银行

2026 年 11 月 05 日

欠配之下的申赎腾挪

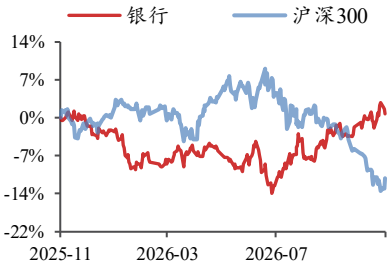
——理财观察之“赎回基金”

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

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

《银行负债压力缓解信号与跨年配置思考—行业点评报告》-2026.10.27

《权益调整下的理财比价“再平衡”—理财登 2026Q3 季报解读》-2026.10.26

《“换锚”及存贷款基准利率退出的潜在影响—行业点评报告》-2026.10.21

● **理财负债端无虞，此次为理财预防性赎回**

10 月底理财净值压力小幅上升，但尚未触及警戒线、未发生负债端大幅赎回。判断赎回是预防性赎回还是负债端引起的被迫赎回，通常可观察几个指标：（1）破净率（周度）：截至 2026-11-01 理财破净率上升至 4.6%，接近 5%的警戒线但尚未持续满 2 周，短期内负反馈概率较小。回顾 2022 年底“赎回潮”，理财破净率最高升至 25%，负债端共流出约 5 万亿元。另一次赎回发生在 2024 年“924 新政”后季末回表叠加股市分流，但其后 2~3 个月陆续回流理财。破净率对于成立时间较早的产品来说意义较弱，还需结合实际收益率、回撤判断；（2）负收益的产品数量比例（近 7 日）：截至 2026-11-01 一周“固收+”为 25%，环比小幅上升，通常 20%可视作临界线，连续高于 20%时持有体验或显著下滑，但 10 月主要为权益市场波动带来的收益承压，债市波动仅小幅抬升该比例；（3）净值回撤（单日）：10 月 30 日单日净值下跌的理财产品占 68%，平均跌幅为 4BP，范围广、回撤幅度中等。历史上一周内累计回撤 10BP 内均难以引发负债端的赎回，但资产端或在连续 2~3 天下跌时就已开始赎回基金。

● **信用事件催化+债基仓位高位，赎回规模或较大**

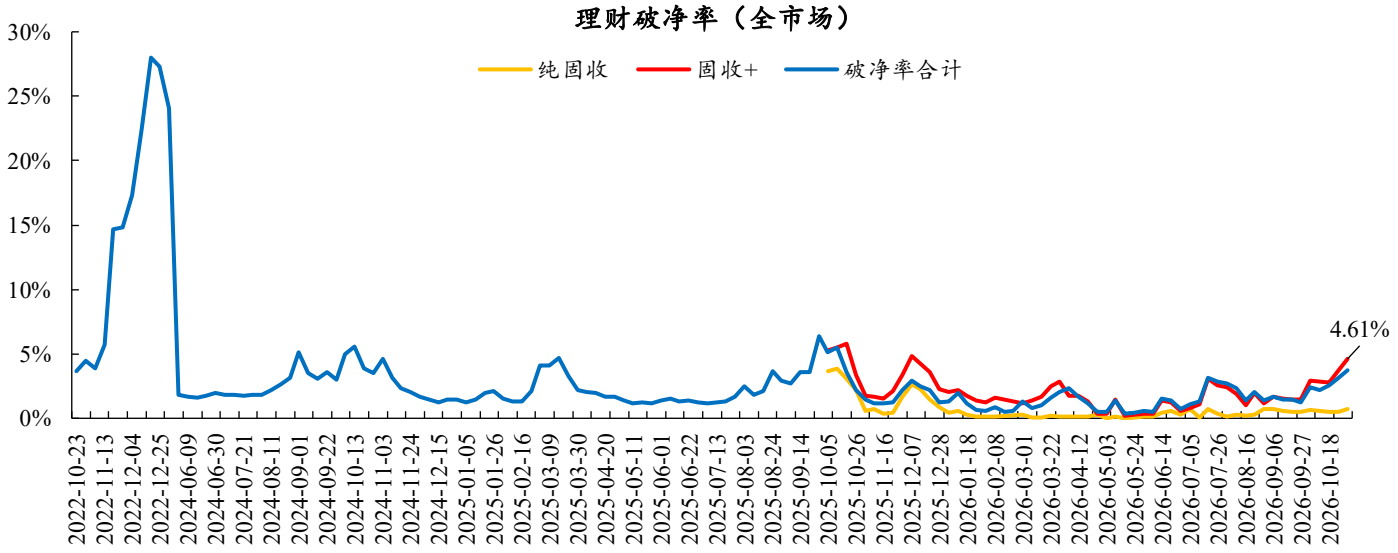
此次赎回体感加强、规模较大的原因主要为：**（1）华发信用风险事件为触发因素，**连续发酵多日，虽单日跌幅不多但累计增加，理财和基金均涉及该主体多只债券；**（2）理财的债基仓位为历史新高，**2026Q3 末约 2.5 万亿元，因此对波动更敏感、预判更提前。我们在 2026-10-17《季末回表显著弱于季节性的几点原因》中估算 9 月理财净申购基金约 4000 亿元，假设纯债债基占 8 成（2026Q3 末前十持仓口径）即 3000 亿元左右，多数为 7 天或 1 个月免赎，10 月底为赎回提供了条件。事实上居民“赎回潮”在 2022 年之后未再出现，但来自理财投资端的预防性赎回已有多次。**（3）赎回日为 10 月 30 日即周五，**意味着即便是周频估值基金也需披露净值、无法“降波”，理财被迫赎回其余开放式基金减轻回撤压力。若通过信托申赎基金通常是 T-1 估值，即赎回当天的亏损在下一个交易日中体现，减小了单日回撤压力。

● **欠配压力+规模较快增长，预计后续理财申购债基的意愿仍偏强**

信用债已有企稳迹象，或跌出一定性价比。11 月 2 日和 3 日债市跌幅收窄并小幅修复，不排除少数理财子转为净申购，一方面是欠配——2026Q4 至 2027Q1 理财存量存款到期压力大，叠加当前资金面和基本面对债市形成支撑，理财加杠杆、拉长久期意愿强烈，预计对中长债基仍有不小的需求；另一方面是近期股市下跌、居民风偏低，利好理财的增长，预计 11 月增量略超季节性（预估达 5000 亿元）。从“选基”角度，目前短债理财的业绩比较基准中枢约 1.20%，意味着对 1Y 同业定存收益率要求不低于 1.45%（费率约 25BP），对基金、信用债或不低于 1.55%。近期存款降价明显，底仓有望由基金“补位”。

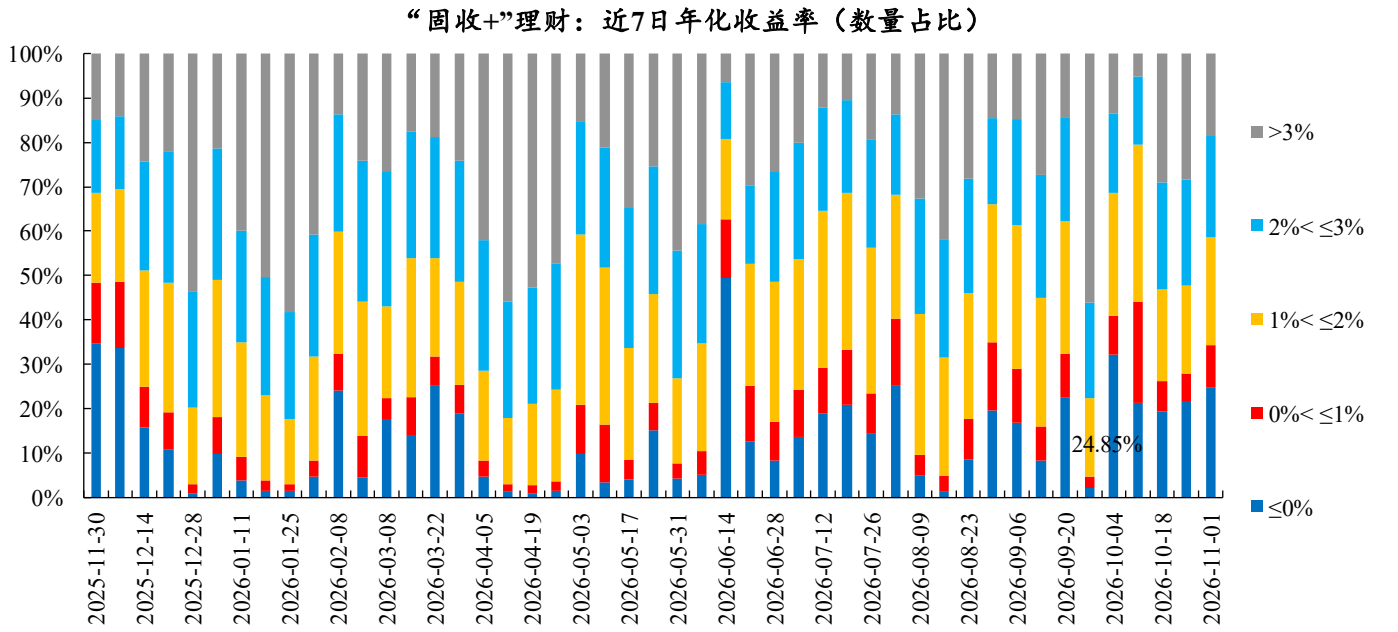
● **风险提示：**理财增长不及预期；金融监管趋严等。

图1：截至 2026-11-01 一周理财破净率边际上升，其中“固收+”为 4.61%



数据来源：普益标准、开源证券研究所

图2：截至 2026-11-01 一周理财负收益产品占比为 25%，边际小幅上升，前期由于权益波动上升较多



数据来源：普益标准、开源证券研究所

表1：2026-10-30 理财产品单日跌幅平均为 4BP，单日下跌的产品数量占比为 68%

理财产品单日涨跌幅			
	2026/10/29	2026/10/30	2026/11/2
单日涨跌幅平均数	0.00%	-0.04%	-0.01%
单日涨跌幅中位数	0.00%	-0.02%	0.00%
净值下跌的产品数量比例	25.86%	68.35%	41.18%

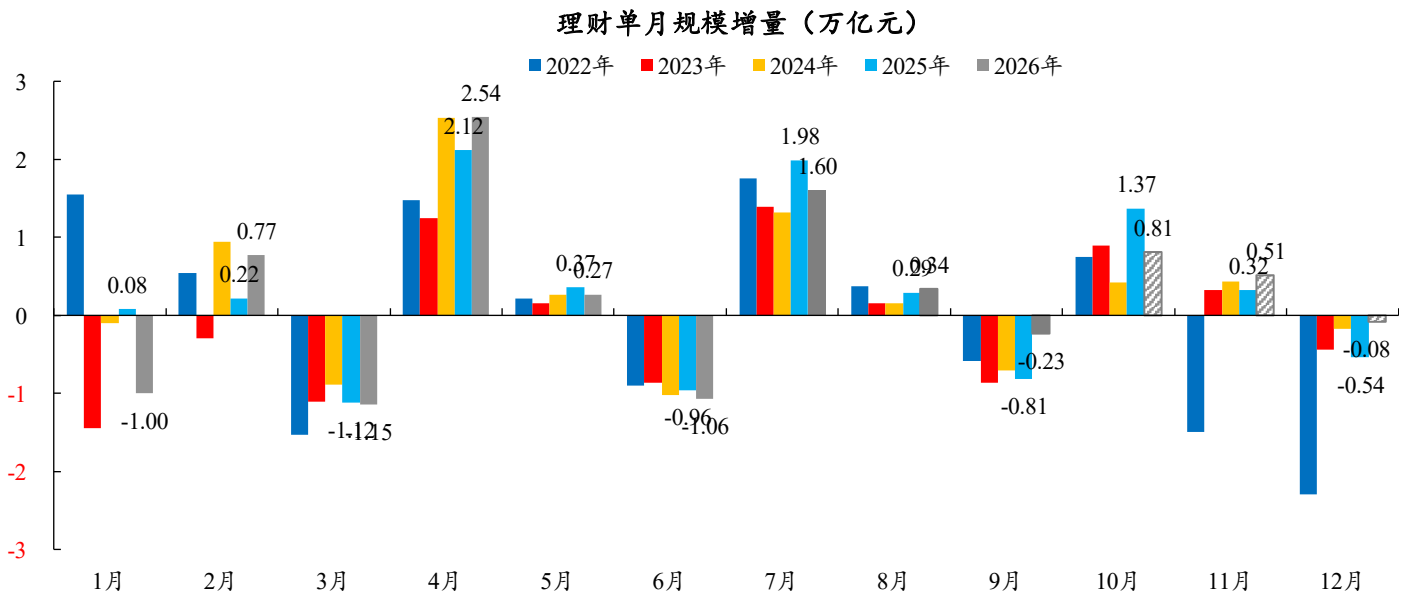
数据来源：普益标准、开源证券研究所（注：根据净值明细测算，已剔除无净值数据的产品）

表2：截至 2026Q3 末，理财前十持仓中的纯债债基占公募基金的约 80%

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）					
	2023-12	2024-12	2025-12	2026-03	2026-06	2026-09	2023-12	2024-12	2025-12	2026-03	2026-06	2026-09	2023-12	2024-12	2025-12	2026-03	2026-06	2026-09
货币市场型基金	124.02	330	450	388	522	559	8.28%	15.13%	11.85%	8.49%	8.08%	6.82%	505	1410	2155	1615	2030	2021
债券型基金	1160.77	1640	2917	3637	5365	7203	77.51%	75.24%	76.78%	79.61%	83.09%	87.82%	4730	7011	13964	15138	20870	26033
短期纯债型基金	370.02	620	544	751	1070	1242	24.71%	28.43%	14.33%	16.44%	16.58%	15.15%	1508	2649	2605	3125	4165	4490
其中：摊余法&混合估值法	18.65	4	56	79	52	232	1.25%	0.20%	1.48%	1.73%	0.81%	2.82%	76	19	270	330	204	837
市值法	351.37	615	488	672	1018	1011	23.46%	28.22%	12.84%	14.70%	15.77%	12.32%	1432	2630	2336	2796	3961	3653
中长期纯债型基金	478.18	627	1226	1581	2277	3367	31.93%	28.78%	32.27%	34.61%	35.27%	41.06%	1949	2682	5869	6582	8858	12171
其中：摊余法&混合估值法	144.69	130	735	996	1134	1596	9.66%	5.95%	19.36%	21.80%	17.56%	19.46%	590	555	3521	4146	4412	5768
市值法	333.49	498	490	585	1143	1771	22.27%	22.83%	12.91%	12.81%	17.70%	21.60%	1359	2127	2348	2436	4446	6402
混合债券型一级基金	194.97	168	158	175	188	215	13.02%	7.69%	4.15%	3.82%	2.90%	2.62%	795	716	754	726	729	776
混合债券型二级基金	89.65	55	254	328	455	519	5.99%	2.53%	6.68%	7.19%	7.05%	6.33%	365	235	1215	1367	1772	1876
被动指数型债券基金	27.18	166	733	799	1373	1853	1.82%	7.62%	19.28%	17.48%	21.26%	22.60%	111	710	3507	3325	5340	6699
利率债ETF	2.42	12	47	54	92	147	0.16%	0.54%	1.23%	1.18%	1.43%	1.79%	10	51	223	224	358	531
信用债ETF	3.22	23	492	499	666	851	0.22%	1.08%	12.95%	10.91%	10.31%	10.37%	13	100	2356	2075	2590	3075
其中：科创债ETF	*0.00*	*0*	*280*	*258*	*314*	*428*	*0.00%*	*0.00%*	*7.37%*	*5.65%*	*4.87%*	*5.22%*	*0*	*0*	*1340*	*1075*	*1223*	*1548*
可转债ETF	1.25	11	45	16	2	13	0.08%	0.51%	1.19%	0.34%	0.04%	0.16%	5	48	217	65	9	47
场外指数基金（无场内）	20.27	117	148	230	607	834	1.35%	5.36%	3.90%	5.04%	9.41%	10.17%	83	500	710	958	2363	3016
LOF	0.02	3	0	1	4	8	0.00%	0.13%	0.00%	0.01%	0.07%	0.10%	0	12	1	2	16	30
增强指数型债券基金	0.00	0	0	0	0	0	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0	0	0	0	0	0
可转换债券型基金	0.76	4	3	3	2	4	0.05%	0.20%	0.07%	0.07%	0.02%	0.05%	3	18	13	14	6	16
混合型基金	108.14	60	91	157	199	184	7.22%	2.75%	2.39%	3.45%	3.08%	2.24%	441	256	436	655	775	664
偏债混合型基金	24.37	12	9	13	18	15	1.63%	0.54%	0.23%	0.29%	0.28%	0.19%	99	50	42	56	72	56
偏股混合型基金	23.22	15	12	12	26	8	1.55%	0.67%	0.31%	0.27%	0.40%	0.10%	95	63	56	50	101	30
平衡混合型基金	0.00	0	0	0	0	0	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0	0	0	0	0	0
灵活配置型基金	60.54	33	70	132	155	160	4.04%	1.53%	1.85%	2.88%	2.40%	1.95%	247	143	337	548	602	578
股票型基金	62.15	47	103	110	153	91	4.15%	2.14%	2.71%	2.41%	2.37%	1.11%	253	200	492	459	594	329
普通股票型基金	11.51	7	4	5	7	2	0.77%	0.34%	0.11%	0.11%	0.10%	0.03%	47	31	19	21	25	9
被动指数型基金	44.69	38	96	100	137	77	2.98%	1.75%	2.53%	2.18%	2.12%	0.94%	182	163	461	415	534	279
增强指数型基金	5.95	1	3	5	9	4	0.40%	0.05%	0.07%	0.12%	0.14%	0.05%	24	5	12	23	35	16
国际(QDII)基金	27.87	49	131	149	158	88	1.86%	2.27%	3.46%	3.27%	2.45%	1.08%	114	211	629	622	615	319
国际(QDII)债券型基金	22.25	31	100	127	112	50	1.49%	1.40%	2.65%	2.79%	1.74%	0.62%	91	131	481	530	437	182
国际(QDII)股票型基金	5.45	14	28	15	32	32	0.36%	0.64%	0.72%	0.34%	0.49%	0.39%	22	60	132	64	124	115
国际(QDII)混合型基金	0.17	0.20	3.27	6.59	14.04	5.77	0.01%	0.01%	0.09%	0.14%	0.22%	0.07%	0.71	0.86	15.63	27.42	54.63	20.86
国际(QDII)另类投资基金	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.16	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.57
另类投资基金	12.19	12	62	68	31	49	0.81%	0.54%	1.64%	1.48%	0.48%	0.60%	50	50	299	282	121	177
REITs	1.86	3	2	3	4	7	0.12%	0.14%	0.05%	0.06%	0.07%	0.09%	7.58	13.42	9.91	11.50	17.35	26.28
FOF基金	0.53	0.22	1.29	2.47	15.08	20.61	0.04%	0.01%	0.03%	0.05%	0.23%	0.25%	2.17	0.96	6.19	10.29	58.65	74.50
未分类	0.00	39	41	53	10	0	0.00%	1.77%	1.08%	1.17%	0.15%	0.00%	0	165	196	222	37	0
公募基金	1498	2180	3799	4569	6457	8202	100%	100%	100%	100%	100%	100%	6103	9318	18187	19014	25118	29644

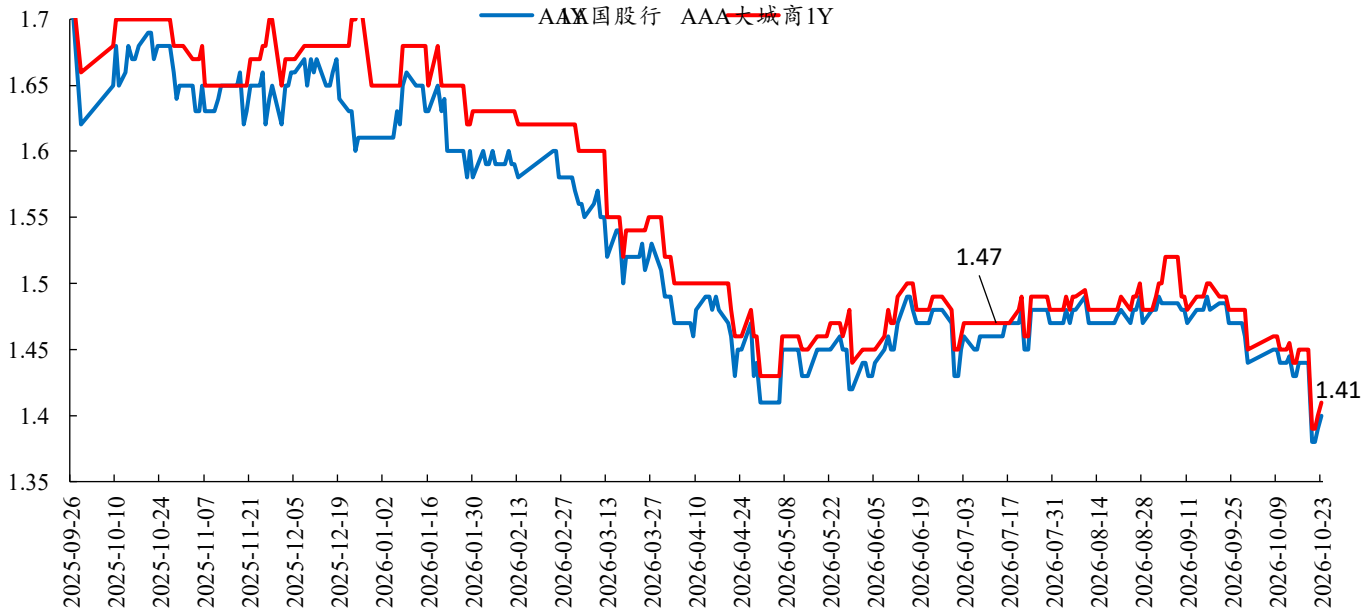
数据来源：银行业理财登记托管中心、普益标准、开源证券研究所（注：图中右下角绿色为准确数，其上方为根据前十持仓中的占比计算的估算值，或与实际有一定差异，仅供参考）

图3：预计 2026 年 11 月理财同比小幅多增（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：2026 年 10-12 月为预测值）

图4：10月同业存款降价明显，对于理财的吸引力下降（%）



数据来源：上海国利货币经纪、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

本研究报告的署名人员具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告，并对内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了署名人员的研究观点，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。本报告署名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。

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，过往的业绩表现不应作为其日后表现的预示。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。

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。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