

银行

2023年08月07日

规模收缩，低波资产更受青睐

——2023H1 理财半年报解读

投资评级：看好（维持）

刘呈祥（分析师）

吴文鑫（联系人）

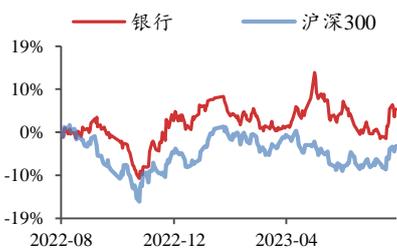
liuchengxiang@kysec.cn

wuwenxin@kysec.cn

证书编号：S0790523060002

证书编号：S0790123060009

行业走势图



数据来源：聚源

相关研究报告

《业绩曙光渐进，看好优质区域行韧性——2023 上市银行中报前瞻》-2023.7.24

《聚焦：解析存量房贷利率下降的影响——国新办 2023 年上半年金融数据发布会点评》-2023.7.16

《信贷边际回暖，优质银行修复可期——行业点评报告》-2023.7.12

● 资金端：供给持续发力，需求仍待修复

规模收缩：单只产品的存续和新发规模双双下降。理财规模边际下降至 25.34 万亿元，其中理财公司市占率略有上升。一方面目前市场参与者主要是存量机构，另一方面受到赎回潮影响，投资者仍较为偏好流动性较高的存款类、现金管理类理财产品，理财公司的产品优势仍待进一步体现。如何看待理财市场“元气”尚未恢复？我们拆解发现，在存续和新发产品数量并未减少的背景下，单只产品存续、新发规模均有明显下降，印证了供给端依旧加码发力、但需求端仍较为乏力的现象。6 月新发产品平均期限仅 346 天，同比下降约 100 天，或与增配较多现金和存款类资产有关。下半年随着存款考核边际放松、赎回潮影响边际减弱，再加上经济持续复苏，居民信心有望修复，理财市场规模预计筑底回升。

改善信号：私募产品规模持平，机构投资者占比上升。(1) 私募产品规模并未出现明显收缩，理财公司有望发挥专业化优势。由于私募产品的投资门槛较高，主要面对特定客户发行，对净值波动的敏感性较低，这部分资金与存款的替代关系相对较小，并未受到明显冲击。理财公司不断加码投研能力建设，借力母行的客群基础，其私募产品有望成为泛资管竞争中的差异化优势之一。(2) 机构投资者占比首次超 1%。我们认为随着理财市场的逐渐成熟，实体企业、资管机构配置对公理财产品的需求将日益上升，倒逼理财公司构建更为完善的产品谱系，并与母行联动，共筑财富管理新的版图。

● 资产端：净值化稳妥推进，资产配置凸显低波稳健

净值化转型如期推进，收益率边际回暖。由于理财公司成立之初便“洁净起步”（净值化率始终为 100%），尚存续的 1 万亿元非净值型产品均为银行机构所有，非净值型产品主要有早年间发行的现金管理类理财产品、私行专属的预期收益型产品等。若按此速度净值化转型，预计到 2025 年可基本实现全面净值化。收益率来看，上半年供给端不断调整策略，如发行混合估值法产品、抓住债市入场机会等，理财产品平均收益率为 3.39%，较 2022 年全年（2.09%）明显上升，略低于 2022 年同期。

● 资产配置：凸显低波稳健，获取绝对收益

(1) 增配现金和存款类资产较多。产品类型：固收类产品占比进一步提升；底层资产：截至 2023Q2 末，现金及存款类资产占比大幅上升至 24%，主要由于理财投资风格更追求绝对收益而非相对收益，其高流动性和高安全性为主要优势，也与居民端存款高增的趋势吻合。

(2) 减配信用债和利率债，非标平稳。流动性相对较好的利率债减配幅度大于信用债，信用债作为理财产品增厚收益的利器，规模和占比短期下降幅度有限。非标资产占比相对平稳，或得益于其收益较高、与债市关联度较小等特点。

● 风险提示：经济下行压力加大；理财监管政策趋严；市场改革进度不及预期等。

目 录

1、 资金端：供给持续发力，需求仍待修复.....	3
1.1、 规模收缩：单只产品的存续和新发规模双双下降.....	3
1.2、 改善信号：私募产品规模持平，机构投资者占比上升.....	4
2、 资产端：净值化稳妥推进，资产配置凸显低波稳健.....	4
2.1、 尚未净值化的产品约万亿，收益率回暖.....	4
2.2、 资产配置：凸显低波稳健，获取绝对收益.....	5
2.2.1、 增配现金和存款类资产较多.....	5
2.2.2、 减配信用债和利率债，非标平稳.....	6
3、 风险提示.....	7

图表目录

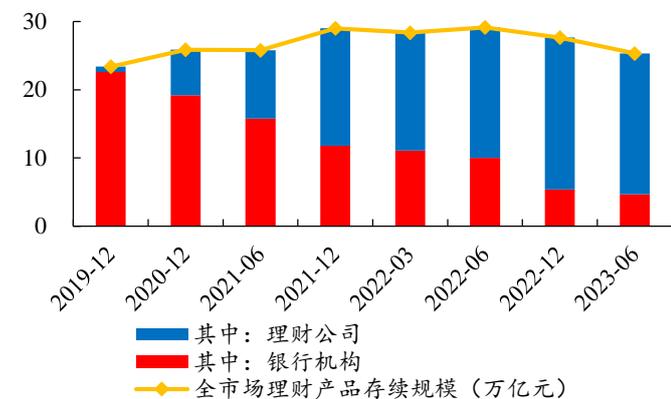
图 1： 全市场理财规模较年初下降 8.36%	3
图 2： 全市场理财产品存续数量不降反升	3
图 3： 2023 年上半年新发产品的单只募集金额下降.....	3
图 4： 2023-06 新发封闭式产品加权平均期限下降明显	3
图 5： 2023Q2 末理财公司私募产品的规模持平（万亿元）	4
图 6： 理财市场的机构投资者占比上升	4
图 7： 全市场非净值型理财产品存续 1.03 万亿元.....	5
图 8： 2023 年上半年理财收益率边际回暖.....	5
图 9： 全市场固收类理财产品占比进一步提升.....	5
图 10： 理财产品增配现金及存款资产，减配债券类资产	5
图 11： 2023Q2 末现金管理类产品存续规模“额降率升”	6
图 12： 现金管理类、固收类（非现金管理类）配置的现金及存款资产比例相当	6
图 13： 非标资产规模占比保持相对平稳（万亿元）	7
图 14： 利率债和信用债占比均小幅下降（万亿元）	7

1、资金端：供给持续发力，需求仍待修复

1.1、规模收缩：单只产品的存续和新发规模双双下降

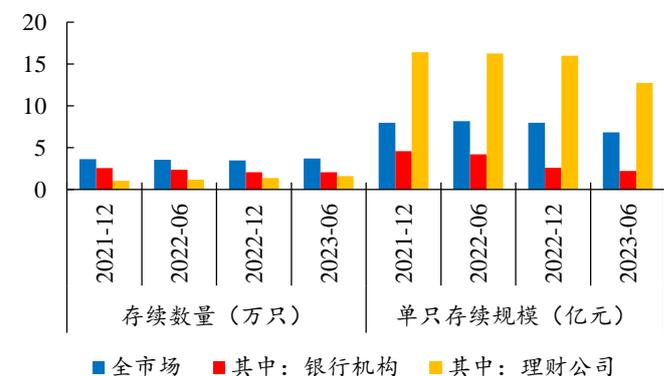
理财规模边际下降，理财公司市占率略有上升。截至 2023Q2 末，全市场理财产品存续规模为 25.34 万亿元 (YoY-13.07%)，较年初下降 8.36%。其中理财公司市占率较年初仅小幅上升至 81.55%，一方面目前市场参与者主要是存量机构，上半年新开业的理财公司仅法巴农银理财，市场属于存量竞争；另一方面受到赎回潮影响，投资者仍较为偏好流动性较高的存款类、现金管理类产品，理财公司的产品优势并未完全体现。

图1：全市场理财规模较年初下降 8.36%



数据来源：银行业理财登记托管中心、开源证券研究所

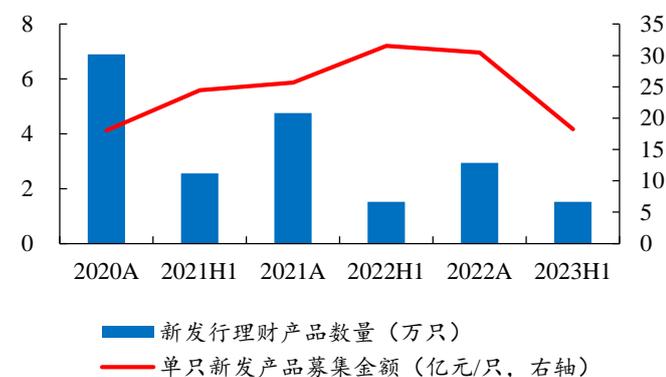
图2：全市场理财产品存续数量不降反升



数据来源：银行业理财登记托管中心、开源证券研究所

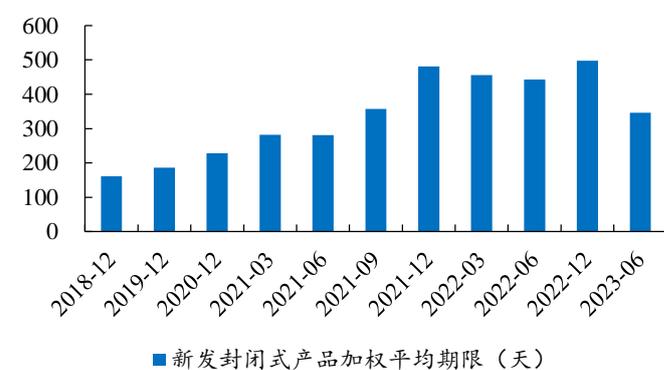
如何看待理财市场“元气”尚未恢复？主要是需求端仍待进一步修复。由于理财市场存续规模=存续产品数量×单只产品平均存续规模，我们拆解发现，在存续产品数量并未下降的背景下（较年初增加 2362 只至 3.71 万只），单只产品存续规模收缩至 6.84 亿元（2022 年末为 7.97 亿元）。上半年新发产品数量同比持平，但单只新发产品的募集金额从 2022 年全年的 30 亿元下降至 18 亿元，可印证供给端并未明显收缩，但居民风险偏好变低，导致资金流至存款，“爆款产品”减少，需求端仍待进一步修复。此外，6 月新发产品平均期限仅 346 天，同比下降约 100 天，或与增配较多现金和存款类资产有关。整体来看，下半年随着存款考核边际放松、赎回潮影响边际减弱，再加上经济持续复苏，居民信心有望修复，理财市场规模预计筑底回升。

图3：2023 年上半年新发产品的单只募集金额下降



数据来源：银行业理财登记托管中心、开源证券研究所

图4：2023-06 新发封闭式产品加权平均期限下降明显



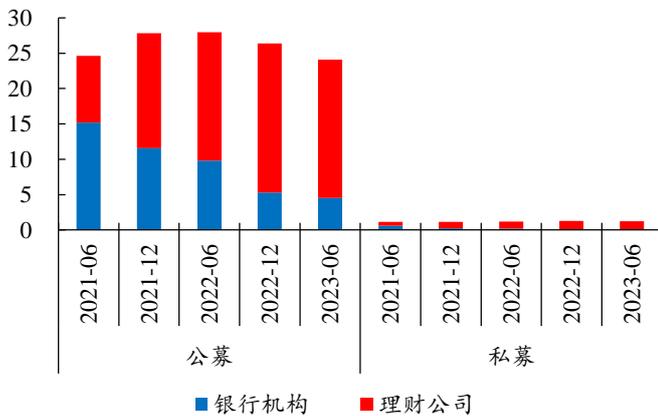
数据来源：银行业理财登记托管中心、开源证券研究所

1.2、改善信号：私募产品规模持平，机构投资者占比上升

私募产品规模并未出现明显收缩，理财公司有望发挥专业化优势。若按募集方式划分，截至 2023Q2 末市场规模下降的主要为公募产品，私募产品并未受到明显冲击，特别是理财公司的私募产品规模边际持平。由于私募产品的投资门槛较高，主要面对特定客户发行，对净值波动的敏感性较低，这部分资金与存款的替代关系相对较小。理财公司不断加码投研能力建设，借力母行的客群基础，其私募产品有望成为泛资管竞争中的差异化优势之一。

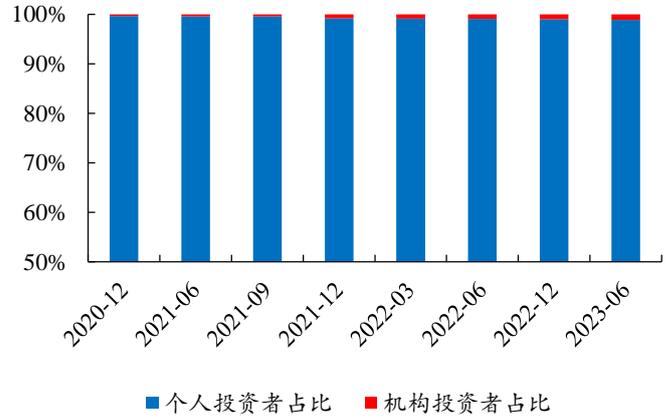
机构投资者占比首次超 1%，理财公司有望与母行构成财富管理业务联动。2023Q2 末机构投资者的占比显著上行，首次突破 1%，我们认为随着理财市场的逐渐成熟，实体企业、资管机构配置对公理财产品的需求将日益上升，倒逼理财公司构建更为完善的产品谱系，并与母行联动，共筑财富管理新的版图。

图5：2023Q2 末理财公司私募产品的规模持平(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

图6：理财市场的机构投资者占比上升

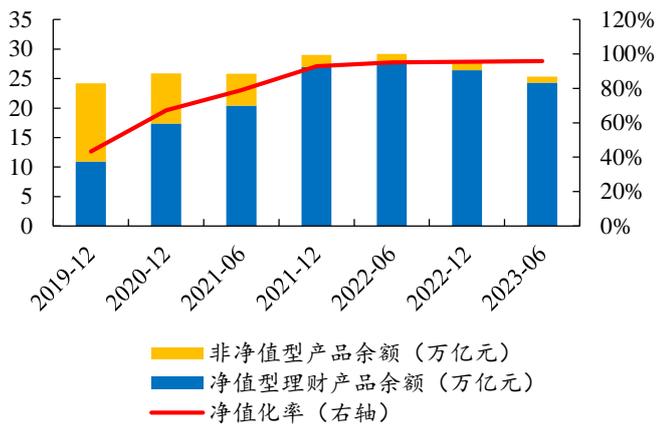


数据来源：银行业理财登记托管中心、开源证券研究所

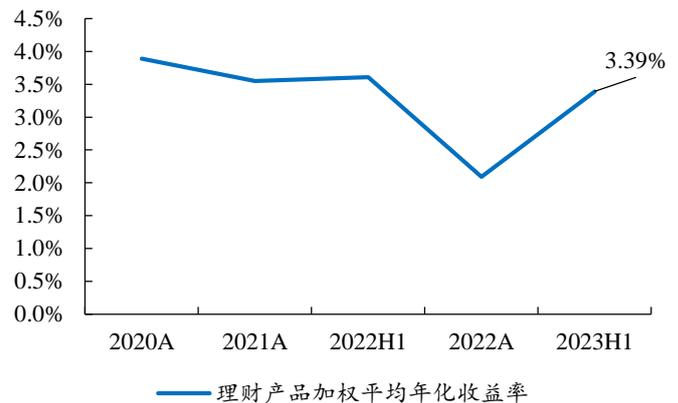
2、资产端：净值化稳妥推进，资产配置凸显低波稳健

2.1、尚未净值化的产品约万亿，收益率回暖

净值化转型如期推进，收益率边际回暖。截至 2023Q2 末，全市场理财产品净值化率为 95.94%，较年初上升约 0.5pct，净值化转型正常推进。由于理财公司成立之初便“洁净起步”（净值化率始终为 100%），尚存续的 1 万亿元非净值型产品均为银行机构所有，非净值型产品主要有早年间发行的现金管理类产品、私行专属的预期收益型产品等。若按此速度净值化转型，预计到 2025 年可基本实现全面净值化。从收益率来看，上半年供给端不断调整策略，如发行混合估值法产品、抓住债市入场机会等，理财产品平均收益率为 3.39%，较 2022 年全年（2.09%）明显上升，但略低于 2022 年同期。

图7：全市场非净值型理财产品存续 1.03 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

图8：2023 年上半年理财收益率边际回暖


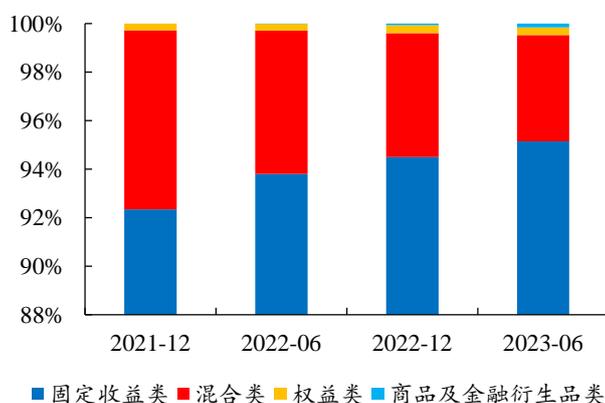
数据来源：银行业理财登记托管中心、开源证券研究所

2.2、资产配置：凸显低波稳健，获取绝对收益

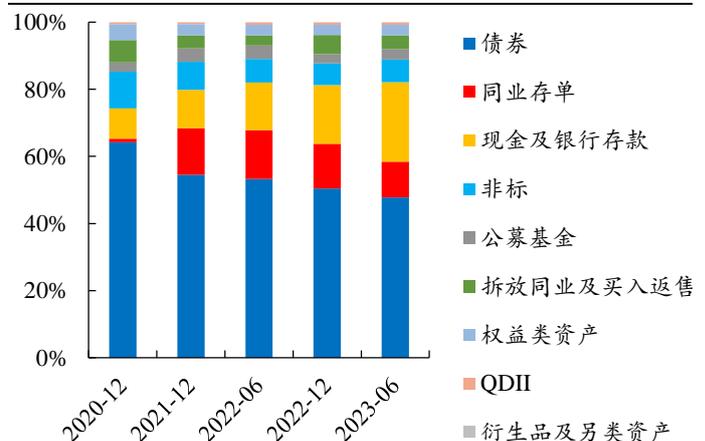
2.2.1、增配现金和存款类资产较多

产品类型：固收类产品占比进一步提升。截至 2023Q2 末，固收类产品存续余额较年初虽下降 2 万亿元至 24.11 万亿元，但由于固收、混合和权益三类产品规模均有所收缩，从占比来看固收类不降反升，或由于上半年债市行情边际改善，固收类产品的投资机会相对较大。此外，部分产品为了降低净值波动带来的负面影响，更加偏好摊余成本法估值资产（持有到期的固收资产），这也可能使得固收类产品在供给端更受欢迎。

底层资产：现金及存款类资产占比大幅上升。截至 2023Q2 末，理财产品减配较多的资产为债券类资产（包括标准化债券、同业存单），占比自 2021 年初以来首次降至 60% 以下，或与 2022 年末的赎回潮关联度较大。现金和存款类资产延续上升趋势至 24%，约占底层资产的 1/4，其高流动性和高安全性为主要优势，主要由于理财投资风格更追求绝对收益而非相对收益，因此低波稳健是关键。这也与居民端存款高增的趋势契合。随着商业银行各期限存款挂牌利率下调，存款类理财产品的收益率或有下降，但较个人存款利率仍有一定优势。

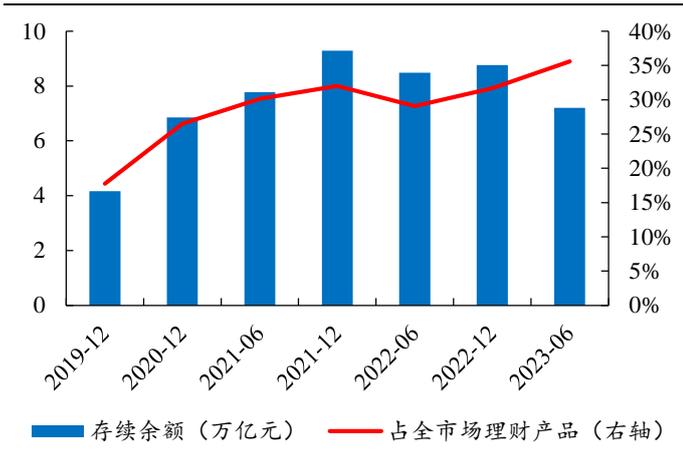
图9：全市场固收类理财产品占比进一步提升


数据来源：银行业理财登记托管中心、开源证券研究所

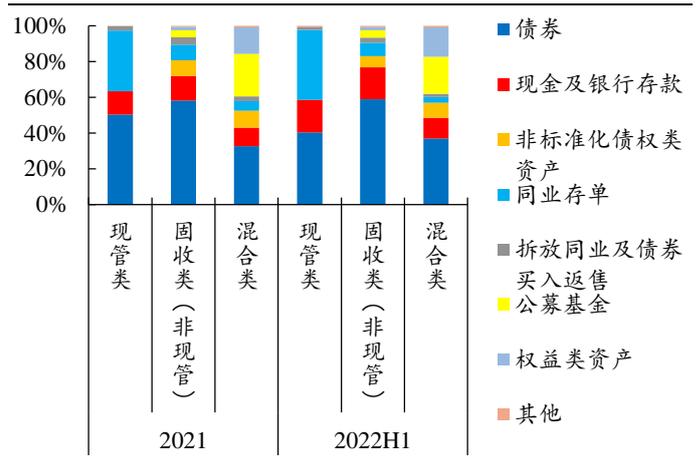
图10：理财产品增配现金及存款资产，减配债券类资产


数据来源：银行业理财登记托管中心、开源证券研究所

强调绝对收益，或有多类产品增配现金和存款类资产。2023Q2 末现金管理类产品存续规模下降至 7.21 万亿元，在市场的占比上升至 35.6%，是配置现金类资产的主要力量。其次，其余固收类产品、混合类产品也增配了一定现金资产，根据银登中心披露，2022Q2 末固收类产品（非现金管理类）持有 18% 左右的现金资产，该比例与现金管理类产品十分接近，此外，混合类产品也持有约 12% 的现金资产。因此我们推测，此次现金及存款类资产占比边际大幅上行，可能是固收类、混合类产品合力贡献，反映了理财产品更为追求绝对收益而非相对收益的特殊性。

图11：2023Q2 末现金管理类产品存续规模“额降率升”


数据来源：银行业理财登记托管中心、开源证券研究所

图12：现金管理类、固收类（非现金管理类）配置的现金及存款资产比例相当


数据来源：银行业理财登记托管中心、开源证券研究所（注：银登中心仅披露至 2022H1）

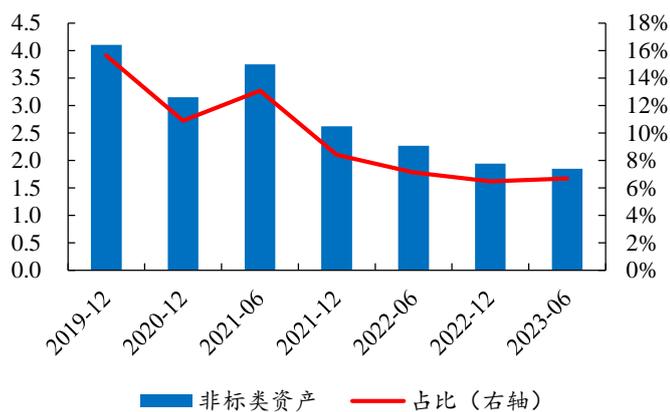
2.2.2、减配信用债和利率债，非标平稳

利率债减配幅度大于信用债。2023Q2 末，信用债、利率债资产规模分别为 12.15 万亿元、1.07 万亿元，较年初分别下降 11%、25%，在总资产中占比分别降至 43.86%、3.86%。赎回潮下，利率债由于其流动性相对较好，较先遭遇抛售；信用债由于部分采用持有到期策略，赎回规模相对较小，同时作为理财产品增厚收益的利器，规模和占比难以大幅下降。总体来看，利率债减配较多，资金或流向净值波动更小的现金和存款类资产。

非标资产占比仍然相对平稳，得益于收益较高、与债市关联度较小。截至 2023Q2 末，理财产品的非标资产规模略降至 1.85 万亿元，占总资产的 6.68%，占比边际小幅上升。非标资产的优势主要体现在：首先，非标资产的收益率通常较标债更高，但缺点是信用风险审查周期较长，无法参考外部评级机构，投资便利性较低，短期内难以迅速上量。其次，非标资产期限较为灵活，且与标债相关度较小，利于分散风险，因此受赎回潮影响不大。

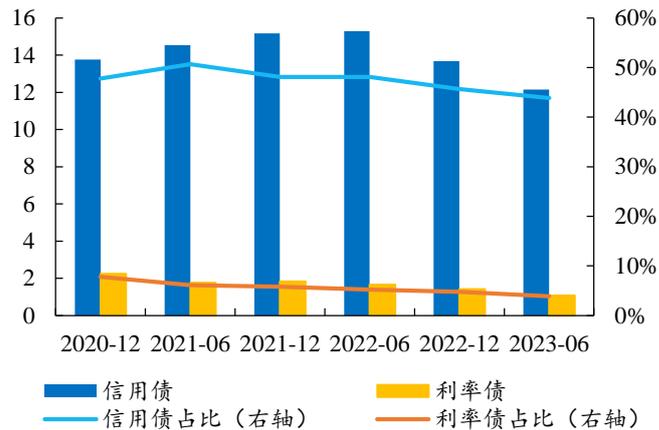
但由于受到规模上限+较高风险系数双重约束，规模难以明显上升。监管要求理财子公司全部理财产品投资于非标的余额，在任何时点均不得超过净资产的 35%。此外还设有较高风险系数 1.5%~3%（债券和股票风险系数均 0）。因此预计后续非标规模的资产难以大幅上升，占比保持平稳。

图13: 非标资产规模占比保持相对平稳 (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

图14: 利率债和信用债占比均小幅下降 (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

3、风险提示

经济下行压力加大; 理财监管政策趋严; 市场改革进度不及预期等。

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10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