

银行行业

银行理财现状及发展趋势

核心观点:

- **银行理财调整压力最大时期已过，规模平稳回升。**银行理财业务调整压力期主要集中在 2017-2018 年，2019 年逐步恢复正增长。预计 2020 年一季度受疫情影响，银行理财规模有所调整，但 3 月份以来社融、M2 增速持续攀升，理财规模也有所回升。银保监会数据显示，截至 2020 年 4 月末，银行及银行理财子公司非保本理财产品余额合计 25.9 万亿元，较 2019 年 6 月末增长了约 3.7 万亿元。总体来看，银行理财已经过了调整压力最大的时期，后续增长还需看社融增速、新老产品对接程度、预期收益型产品以及现金管理类相关产品政策落地时间等。
- **新发行理财产品中净值型发力，各银行净值化转型进度差距较大。**上市银行 2019 年净值化转型加快，各家净值型产品占比差距较大，预计与存量理财规模有关。国有大行中农业银行净值型产品余额占比最高，超过了 45%；股份行中中信银行接近 60%、兴业银行 56%，平安银行、光大银行均超过了 40%，招商银行 32.6%；城商行中贵阳银行、杭州银行、北京银行、青岛银行均超过了 70%；农商行中渝农商行 52.6%。
- **大部分银行存量非标整改压力不大，后续配置动力仍存。**不同银行存量非标资产整改进度略有分化，部分在监管额度内加大了非标配置，预计主要是为了增厚理财产品收益率。不过，大部分银行存量非标整改压力不大，对于少量期限较长的，将采取转让、发新产品对接、回表等方式应对，当前环境下，处置难度不大。非标是高收益资产的核心来源，后续银行理财配置动力仍存，但预计规模不可与往日相比。
- **理财子公司产品体系以“固收+”为核心，目前主要以委外方式试水权益。**从已开业理财子公司产品体系来看，基本是围绕“固收+”策略，逐步扩展至其他大类资产品种。发行的产品中固收类占主导，运作上以封闭式为主且期限偏长。大类资产配置上，权益类绝对规模不大，但 2020 年以来配置比例有所上升，投资方式上以委外为主，合作机构选择上重视专业化投研能力。从海外经验来看，预计未来大型银行理财子公司可能走综合资管模式，而中小银行更适合精品整合资管模式。
- **投资建议：**银行理财调整压力最大时期已过，理财子公司加速落地，我国资管市场全新格局开启。从发展趋势来看，随着居民财富的不断累积以及理财意识的增强，我国资管市场未来发展空间不可小视，理财业务实现独立运营后，核心竞争力将不断构建，对银行业绩和估值的贡献有望提升。建议关注理财规模具有领先优势的国有大行、招商银行等以及运作灵活高效的杭州银行、宁波银行等。
- **风险提示：**1. 银行理财数据统计可能存在一定偏差；2. 样本数量不全，可能导致反应的信息不够全面。

行业评级

买入

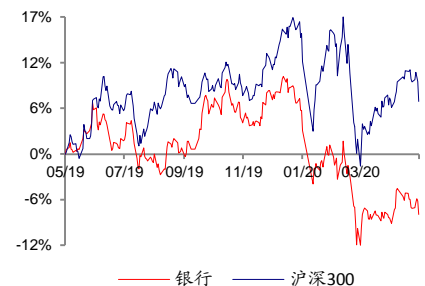
前次评级

买入

报告日期

2020-05-24

相对市场表现



分析师:

倪军



SAC 执证号: S0260518020004



021-60750604



nijun@gf.com.cn

分析师:

屈俊



SAC 执证号: S0260515030005



0755-88286915



qujun@gf.com.cn

分析师:

万思华



SAC 执证号: S0260519080006



021-60750604



wansihua@gf.com.cn

请注意，倪军、万思华并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人，不可在香港从事受监管活动。

相关研究:

- 银行行业:板块处于绝对底部， 2020-05-18
相对收益仍需等待
- 银行行业:下周存单到期量较 2020-05-17
多—银行融资追踪 第四期
- 银行行业:社融上台阶，信贷超 2020-05-11
预期—2020 年 4 月金融数据跟踪

重点公司估值和财务分析表

股票简称	股票代码	货币	最新 收盘价	最近 报告日期	评级	合理价值 (元/股)	EPS(元)		PE(x)		PB(x)		ROE(%)	
							2020E	2021E	2020E	2021E	2020E	2021E	2020E	2021E
工商银行	601398.SH	CNY	5.05	2020/4/29	买入	6.82	0.90	0.93	5.61	5.43	0.67	0.61	12.39	11.79
建设银行	601939.SH	CNY	6.32	2020/4/29	增持	8.26	1.09	1.14	5.80	5.54	0.69	0.63	12.44	11.91
农业银行	601288.SH	CNY	3.37	2020/4/29	买入	4.35	0.62	0.64	5.44	5.27	0.62	0.57	11.79	11.35
中国银行	601988.SH	CNY	3.42	2020/5/1	买入	4.28	0.63	0.65	5.43	5.26	0.56	0.52	10.82	10.26
邮储银行	601658.SH	CNY	5.08	2020/4/29	买入	6.33	0.76	0.87	6.68	5.84	0.80	0.73	12.65	13.07
交通银行	601328.SH	CNY	5.07	2020/4/30	买入	8.06	1.03	1.06	4.92	4.78	0.50	0.47	10.57	10.09
招商银行	600036.SH	CNY	33.63	2020/4/30	买入	41.35	4.11	4.60	8.18	7.31	1.30	1.15	16.85	16.74
中信银行	601998.SH	CNY	5.00	2020/4/24	买入	7.91	1.00	1.07	5.00	4.67	0.51	0.47	10.60	10.37
浦发银行	600000.SH	CNY	10.14	2020/4/26	买入	12.75	2.03	2.10	5.00	4.83	0.56	0.51	11.62	11.08
兴业银行	601166.SH	CNY	15.78	2020/4/29	买入	23.40	3.23	3.41	4.89	4.63	0.61	0.55	13.07	12.46
光大银行	601818.SH	CNY	3.64	2020/4/29	买入	5.90	0.75	0.82	4.85	4.44	0.56	0.51	11.88	12.00
平安银行	000001.SZ	CNY	12.92	2020/4/21	买入	15.57	1.63	1.81	7.93	7.14	0.83	0.75	11.01	11.10
北京银行	601169.SH	CNY	4.83	2020/4/29	买入	5.82	1.02	1.08	4.74	4.47	0.50	0.46	10.94	10.67
上海银行	601229.SH	CNY	8.00	2020/4/27	买入	10.97	1.50	1.62	5.33	4.94	0.66	0.60	12.93	12.63
宁波银行	002142.SZ	CNY	25.36	2020/4/26	买入	31.49	2.92	3.49	8.68	7.27	1.37	1.18	17.35	17.47
南京银行	601009.SH	CNY	7.59	2020/4/30	买入	11.42	1.65	1.86	4.60	4.08	0.73	0.64	16.96	16.77
杭州银行	600926.SH	CNY	8.78	2020/4/30	买入	10.03	1.50	1.77	5.85	4.96	0.77	0.69	13.86	14.66
常熟银行	601128.SH	CNY	7.01	2020/4/23	买入	8.79	0.74	0.82	9.47	8.55	1.04	0.95	11.37	11.59
工商银行	01398.HK	HKD	4.94	2020/4/29	买入	5.82	0.90	0.93	5.05	4.89	0.60	0.55	12.39	11.79
建设银行	00939.HK	HKD	6.02	2020/4/29	买入	8.23	1.09	1.14	5.08	4.86	0.60	0.55	12.44	11.91
农业银行	01288.HK	HKD	3.03	2020/4/29	买入	4.13	0.62	0.64	4.50	4.36	0.51	0.47	11.79	11.35
中国银行	03988.HK	HKD	2.83	2020/5/1	买入	3.35	0.63	0.65	4.13	4.01	0.43	0.39	10.82	10.26
交通银行	03328.HK	HKD	4.61	2020/4/30	买入	7.66	1.03	1.06	4.12	4.00	0.42	0.39	10.57	10.09
招商银行	03968.HK	HKD	35.70	2020/4/30	买入	39.57	4.11	4.60	7.99	7.14	1.27	1.13	16.85	16.74
中信银行	00998.HK	HKD	3.33	2020/4/24	买入	6.50	1.00	1.07	3.06	2.86	0.31	0.28	10.60	10.37
中国光大银行	06818.HK	HKD	3.05	2020/4/29	买入	5.07	0.75	0.82	3.74	3.42	0.43	0.39	11.88	12.00
邮储银行	01658.HK	HKD	4.31	2020/4/29	买入	5.53	0.76	0.87	5.67	4.95	0.68	0.62	12.65	13.07
重庆农村商业 银行	03618.HK	HKD	2.94	2020/4/28	买入	4.61	0.88	0.91	3.35	3.24	0.35	0.32	10.85	10.30

注：A+H 股上市银行的业绩预测一致，且货币单位均为人民币元；对应的 H 股 PE 和 PB 估值，为最新 H 股股价按即期汇率折合为人民币计算所得。表中估值指标按照最新收盘价计算。

数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

目录索引

一、银行理财调整压力最大时期已过，规模平稳回升	6
（一）经过两年时间的调整，非保本理财规模恢复平稳增长	6
（二）新发行理财产品中净值型发力，各银行净值化转型进度差距较大	7
专题 1：现金管理类产品新规影响几何？	9
专题 2：如何看待理财产品预期收益率与资产端收益率倒挂的现象？	11
二、标准化资产投资力度加大，非标配置动力仍存	11
三、理财子公司产品体系以“固收+”为核心，目前主要以委外方式试水权益	14
（一）理财子公司加速落地，产品体系基本上均以“固收+”为核心	14
（二）理财子公司已发行的产品中固定收益类占主导，运作模式上以封闭式为主且期限偏长	16
（三）理财子公司目前自主投资权益资产较少，主要以委外方式试水	18
专题 3：银行理财子公司如何看待委外投资？如何选择合作机构？	20
（四）以海外经验为鉴，看理财子公司的发展路径	20
四、投资建议与风险提示	21

图表索引

图 1: 银行业非保本理财产品存续余额及增速	6
图 2: 余额宝、微信理财通与工银理财“添利宝”净值型理财产品(XLT1801)的 7 日年化收益率对比 (%)	10
图 3: 2020 年 3 月份以来, 3M、6M 和 1 年理财产品预期年收益率与 3 年、5 年中短期票据 (AA) 到期收益率倒挂	11
图 4: 2019 年 6 月末非保本理财产品资产配置情况	12
图 5: 非标准化债券类资产占比变化	12
图 6: 理财子公司合计发行的产品数量分布 (按投资性质划分, 截至 2020 年 5 月 12 日)	16
图 7: 各家理财子公司发行的产品数量 (按投资性质划分, 截至 2020 年 5 月 12 日)	16
图 8: 理财子公司合计发行的产品数量分布 (按风险等级划分, 截至 2020 年 5 月 12 日)	17
图 9: 各家理财子公司发行的产品数量 (按风险等级划分, 截至 2020 年 5 月 12 日)	17
图 10: 理财子公司合计发行的产品数量分布 (按运作模式划分, 截至 2020 年 5 月 12 日)	17
图 11: 各家理财子公司发行的产品数量 (按运作模式划分, 截至 2020 年 5 月 12 日)	17
图 12: 理财子公司发行的封闭式产品数量分布 (按期限划分, 截至 2020 年 5 月 12 日)	18
 表 1: A 股上市银行 2019 年末非保本理财产品余额 (集团口径) 及 2016-2019 年同比增速	6
表 2: A 股上市银行非保本理财产品 (本行口径)、净值型产品余额及增长情况 ..	8
表 3: 部分 A 股上市银行现金管理类理财产品	9
表 4: 建设银行理财产品投资资产情况 (亿元)	12
表 5: 招商银行理财产品投资资产情况 (亿元)	13
表 6: 江苏银行理财产品投资资产情况 (亿元)	13
表 7: 青岛银行理财产品投资资产情况 (亿元)	13
表 8: 工银理财“鑫得利”固定收益类 1095 天封闭净值型理财产品 (GS18028) 2020 年第一季度投资组合基本情况	13
表 9: 工银理财“鑫得利”固定收益类 1095 天封闭净值型理财产品 (GS18028) 2020 年第一季度投资资产明细	14
表 10: 工银理财“鑫得利”固定收益类 1095 天封闭净值型理财产品 (GS18028) 2020 年第一季度末产品投资非标准化债权类资产明细	14
表 11: 截至 2020 年 4 月末, 19 家银行获准设立理财子公司, 其中 12 家已开业; 此外 1 家外方控股理财子公司获批筹建	15

表 12: 部分已开业理财子公司产品体系	15
表 13: 截至 2020 年 02 月 29 日, 建信理财粤港澳大湾区指数灵活配置理财产品 (第 01 期) 资产持仓	19
表 14: 目前已有 8 只理财子公司与基金公司等同业资管机构备案专户产品	19

一、银行理财调整压力最大时期已过，规模平稳回升

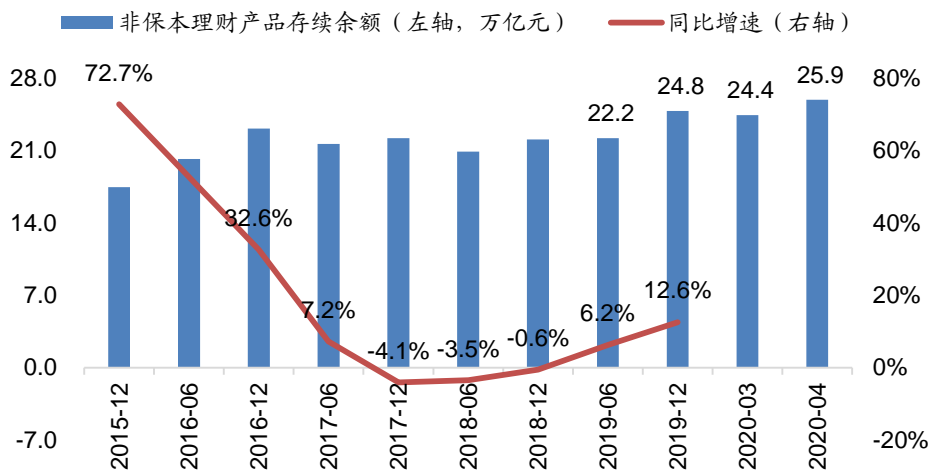
（一）经过两年时间的调整，非保本理财规模恢复平稳增长

自2017年11月《关于规范金融机构资产管理业务的指导意见（征求意见稿）》出台以后，银行业理财业务进入调整期，2018年央行、银保监会又陆续出台了多项针对理财业务的监管政策，推动理财产品转型。在转型压力下，非保本理财产品存续余额2017-2018年连续两年负增长。随着净值型新产品发行提速，2019年银行理财规模增长呈现向好的势头。从我们统计的36家A股上市银行数据来看，理财业务调整压力期也主要集中在2017-2018年，大部分银行表外非保本理财规模收缩，进入2019年，理财业务逐步恢复正增长，其中20家同比增速超过两位数。

预计2020年一季度受疫情影响，银行理财规模有所调整，但3月份以来社融、M2增速持续攀升，理财规模也有所回升。银保监会数据显示，截至2020年4月末，银行及银行理财子公司非保本理财产品余额合计25.9万亿元，较2019年6月末增长了约3.7万亿元。

总体来看，银行理财已经过了调整压力最大的时期，后续增长情况还需看几方面因素：一是社融扩张速度；二是银行理财客户风险承受能力偏低，净值型新产品市场竞争激烈，银行在新老产品转换过程中，能否研发出有竞争力的产品，完全对冲老产品压降带来的负面影响；三是仍有一些细节尚待监管层明确，比如预期收益型理财产品何时关闭、现金管理类理财产品新规何时落地。

图 1：银行业非保本理财产品存续余额及增速



注：2019年12月末和2020年3月末数据来自普益标准，其余来自银保监会和中国理财网。

数据来源：Wind，银保监会，中国理财网，普益标准，广发证券发展研究中心

表 1：A股上市银行2019年末非保本理财产品余额（集团口径）及2016-2019年同比增速

证券简称	集团口径非保本理财产品余额（2019年末，亿元）	同比增速（%）						
		2016-12	2017-06	2017-12	2018-06	2018-12	2019-06	2019-12
工商银行	26,421	1.6	2.3	10.0	9.2	-3.4	-9.6	2.6

建设银行	19,685	31.4	-1.1	-3.6	-1.7	6.4	12.9	6.9
中国银行	12,319	6.3	5.6	-1.6	-3.6	-0.0	-0.3	6.5
农业银行	17,274	17.0	-2.3	5.3	-0.1	2.9	10.4	22.7
交通银行	10,032	16.6	32.2	4.8	-0.7	-0.3	17.4	4.5
邮储银行	8,099	72.0	3.8	-9.6	8.0	3.5	2.9	6.9
招商银行	22,936	30.5	4.1	-8.3	-6.5	-5.8	6.0	11.8
中信银行	12,002	45.1	43.9	18.4	4.0	-6.5	6.4	13.3
民生银行	8,941	52.8	-10.4	-30.9	-10.3	4.5	5.3	5.1
兴业银行	13,111	1.1	-15.2	9.0	-1.4	5.5	13.8	7.8
浦发银行	14,471	51.4	40.0	-0.4	-3.1	-10.4	-1.6	5.2
华夏银行	6,522	73.9	36.2	-1.9	-30.4	-33.2	-1.1	39.0
平安银行	5,905	47.9	-19.4	-32.5	-17.9	7.3	18.7	9.8
光大银行	7,788	17.3	0.7	-28.3	-20.1	-6.6	2.2	13.0
浙商银行	3,305	100.7	68.6	-18.7	-23.2	-2.5	9.0	-2.9
北京银行	3,105	60.6	42.4	64.8	3.7	-33.9	-7.8	-4.6
上海银行	3,048	28.9	/	1.5	10.6	9.8	17.1	20.6
江苏银行	3,286	54.3	41.6	39.3	6.8	-18.0	14.1	11.7
南京银行	2,924	37.8	9.0	8.1	2.8	-6.7	-11.2	-3.7
宁波银行	2,676	23.4	-4.0	5.8	23.1	17.8	22.8	14.0
杭州银行	2,311	48.8	18.8	-19.9	-8.9	5.7	29.6	23.3
贵阳银行	773	86.5	43.0	24.3	18.5	6.4	9.8	2.8
成都银行	295	/	/	-3.1	-12.7	11.5	17.5	32.9
郑州银行	424	170.6	69.4	-13.2	-9.0	-3.0	24.5	16.6
长沙银行	500	/	/	51.1	/	2.3	/	11.4
青岛银行	1,010	49.0	13.4	0.5	21.1	40.1	50.0	41.1
西安银行	124	/	/	/	/	12.2	/	-13.4
苏州银行	514	/	/	-8.5	/	14.2	/	2.9
渝农商行	1,322	83.8	16.3	-7.8	-15.1	2.7	44.4	20.1
常熟银行	289	56.2	24.3	0.3	3.1	6.0	2.7	-1.3
无锡银行	139	116.3	/	8.7	-9.9	-18.8	0.7	32.9
江阴银行	117	98.1	/	-3.1	20.3	29.2	49.5	102.1
张家港行	191	71.2	/	11.1	-13.8	-20.5	13.7	52.3
苏农银行	168	104.1	/	3.3	73.3	56.5	42.2	52.1
紫金银行	106	/	/	/	/	/	/	52.1
青农商行	259	/	/	/	/	-11.4	/	17.9

注：“/”表示未披露相关数据

数据来源：Wind，公司财报，广发证券发展研究中心

（二）新发行理财产品中净值型发力，各银行净值化转型进度差距较大

从银行理财产品结构来看，自2018年4月一行两会一局联合发布《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》）以后，符合《资管新规》

净值管理要求的净值型产品的存续与发行规模开始缓慢上升；在2018年7月一行两会制定《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》（以下简称《补充通知》）以及2018年9月银保监会正式公布实施《商业银行理财业务监督管理办法》（简称《理财办法》）之后，理财净值化明显提速。中国理财网数据显示，截至2019年6月末，净值型产品存续余额7.9万亿元，同比增长4.3万亿元，增幅达118.3%；净值型产品占全部非保本理财产品存续余额的35.6%，较2018年1月末大幅提升了约20个百分点。

从A股上市银行披露的数据来看，2019年净值化转型加快，净值型产品存续规模快速增长，增幅显著高于同期非保本理财。截至2019年末，各家银行净值型产品占比差距较大，预计与存量理财规模有关。国有大行中农业银行净值型产品余额占比最高，超过了45%；股份行中中信银行接近60%、兴业银行56%，平安银行、光大银行均超过了40%，招商银行32.6%；城商行大部分超过了50%，其中贵阳银行、杭州银行、北京银行、青岛银行均超过了70%；农商行中苏农银行61.9%、渝农商行52.6%、常熟银行47.1%。

表 2：A股上市银行非保本理财产品（本行口径）、净值型产品余额及增长情况

证券简称	本行口径非保本理财产品余额 (2019 年末, 亿元)	同比增速	其中：净值型产品余额 (2019 年末, 亿元)	同比增速	净值型产品占非保本理财 产品余额的比例
工商银行	26,421	2.6%	/	/	/
建设银行	18,851	2.1%	4,785	59.7%	25.4%
中国银行	12,319	6.5%	/	/	/
农业银行	17,266	/	7,819	47.9%	45.3%
交通银行	8,959	18.3%	2,745	133.5%	30.6%
邮储银行	8,099	6.9%	/	/	35%
招商银行	20,989	13.3%	6,852	200.3%	32.6%
中信银行	11,033	19.2%	6,561	/	59.5%
民生银行	8,941	5.1%	/	/	/
兴业银行	13,292	8.5%	7,484	23.2%	56.0%
浦发银行	14,471	5.2%	/	/	/
华夏银行	6,522	39.0%	/	/	/
平安银行	5,905	9.8%	2,572	152.2%	43.6%
光大银行	7,788	13.0%	3,344	/	42.9%
浙商银行	3,305	-2.9%	/	/	/
北京银行	3,105	-4.6%	2,304	46.5%	74.2%
上海银行	3,048	20.6%	1,907	59.3%	62.6%
江苏银行	3,286	11.7%	/	/	超过 50%
南京银行	2,680	4.3%	1,412	79.1%	52.7%
宁波银行	2,676	14.0%	1,596	/	59.6%
杭州银行	2,311	23.3%	1,748	188.8%	75.6%
贵阳银行	773	2.8%	626	13.4%	80.9%
成都银行	295	32.9%	77	3335.4%	26.0%
郑州银行	424	16.6%	206	/	48.7%

长沙银行	500	11.4%	106	/	21.3%
青岛银行	1,010	41.1%	745	/	73.8%
西安银行	124	-13.4%	/	/	/
苏州银行	514	2.9%	311	/	60.6%
渝农商行	1,344	7.5%	708	585.3%	52.6%
常熟银行	289	-1.3%	136	222.9%	47.1%
无锡银行	139	32.9%	/	/	/
江阴银行	117	102.1%	/	/	/
张家港行	191	52.3%	/	/	/
苏农银行	168	52.1%	/	/	61.9%
紫金银行	106	52.1%	/	/	/
青农商行	259	17.9%	/	/	/

注：各家银行财报披露的数据统计口径不完全一致，可能存在一定偏差；“/”表示未披露相关数据

数据来源：Wind，公司财报，广发证券发展研究中心

专题 1：现金管理类产品新规影响几何？

考虑到银行理财净值化转型的难处，监管层2018年7月发布的《补充通知》中允许“过渡期内，银行的现金管理类产品在严格监管的前提下，暂参照货币市场基金的‘摊余成本+影子定价’方法进行估值”。由于现金管理类产品投资运作约束比货币市场基金少，因此在收益率方面表现出较大的比较优势，也比较符合银行理财客户的风险偏好。从银行方面的数据来看，在过去几年，现金管理类产品也是许多银行净值化转型积极布局的方向。据我们不完全统计，截至2020年一季度末，16家A股上市银行发行的24只现金管理类产品规模超过了2万亿元。

但是从2019年12月银保监会和央行发布《关于规范现金管理类理财产品管理有关事项的通知（征求意见稿）》（以下简称《征求意见稿》）来看，现金管理类产品的政策红利面临消失的可能。根据《征求意见稿》，为促进公平竞争，防范监管套利，现金管理类产品与货币市场基金等同类产品监管标准保持一致。虽然正式稿尚未确定，但我们认为现金管理类产品完全参照货币市场基金的监管标准已经是大势所趋。实际上，据我们了解，部分银行已经在提前做准备以防患于未然，一是对现金管理类产品增速有所控制，二是开始考虑如何在对该类产品进行调整的情况下继续保持竞争力，此外，《征求意见稿》中现金管理类产品不像货币基金一样享有税收优惠，若仅监管标准保持一致，会使银行理财产品天然存在竞争劣势，这是目前银行与监管就征求意见稿的主要反馈意见。

表 3：部分A股上市银行现金管理类理财产品

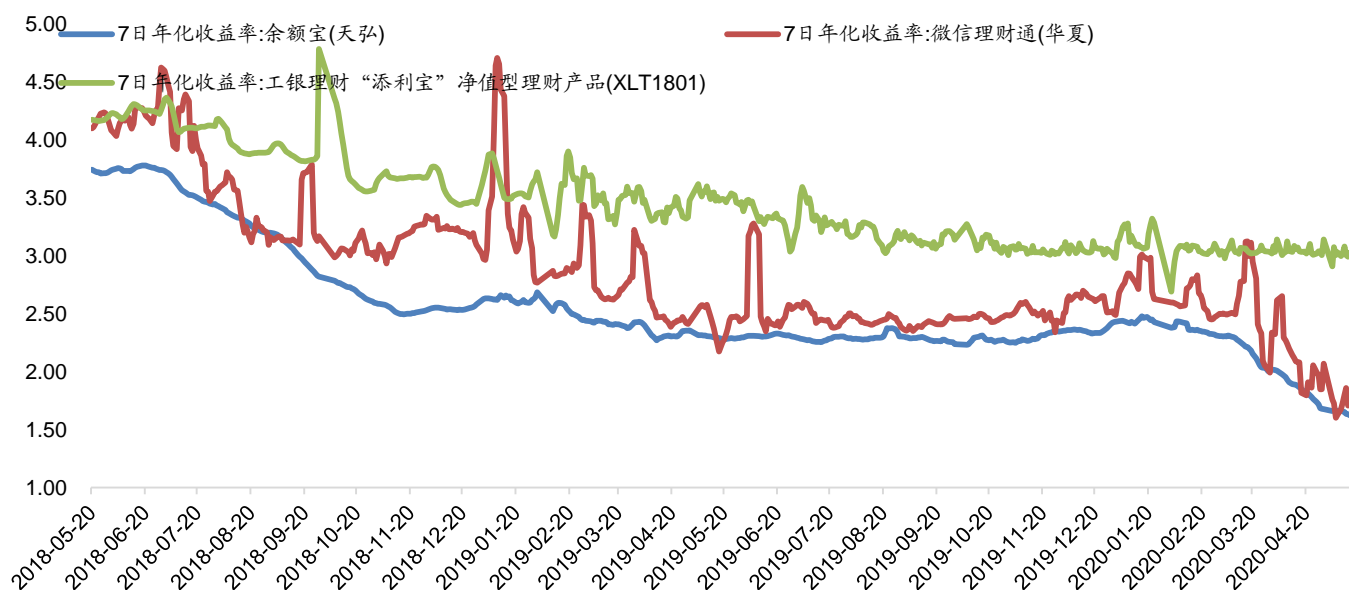
银行名称	银行类型	产品名称	起始日期	报告期末资产净值（亿元）					
				2018-12	2019-03	2019-06	2019-09	2019-12	2020-03
工商银行	国有大行	“添利宝”净值型（XLT1801）	2018/1/22	/	/	1,554	1,975	/	2,582
建设银行	国有大行	“乾元-龙宝”（按日）开放式	2018/4/25	498	358	411	566	645	542
		“建信宝 1 号”按日开放式	2019/12/17	/	/	/	/	6	24

		“建信宝 2 号”按日开放式	2019/12/12	/	/	/	/	1	20
中国银行	国有大行	乐享天天	2017/12/5	/				1,461	1,536
		惠享天天	2019/10/22	/	/	/	/	/	29
农业银行	国有大行	农银时时付	2018/7/3	/	1,241	/	2,215	3,212	2,895
邮储银行	国有大行	理财宝	2018/12/28	/	193	333	404	419	507
招商银行	股份行	日日欣	2018/10/23	/	/	732	924	1,067	1,191
		朝招金（多元积极型）	2015/5/11	/	/	/	2,048	2,095	2,080
中信银行	股份行	乐赢稳健天天利 2 号	2018/9/19	/	/	/	/	/	407
		乐赢稳健天天利（薪金煲）	2019/2/18	/	/	/	/	/	1,312
兴业银行	股份行	现金宝-添利 1 号	2018/4/2	1,912	2,268	2,217	2,500	2,421	2,359
浦发银行	股份行	天添盈增利 1 号	2018/7/12	482	519	557	565	636	/
		天添盈增利 2 号	2018/9/25	500	723	674	981	804	/
光大银行	股份行	光银现金 A	2018/2/5	810	982	1,088	1,291	1,394	1,339
		阳光碧 1 号	2018/7/20	25	19	12	8	5	3
平安银行	股份行	天天成长 A	2018/4/25	410	495	547	/	617	612
		天天成长 B	2018/8/30	148	236	290	/	315	351
		天天成长 C	2018/10/17	/	285	418	/	683	709
江苏银行	城商行	聚宝财富融汇现金 1 号	2018/8/29	229	370	441	548	609	605
宁波银行	城商行	汇通理财天利鑫-B	2018/10/9	/	/	/	/	91	119
杭州银行	城商行	“幸福 99”新钱包	2018/8/21	218	405	549	677	732	721
渝农商行	农商行	渝快宝	2019/5/22	/	/	/	/	383	452
合计				5,232	8,094	9,823	14,702	17,595	20,394

注：各家银行数据为手工统计，可能存在一定误差；“/”表示未披露或未在公开途径找到相关数据

数据来源：Wind，公司官网理财公告，广发证券发展研究中心

图 2：余额宝、微信理财通与工银理财“添利宝”净值型理财产品(XLT1801)的7日年化收益率对比（%）



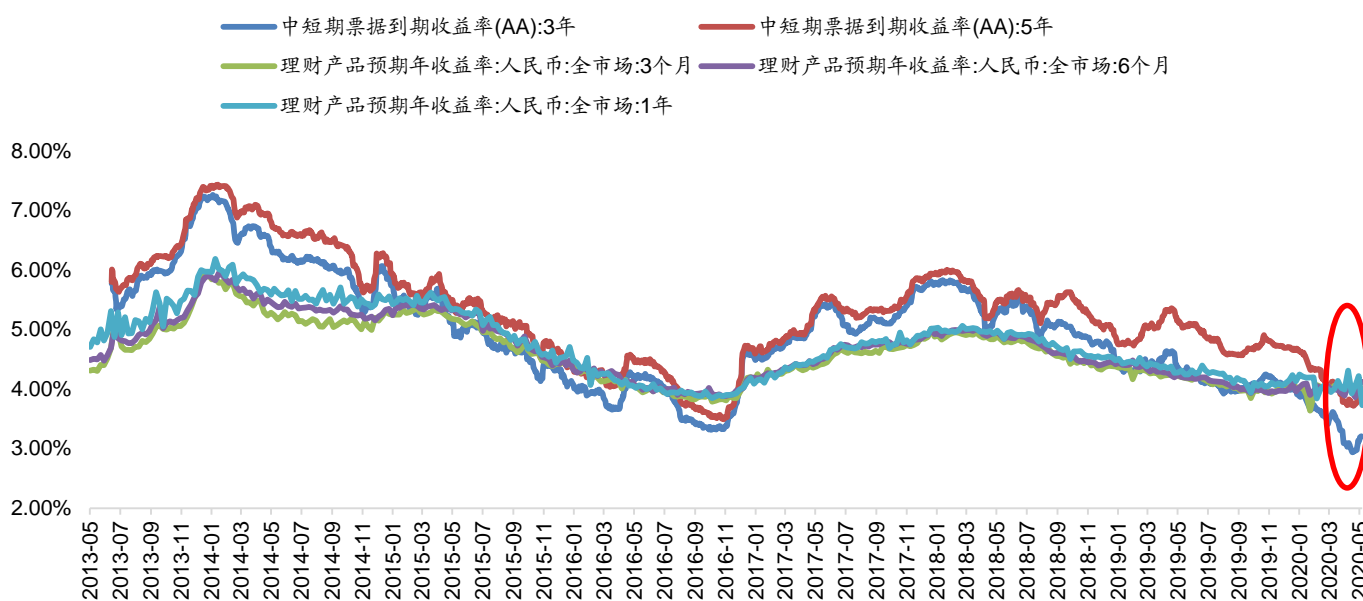
数据来源：Wind，工商银行官网理财公告，广发证券发展研究中心

专题 2：如何看待理财产品预期收益率与资产端收益率倒挂的现象？

从历史规律来看，目前银行理财产品预期收益率与资产端收益率倒挂本身有利率下行期资产端收益率比负债端成本率调整更快的正常逻辑。除此之外，也有理财子公司开业期产品竞争原因，还有信贷扩张较快表内存款和表外理财竞争的因素。

后续拉长来看后，预计负债端成本率会跟随资产端收益率下行。在这一传导的过程中，部分银行可能会放缓理财产品发行节奏并在结构上进行调整，等到理财产品预期收益率下行至资产负债两端匹配后，再提升发行规模。

图 3：2020年3月份以来，3M、6M和1年理财产品预期年收益率与3年、5年中短期票据（AA）到期收益率倒挂

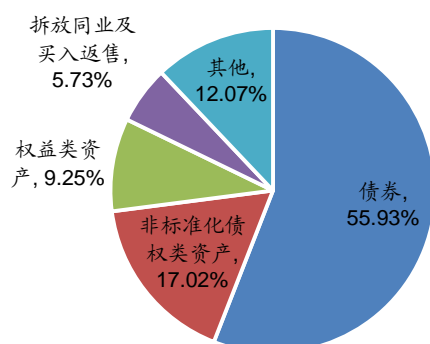


数据来源：Wind，中国理财网，广发证券发展研究中心

二、标准化资产投资力度加大，非标配置动力仍存

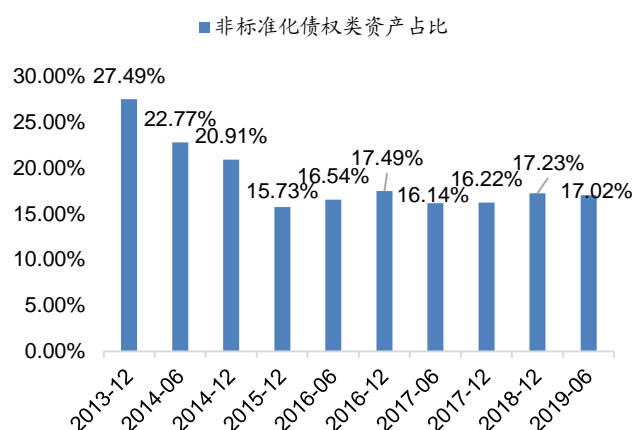
从行业整体情况来看，过去几年非标资产占比下降缓慢。从银行理财资金资产配置变化来看，2015年以来非标资产配置比例基本在15%-17.5%之间徘徊。截至2019年6月末，非保本理财共持有资产余额25.12万亿元。其中：债券是理财产品重点配置的资产之一，在非保本理财资金投资各类资产中占比最高，达到55.93%；非标准化债券类资产占比17.02%，较2018年末小幅下降0.21个百分点。

图 4：2019年6月末非保本理财产品资产配置情况



数据来源：Wind，中国理财网，广发证券发展研究中心

图 5：非标准化债券类资产占比变化



数据来源：Wind，中国理财网，广发证券发展研究中心

部分A股上市银行披露了理财资金投向，整体来看2019年债券等标准化资产的投资力度加大，期限错配情况改善。但各家非标占比及变化方向差异较大：据我们统计，截至2019年末，建设银行、招商银行、江苏银行、青岛银行理财资金投资非标资产的规模分别为7214.20亿元、2087.28亿元、414.88亿元、104.27亿元，占非保本理财产品投资资产总额的比例分别为33.62%、8.71%、12.20%、8.84%，与2019年6月末相比，建设银行、招商银行非标资产规模和占比明显上升，江苏银行非标资产规模和占比双降、青岛银行非标资产规模微升但占比下降。我们也跟几家未披露数据的银行进行了沟通，整体来看存量非标资产整改进度略有分化。这可能反映了不同银行在理财转型期对非标资产的一些布局思路：部分银行选择在监管指引在额度限制内加大非标资产配置，预计主要是为了增厚理财产品收益率，以提高产品的竞争力，也有利于维持理财规模的稳定；部分银行则选择了加快标准化资产的布局，抢占另外的赛道。

据我们了解，大部分银行存量非标整改压力不大，对于少部分期限较长的存量非标资产，主要处置思路如下：（1）在过渡期内将综合采取市场转让、协商退出、通过符合新规要求的产品对接、在符合表内授信要求的前提下回表等方式合理应对，目前来看，在当前利率下行较快的阶段，非标资产由于收益率高且整体资产质量稳健，处置更加容易；（2）对于过渡期结束后，由于特殊原因而难以处置的存量非标资产，会考虑向监管部门申请“一行一策”妥善处理。

表 4：建设银行理财产品投资资产情况（亿元）

资产类别	金额（2019年6月末）	占比（2019年6月末）	金额（2019年末）	占比（2019年末）
现金、存款及同业存单	3,080.10	14.71%	5,338.76	24.88%
债券	3,693.93	17.64%	6,794.60	31.67%
非标准化债权类资产	5,325.11	25.43%	7,214.20	33.62%
其他类资产	8,837.65	42.21%	2,110.01	9.83%
本行理财业务直接和间接投资资产余额总计	20,936.79	100.00%	21,457.57	100.00%
其中：可在公开市场交易的标准资产	9,056.54	43.26%	10,097.82	47.06%

数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

表 5：招商银行理财产品投资资产情况（亿元）

资产类别	金额（2019 年 6 月末）	占比（2019 年 6 月末）	金额（2019 年末）	占比（2019 年末）
债券	13,656.49	63.02%	16,285.88	67.95%
非标准化债权类资产	1,653.13	7.63%	2,087.28	8.71%
其他	6,360.47	29.35%	5,594.29	23.34%
本行理财业务直接和间接投资资产余额总计	21,670.09	100.00%	23,967.45	100.00%

注：理财资金投资债券金额及占比、理财资金投资非标准化债权类资产金额为披露值，其余数据为推算值。

数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

表 6：江苏银行理财产品投资资产情况（亿元）

资产类别	金额（2019 年 6 月末）	占比（2019 年 6 月末）	金额（2019 年末）	占比（2019 年末）
现金及货币市场工具	420.56	13.12%	418.94	12.32%
债券类资产	1,915.82	59.78%	2,125.39	62.50%
非标准化债权类资产	476.68	14.87%	414.88	12.20%
理财直接融资工具	44.13	1.38%	30.18	0.89%
其他资产	48.06	1.50%	62.40	1.84%
权益类投资	67.08	2.09%	15.85	0.47%
资产管理计划	232.72	7.26%	332.84	9.79%
合计	3,205.04	100.00%	3,400.49	100.00%

数据来源：江苏银行官网，广发证券发展研究中心

表 7：青岛银行理财产品投资资产情况（亿元）

资产类别	金额（2019 年 6 月末）	占比（2019 年 6 月末）	金额（2019 年末）	占比（2019 年末）
固定收益类资产	823.89	83.15%	1,007.16	85.44%
非标准化债权类资产	99.55	10.05%	104.27	8.84%
资本市场类资产	31.53	3.18%	34.68	2.94%
公募基金	35.89	3.62%	32.75	2.78%
本行理财业务直接和间接投资资产余额总计	990.86	100.00%	1,178.86	100.00%

数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

未来非标资产的投资策略：非标是高收益资产的核心来源，是银行的传统优势，理财配置非标的动力仍存，目前理财子公司的产品已经有一些布局。比如，工银理财“鑫得利”固定收益类系列、光大理财“阳光紫”系列，都是期限较长且对接非标。以工银理财的产品为例，工银理财“鑫得利”固定收益类1095天封闭净值型理财产品（GS18028），成立于2018年05月31日，2020年第一季度季报显示非标准化债权类资产占投资组合的比例为96.45%。不过从长远来看，受限于期限匹配要求（期限拉长后销售难度上升）、资本约束等，预计未来非标资产规模不可与往日相比，产品募集方式上可能主要以私募为主，融资主体更偏向于母行熟悉的客户群体。

表 8：工银理财“鑫得利”固定收益类1095天封闭净值型理财产品（GS18028）2020年第一季度投资组合基本情况

资产种类	占投资组合的比例（%）期末	占投资组合的比例（%）期初
固定收益类	100.00%	100.00%

货币类	3.55%	0.21%
非标准化债权类	96.45%	99.79%

数据来源：工商银行官网理财公告，广发证券发展研究中心

表 9：工银理财“鑫得利”固定收益类1095天封闭净值型理财产品（GS18028）2020年第一季度投资资产明细

资产名称	规模（元）	规模占比（%）
2018 苏州阳澄湖文商旅直投第三次提款	49,279,585.17	62.00%
2019 年肥西城乡理财直投项目 2	25,292,638.89	31.82%
活期存款	2,817,836.20	3.55%
2019 年南京江宁科学园理财直投-2	2,095,565.65	2.64%

数据来源：工商银行官网理财公告，广发证券发展研究中心

表 10：工银理财“鑫得利”固定收益类1095天封闭净值型理财产品（GS18028）2020年第一季度末产品投资非标准化债权类资产明细

融资客户	投资品名称	剩余融资期限(月)	投资品年收益率(%)	投资模式	占投资组合的比列(%)
昆山阳澄湖文商旅集团有限责 任公司	2018 苏州阳澄湖文商旅直投第三次提 款	8	6.20%	理财计划直	62.00%
肥西县城乡建设投资有限公司	2019 年肥西城乡理财直投项目 2	13	4.90%	接投资(债权	31.82%
南京江宁科学园发展有限公司	2019 年南京江宁科学园理财直投-2	14	5.17%	类)	2.64%

数据来源：工商银行官网理财公告，广发证券发展研究中心

三、理财子公司产品体系以“固收+”为核心，目前主要以委外方式试水权益

（一）理财子公司加速落地，产品体系基本上均以“固收+”为核心

据不完全统计，目前已有约35家银行公告设立理财子公司。截至2020年4月末，银保监会已先后批准19家银行设立理财子公司，其中12家理财子公司已开业运营，包括6家国有大行、3家股份行、3家城商行。另外，第一家在华设立的外方控股理财公司——汇华理财有限公司，也已经于2019年12月获批筹建。从目前理财子公司的注册资本来看，国有大行均在80亿元（含）以上，股份行多数为50亿元，城、农商行在10亿元-20亿元之间。从已开业理财子公司的产品体系来看，各家银行基本是围绕“固收+”策略，以自身传统债券投资优势为基石，逐步扩展至权益类、外汇、大宗商品等大类资产品种，满足客户的财富管理需求。

理财子公司如何与母行资管部以及分支行协同发展方面：据我们了解，大部分成立理财子公司的银行，母行资管部实质资产管理职能将消失，主要承担协调职能，存量资产大部分以委托管理的方式移交给理财子公司；部分可能会直接撤销母行资管部。与分支行的关系上，的确较原资管部与分支行的关系有一定差异，新的合作协

同模式可能需要总行在战略上考虑进行倾斜。因为理财子公司由于非标资产投资占比下降，与分支行在资产端协同下降，更多是寻求负债端支持。但在表内信贷增速较高的环境下，分支行存款考核权重也较高，可能导致理财和存款存在一定竞争关系。此外，在资产端利率下行较快的情况下，资产端投放可能也需要一定的权衡。

表 11：截至2020年4月末，19家银行获准设立理财子公司，其中12家已开业；此外1家外方控股理财公司获批筹建

序号	公司名称	获准筹建日期	成立日期	股东及出资比例	注册资本(亿元)	注册地
1	中银理财有限责任公司	2018-12-26	2019-07-01	中国银行股份有限公司:100%	100.00	北京市
2	建信理财有限责任公司	2018-12-26	2019-05-24	中国建设银行股份有限公司:100%	150.00	深圳市
3	农银理财有限责任公司	2019-01-04	2019-07-29	中国农业银行股份有限公司:100%	120.00	北京市
4	交银理财有限责任公司	2019-01-04	2019-06-06	交通银行股份有限公司:100%	80.00	上海市
5	工银理财有限责任公司	2019-02-15	2019-05-28	中国工商银行股份有限公司:100%	160.00	北京市
6	招银理财有限责任公司	2019-04-16	2019-11-01	招商银行股份有限公司:100%	50.00	深圳市
7	光大理财有限责任公司	2019-04-16	2019-09-25	中国光大银行股份有限公司:100%	50.00	青岛市
8	中邮理财有限责任公司	2019-05-28	2019-12-18	中国邮政储蓄银行股份有限公司:100%	80.00	北京市
9	兴银理财有限责任公司	2019-06-06	2019-12-13	兴业银行股份有限公司:100%	50.00	福州市
10	杭银理财有限责任公司	2019-06-24	2019-12-20	杭州银行股份有限公司:100%	10.00	杭州市
11	宁银理财有限责任公司	2019-06-26	2019-12-24	宁波银行股份有限公司:100%	15.00	宁波市
12	徽银理财有限责任公司	2019-08-21	2020-04-26	徽商银行股份有限公司:100%	20.00	合肥市
13	信银理财有限责任公司	2019-12-04		中信银行股份有限公司:100%	50.00	
14	南银理财有限责任公司	2019-12-09		南京银行股份有限公司:100%	≥ 20.00	
15	苏银理财有限责任公司	2019-12-19		江苏银行股份有限公司:100%	20.00	
16	平安理财有限责任公司	2020-01-02		平安银行股份有限公司:100%	50.00	
17	青银理财有限责任公司	2020-02-06		青岛银行股份有限公司:100%	10.00	
18	渝农商理财有限责任公司	2020-02-11		重庆农村商业银行股份有限公司:100%	20.00	重庆市
19	华夏理财有限责任公司	2020-04-26		华夏银行股份有限公司:100%	30.00	
				东方汇理资产管理公司:55%; 中银理财有限		
20	汇华理财有限公司	2019-12-20		责任公司:45%	10.00	

数据来源：Wind，银保监会，广发证券发展研究中心

表 12：部分已开业理财子公司产品体系

公司名称	成立日期	产品体系
建信理财有限责任公司	2019-05-24	“1+5”产品体系，以“粤港澳大湾区高质量发展指数”为主线，贯穿粤港澳大湾区价值蓝筹、红利低波、科技创新、先进制造、消费升级 5 条子指数线。
工银理财有限责任公司	2019-05-28	固定收益增强、资本市场混合、特色私募股权等三大系列共六款创新类理财产品，涉及固收、权益、跨境、量化等多市场复合投资领域。
交银理财有限责任公司	2019-06-06	主打稳健固收，并布局多策略主题，包括商业养老、科创投资、长三角一体化、要素市场挂钩等策略。
中银理财有限责任公司	2019-07-01	五大系列，即外币系列、养老系列、权益系列、股权投资系列、指数系列
农银理财有限责任公司	2019-07-29	“4+2”产品体系，包括四大常规系列，即现金管理、固收、混合、权益；两大特色系列，惠农和绿色金融（ESG）。
光大理财有限责任公司	2019-09-25	“七彩阳光”净值型理财产品体系，以阳光“红橙金碧青蓝紫”七种色彩，分别代表股票类、混合策略类、固定收益类、现金管理类、另类资产、私募股权类、结构化投融资类等七种大类资产配置。
招银理财有限责任公司	2019-11-01	“招赢睿智卓越”产品体系，以“固收+”为核心的五大类产品线。

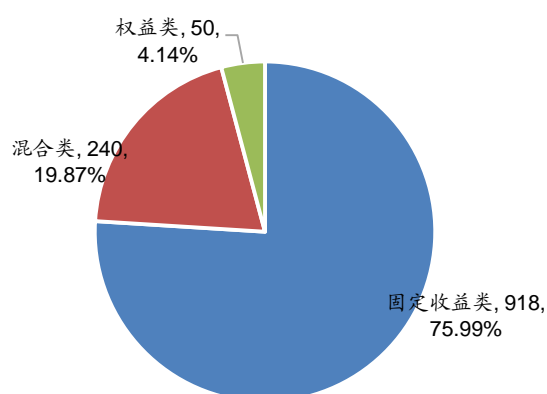
兴银理财有限责任公司	2019-12-13	“八大核心、三大特色”产品体系：“八大核心”涵盖现金管理、纯债投资、固收增强、项目投资、股债混合、权益投资、多资产策略、跨境投资在内的主流产品线；“三大特色”即海峡指数产品、绿色理财产品、养老理财产品。
中邮理财有限责任公司	2019-12-18	“财富管理”+“资产管理”两大体系：“财富管理”维度旨在突出对理财客户的需求细分和精准定位，设置了“养老”、“抗通胀”、“盛兴”等分类品牌和“尊享”、“尊享”等分层品牌；“资产管理”侧重于资金投向与资产配置，旨在突显理财投资的投研驱动和价值挖掘，推出纯固收类“鸿运”、固收+“鸿锦”、偏固收混合类“鸿元”及私募产品“鸿业远图”等八大产品系列。
杭银理财有限责任公司	2019-12-20	“一个核心，六大系列”产品体系，涉及固收、权益、商品及衍生品等多市场复合投资领域。
宁银理财有限责任公司	2019-12-24	以中低风险固收类产品为基石，延续活期、定开、封闭式齐头并进的布局思路，主打中低风险产品，同时逐步推出固收增强、FOF、挂钩型等投资权益、商品等不同市场的产品。

数据来源：公司官网，公司财报，广发证券发展研究中心

（二）理财子公司已发行的产品中固定收益类占主导，运作模式上以封闭式为主且期限偏长

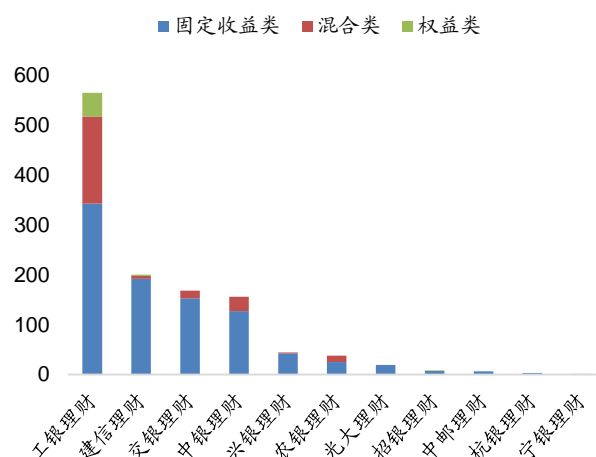
目前理财子公司发行的产品中，固定收益类产品仍占主导。我们对中国理财网的产品信息进行统计，截至2020年5月12日，11家理财子公司一共发行了1208只理财产品。从不同银行类型来看，国有大行中工商银行理财子公司——工银理财发行数量最多，其次是建信理财；股份行中兴业银行的理财子公司发行数量排名靠前；城商行的理财子公司开业时间不长，目前发行数量靠后。从投资性质来看，固定收益类理财产品918只（占比75.99%），混合类理财产品240只（占比19.87%），权益类产品50只（占比4.14%）。

图 6：理财子公司合计发行的产品数量分布（按投资性质划分，截至2020年5月12日）



数据来源：中国理财网，广发证券发展研究中心

图 7：各家理财子公司发行的产品数量（按投资性质划分，截至2020年5月12日）

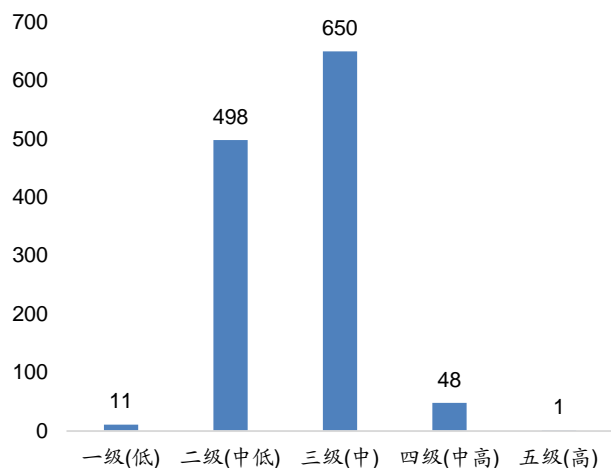


数据来源：中国理财网，广发证券发展研究中心

从产品风险等级来看，中风险和中低风险产品数量合计占比超过95%。1208只理财产品中，风险等级为“三级（中）”、“二级（中低）”的分别有650只（占比53.81%）、498只（占比41.23%）。其中，工银理财、建信理财、交银理财发行的风险等级为

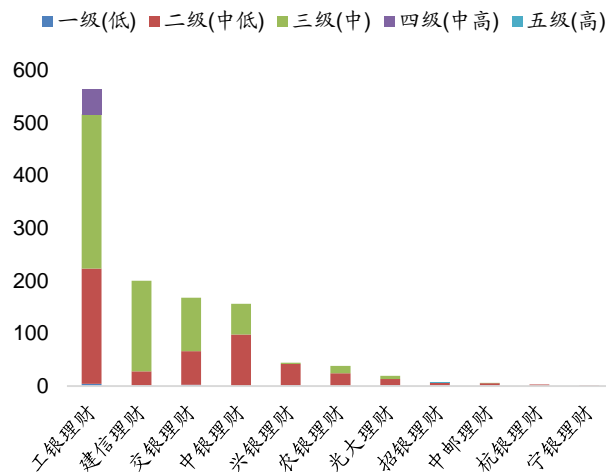
“三级（中）”及以上的产品数量占比超过60%，其余几家发行的产品以中低风险及以下为主。

图 8：理财子公司合计发行的产品数量分布（按风险等级划分，截至2020年5月12日）



数据来源：中国理财网，广发证券发展研究中心

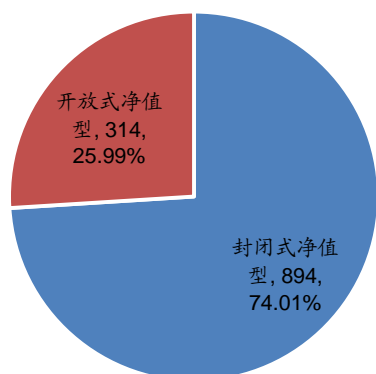
图 9：各家理财子公司发行的产品数量（按风险等级划分，截至2020年5月12日）



数据来源：中国理财网，广发证券发展研究中心

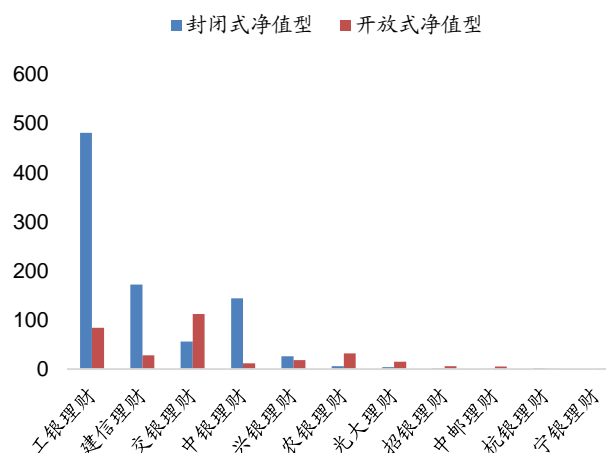
理财子公司发行的产品运作模式上以封闭式为主，封闭式产品的期限偏长。从运作模式来看，理财子公司发行的1208只产品中，封闭式产品894只（占比74.01%），开放式产品314只（占比25.99%）。期限分布上，封闭式产品的期限主要集中在1-3年（含），其次是3年前以上，具体1-3个月（含）、3-6个月（含）、6-12个月（含）、1-3年（含）、3年以上期限的占比分别为0.22%、2.35%、16.89%、63.53%、17.00%。期限偏长的原因可能是：（1）在满足期限匹配的要求下对接非标资产；（2）通过拉长期限保障产品收益。

图 10：理财子公司合计发行的产品数量分布（按运作模式划分，截至2020年5月12日）



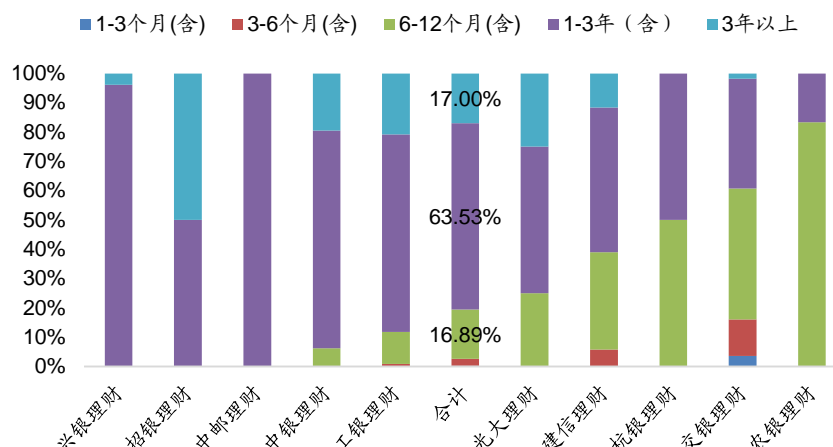
数据来源：中国理财网，广发证券发展研究中心

图 11：各家理财子公司发行的产品数量（按运作模式划分，截至2020年5月12日）



数据来源：中国理财网，广发证券发展研究中心

图 12: 理财子公司发行的封闭式产品数量分布 (按期限划分, 截至2020年5月12日)



数据来源: 中国理财网, 广发证券发展研究中心

(三) 理财子公司目前自主投资权益资产较少, 主要以委外方式试水

大类资产配置上, 固定收益类资产仍占据绝对主导地位, 不过各家理财子公司也在积极布局权益类资产, 虽然目前整体绝对规模不大, 但2020年以来配置比例有所上升。一方面原因可能是银保监会2019年12月发布的《商业银行理财子公司净资本管理办法(试行)》中对理财资金投资于股票、公募证券投资基金、符合标准化金融工具特征的衍生产品等标准化资产设定的风险系数均为0%, 有利于推动提高理财子公司权益投资的积极性; 另一方面可能是受疫情影响, 部分企业债务违约风险上升, 加大了理财资金投资难度。

从发行的产品情况看, 理财子公司初期投资权益类资产主要有以下三种形式: 一是与权益市场见长的基金公司、券商等专业机构合作, 采用FOF、MOM为典型的综合委托投资模式, 间接投资于股票市场; 二是投资于指数; 三是直投股票。具体来看:

1.FOF、MOM模式

据不完全统计, 截至2020年5月12日, 理财子公司发行的产品中有43只产品名称带有FOF字样, 其中37只为工银理财发行, 其余6只为建信理财发行。以2019年6月17日成立的“工银理财·‘鑫得利’智合FOF封闭净值型理财产品”为例, 该产品2020年第一季度季报显示, “一季度我们及时跟踪市场变化, 在2月底果断全部减仓海外权益部分, 大幅高配国内债券资产和黄金资产, 少量配置国内权益资产”, 截至2020年3月31日, 产品直接投资的资产比例为0.07%, 间接投资的比例为99.93%。其中直接投资固收类100%、权益类0%、商品及衍生品类0%、其他0%; 间接投资固收类86.69%、权益类9.79%、商品及衍生品类3.52%、其他0%。与2019年末相比, 权益类占比小幅上升了0.84个百分点。

除FOF模式外, 理财子公司在MOM方面也有所布局。例如建信理财于2019年8月20

日成立的“乾元”建信理财粤港澳大湾区指数灵活配置理财产品（第1期），该产品风险揭示书及产品说明书显示，权益类资产投资比例0-80%，理财投资主要合作机构为中欧基金、建信基金、易方达基金，主要职责均是根据合同约定对受托资金进行投资和管理。从该产品投资管理报告来看，截至2020年2月29日，产品规模为67.07亿元，资产持仓穿透计算之前，委外投资金额达57.76亿元，占比86.11%，穿透计算之后，债券投资占全部产品总资产的79.36%，权益类投资占比8.90%。与2019年11月末相比，权益类投资占比提升了3.08个百分点。

此外，目前已有8只理财子公司与基金公司等同业资管机构备案专户产品，其中3只投资类型为“权益类”，分别是“华泰柏瑞-建信理财权益1号集合资产管理计划”、“大成基金-建信理财权益1号集合资产管理计划”、“易方达基金-建信理财权益1号集合资产管理计划”。

表 13：截至2020年02月29日，建信理财粤港澳大湾区指数灵活配置理财产品（第01期）资产持仓

资产类别	穿透前金额（万元）	占全部产品总资产的比例（%）	穿透后金额（万元）	占全部产品总资产的比例（%）
现金及银行存款	25,663.29	3.83%	44,881.81	5.98%
同业存单	0	0.00%	0	0.00%
拆放同业及买入返售	0	0.00%	20,940.75	2.79%
债券	52,552.42	7.83%	595,454.75	79.36%
理财直接融资工具	0	0.00%	0	0.00%
新增可投资资产	0	0.00%	0	0.00%
非标准化债权类资产	0	0.00%	0	0.00%
权益类投资	0	0.00%	66,742.26	8.90%
金融衍生品	0	0.00%	0	0.00%
代客境外理财投资 QDII	0	0.00%	0	0.00%
商品类资产	0	0.00%	0	0.00%
另类资产	0	0.00%	0	0.00%
公募基金	0	0.00%	22,307.71	2.97%
私募基金	0	0.00%	0	0.00%
资产管理产品	14,975.00	2.23%	0	0.00%
委外投资——协议方式	577,596.47	86.11%	0	0.00%
合计	670,787.18	100.00%	750,327.28	100.00%

数据来源：建设银行官网，《建信理财粤港澳大湾区指数灵活配置理财产品（第01期）投资管理报告》，广发证券发展研究中心

表 14：目前已有8只理财子公司与基金公司等同业资管机构备案专户产品

产品名称	建信基金-建信理财固收1号	中金公司-建信理财固收1号	华夏资本-建信理财固收1号	华泰柏瑞-建信理财权益1号	中欧基金-建信理财固收1号	大成基金-建信理财权益1号	易方达基金-建信理财权益1号	华夏基金-工银理财海外债QDII集合资产管理计划
产品代码	Y190348.OF	J921014.OF	ZG190403.OF	Y190544.OF	Y190447.OF	Y190497.OF	Y190561.OF	Y200040.OF
投资类型	固定收益类	中长期纯债型基金	债券型基金	权益类	固定收益类	权益类	权益类	固定收益类
管理人	建信基金	中金公司	华夏资本	华泰柏瑞	中欧基金	大成基金	易方达	华夏基金

托管人	民生银行	建设银行	建设银行	建设银行	建设银行	建设银行	建设银行	工商银行
成立日	2019/7/3	2019/7/4	2019/7/12	2019/7/25	2019/9/6	2019/10/15	2019/11/7	2020/3/26
到期日	2022/7/2	2022/7/3	2022/7/11	2022/7/25	2022/9/5	2022/10/14	2022/11/7	2025/3/25
存续期	3 年	3 年	3 年	3 年	3 年	3 年	3 年	5 年
是否提取业绩报酬	否	是	否	否	否	否	否	否

数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

2. 投资于指数

工银理财发行的产品中“全鑫权益”系列包含股债轮动量化策略指数挂钩产品，“鑫得利”包括量化和FOF等不同产品，其中多只产品涉及权益类资产。以“工银理财·‘全鑫权益’量化股债轮动策略指数挂钩型理财产品”为例，该产品成立于2019年6月17日，依托工商银行在大类资产配置方面的优势，部分投资于货币市场工具以及债券等低风险资产，部分跟踪的工银量化股债轮动策略指数。权益类资产投资比例0-40%。该产品2019年年报显示，截至2019年12月31日，产品直接投资的资产比例为5%，间接投资的比例为95%。其中直接投资固收类5%、权益类0%、商品及衍生品类0%、其他0%；间接投资固收类55%、权益类40%、商品及衍生品类0%、其他0%。

3. 直接投资股票

光大理财于2020年5月15日发行了首只直投股票的公募理财产品——“阳光红卫安全主题精选”。该产品说明书显示，权益类资产投资规模合计不低于产品净资产的80%，在同等条件下优先投资于卫生安全主题直接或间接相关的行业；货币市场工具、固定收益类资产以及衍生品投资规模合计不超过产品净资产的20%；不投资于非标准化债权类资产。业绩比较基准（年化）为中证800指数收益率×80%+中证全债指数收益率×15%+银行活期存款利率×5%。这也是已开业的理财子公司发行的第一只直投股票的公募理财产品。

专题 3：银行理财子公司如何看待委外投资？如何选择合作机构？

整体来看，银行理财子公司对委外投资都保持开放态度，但是委外投资的诉求较以往有所变化。过去银行理财委外投资更多是看中合作机构管理上有更高的灵活度和更强的投资能力，银行理财作为委托方相对被动。后续来看，银行理财委外投资可能逐渐转向强化跨界资产配置能力的角度，弥补自身短板，在合作上也会更加主动，在选择合作机构上更趋谨慎，重视专业化投研能力考评。银行对委托投资的合作机构基本都是实施白名单制，选择标准上除了看重过往业绩优异的头部机构和管理人之外，也会考虑不同策略下的最优机构和管理人。

（四）以海外经验为鉴，看理财子公司的发展路径

国内银行理财子公司处于起步阶段，海外银行系资管子公司的成熟经验值得借鉴。目前，海外银行均以独立法人的方式经营资管业务，根据特征主要可以分为两大模

式：一是综合资管模式，典型代表为摩根大通，该模式在管理上侧重于强化统一品牌，有助于发挥集团的规模效应，在品牌知名度、产品丰富程度等方面具有较大的优势；二是精品整合资管模式，典型代表为纽约梅隆，该模式在管理上侧重于打造多个子品牌，各精品资管公司相对独立，通常在某个领域具备特色，能够为客户提供独特的产品和服务，整体运作更加灵活。结合我国银行的特特点，预计未来大型银行的理财子公司可能走综合资管模式，而中小银行更适合精品整合资管模式。

四、投资建议与风险提示

投资建议：银行理财调整压力最大时期已过，理财子公司加速落地，我国资管市场全新格局开启。从发展趋势来看，随着居民财富的不断累积以及理财意识的增强，我国资管市场未来发展空间不可小视，理财业务实现独立运营后，核心竞争力将不断构建，对银行业绩和估值的贡献有望提升。建议关注理财规模具有领先优势的国有大行、招商银行等以及运作灵活高效的杭州银行、宁波银行等。

风险提示：1.银行理财数据统计可能存在一定偏差；2.样本数量不全，可能导致反应的信息不够全面。

广发银行业研究小组

- 倪 军：首席分析师，北京大学金融学硕士，2008 年开始从事银行业研究，2018 年进入广发证券发展研究中心，带领团队荣获 2019 年新财富银行业第三名。
- 屈 俊：联席首席分析师，武汉大学金融学硕士，2012 年开始从事银行业研究，2015 年进入广发证券发展研究中心。
- 王 先 爽：资深分析师，复旦大学金融学硕士，2016 年进入银行业研究，2018 年进入广发证券发展研究中心。
- 万 思 华：资深分析师，厦门大学会计硕士，2017 年进入广发证券发展研究中心。
- 李 佳 鸣：联系人，南加州大学金融工程硕士，2019 年进入广发证券发展研究中心。

广发证券—行业投资评级说明

- 买入：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 10%以上。
- 持有：预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
- 卖出：预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

- 买入：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 15%以上。
- 增持：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 5%-15%。
- 持有：预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
- 卖出：预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路 26 号广发证券大厦 35 楼	深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 31 层	北京市西城区月坛北 街 2 号月坛大厦 18 层	上海市浦东新区世纪 大道 8 号国金中心一 期 16 楼	香港中环干诺道中 111 号永安中心 14 楼 1401-1410 室
邮政编码	510627	518026	100045	200120	
客服邮箱	gfzqyf@gf.com.cn				

法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4 号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收

入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

权益披露

(1) 广发证券在过去 12 个月内与徽商银行(03698)公司有投资银行业务关系。

版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。