

## 行业研究

## 理财赎回压力几何？

## ——产品特征、规模测算与未来展望

## 银行业

## 买入（维持）

## 作者

分析师：王一峰

执业证书编号：S0930519050002

010-56513033

wangyf@ebsecn.com

分析师：董文欣

执业证书编号：S0930521090001

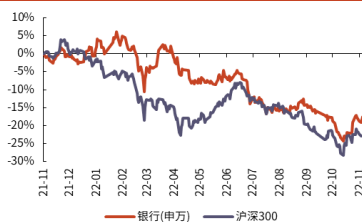
010-57378035

dongwx@ebsecn.com

联系人：黄怡婷

huangyiting@ebsecn.com

## 行业与沪深300指数对比图



资料来源：Wind

## 相关研报

规模稳步迈向 30 万亿，风险偏好小幅下降——《中国银行业理财市场半年报告（2022 年上）》点评（2022.08.21）

迈向全面净值化——上市银行 2021 年暨 2022 年开年以来理财运行分析（2022.5.11）

深化转型，蝶变跃升——银行理财 2021 年回顾与 2022 年展望（2022.2.16）

理财估值强化“真净值”影响几何？——理财业务估值从摊余成本法到公允价值法切换点评（2021.9.3）

理财转型关键期，特色业务正当时——2021 年上半年上市银行理财发展及后续展望（2021.9.14）

八问现金管理类理财——对现金管理类理财正式稿的点评（2021.6.15）

## 要点

## 事件：

近期，资金市场利率快速波动上行，货币与债券市场阶段性调整，银行理财产品净值明显回撤，投资者赎回压力加大，似有形成负反馈机制，从而进一步加大了固定收益类品种调整压力，市场对此高度关注。近一周，理财产品净值回撤程度如何？赎回压力是否可控？后续将如何演化？

## 点评：

## 1、理财产品回撤幅度相对集中于 0-0.8%，合计占比九成

根据普益标准金融数据平台，11 月 20 日共存续理财产品 4.3 万只，2022 年有存续规模披露的共 19.5 万亿，占全部理财产品 29.2 万亿（2Q 末）的近 7 成。这里需要指出的是，由于此次市场是短期内大幅调整，投资者更关注持有期收益率和回撤幅度，而不是“破净”。

据统计，2022 年 11 月 14-18 日，共有 1.2 万只产品披露净值，规模 14.6 万亿。在该样本中：**1) 收益率角度**，有 1996 只产品，规模 1.07 万亿，今年以来年化收益率为负，规模占比 7.3%；有 5047 只产品（规模 7.69 亿）近 1 个月收益率为负，规模占比 52.7%。**2) 回撤角度**，有 8368 只产品，规模 9.24 万亿，近 1 个月出现回撤，规模占比 63.3%，产品回撤幅度相对集中于 0-0.8%，合计占比九成；其中，近 1 个月最大回撤区间 0.4%-0.6% 规模占比 30.1%、0.2%-0.4% 规模占比 29.7%、0%-0.2% 规模占比 16.0%。

## 2、预估全市场每日理财赎回规模 500 亿以上，峰值压力或达到 1000-2000 亿

我们采用两种方法对理财赎回压力进行估算，货币及债券市场利率快速上行阶段，每日理财赎回规模很可能在 500 亿以上，峰值压力或达到 1000-2000 亿。

**方法一：**结合存续理财产品的结构看，现金管理类理财采用摊余成本法计价，规模占比近 1/3；剩余产品中，封闭式产品在封闭期内不可赎回，定期开放式产品只在开放时间段可赎回。相对而言，赎回压力主要来自于以最小持有期型产品为代表的市值法每日可申赎产品。参照样本结构看，该类产品规模占比按 15%-20% 估算。另据银行理财登记中心数据显示，截至 6 月末，全市场理财规模为 29.2 万亿。综上，可能被赎回的产品总规模预计 4.5-6 万亿，进一步，这类产品通常单日设有一定赎回比例限制，例如招睿 2 号（代码 Z7001622000252）产品说明书中披露的巨额赎回比例为 10%。因此，全部巨额赎回极端情况下，每日全市场的赎回压力或在 5000 亿左右。进一步考虑多数产品触发巨额赎回概率较低、持有时间未满足最小持有期的产品不能赎回、银行处于维稳 AUM 诉求加强客户沟通、理财客户粘性相对较高等因素。预计峰值压力情况下，每日全市场赎回规模或在 1000-2000 亿左右。

**方法二：**观测有连续时间序列披露的最小持有期产品，借此推测赎回压力。存续的 14.6 万亿产品中，共有 680 只最小持有期产品，规模合计 2.76 万亿；其中，135 只产品在 11 月有每日规模数据披露，截至 11 月 16 日的存续规模为 8659 亿。结合该样本规模变化看，在债市承压情况下，每日该类产品实际被赎回比例接近 1%，如果按照上文对可赎回产品规模在 5 万亿左右量级，再考虑其他一些产品可能恰到开放期等因素，预计每日全市场赎回规模很可能在 500 亿以上。

### 3、 后续理财发展态势展望：净值修复有助规模稳定，中长期资管能力是关键

短期看，资金利率触顶回落，理财净值逐步修复态势如能延续，有助于缓释赎回压力、稳定理财规模。上周 DR007、1Y NCD 利率短暂触碰 OMO—MLF 政策利率，随后央行适度加大了 OMO 投放规模，用以稳定利率走廊。可以视为，在压力情形下，OMO 等流动性闸门具有“放水”空间，市场利率不太具备明显突破政策利率的空间。同时，央行的干预行为有助于熨平利率波动，防止利率超调而出现“尖峰”。在央行做出动作后，我们观测到 DR 和 NCD 利率快速脱离政策利率，出现明显回落。以上行为有助于稳定理财产品估值，打破理财赎回与债市调整的负向循环。

但另一方面，我们也注意到，由于个人投资者的“羊群效应”尚未消退，理财产品规模稳定可能相对滞后于净值稳定，这或需要理财产品净值持续稳定予以支持。随着票息的积累、估值的修复，理财赎回压力将有所缓释。虽然资金短期赎回流出增加，但这种资金避险行为并不会持续冲击市场资金面，而更多表现为流动性的阶段性冻结，仅资金在银行体系的存在形态。随着市场的稳定，投资者或重新回流购买理财。借助高频数据样本看，招睿 2 号理财产品的净值已经在 11 月 17 日触底企稳，11 月 18 日、21 日净值连续两日回升，截至 11 月 21 日，累计净值录得 1.0072，较 11 月 16 日/17 日最低点回升 6bp，逐步修复至 10 月中下旬的净值水平。从披露存续规模数据看，11 月 16 日/17 日/18 日/21 日规模单日降幅分别为 10.2%/10.7%/18.5%/7.1%，随着净值连日企稳，赎回压力已相应呈现缓释迹象。

据经济观察网报道，在正在召开的金融街论坛上，银保监会郭树清主席也表示“一方面，我们看到最近由于市场看好经济恢复前景，债券收益率有所上行，引发部分银行理财产品净值波动。这是市场自身调整的表现，总体风险完全可控。另一方面，我们也持续关注现在个人投资者可以选择的金融产品越来越丰富多样，同时面临的风险也越来越复杂，需要很好地把握收益和风险的平衡。”

中长期来看，赎回事件有利于理财业务更加健康发展。本次理财赎回事件可以看作是在“资管新规”之后，产品净值化改造完成之际，货币市场利率短期快速上行对理财市场的压力测试。未来，随着国内外经济金融环境变得更为复杂及金融市场的自身发展，净值波动幅度加大甚至破净或将成为“新常态”，需要持续深化投资者教育。

过去很长一段时期以来，银行理财业务拓展“跑马圈地”，在“资管新规”之前，资产池业务盛行，资管机构出于展业诉求，让投资者获取了与之承担风险不匹配的收益率水平，这也是支撑理财规模快速膨胀的根基所在。随之而来的“资管新规”过渡期安排，要求存量理财“发起在母行、责任在母行、处置在母行”，通过表内化等方式来化解存量业务风险。

在“资管新规”之后，为使得银行资管产品迅速向理财子切换，承接近 30 万亿资管规模，“类货币类”产品仍是发行大头，使用摊余成本法的现金管理类理财大行其道。至此，银行理财仍未完全脱离拉长长期、增加杠杆、风险下沉的资产池运作模式。随后监管推动了现金管理类理财改造，一方面要求现金管理类理财监管实质性趋同货币市场基金；另一方面是着手压降现金管理类产品占比。由此推动了最短持有期净值型、周期型等产品的置换。

到目前为止，大多数理财资金仍集中于货币市场，资金“脱媒”的持续动能在于货币市场利率与短期存款的价差。同时，在市场端收益率曲线形态上，也由于杠杆和套期交易呈现出更加平坦的特征。

本次理财赎回事件表现上是理财净值回撤的投资者应激反应,更深层次的问题和意义在于此类事件将推动银行资管体系的完善。**中长期看,资管市场可能正酝酿以下改变:**

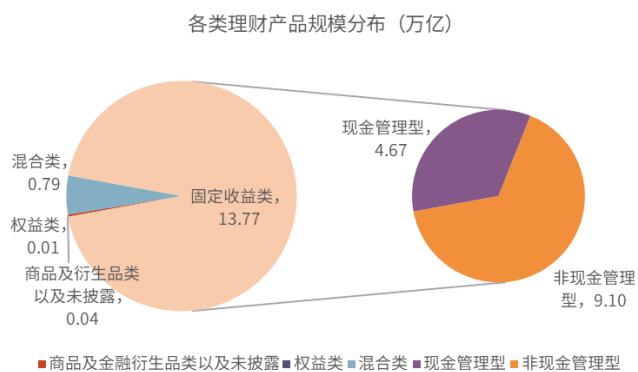
- 第一,** 投资者教育增强,部分低风险偏好资金回表,转换为存款类产品,此举将减弱“脱媒”,为后续银行体系负债成本控制提供空间。
- 第二,** 部分投资者真实风险偏好被发掘,银行提供更丰富产品体系和差异化服务,收益率曲线长端资金供给增加,封闭型产品提供更多稳定资金和获取更高收益,改变多数资金集中于短端的情况,推动收益率曲线陡峭化。
- 第三,** 真实资管能力被打造,理财公司运营更加成熟化、市场化。随着我国资本市场改革发展不断迈向纵深,叠加机构客户拓展、养老金融业务发展等业务机会,预计理财子将持续做大 AUM 并提升权益投资占比,并持续为资产市场带来增量资金。

表 1: 理财产品运作形态分布

产品类别	子类别	产品总数量	存续规模合计 (万亿)	规模占比
封闭式净值型	/	8235	2.08	14.22%
开放式净值型	固定期限定开型	2529	3.53	24.19%
	每日开放型	278	5.64	38.59%
	其他半开净值型	62	0.40	2.72%
	最小持有期型	680	2.76	18.91%
	未披露	92	0.20	1.37%
<b>总计</b>	<b>/</b>	<b>11876</b>	<b>14.61</b>	<b>100.00%</b>

资料来源: 普益标准金融数据平台, 光大证券研究所; 11月14日以来, 理财净值波动加大, 由于仅收录18日净值披露信息有效样本缩减较多, 这里进一步纳入了14日-18日有净值披露的产品, 该日期范围内, 净值披露次数大于1次的, 取最新净值日净值。

图 1: 理财以固定收益类为主, 现金管理类占较高比重



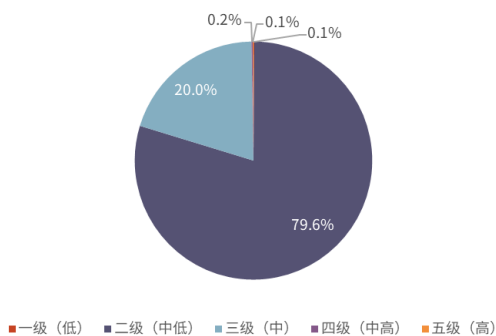
资料来源: 普益标准金融数据平台, 光大证券研究所

图 2: 近 1 个月产品回撤区间分布

近1月最大回撤区间	最新存续规模 (万亿)	占比
0%-0.2%	1.47	16.0%
0.2%-0.4%	2.75	29.7%
0.4%-0.6%	2.78	30.1%
0.6%-0.8%	1.25	13.5%
0.8%-1%	0.46	5.0%
1%-5%	0.34	3.7%
5%以上	0.18	1.9%
合计	9.24	100.0%

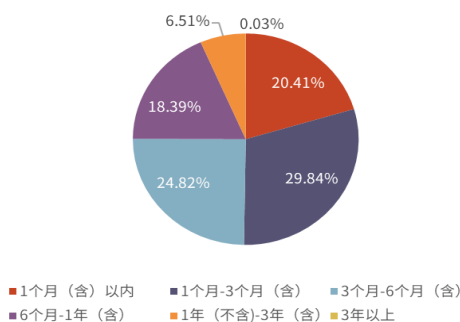
资料来源: 普益标准金融数据平台, 光大证券研究所

图 3：最小持有期产品以二级（中低）风险为主



资料来源：普益标准金融数据平台，光大证券研究所；680 只产品样本

图 4：最小持有期产品期限类别分布



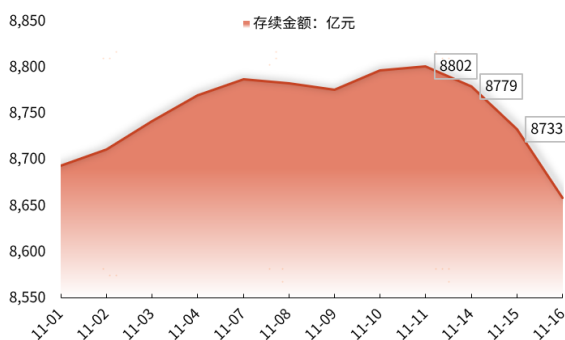
资料来源：普益标准金融数据平台，光大证券研究所；680 只产品样本

图 5：最小持有期产品回撤分布

期限类别	今年以来最大回撤均值 (%)	近1月最大回撤均值 (%)	近3月最大回撤均值 (%)	近6月最大回撤均值 (%)
1个月（含）以内	0.49	0.31	0.41	0.47
1个月-3个月（含）	0.77	0.45	0.57	0.68
3个月-6个月（含）	1.34	0.62	0.93	1.13
6个月-1年（含）	1.63	0.71	1.19	1.43
1年（不含）-3年（含）	3.34	1.04	2.15	2.80
3年以上	0.89	0.66	0.89	0.89

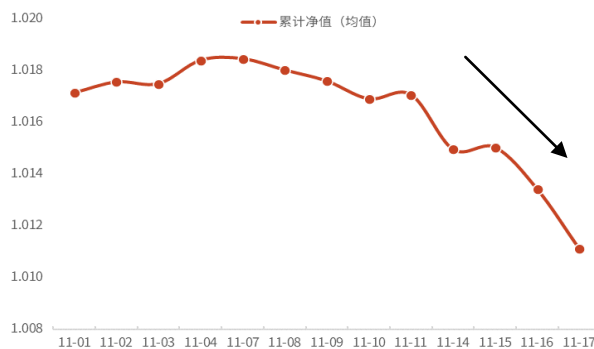
资料来源：普益标准金融数据平台，光大证券研究所；680 只产品样本

图 6：11 月以来，最小持有期产品规模连续三日呈收窄态势



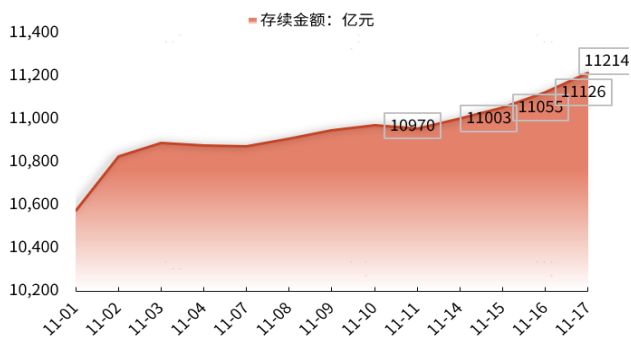
资料来源：普益标准金融数据平台，光大证券研究所；135 只产品样本

图 7：最小持有期产品近一周累计净值显著承压



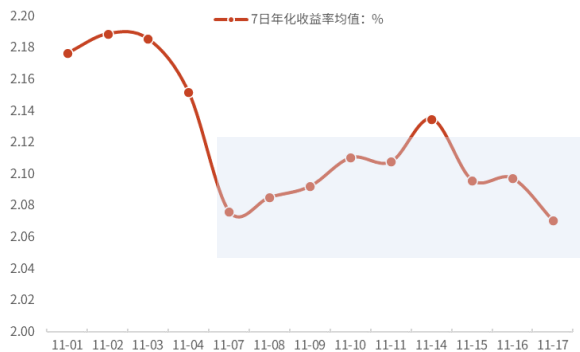
资料来源：普益标准金融数据平台，光大证券研究所；129 只产品样本

图 8：11 月以来，现金管理类理财规模稳中略升



资料来源：普益标准金融数据平台，光大证券研究所；15 只产品样本

图 9：现金管理类理财 7 日年化收益率中枢下行



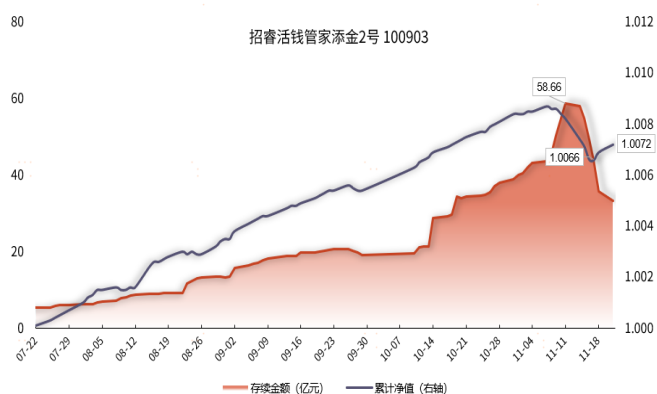
资料来源：普益标准金融数据平台，光大证券研究所；19 只产品样本

图 10: 最小持有期产品规模及净值变化情况代表产品观察

招睿活钱管家(添金)2号固定收益类理财计划					招睿丰和(短债)7天持有期1号固定收益类理财计划			
日期	存续金额(亿元)	规模较前日变化	累积净值	净值较前日变化	存续金额(亿元)	规模较前日变化	累积净值	净值较前日变化
2022/11/10	54.80	8.7%	1.0084	-0.02%	203.96	1.9%	1.0351	-0.01%
2022/11/11	58.70	7.0%	1.0082	-0.02%	206.87	1.4%	1.035	-0.01%
2022/11/14	57.90	-1.2%	1.0074	-0.08%	207.82	0.5%	1.0346	-0.04%
2022/11/15	54.80	-5.4%	1.0071	-0.03%	207.15	-0.3%	1.0343	-0.03%
2022/11/16	49.20	-10.2%	1.0066	-0.05%	199.23	-3.8%	1.0339	-0.04%
2022/11/17	44.00	-10.7%	1.0066	0.00%	184.68	-7.3%	1.0339	0.00%
2022/11/18	35.83	-18.5%	1.0069	0.03%			1.0339	0.00%
2022/11/21	33.29	-7.1%	1.0072	0.03%				
招睿丰和(短债)14天持有期1号固定收益类理财计划					农银安心·灵动30天人民币理财产品(薪资悦享)			
日期	存续金额(亿元)	规模较前日变化	累积净值	净值较前日变化	存续金额(亿元)	规模较前日变化	累积净值	净值较前日变化
2022/11/10	184.40	2.0%	1.0351	-0.02%	313.20	0.7%	1.0080	-0.04%
2022/11/11	186.58	1.2%	1.0349	-0.02%	314.40	0.4%	1.0076	-0.04%
2022/11/14	187.87	0.7%	1.0339	-0.10%	314.50	0.0%	1.0062	-0.14%
2022/11/15	188.72	0.4%	1.0335	-0.04%	311.50	-1.0%	1.0058	-0.04%
2022/11/16	181.60	-3.8%	1.0329	-0.06%	310.60	-0.3%	1.0048	-0.10%
2022/11/17	170.82	-5.9%	1.0329	0.00%	308.50	-0.7%	1.0051	0.03%
2022/11/18			1.033	0.01%				
"农银安心·灵动"60天人民币理财产品					阳光天天购90天Z7001420000077			
日期	存续金额(亿元)	规模较前日变化	累积净值	净值较前日变化	存续金额(亿元)	规模较前日变化	累积净值	净值较前日变化
2022/11/10	178.61	9.6%	1.0235	-0.03%	533.14	-0.1%	1.0357	-0.02%
2022/11/11	179.66	0.6%	1.0231	-0.04%	532.90	0.0%	1.0354	-0.03%
2022/11/14	180.54	0.5%	1.0219	-0.12%	529.62	-0.6%	1.0345	-0.09%
2022/11/15	180.51	0.0%	1.0215	-0.04%	519.13	-2.0%	1.0338	-0.07%
2022/11/16	180.45	0.0%	1.0206	-0.09%	499.02	-3.9%	1.0328	-0.10%
2022/11/17	179.83	-0.3%	1.0208	0.02%	469.67	-5.9%	1.0324	-0.04%
2022/11/18					438.75	-6.6%	1.0322	-0.02%

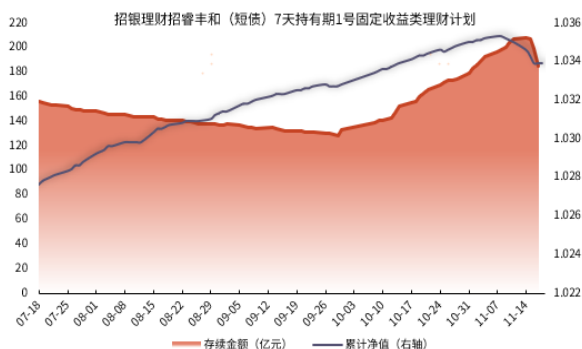
资料来源: 普益标准金融数据平台, 光大证券研究所

图 11: 每日可申赎产品净值波动及存续规模变化示例



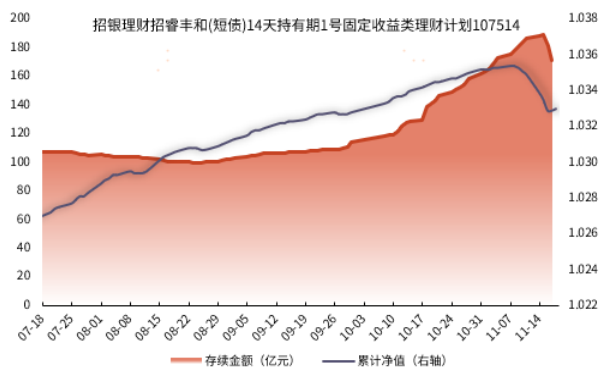
资料来源: 普益标准金融数据平台, 光大证券研究所, 数据截至 11 月 21 日

图 12: 7 天最小持有期产品净值波动及存续规模变化示例



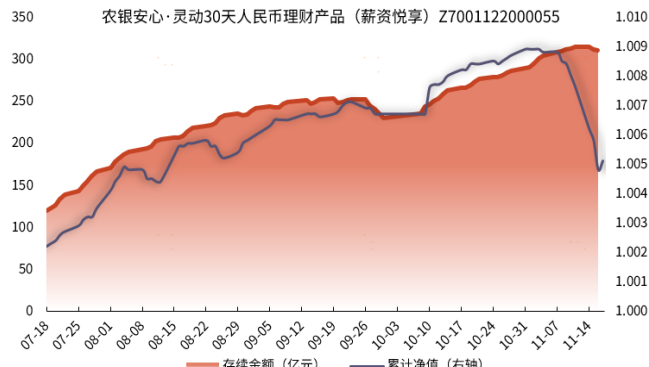
资料来源: 普益标准金融数据平台, 光大证券研究所, 数据截至 11 月 18 日

图 13: 14 天最小持有期产品净值波动及存续规模变化示例



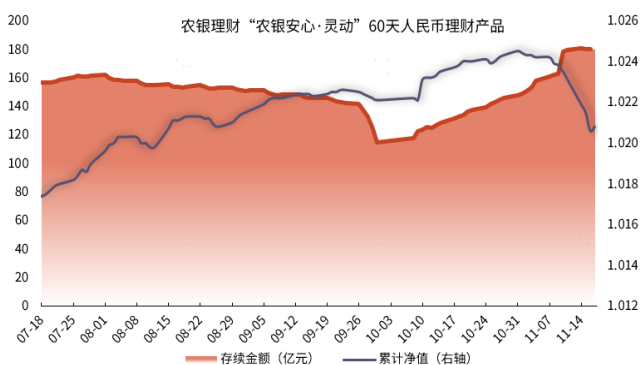
资料来源: 普益标准金融数据平台, 光大证券研究所, 数据截至 11 月 18 日

图 14: 30 天最小持有期产品净值波动及存续规模变化示例



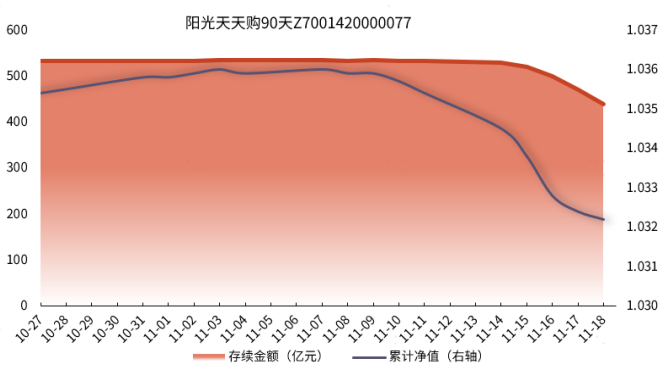
资料来源: 普益标准金融数据平台, 光大证券研究所, 数据截至 11 月 17 日

图 15: 60 天最小持有期产品净值波动及存续规模变化示例



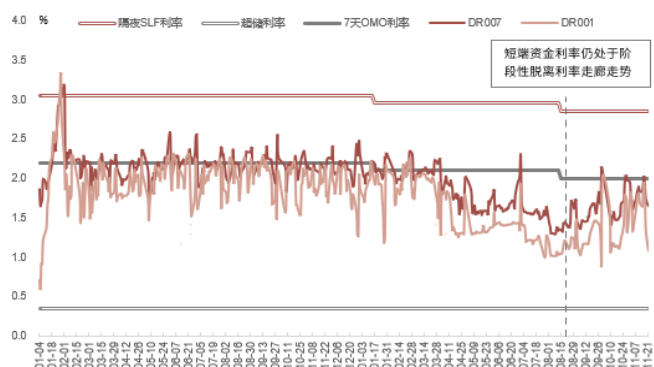
资料来源: 普益标准金融数据平台, 光大证券研究所, 数据截至 11 月 17 日

图 16: 90 天最小持有期产品净值波动及存续规模变化示例



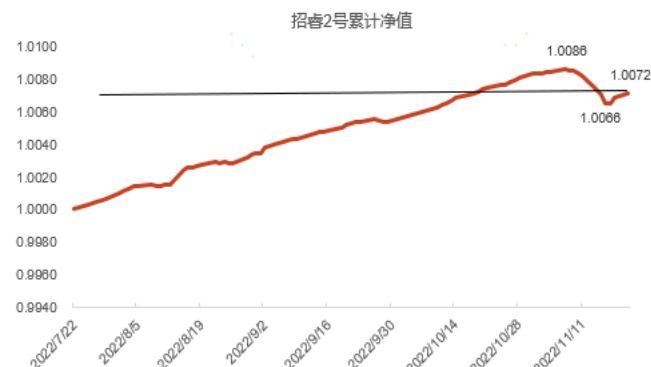
资料来源: 普益标准金融数据平台, 光大证券研究所, 数据截至 11 月 18 日

图 17: DR007 利率已基本接近公开市场操作利率



资料来源: wind, 光大证券研究所整理; 数据截至 11 月 21 日

图 18: 招睿 2 号产品净值连续 2 日回升至接近 10 月中下旬水平



资料来源: 普益标准金融数据平台, 光大证券研究所; 数据截至 11 月 21 日

#### 4、风险提示

- 1) 理财产品统计来自普益标准金融数据平台, 因为净值披露及规模数据样本有限性, 统计结果可能与全市场整体行情有较大偏差;
- 2) 此次回撤压力产生, 基于理财净值化率达到 90% 以上后, 第一次经历债市短期大幅调整, 投资者行为与理财规模变化可能超预期。

## 行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
	增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
	中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
	减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
	卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
	无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：		A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

## 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。

## 分析师声明

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注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不与、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。

## 法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

中国光大证券国际有限公司和 Everbright Securities (UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

## 特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

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、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。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。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

## 光大证券研究所

### 上海

静安区南京西路 1266 号  
恒隆广场 1 期办公楼 48 层

### 北京

西城区武定侯街 2 号  
泰康国际大厦 7 层

### 深圳

福田区深南大道 6011 号  
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

## 光大证券股份有限公司关联机构

### 香港

中国光大证券国际有限公司  
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

### 英国

Everbright Securities(UK) Company Limited  
64 Cannon Street, London, United Kingdom EC4N 6AE