

新时代银行理财的十大发展特征

银行业理财登记托管中心发布《中国银行业理财市场半年报告(2022年上)》，我们对银行理财的规模变化、产品布局、资产配置、购债行为、渠道营销与投资者行为等多维度进行了详细拆解。

摘要

资产配置与产品篇：银行理财购债行为拆解与展望

1) 银行理财规模变动具有明显的季节性特征：商业银行面临着存款、理财规模增长的权衡与博弈。银行依靠负债端资金支撑信贷投放，在信贷投放旺季可能会吸纳部分理财资金转回表内；所以在过去3年内，银行理财呈现“前低后高”的增长趋势，下半年贡献约90%的增量。另外，季末是重要的存款冲量时点，而次月则有较丰富的资金回流理财，这也解释了7月银行理财积极购债的核心原因；10月将是重要的增量资金观测时点。

2) 大类资产配置：1H22延续了降风险、降非标的发展趋势：现金及银行存款、同业存单实现大幅增配；信用下沉策略进一步收紧；非标资产配置规模创10年新低。

3) 银行理财购债行为拆解：低资质信用债延续减配趋势，AA+评级以下信用债占比降至 10.6%。

4) 现金类产品整改对债市资金配置的影响：在现金类产品降久期、提信用的整改趋势之下，上半年二级资本债等长期限债券被赎回，同业存单实现增配；目前现金类相较货币基金仍有收益优势，我们预计下半年整改趋势将得到延续。

5) 预计非标资产配置空间将进一步承压，对银行理财收益带来考验：封闭式产品占比进一步走低或继续压缩配置空间；但 1 年期以上封闭式产品占比提升，我们预计长久期产品仍能保持较高收益。

渠道篇：展望理财产品销售的多元渠道布局空间

6) 三大因素助力他行代销快速突破：银行理财供给侧改革带来中小银行代销需求；开放财富管理平台为优质理财产品带来业务空间；他行代销是区域行理财子实现异地拓展的有效途径。另外，13 家理财机构已初步涉猎直销模式。

投资者行为篇：理财客群的行为偏好带来哪些业务机遇

7) T+0 产品仍保持旺盛需求；寻找同类替代产品、合理安排 T+1 切换节奏、与渠道端配合完善投资者教育是现金类产品整改的关键。

8) 理财客户倾向持有多家理财机构的理财产品：我们预计，随着投资者教育的逐步深化，渠道对于投资者投资行为的影响将逐步降低。

9) 理财客群投资风格趋于保守稳健。

机构篇：从“渠道为王”到“产品为王”，理财机构需把握能力建设的黄金窗口期

10) 我们预计 2022 年是理财机构能力分化的起点，预计头部集中度提升。

风险

现金管理类理财产品整改压力超预期，居民投资意愿保持低位。

正文

资产配置与产品篇：银行理财购债行为拆解与展望

● 前低后高，关注下半年增量资金贡献

1H22 规模稳健增长。截至 1H22 末，全市场银行理财产品规模共计 29.2 万亿元，较年初增长 0.3%；较一季度增长 2.7%，二季度单季规模增长 7800 亿元。在资本市场大幅波动、净值化转型带来估值切换的压力之下，银行理财二季度保持了一定的规模增长韧性。

银行理财规模增长呈现前低后高的特征，建议关注下半年银行理财发力空间。过去三年，银行理财呈现出上半年平稳、下半年发力的规模发展趋势，2019-2021 年内下半年分别贡献了全年 93%、82%、102% 的规模增量。我们认为这一发展模式与商业银行业务特征与渠道资源布局具有较大的关联：

▶ 1) 商业银行上半年信贷投放约为全年的 60-70%，这意味着商业银行需要更多的表内负债端资金支撑信贷投放，存款揽储需求得到提升，从而促使部分表外理财资金转为表内存款；

▶ 2) 年中是存款冲量的重要节点，6 月通常会迎来全年较大的理财

规模回撤幅度；7月和10月由于部分存款资金重新回流银行理财产品，整体规模环比增速较快；

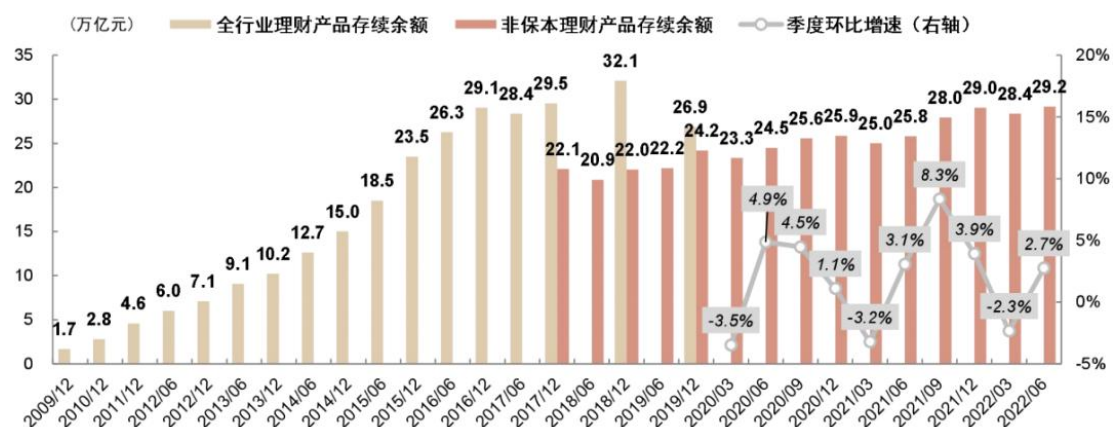
►3) 商业银行为达成全年理财规模增长目标，或在四季度年末前发力，渠道端资源向理财产品销售倾斜。

我们认为，这意味着银行理财在下半年有望带来较大规模的债市增量资金，这一特征已在7月有所体现（存款冲量后的资金回流）；但8月中下旬整体购债节奏有所放缓，而9月末亦面临存款冲量的局面。我们认为，站在目前时点展望下半年，10月或是最重要的理财增量资金观测节点。

固定收益类产品巩固核心地位，含权产品[1]布局道阻且长。截至1H22末，固定收益类理财产品（包含现金类）规模共计27.35万亿元，较年初增长2.1%，占比从92.3%提升至93.8%。混合类理财产品共计1.72万亿元，规模较年初回撤0.42万亿元，较年初降低19.6%，规模占比降低1.5ppt至5.9%。权益类理财产品规模仍较小，仅录得0.08万亿元，与年初基本持平。我们认为，现金类和债券类产品仍是银行理财的核心竞争力，规模增长亦依赖满足投资者的避险需求与流动性管理需求；而随着理财机构逐步完善人力资源布局与产品货架搭建，含权类理财产品的布局却出现反复和后退，银行理财在投研能力建设、人力资源投入等方面，与头部公募基金/私募基金仍具有较

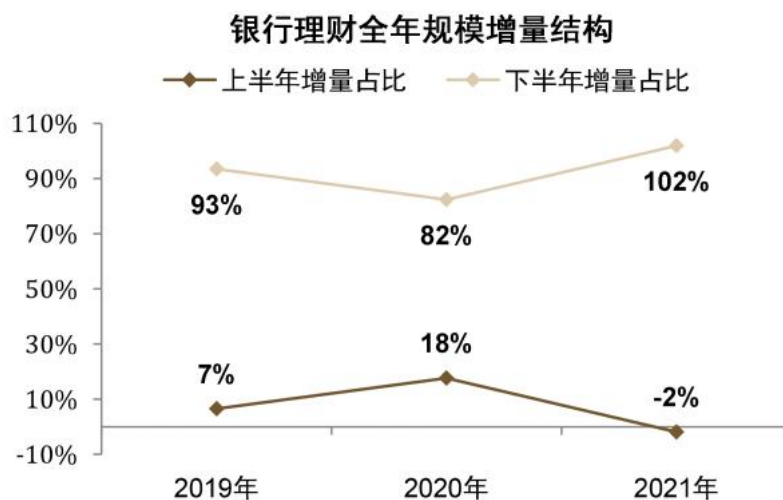
大的差距。

图表 1：截至 1H22 末，全市场银行理财产品规模供给 29.2 万亿元，较年初/一季度末增长 0.3%/2.7%



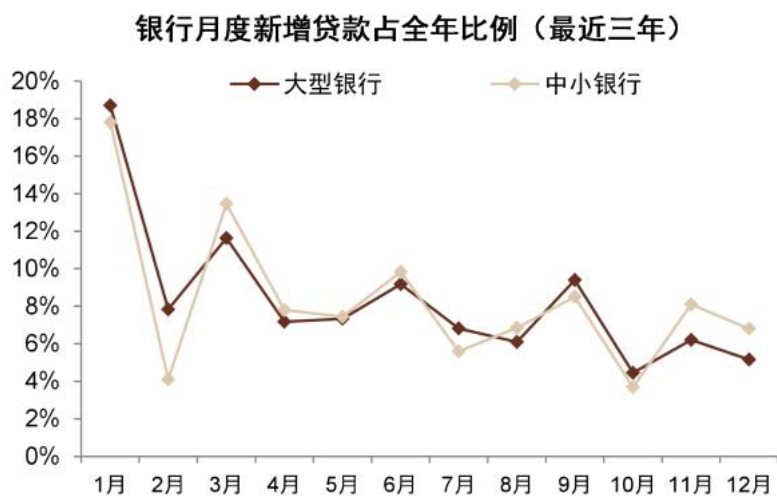
资料来源：银行业理财登记托管中心，中金公司研究部

图表 2：银行理财规模增长呈现“前低后高”趋势



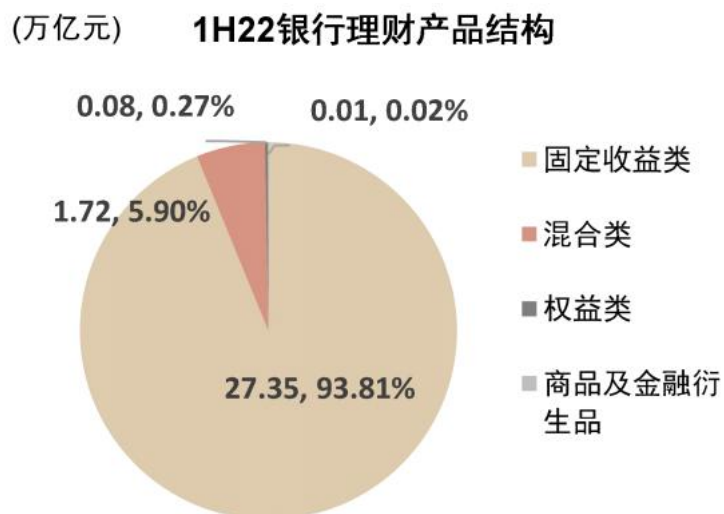
资料来源：银行业理财登记托管中心，中金公司研究部

图表 3：商业银行信贷投放呈现“前高后低”趋势



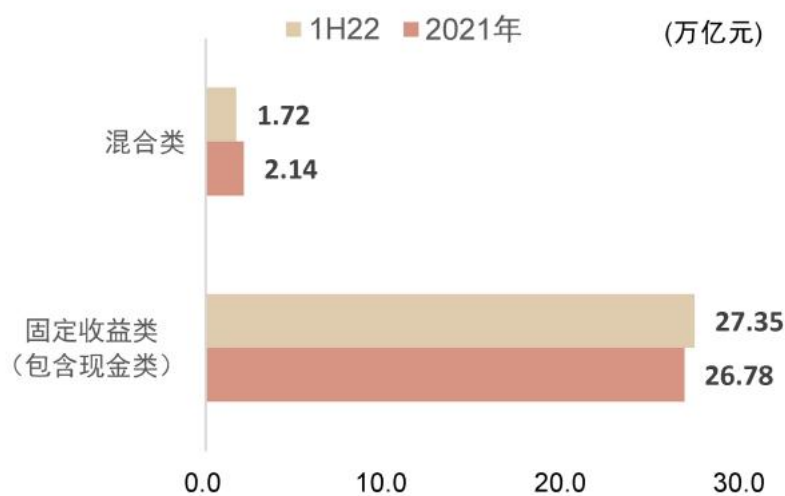
资料来源：银行业理财登记托管中心，中金公司研究部

图表 4：1H22 银行理财产品机构



资料来源：银行业理财登记托管中心，中金公司研究部

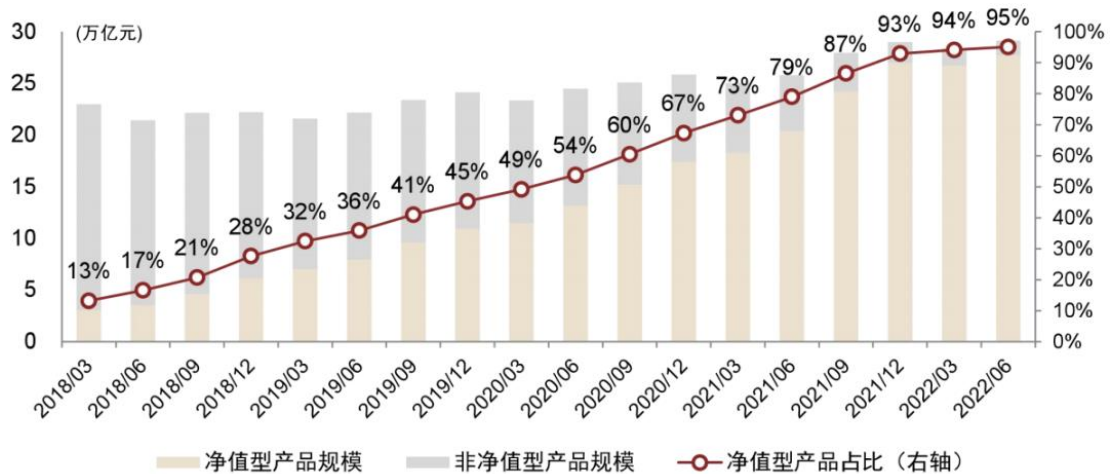
图表 5：固收类产品规模增长，混合类产品规模收缩



资料来源：银行业理财登记托管中心，中金公司研究部

净值化转型已基本完成。截至 1H22 末，净值化理财产品共计 27.72 万亿元，净值化率达 95.1%，环比 1Q22 末上升 0.9 个百分点，目前仅 1.43 万亿元理财产品有待转型，后续将按照个案专项处置的模式，最晚于 2025 年之前完成整改。我们认为，少部分待整改的产品对理财机构存续产品经营并无明显影响。

图表 6：净值化转型已基本完成，目前仅 1.43 万亿元理财产品需要整改



资料来源：银行业理财登记托管中心，中金公司研究部

● 大类资产配置: 1H22 大幅增持现金及银行存款、同业存单，减配非标资产

1H22 延续了降风险、降非标的发展趋势。截至 1H22 末，银行持有债券、同业存单、现金及银行存款、非标资产、公募基金、权益类资产 16.95 万亿元、4.63 万亿元，4.49 万亿元，2.27 万亿元、1.27 万亿元、1.02 万亿元，分别占银行理财总资产规模的 53%、15%、14%、7%、4%、3%。从边际变化上来看，现金及银行存款、同业存单贡献了主要增量，分别增持 0.93 万亿元、0.30 万亿元；债券资产、权益资产、公募基金配置规模整体保持稳定；非标资产在供需两端收紧的背景之下减配 0.35 万亿元。我们认为，在上半年资本市场波动叠加净值化转型的背景之下，银行理财整体呈现风险偏好下行趋势，在保障安全稳健的前提之下追逐一定的收益增厚空间；兼具流动

性与收益型的同业存单受到了理财机构的青睐。

具体观察理财机构的细分产品：

► 现金管理类理财产品成为增配同业存单资产的主力：截至 1H22 末，理财公司现金管理类理财产品配置债券、现金及银行存款、同业存单的比例分别为 40.4%、18.1%、39.2%，较去年末分别降低 9.9ppt、提升 5.0ppt、提升 5.3ppt，我们测算上半年全市场现金类产品增配了约 0.38 万亿元的同业存单。（更多论述详见后文：聚焦现金管理类理财产品整改对债市资金配置的影响）

► 固定收益类理财产品增持现金及银行存款，减持非标和权益资产：截至 1H22 末，理财公司固定收益类理财产品配置债券、现金及银行存款、非标、同业存单、权益资产的比例为 59.0%、17.9%、6.1%、7.6%、1.7%，其中债券、现金及银行存款配置比例较年初提升 0.8ppt、4.1ppt，非标、同业存单、权益资产配置比例较年初降低 2.7ppt、1.1ppt、0.2ppt。

► 混合类理财产品小幅加仓权益资产，但整体权益保持低仓位：截至 1H22 末，混合类理财产品持有权益类资产（包含专户委外、非公募基金产品底层穿透）、公募基金的比例为 16.5%、20.6%，较年初分别提升 1.6ppt、降低 3.1ppt。考虑到银行理财配置公募基金产品

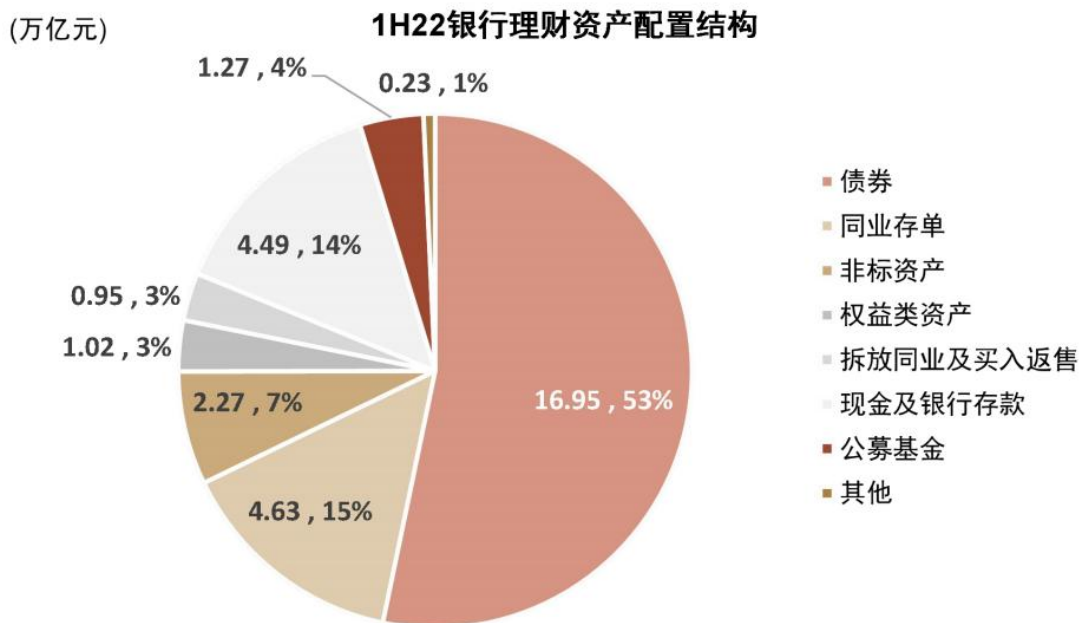
以股债混合为主、重视绝对收益，我们判断混合类产品穿透后的权益仓位有限，这也从混合类理财产品相较公募基金混合型基金更低的波动与回撤中有所体现。

图表 7：银行理财资产配置情况时间序列



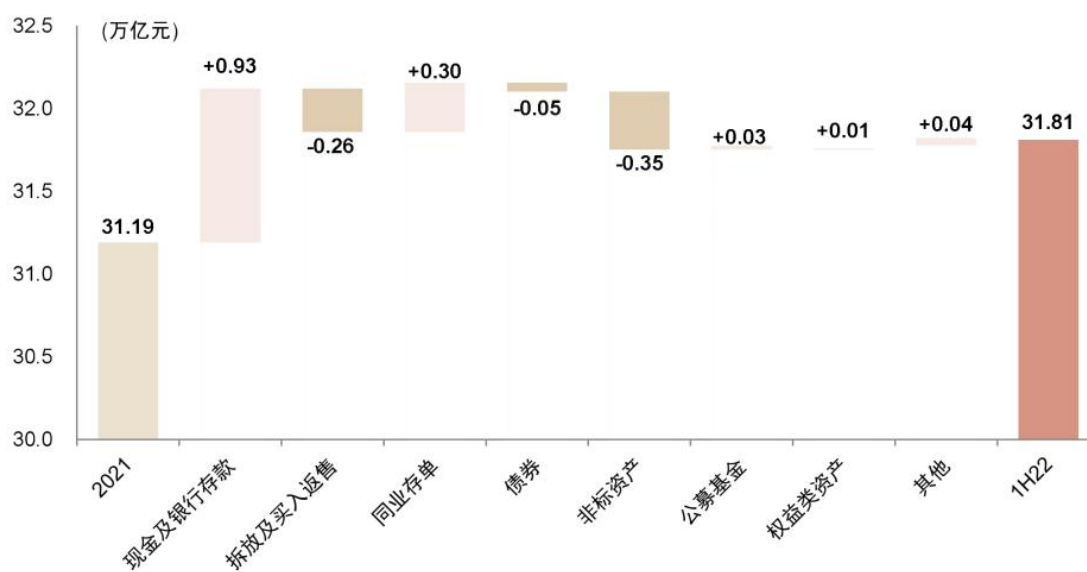
资料来源：银行业理财登记托管中心，中金公司研究部（注：1、2017年及以前数据为全部理财产品，2018年及以后为非保本理财产品口径；2、2020年及以后数据非标资产口径根据《标准化债权类资产认定规则》发生调整，将原先理财直接融资工具、新增可投资资产并入非标资产口径，所涵盖资产范围扩大；3、2020年及以往同业存单被计入债券资产口径）

图表 8：1H22 银行理财资产配置结构



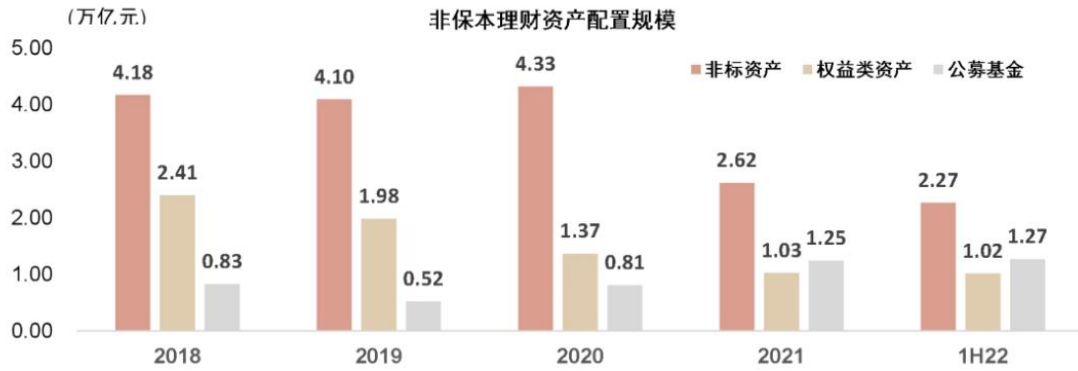
资料来源：银行业理财登记托管中心，中金公司研究部

图表 9：上半年银行理财总资产增长归因拆解



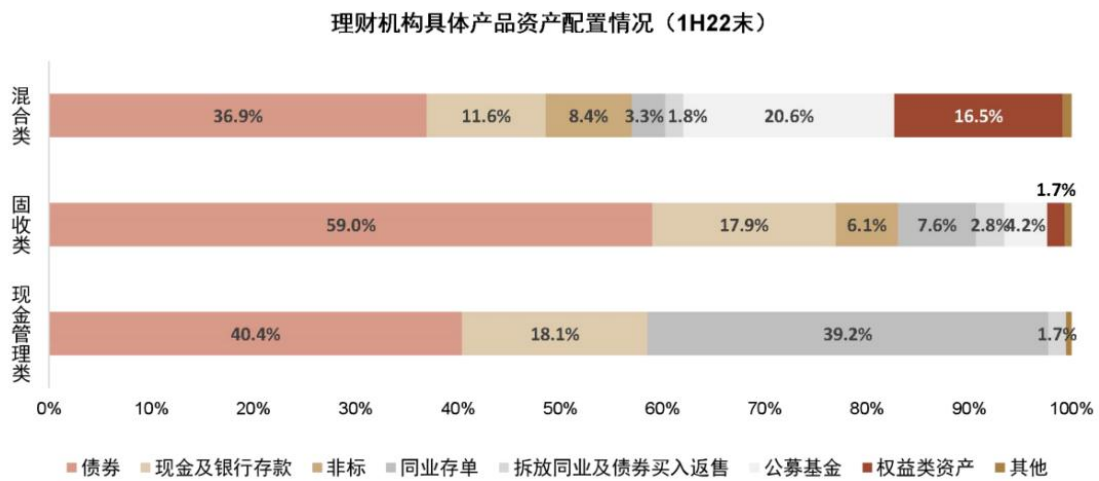
资料来源：银行业理财登记托管中心，中金公司研究部

图表 10：非保本理财产品非标资产、权益类资产、公募基金配置情况



资料来源：银行业理财登记托管中心，中金公司研究部（注：2020年及以后数据非标资产口径根据《标准化债权类资产认定规则》发生调整，将原先理财直接融资工具、新增可投资资产并入非标资产口径，所涵盖资产范围扩大）

图表 11：理财机构各类产品资产配置结构



资料来源：银行业理财登记托管中心，中金公司研究部

图表 12：混合类理财产品的净值波动与回撤更小，公募基金混合型产品风险偏好更高



资料来源：普益标准金融数据平台，Wind，中金公司研究部（注：收益率计算方式为加权平均）

● 银行理财购债行为拆解

2022 上半年银行理财增配债券类资产。银行理财延续了增配标准化固收类资产的趋势，截至 1H22 末持有标准固收资产 21.56 万亿元（包括利率债、信用债、同业存单），较年初提升 0.25 万亿元。细分来看，截至 1H22 末：

► **债券类资产：**银行理财配置利率债、AA+评级及以上信用债、AA+以下信用债 1.8 万亿元、13.0 万亿元、1.6 万亿元，分别占比 8.4%、60.4%、7.4%，较年初分别提升 0.1ppt、提升 0.2ppt、降低 0.4ppt。

► **同业存单：**银行理财配置同业存单 4.6 万亿元，较年初提升 0.3 万亿元，占比从 20.3%提升 1.2 个百分点至 21.5%。

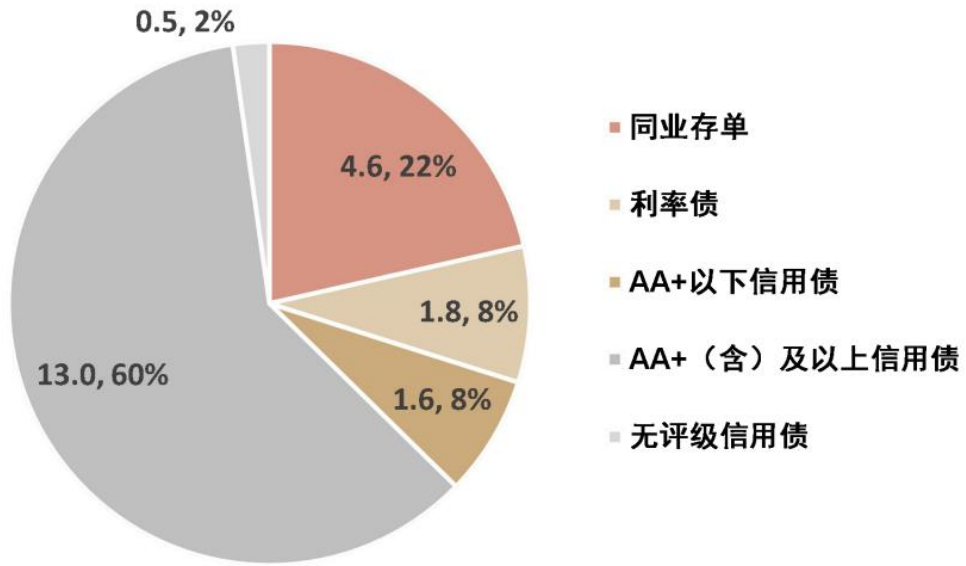
低资质信用债延续减配趋势。资管新规后时代，银行理财对于信用债的配置整体呈现出风险偏好下行的趋势，AA+评级以下信用债占全部信用债的配置比例较 2018 年末的 18.5% 累计下降 7.9 个百分点至 1H22 末的 10.6%，今年上半年配置比例降低 0.3 个百分点。我们认为主要有以下三大原因：1) 信用债的暴雷事件促使信用下沉策略的风险提升；2) 监管引导部分产品信用债配置提升信用资质；3) 净值化时代理财产品净值波动被放大，为维护投资者持有体验降低 AA+ 评级以下信用债配置比例以降低波动。

利率债收益难以满足业绩比较基准，同业存单受到青睐。随着银行理财资金的风险偏好下行，利率债并未明显增配，1.8 万亿元的配置规模与年初基本持平，我们认为主要由于利率债收益率相对有限，增配利率债难以满足银行理财的业绩收益目标。而兼具高收益与高流动性的同业存单受到了银行理财的青睐，成为固收类资产的主要增配来源。

图表 13：1H22 末银行理财债券类资产配置结构

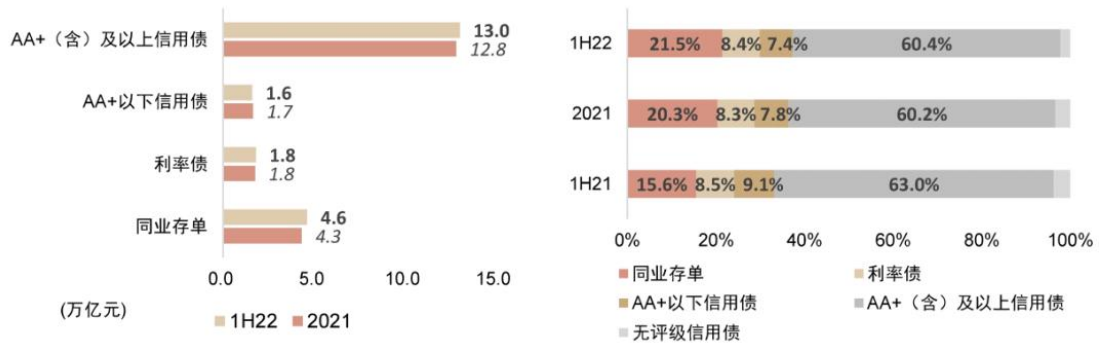
(万亿元)

1H22末银行理财债券类资产配置结构



资料来源：银行业理财登记托管中心，中金公司研究部

图表 14：固收类资产中，2022 年上半年银行理财主要增配 AA+（含）以上信用债与同业存单



资料来源：银行业理财登记托管中心，中金公司研究部

图表 15：银行理财信用债配置规模与结构



资料来源：银行业理财登记托管中心，中金公司研究部

● 聚焦现金管理类产品整改对债市资金配置的影响

现金管理类产品需在 2022 年完成整改，从资产配置角度来看已呈现短期化趋势。根据 2021 年发布的《关于规范现金管理类产品管理有关事项的通知》（后称《通知》）的要求，限制了现金类产品通过久期拉长与信用下沉增厚产品收益[2]，在资产配置方面严格对标货币基金，并需要在 2022 年底之前完成整改。在上半年整改期，银行理财整体表现为降低产品久期的趋势，收益率也开始与货币基金平稳收敛。从具体资产配置品种来看，截至 1H22 末，现金管理类产品配置债券、现金及银行存款、同业存单、拆放同业及债券买入返售的配置比例分别为 40.4%、18.1%、39.2%、1.7%，分别较年初降低 9.92ppt、提升 5.03ppt、提升 5.27ppt、降低 0.77ppt。

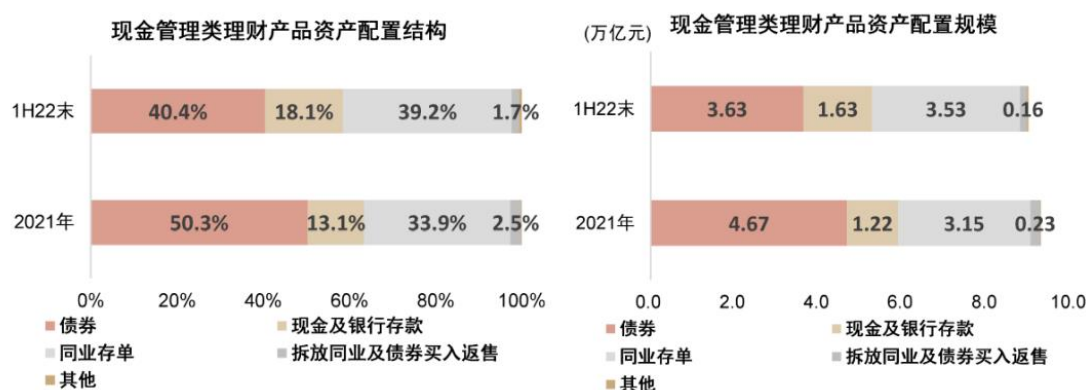
假设截至 1H22 末, 现金管理类理财产品存续规模约 9 万亿元(1H22 未披露数据, 我们预测较年初 9.29 万亿元规模环比微降), 且商业银行旗下的现金管理类理财产品配置结构与理财公司一致, 则 1H22 末银行理财配置债券、现金及银行存款、同业存单、拆放同业及债券买入返售的规模分别为 3.63 万亿元、1.63 万亿元, 3.53 万亿元、0.16 万亿元。

▶ 债券类资产较年初减配 1.04 万亿元, 我们认为主要由于降低产品久期、赎回信用等级在 AA+ 以下的债券所致。

▶ 同业存单较年初增配 0.38 万亿元, 我们认为主要由于同业存单是兼具收益性与流动性的优质资产, 且《通知》在集中度方面进行了约束放松。《通知》规定, “每只现金管理类产品投资于主体信用评级为 AAA 的同一商业银行的银行存款、同业存单占该产品资产净值的比例” 从原先 “合计不得超过 10%” 提升至 “合计不得超过 20%”, 同业存单配置空间被打开。

▶ 现金及银行存款增配 0.41 万亿元, 我们认为主要处于保障产品高流动性的需求所致。

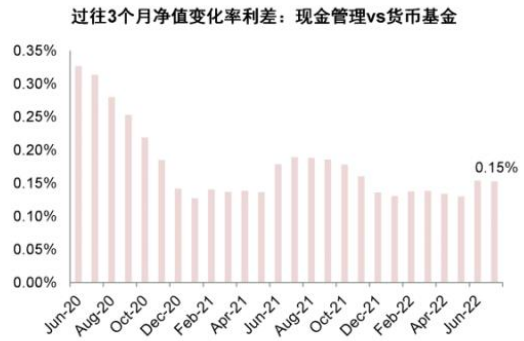
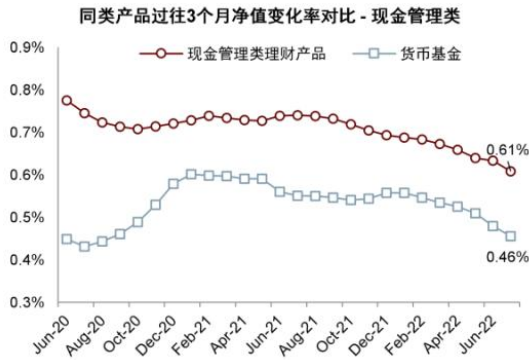
图表 16: 理财公司现金管理类理财产品资产配置呈现增配现金及银行存款、同业存单, 减配债券的趋势



资料来源: 银行业理财登记托管中心, 中金公司研究部 (注: 1、2021 年末现金管理类理财产品总规模为 9.29 万亿元, 假设 1H22 末现金类产品规模为 9 万亿元; 2、假设商业银行旗下现金管理类理财产品资产配置机构与理财公司一致)

现金管理类理财产品相较货币基金仍有一定收益率利差, 预计下半年延续资产配置结构调整趋势。由于目前监管差异仍存, 现金管理类理财产品仍较货币基金有一定的收益优势, 我们观测全市场现金管理类理财产品过去 3 个月的净值变化率领先货币基金 15bp。我们认为, 下半年存续规模达 9 万亿元的现金管理类理财产品仍需要在产品久期与信用布局等方面进行整改, 直至现金类产品收益与货币基金趋同, 所以我们预计减配长久期债券、增配同业存单与现金存款的趋势预计将在下半年得到延续。

图表 17: 截至目前, 现金管理类理财产品仍较货币基金有一定的收益率溢价



资料来源：普益标准金融数据平台，Wind，中金公司研究部（注：收益率计算方式为加权平均）

● 预计非标资产配置空间将进一步承压，对银行理财收益带来考验

资管新规后，银行理财非标资产配置空间逐步被压缩。截至 1H22 末，银行理财配置非标资产规模共计 2.27 万亿元、占比 7.1%，不管是配置规模还是比例都创了 10 年来的新低。我们认为，非标资产的配置在供给和需求端都受到了约束：在供给端，随着房地产行业与城投平台发展增速降档，高收益的非标资产持续缩水；在需求端，资管新规对于资管产品配置非标资产的配置的行为进行了约束，尤其是在久期匹配端。具体来看，约束范围包括：

► **规模上限：**在任何时点不超过其管理的全部资产管理计划净资产的 35%。（商业银行额外限制：不得超过本行上一年度审计报告披露总资产的 4%）

► **久期匹配**: 资产管理产品直接或间接投资于非标准化债权类资产的, 其终止日不得晚于封闭式资产管理产品的到期日或开放式资产管理产品的最近一次开放日。

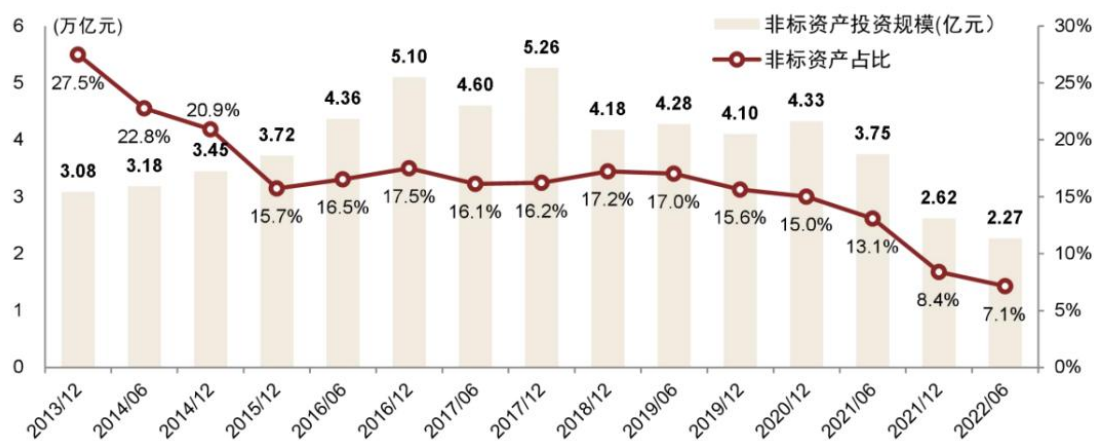
► **权益类非标资产投资要求**: 仅封闭式产品可投, 并明确股权及其收(受)益权的退出安排, 其退出日不得晚于封闭式资管产品的到期日。

封闭式产品占比进一步走低, 根据久期匹配原则可配置非标资产的产品比例降低。截至 1H22 末, 开放式、封闭式理财产品规模分别为 24.29 万亿元、4.86 万亿元, 规模较年初分别增长 0.51 万亿元、降低 0.36 万亿元; 从结构上来看, 开放式、封闭式产品分别占比 83.3%、16.7%, 封闭式产品较年初降低 1.3 个百分点。由于非标资产久期匹配原则以及非标资产长久期的特征, 绝大多数开放式产品并无法配置非标资产; 随着封闭式产品的规模压降, 理财产品配置非标资产的空间逐步受限。

理财机构致力于拉长封闭式产品久期, 1 年期以上封闭式产品占比提升。上半年尽管封闭式产品整体规模承压, 但从期限结构上来看有一定的积极因素。截至 1H22 末, 封闭期在 1 年以上的封闭式产品规模共计 3.44 万亿元, 较年初增长 0.15 万亿元; 占全部封闭式产品的比例提升 8.0ppt 至 71.2%。从新发封闭式产品来看, 新发产品平均期限逐步拉长, 2022 年 6 月份新发封闭式产品平均期限达到 443 天。

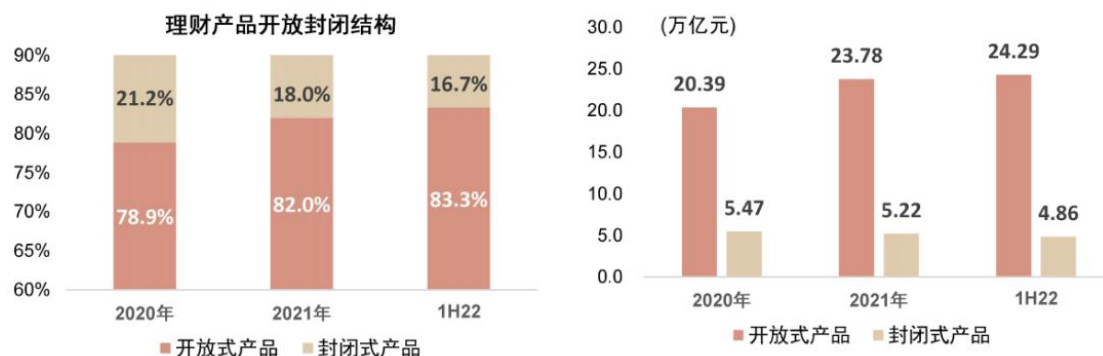
我们预计随着非标资产的配置空间逐步收缩，理财产品收益承压，但长久期产品仍能保持较高收益。我们测算，目前非标资产可以为全部非现金固收类产品、混合类产品贡献 5.0bp、8.6bp 的超额收益，若剔除开放式产品贡献超额收益比例更高。我们认为，非标资产供需两端的压力，将导致非标资产可贡献超额收益承压，相对公募基金的资产配置优势被削弱，我们预计将受到公募固收产品更为激烈的竞争。但新发封闭式产品的久期逐步拉长，可以给予非标资产更充分的配置空间，例如目前试点的养老理财产品（期限为 5 年），仍旧可以通过配置丰富的非标资产解决银行理财的资产荒问题，实现较高的收益率表现。

图表 18：资管新规后，银行理财非标资产配置规模与占比双降



资料来源：银行业理财登记托管中心，中金公司研究部（注：2020 年及以后数据非标资产口径根据《标准化债权类资产认定规则》发生调整，将原先理财直接融资工具、新增可投资资产并入非标资产口径，所涵盖资产范围扩大）

图表 19：2022 年上半年，开放式产品更受到投资者青睐，贡献了 0.51 万亿元的规模增量



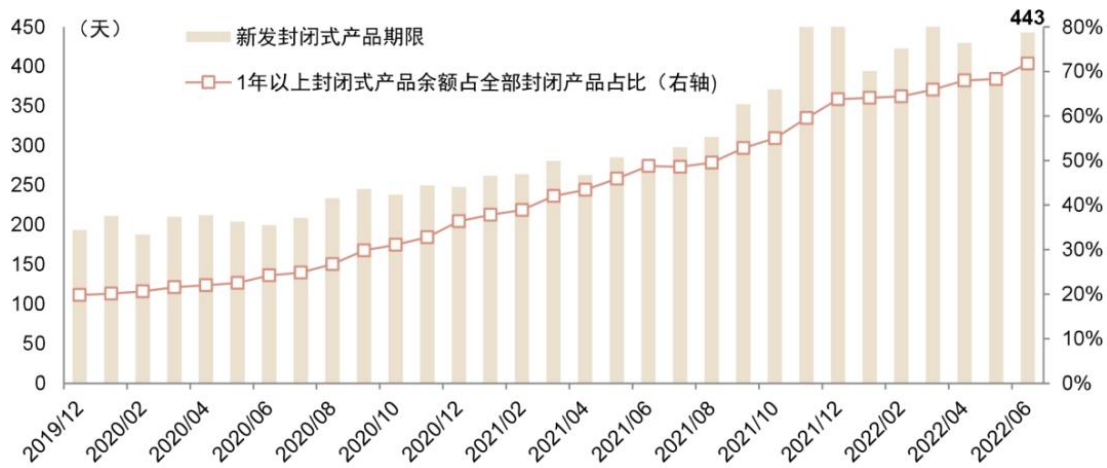
资料来源：银行业理财登记托管中心，中金公司研究部

图表 20：封闭期在 1 年以上的理财产品规模实现增长



资料来源：银行业理财登记托管中心，中金公司研究部

图表 21：新发封闭式产品平均期限逐步拉长



资料来源：银行业理财登记托管中心，中金公司研究部

渠道篇：展望理财产品销售的多元渠道布局空间

● 三大因素助力他行代销实现快速突破

理财机构积极探索行外销售渠道。截至 2022 年上半年末，有存续产品的 25 家理财机构（包含合资理财公司）中有 22 家理财公司的理财产品均拓展了其他银行的他行渠道，仅 3 家理财机构产品仅由母行销售。从上半年理财产品销售情况来看，1-6 月逐月分别有 11.0%、10.7%、12.9%、12.0%、13.0%、12.5%的理财产品通过他行代销与理财机构直销进行销售（以前者为主）。而截至 2021 年末，全市场 94.1%的存续产品依赖母行渠道销售，他行代销、理财机构直销占比仅 5.5%、0.4%。**理财机构直销渠道布局初探。**2022 上半年，共有 13 家理财公司开展了直销业务，累计直销金额达 0.15 万亿元，

占理财机构上半年销售总额的 0.57%。

银行理财供给侧改革带来的中小银行代销机遇。截至目前，29 张理财牌照（25 家理财子公司和 4 家合资理财公司）已覆盖约 85%的理财市场空间，对于规模体量、资源投入相对有限的中小银行机构，监管已开始指导不可新增理财投资，我们认为此类机构或逐步退出资管业务。另外，银保监会在过去 1 年内并无新增理财牌照发放（上一张牌照为恒丰银行于 2021 年 6 月获批）。

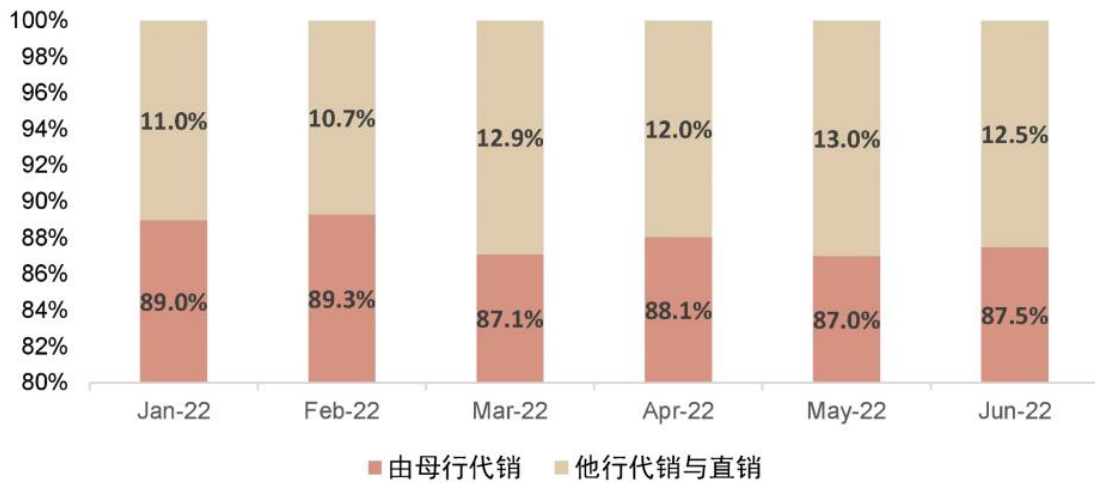
我们认为，银行理财的供给侧改革正在发生，预计后续理财牌照发放数量有限，可能仅少部分几家头部区域行有望获得新增理财牌照。对于大多数中小银行而言，成立理财子公司对于专业能力、人力资源投入、金融科技系统支持等多方面都提出了较高的要求，成本负荷压力较大；所以从资管转代销，已经成为未来理财业务整改的必经之路。在此背景之下，对于大部分未获得理财牌照的中小银行，理财业务供给量已逐步无法满足客户需求量，从而加速引入外部理财机构、实现代销产品布局发力，以补足客户理财投资的需求缺口。**我们认为，对于理财机构而言，应充分把握中小银行理财产品代销的需求增长，加大金融科技研发/投入力度实现机构间系统的快速对接，并依靠优质产品输出与中小银行建立业务合作关系，以抢占中小银行理财产品代销的蓝海市场。**

开放财富管理平台为头部理财机构的优质产品带来业务空间。部分深耕财富管理业务的商业银行，秉持着以客户为中心的管理理念，积极引入外部资管机构资管产品，以期¹为财富管理客户提供更全面、更优质的资产配置服务；同时，引入外部资管产品亦带来较大的内部竞争，从而有望形成鲶鱼效应，激励理财子公司推进能力建设。以招商银行为例，在“大财富价值管理循环链”的战略之下，公司零售金融业务搭建了开放的产品平台和运营平台，在理财业务方面共引入 9 家友行理财子公司产品进入零售产品体系，构建一站式理财代销平台。我们认为，开放的财富管理经营模式，为头部理财机构的优质产品提供了展业空间，资产供给能力更强、产品风险收益表现更优的理财机构有望实现更快的他行销售规模增速。

他行代销是区域性理财机构实现异地拓展的有效途径。区域性银行目前已无法在异地新设分支机构，而理财牌照则可以涵盖全国范围，由此理财子公司成为了区域性银行异地拓展的有效方式。以杭银理财位列，公司目前已与超 30 家商业银行签定代销合作协议，在全国接近 20 个省市销售杭银理财的产品[3]；而杭州银行母行的分支机构仅覆盖了 6 个省市。我们认为，理财业务外拓对于区域性银行而言有着更为重要的战略意义，从渠道布局方面有更高倾向突破母行渠道的区域经营限制、更为积极拓展他行代销。

图表 22：2022 年上半年他行代销发力，更多产品销售不依赖于母行渠道

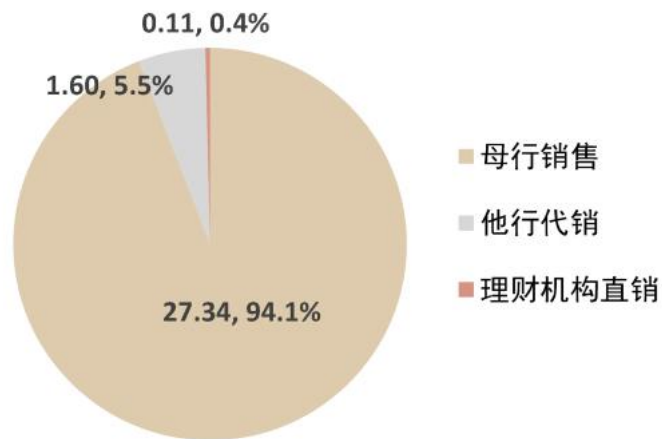
1H22理财产品销售渠道结构



资料来源：银行业理财登记托管中心，中金公司研究部

图表 23：年初仅 5.9%的存续产品由非母行渠道销售

(万亿元) 2021年存续理财产品销售渠道结构



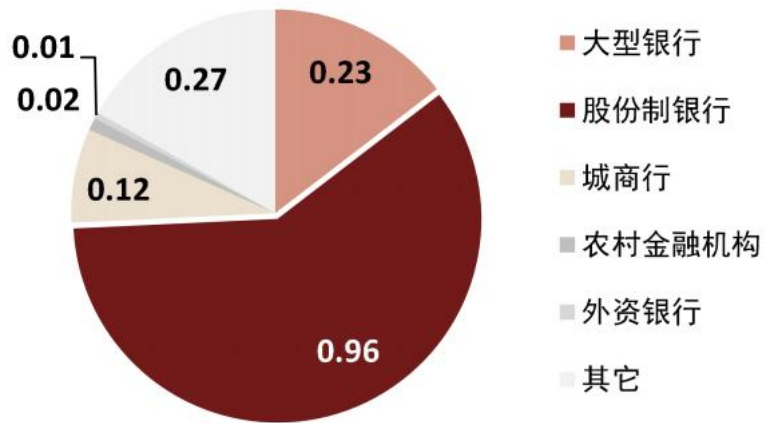
资料来源：银行业理财登记托管中心，中金公司研究部

注：1H22 未更新上述数据

图表 24：股份行更为积极销售他行理财产品

(万亿元)

他行代销产品销售银行



资料来源：银行业理财登记托管中心，中金公司研究部

注：1H22 未更新上述数据

图表 25：我们预计目前 29 张理财牌照已覆盖约 85%的理财市场，后续理财牌照发放将收紧，

他行代销空间被打开

银行类别	银行名称	子公司全称	公告时间	获批时间	开业时间	注册资本 (亿元)	建设进展	2021非保本理财 规模 (亿元)
国有行	工商银行	工银理财有限责任公司	2018.11	2018.12	2019.05	160	已开业	25,864
	农业银行	农银理财有限责任公司	2018.11	2019.01	2019.07	120	已开业	22,109
	建设银行	建信理财有限责任公司	2018.11	2018.12	2019.05	150	已开业	23,723
	中国银行	中银理财有限责任公司	2018.11	2018.12	2019.06	100	已开业	17,108
	交通银行	交银理财有限责任公司	2018.05	2019.01	2019.06	80	已开业	14,263
	邮储银行	中邮理财有限责任公司	2018.12	2019.05	2019.12	80	已开业	9,153
股份行	招商银行	招银理财有限责任公司	2018.03	2019.04	2019.10	55.56	已开业	27,775
	兴业银行	兴银理财有限责任公司	2018.08	2019.06	2019.12	50	已开业	17,856
	中信银行	信银理财有限责任公司	2018.12	2019.12	2020.07	50	已开业	14,033
	浦发银行	浦银理财有限责任公司	2018.08	2020.08	2022.01	50	已开业	11,705
	光大银行	光大理财有限责任公司	2018.06	2019.04	2019.09	50	已开业	10,674
	平安银行	平安理财有限责任公司	2018.06	2019.12	2020.08	50	已开业	8,721
	华夏银行	华夏理财有限责任公司	2018.04	2020.04	2020.09	30	已开业	6,101
	广发银行	广银理财有限责任公司	2018.07	2020.07	2021.12	50	已开业	1,927
	民生银行	民生理财有限责任公司	2018.06	2020.12	2022.06	50	已开业	10,128
	恒丰银行	恒丰理财有限责任公司	2021.06	2021.06	2022.08	20	已开业	1,274
	渤海银行	渤海理财有限责任公司	2021.04	2021.04		20	批准筹建	1,961
城商行	上海银行	上银理财有限责任公司	2019.01	2021.07	2022.03	30	已开业	4,288
	江苏银行	苏银理财有限责任公司	2018.02	2019.12	2020.08	20	已开业	4,149
	宁波银行	宁银理财有限责任公司	2018.05	2019.06	2019.12	15	已开业	3,323
	杭州银行	杭银理财有限责任公司	2018.08	2019.06	2019.12	10	已开业	3,067
	南京银行	南银理财有限责任公司	2018.06	2019.12	2020.08	20	已开业	3,271
	徽商银行	徽银理财有限责任公司	2018.01	2019.08	2020.04	20	已开业	2,252
	青岛银行	青银理财有限责任公司	2018.12	2020.02	2020.11	10	已开业	1,678
农商行	重庆农商行	渝农商理财有限责任公司	2019.04	2020.02	2020.06	20	已开业	1,219
中外合资	中国银行/东方汇理	汇华理财	2019.12	2019.12	2020.09	10	已开业	
	建设银行/贝莱德/淡马锡	贝莱德建信理财	2021.05	2021.05	2021.09	10	已开业	
	交银理财/施罗德投资管理	施罗德交银理财	2021.02	2021.02	2022.01	10	已开业	
	工银理财/高盛资管	高盛工银理财	2021.05	2021.05	2022.06	10	已开业	
合计			合计市场份额					85%

资料来源：银行业理财登记托管中心，中金公司研究部（注：大部分银行机构尚未披露 1H22 报表，最新理财规模数据为 2021 年末节点数据）

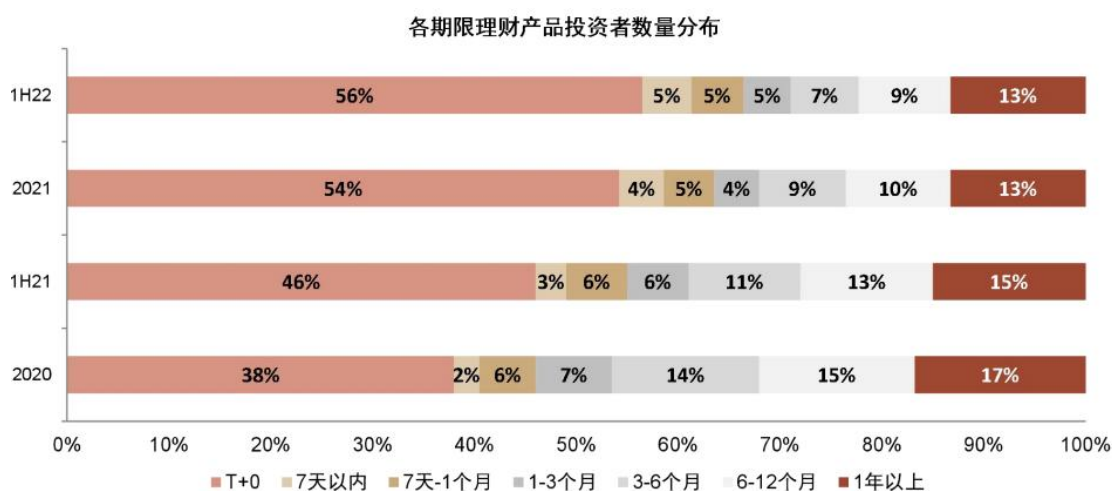
投资者行为篇：理财客群的行为偏好带来哪些业务机遇

- T+0 产品仍保持旺盛需求，如何接续现金类产品整改后的流动性管理需求成为一大关键

T+0 型与 7 天以内产品受到投资者欢迎，1 年期以上产品投资者分布保持稳定。各期限理财产品投资者数量分布呈现两级分化的趋势。一方面，流动性管理工具受到投资者青睐，持有 T+0 型理财产品和 7 天以内理财产品投资者数量占比分比较年初提升 2 个百分点、1 个百分点至 56%、5%，主要消化了 1-3 个月短中期理财投资的需求。另一方面，2022 年上半年长久期理财投资需求保持稳定，持有 1 年期以上产品的投资者数量占比稳定在 13%，这一特征与 1 年期封闭式产品规模快速提升相呼应。

寻找同类替代产品、合理安排 T+1 切换节奏、与渠道端配合完善投资者教育。由于监管差异仍存，目前现金管理类理财产品仍较货币基金有一定的收益优势；另外，大部分现金类产品仍可以按照 T+0 的形式进行赎回。高流动性以及相对的高收益，使得目前现金管理类理财产品仍保持旺盛的需求，整体产品规模保持相对稳定、投资者数量稳步提升。但随着年底现金类产品完成整改，在收益方面现金类产品收益率将于货基基本趋同，在流动性方面仅 1 万元可以在 T+0 赎回、剩余额度至少在 T+1 才可赎回。高收益与高流动的属性被削弱后，我们预计现金类产品将流失部分投资者需求。对于理财机构而言，我们认为可以适当合理安排 T+0 型产品的流动性切换，循序渐进引导投资者逐步过渡，通过日开型产品、最短持有期型产品、同业存单指数类产品接续部分投资者的流动性管理需求，并与渠道端合作完善投资者教育、做好投资预期铺垫。

图表 26：各期限理财产品投资者数量分布：T+0 型与 7 天以内产品投资者分布进一步提升



资料来源：银行业理财登记托管中心，中金公司研究部

● 理财客户倾向持有多家理财机构的理财产品

投资者理财机构选择集中度较高，但边际上倾向于配置多家机构的理财产品。根据银行业理财登记托管中心披露，截至 1H22 末，76.4% 的理财客户仅持有一家理财机构的理财产品，14.7%、8.9% 的理财客户分别持有 2 家理财机构、3 家及以上理财机构理财产品，整体呈现集中度较高的分布。但从边际变化上来看，持有 3 家及以上理财机构理财产品的投资者数量占比较年初提升 1.7 个百分点，持有 2 家机构理财产品的投资者数量占比提升幅度为 0.2 个百分点，边际上呈现出多元化产品配置的趋势。上述变化我们认为主要有以下两大原因：

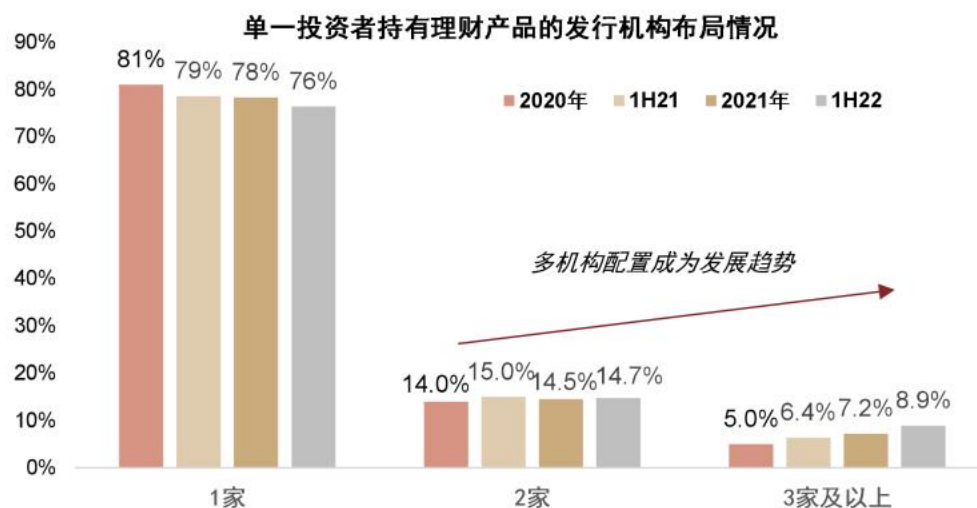
► 多产品配置有利于降低收益波动: 在今年较为波动的市场环境之下, 理财产品面临了一定程度的回撤与破净, 这对于部分习惯于保本刚兑、收益率曲线平稳上行的理财客群而言, 可能面临了超出其风险承受范围的回撤和损失。我们认为, 随着净值化时代的到来, 理财客群在购买理财产品的过程中可能会更为审慎, 倾向于货比三家、或实现多只产品配置, 以期满足其稳健保值、增值的诉求, 避免因全部投资一款产品而遭受较大回撤与损失。

► 理财客户资产配置理念逐步提升: 在净值化时代, 随着投资者教育的推进、以及财富管理需求的扩容, 理财客群的投资行为逐步专业化, 部分客群从单一产品配置转向多元产品均衡配置。

我们预计, 随着投资者教育的逐步深化, 渠道对于理财客群的投资行为的影响将逐步降低。目前理财行业呈现“渠道为王”的结构, 即掌握更多客群、网点的银行机构, 享有了更大的理财市场份额。从投资者行为来看, 大部分投资者并不具备有效甄别不同理财产品优劣的能力, 通常倾向于选择银行平台推荐的理财产品; 所以, 掌握更多主办行客户的商业银行, 可为其理财子公司实现业务引流、助力规模放量。但我们认为, 对于专业的投资者, 销售渠道并不是决定其购买行为的主要因素, 产品业绩是否超出同业表现、是否适配于风险偏好与投资需求才是决定性因素; 理财机构应在投研、人力资源布局方面加大力

度，积极对标中外顶尖资管机构，依赖于渠道客群资源并非资管机构的长期可持续之举。

图表 27：单一投资者持有理财产品的发行机构分布情况



资料来源：银行业理财登记托管中心，中金公司研究部

- **理财客群投资风格趋于保守稳健，存款配置可能吸纳了部分理财需求**

理财投资者风险偏好分布趋于稳健保守。截至 1H22 末，风险偏好为一级（保守）、二级（稳健型）、三级（平衡性）的投资者数量占比分别为 14.0%、35.5%、29.5%，其中二级风险偏好客群占比较年初提升 0.6 个百分点，中低风险偏好客群偏好向二级稳健型特征收拢。对于中高风险偏好客群，截至 1H22 末四级（成长型）、五级（进取

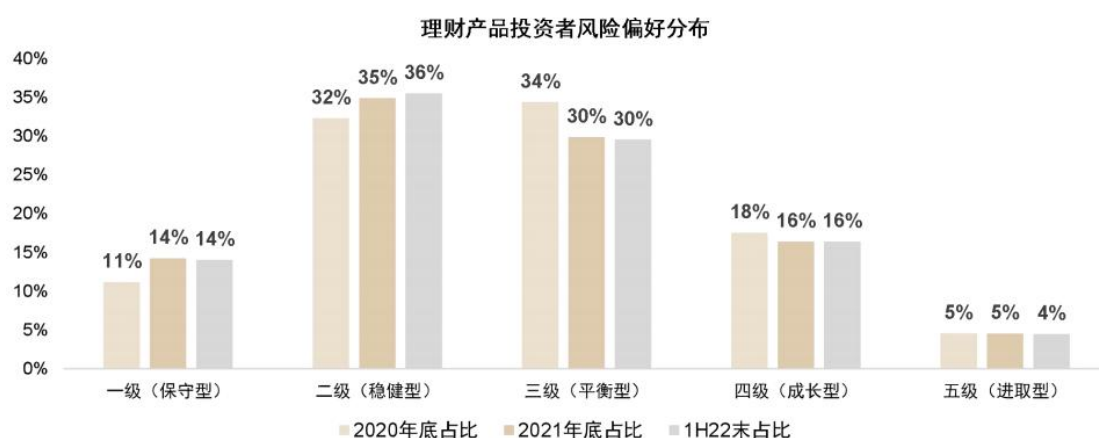
型) 投资者数量占比分别为 16.4%、4.5%，基本与年初持平。

一级低风险、二级中低风险理财产品在上半年实现快速增长。截至 1H22 末，一级低风险、二级中低风险理财产品规模分别录得 4.92 万亿元、20.05 万亿元，较年初增长 5.1%、3.5%；占存续理财产品的比例分别为 16.9%、68.8%，较年初提升 0.75ppt、1.94ppt。而中高风险产品规模与占比均有一定回撤，1H22 末三级中风险、四级中低风险产品规模分别录得 4.08 万亿元、0.07 万亿元，较年初降低 15.5%、12.5%；占存续理财产品的比例为 14.0%、0.24%，较年初降低 2.66ppt、0.04ppt。

资本市场波动、净值化转型的估值切换是驱动投资者风偏降低的核心原因。今年 3-4 月“股债双杀”的局面导致理财产品收益承压，叠加银行理财进入净值化时代、投资者感受到的净值波动相较以往被放大。投资者在遭遇一定程度的收益回撤与损失后，短期内风险偏好呈现下行趋势，希望获得更稳定的投资收益，而这一行为也影响的各家理财机构的产品发行节奏与资产配置机构。我们认为，回撤控制能力较强的理财机构有望在短中期实现规模增长相对较优的表现；但从中长期来看，长期稳定的绝对收益需要依靠较强的资产配置与投资交易能力。目前银行理财债券类资产投资相对更倾向于持有至到期，而公募基金更善于把握某一类资产增值的阶段性交易机会。

另外，资本市场表现不佳亦驱动居民、企业存款高增，或吸纳部分理财产品配置需求。7月居民存款和公司存款分别同比多增10220亿元/2700亿元，截至7月末居民、企业存款规模分别同比增长10.4%、14.0%，录得近1年最快增速；同时也推动M2同比增速上升0.6ppt至12.0%，创2016年5月以来新高。部分风险偏好较低的理财客群在资本市场大幅波动的背景之下，选择了最安全的存款作为首要避险工具、以获得最稳定的收益，或吸纳了部分的理财产品配置需求。

图表 28：理财产品投资者风险偏好分布：二级稳健型风险偏好投资者占比持续提升



资料来源：银行业理财登记托管中心，中金公司研究部

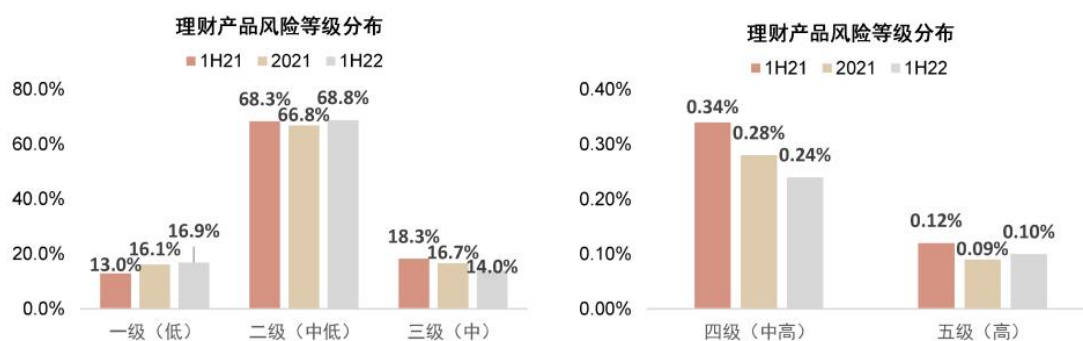
图表 29：存续银行理财产品以二级中低风险为主

1H22	万亿元	一级（低）	二级（中低）	三级（中）	四级（中高）	五级（高）	合计
银行机构	存续金额	1.19	7.54	1.23	0.04	0.01	10.01
	占比	11.9%	75.3%	12.3%	0.40%	0.10%	100%
理财公司	存续金额	3.73	12.51	2.85	0.03	0.02	19.14
	占比	19.5%	65.4%	14.9%	0.16%	0.10%	100%
全市场	存续金额	4.92	20.05	4.08	0.07	0.03	29.15
	占比	16.9%	68.8%	14.0%	0.24%	0.10%	100%

资料来源：银行业理财登记托管中心，中金公司研究部

图表 30：存续理财产品风险等级分布情况（银行理财通常按照是否影响本金与收益进行风险等

级划分



资料来源：银行业理财登记托管中心，中金公司研究部

图表 31：7 月 M1/M2 同比增长 6.7%/12.0%，较上月上升 0.9/上升 0.6 个百分点



资料来源：Wind，中金公司研究部

图表 32：2022 年以来居民存款和公司存款同比增速提升



资料来源：Wind，中金公司研究部

机构篇：从“渠道为王”到“产品为王”，理财机构需把握能力建设的黄金窗口期

- 2022 年是理财机构能力分化的起点，预计头部理财机构集中度将提升

头部理财子公司、合资理财公司在投研能力建设、产品布局领域已着手实现突破。尽管目前银行理财公司产品谱系相对同质化，过去 3 年理财行业的市场份额保持平稳，但头部理财子公司已基于领先于同业的经营建设理念及更大规模的资源投入，在人力配置、组织架构、

薪酬结构、产品谱系、金融科技投入等方面实现突破，并逐步从经营非标资产的信贷文化过渡为更贴进市场的资管文化。我们认为，2022年将是理财子公司经营能力分化的起点、也是重要的资源投入期，预计能力建设领先的头部机构将依靠产品能力获取更大的市场份额。

错失早期资源投入发展机遇可能再无机会弥补。我们认为，理财机构需在行业发展的早期充分把握资源投入的黄金窗口期，当头部机构发挥先发优势实现规模早期的快速增长放量，追赶者可能很难夺回失去的市场份额。而在资管新规后时代，中国资管市场正处于规范化快速增长的早期；从居民财富积累情况来看，中国现阶段与美国 20 世纪 80 年代末、90 年代初相似，且居民资产配置正处于从房地产资产转向金融资产的拐点。目前各类机构正处于积极抢占市场份额的阶段，也正是理财机构能力建设的黄金窗口期。我们认为，倘若错失了现阶段资源投入的时期，在 5-10 年后资管行业、理财行业或已呈现一定程度的分化，届时可能难以再弥补能力以及市场份额的缺口。

我们预计银行渠道对理财机构市场份额的保护将被逐步削弱，而产品实力的重要性逐步提升。目前银行理财行业，由于机构、产品之间较高的同质性，呈现“渠道为王”的特征，即机构的渠道能力大体决定了目前理财行业的市场份额。目前，母行具有丰富网点与客户储备的国有大行理财机构，以及母行财富管理业务发展领先的股份行理财机构，享有了更丰富的母行客群与营销资源；而区域行理财机构受限于

网点、渠道、客群布局的地域限制，理财业务规模与头部理财机构具有较大差距。向前看，我们认为随着资管业务功能监管的逐步落地推动互联网渠道开放理财产品销售，以及个人养老金个人账户制的建设逐步完善，理财产品/资管产品的销售渠道将更为多元，从而一定程度削弱母行对理财子的渠道保护；在更为公平的竞争平台上，投资者“用脚投票”的投资行为模式将意味着产品业绩表现、资管机构品牌认知将逐步成为影响市场份额的关键因素。

图表 33：随着理财产品/资管产品销售渠道逐步多元化，产品业绩表现与品牌认知度对市场份额的影响将更为重要



资料来源：中金公司研究部

风险提示

现金管理类理财产品整改压力超预期。我们认为，今年现金管理类理财产品的资产配置调整、T+0 模式向 T+1 的切换，可能给现金类产品造成一定的资金流出压力。从具体时点来看，我们预计理财机构或集中在年末 12 月左右，将存续 T+0 现金类产品调整为 T+1 的赎回模式；对于资产配置有较高流动性的客群而言，可能会寻找其他类似的产品作为替代。我们认为，倘若现金类产品整改大于市场预期、面临大规模资金赎回，转而抛售债券、同业存单等资产，则可能对上述底层资产价格造成负面扰动。

居民投资意愿保持低位。从目前投资环境来看，居民更倾向持有存款、而非资管产品。如果宏观经济环境复苏力度不及预期、资本市场“赚钱效应”较差，我们认为可能会对下半年理财规模增长造成一定的压力，居民或持续持有存款类资产。

附注：

[1] 混合类产品与权益类产品。

[2] 《关于规范现金管理类理财产品管理有关事项的通知》产品久期规定：商业银行、理财公司每只现金管理类理财产品投资组合的平均剩余期限不得超过 120 天，平均剩余存续期限不得超过 240 天；且投资债券、在银行间市场和证券交易所市场发行的资产支持证券的剩余期限需在 397 天

以内 (含 397 天) 。

[3] 基于公开资料整理。

文章来源

本文摘自：2022 年 8 月 24 日已经发布的《新时代银行理财的十大发展特征》

王子瑜 SAC 执证编号：S0080522070019；

吕松涛 SAC 执证编号：S0080122010077；

张帅帅 SAC 执证编号：S0080516060001；SFC CE Ref: BHQ055