

年末冲量如期而至，严厉监管接踵而来

2015 年 1 月 21 日

投资要点

- 市场动态：严厉监管接踵而来。**（1）**监管动态：**银监会就委托贷款新规征求意见，限制资金来源及运用，委贷规模或大减；央行调整存贷款口径，熨平资金面异动，提高货币政策有效性；将同业存款纳入存款统计口径，引发同业套利之忧；央行就银行远程开户征求意见，“面签”有望破题；银监会批复 27 家银行信贷资产证券化业务资格。（2）**行业动态：**同业存单进入快车道，央行将推大额存单，利率市场化加速；资产证券化“备案制时代”正式开启，汇丰发行首只外资行 ABS，小贷公司试水。
- 年底冲量带动下，发行量飙升，存量稳增，1 月期占比大增。**2014 年 12 月，商业银行共发行理财产品 8,057 款，环比大增 24.7%；发行规模约 4.78 万亿元，环比大增 40.9%；平均存量规模微升至 13.79 万亿元。全年共发行 72,610 款，同比增加 43.3%；累计发行规模约 47 万亿元，同比提高 13.6%。年底短期效应显著，1 月期占比由底部大幅回升至 28%，平均期限微降，中位数为 90 天。受全球商品颓势影响，商品挂钩产品比例下降（占比 5.8%），而非结构性产品投向继续呈多元化，混合类占比 37.4%。产品同质化依然严重，主流的非保本和低门槛产品占比继续攀高，普通对私产品也在高位，而保本、高端对私及中等门槛比例再创新低。
- 年末收益普升，短端冲高回落，中中端维持相对高位。**12 月 1、3、6 和 12 个月期产品平均预期占款收益率分别为 4.52%、4.99%、5.20% 和 5.35%，环比变化分别为 17bp、4bp、4bp 和 0bp；1 年与 1 月期利差降至 84bp。年后短端收益冲高回落，短期冲刺现象明显，中中端维持相对高位。受益于股市的火爆，股票挂钩类平均预期收益率大增；对公及高门槛类平均收益大幅提升，表明机构及高端客户议价能力提高。59 款到期产品未获最高预期收益，主要挂钩股指或汇率，看跌股指产品集体失利。
- 收益率有望下行，但幅度有限。**压制收益的因素包括：第一，降息推动市场利率下行，流动性维持宽松；第二，监管新规和信用风险暴露制约高收益非标配置，并提高理财业务成本；第三，新版理财管理办法引导净值型转变，降低流动性溢价；第四，来自货币基金、互联网理财等替代产品的竞争有所缓解。但两方面因素将限制收益下降幅度：资本市场的火爆提升风险偏好，促进资金分流；利率市场化加速银行分化，信用风险溢价上升。
- 委贷新规严控影子银行风险；产品利率风险较低，流动性将改善。**委贷新规下，理财将无法做委贷投资，将趋透明化规范化，部分可能转向表内，影子银行风险得以控制；目前非标占比约 30%，已含委贷形式，以后可能转向信托贷款等，部分绕道委贷规避监管（如平台或地产融资）的项目或受波及，但整体影响有限；存款口径调整等监管接踵而至，理财整体风险将更为可控。收益率将下行，且产品期限偏短，因此利率风险较低。开放式净值型产品快速发展，监管鼓励产品转让和质押融资，流动性将改善。
- 非结构性类：推荐全国股份制银行发行的中等期限产品；结构性类：关注浮动区间窄、保底收益高及股指挂钩产品。**银行间分化将加大，推荐理财能力较强且风格稳健的全国股份制银行，重点关注平均收益较高、理财能力较强的银行，如招商、平安等。预计收益率将继续下行，同时考虑到流动性，建议选择中等期限产品。结构性产品结构有望优化，可关注浮动区间较窄、保底收益较高的产品，特别是牛市背景下看多股指产品。



中信证券研究部

金融产品组

黄晓萍

电话：0755-23835398

邮件：huangxp@citics.com

执业证书编号：S1010511080005

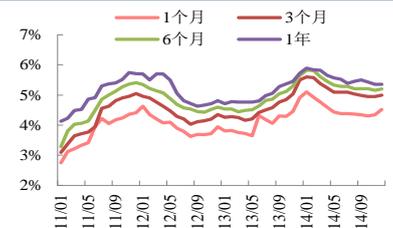
曹琴

电话：0755-23835399

邮件：caoq@citics.com

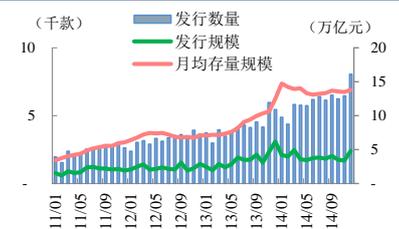
执业证书编号：S1010513060002

收益率走势



资料来源：Wind，普益，中信证券研究部

发行趋势



资料来源：Wind，普益，中信证券研究部

相关研究

- 《银行理财产品 2014 年 12 月跟踪报告——理财大法力推净值型转向，存保制度下浮现产品风险》.....2014-12-18
- 《银行理财产品行业重大事项点评——银行理财大法祭出，打破刚兑推净值型产品》.....2014-12-8
- 《银行理财产品 2014 年 11 月跟踪报告——降息推动收益率下行，利率市场化加速银行分化》.....2014-11-27
- 《银行理财产品 2014 年 10 月跟踪报告——发行放量结构性产品热销，43 号文推降风险及收益》.....2014-10-29

目录

市场动态	1
委托贷款新规征求意见，规模或大减.....	1
央行调整存贷款口径，熨平资金面异动.....	1
央行变相降准祭出又一新手段，引发同业套利之忧.....	1
重大破题：央行就银行远程开户征求意见.....	2
银监会批复 27 家银行信贷资产证券化业务资格.....	2
同业存单入快车道，推大额可转让条件或成熟.....	2
央行将推大额存单，利率市场化步伐加速.....	2
首只外资行资产证券化产品发行，发行利率 4.95%.....	2
小贷公司试水资产证券化，备案管理下首单完成募集.....	3
产品发行情况	3
年底冲量带动发行量飙升，存量稳增.....	3
国有控股行发行占比回升.....	3
年底短期效应显著，1 月期占比大升，平均期限微降.....	4
本币固收组合类触底回升，商品挂钩类占比收缩.....	5
美元产品发行占比降低.....	5
非保本产品占比继续攀高，保本及保息产品维持低位.....	5
高端对私产品比例再创新低.....	6
高门槛产品比例高位回落，中等门槛比例持续下滑.....	6
产品收益分析	7
年末收益普升，短端冲高回落.....	7
收益率有望下行，但幅度有限.....	7
收益率曲线上移，平安银行平均收益领先.....	7
农商行平均收益率涨幅居前.....	8
股票挂钩类平均预期收益率大增，利率类触底回升.....	8
澳币港币产品平均预期收益率下跌.....	9
保息产品平均收益率大升.....	9
机构客户议价能力提高，对公产品收益率连续上涨.....	9
高门槛产品平均收益率显著提高.....	9
看跌股指产品集体失利.....	10
风险与流动性分析	10
委贷新规严控影子银行风险.....	10
资产证券化启航，利率市场化深化.....	11
收益率长期呈下行趋势，利率风险较低.....	11
产品流动性将改善.....	11
固定收益类产品投资策略	11
非结构性产品：推荐全国股份制银行发行的中等期限产品.....	11
结构性产品：关注浮动区间窄、保底收益高及股指挂钩产品.....	11

插图目录

图 1: 12 月发行数量与规模环比大增	3
图 2: 存量规模环比上升, 约 13.79 万亿元	3
图 3: 国有控股银行产品发行占比回升	4
图 4: 中行发行数量领先, 交行强势回归榜眼	4
图 5: 交行发行规模大幅领先, 农行增幅显著	4
图 6: 建行和交行存量领先, 交行增幅显著	4
图 7: 年末 1 个月期品种发行占比环比大升	5
图 8: 本币固定收益组合类占比回升	5
图 9: 结构性产品发行规模占比环比略升	5
图 10: 商品挂钩产品发行数量占比下降	5
图 11: 美元产品发行量占比降低	6
图 12: 非保本产品发行占比持续上升	6
图 13: 高端对私产品比例再创新低	6
图 14: 高门槛产品发行量占比高位回落	6
图 15: 收益率整体上行, 短端大幅提升	7
图 16: 年末收益率普涨, 短端冲高回落	7
图 17: 12 月 Shibor 环比上行, 尤其是短端	8
图 18: 收益率曲线上移, 国有控股行比较集中	8
图 19: 全国股份行收益分散, 主流期限平安领先	8
图 20: 农商行平均预期收益率涨幅居前	8
图 21: 利率类产品平均预期收益率大增	9
图 22: 股票挂钩类产品平均预期收益率大增	9
图 23: 澳币港币产品平均预期收益率环比降低	9
图 24: 保息产品平均收益率大升	9
图 25: 对公产品平均收益率继续显著提升	10
图 26: 高门槛产品平均收益率环比显著上升	10
图 27: 12 月公布到期收益率产品比例环比略升	10
图 28: 12 月产品平均期限环比微降	10

市场动态

委托贷款新规征求意见，规模或大减

1 月 16 日，银监会发布《商业银行委托贷款管理办法（征求意见稿）》（以下简称《办法》），在委托贷款适用范围、业务管理、风险管理、法律责任等方面对商业银行委托贷款业务提出明确要求。《办法》规定，商业银行禁止接受筹集的他人资金、无法证明来源的资金等发放委托贷款。

业内人士普遍认为，上述对委托人资格的限制，意味着此前委托人“主力军”的基金公司、私募基金公司、有限合伙等将严格受限。刚刚公布的 2014 年 12 月金融数据亦显示，12 月新增人民币贷款仅 6,973 亿元，其中新增委托贷款就占据大半壁江山，规模达到 4,582 亿元，超过前 3 个月的总和。因此，《办法》一经正式实施，委托贷款的规模或大幅缩减。

（来源：《证券时报》1 月 17 日报道）

央行调整存贷款口径，熨平资金面异动

央行 15 日正式下发《关于调整金融机构存贷款统计口径的通知》（以下简称《通知》），提出自 2015 年起修订“各项存款”和“各项贷款”统计口径，将非存款类金融机构存放在存款类金融机构的款项纳入“各项存款”统计口径，将存款类金融机构拆给非存款类金融机构的款项纳入“各项贷款”统计口径。

近年来非存款类金融机构快速发展，已经成为存款类金融机构重要的资金来源。此前受新股发行和存款冲时点等因素影响，季末存款规模和资金价格容易出现大幅波动。这在一定程度上削弱了货币政策效果。调整后，存贷款统计口径中已经包含了存款类金融机构与非存款类金融机构之间大部分的资金往来，因此，资金在这两部分之间的相互转移不会引起存款规模和资金价格的大幅波动，由此提高货币政策有效性。

根据规定，新计入这部分存款在存款准备金的交存范围。但由于准备金率暂定为零，目前不影响存款准备金的交存。

（来源：《上海证券报》1 月 16 日报道）

央行变相降准祭出又一新手段，引发同业套利之忧

2014 年 12 月 27 日晚，央行下发“387 号文”《关于存款口径调整后存款准备金政策和利率管理政策有关事项的通知》，要求将原属于同业存款项下的存款纳入各项存款范围，其中包括存款类金融机构吸收的证券类及交易结算类存款、银行业非存款类存放等。这意味着以余额宝为代表的货币基金吸收的资金未来可能要缴纳存款准备金。

这是央行变相降准祭出的又一新手段，同业存款纳入存款统计口径，但存准率为零。同时，同业套利也可能相伴而生，即一般性存款转换为同业存款。然而，同业存款的利率遵循市场化原则，利率要高于普通存款，而且不受基准利率及其上浮 10% 区间的约束，因此套利空间有限。

（来源：《华夏时报》1 月 4 日报道）

重大破题：央行就银行远程开户征求意见

1 月 7 日，记者从多个权威渠道获悉，日前央行已经下发征求意见稿，对银行远程开立账户提出框架性意见。电子账户的开立方式，以及一直未能获得监管松绑的“面签”难题，终于找到了可能的解决方案——技术的手段和方法。

如果按照征求意见稿现有规定，单位账户被限制在非结算账户范围内，而个人账户则包括结算和非结算账户。也就是说，远程开户对银行零售业务空间基本打开，而对批发业务则仍有限制。对主打个人业务的微众银行和主打小微（小微企业主个人）业务的网商银行来说，互联网银行远程开户的业务空间业已打开。

（来源：《21 世纪经济报道》1 月 8 日报道）

银监会批复 27 家银行信贷资产证券化业务资格

据银行业内部人士透露，银监会批复了 27 家银行开办信贷资产证券化业务。具体包括中信银行、光大银行、华夏银行、民生银行、招商银行、兴业银行、平安银行、浦发银行、恒丰银行、渤海银行、河北银行、晋商银行等。业内人士表示，总体而言，银行开展信贷资产证券化业务，有利于分散和转移信用风险，改进资产负债结构，增加银行资产流动性。

（来源：《新浪财经》1 月 13 日报道）

同业存单入快车道，推大额可转让条件或成熟

在 2013 年的重启试点之后，同业存单的规模在 2014 年迅速扩张，进入 2015 年，随着各家银行发行计划的陆续公布，可以预见，今年的同业存单市场规模将有同比翻倍迹象。

统计显示，截至 2015 年 1 月 9 日，已有 31 家银行对外公布了其 2015 年度同业存单的发布计划，总规模为 16055 亿元，已经超过了去年 92 家发行银行的计划总规模。按照市场利率定价自律机制成员名单，至少尚有 72 家银行未公布年度同业存单发行额度，其中包括了国开行、工行、建行、交行、中信银行等 5 家市场利率定价自律机制的核心成员。

在业内人士看来，2015 年的同业存单市场必将进入一个快车道。而在利率市场化加速、存款保险制度临近、同业存单扩围的基础上，大额可转让存单的推出条件已经基本成熟。

（来源：《理财周报》1 月 12 日报道）

央行将推大额存单，利率市场化步伐加速

央行副行长潘功胜近日表示，下一步将加快推进利率市场改革，扩大金融机构市场化定价的范围。目前推出了金融机构同业存单的发行，下一步，将推出针对企业和个人大额存单的发行。大额存单的推出，说明央行把存款利率弹性放大，允许更多金融机构推出新的产品。这意味着对金融市场的管理更加自由开放。

（来源：《证券日报》12 月 30 日报道）

首只外资行资产证券化产品发行，发行利率 4.95%

汇丰银行（中国）昨日宣布，已成功发行首期银行信贷资产证券化产品，发行利率为 4.95%。该行发起的“汇元 2015 年第一期信贷资产证券化信托资产支持证券”由交银信托担任发行人，发行规模约为 13.48 亿元，其中优先档为 9.95 亿元，在银行间市场公开招标发售；次级档约为 3.53 亿元，由汇丰中国全额自持。本期资产支持证券以汇丰中国委托给交银信托的一批优质贷款资产组成的资产池作为支持。

(来源:《证券时报网》1 月 14 日报道)

小贷公司试水资产证券化, 备案管理下首单完成募集

资产证券化业务实施备案管理后, 上交所首单资产证券化产品“银河金汇-瀚华小贷资产支持专项计划 1 号”日前完成募集, 标志着证券公司资产证券化业务“备案制时代”正式开启。

该产品由银河证券担任财务顾问及销售机构, 银河证券子公司银河金汇资产管理公司担任管理人, 招商银行重庆分行担任托管机构, 已于 2014 年 12 月 30 日完成募集设立工作。募集资金总规模 5 亿元, 其中优先级 4.75 亿元, 次级 0.25 亿元。上海新世纪资信评估投资服务有限公司给予优先级资产支持证券 AA+ 评级。内部增信上, 产品设置了优先与次级分层、本息保障倍数设计、10% 以上的超额利差、产品提前偿还信用触发机制等; 外部增信上, 瀚华担保公司将为优先级资产支持证券提供全额担保。

(来源:《上海证券报》1 月 5 日报道)

产品发行情况

年底冲量带动发行量飙升, 存量稳增

在年底冲量带动下, 12 月发行数量与规模大增, 存量规模微升至 13.79 万亿元。2014 年 12 月, 商业银行共发行理财产品 8,057 款, 环比大升 24.7%, 同比跃升 47.6%。中信证券研究部金融产品组以银行公布的募资额上限为基础, 对各银行的不同细分类别的产品规模进行估算。结果显示, 12 月发行规模在 4.78 万亿元左右, 环比大增 40.9%, 同比下降 22.7%; 平均存量规模 13.79 万亿元, 比上月增加 2.2%, 比去年 12 月增加 10.4%。

2014 年全年共发行银行理财产品 72,610 款, 比 2013 年增加 43.3%; 累计发行规模 47 万亿元左右, 同比提高 13.6%。

图 1: 12 月发行数量与规模环比大增



资料来源: Wind、普益财富、中信证券研究部

图 2: 存量规模环比上升, 约 13.79 万亿元

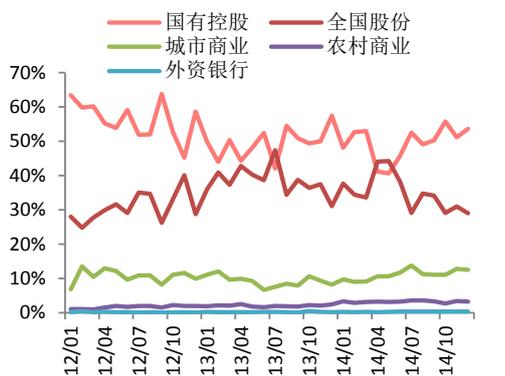


资料来源: Wind、普益财富、中信证券研究部

国有控股行发行占比回升

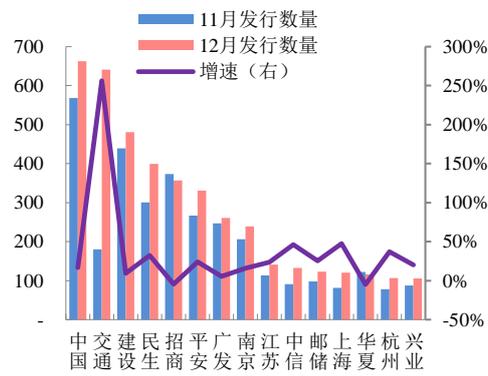
国有控股行发行规模占比 2014 年下半年来保持升势, 12 月环比回升 2.4 个百分点至 53.6%; 而全国股份制银行比例则呈现相反的态势, 12 月下降 2 个百分点至 29%; 城商行和农商行占比变化不大, 分别为 12.5% 和 3.2%。

图 3：国有控股银行产品发行占比回升



资料来源：Wind、普益财富、中信证券研究部

图 4：中行发行数量领先，交行强势回归抢眼



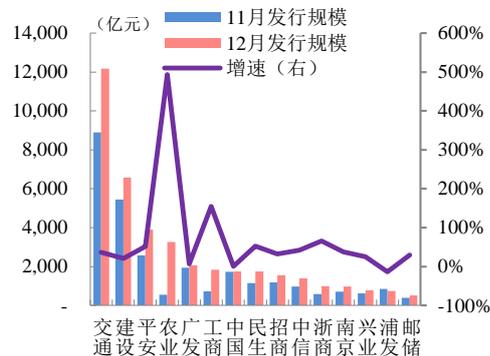
资料来源：Wind、普益财富、中信证券研究部

从发行数量看，中行以 663 款保持领先，环比提高 17%；交行 11 月落后之后强势回归，共发现 641 款；建行排第三。

从发行规模看，交通银行以 1.2 万亿元大幅领先，建行以 6577 亿元稳居名第二。发行规模排名前十五的银行中，农行环比增幅甚巨，激增近 5 倍；工行也大幅回升，增幅 1.5 倍。

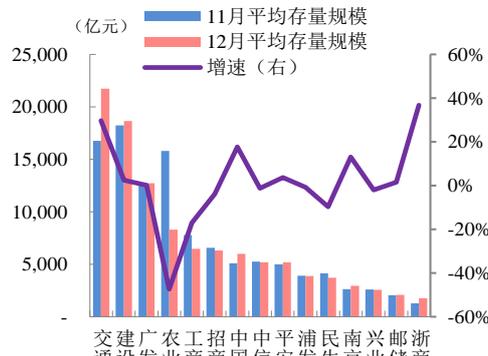
从存量规模看，交行继续领先，存量规模接近 2.2 万亿元；建行以 1.8 万亿元尾随其后。发行数量排名前十五的银行中，交行环比增速显著，为 37%。

图 5：交行发行规模大幅领先，农行增幅显著



资料来源：Wind、普益财富、中信证券研究部

图 6：建行和交行存量领先，交行增幅显著



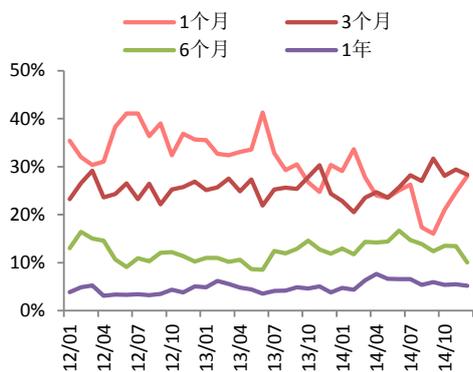
资料来源：Wind、普益财富、中信证券研究部

年底短期效应显著，1 月期占比大升，平均期限微降

12 月，年底短期冲量效应显著，1 个月期产品发行规模占比大幅回升 3.3 个百分点至 28%；而 3 个月、6 个月期比例分别下降 1.1 和 3.4 个百分点，至 28.3%和 10%；1 年期占比微降至 5.2%。

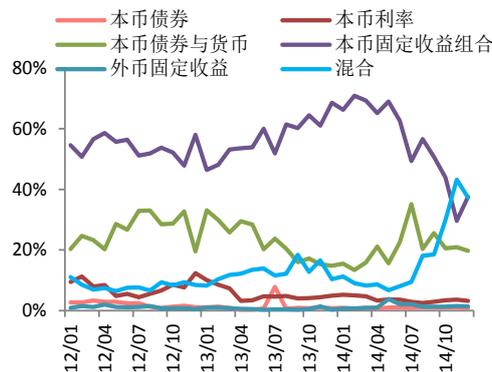
市场平均期限保持在 127 天，期限中位数由 91 天降至 90 天。

图 7：年末 1 个月期品种发行占比环比大升



资料来源：Wind、普益财富、中信证券研究部

图 8：本币固定收益组合类占比回升



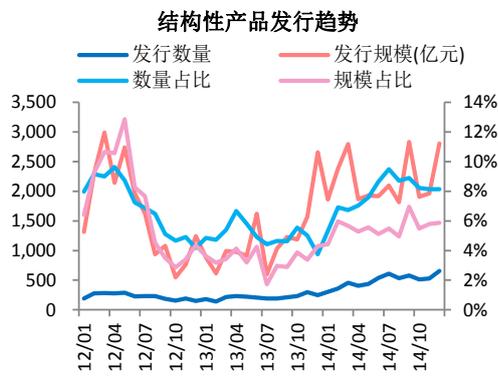
资料来源：Wind、普益财富、中信证券研究部

本币固收组合类触底回升，商品挂钩类占比收缩

12 月，非结构性产品中，本币固定收益组合类占比继 11 月大降之后回升 7.9 个百分点，与本币债券与货币合计占比由上月的 50.5% 升至 57.2%；而混合类占比回落 5.8 个百分点至 37.4%，说明多元化投资依然占据重要地位。

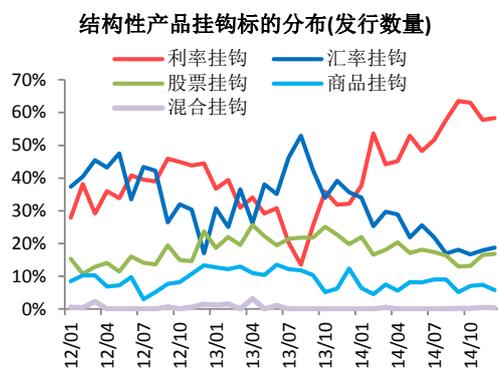
结构性产品发行规模占比环比微升至 5.9%，而发行数量占比保持在 8.1%。从发行数量占比看，受全球商品颓势影响，商品挂钩产品比例有所下降，12 月占比为 5.8%（剔除未披露产品）；其余类型变化不大，利率挂钩类依然占据大半江山，占比 58.3%。

图 9：结构性产品发行规模占比环比略升



资料来源：Wind、普益财富、中信证券研究部

图 10：商品挂钩产品发行数量占比下降



资料来源：Wind、普益财富、中信证券研究部

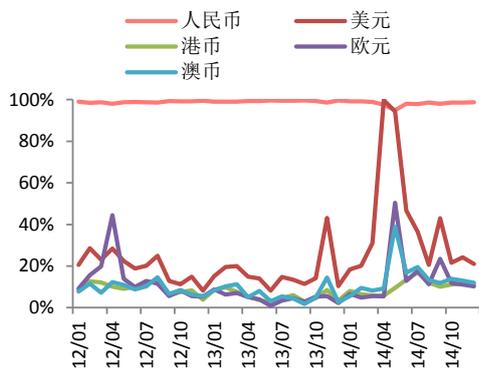
美元产品发行占比降低

12 月外币产品发行占比环比降低，为 1.26%。其中，美元产品发行规模占比下降 6bp 至 0.42%，其余币种产品变化不大。

非保本产品占比继续攀高，保本及保息产品维持低位

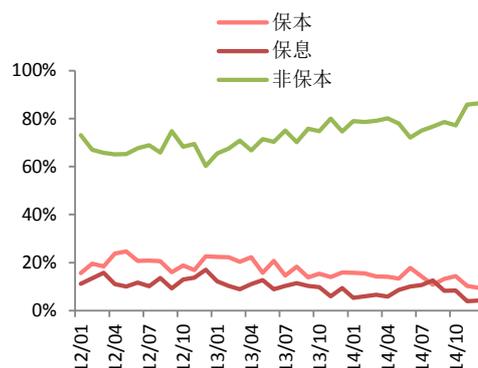
12 月非保本产品发行规模占比持续攀升，创 2012 年来新高 86.4%；而保本不保息产品占比则下降 0.8 个百分点至 9.5%，创 2012 年来新低；保息产品比例也维持在低点 4.1%。

图 11: 美元产品发行量占比降低



资料来源: Wind、普益财富、中信证券研究部
注: 为便于识别, 外币产品数据放大十倍。

图 12: 非保本产品发行占比持续上升



资料来源: Wind、普益财富、中信证券研究部

高端对私产品比例再创新低

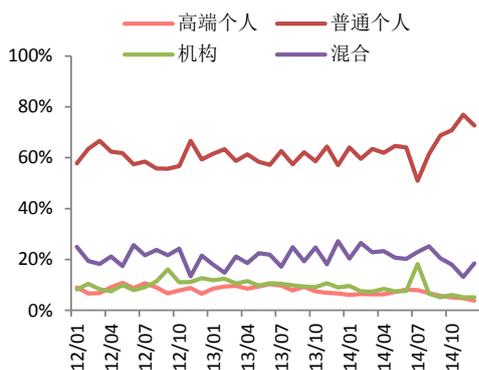
12 月高端对私产品发行规模占比再创 3 年来新低, 为 3.8%; 而普通对私产品比例继 11 月攀至 2012 年来新高后, 回落 4.3 个百分点至 72.7%; 对公产品比例维持在 5.1%, 接近 3 年以来的谷底。

考虑到相当一部分高端对私和对公产品是定制化产品, 未对外公布数据, 此数据有所失真, 但普通对私产品比例的提高也反映出利率市场化之下银行理财产品存款属性的提升。

高门槛产品比例高位回落, 中等门槛比例持续下滑

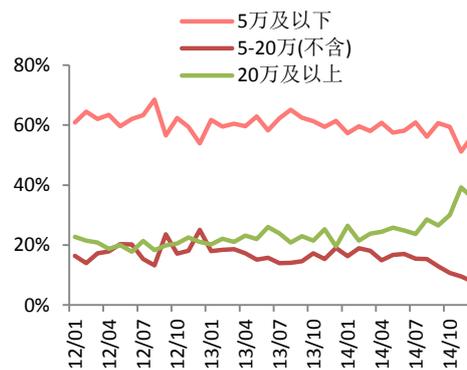
12 月理财门槛中位数维持在 5 万元。20 万及以上高门槛的产品发行量占比在连续攀升后回落 3.5 个百分点至 35.7%; 5-20 万门槛的产品占比持续下滑, 再创 3 年来新低, 达 7.9%; 而 5 万及以下低门槛产品比例则显著回升 5.2 个百分点至 56.4%。

图 13: 高端对私产品比例再创新低



资料来源: Wind、普益财富、中信证券研究部

图 14: 高门槛产品发行量占比高位回落



资料来源: Wind、普益财富、中信证券研究部

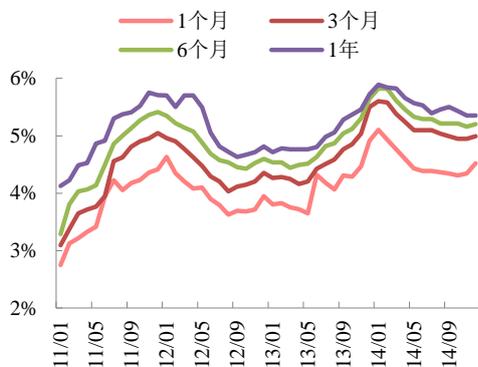
产品收益分析

年末收益普升，短端冲高回落

临近年末，各期限收益率整体上行，短端尤为显著，但年后冲高回落。2014 年初以来银行理财产品收益率持续下行。但随着年末的临近，理财产品大战全面展开，各期限银行理财收益率整体有所提升。尤其是 1 个月期，月初以来持续抬升，年末超过 5%，但仅是昙花一现，随后大幅回落至月初水平，而中长期期限降幅相对有限。

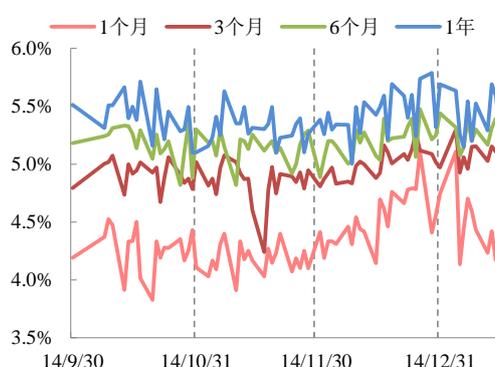
12 月主流的 1、3、6 和 12 个月期产品平均预期占款收益率（发行期间计活期利息）分别为 4.52%、4.99%、5.20% 和 5.35%，环比变化分别为 17bp、4bp、4bp 和 0bp；1 年期与 1 个月期产品收益率之差由 113bp 大幅缩窄至 84bp。

图 15：收益率整体上行，短端大幅提升



资料来源：Wind、普益财富、中信证券研究部

图 16：年末收益率普涨，短端冲高回落



资料来源：Wind、中信证券研究部

收益率有望下行，但幅度有限

年底理财产品收益率出现短暂回暖。然而，影响理财收益率的下降的几大因素依然存在：第一，降低社会融资成本是当前政策的重点之一，降息降准有望延续，将推动市场利率下行，维持流动性宽松；第二，监管新规和信用风险暴露制约高收益非标资产的配置，而规范管理提高理财业务成本；第三，新版理财管理办法将引导产品向净值型转变，降低产品流动性溢价；第四，来自货币基金、互联网理财等替代产品的竞争有所缓解。

另一方面，资本市场的火爆提升客户风险偏好，资金分流趋势明显；利率市场化加速银行分化，信用风险溢价上升。

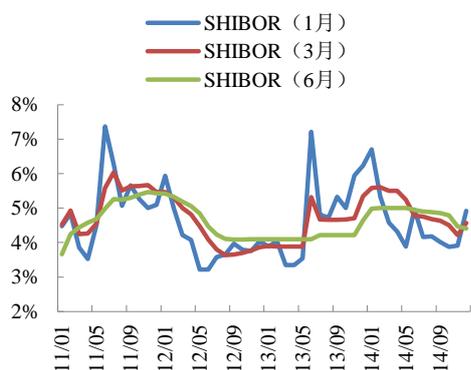
因此预计银行理财产品收益率仍将下行，但幅度有限。

收益率曲线上移，平安银行平均收益领先

我们以中资银行发行的人民币偏固定收益类理财产品为样本，采用收益率中位数绘制预期收益率曲线。

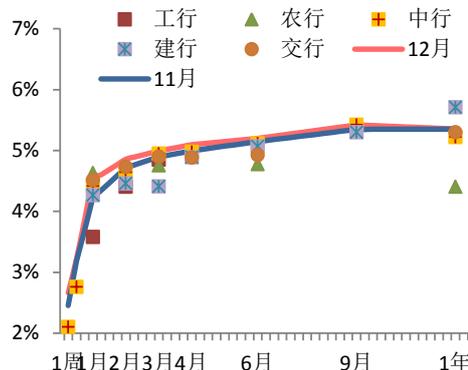
12 月收益率曲线比 11 月有所上移，尤其是中短端。国有银行产品平均收益率主要位于市场曲线下方，其中建行相对较低；而全国股份制银行平均收益率接近市场平均水平。主流的 1、3 个月期产品中，平安银行产品平均收益率继续领先于市场。

图 17: 12 月 Shibor 环比上行, 尤其是短端



资料来源: Wind、中信证券研究部

图 18: 收益率曲线上移, 国有控股行比较集中



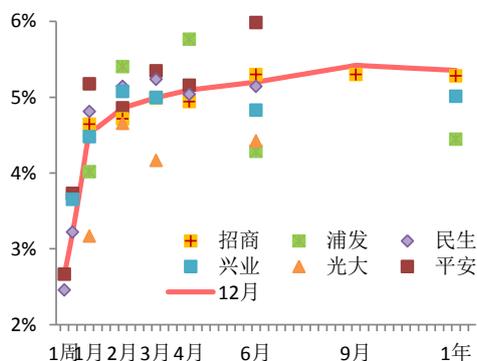
资料来源: Wind、普益财富、中信证券研究部

农商行平均收益率涨幅居前

以下收益分布分析仅针对人民币固定收益产品（币种和结构性产品分析除外），以保证可比性；收益率指标均为预期占款收益率，与上述名义收益率指标略有不同；平均收益率以中位数。

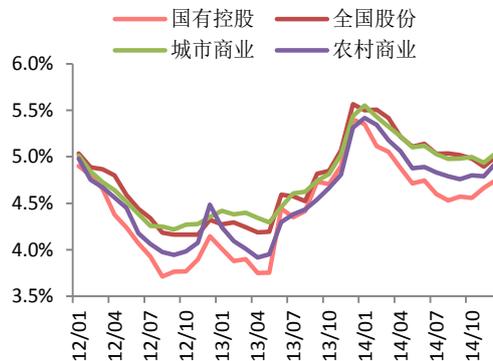
从银行类型看，各类型银行产品平均收益率环比均有上升，涨幅与揽资压力密切相关，国有控股涨幅最小，农商行涨幅最大。12 月国有行、股份制银行、城商行和农商行产品平均收益率分别为 4.75%、5%、5.04%和 4.93%，环比变化分别为 8bp、11bp、11bp 和 14bp。

图 19: 全国股份行收益分散, 主流期限平安领先



资料来源: Wind、普益财富、中信证券研究部

图 20: 农商行平均预期收益率涨幅居前



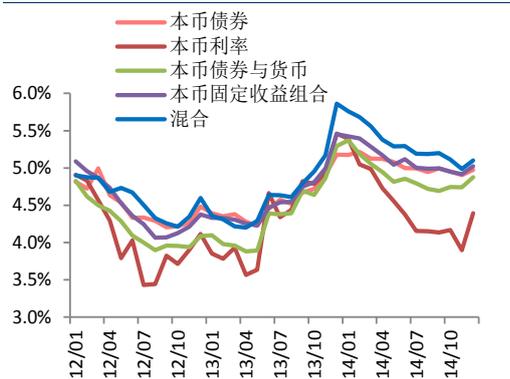
资料来源: Wind、普益财富、中信证券研究部

股票挂钩类平均预期收益率大增, 利率类触底回升

从投资方向看，非结构性产品中，利率类平均预期收益率升幅显著，环比大增 49bp 至 4.39%，但仍显著低于其余投向产品；其余投向产品收益率非常接近，在 4.9%-5.1%之间。

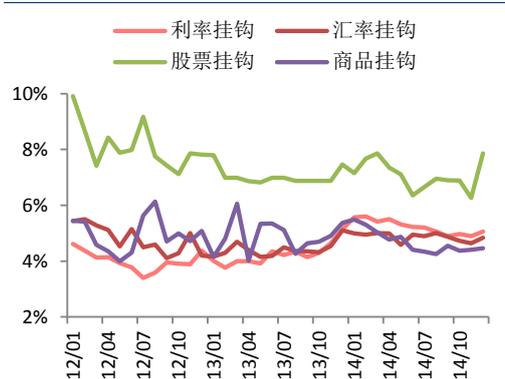
结构性产品中，受益于股市的火爆，股票挂钩类产品平均预期收益率环比大增 159bp 至 7.86%，大幅高于其余投向产品；其余投向收益率比较接近，均在 4.4%-5.1%之间。

图 21：利率类产品平均预期收益率大增



资料来源：Wind、普益财富、中信证券研究部

图 22：股票挂钩类产品平均预期收益率大增



资料来源：Wind、普益财富、中信证券研究部

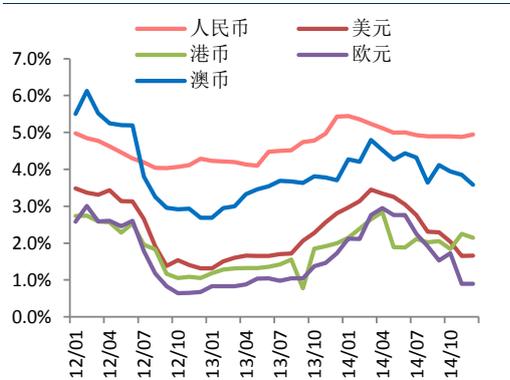
澳币港币产品平均预期收益率下跌

在人民币产品平均预期收益率提升的同时，12 月澳币和港币产品平均预期收益率环比显著降低，降幅分别为 27bp 和 11bp，其余的主要币种变化不大。

保息产品平均收益率大升

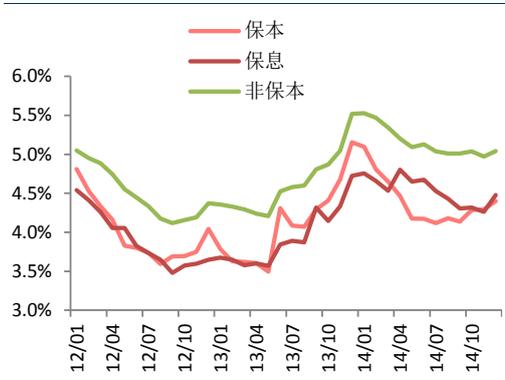
12 月，保息产品收益率增幅最为显著，可能与股票挂钩类预期收益提升有关。保本、保息及非保本产品平均预期收益率环比分别上升 10bp、22bp 和 7bp，至 4.4%、4.48%和 5.04%。

图 23：澳币港币产品平均预期收益率环比降低



资料来源：Wind、普益财富、中信证券研究部

图 24：保息产品平均收益率大升



资料来源：Wind、普益财富、中信证券研究部

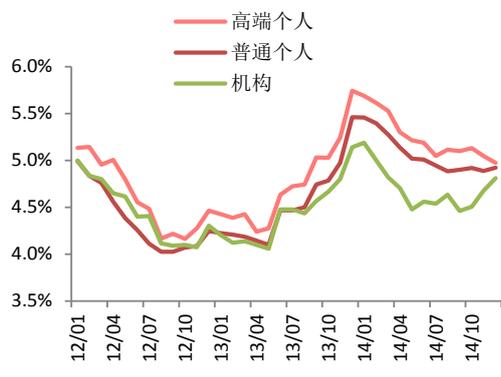
机构客户议价能力提高，对公产品收益率连续上涨

机构理财客户的议价能力连续数月提升，12 月对公产品平均预期收益率环比显著上升 13bp 至 4.81%，仍显著低于对私产品；而高端对私产品平均收益率逆市下降 7bp，至 4.97%。

高门槛产品平均收益率显著提高

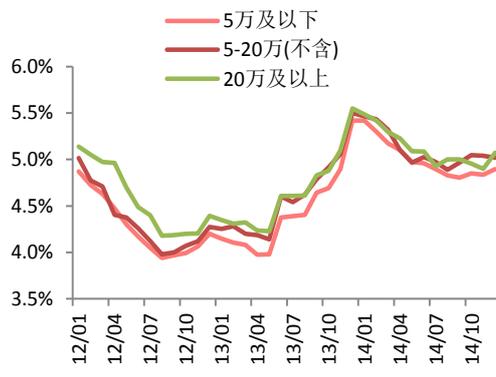
12 月份，20 万及以上起点的高门槛产品平均收益率大幅上升 17bp 至 5.07%，中低门槛产品变化相对较小，平均收益率分别为 5.02%和 4.9%。

图 25: 对公产品平均收益率继续显著提升



资料来源: Wind、普益财富、中信证券研究部

图 26: 高门槛产品平均收益率环比显著上升



资料来源: Wind、普益财富、中信证券研究部

看跌股指产品集体失利

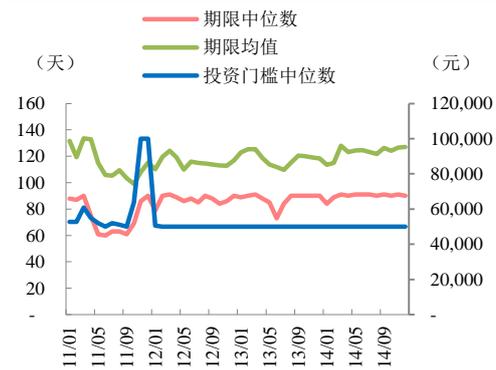
据不完全统计, 12 月到期且公布了预期收益率的产品中, 约 55% 公布了到期收益率, 公布比例环比略升。公布到期收益率的产品中, 59 款产品未获得最高预期收益率, 主要是广发等银行发行的挂钩股票指数和汇率的产品, 特别是看跌沪深 300 的产品。

图 27: 12 月公布到期收益率产品比例环比略升



资料来源: Wind、普益财富、中信证券研究部

图 28: 12 月产品平均期限环比微降



资料来源: Wind、普益财富、中信证券研究部

风险与流动性分析

委贷新规严控影子银行风险

1 月银监会规范委托贷款, 严管资金来源与用途。委托贷款是重要的影子银行投资方式之一, 占社会融资规模比例高达 15%, 12 月在抢发地方政府融资项目的带动下, 更是冲到单月新增 4600 亿元的历史高位。银行理财产品也大量通过委托贷款形式投向非标项目。新规严禁银行利用银行授信资金、筹集的他人资金(比如银行理财产品资金)等发放委托贷款, 禁止委贷资金投向债券、理财产品和股本权益等, 对表外融资形成强有力的约束。银行理财产品将无法以委托贷款形式进行投资, 投资将更加透明化规范化, 部分可能转向表内, 影子银行风险得以控制。目前理财产品非标投资占比在 30% 左右, 委贷形式投资已经包含在内, 以后可能通过信托贷款等形式进行, 部分绕道委贷规避监管(例如平台或地产融资)的项目可能受影响, 但整体影响有限。

同时，央行调整存贷款口径，熨平资金面异动，利用理财产品进行规模调节也受到限制。央行将同业存款纳入存款统计口径，未来可能计提准备金，可能对同业类产品产生影响。各项监管接踵而至，理财产品整体信用风险将更为可控。

资产证券化启航，利率市场化深化

资产证券化“备案制时代”正式开启，外资行也加入 ABS 阵营。虽然银行可能不会将最优质的资产进行证券化，但大量较低收益的资产仍然有出表的需要，而且不受非标资产比例限制，因此未来资产证券化类理财产品有望加速推出，潜在规模庞大。

同业存单进入快车道，央行将推大额存单，利率市场化步伐加速。如果利率完全放开，市场化存款可能对主流的理财产品产生冲击，银行理财产品向资产管理转型迫在眉睫。

收益率长期呈下行趋势，利率风险较低

对主流的固定收益率的银行理财产品而言，如果理财期间市场利率上升，收益实际已经确定的理财产品相对市场收益将下滑，这是投资银行理财产品面临的利率风险。

如前所述，虽然年末理财产品收益率迎来小高潮，但降低社会融资成本是当前政策的重点之一，降息降准有望延续；规范也将；预计银行理财产品的收益率长期存在下行趋势。同时，主流的理财产品期限偏短，平均期限约 3 个月。因此银行理财产品的整体利率风险较低。

产品流动性将改善

监管层一直强调理财业务要回归资产管理本质，新版理财业务管理办法加强了这一理念，鼓励理财产品直接投资。一方面，开放式净值型产品将快速发展，流动性大为提高。另一方面，非开放式（特别是项目融资型）理财产品的期限有延长的趋势，然而，监管鼓励银行提供产品转让和质押融资功能，因此这部分产品的流动性也将有所改善。

固定收益类产品投资策略

非结构性产品：推荐全国股份制银行发行的中等期限产品

目前银行理财产品整体风险依然可控，但银行间分化将加大。建议关注理财能力较强且风格稳健的全国股份制银行。大型银行特别是国有控股银行产品收益率普遍偏低；而中小银行受到的利率市场化压力相对较大，特别是小型银行参差不齐，理财能力及抗风险能力较弱。建议重点关注产品平均收益率较高、理财能力较强的银行产品，如招商、平安等银行。

预计银行理财产品的收益率将继续下行，建议关注中等期限产品。银行理财产品收益率曲线较为平坦，不同期限产品收益率差别不大。在收益率下行的趋势下，偏长期限投资有利于锁定当前较高收益，但长期产品流动性较差，因此建议关注中等期限产品，如 3~6 个月期。

结构性产品：关注浮动区间窄、保底收益高及股指挂钩产品

结构性产品通常为收益率小范围浮动的挂钩性保本产品，受市场波动及影响，其实际收益率普遍偏低，常常低于固定收益类产品，有时候产品结构也不利于投资者。近期随着结构性产品的大力发展，此类产品的结构设计有望优化，风险与收益将更加匹配。

投资人可关注浮动区间较窄、保底收益较高的产品。此外，在股市持续走强背景下，配合牛市行情的看多方向的股指挂钩产品，其预期收益率有较强的吸引力。

上述仅是对产品类型、发行银行和期限提供相关建议，投资人在选择具体产品时，尚需根据具体情况仔细甄别，并结合自身投资需求和风险偏好进行决策。

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。

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（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个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；香港市场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。	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 20%以上；
	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
	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
	卖出	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上；
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；
	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；
	弱于大市	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上

其他声明

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”。

法律主体声明

中国：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。

新加坡：本研究报告在新加坡由 CLSA Singapore Pte Limited（下称“CLSA Singapore”）分发，并仅向新加坡《证券及期货法》s.4A（1）定义下的“机构投资者、认可投资者及专业投资者”提供。上述任何投资者如希望交流本报告或就本报告所评论的任何证券进行交易应与 CLSA Singapore 的新加坡金融管理局持牌代表进行交流或通过后者进行交易。如您属于“认可投资者或专业投资者”，请注意，CLSA Singapore 与您的交易将豁免于新加坡《财务顾问法》的某些特定要求：（1）适用《财务顾问规例》第 33 条中的豁免，即豁免遵守《财务顾问法》第 25 条关于向客户披露产品信息的规定；（2）适用《财务顾问规例》第 34 条中的豁免，即豁免遵守《财务顾问法》第 27 条关于推荐建议的规定；以及（3）适用《财务顾问规例》第 35 条中的豁免，即豁免遵守《财务顾问法》第 36 条关于披露特定证券利益的规定。

针对不同司法管辖区的声明

中国：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经营范围包括证券投资咨询业务。

新加坡：监管法规或交易规则要求对研究报告涉及的实际、潜在或预期的利益冲突进行必要的披露。须予披露的利益冲突可依照相关法律法规要求在特定报告中获得，详细内容请查看 <https://www.clsa.com/disclosures/>。该等披露内容仅涵盖 CLSA group, CLSA Americas 及 CA Taiwan 的情况，不反映中信证券、Credit Agricole Corporate & Investment Bank 及/或其各自附属机构的情况。如投资者浏览上述网址时遇到任何困难或需要过往日期的披露信息，请联系 compliance_hk@clsa.com。

美国：本研究报告由中信证券编制。本研究报告在美国由中信证券（CITIC Securities International USA, LLC（下称“CSI-USA”）除外）和 CLSA group of companies（CLSA Americas, LLC（下称“CLSA Americas”）除外）仅向符合美国《1934 年证券交易法》下 15a-6 规则定义且分别与 CSI-USA 和 CLSA Americas 进行交易的“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载任何观点的背书。任何从中信证券与 CLSA group of companies 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分别联系 CSI-USA 和 CLSA Americas。

英国：本段“英国”声明受英国法律监管并依据英国法律解释。本研究报告在英国须被归为营销文件，它不按《英国金融行为管理手册》所界定、旨在提升投资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。本研究报告在欧盟由 CLSA（UK）发布，该公司由金融行为管理局授权并接受其管理。本研究报告针对《2000 年金融服务和市场法 2005 年（金融推介）令》第 19 条所界定的在投资方面具有专业经验的人士，且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的内容。

一般性声明

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该研究报告发送、发布的人员。本研究报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为出售任何证券或金融工具的要约，或者证券或金融工具交易的要约邀请。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的分析，本报告的收件人须保持自身的独立判断。

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所包含的材料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均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适用所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。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。

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 2015 版权所有。保留一切权利。