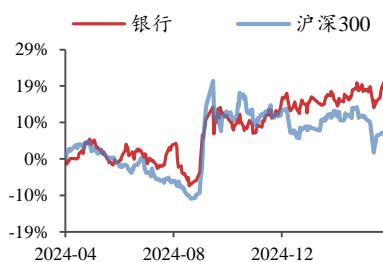


银行

2025年04月25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

《破解利润调节器，从拨备论证大行盈利确定性价值—行业深度报告》

-2025.4.19

《大行资金融出恢复，非银转向一般性存款—3月央行信贷收支表要点解读》-2025.4.15

《信贷超季节性恢复，“以价换量”或告一段落—行业点评报告》-2025.4.13

春潮涌动，韧性彰显

——理财 2025Q1 季报解读

刘呈祥（分析师）

liuchengxiang@kysec.cn

证书编号：S0790523060002

吴文鑫（分析师）

wuwenxin@kysec.cn

证书编号：S0790524060002

● 负债端：Q1 季末回表+债市回调，影响理财规模读数

截至 2025Q1 末，理财时点规模为 29.14 万亿元，较年初下降约 8000 亿元。Q1 春节取现需求+银行存款冲量对理财造成一定挤出，特别是理财季末回表行为使规模读数偏低；债市波动也使得理财 3 月中下旬周度规模连续小幅下降。

Q1 回表力度同比减弱。2025Q1 理财公司季末回表共 1.1 万亿元，同比下降约 3000 亿元。随着“手工补息”叫停及协定存款、通知存款上限下调，目前季末引导理财回表的方式显著减少，回表力度减弱或成为长期趋势。

3 月债市波动对理财净值和规模的影响较为可控。2025 年 3 月 16 日当周破净率升至年内高点（4.84%），略小于 2024 年 10 月高点（5.60%），理财规模从 3 月 9 日到 3 月 23 日共下降约 2000 亿元，影响相对可控，我们认为或主要受益于理财底层持有的低波资产。年初至今“最小持有期”产品仍为增长最快的品类。

● 4 月重启增长：高点已超 2024 年，但增速或有下降

理财季末回表的规模在 4 月初如期“恢复性增长”。截至 4 月 20 日理财规模为 30.84 万亿元，已超过 2024 年内最高点（30.11 万亿元）。4-5 月份是居民理财的“大月”，我们预计其规模在 5 月仍将进一歩增长至 31.5 万亿元左右，但在高基数和催化剂减少的影响下，增速或不及 2024 年。

严监管预期下，市场份额不断向理财公司集中。2025Q1 末尚未获得理财子牌照的中小银行理财规模降至 3.4 万亿元，市占率为 11.67%；共有 215 家银行机构有存续的理财产品，较年初减少 3 家。意味着理财份额不断转移至理财公司（市场前三仍为招银、兴银、信银），在投资端或表现出一定的差异性，比如对于信用债下沉普遍较为谨慎，极少下沉至隐含评级 AA (2) 以下。

● 资产端：被动加大债券仓位，估值整改或影响风险偏好

预计全年持仓延续“存款降、债券升”。受 2024 年监管收紧协议存款、手工补息存款、同业活期存款的影响，理财底层的“现金及银行存款”占比已连续 3 个季度下降。而债券（不含同业存单）占比年初微升至 43.89%，占比上升 0.39pct，非标占比年初微升至 5.60%，占比上升 0.18pct。我们测算 2025Q4、2026Q1 或分别有 1.2 万亿元、1.2 万亿元协议存款到期，理财或继续加大债券仓位。

关注后续估值整改对理财风险偏好的影响。交易商协会“估值指引”并非仅针对理财，避免过度解读。但信托收盘价估值年内仍有存量整改的可能性（测算理财收盘价估值的债券约 6400 亿元）。其落地将使得理财安全垫进一步减少，或使得投资风险偏好降低，更为谨慎地拉久期或做下沉。

应对净值波动的方法：布局现金管理类、封闭式产品。若信托估值被严格收紧，后续理财平滑净值的方法将不多，或在产品端发力布局现金管理类和封闭式产品（可有条件使用摊余成本法），以应对可能出现的债市波动。

● 投资建议：

2025Q1 春节取现需求+银行存款冲量对理财造成一定挤出。4 月理财重启增长，股份行理财产品仍可通过差异化优势巩固零售客群，推荐中信银行、光大银行，受益标的有招商银行、兴业银行等。

● 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、 负债端：Q1 短期波动，4 月高点已超 2024 年高点.....	3
1.1、 Q1 季末回表+债市回调，影响理财规模读数.....	3
1.1.1、 Q1 末回表力度同比减弱，Q2 已恢复增长.....	4
1.1.2、 Q1 债市波动下理财总体平稳渡过.....	4
1.1.3、 增长最好的品类仍为“最小持有期”型.....	5
1.2、 严监管预期下，市场份额不断向理财公司集中.....	6
1.2.1、 中小银行正主动退出理财市场.....	6
1.2.2、 股份行理财子仍稳居市场前三.....	8
2、 资产端：被动加大债券仓位，估值整改或影响风险偏好.....	9
2.1、 预计全年持仓延续“存款降、债券升”.....	9
2.2、 关注后续估值整改对理财风险偏好的影响.....	11
3、 投资建议.....	12
4、 风险提示.....	12
附表：理财资产配置一览	13

图表目录

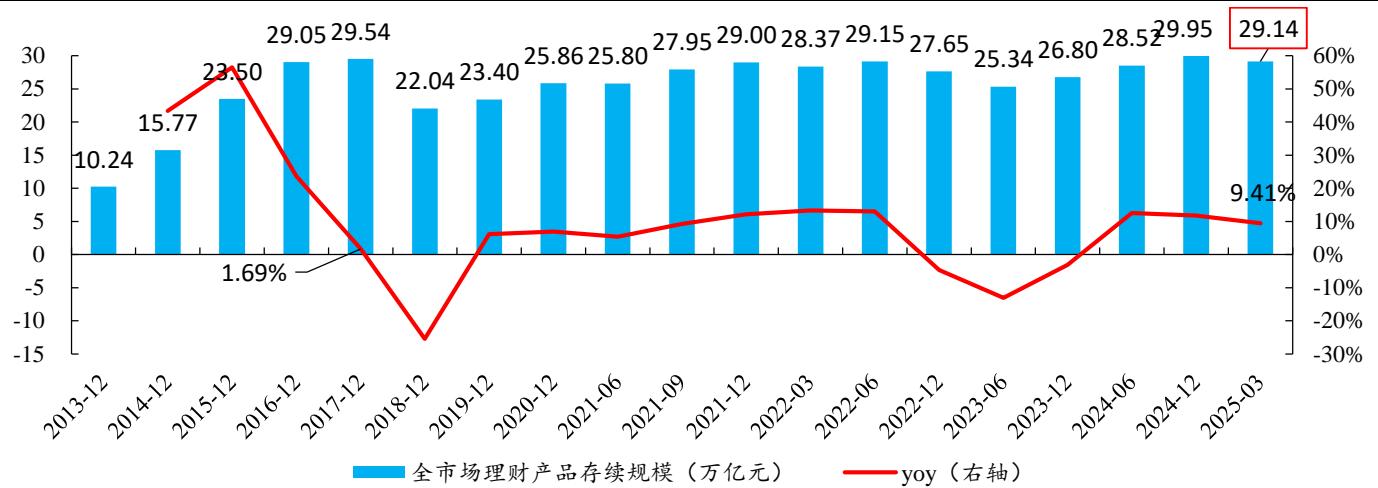
图 1： 截至 2025Q1 末，理财规模为 29.14 万亿元，较年初下降约 8000 亿元（万亿元）	3
图 2： 截至 4 月 20 日理财周度规模为 30.84 万亿元，为 2025 年初以来最高点，且已超过 2024 年内最高点（亿元）	3
图 3： 2025 年初以来全市场理财产品破净率高点为 4.84%（3 月 16 日当周）	5
图 4： 2025 年截至 4 月 20 日规模增长较快的理财产品仍为“最小持有期型”开放式固收类产品（亿元）	5
图 5： 固收类理财产品近 3 个月年化收益率为 2.08%，收益率较 3 月低点已明显回升（%）	6
图 6： 现金管理类产品 7 日年化收益率已降至 1.52%（%）	6
图 7： 截至 2025Q1 末，银行机构理财规模为 3.40 万亿元，占全市场 11.67%（万亿元）	7
图 8： 2025Q1 共有 3 家中小银行退出理财市场（家）	7
图 9： 2025Q1 末银行机构理财规模占比降至 11.67%.....	7
图 10： 2025Q1 末银行机构存续理财产品数降至 1.5 万只（万只）	7
图 11： 截至 2025-04-20，理财规模排名前三的仍为招银理财、兴银理财、信银理财（亿元）	8
图 12： 截至 2025-04-20，现金管理类规模最大的为招银理财（亿元）	8
图 13： 截至 2025-04-20，非现金管理类的固收类产品规模最大的为信银理财（亿元）	8
图 14： 截至 2025Q1 末，理财底层资产占比上升的有公募基金、回购、债券、非标（万亿元）	9
图 15： 2025Q1 理财支持实体经济比例降至 70% 以下（万亿元）	10
图 16： 2025Q1 理财支持实体占社融存量的比例边际下降.....	10
图 17： 测算 2025Q4、2026Q1 分别有 1.2 万亿元、1.2 万亿元协议存款到期（万亿元）	10
图 18： 2025 年 4 月理财规模恢复增长，但信用利差尚未明显收窄	11
表 1： 2025Q1 理财季末回表力度略小于 2024 年同期（亿元）	4
表 2： 上交所私募债占前十大持仓的比例为 2.1%，以此比例估算全部持仓中约占 6400 亿元.....	12
表 3： 受益标的一览	12
附表：理财资产配置一览（穿透后口径）	13

1、负债端：Q1 短期波动，4月高点已超 2024 年高点

1.1、Q1 季末回表+债市回调，影响理财规模读数

截至 2025Q1 末，理财时点规模为 29.14 万亿元，较年初下降约 8000 亿元。Q1 通常为理财规模增长的“淡季”，春节短期取现需求+银行存款冲量对理财造成一定的挤出。特别是理财季末回表行为，使得季末的规模读数偏低。此外一季度的债市波动也使得理财增长较为乏力，3 月中下旬理财的周度规模连续小幅下降。

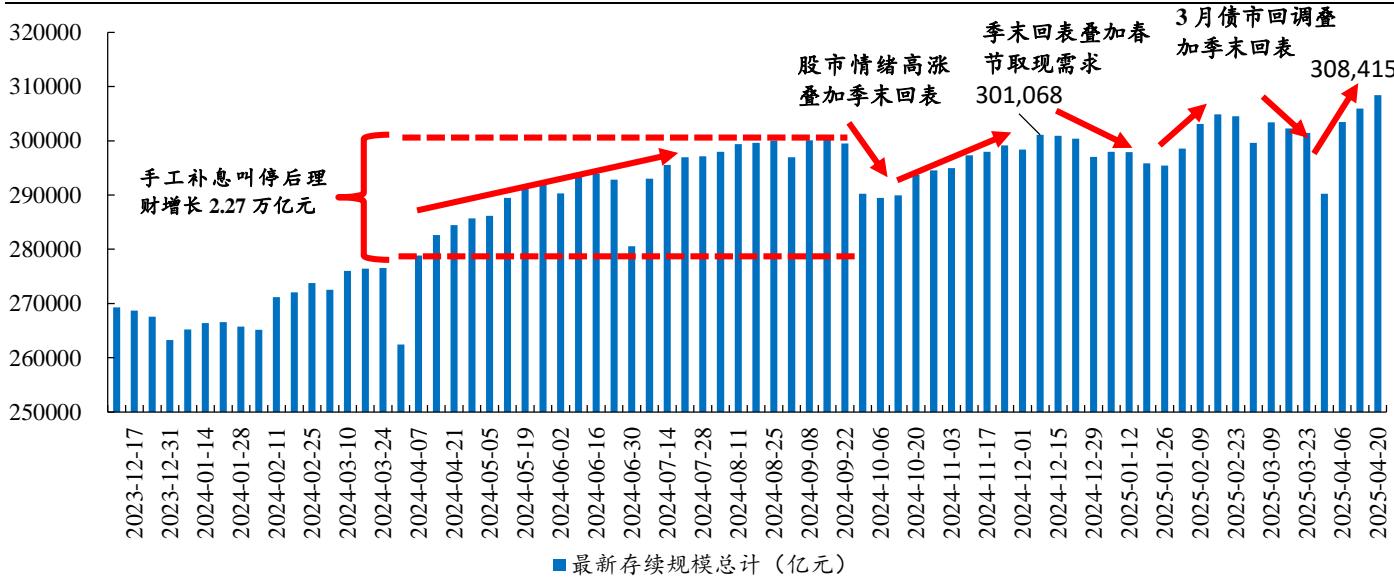
图1：截至 2025Q1 末，理财规模为 29.14 万亿元，较年初下降约 8000 亿元（万亿元）



数据来源：银行业理财登记托管中心、开源证券研究所

4月理财已重启增长新通道，但增速或不及 2024 年。理财季末回表的规模在 4 月初如期“恢复性增长”，加上债市转暖，理财在 4 月连续 3 周实现正增长，截至 4 月 20 日为 30.84 万亿元，已超过 2024 年内最高点（30.11 万亿元）。由于 4-5 月份是居民理财的“大月”，我们预计其规模在 5 月仍将进步增长至 31.5 万亿元左右，但在高基数和催化剂减少的影响下，增速或不及 2024 年。

图2：截至 4 月 20 日理财周度规模为 30.84 万亿元，为 2025 年初以来最高点，且已超过 2024 年内最高点（亿元）



数据来源：普益标准、开源证券研究所

1.1.1、Q1 末回表力度同比减弱，Q2 已恢复增长

2025Q1 季末回表力度同比略有下降，但仍对规模读数形成一定扰动。2025Q1 理财公司季末回表共 1.1 万亿元，同比下降约 3000 亿元。随着“手工补息”叫停及协定存款、通知存款上限下调，目前季末引导理财回表的方式显著减少，回表力度减弱或成为长期趋势。通常来说，回表力度 Q1>Q2>Q3>Q4，回表对理财规模读数形成一定扰动的同时，也影响着同业存单等高流动性资产的价格。

表1：2025Q1 理财季末回表力度略小于 2024 年同期（亿元）

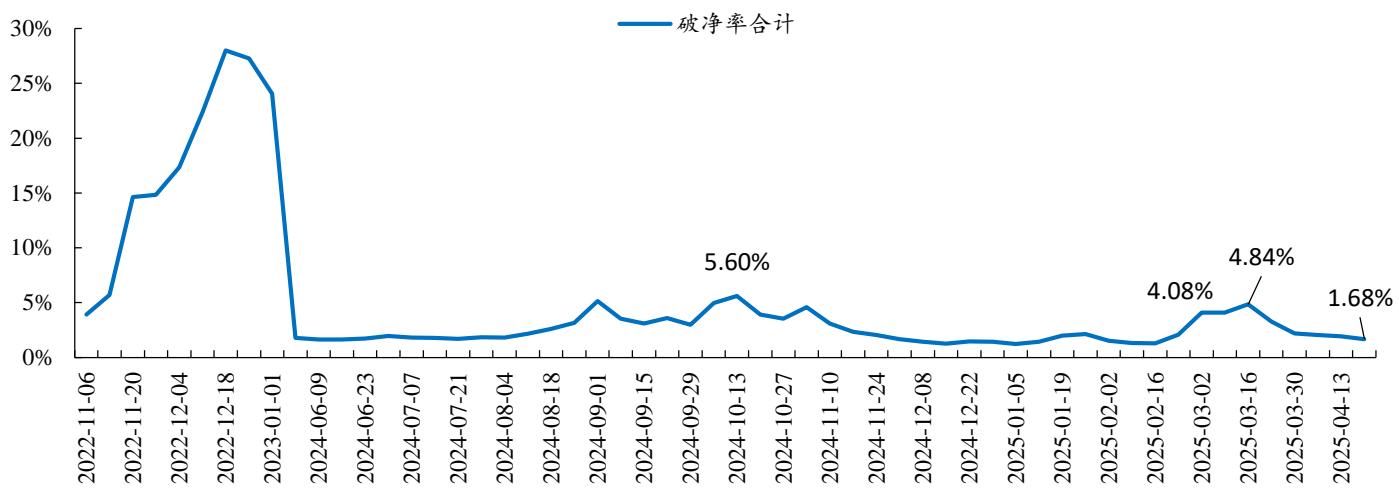
季末最后一周 · 全市场理财规模变化（亿元）												
	2022Q3	2022Q4	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2024Q1	2024Q2	2024Q3	2024Q4	2025Q1	
1	招银理财	-626	-312	-683	-1,289	-466	-97	-1,334	-1,021	-528	-107	-950
2	兴银理财	-12	-148	-935	-575	-680	-188	-1,161	-919	-798	-248	-100
3	工银理财	-1,391	-190	-1,033	-1,389	-1,346	-515	-1,774	-1,532	-1,277	-554	-1,633
4	信银理财	-68	-110	-469	-609	-383	-545	-485	-508	-299	-405	-542
5	农银理财	-2,451	-1,425	-1,992	-2,170	-2,296	-736	-2,191	-1,433	-2,382	-158	-2,540
6	中银理财	-877	-335	-1,358	-1,098	-672	-581	-1,356	-1,086	-849	-675	-813
7	建信理财	-1,197	-79	-1,863	-1,450	-989	-385	-1,575	-1,679	-1,211	-300	-1,587
8	光大理财	-241	-32	-345	-529	-352	-161	-572	-577	-529	-201	-591
9	交银理财	-118	102	-390	-472	-321	-349	-687	-573	-340	5	-633
10	浦银理财	58	-282	-202	-261	-17	-39	-446	-653	-509	-580	-488
11	平安理财	-83	-122	-305	-116	-385	-122	-595	-566	-189	-184	-514
12	民生理财	-9	-252	-320	-266	-93	-254	-416	-576	-357	-152	-450
13	中邮理财	-158	-445	-301	-34	-95	-51	-176	-23	-366	-121	-45
14	华夏理财	-41	-41	-63	-89	63	-118	-202	-255	-187	329	267
15	苏银理财	64	-1	882	35	73	73	11	8	23	46	140
16	南银理财	-29	-40	-3	-14	-37	-20	-77	-53	23	-35	-8
17	宁银理财	32	40	-101	-50	-15	-74	-309	-177	47	-8	-64
18	杭银理财	-4	-43	-42	-44	-30	-12	-92	-46	15	-55	60
19	上银理财	67	-93	-44	-62	-69	-83	-80	12	8	-18	30
20	北银理财	0	-65	-42	-22	-10	-42	-45	-44	158	334	-74
21	青银理财	15	-16	-26	-38	-44	-21	-83	-39	-79	-41	-39
22	徽银理财	-66	-64	-44	-62	-32	-65	-76	-18	15	63	46
23	广银理财	-25	-8	-40	-63	-54	15	-68	-118	-63	-96	-63
24	渤海理财	0	0	8	19	-3	-26	-82	-105	-67	-65	109
25	恒丰理财	6	9	-4	-5	9	-53	-28	-2	-41	-51	-105
26	渝农商理财	33	-33	34	5	5	6	9	-5	24	15	38
27	汇华理财	-3	-56	-77	10	-10	-32	-2	37	-20	-6	14
28	施罗德交银理财	13	-2	-1	-9	-3	4	-1	-3	-1	-5	-1
29	贝莱德建信理财	-1	0	2	0	1	1	-17	-9	-56	6	-53
30	高盛工银理财	0	0	0	0	0	1	0	2	-6	14	-19
31	法巴农银理财	0	0	0	0	0	0	-25	-15	8	-9	-16
合计		-7,111	-4,373	-9,753	-10,645	-8,043	-4,257	-13,794	-11,957	-9,781	-3,211	-10,635

数据来源：普益标准、开源证券研究所

1.1.2、Q1 债市波动下理财总体平稳渡过

3 月债市波动对理财净值和规模的影响较为可控。“破净率”指的是全市场破净值产品占所有产品的数量比例，“不破净”为理财投资者的心理底线。2025 年 3 月 16 日当周破净率升至年内高点（4.84%），略小于 2024 年 10 月高点（5.60%），理财规模从 3 月 9 日到 3 月 23 日共下降约 2000 亿元，影响相对可控，我们认为或主要受益于理财底层持有的低波资产（如存量协议存款、信托盈余的回补）。但随着低波资产的到期、信托存量整改，理财抵御风险的安全垫或显著减少，债市下跌的影响或被放大。

图3: 2025年初以来全市场理财产品破净率高点为4.84% (3月16日当周)

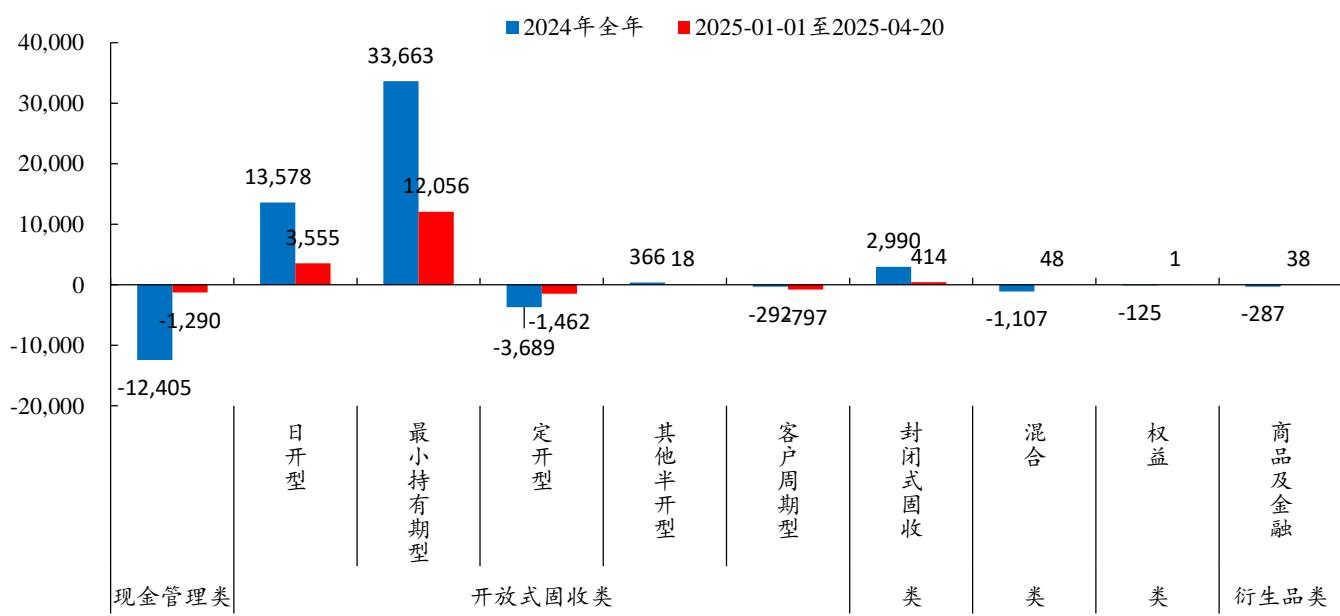


数据来源: 普益标准、开源证券研究所

1.1.3、增长最好的品类仍为“最小持有期”型

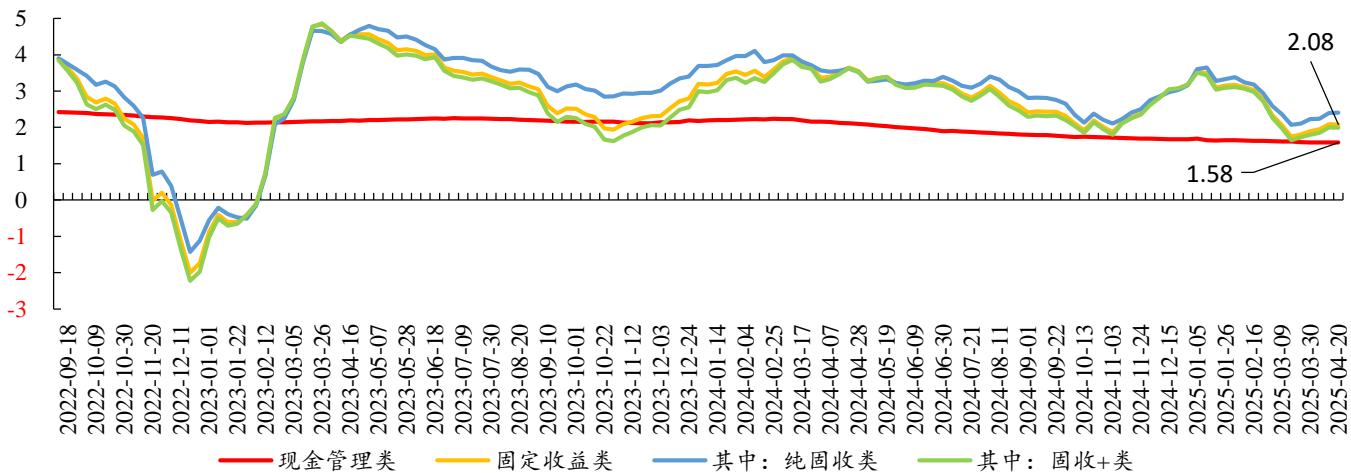
各品类增长的特点几乎与2024年一致,即“短债增长、现金下降”。2025年初至今(截至4月20日)增长最多的品类为开放式固收理财中的“最小持有期型”,增幅约1.2万亿元,主要由于该类产品兼顾流动性和收益性。3月债市波动下,非现金管理类的固收类产品近3个月年化收益率最低点仍不低于现金管理类产品,近期收益率回升至2.08%,较现金管理类产品的收益率优势拉大。

图4: 2025年截至4月20日规模增长较快的理财产品仍为“最小持有期型”开放式固收类产品(亿元)



数据来源: 普益标准、开源证券研究所

图5：固收类理财产品近3个月年化收益率为2.08%，收益率较3月低点已明显回升（%）



数据来源：普益标准、开源证券研究所（注：图中收益率为规模加权）

图6：现金管理类产品7日年化收益率已降至1.52%（%）

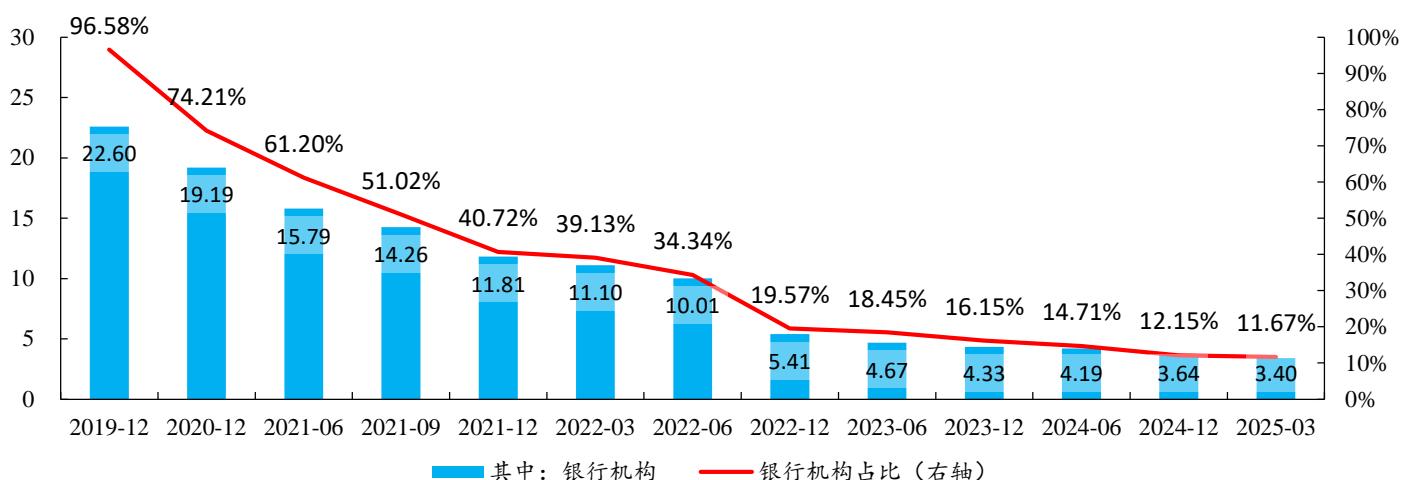


数据来源：普益标准、开源证券研究所（注：图中收益率为规模加权）

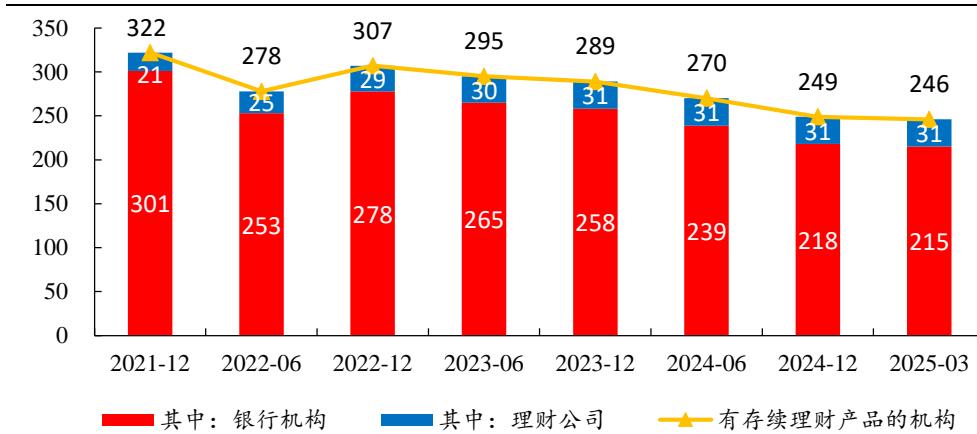
1.2、严监管预期下，市场份额不断向理财公司集中

1.2.1、中小银行正主动退出理财市场

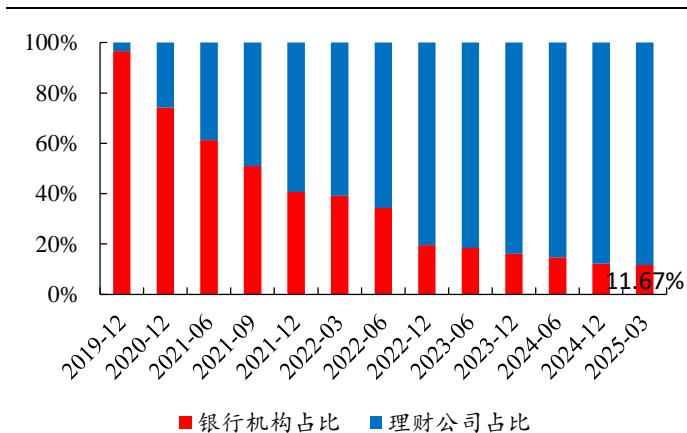
“清零”预期下，中小银行理财规模逐步压降。2024年全年并未新增理财公司的牌照发放，中小行获批难度仍然较大。2024年6月下旬，根据中国证券报报道，目前有部分省份要求未设立理财子公司的银行在2026年底前逐步压降存量理财业务规模。目前未拿到银行牌照的银行均为城农商行及更下沉的银行，截至2025Q1末其理财总规模降至3.4万亿元，市占率为11.67%；截至2025Q1末共有215家银行机构有存续的理财产品，较年初减少3家。银行机构规模占比、产品数量逐期下降，理财份额不断转移至理财公司，在投资端或表现出一定的差异性，比如理财公司对于信用债下沉普遍较为谨慎，极少下沉至信用债隐含评级AA（2）以下。

图7：截至 2025Q1 末，银行机构理财规模为 3.40 万亿元，占全市场 11.67%（万亿元）


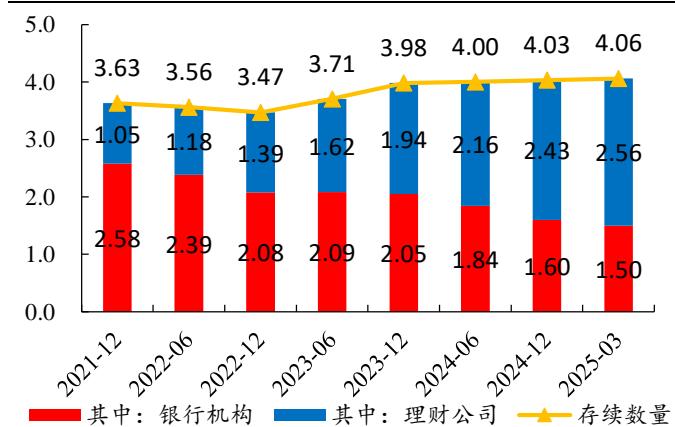
数据来源：银行业理财登记托管中心、开源证券研究所

图8：2025Q1 共有 3 家中小银行退出理财市场（家）


数据来源：银行业理财登记托管中心、开源证券研究所

图9：2025Q1 末银行机构理财规模占比降至 11.67%


数据来源：银行业理财登记托管中心、开源证券研究所

图10：2025Q1 末银行机构存续理财产品数降至 1.5 万只（万只）


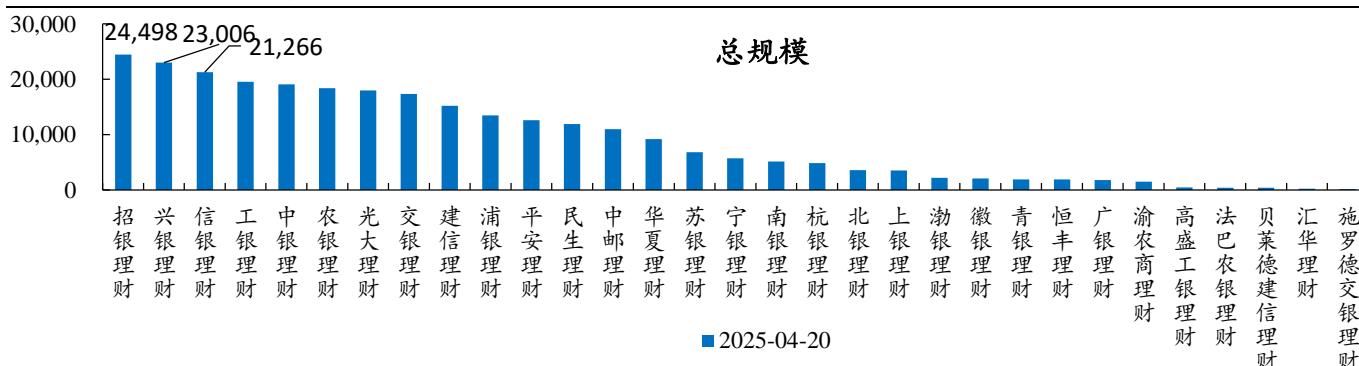
数据来源：银行业理财登记托管中心、开源证券研究所

1.2.2、股份行理财子仍稳居市场前三

招银理财现金管理类产品规模稳居第一，兴银理财、信银理财发力固收产品。

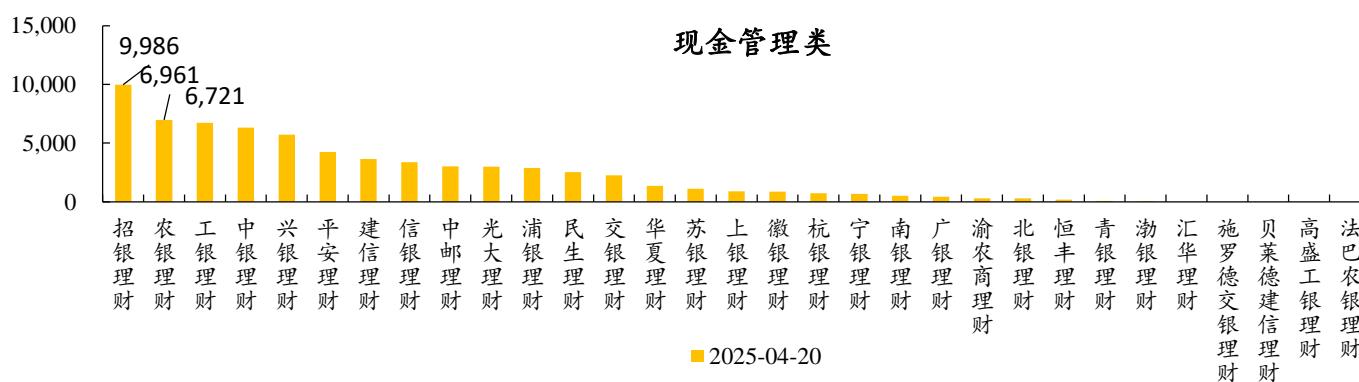
截至 2025-04-20 理财规模前三的仍为招银理财、兴银理财、信银理财，但优势产品略有不同：招银理财现金管理类规模排名市场第一，而信银理财、兴银理财的非现金固收类产品规模分列市场第一、第二。招银理财主要受益于母行扎实的零售基础，沉淀了较多零售客群，信银理财和兴银理财近年发力固收投研亦取得亮眼成绩。

图11：截至 2025-04-20，理财规模排名前三的仍为招银理财、兴银理财、信银理财（亿元）



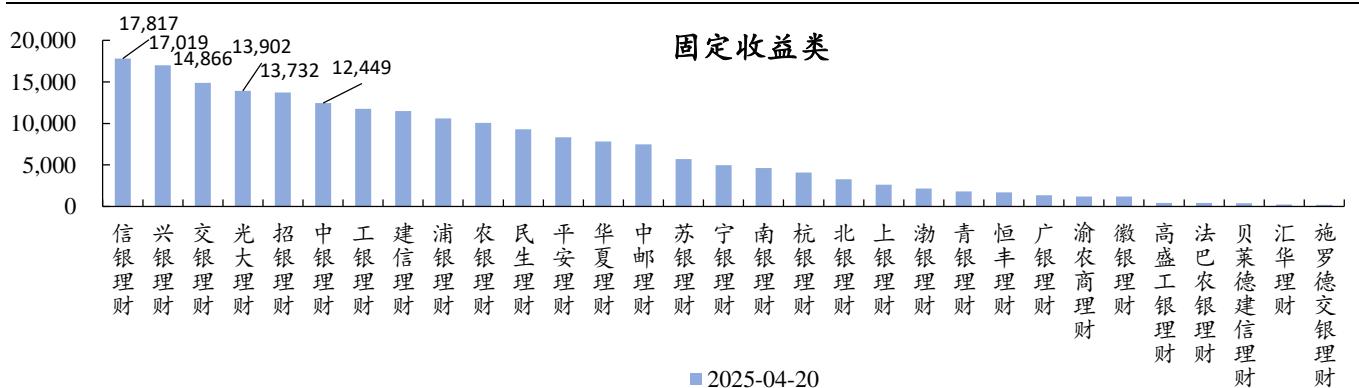
数据来源：普益标准、开源证券研究所

图12：截至 2025-04-20，现金管理类规模最大的为招银理财（亿元）



数据来源：普益标准、开源证券研究所

图13：截至 2025-04-20，非现金管理类的固收类产品规模最大的为信银理财（亿元）



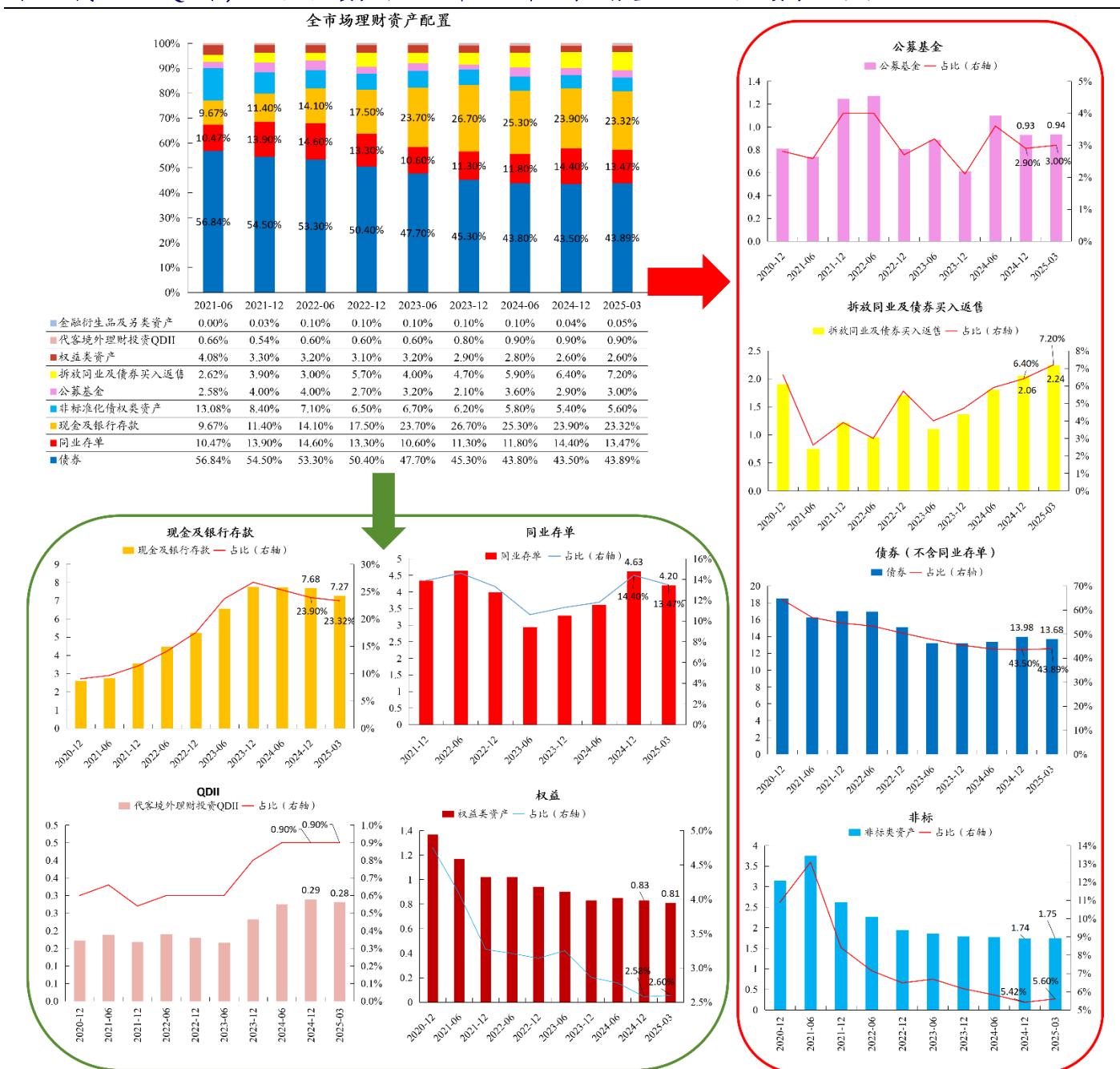
数据来源：普益标准、开源证券研究所

2、资产端：被动加大债券仓位，估值整改或影响风险偏好

2.1、预计全年持仓延续“存款降、债券升”

存款占比继续下降，债券和非标占比小幅上升。受2024年监管收紧协议存款、手工补息存款、同业活期存款的影响，理财底层的“现金及银行存款”占比已连续3个季度下降。而债券（不含同业存单）占比较年初微升至43.89%，占比上升0.39pct，非标占比较年初微升至5.60%，占比上升0.18pct。跨季资金面较紧的背景下，理财同业融出占比继续上升至7.2%。Q1理财负债端增长较慢，持有基金的规模边际持平，占比略有提升，并未大幅赎回基金。

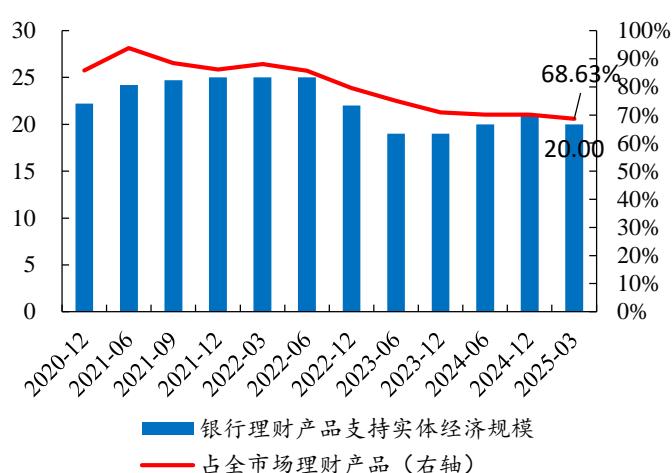
图14：截至2025Q1末，理财底层资产占比较年初上升的有公募基金、回购、债券、非标（万亿元）



数据来源：银行业理财登记托管中心、开源证券研究所

理财支持实体经济的比例仍处低位。截至 2025Q1 末，理财通过债券类资产（包含同业存单）、非标、未上市公司股权等资产支持实体经济的规模约 20 万亿元，比例降至 68.63%；理财支持实体规模占同期社融存款的比例为 4.73%，为有统计以来新低。随着存量协议存款到期，债券或为理财增量资产的基本盘，其支持实体的比例有望边际上升。

图15：2025Q1 理财支持实体经济比例降至 70% 以下（万亿元）



数据来源：银行业理财登记托管中心、开源证券研究所

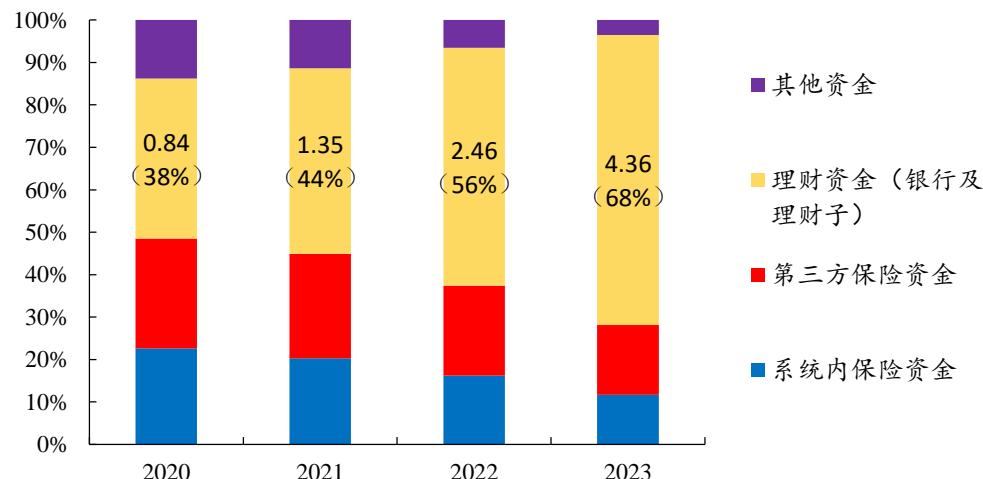
图16：2025Q1 理财支持实体占社融存量的比例边际下降



数据来源：银行业理财登记托管中心、开源证券研究所

测算 2025Q4 或面临 1.2 万亿元协议存款集中到期。2022 年底债市回调后理财大力增配保险协议存款（多为 3Y 定期），推测将在 2025Q4 及 2026Q1 集中到期。到期规模测算如下：已知组合类保险资管产品中，2022 年末、2023 年末存款占比分别为 60%、67%；若假设存款中 80% 为协议存款，则理财的协议存款在 2025 年到期 $2.46*60%*80\% \approx 1.2$ 万亿元（主要为 2025Q4），2026 年到期 $(4.36*67\%-2.46*60\%)*80\% \approx 1.2$ 万亿元（主要为 2026Q1）。

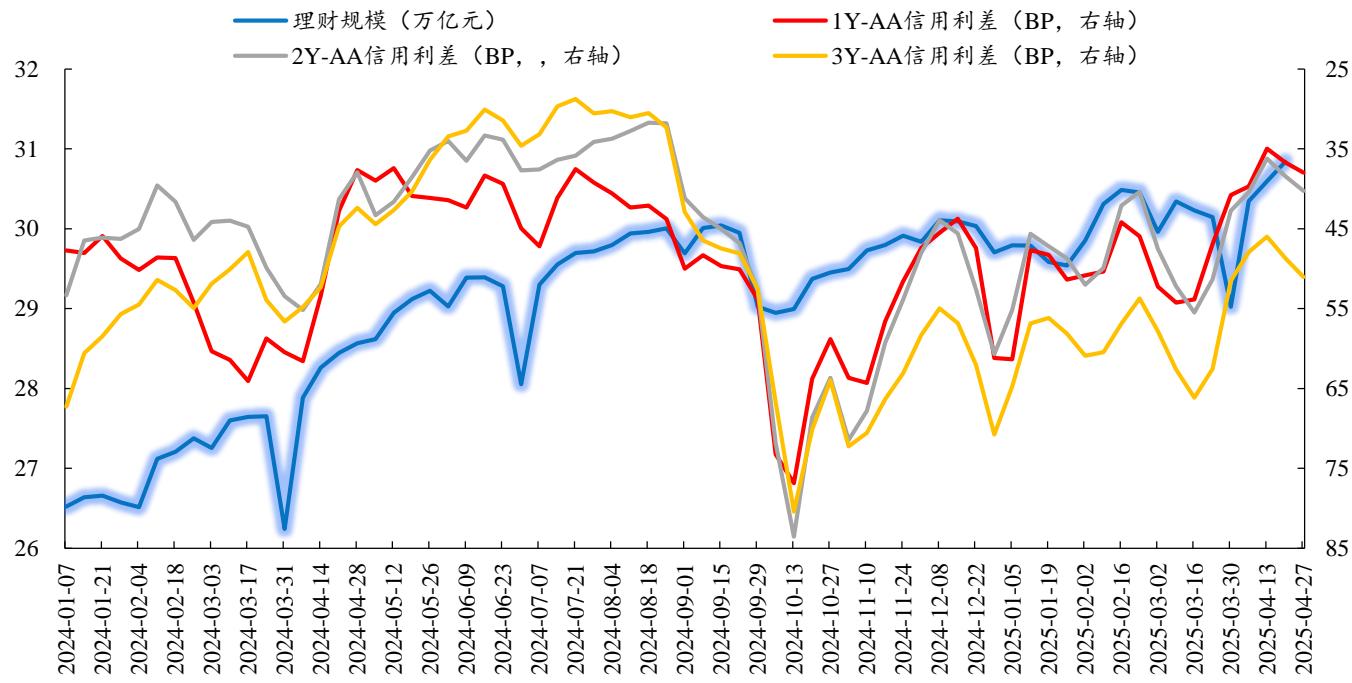
图17：测算 2025Q4、2026Q1 分别有 1.2 万亿元、1.2 万亿元协议存款到期（万亿元）



数据来源：中国保险资产管理运行调研报告、开源证券研究所

五一节后理财规模或继续增长，信用利差有边际收窄的空间。2025年理财增速或同比下降，主要由于2024年基数较高且2025年存款出表的催化剂相对较少。我们观察到虽然4月理财规模恢复增长，但信用利差尚未明显收窄，一方面4月的理财规模增长主要是3月回表后的恢复性增长，纯增量同比减少，另一方面在3月债市回调及估值严监管预期下，理财对于债市的态度或更加谨慎。由于4月底面临五一假期的短期取现需求，理财通常增长较慢，我们预计五一节后或迎来较快增长，信用利差有边际收窄的空间。

图18：2025年4月理财规模恢复增长，但信用利差尚未明显收窄



数据来源：普益标准、Wind、开源证券研究所（注：信用利差取周度平均值；2025-04-27 截至当周4月24日）

2.2、关注后续估值整改对理财风险偏好的影响

交易商协会“估值指引”并非仅针对理财，避免过度解读。近日交易商协会发布《银行间债券市场债券估值业务自律指引（试行）》，明确银行间债券的估值流程，其中规定“不得利用估值运用规则的差异，未经审慎评估随意选择不同估值产品或其他替代性价格，规避产品净值化要求，损害债券市场投资人利益”。但该指引为2023年央行发布的《银行间债券市场债券估值业务管理办法》的补充文件，并非针对理财发文，故应避免过度解读。

但另一方面市场也较为关心理财估值整改的最新进展。我们认为信托收盘价估值年内或有存量整改的可能性，初步测算，截至2024年末理财运用收盘价估值的债券（主要为上交所私募债）约6400亿元。其落地将使得理财安全垫进一步减少，或导致理财公司的投资风险偏好降低，从而更为谨慎地拉久期或做下沉。

应对净值波动的方法：布局现金管理类、封闭式产品。若信托估值被严格收紧，后续理财应用估值来平滑净值的方法将变得不多，未来或在产品端发力布局现金管理类和封闭式产品（可有条件使用摊余成本法），以多样化产品来应对可能出现的债市波动，实现规模的稳步增长。

表2：上交所私募债占前十大持仓的比例为 2.1%，以此比例估算全部持仓中约占 6400 亿元

上交所债券		截至 24Q4 (亿元)	占上交所债券持仓	占前十持仓	估算：理财持有 (亿元)
利率债	国债	102	3.8%	0.1%	429
	地方政府债	19	0.7%	0.0%	79
	政金债	0	0.0%	0.0%	1
金融债	中证金	0	0.0%	0.0%	0
	商业银行	0	0.0%	0.0%	0
	保险公司	0	0.0%	0.0%	0
	证券公司	285	10.7%	0.4%	1,202
	其它金融机构	0	0.0%	0.0%	0
信用债	政府支持机构债	2	0.1%	0.0%	10
	一般公司债	415	15.6%	0.6%	1,750
	一般企业债	62	2.3%	0.1%	260
	私募债	1,524	57.3%	2.1%	6,421
	债务融资工具	1	0.0%	0.0%	4
	ABS	251	9.4%	0.4%	1,056
	可交换债	0	0.0%	0.0%	0
	可转债	0	0.0%	0.0%	0
	上交所债券合计	2,662	100.0%	3.7%	11,212

数据来源：普益标准、开源证券研究所

3、投资建议

2025Q1 春节取现需求+银行存款冲量对理财造成一定挤出，特别是理财季末回表行为使规模读数偏低。4 月理财重启增长，股份行理财子仍可通过差异化优势巩固零售客群，推荐中信银行、光大银行，受益标的有招商银行、兴业银行等。

表3：受益标的一览

代码	银行名称	PB (LF)		ROE(%)	总营收同比增长 (%)			归母净利润同比增长 (%)			EPS			评级
		2025-04-25	2025E		2024A	2025E	2026E	2024A	2025E	2026E	2024A	2025E	2026E	
600036.SH	招商银行	1.0	0.9	14.49	-0.48	0.77	3.37	1.22	1.27	3.98	5.88	5.96	6.19	未评级
601166.SH	兴业银行	0.6	0.5	9.89	0.66	0.34	2.81	0.12	-0.10	3.05	3.72	3.71	3.83	未评级
601998.SH	中信银行	0.6	0.5	9.79	3.76	3.71	2.45	2.33	0.36	3.30	1.26	1.27	1.31	买入
601818.SH	光大银行	0.5	0.4	7.93	-7.05	1.10	1.12	2.22	0.05	0.20	0.71	0.71	0.71	增持

数据来源：Wind、开源证券研究所（注：1、未评级标的均采用 Wind 一致预期，已评级公司盈利预测来自开源证券研究所；2、上述盈利预测及估值数据的基准日均为 2025-04-25；3、ROE 为 2024 年的年化 ROE）

4、风险提示

经济增速不达预期，理财底层资产风险暴露：若经济增速不达预期、信用风险有所扩大，相关理财产品的底层资产质量将受影响，理财产品的净值波动有所加大；

金融监管趋严，资产端可选范围缩窄：严监管趋势下，资管产品的发行节奏和投资范围或将受到影响，难以匹配传统客群的投资需求；

理财子牌照发放收紧，未成立理财子公司的银行业务受限：目前尚未获批成立理财子公司的银行，或面临着理财存量规模受限、增量产品无法发行等风险。

附表：理财资产配置一览
附表：理财资产配置一览（穿透后口径）

资产配置（万亿元）	2020-12	2021-06	2021-12	2022-06	2022-12	2023-06	2023-12	2024-06	2024-12	2025-03
现金及银行存款	2.61	2.77	3.56	4.49	5.24	6.56	7.76	7.73	7.68	7.27
同业存单		3.00	4.34	4.64	3.98	2.94	3.28	3.61	4.63	4.20
债券	18.53	16.29	17.00	16.95	15.10	13.21	13.16	13.39	13.98	13.68
其中：利率债	2.24	1.76	1.83	1.65	1.42	1.07	0.93	0.82	0.75	-
信用债	13.77	14.53	15.17	15.29	13.68	12.15	12.24	12.57	13.21	-
非标准化债权类资产		3.14	3.75	2.62	2.26	1.95	1.86	1.80	1.78	1.74
公募基金		0.81	0.74	1.25	1.27	0.81	0.89	0.61	1.10	0.93
拆放同业及债券买入返售		1.91	0.75	1.22	0.95	1.71	1.11	1.37	1.80	2.06
权益类资产		1.37	1.17	1.03	1.02	0.93	0.89	0.84	0.85	0.81
代客境外理财投资QDII		0.17	0.19	0.17	0.19	0.18	0.17	0.23	0.28	0.29
金融衍生品及另类资产		0.01	0.00	0.01	0.03	0.03	0.03	0.03	0.01	0.02
总投资资产合计	28.84	28.66	31.19	31.81	29.96	27.7	29.06	30.56	32.13	31.17
现金及银行存款	9.1%	9.7%	11.4%	14.1%	17.5%	23.7%	26.7%	25.3%	23.9%	23.3%
同业存单		10.5%	13.9%	14.6%	13.3%	10.6%	11.3%	11.8%	14.4%	13.5%
债券	64.3%	56.8%	54.5%	53.3%	50.4%	47.7%	45.3%	43.8%	43.5%	43.9%
其中：利率债	7.8%	6.1%	5.9%	5.2%	4.7%	3.9%	3.2%	2.7%	2.3%	-
信用债	47.7%	50.7%	48.6%	48.1%	45.7%	43.9%	42.1%	41.1%	41.1%	-
非标准化债权类资产		10.9%	13.1%	8.4%	7.1%	6.5%	6.7%	6.2%	5.8%	5.4%
公募基金		2.8%	2.6%	4.0%	4.0%	2.7%	3.2%	2.1%	3.6%	2.9%
拆放同业及债券买入返售		6.6%	2.6%	3.9%	3.0%	5.7%	4.0%	4.7%	5.9%	6.4%
权益类资产		4.8%	4.1%	3.3%	3.2%	3.1%	3.2%	2.9%	2.8%	2.6%
代客境外理财投资QDII		0.6%	0.7%	0.5%	0.6%	0.6%	0.6%	0.8%	0.9%	0.9%
金融衍生品及另类资产		0.0%	0.0%	0.0%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.0%	0.1%
占比	100.0%									

数据来源：银行业理财登记托管中心、开源证券研究所

特别声明

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

分析师承诺

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

股票投资评级说明

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

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

分析、估值方法的局限性说明

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

法律声明

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

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

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

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

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

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

开源证券研究所

上海

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

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号 楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn