



定量解构理财产品的 权益资产配置

Quantitative Deconstruction of Equity Asset Allocation of Wealth Management Products

杨荣

银行理财市场的权益资产配置热情快速升温。固收与“固收+”类的产品仍是目前我国银行理财市场的主流选择。同时，银行及其理财子公司积极布局权益市场有助于创新产品设计思路，提高理财机构的市场竞争力与理财产品的吸引力。

2022年，银行理财的权益资产配置拐点已经出现，未来3—5年，总规模将稳步回升，占比有望提高到理财余额的5%以上^①；另外，未来理财产品权益资产的规模和占比提升，主要来自固定收益类产品中权益资产规模和占比的提升，而混合类产品的权益资产配置占比将保持稳定；FOF产品也将受益于作为理财产品投资权益市场的少

数通道之一而得到规模上的持续提高。

理财产品的资产配置结构

从产品类别来看，银行理财产品以固定收益类产品为主，其次为混合类产品。银行理财产品按投资性质，可分为固定收益类、混合类、权益类与商品及金融衍生品四类。截至2021年末，银行理财总规模29万亿元，同比增长12.14%。其中，固定收益类产品、混合类产品、权益类产品和商品及金融衍生品的存续余额分别为26.78万亿元、2.14万亿元、809亿元和18亿元；占比分别为92.34%、7.38%、0.28%和0.03%。^②

从资产配置的结构来看，债券类资产为主，其次为现金类和非标类资产，

作者系中信建投证券股份有限公司银行业首席分析师。

① 5%以上为经验值，银行理财中权益资产配置占比最高约10%（2019年末）。

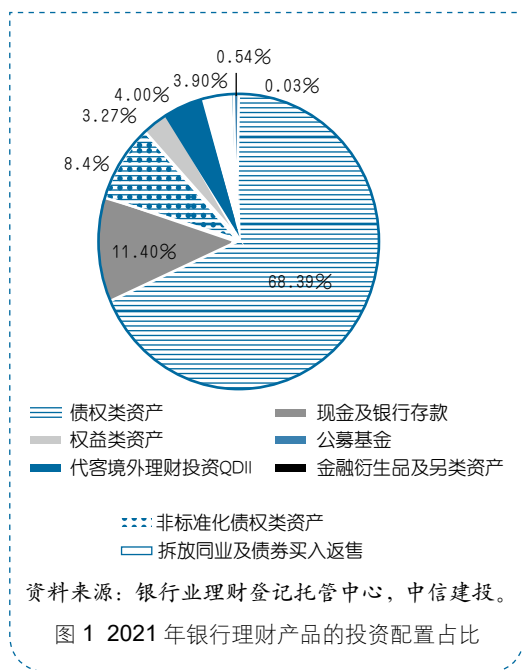
② 根据中国银行业理财登记托管中心历年《中国银行业理财市场年度报告》统计（全文数据均来源于此）。



权益资产占比较低。截至2021年末，银行理财资产配置主要包含债券类资产^①、现金及银行存款类资产、非标债权类资产^②、权益类资产和其他类资产，占比分别为68.39%、11.40%、8.4%、3.27%和8.54%。其他类资产包括：公募基金、金融衍生品及另类资产、拆放同业及债券买入返售、代客境外理财投资QDII。

近三年来，理财产品的权益资产配置结构及变化

理财产品的权益市场总规模与占比



不断压降。2019年上半年，理财产品的权益资产规模为2.32万亿，权益资产占比为9.25%；到2021年末，理财产品的权益资产规模为1.02万亿元，权益资产占比为3.27%，占比相较2019年上半年降低6%。

固定收益类与混合类产品中权益资产规模压降，但纯权益类产品规模提高。银行理财权益资产投资主要来自：纯权益类产品、固收类和混合类产品以及FOF产品。2019年上半年，纯权益类产品规模为700亿元；FOF产品规模为零，全部的权益资产规模为2.32万亿，从而固定收益类和混合类产品中权益资产的规模为2.25万亿元。但到2021年末，纯权益类产品规模为809亿元，相较2019年增幅1.13%；FOF产品规模为1536亿元，相较2020年末提高16.36%，全部权益资产规模1.02万亿，从而固定收益类和混合类产品中权益资产的规模为7864亿元，规模大幅压减，较2019年上半年压降了近65%。

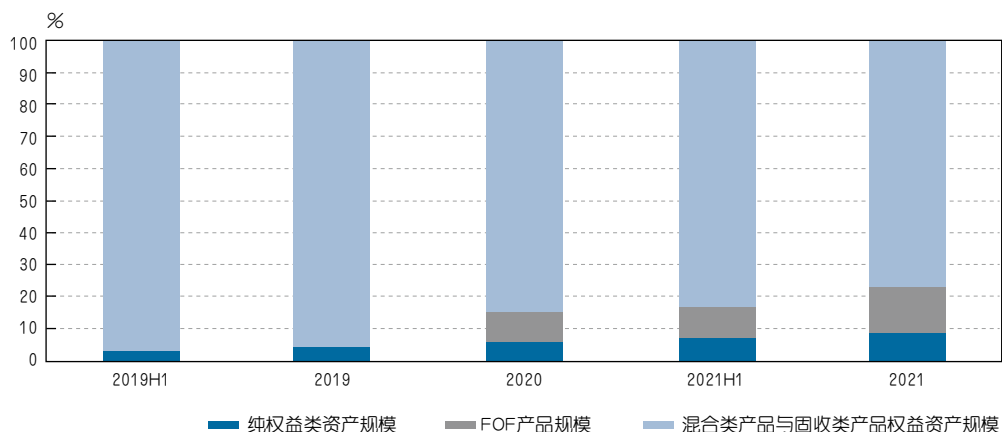
定量测算：银行理财中各类产品的权益资产占比

敏感性分析法

可以利用敏感性分析法计算固定收益类产品和混合类产品中权益资产占比的上下限。以2021年末的最新数据，固

① 债券类资产，包括债券与同业存单。

② 根据《标准化债权类资产认定规则》，自2021年起，非标准化债权类资产统计口径相应调整。



资料来源：银行业理财登记托管中心，中信建投。

图2 权益市场规模的构成与占比

定收益类产品中权益资产占比为0—3%，混合类产品中权益资产占比为12%—37%。

具体计算过程：第一，利用权益市场总规模减去纯权益类产品规模和FOF产品规模得到混合类产品与固收类产品权益资产的总规模；第二，根据当年固收类理财产品规模，对其含有的权益资产设置占比，并以此计算固收类产品的权益规模；

第三，利用混合类与固收类产品权益资产总规模减去固收类产品的权益规模得到混合类产品的权益规模；最后，根据当年混合类理财产品规模，计算其混合类产品中权益资产占比。

敏感性分析法：假设固收类产品中权益资产初始占比为0，此后依次提高1%占比计算。2021年末，固定收益类理财产品余额为26.78万亿元，混合类理财产品

表1 混合类、固收类产品权益资产规模测算

单位：亿元

时点	权益资产	纯权益类产品	FOF产品	混合类与固收类产品权益资产规模
2019年2季度末	23 200	700	—	22 536
2019年末	19 800	800	—	19 037
2020年末	13 700	800	1 320	11 580
2021年2季度末	11 700	843	1 144	9 713
2021年末	10 200	809	1536	7 854

资料来源：银行业理财登记托管中心，中信建投。



品余额为2.14万亿元。假设固收类产品中不配置权益资产，权益资产全部为混合类产品持有，混合类产品中权益资产占比为37%；假如固定收益类产品中权益资产占比为1%，固定收益类产品中权益资产规模为2 678亿，混合类产品中权益资产占比为24%；假如固定收益类产品中权益资产占比为2%，固定收益类产品中权益资产规模为5 356亿，混合类产品中权益资产占比为12%；假如固定收益类产品中权益资产占比为3%，固定收益类产品中权益资产规模为8 034亿，超过全部的权益类资产规模，从而不太可能。因此固定收益类产品权益资产占比在0—3%之间，

相对应的混合类产品中权益资产占比在12%—37%之间。

各类产品权益资产占比的变化

银行理财投向权益市场的总规模持续压降，固收类产品中权益资产的配置倾向降低，混合类产品中权益资产配置倾向提高。固收类产品权益资产占比上限逐年降低，由2019上半年的14%压降至2021年末的3%；混合类产品权益资产占比下限逐渐提高，由2019上半年的3%提升至2021年末的12%。

可以认为，银行理财中权益资产规模的降低，主要原因在于固定收益类产品的权益资产配置规模在降低。固定

表 2 敏感性分析法：2021 年不同产品中权益资产占比

单位：亿元

固收类产品权益占比	混合类产品权益占比	固收类产品权益规模	混合类产品权益规模	固定收益类产品中权益资产占比	混合类产品中权益资产的占比
0%	37%	0	7 854	0—3%	12%—37%
1%	24%	2 678	5 176		
2%	12%	5 356	2 498		
3%	—1%	8 034	—180		

资料来源：银行业理财登记托管中心，中信建投。以此类推，可以计算从2019年第一季度到2021年末，固定收益类产品和混合类产品中权益资产的占比。

表 3 敏感性分析法：银行理财权益资产测算结果

单位：万亿元

时点	权益资产总规模	固收类产品权益资产占比	混合类产品权益资产占比
2019年2季度末	2.32	0—14%	3%—38%
2019年末	1.98	0—11%	1%—38%
2020年末	1.37	0—6%	2%—29%
2021年2季度末	1.17	0—5%	2%—33%
2021年末	1.02	0—3%	12%—37%

资料来源：银行业理财登记托管中心，中信建投。



收益类产品占比92%，其权益资产配置占比在持续下降，而混合类产品占比仅7.38%，尽管权益资产配置上限提高，但也无法抵消掉固收类权益资产配置规模下降带来的影响。

理财产品的权益资产配置展望

理财的权益投资拐点已现，未来权益资产配置的总规模预计将稳步回升。尽管2020年和2021年银行理财权益资产配置总规模同比压降30%、25%。进入2022年，随着资管新规过渡期结束，银行理财业务整改结束，同时银行理财子公司的权益投研能力提升，预计未来权益资产将恢复正增长；除此之外，监管层也在积极鼓励银行理财资金加大权益资产的配置；另外，权益资产在一定程度上可以替代非标资产，其是主要高收益资产的类型。基于以上原因，未来银行理财的权益配置规模和占比将提高。预计未来3—5年，权益资产占比将提高到5%—10%。如果2022年理财规模增长10%，到年末规模达到32万亿元，权益资产将提高到1.6万亿—3万亿元之间，中枢在2万亿元左右。

固收类产品中权益资产投资占比已经触底，未来将稳步提高，混合类产品中权益资产占比将保持稳定。一方面，2021年固收类产品权益资产配置占比上限只有3%，已到了底部；另一方面，银行理财子

公司的产品主要定位于“固收+”，以此来区别于其他资管机构，从而银行理财的固收类产品将逐步提高权益资产的配置，预计未来回升到10%左右有较大的概率。而2019—2021年，混合类产品中权益配置的上限都在40%左右，从而未来其权益资产的配置占比将基本保持稳定，但占比将低于40%。

FOF产品规模持续提高，理财子公司成为主要发行主体。截至2021年末，FOF产品存续规模为1 536亿元，同比增长超六成。其中，理财公司存续的FOF类型产品占75%以上。未来，FOF产品规模将持续大幅提高，理财子公司预计加快对于FOF产品的探索。另外，目前银行理财子公司投资权益市场主要借助FOF这一通道，将推动FOF规模的持续提高。^[N]

学术编辑：曾一已

