

银行

2024年04月09日

起底短债理财

——理财持仓全景扫描系列（二）

投资评级：看好（维持）

刘呈祥（分析师）

吴文鑫（联系人）

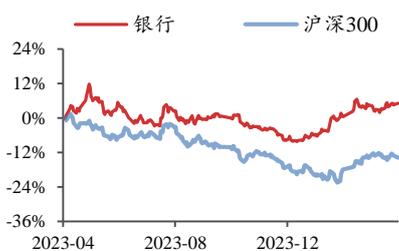
liuchengxiang@kysec.cn

wuwenxin@kysec.cn

证书编号：S0790523060002

证书编号：S0790123060009

行业走势图



数据来源：聚源

相关研究报告

《2024年初中小银行存款增长乏力原因简析—行业点评报告》-2024.4.1

《压力中有韧性，配置价值不变修复逻辑可期—行业深度报告》-2024.4.1

《企业中长贷有一定支撑，居民需求尚待修复—2月金融数据点评》-2024.3.18

● 赎回潮后，短债理财相比于同类基金的收益率优势不再

2022年11月前，短债理财的收益率始终明显高于短债基金，但2022年11月“赎回潮”后收益优势不再，年化收益率与短债基金基本持平。若剔除费率优势，短债理财的收益优势进一步缩窄。

短债理财定位增强版现金理财，规模受益于现金理财的严监管。由于使用摊余成本法估值的现金管理类理财产品受到严格的规模和投资范围限制，其溢出的资金可由短债理财承接，2023年末短债理财规模约3.25万亿元，市占率12%。

短债理财大多只能使用市值法，故控制净值回撤要求较高。短债理财均为开放式运作（包含定开式），且大多须采用市值法估值，故对控制回撤的要求较高。2022年底“赎回潮”后，短债理财的投资风格由“做收益”转为“控回撤”。

● 短债理财在持仓上构筑了“存款+委外”两道防线

2023Q3末持仓：资管产品（41%）>货币市场类（31%）>固收类（24%）>QDII（2.3%）>公募基金（1.9%）。对比短债基金，短债理财的持仓特点主要有：

特点一：现金及存款占比持续提升。“赎回潮”后理财加大了低波稳健资产的配置，优化持有体验；随着越来越多的理财公司前十持仓口径变成“穿透后”，通过资管产品投资的存款由“资管产品”科目转入“现金及银行存款”科目披露。

特点二：SPV委外以保险资管+信托为主。短债理财定位为“增强版现金理财”，SPV委外的偏好较为类似：（1）组合类保险产品：2023年末理财的通道类协议存款规模1.65~1.89万亿元，其中短债理财持有0.43万亿元。新规之下协议存款在2024年或面临“量价双降”。若协议存款利率下降30BP，静态测算短债理财收益率将下降16BP。（2）信托计划：在交易债券、投资ABS上具有一定的专业化优势。实操中或形成“平滑专户”帮助理财以丰补歉，随着穿透要求趋严，后续操作空间或将缩小。（3）其余SPV：选择分化，主要考虑借力投研和集团协同。

特点三：公募基金流动性强+豁免一层嵌套。2023Q3末短债理财前十持仓中公募基金占比约2%，其中货基和债基分别占0.2%和1.8%。公募基金具有较高流动性且可算作底层资产，豁免一层嵌套；在披露上，投资的公募基金可不用穿透至底层。基金选择上，国股行理财偏好大型债基，城农商行理财偏好中小型债基。

● 存款降息+债牛催化下，短债理财有望规模快速扩张并增配债券

利率债占比稳定、同业存单占比总体下降。利率债除了满足监管5%下限要求外，以波段交易为主，占比基本稳定在6%左右；同业存单占比总体下降。

偏好信用下沉获取票息保护。理财可在一级市场买信用债并偏向于持有到期：（1）银行二永债：占比在2022年底赎回潮后总体下降。与短债基金不同的是，短债理财的二永债会适当下沉到AA以下城农商行，以获取超额收益；（2）城投债：

2023Q3末短债理财持有城投债占5.08%。区县级是短债理财的持仓首选，地市级次之；AA(2)级城投债被短债理财重点挖掘，江苏、浙江和重庆的AA(2)占比最大，而AA-级则主要分布在重庆、陕西等地；（3）下沉品种：私募债>PPN>ABN>PRN（2023Q3末），合计约5%，品种下沉是区别于短债基金的独特优势。

2024年理财规模有望收复失地，短债占比持续提升。存款挂牌利率下调和投资者对债市信心逐渐恢复，叠加协议存款迎来收束，理财对债券的配置力度有望增强。我们认为2024年理财规模有望收复失地、重回30万亿元大关，其中短债理财有望增长至3.9万亿元，较年初增加约6500亿元。

● **风险提示：**经济增速不达预期；理财监管趋严；理财子牌照发放收紧等。

目录

1、 赎回潮后，短债理财的收益率优势不再.....	4
1.1、 短债理财定位“增强版现金管理类”.....	5
1.2、 有望承接存款和现金管理类理财溢出的资金.....	7
1.3、 投资范围更广但须采用市值法估值.....	8
1.4、 剔除费率优势，收益率优势进一步缩窄.....	9
2、 全部持仓总览：构筑了“存款+委外”两道防线.....	10
2.1、 短债理财大类资产：委外>存款>金融债.....	10
2.2、 特点一：现金及存款占比持续提升.....	11
2.3、 特点二：SPV 委外以保险资管+信托为主.....	12
2.3.1、 组合类产品：协议存款迎监管收束.....	13
2.3.2、 信托计划：借力债券投资和收益平滑.....	15
2.3.3、 其余 SPV：理财公司的选择分化.....	17
2.4、 特点三：公募基金流动性强+豁免一层嵌套.....	18
3、 债券持仓细拆：利率债交易为主、信用债适度下沉.....	20
3.1、 利率债占比稳定而 NCD 总体下降.....	20
3.2、 偏好信用下沉获取票息保护.....	22
3.2.1、 银行二永债：“赎回潮”后占比下降.....	22
3.2.2、 信用债：同时采用拉久期+沉信用.....	25
3.2.3、 城投债：重点挖掘 AA(2)、首选区县级.....	28
4、 规模展望：存款降息+债牛行情，助力短债理财规模上升.....	31
4.1、 资金端：“存款搬家”现象持续，债市信心逐步恢复.....	31
4.2、 资产端：监管收束协议存款，短债更具吸引力.....	31
4.3、 展望：短债理财规模有望显著增长.....	33
5、 风险提示.....	33
附表：短债理财的监管规定&持仓总览.....	34

图表目录

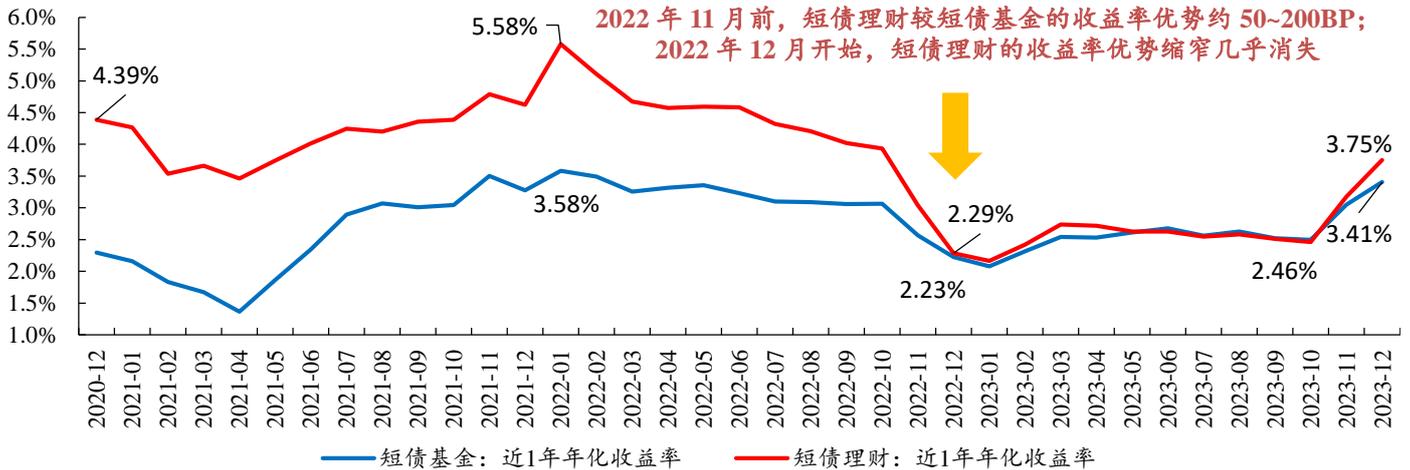
图 1： 2022 年 12 月后，短债理财较短债基金的收益率优势逐渐消失.....	4
图 2： 2022 年 11-12 月，短债理财收益率回撤大于短债基金.....	4
图 3： 本文定义的“短债理财”包含“超短债”和“中短债”两类纯债理财产品.....	5
图 4： 按照申赎机制的不同，短债理财产品可分为日开、最短持有期、滚动持有期（包括定开）三大类.....	6
图 5： 2023 年末短债理财产品约 3.25 万亿元，占全市场理财 12%（万亿元）.....	7
图 6： 2021 年 5 月后，现金管理类理财产品规模增长遇“天花板”（万亿元）.....	8
图 7： 2023 年末短债理财的综合费率为 39BP，而短债基金为 56BP，两者相差 17BP（%）.....	9
图 8： 短债基金 vs 短债理财的大类资产持仓来看，短债理财构筑了“存款+委外”两道防线.....	10
图 9： 2023Q3 末全市场短债理财产品底层：资管产品>货币市场类>固收类（含同业存单）>公募基金≈QDII.....	11
图 10： 短债理财持有的现金及银行存款占比 2023Q3 末升至 27.6%.....	12
图 11： 2023Q3 末短债理财持有的资管产品中，组合类保险产品>信托计划>其余 SPV 之和.....	12
图 12： 理财的通道类协议存款模式隐含较大的期限错配风险.....	13
图 13： 理财资金是组合类保险资管产品最主要的资金来源，主要投向为存款（包括协议存款）.....	14
图 14： 平安银行 2023Q3 国库及协议存款平均成本率为 2.94%.....	15

图 15: 短债理财借力信托计划进行债券投资 (以某款理财子公司产品为例)	16
图 16: 同一款信托计划的资金来源或为多个理财产品, 为平滑收益提供了一定空间	17
图 17: 银信合作的证券投资信托占比在 2023 年有所上升	17
图 18: 某券商资管计划系列主要进行债券和基金投资	18
图 19: 理财委外资管计划主要是为借力投研和加强协同	18
图 20: 短债理财前十持仓披露的公募基金占比较小	18
图 21: 短债理财持有的债基近 1 年收益率在 2022Q4 回撤较大	18
图 22: 2023Q4 末全市场开放式净值型固收类理财的公募基金占 3.28% (穿透后)	19
图 23: 国股行理财偏好大型债基, 城农商行理财偏好中小型债基 (亿元, 2023Q3 末)	20
图 24: 理财和基金的投资者结构差异较大, 理财以个人投资者为主	20
图 25: 2022Q3- Q4 短债理财的同业存单持仓显著下降	21
图 26: 短债基金 vs 短债理财的债券类资产票面利率来看, 后者明显更高	22
图 27: 2022 年底债市“赎回潮”后, 短债理财对二永债的持仓总体减少	23
图 28: 短债基金 vs 短债理财的银行二永债票面利率来看, 两者差异不大	23
图 29: 短债基金 vs 短债理财的银行二永债估价收益率来看, 后者明显更高	23
图 30: 短债基金持有的二级资本债多为高等级 (2023Q3 末, 图中为资产规模占比)	24
图 31: 短债理财持有二级资本债更为下沉 (2023Q3 末, 图中为资产规模占比)	24
图 32: 短债基金 vs 短债理财的金融债隐含评级来看, 后者更为下沉	24
图 33: 短债基金 vs 短债理财的金融债平均剩余期限来看, 后者明显更长	25
图 34: (超)短融和中票是短债基金的主力品种, 而短债理财直接投资较少	25
图 35: 短债理财下沉品种占比: 私募债>PPN>ABN>PRN (2023Q3 末)	26
图 36: 短债基金 vs 短债理财信用债票面利率来看, 后者明显更高	26
图 37: 短债基金 vs 短债理财信用债估价收益率来看, 后者明显更高	27
图 38: 短债基金 vs 短债理财信用债隐含评级来看, 后者更为下沉	27
图 39: 短债基金 vs 短债理财信用债平均剩余期限来看, 后者明显更长	28
图 40: 短债基金 vs 短债理财的城投债对比来看, 后者更为下沉+久期更长	29
图 41: 短债基金 vs 短债理财的城投债隐含评级来看, 后者更为下沉	29
图 42: 短债理财持有的城投债中, 规模前三大地区为江苏、浙江、重庆, 三地均为区县级占比最大 (2023Q3 末)	30
图 43: 短债理财持有的城投债中, AA(2)等级的规模占比最大 (2023Q3 末, 按最新的隐含评级)	30
图 44: 随着存款挂牌利率持续下调, 理财规模连续 4 个季度实现正增长	31
图 45: AA 级以下部分信用债仍有超额收益	32
图 46: 国债利率和存款利率的长期走势基本一致 (以日本和美国为例)	32
图 47: 理财规模连续 13 个月负增长后有望在 2024 年“收复失地”	33
表 1: 定义短债理财为 80% 以上资产投资于 $\leq 3Y$ 短债的纯债理财产品	5
表 2: 相较于现金管理类理财, 短债理财的投资范围+久期+杠杆率要求更为宽松, 但大多须使用市值法	8
表 3: 假设协议存款利率下降 30BP, 静态测算短债理财收益率或将下降 16BP	15
表 4: 理财投资公募基金可豁免一层嵌套	19
表 5: 新的监管规定已限制债基投资等级较低的信用债	28

1、赎回潮后，短债理财的收益率优势不再

短债理财的收益率优势逐渐消失，始于2022年11月债市赎回潮。我们对比了短债理财和短债基金的收益率走势，发现2022年11月前短债理财的收益率始终明显高于短债基金，收益率优势可达50~200BP。但2022年12月开始，这种收益率优势急剧收窄几乎消失，短债理财和短债基金的年化收益率十分接近。

图1：2022年12月后，短债理财较短债基金的收益率优势逐渐消失



数据来源：Wind、普益标准、开源证券研究所（注：本文的短债基金样本均为短债基金指数885062.WI的成分债券；短债理财样本为满足一定的期限和申赎频率要求的当季末存续产品，下同）

背后反映的是理财配置思路的转变，由做收益转变为控回撤。同样地，我们对比了短债理财和短债基金的月度收益率（年化），发现短债理财在2022年11月的单月回撤大于短债基金，印证了赎回潮下理财事实上已成为债市波动“放大器”。这时候理财开始重申“绝对收益”的自我定位，把控制回撤作为首要任务，将目光转向“存款”类资产，打造更为低波稳健的产品以优化持有体验。实际上以牺牲部分高收益为代价，所以能够解释为何其收益率优势迅速缩窄并消失。

图2：2022年11-12月，短债理财收益率回撤大于短债基金

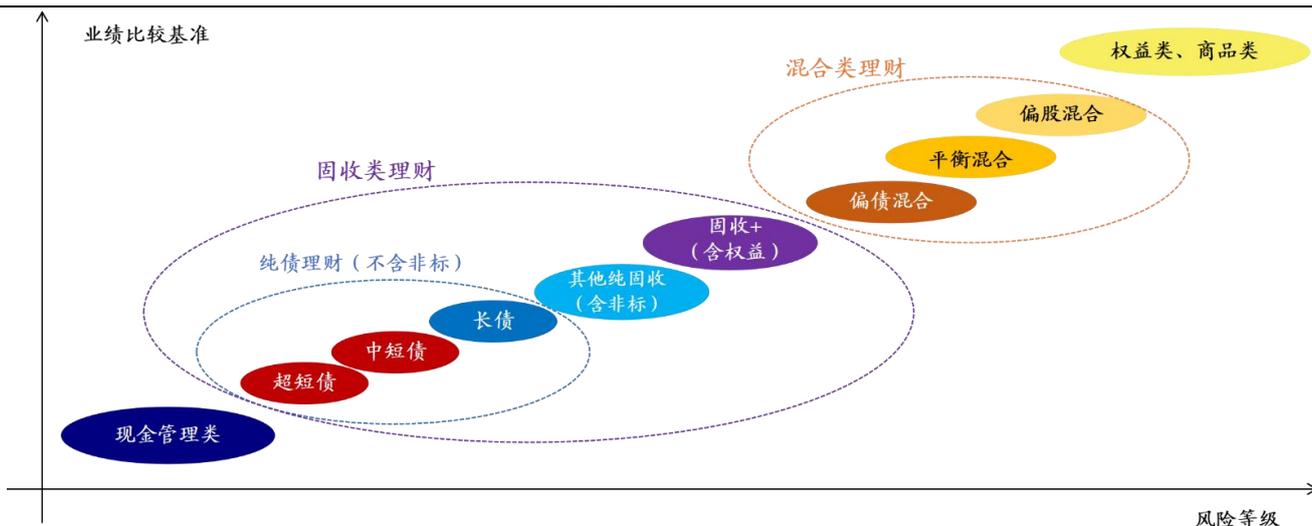


数据来源：Wind、普益标准、开源证券研究所

1.1、短债理财定位“增强版现金管理类”

理财已形成较为完整的产品货架，形成错位竞争。根据风险等级和业绩比较基准两大维度，理财产品可分为四大梯队——现金管理类、固收类、混合类和权益类。其中固收类又分为纯债（超短债、中短债和长债）、其他纯固收、固收+三类。本文所述的“短债理财”，特指纯债中的“超短债”和“中短债”，不包含非标和权益。和现金管理类产品相比，短债理财的资产种类并无二致，差异只在于资产久期更长、信用等级更下沉、杠杆率可以更高。

图3：本文定义的“短债理财”包含“超短债”和“中短债”两类纯债理财产品



资料来源：开源证券研究所

参照短债基金的界定，我们定义剩余期限 $\leq 3Y$ 为“短债”。由于“短债理财”并无官方统一的定义标准，我们参考 Wind 短债基金指数(885062.WI)的编制方法，将剩余期限 $\leq 3Y$ 的债券定义为“短债”，因此“短债理财”为 80%以上资产投资于剩余期限 $\leq 3Y$ 的标准化资产（仅限货币类和短债类资产）的非现金管理类纯债理财产品。其中包括超短债型、短债型、中短债型三类子类，分别为 80%以上的资产投资于剩余期限 ≤ 270 天、397天、3年的标准化资产。

表1：定义短债理财为 80%以上资产投资于 $\leq 3Y$ 短债的纯债理财产品

纯债理财 (80%以上资产投资于剩余期限 $\leq 3Y$ 的标准化资产)			
投资标的	Wind 风险等级	投资比例(%，占净值比)	
固定收益类	货币市场工具	一级	0 \leq 比例 $<$ 杠杆比率
	债券类市场工具	二级	0 $<$ 比例 \leq 杠杆比率
	可转换债券、可交换债券	三级	可在一级市场申购可转债，但不在二级市场投资股票、可转债等权益资产或含有权益的资产，且不参与一级市场新股申购。一级市场申购的可转债转股获得的股票持有期不超过 10 个交易日
	非标准化债权类	四级	0
权益及其他	权益类、商品及衍生品类	五级	0
纯债型子类			
按债券久期划分			
超短债型	80%以上的资产投资于剩余期限或回售期限不超过 270 天的资产（仅限货币类和标准化债券）		
短债型	80%以上的资产投资于剩余期限或回售期限不超过 397 天的资产（仅限货币类和标准化债券）		
中短债型	80%以上的资产投资于剩余期限或回售期限不超过 3 年的资产（仅限货币类和标准化债券）		
长债	80%以上的资产投资于剩余期限或回售期限超过 3 年的资产（仅限货币类和标准化债券）		

资料来源：Wind、开源证券研究所

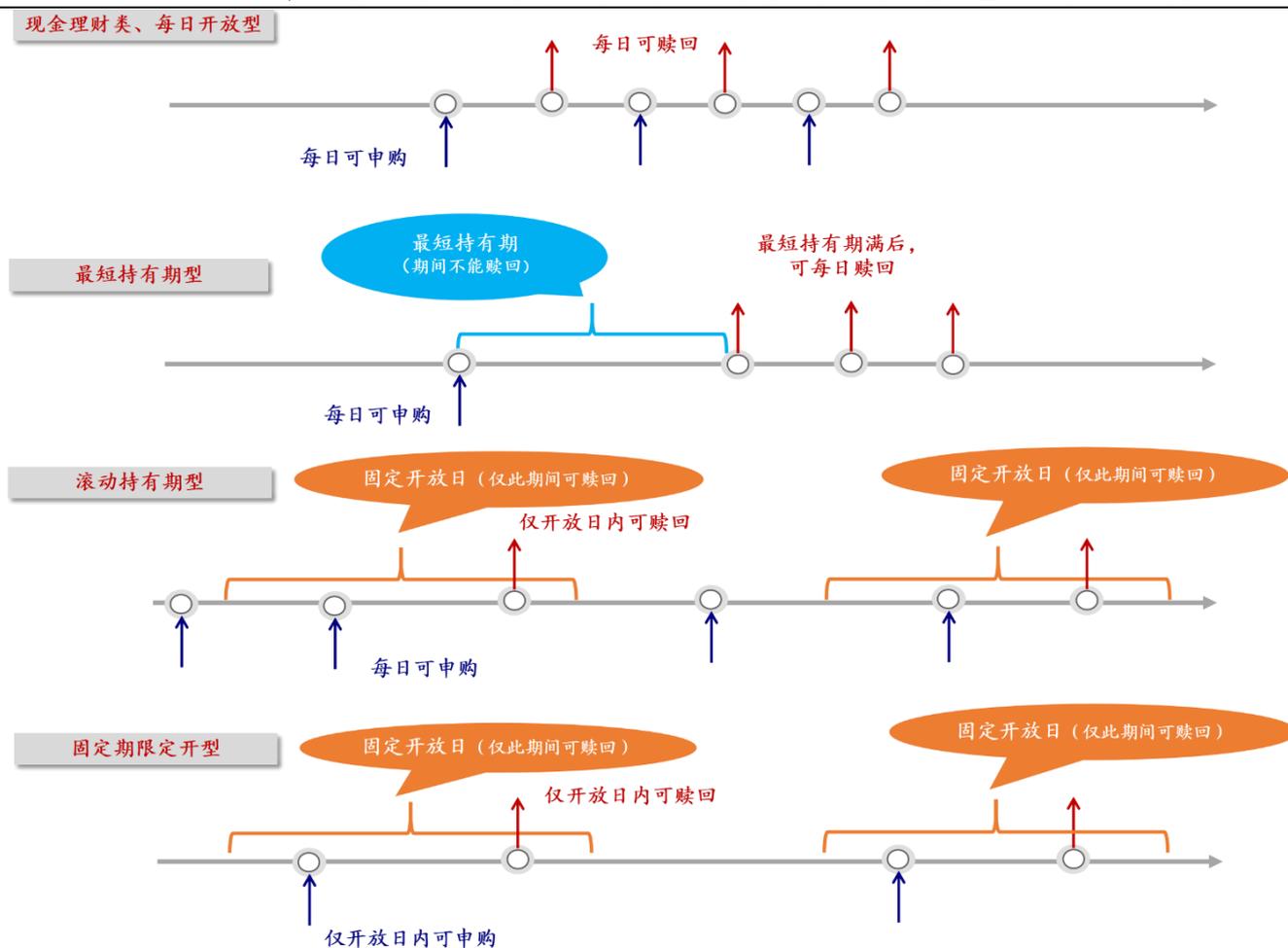
为区别于现金管理类产品，监管规定短债理财的产品名称中不能使用“货币”“现金”“流动”等类似字样。根据申赎频率的不同，我们将短债理财分为三类：

(1) **每日开放型：每日申赎。**日开型短债理财在每个交易日都开放申购赎回，流动性上和现金管理类产品类似，但因日开型短债理财须使用市值法估值，故净值波动可能大于现金管理类产品；

(2) **最短持有期型：每日申购，但持有满N天后才可每日赎回。**该类理财产品通常设置7天、14天、30天、60天、90天等最短持有期，在最短持有期内不能赎回或需要支付较高的赎回费率才可赎回，直到最短持有期到期后方可每日赎回；

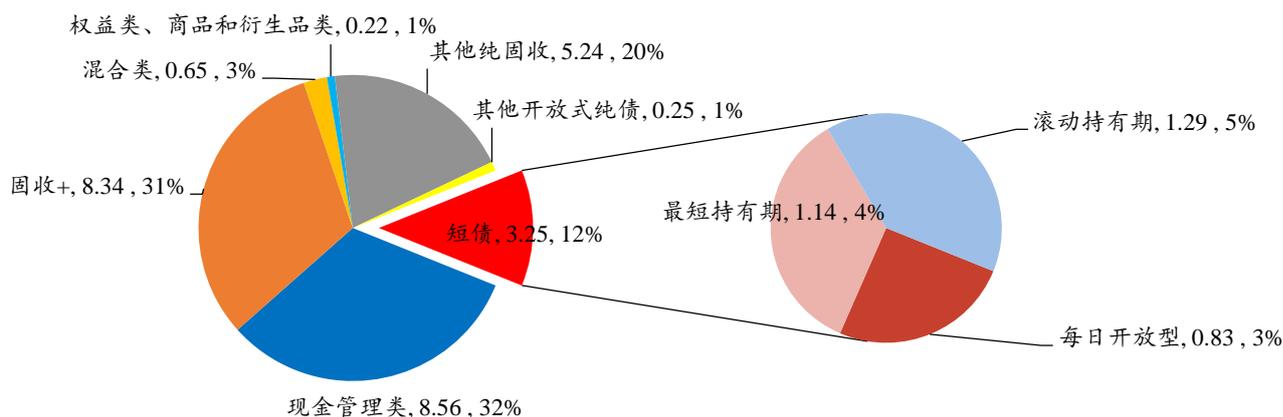
(3) **滚动持有期型（包括固定期限定开型）：可每日申购，但仅能在固定的开放日才可赎回，若开放日没有赎回，就会自动滚入下一个运作期。**固定开放日通常是间隔30天、60天、90天等，典型的如“日申月赎”“日申季赎”。而“固定期限定开”型则是申购和赎回均需在特定的开放日才可确认。我们梳理发现，理财产品的命名不尽统一，部分出现“滚动持有期型”和“固定期限定开型”混用的现象，为统一口径，本文将两者合并，统称为“滚动持有期”型。

图4：按照申赎机制的不同，短债理财产品可分为日开、最短持有期、滚动持有期（包括定开）三大类



资料来源：开源证券研究所（注：蓝色箭头为申购时点，红色箭头为赎回时点，箭头的间距无明显指代含义）

2023年末短债理财存续3.25万亿元，三大子类的占比较为接近。根据我们统计，截至2023年末，全市场短债理财产品的存续规模为3.25万亿元，占全市场理财产品的12%；其中每日开放型、最短持有期、滚动持有期占比分别为3%、4%、5%。

图5：2023年末短债理财产品约3.25万亿元，占全市场理财12%（万亿元）


数据来源：普益标准、开源证券研究所（注：规模为截至2023-12-31最新披露的合并规模）

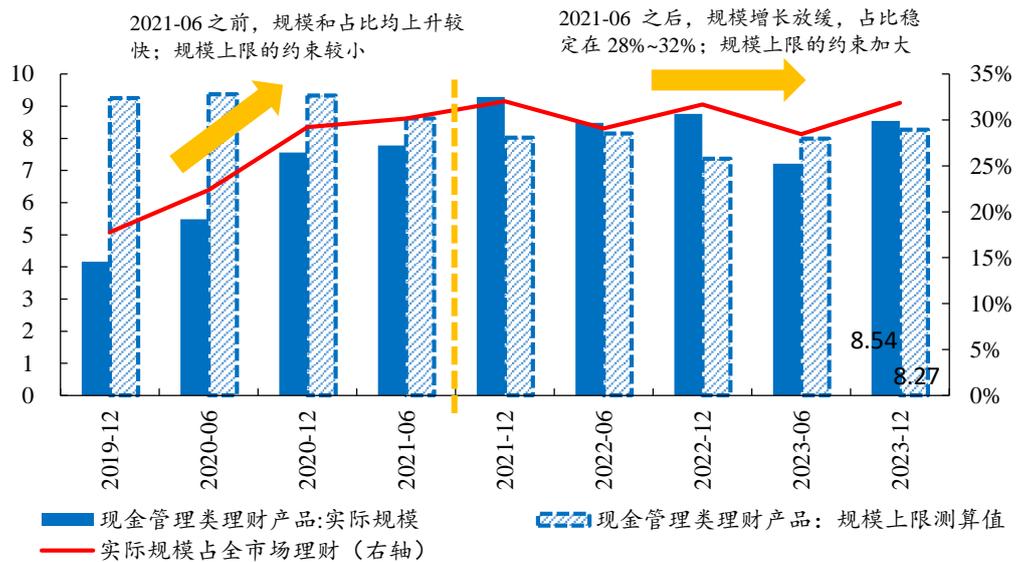
1.2、有望承接存款和现金管理类理财溢出的资金

短债基金的发展，起初来自于货基严监管+债市修复的催化。2017-2018年，货基受到《公开募集开放式证券投资基金流动性风险管理规定》和“资管新规”等政策的严监管，规模增长掣肘，短债基金崛起。其后适逢债市反弹，短债基金规模加速扩张。然而2018年7月监管下发《关于规范理财债券基金业务的通知》规定短债基金均须“80%以上资产投资于债券”，意味着短债基金此前重点布局货币类资产（存款、债券回购）的策略将不再可行，并对估值方法设置严格要求，只有极少数满足要求的短债基金可使用摊余成本法，其余均为市值法。中国基金业协会于2018年12月要求，基金评价机构不再公布包含短期理财债券基金规模的排名数据。

类似地，短债理财的崛起也主要来自现金管理类理财的严监管。我们曾在《多重约束下的理财增长：缩久期、稳收益、拓渠道——2023年银行理财回顾》一文中提到，2023年下半年现金管理类产品贡献了9成的市场增量，成为各家理财公司做大规模的“利器”。然而现金管理类理财产品因高流动性一直以来受到较为严格的规模限制：（1）理财公司采用摊余成本法的现金管理类产品月末资产净值“合计不得超过其风险准备金的200倍”或“自有资金规模30倍以下”（满足其一即可）；（2）商业银行则不能超过“全部理财产品月末资产净值的30%”。

我们估算，目前现金管理类理财产品规模“天花板”为8-9万亿元。若以“理财公司自有资金30倍+商业银行月末理财规模的30%”的要求计算上限，可估算得到现金管理类产品在2021年6月前的规模上限曾为9万亿元。再考虑到2021年5月底“现金管理类新规”出台后推动了银行机构的整改，导致全市场理财规模缩水，我们估算现金管理类产品的规模上限降至8万亿元左右，约束进一步增大。

短期内该规模上限难以突破，给短债理财的规模增长留下空间。若想要维持较高规模的现金管理类产品，理财公司现阶段需计提较多的风险准备金，而风险准备金一般从管理费收入中提取（“资管新规”规定比例为10%），计提较多的风险准备金或降低理财公司的净利润。考虑到各理财公司大多处于发展初期，盈利能力仍有上升空间，短期内风险准备金或自有资金难以出现大幅上升，意味着现金管理类产品的规模天花板难以突破，从现金管理类产品溢出的资金有望由短债理财承接。

图6：2021年5月后，现金管理类理财产品规模增长遇“天花板”（万亿元）


数据来源：银行业理财登记托管中心、Wind、各银行财报、开源证券研究所（注：现金管理类理财产品的规模上限测算值=理财公司自有资金 30 倍+商业银行月末理财规模的 30%，其中理财公司自有资金取净资产，若净资产未披露则取注册资本；2023-12 理财公司净资产为估计值。若理财公司选择“风险准备金的 200 倍”作为上限，现金管理类规模上限可能高于本图的测算值）

1.3、投资范围更广但须采用市值法估值

相较于现金管理类，短债理财的杠杆率和投资范围更宽松。现金管理类产品因其高流动性特点，在久期、信用等级和杠杆率上均受到一定限制。相比之下，短债理财主要受“资管新规”和“理财新规”（《商业银行理财业务监督管理办法》）的约束，杠杆率上限是 140%，高于现金管理类的 120%，且久期更长，对债券的信用等级并无严格限制，因此更易做高收益、做大规模。

但因大多必须采用市值法估值，所以控制回撤的要求较高。从满足客户流动性需求的角度来看，部分短债产品（日开、最短持有期）和现金管理产品比较相似。但除了极少部分满足摊余成本法计价的定开型产品以外，其余绝大部分短债产品须采用市价估值，相比之下净值波动较现金管理类产品更大，特别是 2022 年底“赎回潮”中短债理财受影响较大，“疤痕效应”下短债理财的产品定位更注重“低波稳健”，故对于控制回撤的要求有所提升。

表2：相较于现金管理类理财，短债理财的投资范围+久期+杠杆率要求更为宽松，但大多须使用市值法

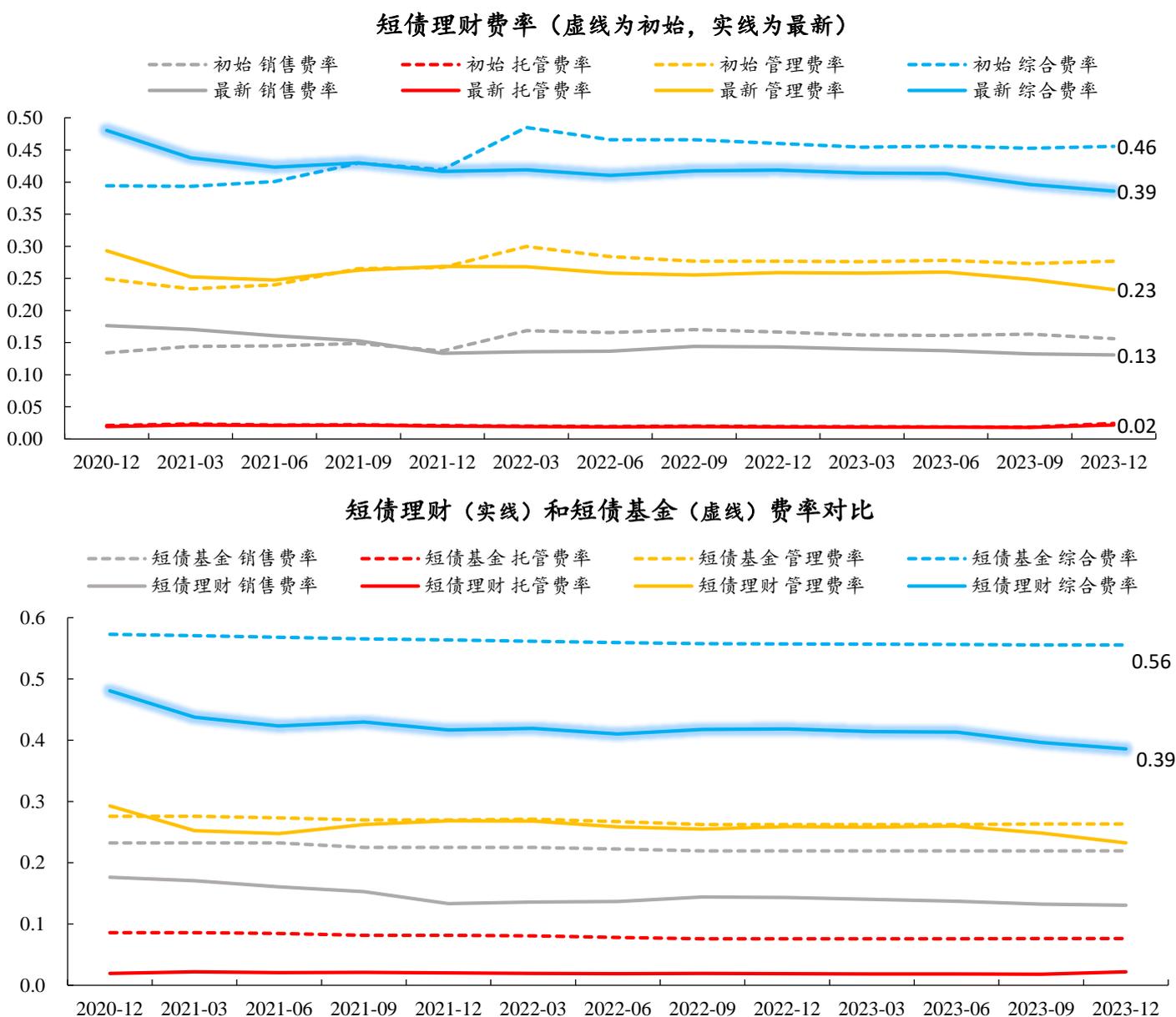
范围	现金管理类理财产品	短债理财
主要监管文件	2021 年 5 月发布的《关于规范现金管理类理财产品管理有关事项的通知》	2018 年 4 月发布的《关于规范金融机构资产管理业务的指导意见》（“资管新规”）
投资范围	剩余期限不超过 1 年的货币市场工具类、剩余期限不超过 397 天的债券	剩余期限不超过 3 年的货币市场工具类、债券
久期	平均剩余期限不得超过 120 天，平均剩余存续期不得超过 240 天	短债产品 ≤ 1 年，中短债产品 ≤ 3 年
杠杆率	120%	140%
估值方法	摊余成本法+影子定价	市值法（仅少部分定开可用摊余成本法）
申赎	每日开放	每日开放、最短持有期、滚动持有期（包括定开）
规模限制	理财公司：合计不得超过其风险准备金的 200 倍，或自有资金规模 30 倍；商业银行：合计不得超过全部理财产品月末资产净值的 30%	暂无限制

资料来源：国家金融监督管理总局、证监会、开源证券研究所

1.4、剔除费率优势，收益率优势进一步缩窄

短债理财的综合费率较短债基金少 17BP，主要是销售费率和托管费率较低。2023 年末，短债理财的销售费率、托管费率和管理费率为 13BP、2BP 和 23BP，三项合计为 39BP，较短债基金少 17BP。事实上两者的管理费率相差不大，差距主要体现在销售费率和托管费率上。销售服务费方面，由于理财产品的渠道仅限银行同业之间，故可节省券商及互联网平台代销的费用；托管费方面，根据资管新规，母行可托管子公司发行的理财产品，而母行收取的托管费率通常较低。这两项共同构成了理财的费率优势，其实不仅仅是短债理财，其余同类型的理财和公募基金也呈现相似的特点。若考虑到短债理财的低费率优势，其费前收益率或小幅低于短债基金。

图7：2023 年末短债理财的综合费率为 39BP，而短债基金为 56BP，两者相差 17BP（%）



数据来源：普益标准、Wind、开源证券研究所

2、全部持仓总览：构筑了“存款+委外”两道防线

2.1、短债理财大类资产：委外>存款>金融债

回到开头提出的问题：相较于短债基金，为何短债理财的收益率优势自从 2022 年底赎回潮后开始基本消失？从资产配置的角度来看，短债基金始终以高流动性高等级债券为主要持仓，而短债理财借着委外优势增配存款，其收益率有所下降，一定程度上是为“低波稳健”做出的让步。

短债基金持仓较为稳定：中票>短融>金融债（含政金债）。由于短债基金合同限制了组合久期，所以主要通过利率债波段交易+信用债提供票息保护。信用债中，短债基金普遍加大了对短融和中票的配置力度，2023 年末两者合计占近 6 成。利率债更多作为波段交易，存续占比较低。

短债理财持仓变化较大：委外>存款>金融债（含政金债）。与现金管理类理财产品类似，短债理财持仓最大的为资管产品，2023Q3 末为 45%。银行存款占比 28%，由于部分理财公司开始披露“穿透后”的资产占比，通过资管产品持有的银行存款开始不再计入“资管产品”而是计入“银行存款”，因此银行存款占比近几个季度有所上升，我们认为实际“穿透后”存款占比或更高。也就是说，短债理财仍较为依赖“存款+通道类委外”两道防线，借助通道的牌照优势、投研能力配置存款或债券，同时达到低波稳健和做高收益的目的。

图8：短债基金 vs 短债理财的大类资产持仓来看，短债理财构筑了“存款+委外”两道防线

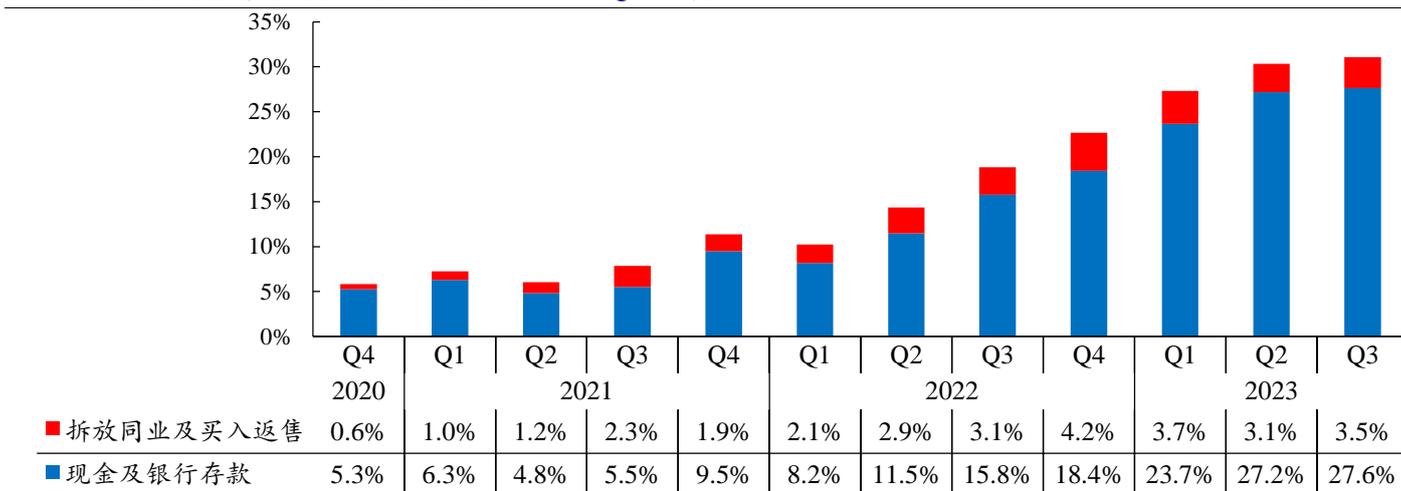
	短债基金（全部持仓）								短债理财（前十持仓）						
	2022				2023				2022				2023		
	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3
银行存款	0.7%	2.2%	1.5%	1.7%	1.3%	1.9%	1.1%	2.0%	8.2%	11.5%	15.8%	18.4%	23.7%	27.2%	27.6%
拆放同业及买入返售	1.7%	1.6%	2.4%	2.4%	2.2%	1.4%	1.9%	1.3%	2.1%	2.9%	3.1%	4.2%	3.7%	3.1%	3.5%
债券	96.5%	95.5%	95.5%	95.0%	95.7%	96.2%	96.3%	95.8%	31.6%	35.8%	36.6%	34.1%	27.7%	26.4%	23.9%
同业存单	4.2%	3.7%	4.0%	2.8%	2.5%	3.4%	2.4%	3.1%	7.2%	7.2%	4.5%	2.1%	2.3%	3.0%	2.3%
国债	0.9%	1.2%	1.8%	1.2%	0.9%	1.2%	1.5%	1.6%	0.6%	0.9%	2.4%	1.7%	1.5%	1.9%	2.6%
金融债	17.4%	19.6%	21.4%	19.6%	20.4%	24.1%	22.0%	23.1%	13.4%	16.0%	19.0%	17.6%	12.9%	12.7%	11.1%
其中：政金债	12.0%	12.1%	12.1%	12.7%	10.7%	11.1%	10.5%	11.4%	3.7%	4.1%	6.9%	5.6%	4.6%	4.6%	3.5%
企业债	6.7%	7.6%	8.4%	9.7%	9.2%	8.3%	8.2%	8.0%	0.4%	0.4%	0.3%	0.4%	0.5%	0.4%	0.3%
短融	41.9%	37.6%	31.7%	29.5%	32.7%	28.6%	28.7%	26.1%	0.3%	0.5%	0.4%	0.3%	0.2%	0.2%	0.3%
中票	24.2%	24.4%	27.1%	31.0%	28.9%	29.6%	32.8%	32.7%	2.3%	2.4%	2.3%	2.4%	1.9%	1.6%	1.4%
ABS	0.9%	0.8%	0.6%	0.8%	0.6%	0.6%	0.5%	0.5%	1.1%	0.6%	0.8%	1.0%	0.8%	0.5%	0.4%
其他债券	0.4%	0.5%	0.5%	0.5%	0.4%	0.4%	0.3%	0.7%	6.5%	7.8%	7.0%	8.5%	7.5%	6.1%	5.6%
其他资产	1.0%	0.7%	0.6%	0.9%	0.8%	0.6%	0.7%	1.0%	58.1%	49.9%	44.6%	43.3%	45.0%	43.3%	45.1%
合计	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%

数据来源：Wind、普益标准、开源证券研究所（注：1、前十持仓规模占比=该类资产前十持仓规模总和÷现金管理类理财产品前十持仓规模总和；2、短债基金样本为短债基金指数所有成分债券，短债理财样本为截至当季度末所有符合筛选条件的存续产品（为避免重复计算，已剔除子份额）；3、各机构理财产品信息披露方式存在差异，部分产品披露的是“穿透前”前十持仓，而部分产品披露的则是“穿透后”前十持仓，以各产品投资报告里的说明为准）

资管产品占比最高，货币类占比逐渐走高，固收类占比略有下降。2023Q3 末短债理财大类资产占比（前十持仓口径）排序为：资管产品（41%）>货币市场类（31%）>含同业存单的固收类（24%）>QDII（2.3%）>公募基金（1.9%）。不同于现金管理类理财产品的是，短债理财持仓中的“资管产品”跃居第一大资产，它与货币市场类合计占比超 7 成。从时间序列来看，资管产品从 2020Q4 以较高的占比基本坐稳“第一大持仓”的交椅。而货币市场类和固收类资产的占比走势呈现一定替代关系，货币市场类占比越来越高，而固收类占比越来越低。

图9：2023Q3 末全市场短债理财产品底层：资管产品>货币市场类>固收类（含同业存单）>公募基金≈QDII

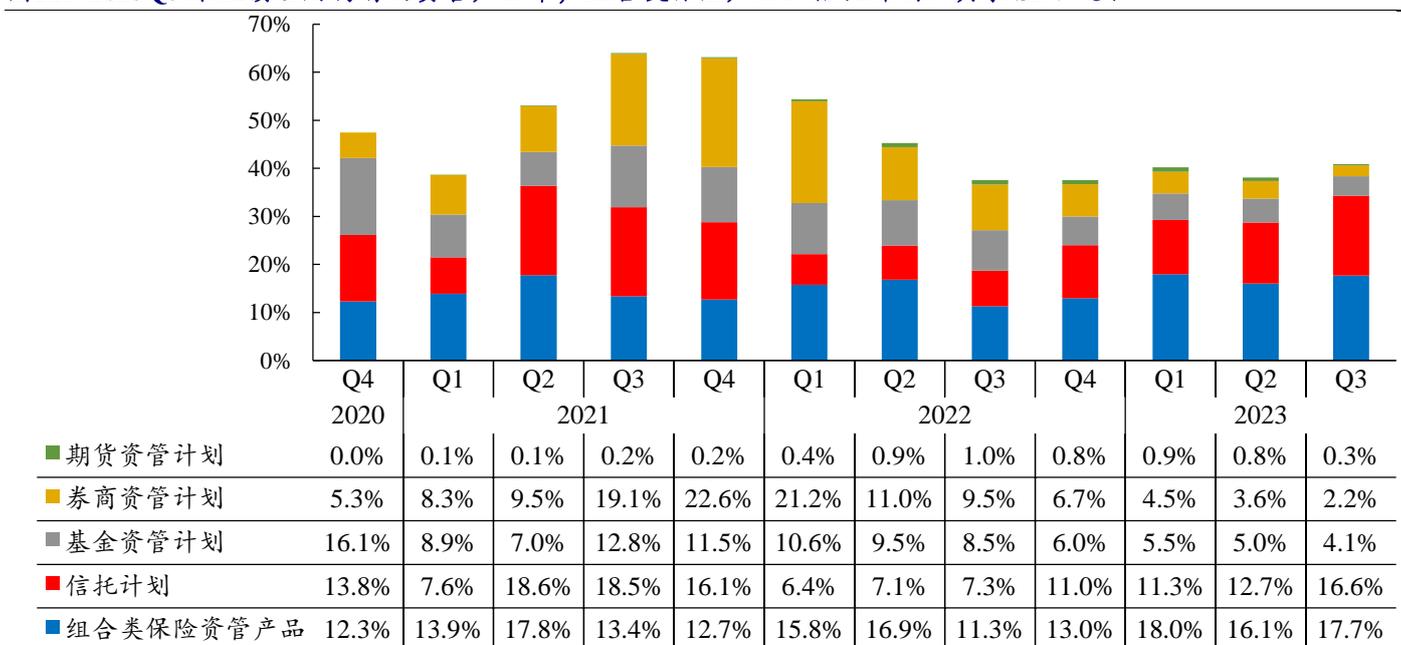
全市场短债理财 前十持仓	前十持仓中的资产规模(亿元)												占比																																				
	2020			2021				2022				2023			2020			2021				2022				2023																							
	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3																					
现金及银行存款	161	215	224	361	740	640	867	1,346	1,402	1,927	2,400	2,760	5.3%	6.3%	4.8%	5.5%	9.5%	8.2%	11.5%	15.8%	18.4%	23.7%	27.2%	27.6%	0.6%	1.0%	1.2%	2.3%	1.9%	2.1%	2.9%	3.1%	4.2%	3.7%	3.1%	3.5%													
拆放同业及买入返售	18	33	57	153	146	161	219	261	321	298	278	345	0.6%	1.0%	1.2%	2.3%	1.9%	2.1%	2.9%	3.1%	4.2%	3.7%	3.1%	3.5%	5.8%	7.3%	6.1%	7.8%	11.4%	10.2%	14.4%	18.8%	22.6%	27.3%	30.3%	31.1%													
货币市场类	179	247	281	514	885	801	1,086	1,606	1,724	2,225	2,678	3,105	5.8%	7.3%	6.1%	7.8%	11.4%	10.2%	14.4%	18.8%	22.6%	27.3%	30.3%	31.1%	3.8%	5.0%	9.5%	6.2%	7.6%	7.2%	7.2%	4.5%	2.1%	2.3%	3.0%	2.3%													
同业存单	115	170	439	409	589	564	545	381	162	189	264	232	3.8%	5.0%	9.5%	6.2%	7.6%	7.2%	7.2%	4.5%	2.1%	2.3%	3.0%	2.3%	0.3%	0.4%	0.1%	0.3%	0.5%	0.6%	0.9%	2.4%	1.7%	1.5%	1.9%	2.6%													
国债	9	14	5	23	39	46	65	203	128	120	165	258	0.3%	0.4%	0.1%	0.3%	0.5%	0.6%	0.9%	2.4%	1.7%	1.5%	1.9%	2.6%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%													
地方政府债	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	1	1	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	101	186	187	235	201	293	310	587	427	374	406	353	3.3%	5.5%	4.0%	3.6%	2.6%	3.7%	4.1%	6.9%	5.6%	4.6%	4.6%	3.5%	
政金债	110	201	192	258	240	339	377	791	555	494	572	611	3.6%	5.9%	4.2%	3.9%	3.1%	4.3%	5.0%	9.3%	7.3%	6.1%	6.5%	6.1%	中证金	0	0	0	0	0	3	83	92	100	105	127	82	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	1.1%	1.1%	1.3%	1.3%	1.4%	0.8%
利率债	110	201	192	258	240	339	377	791	555	494	572	611	3.6%	5.9%	4.2%	3.9%	3.1%	4.3%	5.0%	9.3%	7.3%	6.1%	6.5%	6.1%	商业银行	386	436	406	358	384	670	708	830	662	457	467	540	12.6%	12.8%	8.8%	5.5%	4.9%	8.6%	9.4%	9.7%	8.7%	5.6%	5.3%	5.4%
银行二级	300	326	288	244	236	334	319	369	272	182	154	167	9.8%	9.6%	6.2%	3.7%	3.0%	4.3%	4.2%	4.3%	3.6%	2.2%	1.7%	1.7%	银行永续	85	104	118	110	143	320	372	433	365	263	301	360	2.8%	3.1%	2.5%	1.7%	1.8%	4.1%	4.9%	5.1%	4.8%	3.2%	3.4%	3.6%
银行永续	85	104	118	110	143	320	372	433	365	263	301	360	2.8%	3.1%	2.5%	1.7%	1.8%	4.1%	4.9%	5.1%	4.8%	3.2%	3.4%	3.6%	银行普通	2	5	0	3	5	5	2	14	6	9	8	11	0.1%	0.1%	0.0%	0.1%	0.1%	0.1%	0.0%	0.2%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%
银行普通	2	5	0	3	5	5	2	14	6	9	8	11	0.1%	0.1%	0.0%	0.1%	0.1%	0.1%	0.0%	0.2%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	银行专项	0	0	0	0	0	0	2	4	9	4	2	0	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.1%	0.1%	0.0%	0.0%	0.0%
银行专项	0	0	0	0	0	0	2	4	9	4	2	0	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.1%	0.1%	0.0%	0.0%	0.0%	银行转债	0	0	0	1	0	11	14	10	10	0	1	1	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.1%	0.2%	0.1%	0.1%	0.0%	0.0%	0.0%
银行转债	0	0	0	1	0	11	14	10	10	0	1	1	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.1%	0.2%	0.1%	0.1%	0.0%	0.0%	0.0%	AMC	6	2	0	3	14	16	22	13	19	23	34	32	0.2%	0.1%	0.0%	0.0%	0.2%	0.2%	0.3%	0.2%	0.3%	0.3%	0.4%	0.3%
AMC	6	2	0	3	14	16	22	13	19	23	34	32	0.2%	0.1%	0.0%	0.0%	0.2%	0.2%	0.2%	0.1%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	AMC 二级	6	2	0	0	12	13	13	7	12	12	21	22	0.2%	0.1%	0.0%	0.0%	0.2%	0.2%	0.2%	0.1%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%
AMC 二级	6	2	0	0	12	13	13	7	12	12	21	22	0.2%	0.1%	0.0%	0.0%	0.2%	0.2%	0.2%	0.1%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	AMC 永续	0	0	0	3	2	3	6	4	7	10	13	10	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.1%	0.0%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%
AMC 永续	0	0	0	3	2	3	6	4	7	10	13	10	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.1%	0.0%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	AMC 普通	0	0	0	0	0	0	3	2	0	0	0	0	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
AMC 普通	0	0	0	0	0	0	3	2	0	0	0	0	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	证券公司	57	68	51	23	27	49	60	70	108	85	78	89	1.9%	2.0%	1.1%	0.4%	0.4%	0.6%	0.8%	0.8%	1.4%	1.0%	0.9%	0.9%
证券公司	57	68	51	23	27	49	60	70	108	85	78	89	1.9%	2.0%	1.1%	0.4%	0.4%	0.6%	0.8%	0.8%	1.4%	1.0%	0.9%	0.9%	保险公司	0	0	0	0	2	13	24	23	21	5	5	5	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.2%	0.3%	0.3%	0.3%	0.1%	0.1%	0.0%
保险公司	0	0	0	0	2	13	24	23	21	5	5	5	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.2%	0.3%	0.3%	0.3%	0.1%	0.1%	0.0%	其它金融机构	8	1	2	1	1	2	3	3	2	3	3	3	0.3%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
其它金融机构	8	1	2	1	1	2	3	3	2	3	3	3	0.3%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	金融债(不含政金债)	458	507	460	385	428	753	900	1,032	914	678	714	752	15.0%	14.9%	9.9%	5.9%	5.5%	9.6%	11.9%	12.1%	12.0%	8.3%	8.1%	7.5%
金融债(不含政金债)	458	507	460	385	428	753	900	1,032	914	678	714	752	15.0%	14.9%	9.9%	5.9%	5.5%	9.6%	11.9%	12.1%	12.0%	8.3%	8.1%	7.5%	政府支持机构债	0	0	0	0	0	2	1	0	1	1	0	1	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
政府支持机构债	0	0	0	0	0	2	1	0	1	1	0	1	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	一般企业债	24	18	31	28	26	30	34	28	33	43	35	27	0.8%	0.5%	0.7%	0.4%	0.3%	0.4%	0.4%	0.3%	0.4%	0.5%	0.4%	0.3%
一般企业债	24	18	31	28	26	30	34	28	33	43	35	27	0.8%	0.5%	0.7%	0.4%	0.3%	0.4%	0.4%	0.3%	0.4%	0.5%	0.4%	0.3%	一般公司债	36	56	38	36	24	35	49	54	76	104	99	104	1.2%	1.6%	0.8%	0.6%	0.3%	0.4%	0.6%	0.6%	1.0%	1.3%	1.1%	1.0%
一般公司债	36	56	38	36	24	35	49	54	76	104	99	104	1.2%	1.6%	0.8%	0.6%	0.3%	0.4%	0.6%	0.6%	1.0%	1.3%	1.1%	1.0%	私募债	167	319	262	293	271	304	357	372	360	331	298	303	5.5%	9.3%	5.7%	4.5%	3.5%	3.9%	4.7%	4.4%	4.7%	4.1%	3.4%	3.0%
私募债	167	319	262	293	271	304	357	372	360	331	298	303	5.5%	9.3%	5.7%	4.5%	3.5%	3.9%	4.7%	4.4%	4.7%	4.1%	3.4%	3.0%	债务融资工具	468	506	412	360	294	362	396	395	416	348	304	316	15.3%	14.8%	8.9%	5.5%	3.8%	4.6%	5.2%	4.6%	5.5%	4.3%	3.4%	3.2%
债务融资工具	468	506	412	360	294	362	396	395	416	348	304	316	15.3%	14.8%	8.9%	5.5%	3.8%	4.6%	5.2%	4.6%	5.5%	4.3%	3.4%	3.2%	超短期融资券(SCP)	19	32	20	15	8	14	25	28	17	9	14	21	0.6%	0.9%	0.4%	0.2%	0.1%	0.2%	0.3%	0.3%	0.2%	0.1%	0.2%	0.2%
超短期融资券(SCP)	19	32	20	15	8	14	25	28	17	9	14	21	0.6%	0.9%	0.4%	0.2%	0.1%	0.2%	0.3%	0.3%	0.2%	0.1%	0.2%	0.2%	短期融资券(CP)	8	14	14	11	10	6	9	4	7	6	5	7	0.3%	0.4%	0.3%	0.2%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%
短期融资券(CP)	8	14	14	11	10	6	9	4	7	6	5	7	0.3%	0.4%	0.3%	0.2%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	中期票据(MTN)	224	231	203	201	160	177	183	196	182	156	142	137	7.3%	6.8%	4.4%	3.1%	2.1%	2.3%	2.4%	2.3%	2.4%	1.9%	1.6%	1.4%
中期票据(MTN)	224	231	203	201	160	177	183	196	182	156	142	137	7.3%	6.8%	4.4%	3.1%	2.1%	2.3%	2.4%	2.3%	2.4%	1.9%	1.6%	1.4%	定向工具(PPN)	205	216	158	99	89	111	124	127	150	125	118	116	6.7%	6.3%	3.4%	1.5%	1.1%	1.4%	1.6%	1.5%	2.0%	1.5%	1.3%	1.2%
定向工具(PPN)	205	216	158	99	89	111	124	127	150	125	118	116	6.7%	6.3%	3.4%	1.5%	1.1%	1.4%	1.6%	1.5%	2.0%	1.5%	1.3%	1.2%	项目收益票据(PRN)	0	0	0	0	1	1	1	0	2	2	0	0	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
项目收益票据(PRN)	0	0	0	0	1	1	1	0	2	2	0	0	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	资产支持票据(ABN)	12	12	16	34	27	53	53	40	57	49	25	36	0.4%	0.4%	0.4%	0.5%	0.3%	0.7%	0.7%	0.5%	0.7%	0.6%	0.3%	0.4%
资产支持票据(ABN)	12	12	16	34	27	53	53	40	57	49	25	36	0.4%	0.4%																																			

图10：短债理财持有的现金及银行存款占比 2023Q3 末升至 27.6%


数据来源：普益标准、开源证券研究所

2.3、特点二：SPV 委外以保险资管+信托为主

短债理财定位为“增强版现金理财”，委外的偏好也较为相似。前文提到，资管产品（SPV 投资）已成为短债理财的第一大持仓（2023Q3 末为 40.9%）。从细项来看：组合类保险产品（17.7%）>信托计划（16.6%）>其他（合计 6.6%），资管产品的占比排序与现金管理类产品较为类似。由于短债理财产品定位是“增强版现金理财”，因此其做产品设计时，大类资产配置的思路与现金管理类产品较为接近，在收益考核标准通常是比现金管理类理财高出一定收益即可，因此 SPV 投资的偏好与现金管理类产品较为类似。

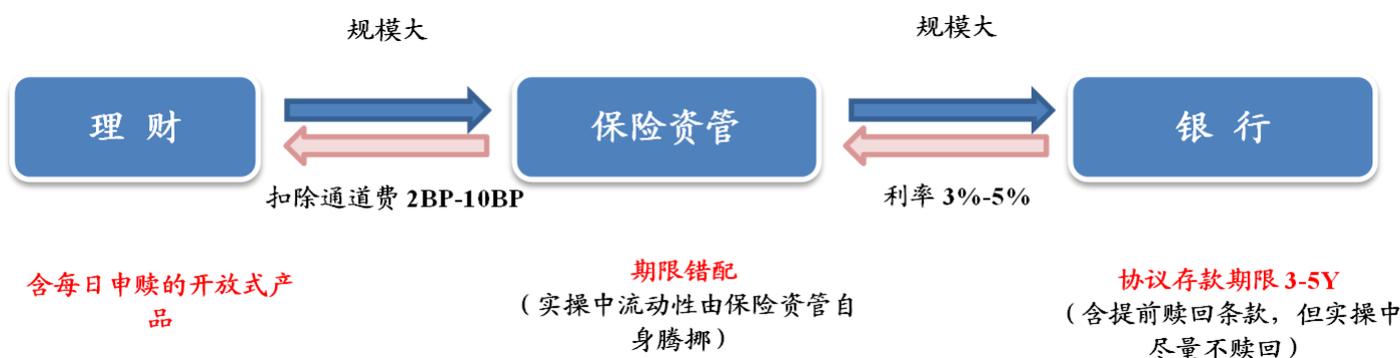
图11：2023Q3 末短债理财持有的资管产品中，组合类保险产品>信托计划>其余 SPV 之和


数据来源：普益标准、开源证券研究所

2.3.1、组合类产品：协议存款迎监管收束

组合类保险产品可作为理财配置协议存款的通道，但存在期限错配的风险。在《探寻现金类理财的“底层密码”》一文中我们曾提到，理财可借道组合类产品配置利率较高的协议存款，这是因为根据监管规定，协议存款只针对保险类账户开放，所以理财无法直接投资协议存款。而由于协议存款利率原先高于同业存款，对现金类和短债理财来说吸引力较大，故理财愿付出一定的通道费借道组合类产品。保险资管借此做大自身规模，银行借此实现存款冲量，且当时可计入“一般性存款”（通常计入对公定期）而不必计入“同业存款”，故协议存款不受MPA对同业存款1/3的额度限制。理财、保险资管和银行“各取所需”，该模式在2022年底债市回调后一度较为普遍。但存在一定的期限错配风险，目前流动性的腾挪主要由保险资管产品实现。

图12：理财的通道类协议存款模式隐含较大的期限错配风险



资料来源：开源证券研究所

我们估算 2023 年末理财的通道类协议存款规模 1.65~1.89 万亿元。根据中国保险资产管理业协会披露的数据，2022 年末组合类保险资管产品存续余额为 4.34 万亿元，资金来源中理财资金占比最大，为 57%，占比较 2021 年上升 13pct。为测算理财通过组合类产品持有的协议存款规模，我们分步测算：

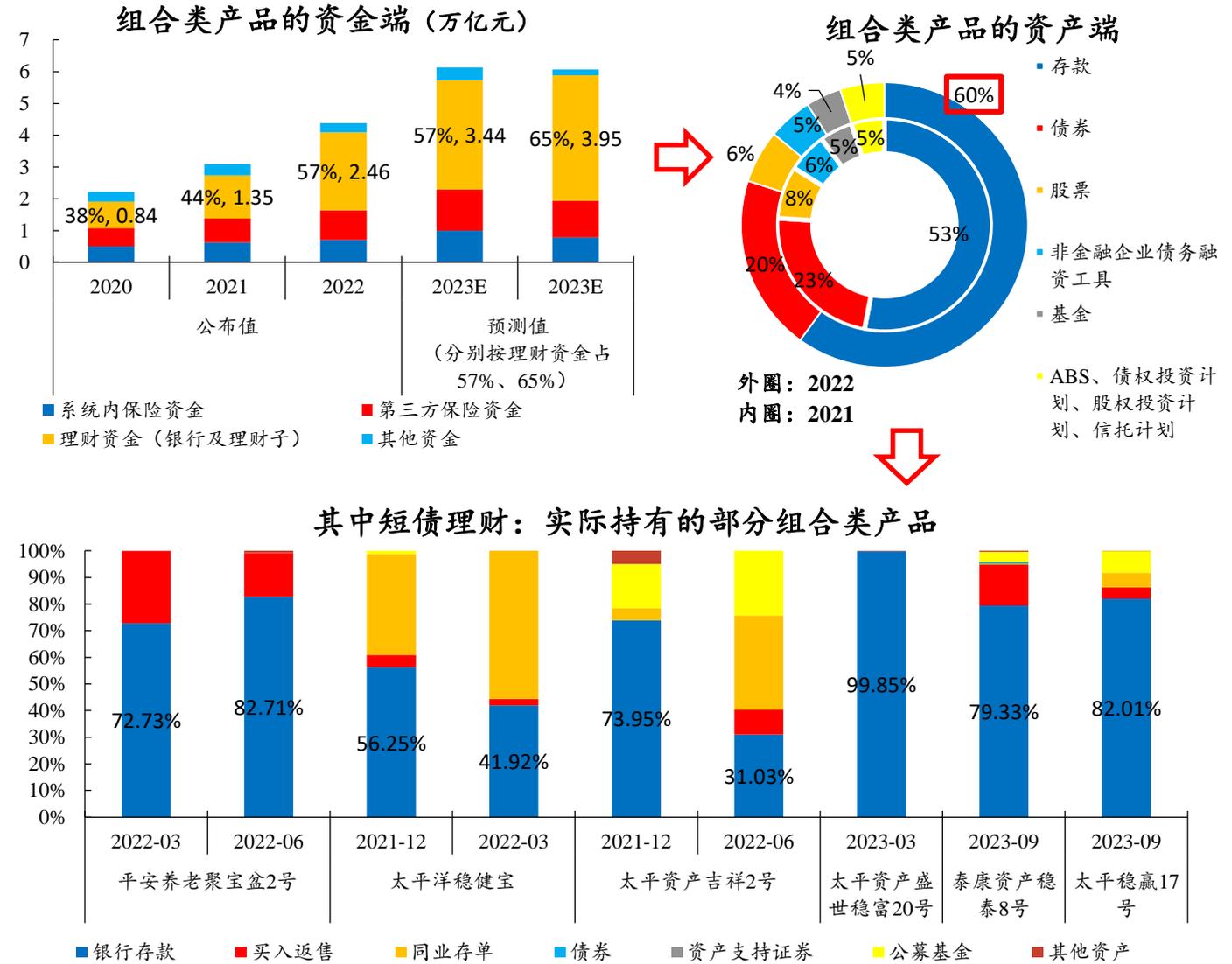
(1) 组合类产品规模：假设 2023 年组合类产品规模增速与 2021-2022 年接近，为 40%，则可计算得到 2023 年末组合类产品规模为 6.07 万亿元；

(2) 来自理财资金的组合类产品规模：若假设 2023 年末组合类产品中有 57%~65% 的资金来源于理财（57% 为 2022 年实际占比，65% 为根据占比增幅估计），则可计算得到 2023 年末来自理财资金的组合类产品规模为 3.44~3.95 万亿元；

(3) 理财的通道类协议存款规模：由于 2022 年组合类保险资管产品中 60% 均为存款，那么可假设理财持有的组合类产品中 2022-2023 年存款占比也均为 60%。这部分存款中，假设协议存款占 80%，则可计算得到来自全市场理财的通道类协议存款规模为 1.65~1.89 万亿元。由于理财借道组合类产品的主要目的便是获取高利率协议存款，故协议存款占比或较高，若假设为 80%，则可推算短债理财的通道类协议存款规模为 0.46 万亿元（=2023Q4 末短债理财存续规模 3.25 万亿元×组合类保险资管产品占比 17.7%×假设的协议存款占比 80%）。

*注：由于 2023Q4 的部分产品投资报告尚未披露，上述公式暂假设 2023Q4 短债理财中的组合类产品占比与 2023Q3 相同，均为 17.7%。

图13: 理财资金是组合类保险资管产品最主要的资金来源, 主要投向为存款 (包括协议存款)



数据来源: 中国保险资产管理业协会、平安理财、平安财富、中邮理财、开源证券研究所

然而, 通道类协议存款在 2024 年或面临“量价双降”。2023 年 2 月 23 日, 监管规定理财的通道类协议存款必须计入“同业存款”, 用意主要是减少资金空转并切实压降银行存款成本。该新规对协议存款的影响主要有:

(1) 量: 协议存款将占用 MPA 对同业存款 1/3 的额度限制, 规模扩张或放缓;

(2) 价: 协议存款利率将与同业存款逐渐拉平, 而同业存款通常受额度上限及行内 FTP 曲线的双重限制, 故利率普遍低于原来的协议存款。

总体来看, 该新规短期或给负债短缺的银行带来“阵痛”, 但长期有望降低协议存款成本率。2023Q3 平安银行的协议存款平均余额环比有上升, 但平均成本率仍延续下降趋势至 2.94%, 预计后续还将进一步下降。

图14：平安银行 2023Q3 国库及协议存款平均成本率为 2.94%


数据来源：平安银行财报、开源证券研究所

为了测算协议存款利率下降对短债理财收益率的影响，假设：(1) 协议存款利率降幅达 30BP；(2) 短债理财各类资产占比保持不变；(3) 杠杆率保持 120% 不变；(4) 杠杆成本按隔夜资金成本 2% 计算；(5) 综合费率为 0.40% 不变。

根据以上假设可静态测算得出短债理财收益率或下降 16BP 至 2.9%。在该种情境下，短债理财相比于短债基金的收益率优势或进一步下降，后续有望通过加配债券、降低费率的方式增厚收益。

表3：假设协议存款利率下降 30BP，静态测算短债理财收益率或将下降 16BP

短债理财各类资产		占比	票面利率	
			2023-09	假设协议存款利率下降
货币市场类	现金及银行存款	27.61%	2.80%	2.50%
	拆放同业及买入返售	3.45%	2.00%	2.00%
固定收益类	同业存单	2.32%	2.44%	2.44%
	利率债	6.12%	2.59%	2.59%
	金融债(不含政金债)	7.52%	4.15%	4.15%
	信用债(不含金融债)	7.92%	4.61%	4.61%
公募基金	货币型	0.16%	2.11%	2.11%
	债券型	1.77%	2.40%	2.40%
资管产品	组合类保险资管产品	17.69%	3.00%	2.70%
	信托计划	16.59%	3.40%	3.40%
	基金资管计划	4.10%	4.00%	4.00%
	券商资管计划	2.22%	4.00%	4.00%
	期货资管计划	0.27%	3.30%	3.30%
QDII	QDII	2.26%	3.50%	3.50%
资产占比合计		100.00%	-	-
收益率测算	假设：	杠杆率	120%	120%
		杠杆成本	2%	2%
	计算得出：	费前收益率	3.46%	3.30%
	考虑到：	综合费率	0.40%	0.40%
	计算得出：	费后收益率	3.06%	2.90%

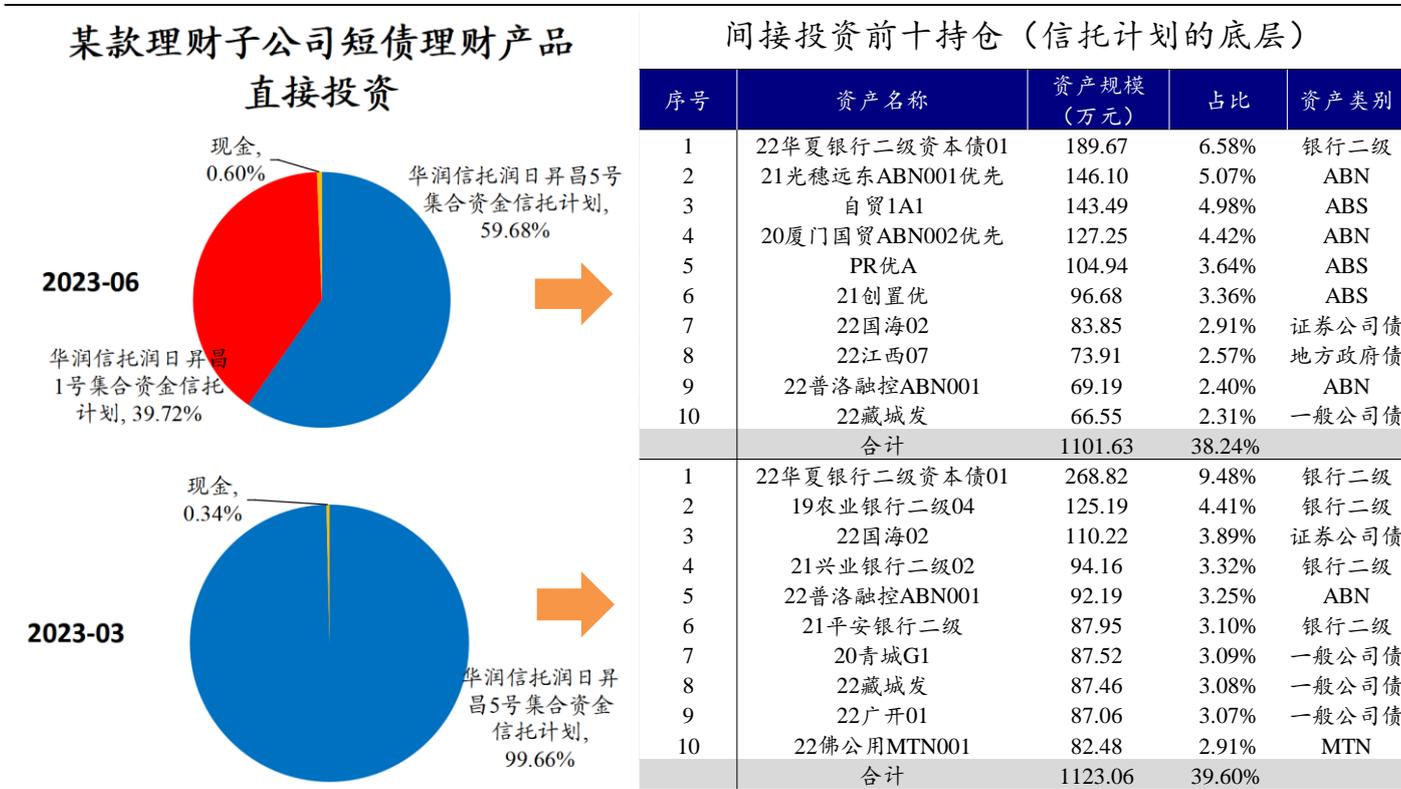
数据来源：普益标准、Wind、开源证券研究所（注：占比数据来自附表 3；2023-09 票面利率来自附表 4，其中现金及银行存款、拆放同业及买入返售、QDII 票面利率为根据实际情况作出的估计值）

2.3.2、信托计划：借力债券投资和收益平滑

信托在交易债券、投资 ABS 上具有一定的专业化优势。证券投资类的信托计划，在债券的投资范围上较理财更为宽松，理财借道信托计划可进行一定的拉久期和沉

信用。此外，ABS/ABN 收益率较高且历史违约率较低，是理财可选的优质资产，但因交易结构和规则较为复杂，而信托公司在 ABS 破产隔离上拥有更高的上位法效力，理财公司也会偏好委外信托。2023Q3 末信托计划占短债理财底层资产的 16.6%（前十持仓口径），成为短债理财第二大 SPV 委外投资。

图15：短债理财借力信托计划进行债券投资（以某款理财子公司产品为例）



数据来源：普益标准、开源证券研究所

此外，信托计划在实操中形成“平滑专户”帮助理财以丰补歉。由于一款信托计划的资金来源通常是多款理财产品，在实操中信托或存在提取超额收益形成“平滑专户”的现象，帮助小规模的新发理财产品做高收益率，或帮助理财产品“以丰补歉”，实现净值的低波稳健。

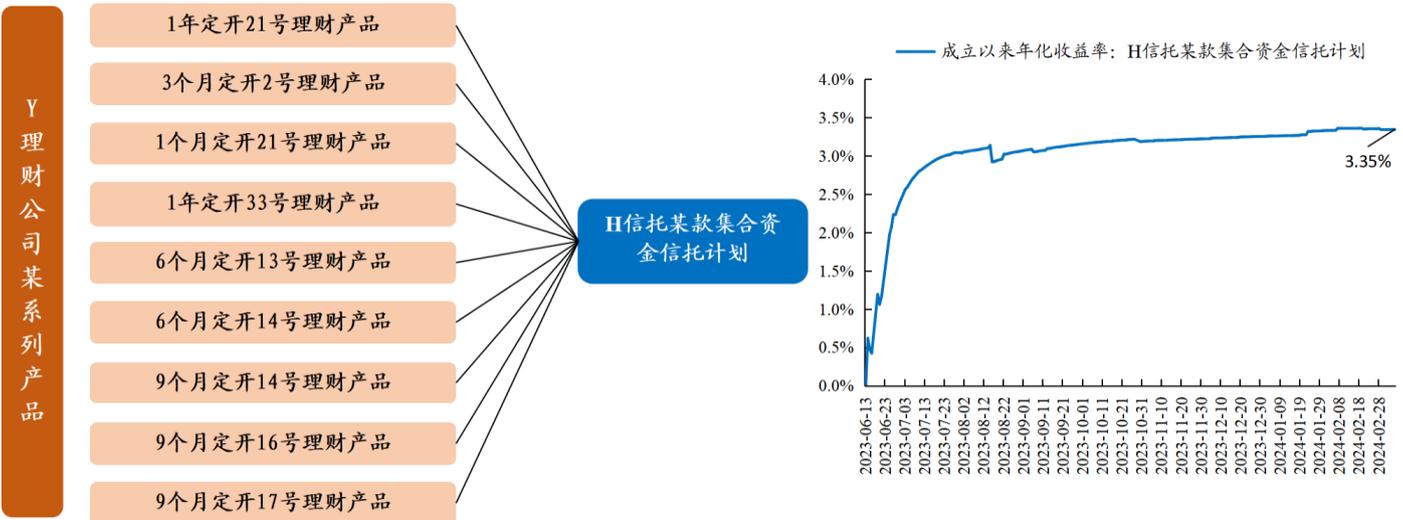
目前国内监管允许使用收益平滑的，仅有养老理财和合同规定的超额收益计提：

(1) **养老理财产品**：长期限封闭式的养老理财产品被监管允许设置“平滑基金”，原因是养老理财需具备稳健性特征且久期较长，为优化持有体验，监管允许设置“收益平滑基金”进行削峰填谷：当费后年化收益率超出业绩比较基准下限时，按照一定比例提取平滑基金，在实际收益率低于某一阈值（或产品到期）时，再按一定比例（或全额）回补至该产品。海外某些养老产品也广泛运用平滑基金，如 FLC 集团、FLAS 集团的利润子基金（WPSF，全称为 with-profits sub-fund）。

(2) **超额收益计提**：部分定开和封闭式产品的产品合同上规定，超过业绩比较基准上限的部分，都会每日计算并计提超额，也有类似平滑信托的效果。但计提的超额收益最终都属于同一款产品，而并不存在收益在不同产品之间的“再分配”。

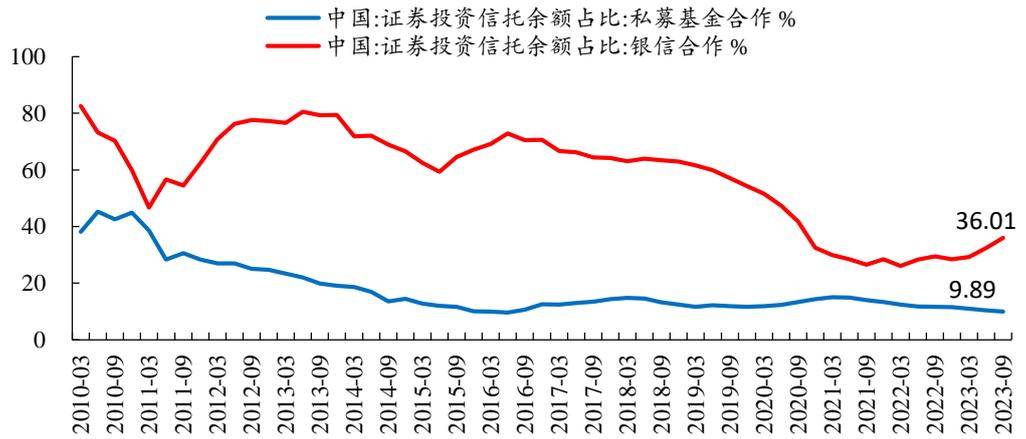
总体来看，目前主流的平滑基金主要是改善持有体验，而并不会增加实际收益率，也仅限同一款产品内部进行调节。而“平滑信托”实质是不同产品之间调节收益，在穿透要求更趋严格的背景下，该做法后续操作空间或缩小。

图16: 同一款信托计划的资金来源或为多个理财产品, 为平滑收益提供了一定空间



资料来源: 普益标准、理财产品投资报告、信托产品官网、开源证券研究所

图17: 银信合作的证券投资信托占比在 2023 年有所上升



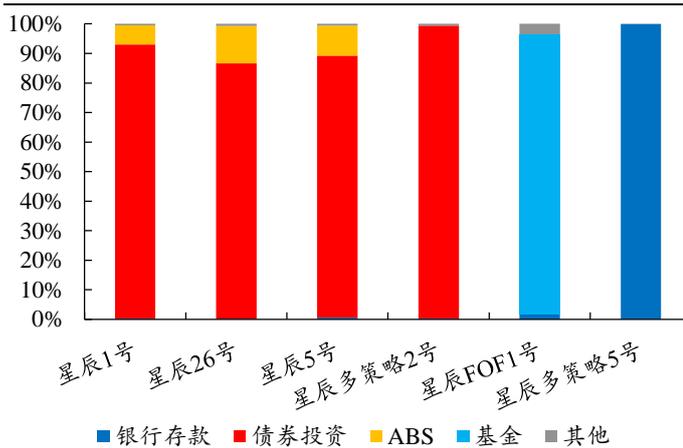
数据来源: Wind、开源证券研究所

2.3.3、其余 SPV: 理财公司的选择分化

委外其余 SPV (资管计划) 主要为借力投研、加强集团内合作, 选择较为分化。这些资管计划在投研能力上均有优势, 但每家银行和理财公司选择委外时, 通常仅选择券商、基金或期货中的 1~2 种进行委外, 而非都有布局: (1) 尚未成立理财子公司的银行机构, 投研能力较为薄弱, 委外资管计划可补足债券投资的短板; (2) 重视集团内协同的理财子公司, 如信银理财与中信集团内的中信证券、中信信托、中信期货均有较多委外合作。

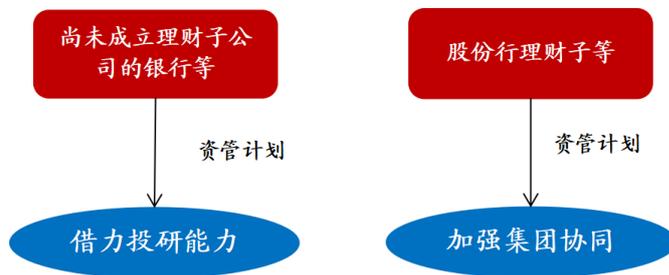
资管计划在投资范围和信息披露上的要求较严格, 监管红利相对较小。券商资管计划近年在公募化转型, 信息披露程度大幅提高, 这几类资管计划较组合类保险资管产品和信托计划来说, 并无太多的监管优势, 特别是对于构建低波稳健产品无特殊优势, 故短债理财委外资管计划的占比近年并无明显增长。再加上个别理财子公司的前十持仓口径, 从原先的“穿透前”变为现在的“穿透后”口径, 因此前十持仓计算的“资管产品”占比, 解释力度已有减弱。

图18: 某券商资管计划系列主要进行债券和基金投资



数据来源: 理财产品投资报告、开源证券研究所

图19: 理财委外资管计划主要是为借力投研和加强协同

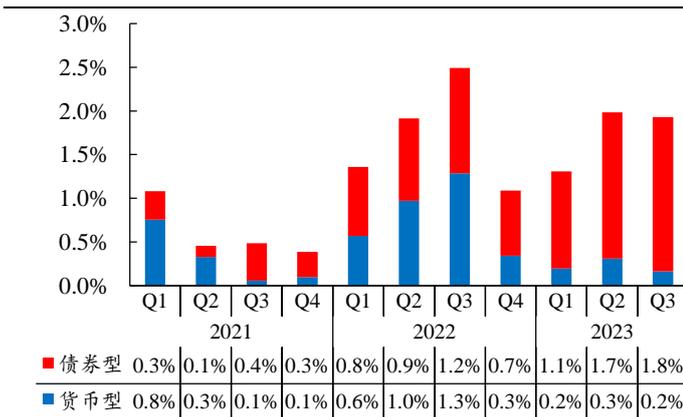


资料来源: 开源证券研究所

2.4、特点三: 公募基金流动性强+豁免一层嵌套

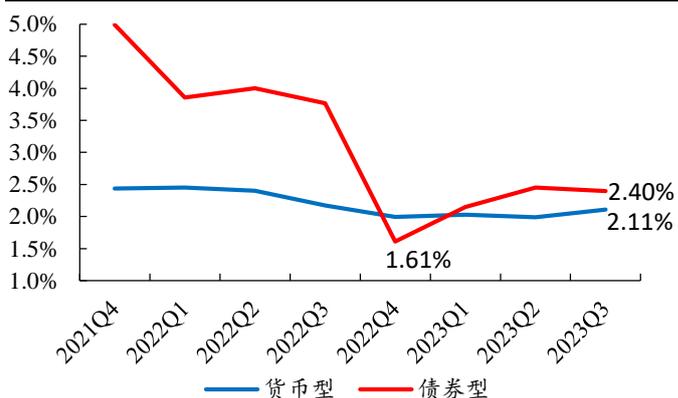
理财投资公募基金, 主要看重其高流动性。2018年“理财新规”出台前, 理财产品无法直接投资权益资产, 因此主要通过委外主动管理型公募基金间接参与权益市场。但“理财新规”也赋予了理财产品直接投资权益资产的能力, 故目前委外公募基金主要是从流动性管理的角度考虑。相较于直接投资的底层债券, 在极端行情可能无法赎回变现, 但投资短债基金便可通过申赎快速止盈止损。而且基金本身可加杠杆, 性价比高于个券。此外, 对于投研能力较为薄弱的理财机构, 公募基金可帮助其短期内快速搭建起产品货架。2023Q3末短债理财前十持仓中的货基和债基分别占0.2%和1.8%, 主要是在2022Q4遭遇债市赎回潮后占比有所下降。

图20: 短债理财前十持仓披露的公募基金占比较小



数据来源: 普益标准、开源证券研究所

图21: 短债理财持有的债基近1年收益率在2022Q4回撤较大



数据来源: Wind、开源证券研究所 (注: 图中收益率为各基金截至当期末的近一年收益率的算术平均)

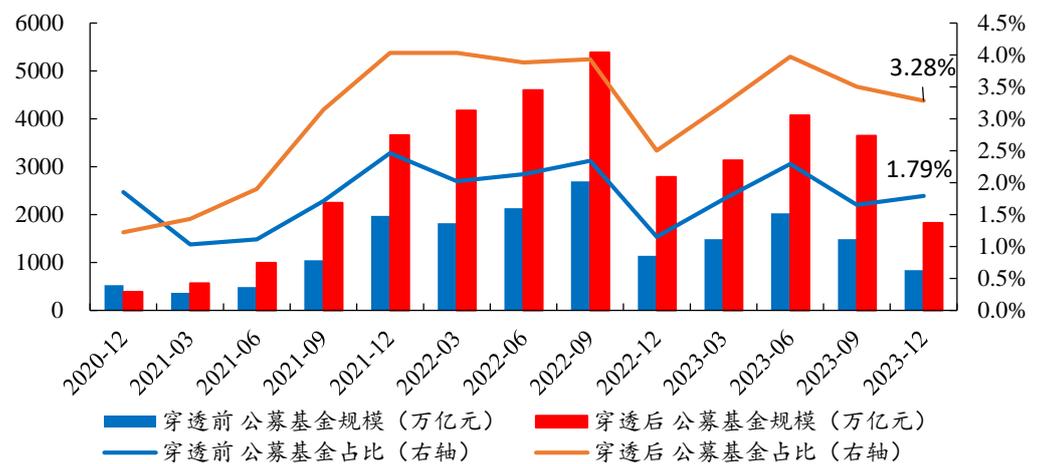
同时, 公募基金算作底层资产, 可豁免一层嵌套。资管新规指出“资产管理产品可以再投资一层资产管理产品, 但所投资的资产管理产品不得再投资公募证券投资基金以外的资产管理产品”, 意味着公募基金算作底层资产而不算作一层SPV嵌套, 不占用产品层级。在披露上, 公募基金可不用穿透至底层, 理财投资公募基金的方式变得较为多样化 (直接投资和间接投资均可)。

表4：理财投资公募基金可豁免一层嵌套

监管对于理财投资公募基金的规定		政策文件
嵌套	资产管理产品可以再投资一层资产管理产品，但所投资的资产管理产品 不得再投资公募基金 以外的资产管理产品	资管新规
披露	实行穿透式监管，对于多层嵌套资产管理产品，向上识别产品的最终投资者，向下识别产品的底层资产 （公募基金除外）	资管新规
集中度	每只公募理财产品持有单只证券或单只公募证券投资基金的市值不得超过该理财产品净资产的10%	理财新规
	商业银行 全部公募理财产品持有单只证券或单只公募证券投资基金的市值，不得超过该证券市值或该公募基金市值的30%	理财新规

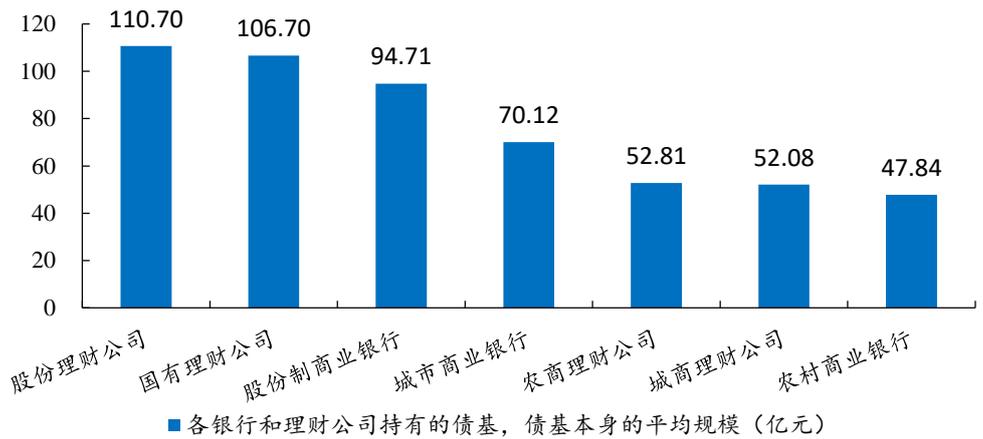
资料来源：央行、国家金融监督管理总局、开源证券研究所

但由于集中度限制，理财倾向于分散投资或借道 SPV 规避集中度限制。2018 年“理财新规”规定单只理财持有单只公募基金的市值不得超过净资产的 10%，因此理财通常倾向于分散持有，或借道 SPV 投资公募基金以规避 10% 的单只集中度限制。由于各家披露方式的差异，前十持仓口径的基金占比或小于实际水平。根据全市场开放式固收类理财的披露数据，2023Q4 末穿透前、后的公募基金占比分别为 1.79%、3.28%，推测短债理财穿透后的公募基金占比约 3.5%（2023Q3 末）。

图22：2023Q4 末全市场开放式净值型固收类理财的公募基金占 3.28%（穿透后）


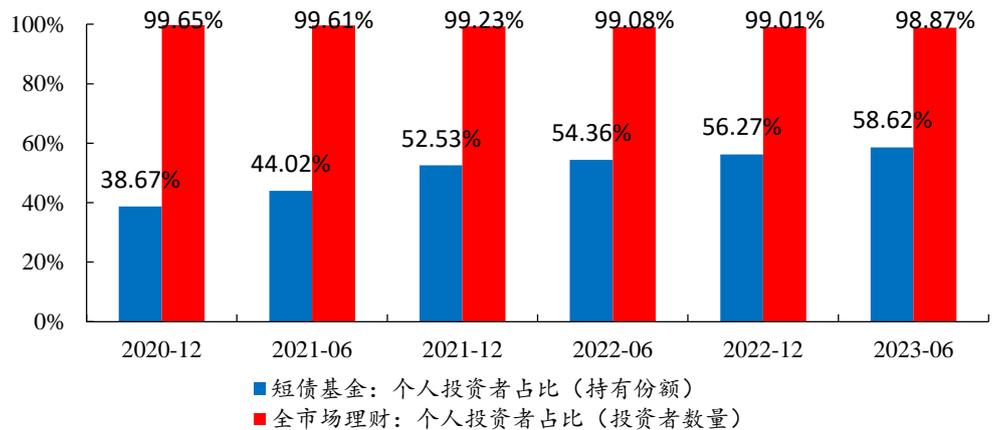
数据来源：普益标准、开源证券研究所

国股行理财偏好大型债基，城农商行理财偏好中小型债基。国股行理财资金量大，因此更加注重流动性管理，通常偏好规模较大的短债基金（2023Q3 末平均为 90 亿元以上），避免出现大额申赎的限制。而城农商行理财资金更偏好中小型债基（40~70 亿元），主要由于这些机构资金量相对较小，而对收益的考核更加看重，因此侧重对高收益产品的挖掘，而中小型债基规模较小更容易做高收益，且较为擅长个券挖掘。

图23：国股行理财偏好大型债基，城农商行理财偏好中小型债基（亿元，2023Q3末）


数据来源：Wind、普益标准、开源证券研究所（注：图中均为理财资金，非银行自营资金）

短债基金的个人和机构客户参与度较为均衡。按照个人投资者占比的大小，通常可将短债基金分为偏个人债基和偏机构债基，总体来看个人和机构都有良好的参与度。而全市场理财产品的投资者以个人为主，2023年6月末超98%均为个人投资者，导致了理财资金端的稳定性明显弱于基金，因此理财在2022年底“赎回潮”后对于低波稳健资产的诉求也更高。

图24：理财和基金的投资者结构差异较大，理财以个人投资者为主


数据来源：Wind、银行业理财登记托管中心、开源证券研究所（注：由于短债理财投资者结构未披露，故用全市场理财投资者结构替代）

3、债券持仓细拆：利率债交易为主、信用债适度下沉

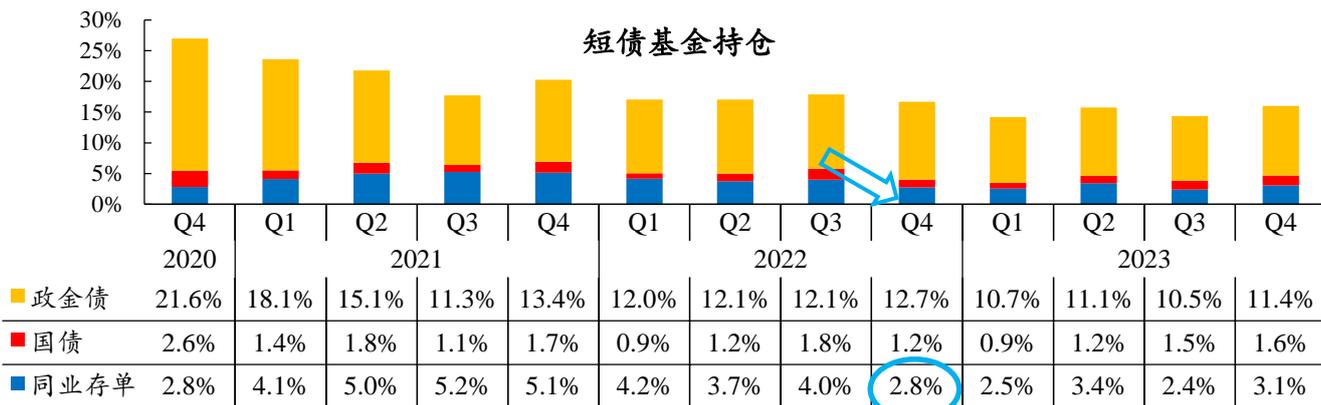
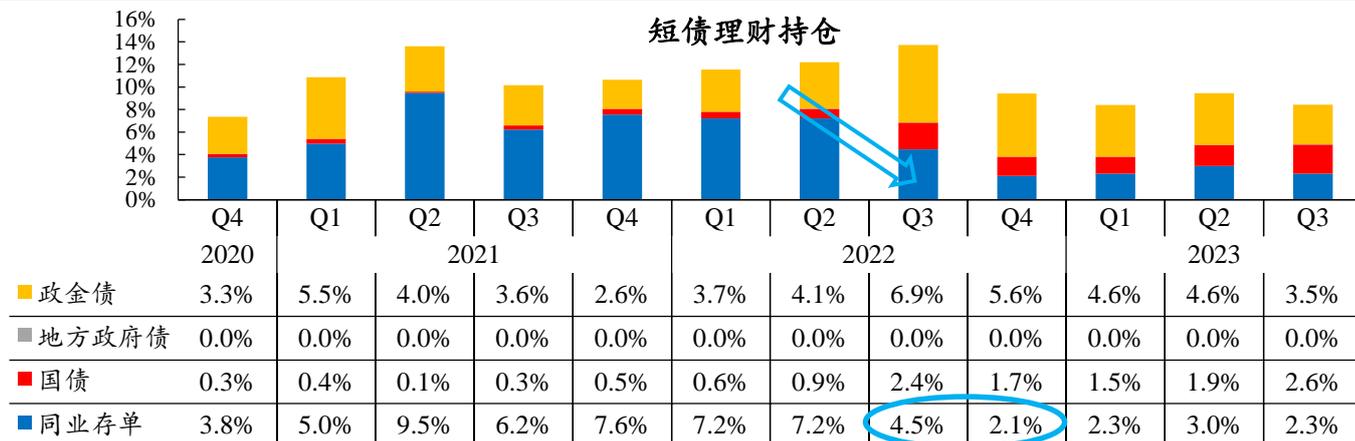
3.1、利率债占比稳定而NCD总体下降

利率债仓位受监管要求+市场行情综合影响，持仓占比基本稳定在6%左右。利率债的仓位受到监管要求的影响：根据2018年9月出台的《商业银行理财业务监督管理办法》（“理财新规”），开放式公募理财产品“应当持有不低于该理财产品资产净值5%的现金或者到期日在一年以内的国债、中央银行票据和政策性金融债券”，故短债理财的利率债仓位通常仅小幅高于5%，兼顾监管要求和波段交易机会。市场方面，由于2022年7月地产舆情的出现降低了市场对经济数据预期，2022Q3短债理财增配政金债，并参与了3-5年政金债波段操作的机会。

2022年下半年开始减配同业存单，2023Q3末持仓规模约800亿元。2022年8

月，1年期AAA级同业存单利率下行至历史低点，短债理财适当参与同业存单的交易性机会，在关注收益的同时兼顾回撤控制。2022年10月资金面小幅收紧，叠加四季度银行类机构由于准备跨年流动性提价发行存单等多重原因，一级同业存单提价带动二级利率上行，此后债市赎回潮加速了利率的上行，短债理财和短债基金在赎回压力下均减配同业存单。其后短债理财的存单持仓占比变化不大，2023Q3末短债理财持有同业存单占比2.3%，规模约为800亿元。

图25：2022Q3-Q4短债理财的同业存单持仓显著下降



数据来源：Wind、普益标准、开源证券研究所

3.2、偏好信用下沉获取票息保护

理财更愿意以信用下沉增厚票息收益。由于理财的投资者绝大多数为个人，对收益率的要求高于流动性，故理财更愿以信用下沉的方式获取票息保护。同时，理财可在一级市场获取性价比较高的信用债，并偏向于持有到期。这主要依赖母行表内严密的授信风控体系。2023Q3 末短债理财持有的金融债票面利率高于短债基金 37BP，信用债则高于后者 88BP。

图26：短债基金 vs 短债理财的债券类资产票面利率来看，后者明显更高

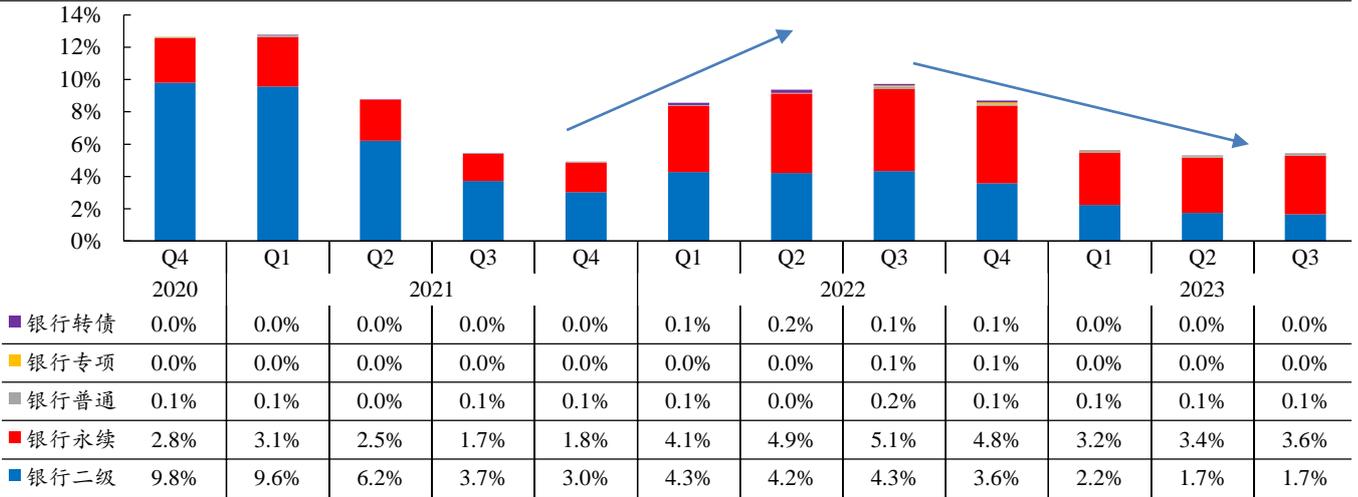
票面利率 (%)	短债基金 (前五债券)												短债理财 (前十持仓)											
	2021				2022				2023				2021				2022				2023			
	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4
同业存单	3.08	3.00	2.92	2.81	2.71	2.47	2.19	2.27	2.58	2.47	2.44	2.55	2.96	3.01	2.92	2.80	2.69	2.56	2.37	2.26	2.43	2.48	2.44	
国债	2.69	2.65	2.45	2.45	2.33	2.23	2.15	2.06	2.13	2.12	2.08	2.21	2.58	2.57	2.63	2.44	2.28	2.37	2.39	2.36	2.24	2.23	2.09	
地方政府债	-	3.38	3.16	2.92	2.51	-	2.86	-	2.92	-	-	2.78	-	-	-	-	-	3.42	2.95	2.83	2.66	2.71	2.95	
政金债	3.04	3.00	2.99	2.96	2.86	2.71	2.68	2.64	2.63	2.80	2.76	2.74	3.13	3.09	3.08	2.80	2.85	2.78	2.80	2.70	2.65	2.74	2.77	
利率债	2.97	2.93	2.88	2.83	2.75	2.61	2.58	2.53	2.56	2.69	2.66	2.65	3.08	3.05	3.05	2.75	2.78	2.72	2.72	2.65	2.58	2.63	2.59	
商业银行	3.88	3.80	3.77	3.74	3.63	3.49	3.35	3.62	4.06	3.86	3.89	3.91	4.55	4.39	4.47	4.63	4.41	4.43	4.28	4.23	4.35	4.34	4.27	
银行二级	4.45	4.14	4.21	4.29	4.58	4.48	4.43	4.45	4.49	4.32	4.30	4.22	4.59	4.34	4.35	4.53	4.45	4.48	4.33	4.27	4.38	4.38	4.28	
银行永续	-	-	4.06	4.73	4.23	3.99	4.04	4.41	4.36	4.56	4.46	4.40	4.57	4.46	4.52	4.58	4.24	4.33	4.28	4.34	4.40	4.37	4.31	
银行普通	3.97	3.86	3.50	3.30	3.13	3.17	3.19	3.20	3.26	3.09	3.02	2.95	5.00	-	6.35	6.05	5.85	5.55	4.14	2.99	2.80	2.97	2.96	
银行专项	3.64	3.56	3.70	2.92	3.02	2.87	2.83	2.88	2.96	3.18	3.15	3.10	-	-	-	-	-	2.82	2.81	2.89	3.04	3.12	2.80	
银行转债	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	0.20	0.20	0.20	-	0.20	0.22	0.20	0.20	0.20	0.20	0.20	
AMC	3.65	3.83	3.65	3.82	3.50	3.79	-	-	-	-	-	-	4.95	-	4.40	4.75	4.67	4.61	4.42	4.46	4.52	4.48	4.63	
AMC 二级	-	-	-	-	-	4.90	-	-	-	-	-	-	4.95	-	-	4.63	4.45	4.45	4.47	4.52	4.54	4.52	4.67	
AMC 永续	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	4.40	4.82	4.83	4.73	4.44	4.45	4.51	4.49	4.61	
AMC 普通	3.65	3.83	3.65	3.82	3.50	3.42	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	4.30	3.70	-	-	3.90	4.75	
证券公司	3.44	3.27	3.04	3.08	2.95	2.80	2.84	2.67	2.94	3.03	3.25	3.07	4.31	4.25	4.27	4.22	4.21	3.79	3.57	3.68	3.73	3.75	3.59	
保险公司	-	-	-	-	-	4.28	4.28	5.11	4.05	4.51	4.42	4.21	4.80	4.80	4.54	4.45	4.50	4.27	4.60	4.63	4.36	4.44	4.42	
其它金融机构	4.71	4.16	3.54	3.77	3.72	3.25	3.46	3.63	3.55	3.61	3.49	3.32	3.74	3.74	3.97	4.39	4.47	3.94	3.81	3.91	3.73	3.93	3.54	
金融债(不含政金债)	3.70	3.59	3.43	3.46	3.41	3.36	3.25	3.47	3.82	3.74	3.81	3.78	4.50	4.36	4.44	4.58	4.39	4.36	4.19	4.14	4.24	4.24	4.15	
一般企业债	5.35	5.59	4.79	4.97	4.98	5.01	5.05	4.44	4.67	4.51	4.35	4.56	5.80	5.85	6.21	6.11	5.76	5.76	5.65	5.89	5.61	5.91	5.29	
一般公司债	4.38	4.07	4.25	3.97	4.22	4.23	4.32	3.92	4.08	4.07	4.14	4.00	4.58	4.60	4.76	4.78	4.39	4.18	4.01	3.98	3.95	3.93	3.97	
私募债	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	5.55	5.57	5.58	5.70	5.70	5.57	5.47	5.28	5.23	5.08	5.00	
债务融资工具	3.85	3.93	3.71	3.67	3.51	3.57	3.35	3.34	3.45	3.63	3.76	3.67	5.07	5.01	4.84	4.84	4.77	4.61	4.54	4.35	4.51	4.47	4.35	
超短期融资券(SCP)	2.94	2.97	2.94	2.93	2.70	2.54	2.27	2.33	2.53	2.55	2.91	2.83	3.86	4.29	4.11	4.47	3.93	3.65	3.23	3.55	3.87	4.02	3.80	
短期融资券(CP)	3.32	3.67	3.40	3.19	3.18	2.84	2.72	2.54	2.84	2.88	3.46	3.45	4.09	4.05	4.22	4.01	3.94	3.97	3.55	3.59	3.86	4.16	3.62	
中期票据(MTN)	4.75	4.70	4.48	4.53	4.42	4.54	4.18	4.16	4.22	4.28	4.19	4.09	5.12	5.04	4.87	4.87	4.76	4.59	4.56	4.26	4.40	4.42	4.21	
定向工具(PPN)	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	5.21	5.17	5.11	5.00	5.03	4.97	4.89	4.76	4.82	4.68	4.63	
项目收益票据(PRN)	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	4.67	-	-	5.15	5.15	5.15	-	5.17	4.65	4.34	4.58	
资产支持票据(ABN)	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	4.70	4.51	4.36	4.52	4.25	4.06	4.11	3.96	4.14	4.01	4.22	
ABS	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	4.36	4.67	4.38	4.23	4.20	4.17	3.85	3.64	3.65	3.59	3.73	
非金融企业可转债	-	0.30	0.40	0.20	0.30	-	-	-	-	-	-	-	-	-	0.20	-	-	-	-	-	-	-	-	
可交换债	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	0.10	1.70	-	1.40	1.40	-	-	-	
信用债(不含金融债)	4.00	4.02	3.80	3.75	3.64	3.69	3.51	3.44	3.54	3.70	3.80	3.73	5.25	5.26	5.23	5.28	5.22	5.07	4.92	4.74	4.76	4.71	4.61	
其中：城投债	4.28	4.50	4.00	4.07	3.93	4.18	4.20	3.87	3.86	3.94	4.07	4.00	5.44	5.46	5.48	5.59	5.57	5.40	5.29	5.12	5.09	4.98	4.82	
固定收益类	3.55	3.52	3.41	3.34	3.29	3.18	3.05	3.09	3.22	3.26	3.34	3.27	4.84	4.74	4.60	4.64	4.56	4.45	4.34	4.29	4.40	4.35	4.23	

数据来源：普益标准、开源证券研究所

3.2.1、银行二永债：“赎回潮”后占比下降

短债理财持有的商金债以二永债为主，占比在 2022 年底赎回潮后总体下降。2022 年底债市“赎回潮”以前，银行二永债以其安全属性和品种溢价成为理财在“资产荒”背景下的优质资产。但在进入 11 月份后债券收益率大幅上行，不少短债理财主动降低同业存单和金融债等波动资产的占比，开始聚焦低波稳健的风格。2023Q3 末短债理财持有的银行二级资本债、永续债占比分别为 1.7%、3.6%，测算其规模分别为 500 亿元、1200 亿元，合计持有银行二永债约 1700 亿元。

图27：2022年底债市“赎回潮”后，短债理财对二永债的持仓总体减少



数据来源：普益标准、开源证券研究所

短债理财在银行二永债上有一定的沉信用。短债基金和短债理财在银行二永债上的票面利率相差不大，但银行二永债的估价收益率上短债理财显然更高，短债理财进行了一定程度的下沉。

图28：短债基金 vs 短债理财的银行二永债票面利率来看，两者差异不大

票面利率 (%)	短债基金 (前五债券)												短债理财 (前十持仓)										
	2021				2022				2023				2021				2022				2023		
	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3
商业银行	3.88	3.80	3.77	3.74	3.63	3.49	3.35	3.62	4.06	3.86	3.89	3.91	4.55	4.39	4.47	4.63	4.41	4.43	4.28	4.23	4.35	4.34	4.27
银行二级	4.45	4.14	4.21	4.29	4.58	4.48	4.43	4.45	4.49	4.32	4.30	4.22	4.59	4.34	4.35	4.53	4.45	4.48	4.33	4.27	4.38	4.38	4.28
银行永续	-	-	4.06	4.73	4.23	3.99	4.04	4.41	4.36	4.56	4.46	4.40	4.57	4.46	4.52	4.58	4.24	4.33	4.28	4.34	4.40	4.37	4.31
银行普通	3.97	3.86	3.50	3.30	3.13	3.17	3.19	3.20	3.26	3.09	3.02	2.95	5.00	-	6.35	6.05	5.85	5.55	4.14	2.99	2.80	2.97	2.96
银行专项	3.64	3.56	3.70	2.92	3.02	2.87	2.83	2.88	2.96	3.18	3.15	3.10	-	-	-	-	-	2.82	2.81	2.89	3.04	3.12	2.80
银行转债	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	0.20	0.20	0.20	-	0.20	0.22	0.20	0.20	0.20	0.20	0.20
AMC	3.65	3.83	3.65	3.82	3.50	3.79	-	-	-	-	-	-	4.95	-	4.40	4.75	4.67	4.61	4.42	4.46	4.52	4.48	4.63
AMC二级	-	-	-	-	-	4.90	-	-	-	-	-	-	4.95	-	-	4.63	4.45	4.45	4.47	4.52	4.54	4.52	4.67
AMC永续	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	4.40	4.82	4.83	4.73	4.44	4.45	4.51	4.49	4.61
AMC普通	3.65	3.83	3.65	3.82	3.50	3.42	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	4.30	3.70	-	-	3.90	4.75
证券公司	3.44	3.27	3.04	3.08	2.95	2.80	2.84	2.67	2.94	3.03	3.25	3.07	4.31	4.25	4.27	4.22	4.21	3.79	3.57	3.68	3.73	3.75	3.59
保险公司	-	-	-	-	-	4.28	4.28	5.11	4.05	4.51	4.42	4.21	4.80	4.80	4.54	4.45	4.50	4.27	4.60	4.63	4.36	4.44	4.42
其它金融机构	4.71	4.16	3.54	3.77	3.72	3.25	3.46	3.63	3.55	3.61	3.49	3.32	3.74	3.74	3.97	4.39	4.47	3.94	3.81	3.91	3.73	3.93	3.54
金融债(不含政金债)	3.70	3.59	3.43	3.46	3.41	3.36	3.25	3.47	3.82	3.74	3.81	3.78	4.50	4.36	4.44	4.58	4.39	4.36	4.19	4.14	4.24	4.24	4.15

数据来源：普益标准、开源证券研究所

图29：短债基金 vs 短债理财的银行二永债估价收益率来看，后者明显更高

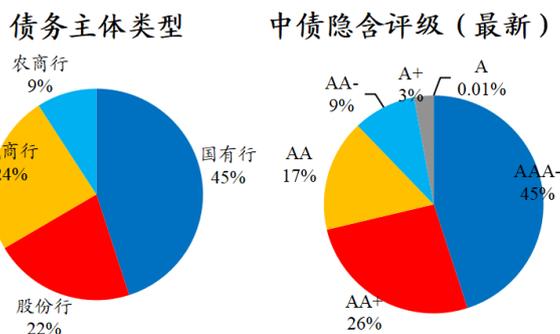
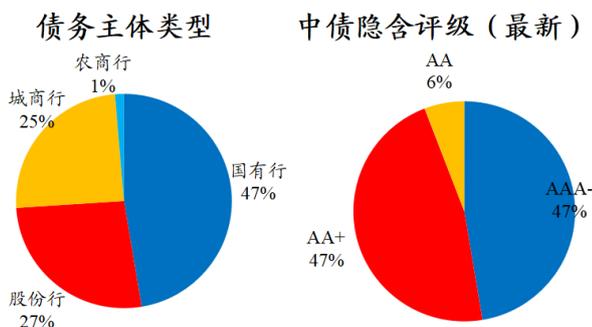
中债估价收益率 (%)，截至当期末	短债基金 (前五债券)												短债理财 (前十持仓)										
	2021				2022				2023				2021				2022				2023		
	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3
商业银行	3.04	2.90	3.03	3.03	2.83	2.54	2.29	2.83	2.89	2.59	2.75	2.67	4.01	3.92	3.89	3.61	3.70	3.32	3.09	4.10	4.14	3.68	3.68
银行二级	3.43	3.46	3.47	3.28	3.12	2.73	2.50	3.15	2.98	2.67	2.80	2.72	3.84	3.81	3.67	3.52	3.65	3.24	2.97	3.88	3.82	3.52	3.52
银行永续	-	-	4.00	3.13	3.34	3.44	2.99	3.40	3.31	3.01	3.06	2.86	4.22	4.04	4.24	3.80	3.84	3.53	3.30	4.51	4.54	3.87	3.82
银行普通	2.96	2.81	2.80	2.76	2.71	2.44	2.28	2.61	2.64	2.40	2.56	2.46	3.36	-	3.38	3.24	3.04	2.58	2.35	2.72	2.70	2.56	2.57
银行专项	3.09	2.85	2.75	2.83	2.58	2.39	2.18	2.53	2.62	2.38	2.55	2.43	-	-	-	-	-	2.54	2.45	2.83	2.80	2.53	2.87
银行转债	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
AMC	3.19	3.08	2.79	2.70	3.62	2.70	-	-	-	-	-	-	4.13	-	4.50	4.16	3.86	3.71	3.79	4.99	4.97	4.35	4.73
AMC二级	-	-	-	-	-	2.32	-	-	-	-	-	-	4.13	-	-	3.60	3.44	3.09	3.56	4.40	4.38	3.99	4.32
AMC永续	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	4.50	4.50	4.15	4.02	3.87	5.12	5.09	4.51	4.91
AMC普通	3.19	3.08	2.79	2.70	3.62	2.83	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	3.22	3.21	-	-	3.54	3.35
证券公司	3.18	3.00	2.89	2.72	2.66	2.21	2.28	2.71	2.73	2.43	2.68	2.56	3.80	3.99	3.69	3.61	3.72	2.94	2.73	3.71	3.47	3.09	3.04
保险公司	-	-	-	-	-	2.80	2.40	2.41	3.07	2.57	2.70	2.79	3.81	3.63	3.50	3.41	3.24	3.79	2.91	3.97	4.11	3.65	3.69
其它金融机构	3.38	3.53	3.10	2.78	2.60	2.39	2.26	2.92	2.80	2.30	2.55	2.65	3.64	3.79	2.98	3.12	3.19	3.08	2.66	3.84	4.14	3.88	3.02
金融债(不含政金债)	3.14	2.99	2.97	2.87	2.78	2.48	2.29	2.79	2.86	2.56	2.73	2.66	3.97	3.93	3.85	3.61	3.70	3.29	3.05	4.05	4.05	3.60	3.60

数据来源：普益标准、开源证券研究所

短债理财持有的二永债适当下沉到 AA 以下城农商行。2023Q3 末短债基金前五重仓债券中，持有的二级资本债 74%为国股行发行的，而农商行发行的仅占 1%，按隐含评级来看 94%都是 AA+及以上等级，剩余 6%均为 AA 级。而短债理财持仓更为下沉，前十持仓中的银行二级资本中有 9%为农商行发行的，按隐含评级来看 AA 级以下占比 12%。

图30：短债基金持有的二级资本债多为高等级（2023Q3 末，图中为资产规模占比）

图31：短债理财持有二级资本债更为下沉（2023Q3 末，图中为资产规模占比）



数据来源：Wind、普益标准、开源证券研究所（注：统计范围为前五大重仓债券）

数据来源：Wind、普益标准、开源证券研究所（注：统计范围为前十大持仓）

图32：短债基金 vs 短债理财的金融债隐含评级来看，后者更为下沉

隐含评级 (当期末)	短债基金（前五债券）												短债理财（前十持仓）										
	2021				2022				2023				2021			2022			2023				
	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3
AAA+	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
AAA	25.1%	27.4%	33.7%	25.2%	21.1%	11.6%	15.1%	17.5%	18.6%	12.2%	10.9%	8.8%	2.8%	0.9%	0.9%	1.0%	0.7%	0.8%	1.1%	1.9%	1.6%	1.0%	1.2%
AAA-	50.9%	54.8%	46.0%	51.2%	56.3%	70.9%	70.6%	56.0%	47.2%	50.8%	54.2%	54.2%	40.8%	58.8%	54.8%	44.5%	48.8%	46.8%	51.6%	41.2%	34.9%	32.5%	38.5%
AA+	18.3%	13.0%	10.0%	16.5%	16.4%	12.4%	10.4%	21.2%	28.1%	34.8%	30.1%	32.5%	43.9%	32.7%	28.2%	34.4%	29.5%	26.7%	25.4%	27.5%	29.6%	30.8%	31.7%
AA	5.0%	3.3%	8.5%	6.1%	4.7%	4.2%	2.7%	5.2%	6.0%	2.2%	4.8%	4.4%	7.7%	4.9%	11.2%	10.6%	10.4%	8.0%	7.7%	11.1%	9.6%	9.2%	9.4%
AA(2)	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
AA-	0.7%	0.5%	1.8%	1.0%	1.5%	0.9%	1.2%	0.1%	0.1%	0.0%	0.0%	0.1%	3.7%	2.2%	3.1%	8.2%	7.4%	6.2%	3.8%	5.6%	7.0%	6.7%	6.3%
A+	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.4%	0.4%	1.5%	1.4%	1.0%	0.5%	0.4%	0.5%	1.0%	1.0%	0.8%
A	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.2%	0.1%	0.1%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
A-	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
BBB	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
BBB-	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
BB+	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
BB	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
B	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
CC	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
C	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
未评级	0.0%	0.9%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.7%	0.0%	0.4%	0.0%	1.9%	10.8%	9.9%	12.2%	16.3%	18.8%	12.1%
合计	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%

数据来源：普益标准、开源证券研究所

金融债久期方面，短债理财普遍长于短债基金。2023Q3 末短债基金、短债理财的金融债平均剩余期限分别为 2.4Y、3.7Y，其中短债理财在银行二永债、证券公司债和保险公司债上均久期更长。从时间序列的趋势来看，短债理财的金融债久期逐渐拉长，短债理财则边际缩短，但两者仍有一定差距。

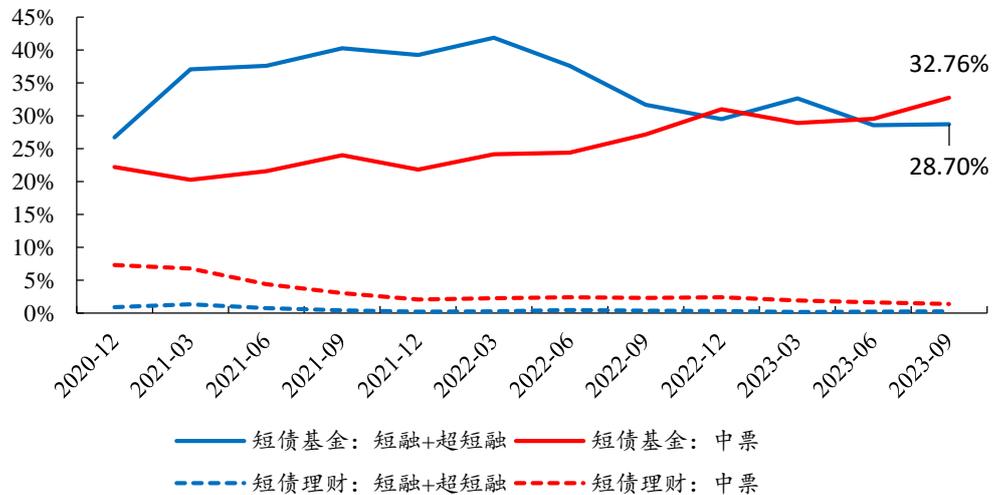
图33：短债基金 vs 短债理财的金融债平均剩余期限来看，后者明显更长

平均剩余期限 (年)	短债基金（前五债券）												短债理财（前十持仓）											
	2021				2022				2023				2021				2022				2023			
	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	
商业银行	0.8	1.2	2.1	4.0	2.2	1.9	1.4	1.8	2.4	2.8	2.7	2.7	3.5	4.9	4.5	4.3	4.5	4.5	4.4	4.9	4.5	4.3	4.1	
银行二级	1.6	4.1	3.9	6.2	3.7	3.2	1.6	2.9	3.3	4.4	4.4	4.4	3.2	6.0	5.7	5.2	5.5	5.5	5.8	6.5	6.1	6.4	6.5	
银行永续	-	-	4.7	2.5	3.3	3.6	3.7	1.7	1.9	1.3	1.1	0.9	3.8	3.7	3.6	3.4	3.6	3.0	3.1	3.1	2.9	2.6	2.5	
银行普通	0.7	0.8	1.2	1.7	1.6	1.5	1.5	1.2	0.9	1.3	1.0	1.1	2.0	-	1.3	1.2	1.1	1.0	1.4	1.7	1.3	1.7	1.3	
银行专项	0.8	0.9	0.8	2.2	1.0	1.1	1.1	1.0	0.7	1.1	1.0	1.0	-	-	-	-	1.7	2.4	1.8	1.4	1.5	2.1	-	
银行转债	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	2.3	1.7	3.7	-	4.7	4.3	3.6	3.3	5.5	3.8	2.5	
AMC	1.0	0.5	0.5	0.4	1.8	0.4	-	-	-	-	-	-	2.1	-	4.9	5.2	5.3	4.4	4.3	4.3	3.8	3.9	3.1	
AMC 二级	-	-	-	-	-	0.2	-	-	-	-	-	-	2.1	-	-	6.2	6.6	6.4	6.0	5.8	4.9	5.0	3.5	
AMC 永续	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	4.9	4.6	4.3	4.1	4.1	3.9	3.6	3.4	3.0	
AMC 普通	1.0	0.5	0.5	0.4	1.8	0.5	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	2.1	0.1	-	-	-	6.7	3.5	
证券公司	1.3	1.2	1.2	1.0	0.7	0.6	0.6	0.5	0.7	0.8	0.8	0.9	1.4	2.1	2.0	2.4	2.3	1.9	2.1	2.2	2.0	2.0	1.8	
保险公司	-	-	-	-	-	1.7	1.5	0.3	3.0	1.3	2.5	3.4	2.7	2.4	3.7	4.5	4.6	8.7	6.7	6.9	7.6	6.0	6.7	
其它金融机构	1.0	1.6	1.2	0.8	0.5	1.1	1.0	1.1	0.9	0.5	0.7	0.8	1.6	1.7	0.6	3.2	3.6	2.4	2.0	1.7	1.3	1.2	1.8	
金融债(不含政金债)	1.1	1.2	1.5	2.3	1.7	1.6	1.2	1.4	2.0	2.4	2.4	2.4	3.1	4.4	4.1	4.1	4.2	4.2	4.1	4.4	4.1	3.9	3.7	

数据来源：普益标准、开源证券研究所

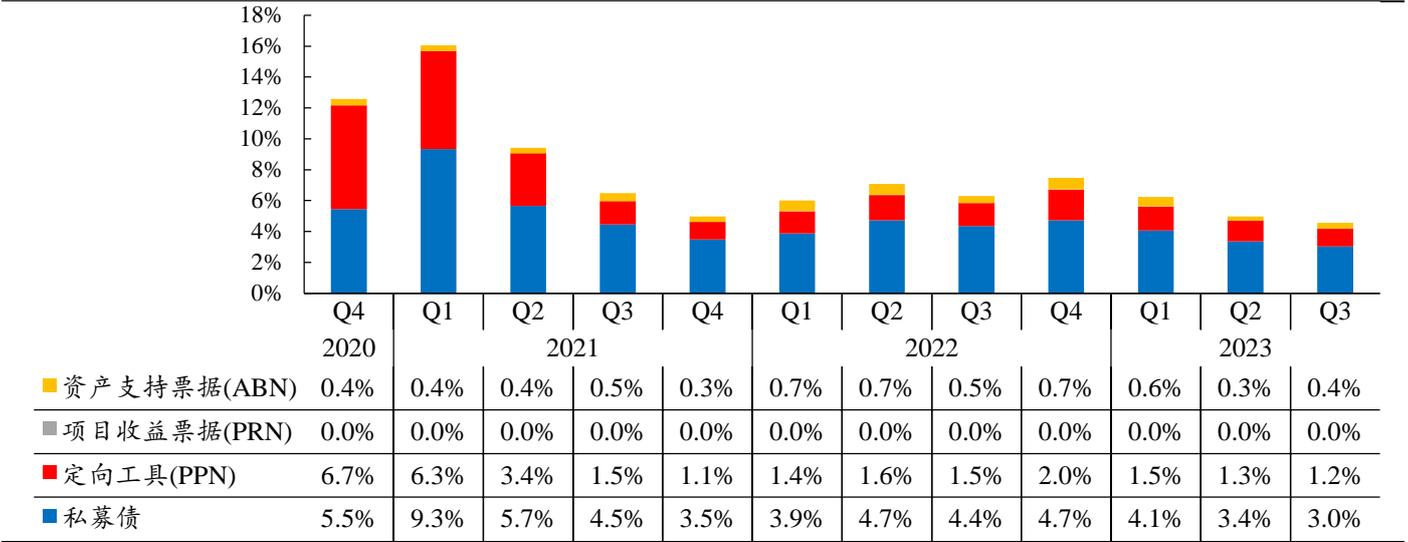
3.2.2、信用债：同时采用拉久期+沉信用

短融和中票是短债基金的主力券种，而短债理财较少直接投资。短债基金更偏好流动性较强的高评级品种如（超）短融和中票，2023Q3 末两者合计占比约 6 成，因此（超）短融和中票的收益率也成为短债基金产品收益率的中枢。与之相反，短债理财直接持有的（超）短融和中票占比较低，更多通过资管产品和基金间接持有。

图34：（超）短融和中票是短债基金的主力品种，而短债理财直接投资较少


数据来源：普益标准、开源证券研究所（注：短债基金为全部持仓口径；短债理财为前十持仓口径，考虑到可通过资管产品和基金间接投资，故此占比可能低于实际占比）

短债理财可通过“品种下沉”做高收益。短债理财前十持仓中按占比来看，私募债>PPN>ABN>PRN（2023Q3 末），五类债券合计约 5%，而短债基金前五大重仓债券中均未出现这四类品种，品种下沉仍是理财增厚收益的一大优势。

图35：短债理财下沉品种占比：私募债>PPN>ABN>PRN（2023Q3末）


数据来源：普益标准、开源证券研究所

短债理财和基金在一般公司债、短融和中票的票面利率差异不大。从票面利率来看，短债基金和短债理财在一般公司债、短融和中票上差距不大，而在一般企业债和超短融的票面利率差异较大。下沉品种上，短债理财持有的私募债、PPN和PRN票面利率仍高于4.5%，具有一定的收益优势。

图36：短债基金 vs 短债理财信用债票面利率来看，后者明显更高

票面利率 (%)	短债基金（前五债券）												短债理财（前十持仓）										
	2021				2022				2023				2021				2022				2023		
	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3
一般企业债	5.35	5.59	4.79	4.97	4.98	5.01	5.05	4.44	4.67	4.51	4.35	4.56	5.80	5.85	6.21	6.11	5.76	5.76	5.65	5.89	5.61	5.91	5.29
一般公司债	4.38	4.07	4.25	3.97	4.22	4.23	4.32	3.92	4.08	4.07	4.14	4.00	4.58	4.60	4.76	4.78	4.39	4.18	4.01	3.98	3.95	3.93	3.97
私募债	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	5.55	5.57	5.58	5.70	5.70	5.57	5.47	5.28	5.23	5.08	5.00
债务融资工具	3.85	3.93	3.71	3.67	3.51	3.57	3.35	3.34	3.45	3.63	3.76	3.67	5.07	5.01	4.84	4.84	4.77	4.61	4.54	4.35	4.51	4.47	4.35
超短期融资券(SCP)	2.94	2.97	2.94	2.93	2.70	2.54	2.27	2.33	2.53	2.55	2.91	2.83	3.86	4.29	4.11	4.47	3.93	3.65	3.23	3.55	3.87	4.02	3.80
短期融资券(CP)	3.32	3.67	3.40	3.19	3.18	2.84	2.72	2.54	2.84	2.88	3.46	3.45	4.09	4.05	4.22	4.01	3.94	3.97	3.55	3.59	3.86	4.16	3.62
中期票据(MTN)	4.75	4.70	4.48	4.53	4.42	4.54	4.18	4.16	4.22	4.28	4.19	4.09	5.12	5.04	4.87	4.87	4.76	4.59	4.56	4.26	4.40	4.42	4.21
定向工具(PPN)	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	5.21	5.17	5.11	5.00	5.03	4.97	4.89	4.76	4.82	4.68	4.63
项目收益票据(PRN)	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	4.67	-	-	5.15	5.15	5.15	-	5.17	4.65	4.34	4.58
资产支持票据(ABN)	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	4.70	4.51	4.36	4.52	4.25	4.06	4.11	3.96	4.14	4.01	4.22
ABS	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	4.36	4.67	4.38	4.23	4.20	4.17	3.85	3.64	3.65	3.59	3.73
非金融企业可转债	-	0.30	0.40	0.20	0.30	-	-	-	-	-	-	-	-	-	0.20	-	-	-	-	-	-	-	-
可交换债	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	0.10	1.70	-	1.40	1.40	-	-	-
信用债(不含金融债)	4.00	4.02	3.80	3.75	3.64	3.69	3.51	3.44	3.54	3.70	3.80	3.73	5.25	5.26	5.23	5.28	5.22	5.07	4.92	4.74	4.76	4.71	4.61
其中：城投债	4.28	4.50	4.00	4.07	3.93	4.18	4.20	3.87	3.86	3.94	4.07	4.00	5.44	5.46	5.48	5.59	5.57	5.40	5.29	5.12	5.09	4.98	4.82
固定收益类	3.55	3.52	3.41	3.34	3.29	3.18	3.05	3.09	3.22	3.26	3.34	3.27	4.84	4.74	4.60	4.64	4.56	4.45	4.34	4.29	4.40	4.35	4.23

数据来源：普益标准、开源证券研究所

但两者在各类信用债的二级市场收益率上差异明显。从估价收益率来看，短债基金2023年末持有的超短融、短融和中票均降至2.85%以下，主要由于其倾向于挑选较为优质的热门品种。而短债理财持有这三类债券的收益率均高于3.2%，考虑适当做了下沉和部分拉长久期。从下沉的四类品种来看，除了ABN收益率降至3.2%以下，其余三类（私募债、PPN和PRN）均在4%附近甚至更高。

图37: 短债基金 vs 短债理财信用债估价收益率来看, 后者明显更高

中债估价收益率 (%, 截至当期末)	短债基金 (前五债券)												短债理财 (前十持仓)										
	2021				2022				2023				2021				2022				2023		
	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3
一般企业债	4.29	4.53	3.66	3.52	3.28	2.92	2.66	4.02	3.40	3.12	3.29	3.01	5.96	5.96	5.65	5.46	5.06	4.72	4.05	5.56	4.95	4.74	4.42
一般公司债	7.06	3.83	3.41	3.34	3.26	2.93	3.17	3.65	3.49	3.04	3.14	3.09	4.64	4.72	4.63	5.27	17.54	4.33	5.46	4.50	4.24	3.76	4.08
私募债	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	5.60	8.62	5.48	5.41	5.83	4.82	4.55	5.86	5.09	4.59	4.21
债务融资工具	3.33	3.33	3.11	3.04	2.95	2.59	2.55	3.41	3.14	2.81	2.95	2.80	4.61	4.55	4.21	4.14	4.11	3.67	3.46	4.62	4.36	3.91	3.73
超短期融资券(SCP)	2.90	2.93	2.89	2.92	2.75	2.30	2.45	3.11	3.01	2.50	2.83	2.71	3.94	4.57	3.73	4.16	3.73	3.14	3.08	4.50	4.30	3.37	3.23
短期融资券(CP)	3.38	3.53	3.17	2.98	2.91	2.36	2.51	3.28	3.10	2.72	2.89	2.84	4.58	4.06	3.99	3.60	3.33	3.07	2.94	4.62	4.19	3.79	3.36
中期票据(MTN)	3.71	3.60	3.30	3.17	3.17	2.86	2.62	3.63	3.25	2.98	3.02	2.84	4.59	4.52	4.03	4.02	4.10	3.56	3.39	4.39	4.18	3.88	3.64
定向工具(PPN)	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	4.68	4.63	4.62	4.39	4.29	4.03	3.79	5.32	4.79	4.14	3.97
项目收益票据(PRN)	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	6.00	-	-	3.91	3.89	3.59	-	4.37	5.47	4.47	4.11
资产支持票据(ABN)	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	4.45	4.40	3.92	3.90	3.82	3.35	3.02	3.39	3.51	3.18	3.17
ABS	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	4.14	4.33	4.14	4.07	5.98	3.94	4.03	4.21	7.86	3.43	3.54
非金融企业可转债	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
可交换债	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
信用债(不含金融债)	3.67	3.45	3.15	3.08	2.99	2.63	2.60	3.46	3.18	2.84	2.98	2.83	5.06	6.40	4.86	4.87	5.79	4.31	4.14	5.16	4.89	4.21	4.00
其中: 城投债	3.77	3.72	3.41	3.32	3.12	2.84	2.76	3.93	3.33	3.04	3.07	2.88	5.26	5.26	5.16	5.17	5.06	4.56	4.25	5.61	4.94	4.47	4.10
固定收益类	3.18	2.97	2.86	2.76	2.70	2.35	2.28	2.87	2.83	2.47	2.65	2.52	4.57	5.34	4.16	4.13	4.64	3.64	3.49	4.48	4.42	3.84	3.69

数据来源: 普益标准、开源证券研究所

短债理财重点挖掘 AA(2)等级的信用债。隐含评级来看, 短债基金持仓的 9 成信用债均为 AA 级(含)以上, 短债理财约有超 4 成在 AA 级以下, 这部分较低评级的债券主要是四类下沉品种(私募债/PPN/ABN/PRN)和少部分中票, 其中也包括部分城投债。

图38: 短债基金 vs 短债理财信用债隐含评级来看, 后者更为下沉

隐含评级 (当期末)	短债基金 (前五债券)												短债理财 (前十持仓)										
	2021				2022				2023				2021				2022				2023		
	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3
AAA+	10.2%	13.6%	8.4%	9.0%	16.2%	21.7%	29.0%	10.7%	11.0%	6.6%	1.7%	1.5%	1.5%	1.7%	0.8%	0.8%	1.1%	1.4%	3.0%	1.3%	0.6%	0.5%	0.4%
AAA	10.0%	18.5%	17.9%	14.5%	14.9%	17.9%	17.7%	16.7%	17.2%	19.3%	18.5%	16.2%	7.9%	7.7%	8.8%	7.9%	8.5%	6.7%	8.2%	7.3%	5.7%	5.0%	5.7%
AAA-	18.0%	13.4%	13.1%	14.5%	10.4%	13.0%	11.6%	13.2%	11.4%	9.4%	11.0%	13.7%	5.3%	5.8%	6.2%	6.1%	5.1%	4.6%	3.5%	5.7%	5.4%	3.2%	4.2%
AA+	40.1%	33.8%	37.5%	38.3%	33.6%	26.3%	22.0%	32.4%	30.4%	37.5%	32.0%	34.8%	20.9%	18.7%	21.6%	20.6%	20.3%	19.4%	15.8%	17.7%	18.9%	19.7%	18.3%
AA	14.7%	13.3%	15.7%	16.0%	19.1%	13.2%	12.0%	17.7%	21.0%	17.7%	27.0%	23.7%	24.2%	24.7%	25.8%	25.8%	27.9%	25.3%	26.4%	24.8%	27.2%	27.3%	27.3%
AA(2)	5.2%	4.6%	5.3%	7.1%	5.5%	6.6%	7.1%	8.6%	8.4%	8.7%	9.1%	8.8%	27.8%	28.5%	26.6%	27.6%	24.9%	29.9%	30.9%	32.3%	31.6%	34.8%	35.8%
AA-	0.7%	2.4%	2.2%	0.6%	0.3%	1.2%	0.5%	0.8%	0.5%	0.8%	0.8%	1.2%	9.5%	10.7%	8.4%	9.6%	10.4%	11.0%	9.9%	9.4%	9.2%	8.2%	7.2%
A+	0.1%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.1%	0.0%	0.1%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.8%	0.8%	0.6%	0.6%	0.5%	0.4%	0.1%	0.4%	1.0%	1.0%	0.7%
A	1.0%	0.3%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.0%	0.1%	0.0%	0.0%	0.1%	0.1%
A-	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.1%	0.1%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
BBB	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
BBB-	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
BB+	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
BB	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
B	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.4%	0.0%	0.1%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
CC	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.2%	0.2%	0.2%	0.0%	0.4%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.0%
C	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.6%	0.4%	0.1%	0.1%	0.1%	0.0%	0.0%	0.1%	0.1%	0.0%	0.0%
未评级	0.0%	0.2%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.8%	0.5%	0.7%	0.8%	0.7%	1.0%	1.8%	1.0%	0.2%	0.2%	0.2%
合计	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%

数据来源: 普益标准、开源证券研究所

短债基金的信用债不够下沉, 主要由于监管对其有着较高的评级要求。2023 年 4 月, 监管规定新批的债基投资于信用债的评级需在 AA+(含)以上, 其中 AA+占比不能超过 20%, 而原先这一上限为 50%。此外, 对于开放式债基来说, 只有 AAA 评级的信用债才使用杠杆, AA+及以下信用债不得使用杠杆。因此短债基金采用信用下沉获取票息保护受到较大的限制。

表5：新的监管规定已限制债基投资等级较低的信用债

日期	来源	债基的信用债规定
2023-04	媒体、产品说明书（官方文件未公开）	<ul style="list-style-type: none"> • 新批的债基：投资于信用债（含资产支持证券）的评级须在 AA+（含）以上，AA+信用债占信用债的比例不高于 20%（此前这一标准多为“不高于 50%”，但对于面向零售客户的债基上限仍为 50%） • 开放式债基：只有 AAA 评级的信用债才能使用杠杆，杠杆率不超 120%（定开债对 AAA 级信用债的杠杆比例要求不变，还是不超过 140%）；AA+及以下信用债不得使用杠杆

资料来源：中国基金报公众号、开源证券研究所

信用债久期方面，短债理财显著长于短债基金。信用债平均剩余期限来看，2023Q3 末短债基金、短债理财分别为 0.8Y、2.2Y，具体券种来看，除了短融和超短融外，短债理财在其余券种上均有适当的久期拉长。

图39：短债基金 vs 短债理财信用债平均剩余期限来看，后者明显更长

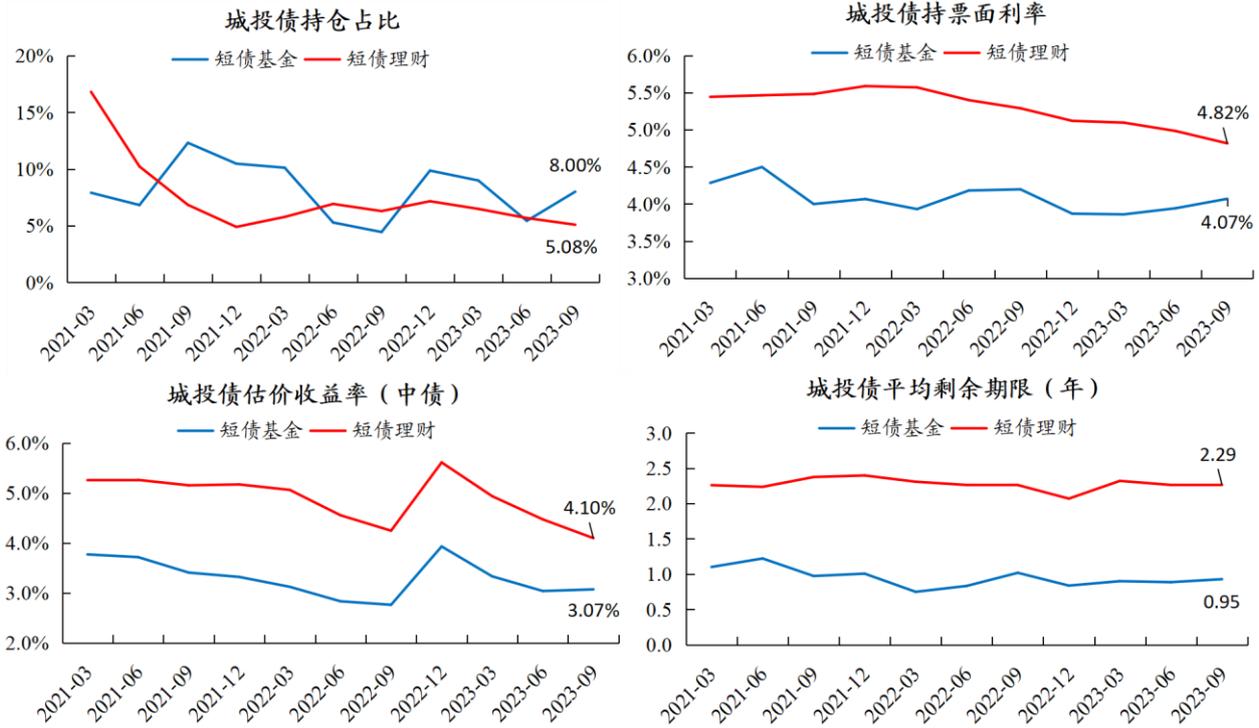
平均剩余期限 (年)	短债基金（前五债券）												短债理财（前十持仓）										
	2021				2022				2023				2021				2022				2023		
	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3
一般企业债	1.9	2.4	2.4	1.6	1.0	1.4	1.2	1.4	1.6	1.6	1.4	2.3	3.8	4.2	4.4	4.1	4.5	4.3	4.2	4.2	4.2	3.6	4.2
一般公司债	1.4	1.6	1.3	1.3	0.8	1.0	0.8	0.9	1.3	1.0	1.2	1.5	2.1	2.2	2.2	2.3	2.2	2.5	2.4	2.4	2.3	2.4	2.3
私募债	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	2.3	2.2	2.2	2.2	2.0	2.0	2.0	1.9	2.2	2.2	2.2
债务融资工具	0.7	0.7	0.7	0.7	0.6	0.6	0.7	0.7	0.7	0.8	0.8	0.8	1.7	1.7	1.7	1.8	1.8	1.7	1.8	1.8	1.7	1.8	1.8
超短期融资券(SCP)	0.2	0.2	0.3	0.3	0.3	0.2	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	0.4	0.3	0.3	0.3	0.2	0.3
短期融资券(CP)	0.5	0.5	0.6	0.6	0.5	0.4	0.5	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4	0.6	0.5	0.5	0.4	0.5	0.3	0.5	0.4	0.5	0.3	0.6
中期票据(MTN)	1.1	1.1	1.0	1.0	1.0	1.0	1.1	0.9	1.0	1.1	1.1	1.0	1.7	1.7	1.6	1.6	1.7	1.8	1.9	1.8	1.6	1.7	1.7
定向工具(PPN)	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	1.8	1.8	2.1	2.1	2.0	2.0	2.0	1.9	1.8	1.9	2.1
项目收益票据(PRN)	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	15.0	-	-	1.2	1.0	0.7	-	0.8	9.9	8.0	8.1
资产支持票据(ABN)	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	1.3	2.1	2.0	3.4	2.4	1.7	1.6	2.2	2.5	2.9	1.9
ABS	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	2.1	4.4	4.3	3.9	3.3	4.6	4.5	4.4	4.4	4.6	4.7
非金融企业可转债	-	0.2	5.9	6.0	6.0	-	-	-	-	-	-	-	-	-	5.1	-	-	-	-	-	-	-	-
可交换债	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	0.2	0.1	-	0.3	0.1	-	-	-
信用债(不含金融债)	0.8	0.9	0.8	0.8	0.7	0.7	0.8	0.7	0.8	0.8	0.8	0.9	2.1	2.1	2.2	2.4	2.2	2.2	2.2	2.2	2.3	2.2	2.2
其中：城投债	1.1	1.2	1.0	1.0	0.8	0.9	1.0	0.9	0.9	0.9	0.9	1.0	2.3	2.3	2.4	2.4	2.3	2.3	2.3	2.1	2.3	2.3	2.3
固定收益类	1.0	1.0	1.0	1.1	0.8	0.9	1.0	0.9	1.0	1.3	1.2	1.4	2.2	2.4	2.4	2.4	2.5	2.6	2.8	2.7	2.6	2.5	2.5

数据来源：普益标准、开源证券研究所

3.2.3、城投债：重点挖掘 AA(2)、首选区县级

短债理财在城投债方面也同时采用了拉久期和沉信用。截至 2023Q3 末，短债理财持有城投债占 5.08%，略低于短债基金。票面利率从 2022Q2 之前的 5.5% 左右缓慢降至 2023Q3 末的 4.82%，但仍高出短债基金 75BP。估价收益率上，两者均在 2022Q4 债市赎回潮后急速上升，其后不断下降。2023Q3 末短债理财持有的城投债估价收益率平均为 4.10%，高出短债基金 103BP。前者估价收益率较高，原因一是拉久期，平均剩余期限为 2.3Y 左右，而短债基金城投债基本为 1Y 以内；二是做下沉，隐含评级 AA 以下城投债占比方面，短债理财占 6 成以上，而短债基金不到 3 成。

图40: 短债基金 vs 短债理财的城投债对比来看, 后者更为下沉+久期更长



数据来源: 普益标准、开源证券研究所 (注: 短债基金为前五大重仓债券口径, 短债理财为前十持仓口径)

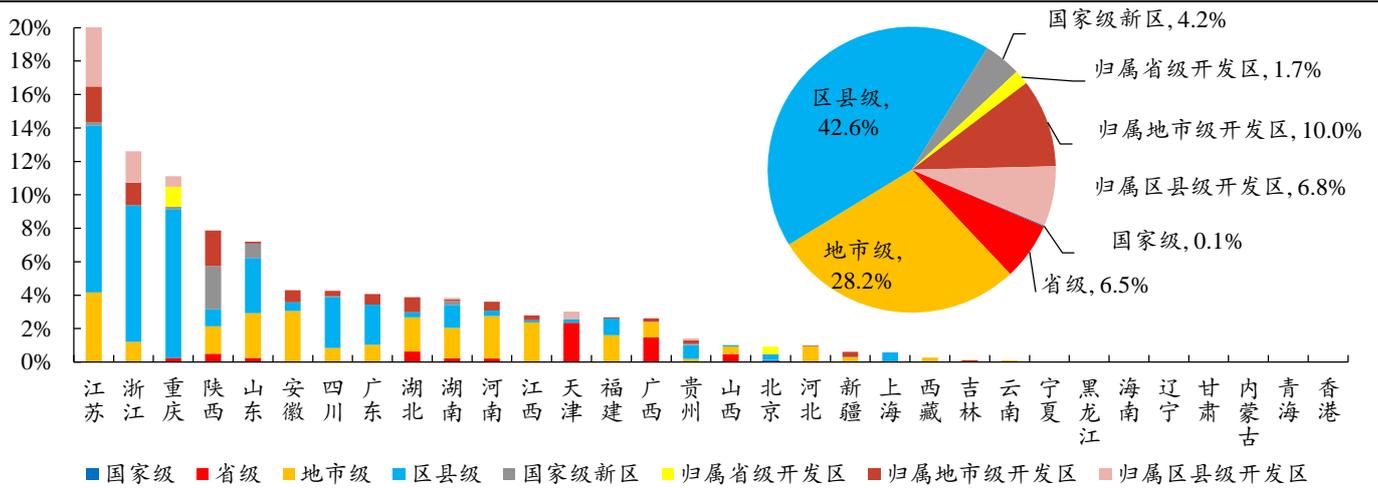
图41: 短债基金 vs 短债理财的城投债隐含评级来看, 后者更为下沉

隐含评级 (当期末)	短债基金 (前五债券)												短债理财 (前十持仓)										
	2021				2022				2023				2021				2022				2023		
	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3
AAA+	0.6%	0.0%	0.1%	1.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.3%	0.2%	0.0%	0.3%	0.2%	0.0%	0.1%
AAA	14.0%	24.4%	23.8%	15.6%	22.7%	23.1%	12.9%	14.3%	20.4%	18.5%	16.0%	14.4%	2.7%	2.4%	2.1%	0.9%	0.7%	1.2%	0.9%	1.5%	1.1%	0.8%	0.3%
AAA-	0.7%	0.0%	1.2%	0.8%	0.0%	0.0%	0.1%	0.0%	0.2%	0.1%	0.5%	0.7%	0.1%	0.1%	0.0%	0.0%	0.2%	0.3%	0.3%	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%
AA+	37.7%	30.9%	36.6%	43.7%	38.3%	33.4%	30.6%	38.5%	36.6%	34.8%	31.8%	34.2%	14.4%	11.7%	12.6%	10.8%	10.3%	11.2%	9.5%	8.1%	9.4%	10.5%	9.3%
AA	26.1%	25.1%	18.9%	18.9%	22.2%	17.2%	22.9%	21.0%	19.2%	16.2%	28.9%	26.7%	26.1%	26.8%	29.7%	27.7%	30.8%	26.4%	27.0%	24.2%	26.0%	26.5%	26.4%
AA(2)	18.9%	16.3%	15.6%	18.7%	23.3%	31.9%	24.4%	22.6%	28.2%	21.1%	21.3%		44.3%	45.4%	44.0%	45.7%	41.9%	46.5%	47.9%	51.8%	49.5%	50.1%	52.5%
AA-	2.0%	2.4%	3.8%	1.3%	0.3%	3.0%	1.8%	1.8%	1.0%	2.2%	1.7%	2.6%	11.4%	12.6%	10.5%	13.9%	15.1%	14.0%	14.2%	13.4%	12.5%	10.7%	10.1%
A+	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.7%	0.8%	0.8%	1.0%	0.4%	0.1%	0.1%	0.2%	0.8%	0.9%	0.7%
A	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%
A-	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.1%	0.1%	0.1%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
BBB	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
BBB-	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
BB+	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
BB	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
B	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
CC	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
C	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
未评级	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
合计	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%

数据来源: 普益标准、开源证券研究所

区县级是短债理财的持仓首选, 地市级次之。行政区域来看, 2023Q3 末短债理财在城投债中的重仓部分在区县级和地市级, 两者合计占比超 70%。省份来看, 江苏、浙江等强资质省份及重庆的区县级城投债占比较大, 占比均在 8% 以上, 理财对这些区域城投平台下沉意愿仍然比较强; 而对于经济相对不发达的省份如西藏、吉林、云南等 10 个省份, 持仓的仅限国家级和省级且规模均较小。

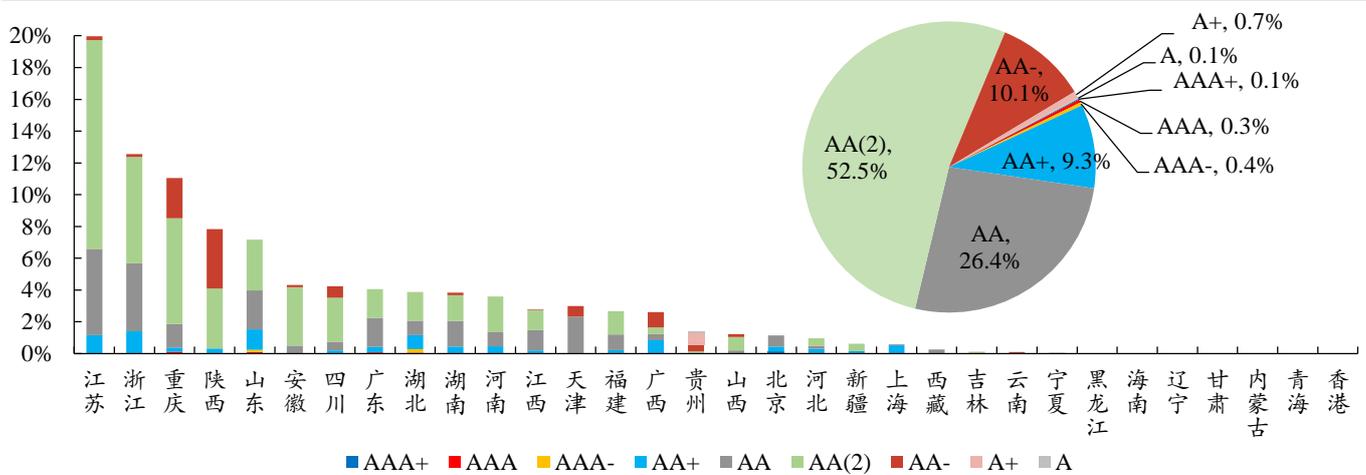
图42：短债理财持有的城投债中，规模前三大地区为江苏、浙江、重庆，三地均为区县级占比最大（2023Q3末）



数据来源：普益标准、开源证券研究所（注：统计范围为短债理财的前十持仓）

AA(2)级城投债被短债理财重点挖掘。通常以AA(2)为分界点，中债市场隐含评级AA(2)及以上品种的违约风险相对可控，而AA-及以下违约风险明显上升。在短久期偏好下，短债理财倾向于在AA(2)挖掘超额价值，2023Q3末持仓的城投债中AA(2)占比最高，为52.5%，AA级以26.4%次之，两者合计近80%。省份来看，仍是江苏、浙江和重庆的AA(2)占比最大，而AA-级则主要分布在重庆、陕西等地。

图43：短债理财持有的城投债中，AA(2)等级的规模占比最大（2023Q3末，按最新的隐含评级）



数据来源：普益标准、开源证券研究所（注：统计范围为短债理财的前十持仓）

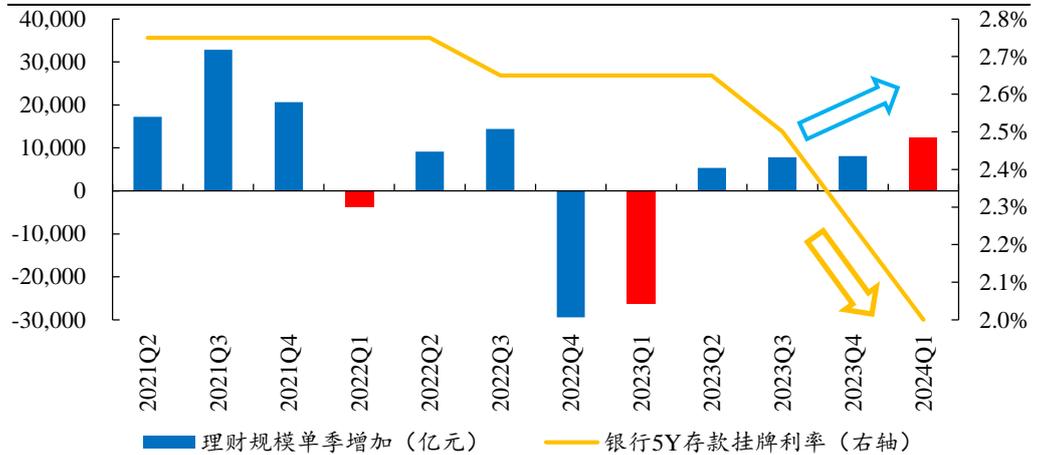
4、规模展望：存款降息+债牛行情，助力短债理财规模上升

尽管协议存款等低波资产迎来收束，但考虑到投资者对债市信心逐渐增强，短债理财有望更多承接来自存款和现金管理类产品溢出的资金；同时，理财仍拥有委外和信用下沉的优势，承接债券类资产的空间较大，年内有望实现规模较大幅度的增长。

4.1、资金端：“存款搬家”现象持续，债市信心逐步恢复

存款挂牌利率的下调，短久期理财有望承接部分存款。为了匹配贷款前置投放的节奏，银行通常在 Q1 发力存款营销，从而对理财形成一定替代作用，理财在 Q1 通常为负增长。但随着年初债市走牛，2024Q1 单季度（截至 2024-03-13）全市场理财规模已增长 1.23 万亿元，我们认为主要是投资者对债市信心逐渐恢复，叠加 2023 年底大行开启新一轮存款挂牌利率的下调，其中大行 5Y 以下定期存款利率降至 2% 以下，现金管理类和短债理财的收益率吸引力显著上升。

图44：随着存款挂牌利率持续下调，理财规模连续 4 个季度实现正增长



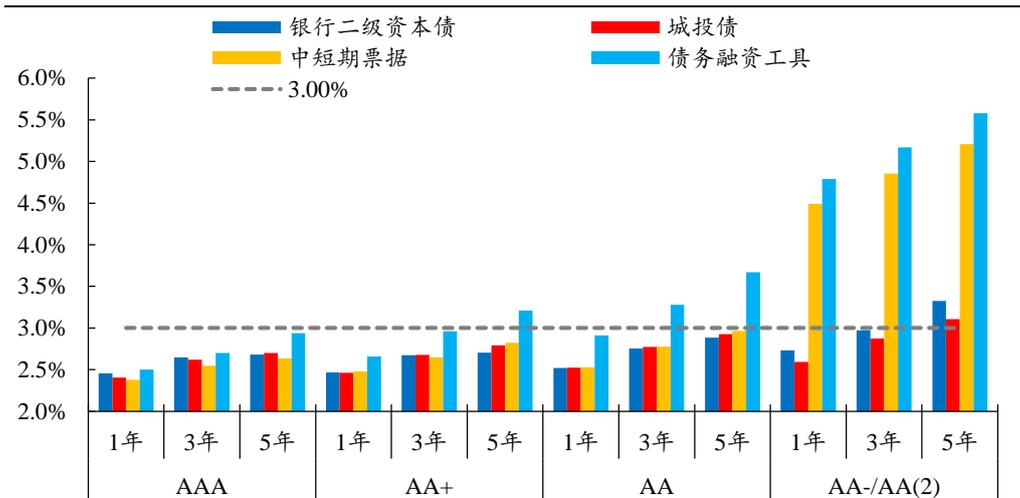
数据来源：普益标准、工商银行官网、开源证券研究所（注：图中存款挂牌利率为工商银行公示；2024Q1 理财规模截至 2024-03-13）

4.2、资产端：监管收束协议存款，短债更具吸引力

协议存款迎来收束，短债理财或加大债券配置。由于“存款搬家”，存款进入理财后再次以协议存款或大额存单的形式回流至银行负债端，无形中推高了银行负债成本，2023 年末理财投资债券比例和支持实体经济比例均降至新低，形成“资金空转”。2024 年 2 月，理财通过保险资管产品投资协议存款的模式迎来收束，原先可计入银行一般性存款的协议存款，今后须计入“同业存款”，将受到 MPA 对同业存款 1/3 的额度限制。

高等级优质资产荒，理财信用下沉优势凸显。现金管理类产品和短债理财是承接存款资金的最主要品种，但由于前者的债券投资范围仅限于 AA+（含）以上，故无法直接通过信用下沉博取超额收益。而短债理财并无此限制，通过挖掘 AA 等级、AA-/AA(2) 可获高的票息保护，同时加上拉久期的偏好较高，当下优质资产荒更有利于短债理财做收益、增规模。

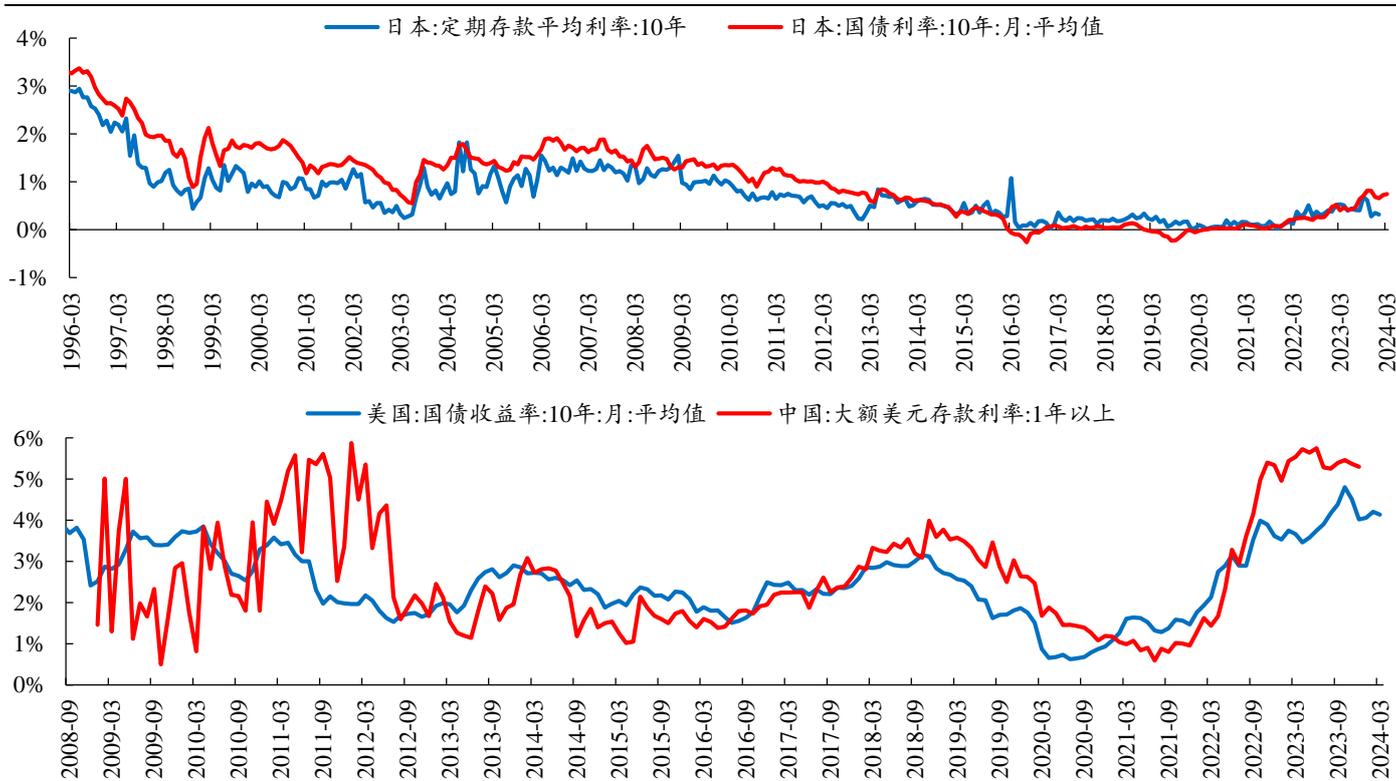
图45: AA级以下部分信用债仍有超额收益



数据来源: Wind、开源证券研究所 (注: 统计日期均为 2024-03-14)

债券利率趋势性下行, 短债产品迎来较好的交易性机会。参考日本和美国的经验, 其存款利率下行导致广谱利率中枢下降, 债券利率也将联动下行, 这将带动债券价格的上升, 也就是增加了短债类产品的交易性投资机会, 即使在票息利率较低的时期也能获得较好的资本利得。我们认为当下存款挂牌利率下调的进程还未结束, 短债产品的收益率有望保持较高水平, 相较于存款的吸引力持续增加。

图46: 国债利率和存款利率的长期走势基本一致 (以日本和美国为例)

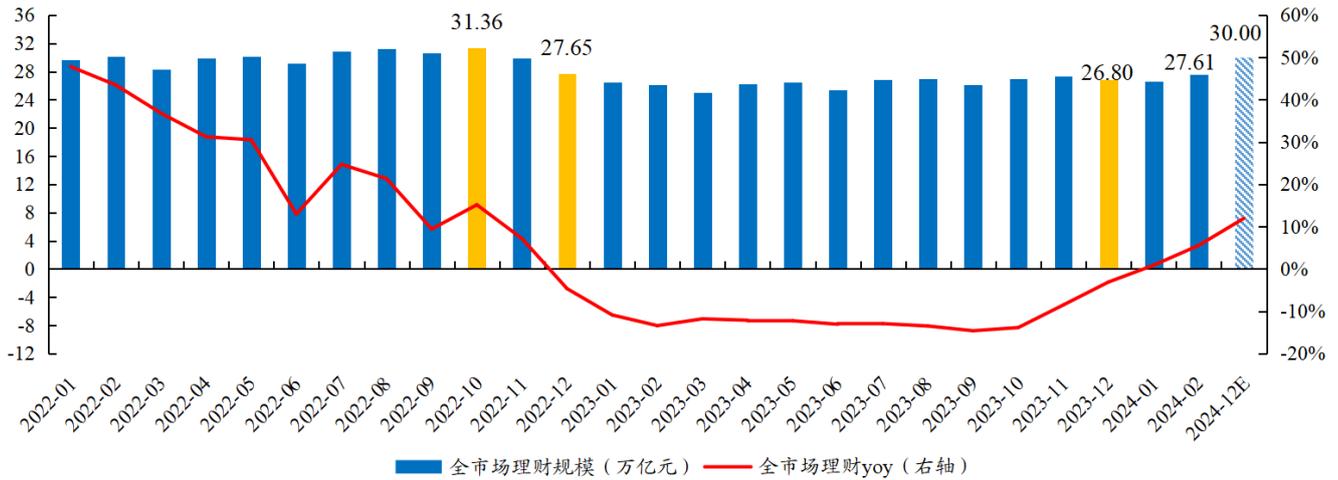


数据来源: Wind、开源证券研究所

4.3、展望：短债理财规模有望显著增长

2024 年全年理财规模有望收复失地、重回 30 万亿元大关。2024 年 2 月理财规模为 27.61 万亿元，为 2022 年 12 月之后的最高值，较年初 0.81 万亿元，其中现金管理类产品规模与年初基本持平，因此规模增长主要由非现金类固收产品增长较快，或与近期债牛行情助力投资者信心增长有关。综合考虑存款利率下降、协议存款收束等影响，我们推算 2024 年末理财规模有望重回 30 万亿元，同比增速达 12%；其中短债理财占比有望升至 13%，意味着短债理财规模或达 3.9 万亿元，较年初增加约 6500 亿元，对理财规模的贡献度进一步增长。

图47：理财规模连续 13 个月负增长后有望在 2024 年“收复失地”



数据来源：银行业理财登记托管中心、普益标准、开源证券研究所（注：规模数据已基于普益标准统计值加以调整）

5、风险提示

经济增速不达预期，理财底层资产风险暴露：若经济增速不达预期、信用风险有所扩大，相关理财产品的底层资产质量将受影响，理财产品的净值波动有所加大；

金融监管趋严，资产端可选范围缩窄：严监管趋势下，资管产品的发行节奏和投资范围或将受到影响，难以匹配传统客群的投资需求；

理财子牌照发放收紧，未成立理财子公司的银行业务受限：目前尚未获批成立理财子公司的银行，或面临着理财存量规模受限、增量产品无法发行等风险。

附表：短债理财的监管规定&持仓总览
附表 1：现金管理类理财 vs 短债理财的监管差异

范围	现金管理类理财产品	短债理财
主要监管文件	2021年5月发布的《关于规范现金管理类理财产品管理有关事项的通知》	2018年4月发布的《关于规范金融机构资产管理业务的指导意见》（“资管新规”）
投资范围	剩余期限 不超过1年 的货币市场工具类、剩余期限 不超过397天 的债券	剩余期限 不超过3年 的货币市场工具类、债券
久期	平均剩余期限不得超过120天，平均剩余存续期不得超过240天	短债产品≤1年，中短债产品≤3年
杠杆率	120%	140%
估值方法	摊余成本法+影子定价	市值法（仅少部分定开可用摊余成本法）
申赎	每日开放	每日开放、最短持有期、滚动持有期（包括定开）
规模限制	理财公司：合计不得超过其 风险准备金的200倍 ，或 自有资金规模30倍 ；商业银行：合计不得超过 全部理财产品月末资产净值的30%	暂无限制

资料来源：国家金融监督管理总局、证监会、开源证券研究所

附表 2：短债基金 vs 短债理财的大类资产对比

	短债基金（全部持仓）								短债理财（前十持仓）						
	2022				2023				2022				2023		
	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3
银行存款	0.7%	2.2%	1.5%	1.7%	1.3%	1.9%	1.1%	2.0%	8.2%	11.5%	15.8%	18.4%	23.7%	27.2%	27.6%
拆放同业及买入返售	1.7%	1.6%	2.4%	2.4%	2.2%	1.4%	1.9%	1.3%	2.1%	2.9%	3.1%	4.2%	3.7%	3.1%	3.5%
债券	96.5%	95.5%	95.5%	95.0%	95.7%	96.2%	96.3%	95.8%	31.6%	35.8%	36.6%	34.1%	27.7%	26.4%	23.9%
同业存单	4.2%	3.7%	4.0%	2.8%	2.5%	3.4%	2.4%	3.1%	7.2%	7.2%	4.5%	2.1%	2.3%	3.0%	2.3%
国债	0.9%	1.2%	1.8%	1.2%	0.9%	1.2%	1.5%	1.6%	0.6%	0.9%	2.4%	1.7%	1.5%	1.9%	2.6%
金融债	17.4%	19.6%	21.4%	19.6%	20.4%	24.1%	22.0%	23.1%	13.4%	16.0%	19.0%	17.6%	12.9%	12.7%	11.1%
其中：政金债	12.0%	12.1%	12.1%	12.7%	10.7%	11.1%	10.5%	11.4%	3.7%	4.1%	6.9%	5.6%	4.6%	4.6%	3.5%
企业债	6.7%	7.6%	8.4%	9.7%	9.2%	8.3%	8.2%	8.0%	0.4%	0.4%	0.3%	0.4%	0.5%	0.4%	0.3%
短融	41.9%	37.6%	31.7%	29.5%	32.7%	28.6%	28.7%	26.1%	0.3%	0.5%	0.4%	0.3%	0.2%	0.2%	0.3%
中票	24.2%	24.4%	27.1%	31.0%	28.9%	29.6%	32.8%	32.7%	2.3%	2.4%	2.3%	2.4%	1.9%	1.6%	1.4%
ABS	0.9%	0.8%	0.6%	0.8%	0.6%	0.6%	0.5%	0.5%	1.1%	0.6%	0.8%	1.0%	0.8%	0.5%	0.4%
其他债券	0.4%	0.5%	0.5%	0.5%	0.4%	0.4%	0.3%	0.7%	6.5%	7.8%	7.0%	8.5%	7.5%	6.1%	5.6%
其他资产	1.0%	0.7%	0.6%	0.9%	0.8%	0.6%	0.7%	1.0%	58.1%	49.9%	44.6%	43.3%	45.0%	43.3%	45.1%
合计	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%

数据来源：Wind、普益标准、开源证券研究所

附表 3: 短债理财底层资产细拆 (统计范围为 2020Q4-2023Q3 前十持仓)

全市场短债理财 前十持仓	前十持仓中的资产规模(亿元)												占比															
	2020			2021				2022				2023			2020			2021				2022				2023		
	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3
现金及银行存款	161	215	224	361	740	640	867	1,346	1,402	1,927	2,400	2,760	5.3%	6.3%	4.8%	5.5%	9.5%	8.2%	11.5%	15.8%	18.4%	23.7%	27.2%	27.6%	18.4%	23.7%	27.2%	27.6%
拆放同业及买入返售	18	33	57	153	146	161	219	261	321	298	278	345	0.6%	1.0%	1.2%	2.3%	1.9%	2.1%	2.9%	3.1%	4.2%	3.7%	3.1%	3.5%	4.2%	3.7%	3.1%	3.5%
货币市场类	179	247	281	514	885	801	1,086	1,606	1,724	2,225	2,678	3,105	5.8%	7.3%	6.1%	7.8%	11.4%	10.2%	14.4%	18.8%	22.6%	27.3%	30.3%	31.1%	22.6%	27.3%	30.3%	31.1%
同业存单	115	170	439	409	589	564	545	381	162	189	264	232	3.8%	5.0%	9.5%	6.2%	7.6%	7.2%	7.2%	4.5%	2.1%	2.3%	3.0%	2.3%	2.1%	2.3%	3.0%	2.3%
国债	9	14	5	23	39	46	65	203	128	120	165	258	0.3%	0.4%	0.1%	0.3%	0.5%	0.6%	0.9%	2.4%	1.7%	1.5%	1.9%	2.6%	1.7%	1.5%	1.9%	2.6%
地方政府债	0	0	0	0	0	2	0	0	0	0	1	1	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
政金债	101	186	187	235	201	293	310	587	427	374	406	353	3.3%	5.5%	4.0%	3.6%	2.6%	3.7%	4.1%	6.9%	5.6%	4.6%	4.6%	3.5%	5.6%	4.6%	4.6%	3.5%
利率债	110	201	192	258	240	339	377	791	555	494	572	611	3.6%	5.9%	4.2%	3.9%	3.1%	4.3%	5.0%	9.3%	7.3%	6.1%	6.5%	6.1%	7.3%	6.1%	6.5%	6.1%
中证金	0	0	0	0	0	3	83	92	100	105	127	82	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	1.1%	1.1%	1.3%	1.3%	1.4%	0.8%	1.3%	1.3%	1.4%	0.8%
商业银行	386	436	406	358	384	670	708	830	662	457	467	540	12.6%	12.8%	8.8%	5.5%	4.9%	8.6%	9.4%	9.7%	8.7%	5.6%	5.3%	5.4%	8.7%	5.6%	5.3%	5.4%
银行二级	300	326	288	244	236	334	319	369	272	182	154	167	9.8%	9.6%	6.2%	3.7%	3.0%	4.3%	4.2%	4.3%	3.6%	2.2%	1.7%	1.7%	3.6%	2.2%	1.7%	1.7%
银行永续	85	104	118	110	143	320	372	433	365	263	301	360	2.8%	3.1%	2.5%	1.7%	1.8%	4.1%	4.9%	5.1%	4.8%	3.2%	3.4%	3.6%	4.8%	3.2%	3.4%	3.6%
银行普通	2	5	0	3	5	5	2	14	6	9	8	11	0.1%	0.1%	0.0%	0.1%	0.1%	0.1%	0.0%	0.2%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%
银行专项	0	0	0	0	0	0	2	4	9	4	2	0	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.1%	0.1%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
银行转债	0	0	0	1	0	11	14	10	10	0	1	1	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.1%	0.2%	0.1%	0.1%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
AMC	6	2	0	3	14	16	22	13	19	23	34	32	0.2%	0.1%	0.0%	0.0%	0.2%	0.2%	0.3%	0.2%	0.3%	0.3%	0.4%	0.3%	0.2%	0.3%	0.3%	0.4%
AMC 二级	6	2	0	0	12	13	13	7	12	12	21	22	0.2%	0.1%	0.0%	0.0%	0.2%	0.2%	0.2%	0.1%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%
AMC 永续	0	0	0	3	2	3	6	4	7	10	13	10	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.3%	0.3%	0.3%	0.1%	0.1%	0.1%	0.0%	0.1%	0.1%	0.1%
AMC 普通	0	0	0	0	0	0	3	2	0	0	0	0	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
证券公司	57	68	51	23	27	49	60	70	108	85	78	89	1.9%	2.0%	1.1%	0.4%	0.4%	0.6%	0.8%	0.8%	1.4%	1.0%	0.9%	0.9%	1.4%	1.0%	0.9%	0.9%
保险公司	0	0	0	0	2	13	24	23	21	5	5	5	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.2%	0.3%	0.3%	0.3%	0.1%	0.1%	0.0%	0.0%	0.1%	0.1%	0.0%
其它金融机构	8	1	2	1	1	2	3	3	2	3	3	3	0.3%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
金融债(不含政金债)	458	507	460	385	428	753	900	1,032	914	678	714	752	15.0%	14.9%	9.9%	5.9%	5.5%	9.6%	11.9%	12.1%	12.0%	8.3%	8.1%	7.5%	12.0%	8.3%	8.1%	7.5%
政府支持机构债	0	0	0	0	0	2	1	0	1	1	0	1	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
一般企业债	24	18	31	28	26	30	34	28	33	43	35	27	0.8%	0.5%	0.7%	0.4%	0.3%	0.4%	0.4%	0.3%	0.4%	0.5%	0.4%	0.3%	0.4%	0.5%	0.4%	0.3%
一般公司债	36	56	38	36	24	35	49	54	76	104	99	104	1.2%	1.6%	0.8%	0.6%	0.3%	0.4%	0.6%	0.6%	1.0%	1.3%	1.1%	1.0%	1.0%	1.3%	1.1%	1.0%
私募债	167	319	262	293	271	304	357	372	360	331	298	303	5.5%	9.3%	5.7%	4.5%	3.5%	3.9%	4.7%	4.4%	4.7%	4.1%	3.4%	3.0%	4.7%	4.1%	3.4%	3.0%
债务融资工具	468	506	412	360	294	362	396	395	416	348	304	316	15.3%	14.8%	8.9%	5.5%	3.8%	4.6%	5.2%	4.6%	5.5%	4.3%	3.4%	3.2%	5.5%	4.3%	3.4%	3.2%
超短期融资券(SCP)	19	32	20	15	8	14	25	28	17	9	14	21	0.6%	0.9%	0.4%	0.2%	0.1%	0.2%	0.3%	0.3%	0.2%	0.1%	0.2%	0.2%	0.1%	0.2%	0.2%	0.2%
短期融资券(CP)	8	14	14	11	10	6	9	4	7	6	5	7	0.3%	0.4%	0.3%	0.2%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%
中期票据(MTN)	224	231	203	201	160	177	183	196	182	156	142	137	7.3%	6.8%	4.4%	3.1%	2.1%	2.3%	2.4%	2.3%	2.4%	1.9%	1.6%	1.4%	2.4%	1.9%	1.6%	1.4%
定向工具(PN)	205	216	158	99	89	111	124	127	150	125	118	116	6.7%	6.3%	3.4%	1.5%	1.1%	1.4%	1.6%	1.5%	2.0%	1.5%	1.3%	1.2%	2.0%	1.5%	1.3%	1.2%
项目收益票据(PRN)	0	0	0	0	1	1	1	0	2	2	0	0	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
资产支持票据(ABN)	12	12	16	34	27	53	53	40	57	49	25	36	0.4%	0.4%	0.4%	0.5%	0.3%	0.7%	0.7%	0.5%	0.7%	0.6%	0.3%	0.4%	0.7%	0.6%	0.3%	0.4%
ABS	40	31	36	46	79	87	47	67	77	66	43	40	1.3%	0.9%	0.8%	0.7%	1.0%	1.1%	0.6%	0.8%	1.0%	0.8%	0.5%	0.4%	1.0%	0.8%	0.5%	0.4%
非金融企业可转债	0	0	0	0.13	0	0	0	0	0	0	0	0	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
可交换债	0	0	0	0	0	0	0	1	1	0	0	0	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
信用债(不含金融债)	735	929	779	763	694	820	884	917	963	893	779	791	24.0%	27.2%	16.8%	11.6%	8.9%	10.5%	11.7%	10.7%	12.7%	11.0%	8.8%	7.9%	12.7%	11.0%	8.8%	7.9%
其中: 城投债	398	573	473	449	381	452	523	536	544	528	501	508	13.0%	16.8%	10.2%	6.8%	4.9%	5.8%	6.9%	6.3%	7.2%	6.5%	5.7%	5.1%	7.2%	6.5%	5.7%	5.1%
固定收益类	1,418	1,806	1,871	1,815	1,951	2,476	2,705	3,121	2,593	2,255	2,328	2,386	46.4%	52.9%	40.4%	27.6%	25.1%	31.6%	35.8%	36.6%	34.1%	27.7%	26.4%	23.9%	34.1%	27.7%	26.4%	23.9%
货币型	1	26	15	4	8	45	73	110	26	16	27	16	0.0%	0.8%	0.3%	0.1%	0.1%	0.6%	1.0%	1.3%	0.3%	0.2%	0.3%	0.2%	0.3%	0.2%	0.3%	0.2%
债券型	9	11	6	28	22	62	71	103	56	90	148	176	0.3%	0.3%	0.1%	0.4%	0.3%	0.8%	0.9%	1.2%	0.7%	1.1%	1.7%	1.8%	0.7%	1.1%	1.7%	1.8%
公募基金	10	37	21	32	30	106	145	213	83	106	175	193	0.3%	1.1%	0.5%	0.5%	0.4%	1.4%	1.9%	2.5%	1.1%	1.3%	2.0%	1.9%	1.1%	1.3%	2.0%	1.9%
组合类保险资管产品	376	475	824	879	988	1,234	1,275	968	888	1,462	1,418	1,768	12.3%	13.9%	17.8%	13.4%	12.7%	15.8%	16.9%	11.3%	13.0%	18.0%	16.1%	17.7%	13.0%	18.0%	16.1%	17.7%
信托计划	423	258	862	1,216	1,253	499	534	625	838	923	1,120	1,658	13.8%	7.6%	18.6%	18.5%	16.1%	6.4%	7.1%	7.3%	11.0%	11.3%	12.7%	16.6%	11.0%	11.3%	12.7%	16.6%
基金资管计划	491	304	326	840	898	832	716	722	455	447	441	409	16.1%	8.9%	7.0%	12.8%	11.5%	10.6%	9.5%	8.5%	6.0%	5.5%	5.0%	4.1%	6.0%	5.5%	5.0%	4.1%
券商资管计划	162	282	441	1,256	1,762	1,659	831	809	513	371	320	222	5.3%	8.3%	9.5%	19.1%	22.6%	21.2%	11.0%	9.5%	6.7%	4.5%	3.6%	2.2%	6.7%	4.5%	3.6%	2.2%
集合资管计划	160	278	399	1,092	1,554	1,448	655	621	381	268	225	142	5.2%	8.2%	8.6%	16.6%	19.9%	18.5%	8.7%	7.3%	5.0%	3.3%	2.5%	1.4%	5.0%	3.3%	2.5%	1.4%
单一资管计划	2	4	42	163	209	212	176	189	131	102	95	80	0.1%	0.1%	0.9%	2.5%	2.7%	2.7%	2.3%	2.2%	1.7%	1.3%	1.1%	0.8%	1.7%	1.3%	1.1%	0.8%
期货资管计划	0	2	6	12	17	34	65	82	63	73	69	27	0.0%	0.1%	0.1%	0.2%	0.2%	0.4%	0.9%	1.0%	0.8%	0.9%	0.8%	0.3%	0.8%	0.9%	0.8%	0.3%
资管产品	1,451	1,321	2,460	4,203	4,918	4,258	3,422																					

附表 4：短债基金 vs 短债理财的底层资产票面利率对比

票面利率 (%)	短债基金 (前五债券)												短债理财 (前十持仓)										
	2021				2022				2023				2021				2022				2023		
	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3
同业存单	3.08	3.00	2.92	2.81	2.71	2.47	2.19	2.27	2.58	2.47	2.44	2.55	2.96	3.01	2.92	2.80	2.69	2.56	2.37	2.26	2.43	2.48	2.44
国债	2.69	2.65	2.45	2.45	2.33	2.23	2.15	2.06	2.13	2.12	2.08	2.21	2.58	2.57	2.63	2.44	2.28	2.37	2.39	2.36	2.24	2.23	2.09
地方政府债	-	3.38	3.16	2.92	2.51	-	2.86	-	2.92	-	-	2.78	-	-	-	-	-	3.42	2.95	2.83	2.66	2.71	2.95
政金债	3.04	3.00	2.99	2.96	2.86	2.71	2.68	2.64	2.63	2.80	2.76	2.74	3.13	3.09	3.08	2.80	2.85	2.78	2.80	2.70	2.65	2.74	2.77
利率债	2.97	2.93	2.88	2.83	2.75	2.61	2.58	2.53	2.56	2.69	2.66	2.65	3.08	3.05	3.05	2.75	2.78	2.72	2.72	2.65	2.58	2.63	2.59
商业银行	3.88	3.80	3.77	3.74	3.63	3.49	3.35	3.62	4.06	3.86	3.89	3.91	4.55	4.39	4.47	4.63	4.41	4.43	4.28	4.23	4.35	4.34	4.27
银行二级	4.45	4.14	4.21	4.29	4.58	4.48	4.43	4.45	4.49	4.32	4.30	4.22	4.59	4.34	4.35	4.53	4.45	4.48	4.33	4.27	4.38	4.38	4.28
银行永续	-	-	4.06	4.73	4.23	3.99	4.04	4.41	4.36	4.56	4.46	4.40	4.57	4.46	4.52	4.58	4.24	4.33	4.28	4.34	4.40	4.37	4.31
银行普通	3.97	3.86	3.50	3.30	3.13	3.17	3.19	3.20	3.26	3.09	3.02	2.95	5.00	-	6.35	6.05	5.85	5.55	4.14	2.99	2.80	2.97	2.96
银行专项	3.64	3.56	3.70	2.92	3.02	2.87	2.83	2.88	2.96	3.18	3.15	3.10	-	-	-	-	2.82	2.81	2.89	3.04	3.12	2.80	
银行转债	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	0.20	0.20	0.20	-	0.20	0.22	0.20	0.20	0.20	0.20	0.20
AMC	3.65	3.83	3.65	3.82	3.50	3.79	-	-	-	-	-	-	4.95	-	4.40	4.75	4.67	4.61	4.42	4.46	4.52	4.48	4.63
AMC 二级	-	-	-	-	-	4.90	-	-	-	-	-	-	4.95	-	-	4.63	4.45	4.45	4.47	4.52	4.54	4.52	4.67
AMC 永续	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	4.40	4.82	4.83	4.73	4.44	4.45	4.51	4.49	4.61
AMC 普通	3.65	3.83	3.65	3.82	3.50	3.42	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	4.30	3.70	-	-	3.90	4.75
证券公司	3.44	3.27	3.04	3.08	2.95	2.80	2.84	2.67	2.94	3.03	3.25	3.07	4.31	4.25	4.27	4.22	4.21	3.79	3.57	3.68	3.73	3.75	3.59
保险公司	-	-	-	-	-	4.28	4.28	5.11	4.05	4.51	4.42	4.21	4.80	4.80	4.54	4.45	4.50	4.27	4.60	4.63	4.36	4.44	4.42
其它金融机构	4.71	4.16	3.54	3.77	3.72	3.25	3.46	3.63	3.55	3.61	3.49	3.32	3.74	3.74	3.97	4.39	4.47	3.94	3.81	3.91	3.73	3.93	3.54
金融债(不含政金债)	3.70	3.59	3.43	3.46	3.41	3.36	3.25	3.47	3.82	3.74	3.81	3.78	4.50	4.36	4.44	4.58	4.39	4.36	4.19	4.14	4.24	4.24	4.15
一般企业债	5.35	5.59	4.79	4.97	4.98	5.01	5.05	4.44	4.67	4.51	4.35	4.56	5.80	5.85	6.21	6.11	5.76	5.76	5.65	5.89	5.61	5.91	5.29
一般公司债	4.38	4.07	4.25	3.97	4.22	4.23	4.32	3.92	4.08	4.07	4.14	4.00	4.58	4.60	4.76	4.78	4.39	4.18	4.01	3.98	3.95	3.93	3.97
私募债	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	5.55	5.57	5.58	5.70	5.70	5.57	5.47	5.28	5.23	5.08	5.00
债务融资工具	3.85	3.93	3.71	3.67	3.51	3.57	3.35	3.34	3.45	3.63	3.76	3.67	5.07	5.01	4.84	4.84	4.77	4.61	4.54	4.35	4.51	4.47	4.35
超短期融资券(SCP)	2.94	2.97	2.94	2.93	2.70	2.54	2.27	2.33	2.53	2.55	2.91	2.83	3.86	4.29	4.11	4.47	3.93	3.65	3.23	3.55	3.87	4.02	3.80
短期融资券(CP)	3.32	3.67	3.40	3.19	3.18	2.84	2.72	2.54	2.84	2.88	3.46	3.45	4.09	4.05	4.22	4.01	3.94	3.97	3.55	3.59	3.86	4.16	3.62
中期票据(MTN)	4.75	4.70	4.48	4.53	4.42	4.54	4.18	4.16	4.22	4.28	4.19	4.09	5.12	5.04	4.87	4.87	4.76	4.59	4.56	4.26	4.40	4.42	4.21
定向工具(PPN)	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	5.21	5.17	5.11	5.00	5.03	4.97	4.89	4.76	4.82	4.68	4.63
项目收益票据(PRN)	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	4.67	-	-	5.15	5.15	5.15	-	5.17	4.65	4.34	4.58
资产支持票据(ABN)	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	4.70	4.51	4.36	4.52	4.25	4.06	4.11	3.96	4.14	4.01	4.22
ABS	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	4.36	4.67	4.38	4.23	4.20	4.17	3.85	3.64	3.65	3.59	3.73
非金融企业可转债	-	0.30	0.40	0.20	0.30	-	-	-	-	-	-	-	-	-	0.20	-	-	-	-	-	-	-	-
可交换债	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	0.10	1.70	-	1.40	1.40	-	-	-
信用债(不含金融债)	4.00	4.02	3.80	3.75	3.64	3.69	3.51	3.44	3.54	3.70	3.80	3.73	5.25	5.26	5.23	5.28	5.22	5.07	4.92	4.74	4.76	4.71	4.61
其中：城投债	4.28	4.50	4.00	4.07	3.93	4.18	4.20	3.87	3.86	3.94	4.07	4.00	5.44	5.46	5.48	5.59	5.57	5.40	5.29	5.12	5.09	4.98	4.82
固定收益类	3.55	3.52	3.41	3.34	3.29	3.18	3.05	3.09	3.22	3.26	3.34	3.27	4.84	4.74	4.60	4.64	4.56	4.45	4.34	4.29	4.40	4.35	4.23

数据来源：普益标准、开源证券研究所

附表 5: 短债基金 vs 短债理财的底层资产中债估价收益率对比

中债估价收益率 (%, 截至当期末)	短债基金 (前五债券)												短债理财 (前十持仓)													
	2021				2022				2023				2021				2022				2023					
	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4		
同业存单	2.91	2.75	2.59	2.58	2.51	2.14	2.01	2.35	2.52	2.28	2.45	2.35	2.83	2.80	2.63	2.49	2.43	2.06	1.95	2.29	2.37	2.26	2.43			
国债	2.33	2.17	2.14	2.16	2.04	1.81	1.78	2.05	2.07	2.01	2.17	2.13	2.32	2.13	2.27	2.27	2.15	1.90	2.15	2.33	2.26	2.09	2.19			
地方政府债	-	3.24	3.03	2.73	2.43	-	2.54	-	2.84	-	-	2.65	-	-	-	-	-	3.42	2.91	2.24	1.96	2.64	2.81			
政金债	2.59	2.42	2.47	2.34	2.27	2.05	2.01	2.19	2.41	2.12	2.27	2.18	2.67	2.42	2.42	2.27	2.33	2.11	2.17	2.22	2.39	2.15	2.33			
利率债	2.54	2.38	2.41	2.30	2.23	2.00	1.97	2.16	2.36	2.10	2.25	2.18	2.63	2.39	2.41	2.27	2.31	2.09	2.17	2.24	2.36	2.14	2.31			
商业银行	3.04	2.90	3.03	3.03	2.83	2.54	2.29	2.83	2.89	2.59	2.75	2.67	4.01	3.92	3.89	3.61	3.70	3.32	3.09	4.10	4.14	3.68	3.68			
银行二级	3.43	3.46	3.47	3.28	3.12	2.73	2.50	3.15	2.98	2.67	2.80	2.72	3.84	3.81	3.67	3.52	3.65	3.24	2.97	3.88	3.82	3.52	3.52			
银行永续	-	-	4.00	3.13	3.34	3.44	2.99	3.40	3.31	3.01	3.06	2.86	4.22	4.04	4.24	3.80	3.84	3.53	3.30	4.51	4.54	3.87	3.82			
银行普通	2.96	2.81	2.80	2.76	2.71	2.44	2.28	2.61	2.64	2.40	2.56	2.46	3.36	-	3.38	3.24	3.04	2.58	2.35	2.72	2.70	2.56	2.57			
银行专项	3.09	2.85	2.75	2.83	2.58	2.39	2.18	2.53	2.62	2.38	2.55	2.43	-	-	-	-	-	2.54	2.45	2.83	2.80	2.53	2.87			
银行转债	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-			
AMC	3.19	3.08	2.79	2.70	3.62	2.70	-	-	-	-	-	-	4.13	-	4.50	4.16	3.86	3.71	3.79	4.99	4.97	4.35	4.73			
AMC 二级	-	-	-	-	-	2.32	-	-	-	-	-	-	4.13	-	-	3.60	3.44	3.09	3.56	4.40	4.38	3.99	4.32			
AMC 永续	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	4.50	4.50	4.15	4.02	3.87	5.12	5.09	4.51	4.91			
AMC 普通	3.19	3.08	2.79	2.70	3.62	2.83	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	3.22	3.21	-	-	3.54	3.35			
证券公司	3.18	3.00	2.89	2.72	2.66	2.21	2.28	2.71	2.73	2.43	2.68	2.56	3.80	3.99	3.69	3.61	3.72	2.94	2.73	3.71	3.47	3.09	3.04			
保险公司	-	-	-	-	-	2.80	2.40	2.41	3.07	2.57	2.70	2.79	3.81	3.63	3.50	3.41	3.24	3.79	2.91	3.97	4.11	3.65	3.69			
其它金融机构	3.38	3.53	3.10	2.78	2.60	2.39	2.26	2.92	2.80	2.30	2.55	2.65	3.64	3.79	2.98	3.12	3.19	3.08	2.66	3.84	4.14	3.88	3.02			
金融债(不含政金债)	3.14	2.99	2.97	2.87	2.78	2.48	2.29	2.79	2.86	2.56	2.73	2.66	3.97	3.93	3.85	3.61	3.70	3.29	3.05	4.05	4.05	3.60	3.60			
一般企业债	4.29	4.53	3.66	3.52	3.28	2.92	2.66	4.02	3.40	3.12	3.29	3.01	5.96	5.96	5.65	5.46	5.06	4.72	4.05	5.56	4.95	4.74	4.42			
一般公司债	7.06	3.83	3.41	3.34	3.26	2.93	3.17	3.65	3.49	3.04	3.14	3.09	4.64	4.72	4.63	5.27	17.54	4.33	5.46	4.50	4.24	3.76	4.08			
私募债	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	5.60	8.62	5.48	5.41	5.83	4.82	4.55	5.86	5.09	4.59	4.21			
债务融资工具	3.33	3.33	3.11	3.04	2.95	2.59	2.55	3.41	3.14	2.81	2.95	2.80	4.61	4.55	4.21	4.14	4.11	3.67	3.46	4.62	4.36	3.91	3.73			
超短期融资券(SCP)	2.90	2.93	2.89	2.92	2.75	2.30	2.45	3.11	3.01	2.50	2.83	2.71	3.94	4.57	3.73	4.16	3.73	3.14	3.08	4.50	4.30	3.37	3.23			
短期融资券(CP)	3.38	3.53	3.17	2.98	2.91	2.36	2.51	3.28	3.10	2.72	2.89	2.84	4.58	4.06	3.99	3.60	3.33	3.07	2.94	4.62	4.19	3.79	3.36			
中期票据(MTN)	3.71	3.60	3.30	3.17	3.17	2.86	2.62	3.63	3.25	2.98	3.02	2.84	4.59	4.52	4.03	4.02	4.10	3.56	3.39	4.39	4.18	3.88	3.64			
定向工具(PPN)	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	4.68	4.63	4.62	4.39	4.29	4.03	3.79	5.32	4.79	4.14	3.97			
项目收益票据(PRN)	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	6.00	-	-	3.91	3.89	3.59	-	4.37	5.47	4.47	4.11			
资产支持票据(ABN)	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	4.45	4.40	3.92	3.90	3.82	3.35	3.02	3.39	3.51	3.18	3.17			
ABS	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	4.14	4.33	4.14	4.07	5.98	3.94	4.03	4.21	7.86	3.43	3.54			
非金融企业可转债	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-			
可交换债	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-			
信用债(不含金融债)	3.67	3.45	3.15	3.08	2.99	2.63	2.60	3.46	3.18	2.84	2.98	2.83	5.06	6.40	4.86	4.87	5.79	4.31	4.14	5.16	4.89	4.21	4.00			
其中: 城投债	3.77	3.72	3.41	3.32	3.12	2.84	2.76	3.93	3.33	3.04	3.07	2.88	5.26	5.26	5.16	5.17	5.06	4.56	4.25	5.61	4.94	4.47	4.10			
固定收益类	3.18	2.97	2.86	2.76	2.70	2.35	2.28	2.87	2.83	2.47	2.65	2.52	4.57	5.34	4.16	4.13	4.64	3.64	3.49	4.48	4.42	3.84	3.69			

数据来源: 普益标准、开源证券研究所

附表 6: 短债基金 vs 短债理财的底层资产原始期限对比

平均原始期限 (年)	短债基金 (前五债券)												短债理财 (前十持仓)													
	2021				2022				2023				2021				2022				2023					
	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q1	Q2	Q3
同业存单	0.9	0.9	0.9	0.9	1.0	0.9	0.9	0.8	0.9	0.9	0.9	0.8	0.9	1.0	1.0	1.0	0.9	1.0	1.0	0.9	0.8	0.9	0.9	0.8	0.9	0.9
国债	3.8	4.4	2.1	3.0	2.7	2.5	2.1	2.0	2.9	2.8	3.1	3.9	2.1	1.0	3.3	3.5	2.2	3.2	6.4	5.5	4.7	4.5	3.2			
地方政府债	-	16.0	7.0	3.5	2.0	-	5.0	-	12.7	-	-	6.6	-	-	-	-	-	30.0	10.0	2.5	2.0	7.5	9.3			
政金债	3.0	2.8	2.9	3.0	3.0	2.8	3.1	2.9	3.0	3.2	3.1	3.2	3.9	3.6	3.9	3.1	3.1	3.2	4.1	3.3	3.3	3.8	3.9			
利率债	3.2	3.2	2.8	3.0	2.9	2.7	2.9	2.7	3.0	3.2	3.1	3.3	3.7	3.4	3.8	3.2	3.0	3.3	4.6	3.7	3.6	3.9	3.8			
商业银行	3.5	3.9	5.1	6.5	5.5	5.2	4.8	5.5	7.5	6.7	6.9	7.0	7.7	7.8	8.0	8.2	7.9	8.1	7.6	7.7	7.5	7.3	7.1			
银行二级	10.0	10.0	10.0	10.0	10.0	10.0	10.0	10.0	10.0	10.0	10.0	10.1	10.0	10.0	10.0	10.0	10.0	10.0	10.0	10.0	10.0	10.0	10.0			
银行永续	-	-	5.0	5.0	5.0	5.0	5.0	5.0	5.0	5.0	5.0	5.0	5.0	5.1	5.1	5.2	5.0	5.0	5.0	5.0	5.0	5.0	5.0			
银行普通	3.0	3.0	3.0	3.0	3.0	3.0	3.1	3.1	3.1	3.0	3.0	3.0	5.0	-	9.7	9.0	8.6	8.1	5.2	2.9	2.8	3.0	3.5			
银行专项	3.3	3.3	3.0	3.0	3.0	3.0	3.0	3.0	3.0	3.0	3.1	3.1	-	-	-	-	-	3.0	3.4	3.0	3.0	3.0	3.0			
银行转债	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	6.0	6.0	6.0	-	6.0	6.0	6.0	6.0	6.0	6.0	6.0			
AMC	3.0	3.0	3.0	3.7	3.0	4.8	-	-	-	-	-	-	10.0	-	5.0	6.9	7.1	6.1	5.7	5.9	5.9	6.4	6.4			
AMC 二级	-	-	-	-	-	10.0	-	-	-	-	-	-	10.0	-	-	10.0	10.0	10.0	10.0	10.0	10.0	10.0	10.0			
AMC 永续	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	5.0	5.0	5.0	5.0	5.0	5.0	5.0	5.0	5.0			
AMC 普通	3.0	3.0	3.0	3.7	3.0	3.0	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	5.3	3.0	-	-	-	10.0	10.0		
证券公司	2.0	2.0	1.8	1.7	1.3	1.8	1.9	1.6	1.7	2.0	2.3	2.2	3.1	3.7	3.6	3.6	3.7	3.3	3.3	3.4	3.4	3.4	3.3			
保险公司	-	-	-	-	-	10.0	10.0	10.0	10.0	10.0	10.0	10.0	10.0	10.0	10.0	10.0	10.0	10.0	10.0	10.0	10.0	10.0	10.0			
其它金融机构	3.0	3.7	4.1	4.0	3.7	3.4	3.3	3.4	3.1	3.0	3.7	3.8	3.0	3.0	3.0	7.7	7.7	4.0	3.5	3.7	3.6	3.7	4.0			
金融债(不含政金债)	2.7	3.0	3.5	4.1	4.0	4.5	4.1	4.7	6.3	5.9	6.3	6.3	6.8	7.1	7.3	7.6	7.3	7.6	7.0	6.9	6.7	6.6	6.4			
一般企业债	7.5	7.8	6.9	6.6	6.7	8.4	7.2	7.0	7.0	6.2	5.6	6.3	7.7	7.3	7.1	7.0	7.6	7.4	7.4	7.5	7.4	7.4	7.7			
一般公司债	4.7	4.4	4.3	3.7	3.9	4.8	4.7	4.6	4.6	4.3	4.5	3.9	4.2	4.0	3.7	4.0	4.0	4.2	4.1	4.2	4.1	4.1	3.9			
私募债	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	4.6	4.7	4.6	4.6	4.6	4.5	4.6	4.6	4.2	4.2	4.1			
债务融资工具	2.2	2.4	2.2	2.2	2.0	2.2	2.3	2.3	2.3	2.5	2.6	2.5	3.8	3.7	3.6	3.7	3.7	3.5	3.7	3.5	3.7	3.8	3.4			
超短期融资券(SCP)	0.5	0.5	0.6	0.7	0.6	0.6	0.6	0.6	0.6	0.6	0.6	0.6	0.6	0.7	0.7	0.7	0.6	0.6	0.7	0.7	0.7	0.6	0.7			
短期融资券(CP)	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	0.9	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0			
中期票据(MTN)	3.9	4.1	3.9	4.0	3.7	3.8	3.7	3.7	3.7	3.7	3.7	3.6	4.0	3.9	3.8	3.7	3.9	3.8	3.9	3.7	3.7	3.9	3.5			
定向工具(PPN)	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	3.9	3.9	3.9	3.9	3.9	3.8	4.0	3.9	3.9	3.9	3.8			
项目收益票据(PRN)	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	15.0	-	-	8.0	8.0	8.0	-	5.5	12.6	12.5	12.2			
资产支持票据(ABN)	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	4.0	4.1	3.8	4.8	3.3	3.0	3.3	3.7	4.2	4.6	3.9			
ABS	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	5.3	8.4	6.0	5.1	5.2	6.0	6.5	6.1	6.0	6.2	6.3			
非金融企业可转债	-	6.0	6.0	6.0	6.0	-	-	-	-	-	-	-	-	-	6.0	-	-	-	-	-	-	-	-			
可交换债	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	3.0	5.0	-	5.0	5.0	-	-	-			
信用债(不含金融债)	2.8	2.9	2.6	2.5	2.4	2.7	2.8	2.7	2.6	2.8	2.8	2.8	4.3	4.4	4.4	4.5	4.6	4.4	4.5	4.4	4.3	4.3	4.1			
其中: 城投债	3.3	3.5	2.8	2.9	2.7	3.2	3.6	3.2	3.1	3.1	3.1	3.0	4.5	4.6	4.7	4.7	4.8	4.6	4.7	4.5	4.4	4.4	4.1			
固定收益类	2.8	2.9	2.6	2.8	2.7	2.9	2.9	2.9	3.3	3.5	3.5	3.6	4.5	4.6	4.5	4.5	4.8	4.8	5.0	4.8	4.7	4.6	4.4			

数据来源: 普益标准、开源证券研究所

附表 7: 短债基金 vs 短债理财的底层资产剩余期限对比

平均剩余期限 (年)	短债基金 (前五债券)												短债理财 (前十持仓)													
	2021				2022				2023				2021				2022				2023					
	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4		
同业存单	0.7	0.6	0.6	0.7	0.7	0.7	0.7	0.5	0.7	0.8	0.7	0.6	0.6	0.7	0.6	0.6	0.5	0.6	0.6	0.5	0.6	0.6	0.5	0.4	0.7	0.6
国债	1.1	1.0	0.8	1.5	0.5	0.9	0.9	0.7	0.7	2.0	2.3	3.3	1.6	0.5	2.6	2.8	1.6	1.8	5.6	4.6	3.7	3.9	2.5			
地方政府债	-	15.9	6.8	2.4	1.8	-	3.9	-	11.5	-	-	6.4	-	-	-	-	-	30.0	7.7	1.0	0.3	6.5	9.2			
政金债	1.2	1.0	1.2	1.2	1.0	1.0	1.3	1.0	1.0	1.1	1.0	1.0	1.7	1.1	1.4	1.2	1.3	1.6	2.6	1.4	1.3	1.6	1.7			
利率债	1.2	1.1	1.2	1.3	0.9	1.0	1.2	0.9	1.0	1.3	1.2	1.4	1.7	1.0	1.5	1.4	1.4	1.7	3.2	2.0	1.7	2.1	2.1			
商业银行	0.8	1.2	2.1	4.0	2.2	1.9	1.4	1.8	2.4	2.8	2.7	2.7	3.5	4.9	4.5	4.3	4.5	4.5	4.4	4.9	4.5	4.3	4.1			
银行二级	1.6	4.1	3.9	6.2	3.7	3.2	1.6	2.9	3.3	4.4	4.4	4.4	3.2	6.0	5.7	5.2	5.5	5.5	5.8	6.5	6.1	6.4	6.5			
银行永续	-	-	4.7	2.5	3.3	3.6	3.7	1.7	1.9	1.3	1.1	0.9	3.8	3.7	3.6	3.4	3.6	3.0	3.1	3.1	2.9	2.6	2.5			
银行普通	0.7	0.8	1.2	1.7	1.6	1.5	1.5	1.2	0.9	1.3	1.0	1.1	2.0	-	1.3	1.2	1.1	1.0	1.4	1.7	1.3	1.7	1.3			
银行专项	0.8	0.9	0.8	2.2	1.0	1.1	1.1	1.0	0.7	1.1	1.0	1.0	-	-	-	-	-	1.7	2.4	1.8	1.4	1.5	2.1			
银行转债	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	2.3	1.7	3.7	-	4.7	4.3	3.6	3.3	5.5	3.8	2.5			
AMC	1.0	0.5	0.5	0.4	1.8	0.4	-	-	-	-	-	-	2.1	-	4.9	5.2	5.3	4.4	4.3	4.3	3.8	3.9	3.1			
AMC 二级	-	-	-	-	-	0.2	-	-	-	-	-	-	2.1	-	-	6.2	6.6	6.4	6.0	5.8	4.9	5.0	3.5			
AMC 永续	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	4.9	4.6	4.3	4.1	4.1	3.9	3.6	3.4	3.0			
AMC 普通	1.0	0.5	0.5	0.4	1.8	0.5	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	2.1	0.1	-	-	6.7	3.5			
证券公司	1.3	1.2	1.2	1.0	0.7	0.6	0.6	0.5	0.7	0.8	0.8	0.9	1.4	2.1	2.0	2.4	2.3	1.9	2.1	2.2	2.0	2.0	1.8			
保险公司	-	-	-	-	-	1.7	1.5	0.3	3.0	1.3	2.5	3.4	2.7	2.4	3.7	4.5	4.6	8.7	6.7	6.9	7.6	6.0	6.7			
其它金融机构	1.0	1.6	1.2	0.8	0.5	1.1	1.0	1.1	0.9	0.5	0.7	0.8	1.6	1.7	0.6	3.2	3.6	2.4	2.0	1.7	1.3	1.2	1.8			
金融债(不含政金债)	1.1	1.2	1.5	2.3	1.7	1.6	1.2	1.4	2.0	2.4	2.4	2.4	3.1	4.4	4.1	4.1	4.2	4.2	4.1	4.4	4.1	3.9	3.7			
一般企业债	1.9	2.4	2.4	1.6	1.0	1.4	1.2	1.4	1.6	1.6	1.4	2.3	3.8	4.2	4.4	4.1	4.5	4.3	4.2	4.2	4.2	3.6	4.2			
一般公司债	1.4	1.6	1.3	1.3	0.8	1.0	0.8	0.9	1.3	1.0	1.2	1.5	2.1	2.2	2.2	2.3	2.2	2.5	2.4	2.4	2.3	2.4	2.3			
私募债	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	2.3	2.2	2.2	2.2	2.0	2.0	2.0	1.9	2.2	2.2	2.2			
债务融资工具	0.7	0.7	0.7	0.7	0.6	0.6	0.7	0.7	0.7	0.8	0.8	0.8	1.7	1.7	1.7	1.8	1.8	1.7	1.8	1.8	1.7	1.8	1.8			
超短期融资券(SCP)	0.2	0.2	0.3	0.3	0.3	0.2	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	0.4	0.3	0.3	0.2	0.3			
短期融资券(CP)	0.5	0.5	0.6	0.6	0.5	0.4	0.5	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4	0.6	0.5	0.5	0.4	0.5	0.3	0.5	0.4	0.5	0.3	0.6			
中期票据(MTN)	1.1	1.1	1.0	1.0	1.0	1.0	1.1	0.9	1.0	1.1	1.1	1.0	1.7	1.7	1.6	1.6	1.7	1.8	1.9	1.8	1.6	1.7	1.7			
定向工具(PPN)	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	1.8	1.8	2.1	2.1	2.0	2.0	2.0	1.9	1.8	1.9	2.1			
项目收益票据(PRN)	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	15.0	-	-	1.2	1.0	0.7	-	0.8	9.9	8.0	8.1			
资产支持票据(ABN)	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	2.1	4.4	4.3	3.9	3.3	4.6	4.5	4.5	4.4	4.6	4.7			
ABS	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-			
非金融企业可转债	-	0.2	5.9	6.0	6.0	-	-	-	-	-	-	-	-	-	5.1	-	-	-	-	-	-	-	-			
可交换债	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	0.2	0.1	-	0.3	0.1	-	-	-			
信用债(不含金融债)	0.8	0.9	0.8	0.8	0.7	0.7	0.8	0.7	0.8	0.8	0.8	0.9	2.1	2.1	2.2	2.4	2.2	2.2	2.2	2.2	2.3	2.2	2.2			
其中: 城投债	1.1	1.2	1.0	1.0	0.8	0.9	1.0	0.9	0.9	0.9	0.9	1.0	2.3	2.3	2.4	2.4	2.3	2.3	2.3	2.1	2.3	2.3	2.3			
固定收益类	1.0	1.0	1.0	1.1	0.8	0.9	1.0	0.9	1.0	1.3	1.2	1.4	2.2	2.4	2.4	2.4	2.5	2.6	2.8	2.7	2.6	2.5	2.5			

数据来源: 普益标准、开源证券研究所

附表 8: 短债基金 vs 短债理财的底层资产隐含评级对比 (金融债、信用债包括城投债)

隐含评级 (当期末)	短债基金 (前五债券)												短债理财 (前十持仓)											
	2021				2022				2023				2021				2022				2023			
	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	
AAA+	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
AAA	25.1%	27.4%	33.7%	25.2%	21.1%	11.6%	15.1%	17.5%	18.6%	12.2%	10.9%	8.8%	2.8%	0.9%	0.9%	1.0%	0.7%	0.8%	1.1%	1.9%	1.6%	1.0%	1.2%	
AAA-	50.9%	54.8%	46.0%	51.2%	56.3%	70.9%	70.6%	56.0%	47.2%	50.8%	54.2%	54.2%	40.8%	58.8%	54.8%	44.5%	48.8%	46.8%	51.6%	41.2%	34.9%	32.5%	38.5%	
AA+	18.3%	13.0%	10.0%	16.5%	16.4%	12.4%	10.4%	21.2%	28.1%	34.8%	30.1%	32.5%	43.9%	32.7%	28.2%	34.4%	29.5%	26.7%	25.4%	27.5%	29.6%	30.8%	31.7%	
AA	5.0%	3.3%	8.5%	6.1%	4.7%	4.2%	2.7%	5.2%	6.0%	2.2%	4.8%	4.4%	7.7%	4.9%	11.2%	10.6%	10.4%	8.0%	7.7%	11.1%	9.6%	9.2%	9.4%	
AA(2)	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	
AA-	0.7%	0.5%	1.8%	1.0%	1.5%	0.9%	1.2%	0.1%	0.1%	0.0%	0.0%	0.1%	3.7%	2.2%	3.1%	8.2%	7.4%	6.2%	3.8%	5.6%	7.0%	6.7%	6.3%	
A+	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.4%	0.4%	1.5%	1.4%	1.0%	0.5%	0.4%	0.5%	1.0%	1.0%	0.8%	
A	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.2%	0.1%	0.1%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	
A-	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	
BBB	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	
BBB-	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	
BB+	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	
BB	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	
B	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	
CC	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	
C	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	
未评级	0.0%	0.9%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.7%	0.0%	0.4%	0.0%	1.9%	10.8%	9.9%	12.2%	16.3%	18.8%	12.1%	
合计	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	
AAA+	10.2%	13.6%	8.4%	9.0%	16.2%	21.7%	29.0%	10.7%	11.0%	6.6%	1.7%	1.5%	1.5%	1.7%	0.8%	0.8%	1.1%	1.4%	3.0%	1.3%	0.6%	0.5%	0.4%	
AAA	10.0%	18.5%	17.9%	14.5%	14.9%	17.9%	17.7%	16.7%	17.2%	19.3%	18.5%	16.2%	7.9%	7.7%	8.8%	7.9%	8.5%	6.7%	8.2%	7.3%	5.7%	5.0%	5.7%	
AAA-	18.0%	13.4%	13.1%	14.5%	10.4%	13.0%	11.6%	13.2%	11.4%	9.4%	11.0%	13.7%	5.3%	5.8%	6.2%	6.1%	5.1%	4.6%	3.5%	5.7%	5.4%	3.2%	4.2%	
AA+	40.1%	33.8%	37.5%	38.3%	33.6%	26.3%	22.0%	32.4%	30.4%	37.5%	32.0%	34.8%	20.9%	18.7%	21.6%	20.6%	20.3%	19.4%	15.8%	17.7%	18.9%	19.7%	18.3%	
AA	14.7%	13.3%	15.7%	16.0%	19.1%	13.2%	12.0%	17.7%	21.0%	17.7%	27.0%	23.7%	24.2%	24.7%	25.8%	25.8%	27.9%	25.3%	26.4%	24.8%	27.2%	27.3%	27.3%	
AA(2)	5.2%	4.6%	5.3%	7.1%	5.5%	6.6%	7.1%	8.6%	8.4%	8.7%	9.1%	8.8%	27.8%	28.5%	26.6%	27.6%	24.9%	29.9%	30.9%	32.3%	31.6%	34.8%	35.8%	
AA-	0.7%	2.4%	2.2%	0.6%	0.3%	1.2%	0.5%	0.8%	0.5%	0.8%	0.8%	1.2%	9.5%	10.7%	8.4%	9.6%	10.4%	11.0%	9.9%	9.4%	9.2%	8.2%	7.2%	
A+	0.1%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.1%	0.0%	0.1%	0.0%	0.0%	0.0%	0.8%	0.8%	0.6%	0.6%	0.5%	0.4%	0.1%	0.4%	1.0%	1.0%	0.7%	
A	1.0%	0.3%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.0%	0.1%	0.0%	0.0%	0.1%	0.1%	
A-	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.1%	0.1%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	
BBB	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	
BBB-	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	
BB+	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	
BB	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	
B	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.4%	0.0%	0.1%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	
CC	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.2%	0.2%	0.2%	0.0%	0.4%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.0%	0.0%	
C	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.6%	0.4%	0.1%	0.1%	0.1%	0.0%	0.0%	0.1%	0.1%	0.0%	0.0%	
未评级	0.0%	0.2%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.8%	0.5%	0.7%	0.8%	0.7%	1.0%	1.8%	1.0%	2.5%	0.2%	0.2%	
合计	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	
AAA+	0.6%	0.0%	0.1%	1.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.3%	0.2%	0.0%	0.3%	0.2%	0.0%	0.1%	
AAA	14.0%	24.4%	23.8%	15.6%	22.7%	23.1%	12.9%	14.3%	20.4%	18.5%	16.0%	14.4%	2.7%	2.4%	2.1%	0.9%	0.7%	1.2%	0.9%	1.5%	1.1%	0.8%	0.3%	
AAA-	0.7%	0.0%	1.2%	0.8%	0.0%	0.0%	0.1%	0.0%	0.2%	0.1%	0.5%	0.7%	0.1%	0.1%	0.0%	0.0%	0.2%	0.3%	0.3%	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%	
AA+	37.7%	30.9%	36.6%	43.7%	38.3%	33.4%	30.6%	38.5%	36.6%	34.8%	31.8%	34.2%	14.4%	11.7%	12.6%	10.8%	10.3%	11.2%	9.5%	8.1%	9.4%	10.5%	9.3%	
AA	26.1%	25.1%	18.9%	18.9%	22.2%	17.2%	22.9%	21.0%	19.2%	16.2%	28.9%	26.7%	26.1%	26.8%	29.7%	27.7%	30.8%	26.4%	27.0%	24.2%	26.0%	26.5%	26.4%	
AA(2)	18.9%	16.3%	15.6%	18.7%	16.6%	23.3%	31.9%	24.4%	22.6%	28.2%	21.1%	21.3%	44.3%	45.4%	44.0%	45.7%	41.9%	46.5%	47.9%	51.8%	49.5%	50.1%	52.5%	
AA-	2.0%	2.4%	3.8%	1.3%	0.3%	3.0%	1.8%	1.8%	1.0%	2.2%	1.7%	2.6%	11.4%	12.6%	10.5%	13.9%	15.1%	14.0%	14.2%	13.4%	12.5%	10.7%	10.1%	
A+	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.7%	0.8%	0.8%	1.0%	0.4%	0.1%	0.1%	0.2%	0.8%	0.9%	0.7%	
A	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	
A-	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.1%	0.1%	0.1%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	
BBB	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	
BBB-	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	
BB+	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	
BB	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	
B	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	
CC	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	
C	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	
未评级	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	
合计	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	

资料来源: 开源证券研究所

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作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。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20% 以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在 -5%~+5% 之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5% 以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

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。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，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、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。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所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。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。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn