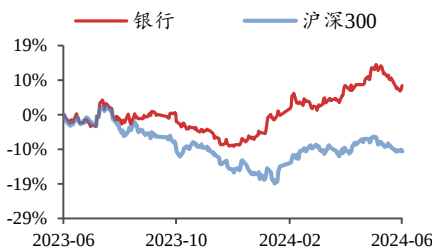


银行

2024 年 06 月 19 日

投资评级：看好（维持）

行业走势图



数据来源：聚源

相关研究报告

- 《“补息”取消后的存贷跟踪—5 月央行信贷收支表要点解读》-2024.6.18
- 《金融“挤水分”延续，银行扩表更高效—5 月金融数据点评》-2024.6.14
- 《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）》-2024.6.14

“信托平滑”停用后的理财变化思考

——理财与信托合作新规点评

刘呈祥（分析师）

liuchengxiang@kysec.cn

证书编号：S0790523060002

吴文鑫（联系人）

wuwenxin@kysec.cn

证书编号：S0790123060009

据界面新闻报道，近日某地金融监管局向辖内信托公司发布《关于进一步加强信托公司与理财公司合作业务合规管理的通知》，针对信托公司配合理财公司使用平滑机制调节产品收益、在不同理财产品间交易风险资产、为现金管理类理财违规投资低评级债券、违规嵌套投资存款提供通道、不当使用估值方法等四大问题进行排查，要求信托公司认真制定整改计划。

● 信托计划占理财底层 16%，规模约为 4.8 万亿元

信托计划可配合理财拉久期和做下沉、平滑收益，迎合了 2022 年底“赎回潮”之后理财低波稳健的投资思路，2023 年初至今理财底层的信托计划占比有显著上升的态势。我们统计 2024Q1 末全市场理财前十大持仓，信托计划占比约 16%，若以理财规模 30 万亿元测算，涉及整改的信托计划规模约 4.8 万亿元。分产品来看，现金管理类占比约 10%，开放式固收类产品中占比约 20%，封闭式固收类产品中占比约 13%。

● 股份行理财子整改压力较大，部分信托公司整改规模超千亿元

银行和理财子：由于股份行存款承压，部分存款“搬家”至理财产品，再加上股份行集团协同的优势较为突出，2024Q1 末前十持仓的信托计划中，规模前三均为股份行理财子（部分理财子占比超 30%），新规之下或迎来较大整改压力。大行理财子由于投资策略较为稳健，整改压力较小，规模或将反超股份行。再考虑到尚未获得理财子牌照的银行，后续或面临存量理财业务压降，理财行业的集中度或进一步提升。

信托公司：根据 2024Q1 末数据，此次整改或涉及约 30 家信托公司，部分信托公司整改规模或超千亿元。未来信托公司的资产增速或受此影响而有所放缓。

● 理财收益波动加大、存款“出表”或有缓解，关注二永债和信用债价格

理财产品收益：随着信托计划整改，理财净值波动或有加大，特别是对于使用市值法估价的开放式产品来说，净值管理的难度加大。此外，信托无法配合理财进行拉久期和沉信用，也会一定程度上拖累理财产品后续的收益率表现。

底层资产价格：通知指出“严禁新增”且“存量问题应通过要求相关理财产品赎回、抛售相关底层资产”等方式整改，并于 6 月 30 日前完成自查报告的报送。以某理财子公司产品为例，2023Q1 末其底层均为信托计划，信托持有的银行二级资本债占比约 20%，预计此次整改将使银行二永债、低等级信用债迎来一定抛售的压力。高息存款及信托平滑整改下，理财或有加大配置公募基金的诉求。

● 投资建议：

理财监管导向为“质大于量”，理财投资行为更加规范、信息披露愈加完善，未来国有行或趋向大众理财和普惠理财，客群优势明显、销售渠道多元的银行仍将受益，受益标的有工商银行、农业银行、中国银行、建设银行、交通银行、招商银行、兴业银行等。

● 风险提示：宏观经济增速下行，政策落地不及预期等。

附表 1：分产品——截至 2024Q1 末全市场理财产品中，委外的信托计划约占 16%（前十持仓口径）

理财产品前十持仓规模（亿元）		2021-06	2021-12	2022-06	2022-12	2023-03	2023-06	2023-09	2023-12	2024-03
现金管理类		6,505	8,038	9,240	11,888	11,339	12,662	14,829	13,761	13,675
固定收益类		19,966	34,005	43,660	45,554	42,499	42,004	43,516	39,347	42,370
	其中：开放式净值型	11,313	22,755	31,841	34,647	32,007	30,666	31,199	26,890	29,661
	封闭式净值型	357	755	1,943	3,945	5,282	8,239	11,122	12,231	12,385
混合类		1,920	2,695	2,837	2,040	1,745	1,489	1,533	1,311	1,175
权益类		52	113	148	125	50	60	38	45	45
商品及金融衍生品类		0	2	0	35	28	125	297	328	315
总计		28,443	44,853	55,885	59,642	55,662	56,342	60,212	54,792	57,579
其中：委外的信托计划规模（亿元）		2021-06	2021-12	2022-06	2022-12	2023-03	2023-06	2023-09	2023-12	2024-03
现金管理类		75	302	636	539	619	987	2,336	770	1,393
固定收益类		1,689	2,385	2,255	3,493	3,949	3,991	6,380	6,368	7,581
	其中：开放式净值型	436	992	1,998	3,213	3,317	3,265	5,191	5,024	5,926
	封闭式净值型	10	21	19	40	166	343	960	1,344	1,655
混合类		45	24	16	16	20	24	38	23	23
权益类		0	0	0	9	0	1	1	0	0
商品及金融衍生品类		0	0	0	0	0	0	0	0	0
总计		1,808	2,711	2,907	4,057	4,589	5,003	8,756	7,162	8,997
委外的信托计划占比		2021-06	2021-12	2022-06	2022-12	2023-03	2023-06	2023-09	2023-12	2024-03
现金管理类		1%	4%	7%	5%	5%	8%	16%	6%	10%
固定收益类		8%	7%	5%	8%	9%	10%	15%	16%	18%
	其中：开放式净值型	4%	4%	6%	9%	10%	11%	17%	19%	20%
	封闭式净值型	3%	3%	1%	1%	3%	4%	9%	11%	13%
混合类		2%	1%	1%	1%	1%	2%	2%	2%	2%
权益类		0%	0%	0%	8%	0%	1%	4%	0%	0%
商品及金融衍生品类		-	0%	-	0%	0%	0%	0%	0%	0%
总计		6%	6%	5%	7%	8%	9%	15%	13%	16%

数据来源：普益标准、开源证券研究所（注：理财子公司中共有 13 家前十持仓口径为“穿透后”，故无法直接统计到信托计划的占比，已剔除；本表仅统计前十持仓口径为“穿透前”的机构）

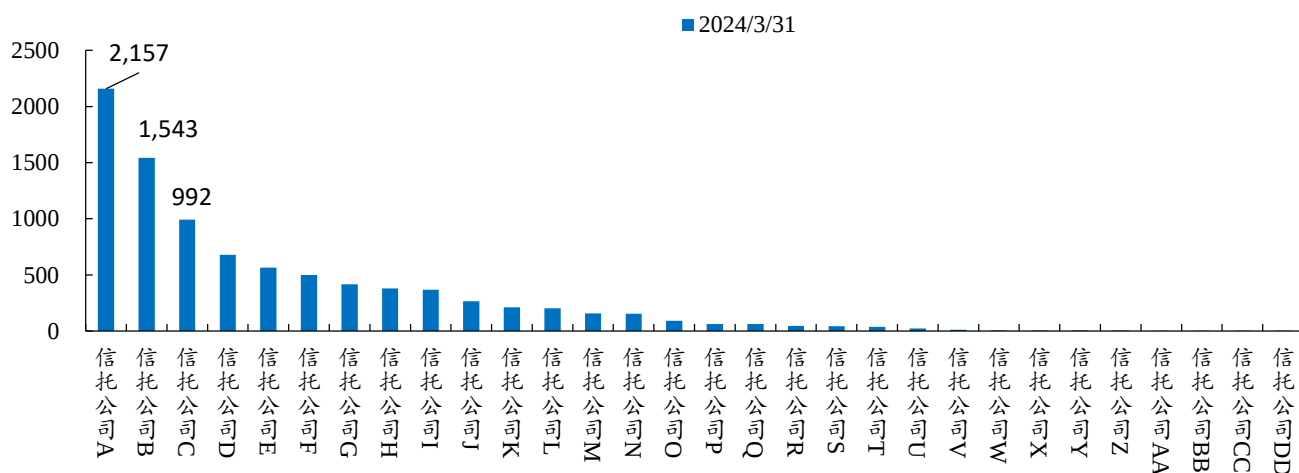
附表 2：分理财机构——截至 2024Q1 末，多家股份行理财子信托规模居前（前十持仓口径，剔除口径不一致的机构）

2024-03			各类理财产品中：委外的信托计划规模（亿元）						委外的信托计划占比					
序号	机构名称	机构性质	现金管理类	固定收益类	混合类	权益类	商品及金融衍生品类	总计	现金管理类	固定收益类	混合类	权益类	商品及金融衍生品类	总计
				开放式	封闭式					开放式	封闭式			
1	理财子A	股份行	233.70	2488.64	968.63	9.50	0.00	3700.46	11.15%	51.83%	29.13%	28.25%	0.00%	36.07%
2	理财子B	股份行	222.83	1212.64	194.97	0.48	0.00	1630.91	17.77%	37.68%	24.59%	16.15%	0.00%	30.88%
3	理财子C	股份行	473.54	891.39	187.26	6.49	0.02	1558.70	28.93%	20.79%	24.40%	1.18%	1.46%	21.42%
4	理财子D	城商行	101.80	480.51	174.20	0.00	0.00	756.51	45.30%	39.22%	30.55%	0.00%	-	37.24%
5	理财子E	农商行	254.97	51.87	35.76	0.00	0.00	342.60	91.72%	17.67%	14.55%	-	-	41.91%
6	理财子F	城商行	105.83	209.27	11.43	0.00	0.00	326.53	25.70%	21.63%	2.31%	0.00%	0.00%	15.93%
7	银行A	农商行	0.00	157.71	14.30	0.00	0.00	172.00	-	31.28%	58.48%	-	-	32.54%
8	银行B	城商行	0.00	82.83	1.44	0.00	0.00	84.28	0.00%	29.27%	4.51%	0.00%	-	24.74%
9	银行C	城商行	0.00	38.69	18.02	0.00	0.00	56.71	0.00%	11.34%	80.93%	-	-	14.82%
10	银行D	城商行	0.00	42.28	8.41	0.14	0.00	50.84	0.00%	13.13%	29.05%	3.25%	-	12.42%
11	银行E	城商行	0.00	46.63	0.00	0.00	0.00	46.63	0.00%	24.51%	0.00%	0.00%	0.00%	23.16%
12	银行F	城商行	0.00	43.54	1.05	0.00	0.00	44.59	-	33.36%	1.21%	-	-	20.51%
13	银行G	城商行	0.00	37.09	5.69	0.00	0.00	42.78	0.00%	14.39%	31.43%	-	-	13.28%
14	银行H	农商行	0.00	38.49	0.00	0.00	0.00	38.49	0.00%	25.74%	0.00%	-	-	20.48%
15	银行I	农商行	0.00	27.99	5.94	0.00	0.00	33.93	0.00%	43.10%	43.47%	-	-	36.23%
16	银行J	城商行	0.00	28.61	0.35	0.00	0.00	28.96	0.00%	27.08%	3.02%	-	-	21.50%
17	银行K	城商行	0.00	10.96	12.48	0.04	0.00	23.48	0.00%	17.80%	4.27%	70.40%	-	6.08%
18	银行L	农商行	0.00	14.55	0.00	1.80	0.00	16.35	0.00%	6.19%	0.00%	22.05%	-	6.21%
19	银行M	城商行	0.00	9.46	1.83	0.00	0.00	11.29	0.00%	11.30%	0.91%	-	-	3.60%
20	银行N	城商行	0.00	6.66	0.53	3.31	0.00	10.50	0.00%	3.16%	15.11%	35.34%	0.00%	4.30%
21	理财子G	股份行	0.00	2.85	2.10	1.51	0.00	6.46	0.00%	0.09%	0.23%	1.66%	-	0.10%
22	银行O	城商行	0.00	0.00	4.02	0.00	0.00	4.02	0.00%	0.00%	2.05%	-	-	1.63%
23	银行P	城商行	0.00	0.00	3.96	0.00	0.00	3.96	-	0.00%	6.44%	-	-	3.98%
24	理财子H	股份行	0.00	0.00	2.99	0.00	0.00	2.99	0.00%	0.00%	2.57%	-	-	0.82%
25	理财子I	股份行	0.00	0.04	2.94	0.00	0.00	2.98	0.00%	0.05%	7.04%	0.00%	-	1.18%
26	银行Q	农商行	0.00	0.00	2.27	0.00	0.00	2.27	0.00%	0.00%	4.65%	-	-	1.49%
27	银行R	城商行	0.00	1.87	0.23	0.00	0.00	2.09	0.00%	1.94%	0.17%	0.00%	-	0.77%
28	理财子J	股份行	0.00	1.27	0.28	0.00	0.00	1.55	0.00%	0.05%	0.04%	0.00%	0.00%	0.03%
29	理财子K	城商行	0.00	0.75	0.00	0.00	0.00	0.75	0.00%	0.06%	0.00%	0.00%	0.00%	0.04%
30	银行S	城商行	0.00	0.00	0.29	0.00	0.00	0.29	0.00%	0.00%	0.12%	0.00%	0.00%	0.11%

数据来源：普益标准、开源证券研究所（注：理财子公司中共有 13 家前十持仓口径为“穿透后”，故无法直接统计到信托计划的占比，此表已予以剔除、未做展示，因此进行了该类业务的机构家数或更多）

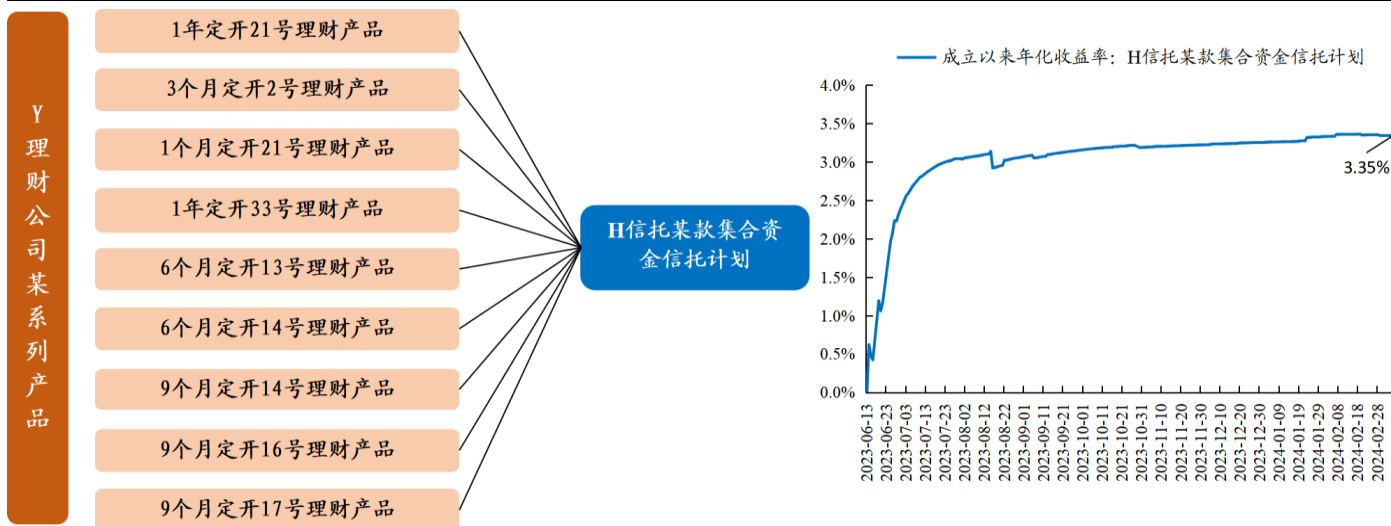
请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

附图 1：分信托公司——截至 2024Q1 末，部分信托公司配合理财的信托计划规模超千亿元（亿元，前十持仓内）



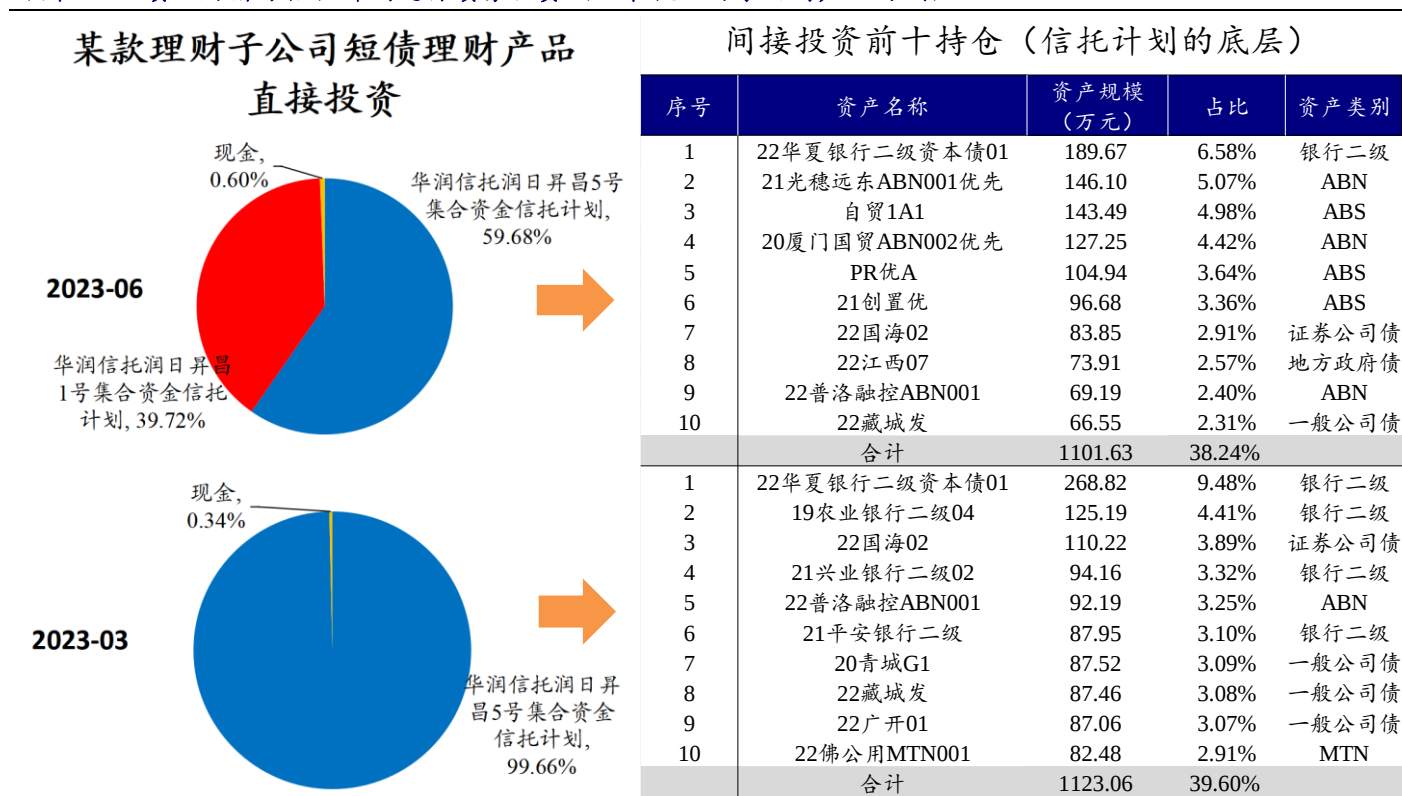
数据来源：普益标准、开源证券研究所（注：因仅统计了前十持仓内的信托计划，故全部持仓内的规模或更大）

附图 2：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

附图 3：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

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

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