

# 同质化竞争格局下的理财破局

## 2023 银行理财年度报告

分析师：蔡梦苑

分析师登记编码：S0890521120001

电话：021-20321004

邮箱：caimengyuan@cnhbstock.com

分析师：张菁

分析师登记编码：S0890519100001

电话：021-20321551

邮箱：zhangjing@cnhbstock.com

销售服务电话：

021-20515355

特别鸣谢：徐佳媛

相关研究报告

### 投资要点

④自2019年首家理财子公司开业到2024年，银行理财即将走过第一个新五年。理财市场转型发展伴随着我国经济增速换挡、资本市场高质量发展转型的时代背景，理财机构在逐步探寻如何从资产管理向财富管理发展模式转变。在监管政策要求执行下，理财产品打破刚性兑付，无论是估值方式、可投资产类别还是净值化率，投资端转型明确且坚定，但产品端在从定价发行到销售管理再到持续经营的流程中仍保留着银行理财一直以来的独有特性，过去这些特性被关注较少，但在当前无风险收益下行、投资者风险偏好较低、理财净值波动提升的背景下，产品端的特性对于投资端的影响开始显现，成为了理财待破解之题。

④2023年，理财市场赎回冲击的余波逐步消退，叠加债券市场大幅走强的背景下，理财市场表现相对平稳，理财市场随之步入修复的道路。银行理财登记托管中心数据显示，截至2023年末，银行理财存续规模26.80万亿元，较2023年中有所回升，但仍低于2022年末水平。此外，根据中国证券投资基金业协会公布数据显示，截至2023年末，公募基金资产净值合计27.60万亿元，高于2023年末银行理财存续规模，银行理财市场仍存一定修复空间。

④银行理财规模首次被公募基金超越，也引发了市场的高度关注。理财规模固然存在季节性变化，不过这一历史性反超一定程度反映出居民财富的结构性变迁。在当前理财市场平稳发展的过程中，不少新的变化正在发生，这些潜在的变化不仅是资管新规后规则对齐的延续，更是银行理财针对自己既有定位的再规划。

④2023年银行理财市场生态变化主要在四个方面：1.市场集中度降低，部分股份行理财公司规模排名显著提升；2.短期限纯债类理财产品发行成全年主线；3.公募基金降费背景下，银行理财费率优惠相继出台，产品费率模式层面推出“破净暂停收取管理费”、“产品建仓期回撤日不收取管理费”、“业绩不达标基准有权减免管理费”创新；4.银行理财产品创新从策略走向形态，现金管理类产品“一篮子”销售模式满足投资对于流动性的需求，“目标盈”理财产品快速扩容，满足投资者“落袋为安”的需求。

④当前理财市场存在的一大特征是：产品同质化但不标准化，理财分类评价的难度较高。本次报告，我们将不同运作模式的产品进行分类，对市场高度关注的业绩表现及业绩基准达标率进行统计。2023年，结束运作的封闭式产品平均成立以来年化收益率为2.95%，业绩基准达标率为46%。日开型产品2023年平均年化收益率为2.11%，业绩基准达标率87%。定开型产品平均定开周期年化收益率为2.77%，整体达标情况较好为77%，定开7天、14天、30天、60天和90天产品达标率分别为76%、57%、75%、89%和85%。最短持有期产品平均滚动最短持有期年化收益率为2.95%，平均滚动胜率为72%，其中最短持有期为7天、14天、30天、60天和90天产品达标率分别为97%、89%、84%、76%和84%。

④如何在新的财富管理时代格局中找到匹配居民新需求的生态位，如何在变化中寻找发展机会，对于理财机构而言，需要从产品策略、产品形态、营销管理等多个维度同步进化。在发行、销售、持营三个环节中我们分别挑选了代表性的三个特性“定价主导权”、“特色中间人”和“短期限及定开产品”与大家一同思考。

④**特性 1：产品发行环节，产品业绩比较基准的定价主导权应当在资产端还是渠道端？**当前理财市场中，产品定价主导权更偏重渠道端，匹配渠道客群收益要求的产品更易发行。但投资者行为存在滞后性，渠道端不应一味迎合投资者对绝对收益的要求，投资端需要尽可能专业且科学的与渠道端共同确定业绩基准，产品定价的专业性和科学性仍需提升。

④**特性 2：产品销售环节，客户经理作为理财产品销售“中间人”，客户经理的业绩考核指标和销售行为会间接带来金融产品的规模腾挪变化。**商业银行是理财产品的绝对主力销售渠道，客户经理对理财产品销售过程的影响大于其他金融产品。因此，客户经理在理财产品销售环节中的影响不容忽视，对客户经理的赋能势在必行。

④**特性 3：产品持营环节，定开产品和中短期限产品存在的必要性不足。**首先，中短期限产品风险收益特征定位不明，如 3-6 个月和 6-12 个月这两类期限产品底层可配资产并不存在本质区别，因此在产品的风险收益特征上并不存在较为明显的差异。其次，定开型产品的持续经营难度较大。开放期产品的客户流失率较高，主要是因为投资者“赎回买新”、“新的更好”的惯性思维。定开产品规模在开放期后锐减，需要持续新发产品接续，导致剩余较多“长尾”产品，提高了操作管理难度。

④银行理财一直致力于塑造投资稳健、风格稳定、收益稳当的产品定位，在低风险低收益的存款和高风险高收益的股票与股票基金之间寻求风险收益相对适中的产品特征，实现类存款替代的产品功能，以契合广大银行储户的需求，与其他资管机构形成错位竞争，优势互补的生态格局。

④当下，银行理财开始探索财富管理，在资产端和渠道端探寻循环关系，过去资管机构更多是“产品销售思维”，而未来应该转向“客户服务思维”，走资产管理和财富管理双线并行的发展道路。2023 年以来，无论是费率改革还是其他类型的产品创新，其实都在寻求理财产品突围的方法，下一阶段理财产品的布局谋划我们觉得可以从“低利率环境”、“现金流管理”、“投顾牌照”三个财富管理生态变革的可能性触发点进行思考。

④**触发点 1：低利率环境。**无风险收益下行，若存款类产品如大额存单等利率无法满足居民增值保值的需求时，居民一定会腾挪存款到相对安全且高于存款收益的地方去，那么此时相对低波稳健的理财产品、现金管理类产品、货基等或许是客户的优先选择。这对理财公司而言，需要储备多元丰富的收益来源，做好产品的波动管理，以顺应投资者的偏好选择。

④**触发点 2：现金流管理。**当前居民投资风险偏好较为谨慎，较关注资金流动性和安全性。相对透明、可看见现金流的分红型产品模式或许是一个方向。持续、阶段性的分红可以缓解投资者对投资收益的焦虑，同时，也能降低投资管理人因产品开放期客户赎回带来的管理难度。

④**触发点 3：投顾牌照。**未来投顾牌照若向银行机构放开，在被动化、透明化、机构化的趋势下，对于投顾而言，需要丰富的资产配置工具实现对客户的财富管理工作，银行理财应当对指数化投资有所储备和布局，适时考虑发展指数型理财产品，作为策略清晰的财富管理配置工具，丰富产品货架。

④**风险提示：本报告部分数据基于数据供应商，可能为市场不完全统计数据，旨在反应市场趋势而非准确数量，所载任何意见及推测仅反映于本报告发布当日的判断。理财产品业绩比较基准及过往业绩并不预示其未来表现，亦不构成投资建议。金融监管超预期，资金面波动超预期，统计数据存在滞后性。**

## 目录

<b>1. 银行理财市场政策回顾</b> .....	<b>1</b>
1.1. 过往业绩展示准则出台，银行理财信息披露制度进一步完善.....	1
1.2. 相较于公募基金，银行理财监管政策仍存进一步提升的空间.....	2
<b>2. 银行理财市场产品概况</b> .....	<b>3</b>
2.1. 全市场理财产品概况.....	3
2.2. 银行理财公司情况.....	6
2.3. 银行理财代销情况.....	9
2.4. 产品业绩达标情况.....	12
2.5. 养老产品数量逐步提升，业绩表现相对平稳.....	16
<b>3. 2023 年银行理财生态变化</b> .....	<b>17</b>
3.1. 市场集中度降低，位次生变.....	17
3.2. 短期限纯债类理财产品发行成全年主线.....	18
3.3. 公募基金降费背景下，银行理财费率优惠相继出台.....	20
3.4. 银行理财产品创新从策略走向形态.....	23
<b>4. 破局——理财产品特性思考</b> .....	<b>26</b>
4.1. 主导权——产品定价由资产端主导还是渠道端？.....	26
4.2. 独特性——“中间人”客户经理.....	27
4.3. 必要性——定开产品和中短期产品必要性.....	28
<b>5. 立足——财富管理格局生态演绎下的理财发展展望</b> .....	<b>28</b>
5.1. 聚焦低波、中低波产品供给——理财核心卫星策略.....	29
5.2. 理财 IP 打造以机构品牌为主，而非明星投资经理.....	29
5.3. 理财产品创设立足客户服务思维.....	30
<b>6. 风险提示</b> .....	<b>31</b>

## 图表目录

图 1 2023 年非保本理财产品规模（单位：万亿元）	3
图 2 2023 年理财产品存续规模同比	4
图 3 2023 年各机构产品数量及存续规模占比	4
图 4 不同运作模式产品存续规模占比	5
图 5 全市场新发封闭式产品期限情况	5
图 6 2023 年各投资性质产品存续情况占比	5
图 7 2023 年理财产品资产配置情况	6
图 8 银行代销本行理财产品产品数量占比情况	12
图 9 2021 年-2023 年债券市场走势（%）	13
图 10 2022 年以来理财公司规模排名位次变化	18
图 11 不同运作模式新发理财产品数量变化（只）	19
图 12 各期限净值型银行理财产品发行占比趋势（%）	19
图 13 理财产品资产投向变化（%）	19
图 14 2023 年理财公司及理财产品月度现券净买入情况（亿元）	20
图 15 固定收益类理财产品费率走势（%）	21
图 16 混合类理财产品费率走势（%）	21
图 17 权益类理财产品费率走势（%）	21
图 18 存续“目标盈”理财产品数量分布（按投资性质）	25
图 19 存续“目标盈”理财产品数量分布（按风险等级）	25
图 20 理财核心卫星策略	29
表 1 理财公司开业情况	6
表 2 2023 年各银行理财子公司发行不同类型产品数量（单位：只）	7
表 3 各银行理财子公司发行的不同投资类型、不同期限的产品数量占比	8
表 4 各银行理财子公司不同投资类型、不同发行期限的产品平均业绩比较基准	9
表 5 各银行理财子公司不同投资类型、不同发行期限的产品平均业绩比较基准下限（区间型业绩比较基准）	9
表 6 理财公司被代销产品数量和渠道分布情况（按非母行代销数量占比降序排列）	10
表 7 理财公司不同类型代销渠道分布数量（含母行）	11
表 8 固定收益类理财业绩分析的样本范围与考察指标选取规则	13
表 9 封闭式理财产品收益率达业绩基准情况（%）	14
表 10 定开型、最短持有期型理财产品收益率达业绩基准情况（%）	14
表 11 不同理财公司各类型理财产品达标情况	15
表 12 个人养老金账户可投理财产品一览	16
表 13 2023 年全年理财公司及理财产品现券净买入情况（亿元）	20
表 14 各家银行“组合代销”产品	23
表 15 存续“目标盈”理财产品数量及规模	24
表 16 市场上存续“目标盈”理财产品数量及规模（截至 2024 年 1 月 25 日）	25
表 17 “目标盈”理财产品止盈收益率及表现情况	26

## 1. 银行理财市场政策回顾

在国内资管行业飞速发展的过程中，不同类型的资管机构形成各自独特的特色，同时在监管规则、业务规则方面也存在差异。不过随着资管新规及一系列监管政策的出台，各类资管机构监管标准趋于统一成为大趋势。自 2018 年《关于规范金融机构资产管理业务的指导意见》（以下简称“资管新规”）发布以来，银行理财在标准化债权资产认定、理财产品销售、现金管理类产品管理、流动性风险管理、产品相关会计准则和理财公司内部控制管理等方面的监管政策逐步完善，2023 年进一步明确明确了银行理财过往业绩展示规则。

### 1.1. 过往业绩展示准则出台，银行理财信息披露制度进一步完善

近年来，一系列相关政策的出台，进一步拉齐理财与其他资管产品的监管标准，促进理财市场的健康发展。2023 年 11 月 21 日，中国银行业协会发布《理财产品过往业绩展示行为准则》（本节简称《准则》），是继 2022 年《理财产品业绩比较基准展示行为准则》明确理财产品业绩比较基准展示标准后，对于银行理财信息披露制度体系进一步完善。

理财产品过往业绩是投资者选择理财产品的重要参考指标之一，但在《准则》出台前，监管对于银行理财的历史业绩展示没有明确、统一的监管要求。银行、理财公司在展示方面往往选取有利于自己的方式，如选取业绩较好的时段进行展示，并且对时间周期、产品成立年限均未做约束。宽泛的管理导致了产品销售过程中，出现不同商业银行选择性展示不同收益数据的情况，包括“成立以来收益”、“近一个月年化收益”、“近一年年化收益”等，造成客户在比较不同银行同类产品时存在困难。此外，由于理财产品过往业绩是投资者做出理财产品投资决策的重要参考之一，部分机构通过“截取”净值表现最优的历史区间，以提升产品的吸引力，但这种方式无法揭示该理财产品真实的收益率和风险全貌。

**《准则》禁止刻意选择性展示理财产品特定区间或部分区间的过往业绩。**理财产品宣传销售文本只能展示该理财产品或本公司同类理财产品的过往平均、最好及最差业绩。对于同类或同系列理财产品，不得仅展示特定理财产品或部分理财产品的过往业绩。在选择过往业绩展示区间时，应注明区间起始时间和截止时间（完整会计年度的过往业绩展示除外），需要包含过往业绩计算方法，并设置 6 个月的过渡期。

**《准则》注重产品历史业绩展示完整性，规定了必需展示区间和自选展示区间。**从《准则》给予的展示示例看，产品需优先展示年度历史业绩和成立以来业绩，具体来看，理财产品运作 1 个月以上但不满 1 年的，应至少包括从产品成立之日起计算的过往业绩；理财产品运作 1 年以上但不满 6 年的，应至少包含自产品成立当年开始所有完整会计年度的业绩；理财产品运作 6 年以上的，应至少包含最近 5 个完整会计年度的业绩。在此基础上，可增加展示其他维度，如近 3 月等。要求过往业绩的展示应遵循稳定性和内在逻辑一致性的基本原则，不得随意变更展示规则。

不过若从实际运营角度看，此新规管理颗粒度仍较粗，理财产品同质化但不标准化，产品分类评价需进一步规范。理财产品运作模式和期限形态非常丰富，存在最短持有期产品、每日开放型产品、定期开放型产品和封闭式等多种模式，且每一种模式分别存在多种期限。产品收益与运作模式和产品期限密切相关，《关于规范金融机构资产管理业务的指导意见》中要求资管产品需满足期限匹配原则，强化资产管理产品久期管理，如封闭式资产管理产品期限不得低于 90 天、非标准化债权类资产的终止日不得晚于封闭式资产管理产品的到期日或者开放式资产管理产品的最近一次开放日、未上市企业股权及其受（收）益权的退出日不得晚于封闭式资产管理产品的到期日等约束限制，那么对于不同投资期限的产品应使用不同标准的业绩考核方式。目前现金管理类产品通常采用 7 日年

化收益率进行比较，定开式和封闭式产品通常采用每一个定开区间或封闭期成立以来的收益率比较业绩达成率的考核，但对于最短持有期产品、日开产品并未有统一的考核标准。

未来，为了更好的让投资者在不同机构、不同理财产品之间作出更直观的比较，为了理财机构可以从产品考核、创设角度对市场同类产品进行考量与评价，理财产品的分类评价方式或许将进一步规范。

## 1.2.相较于公募基金，银行理财监管政策仍存进一步提升的空间

目前银行理财的监管规则与公募基金的统一性持续增强，如均实行净值化管理、信息披露透明度逐步提高等。不过当前理财产品政策仍有进一步规范的空间，主要是信息披露和产品销售渠道两个方面。

### （一）信息披露

银行理财信息披露不充分的问题一直存在，虽然 2023 年发布的《准则》进一步提升了理财产品信息披露的透明化程度，但仍存在披露渠道不统一、披露模式不规范、披露信息不完整等方面的问题。

首先从银行及理财公司内部视角来看，各家银行及理财产品信息披露透明度差距较大。《理财子公司理财产品销售管理暂行办法》要求应当向投资者充分披露信息和揭示风险。但不同银行及理财子公司间差异较大，部分头部银行及理财子公司已建设较为全面的信息公开渠道（包括网页、APP、公众号等），但也有部分理财子公司信息披露的渠道有限，或是建设时间较短，有效信息较少，如部分理财子公司自有渠道无法查询到完整的产品要素、产品净值等信息。

从外部公开信息披露来源来看，银行理财的信息披露透明度低于公募基金。2019 年证监会出台了《证券投资基金信息披露指引》等一系列监管文件对公募基金信息披露进行规范，但截至 2023 年底银行理财暂未出台明确信息披露规则指引，不过《理财业务和理财产品信息披露》行业标准已通过金标委审查投票，预计即将推出。目前银行理财信息披露存在以下问题：一是外部公开数据易得性较差，当前对外公开数据来源有：1) 银行业理财登记托管中心每年发布的中国银行业理财市场半年度报告和年度报告；2) 中国理财网披露的产品信息；3) 各家银行及理财子公司所披露的数据，但这些官方渠道均无法同时满足对产品分类、净值、业绩等多维信息的筛选比较；二是产品信息维度不全：理财产品并未有强制要求定期披露产品运作报告，均为理财子公司自愿披露，因此仅有部分产品定期披露产品持仓信息。三是信息完整性不足：理财子公司未有单独公开报告，均是通过母行季报、半年报和年报披露相关信息，信息完整性较为缺乏。

在产品信息披露方面，以下方面可以改善和加强：

1) 解决不同银行披露口径不一致问题，提高银行间理财产品横向可比性。包括统一产品池展示标准，根据产品状态（如新发、在售、封闭期内等）、产品销售方式（代销本行理财子公司产品、代销他行理财子公司产品）设定相同展示标准。

2) 提升理财产品信息披露透明性和全面性。首先是公司公告方面，理财子公司若独立披露定期报告，如季报、半年报和年报，并定期发布同系列理财产品运作报告，并展示产品投资策略、前十大持仓、存续规模等信息，市场的评估工作会更加顺畅。除各家银行及理财子公司信息披露应该更为全面、更加及时之外，可以考虑拓宽更多三方信息披露平台或机构，定期提供相关信息。

### （二）代销范围

牌照管理和机构管理造成理财和基金代销机构差异。

**理财产品销售限于银行业金融机构。**2021年5月发布的《理财公司理财产品销售管理暂行办法》中明确规定了理财产品销售机构范围包括1)销售本公司发行理财产品的理财公司；2)接受理财公司委托销售其发行理财产品的代理销售机构，包括其他理财公司，商业银行、农村合作银行、村镇银行、农村信用合作社等吸收公众存款的银行业金融机构，以及银保监会规定的其他机构。

**公募基金销售为牌照管理，未限制金融机构类型，主要考察销售资质。**公募基金的代销渠道较为丰富，除了银行、保险、券商等传统的金融机构外，互联网三方平台也是公募基金的重要代销平台之一。在互联网快速发展阶段，以天天基金和蚂蚁基金为代表的互联网三方代销机构也加入公募基金销售阵营，开启了金融产品的互联网化进程，也带动独立基金销售机构快速崛起。根据证监会披露的数据显示，截至2023年12月，我国共有403家公募基金销售机构，其中，银行148家、独立基金销售机构101家、券商98家、期货公司31家、保险公司5家、保险代理公司和保险经纪公司4家、证券投资咨询机构9家，基金公司销售子公司7家。

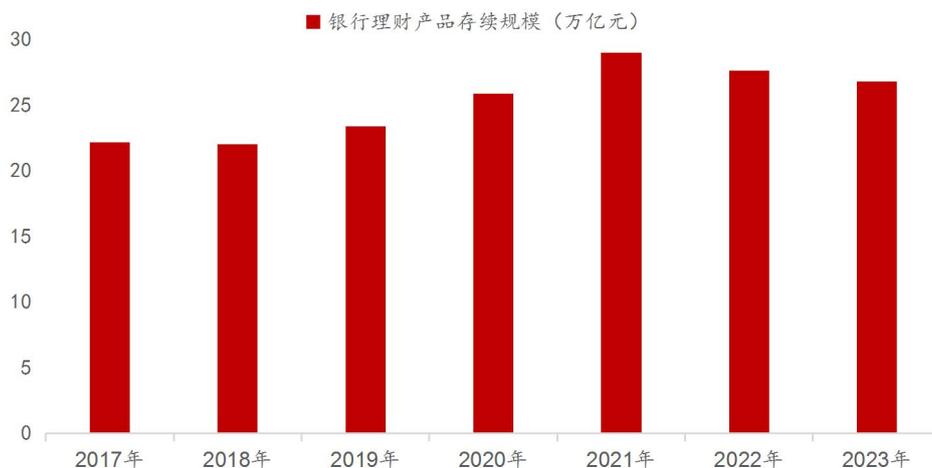
当前银行理财产品代销渠道相对有限，若未来理财产品销售渠道要进一步拓宽，银行理财的销售格局则有望改变。

## 2. 银行理财市场产品概况

### 2.1. 全市场理财产品概况

2023年，理财市场赎回冲击的余波逐步消退，叠加债券市场大幅走强的背景下，理财市场表现相对平稳，理财市场随之步入修复的道路。不过总的来看，2023年末理财产品规模尚未恢复至2022年末水平。银行理财登记托管中心数据显示，截至2023年末，全国共有258家银行机构和31家理财公司有存续的理财产品，共存续产品3.98万只，较年初增加14.86%；存续规模26.80万亿元，虽然较2023年中的25.34万亿元相比，规模有所回升，与2022年末的27.65万亿元存续规模相比，理财规模同比负增长0.85万亿元。此外，根据中国证券投资基金业协会公布数据显示，截至2023年12月末，公募基金资产净值合计27.60万亿元，仍高于2023年末银行理财存续规模，银行理财市场仍存一定修复空间。

图1 2023年非保本理财产品规模



资料来源：银行业理财登记托管中心，华宝证券研究创新部

#### 2.1.1. 理财公司存续产品规模占比进一步提升，银行机构占比持续下滑

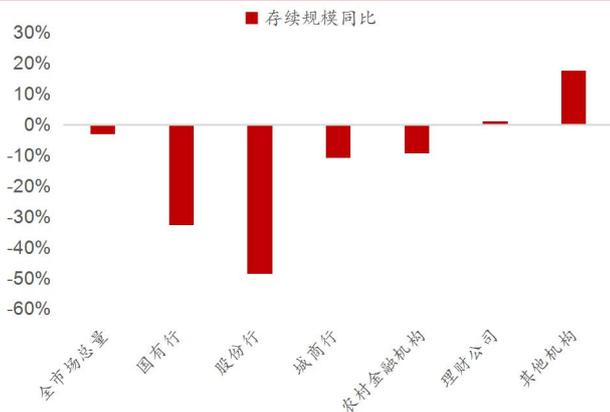
分机构类型看，理财公司理财产品存续规模增长，银行机构均出现回落。当前绝大多数成立理财公司的银行已基本将理财业务整合至理财子公司，因此银行机构存续理财产品规模呈持续下降趋势。

理财公司存续规模继续抬升。2023年理财公司存续规模22.47万亿，同比上涨1.01%，占全市场存续规模的83.9%（2022年为80.4%）。理财市场日益成熟，随着银行机构存续产品相继到期终止，作为理财市场“主力军”的理财公司存续规模占比也将进一步提升。

银行机构存续规模持续缩减。大型银行、股份制银行存续产品规模占比较低，仅为2.32%和1.69%，当前仍存续的产品主要是一些无法进行迁移、仍未到期的产品。城商行、农商行存续规模占比继续下滑，主要是因为根据监管要求，除理财公司外，其他银行机构理财产品规模不再增长，已有的产品在到期后逐步清退，若无新产品接续，城、农商行存续产品规模也将持续下降。

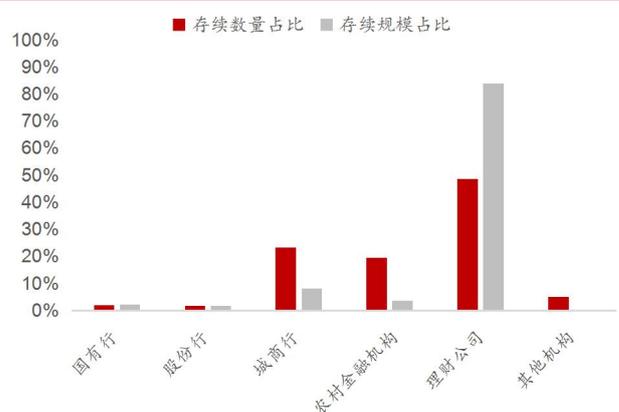
其他机构存续规模明显抬升，但整体规模占比极小。其他机构的理财产品存续规模同比增长17.59%，或是与外资行近年加速布局中国理财市场，发行较多理财产品有关。不过总的来看，其他机构存续规模仅占全市场存续规模的0.31%。

图2 2023年理财产品存续规模同比



资料来源：银行业理财登记托管中心，华宝证券研究创新部

图3 2023年各机构产品数量及存续规模占比



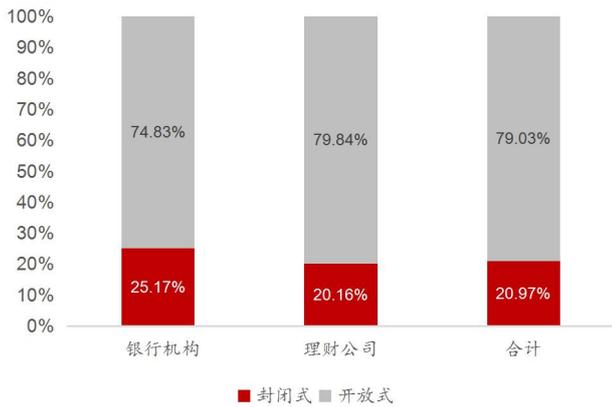
资料来源：银行业理财登记托管中心，华宝证券研究创新部

### 2.1.2. 封闭式产品规模占比提升，但产品期限整体缩短

2023年开放式理财产品规模占比有所下滑，封闭式规模占比提升。截至2023年末，开放式理财产品存续规模为21.18万亿元，占比79.03%，较年初减少3.68个百分点。其中，现金管理类理财产品存续规模为8.54万亿元，占全部开放式理财产品存续规模的比例为40.32%，较年初上升2.02个百分点；封闭式理财产品存续规模为5.62万亿元，占全部理财产品存续规模的20.97%。

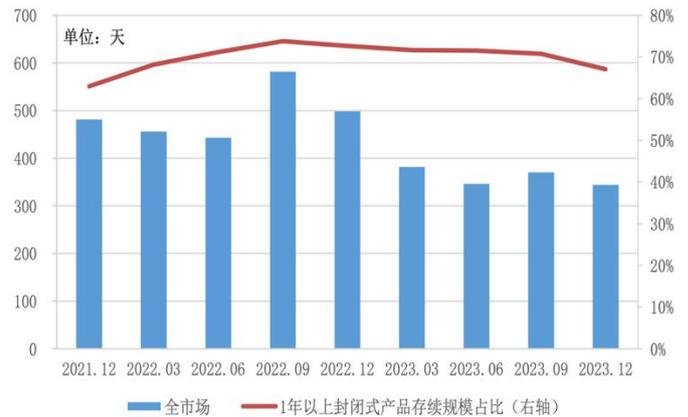
2023年封闭式产品期限整体缩短。2023年，新发封闭式理财产品加权平均期限在288至381天之间（2022年为339至581天之间）。截至2023年末，1年以上的封闭式产品存续规模占全部封闭式产品的比例为67.02%，较年初减少5.58个百分点。

图4 不同运作模式产品存续规模占比



资料来源：银行业理财登记托管中心，华宝证券研究创新部

图5 全市场新发封闭式产品期限情况

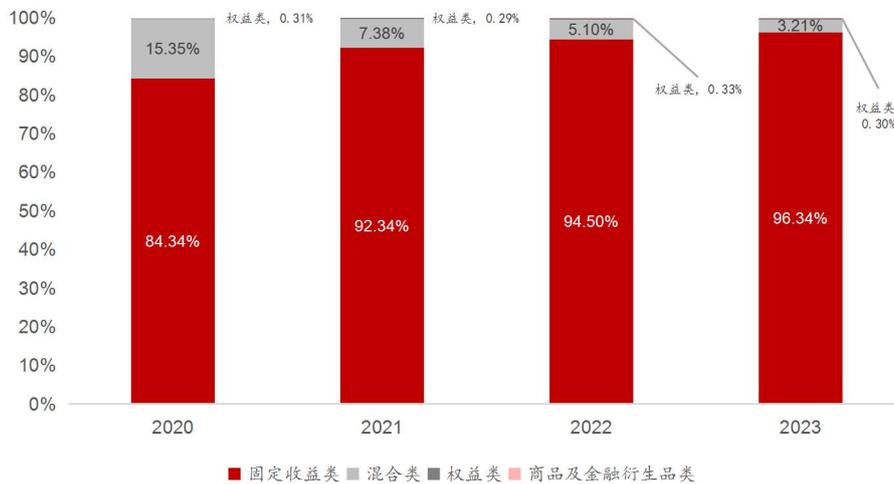


资料来源：银行业理财登记托管中心，华宝证券研究创新部

### 2.1.3. 银行理财投资者风险偏好降低，2023年固定收益类产品占比再提升

根据产品投资性质来看，2019年以来，固定收益类产品比例逐年上涨。受益于2023年债牛行情，固定收益类理财产品占比进一步提升，截至2023年末，固定收益类产品存续规模为25.82万亿元，占全部理财产品存续规模的比例达96.34%，较年初增加1.84个百分点，较2022年增加12个百分点。而在2022年理财市场“破净潮”后，理财公司和理财投资者均更追求稳定收益，再加上2023年股市延续震荡走势，因此混合类和权益类理财产品占比进一步下滑，其中混合类产品存续规模为0.86万亿元，占比为3.21%，较年初减少1.89个百分点。商品及衍生品类产品规模较小，不过占比出现小幅上涨。

图6 2023年各投资性质产品存续情况占比



资料来源：银行业理财登记托管中心，华宝证券研究创新部

### 2.1.4. 理财产品投向信用债资产占比有所下滑

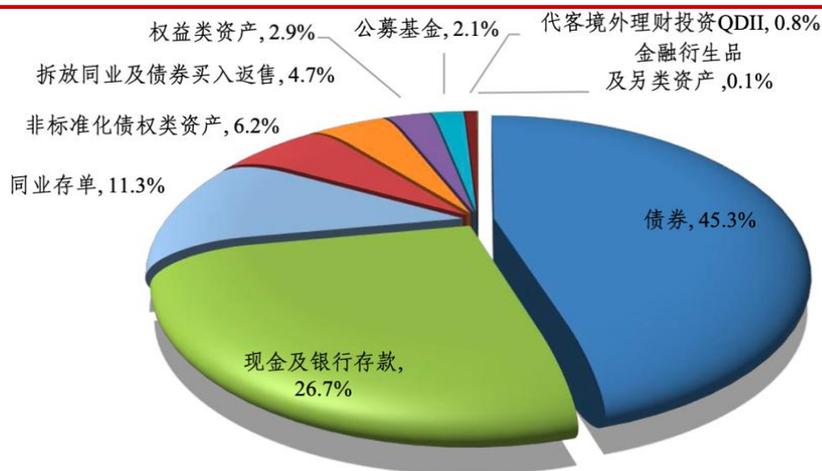
截至2023年底，理财产品投资资产合计29.06万亿元，较年初下降3.00%。

从理财产品资产配置方面看，目前理财产品仍以投资固收类资产为主。截至2023年末，理财产品投资资产合计29.06万亿元，同比下降3.00%。理财产品资产配置以固收类为主，投向债券类、非标准化债权类资产、现金及银行存款、拆放同业及买入返售的余额分别为16.45万亿元、1.79万

亿元、7.76 万亿元和 1.37 万亿元，分别占总投资资产的 56.61%、6.16%、26.7%和 4.7%，合计 27.37 万亿元，占比达 94.2%。投向权益类资产和公募基金的余额分别为 0.83 万亿元、0.61 万亿元，占比 2.86%和 2.1%。从配置债券类别来看，截至 2023 年末，理财产品持有信用债 12.24 万亿元，占总投资资产的 42.12%，占比较年初减少 3.54 个百分点；持有利率债 0.93 万亿元占总投资资产的 3.20%。

此外，理财产品积极响应国家政策号召，充分发挥资金优化配置功能，提高直接融资比重，着力推动高质量发展。截至 2023 年末，银行理财产品通过投资债券、非标准化债权、未上市股权等资产，支持实体经济资金规模约 19 万亿元。理财资金投向绿色债券规模超 2500 亿元，投向“一带一路”、区域发展、扶贫纾困等专项债券规模超 1100 亿元，为中小微企业发展提供资金支持超 3.8 万亿元。为助力我国碳达峰、碳中和目标实现，理财市场 2023 年累计发行 ESG 主题理财产品 120 只，合计募集资金超 1100 亿元。截至 2023 年末，ESG 主题理财产品存续余额达 1480 亿元，同比增长 13.50%。理财行业不断推出特色产品，2023 年末存续“专精特新”、乡村振兴、大湾区等主题理财产品超 200 只，存续规模超 1200 亿元。

图 7 2023 年理财产品资产配置情况



资料来源：银行业理财登记托管中心，华宝证券研究创新部

## 2.2. 银行理财公司情况

自 2018 年资管新规明确了“商业银行应当通过具有独立法人地位的子公司开展理财业务”以来，银行理财公司陆续开业，成为理财业务规范化发展的重要体现。

### 2.2.1. 银行理财公司建设情况

截至 2024 年 2 月 15 日，共 31 家理财公司获批开业，包括 6 家国有大型银行、11 家全国性股份制商业银行、8 家城市商业银行、1 家农商行以及 5 家合资机构的理财公司。2023 年底，浙银理财获准筹建，成为第 32 家设立的理财公司，至此国有大行和股份制行均已获得理财子公司牌照。考虑到设立理财公司的门槛，对于资本金、理财规模、团队配置等方面均存在监管要求。多数中小银行较难取得筹建资格，后续理财公司设立的速度或将进一步放缓。对于中小银行而言，将回归本源，通过代销参与理财业务。

表 1 理财公司开业情况

时间	机构数量	机构名称
2019年	11	工银理财、建信理财、交银理财、农银理财、中银理财、中邮理财、光大理财、兴银理财、招银理财、杭银理财、宁银理财
2020年	9	平安理财、信银理财、华夏理财、徽银理财、南银理财、苏银理财、青银理财、渝农商理财、汇华理财
2021年	2	广银理财、贝莱德建信理财
2022年	8	浦银理财、施罗德交银理财、上银理财、民生理财、高盛工银理财、恒丰理财、渤海理财、北银理财
2023年	1	法巴农银理财
获批筹建	1	浙银理财（2023年12月获批筹建）

资料来源：中国理财网，华宝证券研究创新部

注：数据截至2024年2月15日

### 2.2.2.新发理财产品类型

考虑到理财产品信息披露平台数据仍在优化阶段，暂不具备多维度的细化查询功能，因此，我们选用普益标准数据，对于理财市场发行数量的数据进一步拆分。需要说明的是，官方数据和普益标准数据存在一定误差，后续若无注明，规模及数量数据均来自官方年报，普益标准数据用于补充描述理财市场结构情况。

根据普益标准数据显示，按产品发行数量统计，2023年不同投资类型的产品发行数量占比分别为：固定收益类 95.90%、混合类 1.80%、权益类 0.50%、商品及金融衍生品类 1.79%。2023年固定收益类产品占比继续增长。根据各机构的产品发行情况来看，兴银理财、信银理财、招银理财等几家股份制理财公司新发产品数量较多，分别为 1107 只、1029 只和 865 只理财产品。而几家合资理财公司发行产品数量相对较少，仅有贝莱德建信理财发行产品数量过百，共发行 112 只。

表 2 2023 年各银行理财子公司发行不同类型产品数量（单位：只）

银行类型	理财子公司	固定收益类	混合类	权益类	商品及金融衍生品类	总计
国有行	工银理财	547				547
	建信理财	675				675
	交银理财	567	2			569
	农银理财	242	26			268
	中银理财	690	15	6		711
	中邮理财	344		1		345
股份行	招银理财	751	21	2	91	865
	兴银理财	1033	25	20	29	1107
	信银理财	1022	7			1029
	浦银理财	454		2		456
	平安理财	380	27	1		408
	民生理财	342	5	8		355
	华夏理财	431		11		442
	恒丰理财	239				239
	广银理财	92				92
	光大理财	528	27	2		557
	渤海理财	218				218
城商行	苏银理财	248	33			281
	上银理财	230	7			237
	青银理财	555	9			564

	宁银理财	585	5		106	696
	南银理财	346	8	2		356
	徽银理财	399				399
	杭银理财	407	5	6		418
	北银理财	133		2		135
农商行	渝农商理财	350				350
外资控股	贝莱德建信理财	112				112
	法巴农银理财	2				2
	高盛工银理财	24				24
	汇华理财	92	4			96
	施罗德交银理财	43	1			44
	总计	12081	227	63	226	12597

资料来源：普益标准，华宝证券研究创新部

注：数据截至2023年12月31日

### 2.2.3.新发理财产品期限

产品期限方面，根据普益标准数据，2023年新发理财产品理财产品算数平均运作周期约在597天。其中封闭式产品数量较多，约占82%，平均期限约在681天。整体来看，时间期限在1-3年的理财产品发行数量占比最高，为42%，其次是期限在6-12个月的产品，为21%。

不同投资类型的产品期限之间也存在较大差异。固定收益类产品期限明显较前一年缩短，期限为一年以下产品数量占比超过半数，约为54%（2022年为47%）。混合类产品以1-3年期为主，占比约为53%。而权益类产品期限有所拉长，约为43%的权益类产品期限在3年以上。

表3 各银行理财子公司发行的不同投资类型、不同期限的产品数量占比

产品类型	1个月以内	1-3月	3-6月	6-12月	1-3年	3年以上	未公布	总计
固定收益类	8.00%	4.06%	19.49%	21.89%	42.57%	3.00%	1.00%	100%
混合类	3.96%	9.69%	7.49%	9.69%	52.86%	14.54%	1.76%	100%
权益类	14.29%	1.59%	0.00%	6.35%	28.57%	42.86%	6.35%	100%
商品及衍生品类	0.44%	79.20%	0.00%	0.00%	2.21%	0.00%	18.14%	100%
总计	7.83%	5.49%	18.82%	21.20%	41.96%	3.35%	1.35%	100%

资料来源：普益标准，华宝证券研究创新部

数据截至2023年12月31日

### 2.2.4.新发理财产品业绩比较基准

业绩比较基准方面，2023年理财子公司发行理财产品的平均业绩比较基准（包含绝对数值型业绩比较基准和区间型业绩比较基准产品，其中区间型业绩比较基准产品取区间均值）较前一年下滑，为3.66%（2022年为4.28%）。根据产品类型来看产品平均发行业绩比较基准，固定收益类3.63%，混合类4.59%，权益类4.77%，商品及金融衍生品类6.16%。

此外，我们统计了区间型业绩比较基准产品的业绩比较基准下限均值，整体来看，业绩比较基准下限均值为3.23%，其中固定收益类3.22%，混合类3.43%，权益类5.08%（平均业绩比较基准下限高于平均业绩比较基准均值主要是由于区间型业绩比较基准产品中权益类产品数量较少，且均为私募产品），商品及金融衍生品类3.59%。

表 4 各银行理财子公司不同投资类型、不同发行期限的产品平均业绩比较基准

产品类型	1 个月以内	1-3 月	3-6 月	6-12 月	1-3 年	3 年以上	未公布	总计
固定收益类	2.86%	3.13%	3.08%	3.52%	3.95%	4.40%	3.72%	3.63%
混合类	4.16%	3.33%	3.89%	4.43%	4.66%	5.27%		4.59%
权益类				5.49%	4.59%	4.95%		4.77%
商品及金融衍生品类		6.12%			7.22%		5.24%	6.16%
总计	2.89%	3.53%	3.09%	3.53%	3.97%	4.49%	3.74%	3.66%

资料来源：普益标准，华宝证券研究创新部

数据截至 2023 年 12 月 31 日，其中区间型业绩比较基准以算数平均法计算平均值

表 5 各银行理财子公司不同投资类型、不同发行期限的产品平均业绩比较基准下限（区间型业绩比较基准）

产品类型	1 个月以内	1-3 月	3-6 月	6-12 月	1-3 年	3 年以上	未公布	总计
固定收益类	2.42%	2.88%	2.92%	3.18%	3.46%	3.76%	3.43%	3.22%
混合类	2.93%	3.02%	3.01%	3.30%	3.66%	2.54%		3.43%
权益类				5.35%	4.80%	4.80%		5.08%
商品及金融衍生品类		3.39%			7.37%		3.30%	3.59%
总计	2.44%	2.96%	2.92%	3.18%	3.47%	3.72%	3.43%	3.23%

资料来源：普益标准，华宝证券研究创新部

数据截至 2023 年 12 月 31 日，其中区间型业绩比较基准以算数平均法计算平均值

## 2.3. 银行理财代销情况

理财产品的销售主要有三大渠道：一是银行母行代销；二是母行之外的其他银行代销；三是理财公司直销渠道。目前大部分理财公司产品仍主要由母行代销为主，不过理财公司也在纷纷扩宽代销渠道，且有部分渠道能力较强的理财公司逐步布局下沉市场。对于中小银行而言，受限于资产管理与投研能力不足，理财业务发展面临更大的竞争压力，多数中小银行回归本源、专注主业，选择通过代销业务继续参与理财市场。

### 2.3.1. 银行理财产品代销渠道持续扩容

《中国银行业理财市场年度报告(2023 年)》显示，2023 年，理财公司不断拓展母行以外的代销渠道，母行代销金额占比持续下降。已开业的 31 家理财公司中，3 家理财公司的理财产品仅由母行代销，28 家理财公司的理财产品除母行代销外，还打通了其他银行的代销渠道。此外，17 家理财公司开展了直销业务，全年累计直销金额 0.26 万亿元。

从代销产品数量上看，根据普益标准，截至 2024 年 1 月中旬，共有 31653 款产品被代销，其中由理财公司发行 30943 款，数量占比达 98%。（本文在统计理财公司被代销产品数量时，按照产品登记编码唯一性进行统计，即同一产品登记编码的理财产品被视为 1 款产品进行计数。统计非母行渠道代销产品总数时，同一产品登记编码的理财产品被多家渠道代销计数为 1 款。）

### 2.3.2. 银行理财公司进一步发力拓展他行代销渠道，母行代销占比继续下降

从代销渠道拓展情况来看，2023年理财公司合作代销机构数量持续上涨，由母行代销的金额占比整体呈现下降态势。根据《中国银行业理财市场年度报告（2023年）》显示，截至2023年末，全市场有491家机构代销了理财公司发行的理财产品，较年初增加163家。

理财公司渠道进一步拓展，城商行和股份行理财公司较为积极。2023年国有行理财公司非母行代销占比仍相对偏低，不过较2022年有所拓宽。城商行理财公司和股份行理财公司对非母行渠道拓展较为积极，被代销产品数量较多。具体来看，国有行理财公司非母行代销拓展差异较大，交银理财非母行渠道的产品销售数量占比最高，且进一步抬升至50%（2022年为42%），中银理财次之，为27%。此外，2023年中邮理财和农银理财的非母行代销渠道明显拓宽，占比分别从2022年的7%和3%上涨至17%和12%。建信理财、工银理财的非母行代销数量占比仍在10%以内。股份行中，非母行代销占比TOP5为平安理财、华夏理财、招银理财、恒丰理财、兴银理财，占比分别为58%、54%、48%、43%和42%，整体较2022年有所提升。城商行理财公司中杭银理财、南银理财、苏银理财、青银理财被非母行代销产品占比分别达到75%、70%、68%和67%，也成为所有理财公司中非母行代销占比TOP4的理财公司。

表6 理财公司被代销产品数量和渠道分布情况（按非母行代销数量占比降序排列）

发行机构	被代销产品（款）	被代销产品（款） 非母行	被代销产品占比 非母行	被代销产品占比 仅母行
杭银理财	1150	868	75%	25%
南银理财	1044	730	70%	30%
苏银理财	1128	767	68%	32%
青银理财	667	448	67%	33%
平安理财	1563	908	58%	42%
华夏理财	1007	541	54%	46%
交银理财	1529	767	50%	50%
渝农商理财	494	237	48%	52%
招银理财	2519	1203	48%	52%
恒丰理财	614	266	43%	57%
兴银理财	2664	1107	42%	58%
宁银理财	1421	568	40%	60%
光大理财	1096	423	39%	61%
广银理财	234	74	32%	68%
中银理财	1716	463	27%	73%
信银理财	2758	628	23%	77%
渤海理财	225	48	21%	79%
浦银理财	1903	370	19%	81%
施罗德交银理财	57	11	19%	81%
中邮理财	769	134	17%	83%
农银理财	660	78	12%	88%
民生理财	986	86	9%	91%
徽银理财	764	52	7%	93%
建信理财	1109	73	7%	93%
工银理财	1481	49	3%	97%
北银理财	258	8	3%	97%
上银理财	739	4	1%	99%
汇华理财	211	1	0%	100%
高盛工银理财	65		0%	100%
法巴农银理财	3		0%	100%
贝莱德建信理财	109		0%	100%

资料来源：普益标准，华宝证券研究创新部

注：数据截至 2024 年 1 月 15 日

**理财公司进一步布局下沉市场。**具体从拓展代销银行类型看，2023 年部分股份制行和城商行理财公司大力扩宽农村金融机构销售渠道，进一步布局下沉市场。目前兴银理财代销机构数量仍遥遥领先，达到 341 家，包括 37 家城商行和 277 家农村金融机构。此外，信银理财、杭银理财、华夏理财代销机构数量均超过 100 家，其中信银理财拓展了 102 家农村金融机构，较 2022 年明显增多，这也是部分股份行理财子公司在完成大中银行渠道扩展之后，进一步抢占城商行、农村金融机构等中小银行的下沉市场。

表 7 理财公司不同类型代销渠道分布数量（含母行）

发行机构	被代销产品(款)	代销机构(家)	国有行	股份行	城商行	农村金融机构	外资行	民营银行	直销银行
信银理财	2758	129	6	7	9	102	1	2	2
兴银理财	2664	341	5	12	37	277	2	6	2
招银理财	2519	24	6	8	7			2	1
浦银理财	1903	23	2	7	4	4		4	1
中银理财	1716	23	4	9	5		1	2	2
平安理财	1563	77	6	9	13	40	4	3	2
交银理财	1529	27	4	9	9	2		2	1
工银理财	1481	9	1	5	1			1	1
宁银理财	1421	39	1	5	19	8	3	2	1
杭银理财	1150	118	1	4	38	61	4	8	2
苏银理财	1128	99	3	2	16	72	1	3	2
建信理财	1109	6	2	3	1				
光大理财	1096	25	6	8	7			2	2
南银理财	1044	94		2	35	47	1	7	2
华夏理财	1007	104	4	9	14	69	2	4	2
民生理财	986	14		6	2		1	3	2
中邮理财	769	17	4	6	3			2	2
徽银理财	764	13		2	5			4	2
上银理财	739	3			1			2	
青银理财	667	33		1	17	3	1	9	2
农银理财	660	17	3	6	4			2	2
恒丰理财	614	11		3	5		2	1	
渝农商理财	494	44		2	17	18		5	2
北银理财	258	7		1	3		1	2	
广银理财	234	13	1	4	3		1	2	2
渤海理财	225	14		3	6			3	2
汇华理财	211	2	1	1					
贝莱德建信理财	109	1	1						

高盛工银理财	65	1	1					
施罗德交银理财	57	2	1					1
法巴农银理财	3	1	1					

资料来源：普益标准，华宝证券研究创新部  
注：数据截至2024年1月15日

### 2.3.3. 商业银行代销情况

从银行层面看，国有行代销本行理财子公司产品占比整体较高，均超过50%，但同比有所下滑。农业银行和邮储银行代销本行理财子产品数量较多，占比分别达到96%和93%。股份行中，华夏银行代销本行理财公司产品数量占比达99%，明显高于其他股份行。城商行中，徽商银行和南京银行代销本行理财公司产品数量较多，占比分别达99%和98%。从占比变化来看，2023年约一半的银行代销本行理财公司产品数量占比较前一年有所下降，其中上海银行、建设银行和青岛银行变化较多，分别下降18%、17%和15%。而民生银行（19%）、浦发银行（13%）代销本行理财公司产品数量占比出现较为明显提升。由于恒丰理财、北银理财均于2022年下半年开业，发行产品数量有限，而渤海理财于2023年初开业，因此2023年恒丰理财、渤海理财代销本行理财公司产品数量变化较大。

图8 银行代销本行理财公司产品数量占比情况

机构性质	机构名称	代销本行理财子产品数量占比 (截至2024年1月)	2024年1月占比较2023年1月变化
国有行	农业银行	96%	-3%
	邮储银行	93%	-6%
	工商银行	89%	-9%
	建设银行	79%	-17%
	中国银行	69%	-2%
	交通银行	62%	5%
股份行	华夏银行	99%	-1%
	渤海银行	88%	88%
	恒丰银行	86%	61%
	光大银行	86%	-3%
	平安银行	84%	1%
	民生银行	70%	19%
	广发银行	69%	6%
	中信银行	65%	-7%
	招商银行	59%	-10%
	兴业银行	56%	6%
	浦发银行	45%	13%
	浙商银行	0	0%
	城商行	徽商银行	99%
南京银行		98%	4%
上海银行		73%	-18%
青岛银行		68%	-15%
宁波银行		53%	-1%
北京银行		51%	51%
杭州银行		46%	-3%
江苏银行		39%	6%
农商行	重庆农商行	100%	0%

资料来源：普益标准，华宝证券研究创新部  
注：数据截至2024年1月15日

### 2.4. 产品业绩达标情况

理财净值化转型已有近3年的时间，净值型产品管理运作已逐步迈入正轨，同时积累了一定时间的业绩表现，由于理财产品发行设定的业绩基准并不代表真实收益，我们希望对不同机构发行的同类理财产品进行真实业绩比较分析。考虑到固定收益类理财产品规模占比超96%，因此主要考察固收类产品收益相较业绩比较基准的达标情况。

根据产品不同运作模式和期限，选取不同的收益考察指标进行分析。对封闭式产品，选择产品结束日期在 2023 年内的，考察其成立以来折合年化收益率。其他运作模式的产品选择成立日期不超过 2023 年 6 月 30 日且产品结束日在 2023 年后。对日开产品考察其 2023 年的年化收益率。对最短持有期产品，对主流的 5 个期限类型进行比较，考察对应的滚动最短持有期平均收益率和持有胜率。对定开型产品，对主流的 5 个期限类型进行比较，考察对应定开周期的折合年化收益率。收益考察指标不低于业绩基准绝对值或区间数值型业绩比较基准的下限视为达标。

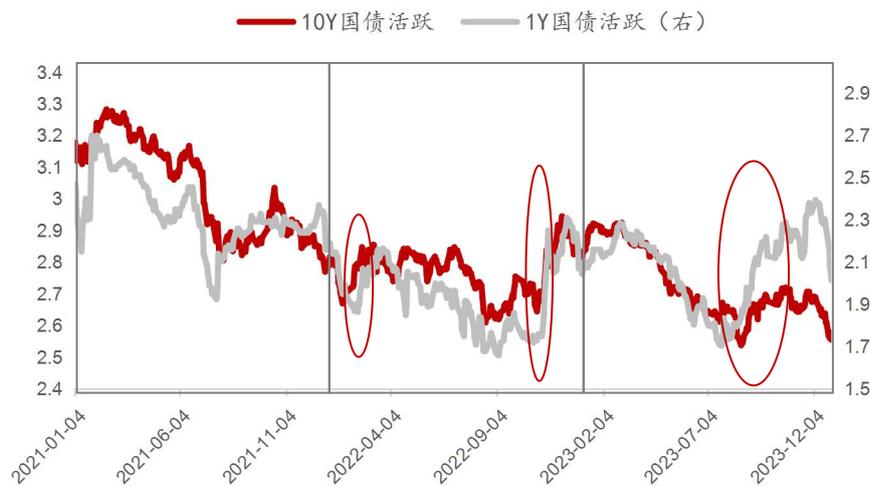
统计样本中，相同类型、期限、运作模式的产品成立时间不同，产品运作对应的市场环境存在差别，产品收益表现除投资策略外，还受资本市场波动影响。统计样本中产品期限最长超过 3 年，回顾自 2021 年以来债券市场走势（以 1 年期和 10 年期国债走势为代表），其中 2021 年债市整体走强，也带动理财市场表现较强。到了 2022 年，债市经历了年初和年末两轮大面积回调，因此，对于该阶段成立以及运作期包含此阶段产品的业绩表现均造成一定冲击。2023 年债市整体呈“V 型”走势，上半年债市明显走强，理财市场整体收益情况也较为亮眼，而自 8 月以来，市场止盈情绪升温，1 年期和 10 年期国债收益率均开始上行，一定程度上压降理财产品收益。

表 8 固定收益类理财业绩分析的样本范围与考察指标选取规则

产品分类	样本范围			选取收益考察指标
日开	产品业绩基准为绝对数值或区间数值	产品成立日期不超过 2023 年 6 月 30 日，产品结束日在 2023 年后	最短持有 7、14、30、60、90 天 周开 7 天、双周开 14 天、月开 30 天、双月开 60、季开 90 天	2023 年年化收益率
最短持有期				滚动最短持有期收益率及持有胜率
定开				对应定开周期的折合年化收益率
封闭式		产品结束日期在 2023 年内	成立以来年化收益率	

资料来源：华宝证券研究创新部

图 9 2021 年-2023 年债券市场走势 (%)



资料来源：wind，华宝证券研究创新部

注：数据截至 2023 年 12 月 31 日

### 封闭式理财产品

封闭式产品平均年化收益率为 2.95%，其中，1-3 个月（含）、3-6 个月（含）、6 个月-1 年（含）、1 年-3 年（含）、3 年以上平均年化收益率分别为 3.00%、2.99%、3.19%、2.95% 和 3.67%。1 年-3 年（含）理财产品平均年化收益率低于短期限封闭式产品主要是受近几年债券市场波动影响，部分产品运作期涵盖了 2022 年初和年末以及 2023 年 8 月以来债市的调整阶段，或造成产品收益率出现不同程度下滑。

46%的封闭式理财产品自成立以来年化收益率达到其业绩比较基准水平，54%的理财产品收益率未达到业绩基准。根据产品期限划分，短期限产品业绩达标情况优于中长期产品，其中 1-3 个月（含）、3-6 个月（含）封闭式理财产品达标率超过 80%，分别为 97%和 83%，未达标产品数量占比分别为 3%和 17%。中长期产品达标情况明显不及短期限产品，或与产品运作期经历了 22 年市场回调有关。其中 1-3 年（含）、3 年以上产品中仅 12%和 28%达到其业绩比较基准，不达标产品占比达 88%和 72%。

表 9 封闭式理财产品收益率与达标情况

产品类型	收益与达标情况	1 个月-3 个月（含）	3 个月-6 个月（含）	6 个月-1 年（含）	1 年-3 年（含）	3 年以上	总计
封闭式	成立以来年化收益率	3.00%	2.99%	3.19%	2.95%	3.67%	2.95%
	达标率	97%	83%	62%	12%	28%	46%

资料来源：普益标准，华宝证券研究创新部

注：数据截至 2023 年 12 月 31 日

### 日开型理财产品

日开型产品 2023 年平均年化收益率为 2.11%，年化收益率达到业绩比较基准水平的产品数量占比为 87%，收益率未达到业绩比较基准水平的产品数量占比为 13%。

### 定开型理财产品

定开型产品中，我们主要选择周开（7 天）、双周开（14 天）、月开（30 天）、双月开（60 天）和季开（90 天）产品进行观测。2023 年定开型产品平均定开周期年化收益率为 2.77%，其中，7 天、14 天、30 天、60 天和 90 天产品平均定开周期年化收益率分别 2.74%、2.62%、2.61%、2.93%和 3.16%。达标情况来看，定开型产品整体达标情况较好，达标率为 77%，分期限看定开 7 天、14 天、30 天、60 天和 90 天产品达标率分别为 76%、57%、75%、89%和 85%。需要说明的是，由于无法精准识别每一个定开产品的开放日，因此统计定开产品定开周期的收益率时，我们采取一致化处理，即根据产品净值，以定开周期为时间跨度进行收益计算，计算定开周期收益率和实际定开周期收益存在一定偏差。

### 最短持有期型理财产品

最短持有期产品中，7 天、14 天、30 天、60 天和 90 天为主要的最短持有期限。2023 年最短持有期产品平均滚动最短持有期年化收益率为 2.95%，其中 7 天、14 天、30 天、60 天和 90 天产品平均滚动年化收益率分别为 2.68%、3.00%、2.55%、3.07%和 3.04%。平均滚动胜率为 72%。达标情况来看，超 8 成最短持有期产品平均滚动年化收益率达到业绩基准，其中最短持有期为 7 天、14 天、30 天、60 天和 90 天产品达标率分别为 97%、89%、84%、76%和 84%。

表 10 定开型、最短持有期型理财产品收益率与达标情况

产品类型	达标情况	7天	14天	30天	60天	90天	整体情况
定开型	平均定开周期年化收益率	2.74%	2.62%	2.61%	2.93%	3.16%	2.77%
	达标率	76%	57%	75%	89%	85%	77%
最短持有期型	平均滚动最短持有期年化收益率	2.68%	3.00%	2.55%	3.07%	3.04%	2.95%
	达标率	97%	89%	84%	76%	84%	86%

资料来源：普益标准，华宝证券研究创新部

注：数据截至2023年12月31日

表 11 不同理财公司各类型理财产品达标情况

发行机构	日开型		封闭式		最短持有期型		定开型	
	产品数量	达标率	产品数量	达标率	产品数量	达标率	产品数量	达标率
北银理财	-	-	9	不及半数	-	-	5	60%
渤海理财	3	100%	52	90%	-	-	-	-
工银理财	15	100%	470	不及半数	17	53%	55	不及半数
光大理财	4	100%	139	66%	-	-	14	86%
广银理财	9	78%	70	89%	-	-	7	86%
杭银理财	4	75%	325	不及半数	-	-	4	100%
恒丰理财	2	100%	208	78%	5	100%	8	88%
华夏理财	6	100%	430	不及半数	70	100%	19	100%
徽银理财	-	-	304	不及半数	-	-	11	73%
建信理财	2	100%	486	不及半数	-	-	15	不及半数
交银理财	19	100%	267	69%	-	-	45	89%
民生理财	4	50%	150	50%	-	-	14	100%
南银理财	-	-	211	52%	-	-	-	-
宁银理财	-	-	145	83%	6	100%	-	-
农银理财	8	50%	123	不及半数	-	-	10	60%
平安理财	16	94%	37	70%	-	-	12	100%
浦银理财	2	100%	138	72%	-	-	26	96%
青银理财	2	50%	506	不及半数	-	-	37	57%
上银理财	1	100%	146	不及半数	-	-	-	-
苏银理财	-	-	85	不及半数	3	100%	11	100%
信银理财	28	96%	547	80%	-	-	106	88%
兴银理财	23	91%	300	60%	19	100%	3	不及半数
渝农商理财	3	67%	254	不及半数	3	67%	4	100%
招银理财	18	94%	407	59%	-	-	56	96%
中银理财	32	69%	419	不及半数	10	70%	55	不及半数

中邮理财	2	100%	108	84%	24	58%	15	
总计	203	87%	6418	46%	157	86%	532	77%

资料来源：普益标准，华宝证券研究创新部

注：数据截至 2023 年 12 月 31 日，以首字母拼音从小到大排序

## 2.5.养老产品数量逐步提升，业绩表现相对平稳

理财公司响应国家“大力发展银发经济”号召，丰富发展养老金融产品。根据中国理财网数据，截至 2024 年 1 月 15 日，理财公司发行的养老理财产品共计 51 只，养老理财产品合计规模接近 1000 亿元。养老理财主要以投资固定收益类资产为主，权益类资产投资比例较低，整体收益较为稳定，近一年平均年化收益为 2.61%。同时，收益平滑基金机制也使得养老理财产品能够较好控制回撤，近一年平均最大回撤为 0.90%，整体来看，养老理财产品整体波动偏低，进一步提升投资者的持有体验。

投资者购买养老理财产品有两个方式，一是直接购买，二是通过个人养老金账户购买，可以享受额外的税收减免优惠。个人养老金账户制度于 2022 年 11 月推出，试点地区投资者开通账户后可以投资包括养老理财、养老储蓄、养老保险、养老基金等四类养老产品。截至 2024 年 1 月中旬，个人养老金产品增加至 728 只，包括 465 只储蓄类产品、180 只基金类产品、58 只保险类产品、23 只理财类产品。可投理财方面，共有 6 家理财公司发行相关产品，其中工银理财 8 只、中银理财 5 只、农银理财 5 只、中邮理财 3 只、建信理财 2 只和贝莱德建信理财 1 只。从产品业绩表现来看，（剔除工银理财两只新发产品）可投理财产品成立至今平均年化收益率为 3.08%，略低于平均业绩比较基准下限（3.93%）。其中，建信理财睿鑫固收类最低持有 1 年产品成立至今收益率最高，达 5.47%，其次是中银理财“福”（3 年）最短持有期固收增强理财产品和中银理财“福”（18 个月）最短持有期固收增强理财产品，成立至今收益率分别为 4.53% 和 4.36%，均超过其业绩比较基准下限（分别为 4.02% 和 3.72%），但未达其业绩比较基准上限（分别为 5.02% 和 4.72%）。其余产品成立至今平均收益率均不达业绩比较基准下限。养老理财产品由于成立时间的差异，产品业绩统计区间的市场行情有所不同，也造成产品成立以来年化收益率的表现差异。

表 12 个人养老金账户可投理财产品一览

发行机构	产品名称	子份额	产品起始日	成立至今 收益率 (%)	业绩比较 基准下限 (%)	业绩比较 基准上限 (%)
工银理财	工银理财·核心优选最短持有 365 天固收增强开放式理财产品	暂不涉及	2023/2/17	2.77	3.7	4.2
	工银理财·鑫添益最短持有 540 天固收增强开放式理财产品	暂不涉及	2023/2/17	2.89	4.1	4.6
	工银理财·鑫尊利最短持有 1080 天固定收益类开放式理财产品	暂不涉及	2023/2/17	1.87	5.25	5.75
	工银理财·鑫悦最短持有 720 天固收增强开放式理财产品	暂不涉及	2023/2/17	2.50	4.4	4.9
	工银理财·“鑫得利”固定收益类理财产品（2018 年第 32 期）	B 份额	2019/11/8	3.89	3	3
	工银理财·“鑫得利”量化策略联动固定收益类理财产品（2018 年第 4 期）	B 份额	2019/11/22	2.52	3.2	3.5
	工银理财·智益最短持有 1500 天固收增强开放式理财产品	暂不涉及	2023/12/28	0.00	5	6
	工银理财·智悦最短持有 1800 天固定收益类开放式理财产品	L 份额	2023/12/28	0.00	5.15	6.15

中银理财	中银理财“福”(1年)最短持有期固收增强理财产品	L 份额	2023/2/28	3.69	3.61	4.61
	中银理财“福”(18个月)最短持有期固收增强理财产品	L 份额	2023/2/28	4.36	3.72	4.72
	中银理财“福”(2年)最短持有期固收增强理财产品	L 份额	2023/2/28	3.88	3.81	4.81
	中银理财“福”(3年)最短持有期固收增强理财产品	L 份额	2023/3/1	4.53	4.02	5.02
	中银理财“禄”(5年)最短持有期混合类理财产品	L 份额	2023/3/1	1.05	4.17	6.17
农银理财	农银理财“农银同心·灵动”360天科技创新人民币理财产品	L 份额	2021/3/18	2.24	4.05	4.05
	农银理财“农银顺心·灵动”365天固定收益类人民币理财产品	L 份额	2023/3/10	2.38	3.7	4.2
	农银理财“农银顺心·灵动”1080天固定收益类人民币理财产品	L 份额	2023/3/10	1.56	5.25	5.75
	农银理财“农银顺心·灵动”720天混合类人民币理财产品	L 份额	2023/3/10	2.00	4.5	5
中邮理财	邮银财富添颐·鸿锦最短持有365天1号	L 份额	2023/1/4	3.83	3.65	4.65
	邮银财富添颐·鸿锦最短持有1095天1号	L 份额	2023/2/20	3.87	3.85	4.75
	邮银财富添颐·鸿锦最短持有1825天1号	L 份额	2023/3/6	3.89	4.05	4.95
建信理财	建信理财睿鑫固收类最低持有1年产品	L 份额	2023/12/29	5.47	5%*沪深300收益率+95%*中债-企业债AAA全价(1-3年)指数收益率	
	建信理财“安鑫”(最低持有360天)按日开放固定收益类净值型人民币理财产品	L 份额	2019/1/9	3.42	2.7	3.7
贝莱德建信理财	贝莱德建信理财贝嘉目标风险稳健型固定收益类理财产品(最低持有365天)	44	2023/7/18	2.16	5%*沪深300指数收益率+95%*中债	

资料来源：中国理财网，华宝证券研究创新部

注：数据截至2024年1月15日

## 3.2023年银行理财生态变化

### 3.1.市场集中度降低，位次生变

**理财公司市场集中度降低。**随着理财公司的逐步开业，理财市场竞争加剧，理财公司市场集中度有所下降，2022年Q4理财公司规模CR3为38%，CR5为59%，而2023年Q4理财公司规模CR3为29%，CR5为44%。

**部分股份行理财公司规模排名显著提升。**2023年国有行理财公司表现不及股份行理财公司，其中建信理财位次下滑较为明显（从2022年Q4的第三位下滑至2023年Q4的第七位）；中银理财、交银理财、中邮理财2023年末位次相较于2022年末保持不变，分别为第六位、第九位和第十一位；而农银理财和工银理财位次调换。股份行理财公司中，招银理财自2022年初以来维持在首位。值得注意的是，兴银理财和信银理财总规模增长速度较快，其中兴银理财的位次在2022年初的第五上升至第二位；信银理财从2022年初第九位上升至第三位。兴银理财和信银理财规模的快速增长得益于

几个方面：1) 产品发行数量较多；2) 代销渠道广，进一步布局下沉市场；3) 专注投研能力提升，产品业绩表现较优；4) 完善产品体系，优化产品结构。

图 10 2022 年以来理财公司规模排名位次变化

	2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022Q4	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4
1	招银理财							
2	建信理财	建信理财	建信理财	兴银理财	兴银理财	兴银理财	兴银理财	兴银理财
3	工银理财	工银理财	工银理财	建信理财	信银理财	信银理财	信银理财	信银理财
4	农银理财	农银理财	农银理财	农银理财	中银理财	中银理财	工银理财	工银理财
5	兴银理财	兴银理财	中银理财	工银理财	建信理财	工银理财	中银理财	农银理财
6	中银理财	中银理财	兴银理财	中银理财	工银理财	建信理财	建信理财	中银理财
7	交银理财	交银理财	信银理财	信银理财	农银理财	农银理财	农银理财	建信理财
8	光大理财	信银理财	光大理财	光大理财	光大理财	光大理财	光大理财	光大理财
9	信银理财	光大理财	交银理财	交银理财	交银理财	交银理财	交银理财	交银理财
10	中邮理财	中邮理财	中邮理财	平安理财	平安理财	平安理财	平安理财	平安理财
11	平安理财	平安理财	平安理财	浦银理财	浦银理财	浦银理财	浦银理财	浦银理财

资料来源：各理财公司官网，华宝证券研究创新部

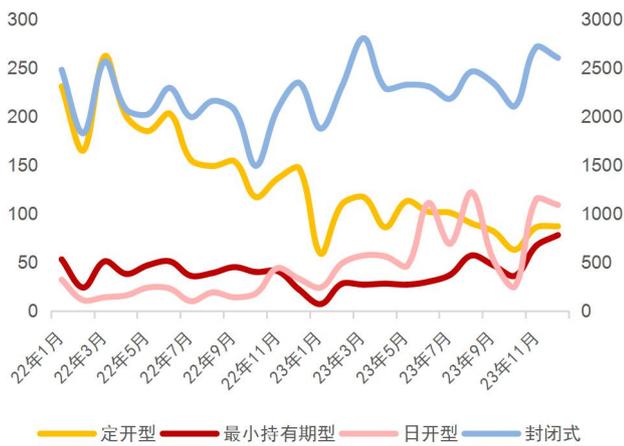
### 3.2. 短期限纯债类理财产品发行成全年主线

2023 年，在银行理财“破净潮”的余波下，投资者风险偏好明显降低，理财公司也顺应投资者需求，产品供给进一步向低波稳健型产品倾斜，从新发产品视角观察，理财公司 2023 年新发产品更聚焦于短期限的纯固收类产品。

从产品期限来看，期限在 6 个月以内的产品发行占比提升。其中 1 个月以内、3-6 个月的理财产品发行占比呈明显抬升趋势，由 2023 年初的 2% 和 23% 上涨至 6% 和 29%。6-12 个月的产品占比出现明显下滑，其原因是虽然 6-12 个月产品较 3-6 个月产品期限更长，但从产品投资策略和投资限制来看，两类产品投资的资产较为相似，收益率差距也不明显，但其流动性又不及 6 个月以内产品，更多投资者愿意选择流动性更好的短期限产品。

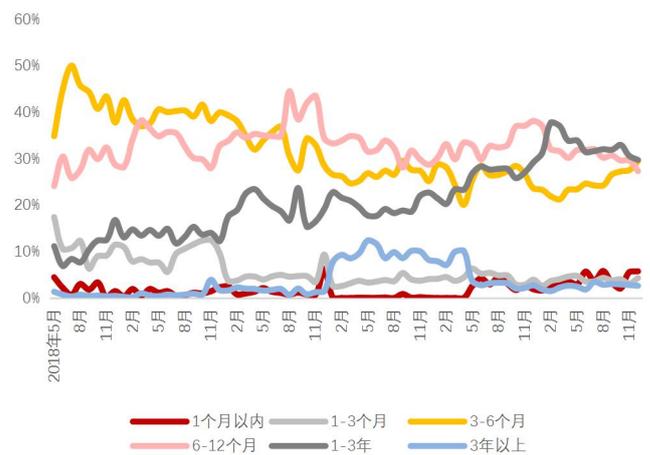
从运作模式看，流动性更好的产品更受投资者青睐，日开型产品发行数量上涨幅度较为明显，最短持有期型产品数量增速于下半年开始抬升，而定开型产品发行数量呈显著下滑趋势。

图 11 不同运作模式新发理财产品数量变化（只）



资料来源：普益标准，华宝证券研究创新部  
注：数据截至 2023 年 12 月 31 日

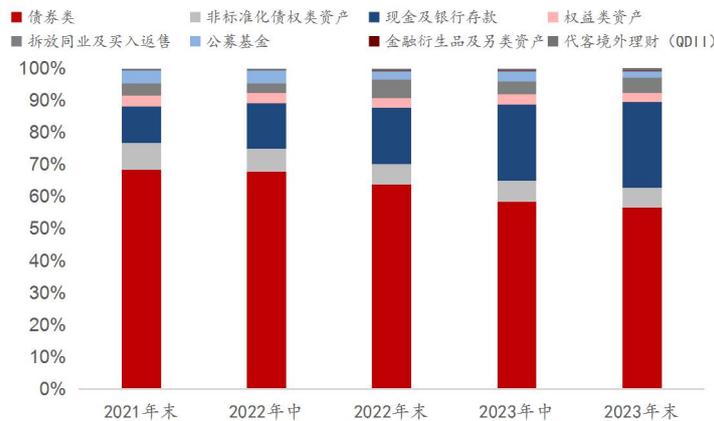
图 12 各期限净值型银行理财产品发行占比趋势（%）



资料来源：普益标准，华宝证券研究创新部  
注：数据截至 2023 年 12 月 31 日

从理财资产配置情况也能看出理财产品结构变化。2023 年投向现金及银行存款资产占比明显增多，从 2022 年末的 3.14% 提升至 2023 年末的 26.7%，固定收益类资产投资（债券类+非标+现金存款+拆放同业及买入返售）占比从 79% 提升至 89%。而权益类资产占比出现回落，从 2022 年末的 2.7% 下滑至 2.1%。

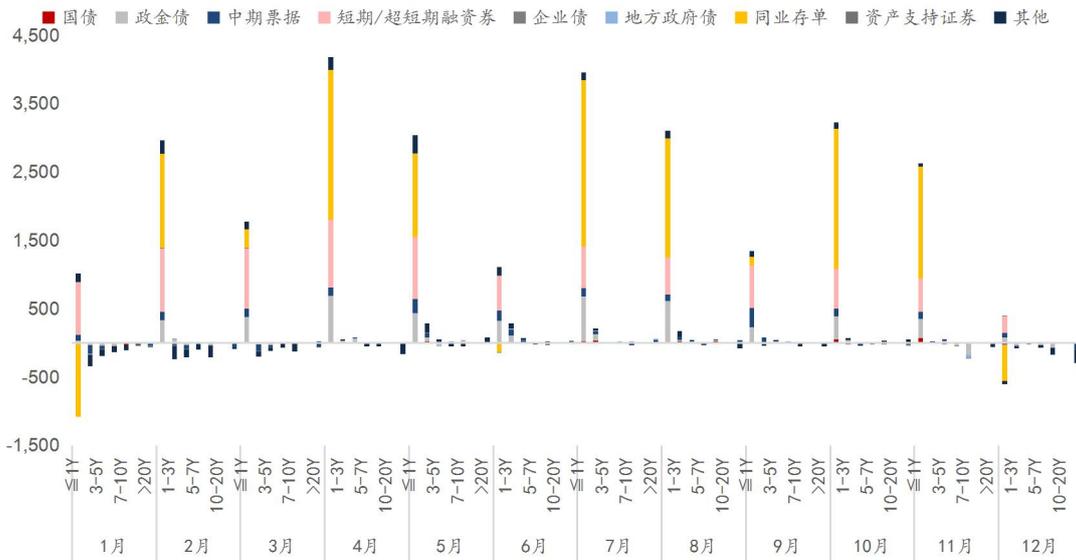
图 13 理财产品资产投向变化（%）



资料来源：中国理财网，华宝证券研究创新部  
注：根据理财公司定期报告中披露的数据进行穿透后计算占比

从理财公司 2023 年现券净增持累计值来看，2023 年银行理财以增持短期限资产为主，其中持有同业存单和短融较多，分别多增 11336 亿元和 8061 亿元。此外，根据各类型债券期限划分，2023 年理财公司分别净买入 1 年期以下、1-3 年、3-5 年、5-7 年国债 163 亿元、118 亿元、56 亿元和 11 亿元，而 7 年以上国债共计净卖出 35 亿元。政金债中，理财净买入 1 年期以下政金债较多，达 4336 亿元，净买入 1-3 年政金债 34 亿元，而 3 年期以上政金债合计净卖出 461 亿元。地方政府债净买入额度较少，合计约 15 亿元，其中 3-5 年地方政府债净买入约 62 亿元，而 7-10 年地方政府债净卖出约 37 亿元。企业债整体净卖出 24 亿元。

图 14 2023 年理财公司及理财产品月度现券净买入情况（亿元）



资料来源：外汇交易中心，华宝证券研究创新部  
数据截至 2023 年 12 月 31 日

表 13 2023 年全年理财公司及理财产品现券净买入情况（亿元）

期限	国债	政金债	中期票据	短期/超短期融资券	企业债	地方政府债	同业存单	资产支持证券	其他	合计
≤1Y	163.42	4336.03	1576.14	8061.38	23.06	-14.23	11335.53	4.31	1404.36	26890.06
1-3Y	117.72	266.48	33.77		-5.04	-11.75		-3.50	-98.60	299.12
3-5Y	56.30	-103.28	-121.54		-24.10	61.83		-5.34	-177.90	-314.06
5-7Y	11.47	-122.10	-4.44		-7.64	5.48		-17.30	-391.77	-526.11
7-10Y	-33.55	-224.73	-7.95		-4.40	-36.67		-17.47	-550.95	-875.30
10-20Y	-0.23	-8.43	-13.15		-4.57	9.62		-5.91	-6.31	-29.48
>20Y	-1.69	-2.77	-222.79		-1.59	1.10			-363.01	-590.67
合计	313.44	4141.20	1240.04	8061.38	-24.28	15.38	11335.53	-45.21	-184.18	24853.56

资料来源：外汇交易中心，华宝证券研究创新部  
数据截至 2023 年 12 月 31 日

### 3.3. 公募基金降费背景下，银行理财费率优惠相继出台

2023 年，公募基金费率改革在政策的推动下正式开启。虽然理财市场暂无出台有关费率引导的政策性文件，但多家理财机构已自觉开展费率调整，践行国家政策指引。

兴银理财、中银理财、光大理财、华夏理财、杭银理财、北银理财等多家银行理财子公司先后发布费率调整公告，对旗下理财产品的相关费率进行了不同程度的下调，优惠费率涵盖了申/赎费、销售费、托管费、固定投资管理费、浮动管理费等多种费用。2023 年末，理财产品费率“价格战”进一步加码，理财公司再次启动费率“打折”促销活动，优惠的产品主要为固收类理财以及现金管理类理财。

目前理财产品的费用主要分为认购费、申赎费、固定管理费、托管费、销售服务费、浮动管理费以及其他费用（包括交易费、审计费、信息披露费等）七种类型。其中认/申购费和赎回费通常一次性扣除，而固定管理费、托管费、销售服务费通常按照每个规定估值日理财产品净资产的一定比例（年化），每日计提、定期支付。从趋势上看，自2022年中以来，银行理财产品各项费率整体呈现震荡下行走势。截至2023年末，固定收益类产品平均综合费率（包括固定管理费、销售服务费以及托管费）较2022年末的0.37%下降至0.35%。从费率结构上看，固定收益类产品的固定管理费由2022年末的0.17%微幅上涨至2023年末的0.173%，托管费和销售服务费均有所下降，分别由2022年末的0.027%和0.170%下降至2023年末的0.025%和0.158%；权益类产品的固定管理费和销售服务费出现调降，分别由2022年末的0.615%和0.685%下降至2023年末的0.578%和0.638%，而托管费小幅上涨至0.030%（2022年末为0.029%）；混合类产品的固定管理费和托管费较2022年末有所抬升，分别为0.29%（2022年末为0.27%）和0.029%（2022年末为0.028%），销售服务费变化不大，从2022年末的0.298%微幅下降至0.293%。

图 15 固定收益类理财产品费率走势 (%)

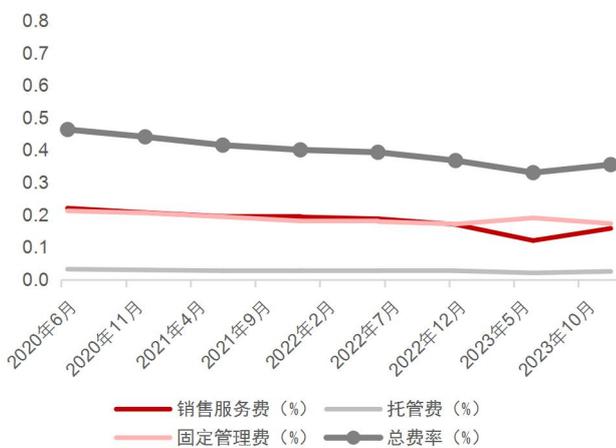
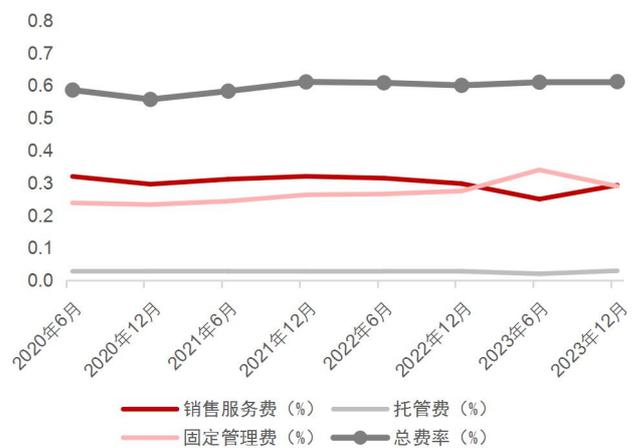


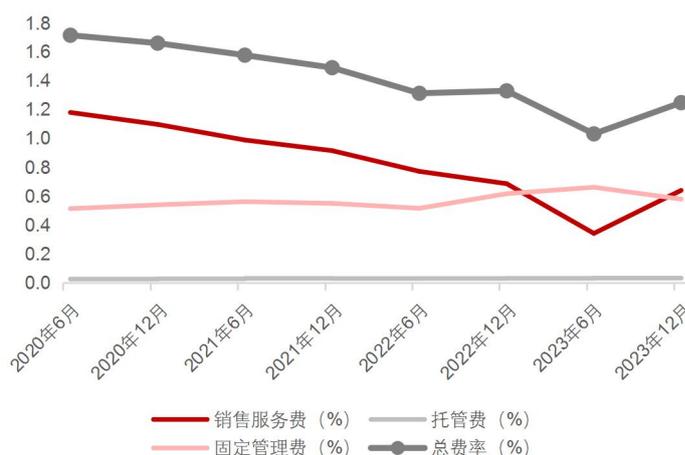
图 16 混合类理财产品费率走势 (%)



资料来源：普益标准，华宝证券研究创新部  
注：数据截至2023年12月31日

资料来源：普益标准，华宝证券研究创新部  
注：数据截至2023年12月31日

图 17 权益类理财产品费率走势 (%)



资料来源：普益标准，华宝证券研究创新部  
注：数据截至2023年12月31日

理财公司除了阶段性费率优惠外，还在产品费率模式层面做出创新。目前来看，理财产品费率模式的创新主要是在固定管理费方面，共推出了三类别的费率优惠模式：一是产品破净暂停收取管理费；二是产品建仓期回撤日不收管理费；三是业绩不达基准有权减免管理费。

### 模式一：“破净暂停收取管理费”

招银理财于2023年5月23日推出首只累计净值低于1元时将暂停收取固定投资管理费的权益型理财产品——招银理财招卓价值精选权益类理财计划产品。

目前银行理财产品管理费按日计提，而该产品的固定投资管理费收取则取决于产品当日净值，打破了传统“固定管理费”收取模式。根据产品说明书显示，当该产品累计净值低于1.00元（不含）时，于下一自然日暂停收取管理费，直至本产品累计净值高于1.00元（含）后恢复收取。有部分私募基金采用这种模式，但在公募基金和公募理财产品中较为少见，所以招银理财推出的首只“破净不收管理费”的权益类理财产品也引发了市场高度关注。

此外，兴银理财于同年11月再次推出了“自产品成立之日起的一年内，当理财产品估值日前一日累计单位净值小于1时，该估值日暂停收取投资管理费”的混合类产品——兴银理财富利兴合富达红利一年最短持有期1号混合类理财产品，进一步拓宽了产品费率创新的范围。

### 模式二：“产品建仓期回撤日不收管理费”

招银理财于2023年10月再次推出两只在特定时间内，净值回撤即不收取管理费的创新产品（招银理财招睿添利360天持有期1号固定收益类理财计划和招银理财招睿添利180天持有期1号固定收益类理财计划），根据产品说明书，产品成立半年内，对固定投资管理费给予阶段性优惠。产品成立的首半年可以看作产品净值积累期，这个时期内如遇特殊行情扰动可能使产品净值波动较大，理财公司通过给予费率优惠让利投资者，一方面可以在业绩积累期给予客户面对短期净值波动的信心保障，另一方面可以使投资者拥有更好的持有体验。

具体看产品说明书中理财计划设置固定投资管理费的计提条件：管理人根据当日费后累计净值和前一日累计净值比较，确定下一自然日是否计提固定投资管理费。具体而言：

(1) 如本理财计划存在某一或多个份额的当日(自然日)累计单位净值小于前一自然日，则管理人下一自然日针对所有份额均不计提固定投资管理费；

(2) 如本理财计划所有份额的当日(自然日)累计单位净值大于等于前一自然日，则管理人下一自然日正常计提固定投资管理费。固定投资管理费的计提标准为0.15%/年，计提后按月收取。如某一自然日计提固定投资管理费，则：该自然日计提的固定投资管理费=上一自然日理财计划净资产×0.15%÷365。

### 模式三：“业绩不达标有权减免管理费”

除了“破净不收管理费”和“净值回撤不收管理费”两种费率创新产品外，还有一类产品为“业绩不达标基准不收管理费”。杭银理财多数产品的产品说明书中，在费用及税收中固定管理费的部分中明确写出如理财计划实际运作结果不达标业绩比较基准下限时，管理人有权减免固定管理费。

同时，招银理财在2024年2月发行招银理财睿和稳健安盈优选封闭6号理财产品，该产品公告称产品终止前，免收固定管理费，仅在产品业绩超过业绩基准区间上限时，收取浮动管理费。

总的来说，费率调整是当前净值化转型过程中提升产品收益，实现产品规模增长的手段之一。对于理财公司而言，阶段性调降费率一方面是为了做大规模会选择通过降低费率让利投资者的方式，促进产品销售。另一方面是在当前公募基金降费改革背景下，投资者对于费率感知敏感性提升，部分头部理财公司进行产品费率创新，打响理财产品“价格战”，使得各家机构在当前高度竞争的市场中不得不开始“卷费率”。不过若从长期视角来看，“价格战”并不是长久之计，一味的调降费率可能会导致理财公司的利润空间被不断压缩，或导致理财公司忽略投资能力的提升，从而影响到长期发展。

### 3.4. 银行理财产品创新从策略走向形态

随着理财市场发展的逐步完善，市场竞争愈发激烈，各理财公司从投研能力、产品创设、渠道建设、投资者教育和陪伴等多方面发力，根据客户需求创新特色产品与服务，提升其竞争力。在产品创新方面，也从产品投资策略上的创新，逐步转向产品形态的创新。

#### 3.4.1. 现金管理类产品“一篮子”销售模式

2021年6月，原中国银保监会、中国人民银行联合印发了《关于规范现金管理类理财产品管理有关事项的通知》（以下简称“现金管理新规”），对银行现金管理类理财产品的投资范围、集中度管理、流动性管理、杠杆率、偏离度等方面都作出了不同程度的收紧，并设置了过渡期至2022年底。2023年自现金管理新规实施之后，各理财公司纷纷进行整改，现金管理类产品申赎方式由此前的T+0调整为T+1，单日快速赎回上限为1万元。

为了满足投资者对于流动性的需求，提升产品流动性，多家银行推出了“零钱组合”类现金管理产品。该产品既能够兼顾T+0快速赎回功能，又能突破各类现金管理产品快赎最高1万元监管上线要求。其底层逻辑是通过“组合代销”的模式，使消费者能够一键买入“一揽子”精选的货币基金或现金管理类理财产品，每款底层产品日最高快赎额均可达1万元，因此，组合的快赎上限根据其底层产品数量而定。

目前“零钱组合理财”主要有三种形式：一是底层产品全部为货币基金；二是底层产品全部为银行理财现金管理类产品；三是底层产品既有货币基金也有现金管理类产品。

截至2024年1月15日，根据不完全统计，共有17家银行推出该类产品，如招商银行的“朝朝盈2号”、工商银行“天天盈”、交通银行“活期盈”、中国银行“活钱宝”、建设银行“龙钱宝”、平安银行“灵活宝”等，均支持单日较大额度的快速赎回。以招商银行的“朝朝盈2号”为例，该产品具备每日最高能够快速转出80万元的特性功能，其底层对接的是精选的80支货币基金，消费者可通过该产品一键买入“一揽子”的货币基金，转入时，按照7日年化从高到低智能分配转入金额至各产品，也可根据自定义转入产品。

表 14 各家银行“组合代销”产品

银行	业务名称	底层资产	最高每日快赎额度 (万元)
工商银行	天天盈	10只货币基金	10
交通银行	活期盈	10只理财产品	10
邮储银行	天天盈	10只理财产品	10
中国银行	活钱宝	10只货币基金	10
建设银行	龙钱宝1号	5只理财产品	5
	龙钱宝2号	10只货币基金	10
招商银行	日日宝	50只理财产品	50
	朝朝宝	5只理财产品	5
	朝朝盈2号	80只货币基金	80
兴业银行	天天宝	10只理财产品	10
	天天利	50只理财产品	50
	天天盈	60只货币基金	60
平安银行	灵活宝	20只理财产品	20
	闲钱宝	80只货币基金	80
中信银行	零钱+	14只理财产品和16只货币基金	30
	活钱+	57只货币基金	57

民生银行	民生天天利	6只理财产品	6
	民生天天宝	30只货币基金	30
浦发银行	浦发理财宝	20只理财产品	20
广发银行	智能金	7只货币基金	7
宁波银行	理财宝	5只理财产品	本金+收益上限10万
	日日宝	50只货币基金	50
光大银行	随心宝	10只理财产品	10
江苏银行	吉时宝	6只理财产品	6
上海银行	天天灵	8只理财产品	8
徽商银行	徽财宝	6只理财产品	6

资料来源：各银行官网，华宝证券研究创新部  
截至2024年1月15日

在“零钱组合”理财产品规模快速增长的同时，也受到监管的关注。此前发布的现金管理新规主要是为了严控流动性风险，而此类产品投向多只理财产品/货币基金，规避了单只现金管理类理财产品每天1万元的快速赎回上限，可能蕴藏着流动性风险。“零钱组合”产品底层对接多只产品，本身流动性风险有限。但若出现市场变化导致集中赎回的情况，不同机构之间的流动性压力存在传染性，可能造成互相踩踏的情况，进一步放大流动性风险。

未来，凭借着高流动性及安全性，“零钱组合”理财产品或进一步扩容，但需考虑到监管条件变化的风险。从控制流动性风险的角度来看，对于产品端而言，可考虑对底层产品数量进行限制，避免总规模过高；对于销售端而言，可考虑设定每只产品的购买上限，触及上限后，限制购买。

### 3.4.2. “目标盈”理财产品快速扩容，满足投资者“落袋为安”的需求

面对着净值波动的不确定性，当出现浮盈时，越来越多的投资者选择将其兑现为收益。为了满足投资者及时“落袋为安”的需求，理财公司推出了“目标盈”理财产品。相比于普通理财产品，引入了投顾理念，设置了“最低运作期”、“止盈观察期”、“止盈目标收益率”等。

“目标盈”本身并不是一个新概念，在2016年富国基金就推出了首个“目标盈定投”计划，即投资者只要提前设置好定投的目标收益率，当定投达到目标收益率后，系统会自动发起赎回，同时，投资者的定投计划并不会停止，将自动进入下一期。

业内首款“目标盈”理财产品由光大理财于2022年6月末发售，同年，仅有平安理财紧跟其后，也推出了“目标盈”理财产品。不过到了2023年，各家理财公司陆续布局，招银理财、民生理财、工银理财等理财公司均推出相关产品。“目标盈”理财产品规模大幅增长，根据普益标准数据显示，截至2024年1月15日，共有99只“目标盈”理财产品发行，其中89只为存续产品，存续规模达113.41亿元。

从发行机构来看，目前有招银理财、苏银理财、平安理财、上银理财、光大理财、中银理财、民生理财等12家理财公司发行“目标盈”理财产品。从产品数量来看，招银理财发行数量最多，共发行33只。其次是苏银理财和平安理财，分别发行15只和10只。存续规模方面，招银理财和苏银理财也明显领先于其他理财公司，分别达431.12亿元和394.5亿元。值得注意的是，光大理财虽仅发行5只“目标盈”理财产品，但其存续规模达203.79亿元，明显高于平安理财、上银理财等产品发行数量较多的理财公司。

表 15 存续“目标盈”理财产品数量及规模

理财公司	存续“目标盈”理财产品数量（只）	存续规模（亿元）
招银理财	33	431.12
苏银理财	15	394.50
平安理财	10	15.84

上银理财	8	13.89
光大理财	5	203.79
徽银理财	6	4.28
中银理财	5	38.74
民生理财	3	4.58
渝农商理财	1	9.26
宁银理财	1	3.23
信银理财	1	1.35
兴银理财	1	1.32

资料来源：普益标准，华宝证券研究创新部  
截至 2024 年 1 月 15 日

目前市场上存续的“目标盈”理财产品中 98%为固定收益类产品，2%为混合类产品。产品风险等级均为 RP2（中低）或 PR3（中），其中以中低风险等级产品为主，数量占比达 76%。

图 18 存续“目标盈”理财产品数量分布（按投资性质）

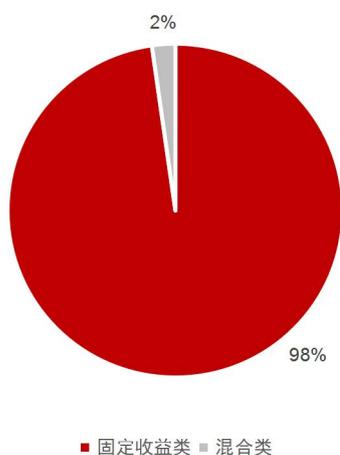
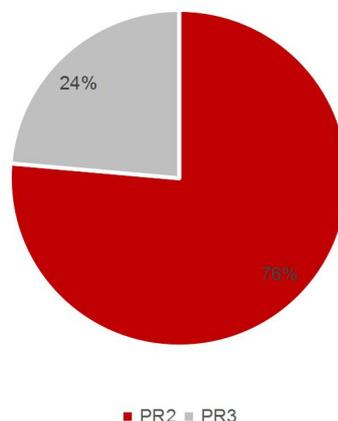


图 19 存续“目标盈”理财产品数量分布（按风险等级）



资料来源：普益标准，华宝证券研究创新部  
注：数据截至 2024 年 1 月 15 日

资料来源：普益标准，华宝证券研究创新部  
注：数据截至 2024 年 1 月 15 日

从止盈情况看，当前多数产品仍处于业绩积累期，尚未进入止盈观察期，其业绩表现有待观察。目前已有 9 只产品达到止盈目标收益率并提前终止，其中 8 只为招银理财产品，1 只为光大理财产品。

对于仍在业绩积累期的产品而言，截至 2024 年 1 月 15 日，存续“目标盈”理财产品的平均止盈目标收益率为 3.76%，平均成立以来年化收益率为 3.87%。总的来看，存续“目标盈”理财产品整体上处于盈利状态，产品进入止盈观察期后仍有充足时间来提升净值。

表 16 市场上存续“目标盈”理财产品数量及规模（截至 2024 年 1 月 25 日）

理财公司	提前终止日	止盈目标收益率 (%)	累计净值
阳光金 18M 丰利增强目标盈 1 期	2024 年 1 月 24 日	净值增长率 6.3% (折算年化收益率 4.2%)	1.0117
招银理财招睿目标盈(稳健)丰润尊享封闭 2 号固收类理财计划	2023 年 10 月 25 日	4.00%	1.0231
招银理财招睿目标盈(稳健)丰润尊享封闭 3 号固收类理财计划	2023 年 8 月 16 日	3.20%	1.0144
招银理财招睿目标盈(稳健)丰润封闭 1 号增强型固收类理财计划	2023 年 10 月 25 日	4.00%	1.0233
招银理财招睿目标盈(稳健)丰润封闭 2 号增强型固收类理财计划	2024 年 1 月 10 日	4.00%	1.0307

招银理财招睿目标盈(稳健)丰润封闭4号增强型固收类理财计划	2024年1月10日	3.15%	1.0208
招银理财招睿目标盈(稳健)丰润封闭8号增强型固收类理财计划	2024年1月4日	3.20%	1.0198
招银理财招睿目标盈(稳健)丰润封闭10号增强型固收类理财计划	2024年1月17日	3.00%	1.0139
招银理财招睿颐养丰润(目标盈)封闭2号增强型固定收益类理财计划	2023年10月12日	2.90%	1.0097

资料来源：普益标准，华宝证券研究创新部

表 17 “目标盈”理财产品止盈收益率及表现情况

发行机构	平均止盈收益率 (%)	平均累计净值	平均成立以来年化收益率 (%)
招银理财	3.73	1.010	3.49
苏银理财	4.00	1.008	5.15
平安理财	3.92	1.007	3.71
上银理财	3.64	1.003	3.79
徽银理财	3.58	1.004	1.66
中银理财	3.40	1.006	3.80
光大理财	3.68	1.016	4.10
民生理财	3.67	1.012	4.31
兴银理财	4.00	1.004	0.78
信银理财	3.50	1.012	6.27
宁银理财	3.70	1.011	5.03
渝农商理财	4.20	1.003	4.35
总计	3.76	1.008	3.87

资料来源：普益标准，华宝证券研究创新部

注：数据截至 2024 年 1 月 15 日，以算数平均法计算

## 4.破局——理财产品特性思考

所谓识局者生，破局者存，掌局者赢。先识局，才能破局。

自 2019 年首家理财子公司开业到 2024 年，银行理财即将走过第一个新五年。理财市场转型发展伴随着我国经济增速换挡、资本市场高质量发展转型的时代背景，理财机构在逐步探寻如何从资产管理向财富管理发展模式转变。在监管政策要求执行下，理财产品打破刚性兑付，无论是估值方式、可投资产类别还是净值化率，投资端转型明确且坚定，但产品端在从定价发行到销售管理再到持续经营的流程中仍保留着银行理财一直以来的独有特性，过去这些特性可能被关注较少，但在当前无风险收益下行、投资者风险偏好较低、理财净值波动提升的背景下，产品端的特性对于投资端的影响开始显现，成为了理财待破解之题。我们在发行、销售、持营三个环节中分别挑选了代表性的三个特性“定价主导权”、“特色中间人”和“短期限及定开产品”与大家一同思考。

### 4.1.主导权——产品定价由资产端主导还是渠道端？

业绩比较基准是理财产品的核心要素之一。对投资者而言，是对产品预期收益的参考，对产品管理者而言，是衡量产品运作是否达标的考核标准。业绩比较基准的制定应当综合考量资产回报、产品投资期限、产品运作模式、产品风险等级等多方面因素，基准定得低，可能渠道端客户不满意较难销售，基准定得高，实际收益难达标投资经理管理压力大，那么，产品业绩比较基准的定价主导权应当在资产端还是渠道端？

不同销售渠道的客群对产品收益的预期要求存在差异。目前，银行理财销售渠道主要有两个，一是理财公司直销，二是银行业金融机构代销，不同属性的银行机构客群的属性存在差异，部分头部股份行的客群更年轻化，对收益要求相对宽松，而部分城农商行的客群更年长些，过往投资类别和风格更传统，对收益的要求更严格。我们发现，同一产品不同份额的业绩基准可能存在差异，这种差异可能来自于三方面：一是产品费率不同，二是起购金额不同，三是销售渠道不同。对“收益要求宽松”的渠道，产品发行方的定价可以低一些，对“收益要求严格”的渠道，产品发行方的定价可能需要更高才能匹配。

当前理财市场中，产品定价主导权更偏重渠道端。理财公司作为资产管理机构，其商业模式是通过做大产品规模，收取产品管理费的盈利模式，管理规模越大，相同费率下，收入越高，因此，管理规模和排名一直是资管机构的核心考核指标。在这样的生态格局下，理财机构会重点关注市场上容易做大规模的产品形态和策略。渠道端的优势在于更贴近销售市场和投资者，更了解不同销售渠道客群的风险偏好和价格敏感区间，通常发行产品时，渠道端会将产品定价建议反馈给投资团队，若产品发行管理人达不到渠道报价的要求，往往产品发行阻力较大，发行成功率低，造成产品定价的主导权更偏重渠道端的现状。

投资者行为存在滞后性，产品定价的专业性和科学性仍需提升。投资者的投资行为通常存在一定滞后性，尤其在资产类别的选择上，如在股票价格上涨后开始买入股票，在债券上涨后开始买债券。为了满足投资者需求，同时做大产品规模，投资者“追高”、“追涨”的行为有时会引发资管机构“追高”、“追涨”的顺周期行为。不可否认，渠道端对销售市场的细致洞察是实现规模增长的重要因素，但投资者行为偏差需要改善和纠偏，这就需要产品投资管理人基于对国内外宏观经济的大势研判、对资产价格的研究分析、对风险和收益的综合考量给出产品的定价，这样的业绩比较基准更能反映和解释产品的未来收益来源，而非对过往业绩的再复制，渠道端不应一味迎合投资者对绝对收益的要求，投资端需要尽可能专业且科学的与渠道端共同确定业绩基准。

## 4.2. 独特性——“中间人”客户经理

相比公募基金和股票交易，理财产品的销售中有一个特殊的中间人角色——客户经理。客户经理扮演者我国财富管理市场神经末梢的角色，每一个投资者都有一个银行账户，而每一个银行账户对应一个客户经理进行管理。

客户经理的业绩考核指标会间接带来金融产品的规模腾挪变化。每一个客户经理都有自己的业绩考核指标，其中 AUM 规模指标通常会与存款、理财产品销售、保险产品销售、公募基金产品销售的规模相挂钩，销售规模的多少会直接影响客户经理的工资收入。因此，客户经理会基于行内销售计划方案和自身业绩指标对各类金融产品的销售进行排序，属于阶段性重点持营的产品、更能创造中间业务收入的产品、有利于业绩指标完成的产品会是客户经理的销售重点。因此我们可能会观察到，每年“开门红”活动时，客户经理可能会建议客户赎回理财而购买存单，当然此时投资者也乐意将年终奖购入存单在春节等长假中获取假期收益，在这样的双向带动下，会形成不同金融产品规模季节性的变化。

从产品保有规模看，客户经理对理财产品的影响大于其他金融产品。根据中国证券投资基金业协会数据显示，2022 年商业银行渠道在基金销售保有规模中的占比约为 28%，直销和独立基金销售机构的合计占比为 62%。相比公募基金、保险等其他金融产品，商业银行是理财产品的绝对主力销售渠道，客户经理对理财产品销售过程的影响大于其他金融产品。

客户经理的销售行为会间接影响理财产品的规模变化。从产品功能层面看，大部分理财产品目前有着“存款替代”的属性，投资者会在存款收益更高的时候买入存单，而在理财收益表现更优的时候转为投资理财产品。对于客户经理而言，通常存款和理财的考核会在一个指标项下，业绩考核

的替代相关性较强。从销售管理的服务流程看，一个客户经理会对应服务多个银行客户，不同客户管理存在亲疏紧密的区别，为了方便客户管理，减少客诉压力，客户经理在为投资者签署理财购买协议时，可能会建议投资者勾选“理财产品默认到期赎回”选项，在这样的操作规则下，理财产品达到最短持有期或者运作满一个定开期限后，就会被赎回，以满足投资者对流动性的要求。但实质上，这样的投资决策购买行为，并不有利于产品规模的持续增长，因为即使理财产品业绩达到基准，且给投资者带来收益回报，却依旧会被赎回。

**客户经理在理财产品销售环节中的影响不容忽视，对客户经理的赋能势在必行。**理财产品销售不应只是自上而下、自总部向客户经理的任务分派，也非业绩考核下的规模拉动，而更应站在投资者视角，尽量纠正投资者的行为偏差，促进投资者理性投资，做好投资者适当性管理。这一过程需要理财机构和银行渠道对客户经理的赋能培训，强化一线客户经理对产品投向、资产价格变化的了解，遇到突发性事件，及时与客户经理沟通，避免因恐慌带来的流动性踩踏。

### 4.3.必要性——定开产品和中短期产品必要性

最后，我们把关注点放到产品持营的角度，看看不同产品形态对产品规模的影响。

**理财产品同质化但不标准化，产品分类评价难度较高。**当前理财市场存在的一大特征是：产品同质化但不标准化，即产品形态、投资策略、运作模式等方面相似程度较高，但同质化产品仍缺少标准化的评价准则。定开产品和中短期产品的运作周期非常丰富，除了一些相对固定周期如1个月外，还有很多不标准的期限，如35天，40天，45天等等，这类产品在比较时需要纳入一个分类维度下进行，产品分类评价的难度较高。

**中短期产品风险收益特征定位不明。**产品收益与运作方式和产品期限密切相关，《关于规范金融机构资产管理业务的指导意见》要求资管产品需满足期限匹配原则，强化资产管理产品久期管理，如封闭式资产管理产品期限不得低于90天、非标准化债权类资产的终止日不得晚于封闭式资产管理产品的到期日或者开放式资产管理产品的最近一次开放日、未上市企业股权及其受（收）益权的退出日不得晚于封闭式资产管理产品的到期日等约束限制。理财产品运作期限与形式非常丰富，产品运作周期通常会按照1个月以内、1-3个月，3-6个月，6-12个月，1-3年，3年以上被切分，3个月以内的产品主要定位服务于投资者流动性管理需求，而1年期以上的产品主要是定位服务于中长期稳定投资，那么3-6个月产品和6-12个月的产品定位就不够清晰，这类产品通常描述为拉长产品运作周期，而换取相对更高的收益，但是实际运作中，这两类期限产品底层可配资产并不存在本质区别，因此在产品的风险收益特征上并不存在较为明显的差异。

**定开型产品的持续经营难度较大。**在销售中间人这个部分我们提到，客户经理为了方便销售管理通常会建议投资者在购买产品时便设置定开期赎回，即便理财阶段性业绩达标，投资者可能依旧会选择赎回，另起一个新产品投资。这或许方便了投资者和客户经理，但从产品持营的角度看，不利于产品规模的持续增长，也不利于产品管理人的投资管理。定开型产品创设的初衷或许是希望定开产品模式在封闭期内持续运作，开放期方便投资者流动性管理，当业绩达标，再吸引更多投资者申购，但事与愿违的是，开放期产品的客户流失率较高，主要是因为投资者“赎回买新”、“新的更好”的惯性思维。投资管理人或许会困惑，为什么定开产品业绩表现达标但规模难持续做大？为什么投资者不继续持有，反而买一个新发行的产品，可能还会损失因更换产品、产品新募集运作而造成的业绩积累空档期？一个新发定开产品的规模在开放期后锐减，一个投资管理人可能需要持续新发产品接续，并且同时需要管理很多剩下的“长尾”产品，提高了操作管理难度。或许，部分流失率极高的定开产品不如直接改为封闭式产品运作更为妥帖。

## 5.立足——财富管理格局生态演绎下的理财发展展望

2023年银行理财规模首次被公募基金超越，引发市场讨论。理财规模固然存在季节性变化，不过这一历史性反超一定程度反映出居民财富的结构性变迁。在当前理财市场平稳发展的过程中，不少新的变化正在发生，这些潜在的变化不仅是资管新规后规则对齐的延续，更是银行理财针对自己既有定位的再规划。如何在新的财富管理时代格局中找到匹配居民新需求的生态位，如何在变化中寻找发展机会，对于理财机构而言，需要从产品策略、产品形态、营销管理等多个维度同步进化。

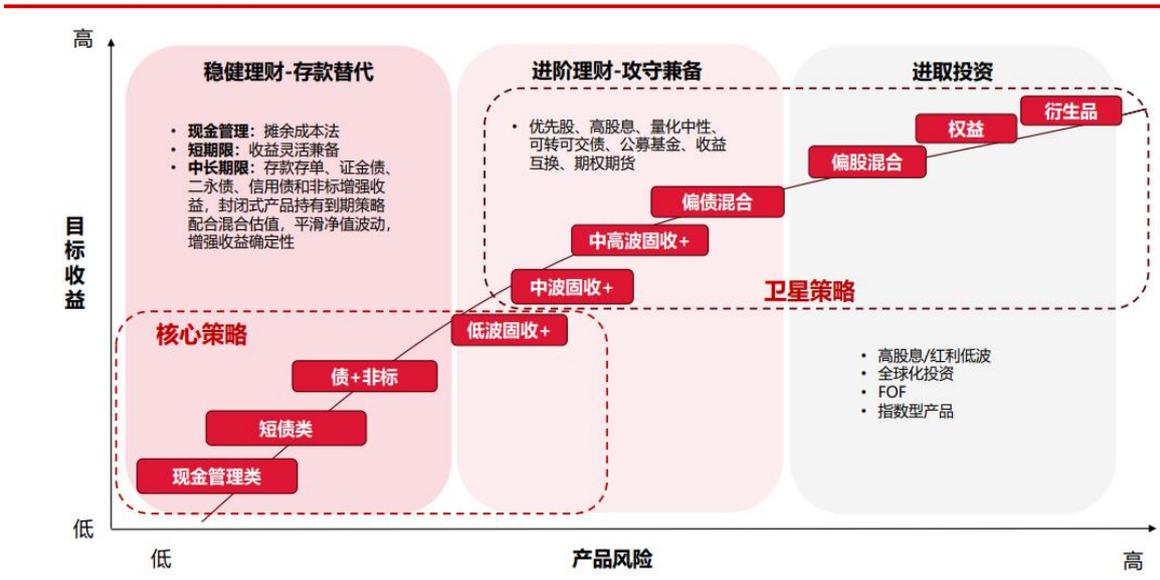
### 5.1. 聚焦低波、中低波产品供给——理财核心卫星策略

银行理财一直致力于塑造投资稳健、风格稳定、收益稳当的产品定位，在低风险低收益的存款和高风险高收益的股票与股票基金之间寻求风险收益相对适中的产品特征，实现类存款替代的产品功能，以契合广大银行储户的需求，与其他资管机构形成错位竞争，优势互补的生态格局。

银行理财以低波稳健为核心策略，中高波动高收益为卫星策略。从目标收益和波动风险两个维度看，银行理财产品目前聚焦为低波稳健的产品定位，以固定收益投资为核心模式的特征突出，并呈现出存款占比上升、其他资产占比下降等的阶段性变化。整体配置思路更加贴近负债端，通过非标、债权、货币市场工具、优先股、收益互换等类固收资产的投资为客户提供安全稳健的投资收益，并在此前提下，通过股票、衍生品、fof、etf等资产配置增加不同收益来源。

居民风险偏好大概率延续收敛趋势，未来资产配置应更加注重多元分散。在海外宏观环境日趋复杂背景下，国内资产价格波动性提升，操作节奏复杂度加大，资产配置的难度在加大，居民财富管理的风险偏好可能仍然较低，在复杂投资环境中，银行理财在大类资产配置上应进一步多元化、分散化，不仅在大类资产之间，更要注重在各类资产内部细分之间，发挥资产组合对冲和拟合优化功能，坚守稳健的特征。

图 20 理财核心卫星策略



资料来源：华宝证券研究创新部

### 5.2. 理财 IP 打造以机构品牌为主，而非明星投资经理

相较于公募基金对于基金经理 IP 打造，银行理财公司的 IP 建设相对滞后，一方面这是因为过去银行理财投资长期集中于非标领域，并不能凸显投资能力差异，另一方面银行体系相对保守的管理风格也有一定影响。不过，2023年以来，我们看到银行理财开始尝试 IP 打造，以招银理财 5 月

对权益投资经理张英的一系列文章宣传为例，银行理财开始通过短视频、访谈、文章等形式，在公众号或者与财经博主联合对投资理念、风格及产品业绩进行展示与介绍。

**未来理财 IP 打造可能更多会以机构品牌为主，而非主打明星投资经理。**理财公司的团队架构目前大概分为两类，一是以产品类型划分，按照纯固收、固收+、权益等产品来划分投资条线，二是以销售渠道划分，按照行内渠道与行外渠道划分投资条线。其中，非标资产大多独立在一个部门提供给多个条线的投资团队。其中，部分理财公司的产品团队划分较为明确，部分理财公司可能同一个产品品牌对应不同投资团队。在不同的投资管理架构下，以固收类投资为主的理财产品管理较难由某一投资经理完全掌控，更多的是团队交流、跨部门协作的结果。目前，我们观察到多数理财公司会重点打造强势产品 IP，如信银理财的安盈象、全盈象，交银理财的稳享、博享系列，兴银理财的稳添利系列等等，理财公司更注重建设理财产品的品牌，而非打造明星投资经理。

**同质化产品生态下，品牌建设的本质是突出理财产品核心特色。**对于投资者而言，市面上理财产品琳琅满目，但却难以说出产品名称与产品风险收益特征间的关系。产品同质化程度较高的现状下，理财公司对于产品线需要进一步精简优化，厘清产品风险收益特征定位，突出产品核心优势，在营销推广中，探索以应用场景、风险收益特征为导向的品牌建设。

### 5.3.理财产品创设立足客户服务思维

当下，银行理财开始探索财富管理，在资产端和渠道端探寻循环关系，过去资管机构更多是“产品销售思维”，而未来应该转向“客户服务思维”，走资产管理和财富管理双线并行的发展道路。2023年以来，无论是费率改革还是其他类型的产品创新，其实都在寻求理财产品突围的方法，下一阶段理财产品的布局谋划我们觉得可以从三个财富管理生态变革的可能性触发点进行思考。

#### 5.3.1.触发点 1:低利率环境

利率中枢主要由经济基本面决定，在高质量转型发展的换挡过程中，我国经济增速放缓，当前面临“三期叠加”、有效需求不足和社会预期偏弱的多重问题，存在通胀下行压力，仍需适度宽松货币政策支持经济复苏与物价回升，预计我国将中长期面对低利率环境。

市场环境的变化将带来投资范式的变革，低利率环境下的资产配置面临要求收益率和实际收益率不匹配、优质资产荒、资产波动率提升的多方挑战。首先，投资者行为具有一定惯性和记忆，虽然低利率意味着无风险收益率的下降及各类资产实际收益率的整体回落，但投资者对要求收益率的调整往往存在时滞，容易出现要求收益率和实际收益率之间的矛盾。其次，从收益性、安全性、流动性角度看，优质资产供给有限，若充裕的流动性集中追逐部分资产，容易造成供不应求和策略拥挤，进一步带来收益的降低。第三，过去以信贷拉动的地产投资创造了大量稳定风险小收益高的债权类资产，随着投资范式改变，未来若投向权益类资产其相对波动率将提升。

近年来，银行挂牌存款利率不断降低，尤其是长期限 3-5 年期的存款利率降幅更大，若存款类产品如大额存单等利率无法满足居民增值保值的需求时，居民一定会腾挪存款到相对安全且高于存款收益的地方去，那么此时相对低波稳健的理财产品、现金管理类产品、货基等或许是客户的优先选择。这对理财公司而言，需要储备多元丰富的收益来源，做好产品的波动管理，以顺应投资者的偏好选择。

在产品布局上，QDII 产品在 2023 年受到较多关注，但可能受制于外汇额度的限制，产品规模难以无限做大。并且不同理财机构对优质境外资产获取存在禀赋差异，因此 QDII 产品作为全球化配置的一种，可以特色化吸引部分高净值客户。

#### 5.3.2.触发点 2:现金流管理

当前居民投资风险偏好较为谨慎，较关注资金流动性和安全性。健康的现金流不仅能确保生活质量，也能给居民带来较为安心舒适的投资体验。因此，为满足居民长期保值增值的投资需求，以及相对透明、可看见现金流的产品模式或许是一个方向。

对此，可以考虑布局分红型产品，以满足投资者对现金流管理的需求。目前已有目标盈形态的理财产品，符合投资者落袋为安的投资需求，与目标盈形态不同的是，分红型产品可以设定较长封闭期，在封闭期内定期分红的形式给到投资者分红收益，产品持续运作到封闭期结束，持续、阶段性的分红可以缓解投资者对投资收益的焦虑，同时，也能降低投资管理人因产品开放期客户赎回带来的管理难度。

### 5.3.3.触发点3:投顾牌照

投顾模式的核心逻辑是由产品销售向财富管理服务转型。国内公募基金转型不断推进，向美国财富管理模式汲取经验，其核心主线是由产品化向服务化的转变。

当前投顾牌照暂未向银行类机构放开，但作为手握广大储户的银行机构而言，其实是覆盖面最广的财富管理机构。若未来投顾牌照扩容，理财公司逐步向“买方投顾”模式转型，则其收费模式将以收取投顾费为主。此外，理财公司可以通过分层服务的方式拓宽收费模式，能够为高净值客户提供更多定制化服务。

另一方面，在被动化、透明化、机构化的趋势下，对于投顾而言，需要丰富的资产配置工具实现对客户的财富管理工作，银行理财应当对指数化投资有所储备和布局，适时考虑发展指数型理财产品，作为策略清晰的财富管理配置工具，丰富产品货架。

## 6.风险提示

本报告部分数据基于数据供应商，可能为市场不完全统计数据，旨在反应市场趋势而非准确数量，所载任何意见及推测仅反映于本报告发布当日的判断。

理财产品业绩比较基准及过往业绩并不预示其未来表现，亦不构成投资建议。

金融监管超预期，资金面波动超预期，统计数据存在滞后性。

### 分析师承诺

本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映本人的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体建议或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

### 风险提示及免责声明

- ★ 华宝证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格。
- ★ 市场有风险，投资须谨慎。
- ★ 本报告所载的信息均来源于已公开信息，但本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。
- ★ 本报告所载的任何建议、意见及推测仅反映本公司于本报告发布当日的独立判断。本公司不保证本报告所载的信息于本报告发布后不会发生任何更新，也不保证本公司做出的任何建议、意见及推测不会发生变化。
- ★ 在任何情况下，本报告所载的信息或所做出的任何建议、意见及推测并不构成所述证券买卖的出价或询价，也不构成对所述金融产品、产品发行或管理人作出任何形式的保证。在任何情况下，本公司不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的承诺或担保。投资者应自行决策，自担投资风险。
- ★ 本公司秉承公平原则对待投资者，但不排除本报告被他人非法转载、不当宣传、片面解读的可能，请投资者审慎识别、谨防上当受骗。
- ★ 本报告版权归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何组织或个人不得对本报告进行任何形式的发布、转载、复制。如合法引用、刊发，须注明本公司出处，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。
- ★ 本报告对基金产品的研究分析不应被视为对所述基金产品的评价结果，本报告对所述基金产品的客观数据展示不应被视为对其排名打分的依据。任何个人或机构不得将我方基金产品研究成果作为基金产品评价结果予以公开宣传或不当引用。

### 适当性申明

- ★ 根据证券投资者适当性管理有关法规，该研究报告仅适合专业机构投资者及与我司签订咨询服务协议的普通投资者，若您为非专业投资者及未与我司签订咨询服务协议的投资者，请勿阅读、转载本报告。