

## 银行

2024年11月05日

## 理财的配债思路与赎回压力再评估

### ——理财持仓全景扫描系列（五）

投资评级：看好（维持）

刘呈祥（分析师）

吴文鑫（分析师）

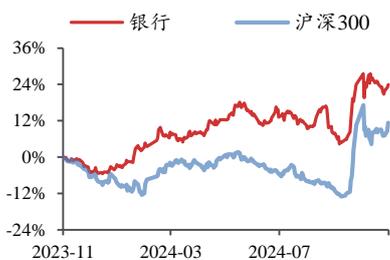
liuchengxiang@kysec.cn

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

《新发按揭贷款利率或阶段企稳——行业点评报告》-2024.11.1

《解析 LPR 脱钩 MLF:推动 FTP 并轨, 重塑资产比价——行业深度报告》-2024.10.28

《化存控新, 后而弥坚: 2024H1 上市银行资产质量观察——行业深度报告》-2024.10.22

#### ● 理财投资行为是信用债市场的重要变量

2024Q2 末理财持有信用债 12.57 万亿元（不含公募基金），持仓占比为 41.13%。**配债偏好**：“资管新规”出台后，除了现金管理类产品外，其余产品的投资行为自由度较大，但净值管理的约束下，理财需严格控制期限错配和信用下沉程度。期限上偏好 3Y 以内中短债，评级上金融债多为 AAA-、信用债多为 AA(2)。

**债券策略**：业绩比较基准构成另一层约束。业绩基准虽较年初有所下降但仍较高，随着高票息资产获取难度加大，票息策略支撑不足，需搭配交易策略+品种下沉。一方面在债牛行情中加大波段交易，另一方面适度品种下沉（城投债&二永债）。

**(1) 城投债**：重仓 3Y 以内城投债；区域上江浙等地以区县级为主，其余以地市级为主；隐含评级上，理财子大多下沉到 AA(2)，非理财子则下沉到 AA-。

**(2) 二永债**：投资高流动性二永债成为理财控制波动的一大方法，2024Q2 以来理财规模高增助推了二永债利差收窄。久期上，主要直投国股行 3Y 以内二永债，但委外或拉长到 3~5 年；评级上，非理财子更为下沉，后续清退理财业务或小幅影响中小银行资本补充。

#### ● 负债端稳定性，是理财配债行为的出发点

**历史复盘：信用利差&理财规模显著反向变动。**（1）2024 年 4 月起存款加速流出，非银资金充裕，信用利差快速收窄至历史最低分位数；（2）8 月底，央行回笼流动性和季末流动性管理的影响下，基金和理财“预防性赎回”，信用利差大幅走阔；（3）9 月底股市情绪升温，理财负债端赎回规模较大，从而导致理财赎回基金和抛售部分信用债。

**后市展望：理财欠配压力略缓解，赎回压力或来自股市。**目前理财规模缓慢恢复，但仍未恢复至 9 月 24 日之前的水平，欠配压力有一定缓解。新一轮存款挂牌利率下调，对于理财规模的提升并不显著，后续理财规模增长动力或减弱，需关注增量政策对于权益市场的影响。我们判断年内理财高点或为 30 万亿元，年内理财配债节奏或偏平稳。

**如何预判负债端赎回压力？信用债调整 20BP→破净率超 5%→赎回压力显现。**目前来看，存量信托占比仍较大，安全垫或较充足，理财可较好抵御债市小幅调整，债市“负反馈”的概率较小。

#### ● 资产端严监管下，理财将迎再配置压力

**品种分化**：（1）协议存款：2 万亿元存量于 2025 年底及 2026 年初集中到期，再配置压力较大，或主要由中短信用债承接；此外需关注同业存款的监管变化。（2）信托计划：2024Q2 末前十大持仓中信托约占 24%，存量规模约 6~7 万亿元。目前整改仍处于观望，若整改落地，对长久期低评级债券影响较大。

**机构分化**：2026 年底前若需清退非理财子的存量业务，4 万亿元理财面临压降。由于非理财子的持仓更为下沉，其“退场”对低评级债券影响较大。

#### ● 总结：理财欠配压力短期缓解，信用债仍是基本盘

2024Q4 理财增长放缓，欠配压力不大，但中长期来看信用债仍是基本盘。协议存款和信托受限、高息存款整改背景下，理财遭遇结构性资产荒，债券风险敞口仍将被被动提升。由于盈余安全垫或较充足，后续理财负债端赎回压力来自于季末流动性管理和“股债跷跷板”下的资金分流。

**风险提示**：经济增速不及预期；理财监管趋严；理财子牌照发放收紧等。

## 目录

1、	理财投资行为是信用债市场的重要变量.....	4
1.1、	市场总览：2024Q2 末理财持有信用债约 13 万亿元.....	4
1.2、	配债偏好：净值化转型后，理财偏好 3Y 以内中短债.....	5
1.3、	策略变迁：业绩基准仍较高，票息策略需搭配交易策略+品种下沉.....	7
1.3.1、	城投债：区县级占比最高，地市级次之.....	9
1.3.2、	二永债：直投国股行 3Y 以内，委外或有拉久期.....	10
2、	负债端稳定性，是理财配债行为的出发点.....	14
2.1、	历史复盘：信用利差&理财规模显著反向变动.....	14
2.1.1、	净值化转型+负债端不稳定，理财经历多重考验.....	14
2.1.2、	高息存款整改后，理财重回信用债市场，信用利差快速收窄.....	14
2.2、	后市展望：理财欠配压力略缓解，赎回压力或来自股市.....	16
2.2.1、	理财增长放缓，“股债跷跷板”具有不确定性.....	16
2.2.2、	信用债调整 20BP→破净率超 5%→赎回压力显现，但安全垫或较充足.....	17
3、	资产端严监管下，理财将迎再配置压力.....	19
3.1、	品种分化：存款到期及信托整改，或提升中短债拥挤度.....	19
3.1.1、	协议存款：2 万亿元或集中到期+关注同业存款监管变化.....	19
3.1.2、	信托计划：若整改落地，对长久期低评级债券影响较大.....	20
3.2、	机构分化：中小银行理财“退场”对低评级债券影响较大.....	21
4、	总结：理财欠配压力短期缓解，信用债仍是基本盘.....	22
5、	风险提示.....	23
附表：	全市场理财前十大持仓扫描（分为穿透前、后）.....	24

## 图表目录

图 1：	非法人产品（包含理财）为信用债的主要持有者（均截至 2024-06 末）.....	4
图 2：	截至 2024-06 末，理财共持有 12.57 万亿元信用债（不含公募基金中的信用债），持仓占比为 41.13%.....	4
图 3：	2019-2021 年末，净值化率显著提升.....	5
图 4：	2021 年末，非净值型产品余额降至 2 万亿元.....	5
图 5：	除了现金管理类 and 封闭式产品外，其余产品均需使用市值法估值.....	6
图 6：	新发理财产品的平均业绩比较基准（费后）总体下降，但仍为较高水平.....	7
图 7：	2024 年初以来各评级信用债收益率均下行较多，高票息资产稀缺.....	8
图 8：	截至 2024Q2 末，理财前十大持仓中的城投债以区县级占比最大（亿元）.....	9
图 9：	截至 2021 年 2 月末，银行间二级资本债的持有者中 25% 为银行理财产品.....	10
图 10：	2024Q2 末理财前十大持仓中，二永债合计占 2.1%（穿透前）.....	10
图 11：	2024Q2 末理财前十大持仓中，二永债合计占 5.5%（穿透后）.....	10
图 12：	随着理财规模扩大，二永债信用利差通常收窄（右轴逆序）.....	11
图 13：	理财前十大持仓中的银行二永债行权剩余期限平均为 2~3 年（年）.....	11
图 14：	理财底层信托计划投资的二永债行权剩余期限或拉长至 3~5 年.....	12
图 15：	2024 年商业银行二级资本债到期量较大.....	13
图 16：	2024 年国有行二级资本债发行 5000 亿元（亿元）.....	13
图 17：	2024 年商业银行永续债面临首批赎回期.....	13
图 18：	2024 年国有行永续债发行量约 2500 亿元（亿元）.....	13

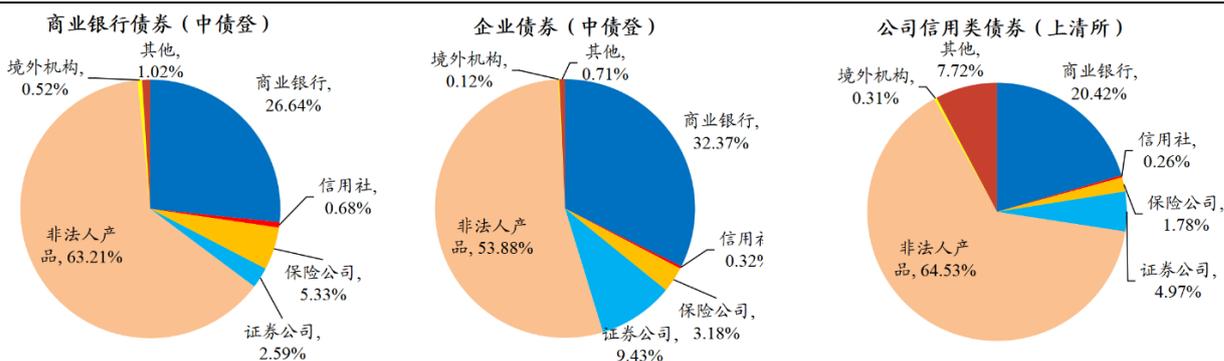
图 19: 2024 年国有行二级资本债到期量较大的月份为 3 月、4 月、8 月、9 月、11 月 (亿元) .....	13
图 20: 2024 年国有行永续债到期量较大的月份为 1 月、7-9 月、11 月 (亿元) .....	13
图 21: 负债端稳定性将直接影响理财的投资策略.....	14
图 22: 随着理财规模扩大, 信用利差通常收窄 (右轴逆序) .....	15
图 23: 2024-04-08 “手工补息” 被禁止后 R007 与 DR007 利差持续收窄 .....	15
图 24: 3YAA 中短票据-3Y 国开债的信用利差在 2024 年 7 月收敛至历史最低分位数.....	16
图 25: 2024 年 10 月第三周理财规模正缓慢恢复中 (万亿元) .....	16
图 26: 存款挂牌利率下调 (图中黄色为下调时点) 对理财规模提升效果短期不明显 .....	17
图 27: 通过观察 “信用债收益率上行→理财破净率上升→理财规模下降” 传导链条, 预判理财赎回压力 .....	18
图 28: 2024Q2 末全市场理财产品前十大持仓中, 信托计划占比仍较高 .....	19
图 29: 截至 2023 年末组合类保险资管产品的资金来源中, 理财资金共 4.36 万亿元 .....	19
图 30: 3 年期协议存款与 1 年期同业存款的利差可达 100BP 以上.....	20
图 31: 部分理财通过信托计划平滑净值、增厚收益等.....	20
图 32: 截至 2024 年 6 月末, 非理财子的理财规模为 4.19 万亿元, 市场份额为 14.71% (左轴单位: 万亿元) .....	21
表 1: 监管对于理财的债券投资限制主要为流动性资产比例、现金管理类产品投向等 .....	5
表 2: 全市场理财前十大持仓中, 金融债行权剩余期限平均为 3 年以内, 非金融债的信用债平均为 2 年以内 .....	7
表 3: 全市场理财前十大持仓中, 金融债多数为 AAA-及以上, 信用债多数为 AA(2)及以上.....	8
表 4: 理财前十大持仓来看, 非理财子在城投债投资上更为下沉, 隐含评级 AA-占比明显高于理财子 .....	9
表 5: 理财前十大持仓来看, 非理财子在二永债上更为下沉, 银行评级 AA 及 AA-占比明显高于理财子 .....	12
表 6: 2024-10-18 六大国有行和招商银行新一轮下调了存款挂牌利率 .....	17
表 7: 理财前十大持仓来看, 非理财子的金融债和信用债持仓更为下沉 .....	21
表 8: 理财前十大持仓来看, 非理财子的金融债和信用债剩余期限 (行权剩余期限) 差异不大 .....	22
表 9: 2024Q3 末, 理财底层的基金占比较 2024Q2 末显著下降 (统计截至 2024-11-04 披露) .....	23
附表: 全市场理财前十大持仓中, 资管产品占比仍较大 (分为穿透前、穿透后) .....	24

## 1、理财投资行为是信用债市场的重要变量

### 1.1、市场总览：2024Q2 末理财持有信用债约 13 万亿元

以理财为主体的非法人产品是信用债的主要持有者。截至 2024 年 6 月末，非法人产品在中债登的商业银行债和企业债、上清所公司信用类债券占比均超过 50%，理财的投资行为是信用债研究中重要的一环。

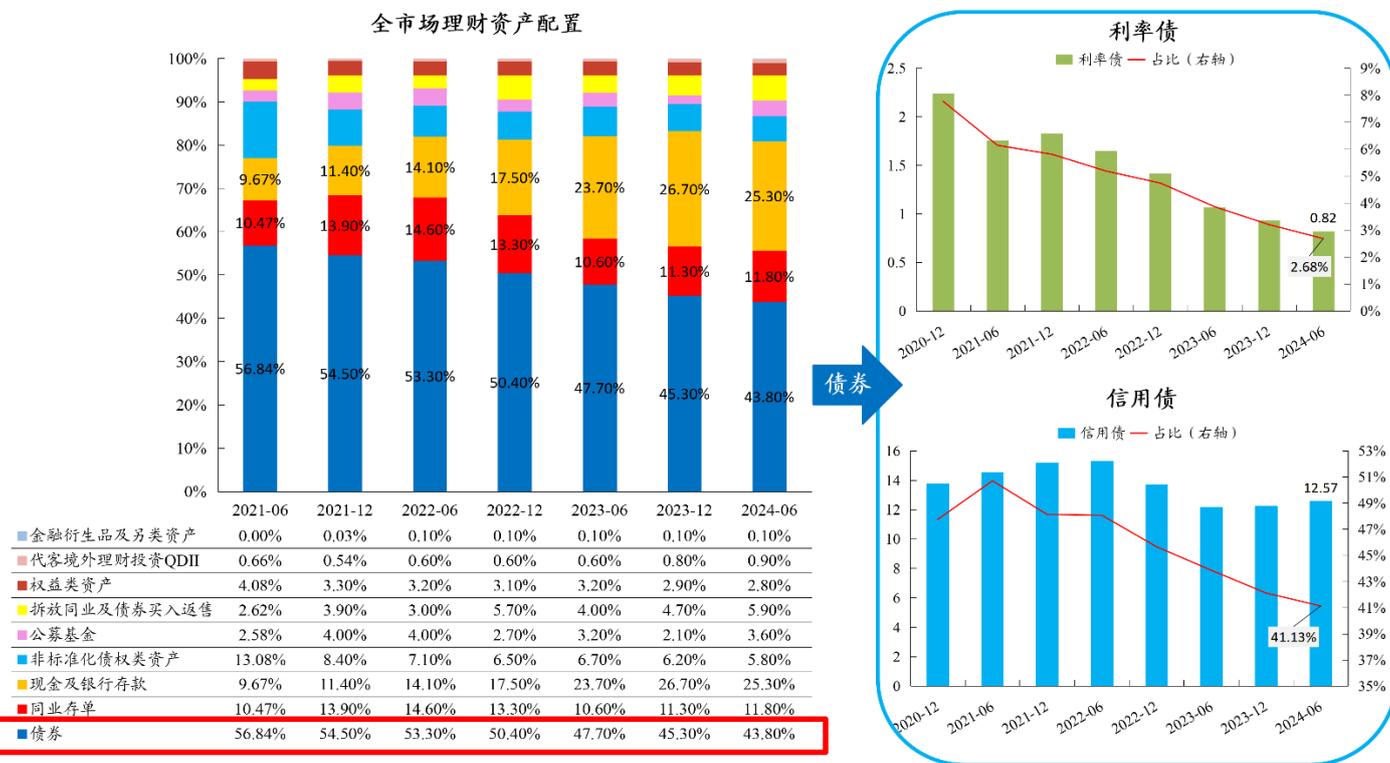
图1：非法人产品（包含理财）为信用债的主要持有者（均截至 2024-06 末）



数据来源：Wind、中债登、开源证券研究所（注：上清所债券的“其他”指政策性银行+基金公司+其他金融机构+非金融机构法人+名义持有人账户(境内)）

理财底层的信用债仓位超 40%，持有规模约 13 万亿元。截至 2024 年 6 月末，全市场理财持有信用债（穿透后）共 12.57 万亿元，占总投资资产的 41.13%，占比虽较年初有所下降，但考虑到理财底层的公募基金并未穿透，因此实际占比或更高。

图2：截至 2024-06 末，理财共持有 12.57 万亿元信用债（不含公募基金中的信用债），持仓占比为 41.13%



数据来源：银行业理财登记托管中心、开源证券研究所

## 1.2、配债偏好：净值化转型后，理财偏好 3Y 以内中短债

“资管新规”出台后，现金管理类产品投资限制较严格，其余产品自由度较大。“资管新规”出台后，监管主要对现金管理类产品的投向做出了较多限制（久期、评级），但对于其他类型的理财产品来说，限制相对较少，意味着非现金管理类产品可拉久期、做下沉。

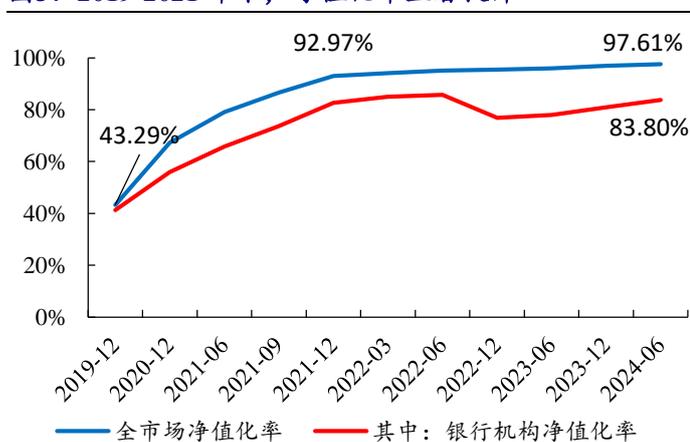
表1：监管对于理财的债券投资限制主要为流动性资产比例、现金管理类产品投向等

日期	政策文件	产品类型	限制类型	具体内容
2018-09-26	《商业银行理财业务监督管理办法》	开放式公募产品	流动性资产比例	开放式公募理财产品应当持有不低于该理财产品 <b>资产净值 5% 的现金或者到期日在一年以内的国债、中央银行票据和政策性金融债券。</b>
2021-12-10	《理财公司理财产品流动性风险管理办法》	定开型公募产品	流动性资产比例	<b>定期开放周期不低于 90 天</b> 的公募理财产品，应当在开放日及开放日前 7 个工作日内持有不低于该理财产品 <b>资产净值 5%</b> 的现金或者到期日在一年以内的国债、中央银行票据和政策性金融债券。
2021-06-11	《关于规范现金管理类产品管理有关事项的通知》	现金管理类产品	债券剩余期限	现金管理类产品应投资 <b>剩余期限在 397 天以内（含 397 天）的债券</b> 、在银行间市场和证券交易所市场发行的资产支持证券；不得投资于信用等级在 AA+ 以下的债券、资产支持证券。
			债券主体评级	每只 <b>现金管理类</b> 产品投资于所有主体信用评级 <b>低于 AAA</b> 的机构发行的金融工具的比例合计 <b>不得超过</b> 该产品资产净值的 <b>10%</b> 。 <b>*信用等级参照主体信用评级（孰低者），还需结合内部评级进行独立判断和认定。</b>
			流动性资产比例	(一)每只现金管理类产品持有不低于该产品 <b>资产净值 5%</b> 的现金、国债、中央银行票据、政策性金融债券； (二)每只现金管理类产品持有不低于该产品 <b>资产净值 10%</b> 的现金、国债、中央银行票据、政策性金融债券以及五个交易日内到期的其他金融工具。
			二永债	对于存量，银行及理财公司应以《通知》发布日为基准时点，按照“新老划断”原则， <b>严格锁定现金管理类产品投资的存量银行永续债、二级资本债，允许持有至到期，但不得再新增投资不合规资产。</b> 对于增量，依据会计准则界定为债性，且剩余期限、评级等满足《通知》各项要求的银行资本补充债券，现金管理类产品可以合规投资。此外，《标准化债权类资产认定规则》已将 <b>债性的银行永续债</b> 认定为标准化债权类资产，银行及理财公司发行的理财产品均可合规投资。

资料来源：国家金融监督管理总局、开源证券研究所

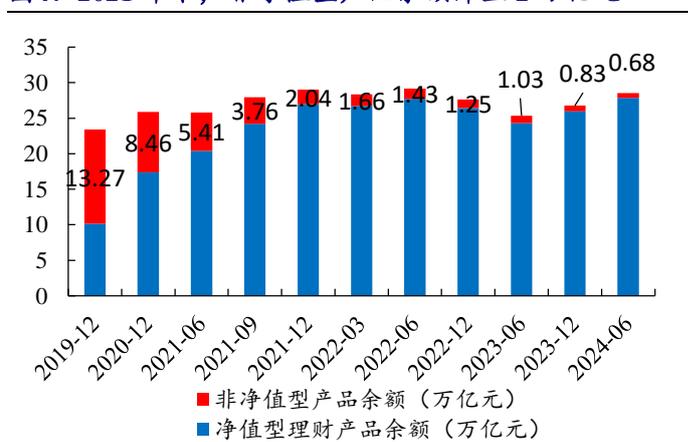
2021 年末基本实现净值化转型，产品净值管理成为一大考验。2018 年“资管新规”出台后刚兑模式不再，理财开启净值化转型，信用债投资趋于“短期化”。从 2019 年末至 2021 年末（资管新规过渡期至 2021 年末），2019 年末-2021 年末，理财净值化率从 43% 显著上升至 93%，非净值型产品余额从 13 万亿元压降至 2 万亿元。

图3：2019-2021 年末，净值化率显著提升



数据来源：银行业理财登记托管中心、开源证券研究所

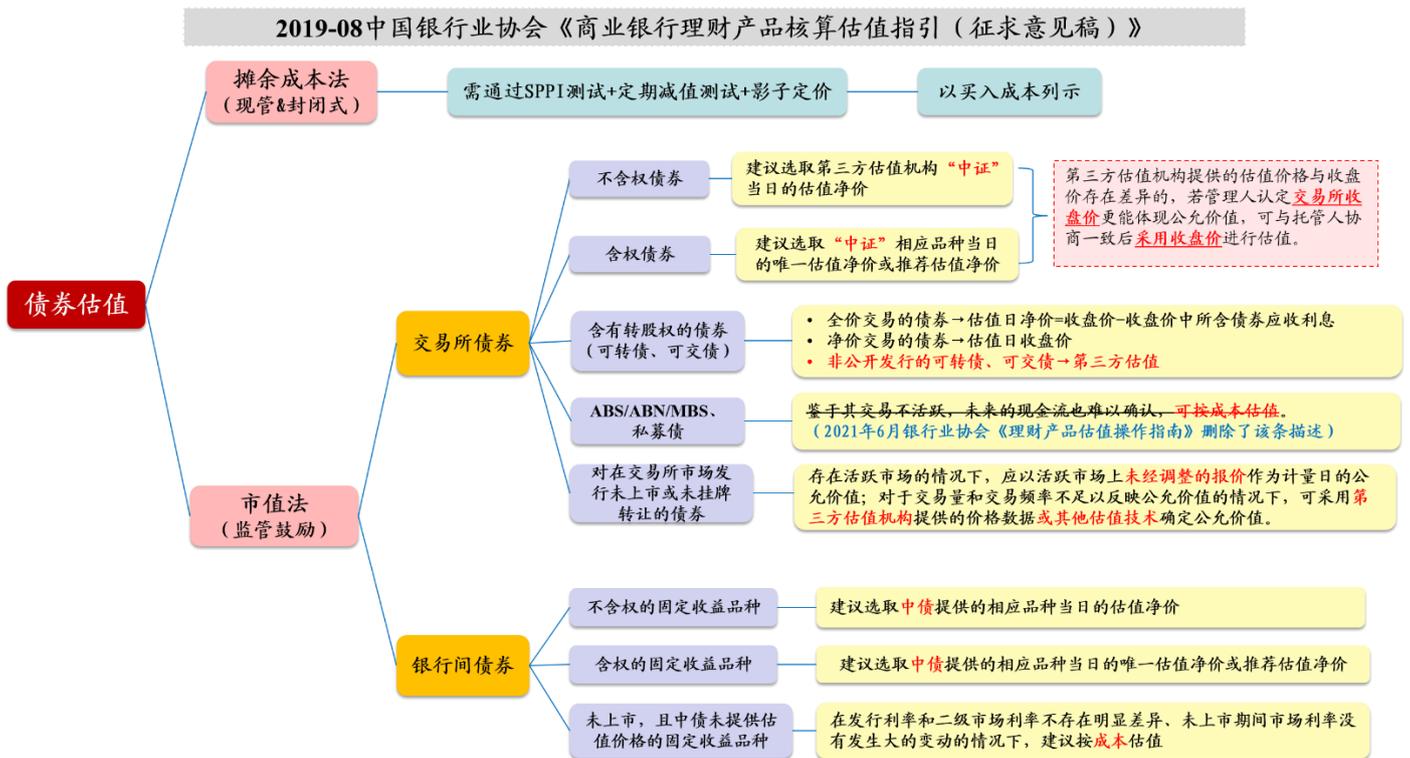
图4：2021 年末，非净值型产品余额降至 2 万亿元



数据来源：银行业理财登记托管中心、开源证券研究所

市值法估值的监管导向下，投资经理需控制期限错配和信用下沉程度。2019年8月中银协出台的《商业银行理财产品核算估值指引（征求意见稿）》明确了各类债券估值的细则，目前除了现金管理类 and 封闭式产品中持有到期的债券可使用摊余成本法外，其余产品中的债券均需市值法计价（中债、中证、收盘价）。因此，尽管部分产品可通过期限错配、信用下沉增厚收益，但为了控制净值波动和应对不稳定的负债端，理财投资经理通常偏好中短债、谨慎下沉。

图5：除了现金管理类和封闭式产品外，其余产品均需使用市值法估值



资料来源：中国银行业协会、开源证券研究所

持仓统计来看，理财偏好剩余期限3年以内的中短债。从理财重仓券的剩余期限（含权债采用行权剩余期限）来看，金融债平均为3年以内、非金融债的信用债平均为2年以内。其中，银行二级资本债、永续债的行权剩余期限平均也在3年以内。理财对于拉久期相对谨慎，主要是出于控制风险的考虑。

表2: 全市场理财前十大持仓中, 金融债行权剩余期限平均为3年以内, 非金融债的信用债平均为2年以内

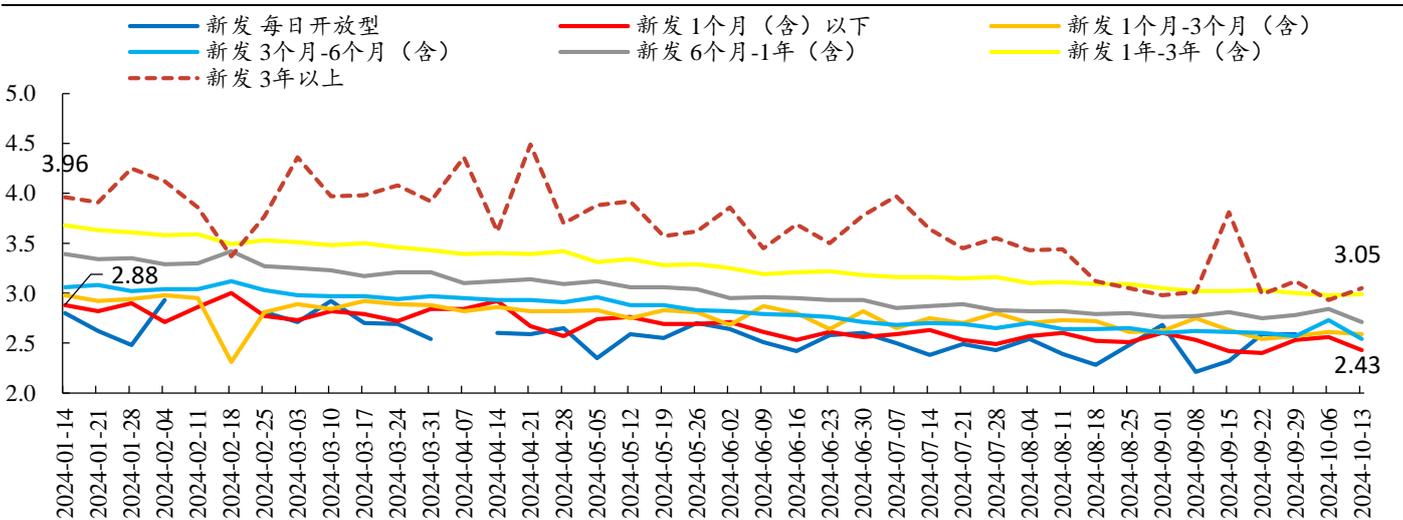
行权剩余期限 (平均, 年)	全市场理财						现金管理类						固定收益类					
	2020-12	2021-12	2022-12	2023-12	2024-03	2024-06	2020-12	2021-12	2022-12	2023-12	2024-03	2024-06	2020-12	2021-12	2022-12	2023-12	2024-03	2024-06
国债	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
地方政府债	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
政金债	2.85	3.55	2.25	3.84	2.57	1.80	-	-	-	-	-	-	2.85	3.57	1.95	3.84	2.84	1.80
利率债	2.85	3.55	2.25	3.84	2.57	1.80	-	-	-	-	-	-	2.85	3.57	1.95	3.84	2.84	1.80
中证金	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
商业银行	2.81	3.27	2.85	2.11	2.06	2.18	2.75	1.85	1.01	0.45	0.38	0.27	2.81	3.31	2.88	2.12	2.07	2.19
银行二级	2.36	2.74	2.57	2.05	2.14	2.31	2.24	1.22	1.07	0.28	0.46	0.22	2.37	2.81	2.62	2.07	2.15	2.32
银行永续	4.15	3.82	3.15	2.18	2.02	2.08	3.92	3.03	1.63	0.70	0.52	0.30	4.18	3.81	3.14	2.18	2.03	2.09
银行TLAC	-	-	-	-	-	2.98	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	2.93
银行普通	1.42	1.65	1.67	1.56	1.33	1.84	0.93	1.06	0.69	0.30	0.08	0.11	1.55	1.65	1.79	1.63	1.50	1.88
银行专项	1.84	2.14	1.38	1.42	1.46	1.70	0.79	1.33	0.42	0.17	0.13	0.16	1.92	2.35	1.55	1.47	1.52	1.78
证券公司	2.23	2.39	2.22	1.53	1.57	1.53	1.23	0.87	0.52	0.42	0.33	0.28	2.26	2.40	2.18	1.65	1.72	1.73
保险公司	2.72	3.48	2.09	2.32	2.44	1.73	1.16	2.15	-	-	-	-	2.76	3.56	2.41	2.25	2.27	1.69
其它金融机构	1.73	3.11	2.78	2.34	2.03	1.60	2.16	1.34	0.47	0.31	0.32	0.29	1.70	3.20	2.91	2.40	2.07	1.65
金融债(不含政金债)	2.54	3.08	2.71	2.04	1.98	2.02	2.51	1.64	0.80	0.42	0.34	0.28	2.55	3.12	2.75	2.07	2.02	2.08
政府支持机构债	2.15	4.15	4.07	3.52	3.49	3.89	-	-	-	-	-	-	2.15	4.30	4.25	3.52	3.90	3.89
国际机构债	-	-	-	-	-	1.78	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	1.78
一般企业债	3.56	3.10	2.85	2.26	2.10	2.00	2.42	2.30	1.02	0.29	0.35	0.28	3.57	3.13	2.87	2.27	2.12	2.01
一般公司债	1.70	1.75	1.50	1.40	1.44	1.51	1.08	1.49	0.40	0.38	0.40	0.30	1.68	1.73	1.54	1.43	1.47	1.53
私募债	1.75	1.34	1.29	1.37	1.44	1.49	1.41	1.14	0.48	0.54	0.33	0.26	1.75	1.34	1.29	1.37	1.44	1.49
债务融资工具	1.49	1.50	1.52	1.27	1.33	1.42	1.37	1.08	0.32	0.34	0.28	0.22	1.50	1.50	1.54	1.29	1.37	1.45
超短期融资券(SCP)	0.26	0.30	0.24	0.27	0.24	0.26	0.24	0.35	0.17	0.28	0.22	0.18	0.26	0.30	0.23	0.27	0.26	0.32
短期融资券(CP)	0.43	0.48	0.36	0.50	0.41	0.32	0.23	0.45	0.43	0.48	0.35	0.19	0.43	0.48	0.36	0.50	0.42	0.37
中期票据(MTN)	1.57	1.63	1.76	1.39	1.42	1.58	1.77	1.26	0.40	0.35	0.26	0.27	1.57	1.62	1.78	1.41	1.44	1.59
定向工具(PPN)	1.52	1.40	1.25	1.06	1.12	1.11	1.34	1.17	0.39	0.51	0.46	0.30	1.52	1.39	1.26	1.06	1.11	1.11
项目收益票据(PRN)	2.56	3.19	1.88	1.00	0.83	0.74	-	-	-	-	-	-	2.56	3.19	1.87	1.00	0.86	0.84
资产支持票据(ABN)	1.41	1.95	1.85	3.32	3.64	4.31	0.83	1.76	0.73	0.31	0.40	0.33	1.45	1.99	1.79	3.32	3.84	4.49
标准化票据(SDN)	0.52	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	0.52	-	-	-	-	-
ABS	1.66	2.85	2.74	3.92	4.53	5.28	2.02	1.55	0.42	0.53	0.51	0.46	1.66	2.97	2.89	4.13	4.80	5.60
信用债(不含金融债)	1.74	1.63	1.57	1.47	1.57	1.67	1.41	1.24	0.37	0.38	0.31	0.26	1.74	1.63	1.59	1.49	1.60	1.69
其中: 城投债	1.81	1.56	1.49	1.33	1.40	1.45	1.54	1.24	0.42	0.44	0.34	0.23	1.82	1.56	1.50	1.34	1.41	1.45

数据来源: 普益标准、Wind、开源证券研究所 (注: 含权债采用行权剩余期限, 其余采用剩余期限; 是否城投债取YY和Wind并集)

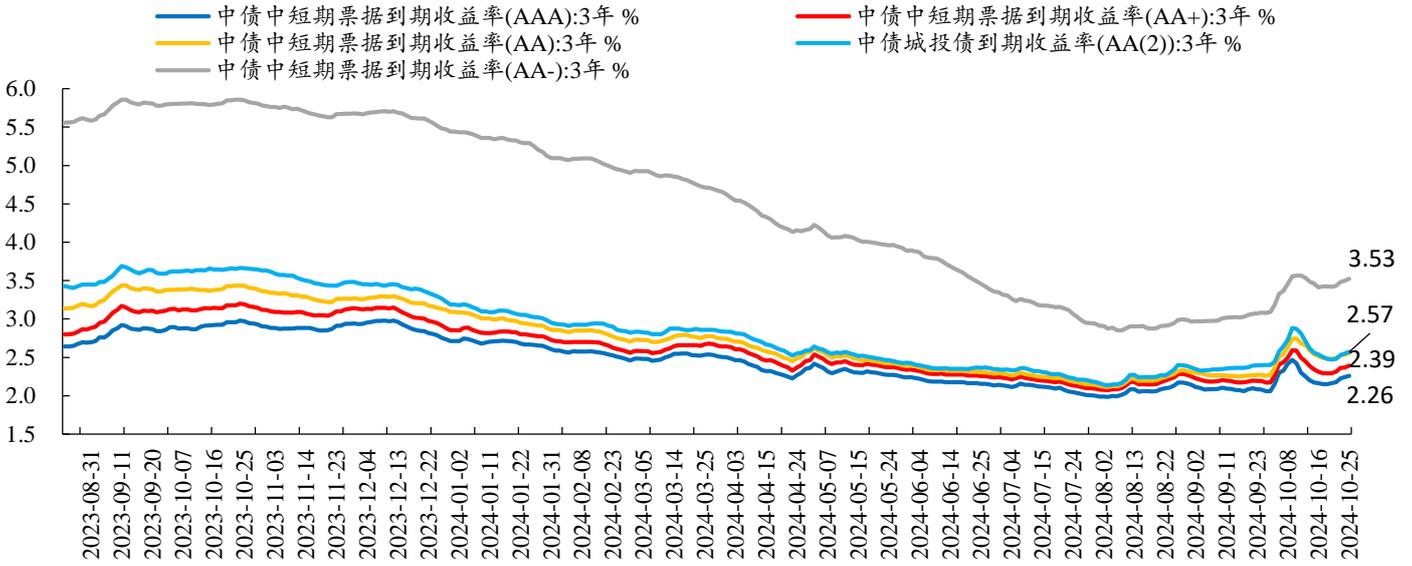
### 1.3、策略变迁: 业绩基准仍较高, 票息策略需搭配交易策略+品种下沉

业绩达标压力较大, 票息策略支撑有限, 波段交易和品种下沉是可选项。截至2024-10-13新发1个月(含)以下理财产品平均业绩比较基准中枢在2.43%左右, 较年初降幅超40BP, 但仍处于较高水平。通常来说, 业绩比较基准需在渠道端展示给投资者, 若下降较多容易对销售产生不利影响, 因此其下降势必是多方博弈、循序渐进的过程, 投资经理的业绩压力仍然较大。随着高票息资产获取难度加大, 波段交易和品种下沉是可选项: 一方面在债牛行情中加大波段交易, 获取资本利得; 另一方面适度品种下沉, 安全性高+品种溢价的城投债和二永债受到理财的关注。

图6: 新发理财产品的平均业绩比较基准(费后)总体下降, 但仍为较高水平



数据来源: 普益标准、开源证券研究所

**图7：2024年初以来各评级信用债收益率均下行较多，高票息资产稀缺**


数据来源：Wind、开源证券研究所

全市场理财前十大持仓中，金融债多数为AAA-，信用债多数为AA(2)。“资产荒”背景下金融债在AA、AA-的有小幅增配的趋势，信用债在AA(2)有所增配，特别是2023年地方政府化债推动了城投债小幅下沉。

**表3：全市场理财前十大持仓中，金融债多数为AAA-及以上，信用债多数为AA(2)及以上**

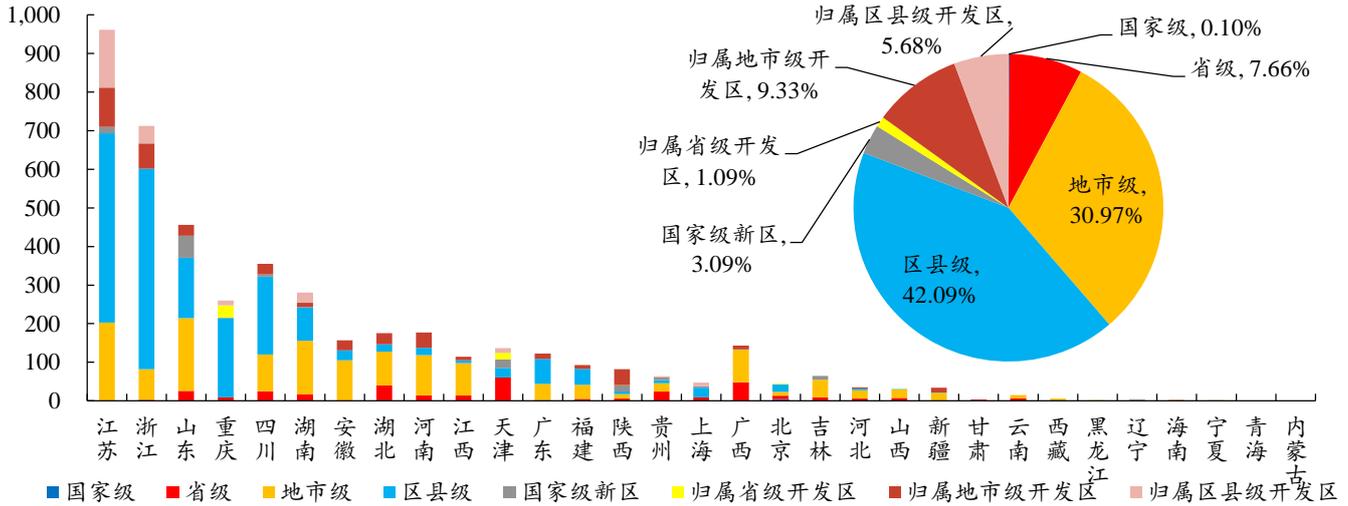
隐含评级	金融债(不含政金债)					信用债(不含金融债)					其中：城投债				
	2021-12	2022-12	2023-12	2024-03	2024-06	2021-12	2022-12	2023-12	2024-03	2024-06	2021-12	2022-12	2023-12	2024-03	2024-06
AAA+	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.80%	0.74%	0.17%	0.34%	0.19%	0.19%	0.44%	0.05%	0.12%	0.10%
AAA	26.36%	25.38%	24.49%	25.94%	26.64%	11.31%	9.54%	6.16%	6.58%	5.87%	2.97%	4.22%	2.74%	3.09%	2.65%
AAA-	36.56%	36.55%	34.32%	33.36%	30.09%	7.15%	8.21%	5.69%	5.96%	5.05%	0.53%	0.74%	0.39%	0.53%	0.42%
AA+	27.33%	26.57%	28.44%	27.51%	27.19%	18.77%	22.31%	19.20%	20.43%	20.10%	10.90%	11.94%	10.13%	10.92%	10.67%
AA	6.36%	7.64%	8.43%	8.53%	9.82%	24.66%	24.97%	27.53%	27.11%	28.45%	26.89%	26.56%	26.53%	25.60%	26.43%
AA(2)	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	22.00%	23.96%	33.11%	31.43%	31.55%	39.78%	42.93%	50.57%	49.75%	49.22%
AA-	2.56%	3.02%	3.48%	3.54%	4.88%	9.41%	8.23%	7.17%	7.39%	7.88%	13.72%	12.48%	9.39%	9.83%	10.39%
A+	0.71%	0.68%	0.75%	0.82%	1.07%	0.97%	0.67%	0.14%	0.11%	0.15%	0.98%	0.59%	0.12%	0.10%	0.09%
A	0.05%	0.03%	0.07%	0.08%	0.03%	0.36%	0.12%	0.05%	0.04%	0.01%	0.39%	0.09%	0.07%	0.07%	0.02%
A-	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.03%	0.01%	0.01%	0.01%	0.01%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
BBB+	0.00%	0.01%	0.01%	0.02%	0.03%	0.02%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
BBB	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.06%	0.01%	0.03%	0.02%	0.02%	0.08%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
BB	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.03%	0.01%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
B+	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
B	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.03%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
CCC	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.06%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
CC	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.39%	0.25%	0.15%	0.19%	0.23%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
C	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	1.05%	0.62%	0.21%	0.24%	0.29%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
未评级	0.07%	0.11%	0.01%	0.21%	0.26%	2.89%	0.34%	0.40%	0.14%	0.22%	3.57%	0.01%	0.01%	0.00%	0.00%
合计	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%

数据来源：普益标准、Wind、开源证券研究所（注：隐含评级截至2024-10-22，优先采用中债、其次采用中证指数；中证金融公司债券隐含评级未公开，默认为AAA；2024-06持仓包含截至2024-08-04披露2024Q2投资报告的理财产品）

### 1.3.1、城投债：区县级占比最高，地市级次之

受益于政府化债政策，理财子重仓 3Y 以内城投债。区域上，理财子在江浙等地下沉到区县级的比例较大，其余多数省份基本仅下沉到地市级。隐含评级上，理财子大多仅下沉到 AA(2)，而非理财子在 AA- 占比仍超 1/4 (2024Q2 末)，或为地方性银行为维系地方政府关系，而被动下沉。但是随着城投债供给的收缩，“退平台”的担忧仍存，理财子在城投债方面的下沉仍较为谨慎。

图8：截至 2024Q2 末，理财前十大持仓中的城投债以区县级占比最大（亿元）



数据来源：Wind、普益标准、开源证券研究所（注：不区分穿透前后，按实际披露的口径统计）

表4：理财前十大持仓来看，非理财子在城投债投资上更为下沉，隐含评级 AA- 占比明显高于理财子

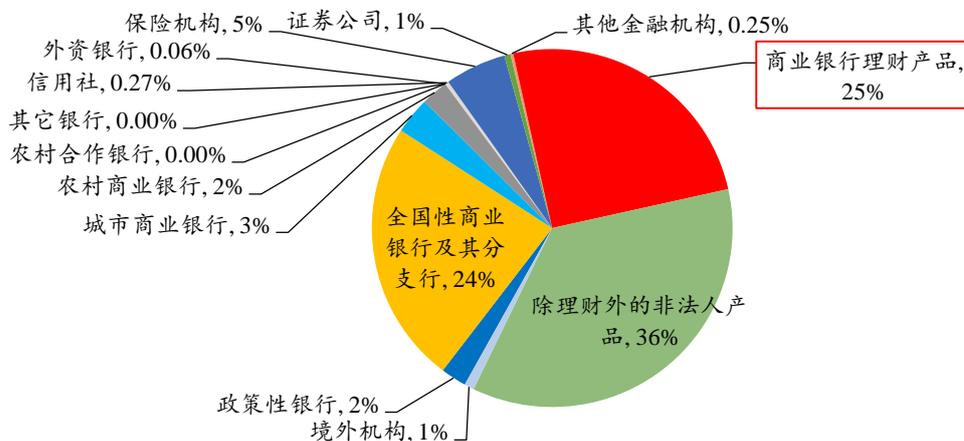
城投债隐含评级	理财子						非理财子					
	2020-12	2021-12	2022-12	2023-12	2024-03	2024-06	2020-12	2021-12	2022-12	2023-12	2024-03	2024-06
AAA+	0.00%	0.24%	0.53%	0.02%	0.02%	0.00%	0.07%	0.12%	0.29%	0.13%	0.32%	0.30%
AAA	3.05%	2.93%	5.82%	3.45%	4.07%	3.52%	2.17%	3.02%	1.72%	1.19%	1.11%	0.90%
AAA-	0.12%	0.48%	0.93%	0.55%	0.75%	0.57%	0.35%	0.61%	0.44%	0.03%	0.07%	0.14%
AA+	18.23%	10.91%	14.99%	12.09%	13.15%	12.92%	11.46%	10.87%	7.17%	5.81%	6.38%	6.12%
AA	39.13%	31.06%	32.41%	30.40%	30.32%	30.83%	23.98%	21.34%	17.41%	18.05%	16.02%	17.59%
AA(2)	23.92%	43.51%	41.98%	51.53%	49.46%	49.67%	30.07%	34.83%	44.40%	48.47%	50.32%	48.33%
AA-	5.50%	6.39%	3.23%	1.96%	2.22%	2.49%	19.32%	23.47%	26.95%	25.68%	25.26%	26.27%
A+	0.48%	0.25%	0.09%	0.00%	0.00%	0.00%	1.96%	1.94%	1.39%	0.38%	0.29%	0.28%
A	0.12%	0.09%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.69%	0.79%	0.22%	0.23%	0.22%	0.07%
A-	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.12%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
BBB+	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.06%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
BBB	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.06%	0.19%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
BB	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.02%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
B+	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
B	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
CCC	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
CC	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
C	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
未评级	9.45%	4.14%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	9.67%	2.81%	0.02%	0.03%	0.01%	0.00%
合计	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%

数据来源：Wind、普益标准、开源证券研究所（注：隐含评级以 2024-10-23 为基准）

### 1.3.2、二永债：直投国股行 3Y 以内，委外或有拉久期

投资高流动性二永债，成为理财控制波动的方法之一。在信用债和非标供给不足的背景下，理财通过交易二永等高流动性品种主动管理流动性。截至 2021 年 2 月末，银行间二级资本债的持有者中 25% 为银行理财产品。

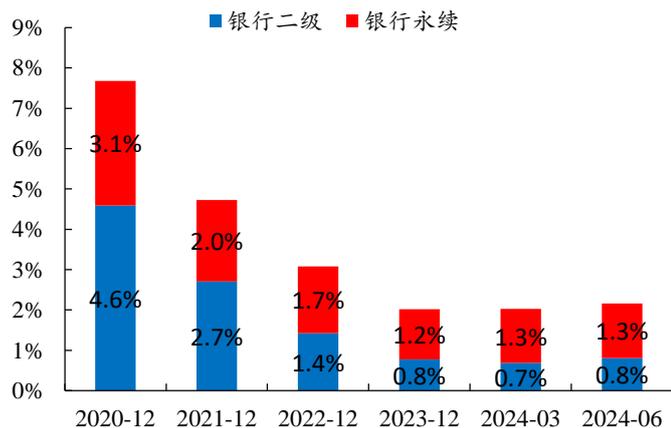
图9：截至 2021 年 2 月末，银行间二级资本债的持有者中 25% 为银行理财产品



数据来源：中债登、开源证券研究所

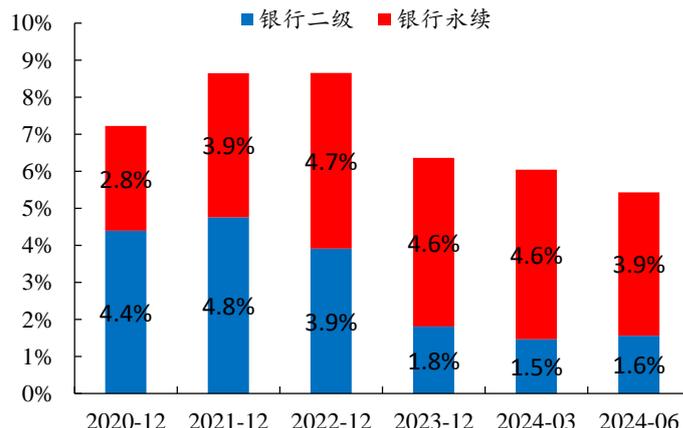
截至 2024Q2 末，理财前十大持仓中银行二永债合计约占 5.5%。2021 年末资管新规过渡期结束后，现金管理类产品已无法新增二永债，其余类型产品均可继续投资。截至 2024Q2 末，理财前十大持仓中（穿透后）银行二级资本债、永续债占比分别为 1.6%、3.9%，环比 2024Q1 分别+0.1pct、-0.7pct。但由于该占比仅为存量占比，若考虑实际交易的规模，占比或更大。

图10：2024Q2 末理财前十大持仓中，二永债合计占 2.1%（穿透前）



数据来源：普益标准、开源证券研究所（注：占比=全市场理财前十大持仓中该类资产总规模÷全市场理财前十大持仓总规模，2024-04 数据统计范围为截至 2024-08-04 披露 2024Q2 投资报告的理财产品，下同）

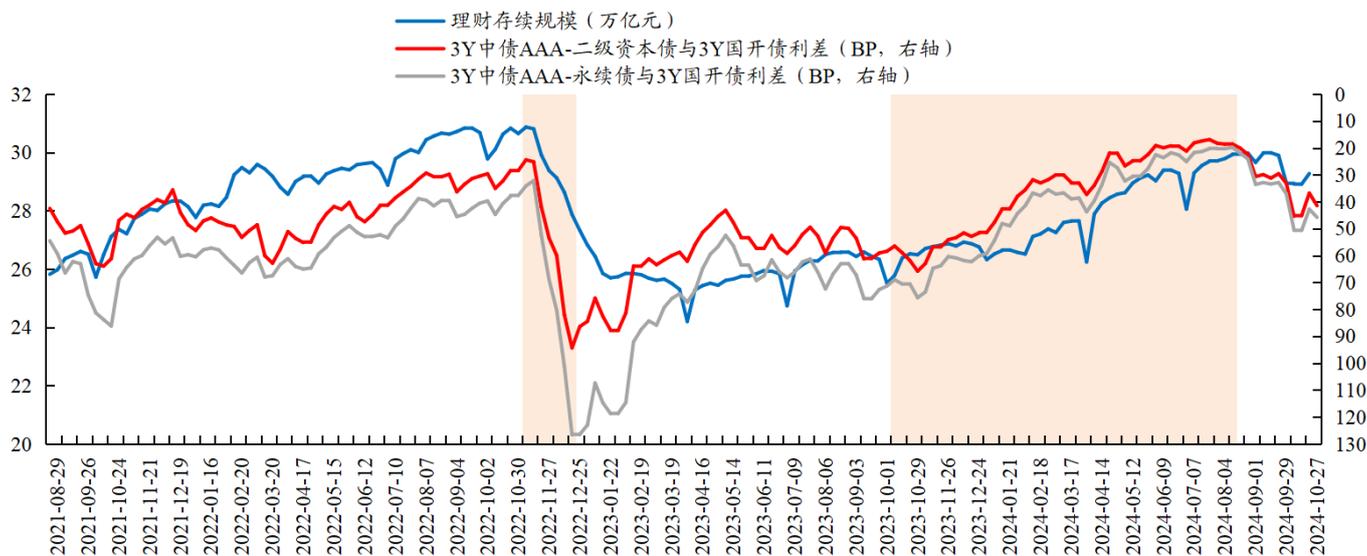
图11：2024Q2 末理财前十大持仓中，二永债合计占 5.5%（穿透后）



数据来源：普益标准、开源证券研究所

**2024Q2 以来理财规模高增，助推了二永债利差收窄。**2024 年上半年理财严监管政策出台，理财投资协议存款和信托计划相对收紧，叠加“手工补息”叫停后存款资产获取难度增加，理财欠配压力在 Q2-Q3 集中体现。期间理财或增加了二永债的交易，二永债信用利差均在 7-8 月收窄至 20BP 附近，为理财获得资本利得提供了较好支撑。2024 年 8 月底随着理财“预防性赎回”，二永债信用利差均上升至 30BP 以上，其后小幅震荡。

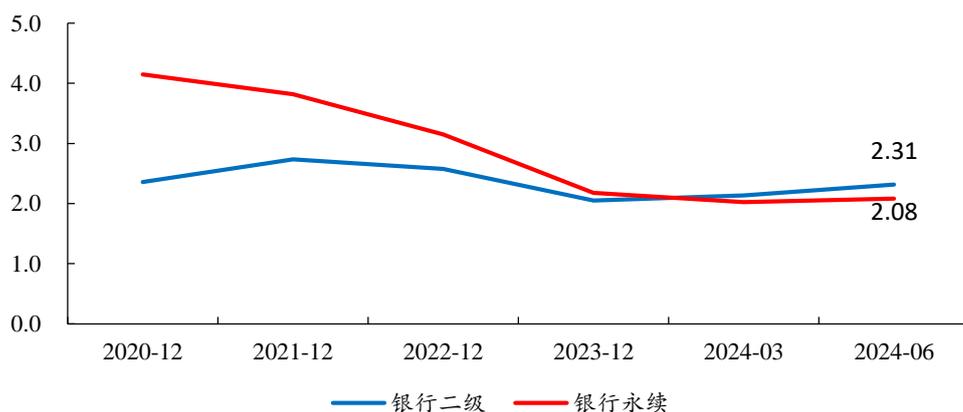
图12：随着理财规模扩大，二永债信用利差通常收窄（右轴逆序）



数据来源：Wind、普益标准、开源证券研究所

**二永债方面，理财偏好行权剩余期限 3 年以内的国股行品种。**我们统计了理财前十大持仓中持有的银行二永债，发现隐含评级多在 AA+及以上，行权剩余期限平均为 2~3 年，或主要由于国股行二永债体量较大且流动性更好。

图13：理财前十大持仓中的银行二永债行权剩余期限平均为 2~3 年（年）

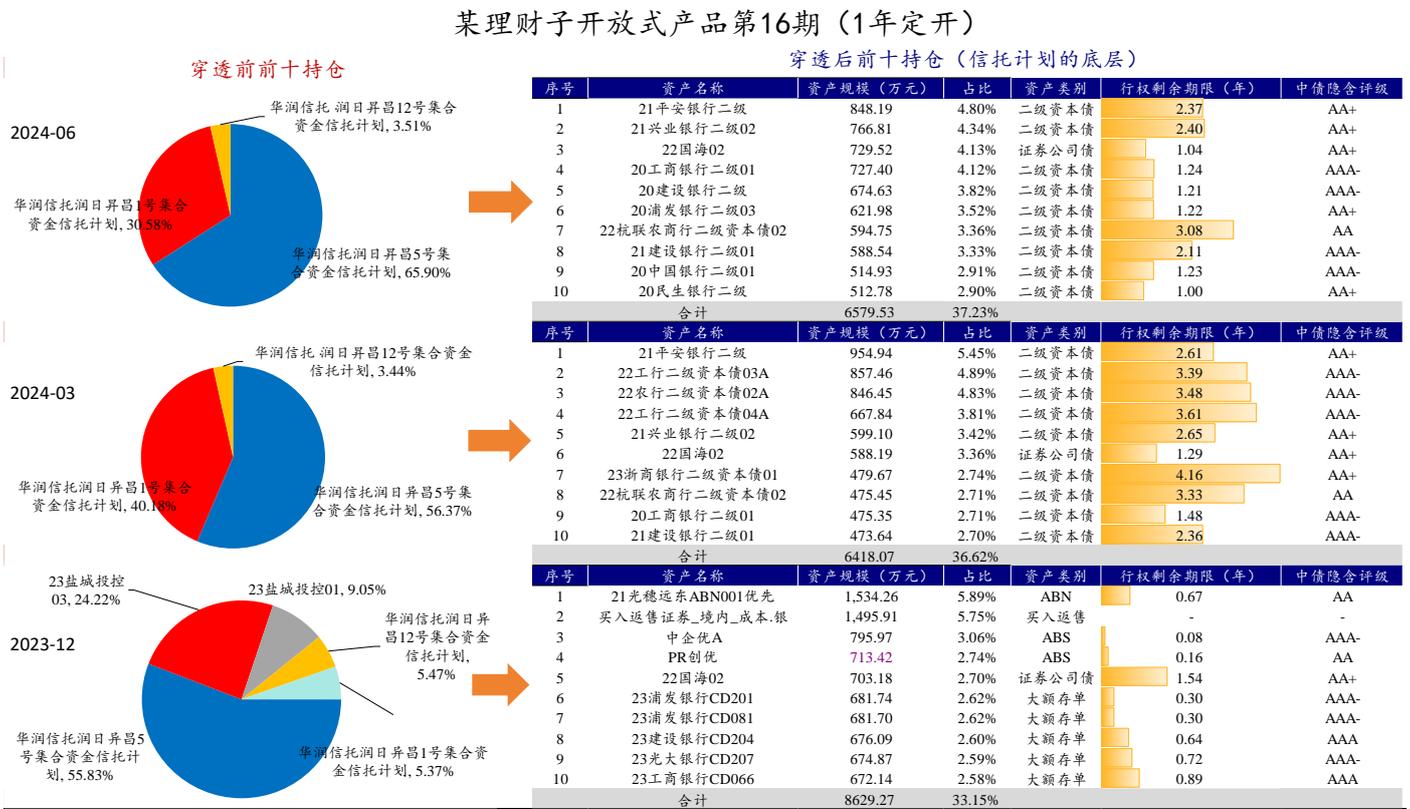


数据来源：普益标准、Wind、开源证券研究所

**部分信托计划持有的二永债或久期拉长至 3~5 年。**理财投资二永债可直投，也可通过信托等资管产品拉久期、信用下沉增厚收益。由于多数产品并未披露资管产品底层持仓，因此通过拆解底层 99%以上均为信托计划的理财产品，对比其穿透前穿透后前十持仓（个别理财子会同时披露）。以某理财子某定开产品为例，截至

2024Q1末，其底层三款信托计划合计占比超99%，穿透后的前十大持仓中有9只均为银行二级资本债，其中5只行权剩余期限为3~5年，隐含评级多在AA+以上。

图14：理财底层信托计划投资的二永债行权剩余期限或拉长至3~5年



数据来源：Wind、产品公告、开源证券研究所

非理财子在二永债上更为下沉。地方性银行之间通过理财“互持”二永债的现象仍存在，较理财子的持仓更为下沉。后续若2026年底未获批理财子牌照的机构需清退理财业务，中小银行资本补充渠道或边际受限。

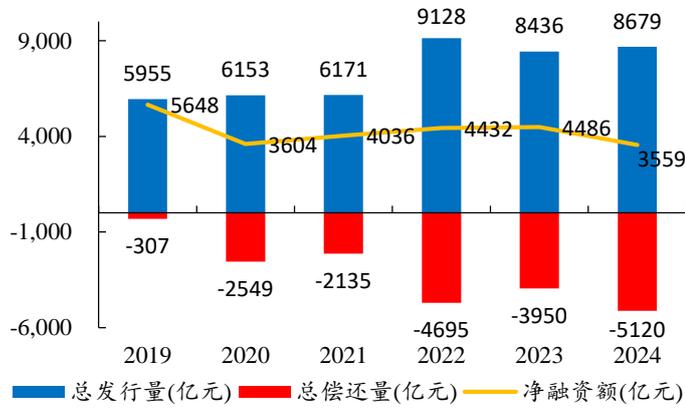
表5：理财前十大持仓来看，非理财子在二永债上更为下沉，银行评级AA及AA-占比明显高于理财子

隐含评级	理财子·二永债						非理财子·二永债					
	2020-12	2021-12	2022-12	2023-12	2024-03	2024-06	2020-12	2021-12	2022-12	2023-12	2024-03	2024-06
AAA+	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
AAA	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
AAA-	74.08%	51.33%	55.49%	52.32%	52.76%	48.34%	49.43%	50.60%	24.99%	22.12%	26.46%	31.08%
AA+	24.12%	43.98%	38.69%	41.56%	40.76%	42.50%	33.99%	31.76%	26.85%	19.20%	19.89%	22.08%
AA	0.94%	4.30%	5.61%	5.78%	5.81%	7.29%	8.63%	9.14%	24.09%	28.66%	26.69%	22.38%
AA(2)	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
AA-	0.86%	0.14%	0.10%	0.23%	0.44%	1.48%	6.13%	6.50%	19.21%	24.11%	20.29%	18.88%
A+	0.00%	0.21%	0.05%	0.11%	0.12%	0.27%	1.47%	1.90%	4.51%	5.46%	5.23%	4.51%
A	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.11%	0.05%	0.17%	0.30%	0.26%	0.14%
A-	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
BBB+	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.11%	0.00%	0.11%	0.05%	0.15%	0.14%
BBB	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
BB	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
B+	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
B	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
CCC	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
CC	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
C	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
未评级	0.00%	0.04%	0.06%	0.00%	0.11%	0.13%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
合计	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%

数据来源：Wind、普益标准、开源证券研究所（注：隐含评级以2024-10-23为基准）

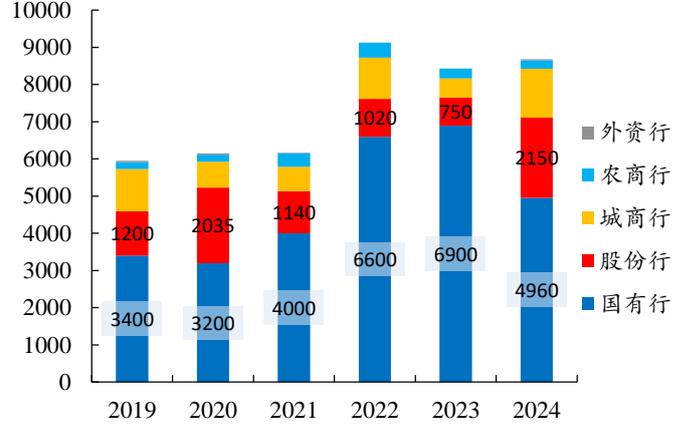
2024年二永债的供给扰动总体较小。截至2025-10-25，商业银行二级资本债、永续债分别发行8679亿元、5412亿元，均已超过2023年全年发行量，但考虑到二永债到期量较大，净融资额基本保持平稳，总体二永债的供给扰动较小。

图15: 2024年商业银行二级资本债到期量较大



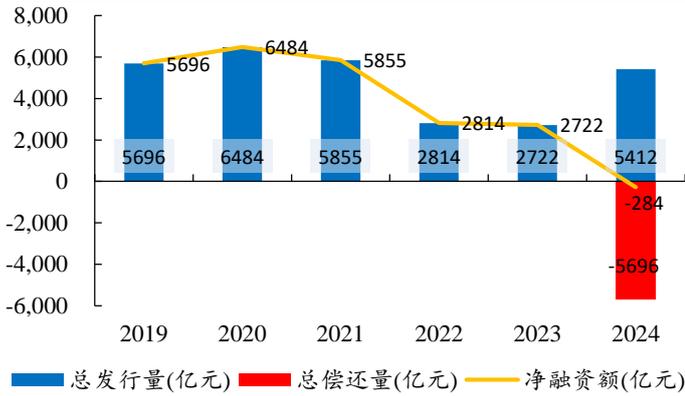
数据来源: Wind、开源证券研究所 (注: 2024年数据截至2024-10-25, 下同)

图16: 2024年国有行二级资本债发行5000亿元(亿元)



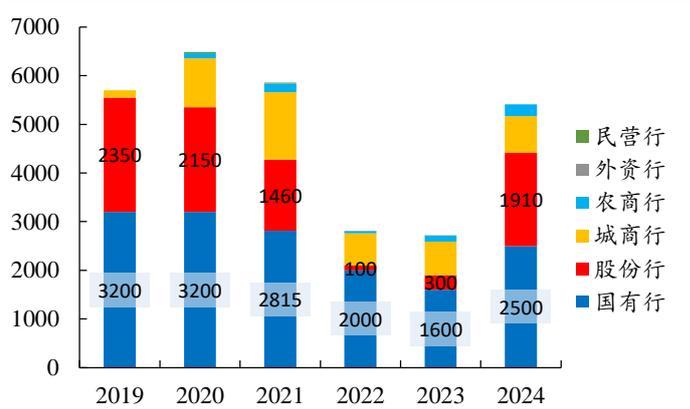
数据来源: Wind、开源证券研究所

图17: 2024年商业银行永续债面临首批赎回期



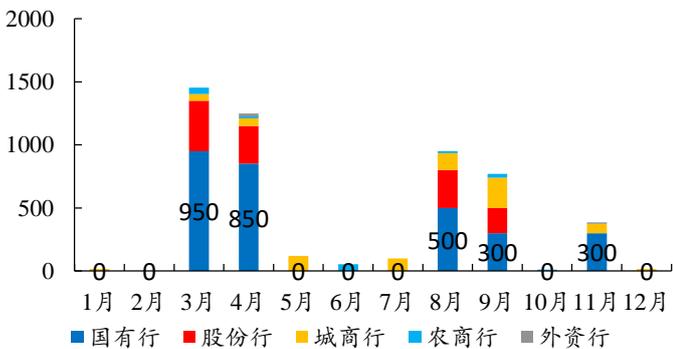
数据来源: Wind、开源证券研究所

图18: 2024年国有行永续债发行量约2500亿元(亿元)



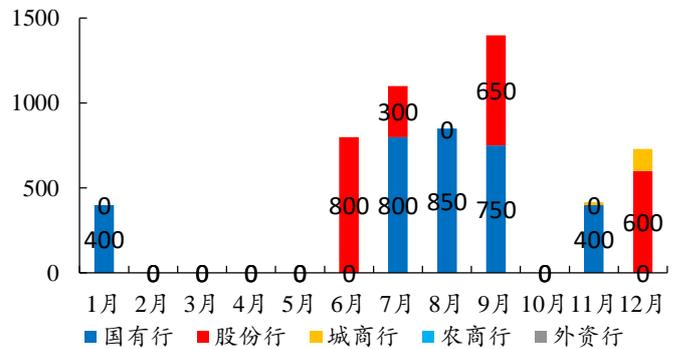
数据来源: Wind、开源证券研究所

图19: 2024年国有行二级资本债到期量较大的月份为3月、4月、8月、9月、11月(亿元)



数据来源: Wind、开源证券研究所

图20: 2024年国有行永续债到期量较大的月份为1月、7-9月、11月(亿元)



数据来源: Wind、开源证券研究所

## 2、负债端稳定性，是理财配债行为的出发点

负债端稳定性将直接影响理财配债行为。理财负债端主要是个人投资者和实体企业投资者，流动性要求高、风险偏好较低，相较于有较多机构投资者的公募基金来说，理财负债端更加不稳定，理财投资者多为存款客户转化而来，负债期限主要为1Y以内。“资管新规”落地后理财全面净值化转型，负债端的约束对理财配债行为的影响更为显著。

### 2.1、历史复盘：信用利差&理财规模显著反向变动

#### 2.1.1、净值化转型+负债端不稳定，理财经历多重考验

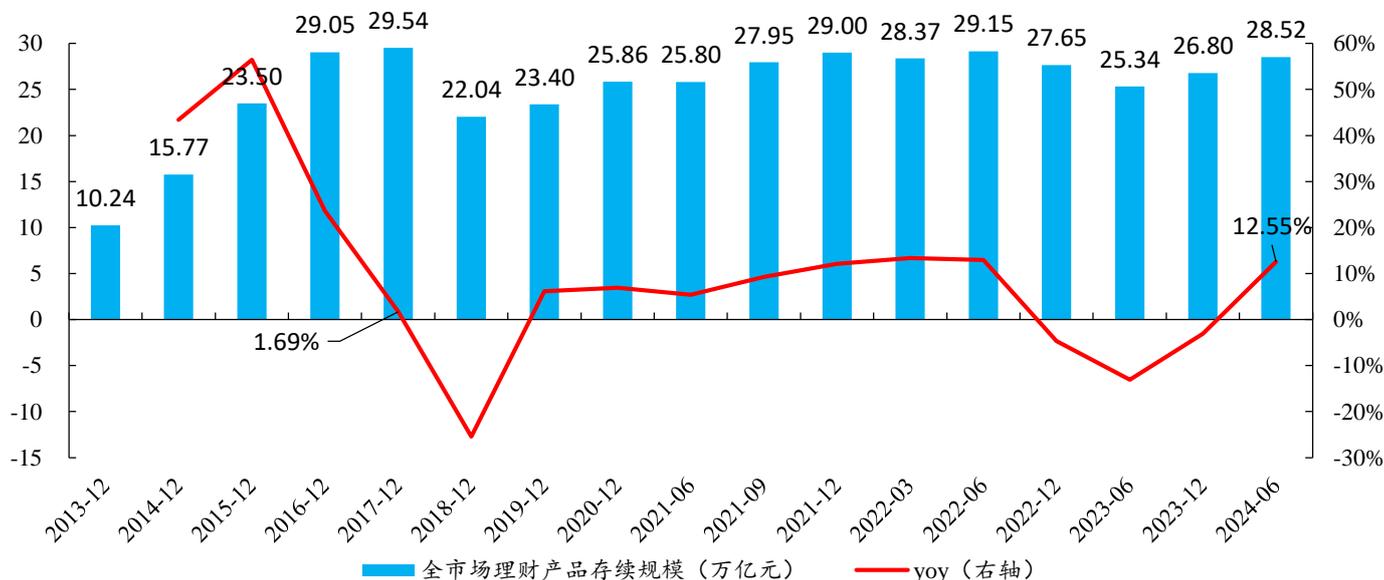
理财负债端变化经历了三个阶段：

(1) “资管新规”出台后理财开启净值化转型，对于信用债久期和评级的偏好出现较大变化，但2018~2021年负债端总体呈现稳步上升的趋势，理财配债需求较大；

(2) 2022Q1“股债双杀”影响下理财规模小幅下降，但未造成大规模赎回，债券仓位降幅有限；2022年底债市“负反馈”出现，理财产品第一次出现大规模“赎回潮”，2022年末规模较2022年6月末下降1.5万亿元，净值化转型遭遇现实考验；

(3) 2023年初开始，理财开始探索布局低波资产，存款、信托等资产的需求增大，而对于债券的需求明显下降，债券仓位从2022年底的50.4%降至2023年底的45.3%，降幅约5pct。

图21：负债端稳定性将直接影响理财的投债策略



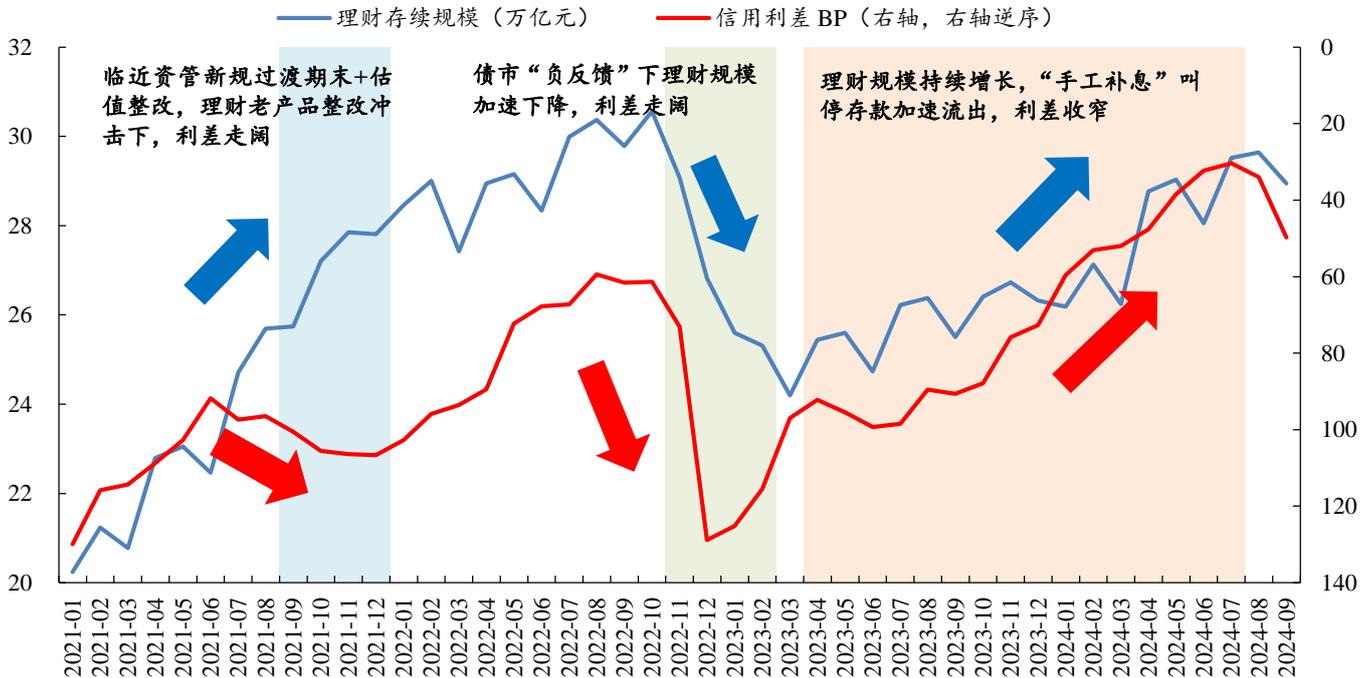
数据来源：银行业理财登记托管中心、开源证券研究所

#### 2.1.2、高息存款整改后，理财重回信用债市场，信用利差快速收窄

历史行情来看，信用利差通常与理财规模呈反向变动。我们拟合理财规模和信用利差(3年AA中票-3年国开债)，发现信用利差通常随着理财规模的扩大而收窄；反之，随着理财规模的下降，信用利差会趋于走阔或震荡。2022年底债市“负反馈”、

2024年中非银“钱多”及季末回表时点，信用利差的变化均较好印证了这一规律。

图22：随着理财规模扩大，信用利差通常收窄（右轴逆序）

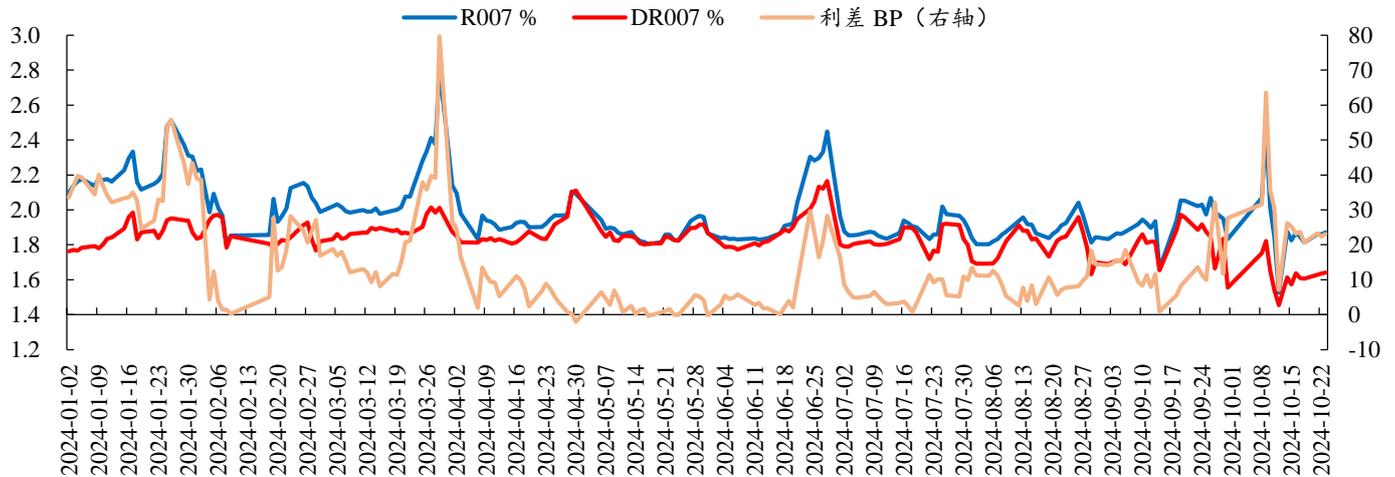


数据来源：Wind、普益标准、开源证券研究所（注：信用利差=3Y AA 中债中短票据到期收益率-3Y 中债国开债到期收益率，取日度平均数变频为月度，2024-10 截至 2014-10-21；2024-10 理财规模数据截至 2024-10-20）

### 2024Q2-Q3 的信用债极致行情中，理财扮演什么样的角色？

**第一阶段：2024年4月存款加速流出，非银资金充裕。**2023Q2 开始存款挂牌利率下调、理财产品净值恢复等原因推升了理财规模持续上升。叠加 2024 年 4 月“手工补息”叫停，存款加速流入理财，4 月至 6 月底 R007 和 DR007 利差一度收敛至 0，非银资金十分充裕。再加上化债政策加码、7 月降息落地，资金充裕但资产荒延续，信用利差快速收窄。

图23：2024-04-08“手工补息”被禁止后 R007 与 DR007 利差持续收窄



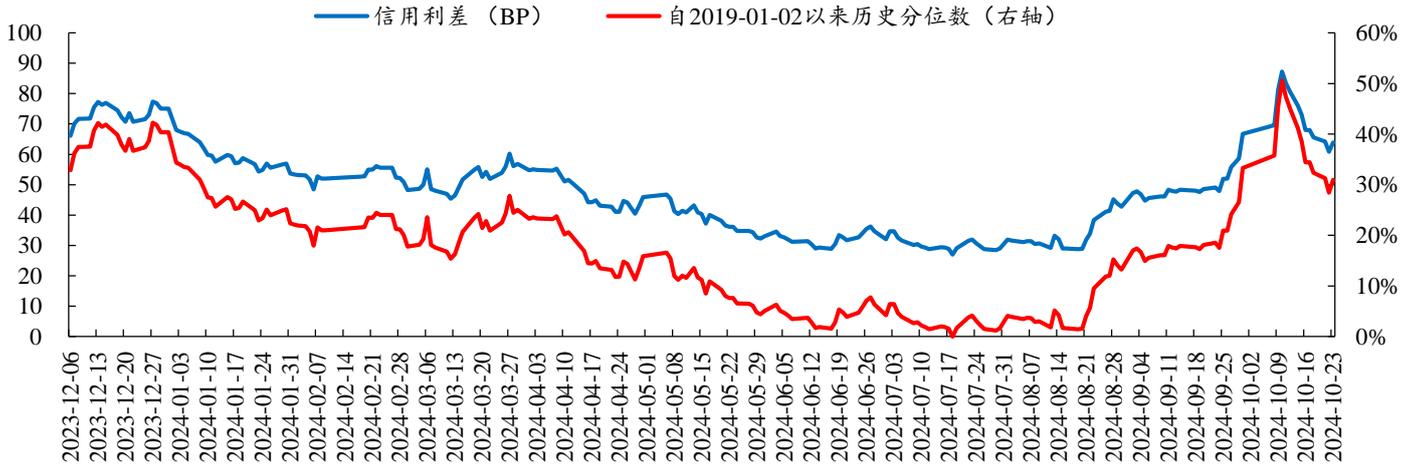
数据来源：Wind、开源证券研究所

**第二阶段：2024年8月，利率债和信用债走势分化。**8月初央行指导长债利率，央行提示长端利率风险并进行压力测试，利率债利率快速上行。但随着偏弱的金融

数据公布，基本面预期未有明显改善，长债收益率逐步回落。2024年8月底，信用利差处于历史最低分位数，但在央行回笼流动性和季末流动性管理的影响下，基金和理财亦有“预防性赎回”，信用债在8月底调整明显，信用利差大幅走阔。

**第三阶段：9月底由于股市情绪升温，理财负债端赎回较大。**9月24日宏观政策力度超预期，股市快速升温，理财负债端一周内规模下降约1万亿元，资产端开始赎回基金和抛售信用债，信用利差大幅走阔。

图24：3Y AA 中短票据-3Y 国开债的信用利差在 2024 年 7 月收敛至历史最低分位数



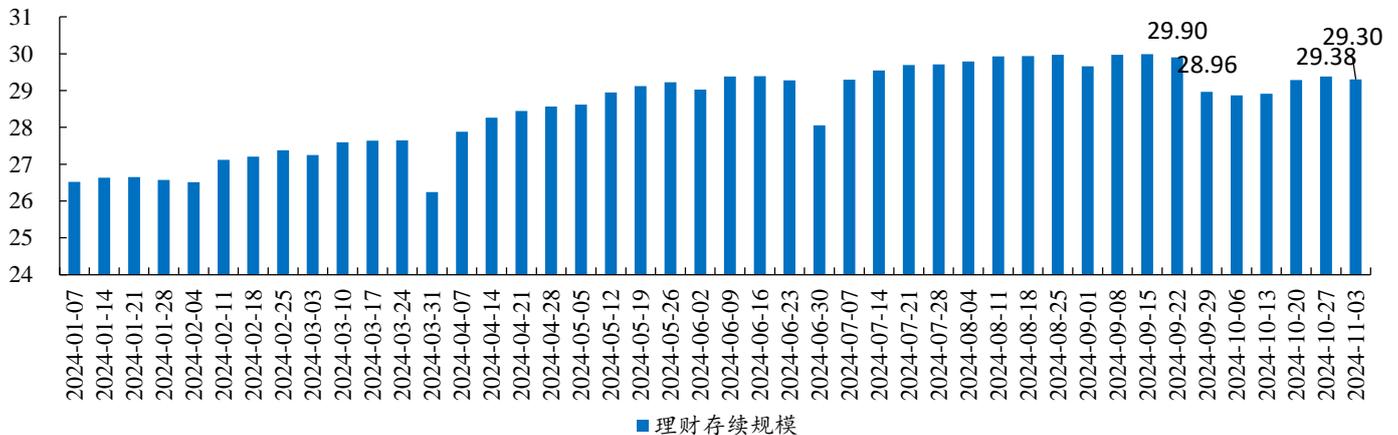
数据来源：Wind、开源证券研究所（注：信用利差=3Y AA 中债中短票据到期收益率-3Y 中债国开债到期收益率）

## 2.2、后市展望：理财欠配压力略缓解，赎回压力或来自股市

### 2.2.1、理财增长放缓，“股债跷跷板”具有不确定性

目前理财规模缓慢恢复，但仍未恢复至9月24日之前的水平。截至2024年9月22日，理财规模接近30万亿元。然而9月24日超预期政策出台后股市情绪快速拉升，部分理财资金进入股市，叠加9月末回表因素，理财规模下降约1万亿元。直到10月27日，理财规模开始逐步恢复至29.38万亿元，仍未恢复至9月24日之前的水平。我们认为后续股市资金能否继续回流至理财具有一定不确定性，需关注增量政策的落地情况。

图25：2024年10月第三周理财规模正缓慢恢复中（万亿元）



数据来源：普益标准、开源证券研究所

存款挂牌利率下调后，存款流入理财，是相对循序渐进的过程。2024-10-18 国有行和招行开启新一轮存款挂牌利率下调，其中活期存款利率下调 5BP，其余期限存款大多下调 25BP。其后已有主要股份行和部分城商行跟进，部分存款或流入理财。但从 2022 年至今历次下调来看，下调后第一周理财规模未见明显提升，主要由于大部分定期存款尚未自然到期，流入理财是一个循序渐进的过程。

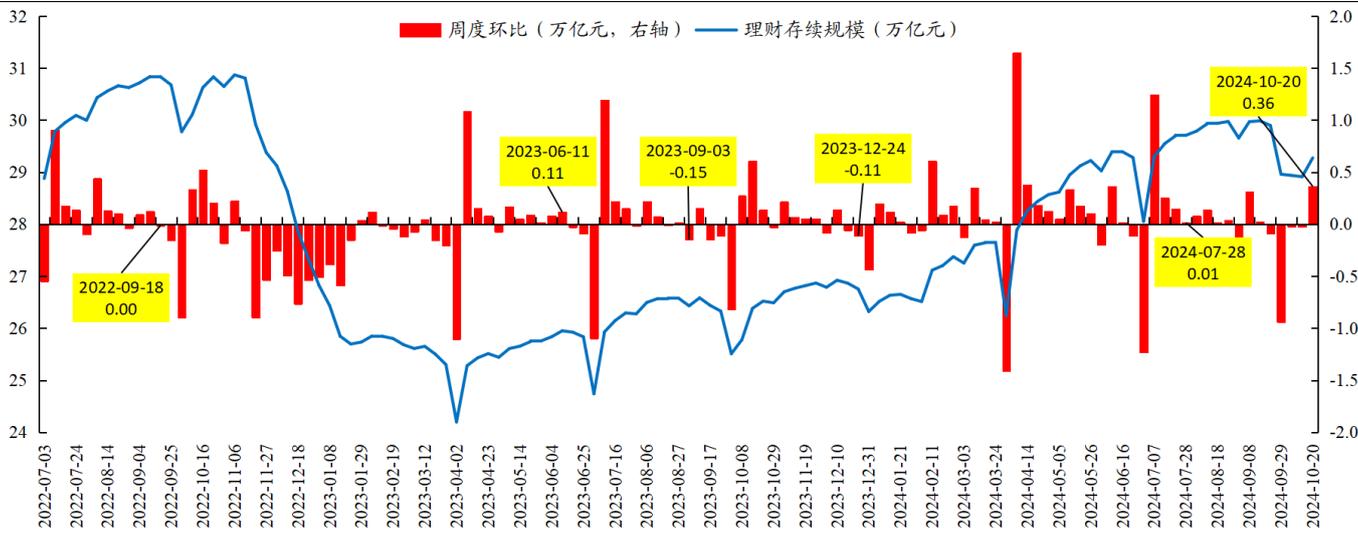
综合以上因素，我们判断年内理财高点或为 30 万亿元，理财配债节奏或偏平稳。若后续超预期增量政策出台，“股债跷跷板”下或使得理财规模的增长受限。我们预计年内规模高点或为 30 万亿元，增长动力或较上半年有所减弱。

表6: 2024-10-18 六大国有行和招商银行新一轮下调了存款挂牌利率

银行	活期 (%)	变动 (BP)	整存整取 (%)						变动 (BP)						通知 (%)		变动 (BP)		协定 (%)	变动 (BP)
			3M	6M	1Y	2Y	3Y	5Y	3M	6M	1Y	2Y	3Y	5Y	1D	7D	1D	7D		
工商	0.10	-5	0.80	1.00	1.10	1.20	1.50	1.55	-25	-25	-25	-25	-25	-25	0.10	0.45	-5	-25	0.20	-40
农业	0.10	-5	0.80	1.00	1.10	1.20	1.50	1.55	-25	-25	-25	-25	-25	-25	0.10	0.45	-5	-25	0.20	-40
中国	0.10	-5	0.80	1.00	1.10	1.20	1.50	1.55	-25	-25	-25	-25	-25	-25	0.10	0.45	-5	-25	0.20	-40
建设	0.10	-5	0.80	1.00	1.10	1.20	1.50	1.55	-25	-25	-25	-25	-25	-25	0.10	0.46	-5	-25	0.20	-40
交通	0.10	-5	0.80	1.00	1.10	1.20	1.50	1.55	-25	-25	-25	-25	-25	-25	0.10	0.45	-5	-25	0.20	-40
邮储	0.10	-5	0.80	1.00	1.10	1.20	1.50	1.55	-25	-26	-28	-25	-25	-25	0.10	0.45	-5	-25	0.20	-40
招商	0.10	-5	0.80	1.00	1.10	1.20	1.50	1.55	-25	-25	-25	-25	-25	-25	0.10	0.45	-5	-25	0.20	-40

数据来源：银行官网、开源证券研究所

图26: 存款挂牌利率下调 (图中黄色为下调时点) 对理财规模提升效果短期不明显



数据来源：普益标准、银行官网、开源证券研究所 (注：黄色数据标签为工商银行存款挂牌利率下调时点)

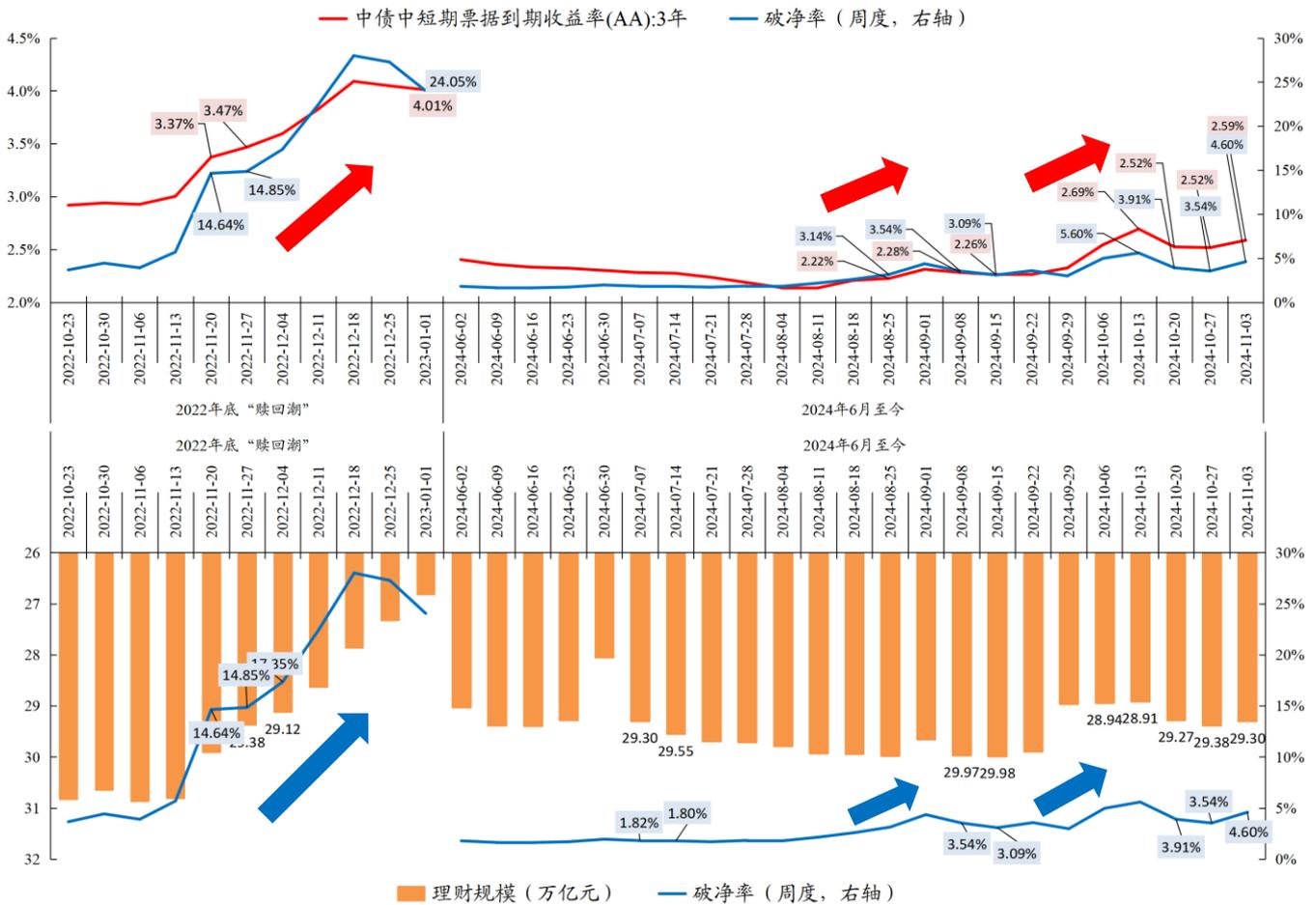
### 2.2.2、信用债调整 20BP→破净率超 5%→赎回压力显现，但安全垫或较充足

如何预判理财负债端的赎回压力？“破净率”可作为重要的观察指标。理财投资者对于理财产品的心理底线是“不破净”，因此破净率（全市场跌破净值 1 的产品数量比例）成为预判理财负债端赎回压力的重要指标。信用债是理财资产端的基本盘，我们可通过观察“信用债收益率上行→理财破净率上升→理财规模下降”的传导链条，来预判理财负债端的赎回压力，进而预估理财赎回基金的情况、信用债何时止跌。

信用债收益率短期内调整 10BP，通常使理财破净率上升 1pct。2024-08-11 一周至 2024-08-25 一周，3 年 AA 中短期票据收益率从平均 2.13% 上升至 2.22%，破净率则从 2.16% 上升至 3.14%，变动幅度分别为 9BP 与 1pct；2024-09-29 一周至 2024-10-06 一周，变动幅度分别为 22BP 与 2pct。对应关系大致为——信用债调整 10BP，或对应破净率上升 1pct。但同时也看到，2024 年破净率上升的速度远低于 2022 年底赎回潮（彼时信用债调整 10BP 对应破净率上升约 2.5pct），或主要由于目前理财底层的低波资产比例显著提升，且使用信托盈余进行回补，破净率得以及时“踩刹车”。

若破净率或高于 5%，即信用债调整 20BP 以上，理财负债端或有赎回压力。信用债收益率平稳或下行时，理财破净率徘徊在 3% 以下，理财规模相对稳定；当破净率上升至 3%~5% 时，或有少数理财产品规模下降，但全市场理财规模仍总体稳定；但破净率上升突破 5% 时，理财规模或明显下降。比如 2022-11-13 至 2022-11-20，全市场理财破净率从 5.70% 快速上升至 14.64%，随即理财规模一周内下降约 1 万亿元。2024 年 9 月底破净率虽然也上升至 5% 的警戒线，但并未进一步上升，随着信用债的止跌，理财负债端并未遭遇恐慌性赎回。

图27：通过观察“信用债收益率上行→理财破净率上升→理财规模下降”传导链条，预判理财赎回压力



数据来源：Wind、普益标准、开源证券研究所

但由于盈余“安全垫”或较为充足，可较好抵御债市小幅调整。理财前期有较多超额收益通过风险准备金形式计提在信托计划中，成为净值“安全垫”。这部分规模较难用公开数据计算，但从 2024Q2 末理财持仓来看，信托计划环比微增，存量规模仍然较大，且目前整改细节尚未落地，我们判断“安全垫”仍然较厚，能够较好低于债市波动。因此短期内的债市波动并不构成理财规模的最大威胁。

**图28：2024Q2 末全市场理财产品前十大持仓中，信托计划占比仍较高**

全市场理财 前十大持仓	穿透前占比					
	2020-12	2021-12	2022-12	2023-12	2024-03	2024-06
货币市场类	11.9%	10.1%	13.1%	6.2%	6.1%	6.7%
固定收益类	54.3%	45.4%	37.8%	34.7%	32.6%	35.3%
公募基金	1.3%	1.6%	1.1%	0.6%	0.7%	0.9%
组合类保险资管产品	5.8%	7.3%	14.1%	22.9%	24.2%	19.3%
信托计划	0.1%	4.6%	8.0%	19.3%	21.1%	23.8%
保险资管计划	1.0%	1.0%	1.2%	1.6%	1.9%	0.9%
基金资管计划	14.3%	11.0%	12.1%	6.4%	4.9%	4.0%
券商资管计划	8.9%	16.3%	11.0%	7.1%	7.2%	7.0%
期货资管计划	1.2%	1.7%	0.7%	0.9%	0.9%	1.7%
私募基金	0.6%	0.2%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
资管产品	31.7%	42.0%	47.2%	58.2%	60.2%	56.8%
权益类	0.4%	0.6%	0.5%	0.2%	0.2%	0.3%
金融衍生品类	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
QDII	0.4%	0.3%	0.2%	0.1%	0.1%	0.1%
合计	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%

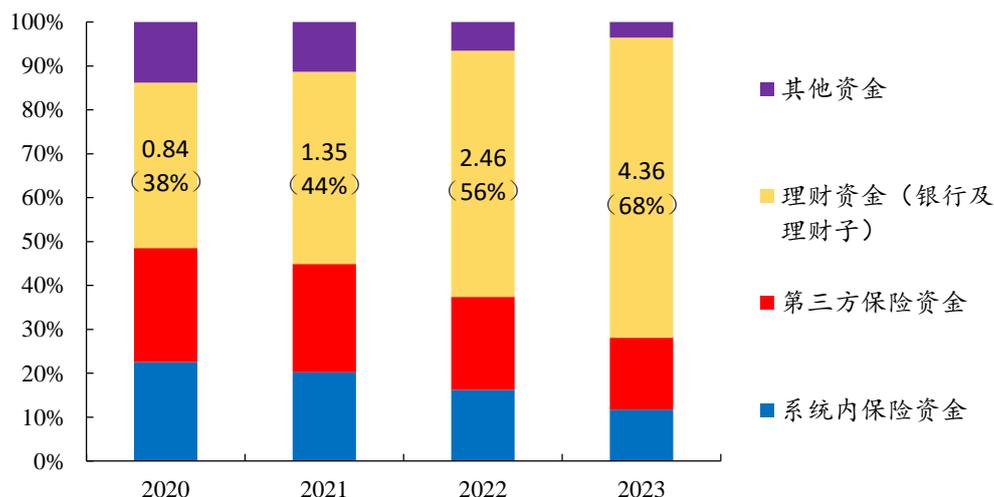
数据来源：普益标准、开源证券研究所（注：占比=全市场理财前十大持仓中该类资产总规模÷全市场理财前十大持仓总规模，2024-04 截至 2024-08-04 披露 2024Q2 投资报告的理财产品）

### 3、资产端严监管下，理财将迎再配置压力

#### 3.1、品种分化：存款到期及信托整改，或提升中短债拥挤度

##### 3.1.1、协议存款：2 万亿元或集中到期+关注同业存款监管变化

2025 年底至 2026 年初，存量协议存款集中到期，面临再配置压力。2022 年末债市“赎回潮”后，理财开始寻求低波资产，2022 年底及 2023 年初集中增配 3 年定期协议存款。根据《中国保险资产管理业发展报告（2024）》，截至 2023 年末组合类保险资管产品的资金来源中有 68%为理财资金，存量规模为 4.36 万亿元。由于组合类产品中存款占 67%，假设其中 80%为协议存款，则理财存量协议存款约 2.34 万亿元（ $4.36 \times 67\% \times 80\%$ ）。预计 2025 年底至 2026 年初集中到期，将迎再配置压力。

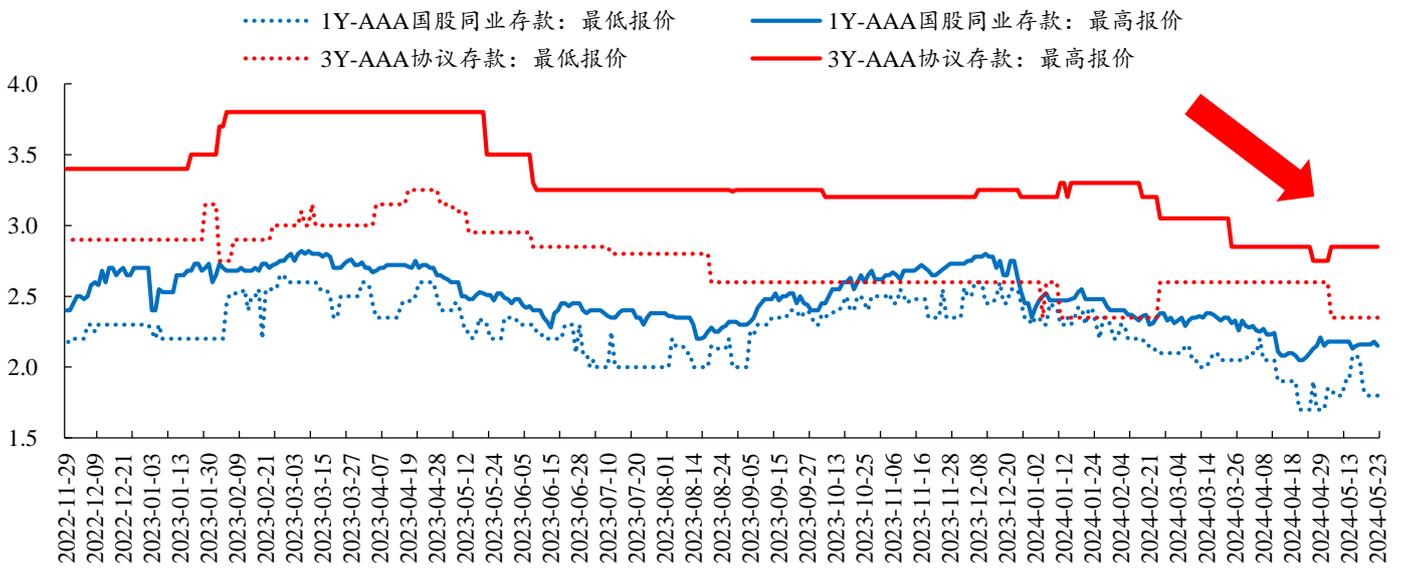
**图29：截至 2023 年末组合类保险资管产品的资金来源中，理财资金共 4.36 万亿元**


数据来源：中国保险资产管理业协会、开源证券研究所（注：图中规模单位为万亿元）

出于收益率考虑，协议存款到期后或主要由信用债承接。由于 2023 年初银行为贷款“开门红”大力吸收存款，且当时可计入银行“一般性存款”，因此给出的 3Y 协议存款较高，最高报价可超 3.5%。但 2024 年 2 月协议存款新规出台后，银行做协议存款的意愿显著下降，2026 年初存量到期后，理财若续作存款或仅可配置同业存

款，但1Y同业存款报价平均仅2.2%左右，与协议存款利差或在100BP以上。因此出于收益率的考虑，理财将存款仓位转移到信用债（或债基）的概率更大。

图30：3年期协议存款与1年期同业存款的利差可达100BP以上

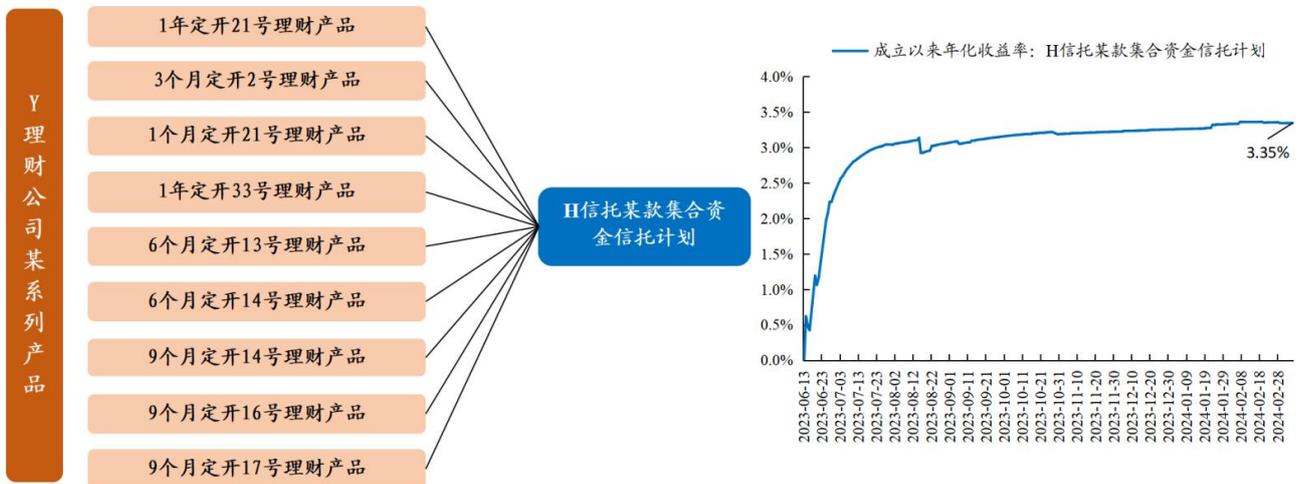


数据来源：上海国际货币经纪、开源证券研究所

### 3.1.2、信托计划：若整改落地，对长久期低评级债券影响较大

信托存量整改尚处于观望，需关注后续整改对于长久期低评级债券的影响。由于信托长期以来的监管“红利”，在估值和披露上要求较为宽松，且存在风险准备金“平滑专户”帮助理财产品管理净值。但由于“资管新规”明确理财产品需“三单管理”，监管对于信托通道的态度已有收紧。据界面新闻报道，2024年6月某地金融监管局向辖内信托公司发布《关于进一步加强信托公司与理财公司合作业务合规管理的通知》，针对信托和理财的合作问题进行排查。目前整改方案尚未落地，存量信托仍处于观望状态，短期内对信托底层长久期、低评级的债券影响有限，但需关注落地时间表及整改力度，2024Q2末前十大持仓中信托占比约24%，若以此模拟全部持仓中的占比，存量规模或约6~7万亿元。

图31：部分理财通过信托计划平滑净值、增厚收益等

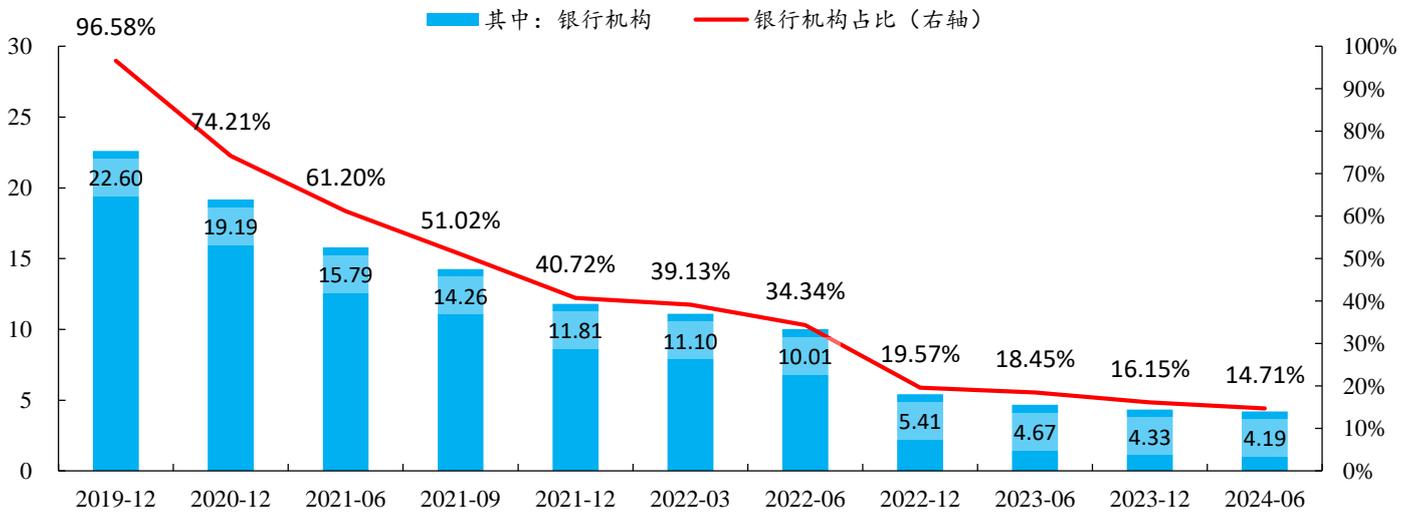


资料来源：产品公告、产品官网、开源证券研究所

### 3.2、机构分化：中小银行理财“退场”对低评级债券影响较大

中小银行理财“退场”，或使理财对于低评级债券的承接力度减弱。根据中国证券报报道，有部分省份要求未设立理财子公司的银行在2026年底前逐步压降存量理财业务规模，意味着或有部分银行将退出理财发行市场，转型纯代销。截至2024年6月末，未设立理财子公司的银行机构理财规模为4.19万亿元，占全市场的14.71%，这部分理财产品或在2026年末面临退出的压力。我们统计前十大持仓发现，非理财子公司的持仓更为下沉，隐含评级AA和AA-的金融债比例明显高于理财子，AA-的信用债比例也明显高于理财子，未来或将较多受到中小银行理财“退场”的影响。而在剩余久期（行权剩余久期）上，理财子与非理财子差异不大。

图32：截至2024年6月末，非理财子的理财规模为4.19万亿元，市场份额为14.71%（左轴单位：万亿元）



数据来源：银行业理财登记托管中心、开源证券研究所

表7：理财前十大持仓来看，非理财子的金融债和信用债持仓更为下沉

隐含评级	理财子										非理财子									
	金融债(不含政金债)					信用债(不含金融债)					金融债(不含政金债)					信用债(不含金融债)				
	2021-12	2022-12	2023-12	2024-03	2024-06	2021-12	2022-12	2023-12	2024-03	2024-06	2021-12	2022-12	2023-12	2024-03	2024-06	2021-12	2022-12	2023-12	2024-03	2024-06
AAA+	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.59%	0.80%	0.13%	0.35%	0.13%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	1.11%	0.63%	0.27%	0.31%	0.34%
AAA	27.97%	29.68%	28.28%	30.61%	34.13%	12.24%	11.86%	7.36%	8.11%	7.27%	24.66%	3.23%	2.34%	2.10%	1.83%	9.99%	4.32%	2.87%	2.52%	2.31%
AAA-	36.12%	38.62%	36.13%	34.64%	29.93%	7.78%	10.92%	7.25%	7.64%	6.63%	37.02%	25.86%	23.78%	26.80%	30.62%	6.26%	2.11%	1.40%	1.51%	1.06%
AA+	30.57%	26.45%	29.87%	28.79%	28.51%	20.90%	26.83%	22.37%	23.94%	24.02%	23.91%	27.19%	20.10%	20.99%	22.81%	15.76%	12.15%	10.45%	11.05%	10.17%
AA	4.62%	4.49%	5.16%	5.11%	6.01%	26.19%	26.08%	29.06%	28.96%	29.90%	8.20%	23.86%	27.57%	25.97%	22.42%	22.49%	22.47%	23.30%	22.19%	24.76%
AA(2)	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	23.37%	20.56%	31.44%	28.63%	29.50%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	20.06%	31.62%	37.73%	38.89%	36.74%
AA-	0.54%	0.52%	0.49%	0.68%	1.15%	4.56%	2.21%	2.00%	2.21%	2.30%	4.69%	15.87%	20.94%	18.14%	17.23%	16.27%	21.78%	21.41%	21.21%	22.03%
A+	0.14%	0.10%	0.08%	0.09%	0.13%	0.44%	0.31%	0.03%	0.03%	0.02%	1.30%	3.70%	4.67%	4.57%	4.16%	1.71%	1.49%	0.44%	0.33%	0.46%
A	0.00%	0.02%	0.00%	0.00%	0.01%	0.23%	0.11%	0.00%	0.00%	0.00%	0.09%	0.13%	0.48%	0.43%	0.12%	0.53%	0.15%	0.18%	0.16%	0.05%
A-	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.01%	0.01%	0.01%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.07%	0.03%	0.00%	0.00%	0.00%
BBB+	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.02%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.09%	0.04%	0.13%	0.12%	0.02%	0.00%	0.00%	0.01%	0.01%
BBB	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.14%	0.05%	0.09%	0.06%	0.05%
BB	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.03%	0.02%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.04%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
B+	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
B	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.08%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
CCC	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.16%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
CC	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.30%	0.10%	0.01%	0.01%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.52%	0.60%	0.54%	0.68%	0.79%
C	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.18%	0.00%	0.01%	0.01%	0.01%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	2.28%	2.03%	0.75%	0.85%	0.98%
未评级	0.03%	0.12%	0.00%	0.07%	0.13%	3.17%	0.23%	0.34%	0.11%	0.21%	0.12%	0.07%	0.08%	0.87%	0.69%	2.51%	0.58%	0.57%	0.23%	0.24%
合计	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%

数据来源：普益标准、Wind、开源证券研究所

**表8: 理财前十大持仓来看, 非理财子的金融债和信用债剩余期限(行权剩余期限)差异不大**

行权剩余期限 (平均, 年)	理财子						非理财子					
	2020-12	2021-12	2022-12	2023-12	2024-03	2024-06	2020-12	2021-12	2022-12	2023-12	2024-03	2024-06
国债	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
地方政府债	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
政金债	-	4.06	2.15	3.50	2.36	1.13	2.85	2.43	2.79	6.24	4.75	4.50
利率债	-	4.06	2.15	3.50	2.36	1.13	2.85	2.43	2.79	6.24	4.75	4.50
中证金	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
商业银行	2.38	3.55	2.80	1.95	1.86	2.13	2.85	3.02	2.96	2.45	2.43	2.24
银行二级	2.15	3.03	2.44	1.84	1.89	2.27	2.39	2.52	2.79	2.45	2.54	2.36
银行永续	4.01	3.96	3.14	2.04	1.85	2.01	4.15	3.67	3.17	2.48	2.39	2.16
银行TLAC	-	-	-	-	-	2.98	-	-	-	-	-	-
银行普通	1.22	2.27	1.72	1.76	1.53	2.21	1.48	1.49	1.60	0.98	0.94	0.89
银行专项	1.71	2.53	1.36	1.61	1.50	1.65	1.86	1.74	1.43	0.74	1.42	1.76
证券公司	1.70	2.07	2.22	1.47	1.52	1.44	2.45	2.86	2.25	1.88	1.94	1.94
保险公司	3.81	3.10	1.58	2.18	2.55	1.85	2.67	3.81	3.21	2.54	2.31	1.63
其它金融机构	1.60	3.27	3.09	2.42	2.08	1.63	1.76	2.86	1.37	1.61	1.63	1.44
金融债(不含政金债)	1.92	3.15	2.64	1.90	1.81	1.92	2.67	3.01	2.85	2.39	2.37	2.18
政府支持机构债	-	3.03	3.51	2.89	2.40	-	2.15	7.66	5.55	4.36	5.22	3.89
国际机构债	-	-	-	-	-	1.78	-	-	-	-	-	-
一般企业债	3.10	2.56	2.64	1.97	1.91	1.96	3.58	3.25	3.01	2.74	2.45	2.04
一般公司债	1.68	1.69	1.56	1.39	1.41	1.50	1.70	1.80	1.35	1.41	1.57	1.56
私募债	1.77	1.35	1.21	1.24	1.40	1.60	1.75	1.32	1.35	1.55	1.49	1.31
债务融资工具	1.60	1.51	1.56	1.29	1.36	1.43	1.47	1.50	1.43	1.20	1.26	1.39
超短期融资券(SCP)	0.30	0.29	0.20	0.28	0.25	0.27	0.25	0.32	0.34	0.24	0.21	0.22
短期融资券(CP)	0.54	0.44	0.37	0.50	0.41	0.34	0.37	0.51	0.36	0.48	0.40	0.28
中期票据(MTN)	1.74	1.64	1.84	1.42	1.43	1.58	1.53	1.62	1.53	1.31	1.38	1.56
定向工具(PPN)	1.66	1.36	1.14	1.03	1.12	1.14	1.48	1.44	1.38	1.12	1.11	1.05
项目收益票据(PRN)	-	1.82	1.82	0.97	0.83	0.74	2.56	3.83	2.13	3.13	-	-
资产支持票据(ABN)	0.90	1.95	1.78	3.15	3.46	3.65	1.59	1.95	2.37	4.49	5.09	7.98
标准化票据(SDN)	0.56	-	-	-	-	-	0.49	-	-	-	-	-
ABS	2.10	2.69	2.94	4.14	4.55	5.31	1.52	2.99	2.32	3.08	4.47	5.19
信用债(不含金融债)	1.71	1.56	1.60	1.46	1.57	1.72	1.75	1.69	1.54	1.50	1.57	1.56
其中: 城投债	1.74	1.46	1.45	1.27	1.38	1.50	1.83	1.64	1.53	1.45	1.44	1.36

数据来源: 普益标准、Wind、开源证券研究所

#### 4、总结: 理财欠配压力短期缓解, 信用债仍是基本盘

若负债端稳定增长, 信用利差即使较低, 理财仍有配置意愿。在协议存款和信托投资受限、高息存款整改背景下, 理财低波资产难觅, 遭遇结构性资产荒。因此即使信用利差收敛至历史低位, 只要负债端稳定或有所增长, 理财仍会被动增加债券资产。

年内理财增长或放缓, 欠配压力略缓解, 增配信用债节奏平缓。目前理财规模缓慢恢复, 但仍未恢复至9月24日之前的水平, 再加上存款挂牌利率下调后对于理财规模增长的提升短期内并不显著, 我们判断理财近期配债节奏或偏平稳, 年内理财高点或为30万亿元。中长期来看理财仍会增配信用债, 在拉长久期和信用下沉上仍然谨慎, 但边际上或进行品种下沉挖掘结构性机会。

目前盈余安全垫或较为充足, 赎回压力主要取决于“股债跷跷板”的影响。由于债券风险敞口被动提升, 在市场调整初期“预防性赎回”成为理财的流动性管理手段之一。根据普益标准披露, 截至2024Q3末, 理财底层的基金比例环比下降约1pct, 或由于2024年8-9月赎回的基金规模较大。由于目前盈余安全垫或较为充足, 后续理财负债端赎回压力, 一是来自于季末流动性管理而进行的预防性赎回, 二是来自于“股债跷跷板”下的资金分流。

**表9：2024Q3 末，理财底层的基金占比较 2024Q2 末显著下降（统计截至 2024-11-04 披露）**

穿透前	2022-09	2022-12	2023-03	2023-06	2023-09	2023-12	2024-03	2024-06	2024-09
固定收益类	43.92%	37.22%	36.31%	34.36%	32.03%	29.85%	27.78%	24.57%	21.81%
货币市场类	16.54%	22.43%	20.37%	19.01%	19.11%	21.77%	19.95%	22.04%	23.65%
权益类	0.41%	0.35%	0.37%	0.29%	0.26%	0.24%	0.21%	0.19%	0.19%
基金	2.34%	1.35%	1.55%	1.96%	1.50%	1.05%	1.46%	1.90%	1.29%
其他	0.31%	0.29%	0.27%	0.16%	0.09%	0.06%	0.06%	0.05%	0.47%
QDII	0.02%	0.06%	0.09%	0.09%	0.12%	0.14%	0.16%	0.15%	0.15%
资管产品	33.71%	35.70%	38.26%	40.91%	42.63%	42.51%	45.00%	45.56%	46.79%
金融衍生品类	0.04%	0.08%	0.07%	0.08%	0.13%	0.11%	0.10%	0.08%	0.10%
委外投资——协议方式	2.72%	2.53%	2.72%	3.14%	4.14%	4.28%	5.30%	5.44%	5.54%
商品类	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
新增可投资资产	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
另类资产	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
合计	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%
穿透后	2022-09	2022-12	2023-03	2023-06	2023-09	2023-12	2024-03	2024-06	2024-09
固定收益类	67.79%	61.48%	60.41%	59.38%	58.46%	55.23%	55.57%	54.64%	53.18%
货币市场类	25.64%	33.04%	33.69%	34.58%	35.99%	40.13%	39.29%	39.50%	41.48%
权益类	1.99%	2.25%	2.39%	2.24%	2.09%	1.90%	1.89%	1.78%	1.72%
基金	3.88%	2.50%	2.72%	3.17%	2.79%	2.03%	2.52%	3.39%	2.58%
其他	0.23%	0.27%	0.25%	0.15%	0.11%	0.11%	0.09%	0.07%	0.43%
QDII	0.29%	0.39%	0.47%	0.42%	0.45%	0.49%	0.55%	0.54%	0.51%
资管产品	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
金融衍生品类	0.05%	0.06%	0.06%	0.06%	0.10%	0.11%	0.10%	0.08%	0.09%
委外投资——协议方式	0.12%	0.01%	0.00%	0.00%	0.01%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
商品类	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
新增可投资资产	0.01%	0.01%	0.01%	0.00%	0.01%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
另类资产	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
合计	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%

数据来源：普益标准、开源证券研究所（注：2024-09 统计了截至 2024-11-04 披露的理财产品）

## 5、风险提示

经济增速不及预期、信用风险有所暴露，理财产品的净值波动有所加大；

严监管趋势下，资管产品的发行节奏和投资范围或将受到影响，难以匹配传统客群的投资需求；

理财子牌照发放收紧，目前尚未获批成立理财子公司的银行，或面临着理财存量规模受限、增量产品无法发行等风险。

**附表：全市场理财前十大持仓扫描（分为穿透前、后）**
**附表：全市场理财前十大持仓中，资管产品占比仍较大（分为穿透前、穿透后）**

全市场理财 前十大持仓	穿透前占比						穿透后占比					
	2020-12	2021-12	2022-12	2023-12	2024-03	2024-06	2020-12	2021-12	2022-12	2023-12	2024-03	2024-06
现金及银行存款（包括同业存款）	8.7%	6.1%	7.1%	3.2%	3.9%	4.5%	11.5%	18.6%	26.7%	38.1%	39.3%	35.3%
拆放同业及买入返售	3.2%	4.0%	6.0%	3.0%	2.2%	2.2%	3.1%	5.9%	10.0%	6.4%	7.4%	7.7%
货币市场类	11.9%	10.1%	13.1%	6.2%	6.1%	6.7%	14.6%	24.4%	36.7%	44.5%	46.6%	43.0%
同业存单	3.7%	5.6%	3.2%	2.2%	2.6%	3.4%	5.5%	6.2%	7.3%	8.4%	7.6%	9.2%
国债	0.2%	0.7%	0.5%	0.3%	0.3%	0.2%	0.5%	1.2%	1.8%	2.1%	1.6%	0.6%
地方政府债	0.0%	0.0%	0.1%	0.0%	0.0%	0.0%	0.2%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
政金债	5.2%	4.5%	4.3%	2.5%	1.7%	1.6%	9.5%	8.2%	5.2%	3.7%	2.8%	2.7%
利率债	5.4%	5.2%	4.9%	2.9%	2.0%	1.8%	10.2%	9.4%	7.0%	5.8%	4.4%	3.3%
中证金	2.0%	2.6%	2.4%	0.6%	0.3%	0.2%	0.6%	1.3%	1.5%	2.2%	2.4%	2.9%
商业银行	8.0%	4.9%	3.3%	2.0%	2.1%	2.2%	7.5%	9.3%	9.1%	6.5%	6.1%	5.6%
银行二级	4.6%	2.7%	1.4%	0.8%	0.7%	0.8%	4.4%	4.8%	3.9%	1.8%	1.5%	1.6%
银行永续	3.1%	2.0%	1.7%	1.2%	1.3%	1.3%	2.8%	3.9%	4.7%	4.6%	4.6%	3.9%
银行TLAC	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
银行普通	0.3%	0.1%	0.1%	0.0%	0.0%	0.0%	0.2%	0.3%	0.2%	0.1%	0.1%	0.1%
银行专项	0.0%	0.1%	0.1%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.4%	0.2%	0.1%	0.0%	0.0%
证券公司	1.8%	0.7%	0.5%	0.6%	0.5%	0.5%	3.4%	3.1%	2.6%	1.6%	1.8%	1.5%
保险公司	0.2%	0.1%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.1%	0.3%	0.4%	0.2%	0.1%	0.2%
其它金融机构	0.5%	0.3%	0.3%	0.1%	0.1%	0.1%	0.3%	0.4%	0.4%	0.5%	0.4%	0.5%
金融债(不含政金债)	12.5%	8.5%	6.5%	3.4%	3.0%	3.0%	11.9%	14.3%	14.0%	11.0%	10.9%	10.6%
政府支持机构债	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
国际机构债	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
一般企业债	0.5%	0.3%	0.4%	0.3%	0.2%	0.2%	1.1%	0.5%	0.5%	0.4%	0.4%	0.4%
一般公司债	1.5%	0.8%	1.0%	0.8%	0.7%	0.6%	3.0%	4.0%	3.4%	2.3%	2.3%	2.2%
私募债	4.0%	3.9%	3.4%	4.2%	3.6%	2.9%	8.2%	2.7%	2.7%	3.2%	2.9%	3.4%
债务融资工具	6.7%	5.1%	5.6%	6.4%	5.0%	4.7%	8.9%	4.9%	4.6%	5.1%	5.1%	5.8%
超短期融资券(SCP)	0.2%	0.3%	0.2%	0.7%	0.5%	0.5%	0.1%	0.2%	0.2%	0.2%	0.3%	0.5%
短期融资券(CP)	0.1%	0.2%	0.1%	0.2%	0.1%	0.2%	0.1%	0.1%	0.1%	0.2%	0.2%	0.1%
中期票据(MTN)	3.0%	2.4%	2.9%	2.6%	2.1%	2.1%	4.5%	2.8%	2.5%	2.9%	2.9%	3.4%
定向工具(PPN)	2.8%	1.8%	1.9%	2.6%	1.8%	1.7%	4.2%	1.3%	1.1%	1.5%	1.4%	1.6%
项目收益票据(PRN)	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
资产支持票据(ABN)	0.6%	0.6%	0.5%	0.3%	0.3%	0.2%	0.2%	0.6%	0.7%	0.3%	0.3%	0.2%
标准化票据(SDN)	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
ABS	1.5%	1.0%	0.6%	0.4%	0.4%	0.3%	0.4%	1.5%	1.0%	0.6%	0.5%	0.6%
信用债(不含金融债)	14.1%	11.1%	10.9%	12.1%	9.9%	8.8%	21.7%	13.7%	12.3%	11.5%	11.2%	12.4%
其中：城投债	7.4%	7.0%	7.0%	8.9%	7.2%	6.1%	13.2%	5.1%	5.1%	6.6%	6.2%	7.0%
可交债	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%
可转债	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
非标	18.6%	14.9%	12.3%	14.1%	15.1%	18.3%	27.7%	21.7%	14.2%	11.7%	12.0%	13.7%
固定收益类	54.3%	45.4%	37.8%	34.7%	32.6%	35.3%	77.0%	65.3%	55.0%	48.6%	46.2%	49.3%
公募基金	1.3%	1.6%	1.1%	0.6%	0.7%	0.9%	2.9%	4.8%	3.3%	2.6%	2.9%	4.4%
组合类保险资管产品	5.8%	7.3%	14.1%	22.9%	24.2%	19.3%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
信托计划	0.1%	4.6%	8.0%	19.3%	21.1%	23.8%	0.0%	0.2%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
保险资管计划	1.0%	1.0%	1.2%	1.6%	1.9%	0.9%	0.0%	0.0%	0.0%	0.4%	0.3%	0.2%
基金资管计划	14.3%	11.0%	12.1%	6.4%	4.9%	4.0%	2.8%	0.8%	0.5%	0.1%	0.0%	0.0%
券商资管计划	8.9%	16.3%	11.0%	7.1%	7.2%	7.0%	0.1%	0.1%	0.2%	0.1%	0.1%	0.1%
期货资管计划	1.2%	1.7%	0.7%	0.9%	0.9%	1.7%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
私募基金	0.6%	0.2%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
资管产品	31.7%	42.0%	47.2%	58.2%	60.2%	56.8%	2.8%	1.1%	0.8%	0.6%	0.4%	0.3%
股票	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.4%	0.2%	0.1%	0.1%	0.2%
股权	0.1%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.2%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%
优先股	0.3%	0.5%	0.5%	0.1%	0.2%	0.2%	2.1%	3.3%	2.8%	2.2%	2.2%	1.4%
股指	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
权益类	0.4%	0.6%	0.5%	0.2%	0.2%	0.3%	2.3%	3.7%	3.1%	2.4%	2.5%	1.6%
金融衍生品类	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.4%	0.4%	0.0%
QDII	0.4%	0.3%	0.2%	0.1%	0.1%	0.1%	0.3%	0.6%	1.1%	0.9%	0.9%	1.2%
合计	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%

数据来源：普益标准、开源证券研究所（注：2024Q2 持仓统计截至 2024-08-04 披露持仓的产品；前十大持仓分布并不完全等同于全部持仓占比，仅供参考；披露“穿透后”口径的少数产品仍未能完全穿透“资管产品”）

## 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

### 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

### 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

### 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