



联讯宏观专题研究

# 理财、理财子与同业合作变局

2019年03月15日

## 投资要点

分析师：李奇霖

执业编号：S0300517030002

电话：010-66235770

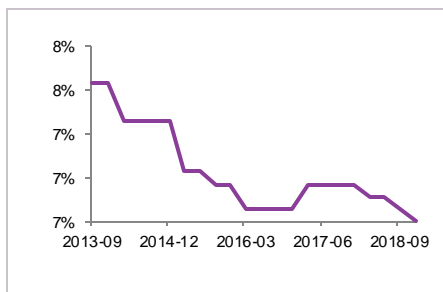
邮箱：liqilin@lxsec.com

研究助理：常娜

电话：

邮箱：changna@lxsec.com

### 近年国内生产总值季度增速



资料来源：聚源

### 相关研究

《风起普惠，科技先行》2019-02-20

《深度解析居民杠杆》2019-02-26

《深度解析地方政府债务》2019-03-01

《政府工作报告的 10 大关注点》

2019-03-05

《社融数据真的有那么弱吗》2019-03-10

在资管新规、理财新规和理财子公司新规之后，监管有几个重要的主旨：

第一，鼓励成立银行理财子公司。第二，鼓励净值化，投资非标不能期限错配，“资产池”运作。

#### 一、在监管框架下大行和中小行的银行理财分别怎么做

对于成立理财子公司的大行：

负债端，(1) 业绩基准型取代预期收益型；(2) T+0 的现金管理类产品受到青睐。资产端，(1) 净值型取代刚性兑付，倾向于现金管理类和定开式；(2) 投资非标不能期限错配，一是做非标转标的定期开放式净值型产品，二是做期限较长的封闭式产品。

对于中小银行：

中小行成立理财子公司面临资本金和审批时间的问题。无论从产品的研究能力、运作、估值、信评还是系统建设等方面，中小行的表现仍显滞后，这就需要非银机构根据自己相关方面的优势进行合作。

无论是大行还是中小行，理财产品发展都面临转型、打破刚兑、净值化的趋势。

#### 二、未来银行理财与非银的合作

- (1) 对非银的投研要求更高；
- (2) 银行的短板在于权益和量化；
- (3) 非银机构与银行合作的多元化、精细化。

#### 风险提示

政策变动超预期。



## 目 录

一、在监管框架下大行和中小行的银行理财分别怎么做 .....	3
(一) 成立理财子公司的大行 .....	3
(二) 中小行能否成立理财子，如果不能怎么办？ .....	9
二、未来银行理财与非银的合作 .....	10
(一) 对非银的投研要求更高 .....	10
(二) 银行的短板在权益和量化 .....	11
(三) 非银机构与银行合作的多元化、精细化 .....	11

## 图表目录

图表 1： 银行拟设立理财子公司情况 .....	4
图表 2： 类货基的现金管理类理财估值方式 .....	5
图表 3： FOF/MOM 类产品运作方式 .....	6
图表 4： FOF/MOM 类产品投资资产类别及比例 .....	6
图表 5： FOF 类银行理财投资的大部分是证券投资基金 .....	7
图表 6： 定期开放式净值型产品投资的品种主要是标准化债权资产 .....	7
图表 7： 按照投资者购买金额的业绩比较基准型产品 .....	8
图表 8： 封闭式产品投资资产类别及比例 .....	8
图表 9： 活期型产品投资资产类别及比例 .....	10



理财疯狂发展的十多年也留下一些隐患，首先是理财业务部门的不规范，许多部门都在做，公司部、零售部、投行部、金融市场部等，甚至一些大行的重点分行也可以做，各部门、各银行之间没有统一的规章。第二是地方性银行受地方监管，许多地方的监管标准和条例并不一样，所以不同地区银行之间也存在监管不统一的问题。第三是银行理财的做法也较为粗放，非标是重要的资产，采取“资产池”运作，期限错配现象较为普遍，容易形成风险传递。

为此 2016 年开始政策频频动作，剑指银行理财。过去的这段时间，“控风险”像悬在头上的达摩克利斯之剑，老产品需要整改，应付监管层和行内部的合规、风控各种检查、汇报，新产品还不太会做，只能摸着石头过河。

但是，在资管新规、理财新规和理财子公司新规之后，监管有几个重要的主旨是非常明确的。

第一，鼓励成立银行理财子公司，对于没有能力的银行可以暂时放在银行资管部门下，但是整改期过后不知会如何。

第二，鼓励打破刚兑，净值化运作，投资非标不能期限错配，“资产池”运作。

接下来第一部分我们将分别就大行和中小行就是否成立理财子公司和如何转型银行理财进行分析，第二部分介绍在银行理财现状下，非银如何与银行合作。

## 一、在监管框架下大行和中小行的银行理财分别怎么做

### （一）成立理财子公司的大行

截至目前我国共有 22 家银行宣布成立理财子公司，虽然银行理财子公司的银行理财有一定的优势，起售门槛低，不必面签，可投资股票市场，但是对银行来说成立理财子公司也存在一些的问题。

**第一，银行要拿出一部分资本金成立理财子**，本来银行理财是银行资管部门下的一项业务，尤其是表外理财不必计提风险资本，不必缴纳存款准备金和存款保险，规模也没有限制，对银行来说节省了很多成本，但是成立银行理财子公司首先就要从银行拿出一部分资本金，银行表内必须少配置相应规模的资产，大概是资本金的 8-10 倍。

而且在资本金的基础上，银行理财的扩张规模也有了上限，根据《理财子公司管理办法》第四章第四十五条规定“银行理财子公司应当遵守净资本监管要求。相关监管规定由国务院银行业监督管理机构另行制定。”我们参照信托业的大概风险系数 1%做比较，银行理财规模的上限大概是资本金的 100 倍。

所以成立理财子公司从资本金角度上来看，银行损失了 10 倍的表内资产，表外理财的规模也有了 100 倍的限制（原来没有限制）。

目前银行理财的规模尚未达到 100 倍的程度，所以这个条件不是紧约束，对银行理财来说影响规模的因素更多是渠道，从渠道角度上来看，成立理财子公司的大部分是大行，大行的渠道主要是自己的网点，原来哪些网点现在依然是那些，短时间内不会明显扩张，并且因为与母行的揽储产生竞争，不利于银行理财持续高速扩张。

**第二，成立理财子公司可能在人员调配问题上遇到阻力**，工作人员从总公司进入子公司降级了，而且薪酬不太可能市场化，可能会象征性的涨 15%左右，银行人员的底薪本身不算高，这个幅度其实对他们影响不大，所以在本行人员的调配中可能会遇到阻力，



在外招的时候，这个薪酬制度仍然很难找到有经验的投研人员。

**图表1： 银行拟设立理财子公司情况**

银行名称	公告时间	注册资本（亿）
青岛银行	2018.12	10
邮储银行	2018.12	80
顺德农商	2018.12	未披露
中信银行	2018.12	50
工商银行	2018.11	160
农业银行	2018.11	120
建设银行	2018.11	150
中国银行	2018.11	100
徽商银行	2018.1	20
杭州银行	2018.8	10
浦发银行	2018.8	100
兴业银行	2018.8	50
广发银行	2018.7	50
民生银行	2018.6	50
南京银行	2018.6	20
平安银行	2018.6	50
光大银行	2018.6	50
交通银行	2018.5	80
宁波银行	2018.5	10
北京银行	2018.4	未披露
华夏银行	2018.4	50
招商银行	2018.3	50

资料来源：网络资料，联讯证券

虽然如此，但是与监管博弈的过程银行也不敢懈怠，如果后期政策突然一收紧，转型慢的银行很可能会面临业务断档的风险，所以尽管不太划算，但是大部分理财子公司还是在稳步推进，而且产品方面的转型也要跟上，早成功转型的就可以在其他银行转型的时候趁机抢占市场，尤其是投研能力、人员素质等实力都较为雄厚的大行，大部分都在积极转型。

## 1、负债端

### 第一，业绩基准型取代预期收益型。

资管新规要求净值化，但是银行的客户只偏爱刚兑、保本、确定收益的产品，根据理财网的分类，之前的理财产品主要分三种：保本浮动收益、保证收益和非保本浮动收益，无论是哪种基本上都会给出一个预计最低收益率和预计最高收益率，从现实来看，一般都是按照预计最高收益率兑付给客户，现在银行都改换了说法，说成业绩基准型。

基金中的业绩基准的意思一般是个业绩参照，主要投资中小盘的基金一般会用中小盘指数作为业绩比较基准，投资蓝筹的可能会用沪深 300 指数作为基准，但是银行理财没有明显的资产类型可以比较，所以根据我们的了解大部分银行的业绩基准是给出个大概的业绩标准或者范围，比预期收益型的更开放一些，也会声明不作为业绩承诺，但是



在实际操作中大部分的业绩基准其实就是预期收益，产品基本上按照业绩基准来刚兑。

## 第二，T+0 的现金管理类产品受到青睐。

大行拥有覆盖范围最广的销售网点，比如不久前归入第六大国有行，随后宣布成立理财子公司的邮储银行来说，有三四万个银行网点，因为网点优势，大行除了揽储、卖自己的理财产品，往往同时代销许多其他机构的产品，比如保险、基金和信托计划等，过去几年货币基金发展迅速，分流走了很多银行储蓄，所以这些大行的立场就是与其让货币基金分流，不如销售自己的类货基的 T+0 产品，所以在资管新规之后，不少大行学货基做现金管理类的 T+0（或 T+1、T+2）产品。

## 2、资产端

**第一，净值型取代刚性兑付。**这其中的关键点有几点：第一是净值化的产品银行的盈利点在哪里，第二是净值化的方式如何估值。

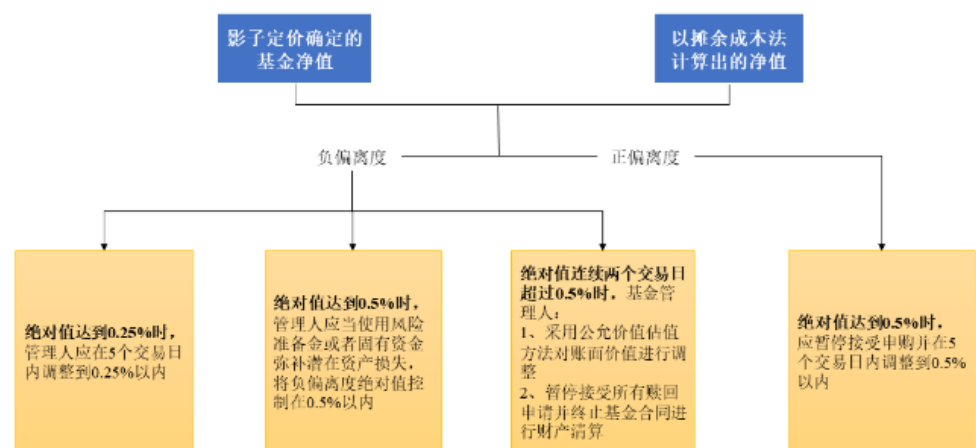
净值化产品银行的盈利点主要是管理费（包括固定管理费和超额的浮动管理费）、托管费、申购赎回的手续费等，传统的预期收益型产品，银行是通过给投资者刚性兑付的方式来赚取息差。

净值产品的净值是产品的净资产与份额的比值，初始净值大部分是 1，意思就是假如募集一个 1 亿的产品，每份的净值是 1 元，总共发行 1 亿份。在运作期间产品的净值会随着资产估值的变动而变动，估值增加净值就可能大于 1，估值减少净值就可能小于 1。

净值化的估值方法有很多，包括公允价值法、摊余成本法等，目前银行最擅长也是难度最低的是摊余成本法，但是资管新规对摊余成本法的限制很严，只包括现金管理类、定开式和封闭式三种，从目前来看，银行的转型主要是集中在这三个类型上，其中大行更倾向的是现金管理类和定开式（封闭式数量上还是占据优势，但是增速在下降）。

**A、类货基的现金管理类。**目前的我国的货币基金很多也采用摊余成本法估值，并且结合影子定价做偏离度的监控。同样的，类货基的现金管理类理财也大多采用这种方式。

图表2：类货基的现金管理类理财估值方式



资料来源：网络资料，联讯证券

现金管理类的产品目前股份行做的最多，其次国有大行和少数中小行也有，我们以某大行的产品为例，该产品也给出了业绩比较基准，基准是人民银行公布的 7 天通知存款利率上浮 250bps（大概 3.6%），并且申明不构成对产品收益的承诺。



产品主要投资于存款、货币市场基金等货币市场工具和债权类资产，占比为 80%-100%，其他符合监管要求的资产 0%-20%，总资产占净资产的比重不超过 140%，也就是杠杆不超过 1.4 倍。

定价方法确实是摊余成本法，同时产品管理人和托管人会对产品资产净值按市价法定期进行重新评估，即“影子定价”，如果偏离度的绝对值超过 0.5% 的时候，产品管理人会根据风险控制的需要进行调整（如图表【2】）。

在现金管理类产品方面，过去银行和基金更多是合作关系（比如下文提的 FOF 类），但是当银行自己开始做现金管理类产品的时候，银行就与基金更多是竞争关系了。

现金管理类的银行理财与货币市场基金非常相似，但是他们各有自己的优势，货币基金的优势在于避税，而银行理财的优势是配置资产的灵活度更高，可以用下沉资质的方式来做高收益。

比如银行可以做类似货币收益增强的产品，用 80% 投资 CD、存款等产品进行流动性管理，然后将 20% 投资城投做高收益，虽然我们知道城投债的流动性不强，但是银行理财可以在产品之间调仓，只要是标准化的债券就是标准化资产，不存在非标不能期限错配的问题，即使这个产品到期而城投债未到期，也可以用其他产品承接。

**B、FOF/MOM 类。**这类产品大部分以定期开放的形式运作，投资的资产是以货币市场基金或者债券基金作为大部分资产，提供大概 3-5% 左右的收益，同时加上一部分权益类资产或者衍生品来做高收益。

图表3： FOF/MOM 类产品运作方式

运作类型	定期开放型，封闭期 6 个月，T+1 确认，T+1 扣款
业绩比较基准	3.3%-5.4%（产品策略的历史 5 年以上数据模拟回测的 80% 概率收益率的区间估计，不构成本行对理财产品的任何收益承诺。）
投资策略	“现金类投资策略+多资产全天候策略”，主要投资于公募基金份额，运用风险平价、风险预算等理念和模型进行大类资产配置，综合运用业绩评价、业绩归因等方法 and 工具进行基金选择。
浮动管理费	累计产品净值收益率超过 4% 且累计单位净值创新高，管理人将计提浮动业绩管理费，超过 4% 部分按 30% 计提浮动管理费。

资料来源：网络资料，联讯证券

该产品的投资资产类别：

图表4： FOF/MOM 类产品投资资产类别及比例

资产类别	资产种类	投资比例
固定收益类	货币市场基金	80%-100%
	债券及债券基金	
	存款	
	质押式和买断式债券回购	
	其他符合监管要求的固定收益类资产	
权益类	股票型证券投资基金	0%-20%
	混合型证券投资基金	
	QDII 证券投资基金	
	其他符合监管要求的权益类资产	



商品及金融衍生品类资产	商品型及金融衍生品类证券投资基金	0%-5%
-------------	------------------	-------

资料来源：网络资料，联讯证券

我们找到另一个产品的具体资产，可以看出，银行目前更容易接受净值波动较小的资产，同时合作的机构更多选择大基金。

**图表5： FOF 类银行理财投资的大部分是证券投资基金**

资产简称	资产类型	占比
xx 活钱宝货币市场基金	货币市场基金	53.67%
xx 信托平安 2 号 FOF 精选单一资金信托	权益类（其中大盘股占 76.21%、中盘股 16.97%、小盘股 6.82%）	26.48%
xx 惠增利货币市场基金	货币市场基金	18.20%

资料来源：网络资料，联讯证券

**第二，投资非标不能期限错配。**对于这个问题的解决方法一般有两个，第一是非标转标的定期开放式产品，第二是做期限较长的封闭式产品。

#### A、非标转标的定期开放式产品。

根据资管新规，半年以上的符合条件的定期开放式产品可以用摊余成本法估值，而且非标的终止日不能晚于开放式产品的最近一次开放日。**所以如果银行要继续用摊余成本法计价同时投非标，就要求银行做的开放式产品有两个要素：第一是半年以上的定期开放式，第二是非标的期限短于产品的最近一次开放日。**

这类产品一般也会给出业绩比较基准，一般是在每个开放日前根据市场情况进行调整，说明下个运行期的业绩比较基准，这种业绩比较基准类似预期收益率。

以某银行的定开产品为例，投资的品种主要是标准化的债券资产，辅之以非标准化债权资产，资产组合的久期不长于封闭期的 1.5 倍。

投资的品种主要包括高流动性资产，包括但不限于现金、到期日一年以内的国债、中央银行票据和政策性金融债券；非标准化债权资产，包括但不限于信托贷款、应收账款、收益权转让、承兑汇票、信用证、收益凭证、股权收益权转让及受让等。还有衍生金融工具，包括但不限于国债期货、利率互换等。

**图表6： 定期开放式净值型产品投资的品种主要是标准化债权资产**

投资品种	计划配置比例（占净资产的比重）
标准化债权资产	不低于 60%
其中：高流动性资产	不低于 5%
非标准化债权资产	0%-40%
衍生金融工具（以保证金计）	0%-5%

资料来源：网络资料，联讯证券

这种产品与银行传统的理财较为相似，不过根据监管的要求进行了整改，不再采用资金池（但是产品之间可以调仓），并且定期开放，非标用产品设计或者转标的方式将期限缩短。

**B、期限较长的封闭式产品。**这是最传统、最常见的，类似定期的银行理财。作为封闭式产品还可以采用摊余成本法估值，当前这类产品都会给出一个业绩比较基准，基



本上与预期收益概念一致，银行一般会按照业绩基准刚性兑付给客户，而且这种产品中一般含有历史遗留的高收益非标，数量不多用完可能就不让做了，所以比较稀缺，更倾向于被做成起投点更高的、专门面向高净值客户的。

我们在研究产品的过程中发现了一种递进式的业绩比较基准型产品，与智能存款较为相似，按照投资者购买的金额，业绩基准有所不同，对投资金额大的客户给予优惠的业绩基准。

**图表7：按照投资者购买金额的业绩比较基准型产品**

单笔客户购买金额	业绩比较基准
5-50 万	3.3%
50-100 万	3.45%
100 万以上	3.5%

资料来源：网络资料，联讯证券

可投资的资产类型范围很广，主要包括：

一、债券、存款等高流动性资产，包括但不限于各类债券、存款、货币市场基金、债券基金、质押式回购等货币市场交易工具。

二、债权类资产，包括但不限于债权类信托计划、北京金融资产交易所委托债权、特定客户委托贷款等。

三、其他资产或者资产组合，包括但不限于证券公司集合资产管理计划或定向资产管理计划、基金管理公司特定客户资产管理计划、保险资产管理公司投资计划等。

**图表8：封闭式产品投资资产类别及比例**

资产类别	资产种类	投资比例
高流动性资产	债券及债券基金	0%-80%
	货币市场基金	
	同业存款	
	质押式和买断式债券回购	
债权类资产	债权类信托	20%-100%
	交易所委托债权	
	交易所融资租赁收益权投资	
其他资产或资产组合	证券公司及其资产管理公司资产管理计划	0%-80%

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\\_13676](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_13676)

