

资管变局下“固收+”战争：

招行理财产品AB面大解密

南财
理财通



资管变局下“固收+”战争：招行理财产品 AB 面大解密

目录

一、失之“非标”，收之“固收+”	3
二、国有大行试水，股份行玩出“新花样”	4
三、投资港股价值洼地：剖析“招卓”沪港深系列	9
1、市场资深基金经理操刀	9
2、有待提高取得市场基准收益	10
四、挂钩 MMA 指数：“招睿”系列如何操作固收+期权？	11
1、投资组合引入欧式看涨价差期权	12
2、近 3 个月年化收益率超 15%	13
五、短钱常投：纯固收类“月添利”管理费偏高	14
1、浮动投资管理费高达 50%	15
2、不宜将每个开放日作为计提评价日	17
结语	17

编者按：

“资管新规”以来，银行理财“清旧”和“立新”之路颇受关注。2021 年作为“资管新规”过渡期收官之年，银行理财更是面临着转型升级的攻坚之战。

面对“固收+”产品百花齐放的情况，各家理财子公司在产品的设计、投资策略、业绩表现上有何不同？

南财理财通课题组长期关注银行理财领域，为此，我们计划以各机构典型理财样本为基础，深入研究产品背后的设计逻辑和战略部署。

本期，南财理财通（gym.sfccn.com）课题组将首先针对招银理财的“固收+”和权益系列进行研究，后续将陆续分五期对不同理财子公司的产品系列进行深度分析报道，敬请关注！

失之“非标”，收之“固收+”

没了资金池模式，非标资产也急剧减少，加之全球低利率的大环境，加权益、加另类，成为机构的投资锦囊。一夜间，“卖债买股买期权”，“固收+”一跃变成银行理财最受欢迎的模式。

据南财理财通数据，截至 2 月 24 日，全国已有 22 家银行系理财子公司以及 3 家外资参股的银行理财孙公司获批筹建，继汇华理财、贝莱德建信外，2 月 22 日晚，施罗德和交银理财的合资公司——施罗德交银理财正式获批筹建。

银行业理财登记中心年报披露，截至 2020 年底，银行理财市场规模达到 25.86 万亿，同比增长 6.9%，去年全年共有 380 家金融机

构累计发行 6.9 万只理财产品，募集 124.56 万亿元。其中，固收类产品依旧是主流，存续余额占 84.34%，权益类仅占 0.3%。银行理财投资结构中，债券仍是大头，余额 18.53 万亿元，占比达 64.26%，权益类资产余额仅 1.37 万亿元，占比 4.75%。

据南财理财通调查发现，银行理财子公司正在建立覆盖债券、股票、衍生品等主流资产类型的投研体系，多家机构以“固收+”为核心投资策略，加大对权益类和衍生工具对冲的配置。80%的固定收益资产“打底”，另外的 20%用于加权益，这既满足了资产长期保值增值的需求，同时又保持了较低的回撤水平，对于追求绝对收益的银行资管而言，“固收+”为银行取代过去非标债权资产配置提供了解决方案，无疑是替代非标资产，实现收益增厚，并进军权益市场的最好策略之一。南财理财通估计，未来银行理财“固收+”策略增量空间至少是万亿规模。

国有大行试水，股份行玩出“新花样”

作为各家银行及理财子公司的主力产品，固定收益类产品如何应对来自公募基金爆款产品的威胁，如何进行产品迭代及创新，如何守住自身在大资管领域的市场份额，是各家机构面临的共同难题。

随着《商业银行理财子公司管理办法》出台，理财子公司获得资管全牌照，其产品除投资债权资产外，还可以直接投向股票及衍生品。为增强产品竞争力，理财子公司陆续推出“固收+”产品系列，在传统固收类产品的基础上，引入股票及衍生品，形成“固收+股票”、

“固收+期权”等创新产品线。

“固收+”策略以债券资产打底，通过打新、权益、衍生品等投资来增厚收益。由于加入了风险资产，其波动性会高于纯债类产品，但收益率中枢也将提升。

目前，国有大行在“固收+”产品上不断试水。

比如，工银理财在2019年11月首次推出“鑫得利”全球轮动收益延续型1+4年产品，采用“固收+衍生品”策略，将99%的资金投向固收类资产，将1%的资金通过加杠杆的方式投向结构化票据，在为投资者提供基础收益的同时，追求浮动收益。

建信理财发行的“诚益”定增主题固收类封闭式产品，采用“固收+股票”策略，将不低于80%的资金投向固定收益类资产，将0-20%的资金投向A股非公开发行股票及大宗受让股票，锁定期为3年。据南财理财通的理财风云榜显示，该产品近3个月的净值增长率达6.91%。

中银理财与外部机构合作，推出了“稳富”固收增强封闭式产品；农银理财于去年首次推出“农银进取·每年开放”固收增强人民币理财产品；交银理财面向私行客户推出了稳享固收增强6个月定开私银专享系列；中邮理财结合腊八节主题营销，在今年1月推出了鸿锦一年定开8号（FOF策略）理财产品。

和国有大行相比，股份行更具有产品创新的基因。

国有大行创新产品的最大壁垒在于，其负债端拥有极低成本，在产品设计上总体风险偏低，庞大的存量资产处置是眼下最迫切的任务，

加之层层叠加臃肿的管理制度，“新规”后大行在产品创新上总体节奏偏慢、效率偏低。

相比之下，股份行在产品创新上更易“轻装上阵”。

股份行的产品差异性较强，多样性较好，加之大力发展委外业务，同时和各大投资机构开展“蜜月式”合作，像招行、光大、兴业、平安等股份行在“固收+”以及权益类产品的布局上，玩出了更多花样。

比如，光大理财打造了“七彩阳光”净值型产品体系，包括固收系列的“阳光金”，权益系列的“阳光红”，以FOF/MOM为主混合系列的“阳光橙”，以结构化产品为主的“阳光青”。给理财子公司以FOF/MOM模式投资于二级市场带来了新启示。

兴银理财于去年9月首次推出“固收+”系列重磅产品“睿银陆陆通1号”。

平安理财与不少理财子公司选择直接参与权益市场投资不同，采取了一套相对稳健的“打法”，主要通过FOF和MOM布局“固收+”产品。

招银理财“固收+”的步伐迈得更远，其产品分为“固收+股票”和“固收+期权”两大类。

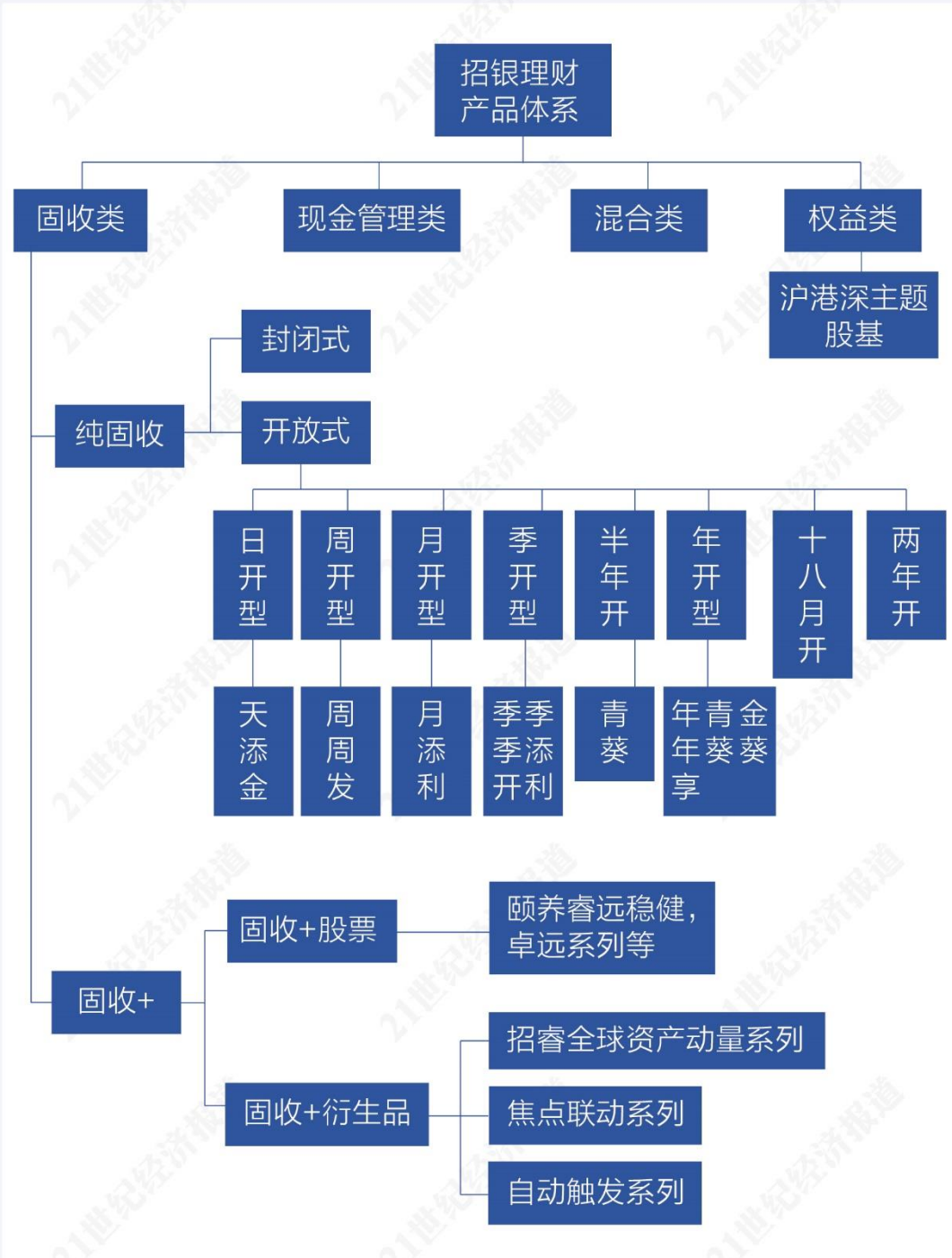
针对“固收+股票”系列，招银理财推出了“颐养睿远稳健”、“颐养睿远丰润”等系列，将不低于80%的资金投向债券、ABS、信托贷款等债权类资产，同时将0-20%的资金投向股票、股票型基金、定向增发优先级等权益类资产。

据南财理财通数据显示“颐养睿远稳健一期”近6个月的净值增

长率为 4.47%，年化收益率高达 8.96%。

针对“固收+期权”系列，招银理财推出了“招睿”全球资产动量系列、焦点联动系列、自动触发系列，其中“招睿”全球资产动量系列采用欧式看涨价差期权结构，焦点联动系列采用鲨鱼鳍结构，自动触发系列采用障碍期权结构，其共同特点为将不低于 80% 的资金投向固收类资产，同时将 0-20% 的资金用于买入期权。

招银理财产品体系框架



研究员/丁尽勉 汤懿兰 编辑/马春园 设计/张佳俊 数据来源:招银理财公开信息, 南财理财通课题组整理

(注: 此图仅体现部分代表性产品名称)

投资港股价值洼地：剖析“招卓”沪港深系列

“招卓”沪港深精选周开 1 号是招银理财发行的首只权益类产品。成立日是 2020 年 9 月 25 日，截至最新净值公布日 2021 年 2 月 18 日，已运行 147 天。

该产品为定期开放型，每周开放一次，每次开放 1 个交易日，内部风险收益评级为高风险，业绩比较基准为“沪深 300 指数收益率×40%+恒生综合指数收益率×40%+上证国债指数收益率×20%”，属于非保本浮动收益型产品。

在资产配置上，该产品将不低于 80%的资金投向权益类资产，将不低于 5%的资金投向固定收益类资产，同时将 0-15%的资金投向金融衍生品。其中，权益类资产的投资范围包括境内上市 A 股、港股通标的以及股票型基金；固定收益类资产包括于国债、央行票据、政策性金融债、可转换债券等标准化债权资产；金融衍生品主要为股指期货、ETF 期权及股指期权。

在投资策略上，该产品采用“股票多头+金融衍生品对冲”的方式，即以合理的价格买入可以长期持有的优质公司，并用股指期货、股指期权等金融衍生品对冲市场风险，旨在获得长期稳定的阿尔法收益。

1、市场资深基金经理操刀

“招卓”沪港深精选周开 1 号的投资经理为朱红裕。公开信息显示，其先后在华夏证券研究所、银河基金和华安基金担任行业与

策略研究员。2010年6月，朱红裕加入国投瑞银基金担任专户投资部投资经理。2011年5月20日起，任国投瑞银稳健增长灵活配置混合型基金的基金经理。2012年2月15日起，兼任国投瑞银瑞福分级股票型基金的基金经理。

除了在投资策略上奉行长期主义外，招银理财在对投资经理的考核上也以长期考核为导向，避免因短期考核机制导致投资经理的投机行为。

招银理财如何解决股票投研人才缺乏的问题？是否会实施市场化薪酬激励制度以吸引人才？同时，由于人才培养需要一定时间，招银理财是否考虑从别的基金公司进行挖人？

招银理财在接受《21世纪经济报道》采访时表示，自2019年以来，招银的权益投资团队从外部资管和券商等机构引进了10余位市场化的投研人员，包括9位资深行业研究员，覆盖金融、地产、机械设备与新能源、可选消费品、必需消费品、科技与互联网、通信与电子、医药生物、化工与新材料等9大板块。

2、有待提高取得市场基准收益

自产品成立起至2021年2月18日，沪深300指数的年化收益率为66%，恒生综合指数的年化收益率为86.7%，上证国债指数的年化收益率为2.1%，因此根据公式“沪深300指数收益率×40%+恒生综合指数收益率×40%+上证国债指数收益率×20%”计算得出比较期间该产品的业绩比较基准为61.50%/年。

截至 2021 年 2 月 18 日，该产品的累计净值为 1.2477，自成立以来的年化收益率为 61.93%，年化波动率为 11.11%。

由于该产品自成立以来的年化收益率仅比业绩比较基准高出 0.43 个百分点，可以看出，与市场基准收益相当，无显著阿尔法收益，考虑该阶段无论 A 股还是港股均为上涨阶段，产品在不同市况下较市场基准的表现还有待检验。

招卓沪港深精选周开1号自成立日至2021年2月18日累计净值走势



研究员/丁尽勉 汤懿兰 编辑/马春园 设计/张佳俊 数据来源:南理财财通

挂钩 MMA 指数：“招睿”系列如何操作固收+期权？

“招睿”全球资产动量定开系列是招银理财结构化产品体系的主力产品，其采用“固收+期权”的设计思路，将不低于 90% 的资金投向固定收益类资产，将不超过 10% 的资金用于买入期权，能在提供基础收益的同时，替投资者获取浮动收益。

其中，固定收益类资产包括标准化债权资产和非标债权资产，标准化债权资产的比例不低于 40%，非标债权资产的比例小于 50%。

标准化债权资产包括债券、银行存款、大额存单、债券回购等；非标准债权资产包括信托贷款、应收账款、收益权转让回购等。

期权部分采用欧式看涨价差结构，并挂钩招银理财全球资产动量指数（MMA 指数）。该指数基于风险平价模型，利用资产之间的低相关性，动态配置股票、债券、大宗商品等多种大类资产，目的在于在不同的经济周期中获得稳健收益。

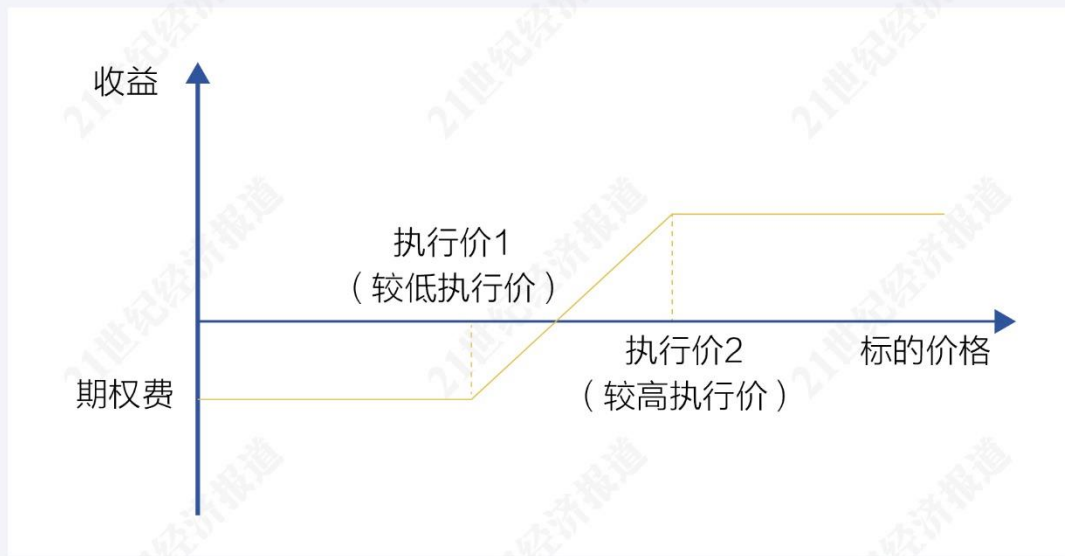
该系列产品的收益取决于三个因素：（1）固定收益类资产的收益；（2）期权费的支出；（3）MMA 指数的走势。

1、投资组合引入欧式看涨价差期权

在“招睿”全球资产动量定开系列中，投资组合= $P \times$ 固收类资产+ $(1-P) \times$ 欧式看涨价差期权。

看涨价差期权组合则由两个看涨期权合约组成。买入一个执行价较低的看涨期权，并卖出一个执行价较高的期权，就构成了看涨价差期权。此时，如果买入及卖出的期权合约均为欧式期权，那么该组合即为欧式看涨价差期权组合。

欧式看涨价差期权到期收益结构图



研究员/丁尽勉 汤懿兰 编辑/马春园 设计/张佳俊 数据来源:南财理财通

该期权组合的优势包括:

(1) 相比单腿的看涨期权, 看涨价差期权的费用更加低廉, 节省的期权费等同于为投资者增加的固定收益。

(2) 相比单腿的看涨期权, 看涨价差期权的时间价值衰减更慢, 期权价格(公允价值)变化更温和, 有利于按照公允价值估值的净值化产品。目前, “招睿”全球资产动量定开系列分为1年定开型和2年定开型产品, 投资周期分别为12个月和24个月, 持仓时间较长。如果买入单腿看涨期权, 在临近到期时, 快速衰减的时间价值将侵蚀期权费, 如果此时按照期权结算价或收盘价进行估值, 将不利于产品的净值表现。

2、近3个月年化收益率超15%

“招睿”全球资产动量定开系列分为1年定开型和2年定开型

两个产品线，到期收益主要取决于 MMA 指数到期交割价较欧式看涨价差期权组合中看涨期权多头执行价的涨幅。南财理财通课题组用 A 类份额的累计净值对产品年化收益率进行了估算。

截至 2021 年 2 月 18 日，据南财理财通数据显示，“招睿”全球资产动量定开系列 1 年定开型和 2 年定开型产品近 3 个月的年化收益率均在 15% 以上。其中“招睿”全球资产动量两年 1 号 A 近 3 个月的年化收益率高达 20.94%，表现较为优异。

“招睿”全球资产动量定开系列1年定开型和2年定开型产品业绩表现

	业绩比较基准	近3个月的年化收益率	近3个月的年化波动率
招睿全球资产动量一年1号	1.5%–7.4%	17.53%	2.91%
招睿全球资产动量一年2号	1.0%–8.0%	19.51%	3.21%
招睿全球资产动量一年3号A	1.0%–8.0%	16.12%	2.61%
招睿全球资产动量一年4号A	1.0%–8.0%	15.62%	2.50%
招睿全球资产动量一年5号A	1.0%–8.0%	16.25%	2.61%
招睿全球资产动量一年6号A	1.0%–8.0%	15.69%	2.51%
招睿全球资产动量一年7号A	1.0%–8.0%	/	/
招睿全球资产动量一年8号A	1.0%–8.0%	/	/
招睿全球资产动量两年1号A	1.6%–10.0%	20.94%	3.36%

研究员/丁尽勉 汤懿兰 编辑/马春园 设计/张佳俊 数据来源:南财理财通

短钱常投：纯固收类“月添利”管理费偏高

在开放式纯固收类人民币理财产品系列中，招银理财分别建立了以天、周、月、季、年为投资周期的产品线，满足投资者不同的

理财周期需求。“月添利”便是每月定开的产品。

在投资策略上，“月添利”选择收益较高、信用风险可控的标准化及非标准化债权资产构建投资组合，以持有到期为目的，并根据市场利率走势进行高抛低吸以增厚投资组合收益，同时对投资组合进行久期管理，在市场利率上涨时缩短久期以降低投资组合下跌风险，在市场利率下跌时增长久期以提高投资组合收益。

1、浮动投资管理费高达 50%

目前，“月添利”系列已发行“月添利”1号和“月添利”2号共两期产品。观察“月添利”的产品要素，最引入注目的是“月添利”2号的浮动投资管理费高达50%。

“月添利”系列产品要素

	月添利1号	月添利2号
币种	人民币	人民币
募集方式	公募	公募
运作方式	开放式	开放式
收益类型	非保本浮动收益型	非保本浮动收益型
业绩比较基准	3.20%	3.20%
开放日	每个投资周期结束日前 1 个工作日 (含) 至该投资周期结束日 (含)	每个投资周期结束日前 1 个工作日 (含) 至该投资周期结束日 (含)
认购起点	100元	100元
内部风险收益评级	PR2 (中低风险)	PR2 (中低风险)
认购费/申购费	无	无
赎回费	无	无
销售服务费	0.2%/年	0.2%/年
固定投资管理费	0.2%/年	0.15%/年
托管费	0.03%/年	0.03%/年
浮动投资管理费	未披露	50%

研究员/丁尽勉 汤懿兰 编辑/马春园 设计/张佳俊 数据来源:南财理财通

“月添利”2号在提取浮动投资管理费时采用“资产高水位计提模式”，课题组认为计提比例过高，大部分银行理财该比例为20%。“月添利”2号提取比例高达50%，远超行业平均水平。

此外，资产高水位计提模式不对投资者的买入时点进行区分，统一对整个资产的累计净值进行计提。当某位投资者在累计净值处于低位时买入，并在累计净值未创新高前卖出，管理人将无法向该投资者收取浮动投资管理费，这对早期买入并一直持有的老投资者

不公平。单客户高水位模式则能解决这一问题，但这将对招银理财的会计信息化程度提出更高的要求。

2、不宜将每个开放日作为计提评价日

目前，“月添利”2号将每个开放日及产品终止日作为计提评价日。在计提评价日，当根据公式计算得出的浮动投资管理费大于0时，则计提浮动投资管理费。

假设某位投资者在份额净值为1时买入“月添利”2号，份额净值在其买入后的首个开放日（计提评价日）上涨至1.2，并在下个开放日跌至0.9。倘若投资者在份额净值为0.9时赎回，虽然投资者最终亏损了0.1的份额净值，但管理人已在首个开放日就0.2的增值部分收取了50%的浮动投资管理费。

南财理财通课题组认为，将每个开放日作为计提评价日，不能很好地将管理人与投资人的利益进行统一。把计提日由每个开放日改为分红日及赎回日则能解决这一问题，这将对招银理财的投资管理水平提出更高的要求。

不过也有业内人士认为，该产品可能为过渡期产品，其收费较高有一定特殊原因。

结语

伴随银行理财产品净值化，理财产品的发行与管理将逐步向公募基金看齐。由于过去银行理财产品不能直接投向股市，只能通过

FOF 或委外方式间接投向股市，导致银行资管部门在股票投研上存在一定短板。因此，加强权益类资产投研能力、积累权益类产品管理经验，是当前理财子公司面临的挑战。

招银理财为完成“全能型资管机构”的战略目标，在权益类产品上进行积极尝试，聘用知名基金经理管理首只权益类产品“招卓沪港深精选周开 1 号”。从投资策略来看，该产品旨在获取阿尔法收益。但从其实际收益来看，该产品获得了市场基准收益，无显著阿尔法，招银理财在权益类产品上的管理能力可以进一步提升。

在传统的纯固收类产品上，招银理财继承了母行强大的设计能力、投研能力与管理能力。但在产品收费上，仍存在部分产品浮动投资管理费计提比例较高、计提模式不合理等问题。不过计提模式的问题不是招行单个产品的问题，这种模式在整个银行理财产品收费模式中普遍存在。随着银行理财产品信息披露进一步的阳光化、规范化，南财理财通课题组认为，银行理财产品浮动投资管理费计提比例将更合理。

后续，南财理财通课题组将分五期对不同理财子公司的产品系列进行深度分析研究，敬请关注。

登录南财理财通，获得更多一手理财资讯 (<http://gym.sfccn.com> 仅限 PC 网页使用)。开通南财理财通 1.0 版本试用账号，请致电或添加微信：13924620145。

（作者：汤懿兰, 丁尽勉 编辑：马春园）