

理财购债盛宴仍将继续

——银行理财发展展望及投资行为预测



债券分析师
王颖 A0230514080004
2015.01.06



核心结论

- **利率市场化不止，理财增长不休。利率市场化是继非标业务之后推动银行理财增长的主要驱动力。存款利率放开之前，我国利率市场化尚未结束。从国际经验来看，低息活期存款的流失仍将维持。因此，争夺存款的压力仍将推动银行大力开展理财业务。**
- **理财购债盛宴仍将继续，品种结构或有调整。2015年，理财资金面临新的政策和市场环境：新环境下，我们预计理财将坚守非标阵地，以固定收益模式积极参与权益市场，配置债券比例或略有下降，同时会有结构调整：创新类品种配置将增加，信用类品种投资需求依然旺盛，利率品种配置或下降。但由于总体理财规模仍将保持较快增长，理财购债总量也将维持增长。**
- **理财产品平均收益率大概率下行。预计理财产品平均收益将降至4.5%-4.8%。**

主要内容

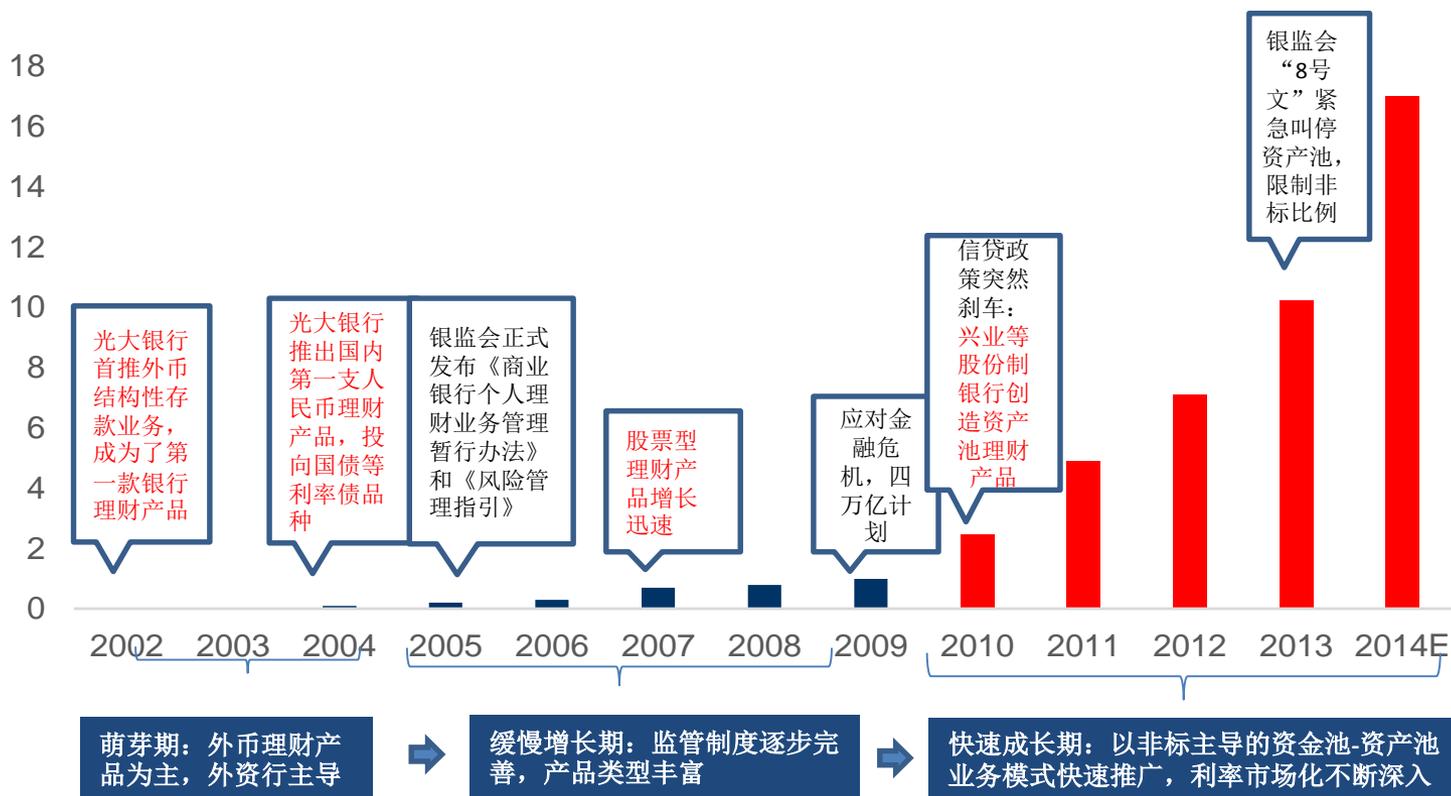
1. 银行理财还会稳步增长？是
2. 理财购债盛宴仍将继续



1.1 五年赶超式发展使银行理财成为国内第一大资管产品

品

■ 经过 5 年的跨越式发展，银行理财已超过了基金、证券、保险、信托，成为国内管理资产规模最大的资管产品



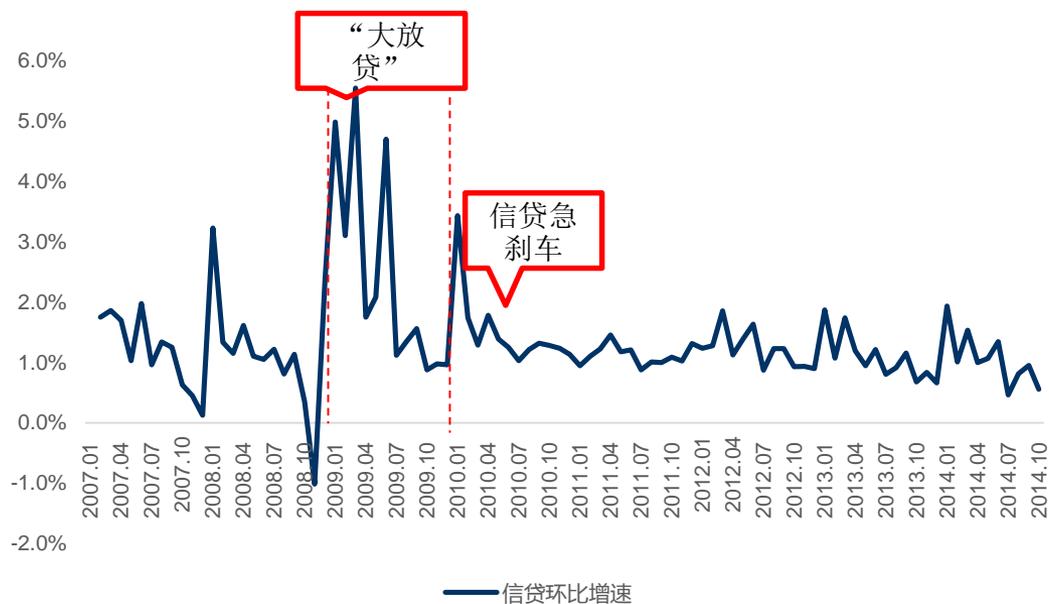


1.2 理财爆发式增长的原因？

- 2010-2014年银行发生了什么改变？
- 2010-2014年金融市场发生了什么改变？

1.2.1 非标业务是推动理财业务快速发展的初始动力

- 2009年保增长：适度宽松的货币政策（四万亿计划），当年新增贷款余额10.5万亿，是08年的2倍
- 2010年1月中旬央行采取“差别准备金率”和“限贷令”的方式对房贷过猛的银行进行惩罚性措施。1月26日，多家银行收到了央行要求收回去去年底多放出的贷款的通知。同日，银监会召开2010年第一次经济金融形势分析通报会议，要求合理控制信贷增量



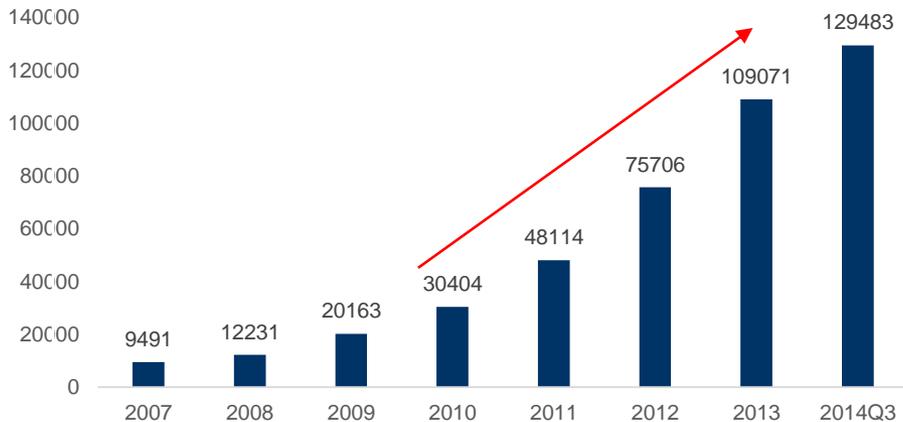
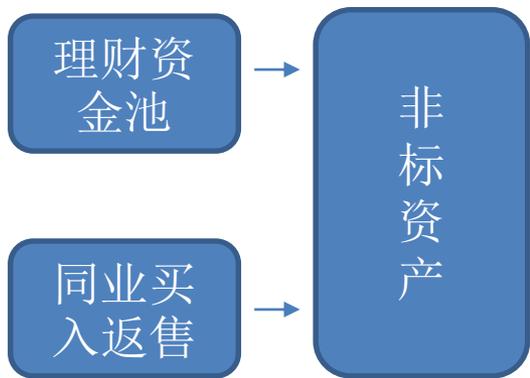
资料来源：中国人民银行；申万研究



1.2.1 非标业务是推动理财业务快速发展的初始动力

- **地方政府和地产商不得不通过其他渠道融资缓解资金压力，强烈的资金需求推动银行创新非标产品**
 - 对于**地方融资平台**而言，09年的经济刺激计划，使地方政府积极、活跃地上项目，由于所投资的项目大多是周期长、回报率低的基建项目，在信贷政策突然刹车的背景下，投资的项目已经启动，而后续的银行信贷资金没有按照计划下放，项目又不能停止，于是地方政府的一部分融资不得不转向非标融资，通过地方融资平台，以非标融资的方式变相获得银行贷款；对于**房地产**而言，2010年在调控楼市的背景下，银监会限制对地产商的贷款，地产企业不得不转向非标融资方式
- **理财和同业资金成为新的信贷资金来源。其中理财资金大部分在资产负债表外，不耗用银行资本金，也不计提拨备，能够有效地回避银监会的贷款限制和存贷比限制。**

图：理财的黄金发展期也是信托的黄金发展期（单位：万元）



资料来源：信托业协会，申万研究



1.2.2 利率市场化的深化是第二轮增长的助推剂

- 2013年以来密集的监管风暴使非标增长放缓，为什么没有拖累银行理财规模增长的步伐？
- 为什么大行的理财业务占比持续提升？

表1 2013-2014打击非标的监管政策陆续出台

| | |
|-----------|--|
| 2014/9/30 | 保监会发布集合资金信托计划偿付能力监管标准 |
| 2014/7/14 | 中国银监会关于完善银行理财业务组织管理体系有关事项的通知 |
| 2014/7/1 | 中国银监会关于加强银行业金融机构人民币同业银行结算账户管理的通知 |
| 2014/5/20 | 中国银监会关于规范商业银行同业业务治理的通知 |
| 2014/5/20 | 中国银监会关于规范金融机构同业业务的通知 |
| 2014/4/8 | 中国银监会关于信托公司风险监督的指导意见 |
| 2014/4/18 | 中国银监会关于加强农村中小金融机构非标准化债权资产投资业务监管有关事项的通知 |
| 2013/6/21 | 中国银监会关于地方政府融资平台全口径统计的通知 |
| 2013/3/29 | 中国银监会关于规范商业银行理财业务投资运作的通知 |

资料来源：申万研究

表2 2014H五大行理财余额占比已达44%

| | 2014H理财总额 | 市场份额 |
|----|-----------|------|
| 工行 | 17000 | 13% |
| 交行 | 10016 | 8% |
| 建行 | 9889 | 8% |
| 农行 | 9674 | 8% |
| 中行 | 9322 | 7% |
| 招行 | 7982 | 6% |
| 光大 | 5783 | 5% |
| 中信 | 5455 | 4% |
| 兴业 | 5553 | 4% |

资料来源：银行年报；申万研究

1.2.2 利率市场化的深化是第二轮增长的助推剂

■ “货币基金+互联网金融”加速民众金融意识的觉醒（储蓄转投资）

- 2013年5月29日，天弘增利宝（余额宝）货币基金成立
- 2013年11月14日，余额宝突破1000亿，成为最大的基金
- 2014年2月27日，余额宝规模突破5000亿，用户超过8100万

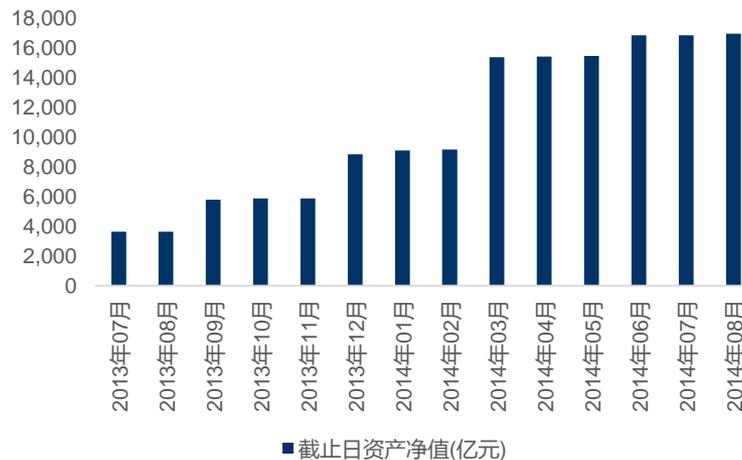
■ 利率市场化下存款争夺战逐步白热化

图1：长期负利率环境加速利率市场化进程



资料来源：Wind；申万研究

图2：互联网金融助力货币基金快速增长

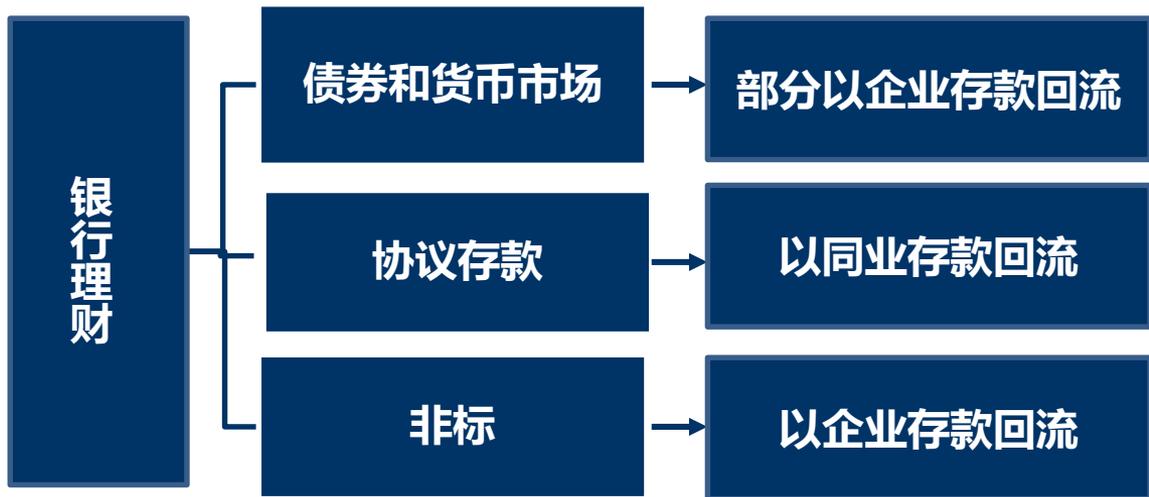


资料来源：Wind；申万研究



1.3 银行为什么需要理财？

- 首先，理财是表外信贷资金的重要来源（非标时代意义尤为重大）
- 更重要的是，**理财是另一种形式的存款**，银行可通过理财业务防止存款流失
 - 贷存比月均考核改变了银行利用理财季末冲存款的动机，但利率市场化压力下，并未改变银行利用理财争夺存款的根本动力
 - 银行存款口径调整（387号文）将同业存款与一般存款并轨，进一步打通了理财与存款的转化路径



- 从中长期来看，理财业务还是银行**混业化、盈利模式中间业务化**的突破口

1.4 理财增长是否还会继续？

- **第一轮增长：资金需求方推动（主动，代表银行兴业、民生等股份制银行）**
- **第二轮增长：资金供给方推动（被动，包括国有大行在内的所有银行）**

挣钱需求：非标业务是推动理财业务快速发展的初始动力

保命需求：利率市场化是第二轮增长的助推剂



理财增长是否继续

= 非标业务和利率市场化是否继续



1.4.1 非标业务需求弱化，但尚未退出历史舞台

■ 非标业务需求弱化

- 实体经济低迷，信贷需求萎缩
- 银行风险偏好降低，“惜贷”情绪浓
- 存贷比限制放松，表内融资更为通畅

■ 但尚未退出历史舞台

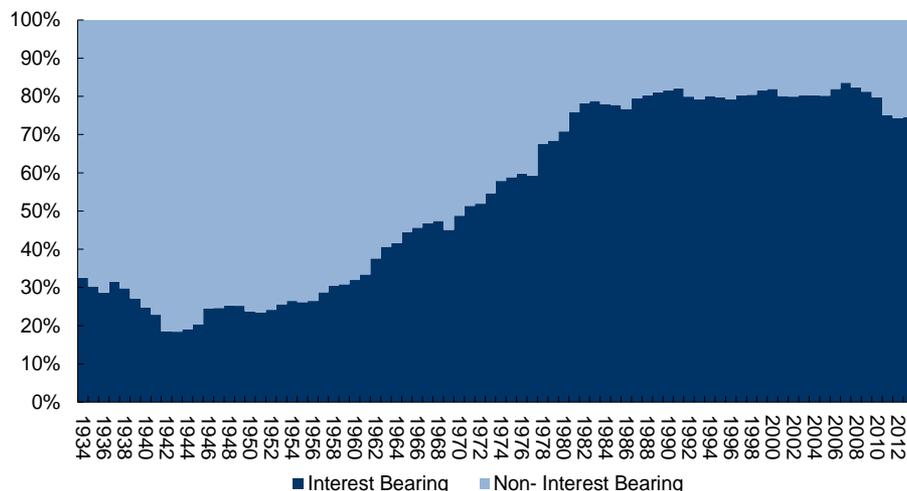
- 银行主导的间接融资模式地位稳固
- 资本金压力仍是银行表内业务扩展的掣肘
- 信托公司积极转型布局权益和新三板市场

1.4.2 利率市场化也尚未结束

- 存款利率上浮区间取消才是我国利率市场化收官的标志
- 本轮降息后，五大行基本已将存款利率上浮到顶（20%），说明当前市场供需决定了存款成本还有上浮空间

| 时间 | 利率市场化举措 |
|------------------|--|
| 1996年6月1日 | 放开银行间同业拆借市场利率 |
| 1997年6月 | 银行间债券市场正式启动，同时放开了债券市场债券回购和现券交易利率 |
| 1998年 | 将金融机构对小企业的贷款利率浮动幅度由10%扩大到20%，农村信用社的贷款利率最高上浮幅度由40%扩大到50% |
| 1998年3月 | 改革再贴现利率及贴现利率的生成机制，放开了贴现和转贴现利率 |
| 1999年10月 | 对保险公司大额定期存款实行协议利率，对保险公司3000万元以上、5年以上大额定期存款，实行保险公司与商业银行双方协商利率的办法 |
| 1999年 | 允许县以下金融机构贷款利率最高可上浮30%，将对小企业贷款利率的最高可上浮30%的规定扩大到所有中型企业 |
| 2000年9月21日 | 实行外汇利率管理体制改革，放开了外币贷款利率；300万美元以上的大额外币存款利率由金融机构与客户协商确定 |
| 2002年 | 扩大农村信用社利率改革试点范围，进一步扩大农村信用社利率浮动幅度；统一中外资金融机构外币利率管理政策 |
| 2002年3月 | 将境内外资金融机构对中国居民的小额外币存款，纳入中国人民银行现行小额外币存款利率管理范围实现中外资金融机构在外币利率政策上的公平待遇 |
| 2003年7月 | 放开英镑、瑞士法郎和加拿大元的外币小额存款利率管理，由商业银行自主决定 |
| 2003年11月 | 对美元、日元、港币和欧元的小额存款利率实行上限管理 |
| 2004年1月1日 | 商业银行、诚信社贷款利率浮动区间上限扩大到贷款基准利率的1.07倍，农信社贷款利率浮动区间上限扩大到贷款基准利率的2倍，金融机构贷款利率浮动区间下限保持为贷款基准利率的0.9倍不变 |
| 2004年10月29日 | 不再设定金融机构人民币贷款利率上限，下浮最多到基准利率的0.9倍 |
| 2006年8月和2008年10月 | 央行将商业性个人住房贷款利率下限分别下调到基准利率的0.85倍和0.7倍 |
| 2012年7月 | 贷款利率下浮区间扩大至基准利率的0.7倍；存款利率上限调整至基准利率的1.1倍 |
| 2013年7月 | 央行取消金融机构贷款利率0.7倍的下限（个人住房贷款暂不调整），贷款利率市场化 |
| 2014年11月 | 央行降息，并将存款利率上限调整至基准利率的1.2倍 |

1.4.2 利率市场化也尚未结束——美国经验



- 美国利率市场化过程中，无息存款从60年代的67%下降到90年代的20%（目前我国活期存款占比仍在35%左右）。1984-1990年间，Now账户和ATS账户存款占比从不到1%上升到10%左右

资料来源：FDIC；申万研究

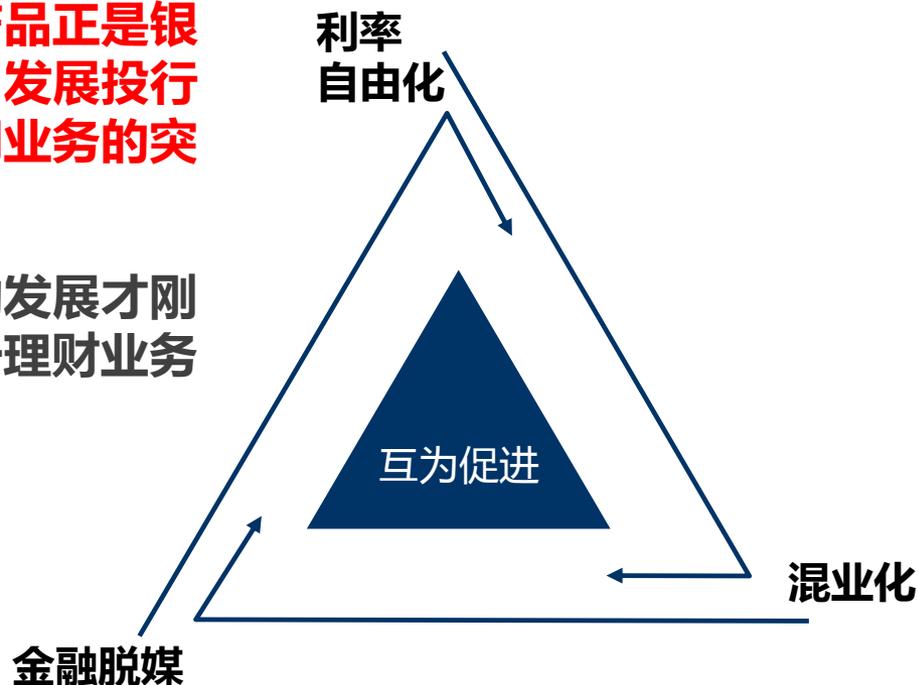
| 年份 | 利率市场化工具 |
|------|---|
| 1961 | 大额可转让存单 (Negotiable Certificate of Deposit) |
| 1963 | 附属公司债 (Subordinated Debentures) |
| 1965 | 短期本票 (Short term Promissory) |
| 1966 | 欧洲美元 (Eurodollars) |
| 1969 | 与银行相关的商业票据 (Bank-related Commercial Paper) |
| 1969 | 不动产贷款 (Loan RPs) |
| 1969 | 流动资金承兑 (Working Capital Acceptances) |
| 1970 | 可转让支付命令账户 (Negotiable Order of Withdrawal Account, NOW) |
| 1971 | 货币市场共同基金 (Money Market Mutual Funds, MMMF) |
| 1974 | 浮动利率票据 (Float Rate Notes) |
| 1978 | 自动转换储蓄账户 (Automatic Transfer Service Accounts, ATS) |
| 1982 | 货币市场存款账户 (Money Market Deposit Accounts, MMDAs) |

资料来源：Molyneux, Shamroukh (1999)

- 包括CD、WCA、NOW、ATS、MMMF、MMDA在内的各类创新型短期存款替代品层出不穷

1.4 小结：利率市场化不止，理财增长不休

- 若参照美国利率市场化后非息存款的占比，静态来看我国当前活期存款可以转化的规模尚有 $120 * (35\% - 20\%) = 18$ (万亿)
- 转为货币基金、理财还是其他创新产品？取决于投资收益率与流动性水平
- 同时，从国际经验来看，**利率市场化通常伴随混业化和金融脱媒**，在此趋势下，银行通常会逐步向全能型转变，而**理财产品正是银行突破传统存贷业务的盈利模式，发展投行业务、资管业务、私人银行等中间业务的突破口**。
- 从这一角度来看，银行理财业务的发展才刚刚开始，任何银行都不会放弃对于理财业务的战略布局



主要内容

1. 银行理财还会稳步增长？是
2. 理财购债盛宴仍将继续



2.1 新时期理财资金面临新的外部环境

■ 政策环境:

- 2014年12月5日，银监会下发《商业银行理财业务监督管理办法(征求意见稿)》

■ 市场环境

- 资产收益率水平VS理财收益率
- 创新产品的发行



2.2.1 政策环境变化之一：去刚兑

- 本办法力求**从根本上解决理财业务中银行的“隐性担保”和“刚性兑付”问题**，推动理财业务向资产管理业务转型，实现理财业务的规范健康发展。

——关于就《商业银行理财业务监督管理办法（征求意见稿）》征求意见的函

- 推净值型产品，产品运作独立，权责更为明晰，资金池-资产池业务难度变大
- 影响：投资标准化、高流动性产品需求增加



2.2.2 政策环境变化之二：混业化

- 监管层有意将银行理财打造成与基金产品类似的市场化资管产品
- 然而，银行将如何推进净值型理财产品以应对即将来临的混业化竞争？
- 理财快速增长之本源于非标业务，**非标投资是银行的竞争优势所在。银行短期之内很难放弃非标而专注投资标债。**同时由于非标资产可以以成本计价，可以减少净值波动，保持理财产品的竞争力。

“允许净值型产品的30%投资于非标债权资产，且无须回标核算，允许商业银行按照会计准则和行业惯例进行会计核算和资产估值，自主设定净值型产品的开放周期和频率，以稳定净值型产品的规模，避免因净值大幅波动引发大规模的申购和赎回”

——《商业银行理财业务监督管理办法（征求意见稿）》

2.3.1 市场环境变化之一：成本与收益差收窄

- 理财资金成本居高不下（新管理办法还要求理财业务建立风险准备金制度，要求商业银行应按照管理费的一定比例计提风险准备金）
- 现行资产组合综合收益下降（债券和货币市场收益率降低；非标收益稳中略升），**非标资产的相对收益提升**

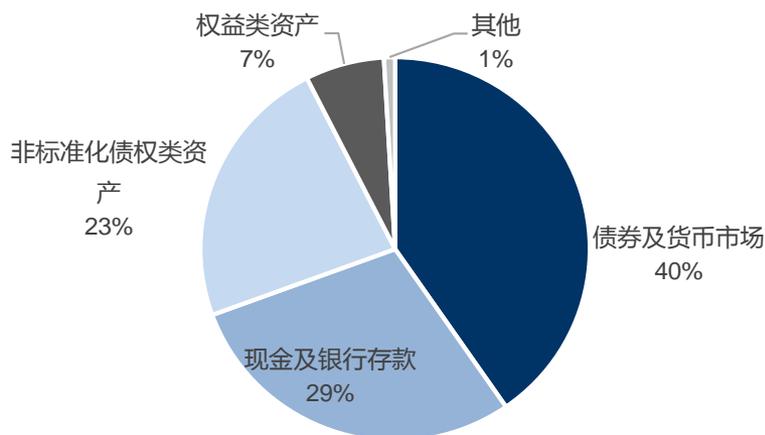


表 理财资金主要投资标的年内变化情况

| | 2013/12/31 | 2014/12/31 | 变化 (BP) |
|---------------|------------|------------|---------|
| 7年期国开债 | 5.78 | 4.22 | -156 |
| 3年期城投债 (AA+) | 7.15 | 5.48 | -167 |
| 国有银行同业存单 (6M) | 5.1-5.3 | 4.6-4.8 | -50 |
| 房地产信托 | 9.54 | 9.73 | 19 |
| 基础产业信托 | 9.26 | 9.46 | 20 |
| 工商企业信托 | 8.72 | 8.69 | -3 |

资料来源：申万研究

注：同业存单收益数据为当月平均值；信托收益数据为全年平均值

资料来源：全国银行业理财信息登记系统；申万研究



2.3.2 市场环境变化之二：投资标的多样化

■ ABS

- 收益率有吸引力，银行有信息优势
- 预计市场规模明显扩容，由不到3000亿提升到5000-7000亿

■ 优先股

- 银行补充资本压力下，会主动推动理财投资优先股（互持）
- 预计规模在2000亿左右

■ 结构化（伞形）产品：类ABS

■ 理财直接融资工具（创新产品；非标转准标）

- “由商业银行作为发起管理人设立，**直接以单一企业的债权融资为资金投向**，在指定的登记托管结算机构统一**托管**、在合格的投资者之间**公开交易**、在中国银监会指定网站进行**公开信息披露的标准化投资资产**”。

——《商业银行理财业务监督管理办法（征求意见稿）》



2.3.3 市场环境变化之三：大类资产配置偏向权益类

- **增加权益类资产配置比例，但由于监管要求，将主要以伞形结构参与优先级**
- **股权投资类理财应只向高净值客户、私人客户、机构客户等专业投资人销售（总净值占比最高可达40%）**
- **溯源：根据《银监会关于进一步规范商业银行个人理财业务投资管理有关问题的通知（2009年）》**
 - 十八、理财资金不得投资于境内二级市场公开交易的股票或与其相关的证券投资基金。理财资金参与新股申购，应符合国家法律法规和监管规定。
 - 十九、理财资金不得投资于未上市企业股权和上市公司非公开发行或交易的股份。
 - 二十、对于具有相关投资经验，风险承受能力较强的高资产净值客户，商业银行可以通过私人银行服务满足其投资需求，不受本通知第十八条和第十九条限制。

| 产品类型 | 理财产品数 | 占比 | 资金余额 | 占比 |
|----------|-------|--------|----------|--------|
| 一般个人客户 | 25899 | 50.23% | 75220.02 | 59.48% |
| 机构客户专属 | 20635 | 40.02% | 38899.84 | 30.76% |
| 私人银行客户专属 | 3499 | 6.79% | 7195.24 | 5.69% |
| 银行同业专属 | 1527 | 2.96% | 5148.51 | 4.07% |

资料来源：全国银行业理财信息登记系统；申万研究



2.4 新环境下理财购债盛宴仍将继续，品种结构或有调整

- **坚守非标阵地（仍受限35%的比例限制）**
- **以固定收益模式积极参与权益市场**
- **配置债券比例或略有下降**
 - 对创新类品种配置将增加（但受总规模限制，总体比例不会太大）
 - 信用类品种投资需求依然旺盛
 - 利率品种配置或下降
- **但由于总体理财规模仍将保持较快增长，理财购债总量也将维持增长**



2.5 理财产品平均收益率大概率下行

- 我们预计在宽松的货币环境下，2015年债券和货币市场收益率仍将下行，从而带动理财产品平均收益率继续走低。
- 预计理财产品平均收益将降至5%以下，在4.5%-4.8%区间，主要取决于非标产品收益率情况（即实体经济融资成本是否将有效下行）
 - 假设理财产品投资非标和标债的比例分别为35%和65%，且银行要求的回报率为1%

表 不同情境下理财产品合理收益率模拟

| 非标平均收益 | 标债和存款平均收益 | 4.0% | 4.5% | 5.0% |
|--------|-----------|------|------|------|
| | 7.0% | | 4.1% | 4.4% |
| 8.0% | | 4.4% | 4.7% | 5.1% |
| 9.0% | | 4.8% | 5.1% | 5.4% |

资料来源：申万研究

注：计算公式为35%*非标平均收益+65%*标债和存款平均收益-1%



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。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以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，并向本公司的客户发布。

本公司在知晓范围内履行披露义务。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、静默期安排及关联公司持股情况。

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。

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。

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。

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。

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。



申万研究 · 拓展您的价值

SWS Research • CHINA Value Revealed



申万研究微信订阅号



申万研究微信服务号

上海申银万国证券研究所有限公司

王颖 A0230511040009
wangying@swsresearch.com