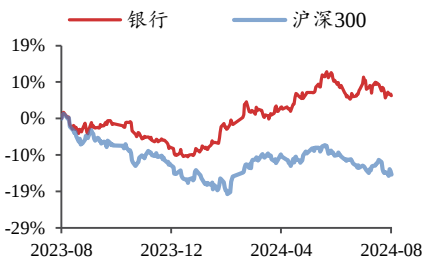


银行

2024 年 08 月 02 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

《估值方法再度趋严，理财迎“真净值化”时代——信托收盘价估值整改点评》-2024.7.28

《存款降息配合落地，银行息差获支撑——大行 0725 下调存款挂牌利率点评》-2024.7.25

《降息促实体需求，LPR 同步换锚——央行 0722 降息点评》-2024.7.22

逻辑重塑：新监管约束下的理财投资行为

——2024H1 理财半年报解读

刘呈祥（分析师）

liuchengxiang@kysec.cn

证书编号：S0790523060002

吴文鑫（分析师）

wuwenxin@kysec.cn

证书编号：S0790524060002

● 理财高增背后：资产配置行为开始转向

资金端：开放式固收类理财为增长“主引擎”，下半年理财增速或放缓。截至 2024 年 6 月末，全市场理财产品存续规模为 28.52 万亿元，较年初增长 1.72 万亿元；理财同比增速恢复至 12.55%，增速已基本恢复至“赎回潮”之前的水平，受“手工补息”禁令影响流入理财的存款或有 1.6 万亿元。协议存款+平滑信托+“手工补息”等监管出台，上半年现金理财增速不明显，而是短久期固收类理财产品增长较快，如最短持有期、日开型。我们判断下半年理财受各类业务整改影响，增速或有所放缓，预计全年规模高点为 31 万亿元左右。

资产端：减配存款、增配高流动性资产（公募基金>同业资产>同业存单）。上半年理财年化收益率平均仅 2.80%，同比下降 59BP。存款监管动作较为密集，高息存款可得性越来越低，理财减配存款幅度最大。出于节税和借力投研的考虑，理财增配公募基金 0.49 万亿元，占总资产增量的 33%，为第一大增配资产。

从资产的“不可能三角”展望理财行为：委外公募、拉久期、加杠杆。虽然资产的收益性、安全性和流动性无法同时获得，但原先理财通过委外保险和信托实现了三者兼得，比如投资带有提前赎回权的协议存款、有平滑功能的信托计划等。但目前随着整改落地，“监管空白”将大幅减少，三者难以兼得。若按“不可能三角”理论，后续理财投资或有 2 条路径：（1）**拉长产品久期**：2024H1 新发的封闭式产品平均期限为 348 天，同比略有上升；封闭式产品存续规模中 1Y 以上占比亦边际上升；（2）**加杠杆+通过委外交易债券**：目前公募基金获明显增配，但杠杆率未见明显上升。

● 严监管框架下：质地更重要、牌照更稀缺

理财子：CR3、CR5 集中度均有边际下降。理财分级监管引导“质重于量”，利好国有行理财子规模增长，或赶超股份行。

非理财子：4 万亿理财规模或面临压降，市场已有一定预期。事实上，非理财子本身有净值化较慢、规模较小等问题，理财业务盈利性较弱。最终未获批理财子的省份，理财承接弱资质债券的能力或将下降，我们认为规模较大的中西部银行、农商联合银行仍有一定概率获批理财子。

存量理财压降步伐或加快，中小银行加速代销转型。2024H1 理财累计直销金额为 0.23 万亿元，远高于 2023 年同期（0.11 万亿元），理财公司代销渠道进一步拓展。截至 2024-07-31，兴银理财合作的代销机构数量仍然最多，共有 487 家，头部股份行&城农商行理财子积极开辟代销渠道。相应地，中小银行加速代销转型，我们初步计算：截至 2024 年 6 月末，“正转向纯代销的银行”至少 61 家，“已转向纯代销的银行”至少 272 家，均较年初有明显增长。我们认为，若中小银行加入代销赛道，可挖掘长尾客群需求、发挥展业区域内的下沉优势，与头部银行渠道形成互补，互补性大于竞争性。

● **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、 理财高增背后：资产配置行为开始转向.....	4
1.1、 资金端：开放式固收类理财为增长“主引擎”	4
1.1.1、 理财增速已基本恢复至“赎回潮”之前的水平	4
1.1.2、 理财增长“主引擎”为开放式固收类理财	5
1.1.3、 判断下半年理财增长高点或为 31 万亿元	7
1.2、 资产端：防御性策略遇阻，短期增配流动性资产	7
1.2.1、 减配存款、增配高流动性资产：公募基金>同业资产>同业存单	7
1.2.2、 理财收益总体下降，封闭式产品期限上升	9
1.2.3、 从“不可能三角”展望理财行为：委外公募、拉久期、加杠杆	10
2、 严监管框架下：质地更重要、牌照更稀缺.....	12
2.1、 理财子头部集中度略下降，分级监管或使排名生变	12
2.2、 中小银行理财“退场”，理财子牌照稀缺性凸显	13
2.2.1、 4 万亿中小银行理财规模或面临压降	13
2.2.2、 预计仍有部分银行有望获批理财子公司	14
3、 加速代销转型：存量理财压降步伐或加快.....	16
3.1、 初步计算已转向纯代销的银行或超 272 家	16
3.2、 预计代销赛道仍有持续扩展空间	17
3.2.1、 目前各家的代销渠道，较为依赖母行禀赋	17
3.2.2、 中小银行加入代销赛道，互补性大于竞争性	18
4、 风险提示	19
附表：理财资产配置一览	19

图表目录

图 1： 截至 2024 年 6 月末，理财、公募基金规模分别增长至 28.52 万亿元、30.71 万亿元（万亿元）	4
图 2： “手工补息”禁令出台后存款共流出 4.7 万亿元，推测其中流入理财约 1.6 万亿元	5
图 3： “手工补息”叫停后，共流出存款约 4.7 万亿元，其中流入理财 1.6 万亿元（亿元）	5
图 4： 2023 年下半年，全市场理财规模筑底回升，主要由现金管理型产品的增长贡献（万亿元）	6
图 5： 现金管理类产品收益率下降较快（7 日年化，%）	7
图 6： 纯固收理财产品的收益率仍有优势（7 日年化，%）	7
图 7： 2024 年初至今，理财严监管政策不断出台，直接影响理财产品收益率	7
图 8： 2024 年 6 月末，理财持有的现金及存款、债券占比下降，公募基金、同业资产、QDII 占比上升（万亿元）	8
图 9： 2024H1 理财资产配置增量结构：公募基金>拆放同业及债券买入返售>同业存单>债券>QDII（万亿元）	9
图 10： 2024H1 理财募集资金的规模连续 2 个报告期上升	9
图 11： 2024H1 理财产品加权平均年化收益率同比下降	9
图 12： 2024 年上半年新发的封闭式产品期限同比上升	10
图 13： 2024-06 末封闭式产品存续规模中，1Y 以上占比边际上升	10
图 14： 理财的通道类协议存款模式隐含较大的期限错配风险	10
图 15： 2024 年 6 月末，理财支持实体经济比例降至 70.13%（万亿元）	11
图 16： 2024 年 6 月末，理财支持实体占社融存量的比例与年初基本持平	11
图 17： 资产不可能三角中，理财或坚守“低波动性”不变而平衡“收益性”和“流动性”	12
图 18： 理财市场头部集中度边际微降	12

图 19: 2024H1 共 19 家银行机构退出理财市场 (家)	12
图 20: 截至 2024 年 6 月末, 股份行理财子市占率不变, 国有行理财子&城商行理财子的市占率均上升 1pct	13
图 21: 截至 2024 年 6 月末, 未设立理财子公司的银行理财规模为 4.19 万亿元, 市场份额为 16% (万亿元)	14
图 22: 尚未成立理财公司的银行机构, 目前面临尚未完成净值化、单家存续规模小、单只产品规模小三大难点	14
图 23: 非理财子规模 TOP 3 省份: 浙江 (3522 亿元) > 广东 (3025 亿元) > 四川 (2556 亿元)	15
图 24: 2024 年 6 月末理财公司合作的代销机构增长至 511 家	16
图 25: 截至 2024 年 6 月末, “正转向纯代销的银行” 至少 61 家, “已转向纯代销的银行” 至少 272 家	16
图 26: 按发行方——理财公司: 股份行理财子&城商行理财子的代销合作机构较多 (统计日为 2024-07-31)	17
图 27: 按发行方——非理财子的银行: 部分农商行的代销合作机构数显著多于城商行 (统计日为 2024-07-31)	17
图 28: 按代销方 (国股城): 兴业银行、苏州银行、招商银行合作的发行机构数量最多 (统计日为 2024-07-31)	18
图 29: 按代销方 (农商&民营&直销&外资): 民营银行、直销银行合作的发行机构较多 (统计日为 2024-07-31)	18
表 1: 2024 年上半年纯固收、固收+中的最小持有期型理财品类增长最快 (亿元)	6
表 2: 截至 2024 年 6 月末, 理财子存续规模 TOP3 仍为招银理财、兴银理财、信银理财 (万亿元)	13
表 3: 截至 2024 年 6 月末无理财子牌照的银行中, 理财规模 TOP3 为沪农商行、成都银行、成都农商行 (万亿元)	15

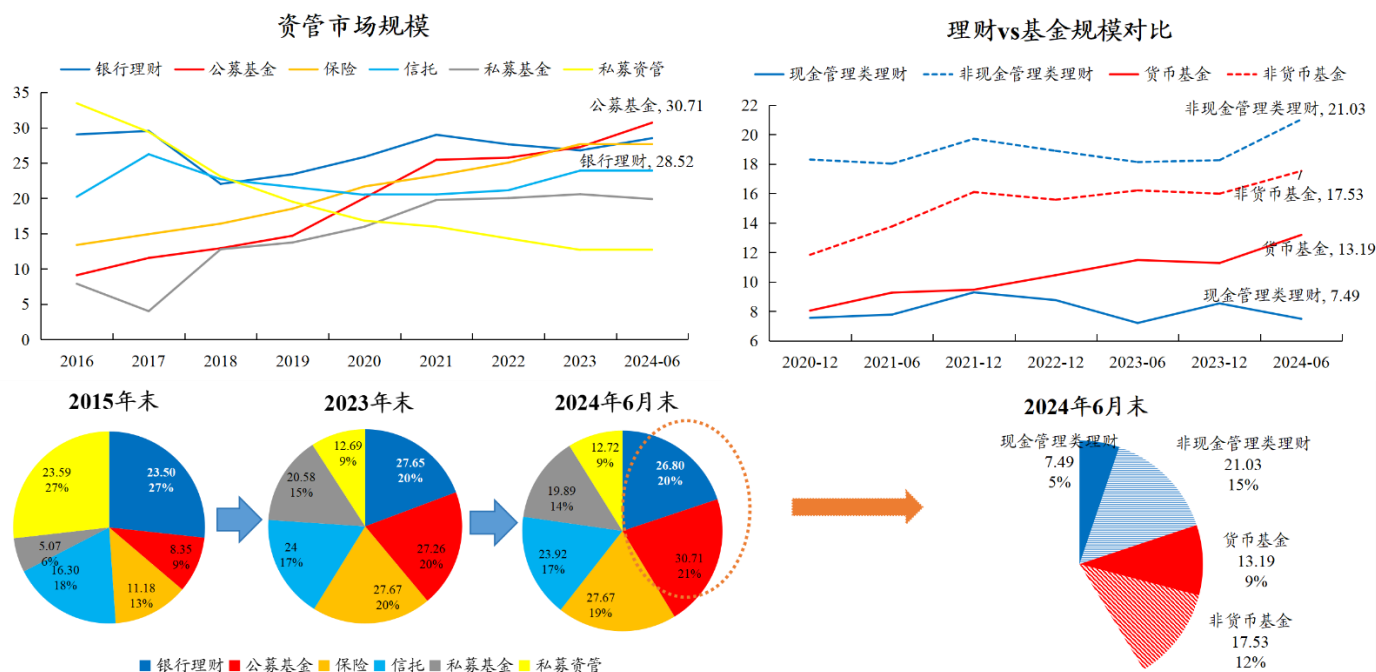
1、理财高增背后：资产配置行为开始转向

1.1、资金端：开放式固收类理财为增长“主引擎”

1.1.1、理财增速已基本恢复至“赎回潮”之前的水平

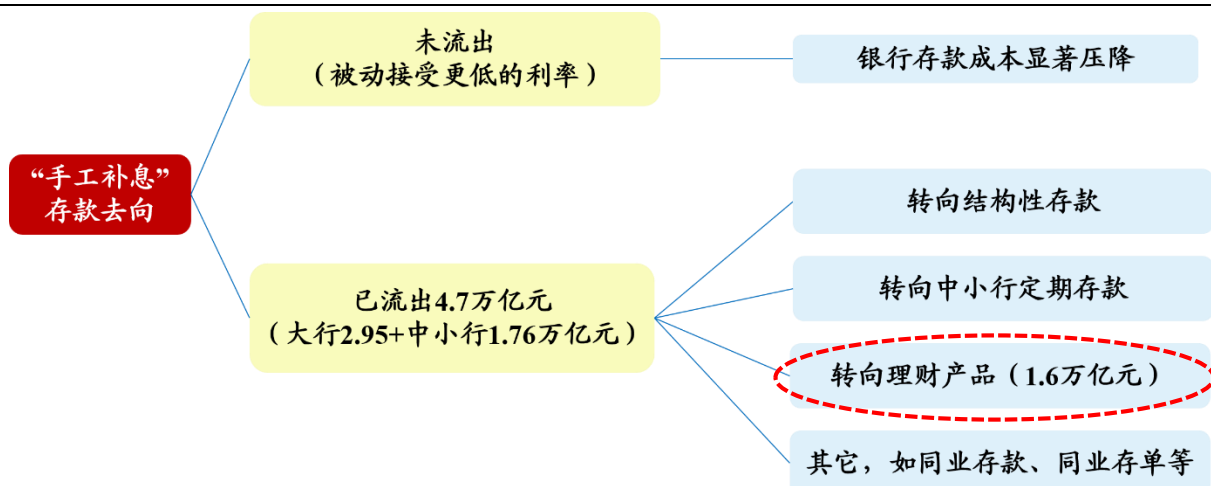
2024 年上半年理财增速回暖，基本恢复到 2022 年底“赎回潮”之前的水平。截至 2024 年 6 月末，全市场理财产品存续规模为 28.52 万亿元，较年初增长 1.72 万亿元，较公募基金低 2.19 万亿元。理财同比增速恢复至 12.55%，已基本恢复至 2022 年 6 月末的增速水平（12.98%），表明 2022 年底债市“破净潮”对于理财规模的影响基本缓释。一方面受到上半年债牛行情影响，理财收益率吸引力较大；另一方面 2023 年底下调了存款挂牌利率+2024 年上半年叫停“手工补息”存款，存款收益率中枢持续下降，存款出表转为理财的现象突出。

图1：截至 2024 年 6 月末，理财、公募基金规模分别增长至 28.52 万亿元、30.71 万亿元（万亿元）

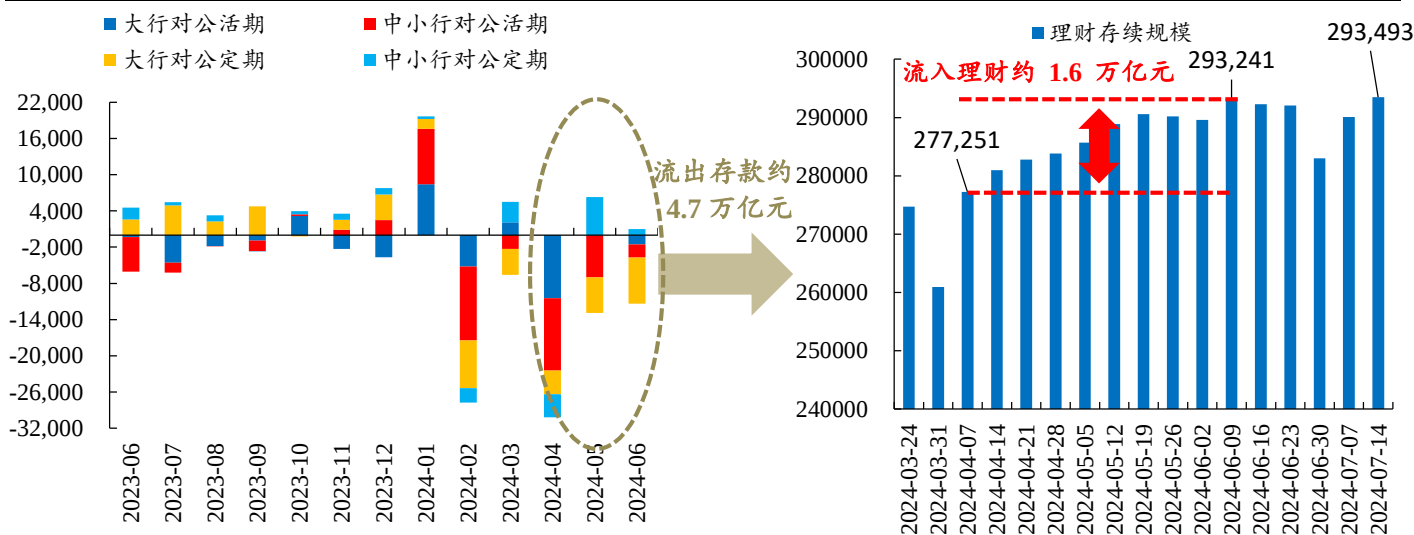


数据来源：Wind、银行业理财登记托管中心、开源证券研究所（注：银行理财规模根据银行业理财登记托管中心 2024 年半年度报告统计，数据截至 2024-06-30；公募基金规模根据 Wind 的统计，数据截至 2024-06-30；保险规模根据国家金监总局发布保险业经营情况表中的资金运用余额统计，数据截至 2023-12-31；信托产品规模根据信托业协会公布统计，数据截至 2023-12-31；私募基金、私募资管规模根据中国基金业协会公布，数据截至 2024-06-30）

受“手工补息”禁令影响流入理财的存款，规模或有 1.6 万亿元。“手工补息”存款叫停后，我们推测大部分存款出于安全性和流动性的考虑被动接受了更低的利率，但也有部分存款“出表”，我们观察 4-6 月信贷收支表可以推算，大行、中小行 4-6 月的对公存款（包含对公活期+对公定期）同比少增 4.7 万亿元，可认为这部分是“手工补息”禁令后流失的存款。主要流向有结构性存款、中小行定期存款、理财等。截至 2024-04-07（手工补息禁令出台之前），理财存续规模为 27.7 万亿元，其后“手工补息”叫停后理财规模到达 6 月初的高点 29.3 万亿元，可推算得到流入理财的规模约为 1.6 万亿元。

图2：“手工补息”禁令出台后存款共流出4.7万亿元，推测其中流入理财约1.6万亿元


数据来源：Wind、普益标准、开源证券研究所

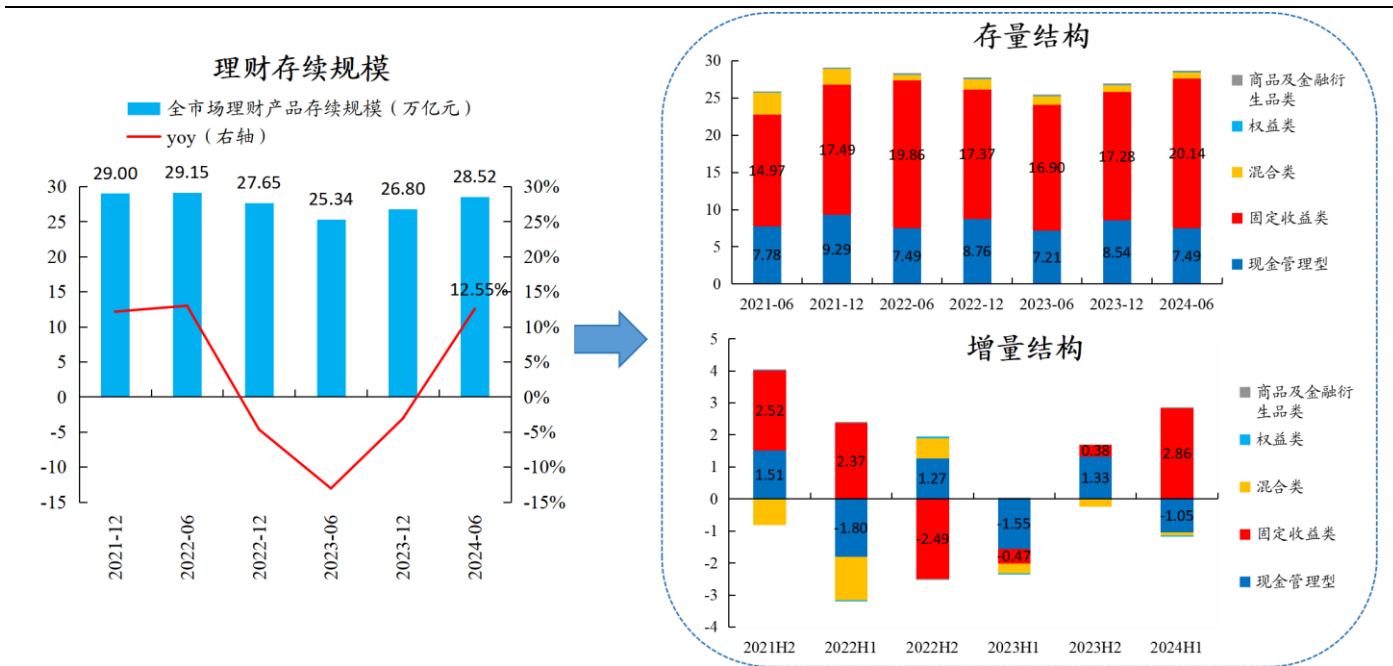
图3：“手工补息”叫停后，共流出存款约4.7万亿元，其中流入理财1.6万亿元（亿元）


数据来源：Wind、普益标准、开源证券研究所

1.1.2、理财增长“主引擎”为开放式固收类理财

但现金管理类理财并非增长“主引擎”。事实上，2023年下半年理财规模的回暖主要受益于现金管理类产品的增长，但由于现金管理类具有规模“天花板”，难以持续增长，叠加协议存款+平滑信托+“手工补息”等监管出台，现金管理类产品相对于货基的收益优势，已基本被抹平。即使是剔除银行季末回表的影响，上半年现金理财增速也并不明显。而非现金管理类的固收类理财产品上半年新增2.86万亿元，成为增长“主引擎”。

图4：2023年下半年，全市场理财规模筑底回升，主要由现金管理型产品的增长贡献（万亿元）



数据来源：银行业理财登记托管中心、开源证券研究所

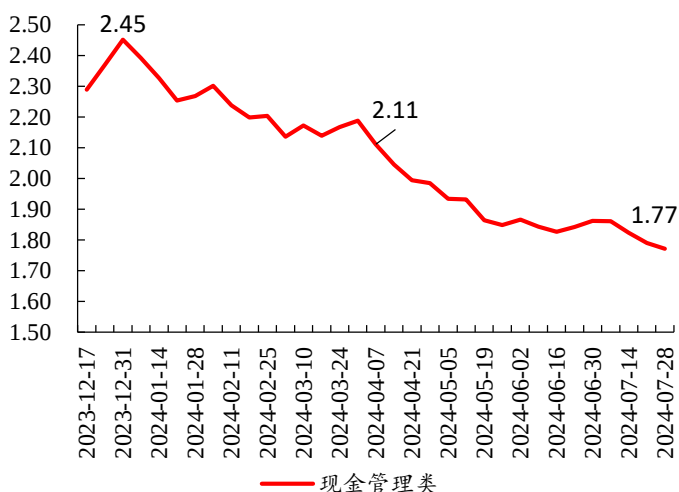
短久期固收类理财产品增长较快，如最短持有期、日开型。我们统计发现，上半年纯固收、固收+中的最小持有期型理财分别增长 5503 亿元、1.37 万亿元，成为增长规模最大的两个子类，此外每日开放型产品也增势较好。我们认为主要由于相较于现金管理类产品，这些品类中的债券比例较高且投资范围更广，更多受益于上半年的债市行情，故收益率仍有一定优势。

表1：2024年上半年纯固收、固收+中的最小持有期型理财品类增长最快（亿元）

存续规模（亿元）			2023-12	2024-01	2024-02	2024-03	2024-04	2024-05	2024-06	2024H1增长
现金管理型	开放式	每日开放型	85,313	82,095	85,053	76,610	85,713	82,950	74,914	-10,399
纯固收	开放式	每日开放型	7,501	7,694	8,356	7,930	9,666	10,352	9,773	2,272
		最小持有期型	7,085	7,589	8,523	8,847	11,095	12,210	12,589	5,503
		固定期限定开型	7,108	7,109	7,165	7,279	7,557	7,555	7,622	514
		其他半开净值型	285	291	275	292	308	289	295	10
	封闭式	封闭式	9,768	10,162	10,370	10,336	11,005	10,653	10,093	325
固收+	开放式	每日开放型	13,414	13,697	14,705	13,659	16,506	17,747	17,233	3,819
		最小持有期型	32,230	33,869	36,869	37,383	42,591	45,220	45,955	13,725
		固定期限定开型	38,553	37,544	37,741	37,825	38,372	38,656	38,673	119
		其他半开净值型	2,966	2,823	2,931	3,141	3,269	3,372	3,415	449
	封闭式	封闭式	34,487	34,668	34,917	34,665	36,026	36,655	35,977	1,490
混合类	开放式	偏债混合	676	640	617	609	638	677	703	27
		偏股混合	1	1	1	1	1	1	1	0
		平衡混合	4,391	4,099	4,101	4,071	4,171	3,722	3,733	-658
	封闭式	偏债混合	491	461	450	407	351	343	354	-138
		偏股混合	0	0	0	0	0	0	0	0
权益类	封闭式	平衡混合	1,508	1,389	1,285	1,199	1,190	1,157	1,182	-325
		开放式	90	81	85	85	86	87	84	-5
		封闭式	320	308	296	326	314	269	262	-57
商品及金融衍生品类	开放式	392	338	364	370	381	373	345	-47	
	封闭式	3	3	3	3	3	2	2	-1	
未分类			16,463	16,782	17,012	17,074	18,053	17,678	17,776	1,313
合计			263,048	261,643	271,116	262,113	287,297	289,965	280,982	17,934

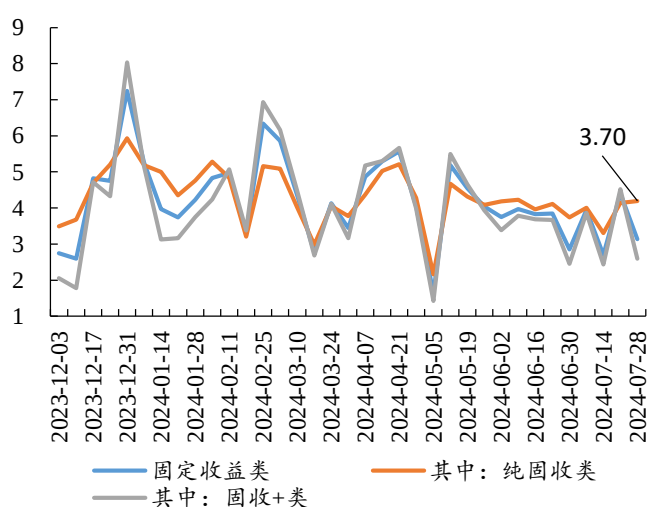
数据来源：Wind、开源证券研究所

图5：现金管理类产品收益率下降较快（7日年化，%）



数据来源：普益标准、开源证券研究所

图6：纯固收理财产品的收益率仍有优势（7日年化，%）

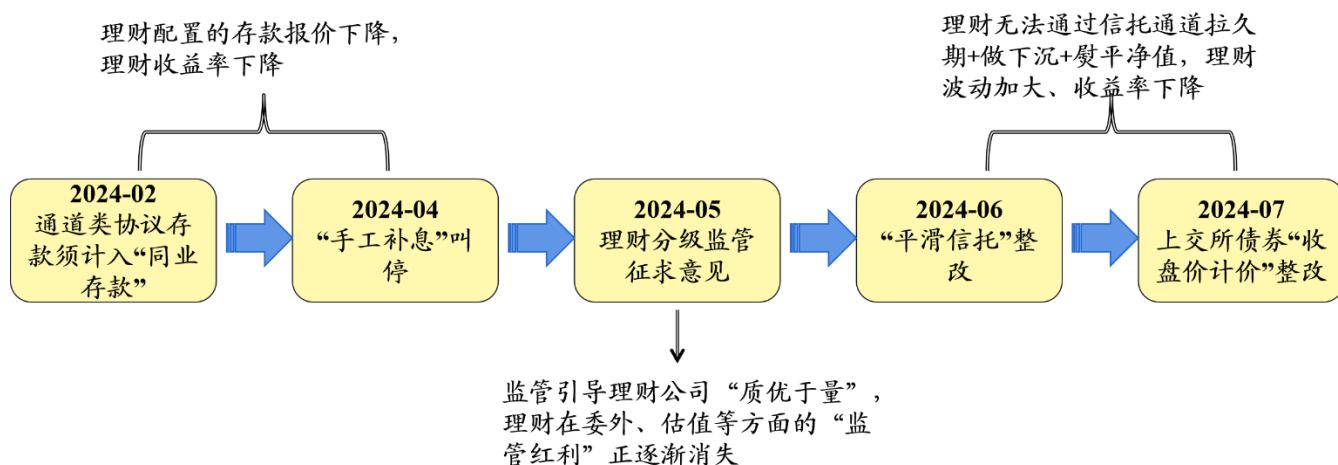


数据来源：普益标准、开源证券研究所

1.1.3、判断下半年理财增长高点或为 31 万亿元

判断下半年理财增速，主要关注理财整改力度。我们认为“手工补息”禁令对存款流出的影响已基本反映完毕，下半年驱动理财增长的，或为存款挂牌利率下调和债牛行情。但是随着理财监管趋严，违规业务存量整改且无法新增，收益率已受到一定影响，现金管理类理财产品的 7 日年化平均收益率已从 2.45% 的高点一路降至目前 1.77% 的水平，降幅高达 68BP。同时，由于信托等平滑工具面临整改，理财净值波动也将有所加大，部分低风险偏好的资金或重新回流至表内存款。我们判断下半年理财增速或有所放缓，预计全年规模高点为 31 万亿元左右，增长较快的产品仍为非现金管理类的短久期纯固收产品，如最短持有期、定开产品等。

图7：2024 年初至今，理财严监管政策不断出台，直接影响理财产品收益率



资料来源：开源证券研究所

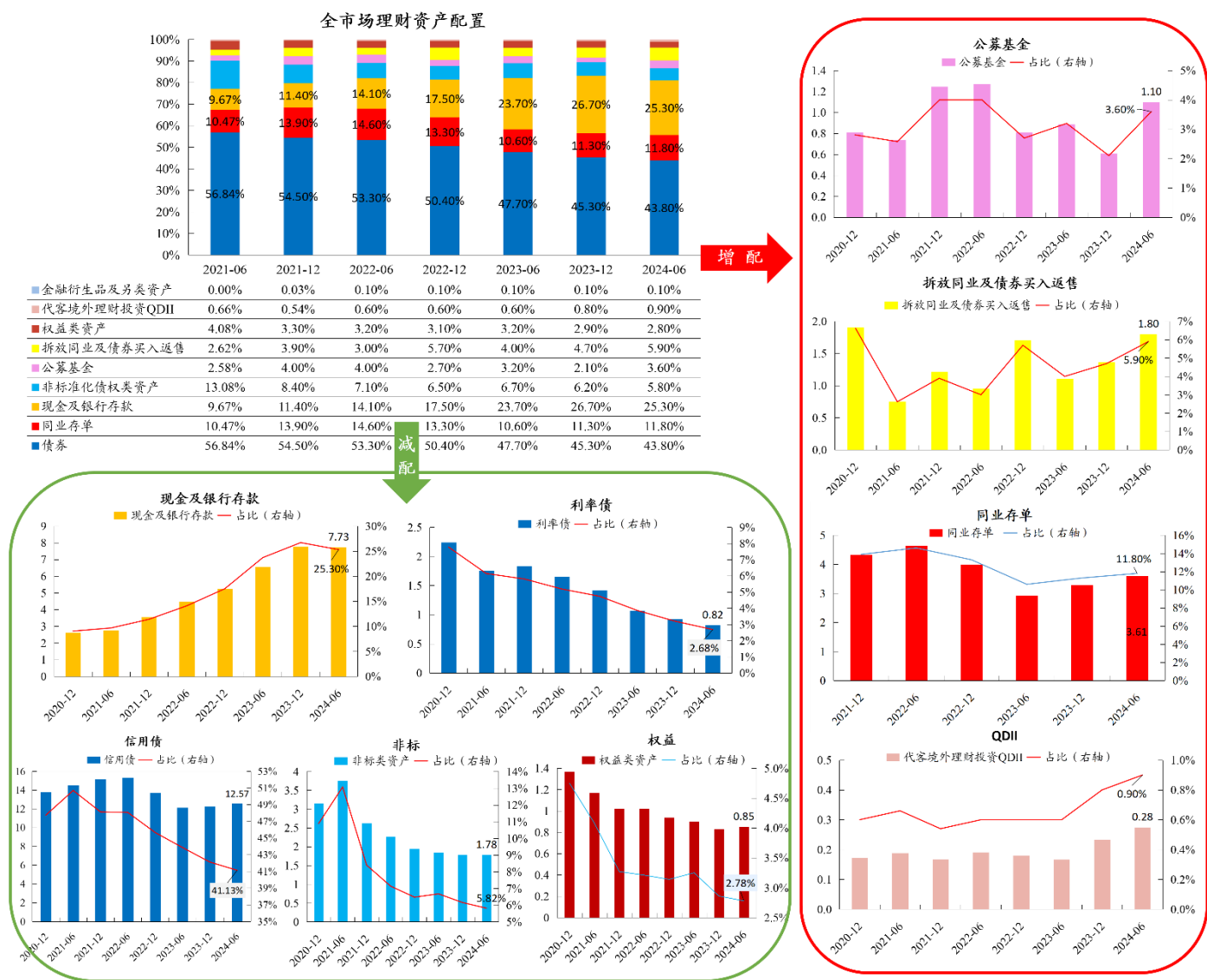
1.2、资产端：防御性策略遇阻，短期增配流动性资产

1.2.1、减配存款、增配高流动性资产：公募基金>同业资产>同业存单

拆解增量资产结构：截至 2024 年 6 月末，全市场理财产品总投资资产为 30.56 万亿元(包含杠杆),较年初增加 1.50 万亿元,这 1.50 万亿元增量中,公募基金(33%)>拆放同业及债券买入返售(29%)>同业存单(21%)>债券(15%)>QDII(3%)>权益(0.5%)>金融衍生品(0.1%)>非标(-1%)>现金及银行存款(-2%),现金及银行存款的减配力度最大。

“现金及银行存款”占比为 2021 年初以来首次下降。受减配的资产中,现金及银行存款减配力度最大(资产余额减少约 300 亿元),且为 2021 年初以来首次减配。我们在 2024-02-08《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》中已提到,2024 年协议存款等资产将迎来更为严格的监管,理财配置存款将有所掣肘,事实上上半年的存款监管动作较为密集,主要有协议存款收紧+“手工补息”禁令,叠加平滑信托整改,高息存款可得性越来越低,于是理财开始寻求其他替代性资产,比如增配同业资产(拆放同业及债券买入返售)、同业存单,这两项资产占比分别升至 5.9%、11.8%,占比较年初分别增长 1.2pct、0.5pct。

图8：2024 年 6 月末，理财持有的现金及存款、债券占比下降，公募基金、同业资产、QDII 占比上升（万亿元）



数据来源：银行业理财登记托管中心、开源证券研究所

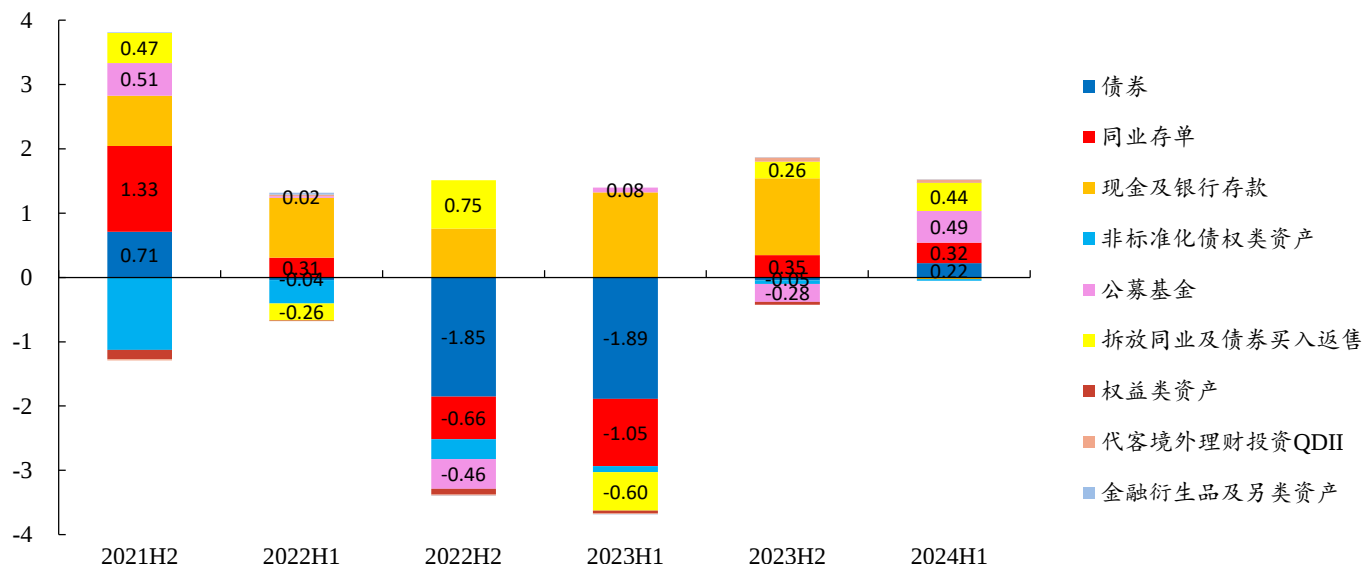
出于节税和借力投研的考虑，理财大幅增配公募基金。从上半年增量资产结构

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

8 / 21

来看，公募基金增配 0.49 万亿元，占总资产增量的 33%，为第一大增配资产。理财投资公募基金有多重好处，主要有：（1）通常资管产品发行机构需要缴纳 3% 的增值税，但公募基金受政策优待，各类债券差价收入可免征增值税，理财通过公募基金投资各类资产拥有“节税”的作用；（2）理财公司投研体系发展较晚、人均管理资产额较大，进行债券投资时一般需要借力其他资管机构，而信托等委外通道的监管红利越来越少，理财投资公募基金的需求开始提升。

图9：2024H1 理财资产配置增量结构：公募基金>拆放同业及债券买入返售>同业存单>债券>QDII（万亿元）

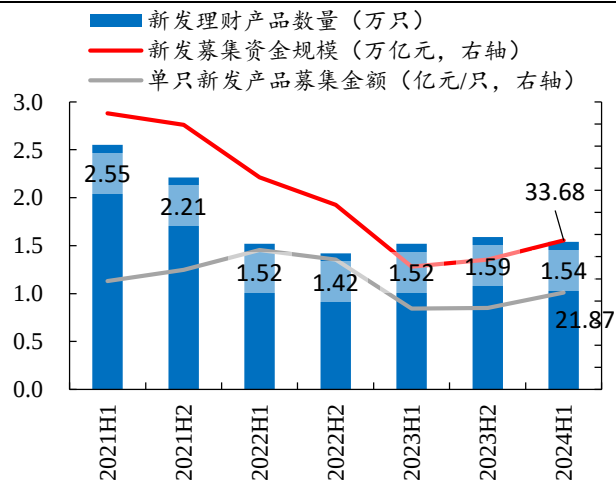


数据来源：银行业理财登记托管中心、开源证券研究所

1.2.2、理财收益总体下降，封闭式产品期限上升

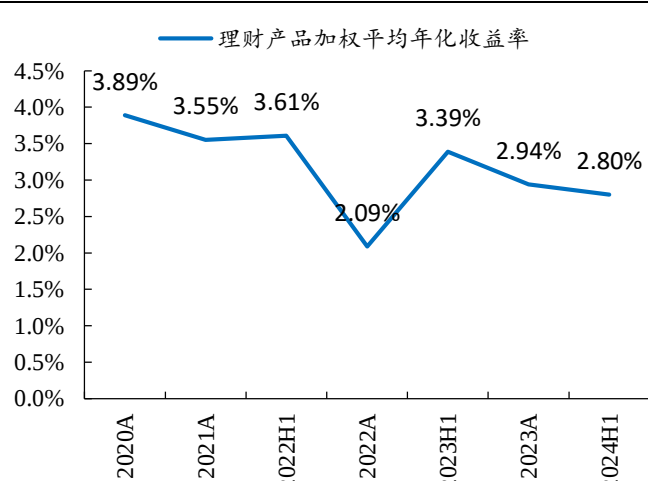
高息存款+通道业务整改影响下，理财收益率同比下降 59BP。2024 年上半年新发理财产品 1.54 万只，共募集 33.68 万亿元理财资金，募集规模较 2023H1、2023H2 分别增加 5.93 亿元、4.35 亿元，印证了“手工补息”叫停后资金“出表”进入理财。但由于高息存款和信托通道迎来整改，Q2 或已无法增配这些高息低波的资产，体现在上半年理财年化收益率平均仅 2.80%，同比下降 59BP，较 2023 年全年下降 14BP。

图10：2024H1 理财募集资金的规模连续 2 个报告期上升



数据来源：银行业理财登记托管中心、开源证券研究所

图11：2024H1 理财产品加权平均年化收益率同比下降

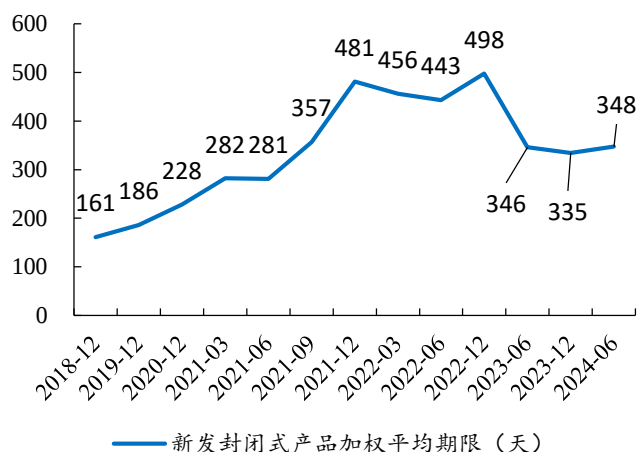


数据来源：银行业理财登记托管中心、开源证券研究所

理财产品后续收益率怎么看？预计仍将缓慢下降，可通过拉长久期维持收益率。

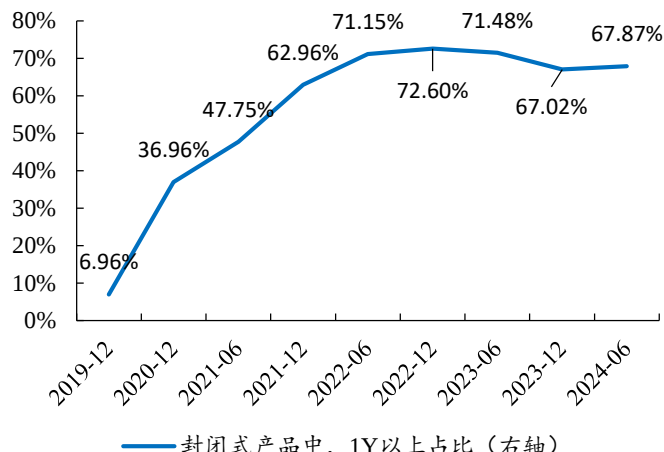
由于资金端更偏好短久期产品，因此理财更偏好短久期资产，比如带提前赎回权的协议存款，即使是现金管理类资产、短久期开放式产品仍然实现较高收益。但随着协议存款报价下行，后续做到合意的收益率水平需要转变策略，比如拉长久期，数据上 2024 年上半年新发的封闭式产品平均久期 348 天，同比略有上升。投资者在“资产荒”延续的当下也将逐步提高对长久期封闭式产品的接受度，2024 年 6 月末封闭式产品存续规模中，1Y 以上占比边际上升。

图12：2024 年上半年新发的封闭式产品期限同比上升



数据来源：银行业理财登记托管中心、开源证券研究所

图13：2024-06 末封闭式产品存续规模中，1Y 以上占比边际上升



数据来源：银行业理财登记托管中心、开源证券研究所

图14：理财的通道类协议存款模式隐含较大的期限错配风险



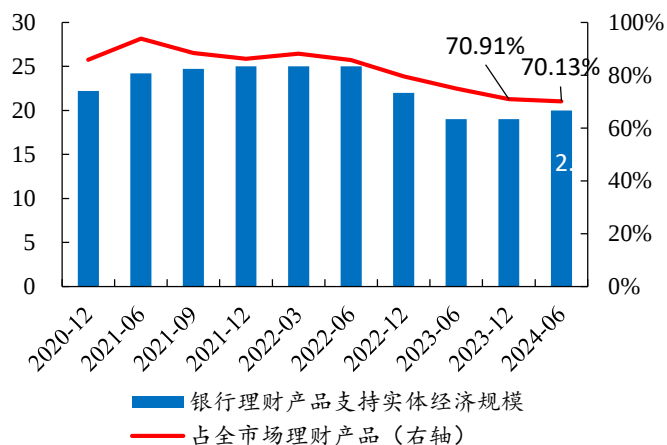
资料来源：21 金融圈、上海国际货币经纪、开源证券研究所

1.2.3、从“不可能三角”展望理财行为：委外公募、拉久期、加杠杆

实体需求偏弱，理财资金更多流向同业金融机构（同业资产、NCD、公募基金）。截至 2024 年 6 月末，理财通过债券、非标、未上市公司股权等资产支持实体经济的比例降至 70.13%，为有统计以来新低。其中，利率债和信用债占比分别降至 2.68%、41.13%，非标、权益类资产分别降至 5.82%、2.78%。我们测算，理财支持实体规模占同期社融存款的比例为 5.06%，与年初基本持平，处于历史较低水平。意味着理财

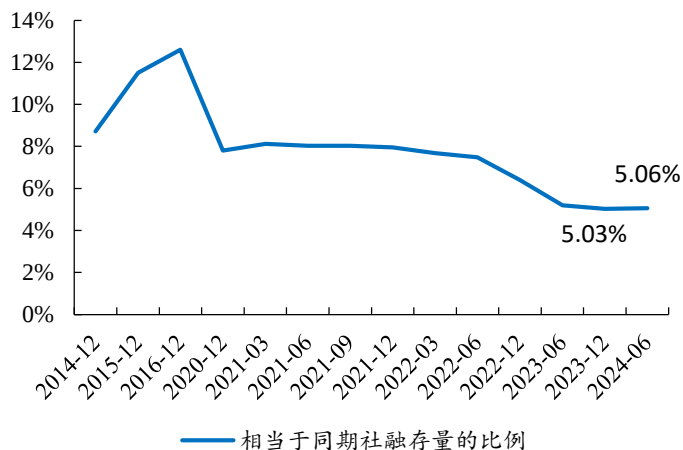
资金仍较少直接进入实体领域，一方面是部分存量的存款仍未到期，另一方面是新增的实体融资需求仍较弱，因此理财即使减配存款，也还是将资金投资给同业金融机构，如拆放同业、买同业存单、委外公募基金。

图15：2024 年 6 月末，理财支持实体经济比例降至 70.13%（万亿元）



数据来源：银行业理财登记托管中心、开源证券研究所

图16：2024 年 6 月末，理财支持实体占社融存量的比例与年初基本持平



数据来源：银行业理财登记托管中心、开源证券研究所

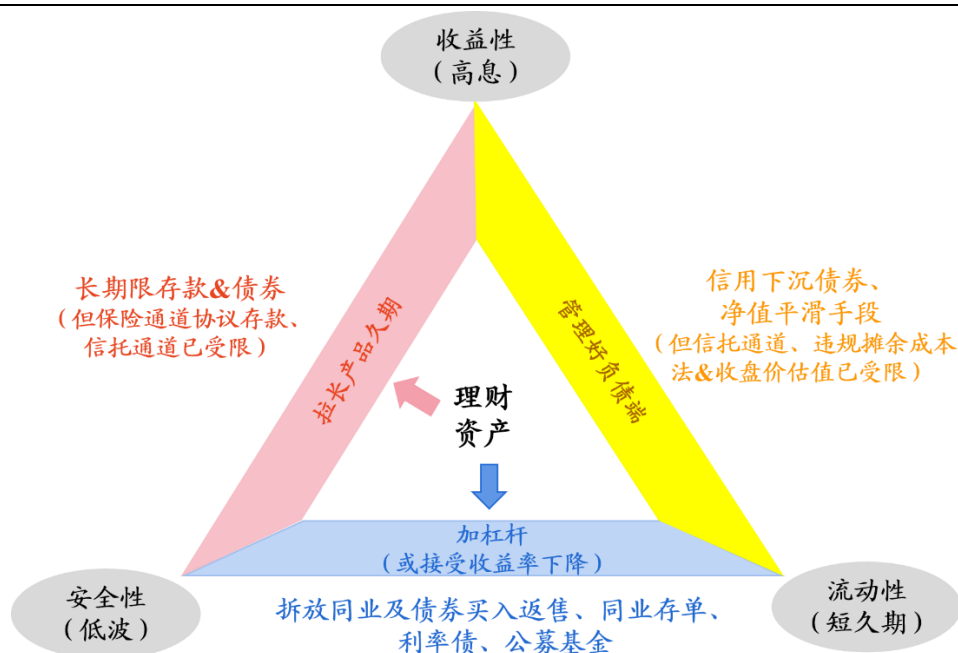
未来理财的资产配置将如何变化？根据资产的“不可能三角”，资产的收益性、安全性和流动性无法同时获得。但原先理财通过委外保险和信托，“巧妙”地实现了三者兼得，比如投资带有提前赎回权的协议存款、有平滑功能的信托计划等。目前来看，监管约束募集出台，“监管空白”将大幅减少，三者难以兼得。若严格按照“不可能三角”分析，后续理财投资或有三条投资路径：

(1) 注重安全性+收益性→拉长产品久期。比如增配长久期存款和信用债，但受银行主动压力负债成本的影响，长久期存款的供给承压，长久期信用债成为首选；

(2) 注重安全性+流动性→加杠杆+通过委外交易债券。比如增配同业资产、同业存单、利率债、公募基金等。该路径并不意味着理财将放弃“收益性”，由于理财产品的定位是“绝对收益”而非“相对收益”，因此控回撤的目标仍然优先于收益性。低利率环境下，投资者对理财产品收益率下降已有一定预期。事实上从此次半年报数据来看，理财的确也正在尝试走这条路线——增配高流动性资产（同业资产、同业存单、公募基金）。此外，加杠杆仍有一定空间，截至 2024 年 6 月末理财平均杠杆率仅 107.04%，而非现金管理类开放式、封闭式产品的杠杆率上限分别为 140%、200%。

(3) 注重收益性+流动性→信用下沉+平滑净值。由于理财产品本身的资产评级要求、估值要求较为严格，此路径以前主要是通过信托通道达成的，如今信托通道受到严格整改，用来平滑净值的工具大幅减少。而理财本身是“绝对收益”定位，对波动较为厌恶，故该路径或短期内不适用。

图17：资产不可能三角中，理财或坚守“低波性”不变而平衡“收益性”和“流动性”



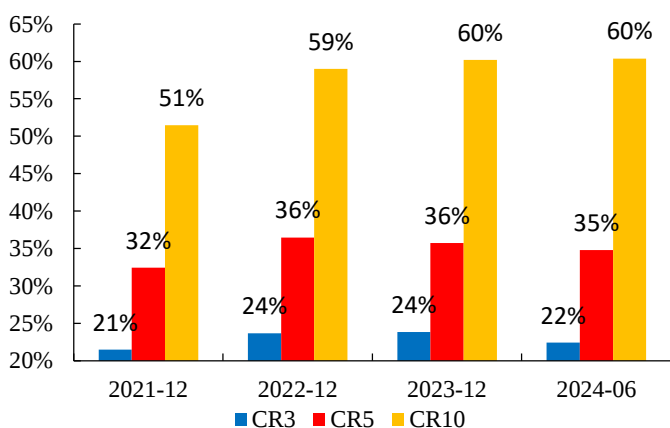
资料来源：开源证券研究所

2、严监管框架下：质地更重要、牌照更稀缺

2.1、理财子头部集中度略下降，分级监管或使排名生变

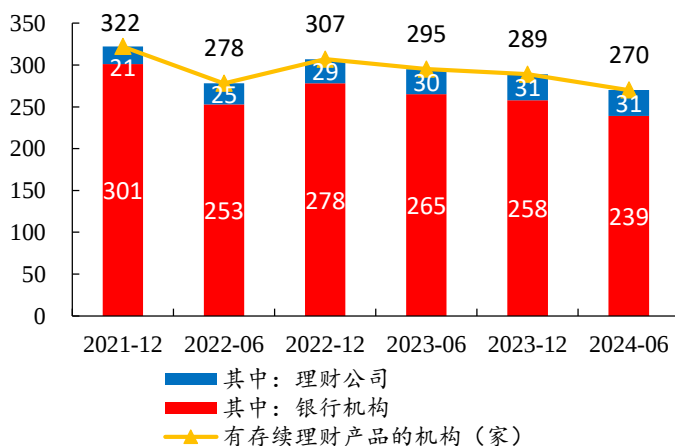
理财子头部集中度有所下降，银行机构持续退出市场。上半年行业集中度上，CR10 与年初持平，但 CR3/CR5 均有边际下降，或意味着 TOP 10 理财子的内部排名有所调整。非理财子的中小银行方面，截至 2024 年 6 月末共有 239 家有存续的理财产品，较年初减少 19 家，中小银行继续收缩理财业务“战线”。

图18：理财市场头部集中度边际微降



数据来源：普益标准、开源证券研究所（注：CR3=理财规模 TOP3 的机构理财规模之和÷全市场理财规模，CR5 和 CR10 同理，均用来衡量市场份额集中度）

图19：2024H1 共 19 家银行机构退出理财市场（家）

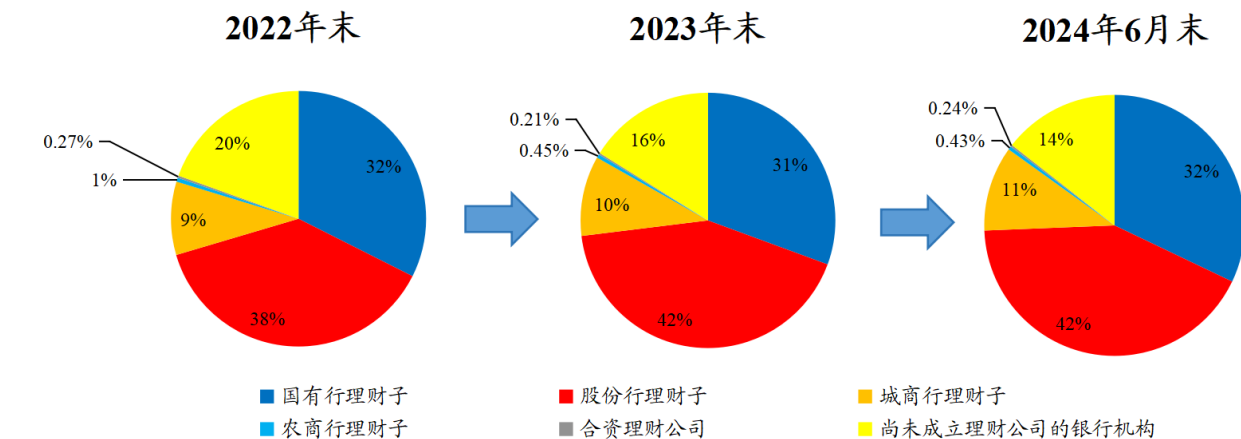


数据来源：银行业理财登记托管中心、开源证券研究所（注：2024 年 6 月末理财公司不含浙银理财）

理财分级监管引导“质重于量”，利好国有行理财子规模增长。2024 年 5 月下旬，财联社报道监管部门就银行理财公司评级办法向行业内征求意见，其中“在规模不是得分项”，整体导向是“质重于量”，弱化对理财规模的考核，意味着理财

严监管仍在进行中，过去依靠“擦边球”提高收益率和做大规模的做法已不可行，我们认为这将改变目前的行业格局，即股份行理财子排名下降、国有行理财子排名上升。原因是股份行理财子借道保险资管和信托计划的现象普遍，从而实现了较高的产品收益、做大了产品规模，后续面临较大的整改压力，理财收益率的下降和波动的加大或将流失部分客户。大行理财公司的投资风格一向稳健，较为符合监管导向，部分国有行理财子的规模排名或将赶超股份行。

图20：截至 2024 年 6 月末，股份行理财子市占率不变，国有行理财子&城商行理财子的市占率均上升 1pct



数据来源：普益标准、开源证券研究所（注：2024 年 6 月末股份行理财子不包括浙银理财）

表2：截至 2024 年 6 月末，理财子存续规模 TOP3 仍为招银理财、兴银理财、信银理财（万亿元）

存续规模排名 (由高到低)	2022-12			2023-12			2024-06		
	机构名	存续规模	排名变化	机构名	存续规模	排名变化	机构名	存续规模	排名变化
1	招银理财	2.57	↑	招银理财	2.48	→	招银理财	2.39	→
2	兴银理财	2.07	↑	兴银理财	2.24	→	兴银理财	2.14	→
3	建信理财	1.91	↓	信银理财	1.67	↑	信银理财	1.86	→
4	农银理财	1.78	→	工银理财	1.60	↑	工银理财	1.78	→
5	工银理财	1.76	↓	农银理财	1.59	↓	中银理财	1.74	↑
6	中银理财	1.65	→	中银理财	1.54	→	农银理财	1.73	↓
7	信银理财	1.49	↑	建信理财	1.50	↓	建信理财	1.51	→
8	光大理	1.13	↑	光大理	1.27	→	交银理财	1.46	↑
9	交银理财	1.09	↓	交银理财	1.23	→	光大理	1.46	↓
10	平安理财	0.87	↑	平安理财	1.01	→	浦银理财	1.14	↑

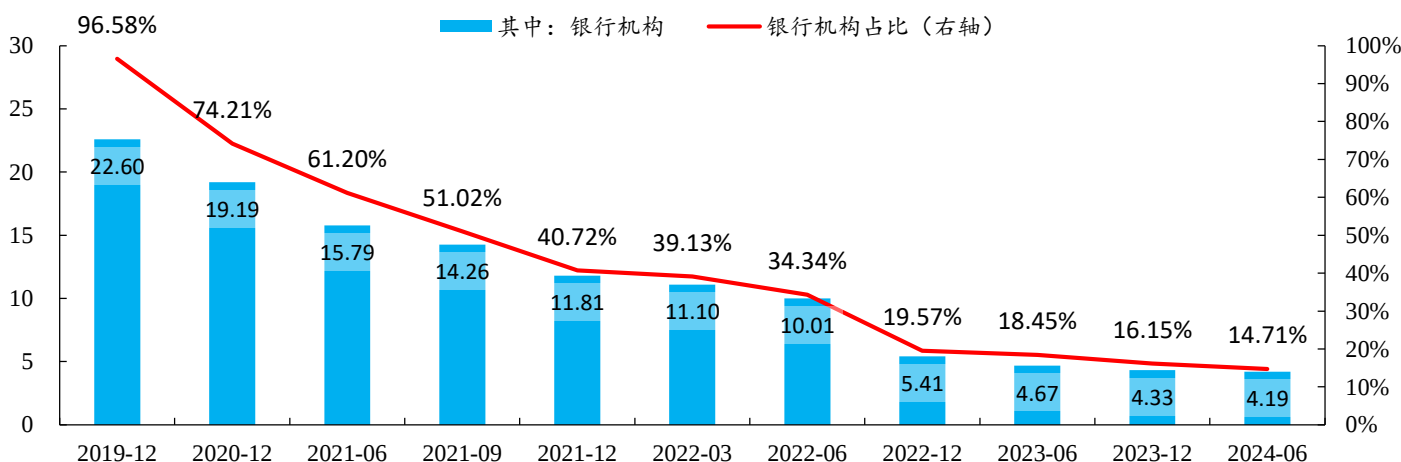
数据来源：普益标准、开源证券研究所

2.2、中小银行理财“退场”，理财子牌照稀缺性凸显

2.2.1、4 万亿中小银行理财规模或面临压降

非理财子的银行或在 2026 年底清零理财，市场已有一定预期。根据中国证券报报道，目前有部分省份要求未设立理财子公司的银行在 2026 年底前逐步压降存量理财业务规模。意味着未设立理财子公司的银行机构 4.19 万亿元(截至 2024 年 6 月末)的理财在 2026 年底或面临退出，这部分理财规模占全市场 14.71%。由于 2021 年下半年以来，多地监管曾指导中小银行理财业务只减不增，各银行也已有较为充分的心理预期，到 2026 年末实际存续的理财规模或已不大，因此中小银行理财“退场”对存量市场的影响较为有限。

图21：截至 2024 年 6 月末，未设立理财子公司的银行理财规模为 4.19 万亿元，市场份额为 16%（万亿元）

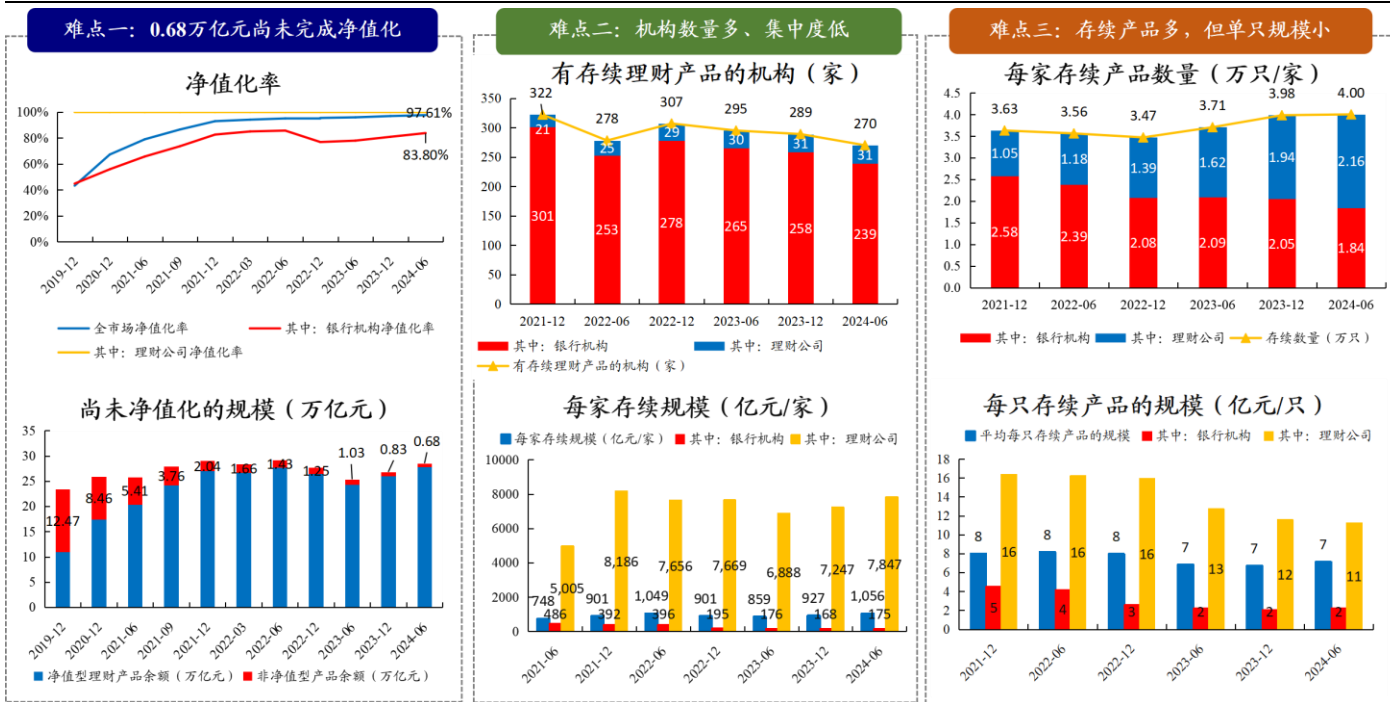


数据来源：银行业理财登记托管中心、开源证券研究所

事实上，非理财子本身有净值化较慢、规模较小等问题，理财业务盈利性较弱。

- （1）尚有 0.68 万亿元理财未净值化：截至 2024 年 6 月末，全市场理财产品净值化率为 97.61%，尚存 0.68 万亿元产品未完成净值化，均为无理财子牌照的银行机构保有。净值化的阻力，主要来源于老产品尚未到期以及中小银行估值能力较为薄弱等；
- （2）规模效应不足——单家银行规模小+单只产品规模小：截至 2024 年 6 月末，全市场共有存续产品的银行机构共 239 家，平均单家银行机构的存续规模仅 175 亿元，远低于理财公司的 7847 亿元。此外，银行机构单只产品的存续规模平均仅 2 亿元，远低于理财公司的 11 亿元，难有“爆款产品”。

图22：尚未成立理财子公司的银行机构，目前面临尚未完成净值化、单家存续规模小、单只产品规模小三大难点



数据来源：银行业理财登记托管中心、开源证券研究所

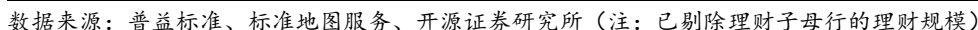
2.2.2、预计仍有部分银行有望获批理财子公司

规模较大的中西部银行、农商联合银行仍有概率获批理财子。2023 年初至今，请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

表3：截至 2024 年 6 月末无理财子牌照的银行中，理财规模 TOP3 为沪农商行、成都银行、成都农商行（万亿元）

数据来源：普益标准、开源证券研究所（注：表中仅比较截至当年末尚未成立理财公司的银行机构）

图23：非理财子规模 TOP3 省份：浙江（3522 亿元）>广东（3025 亿元）>四川（2556 亿元）

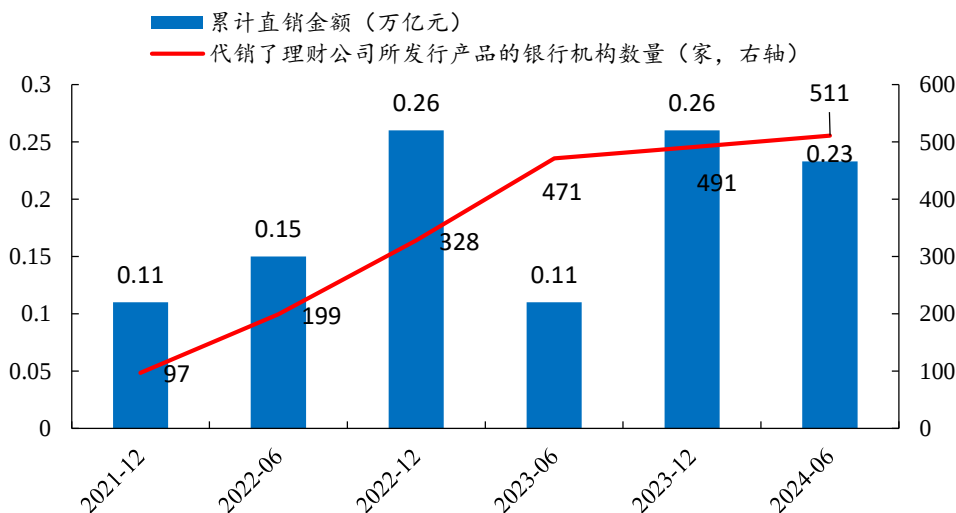


3、加速代销转型：存量理财压降步伐或加快

3.1、初步计算已转向纯代销的银行或超 272 家

直销金额同比高增，代销渠道亦不断拓展。2024 年上半年理财累计直销金额为 0.23 万亿元，远高于 2023 年同期（0.11 万亿元），或与投资者主动配置理财产品的意愿上升有关。另外，理财公司代销渠道进一步拓展，截至 2024 年 6 月末增长至 511 家，较年初增长 20 家。

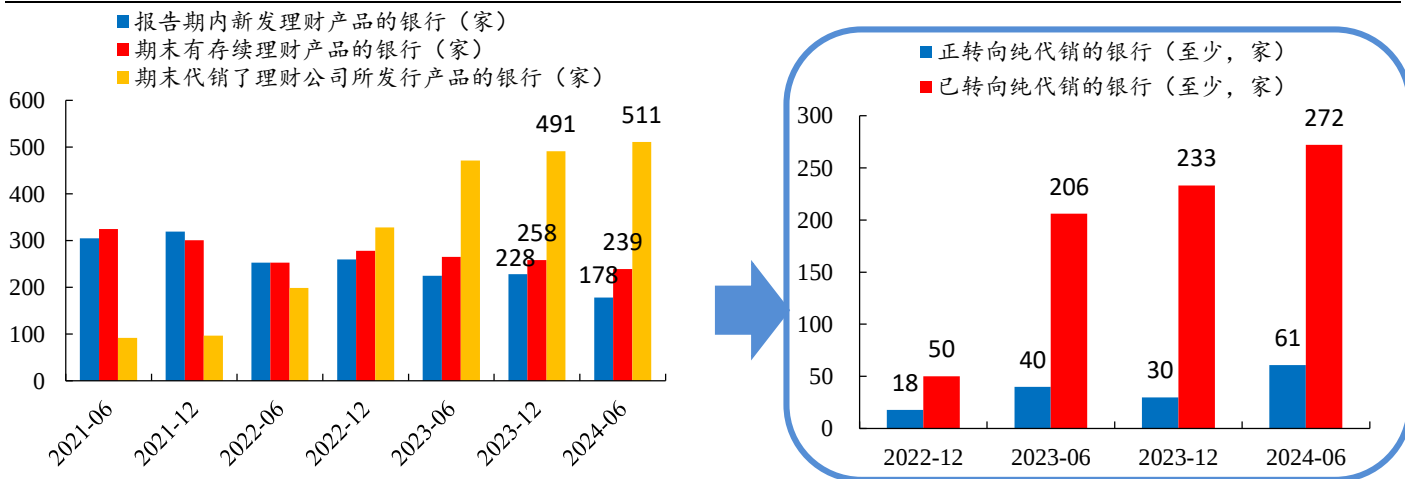
图24：2024 年 6 月末理财公司合作的代销机构增长至 511 家



数据来源：银行业理财登记托管中心、开源证券研究所

中小银行加速退出理财市场，转型“纯代销”。2024 年上半年共有新发、存续有理财产品的银行机构分别为 178 家、239 家，分别较年初下降 50 家、19 家，越来越多的中小银行已开始退出理财发行市场，转而做“纯代销”。2024 年上半年代销了理财公司所发产品的银行升至 511 家，较年初增长 20 家。若将上述三个指标作差，可大致计算出截至 2024 年 6 月末，“正转向纯代销的银行”至少 61 家，“已转向纯代销的银行”至少 272 家，均较年初有明显增长，意味着中小银行加速进行代销转型。

图25：截至 2024 年 6 月末，“正转向纯代销的银行”至少 61 家，“已转向纯代销的银行”至少 272 家



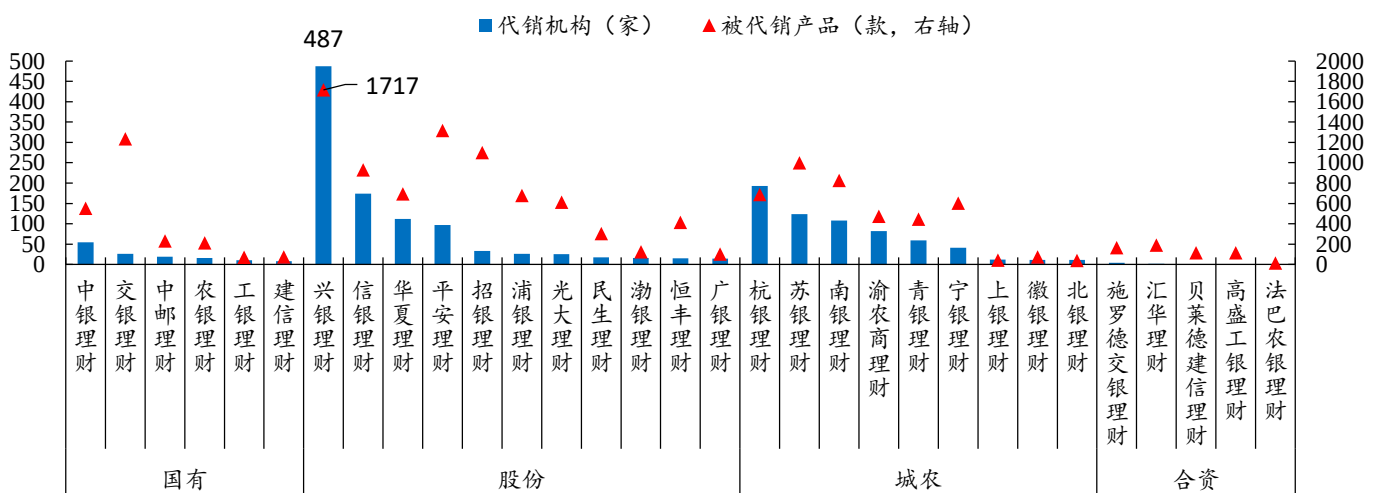
数据来源：银行业理财登记托管中心、开源证券研究所（注：“正转向纯代销的银行”指的是报告期内未新发产品、但期末仍有存续理财产品的银行；“已转向纯代销的银行”则指代销了理财公司产品、且无存续理财产品的银行。计算值或与实际值有所差异）

3.2、预计代销赛道仍有持续扩展空间

3.2.1、目前各家的代销渠道，较为依赖母行禀赋

头部股份行&城农商行理财子积极开辟代销渠道。截至 2024-07-31，兴银理财合作的代销机构数量仍然最多，共有 487 家，主要受益于兴业银行较早建立的同业业务平台“银银平台”，其余股份行理财子如信银理财、华夏理财、平安理财也在近年积极开辟代销渠道。城商行理财子中，江浙地区理财子的合作代销机构最多，或与江浙地区本身银行机构较多有关，也与财富人群聚集较多有关。

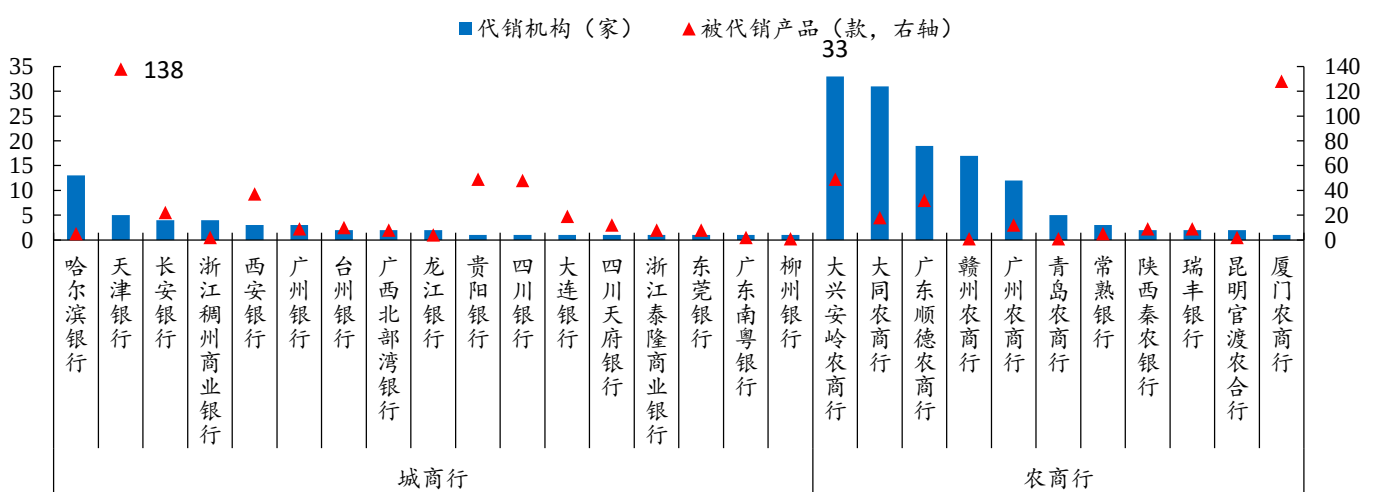
图26：按发行方——理财公司：股份行理财子&城商行理财子的代销合作机构较多（统计日为 2024-07-31）



数据来源：普益标准、开源证券研究所（注：代销机构中剔除母行）

无理财子牌照的中小银行，通常由持股或控股的村镇银行代销。较为下沉的中小银行发行的理财产品，由头部银行代销的较少，而通常由持股或控股的村镇银行进行代销，覆盖的客群较少，渠道能力相对较弱。后续若中小银行理财“退场”，这些下沉的小银行或将转向代销理财公司的产品。

图27：按发行方——非理财子的银行：部分农商行的代销合作机构数显著多于城商行（统计日为 2024-07-31）



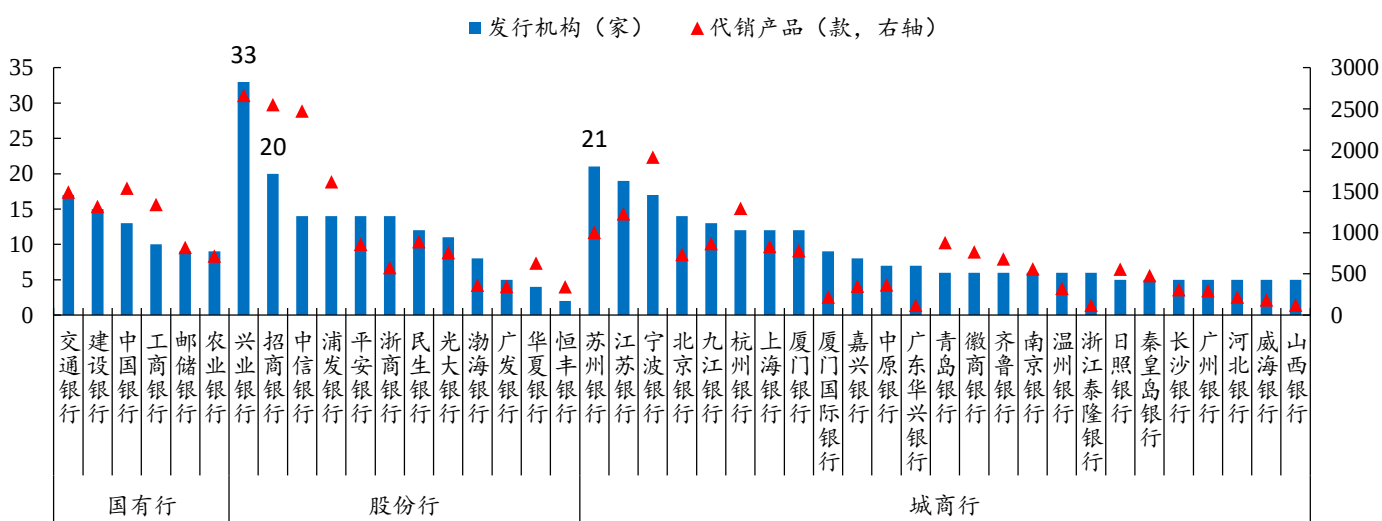
数据来源：普益标准、开源证券研究所（注：部分银行或未收录，因此未在图中展示）

3.2.2、中小银行加入代销赛道，互补性大于竞争性

理财的热门销售渠道，为头部上市银行+民营银行+直销银行。截至 2024-07-31，兴业银行已代销 33 家机构发行的理财产品，合作机构数居市场第一，其余如招商银行、苏州银行也已成为热门的代销渠道。此外，民营银行和直销银行凭借银行牌照+“类互联网”属性，成热门代销渠道。

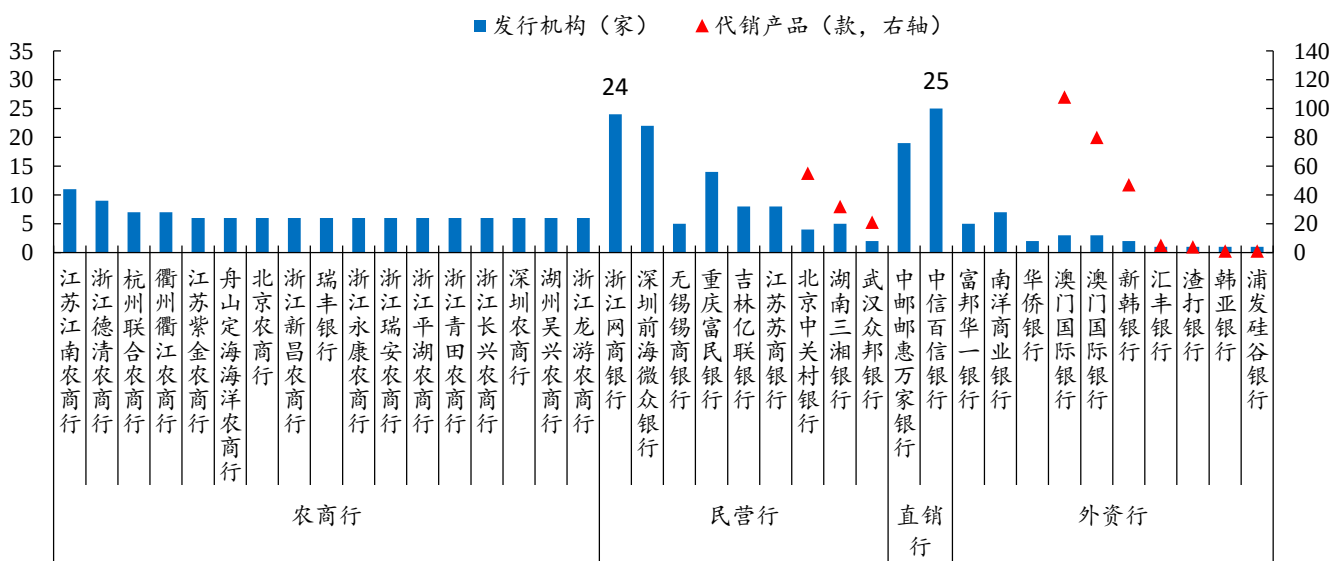
纯代销的中小银行，如何应对头部银行的代销竞争？我们认为，中小银行具有较多的长尾客群，可与头部银行形成渠道互补，不断发挥展业区域内的市场优势，因此我们认为中小银行越来越多加入代销队列后，互补性将大于竞争性。随着存款利率下降，个人客户进行理财的意愿不断增强，为中小银行的理财代销也带来了一定的机遇。

图28：按代销方（国股城）：兴业银行、苏州银行、招商银行合作的发行机构数量最多（统计日为 2024-07-31）



数据来源：普益标准、开源证券研究所

图29：按代销方（农商&民营&直销&外资）：民营银行、直销银行合作的发行机构较多（统计日为 2024-07-31）



数据来源：普益标准、开源证券研究所

4、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：理财资产配置一览

附表：理财资产配置一览（穿透后口径）

资产配置（万亿元）	2020-12	2021-06	2021-12	2022-06	2022-12	2023-06	2023-12	2024-06
现金及银行存款	2.61	2.77	3.56	4.49	5.24	6.56	7.76	7.73
同业存单		3.00	4.34	4.64	3.98	2.94	3.28	3.61
债券	18.53	16.29	17.00	16.95	15.10	13.21	13.16	13.39
其中：利率债	2.24	1.76	1.83	1.65	1.42	1.07	0.93	0.82
信用债	13.77	14.53	15.17	15.29	13.68	12.15	12.24	12.57
非标准化债权类资产	3.14	3.75	2.62	2.26	1.95	1.86	1.80	1.78
公募基金	0.81	0.74	1.25	1.27	0.81	0.89	0.61	1.10
拆放同业及债券买入返售	1.91	0.75	1.22	0.95	1.71	1.11	1.37	1.80
权益类资产	1.37	1.17	1.03	1.02	0.93	0.89	0.84	0.85
代客境外理财投资 QDII	0.17	0.19	0.17	0.19	0.18	0.17	0.23	0.28
金融衍生品及另类资产	0.01	-	0.01	0.03	0.03	0.03	0.03	0.03
总投资资产合计	28.84	28.66	31.19	31.81	29.96	27.7	29.06	30.56
现金及银行存款	9.1%	9.7%	11.4%	14.1%	17.5%	23.7%	26.7%	25.3%
同业存单	64.3%	10.5%	13.9%	14.6%	13.3%	10.6%	11.3%	11.8%
债券		56.8%	54.5%	53.3%	50.4%	47.7%	45.3%	43.8%
其中：利率债	7.8%	6.1%	5.9%	5.2%	4.7%	3.9%	3.2%	2.7%
信用债	47.7%	50.7%	48.6%	48.1%	45.7%	43.9%	42.1%	41.1%
非标准化债权类资产	10.9%	13.1%	8.4%	7.1%	6.5%	6.7%	6.2%	5.8%
公募基金	2.8%	2.6%	4.0%	4.0%	2.7%	3.2%	2.1%	3.6%
拆放同业及债券买入返售	6.6%	2.6%	3.9%	3.0%	5.7%	4.0%	4.7%	5.9%
权益类资产	4.8%	4.1%	3.3%	3.2%	3.1%	3.2%	2.9%	2.8%
代客境外理财投资 QDII	0.6%	0.7%	0.5%	0.6%	0.6%	0.6%	0.8%	0.9%
金融衍生品及另类资产	0.0%	-	0.0%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%
占比	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%

数据来源：银行业理财登记托管中心、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