

银行

2024年10月10日

理财净值回调有限，赎回压力偏短期

——行业点评报告

投资评级：看好（维持）

刘呈祥（分析师）

吴文鑫（分析师）

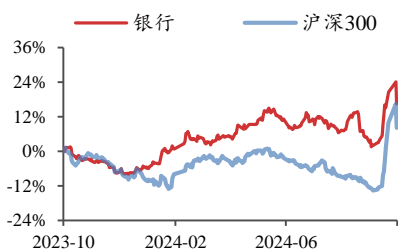
liuchengxiang@kysec.cn

wuwenxin@kysec.cn

证书编号：S0790523060002

证书编号：S0790524060002

行业走势图



数据来源：聚源

相关研究报告

《再论净息差的资本平衡点—行业深度报告》-2024.10.10

《测算：一揽子金融政策对银行净息差的影响—行业点评报告》-2024.9.25

《大行票据高增，存款脱媒延续—行业点评报告》-2024.9.18

2024年9月24日当局出台一揽子稳经济政策，力度超市场预期，引发股市风险偏好提升。债市波动使得部分理财产品净值承压，形成零售客户赎回理财→理财赎回基金→基金卖出信用债的传导链条。其中，信用债相比于其他债券流动性更差，跌幅更大，引发市场对于信用债“负反馈”的担忧。

● 结论 1：本轮理财净值回调力度或较为有限

本轮理财赎回主要受“股债跷跷板”影响。2022年底防疫优化和地产支持政策出台，经济基本面的预期发生重大变化，债市持续大幅调整导致理财大规模“破净”，形成负债端的恐慌的赎回。但本轮理财赎回主要是资金主动流向股市导致。截至2024-09-29理财存续规模约28.9万亿元，较前一周下降约1万亿元，到2024-10-06进一步降至28.8万亿元，并不符合“季末回表、季初恢复”的历史规律，因此初步判断这1万亿元主要流入股市而非季末回表的影响。

目前理财底层的低波资产比例较大，净值管理能力明显提高。我们测算9月24日至10月8日样本理财产品的最大回撤为0.13%、破净率约为5%，均远低于2022年底（最大回撤1.08%，破净率28%），或与理财近年增加存款、信托等低波资产占比有关，预计应对本轮债市回调的安全垫较厚。

● 结论 2：本轮理财赎回窗口可能比较集中，影响偏短期

本轮赎回的理财，主要为现金管理类等产品。从9月最后一周的数据来看，理财规模下降最多的是现金管理类等产品，其风险偏好与股市仍有较大差异，并非股市的长期投资者，若股市行情无法持续，这部分资金仍有较大可能回流入理财。因此我们认为理财赎回的影响偏短期，主要受到股市行情的催化，后续需观察股市涨势的持续性。

● 结论 3：关注资金面变化的可能影响

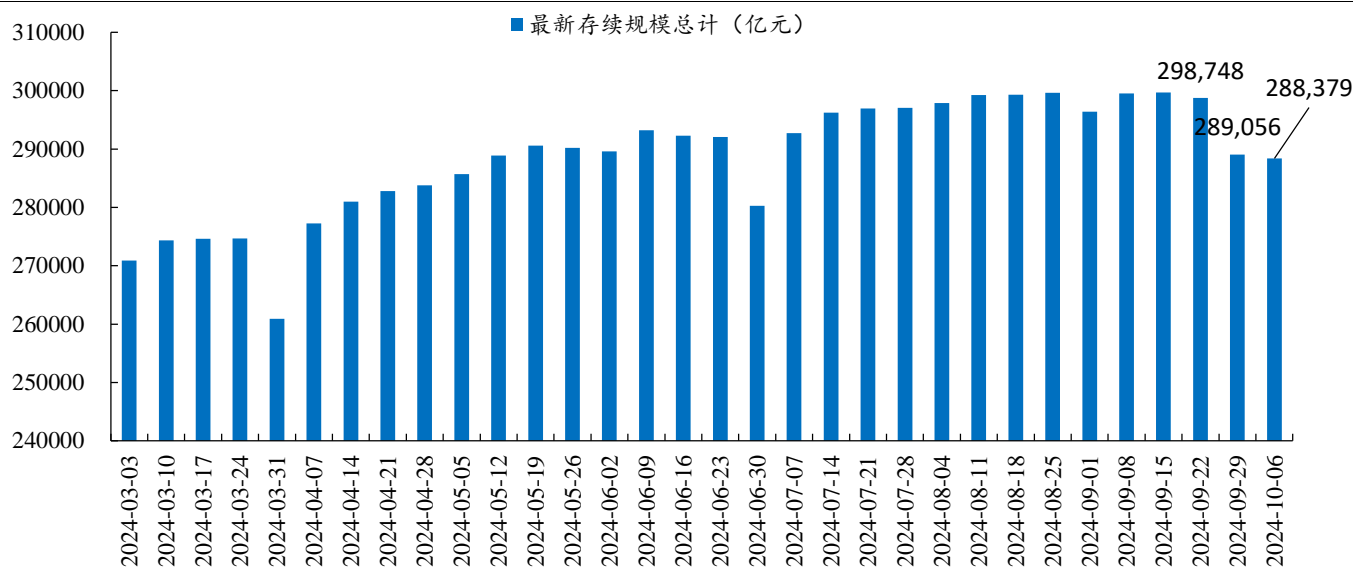
资金流入股市使得短期资金面偏紧。股市情绪偏热催生了部分表内存款提前支取、大额存单折扣转让，或使一般存款下降，而非银存款上升，一定程度会加大银行流动性风险指标压力。后续若资金面趋紧，同业存单等品种或有调整压力。

后续信用债将如何演绎？本轮信用债调整始于8月，一定程度是信用利差极度压缩后的补跌，我们认为后续或仍存一定调整空间，但对负债端较稳定的机构来说已具备比较好配置价值。以银行自营投资为例，收益率2.17%的10Y国债收益率，考虑税收、资本占用、信用成本后，大致相当于收益率为3.01%的3Y高等级信用债。同理，3年国债收益率1.67%大致相当于2.30%的信用债收益率。比价效应下，信用债的回调或使得银行自营投资逐步介入。

● 投资建议：

近期债市回调对于理财净值的影响较为有限，客群优势明显、销售渠道多元的银行仍将受益，受益标的有工商银行、农业银行、中国银行、建设银行、交通银行、招商银行、兴业银行等。

● 风险提示：经济增速不及预期，政策效果不及预期等。

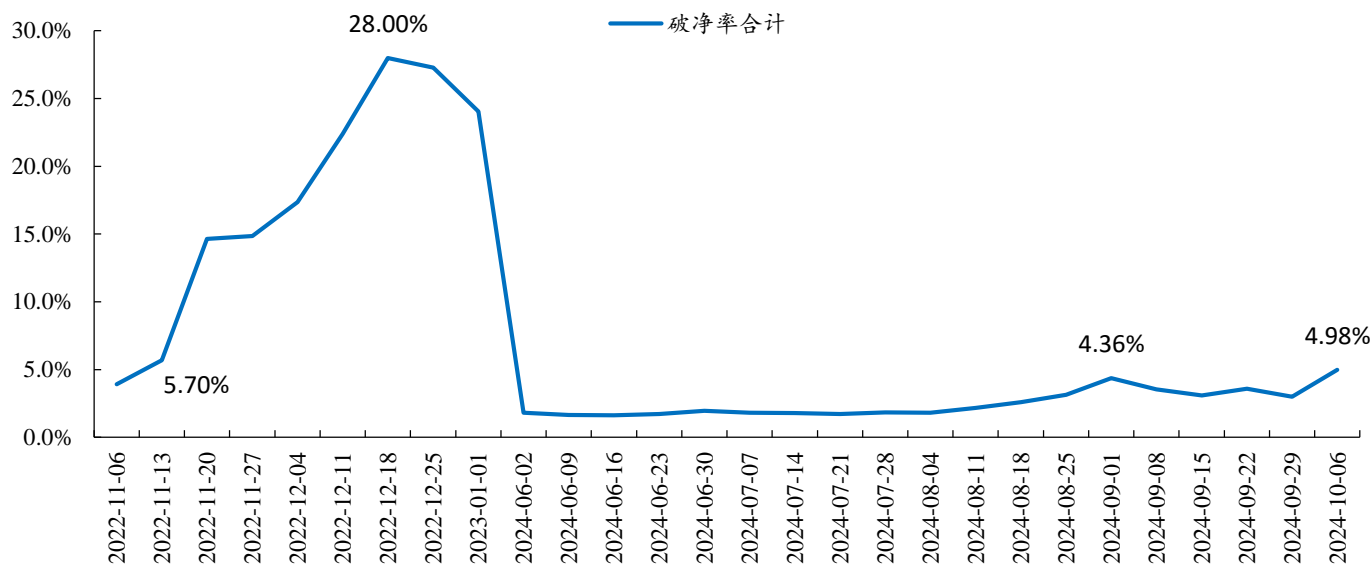
附图 1: 受股市分流影响, 9月最后一周理财规模下降约 1 万亿元


数据来源: 普益标准、开源证券研究所

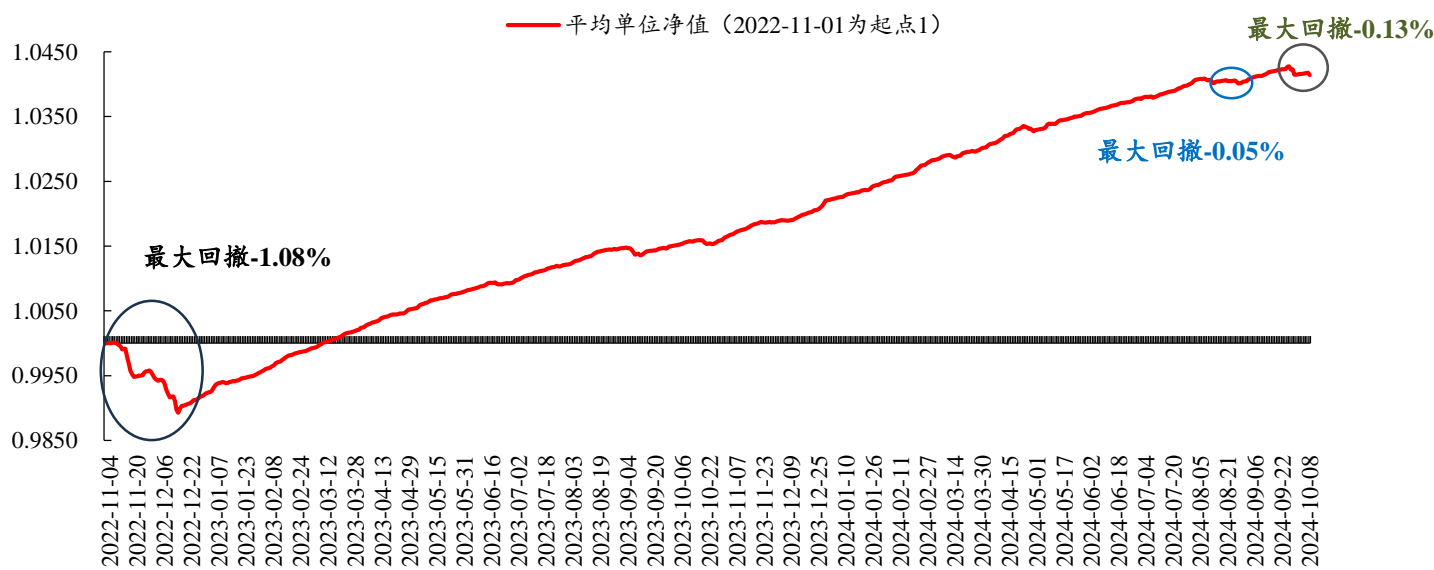
附表 1: 9月最后一周理财规模下降较快的为现金管理类、日开型产品

理财存续规模 (亿元)			2023-12-31	2024-06-30	2024-09-22	2024-09-29	2024-10-06	9月29日较 9月22日
现金管理类	开放式	每日开放型	85,313	74,914	77,938	73,695	73,066	-4,242
纯固收	开放式	每日开放型	7,501	9,773	11,944	11,276	11,259	-668
		最小持有期型	7,085	12,589	14,640	14,262	14,260	-378
		固定期限定开型	7,108	7,622	7,748	7,706	7,706	-42
		其他半开净值型	285	295	277	280	281	3
		定活两便型	0	0	0	0	0	0
		未分类	0	0	6	6	6	0
		封闭式	封闭式	9,768	10,093	9,616	9,365	9,374
固收+	开放式	每日开放型	13,414	17,233	20,448	19,340	19,309	-1,108
		最小持有期型	32,230	45,955	53,839	53,205	53,229	-634
		固定期限定开型	38,553	38,673	38,364	38,080	38,057	-285
		其他半开净值型	2,966	3,415	3,486	3,518	3,521	31
		定活两便型	0	0	19	19	19	0
		未分类	0	0	31	26	26	-5
		封闭式	封闭式	34,487	35,977	35,941	35,079	35,040
混合类	开放式	偏债混合	676	703	691	684	684	-8
		偏股混合	1	1	1	1	1	0
		平衡混合	4,391	3,733	3,735	3,693	3,694	-43
	封闭式	偏债混合	491	354	152	117	117	-35
		偏股混合	0	0	0	0	0	0
		平衡混合	1,508	1,182	1,116	1,143	1,144	27
权益类	开放式	90	84	75	79	81	4	
	封闭式	320	262	242	242	242	0	
商品及金融 衍生品类	开放式	392	345	291	296	332	5	
	封闭式	3	2	2	2	2	0	
未分类			16,463	17,776	17,344	16,943	16,928	-401
合计			263,048	280,982	297,946	289,056	288,379	-8,890

数据来源: 普益标准、开源证券研究所

附图 2：最近一周理财产品破净率约为 5%


数据来源：普益标准、开源证券研究所

附图 3：2024 年 9 月 24 日至 2024 年 10 月 8 日，样本理财产品的净值最大回撤为-0.13%


数据来源：普益标准、开源证券研究所（注：样本理财产品为 14 款存续规模靠前且每日披露净值的理财产品）

附表 2：名义收益率 3.01% 的 3Y 高等级信用债，考虑表内税收、资本占用后，约等于收益率为 2.17% 的 10Y 国债

债券类型	名义收益率	税收成本	增值税	所得税	资本成本	资本转换系数	资本成本率	风险权重	综合收益率
国债 3Y	1.67%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	10.50%	6.00%	0%	1.67%
国债 10Y	2.17%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	10.50%	6.00%	0%	2.17%
企业债 (AAA)	3.01%	0.16%	6.00%	25.00%	0.47%	10.50%	6.00%	75%	1.67%
企业债 (AAA)	3.01%	0.37%	6.00%	25.00%	0.47%	10.50%	6.00%	75%	2.17%

数据来源：Wind、国家金融监督管理总局、开源证券研究所

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20% 以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5% 以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼3层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn