



变革 变局 变通

全球经济新常态与中国债券市场

2019年12月27日 · 北京

主办



NIFD
国家金融与发展实验室
National Institute of Finance & Development



第一创业
FIRST CAPITAL

承办

第一创业债券研究院

2019中国债券论坛

国家金融与发展实验室

2019年12月27日

2019中国债券论坛

刘劲松

工银理财有限责任公司

副总裁

刘劲松：银行理财子公司发展的“新征程”

尊敬的各位嘉宾、女士们、先生们：

大家好！非常高兴参加此次会议。

我们知道，作为目前我国管理资金规模最大的资产管理子行业，银行理财一直是我国债券市场最重要的投资者之一。2018年，资管新规等一系列重要文件的发布开启了以“正本清源、防控风险、转型发展”为特征的资管“2.0”时代。理财子公司作为一类全新的市场主体，在我国经济迈入“新常态”、金融供给侧结构性改革持续推进的时代大背景下应运而生。作为银行理财资金新的管理主体，理财子公司肩负着推动我国银行理财行业转型升级的历史责任。自诞生之日起，银行理财子公司的发展就受到业界的广泛关注。

下面我结合工银理财的发展理念和部分实践经验，就资管“2.0”时代银行理财子公司的发展重点分享以下几个方面的内容和思考：

一、我国资管行业的“新格局”与银行理财的“新变化”

（一）我国资产管理行业的“新格局”

我国资产管理行业经过多年的快速发展，已经深入到经济增长、金融创新和人民生活的方方面面，成为经济社会发展重要的金融业态。按照银保监会的统计口径，截至 2018 年末，我国“大资管”行业总规模约 80 万亿元，较 2017 年底略有下降，总体保持平稳。

在我国资管行业的众多子业态中，银行理财是规模最大的资产管理子行业。2010 年至 2015 年银行理财业务规模一直保持高速增长。2016 年以来，受监管、市场等因素的综合影响，银行理财业务发展步入稳健发展时期。截至 2018 年末，银行理财总规模达到为 32.10 万亿元，较年初增长 8.7%，前十二家超万亿规模的大型银行理财规模约 22 万亿，约占银行理财全市场规模的 71%。工商银行理财余额排名保持市场第一，为全行业唯一规模超 3 万亿的银行，市场占比 11.0%，银行理财第一大行的地位进一步巩固。

其他类型的市场主体方面，资管新规对各类市场主体的影响有所差异。具体来看，信托产品规模继续下降，去通道明显，2019 年信托资产余额相比 2018 年继续下降。截至 2019 年三季度末，全市场信托资产余额为 21.99 万亿元，同比下降 4.94%；较 2017 年末历史最高点时的 26.25 万亿元减少 4.25 万亿元，累计压降 16.19%。与信托产品类似，券商资管规模也延续下降态势。随着公募信托、银行理财子公司的落地，规则受限最明显的券商资管将受到双面夹击。券商资管规模在 2019 年也延续了下降的态势。公募基金整体规模分化，股票型基金大幅增长，货币型基金规模显著下降。截至 2019 年三季度，全市场公募基金规模约 13.8 万亿元，较 2018 年底增加约 2270 亿。其中，受今年股票市场整体

上涨带动，股票型基金较 2018 年年末增长 32.5%，占基金总规模的比重提升至 7.9%；债券型基金较 2018 年年末增长 15.6%，占基金总规模的 18.1%，比重同样有所上升；但货币型基金规模增长明显下降，截止 2019 年三季度，全市场货币型基金规模约 7.3 万亿，较 2018 年年末下降约 9150 亿，占基金总规模约 53%，下降 10 个百分点。私募基金规模增速有所恢复。截止 2019 年三季度，全市场私募基金规模 13.63 万亿，较 2018 年年末增长约 9300 亿，增幅 7.3%，较去年同期增速有所恢复。保险资管规模稳步提升。相比其他资管机构，新规对保险资管影响相对较小。2018 年保险公司运用资金余额 16.4 万亿，相比 2017 年增长 10%，基本保持稳定。

从内部格局来看，各子行业各有特色。券商资管背靠母公司，与内部投行、交易条线联系密切，在资产创设、交易运行等方面具备优势；保险资管凭借负债端稳定的优势，擅长于大类资产配置，并且在股权和其他另类投资方面领先其他资管机构；公募基金在股票投资领域深耕多年，具备较为完善的股票投资框架，股票类产品体系也较为完整；私募基金机制灵活，主要聚焦于捕捉市场超额收益；信托资管具备丰富的项目甄别和运营经验，同样具有良好的资产创设能力。

相比于上述机构，银行理财子公司在资金端和资产端方面的业务边界最为广泛，是银行资管成功转型的有力保障。在产品端，银行理财产品销售门槛低，叠加母行在销售渠道和客户资源等方面具有一定的积累，理财子公司在资金募集和产品销售等方面有着明显的相对优势。在产品的创设上，理财子公司的牌照功能齐全，可以设计更加丰富的产品类型，满足不同定位的客户需求；在投

资端，银行理财在固定收益类资产投资、债权资产摆布、流动性管理等方面积累了大量有益经验，这为理财子公司在现金管理类、固定收益类等产品的投资管理方面奠定了坚实基础。同时，在非标投资方面，银行理财子公司依然可以最大化地发挥银行体系在非标投资领域的项目储备优势。

总体来看，理财子公司与其他市场参与者在部分领域存在一定竞争，在不同领域也优势互补、特点鲜明。银行理财子公司在资产创设、投资交易等诸多领域仍与其他类型资产管理机构存在广泛的合作空间。可以预计的是，银行理财将与其他市场主体最终形成“监管统一、各有侧重、竞合并存”的市场格局。

（二）2019 年银行理财发展的“新变化”

根据银行业理财登记托管中心《中国银行业理财市场报告》，截至 2019 年 6 月末，银行非保本理财产品 4.7 万只，存续余额 22.18 万亿元，与 2018 年末基本持平。自 2017 年“三三四十”专项整治后，同业理财规模有了明显下降。截至 2019 年 6 月末，同业理财存续余额 0.99 万亿元，首次降至 1 万亿元以内；同比减少 0.77 万亿元，降幅为 43.69%；占非保本理财产品存续余额的 4.45%，较 2017 年初的 23%下降逾 18 个百分点，“资金空转”现象明显减少。

从发行主体来看，当前理财产品的发行机构仍主要以大型银行和股份制银行为主，但城商行发行产品的增速最高。截至 2019 年 6 月末，国有大型银行非保本理财产品存续余额为 8.13 万亿元，同比增长 3.77%，市场占比 36.68%；全国性股份制银行非保本理财产品存续余额为 9.08 万亿元，同比增长 7.53%，市场占比 40.94%；城市商业银行非保本理财产品存续余额为 3.85 万亿元，同比增

长 9.64%，市场占比 17.37%；农村中小银行非保本理财产品存续余额为 0.99 万亿元，同比增长 4.97%，市场占比 4.45%。

从产品端来看，当前银行理财净值型产品的发行力度不断加大，封闭式产品的平均期限有所增加。银行理财净值化转型有序推进，净值型产品存续与发行规模持续增长，新老产品加速更迭。截至 2019 年 6 月末，净值型产品存续余额 7.89 万亿元，同比增长 4.30 万亿元，增幅达 118.33%；2019 年上半年净值型产品累计募集金额 21.82 万亿元，同比增长 86.39%。从募集形式来看，银行理财主要以公募产品为主。截至 2019 年 6 月末，公募理财产品存续余额 21.08 万亿元，占全部非保本理财产品存续余额的 95.07%；2019 年上半年，公募产品累计募集资金 54.63 万亿元，占全部非保本理财产品募集资金的 98.26%。以上数据显示，银行理财产品的主要服务对象是广大个人投资者，为居民财富保值增值做出了积极贡献。从产品期限来看，新发行封闭式理财产品平均期限有所增加。2019 年上半年，新发行封闭式非保本理财产品加权平均期限为 185 天，同比增加约 47 天。期限在 3 个月（含）以下的封闭式非保本理财产品余额为 0.52 万亿元，同比减少 0.37 万亿元；占非保本理财产品余额的 2.34%，同比下降 1.92 个百分点。

从投资端来看，当前银行理财产品投资风格依然保持了较为稳健的特点，固定收益类理财产品占七成以上。截至 2019 年 6 月末，固定收益类理财产品存续余额最多，占全部理财产品存续余额的 72.99%，混合类理财产品占比为 26.68%，权益类理财产品占比为 0.32%，商品及衍生品类理财产品占比较少。债券等标准化资产是理财资金配置的主要资产。截至 2019 年 6 月末，非保本理财

资金投向存款、债券及货币市场工具的余额占非保本理财产品投资余额的 66.87%。其中，债券资产占非保本理财产品投资余额的 55.93%。

同时，银行理财依然是我国信用债市场最主要的投资者。类别上，截至 2019 年 6 月末，金融债、同业存单、企业债券、公司债券、企业债务融资工具、资产支持证券和外国债券占非保本理财投资资产余额的 45.06%；数量上，以银行理财为代表的机构信用债托管规模约占我国信用债托管总规模的 64%。

从产品收益来看，当前非保本理财产品收益总体稳中有降，与债券市场利率走势大体一致。2019 年上半年，非保本理财产品累计兑付客户收益 4801 亿元。其中，公募产品累计兑付客户收益 4556 亿元，占全部非保本理财产品累计兑付客户收益的 94.90%；分机构类型来看，国有大型银行累计兑付客户收益 1585 亿元，占比 33.01%；全国性股份制银行累计兑付客户收益 2068 亿元，占比 43.08%。2019 年上半年，封闭式非保本产品按募集金额加权平均兑付客户年化收益率为 4.61%，同比下降约 34 个基点。2017 年下半年以来，封闭式非保本理财产品加权平均兑付客户收益率大致呈先上升、后下降的态势，与债券市场利率走势大致相符。

二、银行理财子公司发展的“新征程”

（一）银行理财子公司的发展现状

截至目前，先后已有 33 家商业银行公告成立理财子公司，其中 12 家已经获批筹建，10 家已经正式开业运营。除大型国有商业银行、股份制商业银行、

城市商业银行以外，农村商业银行、外资银行的理财子公司设立工作也在积极的推进过程中。

从目前理财子公司的组织架构来看，过渡期内，目前已经正式开业运营的银行理财子公司大多采取了“总行+理财子公司”并行的过渡模式。母行保留全行各个资产管理板块业务的统筹协调等职能；而理财子公司则侧重于符合新规产品的发行以及符合新规要求的存量产品的接续等职能。以工商银行为例，工商银行在成立工银理财子公司的同时也保留了资产管理部，在职能上资产管理部主要负责工商银行大资管业务的统筹推进，同时承担着过渡期内存量产品的综合压降和净值化改造等职能。而工银理财则主要以发行和管理符合新规要求的各类产品为主要职能，建立了涵盖产品、投研、风控、运营和综合管理的五大板块的 20 个部门，具有完善的公司治理和组织架构。

从目前理财子公司的产品特点来看，理财子公司产品谱系正逐步完善。截止 12 月 15 日，银行理财子公司目前共在售净值型理财产品 286 只，产品全方位布局现金管理、固定收益、权益类、商品及衍生品、混合类产品，正在构建起覆盖各类投资者（一般个人、高净值客户、企业、养老金等机构），满足各类风险偏好（保守到进取）的不同需求的层次化产品谱系。以工银理财为例，目前工银理财正在发售的产品谱系既有“添利宝”等现金管理类产品、也有“全鑫权益”这样的混合类产品、“博股通利”这样的权益类产品。产品谱系正向着均衡化、层次化、完善化的方向快速发展。同时，理财子公司的产品特色也日趋明显。在完善产品谱系的基础上，结合集团业务优势、子公司区位优势、自身客户特点等方面的差异性，各家理财子公司还在积极开发符合自身特点的产

品条线，理财子公司之间的产品特色也日趋明显。比如，工银理财推出的“博股通利”私募股权类产品、中银理财推出的“全球配置”外币产品；建信理财推出的粤港澳大湾区指数配置产品等都具有鲜明的自身特色。

从目前理财子公司的投资特点来看，当前理财子公司投资仍以固收类资产为投资主体，但正在加速向“固收+”拓展，并在积极布局权益类、商品及金融衍生品类等资产的多元化、全品类投资。在具体形式上，初期银行理财子公司布局权益类资产多以私募股权、FOF、MOM 等形式为主。“工银博股通利”，权益类资产占比 80-100%，是一款典型的权益类产品；“全鑫权益”系列的两款混合类产品，通过公募股票型基金、ETF 等参与权益类投资。在投资策略上，银行理财子公司也呈现出投资策略更加多元化的特点。工银理财目前在售产品的投资策略已经涵盖基于大类资产轮动的多资产投资策略、全天候投资策略、量化指数增强策略等多种策略。

短期看，银行理财子公司的相对优势仍在“客户+渠道”以及在固收、现金管理等领域积累的经验优势，在净值型产品设计、权益投资等方面相较于公募基金、保险资管等同业机构仍有短板。这也是未来银行理财子公司将重点着力补强的核心领域。

（二）银行理财子公司的发展趋势

站在银行理财子公司发展元年这一历史时点来看，如何有效实现监管新规下的经营模式转型，将成为理财子公司设立初期成功的关键所在。国际银行系资管公司的发展经验表明，成功的资管公司较为注重构建自身的经营模式与核心竞争力。例如，摩根大通定位于以产品全覆盖为特色的全能型资管；瑞银集

团定位于以财富管理业务为核心的综合性金融集团；纽约梅隆通过并购多家精品资管公司，形成了独特的“精品店”经营模式。为此，国内银行理财子公司需从实际出发，认真分析并结合母行资源禀赋优势，找准定位、特色经营，实行差异化策略，强化综合竞争实力。结合监管要求及国内外资管市场的发展特点，商业银行理财子公司在未来转型发展中需要考虑行业发展的四个最重要的趋势特征：

第一个趋势是资源向头部机构集中化。从整个资管行业的发展趋势来看，大型或者优势型资管机构利用协同效应强、品牌效应好、资金渠道广、运营成本低、产品体系全、研究实力强等优势，不断塑造强者恒强的竞争格局。2018年，世界排名前500的资产管理公司管理资产规模达91.5万亿美元，前10大公司和前20大公司占比达29%和43%，行业集中度不断向头部资管机构收敛。

第二个趋势是重点客户的机构化。海外资管市场的机构客户总体占比较高，其中养老金客户占比较大。从国际经验来看，资管业务机构客户占比约为60%左右，而目前国内只有40%，与海外成熟市场相比仍有较大的提升空间。2019年随着中国金融市场的进一步发展和成熟，以及企业年金、养老金的入市，投资者机构化将是理财子公司需要把握的重要趋势。

第三个趋势是资产配置的多元化和全球化。未来客户的理财需求将日渐多元化，这就要求理财子公司搭建更为完善的投资体系。同时，资管新规也为理财资金的多元化资产配置打开了通道，不断成熟完善的多层次资本市场将为商业银行理财资金投向提供更加广阔的市场空间。此外，从海外经验来看，目前国内资管机构在国际市场中的份额相对较低，与全球其他成熟的资管机构相比

仍有较大发展空间。今年以来，我国密集出台多项金融对外开放重大政策，人民币国际化进程加速推进，国内外大类资产配置更趋全球化，海外业务逐渐将成为银行理财利润增长的蓝海。

第四个趋势是业务形态的科技化。近期，中央提出“要加快推动区块链技术和产业创新发展、积极推进区块链和经济社会融合发展”。事实上，以区块链技术为代表的金融科技已经在推动传统资管业务模式的数字化升级。从海外成熟机构的发展经验来看，金融科技应用涵盖金融业务各个流程，包括资产获取、资产生成、资金对接和场景深入。金融科技生态圈以大数据、区块链、人工智能、云计算等技术为基石，以金融业务为载体，变革金融的核心环节，提高业务效率。

（三）推动银行理财子公司稳健发展的着力点

在过去的十多年里，“刚兑”模式下理财产品在形态上更加接近于存款的替代。商业银行虽然拥有庞大的个人零售客户和机构法人客户基础，但尚未完全将其转化为理财业务发展的核心竞争力。这一问题的关键在于过去银行理财在“定位”上存在一定偏差，并未完全将自身定位为典型的资产管理机构，也没有建立起完善的、与之对应的运营体系。这也就导致过去银行理财无论在产品端还是资产端都存在一定程度的不足。资管新规之后，理财子公司最重要的就是要摆正“定位”，回归“受人之托、代客理财”的资管本源。

在此基础上，理财子公司还必须迅速构建一套顺应行业发展趋势、符合监管改革方向、行之有效的核心经营体系，同时着力提升与之对应的核心能力。

首先是要打造雄厚的合格投资者体系，强化专业的渠道和客户服务能力。

“渠道+客户”是银行理财子公司发展的相对优势。理财子公司必须首先充分利用好这一优势，建立起专业的渠道和客户服务能力。对内，银行理财子公司要充分利用母行渠道资源，提升对个人客户、高净值客户、机构客户渠道的专业化服务，推动渠道精细化管理。对外要着力拓展三方零售批发和机构直销。同时要打造市场化的机构客户服务能力，对接不同客户的差异性需求。

其次是要打造布局完整、特色鲜明的产品体系，强化专业的产品管理能力。

目前，在新规产品方面，现金管理类产品由于能够较好地吸引个人客户而大幅增长，迅速成为银行理财主流的产品。但由于特色化差异不明显，银行理财其他主动管理类产品发展总体相对较为缓慢。未来，银行理财子公司产品体系应当避免过度依赖于少数类别产品的问题，逐步构建布局完整、特色鲜明的产品谱系。同时要强化专业产品管理能力，完善包括客户需求分析、竞品对标、产品开发和发行决策支持、产品定价、净值化产品运营等多个方面的综合能力。

第三是要构建以大类资产配置为核心的投研体系，强化专业的配置与投研能力。目前理财子公司在投研能力上与一流的资管同业相比仍存在短板。理财子公司要继续发挥机构优势、取长补短，在以宏观经济为线索的大类资产配置研究和以基本面为导向的公司研究上同时发力，逐步构建完整的核心投研体系。在固收投资领域，要继续发挥优势做大做深，借鉴PIMCO模式，在中长期建立覆盖多类债券类别和多类解决方案的固定收益产品体系。在权益投资领域，要打造具有自身特色的投资能力，逐步孵化自有的交易型策略，探索推出主题化的权益产品。在另类投资领域，要搭建多平台的另类投资能力，进一步加强非

标资产的获取能力。在量化投资领域，进一步做大指数投资，打造跨市场、覆盖各类重点资产类别的 ETF 工具体系，同时强化 Smart β 、全天候等量化策略的自主开发和应用落地能力。

第四是要塑造全面有效的风险管理体系，强化全流程主动风险管理能力。

在未来资产管理同业竞争中，全面有效的风控能力将与专业强大的投研能力一道，成为理财子公司致胜的法宝。在面向资管新规转型过程中，风控体系能否有效防控住各类风险，是理财子公司转型成功的重要保障。对于理财子公司来说，在风险管理体系方面，一是要与母行风险管理框架相融合，充分利用母行在信用、合规、市场、模型风险方面的综合管理能力；二是要把监管要求充分融入到事前、事中、事后风险管控的全流程中去，实现时点范围、资产品种、风险类型的全方位覆盖；三是要将风险配置与大类资产配置相结合，实现风险与收益的匹配与平衡，塑造符合未来资产管理业务发展需要的全流程风险管理体系。

最后是要融合前沿科技应用，推动理财子公司创新发展。未来理财子公司将承载数万亿的业务处理量级，充分利用科技手段赋能理财业务链条，将是推动理财子公司进一步创新发展的“利器”。结合理财子公司业务发展趋势，我们认为要在以下三个方面重点实现有效融合：**一是融合人工智能技术，多角度辅助投资。**依托人工智能、大数据等技术手段，利用非结构化文本挖掘技术，高效处理信息、挖掘投资线索，为投资决策提供重要支持。同时加快智能投资平台研发，建设量化投资平台，并在择时、择券、资产配置、FOF、MOM 等多类投资场景中进行广泛的应用。**二是融合云计算手段，强化风险识别。**在有效风

险数据管理基础上，融合大数据、云计算手段，提升全面风险管理能力，推动风险管理智能化，改变原先“单点”风险预测方法，实现基于知识图谱网络“一点出险，全面防控”的智能风控体系。三是融合大数据技术，实现理财服务智能化。一方面，通过利用自然语言理解、图像识别等技术，实现对客户行为、社会关系、偏好等各类特征的精准刻画，推动精准营销；另一方面，利用自然语言处理、语音技术，打造智能客服。建立理财产品智能应答知识库，实现智能语言应答、智能文字应答以及产品的自动推荐等智能化服务。

站在银行理财子公司发展“新征程”的起点上，工银理财将继续发挥行业龙头的担当引领作用，传承母行稳健发展的经营文化，以打造“国内第一、国际一流”的银行系资产管理公司为愿景，不忘初心，砥砺前行，不断提高服务实体经济能力，为我国资管行业和债券市场的进一步发展壮大而不懈努力。

谢谢！