

行业研究

如何看待 3 月封闭式理财到期量加大？

——兼论银行理财的季末效应

银行业

买入（维持）

作者

分析师：王一峰

执业证书编号：S0930519050002

010-57378031

wangyf@ebscn.com

分析师：董文欣

执业证书编号：S0930521090001

010-57378035

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

从产品线视角拆解近期理财运作态势——规模变化、产品创设与资产配置

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 (2023.1.4)

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)

要点

近期部分投资者对 3 月份封闭式银行理财产品统计到期量增大较为关注，并由此担心理财资产配置行为改变对资金和债券市场形成冲击。但 3 月份理财统计量上的到期真的异常偏大吗？是否会再度出现资产抛售呢？考虑到季末效应，我们倾向于认为，3 月理财到期影响不足为惧，需要客观准确看待，主要理由如下：

➤ 预估 3 月封闭式理财到期量较上月增加 2000 亿，属正常季节性波动

根据历史经验，季末是银行体系重要的考核时点，部分银行理财资金会在季末时点回流到表内驰援存款，跨季后再度回到理财产品中。相应的，季末月理财规模通常出现较明显的环比下降。**现金管理类理财和封闭式理财通常具有较为明显的季节性特征：**

第一，现金管理类理财负债端操作灵活度高，是季末参与银行表内外资金调剂的重要产品线。从历史数据看，现金管理类理财具有明显的季节性特征，在每年的 3/6/9/12 月末都会有一定的规模下降，跨季后再度回流银行理财。此外，如果银行信贷“开门红”表现强势，一些银行可能存在理财驰援表内存款诉求，也会对现金管理类理财规模形成一定扰动。2023 年开年以来，1~2 月份信贷投放维持高增态势，国有大行投放节奏明显加快，信贷同比大幅多增；同时，信贷和存款增长不匹配因素导致存款机构间错配加剧，国有大行对存款诉求增强。与之对应，据《证券时报》报道，1 月份五大行理财公司现金管理类产品较上月减少 4200 亿。

鉴于今年 1-2 月份信贷同比多增已经达到 1.5 万亿，在“两会”期间，央行刘国强副行长表示“要处理好稳增长和防风险的关系，不盲目追求信贷高增长”，对信贷投放表述也从“总量要够”转为“总量适度”、“靠前发力”转为“节奏平稳”。展望 3 月份，随着经济逐步修复，1-2 月信贷的超季节性高增可持续不强，快则 3 月、慢则 4 月，信贷投放节奏有望逐步回归常态水平。因此，今年 3 月末不太可能出现现金类理财回表规模超越历史季节性的情况。此外，现金管理类理财新规后，T+0 快速赎回限额的设置，也有助于对资金短期快速进出形成一定约束。

第二，3 月封闭式理财到期规模偏大也具有季末季节性特征，考虑当前封闭式产品发行强度，预计大比例萎缩概率不大。

根据普益标准数据初步统计，2023 年 3 月份封闭式产品到期量预估在 5500 亿左右，较 2 月增加 2000 亿，但是我们认为并不会给市场带来很大影响。一方面，2022 年 12 月以来，银行理财加大了可使用摊余成本法的封闭式产品发行，现阶段客户接受度较好，2 月新成立封闭式产品 2111 只，3 月仅上半月新成立数量就达到 1707 只，按照 2 月新成立产品单只平均 2.5 亿的规模趋势外推，3 月新产品可以对到期封闭式产品可形成有效承接；另一方面，封闭式理财持仓资产主要配置持有至到期资产，不太可能存在集中抛售资产的情况。

➤ 开放式产品线是银行理财主流产品形态，产品规模与净值呈现较强相关性

虽然现金管理类理财（2022 年末规模占比 32%）和封闭式产品（2022 年末规模占比 17%）具有一定的季节性特征，但是真正对理财规模或者市场产生影响的通常是开放式产品线。例如，2022 年 11-12 月赎回压力冲击下，理财规模较年内高点降幅近 3 万亿，也主要是债市短期大幅调整带动最小持有期产品线、定开产品线等受到了较强赎回冲击。2023 年春节前后，这两条产品线已产生一些积极变化：

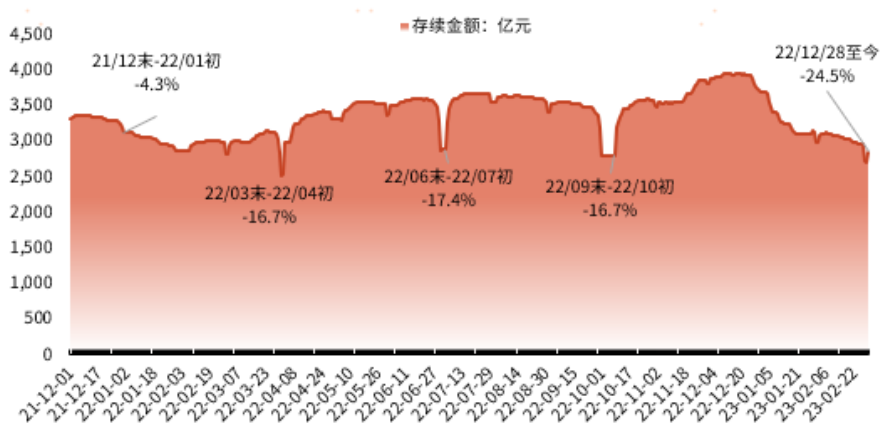
- 1) 以最小持有期为代表的开放式产品线逐步呈现资金净流入，随着债市企稳环境下净值的修复，并展示给客户更好的收益表现，观测样本显示该产品线自 1 月中下旬以来已有连续交易日呈现小幅净流入状态。

同时，现阶段日开产品线将流动性作为重要考量，在资产配置上更偏好存单、利率债、短期限二永债等相对高流动性的资产，“活钱理财”类产品更强调低波稳健的特征；部分银行代销渠道对其大类资产配置提出了进一步的约束，如部分 7 天最小持有期产品久期要控制在 0.3Y 左右、低波稳健资产占比要求明显提升。在此情况下，该产品线净值回撤压力相对更加可控，有助于存量规模的稳定并适时吸引新增资金注入。

- 2) 定开产品线赎回压力进一步趋缓。2022 年 12 月份以来打开的定开产品遭到了较强赎回压力，客户行为具有一定长尾特征。随着净值的修复，不同期限产品累计规模涨跌幅逐步走平；同时，摊余成本法封闭式产品发行强度提高，也有助于对承接部分打开的长期限定开产品。

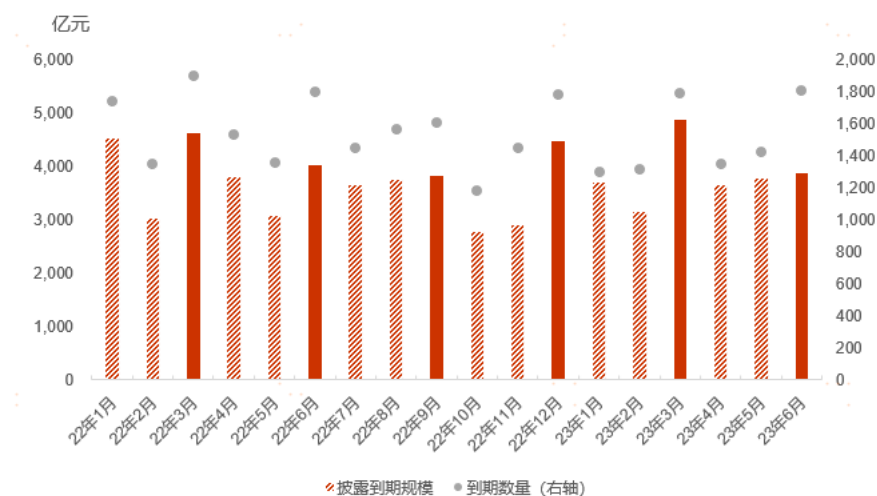
综上，除了季节性因素可能导致 3 月末理财规模月环比下降外，银行理财不太会继续出现超预期萎缩。现金管理类理财及封闭式理财虽具有一定季节性特征，但不太会对市场形成明显抛压；净值化运作模式下，开放式产品线规模与净值呈现更强的相关性，后续对理财规模及资产配置行为影响最大的仍是资金市场利率与债市环境。3 月份，债市延续平稳运行态势，净值的修复以及银行理财从多资产、多策略角度增强低波稳健资产配置，叠加可使用摊余成本法的封闭式产品提高发行强度发挥蓄客作用，有助于理财规模稳定。在历经去年底赎回压力长尾影响后，当前阶段银行理财已经进入筑底企稳阶段。

图 1：现金管理类理财季末时点通常有一定回表特征，但是跨季后整体规模回稳



资料来源：普益标准金融数据平台，光大证券研究所，注：观测样本由 5 款产品合成，规模数据截至 2023 年 3 月 2 日

图 2：封闭式理财在每年的 3/6/9/12 月到期规模通常较高



资料来源：普益标准金融数据平台，光大证券研究所，注：为增强数据有效性，样本剔除农村金融机构及外资机构，到期产品平均规模披露率 92%，数据截至 3 月 15 日；如果按实际披露到期规模测算平均产品规模并对应到期数量，拟合得到 2、3 月到期量分别为 3511、5533 亿元。

图 3：2022 年 12 月以来封闭式理财发行力度显著提升，目前仍维持较高发行强度



资料来源：普益标准金融数据平台，光大证券研究所，注：为增强数据有效性，样本剔除农村金融机构及外资机构，数据截至 3 月 15 日。

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) 3 月到期的封闭式产品多数测算收益率低于业绩比较基准，可能影响居民风险偏好及理财续购意愿。
- 3) 2023 年疫后复苏的节奏及资本市场走势具有较强不确定性，投资者行为与理财规模变化很有可能超预期。

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会与，不与，也将不会与本报告中的具体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所载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