

破译银行理财背后投资密码 理财增配权益资产 赚钱效应仍可期

□本报记者 王姣

“快过年了，来看看短期理财，节假日也能有点收益。”6日下午，李女士在北京西直门附近的一家银行选了一只35天期的理财产品。

正是像李女士这样的居民理财需求持续旺盛，才维持了过去一年我国银行业理财规模的基本稳定。据中国证券报记者了解，2017年同业理财较年初降幅超过50%，但个人理财较年初增加27%，去同业化趋势明显，不过竞争效应下理财收益率继续走高。

市场人士认为，银行理财规模量稳价升，反映出监管压力下银行主动去杠杆，负债业务回归本源，进入对个人客户资源的争抢中。随着监管细则逐步落地，包括银行理财在内的资管产品持仓调整，可能对债市需求造成冲击，不过理财风险偏好下降，相对利好同业存单、金融债和高等级信用债，市场增配权益类资产的趋势也值得注意。

银行去杠杆

“今天一天没闲着，从早到晚都有人来咨询理财产品，问保本型的比较多。”周二（6日），招商银行西直门支行客户经理刘丽（化名）告诉中国证券报记者。

最新数据也佐证了这一趋势。日前公布的《中国银行业理财产品报告（2017）》（简称“2017年理财报告”）显示，2017年我国银行业理财中保本理财规模同比增长24.1%至3.77万亿元，余额占比较年初提升4.5个百分点至25%；表外理财同比下降约4%至22.17万亿元。

“保本理财占比提升，预计主要是由于负债端压力上行，银行加大保本理财的吸收力度。”平安证券银行业研究团队称。

业内人士称，2017年以来，受金融监管趋严影响，我国银行理财规模增速大幅放缓，尤其针对同业—理财链条空转、套利方面的监管对同业理财产生了较明显抑制。

数据显示，2017年末我国银行理财余额为2954万亿元，同比仅增长1.7%，较去年增速大幅下滑近22个百分点，历史上首次大幅低于M2和社融增速。从结构上看，2017年末同业理财规模较年初下降3.4万亿元，降幅超过50%；而个人理财成为理财规模增长的主要推力，同比高增27%至146万亿元。

在业内人士看来，理财增速，尤其是同

业理财增速下行是“金融去杠杆”的一个重要标志。中信证券固收首席分析师明明点评称，结合2017年理财报告相关信息可以判断，资管行业可谓“监管未动，整改先行”，虽然资管新规（征求意见稿）的发布时间在2017年末，但相应的业务调整更有可能在2017年上半年的“三三四”监管集中期就开始。

天风证券固收首席分析师孙彬彬表示，2017年保本理财余额的上行应源于部分银行“缺存款”、同业负债受限、同业成本上升，发行保本理财扩充表内负债的动力显著增强。

理财收益率易上难下

虽然银行理财结构从高成本端向低成本转移，但理财收益率仍高位运行。

6日下午，中国证券记者在走访时发现，目前不少银行推出的在售理财产品预期年化收益率都超过5%，如李女士最终购买的那只35天期产品的预期年化收益率为5.05%，银行客户经理刘丽推荐的一只91天期、一只182天期的产品预期年化收益率均在5.1%。

据2017年理财报告，2017年封闭式理财产品收益率结束了2015年以来的下降趋势，全年上升约80BP至4.3%左右，已接近2015年末水平。从高频数据看，1月各周在售理财产品预期年化收益率仍位于4.85%-4.9%高位。

平安证券认为，理财收益率上行，主要是受资金利率上行及债券收益率上行的双重影响，预计未来理财收益率易上难下。

兴业固收进一步分析称，金融监管趋严的背景下，资产端调整的刚性进一步加剧了负债端的稀缺性和竞争效应，导致中长期负债成本居高不下。该机构指出，随着中小行存单发行成本快速抬升，并逐渐超过理财成本，中小行也开始加大对理财的争夺，从而导致大行理财发行成本不得不提升。2017年大行理财产品收益率抬升速度明显超过中小行，并形成罕见倒挂，反映出理财市场的这种竞争效应。

市场人士认为，银行理财规模量稳价升，依然反映出银行体系负债压力较大，对主动负债的依赖难以降低。同业和机构理财退潮，个人理财快速增长，则反映出监管压力下银行主动去杠杆，负债回归本源，进入对个人客户资源的争抢中。

资产配置偏向权益类

在理财产品收益率不断上行的倒逼下，高收益资产显然更受青睐。

据天风证券数据，从理财的大类资产配置来看，2017年债券、非标、现金与银行存款、货币市场工具这四大类资产占比均有所下行。其中，债券占比下降1.57个百分点至42.19%，权益类资产占比在2017年末则达到9.47%，提升幅度可能达3-3.5个百分点。

“权益类资产的提升一方面源于金融监管下限制了银行理财对非标的配置；成本压力下减少了对部分现金、固收类品种的配置；另一方面应该也是理财资金对权益市场预期乐观的一个体现。”孙彬彬表示。

业内人士指出，在债市慢熊、非标去杠杠和负债端成本刚性的金融环境下，权益类等风险资产成为重要新增投向。进一步看，在理财业务监管强化以及“回归本源”的政策导向下，2018年理财增速大概率趋于下降，这对债券市场需求仍将形成一定冲击，同时收益率要求或使银行理财继续增加对权益类资产、公募基金的配置。

“尽管2017年同业理财规模和占比剧烈收缩，资金空转风险大幅消退，下半年股份行、城商行理财还出现止跌回升势头。但2018年随着大资管新规落地，尤其净值法

观点链接

国泰君安：权益资产投资处上升通道

大类资产方面，严监管下银行对债券、非标需求难再明显提升，而经济复苏延续、整体温和通胀、企业盈利强劲的环境更利于权益类资产，从长远看，理财对于资本市场多资产、多策略的配置需求仍将不断上升。

平安证券：银行基本面边际向好

根据最新的资管政策征求意见稿，理财业务的发展方向为回归“代客理财”及打破刚兑等，后续在银行理财方面还会具体的细则出台。在经过“三三四”整改后银行资管发展已有所规范，“新老划断”的规定有利于缓冲政策影响。规范化净值化管理后有利于理财市场整体的健康发展，但对产品设计和管理能力也提出更高要求。同时征求意见稿中对资管子公司化组织管理以及托管资质的规定下小银行的资管业务面临更大调整压力，相对稳健的大型

估值、限制期限错配、打破刚兑和资金池等更严格政策发布，中小银行理财规模面临下滑压力，仍是债市需求的“缩量”机构。”国泰君安固收首席分析师覃汉表示。

覃汉认为，尽管2017年下半年理财增速暂稳，但随着大资管新规落地，2018年中小银行理财仍面临流动性冲击和缩量压力；机构资金占比下降，零售客户份额上升，理财资金稳定性逐步增强；理财风险偏好下降，相对利好同业存单、金融债和高等级信用债。

理财对权益类风险资产的投资或仍处于上升趋势。市场人士指出，权益类市场整体受委外资金影响不大，且2017年以来股市对理财资金的吸引力显著回升，也表明市场对步入新周期的中国经济未来更加看好。明明表示，根据各风险偏好类型家庭的占比可以大致匡算得到，约有11万亿元资金将从表外理财转向表内结构化存款以及一般性存款，此外还有约4万亿元资金将会流向房地产、股票市场。

对于银行业本身而言，机构认为，2018年开始，中国银行业扩表逻辑从“量”到“质”，监管有助降低系统性金融风险，夯实银行净资产，提升长期估值水平，叠加2018年经营面的稳步恢复，银行股投资有望经历盈利估值的双升格局。

银行受冲击较小。2018年行业基本呈边际向好趋势，看好板块的绝对收益表现。

中信证券：资管应加强个性化服务

不管是为了稳住存量客户，还是开拓新市场，资产管理业务都有着向个性化财富管理过渡的必要。尤其是在刚性兑付打破之际，对于低风险偏好投资者，其资产结构的变化有可能使得大量表外理财转入表内，虽然资金依然停留在银行体系内部，但相应的业务成本收益比也将变得不经济，高风险偏好投资者在理财的风险收益配比关系不再具有比较优势后也有可能转向权益、房地产乃至海外资产配置。因此，从稳住业务存量的角度来讲，定制化服务，满足各类风险偏好投资者的资产配置需求尤为必要，而从开发增量的角度来讲，降低资产管理业务准入门槛，使大量低净值客户群体享受到普惠金融的福利，也是未来资管行业可能的突破口。（王姣 整理）

风水轮流转 股债跷跷板你落我起

□本报记者 张勤峰

170025尾盘成交在3.885%，下行35BP，新券180004尾盘成交在3.88%，下行3BP。

回想年初时，股市涨、商品涨、债市跌，风险资产一时风头无二，股强债弱的跷跷板现象演绎到极致。再看眼下，股落债起，风险偏好受抑，避险情绪重来，正好应了“风水轮流转”那句老话。

反弹就是反弹

有业内人士就表示，前一周股市涨太凶、债市跌太狠、跷跷板玩过头，物极必反。

国内债市反弹其实并不是从2月才开始的，1月下旬，经历一轮大跌后的债市已有所企稳，10年期国开债收益率1月中旬最高曾达5.13%，到1月末已小幅回落至5.09%左右。

业内人士认为，近期有几个因素支持债市反弹。首先，年初猛烈调整，在推动收益率上行的同时，也释放了压力，提升了债券的吸引力；其次，年初以来，市场资金面改善较为明显，债市趋势性观点难言到来。

债强股弱

在年初股强债弱的单边行情演绎到极致后，股债跷跷板的反转不期而至。

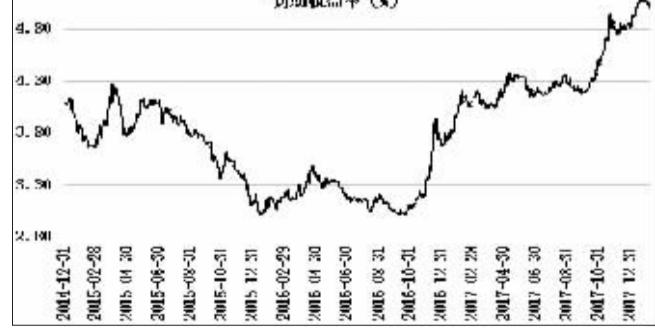
上周五美国非农就业数据横空出世充当导火索。因美国1月份非农就业和薪资增长情况好于预期，引发了对再通胀和美联储加息的担忧，美股在持续走牛多年之后，于近几日上演崩塌式下跌。外围市场波动，叠加先前大幅上涨积累的调整诉求，在A股市场引发共振效应。

2月6日，上证综指大幅低开后，继续弱势下探，收盘跌3.35%报3370.65点，失守半年线并创两年最大单日跌幅；创业板指跌超5%击穿1600点，创三年新低；深成指跌4.23%报10377.61点。申万行业全线下挫，两市逾400股跌停。市场成交5596亿元，较上日明显放大。

随着股市遇挫，避险情绪卷土重来，驱散年初高涨的风险情绪，债市扬眉吐气。

另一位市场人士也称，市场关注点从经济增长转向通胀压力和政策过快收紧的风险，是导致美股高台跳水的一项重要原因，但无论是通胀压力加大，还是货币紧缩加快，对债市均有不利影响，随着情绪平复，海外债市收益率恐将继续走高，对中国债市仍有不利影响。另外，地方债发行已启动，春节后利率债供给概率放量，供需格局也将生变。因此，在把握这一轮难得的交易性机会的同时，不宜过度乐观，尤其在利率快速下行之后，再参与要更注意安全边际。

十年期国开债到期收益率走势



1200亿中央国库现金今日投放

2月7日，财政部、人民银行将进行今年第二期中央国库现金管理商业银行定期存款招标投标。本期存款量1200亿元，期限3个月（91天），起息日为2018年2月7日，到期日为2018年5月9日（遇节假日顺延）。

数据显示，本月23日有一期中央国库现金定存到期，存款量1200亿元，因而此次招投标应是对到期存款的滚动操作，而相关部门提前开展操作，有助于银行应对春节前的备付压力，对稳定春节流动

性可起到一定积极作用。

2月7日有1000亿元央行逆回购到期，若算上此次国库定存操作，即便央行继续暂停逆回购操作，也将带来一定的增量流动性投放。

财政部、人民银行上次开展中央国库现金定存操作是在1月15日，期限亦为3个月，中标利率为4.70%，较再上一次操作上行10BP。机构认为，1月份国库定存利率上行，反映出年初银行负债端压力仍较大，本次招投标结果仍值得密切关注。（王朱莹）

美元起起伏伏 人民币展现韧性

联合资信评估有限公司日前发布公告，将云南祥鹏航空有限公司列入信用评级观察名单。

联合资信指出，近期市场上关于海航集团下属企业飞机租赁款逾期、出售资产以偿还债务、融资成本高企、整体流动性风险加大等负面新闻较多。联合资信于2018年1月进行实地调研并持续与公司保持沟通，联合资信认为，受海航系负面影响，祥鹏航空再融资难度有所加大，短期偿债压力上升，故决定将该公司列入信用评级观察名单，未来将持续关注并及时动态评估祥鹏航空及存续期内债券的信用状况。（王姣）

□本报记者 王姣

2月6日，央行公开市场操作（OMO）续停，连续第10日出现资金净回笼，货币市场利率涨跌互现，资金面总体仍均衡偏松。市场人士指出，随着金融机构有序动用“临时准备金动用安排CRA”，临时释放的备付金有力吸收了央行逆回购到期、现金投放造成的影响，今年春节前流动性状况有望好于往年，但也要注意到，节后随着CRA释放的流动性回笼，资金面可能也不会有往年节后那般宽松。

OMO九连停

2月6日，央行公开市场连续第9日停摆，到期的800亿元央行逆回购实现自然净回笼，这也是1月24日以来央行连续第10日通过央行流动性工具到期实施净回笼，累计净回笼规模已达13270亿元。

央行公告称，目前银行体系流动性总量处于较高水平，可吸收央行逆回购到期、现金投放等因素的影响，故2月6日不开展公开市场操作。

近期市场资金面持续保持宽松，与往年春节前的表现存在不小的反差。2月6日，短期货币利率总体保持低位运行。银行间债券质押式回购方面，隔夜品种涨1BP至2.53%，代表性的7天期回购利率（DR001）续跌1BP至2.71%，可跨年的14天和21天品种分别上涨3BP和8BP，但更长期限的1个月回购利率大跌17BP。

交易所市场上，2月6日，上交所短期回购利率收盘涨跌互现，隔夜品种跌17BP至2.74%，7天品种涨6BP，报3.21%，可跨春节的14天品种上涨5.5BP，28天品种涨10BP。

交易员称，随着春节临近，14天至21天跨节资金融入需求明显增多，好在供给方支撑有力，早盘资金面维持宽松，午后供给有所减少，但融入需求仍能得到满足，市场资金面整体呈现均衡偏松态势。

在央行净回笼1.3万亿元、居民取现导致大量资金流出的情况下，银行体系流动性总量仍能维持在较高水平，关键就在央行新建立的“临时准备金动用安排”上。

“临时准备金动用安排（CRA）”被视为2016年春节期间推出的“临时流动性便利（TLF）”的升级版，理论上可动用准备金峰值接近3万亿元，操作对象范围也有所扩大，覆盖了全国性国有行和股份行。

“与TLF相比，CRA更类似于‘临时降

准’。”市场人士表示，与先前央行实施的定向降准一样，CRA释放的是法定存款准备金，资金成本极低，远低于央行使用较多的逆回购、和MLF及2016年使用的TLF等工具，虽然有30天使用期限限制，但足以覆盖春节前的现金密集投放期，而且规模足够大，完全能够满足商业银行在春节前的备付需求。

与降准相比，除了有期限之外，CRA还有一点不同在于只面向部分金融机构。这意味着，在一些中小金融机构面临提现等各种压力时，仍有可能出现流动性紧张，但稳住了作为货币市场主体的大型金融机构，基本避免流动性发生全局性的、极端性的波动。此外，因大行股份行可得到大量低成本流动性，当市场出现结构性紧张、市场利率走高时，也会有动力向外融出资金。春节前后也没有监管考核因素扰动，因此，再发生类似2017年末那般异常结构性紧张的可能性很小。

不少机构认为，今年春节前资金面要较往年更为宽松，货币市场利率可能保持目前水平或者进一步小幅下降。但也有机提示，虽然节前日子好过，但也需提防节后的压力，节后CRA释放的发储将重新冻结，对冲节后现金回笼的影响，或打破春节后流动性大幅改善的季节性规律。总体看，春节前后波动均有望下降，流动性平稳的态势有望保持到3月上旬左右。

但通胀会不会大幅上行，美联储会不会加快升值，都还存在不确定性，市场对美元后势也并不特别乐观。不少市场人士认为，持续调整后的美元未必会继续大幅走弱，但要大幅走强难度仍很大，需要看到实实在在的增量利好。

就人民币汇率而言，美元上行带来的贬值风险仍较小，而在近期市场波动中，人民币也展现了很强的韧性。上周五以来，尽管美元指数一度反弹超过1%，在岸人民币对美元仍升值近200基点。市场人士认为，过去一段时间，人民币走势偏强，不仅源于美元走弱，也得到基本面的部分支持。往后看，美元波动可能引起人民币汇率波动，升值势头可能放缓，但大幅走弱的概率很低，总体仍有望保持偏强特征。

□本报记者 王姣

短暂回调之后，2月6日，人民币汇率中间价升势，对美元即期汇率升值144基点，完全收复上一日的失地。市场人士指出，在美元低位反弹背景下，近日人民币汇率走势展现了自身韧性，往后看，美元走势仍有不确定性，人民币升值可能放缓，但难现大幅下行。

人民币重拾升势

2月6日，人民币对美元汇率中间价设在6.3072元，较前值调低53个基点，连续两日下调，但与上一日美元指数涨幅相比，中间价调整幅度仍相对温和。

银行间外汇市场上，6日，人民币对美