

银行

2024年08月08日

债基审批放缓，理财委外或小幅受限

——行业点评报告

投资评级：看好（维持）

刘呈祥（分析师）

吴文鑫（分析师）

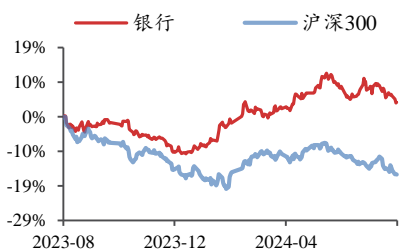
liuchengxiang@kysec.cn

wuwenxin@kysec.cn

证书编号：S0790523060002

证书编号：S0790524060002

行业走势图



数据来源：聚源

相关研究报告

《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》

-2024.8.2

《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

据经济观察报报道，近期监管层或在调节关于债券基金的审批速度，以便更好地控制风险。从债基获批进度来看，根据证监会官网，最近一次债基获批发行时间为2024年6月18日。

● 理财对长债交易较为谨慎，但少数或通过公募基金进行

近期债基审批放缓，或为配合央行保持向上倾斜的收益率曲线。相较于理财，公募基金具备利率债交易优势，但若持续发行债基以买入长债进行交易，或继续压低长债利率，从而减弱“保持正常向上倾斜的收益率曲线”的政策效果。债基审批收紧并非首次，事实上2023年上半年债基也曾审批放缓，对债基投资信用债的评级做了一些限制，如新批复的债券基金投资信用评级为AAA的信用债才可使用杠杆。

理财对长债交易较为谨慎，但不排除少数通过公募基金进行。由于理财定位为“绝对收益”产品，对超长债交易的参与较为谨慎，但不排除部分产品通过委外进行，包括委外信托计划、公募基金等。随着信托通道被收紧，理财对公募基金的配置仓位有所上升。

● 上半年理财大幅增配公募基金至1.1万亿元

2024年上半年理财大幅增配公募基金仓位至3.6%，存量规模增至1.1万亿元。根据理财中心披露，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%）。即公募基金增配力度最大，而现金及银行存款遭遇减配。截至2024年6月末，全市场理财底层的公募基金占3.60%，较年初增长1.5pct，规模由年初的0.61万亿元增长至1.1万亿元，增量规模约5000亿元。

● 债基审批放缓，理财委外或小幅受影响

此次债基审批放缓，或使得理财委外公募基金的空间受限，预计对存量理财产品的收益率有小幅拖累。但考虑到公募基金在理财中的占比仍然较小，理财所受影响或较为有限。若监管新增对债基久期的要求，理财或难以新增对中长债基的委外，短期内重点优选绩优低波的短久期债基。

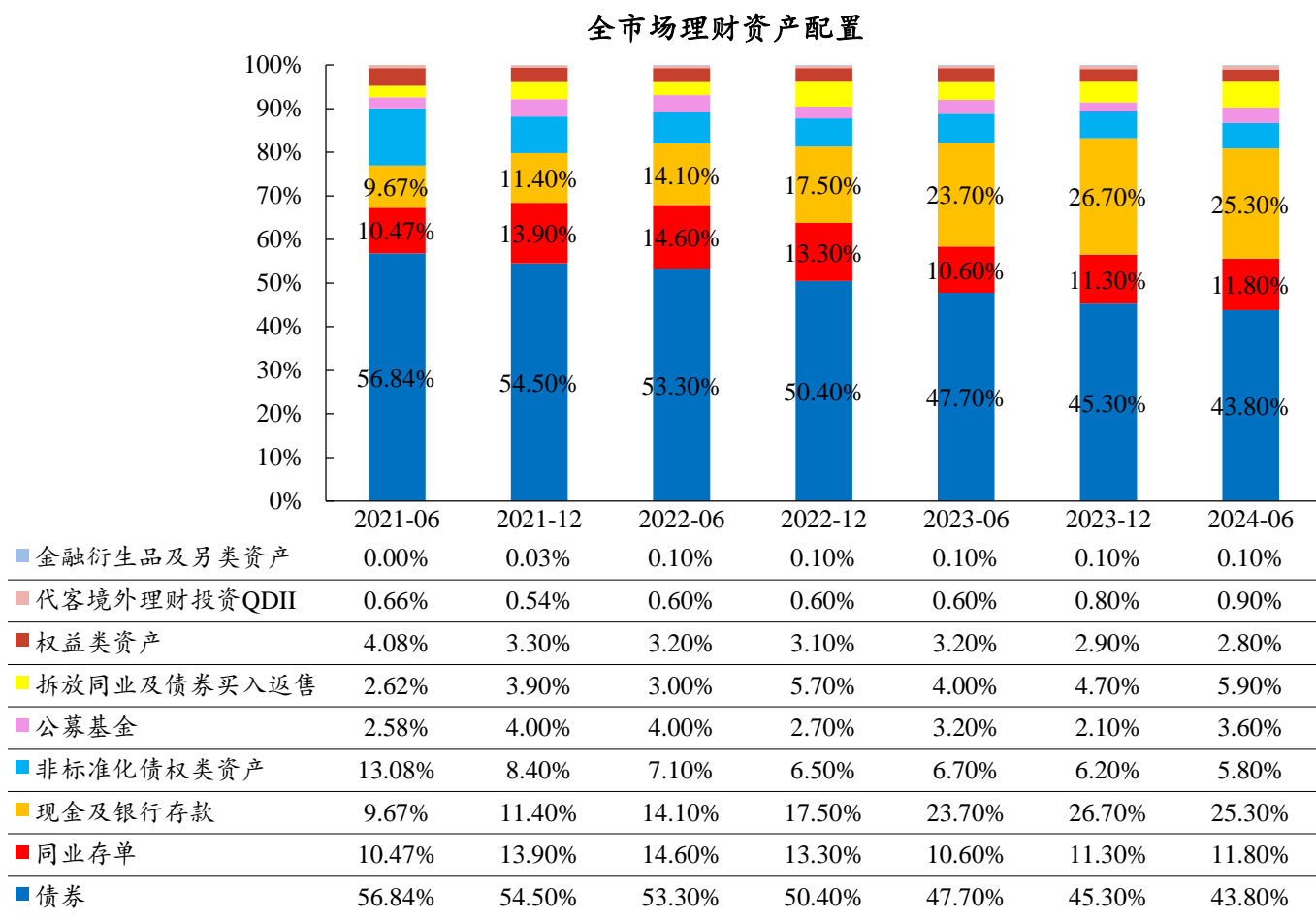
理财或仍将增配公募基金，但主要出于节税、获QDII额度等考虑。除了利率债交易的优势以外，公募基金具备节税优势，比如可帮助理财免除债券交易资本利得3%的增值税。此外，各类资管机构中新批QDII额度也以公募基金最多，截至2024-08-08，基金公司存量QDII额度共765亿美元，占总额度的45.6%。此外，由于理财公司自身投研能力相对较弱，预计短期内理财增配公募基金的趋势不变。

● 投资建议：

理财委外公募基金的空间或受限，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。

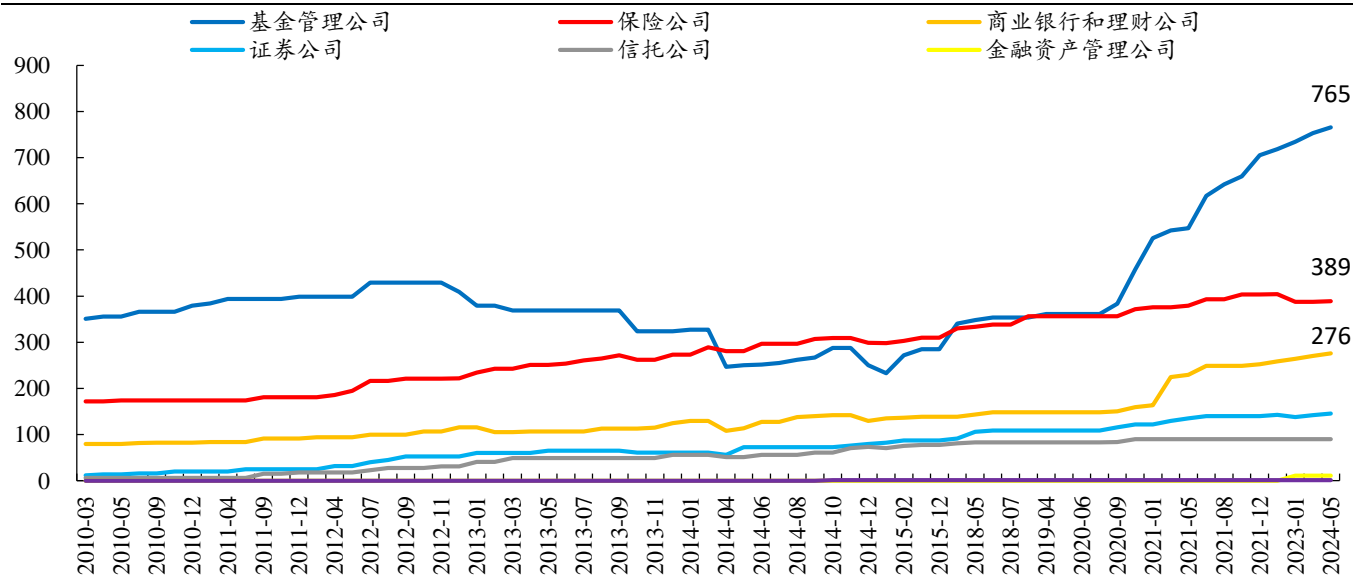
● 风险提示：经济增速下行，政策效果不及预期等。

附图 1: 2024 年上半年, 理财增配公募基金力度较大



数据来源: 银行业理财登记托管中心、开源证券研究所

附图 2: 存量 QDII 额度来看, 基金公司获批的额度最多 (亿美元)



数据来源: Wind、开源证券研究所

附表 1：2023 年 4 月监管曾严格规范债基投资信用债的评级要求

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）	<p>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%）</p> <p>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</p>

资料来源：中国基金报、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

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