

专题报告系列
Special Report Series



PHBS 智库
北京大学汇丰商学院

银行理财VS公募基金： 什么制约了理财公司规模增长？

2023年12月



摘要

2023 上半年，中国公募基金存续规模首度超越银行理财。后疫情时代投资者风险厌恶度提高，但主打稳健低风险的银行理财却遭遇募资难题。尽管 2023 年银行理财产品收益已从 2022 年“破净潮”中恢复，但理财公司管理规模却出现下降，多家理财公司的净利润也大幅下降。银行理财市场正面临客户向公募基金流失的风险。

本报告以银行理财和公募基金的对比出发，分析制约银行理财公司规模增长的可能因素：1) 新规下面临转型压力，银行理财投资者仍有刚兑预期；2) 2022 “破净潮”舆论影响个人投资者决策；3) 风险评级规则模糊，低风险产品亏损冲击投资者信心；4) 信息披露不够充分及时，信息统一度不足；5) 产品流动性较差，投资门槛较高，管理费优势正在缩小；6) 销售渠道有限，直销渠道不成熟；7) 产品多样性不足，权益类投资是短板。

针对以上问题，本报告为理财公司的发展提出以下政策建议：1) 鼓励动态业绩基准，打破刚兑预期；2) 重视声誉风险控制，加强投资者教育；3) 完善风险评级规则，优化产品适当性管理；4) 完善信息披露平台建设，推动信披标准规范化；5) 以养老产品为抓手，发挥封闭式产品优势与特色；6) 发挥“ToC”优势，开拓投顾业务；7) 公募基金合作共赢，强化大类资产配置能力，丰富产品谱系。

北大汇丰智库、北京大学汇丰金融研究院资管研究中心

撰稿人：巴曙松、刘柏霄、马琳琳、吴佳璇、詹星意

成稿时间：2023 年 12 月 25 日 | 总第 84 期 | 2023-2024 学年第 10 期

联系人：程云（0755-26032270, chengyun@phbs.pku.edu.cn）

目录

一、银行理财 VS 公募基金现状对比	2
1、主要发行人对比	2
1) 存续产品规模：理财公司规模收缩，基金公司规模增长	2
2) 净利润：84.21%理财公司和 50.75%基金公司净利润同比下降	2
2、各投资性质产品对比	3
1) 产品分布：银行理财以固收为绝对主导，公募基金产品则更为多样	3
2) 固收类理财 VS 债券型基金：表现相近，理财夏普率稍显优势但达标率较差 ..	4
3) 现金管理类理财 VS 货币基金：银行理财收益率较高但达标率较差	6
4) 混合类及权益类：银行理财风险暴露水平较公募基金低	7
3、各风险等级产品对比	8
1) 产品分布：均以 R1、R2 产品为主，公募基金 R3 及以上产品占比更高	9
2) R1 产品：银行理财收益及波动均高于公募基金	10
3) R2 产品：银行理财收益更稳定，但业绩基准达标率较低	11
4) R3 产品：银行理财风险暴露水平较公募基金低	13
5) R4 及 R5 产品：公募基金收益远超银行理财	14
4、投研情况对比	15
1) 投资规则：理财子公司可投范围更广，而公募基金有税收优惠	15
2) 资产配置：均以债券类为主，公募基金偏权益资产，银行理财偏现金存款 ..	15
3) 投研投入：理财公司激励性薪资占比较小，权益类资产投研投入较少	17
4) 投资信息披露：银行理财披露质量不及公募基金	19
5、产品运作及销售结构对比	19
1) 运作模式及期限：均以开放式为主，封闭式产品期限有缩短趋势	19
2) 费率结构：银行理财综合费率低于公募基金	20
3) 投资者结构：理财以个人投资者为主，公募基金则有较多机构投资者	22
4) 销售渠道：银行理财依赖母行代销，公募基金销售渠道丰富	22
6、监管规则对比	24
7、2023 年上半年对比总结	26
二、制约理财公司规模增长的可能因素	29
1、新规下面临转型压力，银行理财投资者仍有刚兑预期	29

2、2022“破净潮”舆论影响个人投资者决策	30
3、风险评级规则模糊，低风险产品亏损冲击投资者信心	31
4、信息披露不够充分及时，信息统一度不足	31
5、产品流动性较差，投资门槛较高，管理费优势正在缩小	32
6、销售渠道有限，直销渠道不成熟	33
7、产品多样性不足，权益类投资是短板	33
三、政策建议	34
1、鼓励动态业绩基准，打破刚兑预期	34
2、重视声誉风险控制，加强投资者教育	34
3、完善风险评级规则，优化产品适当性管理	34
4、完善信息披露平台建设，推动信披标准规范化	35
5、以养老产品为抓手，发挥封闭式产品优势与特色	35
6、发挥“ToC”优势，开拓投顾业务	36
7、公募基金合作共赢，强化大类资产配置能力，丰富产品谱系	36

2023 上半年，中国公募基金存续规模首度超越银行理财。银行理财市场 2023 上半年存续规模为 25.34 万亿元，而同期公募基金总规模达到 27.69 万亿元(图 1)。对比 2022 年底，理财市场规模收缩 8.36%，而公募基金以 6.38%的高环比增速实现了规模反超。与此同时，银行理财公司作为银行理财产品的主要发行人，其存续产品规模也由 2022 下半年的 22.24 万亿元降至 2023 上半年的 20.67 万亿元，环比下降 7.09%。

后疫情时代投资者风险厌恶度提高，大额存单一单难求，居民定期存款增加，ETF、货币型基金规模增速可观，但主打稳健低风险的银行理财却遭遇募资难题。尽管 2023 年银行理财公司产品收益已从 2022 年“破净潮”中恢复，但理财公司管理规模却出现下降。银行理财市场正面临客户向公募基金流失的风险。

本报告以银行理财公司和公募基金管理公司的对比出发，分析银行理财公司面对公募基金强势竞争时存在的劣势，同时挖掘银行理财公司的竞争优势并提出相关建议。本报告结构如下：第一部分为银行理财与公募基金全面的同口径对比，第二部分探讨银行理财公司规模被公募基金反超的原因，第三部分为银行理财市场更好地发展提供政策建议。

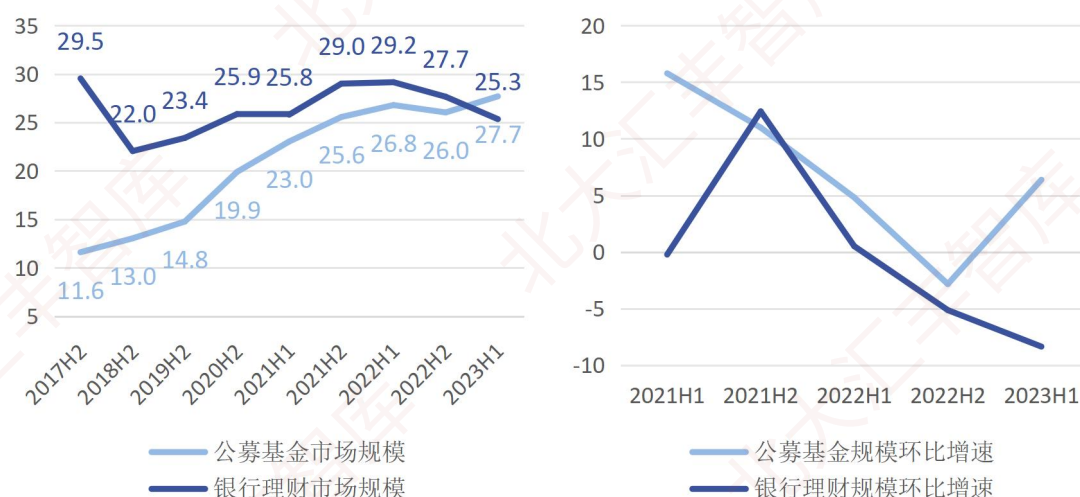


图 1：公募基金与银行理财产品存续规模与增速对比（单位：万亿元；%）

数据来源：中国证券投资基金业协会，银行业理财登记托管中心，北大汇丰智库-北京大学汇丰金融研究院资管研究中心

一、银行理财 VS 公募基金现状对比

1、主要发行人对比

资管新规落地后，银行理财公司和公募基金管理公司是目前理财市场和公募基金市场的主要发行人。截至 2023 年 6 月，银行业理财登记托管中心数据显示，31 家银行理财公司存续规模占理财市场的 81.55%；据 Wind 数据统计，142 家基金公司的公募基金管理规模占公募基金市场的 90%以上。因此本报告主要关注两个市场主要发行人，即银行理财公司和公募基金管理公司的数据情况，部分理财公司数据由于披露不足在分析时用全理财市场数据代替。

1) 存续产品规模：理财公司规模收缩，基金公司规模增长

2023 上半年，银行理财公司存续产品规模由 2022 下半年的 22.24 万亿元降至 20.67 万亿元，环比下降 7.09%，结束了资管新规改革以来的高增速（图 2），来自母行的产品转移基本结束，未来银行理财公司的规模增长更多需要自身发力。公募基金管理公司存续产品规模在 2022 下半年下滑后在 2023 上半年大幅回升，和银行理财公司管理规模有分化趋势。

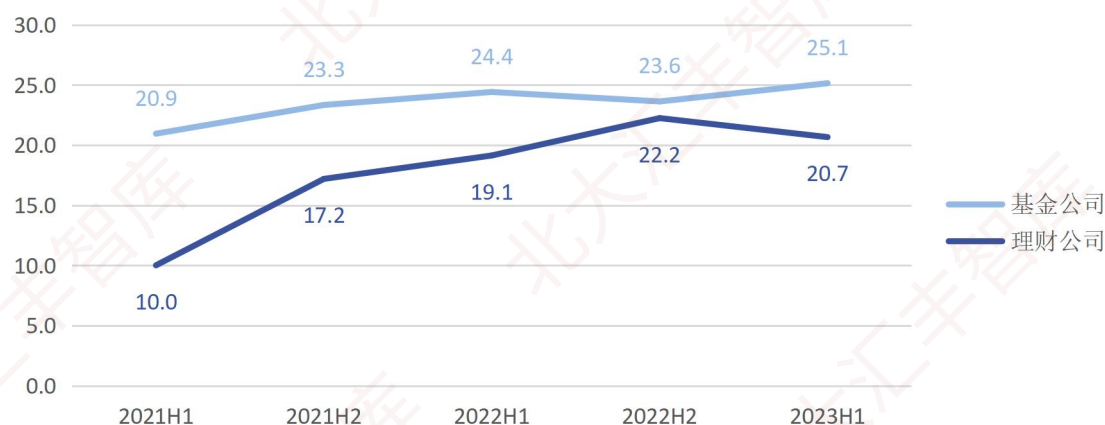


图 2：公募基金管理公司与银行理财公司产品存续规模对比（单位：万亿元）

数据来源：Wind，银行业理财登记托管中心，北大汇丰智库-北京大学汇丰金融研究院资管研究中心

2) 净利润：84.21%理财公司和 50.75%基金公司净利润同比下降

截至 2023 年上半年，理财公司平均净利润 7.21 亿元，为基金公司 3.01 亿元的 2.39 倍；理财公司平均 ROA（Return On Assets，资产回报率）为 13.96%，为基金公司 7.58%的近 2 倍（图 3、图 4）。但理财公司 ROA 在 2021 年出现爆发式增长后正呈现下降的趋势，2023 上半年的利润水平并未随风波过去而完全修复。

2023 年上半年净利润同比下降的理财公司有 16 家，占披露该数据理财公司的 84.21%。19 家理财公司的净利润同比平均下降 2.04%。与此相比，2023 年上半年净利润同比下降的公募基金管理公司仅占 50.75%。理财公司利润下降与其管理规模的下降息息相关。与 2022 年末相比，2023 年上半年仅有 29.14%的公募基金管理公司基金资产净值下降，而这期间产品存续规模下降的理财公司高达 62.07%。其中国有行、股份行、城商行理财子存续规模分别变化-11.41%、1.83%、-3.63%，净利润则分别变化-3.27%、-1.67%、-1.22%。国有行理财子管理规模和净利润的下降幅度较高。

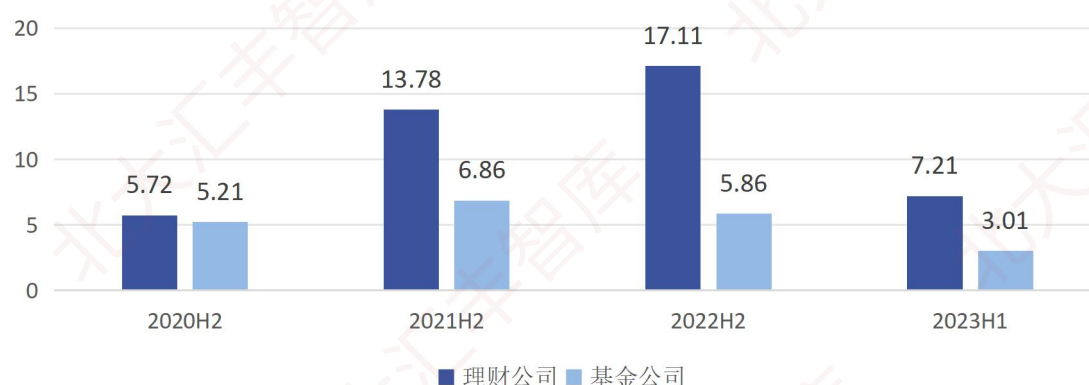


图 3：公募基金管理公司和银行理财公司平均净利润（单位：亿元）

注：仅统计披露 2020-2022 年度及 2023H1 数据的 17 家理财公司及 67 家基金公司。

数据来源：公司年报，Wind，北大汇丰智库-北京大学汇丰金融研究院资管研究中心

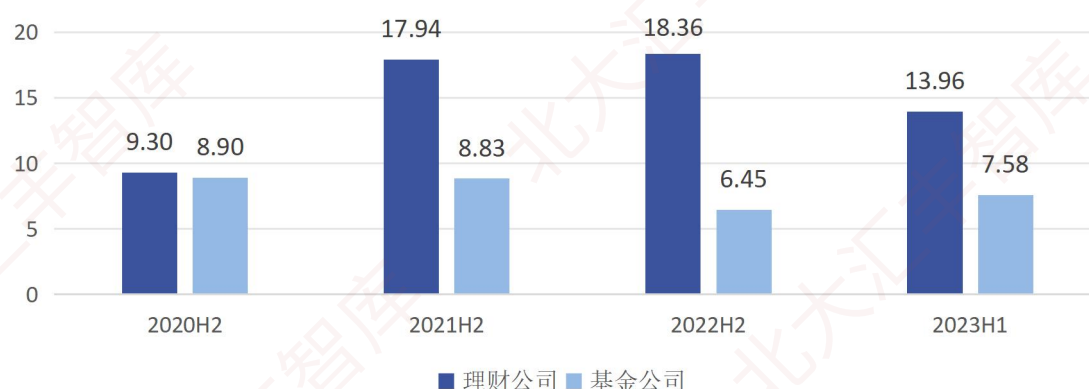


图 4：公募基金管理公司和银行理财公司平均 ROA（单位：%）

注：仅统计披露 2020-2022 年度及 2023H1 数据的 17 家理财公司及 65 家基金公司。

数据来源：公司年报，Wind，北大汇丰智库-北京大学汇丰金融研究院资管研究中心

2、各投资性质产品对比

1) 产品分布：银行理财以固收为绝对主导，公募基金产品则更为多样

银行理财产品以固定收益类为主，且占比不断提升。截至 2023 年 6 月，理财

公司存续产品中规模最大的是固定收益类产品，占全部产品的 96.23%。其次是混合类产品，占比 3.39%。权益类产品和金融衍生品类产品占比不足 1%（图 5）。

公募基金产品多样性更高，股票型基金、混合型基金占有较多比例，且有理财未涉及的 REITs 基金。截至 2023 年 6 月，公募基金市场存续产品中规模最大的是货币市场型基金，占比 42.84%。其次是债券型基金、混合型基金、股票型基金，分别占比 31.02%、16.18%、8.01%（图 6）。

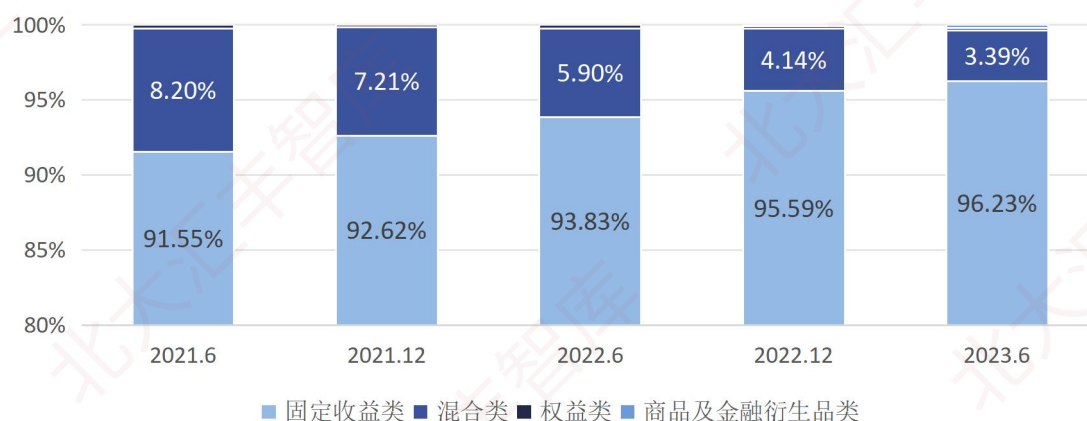


图 5：银行理财产品投资性质规模分布（单位：%）

数据来源：银行业理财登记托管中心，北大汇丰智库-北京大学汇丰金融研究院资管研究中心

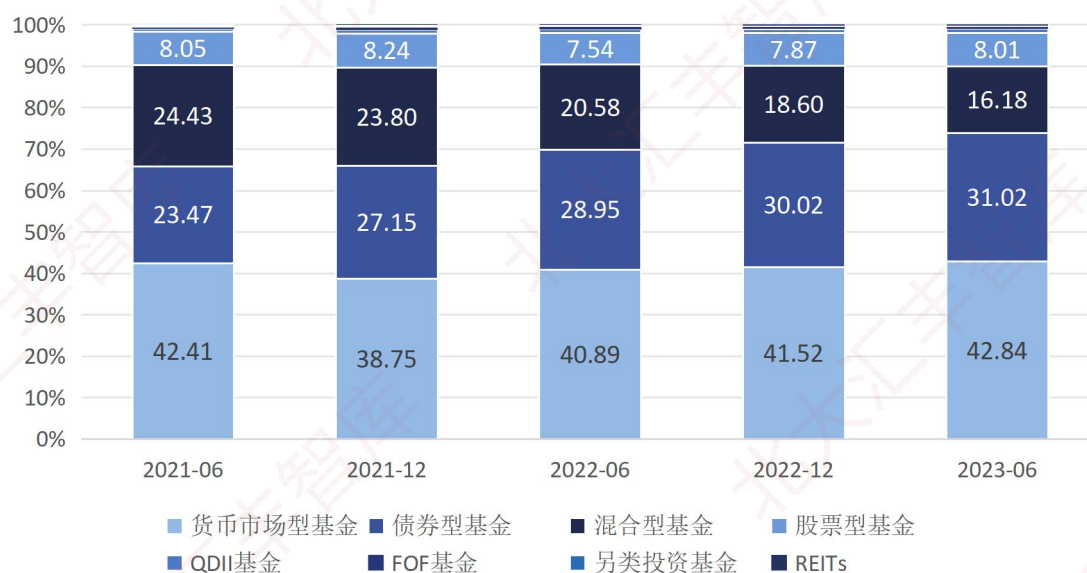


图 6：公募基金管理公司产品投资性质规模分布（单位：%）

数据来源：Wind，北大汇丰智库-北京大学汇丰金融研究院资管研究中心

2) 固收类理财 VS 债券型基金：表现相近，理财夏普率稍显优势但达标率较差

2021 年至 2023 上半年，纯债固收及“固收+”类理财和债券型基金的平均年化收益率十分接近，平均年化收益率分别为 3.43%和 3.34%，但债券型基金的月度

收益率波动范围较固收类理财更宽（图 7）。夏普率方面，固收类理财表现除 2022 年下半年外均好于债券型基金（图 8）。两类产品在月度负收益占比方面的表现则较为相似，固收类理财和债券型基金平均月度负收益产品占比分别为 14.32%和 15.97%（图 9）。但固收类理财的业绩基准达标率低于债券型基金，固收类理财和债券型基金平均月度业绩基准达标率分别为 50.22%和 58.85%。

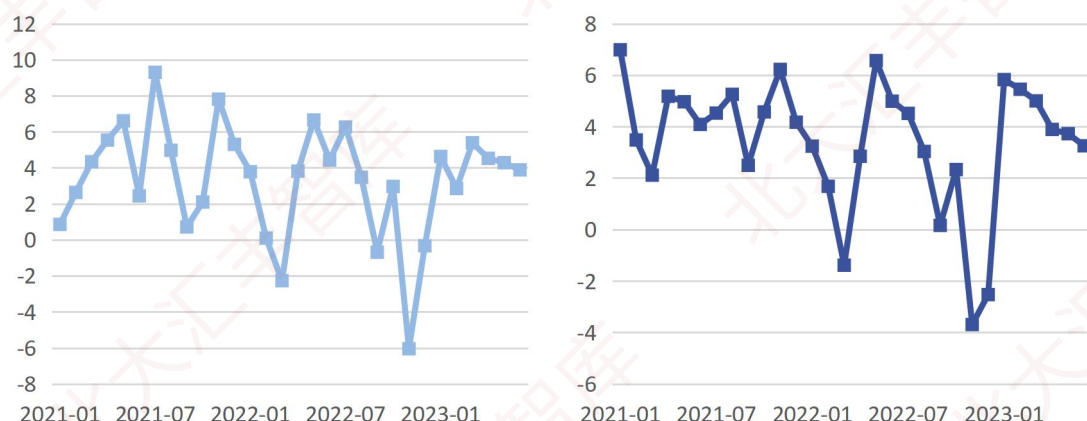


图 7：债券型公募基金（左）及固收类银行理财（右）产品月度年化收益率（单位：%）

注：统计样本为理财公司和基金公司的净值型产品。由于理财产品规模数据披露质量较差，加权方式为数量加权，剔除当月平均收益率 3 倍标准差外的产品。此处固收类银行理财仅含纯债固收及“固收+”产品。

数据来源：Wind，北大汇丰智库-北京大学汇丰金融研究院资管研究中心

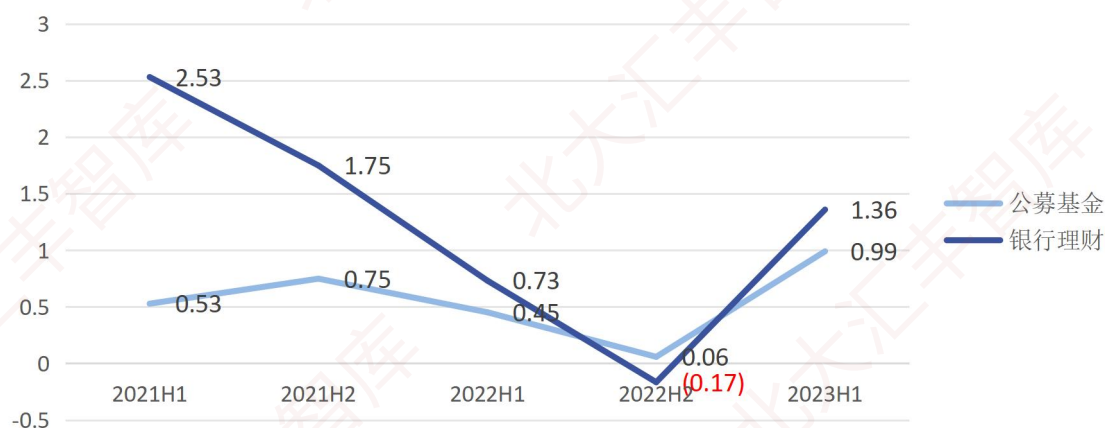


图 8：债券型公募基金及固收类银行理财夏普比率

注：统计样本为理财公司和基金公司的净值型产品。由于理财产品规模数据披露质量较差，加权方式为数量加权，剔除当月平均收益率 3 倍标准差外的产品。此处固收类银行理财仅含纯债固收及“固收+”产品。无风险收益率使用半年度平均一年期国债到期收益率。波动率为 6 个月度年化收益率的标准差。

数据来源：Wind，北大汇丰智库-北京大学汇丰金融研究院资管研究中心

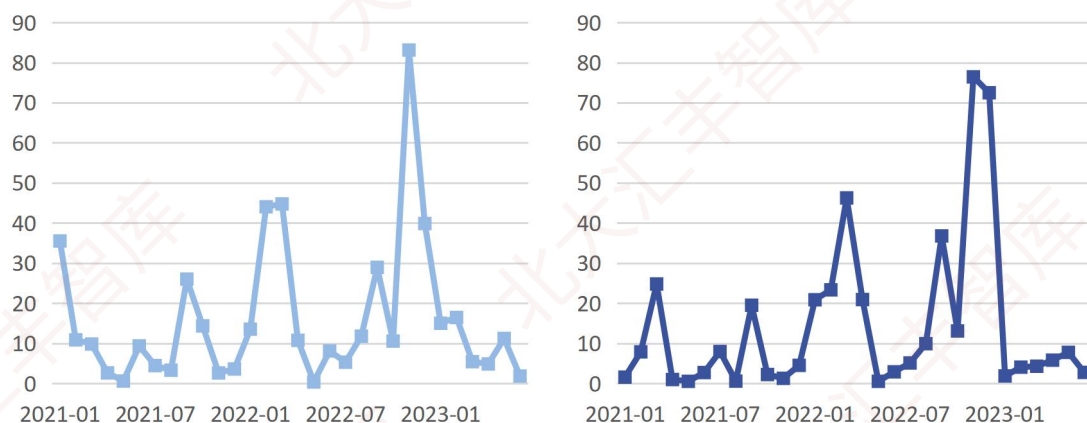


图 9：债券型公募基金（左）及固收类银行理财（右）产品负收益占比（单位：%）

注：统计样本为理财公司和基金公司的净值型产品。由于理财产品规模数据披露质量较差，加权方式为数量加权，剔除当月平均收益率 3 倍标准差的外的产品。固收类银行理财仅含纯债固收及“固收+”产品，不含现金管理类。

数据来源：Wind，北大汇丰智库-北京大学汇丰金融研究院资管研究中心

3) 现金管理类理财 VS 货币基金：银行理财收益率较高但达标率较差

2021 年至 2023 上半年，银行理财公司的现金管理类产品平均年化收益率为 2.64%，高于货币市场型公募基金 1.95% 的平均年化收益率，银行理财的现金管理类产品收益总体高于公募基金同类产品（图 10）。夏普率方面，现金管理类理财的表现也好于货币市场型公募基金。2021 年至 2023 上半年，货币市场型公募基金半年度平均夏普率均为负值，而现金管理类理财产品除 2022 年下半年外均为正值。

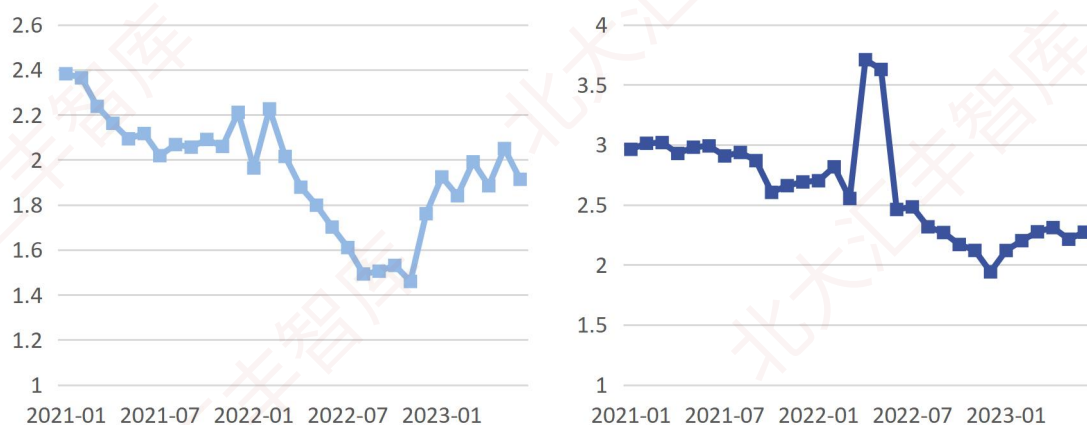


图 10：货币市场型公募基金（左）及现金管理类银行理财（右）产品月度年化收益率（单位：%）

注：统计样本为理财公司和基金公司的净值型产品。统计时使用数量加权，剔除当月平均收益率 3 倍标准差的外的产品。数据完备的现金管理类理财较少，异常值可能是样本不足导致。

数据来源：Wind，北大汇丰智库-北京大学汇丰金融研究院资管研究中心

但 2021 年至 2023 上半年，货币市场型公募基金产品月度平均业绩基准达标率为 96.69%，月度负收益产品占比均为 0%，而现金管理类理财产品同期月度平均

业绩基准达标率仅为 76.98%，且月度收益率存在部分负值。Wind 数据显示，现金管理类理财产品 2023 年上半年月度业绩基准达标率在 82%-93%之间浮动，均未超过 95%。

4) 混合类及权益类：银行理财风险暴露水平较公募基金低

2021 年至 2023 上半年，混合类基金和混合型理财的平均年化收益率分别为 10.67%和 2.00%，两类产品收益走势图十分相似但数值范围相差甚远（图 11）。平均月度负收益产品占比方面，混合类理财和混合型基金分别为 36.88%和 51.94%。平均月度业绩基准达标率方面，混合类理财和混合型基金分别为 35.41%和 49.97%。混合型产品的对比情况和 R3 产品较为相近。

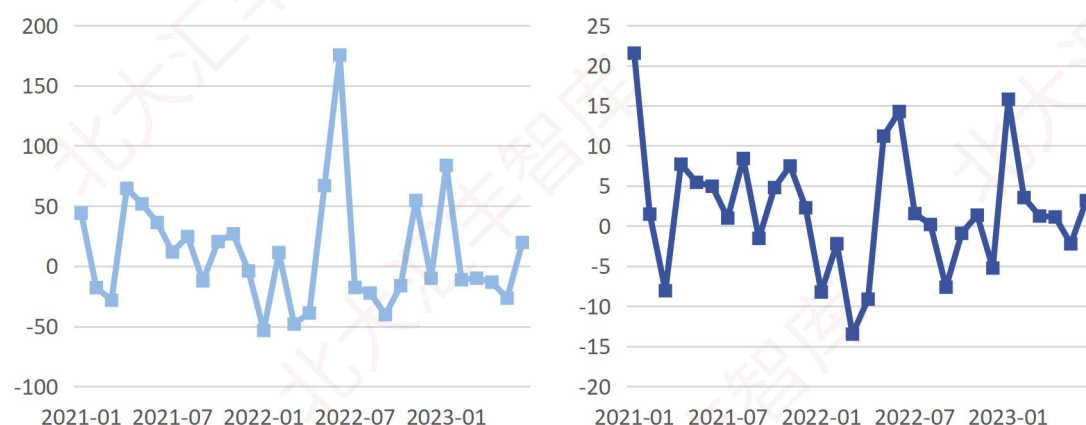


图 11：混合型公募基金（左）及混合类银行理财（右）产品月度年化收益率（单位：%）

注：统计样本为理财公司和基金公司的净值型产品。统计时使用数量加权，剔除当月平均收益率 3 倍标准差外的产品。

数据来源：Wind，北大汇丰智库-北京大学汇丰金融研究院资管研究中心

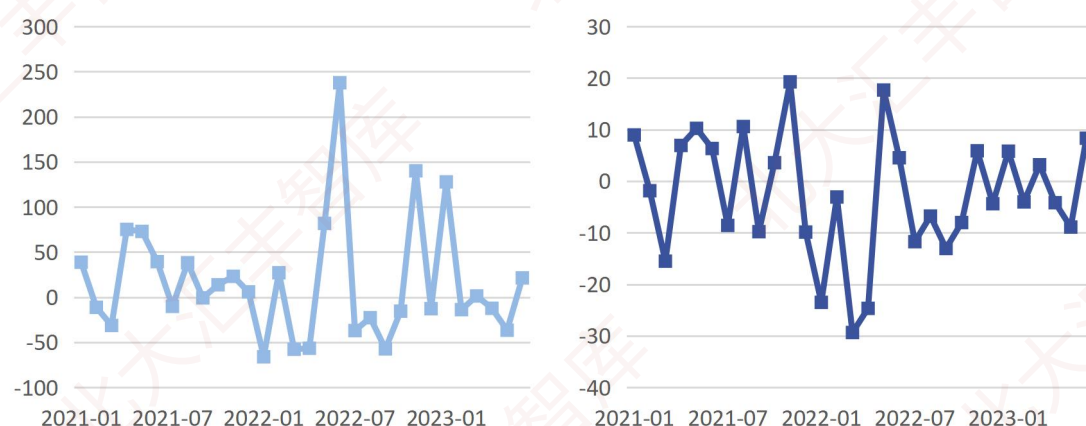


图 12：股票型公募基金（左）及权益类银行理财（右）产品收益率（单位：%）

注：统计样本为理财公司和基金公司的净值型产品。统计时使用数量加权，剔除当月平均收益率 3 倍标准差外的产品。

数据来源：Wind，北大汇丰智库-北京大学汇丰金融研究院资管研究中心

权益类理财和股票型基金的月度收益率均呈现出比混合类更高的波动范围(图 12)。2021 年至 2023 上半年,权益类理财和股票型基金的平均年化收益率分别为 -2.53%和 16.75%,平均月度负收益产品占比分别为 52.33%和 53.86%,平均月度业绩基准达标率分别为 47.70%和 59.74%。由于银行理财的权益类产品数量较少,数据可能不具有代表性。

3、各风险等级产品对比

人民银行、银保监会、证监会、外汇局于 2018 年 4 月 27 日发布了《关于规范金融机构资产管理业务的指导意见》^[1],统一同类资管产品的监管标准,因此银行理财和公募基金产品投资类型划分的监管要求较为相似。但 Wind 数据显示,银行理财产品投资类型分类数据缺失较多,这可能导致统计偏差,故本报告补充了银行理财和公募基金各风险等级产品的对比。

银行理财和公募基金的产品风险等级划分规则十分相似但存在一定差异。

相似之处在于:监管部门要求公募基金与银行理财公司对产品进行风险等级定位,均划分为 R1 至 R5 五个风险等级。2018 年 9 月发布的《商业银行理财业务监督管理办法》规定,“理财产品风险评级结果应当以风险等级体现,由低到高至少包括一级至五级,并可以根据实际情况进一步细分”。2017 年 6 月发布的《基金募集机构投资者适当性管理实施指引》规定,“基金产品或者服务的风险等级要按照风险由低到高顺序,至少划分为: R1、R2、R3、R4、R5 五个等级”。

不同之处在于:公募基金风险等级划分的监管规则更加详细,有具体参考标准。《基金募集机构投资者适当性管理实施指引》划分公募基金产品风险等级的标准覆盖基金管理人情况、基金产品情况、投研团队情况、其他相关基金如母子基金等多个方向,同时提供了风险等级划分参考标准。银行理财方面,风险等级的划分基本由理财发行人或代销方根据公司内部规则划分,但监管文件没有对各风险等级的持仓资产类型和比重有明确的规定。《商业银行理财业务监督管理办法》仅提出“应当采用科学合理的方法,根据理财产品的投资组合、同类产品过往业绩和风险水平等因素,对拟销售的理财产品进行风险评级”。

银行理财和公募基金在风险等级的划分上存在一定的不一致,主要在于理财产品的风险等级评定有较大的灵活性。尽管如此,普通个人在投资时是难以区分的。从销售平台看,银行理财及公募基金在销售时均会注明所属 R1 至 R5 风险等

级，银行理财及公募基金的风险等级名称一致。从数据来看，银行理财及公募基金产品均可划分到 R1 至 R5 这五个风险等级。对于没有足够专业知识的普通个人投资者来说，做投资决定时银行理财和公募基金的同风险等级产品评定看起来是形成对比的。

1) 产品分布：均以 R1、R2 产品为主，公募基金 R3 及以上产品占比更高

银行理财产品以中低和低风险产品为主。截至 2023 年 6 月，理财公司管理的理财产品中，风险等级为 R1 和 R2 的产品规模为 18.79 万亿元，占比 90.90%；风险等级为 R4 和 R5 的产品规模为 0.07 万亿元，仅占 0.34%（图 13）。产品数量方面，风险等级为 R2 及以下的理财产品约占 78.31%；风险等级为 R4 及以上的产品数量仅占 3.65%（图 14）。

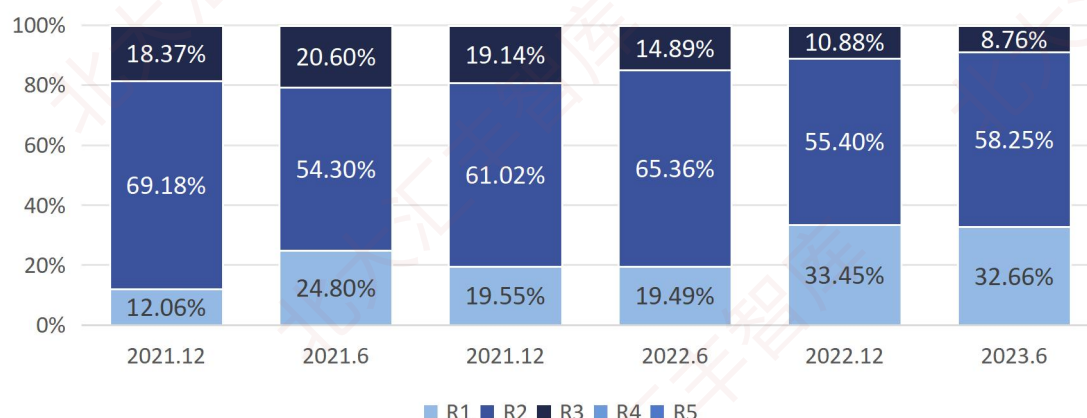


图 13：银行理财产品风险等级规模分布（单位：%）

数据来源：银行业理财登记托管中心，北大汇丰智库-北京大学汇丰金融研究院资管研究中心

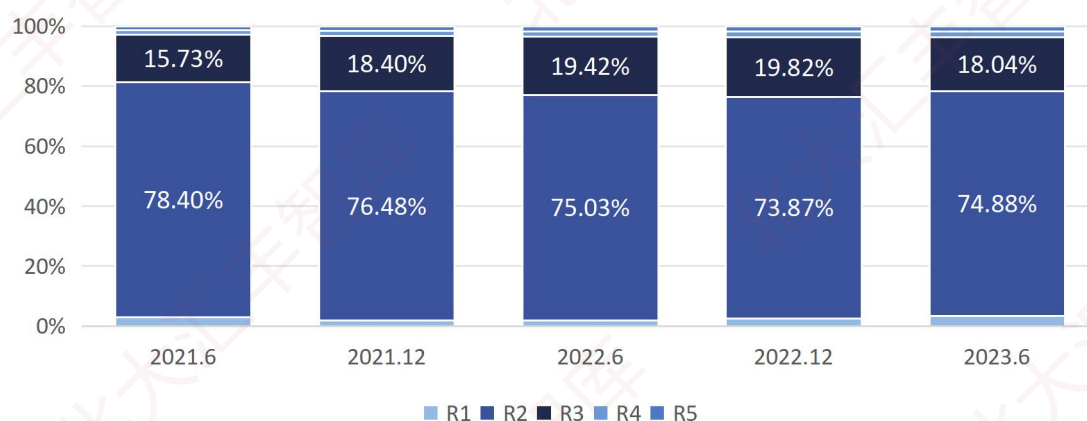


图 14：银行理财产品风险等级数量分布（单位：%）

数据来源：Wind，北大汇丰智库-北京大学汇丰金融研究院资管研究中心

公募基金的低和中低风险产品规模同样占比较高，但中、中高、高风险产品

数量和规模占比均高于理财。截至 2023 年 6 月，公募基金管理公司的公募基金产品中，风险等级为 R2 及以下的产品规模为 16.95 万亿元，占比 67.48%；风险等级为 R3、R4、R5 的产品规模分别为 3.40、4.74、0.03 万亿元，分别占 13.55%、18.87%、0.10%（图 15）。产品数量方面，风险等级为 R3 或 R4 的基金产品则占比较高，截至 2023 年 6 月分别占 33.48%、40.30%；风险等级为 R2 及以下的产品数量仅占 25.85%（图 16）。



图 15：公募基金管理公司产品风险等级规模分布（单位：%）

数据来源：Wind，北大汇丰智库-北京大学汇丰金融研究院资管研究中心

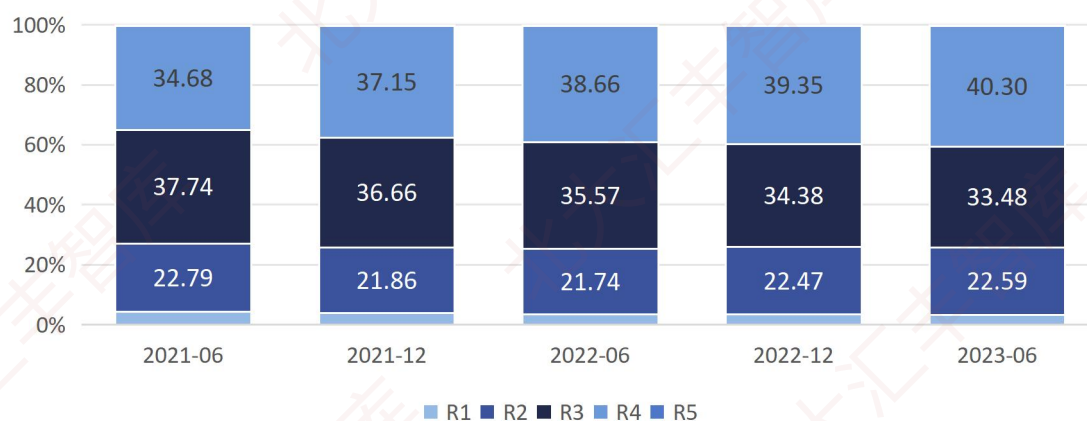


图 16：公募基金管理公司产品风险等级数量分布（单位：%）

数据来源：Wind，北大汇丰智库-北京大学汇丰金融研究院资管研究中心

2) R1 产品：银行理财收益及波动均高于公募基金

2021 年至 2023 上半年，银行理财公司 R1 产品平均年化收益率为 2.95%，高于公募基金 R1 产品的 1.95%，但风险等级为 R1 的理财产品收益波动明显大于公募基金产品（图 17）。由于公募基金 R1 产品较低的收益率，其 2021 年至 2023 上半年的半年度平均夏普率均为负，不及银行理财 R1 产品（无风险收益率使用一

年期国债到期收益率)。银行理财 R1 产品半年度夏普率除 2022 上半年外均为正。

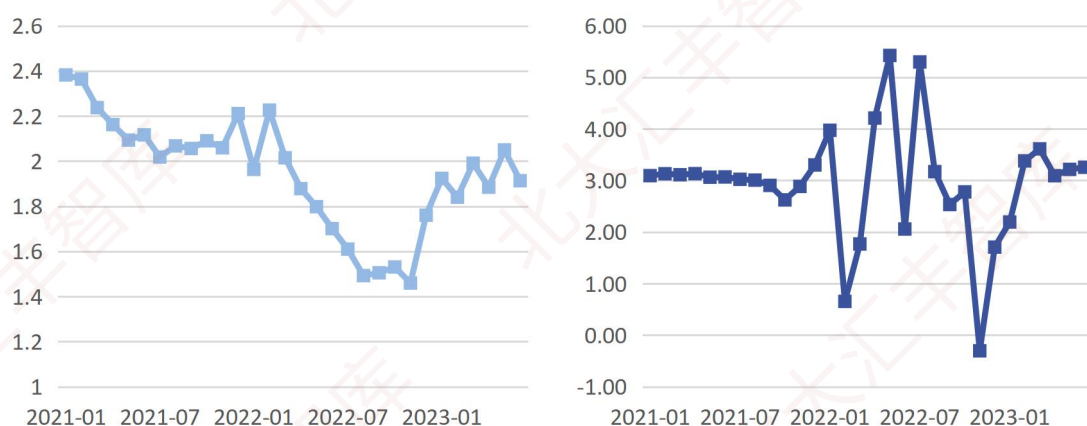


图 17：公募基金（左）及银行理财（右）R1 产品月度年化收益率（单位：%）

注：统计样本涵盖理财公司和基金公司的净值型产品。由于理财产品规模数据披露质量较差，此处统计使用数量加权。统计时剔除当月所有产品平均收益率 3 倍标准差外的产品。

数据来源：Wind，北大汇丰智库-北京大学汇丰金融研究院资管研究中心

2021 年至 2023 上半年，风险等级为 R1 的公募基金产品月度平均业绩基准达标率为 96.69%，月度负收益产品占比均为 0%，而风险等级为 R1 的银行理财产品的月度收益率却时常出现负值，月度业绩基准达标率也少有超过 95%（图 18）。银行理财 R1 产品 2021 年至 2023 上半年月度平均业绩基准达标率为 75.78%，2023 上半年平均达标率为 82.00%。

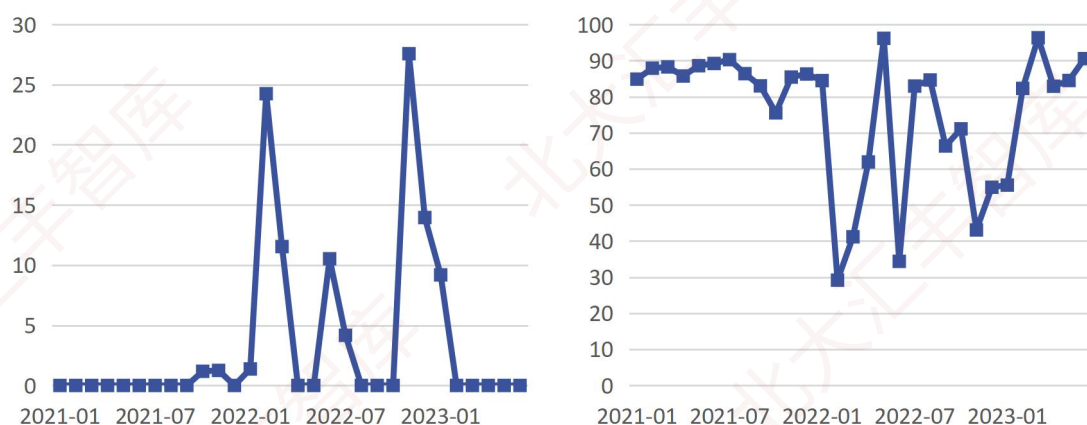


图 18：银行理财 R1 产品负收益占比（左）及业绩基准达标率（右）（单位：%）

注：统计样本涵盖理财公司净值型产品。由于理财产品规模数据披露质量较差，此处统计使用数量加权。统计时剔除当月所有产品平均收益率 3 倍标准差外的产品。理财产品业绩基准为披露的最低标准。由于业绩基准数据缺失较多，部分异常值可能是由于数据缺失导致。

数据来源：Wind，北大汇丰智库-北京大学汇丰金融研究院资管研究中心

3) R2 产品：银行理财收益更稳定，但业绩基准达标率较低

2021 年至 2023 上半年，银行理财公司的 R2 产品平均年化收益率为 3.70%，

略高于公募基金 R2 产品 3.37% 的年化收益率，银行理财 R2 产品的收益波动则明显低于公募基金同类产品（图 19），除 2022 年下半年外夏普率均高于公募基金同类产品（图 20），且月度负收益产品占比维持在更低的位置（图 21）。但银行理财 R2 产品 2021 年至 2023 上半年的平均月度业绩基准达标率却仅为 53.17%，不及公募基金的 59.96%（图 22）。

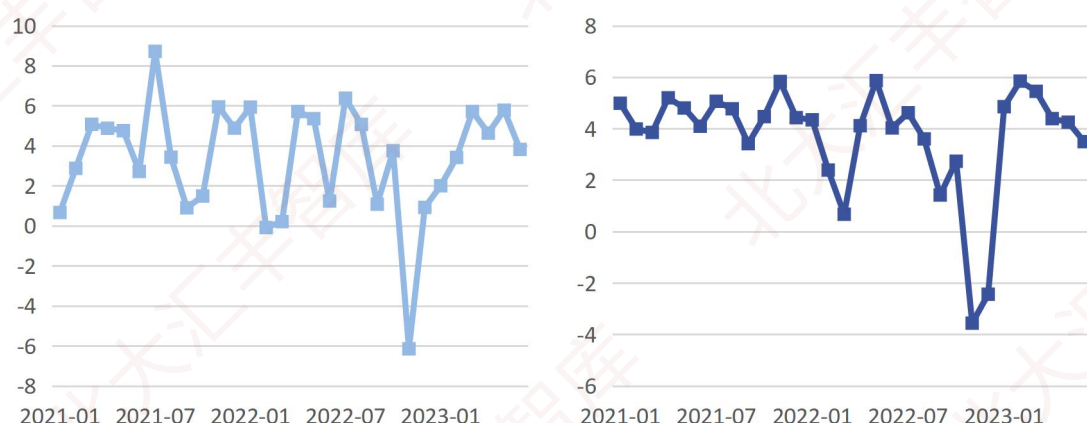


图 19：公募基金（左）及银行理财（右）R2 产品月度年化收益率（单位：%）

注：统计样本涵盖理财公司和基金公司的净值型产品。由于理财产品规模数据披露质量较差，此处统计使用数量加权。统计时剔除当月所有产品平均收益率 3 倍标准差外的产品。

数据来源：Wind，北大汇丰智库-北京大学汇丰金融研究院资管研究中心

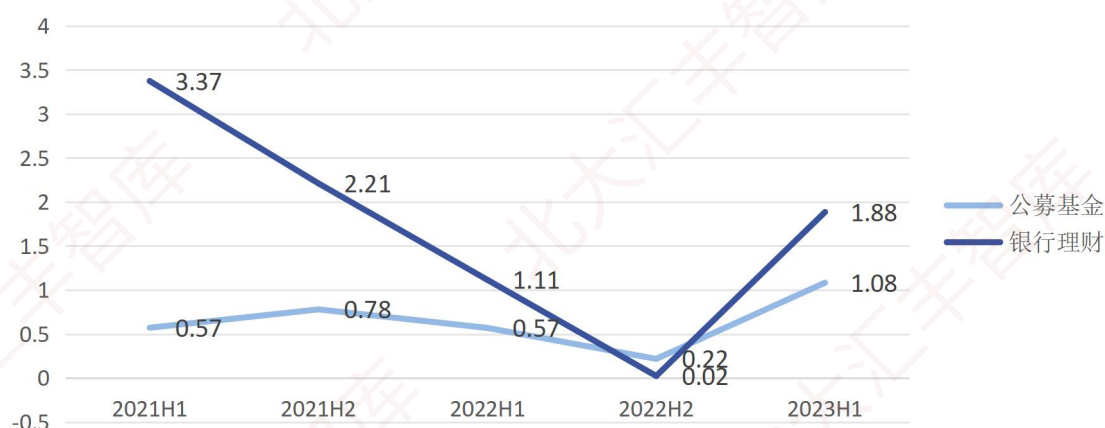


图 20：银行理财及公募基金 R2 产品夏普比率

注：统计样本涵盖理财公司净值型产品。此处统计使用数量加权。统计时剔除当月所有产品平均收益率 3 倍标准差外的产品。无风险收益率使用半年度平均一年期国债到期收益率。波动率为 6 个月度年化收益率的标准差。

数据来源：Wind，北大汇丰智库-北京大学汇丰金融研究院资管研究中心

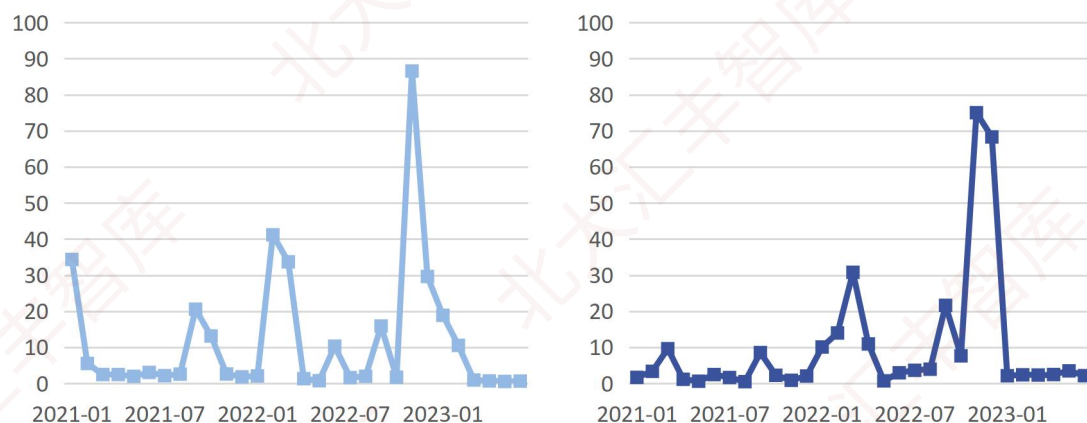


图 21：公募基金（左）及银行理财（右）R2 产品负收益占比（单位：%）

注：统计样本涵盖理财公司和基金公司的净值型产品。由于理财产品规模数据披露质量较差，此处统计使用数量加权。统计时剔除当月所有产品平均收益率 3 倍标准差外的产品。

数据来源：Wind，北大汇丰智库-北京大学汇丰金融研究院资管研究中心

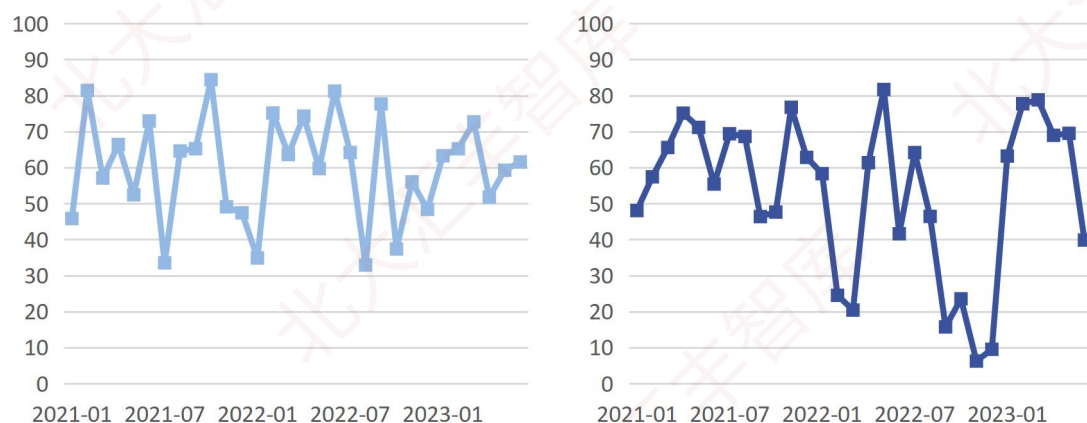


图 22：公募基金（左）及银行理财（右）R2 产品业绩基准达标率（单位：%）

注：统计样本涵盖理财公司和基金公司净值型产品。此处统计使用数量加权。统计时剔除当月所有产品平均收益率 3 倍标准差外的产品。理财产品业绩基准为披露的最低标准。由于业绩基准数据缺失较多，部分异常值可能是由于数据缺失导致。

数据来源：Wind，北大汇丰智库-北京大学汇丰金融研究院资管研究中心

4) R3 产品：银行理财风险暴露水平较公募基金低

从风险等级为 R3 的产品来看，公募基金产品收益率和波动率明显高于银行理财产品，2021 年至 2023 上半年，公募基金管理公司的 R3 产品平均年化收益率为 6.87%，远高于银行理财 R3 产品的 2.57%（图 23）。平均月度负收益产品占比方面，公募基金 R3 产品为 45.57%，高于银行理财 R3 产品的 28.27%。这符合高波动性高风险溢价的市场逻辑，可见银行理财的 R3 产品和公募基金的 R3 产品并不处于同一风险水平。但银行理财 R3 产品的业绩基准达标率仍旧低于公募基金：银行理财 R3 产品在 2021 年至 2023 上半年的平均月度业绩基准达标率为 41.05%，

不及公募基金 R3 产品 51.58% 的平均达标率。理财产品在业绩基准的设定上存在虚高的现象。

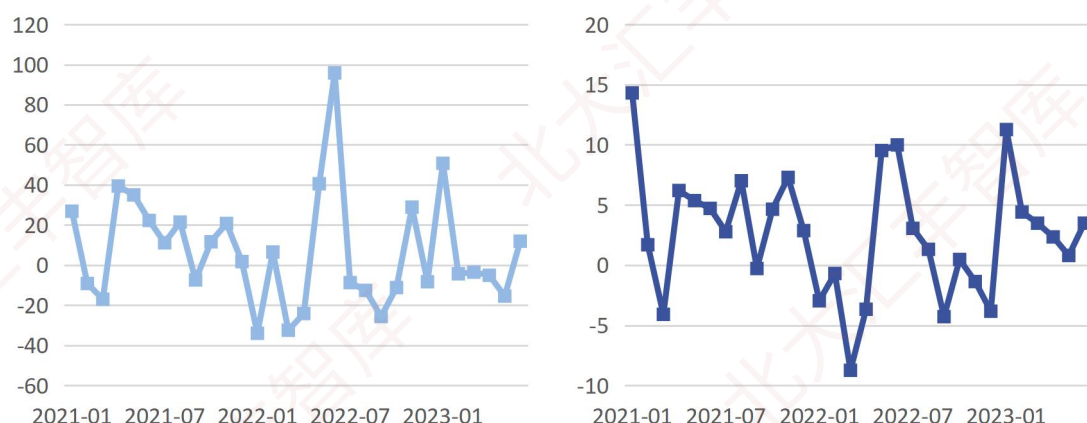


图 23：公募基金（左）及银行理财（右）R3 产品月度年化收益率（单位：%）

注：统计样本涵盖理财公司和基金公司的净值型产品。由于理财产品规模数据披露质量较差，此处统计使用数量加权。统计时剔除当月所有产品平均收益率 3 倍标准差外的产品。

数据来源：Wind，北大汇丰智库-北京大学汇丰金融研究院资管研究中心

5) R4 及 R5 产品：公募基金收益远超银行理财

2021 年至 2023 上半年，公募基金管理公司的 R4 产品平均年化收益率为 15.62%，远高于银行理财 R4 产品 0.57% 的平均年化收益率，公募基金 R4 产品的收益波动程度也明显高于银行理财 R4 产品（图 24）。平均月度负收益产品占比方面，公募基金 R4 产品为 54.46%，同样高于银行理财 R4 产品的 47.28%。平均月度业绩基准达标率方面，公募基金 R4 产品为 53.45%，高于银行理财 R4 产品的 46.89%。银行理财的中高风险及以上的产品呈现出更保守稳健的投资结果。

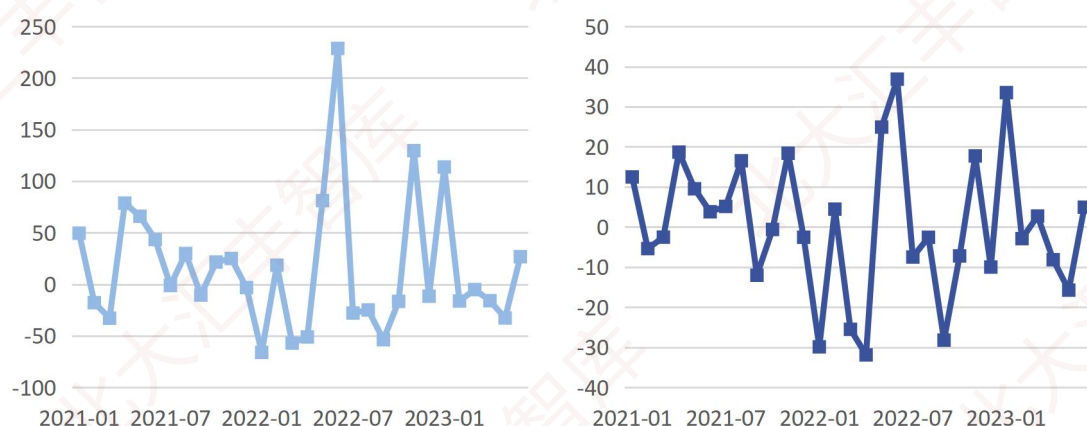


图 24：公募基金（左）及银行理财（右）R4 产品月度年化收益率（单位：%）

注：统计样本涵盖理财公司和基金公司的净值型产品。由于理财产品规模数据披露质量较差，此处统计使用数量加权。统计时剔除当月所有产品平均收益率 3 倍标准差外的产品。

数据来源：Wind，北大汇丰智库-北京大学汇丰金融研究院资管研究中心

风险等级为 R5 的银行理财产品数量较少统计可能存在偏差，2021 年至 2023 上半年，平均年化收益率和负收益产品占比分别为 0.03% 和 57.99%，表现远不及公募基金 R5 产品 12.95% 的平均年化收益率和 44.66% 的负收益产品占比。但公募基金 R5 产品的收益波动程度明显高于银行理财 R5 产品，业绩基准达标率低于银行理财 R5 产品，2021 年至 2023 上半年公募基金 R5 产品和银行理财 R5 产品的平均业绩基准达标率分别为 29.01% 和 53.97%。

4、投研情况对比

1) 投资规则：理财子公司可投范围更广，而公募基金有税收优惠

理财子公司业务范围更广。《商业银行理财业务监督管理办法》规定，“商业银行理财产品可以投资于国债、地方政府债券、中央银行票据、政府机构债券、金融债券、银行存款、大额存单、同业存单、公司信用类债券、在银行间市场和证券交易所市场发行的资产支持证券、公募证券投资基金、其他债权类资产、权益类资产以及国务院银行业监督管理机构认可的其他资产”，其中包括非标准化债权类资产。而公募基金如果要投资非标资产则需要设立子公司来专门开展业务。

公募基金有税收优惠。根据 2017 年末发布的《证券投资基金增值税核算估值参考意见》，公募基金在买卖股票、债券、转让未上市股权等实现的价差收入可免征增值税，而其他资管机构均需按 3% 征收，这赋予了公募基金独有的交易优势。相比理财产品，公募基金具有免税优势（通过大额分红规避债券交易的资本利得税），流动性指标更好。

2) 资产配置：均以债券类为主，公募基金偏权益资产，银行理财偏现金存款

公募基金、银行理财产品资产配置均以债券类为主。此外，公募基金更多投资于股票等权益资产，银行理财更多投资于现金、银行存款、同业存单等低风险资产。截至 2023 年 6 月，公募基金投向债券类资产、权益类资产、现金资产余额分别为 15.68 万亿元、6.20 万亿元、5.37 万亿元，分别占总投资资产的 51.33%、20.30%、17.57%，覆盖了投资资产规模的 89.20%（图 25）。2023 年 6 月，银行理财产品投向债券类资产、现金及银行存款、同业存单余额分别为 13.21 万亿元、6.56 万亿元、2.94 万亿元，分别占总投资资产的 47.70%、23.70%、10.60%，覆盖了投资资产规模的 82.00%，而权益类资产投资比重仅占总资产规模的 3.2%（图 26）。

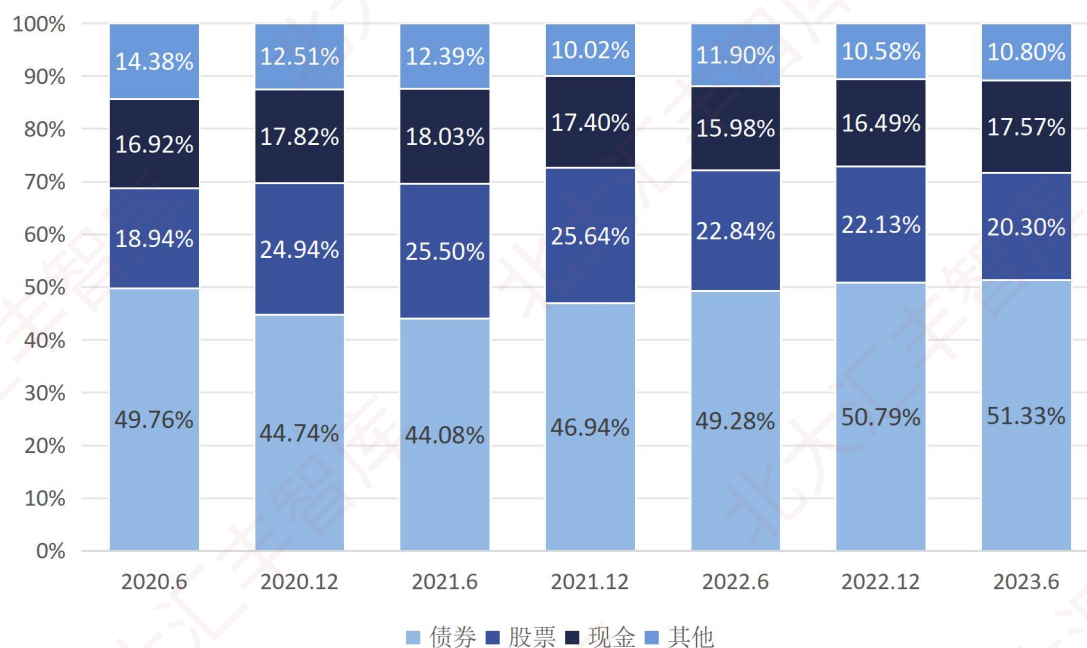


图 25：公募基金市场产品持仓资产结构

数据来源：Wind，北大汇丰智库-北京大学汇丰金融研究院资管研究中心

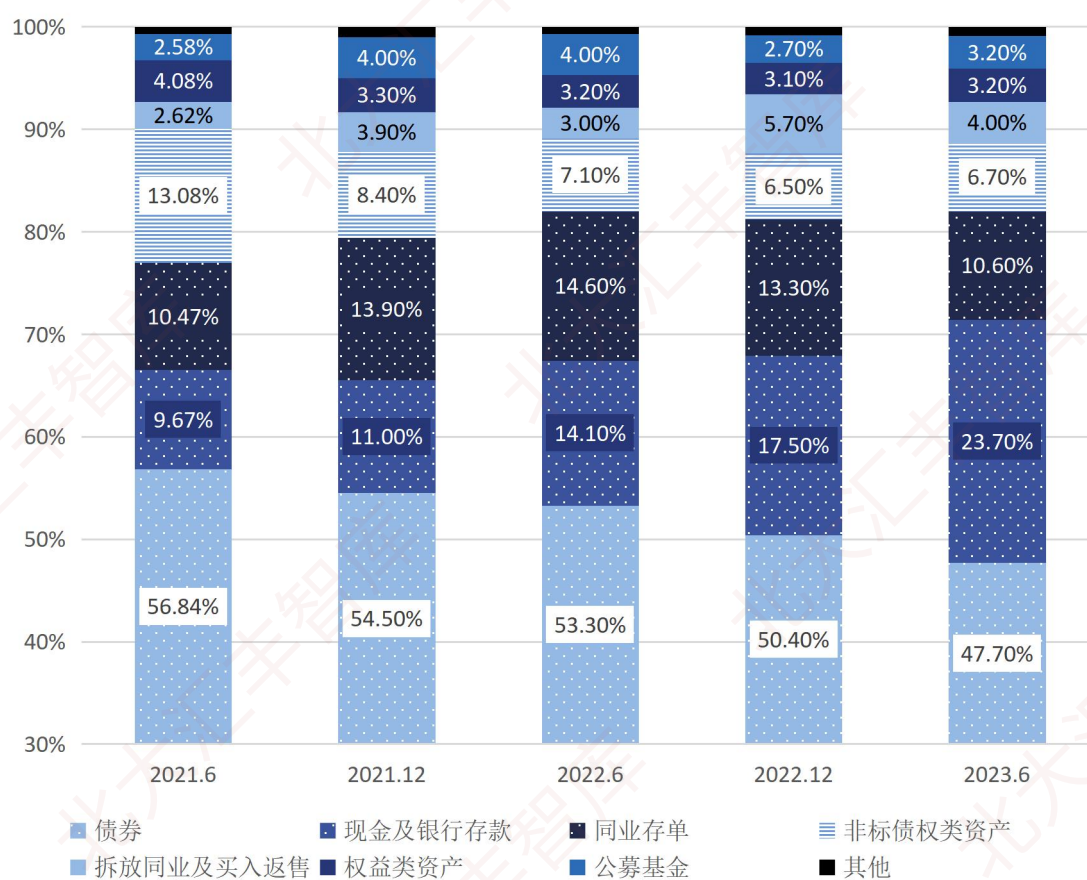


图 26：银行理财市场产品持仓资产结构

数据来源：银行业理财登记托管中心，北大汇丰智库-北京大学汇丰金融研究院资管研究中心

2023 年 6 月，银行理财产品杠杆率为 109.06%，略低于公募基金的 110.38%（图 27）。2020 年以来公募基金和银行理财产品的杠杆率保持在 112% 以内，明显低于监管要求的 140%。

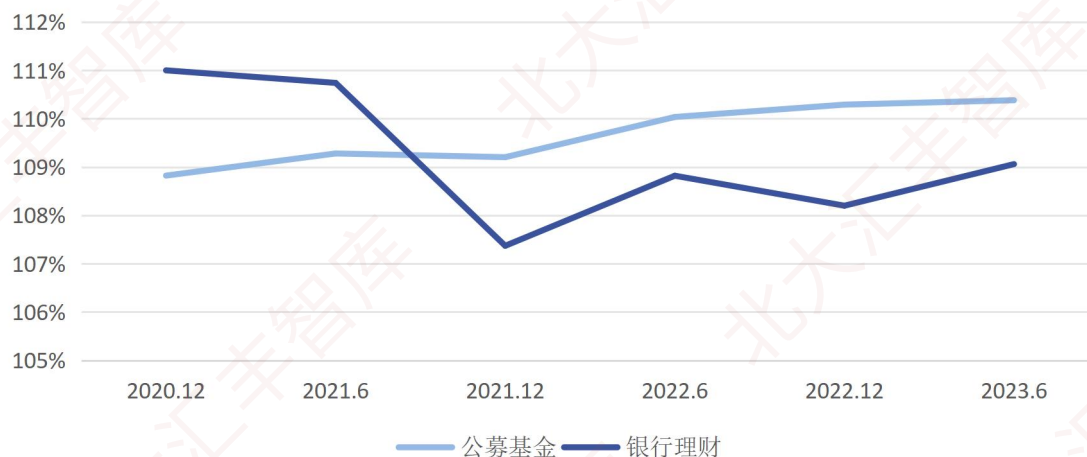


图 27：公募基金、银行理财杠杆率

数据来源：Wind，银行业理财登记托管中心，北大汇丰智库-北京大学汇丰金融研究院资管研究中心

3) 投研投入：理财公司激励性薪资占比较小，权益类资产投研投入较少

受限于商业银行限薪体系以及理财子公司协同母行为主的传统业务模式，大部分银行理财公司在人力团队配置、市场化薪酬激励方面略显不足。《中国资产管理市场 2021》数据显示，理财子公司平均薪酬相较公募基金仍有一定差距，且公募基金的激励性薪酬比例更高，70% 的薪酬来自于浮动薪资，而理财子人均浮薪仅占比 48%。此外，银行理财公司人均薪酬低于公募基金与保险资管（图 28）。

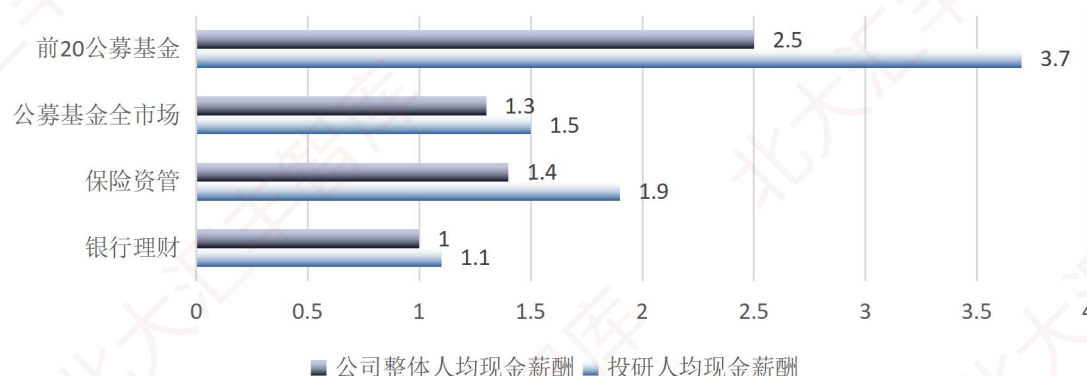


图 28：不同类型资管机构现金薪酬水平对比（以银行理财人均总薪酬为 1）

数据来源：BCG&光大理财《中国资产管理市场 2021》，中金公司研究部，北大汇丰智库-北京大学汇丰金融研究院资管研究中心

此外，公募基金管理公司调研上市公司次数远高于银行理财公司。2023 上半年，银行理财公司调研总数仅为 2507 次，而公募基金管理公司对上市公司的调研总次数达 6.4 万次，超银行理财公司 25 倍（图 29）。银行理财公司较低的激励性薪资占比和较少的调研次数一方面是由于银行理财公司的权益类产品较少，截至 2023 年 6 月，银行理财市场仅持有 0.90 万亿元权益类资产，而公募基金投向权益类资产 6.20 万亿元，超银行理财 7 倍；另一方面则是由于银行理财公司权益类投研团队不成熟、投研力量不足。

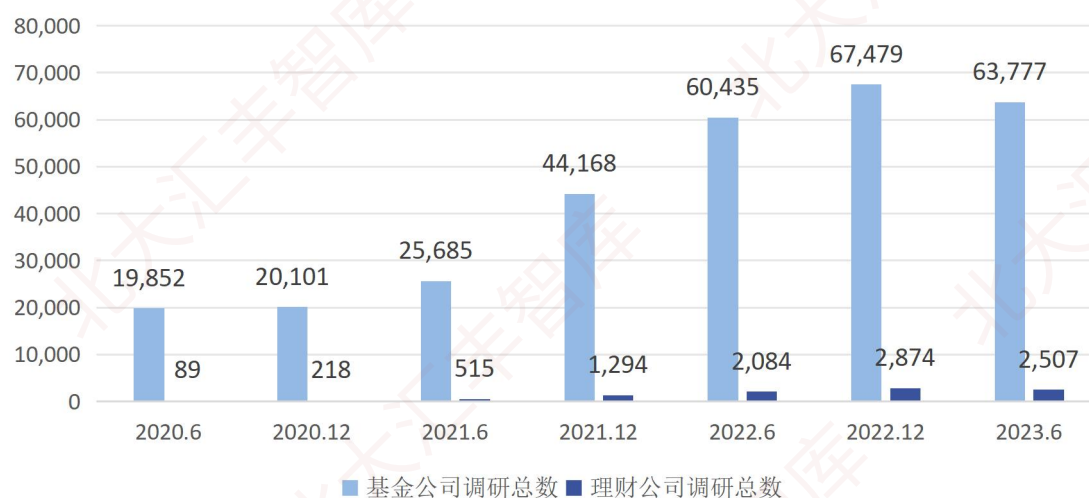


图 29：公募基金管理公司、银行理财公司调研上市公司总次数（单位：次）

数据来源：Wind，银行业理财登记托管中心，北大汇丰智库-北京大学汇丰金融研究院资管研究中心

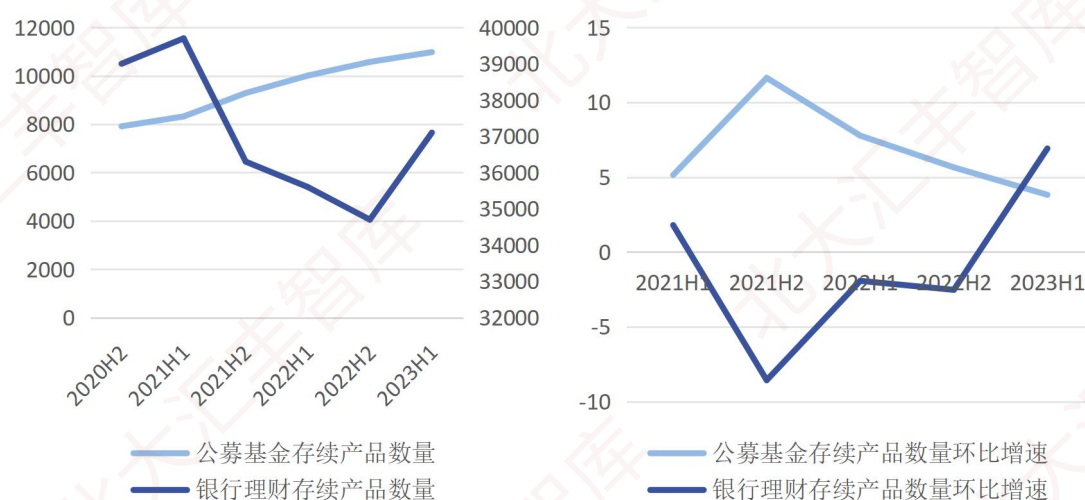


图 30：公募基金与银行理财存续产品数量与增速对比（单位：只；%）

数据来源：中国证券基金业协会，银行业理财登记托管中心，北大汇丰智库-北京大学汇丰金融研究院资管研究中心

人力团队配置方面，管理不够精细化，银行理财公司的人均 AUM 高于大部分

基金公司^[2]。同时，银行理财产品数量远多于公募基金，截至 2023 年 6 月，理财市场存续产品数量达 3.71 万只，超公募基金市场 3 倍（图 30）。银行理财公司的人均管理产品数量远高于基金公司，这也增加了银行理财产品的管理难度。银行理财产品数量较多一方面是理财产品发行限制少于公募基金，理财产品发行仅需登记，而公募基金发行需要证监会批准且有募集时间、金额、人数限制；另一方面是受现金管理类产品监管规定落地的影响^[3]，对单个产品“T+0”的额度设定了 1 万元的上限，导致 2023 上半年理财产品数量激增。

4) 投资信息披露：银行理财披露质量不及公募基金

目前监管对银行理财的信披规定主要在规范理财产品售前的推介材料，但售后的运行信息披露仍存在标准化程度不高和及时性不足的问题。虽然资管新规和理财新规等文件对理财产品信息披露内容、披露频率和披露渠道等方面进行了规定，但由于没有统一的信息披露平台，也没有明确具体的信息披露格式或模板，目前各理财公司对信息披露监管要求的理解存有差异，信息披露情况差异较大。如，理财新规明确规定公募理财定期报告需分别列示直接和间接投资的资产种类、投资比例，但许多理财公司存在定期报告数据合并披露的问题，没有按监管标准对每项投资资产种类逐一披露。再如，定期报告中投资规模占比前十项的资产，部分公司披露的是穿透前，部分披露的是穿透后。

公募基金的信息披露有统一的模板，根据《公开募集证券投资基金信息披露管理办法》XBRL 模板第 5 号规定，公募基金应以饼状图示方式披露截至最近一次披露的定期报告期末基金投资组合中各类资产配置比例情况，图示应显示相关数据的截止日期。此外，银行理财仅需在定期报告中披露前十项资产，而公募基金在年报或中报中需要列出基金持有的所有股票明细。

5、产品运作及销售结构对比

1) 运作模式及期限：均以开放式为主，封闭式产品期限有缩短趋势

公募基金几乎全部为开放式产品，2020 年以来，开放式基金规模占比均超过 99%。银行理财虽同样以开放式产品为主，但其封闭式产品规模占比相对较高。2023 年 6 月，银行理财公司产品中开放式产品规模占比约为 80.94%，封闭式产品规模占比 19.06%（图 31）。

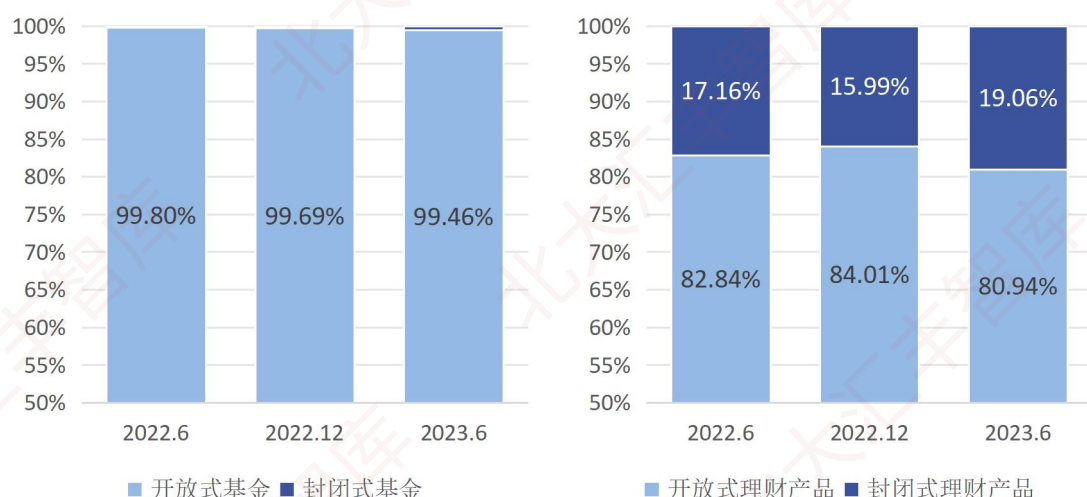


图 31：公募基金（左）；银行理财公司（右）运作模式分布

数据来源：Wind，银行业理财登记托管中心，北大汇丰智库-北京大学汇丰金融研究院资管研究中心

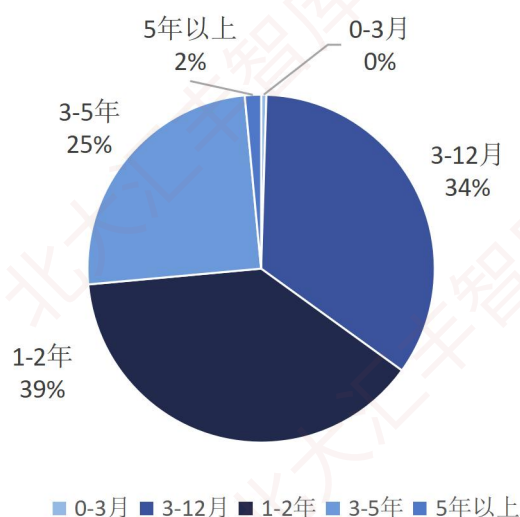


图 32：封闭式银行理财产品期限分布

数据来源：Wind，北大汇丰智库-北京大学汇丰金融研究院资管研究中心。统计截至 2023 年 6 月存续的银行理财产品。

大多数封闭式银行理财产品的运作期限在 3 个月至 5 年之间，Wind 数据显示 2023 年 6 月存续产品中运作期限在 3 至 12 个月的产品数量占比 34%，运作期限在 1 至 2 年的产品数量占比 39%，运作期限在 3 至 5 年的产品数量占比 25%（图 32）。银行业理财登记托管中心数据显示，2023 年 6 月全市场新发封闭式产品加权平均期限为 346 天，较年初缩短 30.32%。

2) 费率结构：银行理财综合费率低于公募基金

从费率结构来看，公募基金产品费用一般由认购费/申购费、销售服务费、赎

回费、管理费、托管费等部分构成（图 33）。银行理财产品费率结构相似，销售费率和固定管理费率较高，而托管费率相对较低，认购费率和赎回费率几乎为零。

从综合费率来看，银行理财产品综合费率低于公募基金。根据普益数据测算，2022 年银行理财产品各项费用合计约为 1106 亿元，按存续规模加权的综合费率约为 0.40%，相比去年下降 4 个基点，其中销售费率约为 0.18%，托管费率约为 0.03%，固定管理费率约为 0.18%。根据 Wind 数据，2022 年公募基金在管规模加权计算的综合费率为 0.87%，费率有所下降。

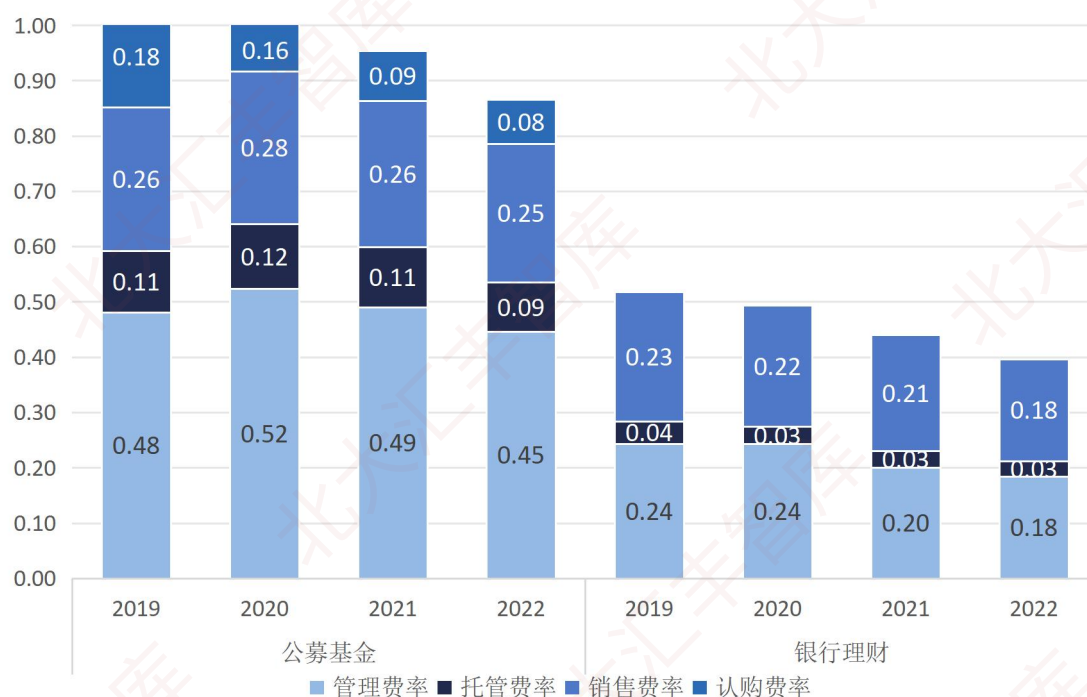


图 33：2019-2022 年银行理财与公募基金费率比较图（单位：%）

注：由于数据限制，2019、2020 年银行理财费率未经管理规模加权。

数据来源：Wind，普益标准，北大汇丰智库-北京大学汇丰金融研究院资管研究中心

近年来，银行理财和公募基金均掀起“降费潮”。针对我国主动权益类基金费率水平较高的现象，2023 年 7 月证监会发布公募基金费率改革工作安排，包括降低主动权益类基金费率水平、规范公募基金销售环节收费、完善公募基金行业费率披露机制等。改革后主动权益类基金实际费率低于全球可比市场水平^[4]。主动权益类基金管理费率由 1.6% 降至 1.2%，剔除尾随佣金后的实际管理费率将由 1.1% 降至 0.8%。部分国际同类市场普遍在管理费基础上额外收取 0.6%-1.2% 投顾费。同时，多家理财公司也通过降费率让利投资者，甚至已有多款理财产品管理费率降至 0。

3) 投资者结构：理财以个人投资者为主，公募基金则有较多机构投资者

理财市场方面，个人投资者为购买主力。银行业理财登记托管中心数据显示，截至 2023 年 6 月，全市场持有理财产品的个人投资者数量为 10254.38 万人，数量占比 98.87%，规模占比 89.13%；机构投资者数量为 117.33 万个，数量占比 1.13%，规模占比 10.87%。公募基金市场方面，机构投资者、个人投资者各平分半壁江山。Wind 数据显示，截至 2023 年 6 月，个人投资者持有公募基金产品的净值规模约为 14.57 万亿元，占比 52.62%；机构投资者持有公募基金产品的净值规模为 13.04 万亿元，占比 47.37%。因此，对个人投资者而言，银行理财的持有规模明显高于公募基金，银行理财仍是零售客户的主要投资选择。但 2020 年以来，银行理财个人投资者占比有所下降，公募基金个人投资者占比不断上升，个人投资者存在由银行理财市场向公募基金市场转移的趋势。

银行理财、公募基金的起投金额均大多为 1 元，但平均来看公募基金的起投资金额门槛低于银行理财（图 34）。公募基金起投资金额小于等于 1 元的产品数量约占 76.43%，小于等于 100 元的产品约占 93.02%，小于等于 10000 元的产品约占 93.86%。银行理财产品起投资金额小于等于 1 元的产品数量约占 43.72%，小于等于 100 元的产品约占 47.97%，小于等于 10000 元的产品约占 66.74%。

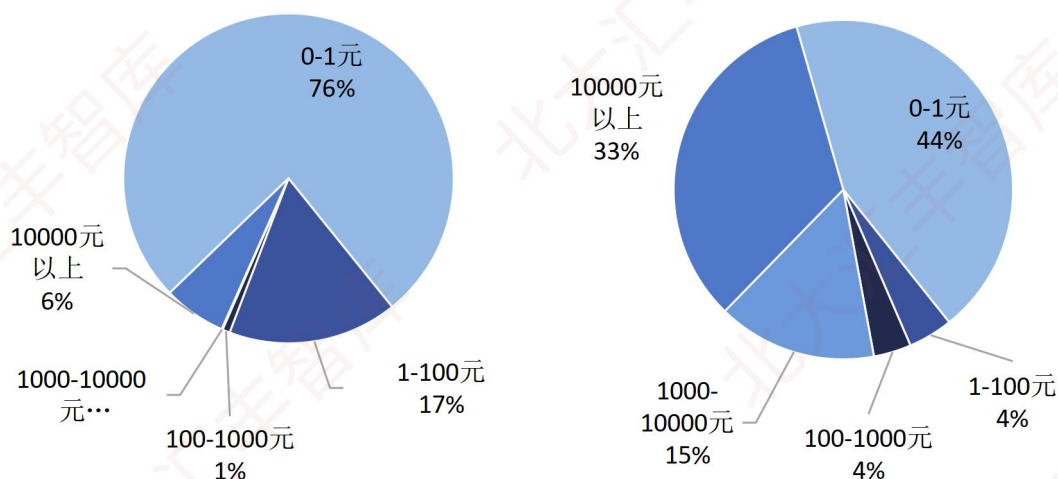


图 34：公募基金（左）；银行理财（右）投资门槛金额分布

注：统计截至 2023 年 6 月前发行的银行理财产品。

数据来源：Wind，北大汇丰智库-北京大学汇丰金融研究院资管研究中心

4) 销售渠道：银行理财依赖母行代销，公募基金销售渠道丰富

公募基金销售渠道丰富，以直销为主。公募基金销售模式包括基金公司直销、

商业银行代销、证券公司代销和第三方销售机构代销。根据 2019 年中基协基金销售数据，基金公司直销占比高达 57%，商业银行占比约为 23.59%，独立基金销售机构占比约 11.03%，证券公司占比约 7.59%^[5]。在 2022 年四季度基金代销机构百强榜单中，共有 53 家券商、26 家银行、16 家代销机构、3 家基金销售子及 2 家保险公司。其中，银行渠道股混基金保有量 2.89 万亿，市占率为 38.6%，第三方机构股混基金保有量 1.45 万亿，市占率为 19.4%，券商渠道股混基金保有量 1.26 万亿元，市占率为 16.8%（图 35）；同期银行渠道非货基金保有量为 3.89 万亿，市占率为 25.0%，第三方机构非货基金保有量为 2.60 万亿，市占率为 16.7%，券商渠道非货基保有量 1.44 万亿元，非货基金保有市占率 9.2%。

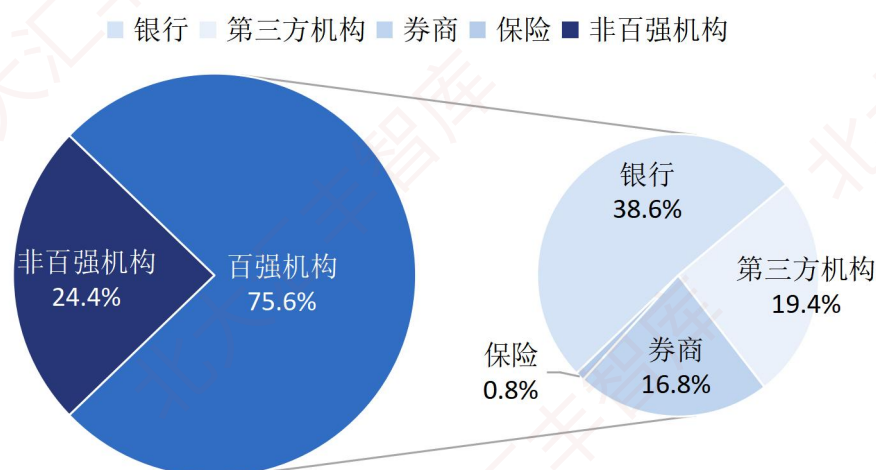


图 35：2022 第四季度公募基金各销售渠道市占率（单位：%）

数据来源：中国证券投资基金业协会，北大汇丰智库-北京大学汇丰金融研究院资管研究中心

银行理财销售渠道有限，主要依赖母行代销。银行理财销售模式包括理财公司直销和银行代销，根据《理财公司理财产品销售管理暂行办法》，目前证券公司、互联网公司暂无法代销理财产品。银行业理财登记托管中心数据显示，2023 年上半年，在营的 30 家理财公司中，开展直销业务的公司只有 15 家，上半年累计直销金额仅有 0.11 万亿元。尽管由母行代销金额占比有下降趋势，但 2023 年 6 月母行代销金额占比仍超 75%，此外 3 家理财公司的产品仅由母行代销。根据普益标准数据，2022 年银行理财子公司约有 94.46% 的产品被代销，仅由银行理财公司的母行代销的产品占比高达 72.17%（图 36）。

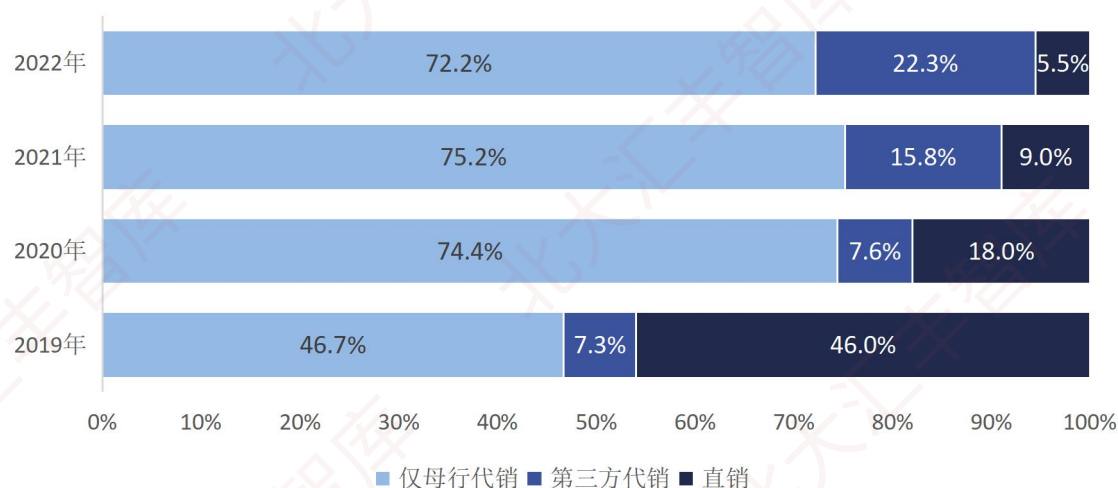


图 36：2019-2022 年银行理财各销售渠道市占率（单位：%）

数据来源：普益标准，北大汇丰智库-北京大学汇丰金融研究院资管研究中心

6、监管规则对比

虽同为从事资产管理业务，公募基金受证监会监管，而银行理财公司受银保监会监管。中国公募基金发展起步较银行理财较早，监管规则也相对健全。公募基金在公司监管、从业人员管理、信息披露、投资运作、产品销售托管、信息技术等方面已有单独的监管规则予以规范（表 1）。自理财新规发布以来，银保监会对公司监管、产品销售等方面单独成文对银行理财公司进行监管，而关于信息披露、从业人员管理、投资运作、托管等内容则整合到《商业银行理财业务监督管理办法》等相关文件中（表 2）。此外，区别于公募基金，银行理财公司有一些特殊监管规则，如流动性管理办法、内部控制管理办法、养老产品业务暂行办法等。在监管规则详尽度、覆盖范围上，银行理财公司监管规则仍有进一步丰富空间。

表 1：公募基金监管规则一览

发布时间	监管规则	分类	主要内容
1999/8/19	《基金管理公司进入银行间同业市场管理规定》	投资运作	进入银行间同业市场管理规定
2004/10/1	《证券投资基金行业高级管理人员任职管理办法》	从业人员管理	基金从业人员任职条件、审核程序、基本行为规范和管理要求
2009/11/6	《证券投资基金评价业务管理暂行办法》	基金评价	基金评价机构、评价人员、评价结果引用等管理要求
2012/9/20	《证券投资基金管理公司管理办法》	公司监管	基金管理公司的设立、变更、解散、子公司管理要求
2013/3/15	《证券投资基金销售管理办法》	基金销售	基金销售业务资格、销售流程规范、投资者权益保护

发布时间	监管规则	分类	主要内容
2013/9/24	《公开募集证券投资基金风险准备金监督管理暂行办法》	公司监管	风险准备金的提取、管理与使用管理要求
2014/7/7	《公开募集证券投资基金运作管理办法》	投资运作	基金募集、申购、赎回、交易、投资和收益分配
2017/6/6	《证券公司和证券投资基金管理公司合规管理办法》	公司监管	合规管理职责和保障
2018/6/27	《证券期货经营机构及其工作人员廉洁从业规定》	从业人员管理	制定工作人员廉洁从业规范,明确廉洁从业要求,加强从业人员廉洁培训和教育
2018/12/19	《证券基金经营机构信息技术管理办法》	信息技术	信息技术治理、安全、合规和风险管理要求
2019/7/26	《公开募集证券投资基金信息披露管理办法》	信息披露	基金一般信息、募集信息、运作信息、临时信息披露要求
2020/7/10	《证券投资基金托管业务管理办法》	基金托管	托管机构资质、内部控制、监督管理规则
2020/8/28	《公开募集证券投资基金销售机构监督管理办法》	基金销售	销售机构业务规范、内部控制、风险管理、监督管理要求
2022/2/18	《证券基金经营机构董事、监事、高级管理人员及从业人员监督管理办法》	从业人员管理	董事、监事和高级管理人员任职、执业行为管理要求
2022/3/24	《公开募集证券投资基金管理人监督管理办法》	公司监管	公募基金管理人的准入、内部控制、业务规范、退出管理要求
2022/11/4	《个人养老金投资公开募集证券投资基金业务管理暂行规定》	产品运作	明确基金管理人、基金销售机构等机构开展个人养老金投资公募基金业务的总体原则和基本要求
2023/7/7	《公募基金行业费率改革工作方案》	基金管理费用	推出更多浮动费率产品,降低主动权益类基金费率水平,规范公募基金销售环节收费
2023/11/24	修订《基金从业人员管理规则》、《证券期货经营机构投资管理人员注册登记规则》	从业人员管理	新增六项禁止性行为要求;加强了对投资管理人員的自律约束
2023/12/8	《关于加强公开募集证券投资基金证券交易管理的规定(征求意见稿)》	基金交易费用	大幅调降证券交易佣金费率水平,降低证券交易佣金分配比例上限,强化基金管理人、证券公司内部制度要求

资料来源：北大汇丰智库-北京大学汇丰金融研究院资管研究中心整理

表 2：银行理财公司监管规则一览

发布时间	监管规则	分类	主要内容
2018/9/26	《商业银行理财业务监督管理办法》	公司监管	规定设立具有独立法人地位的子公司开展理财业务。提出理财业务投资范围、信息披露、销售渠道等基本业务管理要求
2018/	《商业银行理财子公司管理	公司监	理财子公司的设立、变更与终止要求

发布时间	监管规则	分类	主要内容
12/2	办法》	管	
2019/11/29	《商业银行理财子公司净资本管理办法（试行）》	公司监管	实施净资本管理，建立净资本监控和补充机制，确保持续符合净资本监管要求
2021/5/27	《关于规范现金管理类理财产品管理有关事项的通知》	现金管理类理财产品	对单个投资者在单个销售渠道持有的单只产品单个自然日的赎回金额设定不高于1万元的上限
2021/5/11	《理财公司理财产品销售管理暂行办法》	理财销售	理财产品销售机构资质、销售过程管理、销售人员管理要求
2021/12/10	《理财公司理财产品流动性风险管理办法》	流动性管理	督促理财公司完善流动性管理机制，理财产品认购、赎回管理要求
2022/8/22	《理财公司内部控制管理办法》	内部控制	内部控制体系建设、保障、监督要求
2022/11/17	《商业银行和理财公司个人养老金业务管理暂行办法》	养老产品	丰富个人养老金产品供给，助力第三支柱养老保险体系健康发展
2023/11/21	《理财产品过往业绩展示行为准则》	业绩展示	提升业绩展示标准，细化展示要求，真实反映产品收益和风险情况

资料来源：北大汇丰智库-北京大学汇丰金融研究院资管研究中心整理

7、2023 年上半年对比总结

基金公司规模增长，而理财公司规模收缩且平均净利润下降。

表 3：理财市场与公募基金市场主要发行人

	公募基金	银行理财
主要发行人	144 家公募基金管理公司	31 家理财公司
存续规模（万亿元）	25.14 ↑	20.67 ↓
平均 ROA（%）	7.58 ↑	13.96 ↓

数据来源：公司年报，Wind，北大汇丰智库-北京大学汇丰金融研究院资管研究中心

现金管理类理财收益率高于货币基金，固收类理财（除现金管理类）收益表现好于债券型基金，但银行理财产品业绩基准达标率总体较低。

表 4：理财公司与公募基金管理公司各投资类型产品情况

	公募基金	银行理财
各投资类型产品规模占比：		
现金管理类理财/货币市场型基金	42.84%	28.45%
固收理财（除现金管理）/债券型基金	31.02%	66.69%
股票/权益类	8.01%	0.32%
混合类	16.18%	4.38%

	公募基金	银行理财
各类产品平均月度年化收益率：		
现金管理类理财/货币市场类基金	1.93%	2.23%
固收理财/债券型基金	4.26%	4.52%
股票/权益类	14.64%	0.03%
混合类	7.00%	3.77%
各类产品月度平均负收益产品占比：		
现金管理类理财/货币市场类基金	0%	0%
固收理财/债券型基金	9.13%	4.42%
股票/权益类	56.24%	32.35%
混合类	53.48%	27.35%
各类产品平均月度业绩基准达标率：		
现金管理类理财/货币市场类基金	100%	89.00%
固收理财/债券型基金	89.97%	61.11%
股票/权益类	44.01%	61.06%
混合类	46.66%	37.57%

注：统计样本涵盖理财公司和基金公司的净值型产品。由于理财产品规模数据披露质量较差，此处统计使用数量加权。统计时剔除当月所有产品平均收益率 3 倍标准差外的产品。

数据来源：Wind，银行业理财登记托管中心，北大汇丰智库-北京大学汇丰金融研究院资管研究中心

风险等级为 R1、R2 的银行理财产品收益表现好于同风险等级公募基金，风险等级为 R3 的银行理财产品收益率于同风险等级公募基金相近，但银行理财产品业绩基准达标率总体较低。

表 5：理财公司与公募基金管理公司各风险等级产品情况

	公募基金	银行理财
各风险等级产品规模占比：		
R1（低）	42.88%	32.66%
R2（中低）	24.60%	58.25%
R3（中）	13.55%	8.76%
R4（中高）	18.87%	0.10%
R5（高）	0.10%	0.24%

	公募基金	银行理财
各风险等级产品平均月度年化收益率：		
R1（低）	1.93%	3.12%
R2（中低）	4.23%	4.71%
R3（中）	5.72%	4.30%
R4（中高）	11.78%	2.40%
R5（高）	16.02%	0.54%
各风险等级月度平均负收益产品占比：		
R1（低）	0%	1.53%
R2（中低）	5.38%	2.50%
R3（中）	43.66%	15.79%
R4（中高）	56.28%	48.64%
R5（高）	42.90%	49.55%
各风险等级产品平均月度业绩基准达标率：		
R1（低）	100%	82.00%
R2（中低）	94.13%	66.31%
R3（中）	55.87%	45.62%
R4（中高）	49.74%	40.87%
R5（高）	26.55%	44.16%

注：统计样本涵盖理财公司和基金公司的净值型产品。由于理财产品规模数据披露质量较差，此处统计使用数量加权。统计时剔除当月所有产品平均收益率 3 倍标准差外的产品。

数据来源：Wind，银行业理财登记托管中心，北大汇丰智库-北京大学汇丰金融研究院资管研究中心

资产配置均以债券类为主，公募基金偏权益资产，银行理财偏现金存款。公募基金管理公司调研上市公司次数远高于银行理财公司。公募基金绝大部分产品为开放式，银行理财则有近 20% 的产品为封闭式。公募基金有较多机构投资者，而银行理财以个人投资者为主。银行理财依托母行有较低的综合费率、稳定的销售渠道和更好的客户触达能力。

表 6：银行理财与公募基金产品基本情况

	公募基金	银行理财
杠杆率	110.38%	109.06%

	公募基金	银行理财
资产持仓比例：		
债权类	51.33%	54.40%
现金类	17.57%	38.30%
权益类	20.30%	3.20%
调研上市公司次数	63,777	2,507
开放式产品占比	99.46%	80.94%
个人投资者占比	52.63%	89.13%
起投金额≤1 的产品占比	76.43%	43.72%
综合费率（2022 年）	0.87%	0.40%
销售渠道	直销、各类机构代销	银行代销、直销

数据来源：Wind，中国证券基金业协会，银行业理财登记托管中心，普益标准，北大汇丰智库-北京大学汇丰金融研究院资管研究中心

二、制约理财公司规模增长的可能因素

1、新规下面临转型压力，银行理财投资者仍有刚兑预期

制约银行理财规模增长的一个重要因素是监管环境的变化导致了银行理财经营模式的变化。公募基金是资管新规下最大的受益者，因为其经营模式基本不会因为资管新规而做出什么调整，但是银行理财此前分离定价和资金池业务模式使用较为广泛，随着资管新规执行的逐渐深入，银行理财需要被动适应新形势下的转型，例如净值化等。面对底层监管规则的变革，银行理财需要为之建立一套新的体系。银行理财的“再出发”其实只有几年时间，银行理财公司自身各种生态系统的调整与适应需要时间过程。银行理财的客户群体也需要一个过程去接受银行理财的新特征。由于银行理财原先的刚兑属性，很多人曾经把银行理财当存款买，而客户接受银行理财产品较长的封闭式也有预期保本刚兑的因素在。

打破刚兑后，银行理财和公募基金监管规则趋同，银行理财的优势不再，银行理财被放到和公募基金一样的激烈竞争环境中，因此产品期限越卷越短。与此同时，银行理财产品为了吸引客户打赢销售战，设立了较高的固定业绩比较基准。

从前文的产品业绩对比可以看到，尽管理财产品收益表现并不一定差于同类公募基金，但业绩基准达标率总体低于公募基金。从风险等级来看，R1、R2、R3 的理财产品均存在业绩基准达标率偏低的问题；从投资性质来看，现金管理类理财、固收类理财、混合类理财的业绩基准达标率均低于同类公募基金。理财产品存在业绩基准设定过高的问题，较低的历史业绩基准达标率对投资者信心和未来预期同样存在负面影响，增大后续融资难度。

2、2022 “破净潮” 舆论影响个人投资者决策

2022 年末，由债市驱动的理财产品破净风波对理财产品投资者信心产生了较大的冲击。百度搜索指数显示，银行理财的搜索热度在 2022 年 11 月的到了极高水平，而公募基金在 2022 年的搜索热度比较平稳，没有出现特别异常的高点（图 37）。银行理财的主要客群是个人投资者，相较于专业的机构投资者，个人投资者更关注历史收益率，受舆论影响也更大。2022 年“破净潮”冲击了个人投资者对理财产品的信心，对后续理财产品的融资存在负面影响。

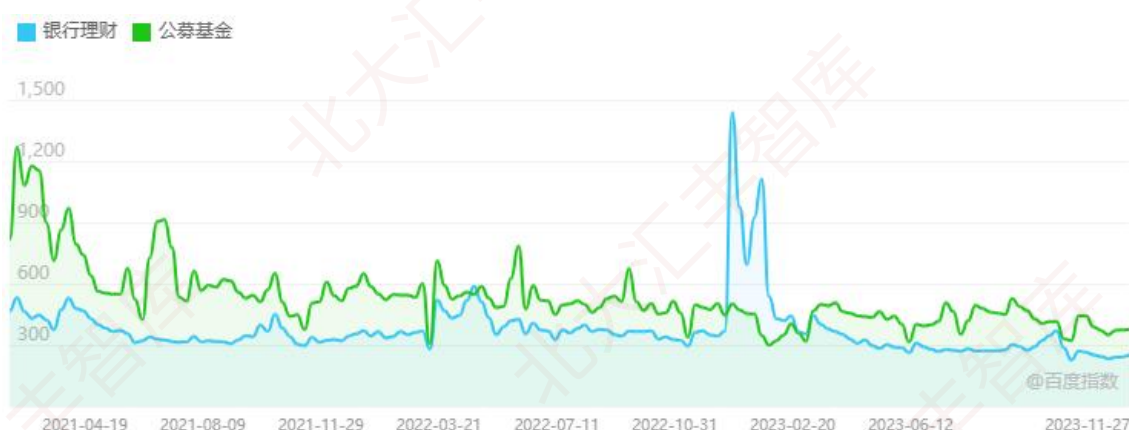


图 37：银行理财及公募基金百度搜索指数

注：地域范围为全国，设备来源为 PC+移动。

数据来源：百度，北大汇丰智库-北京大学汇丰金融研究院资管研究中心

此外，公司自购有助于向市场传递信心，但 2022 “破净潮” 时，银行理财公司似乎并未使用好这个工具稳定市场情绪。2022 年 3 至 4 月共有 5 家银行理财发布自购消息，自购金额共 28.5 亿元；11 至 12 月则仅有杭银理财一家发布自购消息，自购金额 1 亿元^[6]。东方理财 choice 金融终端数据显示，3 至 4 月共有 53 家机构参与基金自购，合计认购 12.39 亿元；11 至 12 月共有 54 家机构参与基金自购，合计认购 22.95 亿元。基金公司的自购力度在市场恐慌程度较大时有所加强，而银行理财公司却并未针对市场情绪做出相应的反应。这可能由于银行理财公司

大多由银行全资控股，母行有绝对话语权，其自购行为受母行影响流程较长，在市场回调时较难及时做出反映。

3、风险评级规则模糊，低风险产品亏损冲击投资者信心

银行理财存在 R1 分级产品和现金管理类产品出现负收益的情况，而公募基金的低风险产品则收益长期为正。尽管银行理财 R1 分级产品和现金管理类产品收益表现总体好于公募基金，出现更高的收益波动属于高风险高收益的正常表现，但有刚兑预期的个人投资者较难接受低风险产品出现亏损。低风险产品出现负收益对个人投资者信心的冲击远大于中风险产品出现较大的亏损。低风险理财产品的高收益看似形成了竞争力，但存在不可持续的风险。

截至 2023 年 6 月末，货币市场基金规模达 11.48 万亿元，同比上涨近 10%。而现金管理类理财规模收缩，存续规模仅 7.21 万亿元，同比下降近 15%。剔除货币基金和现金理财，银行理财的市场规模仍比公募基金高出近 2 万亿元。由此可见，银行理财市场规模下降主要来源于低风险产品的客户的流失。从银行理财产品数量增势（图 30）和产品发行难度来看，现金管理产品新规应该不是导致低风险客户流失的主要原因，低风险产品的负收益和较低的业绩基准达标率可能是更重要的影响因素。

此外，目前银行理财产品的风险等级评定没有统一的规范标准，各家理财公司自行确定产品风险评级标准，理财产品的评级规范性不足。虽然公募基金也存在分级标准不完全一致的问题，但大部分证券/基金公司都披露了具体的风险评级标准，且《证券期货投资者适当性管理办法》、《基金募集机构投资者适当性管理实施指引（试行）》、《公开募集证券投资基金运作管理办法》等相关规定关于风险评级的指引更为全面。与此相比，没有银行或理财子公司对外公开披露其理财产品风险等级的评定标准细则。理财产品风险等级的释义仅在产品说明书中有所披露，但理财产品说明书中每款产品的投资标的、投资范围都描述的比较宽泛，投资者很难了解到理财产品的具体投向，因而也较难判断产品的实际风险高低。模糊的风险评级不利于适当性匹配，会造成投资者对产品风险认知混乱。

4、信息披露不够充分及时，信息统一度不足

从信披渠道来看，理财公司多在官网披露相关信息，统一的信披平台使用程度不高。目前各理财公司大多在官网披露其理财产品信息，只有少数几家公司在

中国理财网等官方信息披露平台上公布完整产品信息。部分理财暂未成立官网，相关信息披露挂靠母行官网，与母行信息混杂在一起或缺乏高效搜索渠道，投资者难以简易、快速获取理财公司、产品信息。

从信披内容来看，理财公司信息披露内容详尽不一，应披露事项定义不明。监管文件规定理财公司应该针对产品的销售文件、发行规模、收益表现、收费情况、终止日期、临时信息、重大事项等内容进行公告。虽然在主要方向上进行了规定，但缺乏统一的公告模板，各公司公告形式、详略程度各有不同，增加了投资者信息获取困难程度。同时关于临时信息、重大事项定义不明，大多数理财公司仅将罚款作为临时信息披露，将关联交易作为重大事项披露，信息披露口径明显窄于公募基金。

此外，理财产品的产品代码不统一，阻碍投资者了解产品信息。理论上全国银行业理财信息登记系统登记编号应为统一一致的官方编码，但由于部分理财产品存在同一个登记码分不同的份额分开运作的情况，因而产品登记码难以作为唯一识别标识整合产品信息。不同于公募基金，其代码简洁且在 Wind、同花顺等各平台基本统一，理财产品在各金融数据平台上的编码方式各不相同且代码较长。这导致理财产品信息披露不顺畅，不便于投资者查询产品信息。

反观公募基金，其产品透明度相对更高。公募基金的投资组合、业绩表现、费用结构等信息披露更规范及时，产品代码统一，投资者能更便捷地获取公募基金产品的信息。ETF 基金可以被认为是透明度最高的公募基金，ETF 基金规模呈持续上升趋势。Wind 数据显示，2023 上半年较 2022 年末，ETF 规模增加 14.38%，其中货币市场型增加 15.35%，债券型增加 9.61%。此外，ETF 的个人投资者占比不断升高，ETF 的个人投资者占比从 2019 上半年的 60.41%增加到 2023 上半年的 64.49%，个人投资者正转向透明度更高、流动性更强的 ETF 基金。

5、产品流动性较差，投资门槛较高，管理费优势正在缩小

公募基金几乎全部为开放式产品，2020 年以来，开放式基金规模占比均超过 99%。银行理财虽同样以开放式产品为主，但其封闭式产品规模占比相对较高（图 31）。开放式公募基金允许投资者每日申购或赎回基金份额，而封闭式理财产品提前赎回会受到一定限制，导致投资者资金不够灵活运用。

与此同时，公募基金的起投金额门槛总体低于银行理财（图 34）。公募基金

起投金额小于等于1元的产品数量约占76.43%，小于等于100元的产品约占93.02%，小于等于10000元的产品约占93.86%。银行理财产品起投金额小于等于1元的产品数量约占43.72%，小于等于100元的产品约占47.97%，小于等于10000元的产品约占66.74%。较低的投资门槛允许投资者以较少的金额购买基金份额，从而使更多人能够享受投资带来的红利^[7]。相比之下，一些传统理财产品可能需要较高的起投金额，限制了小额投资者的参与。

此外，随着公募基金费率改革的深入推进，在公募基金“降费潮”下，银行理财的管理费优势正在缩小。银行理财与公募基金的综合费率差距由2019年的0.52%缩小至0.47%（图33）。考虑到公募基金中高管理费的权益类产品占比较多，银行理财的费率优势随着“降费潮”的推进正明显收缩。过往银行理财公司依托母行的客户资源和销售渠道，享有相对较低的销售费率和托管费率，而净值化转型后银行理财产品的降费空间较为有限。

6、销售渠道有限，直销渠道不成熟

受限于《理财公司理财产品销售管理暂行办法》，目前证券公司、互联网公司暂无法代销理财产品，银行理财产品只能通过直销和银行代销的方式进行销售。但由于理财公司的成立年限较短，直销渠道的建设并不成熟且推进缓慢，2023年上半年，在营的30家理财公司中，开展直销业务的公司则只有15家，上半年累计直销金额仅有0.11万亿元。此外，受限于银行数字化平台的建设问题，银行手机客户端常被反映用户使用体验较差，产品选择 and 对比功能不及蚂蚁等第三方机构。相比之下，公募基金的销售渠道更丰富，且对机构投资者的直销渠道已较为成熟。

7、产品多样性不足，权益类投资是短板

银行理财产品对低风险过度偏好，存在一定同质化问题。银行理财产品以固定收益类为主，且占比不断提升。截至2023年6月，理财公司固定收益类产品占比高达96.23%（图5），风险等级为R1和R2的产品占比90.90%（图13），产品的风险谱系高度趋同。此外，产品投向也十分趋同，截至2023年6月，银行理财产品投资规模中债券类资产、现金及银行存款、同业存单占比82.00%。

反观公募基金，无论产品设计还是资产配置都更为多元。公募基金发行了较多股票型、混合类产品，且有理财未涉及的REITs基金。ETF等较为火爆的指数

型公募基金产品也是银行理财较少涉足的领域。此外，产品主题方面公募基金更加百花齐放，ESG、新能源、服务实体等主题基金也获得了较高的关注度。

这与银行理财的人才激励制度无不相关。受限于商业银行限薪体系以及理财子公司协同母行为主的传统业务模式，大部分银行理财公司在人力团队配置、市场化薪酬激励、权益类资产投研方面略显不足。

三、政策建议

1、鼓励动态业绩基准，打破刚兑预期

公募基金的业绩基准 99%以上是浮动的指数或基准利率，银行理财的业绩基准则约有 95%是固定数字。固定的业绩基准加深了投资者对理财产品刚兑的预期，也是理财产品达标率较低的原因之一。在近年来市场总体表现较差的情况下，理财产品的业绩基准难以随市场情况而变动调整，较低的业绩基准达标率是影响个人投资者对理财产品信心的重要因素，加剧了“赎回潮”负循环。

由于银行理财公司有销售压力，很难下调业绩基准。对此，监管层面应对业绩基准的设立提供更完善的标准，鼓励银行理财公司采用动态的业绩基准。虽然业绩基准的调整在短期可能影响银行理财产品销售，但长期来看有助于实现投资者教育、改变投资者预期、减缓市场回调时的踩踏情况。

2、重视声誉风险控制，加强投资者教育

个人投资者对声誉风险较为敏感。理财公司应重视负面舆论的影响，积极关注声誉风险的控制，建立完善舆情监测系统，为负面舆论爆发情况计划应急方案。其中需要尤其重视投资者教育的重要性，应发动零售力量，事前做好投资者预期管理，事后及时对客户进行安抚，引导客户长期投资减少追涨杀跌。

3、完善风险评级规则，优化产品适当性管理

销售适当性是理财市场有序发展的基础保障，产品风险分类是销售适当性制度的重要组成部分。当前各银行理财公司在风险评级方面暂未形成共识，影响理财产品风险水平向投资者有效传递。监管机构应主导建立明确的风险等级框架，统一市场关于理财产品风险等级的共识，有效且清晰地传递不同理财产品的风险

水平。应通过制度化设计尽可能降低信息不对称对投资者带来的负面影响，避免投资者风险认知紊乱，促进投资者建立清晰的对风险层次的理解，从而有效保护投资者利益，确保理财市场的公平有序和健康发展。同时，尤其需要关注低风险理财产品的风险划分机制。应控制低风险产品风险敞口并完善风险评级标准的制定和执行，谨防低风险产品亏损再次冲击投资者信心。

此外，可鼓励理财公司采用第三方机构进行风险评级。采用第三方机构评级一方面评价方法相对独立，有助于提升评价结果可信度，提高投资者对风险评价结果的信任程度；另一方面有助于降低监管成本，监管机构可以仅通过对第三方评价机构的风险评价方法监管来实现对全市场风险等级的监控。

4、完善信息披露平台建设，推动信披标准规范化

充分的信息披露是打破刚性兑付的关键。银行理财公司应提高信息披露的质量，充分发挥信息披露对行业健康发展的促进作用。一是应提高信息披露内容的连贯性，信披监管应覆盖理财产品发行、存续、到期的全流程。二是应贯彻穿透监管的原则，充分披露底层资产的类别和投资比例等信息。三是应用好数字化方式，打造功能完全的信息披露系统与平台，统一各渠道的信息披露规范。

5、以养老产品为抓手，发挥封闭式产品优势与特色

流动性较低和投资门槛较高是保障理财产品收益的重要限制，也是理财的特色之一。尽管目前和公募相比这可能是竞争劣势，但形成特色或也不失为一种竞争优势。本报告认为应发挥好这部分特点，以养老产品为抓手，发挥封闭式银行理财产品的优势与特色。21 世纪资管研究院测评显示，包括普通养老理财产品和个人养老金理财产品在内的所有养老类理财产品，2023 年以来的平均表现优于全市场所有公募理财产品的平均表现^[8]。目前，仅养老试点理财产品等部分长久期产品拥有较为宽裕的非标资产配置空间。此外，普益标准数据显示，2021-2022 年试点发行的 50 只养老理财中 90%采用混合估值法进行估值^[9]，适应了投资者对理财低风险的预期。银行理财公司应积极布局久期较长且或能争取税收优惠的养老理财产品，发挥理财业务成熟稳健的资产配置优势，创设符合长期养老需求和生命周期特点的养老理财产品，挽回部分风险偏好较低的客户的资金。建议加快银行理财子获批发行个人养老金产品的进度，争取早日为国家第三支柱养老体系建设再添一份力量。

此外，建议试点推行理财产品转让及理财质押业务，提升养老理财产品流动性。通过加快理财转让及理财质押业务的试点，一方面满足投资人流动性的需求，另一方面促进中长期理财产品销售，有利于吸引长期资金，稳定支持实体经济发展^[10]。

6、发挥“ToC”优势，开拓投顾业务

银行理财子公司优势之一是背靠母行。银行拥有详细的客户信息，通过大数据可精准挖掘客户的消费习惯、投资习惯、风险承受能力等，以便于更好为客户服务。银行理财子因与母行间的紧密纽带和渊源，天生拥有其它资管机构无法比拟的资源禀赋，有“ToC”（Business to Consumer，面对的用户是普通大众）优势，银行理财子是最适合提供投资顾问服务的专业机构^[11]。

当前受限于监管要求，仅部分公募基金公司可开展投顾业务，未来银行理财子在这一领域很有机会大放异彩。公募基金的优势在投研，那么银行理财的优势就在投顾^[12]。面对着海量的理财产品，投资者选择困难。银行理财子应充分结合母行的渠道资源，大力推进投资者教育和陪伴工作，和银行端携手积极发力投顾业务，实现以产品为中心到以客户为中心的理念转变，真正为守护投资者的钱袋子出谋划策。

银行理财子在普惠金融实践中已经积累了丰富的投资管理和客户服务经验。从国际经验来看，基于客户利益的买方投顾服务模式能更好地统一客户和资管机构的利益，也使得资管机构形成资产管理与财富管理相互促进的良性循环。因此，建议选取试点机构，参与管理型投顾业务，允许银行理财公司向投资者提供管理型服务，构建以投资者为核心的产品服务生态，为推进普惠金融发挥积极作用。

此外，应利用好正在兴起的大语言模型（Large Language Model），设计高效洞察客户需求、快速触达客户的信息系统，利用大语言模型发展智能投顾。同时，应推动银行手机客户端的优化，建设客户友好型数字化平台，增强产品筛选对比等功能。与此同时，理财公司可适当拓宽非母行及区域性银行代销渠道，进一步拓展客户资源。

7、公募基金合作共赢，强化大类资产配置能力，丰富产品谱系

相比于公募基金数十年在权益领域的耕耘，银行理财子在投研机制和实力、卖方资源支持、人才考核激励、系统化运作等方面的建设还不完善，并且股票资

产的高波动特性不符合大多数理财客群的风险偏好。与其从零开始打造权益直接队伍，银行理财子不如通过委外、FOF 等形式与公募基金合作，拓展权益投配方案。通过底层标的的多元化配置，进一步分散风险，匹配银行理财客群的需求。银行理财投资公募基金还有税收因素的考虑。银行自营直接投资债券需缴纳 6% 的增值税，而公募基金投资债券可免征所得税与增值税。因此，银行通过公募基金投资，能够实现合理节税。

银行理财需要强化大类资产配置能力，通过大类资产的逆周期配置，追求绝对价值回报，为客户创造长期、稳健的理财回报，从而形成差异化特色。在此基础上，银行理财可以丰富产品谱系，推出更多穿越周期产品。一般来说，产品设计和资产配置结构多元化会使客户粘性更强、更稳定。

[1] 人民银行、银保监会、证监会、外汇局《关于规范金融机构资产管理业务的指导意见》

https://www.gov.cn/gongbao/content/2018/content_5323101.htm#:~:text=%E5%9B%BA%E5%AE%9A%E6%94%B6%E7%9B%8A%E7%B1%BB%E4%BA%A7%E5%93%81%E6%8A%95,%E5%89%8D%E4%B8%89%E7%B1%BB%E4%BA%A7%E5%93%81%E6%A0%87%E5%87%86%E3%80%82

[2] 中金：理财子偏好配置哪些公募基金？

https://mp.weixin.qq.com/s/EjKCni9vSH2NKh8jvtB_0A

[3] 中国银保监会、中国人民银行《关于规范现金管理类理财产品管理有关事项的通知》

https://www.gov.cn/zhengce/zhengceku/2021-06/12/content_5617327.htm

[4] 2023-07-08 证券时报《证监会宣布重大改革！公募基金管理费率上限降至 1.2%》

<https://www.stcn.com/article/detail/913977.html>

[5] 中国证券投资基金业协会数据统计

<https://www.amac.org.cn/researchstatistics/datastatistics/fundsalesindustrydata/>

[6] 北大汇丰智库-北京大学汇丰金融研究院资管研究中心《银行理财专题报告：“破净潮”带来哪些启示？》<https://mp.weixin.qq.com/s/L9PdsmPGuYd6SHkfzjlhEQ>

[7] 中金《公募基金规模超越银行理财，发展与内因》

<https://mp.weixin.qq.com/s/WMft4xCmW0ULQGEtI55RaA>

[8] 21 世纪经济报道《养老理财最全测评：表现普遍优于一般理财》

<https://finance.sina.com.cn/roll/2023-11-23/doc-imzvqtuq6345224.shtml>

[9] 中金固收《混合估值法在资管产品中的应用与启示》。

<https://mp.weixin.qq.com/s/e5MbR8dWIAS7RkvPY3qTKg>

[10] 招银理财总裁吴润兵：对银行理财子公司发展的几点建议

<https://mp.weixin.qq.com/s/kbmUQdGIC9ZtQBZU5VEk5g>

[11] 复旦发展研究院《众口难调，银行理财的困境与可能出路》

<https://fddi.fudan.edu.cn/45/de/c18985a607710/page.htm>

[12] <https://finance.sina.com.cn/roll/2023-09-18/doc-imznchhn6028800.shtml>



PHBS 智库

北京大学汇丰商学院

北大汇丰智库（The PHBS Think Tank）成立于 2020 年 7 月，旨在整合北京大学汇丰商学院各院属研究中心，统筹协调资源，重点从事有关宏观经济、国际贸易与投资、金融改革与发展、粤港澳大湾区可持续发展、城市与乡村发展、海上丝绸之路沿线国家经济贸易与合作等领域的实证分析与政策研究，打造专业化、国际化的新型智库平台。北大汇丰智库由北京大学汇丰商学院创院院长海闻教授兼任主任，智库副主任为王鹏飞、巴曙松、任颀、魏炜、林双林。



北大汇丰智库微信公众号



PHBS 智库
北京大学汇丰商学院

深圳市南山区丽水路2199号北京大学汇丰商学院 518055

Peking University HSBC Business School, Xili University Town, Shenzhen, China

TEL: (+86)755 2603 2270 EMAIL: thinktank@phbs.pku.edu.cn

<http://thinktank.phbs.pku.edu.cn>