

理财变成“乖孩子”了吗？

银行理财专题研究

报告摘要：

● 供需力量驱动信用债收益率下行？

3季度以来，债市快速走牛的趋势告一段落，进入震荡格局。然而，理财扩张和信用债供给收缩导致信用利差的判断出现偏差。

逻辑上讲，信用债供给的下行能够在一定程度上压低信用债收益率。然而，信用利差对发行占比反而具有领先性。因此，供给减少导致利差下行的逻辑，仅体现为相关关系，而非因果关系。8月债券总发行量和净融资额已经有所恢复，因此供给下行对信用利差的压低是暂时性的。

● 银行理财发展带来新的债券需求

今年上半年，银行理财资金增长 2.41 万亿，有 1.08 万亿投向债券及货币市场，有 1 万亿投向银行存款，而非标资产仅增加 0.07 万亿。银行理财为债券市场，特别是信用债和政策性金融债，带来了可观的增量需求，从而在一定程度上解释政策性金融债等价税率和信用利差的下降。

● 中长期看，银行理财发展有助于盘活资金存量

直接和间接融资最大的区别在于，是否能够不依赖于货币的扩张来实现融资的供给。如何有效调动储户存款是发展直接融资的主要立足点。银行在融资体系的主导地位，决定银行理财是直接融资发展的重要渠道，也是盘活存量资金的重要手段。

● 银行理财的监管套利基因仍在作祟

银行理财导致存款波动加剧。今年以来，理财业务驱动存款大幅波动，已经影响到实体的资金投放。7月经济运行维持稳定，然而信贷投放大幅萎缩，主要原因在于存款规模的大幅萎缩。

银行理财正在创造更大的监管套利空间。127号文后，同业业务对货币的贡献反而有所上行。理财投资非标资产放缓仅仅是形式上的。而银行附属资本快速增长表明，通过理财账户互持次级债的手法正在迅速蔓延。

● 短期内，理财对信用利差的压制可能透支

银行理财的健康发展能够在中长期内起到压低资金成本的作用。然而短期内由于明显的监管套利空间，政策风险依然存在，理财资金对于信用债收益率的压制可能存在透支的现象。

图 1：增量资金配向债券、银行存款

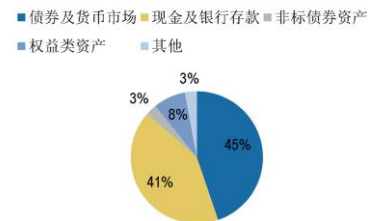


图 2：同业因素对货币贡献创出新高

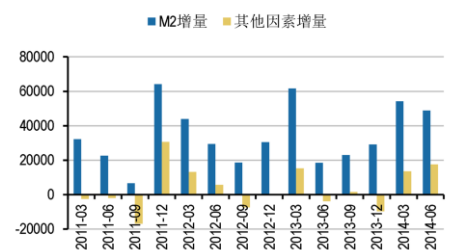
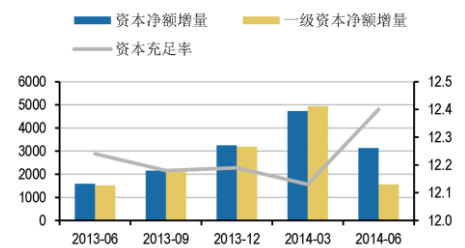


图 3：2 季度银行附属资本明显增长



分析师：黄鑫冬 S0260513110001



021-60750654



huangxindong@gf.com.cn

相关研究：

| | |
|------------------|------------|
| 融资萎缩源自存款大幅下滑： | 2014-08-17 |
| 固定收益策略周报 | |
| 债市走牛的基础并不稳固— | 2014-06-22 |
| —2014 年 3 季度债券策略 | |
| 寻找破解债务问题的钥匙— | 2014-05-14 |
| —基于债务循环机制的探讨 | |

目录索引

| | |
|-------------------------------|----|
| 1、供需力量驱动信用债收益率下行? | 4 |
| 1.1 信用债收益率继续下行 | 4 |
| 1.2 信用债供给下行的趋势难以持续 | 5 |
| 1.3 银行理财发展带来新的债券需求 | 6 |
| 2、银行理财发展有助于盘活资金存量 | 7 |
| 2.1 直接融资是盘活存量的主要手段 | 7 |
| 2.2 银行理财是近期盘活存量的重要力量 | 8 |
| 2.3 资本压力可能成为银行理财发展的重要支撑 | 9 |
| 3、银行理财的监管套利基因仍在作祟 | 9 |
| 3.1 银行理财导致存款波动加剧 | 10 |
| 3.2 银行理财正在创造更大的监管套利空间 | 11 |

图表索引

| | |
|--|----|
| 图 1: AAA 信用债回到前期低位 | 4 |
| 图 2: AA+信用债持续下行, 城投债溢价消失 | 4 |
| 图 3: AAA 企债信用利差持续下行 | 5 |
| 图 4: AA+企债信用利差创出历史低位 | 5 |
| 图 5: 5 月份以来, 信用债净融资持续下降 | 5 |
| 图 6: 信用债发行和净融资占比明显下降 | 5 |
| 图 7: 信用利差似乎与供给量存在相关关系 | 6 |
| 图 8: 信用利差与资金成本正向相关 | 6 |
| 图 9: 增量资金配向债券、货币市场、现金、存款 | 7 |
| 图 10: 理财产品预期收益率仍维持在 5%左右 | 7 |
| 图 11: 今年以来, 国开债等价税率持续下降 | 7 |
| 图 12: 银行理财是发展最快的资产管理业务 | 9 |
| 图 13: 资本压力是银行理财发展的重要驱动力 | 9 |
| 图 14: 同业业务是其他因素波动的主要来源 | 10 |
| 图 15: 理财余额波动与其他因素正相关 | 10 |
| 图 16: 同业业务是其他因素波动的主要来源 | 11 |
| 图 17: 理财余额波动与其他因素正相关 | 11 |
| 图 18: 货币市场规模波动加剧, 但解释力度不大 | 11 |
| 图 19: 7 月存款规模大幅下降导致信贷投放收缩 | 11 |
| 图 20: 今年以来, 银行表内同业资产对货币供应的贡献明显提升 | 12 |
| 图 21: 2 季度商业银行附属资本规模明显上行 | 13 |
| 图 22: 高级法下, 加权风险资产规模有所下降 | 13 |
| | |
| 表 1: 监管政策未实现目的, 政策风险依然存在 | 13 |

7月以来，经历短期迅速调整，信用债收益率再次出现明显下行。供给的减少固然是驱动因素之一，但融资刚性依然存在，直接融资仍有待发展，债券融资需求下行仅仅是短期现象。需求层面，银行理财给债券市场带来的需求增量，可能是更加持续的影响。然而，就在1年前，同业理财业务还被视为银行间市场的捣蛋鬼，难道短时间内理财业务就发生了脱胎换骨的转变？理财业务在盘活存量的同时，是否还潜藏着风险？

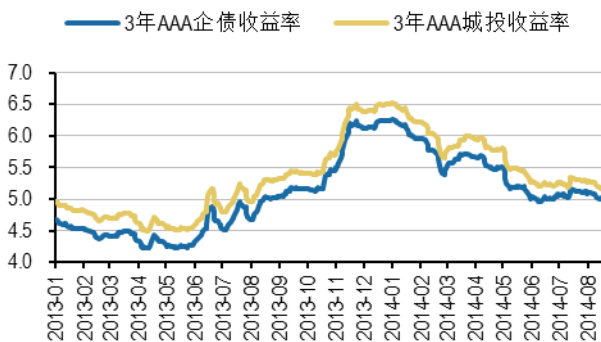
1、供需力量驱动信用债收益率下行？

7月以来，随着经济预期的修复、政策预期的落空、以及资金成本的上行，债券市场出现一次持续3周的快速调整。然而，7月末以后，债券收益率，特别是信用债，再次出现明显下行。信用债供给的减少，加上银行理财的增量需求，被用来解释债券市场的变动。

1.1 信用债收益率继续下行

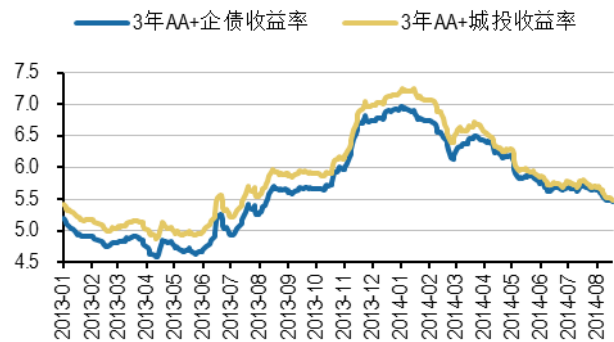
7月下旬以来，债券市场再次呈现走强格局。利率市场方面，国债收益率维持稳定，但政策性金融债收益率明显下行。信用债走强更为明显，城投债更是受到全市场的青睐。以交易相对活跃的3年期债券为例。7月下旬以来的1个月，国债收益率仅下行2bp，国开债收益率下行19bp；AAA企债收益率下行15bp，AAA城投债收益率下行16bp；AA+企债收益率下行23bp，AA+城投债收益率下行27bp；AA企债收益率下行25bp，AA城投债收益率下行28bp。除了AAA级外，城投债与企业债的收益差异基本已经消失。

图1: AAA信用债回到前期低位



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

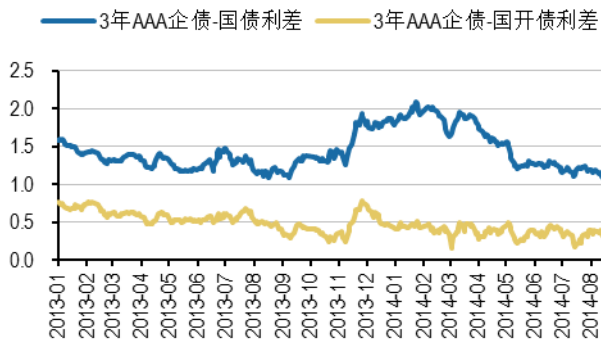
图2: AA+信用债持续下行, 城投债溢价消失



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

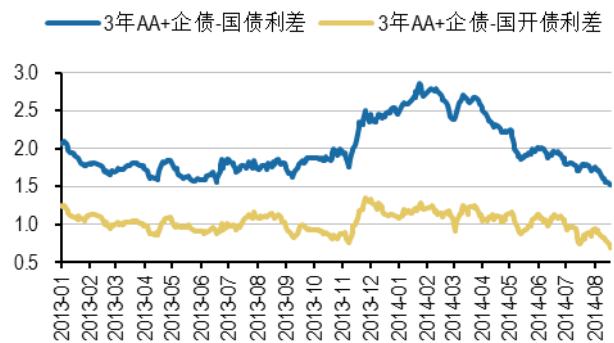
在此市场格局下，信用利差进一步收窄，基本达到历史最低水平。7月下旬以来，AAA企债与国债利差下行13bp至1.06pp，与国开债利差上行4bp至0.24pp；AA+企债与国债利差下行21bp至1.52pp，与国开债利差下行4bp至0.7pp。

图3: AAA企债信用利差持续下行



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图4: AA+企债信用利差创出历史低位



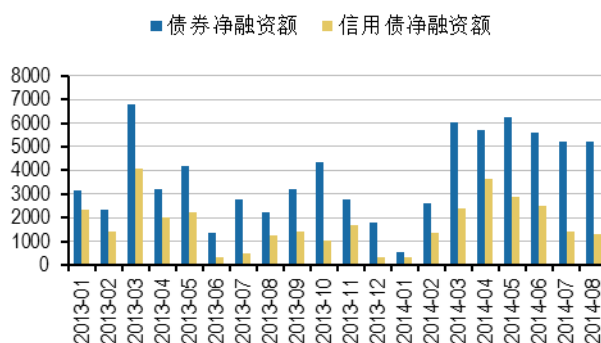
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

三季度以来, 债券市场运行趋势与我们三季度策略基本吻合。债券市场快速走牛的趋势告一段落, 进入震荡格局。然而, 我们对信用利差的判断出现偏差。我们推演信用利差上行的逻辑中, 资金成本上行、政策预期落空、同业业务规范三大支柱均成立。然而, 有两大因素并没有进入逻辑体系进行考察。其一, 同业导致银行资本压力显现, 但通过理财发展, 更多的信用债被挪到表外; 其二, 监管政策的收紧导致债券供给, 特别是城投债, 出现一定程度的稀缺。

1.2 信用债供给下行的趋势难以持续

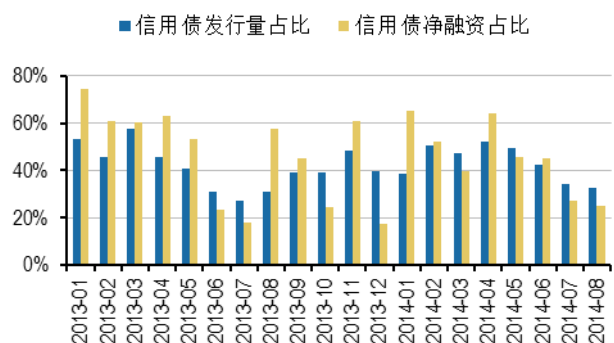
今年, 我国债券市场规模继续迅速扩张。前7个月, 债券发行总额达到6.53万亿, 而净融资额达到3.2万亿, 每月维持5000-6000亿的债券净融资额。然而, 债券市场规模稳步扩张的同时, 信用债市场扩张速度却在5-7月出现明显减速。4月信用债净融资规模为3640亿, 而7月份下降到1424亿。其中发债审核趋严是重要力量。受此影响, 债券发行额中信用债占比从4月的52.2%下降到7月34.1%(8月前2旬为32.4%), 而净融资占比从4月的64%下降到7月的27.4%(8月前2旬为25.2%)。

图5: 5月份以来, 信用债净融资持续下降



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图6: 信用债发行和净融资占比明显下降

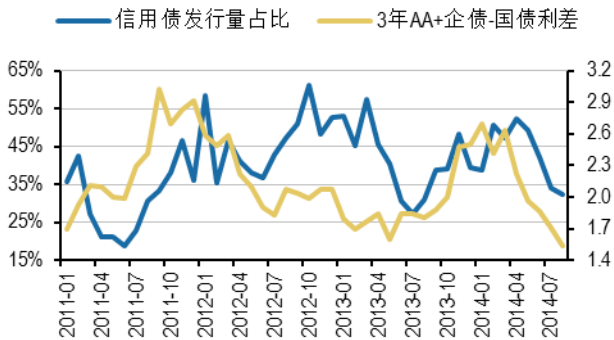


数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

金融产品价格的波动来自供求力量的变化。逻辑上讲, 信用债供给的下行能够在一定程度上压低信用债收益率。2013年以来, 信用利差与信用债发行额占比呈现

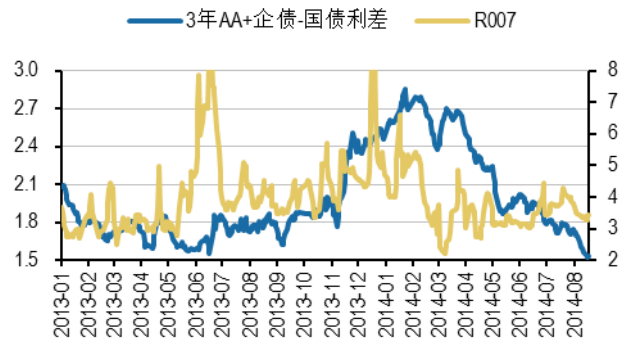
一定的正向关系。然而需要关注的是，信用利差的变化对于发行占比反而具有领先性。因此，供给减少导致利差下行的逻辑，仅体现为相关关系，而非因果关系。资金成本对信用利差的影响就有所不同。逻辑上讲，资金成本下降导致投资者杠杆交易的风险和难度下降，从而推动信用利差下行。而数据验证方面，资金成本与信用利差也呈现同向变动的关系，特别在重要的拐点时刻。因此，供给下行压低信用利差可能在某些时期有效，但并不是一个持续有效的规律。

图7：信用利差似乎与供给量存在相关关系



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图8：信用利差与资金成本正向相关



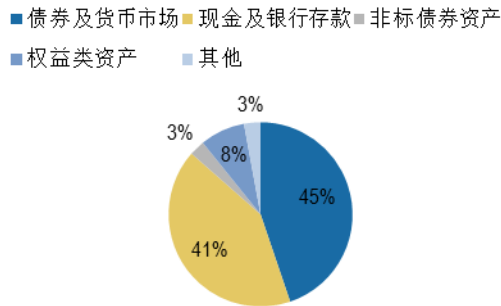
数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

往后看，我国融资体系的固有格局决定资金需求的刚性，而稳增长措施的落实也决定资金需求仍将有所上行。8月前两旬，债券总发行量和净融资额已经有所恢复，因此供给下行对信用利差的压低仅仅是暂时性因素。

1.3 银行理财发展带来新的债券需求

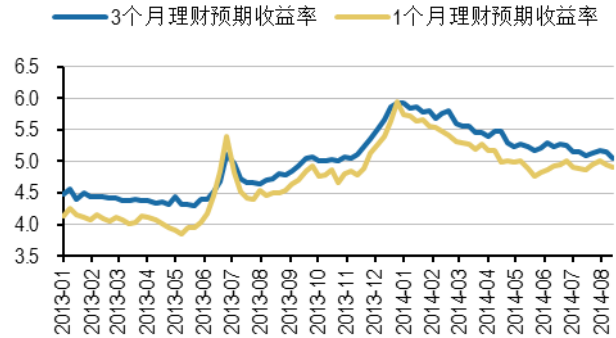
银行理财已经成为债券配置重要的需求增量来源。根据《中国银行业理财市场报告》，2014年中，我国银行理财资金余额12.65万亿，较2013年末增长2.41万亿。其中“债券及货币市场”配置5.04万亿，半年间增长1.08万亿；“现金及银行存款”配置3.63万亿，较上年末增长1万亿；“非标资产”配置2.88万亿，较上年末仅增长0.07万亿。2014年上半年，86%的理财增量资金配置的债券、货币市场、现金、银行存款资产上。理财市场报告同时披露，投向实体资金增长1.56万亿，其中包含债券、非标债券资产、部分权益类资产、理财直接融资工具、信贷资产流转项目、商品类及部分其他资产。扣除债券资产，这些资产的增量总和仅有0.33万亿，与1.56万亿的差额部分为1.23万亿，超过债券及货币市场增量的总和。一方面，权益类和其他资产投向实体占比在迅速提升；另一方面，也意味着银行理财配置债券的增量可能在1万亿以上。目前的银行理财产品预期收益率仍然维持在5%左右的水平。而国债收益率远远达不到这一水平，因此理财产品的债券投向可能向政策性金融债和信用债倾斜。

图9: 增量资金配向债券、货币市场、现金、存款



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图10: 理财产品预期收益率仍维持在5%左右



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

2013年末, 银行存款、利率债、AA+以上信用债和货币市场占总资产的比重为52.84%, 而债券、货币市场、现金及银行存款的占比总和为64.3%。两者轧差, AA+以下信用债的配置比例仍然达到11.4%。因此银行理财为债券市场, 特别是信用债和政策性金融债, 带来了可观的增量需求, 从而在一定程度上解释政策性金融债等价税率和信用利差的下降。

图11: 今年以来, 国开债等价税率持续下降



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

2、银行理财发展有助于盘活资金存量

前期研究指出, 货币高存量与融资高难度并存, 其核心原因在于金融中介职能缺失。实体融资供给主要依赖银行资产负债表的扩张, 资金供给与需求方无法形成有效配对, 从而出现资金过剩和稀缺并存的局面¹。

2.1 直接融资是盘活存量的主要手段

盘活存量是改变资金效率低下的主要手段。银监会领导曾经提出从三个方面进

¹ 详见《寻找破解债务问题的钥匙——基于债务循环机制的探讨》
识别风险, 发现价值

行存量盘活。其一，压缩沉淀在产能过剩领域的资金；其二，加大不良贷款核销力度；其三，加快发展资产证券化产品。目前看，三大手段可能均难以有效实现盘活存量的效果。首先，如果大规模压缩产能过剩领域的资金，势必造成区域性金融风险的出现。其次，不良贷款核销将直接影响到银行资本和经营业绩，因此盘活存量的空间不大。这两条路径均试图在维持信贷总量的前提下，通过压缩现有信贷规模来实现盘活存量融资的目的，但很明显空间相对有限。

而资产证券化则是另辟蹊径，通过将信贷资产挪出表外来实现盘活存量的目的。但是资产证券化存在两大缺陷，其一，产品收益率校对，对投资者缺乏吸引力；其二，银行也不愿将大量优良资产出卖。因此，资产证券化的发展空间也面临很明确的限制。然而，资产证券化的理念确实能够成为盘活存量的主要思路。通过发展直接融资，将资产和负债转移到商业银行表外。在不扩张货币存量的前提下，满足更多的融资需求。

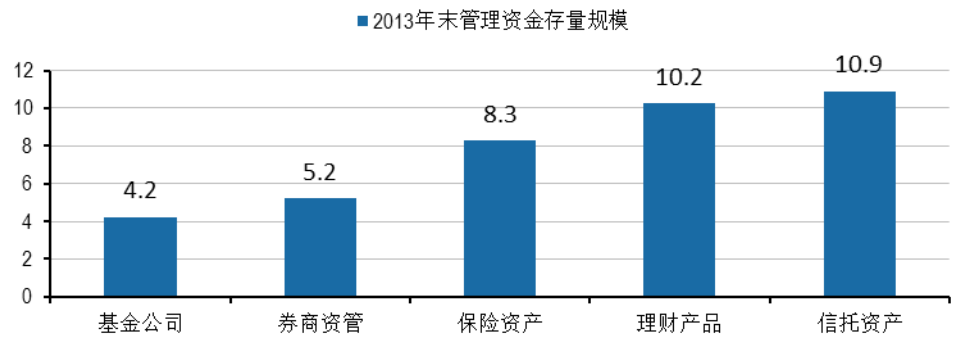
不管是学术界还是市场，对于直接融资的讨论均局限于产品形式。然而，我们认为直接和间接融资最大的区别在于是否能够不依赖于货币的扩张来实现融资的供给。从这个意义讲，信用债融资具备直接融资的表象，但是如果由商业银行进行投资，实质上仍然是间接融资的范畴。而银行理财，尽管是银行的创新业务，但是由于其实现了资产的表外化，因此是典型的直接融资业务。

2.2 银行理财是近期盘活存量的重要力量

前文讲到，发展资产证券化的最大障碍在于收益太低，如何组织有效需求是最大的问题。两方面的力量值得挖掘，其一是巨额的储户存款，其二是政府对证券化产品进行收益和流动性支持。目前看，如何有效调动储户存款是发展直接融资的主要立足点。而储户作为单独个体，无法形成可观的规模，因此发展资产管理业务是重要渠道。当前，银行、券商、基金、保险、信托都在大力发展资产管理业务，但很明显银行理财的发展速度最为迅猛，发展前景也更得天独厚。

2013年末，银行理财资金余额达到10.2万亿，而基金资产为4.2万亿，券商资管资产为5.2万亿，保险资产为8.3万亿，信托资产为10.9万亿。而其中规模最大的信托资产与银行理财存在千丝万缕的关系。2014年年中，银行理财资金余额迅速扩张至12.65万亿，信托资产规模增长到12.47万亿。银行发展代客理财具有得天独厚的优势，一方面银行作为融资的主要供给者，能够提供多样性的金融资产；另一方面银行占据主要的储蓄资源，具有非常明显的客户优势。因此，银行理财是短期内直接融资发展的主要渠道，也是盘活存量资金的重要方向。

图12: 银行理财是发展最快的资产管理业务



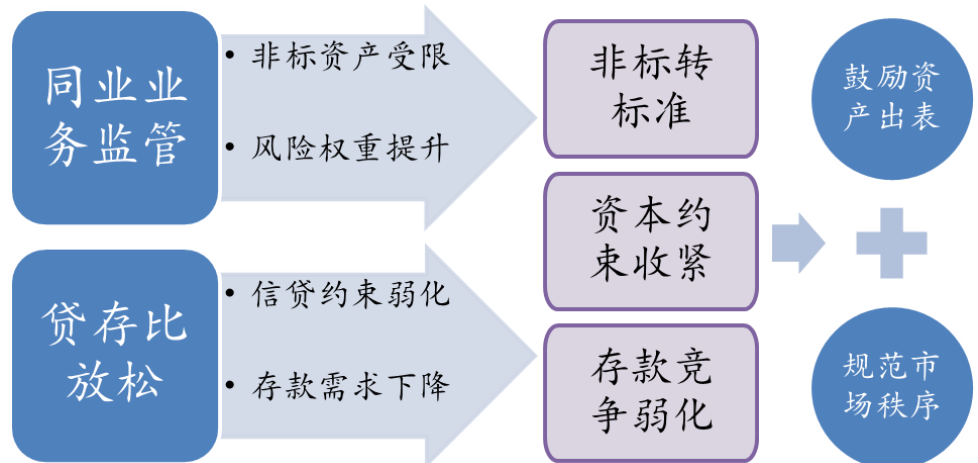
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

从理财资金投向看, 67%的资金投向实体经济。银行理财对于存量资金的盘活起到了非常重大的作用。在不扩张货币存量的前提下, 理财能够通过盘活存量储蓄实现资金的供给, 因此能够在一定程度上扩张实体融资供给, 从而降低融资成本。信用利差的下行正是在反映这一逻辑。

2.3 资本压力可能成为银行理财发展的重要支撑

127号文发布后, 我们提出资本压力提升可能是同业监管的重要后果。而贷存比监管的放松可能是理财业务更为健康发展的前提。目前看, 两项政策变化均有所体现, 理财产品的发展也在加速。未来随着银行资产规模的扩张, 资本压力会越来越显著, 而资产出表的迫切性将进一步提升, 银行理财还存在巨大的发展空间, 而发展过程中, 对于存量资金的盘活仍将发挥重要作用。

图13: 资本压力是银行理财发展的重要驱动力



数据来源: 广发证券发展研究中心

3、银行理财的监管套利基因仍在作祟

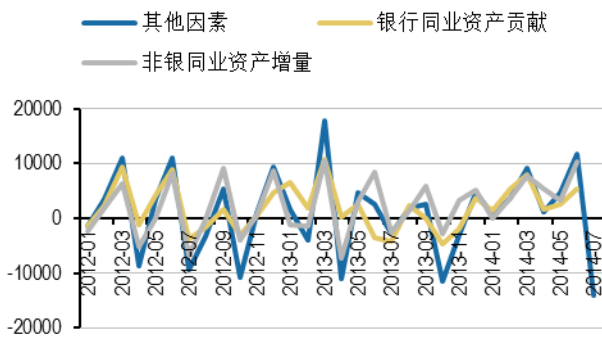
在盘活存量、支持实体方面, 银行理财的确发挥一定的作用。然而, 银行理财

仍然是存款竞争和监管套利的重要手段，短期内这一现实仍然难以改变。因此，银行理财发展过程中的波折，以及政策风险仍然值得密切关注。

3.1 银行理财导致存款波动加剧

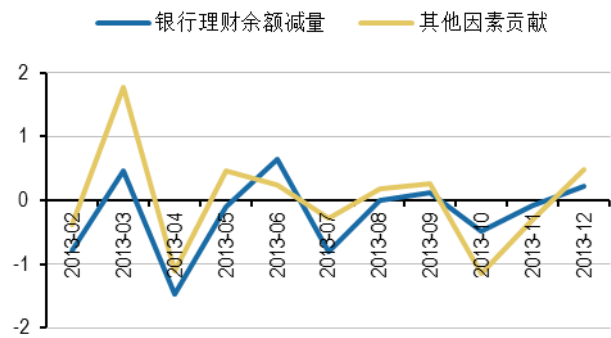
2011年以来，货币政策有所收紧，信贷额度受到控制，存贷比压力逐步显现，货币供应量的季节性波动越来越剧烈。从资产负债配比的角度，货币投放的渠道主要有人民币信贷、信用债投资、外汇占款、财政存款（减项）和其他因素。前四者是货币创造的传统渠道，同业理财业务与其他因素直接相关。**资产端角度看，同业资产的增减是导致货币供应量季节性波动的重要原因。**历史数据看，银行同业与非银同业资产的波动方向基本一致，均在季末明显扩张，而在非季末明显收缩，从而导致货币供应量的收放。**而银行理财是同业资产进出表的主要载体。**《中国银行业理财市场报告》公布了2013年月度的银行理财资金余额。银行理财扩张过程中，同业资产和存款同时出表，导致货币供应量下降；而季末理财集中到期，同业资产和存款同时回表，导致货币供应量扩张。

图14：同业业务是其他因素波动的主要来源



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

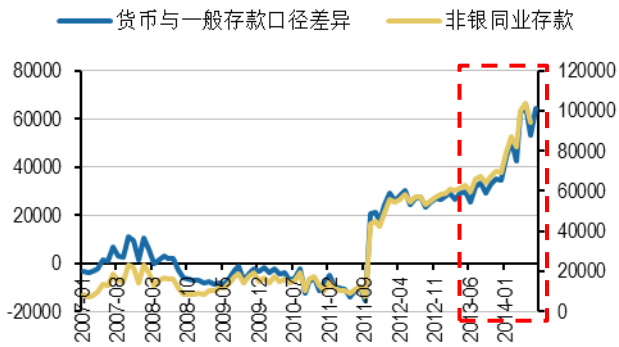
图15：理财余额波动与其他因素正相关



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

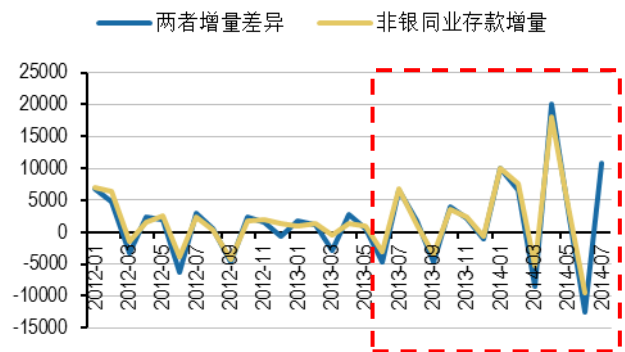
货币扩张仅是表现，季末拉存款才是实质。但货币口径存款并非与一般存款完全对应，其中非银行金融机构存款是主要的差异来源。去年钱荒以来，非银同业存款加速增长，与此同时货币口径存款与一般存款之间差异明显扩大。去年6月份以来，非银同业存款增长3.5万亿，同比增长58.8%。而货币口径与一般存款口径的月度增量差异也从钱荒之前的5000亿上升到20000亿。**货币型基金和理财业务的发展是主要的驱动力。**

图16: 同业业务是其他因素波动的主要来源



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

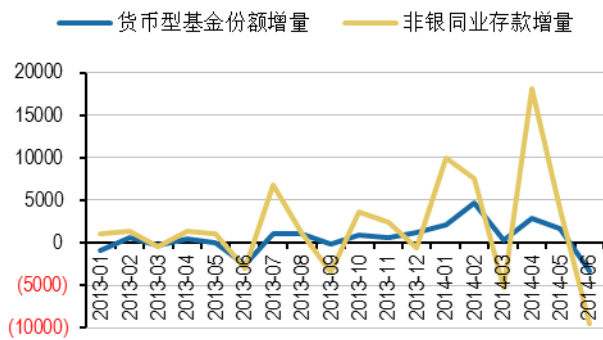
图17: 理财余额波动与其他因素正相关



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

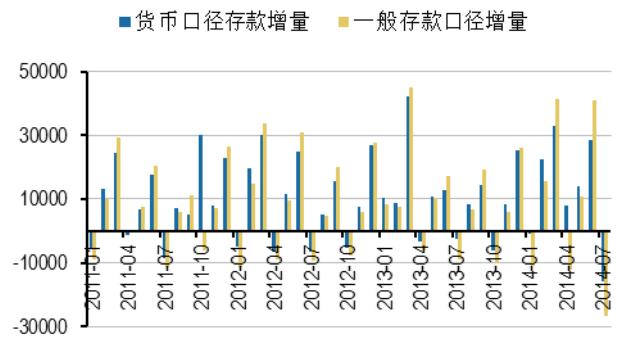
非银同业存款的主要包括证券客户保证金、保险公司存款、货币市场基金存款和银行理财存款。今年上半年,非银同业存款增长2.49万亿,其中保险公司存款增长2977亿,银行理财存款增长1万亿,货币市场基金份额增长8450亿。银行理财和货币型基金是非银同业存款增长的主要力量。而从月度波动看,货币型基金对于非银存款的解释力度不够,因此银行理财是主要动力。然而,理财业务所导致的存款大幅波动,已经在一定程度上影响到实体的资金投放。7月份,经济运行维持稳定,然而信贷投放大幅萎缩,主要原因在于存款规模的大幅萎缩。

图18: 货币市场规模波动加剧,但解释力度不大



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图19: 7月存款规模大幅下降导致信贷投放收缩



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

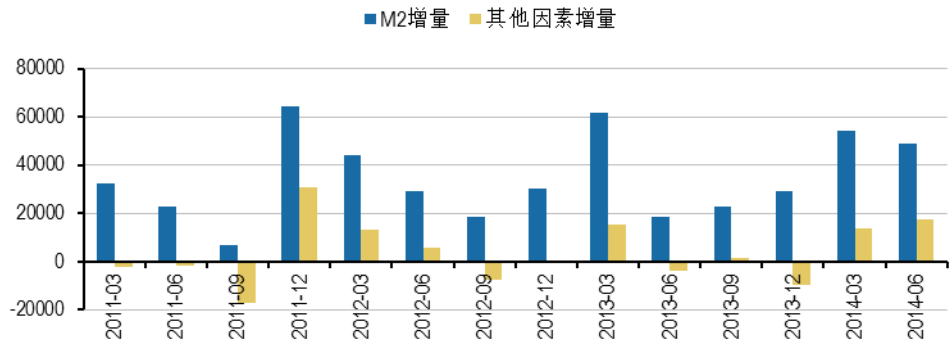
由此可见,理财业务仍然继承着传统的监管套利因素,调整存款规模仍然是重要目的。由于大部分的增量理财增加都配置在债券和银行存款等标准资产上,因此对银行间流动性的冲击相对较小。然而,正如7月信贷大幅萎缩的预警,存款规模的大幅波动已经对实体融资产生影响。因此,对于同业理财业务的规范仍然是主要的政策风险。

3.2 银行理财正在创造更大的监管套利空间

今年上半年,2.41万亿的理财资金增量中,有1.08万亿投向债券及货币市场,有1万亿投向银行存款,而非标资产仅增加0.07万亿。然而,理财产品收益率依然维

持在5%以上的水平，单纯依赖债券和货币市场难以实现其收益目标。在理财配置非标大幅减少的同时，银行表内同业资产反而快速扩张。今年上半年，货币供应量增长10.3万亿，其中表内同业业务贡献3.1万亿，占比为30%，为2011年以来同期最高水平。加强同业规范的127号文后，同业业务对货币的贡献反而有所上行，从1季度的25%上升到2季度的35.8%。因此，理财投资非标资产规模仅仅是形式上放缓，很可能通过第三方担保关系，实现存款和非标收益率的互换。

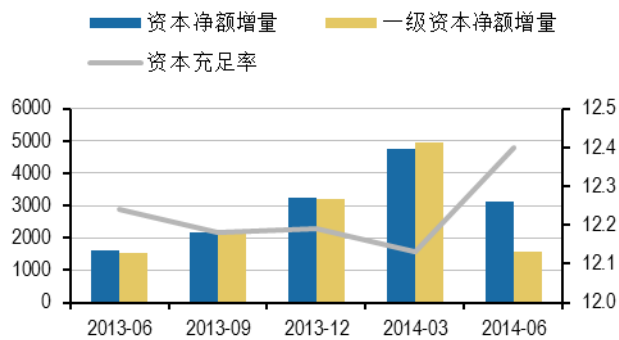
图20: 今年以来，银行表内同业资产对货币供应的贡献明显提升



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

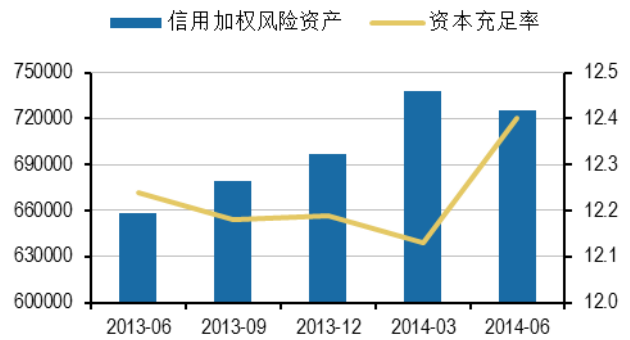
银行理财的监管套利行为不仅仅局限在对于存款规模的调整，同时对资本充足率也具有非常重要的影响。127号文发布后，我们指出对于银行体系的影响主要在于风险还原，从而引发资本压力上行。然而，银监会披露，2季度末我国商业银行体系资本充足率不降反升，资本充足率从12.13%上升到12.4%，一级资本充足率从10.04%上升到10.13%。资本充足率上行的主要动力在于大型商业银行开始实施资本管理高级法，从而导致2季度信用加权风险资产规模明显下降。同时，商业银行附属资本的大幅上行，也是驱动资本充足率下行的力量。今年2季度，商业银行一级资本增长1565亿，与去年同期基本相当。然而，资本净额增长3134亿，附属资本增长1569亿，较去年同期增加1493亿。资本充足率变化表明，一方面由于理财业务的创新，银行表内同业资产风险权重并未明显上升；另一方面，商业银行间通过理财账户互持次级债的手法显著蔓延，商业银行附属资本规模明显扩张。

图21: 2季度商业银行附属资本规模明显上行



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图22: 高级法下, 加权风险资产规模有所下降



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

由此可见, 同业规范并没有达到应有的目的, 银行理财业务仍然明显的监管套利空间。对于存款规模的调节, 在一定程度上导致实体资金投放的波动, 从而加大实体经济的波动。而理财业务对资本充足率的调整, 导致资本约束在短期内失效。因此, 127号文之后, 同业理财业务下的监管套利行为并没有得到有效遏制。政策风险并没有因为同业规范通知的出台而明显下降。后续同业理财的规范仍将以“还原业务本质、支持实体经济”为原则, 因此理财业务对于资本充足率的调整可能遭到进一步的规范, 而另一方面理财产品将被要求更加明确的实体投向。然而, 随着监管套利空间的压缩, 银行理财是否能够维持原有的增长速度, 仍然是一个巨大的问号。综合以上分析, 我们认为银行理财的健康发展的确能够在中长期内起到压低资金成本的作用。然而短期内由于明显的监管套利空间, 政策风险依然存在, 理财资金对于信用债收益率的压制可能存在透支的现象。

表 1: 监管政策未实现目的, 政策风险依然存在

| 发布时间 | 发布单位 | 政策名称 | 主要内容 |
|------------|------------------------|-----------------------------|---|
| 2014年7月10日 | 银监会 | 关于完善银行理财业务组织管理体系有关事项的通知 | 要求银行业金融机构完善理财业务的内部组织管理体系, 设立理财业务经营部门, 负责集中统一经营管理全行理财业务, 并按照“单独核算、风险隔离、行为规范、归口管理”四项基本要求规范开展理财业务, 防范理财业务的风险积累。 |
| 2014年7月9日 | 中国人民银行 | 关于加强银行业金融机构人民币同业银行结算账户管理的通知 | 对商业银行同业银行结算账户的开立、落实日常管理做出严格要求, 并要求各银行建立同业银行结算账户专项管理制度, 同时对存量同业银行结算账户进行清理核实。 |
| 2014年4月24日 | 中国人民银行、银监会、证监会、保监会、外汇局 | 关于规范金融机构同业业务的通知 | 逐项界定并规范了同业拆借、同业存款、同业借款、同业代付、买入返售(卖出回购)等同业投融资业务。要求金融机构开展的以投融资为核心的同业业务, 应当按照各项交易的业务实质归入上述基本类型, 并针对不同类型同业业务实施分类管理。 |
| 2014年1月26日 | 中国人民银行金融市场 | 关于商业银行理财产品进入银行间债券市场有关事项 | 规定申请在银行间债券市场开立理财产品债券账户的管理人、托管人、理财产品的条件 |

司 项的通知

| | | | |
|------------|--------|-------------------------|---|
| 2013年12月7日 | 中国人民银行 | 同业存单管理暂行办法 | 同业存单的投资和交易主体为全国银行间同业拆借市场成员、基金管理公司及基金类产品。同业存单发行采取电子化的方式，在全国银行间市场上公开发行或定向发行。存款类金融机构发行同业存单，应当于每年首只同业存单发行前，向人民银行备案年度发行计划。同业存单的发行利率、发行价格等以市场化方式确定。公开发行的同业存单可以进行交易流通，并可以作为回购交易的标的物。 |
| 2013年3月25日 | 银监会 | 关于规范商业银行理财业务投资运作有关问题的通知 | 对非标准化债权资产做出界定，要求理财产品均须与其所投资资产（标的物）相对应，做到每个理财产品单独管理、建账和核算。 |
| 2011年8月28日 | 银监会 | 商业银行理财产品销售管理办法 | 宣传销售文本管理，规范理财产品宣传和销售文本的内容和制作方式。理财产品风险评级，建立理财产品风险等级制度。客户风险承受能力评估，明确影响客户风险承受能力的因素，风险评估频率和方式，以及客户分类标准。理财产品销售管理，对理财产品的销售提出具体规范要求。销售人员管理，对销售人员从业资格、销售行为、考核机制、职业操守等提出规范性要求。销售内控制度，规范销售环节的内控制度、风险管理制度。监督管理，对理财产品发售前和发售后的报告制度、现场和非现场监管规定以及年度发展报告做出规定。 |
| 2010年8月5日 | 银监会 | 关于规范银信理财合作业务有关事项的通知 | 信托公司在银信合作业务中要坚持自主管理原则，并对融资类银信合作业务实施余额比例管理，叫停了开放式信托产品，重申了对银信理财合作业务中风险较高的非上市公司股权投资业务的限制，并就《通知》颁布前商业银行表外的存量业务提出了在近2年内转入表内计提相应拨备和资本的要求。 |

数据来源：公开资料，广发证券发展研究中心

广发宏观策略研究小组

- 陈杰：首席分析师，2009年、2010年新财富最佳分析师策略第一名（团队），4年策略研究经验，2012年加入广发证券发展研究中心。
- 黄鑫冬：首席分析师，2012年新财富最佳分析师策略第一名（团队），3年宏观策略研究经验，2013年加入广发证券发展研究中心。
- 陈果：资深分析师，2011年新财富最佳分析师宏观经济第三名（团队），2012年进入广发证券发展研究中心。
- 郑恺：研究助理，华东师范大学经济学硕士，2013年进入广发证券发展研究中心。

广发证券—行业投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘10%以上。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘15%以上。
- 谨慎增持：预期未来12个月内，股价表现强于大盘5%-15%。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘5%以上。

联系我们

| | 广州市 | 深圳市 | 北京市 | 上海市 |
|------|------------------------|--------------------------------------|-------------------------|--------------------------|
| 地址 | 广州市天河北路183号 大都会广场5楼 | 深圳市福田区金田路4018 号安联大厦15楼A座 03-04 | 北京市西城区月坛北街2号 月坛大厦18层 | 上海市浦东新区富城路99号 震旦大厦18楼 |
| 邮政编码 | 510075 | 518026 | 100045 | 200120 |
| 客服邮箱 | gfyf@gf.com.cn | | | |
| 服务热线 | 020-87555888-8612 | | | |

免责声明

广发证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告只发送给广发证券重点客户，不对外公开发布。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券股份有限公司认为可靠，但广发证券不对其准确性或完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券或其附属机构的立场。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

本报告旨在发送给广发证券的特定客户及其它专业人士。未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。