



开拓新局——2026年理财投资行为展望

摘要

- **2026年理财行业面临的三大变量。**（1）权益市场走强背景下，2026年理财规模或有望维持10%的增速，全年规模或能达到35万亿元。居民无风险偏好资金主要基于比价效应在银行存款和理财产品之间选择。在存款利率继续下降、理财收益率勉强维持的状态下，2025年理财近1年收益率与3年存款利率的品种利差中枢整体维持在80BP附近。从历史趋势来看，理财与存款的品种利差和理财规模同比增速之间存款一定相关性，即储户会根据存款和理财的相对收益选择购买相应产品。考虑到2026年权益市场或有继续走强的趋势，保守估计理财规模增速或将维持10%左右的增速，全年规模峰值或能达到35万亿元。（2）净值管理难度明显提升，新兴第三方估值进入理财公司视野，但监管目前对其态度仍然审慎。2026年，理财受违规平滑手段整改的影响，理财产品将失去所谓的“安全垫”，净值稳定性将面临巨大挑战。尽管理财在2025年整改过程中已经通过多资产投资、衍生品投资等方式，尽量对冲各类资产的风险敞口，但对中尾部理财子而言，其投研体系可能并未如此完善。因此，中债资信等新兴第三方估值开始进入理财公司视野。但监管层面总体仍保持审慎态度。（3）业绩比较基准可能进一步下调，投资端压力有所缓解。从头部情况来看，行业业绩比较基准降幅或高于头部理财子的平均降幅73BP，随着利率下行周期的维持，理财产品业绩比较基准在2026年或有进一步调降的可能性，投资端压力或因考核要求下降而有所缓解。
- **2026年理财机构行为可能发生的变化。**（1）二永债配置属性仍存，但可能用下沉策略替代久期策略。随着过去用于平滑净值波动的工具在监管整改中逐步退出，理财机构可能将继续依赖短久期信用下沉策略来替代以往的拉长久期策略，通过适度承担信用风险以换取票息收益，从而规避利率波动带来的估值影响，考虑到信用品种供给缺失，二永债的整体定位或仍将以配置型资产为主。（2）城投债“信用下沉+适度久期”的策略预计得以延续，但其下沉底线将更趋清晰和严格。从2025年持仓结构来看，理财机构对江苏、浙江等优质区域可下沉至区县级平台，而在贵州、湖南等经济实力相对偏弱的区域则普遍坚守市级及以上平台。总体来看，理财目前虽然并不太在意2027年6月的“刚兑”最后时限，但在突破该时限的主体方面，还是会比较克制，保持对信用风险的基本判断，最低要求或为“好区域的区级平台，差区域的市级平台”，避免触及实质违约风险。（3）加强对利率债的波段交易，增厚产品收益。由于当前信用利差已压缩至历史低位，通过信用下沉获取超额收益的难度日益增加，理财机构预计将进一步加强利率债的波段交易以增厚组合收益。从品种偏好来看，超长期国债及10年期国开债因其流动性较好、波动属性明确，仍将是进行利率波段操作的主要工具，该趋势在2026年有望延续，并逐步成为理财收益增强的重要组成部分。
- **风险提示：**（1）理财行业政策存在不确定性的风险；（2）模型测算结果可能与实际情况存在偏差的风险；（3）样本选取和数据获取可能存在误差的风险。

西南证券研究院

分析师：杨杰峰
执业证号：S1250523060001
电话：18190773632
邮箱：yangjf@swsc.com.cn

分析师：叶昱宏
执业证号：S1250525070010
电话：18223492691
邮箱：yeyuh@swsc.com.cn

联系人：李茂怡
电话：15528164673
邮箱：limaoyi@swsc.com.cn

相关研究

1. 市场锚点与多空潮汐——2026年利率年度策略 (2026-01-19)
2. 下一个风口？论多资产ETF (2026-01-11)
3. 三大视角深度解析海内外中央银行差异 (2025-09-23)
4. 科创债ETF深度解析：差异、策略与优选 (2025-09-15)
5. 科创债ETF广发(511120.SH)投资价值分析 (2025-07-23)
6. 消费金融行业发展脉络梳理及投资分析 (2025-03-07)
7. 美债系列专题报告之一：美债发展简史 (2025-02-24)

目 录

1 前言	1
2 理财受益于高息存款到期或继续实现规模增长	1
3 新兴第三方估值与中债估值的对比	5
4 理财偏好配置和交易券种的边际变化	7
5 2026 年理财行业变量与行为变化	18
6 风险提示	19

图 目 录

图 1: 2021 年以来商业银行挂牌利率走势.....	1
图 2: 上市银行存款剩余期限结构.....	1
图 3: 2025 和 2026 年 1-3 年期存款到期规模测算.....	2
图 4: 2021 年以来理财存款品种利差和理财规模同比增速对比.....	2
图 5: 新发理财产品各期限数量占比变化.....	2
图 6: 新发理财产品各投资类型数量占比变化.....	2
图 7: 1 日理财三费变化情况.....	3
图 8: 7 日理财三费变化情况.....	3
图 9: 1M 理财三费变化情况.....	3
图 10: 3M 理财三费变化情况.....	3
图 11: 6M 理财三费变化情况.....	4
图 12: 25 江北新区 MTN002 两种估值波动率倍数.....	7
图 13: 25 江北新区 MTN002 两种估值标准差之差.....	7
图 14: 25 淄博城投 MTN001 两种估值波动率倍数.....	7
图 15: 25 淄博城投 MTN001 两种估值标准差之差.....	7
图 16: 理财全行业资产配置结构变化情况.....	8
图 17: 理财对利率债、信用债和同业存单投资变化.....	8
图 18: 2021-2025 年理财、基金对二永债的买卖和净买入走势（周度）.....	8
图 19: 2023-2025 年二级债信用利差与理财净买入对比（周度）.....	9
图 20: 2023-2025 年 10 年国债 YTM 与理财净买入对比（周度）.....	9
图 21: 2021-2025 年理财、基金对二永债的买卖和净买入走势（周度）.....	10
图 22: 2023-2025 年上市商业银行 NSFR 指标变化.....	18
图 23: 2023-2025 年同业存单发行期限结构.....	18
图 24: 银行计息负债、吸收存款及同业拆放加权平均成本率.....	18
图 25: 理财资产配置债券基金情况.....	18

表 目 录

表 1: 信银理财、招银理财和兴银理财产品业绩比较基准变化情况 (%)	4
表 2: 债券估值业务相关文件内容	5
表 3: 中债资信估值关于 5 至 1 档“成交参考度”的定义及解释	6
表 4: 2021-2025 年, 理财对各类现券的净买入情况	9
表 5: 重仓口径下, 理财对各类债券的投资占比变化	10
表 6: 重仓口径下, 理财对各类债券的投资剩余期限变化	12
表 7: 理财 2025 年加大了二永债的下沉力度, 主要下沉目标为城商行	13
表 8: 理财对城商行二永债的重点下沉区域为北京、江浙和山东等地	13
表 9: 从重仓城投债看, 大部分区域均有到期日超 2027 年 6 月的主体	15
表 10: 理财 2025 年加大了同业存单的下沉力度, 主要下沉目标为城商行	16
表 11: 理财对城商行同业存单的重点下沉区域为北京和江浙等地	16

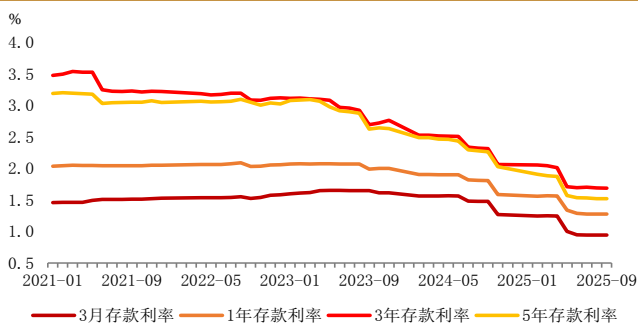
1 前言

2025年，随着全面清收盘价估值、信托平滑机制和自建估值模型等违规平滑净值手段，理财行业正式进入全面净值化运作的新阶段；尽管2025年面临债券市场震荡、权益市场走强等客观挑战，行业依然展现出强大的韧性与蓬勃的活力。根据中国理财网数据，截至2025年三季度末，全市场共存续产品4.39万只，同比增加10.01%，共存续规模32.13万亿元，同比增加9.42%¹，其中理财公司主导的市场格局进一步巩固，份额占比已超过九成。上述数据反映出2025年理财行业的净值化整改并未成为行业的发展约束，反而在适应净值化、实现高质量发展的过程中实现了稳中有进的提升。随着净值平滑工具的退场，2026年理财行业将如何在市场震荡中稳步前行？本文将从负债端的综合发展和资产端的配置转变两个维度出发，就理财机构行为及其市场影响展开分析。

2 理财受益于高息存款到期或继续实现规模增长

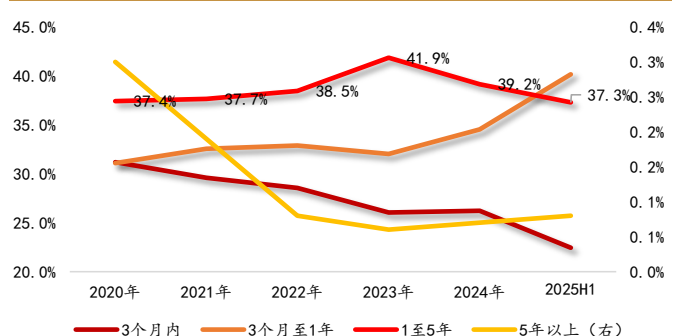
2026年存款到期规模或达86.65万亿元，其中高息存款占比近57%。2022年以来，随着市场无风险利率持续下行，商业银行定期存款利率逐渐步入降息周期。为对冲存款降息产生的收益损失，储户通常选择更长期限（通常为2年、3年和5年）的高息产品作为主要储蓄。步入2025年，上述高息存款逐渐临近集中到期的窗口期，我们根据上市银行披露的存款期限结构，并结合银行定期存款期限标准化的特点，假设1年期存款占剩余期限在3个月至1年存款的比例为2/3，2年和3年期存款则占剩余期限在1至5年期存款余额比例分别为2/5和3/5，据此测算出2026年全年或有86.65万亿元定期存款到期，其中2年期及以上高息定期存款的到期规模约为49万亿元，占比近57%，较2025年高息存款到期规模多增约6.8万亿元。2026年理财规模或有望维持在10%的增速，全年规模或可突破35万亿元。在存款利率继续下降、理财收益率勉强维持的状态下，2025年理财产品近1年收益率与3年存款利率的品种利差中枢整体维持在80BP附近。我们曾在报告《本轮存款“搬家”行为特点及后市推演》中，就理财与存款的品种利差和理财规模同比增速之间的相关性进行过分析：由于我国货币供应量呈现为持续增长特征，理财规模增速由自然增速和超额增速两部分构成，自然增速由货币供应增速决定，而超额增速则主要由利差水平决定。考虑到2026年权益市场存在继续走强、突破新高的可能性，我们保守估计理财规模增速或将维持10%左右的同比增速。根据普益标准数据，2025年11月理财规模为31.67万亿元，2026年理财规模峰值或可突破35万亿元。

图 1：2021 年以来商业银行挂牌利率走势



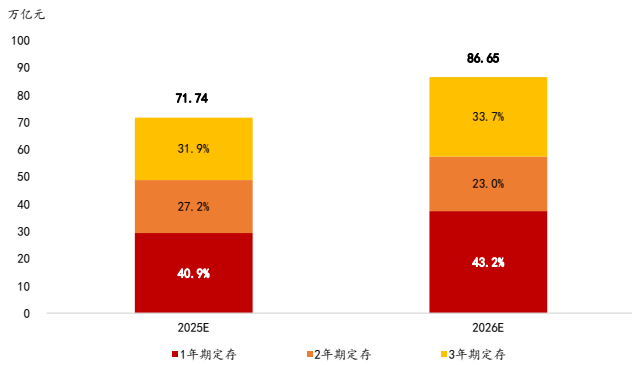
数据来源：融 360，西南证券整理

图 2：上市银行存款剩余期限结构

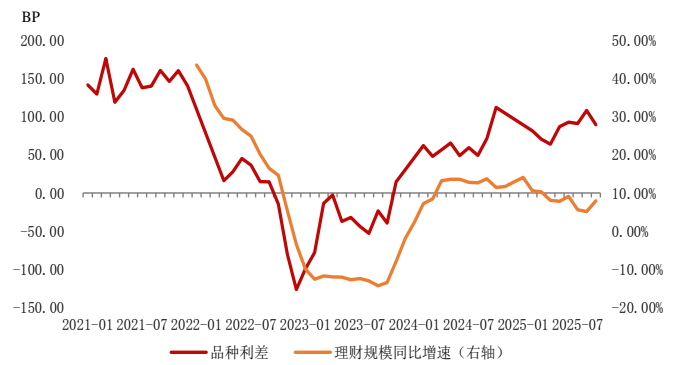


数据来源：wind，西南证券整理

¹ 《中国银行业理财市场季度报告（2025年三季度）》

图 3：2025 和 2026 年 1-3 年期存款到期规模测算


数据来源：wind，西南证券整理

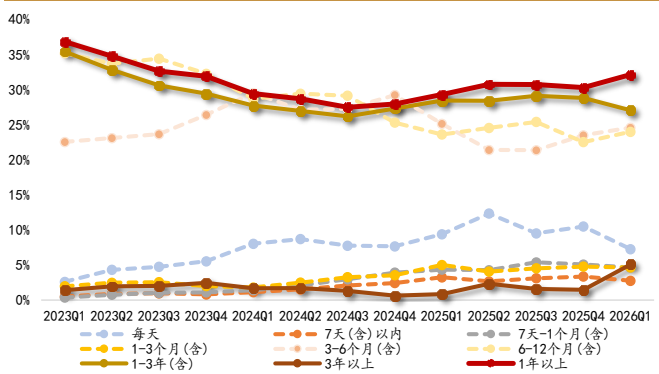
图 4：2021 年以来理财存款品种利差和理财规模同比增速对比


数据来源：普益标准、融 360，西南证券整理

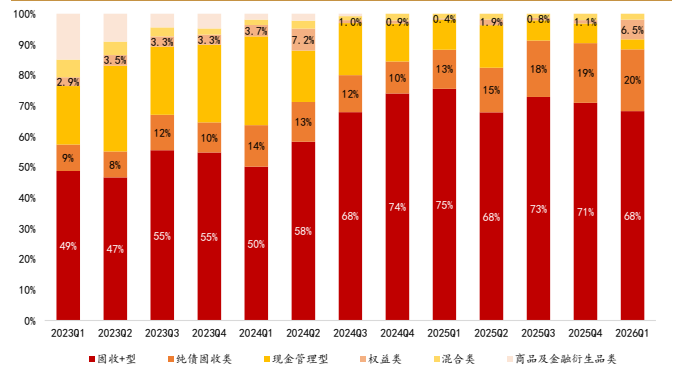
不过，2026 年理财产品结构或将根据迁移资金属性更多向长久期与含权类产品发力。本轮集中到期的高息存款与过往的“搬家”资金相比具有以下新特征：

- (1) **投资期限容忍度更高**：此类资金本身为长期限储蓄，因而对投资周期容忍度更高；
- (2) **投资属性更强**：此类资金本身为追求更高收益而选择了高息存款，在现阶段存款利率大幅低于历史水平及权益市场预期明显改善的背景下，此类资金的风险偏好可能有所提升。

个人投资者对银行存款和理财产品的选择主要基于比价效应。根据融 360 数据，自 2025 年 5 月商业银行调降存款利率后，1 年期存款的平均挂牌利率已不足 1.3%，3 年期和 5 年期存款挂牌利率也向 1.5% 逼近，且两者倒挂幅度进一步加深，从 13.8BP 提升至 15.7BP。考虑到本轮到期存款或具有投资期限容忍度更高和投资属性更强的新特征，我们预计理财产品供给端将做出相应调整：(1) 为匹配资金的长期属性与增厚收益的需求，增加长久期产品的供给；(2) 策略上权益风险敞口温和扩张，将提升固收+型和权益类理财产品的发行占比。截至 2026 年 1 月，理财新发 3 年期以上产品、权益类产品数量占比分别提升至 5.1% 和 6.5%，同比去年同期分别提升了 4.2 和 5.4 个百分点。

图 5：新发理财产品各期限数量占比变化


数据来源：wind，西南证券整理

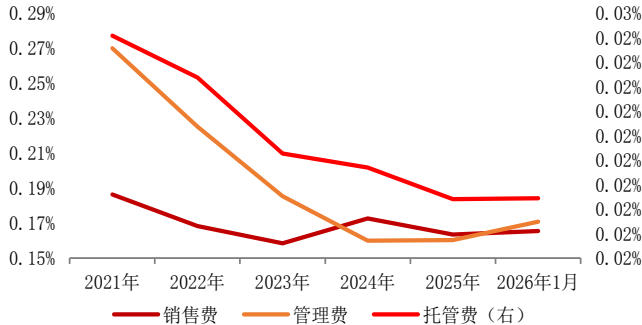
图 6：新发理财产品各投资类型数量占比变化


数据来源：wind，西南证券整理

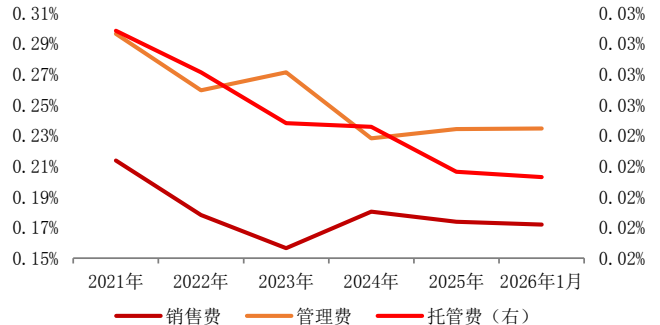
为吸引负债资金流入，理财产品三费整体呈现出下降趋势，但结构上短期理财产品的管理费有小幅提升。从各家理财子披露的三费情况来看，理财产品整体仍处于为投资者降本让利的阶段。我们统计了 24 家理财子公司披露的 1 日、7 日、1 月、3 月和 6 月期理财产品的

三费（销售费、管理费和托管费）的整体变化情况。从综合费用（即三者之和）来看，理财产品仍处于为投资者降本让利的阶段，截至2026年1月14日，上述五类产品的综费用分别为0.36%、0.43%、0.44%、0.40%和0.44%。结构上来看，各期限理财产品的托管费均有明显下降，但销售费用和管理费用的调整却存在分化：

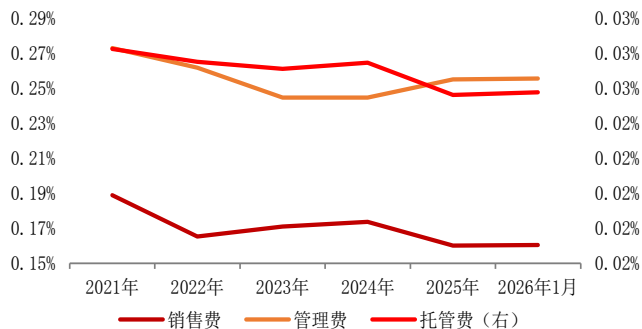
- **销售费用：**1日日开理财产品的销售费用自2023年下调至0.16%后，后续降幅空间明显有限；2024-2025年期间，其销售费用再度在0.16%-0.17%之间反复。相比之下，3月和6月理财的销售费用则处于更明显的调降趋势中，截至2026年1月14日，二者的销售费用分别为0.16%和0.20%，其销售费用之所以可以处于持续调降状态的主要原因一方面在于前期费用较高，调降空间更为充裕；另一方面则可能在于3月和6月产品的收益预期更高，对渠道而言更容易使储户接受，承接存款搬家资金。
- **管理费用：**从统计情况来看，理财产品2025年管理费用经历筑底阶段后，2026年开年以来的管理费有小幅的调升，表现最明显的为1日理财产品。作为居民短期流动性管理的工具，1日理财对客户而言普遍具备债券基金隔日取用的特点，同时由于底层投资范围更大，相对收益表现更佳。随着基金费率新规的落地，短债基金如果继续作为个人投资者短期流动性管理的工具，其收益将大部分被高额的惩罚性赎回费稀释，因此1日理财基于收益优势，在负债规模有保障增长的情况下，选择提升管理费以增加收入。

图 7：1 日理财三费变化情况


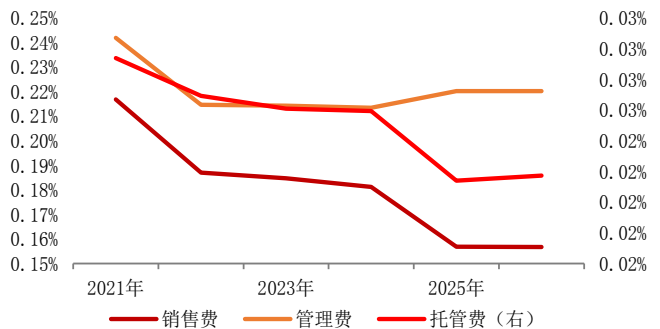
数据来源：wind，西南证券整理

图 8：7 日理财三费变化情况


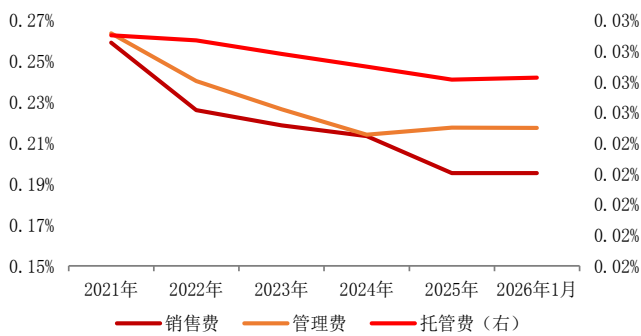
数据来源：wind，西南证券整理

图 9：1M 理财三费变化情况


数据来源：wind，西南证券整理

图 10：3M 理财三费变化情况


数据来源：wind，西南证券整理

图 11：6M 理财三费变化情况


数据来源：wind，西南证券整理

头部理财子公司产品业绩比较基准整体呈下降趋势，行业投资端压力或将有所缓解。业绩比较基准方面，2025 年理财行业或已有大幅调降。我们根据三家头部理财子公司（信银理财、招银理财和兴银理财）2021-2026 年 1 月的产品平均业绩比较基准来看，可以发现其业绩比较基准在 2025 年有较大幅度的调降。其中，信银理财调降幅度最大，3 年以上产品平均业绩比较基准从 3.75% 调降至 2.58%，降幅为 117BP，兴银理财调降幅度紧随其后，从 3.73% 调降至 2.85%，降幅为 88BP，招银理财降幅最小，从 3.4% 调降至 3.1%，降幅为 30BP。考虑到头部理财子公司无论是在渠道资源还是投资团队方面均相对中尾部理财具有明显优势，因此我们判断行业层面理财业绩比较基准或也已出现比较明显的降低，从头部情况来看，行业业绩比较基准降幅或高于头部理财子的平均降幅 73BP。**业绩比较基准的调降有助于部分缓解投资端压力。**一方面，2025 年降低基准将适度引导投资者对收益的预期，从而降低负债端成本，为投资端资产配置提供更大的灵活空间。另一方面，在当前利率中枢下行、优质资产稀缺的市场环境下，调降基准有助于缓解投资经理为达标而被迫采取激进策略的压力，降低信用下沉和期限错配风险，提升资产组合的稳健性。

表 1：信银理财、招银理财和兴银理财产品业绩比较基准变化情况 (%)

理财公司	招银理财								信银理财								兴银理财							
	每天	7天内(含)	7天至1个月(含)	1至3个月(含)	3至6个月(含)	6至12个月(含)	1-3年(含)	3年以上	每天	7天内(含)	7天至1个月(含)	1至3个月(含)	3至6个月(含)	6至12个月(含)	1-3年(含)	3年以上	每天	7天内(含)	7天至1个月(含)	1至3个月(含)	3至6个月(含)	6至12个月(含)	1-3年(含)	3年以上
2021年	0.36	1.2	1.58	2.12	2.84	2.13	3.07	5.5	2.89	2.09	1.99	2.25	2.61	3.2	4.47	5.11	2.85	2.7	0.69	1.53	3.56	3.09	3.71	4.83
2022年	1.21	1.7	2.07	2.61	3.05	2.97	4.16	4.2	2.31	1.88	1.98	2.07	2.91	3.41	3.87	5.01	2.34	2.01	2.71	1.04	3.09	2.99	3.91	4.85
2023年	1.54	1.21	1.8	2.19	2.8	3.22	3.53	3.93	2.07	2.44	2.35	2.07	2.94	3.23	3.77	4.35	2.28	2.56	2.5	2.66	2.98	3.13	3.71	3.97
2024年	1.72	1.76	1.59	1.97	2.64	3.16	4.44	3.4	2.31	2.3	2.37	2.47	2.73	2.89	3.16	3.75	2.57	2.31	2.6	2.7	2.74	2.96	3.13	3.73
2025年	1.19	1.29	1.39	1.59	2.25	2.69	2.58	3.1	1.4	1.53	1.58	1.43	1.94	2.02	2.6	2.58	1.13	1.54	1.84	2.01	2.3	2.42	2.65	2.85
2026年1月	0.78	0.78	0.78	1.76	0.95	--	2.22	3.33	1.38	1.96	1.49	1.18	1.98	2.29	2.7	2.54	--	--	--	1.82	1.9	2.52	2.44	2.74

数据来源：wind，西南证券整理

3 新兴第三方估值与中债估值的对比

新兴第三方估值显身。2025 年 12 月 8 日，据 21 世纪经济报²：“最近部分理财子开始在产品中使用一种新的第三方估值方式，主要是由中诚信指数公司和中债资信评估公司提供...中诚信指数表示，中诚信指数积极响应《银行间债券市场债券估值业务管理办法》对于多元化估值的倡导，在通过估值向市场提供信用观点...中债资信表示，2025 年 4 月，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）》，提出鼓励发展多估值源，助力债券市场平稳运行与高质量发展。”根据中国人民银行 2023 年 12 月发布的《银行间债券市场债券估值业务管理办法》、交易商协会 2025 年 4 月发布的《银行间债券市场债券估值业务自律指引（试行）》，目前监管层面“鼓励估值产品用户选择多个估值产品，对估值结果开展交叉验证”，但对于估值机构在**估值模型、曲线构建、独立可靠、信息披露和数据回溯**等方面具有较为严格的要求，并且用户需要规范开展产品净值计量，保持估值产品的使用规则一致，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，从而规避产品净值化要求。

表 2：债券估值业务相关文件内容

相关文件	发布时间	发布机构	主要内容
《银行间债券市场债券估值业务管理办法》	2023 年 12 月	中国人民银行	<p>1、债券估值层面：对于市场成交活跃的债券，应当优先选取债券成交或可交易报价等市场数据。对于成交不活跃或因市场环境发生重大变化，市场价格发生剧烈变动的债券，在选用市场成交数据时，应当充分考虑成交规模、成交目的等多种因素，审慎评估成交和报价价格的合理性和适用性，优先采用市场参与者认同度高、可靠性高的市场数据。市场数据确实无法使用的，可通过模型或组织专家判断、报价因报价等综合确定适用市场情况的合理数据，相关判断及报价应保证客观性和合理性。</p> <p>2、估值产品用户应定期评估所使用估值产品的质量，并择优选择估值机构。鼓励用户加强内部估值体系和质量建设，鼓励选择多家估值机构的产品，发挥不同估值的交叉验证作用，防范单一估值产品错漏或终止的风险。</p>
《银行间债券市场债券估值业务自律指引(试行)》	2025 年 4 月	交易商协会	<p>1、估值机构应关注和评估债券交易活跃度，活跃度主要参考债券成交规模、买卖价差及换手率等。对于交易量和交易频率足以持续提供定价信息，经评估存在活跃市场的，应优先使用活跃市场上未经调整的价格用于公允价值计量。</p> <p>2、鼓励估值产品用户选择多个估值产品，对估值结果开展交叉验证，防范单一估值产品错漏或终止造成的风险。对于差异较大的估值结果，可及时向估值机构咨询或投诉，特别是在市场价格发生剧烈波动等特殊时期，应防范可能出现的估值偏差。</p> <p>3、估值产品用户应规范开展产品净值计量，使用估值产品的规则应当保持一致。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。</p>

数据来源：政府官网，西南证券整理

² 21 独家 | 理财产品新“魔法”再起，第三方估值惹争议 - 21 经济网

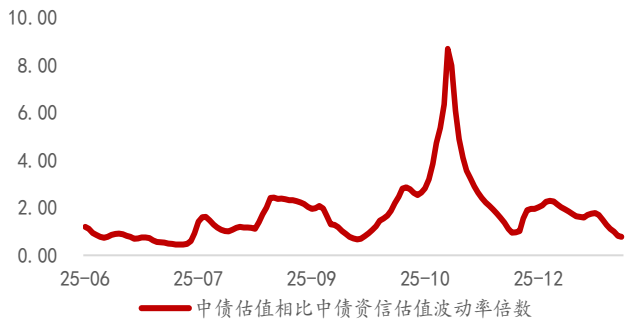
估值方式层面，中债资信等第三方估值对债券活跃度进行了甄别。为解决成交活跃度较低债券的估值偏离问题，中债资信估值为进一步提升估值透明度，创新性推出了“成交参考度”指标。“成交参考度”从高到低共设置 5 至 1 档，依次表示债券自身成交价格可参考程度的由高到低，以及参考债券成交价格可参考程度的由高到低。中债资信在估值层面推出“成交参考度”，并“从交易的有序性出发，关注交易能否反映债项公允价值，对于有序交易尊重其反映的公允价值，对于非有序交易合理应用主体信用水平定价，遴选可比参考券，将相似券的有序成交与本券历史行情作为估值基础”，符合交易商协会在《银行间债券市场债券估值业务自律指引（试行）》中提出的“估值机构应关注和评估债券交易活跃度”要求。

表 3：中债资信估值关于 5 至 1 档“成交参考度”的定义及解释

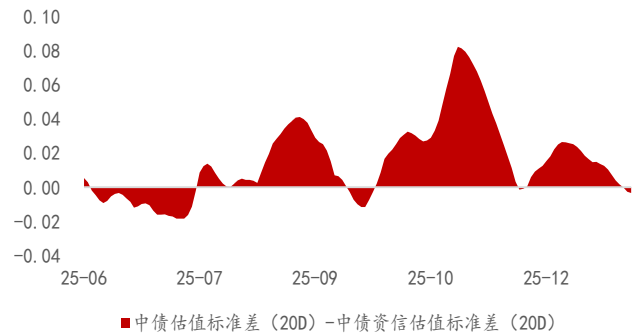
参考度	参考度含义
5	债券成交活跃度较高，自身可用成交价格信息较多，债券自身成交价格可参考程度较高。
4	债券成交活跃度一般，自身可用成交价格信息适中，债券自身成交价格可参考程度一般。
3	债券成交活跃度较低，自身可用成交价格信息较少，参考债券可用成交价格信息较多，债券自身成交价格可参考程度较低，参考债券成交价格可参考程度较高。
2	债券成交活跃度较低，自身可用成交价格信息较少，参考债券可用成交价格信息适中，债券自身成交价格可参考程度较低，参考债券成交价格可参考程度一般。
1	债券成交活跃度较低，自身可用成交价格信息较少，参考债券可用成交价格信息较少，债券自身和参考债券成交价格可参考程度均较低。

数据来源：《中债资信债券估值“成交参考度”指标说明》，西南证券整理

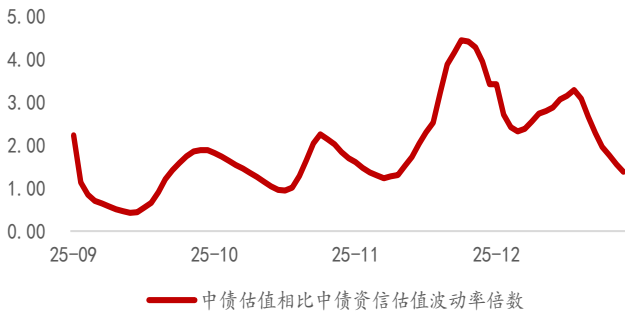
估值稳定性来看，中债资信等第三方估值较中债估值对低活跃度信用债的估值更平稳。根据中债资信的估值逻辑，对于“成交参考度”较低的信用债，中债资信普遍采取弱盯市制度。我们以可观测到中债资信估值和中债估值的具体信用债为例，对比两种估值结果的波动情况：以南京江北新区产业投资集团有限公司（后简称“江北新区”）和淄博市城市资产运营集团有限公司（后简称“淄博城投”）的两只存续信用债为例，25 江北新区 MTN002 和 25 淄博城投 MTN001 的成交参考度分别为 3 档和 2 档，反映出“其成交活跃度较低，自身可用成交价格信息较少”。通过计算上述两只债券自发行以来的中债估值收益率和中债资信估值收益率的标准差 20 日移动平均值并相除和作差展示，我们可以观察到对 25 江北新区 MTN002 和 25 淄博城投 MTN001 而言，中债资信的估值稳定性相对更高。从标准差相除结果来看，对于成交活跃度较低的信用债而言，中债估值的波动率长期较中债资信估值更大；从标准差的相减结果来看，成交活跃度较低信用债的中债估值标准差 20 日移动平均值整体高于中债资信估值。

图 12：25 江北新区 MTN002 两种估值波动率倍数


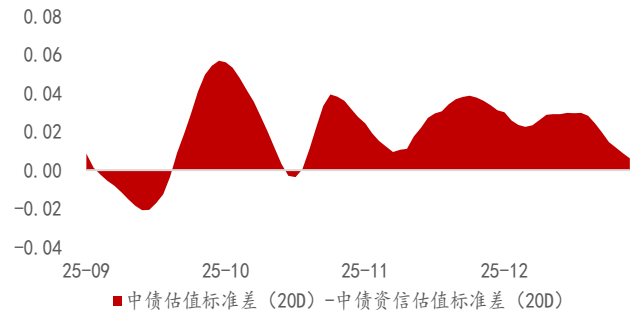
数据来源：wind，西南证券整理

图 13：25 江北新区 MTN002 两种估值标准差之差


数据来源：wind，西南证券整理

图 14：25 淄博城投 MTN001 两种估值波动率倍数


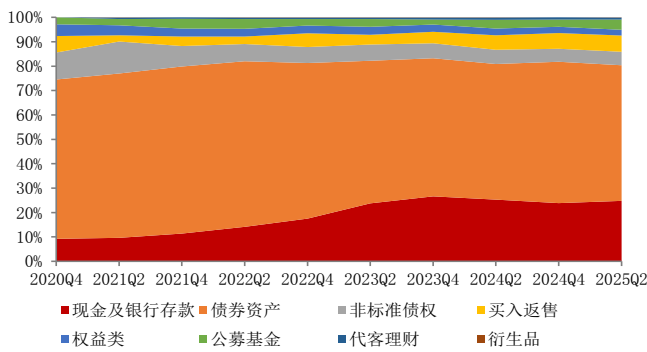
数据来源：wind，西南证券整理

图 15：25 淄博城投 MTN001 两种估值标准差之差


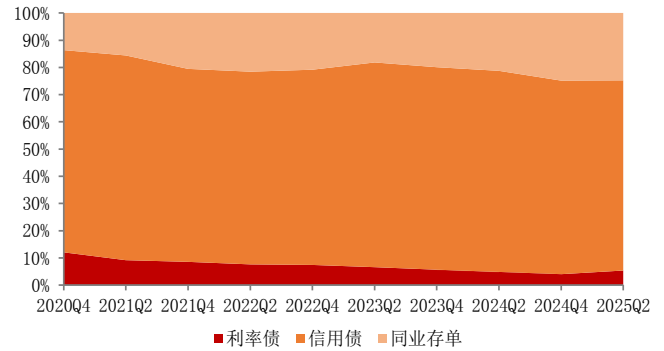
数据来源：wind，西南证券整理

4 理财偏好配置和交易券种的边际变化

2025 年整改压力下，理财减配债券类资产、提升银行存款和公募基金的投资占比。受 2025 年理财整改政策影响，以往通过违规平滑手段稳定产品净值的方式逐渐落空。为应对净值波动压力，理财机构在资产端持续调整配置结构，主要通过增加低波动资产、提升流动性来平衡收益与稳定性。根据银行业理财登记托管中心数据，2025 年上半年，理财产品对银行存款、债券及公募基金的配置比例分别为 24.8%、55.6%和 4.2%，较 2024 年末分别变动+0.9、-2.3和+1.3 个百分点。这一变化体现出理财资金在净值化转型过程中，明显倾向于增配无净值波动的存款类资产及流动性较好的公募基金，同时适度压降债券整体持仓。进一步从债券内部结构来看，利率债、信用债与同业存单的配置占比分别为 3.01%、38.97%和 13.8%，相较于 2024 年末分别变化+0.68、-2.14和-0.60 个百分点。其中，信用债占比降幅较为明显，反映出理财在估值透明度提升、底层资产波动显性化的环境下，2025 年对信用品种的态度逐渐谨慎。

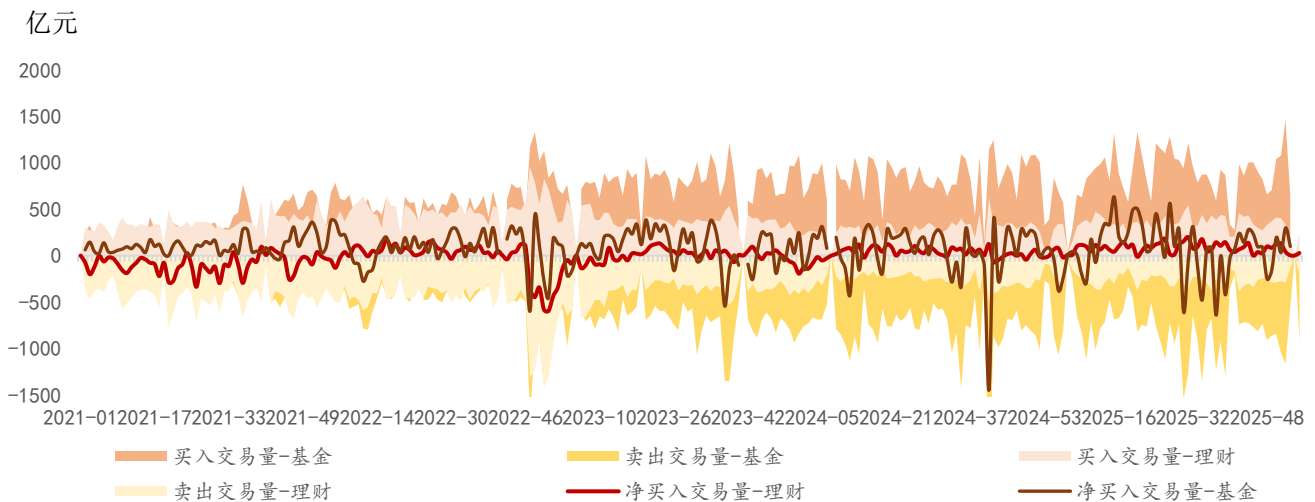
图 16：理财全行业资产配置结构变化情况


数据来源：wind，西南证券整理

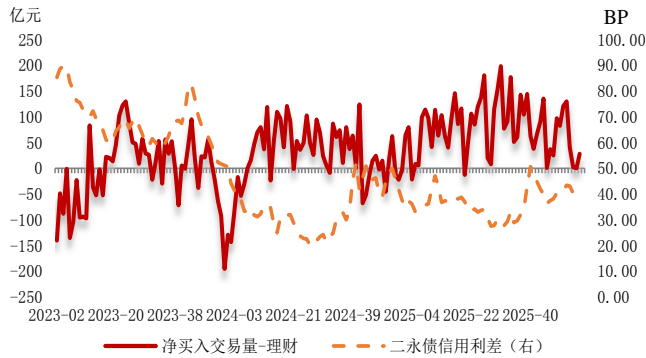
图 17：理财对利率债、信用债和同业存单投资变化


数据来源：wind，西南证券整理

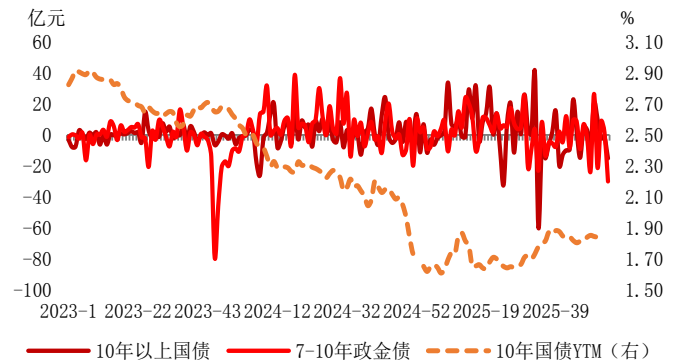
低利率背景下，理财逐渐提升二永债的配置属性，并提高了对超长期国债的交易行为。二永债方面，2021-2022 年期间，理财早期在二级市场对二永债的买卖量级比肩基金，到 2023 年以后明显退潮；并且从净买入规模来看，理财自 2023 年以来逐渐呈现为持续净买入二永债，与二永债信用利差是否压缩的相关性逐渐淡化，配置意愿明显提升。利率债方面，理财对 7-10 年政金债（主要是 10 年国开债）的交易行为仍在维持，边际变化主要在于对 10 年期以上国债的净买入/净卖出规模明显提升，交易超长期国债的意愿逐渐显现：2023 年期间，理财对 10 年以上国债的周度净买卖量基本维持在 20 亿元以内；2024 年期间，理财对 10 年以上国债的周度净买卖量逐渐上升，部分回调周度的净买入规模突破 20 亿元上限；2025 年，理财对 10 年以上国债的净买卖规模峰值近 60 亿元，且买卖频率明显提升。

图 18：2021-2025 年理财、基金对二永债的买卖和净买入走势（周度）


数据来源：wind，西南证券整理

图 19: 2023-2025 年二级债信用利差与理财净买入对比 (周度)


数据来源: wind, 西南证券整理

图 20: 2023-2025 年 10 年国债 YTM 与理财净买入对比 (周度)


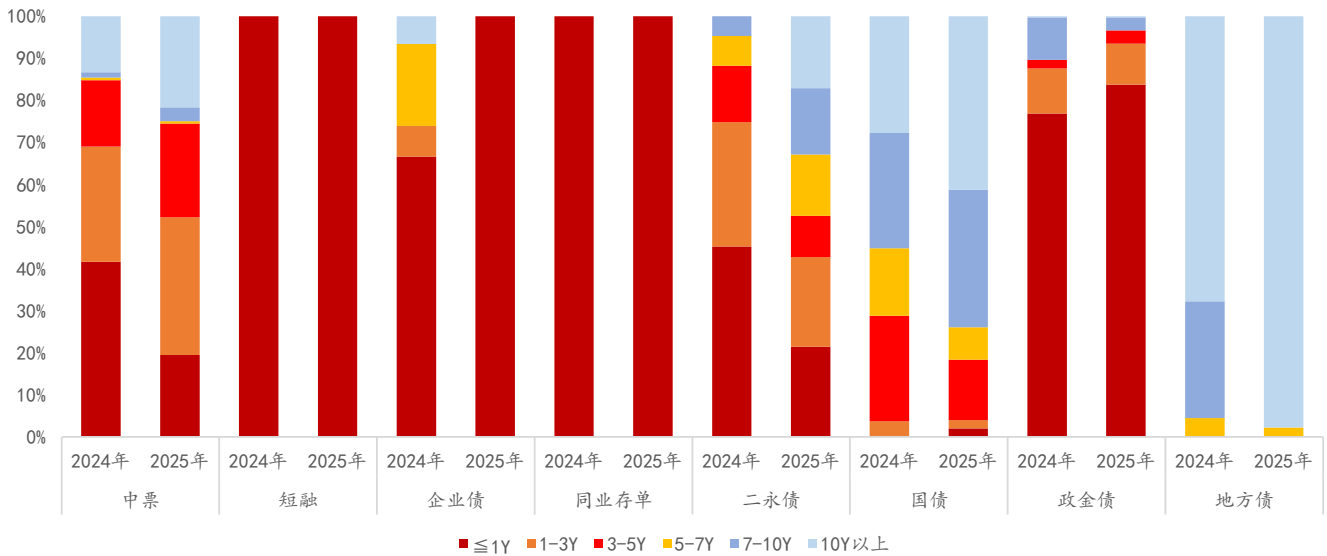
数据来源: wind, 西南证券整理

2025 年，理财配置层面不仅加强对中期票据和二永债净买入力度，还存在一定拉久期动作。2025 年理财市场在负债总规模持续扩大的背景下，呈现出配置策略的结构性深化。尽管从整体资产配置结构看，信用债占比有所下调，但理财资金在二级市场上对特定券种的介入深度与期限偏好均发生显著变化，显示其投资逻辑正从简单的比例增减转向更为精细的久期与收益管理。具体而言，理财对中期票据和二永债的净买入规模增长尤为突出。2025 年，二者净买入规模分别达到 3964.3 亿元和 4248.7 亿元，较 2024 年的 2628.3 亿元和 1351.8 亿元大幅增长。其中，二永债净买入规模增幅尤为显著，高达 2.14 倍。除此以外，理财对中期票据和二永债的买入期限偏好也在同步拉长。2025 年，虽然理财业绩比较基准存在普遍下调背景，但在无风险收益率持续下行、产品净值波动需严控的环境下，理财仍选择通过适度拉长久期来锁定中长期的静态收益，以此平衡产品的收益性、净值稳定性与资产流动性需求。这种对信用品种“降占比、拉久期”的操作，可能是理财在 2025 年整改完成后，进行资产收益结构优化的主动体现。

表 4: 2021-2025 年，理财对各类现券的净买入情况

时间	利率债			信用债				
	国债	政金债	地方债	中期票据	短融	企业债	同业存单	二永债
2021Q 1	155.3	-211.3	-31.7	291.5	547.5	109.3	-762.7	-1192.8
2021Q 2	111.4	426.7	-1.3	119.3	562.9	-55.0	1969.5	-1819.3
2021Q 3	136.5	1466.7	6.9	164.6	599.5	6.3	1306.8	-1458.7
2021Q 4	197.1	599.0	7.5	-277.9	219.0	-33.6	1343.0	-542.0
2022Q 1	135.2	1670.0	28.8	-16.7	370.8	-6.4	-31.7	98.4
2022Q 2	231.1	1933.4	38.4	644.9	1307.3	-23.3	4090.1	1065.8
2022Q 3	839.0	2108.5	-4.3	605.6	1341.9	-40.5	3713.8	580.4
2022Q 4	-182.8	-1441.6	-18.3	-941.9	1968.9	-89.4	-2185.2	-2849.5
2023Q 1	-79.4	552.0	-12.4	-233.7	2587.4	-44.9	578.8	-833.5
2023Q 2	153.7	1589.0	13.1	664.7	2404.4	31.4	3292.2	597.0
2023Q 3	176.6	1603.2	41.9	736.7	1753.4	-2.2	4312.9	192.5
2023Q 4	62.5	397.1	-27.2	72.3	1316.2	-8.5	3151.6	-140.1
2024Q 1	35.6	846.7	16.8	65.9	1172.3	-2.1	1638.9	-89.2
2024Q 2	120.8	1183.6	25.3	574.8	1168.0	15.0	4410.9	777.5
2024Q 3	67.5	640.9	103.6	950.6	1137.9	-6.4	3859.9	622.1
2024Q 4	-22.1	228.3	85.8	1037.0	629.2	10.8	3308.8	41.4
2025Q 1	197.2	1204.2	4.9	873.5	521.6	-3.8	-69.0	760.0
2025Q 2	135.6	942.0	63.2	961.2	558.7	-11.8	6874.2	1236.8
2025Q 3	13.3	1009.0	36.3	1370.9	643.3	1.5	4388.7	1385.4
2025Q 4	17.2	567.3	-48.6	758.8	476.7	-3.6	3151.7	866.5

数据来源: CFETS, 西南证券整理

图 21：2021-2025 年理财、基金对二永债的买卖和净买入走势（周度）


数据来源：wind，西南证券整理

重仓口径来看，2025 年理财提升利率债投资占比的结论得以验证；相比之下，二永债的重仓占比有所降低。结合 2023Q1-2025Q3 理财的重仓债券数据，可以清晰地观察到理财对债券资产的配置策略在整改前后发生了显著转向。在 2025 年政策收紧前，凭借各类净值平滑手段，理财的整体投资趋势表现为“降低利率、提升信用”，以信用债为主要抓手博取收益；随着 2025 年违规平滑操作被逐步清理，理财为控制产品净值波动，不得不进行策略调整，出现了“降低信用、提升利率”的逆转。对比来看，2025Q3 理财重仓口径下的利率债与信用债投资比例约为 16:84，利率债占比较 2024 年末的 13:87 已有小幅但明确的提升，这与全行业披露的配置变化趋势一致。具体来看，理财对各类券种投资主要有以下几点特征：

(1) 利率债投资结构产生分化：2025 年，理财主要增配了国债和政策性金融债，地方债占比逐渐降低。主要原因在于违规平滑手段的整改期间，当“收益性、稳定性、流动性”的不可能三角难以兼顾时，理财负债端对净值稳定的诉求占据了上风，促使其牺牲部分收益，转而优先配置流动性更优、市场认可度更高的利率品种。**(2) 信用债对二永债依赖程度出现下降：**2025 年前三季度二永债在理财重仓债券中的平均占比约为 21.47%，较 2023-2024 年期间出现较为明显的下滑。相比之下，理财重仓债券中 ABS、中期票据和证券公司债的投资占比反而有所提升。其中，证券公司债占比的提升，可能与 2025 年权益市场走强背景下，券商补充资本金需求上升、供给增加有关。**(3) 同业存单仍是理财重要的流动性管理工具：**重仓口径下，同业存单占比相较于 2024 年末有所回落，但仍显著高于 2023 年初至 2024 年中的平均水平，显示出理财在流动性管理上对该工具仍保有相当的依赖。

表 5：重仓口径下，理财对各类债券的投资占比变化

债券类型	2025Q3	2025Q2	2025Q1	2024Q4	2024Q3	2024Q2	2024Q1	2023Q4	2023Q3	2023Q2	2023Q1
国债	2.88%	4.17%	3.17%	1.75%	1.90%	2.81%	5.17%	6.38%	5.63%	4.86%	4.17%
政策银行债	12.97%	12.55%	12.73%	10.36%	11.43%	12.39%	14.09%	17.02%	17.76%	19.11%	18.11%
地方政府债	0.10%	0.43%	0.47%	0.45%	0.15%	0.03%	0.00%	0.00%	0.26%	0.25%	0.25%
利率债	15.96%	17.15%	16.37%	12.56%	13.48%	15.23%	19.25%	23.40%	23.64%	24.21%	22.53%
商业银行债	0.35%	0.09%	0.05%	0.06%	0.15%	0.14%	0.29%	0.36%	0.70%	0.72%	0.94%

债券类型	2025Q3	2025Q2	2025Q1	2024Q4	2024Q3	2024Q2	2024Q1	2023Q4	2023Q3	2023Q2	2023Q1
商业银行次级债券	20.46%	21.53%	22.43%	22.79%	23.82%	27.99%	27.54%	25.01%	24.91%	26.05%	24.59%
同业存单	42.28%	42.14%	41.32%	44.67%	42.58%	36.67%	29.52%	28.37%	24.85%	21.93%	24.12%
一般短期融资券	0.14%	0.06%	0.15%	0.27%	0.25%	0.43%	0.23%	0.24%	0.13%	0.11%	0.19%
一般公司债	1.12%	1.11%	1.29%	1.55%	1.97%	1.86%	2.72%	2.53%	2.84%	3.12%	3.57%
一般企业债	0.19%	0.13%	0.21%	0.22%	0.24%	0.19%	0.31%	0.30%	0.39%	0.36%	0.49%
一般中期票据	3.39%	2.89%	3.20%	3.08%	2.80%	2.64%	3.17%	3.13%	3.63%	3.73%	3.83%
证监会主管 ABS	2.56%	2.48%	2.32%	1.41%	1.19%	1.03%	1.06%	0.89%	1.20%	1.33%	1.78%
证券公司短期融资券	0.66%	0.45%	0.56%	0.48%	0.32%	0.24%	0.63%	0.47%	0.19%	0.13%	0.31%
证券公司债	5.58%	4.53%	4.69%	4.89%	3.67%	4.11%	4.46%	3.80%	4.62%	4.31%	4.23%
定向工具	1.25%	1.08%	1.17%	1.42%	1.57%	1.76%	2.08%	2.35%	2.39%	2.49%	2.15%
保险公司债	0.73%	0.58%	0.88%	0.83%	0.70%	0.49%	0.43%	0.58%	0.42%	0.43%	0.47%
超短期融资债券	0.23%	0.34%	0.28%	0.48%	1.14%	1.02%	0.86%	0.80%	0.80%	1.05%	0.87%
交易商协会 ABN	0.47%	0.64%	0.66%	0.59%	0.72%	0.68%	0.99%	1.05%	1.50%	1.81%	2.23%
金融监管局 ABS	0.05%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.01%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.01%
可交换债	0.21%	0.24%	0.21%	0.32%	0.32%	0.26%	0.27%	0.24%	0.21%	0.15%	0.14%
可转债	0.04%	0.05%	0.03%	0.04%	0.10%	0.10%	0.14%	0.03%	0.03%	0.00%	0.03%
其它金融机构债	1.49%	1.25%	1.31%	1.08%	1.28%	1.27%	1.39%	1.46%	1.63%	1.80%	1.65%
私募债	2.84%	3.27%	2.86%	3.25%	3.71%	3.88%	4.65%	5.01%	5.95%	6.27%	5.89%
信用债	84.04%	82.85%	83.63%	87.44%	86.52%	84.77%	80.75%	76.60%	76.36%	75.79%	77.47%

数据来源: wind, 西南证券整理

另外，从重仓口径也可以发现 2025 年理财仍有拉久期动作；但利率品种和信用品种拉长久期目的或有区别。根据 2023Q1-2025Q3 理财重仓债券的剩余期限数据来看，虽然理财的整体策略转向资产流动性与净值稳定性，但在部分资产类别中却呈现出明显的“拉久期”行为，该行为主要体现在国债、地方债、银行普通债、二永债、中期票据、ABS 及保险公司债等品种上。不过，理财拉长利率和信用久期的目的或有区别。理财拉长国债久期的主要目的或是提高资本利得：截至 2025Q3，理财重仓国债的平均剩余期限已拉长至约 12.26 年。其中，剩余期限在 10 年以上的超长期品种占据显著地位，例如 25 超长特别国债 02、25 超长特别国债 06、23 附息国债 23 和 24 特别国债 06 等 30 年期国债活跃券和次活跃券，在理财 2025Q3 重仓国债的合计占比超过 30%。结合前文对理财提高利率债交易属性的分析来看，其主要目的或是为了通过提高波段操作，借助久期杠杆获得相对更高的资本利得，配置需求可能相对较低。理财拉长信用品种久期的主要目的或是为更高的静态收益：截至 2025Q3，理财重仓信用债中，银行普通债、二永债、中期票据、ABS、PPN、保险公司债等品种的投资期限均有拉长趋势。其中，银行二永债的平均剩余期限从 2023Q1 的 3.61 年持续提升至 2025Q3 的 4.93 年，中期票据的平均剩余期限从 2023Q1 的 1.86 年持续提升至 2025Q3 的 2.01 年，而证监会主管 ABS 的平均期限更是从 2023Q1 的 3.63 年大幅提升至 2025Q3 的 11.99 年。结合前文分析，理财在信用品种方面为了弥补由于降低投资占比导致的收益下降，在通过利率债、同业存单和其他流动性管理工具满足净值稳定诉求的前提下，不得不凭借拉长信用品种的投资期限以获取更高的静态收益。

表 6：重仓口径下，理财对各类债券的投资剩余期限变化

债券类型	2025Q3	2025Q2	2025Q1	2024Q4	2024Q3	2024Q2	2024Q1	2023Q4	2023Q3	2023Q2	2023Q1
国债	12.26	10.60	9.71	8.06	10.76	8.92	5.77	4.85	6.37	6.09	4.88
政策银行债	2.57	3.19	3.28	3.04	3.28	3.09	3.13	2.55	2.80	3.03	3.41
地方政府债	12.33	19.27	21.47	18.73	13.61	9.57	-	-	8.00	8.26	7.82
商业银行债	1.06	1.47	1.63	1.42	1.60	1.28	0.76	0.84	1.61	1.33	0.67
商业银行次级债券	4.93	4.56	4.33	4.35	4.26	3.99	3.57	3.58	3.52	3.56	3.61
同业存单	0.37	0.37	0.35	0.41	0.48	0.43	0.34	0.33	0.46	0.44	0.33
一般短期融资券	0.31	0.40	0.20	0.30	0.36	0.49	0.61	0.40	0.25	0.38	0.46
一般公司债	1.88	1.92	1.87	2.09	1.77	1.91	1.78	1.70	1.72	1.79	1.78
一般企业债	2.47	2.82	3.51	3.89	4.50	4.26	3.75	3.59	3.90	3.23	3.51
一般中期票据	2.01	2.09	1.90	1.96	1.78	1.71	1.73	1.72	1.82	1.89	1.86
证监会主管 ABS	11.99	11.51	10.54	9.92	7.04	5.32	4.34	4.70	3.66	4.04	3.63
证券公司短期融资券	0.32	0.21	0.33	0.47	0.25	0.26	0.27	0.38	0.34	0.31	0.23
证券公司债	1.15	1.17	1.33	1.31	1.31	1.22	1.40	1.45	1.54	1.68	1.78
定向工具	1.76	1.87	1.55	1.43	1.49	1.39	1.56	1.51	1.49	1.54	1.56
保险公司债	5.01	4.92	4.42	3.90	4.13	4.49	4.60	4.71	4.57	4.24	3.67
超短期融资债券	0.22	0.22	0.17	0.21	0.19	0.21	0.21	0.27	0.30	0.24	0.27
交易商协会 ABN	8.32	7.09	8.07	6.14	2.76	2.21	1.57	1.12	0.99	1.17	1.26
金融监管局 ABS	3.49	-	-	-	-	2.57	-	-	-	-	1.07
可交换债	1.42	1.68	1.51	1.57	1.12	1.37	1.13	1.18	1.30	1.54	1.80
可转债	2.40	2.11	2.90	3.15	3.98	4.23	3.51	4.15	1.72	-	5.35
其它金融机构债	2.19	2.12	2.50	2.44	1.83	1.94	1.77	2.21	2.40	2.44	2.25
私募债	1.90	2.11	1.95	1.85	1.98	1.59	1.66	1.43	1.40	1.35	1.45

数据来源：wind，西南证券整理

从主体投资情况看，理财对二永债的投资除拉长久期外还提升了信用下沉力度。2025Q3，理财对国有行、股份行、城商行和农商行的平均投资期限分别为 5.19 年、4.71 年、4.50 年和 6.02 年，剩余期限分布在 3 年以上的占比达 60% 以上。其中，对国有行和城商行二永债的投资占比存在一定程度提升，其原因可能是基于二永债的信用风险和流动性维度考虑，在提升城商行和农商行的风险敞口后，通过增配国有行二永债以对冲上述风险，但也相应降低了股份行二永债的投资比例。从重仓二永债的区域分布来看，理财对城商行的主要偏好为江苏、浙江、山东和北京等经济水平相对较好的地区；除此以外，理财对沿海省份如福建、上海和广东等区域，内陆省份如河南、四川和陕西等区域也具备一定偏好。

表 7：理财 2025 年加大了二永债的下沉力度，主要下沉目标为城商行

持有占比	2025Q3	2025Q2	2025Q1	2024Q4	2024Q3	2024Q2	2024Q1	2023Q4	2023Q3	2023Q2	2023Q1
国有行	44.87%	40.82%	43.82%	46.28%	44.20%	49.86%	46.43%	45.80%	47.32%	46.90%	47.03%
股份行	33.37%	34.41%	32.06%	30.54%	30.72%	30.65%	34.09%	35.23%	36.42%	37.04%	35.95%
城商行	18.65%	21.25%	20.50%	19.43%	21.00%	16.36%	16.24%	15.23%	13.18%	13.22%	14.25%
农商行	3.12%	3.52%	3.62%	3.75%	4.09%	3.13%	3.24%	3.73%	3.08%	2.83%	2.77%
平均期限	2025Q3	2025Q2	2025Q1	2024Q4	2024Q3	2024Q2	2024Q1	2023Q4	2023Q3	2023Q2	2023Q1
国有行	5.19	5.04	4.85	4.78	4.90	4.61	4.02	3.96	3.98	3.88	3.76
股份行	4.71	4.58	4.37	4.64	4.52	3.98	3.08	3.08	2.62	2.83	2.83
城商行	4.50	4.20	4.01	3.97	3.76	3.60	3.32	3.46	3.40	3.60	3.85
农商行	6.02	4.82	4.30	4.37	4.61	4.38	4.45	4.00	4.18	3.99	3.85
期限分布	2025Q3	2025Q2	2025Q1	2024Q4	2024Q3	2024Q2	2024Q1	2023Q4	2023Q3	2023Q2	2023Q1
小于 1 年	21.13%	34.02%	36.39%	37.51%	37.39%	51.05%	52.01%	49.18%	40.75%	23.27%	17.84%
1-3 年	17.69%	13.18%	21.60%	22.14%	23.47%	23.07%	31.93%	36.34%	42.14%	59.25%	61.22%
3-5 年	32.57%	25.39%	18.31%	17.96%	19.48%	12.46%	7.24%	6.23%	9.28%	9.24%	12.99%
大于 5 年	28.61%	27.41%	23.69%	22.39%	19.65%	13.43%	8.82%	8.25%	7.84%	8.24%	7.94%

数据来源：wind，西南证券整理

表 8：理财对城商行二永债的重点下沉区域为北京、江浙和山东等地

区域占比	2025Q3	2025Q2	2025Q1	2024Q4	2024Q3	2024Q2	2024Q1	2023Q4	2023Q3	2023Q2	2023Q1
北京	22.37%	10.84%	7.48%	6.55%	4.35%	3.11%	3.10%	3.26%	4.22%	4.29%	2.48%
浙江	10.20%	8.06%	12.64%	15.09%	14.14%	14.73%	14.84%	11.55%	11.21%	14.96%	13.16%
福建	3.12%	3.56%	2.78%	2.26%	2.74%	3.02%	2.70%	2.89%	1.48%	1.09%	1.53%
上海	2.99%	2.46%	1.95%	1.94%	4.72%	4.10%	3.86%	4.63%	5.65%	5.80%	5.99%
广东	5.08%	4.28%	3.88%	3.87%	4.24%	3.86%	5.09%	6.48%	6.33%	3.89%	4.13%
河南	5.32%	5.11%	5.23%	6.50%	5.32%	4.69%	4.21%	3.98%	4.95%	7.07%	7.12%
山东	5.56%	12.83%	13.99%	13.96%	14.62%	15.59%	16.07%	13.59%	11.62%	12.72%	12.19%
江苏	9.93%	5.77%	12.81%	9.83%	10.10%	13.72%	17.80%	17.45%	21.66%	19.17%	15.86%
天津	5.84%	5.08%	4.09%	4.46%	2.13%	0.85%	0.43%	0.82%	0.82%	0.00%	0.00%
四川	7.32%	5.18%	3.95%	3.24%	2.57%	1.85%	2.30%	2.85%	2.91%	3.98%	3.19%
重庆	2.47%	1.95%	1.38%	1.19%	2.06%	1.45%	0.64%	2.08%	1.39%	1.12%	1.25%
陕西	2.96%	3.24%	1.45%	2.04%	0.87%	1.01%	0.00%	1.48%	1.11%	1.18%	2.14%
内蒙古	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
河北	1.90%	4.76%	3.34%	3.34%	5.04%	4.67%	4.31%	3.99%	3.42%	3.35%	4.72%
山西	0.64%	0.66%	1.16%	1.58%	1.54%	0.33%	0.43%	0.81%	1.38%	0.42%	0.00%
湖北	0.99%	2.29%	1.89%	2.33%	3.12%	3.32%	2.93%	2.88%	1.78%	1.43%	1.79%
安徽	1.95%	3.04%	3.31%	1.60%	2.92%	3.06%	1.99%	1.38%	4.59%	3.07%	5.21%
湖南	2.14%	2.30%	2.31%	2.95%	1.88%	1.34%	2.49%	2.75%	2.06%	2.35%	1.69%
吉林	1.26%	2.22%	1.15%	1.14%	0.73%	0.84%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
西藏	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
广西	1.15%	4.54%	4.02%	5.21%	5.46%	5.79%	5.15%	6.62%	6.39%	4.51%	5.16%
甘肃	1.78%	1.41%	1.48%	1.17%	1.33%	1.69%	1.37%	1.41%	0.81%	0.67%	0.72%

区域占比	2025Q3	2025Q2	2025Q1	2024Q4	2024Q3	2024Q2	2024Q1	2023Q4	2023Q3	2023Q2	2023Q1
江西	1.59%	3.54%	3.87%	4.00%	4.48%	5.27%	4.42%	3.62%	2.26%	4.81%	5.71%
海南	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
黑龙江	1.28%	2.63%	2.33%	2.55%	2.34%	2.73%	1.80%	1.57%	0.62%	1.57%	1.39%
贵州	0.65%	1.02%	0.52%	0.57%	0.94%	0.94%	2.37%	2.43%	1.55%	1.01%	2.21%
辽宁	1.51%	2.57%	2.44%	2.11%	1.93%	1.68%	1.19%	1.49%	1.81%	1.54%	2.34%
云南	0.00%	0.65%	0.57%	0.51%	0.43%	0.36%	0.51%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
新疆	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: wind, 西南证券整理

城投债方面，理财重仓口径下除了北京和吉林外，其他区域均有到期日超 2027 年 6 月的主体。重仓口径下，理财 2025Q3 对城投债的持有规模约为 721.73 亿元，占总仓债券的比例约为 5.16%，相较 2023Q1-2024Q4 的平均比例 11.66% 降低了约 6.5 个百分点。从区域来看，城投债发行量较大的江浙等地仍是理财的重仓城投债中的重点区域。除江浙区域外，山东、四川、湖北、广东、河南和上海等区域也是理财重仓城投债的偏好区域。在上述优质区域中，我们可以看到理财持有广东区域城投债的平均剩余期限超过 7 年，除广东这类经济水平优秀的省份外，理财对东部地区（河北、江苏、浙江、福建、山东、广东、天津、上海）、中部地区（山西、江西、河南、湖北、湖南）和西部地区（广西、重庆、四川、贵州、西藏、陕西、甘肃、新疆）等省份城投债的持有期限均超过了 2027 年 6 月的化债文件保护期限，一定程度上反映出理财对绝大部分区域城投信用风险的判断处于可控阶段。从超过 2027 年 6 月到期主体的特点来看，理财在化债背景下可接受的超 2027 年 6 月期限的主体最低要求或为“好区域的区级平台，差区域的市级平台”。我们进一步统计了理财重仓城投债区域中，具有个券到期日超过 2027 年 6 月的具体主体。可以发现，江苏、浙江等地城投主体数量最多，且最低下沉至区级平台；除此以外，四川、广东、陕西等地也下沉至区级平台。而经济实力相对较弱区域的贵州、云南、湖南等省份则仍是保持了至少市级平台的下沉底线。从中可以大致判断出，理财目前虽然并不太在意 2027 年 6 月的“刚兑”最后时限，但在突破该时限的主体方面，还是会比较克制，保持对信用风险的基本判断，最低要求或为“好区域的区级平台，差区域的市级平台”。

表 9：从重仓城投债看，大部分区域均有到期日超 2027 年 6 月的主体

所属区域	持有占比	平均持有期限 (年)	区域个券是否超过2027年6月	超过2027年6月的主体
安徽	1.00%	1.05	✓	滁州城投
北京	0.53%	0.05	×	--
福建	3.31%	1.60	✓	厦门火炬、晋江城投集团、南安发展
甘肃	1.18%	2.62	✓	甘肃公航旅集团、公交建集团
广东	4.57%	7.24	✓	深圳市大鹏安居、广州地铁、东莞水务集团
广西	2.24%	1.85	✓	北投集团；广西北投广西交投广西铁投
贵州	0.66%	5.30	✓	遵义国资
河北	1.07%	3.21	✓	承德国控、顺德集团
河南	4.36%	2.42	✓	郑州产业投资集团、郑州城建集团、洛阳国宏、新乡投资、周口城投、郑新建投
湖北	4.68%	2.77	✓	江夏经发投、湖北科投、光谷交通、湖北交投、湖北铁路基金、联发投、荆州城发、武汉城建
湖南	1.39%	5.45	✓	星城发展、湖南湘江商业资产投资运营管理公司、雨花城投
吉林	0.79%	0.57	×	--
江苏	16.13%	2.24	✓	常州城建、常州天宁、启东城投、盐城高新、东台城投、盐城国投、连云港城建集团、宜兴城投、金坛国发、吴江城投、浦口康居、宿迁交通、盛泽投资、新沂交投、滨江投资、无锡城建、江宁国资集团、沛县兴田、淮安交通、盐城东方、南通沿海、溧水城建、江宁经开
江西	1.97%	1.52	✓	上饶城投、上饶国资、上饶投控
山东	9.02%	1.95	✓	济南轨交、泰山财金、即墨旅投、青岛城投、济南城建集团、临沂城发、淄博城运、潍坊城投、融汇财富
山西	0.73%	2.37	✓	华远陆港、晋城国投
陕西	3.97%	1.77	✓	西安高科、西安城发、西安高新控股、常宁公司
上海	4.09%	2.01	✓	西岸集团、闵房集团、中环集团
四川	5.79%	2.15	✓	绵投集团、凉山发展、武侯发展、德阳产投、四川发展、四川高速
天津	1.36%	1.67	✓	静海城投
西藏	0.49%	2.46	✓	拉萨城投
新疆	1.03%	3.51	✓	乌城轨集团、州国投集团
云南	2.76%	1.38	✓	云南交投
浙江	23.19%	2.32	✓	丽水市城投集团、吴兴城投、安吉建控、兰溪兰创、柯桥开发集团、建德城投、南浔城投、金华融盛、杭州萧山国投商业资产管理、义乌双江湖、富春湾新城、桐庐国控、金开国控、临安国控、桐庐建发、新城集团、奉化农商集团、金华融盛、嘉睦集团、浙江杭州湾信息港、高新建设开发、桐乡国投、桐乡崇发、湖州产投、安吉产控
重庆	3.67%	1.89	✓	城建集团、两山集团、临空投、万州平湖、重庆西永

数据来源：wind，西南证券整理

存单方面，理财除了流动性管理需求外还存在收益需求，因此提升了国有行、城商行的配置比例，但整体期限控制在 6M 以内。2023Q1-2025Q3 期间，理财对银行存单的投资主体更倾向于国有行和城商行。2025Q3，理财对国有行和城商行存单的投资比例合计达 63%，占比较 2023-2024 年的平均值 50.5% 有明显提升。相比之下，股份行存单的投资占比从 50% 以上高位持续回落至 35.19%，其主要原因可能还是基于收益性和流动性的综合考量，在主体上选择可以忽视信用风险的国有行和可以提供更高收益的城商行，以实现收益要求，在城商行主体选择方面，理财重点偏好沿海省份，江浙区域尤为突出。存单投资期限方面，理财对银行存单的投资期限仍然控制在 6M 以内。2025Q3，理财对 6M 以内存单的投资占比虽相较于 2023-2024 年期间高峰值 85% 以上的占比已有一定程度的下降，仍高达 74.85%，从主体来看，主要是由于理财拉长了对国有行同业存单的投资期限以保持基本流动性需求所致。

表 10：理财 2025 年加大了同业存单的下沉力度，主要下沉目标为城商行

持有占比	2025Q3	2025Q2	2025Q1	2024Q4	2024Q3	2024Q2	2024Q1	2023Q4	2023Q3	2023Q2	2023Q1
国有行	45.95%	47.43%	40.14%	34.40%	35.40%	34.83%	34.89%	41.77%	36.86%	38.23%	38.71%
股份行	35.19%	34.19%	39.86%	47.06%	44.19%	48.11%	50.02%	43.81%	52.58%	49.21%	47.34%
城商行	17.05%	16.48%	18.02%	16.08%	17.31%	14.73%	12.89%	12.66%	8.07%	10.07%	12.25%
农商行	1.81%	1.90%	1.98%	2.46%	3.10%	2.33%	2.20%	1.76%	2.50%	2.49%	1.71%
平均期限	2025Q3	2025Q2	2025Q1	2024Q4	2024Q3	2024Q2	2024Q1	2023Q4	2023Q3	2023Q2	2023Q1
国有行	0.44	0.42	0.40	0.45	0.55	0.47	0.37	0.36	0.48	0.51	0.37
股份行	0.34	0.36	0.37	0.42	0.46	0.45	0.37	0.36	0.48	0.46	0.35
城商行	0.29	0.32	0.30	0.36	0.42	0.36	0.27	0.28	0.42	0.32	0.25
农商行	0.36	0.30	0.21	0.35	0.43	0.42	0.23	0.24	0.21	0.27	0.29
期限分布	2025Q3	2025Q2	2025Q1	2024Q4	2024Q3	2024Q2	2024Q1	2023Q4	2023Q3	2023Q2	2023Q1
3M 以内	45.40%	48.11%	46.90%	42.00%	23.74%	38.56%	57.57%	50.23%	30.10%	41.63%	62.15%
3-6M	29.45%	23.23%	28.51%	33.04%	35.69%	18.90%	22.80%	35.40%	28.41%	17.62%	22.58%
6-9M	17.39%	17.51%	14.98%	14.76%	25.24%	21.97%	11.09%	12.42%	24.16%	17.87%	9.46%
9-12M	7.76%	11.15%	9.62%	10.20%	15.32%	20.56%	8.54%	1.95%	17.32%	22.88%	5.81%

数据来源：wind，西南证券整理

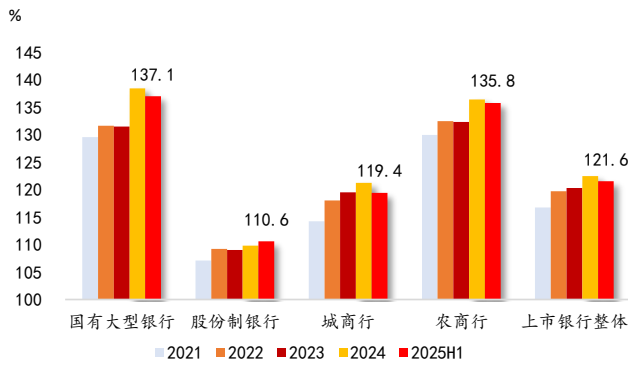
表 11：理财对城商行同业存单的重点下沉区域为北京和江浙等地

区域占比	2025Q3	2025Q2	2025Q1	2024Q4	2024Q3	2024Q2	2024Q1	2023Q4	2023Q3	2023Q2	2023Q1
北京	34.36%	25.93%	26.40%	20.58%	14.74%	14.38%	11.66%	12.36%	9.94%	5.39%	7.47%
浙江	33.97%	22.78%	30.86%	24.82%	28.68%	17.30%	9.09%	16.41%	6.47%	13.10%	22.52%
福建	3.82%	2.91%	4.69%	8.45%	6.68%	2.46%	4.05%	2.03%	1.35%	0.38%	1.10%
上海	19.16%	20.18%	18.83%	20.64%	21.70%	11.62%	6.65%	9.87%	5.08%	10.74%	15.77%
广东	11.39%	6.95%	8.61%	6.21%	10.94%	14.12%	11.65%	6.51%	5.79%	6.49%	4.44%
河南	3.57%	2.56%	3.10%	2.48%	1.27%	2.02%	1.03%	1.02%	1.49%	0.97%	1.01%
山东	4.76%	0.77%	1.76%	2.06%	1.15%	0.37%	2.30%	2.21%	3.79%	0.39%	0.37%
江苏	39.89%	41.97%	40.96%	45.19%	31.92%	33.95%	21.12%	23.84%	10.54%	15.52%	25.67%
天津	2.46%	2.43%	2.15%	2.21%	1.82%	1.97%	1.51%	0.76%	0.42%	0.79%	1.02%
四川	8.24%	2.39%	2.50%	4.74%	5.31%	4.78%	2.43%	6.99%	3.18%	3.38%	0.55%
重庆	3.54%	3.11%	1.12%	2.32%	3.20%	3.21%	2.99%	2.31%	2.20%	0.59%	0.55%
陕西	0.75%	2.07%	4.14%	2.98%	1.63%	0.37%	0.00%	0.34%	0.42%	0.00%	0.00%
内蒙古	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
河北	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
山西	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
湖北	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.73%	0.75%	1.42%	1.36%	0.85%	0.39%	0.00%
安徽	9.02%	6.05%	4.93%	8.53%	5.53%	2.78%	1.59%	1.56%	2.33%	4.48%	2.67%
湖南	9.33%	6.33%	5.31%	5.02%	7.51%	6.04%	5.01%	3.76%	5.09%	1.62%	0.91%
吉林	1.42%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
西藏	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
广西	0.51%	0.38%	0.88%	1.23%	1.60%	0.32%	0.32%	0.34%	0.42%	0.00%	0.00%
甘肃	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.32%	0.32%	0.32%	0.34%	0.84%	0.00%	0.00%

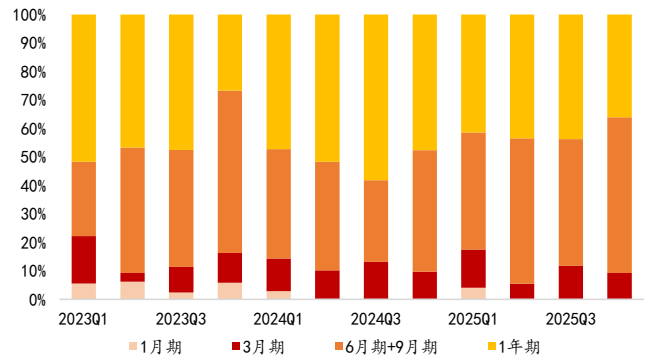
区域占比	2025Q3	2025Q2	2025Q1	2024Q4	2024Q3	2024Q2	2024Q1	2023Q4	2023Q3	2023Q2	2023Q1
江西	1.70%	3.31%	3.52%	2.61%	1.90%	0.30%	0.32%	0.68%	0.00%	0.00%	0.37%
海南	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
黑龙江	0.00%	0.51%	1.17%	0.77%	0.30%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
贵州	1.03%	1.16%	0.91%	1.62%	1.11%	1.20%	1.19%	0.34%	0.42%	0.00%	0.00%
辽宁	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
云南	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
新疆	0.00%	0.00%	0.71%	0.00%	0.00%	0.00%	0.32%	1.27%	0.42%	0.00%	0.00%

数据来源: wind, 西南证券整理

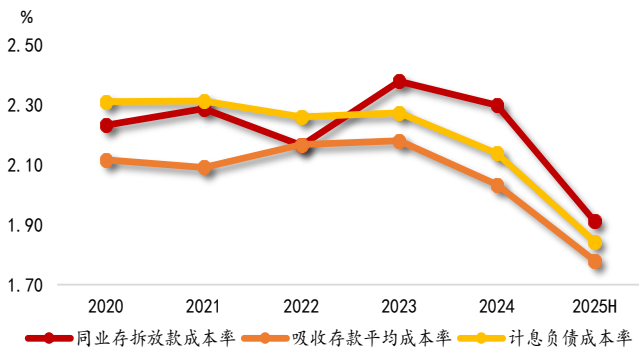
流动性管理层面, 除了同业存单外, 同业存款利率承压背景下, **债券型 ETF 可能成为替代工具**。现阶段银行负债端除成本压力外, 久期压力也逐渐显现, 降成本策略或由总量向结构调整。2024 年以来, 商业银行负债端呈现“缩久期、降成本”的特征: 通过普降各类存款, 特别是长期存款挂牌利率、限售或取消 5 年期大额存单和定期存款等方式缩短负债端久期, 缓解息差压力, 主动负债久期整体压降, 2025 年银行同业存单发行期限加权平均值下行节奏加速且提前至二季度。截至 2025 上半年, 上市银行剩余期限在 1-5 年期的存款余额占定期存款比重已从 2023 年的峰值 41.9% 下降至 37.3%, 同期剩余期限在 3 个月至 1 年期的存款占比则显著增加至 40.2%。缩久期手段空间有限, 但息差压力尚未止步。尽管“存款短期化”策略能有效为息差形成托底, 但该方式弊端在于, 负债端可用稳定资金期限的缩短牺牲了流动性指标 NSFR, 加剧了银行资产负债久期不匹配的局面。2025 年中期, 除股份制银行以外的上市商业银行 NSFR 较 2024 年已普遍下滑; 因此, 通过持续压缩久期托举息差的手段操作空间有限。而当前商业银行资产端贷款资产的剩余期限依然较长, 其相对更缓慢的重定价周期意味着 2026 年息差压力尚未止步, 加大力度降低存款利率仍是改善银行经营环境的必需手段。**结构上看, 上市银行同业存拆放款成本率持续高于计息负债整体成本线**, 尽管 2025 年上半年已显著下行, 但上市商业银行, 尤其是国有行的同业拆放款成本率仍普遍徘徊在 2.0% 左右的相对高位。同时考虑到同业负债定价更具市场化的特性, 我们预计同业利率压降空间仍存, 也是商业银行进一步降低付息成本、改善经营环境的关键。**债券型 ETF 或将成为理财流动性管理新工具**。债券市场波动率增加和违规平滑手段整改推动理财流动性管理需求提升, 而同业存款利率调降后其投资性价比降低, 理财资金的流动性管理可能从同业市场转向更多依托于公募基金等标准化工具。根据普益标准数据, 债券型基金是理财投资公募基金的最主要品种, 其占比长期在持仓公募基金中占比 80% 以上。其中, 以往被理财定位为“流动性+收益”工具的短债基金, 在低利率环境下增厚收益的能力日渐收窄, 普通债券基金过往所承担的部分短期交易与流动性管理功能在公募销售新规后亦被剥离, 考虑到债券 ETF 在新规费改范围之外, 叠加自身持仓透明、策略清晰、更具成本效益和流动性优势等特性, 场内 ETF 相关产品可能更易受理财青睐, 部分理财产品一季度投资信用债 ETF 比例已进入前十大持仓。预计信用债 ETF 在理财资产配置中的占比将进一步提升, 未来或将成为理财标准化资产配置的重要选项。

图 22：2023-2025 年上市商业银行 NSFR 指标变化


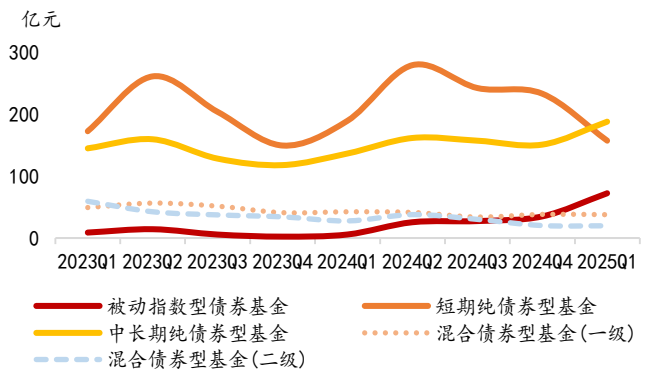
数据来源：wind，西南证券整理

图 23：2023-2025 年同业存单发行期限结构


数据来源：wind，西南证券整理

图 24：银行计息负债、吸收存款及同业拆放加权平均成本率


数据来源：wind，西南证券整理

图 25：理财资产配置债券基金情况


数据来源：wind，西南证券整理

5 2026 年理财行业变量与行为变化

2026 年理财行业面临的变化主要有以下三点：（1）权益市场走强背景下，2026 年理财规模或有望维持 10% 的增速，全年规模或能达到 35 万亿元。居民无风险偏好资金主要基于比价效应在银行存款和理财产品之间选择。在存款利率继续下降、理财收益率勉强维持的状态下，2025 年理财近 1 年收益率与 3 年存款利率的品种利差中枢整体维持在 80BP 附近。从历史趋势来看，理财与存款的品种利差和理财规模同比增速之间存在一定相关性，即储户会根据存款和理财的相对收益选择购买相应产品。考虑到 2026 年权益市场或有继续走强的趋势，保守估计理财规模增速或将维持 10% 左右的增速，全年规模峰值或能达到 35 万亿元。

（2）净值管理难度明显提升，新兴第三方估值进入理财公司视野，但监管目前对其态度仍然审慎。2026 年，理财受违规平滑手段整改的影响，理财产品将失去所谓的“安全垫”，净值稳定性将面临巨大挑战。尽管理财在 2025 年整改过程中已经通过多资产投资、衍生品投资等方式，尽量对冲各类资产的风险敞口，但对中尾部理财子而言，其投研体系可能并未如此完善。因此，中债资信等新兴第三方估值开始进入理财公司视野。但监管层面总体仍保持审慎态度。（3）业绩比较基准可能进一步下调，投资端压力有所缓解。从头部情况来看，行业业绩比较基准降幅或高于头部理财子的平均降幅 73BP，随着利率下行周期的维持，理财产品业绩比较基准在 2026 年或有进一步调降的可能性，投资端压力或因考核要求下降而有所缓解。

2026 年理财机构行为可能发生的变化主要有以下三点：**(1) 二永债配置属性仍存，但可能用下沉策略替代久期策略。**随着过去用于平滑净值波动的工具在监管整改中逐步退出，理财机构可能将继续依赖短久期信用下沉策略来替代以往的拉长久期策略，通过适度承担信用风险以换取票息收益，从而规避利率波动带来的估值影响，考虑到信用品种供给缺失，二永债的整体定位或仍将以配置型资产为主。**(2) 城投债“信用下沉+适度久期”的策略预计得以延续，但其下沉底线将更趋清晰和严格。**从 2025 年持仓结构来看，理财机构对江苏、浙江等优质区域可下沉至区县级平台，而在贵州、湖南等经济实力相对偏弱的区域则普遍坚守市级及以上平台。总体来看，理财目前虽然并不太在意 2027 年 6 月的“刚兑”最后时限，但在突破该时限的主体方面，还是会比较克制，保持对信用风险的基本判断，最低要求或为“好区域的区级平台，差区域的市级平台”，避免触及实质违约风险。**(3) 加强对利率债的波段交易，增厚产品收益。**由于当前信用利差已压缩至历史低位，通过信用下沉获取超额收益的难度日益增加，理财机构预计将进一步加强利率债的波段交易以增厚组合收益。从品种偏好来看，超长期国债及 10 年期国开债因其流动性较好、波动属性明确，仍将是进行利率波段操作的主要工具，该趋势在 2026 年有望延续，并逐步成为理财收益增强的重要组成部分。

6 风险提示

(1) 理财行业政策存在不确定性的风险：理财行业监管政策仍处于动态调整阶段，未来方向尚不明朗，可能与本文分析结果产生出入。

(2) 模型测算结果可能与实际情况存在偏差的风险：模型基于特定假设与历史数据构建，其输出结果仅为参考，实际市场表现可能因复杂因素而产生偏离。

(3) 样本选取和数据获取可能存在误差的风险：研究样本的代表性与数据来源的准确性存在局限，可能对分析结论的全面性与可靠性造成影响。

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

报告中投资建议所涉及的评级分为公司评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 20% 以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 10% 与 20% 之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -10% 与 10% 之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -20% 与 -10% 之间
	卖出：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 -20% 以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于同期相关证券市场代表性指数 5% 以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于同期相关证券市场代表性指数 -5% 与 5% 之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于同期相关证券市场代表性指数 -5% 以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告

须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

请务必阅读正文后的重要声明部分

西南证券研究院

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴 21 世纪大厦 10 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

深圳

地址：深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 22 楼

邮编：518038

重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼 21 楼

邮编：400025

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	院长助理、研究销售部经理、 上海销售主管	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	崔露文	销售岗	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	李煜	销售岗	18801732511	18801732511	yfliyu@swsc.com.cn
	汪艺	销售岗	13127920536	13127920536	wyyf@swsc.com.cn
	戴剑箫	销售岗	13524484975	13524484975	daijx@swsc.com.cn
	张方毅	销售岗	15821376156	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	李嘉隆	销售岗	15800507223	15800507223	ljlong@swsc.com.cn
	欧若诗	销售岗	18223769969	18223769969	ors@swsc.com.cn
	贾文婷	销售岗	13621609568	13621609568	jiawent@swsc.com.cn
	张嘉诚	销售岗	18656199319	18656199319	zhangjc@swsc.com.cn
毛玮琳	销售岗	18721786793	18721786793	mwl@swsc.com.cn	
北京	李杨	北京销售主管	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售岗	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	姚航	销售岗	15652026677	15652026677	yhang@swsc.com.cn
	杨薇	销售岗	15652285702	15652285702	yangwei@swsc.com.cn
	王宇飞	销售岗	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com.cn
	王一菲	销售岗	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn

	张鑫	销售岗	15981953220	15981953220	zhxin@swsc.com.cn
	马冰竹	销售岗	13126590325	13126590325	mbz@swsc.com.cn
	刘艳	销售岗	18456565475	18456565475	liuyanyj@swsc.com.cn
	龚之涵	销售岗	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
广深	唐茜露	销售岗	18680348593	18680348593	txl@swsc.com.cn
	文柳茜	销售岗	13750028702	13750028702	wlq@swsc.com.cn
	林哲睿	销售岗	15602268757	15602268757	lzh@swsc.com.cn
