

银行

2024年06月14日

高息存款整改，对理财净值与配置策略的影响

——理财持仓全景扫描系列（三）

投资评级：看好（维持）

刘呈祥（分析师）

吴文鑫（联系人）

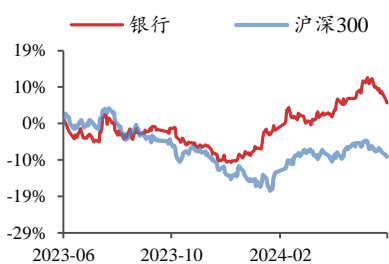
liuchengxiang@kysec.cn

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

《“风险新规”后，银行资产质量安全边际勘测—行业深度报告》-2024.6.11

《厘清：定价自律与EPA考核—存款定价深度报告（二）》-2024.6.11

《复盘：结构性存款压降与利息整改对标—存款定价深度报告（一）》-2024.6.7

● “手工补息”包括超自律+超授权，理财中存款约占1/4，规模约7万亿元

理财资金量大且议价权高，多类存款均涉及手工补息，包括“超自律+超授权”。超自律上限的主要是通知存款，超授权上限的有一般性存款、同业存款、协议存款等。基于前十持仓数据，2024Q1末全市场理财中存款约占1/4，规模约7万亿元（若以截至2024-06-07理财规模29万亿元计算），我们估算穿透后口径中，同业存款和协议存款是占比最大的两类存款。

● 测算：理财底层的手工补息存款占12%，其中短久期产品占比较大

2024Q1末全市场理财中的“手工补息”存款约占12%，规模约3.5万亿元（若以截至2024-06-07理财规模29万亿元计算），其中：现金管理类（20%）>开放式固收类（13%）>市场整体>封闭式固收类>混合类>权益类>商品类。现金管理类+开放式固收类产品对于存款最为依赖，受手工补息取消的影响也最大。**手工补息取消后对产品和机构影响分化：**（1）手工补息取消后，现金管理类、开放式固收产品收益率或下降13BP、9BP。但近期现金管理类理财收益率首次跌至2%以下，手工补息取消不是单一原因，还有费率调高的原因。目前短久期产品的收益率仍具有一定吸引力；（2）由于国股行理财子产品的存款占比普遍高于城农商理财子，故受手工补息取消的影响较大。

● 理财流动性充裕下的资产荒难题，债市拥挤度或持续提升

资金出表之后，银行负债压力总体可控。手工补息禁令对银行负债端的影响或不超过5万亿元，4月已反映了2万亿元。长期看，存款将更多通过同业存款、同业存单的形式回到表内，银行负债缺口压力趋于缓释。

手工补息取消对理财规模的影响不易夸大。手工补息禁令为4月8日出台，而4月1日至7日理财已增长1.64万亿元，属于回表资金的重新“出表”。故4月初至5月末3万亿增量资金中，仅不超过1.34万亿元的增长与手工补息禁令有关。**如何看待理财后续的投资策略？**由于客群风险偏好较低，理财曾数次试图“脱钩”债市。“防空转”严监管下的低波资产选项骤减，理财被迫转向债市。出表的企业存款，可通过对公理财、财务公司增配同业存款和同业存单、中短债，理财的投资策略对这几类资产的价格影响或将加大，主要包括：

（1）**季节性回表产生的“脉冲”：**历史复盘来看，3月和6月末回表通常超万亿元。理财季末回表的“工具”主要是现金管理类产品。预计6月末回表规模达1.5万亿元，同业存单和中短债的价格波动或加大。

（2）**对资产价格的影响：**同业存单——短期看银行供给，中长期看非银需求。理财规模上升后，由于理财久期较短，一般需要快速完成配置，对于同业存单的利率敏感性相对较低，通常在理财规模上升较快的时候会迅速增配存单也将造成同业存单价格波动较大。信用债——理财在信用债上具有品种优势，偏好持有到期，对债市交易的影响有限。

（3）**拉久期&加杠杆的可能性：**受到资金风险偏好低、久期短、当前债市交易有一定不确定性等因素影响，理财拉久期和加杠杆的意愿总体不强。

● 投资建议

存款监管更为精细，银行存款成本有望切实下降，更为利好存款成本压降空间较大的银行，推荐中信银行、光大银行，受益标的有农业银行、交通银行等。

● **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、 理财资金量大且议价权高，多类存款均涉及贴息.....	4
1.1、 手工贴息的界定应拓宽至“超自律+超授权”.....	4
1.2、 基于理财前十持仓，厘清各类存款占比.....	6
1.2.1、 超自律上限——通知存款，超授权上限——同业存款、协议存款.....	6
1.2.2、 理财涉及手工贴息的存款占 12%，其中现金管理类产品占 20%.....	8
2、 存量理财产品：手工贴息取消后对产品和机构影响分化.....	9
2.1、 分产品：短久期产品受拖累最大.....	9
2.1.1、 测算结果：现金类-13BP、开放式固收类-9BP.....	9
2.1.2、 银行主动压成本、理财费率调高也成为负向因素.....	10
2.2、 分机构：国股行理财子受影响较大.....	11
3、 增量理财资金：流动性充裕下的资产荒难题.....	13
3.1、 资金出表之后：银行负债压力总体可控.....	13
3.2、 理财增长之后：季末回表或放大债市波动.....	14
3.2.1、 严监管下的理财与债市关联度提高.....	14
3.2.2、 6 月末理财回表资金或达 1.5 万亿元.....	15
3.3、 债市拥挤度或持续提升.....	17
3.3.1、 同业存单&信用债是最大的可选项.....	17
3.3.2、 拉久期&加杠杆并非优先选项.....	18
4、 投资建议.....	19
5、 风险提示.....	20

图表目录

图 1： 2024 年 4 月和 5 月，现金管理类和货基收益率均连续 2 月环比下降.....	10
图 2： 招银理财招赢聚宝盆 8 号现金管理类产品 7 日年化收益率下降，是手工贴息取消和费率上调的共同结果.....	11
图 3： “现金及银行存款”占比较大的银行，受“手工贴息”取消的影响较大（2023 年末）.....	12
图 4： 手工贴息取消后，部分存款以结存、同存、存单的形式回到表内，其余或增配中短债.....	13
图 5： “手工贴息”取消后，DR007 和 R007 利差收窄.....	13
图 6： 4 月初至今理财增长近 3 万亿元，其中 1.64 万亿元与手工贴息禁令无关，属季末回表资金回流（万亿元）.....	14
图 7： 企业专属现金管理类产品的收益率吸引力仍然较高.....	15
图 8： 财务公司的资产端，贷款和存放同业占比最大（截至 2021 年末）.....	15
图 9： 通常在 3 月末和 6 月末的理财回表规模超 1 万亿元（亿元）.....	16
图 10： 储蓄存款与现金管理类产品的“跷跷板效应”明显（万亿元）.....	16
图 11： 季末，理财通常净卖出同业存单，并减小其余券种的净买入力度（亿元）.....	17
图 12： 国有行在 4 月下旬提价发行存单（发行利率）.....	18
图 13： 股份行在 4 月下旬提价发行存单（发行利率）.....	18
图 14： 理财公司的产品结构来看，短久期产品（现金管理类和开放式固收类）占比超 7 成（截至 2024-06-02）.....	19
表 1： 一般性存款、大额存单、协定存款和通知存款利率有明确的自律上限.....	4
表 2： 截至 2024-05-23，3 年期 AAA、AA+ 协议存款报价中枢分别为 2.60%，3.00%.....	5
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.....	6
表 4： 穿透资管产品后，理财配置的存款或主要是同业存款和协议存款（2024Q1 末）.....	7

表 5: 现金管理类理财产品配置的多个品种的存款占比均高于市场整体 (2024Q1 末)	8
表 6: 我们测算, 理财涉及手工补息存款约 12%, 其中现金管理类和开放式固收产品占比最大 (2024Q1 末)	9
表 7: 假设手工补息取消后通知、同业、协议存款利率分别下降 60BP/30BP/30BP, 则理财产品收益率或下降 8BP.....	9
表 8: 2024 年 4 月银行 3M 整存整取定存利率为 1.56%.....	11
表 9: 2023 年末国股行理财子“现金及银行存款”占比多在 30%~40%, 普遍高于城农商理财子 (均为穿透后)	12
表 10: 不存在活跃交易市场的信用债可使用收盘价或成本价计价.....	18
表 11: 受益标的一览	19

手工补息禁令出台，对理财来说可谓有“失”也有“得”。理财底层配置的多个类型存款均受到手工补息禁令的影响，从而拖累产品收益率，此为“失”；但仍较存款有一定的收益优势，企业客户失去高息活期存款的选项，出于收益补偿的考虑，部分资金进入理财，助推理财规模逼近 30 万亿元，此为“得”。

资金端重配+资产端欠配，两股力量的推动下，理财的“资产荒”局面加剧。一面是迅速增长的理财资金，这部分资金通常对于安全性和流动性要求较高，但理财配置高息存款的空间已较小，其下一步的投资策略成为市场关注的焦点。本文主要从手工补息禁令对理财的收益率和规模的影响角度，分析其后续可能的投资策略，以及对于同业存单、信用债等资产价格的影响。

1、理财资金量大且议价权高，多类存款均涉及补息

1.1、手工补息的界定应拓宽至“超自律+超授权”

“手工补息”的范围，实际上包括超自律上限、超授权上限两种形式。4 月 8 日存款自律机制的倡议书中明确严禁通过“变相突破存款利率授权要求或自律上限”的方式手工补息，实质是明确手工补息不仅包括超自律上限，还包括超授权上限。自律上限是存款自律机制根据“加点”计算而得的存款利率上限，其中一般性存款和大额存单的自律上限于 2021 年 6 月进行优化（倍数改加点），协定存款和通知存款的自律上限则为 2023 年 5 月进行优化，下调幅度较大。

表1：一般性存款、大额存单、协定存款和通知存款利率有明确的自律上限

活期、定期存款：	活期	3M	6M	1Y	2Y	3Y、5Y	
基准利率	0.35%	1.10%	1.30%	1.50%	2.10%	2.75%	
国有行	优化前(×1.4)	1.54%	1.82%	2.10%	2.94%	3.85%	
	优化后(+50BP)	0.45%	1.60%	1.80%	2.60%	3.25%	
	变动(BP)	-4	+6	-2	-34	-60	
其他行	优化前(×1.5)	1.65%	1.95%	2.25%	3.15%	4.13%	
	优化后(+75BP)	0.55%	1.85%	2.05%	2.85%	3.50%	
	变动(BP)	+2	+20	+10	+0	-30	-63
大额存单：	活期	3M	6M	1Y	2Y	3Y、5Y	
基准利率	0.35%	1.10%	1.30%	1.50%	2.10%	2.75%	
国有行	优化前(×1.5)	-	1.650%	1.950%	2.250%	3.150%	4.125%
	优化后(+60BP)	-	1.700%	1.900%	2.100%	2.700%	3.350%
	变动(BP)	-	+5	-5	-15	-45	-78
股份行	优化前(×1.52)	-	1.672%	1.976%	2.280%	3.192%	4.180%
	优化后(+80BP)	-	1.900%	2.100%	2.300%	2.900%	3.550%
	变动(BP)	-	+23	+12	+2	-29	-63
城农商行	优化前(×1.55)	-	1.705%	2.015%	2.325%	3.255%	4.263%
	优化后(+80BP)	-	1.900%	2.100%	2.300%	2.900%	3.550%
	变动(BP)	-	+20	+8	-3	-36	-71
其他存款：	协定存款		1D 通知存款		7D 通知存款		
基准利率	1.15%		0.80%		1.35%		
国有行	调整前(+40BP)	1.55%		1.20%		1.75%	
	调整后(+10BP)	1.25%		0.90%		1.45%	
	变动(BP)	-30		-30		-30	
其他行	调整前(+70BP)	1.85%		1.50%		2.05%	
	调整后(+20BP)	1.35%		1.00%		1.55%	
	变动(BP)	-50		-50		-50	

数据来源：央行货币政策执行报告、川观新闻、界面新闻、财联社、中新经纬、开源证券研究所

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

何为存款的“授权上限”？“授权上限”为银行内部各类存款利率上限，通常为总行制定后向分支行下达，涵盖的存款范围较广——对于有自律机制上限的几类存款外，授权上限一般为自律机制上限；对于同业存款、协议存款等未纳入自律机制上限的存款，授权上限一般根据银行实际情况来制定。总体来看，超自律上限的主要是通知存款，超授权上限的有一般性存款、同业存款、协议存款等。以协议存款为例：尽管不受自律机制约束，但银行内部对于协议存款有FTP授权，若高于该授权上限，也视为手工补息，也在本次整改范围内。

尽管尚不受自律上限的限制，协议存款报价中枢也已下降。协议存款利率较高，截至2024-05-23，3年期AAA、AA+协议存款报价中枢分别为2.60%、2.975%，但只针对保险、社保、养老金三类资金开放，故理财若想配置这类存款，需借道“组合类保险资管产品”。2024年2月协议存款新规出台，协议存款须计入银行报表的“同业存款”而非“一般性存款”，再加上银行压降负债成本的诉求较强，后续大量做协议存款的意愿下降，从数据来看，近期协议存款报价中枢较年初有30-40BP的降幅。

表2：截至2024-05-23，3年期AAA、AA+协议存款报价中枢分别为2.60%，3.00%

	同业存款报价 (%)					协议存款报价 (%)			
	AAA (国股)					AAA		AA+	
	1M	3M	6M	9M	1Y	3Y	5Y	3Y	5Y
2024-05-23	1.80-1.84	1.90-1.95	1.70-2.02	1.80-2.11	1.80-2.15	2.35-2.85	2.90-3.15	2.75-3.20	3.20-3.40
2024-05-22	1.80-1.84	1.90-1.93	1.70-2.00	1.80-2.15	1.80-2.18	2.35-2.85	2.90-3.15	2.75-3.20	3.20-3.40
2024-05-21	1.80-1.83	1.90-1.95	1.70-1.99	1.80-2.12	1.80-2.16	2.35-2.85	2.90-3.15	2.75-3.20	3.20-3.40
2024-05-20	1.80-1.83	1.90-1.95	1.70-2.01	1.80-2.11	1.80-2.16	2.35-2.85	2.90-3.15	2.75-3.20	3.20-3.40
2024-05-17	1.80-1.84	1.90-1.93	1.80-2.00	1.85-2.13	1.85-2.16	2.35-2.85	2.90-3.15	2.75-3.20	3.20-3.40
2024-05-16	1.80-1.88	1.90-1.95	1.80-2.01	1.85-2.13	2.06-2.16	2.35-2.85	2.90-3.15	2.75-3.20	3.20-3.40
2024-05-15	1.80-1.88	1.90-1.95	1.95-2.01	2.05-2.12	2.08-2.15	2.35-2.85	2.90-3.15	2.75-3.20	3.20-3.40
2024-05-14	1.80-1.88	1.90-1.95	1.95-2.01	2.02-2.10	2.08-2.13	2.35-2.85	2.90-3.15	2.75-3.20	3.20-3.40
2024-05-13	1.80-1.87	1.95-1.97	1.80-2.04	1.85-2.12	1.90-2.18	2.35-2.85	2.90-3.15	2.75-3.20	3.20-3.40
2024-05-11	1.80-1.90	1.85-1.97	1.80-2.04	1.85-2.14	1.90-2.18	2.35-2.85	2.90-3.15	2.75-3.20	3.20-3.40
2024-05-10	1.80-1.89	1.85-1.95	1.75-2.04	1.80-2.14	1.80-2.18	2.35-2.85	2.90-3.15	2.75-3.20	3.20-3.00
2024-05-09	1.80-1.89	1.85-1.95	1.75-2.04	1.80-2.14	1.80-2.18	2.35-2.85	2.90-3.15	2.75-3.20	3.20-3.00
2024-05-08	1.80-1.90	1.85-1.97	1.75-2.04	1.80-2.14	1.80-2.18	2.35-2.85	2.90-3.15	2.75-3.20	3.20-3.00
2024-05-07	1.80-1.92	1.85-1.95	1.80-2.04	1.85-2.12	1.85-2.18	2.35-2.85	2.90-3.15	2.75-3.20	3.20-3.00
2024-05-06	1.80-1.90	1.85-2.05	1.80-2.09	1.85-2.12	1.85-2.18	2.60-2.75	2.90-3.15	2.75-3.20	3.20-3.40
2024-04-30	1.85-1.90	1.90-1.95	1.60-2.05	1.65-2.08	1.70-2.15	2.60-2.75	2.90-3.15	2.75-3.20	3.20-3.40
2024-04-29	1.85-1.90	1.90-2.00	1.60-2.11	1.65-2.17	1.70-2.21	2.60-2.75	2.90-3.15	2.75-3.20	3.20-3.40
2024-04-28	1.85-1.90	1.90-1.95	1.60-2.06	1.65-2.07	1.70-2.15	2.60-2.75	2.90-3.15	2.75-3.20	3.20-3.40
2024-04-26	1.80-1.90	1.82-1.95	1.85-2.03	1.85-2.08	1.90-2.13	2.60-2.75	2.90-3.15	2.75-3.20	3.20-3.40
2024-04-25	1.55-1.90	1.55-1.95	1.60-1.95	1.65-2.05	1.70-2.10	2.60-2.85	2.90-3.18	2.75-3.20	3.30-3.60
2024-04-24	1.55-1.85	1.55-1.95	1.60-1.95	1.65-2.02	1.70-2.07	2.60-2.85	2.90-3.18	2.75-3.20	3.30-3.60
2024-04-23	1.55-1.85	1.55-1.90	1.60-1.95	1.65-2.00	1.70-2.05	2.60-2.85	2.90-3.18	2.75-3.20	3.30-3.60

数据来源：上海国际货币经纪、开源证券研究所

测算：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。

我们曾在《起底短债理财》一文做过测算，若假设：(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。静态测算，短债理财收益率或下降16BP至2.9%。由于现金管理类产品中的协议存款占比和短债理财基本接近，故下降幅度也较为类似。

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《起底短债理财》附表 3；2023-09 票面利率来自《起底短债理财》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）

1.2、基于理财前十持仓，厘清各类存款占比

1.2.1、超自律上限——通知存款，超授权上限——同业存款、协议存款

厘清理财涉及的存款类型：除了一般性存款、大额存单、同业存款外，理财可绕道资管产品（主要是保险资管产品）投资协议存款和通知存款，另外也可配置结构性存款和外币存款。也就是除了协定存款外，其余存款理财几乎均可配置。

细拆各类存款占比：由于理财产品的季度投资报告通常仅披露“现金及银行存款”一项的规模和占比，未披露存款的具体类型，因此我们仅能从前十持仓披露的存款名称进行手动分类。因多数理财公司未穿透披露，需结合组合类保险资管产品的占比，来推测通道类通知存款、协议存款的真实占比（假设组合类保险资管产品的底层 80% 为存款）。统计 2024Q1 末全市场理财的持仓数据得出：

理财中存款约占 1/4，存量规模约 7 万亿元（若以截至 2024-06-07 理财规模 29 万亿元计算），其中：

未披露类型的存款（18%）>组合类保险资管产品（10%）>同业存款（3.5%）>一般存款（2.5%）>穿透披露的协议存款（0.5%）>穿透披露的通知存款（0.04%）。

穿透后，同业存款和协议存款占比或最大。理财产品久期通常较短，较少配置一般性定期存款和大额存单，更多配置一年期以内的同业存款，我们推测“未披露存款类型”的存款或多为同业存款。此外，理财通过保险资管产品配置具有无条件提前支取权的协议存款，可规避短久期理财产品对定存的上限比例限制，兼顾流动性和收益性，是理财相较于基金做高收益的一大“利器”。受此影响，理财不太通过一般性存款付息，而更多配置同业存款+协议存款实现“高息”。

表4: 穿透资管产品后, 理财配置的存款或主要是同业存款和协议存款 (2024Q1 末)

全部理财产品	前十持仓规模 (亿元)			占比		
	2023-09	2023-12	2024-03	2023-09	2023-12	2024-03
一般存款	1,939	1,564	2,072	2.28%	1.92%	2.47%
一般定期	16	39	120	0.02%	0.05%	0.14%
一般活期	1,361	1,008	1,602	1.60%	1.24%	1.91%
大额存单	562	517	349	0.66%	0.64%	0.42%
通知存款	120	37	32	0.14%	0.05%	0.04%
同业存款	2,875	3,267	2,905	3.38%	4.02%	3.47%
同业定期	310	555	407	0.36%	0.68%	0.49%
同业活期 (含约期)	63	158	161	0.07%	0.19%	0.19%
同业未披露定期/活期	2,502	2,553	2,337	2.94%	3.14%	2.79%
未披露存款类型 (但有银行名)	2,234	3,902	4,991	2.63%	4.80%	5.95%
定期	846	1,068	1,087	0.99%	1.31%	1.30%
活期	234	569	935	0.27%	0.70%	1.11%
未披露定期/活期	1,154	2,265	2,969	1.36%	2.79%	3.54%
未披露存款类型 (且无银行名)	8,449	10,144	9,777	9.93%	12.47%	11.66%
定期	4,253	4,136	3,835	5.00%	5.09%	4.57%
活期	1,491	1,325	1,659	1.75%	1.63%	1.98%
未披露定期/活期	2,705	4,683	4,283	3.18%	5.76%	5.11%
协议存款	135	397	393	0.16%	0.49%	0.47%
外币存款和结构性存款	33	88	227	0.04%	0.11%	0.27%
现金及银行存款合计	15,785	19,400	20,397	18.56%	23.86%	24.33%
组合类保险资管产品	9,578	7,152	8,270	11.26%	8.79%	9.87%
前十资产总计	85,054	81,322	83,829	100.00%	100.00%	100.00%

数据来源: 普益标准、开源证券研究所 (注: 1、统计日为 2024-06-05; 2、“现金及银行存款”不含同业拆借和买入返售; 3、“未披露存款类型”或多为同业存款,“组合类保险资管产品”中含通知存款和协议存款; 4、图中红框、蓝框、黄框分别对应或超自律上限、超授权上限、两类均有超上限的存款,下同)

采用同样的分类方式, 我们可把每一类理财产品的存款占比细拆出来。以现金管理类产品为例: 2024Q1 末前十持仓中直接披露的“现金及银行存款”共计 38.55%, 远高于市场整体 (24.33%); 未披露类型的存款 (28%) > 组合类保险资管产品 (9%) > 同业存款 (7%) > 一般存款 (3%) > 穿透披露的通知存款 (0.11%) > 穿透披露的协议存款 (0.01%)。多数存款占比高于市场整体, 反映现金管理类产品对于存款的依赖度较高, 或受此次手工补息取消的影响较大。

表5：现金管理类理财产品配置的多个品种的存款占比均高于市场整体（2024Q1末）

现金管理类	前十持仓规模（亿元）			占比		
	2023-09	2023-12	2024-03	2023-09	2023-12	2024-03
一般存款	769	435	614	3.53%	1.96%	2.85%
一般定期	0	0	0	0.00%	0.00%	0.00%
一般活期	753	420	614	3.45%	1.90%	2.85%
大额存单	16	15	0	0.07%	0.07%	0.00%
通知存款	85	28	23	0.39%	0.12%	0.11%
同业存款	1,681	1,964	1,594	7.71%	8.86%	7.40%
同业定期	203	373	293	0.93%	1.68%	1.36%
同业活期（含约期）	63	138	139	0.29%	0.62%	0.64%
同业未披露定期/活期	1,414	1,452	1,162	6.49%	6.55%	5.39%
未披露存款类型（但有银行名）	690	1,264	1,532	3.16%	5.70%	7.11%
定期	0	28	40	0.00%	0.12%	0.19%
活期	116	455	717	0.53%	2.05%	3.33%
未披露定期/活期	573	781	775	2.63%	3.52%	3.60%
未披露存款类型（且无银行名）	3,589	5,337	4,542	16.47%	24.08%	21.08%
定期	1,311	1,384	1,063	6.01%	6.25%	4.94%
活期	1,081	979	1,269	4.96%	4.42%	5.89%
未披露定期/活期	1,197	2,974	2,210	5.49%	13.42%	10.25%
协议存款	0	0	1	0.00%	0.00%	0.01%
外币存款和结构性存款	0	0	0	0.00%	0.00%	0.00%
现金及银行存款合计	6,813	9,028	8,307	31.26%	40.74%	38.55%
组合类保险资管产品	3,251	1,931	1,961	14.91%	8.71%	9.10%
前十资产总计	21,797	22,161	21,547	100.00%	100.00%	100.00%

数据来源：普益标准、开源证券研究所

1.2.2、理财涉及手工补息的存款占12%，其中现金管理类产品占20%

(1) **假设穿透后的比例**：由于组合类保险资管产品多数未穿透披露，因此假设其中10%为通知存款，60%为协议存款，10%为其余存款；

(2) **假设涉及手工补息的比例**：由于通知存款需借道保险，保险因资金量较大而通常具有较大的议价权，因此假设理财底层所有的通知存款均涉及“手工补息”（超自律上限）；再假设同业存款和未披露类型的存款中，均有50%涉及“手工补息”（超授权上限）、协议存款中有25%涉及“手工补息”（超授权上限）。基于2024Q1末全市场理财前十持仓数据：

理财中“手工补息”存款约占12%，存量规模约3.5万亿元（以截至2024-06-07全市场理财29万亿元计），其中：**现金管理类（20%）>开放式固收类（13%）>市场整体>封闭式固收类>混合类>权益类>商品类**；

也即**现金管理类+开放式固收类产品对于存款最为依赖**，这和我们的推测较为一致，手工补息禁止对于短久期产品的收益率影响最大。

表6：我们测算，理财涉及手工贴息存款约12%，其中现金管理类 and 开放式固收产品占比最大（2024Q1末）

贴息类型	假设	存款类型	序号	全部理财产品	现金管理类	固收类		混合类	权益类	商品及金融衍生品类
						开放式	封闭式			
超自律上限	·假设组合类保险资管产品中有10%为通知存款； ·假设通知存款均超自律上限	通知存款	①	0.04%	0.11%	0.02%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
		组合类保险资管产品（未穿透披露的）	⑥	1.98%	5.89%	0.84%	0.12%	0.34%	0.00%	0.00%
		超自律上限的存款	①+⑥*10%	0.24%	0.69%	0.11%	0.01%	0.03%	0.00%	0.00%
超授权上限	·假设组合类保险资管产品中有60%为协议存款； ·假设同业存款、未披露类型的存款有50%超授权上限；协议存款有25%超授权上限	同业存款	②	3.47%	7.40%	2.97%	0.21%	0.01%	0.00%	0.00%
		未披露存款类型（但有银行名）	③	5.95%	7.11%	6.54%	3.76%	0.89%	1.25%	0.00%
		未披露存款类型（且无银行名）	④	11.66%	21.08%	11.13%	2.18%	3.98%	0.31%	0.00%
		协议存款（穿透披露的）	⑤	0.47%	0.01%	0.87%	0.10%	0.03%	0.00%	0.00%
		组合类保险资管产品（未穿透披露的）	⑥	9.87%	9.10%	12.90%	4.15%	3.21%	0.04%	0.20%
		协议存款占比	⑦=⑤+⑥*60%	6.39%	5.47%	8.61%	2.59%	1.96%	0.02%	0.12%
		超授权上限的存款	(②+③+④)*50%+⑦*25%	12.14%	19.16%	12.47%	3.72%	2.93%	0.79%	0.03%
手工贴息存款合计（超自律上限+超授权上限）				12.37%	19.86%	12.58%	3.73%	2.96%	0.79%	0.03%

数据来源：普益标准、开源证券研究所

2、存量理财产品：手工贴息取消后对产品和机构影响分化

2.1、分产品：短久期产品受拖累最大

2.1.1、测算结果：现金类-13BP、开放式固收类-9BP

短久期产品如现金管理类、开放式固收产品收益率或下降13BP、9BP。假设手工贴息取消后，通知、同业、协议存款利率分别下降60BP/30BP/30BP，则理财产品收益率或下降8BP，其中现金管理类和开放式固收类分别下降13BP、9BP，为降幅最大的两类。这意味着现金管理类产品相较于货基的收益率优势或几乎消失。

表7：假设手工贴息取消后通知、同业、协议存款利率分别下降60BP/30BP/30BP，则理财产品收益率或下降8BP

		全部理财产品	现金管理类	固收类		混合类	权益类	商品及金融衍生品类
				开放式	封闭式			
已知：贴息存款占比	通知存款（含直接披露的和组合类产品里的）	0.24%	0.69%	0.11%	0.01%	0.03%	0.00%	0.00%
	同业存款（含未披露类型的存款）	21.08%	35.59%	20.64%	6.15%	4.88%	1.56%	0.00%
	协议存款（含直接披露的和组合类产品里的）	6.39%	5.47%	8.61%	2.59%	1.96%	0.02%	0.12%
假设：贴息叫停后存款利率降幅	通知存款	-0.60%	-0.60%	-0.60%	-0.60%	-0.60%	-0.60%	-0.60%
	同业存款	-0.30%	-0.30%	-0.30%	-0.30%	-0.30%	-0.30%	-0.30%
	协议存款	-0.30%	-0.30%	-0.30%	-0.30%	-0.30%	-0.30%	-0.30%
假设杠杆率		110%	110%	110%	110%	110%	110%	110%
则各类理财产品收益率变动		-0.08%	-0.13%	-0.09%	-0.03%	-0.02%	0.00%	0.00%

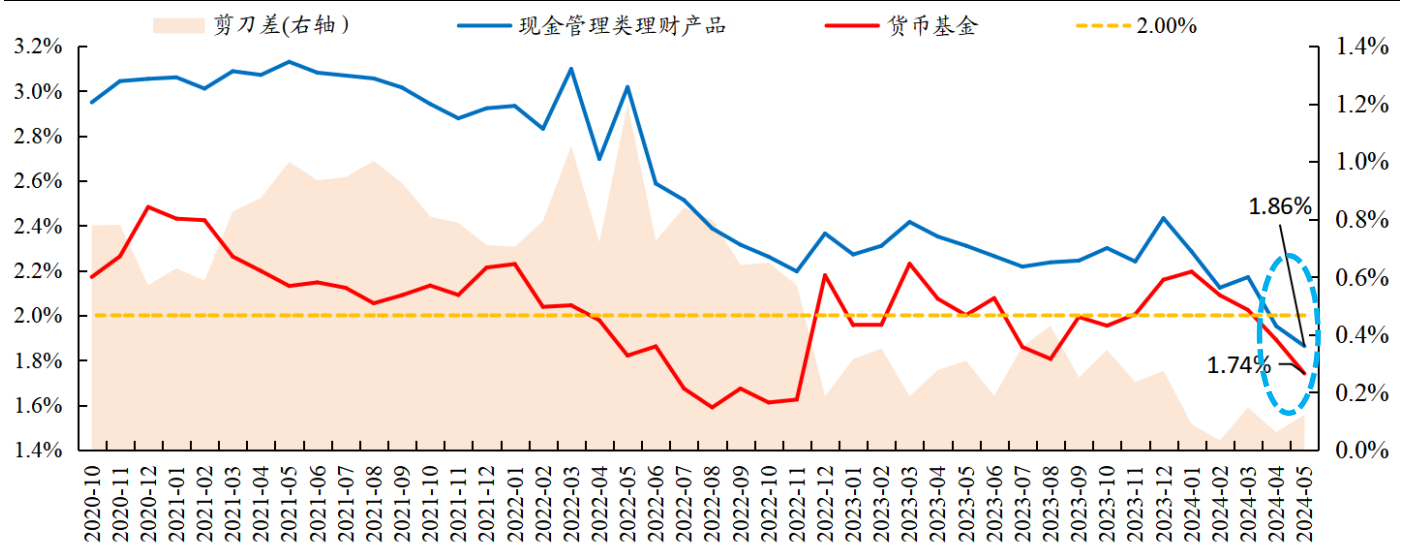
数据来源：普益标准、开源证券研究所

2.1.2、银行主动压成本、理财费率调高也成为负向因素

货基收益率持续下降，并非是手工贴息的影响，而是银行主动控成本的影响。年初以来，货基收益率连续 4 个月下降，也就是在手工贴息禁令出台前便已有下降趋势，主要是息差承压、降息趋势仍在延续的背景下，银行主动控制负债成本的诉求增强。货基配置的存款主要为同业存款，由于同业存款的期限为 1 年以内，年初以来不少银行更加偏好短期限同业存款（6M 以内），以此加快重定价节奏，通过不断“滚续”来压降成本率。此外，相同期限和等级的同业存款，报价也较往年有所下降，这些因素直接导致货基收益率下降。

现金管理类理财收益率首次跌至 2% 以下。2024 年 4 月现金管理类理财产品的 7 日年化收益率平均为 1.95%，环比下降 22BP，首次跌破 2%，我们认为主要是受到了手工贴息禁令的直接影响。不同于货基，理财配置的存款除了同业存款外，还有协议存款和少量通知存款，这两部分存款原先的贴息幅度较大（超自律上限或授权上限），受手工贴息禁令的影响更大。

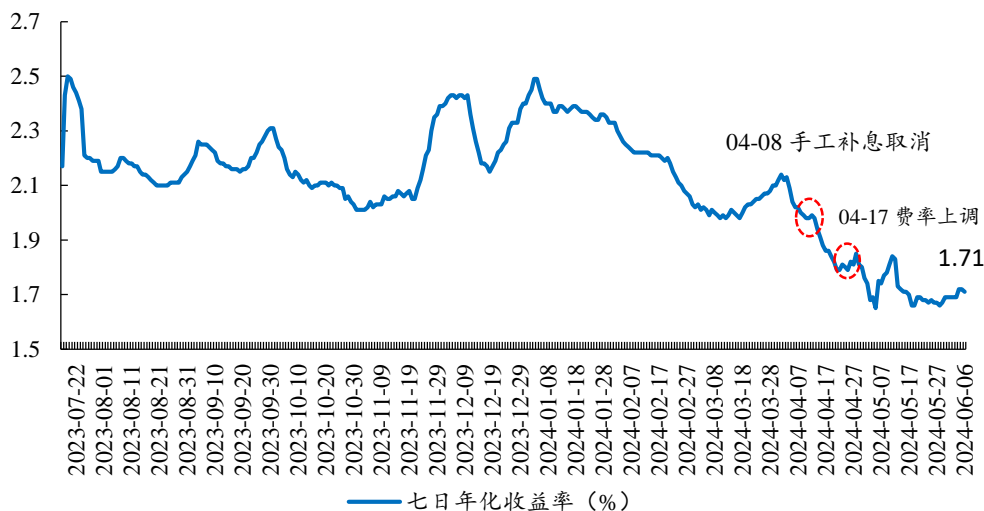
图1：2024 年 4 月和 5 月，现金管理类 and 货基收益率均连续 2 月环比下降



数据来源：Wind、普益标准、开源证券研究所（注：收益率均为当月 7 日年化收益率平均值）

但理财产品收益率下降，手工贴息取消不是单一原因，也有费率调高的原因。比如招商银行朝朝宝底层的现金管理类理财产品——招银理财招赢聚宝盆 8 号，7 日年化收益率从 4 月初的 2% 左右下降至 6 月初的 1.7% 左右，除了手工贴息取消的原因外，2024-04-17 公告显示将销售服务费率从 10BP 调高至 20BP，故对于费后收益率有 10BP 的负向影响。此外，不少理财产品在 2023 年末及 2024 年初推出阶段性费率优惠，随着优惠到期，也将使得产品费后收益率有一定的下降。

图2：招银理财招赢聚宝盆8号现金管理类产品7日年化收益率下降，是手工补息取消和费率上调的共同结果



数据来源：普益标准、理财产品公告、开源证券研究所

现金管理类理财收益率下降，但产品吸引力仍存，持续吸引表内存款“出表”。由于货基和现金管理类理财是“活期替代”品种，产品吸引力取决于和同类存款利率的“比价”，其中同类存款包括7天通知存款和短期限定存。事实上，不少现金理财产品的业绩比较基准便是7天通知存款利率（中小行最新上限为1.55%），因此可认为1.55%是现金类产品的“下限”。另外根据融360统计，2024年4月3M整存整取定存利率平均为1.56%，与通知存款利率较为接近。因此我们认为1.55%或为该类产品收益率的“底线”，目前尚存20~30BP的安全边际，因此产品收益率的下降并不直接导致理财资金的流出，理财相较于存款的吸引力仍较高。

表8：2024年4月银行3M整存整取定存利率为1.56%

期限	3个月	6个月	1年	2年	3年	5年
平均利率	1.56%	1.77%	1.90%	2.11%	2.51%	2.46%
环比增幅(BP)	-0.1	-0.1	-0.2	-0.8	-1.5	-2.3
同比增幅(BP)	-8.5	-8.5	-17.2	-46.3	-58.4	-60.3

数据来源：融360数字科技研究院、开源证券研究所

2.2、分机构：国股行理财子受影响较大

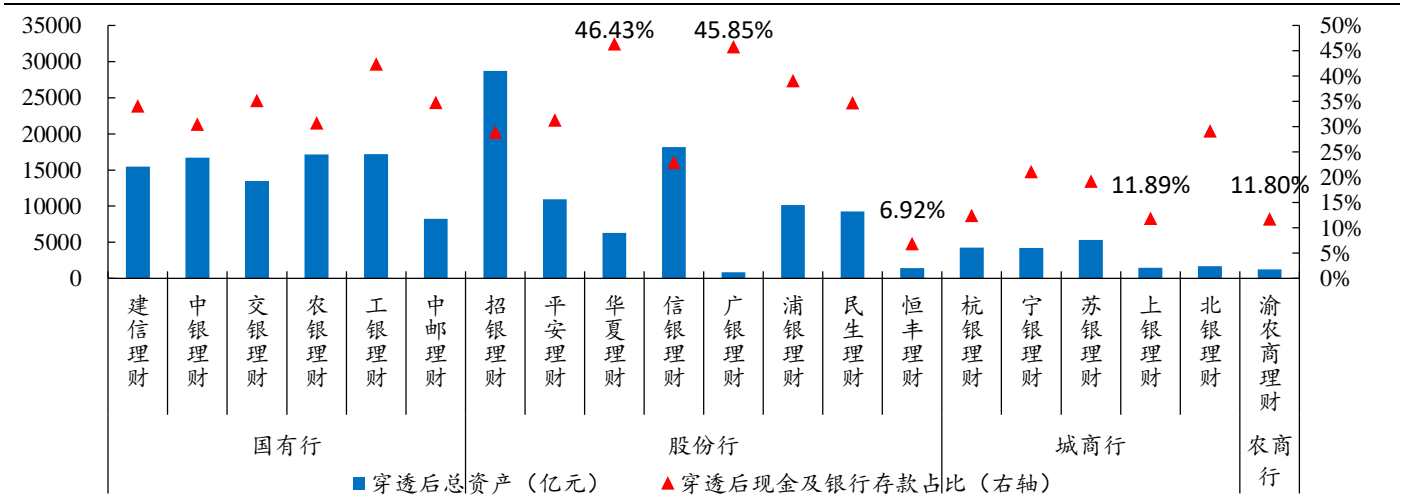
受手工补息取消的影响更大的或为国股行理财子。与手工补息存款的供给方主要是国股行类似，需求方也主要是国股行理财子。2023年末国股行理财子“现金及银行存款”占比多在30%~40%，普遍高于城农商理财子。对比各家理财公司（剔除未单独披露该项占比的公司），占比较高的为华夏理财、广银理财，均超45%，占比较低的为恒丰理财、上银理财和渝农商理财，占比均低于12%。手工补息取消后，预计国股行理财子受到的影响较大。

表9：2023 年末国股行理财子“现金及银行存款”占比多在 30%~40%，普遍高于城农商理财子（均为穿透后）

		国有行						股份行										
资产类别		建信理财	中银理财	交银理财	农银理财	工银理财	中邮理财	光大理财	招银理财	平安理财	华夏理财	信银理财	广银理财	浦银理财	民生理财	渤海理财	恒丰理财	
穿透后 (亿元)	现金及银行存款	5278.72	5104.39	4738.76	5281.98	7288.53	2871.28		8314.08	3423.93	2931.33	4184.58	393.42	3970.77	3221.41		97.61	
	同业存单	3799.37	2346.90	1442.26	3646.85				4509.66	1438.59	282.95	与债权合并	45.45	341.79	与债券合并		2.58	
	拆放同业及买入返售	693.35	344.71	479.39	458.99	与债权合并	419.06	13145.54	964.73	723.98	180.16	1149.43	12.16	363.49	1091.76	1341.28	203.58	
	债券	4781.69	7804.71	5415.70	6200.53				12934.42	4311.16	2300.63	12200.00	344.73	4733.14	3978.19		1,035.91	
	非标	236.43	550.14	502.27	576.31	9100.35	4555.99			624.93	493.23		13.57	481.79	661.06		30.74	
	权益类投资	117.14	181.46	353.09	690.06	143.90	229.06	505.43	740.46	126.02	57.74	115.69	28.97	175.33		52.26	1.10	
	金融衍生品	0.17	0.24	0.05	0.10	3.95	0.28	0.60	222.61	1.75	0.00	3.09	0.40	0.24	175.87	0.00	0.00	
	QDII	26.64	267.06	20.24	11.67	128.30	0.00	0.00	259.86	105.75	0.00	0.00	6.19	2.54			0.53	
	公募基金	522.30	122.93	521.41	283.24	519.12	173.99	71.18	768.12	178.76	67.90	537.97	13.20	87.60	132.24	18.91	39.07	
	私募基金	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
资产管理产品	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	
合计	15455.81	16722.54	13473.16	17149.73	17184.15	8249.66	13722.75	28713.94	10934.87	6313.93	18190.76	858.09	10156.69	9260.53	1412.45	1411.13		
穿透后占比	现金及银行存款	34.15%	30.52%	35.17%	30.80%	42.41%	34.80%		28.95%	31.31%	46.43%	23.00%	45.85%	39.10%	34.79%		6.92%	
	同业存单	24.58%	14.03%	10.70%	21.26%				15.71%	13.16%	4.48%	与债权合并	5.30%	3.37%	与债券合并		0.18%	
	拆放同业及买入返售	4.49%	2.06%	3.56%	2.68%	与债权合并	5.08%	95.79%	3.36%	6.62%	2.85%	6.32%	1.42%	3.58%	11.79%	94.96%	14.43%	
	债券	30.94%	46.67%	40.20%	36.16%					39.43%	36.44%		40.17%	46.60%	42.96%		73.41%	
	非标	1.53%	3.29%	3.73%	3.36%	52.96%	55.23%		45.05%	5.71%	7.81%	67.07%	1.58%	4.74%	7.14%		2.18%	
	权益类投资	0.76%	1.09%	2.62%	4.02%	0.84%	2.78%	3.68%	2.58%	1.15%	0.91%	0.64%	3.38%	1.73%		3.70%	0.08%	
	金融衍生品	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.02%	0.00%	0.00%	0.78%	0.02%	0.00%	0.02%	0.05%	0.00%	1.90%	0.00%	0.00%	
	QDII	0.17%	1.60%	0.15%	0.07%	0.75%	0.00%	0.00%	0.90%	0.97%	0.00%	0.00%	0.72%	0.03%		1.34%	0.04%	
	公募基金	3.38%	0.74%	3.87%	1.65%	3.02%	2.11%	0.52%	2.68%	1.63%	1.08%	2.96%	1.54%	0.86%	1.43%		2.77%	
	私募基金	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
资产管理产品	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	
合计	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	

		城商行							农商行		合资							
资产类别		杭银理财	宁银理财	徽银理财	南银理财	苏银理财	青银理财	上银理财	北银理财	渝农商理财	汇华理财	贝莱德建信理财	施罗德交银理财	高盛工银理财				
穿透后 (亿元)	现金及银行存款	532.45	888.54				1023.11		174.24	491.93				145.52				
	同业存单	419.74	247.57				252.31		74.26	55.03				与债权合并				
	拆放同业及买入返售	494.50	282.19	1792.14	3792.17		290.31	2109.13		73.16	106.14			82.03	307.83	125.40	115.44	39.63
	债券	2035.47	1739.33				2688.57			983.71	917.16				971.57			
	非标	685.14	812.90				658.82			88.81	28.08							
	权益类投资	59.12	182.35	4.38	56.44	386.54	38.57	56.60	78.67	2.27		5.49			17.99		0.76	1.93
	金融衍生品	-0.06	7.23	0.00	0.00	0.00	0.05	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00			0.00		-0.01	0.00
	QDII	4.61	16.61				0.00			0.00	0.00							
	公募基金	41.94	22.26	41.50	33.42	12.14	331.89			15.06	10.07		2.26		7.86		2.74	2.50
	私募基金	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
资产管理产品	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
合计	4272.91	4198.98	1838.02	3882.02	5311.79	2479.64	1465.84	1687.08	1232.73		315.58		151.24		118.93		44.06	
穿透后占比	现金及银行存款	12.46%	21.16%				19.26%		11.89%	29.16%					11.80%			
	同业存单	9.82%	5.90%				4.75%		5.07%	3.26%				与债权合并				
	拆放同业及买入返售	11.57%	6.72%	97.50%	97.69%		5.47%	85.06%		4.99%	6.29%			6.65%	97.54%	82.91%	97.06%	89.94%
	债券	47.64%	41.42%				50.62%			67.11%	54.36%							
	非标	16.03%	19.36%				12.40%			6.06%	1.66%				78.81%			
	权益类投资	1.38%	4.34%	0.24%	1.45%	7.28%	1.56%	3.86%	4.66%	0.18%		1.74%			11.89%		0.64%	4.37%
	金融衍生品	0.00%	0.17%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%				0.00%		-0.01%	0.00%
	QDII	0.11%	0.40%				0.00%			0.00%	0.00%							
	公募基金	0.98%	0.53%	2.26%	0.86%	0.23%	13.38%			1.03%	0.60%		0.72%		5.20%		2.30%	5.68%
	私募基金	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
资产管理产品	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
合计	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%

数据来源：各理财公司官网、各银行官网、中国理财网、开源证券研究所（注：数据来自各理财公司官方披露 2023 年下半年投资报告）

图3：“现金及银行存款”占比较大的银行，受“手工补息”取消的影响较大（2023 年末）


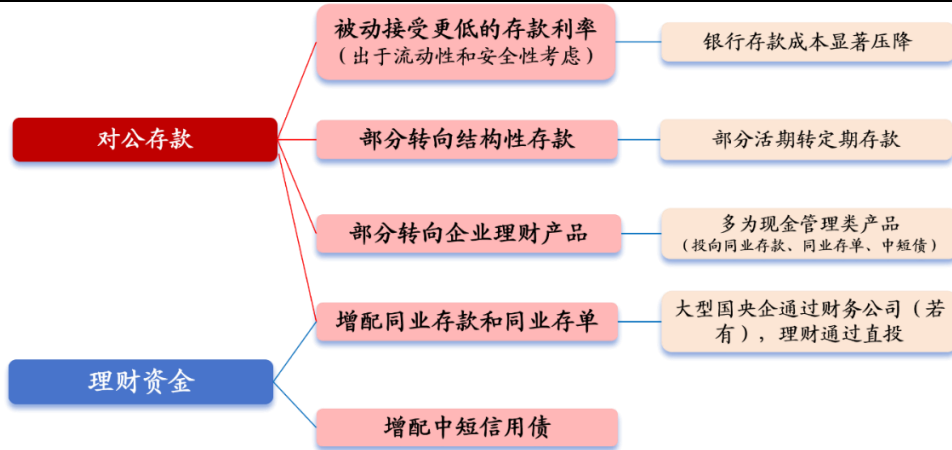
数据来源：各理财公司官网、各银行官网、中国理财网、开源证券研究所（注：数据来自各理财公司披露的 2023 年下半年投资报告，该项未单独披露的银行未展示）

3、增量理财资金：流动性充裕下的资产荒难题

3.1、资金出表之后：银行负债压力总体可控

补息禁令对银行负债端的影响或不超过 5 万亿元，大部分仍会被动接受。我们曾在《存款定价监管跟踪观察——简评“手工补息”》一文中测算，涉及手工补息的存款规模约 20 万亿元。出于流动性和安全性考虑，大部分存款还是会被动接受更低的利率，对银行负债端的影响或不超过 5 万亿元（相当于手工补息存款的 25%），根据 M1 下降、理财规模上升的数据来看，4 月已反映了约 2 万亿元，剩下约 3 万亿元中一部分在 5 月反映，一部分或在 6 月 20 日结息后根据补息禁令落地情况逐步释放。

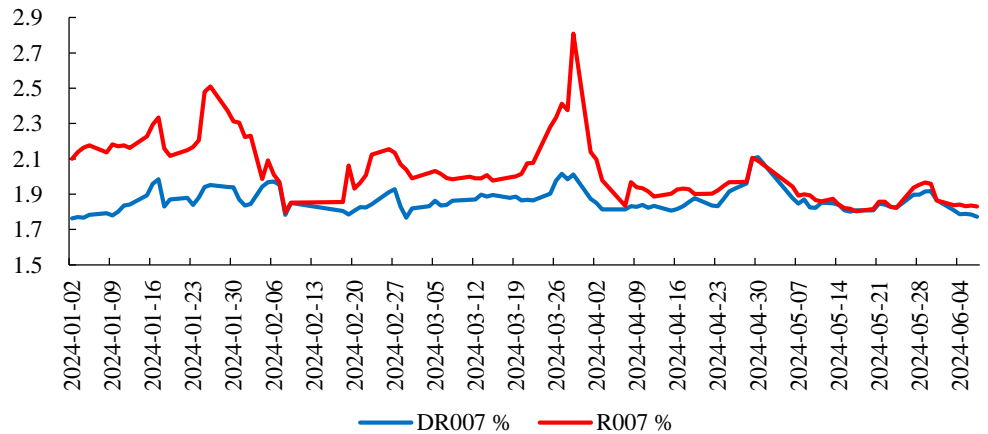
图4：手工补息取消后，部分存款以结存、同存、存单的形式回到表内，其余或增配中短债



资料来源：开源证券研究所

长期看，银行负债缺口压力如何？后续资金面展望，“非银钱多”对 DR007 利率影响不大，存款将更多通过同业存款、同业存单的形式回到表内，银行负债缺口压力趋于缓释，长期利好银行负债端成本的压降，DR007 和 R007 收窄的现象有望缓解。

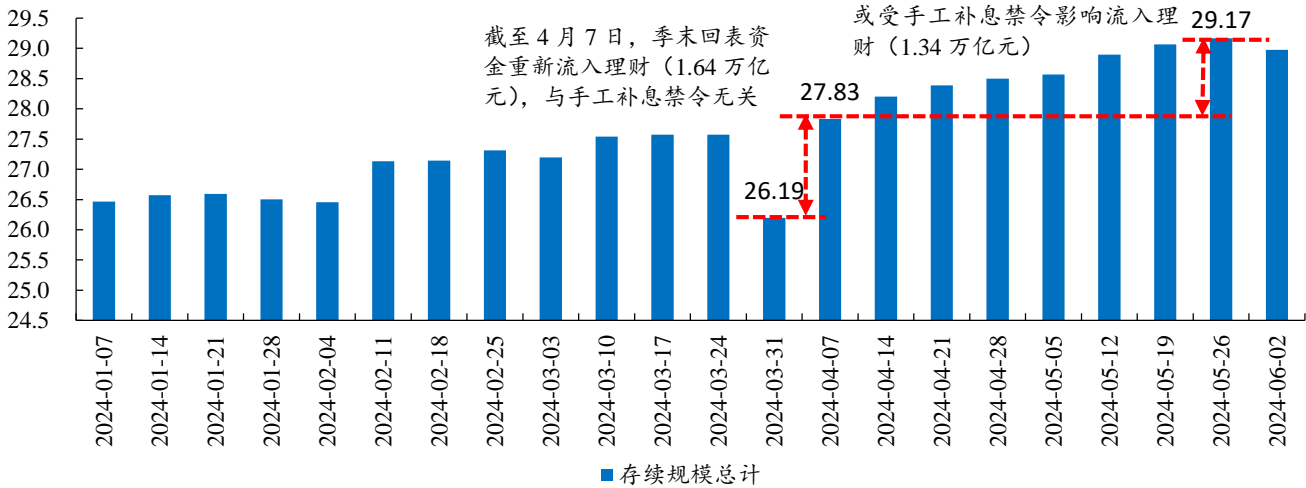
图5：“手工补息”取消后，DR007 和 R007 利差收窄



数据来源：Wind、开源证券研究所

理财规模增速较快，并不完全因为手工贴息的影响。4月初至5月最高点，理财规模增长近3万亿元，我们认为这并不全是手工贴息取消的影响。从时点来看，手工贴息为4月8日取消，而4月1日至7日理财已增长了1.64万亿元，这部分与手工贴息禁令无关，属于季末回表资金的重新“出表”，是每个季度末都会出现的正常现象。因此3万亿增量资金中，仅不超过1.34万亿元的增长与手工贴息禁令有关，这也符合我们之前的判断，即目前从表内流失的贴息存款仍只占小部分。

图6：4月初至今理财增长近3万亿元，其中1.64万亿元与手工贴息禁令无关，属季末回表资金回流（万亿元）



数据来源：普益标准、开源证券研究所

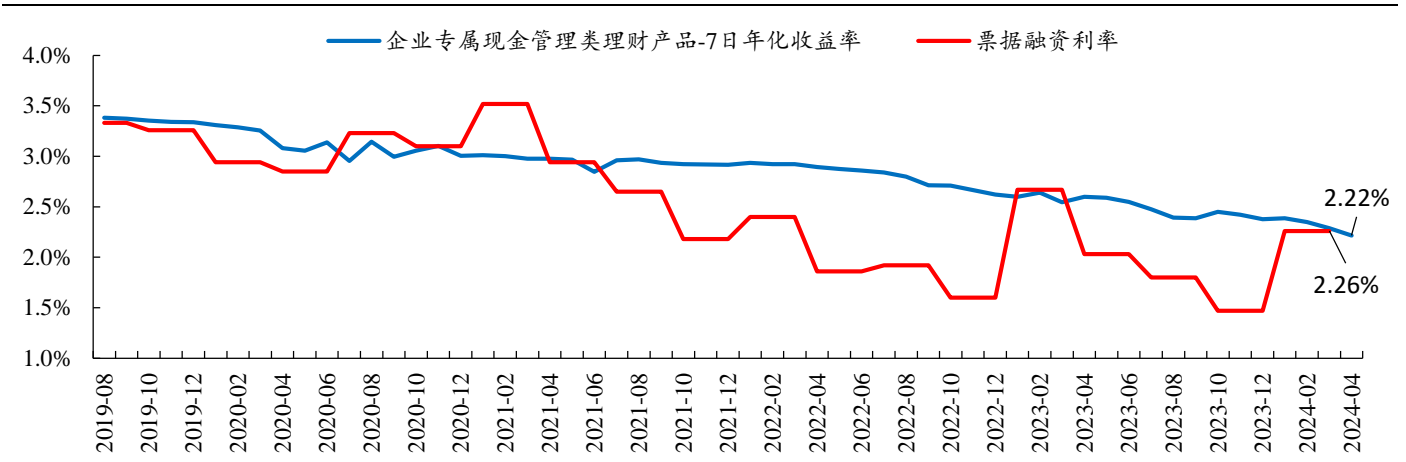
3.2、理财增长之后：季末回表或放大债市波动

3.2.1、严监管下的理财与债市关联度提高

由于客群风险偏好较低，理财曾数次试图“脱钩”债市。资管新规以前，理财的资金池运作方式将信用风险转嫁给银行，理财对于债市价格的敏感度较弱，因此当时理财的投资行为不易对债市价格产生瞬时影响。净值化转型后，理财试图让投资者接受“自负盈亏”的理念，但2022年底债市波动导致理财赎回形成“负反馈”，理财被迫再次转向迎合“低波稳健”稳健资产——存款、收盘价计价债券、保险和信托等资管产品，以降低债市波动对其净值的影响。

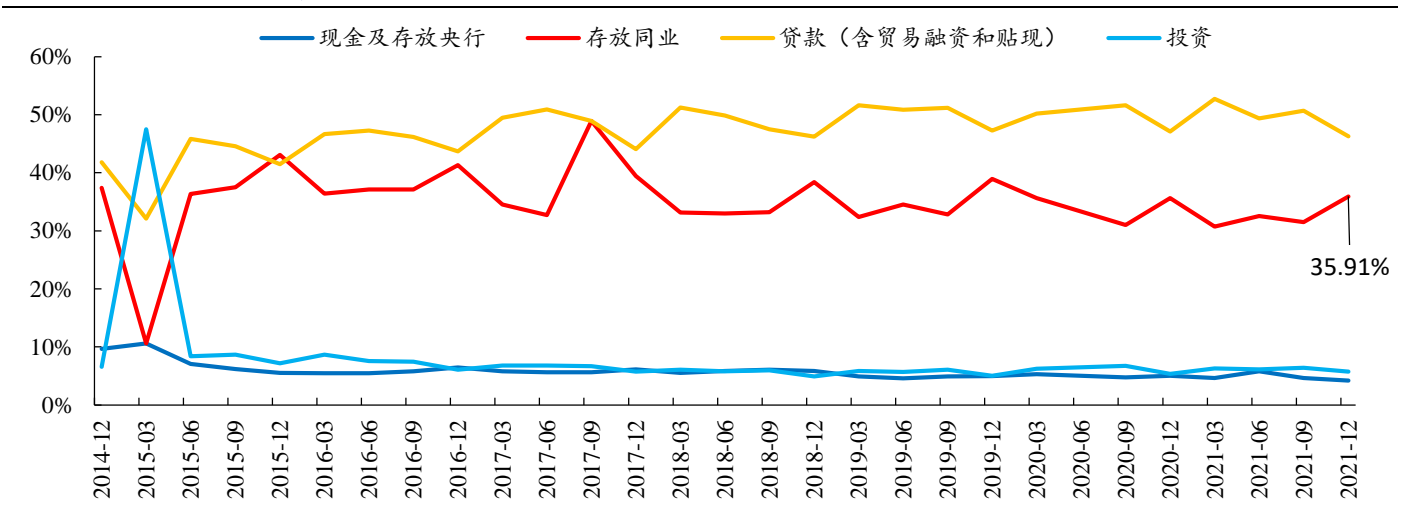
“防空转”监管趋严，低波资产选项骤减，理财被迫转向债市。2024年初以来，协议存款新规、手工贴息取消、信托平滑机制取消等防资金空转的监管政策渐次落地，再加上理财分级监管“质先于量”的导向，理财可用的“低波”工具越来越少，似乎又“被迫”转向债券类资产。再考虑到降息环境下，国内的非银流动性或将持续充裕，似乎再次成为“债市放大器”。特别需关注理财季末回表对于各资产的价格影响。

出表的企业存款，可通过对公理财产品间接投资同业存款、同业存单、中短债。2023年初至今，企业专属现金管理类理财产品7日年化收益率位于2.2%~2.7%，甚至高于某些时段的票据融资利率、超短融发行利率。手工贴息取消后为对公理财带来较好的发展机遇，假设贴息存款的10%转向理财，那么理财将迎来增量资金2万亿元左右，这对于基数较小的对公理财来说已是不小的数字。而企业通过理财产品可间接投资同业存款、同业存单和中短债，是手工贴息存款的较好替代。

图7：企业专属现金管理类产品的收益率吸引力仍然较高


数据来源：Wind、普益标准、开源证券研究所

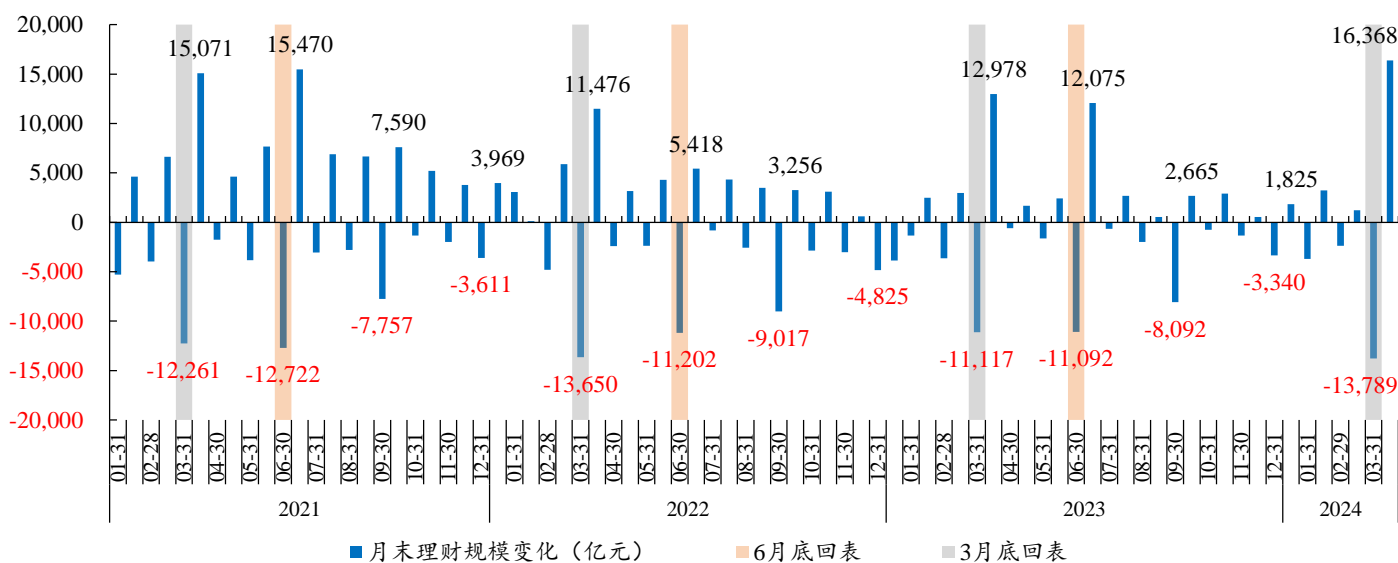
大型国企还可通过财务公司增配同业存款和同业存单。财务公司是监管发放的一种金融牌照，我国目前存续 200 多家财务公司，主要隶属于大型国企，帮助企业进行投融资。财务公司的现金管理一般遵循“低风险、中收益”的原则，2021 年末存放同业款项余额约 3 万亿元，占财务公司资产端的 36%。手工补息取消后，拥有财务公司的大型国企有望增加对同业存款和同业存单的需求。

图8：财务公司的资产端，贷款和存放同业占比最大（截至 2021 年末）


数据来源：Wind、开源证券研究所（注：最新数据仅披露至 2021 年末）

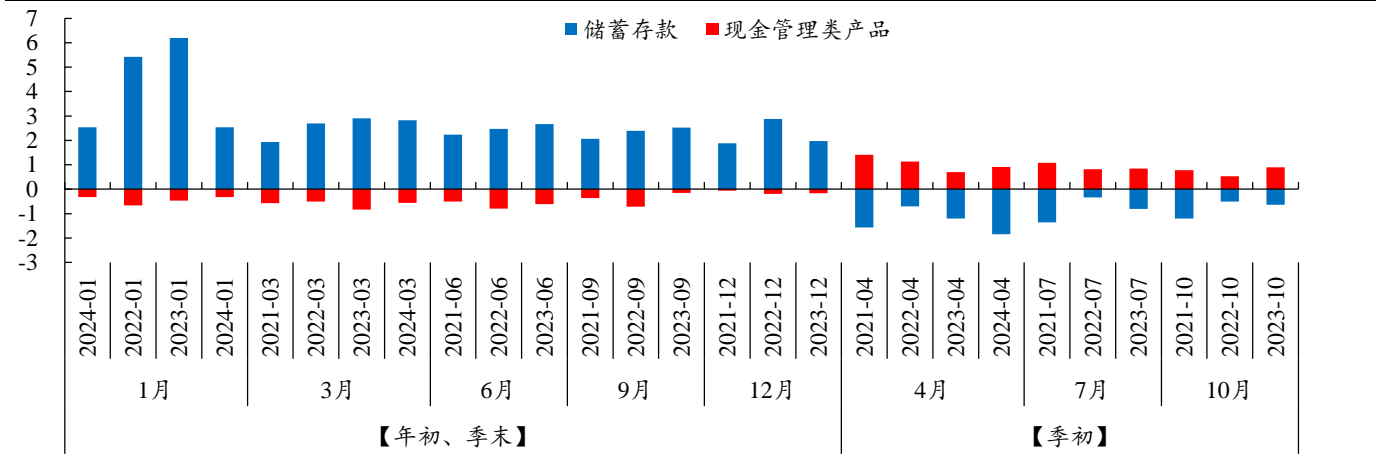
3.2.2、6 月末理财回表资金或达 1.5 万亿元

历史复盘来看，3 月和 6 月末回表通常超万亿元。理财规模通常在季末最后一周迅速下降、季初迅速回升，这与银行表内资金回表有关。银行表内存款考核最严格的时点为每季度末，为满足存款规模要求以及部分流动性指标的要求，客户经理通常会引导客户将短久期理财产品赎回而存入存款。

图9：通常在3月末和6月末的理财回表规模超1万亿元（亿元）


数据来源：普益标准、开源证券研究所（注：因理财规模数据仅分周度和月度披露，无法精确到每天，故月底回表规模为距离月末最后一天最近的披露日与月末最后一天的规模之差，若最近的披露日小于3天或遇到节假日，则取次近的披露日）

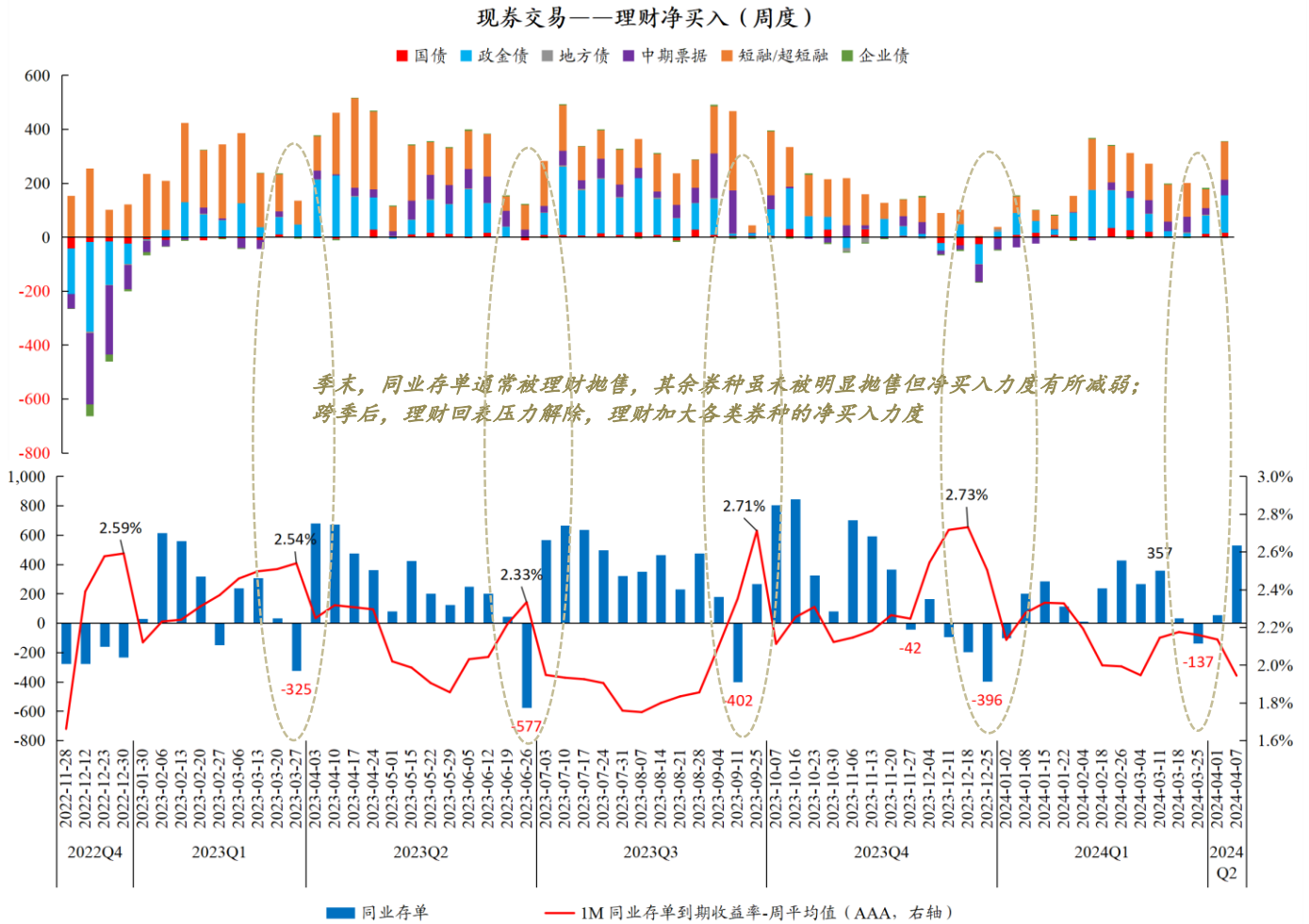
理财季末回表的“工具”主要是现金管理类产品。由于现金管理类产品可每日申赎（T+1到账），流动性几乎和活期存款一样，所以为回表最常用的工具。但回表对于投资者来说，通常意味着损失几天的理财利息，故回表的时间不会太长，通常在季末的最后一周进行，到下个月的第一周又会立马回流至理财。

图10：储蓄存款与现金管理类产品的“跷跷板效应”明显（万亿元）


数据来源：银行业理财登记托管中心、普益标准、Wind、开源证券研究所（注：图中均表示单月增长规模）

预计6月末回表规模达1.5万亿元，同业存单、中短债的价格波动或加大。我们回溯理财周度现券交易数据发现，每到季末，由于存单流动性较高、交投活跃，理财通常会净卖出同业存单。而政金债、短融等券种虽未被抛售，但配置力度会明显减弱。而且监管对于高流动性资产如国债、政金债等利率债有一定的下限要求，因此季末抛售这些券种的可能性不大。由于2024年初以来理财规模增长较快，结合往年6月末的回表规模来看，本次6月末的回表规模有望达1.5万亿元。

图11：季末，理财通常净卖出同业存单，并减小其余券种的净买入力度（亿元）



数据来源：Wind、开源证券研究所（注：需注意的是，理财资金还可通过一级市场、资管产品等方式投资债券，故二级市场债券净买入数据并不能完全反映理财的买债行为）

3.3、债市拥挤度或持续提升

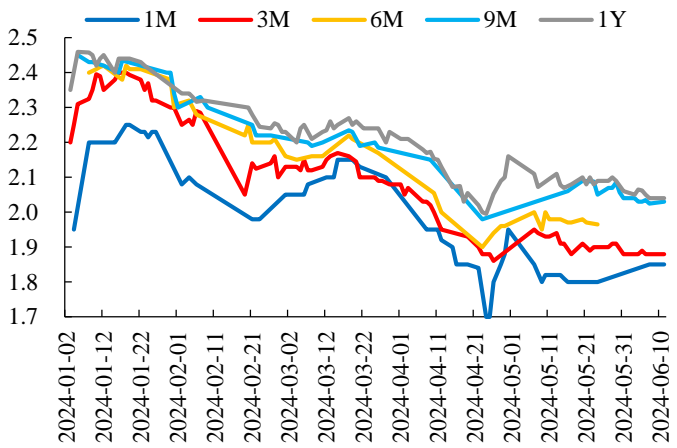
3.3.1、同业存单&信用债是最大的可选项

同业存单价格短期看银行供给，中长期看非银需求。手工补息取消，看似同时加大了同业存单的供给和需求，但两者发生的时点有差异。

供给：银行提价发行存单的因素偏短期。手工补息取消后，伴随企业存款流失的预期，国股行负债端稳定性降低，因此压降同业融出规模、提价发行存单，预期管理下，当期头寸出现缺口压力，弥补负债缺口的诉求较强。因此4月下旬国股行集体提价发行存单。

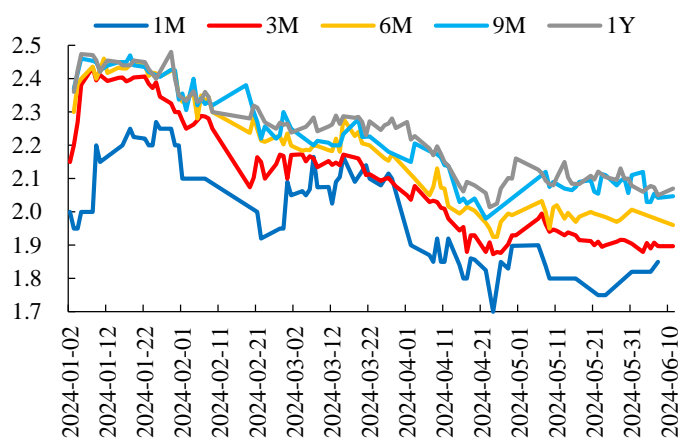
需求：理财更看重同业存单的流动性，对收益率的敏感性并不高。理财规模上升后，由于理财久期较短，一般需要快速完成配置，所以更多选择流动性较强的同业存单，因此对于同业存单的利率敏感性相对较低，通常在理财规模上升较快的时候会迅速增配存单（季度初、存款监管出台之后），而在理财规模骤降时迅速减配存单。所以理财规模的起伏较大，也将造成同业存单价格波动较大。

图12: 国有行在4月下旬提价发行存单(发行利率)



数据来源: Wind、开源证券研究所

图13: 股份行在4月下旬提价发行存单(发行利率)



数据来源: Wind、开源证券研究所

理财在信用债上具有品种优势，偏好持有到期，对债市交易的影响有限。我们曾在《起底短债理财》一文中提到，理财受益于母行表内严密的授信风控体系，可在一级市场获取性价比较高的信用债。相较于货基和短债基金，现金理财和短债理财可配置私募债、PPN、ABN、PRN 等四类信用债品种，由于私募债等品种不具有公开活跃的交易市场，监管规定可使用收盘价或成本价计价，这也一定程度上能缓解理财产品的净值波动。此外，理财对于信用债偏好于持有到期而不是交易，因此理财增配信用债对债市交易的影响有限。

表10: 不存在活跃交易市场的信用债可使用收盘价或成本价计价

政策文件	估值方法
2019-08-05《商业银行理财产品核算估值指引(征求意见稿)》	<p>估值日无市价的，最近交易日后经济环境未发生重大变化采用最近交易市价确定公允价值。</p> <p>资产支持证券(包括ABS、ABN、MBS)和私募债: 鉴于其交易不活跃，未来的现金流也难以确认，可按成本估值。但理财产品管理人应持续评估上述做法的适当性，并在情况发生改变时做出适当调整。</p>

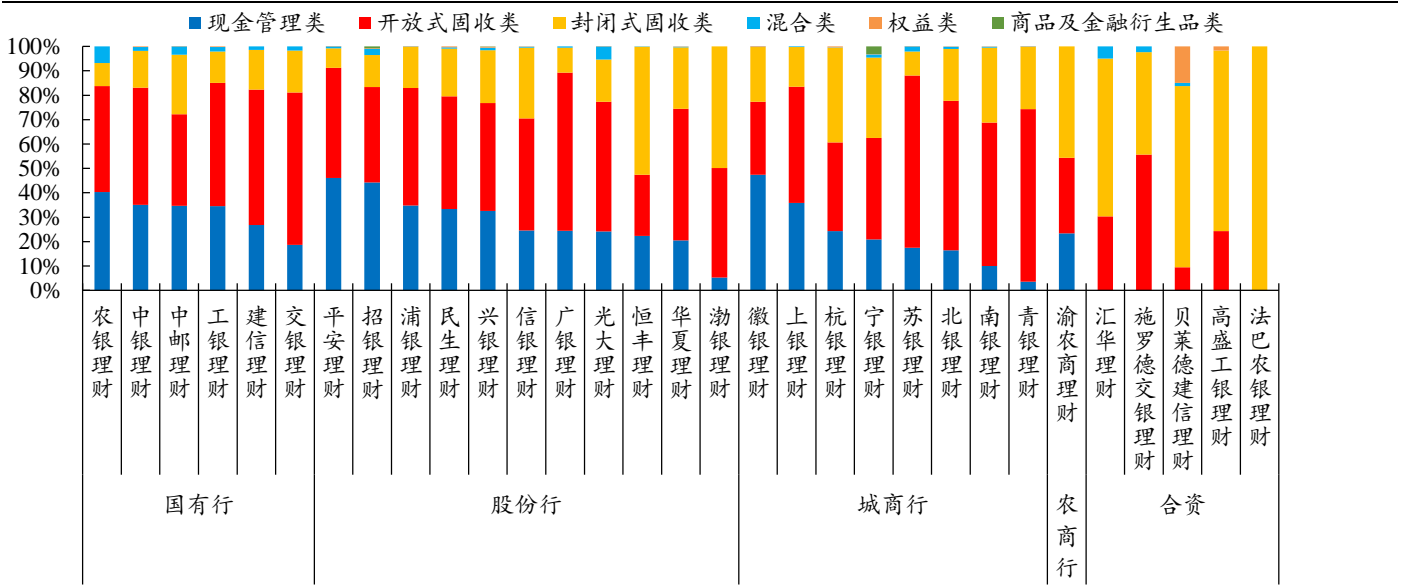
资料来源: 中国银行业协会、开源证券研究所

3.3.2、拉久期&加杠杆并非优先选项

手工补息取消后，理财通过拉久期做高收益的意愿较弱。和银行表内投资不同的是，理财资金的风险偏好并不是理财公司自己决定的，而是投资者(个人为主)决定的，呈现短久期、低风险偏好的特点。截至2024-06-02的数据来看，31家已开业的理财公司产品平均超7成是短久期产品(现金管理类+开放式固收类产品)，对于流动性要求较高，且十分考验产品净值的稳定性。若净值回撤较大，易再现2022年底“赎回潮”。因此多数理财产品无法拉久期，一是与产品期限不匹配，二是若债市回调易出现集中赎回。

此外，由于对债市波动较为敏感，理财加杠杆的意愿的也不够强。理财产品主要是开放式产品占大头，杠杆率上限本来较低，再加上目前债市具有一定的不确定性，理财自身加杠杆或通过资管产品、基金加杠杆做交易的可能性较低，主要是出于对净值波动的担忧。

图14: 理财公司的产品结构来看, 短久期产品(现金管理类 and 开放式固收类)占比超7成(截至 2024-06-02)



数据来源: 普益标准、开源证券研究所

4、投资建议

“手工补息”取消对理财的影响将持续到何时? (1)短期: 若6月底平稳过渡, 我们认为“非银钱多”还会持续一段时间, 非银偏好的短久期品种(同业存单、中短债)和价格波动较小的券种(私募债等可用收盘价或成本计价的债券)占优;**(2)中期:** 关注后续央行态度, 存款挂牌利率或继续下调, 目前理财产品的收益率虽有下降, 但还是较存款有一定的收益优势, 居民存款流入理财的可能性仍然较大, “非银钱多”现象或将持续;**(3)长期:** 挤出虚增水分, 若银行逐渐“缩表”, 那么债券利率长期或下行, 理财收益率也倾向于下降, 理财规模扩张力度或有所减弱, 最后形成新的平衡, 理财规模增长对债市的影响在长期逐渐缓释。

取消手工补息若严格落地, 那么其他“替代负债”可能有恢复: (1)不在自律上限管控中的同业存款、真保险协议存款等; (2)同业存单等市场化负债, 或提价其他一般性 FTP。其中同业存单价格如何展望? 当前处于“供需双强”的局面, 逐渐还会演变成需求力量占主导, 6月底随着理财回表或迎来较好配置机会。

投资建议: 存款监管更为精细, 银行存款成本有望切实下降, 更为利好存款成本压降空间较大的银行, 推荐**中信银行、光大银行**, 受益标的有**农业银行、交通银行**等。

表11: 受益标的一览

代码	银行名称	PB		ROE(%)	总营收同比增长(%)			归母净利润同比增长(%)			EPS(摊薄, 元)			评级
		2024-06-07	2024E		2023A	2024E	2025E	2023A	2024E	2025E	2023A	2024E	2025E	
601288.SH	农业银行	0.6	0.6	10.9	0.0	0.6	3.0	3.9	0.8	2.6	0.8	0.8	0.8	未评级
601328.SH	交通银行	0.6	0.6	9.7	0.3	-0.8	2.3	0.7	-4.2	2.9	1.2	1.2	1.2	未评级
601998.SH	中信银行	0.6	0.4	10.8	-2.6	5.2	5.6	7.9	7.5	10.0	1.4	1.5	1.6	买入
601818.SH	光大银行	0.4	0.3	8.4	-3.9	2.4	4.4	-9.0	6.7	8.0	0.7	0.7	0.8	增持

数据来源: Wind、开源证券研究所(注: 1、已评级标的采用开源证券研究所最新预测值; 未评级标的均采用 Wind 一致预期; 2、上述盈利预测及估值数据的基准日均为 2024-06-07)

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。

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3层
邮编：200120
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

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

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