

# 银行理财

从资产荒到资金荒，回归本源刻不容缓



若干年后回过头看，2016年或许是银行理财疯狂扩张的最后一年。这一年，银行理财26%的规模增速为有史以来最低；这一年，银行理财经历了从“资产荒”到“资金荒”两个截然不同阶段，“双面困局”令理财管理者捉襟见肘，也深刻暴露出银行理财的本质问题——赚取利差收入的资产负债管理模式并非真正的资产管理；长期来看，投资管理能力不足的问题并没有得到实质解决。

2016年的前十个月是“资产荒”，在流动性充沛的情况下，银行理财最缺的是与募资资金预期收益匹配的资产，于是大部分商业银行加大了同业理财产品和现金管理类理财产品的发行，来降低资金成本，并通过对外委托投资等手段来缓解资产荒。最后两个月，市场流动性突然发生逆转，同业理财价格迅速攀升，不仅造成了跨年理财资金募集困难，而且也使年末银行冲规模的计划难以实现。与此同时，债券市场也急转直下，致使银行理财委外收益大幅回撤甚至出现亏损。

“去杠杆、去资产泡沫、防止脱实向虚”等政策方针通过监管政策整体趋严和货币政策调整逐步向市场传导。2016年从“资产荒”到“资金荒”的快速切变就是这种传导的体现，在金融市场不出现重大波动、实体经济稳中向好的前提下，这种传导逻辑还会主导2017年的资管业务走向。

行业巨变时代，如何争取主动、赢得先机？2017年的银行理财除了放弃规模至上的传统思维、加强规范运作之外，还需要回归“受人之托，代客理财”的业务本源，提升受托投资管理能力，真正为客户创造价值。

## 一 2016年银行理财业务回顾

### （一）理财规模增速骤然放缓至有史以来最低速

截至2016年末，银行理财总规模为29万亿元，同比增长23.6%，虽然整体仍保持快速增长的态势，但增速已脱离了过去50%的高速区间，创下有史以来最低速。

银监会公布的2017年第一季度数据<sup>[1]</sup>进一步显示，银行理财产品余额为29.1万亿元，比年初增加958亿元，同比增长18.6%，增速比上年同期大幅下降34.8个百分点。一季度的冰点增速，或预兆着2017年银行理财增速放缓趋势将继续延续。

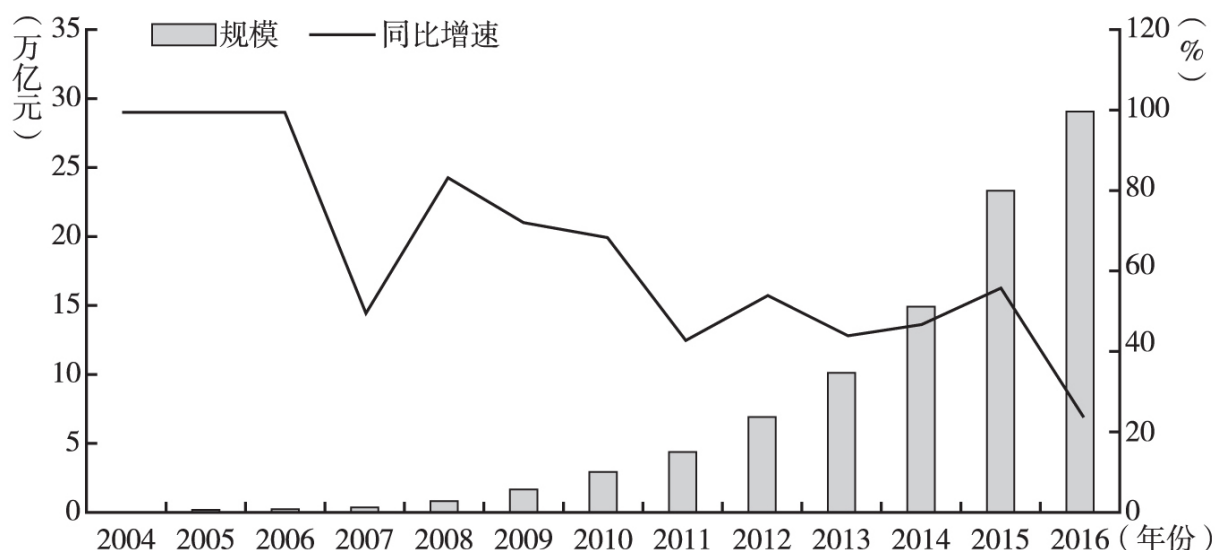


图1 银行理财规模及增速变化

银行理财业务增速放缓主要有以下三点原因。

### 1. 理财滞后反映实体经济增长情况

从宏观角度来说，银行理财本质上是一种投融资活动。近年来，随着宏观经济增速放缓，社会投融资活跃度下降，这在银行理财资产端和资金端的需求中都会有所反映。银行理财规模的增长也可能跟随宏观经济增速走出“L”形的平缓状态，虽然较为滞后。

### 2. 脱离实体的虚假繁荣难持久

自2012年以来的宽松监管环境令脱离实体经济的金融创新层出不穷，也是以银行理财为代表的各类资管子行业狂奔突进的导火索。然而实体经济一直乏善可陈，第一次收入分配的蛋糕没有做大，第二次收入分配的金融创新也不过是“奶油经济”，并无可持续性根基。

### 3. 2016年整个年度，银行理财都缺乏突破性的发展机会

在“资产荒”阶段，人们难以像往年一样在市场上找到收益尚可、风险可控、模式简单、易于冲量的资产品种。为获取与负债端匹配的投资收益率，银行被迫加大风险容忍度，拉长资产久期，扩大错配缺口，承担更多的市场风险和利率风险，这些风险在市场转向后加速暴露。而到了年底“资金荒”阶段，银行理财的形势更加严峻，面临着“资金端”和“资产端”的双重缺口，一方面，资金端的紧张导致了银行，特别是同业理财占比较大的银行，资金成本迅速提高，流动性出现紧张，理财规模被动缩小。另一方面，资产收益的上升幅度远小于资金成本上升幅度，“资产荒”并未明显改观。

## （二）理财产品结构特征：机构客户占比高，加大市场波动性

### 1. 流动性反转，理财产品收益率前低后高

市场利率走势以及金融市场流动性状况，仍然是当前银行理财产品，特别是同业理财产品定价的重要依据。

2016年，我国货币市场利率前低后高，下半年波动性开始放大，四季度更是在央行主动降杠杆的引导下，货币市场利率持续上行，12月后半月7天回购加权平均利率均值为3.25%，达到全年最高水平。我们看到，过去三年的银行理财产品收益率曲线（见图2、图3），与市场利率的波动保持了高度一致性。

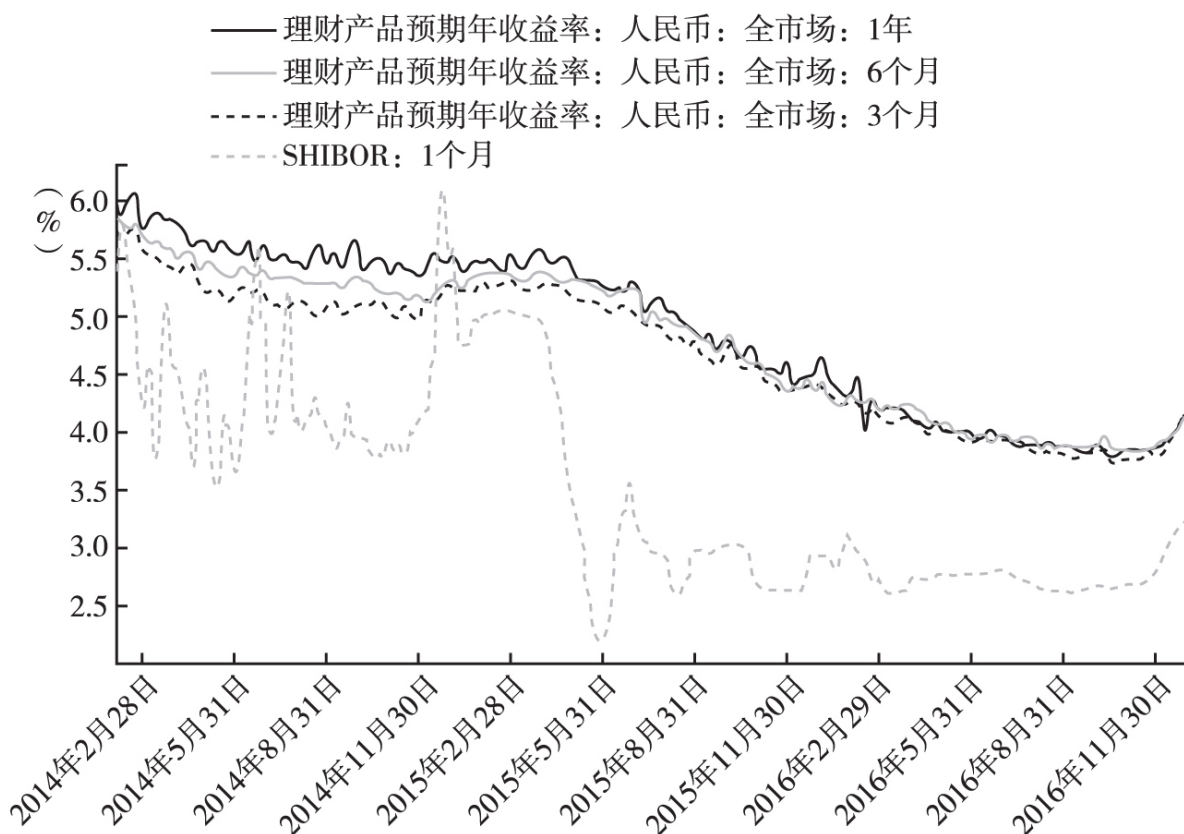


图2 2014~2016年度各期限银行理财产品收益率走势

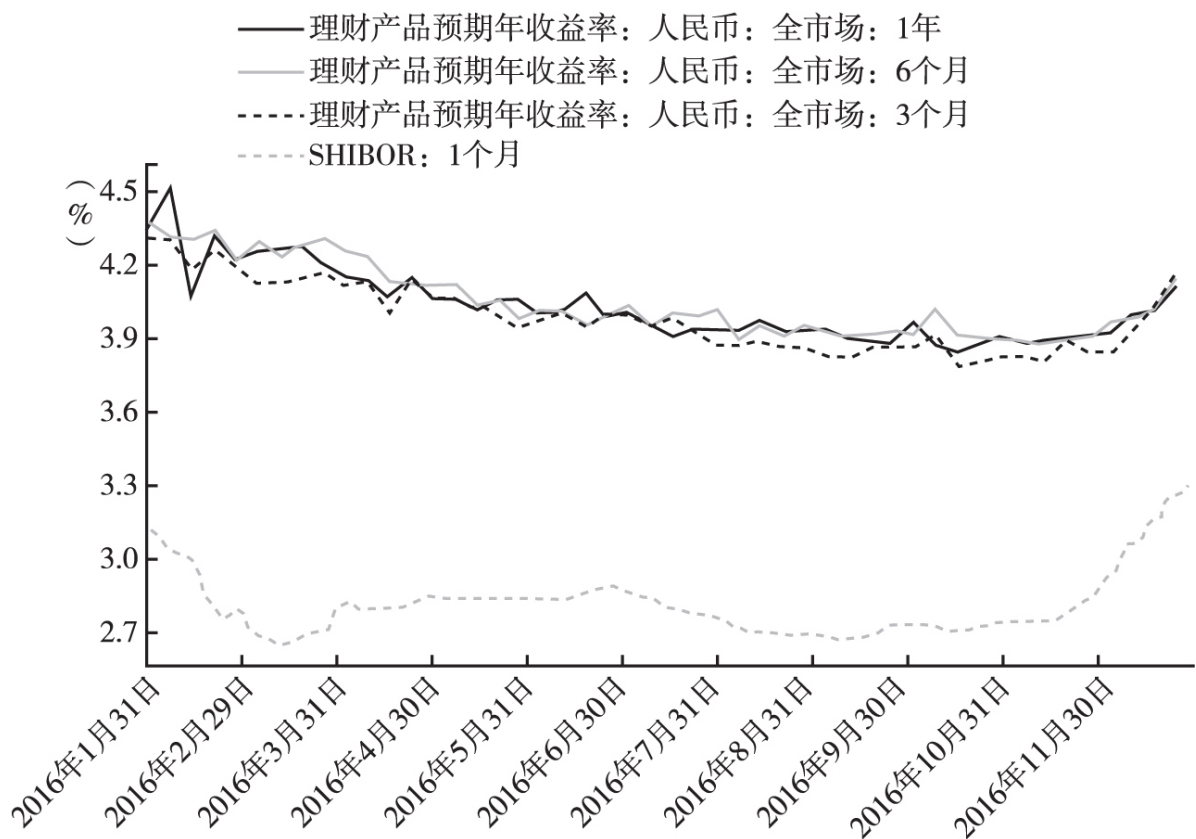


图 3 2016 年度各期限银行理财产品收益率走势

## 2. 零售客户产品规模增速放缓，理财客户机构化趋势严峻

在中债登披露的截至 2016 年末的银行理财客户构成中，机构客户几乎占据半壁江山（47%），零售客户占比继续下降（46%）（见表 1）。与此同时，零售客户产品规模的增速在过去三年逐年递减，2014~2016 年增速分别是 36%、30%和 15.6%。

从有披露数据的 2013 年开始，机构理财，特别是同业理财占比逐步上升的趋势就已经形成，这是源于两者的市场利率弹性差别，零售理财产品规模和价格相对于市场利率的弹性较小，同业理财产品的利率弹性较大。在低利率的市场环境下，同业理财产品相对于零售理财产品的价格优势更大，资金募集也相对容易，银行就会加大同业理财产品发行。

表 1 面向不同投资者的银行理财产品资金余额情况

表 1 面向不同投资者的银行理财产品资金余额情况									
单位：万亿元，%									
投资者类型	一般个人客户		机构客户专属		私人银行专属		银行同业专属		合计规模
	规模	占比	规模	占比	规模	占比	规模	占比	
2013 年末	6.57	64.16	2.65	25.88	0.63	6.20	0.39	3.76	10.24

2014 年 末	8.95	59.59	4.44	29.56	1.14	7.59	0.49	3.26	15.02
2015 年 末	11.64	49.53	7.2	30.64	1.66	7.06	3.00	12.77	23.50
2016 年 末	13.46	46.33	7.52	25.88	2.08	7.18	5.99	20.61	29.05
资料来源：《中国银行业理财市场年度报告》，智信资产管理研究院制表。									



Excel 下载

表 1 面向不同投资者的银行理财产品资金余额情况

当然，如果银行的同业理财占比过大，则资金来源和成本都会极其不稳定，也会放大市场流动性波动。2016 年末，诸多银行希望通过同业理财产品来冲规模，结果由于市场资金面的变化，同业理财产品价格上升太快而落空，反过来看，银行大规模发行同业理财产品也加剧了市场流动性的紧张。

### 3. 理财业务的市场份额变化：多数国有银行和股份制银行理财业务规模增速放缓

纵观上市银行 2016 年年报数据，大部分银行的理财业务规模增速放缓，与行业总规模的表现一致。而且有的银行在考核导向上也有所调整，不再以规模作为第一考核目标，而是将利润及管理费收入作为第一考核目标。

2015 年，银行理财业务最活跃的股份制银行展开了“万亿俱乐部”入场竞赛，以规模达到万亿元门槛为荣。2016 年市场开始分化，大部分站上万亿元门槛的机构放缓了增速，但很多中小银行却借助同业理财机会大幅提升了业务规模，例如，2016 年华夏银行规模增长 59.57%，江苏银行增长 50.78%，杭州银行增长 41.9%（见表 2）。

### 4. 净值型产品转型明显加快，能否代表未来理财方向仍未可知

从调研来看，2016

年银行理财业务转型加速，净值型产品规模明显扩大。转型加速的原因是多方面的，一是理财业务转型的难点和重点在产品端，2016年大多数时间中，理财产品募集资金成本和难度都较低，为转型提供了宽松的空间。二是按照《商业银行理财业务监督管理办法（征求意见稿）》，监管政策对于转型的引导已经相对明确。三是银行理财大类资产配置的范围不断拓展，以市价波动的净值作为收益表达的资产种类更适合采用净值型产品对接。

表 2 上市银行已披露的理财产品余额及增速统计

单位：万亿元，%				
银行名称	2016 年		2015 年	
	理财产品余额	同比增幅	理财产品余额	同比增幅
工商银行	2.70	3.30	2.62	32.00
建设银行	2.13	31.37*	1.62	42.25*
农业银行	1.63	3.40	1.58	—
中国银行	1.51	—	—	—
招商银行	2.38	30.49	1.82	118.97
浦发银行	1.82	16.46	1.56*	—
民生银行	1.43	34.89	1.06	121.83
兴业银行	1.38	-3.85*	1.44	72.26
光大银行	1.36	11.48	1.22	43.53
中信银行	1.14	18.95	0.95	63.69
华夏银行	0.75	59.57	0.47	25.05
北京银行	0.43	39.26	0.31	49.99
江苏银行	0.35	50.78	0.23*	—
上海银行	0.31	10.43	0.28*	—
杭州银行	0.24	41.90	0.17*	—
宁波银行	0.21	23.50	0.17	53.00

注：—表示数据不可得，\*数据为根据年报推算。并非全部上市银行，有的银行没有公布可比口径的理财数据。

资料来源：上市银行年报，智信资产管理研究院制表。



表 2 上市银行已披露的理财产品余额及增速统计

不过转型仍有几点值得关注，第一，净值型产品的规模仍然存在水分，例如，银行存在大量非真实估值的假净值产品，也有通过技术手段使净值相对稳定在一个较小区间的净值型产品，实质上并没有打破刚性兑付。第二，净值型产品缺少政策规范，即使是在《商业银行理财业务监督管理办法（征求意见稿）》中，对于净值型产品的定义及具体做法仍然缺乏明确规范。第三，随着市场环境的变化，理财产品端的困难和压力，可能会阻碍净值型产品规模的扩大。毕竟银行使用传统预期收益率型产品募集资金成本更低，效率更高。

招商银行年报数据显示，截至 2016 年末，招行净值型产品余额为 1.58 万亿元，较上年末增长 63.90%，占理财业务资金余额的比重为 66.35%，占比较上年末提高 13.53 个百分点。招行零售客户基础一直远远领先全行业，招行在净值型产品转型上也一举成为领头羊。

## 二 银行理财配置偏好特征：无奈配债，债无可配

截至 2016 年底，银行理财产品投资各类资产余额 29.15 万亿元，随着“委外热”而加配债券市场捕捉交易性投资机会，导致债券成为最大配置标的，占比为 44%（为 2013 年本系列报告编制以来最高）。这也从侧面反映出，对于规模庞大的银行理财，仍然没有形成多元化的投资渠道。

而一直被银行理财奉为投资压舱石、超额收益的最后一道防线的非标债权资产，2016 年也出现信用风险事件频发、新增资产收益率下滑等特征。2016 年末，非标资产的配置占比为 17%，过去三年也一直维持在 15%~21%的区间。2017 年初银监会将股票质押回购等具有债权实质的资本市场类资产纳入非标统计口径后，部分银行非标债权资产额度骤然紧张，一些“非标转标”的业务模式开始出现。

2016 年末，银行理财在存款和货币市场上的配置压缩到 30%，规模占比显著下降的主要原因是货币市场类资产收益情况和市场流动性相关度很高，在 2016 年的大多数时间，这类资产的收益很难覆盖理财资金成本，可配置性很差（见表 3）。



表 3 银行理财大类资产配置对比							
单位：亿元，%							
大类资产类别		2016 年末		2015 年末		2014 年末	
		余额	占比	余额	占比	余额	占比
存款和货币市场		86750.4	29.76	103829.62	43.88	63908.80	40.53
证券	债券	127560.4	43.76	69779.75	29.49	46957.91	29.78
	股票	—	—	18551.14	7.84	9839.40	6.24
	合计	127560.4	43.76	88330.90	37.33	56797.31	36.02
非标	债权项目	50983.35	17.49	37220.60	15.73	32971.45	20.91
	股权项目	—	—	—	—	—	—
	合计	50983.35	17.49	37220.60	15.73	32971.45	20.91
其他*		26205.85	8.99	7240.63	3.06	4005.14	2.54
合计		291500.00	100.00	236621.74	100.00	157682.70	100.00

资料来源：公开资料，课题组调研。



Excel 下载

表 3 银行理财大类资产配置对比

### （一）前三季度利率维持低位，货币市场工具配置难度大

在货币市场工具中，票据除少量作为流动性工具外已经不再配置，存款类资产的规模也大幅缩小，只有收益相对较高的同业借款成为货币市场工具的主力建仓品种。

2016 年，面对“资产荒”

和业绩增长的双重压力，部分银行用理财资金或自营资金购买他行的理财产品。这一做法的可能盈利点有两个，一是自身具有销售成本优势，赚取发行理财的成本（或同业拆借成本）和他行理财产品价格之间的无风险价差；二是对市场利率的判断明确，在利率下行的情况下，利用错配发行实施套利。此外，也有银行单纯通过购买他行理财产品或互买理财产品扩大自身规模。值得注意的是，该业务模式存在一定监管风险和市场风险，2016年三季度末，监管部门已经对部分机构进行了窗口指导。在市场风险方面，这种操作模式拉长了同业资金链条，加大了不稳定性。

## （二）债券自主建仓难度大，债权委外成为热点

银行自主开展的债券投资仍然主要是持有到期模式，2016年，由于债券票息的持续下降，银行自主开展的债券建仓难度加大，建仓节奏存在分化，这种分化主要来自对市场趋势的择时判断能力。比如在2016年仍然有较大的债券构建压力的银行，就必然要以私募类债券和长久期债券为主力构建品种，带来了较大的流动性风险和利率风险。现阶段这一部分构建的债券实质上属于浮亏或者无法覆盖成本的情况。

债券在银行理财所有投向中的占比能够达到44%，与2016年盛行的债券委外和“债券+”委外有很大关系。与持有到期不同，委外债券投资可以获取交易利差，通过放大杠杆赚取超额收益，做银行不擅长的投资交易的事情。

银行理财大面积开展委外业务始自2015年，到了2016年，甚至有些银行将金融市场部管理的自营资金通过委外方式进行债券投资，以博取更高收益回报。委外扩张更多的是来自资产荒压力下的被动行为，并无通盘远期规划，一方面对管理人的筛选和管理缺乏科学性，另一方面过分相信管理人的“专业性”，对于承诺预期收益和过往收益兑付情况缺少基于市场环境的清晰判断。此外，在2014~2015年长达两年的债券牛市后，外部管理人通过信用下沉、加杠杆、做波段等手段都无法获得能够满足银行委托人的收益预期时，各类“债券+”的产品开始走俏，以“债券+打新”“债券+量化”等方式博取超额收益。2016年末债券市场的剧烈调整给债券委外带来了巨大冲击，多数银行委外产品遭遇亏损或者收益回撤。对于委外业务占比较大的银行，保证理财刚性兑付下正常的投资配置和流动性管理都可能存在困难。总体来看，如果未能在2016年10月前及时平仓，考虑到理财资金的固定成本，债券委外带给银行理财的直接影响就是负利差。

银行理财在委外业务上的折戟沉沙实际上暴露了银行开展对外委托投资的本质缺陷：实质上是一种资金外包，缺少基于大类资产配置的战略配置指引，盲目地将自己无法完成的回报目标转移给其他机构。这一局面，与2008年的不择时出海，发行QDII产品委托海外知名投行

管理，最终产品亏损、投资者闹事的局面类似。

### （三）非标债权资产：低风险低收益没法投，高风险高收益不敢投

虽然不太符合监管导向和银行理财的转型方向，也没有其他资产品种显得“高大上”

，但非标债权资产仍然是银行理财最核心的高收益基础资产，能否获得可靠稳定的非标资产来源，仍然是理财业务利润保障的决定因素。

然而，2016年非标债权资产的主要矛盾不是额度紧张，而是低风险低收益的没法投，高风险高收益的不敢投。在低利率、宽松流动性的市场环境下，主体信用等级高的企业法人对于融资成本的谈判能力很强，往往要求等同于同期贷款利率甚至还会出现下浮，无法满足银行理财对于非标资产高收益的期望。同时为了追逐高收益而去放松对于融资主体信用风险的管控在不良率居高不下的时代显然也无法承受。

针对非标资产构建中的结构性矛盾，资产荒情况下市场呈现两个主要特点，一是加大向房地产和政府平台的投放力度，2016年通过夹层基金参与拍地的项目明显增多，政府平台融资方面则通过采取政府产业基金、层级下沉甚至继续接受政府承诺函方式获取高收益。然而，2016年四季度，房地产拿地融资被严格禁止，2017年初，部分政府违规融资项目被严厉查处。二是采取加杠杆和资产流转方式，通过非标资产私募ABS、银登中心挂牌流转，在一定程度上解决了低风险低收益非标资产投放的问题。

#### （四）资本市场类资产不温不火

2016年，除了年初熔断带来的大幅下跌以外，资本市场类的资产总体保持稳定，仅有一些阶段性和结构性行情。

目前，银行理财参与的资本市场类资产主要分为三类。

一是基于券商同业授信的资本市场类业务，本质上属于同业融通类业务。这类资产的收益率水平和市场资金的价格密切相关，和股票市场行情也有一定关系。2016年的前十个月，由于市场利率低，这类资产几乎没有建仓机会，后两个月收益率的迅速提升提供了建仓机会。

二是股票质押、定增、配资业务。这类资产收益总体较高，但其规模有限，收益缓慢下降，各家银行的同质性强，市场竞争激烈。例如，股票质押的竞争在于三率——质押率、利率和效率。

三是通过委外方式开展的权益类平层投资，主要有量化、分级A、定增、二级市场股票等。业务的总体规模较小，2016年建仓点位也相对较低，风险相对可控。

前两种本质上都属于融资类业务，最后一种才是投资类业务，是委托投资方式下开展的投资类业务。本质上看，银行里的真正意义上的投资业务少之又少，信贷思维、融资业务，仍然是银行理财的主流。

### 三 2017年银行理财业务展望：回归本源练内功

银行理财的从业人员常说：“新的一年是最困难的一年。” 目前看来，2017

以上内容仅为本文档的试下载部分，为可阅读页数的一半内容。如要下载或阅读全文，请访问：<https://d.book118.com/647113043016006153>