



中信证券研究部



刘笑天

组合配置分析师

S1010521070002



刘方

组合配置首席分析师

S1010513080004



赵文荣

量化与配置首席分析师

S1010512070002



顾晟曦

组合配置联席首席分析师

S1010517110001



唐栋国

组合配置分析师

S1010520100002



史丰源

组合配置联席首席分析师

S1010519090002

核心观点

截至 2022Q3，累计 31 家理财公司获批。国有行、股份行理财公司规模占比居前，产品类型以固收类、开放式为主。3 季度市场行情较为低迷，理财产品“破净率”提升，从 6 月底的 5.2% 提升至 9 月底的 8.7%。养老理财规模约 965 亿，相比 21 年底增长约 4.6 倍；业绩表现稳健，今年以来实现收益中枢约 2.7%。理财公司经营业绩稳健，6 家机构上半年净利润超 10 亿。

■ **监管政策：开展特定养老储蓄试点，强化理财公司内控管理。**4 家国有行在 5 地开展特定养老储蓄试点，丰富第三支柱养老金融产品供给，推动银行机构更好服务多层次、多支柱养老保险体系建设。理财公司内控管理遵循问题导向、行业对标、风险底线、保护投资者合法权益四项原则，是理财行业迈向高质量发展的重要制度保障。

■ **理财市场概况：2022Q3 理财规模官方数据暂未公布，截至 2022Q2 存续规模为 29.2 万亿，环比增长 2.7%。**理财公司产品存续规模达 19.1 万亿，市场份额占比 66%。非标资产、权益类资产配置比例逐步下降，公募基金资产配置比例有所上升。

■ **银行机构理财产品跟踪：截至 2022Q3，发行机构以城商行为主，占比 43%。**运作模式以开放式为主，占比 82%。投资性质以固收类为主，占比 97%。投资期限以 T+0、6~12 个月为主，占比分别为 40%、19%。

■ **理财公司理财产品跟踪：截至 2022Q3，31 家理财公司获批。**国有行、股份行理财公司规模占比居前，分别为 45%、43%。运作模式以开放式为主，占比 83%。投资性质以固定收益类为主，占比 94%。投资期限以 T+0、1~3 年为主，占比分别为 33%、17%。3 季度市场行情较为低迷，理财产品“破净率”再度提升，截至 9 月底约 8.7%。

■ **热点关注之一：养老理财规模快速增长，目标日期策略开始布局。**截至 2022 年 10 月 28 日，9 家理财公司存续的养老理财产品共 48 只，规模合计 965 亿，相比于 21 年底增长约 4.6 倍。业绩表现稳健，绝大部分月份均实现正收益，2022 年以来平均收益 2.7%，折算年化收益约 3.3%。目前投资策略主要以股债恒定比例策略、CPPI 策略、目标风险策略为主，招银理财布局首只目标日期策略养老理财产品。

■ **热点关注之二：理财公司管理规模稳步增长，经营业绩稳健。**2022 年理财产品管理规模实现稳步增长，9 家理财公司管理规模超万亿，8 家理财公司净资产规模破百亿，6 家理财公司上半年净利润超十亿。

■ **风险因素：相关政策制度的再调整；**部分数据来源于第三方数据平台，由于统计口径的不同，可能与后续官方披露结果存在差异；行业实际发展可能偏离主观判断。

## 目录

<b>监管政策：开展特定养老储蓄试点，强化理财公司内控管理</b> .....	<b>4</b>
丰富三支柱产品供给，开展特定养老储蓄试点.....	4
强化理财公司内控管理，推动依法合规经营和持续稳健运行.....	4
<b>理财市场概况：Q2 存续规模 29.2 万亿，理财公司市场份额持续提升</b> .....	<b>5</b>
规模：2022Q2 理财产品存续规模 29 万亿 .....	5
转型：净值化比例达 95% .....	6
结构：理财公司市场份额占比 66%.....	6
特征：公募、固收类、开放式、中低风险等级的产品为主 .....	7
配置：债券仍为主要方向，公募基金配置比例上升 .....	8
<b>银行机构理财产品跟踪：城商行占比 43%，固收类占比 97%</b> .....	<b>10</b>
机构类型：城商行产品规模占比最高 .....	10
运作模式：开放式产品规模占比 82% .....	10
投资性质：固收类产品规模占比 97% .....	11
投资期限：T+0、6~12 个月产品规模占比较高.....	12
<b>理财公司理财产品跟踪：31 家获批，“破净率”再度提升</b> .....	<b>13</b>
机构动态：31 家理财公司获批.....	13
机构类型：国有行、股份行理财公司规模占比居前 .....	14
运作模式：开放式产品规模占比 83% .....	15
投资性质：固收类产品规模占比 94% .....	15
投资期限：T+0、1~3 年产品规模占比较高 .....	16
业绩：权益市场低迷，理财产品“破净率”再度提升 .....	17
<b>热点关注之一：养老理财规模快速增长，目标日期策略开始布局</b> .....	<b>17</b>
市场概况：规模合计 965 亿，业绩表现稳健.....	17
收益平滑机制：养老理财产品最具创新性的设计 .....	20
策略：招银理财布局首只目标日期策略养老理财产品.....	21
<b>热点关注之二：理财公司管理规模稳步增长，经营业绩稳健</b> .....	<b>23</b>
<b>风险因素</b> .....	<b>24</b>

## 插图目录

图 1：理财产品存续规模及增速 .....	6
图 2：净值型产品存续规模占比 .....	6
图 3：理财产品存续规模及市场份额 .....	7
图 4：理财产品的募集方式分类 .....	7
图 5：理财产品的投资性质分类 .....	7
图 6：理财产品的运作模式分类 .....	8
图 7：理财产品的风险等级分类 .....	8
图 8：理财产品的资产配置 .....	8
图 9：理财产品在非标资产、权益类资产、公募基金方向的配置比例的变动 .....	9
图 10：理财公司各类理财产品的配置比例 .....	9

图 11: 银行机构理财产品的机构类型分布 (存续规模占比) .....	10
图 12: 银行机构理财产品的运作模式分布 (存续规模占比) .....	11
图 13: 银行机构理财产品的投资性质分布 (存续规模占比) .....	11
图 14: 不同投资性质的银行机构理财产品的平均业绩基准 (%) .....	12
图 15: 银行机构理财产品的投资期限分布 (存续规模占比) .....	12
图 16: 不同投资期限的银行机构理财产品的平均业绩基准 (%) .....	13
图 17: 理财公司理财产品的机构类型分布 (存续规模占比) .....	14
图 18: 理财公司理财产品的运作模式分布 (存续规模占比) .....	15
图 19: 理财公司理财产品的投资性质分布 (存续规模占比) .....	15
图 20: 不同投资性质的理财公司理财产品的平均业绩基准 (%) .....	16
图 21: 理财公司理财产品的投资期限分布 (存续规模占比) .....	16
图 22: 不同投资期限的理财公司理财产品的平均业绩基准 (%) .....	17
图 23: 理财公司非现金管理类理财产品的破净比例统计 .....	17
图 24: 养老理财产品历史规模统计 (亿) .....	18
图 25: 养老理财产品市场格局 .....	18
图 26: 成立日期在 2022 年以前的养老理财产品的净值曲线 .....	19
图 27: 美国目标日期/目标风险基金规模变化 (单位: 十亿美元) .....	21
图 28: 招银理财招智无忧 (五年持有) 1 号的下滑曲线 .....	22
图 29: 养老场景案例的模型测算流程 .....	22
图 30: 基于蒙特卡洛模拟的下滑轨道设计结果 .....	22
图 31: 理财公司产品存续规模及增长率 .....	23

## 表格目录

表 1: 《理财公司内部控制管理办法》的主要内容 .....	5
表 2: 获批理财公司的基本信息 (同类型中按获批时间排序) .....	13
表 3: 各家养老理财产品的基本信息 .....	18
表 4: 各家养老理财产品的业绩表现 .....	19
表 5: 各家养老理财产品的收益平滑机制设计对比 .....	20
表 6: 部分理财公司的管理规模 .....	23
表 7: 部分理财公司的财务指标 .....	24
表 8: 理财行业发展大事记 .....	25

## ■ 监管政策：开展特定养老储蓄试点，强化理财公司内控管理

### 丰富三支柱产品供给，开展特定养老储蓄试点

中国银保监会和人民银行发布《关于开展特定养老储蓄试点工作的通知》。为贯彻落实党中央、国务院关于规范发展第三支柱养老保险的决策部署，加快推进商业养老金融业务发展，进一步丰富养老金融产品供给，满足人民群众多样化养老需求，2022年7月29日，中国银保监会和人民银行发布《关于开展特定养老储蓄试点工作的通知》，启动特定养老储蓄试点。

自2022年11月20日起，由工商银行、农业银行、中国银行和建设银行在合肥、广州、成都、西安和青岛市开展特定养老储蓄试点：

- 单家银行试点规模不超过100亿元，试点期限为一年。
- 包括整存整取、零存整取和整存零取三种类型。
- 产品期限分为5年、10年、15年和20年四档。
- 产品利率略高于大型银行五年期定期存款的挂牌利率。
- 储户在单家试点银行特定养老储蓄产品存款本金上限为50万元。

丰富第三支柱养老金融产品供给，推动银行机构更好服务多层次、多支柱养老保险体系建设。2022年5月10日，中国银保监会印发《关于规范和促进商业养老金融业务发展的通知》，指出要支持和鼓励银行保险机构发展相关业务，丰富产品供给。此前理财公司已陆续开展养老理财产品试点，随着商业银行特定养老储蓄试点的推进，将共同为第三支柱提供丰富的养老型金融产品。

### 强化理财公司内控管理，推动依法合规经营和持续稳健运行

中国银保监会制定《理财公司内部控制管理办法（征求意见稿）》，自2022年4月29日起公开征求意见。为贯彻落实党中央、国务院关于加强金融法治建设的重要部署，推动理财公司依法合规经营和持续稳健运行，按照诚实信用、勤勉尽责原则切实履行受托管理职责，银保监会公开征求意见。

2022年8月25日，《理财公司内部控制管理办法》（以下简称《办法》）正式发布。2022年4月29日至5月29日，银保监会就《办法》向社会公开征求意见，并对反馈意见逐条进行认真研究，进一步完善了《办法》。《办法》充分吸收采纳合理建议，主要包括：一是按照同类资管产品监管一致性原则，结合理财业务特点规律，细化相关规定。二是进一步完善关联交易、风险准备金等管理规定和具体操作要求。三是对部分表述进行调整完善。

《办法》对已有法规的原则性要求进行细化和补充，共同构成理财公司内控管理的根本遵循。制定《办法》是对《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）、《商业银行理财业务监督管理办法》（以下简称理财新规）、《商业银行理财子公司管理办法》（以下简称理财公司办法）等监管制度的原则性要求的细化和补充，有利于推动理财公司建立健全统一规范的内控标准。

《办法》共六章 46 条，分别为总则、内部控制职责、内部控制活动、内部控制保障、内部控制监督及附则。

表 1:《理财公司内部控制管理办法》的主要内容

章节序号	章节名称	主要内容
第一章	总则	明确立法依据、适用范围、定义、总体要求、监督管理等。
第二章	内部控制职责	规定理财公司内部控制组织架构，董监高、内控职能部门、内审部门等职责分工和定位等。
第三章	内部控制活动	细化理财公司在内控制度、产品设计和存续期管理、账户和销售管理、投资和交易制度流程、重要岗位关键人员管理、风险准备金、关联交易管理、与母行风险隔离、投资者权益保护等方面的监管要求。
第四章	内部控制保障	明确理财公司在信息系统管理、网络和信息安全、会计制度、内控和绩效考核、内控培训等方面应遵循的监管要求。
第五章	内部控制监督	明确理财公司内部审计和年度报告义务，监管部门持续监管责任等。
第六章	附则	本办法自公布之日起施行。过渡期为本办法施行之日起六个月。不符合本办法规定的，应当在过渡期内完成整改。

资料来源：银保监会官网，中信证券研究部

《办法》主要遵循问题导向、行业对标、风险底线、保护投资者合法权益四项原则。一是坚持问题导向，针对理财公司内控管理薄弱环节和不足提出具体要求，提高规则的可执行性和可操作性。二是坚持行业对标，充分借鉴国内外金融业实践，推动同类业务规则一致。三是坚持风险底线，强化理财公司审慎经营理念，切实增强防范化解各类风险隐患的能力，保障稳健可持续发展。四是坚持保护投资者合法权益，充分发挥内控管理机制作用，落实落细投资者保护要求。

《办法》是理财行业迈向高质量发展的重要制度保障。发布实施《办法》有利于统一同类资管业务监管标准，增强理财公司法治观念和合规意识，促进构建与自身业务规模、特点和风险状况相适应的内控合规管理体系，推动理财行业形成良好发展生态。

## ■ 理财市场概况：Q2 存续规模 29.2 万亿，理财公司市场份额持续提升

2022Q3 理财市场官方数据暂未公布，以下分析统计截至 2022Q2。

### 规模：2022Q2 理财产品存续规模 29 万亿

2022Q2 理财产品存续规模 29.2 万亿，环比增长 2.7%。根据银行业理财登记托管中心统计，截至 2022Q2，共 293 家银行机构和 25 家理财公司存续有理财产品，产品存续数量 3.56 万只，存续规模 29.15 万亿，同比增长 13%，环比增长 2.7%。

图 1：理财产品存续规模及增速

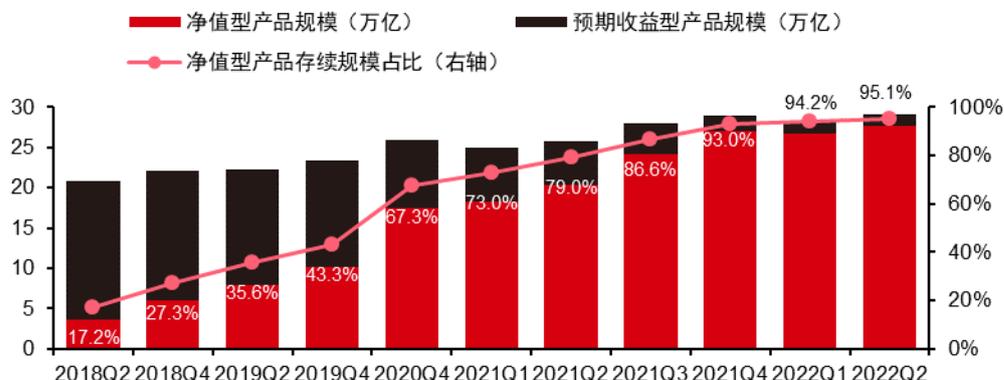


资料来源：银行业理财登记托管中心，中信证券研究部

### 转型：净值化比例达 95%

截至 2022Q2，净值型产品规模 27.7 万亿，占比 95.1%。根据银行业理财登记托管中心统计，截至 2022Q2，净值型理财产品规模 27.7 万亿，在全部理财产品中的规模占比为 95.1%。“资管新规”实施以来，净值型产品的规模占比持续提升，2021 年 4 个季度分别为 73%、79%、86.6%、93%。

图 2：净值型产品存续规模占比

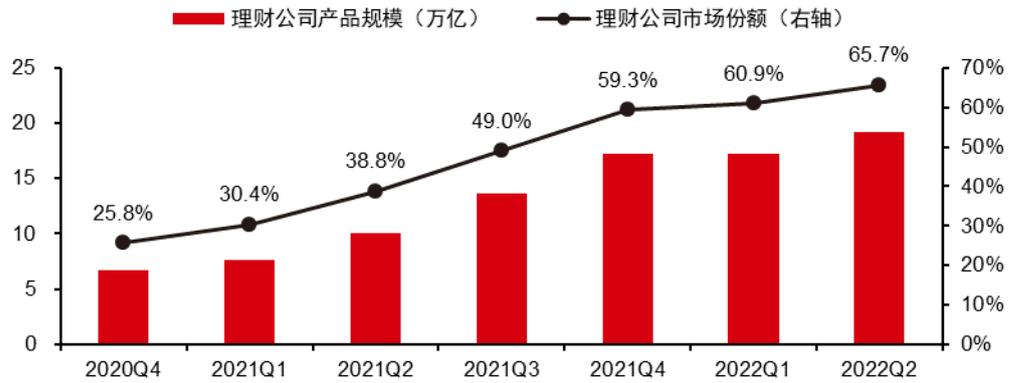


资料来源：银行业理财登记托管中心，中信证券研究部

### 结构：理财公司市场份额占比 66%

理财公司市场份额占比 66%。截至 2022Q2，25 家理财公司的理财产品存续规模达 19.14 万亿，同比增长 91.2%，环比增长 10.8%。随着“资管新规”过渡期的正式收官与理财公司的稳步发展，理财公司市场份额占比稳步提高，从 2020Q4 的 25.8% 逐步增长至 2022Q2 的 65.7%。

图 3：理财公司产品存续规模及市场份额



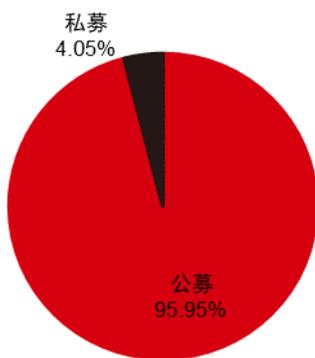
资料来源：银行业理财登记托管中心，中信证券研究部

### 特征：公募、固收类、开放式、中低风险等级的产品为主

根据银行业理财登记托管中心统计，截至 2022 年 6 月底：

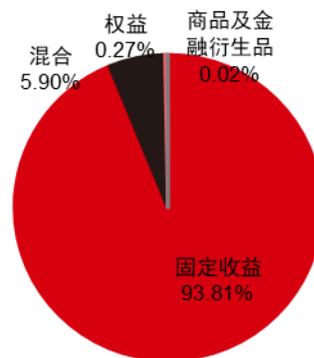
- 公募理财产品规模合计 27.97 万亿，占比 96%，其中银行机构公募理财产品规模 9.83 万亿，理财公司公募理财产品规模 18.14 万亿。私募理财产品规模合计 1.18 万亿，占比 4%，其中银行机构私募理财产品规模 0.18 万亿，理财公司私募理财产品规模 1 万亿。
- 固定收益类理财产品规模合计 27.35 万亿，占比 93.8%；混合类理财产品规模合计 1.72 万亿，占比 5.9%；权益类理财产品规模合计 0.08 万亿，占比 0.3%；商品及金融衍生品类理财产品规模占比较低。

图 4：理财产品的募集方式分类



资料来源：银行业理财登记托管中心，中信证券研究部；注：数据截至 2022Q2。

图 5：理财产品的投资性质分类



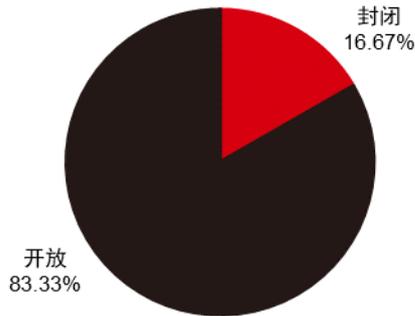
资料来源：银行业理财登记托管中心，中信证券研究部；注：数据截至 2022Q2。

- 封闭式理财产品规模合计 4.86 万亿，占比 16.7%，其中银行机构封闭式理财产品规模 1.58 万亿，理财公司封闭式理财产品规模 3.28 万亿；开放式理财产品规模合计 24.29 万亿，占比 83.3%，其中银行机构开放式理财产品规模 8.43 万亿，

理财公司开放式理财产品规模 15.86 万亿。

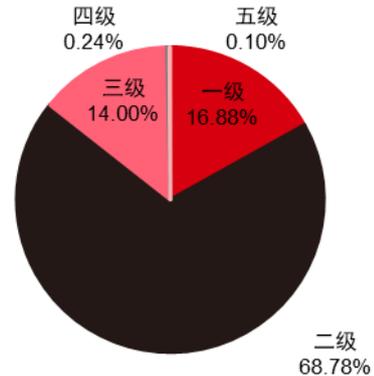
- PR1 级理财产品规模合计 4.92 万亿，占比 16.9%；PR2 级理财产品规模合计 20.05 万亿，占比 68.8%；PR3 级理财产品规模合计 4.08 万亿，占比 14%；PR4 级理财产品规模合计 0.07 万亿，占比 0.2%；PR5 级理财产品规模合计 0.03 万亿，占比 0.1%。

图 6：理财产品的运作模式分类



资料来源：银行业理财登记托管中心，中信证券研究部；注：数据截至 2022Q2。

图 7：理财产品的风险等级分类

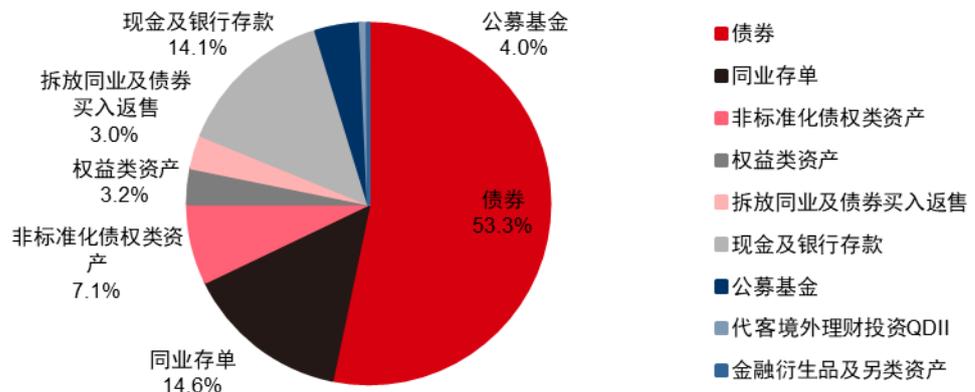


资料来源：银行业理财登记托管中心，中信证券研究部；注：数据截至 2022Q2。

## 配置：债券仍为主要方向，公募基金配置比例上升

理财产品的资产配置中，债券仍为最主要的配置方向。截至 2022Q2，理财产品投资资产合计 31.8 万亿，其中：1) 债券类投资占比 67.9%，包括债券投资（占比 53.3%）以及同业存单投资（占比 14.6%）；2) 非标资产投资占比 7.1%；3) 权益类资产投资占比 3.2%；4) 公募基金投资占比 4%。

图 8：理财产品的资产配置



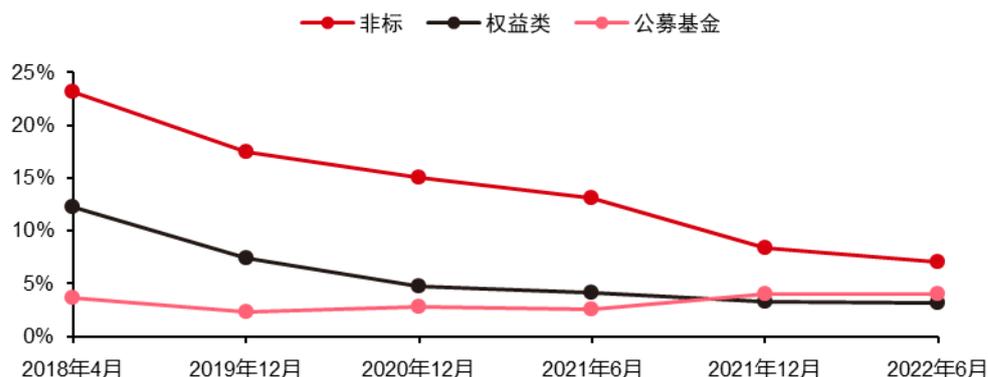
资料来源：银行业理财登记托管中心，中信证券研究部；注：1) 数据截至 2022Q2；2) 2021 年起理财登记托管中心对“非标准化债权类资产”的统计口径进行了调整，与之前的统计结果不具备时序可比性。

非标资产、权益类资产配置比例逐步下降，公募基金配置比例有所上升。“资管新规”

以来：

- 非标资产配置比例逐步下降,从 2018 年 4 月的 23.2%下降至 2022Q2 的 7.1%。
- 权益类资产配置比例逐步下降,从 2018 年 4 月的 12.3%下降至 2022Q2 的 3.2%。
- 公募基金配置比例先降后升, 2018 年 4 月为 3.6%, 19 年、20 年底下降至 3% 以下, 2021 年底上升至 4%, 2022Q2 维持 4%。

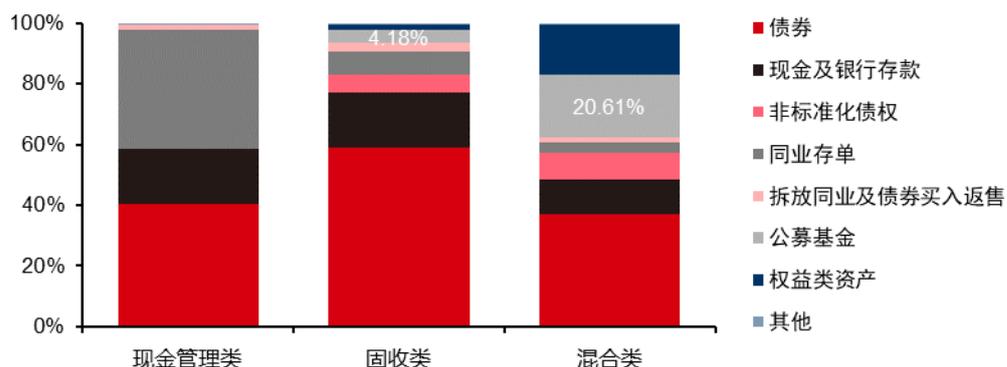
图 9：理财产品在非标资产、权益类资产、公募基金方向的配置比例的变动



资料来源：银行业理财登记托管中心，中信证券研究部

公募基金已经成为理财产品、特别是理财公司理财产品参与权益市场的重要途径。截至 2022Q2，全部理财产品配置公募基金的比例为 4%，其中理财公司理财产品配置公募基金的比例更高，为 4.2%；特别地，对于理财公司混合类理财产品，配置公募基金的比例高达 20.6%。

图 10：理财公司各类理财产品的配置比例



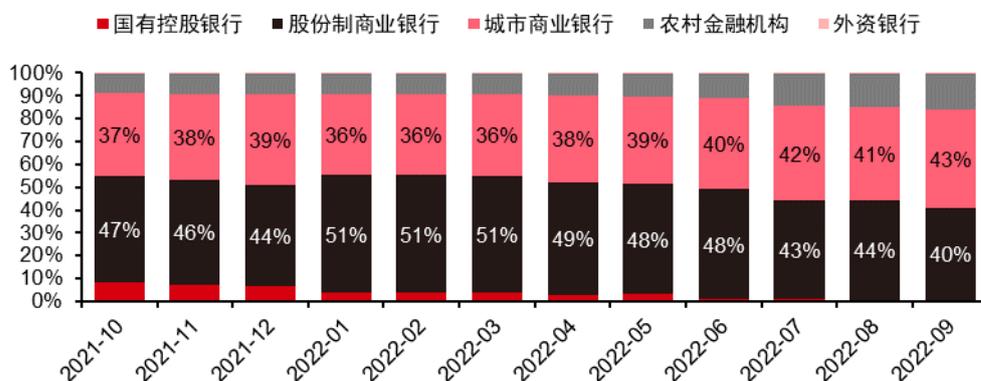
资料来源：银行业理财登记托管中心，中信证券研究部；注：这里的固收类指非现金管理类的固定收益类产品。

## ■ 银行机构理财产品跟踪：城商行占比 43%，固收类占比 97%

### 机构类型：城商行产品规模占比最高

银行机构理财产品的发行机构以城商行为主，占比 43%。考虑到国有行及绝大部分股份行均设立了理财公司，存续的银行机构理财产品的发行机构主要以城商行为主。截至 2022Q3，存续的银行机构理财产品中，城商行产品规模最高，占比 43.3%；股份行次之，规模占比 40.3%；再次是农商行，规模占比 15.5%；国有行和外资行的规模较低，占比分别为 0.7%、0.2%。

图 11：银行机构理财产品的机构类型分布（存续规模占比）

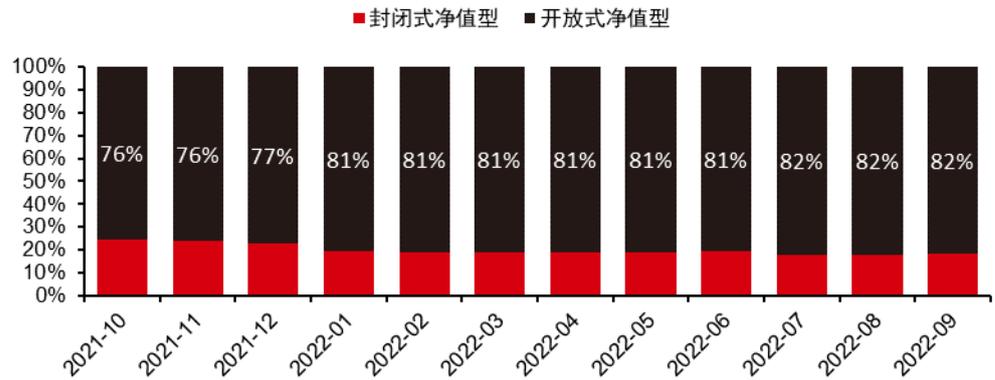


资料来源：普益标准，中信证券研究部；注：统计基于规模数据可得理财产品，与全样本数据统计结果存在差异。

### 运作模式：开放式产品规模占比 82%

银行机构理财产品的运作模式以开放式为主，占比 82%。截至 2022Q3，存续的银行机构理财产品中，封闭式产品规模占比 18.4%，开放式产品规模占比 81.6%。2021 年以来，银行机构开放式理财产品的规模占比持续提升，从 2021 年初约 74.3% 提升至 22 年初约 80%，2022 年上半年期间占比基本保持稳定。

图 12：银行机构理财产品的运作模式分布（存续规模占比）

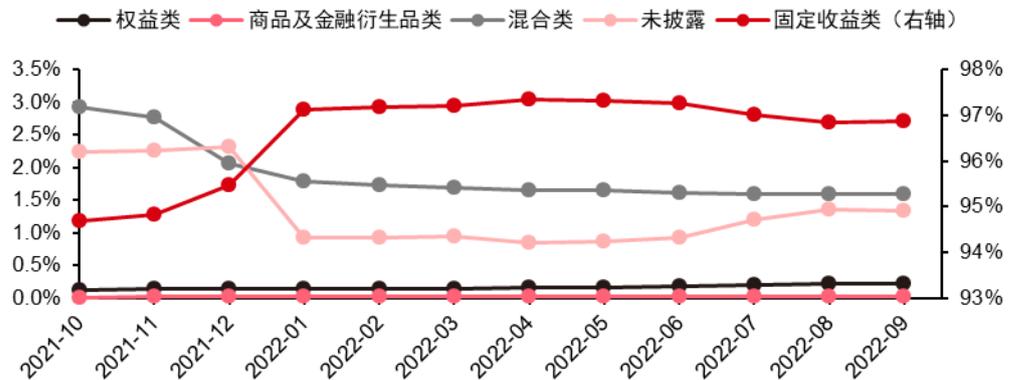


资料来源：普益标准，中信证券研究部；注：统计基于规模数据可得理财产品，与全样本数据统计结果存在差异。

### 投资性质：固收类产品规模占比 97%

银行机构理财产品的投资性质以固定收益类为主，占比 97%。截至 2022Q3，存续的银行机构理财产品中，固定收益类产品规模占比 96.9%，混合类产品规模占比 1.6%，权益类产品规模占比 0.2%，商品及衍生品类产品规模占比较低。2021 年以来，固定收益类产品规模占比较为稳定，通常在 97%左右；混合类产品规模占比有所下降，从 2021 年年中的约 2.5%下降至 2022 年 9 月的 1.6%。

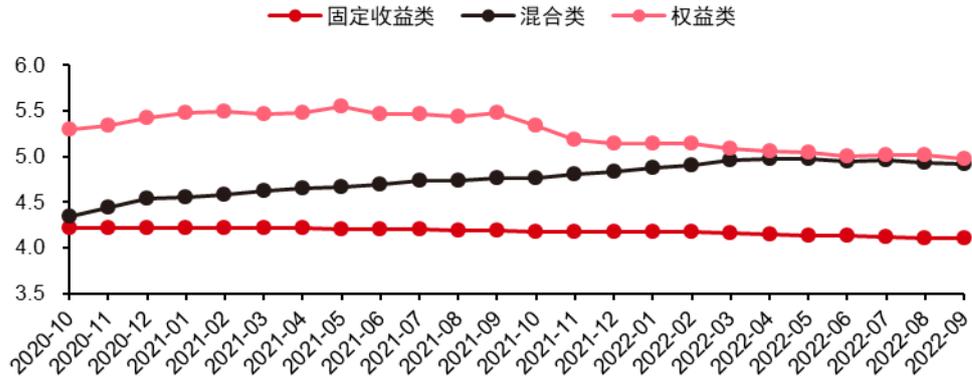
图 13：银行机构理财产品的投资性质分布（存续规模占比）



资料来源：普益标准，中信证券研究部；注：统计基于规模数据可得理财产品，与全样本数据统计结果存在差异。

2022Q3 期间，各类理财产品平均业绩基准较为稳定。截至 2022Q3，存续的银行机构理财产品中，权益类、混合类、固收类产品的平均业绩基准分别为 4.97%、4.92%、4.1%。

图 14：不同投资性质的银行机构理财产品的平均业绩基准（%）

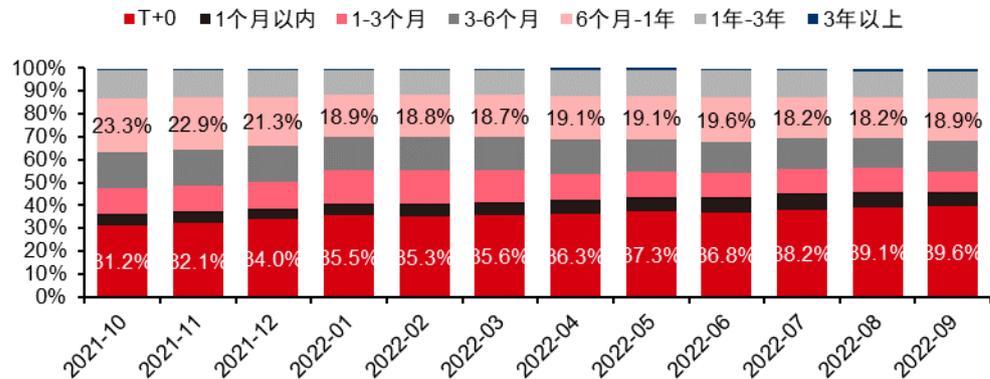


资料来源：普益标准，中信证券研究部；注：统计基于规模数据可得理财产品，与全样本数据统计结果存在差异。

### 投资期限：T+0、6~12 个月产品规模占比较高

银行机构理财产品的投资期限以 T+0、6~12 个月为主。截至 2022Q3，存续的银行机构理财产品中，T+0 产品存续规模最高，占比 39.6%；其次是 6~12 个月产品，存续规模占比 18.9%；再次是 3~6 个月产品，存续规模占比 13.2%；1~3 年、1~3 个月、1 个月以内、3 年以上的产品存续规模占比分别为 11.7%、9.2%、6.1%、1%。

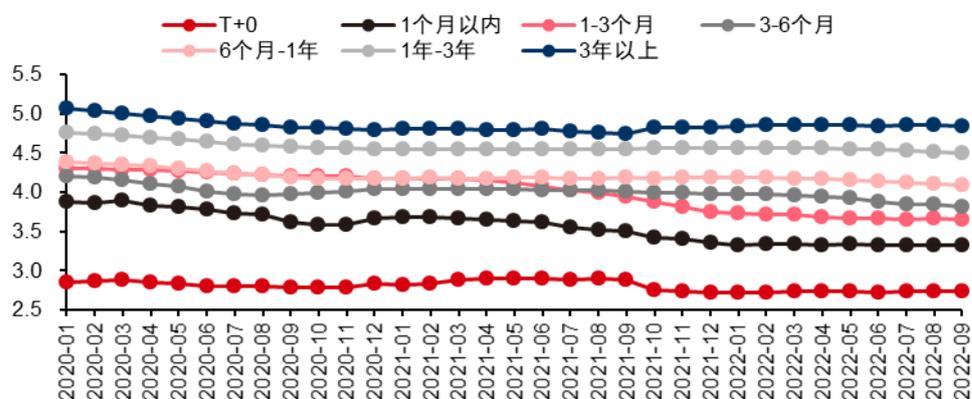
图 15：银行机构理财产品的投资期限分布（存续规模占比）



资料来源：普益标准，中信证券研究部；注：统计基于规模数据可得理财产品，与全样本数据统计结果存在差异。

2022Q3 期间，各投资期限理财产品的平均业绩基准较为稳定。2021 年以来，各投资期限理财产品的平均业绩基准呈缓慢下行趋势，现阶段较为稳定。截至 2022Q3，存续的银行机构理财产品中，T+0、1 个月以内、1~3 个月、3~6 个月、6~12 个月、1~3 年、3 年以上产品的平均业绩基准分别为 2.73%、3.33%、3.65%、3.81%、4.09%、4.5%、4.84%。

图 16：不同投资期限的银行机构理财产品的平均业绩基准（%）



资料来源：普益标准，中信证券研究部；注：统计基于规模数据可得理财产品，与全样本数据统计结果存在差异。

## ■ 理财公司理财产品跟踪：31 家获批，“破净率”再度提升

### 机构动态：31 家理财公司获批

截至 2022 年 10 月底，已有 31 家机构获得建立理财公司<sup>1</sup>的行政批复。筹建批复方面，2022 年 8 月 21 日，北银理财获批筹建；2022 年 10 月 13 日，法巴农银理财获批筹建。开业批复方面，2022 年 8 月 2 日，恒丰理财获得开业批复；2022 年 9 月 2 日，渤海理财获得开业批复。在全部 31 家获批机构中，国有行理财公司共 6 家，股份行理财公司有 11 家，城商行理财公司有 8 家，农商行理财公司有 1 家，中外合资理财公司有 5 家。

表 2：获批理财公司的基本信息（同类型中按获批时间排序）

类型	名称	股东	注册资本（亿）	获批日期
国有行	建信理财	建设银行	150	2018/12/26
	中银理财	中国银行	100	2018/12/26
	农银理财	农业银行	120	2019/1/4
	交银理财	交通银行	80	2019/1/4
	工银理财	工商银行	160	2019/2/15
	中邮理财	邮储银行	80	2019/5/28
股份行	光大理财	光大银行	50	2019/4/16
	招银理财	招商银行	50	2019/4/16
	兴银理财	兴业银行	50	2019/6/6
	信银理财	中信银行	50	2019/12/4
	平安理财	平安银行	50	2019/12/27
	华夏理财	华夏银行	30	2020/4/26

<sup>1</sup>理财公司是指在中华人民共和国境内依法设立的商业银行理财子公司，以及中国银行保险监督管理委员会批准设立的其他主要从事理财业务的非银行金融机构。

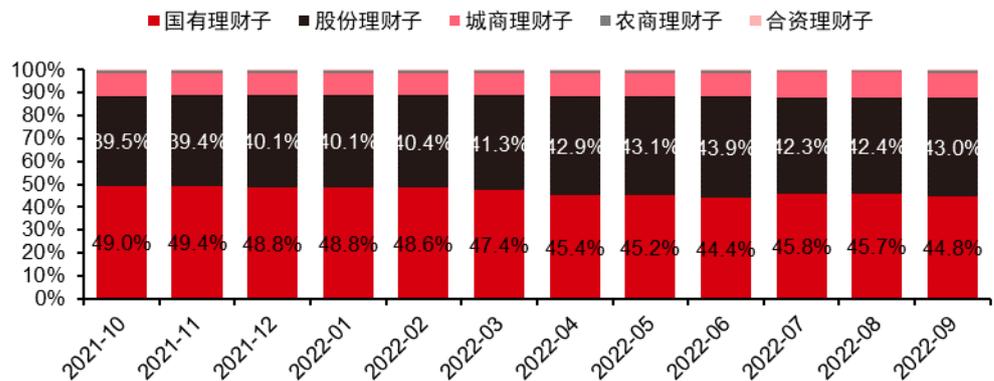
	广银理财	广发银行	50	2020/7/13	
	浦银理财	浦发银行	50	2020/8/4	
	民生理财	民生银行	50	2020/12/7	
	渤海理财	渤海银行	20	2021/4/25	
	恒丰理财	恒丰银行	20	2021/6/16	
城商行	杭银理财	杭州银行	10	2019/6/24	
	宁银理财	宁波银行	15	2019/6/26	
	徽银理财	徽商银行	20	2019/8/21	
	南银理财	南京银行	20	2019/12/9	
	苏银理财	江苏银行	20	2019/12/19	
	青银理财	青岛银行	10	2020/2/6	
	上银理财	上海银行	30	2021/7/22	
	北银理财	北京银行	—	2022/8/21	
	农商行	渝农商理财	重庆农商行	20	2020/2/11
	中外合资	汇华理财	东方汇理(55%), 中银理财(45%)	10	2019/12/20
贝莱德建信理财		贝莱德(50.1%), 建信理财(40%), 富登(9.9%)	10	2020/8/11	
施罗德交银理财		施罗德(51%), 交银理财(49%)	10	2021/2/19	
高盛工银理财		高盛(51%), 工银理财(49%)	10	2021/5/20	
法巴农银理财		法巴资管(51%), 农银理财(49%)	—	2022/10/13	

资料来源：中国银行保险监督管理委员会，中信证券研究部；注：数据截至 2022 年 10 月底。

## 机构类型：国有行、股份行理财公司规模占比居前

国有行、股份行理财公司规模占比居前，分别为 44.8%、43%。截至 2022Q3，存续的理财公司产品中，国有行理财公司产品规模占比最高，为 44.8%；其次是股份行理财公司，规模占比 43%；再次是城商行理财公司，规模占比 10.9%；农商行理财公司、合资理财公司的规模占比较低，分别为 0.8%、0.5%。

图 17：理财公司理财产品的机构类型分布（存续规模占比）

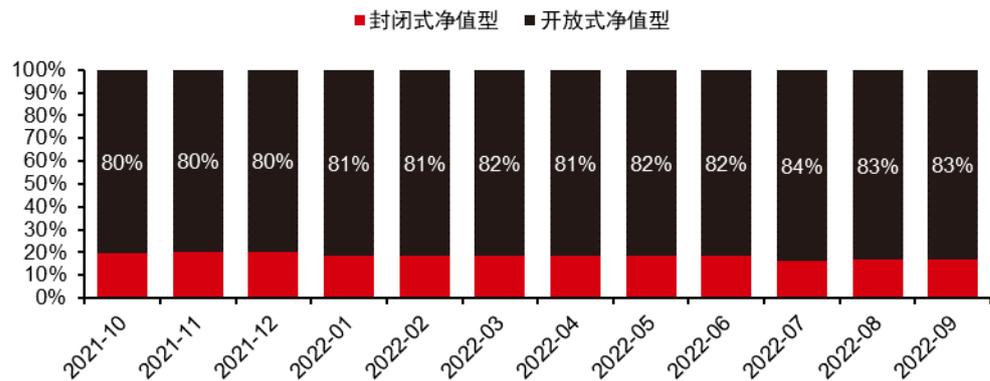


资料来源：普益标准，中信证券研究部；注：统计基于规模数据可得理财产品，与全样本数据统计结果存在差异。

### 运作模式：开放式产品规模占比 83%

理财公司理财产品的运作模式以开放式为主，占比 83%。截至 2022Q3，存续的理财公司理财产品中，开放式产品规模占比 83%，封闭式产品规模占比 17%。2021 年以来，理财公司开放式理财产品的规模占比先降后升，现阶段维持在 8 成以上。

图 18：理财公司理财产品的运作模式分布（存续规模占比）

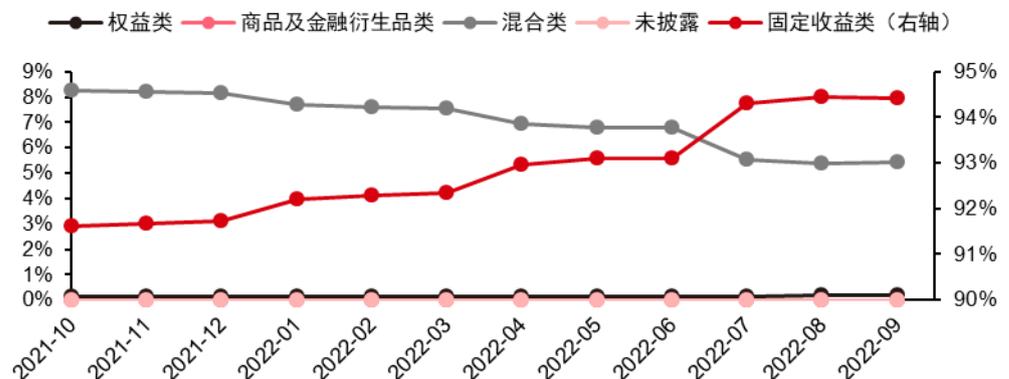


资料来源：普益标准，中信证券研究部；注：统计基于规模数据可得理财产品，与全样本数据统计结果存在差异。

### 投资性质：固收类产品规模占比 94%

理财公司理财产品的投资性质以固定收益类为主，占比 94%。截至 2022Q3，存续的理财公司理财产品中，固定收益类产品规模占比 94.4%，混合类产品规模占比 5.4%，权益类产品规模占比 0.2%，商品及衍生品类产品规模占比 0.2%，商品及衍生品类产品规模占比较低。

图 19：理财公司理财产品的投资性质分布（存续规模占比）

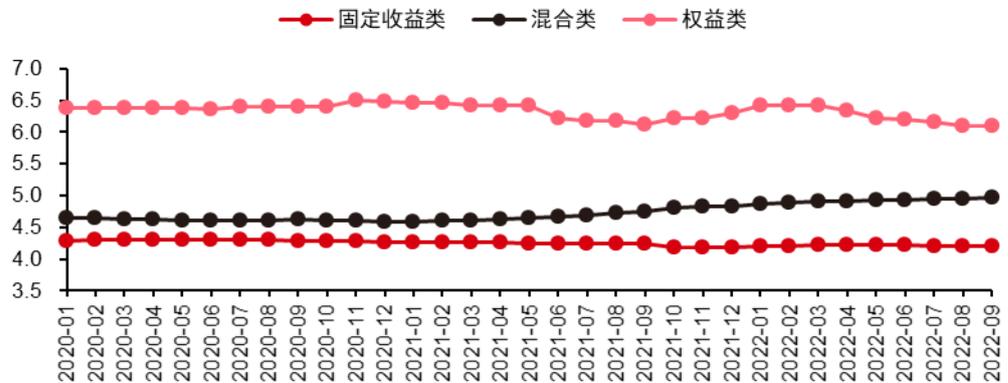


资料来源：普益标准，中信证券研究部；注：统计基于规模数据可得理财产品，与全样本数据统计结果存在差异。

2022Q3 期间，理财公司理财产品的平均业绩基准基本稳定。截至 2022Q3，存续的理财公司理财产品中，权益类、混合类、固收类产品的平均业绩基准分别为 6.1%、4.96%、

4.21%。

图 20：不同投资性质的理财公司理财产品的平均业绩基准（%）

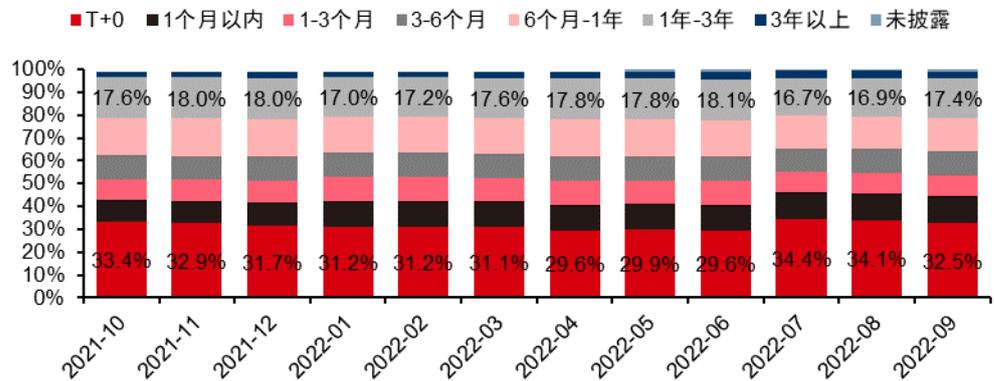


资料来源：普益标准，中信证券研究部；注：统计基于规模数据可得理财产品，与全样本数据统计结果存在差异。

### 投资期限：T+0、1~3 年产品规模占比较高

理财公司理财产品的投资期限以 T+0、1~3 年为主。截至 2022Q3，存续的理财公司理财产品中，T+0 产品存续规模最高，占比 32.5%；其次是 1~3 年产品，存续规模占比 17.4%；再次是 6~12 个月产品，存续规模占比 14.3%；1 个月内、3~6 个月、1~3 个月、3 年以上的产品存续规模占比分别为 11.9%、10.7%、9.1%、3.2%。

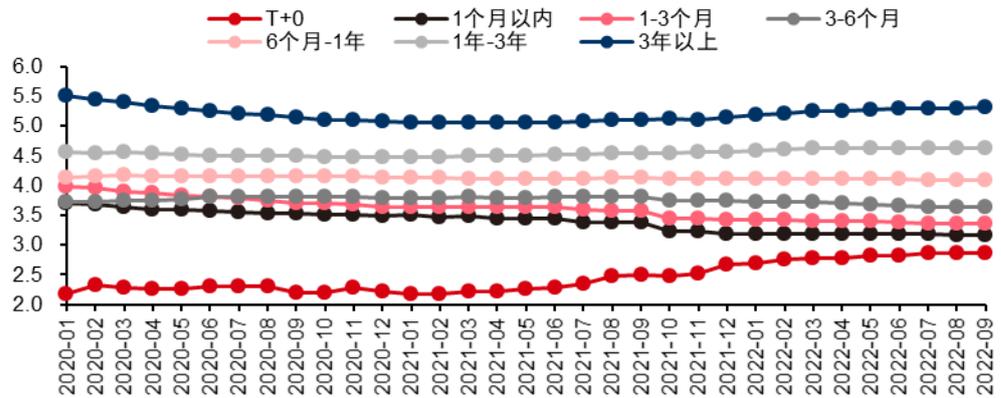
图 21：理财公司理财产品的投资期限分布（存续规模占比）



资料来源：普益标准，中信证券研究部；注：统计基于规模数据可得理财产品，与全样本数据统计结果存在差异。

2022Q3 期间，各投资期限理财产品的平均业绩基准较为稳定。截至 2022Q3，存续的理财公司理财产品中，T+0、1 个月以内、1~3 个月、3~6 个月、6~12 个月、1~3 年、3 年以上产品的平均业绩基准分别为 2.86%、3.16%、3.36%、3.64%、4.09%、4.62%、5.31%。

图 22：不同投资期限的理财公司理财产品的平均业绩基准（%）

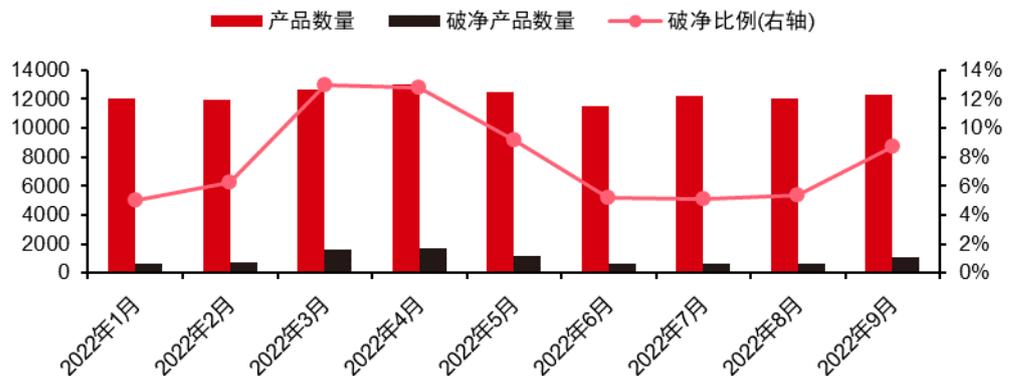


资料来源：普益标准，中信证券研究部；注：统计基于规模数据可得理财产品，与全样本数据统计结果存在差异。

## 业绩：权益市场低迷，理财产品“破净率”再度提升

2022Q3 期间股票市场表现低迷，理财产品业绩承压，破净比例有所提升，9 月破净比例升至 8.7%。2022 年前 4 个月，随着权益市场的持续下跌，理财产品破净数量从 1 月的 599 只增长到 4 月的 1667 只，破净比例从 1 月的 5% 上涨至 4 月的 12.8%。随着 2022 年 5 月、6 月权益市场的回暖，理财产品破净数量、破净比例逐步下降。3 季度股票市场下行，理财产品破净比例再度抬升，截至 9 月约 8.7%。

图 23：理财公司非现金管理类理财产品的破净比例统计



资料来源：Wind，中信证券研究部；注：统计基于当月有净值披露的非现金管理类理财产品。

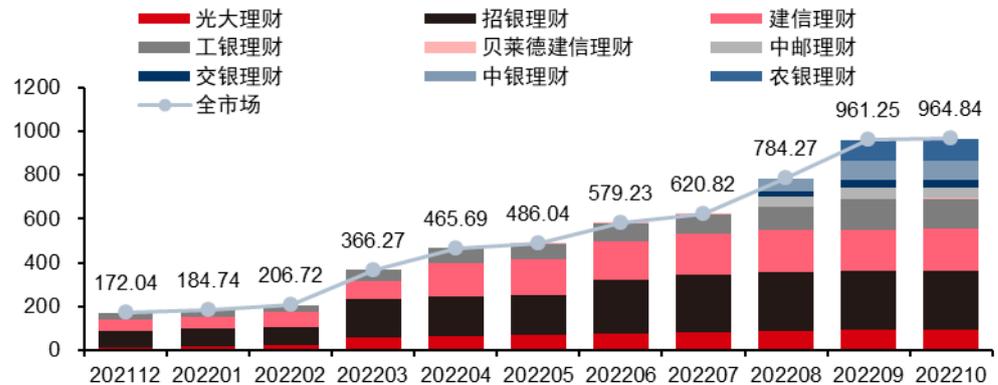
## ■ 热点关注之一：养老理财规模快速增长，目标日期策略开始布局

### 市场概况：规模合计 965 亿，业绩表现稳健

截至 2022 年 10 月 28 日，9 家理财公司存续的养老理财产品共 48 只，规模合计 965 亿。自 2021 年 12 月首批养老理财产品发行以来，整体规模稳步上升，从 2021Q4 的 172

亿增至 2022Q2 的 579 亿，截至 2022 年 10 月 28 日，整体规模达 965 亿。

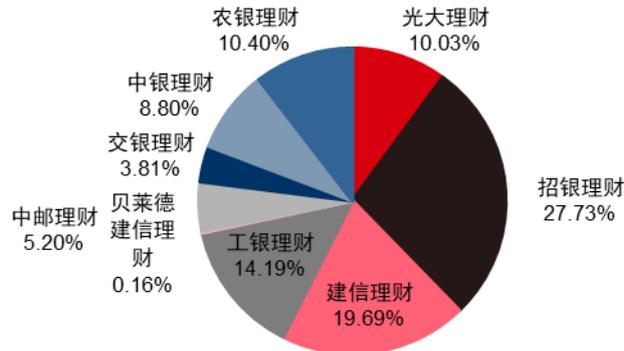
图 24：养老理财产品历史规模统计（亿）



资料来源：普益标准，中信证券研究部；注：1) 统计基于规模数据可得理财产品，与全样本数据统计结果存在差异；2) 当统计截止日有规模数据披露时，以披露数据为主；若没有规模数据披露，以净值变动率推算规模数据；3) 数据截至 2022/10/28。

招银理财、建信理财的养老理财产品规模居前，分别占比 28%、20%。截至 2022 年 10 月 28 日，招银理财的养老理财产品规模 267.5 亿，占比 27.7%；建信理财的养老理财产品规模 190 亿，占比 19.7%；工银理财的养老理财产品规模 137 亿，占比 14.2%；农银理财的养老理财产品规模 100 亿，占比 10.4%；光大理财的养老理财产品规模 96.7 亿，占比 10%。

图 25：养老理财产品市场格局



资料来源：普益标准，中信证券研究部；注：1) 统计基于规模数据可得理财产品，与全样本数据统计结果存在差异；2) 当统计截止日有规模数据披露时，以披露数据为主；若没有规模数据披露，以净值变动率推算规模数据；3) 数据截至 2022/10/28。

表 3：各家养老理财产品的基本信息

发行机构	产品系列	期限	存续规模合计(亿)	投资性质	业绩比较基准
招银理财	招睿颐养睿远稳健	5 年	267.67	固定收益类 混合类	5.80%-8.00%/5.50%-7.50% 4.00%-9.00%
建信理财	安享	5 年	189.27	固定收益类	5.80%-8.00%/5.50%-7.50%/4.80%-7.00%(定开)
工银理财	颐享安泰	5 年	137.08	固定收益类	5.00%-7.00%/5.80%-7.00%/5.80%-8.00%/5.50%-7.50%

发行机构	产品系列	期限	存续规模合计(亿)	投资性质	业绩比较基准
光大理财	颐享阳光	5年	96.76	混合类	5.80%-8.00%/5.50%-7.50%
贝莱德建信理财	贝安心	10年	1.58	混合类	5.00%-10.00%
交银理财	稳享添福	5年	36.61	固定收益类	5.00%-7.00%
中邮理财	添颐·鸿锦	5年	50.09	固定收益类	5.80%-8.00%
中银理财	“福”	5年	84.24	固定收益类	5.80%-8.00%/5.50%-7.50%
农银理财	顺心玲珑	5年	99.30	固定收益类	5.80%-8.00%

资料来源：普益标准，中信证券研究部；注：1) 统计基于规模数据可得理财产品，与全样本数据统计结果存在差异；2) 当统计截止日有规模数据披露时，以披露数据为主；若没有规模数据披露，以净值变动率推算规模数据；3) 数据截至 2022/10/28。

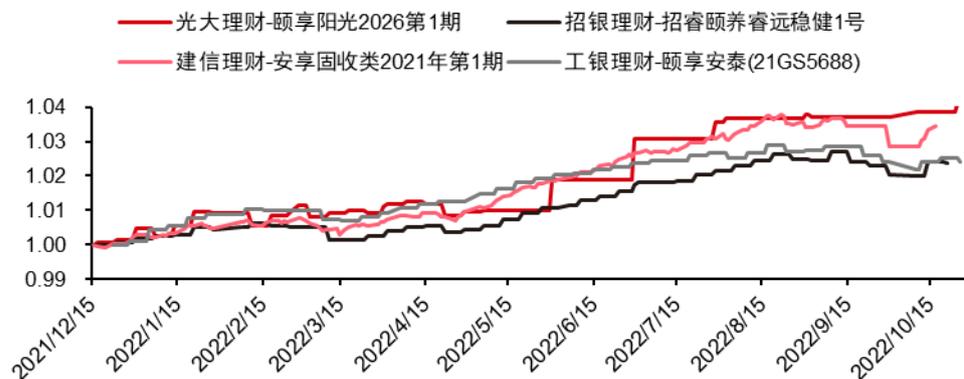
**养老理财产品业绩表现稳健，2022 年以来（截至 2022/10/28）平均实现收益 2.7%，折算年化收益约 3.3%。** 1) 从 2022 年前 10 个月来看，养老理财产品仅 3 月、9 月收益中枢略为负，其余月份均实现了正收益，其中 5 月、6 月收益较高，分别约 0.67%、0.49%。2) 截至 2022/10/28，由于权益市场在 3 季度较为低迷，养老理财产品近 1 个季度收益中枢约 0.22%；今年以来，养老理财产品收益中枢约 2.7%，折算年化收益约 3.3%。

表 4：各家养老理财产品的业绩表现

	机构 1	机构 2	机构 3	机构 4	机构 5	机构 6	机构 7	机构 8	机构 9	全市场
近一个月	0.00%	0.33%	0.39%	0.21%	0.00%	0.22%	0.31%	—	0.35%	0.22%
近一个季度	0.00%	0.33%	0.39%	0.21%	0.00%	0.22%	0.31%	—	0.35%	0.22%
今年以来	3.62%	2.20%	3.14%	2.30%	—	—	—	—	—	2.72%
2022 年 1 月	0.45%	0.29%	0.19%	0.78%	—	—	—	—	—	0.37%
2022 年 2 月	0.19%	0.06%	0.23%	0.12%	—	—	—	—	—	0.17%
2022 年 3 月	0.37%	-0.27%	-0.13%	-0.07%	—	—	—	—	—	-0.07%
2022 年 4 月	0.18%	0.22%	0.27%	0.43%	—	—	—	—	—	0.27%
2022 年 5 月	0.89%	0.49%	0.73%	0.47%	—	—	—	—	—	0.67%
2022 年 6 月	0.64%	0.50%	0.52%	0.19%	1.70%	—	—	—	—	0.49%
2022 年 7 月	0.69%	0.40%	0.45%	0.35%	-1.22%	—	—	—	—	0.44%
2022 年 8 月	0.56%	0.28%	0.32%	0.09%	0.47%	—	—	—	—	0.30%
2022 年 9 月	-0.02%	-0.33%	-0.19%	0.10%	-1.79%	0.13%	0.50%	0.26%	—	-0.06%
2022 年 10 月	0.00%	0.33%	0.39%	0.21%	0.00%	0.22%	0.31%	—	0.35%	0.22%

资料来源：普益标准，中信证券研究部；注：1) 只有当统计区间内该产品存在连续净值序列时，才计算区间收益；2) 各机构的平均业绩表现为该机构旗下全部区间收益非空的产品收益率的中位数；3) 由于理财产品净值披露存在一定的时滞，统计基于截止日可得信息；4) 数据截至 2022/10/28。

图 26：成立日期在 2022 年以前的养老理财产品的净值曲线



资料来源：普益标准，中信证券研究部；注：1) 不同产品的净值披露频率、日期存在差异，为便于对比分析，统一

处理成日频数据；2) 数据截至 2022/10/28。

## 收益平滑机制：养老理财产品最具创新性的设计

收益平滑机制是养老理财产品最具代表性和创新性的设计。当产品投资收益超过业绩比较基准时，会将超出的一部分提取出来作为收益平滑基金。当后续投资收益较低时，会将收益平滑基金补充至产品资产。收益平滑基金独立于理财产品进行管理，能够起到较好的平抑净值波动的作用。

收益平滑基金设计包括计提/回补频率、计提条件、计提比例、计提限制、使用规则、回补要求等方面，各家理财产品在收益平滑基金设计细节上存在差异。

表 5：各家养老理财产品的收益平滑机制设计对比

	工银理财	建信理财	光大理财	招银理财	贝莱德建信理财	交银理财	中银理财	中邮理财	农银理财
净值频率	日度	月度	周度	周度	月度	月度	月度	双周度	周度
计提频率	年度	月度	日度预提，月度支付	周度	估值日、必要时	估值日	估值日	估值日	年度
回补频率	年度	月度	日度预提，月度支付	周度	估值日、必要时	估值日	估值日	估值日	年度
计提条件	1.成立至计提日年化收益超过 RB；2.净值为历次计提日新高；3.距离上一个计提日年化收益超过 RB。	成立以来累计年化收益超过 RB	成立以来累计年化收益超过 RB 下限	相邻计提日的年化收益超过 RB 下限	成立以来累计年化收益超过 RB 上限	成立以来累计年化收益超过 RB 上限	成立以来累计年化收益超过 RB 下限	成立以来累计年化收益超过 RB 下限	相邻计提日的年化收益超过 RB 下限
计提比例	超出 5% 以内，超出部分计提 30%；超出 5% 以上，超出部分计提 50%	超出部分计提 50%	超出部分计提 50%	超出 RB 下限，超出部分计提不低于 10%；超出 RB 上限，超出部分计提不低于 30%。	超出部分计提 50%	超出部分计提 50%	超出部分计提 50%	超出部分计提 50%	超出部分计提 50%
计提限制	平滑基金达到产品余额的 5% 不再计提	—	—	—	—	—	—	—	—
使用规则	相邻计提日收益低于 3% 时回补	—	—	相邻计提日年化收益低于 RB 下限	成立以来累计年化收益低于 RB 下限	成立以来累计年化收益低于 RB 下限	—	成立以来累计年化收益低于 RB 下限	成立以来累计年化收益低于 RB 下限
回补要求	回补至相邻计提日年化收益达到 3%	—	—	回补至相邻计提日年化收益达到 RB 下限	回补产品累计收益与 RB 下限差额的 50%	回补至 RB 下限	—	回补至 RB 下限	回补至 RB 下限

资料来源：中国理财网，中信证券研究部；注：1) 相关信息根据理财产品说明书整理，与实际运作情况可能存在差异；2) RB 代表基准收益率。

我们在报告《资产配置专题系列之十六—养老理财收益平滑机制的参数设计与绩效分析（2022-03-25）》中对收益平滑机制的参数设计细节、实际投资效果分析等问题进行了详细的探讨：

- 各个参数的取值并无明显的优劣之分，参数设计本质是在“控风险”与“保收

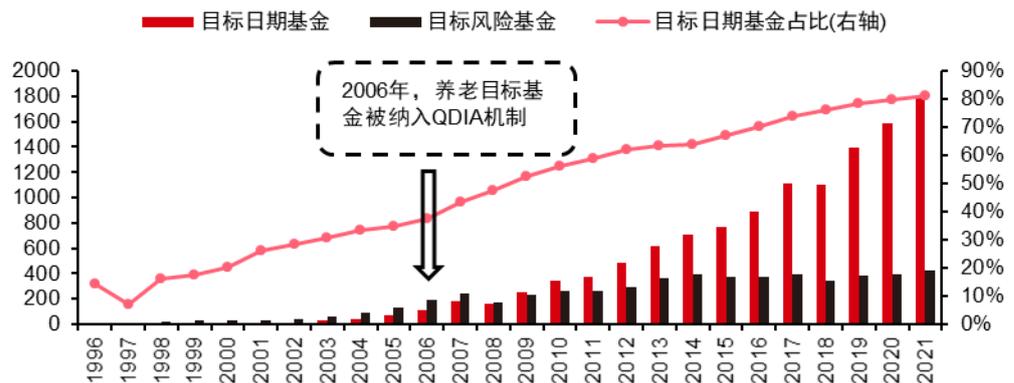
益”之间的权衡。

- 从降低波动、平滑收益的效果来看，当计提/回补频率与净值披露频率相同时，收益平滑机制更能发挥其作用。
- 收益平滑机制只是一种辅助性的机制设计，并不能代替主要投资策略。
- 适当的收益平滑机制能够降低波动、回撤，但对收益是没有明显改善的，更多地是改善持有体验。

## 策略：招银理财布局首只目标日期策略养老理财产品

海外经验来看，目标日期策略产品是养老金融领域最为重要的方向之一。目标日期策略能够基于下滑轨道在生命周期内实时调整组合配置、为投资者提供一站式服务，在长期投资、定期投资的模式下能够更好地实现养老资产保值增值的效果。从美国养老市场的发展进程来看，2006年养老目标基金被纳入QDIA机制后，目标日期基金规模迅速增长，从之前20%~40%的占比提升至80%占比，截至2021年末的规模约1.8万亿美元。

图 27：美国目标日期/目标风险基金规模变化（单位：十亿美元）



资料来源：ICI，中信证券研究部

当前阶段，养老理财产品的投资策略主要以股债恒定比例策略、CPPI 策略、目标风险策略为主，理财公司正逐步加大目标日期类策略的探索。

**招银理财布局首只目标日期策略养老理财产品。**2022年8月，招银理财发行了首款目标日期策略养老理财产品——招智无忧（五年持有）1号，该产品为混合类产品，存续期限45年，每年开放一次申购、赎回，同时对每一份额设置5年的最短持有期，业绩基准4%~9%，最新存续规模约2.4亿（截至2022/10/21）。

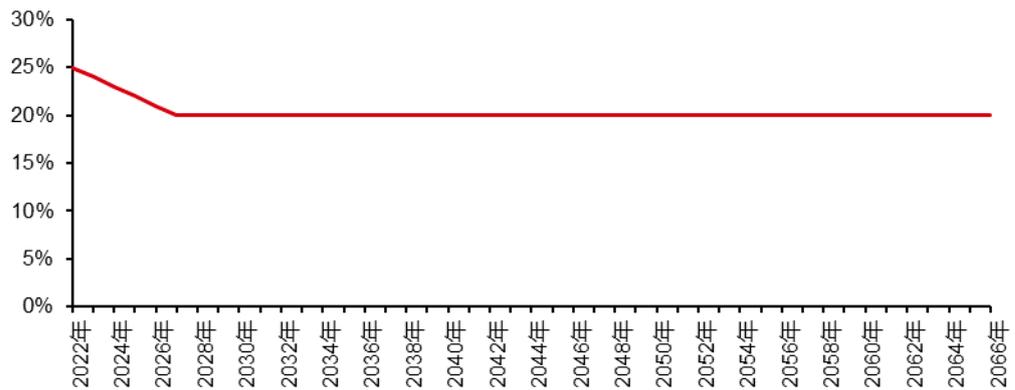
**招银理财招智无忧（五年持有）1号主要采用目标日期策略。**随着目标日期的临近，理财产品中权益类资产的比例呈现逐步下降的趋势。通过下滑曲线的设计，能够平滑投资人整个生命周期内承担风险的意愿和能力，最终使得投资者的效用最大化。

- 在2027年之前，理财产品侧重于中长期资本增值；在2027年之后，理财产品

侧重于当期收益和流动性管理。

- 产品成立（2022年）至2027年期间，权益类资产配置中枢逐步下降，从25%均匀下降至20%；2027年至产品终止（2067年）期间，权益类资产配置中枢保持不变，为20%。
- 在下滑曲线模型的战略配置中枢的基础上，管理人可根据各时期资产表现进行灵活的战术性资产配置调整。

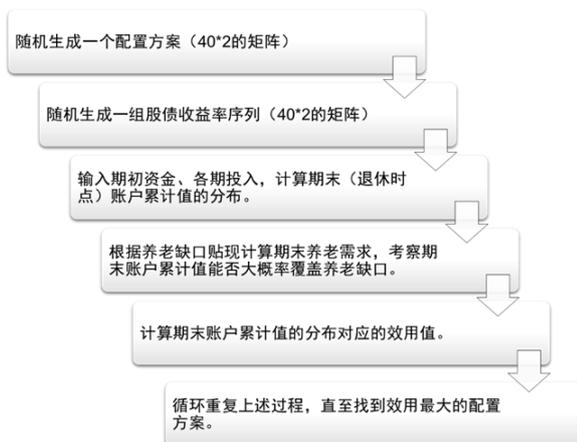
图 28：招银理财招智无忧（五年持有）1 号的下滑曲线



资料来源：普益标准，中信证券研究部

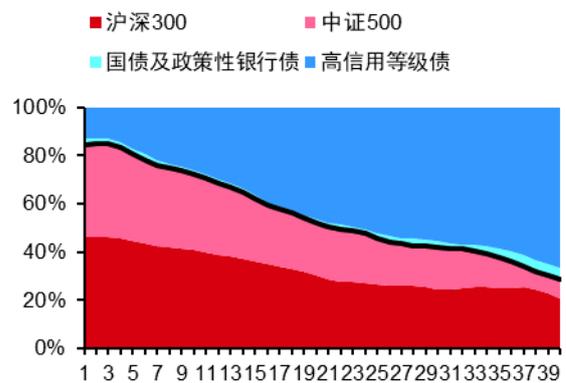
我们在此前的报告中提出了基于蒙特卡洛模拟的方法，实现下滑轨道的定制化设计，具体模型原理、测算细节及结果展示可以参考《资产配置专题系列之十五一定制化财富配置方案设计：以养老场景为例（2021-07-20）》。

图 29：养老场景案例的模型测算流程



资料来源：中信证券研究部绘制；注：详细内容请参考《资产配置专题系列之十五一定制化财富配置方案设计：以养老场景为例（2021-07-20）》。

图 30：基于蒙特卡洛模拟的下滑轨道设计结果

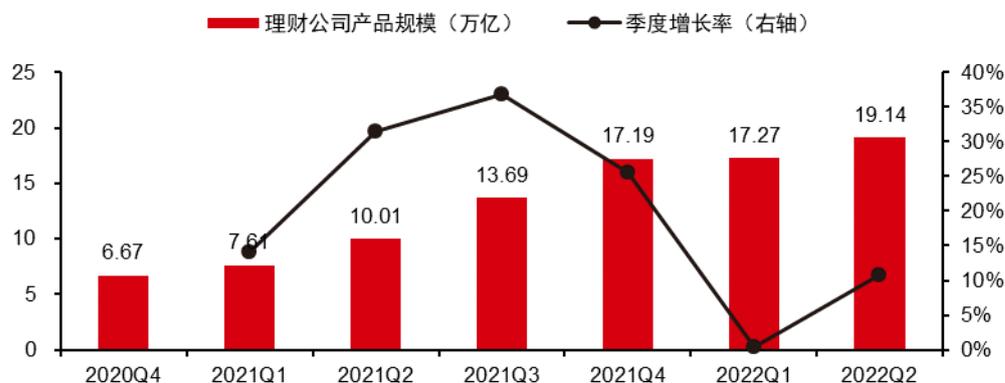


资料来源：中信证券研究部绘制；注：详细内容请参考《资产配置专题系列之十五一定制化财富配置方案设计：以养老场景为例（2021-07-20）》。

## ■ 热点关注之二：理财公司管理规模稳步增长，经营业绩稳健

2022 年理财公司产品管理规模实现稳步增长。理财公司的密集成立、新产品数量的快速增长、母行理财产品的平移，三方面共同影响下，理财公司产品规模从 2020 年底的 6.7 万亿增长至 2021 年底的 17.2 万亿，增长 1.6 倍。2022 年 1 季度规模基本稳定，2 季度规模显著增长，截至 2022Q2，理财公司产品管理规模 19.1 万亿。

图 31：理财公司产品存续规模及增长率



资料来源：银行业理财登记托管中心，中信证券研究部

9 家理财公司管理规模超万亿，规模占比合计 75%。参考上市银行 2022 年中报的披露结果，统计得到 24 家理财公司的管理规模数据。截至 2022Q2，共 9 家理财公司管理规模超万亿，前 5 分别为招银理财（2.88 万亿）、建信理财（2.05 万亿）、兴银理财（1.96 万亿）、工银理财（1.82 万亿）、中银理财（1.73 万亿）。

表 6：部分理财公司的管理规模

名称	注册资本 (亿元)	筹建获批时间	管理规模 (2022Q2, 亿元)	管理规模 (2021Q4, 亿元)	管理规模 (2020Q4, 亿元)	管理规模 (2019Q4, 亿元)
招银理财	50	2019/4/16	28800.0	27800.0	24500.0	—
建信理财	150	2018/12/26	20470.0	21883.3	6969.8	838.3
兴银理财	50	2019/6/6	19639.6	13500.0	6858.9	—
工银理财	160	2019/2/15	18236.9	20218.0	—	—
中银理财	100	2018/12/26	17288.0	17100.0	7181.2	744.9
农银理财	120	2019/1/4	16815.9	18232.1	9498.1	—
信银理财	50	2019/12/4	16482.0	—	—	—
光大理财	50	2019/4/16	11853.2	10677.1	5041.0	—
交银理财	80	2019/1/4	11485.2	12246.6	5338.0	1102.1
平安理财	50	2019/12/27	9472.8	—	—	—
中邮理财	80	2019/5/28	8518.2	6553.1	—	—
华夏理财	30	2020/4/26	5869.1	6100.5	5885.1	—
苏银理财	20	2019/12/19	4676.0	—	—	—
上银理财	30	2021/7/22	4302.2	—	—	—
宁银理财	15	2019/6/26	3935.0	3322.0	—	—
南银理财	20	2019/12/9	3800.0	3271.1	1500.0	—
杭银理财	10	2019/6/24	3549.1	3067.2	—	—

名称	注册资本(亿元)	筹建获批时间	管理规模 (2022Q2,亿元)	管理规模 (2021Q4,亿元)	管理规模 (2020Q4,亿元)	管理规模 (2019Q4,亿元)
浦银理财	50	2020/8/4	3098.6	—	—	—
徽银理财	20	2019/8/21	2409.4	—	—	—
青银理财	10	2020/2/6	1707.7	1678.0	15.4	—
渝农商理财	20	2020/2/11	1463.3	—	10.0	—
汇华理财	10	2019/12/20	808.9	—	—	—
施罗德交银理财	10	2021/2/22	34.1	—	—	—
贝莱德建信理财	10	2020/8/11	30.1	—	—	—

资料来源: Wind, 中信证券研究部; 注: 数据截至 2022/8/31, 统计基于在半年报中明确披露理财公司管理规模的样本。

**8 家理财公司净资产规模破百亿, 6 家理财公司上半年净利润超十亿。**参考上市银行 2022 年中报的披露结果, 截至 2022Q2:

- 8 家理财公司净资产规模破百亿。净资产规模前 5 分别为建信理财 (193.6 亿)、工银理财 (186.7 亿)、农银理财 (162.9 亿)、招银理财 (154.1 亿)、中银理财 (145.4 亿)。
- 披露经营情况的 20 家理财公司全部盈利, 其中 6 家上半年净利润超十亿。净利润前 5 分别为招银理财 (20.7 亿)、兴银理财 (19.6 亿)、建信理财 (19.1 亿)、中银理财 (14.5 亿)、农银理财 (12.3 亿)。

表 7: 部分理财公司的财务指标 (2022 年中报)

名称	注册资本(亿元)	筹建获批时间	总资产(亿元)	净资产(亿元)	净利润(亿元)
招银理财	50	2019/4/16	165.37	154.08	20.66
兴银理财	50	2019/6/6	116.87	111.22	19.58
建信理财	150	2018/12/26	203.36	193.60	19.13
中银理财	100	2018/12/26	153.81	145.44	14.56
农银理财	120	2019/1/4	165.67	162.93	12.26
信银理财	50	2019/12/4	90.68	86.11	12.09
光大理财	50	2019/4/16	78.20	73.52	9.84
工银理财	160	2019/2/15	194.76	186.65	9.66
杭银理财	10	2019/6/24	27.35	24.82	7.41
中邮理财	80	2019/5/28	116.69	111.49	6.71
徽银理财	20	2019/8/21	38.51	34.82	6.60
交银理财	80	2019/1/4	108.71	105.40	6.34
华夏理财	30	2020/4/26	40.43	39.50	6.11
宁银理财	15	2019/6/26	29.20	26.78	4.44
南银理财	20	2019/12/9	37.24	34.03	4.24
平安理财	50	2019/12/27	74.56	71.78	3.92
上银理财	30	2021/7/22	33.90	32.92	2.92
渝农商理财	20	2020/2/11	26.49	25.84	2.16
青银理财	10	2020/2/6	15.10	14.15	2.04
浦银理财	50	2020/8/4	—	51.39	1.39

资料来源: Wind, 中信证券研究部; 注: 数据截至 2022/8/31, 统计基于在年报中明确披露理财公司经营情况的样本。

## ■ 风险因素

- 1) 相关政策制度的再调整; 2) 部分数据来源于第三方数据平台, 由于统计口径的不同, 可能与后续官方披露结果存在差异; 3) 行业实际发展可能偏离主观判断。

**附录**

表 8：理财行业发展大事记

政策名称	发布日期	发布机构	主要内容
《关于规范金融机构资产管理业务的指导意见》	2018年4月27日	人民银行、银保监会、证监会、外管局	指出部分资产管理业务发展不规范、多层嵌套、刚性兑付、规避金融监管和宏观调控等问题，提出了针对性的指导意见。
《商业银行理财业务监督管理办法》	2018年9月28日	银保监会	针对商业银行理财产品在投资非标资产、净值核算方法、过渡期安排等方面进行了具体说明，为商业银行未来理财业务开展指明了方向。
《商业银行理财子公司管理办法》	2018年12月2日	银保监会	对银行理财子公司的理财业务开展进行了全方位的规范和约束。
《商业银行理财子公司净资本管理办法（试行）（征求意见稿）》	2019年9月20日	银保监会	明确净资本绝对规模、净资本占净资产比重以及净资本风险资本三个方面的监管要求。
《标准化债券类资产认定规则（征求意见稿）》	2019年10月12日	人民银行	进一步明确标准化债权类资产与非标准化债权类资产的界限、认定标准及监管安排。
《关于进一步规范商业银行结构性存款业务的通知》	2019年10月18日	银保监会	从业务和销售两方面严格结构性存款的监管要求。
《商业银行理财子公司净资本管理办法（试行）》	2019年12月2日	银保监会	通过净资本约束理财子公司粗放式扩张，相比于征求意见稿，明确了新规生效时间和外部评级标准。
《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）》	2019年12月27日	人民银行、银保监会	完善对现金管理类理财的监管框架，监管要求对标货币基金。
《关于推动银行业和保险业高质量发展的指导意见》	2020年1月3日	银保监会	从建设机构体系、完善产品体系、防范金融风险、健全企业制度、更高水平对外开放、加强监管等六大方面提出了二十七条具体的措施要求，为未来五年银行保险业高质量发展做好顶层设计。
《关于在粤港澳大湾区开展“跨境理财通”业务试点点的联合公告》	2020年6月29日	人民银行、香港金管局、澳门金管局	为促进粤港澳大湾区居民个人跨境投资便利化，决定在粤港澳大湾区开展“跨境理财通”业务试点工作。
《优化资管新规过渡期安排引导资管业务平稳转型》	2020年7月31日	人民银行	为平稳推动资管新规实施和资管业务规范转型，经各部门审慎研究决定，资管新规过渡期延长至2021年底。
《商业银行理财子公司理财产品销售管理暂行办法（征求意见稿）》	2020年12月25日	银保监会	明确了销售机构范围、销售行为及销售责任。
《关于在粤港澳大湾区开展“跨境理财通”业务试点点的谅解备忘录》	2021年2月5日	人民银行、银保监会、证监会、外管局、香港金管局、香港证监会、澳门金管局	各方同意在各自职责范围内对粤港澳大湾区“跨境理财通”业务试点进行监管并相互配合，备忘录内容涉及监管信息交流、执法合作、投资者保护、联络协商机制等方面。
《粤港澳大湾区“跨境理财通”业务试点实施细则（征求意见稿）》	2021年5月7日	人民银行广州分行、人民银行深圳市中心支行、银保监会广东监管局、银保监会深圳监管局、证监会广东监管局、证监会深圳监管局	为深化粤港澳金融合作，促进粤港澳大湾区居民个人跨境投资便利化，推进粤港澳大湾区金融市场互联互通、打造粤港澳大湾区优质生活圈，相关机构共同起草业务细则。涵盖概念定义、业务资格、“北向通”及“南向通业务细则、额度管理、投资者保护、信息报送及监督管理等方面内容。
《关于开展养老理财产品试点的通知》	2021年9月10日	银保监会	选择“四地四家机构”进行试点，试点期限一年。试点阶段，单家机构养老理财产品募集规模限制在100亿以内。要求四家试点机构稳妥有序开展试点，保障养老理财产品稳健运行。同时，持续清理名不符实的“养老”字样理财产品。
《理财公司理财产品流动性风险管理办法》	2021年12月17日	银保监会	充分借鉴国内外监管实践，对理财产品流动性管控重点进行了明确与规范。
《关于贝莱德建信理财有	2022年2月11日	银保监会	为进一步丰富养老理财产品供给，明确贝莱德建信理财参与养老理

政策名称	发布日期	发布机构	主要内容
有限责任公司开展养老理财产品试点的通知			对理财产品试点，试点期限一年。募集资金规模先期限制在 100 亿以内。
《关于扩大养老理财产品试点范围的通知》	2022 年 2 月 25 日	银保监会	产品试点范围由“四地四机构”扩展为“十地十机构”，对于已开展试点的 4 家理财公司，单家机构养老理财产品募集资金上限由 100 亿元提高至 500 亿元；对于本次新增的 6 家理财公司，单家机构养老理财产品募集资金规模上限为 100 亿元。
《关于推动个人养老金发展的意见》	2022 年 4 月 21 日	国务院办公厅	推动发展适合中国国情、政府政策支持、个人自愿参加、市场化运营的个人养老金，实现养老保险补充功能。个人养老金资金账户资金用于购买符合规定的银行理财、储蓄存款、商业养老保险、公募基金等金融产品。
《理财公司内部控制管理办法（征求意见稿）》	2022 年 4 月 29 日	银保监会	对已有法规的原则性要求进行细化和补充，共同构成理财公司内控管理的根本遵循。主要遵循问题导向、行业对标和风险底线三项原则，理财行业迈向高质量发展的重要制度保障。
《关于规范和促进商业养老金融业务发展的通知》	2022 年 5 月 10 日	银保监会	对商业养老金融的业务规则作出原则性规定，提出建立多元发展格局，支持银行保险机构开展个人养老金业务，倡导银行保险机构稳步推进商业养老金融发展。
《关于保险资金投资有关金融产品的通知》	2022 年 5 月 13 日	银保监会	拓宽保险资金可投金融产品范围，纳入理财公司理财产品等金融产品。
《关于开展特定养老储蓄试点工作的通知》	2022 年 7 月 29 日	银保监会、人民银行	自 2022 年 11 月 20 日起，由工商银行、农业银行、中国银行和建设银行在合肥、广州、成都、西安和青岛市开展特定养老储蓄试点。

资料来源：中国人民银行，银保监会，证监会，外管局，香港金融管理局，澳门金融管理局，中信证券研究部；注：截至 2022/9/30。

## ■ 相关研究

银行理财产品专题研究之十一——2022Q2 银行理财回顾及展望：产品业绩逐步回暖，养老理财规模稳步增长（2022.8.1）

银行理财产品专题研究之十一——2022Q1 银行理财回顾及展望：养老理财试点扩容，理财公司利润飘红（2022.5.5）

资产配置专题系列之十六——养老理财收益平滑机制的参数设计与绩效分析（2022.3.25）

资产配置专题系列之十五——定制化财富配置方案设计：以养老场景为例（2021.7.20）

银行理财产品专题研究之九——2021 年银行理财回顾及展望：收官之年，创新求索（2022.2.8）

银行理财产品专题研究之八——2021Q3 银行理财回顾及展望：权益资产渐进配置，养老理财获批试点（2021.11.2）

银行理财产品专题研究之七——2021Q2 银行理财回顾及展望：“双碳”目标下，ESG 理财产品陆续布局（2021.7.30）

银行理财产品专题研究之六——2021Q1 银行理财回顾及展望：净值化初结果实，产品线多元布局（2021.5.6）

银行理财产品专题研究之五——2020 年银行理财回顾及展望：兼程并进，日新月异（2021.1.29）

银行理财产品专题研究之四——2020Q3 银行理财回顾及展望：理财子产品发行加速，净利润飘红（2020.10.30）

银行理财产品专题研究之三——2020Q2 银行理财回顾及展望：FOF、ESG 创新型产品陆续布局（2020.7.28）

银行理财产品专题研究之二——2020Q1 银行理财回顾及展望：净值化进程中的新探索

(2020.4.29)

银行理财产品专题研究之一—2019 年银行理财回顾及展望：革故鼎新，回归本源

(2020.1.13)

资产管理业专题系列之七—银行理财子公司的产品布局探讨 (2019.10.30)

资产配置专题系列之六—配置型产品布局与展望：以银行理财产品为例 (2019.8.16)

## 分析师声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明：(i) 本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了上述每位分析师个人对标的证券和发行人的看法；(ii) 该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相联系。

## 一般性声明

本研究报告由中信证券股份有限公司或其附属机构制作。中信证券股份有限公司及其全球的附属机构、分支机构及联营机构（仅就本研究报告免责条款而言，不含 CLSA group of companies），统称为“中信证券”。

本研究报告对于收件人而言属高度机密，只有收件人才能使用。本研究报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。本研究报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。中信证券并不因收件人收到本报告而视其为中信证券的客户。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断并自行承担投资风险。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但中信证券不保证其准确性或完整性。中信证券并不对使用本报告或其所包含的内容产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他损失承担任何责任。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可跌可升。过往的业绩并不能代表未来的表现。

本报告所载的资料、观点及预测均反映了中信证券在最初发布该报告日期当日分析师的判断，可以在不发出通知的情况下做出更改，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与中信证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。中信证券并不承担提示本报告的收件人注意该等材料的责任。中信证券通过信息隔离墙控制中信证券内部一个或多个领域的信息向中信证券其他领域、单位、集团及其他附属机构的流动。负责撰写本报告的分析师的薪酬由研究部门管理层和中信证券高级管理层全权决定。分析师的薪酬不是基于中信证券投资银行收入而定，但是，分析师的薪酬可能与投行整体收入有关，其中包括投资银行、销售与交易业务。

若中信证券以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构为此发送行为承担全部责任。该机构的客户应联系该机构以交易本报告中提及的证券或要求获悉更详细信息。本报告不构成中信证券向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议，中信证券以及中信证券的各个高级职员、董事和员工亦不为（前述金融机构之客户）因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。

## 评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的 6 到 12 个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准；韩国市场以科斯达克指数或韩国综合股价指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 20%以上
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 5%~20%之间
		持有	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~5%之间
		卖出	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上
	行业评级	强于大市	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 10%以上
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~10%之间
		弱于大市	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上

## 特别声明

在法律许可的情况下，中信证券可能（1）与本研究报告所提到的公司建立或保持顾问、投资银行或证券服务关系，（2）参与或投资本报告所提到的公司的金融交易，及/或持有其证券或其衍生品或进行证券或其衍生品交易。本研究报告涉及具体公司的披露信息，请访问 <https://research.citicsinfo.com/disclosure>。

## 法律主体声明

本研究报告在中华人民共和国（香港、澳门、台湾除外）由中信证券股份有限公司（受中国证券监督管理委员会监管，经营证券业务许可证编号：Z20374000）分发。本研究报告由下列机构代表中信证券在相应地区分发：在中国香港由 CLSA Limited（于中国香港注册成立的有限公司）分发；在中国台湾由 CL Securities Taiwan Co., Ltd. 分发；在澳大利亚由 CLSA Australia Pty Ltd.（商业编号：53 139 992 331/金融服务牌照编号：350159）分发；在美国由 CLSA（CLSA Americas, LLC 除外）分发；在新加坡由 CLSA Singapore Pte Ltd.（公司注册编号：198703750W）分发；在欧洲经济区由 CLSA Europe BV 分发；在英国由 CLSA（UK）分发；在印度由 CLSA India Private Limited 分发（地址：8/F, Dalamal House, Nariman Point, Mumbai 400021；电话：+91-22-66505050；传真：+91-22-22840271；公司识别号：U67120MH1994PLC083118）；在印度尼西亚由 PT CLSA Sekuritas Indonesia 分发；在日本由 CLSA Securities Japan Co., Ltd. 分发；在韩国由 CLSA Securities Korea Ltd. 分发；在马来西亚由 CLSA Securities Malaysia Sdn Bhd 分发；在菲律宾由 CLSA Philippines Inc.（菲律宾证券交易所及证券投资者保护基金会会员）分发；在泰国由 CLSA Securities (Thailand) Limited 分发。

## 针对不同司法管辖区的声明

**中国大陆：**根据中国证券监督管理委员会核发的经营证券业务许可，中信证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。

**中国香港：**本研究报告由 CLSA Limited 分发。本研究报告在香港仅分发给专业投资者（《证券及期货条例》（香港法例第 571 章）及其下颁布的任何规则界定的），不得分发给零售投资者。就分析或报告引起的或与分析或报告有关的任何事宜，CLSA 客户应联系 CLSA Limited 的罗鼎，电话：+852 2600 7233。

**美国：**本研究报告由中信证券制作。本研究报告在美国由 CLSA（CLSA Americas, LLC 除外）仅向符合美国《1934 年证券交易法》下 15a-6 规则界定且 CLSA Americas, LLC 提供服务的“主要美国机构投资者”分发。对身在美国的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所述任何观点的背书。任何从中信证券与 CLSA 获得本研究报告的接收者如果希望在美国交易本报告中提及的任何证券应当联系 CLSA Americas, LLC（在美国证券交易委员会注册的经纪交易商），以及 CLSA 的附属公司。

**新加坡：**本研究报告在新加坡由 CLSA Singapore Pte Ltd.，仅向（新加坡《财务顾问规例》界定的）“机构投资者、认可投资者及专业投资者”分发。就分析或报告引起的或与分析或报告有关的任何事宜，新加坡的报告收件人应联系 CLSA Singapore Pte Ltd，地址：80 Raffles Place, #18-01, UOB Plaza 1, Singapore 048624，电话：+65 6416 7888。因您作为机构投资者、认可投资者或专业投资者的身份，就 CLSA Singapore Pte Ltd. 可能向您提供的任何财务顾问服务，CLSA Singapore Pte Ltd 豁免遵守《财务顾问法》（第 110 章）、《财务顾问规例》以及其下的相关通知和指引（CLSA 业务条款的新加坡附件中证券交易服务 C 部分所披露）的某些要求。MCI（P）085/11/2021。

**加拿大：**本研究报告由中信证券制作。对身在加拿大的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。

**英国：**本研究报告归属于营销文件，其不是按照旨在提升研究报告独立性的法律要件而撰写，亦不受任何禁止在投资研究报告发布前进行交易的限制。本研究报告在英国由 CLSA（UK）分发，且针对由相应本地监管规定所界定的在投资方面具有专业经验的人士。涉及到的任何投资活动仅针对此类人士。若您不具备投资的专业经验，请勿依赖本研究报告。

**欧洲经济区：**本研究报告由荷兰金融市场管理局授权并管理的 CLSA Europe BV 分发。

**澳大利亚：**CLSA Australia Pty Ltd（“CAPL”）（商业编号：53 139 992 331/金融服务牌照编号：350159）受澳大利亚证券与投资委员会监管，且为澳大利亚证券交易所及 CHI-X 的市场参与主体。本研究报告在澳大利亚由 CAPL 仅向“批发客户”发布及分发。本研究报告未考虑收件人的具体投资目标、财务状况或特定需求。未经 CAPL 事先书面同意，本研究报告的收件人不得将其分发给任何第三方。本段所称的“批发客户”适用于《公司法（2001）》第 761G 条的规定。CAPL 研究覆盖范围包括研究部门管理层不时认为与投资者相关的 ASX All Ordinaries 指数成分股、离岸市场上市证券、未上市发行人及投资产品。CAPL 寻求覆盖各个行业中与其国内及国际投资者相关的公司。

**印度：**CLSA India Private Limited，成立于 1994 年 11 月，为全球机构投资者、养老基金和企业提供股票经纪服务（印度证券交易委员会注册编号：INZ000001735）、研究服务（印度证券交易委员会注册编号：INH000001113）和商人银行服务（印度证券交易委员会注册编号：INM000010619）。CLSA 及其关联方可能持有标的公司的债务。此外，CLSA 及其关联方在过去 12 个月内可能已从标的公司收取了非投资银行服务和/或非证券相关服务的报酬。如需了解 CLSA India “关联方”的更多详情，请联系 [Compliance-India@clsa.com](mailto:Compliance-India@clsa.com)。

未经中信证券事先书面授权，任何人不得以任何目的复制、发送或销售本报告。

中信证券 2022 版权所有。保留一切权利。