2023 年 1 月 4 日

光大证券 EVERBRIGHT SECURITIES

行业研究

赎回压力下，银行理财的新叙事

——2022 年银行理财赎回复盘与 2023 年展望

要点

2022 年理财经历三轮较强赎回压力，受冲击产品线呈现差异性，同时也对理财资产配置产生影响：

第一波：“固收+”产品线受冲击，理财规模大体平稳、结构呈现新变化。2022 年 3 月以来，资本市场大幅震荡叠加债市调整，理财“破净”现象增加，破净产品以封闭式运作为主，“固收+”、偏债混合等产品占比较高。理财规模大体平稳，部分客户赎回理财后，持仓向 PR2/PR1 等更低风险等级的产品迁徙。

第二波：11 月中旬资金市场利率快速走高，**以最小持有期型产品为代表的理财产品在 14 日-18 日当周迎来赎回压力高峰，**随着央行公开市场投放增加和降准信息公布，资金市场利率和理财净值逐步修复，理财赎回压力也趋于平稳。估算 11 月理财净赎回规模在 1.5 万亿左右。随着低风险偏好客户逐步退出，11 月下旬过后净值再度回撤时，赎回压力趋缓。

第三波：11 月末债市调整力度加大叠加赎回压力形成的负向反馈冲击，**12 月打开的定开产品线**遭遇较强赎回压力，客户具有长尾特征，**赎回压力在 12 月中旬过后有所缓和。**我们认为当前定开赎回压力相对可控可测，已逐步接近尾声。估算 12 月理财净赎回规模或在 1 万亿左右。11 月以来两波赎回压力带来的理财 AUM 净流失在 10%以内。

结合银行理财流动性获取顺序看，11 月份以来的两波赎回压力，在理财机构行为和流动性压力角度具有较大差异性。两波赎回压力叠加下，部分产品在 12 月份面临了较强的流动性压力。

“赎回潮”渐近尾声，2023 年理财业务如何展望？

1）预估 2023 年 1-2 月份有望看到银行理财规模回升。净值的持续修复是提振投资者信心的必要条件，结合理财净值走势及修复进展看，中性情况下，预计到春节前后的时间点有望逐步看到理财规模回升。同时，若 2023 年信贷开门红“中规中矩”降低理财驰援表内存款必要性、友好货币政策环境推动估值曲线加速回落，则有助于理财规模更快企稳。

2）理财负债端稳定性再认识，资产配置将更注重久期匹配。11 月份以来，理财遭遇较强赎回压力，**一方面，**在净值化运作态势下，理财负债端稳定性可能远不及此前预期，后续需要拉长负债真实久期；**另一方面，**理财投资端需要更好的做好久期选择与流动性管理；同时，围绕最小持有期产品、定开产品等不同产品线负债特征，资产配置的分化也将会更加鲜明。

3）产品线难有本质改变，但可能呈现新的边际变化。2023 年，预计银行理财以固定收益类资产为主、追求绝对收益的配置思路短期内不会变，开放式产品仍将是主流运作形态。同时，随着市场环境及投资者行为的变化，不排除银行理财呈现新的阶段性特征与边际变化，如净值波动加大阶段，摊余成本法估值产品关注度提升；开放式产品线内部产品设计的进一步优化等。

4）投资者真实风险偏好回归，逐步重塑理财新业态。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。之后随着更多事件冲击过后，投资者真实风险偏好回归，可能会促使未来产品线上作出更清晰划分，逐步重塑行业新的打法和面貌。

风险分析：第三方数据可能有统计偏差；市场环境及投资者行为具有不确定性。

银行业

买入（维持）

作者

分析师：王一峰

执业证书编号：S0930519050002

010-57378038

wangyf@ebscn.com

分析师：董文欣

010-57378035

执业证书编号：S0930521090001

dongwx@ebscn.com

联系人：黄怡婷

huangyiting@ebscn.com

行业与沪深 300 指数对比图



资料来源：Wind

相关研报

理财赎回压力几何？——产品特征、规模测算与未来展望（2022.11.22）

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）

目 录

1、 2022 年银行理财三波“赎回潮”复盘 3
1.1、 第一波：“固收+”产品线受冲击，理财规模大体平稳、结构呈现新变化 3
1.2、 第二波：资金市场利率快速走高，以最小持有期为代表的开放式产品受冲击，理财规模承压 5
1.3、 第三波：信用债市场大幅调整，定开产品遭遇较强赎回压力，客户具有长尾特征 6
2、 “赎回潮”渐近尾声，2023 年理财业务如何展望？ 9
2.1、 预估 2023 年 1-2 月份有望看到银行理财规模回升 9
2.2、 负债端稳定性再认识，资产配置更注重久期匹配 10
2.3、 产品线难有本质改变，但可能呈现新的边际变化 10
2.4、 投资者真实风险偏好回归，逐步重塑理财新业态 11
3、 风险提示 11

11 月中旬以来，以资金市场和债市大幅调整为导火索，银行理财遭遇了两波较强赎回压力并形成了明显负向反馈效应，受到各方高度关注。2022 年以来，银行理财主要经历了哪些较大的赎回压力冲击？基于不同市场环境，主要理财产品线受到了怎样的影响？面对负债端波动，理财资产端的应对与边际变化如何？

1、 2022 年银行理财三波“赎回潮”复盘

2022 年以来的银行理财赎回压力，产生于理财产品基本实现全面净值化，开放式产品占比持续提升并逐步形成三条主要产品线的大背景。2018 年 4 月，资管新规落地实施，20 多万亿银行理财从资金池模式开启净值化转型。截至 2022 年 6 月末，净值型产品占比升破 95%，银行理财迈向全面净值化时代；与此同时，理财产品线也随着净值化的深入推进形成新变化：一方面，开放式产品占比稳步升至 2022 年 6 月末的 83.3%，成为绝对主流产品形态；另一方面，开放式产品逐步形成了每日开放型（主要为现金管理类理财）、固定期限定开型、最小持有期型三条主要产品形态。

表 1：理财以开放式为主，形成了每日开放型、定开型及最小持有期型三条主要产品线

产品类别	子类别	产品总数量	存续规模合计（万亿）	规模占比
开放式净值型	固定期限定开型	3,687	3.4	44.2%
	每日开放型	257	2.7	34.9%
	其他半开净值型	77	0.1	1.0%
	最小持有期型	523	1.4	18.7%
	未披露	113	0.1	1.2%
总计	/	4,657	7.6	100.0%

资料来源：普益标准金融数据平台，光大证券研究所，注：样本为截至日期 2022 年 12 月 31 日存续产品且 2022 年 10 月以来有存续规模的开放式净值型产品。

2022 年以来，银行理财主要经历了三波较大赎回压力，基于不同的资本市场及债市环境，主要受冲击的产品线呈现明显差异性。相应地，对银行理财规模及结构、投资者行为及理财资产投资行为也产生了不同影响。

1.1、 第一波：“固收+”产品线受冲击，理财规模大体平稳、结构呈现新变化

2022 年 3 月以来，股票市场大幅震荡调整叠加债市收益率走高，银行理财破净现象随之增加，作为理财净值化率升破 90%后面临的第一次较大市场环境挑战，引发市场关注。部分投资者担心理财资金加速赎回，加大场内资金负向循环压力。

剔除季节性因素后，此次银行理财产品“破净”并没有带来太大额外产品规模扰动，但是客户风险偏好有所下降情况下，部分客户赎回理财后，持仓向 PR2/PR1 等更低风险等级的产品迁徙。主要由于以下原因：

1） **理财产品类型角度，可赎回产品量级有限，该类产品客户风险偏好相对较高。**结合普益标准数据统计看，破净产品以封闭式运作为主，“固收+”、偏债混合等产品类别在破净样本中占比较高[1]，风险等级多为 PR3/PR4。由于只

[1] 详见 2022 年 5 月 11 日外发报告《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》

有处于开放或到期状态的产品才可以进行赎回操作，因此在市场遭遇调整的时候，可供客户操作赎回的产品量级相对有限；同时，客户在净值受损赎回后，可进一步考虑更为低波动、稳健性的产品，不必然离开银行理财体系。

2） **银行理财多措并举应对赎回压力，适时增加了定向承接产品供给。**理财公司在产品设计和资产配置上更加关注投资者当前对低波动产品的诉求，增强了纯债产品、现金管理类理财等供应，并通过投资者教育、费率优惠、自购产品等多重维度提振投资者信心、应对净值波动压力。

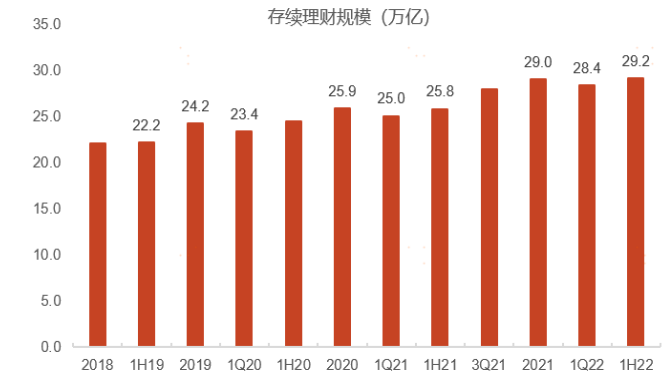
3） **震荡行情下，对理财购买者暂没有完全可替代的资管产品。**市场震荡调整加大背景下，对于整体风险偏好较低的理财客群来说，转移成基金或者股票投资概率较小，反而是部分低风险客户可能从股票、基金等产品回流银行理财；此外，相较大额存单、国债等更低风险的金融产品，理财业绩比较基准更具比较优势。

图 1： 2022 年 3 月以来，资本市场震荡调整叠加债市收益率走高，理财破净压力加大



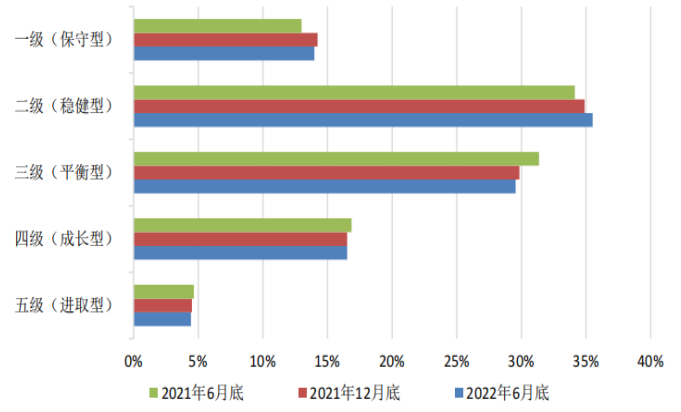
资料来源：Wind，光大证券研究所，数据截至 2022 年 12 月 31 日

图 2：剔除季节性因素，本轮破净并未带来太大规模扰动



资料来源：《中国银行业理财市场半年报告（2022 年上）》，光大证券研究所

图 3：理财产品各类风险偏好个人投资者数量分布



资料来源：《中国银行业理财市场半年报告（2022 年上）》，光大证券研究所

1.2、 第二波：资金市场利率快速走高，以最小持有期为代表的开放式产品受冲击，理财规模承压

11 月中旬左右，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，以最小持有期型产品为代表的市值法每日可申赎产品遭受较强赎回压力。

测算显示 11 月理财净赎回规模或在 1.5 万亿左右。截至 3Q 末，银行理财规模 30.6 万亿[2]，我们采用两种方法对 11 月赎回规模进行估算：

方法一：结合理财日频数据看，以最小持有期型产品为代表的理财产品在 11 月 14 日-18 日当周迎来了赎回压力高峰，随着央行公开市场投放增加和降准信息公布，资金市场利率和理财净值逐步修复，理财赎回压力也趋于平稳。截至 11 月末，该产品线规模较月初平均下降近 30%，按产品线规模占比 15%-20%估算，对应 1.3-1.8 万亿；

方法二：据券商中国报道，截至 11 月末，10 家理财公司规模环比 10 月末下降 6300 亿至 17.1 万亿，考虑到母行产品划转及机构差异等因素，全市场规模降幅或在 5%附近，对应近 30 万亿的存续规模，11 月规模降幅可能在 1.5 万亿左右。

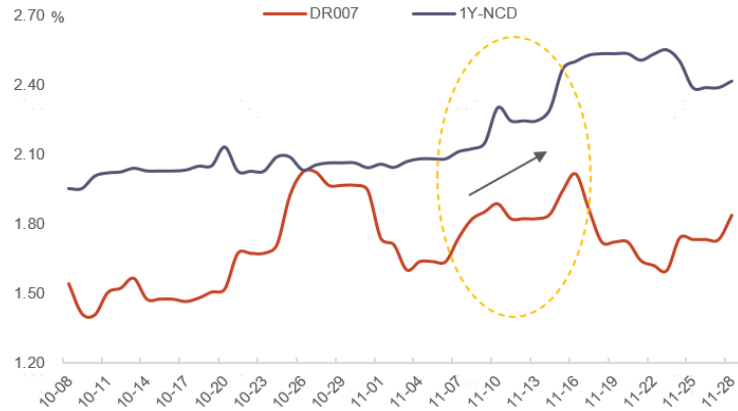
从这一波产品赎回压力的变化过程我们可以初步得到一些观察结论：

1) **赎回态势与净值表现呈高度相关性，净值企稳是赎回压力缓释的必要条件。**市场利率快速调整带动主要投向短债、存单等资产的固定收益类理财产品短期遭受较大净值回撤，叠加投资者羊群效应、自媒体与理财经理等助推作用，理财赎回压力随之凸显；同时，从市场企稳、净值逐步修复，再到投资者看到积极信号并逐步暂缓赎回行为，通常也有一定的时滞；

2) **随着低风险偏好客户逐步退出，净值再度回撤时，赎回压力趋缓。**虽然 11 月下旬过后，债市调整使得净值表现再度承压，由于对净值波动较为敏感的低风险偏好客户在此前市场调整过程中已部分退出，留存客户风险承受能力相应更好，赎回强度显著低于此前峰值，整体处于小幅净流出状态；

3) **开放式产品净值表现更应关注回撤指标。**不同于 3 月份赎回压力，封闭式产品更多表现出“破净”（净值＜1）特征；由于此次市场是短期内大幅调整，受冲击的开放式产品处于持续运作状态，绝大多数产品并没有“破净”，投资者更需关注持有期收益率和回撤幅度。

图 4：11 月中旬左右，资金市场利率快速波动上行，货币与债券市场阶段性调整

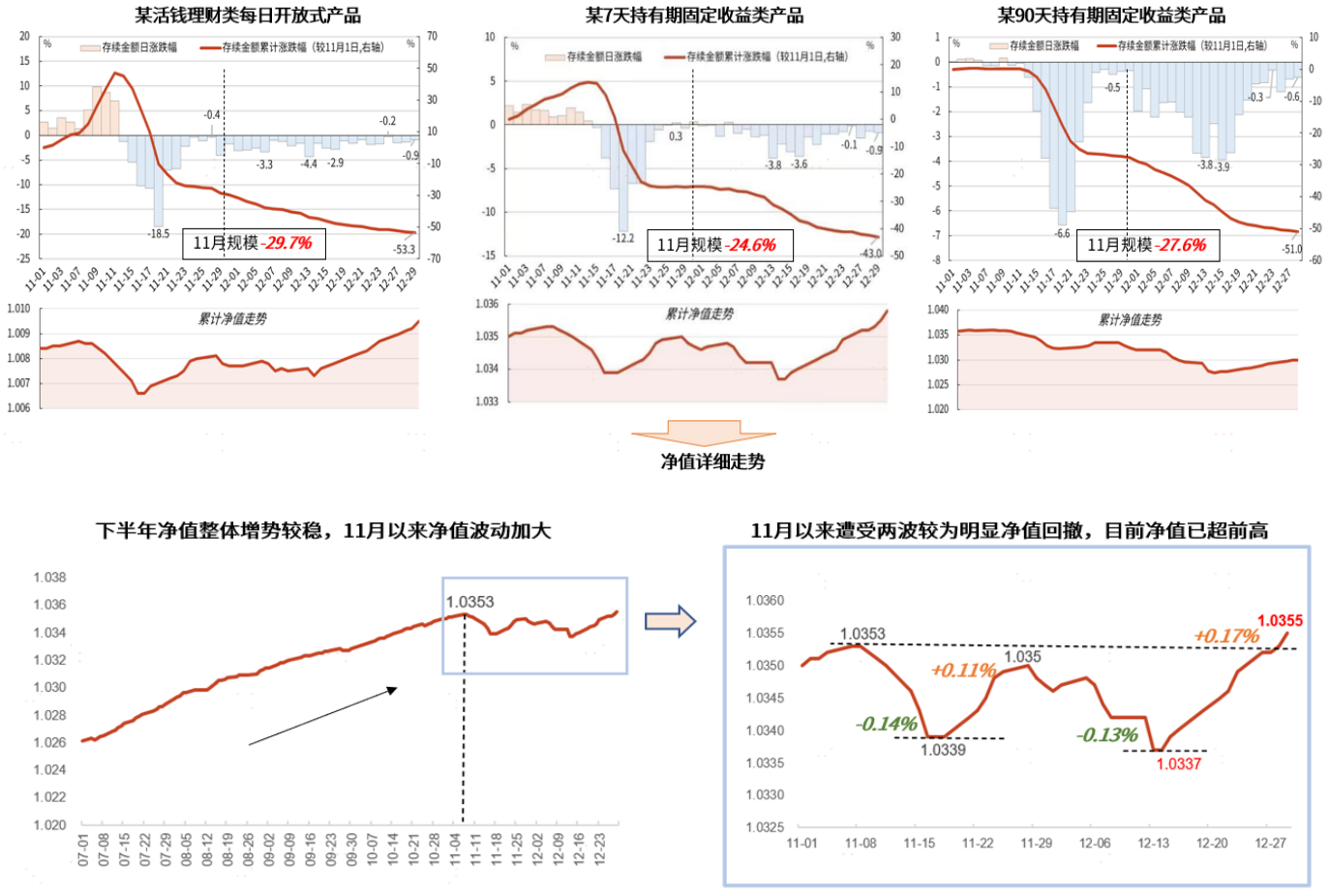


资料来源：Wind，光大证券研究所，数据截至 2022 年 12 月 27 日

[2] 银保监会公众号《银保监会学习贯彻中央经济工作会议精神 积极研究金融服务实体经济有关政策措施》

图 5： 11 月中旬以来，以最小持有期型产品为代表的产品线遭受较强赎回压力，随着市场企稳、估值修复赎回压力逐步缓释

- ✓ 以最短持有期产品为代表的开放式产品，**在11月中旬左右遭遇较强赎回压力并达到峰值**；随着市场企稳、净值修复，赎回压力显著趋缓；
- ✓ 样本理财产品11月份以来累计被赎回超40%，**高峰时期单日赎回规模在5%-10%左右，**甚至个别时点一度触发巨赎；
- ✓ **净值企稳是赎回压力缓释的必要条件，**具体而言，赎回态势与净值表现呈现高度相关性，但通常会有几日的时滞。



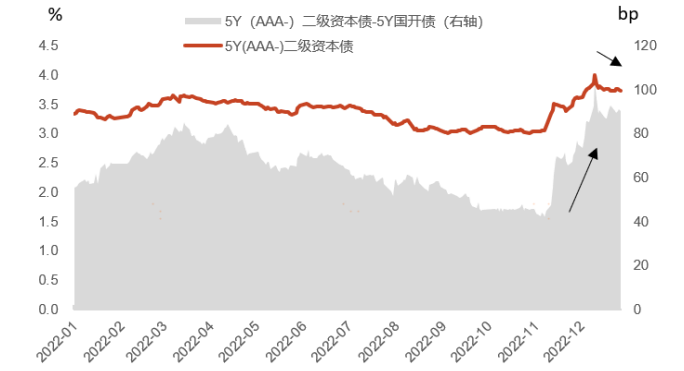
资料来源：普益标准金融数据平台，光大证券研究所，注：活钱理财样本及 7 天持有期样本数据截至 2022 年 12 月 29 日，90 天持有期样本数据截至 2022 年 12 月 28 日

1.3、 第三波：信用债市场大幅调整，定开产品遭遇较强赎回压力，客户具有长尾特征

2022 年 11 月末 12 月初左右，债市调整力度加大叠加赎回压力形成的负向反馈冲击（“净值下跌→产品亏损→客户赎回→流动性压力→卖券→净值下跌”），以“二永”为代表的信用债出现大幅调整， 5Y 二级资本债与同期限国开债利差一度升至 90-100bp 左右，永续债信用利差更是升至 120bp 附近，理财净值回撤压力再度加大。

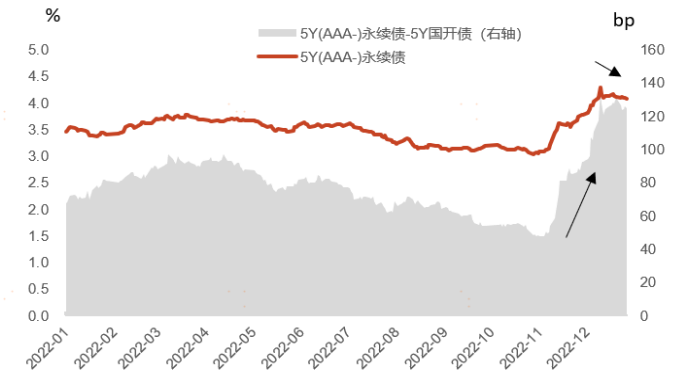
值得关注的是，11 月份以来的两波赎回压力，在理财机构行为和流动性压力角度具有较大差异性。通常银行理财流动性获取顺序为：在账款→起杠杆 →赎回公募基金→卖券（利率债→存单→信用债）。进一步结合理财赎回压力时点看，11 月中旬“赎回潮”阶段，很多理财机构处于维稳净值的角度，对公募债基进行了赎回，部分机构杠杆率明显抬升，但整体流动性备付处于相对尚可的水平。在该赎回压力仅短暂缓释的情况下，12 月再次面临一波“赎回潮”，由于前期部分理财机构已经被动提升了杠杆或减仓了债基，一些理财产品面临了流动性压力挑战，在负债端赎回压力进一步挤压下，相对不惜成本地抛售部分债券。

图 6：二级资本债收益率快速走高，利差高点在 90-100bp 左右



资料来源：Wind，光大证券研究所，数据截至 2022 年 12 月 30 日

图 7：永续债收益率走升后，与国开债利差升至 120bp 附近



资料来源：Wind，光大证券研究所，数据截至 2022 年 12 月 30 日

定开产品线受到较为明显冲击，赎回压力在 12 月中旬过后有所缓和。以最小持有期为代表的开放式产品赎回力度较前期减弱但仍在持续的同时，12 月份打开的定开产品及封闭式产品到期也遭到了较强赎回压力，客户行为具有一定长尾特征。结合理财日频数据看，定开产品线的赎回压力在 11 月中下旬逐步显现，12 月份整体遭受了较强冲击，11 月、12 月单月规模降幅中枢分别为 11%、35%；但 12 月中下旬以来，随着债市逐步企稳，赎回压力较上半月有明显缓释，例如观测样本中的周周发产品规模基本逐步走平。**结合债市企稳表现和市场情绪逐步缓释，叠加定开产品自身排期特征、期限结构等因素来看，我们认为当前定开赎回压力相对可控可测，已逐步接近尾声。**

12 月理财净赎回规模或在 1 万亿左右。从产品线角度主要分析如下：

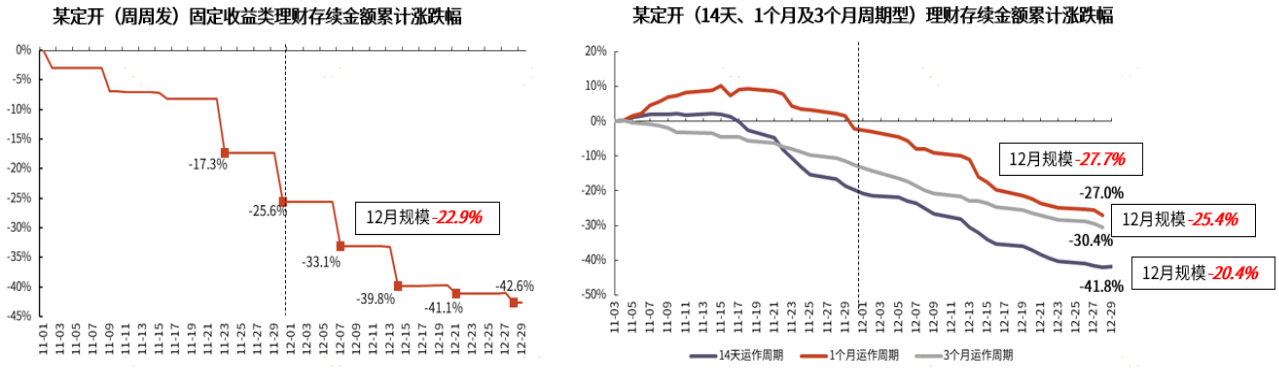
1）定开产品线角度，根据截至 12 月 27 日存续理财产品样本（样本规模 13.02 万亿），测算全市场 12 月处于开放状态的定开产品规模在 2 万亿左右；结合不同运作期限定开产品样本看，12 月产品规模降幅多在 30%-40%左右，对应 6000-8000 亿元；

2）最小持有期产品线角度，12 月仍处于持续小幅净流出状态，样本理财净流出 20%左右但产品间具有一定差异，整体净流出规模或在 5000 亿以上；

3）现金管理类理财产品线角度，下半年以来整体呈现稳中略升态势；此外，银行理财也在 12 月开展了积极的自救行动，如新发摊余成本法计价的封闭式理财承接部分外溢的理财 AUM、银行渠道层面加强了投资者教育与维稳力度，整体预估 12 月理财净赎回规模可能在 1 万亿左右。

图 8：12 月进入开放期的固定期限定开产品面临较大赎回压力，但 12 月中下旬以来规模下降幅度趋缓

- ✓ **定开产品线**赎回压力在11月中下旬逐步显现，特别是在12月份遭受了较强赎回压力；最新存续规模整体较11月初下降30-40%左右；
- ✓ 从存续规模累计涨跌幅曲线斜率看，**12月中下旬随着市场企稳，赎回压力较上半月有明显缓释；**



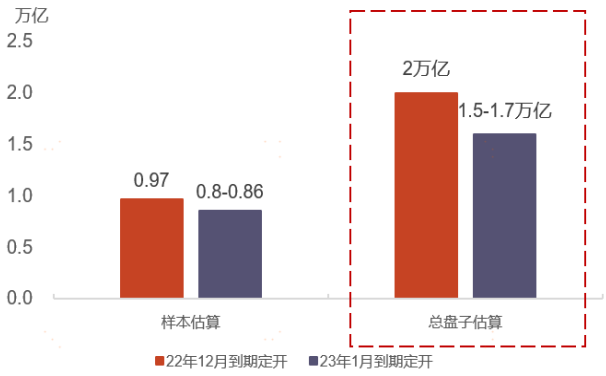
资料来源：普益标准金融数据平台，光大证券研究所，注：周周发及 14 天样本数据截至 2022 年 12 月 29 日，其余样本截至 2022 年 12 月 28 日

图 9：不用运作周期的固定期限型产品在 12 月均遭受了较上月更强的赎回压力

产品简称	运作周期	11月规模变化	12月规模变化
招睿日开7天滚动持有3号固定收益类理财计划110607	7天	-13.6%	-50.9%
招睿日开14天滚动持有固定收益类理财计划110407	14天	-19.6%	-26.6%
招睿日开14天滚动持有固定收益类理财计划110407B	14天	-18.7%	-26.9%
招睿日开21天滚动持有固定收益类理财计划110421B	21天	-12.9%	-35.1%
招睿日开21天滚动持有固定收益类理财计划110421	21天	-13.2%	-32.7%
招睿日开21天滚动持有固定收益类理财计划110421C	21天	-13.0%	-47.6%
招睿日开1个月滚动持有增强型固定收益类理财计划110301	1个月	-2.1%	-25.0%
招睿日开1个月滚动持有固定收益类理财计划110401	1个月	-12.8%	-34.2%
招睿日开1个月滚动持有3号固定收益类理财计划110601	1个月	-12.4%	-41.8%
阳光金月添利1号	1个月	-4.5%	-27.6%
新启航(专享)3个月定开2号人民币净值型理财产品A	3个月	-0.1%	-51.7%
招睿日开3个月滚动持有增强型固定收益类理财计划110303	3个月	-12.6%	-19.7%

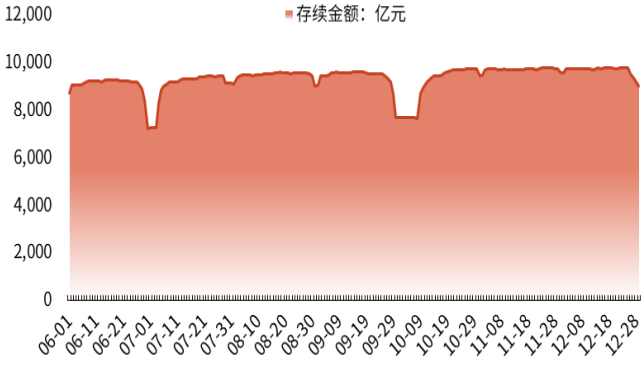
资料来源：普益标准金融数据平台，光大证券研究所；注：运作周期 7-21 天产品数据截至 2022 年 12 月 29 日，其余运作周期产品数据截至 2022 年 11 月 28 日

图 10：2022 年 12 月及 2023 年 1 月打开的定开规模估算



资料来源：普益标准金融数据平台，光大证券研究所估算；注：截至 2022-12-27 存续理财产品中，4Q22 有最新存续规模的产品规模合计为 13.02 万亿，其中定开规模为 3.05 万亿，占比 23.4%；假设 12 月到期被赎回 30-40%后继续滚续。

图 11：2022 年下半年以来样本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；注：样本选取 2022 年下半年以来有持续规模披露的现金管理类理财样本，规模截至 12 月 28 日；从规模变化看，下半年整体规模呈现稳中有升，并未受到赎回压力冲击；规模变化具有较强季末效应，如 6 月末、9 月末。相对而言，12 月季末效应有所弱化，或与银行表内存款较为充裕有关。

表 2：12 月以来理财公司封闭式产品投放情况看，12 月中上旬新成立的产品业绩比较基准更具吸引力

机构类型	新成立数量（只）	产品期限均值（天）	2022 年 12 月 1-15 日成立产品业绩比较基准均值	2022 年 12 月 16 日-2023 年 1 月 4 日成立产品业绩比较基准均值	典型产品示例
国有行理财公司	108	439	4.0%	3.6%	产品名称：邮银财智·鸿业远图封闭式 2022 年第 32 期(盛鼎版) 产品成立日：2022-12-16 风险等级：二级（中低） 业绩基准：4.51% 期限类型：3 年以上 投资范围：固收 80-100%
股份行理财公司	254	571	3.6%	3.6%	产品名称：招银理财招睿金鼎封闭 011 号固定收益类理财计划 产品成立日：2022-12-06 风险等级：二级（中低） 业绩基准：2.95%-3.00% 期限类型：3 个月-6 个月（含） 投资范围：固收 80-100%；权益 0-20%，商品及衍生品 0-20%
城农商行理财公司	234	505	4.4%	4.2%	产品名称：宁银理财宁欣固定收益类封闭式理财 296 号 产品成立日：2022-12-23 风险等级：二级（中低） 业绩基准：3.50% 期限类型：1 年-3 年（含） 投资范围：固收 80-100%；权益 0-20%，商品及衍生品 0-20%

资料来源：普益标准金融数据平台，光大证券研究所；数据截止 2023 年 1 月 4 日

2、“赎回潮”渐近尾声，2023 年理财业务如何展望？

12 月中旬过后，债市逐步企稳、央行公开市场净投放力度加大，为市场情绪修复和银行理财净值企稳创造了较好的外部环境，而银行理财净值表现与赎回态势之间呈现较强相关性。从近期上市银行调研情况看，多数银行表示理财赎回压力最大时点已过，并表示通过渠道维稳、新产品发行等方式做了积极应对；此外，也有个别银行表示，在一些时点已出现理财资金净流入现象。

2.1、 预估 2023 年 1-2 月份有望看到银行理财规模回升

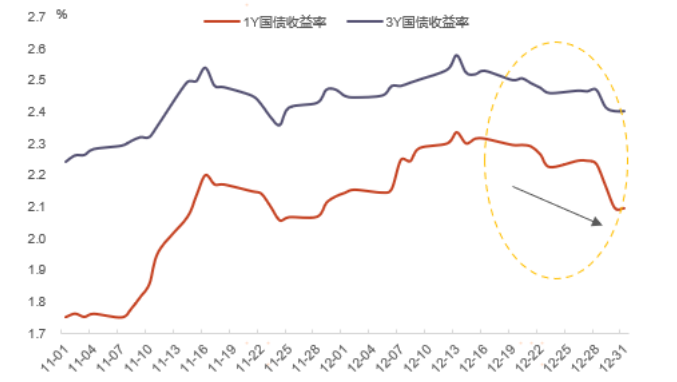
净值的持续修复是理财购买者信心修复的前提和基础，中性情况下，预计到春节前后的时间点有望逐步看到理财规模回升。在赎回压力临近尾声的同时，从新增资金角度，现阶段部分最小持有期产品净值已逐步回升至 11 月初附近水平，在流动性环境合意、债市持续修复预期下，定开产品也有望用 1 个月左右的时间逐步填补 11 月以来净值平均 1 个百分点左右的降幅，为投资者信心的修复和理财规模的企稳创造必要条件。与此同时，我们也关注到多方面的支撑因素，或许银行理财规模有望更快企稳：

1）2023 年信贷开门红可能“中规中矩”，理财驰援表内存款必要性下降。理财资金具有明显的季节性特征，通常在季末时点 5-8%左右的理财 AUM 会驰援表内存款，在次月初起息后再回流理财；同时，1Q 如果银行开门红贷款投放较为旺盛，可能 1-2 月的理财规模增速会受到一定压制。展望 2023 年，一方面，在 2022 年 11-12 月银行理财回表量已显著高于过往 12 月的季末强度；另一方面，由于疫情扰动短期信贷需求、项目储备强度较往年偏弱、春节因素扰动等客观原因，我们预计开门红可能“中规中矩”。因此，2023 年 1-2 月份，理财驰援表内存款的必要性相对不高，反而是部分此前被赎回资金不排除回流理财的可能。

2）经济疫后复苏需要相对友好的货币政策环境，估值曲线或呈加速回落。2022 年中央经济工作会议明确提出明年要坚持“稳中求进”、保持流动性合理充裕；

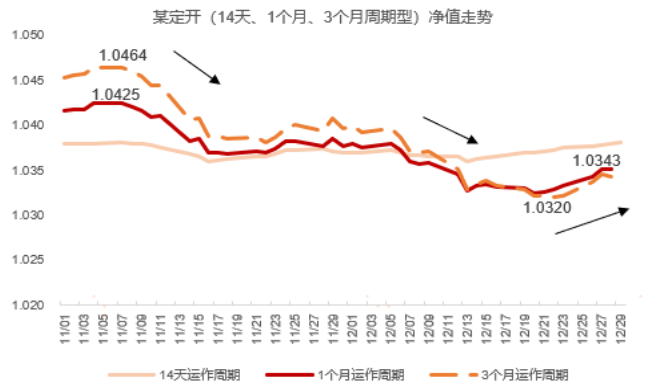
刘国强副行长也表示：明年的货币政策要坚持“总量要够，结构要准”。2023年开年，随着疫情冲击的逐渐平复，需要尽快启动经济恢复式增长，不排除采取一揽子刺激性举措激发市场活力，预估 1Q 降息或有望落地。1-2 月在相对友好货币政策环境下，不排除估值曲线加速回落，有助于理财净值进一步修复。

图 12： 12 月中下旬以来，债市呈现企稳态势



资料来源：Wind，光大证券研究所，数据截至 2022 年 12 月 31 日

图 13： 定开产品线净值呈现持续企稳回升态势



资料来源：普益标准金融数据平台，数据截至 2022 年 12 月 29 日

2.2、 负债端稳定性再认识，资产配置更注重久期匹配

11 月份以来，银行理财遭遇较强赎回压力，**一方面，**过去银行理财负债稳定性一度被看作是其在大资管行业的重要竞争优势，在净值化运作态势下，或许这种稳定性远不及我们此前预期；**另一方面，**与负债端再认识相对应的，银行理财投资端需要更好地做好久期选择与流动性管理：

1）久期选择和流动性管理可能更为审慎。过去由于理财真正净值化运作程度偏低，叠加近 1-2 年债市环境整体相对友好，银行理财负债端稳定性较好。理财公司出于同业竞争提升业绩表现等考虑，往往通过拉长久期、流动性下沉等方式增厚收益。以 30 天最小持有期产品为例，持满 30 天后，该产品更近似于一款“活钱理财”类产品、客户申赎灵活性极高。相较理论上 0.3-0.4 左右的合意久期，过往理财投资端往往将久期拉至 0.6-0.8，甚至不排除个别激进产品将久期拉至 1 以上，这种高度的期限错配在市场遭遇短期大幅调整、负债端赎回压力加大，就可能承受较大的净值调整与赎回压力。展望 2023 年，在疫后复苏预期下，债市表现及大类资产配置的不确定性进一步增强，那么过往大幅拉久期的行为预计将有所收敛；同时，需更好地对流动性压力做好事前预案。

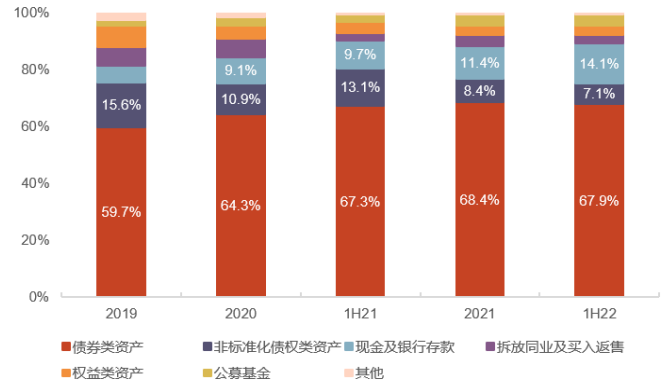
2）不同产品资产配置的分化会更加鲜明。过去在银行理财负债稳定性较强预期下，部分产品线负债端的灵活性及产品间的差异性往往被低估，例如最小持有期产品和定开产品在大类资产配置包括久期安排等方面就呈现较强的相似度，后续随着理财投资更加注重匹配负债端的特点，预计不同产品线在大类资产配置上的区分度会相应有所提升。

2.3、 产品线难有本质改变，但可能呈现新的边际变化

展望 2023 年，预计产品线及大类资产配置难有本质变化，但不排除阶段性的边际调整。从近年来银行理财运作态势看，大类资产配置上主要以债券类资产为主，占比稳步升至 2022 年 6 月末的 67.9%，同时，理财产品持有 AA+及以上信用债占比持续提升。展望 2023 年，预计银行理财以固定收益类资产为主、追求绝对收益的配置思路短期内不会变，开放式产品仍将是主流运作形态。

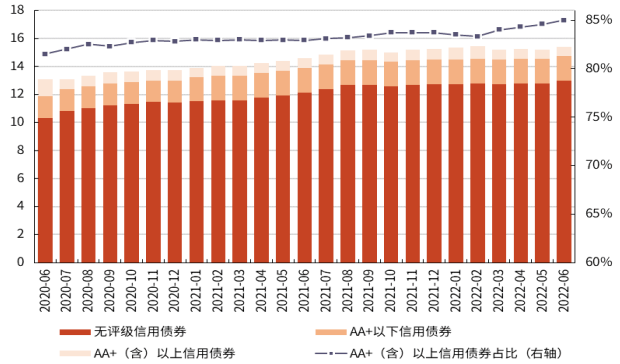
同时，随着市场环境及投资者行为的变化，不排除银行理财呈现新的阶段性特征与边际变化，例如净值波动加大阶段，摊余成本法估值产品关注度提升；开放式产品线内部产品设计的进一步优化等，例如我们看到定开产品线为提升过去周周发、月月发等产品形态灵活度相对偏低的问题，进一步创设了申赎便利性更高的周期型产品，但是并没有改变定开产品线以固定期限为运作周期的本质特征。

图 14：理财产品资产配置中债券类资产占比维持高位



资料来源：《中国银行业理财市场半年报告（2022 年上）》，光大证券研究所

图 15：理财产品持有 AA+及以上信用债占比持续提升



资料来源：《中国银行业理财市场半年报告（2022 年上）》，光大证券研究所

2.4、 投资者真实风险偏好回归，逐步重塑理财新业态

理财赎回事件表现上是理财净值回撤时投资者的应激反应，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。之后随着更多事件冲击过后，投资者真实风险偏好的进一步回归，可能会促使行业在未来产品线上作出更清晰划分，逐步重塑行业下一步的打法和面貌。

中长期看，资管市场可能正酝酿以下改变：

1）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；

2）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，改变多数资金集中于短端的情况，推动收益率曲线陡峭化；

3）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。

3、 风险提示

1）理财产品统计主要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）赎回压力基于理财净值化率达到 90%以上后，与过往理财运行态势具有较大差异；2023 年疫后复苏的节奏及资本市场走势也具有较强不确定性，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。

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 Sun Hung Kai (UK) Company Limited
64 Cannon Street，London，United Kingdom EC4N 6AE