行的资产配置提供了更多的可能性。

理财产品直接开户除了影响进入股市的增量理财资金，原来存量理财资金以通道入市的部分也将逐步退出被新模式取代，这也将改变股票市场的机构投资者结构。

3.对债券而言：银行系主导下，我国资管以固收类配置为主这一特征难撼动

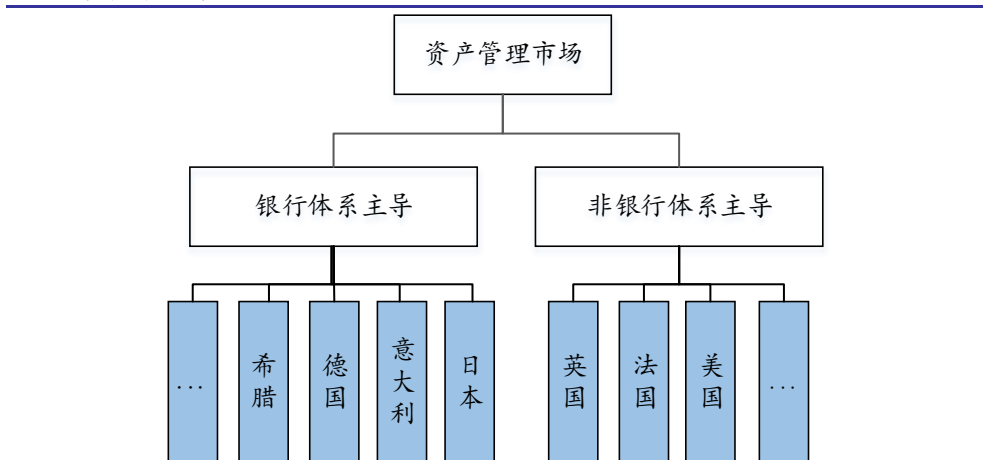
我国金融市场有一个很重要的特征，即以银行体系为主导，我国资管机构资金大部分来自于银行。我国资管资金格局主要沿袭两条线：银行条线和保险条线。一是银行条线，银行通过渠道、刚兑、信仰优势募集资金，然后与其他资管机构合作。在这条线中，银行与各资管机构合作紧密，方式包括：银行直接投资、主动管理委外，以及通道类、非标类委外三种。资管机构资金大部分来自银行，2016 年四季度以来的去杠杆主要就是针对银行条线。另一条线是保险条线，这条线相对闭环，资金外溢到其他资管机构较少。

我国大资管市场快速发展至今，资产管理市场类型更接近于德国和日本，以银行体系为主导。我国实体经济融资结构更类似与德国和日本，更多依赖于银行贷款等间接融资，而不是资本市场的直接融资服务。我国大资管市场也是以银行为主导的资产管理市场，资金主要来源是银行。

对标海外，银行系主导的资管体系有什么样的特征呢？

为便于研究和比较，我们将银行系资产管理公司数量占比较高的市场称为银行体系主导的资产管理市场，反之则称为非银行体系主导的资产管理市场。在欧洲多数国家，银行系资管公司占多数，如希腊、德国、意大利、奥地利、葡萄牙等，但英国和法国是典型的非银行体系主导资产管理市场，另外，日本和美国分别是典型的银行体系主导和非银行体系主导的资产管理市场。

图 1：资产管理市场分类

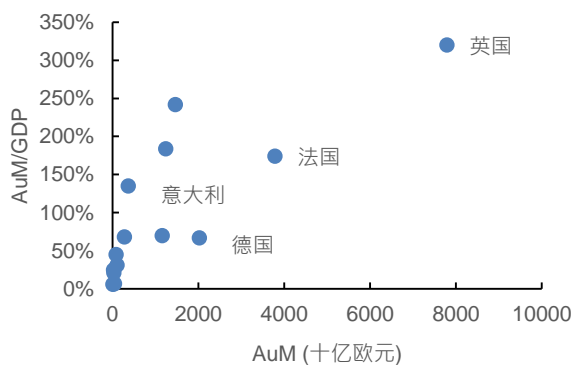


资料来源：申万宏源研究

1) 特征一：规模方面，银行系资产管理公司比例越高，AuM/GDP 越低

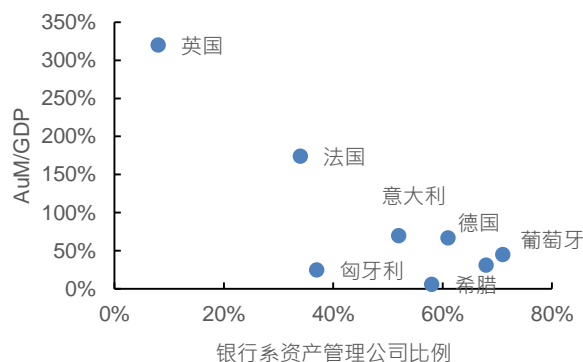
经济体的融资结构差异或可以在一定程度上解释这一现象。银行体系主导的国家，实体经济融资更多依赖于银行贷款等间接融资，而不是资本市场的直接融资服务。因此，GDP 增长更多的是依赖银行体系，将不会对资本市场的 AuM 规模有过多的拉动作用。例如日本的 GDP 是法国 GDP 的将近 2 倍，但 AuM 规模却相差无几，而美国作为典型的非银行体系国家，实体经济融资以股权融资为主，其 AuM/GDP 高达 187%。

图 2：AuM 与 AuM/GDP 呈正向相关



资料来源：BCG, EFAMA, 申万宏源研究

图 3：银行体系主导市场 AuM/GDP 较低



资料来源：Oliver Wyman, 申万宏源研究

2) 特征二：银行体系主导下，个人投资者比例通常较高

传统的银行体系主导的资产管理市场具备个人投资者占较大份额这一基本特征。这一特征的主要原因在于，过去很长一段时间，银行网点主导了欧洲多数国家基金产品的分销活动，是银行体系的网点优势保障了个人投资者具有便利的投资渠道。

表 4：主要资产管理市场投资者结构

投资者类型	银行体系主导		非银行体系主导		
	欧洲 (剔除英、法)	日本	英国	法国	美国
个人投资者	58%	61%	20%	23%	89% (与养老金体制有关)
机构投资者	42%	39%	80%	77%	11%

资料来源：申万宏源研究

表 5：部分国家基金产品分销渠道

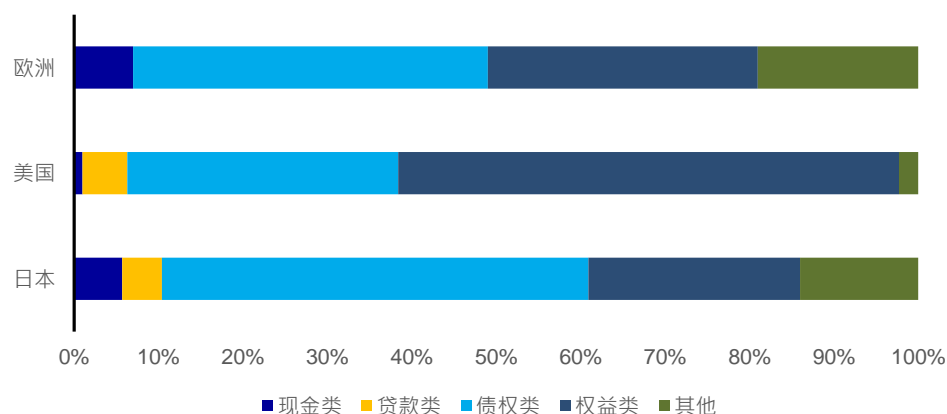
	银行	基金顾问	直接购买	其他
法国	70%			30%
德国	80%	5%	14%	
意大利	43%		1.10%	55.90%
西班牙	71%			29%
英国	10%	50%	40%	

资料来源：Bengtsson 和 Delbecque (2011), 申万宏源研究

3) 特征三：银行体系主导下，固定收益资产配置比例较高

在银行体系主导和非银行体系主导的资产管理市场中，资产配置结构存在着显著差异。作为银行体系主导的典型代表，欧洲及日本两地现金类、债券类等固定收益型资产的配置比例相对较高，分别为 49%和 56.2%。相较之下，非银行体系主导的资产管理市场中权益类资产配置比例较高。欧洲地区的英国，作为典型的非银行体系主导资产管理市场，债券类配置比例仅为 33%，低于欧洲平均水平 17 个百分点；权益类资产配置比例达 39%，高于欧洲平均水平 16 个百分点，反映了非银行体系主导市场的投资者风险偏好较高。相较之下，美国作为全球最发达的资产管理市场，对权益类资产的偏好尤为强烈。数据显示，美国资产管理市场无风险型资产配比为 37.4%，而权益类资产的配置比例达 59.3%。

图 4：欧洲、美国、日本资产配置结构比较



资料来源：日本央行，EFAMA，申万宏源研究

对标海外银行体系主导的资产管理市场，我国资管格局有何特征？债券配置前景如何呢？

当前我国资管格局特征：1) 在银行体系主导的资管市场中，GDP 总量对 AuM 的拉动程度相对较低。如果 2016 年我国资管规模按照 60 万亿计算，当年 AUM/GDP 比例约为 81%，接近于日德比例。预计后期我国资管规模增速将有所放缓，结构性变化为主。2) 投资者结构方面，银行体系主导下，个人投资者比例通常较高。这一点在我国也得到印证，我国银行渠道优势明显，银行网点在零售投资产品分销体系的地位短时间内很难撼动；3) 关注我国养老金体系的建立与完善，可能为资管市场带来增量资金。我国养老金投资体系预计将以机构统一管理为主，风险偏好较低，将为资管市场带来长期稳定资金，相对而言更利好增强债市配置力量。4) 资产配置结构方面，银行体系主导的市场固定收益型资产配置比例较高。当前我国货币型基金及债券型基金份额占比靠前，两者均以存款及债券配置为主。未来无论产品结构如何调整，预计资产配置都将维持固定收益类资产主导的格局，预计后期债基将面临规模收缩，股基、债基及混合类产品占比将相应提高。

图 5：主要资管机构的来自银行的资金占比及规模估算

	2016年规模（万亿）	来自银行的比例	全口径：来自银行的规模（万亿）
信托	19.0	24.37%	4.6
券商集合	2.2	51.78%	1.1
券商定向	14.7	99.68%	14.6
券商专项	0.4	92.72%	0.4
基金公司专户	6.4	57.00%	3.6
基金子公司专户	10.5	56.40%	5.9
保险	13.4	23.06%	3.1
求和	66.6	50.24%	33.5

资料来源：申万宏源研究

展望：虽然中证登允许银行理财直投股票，但不会影响我国大资管配置格局的主要特征，从大方向来看，我国仍将延续以银行为主导的资管格局，银行的渠道优势难以撼动，而整体资产配置方向也仍将以固定收益类产品为主，主要关注以下几点：

第一，我国实体经济融资结构仍以银行贷款为主，长期来看商业银行都将是我国金融体系的重中之重，短期内银行渠道优势及信仰很难打破。短期影响更多的体现为银行与非银合作方式的转变。

第二，从来源端来看，居民收入稳定增长的背景下，资管规模仍有持续增长动力，更多的表现为结构性变化。

第三，从配置端来看，在银行为主导的资管体系下，终端资产配置结构短期内很仍难发生大的变化，仍将以固收类资产为主。

第四，资管新规令银行理财对接非标投资难度加大，但对标准类资产投向的约束边际放松，将更加考验银行及资管机构主动管理能力。随着主动管理要求提高，资管市场集中度或将进一步提升。

信息披露

证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可，资格证书编号为：ZX0065。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

机构销售团队联系人

上海	陈陶	021-23297221	18930809221	chentao1@swhysc.com
北京	李丹	010-66500610	18930809610	lidan4@swhysc.com
深圳	谢文霓	021-23297211	18930809211	xiewenni@swhysc.com
综合	朱芳	021-23297233	18930809233	zhufang2@swhysc.com

法律声明

本报告仅供上海申银万国证券研究所有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司并接受客户的后续问询。本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，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。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。