

固定收益研究/即时点评

2019年03月02日

张继强 执业证书编号: S0570518110002
研究员 zhangjiqiang@htsc.com

张亮 执业证书编号: S0570518110005
研究员 zhangliang014597@htsc.com

相关研究

- 1《固定收益研究:从春节高频数据看当前经济形势》2019.02
- 2《固定收益研究:永续债会计新规留下的疑点与启示》2019.02
- 3《固定收益研究:央行票据互换助力首单银行永续债》2019.01

保本逆势升，机构转型忙

2018年理财数据点评

核心观点

目前来看，理财规模增长仍有一定空间，缺优质资产的状况仍明显，对债市尤其是信用债仍是支撑因素。后续非标认定情况，以及理财子公司加速落地值得关注。总体来看，我们仍维持利率债由配置转向交易的观点，短期内利率上行难、下行亦难，等待操作空间、安全垫的重新出现。对信用债建议适度信用下沉，由于短端利差拉大，三年期左右信用债性价比稍高。

事件概要

2月28日银保监会披露，2018年银行理财产品余额合计32万亿元，其中非保本理财22万亿元，保本理财10万亿元；理财资金主要投向债券、存款、货币市场工具等标准化资产，占比约为70%。同业理财规模和占比持续下降。

理财规模增速反弹，保本理财显著增长，反映银行面临较大存款压力

2018年银行理财产品余额同比增长8.5%，较2017年末的1.7%明显反弹。从结构来看，非保本理财受制于老产品总量不能新增的限制，与2017年相比变化不大。而保本理财却出现了显著的增长。按照资管新规的要求，表外保本理财需要转入表内，表内通过发行保本理财形成结构性存款。结构性存款算作银行的一般性存款，可以满足各项监管指标要求，从而缓解存款荒问题。

同业理财占比下降，金融去杠杆成效显著

2018年同业理财余额为1.2万亿元，同比减少2万亿元，占全部理财产品余额的比例由11%下降至4%，表明“资金空转”现象明显减少。2017年以来，推动金融和同业去杠杆成为监管的重心，“三三四十”和流动性新规等文件的出台剑指同业杠杆，2018年的资管新规对资金池业务和资金嵌套也做出更加严格的限制，严监管压力下，同业理财规模如期压降，说明金融去杠杆成果已经逐渐显现。

理财利率下降缓慢，银行负债成本仍高

2018年债券利率、货币市场利率都出现了较大幅度的下行，但银行理财利率下行相对缓慢，预期收益型的老账户存在资产、负债倒挂压力。存款荒导致结构性存款利率难以下行，加上理财的同质化、规模诉求等，对非保本理财利率下行形成牵制。银行负债成本较高，自然存在较强的转嫁成本的压力，贷款利率难以下降，最终的成本还是由实体经济承担。

银行理财仍面临小型资产荒压力

银行理财规模没有收缩，但可投资资产在减少。尤其是非标资产在实体融资需求放缓、地方隐性债务清查、资管新规等多方面压力下收缩。而风险偏好下降导致银行理财对地产、民企等债券较为谨慎甚至一刀切，证金债的供给也在减少。股权质押风险加大，相关股权资产业务也在收缩。这些因素是小型资产荒的主要来源，倒逼银行理财增加对城投债、同业存款等配置需求，甚至加大委外力度。

风险提示：社融数据超预期改善、信用风险进一步发酵。

事件

2 月 28 日银保监会披露，2018 年银行理财产品余额合计 32 万亿元，其中非保本理财 22 万亿元，保本理财 10 万亿元；理财资金主要投向债券、存款、货币市场工具等标准化资产，占比约为 70%。同业理财规模和占比持续下降。

点评

理财规模增速反弹，保本理财显著增长，反映出银行面临较大的存款压力

2018 年银行理财产品余额同比增长 8.5%，较 2017 年末的 1.7% 明显反弹。从结构来看，非保本理财余额 22 万亿，受制于老产品总量不能新增的限制，与 2017 年相比变化不大。而保本理财却出现了显著的增长，由 7.37 万亿增长至 10 万亿。在资管新规打破刚兑、净值化管理的要求下，保本理财规模反而出现“逆势上升”。按照资管新规的要求，表外保本理财需要转入表内，表内通过发行保本理财形成结构性存款。结构性存款算作银行的一般性存款，可以满足各项监管指标要求，从而缓解存款荒问题。对应的是，我们可以看到 2018 年结构性存款出现快速增长，Wind 数据显示，12 月结构性存款余额 9.6 万亿元，同比增长 38%。

同业理财占比下降，金融去杠杆成效显著

2018 年同业理财余额为 1.2 万亿元，同比减少 2 万亿元，占全部理财产品余额的比例由 11% 下降至 4%，表明“资金空转”现象明显减少。2017 年以前，通过同业理财和同业存单进行负债端扩张，再通过非银机构产品在资产端加杠杆投资是中小银行的主要扩张手段。2017 年以来，推动金融和同业去杠杆成为监管的重心，“三三四十”和流动性新规等文件的出台剑指同业杠杆，2018 年的资管新规对资金池业务和资金嵌套也做出更加严格的限制，严监管压力下，同业理财规模如期压降，说明金融去杠杆成果已经逐渐显现。

理财利率下降缓慢，银行负债成本仍高

2018 年债券利率、货币市场利率都出现了较大幅度的下行，但银行理财利率下行相对缓慢，预期收益型的老账户存在资产、负债倒挂压力。存款荒导致结构性存款利率难以下行，加上理财的同质化、规模诉求等，对非保本理财利率下行形成牵制。银行负债成本较高，自然存在较强的转嫁成本的压力，贷款利率难以下降，最终的成本还是由实体经济承担。因此，理财利率下行缓慢其实是货币政策传导机制不畅的一个表象，若想切实解决这一问题，还需要流动性考核等监管指标的放松。

银行理财仍面临小型资产荒压力

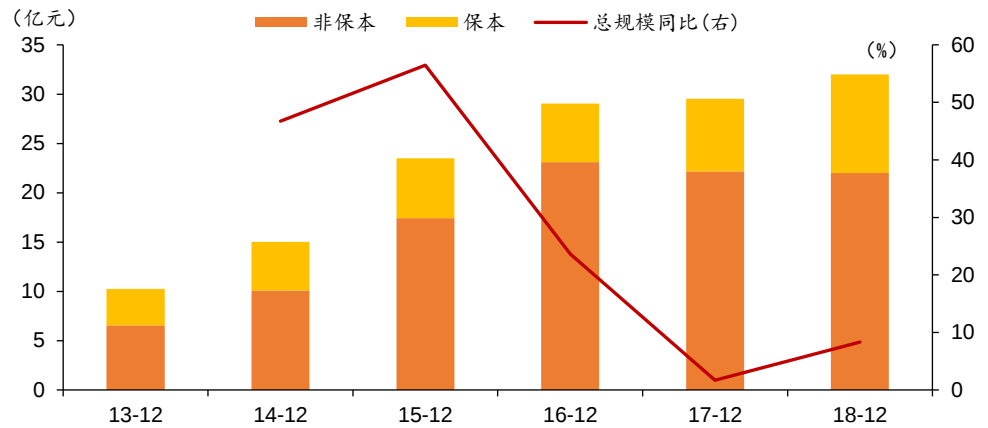
银行理财规模没有收缩，但可投资资产在减少。尤其是非标资产在实体融资需求放缓、地方隐性债务清查、资管新规等多方面压力下收缩。而风险偏好下降导致银行理财对地产、民企等债券较为谨慎甚至一刀切，政金债的供给也在减少。股权质押风险加大，相关股权资产业务也在收缩。这些因素是小型资产荒的主要来源，倒逼银行理财增加对城投债、同业存款等配置需求，甚至加大委外力度。

理财子公司加速落地，机构转型忙

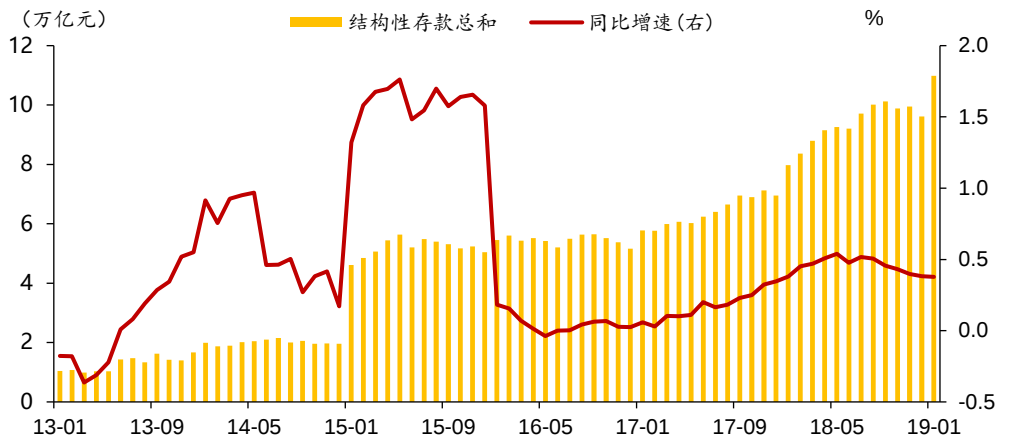
去年底以来，五大行陆续获批设立理财子公司，另有多家商业银行已经或拟提交申请，理财子公司今年将进入加速落地状态。但理财子公司在 IT 系统、营销体系和投研体系、产品类型等方面都面临一定的转型压力，净值化转型初期预计仍将以现金管理类 and 定开型债券理财产品为主。理财普遍仍存在规模诉求，理财利率下行预计仍将较为缓慢，导致其存在较大的债券配置压力，对转债、高收益债委外甚至权益等产品的关注度提升，但难以上量。

对市场的启示

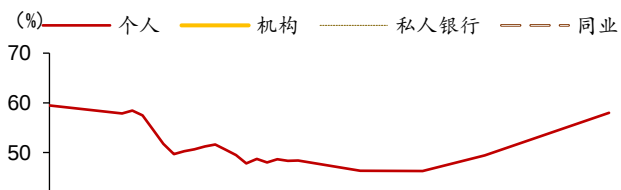
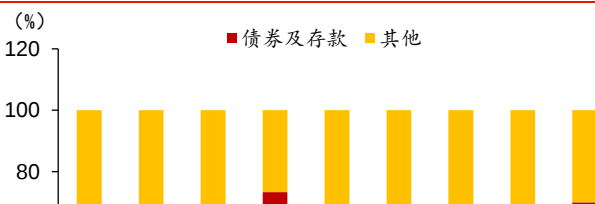
我们曾较早地提示过，理财资产荒是去年四季度和今年初债券市场行情加速演绎的重要原因。目前来看，理财规模增长仍有一定空间，缺优质资产的状况仍明显，对债市尤其是信用债仍是支撑因素。后续非标认定情况，以及理财子公司加速落地值得关注。非标监管如果有一定的放松，加上永续债等资产供给增长，对债市将存在一定的挤出效应。当然，这有助于社融数据的企稳和反弹，降低中短期信用风险，不利于长端利率债。总体来看，我们仍维持利率债由配置转向交易的观点，短期内利率上行难、下行亦难，等待操作空间、安全垫的重新出现。对信用债建议适度信用下沉，由于短端利差拉大，三年期左右信用债性价比稍高。

图表1： 银行理财总规模增速反弹

资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表2： 结构性存款快速增长

资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表3： 理财资金来源结构**图表4： 理财资金投向结构**

预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_13948

