

理财的收益-成本倒挂：历史与现在

——货币市场与流动性周度观察 2019 年第 11 期

摘要

2019 年 3 月 29 日，银行业理财登记托管中心与中国银行业协会联合发布《中国银行业理财市场报告（2018 年）》。从报告公布的数据看，2018 年非保本理财规模整体保持平稳，理财产品向净值型转型并未对规模产生实质影响；2018 年理财产品增配了债券资产特别是信用债。

通过对理财产品预期收益率与其配置的最常见基础资产 3 年期企业债（AA+）收益率的关系的考察我们发现，二者分别在 2015-2016 年以及 2018 年 7 月以来出现过两次持续倒挂现象。数据表明，当前理财产品面临收益-成本倒挂的压力或弱于 2015-2016 年时的水平。

通过非标资产提高投资收益率空间受限、“净值型”转型节奏未来或加快、前期存量高收益资产对收益率的支撑力度逐步减弱，以及加杠杆、拉长久期动力减弱，未来理财收益率有进一步下调的动力。

上周银行间流动性合理充裕，资金面有所收敛，DR001、DR007 利率双双上涨。

本周资金面有望总体保持平稳。本周公开市场操作有 3665 亿元 MLF 到期，同时临近税期高峰，银行间流动性面临较大的冲击，预计央行大概率将通过公开市场操作投放流动性，以保持资金面整体平稳。

关键词：银行理财收益率

宏观研究部

赵艳超

分析师

电话：021_22852649

邮箱：880223@cib.com.cn

鲁政委

兴业银行 首席经济学家

华福证券 首席经济学家



扫描下载兴业研究 APP
获取更多研究成果

图表目录

图表 1	2018 年非保本银行理财规模总体保持平稳	3
图表 2	金融同业类产品规模持续下降	4
图表 3	近年来银行理财主要资产配置结构	4
图表 4	2018 年以来商业银行理财预期收益不断下行	5
图表 5	相较于货币市场利率和债券收益率，理财收益率下行偏慢	5
图表 6	3 个月理财收益率与 3 年期企业债（AA+）到期收益率	6
图表 7	银行理财产品债市杠杆率	7
图表 8	3 个月理财预期收益率与模拟投资组合收益率	8
图表 9	2017 年以来银行理财规模增长乏力	8
图表 10	上周央行操作及债券发行到期情况（亿元）	9
图表 11	央行逆回购投放与回笼	9
图表 12	央行逆回购余额走势图	10
图表 13	央行逆回购加权平均操作期限与利率	10
图表 14	上周主要货币市场及相关投资品种利率变动情况	11
图表 15	主要货币市场基准利率走势	12
图表 16	资金利率曲线形态变化图	12
图表 17	流动性分层	12
图表 18	各类投资工具收益率比较	13
图表 19	同业存单净融资额与发行利率走势图	13
图表 20	主要票据利率走势图	13
图表 21	3 个月理财收益率（分机构）	14
图表 22	主要利率互换品种收益率走势图	14
图表 23	本周各类工具到期一览（亿元）	15
图表 24	本周主要流动性影响因素前瞻	15

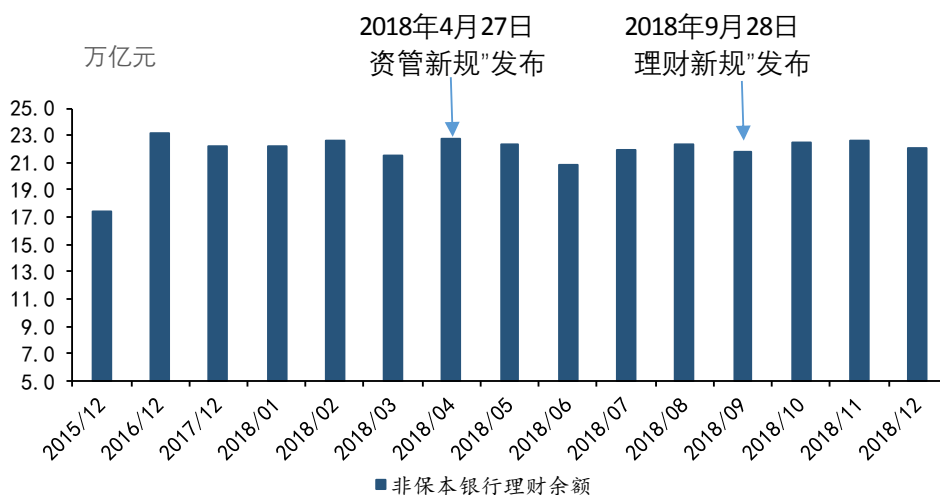
一、核心观点综述

2019年3月29日，银行业理财登记托管中心与中国银行业协会联合发布《中国银行业理财市场报告（2018年）》（以下简称《报告2018》）。2018年“资管新规”、“理财新规”落地后的首份报告透露出哪些重要信息？从历史比较的视角看，当前商业银行理财产品预期收益率处于什么水平？后续又会如何演绎？本文将对此进行分析。

1、向“净值型”渐进转型未对规模增长产生实质影响

《报告2018》公布的数据显示，截至2018年末，非保本理财产品存续余额22.04万亿元，较2017年末微降0.13万亿元。我们注意到，在2018年4月份的“资管新规”和2018年9月份的“理财新规”相继发布后，银行非保本理财产品余额总体保持平稳，未出现大幅波动。

图表1 2018年非保本银行理财规模总体保持平稳

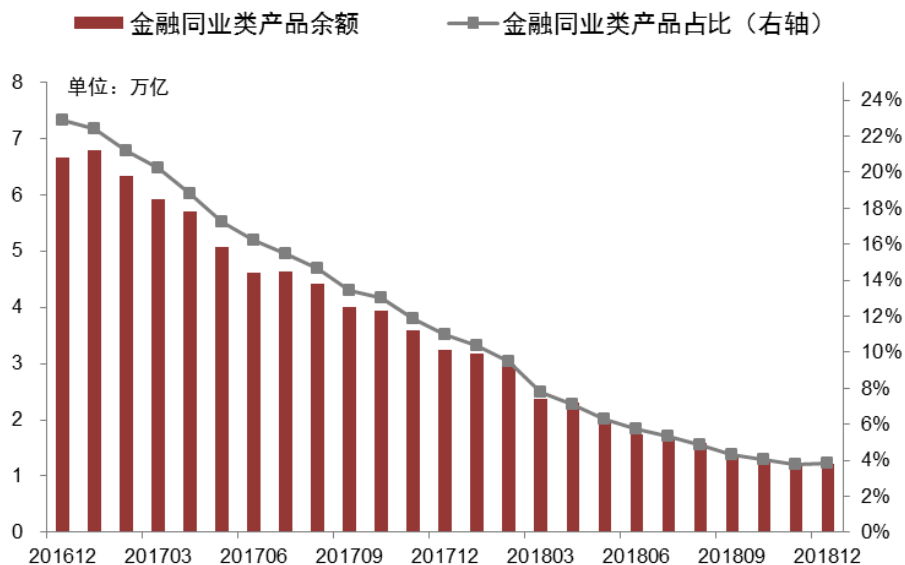


资料来源：中国理财网，兴业研究

此外，《报告2018》显示，自2017年高点以来，同业理财规模和占比连续22个月环比“双降”。截至2018年末，全市场金融同业类产品^①，存续余额1.22万亿元，同比下降2.04万亿元，降幅为62.57%。若考虑到同业理财规模大幅下降，非保本理财扣除同业理财后的规模继续保持增长。

^① 包括保本金融同业类产品和非保本金融同业类产品，二者具体分项数据未公布。

图表2 金融同业类产品规模持续下降

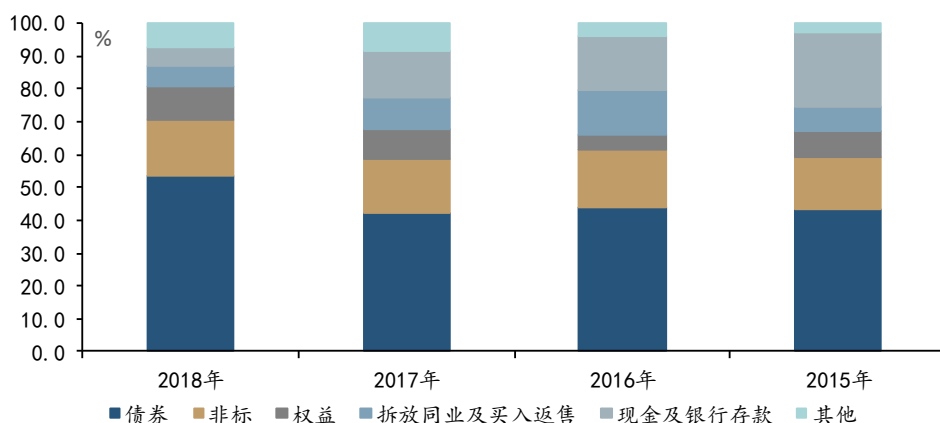


资料来源：中国理财网，兴业研究

2、银行理财的收益-成本倒挂：历史与现在

银行理财增配债券资产。根据《报告 2018》公布的数据，截至 2018 年末，在非保本理财资产配置中，债券占比为 53.35%，较 2017 年末提高 11.16 个百分点，是非保本理财产品最重要的配置资产。其中，利率债（国债、地方政府债、央票、政府支持机构债券、政策性金融债）占比 8.29%，与 2017 年末相比变化不大，信用债（商业性金融债、同业存单、企业债券、公司债券、企业债务融资工具、资产支持证券、外国债券）占比 45.06%，较 2017 年末提高 10.98 个百分点。非标准化债权类资产占比为 17.23%，较 2017 年末微升。而拆放同业及买入返售、现金及银行存款的占比则下降比较明显。即使考虑到统计口径调整，债券资产的占比整体也是上升的。银行理财加大了信用债的配置力度，或是为应对资产收益率下行的压力。

图表3 近年来银行理财主要资产配置结构



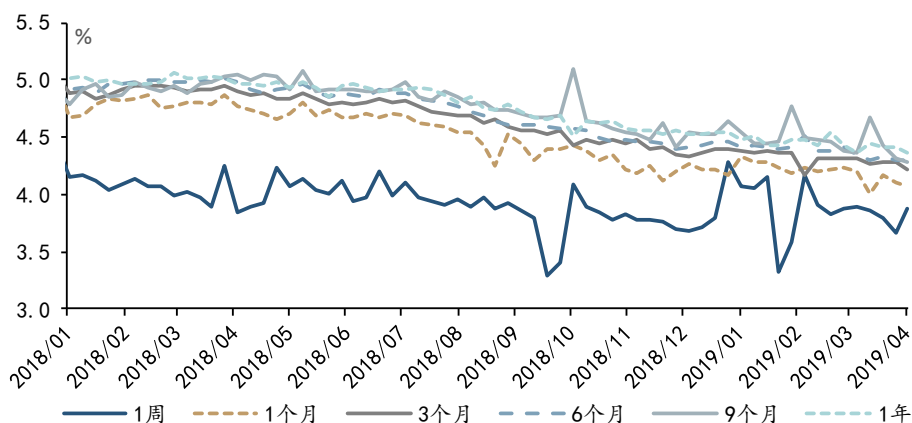
注：由于 2018 年统计口径进行了调整，因此相关数据不具有直接可比性。

请务必参阅尾页免责声明

资料来源：WIND, 兴业研究

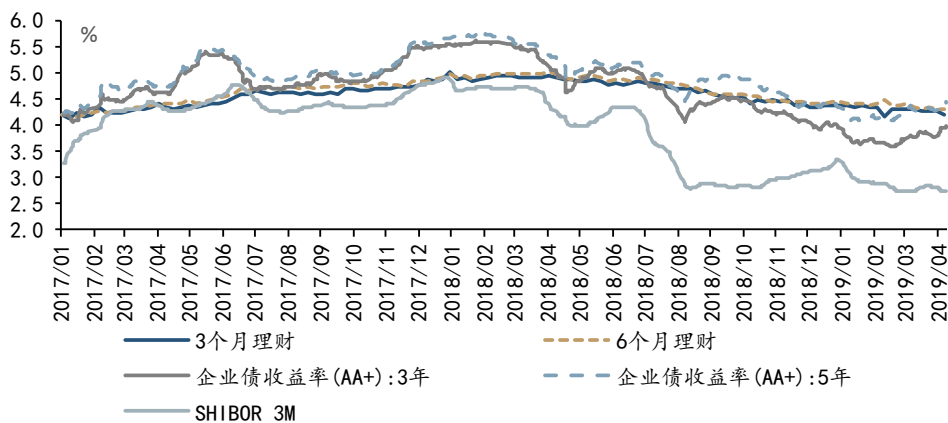
数据显示，从 2018 年 4 月份开始，银行理财预期收益率进入下行通道。但相对于货币市场利率和债券收益率，银行理财预期收益率的下行速度偏慢，并且从 2018 年下半年开始，理财收益率与主要资产收益率出现明显的倒挂现象。

图表 4 2018 年以来商业银行理财预期收益不断下行



资料来源：WIND, 兴业研究

图表 5 相较于货币市场利率和债券收益率，理财收益率下行偏慢



资料来源：WIND, 兴业研究

历史上，理财产品预期收益率与主要资产收益率的关系如何呢？考虑到银行理财最常见的期限为 3 个月和 6 个月，而两者的收益率差别不大，我们以 3 个月银行理财为例，回顾银行理财与银行理财最典型的基础资产 3 年期企业债（AA+）收益率之间的利差情况。

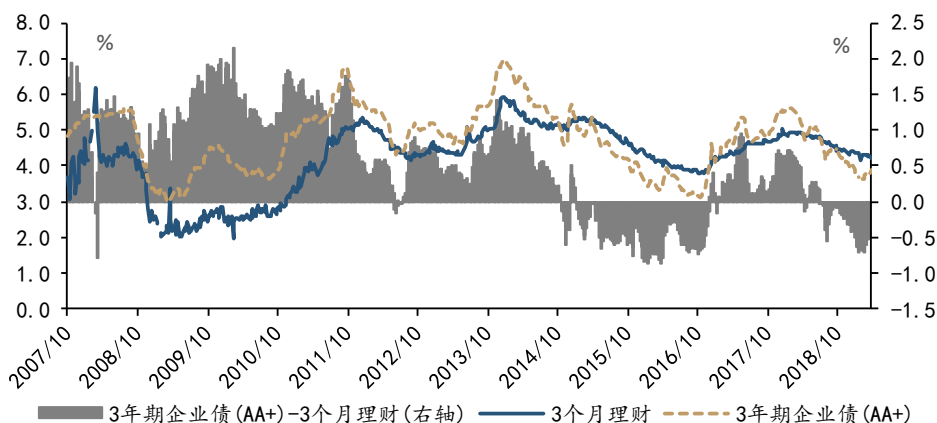
历史数据显示，2007 年 10 月以来^①，3 年期企业债（AA+）收益率与 3 个月银行理财预期收益率利差的最大值为 216bp，利差最小值为 -87bp，平均利差为 52bp。其中，2007 年 10 月至 2014 年 12 月、2017 年 1 月至 2018 年 6 月两

^① 3 年期企业债（AA+）到期收益率数据始于 2007 年 10 月 11 日。

个时间段，二者利差基本为正，最高利差分别为 216bp、96bp，平均利差分别为 95bp、35bp。

当前银行理财收益-成本倒挂程度或弱于上一次倒挂。2018 年 7 月开始，3 个月银行理财预期收益率与 3 年期企业债（AA+）收益率出现倒挂，并持续至今。本轮倒挂期间二者平均利差为-34bp，最低为-70bp。2019 年 3 月中下旬以来，随着债市回调，倒挂幅度有所收窄。数据显示，上一次 3 年期企业债（AA+）收益率与 3 个月银行理财预期收益率倒挂出现在 2015 年 1 月至 2016 年 12 月，持续时间长达两年之久。倒挂期间，二者平均利差为-50bp，倒挂幅度最低达到-87bp。从历史数据比较来看，本轮倒挂的平均利差较上一轮倒挂平均利差高 16bp，本轮倒挂程度或弱于上一轮倒挂。

图表 6 3 个月理财收益率与 3 年期企业债（AA+）到期收益率



注：上图原始数据剔除了部分异常值。

资料来源：WIND，兴业研究

上文我们以 3 年期企业债（AA+）为例对银行理财预期收益率与资产收益率的情况进行了分析。那么，银行为什么能承受阶段性的理财收益-成本倒挂压力？如果更进一步从理财产品的总体资产配置出发，当前理财预期收益率与投资组合的收益率大体处于什么状态呢？

第一，通过非标资产提高资产端收益的空间收窄。由于非标资产普遍收益率较高，银行理财可以通过增配非标资产来提高资产端收益。在上一轮倒挂期间银行理财通过增配非标资产提高资产端收益率的空间较大。2018 年末非标资产占比为 17.23%，占比依然不低，但是考虑到“资管新规”出台之后银行理财投资非标受限，进一步增配非标资产提高资产端收益率的空间有限。

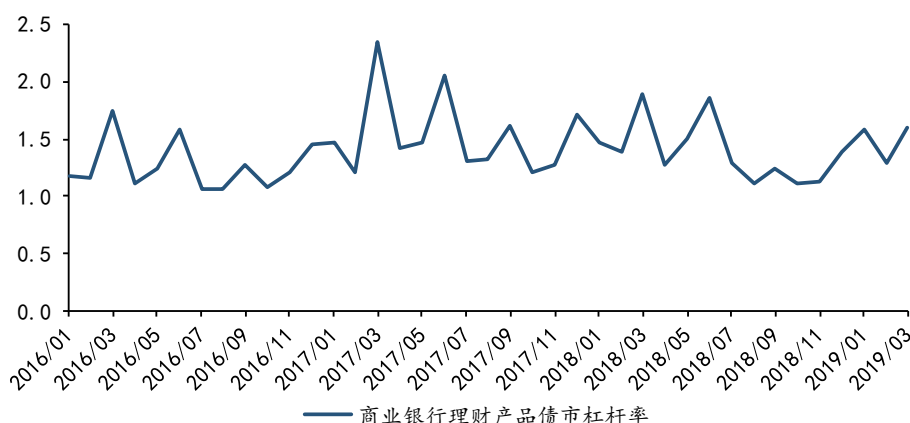
第二，银行理财产品向“净值型”转型速度偏慢。“资管新规”要求“金融机构对资产管理产品应当实行净值化管理”，但目前银行净值型理财产品占比仍偏低。根据中国理财网公布的数据，2018 年银行业金融机构共发行理财产品 164686 款，其中预期收益型理财产品 160205 款，净值型理财产品 4481 款，净值型产品发行数量占比仅为 2.7%。根据我们的估算，目前净值型银行理财产品

余额占全部非保本理财余额的比例约为 10%-15%。“净值型”产品占比过低，或导致理财收益率调整速度相对资产收益率偏慢。未来，银行理财向“净值型”转型的速度或加快。

第三，前期高收益资产可以对收益率下行形成支撑。由于银行理财在“资管新规”过渡期仍然可以采取“资金池”的运作模式，前期存续产品配置了部分收益率较高、期限较长的资产，新发行产品可对接这部分收益较高的资产，而非全部重新建仓，因此产品投资组合的收益率下降速度相对来讲也要慢于资产收益率下降速度。同时，债券收益率下行所带来了部分资本利得，短期内也可以弥补收益-成本倒挂的亏损。未来，随着存量高收益资产的逐步到期，银行理财产品需要增配当前收益率较低的资产，靠存量高收益资产对收益率的支撑作用将减弱。

第四，通过加杠杆、拉长久期等方式也可以适当提高投资端收益率，缓解收益-成本倒挂的压力。但是考虑到一方面当前银行理财债市杠杆率已处于“资管新规”出台后的较高水平，另一方面经济显现企稳迹象，市场利率存在上行风险，未来银行理财进一步加杠杆、拉长资产久期的动力或减弱。

图表 7 银行理财产品债市杠杆率



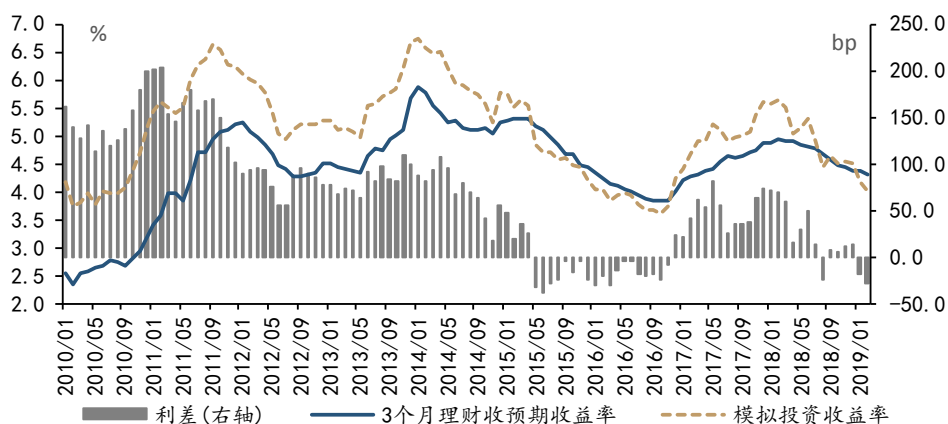
资料来源：WIND，兴业研究

为进一步考察其成本与收益的关系，参考近年来银行理财主要资产配置情况，我们投资收益率进行简单的模拟。在模拟状态下，参照前文提到的 2018 年末银行非保本理财资产配置情况，我们以国开债作为利率债的主要配置品种、企业债作为信用债的主要配置品种，并假设银行理财资产配置情况如下：3 年期国开债占比 8%、3 年期信用债(AA+)占比为 45%、贷款类信托占比为 17%，其他资产占比为 30%，其他资产收益率参考 3 个月 Shibor 利率。

通过模拟，我们发现，2018 年下半年理财成本与收益倒挂现象或并不严重，模拟投资组合收益率基本可以覆盖产品成本。在 2015-2016 年的持续倒挂期间，平均倒挂利差为 -20bp，整体倒挂幅度也较为可控，如果考虑到银行通过加杠杆、拉久期、信用下沉、增加非标投资等措施，理财投资收益率或可覆盖产品成本。

我们注意到，进入 2019 年以来，理财成本与模拟投资收益率的倒挂程度有所加大，这或表明，未来理财收益率有进一步下调的压力。

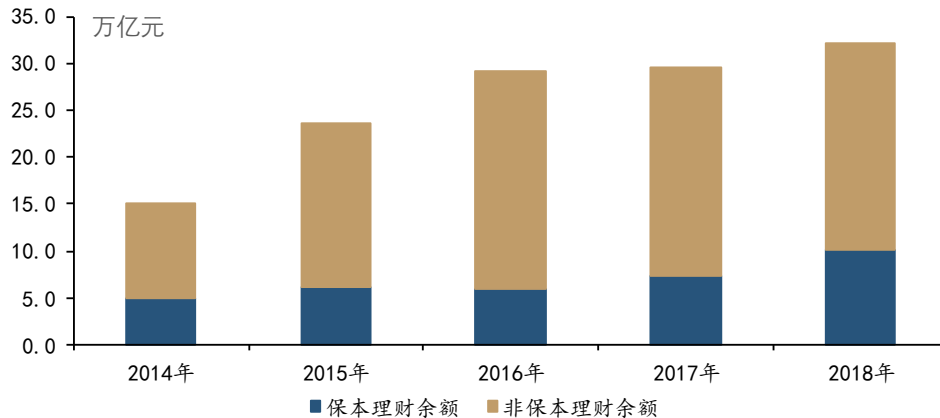
图表 8 3 个月理财预期收益率与模拟投资组合收益率



资料来源：WIND, 兴业研究

此外，我们注意到，在上一轮倒挂期间，理财规模正处于较高速增长期，而 2017 年以来银行理财规模增长乏力，特别是非保本理财增速下降明显。

图表 9 2017 年以来银行理财规模增长乏力



预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_13123

