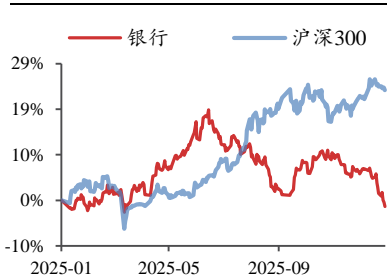


银行

2026年01月26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

- 《企业信贷超季节性增长，信贷投放前置趋势或延续——行业点评报告》-2026.1.16
- 《政策支撑稳增长，关注Q1银行景气度修复行情——行业点评报告》-2026.1.16
- 《2026钱往何处：理财真净值化时代的攻守之道——2026年理财资产配置展望》-2026.1.8

规模高增&收益承压，“存款+基金”成配置主线

——理财登 2025 年报解读

刘呈祥（分析师）

liuchengxiang@kysec.cn

证书编号：S0790523060002

吴文鑫（分析师）

wuwenxin@kysec.cn

证书编号：S0790524060002

● 负债端：“存款搬家”叙事逻辑强于债市波动&股市分流

截至 2025 年末，理财规模增至 33.29 万亿元，全年增长 3.34 万亿元，yoy+11.15%。2025 年“存款搬家”叙事贯穿，逻辑仍强于债市波动、股市分流，规模延续高增。季节性上，2025 年理财增长总体符合季节性规律，若加回季末回表规模，理财在 2025 年 12 月或实际达到历史高点 33.7 万亿元左右。预计 2026Q1 理财增长较为后置，主要由于春节时间较晚（2 月中下旬），加权益市场情绪较热、3 月底理财回表，留给理财 Q1 增长的时间窗口较少。

产品结构上，短期限固收类仍为增长主力，封闭式增长加快。从 2025 年各类产品增量来看，（1）运作模式：非现管的开放式（2.65 万亿元）>封闭式（0.95 万亿元）>现金管理类（-0.26 万亿元）。（2）资产投向：非现管的固收类（3.43 万亿元）>混合类（0.14 万亿元）>权益类（0.02 万亿元）>商品及金融衍生品类（0.01 万亿元）>现金管理类（-0.26 万亿元）。理财风险偏好并未明显抬升，R2 产品仍为主流，占比约 2/3。

收益表现上，2025 年收益率均值为 1.98%，首次低于 2%。2025 年各月总体波动下降且波动幅度大于 2024 年，但由于 2025 年仍处于估值整改的过渡期，理财产品控波能力总体较强。2025Q-Q4 新发募集的总规模、单只规模均保持平稳。比价效应提供了理财增长的现实支撑：2025 年 9 月 3Y 定存实际利率为 1.69%，而 1M 以内持有期理财产品为 1.66%，基本与 3Y 定存持平，但流动性显著更高。

● 资产端：筑牢存款基本盘、增配基金多个品类

存款、公募基金仓位创历史新高，构建攻守兼备的新策略。（1）存款：2025 年末存款规模 10.06 万亿元，占比 28.2%，规模和占比均为历史最高。同业存款和 NCD 有一定的替代性，两者合计占比稳定在 40% 左右。由于 NCD 供给收缩，同业存款的稀缺性不断提高，一般抓住旺季（季末年初）时间窗口增配、而淡季时则存款略微下沉。（2）债券：2025 年末，理财持有信用债规模较 2025Q2 末略有上升至 13.27 万亿元，占比下降至 37.21%。2025Q4 在诸多因素扰动下，国债收益率持续调整，为降低组合波动，理财或对拉长久期较为谨慎。

（3）公募基金：2025 年末规模为 1.82 万亿元，占比 5.10%，为历史新高。推算 Q4 主要增配：货基（2768 亿元）>科创债 ETF（1249 亿元）>短债基金（723 亿元）>混合二级债基（347 亿元）。货基“货币增强”漏洞被堵住，后续货基或主要助力流动性调节；科创债 ETF 扩容带来增量。股市偏多预期下 2026 年理财有望加大二级债基、ETF 的持仓。

● 机构端：非持牌理财规模持续压缩，“清零”时点尚待明确

理财子牌照继续“惜发”，2025 年无新增理财子牌照。截至 2025 年末非持牌的银行机构理财规模为 2.58 万亿元，占全市场 7.75%。自 2023 年 12 月 29 日浙银理财获批后，已有 2 年时间尚无新的理财子获批。目前非持牌的银行“清零”预期较为充分，但具体时间和要求尚未明确，对于低评级债券清退的压力尚且不大。

风险提示：经济增速不及预期；金融监管趋严；理财子牌照发放收紧等。

目录

1、 负债端：“存款搬家”逻辑强于债市波动&股市分流.....	4
1.1、 规模总量：理财增至 33.29 万亿元，增量略高于 2024 年.....	4
1.2、 产品结构：非现管开放式仍为助力，封闭式增长加快.....	5
1.3、 收益表现：收益率首次降至 2% 以下，但募集热度不减.....	7
2、 资产端：筑牢存款基本盘，增配货基&ETF 等多类基金.....	9
2.1、 2025Q4 持仓一览：存款、公募基金仓位创历史新高.....	9
2.1.1、 存款：存款仓位有望上升，NCD 供给收缩.....	10
2.1.2、 债券：信用债占比下降，震荡市下或维持较短久期.....	11
2.1.3、 公募基金：“货币增强”迎监管约束，科创债 ETF 热度较高.....	12
2.2、 理财策略展望：积累低波票息资产，把握权益等多资产机会.....	13
3、 机构端：非持牌理财规模持续压缩，“清零”时点尚待明确.....	14
4、 风险提示.....	15
附表：理财持仓一览.....	16

图表目录

图 1： 截至 2025 年末理财规模为 33.29 万亿元， yoy+11.15%（万亿元）.....	4
图 2： 除 2022 年以外，历年 Q4 理财增长约 1 万亿元左右（亿元）.....	4
图 3： 历年 1 月理财增长一般；2026Q1 受春节较晚的影响，理财增长或弱于往年（万亿元）.....	5
图 4： 2025 年非现管开放式理财贡献主要增量（万亿元）.....	6
图 5： 2025 年非现管固收类理财贡献主要增量（万亿元）.....	6
图 6： 2025 年 1-5 月，非现管日开、1M 以内的最小持有期型理财产品贡献主要增量（亿元）.....	6
图 7： 2025 年封闭式产品封闭期逐季下降.....	7
图 8： 2025 年末 R2 理财产品规模占约 2/3（万亿元）.....	7
图 9： 2025 年理财产品各月为投资者创造收益波动下降（亿元）.....	7
图 10： 2025 年理财平均收益率为 1.98%.....	8
图 11： 2025Q4 理财平均单只募集规模环比继续增长.....	8
图 12： 2025 年 12 月，最小持有期固收类理财收益率为 1.76%，略高于 3Y 定存实际利率.....	8
图 13： 2025 年 12 月 1M 以下最小持有期理财产品的收益率为 1.66%，与 3Y 定存基本持平.....	8
图 14： 2025Q4 理财新增投资资产中，主要为“现金及银行存款”及公募基金贡献（万亿元）.....	9
图 15： 2024-2025 年存款&同业存单占比合计维持在 40% 左右（万亿元）.....	10
图 16： 2025Q2-Q4 存款仓位逐步上升，同业存单仓位总体下降.....	10
图 17： 2025 年 5-7 月理财净买入 NCD 规模同比多增，但 8 月开始规模显著下降（亿元）.....	11
图 18： 2025 年 6 月开始多个月份同业存单净融资额为负值（亿元）.....	11
图 19： 理财的信用债仓位持续下降（万亿元）.....	12
图 20： 理财的利率债仓位仍处于较低水平（万亿元）.....	12
图 21： 2025 年末理财支持实体经济比例下降（万亿元）.....	12
图 22： 2025 年末理财支持实体占社融存量比例仍较低.....	12
图 23： 2025 年末理财持有公募基金 1.82 万亿元，占比 5.10%，为历史新高（万亿元）.....	13
图 24： 截至 2025 年末，非持牌的城农商行理财规模为 2.85 万亿元，占全市场 8.87%（万亿元）.....	14
图 25： 2025Q4 共有 22 家非持牌中小银行退出理财市场（家）.....	15
图 26： 截至 2025 年末“已转向纯代销的银行”或有 434 家.....	15

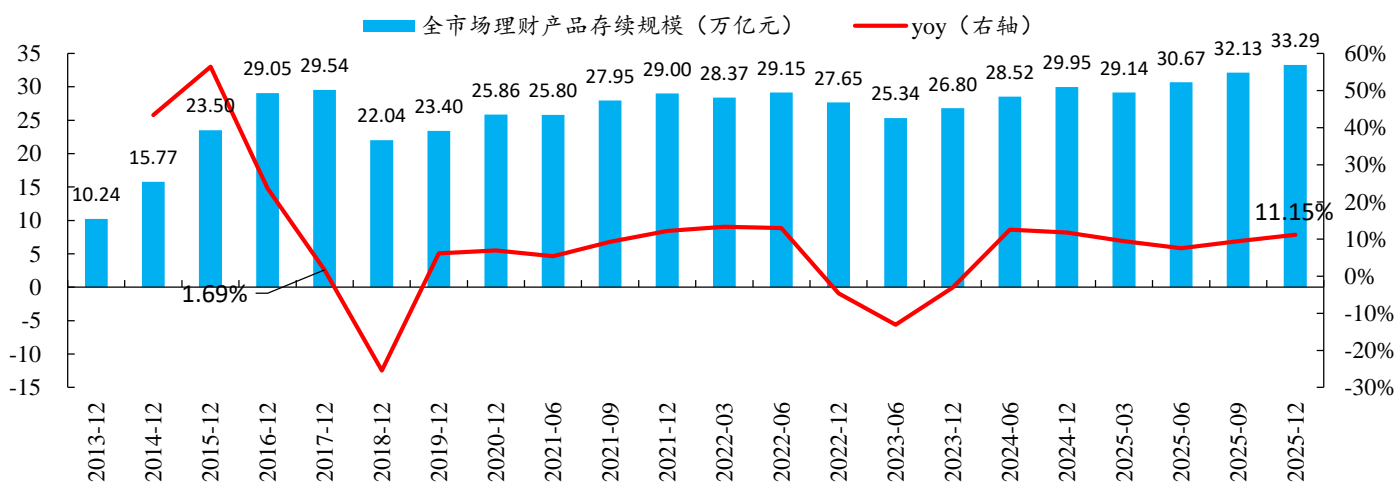
表 1: 理财持仓一览: 2025 年末现金及银行存款、公募基金持仓比例均达历史新高 (穿透后, 万亿元)	9
表 2: 基于前十持仓推算: 2025Q4 末理财主要增配货基、科创债 ETF, 其余多类基金也有一定增配 (亿元)	13
附表: 理财持仓一览 (穿透后口径)	16

1、负债端：“存款搬家”逻辑强于债市波动&股市分流

1.1、规模总量：理财增至 33.29 万亿元，增量略高于 2024 年

截至 2025 年末理财规模为 33.29 万亿元，全年增长 3.34 万亿元，yoy+11.15%。回顾 2025 年，“存款搬家”叙事贯穿，债市在机构行为博弈下震荡加大，但理财在估值整改过渡期净值保持相对稳定，规模延续高增，增量为 3.34 万亿元，略高于 2024 年（2024 年为 3.15 万亿元）。股市“慢牛”行情下理财规模增长并未受到显著影响，显示其增长韧性仍然较强。

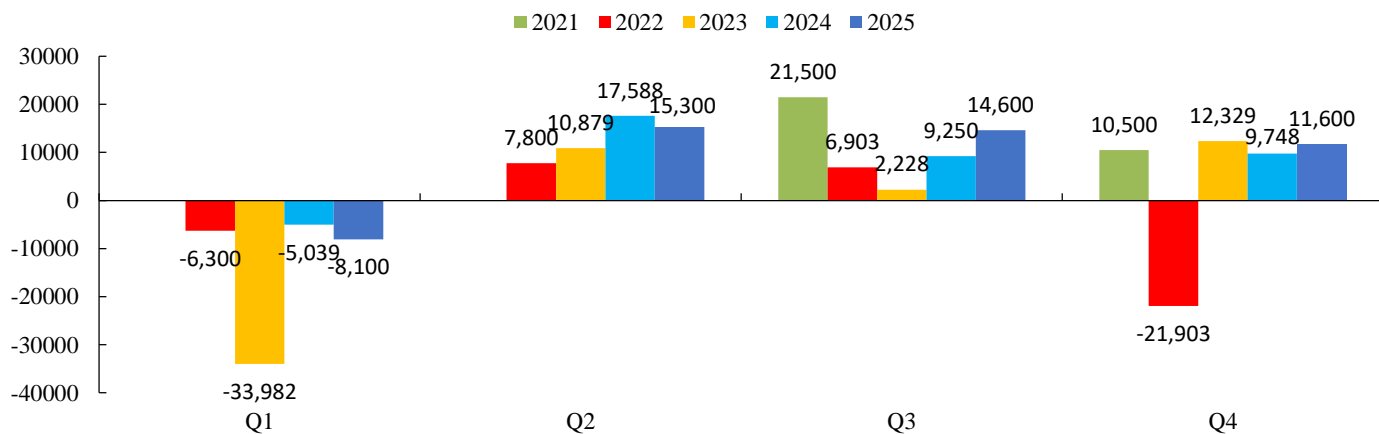
图1：截至 2025 年末理财规模为 33.29 万亿元，yoy+11.15%（万亿元）



数据来源：银行业理财登记托管中心、开源证券研究所

季节性上，2025 年理财增长总体符合季节性规律，外部扰动不大。正常年份（除 2022 年外）Q4 理财增量通常为 1 万亿元左右，2024Q4 由于“924 新政”带来的股市情绪上涨，理财资金被分流导致增长略低于 1 万亿元。季节性上还需要考虑年末回表的规模，Q4 回表通常在 3000~5000 亿元，回表规模通常为 Q1>Q2>Q3>Q4，若加回季末回表规模，理财在 2025 年 12 月或实际达到历史高点 33.7 万亿元左右。此外，债市波动、“慢牛”行情并未对理财增长造成明显的分流，或与理财“绝对收益”定位有关，“存款搬家”的叙事逻辑目前仍强于股债市的影响。

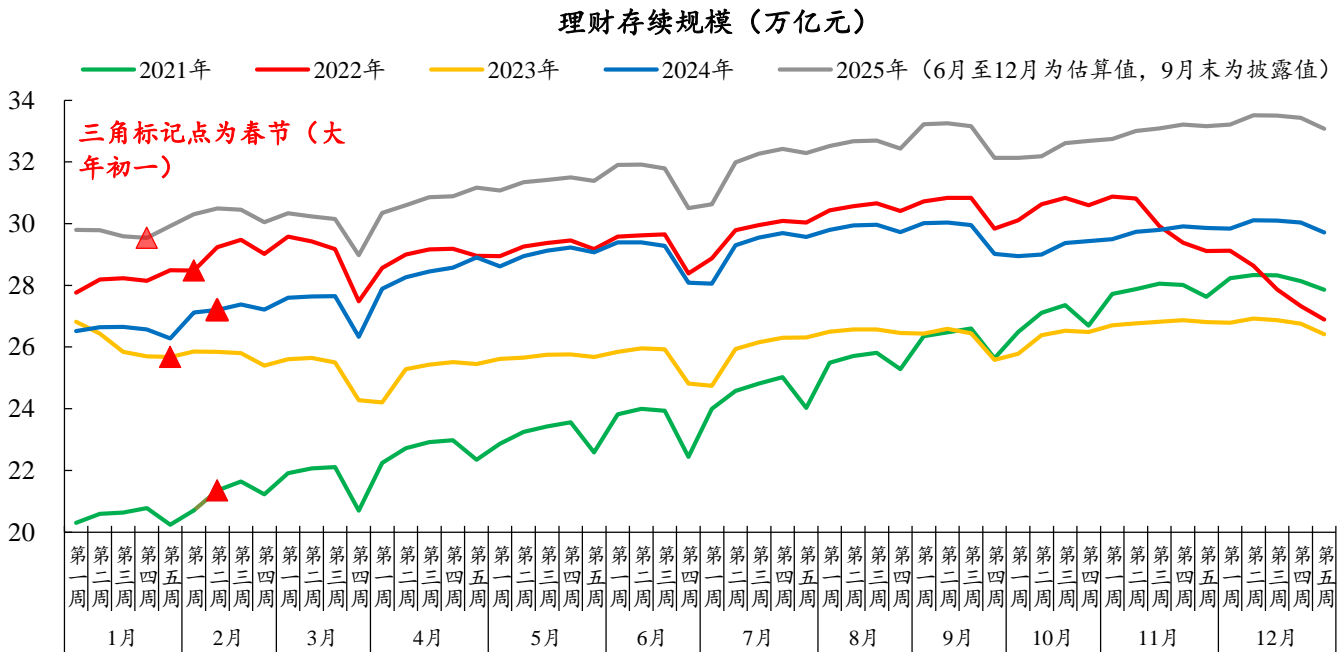
图2：除 2022 年以外，历年 Q4 理财增长约 1 万亿元左右（亿元）



数据来源：银行业理财登记托管中心、普益标准、开源证券研究所

预计 2026Q1 理财增长较为后置，增长或略弱于往年。主要由于春节时间较晚（2月中下旬），春节前负债端让位于银行存款，因此 1 月有较大可能规模持平、月末略降，理财规模明显上升或需静待春节后的第一周，节后居民现金面临再配置需求，银行冲存款的需求阶段性下降。但由于春节节后不久，即将面临 3 月底理财回表，留给理财 Q1 增长的时间窗口较以往年份更少，再加上 Q1 股市情绪较热，预计 2026Q1 理财增长略低于往年，Q2 有望迎来稳定增长。

图3：历年 1 月理财增长一般；2026Q1 受春节较晚的影响，理财增长或弱于往年（万亿元）



数据来源：银行业理财登记托管中心、普益标准、开源证券研究所（注：季末规模采用理财登披露，其余数据采用普益标准披露；2025年 6-12 月非季末的数据根据现券净买入规模推算）

1.2、产品结构：非现管开放式仍为助力，封闭式增长加快

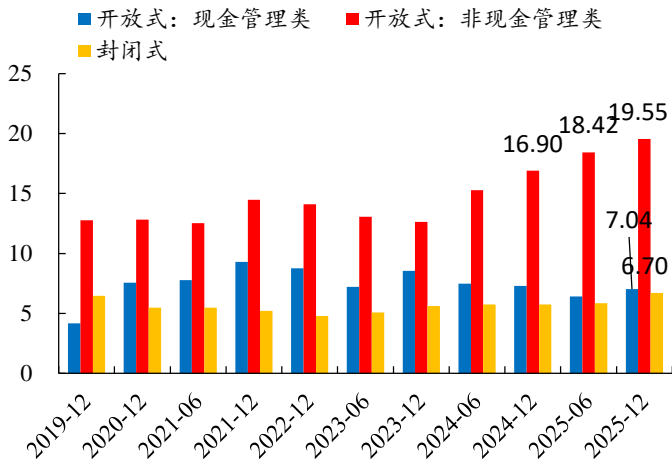
开放式固收类（非现管）仍为增长主引擎，封闭式增长加快、现管类降幅收窄：

从运行模式来看，2025 年各类产品的增量分别为：非现管的开放式（2.65 万亿元）>封闭式（0.95 万亿元）>现金管理类（-0.26 万亿元）。和 2024 年类似，非现管开放式产品仍然贡献主要增量，主要是胜在波动可控且收益率更高。进一步拆解产品结构，非现管的日开、1M 以内持有期产品为主要增长点（2025 年 1-5 月）。另一个亮点是，封闭式产品 2025 年增长 0.95 万亿元，远高于 2024 年的 0.13 万亿元，或主要由于开放式产品收益率下降，部分投资者出于对收益率的要求愿意部分牺牲流动性而选择封闭式产品。

从资产投向来看，2025 年各类产品的增量分别为：非现管的固收类（3.43 万亿元）>混合类（0.14 万亿元）>权益类（0.02 万亿元）>商品及金融衍生品类（0.01 万亿元）>现金管理类（-0.26 万亿元）。和 2024 年类似，非现管的固收类产品仍然增长主引擎，但增量不及 2024 年（2024 年为 4.26 万亿元），或主要由于其与现金管理类产品的收益差缩窄。但非现管的固收类产品仍有进一步增长空间，主要由于投资范围更为广泛，对债券久期无监管限制、“固收+”的产品可投资不超过 20% 的权益资产，目前股市机会偏多的行情下，该类产品的收益有更大的向上弹性。此外，

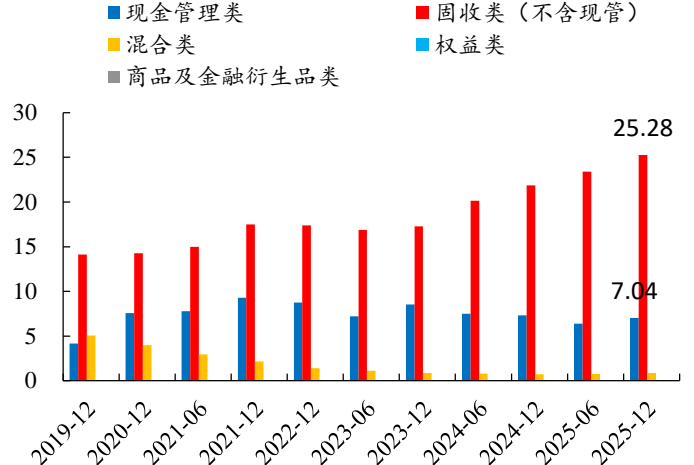
目前理财风险偏好并未明显抬升，R2 产品仍为主流，占比约 2/3。

图4：2025 年非现管开放式理财贡献主要增量（万亿元）



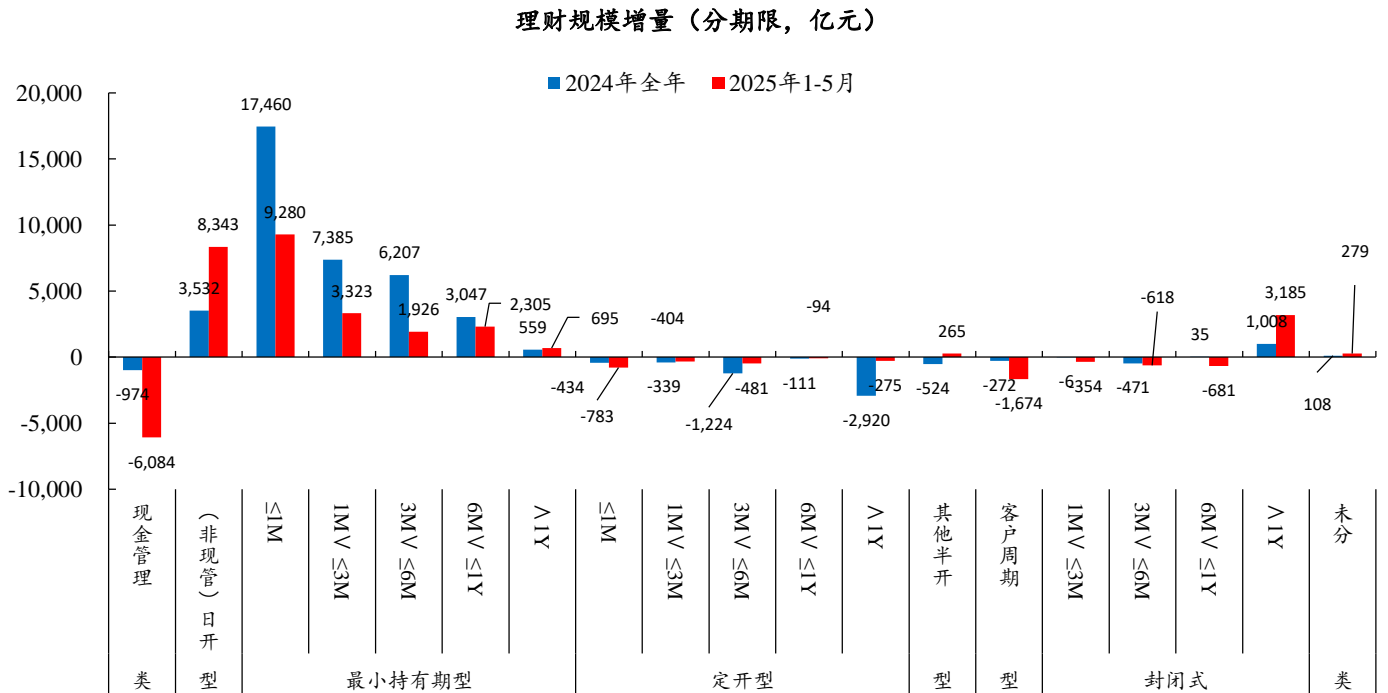
数据来源：银行业理财登记托管中心、开源证券研究所

图5：2025 年非现管固收类理财贡献主要增量（万亿元）



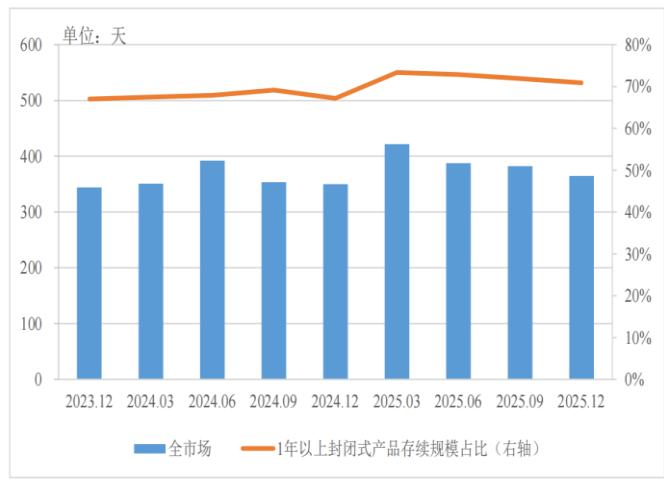
数据来源：银行业理财登记托管中心、开源证券研究所

图6：2025 年 1-5 月，非现管日开、1M 以内的最小持有期型理财产品贡献主要增量（亿元）



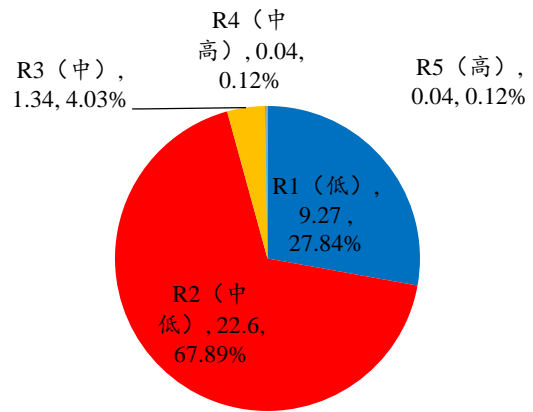
数据来源：普益标准、开源证券研究所（注：2025 年 6 月起该数据未更新，故选取前五个月数据）

图7：2025年封闭式产品封闭期逐季下降



数据来源：银行业理财登记托管中心、开源证券研究所

图8：2025年末R2理财产品规模约占2/3（万亿元）

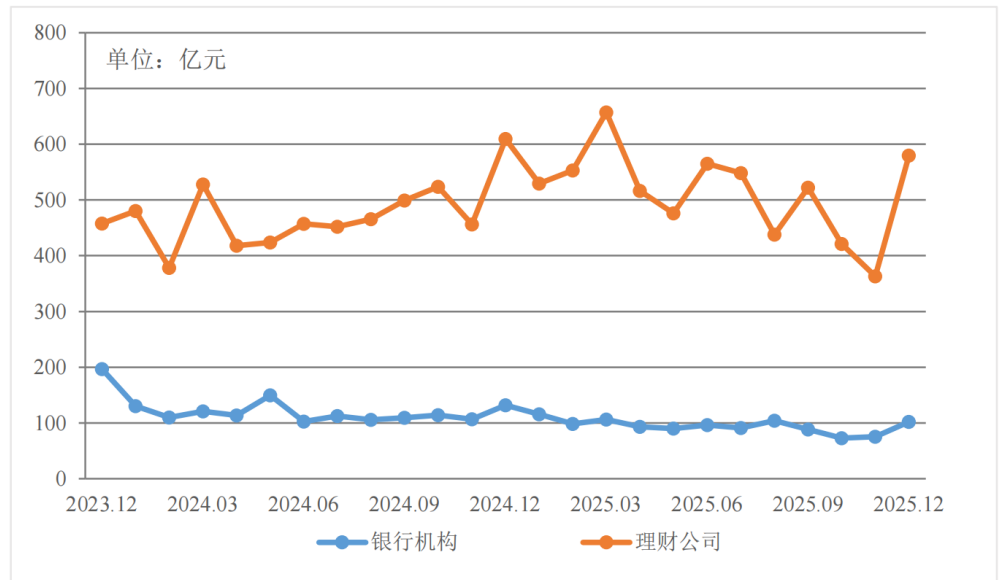


数据来源：银行业理财登记托管中心、开源证券研究所

1.3、收益表现：收益率首次降至2%以下，但募集热度不减

理财收益率波动下降，首次低于2%。根据银行业理财登记托管中心披露的口径，2025年各月收益率均值为1.98%，首次低于2%，低于发生债市“赎回潮”的2022年。从为投资者创造收益的月度趋势来看，2025年各月总体波动下降且波动幅度大于2024年，意味着持有体验或略差于2024年。但由于2025年仍处于估值整改的过渡期，理财产品控波动能力总体较强，债市的波动并未直接导致大规模赎回。

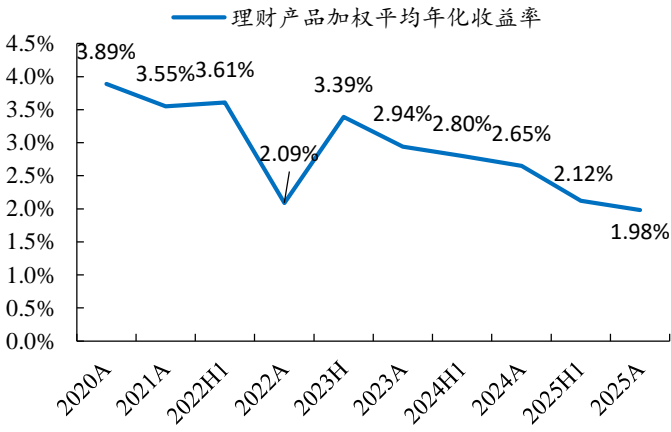
图9：2025年理财产品各月为投资者创造收益波动下降（亿元）



数据来源：银行业理财登记托管中心、开源证券研究所

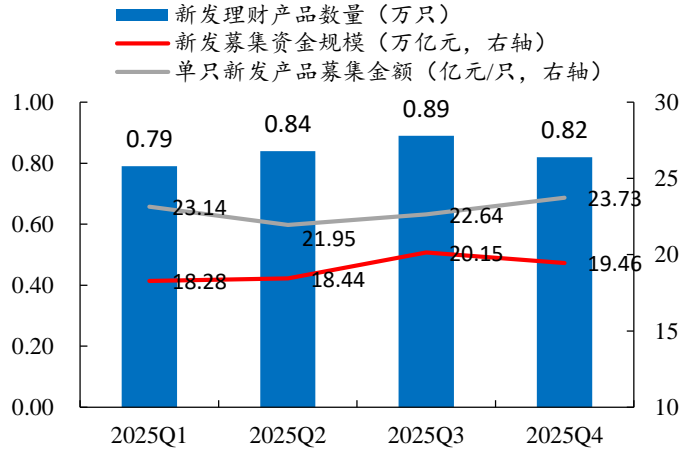
理财收益率逐步下降，是否会影响后续募集热度？2025Q-Q4新发募集的总规模、单只规模均保持平稳，并未明显受到收益率下降的影响。“存款搬家”是主要催化剂，比价效应提供了理财增长的现实支撑：2025年9月3Y定存实际利率为1.69%，而最小持有期型的固收类理财为1.76%，其中1M以内持有期产品为1.66%，基本于3Y定存持平，但流动性显著好于3Y定存。

图10: 2025年理财平均收益率为1.98%



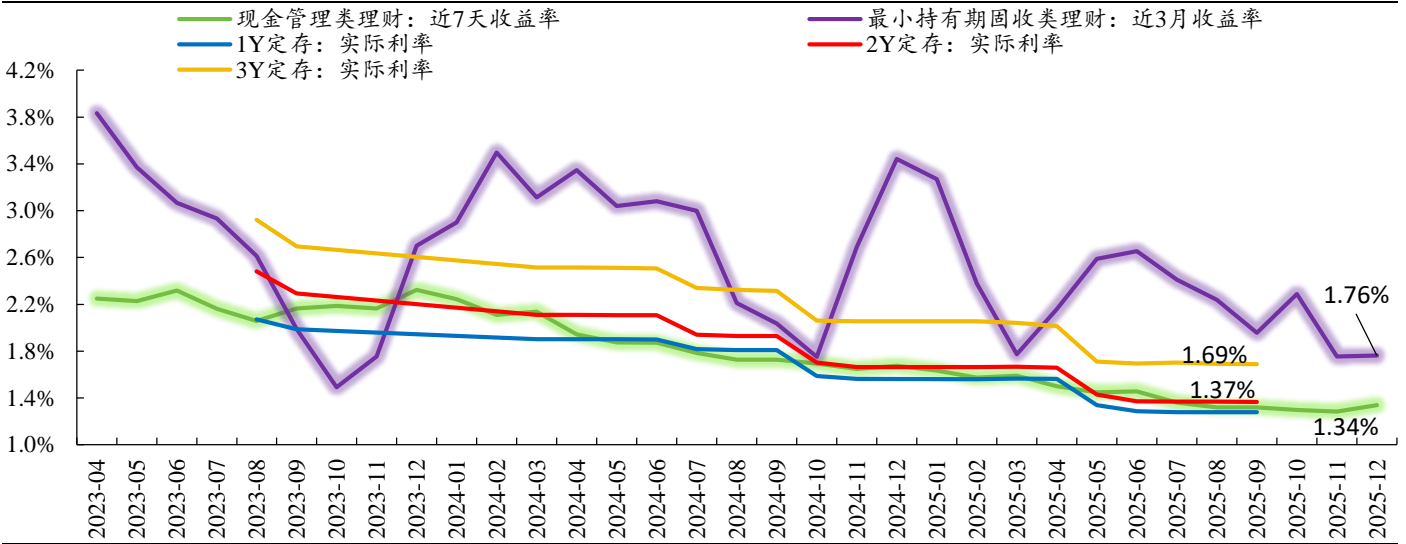
数据来源: 银行业理财登记托管中心、开源证券研究所

图11: 2025Q4理财平均单只募集规模环比继续增长



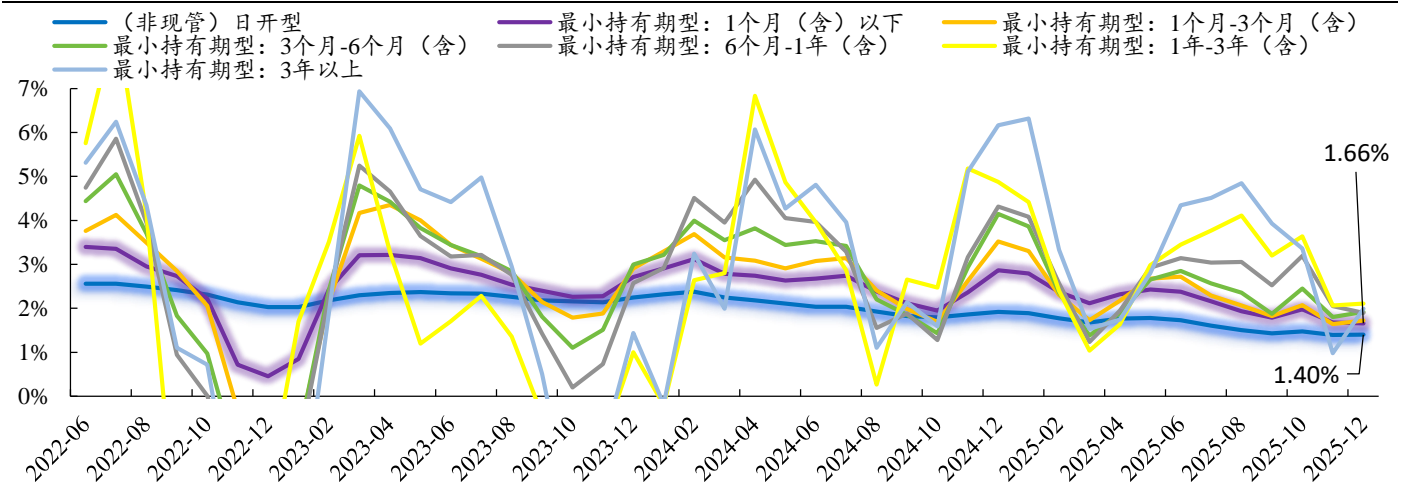
数据来源: 银行业理财登记托管中心、开源证券研究所

图12: 2025年12月, 最小持有期固收类理财收益率为1.76%, 略高于3Y定存实际利率



数据来源: 融 360、普益标准、开源证券研究所

图13: 2025年12月1M以下最小持有期理财产品的收益率为1.66%, 与3Y定存基本持平



数据来源: 融 360、普益标准、开源证券研究所

2、资产端：筑牢存款基本盘，增配货基&ETF 等多类基金

2.1、2025Q4 持仓一览：存款、公募基金仓位创历史新高

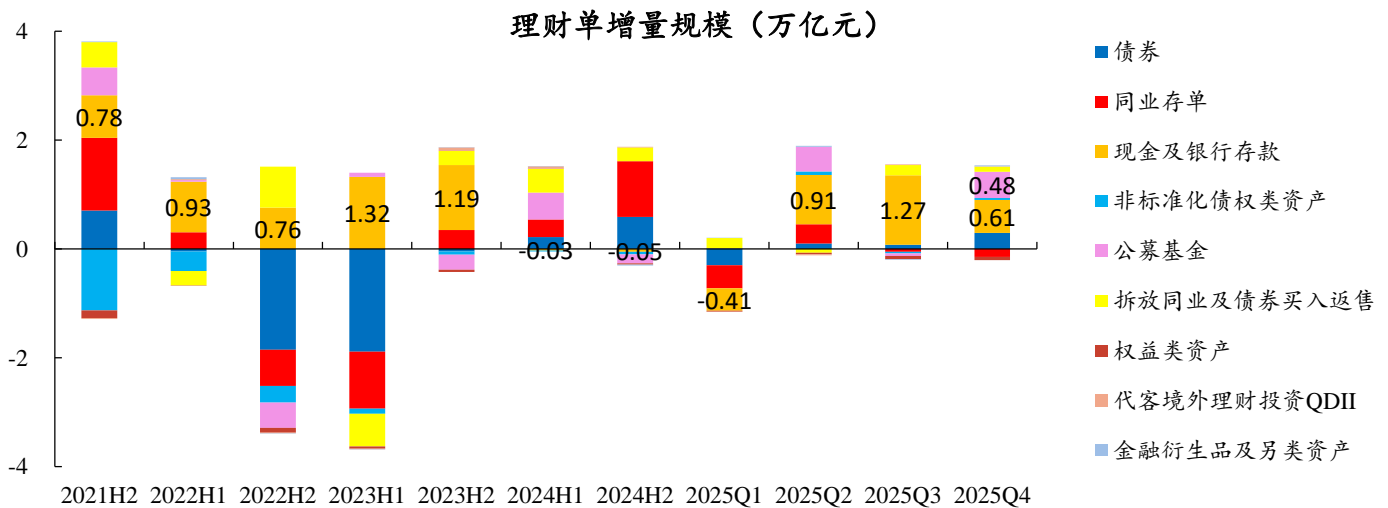
“存款+公募基金”构建攻守兼备的新策略，仓位均创历史新高。债市震荡预期下，理财更倾向于增配净值无波动的存款，加之年底跨季银行可提供较高利率的同业存款，理财通常会抓住该时间窗口大量增配，2025 年末存款规模 10.06 万亿元，占比 28.2%，规模和占比均为历史最高。随着信托估值工具的整改完毕，理财通过债券增厚收益的难度大大增加，理财对于多资产的需求增加，公募基金成为其最常用的工具，如通过二级债基、权益型 ETF 参与股市上涨的机会。

表1：理财持仓一览：2025 年末现金及银行存款、公募基金持仓比例均达历史新高（穿透后，万亿元）

理财穿透后持仓 (万亿元)	2020-12	2021-06	2021-12	2022-06	2022-12	2023-06	2023-12	2024-06	2024-12	2025-03	2025-06	2025-09	2025-12	趋势图
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	8.18	9.45	10.06	
同业存单	2.52	3.00	4.34	4.64	3.98	2.94	3.28	3.61	4.63	4.20	4.55	4.50	4.35	
债券	16.01	16.29	17.00	16.95	15.10	13.21	13.16	13.39	13.98	13.68	13.78	13.86	14.16	
其中：利率债	2.24	1.76	1.83	1.65	1.42	1.07	0.93	0.82	0.75	-	0.99	-	0.90	
信用债	13.77	14.53	15.17	15.29	13.68	12.15	12.24	12.57	13.21	-	12.79	-	13.27	
非标准化债权类资产	3.15	3.75	2.62	2.27	1.94	1.85	1.79	1.78	1.74	1.75	1.81	1.79	1.82	
公募基金	0.81	0.74	1.25	1.27	0.81	0.89	0.61	1.10	0.93	0.94	1.38	1.34	1.82	
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	2.24	2.18	2.37	2.46	
权益类资产	1.37	1.17	1.03	1.02	0.93	0.89	0.84	0.85	0.83	0.81	0.78	0.72	0.66	
代客境外理财投资QDII	0.47	0.19	0.17	0.19	0.18	0.17	0.23	0.28	0.29	0.28	0.26	0.27	0.29	
金融衍生品及另类资产	0.47	0.19	0.01	0.03	0.03	0.03	0.03	0.03	0.01	0.02	0.03	0.02	0.04	
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	32.97	34.33	35.66	
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%	24.8%	27.5%	28.2%	
同业存单	8.7%	10.5%	13.9%	14.6%	13.3%	10.6%	11.3%	11.8%	14.4%	13.5%	13.8%	13.1%	12.2%	
债券	55.5%	56.8%	54.5%	53.3%	50.4%	47.7%	45.3%	43.8%	43.5%	43.9%	41.8%	40.4%	39.7%	
其中：利率债	7.8%	6.1%	5.9%	5.2%	4.7%	3.9%	3.2%	2.7%	2.3%	-	3.0%	-	2.5%	
信用债	47.7%	50.7%	48.6%	48.1%	45.7%	43.9%	42.1%	41.1%	41.1%	-	38.8%	-	37.2%	
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%	5.6%	5.5%	5.2%	5.1%	
公募基金	2.8%	2.6%	4.0%	4.0%	2.7%	3.2%	2.1%	3.6%	2.9%	3.0%	4.2%	3.9%	5.1%	
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%	7.2%	6.6%	6.9%	6.9%	
权益类资产	4.8%	4.1%	3.3%	3.2%	3.1%	3.2%	2.9%	2.8%	2.6%	2.6%	2.4%	2.1%	1.9%	
代客境外理财投资QDII	1.6%	0.7%	0.5%	0.6%	0.6%	0.6%	0.8%	0.9%	0.9%	0.9%	0.8%	0.8%	0.8%	
金融衍生品及另类资产	0.0%	0.0%	0.0%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.0%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	
占比	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	

数据来源：银行业理财登记托管中心、开源证券研究所

图14：2025Q4 理财新增投资资产中，主要为“现金及银行存款”及公募基金贡献（万亿元）

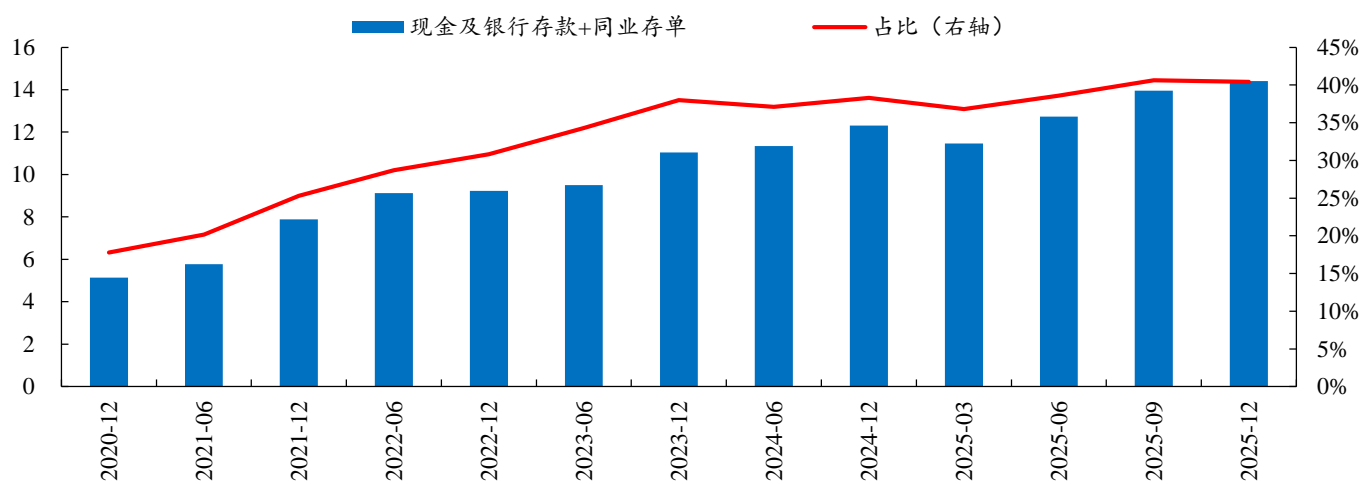


数据来源：银行业理财登记托管中心、开源证券研究所

2.1.1、存款：存款仓位有望上升，NCD 供给收缩

同业存款和 NCD 有一定的替代性，两者合计占比稳定在 40%左右。目前理财增配的存款多为同业存款（不超过 1Y），和 NCD 的期限结构基本一致，收益率差距并不大。对于理财来说，同业存款的优点是收益率略高于 NCD（存款淡季时利差一般不超过 10BP）、净值无波动、供给量较大（如年底、跨季），但缺点是流动性较差且投资便利度不如 NCD，一定程度上互为替代。

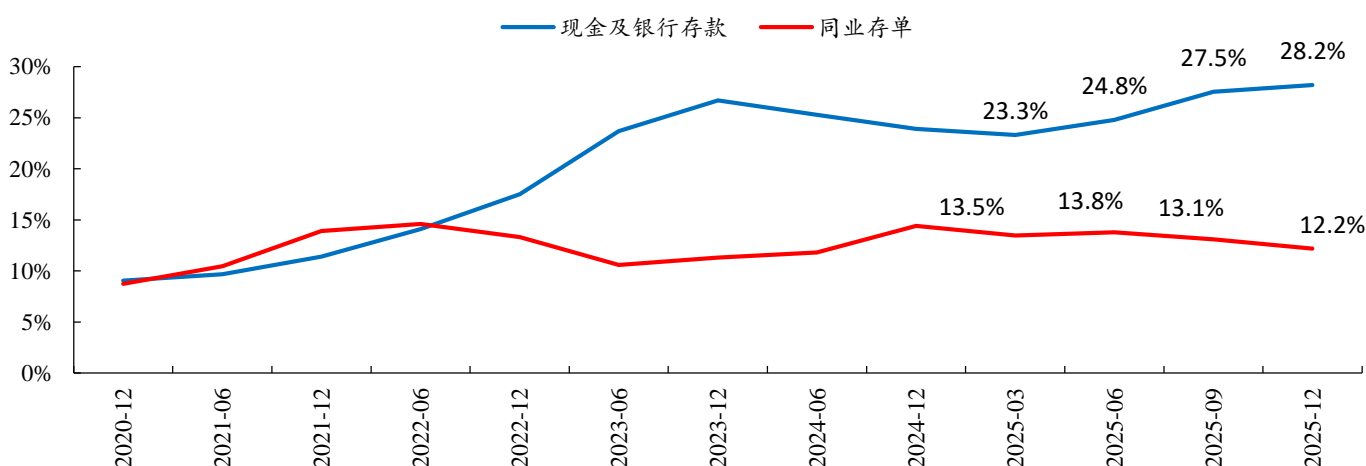
图15：2024-2025 年存款&同业存单占比合计维持在 40%左右（万亿元）



数据来源：银行业理财登记托管中心、开源证券研究所

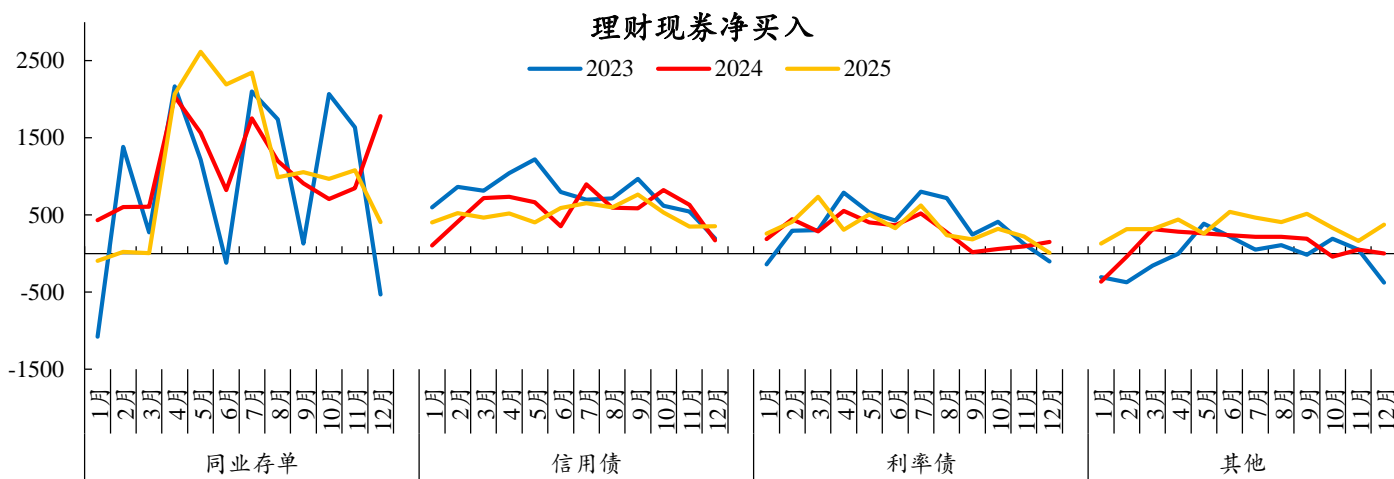
那么为何存款、NCD 占比“一升一降”？或主要由于 NCD 供给收缩。2025 年下半年 NCD 仓位持续下降，从现券净买入来看，8 月 NCD 净买入规模环比明显下降，与 5-7 月净买入规模同比多增形成鲜明对比。这主要是由于 NCD 的供给在 2025 年下半年明显收缩。央行呵护流动性的背景下，2025 年 6 月-9 月 NCD 罕见连续多月净融资额为负值，2026 年 1 月（截至 1 月 25 日）仍为负值。那么对于理财来说，同业存款的稀缺性不断提高，存款一般抓住旺季（季末年初）时间窗口增配、而淡季时则存款略微下沉。

图16：2025Q2-Q4 存款仓位逐步上升，同业存单仓位总体下降



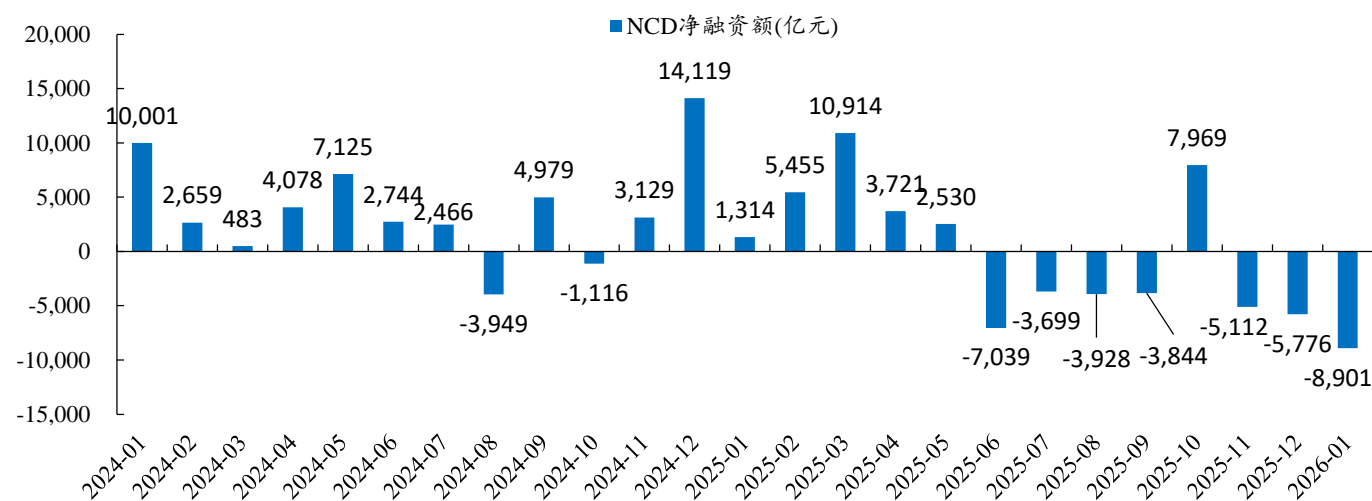
数据来源：银行业理财登记托管中心、开源证券研究所

图17：2025年5-7月理财净买入NCD规模同比多增，但8月开始规模显著下降（亿元）



数据来源：CFETS、开源证券研究所

图18：2025年6月开始多个月份同业存单净融资额为负值（亿元）



数据来源：Wind、开源证券研究所（注：2026-01截至2026-01-25）

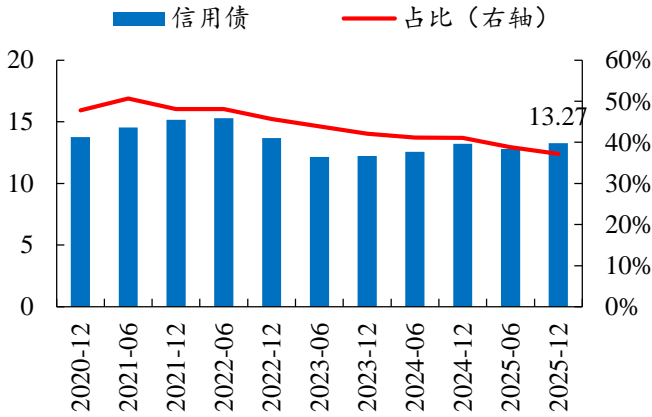
2.1.2、债券：信用债占比下降，震荡市下或维持较短久期

信用债规模增长不及理财总体，占比略有下降。截至2025年末，理财持有信用债规模较2025Q2末略有上升至13.27万亿元，占比下降至37.21%，主要由于信用债规模增长不及理财总体增长。理财支持实体经济（通过债券、非标、未上市公司股权等资产）的比例、占同期社融存款的比例均继续下降，反映理财仍面临一定的票息资产荒。不过，信用债在理财规模大幅增长且票息资产缺乏的情况下，2025Q4利率仍有下行，表现优于利率债。

2025Q4利率曲线陡峭化，理财持仓的信用债久期或偏短。由于2025Q4在基金赎回费新规、国债买卖总量有限、财政政策发力、超长端供给担忧等扰动下，国债收益率持续调整，为降低组合波动，理财或保持了较低的久期，并灵活捕捉长端利率债的交易机会。展望2026年，流动性宽松叠加经济政策发力，权益市场机会或较为确定，债券仍有震荡风险，预计理财仍将保持较短的久期，在1-3Y优选短久期高

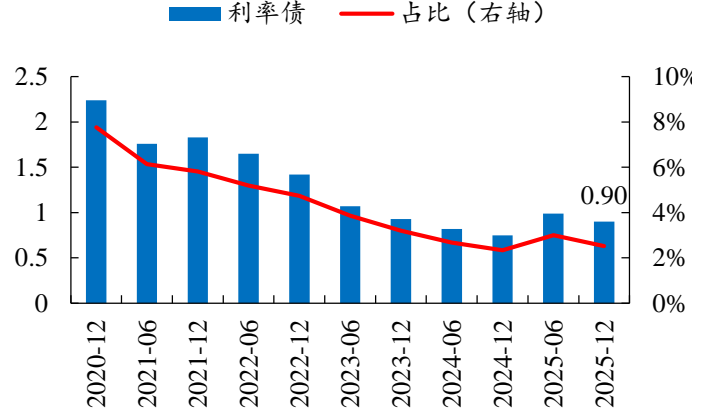
等级票息资产，有望为短端信用债提供需求的支撑。

图19：理财的信用债仓位持续下降（万亿元）



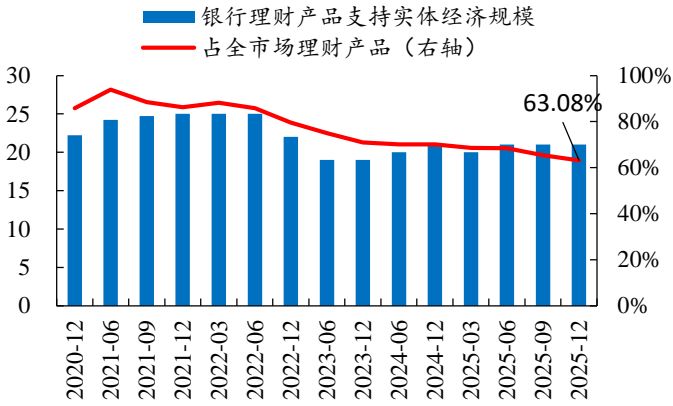
数据来源：银行业理财登记托管中心、开源证券研究所

图20：理财的利率债仓位仍处于较低水平（万亿元）



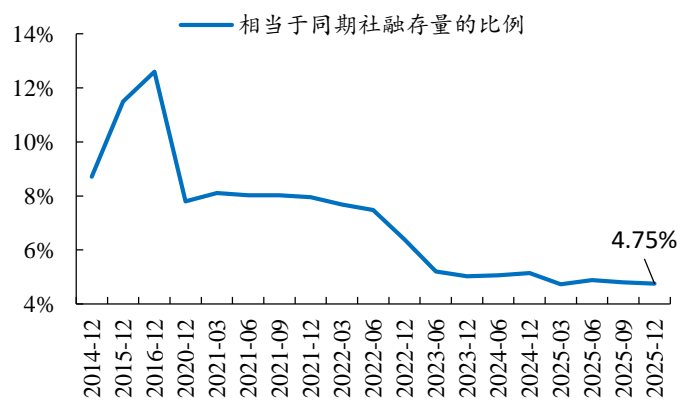
数据来源：银行业理财登记托管中心、开源证券研究所

图21：2025年末理财支持实体经济比例下降（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22：2025年末理财支持实体占社融存量比例仍较低

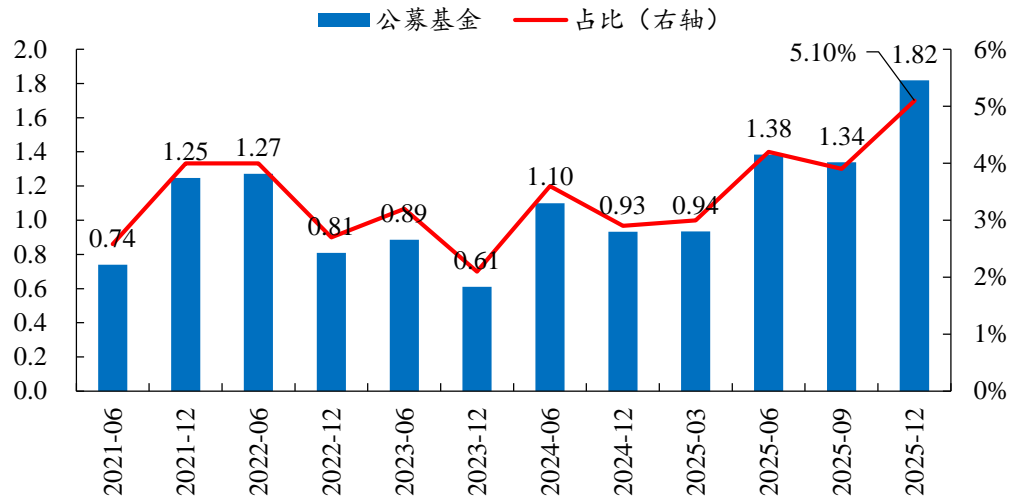


数据来源：银行业理财登记托管中心、开源证券研究所

2.1.3、公募基金：“货币增强”迎监管约束，科创债ETF热度较高

货基“货币增强”漏洞被堵住，科创债ETF扩容带来增量。截至2025年末，理财持有的公募基金规模为1.82万亿元，占比5.10%（与非标占比一致），规模和占比均为历史新高。我们基于前十持仓的分布（截至2026-01-23披露）估算，2025Q4理财主要增配的基金为：货基（2768亿元）>科创债ETF（1249亿元）>短债基金（723亿元）>混合二级债基（347亿元）。货基和短债基金的增配或主要为震荡市下的降低久期策略，此外，不排除货基曾起到“货币增强”的作用。据中国基金报等多家媒体报道，11月24日最新一期《机构监管情况通报》正式发布，利用货基进行“货币增强”的策略已受到监管约束。此外，2025Q4科创债ETF扩容、权益市场震荡上行等因素均使得理财增配的基金更加多元。

图23：2025年末理财持有公募基金1.82万亿元，占比5.10%，为历史新高(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2：基于前十持仓推算：2025Q4末理财主要增配货基、科创债ETF，其余多类基金也有一定增配(亿元)

理财前十持仓中的公募基金	前十持仓中的规模(亿元)					前十持仓中的占比					估算全部持仓中的规模(亿元)					2025Q3变动	2025Q4变动
	2024-12	2025-03	2025-06	2025-09	2025-12	2024-12	2025-03	2025-06	2025-09	2025-12	2024-12	2025-03	2025-06	2025-09	2025-12		
货币基金	329.97	214.20	286.82	310.05	122.12	15.13%	9.54%	8.36%	9.05%	21.86%	1410	892	1157	1212	3975	55	2763
债券型基金	1640.41	1732.64	2781.54	2628.43	371.78	75.24%	77.19%	81.04%	76.74%	66.55%	7011	7218	11222	10275	12103	-947	1828
短期纯债型基金	619.81	413.29	790.55	562.76	89.80	28.43%	18.41%	23.03%	16.43%	16.07%	2649	1722	3189	2200	2923	-989	723
中长期纯债型基金	627.43	822.83	1178.01	1130.24	109.10	28.78%	36.66%	34.32%	33.00%	19.53%	2682	3428	4753	4418	3552	-334	-867
混合债券型一级基金	167.64	203.94	215.48	192.15	9.69	7.69%	9.09%	6.28%	5.61%	1.73%	716	850	869	751	315	-118	-436
混合债券型二级基金	55.07	54.47	73.71	228.47	38.10	2.53%	2.43%	2.15%	6.67%	6.82%	235	227	297	893	1240	596	347
被动指数型债券基金	166.20	232.93	513.56	505.76	125.06	7.62%	10.38%	14.96%	14.77%	22.39%	710	970	2072	1977	4071	-95	2094
利率债ETF	11.87	31.56	50.77	39.35	5.06	0.54%	1.41%	1.48%	1.15%	0.91%	51	131	205	154	165	-51	11
信用债ETF	23.47	40.73	145.48	308.16	83.70	1.08%	1.81%	4.24%	9.00%	14.98%	100	170	587	1205	2725	618	1520
其中：科创债ETF	0.00	0.00	0.00	68.95	46.65	0.00%	0.00%	0.00%	2.01%	8.35%	0	0	0	270	1519	177	1249
可转债ETF	11.19	19.65	23.12	53.81	10.80	0.51%	0.88%	0.67%	1.57%	1.93%	48	82	93	210	352	117	141
场外指数基金(无场内)	116.91	140.17	285.50	104.20	25.51	5.36%	6.24%	8.32%	3.04%	4.57%	500	584	1152	407	830	-744	423
LOF	2.78	0.82	8.69	0.24	0.00	0.13%	0.04%	0.25%	0.01%	0.00%	12	3	35	1	0		
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	0	0	0	0	0	0
可转换债券型基金	4.26	5.18	10.24	9.06	0.03	0.20%	0.23%	0.30%	0.26%	0.01%	18	22	41	35	1	-6	-35
债基(按估值法):	1640.41	1732.64	2781.54	2628.43	371.78	75.24%	77.19%	81.04%	76.74%	66.55%	7011	7218	11222	10275	12103	-947	1828
摊余成本法	171.12	530.01	714.82	937.09	72.20	7.85%	23.61%	20.83%	27.36%	12.92%	731	2208	2884	3663	2350	779	-1313
混合估值法	39.54	37.67	45.96	17.92	2.66	1.81%	1.68%	1.34%	0.52%	0.48%	169	157	185	70	87	-115	17
市值法	1429.75	1164.95	2020.77	1673.42	296.92	65.58%	51.90%	58.87%	48.86%	53.15%	6111	4853	8153	6542	9666	-1611	3124
混合型基金	59.91	50.63	53.70	59.13	9.76	2.75%	2.26%	1.56%	1.73%	1.75%	256	211	217	231	318	14	87
偏债混合型基金	11.75	6.13	6.18	8.18	1.06	0.54%	0.27%	0.18%	0.24%	0.19%	50	26	25	32	34	7	2
偏股混合型基金	14.71	14.44	12.48	17.35	2.00	0.67%	0.64%	0.36%	0.51%	0.36%	63	60	50	68	65	17	-3
平衡混合型基金	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0	0	0	0	0	0	0
灵活配置型基金	33.44	30.06	35.05	33.60	6.71	1.53%	1.34%	1.02%	0.98%	1.20%	143	125	141	131	218	-10	87
股票型基金	46.76	45.41	45.07	93.01	12.00	2.14%	2.02%	1.31%	2.72%	2.15%	200	189	182	364	391	182	27
普通股型基金	7.37	8.40	6.12	4.66	1.10	0.34%	0.37%	0.18%	0.14%	0.20%	31	35	25	18	36	-7	17
被动指数型基金	38.25	35.45	37.85	85.68	10.37	1.75%	1.58%	1.10%	2.50%	1.86%	163	148	153	335	337	182	3
增强指数型基金	1.14	1.56	1.09	2.68	0.54	0.05%	0.07%	0.03%	0.08%	0.10%	5	6	4	10	17	6	7
国际(QDII)基金	49.40	164.45	149.25	221.11	21.51	2.27%	7.33%	4.35%	6.46%	3.85%	211	685	602	864	700	262	-164
国际(QDII)债券型基金	30.61	155.54	139.72	175.08	10.77	1.40%	6.93%	4.07%	5.11%	1.93%	131	648	564	684	351	121	-334
国际(QDII)股票型基金	14.04	8.72	9.14	43.79	3.93	0.64%	0.39%	0.27%	1.28%	0.70%	60	36	37	171	128	134	-43
国际(QDII)混合型基金	0.20	0.19	0.37	2.23	0.12	0.01%	0.01%	0.01%	0.07%	0.02%	0.86	0.77	1.49	8.71	3.82	7.22	-4.89
国际(QDII)另类投资基金	0.00	0.01	0.02	0.01	0.00	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00	0.02	0.08	0.05	0.00	-0.03	-0.05
另类投资基金	11.67	29.43	34.33	91.55	19.92	0.54%	1.31%	1.00%	2.67%	3.57%	50	123	139	358	648	219	291
REITs	3.14	4.53	3.02	2.12	0.00	0.14%	0.20%	0.09%	0.06%	0.00%	13.42	18.87	12.20	8.29	0.00	-3.91	-8.29
FOF基金	0.22	0.14	0.15	0.10	0.00	0.01%	0.01%	0.00%	0.00%	0.00%	0.96	0.60	0.59	0.41	0.00	-0.19	-0.41
未分类	38.68	3.13	78.48	19.51	1.59	1.77%	0.14%	2.29%	0.57%	0.28%	165.31	13.04	316.60	76.26	51.64	-240.34	-24.61
公募基金	2180.15	2244.56	3432.36	3425.01	558.68	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	9318	9351	13847	13389	18187	-459	4798

数据来源：普益标准、银行业理财登记托管中心、开源证券研究所(注：截至2026-01-23统计，约有40%的产品已披露，故数据有一定局限性；均为前十持仓口径，或与实际情况存在差异，仅供参考)

2.2、理财策略展望：积累低波票息资产，把握权益等多资产机会

“存款搬家”叙事下各类资管产品竞争加剧，理财能否继续保持吸引力？理财依托银行的渠道优势、理财客群和存款客群的高度重合，我们预计居民的风险偏好提升需要一定的时间，短期内低波理财的需求仍然较高，外部扰动总体可控：

(1) 信托平滑工具整改后，理财能否较好控制净值波动？目前估值整改已完毕，

2026 年起始理财在债市调整中平抑净值波动能力有所减弱，债市震荡行情下理财或降低久期、增配低波票息资产。短期内拉长久期的顾虑较多，在利率上升阶段增配了票息较高的高评级短期限债券，以提供票息保护，未来或主要阶段性参与利率债、二永债的波段交易机会，维持“哑铃型”交易策略。

(2) **股市行情下，是否会对理财规模形成明显分流？** 历史来看，若能控制好净值波动且提供收益&期限匹配的多样化产品，理财增长趋势总体较为稳定。股市对其的分流影响偏短期，且主要发生在政策密集出台、大盘指数连续多日涨幅较大时（如 924）。而一旦行情出现结构性分化、大盘波动加大，该部分资金有望回到理财，理财“活钱管理”的属性将得到加强，预计理财短期限产品仍会成为增长主力。

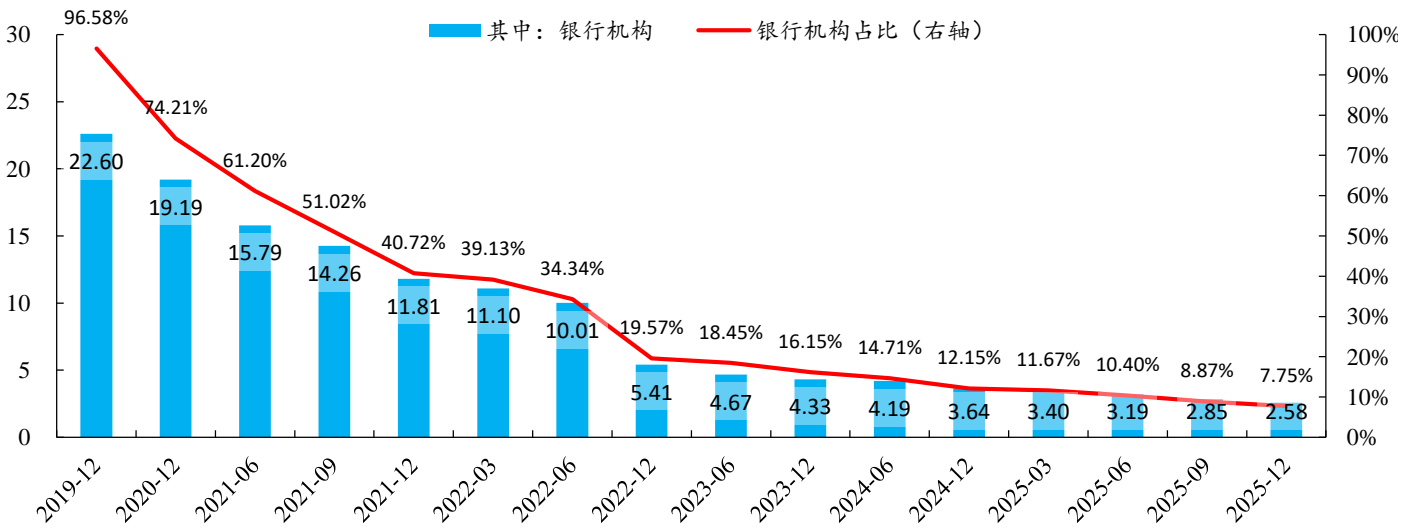
(3) **理财如何加大参与权益市场的力度？** 理财增配权益遇到的问题主要是负债端风偏较低、资产端直投权益能力较弱、监管端限制 R4-R5 风险等级产品的线上销售等。若 2026 年股市呈现“慢牛”行情，理财或通过公募基金、ETF 等方式逐步加大参与力度，以及发行跟踪指数的产品，以加大理财产品的吸引力，应对基金、分红险等产品带来的竞争压力。

当下债市仍有扰动、股市机会偏多，理财总体采取“哑铃型”大类资产策略。 一头以低波票息资产筑牢安全垫（同业存款、中短信用债），同时紧抓二永债&利率债阶段性交易机会；另一头适度加大权益、转债、黄金等具有较好上涨预期的资产交易。理财对中短信用债的边际定价权仍存（理财规模增长驱动），对于多资产的需求或主要通过增配多品类公募基金实现，后期有望逐步加大对 ETF 的直投。

3、机构端：非持牌理财规模持续压缩，“清零”时点尚待明确

理财子牌照继续“惜发”，2025 年无新增理财子牌照。 截至 2025 年末非持牌的银行机构理财规模为 2.58 万亿元，占全市场 7.75%。自 2023 年 12 月 29 日浙银理财获批后，已有 2 年时间尚无新的理财子获批，预计监管态度仍然较严。部分理财规模较大的城农商行仍未主动放弃，2025 年 8 月财联社报道，四川省内的成都银行、成都农商银行和四川银行计划联合申设银行理财公司。

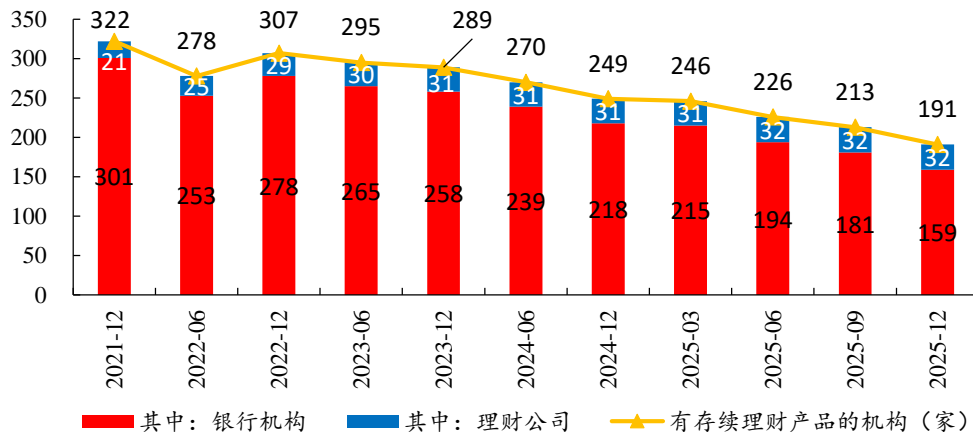
图24：截至 2025 年末，非持牌的城农商行理财规模为 2.58 万亿元，占全市场 7.75%（万亿元）



数据来源：银行业理财登记托管中心、开源证券研究所

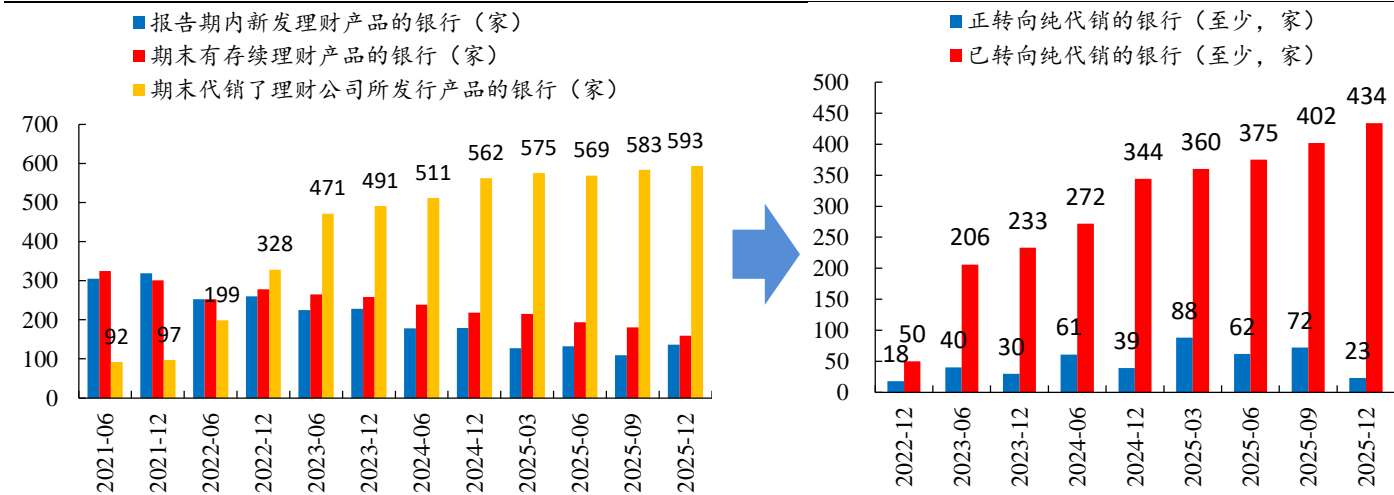
中小银行逐步主动退出理财市场，全面“清退”仍需监管进一步明确要求。截至2025年末共有159家银行机构有存续的理财产品，环比继续减少，不少银行提前主动退出理财市场。目前国有行和股份行均已获得理财子牌照，未获得理财子牌照的银行均为城农商行。2024年6月下旬据中国证券报报道，目前有部分省份要求未设立理财子公司的银行在2026年底前逐步压降存量理财业务规模。但目前“清零”的具体时间和要求尚未明确，对于低评级债券清退的压力尚且不大。

图25：2025Q4 共有 22 家非持牌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26：截至 2025 年末“已转向纯代销的银行”或有 434 家



数据来源：银行业理财登记托管中心、开源证券研究所（注：“正转向纯代销的银行”=期末有存续理财产品的银行数量-报告期内新发了产品的银行数量；“已转向纯代销的银行”=期末代销了理财公司产品的银行数量-有存续理财产品的银行数量；计算值或与实际值有所差异）

4、风险提示

经济增速不及预期，低利率环境加大理财欠配压力：若经济增速不及预期，低利率环境下理财欠配压力增大；

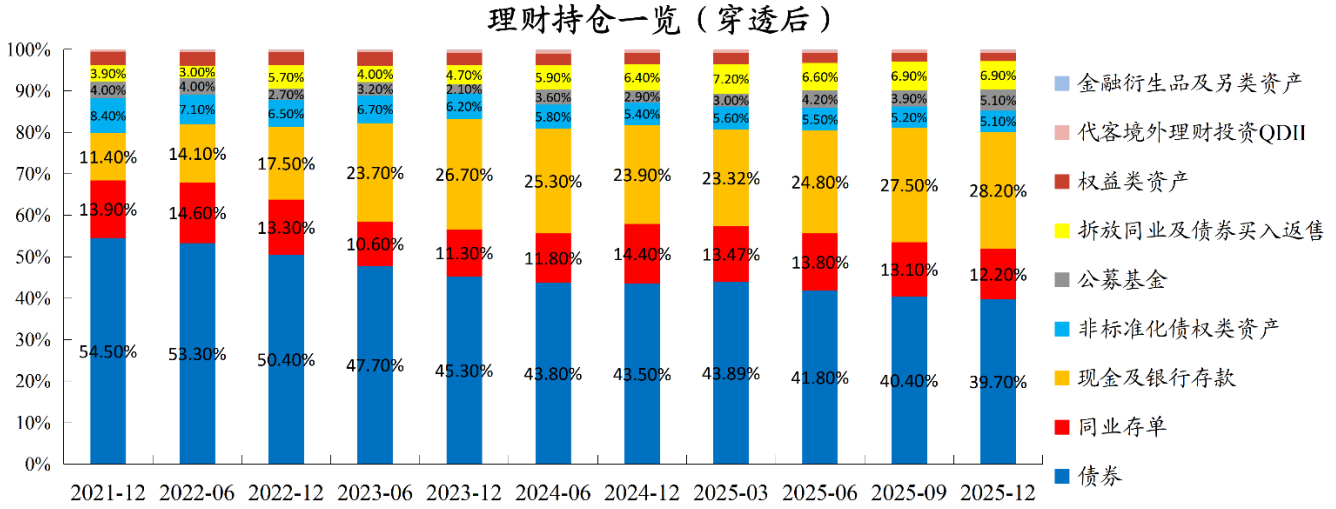
金融监管趋严，资产端可选范围缩窄：委外整改使得理财管理净值难度增加；

理财子牌照发放收紧：目前尚未获批成立理财子公司的银行，或面临着理财存

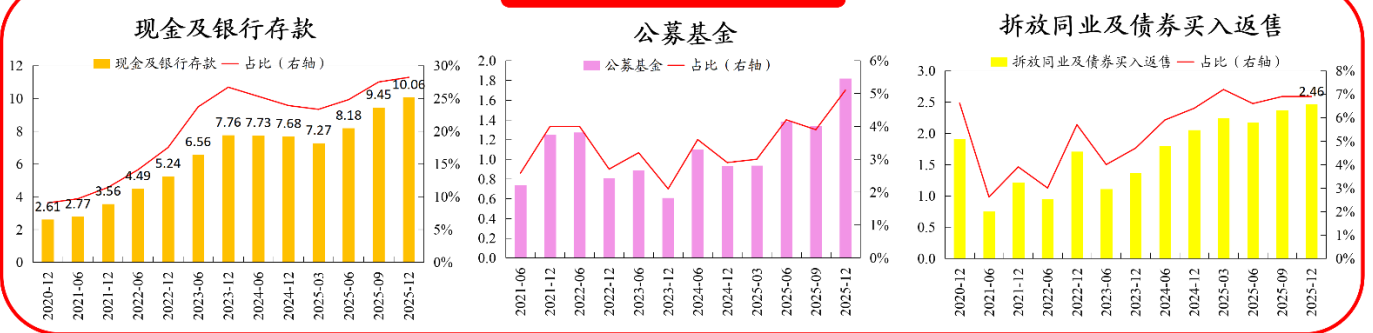
量规模受限、增量产品无法发行等风险。

附表：理财持仓一览

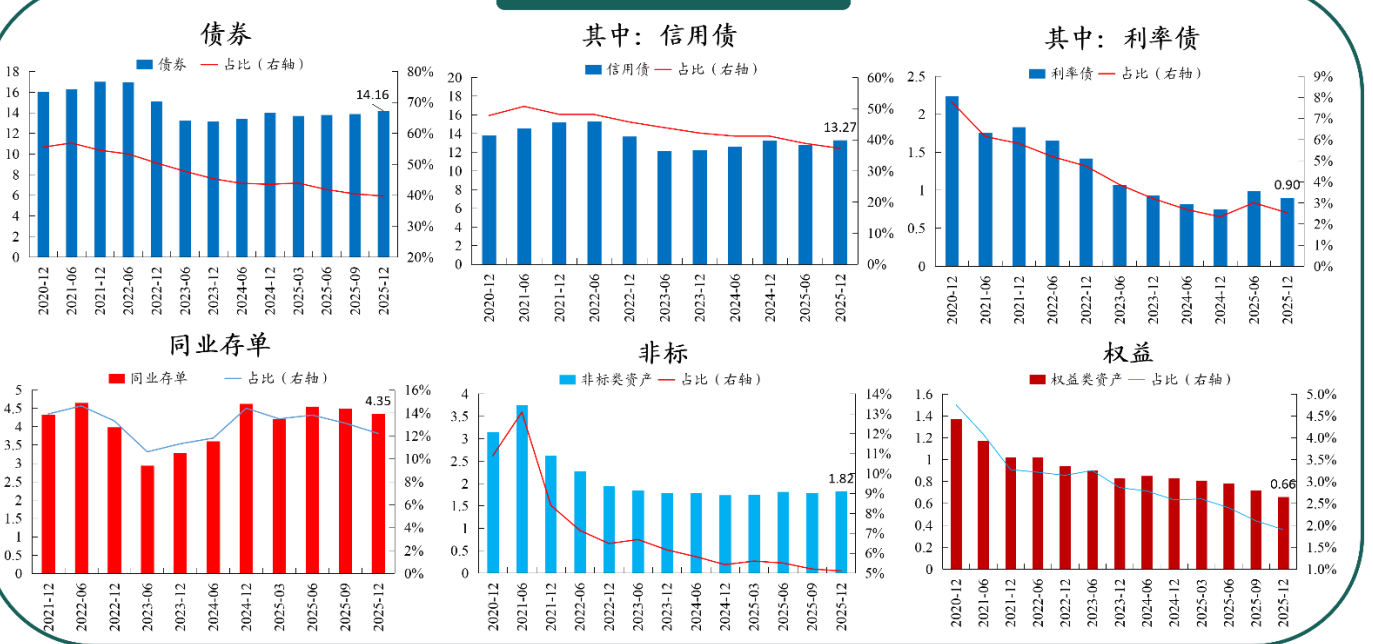
附表：理财持仓一览（穿透后口径）



其中：持仓比例增加



其中：持仓比例下降



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。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

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