

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

银行理财产品专题研究之十一 | 2022.7.29

中信证券研究部

核心观点



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 \$1010517110001



唐栋国 组合配置分析师 S1010520100002

截至 2022Q2, 累计 29 家理财公司获批、27 家开业。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。2022Q2 期间,理财产品业绩表现回暖,权益类、混合类、固收类产品季度平均收益分别为 2.3%、1.22%、0.97%; "破净率"逐步修复,从 4 月的 12.8%下降至 6 月的 5.2%。养老理财产品规模 585 亿,业绩表现稳健,上半年收益中枢约 2.3%。随着个人养老金制度相关政策落地,养老理财产品规模有望实现稳步增长。

- 监管政策:强化理财公司内控管理,促进商业养老金融业务发展。理财公司内控管理遵循问题导向、行业对标和风险底线三项原则,也是理财行业迈向高质量发展的重要制度保障。规范和促进商业养老金融业务发展,能够推动银行保险机构发挥自身优势,更好地服务多支柱养老体系建设。
- 理财市场概况: 截至 2022Q1, 理财产品存续规模 28.4 万亿, 环比小幅下降 2.2%。理财公司产品存续规模达 17.3 万亿, 市场份额占比 61%。理财产品以公募型、固收类、开放式、中低风险等级的产品为主。债券仍为理财产品最主要的配置方向,近年来公募基金配置比例上升。
- 银行机构理财产品跟踪:截至 2022Q2,发行机构以股份行为主,占比 46%。运作模式以开放式为主,占比 80%。投资期限以 T+0、6~12 个月为主,占比分别为 33%、21%。投资性质以固收类为主,占比 97%。
- 理财公司理财产品跟踪: 截至 2022Q2, 29 家理财公司获批、27 家开业。 国有行、股份行理财公司规模占比居前,分别为 47%、41%。运作模式以 开放式为主,占比 81%。投资期限以 T+0、1~3 年、6~12 个月为主。投资 性质以固定收益类为主,占比 93%。
- 理财产品业绩:表现回暖、"破净率"逐步修复。2022Q2 期间,理财产品业绩表现回暖,权益类产品尤为明显,权益类/混合类/固收类产品季度平均收益分别为 2.3%/1.22%/0.97%。随着权益市场回暖,理财产品"破净率"逐步修复,从 4 月的 12.8%下降至 6 月的 5.2%。
- 热点关注之一: 个人养老金制度为养老理财打开长期空间。截至 2022 年 7 月 22 日, 养老理财产品存续规模 585 亿。业绩表现稳健,在 1 季度市场下跌行情中较好地控制住了回撤,代表性产品上半年收益中枢约 2.32%,最大回撤约年化收益约-0.25%~-0.5%。预计个人养老金制度将为养老理财产品打开长期空间,养老理财产品也将逐步加大目标日期类策略的探索。
- 热点关注之二:依托配置指数、构建稳健收益产品。环境变化催生大类资产配置需求,多家理财机构发布资产配置指数。各配置指数长期业绩稳健,部分指数在 2022 年上半年面临一定业绩压力。以"固收+场外期权"形式构建挂钩配置指数的理财产品,能够实现更为稳健的业绩表现。
- 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

监管政策:强化理财公司内控管理,促进商业养老金融业务发展	4
理财公司内控管理:问题导向、行业对标、风险底线	4
促进商业养老金融业务发展,服务多层次养老体系建设	4
理财公司理财产品纳入保险资金可投范围	6
理财市场概况: Q1 存续规模 28.4 万亿, 公募基金配置比例提升	6
规模:2022Q1 理财产品存续规模 28.4 万亿	
转型:净值化比例超 94%	7
结构:理财公司市场份额占比超6成	7
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	9
银行机构理财产品跟踪:股份行占比 46%, 固收类占比 97%	10
机构类型:股份行产品规模占比最高,但比例有所下滑	
运作模式: 开放式产品规模占比 80%	11
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
理财公司理财产品跟踪: 29 家获批,产品业绩回暖、"破净率"逐步修复	13
机构动态: 29 家获批、27 家开业	13
机构类型:国有行、股份行理财公司规模占比居前	
运作模式:开放式产品规模占比 81%	15
投资性质: 固收类产品规模占比 93%	15
投资期限: T+0、1~3 年产品规模占比较高	16
业绩:理财产品表现回暖,"破净率"逐步修复	17
热点关注之一: 个人养老金制度为养老理财打开长期空间	18
市场概况:规模合计 585 亿,业绩表现稳健	18
收益平滑机制: 养老理财产品最具创新性的设计	21
展望: 个人养老金制度为养老理财产品打开长期空间	21
热点关注之二:依托配置指数、构建稳健收益产品	24
环境变化催生大类资产配置指数需求	
多家商业银行、理财公司发布资产配置指数	25
代表性产品分析	26
风险因素	27
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	
图 3: 理财公司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	
图 5: 理财产品的投资性质分类	
图 6: 理财产品的运作模式分类	9



图 7: 理财产品的风险等级分类	9
图 8: 理财产品的资产配置	9
图 9: 理财产品在权益类资产、公募基金方向的配置比例的变动	10
图 10: 理财公司各类理财产品的配置比例	10
图 11:银行机构理财产品的机构类型分布(存续规模占比)	11
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)	12
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)	13
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)	15
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)	16
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)	17
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	18
图 24: 存续的养老理财产品数量及规模统计	19
图 25: 代表性养老理财产品的净值曲线	
图 26: 预计个人养老金制度落地需要四方面配套政策出台	22
图 27: 养老型金融产品的主要类型	
图 28: 美国目标日期/目标风险基金规模变化(单位:十亿美元)	
图 29: 养老场景案例的模型测算流程	
图 30: 基于蒙特卡洛模拟的下滑轨道设计结果	24
图 31: 降低组合风险的三种途径	
图 32: 挂钩配置指数理财产品的策略构建	
图 33: 挂钩配置指数理财产品的净值曲线	27
表格目录	
火山口 水	
表 1:《理财公司内部控制管理办法(征求意见稿)》的主要内容	1
表 2:《关于规范和促进商业养老金融业务发展的通知》的主要内容	
表 3: 获批理财公司的基本信息(同类型中按获批时间排序)	
表 4: 理财公司非现金管理类理财产品的业绩统计(%)	
表 5: 存续的养老理财产品的基本信息	
表 6: 代表性养老理财产品的量化指标	
表 7: 养老理财产品的收益平滑机制设计对比	
表 8: 海外目标日期基金中下滑轨道设计的主要方法论	
表 9: 海外日秋日别叁亚中下月初旦区口的土安万法比	
- AV	/0



监管政策:强化理财公司内控管理,促进商业养老金 融业务发展

理财公司内控管理:问题导向、行业对标、风险底线

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)》(以下简称《办法》). **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,银保监会制定《办法》并公开征求意见。

《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 41 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。

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、监督管理等内容。
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
另一早 内部任制联页		分工和定位等内容。
		细化理财公司在内控制度、产品设计和存续期管理、投资和交易制度流程、
第三章	内部控制活动	重要岗位关键人员管理、关联交易管理及与母行风险隔离等方面的监管要
		求。
** m ÷	<u></u>	明确理财公司在信息系统管理、网络和信息安全管理、会计制度、内控和绩

表 1:《理财公司内部控制管理办法(征求意见稿)》的主要内容

附则 第六章 暂未公布办法正式施行时间。 资料来源:银保监会官网,中信证券研究部

内部控制保障

内部控制监督

第四章

第五章

《办法》主要遵循问题导向、行业对标和风险底线三项原则。一是坚持问题导向,针 对理财公司内控管理问题提出具体要求,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。

效考评、内控培训等方面应遵循的监管要求。

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。

《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。

促进商业养老金融业务发展,服务多层次养老体系建设

为深入贯彻党中央、国务院关于规范发展第三支柱养老保险的决策部署,推动银行保 险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》(以下简称《通知》)。《通知》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。

《通知》一共十三条,主要包括四方面内容:一是明确了商业养老金融的发展理念,支持和鼓励银行保险机构发展相关业务,丰富产品供给。二是突出养老属性,规定了银行保险机构开展商业养老金融业务的基本标准和原则。三是强调银行保险机构要充分披露信息,开展消费者教育,培育养老金融理念。四是对银行保险机构开展商业养老金融业务组织实施、管理机制、费用政策等方面提出了基本要求,并明确了不规范业务的清理安排。

表 2:《关于规范和促进商业养老金融业务发展的通知》的主要内容

序号	核心内容	详细内容
第一条	明确商业养老金融业务的 范畴和属性	支持和鼓励银行保险机构依法合规发展商业养老储蓄、商业养老理财、商业养老保险、商业养老金等养老金融业务,向客户提供养老财务规划、资金管理、风险保障等服务,逐步形成多元主体参与、多类产品供给、满足多样化需求的发展格局。
第二条	体现养老属性	银行保险机构开展商业养老金融业务应体现养老属性,产品期限符合客户长期养老需求和生命 周期特点,并对资金领取设置相应的约束性要求。
第三条	明确特殊情况的流动性安 排	银行保险机构应在产品合同中与客户对特殊情形下的流动性安排作出明确约定,但不得以期限 结构化设计等方式变相缩短业务存续期限。
第四条	落实客户适当性管理要求	银行保险机构应当落实客户适当性管理要求,充分了解客户年龄、退休计划、财务状况、风险偏好等信息,合理评估客户养老需求、风险承受能力等,向其推介销售适当的养老金融产品。
第五条	做好披露、提示和宣传	银行保险机构经营商业养老金融业务,应当按照监管规定进行信息披露和风险提示,及时、准确、全面披露期限、费用、风险、权益等关键信息。商业养老金融产品宣传材料和销售文件应当简明易懂,不得包含与事实不符或者引人误解的宣传。商业养老理财产品不得宣传预期收益率。
第六条	鼓励长期领取、丰富领取 形式	支持和鼓励银行保险机构向客户提供长期直至终身的养老金领取服务,探索将商业养老金融产 品与养老、健康、长期照护等服务相衔接,丰富养老金领取形式。
第七条	持续开展投资者教育	银行保险机构应当持续开展客户教育,提高社会公众对商业养老金融产品的认知度和接受度,逐步培育成熟的养老金融理念和长期投资理念,引导客户合理规划、持续投入、长期持有、长期领取,切实提高养老保障水平。
第八条	做好发展规划	银行保险机构应当立足实际,制定合理的商业养老金融发展规划,有序开展普惠性产品创新和业务经营,将长期经营效果纳入销售、投资、管理人员考核评价体系,推动商业养老金融业务持续健康发展。
第九条	鼓励机构间合作	支持和鼓励银行保险机构之间开展业务合作,优化商业养老金融产品设计、渠道推广、市场营销、投资管理、风险管控等。商业养老金融业务合作费用水平原则上不高于本机构其他同类型业务。
第十条	强化投资管理要求	银行保险机构应当加强商业养老资金投资管理,采用成熟稳健的资产配置策略,有效管控商业 养老资金投资风险。鼓励积极投向符合国家战略和产业政策的领域,为资本市场和科技创新提 供支持。
第十一条	符合规定产品可纳入个人 养老金投资范围	符合银保监会规定的银行理财、储蓄存款、商业养老保险等运作安全、成熟稳定、标的规范、侧重长期保值的满足不同投资者偏好的金融产品可纳入个人养老金投资范围,享受国家规定的 税收优惠政策。
第十二条	不得滥用"养老"字样	对于符合本通知规定的商业养老金融产品,银行保险机构可在产品名称和营销宣传中使用"养老"字样。其他金融产品不得在名称和营销宣传中使用"养老"或其他可能造成混淆的字样。
第十三条	清理不符合规定的产品	银行保险机构应当按照依法合规、稳妥有序、保护客户合法权益的原则,对名称中带有"养老"但不符合本通知规定的金融产品进行更名或清理,并于2022年6月30日前向监管部门报送整改情况。各银行保险机构法人应向其直接监管责任单位报送。

资料来源:银保监会官网,中信证券研究部

商业养老金融是第三支柱的重要组成部分,在服务多层次养老体系建设中发挥重要作

用。《通知》的发布,有利于明确商业养老金融业务的范畴和属性,推动银行保险机构发挥自身优势,坚持发展定位,明确发展方向,更好服务多层次、多支柱养老保险体系建设,



满足人民群众日益增长的养老保障需求。

理财公司理财产品纳入保险资金可投范围

为进一步优化保险资产配置结构,提升保险资金服务实体经济质效,防范投资风险, 2022 年 5 月 13 日,中国银保监会修订发布了《关于保险资金投资有关金融产品的通知》 (以下简称《通知》)。

《通知》共十七条,主要修订内容包括拓宽可投资金融产品范围、落实主体责任、强 化穿透监管要求、规范投资单一资管产品行为、完善投后管理要求等五个方面。

理财公司理财产品纳入保险资金可投范围。金融产品是保险资产配置的重要组成部分,近年来,保险资金运用领域按照制度先行的原则,逐步拓宽可投资金融产品的范围和品种,保险资产配置结构得到进一步完善。随着我国金融市场快速发展,理财公司理财产品等金融产品不断涌现,其风险收益特征符合保险资金配置需求,行业有较强的配置意愿。因此,结合新的情况和形势,将理财公司理财产品、单一资产管理计划、债转股投资计划等纳入可投资金融产品范围。

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,一方面有利于 更好满足保险资产多元化配置需要、提升保险资金服务实体经济质效,另一方面也为理财 产品带来了长期资金,有利理财产品规模的健康平稳发展。

■ 理财市场概况: Q1 存续规模 28.4 万亿,公募基金配置比例提升

规模: 2022Q1 理财产品存续规模 28.4 万亿

2022Q1 理财产品存续规模 28.4 万亿,环比下降 2.2%。根据银行业理财登记托管中心统计,截至 2022Q1,共 321 家机构存续有理财产品,存续规模 28.37 万亿,同比增长 13.34%,环比下降 2.2%。



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;注:2021年及之前的增速为年末值的同比增速,2022Q1



的增速为相比于上一季度末的环比增速。

转型:净值化比例超 94%

截至 2022Q1,净值型产品规模 26.7 万亿,占比 94.2%。根据银行业理财登记托管中心统计,截至 2022Q1,净值型理财产品规模 26.7 万亿,在全部理财产品中的规模占比为 94.2%。"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%。

■净值型产品规模(万亿) ■ 预期收益型产品规模(万亿) - 净值型产品存续规模占比(右轴) 94.2% 35 r 100% 93.0% 30 80% 86.6% 25 79.0% 73.0% 60% 20 15 40% 43 3% 10 35.6% 20% 5 0 0% 2018Q2 2018Q4 2019Q2 2019Q4 2020Q4 2021Q1 2021Q2 2021Q3 2021Q4 2022Q1

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超6成

理财公司市场份额占比超 6 成。截至 2022Q1, 29 家理财公司获批筹建, 其中 25 家正式开业, 理财产品存续规模达 17.27 万亿元, 同比增长 1.27 倍。随着资管新规过渡期的正式收官与理财公司的健康发展, 理财公司市场份额占比稳步提高, 从 2020Q4 的 25.8%增长至 2022Q1 的 60.9%。

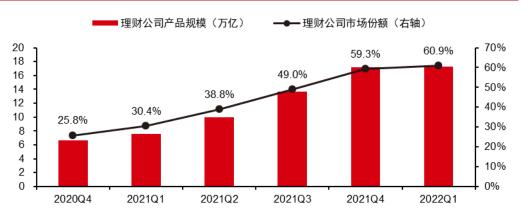


图 3: 理财公司产品存续规模及市场份额

资料来源:银行业理财登记托管中心,中信证券研究部

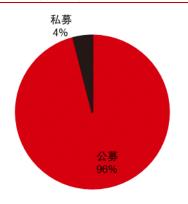
特征:公募、固收类、开放式、中低风险等级的产品为主



根据银行业理财登记托管中心统计, 截至 2021 年底:

- 公募理财产品规模合计 27.84 万亿,占比 96%,其中银行机构公募理财产品规模 11.58 万亿,理财公司公募理财产品规模 16.26 万亿。私募理财产品规模合计 1.16 万亿,占比 4%,其中银行机构私募理财产品规模 0.23 万亿,理财公司私募理财产品规模 0.93 万亿。
- ▶ 固定收益类理财产品规模合计 26.78 万亿,占比 92.3%;混合类理财产品规模合计 2.14 万亿,占比 7.4%;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。
- ▶ 封闭式理财产品规模合计 5.22 万亿,占比 18%,其中银行机构封闭式理财产品规模 1.97 万亿,理财公司封闭式理财产品规模 3.25 万亿;开放式理财产品规模 合计 23.78 万亿,占比 82%,其中银行机构开放式理财产品规模 9.84 万亿,理财公司开放式理财产品规模 13.94 万亿。
- ▶ PR1 级理财产品规模合计 4.68 万亿,占比 16.1%; PR2 级理财产品规模合计 19.38 万亿,占比 66.8%; PR3 级理财产品规模合计 4.83 万亿,占比 16.7%; PR4 级理财产品规模合计 0.08 万亿,占比 0.3%; PR5 级理财产品规模合计 0.03 万亿,占比 0.1%。

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 2021Q4。

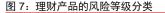
图 5: 理财产品的投资性质分类

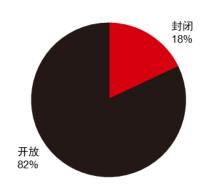


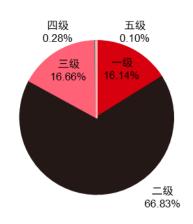
资料来源:银行业理财登记托管中心,中信证券研究部;注:数据截至 2021Q4。



图 6: 理财产品的运作模式分类







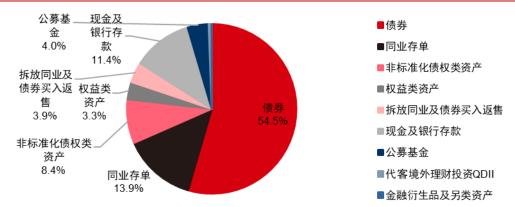
资料来源:银行业理财登记托管中心,中信证券研究部;注:数据截至 2021Q4。

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 2021Q4。

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 2021Q4, 理财产品投资资产合计 31.2 万亿, 其中: 1)债券类投资占比 68.4%,包括债券投资(占比 54.5%)以及同业存单投资(占比 13.9%);2)非标资产投资占比 8.4%;3)权益类资产投资占比 3.3%;4)公募基金投资占比 3.9%。

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2021Q4;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。

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: 1)权益类资产配置比例不断下降,从 2018 年 4 月的 12.3%下降至 2021 年底的 3.3%。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%。



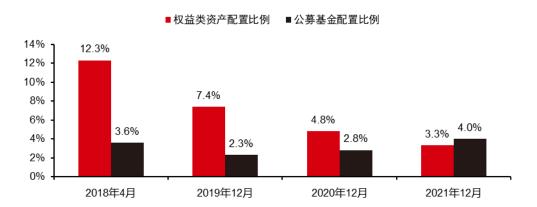


图 9: 理财产品在权益类资产、公募基金方向的配置比例的变动

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 2021 年底,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 4.6%; 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 23.7%。

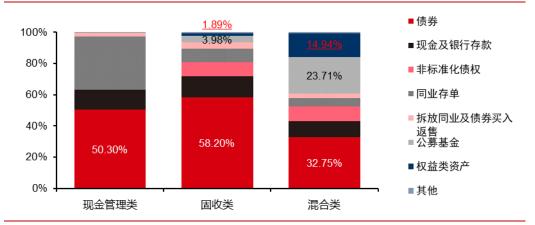


图 10: 理财公司各类理财产品的配置比例

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:股份行占比 46%,固收类占 比 97%

机构类型: 股份行产品规模占比最高, 但比例有所下滑

银行机构理财产品的发行机构以股份行为主,占比 46%,相比于 22Q1 有所下降。考虑到国有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股份行、城商行为主。截至 2022Q2,存续的银行机构理财产品中,股份行产品规模最高,占比 46.4%;城商行次之,规模占比 41.7%;其次是农商行,规模占比 10.7%;国有行和外资行的规模较低,占比分别为 1%、0.3%。



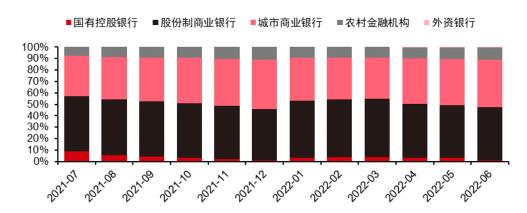


图 11:银行机构理财产品的机构类型分布(存续规模占比)

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的理财产品,与全样本数据统计结果存在差 导

运作模式:开放式产品规模占比 80%

银行机构理财产品的运作模式以开放式为主,占比 80%。截至 2022Q2,存续的银行机构理财产品中,封闭式产品规模占比 19.7%,开放式产品规模占比 80.3%。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。

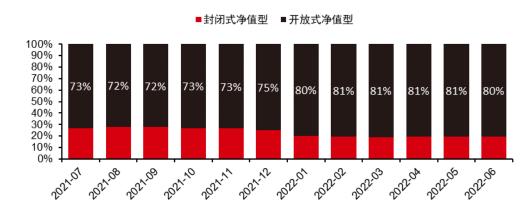


图 12:银行机构理财产品的运作模式分布(存续规模占比)

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的理财产品,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 2022Q2,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 1.8%,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 4%下降至 2022 年 6 月的 1.8%。



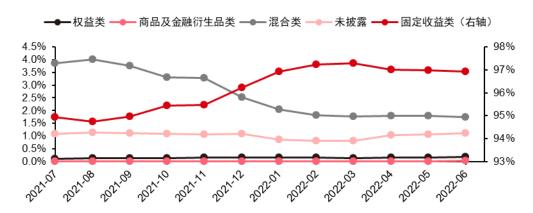


图 13:银行机构理财产品的投资性质分布(存续规模占比)

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的理财产品,与全样本数据统计结果存在差 异。

2022Q2 期间,固收类、混合类产品平均业绩基准基本稳定,权益类产品平均业绩基准小幅下滑。截至 2022Q2,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 5.01%、4.97%、4.14%。

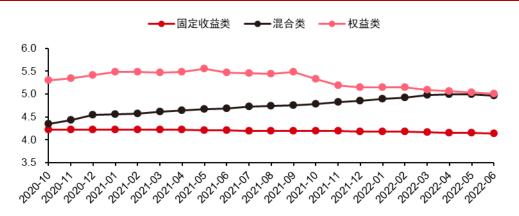


图 14: 不同投资性质的银行机构理财产品的平均业绩基准(%)

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的理财产品,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 2022Q2, 存续的银行机构理财产品中, T+0 产品存续规模最高, 占比 33.4%; 其次是 6~12 个月产品, 存续规模占比 20.7%; 再次是 3~6 个月产品, 存续规模占比 14%; 1~3 个月、1~3 年、1 个月以内、3 年以上的产品存续规模占比分别为 12.4%、11.6%、6.5%、1.4%。



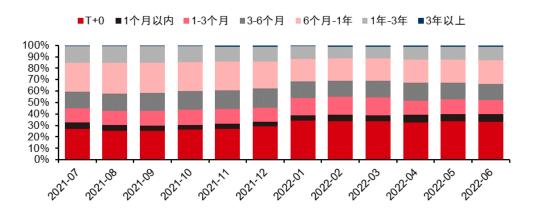


图 15:银行机构理财产品的投资期限分布(存续规模占比)

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的理财产品,与全样本数据统计结果存在差 异。

2022Q2 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,除 T+0 产品外,各投资期限理财产品的平均业绩基准呈缓慢下行趋势,近阶段较为稳定。截至 2022Q2,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 2.8%、3.37%、3.71%、3.89%、4.15%、4.54%、4.65%。

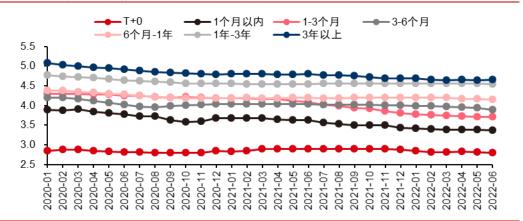


图 16: 不同投资期限的银行机构理财产品的平均业绩基准(%)

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的理财产品,与全样本数据统计结果存在差异。

■ 理财公司理财产品跟踪: 29 家获批,产品业绩回暖、 "破净率"逐步修复

机构动态: 29 家获批、27 家开业

截至 2022Q2, 已有 29 家机构获得建立理财公司1的行政批复, 其中 27 家正式开业。

¹ 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。



2022Q2 期间,民生理财、高盛工银理财获得开业批复。在全部 29 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7家,农商行理财公司有1 家,中外合资理财公司有4家。

表 3: 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
	建信理财	建设银行	150	2018/12/26
	中银理财	中国银行	100	2018/12/26
国 左 经	农银理财	农业银行	120	2019/1/4
国有行	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
	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
股份行	华夏理财	华夏银行	30	2020/4/26
	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
	渤银理财	渤海银行	20	2021/4/25
	恒丰理财	恒丰银行	20	2021/6/16
	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
城商行	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
农商行	渝农商理财	重庆农商行	20	2020/2/11
		东方汇理(55%),中银玛	T	
	汇华理财	财(45%)	10	2019/12/20
		贝莱德(50.1%), 建信理则	d	
古从 人次	贝莱德建信理财	(40%),富登(9.9%)	10	2020/8/11
中外合资		施罗德(51%),交银理则	t .	
	施罗德交银理财	(49%)	10	2021/2/19
		高盛(51%), 工银理则	t .	
	高盛工银理财	(49%)	10	2021/5/20

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 2022Q2。

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 47.2%、41.3%。截至 2022Q2,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47.2%;其次是股份行理财



公司,规模占比 41.3%;再次是城商行理财公司,规模占比 10.1%;农商行理财公司、合资理财公司的规模占比较低,分别为 0.9%、0.5%。

■国有理财子 ■股份理财子 ■城商理财子 ■ 农商理财子 ■合资理财子 100% 90% 80% 70% 60% 50% 40% 30% 20% 10% 0% 2021.08 2021.09 2021.10 2021-12 2022.02 2022.05 2022:06 2021.01 2022.01 2022.03 2021.11

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的理财产品,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 81%

理财公司理财产品的运作模式以开放式为主,占比 81%。截至 2022Q2,存续的理财公司理财产品中,开放式产品规模占比 81.2%,封闭式产品规模占比 18.8%。2021 年以来,理财公司开放式理财产品的规模占比呈小幅降低趋势,近阶段稳定在 80%左右。

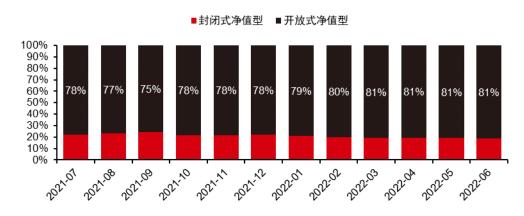


图 18: 理财公司理财产品的运作模式分布(存续规模占比)

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的理财产品,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 93%

银行机构理财产品的投资性质以固定收益类为主,占比 93%。截至 2022Q2,存续的理财公司理财产品中,固定收益类产品规模占比 92.8%,混合类产品规模占比 7%,权益类产品规模占比 0.1%,商品及衍生品类产品规模占比较低。



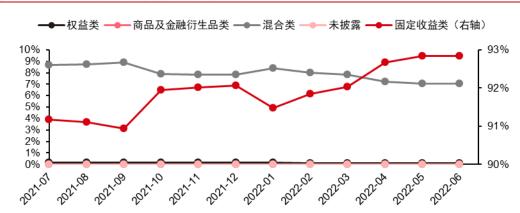


图 19: 理财公司理财产品的投资性质分布(存续规模占比)

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的理财产品,与全样本数据统计结果存在差异。

2022Q2 期间,理财公司理财产品的平均业绩基准基本稳定。截至 2022Q2, 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 6.31%、4.92%、4.26%。

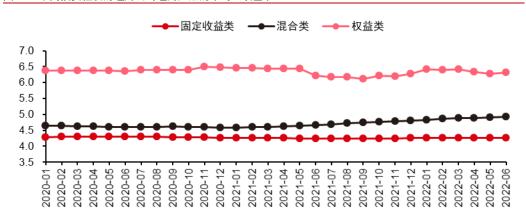


图 20: 不同投资性质的理财公司理财产品的平均业绩基准(%)

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的理财产品,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 2022Q2, 存续的理财公司 理财产品中, T+0 产品存续规模最高, 占比 30.7%; 其次是 1~3 年产品, 存续规模占比 18.6%; 再次是 6~12 个月产品, 存续规模占比 16.4%; 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%、10.2%、8.9%、4.2%。



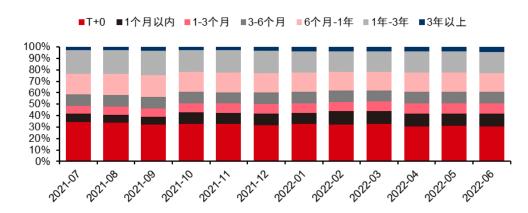


图 21: 理财公司理财产品的投资期限分布(存续规模占比)

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的理财产品,与全样本数据统计结果存在差异。

2022Q2 期间,各投资期限理财产品的平均业绩基准较为稳定。截至 2022Q2,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 2.82%、3.27%、3.42%、3.73%、4.15%、4.63%、5.24%。

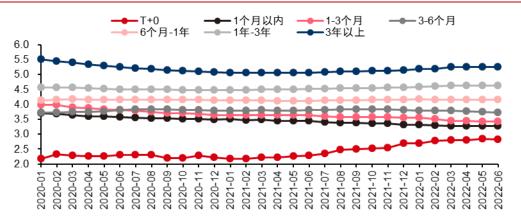


图 22: 不同投资期限的理财公司理财产品的平均业绩基准(%)

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的理财产品,与全样本数据统计结果存在差异。

业绩:理财产品表现回暖,"破净率"逐步修复

随着 2022Q2 权益市场表现回暖,理财产品迎来业绩修复。从平均数水平来看: 1) 2022Q2 期间,各类理财产品业绩表现回暖,权益类产品尤为明显;权益类产品季度平均收益 2.3%、混合类产品季度平均收益 1.22%、固收类产品季度平均收益 0.97%。2)上半年收益方面,仅固收类产品平均业绩为正;权益类产品半年度平均收益-2.01%、混合类产品半年度平均收益-0.87%、固收类产品半年度平均收益 1.26%。



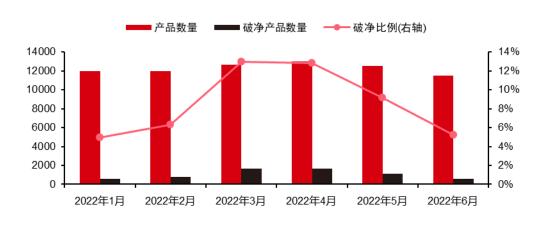
表 4: 돼	理财公司非现金管理类理财产品的业绩统计	(%)
--------	---------------------	-----

			中位数			平均数			
	产品数量	近1个月收 益	近1个季度 收益	今年以来 收益	成立以来 收益	近1个月收 益	近1个季度 收益	今年以来 收益	成立以来 收益
固定收益类	9478	0.29	1.10	1.44	3.01	0.35	0.97	1.26	4.16
混合类	1651	0.96	1.17	-0.50	1.22	1.11	1.22	-0.87	2.53
权益类	99	0.48	1.23	-0.21	0.34	3.48	2.30	-2.01	15.24
商品及金融 衍生品类	13	0.00	0.00	0.69	0.69	2.12	-0.06	-0.01	0.86
全样本	11241	0.34	1.17	1.29	2.75	0.53	1.20	0.93	4.05

资料来源: 普益标准,中信证券研究部;注: 1)统计基于 2022 年 6 月 24 日~6 月 30 日期间有净值披露的非现金管理类理财产品; 2)数据截至 2022 年 6 月底。

理财产品的破净比例逐步修复,6月破净比例约5.2%。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。

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。

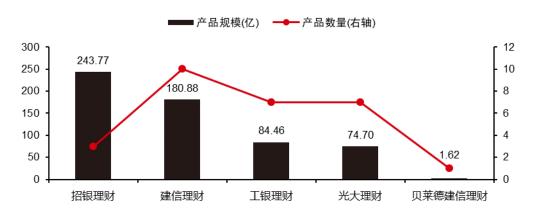
■ 热点关注之一: 个人养老金制度为养老理财打开长期空间

市场概况:规模合计585亿,业绩表现稳健

截至 2022 年 7 月 22 日,5 家理财公司存续的养老理财产品共 28 只,规模合计 585 亿。1)机构维度来看:招银理财存续产品 3 只,存续规模 243.8 亿;建信理财存续产品 10 只,存续规模 189.9 亿;工银理财存续产品 7 只,存续规模 84.5 亿;光大理财存续产品 7 只,存续规模 74.7 亿;贝莱德建信理财存续产品 1 只,存续规模 1.6 亿。2)投资类型维度来看:固定收益类产品 20 只,存续规模 509.1 亿;混合类产品 8 只,存续规模 76.3 亿。



图 24: 存续的养老理财产品数量及规模统计



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的理财产品,与全样本数据统计结果存在差异; 2)数据截至 2022/7/22。

表 5: 存续的养老理财产品的基本信息

产品登记编码	产品名称	发行机构	产品成立日	投资类型	规模 (亿)
Z7001421000083	颐享阳光养老理财产品橙 2026 第 1 期	光大理财	2021-12-15	混合类	11.20
Z7001621000402	招银理财招睿颐养睿远稳健五年封闭 1 号固定收益类养 老理财产品 103507	招银理财	2021-12-16	固定收益类	80.67
Z7000721000908	建信理财安享固收类封闭式养老理财产品 2021 年第 1 期	建信理财	2021-12-16	固定收益类	51.44
Z7000821001625	工银理财·颐享安泰固定收益类封闭净值型养老理财产 品(21GS5688)	工银理财	2021-12-23	固定收益类	31.69
Z7001421000087	颐享阳光养老理财产品橙 2027 第 1 期	光大理财	2022-01-06	混合类	8.29
Z7000721000910	建信理财安享固收类按月定开式(最低持有 5 年)养老理 财产品	建信理财	2022-01-14	固定收益类	4.34
Z7000722000335	建信理财安享固收类封闭式养老理财产品 2022 年第 1 期	建信理财	2022-02-08	固定收益类	18.29
Z7001422000008	颐享阳光养老理财产品橙 2028	光大理财	2022-02-09	混合类	3.82
Z7000722000671	建信理财安享固收类封闭式养老理财产品 2022 年第 2 期	建信理财	2022-03-15	固定收益类	7.29
Z7001622000058	招银理财招睿颐养睿远稳健五年封闭 3 号固定收益类养 老理财产品	招银理财	2022-03-22	固定收益类	97.64
Z7001421000101	颐享阳光养老理财产品橙 2027 第 2 期	光大理财	2022-03-22	混合类	36.54
Z7000822000586	工银理财·颐享安泰固定收益类封闭净值型养老理财产品(22GS5188)	工银理财	2022-03-23	固定收益类	19.90
Z7000722000731	建信理财安享固收类封闭式养老理财产品 2022 年第 7 期	建信理财	2022-04-07	固定收益类	52.42
Z7000822000587	工银理财·颐享安泰固定收益类封闭净值型养老理财产品(22GS5699)	工银理财	2022-04-08	固定收益类	18.12
Z7000722000730	建信理财安享固收类封闭式养老理财产品 2022 年第 6 期	建信理财	2022-04-12	固定收益类	21.13
Z7001422000040	颐享阳光养老理财产品橙 2027 第 3 期	光大理财	2022-04-12	混合类	8.51
Z7005122000001	贝莱德建信理财贝安心2032养老理财产品1期(封闭式)	贝莱德建信理财	2022-05-10	混合类	1.62
Z7001422000068	颐享阳光养老理财产品橙 2027 第 4 期	光大理财	2022-05-20	混合类	3.71
Z7000722000728	建信理财安享固收类封闭式养老理财产品 2022 年第 4 期	建信理财	2022-05-24	固定收益类	12.19
Z7001622000059	招银理财招睿颐养睿远稳健五年封闭 4 号固定收益类养 老理财产品 103510	招银理财	2022-06-02	固定收益类	65.46
Z7000722000729	建信理财安享固收类封闭式养老理财产品 2022 年第 5 期	建信理财	2022-06-08	固定收益类	6.12

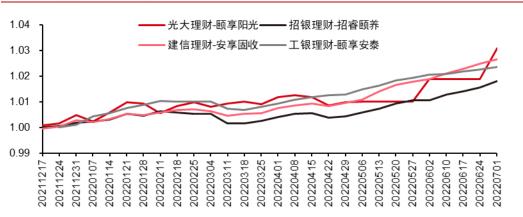


产品登记编码	产品名称	发行机构	产品成立日	投资类型	规模 (亿)
Z7000822000778	工银理财·颐享安泰固定收益类封闭净值型养老理财产品(22GS5666)	工银理财	2022-06-09	固定收益类	4.55
Z7000722000893	建信理财安享固收类封闭式养老理财产品 2022 年第 11 期	建信理财	2022-06-21	固定收益类	3.62
Z7001422000082	颐享阳光养老理财产品橙 2027 第 5 期	光大理财	2022-06-21	混合类	2.63
Z7000822000831	工银理财·颐享安泰固定收益类封闭净值型养老理财产品(22GS5655)	工银理财	2022-06-24	固定收益类	3.93
Z7000722000955	建信理财安享固收类封闭式养老理财产品 2022 年第 12 期	建信理财	2022-07-05	固定收益类	4.05
Z7000822000830	工银理财·颐享安泰固定收益类封闭净值型养老理财产品(22GS5656)	工银理财	2022-07-07	固定收益类	6.28
Z7000822000832	工银理财·颐享安泰固定收益类封闭净值型养老理财产品(22GS5600)	工银理财	2022-07-21	固定收益类	

资料来源: 普益标准, 中信证券研究部; 注: 规模数据为截至 2022/7/22 可得的最新规模数据。

养老理财产品业绩表现稳健,在1季度市场下跌行情中较好地控制住了回撤。以2021年底成立的四只养老理财产品为例,从中位数水平来看,2022Q1实现收益0.58%,2022Q2实现收益1.65%,2022上半年累计收益2.32%;折算年化收益约3.4%~5.7%。波动与回撤控制较好,年化波动率约0.8%~2.4%,最大回撤约-0.25%~-0.5%。

图 25: 代表性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,统一处理成周频数据;2)数据起止日期为2021/12/17至2022/7/1。

表 6: 代表性养老理财产品的量化指标

	光大理财-颐享阳 光	招银理财-招睿颐 养	建信理财-安享固 收	工银理财-颐享安 泰
2022Q1 收益	0.70%	0.24%	0.47%	0.83%
2022Q2 收益	1.88%	1.38%	1.91%	1.42%
2022H1 收益	2.59%	1.63%	2.38%	2.26%
累计收益	3.01%	1.79%	2.71%	2.36%
年化收益	5.66%	3.35%	5.09%	4.59%
年化波动	2.36%	0.95%	0.88%	0.78%
最大回撤	-0.42%	-0.47%	-0.24%	-0.34%
夏普比率	2.40	3.53	5.80	5.87
卡玛比率	13.60	7.17	21.37	13.65

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,统一处理成周频数据;2)数据起止日期为2021/12/17至2022/7/1。



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。

我们在报告《资产配置专题系列之十六一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,通常情况下,当计提/回补频率与净值披露频率相同、基准收益率接近底层策 略长期年化回报率、计提比例适中、回补收益率接近必要回报率时,收益平滑机制的效果 最优。

表 7: 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
计提频率	年度计提	月度计提		定期计提	估值日、必要时
回补频率	年度回补	月度回补	月度回补	定期回补	估值日、必要时
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	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
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 30%	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%。	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
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%

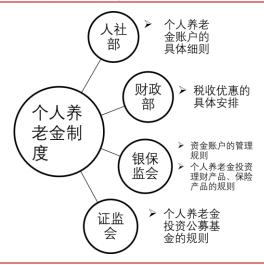
资料来源:中国理财网,中信证券研究部;注:1)相关信息根据理财产品说明书整理,与实际运作情况可能存在差异;2)RB 代表基准收益 率。

展望: 个人养老金制度为养老理财产品打开长期空间

个人养老金制度是我国社会保障体系建设顶层设计中的重要制度安排,实质性落地需 要四方面配套政策出台。《关于推动个人养老金发展的意见》属于顶层设计的框架性文件, 参照 4 月 25 日国务院政策例行吹风会上的表述, 我们预计个人养老金制度进入实质性落 地阶段需要四方面配套政策支持: 一是人社部出台个人养老金账户的具体细则, 二是财政 部出台税收优惠的具体政策,三是银保监会出台资金账户的管理规则及个人养老金投资理 财产品、保险产品的规则,四是证监会出台个人养老金投资公募基金的规则(已于 2022 年 6 月 24 日推出)。



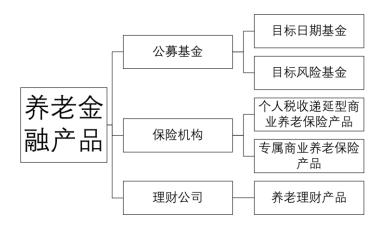
图 26: 预计个人养老金制度落地需要四方面配套政策出台



资料来源: 国务院办公厅, 中信证券研究部预计

个人养老金制度为养老理财产品打开长期空间,预计在试行阶段,可投资的理财产品将以养老理财为主。一方面,《关于规范和促进商业养老金融业务发展的通知》中指出,符合银保监会规定的银行理财、储蓄存款等运作安全、成熟稳定、标的规范、侧重长期保值的满足不同投资者偏好的金融产品可纳入个人养老金投资范围,享受国家规定的税收优惠政策。另一方面,《个人养老金投资公开募集证券投资基金业务管理暂行规定(征求意见稿)》已将养老目标基金纳入试行阶段的可投范围,作为目前已有的养老型金融产品之一,养老理财产品的养老属性较为突出且具备一定市场基础,在制度试行阶段纳入可投范围较为适宜。

图 27: 养老型金融产品的主要类型



资料来源:中信证券研究部绘制

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, 预计未来也将逐步加大目标日期类策略的探索。一方面,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。另一



方面,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。

图 28: 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

目标日期策略的核心是下滑轨道设计。下滑轨道是目标日期基金投资的基准,它是一条随着投资者退休日期临近,而不断降低权益类资产配置比例、增加非权益类资产配置比例的曲线。下滑轨道的本质原理是生命周期理论,许多机构提出了不同模型进行下滑轨道设计,代表性方法包括生命周期模型、时变风险厌恶系数的效用最大化模型、负债驱动模型、相对期限风险模型等。

表 8: 海外目标日期基金中下滑轨道设计的主要方法论

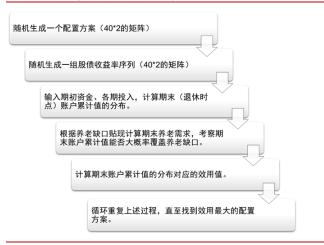
机构名称	下滑轨道设计思路
Vanguard	使用 Monte-Carlo 模拟方法直接求解穿透到底层配置的生命周期模型。
Fidelity	使用时变风险厌恶系数的效用最大化模型求解下滑轨道。
PIMCO	在负债驱动视角下,充分考虑不同年龄段投资者的损失容忍能力,结合多元化配置 进行全生命周期模型的动态风险管理。
Northern Trust	考虑到投资期限对资产风险的影响,随着投资时间延长,股票波动率与债券波动率的比值将降低,据此引入了相对风险模型求解股债配置比例。
Ibbotson Associates	引入人力资本拓展有效前沿,将不同年龄段的人力资本看作不同比例的股债组合, 从市场均衡的角度计算下滑轨道。

资料来源: Vanguard, Fidelity, PIMCO, Northern Trust, Ibbotson Associates, 中信证券研究部

基于蒙特卡洛模拟的方法,可以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我们的报告《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)》。

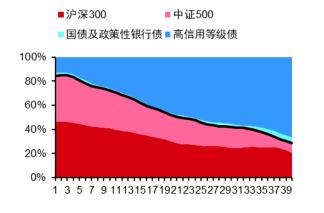


图 29: 养老场景案例的模型测算流程



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)》。

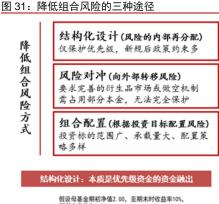
■ 热点关注之二:依托配置指数、构建稳健收益产品

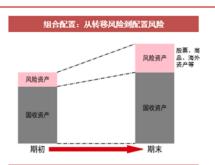
环境变化催生大类资产配置指数需求

"资管新规"要求叠加无风险收益下行环境,传统稳健收益型产品出现一定程度的供给缺失问题,市场对收益稳定、波动回撤可控的产品需求较高。

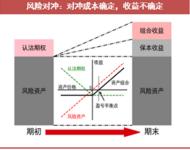
通常来讲,降低组合波动的方式包括三种:结构化设计、风险对冲、资产配置,其中 资产配置是较优的选择。首先,结构化设计在资管新规后面临较大约束,仅封闭式私募产 品可以进行分级。其次,风险对冲较为依赖对冲工具的丰富度,且策略容量受限。最后, 资产配置可以把握多元化收益机会、分散化降低波动、具备较大的策略容量。综上,考虑 到政策约束、环境现状、承载体量,大类资产配置是实现投资目标的较优选择,也成为了 当前阶段绝对收益类策略管理人的重点研究方向。











资料来源:中信证券研究部

多家商业银行、理财公司发布资产配置指数

"资管新规"要求叠加无风险收益下行环境,传统稳健收益型产品出现一定程度的供给缺失问题,市场对收益稳定、波动回撤可控的产品需求较高。

通常来讲,降低组合波动的方式包括三种:结构化设计、风险对冲、资产配置,其中资产配置是较优的选择。首先,结构化设计在资管新规后面临较大约束,仅封闭式私募产品可以进行分级。其次,风险对冲较为依赖对冲工具的丰富度,且策略容量受限。最后,资产配置可以把握多元化收益机会、分散化降低波动、具备较大的策略容量。综上,考虑到政策约束、环境现状、承载体量,大类资产配置是实现投资目标的较优选择,也成为了当前阶段绝对收益类策略管理人的重点研究方向。

海外具有代表性的资产配置指数为 JPMorgan 发布的 MOZAIC 系列指数。MOZAIC 系列指数将动量运用于大类资产配置的实践案例。第一代 MOZAIC 指数在 2009 年 4 月推出,包含 12 类底层资产(3 类权益、5 类国债、4 类商品);第二代 MOZAIC 指数在 2016 年 12 月推出,底层资产扩大到 15 类(6 类权益、6 类国债、3 类商品)。

自 2018 年 4 月民生银行发布全球资产轮动指数以来,多家商业银行、理财公司发布资产配置指数。一方面,资产配置指数能够彰显自身的市场研究能力与资产配置能力,起到较好的投资者教育及品牌建设作用。另一方面,发行挂钩资产配置指数的理财产品能够转嫁内部投研压力,还可以通过调整挂钩比例来满足不同风险偏好类型的投资者需求。

大部分资产配置指数的长期业绩稳健,部分指数在 22 年上半年面临一定业绩压力。 考虑到部分指数基期在 15 年年初,统计各配置指数在 15 年初至 22 年中的业绩表现,年 化收益的中枢水平约 5%,最大回撤的中枢水平约 10.7%,大部分配置指数的夏普比率超 过 0.8。2022 年上半年,资产配置指数业绩面临一定压力,部分指数出现较大回撤。



表 9: 部分商业银行/理财公司发布的资产配置指数业绩统计(按发布日期排序)

指数代码	指数简称	15 年以来 年化收益	15 年以来 最大回撤	15 年以来 夏普比率	20 年收益	21 年收益	22H1 收 益
MSTAR.WI	民生银行全球资产轮动指数	1.64	-15.35	0.30	1.16	3.13	-11.39
MSTARPLUS.WI	民生银行全球资产轮动指数多策略版	2.61	-9.11	0.79	3.66	3.76	-7.20
MAXT.WI	信银全球多资产动量指数	4.44	-11.77	0.81	2.08	4.95	-5.02
ICSBRNP.WI	工银股债轮动净价版	4.99	-21.76	0.31	3.17	-4.21	1.67
ICSBR.WI	工银量化股债轮动	9.45	-18.69	0.58	8.21	0.76	3.46
PSBCARCH.WI	邮银理财境内大类资产轮动	5.30	-6.22	1.09	8.31	3.45	0.28
MMA.WI	招银理财全球资产动量	6.37	-7.53	1.25	8.64	8.33	-3.68
SMART.WI	浦银理财全球灵动	6.85	-7.94	1.53	11.56	8.55	-6.61
SPDBGCS1.WI	浦银周期	4.11	-10.72	0.86	1.27	1.86	-7.92
CI019H01.WI	杭银理财三潭映月策略丨	14.91	-11.20	1.43	27.09	7.66	6.96
GMX.WI	中信理财全球汇率综合策略	3.57	-8.30	0.76	0.21	-3.83	-0.89
MAXT2.WI	中信理财全球多资产动量 2.0	5.78	-4.76	1.47	10.02	5.84	-0.58
HXWMCAA.WI	华夏理财周期资产配置策略	4.66	-14.59	1.01	11.06	4.82	-11.28

资料来源: Wind, 中信证券研究部; 注: 数据截至 2022/6/30。

代表性产品分析

以某理财公司的挂钩配置指数的理财产品为例:

- 底层指数:先通过动量因子模型在横截面上选择动量强的资产,再基于风险平价模型确定组合的最优权重。
- > **大类配置:** 固定收益类资产以及挂钩配置指数的衍生金融工具。
- 细分配置:买入债券、基金以及非标资产作为固定收益类头寸,买入挂钩配置指数的欧式看涨价差期权来获取指数上涨收益。

挂钩配置 指数的理 财产品

小部分本金 + 利息

基均配置

图 32: 挂钩配置指数理财产品的策略构建

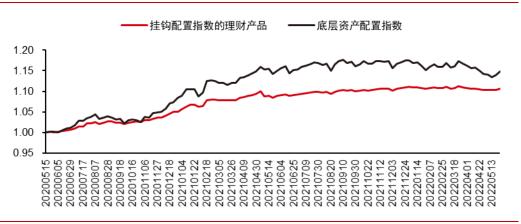
资料来源:中信证券研究部

挂钩配置指数的理财产品业绩表现稳健,相比于底层指数,尽管年化收益有所降低,但波动和回撤显著下降,夏普比率和卡玛比率明显提升。2020年5月15日至2022年5月27日期间,挂钩配置指数的理财产品年化收益4.8%,略低于底层指数的6.7%;理财产品年化波动2.1%、最大回撤-1.3%,均显著低于底层指数(年化波动6.7%、最大回撤



-3.6%); 夏普比率 2.33、卡玛比率 3.62, 均显著高于底层指数。





资料来源: 普益标准, 中信证券研究部

▮ 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。

■相关研究

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十六一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十五一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九一2021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八一2021Q3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, 月异日新 (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——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七一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六一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	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
(另有说明的除外)。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个		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
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		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
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)		卖出	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上
或三板做市指数(针对做市转让标的)为基准,香港市场	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
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		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
韩国综合股价指数为基准。		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。

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。