

## 银行

2025年01月08日

## 理财回表力度偏弱，关注监管趋严后资产端再配置

### ——2024Q4 理财季末回表点评

投资评级：看好（维持）

刘呈祥（分析师）

吴文鑫（分析师）

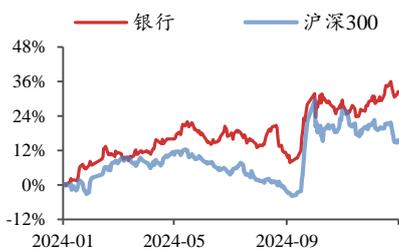
liuchengxiang@kysec.cn

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

《银行价值重估系列一：债务置换下的影响与机遇—行业深度报告》-2025.1.6

《利率变动的应对，行为特征与业绩影响—行业深度报告》-2024.12.24

《存款定期化改善，按揭需求修复—行业点评报告》-2024.12.18

#### ● 理财季末回表力度通常为前高后低，一定程度影响资产价格

理财季末回表是指季度末部分理财资金回流至表内存款的现象，通常为季末最后一周流入存款、季初第一周再回流理财。2021-2024年，每年四个季度回表规模总计约4万亿元，通常为Q1>Q2>Q3>Q4，这与银行表内存贷款冲量的节奏较为一致。**季末回表是如何实现的？**季末回表大多是通过开放式产品实现的，该类产品流动性好、赎回方便，在银行客户经理的引导下，投资者赎回理财后转而投资存款（活期存款、通知存款等）。此外也有部分封闭式产品的到期日被设置为季末，产品到期后，理财资金被动转为趴账存款，以这种方式帮助资金回表。

**市场为何关注季末回表？**季末回表导致理财规模短期内急速下降，资产端通常减持相应资产，如赎回基金、卖出同业存单和信用债，对资产价格形成一定扰动。

#### ● 2024Q4 季末回表力度同比减弱：季末流动性偏松、规模考核弱化等因素

2024Q4季末理财回表规模约4000亿元，同比下降超300亿元。其中，农银理财、交银理财、信银理财、华夏理财、民生理财等力度明显减弱。原因或主要有：

##### 银行角度：

**(1) 跨年流动性偏松：**12月央行净买入国债3000亿元、投放买断式回购1.4万亿元，帮助市场平稳跨年。跨年资金面偏宽松，银行融出规模保持较高水平，年末负债缺口较小，引导理财回表的动力偏弱；**(2) 弱化时点规模的考核：**部分银行对存款的时点规模考核有所淡化，更加关注存款的“平均余额”以及存款的“量价平衡”，季末冲存款的动力下降。

##### 理财负债端角度：

**(1) 理财产品流动性略有下降：**2024年在高息存款整改+债牛行情双重催化下，现金管理类产品7日年化收益率从年初2.3%降至年末1.6%左右，固收类产品仍维持较好的收益。收益率分化的背景下，2024年全年现金管理类产品规模下降约1.26万亿元，而“最小持有期”固收类产品增长约3.36万亿元。该产品运作前期具有较短的封闭期，一定程度上增加了季末回表的难度。**(2) 理财收益相较于存款仍有显著收益优势：**受益于债市行情，近期全市场固收类理财产品3个月年化收益率约3.5%，较存款吸引力更强，银行季末主动引导回表的难度增加。

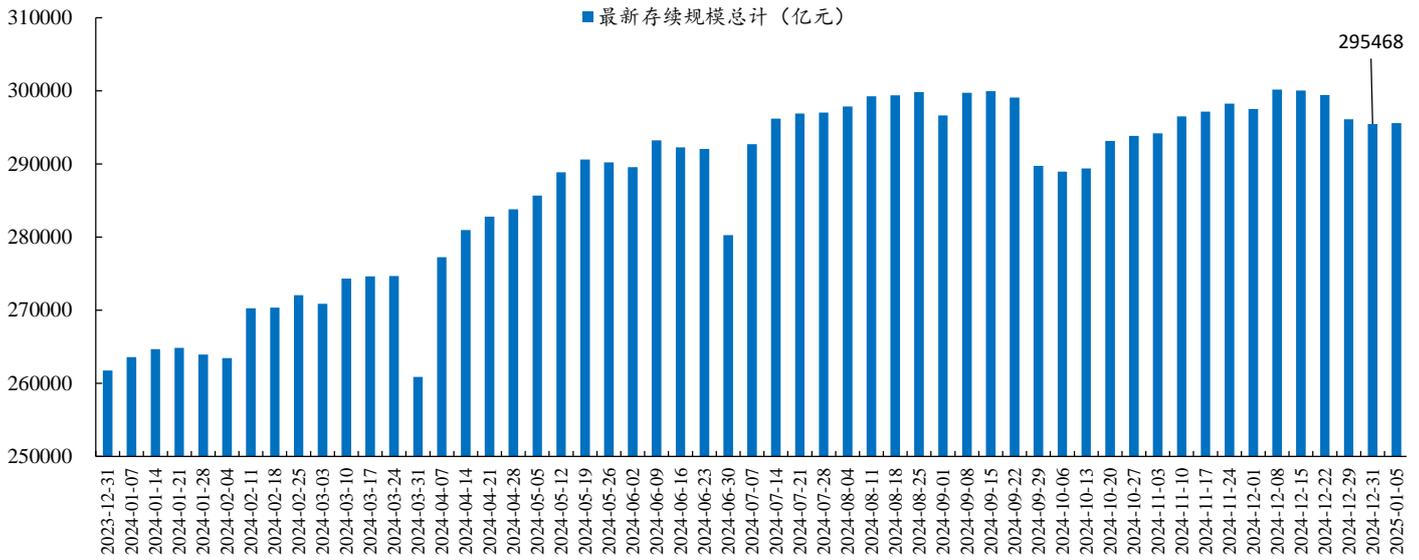
**理财资产端角度：2024Q4末理财净卖出利率债。**现券数据上，2024Q4末理财并未净卖出同业存单，同时“其他产品类”（主要为理财的通道）利率债净卖出较多，推测受央行提示利率风险的影响，理财通道减持了部分利率债以管理季末流动性，下阶段需关注信托整改的落地情况以及高息存款到期后的再配置。

##### ● 投资建议：

2024年末理财回表力度减弱，季末理财规模下降幅度较小，客群基础好、销售渠道多元的机构优势显著，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：**经济增速不及预期，政策效果不及预期等。

附图 1: 截至 2024 年末, 全市场理财规模约 29.5 万亿元 (普益标准口径)



数据来源: 普益标准、开源证券研究所

附表 1: 2024Q4 理财回表规模约 4000 亿元, 同比略有下降 (亿元)

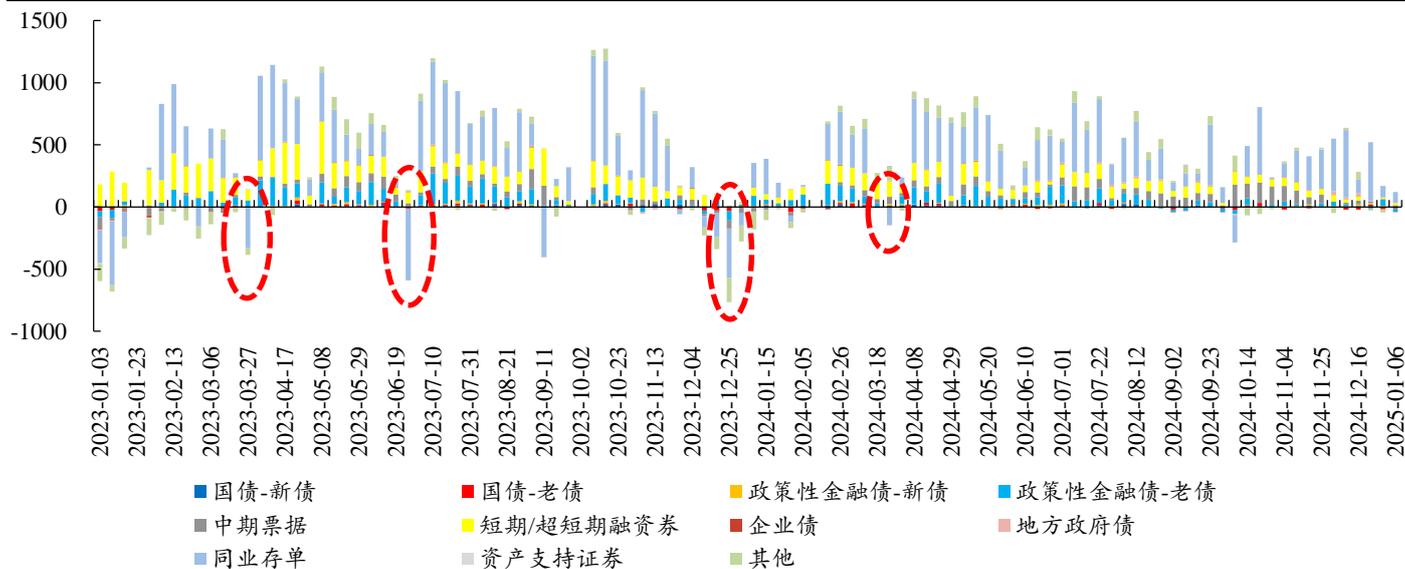
季末最后一周规模变化 (亿元)			2021				2022				2023				2024			
			Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4
现金管理型	开放式	每日开放型	-2,562	-14,810	-6,643	-3,451	-1,288	-9,387	-6,729	-1,952	-7,832	-6,813	-4,780	-2,651	-8,613	-6,679	-5,126	-1,784
		每日开放型	-153	-320	-775	-213	-424	-302	-336	47	-585	-412	-287	-266	-866	-979	-742	745
		最小持有期型	19	-23	101	188	-200	-93	-154	-212	-199	-290	-178	-196	-315	-456	-411	-244
		定开型	-62	-45	-16	43	-104	-8	-13	-172	-21	-22	-28	32	-7	-7	-23	-23
		其他半开型	13	19	10	16	16	12	15	1	15	5	5	2	6	3	4	2
		客户周期型	-168	-211	52	13	-154	27	21	-253	4	-31	-49	-13	-27	-9	-31	-57
		未分类	-70	-114	22	-28	-4	-10	0	-1	1	1	0	0	7	7	7	0
	封闭式	封闭式	-518	82	-40	-152	-236	-77	-66	-82	-99	-143	-168	172	-442	-488	-291	64
		每日开放型	84	-70	-261	-130	-549	-562	-727	73	-568	-1,158	-983	-509	-1,352	-1,490	-1,382	-1,727
		最小持有期型	117	27	74	150	-1,570	-594	-487	-600	-431	-1,044	-655	-691	-1,249	-1,228	-811	-250
		定开型	702	604	235	143	-915	92	-23	-922	-392	-362	-376	-216	-146	-99	-205	-124
		其他半开型	-14	61	97	103	-165	16	48	7	3	-62	7	3	24	18	38	16
		客户周期型	107	263	339	388	-623	28	105	-581	-51	-20	-68	-7	8	-23	-14	-158
		未分类	10	-93	-11	5	-1	-2	1	0	-31	0	0	3	77	77	76	-4
	封闭式	封闭式	263	111	-192	-77	-696	-119	-291	-330	-620	-397	-347	23	-978	-745	-1,020	-268
		偏债混合	-24	36	55	26	-16	12	-29	-35	-12	-15	-18	-8	-2	-5	2	1
		偏股混合	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
		平衡混合	-29	13	-36	-161	-229	-1	-91	-67	-48	-39	-50	-111	-21	-24	16	42
	封闭式	偏债混合	6	10	-80	-1	-43	-13	-23	5	-14	-8	-2	-47	4	26	-35	0
		偏股混合	1	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
		平衡混合	-485	-230	-476	-102	-52	-5	-18	-11	0	-67	-29	-27	-8	9	6	-4
	开放式		3	16	0	0	-2	2	-2	4	1	-3	-1	1	-1	-1	10	0
	封闭式		-4	0	-5	-6	8	0	0	17	2	0	1	-11	27	0	5	26
	开放式		0	1	0	0	0	20	22	12	11	1	2	9	-4	-29	99	-18
	封闭式		0	0	1	0	0	0	-1	0	0	0	0	0	0	2	0	0
	未分类		-531	11	-51	61	-230	133	-109	4	-130	-141	-191	184	-219	-172	-259	-186
	合计		-13,295	-14,662	-7,603	-3,190	-17,477	-10,832	-8,888	-5,048	-10,998	-11,018	-8,196	-4,324	-14,098	-12,292	-10,090	-3,952

数据来源: 普益标准、开源证券研究所 (注: 表中回表规模为季末最后一周的规模变化, 即季末最后一天的规模减去季末倒数第二周的规模)

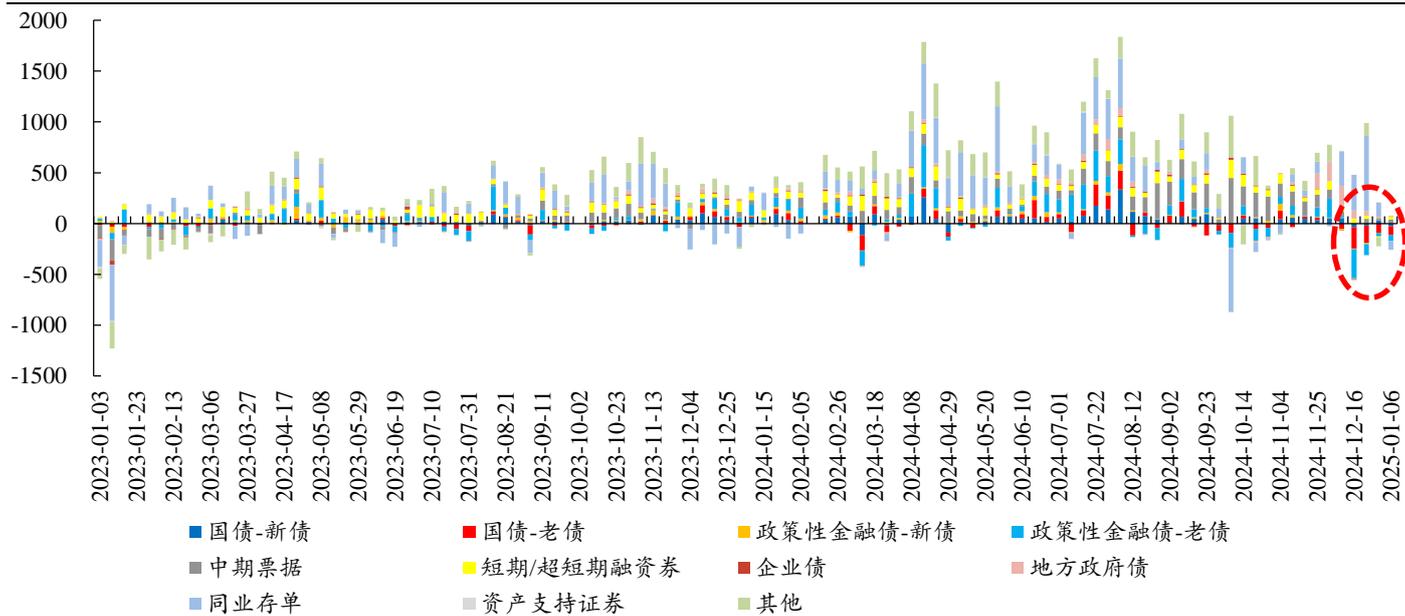
附表 2: 2024Q4 季末回表规模上, 农银理财、交银理财、信银理财、华夏理财、民生理财等回表力度减弱 (亿元)

季末最后一周 - 全市场理财规模变化 (亿元)										
	2022Q3	2022Q4	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2024Q1	2024Q2	2024Q3	2024Q4
1 招银理财	-630	342	683	-1,308	465	197	-1,270	-732	589	129
2 兴银理财	-17	445	936	465	679	188	-1,136	794	706	234
3 工银理财	-1,392	190	-1,041	-1,402	-1,346	515	-1,474	-1,710	-1,309	516
4 信银理财	69	-110	473	609	333	545	486	261	229	357
5 农银理财	-2,451	-1,425	-1,999	-2,175	-2,303	736	-2,150	-654	-1,804	221
6 中银理财	891	335	-1,365	-1,137	672	581	-1,507	640	773	643
7 建信理财	-1,194	80	-1,867	-1,449	987	385	-1,493	-1,128	-1,046	508
8 光大理财	243	32	345	531	352	161	615	400	521	265
9 交银理财	93	102	390	471	321	345	531	343	296	31
10 浦银理财	58	282	215	261	17	39	446	398	260	430
11 平安理财	84	-23	506	115	332	118	585	556	201	-122
12 民生理财	-10	252	320	263	89	254	314	400	307	2
13 中邮理财	57	445	500	34	95	51	165	37	393	-129
14 华夏理财	41	41	53	80	63	18	209	262	-108	289
15 苏银理财	62	-1	877	32	73	73	17	23	-5	96
16 南银理财	29	40	5	-15	37	20	309	43	19	35
17 宁银理财	32	40	-101	57	-10	65	77	-10	8	23
18 杭银理财	4	43	30	32	30	12	89	35	17	-7
19 上银理财	67	93	23	78	69	33	45	18	2	21
20 北银理财	-	65	42	22	-10	42	47	23	32	95
21 青银理财	15	16	14	4	44	21	39	45	86	32
22 徽银理财	71	64	47	65	32	65	57	7	21	80
23 广银理财	25	8	40	63	54	15	68	68	58	87
24 渤海理财	-	-	8	19	3	25	82	59	43	38
25 恒丰理财	6	9	4	5	9	53	26	58	41	44
26 渝农商理财	33	33	30	5	5	6	8	-3	16	15
27 汇华理财	3	56	77	10	-10	9	5	9	23	6
28 施罗德交银理财	13	2	-1	-9	-3	4	-4	-1	-1	-6
29 贝莱德建信理财	-1	0	2	0	1	1	-1	-8	40	7
30 高盛工银理财	-	0	0	0	0	1	-2	-1	-3	15
31 法巴农银理财	-	-	-	-	-	0	-1	-15	24	-8
合计	-7,120	-4,373	-9,732	-10,588	-8,034	-4,217	-13,115	-8,714	-8,604	-2,741
其中: 现金管理类理财										
	2022Q3	2022Q4	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2024Q1	2024Q2	2024Q3	2024Q4
1 招银理财	64	-146	116	953	205	26	856	608	410	170
2 兴银理财	-13	-211	679	83	465	152	740	117	371	82
3 工银理财	948	26	770	808	682	282	910	790	594	252
4 信银理财	57	-11	399	28	216	409	393	-108	134	140
5 农银理财	-1,824	-1,012	-1,528	-1,630	-1,764	543	-2,507	464	988	6
6 中银理财	574	57	1,039	642	357	357	815	372	380	301
7 建信理财	835	32	1,060	808	531	178	49	470	331	80
8 光大理财	238	19	338	288	154	70	1,322	221	181	223
9 交银理财	53	168	63	140	150	160	657	222	143	20
10 浦银理财	0	-102	156	96	129	70	110	133	152	198
11 平安理财	46	37	234	19	238	59	426	279	175	67
12 民生理财	0	2	193	89	29	262	104	118	134	42
13 中邮理财	71	30	293	25	37	116	129	60	126	51
14 华夏理财	43	16	44	65	48	92	66	95	32	16
15 苏银理财	24	44	28	17	39	90	25	-3	26	90
16 南银理财	29	42	21	16	21	8	112	12	14	29
17 宁银理财	10	30	132	96	1	48	51	70	20	15
18 杭银理财	20	25	46	42	24	11	56	49	31	26
19 上银理财	0	3	36	21	-10	17	44	3	-2	32
20 北银理财	-	9	27	5	9	57	504	-1	5	76
21 青银理财	-1	-1	4	2	0	2	1	-2	-1	-5
22 徽银理财	60	34	43	26	33	55	507	0	14	65
23 广银理财	3	30	35	39	9	33	19	29	16	17
24 渤海理财	-	-	0	0	0	1	-1	-6	0	-21
25 恒丰理财	2	9	3	1	1	20	5	15	13	-1
26 渝农商理财	2	-7	12	3	11	0	32	-6	8	11
27 汇华理财	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
28 施罗德交银理财	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
29 贝莱德建信理财	0	0	0	0	0	0	-15	0	0	0
30 高盛工银理财	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
31 法巴农银理财	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
合计	-5,242	-1,749	-7,574	-6,507	-4,716	-2,562	-7,734	-4,548	-4,166	-1,594

数据来源: 普益标准、开源证券研究所

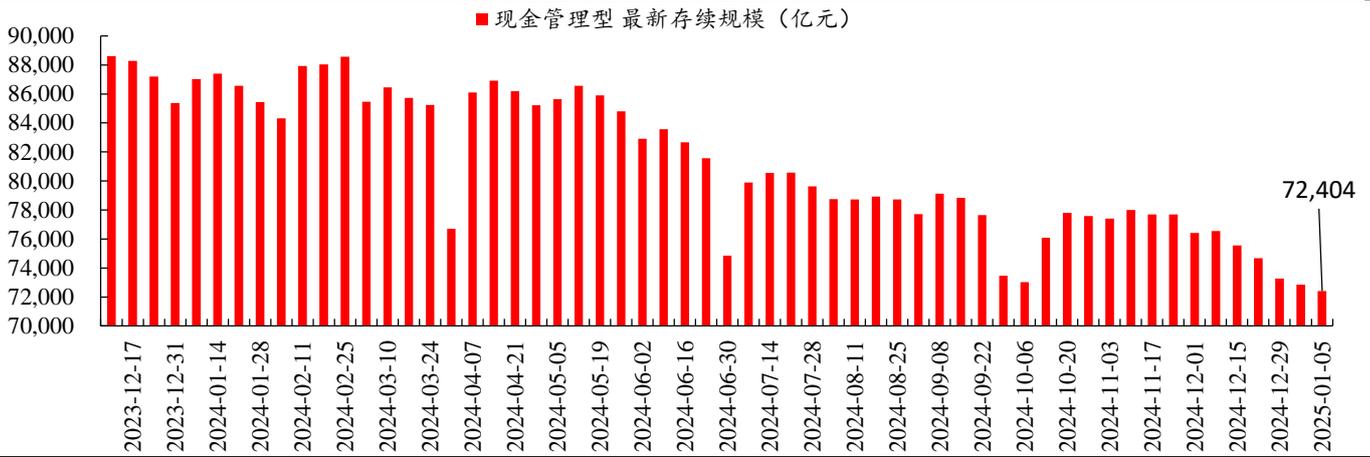
**附图 2：2023 年各季度末理财净卖出同业存单较多，但 2024 年各季度此现象不明显（亿元）**


数据来源：CFETS、开源证券研究所（注：图中数据为当周加总，非当日）

**附图 3：2024Q4 末理财通道或净卖出了部分利率债（亿元）**


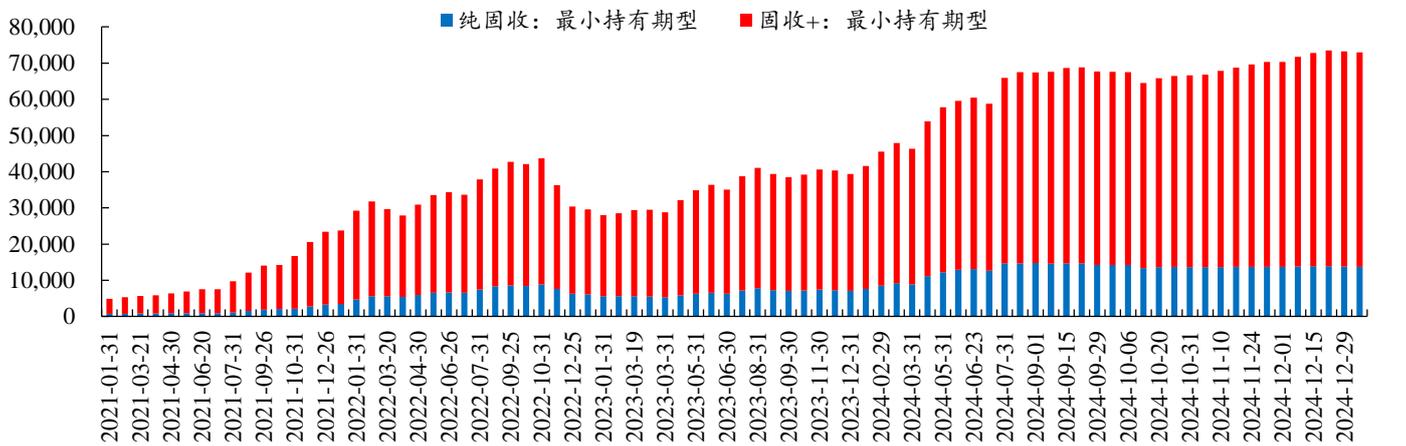
数据来源：CFETS、开源证券研究所（注：图中数据为当周加总，非当日）

附图 4：2024 年全年，现金管理类理财产品下降约 1.26 万亿元（亿元）



数据来源：普益标准、开源证券研究所

附图 5：2024 年全年，“最小持有期型”理财产品增长约 3.36 万亿元（亿元）



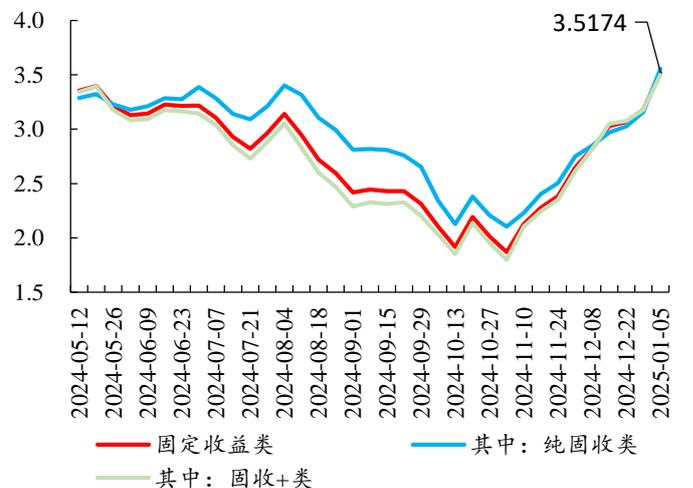
数据来源：普益标准、开源证券研究所

附图 6：2024 年年初至年末，现金管理类理财产品 7 日年化收益率下降超 60BP（%）



数据来源：普益标准、开源证券研究所

附图 7：固收类理财产品近 3 个月年化收益率约 3.5%（%）



数据来源：普益标准、开源证券研究所

## 特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

## 分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

## 股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20% 以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在 -5%~+5% 之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5% 以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

## 分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

## 法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

## 开源证券研究所

### 上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼3层  
邮编：200120  
邮箱：research@kysec.cn

### 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