

► 可能受影响的规模有多大？

22H1 我国大资管行业管理资产规模达 143.4 万亿。其中与债市高度相关，且交易灵活度较高的，主要是 27.4 万亿的银行理财（固定收益类）和 15.9 万亿的公募基金（债券型+货币型）。

从持有人规模占比大致推算，个人投资者持有约 0.4 万亿债基、约 6.7 万亿货基、约 25.9 万亿理财，可能会因为赎回行为而对市场产生扰动。

除了个人投资者，银行作为机构投资者的行为也受到关注。测算 22H1 商业银行整体投资基金的规模约 6.8 万亿，银行理财持有公募基金规模为 1.3 万亿。

► 压力最大的时候或已过去。

复盘 2020 年 5-6 月债券市场利率上行的影响。逻辑上来说，银行自营投资基金的赎回压力不明显，20H1 投资基金规模并未收缩，事实上，20H1 比年初还净增了 0.4 万亿；货币型+债券型公募基金共减少 1.3 万亿，部分源于股债的“冰火两重天”；非保本理财规模减少 1.3 万亿，也有股市虹吸效应的影响。

与以往相比，2022 年 11 月“破净”的特别之处：1) 20H1 理财的净值化比例为 54.1%，而 22H1 时为 95.1%，对应到规模上，大致翻倍；2) 虽然这次的净值损失程度较小，但波及的受众范围更广，3 月受影响主要为 R3-5 产品，占比不足两成，11 月受影响主要为 R1-2 产品，占比超八成，舆论关注度更高。

理财赎回压力最大的时候或已过去，但不排除小幅余波的可能。估算 22H1 时 T+0 产品 8.7 万亿，3 个月以内非 T+0 产品 3.5 万亿。如果未来 3 个月内债市仍出现波动，这部分陆续满足赎回条件的理财产品边际上或许仍有一些压力。

投资建议：利率上周五已趋稳，继续大幅上行概率不大；理财产品大多有日内 10% 的大额赎回限制，受影响有限；银行自营盘持有基金较稳固，逻辑上并无加大赎回的动力；股市尚未走出强势行情，对固收类基金和理财的虹吸效应尚不显著。后续理财规模或将平稳，维持对银行板块“推荐”评级。

风险提示：市场波动性加大；经济加快复苏；舆论影响扩大。

重点公司盈利预测、估值与评级

代码	简称	股价 (元)	EPS (元)			PE (倍)			评级
			2021A	2022E	2023E	2021A	2022E	2023E	
601166.SH	兴业银行	16.22	3.98	4.50	5.19	4	4	3	推荐
000001.SZ	平安银行	11.59	1.87	2.36	2.99	6	5	4	推荐
600036.SH	招商银行	32.07	4.69	5.39	6.26	7	6	5	推荐
601838.SH	成都银行	14.40	2.17	2.58	3.32	7	6	4	推荐
002966.SZ	苏州银行	7.03	0.93	1.08	1.39	8	7	5	推荐
601128.SH	常熟银行	7.23	0.80	1.00	1.22	9	7	6	推荐
002142.SZ	宁波银行	28.68	2.96	3.58	4.35	10	8	7	推荐

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；

(注：股价为 2022 年 11 月 19 日收盘价)

推荐

维持评级



分析师 余金鑫

执业证书：S0100521120003

邮箱：yujinxin@mszq.com

相关研究

1. 银行“补资本”系列专题之三：“新巴Ⅲ”若落地，对银行影响几何？-2022/11/14
2. 银行 22Q3 财报综述：利润回升，分化持续-2022/11/01
3. 银行业 0930 地产政策“三连”点评：政策多重刺激之下，长假地产销售如何？-2022/10/10
4. 银行研究手册-投资端(2022 版)：银行自营投资的逻辑是什么？-2022/10/09
5. 9 月销售数据点评：地产销售数据见好，银行来到坚实底部-2022/09/26

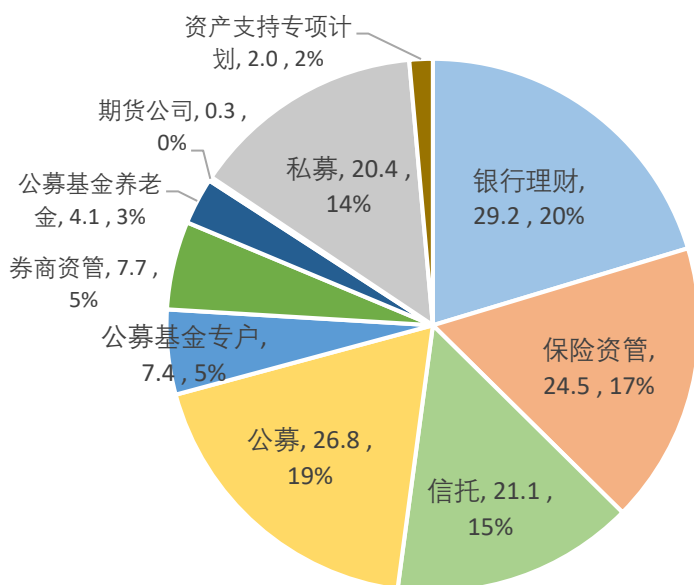
目录

1 可能受影响的规模有多大?	3
2 为什么那么担心理财赎回?	5
3 投资建议	9
4 风险提示	10
插图目录	11
表格目录	11

1 可能受影响的规模有多大？

截至 22H1，我国大资管行业管理资产规模达 143.4 万亿（不考虑嵌套带来的重复计算）。分机构来看，其中份额较大的为：银行理财 29.2 万亿（占比 20%），公募基金 26.8 万亿（占比 19%），保险资管 24.5 万亿（占比 17%），信托 21.1 万亿（占比 15%），私募基金 20.4 万亿（占比 14%）。

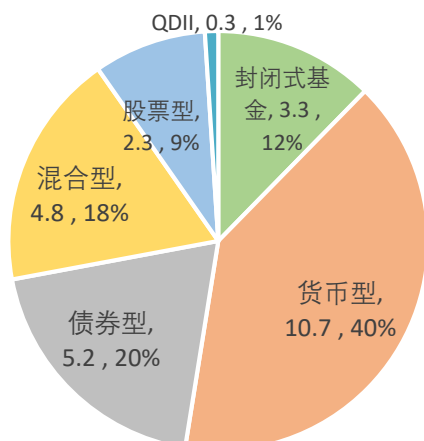
图1：我国大资管行业管理资产：按机构（22H1，万亿元）



资料来源：wind，民生证券研究院

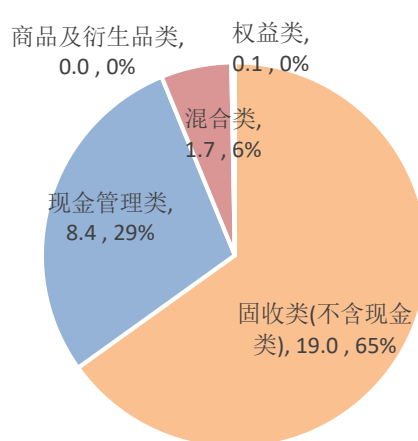
其中与债市高度相关，且交易灵活度较高的，主要是银行理财和公募基金。截至 22Q3，公募基金中有 40% 是货币型（10.7 万亿），20% 是债券型（5.2 万亿），共计 15.9 万亿；截至 22H1，银行理财中有 65% 是固定收益类（估计 19 万亿，不含现金管理类），有 29% 是现金管理类（估计 8.4 万亿），共计 27.4 万亿。

图2：公募基金规模：按产品类别（22Q3，万亿元）



资料来源：wind，民生证券研究院

图3：银行理财规模：按产品类别（22H1，万亿元）



资料来源：中国理财网，民生证券研究院

个人投资者持有约 0.4 万亿债基、约 6.7 万亿货基、约 25.9 万亿理财。从持有人规模来看,个人投资者的占比,债券基金为 8%(2020 年底),货币基金为 63%(2020 年底),银行理财为 88.8%(2021 年半年报)。根据目前已有的公募 22Q3 的规模、理财 22H1 的规模,大致推算,个人持有债基约 0.4 万亿、货基约 6.7 万亿、银行理财约 25.9 万亿。短期内债市收益率快速上行,不仅会导致机构主动降低仓位,来自个人投资者的赎回压力也会产生被动抛压,形成恶性循环。

除了对个人投资者的担忧,银行作为机构投资者的行为也受到关注。我们统计了 36 家上市银行的自营盘,其中 22H1 投资公募基金的规模约 5.3 万亿,按照总资产 77.9%的市占率推算,商业银行整体投资公募基金的规模约 6.8 万亿。这部分是否会因为债市波动而加大赎回,也受到市场关注。

表1: 2022 年中报上市银行表内投资公募基金规模 (亿元)

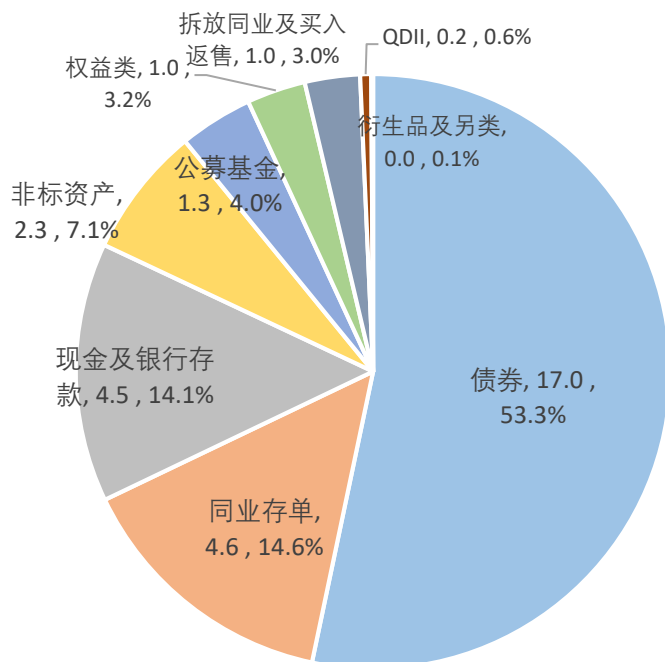
类别	证券简称	投资基金	类别	证券简称	投资基金
大行	工商银行	1,204	城商	南京银行	1,356
大行	建设银行	2,436	城商	宁波银行	2,091
大行	农业银行	485	城商	杭州银行	1,104
大行	中国银行	1,096	城商	长沙银行	651
大行	交通银行	3,184	城商	贵阳银行	214
大行	邮储银行	5,552	城商	成都银行	155
股份	招商银行	1,778	城商	郑州银行	125
股份	兴业银行	6,256	城商	青岛银行	229
股份	浦发银行	4,518	城商	苏州银行	398
股份	中信银行	4,380	城商	西安银行	77
股份	民生银行	2,687	农商	渝农银行	396
股份	光大银行	2,228	农商	青农银行	216
股份	平安银行	1,409	农商	紫金银行	0
股份	华夏银行	1,326	农商	常熟银行	107
股份	浙商银行	1,065	农商	无锡银行	82
城商	北京银行	1,759	农商	张家银行	45
城商	上海银行	2,150	农商	江阴银行	82
城商	江苏银行	1,922	农商	苏农银行	67
36家合计		52829			
商业银行 (估算)		67811			

资料来源: Wind, 民生证券研究院

注: 36 家上市银行 22Q3 总资产在整体商业银行中占比为 77.9%, 假设其投资基金在整体商业银行中也与此一致, 得到整体商业银行的投资基金规模 (估算)。

另外, 银行理财也持有一部分公募基金。如果银行理财在客户赎回压力之下, 也选择加大赎回, 就可能造成赎回的连锁反应。22H1 银行理财持有公募基金的比例为 4.0%, 对应的规模是 1.3 万亿。

图4: 银行理财规模: 按资产类别 (22H1, 万亿元)

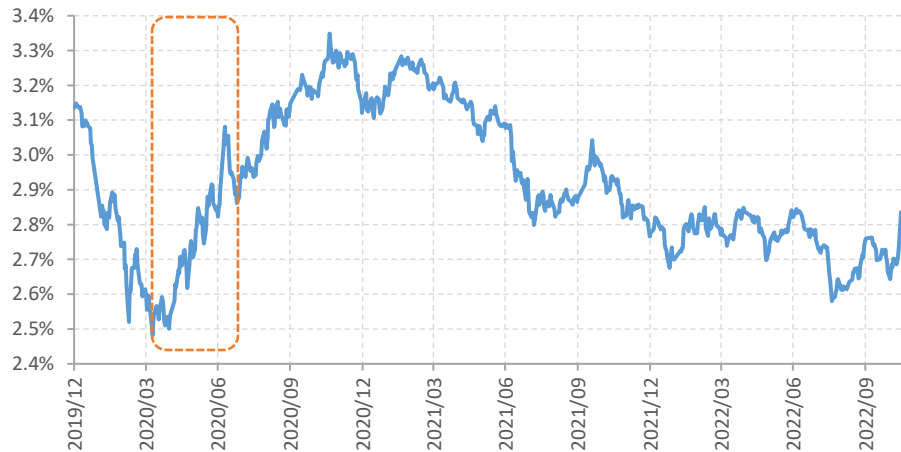


资料来源: 中国理财网, 民生证券研究院

2 压力最大的时候或已过去

复盘 2020 年 5-6 月债券市场利率上行的影响。观察 10 年国债收益率历史变化, 2020 年从 4 月底的 2.50% 上行到 7 月初的 3.06%, 2 个月内累计上行幅度为 56BP; 从 2022 年 10 月底的 2.64% 到 11 月 16 日的 2.83%, 半个月累计上行 19BP, 都属于短期内上行很快的节奏。那么, 在 2020 年 5-6 月期间, 银行自营投资基金、公募基金、银行理财规模都有怎样的变化呢?

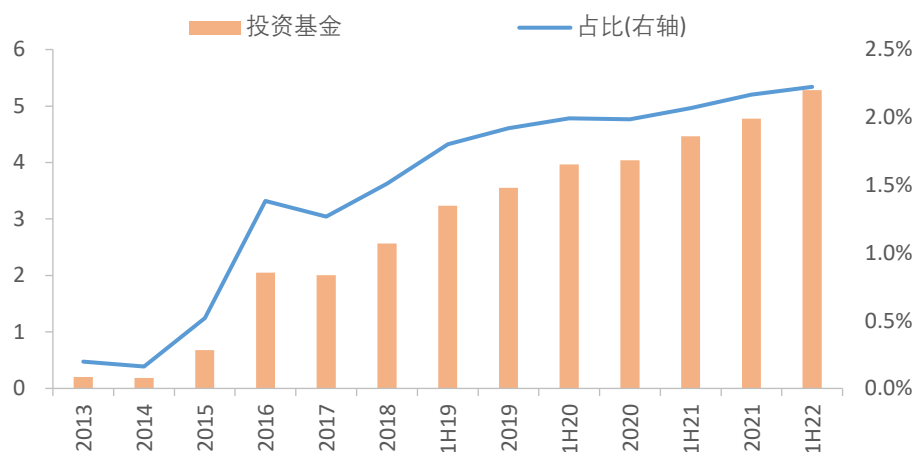
图5: 10 年国债到期收益率走势 (2019.12-2022.11)



资料来源: wind, 民生证券研究院

逻辑上来说，银行自营投资基金缺乏加大赎回力度的动机。自 2017 年以来，上市银行自营投资公募基金规模和占比均处于上升状态。2020 年 5-6 月债市收益率上行，并未带来投资基金规模的收缩，事实上，20H1 比 2019 还净增了 0.4 万亿。表内的负债端以存款和发债为主，比理财和公募基金的负债端要稳定得多，且自营投资的债券以持有到期为目的的居多，被动抛压不明显。当然，不排除部分银行自营端的交易盘，希望将部分货基置换成暂时低估的债券（考虑到已经出现民生银行二级债收益率达到 6% 以上的这种机会）；也不排除部分银行基于年底流动性管理的考量，适度加快了赎回节奏，加剧了交易的拥挤，若真如此，反而有利于减轻下一阶段的赎回压力。

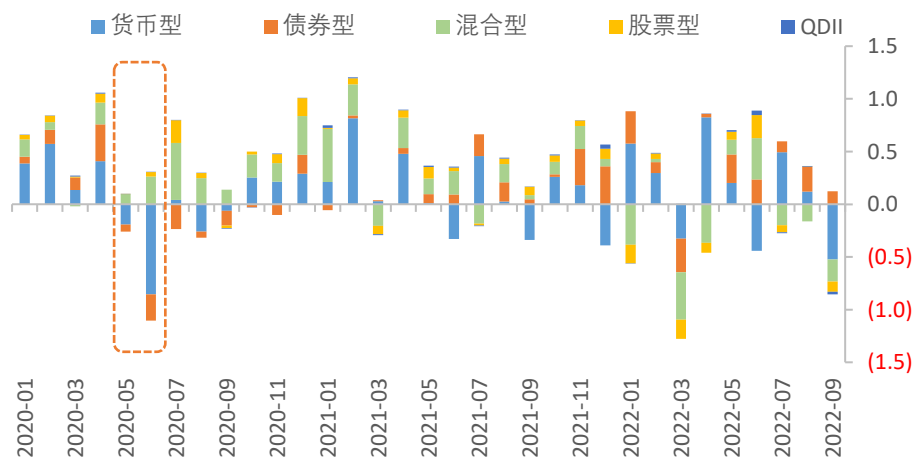
图6：上市银行投资基金规模及其在生息资产中占比（万亿）



资料来源：wind，民生证券研究院

2020 年 5-6 月，货币型+债券型公募基金共减少 1.3 万亿。规模的下降，一方面是债市的低迷，另一方面是权益市场火热带来的虹吸效应，5 月份一直到 2021 年 2 月份，一直是混合型和权益型基金连续环比大幅净增。这体现在公募货基 6 月份净单月减少 0.9 万亿。

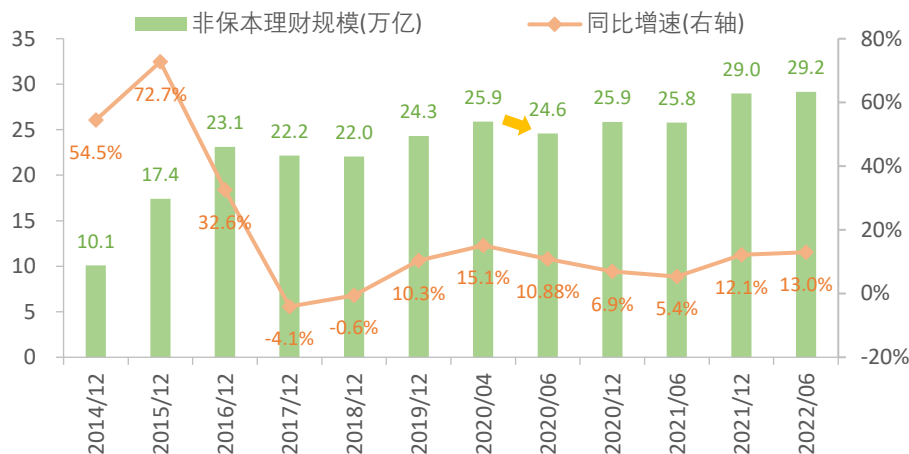
图7：开放式公募基金规模环比变化：按产品投资类别（万亿）



资料来源：wind，民生证券研究院

2020年5-6月，非保本理财规模减少1.3万亿。彼时净值化转型未完，资管新规过渡期也未满，理财规模的下降，更多可以解释为赎回理财投资于权益市场。这跟同期公募货基的规模大幅下降，是相似的道理，均出于股债市场的冷暖差异。

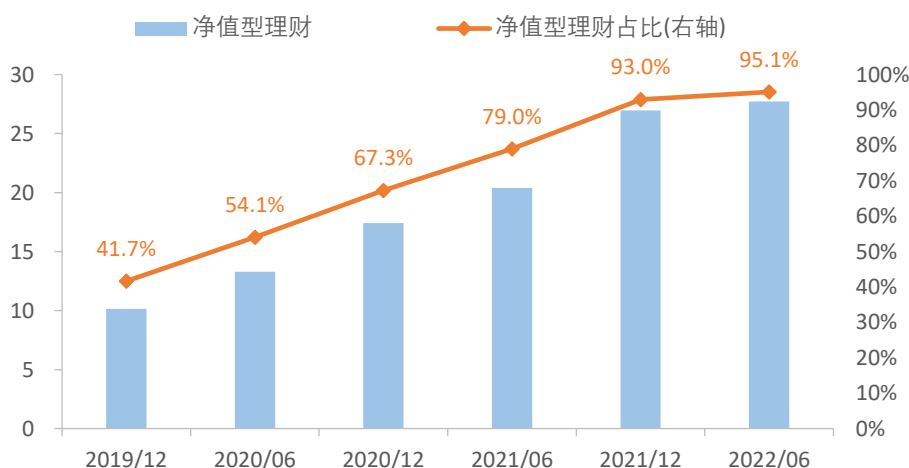
图8：银行理财规模及同比增速（万亿）



资料来源：wind，民生证券研究院

与2020年相比，如今银行理财的净值化程度是不同的。20H1非保本理财的净值化比例为54.1%，22H1时为95.1%，对应的净值型理财产品规模分别为13.3万亿、27.7万亿，大致上翻了个倍。完成了净值化改造的产品，不再以预期收益率的形式展示，也没有刚兑的预期，更容易搅动投资者的心绪。

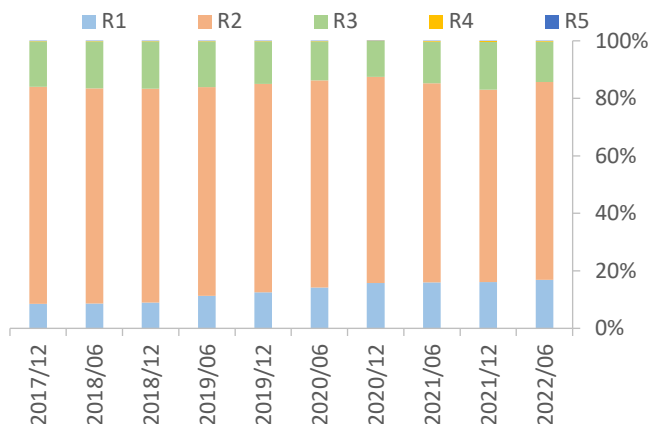
图9：净值型银行理财产品规模及其在总规模中占比（万亿）



资料来源：中国理财网，民生证券研究院

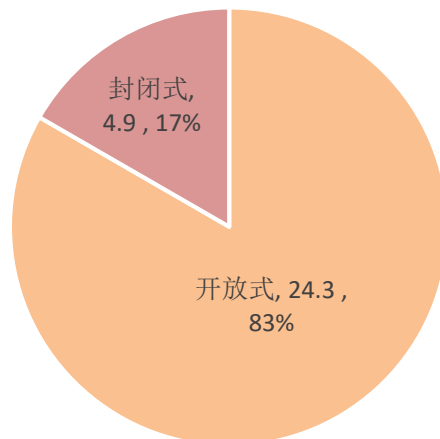
另外，虽然这次“破净”的净值回撤程度低于今年3月份，但波及范围更广。今年3月份的“破净”主要是权益市场下跌，导致混合类及少部分固收+的理财产品受影响，净值跌幅大得多，但对应的R3-5产品规模占比常年不足两成。11月“破净”主要是债券市场下跌，导致现金管理类和固收类理财产品净值回撤，尽管幅度较小，但R1-2产品规模占比在八成以上，涉及到的投资者众多，舆论的关注度更高。

图10: 银行理财规模: 按风险等级



资料来源: 中国理财网, 民生证券研究院

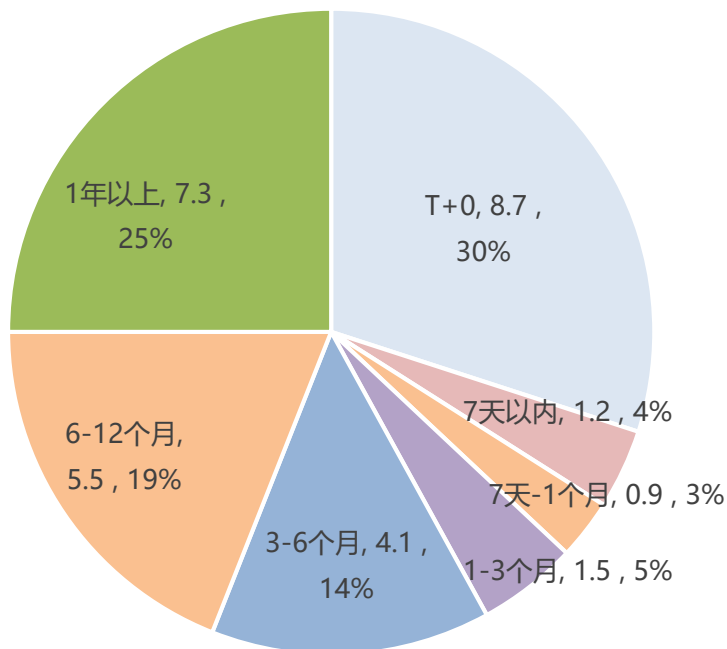
图11: 银行理财规模: 按运作方式 (22H1, 万亿元)



资料来源: 中国理财网, 民生证券研究院

理财赎回压力最大的时候或已过去, 但不排除可能有余波。各期限理财产品的规模占比数据, 我们能得到最近的是 21H1 的, 姑且以其作为对 22H1 规模的估算, 由此得到 T+0 产品占比 30% (8.7 万亿, 基本上都是现金管理类理财), 7 天以内的产品占比 4% (1.2 万亿), 7 天-1 个月的产品占比 3% (1 万亿), 1-3 个月的产品占比 5% (1.5 万亿)。如果未来 3 个月内债市仍出现波动, 这部分陆续满足赎回条件的理财产品边际上也会有一些压力。

图12: 银行理财规模: 按产品期限 (22H1, 万亿元)



资料来源: 中国理财网, 民生证券研究院

3 投资建议

利率上周五已趋稳，继续大幅上行概率不大；理财产品大多有日内10%的大额赎回限制，受影响有限；银行自营盘持有基金较稳固，逻辑上并无加大赎回的动力；股市尚未走出强势行情，对固收类基金和理财的虹吸效应尚不显著。后续理财规模或将平稳，维持对银行板块“推荐”评级。

4 风险提示

1) **市场波动性加大。**债市累积的浮盈带来市场的脆弱性，若市场后续波动性加大，不排除会有理财赎回的余波影响。

2) **经济加快复苏。**经济在“二十条”之后，逐步走入持续修复，导致利率进一步上行的基础加强。

3) **舆论影响扩大。**社交媒体和舆论对“破净”现象的讨论，可能加剧赎回现象的发生。

插图目录

图 1: 我国大资管行业管理资产: 按机构 (22H1, 万亿元)	3
图 2: 公募基金规模: 按产品类别 (22Q3, 万亿元)	3
图 3: 银行理财规模: 按产品类别 (22H1, 万亿元)	3
图 4: 银行理财规模: 按资产类别 (22H1, 万亿元)	5
图 5: 10 年国债到期收益率走势 (2019.12-2022.11)	5
图 6: 上市银行投资基金规模及其在生息资产中占比 (万亿)	6
图 7: 开放式公募基金规模环比变化: 按产品投资类别 (万亿)	6
图 8: 银行理财规模及同比增速 (万亿)	7
图 9: 净值型银行理财产品规模及其在总规模中占比 (万亿)	7
图 10: 银行理财规模: 按风险等级	8
图 11: 银行理财规模: 按运作方式 (22H1, 万亿元)	8
图 12: 银行理财规模: 按产品期限 (22H1, 万亿元)	8

表格目录

重点公司盈利预测、估值与评级	1
表 1: 2022 年中报上市银行表内投资公募基金规模 (亿元)	4

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。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而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，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、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026