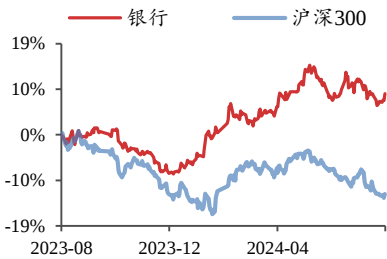


银行

2024 年 08 月 16 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

- 《信贷需求仍待修复，政策或有加码空间——行业点评报告》-2024.8.14
- 《规模增长放缓，息差阶段企稳——行业点评报告》-2024.8.11
- 《规模增长重质效，利率传导更有效——2024Q2 货币政策执行报告点评》-2024.8.11

理财委外公募基金的近况与远望

——理财持仓全景扫描系列（四）

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

● 低利率+严监管环境下，公募基金迎来理财委外新机遇

“安全性+流动性”将是未来一段时间内理财的主要目标。理财将更加强调流动性风险与收益之间的平衡，继续将固收类产品作为主要配置方向。而固收产品的票息策略阶段失效，交易策略需补位，受制于投研体系等因素，理财仍有较大需求通过公募基金参与债券交易。

2024H1 理财第一大增配资产为公募基金。截至 2024Q2 末，理财全部持仓中公募基金占 3.6%，规模较年初增长约 5000 亿元至 1.1 万亿元。从 2024 年上半年理财增量资产的结构来看，公募基金占 33%，为第一大增配资产。由于公募基金在理财披露时无需穿透，我们认为采用“穿透后”口径统计其占比更为准确。2024Q2 末理财前十大持仓中，公募基金占 4.4%，其中短期纯债型基金和中长期纯债型基金占比最高，均为 1.4%。

● 细拆：理财“选基”，较看重绝对收益

理财公司：头部理财子、开放式理财产品是委外主力，如招银理财、兴银理财、交银理财、工银理财等。截至统计日 2024-08-04，历年委外基金规模较大的理财机构，大部分均在 2024Q2 加大了委外基金规模。

理财产品：债基的委外主要来自开放式固收理财。2024H1 开放式固收类产品小幅增配货基，大幅增配纯债基金，受益于上半年债牛行情。但封闭式理财产品的基金仓位总体较低。

4 大偏好：理财偏好契合自身调性、有业绩持续性的基金，包括成立较久的大规模基金、低波稳健绝对收益基金、流动性资产占比高的基金、银行系公司基金。

● 理财委外基金，是兼顾流动性+收益性的更优解

流动性：监管密集出台后，理财的快速应对。高息存款、平滑信托等资产面临整改，理财短期内遭遇较大的欠配压力。由于部分信用债交投不活跃，短期内很难找到交易对手。而委外公募基金可提高资产配置效率，实现快速申购、快速建仓。

便利性：相较于理财子，基金投研体系具先发优势。一方面，理财产品仍无法直接投资中债登债券，需通过委外进行；另一方面，理财公司投研人员较少，委外基金可分担直投债券带来的工作量。

收益性：基金节税效应+QDII 额度较多。公募基金可免征资本利得增值税+企业所得税，随着理财收益率持续下降，其节税优势逐渐凸显。此外，在各类资管机构中公募基金新批 QDII 额度较多，可帮助理财配置全球资产、做高收益。

复盘：当债市利率处于下行通道或有下行预期时，理财通常会增配公募基金。当前债市仍存博弈情绪，我们预判下阶段长债利率或维持震荡，推测理财短期或赎回绩优基金止盈。但中长期来看，基本面改善信号还不够强，债市利率仍有下降预期，推测理财委外基金参与债市的意愿仍较强。若假设截至 2024 年末理财底层的基金比例达 4.5%，理财规模按 31 万亿元计算，委外基金规模或达 1.4 万亿元，较 2024Q2 末的 1.1 万亿元有 3000 亿元的增量空间。

● 投资建议

监管引导理财“质优于量”，未来理财投资行为或更加规范、披露或更加透明。客群优势明显、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、中信银行等。

● **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、 低利率+严监管环境下，公募基金迎来理财委外新机遇	4
1.1、 2024H1 理财第一大增配资产为公募基金	4
1.2、 以前十持仓模拟全部持仓，观察理财委外行为	6
1.2.1、 理财可直投、亦可间接投资公募基金	6
1.2.2、 2024Q2 主要增配了货基和短债基金	7
2、 细拆：理财“选基”，较看重绝对收益	10
2.1、 需求分布：头部理财子、开放式理财产品是委外主力	10
2.1.1、 理财公司：头部理财子的委外规模较大	10
2.1.2、 理财产品：债基的委外主要来自开放式固收理财	11
2.2、 四大偏好：契合理财调性、有业绩持续性的基金	13
2.2.1、 偏好一：成立时间较久的大规模基金	13
2.2.2、 偏好二：低波稳健的“绝对收益”品种	16
2.2.3、 偏好三：流动性资产占比较高的基金	18
2.2.4、 偏好四：银行系基金具有业务协同天然优势	20
3、 详解：委外基金兼顾流动性+收益性的更优解	22
3.1、 流动性：监管密集出台后，理财的快速应对	22
3.1.1、 快速建仓+转移流动性压力	22
3.1.2、 豁免一层嵌套、避开集中度限制	23
3.2、 便利性：相较于理财子，基金投研体系具先发优势	24
3.2.1、 理财尚无法在中债登开户	24
3.2.2、 理财公司的投研能力不足	25
专栏 1：含权基金委外仍为试水，规模总体较小	28
专栏 2：ETF 委外占比不大，债券型 ETF 为主力	30
3.3、 收益性：基金的节税效应和 QDII 额度优势凸显	31
3.3.1、 节税：基金免征资本利得增值税+企业所得税	31
3.3.2、 QDII 额度：基金新批 QDII 额度较多，助力理财全球配置	31
4、 展望：至 2024 年底理财委外基金或有 3000 亿元增量空间	32
5、 投资建议	35
6、 风险提示	35
附表：理财投资公募基金的监管政策一览	36

图表目录

图 1： 投资“不可能三角”框架下，理财或增配公募基金	4
图 2： 2024Q2 末，全市场理财底层的公募基金占比升至 3.6%，较年初上升 1.5pct	5
图 3： 2024Q2 末，全市场理财底层的公募基金规模为 1.1 万亿元（万亿元）	5
图 4： 理财产品无需对公募基金进行穿透，故“穿透后”口径仍会披露公募基金	6
图 5： 2024Q2 末全市场理财持有的公募基金中，纯债型基金（短债纯债型+中长期纯债型）占比最高	9
图 6： 2024Q2 末，全市场理财底层的公募基金规模为 1.1 万亿元（万亿元）	23
图 7： 某理财产品通过基金资管计划投资的公募基金，多只已超 10%上限（2022Q2 末）	24
图 8： 理财产品尚无法在中债登开户，需通过委外才可投资中债登债券	24
图 9： 公募理财产品已可直接投资股票	25

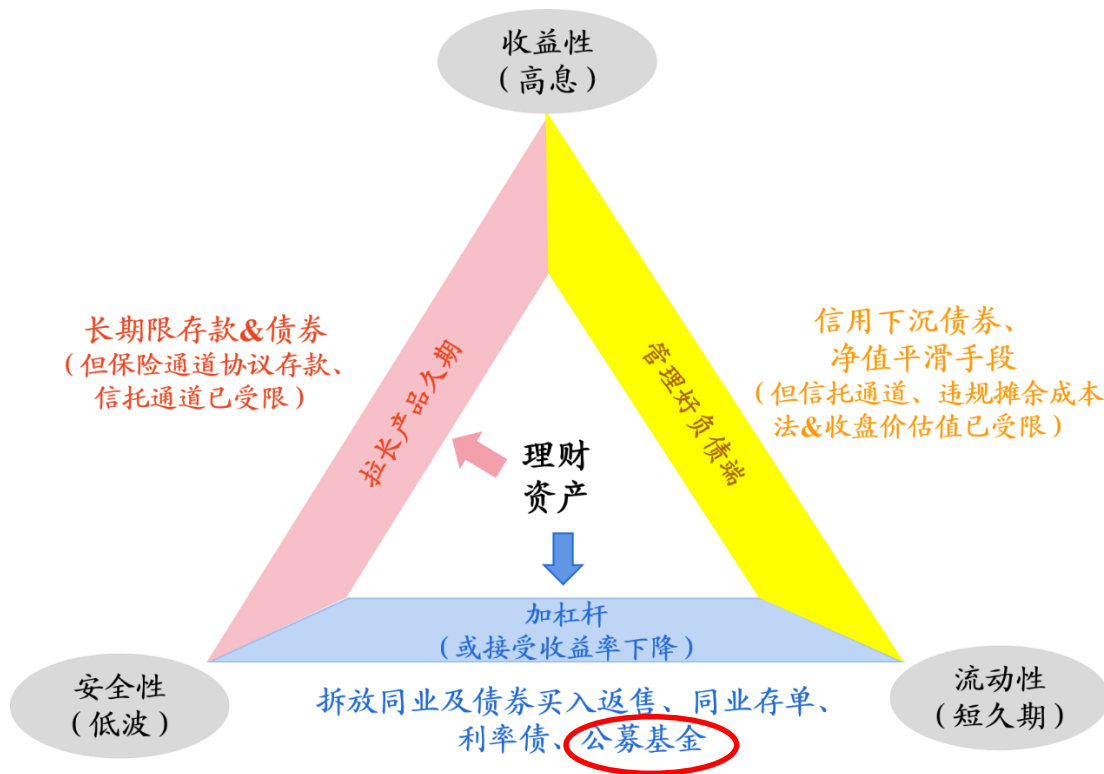
图 10: 基金公司 QDII 余额为各类资管机构最多 (亿美元)	32
图 11: 2024 年 5 月 QDII 额度新增 22.7 亿美元, 其中基金公司新增 12.3 亿美元 (亿美元)	32
图 12: 当债市利率处于下行通道或有较高下行预期时, 理财通常会增配公募基金 (规模: 万亿元, 利率: %)	33
图 13: 截至 2024 年 6 月末, 未设立理财子公司的银行理财规模为 4.19 万亿元, 市场份额为 14.71% (万亿元)	34
表 1: “资管新规”规定公募基金可豁免一层嵌套	6
表 2: “穿透前”口径的公募基金占比较小	7
表 3: “穿透后”口径的公募基金占比更大, 穿透了通过资管产品投资的公募基金	7
表 4: 截至 2024Q2 末, 全市场理财前十持仓中的公募基金占 4.4% (穿透后), 其中债券型基金占 3.5%	8
表 5: 2024Q2 增配的基金主要为货基、短期纯债型基金	10
表 6: 国有行、股份行理财子委外公募基金的规模较大 (亿元, 统计截至 2024-08-04)	10
表 7: 理财机构在短债基金、中长债基金上的偏好较为分化 (亿元, 统计截至 2024-08-04)	11
表 8: 2024Q2 现金管理类理财产品大幅增配货基	11
表 9: 理财委外规模 TOP 40 货基, 2024 年上半年收益率中位数为 2.17%	12
表 10: 2024Q2 开放式固收类理财产品小幅增配货基, 大幅增配纯债基金 (短债、中长债)	13
表 11: 2024Q2 末封闭式固收类理财产品小幅增配基金, 但增幅小于开放式理财	13
表 12: 理财较为偏好成立较久、规模较大、基金经理从业年限较长的基金 (基金成立至今时间截至 2024-08-16)	14
表 13: 2024Q2 理财增配了成立 2Y 以内的公募基金	14
表 14: 2024Q2 理财增配的基金仍主要是规模较大的基金	15
表 15: 理财委外偏好于机构投资者占比较高的基金 (以 2023Q4 末理财前十持仓持有规模 TOP 30 的基金为例)	15
表 16: 2024Q2 理财增配的基金, 上半年收益较为亮眼	16
表 17: 理财对基金的收益相对排名并不过分关注	16
表 18: 理财偏好回撤小、夏普比率高的公募基金, 但不过分追求基金的收益率排名	17
表 19: 2024Q2 末理财持有的债基中, 一半以上历史最大回撤小于 0.5% (最大回撤区间为 2023 年初至 2024Q2 末)	17
表 20: 2024Q2 末理财持有的债基中, 约一半夏普比率 > 4% (夏普比区间为 2023 年初至 2024Q2 末)	18
表 21: 2024Q2 末理财委外的基金持仓来看, 主要增配流动性资产	18
表 22: 2024Q2 增配和减配的基金, 流动性资产占比有所分化	18
表 23: 2024Q2 理财增配的债基杠杆率总体较低	19
表 24: 2024Q2 理财增配了少量长久期债基	19
表 25: 理财委外规模 TOP 40 债基, 2024 年上半年年化收益率中位数为 3.88% (统计截至 2024-08-04)	20
表 26: 规模排名靠前或银行系基金公司较受理财委外青睐 (亿元, 统计截至 2024-08-04)	21
表 27: 工银理财、建信理财、招银理财、宁银理财与北银理财, 与持股基金公司合作较多 (亿元)	22
表 28: 公募基金豁免一层嵌套, 其中固收类公募基金被认定为“标债”	23
表 29: 理财公司投资人员人均管理 14 只产品、161 亿元资产 (统计截至 2024-08-04)	26
表 30: 公募基金公司的基金经理人均管理 3 只产品、52 亿元资产 (统计截至 2024-08-04)	27
表 31: 理财委外规模 TOP 40 混合型基金, 上半年收益率中位数为 7.08%	28
表 32: 理财委外规模 TOP 40 股票型基金, 收益率较为分化 (统计截至 2024-08-04)	29
表 33: 截至 2024Q2 末, 理财前十持仓中 ETF 基金约占 0.1%, 其中债券型 ETF 占比最大 (统计截至 2024-08-04)	30
表 34: 截至 2024Q2 末理财委外 ETF 规模, 广发基金、嘉实基金、汇添富基金等居前 (统计截至 2024-08-04)	30
表 35: 公募基金免征资本利得的增值税和所得税	31
表 36: 截至 2024Q2 末, 非理财子委外公募基金约占 3.1% (穿透后), 其中货基占比最大 (统计截至 2024-08-04)	34
表 37: 受益标的一览	35
附表: 理财投资公募基金的监管政策一览	36

1、低利率+严监管环境下，公募基金迎来理财委外新机遇

“安全性+流动性”将是未来一段时间内理财的主要目标。理财与公募基金投资者的风险偏好有一定差异，我们认为后续理财将更加强调流动性风险与收益之间的平衡，继续将固收类产品作为主要配置方向。在这一过程中，公募基金会作为理财资金的配置方向之一。同时，降息环境下债券交易将取得较好收益，因此理财资金对低波动、高流动性的公募基金需求将持续存在。

票息策略阶段失效，交易策略需补位，债券交易正是公募基金的长项。理财的主力券种是信用债，过去通常采取持有到期的策略，但随着低利率环境下新发信用债利率不断走低，交易策略的重要性上升。低利率环境下，理财原先通过保险通道配置协议存款、信托通道做下沉+拉久期+净值平滑，但目前这两种方式均已受到监管约束，后续无法新增，存量也面临整改压力。理财做高收益的“通道”大幅减少，而理财自身投资债券主要是持有到期、获得票息收入为主，但低利率环境下，票息收入已无法满足理财的业绩要求，做债券交易的必要性大大提升，这正是公募基金的优势所在。

图1：投资“不可能三角”框架下，理财或增配公募基金



资料来源：开源证券研究所

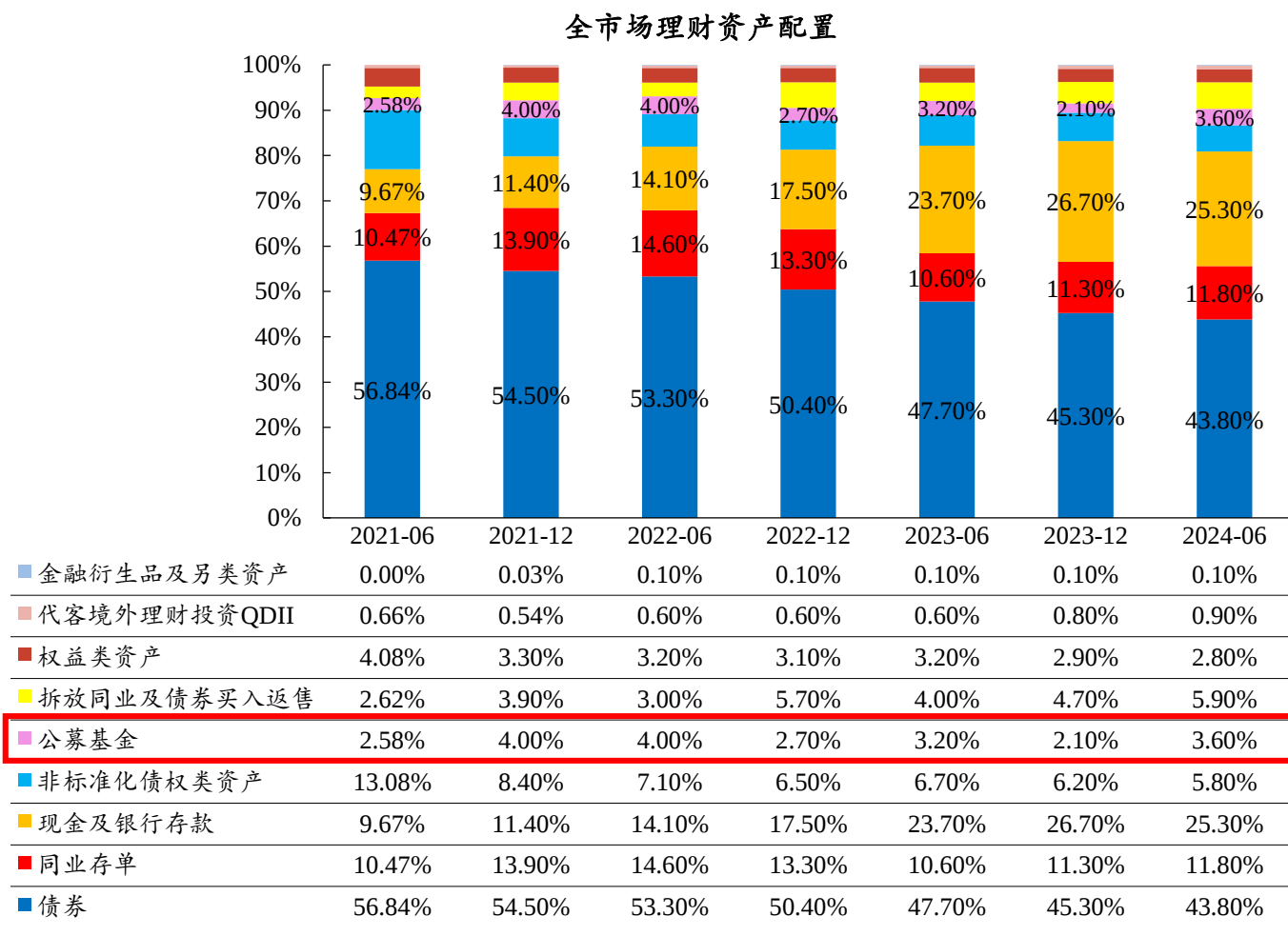
1.1、2024H1 理财第一大增配资产为公募基金

截至 2024Q2 末理财存量结构来看：2024Q2 末理财持有公募基金总资产约 1.1 万亿元，较年初增长约 5000 亿元，占比从年初的 2.1% 升至 3.6%（均为穿透后口径）。“资产荒”叠加理财规模增长，公募基金成为理财重要投资方向。

2024 年上半年增量资产结构来看：增配公募基金 0.49 万亿元，占总资产增量的

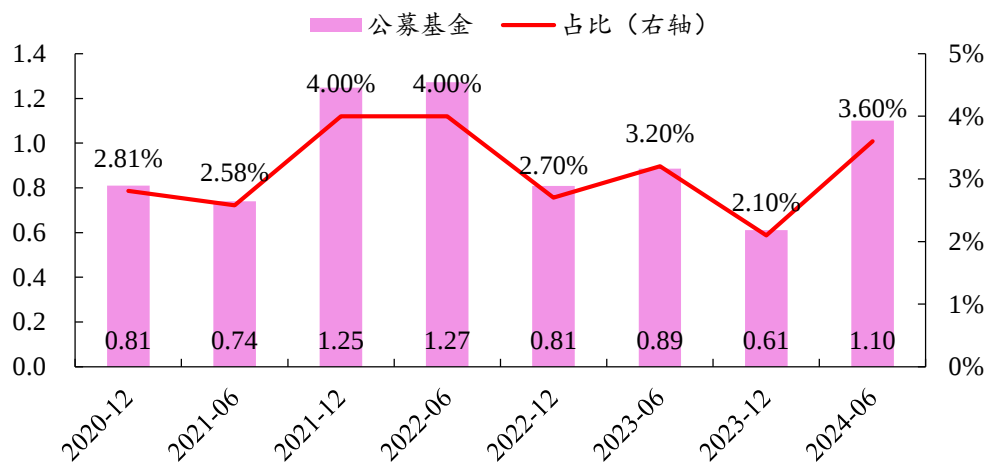
33%，为第一大增配资产。印证了理财在资产荒的当下，通过公募基金快速建仓的思路，除了公募基金外，其余流动性资产如同业资产、同业存单也有增配。

图2：2024Q2 末，全市场理财底层的公募基金占比升至 3.6%，较年初上升 1.5pct



数据来源：银行业理财登记托管中心、开源证券研究所

图3：2024Q2 末，全市场理财底层的公募基金规模为 1.1 万亿元（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、以前十持仓模拟全部持仓，观察理财委外行为

1.2.1、理财可直投、亦可间接投资公募基金

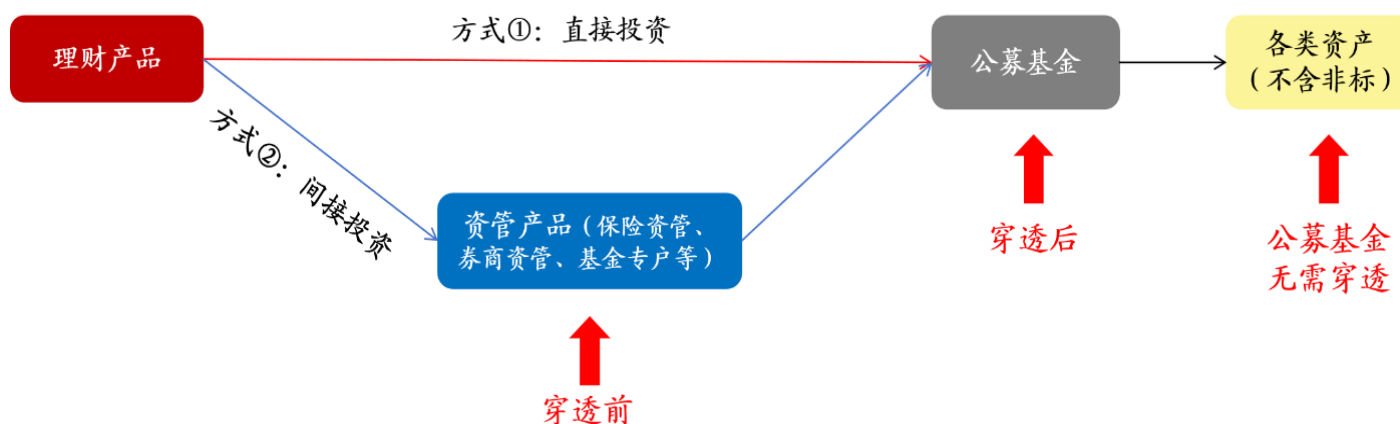
采用“穿透后”口径统计公募基金的占比更为准确。由于“资管新规”规定“资产管理产品可以再投资一层资产管理产品，但所投资的资产管理产品不得再投资公募基金证券投资基金以外的资产管理产品”，因此目前理财既可以直接投资公募基金，也可通过资管产品投资公募基金。由于理财投资公募基金无需穿透，我们认为采用理财“穿透后”的口径更能真实反映公募基金的占比。（注：本文委外“公募基金”，不包含基金资管计划）

表1：“资管新规”规定公募基金可豁免一层嵌套

政策文件	具体内容	含义
2018 年“资管新规”	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	公募基金豁免一层嵌套
	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（ 公募证券投资基金除外 ）	理财投资公募基金无需穿透

资料来源：央行、开源证券研究所

图4：理财产品无需对公募基金进行穿透，故“穿透后”口径仍会披露公募基金



资料来源：央行、开源证券研究所

表2：“穿透前”口径的公募基金占比较小

穿透前		平安理财		信银理财		浦银理财		苏银理财		青银理财	
	资产类别	2023H2	2024H1	2023H2	2024H1	2023H2	2024H1	2023H2	2024H1	2023H2	2024H1
穿透前 (亿元)	现金及银行存款	806.99	1220.12	1528.58	1543.97	669.23	574.61	545.52	524.09	842.99	831.89
	同业存单	998.86	945.64	与债权合并	与债权合并	267.93	573.17	198.11	293.59		
	拆放同业及买入返售	124.68	96.48	751.31	532.02	86.74	177.80	258.13	479.07		
	债券	805.22	560.72	7553.11	7526.35	2129.95	1429.99	1920.15	1977.51		
	非标	342.64	200.32			249.54	242.59	403.51	177.23		
	权益类投资	2.15	1.42	25.98	31.78	6.26	5.42	231.58	289.18	17.15	3.01
	金融衍生品	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
	QDII	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.03	0.00	0.00	69.38	66.72
	公募基金	25.36	22.05	247.67	488.12	34.33	72.10	1.38	1.38		
	私募基金	2.61	1.44	4.94	3.55	0.00	0.00	11.88	11.45		
穿透前 占比	资产管理产品	7426.51	7822.34	7546.79	9348.90	6528.69	8885.86	1732.69	2556.24	1290.24	1279.64
	合计	10535.02	10870.52	17658.39	19474.68	9972.67	11961.58	5302.95	6309.73	2219.77	2181.26
	现金及银行存款	7.66%	11.22%	8.66%	7.93%	6.71%	4.80%	10.29%	8.31%	37.98%	38.14%
	同业存单	9.48%	8.70%	与债权合并	与债权合并	2.69%	4.79%	3.74%	4.65%		
	拆放同业及买入返售	1.18%	0.89%	4.25%	2.73%	0.87%	1.49%	4.87%	7.59%		
	债券	7.64%	5.16%	42.77%	38.65%	21.36%	11.95%	36.21%	31.34%		
	非标	3.25%	1.84%	0.00%	0.00%	2.50%	2.03%	7.61%	2.81%		
	权益类投资	0.02%	0.01%	0.15%	0.16%	0.06%	0.05%	4.37%	4.58%	0.77%	0.14%
	金融衍生品	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
	QDII	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	3.13%	3.06%
	公募基金	0.24%	0.20%	1.40%	2.51%	0.34%	0.60%	0.03%	0.02%		
穿透后 占比	私募基金	0.02%	0.01%	0.03%	0.02%	0.00%	0.00%	0.22%	0.18%	58.13%	58.67%
	资产管理产品	70.49%	71.96%	42.74%	48.01%	65.47%	74.29%	32.67%	40.51%		
	合计	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%

数据来源：各银行和理财公司官网、开源证券研究所

表3：“穿透后”口径的公募基金占比更大，穿透了通过资管产品投资的公募基金

穿透后		平安理财		信银理财		浦银理财		苏银理财		青银理财	
	资产类别	2023H2	2024H1	2023H2	2024H1	2023H2	2024H1	2023H2	2024H1	2023H2	2024H1
穿透后 (亿元)	现金及银行存款	3423.93	3695.21	4184.58	4421.46	3970.77	4067.60	1023.11	1034.59	2109.13	1907.03
	同业存单	1438.59	2225.25	与债权合并	与债权合并	341.79	1078.10	252.31	459.21		
	拆放同业及买入返售	723.98	737.73	1149.43	1078.73	363.49	328.75	290.31	557.50		
	债券	4311.16	3967.26			4733.14	6279.34	2688.57	3063.30		
	非标	624.93	396.66	12200.00	13484.71	481.79	573.65	658.82	716.96		
	权益类投资	126.02	108.06	115.69	106.63	175.33	176.35	386.54	489.72	38.57	39.66
	金融衍生品	1.75	1.18	3.09	0.32	0.24	0.15	0.00	0.00	0.05	0.07
	QDII	105.75	101.52	0.00	0.00	2.54	2.61	0.00	0.00	331.89	325.49
	公募基金	178.76	162.74	537.97	915.37	87.60	172.22	12.14	18.73		
	私募基金	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
穿透后 占比	资产管理产品	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
	合计	10934.87	11395.62	18190.76	20007.21	10156.69	12678.78	5311.79	6340.01	2479.64	2272.25
	现金及银行存款	31.31%	32.43%	23.00%	22.10%	39.10%	32.08%	19.26%	16.32%	85.06%	83.93%
	同业存单	13.16%	19.53%	与债权合并	与债权合并	3.37%	8.50%	4.75%	7.24%		
	拆放同业及买入返售	6.62%	6.47%	6.32%	5.39%	3.58%	2.59%	5.47%	8.79%		
	债券	39.43%	34.81%	67.07%	67.40%	46.60%	49.53%	50.62%	48.32%		
	非标	5.71%	3.48%			4.74%	4.52%	12.40%	11.31%		
	权益类投资	1.15%	0.95%	0.64%	0.53%	1.73%	1.39%	7.28%	7.72%	1.56%	1.75%
	金融衍生品	0.02%	0.01%	0.02%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
	QDII	0.97%	0.89%	0.00%	0.00%	0.03%	0.02%	0.00%	0.00%	13.38%	14.32%
	公募基金	1.63%	1.43%	2.96%	4.58%	0.86%	1.36%	0.23%	0.30%		
穿透后 占比	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%

数据来源：各银行和理财公司官网、开源证券研究所

1.2.2、2024Q2 主要增配了货基和短债基金

2024Q2 末理财前十持仓中基金占 4.4%，短期纯债型和中长期纯债型占比最大。我们以理财产品前十持仓模拟全部持仓，发现 2024Q1 理财已开始增配公募基金，穿透后占比从年初的 2.6%升至 2024Q1 末的 2.9%，2024Q2 延续了该势头，占比升至 4.4%，其中短期纯债型、中长期纯债型基金占比最高，占比均为 1.4%。

全市场理财 前十持仓		前十持仓中的资产规模(亿元)						占比					
		2020-12	2021-12	2022-12	2023-12	2024-03	2024-06	2020-12	2021-12	2022-12	2023-12	2024-03	2024-06
现金及银行存款（包括同业存款）		833	4,051	9,142	19,062	19,526	12,197	11.5%	18.6%	26.7%	38.1%	39.3%	35.3%
拆放同业及买入返售		224	1,284	3,414	3,223	3,660	2,656	3.1%	5.9%	10.0%	6.4%	7.4%	7.7%
货币市场类		1,056	5,335	12,555	22,286	23,186	14,853	14.6%	24.4%	36.7%	44.5%	46.6%	43.0%
同业存单		398	1,356	2,508	4,222	3,785	3,190	5.5%	6.2%	7.3%	8.4%	7.6%	9.2%
国债		38	269	601	1,056	778	194	0.5%	1.2%	1.8%	2.1%	1.6%	0.6%
地方政府债		14	0	9	4	7	5	0.2%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
政金债		687	1,783	1,790	1,864	1,413	939	9.5%	8.2%	5.2%	3.7%	2.8%	2.7%
利率债		738	2,053	2,400	2,923	2,198	1,138	10.2%	9.4%	7.0%	5.8%	4.4%	3.3%
中证金		41	279	522	1,096	1,213	998	0.6%	1.3%	1.5%	2.2%	2.4%	2.9%
商业银行		542	2,027	3,109	3,252	3,053	1,919	7.5%	9.3%	9.1%	6.5%	6.1%	5.6%
银行二级		318	1,039	1,338	906	729	538	4.4%	4.8%	3.9%	1.8%	1.5%	1.6%
银行永续		205	848	1,623	2,279	2,272	1,337	2.8%	3.9%	4.7%	4.6%	4.6%	3.9%
银行TLAC		0	0	0	0	0	15	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
银行普通		17	56	70	30	34	24	0.2%	0.3%	0.2%	0.1%	0.1%	0.1%
银行专项		3	84	77	37	18	5	0.0%	0.4%	0.2%	0.1%	0.0%	0.0%
证券公司		245	687	906	822	874	514	3.4%	3.1%	2.6%	1.6%	1.8%	1.5%
保险公司		10	55	122	83	70	71	0.1%	0.3%	0.4%	0.2%	0.1%	0.2%
其它金融机构		25	77	130	255	193	159	0.3%	0.4%	0.4%	0.5%	0.4%	0.5%
金融债(不含政金债)		864	3,125	4,788	5,507	5,403	3,661	11.9%	14.3%	14.0%	11.0%	10.9%	10.6%
政府支持机构债		0	8	8	1	1	0	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
国际机构债		0	0	0	0	0	1	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
一般企业债		81	118	172	180	179	121	1.1%	0.5%	0.5%	0.4%	0.4%	0.4%
一般公司债		217	871	1,176	1,163	1,163	773	3.0%	4.0%	3.4%	2.3%	2.3%	2.2%
私募债		597	579	935	1,588	1,431	1,171	8.2%	2.7%	2.7%	3.2%	2.9%	3.4%
债务融资工具		647	1,074	1,579	2,536	2,514	2,003	8.9%	4.9%	4.6%	5.1%	5.1%	5.8%
超短期融资券(SCP)		5	45	75	113	170	159	0.1%	0.2%	0.2%	0.2%	0.3%	0.5%
短期融资券(CP)		5	14	23	78	77	47	0.1%	0.1%	0.1%	0.2%	0.2%	0.1%
中期票据(MTN)		325	605	872	1,432	1,456	1,183	4.5%	2.8%	2.5%	2.9%	2.9%	3.4%
定向工具(PPN)		301	286	373	756	677	539	4.2%	1.3%	1.1%	1.5%	1.4%	1.6%
项目收益票据(PRN)		1	4	5	9	8	4	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
资产支持票据(ABN)		11	121	231	149	126	71	0.2%	0.6%	0.7%	0.3%	0.3%	0.2%
标准化票据(SDN)		0	0	0	0	0	0	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
ABS		29	335	352	280	268	199	0.4%	1.5%	1.0%	0.6%	0.5%	0.6%
信用债(不含金融债)		1,573	2,985	4,222	5,748	5,555	4,269	21.7%	13.7%	12.3%	11.5%	11.2%	12.4%
可交债		1											

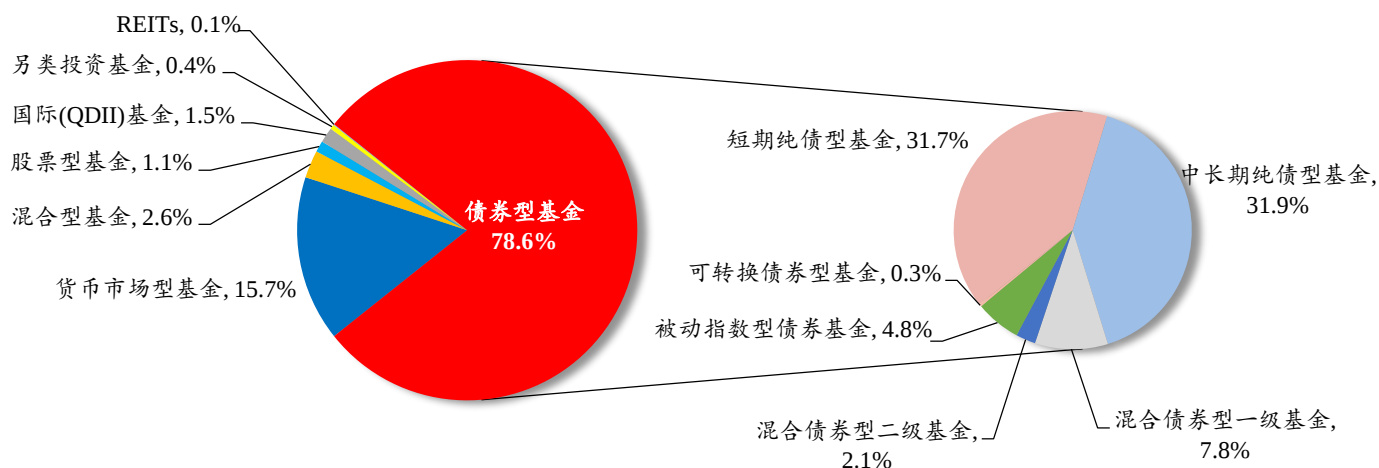
请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

2024Q2 理财公司配置公募基金速览：债基（78.6%）>货基（15.7%）>混合型基金（2.6%）>QDII 型基金（1.5%）>股票型基金（1.1%）>另类投资基金（0.4%）>REITs（0.1%）；**按公募基金总规模为 1.1 万亿元计，规模分别为：**债基（8646 亿元）>货基（1732 亿元）>混合型基金（288 亿元）>QDII 型基金（160 亿元）>股票型基金（117 亿元）>另类投资基金（48 亿元）>REITs（10 亿元）。

债基结构：中长期纯债型基金（31.9%、3506 亿元）>短期纯债型基金（31.7%、3491 亿元）>混合债券型一级基金（7.8%、857 亿元）>被动指数型债券基金（4.8%、533 亿元）>混合债券型二级基金（2.1%、232 亿元）>可转换债券型基金（0.3%、28 亿元）。

图5：2024Q2 末全市场理财持有的公募基金中，纯债型基金（短债纯债型+中长期纯债型）占比最高

全市场理财前十持仓中的公募基金（2024Q2末）



数据来源：普益标准、开源证券研究所（注：统计样本为全市场理财的前十持仓，仅统计披露口径为“穿透后”的银行和理财公司；测算结果或与实际情况有一定差异）

2024Q2 理财主要增配货基和短债基金，反映短久期理财产品“资产荒”突出。截至 2024Q2 末，理财前十持仓中的公募基金共 1292 只（不重复计算，截至 2024-08-04 披露），其中货基、债基分别占 10%、50%。若我们定义 2024Q2 末在理财委外市场中，规模市占率上升的基金为“2024Q2 增配的基金”（共 707 只），反之市占率下降的基金为“2024Q2 减配的基金”（共 943 只），发现 Q2 末有 101 只货基、127 只短债基金被理财增配，数量占比分别为 14%、18%，占比远高于 24Q2 末存量基金的数量占比。意味着短久期理财产品（现金管理类、开放式固收类）欠配问题较为突出。

表5：2024Q2 增配的基金主要为货基、短期纯债型基金

全市场理财前十持仓中	2024Q2末前十持仓中的基金		2024Q2增配的基金		2024Q2减配的基金	
	数量（只）	占比	数量（只）	占比	数量（只）	占比
货币市场型基金	131	10.14%	101	14.29%	63	6.68%
债券型基金	646	50.00%	382	54.03%	388	41.15%
短期纯债型基金	182	14.09%	127	17.96%	68	7.21%
中长期纯债型基金	225	17.41%	108	15.28%	163	17.29%
混合债券型一级基金	72	5.57%	40	5.66%	49	5.20%
混合债券型二级基金	74	5.73%	43	6.08%	52	5.51%
被动指数型债券基金	85	6.58%	58	8.20%	51	5.41%
增强指数型债券基金	0	0.00%	0	0.00%	1	0.11%
可转换债券型基金	8	0.62%	6	0.85%	4	0.42%
混合型基金	222	17.18%	79	11.17%	233	24.71%
股票型基金	206	15.94%	108	15.28%	177	18.77%
国际(QDII)基金	63	4.88%	30	4.24%	54	5.73%
另类投资基金	15	1.16%	6	0.85%	15	1.59%
REITs	7	0.54%	1	0.14%	11	1.17%
FOF基金	1	0.08%	0	0.00%	2	0.21%
公募基金	1292	100.00%	707	100.00%	943	100.00%

数据来源：普益标准、开源证券研究所（注：“2024Q2 增配的基金”指在当期理财前十持仓中，基金市占率较 2024Q1 末下降的基金；反之，“2024Q2 减配的基金”指 2024Q2 末市占率上升的基金；2024Q2 末前十持仓截至 2024-08-04 披露）

2、细拆：理财“选基”，较看重绝对收益

2.1、需求分布：头部理财子、开放式理财产品是委外主力

2.1.1、理财公司：头部理财子的委外规模较大

头部理财子是委外公募基金的主力。我们统计了理财前十持仓，发现国有行、股份行理财子委外公募基金的规模较大，包括招银理财、兴银理财、交银理财、工银理财等。截至统计日，历年委外基金规模较大的理财机构，大部分均在 2024Q2 加大了委外基金规模，理财“钱多”的当下一一定程度上带动了公募基金的规模增长。

表6：国有行、股份行理财子委外公募基金的规模较大（亿元，统计截至 2024-08-04）

按2024-03末规模排序		理财前十持仓中的公募基金（亿元）				按2024-03末规模排序		理财前十持仓中的公募基金（亿元）			
序号	理财机构	2022-12	2023-12	2024-03	2024-06	序号	理财机构	2022-12	2023-12	2024-03	2024-06
1	招银理财	183.52	191.87	224.83	334.18	21	浦银理财	1.30	9.50	14.89	24.67
2	兴银理财	137.49	176.51	213.20	259.63	22	广银理财	20.58	12.57	12.44	11.63
3	交银理财	167.31	135.36	133.03	尚未披露	23	光大理财	46.61	7.94	12.26	36.49
4	工银理财	180.95	106.77	127.78	尚未披露	24	渝农商理财	31.89	18.09	11.78	16.26
5	青银理财	103.27	99.94	113.59	119.79	25	重庆银行	11.20	6.74	9.75	尚未披露
6	信银理财	46.70	86.18	87.76	124.85	26	吉林银行	10.49	7.78	9.72	5.51
7	中邮理财	13.01	83.73	87.60	94.60	27	宁银理财	7.35	6.95	9.47	11.27
8	建信理财	120.04	90.85	86.58	尚未披露	28	上银理财	8.53	3.89	9.12	19.49
9	民生理财	211.56	81.17	78.03	177.48	29	上海农村商业银行	4.82	8.37	7.05	6.57
10	浙商银行	39.86	47.22	76.51	97.27	30	中银理财	21.81	11.71	5.85	尚未披露
11	北银理财	105.57	62.48	60.36	64.23	31	东莞银行	2.47	5.06	5.70	尚未披露
12	江苏江南农村商业银行	2.08	19.92	47.64	70.24	32	南银理财	5.77	4.54	5.50	10.23
13	平安理财	15.54	25.95	36.53	19.28	33	长沙银行	15.07	8.75	5.43	7.17
14	农银理财	34.13	53.43	34.26	尚未披露	34	成都农村商业银行	0.00	2.01	5.02	8.46
15	杭银理财	13.75	19.79	32.52	99.14	35	大连银行	1.18	7.63	4.68	9.29
16	贵阳银行	12.25	22.89	19.98	14.82	36	东莞农村商业银行	8.33	0.43	3.64	2.56
17	恒丰理财	1.50	12.08	17.06	32.35	37	天津银行	0.56	0.89	3.27	1.51
18	徽银理财	4.80	9.88	16.78	32.33	38	哈尔滨银行	3.43	2.76	3.16	2.97
19	华夏理财	13.00	14.22	16.17	82.74	39	广州农村商业银行	15.24	5.45	3.10	2.00
20	汉口银行	1.76	5.47	15.83	22.15	40	成都银行	0.00	8.03	3.04	3.06

数据来源：普益标准、开源证券研究所（注：该表统计了所有理财产品前十持仓中的公募基金，按照披露口径统计，不区分穿透前或穿透后；部分产品 2024Q2 理财投资报告尚未披露，故规模或与实际情况有所差异；表中仅展示 2024-03 末规模 TOP 40）

理财机构在短债基金、中长债基金上的偏好较为分化。交银理财、建信理财两者兼顾，委外短债和中长债基金的规模基本相当；而招银理财、工银理财、青银理财等更偏好中长债基金；兴银理财、信银理财、民生理财则更为偏好短债基金。

其余债基如混合型、指数型基金主要为国股行理财子青睐。主要由于这些头部理财机构的产品货架较为齐全，不同于其余中小机构，除了固收类产品外还积极布局混合类和权益类产品，故委外基金的需求也较为多样化。

表7：理财机构在短债基金、中长债基金上的偏好较为分化（亿元，统计截至 2024-08-04）

前十持仓中各类基金规模（亿元）			货基	债券型基金						混合型基金				股票型基金				国际(QDII)基金				其他类型基金	合计
序号	理财机构	报告期		短债	中长债	混合一级	混合二级	被动指数	增强指数	可转债	偏债混合	偏股混合	平衡混合	灵活配置	普通股票	被动指数	增强指数	债券型	股票型	混合型	另类投资		
1	招银理财	2024-06	46.00	83.98	117.61	27.81	1.92	28.16	0.00	0.00	0.11	1.51	0.00	5.92	1.43	1.22	0.03	14.47	0.44	0.00	0.00	3.56	334.17
2	兴银理财	2024-06	11.91	121.54	64.48	13.33	10.60	26.98	0.00	1.57	0.05	4.08	0.00	2.23	0.00	0.55	0.00	0.47	0.02	0.00	0.00	1.79	259.63
3	交银理财	2024-03	0.30	46.30	41.06	17.15	19.60	1.55	0.00	0.00	0.07	0.09	0.00	0.40	0.06	2.10	0.00	4.21	0.00	0.00	0.00	0.66	133.03
4	工银理财	2024-03	0.48	16.10	53.33	18.65	0.26	7.37	0.00	0.00	0.53	1.00	0.00	6.67	2.41	2.17	0.85	14.24	2.13	0.02	0.00	1.56	127.78
5	青银理财	2024-06	32.06	2.12	73.80	3.17	0.00	1.43	0.00	0.00	0.00	1.18	0.00	0.31	0.73	3.24	0.02	0.00	1.35	0.01	0.00	0.37	119.79
6	信银理财	2024-06	2.00	91.38	15.87	2.51	1.19	7.18	0.00	0.33	0.00	0.55	0.00	2.90	0.00	0.19	0.01	0.25	0.00	0.00	0.00	0.48	124.85
7	中邮理财	2024-06	1.20	10.70	62.05	12.38	3.15	2.18	0.00	0.00	0.02	0.33	0.00	0.83	0.19	0.96	0.00	0.40	0.18	0.00	0.00	0.02	94.60
8	建信理财	2024-03	2.79	24.01	20.95	6.59	6.51	0.31	0.00	0.00	9.63	0.00	0.00	15.17	0.23	0.00	0.00	0.07	0.00	0.00	0.00	0.31	86.58
9	民生理财	2024-06	3.11	94.06	33.42	40.15	1.42	2.25	0.00	2.20	0.11	0.10	0.00	0.42	0.06	0.08	0.00	0.06	0.00	0.03	0.00	0.00	17.48
10	浙商银行	2024-06	32.02	34.34	24.47	0.00	0.00	6.44	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	97.27
11	北银理财	2024-06	9.72	10.74	23.57	14.01	0.20	0.00	0.00	0.04	0.00	0.21	0.00	0.35	0.19	4.10	0.00	0.51	0.18	0.00	0.00	0.42	64.23
12	江苏江南农村商业银行	2024-06	39.17	20.32	5.68	1.88	1.00	1.81	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.33	0.02	0.03	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	70.24
13	平安理财	2024-06	0.72	0.86	5.43	0.11	7.46	0.02	0.00	0.00	0.26	0.23	0.00	1.10	0.29	0.47	0.00	1.97	0.28	0.00	0.00	0.11	19.28
14	农银理财	2024-03	0.06	0.00	0.48	11.77	2.98	0.00	0.00	0.05	0.81	1.59	0.00	11.80	1.67	1.56	0.16	0.00	0.07	0.00	0.00	1.26	34.26
15	杭银理财	2024-06	27.50	48.18	16.01	0.30	0.00	1.49	0.00	0.00	4.25	0.03	0.00	0.09	0.14	0.08	0.00	0.08	0.11	0.00	0.00	0.88	99.14
16	贵阳银行	2024-06	0.78	1.50	0.00	7.24	1.45	0.00	0.00	0.00	0.17	0.89	0.00	1.59	1.15	0.06	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	14.82
17	恒丰理财	2024-06	10.12	7.93	5.69	0.00	0.01	0.46	0.00	0.00	3.07	0.00	0.00	5.07	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	32.35
18	徽银理财	2024-06	0.00	19.68	9.89	0.82	1.18	0.35	0.00	0.00	0.06	0.00	0.00	0.24	0.00	0.11	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	32.33
19	华夏理财	2024-06	21.07	19.67	29.35	4.36	4.21	1.71	0.00	0.02	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	1.32	0.00	1.02	0.01	0.00	0.00	0.00	82.74
20	汉口银行	2024-06	22.15	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	22.15
21	浦银理财	2024-06	0.00	22.13	2.10	0.03	0.00	0.10	0.00	0.00	0.00	0.03	0.00	0.01	0.06	0.21	0.00	0.00	0.01	0.00	0.00	0.00	24.67
22	广银理财	2024-06	0.45	0.28	2.71	0.07	0.09	0.11	0.00	0.00	0.04	7.10	0.00	0.08	0.00	0.09	0.00	0.55	0.02	0.00	0.00	0.03	11.63
23	光大理财	2024-06	10.03	19.74	0.25	1.67	0.24	0.80	0.00	0.00	0.09	0.69	0.00	0.21	0.07	1.96	0.17	0.53	0.00	0.00	0.00	0.03	36.49
24	渝农商理财	2024-06	6.45	5.61	2.82	0.00	0.10	1.16	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.03	0.00	0.09	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	16.26
25	重庆银行	2024-03	4.16	3.55	0.77	0.08	1.19	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	9.75
26	吉林银行	2024-06	0.00	0.00	2.51	2.89	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.03	0.00	0.01	0.02	0.05	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	5.51
27	宁银理财	2024-06	6.34	1.18	0.67	0.01	0.11	1.66	0.00	0.00	0.00	0.73	0.00	0.16	0.21	0.03	0.00	0.00	0.00	0.13	0.00	0.04	11.27
28	上银理财	2024-06	0.49	9.99	8.24	0.00	0.08	0.39	0.00	0.00	0.00	0.01	0.00	0.00	0.00	0.03	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.27	19.49
29	上海农村商业银行	2024-06	0.12	0.00	3.86	0.46	0.83	0.09	0.00	0.00	0.00	0.03	0.00	0.29	0.00	0.88	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	6.57
30	中银理财	2024-03	0.00	0.35	1.24	2.47	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.34	0.00	0.51	0.00	0.91	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.02	5.85
31	东莞银行	2024-03	0.00	5.11	0.10	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.49	0.00	0.00	0.00	0.00	5.70
32	南银理财	2024-06	0.20	8.18	0.10	0.00	0.10	0.00	0.00	0.00	0.00	0.01	0.00	1.35	0.10	0.14	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.06	10.23
33	长沙银行	2024-06	0.00	3.94	1.07	1.60	0.20	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.02	0.00	0.00	0.00	0.18	0.00	0.00	0.00	0.16	7.17
34	成都农村商业银行	2024-06	3.40	5.06	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	8.46
35	大连银行	2024-06	2.83	0.00	0.97	0.50	0.00	0.13	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.21	0.00	3.89	0.25	0.00	0.00	0.52	9.29
36	东莞农村商业银行	2024-06	1.71	0.00	0.43	0.00	0.43	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	2.56
37	天津银行	2024-06	0.00	0.00	0.84	0.65	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.01	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	1.51
38	哈尔滨银行	2024-06	0.01	2.31	0.36	0.18	0.00	0.08	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.02	0.00	0.00	0.01	0.00	0.00	0.00	2.97
39	广州农村商业银行	2024-06	0.03	0.77	1.15	0.05	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	2.00
40	成都银行	2024-06	3.06	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	3.06

数据来源：普益标准、开源证券研究所

2.1.2、理财产品：债基的委外主要来自开放式固收理财

现金管理类产品委外的基金均为货基。从规模占比来看，2024Q2 末现金管理类理财产品底层的货基占 0.98%（穿透后口径），较 2024Q1 末上升 0.77pct。现金管理类产品原先依靠通道类协议存款+平滑信托兼顾收益和流动性的做法受限，随着收益率不断下降，通过高流动性的货基进行流动性管理的意愿提升。

表8：2024Q2 现金管理类理财产品大幅增配货基

现金管理类 (穿透后)	前十持仓中的资产规模(亿元)						占前十持仓总规模					
	2020-12	2021-12	2022-12	2023-12	2024-03	2024-06	2020-12	2021-12	2022-12	2023-12	2024-03	2024-06
货币市场型基金	0.00	53.34	29.79	19.33	31.66	105.15	0.00%	1.24%	0.32%	0.12%	0.21%	0.98%
债券型基金	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
短期纯债型基金	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
中长期纯债型基金	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
混合债券型一级基金	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
混合债券型二级基金	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
被动指数型债券基金	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
增强指数型债券基金	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
可转换债券型基金	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
混合型基金	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
股票型基金	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
国际(QDII)基金	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
另类投资基金	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
REITs	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
FOF基金	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
公募基金	0.00	53.34	29.79	19.33	31.66	105.15	0.00%	1.24%	0.32%	0.12%	0.21%	0.98%
前十持仓总规模	2022.00	4288.27	9239.76	16015.13	15063.49	10713.15	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%

货基方面，理财偏好于收益率较高的品种。截至 2024Q2 末理财前十持仓中规模 TOP 40 货基来看，上半年年化收益率中位数为 2.17%，具有较为亮眼的收益表现。随着“手工补息”存款、平滑信托等工具叫停，货基的交易属性或将凸显。

表9：理财委外规模 TOP 40 货基，2024 年上半年收益率中位数为 2.17%

序号	基金代码	基金简称	基金一级分类	24Q2末理财持有（亿元）	2024H1收益率	基金重仓债券组合久期（年）	前5重仓债券占基金资产净值（%）	基金杠杆率（%）
1	270014.OF	广发货币B	货币市场型基金	21.24	2.15%	0.37	8.58	109.43
2	004973.OF	长城收益宝B	货币市场型基金	10.75	2.26%	0.39	7.46	102.06
3	000917.OF	嘉实快线A	货币市场型基金	10.22	2.04%	0.16	15.22	112.61
4	001669.OF	诺安聚鑫宝C	货币市场型基金	9.27	2.23%	0.33	11.61	100.04
5	001821.OF	兴全天添益B	货币市场型基金	8.99	2.21%	0.22	5.00	104.54
6	001930.OF	华夏收益宝B	货币市场型基金	8.97	2.20%	0.35	12.00	106.45
7	002680.OF	工银安盈B	货币市场型基金	8.40	2.20%	0.24	24.76	115.63
8	003034.OF	平安日鑫A	货币市场型基金	8.20	2.18%	0.36	6.26	101.40
9	000602.OF	富国安益A	货币市场型基金	7.87	2.19%	0.36	6.65	107.17
10	010727.OF	建信现金增利货币B	货币市场型基金	7.84	2.15%	0.41	3.57	107.00
11	004137.OF	博时合惠B	货币市场型基金	7.73	2.18%	0.44	7.07	105.26
12	003474.OF	南方天天利B	货币市场型基金	7.69	2.22%	0.50	2.92	103.73
13	003389.OF	招商招益宝B	货币市场型基金	7.53	2.17%	0.31	13.62	105.63
14	003753.OF	工银如意B	货币市场型基金	7.52	2.14%	0.20	8.01	103.84
15	009790.OF	国寿安保增金宝B	货币市场型基金	7.52	2.14%	0.29	13.09	106.19
16	000874.OF	华安现金宝B	货币市场型基金	7.29	2.17%	0.25	10.10	114.82
17	004170.OF	万家现金增利B	货币市场型基金	7.05	2.15%	0.37	6.25	101.94
18	020007.OF	国泰货币A	货币市场型基金	7.03	1.99%	0.31	17.84	121.67
19	001937.OF	兴银现金增利	货币市场型基金	6.93	2.09%	0.26	12.61	105.81
20	000621.OF	易方达现金增利B	货币市场型基金	6.51	2.19%	0.12	9.01	118.96
21	004369.OF	前海开源聚财宝B	货币市场型基金	6.13	2.16%	0.28	10.21	100.94
22	002748.OF	中欧货币D	货币市场型基金	6.13	2.11%	0.38	7.63	102.41
23	004972.OF	长城收益宝A	货币市场型基金	5.75	2.09%	0.39	7.46	102.06
24	TK000057.OF	泰康开泰美元货币基金M-USD累积	货币市场型基金	5.45	6.49%	-	17.26	-
25	003281.OF	广发活期宝B	货币市场型基金	5.38	2.18%	0.56	6.83	106.44
26	004776.OF	鹏华金元宝	货币市场型基金	5.06	2.18%	0.42	7.66	105.06
27	014610.OF	鹏华兴鑫宝C	货币市场型基金	4.76	2.20%	0.30	9.74	102.00
28	202308.OF	南方收益宝B	货币市场型基金	4.39	2.21%	0.55	5.72	104.04
29	002958.OF	财通财通宝B	货币市场型基金	4.16	2.12%	0.37	11.45	102.16
30	000725.OF	大成添利宝B	货币市场型基金	4.04	2.20%	0.35	5.95	115.43
31	002890.OF	交银天利宝货币E	货币市场型基金	3.23	2.18%	0.23	7.74	100.29
32	288201.OF	华夏货币B	货币市场型基金	2.87	2.20%	0.25	16.45	105.75
33	004169.OF	万家现金增利A	货币市场型基金	2.86	1.96%	0.37	6.25	101.94
34	001526.OF	鑫元安鑫宝货币A	货币市场型基金	2.83	2.21%	0.32	4.31	104.68
35	004771.OF	海富通添益货币B	货币市场型基金	2.52	2.08%	0.21	3.92	102.65
36	000830.OF	易方达天天发B	货币市场型基金	2.44	2.17%	0.76	16.96	139.04
37	000716.OF	工银薪金B	货币市场型基金	2.26	2.21%	0.20	15.58	109.03
38	000543.OF	上银慧财宝B	货币市场型基金	2.21	2.16%	0.28	3.51	105.06
39	001982.OF	富国收益宝B	货币市场型基金	2.12	2.07%	0.18	6.22	111.50
40	004545.OF	永赢天天利A	货币市场型基金	2.10	2.15%	0.22	5.11	111.35
规模TOP 40货基中位数				6.32	2.17%	0.32	7.70	105.26

数据来源：Wind、普益标准、开源证券研究所

开放式固收类产品小幅增配货基，大幅增配纯债基金。从规模占比来看，2024Q2 末开放式固收类理财产品底层的货基占 0.63%（穿透后口径），较 2024Q1 末上升约 0.3pct，整体仓位并不大；债基占比 5.93%，其中短债基金、中长债基金分别为 2.61%、2.38%，占比较 2024Q1 末分别提升 1.13pct、0.73pct，增幅在各类基金中最大。由于上半年债市行情较好，理财对于直接参与债券交易较为谨慎，委外债基的需求提升。

表10：2024Q2 开放式固收类理财产品小幅增配货基，大幅增配纯债基金（短债、中长债）

开放式固收类 (穿透后)	前十持仓中的资产规模(亿元)						占前十持仓总规模					
	2020-12	2021-12	2022-12	2023-12	2024-03	2024-06	2020-12	2021-12	2022-12	2023-12	2024-03	2024-06
货币市场型基金	11.50	111.00	105.89	70.84	81.35	102.69	0.40%	0.89%	0.62%	0.30%	0.34%	0.63%
债券型基金	84.72	419.26	439.51	763.62	936.81	965.57	2.98%	3.37%	2.59%	3.27%	3.89%	5.93%
短期纯债型基金	0.00	54.07	73.51	265.77	355.78	424.64	0.00%	0.43%	0.43%	1.14%	1.48%	2.61%
中长期纯债型基金	25.02	125.59	212.07	323.27	397.91	387.52	0.88%	1.01%	1.25%	1.39%	1.65%	2.38%
混合债券型一级基金	8.99	40.58	99.08	112.54	112.99	65.52	0.32%	0.33%	0.58%	0.48%	0.47%	0.40%
混合债券型二级基金	36.68	175.19	51.16	48.72	40.26	21.34	1.29%	1.41%	0.30%	0.21%	0.17%	0.13%
被动指数型债券基金	14.03	23.82	3.70	13.22	28.41	64.47	0.49%	0.19%	0.02%	0.06%	0.12%	0.40%
增强指数型债券基金	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
可转换债券型基金	0.00	0.00	0.00	0.10	1.46	2.09	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.01%	0.01%
混合型基金	11.35	26.91	27.13	24.81	20.57	21.14	0.40%	0.22%	0.16%	0.11%	0.09%	0.13%
股票型基金	0.66	2.14	13.32	11.58	9.58	6.93	0.02%	0.02%	0.08%	0.05%	0.04%	0.04%
国际(QDII)基金	7.36	3.75	4.28	12.08	17.23	16.06	0.26%	0.03%	0.03%	0.05%	0.07%	0.10%
另类投资基金	5.23	6.84	0.20	3.73	3.13	2.26	0.18%	0.05%	0.00%	0.02%	0.01%	0.01%
REITs	0.00	1.96	0.22	0.89	0.99	0.55	0.00%	0.02%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
FOF基金	0.00	0.00	0.02	0.00	0.00	0.00	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
公募基金	120.80	571.86	590.56	887.57	1069.68	1115.70	4.25%	4.60%	3.48%	3.80%	4.45%	6.86%
前十持仓总规模	2841.90	12439.39	16970.80	23335.68	24052.23	16274.01	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%

数据来源：普益标准、开源证券研究所

和开放式不同，封闭式理财产品的基金仓位总体较低。尽管 2024Q2 封闭式理财产品较 Q1 也小幅增配了货基、债基，但基金占比总体不大，原因是封闭式产品主要承接长周期资金，理财偏好于票息策略，持有信用债到期为主，对于借助基金进行流动性管理的需求较小。

表11：2024Q2 末封闭式固收类理财产品小幅增配基金，但增幅小于开放式理财

封闭式固收类 (穿透后)	前十持仓中的资产规模(亿元)						占前十持仓总规模					
	2020-12	2021-12	2022-12	2023-12	2024-03	2024-06	2020-12	2021-12	2022-12	2023-12	2024-03	2024-06
货币市场型基金	0.59	5.79	20.65	9.85	8.43	26.65	0.03%	0.17%	0.37%	0.11%	0.10%	0.39%
债券型基金	41.10	88.68	138.88	88.42	89.41	147.29	2.26%	2.65%	2.50%	1.00%	1.01%	2.16%
短期纯债型基金	0.00	2.64	11.05	18.10	22.33	52.60	0.00%	0.08%	0.20%	0.21%	0.25%	0.77%
中长期纯债型基金	1.78	15.25	53.30	23.31	33.74	46.07	0.10%	0.46%	0.96%	0.26%	0.38%	0.68%
混合债券型一级基金	12.09	11.99	15.40	22.68	17.52	34.97	0.67%	0.36%	0.28%	0.26%	0.20%	0.51%
混合债券型二级基金	26.15	48.60	57.06	18.85	10.94	6.96	1.44%	1.45%	1.03%	0.21%	0.12%	0.10%
被动指数型债券基金	1.08	10.12	1.76	5.48	4.86	5.48	0.06%	0.30%	0.03%	0.06%	0.05%	0.08%
增强指数型债券基金	0.00	0.00	0.00	0.00	0.03	0.00	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
可转换债券型基金	0.00	0.06	0.31	0.00	0.00	1.21	0.00%	0.00%	0.01%	0.00%	0.00%	0.02%
混合型基金	3.28	10.15	12.55	12.21	8.40	2.97	0.18%	0.30%	0.23%	0.14%	0.09%	0.04%
股票型基金	0.25	0.45	7.11	6.79	5.98	4.33	0.01%	0.01%	0.13%	0.08%	0.07%	0.06%
国际(QDII)基金	0.14	3.19	2.88	1.50	3.29	2.05	0.01%	0.10%	0.05%	0.02%	0.04%	0.03%
另类投资基金	1.27	1.29	0.04	0.12	1.28	0.61	0.07%	0.04%	0.00%	0.00%	0.01%	0.01%
REITs	0.00	0.00	1.43	0.02	0.55	0.40	0.00%	0.00%	0.03%	0.00%	0.01%	0.01%
FOF基金	0.00	0.00	0.08	0.00	0.00	0.00	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
公募基金	46.63	109.55	183.61	118.90	117.33	184.30	2.57%	3.28%	3.31%	1.35%	1.33%	2.70%
前十持仓总规模	1816.92	3343.36	5546.82	8807.47	8843.73	6819.49	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%

数据来源：普益标准、开源证券研究所

2.2、四大偏好：契合理财调性、有业绩持续性的基金

2.2.1、偏好一：成立时间较久的大规模基金

理财偏好成立时间久、基金经理从业年限久的大规模基金。2024Q2 末理财委外规模 TOP 40 的基金（截至 2024-08-04 披露），基金本身的净资产平均为 16 亿元，各自在同类基金中的排名平均为前 3.44%，基金成立至今平均有 5 年左右，基金经理平均从业年限为 6.6 年。意味着理财更加偏好规模较大、成立较久的基金，优选从业经历较为丰富的基金经理，这类基金的业绩有较多历史印证，能较好穿越市场周期。

表12：理财较为偏好成立较久、规模较大、基金经理从业年限较长的基金（基金成立至今时间截至 2024-08-16）

序号	基金代码	基金简称	2024Q2末理财持有（亿元）	规模排名	规模排名百分比	基金成立日	成立至今（年）	基金经理从业年限（年）
1	006609.OF	申万菱信安泰瑞利中短债A	38.74	6/802	0.75%	2019-09-04	4.95	6.57
2	003528.OF	汇添富长添利A	38.18	4/776	0.52%	2016-12-06	7.70	5.48
3	006597.OF	国泰利享中短债A	27.21	10/802	1.25%	2018-12-03	5.71	5.43
4	012773.OF	嘉实超短债A	24.99	7/802	0.87%	2021-06-24	3.15	9.19
5	008229.OF	鑫元安硕两年定开债	24.23	142/3189	4.46%	2020-07-31	4.05	4.68
6	270014.OF	广发货币B	21.24	40/893	4.48%	2009-04-20	15.33	14.31
7	006797.OF	嘉实中短债A	19.88	5/802	0.62%	2019-01-24	5.56	9.19
8	005725.OF	国投瑞银恒泽中短债A	19.59	8/802	1.00%	2018-12-19	5.66	12.03
9	005079.OF	兴银鑫日享短债A	19.51	28/802	3.49%	2019-09-06	4.95	4.71
10	007529.OF	嘉实汇鑫中短债A	19.24	1/802	0.12%	2019-09-26	4.89	4.18
11	007761.OF	鑫元安睿三年定开债	16.24	205/3189	6.44%	2019-08-26	4.98	0.37
12	007245.OF	安信鑫日享中短债A	15.84	31/802	3.87%	2019-05-30	5.22	4.32
13	007736.OF	民生加银聚鑫三年定开	15.01	124/3189	3.90%	2019-09-04	4.95	10.58
14	008207.OF	国泰合融纯债A	14.73	35/3189	1.10%	2019-12-26	4.64	2.78
15	020205.OF	创金合信恒兴中短债E	14.72	18/802	2.24%	2023-12-01	0.71	6.40
16	007194.OF	长城短债A	14.65	13/802	1.62%	2019-08-29	4.97	12.84
17	019872.OF	长城短债D	14.55	19/802	2.37%	2023-10-27	0.81	12.84
18	968117.OF	易方达(香港)精选债券基金M-CNY	14.29	0.0000	0.00%	2021-05-13	3.26	0.00
19	007017.OF	平安如意中短债A	14.13	14/802	1.75%	2019-04-03	5.38	9.05
20	017800.OF	招商恒鑫30个月	13.95	1/8	12.50%	2023-02-22	1.48	2.88
21	003280.OF	鹏华丰恒A	12.93	21/3189	0.66%	2016-09-22	7.90	6.10
22	020656.OF	景顺长城中短债F	12.80	23/802	2.87%	2024-01-25	0.56	5.26
23	004388.OF	鹏华丰享	12.64	8/3189	0.25%	2017-03-09	7.44	6.10
24	000385.OF	景顺长城景颐双利A	12.34	6/1158	0.52%	2013-11-13	10.76	12.25
25	019482.OF	泰康信用精选D	11.96	378/3189	11.88%	2023-09-13	0.93	8.75
26	007603.OF	景顺长城中短债A	11.92	25/802	3.12%	2019-08-20	4.99	5.26
27	009895.OF	摩根瑞盛87个月定开	11.87	100/3189	3.14%	2020-08-03	4.04	4.05
28	011983.OF	永赢中债-3-5年政策性金融债A	11.73	6/501	1.20%	2021-09-02	2.96	4.84
29	006436.OF	浦银安盛中短债A	11.59	41/802	5.11%	2018-10-25	5.81	5.47
30	070037.OF	嘉实纯债A	11.58	68/3189	2.14%	2012-12-11	11.69	4.78
31	519782.OF	交银裕隆纯债A	11.47	46/3189	1.45%	2016-11-28	7.72	9.23
32	000037.OF	广发景宁纯债A	11.45	30/3189	0.94%	2020-04-22	4.32	4.05
33	007542.OF	永赢开泰中高等级中短债A	11.44	37/802	4.61%	2019-08-28	4.97	5.98
34	003412.OF	鹏华弘康C	11.33	13/2326	0.56%	2016-09-29	7.88	3.20
35	016172.OF	鹏扬利泽D	11.00	151/802	18.83%	2022-07-11	2.10	6.72
36	008409.OF	景顺长城景泰裕利纯债A	10.99	12/3189	0.38%	2020-04-29	4.30	5.26
37	009866.OF	永赢瑞宁87个月定开债	10.83	95/3189	2.98%	2020-07-23	4.07	4.27
38	004973.OF	长城收益宝B	10.75	89/893	9.97%	2017-09-06	6.95	12.84
39	008204.OF	交银稳利中短债A	10.64	3/802	0.37%	2019-12-13	4.68	9.23
40	019883.OF	信澳安益纯债E	10.56	418/3189	13.13%	2023-11-01	0.79	3.67
规模 TOP 40 平均值			15.82	-	3.44%	-	5.08	6.63

数据来源：Wind、普益标准、开源证券研究所

2024Q2 增配了 2 年以内新成立的基金，但仍偏好规模较大的基金。Q2 增配的 707 只基金中，成立时间占比最大的区间为 4Y-6Y，占比第二大的为 2Y 以内成立的基金，通常理财公司会对委外机构的准入“白名单”定期评估，比如准入一些符合准入要求的新成立的基金。同时也能看到，理财仍然较为偏好大规模的基金，这类基金可更好避免大额赎回对基金流动性的影响。

表13：2024Q2 理财增配了成立 2Y 以内的公募基金

距2024Q2末成立时间	2024Q2末前十持仓中的基金		2024Q2增配的基金		2024Q2减配的基金	
	数量（只）	占比	数量（只）	占比	数量（只）	占比
0-2Y（含）	190	14.71%	137	19.38%	94	9.97%
2Y-4Y（含）	230	17.80%	131	18.53%	184	19.51%
4Y-6Y（含）	294	22.76%	156	22.07%	209	22.16%
6Y-8Y（含）	222	17.18%	116	16.41%	166	17.60%
8Y-10Y（含）	147	11.38%	68	9.62%	124	13.15%
>10Y	209	16.18%	99	14.00%	166	17.60%
合计	1292	100.00%	707	100.00%	943	100.00%

数据来源：Wind、普益标准、开源证券研究所

表14：2024Q2 理财增配的基金仍主要是规模较大的基金

基金规模同类排名	2024Q2末前十持仓中的基金		2024Q2增配的基金		2024Q2减配的基金	
	数量（只）	占比	数量（只）	占比	数量（只）	占比
0%-10%（含）	502	38.85%	232	32.81%	377	39.98%
10%-20%（含）	280	21.67%	166	23.48%	188	19.94%
20%-30%（含）	198	15.33%	118	16.69%	125	13.26%
30%-40%（含）	107	8.28%	61	8.63%	89	9.44%
>40%	185	14.32%	121	17.11%	143	15.16%
未分类	20	1.55%	9	1.27%	21	2.23%
合计	1292	100.00%	707	100.00%	943	100.00%

数据来源：Wind、普益标准、开源证券研究所

理财较为偏好“机构型”基金。以 2023Q4 末理财持有规模 TOP 30 基金为例，理财前十持仓持有这些基金的规模为 9~50 亿元，占基金资产总值的比例平均为 12%，即对基金的规模贡献平均约 12%。而 TOP 30 基金的机构投资者比例均较高，平均为 80%（包含理财），意味着理财或较为偏好“机构型”基金，该类基金更符合机构投资者的特定偏好，如低波稳健、胜率高。

表15：理财委外偏好于机构投资者占比较高的基金（以 2023Q4 末理财前十持仓持有规模 TOP 30 的基金为例）

序号（按理财持有规模排序）	基金代码	基金名称	2023Q4末理财持有总规模（亿元）	占基金资产总值	基金的机构投资者比例	基金成立日
1	003528.OF	汇添富长添利A	47.71	16.66%	100.00%	2016-12-06
2	008229.OF	鑫元安硕两年定开债	23.98	18.96%	100.00%	2020-07-31
3	017800.OF	招商恒鑫30个月	23.80	21.68%	99.97%	2023-02-22
4	007194.OF	长城短债A	21.36	7.35%	58.73%	2019-08-29
5	000385.OF	景顺长城景颐双利A	20.95	9.16%	80.62%	2013-11-13
6	006797.OF	嘉实中短债A	20.36	12.48%	95.33%	2019-01-24
7	007761.OF	鑫元安睿三年定开债	20.27	15.56%	100.00%	2019-08-26
8	007736.OF	民生加银聚鑫三年定开	19.08	14.51%	100.00%	2019-09-04
9	007529.OF	嘉实汇鑫中短债A	18.59	7.57%	77.34%	2019-09-26
10	006597.OF	国泰利享中短债A	17.73	9.30%	24.36%	2018-12-03
11	004388.OF	鹏华丰享	16.68	11.85%	90.38%	2017-03-09
12	004356.OF	嘉实6个月理财E	16.58	17.25%	100.00%	2019-09-05
13	519782.OF	交银裕隆纯债A	16.08	10.05%	88.64%	2016-11-28
14	005725.OF	国投瑞银恒泽中短债A	15.87	9.35%	79.51%	2018-12-19
15	217022.OF	招商产业A	15.01	6.20%	27.73%	2012-03-21
16	006609.OF	中万菱信安泰瑞利中短债A	14.84	14.17%	95.68%	2019-09-04
17	008204.OF	交银稳利中短债A	12.73	7.60%	87.62%	2019-12-13
18	007603.OF	景顺长城中短债A	12.66	17.92%	97.54%	2019-08-20
19	006319.OF	易方达安瑞短债A	12.23	16.57%	92.37%	2018-11-14
20	009895.OF	摩根瑞盛87个月定开	11.64	8.42%	100.00%	2020-08-03
21	012773.OF	嘉实超短债A	11.36	4.68%	55.78%	2021-06-24
22	000917.OF	嘉实快线A	11.24	3.39%	87.54%	2015-06-25
23	003412.OF	鹏华弘康C	10.85	18.23%	44.26%	2016-09-29
24	000914.OF	中加纯债	10.76	6.73%	72.79%	2016-12-23
25	009866.OF	永赢瑞宁87个月定开债	10.71	7.23%	100.00%	2020-07-23
26	017798.OF	易方达恒固18个月A	10.70	9.58%	58.74%	2023-03-06
27	008207.OF	国泰合融纯债A	10.47	9.86%	98.17%	2019-12-26
28	008383.OF	招商安心收益A	10.07	8.62%	42.47%	2019-11-28
29	000436.OF	易方达裕惠回报A	10.04	16.70%	65.70%	2013-12-17
30	007542.OF	永赢开泰中高等级中短债A	9.87	14.62%	74.41%	2019-08-28
规模TOP 30平均值			16.14	11.74%	79.86%	-

数据来源：Wind、普益标准、开源证券研究所（注：由于 Wind 收录的基金“机构投资者比例（合计）”最新到 2023Q4，故表中以 2023Q4 末情况为例；表中理财持有规模的统计范围为全市场 2023Q4 末前十持仓，或与全部持仓的实际情况有所差异）

2.2.2、偏好二：低波稳健的“绝对收益”品种

理财选择基金较为看重“绝对收益”而非“相对收益”。2024Q2 理财增配了部分收益亮眼的基金，其中约 34% 的基金 2024 年上半年年化收益率高于 6%，主要由于上半年债市行情驱动了债基收益率；相应地，理财也减配了部分负收益的基金。此外，由于理财自身的定位是“绝对收益”而非“相对收益”，对于基金的收益排名并不过分关注，2024Q2 末持有的基金中，2024H1 收益排名位于同类基金 50%-100% 的数量高达 35.91%，委外规模 TOP 10 的基金也有多只排名并不靠靠前。

表16：2024Q2 理财增配的基金，上半年收益较为亮眼

2024H1年化收益率	2024Q2末前十持仓中的基金		2024Q2增配的基金		2024Q2减配的基金	
	数量（只）	占比	数量（只）	占比	数量（只）	占比
0%以下（含）	218	16.87%	83	11.74%	239	25.34%
0%-2%（含）	67	5.19%	43	6.08%	46	4.88%
2%-3%（含）	159	12.31%	98	13.86%	109	11.56%
3%-4%（含）	186	14.40%	106	14.99%	105	11.13%
4%-6%（含）	270	20.90%	140	19.80%	194	20.57%
>6%	392	30.34%	237	33.52%	250	26.51%
合计	1292	100.00%	707	100.00%	943	100.00%

数据来源：Wind、普益标准、开源证券研究所

表17：理财对基金的收益相对排名并不过分关注

2024H1收益排名	2024Q2末前十持仓中的基金		2024Q2增配的基金		2024Q2减配的基金	
	数量（只）	占比	数量（只）	占比	数量（只）	占比
0%-3%（含）	81	6.27%	62	8.77%	35	3.71%
3%-10%（含）	176	13.62%	106	14.99%	99	10.50%
10%-30%（含）	327	25.31%	175	24.75%	245	25.98%
30%-50%（含）	207	16.02%	99	14.00%	169	17.92%
50%-100%（含）	464	35.91%	237	33.52%	380	40.30%
未分类	37	2.86%	28	3.96%	15	1.59%
合计	1292	100.00%	707	100.00%	943	100.00%

数据来源：Wind、普益标准、开源证券研究所（注：收益排名指该基金在同类基金中的收益排名，同类基金分为货基、债基、混合型基金、股票型基金等）

表18：理财偏好回撤小、夏普比率高的公募基金，但不过分追求基金的收益率排名

序号	基金代码	基金简称	2024Q2末理财持有 (亿元)	今年以来回报 (年化, %)	排名 (%)	最大回撤 (%)	同类平均	成立以来年化波动率 (%)	同类排名 (%)	成立以来下行标准差 (%)	同类排名 (%)	年化Sharpe (成立以来)	年化Sharpe 同类平均
(该行为截止日期)			2024-06-30	2024-08-10	2024-08-10	2024-08-10	2024-08-10	2024-08-10	2024-08-10	2024-08-10	2024-08-10	2024-08-10	2024-08-10
1	006609.OF	申万菱信安泰瑞利中短债A	38.74	3.86	55.17	-1.42	-4.93	0.85	11.88	0.33	14.49	2.21	1.33
2	003528.OF	汇添富长添利A	38.18	3.14	69.17	-0.05	-6.64	0.33	0.30	0.02	0.30	4.73	1.09
3	006597.OF	国泰利享中短债A	27.21	2.87	73.92	-0.92	-5.42	0.57	3.16	0.21	3.26	2.86	1.36
4	012773.OF	嘉实超短债A	24.99	2.86	74.09	-0.59	-3.50	0.41	9.92	0.15	12.79	3.04	2.36
5	008229.OF	鑫元安硕两年定开债	24.23	2.24	82.64	0.00	-3.77	0.11	1.27	0.00	3.29	9.43	2.00
6	270014.OF	广发货币B	21.24	2.09	10.15	0.00	-0.00	0.18	50.00	0.00	9.62	9.24	7.54
7	006797.OF	嘉实中短债A	19.88	3.83	55.77	-1.01	-5.29	0.79	8.28	0.30	6.05	2.43	1.33
8	005725.OF	国投瑞银恒泽中短债A	19.59	3.45	63.54	-1.98	-5.33	0.96	12.48	0.39	20.64	1.94	1.38
9	005079.OF	兴银鑫日享短债A	19.51	3.71	58.62	-0.69	-4.90	0.53	5.34	0.21	5.58	3.54	1.33
10	007529.OF	嘉实汇鑫中短债A	19.24	4.09	50.14	-1.46	-4.85	0.67	8.32	0.27	8.68	1.98	1.36
11	007761.OF	鑫元安睿三年定开债	16.24	2.50	79.32	-0.01	-4.93	0.13	0.04	0.01	0.13	10.40	1.33
12	007245.OF	安信鑫日享中短债A	15.84	3.52	62.11	-1.11	-5.02	0.65	6.33	0.27	6.84	2.66	1.38
13	007736.OF	民生加银聚鑫三年定开	15.01	2.30	82.20	-0.01	-4.92	0.15	0.13	0.01	0.39	7.44	1.33
14	008207.OF	国泰合融纯债A	14.73	5.03	29.23	-1.78	-4.64	0.92	16.21	0.38	15.71	2.84	1.50
15	020205.OF	创金合信恒兴中短债E	14.72	3.62	60.30	-0.17	-1.07	0.49	21.37	0.18	23.88	5.15	3.79
16	007194.OF	长城短债A	14.65	5.55	18.99	-1.22	-4.93	0.59	5.71	0.27	6.13	3.60	1.34
17	019872.OF	长城短债D	14.55	5.55	18.95	-0.26	-1.16	0.55	25.23	0.19	17.93	7.69	3.64
18	968117.OF	易方达(香港)精选债券基金M-CNY	14.29	7.52	11.78	-3.91	-17.90	2.93	8.24	2.11	4.61	0.74	-0.65
19	007017.OF	平安如意中短债A	14.13	3.41	64.22	-2.71	-5.18	1.14	29.55	0.45	37.64	2.03	1.32
20	017800.OF	招商恒鑫30个月	13.95	3.69	45.45	-0.04	-0.04	0.19	-	0.03	-	9.47	9.47
21	003280.OF	鹏华丰恒A	12.93	3.87	55.00	-1.29	-7.38	0.95	3.77	0.38	3.65	2.44	0.92
22	020656.OF	景顺长城中短债F	12.80	3.64	0.00	-0.15	-0.91	0.44	19.40	0.15	20.17	5.07	3.56
23	004388.OF	鹏华丰享	12.64	5.89	14.12	-1.64	-6.18	1.22	26.63	0.49	12.20	2.84	1.30
24	000385.OF	景顺长城景颐双利A	12.34	5.11	27.26	-4.95	-11.69	3.83	53.49	2.62	53.95	1.29	1.12
25	019482.OF	泰康信用精选D	11.96	6.52	8.62	-0.30	-1.25	0.91	55.41	0.41	45.18	4.60	3.20
26	007603.OF	景顺长城中短债A	11.92	3.83	55.79	-1.12	-4.95	0.81	10.60	0.34	11.28	1.92	1.32
27	009895.OF	摩根瑞盛87个月定开	11.87	4.07	50.70	0.00	-3.77	0.11	1.37	0.00	0.03	22.63	2.03
28	011983.OF	永赢中债-3-5年政策性金融债A	11.73	6.40	9.37	-1.37	-3.47	1.43	70.93	0.88	58.74	2.36	2.17
29	006436.OF	浦银安盛中短债A	11.59	3.29	66.83	-1.49	-5.51	0.76	5.42	0.29	5.64	2.25	1.38
30	070037.OF	嘉实纯债A	11.58	5.00	29.88	-4.07	-13.49	1.42	1.45	0.70	2.90	1.74	0.90
31	519782.OF	交银裕隆纯债A	11.47	4.54	40.25	-2.30	-6.88	1.17	12.04	0.44	13.16	2.59	1.00
32	000037.OF	广发景宁纯债A	11.45	5.67	17.12	-2.63	-4.49	1.55	65.38	0.65	64.53	1.76	1.27
33	007542.OF	永赢开泰中高等级中短债A	11.44	3.85	55.38	-1.56	-4.92	0.89	12.32	0.33	16.07	2.22	1.33
34	003412.OF	鹏华弘康C	11.33	2.99	16.23	-5.05	-40.82	1.94	0.32	1.55	1.41	0.46	0.30
35	016172.OF	鹏扬利泽D	11.00	3.67	59.34	-0.49	-2.89	0.56	15.76	0.21	15.76	2.75	2.03
36	008409.OF	景顺长城景泰裕利纯债A	10.99	5.42	21.33	-2.14	-4.45	1.27	50.18	0.58	46.57	1.67	1.26
37	009866.OF	永赢瑞宁87个月定开债	10.83	3.88	54.59	0.00	-3.81	0.10	0.86	0.00	0.69	22.99	1.90
38	004973.OF	长城收益宝B	10.75	2.19	0.46	0.00	-0.00	0.13	80.55	0.00	0.48	11.03	7.16
39	008204.OF	交银稳利中短债A	10.64	4.22	47.29	-2.21	-4.70	1.23	38.98	0.52	52.82	1.84	1.50
40	019883.OF	信澳安益纯债E	10.56	3.63	60.01	-0.11	-1.16	0.34	12.69	0.09	13.33	6.29	3.57
规模 TOP 40 平均值			15.82	4.06	43.88	-1.31	-5.67	0.86	19.52	0.41	16.32	4.85	2.12

数据来源：Wind、普益标准、开源证券研究所

理财持有的债基，历史回撤和夏普比均较为亮眼。我们统计了2024Q2末理财前十持仓中的债基从2023年初至2024Q2末的最大回撤，发现这646只债基中最大回撤小于0.5%的基金占54.8%，夏普比大于4%的有47.68%，印证了理财“选基”的低波稳健思路。

表19：2024Q2末理财持有的债基中，一半以上历史最大回撤小于0.5%（最大回撤区间为2023年初至2024Q2末）

【债基】	2024Q2末前十持仓中的基金		2024Q2增配的基金		2024Q2减配的基金	
2023年初至今最大回撤	数量（只）	占比	数量（只）	占比	数量（只）	占比
(-0.5%,0%]	354	54.80%	203	53.14%	173	44.59%
(-1%,-0.5%]	171	26.47%	102	26.70%	82	21.13%
(-2%,-1%]	43	6.66%	28	7.33%	34	8.76%
(-3%,-2%]	18	2.79%	10	2.62%	28	7.22%
(-4%,-3%]	12	1.86%	7	1.83%	19	4.90%
≤-4%	48	7.43%	32	8.38%	52	13.40%
合计	646	100.00%	382	100.00%	388	100.00%

数据来源：Wind、普益标准、开源证券研究所

表20：2024Q2 末理财持有的债基中，约一半夏普比率>4%（夏普比区间为 2023 年初至 2024Q2 末）

【债基】 2023年初至今Sharpe	2024Q2末前十持仓中的基金		2024Q2增配的基金		2024Q2减配的基金	
	数量（只）	占比	数量（只）	占比	数量（只）	占比
<0%	44	6.81%	32	8.38%	15	3.87%
[0%,0.5%]	39	6.04%	23	6.02%	28	7.22%
(0.5%,1%]	23	3.56%	15	3.93%	21	5.41%
(1%,2%]	50	7.74%	39	10.21%	47	12.11%
(2%,3%]	86	13.31%	64	16.75%	62	15.98%
(3%,4%]	96	14.86%	51	13.35%	54	13.92%
>4%	308	47.68%	158	41.36%	161	41.49%
合计	646	100.00%	382	100.00%	388	100.00%

数据来源：Wind、普益标准、开源证券研究所

2.2.3、偏好三：流动性资产占比较高的基金

2024Q2 末理财委外的基金加大了流动性资产的配置。我们对比了 2024Q2 增配、减配的基金底层持仓，发现前者的流动性资产占比较大，银行存款、买入返售、同业存单分别占 7.8%、5.6%、12.2%，较 2024Q1 分别上升 2.1pct、2.4pct、3.0pct，而减配的基金流动性资产占比较小，而主要在政金债上的仓位较高。背后或反映理财短久期产品流动性管理的诉求。

表21：2024Q2 末理财委外的基金持仓来看，主要增配流动性资产

理财前十持仓中的公募 基金底层	规模（亿元）						占比						2024-06边 际变化
	2020-12	2021-12	2022-12	2023-12	2024-03	2024-06	2020-12	2021-12	2022-12	2023-12	2024-03	2024-06	
银行存款	53	127	115	71	75	110	8.7%	6.8%	6.8%	4.8%	4.5%	6.1%	1.6%
买入返售	27.57	65.70	64.26	36.62	38.88	81.79	4.5%	3.5%	3.8%	2.5%	2.3%	4.5%	2.1%
债券	371.79	1,381.31	1,271.19	1,232.13	1,438.52	1,563.24	60.8%	74.5%	75.6%	83.4%	86.9%	85.7%	1.1%
同业存单	55.31	114.03	120.32	74.18	91.70	175.93	9.0%	6.1%	7.2%	5.0%	5.5%	9.6%	4.1%
国债	17.49	38.76	27.42	24.08	31.24	35.81	2.9%	2.1%	1.6%	1.6%	1.9%	2.0%	0.1%
政金债	59.03	237.68	187.58	192.69	240.16	255.70	9.7%	12.8%	11.2%	13.0%	14.5%	14.0%	-0.5%
金融债(不含政金债)	12.20	196.61	216.54	220.91	238.29	234.56	2.0%	10.6%	12.9%	15.0%	14.4%	12.9%	-1.5%
企业债	85.44	233.04	197.04	161.12	182.83	183.41	14.0%	12.6%	11.7%	10.9%	11.0%	10.1%	-1.0%
短融	22.72	161.34	99.45	129.03	178.05	206.28	3.7%	8.7%	5.9%	8.7%	10.8%	11.3%	0.6%
中票	98.10	318.24	353.25	361.77	406.43	415.03	16.0%	17.2%	21.0%	24.5%	24.5%	22.8%	-1.8%
ABS	5.91	13.97	8.63	7.26	6.03	4.71	1.0%	0.8%	0.5%	0.5%	0.4%	0.3%	-0.1%
其他债券	15.59	67.64	60.97	61.09	63.78	51.81	2.5%	3.6%	3.6%	4.1%	3.9%	2.8%	-1.0%
股票	144.61	243.81	202.78	100.48	72.38	43.15	23.6%	13.1%	12.1%	6.8%	4.4%	2.4%	2.0%
基金	1.88	4.55	17.08	19.11	14.51	11.77	0.3%	0.2%	1.0%	1.3%	0.9%	0.6%	0.2%
其他资产	12.16	32.84	11.85	17.33	17.15	13.15	2.0%	1.8%	0.7%	1.2%	1.0%	0.7%	0.3%
合计	611.49	1,855.15	1,682.02	1,476.83	1,655.94	1,823.60	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	-

数据来源：Wind、普益标准、开源证券研究所

表22：2024Q2 增配和减配的基金，流动性资产占比有所分化

理财前十持仓中的公募 基金底层	2024Q2增配的基金						2024Q2减配的基金					
	2020-12	2021-12	2022-12	2023-12	2024-03	2024-06	2020-12	2021-12	2022-12	2023-12	2024-03	2024-06
银行存款	19.4%	16.4%	16.5%	6.4%	5.7%	7.8%	5.9%	3.8%	3.3%	4.2%	4.1%	3.4%
买入返售	9.2%	7.9%	8.8%	4.2%	3.1%	5.6%	2.5%	1.8%	2.0%	1.7%	2.1%	2.9%
债券	67.3%	70.8%	70.3%	85.9%	88.6%	84.1%	66.7%	83.7%	80.6%	84.2%	86.1%	88.1%
同业存单	27.7%	11.5%	16.8%	8.2%	9.3%	12.2%	3.7%	4.5%	3.3%	3.9%	4.3%	5.7%
国债	3.4%	2.6%	1.1%	1.8%	1.3%	1.9%	2.5%	1.6%	1.9%	1.6%	2.1%	2.0%
政金债	9.6%	14.7%	7.2%	9.4%	9.9%	10.0%	9.2%	12.7%	13.0%	14.3%	16.3%	20.1%
金融债(不含政金债)	0.8%	9.8%	10.7%	12.4%	12.5%	12.0%	2.8%	12.5%	15.5%	16.0%	15.0%	14.1%
企业债	10.6%	10.4%	7.7%	9.1%	9.2%	9.1%	17.7%	15.4%	13.7%	11.7%	11.6%	11.4%
短融	3.3%	7.3%	6.0%	13.9%	16.2%	13.7%	3.7%	9.7%	4.2%	7.5%	8.9%	7.8%
中票	10.3%	11.3%	17.8%	29.3%	28.8%	23.3%	22.6%	22.3%	24.0%	23.6%	22.8%	21.6%
ABS	0.9%	0.6%	0.4%	0.5%	0.3%	0.2%	1.4%	0.9%	0.6%	0.5%	0.4%	0.3%
其他债券	0.6%	2.4%	2.5%	1.4%	1.1%	1.5%	3.1%	4.0%	4.4%	5.2%	4.9%	5.0%
股票	3.0%	3.3%	3.9%	2.0%	1.4%	1.4%	21.9%	8.6%	12.1%	7.2%	5.5%	3.9%
基金	0.2%	0.2%	0.2%	0.6%	0.5%	0.5%	0.3%	0.2%	1.1%	1.3%	1.0%	1.0%
其他资产	1.0%	1.5%	0.4%	0.8%	0.6%	0.7%	2.8%	1.9%	0.9%	1.3%	1.2%	0.8%
合计	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%

数据来源：Wind、普益标准、开源证券研究所

配合理财进行长债交易的基金，占比总体不大。杠杆率和久期来看，2024Q2 末杠杆率 120% 以内的基金居多，重仓债券组合久期在 1 年以内、3~5 年、5~10 年均有一定比例分布，推测理财除了运用基金加配流动性资产外，还择机进行了长债交易。但 10 年以上久期的基金占比仍然较小（1.86%），长债利率调整对理财收益的影响总体不大。

表23：2024Q2 理财增配的债基杠杆率总体较低

【债基】 杠杆率	2024Q2末前十持仓中的基金		2024Q2增配的基金		2024Q2减配的基金	
	数量（只）	占比	数量（只）	占比	数量（只）	占比
100%-110%	234	36.34%	142	37.37%	131	33.76%
110%-120%	193	29.97%	118	31.05%	104	26.80%
120%-130%	142	22.05%	93	24.47%	79	20.36%
130%-140%	48	7.45%	24	6.32%	39	10.05%
140%-150%	6	0.93%	1	0.26%	8	2.06%
150%以上	21	3.26%	2	0.53%	27	6.96%
未分类	2	0.31%	2	0.53%	0	0.00%
合计	644	100.00%	380	100.00%	388	100.00%

数据来源：Wind、普益标准、开源证券研究所

表24：2024Q2 理财增配了少量长久期债基

【债基】 重仓债券组合久期	2024Q2末前十持仓中的基金		2024Q2增配的基金		2024Q2减配的基金	
	数量（只）	占比	数量（只）	占比	数量（只）	占比
0~0.5（含）	86	13.31%	47	12.30%	60	15.46%
0.5~1（含）	134	20.74%	84	21.99%	70	18.04%
1~1.5（含）	72	11.15%	39	10.21%	44	11.34%
1.5~2（含）	72	11.15%	35	9.16%	53	13.66%
2~2.5（含）	38	5.88%	20	5.24%	30	7.73%
2.5~3（含）	33	5.11%	21	5.50%	20	5.15%
3~5（含）	103	15.94%	66	17.28%	56	14.43%
5~10（含）	96	14.86%	62	16.23%	48	12.37%
>10	12	1.86%	8	2.09%	7	1.80%
合计	646	100.00%	382	100.00%	388	100.00%

数据来源：Wind、普益标准、开源证券研究所

截至 2024Q2 末理财前十持仓中规模 TOP 40 债基：上半年年化收益率中位数为 3.88%，在低利率环境中取得较好业绩。重仓债券久期的中位数为 1.12 年，基金杠杆率中位数为 117.73%，部分基金通过拉久期、加杠杆做收益。

表25：理财委外规模 TOP 40 债基，2024 年上半年年化收益率中位数为 3.88%（统计截至 2024-08-04）

序号	基金代码	基金简称	基金一级分类	基金二级分类	2024Q2末理财持有（亿元）	2024H1收益率	基金重仓债券组合久期（年）	前5重仓债券占基金资产净值（%）	基金杠杆率（%）
1	006609.OF	中万菱信安泰瑞利中短债A	债券型基金	短期纯债型基金	38.74	4.03%	0.84	6.09	123.55
2	003528.OF	汇添富长添利A	债券型基金	混合债券型一级基金	38.18	2.88%	2.33	17.07	175.56
3	006597.OF	国泰利享中短债A	债券型基金	短期纯债型基金	27.21	3.06%	0.32	28.23	100.73
4	012773.OF	嘉实超短债A	债券型基金	短期纯债型基金	24.99	2.97%	0.57	6.95	135.09
5	008229.OF	鑫元安硕两年定开债	债券型基金	中长期纯债型基金	24.23	2.19%	0.13	79.22	134.69
6	006797.OF	嘉实中短债A	债券型基金	短期纯债型基金	19.88	3.90%	8.97	15.60	127.65
7	005725.OF	国投瑞银恒泽中短债A	债券型基金	短期纯债型基金	19.59	3.65%	1.19	6.97	105.63
8	005079.OF	兴银鑫日享短债A	债券型基金	短期纯债型基金	19.51	3.76%	0.99	5.87	114.85
9	007529.OF	嘉实汇鑫中短债A	债券型基金	短期纯债型基金	19.24	4.31%	1.95	6.48	122.15
10	007761.OF	鑫元安睿三年定开债	债券型基金	中长期纯债型基金	16.24	2.29%	1.12	87.52	163.59
11	007245.OF	安信鑫日享中短债A	债券型基金	短期纯债型基金	15.84	3.68%	0.52	9.80	115.20
12	007736.OF	民生加银聚鑫三年定开	债券型基金	中长期纯债型基金	15.01	2.08%	1.15	55.03	160.06
13	008207.OF	国泰合融纯债A	债券型基金	中长期纯债型基金	14.73	5.30%	1.81	11.36	114.84
14	020205.OF	创金合信恒兴中短债E	债券型基金	短期纯债型基金	14.72	3.87%	1.41	15.90	112.22
15	007194.OF	长城短债A	债券型基金	短期纯债型基金	14.65	5.59%	0.83	9.34	117.73
16	019872.OF	长城短债D	债券型基金	短期纯债型基金	14.55	5.59%	0.83	9.34	117.73
17	968117.OF	易方达(香港)精选债券基金M-CNY	债券型基金	债券型基金	14.29	7.94%	-	4.20	-
18	007017.OF	平安如意中短债A	债券型基金	短期纯债型基金	14.13	3.72%	1.43	12.89	127.82
19	017800.OF	招商恒鑫30个月	债券型基金	混合债券型一级基金	13.95	3.73%	0.79	14.98	124.09
20	003280.OF	鹏华丰恒A	债券型基金	中长期纯债型基金	12.93	4.17%	0.65	12.85	115.73
21	020656.OF	景顺长城中短债F	债券型基金	短期纯债型基金	12.80	3.81%	0.89	7.43	106.88
22	004388.OF	鹏华丰亨	债券型基金	中长期纯债型基金	12.64	6.23%	0.62	8.15	126.40
23	000385.OF	景顺长城景颐双利A	债券型基金	混合债券型二级基金	12.34	8.39%	1.19	15.38	110.81
24	019482.OF	泰康信用精选D	债券型基金	中长期纯债型基金	11.96	6.58%	9.38	25.96	127.29
25	007603.OF	景顺长城中短债A	债券型基金	短期纯债型基金	11.92	4.02%	0.89	7.43	106.88
26	009895.OF	摩根瑞盛87个月定开	债券型基金	中长期纯债型基金	11.87	4.08%	2.80	125.26	161.72
27	011983.OF	永赢中债-3-5年政策性金融债A	债券型基金	被动指数型债券基金	11.73	6.50%	3.67	43.17	123.41
28	006436.OF	浦银安盛中短债A	债券型基金	短期纯债型基金	11.59	3.62%	0.92	29.67	110.97
29	070037.OF	嘉实纯债A	债券型基金	中长期纯债型基金	11.58	5.20%	5.33	13.55	124.05
30	000037.OF	广发景宁纯债A	债券型基金	中长期纯债型基金	11.45	5.94%	4.04	7.06	108.11
31	007542.OF	永赢开泰中高等级中短债A	债券型基金	短期纯债型基金	11.44	4.05%	0.74	8.19	106.78
32	016172.OF	鹏扬利泽D	债券型基金	短期纯债型基金	11.00	3.81%	0.68	18.86	113.27
33	008409.OF	景顺长城景泰裕利纯债A	债券型基金	中长期纯债型基金	10.99	5.59%	2.66	12.89	118.51
34	009866.OF	永赢瑞宁87个月定开债	债券型基金	中长期纯债型基金	10.83	3.87%	2.86	117.65	160.30
35	008204.OF	交银稳利中短债A	债券型基金	短期纯债型基金	10.64	4.52%	0.62	5.55	110.55
36	019883.OF	信澳安益纯债E	债券型基金	中长期纯债型基金	10.56	3.69%	1.28	6.65	102.88
37	005754.OF	平安短债A	债券型基金	短期纯债型基金	10.41	3.69%	0.47	7.78	129.83
38	003863.OF	招商招祥纯债A	债券型基金	中长期纯债型基金	10.26	5.88%	1.72	9.56	100.55
39	110051.OF	易方达安和中短债A	债券型基金	短期纯债型基金	9.74	3.56%	1.42	9.10	100.05
40	015832.OF	永赢宏泰A	债券型基金	短期纯债型基金	9.70	3.70%	0.33	9.57	112.67
规模TOP 40债基中位数					12.86	3.88%	1.12	10.58	117.73

数据来源：Wind、普益标准、开源证券研究所

2.2.4、偏好四：银行系基金具有业务协同天然优势

理财较为青睐规模排名靠前的基金公司、银行系基金公司。由于尚有部分产品未披露 2024Q2 末持仓，故我们根据 2024Q1 末委外的基金规模排序，发现排名前三的分别为：嘉实基金（123 亿元）> 易方达基金（115 亿元）> 招商基金（97 亿元）。委外规模 TOP 20 的公司里有 14 家为管理总规模排名前 20 的公司，理财较为青睐头部基金公司。此外，全市场 14 家银行系基金公司里，有 5 家进入委外 TOP 20，9 家进入 TOP 40，银行系基金公司具有和理财公司合作的天然优势。

表26：规模排名靠前或银行系基金公司较受理财委外青睐（亿元，统计截至 2024-08-04）

按2024-03末规模排序		理财前十持仓中的公募基金（亿元，不区分穿透前后）						基金公司排名（按2024-06资产净值）	基金公司派系
序号	基金公司	2020-12	2021-12	2022-12	2023-12	2024-03	2024-06		
1	嘉实基金	2.69	17.15	36.69	100.84	123.37	103.14	8	信托系
2	易方达基金	97.61	281.56	118.05	104.43	114.64	93.33	1	券商系
3	招商基金	11.78	84.67	103.63	97.72	96.84	71.66	11	银行系
4	鹏华基金	12.21	51.74	76.94	69.03	92.61	80.86	9	券商系
5	汇添富基金	18.24	66.84	57.78	63.59	68.53	79.99	10	券商系
6	富国基金	12.98	104.42	87.16	63.98	67.11	56.12	7	券商系
7	永赢基金	7.07	60.44	46.26	51.75	63.67	85.69	23	银行系
8	景顺长城基金	9.44	65.67	92.80	53.59	61.28	74.23	19	券商系
9	博时基金	25.27	102.86	44.00	31.98	51.15	35.75	6	券商系
10	鑫元基金	0.00	4.91	7.30	50.15	49.90	54.24	34	银行系
11	广发基金	24.58	53.93	79.82	33.90	48.49	103.34	3	券商系
12	交银施罗德基金	14.54	53.58	54.75	48.41	45.98	43.32	20	银行系
13	长城基金	0.28	0.67	4.11	33.27	39.89	50.21	27	券商系
14	国泰基金	3.68	16.39	13.44	32.63	39.55	58.61	14	其他派系
15	申万菱信基金	0.49	7.02	5.98	18.22	32.93	38.95	64	券商系
16	华夏基金	14.11	34.49	45.66	29.17	31.59	48.61	2	券商系
17	华安基金	5.98	38.06	21.48	21.00	27.91	33.62	15	券商系
18	创金合信基金	0.00	6.84	17.78	13.41	24.93	37.00	39	券商系
19	中信建投基金	0.00	0.00	0.33	9.44	24.19	4.74	71	券商系
20	建信基金	1.75	51.06	91.74	23.45	21.53	22.47	13	银行系
21	华泰柏瑞基金	15.37	10.61	59.91	34.87	21.08	14.57	24	券商系
22	国投瑞银基金	3.96	15.40	12.24	17.90	21.03	23.37	32	信托系
23	财通证券资管	0.18	14.54	8.64	17.52	20.91	15.89	54	券商系
24	中加基金	0.10	5.65	11.50	21.52	20.25	19.54	44	银行系
25	国联安基金	1.70	1.45	1.07	17.40	20.17	7.90	46	保险系
26	民生加银基金	0.12	0.32	2.18	19.08	19.85	15.01	43	银行系
27	天弘基金	3.38	52.95	18.23	16.05	19.59	21.66	5	互联网金融系
28	南方基金	5.54	89.79	99.51	19.60	19.37	21.16	4	券商系
29	兴证全球基金	7.96	30.81	41.71	14.29	18.44	17.08	17	券商系
30	易方达资产(香港)	0.00	4.81	5.26	8.57	17.93	14.79	-	券商系
31	平安基金	13.51	15.45	29.57	12.72	17.67	53.80	16	信托系
32	工银瑞信基金	71.21	19.58	40.91	16.20	17.45	26.13	12	银行系
33	中欧基金	27.21	64.58	38.81	21.28	17.20	13.95	22	私募系
34	安信基金	3.50	25.45	31.98	18.74	16.44	22.06	56	券商系
35	鹏扬基金	10.74	11.78	4.20	10.07	14.39	26.03	55	私募系
36	东方基金	0.03	0.39	1.54	7.08	13.66	8.31	51	券商系
37	银华基金	24.97	17.35	11.11	12.33	13.24	7.94	21	券商系
38	摩根基金	7.41	9.75	9.60	13.59	13.11	12.90	45	外资系
39	财通基金	0.51	2.29	2.47	10.47	12.57	17.86	63	券商系
40	中银基金	11.48	20.82	20.39	15.68	12.49	13.29	18	银行系
41	兴银基金	0.00	0.00	0.05	7.59	11.57	27.66	53	券商系
42	国寿安保基金	3.66	24.26	9.74	7.35	11.39	28.16	30	保险系
43	泰康基金	6.60	27.00	23.55	11.25	10.24	18.27	47	保险系
44	华宝基金	3.62	4.07	17.87	9.19	10.24	11.75	28	信托系
45	东证资管	11.91	43.01	31.25	8.55	10.14	11.52	38	券商系
46	长信基金	2.13	0.38	0.62	0.50	9.18	5.85	35	券商系
47	国海富兰克林基金	4.59	5.93	10.07	7.16	8.71	1.53	67	券商系
48	万家基金	11.22	58.43	38.58	8.43	8.02	19.17	25	券商系
49	嘉合基金	0.85	0.32	1.66	3.17	7.57	2.02	92	信托系
50	大成基金	3.53	23.73	3.04	6.81	7.41	10.72	31	信托系

数据来源：普益标准、开源证券研究所（注：2024Q2 部分产品尚未披露持仓，表中各基金公司规模或低于实际规模）

银行系公募基金得益于协同优势，觅得理财委外合作良机。近年受益于银行股东的支持，具有银行背景的基金公司通过和银行理财合作快速扩张。从理财机构来看，工银、建信、招银、宁银、北银理财，与持股基金公司合作较多。截至 2020-2023 年末以及 2024Q1、2024Q2 末共 6 个报告期来看，这五家理财公司委外各自持股的公募基金的合计规模占比分别为 14%、15%、16%、6%、5%，占比位于理财机构前列。但多家银行系基金公司还积极开拓其他理财客户，如鑫元基金的第一大股东是南京银行，但除南银理财外，还开拓了如中邮理财、青银理财等多个理财子客户。

表27：工银理财、建信理财、招银理财、宁银理财与北银理财，与持股基金公司合作较多（亿元）

序号	理财机构		2020-12、2021-12、2022-12、2023-12、2024-03、2024-06前十持仓中基金合计规模（亿元）																	银行系基金占比
			招商基金	兴业基金	交银施罗德	工银瑞信	建信基金	民生加银	农银汇理	浦银安盛	上银基金	鑫元基金	永赢基金	中加基金	中银基金	恒生前海	其他基金			
1	国有行	交银理财	24.13	1.43	17.42	0.64	11.21	0.00	4.34	1.41	0.00	0.33	57.22	0.00	12.26	0.00	858.47	1.76%		
2		工银理财	41.37	0.25	7.84	63.44	5.30	3.14	0.00	0.00	0.00	0.00	1.41	3.94	12.40	0.00	328.33	13.57%		
3		中邮理财	0.83	0.00	2.72	2.51	0.02	51.92	0.00	0.00	0.00	128.73	3.16	0.00	0.31	0.00	99.31	0.00%		
4		建信理财	13.77	0.00	16.43	0.73	57.08	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	3.41	0.00	9.38	0.00	279.41	15.01%		
5		农银理财	1.50	1.56	4.75	7.29	0.41	0.00	0.00	0.00	0.12	0.00	0.00	0.00	11.05	0.00	177.73	0.00%		
6		中银理财	1.39	0.00	4.21	1.46	1.85	0.00	0.00	0.00	0.11	0.00	0.06	1.37	4.24	0.00	94.71	3.88%		
7	股份行	招银理财	183.21	3.45	52.60	4.32	14.65	0.05	0.00	0.92	0.00	0.00	20.52	17.50	2.04	0.00	837.58	16.12%		
8		兴银理财	22.80	10.96	28.98	23.37	5.67	0.00	0.70	6.13	0.10	0.10	49.88	1.67	2.24	0.00	776.95	1.18%		
9		信银理财	4.18	0.80	8.80	6.75	0.70	0.11	0.00	5.99	0.00	0.10	16.44	0.00	0.60	0.00	401.43	0.00%		
10		民生理财	71.67	0.00	14.67	2.74	24.14	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	6.37	10.95	0.45	0.00	417.25	0.00%		
11		恒丰理财	0.00	0.00	1.36	1.75	0.62	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.52	0.00	0.00	58.74	0.00%		
12		华夏理财	2.20	0.00	6.28	4.78	0.80	0.00	0.00	0.12	0.00	0.00	2.54	0.00	5.61	0.00	229.04	0.00%		
13		浦银理财	0.38	0.05	2.22	0.00	0.05	0.00	0.00	1.00	0.00	6.03	0.01	0.35	0.00	0.00	40.26	2.00%		
14		广银理财	2.60	0.25	1.46	1.47	0.85	0.00	0.00	0.40	0.00	0.00	1.43	0.00	0.88	0.00	47.88	0.00%		
15		光大理财	1.43	0.00	2.02	13.46	19.10	0.00	0.55	0.05	0.00	0.00	2.38	0.00	0.20	0.00	98.53	0.00%		
16		平安理财	5.95	0.00	1.72	0.20	0.61	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.03	0.45	1.45	0.00	94.48	0.00%		
17			渤海理财	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	3.76	0.00%		
18	城农商行	宁银理财	1.60	0.03	0.92	0.21	0.92	0.00	0.00	0.26	0.61	0.00	2.46	0.00	0.11	0.00	33.79	6.02%		
19		上银理财	0.62	0.00	0.07	0.00	0.19	0.00	0.00	0.23	0.00	2.66	3.07	1.29	0.20	0.00	32.71	0.00%		
20		南银理财	0.51	0.00	9.93	0.28	0.26	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.12	0.00	18.93	0.00%			
21		苏银理财	0.01	0.00	0.00	0.08	0.41	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.04	0.00	0.00	9.90	0.00%			
22		北银理财	2.73	5.78	11.16	1.82	1.21	0.00	0.00	5.13	0.00	1.77	18.16	13.83	5.05	0.00	225.99	4.73%		
23		杭银理财	0.03	0.00	0.08	9.82	8.94	0.00	0.00	2.00	1.00	2.00	4.83	2.81	0.01	0.00	144.65	0.00%		
24		徽银理财	3.40	0.00	0.41	0.31	0.03	0.00	0.00	0.00	0.00	0.24	7.08	4.86	0.14	0.00	53.07	0.00%		
25		青银理财	1.17	3.33	0.03	1.12	0.48	0.00	0.00	0.00	0.00	10.97	77.94	1.58	0.01	0.00	371.99	0.00%		
26		渝农商理财	7.17	0.74	2.88	2.33	0.49	0.00	0.00	0.00	2.16	0.00	0.30	4.68	4.38	0.00	60.21	0.00%		
27	合资理财	施罗德交银理财	0.06	0.00	0.01	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.56	0.00%		
28		贝莱德建信理财	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.24	0.00%		
29		汇华理财	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.88	0.00%		
30		高盛工银理财	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00%		
31		法巴农银理财	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00%		

数据来源：普益标准、开源证券研究所

3、详解：委外基金兼顾流动性+收益性的更优解

3.1、流动性：监管密集出台后，理财的快速应对

3.1.1、快速建仓+转移流动性压力

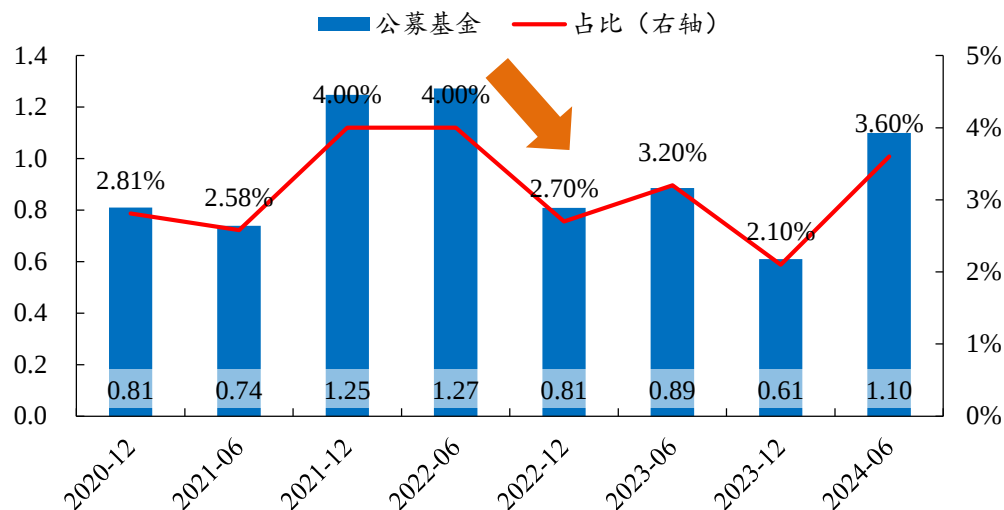
理财短期内欠配压力较大，需依靠公募基金快速建仓。高息存款、平滑信托等资产面临整改，理财短期内遭遇较大的欠配压力，增配债券类资产仍是大势所趋。对于信用债而言，某些交易不活跃的债券，短期内很难找到交易对手。而如果投公募基金，可大大提高资产配置效率，实现快速申购、快速建仓。

平滑工具被收紧后净值波动或加大，理财的流动性管理愈加重要。目前理财平滑净值的工具（协议存款、平滑信托、收盘价估值）已被监管收紧，未来理财净值波动或加大，为体现“绝对收益”定位，理财需重点监测净值波动，意味着高流动性资产更加重要。未来若市场回调，需可快速处置资产。2024Q2 流动性较高的绝对收益品种——货基、短债基金均受到理财的增配。

公募基金为何适合流动性管理？一大原因是监管较为透明。公募基金产品有较为透明的业绩排名、申赎有硬性规定。除 FOF、MOM 外，公募基金投资端较少与外部机构合作，所以流动性管理边界较窄，基本能保障较高的流动性。若市场出现调整，理财机构可通过赎回基金实现快速调仓。尽管对于市场而言易加速“负反馈”，譬如 2022 年底债市“赎回潮”后理财持仓的基金规模从 1.27 万亿元下降至 0.81 万

亿元，减持规模约 4600 亿元，占理财底层资产的比例从 4.0% 降至 2.7%，此阶段主要赎回绩优基金止盈。此外，公募基金的监管较为完善，相较于信托、保险而言，委外公募基金能受到监管更高的认可，在严监管导向下这一点愈加重要。

图6：2024Q2 末，全市场理财底层的公募基金规模为 1.1 万亿元（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

3.1.2、豁免一层嵌套、避开集中度限制

理财直接投资公募基金有集中度限制，通常会留出一定安全边际。根据规定：

(1) 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%；

(2) 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证券投资基金市值的 30%。

第一条限制相对容易达到，第二条受到基金本身规模的影响而较难控制。由于公募基金的规模一般是每季度公布一次，若某只基金突遇大额赎回、规模快速下降，但理财仍然持有，则较容易突破 30% 的集中度上限。因此，理财买入公募基金时通常会留出一定的安全边际，比如以 20% 作为内部的集中度上限进行管理。

表28：公募基金豁免一层嵌套，其中固收类公募基金被认定为“标债”

政策文件	具体内容	含义
2018 年“资管新规”	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	公募基金豁免一层嵌套
	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（ 公募证券投资基金除外 ）	理财投资公募基金无需穿透
2020 年《标准化债权类资产认定规则》	本规则所称的标准化债权类资产是指依法发行的债券、资产支持证券等固定收益证券，主要包括国债、中央银行票据、地方政府债券、政府支持机构债券、金融债券、非金融企业债务融资工具、公司债券、企业债券、国际机构债券、同业存单、信贷资产支持证券、资产支持票据、证券交易所挂牌交易的资产支持证券，以及 固定收益类公开募集证券投资基金 等。	固收类公募基金属于“标债”，不受非标资产期限匹配等要求限制

资料来源：央行、开源证券研究所

此外，理财可通过委外来间接投资基金，从而绕开集中度限制。由于监管规定公募基金可豁免一层嵌套、无需穿透，因此理财可通过委外各类资管计划（券商资

管计划、保险资管计划、基金资管计划等）间接投资基金。我们通过某些产品的投资报告发现，这类间接投资其实已突破上述的集中度限制。

图7：某理财产品通过基金资管计划投资的公募基金，多只已超10%上限（2022Q2末）

直接投资				穿透间接投资			
序号	资产名称	金额（元）	占产品资产净值比例（%）	序号	资产名称	金额（元）	占产品资产净值比例（%）
1	XX基金优选1号FOF集合资产管理计划	50,235,000.00	97.42	1	公募基金A	9,644,185.64	18.70
2	-	-	-	2	公募基金B	8,113,383.46	15.73
3	-	-	-	3	公募基金C	6,484,693.43	12.58
4	-	-	-	4	公募基金D	6,463,282.48	12.53
5	-	-	-	5	公募基金E	6,238,599.34	12.10
6	-	-	-	6	公募基金F	4,874,905.09	9.45
7	-	-	-	7	公募基金G	4,051,143.19	7.86
8	-	-	-	8	公募基金H	2,424,714.36	4.70
9	-	-	-	9	公募基金I	1,614,648.67	3.13
10	-	-	-	10	-	-	-

数据来源：理财产品投资报告、开源证券研究所

3.2、便利性：相较于理财子，基金投研体系具先发优势

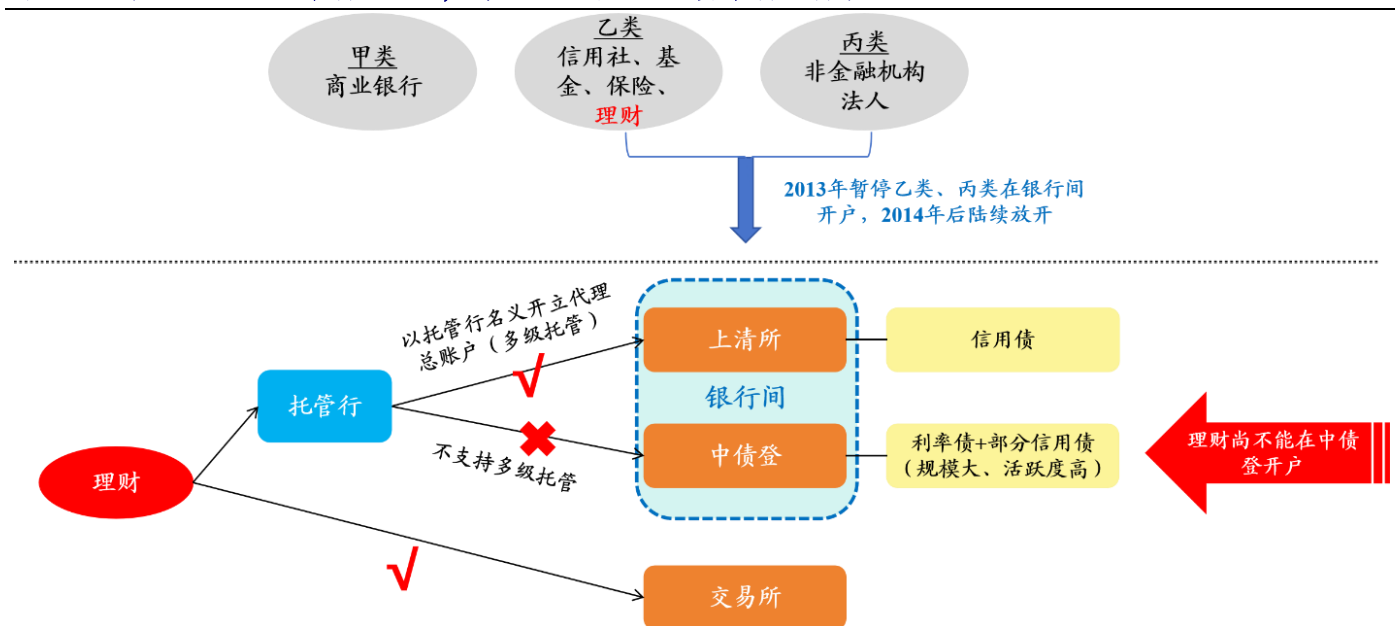
3.2.1、理财尚无法在中债登开户

理财产品仍无法直接投资中债登债券，需通过委外进行。我国银行间债券的托管结算后台分为上清所、中债登：

（1）上清所：支持多级托管模式，理财产品可以托管行名义开立代理总账户，直接参与上清所债券的投资（主要为信用债）；

（2）中债登：不支持多级托管模式，故理财无法在中债登开户；由于中债登托管的债券规模更大、债券交易更为活跃，因此理财想要投资中债登债券只能通过委外进行，这成为委外公募基金的一大原因。

图8：理财产品尚无法在中债登开户，需通过委外才可投资中债登债券



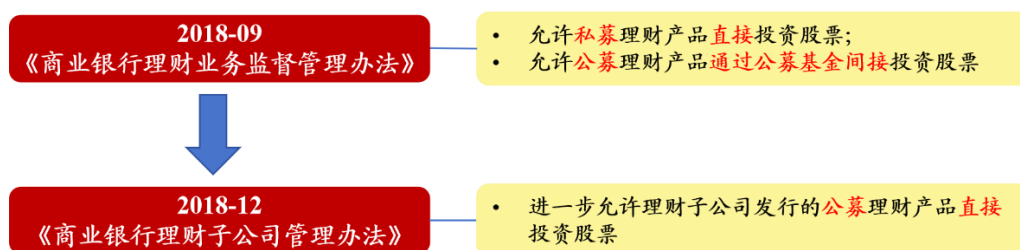
资料来源：国家金融监督管理总局、开源证券研究所

理财目前可直接投资交易所债券、权益市场：

(1) 交易所债券：由于上交所、深交所规定，具有发行公募产品资格且最近一个会计年度管理规模不低于 500 亿元的资管机构可直接参与债券交易，因此目前理财公司可直投交易所债券。但即便如此，由于债券交易涉及寻找交易对手、账户管理等多个环节，一般也倾向于委外开展。

(2) 权益市场：公募理财产品可直接投资权益市场，政策依据是 2018 年 12 月发布的《商业银行理财子公司管理办法》，允许理财子公司的公募理财产品直接投资权益市场。但由于理财公司起步较晚，在权益市场上的投资经验较少，一定程度上仍需通过委外进行。

图9：公募理财产品已可直接投资股票



资料来源：国家金融监督管理总局、开源证券研究所

3.2.2、理财公司的投研能力不足

理财公司投研人员较少，难以承担直投债券带来的工作量。理财虽然可以直投债券，但因每只理财产品均单独开户，债券投资、寻找交易对手、账户维护的工作量繁杂。事实上随着前些年理财子公司的大量设立，有些基金界人士曾担心理财子公司自建投研系统后，委外基金意愿将有所下降。但受限于商业银行限薪体系、母行为主的传统业务模式，理财公司投研人力相对不足，截至 2024-08-04，我们统计发现已开业理财公司投资人员人均管理 14 只产品、161 亿元资产，远高于公募基金公司的人均 3 只产品、52 亿元资产。把债券投资的一部分工作量交给人均管理规模较小的公募基金，只需开设一个统一的债券投资账户，便能做到精细化管理，工作量大大减少。

原先以信用债见长的理财公司，当下需更多借力公募基金的利率债交易优势。低利率环境下，各类信用债票息均显著下降，持有到期策略已无法取得合意收益，理财子对于交易利率债的诉求正在增强，但由于投研体系尚不完善，因此借助公募基金可更好进行利率债交易，从而实现较高收益。

表29：理财公司投资人员人均管理 14 只产品、161 亿元资产（统计截至 2024-08-04）

序号	性质	公司名称	公示的投资人员		理财规模和数量		人均管理	
			公示日期	人数	理财产品数量 (只)	理财规模 (亿 元)	产品数量 (只)	资产规模 (亿 元)
1	国有行	建信理财	2024-08-04	74	1,029	16,309	14	220
2		中银理财	2024-07-02	80	1,128	18,961	14	237
3		交银理财	2024-07-08	43	1,114	15,415	26	358
4		农银理财	2024-05-09	98	742	19,447	8	198
5		工银理财	2024-07-02	161	1,110	19,719	7	122
6		中邮理财	2024-06-18	67	806	9,809	12	146
7	股份行	光大理财	2024-07-01	71	912	15,777	13	222
8		招银理财	2024-08-04	108	1,458	24,968	14	231
9		兴银理财	2024-07-01	128	1,754	22,189	14	173
10		平安理财	2024-08-04	106	1,311	10,900	12	103
11		华夏理财	2024-08-04	75	751	7,675	10	102
12		信银理财	2024-07-18	134	1,859	19,895	14	148
13		广银理财	2024-08-04	22	184	2,041	8	93
14		浦银理财	2024-07-18	74	925	12,652	13	171
15		民生理财	2024-08-04	47	727	10,340	15	220
16		渤海理财	2024-01-01	25	249	1,653	10	66
17		恒丰理财	2024-06-27	19	358	1,524	19	80
18	城商行	杭银理财	2024-08-04	43	710	4,099	17	95
19		宁银理财	2024-08-04	33	879	4,115	27	125
20		徽银理财	2024-03-08	9	540	1,959	60	218
21		南银理财	2024-08-04	34	518	4,395	15	129
22		苏银理财	2024-08-04	45	515	6,300	11	140
23		青银理财	2024-07-05	31	789	2,169	25	70
24		上银理财	2024-08-04	23	527	3,078	23	134
25		北银理财	2021-12-02	-	429	3,040	-	-
26	农商行	渝农商理财	2024-08-04	38	479	1,252	13	33
27	合资	汇华理财	2024-07-04	8	182	245	23	31
28		贝莱德建信理财	2024-08-04	11	114	284	10	26
29		施罗德交银理财	2024-07-01	8	117	151	15	19
30		高盛工银理财	2024-08-04	5	68	141	14	28
31		法巴农银理财	2024-08-04	-	8	92	-	-
合计				1620	22292	260597	14	161

数据来源：各银行和理财公司官网、普益标准、开源证券研究所

表30：公募基金公司的基金经理人均管理3只产品、52亿元资产（统计截至2024-08-04）

序号	基金公司	基金经理人均管理		序号	基金公司	基金经理人均管理		序号	基金公司	基金经理人均管理	
		产品数 (只)	资产规模 (亿元)			产品数 (只)	资产规模 (亿元)			产品数 (只)	资产规模 (亿元)
1	易方达基金	5	228	49	华商基金	4	56	97	红土创新基金	2	12
2	华夏基金	4	125	50	东方基金	3	60	98	富荣基金	2	22
3	广发基金	5	170	51	兴银基金	3	71	99	泉果基金	1	41
4	南方基金	4	143	52	安信基金	3	35	100	恒生前海基金	4	32
5	天弘基金	4	248	53	鹏扬基金	3	45	101	南华基金	3	23
6	博时基金	4	116	54	信达澳亚基金	2	30	102	博道基金	3	17
7	富国基金	4	109	55	银河基金	4	41	103	富安达基金	3	14
8	嘉实基金	3	96	56	前海开源基金	3	28	104	中海基金	2	10
9	鹏华基金	4	119	57	长盛基金	4	49	105	北京京管泰富基金	2	62
10	汇添富基金	4	110	58	财通基金	3	58	106	博远基金	2	22
11	招商基金	4	119	59	华富基金	3	42	107	朱雀基金	1	15
12	建信基金	2	119	60	申万菱信基金	3	31	108	金信基金	2	12
13	工银瑞信基金	3	107	61	西部利得基金	2	31	109	天治基金	3	21
14	平安基金	4	129	62	宏利基金	3	34	110	国新国证基金	2	17
15	国泰基金	5	120	63	中信建投基金	3	32	111	新疆前海联合基金	2	8
16	华安基金	4	97	64	国海富兰克林基金	3	47	112	路博迈基金	2	20
17	兴证全球基金	2	163	65	方正富邦基金	4	64	113	兴华基金	2	12
18	中银基金	3	130	66	德邦基金	2	49	114	百嘉基金	4	24
19	景顺长城基金	4	112	67	宝盈基金	4	41	115	同泰基金	3	9
20	交银施罗德基金	4	149	68	光大保德信基金	3	33	116	新沃基金	2	21
21	银华基金	3	87	69	国金基金	2	40	117	富达基金	2	30
22	中欧基金	4	107	70	太平基金	2	31	118	国融基金	2	11
23	永赢基金	3	110	71	金鹰基金	3	27	119	贝莱德基金	1	5
24	华泰柏瑞基金	4	121	72	英大基金	3	53	120	西藏东财基金	4	6
25	万家基金	4	117	73	泰信基金	3	52	121	尚正基金	3	18
26	浦银安盛基金	4	129	74	蜂巢基金	4	67	122	湘财基金	2	6
27	长城基金	3	107	75	浙商基金	3	33	123	东方阿尔法基金	1	9
28	华宝基金	3	76	76	惠升基金	3	65	124	红塔红土基金	3	7
29	兴业基金	4	122	77	汇丰晋信基金	2	25	125	达诚基金	2	11
30	国寿安保基金	3	82	78	诺德基金	2	28	126	北信瑞丰基金	2	4
31	大成基金	4	68	79	新华基金	2	27	127	江信基金	3	12
32	国投瑞银基金	4	104	80	泓德基金	2	28	128	恒越基金	1	3
33	上银基金	3	124	81	睿远基金	1	81	129	先锋基金	2	7
34	鑫元基金	4	123	82	东兴基金	2	44	130	汇泉基金	2	4
35	长信基金	3	59	83	华泰保兴基金	3	40	131	益民基金	1	2
36	诺安基金	2	56	84	汇安基金	4	26	132	九泰基金	3	2
37	农银汇理基金	4	78	85	嘉合基金	3	43	133	华宸未来基金	2	4
38	中金基金	2	49	86	淳厚基金	3	35	134	易米基金	2	2
39	海富通基金	3	56	87	金元顺安基金	2	22	135	合煦智远基金	2	2
40	创金合信基金	2	37	88	中航基金	2	18	136	弘毅远方基金	1	1
41	国联基金	3	53	89	圆信永丰基金	3	27	137	联博基金	1	5
42	融通基金	2	44	90	东吴基金	2	16	138	施罗德基金	1	1
43	民生加银基金	4	53	91	华润元大基金	3	41	139	明亚基金	1	1
44	中加基金	4	86	92	格林基金	2	19	140	凯石基金	1	1
45	摩根基金	3	44	93	东海基金	2	28	141	中科沃土基金	2	1
46	泰康基金	3	57	94	长安基金	2	23	142	华西基金	1	1
47	中信保诚基金	3	57	95	摩根士丹利基金	3	14	143	兴合基金	1	0.46
48	国联安基金	4	68	96	中庚基金	2	47	144	瑞达基金	2	0.44
合计				基金公司人均管理产品数		3		基金公司人均管理资产规模			52

数据来源：Wind、开源证券研究所

专栏 1：含权基金委外仍为试水，规模总体较小

上半年理财委外的混合型基金业绩表现较好。截至 2024Q2 末，理财委外规模 TOP 40 混合型基金，规模多数低于 1 亿元，由于近年权益市场波动，受限居民较低的风险偏好，理财机构更看重短期收益的确定性，总体并未加大含权产品的布局。TOP 40 混合型基金上半年收益率中位数为 7.08%，收益表现总体较好，但部分基金为负收益。股票行业分布较为多样，有电力、煤炭、贵金属等。

表31：理财委外规模 TOP 40 混合型基金，上半年收益率中位数为 7.08%

序号	基金代码	基金简称	基金一级分类	2024Q2末理财持有（亿元）	2024H1收益率	股票市值占基金净值比（%）	所属主体基金类别（Wind行业）
1	003412.OF	鹏华弘康C	混合型基金	11.33	3.12%	72.07	-
2	009391.OF	汇添富优质成长A	混合型基金	7.09	-0.06%	0.00	-
3	000436.OF	易方达裕惠回报A	混合型基金	4.25	4.19%	7.84	-
4	005001.OF	交银持续成长A	混合型基金	2.17	-16.76%	7.84	电工电网
5	001356.OF	广发聚泰C	混合型基金	2.06	5.13%	0.00	-
6	015779.OF	景顺长城价值边际C	混合型基金	1.32	40.60%	89.90	-
7	009005.OF	创金合信鑫祺A	混合型基金	1.14	-3.71%	0.00	-
8	002018.OF	鹏华弘安A	混合型基金	1.05	3.32%	0.20	-
9	011117.OF	富国沪港深业绩驱动C	混合型基金	0.92	27.83%	0.00	-
10	011074.OF	鹏华安润C	混合型基金	0.91	6.98%	0.00	-
11	005774.OF	华夏产业升级A	混合型基金	0.89	-4.54%	88.93	海运, 航天军工, 重型机械
12	004316.OF	前海开源沪港深裕鑫A	混合型基金	0.72	39.82%	0.00	-
13	017043.OF	汇添富品质价值	混合型基金	0.69	15.88%	0.00	多元金融, 水务, 通信设备
14	519185.OF	万家精选A	混合型基金	0.57	27.56%	6.46	煤炭
15	002019.OF	鹏华弘安C	混合型基金	0.57	3.01%	0.00	-
16	001316.OF	安信稳健增值A	混合型基金	0.52	10.88%	0.00	-
17	013860.OF	宝盈品质甄选C	混合型基金	0.48	18.51%	85.06	-
18	002091.OF	华泰柏瑞新利C	混合型基金	0.47	7.34%	0.00	-
19	016049.OF	华商甄选回报C	混合型基金	0.45	11.23%	0.00	-
20	001510.OF	富国新动力C	混合型基金	0.43	-16.41%	85.31	生物科技, 医疗保健
21	080005.OF	长盛量化红利策略A	混合型基金	0.41	32.18%	88.32	-
22	007939.OF	华夏网购精选C	混合型基金	0.40	10.01%	0.00	-
23	006535.OF	恒生前海恒裕裕利A	混合型基金	0.40	5.74%	0.00	-
24	000477.OF	广发主题领先A	混合型基金	0.36	13.98%	0.00	电力
25	002010.OF	中欧瑾通C	混合型基金	0.36	4.91%	0.00	-
26	004815.OF	中欧红利优享C	混合型基金	0.33	38.23%	0.00	重型机械
27	002118.OF	广发安盈A	混合型基金	0.32	3.26%	0.00	-
28	007574.OF	宝盈新价值C	混合型基金	0.31	13.81%	19.53	-
29	015887.OF	国投瑞银行业睿选A	混合型基金	0.30	2.26%	84.95	-
30	240022.OF	华宝资源优选A	混合型基金	0.29	32.40%	84.35	贵金属, 基本金属, 煤炭
31	001667.OF	南方转型增长A	混合型基金	0.22	7.17%	92.28	-
32	000242.OF	景顺长城策略精选A	混合型基金	0.22	-0.43%	0.00	电子元器件, 家用电器
33	090013.OF	大成竞争优势A	混合型基金	0.22	2.81%	0.00	-
34	013859.OF	宝盈品质甄选A	混合型基金	0.20	19.44%	0.00	-
35	001286.OF	易方达新鑫E	混合型基金	0.20	6.93%	0.00	-
36	004703.OF	南方兴盛先锋A	混合型基金	0.20	12.43%	0.00	-
37	008809.OF	安信民稳增长A	混合型基金	0.20	20.14%	0.00	-
38	519183.OF	万家双引擎A	混合型基金	0.19	49.93%	0.00	贵金属, 海运, 基本金属, 石油天然气
39	501022.OF	银华鑫盛灵活A	混合型基金	0.18	-8.73%	77.14	-
40	450001.OF	国富中国收益A	混合型基金	0.17	-11.54%	0.00	工业机械
规模TOP 40混合型基金中位数				0.42	7.08%	-	-

数据来源：Wind、普益标准、开源证券研究所

理财试水权益的规模较小，经验相对不足。截至 2024Q2 末，委外规模 TOP 40 的股票型基金来看，上半年收益较为分化，部分科技、消费主题基金上半年收益率为负数，部分金融地产基金收益较为亮眼。

表32：理财委外规模 TOP 40 股票型基金，收益率较为分化（统计截至 2024-08-04）

序号	基金代码	基金简称	基金一级分类	基金二级分类	2024Q2末理财持有（亿元）	2024H1收益率	股票市值占基金净值比(%)	基金股票行业事后分类
1	460300.OF	华泰柏瑞沪深300ETF联接A	股票型基金	被动指数型基金	1.47	3.40%	3.3170	宽基基金
2	011066.OF	大成高新技术产业C	股票型基金	普通股票型基金	1.12	37.24%	80.7381	宽基基金
3	004744.OF	易方达创业板ETF联接C	股票型基金	被动指数型基金	0.91	-20.02%	0.8702	宽基基金
4	007339.OF	易方达沪深300ETF联接C	股票型基金	被动指数型基金	0.88	3.32%	0.8682	宽基基金
5	011613.OF	华夏科创板50ETF联接C	股票型基金	被动指数型基金	0.87	-29.66%	1.8754	科技行业基金
6	000979.OF	景顺长城沪港深精选A	股票型基金	普通股票型基金	0.85	38.50%	81.7520	宽基基金
7	512890.OF	华泰柏瑞红利低波动ETF	股票型基金	被动指数型基金	0.78	33.43%	99.3808	宽基基金
8	006131.OF	华泰柏瑞沪深300ETF联接C	股票型基金	被动指数型基金	0.62	3.13%	3.3170	宽基基金
9	000628.OF	大成高新技术产业A	股票型基金	普通股票型基金	0.59	37.73%	80.7381	宽基基金
10	159611.OF	广发中证全指电力公用事业ETF	股票型基金	被动指数型基金	0.57	43.37%	99.3851	稳定行业基金
11	011609.OF	易方达科创板50ETF联接C	股票型基金	被动指数型基金	0.56	-28.75%	0.5068	科技行业基金
12	512070.OF	易方达沪深300非银ETF	股票型基金	被动指数型基金	0.54	-11.89%	99.7001	金融地产行业基金
13	510300.SH	华泰柏瑞沪深300ETF	股票型基金	被动指数型基金	0.50	3.52%	98.7585	宽基基金
14	003766.OF	广发创业板ETF联接C	股票型基金	被动指数型基金	0.47	-19.64%	0.0767	宽基基金
15	159995.OF	华夏国证半导体芯片ETF	股票型基金	被动指数型基金	0.43	-17.27%	99.9100	科技行业基金
16	512880.OF	国泰中证全指证券公司ETF	股票型基金	被动指数型基金	0.42	-24.73%	99.9194	金融地产行业基金
17	006748.OF	富国中证价值ETF联接A	股票型基金	被动指数型基金	0.41	18.08%	0.0000	宽基基金
18	515800.OF	汇添富中证800ETF	股票型基金	被动指数型基金	0.38	-1.82%	98.1859	宽基基金
19	005734.OF	华夏沪港通恒生ETF联接C	股票型基金	被动指数型基金	0.38	17.17%	0.3194	宽基基金
20	009052.OF	易方达中证红利ETF联接C	股票型基金	被动指数型基金	0.33	21.86%	0.0000	宽基基金
21	001230.OF	鹏华医药科技A	股票型基金	普通股票型基金	0.32	-32.91%	94.0168	医药行业基金
22	000893.OF	工银创新动力	股票型基金	普通股票型基金	0.30	9.82%	82.9513	宽基基金
23	013074.OF	银河沪深300价值C	股票型基金	被动指数型基金	0.29	27.55%	92.0909	金融地产行业基金
24	016441.OF	华夏中证红利质量联接C	股票型基金	被动指数型基金	0.28	-5.29%	0.0000	宽基基金
25	560050.SH	汇添富MSCI中国A50互联互通ETF	股票型基金	被动指数型基金	0.27	16.55%	99.7221	宽基基金
26	515210.OF	国泰中证钢铁ETF	股票型基金	被动指数型基金	0.27	-15.84%	99.3778	周期制造行业基金
27	008283.OF	易方达金融行业A	股票型基金	普通股票型基金	0.27	18.86%	89.6903	金融地产行业基金
28	159928.OF	汇添富中证主要消费ETF	股票型基金	被动指数型基金	0.26	-16.77%	99.4991	消费行业基金
29	011614.OF	工银科创板50ETF联接A	股票型基金	被动指数型基金	0.25	-28.59%	2.7810	科技行业基金
30	001186.OF	富国文体健康A	股票型基金	普通股票型基金	0.25	0.28%	80.7346	宽基基金
31	510050.OF	华夏上证50ETF	股票型基金	被动指数型基金	0.25	6.73%	98.4783	宽基基金
32	501060.OF	中金中证优选300A	股票型基金	被动指数型基金	0.24	25.20%	94.8010	宽基基金
33	515790.OF	华泰柏瑞中证光伏产业ETF	股票型基金	被动指数型基金	0.22	-41.57%	99.4914	科技行业基金
34	520660.OF	南方中证国新港股通央企红利ETF	股票型基金	被动指数型基金	0.20	-21.44%	0.0000	-
35	510300.OF	华泰柏瑞沪深300ETF	股票型基金	被动指数型基金	0.20	3.52%	98.7585	宽基基金
36	012810.OF	鹏华国证钢铁行业C	股票型基金	被动指数型基金	0.16	-10.20%	94.6143	周期制造行业基金
37	007466.OF	华泰柏瑞红利低波动ETF联接A	股票型基金	被动指数型基金	0.15	31.26%	0.0000	宽基基金
38	005870.OF	鹏华沪深300指数增强A	股票型基金	增强指数型基金	0.15	15.01%	92.8163	宽基基金
39	090010.OF	大成中证红利A	股票型基金	被动指数型基金	0.15	20.38%	94.4755	宽基基金
40	016283.OF	华泰柏瑞积极优选C	股票型基金	普通股票型基金	0.15	5.70%	90.2829	周期制造行业基金
规模TOP 40股票型基金中位数					0.32	3.46%	89.99	-

数据来源：Wind、普益标准、开源证券研究所

专栏 2: ETF 委外占比不大，债券型 ETF 为主力

ETF 整体占比不大，债券型 ETF 是主力品种。截至 2024Q2 末，理财前十持仓中 ETF 基金约占 0.1%，几乎均为债券型基金。规模靠前的基金管理人 有广发基金、嘉实基金、汇添富基金，市占率分别为 9.8%、9.3%、8.7%。从历年市占率来看，委外 ETF 的头部效应较为显著，理财持续偏好头部基金公司的 ETF。

表33：截至 2024Q2 末，理财前十持仓中 ETF 基金约占 0.1%，其中债券型 ETF 占比最大（统计截至 2024-08-04）

全市场理财前十持仓	前十持仓中的资产规模(亿元)						占比					
	2020-12	2021-12	2022-12	2023-12	2024-03	2024-06	2020-12	2021-12	2022-12	2023-12	2024-03	2024-06
货币市场类	1,056	5,335	12,555	22,286	23,186	14,853	14.6%	24.4%	36.7%	44.5%	46.6%	43.0%
固定收益类	5,577	14,265	18,821	24,320	22,983	17,032	77.0%	65.3%	55.0%	48.6%	46.2%	49.3%
公募基金	213	1,045	1,146	1,304	1,455	1,526	2.9%	4.8%	3.3%	2.6%	2.9%	4.4%
其中:ETF 基金（以下为细项）	17	12	72	49	46	44	0.2%	0.1%	0.2%	0.1%	0.1%	0.1%
货币市场型基金	0	2	3	6	4	6	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
债券型基金	1	1	1	7	15	25	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.1%
股票型基金	14	9	56	27	15	7	0.2%	0.0%	0.2%	0.1%	0.0%	0.0%
被动指数型基金	14	9	56	27	15	7	0.2%	0.0%	0.2%	0.1%	0.0%	0.0%
增强指数型基金	0.00	0.00	0.00	0.00	0.04	0.00	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
国际(QDII)基金	1	0	8	4	2	2	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
另类投资基金	0	0	2	6	8	3	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
商品型基金	0	0	2	6	8	3	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
资管产品	206	243	263	288	214	119	2.8%	1.1%	0.8%	0.6%	0.4%	0.3%
权益类	165	816	1,055	1,192	1,220	552	2.3%	3.7%	3.1%	2.4%	2.5%	1.6%
金融衍生品类	0	2	12	196	213	12	0.0%	0.0%	0.0%	0.4%	0.4%	0.0%
QDII	24	125	369	471	435	426	0.3%	0.6%	1.1%	0.9%	0.9%	1.2%
合计	7,242	21,831	34,222	50,057	49,705	34,520	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%

数据来源：Wind、普益标准、开源证券研究所

表34：截至 2024Q2 末理财委外 ETF 规模，广发基金、嘉实基金、汇添富基金等居前（统计截至 2024-08-04）

ETF 管理人	全市场理财前十持仓中的ETF（亿元）						市占率					
	2020-12	2021-12	2022-12	2023-12	2024-03	2024-06	2020-12	2021-12	2022-12	2023-12	2024-03	2024-06
广发基金	0.00	11.36	15.66	13.24	14.42	68.22	0.0%	2.5%	4.2%	3.5%	3.2%	9.8%
嘉实基金	0.00	4.58	1.69	51.25	67.37	64.83	0.0%	1.0%	0.5%	13.5%	15.1%	9.3%
汇添富基金	0.67	23.72	21.31	32.96	34.73	60.80	1.1%	5.3%	5.7%	8.7%	7.8%	8.7%
景顺长城基金	2.73	32.79	51.36	31.77	33.24	56.28	4.6%	7.3%	13.8%	8.4%	7.5%	8.1%
易方达基金	15.83	84.54	56.98	46.76	47.04	51.94	26.5%	18.7%	15.3%	12.3%	10.6%	7.4%
永赢基金	0.17	27.27	6.63	15.08	26.03	50.35	0.3%	6.0%	1.8%	4.0%	5.8%	7.2%
招商基金	3.42	35.17	44.48	51.12	49.77	43.53	5.7%	7.8%	12.0%	13.4%	11.2%	6.2%
鹏华基金	0.19	7.75	20.22	20.48	26.21	42.85	0.3%	1.7%	5.4%	5.4%	5.9%	6.1%
富国基金	1.16	21.99	25.19	19.21	25.91	32.60	1.9%	4.9%	6.8%	5.1%	5.8%	4.7%
平安基金	1.85	2.44	10.26	4.77	5.29	32.44	3.1%	0.5%	2.8%	1.3%	1.2%	4.6%
国泰基金	0.00	0.07	0.08	17.08	23.65	27.35	0.0%	0.0%	0.0%	4.5%	5.3%	3.9%
博时基金	9.29	39.95	10.41	14.42	21.16	26.53	15.5%	8.8%	2.8%	3.8%	4.8%	3.8%
华安基金	1.77	12.69	3.03	7.67	12.33	22.08	3.0%	2.8%	0.8%	2.0%	2.8%	3.2%
万家基金	7.89	17.04	12.75	3.17	3.21	15.49	13.2%	3.8%	3.4%	0.8%	0.7%	2.2%
天弘基金	0.03	19.35	5.68	11.14	14.65	12.97	0.1%	4.3%	1.5%	2.9%	3.3%	1.9%
华夏基金	0.24	21.90	7.48	3.98	3.64	12.66	0.4%	4.8%	2.0%	1.0%	0.8%	1.8%
建信基金	0.00	16.50	35.65	4.90	4.82	12.61	0.0%	3.7%	9.6%	1.3%	1.1%	1.8%
工银瑞信基金	8.47	14.51	7.67	2.01	3.06	12.43	14.2%	3.2%	2.1%	0.5%	0.7%	1.8%
海富通基金	2.11	14.63	1.02	6.02	2.79	9.79	3.5%	3.2%	0.3%	1.6%	0.6%	1.4%
华宝基金	0.05	0.60	6.68	5.04	6.73	9.01	0.1%	0.1%	1.8%	1.3%	1.5%	1.3%
南方基金	0.00	24.60	14.33	1.04	1.28	6.53	0.0%	5.4%	3.9%	0.3%	0.3%	0.9%
华泰柏瑞基金	0.82	0.27	11.35	3.88	2.01	6.37	1.4%	0.1%	3.1%	1.0%	0.5%	0.9%
国联安基金	0.00	0.01	0.00	8.26	8.16	5.95	0.0%	0.0%	0.0%	2.2%	1.8%	0.9%
民生加银基金	0.00	0.00	0.87	0.32	0.14	4.86	0.0%	0.0%	0.2%	0.1%	0.0%	0.7%
大成基金	1.00	17.60	0.06	0.63	0.04	4.63	1.7%	3.9%	0.0%	0.2%	0.0%	0.7%
银华基金	1.99	0.00	0.63	2.70	6.08	4.07	3.3%	0.0%	0.2%	0.7%	1.4%	0.6%
摩根基金	0.10	0.33	0.19	0.99	0.99	0.74	0.2%	0.1%	0.1%	0.3%	0.2%	0.1%
博时基金(国际)	0.00	0.00	0.00	0.00	0.18	0.34	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
西部利得基金	0.00	0.00	0.30	0.40	0.02	0.00	0.0%	0.0%	0.1%	0.1%	0.0%	0.0%
恒生投资管理	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
合计	59.80	451.66	371.96	380.27	444.97	698.25	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%

数据来源：Wind、普益标准、开源证券研究所

3.3、收益性：基金的节税效应和 QDII 额度优势凸显

3.3.1、节税：基金免征资本利得增值税+企业所得税

公募基金相较于其他资管产品，拥有“节税”的优势：

(1) **增值税**：2016 年出台的《营业税改征增值税试点过渡政策的规定》规定公募基金买卖股票、债券免征增值税，而理财等其他资管产品则须缴纳 3% 的增值税。

(2) **所得税**：2008 年《关于企业所得税若干优惠政策的通知》明确规定，证券投资基金从证券市场中取得的收入，包括利息收入、资本利得均不征收所得税。而购买银行理财产品实现的资本利得，企业原则上需缴纳 25% 的企业所得税。

随着理财收益率持续下降，基金节税的优势逐渐凸显。由于公募基金免征增值税，在“手工补息”叫停后现金管理类产品的收益率持续下降，且不能免征增值税，或将促使更多理财委外公募基金，从而达到节税目的。

表35：公募基金免征资本利得的增值税和所得税

产品类别	增值税			
	公募基金		银行理财	
	利息收入	资本利得	利息收入	资本利得
国债	免税	免税	免税	3%
地方政府债	免税	免税	免税	3%
央行票据	免税	免税	免税	3%
政策性金融债	免税	免税	免税	3%
金融债	免税	免税	免税	3%
同业存单	免税	免税	免税	3%
企业债	3%	免税	3%	3%
公司债	3%	免税	3%	3%
短期融资券	3%	免税	3%	3%
超短期融资券	3%	免税	3%	3%
中期票据	3%	免税	3%	3%
可转债	3%	免税	3%	3%
分离可转债	3%	免税	3%	3%
次级债	3%	免税	3%	3%
私募债券	3%	免税	3%	3%
ABS 优先级/中间级	3%	免税	3%	3%
境外债券	3%	免税	3%	3%
沪深交易所股票	不应税	免税	不应税	3%
港股通股票	不应税	免税	不应税	3%
美股和其他境外二级市场交易	不应税	免税	不应税	3%
新三板股票	不应税	免税	不应税	3%
优先股、存托凭证	不应税	免税	不应税	3%
产品类别	企业所得税			
	公募基金		银行理财	
	利息收入	资本利得	利息收入	资本利得
债券	免税	免税	免税	25%
股票及金融衍生品	免税	免税	25%	25%

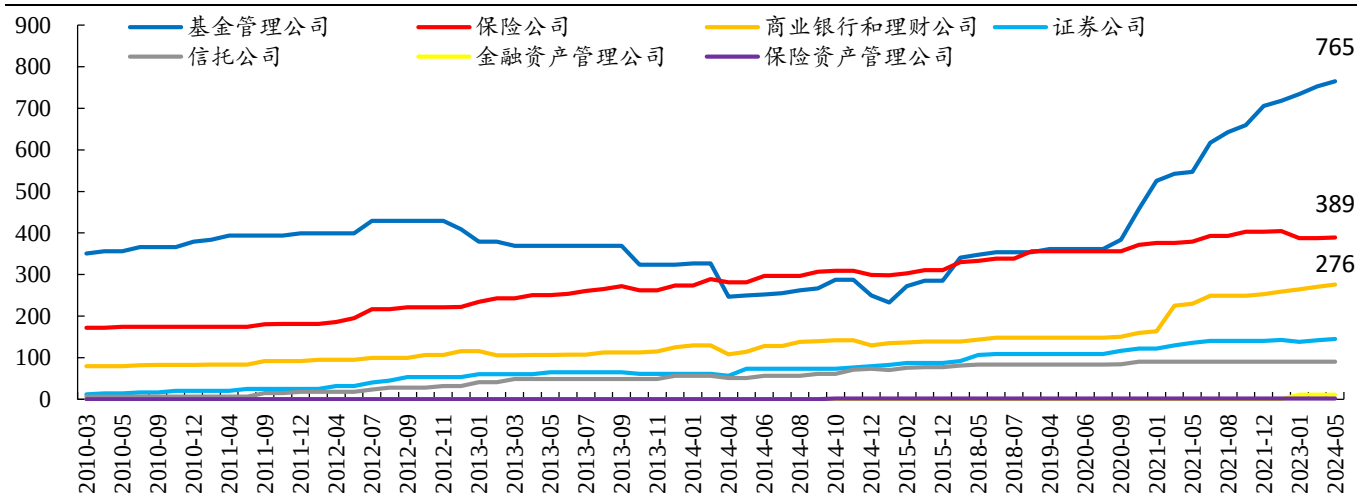
资料来源：财政部、国家税务总局、开源证券研究所

3.3.2、QDII 额度：基金新批 QDII 额度较多，助力理财全球配置

公募基金的 QDII 额度更多，帮助理财配置全球资产、做高收益。2024 年 5 月末，各类机构时隔 10 个月新增 22.7 亿美元 QDII 额度，其中基金公司新增规模最大，为 12.3 亿美元。QDII 额度的发放与各家机构额度的使用情况有关，通常额度会优先发放给额度不足的机构。近年部分产品通过 QDII 实现海外资产配置获得较高收益，

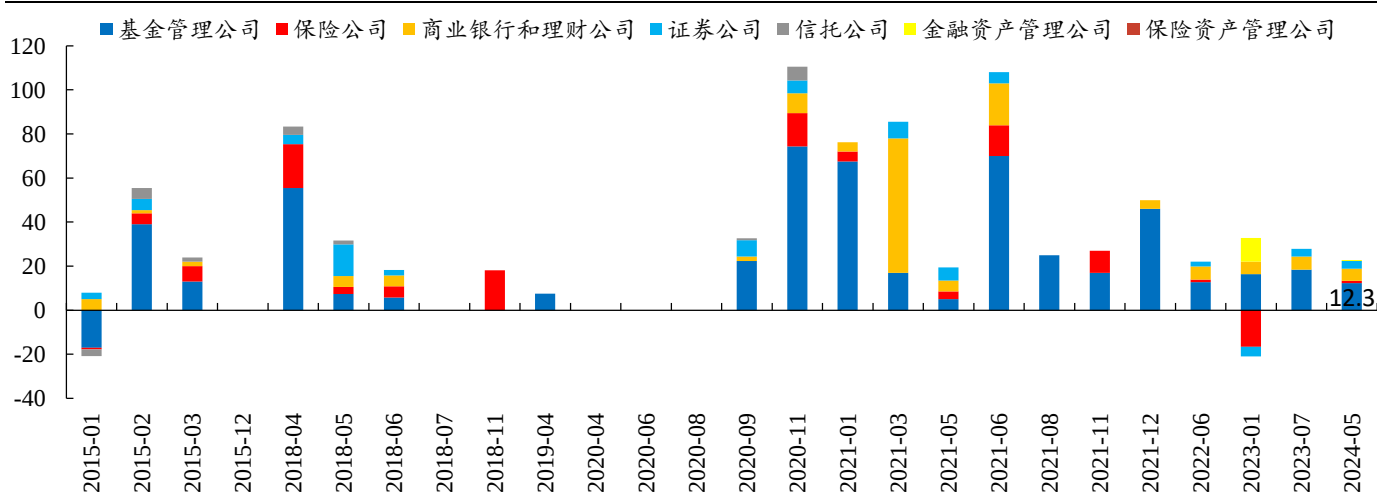
QDII 产品也较为热销，由于理财公司本身申请到的 QDII 额度较为有限，因此公募基金也可帮助理财进行 QDII 投资。

图10：基金公司 QDII 余额为各类资管机构最多（亿美元）



数据来源：Wind、开源证券研究所

图11：2024 年 5 月 QDII 额度新增 22.7 亿美元，其中基金公司新增 12.3 亿美元（亿美元）



数据来源：Wind、开源证券研究所

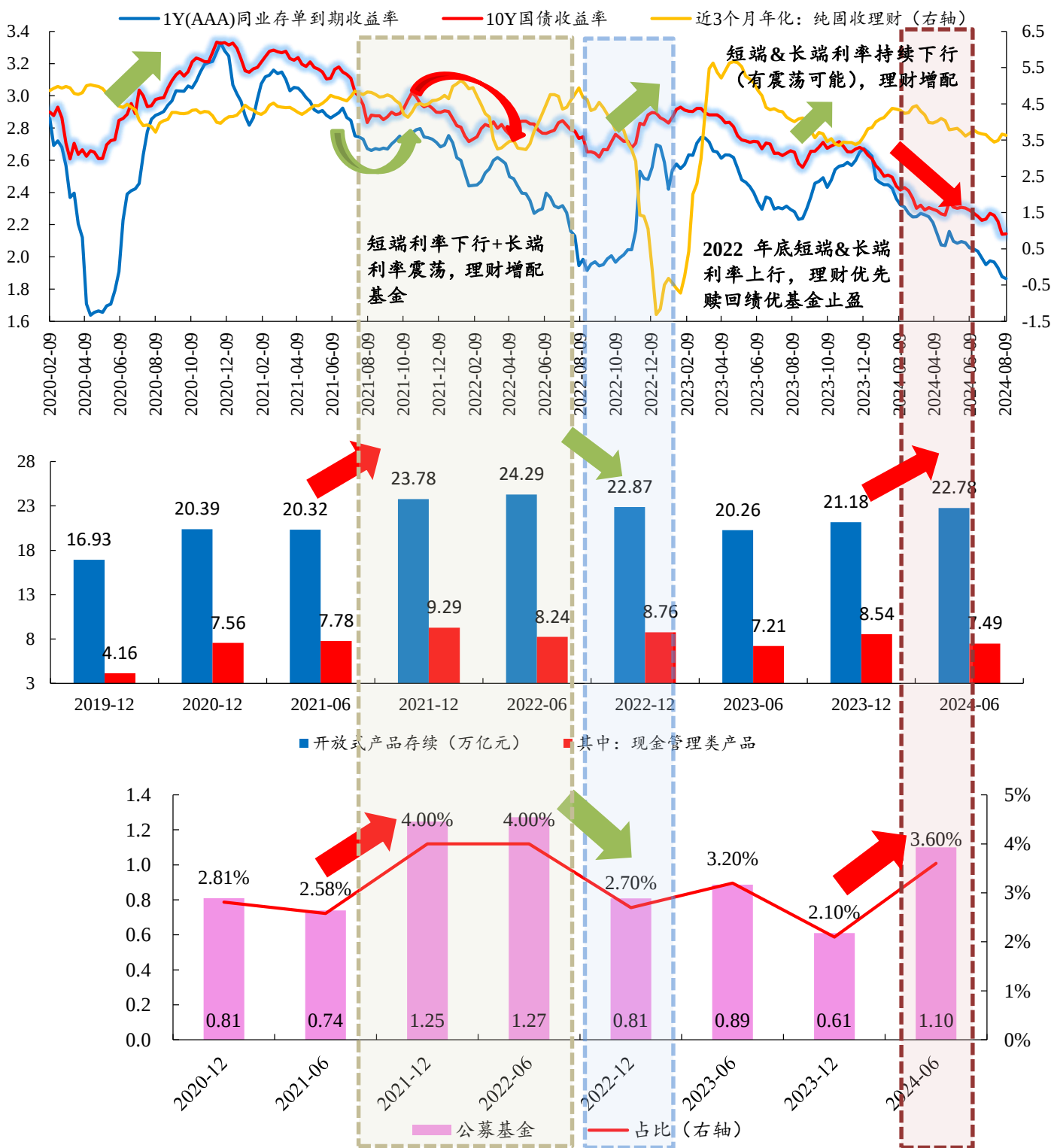
4、展望：至 2024 年底理财委外基金或有 3000 亿元增量空间

复盘债市利率和理财委外公募基金的关系：债市利率下降时，理财会增配基金以参与债券交易，如 2024 年上半年。或者，当债市利率短期维持震荡、但中期下降概率较大时，理财也倾向于增配基金以抓住交易机会，如 2021 年下半年。但当债市利率已降至阶段性低点，介入交易的性价比有所降低，理财对基金的持仓或维持平稳，典型如 2022 年 6 月末。

如何判断当下的债市利率？当前债市仍存博弈情绪，我们预判下阶段长债利率或维持震荡，推测理财短期或赎回绩优基金止盈。但中长期来看，基本面改善信号还不够强，债市利率仍有下降预期，推测理财委外基金参与债市交易的意愿仍然较强。

我们判断下半年理财委外基金有 3000 亿元增量空间。随着 7 月存款挂牌利率再次调降，理财仍有望迎来增量资金，我们判断年内理财规模高点为 31 万亿元。随着存量协议存款到期、平滑信托整改，理财仍会遇到欠配难题，理财委外公募基金占比有望提升。若假设截至 2024 年末基金占比达 4.5%，理财规模按 31 万亿元计算，委外基金规模或达 1.4 万亿元，较 2024Q2 末的 1.1 万亿元有 3000 亿元的增量空间。

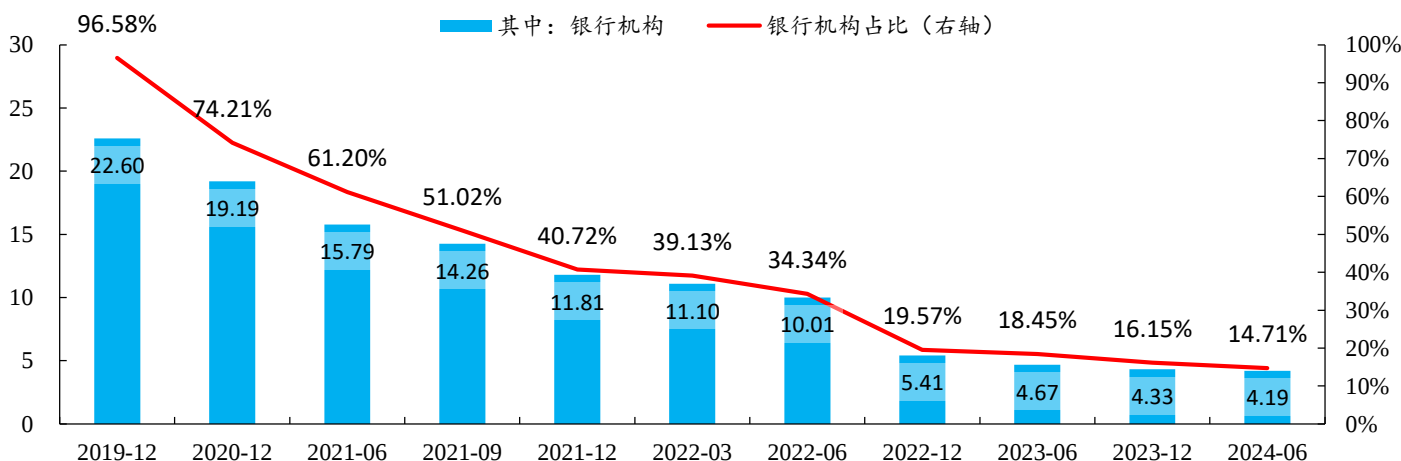
图12：当债市利率处于下行通道或有较高下行预期时，理财通常会增配公募基金（规模：万亿元，利率：%）



数据来源：Wind、普益标准、银行业理财登记托管中心、开源证券研究所

非理财子的中小银行委外基金规模将有所收缩。随着监管指导 2026 年底非理财子银行的理财规模清零，这部分委外基金的规模或将收缩。我们统计，2024Q2 末全市场非理财子的银行委外公募基金的比例为 3.1%（穿透后前十持仓口径），按非理财子 2024Q2 末理财规模 4.19 万亿元测算，委外公募基金的规模为 1300 亿元，其中占比较大的品类有：货基(1.7%)>短期纯债型基金(0.8%)>中长期纯债型基金(0.4%)。随着近年一些银行逐步退出理财发行市场，委外公募基金的需求或将收缩。

图13：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 14.71%（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

表36：截至 2024Q2 末，非理财子委外公募基金约占 3.1%（穿透后），其中货基占比最大（统计截至 2024-08-04）

全市场非理财子的银行理财前十持仓	占比					
	2020-12	2021-12	2022-12	2023-12	2024-03	2024-06
货币市场型基金	0.1%	0.3%	0.2%	1.1%	1.5%	1.7%
债券型基金	0.4%	0.5%	0.2%	0.5%	1.1%	1.4%
短期纯债型基金	0.0%	0.0%	0.1%	0.2%	0.5%	0.8%
中长期纯债型基金	0.1%	0.2%	0.1%	0.1%	0.2%	0.4%
混合债券型一级基金	0.1%	0.2%	0.0%	0.0%	0.1%	0.1%
混合债券型二级基金	0.1%	0.1%	0.0%	0.1%	0.1%	0.1%
被动指数型债券基金	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.2%	0.1%
增强指数型债券基金	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
可转换债券型基金	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
混合型基金	0.1%	0.0%	0.1%	0.0%	0.0%	0.0%
偏债混合型基金	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
偏股混合型基金	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
平衡混合型基金	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
灵活配置型基金	0.1%	0.0%	0.1%	0.0%	0.0%	0.0%
股票型基金	0.0%	0.0%	0.0%	0.1%	0.0%	0.0%
普通股票型基金	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
被动指数型基金	0.0%	0.0%	0.0%	0.1%	0.0%	0.0%
增强指数型基金	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
国际(QDII)基金	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
国际(QDII)债券型基金	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
国际(QDII)股票型基金	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
国际(QDII)混合型基金	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
国际(QDII)另类投资基金	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
另类投资基金	0.1%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
REITs	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
FOF基金	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
公募基金	0.7%	0.8%	0.5%	1.7%	2.6%	3.1%
合计	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%

数据来源：Wind、普益标准、开源证券研究所（注：剔除截至 2024-08-15 已获批牌照的 32 家理财子的母行）

5、投资建议

严监管环境下，理财委外基金需求长期有望上升。随着 7 月存款挂牌利率的再次调降，理财仍有望迎来增量资金，从绝对规模上来看，理财委外基金的规模也会随之提升。同时需关注信托通道整改进度、债市利率演变对理财委外的影响。

监管引导理财“质优于量”，未来理财投资行为或更加规范、披露或更加透明。客群优势明显、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、中信银行**等。

表37：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
		2024-08-15	2024E		2023A	2024E	2025E	2023A	2024E	2025E	2023A	2024E	2025E	
601398.SH	工商银行	0.6	0.6	2.5	-3.7	-2.9	2.7	0.8	-1.2	1.9	1.0	1.0	1.0	未评级
601939.SH	建设银行	0.7	0.6	2.9	-1.8	-1.9	2.4	2.4	0.0	2.3	1.3	1.3	1.4	未评级
601288.SH	农业银行	0.7	0.6	2.8	0.0	0.6	3.0	3.9	0.8	2.6	0.8	0.8	0.8	未评级
601988.SH	中国银行	0.6	0.6	2.5	6.4	1.1	3.3	2.4	-0.8	2.9	0.8	0.8	0.8	未评级
601328.SH	交通银行	0.6	0.6	2.7	0.3	-0.8	2.2	0.7	-3.4	2.7	1.2	1.2	1.2	未评级
600036.SH	招商银行	0.9	0.8	4.0	-1.6	-0.2	4.3	6.2	3.5	5.5	5.8	6.0	6.3	未评级
601166.SH	兴业银行	0.5	0.4	3.4	-5.2	0.3	2.7	-15.6	-1.3	2.7	3.7	3.7	3.8	未评级
601998.SH	中信银行	0.5	0.4	3.1	-2.6	5.2	5.6	7.9	7.5	10.0	1.4	1.5	1.6	买入

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 2024-08-15；3、ROE 为 2024Q1 末年化数据）

6、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：理财投资公募基金的监管政策一览
附表：理财投资公募基金的监管政策一览

出台日期	政策文件	主要内容	政策原文
2018-04-27	《关于规范金融机构资产管理业务的指导意见》	集中度	1.单只公募资产管理产品投资单只证券或者单只证券投资基金的 市值不得超过该资产管理产品净资产的 10% 。 2.同一金融机构发行的 全部公募资产管理产品 投资单只证券或者单只证券投资基金的 市值不得超过该证券市值或者证券投资基金市值的 30% 。其中，同一金融机构 全部开放式公募资产管理产品 投资单一上市公司发行的股票 不得超过该上市公司可流通股票的 15% 。
		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 不得再投资公募证券投资基金以外的资产管理产品 。
		穿透	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（ 公募证券投资基金除外 ）。
2018-09-26	《商业银行理财业务监督管理办法》	集中度	1. 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% ； 2.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证券投资基金市值的 30% 。
2019-11-29	《商业银行理财子公司净资本管理办法》（试行）	穿透	风险资本计算公式为：理财资金投资的各类资产为按照穿透原则确定的底层资产（ 公募证券投资基金除外 ）。
2019-11-29	《银行理财子公司风险资本计算表》	风险资本权重	公募基金的风险资本 权重为 0% 。
2020-08-20	《商业银行理财产品估值指引》	估值原则	证券投资基金应当分类为“以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产”（TPL），采用 公允价值计量 。
		估值方法	上市基金估值： 1.理财产品投资的 ETF 基金 ，按所投资 ETF 基金估值日的 收盘价估值 ； 2.理财产品投资的 境内上市开放式基金（LOF） ，按所投资基金估值日的 份额净值估值 ； 3.理财产品投资的 境内上市定期开放式基金、封闭式基金 ，按所投资基金估值日的 收盘价估值 ； 4.理财产品投资的 境内上市交易型货币市场基金 ，如所投资基金披露份额净值，则按所投资基金估值日的 份额净值估值 ；如所投资基金披露万份（百份）收益，则按所投资基金前一估值日后至估值日期间（含节假日）的万份（百份）收益计提估值日基金收益。

资料来源：央行、国家金融监督管理总局、银行业协会、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