



Research and
Development Center

从理财资产配置窥市场变化：流动性资产增配

银行

2023 年 09 月 22 日

并购家 免费行业报告网

IPOIPO.CN 每日更新 不用注册会员 无广告 永久免费

证券研究报告

行业研究

行业深度研究

银行

投资评级 看好

上次评级 看好

王舫朝 非银金融行业首席分析师

执业编号: S1500519120002

联系电话: 010-83326877

邮箱: wangfangzhao@cindasc.com

张晓辉 银行业分析师

执业编号: S1500523080008

联系电话: 13126655378

邮箱: zhangxiaohui@cindasc.com

廖紫苑 银行业分析师

执业编号: S1500522110005

联系电话: 16621184984

邮箱: liaoziyuan@cindasc.com

信达证券股份有限公司

CINDA SECURITIES CO., LTD

北京市西城区闹市口大街9号院1号楼

邮编: 100031

从理财产品配置窥市场变化: 流动性资产增配

2023年09月22日

本期内容提要:

- **下半年理财市场预计回暖, 固收类产品仍为主流。**产品规模上, 上半年理财赎回余波仍存, 理财市场规模收缩, 2022年末理财净值波动引发赎回潮, 客户资金持续外流, 2023年6月末受季末存款冲量及理财产品到期影响, 理财产品规模延续下降, 2023年上半年全市场理财最新存续规模总计 25.34 万亿元, 较 2022 年末下降 8.35%。随存款利率下调叠加理财营销端发力跨季冲量, 下半年理财市场有望回暖。产品结构上, 固收类产品仍为主流, 2023 年上半年固收类产品最新存续规模为 24.11 万亿元, 占全部理财产品存续规模超 95%。
- **资产配置策略偏向保守, 高流动性资产增配。**流动性需求提升: 近期理财产品资产配置倾向于提升流动性, 现金及银行存款配置占比提升。2023 年上半年现金及银行存款较去年末占比提升 6.20pct, 7 月以来高流动性资产同业存单、短期/超短期融资券净买入规模增长明显。债券资产配置仍为主流, 但由于赎回潮影响延续及市场预期不足, 占比呈现下降趋势。风险偏好两极化: 进取型投资者占比提升, 增加非标、权益、公募基金配置拉高收益率。
- **二永债净卖出趋势缓解, 股份行及城商行理财子更为偏好二永债。**5 月理财对二永债净买入规模由负转正。期限上看, 赎回潮以来 5-15 年期二永债净卖出持续收窄, 有望恢复净买入。各家理财子持有二永债有分化: 2023 年 6 月末, 国有行系理财子中农银理财、中邮理财、交银理财前十大持仓中二永债市值居前, 其中中邮理财配置中小行二永债偏好最强; 此外, 股份理财子、城商理财子对二永债配置较热。2023 年 6 月末, 城商行理财子中上银理财、苏银理财、徽银理财前十大持仓中二永债市值占比居前。
- **城投债配置比重提升, 国有行理财子风险偏好整体较高。**2022 年三季度以来理财前十大持仓中信用债及城投债占全部债券比重持续上升, 2023 年 6 月末, 理财前十大持仓中城投债规模占比达 31.71%, 较 2022 年末提升 6.91pct。从理财持仓城投债省份分布来看, 江苏、浙江、山东持仓市值居前。不同类型理财公司持仓城投债信用等级偏好分化, 国有行理财子城投债信用等级偏好整体较高, 股份行理财子以招银理财和平安理财持仓城投债信用偏好最高, 其余理财公司 AAA 级城投债占比在 20% 以内; 城农商理财子城投债信用等级偏好相对较低。
- **投资建议:** 我们认为, 1) 可以重点关注国企改革背景下, 基本功扎实+低估值, 且理财业务具备规模效应的全国性银行: 邮储银行、农业银行、中信银行。2) 长期高业绩景气/区域新亮点/小微复苏优质区域行, 理财业务持续发力, 宁波银行等。3) 风险缓释有望带来估值修复、活跃资本市场下具备财富管理优势的招商银行等。
- **风险因素:** 宏观经济下行压力大, 赎回潮超预期延续, 数据有限性等。

请阅读最后一页免责声明及信息披露 <http://www.cindasc.com> 2

目 录

一、理财市场规模修复，固收类产品仍为主流	6
1.1 政策落地叠加营销发力，下半年理财市场回暖可期	6
1.2 稳收益需求下，固收类产品占比持续上行	6
二、大类资产配置：短久期资产需求提升	7
2.1 稳收益需求提升，理财关注资产流动性	7
2.1.1 赎回压力仍存，流动性资产增配	7
2.1.2 债券类资产配置回调	9
2.1.3 非标债权资产规模有序压降	11
2.1.4 增加委外管理以平稳收益	14
2.2 各类理财公司资产配置分化	15
2.2.1 国有、股份行理财子资产配置相对均衡	15
2.2.2 理财公司穿透：短期资产占比提升	16
三、配债情况：国有行理财子策略保守趋势显现	19
3.1 理财普遍增持二永债，理财公司持仓有分化	19
3.1.1 二永债发行市场回暖	19
3.1.2 理财对二永债净卖出幅度缩窄，中长期二永债有望增配	20
3.1.3 国股份行二永债受到理财公司青睐，股份行、城商行理财子配置中小行二永债热度高	21
3.2 城投债配置趋势增强，信用等级偏好有所下沉	30
3.2.1 安全边际较高的城投债偏好增强	30
3.2.2 理财持仓城投债省份以江苏、浙江、山东最多	31
3.2.3 不同类型理财公司持仓城投债信用等级偏好分化	31
四、投资建议	34
五、风险因素	35

表 目 录

表 1：中银理财专精特新启航打新策略混合类(封闭式)202205 前十大持仓情况	11
表 2：光大理财阳光金增利稳健季开 1 号前十名资产明细	14
表 3：部分理财公司公募基金配置情况（亿元）	15
表 4：工银理财 2023H1 与 2022H2 资产配置情况	16
表 5：中邮理财 2023H1 与 2022H2 资产配置情况	17
表 6：招银理财 2023H1 与 2022H2 资产配置情况	18
表 7：2020 年招银理财招赢聚宝盆 1 号现金管理类前十大持仓明细	18
表 8：理财前十大持仓中金融债 AAA 级占比提升（亿元）	20
表 9：2023H 理财前十大持仓城投债分地区分等级情况（亿元）	31

图 目 录

图 1：2023 上半年全市场理财存续规模环比下降 8.35%	6
图 2：2023 年以来理财产品破净率持续走低	6
图 3：2023 年上半年固收类产品存续规模占比突破 95%	7
图 4：2023 年以来新发产品中固收类产品占比上升	7
图 5：理财配置现金及银行存款资产占比持续提升	7
图 6：2023 年上半年与 2022 年末银行理财资产配置变化	7
图 7：2023 年 8 月现金管理类资产存续规模达 7.86 万亿元	8

图 8: 2023 年上半年理财配置同业存单资产占比 10.60%.....	8
图 9: 2023 年 7、8 月同业存单净买入幅度上升 (亿元)	8
图 10: 3 月、6 月、12 月通常为理财产品到期量较大月份.....	9
图 11: 2023 年 2 月以来理财大幅净买入 1Y 以下资产 (亿元)	9
图 12: 理财债券类资产配置占比持续下降.....	10
图 13: 理财配置利率债、信用债规模双降.....	10
图 14: 2023 年 7 月债券净买入有所提升 (亿元)	10
图 15: 2023 年中报中银理财专精特新启航打新策略混合类(封闭式)202205 穿透前资产配置11	
图 16: 2023 年中报中银理财专精特新启航打新策略混合类(封闭式)202205 穿透后资产配置11	
图 17: 理财产品以短期限产品为主	12
图 18: 2023 年城投非标违约事件大幅增加	12
图 19: 非标债权资产规模有序压降	12
图 20: 不同类型理财公司非标资产变化 (亿元)	12
图 21: 国有行理财子非标资产总体呈下降趋势 (亿元)	13
图 22: 股份行理财子非标资产总体呈上升趋势 (亿元)	13
图 23: 城商、农商行理财子非标资产整体呈上升趋势 (亿元)	14
图 24: 2019-2022 年保险资管行业资金来源变化情况	14
图 25: 2023 年上半年理财配置公募基金资产占比上升	15
图 26: 城商、农商行理财子固收类产品占比相对更高.....	16
图 27: 国有、股份行理财子资产配置最为分散.....	16
图 28: 穿透前 2020 年招银理财招赢聚宝盆 1 号现金管理类持有资产 (2023 年中报)	19
图 29: 穿透后 2020 年招银理财招赢聚宝盆 1 号现金管理类持有资产 (2023 年中报)	19
图 30: 2023 年以来商业银行二永债新发规模降幅同比缩窄	19
图 31: 2023 年以来中小银行新发二永债规模占比大幅上升	20
图 32: 2023 年以来 AA+及以上二永债发行数量占比呈上升趋势	20
图 33: 银行理财对二永债净卖出幅度收窄 (亿元)	21
图 34: 长期限二永债有望恢复净买入 (亿元)	21
图 35: 国有行理财子前十大持仓中二永债情况.....	21
图 36: 2023 年 6 月末中邮理财持仓大行二永债数量 (万张)	22
图 37: 2023 年 6 月末中邮理财持有大行二永债市值 (亿元)	22
图 38: 中邮理财持仓中小银行二永债数量情况 (万张)	22
图 39: 中邮理财持仓中小银行二永债市值 (亿元)	22
图 40: 股份行理财子前十大持仓中二永债情况.....	23
图 41: 2023 年 6 月末民生、招银、兴银理财持仓大行二永债数量 (万张)	23
图 42: 2023 年 6 月末民生、招银、兴银理财持仓大行二永债市值 (亿元)	24
图 43: 2023 年 6 月末部分股份行理财子持仓大行二永债数量 (万张)	24
图 44: 2023 年 6 月末部分股份行理财子持仓大行二永债市值 (亿元)	25
图 45: 股份行理财子持仓中小银行二永债数量情况 (万张)	25
图 46: 股份行理财子持仓中小银行二永债市值情况 (亿元)	26
图 47: 城商行理财子前十大持仓中二永债情况.....	26
图 48: 2023 年 6 月末上银、北银、苏银理财持仓大行二永债数量 (万张)	27
图 49: 2023 年 6 月末上银、北银、苏银理财持仓大行二永债市值 (亿元)	27
图 50: 2023 年 6 月末广银、杭银、宁银、南银理财持仓大行二永债数量 (万张)	28
图 51: 2023 年 6 月末广银、杭银、宁银、南银理财持仓大行二永债市值 (亿元)	28
图 52: 城商行理财子持仓中小银行二永债数量情况 (万张)	29
图 53: 城商行理财子持仓中小银行二永债市值情况 (亿元)	29

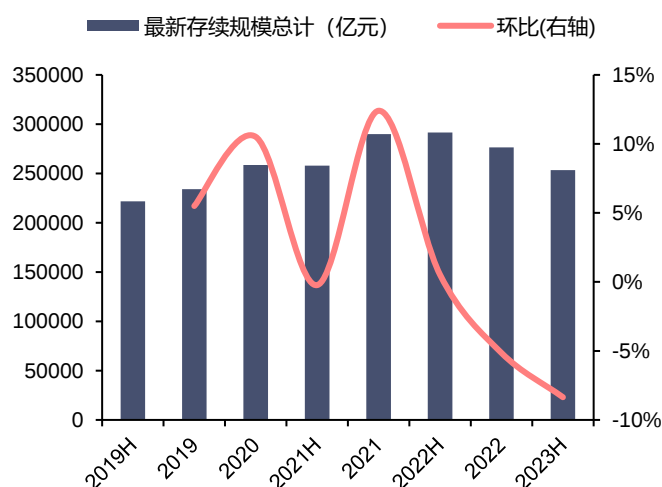
图 54: 合资理财公司前十大持仓中二永债情况.....	29
图 55: 理财前十大持仓资产信用债占全部债券比重上升(亿元)	30
图 56: 理财前十大持仓资产城投债占全部债券比重上升(亿元)	30
图 57: 理财前十大持仓中 AA+级以上信用债情况(亿元)	30
图 58: 理财前十大持仓中 AA+级以上城投债情况(亿元)	30
图 59: 国有行理财子前十大持仓资产中城投债信用等级偏好整体较高	32
图 60: 广银理财前十大持仓资产中 AAA 级城投债持仓占比上升 9.02pct.....	32
图 61: 平安、招银理财前十大持仓资产中城投债信用等级偏好较高	33
图 62: 城商、农商行理财子前十大持仓资产中城投债信用等级偏好整体偏低.....	33
图 63: 合资理财公司前十大持仓资产中城投债信用等级偏好整体较高	34

一、理财市场规模修复，固收类产品仍为主流

1.1 政策落地叠加营销发力，下半年理财市场回暖可期

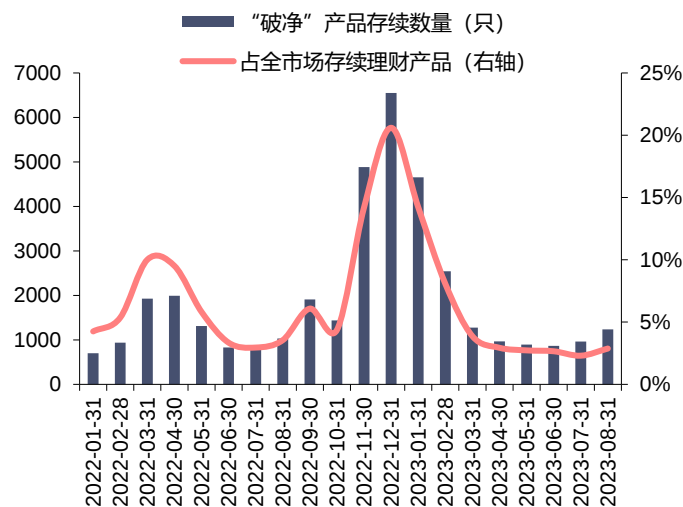
受 2022 年以来债券、股市双重波动影响，理财赎回潮压力凸显，叠加季节性理财产品到期及居民集中风险偏好降低等因素，银行理财规模呈现下降趋势。根据银行业理财登记托管中心的数据，**2023 年上半年全市场理财最新存续规模总计 25.34 万亿元，较 2022 年末下降 8.35%**。随着资本市场稳定、政策加码支撑经济恢复，下半年理财规模有望回暖，主要是：1) LPR 非对称降息，宽信用等政策逐步落地，我国经济环境有望逐步恢复，银行下调挂牌存款利率，或影响居民存款回流理财；2) 理财公司多重举措助力营销：理财产品费率普遍下调吸引流量，直销代销双渠道发力提升获客能力；3) 产品破净率持续走低，8 月 31 日仅 2.88%，逐渐回到赎回潮之前的水平，投资者收益逐渐得到保障，一定程度上抑制理财赎回现象。

图 1：2023 上半年全市场理财存续规模环比下降 8.35%



资料来源：银行业理财登记托管中心，信达证券研发中心

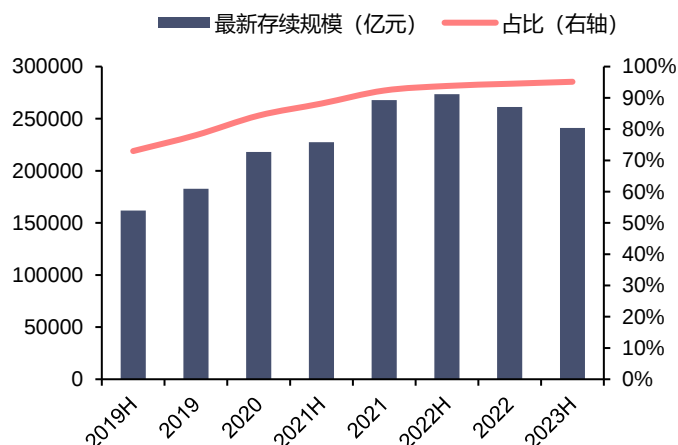
图 2：2023 年以来理财产品破净率持续走低



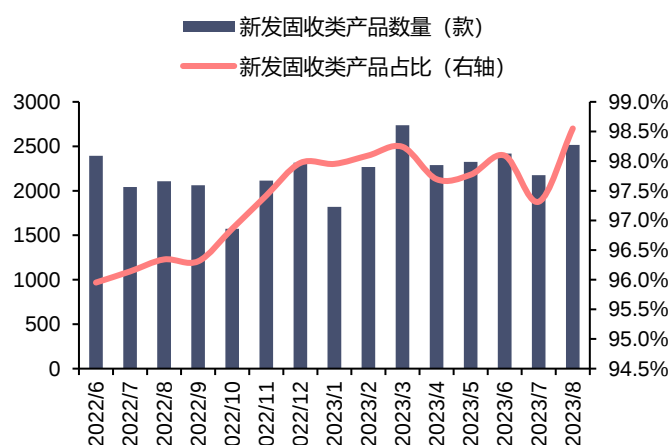
资料来源：，信达证券研发中心

1.2 稳收益需求下，固收类产品占比持续上行

产品类型上，银行理财产品仍以固收类产品为主。理财投资者风险偏好向来较为保守，具有低风险、低波动特征的固收类产品更受青睐，2022 年末理财产品大规模破净，加剧理财投资者风险偏好下行，2023 年以来，理财公司普遍新发净值稳定的固收类产品，以满足理财投资者稳收益需求。根据银行业理财登记托管中心数据，固收类产品占比持续上行，2023 年上半年固收类产品最新存续规模为 24.11 万亿元，占全部理财产品存续规模 95.15%。产品发行市场上看，2023 年以来新发产品中固收类产品占比显著提升，2023 年 8 月共新发固收类产品 2516 只，占比 98.55%。

图 3：2023 年上半年固收类产品存续规模占比突破 95%


资料来源：银行业理财登记托管中心，信达证券研发中心

图 4：2023 年以来新发产品中固收类产品占比上升


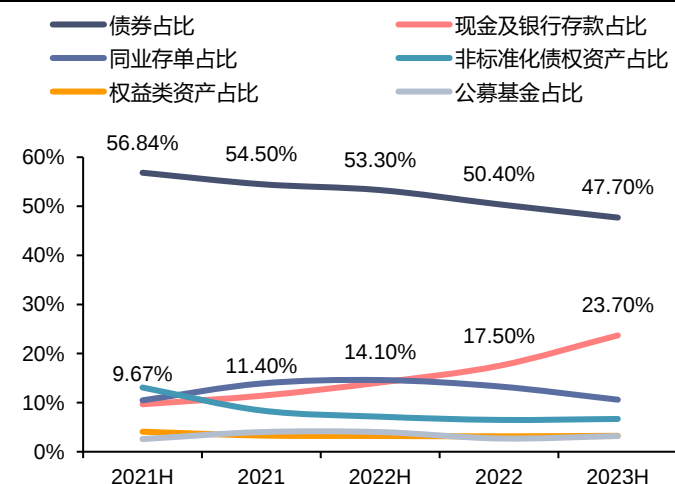
资料来源：普益标准，信达证券研发中心

二、大类资产配置：短久期资产需求提升

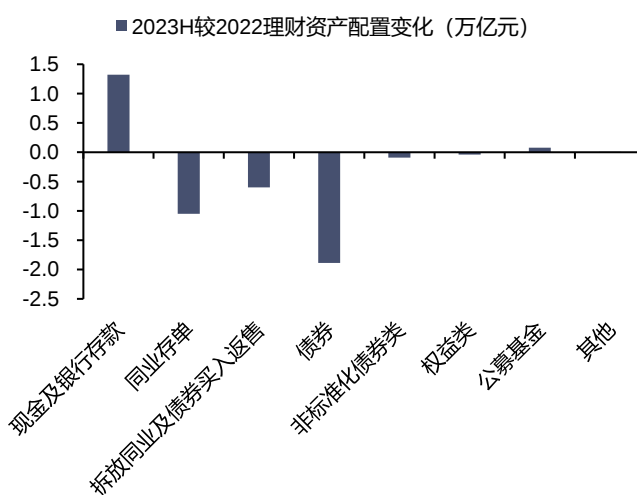
2.1 稳收益需求提升，理财关注资产流动性

2.1.1 赎回压力仍存，流动性资产增配

高流动性需求下，理财增配现金及银行存款。2022 年银行理财面临破净压力，赎回潮负反馈影响仍存，反映至 2023 年以来银行理财资产配置策略偏保守谨慎。现金及银行存款具备较高的流动性及稳定的收益率，更符合理财短期产品配置需求。近年来理财配置现金及银行存款比重持续提升，2021 年上半年仅为 9.67%，到 2023 年上半年理财配置现金及银行存款占比达 23.7%，规模提升至 6.56 万亿元，与 2022 年末相比增加 25.21%。

图 5：理财配置现金及银行存款资产占比持续提升


资料来源：银行业理财登记托管中心，信达证券研发中心

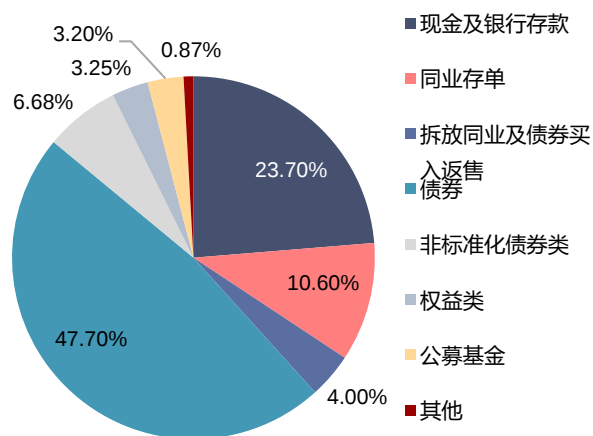
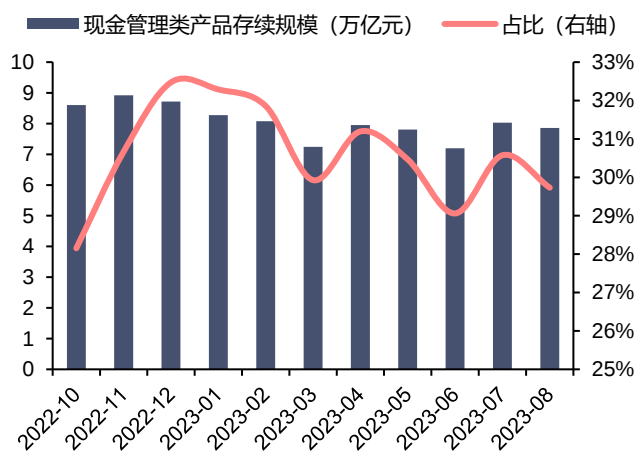
图 6：2023 年上半年与 2022 年末银行理财资产配置变化


资料来源：银行业理财登记托管中心，信达证券研发中心

同业存单及短融/超短期融资券偏好程度高。1) 投资者对于短期限产品需求上升。市场波动加剧，投资者风险偏好边际下行，对于具有较高流动性的现金管理类产品及按日开放型产品偏好较强。2022 年以来，现金管理类产品存续规模呈现上涨趋势，根据普益标准数据，截至 2023 年 8 月，现金管理类产品共存续 745 只，存续规模达 7.86 万亿元，占全部存续产品规模 29.73%。现金管理类产品受产品期限匹配影响，主要配置期限较短的同业存单及短融/超短期融资券以降低组合久期。随着新季度现金管理类产品规模回升，理财产品同业存单配置相应增加。2) 当前理财产品配置策略防御性强，同业存单变动随产品到期量波动。同业存单具备较高流动性，可以更好应对资本市场波动，从而规避市场风险。在投资者避险需求及理财流动性偏好驱动下，同业存单配置比重仍居于高位，根据银行业理财登记托管中心数据，2023 年上半年，理财配置同业存单比重达 10.60%，仅次于债券和现金及银行存款。同业存单配置时间点也有迹可循，通常在 3 月、6 月及 12 月等月份理财产品到期数量较多，理财经理往往减少配置同业存单的体量，以应对赎回压力。进入三季度，同业存单的配置量回升。从二级市场交易情况看，2023 年 7 月以来，高流动性资产同业存单、短期/超短期融资券净买入规模增长明显，7 月分别为 2441.57 亿元、601.76 亿元，同比增长 50.39%、4.56%；8 月分别为 1740.96 亿元、539.91 亿元，同比增长 18.51%、36.57%。

图 7：2023 年 8 月现金管理类产品存续规模达 7.86 万亿元

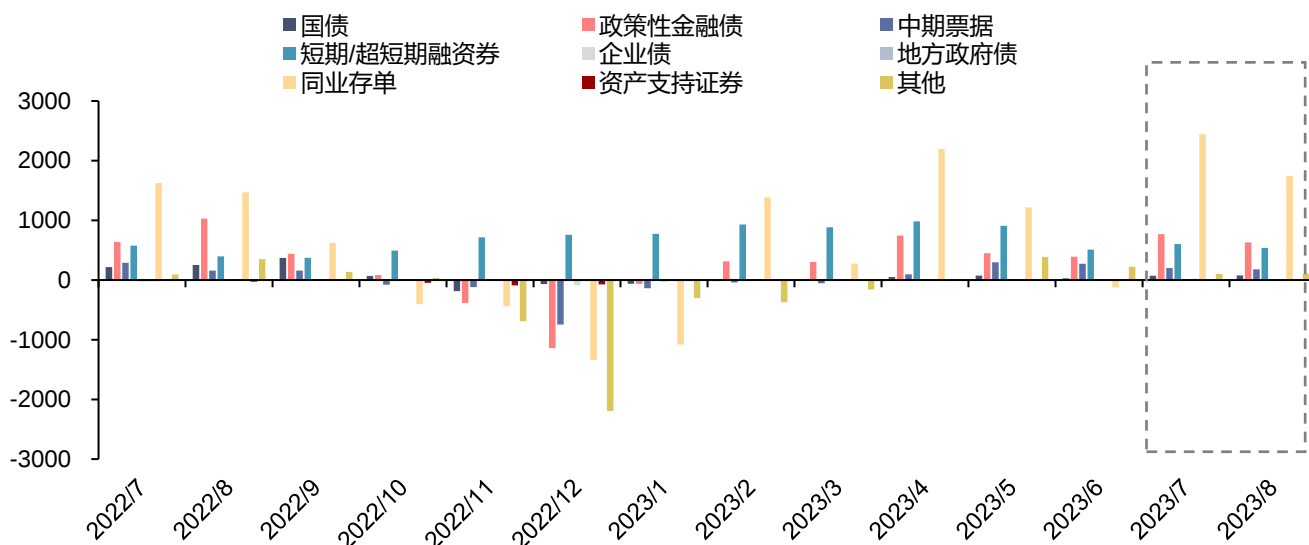
图 8：2023 年上半年理财配置同业存单资产占比 10.60%



资料来源：普益标准，信达证券研发中心

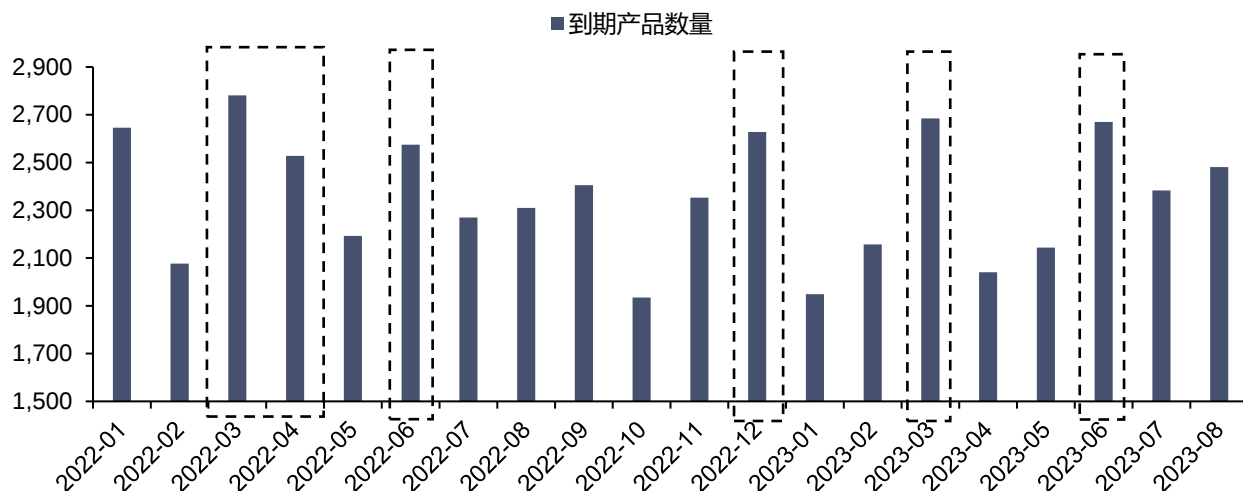
资料来源：银行业理财登记托管中心，信达证券研发中心

图 9：2023 年 7、8 月同业存单净买入幅度上升 (亿元)



资料来源：iDeal，信达证券研发中心

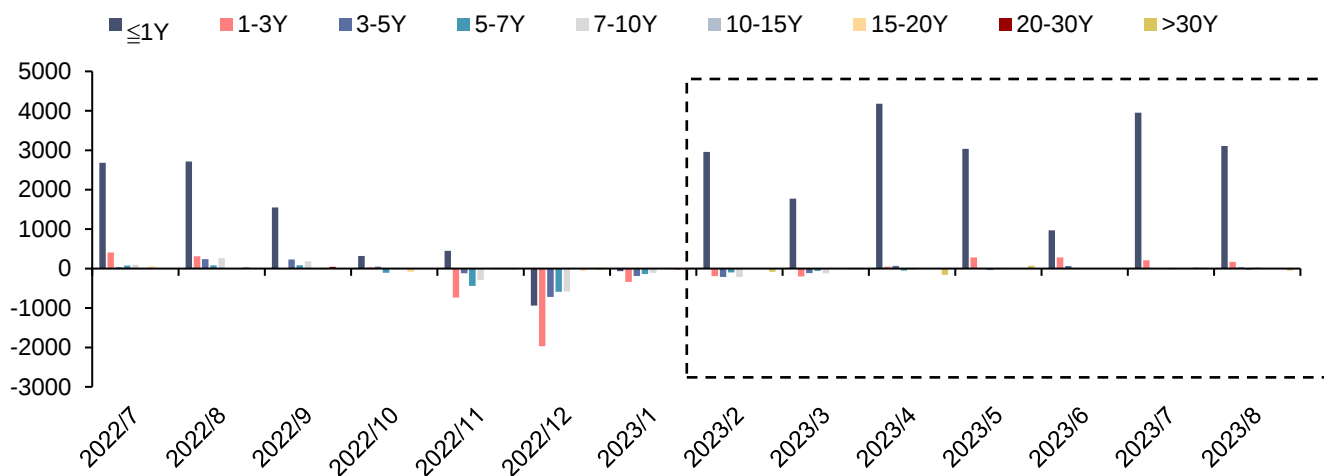
图 10: 3 月、6 月、12 月通常为理财产品到期量较大月份



资料来源: , 信达证券研发中心

从配置资产期限来看,理财配置短久期资产热度较高。为匹配产品期限并满足流动性需求,银行理财配债策略偏向短期限,2023 年 2 月以来大幅净买入短期限现券,短期资产增配趋势有望延续:2023 年 7 月,理财产品对 1 年以下现券净买入规模为 3952.97 亿元,同比增加 47.46%,占全部净买入 93.95%。1-3 年期、3-5 年期现券配置增长较为稳定,5-7 年期现券配置由负转正,但仍保持低位,7-10 年期现券仍维持净卖出态势。

图 11: 2023 年 2 月以来理财大幅净买入 1Y 以下资产 (亿元)



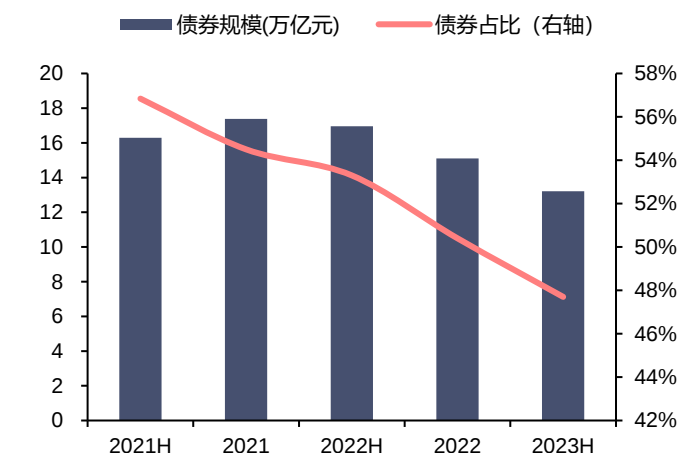
资料来源: iDeal, 信达证券研发中心

2.1.2 债券类资产配置回调

2022 年债市波动调整,引发银行理财赎回潮负反馈机制,理财产品债券资产配置持续下降。一方面,理财产品追求高流动性、稳定收益、低波动趋势增强,增配现金及银行存款;另一方面,债市波动未来预期不足,导致债券资产配置下调。2022 年末,债券资产配置规模为 15.10 万亿元,占比 50.40%。2023 年上半年,债券资产配置规模 13.21 万亿元,相比 2022 年末下降 12.49%,占比下降至 47.70%。随着债券资产配置减少,2023 年上

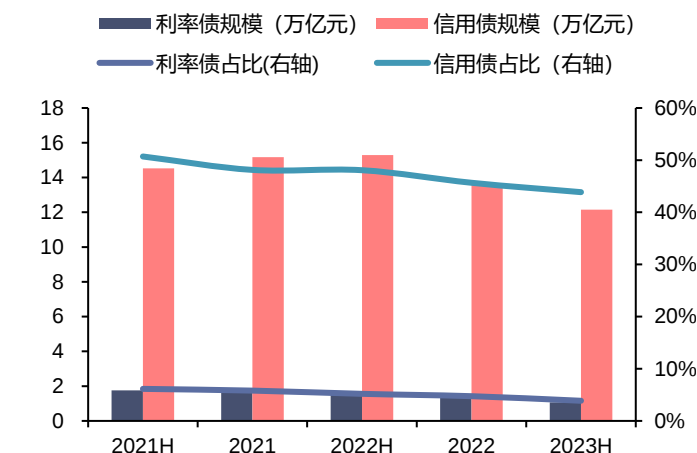
半年利率债、信用债规模有不同程度的收缩，信用债收缩幅度相对较小。截至 2023 年上半年，理财产品持有利率债规模为 1.07 万亿元，同比下降 35.15%，占比 3.86%，信用债规模为 12.15 万亿元，同比下降 20.54%，占比 43.86%。

图 12：理财债券类资产配置占比持续下降



资料来源：银行业理财登记托管中心，信达证券研发中心

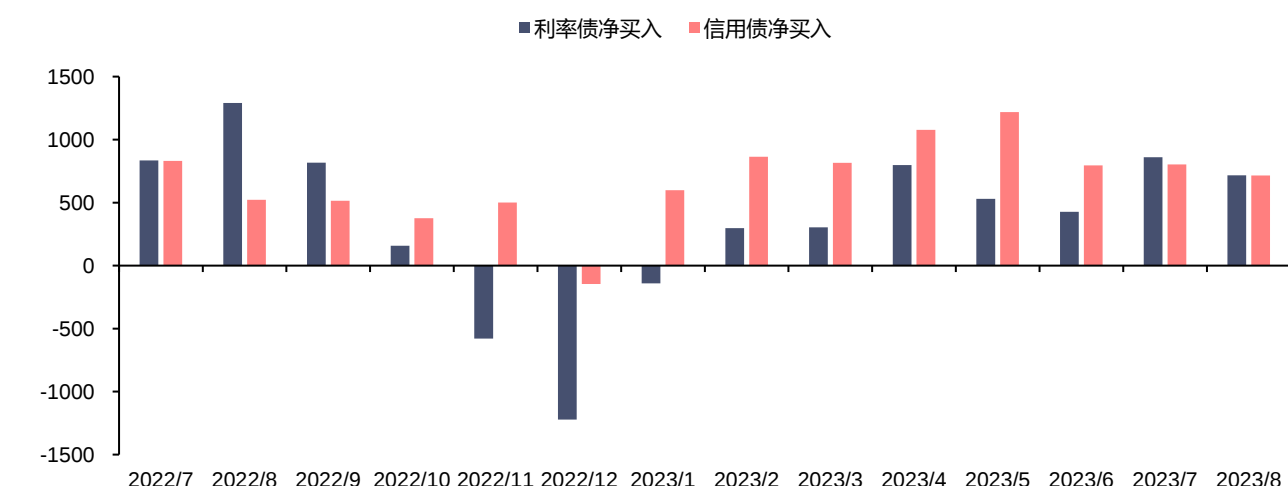
图 13：理财配置利率债、信用债规模双降



资料来源：银行业理财登记托管中心，信达证券研发中心

2023 年以来，随着破净压力缓解，投资者信心逐步恢复，理财对债券抛售压力趋缓，净买入规模稳定回升。2023 年 5 月，信用债净买入规模达 1219 亿元，利率债净买入规模为 530.18 亿元，呈现回暖趋势。2023 年 6 月末受季节性理财产品到期影响，债券净买入速度有所放缓，下半年理财规模继续修复，7 月利率债、信用债净买入均有所上升，其中流动性更高的利率债净买入增长幅度较大，2023 年 7 月，理财产品利率债净买入规模为 860.73 亿元，环比上涨 101.58%，信用债净买入规模为 803.06 亿元，环比上涨 0.98%。

图 14：2023 年 7 月债券净买入有所提升（亿元）



资料来源：iDeal，信达证券研发中心（注：利率债包括国债、政策性金融债、地方政府债；信用债包括中期票据、短期/超短期融资券、企业债及资产支持证券）

理财公司特色主题产品配置仍以债券为主。为提升差异性获客能力，理财产品呈现多样化趋势，陆续推出“专精特新”、ESG、低碳等主题产品，截至 2023 年 8 月 19 日，专精特新主题理财产品存续共 33 款，其中固收类为 3 款；低碳主题产品存续共 46 款，其中固收类为 45 款；ESG 主题产品共 217 款，其中固收类为 150 款。新主

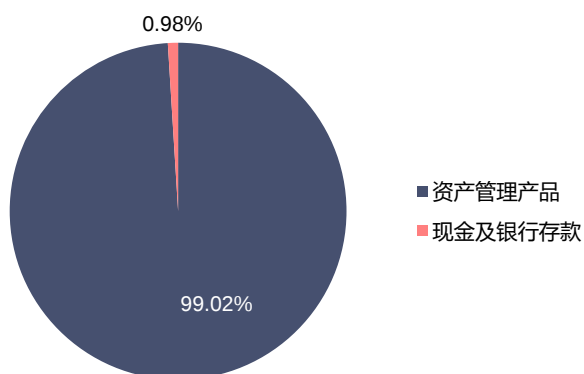
题产品主要仍然持有高等级央企、国企信用债和部分债券型基金。以中银理财专精特新启航打新策略混合类(封闭式)202205 为例,穿透后债券资产占比为 75.86%,前十大持仓均为 AA+级以上金融债、企业债、可转债及债券型基金。

表 1: 中银理财专精特新启航打新策略混合类(封闭式)202205 前十大持仓情况

序号	资产名称	资产类型	持有规模(万元)	占净值比(%)
1	现金及银行存款	--	57.22	3.20%
2	19 广发银行永续债	金融债	41.38	2.31%
3	20 农业银行永续债 02	金融债	36.47	2.04%
4	20 东债 01	金融债	36.20	2.02%
5	20 交通银行二级	金融债	36.20	2.02%
6	19 朝纾 02	企债	35.82	2.00%
7	大秦转债	普通可转债	28.89	1.61%
8	富国天利	开放式基金	28.45	1.59%
9	富国信用债债券 A	开放式基金	27.43	1.53%
10	20 南昌水投 PPN005	企债	26.07	1.46%
合计		--	354.13	19.78%

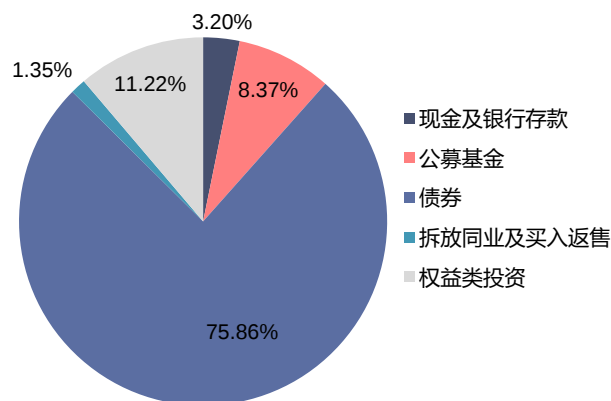
资料来源: , 信达证券研发中心

图 15: 2023 年中报中银理财专精特新启航打新策略混合类(封闭式)202205 穿透前资产配置



资料来源: , 信达证券研发中心

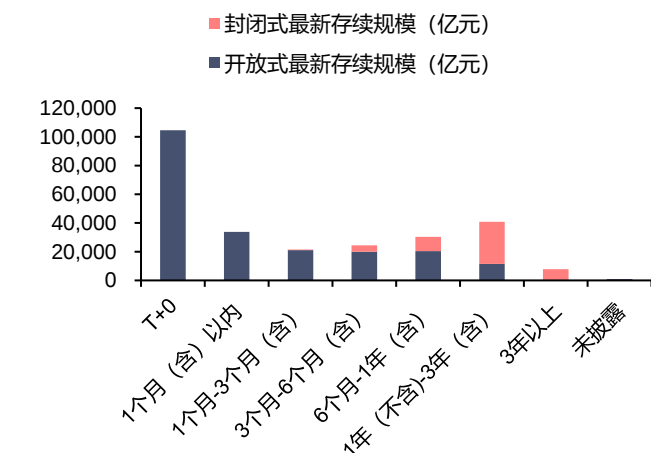
图 16: 2023 年中报中银理财专精特新启航打新策略混合类(封闭式)202205 穿透后资产配置



资料来源: , 信达证券研发中心

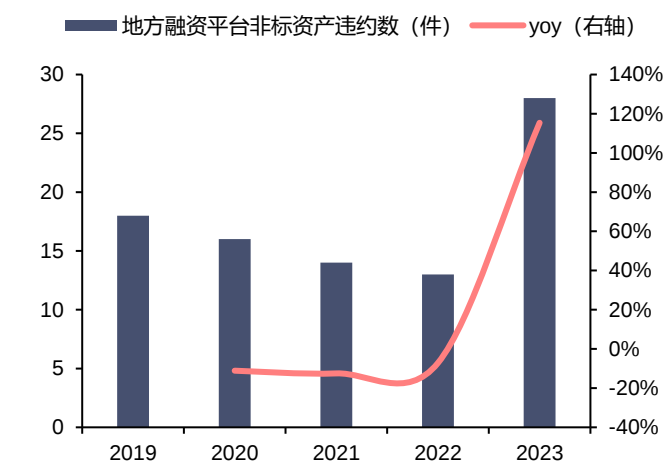
2.1.3 非标债权资产规模有序压降

理财配置非标债权资产规模承压。主要是: 1) 资产新规限制理财 35%非标资产投资额度,同时对风险系数进行管理; 2) 非标期限通常较长,理财短期产品较热,期限以一年以内为主,截至 2023 年 9 月 20 日,一年以内期限产品最新存续规模占比 81.27%,而非标资产多以 1-2 年期限为主。难以适应资管新规期限匹配要求; 3) 居民风险偏好趋于保守,高品质非标资产不足。2023 年 4 月中共中央政治局会议重申加强地方政府债务管理,叠加近期城投公司信用背书受限,城投非标违约事件频出,根据企业预警通数据,截至 2023 年 9 月 12 日,2023 年地方融资平台非标资产已违约数为 28 件,同比增长 115.38%。

图 17: 理财产品以短期限产品为主


资料来源: 普益标准, 信达证券研发中心

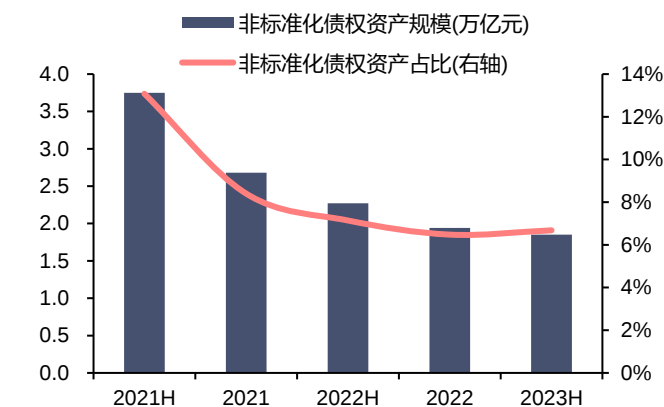
注: 数据截止到 2023.9.20

图 18: 2023 年城投非标违约事件大幅增加


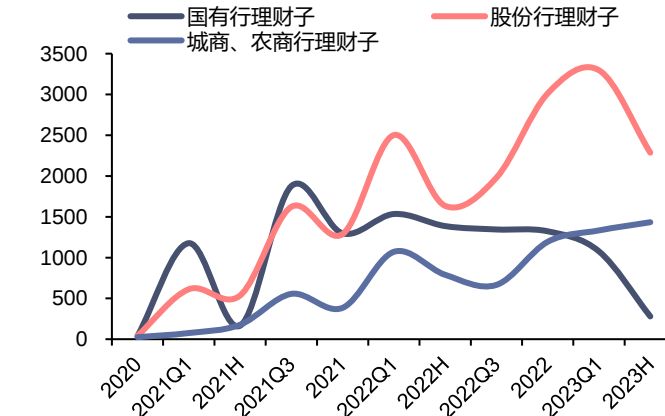
资料来源: 企业预警通, 信达证券研发中心

注: 2023 年数据截止到 2023.9.12

资管新规以来, 非标债权资产有序压降。2021 年 6 月末, 非标债权投资规模为 3.75 万亿元, 占比 13.08%; 2022 年末, 非标债权投资规模下降至 1.94 万亿元, 占比 6.48%。2023 年以来, 受市场利率下行影响, 理财增配部分非标债权资产以增厚收益, 非标债权投资占比有所回升, 规模为 1.85 万亿元, 占比 6.68%。分理财子公司类型来看, 国有行理财子风险偏好较低, 更追求低波动及稳收益, 且依托国有大行投资标的相对充足, 持有非标资产最低且呈现下降趋势。根据普益标准统计, 截至 2023 年上半年, 国有理财子非标资产规模为 279.41 亿元。股份行理财子及城商、农商行理财子非标资产波动上行, 2023 年上半年规模分别为 2286.95 亿元、1433.86 亿元。

图 19: 非标债权资产规模有序压降


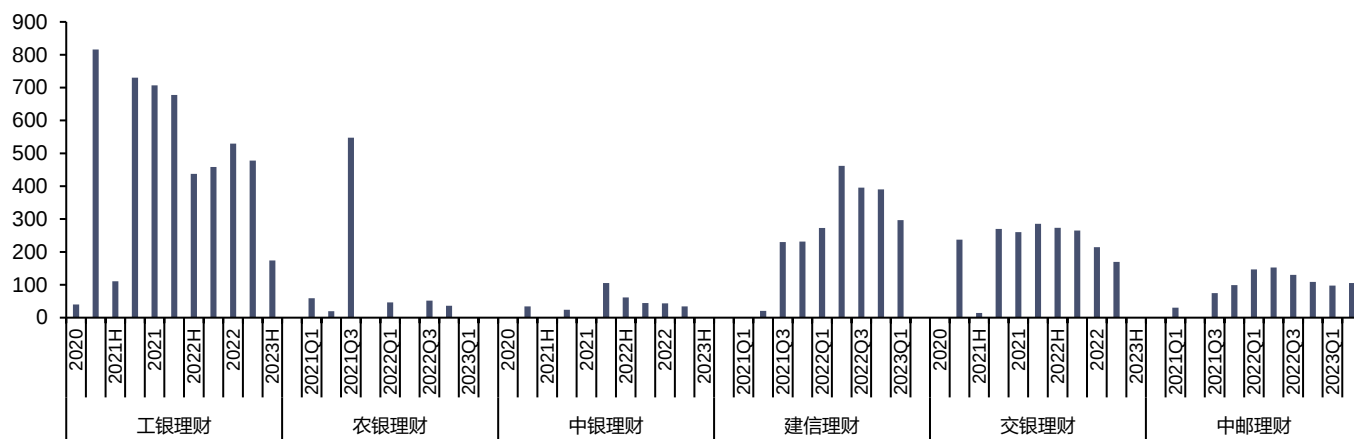
资料来源: 银行业理财登记托管中心, 信达证券研发中心

图 20: 不同类型理财公司非标资产变化 (亿元)


资料来源: 普益标准, 信达证券研发中心

国有行理财子非标资产情况: 六家国有行理财子持有非标资产规模均呈现下行趋势, 其中工银理财持有非标资产规模最大, 2021Q1 时达到 815.77 亿元, 但近年来有所下降, 2023 年上半年末下降到 173.93 亿元, 仍居国有行理财子第一。中邮理财持有非标资产规模相对稳定, 2023 年中为 105.48 亿元。

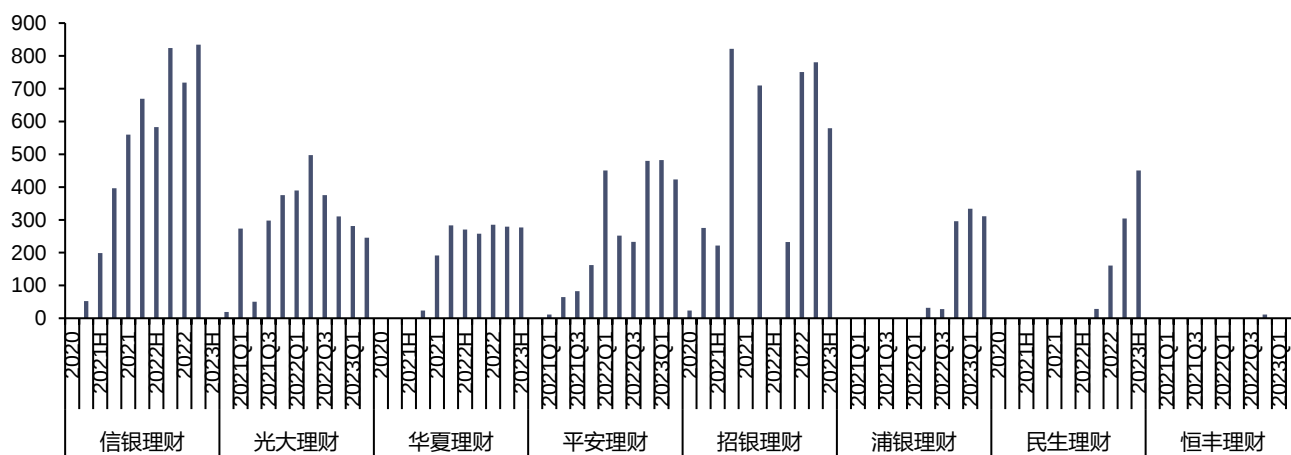
图 21：国有行理财子非标资产总体呈下降趋势（亿元）



资料来源：普益标准，信达证券研发中心

股份行理财子非标资产情况：股份行理财子非标资产规模较大。其中，信银理财和招银理财非标资产规模最大，截至 2023 年一季度，信银理财非标资产规模为 834.40 亿元，居股份行理财子首位。截至 2023 年上半年，招银理财非标资产规模为 579.31 亿元。2022 年以来光大理财及平安理财非标资产持续下降，截至 2023 年上半年规模分别为 245.37 亿元、423.48 亿元。民生理财持有非标资产规模近年呈现上升趋势，截至 2023 年上半年规模达 450.81 亿元。

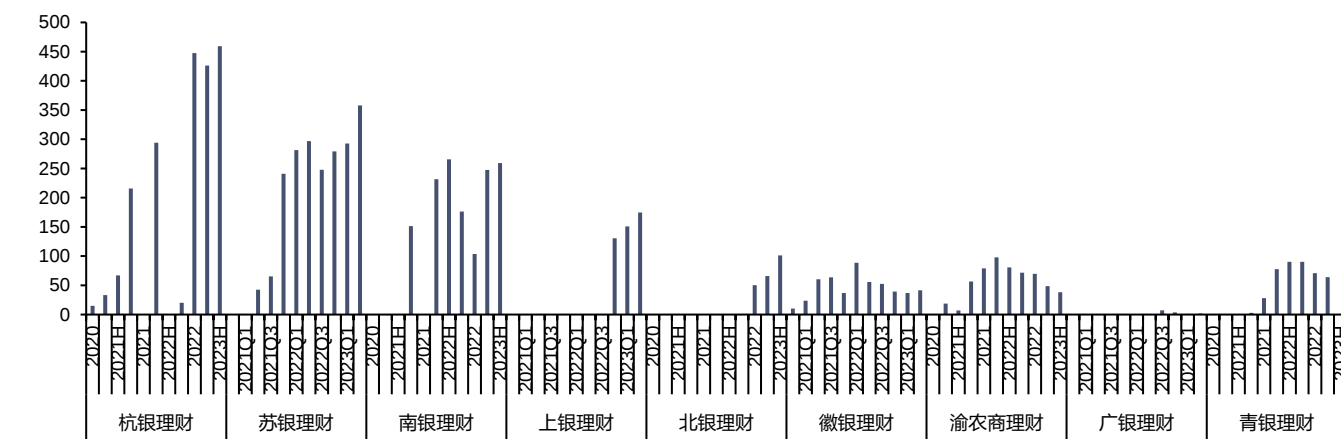
图 22：股份行理财子非标资产总体呈上升趋势（亿元）



资料来源：普益标准，信达证券研发中心

城商、农商行理财子非标资产情况：杭银理财、苏银理财、南银理财持有非标资产规模较大且呈现上升趋势，截至 2023 年上半年规模分别为 459.39 亿元、357.85 亿元和 259.40 亿元。上银理财、北银理财持有非标资产在 2023 年都有所上升，截至 2023 年上半年规模分别为 174.57 亿元、101.24 亿元；渝农商理财和青银理财非标资产呈现下降趋势，规模较小。

图 23：城商、农商行理财子非标资产整体呈上升趋势（亿元）

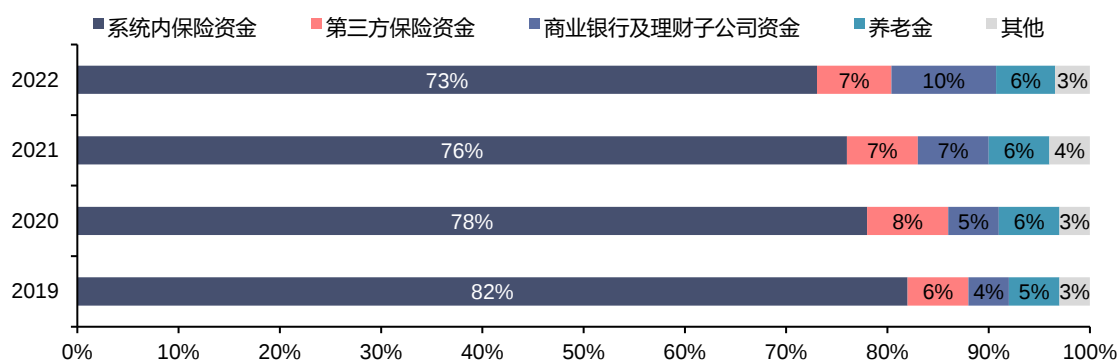


资料来源：普益标准，信达证券研发中心

2.1.4 增加委外管理以平稳收益

理财产品增配保险资管产品以稳定收益。2019 年以来，保险资管行业资金来源于商业银行及理财子公司资金占比不断上升，2022 年末占比 10%。净值化转型过程中，理财更加关注产品收益波动的控制，与保险资管机构合作增加，增配保险资管产品。增配的保险资管产品底层资产多为银行定期产品、大额存单或者协议存款等，以减少期限错配同时获取稳定收益。例如光大理财阳光金增利稳健季开 1 号，资金配置上约 40%为固收类，以确保一定流动性，投资资管产品占比超 57%，第一大持仓为“中再资产-安心收益 5 号资产管理产品”，为 14.2%。

图 24：2019-2022 年保险资管行业资金来源变化情况



资料来源：中国保险资产管理业协会，信达证券研发中心

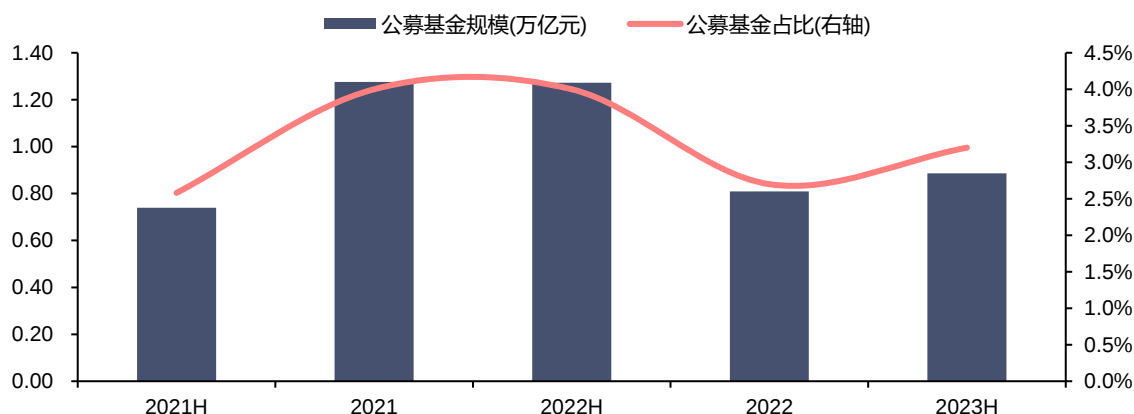
表 2：光大理财阳光金增利稳健季开 1 号前十名资产明细

资产名称	占产品总资产比例（%）
中再资产-安心收益 5 号资产管理产品	14.2%
中再资产-安心收益 34 号保险资产管理产品	13.4%
光证资管诚享 10 号集合资产管理计划	9.2%
新华资产-明远十七号资产管理产品	6.3%
光大永明资产永聚固收 166 号固定收益类资产管理产品	4.8%
光证资管鑫优 4 号集合资产管理计划	3.2%
23 财金 02	3.1%
泰康资产稳泰 10 号资产管理产品	3.1%
国寿资产-稳享 2337 资产管理产品	3.1%
23 济南城投 PPN001	3.1%

资料来源：，信达证券研发中心

理财配置公募基金规模波动。伴随非标转标趋势加快,理财通过委外管理提升投研能力,助推公募基金配置增加。2023 年上半年,公募基金资产占比有所提升,投资者风险偏好两级分化趋势明显。根据《中国银行业理财市场半年报告(2023 年上)》,截至 2023 年 6 月末,一级(保守型)和五级(进取型)投资者数量占比分别较上年末提升 1.32pct 和 0.32pct。二级(稳健型)投资者仍占主流,占比 34.31%,投资风险偏好收紧提升流动性需求,公募基金配置提升。2022 年末,公募基金资产规模为 0.81 万亿元,占比 2.70%。2023 年上半年公募基金资产规模为 0.89 万亿元,占比提升至 3.20%。

图 25: 2023 年上半年理财配置公募基金资产占比上升



资料来源: 银行业理财登记托管中心, 信达证券研发中心

2023 年上半年, 交银理财、中邮理财、平安理财和苏银理财公募基金配置占比均有明显提高。其中, 交银理财 2023 年上半年配置公募基金资产为 788.45 亿元, 占比由 2022 年末的 3.98% 提升至 6.34%, 提升幅度较大。招银理财、民生理财公募基金配置占比有所下滑, 民生理财 2023 年上半年公募基金配置 208.94 亿元, 占比由 2022 年末的 3.92% 下降至 2.58%。

表 3: 部分理财公司公募基金配置情况 (亿元)

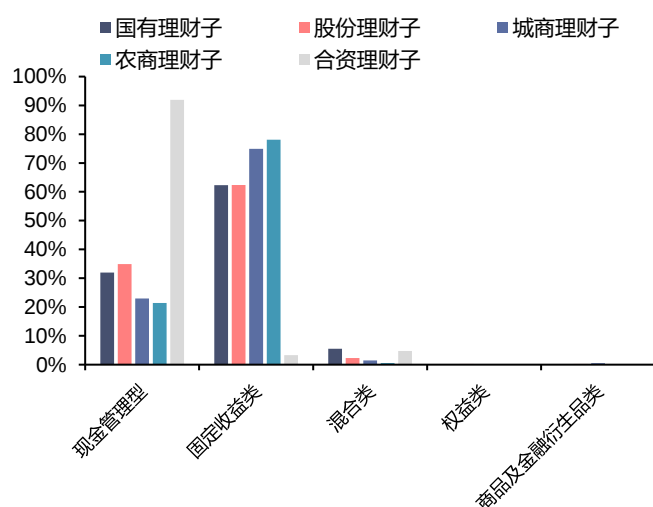
	2023H	占比	2022	占比
交银理财	788.745	6.34%	462.58	3.98%
中邮理财	251.23	3.10%	173.19	1.81%
平安理财	224.57	2.31%	159.08	1.69%
招银理财	1187.38	4.08%	1410.32	4.68%
苏银理财	25.40	0.54%	12.81	0.34%
民生理财	208.94	2.58%	369.98	3.92%

资料来源: 各公司官网, 信达证券研发中心

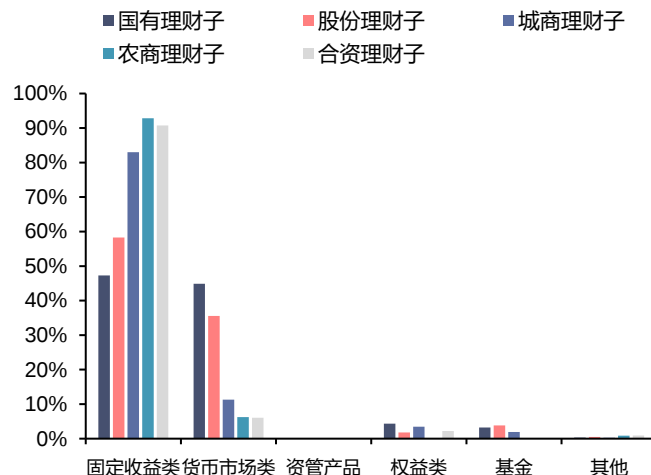
2.2 各类理财公司资产配置分化

2.2.1 国有、股份行理财子资产配置相对均衡

产品类型上看,除合资理财子外,各理财子产品类型均以固收类为主。截至 2023 年上半年,城商行、农商行理财子固收类产品规模占比相对较高,分别为 74.90%、78.06%。国有行、股份行理财子固收类产品规模占比分别为 62.31%、62.38%,合资理财子以现金管理类产品为主,占比 91.93%。国有、股份、城商理财子产品体系全面,除固收类产品外,混合类和权益类产品也均有发行。**资产配置上看,**国有、股份行理财子配置最为分散,固定收益类资产占比分别为 47.3%、58.28%,货币市场类资产占比分别为 44.86%、35.56%,权益类资产占比分别为 4.33%、1.81%,基金类资产占比分别为 3.22%、3.83%。城商、农商、合资理财子资产配置高度集中于固收类资产,占比分别为 82.99%、92.84%、90.75%。

图 26：城商、农商行理财子固收类产品占比相对更高


资料来源：普益标准，信达证券研发中心

图 27：国有、股份行理财子资产配置最为分散


资料来源：普益标准，信达证券研发中心

2.2.2 理财公司穿透：短期资产占比提升

工银理财

从工银理财持仓资产配置来看，2023 年高流动性资产配置提升，2023 年上半年工银理财现金及银行存款、拆放同业及债券买入返售占比提升显著，2022 年末现金及银行存款、拆放同业及债券买入返售资产规模为 6224.6 亿元，占比 33.14%，2023 年上半年，现金及银行存款、拆放同业及债券买入返售资产规模达 6837.78 亿元，较 2022 年末上升 9.85%，占比 41.34%，较 2022 年末提升 8.20pct。债券、非标准化债权类资产、同业存单资产仍为主流，但占比呈现下行趋势，2023 年上半年，债券、非标准化债权类资产、同业存单资产规模为 8828.71 亿元，较 2022 年末下降 24.43%，占比较 2022 年末下降 8.81pct。公募基金占比有所提升，2023 年上半年，资管产品（公募基金）资产规模为 622.53 亿元，占比为 3.77%，较 2022 年末提升 0.09pct。

表 4：工银理财 2023H1 与 2022H2 资产配置情况

2022H2			2023H1		
资产类别	报告期末投资金额 (亿元，穿透后)	报告期末投资 金额占比	资产类别	报告期末投资金额 (亿元，穿透后)	报告期末投资 金额占比
现金及银行存款、拆放 同业及债券买入返售	6224.6	33.14%	现金及银行存款、拆放 同业及债券买入返售	6837.78	41.34%
债券、非标准化债权类 资产、同业存单	11682.06	62.19%	债券、非标准化债权类 资产、同业存单	8828.71	53.38%
权益类资产	152.03	0.81%	权益类资产	201.22	1.22%
商品及金融衍生品	0.82	0.00%	商品及金融衍生品	5.2	0.03%
代客境外理财投资 QDII	33.48	0.18%	代客境外理财投资 QDII	43.17	0.26%
资管产品（公募基金）	690.49	3.68%	资管产品（公募基金）	622.53	3.77%
合计	18783.48	100.00%	合计	16538.61	100%

资料来源：工银理财官网，信达证券研发中心

中邮理财

从中邮理财持仓资产配置来看，2023 年短期资产配置提升，2023 年上半年中邮理财现金及银行存款占比提升显著，2023 年上半年，现金及银行存款资产规模达 2257.18 亿元，较 2022 年末上升 95.10%，占比 27.84%，较 2022 年末提升 14.73pct。2023 年上半年货币类资产规模达 397.12 亿元，相较 2022 年末占比提升 1.23pct 至 4.90%。债权类资产仍为主流，但占比呈现下行趋势，2023 年上半年，债权类资产规模为 4925.70 亿元，较 2022 年末下降 27.45%。公募基金占比有所提升，2023 年上半年，公募基金资产规模为 251.23 亿元，较 2022 年末提升 7.34%，占比为 3.10%，较 2022 年末提升 0.45pct。权益类资产占比有小幅下降。

表 5：中邮理财 2023H1 与 2022H2 资产配置情况

2022H2			2023H1		
资产类别	报告期末投资金额 (亿元，穿透后)	报告期末投 资金额占比	资产类别	报告期末投资金额 (亿元，穿透后)	报告期末投 资金额占比
银行及现金存款	1156.93	13.11%	银行及现金存款	2257.18	27.84%
货币类资产	1156.93	3.67%	货币类资产	397.12	4.90%
债权类资产	6789.68	76.91%	债权类资产	4925.70	60.74%
权益类资产	323.17	3.66%	权益类资产	277.89	3.43%
商品、金融衍生品和另 类投资	0.12	0%	商品、金融衍生品和另 类投资	0.01	0%
公募基金	234.06	2.65%	公募基金	251.23	3.10%
合计	8828.10	100%	合计	8109.14	100%

资料来源：邮储银行官网，信达证券研发中心

招银理财

从招银理财持仓资产配置来看，现金管理类产品规模提升，流动性需求不断增强，2023 年上半年招银理财现金及银行存款占比提升显著，2022 年末，现金及银行存款资产规模为 4589.69 亿元，占比 15.22%，2023 年上半年，现金及银行存款资产规模达 7898.67 亿元，较 2022 年末上升 72.10%，占比 27.11%，较 2022 年末提升 11.89pct。债券、非标准化债权类资产仍为主流，但占比呈现下行趋势，2022 年末债券、非标准化债权类资产规模为 17212.78 亿元，占比 57.05%，2023 年上半年，债券、非标准化债权类资产规模为 14857.06 亿元，较 2022 年末下降 13.69%，占比为 50.99%，较 2022 年末下降 6.06pct。

表 6：招银理财 2023H1 与 2022H2 资产配置情况

2022H2			2023H1		
资产类别	报告期末投资金额 (亿元, 穿透后)	报告期末投资 金额占比	资产类别	报告期末投资金额 (亿元, 穿透后)	报告期末投资 金额占比
现金及银行存款	4589.69	15.22%	现金及银行存款	7898.67	27.11%
同业存单	4010.35	13.29%	同业存单	3382.42	11.61%
拆放同业及债券 买入返售	1565.15	5.19%	拆放同业及债券买入 返售	510.22	1.75%
债券、非标准化 债权类资产	17212.78	57.05%	债券、非标准化债权 类资产	14857.06	50.99%
权益类投资	961.54	3.19%	权益类投资	832.87	2.86%
金融衍生品	180.76	0.60%	金融衍生品	205.89	0.71%
代客境外理财投 资 QDII	234.82	0.78%	代客境外理财投资 QDII	258.68	0.89%
公募基金	1410.32	4.68%	公募基金	1187.38	4.08%
合计	30165.41	100.00%	合计	29133.19	100.00%

资料来源：招银理财，信达证券研发中心

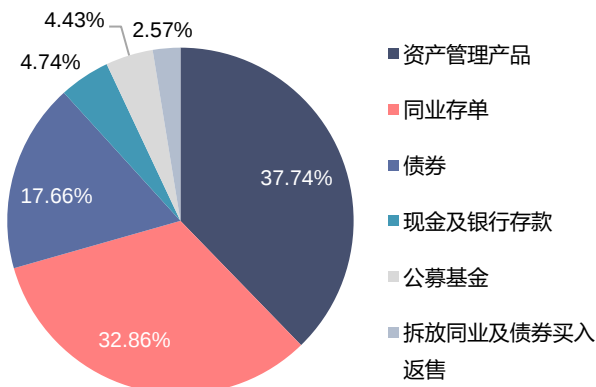
招银理财发力零钱理财赛道，现金管理类产品受青睐。2023 年 7 月，招商银行宣布将“朝朝宝”购买额度从 5 万元提升至 10 万元。《关于规范现金管理类产品管理有关事项的通知》发布后，单只现金管理类产品每日快赎额度受 1 万元的上限限制，为突破每日快赎额度限制，部分银行以同时投资多支现金管理类产品的方式来满足投资者高流动性需求。朝朝宝底层资产为招银聚宝盆 1-10 号现金管理类，资产 100%配置于现金、银行存款、债券回购、中央银行票据、同业存单、债券、资产支持证券等流动性较高的资产。

表 7：2020 年招银理财招赢聚宝盆 1 号现金管理类前十大持仓明细

序号	资产名称	资产类型	持有金额(元)	占产品总资产比例 (%)
1	定期存款 1230172510428522977b0aef5eea046110b7e5b2fc8	--	500,358,333.33	1.24
2	23 民生银行 CD270	存款证	497,463,952.75	1.24
3	23 浙商银行 CD119	存款证	492,198,349.18	1.22
4	23 建设银行 CD134	存款证	491,908,077.35	1.22
5	23 兴业银行 CD106	存款证	432,212,192.62	1.07
6	23 中信银行 CD116	存款证	333,166,984.57	0.83
7	23 光大银行 CD131	存款证	332,767,055.50	0.83
8	定期存款 123010892041280a9369ff909d6ed586ffc8bbab48f	--	301,384,666.67	0.75
9	22 中信银行 CD078	存款证	299,520,286.60	0.74
10	22 交通银行 CD227	存款证	299,190,039.65	0.74

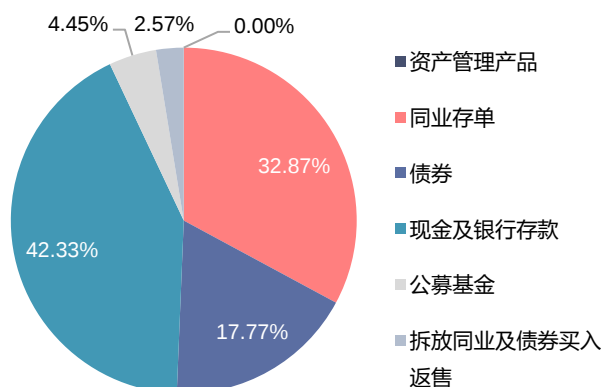
资料来源：，信达证券研发中心

图 28：穿透前 2020 年招银理财招赢聚宝盆 1 号现金管理类持有资产（2023 年中报）



资料来源：，信达证券研发中心

图 29：穿透后 2020 年招银理财招赢聚宝盆 1 号现金管理类持有资产（2023 年中报）



资料来源：，信达证券研发中心

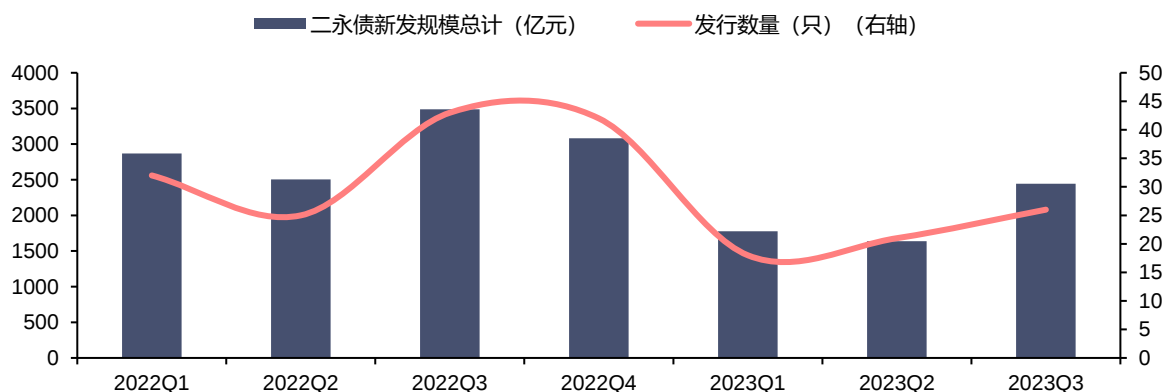
三、配债情况：国有行理财子策略保守趋势显现

3.1 理财普遍增持二永债，理财公司持仓有分化

3.1.1 二永债发行市场回暖

2023 年以来商业银行二永债发行规模有所修复。2022 年末理财赎回潮抛售二永债，压力持续影响发行市场，2023 年以来商业银行二永债发行规模较 2022 年同期相比有所缩量，但缩量幅度趋缓。2023 年一季度商业银行二永债发行规模为 1776 亿元，同比下降 38.06%；二季度发行规模为 1637 亿元，同比下降 34.62%；截至 2023 年 9 月 14 日，三季度发行规模为 2443 亿元，同比下降 29.96%。从期限上看，二级资本债以 5Y+5Y 为主，2023 年三季度发行的 18 只二级资本债中，共 16 只期限为 5Y+5Y，仅工商银行、农业银行分别发行一只 10Y+5Y 期限债券；2023 年三季度商业银行发行的 7 只永续债全部为 5Y+NY。

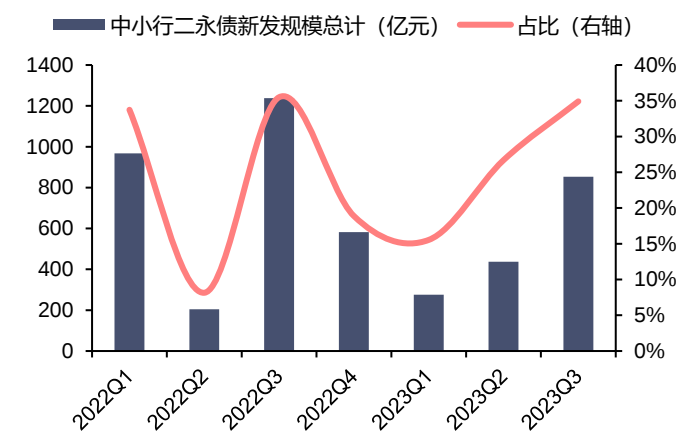
图 30：2023 年以来商业银行二永债新发规模降幅同比缩窄



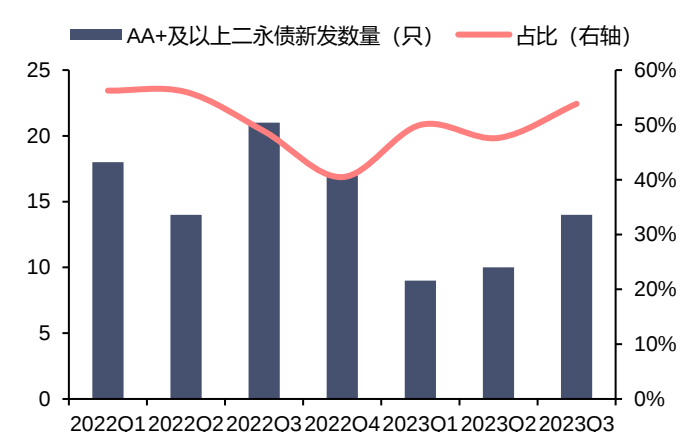
资料来源：，信达证券研发中心，2023 年三季度统计截至 9 月 14 日

中小银行面临更大资本补充压力，二季度二永债发债规模加速回暖。根据 2023 年二季度银行业保险业主要监管指标数据情况，2023 年二季度末，商业银行（不含外国银行分行）资本充足率为 14.66%，较一季度末下降 0.2pct。核心一级资本充足率为 10.28%，较一季度末下降 0.22pct。商业银行信贷业务扩张需要相应的资本补充，上半年净息差持续缩窄，内源资本补充受限，中小银行外源性资本补充渠道相对较少，面临更大资本补充压力。2023 年二季度中小银行二永债发行加速，新发规模总计 437 亿元，同比上升 114.22%，截至 2023 年 9 月 14 日，三季度新发二永债中，中小银行发行规模占比提升至 34.92%。从评级来看，2023 年以来高资质商业银行二永债发行数量呈上升趋势，2023 年三季度 AA+及以上二永债发行数量占比提升至 53.85%。

请阅读最后一页免责声明及信息披露 <http://www.cindasc.com> 19

图 31：2023 年以来中小银行新发二永债规模占比大幅上升


资料来源：，信达证券研发中心，2023 年三季度统计截至 9 月 14 日

图 32：2023 年以来 AA+及以上二永债发行数量占比呈上升趋势


资料来源：，信达证券研发中心，2023 年三季度统计截至 9 月 14 日

3.1.2 理财对二永债净卖出幅度缩窄，中长期二永债有望增配

我们根据 DM 数据库及披露的理财前十大持仓情况，以下结论皆基于该样本统计：

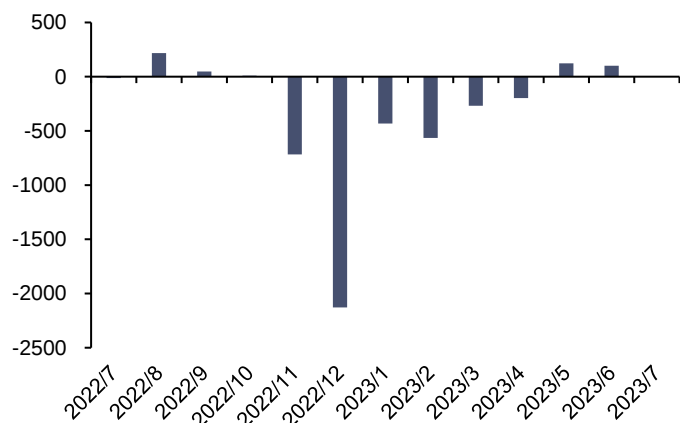
理财前十大持仓中高评级金融债受青睐。截至 2023 年 6 月末，理财前十大持仓中金融债总规模为 457.66 亿元，较 2023 年一季度上升 31.29%。其中，AAA 级金融债市值为 383.73 亿元，较一季度增加 32.03%，占比为 83.85%，提升 0.47pct，理财持仓金融债偏好高资质趋势明显。

表 8：理财前十大持仓中金融债 AAA 级占比提升（亿元）

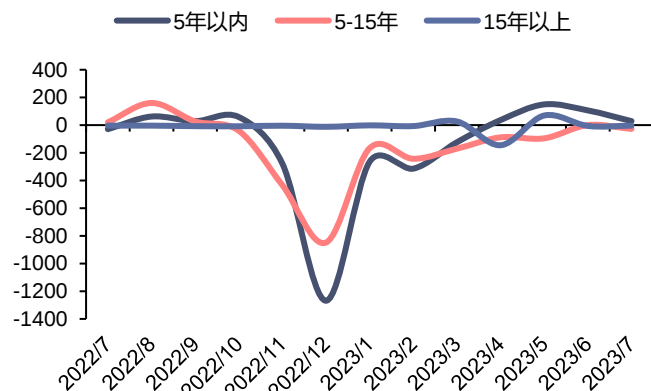
	AAA		AA+		AA		AA-		A+		其他		总计	
	市值	占比	市值	占比	市值	占比	市值	占比	市值	占比	市值	占比	市值	占比
2022	480.84	82.35%	38.91	6.66%	33.32	5.71%	18.90	3.24%	0.51	0.09%	11.45	1.96%	583.93	100%
2023Q1	290.64	83.38%	23.54	6.75%	28.16	8.08%	3.24	0.93%	0.00	0.00%	3.00	0.86%	348.58	100%
2023H	383.73	83.85%	28.36	6.20%	40.30	8.81%	2.94	0.64%	0.00	0.00%	2.33	0.51%	457.66	100%

资料来源：DM，信达证券研发中心

受理财赎回潮影响，去年 11 月-12 月流动性较高的二永债优先抛售，银行理财二永债现券净卖出规模不断扩大。2022 年 11 月，理财对二永债由净买入转为净卖出，净卖出规模为 717.70 亿元，12 月二永债净卖出规模进一步扩大，达 2129.08 亿元，5 年以内（包括 5 年）短期限债券抛售更多，净卖出规模为 1268.56 亿元，占比 59.58%。2023 年 1 月-4 月，理财对二永债仍保持净卖出状态，但规模逐渐缩小，5 月净买入规模由负转正，达 123.46 亿元，随后呈现一定下调趋势，2023 年 7 月，理财对二永债有 2.83 亿元净卖出，但净卖出规模同比下降 78.31%。期限上看，赎回潮以来 5-15 年期二永债净卖出规模呈收窄趋势，2023 年 5 月以来理财公司对 5 年以内、15 年以上二永债净买入规模持续下降，5-15 年二永债净卖出规模不断缩窄。

图 33: 银行理财对二永债净卖出幅度收窄 (亿元)


资料来源: iDeal, 信达证券研发中心(注: 以 iDeal 中 1Y 以上“其他”类债券粗略估算二永债)

图 34: 长期限二永债有望恢复净买入 (亿元)


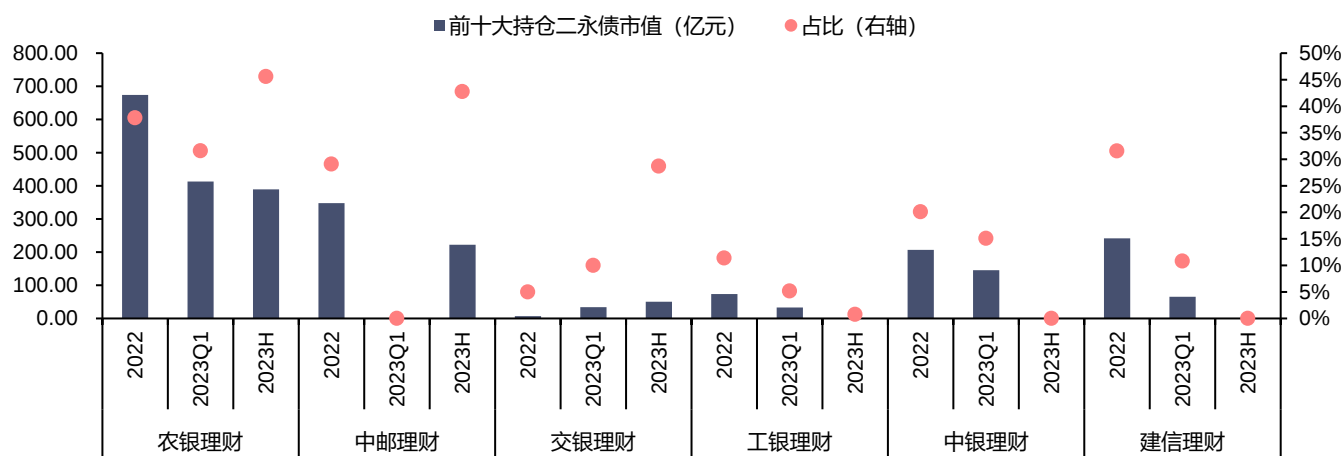
资料来源: iDeal, 信达证券研发中心(注: 以 iDeal 中 1Y 以上“其他”类债券粗略估算二永债)

3.1.3 国股份行二永债受到理财公司青睐, 股份行、城商行理财子配置中小行二永债热度高

我们根据 DM 数据库及披露的理财前十大持仓情况, 以下结论皆基于该样本统计:

根据 DM 数据库, 截至 2023 年 6 月末, 理财公司前十大持仓中商业银行二永债市值共计 2275.16 亿元, 较一季度增加 152.70 亿元, 占全部持有债券比重为持有 22.53%, 较一季度提升 6.38pct。根据二永债持仓主体统计, 理财公司持有国有行、股份行二永债数量较前一季度增加 43100.33 万张, 持仓市值为 1400.30 亿元; 持有主要中小行二永债数量较前一季度增加 8476.45 万张, 持仓市值为 207.17 亿元。

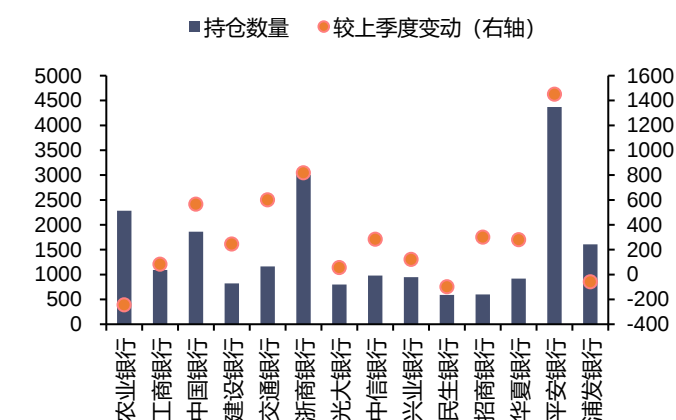
国有行理财子前十大持仓中二永债情况: 截至 2023 年 6 月末, 国有行系理财公司中农银理财、中邮理财、交银理财前十大持仓中二永债市值居前, 分别为 389.39 亿元、222.31 亿元和 50.30 亿元, 占比分别为 45.57%、42.57% 和 28.70%。其中, 农银理财和中邮理财二永债持仓占比明显提升, 农银理财由 2022 年的 37.80% 提升至 2023 年上半年的 45.57%, 中邮理财由 2022 年的 29.08% 提升至 2023 年上半年的 42.75%。工银理财、中银理财和建信理财前十大持仓中二永债市值占比均呈下降趋势。

图 35: 国有行理财子前十大持仓中二永债情况


资料来源: DM, 信达证券研发中心

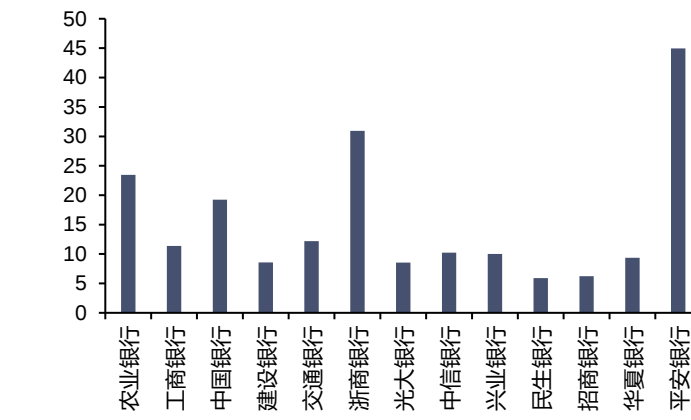
中邮理财持仓各类型银行二永债较多。截至 2023 年 6 月末，中邮理财共持有国有行、股份行二永债 218.08 亿元，持仓数量 21038.07 万张，较上季度增持 4395.78 万张。其中，中邮理财持有平安银行二永债规模最大，达 44.95 亿元，浙商银行次之，规模为 30.93 亿元。中邮理财持仓中小银行二永债市值总计为 52.64 亿元，较上季度增持 2063.38 万张，持仓最多的中小银行为北京银行、徽商银行及南京银行，持仓市值分别为 12.67 亿元、8.25 亿元和 6.75 亿元。从持仓变动上看，中邮理财对北京银行、南京银行及中原银行增持较多，分别较上季度增持 623.35 万张、388.76 万张及 293.01 万张，对徽商银行则有所减持。

图 36：2023 年 6 月末中邮理财持仓大行二永债数量（万张）



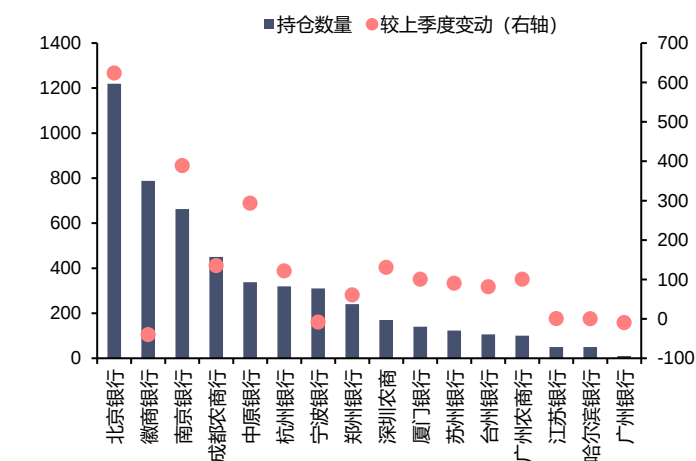
资料来源：，信达证券研发中心

图 37：2023 年 6 月末中邮理财持有大行二永债市值（亿元）



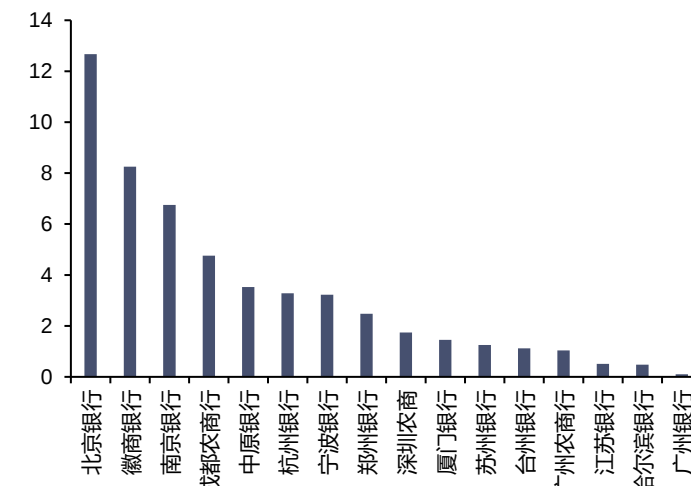
资料来源：，信达证券研发中心

图 38：中邮理财持仓中小银行二永债数量情况（万张）



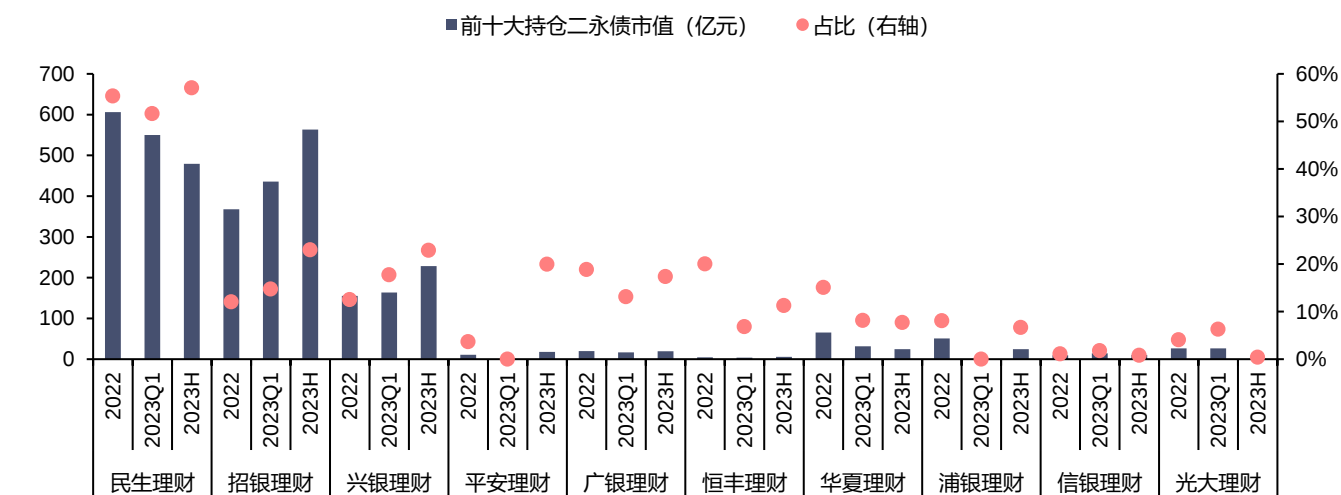
资料来源：，信达证券研发中心

图 39：中邮理财持仓中小银行二永债市值（亿元）



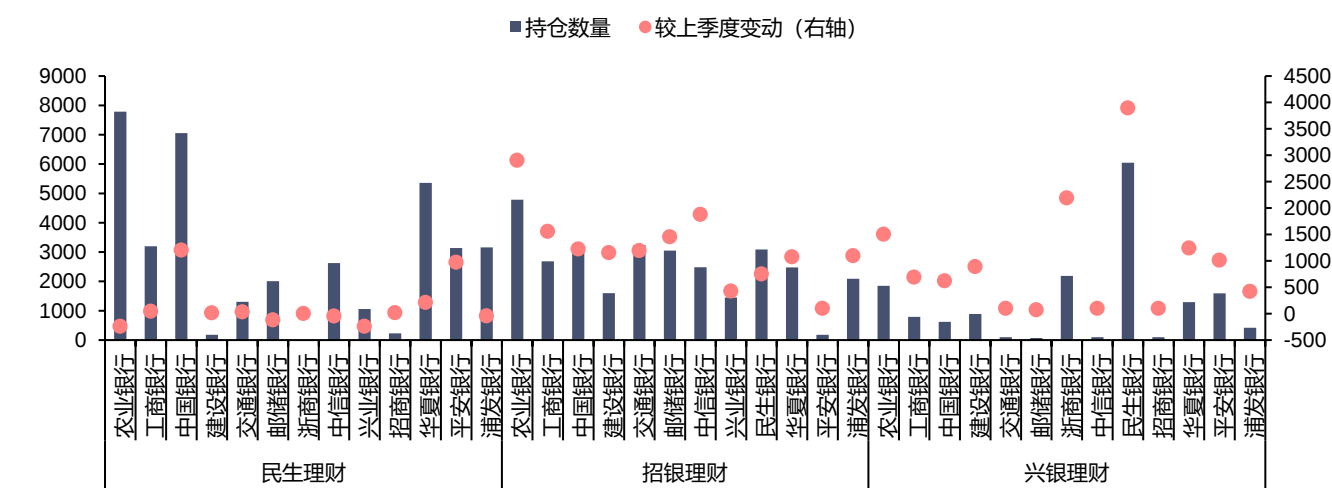
资料来源：，信达证券研发中心

股份行理财子前十大持仓中二永债情况：截至 2023 年 6 月末，股份行理财子中民生理财、招银理财、兴银理财前十大持仓中二永债市值占比居前，分别为 57.04%、22.98% 和 22.88%，市值分别为 479.17 亿元、563.38 亿元和 228.52 亿元。相较于 2022 年末，民生理财、招银理财、兴银理财和平安理财二永债持仓占比均有明显上升，其中，平安理财持仓二永债规模达 17.70 亿元，占比为 19.95%，提升 16.29pct，提升幅度最大，招银理财和兴银理财占比提升超 10 个百分点。恒丰理财、华夏理财、光大理财等持仓二永债占比有所下降，分别下降 8.78pct、7.39pct 和 3.66pct。

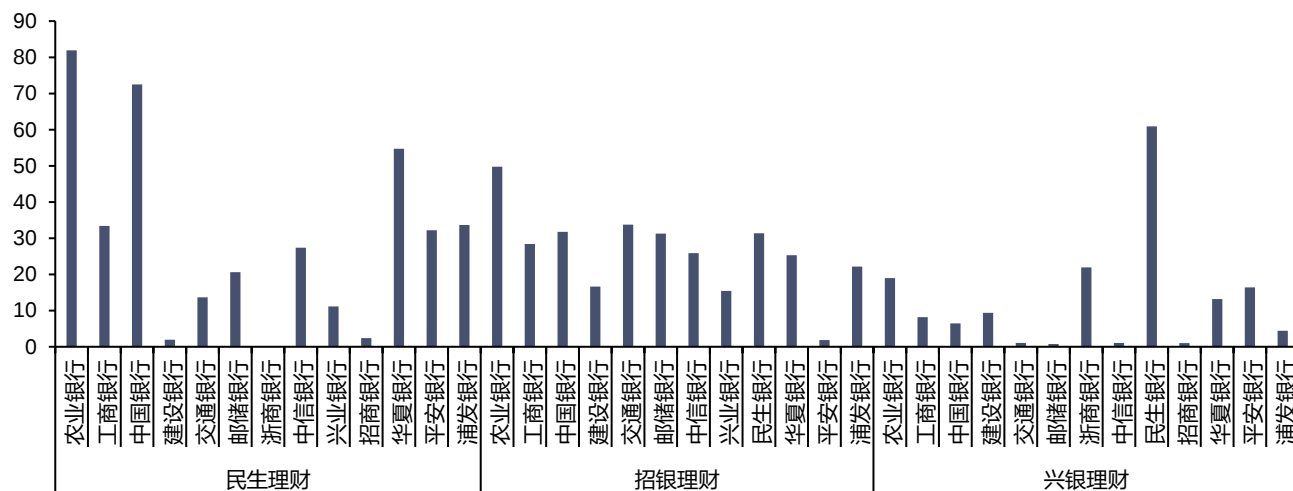
图 40：股份行理财子前十大持仓中二永债情况


资料来源：DM，信达证券研发中心

股份行理财子普遍增持国有行、股份行二永债。截至 2023 年 6 月末，股份行理财子中民生理财、招银理财、兴银理财持有国有行、股份行二永债最多。其中，民生理财持仓市值共计 385.65 亿元，位居股份行理财子第一，持仓数量合计较上季度增加 1799.35 万张，持仓银行前三为农业银行、中国银行和华夏银行，市值分别为 81.95 亿元、72.51 亿元和 54.72 亿元。招银理财持仓市值共 313.52 亿元，持仓数量增幅较大，持仓银行以国有行为主，前三名为农业银行、交通银行和中国银行，市值分别为 49.75 亿元、33.76 亿元和 31.74 亿元。兴银理财持仓市值共计 163.70 亿元，持仓银行中民生银行规模最大，市值为 60.91 亿元。

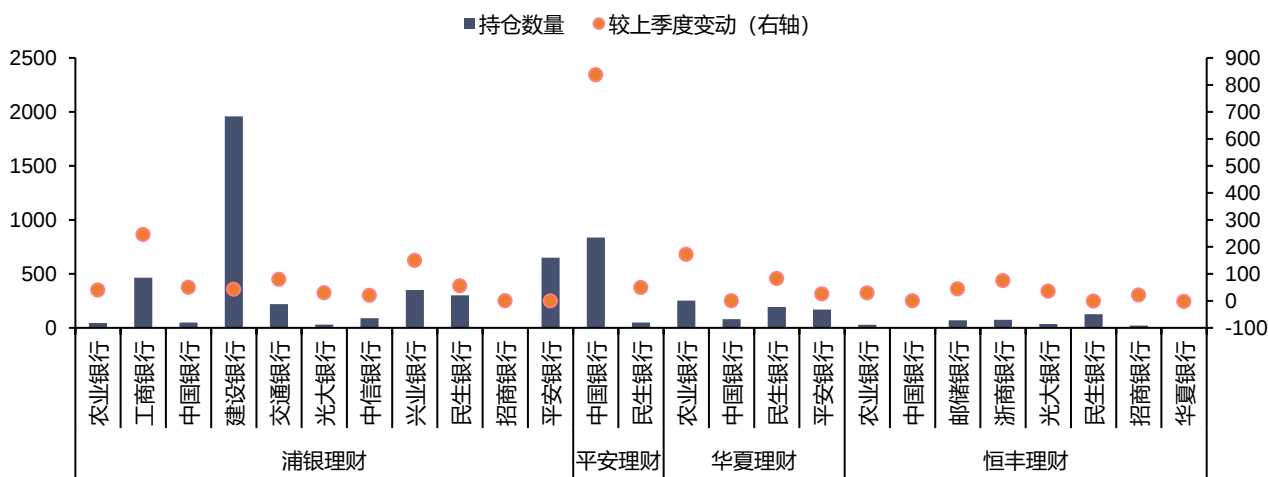
图 41：2023 年 6 月末民生、招银、兴银理财持仓大行二永债数量（万张）


资料来源：，信达证券研发中心

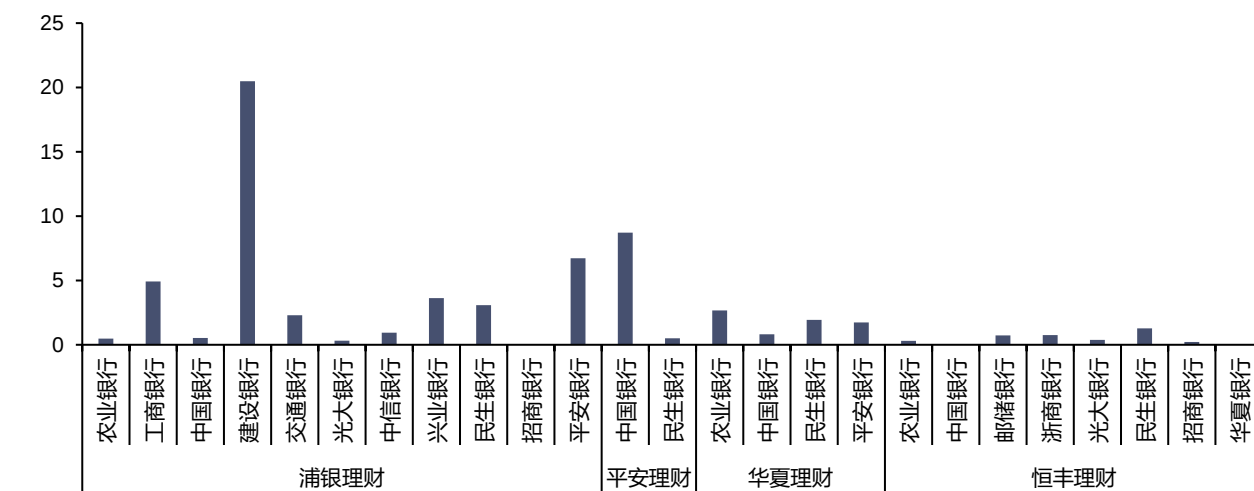
图 42：2023 年 6 月末民生、招银、兴银理财持仓大行二永债市值（亿元）


资料来源：，信达证券研发中心

截至 2023 年 6 月末，股份行理财子中浦银理财、平安理财、华夏理财和恒丰理财持有国有行、股份行二永债相对较少。其中，浦银理财、平安理财、华夏理财和恒丰理财持仓市值分别为 43.45 亿元、9.22 亿元、7.15 亿元和 3.71 亿元，持仓数量合计较上季度分别增加 713.47 万张、886.60 万张、280.33 万张和 202.12 万张，均有所增持。浦银理财对建设银行持有最多，持仓市值达 20.49 亿元，平安理财增持中国银行二永债较多，较上季度增加 837.30 万张。

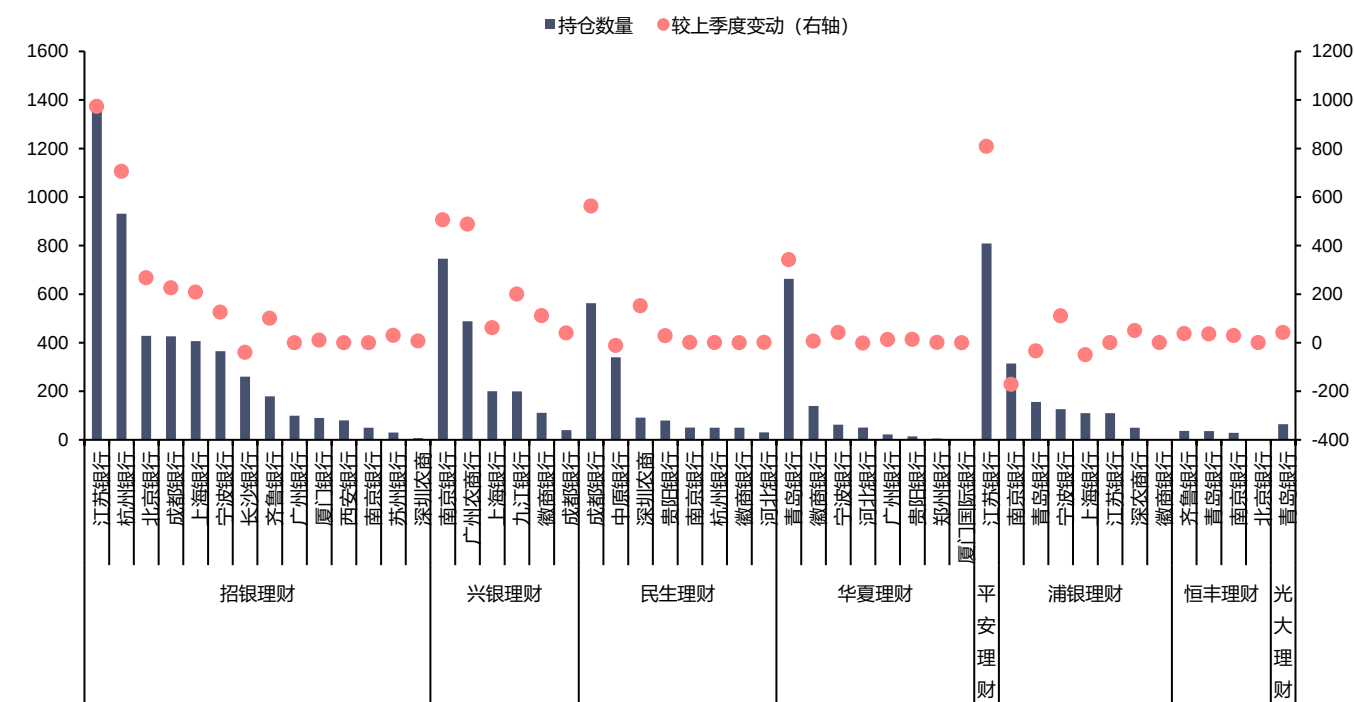
图 43：2023 年 6 月末部分股份行理财子持仓大行二永债数量（万张）


资料来源：，信达证券研发中心

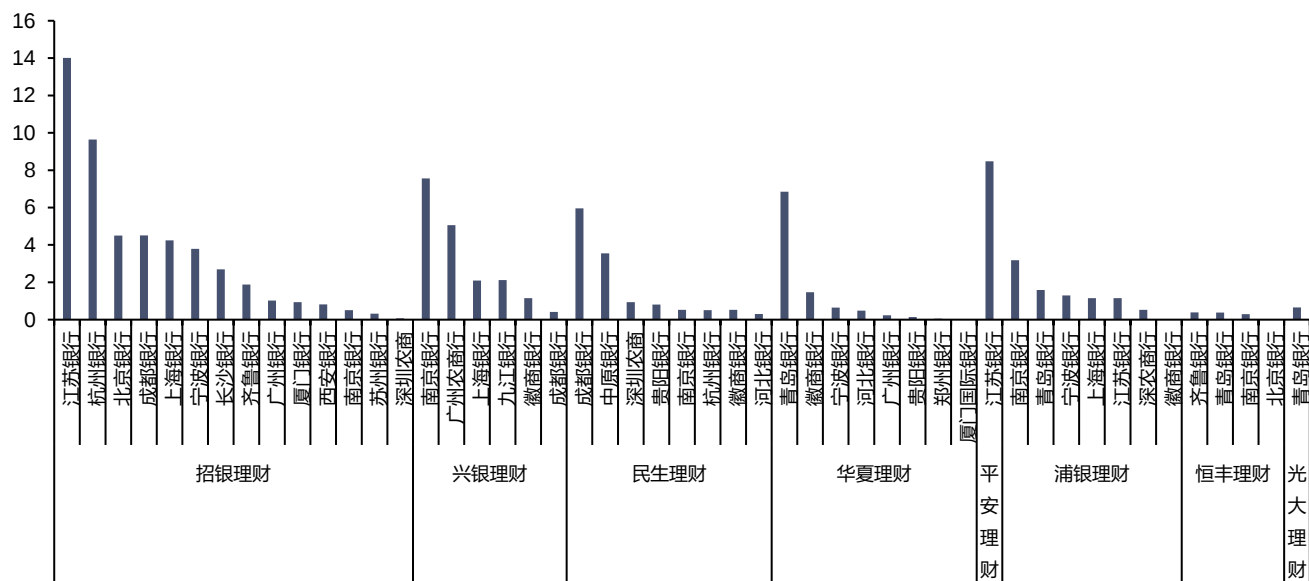
图 44：2023 年 6 月末部分股份行理财子持仓大行二永债市值（亿元）


资料来源：信达证券研发中心

除浦银理财外，股份行理财子普遍增配中小银行二永债。截至 2023 年 6 月末，共 8 家股份行理财子持有中小银行二永债。其中，招商理财持仓市值最大，规模为 48.94 亿元，较上季度增持 2612.33 万张，主要增持江苏银行、杭州银行及北京银行等上市城商行。兴银理财次之，持仓市值总计 18.39 亿元，较上季度增持 1406.99 万张，主要增持南京银行、广州农商行及九江银行，对非上市中小银行偏好相对较高。浦银理财持仓市值总计 8.91 亿元，较上季度减持 95.83 万张。

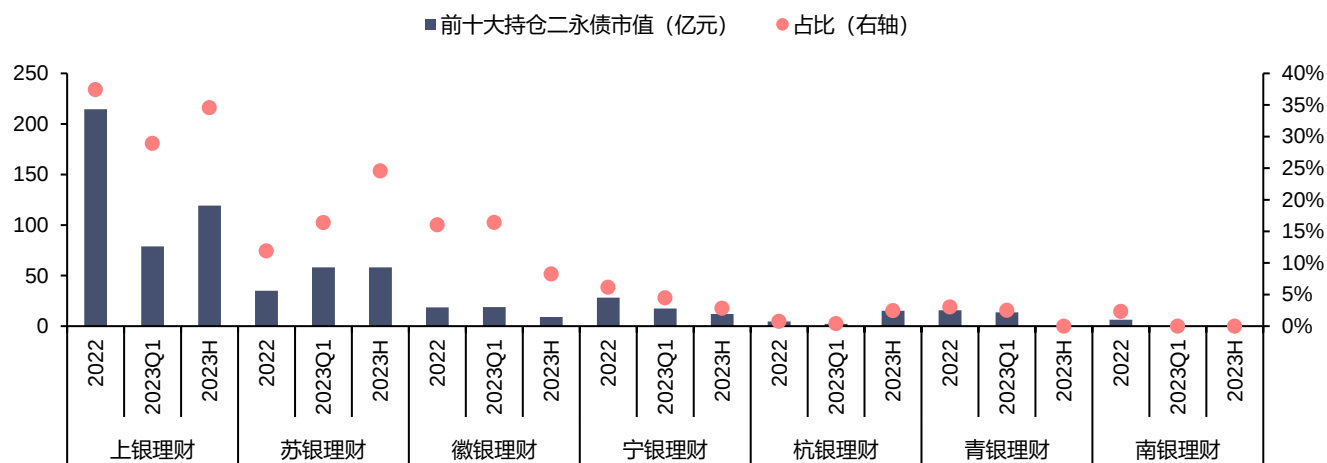
图 45：股份行理财子持仓中小银行二永债数量情况（万张）


资料来源：信达证券研发中心

图 46：股份行理财子持仓中小银行二永债市值情况（亿元）


资料来源：，信达证券研发中心

城商行理财子前十大持仓中二永债情况：截至 2023 年 6 月末，城商行理财子中上银理财、苏银理财、徽银理财前十大持仓中二永债市值占比居前，分别为 34.56%、24.55%和 8.25%，市值分别为 119.23 亿元、58.11 亿元和 9.09 亿元。其中，相较于 2022 年末，苏银理财和杭银理财二永债持仓占比有明显上升，分别提升 12.66pct 和 1.70pct，其余城商行占比均有小幅下降。

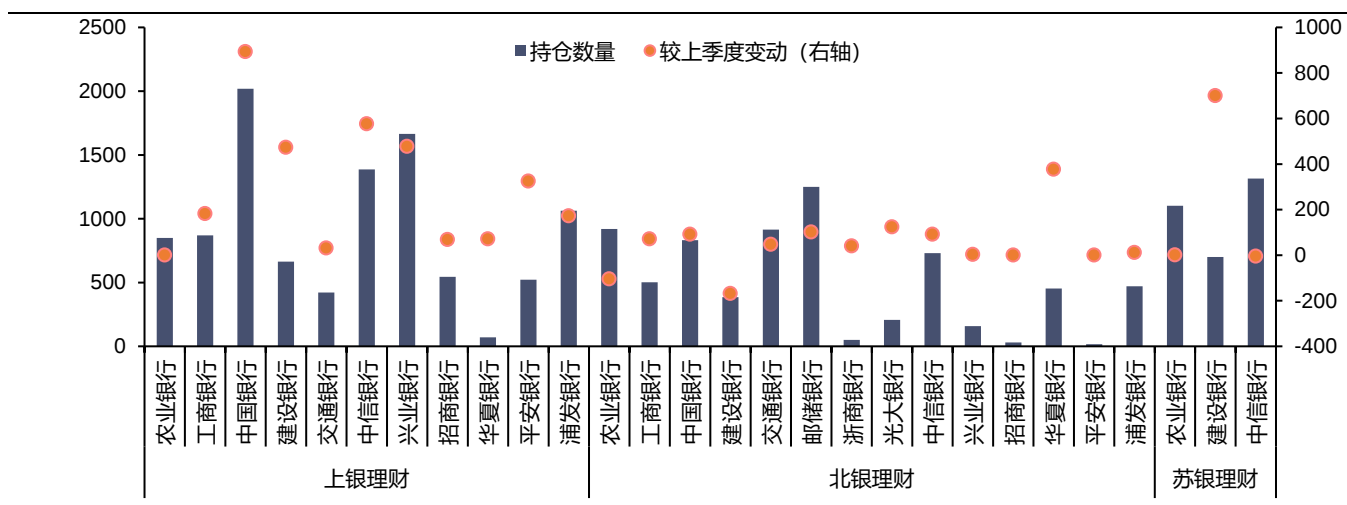
图 47：城商行理财子前十大持仓中二永债情况


资料来源：DM，信达证券研发中心

6 月末，城商行理财子中上银理财、北银理财和苏银理财持有国有行、股份行二永债最多。其中，上银理财持仓市值共 104.86 亿元，居于城商行理财子首位，较上季度增持幅度最大，共增持 3270.40 万张，主要增持银行为中国银行、中信银行和兴业银行，分别较上季度增持 893.46 万张、576.05 万张和 477.40 万张。北银理财持仓市值共计 72.11 亿元，较上季度增持 684.72 万张，主要增持华夏银行、光大银行和邮储银行，减持建设银行及农业银行。苏银理财持仓市值共计 32.81 亿元，主要持有农业银行、建设银行和中信银行。

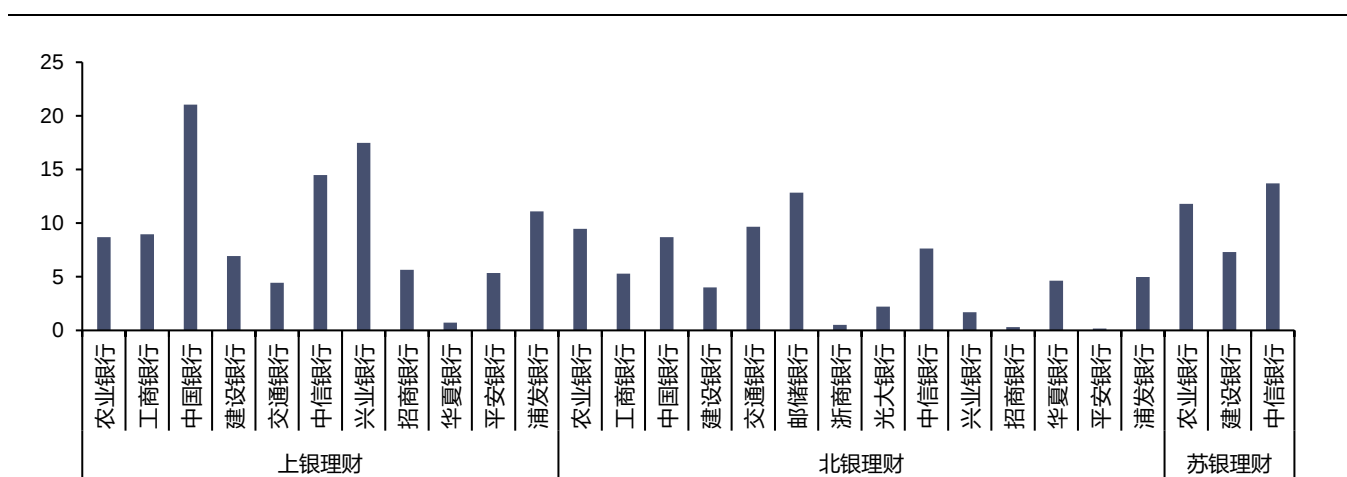
广银理财、杭银理财、宁银理财和南银理财持有国有行、股份行二永债相对较少，持仓市值分别为 15.47 亿元、13.24 亿元、8.80 亿元和 8.51 亿元。其中，广银理财主要持有农业银行、平安银行二永债，杭银理财较上季度增持幅度较大，共增持 1281.11 万张，主要增持工商银行、中国银行及建设银行。

图 48：2023 年 6 月末上银、北银、苏银理财持仓大行二永债数量（万张）

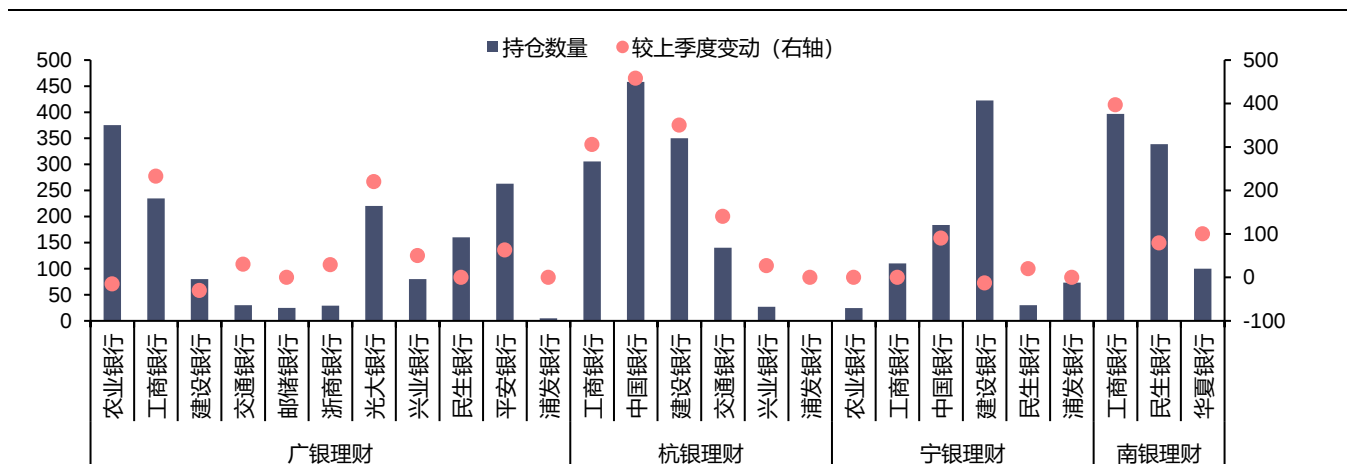


资料来源：，信达证券研发中心

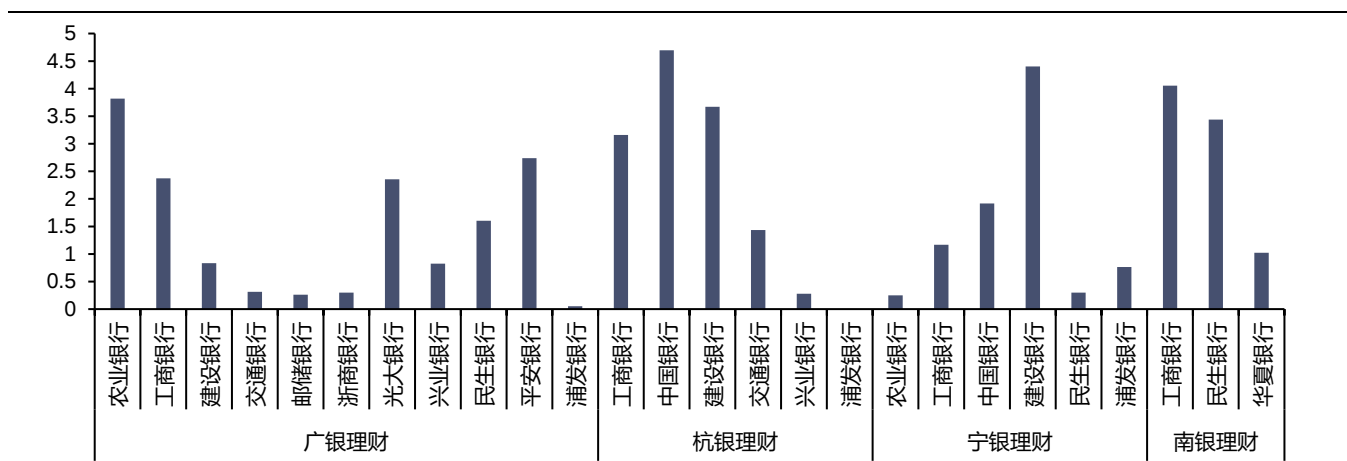
图 49：2023 年 6 月末上银、北银、苏银理财持仓大行二永债市值（亿元）



资料来源：，信达证券研发中心

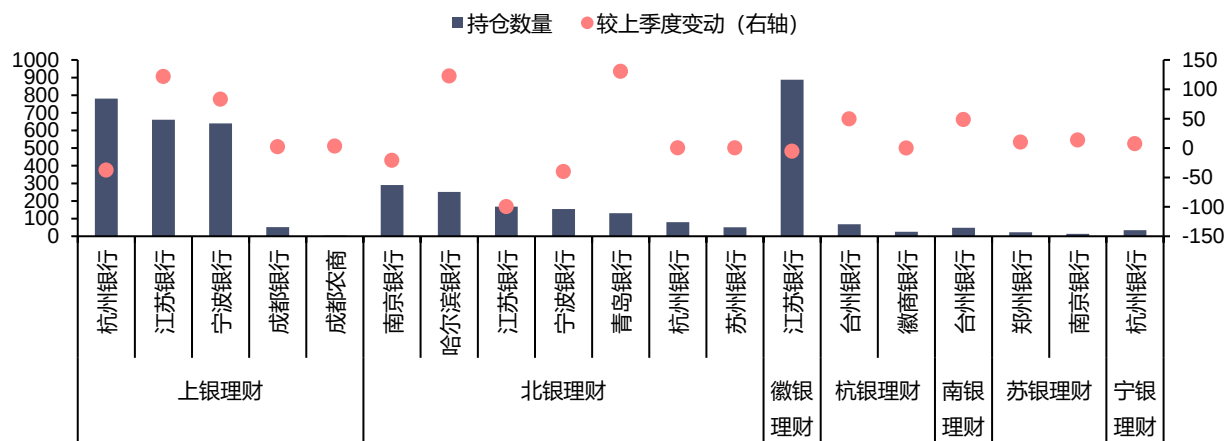
图 50：2023 年 6 月末广银、杭银、宁银、南银理财持仓大行二永债数量（万张）


资料来源：，信达证券研发中心

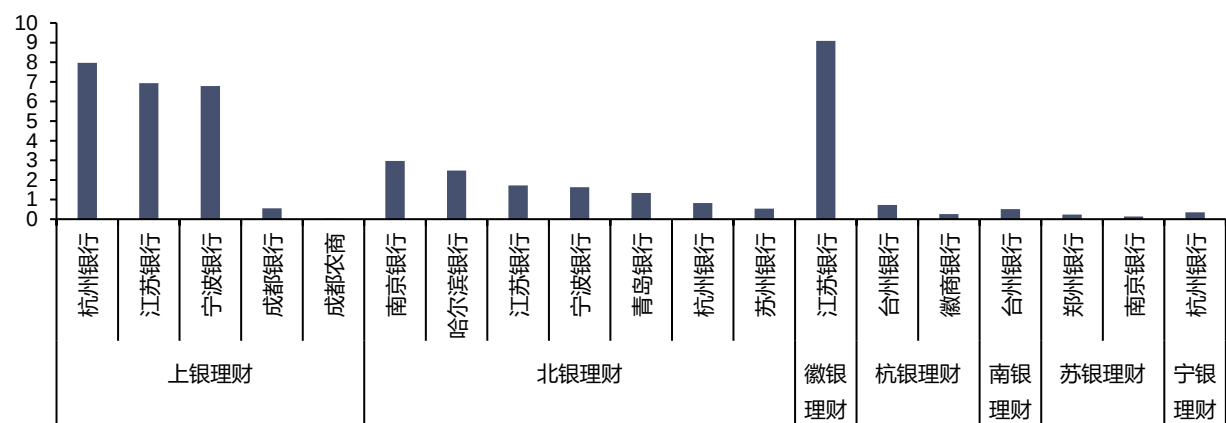
图 51：2023 年 6 月末广银、杭银、宁银、南银理财持仓大行二永债市值（亿元）


资料来源：，信达证券研发中心

城商行理财子中上银理财配置中小银行二永债最多。截至 2023 年 6 月末，共 7 家城商行理财子持有中小银行二永债。上银理财持仓市值最大，规模为 22.27 亿元，较上季度增持 172.31 万张，主要增持江苏银行和宁波银行，对杭州银行有所减持。北银理财次之，持仓市值总计 11.50 亿元，较上季度增持 92.55 万张，主要增持青岛银行和哈尔滨银行，减持江苏银行、宁波银行及南京银行。仅徽银理财减持 5.55 万张，减持银行为江苏银行。

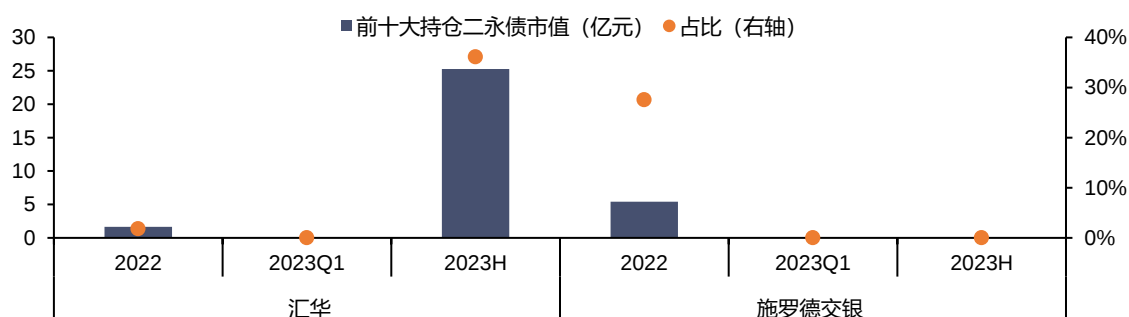
图 52：城商行理财子持仓中小银行二永债数量情况（万张）


资料来源：，信达证券研发中心

图 53：城商行理财子持仓中小银行二永债市值情况（亿元）


资料来源：，信达证券研发中心

合资理财公司前十大持仓中二永债情况：截至 2023 年 6 月末，合资理财公司中汇华理财前十大持仓中二永债占比较高，达 36.11%，规模为 25.26 亿元。

图 54：合资理财公司前十大持仓中二永债情况


资料来源：DM，信达证券研发中心

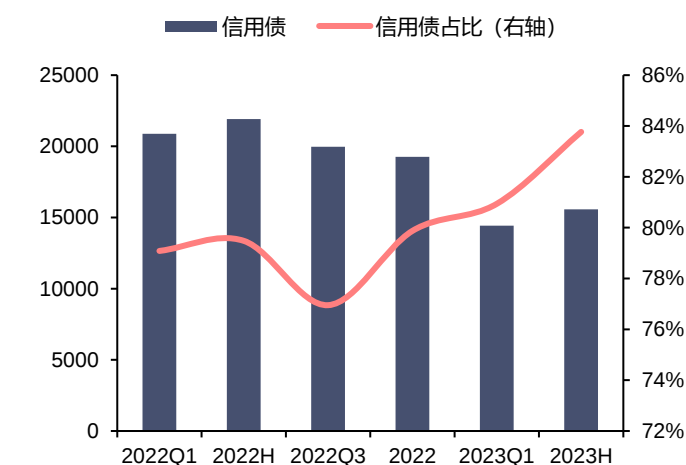
3.2 城投债配置趋势增强，信用等级偏好有所下沉

我们根据 DM 数据库及披露的理财前十大持仓情况，以下结论皆基于该样本统计：

3.2.1 安全边际较高的城投债偏好增强

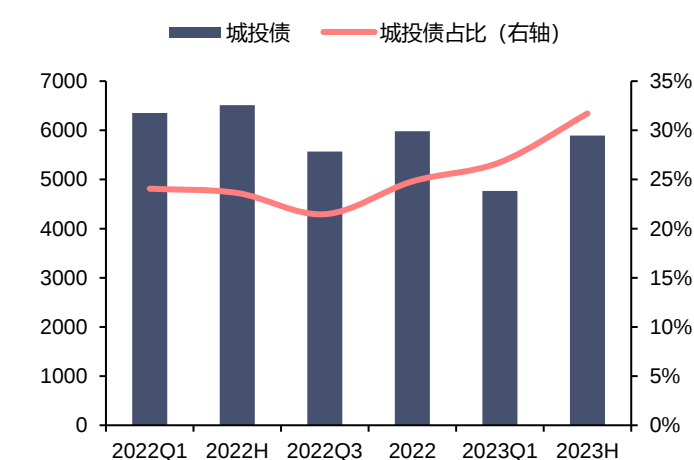
理财前十大持仓资产中信用债占全部债券比重上升，城投债偏好增强。净值化转型以来，理财经历赎回潮等风波影响，投资者风险偏好边际下行，理财寻求较高安全边际产品。城投债具有政府信用背书，且发行经过严格审批，具有较高的安全属性。2022 年三季度以来理财前十大持仓中信用债及城投债占全部债券比重持续上升，截至 2023 年 6 月末，理财前十大持仓中信用债规模为 1.56 万亿元，占比达 83.77%，较 2022 年末提升 3.89pct，城投债规模为 5893.85 亿元，占比达 31.71%，较 2022 年末提升 6.91pct。

图 55：理财前十大持仓资产信用债占全部债券比重上升（亿元）



资料来源：DM，信达证券研发中心

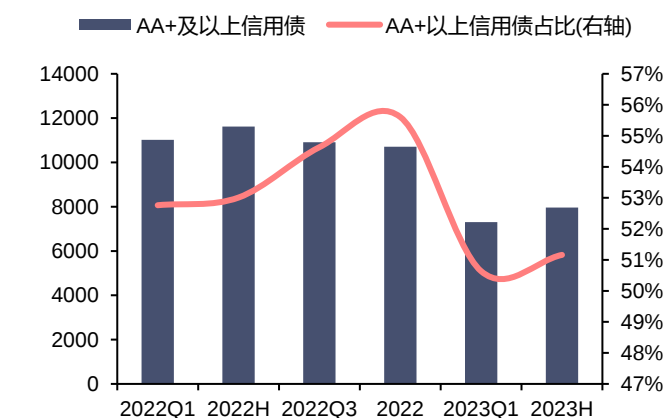
图 56：理财前十大持仓资产城投债占全部债券比重上升（亿元）



资料来源：DM，信达证券研发中心

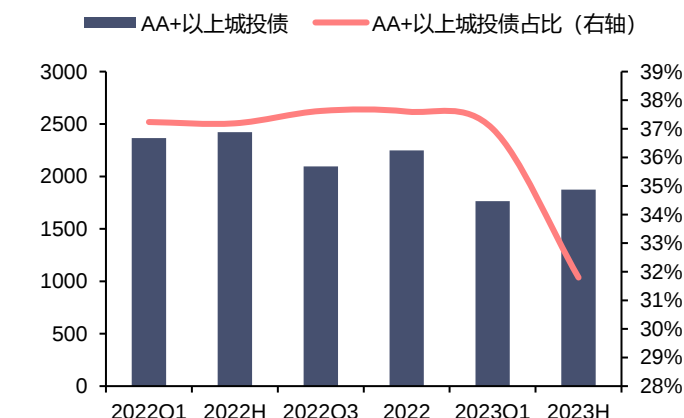
或出于增厚收益目的，理财配置城投债评级有所下沉。理财前十大持仓资产中，从理财配置信用债评级来看，AA+及以上信用债占比有所下滑，2022 年末 AA+及以上信用债规模为 1.07 万亿元，占比达 55.61%，2023 年上半年，AA+及以上信用债规模为 7965.46 亿元，相比于 2022 年末占比降低 4.45pct 至 51.16%。从理财配置城投债评级来看，2022 年末 AA+及以上城投债规模为 2248.72 亿元，占比达 37.60%，2023 年上半年，AA+及以上城投债规模为 1874.12 亿元，相比于 2022 年末占比降低 5.80pct 至 31.80%。

图 57：理财前十大持仓中 AA+级以上信用债情况（亿元）



资料来源：DM，信达证券研发中心

图 58：理财前十大持仓中 AA+级以上城投债情况（亿元）



资料来源：DM，信达证券研发中心

3.2.2 理财持仓城投债省份以江苏、浙江、山东最多

理财前十大资产配置中，城投债持仓规模居于前三位的省份为江苏省、浙江省和山东省，规模分别为 1173.61 亿元、1073.80 亿元和 583.05 亿元。四川省、重庆市、江西省、湖南省和湖北省持仓规模在 200 亿-400 亿之间。从持仓各地区城投债评级来看，理财主要以 AA+和其他等级持仓为主，其中 AA+等级持仓规模共计 1037.52 亿元。

表 9：2023H 理财前十大持仓城投债分地区分等级情况（亿元）

	AAA	AA+	AA	AA-	其他	合计
江苏省	70.96	187.66	36.47	-	878.52	1173.61
浙江省	23.38	256.61	90.42	-	703.39	1073.80
山东省	104.81	102.83	23.95	-	351.46	583.05
四川省	92.52	60.95	21.19	-	198.45	373.11
重庆	26.45	49.15	10.91	-	212.52	299.02
江西省	66.50	80.91	22.23	-	114.84	284.47
湖南省	20.23	47.63	12.60	-	172.64	253.10
湖北省	68.47	15.22	23.62	-	139.73	247.04
广东省	75.88	32.04	14.86	-	70.09	192.88
天津	28.57	23.11	1.78	-	138.78	192.24
安徽省	6.14	25.62	14.75	-	113.47	159.97
河南省	30.78	13.88	0.82	-	113.77	159.25
北京	87.06	12.72	0.45	-	48.15	148.38
福建省	17.33	22.09	9.85	-	98.93	148.20
陕西省	28.29	22.34	15.45	-	71.43	137.50
广西壮族自治区	18.23	16.50	15.66	-	84.77	135.16
贵州省	35.55	18.22	8.02	4.82	25.79	92.39
河北省	9.22	21.11	2.25	-	34.16	66.74
上海	24.14	10.74	0.52	-	24.55	59.94
新疆维吾尔自治区	1.83	6.97	2.70	-	34.77	46.27
云南省	6.81	4.21	1.10	-	15.47	27.58
山西省	4.07	1.49	-	-	20.06	25.62
吉林省	3.38	1.80	0.09	-	8.76	14.03
甘肃省	1.96	0.10	-	-	5.06	7.13
西藏自治区	-	2.40	-	-	3.94	6.34
海南省	3.68	-	0.10	-	0.02	3.80
内蒙古自治区	1.71	-	-	-	0.63	2.35
辽宁省	0.53	0.52	-	-	0.46	1.51
宁夏回族自治区	0.51	0.68	-	-	0.18	1.36
黑龙江省	-	-	-	-	0.45	0.45
合计	858.97	1037.52	329.75	4.82	3685.23	5916.29

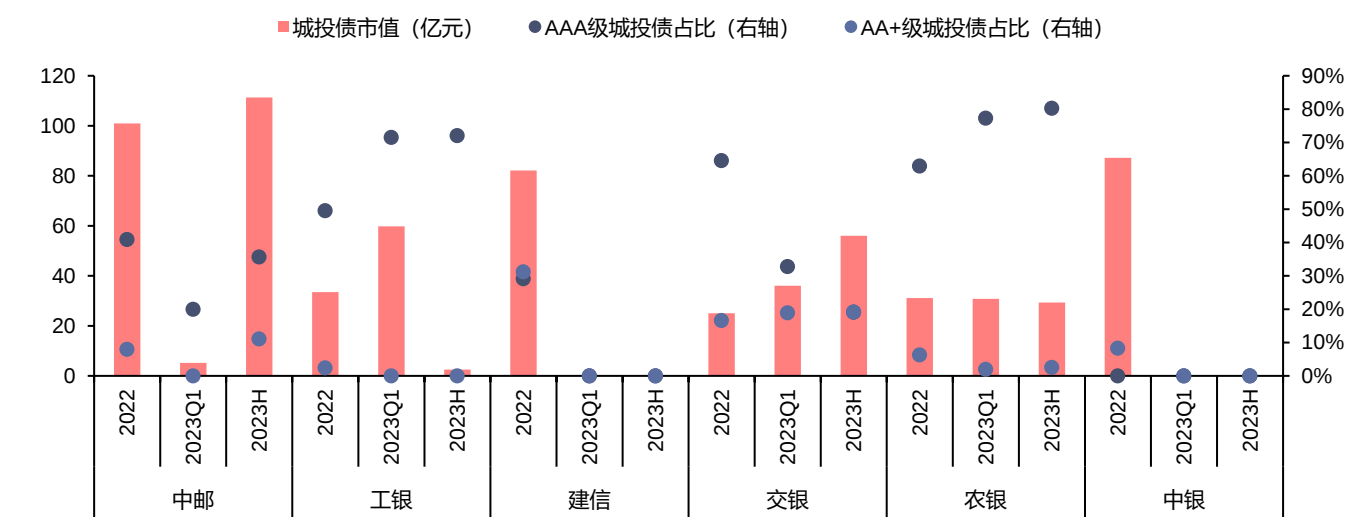
资料来源：DM，信达证券研发中心

3.2.3 不同类型理财公司持仓城投债信用等级偏好分化

理财前十大持仓资产中，国有行理财子城投债信用等级偏好整体较高：截至 2023 年 6 月末，国有行理财子以中邮理财、交银理财、农银理财持仓城投债规模居前，分别为 111.29 亿元、56.05 亿元和 29.35 亿元，其中中邮理财和交银理财持仓城投债较 2022 年末相比有所上升。从持仓城投债评级来看，相较于 2022 年末，农银理财

和工银理财信用等级偏好最高且有所上涨，AAA 级城投债持仓占比分别提升至 80.25%和 72.02%。中邮理财持仓 AAA 级城投债占比下降 5.19pct 至 35.67%，AA+级城投债占比上升 3.11pct 至 11.07%，信用偏好有小幅下沉；交银理财持仓 AAA 级城投债占比下降 45.57pct 至 19.09%，AA+级城投债占比提升 2.56pct 至 19.14%，信用偏好下沉幅度较大。

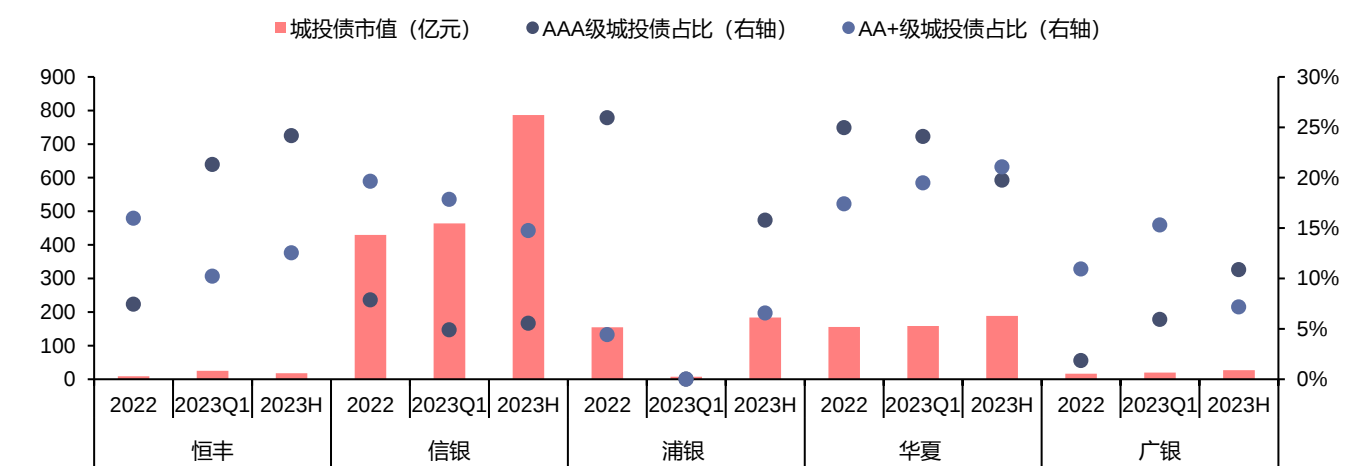
图 59：国有行理财子前十大持仓资产中城投债信用等级偏好整体较高



资料来源：DM，信达证券研发中心

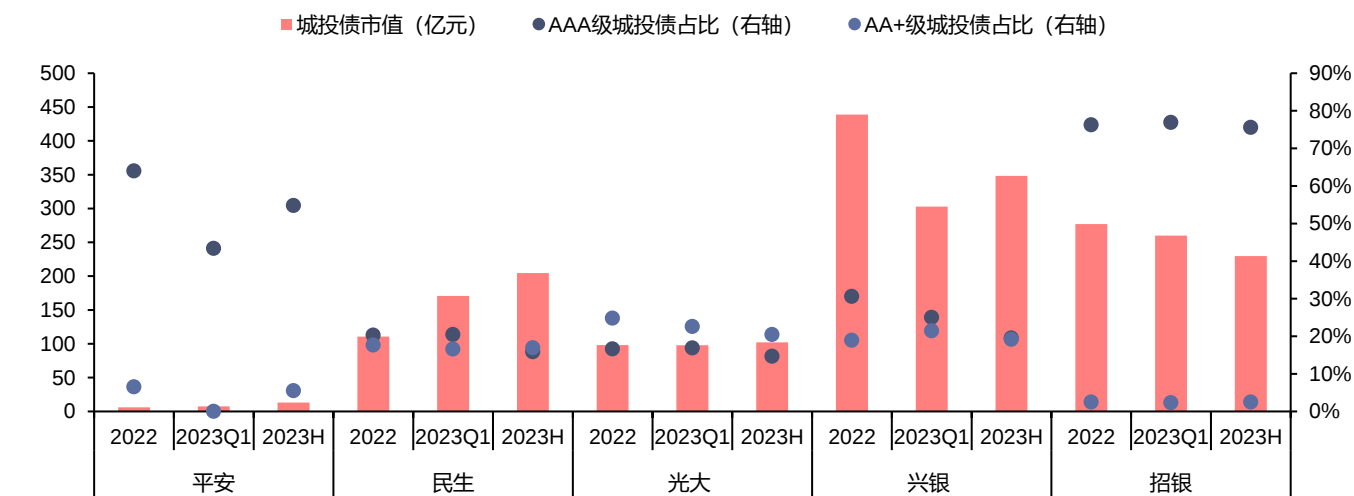
理财前十大持仓资产中，股份行理财子以招银理财和平安理财持仓城投债信用等级偏好最高，其余理财公司 AAA 级城投债占比在 20%以内。截至 2023 年 6 月末，股份行理财子以信银理财、兴银理财、招银理财持仓城投债规模居前，分别为 786.57 亿元、348.13 亿元和 229.68 亿元，其中浦银理财、华夏理财、广银理财、民生理财、信银理财和平安理财等持仓城投债较 2022 年末相比有所上升，兴银理财和招银理财有小幅下降。从持仓城投债评级来看，招银理财和平安理财持仓城投债信用等级偏好较高，AAA 级城投债占比分别为 75.57%和 54.79%。相较于 2022 年末，浦银理财持仓 AAA 级城投债占比下降 10.15pct 至 15.78%，AA+级城投债占比上升 2.14pct 至 6.56%，信用偏好有所下沉；兴银理财持仓 AAA 级城投债占比下降 11.10pct 至 19.50%，AA+级城投债占比提升 0.26pct 至 19.17%，信用偏好下沉幅度较大；广银理财 AAA 级城投债持仓占比上涨，信用偏好有所提升。

图 60：广银理财前十大持仓资产中 AAA 级城投债持仓占比上升 9.02pct



资料来源：DM，信达证券研发中心

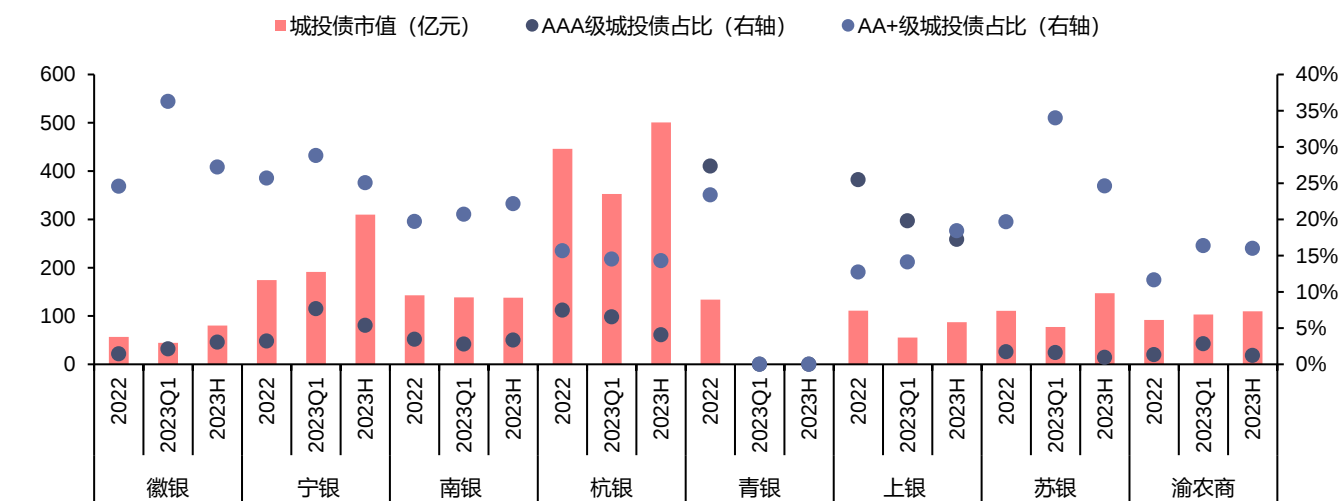
图 61：平安、招银理财前十大持仓资产中城投债信用等级偏好较高



资料来源：DM，信达证券研发中心

理财前十大持仓资产中，城商、农商行理财子城投债信用等级偏好整体偏低。截至 2023 年 6 月末，城农商行理财子以杭银理财、宁银理财、苏银理财持仓城投债规模居前，分别为 500.72 亿元、309.90 亿元和 147.07 亿元，其中徽银理财、宁银理财、杭银理财、苏银理财和渝农商理财等持仓城投债较 2022 年末相比有所上升，南银理财和上银理财有小幅下降。从持仓城投债评级来看，上银理财持仓城投债信用等级偏好较高，但与 2022 年末相比有所下沉，AAA 级和 AA+级城投债占比为 17.22%和 18.43%。相较于 2022 年末，杭银理财持仓 AAA 级城投债占比下降 3.39pct 至 4.07%，AA+级城投债占比下降 1.38pct 至 14.28%，信用等级偏好有所下沉；宁银理财和徽银理财 AAA 级城投债持仓占比上涨，信用等级偏好有所提升。

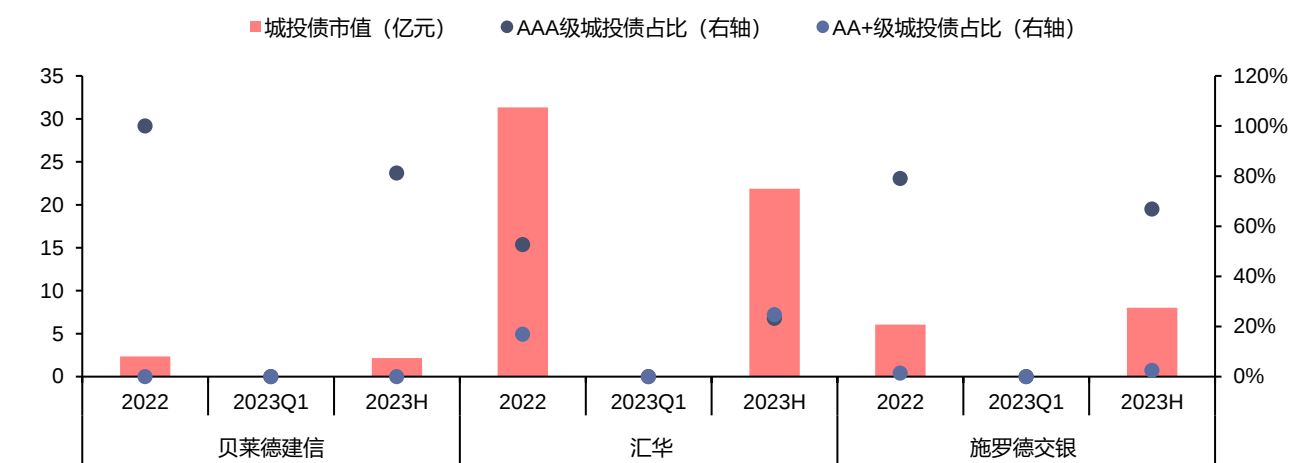
图 62：城商、农商行理财子前十大持仓资产中城投债信用等级偏好整体偏低



资料来源：DM，信达证券研发中心

理财前十大持仓资产中，合资理财公司城投债持仓信用等级偏好整体较高：截至 2023 年 6 月末，合资理财公司持仓城投债规模普遍偏低，但信用等级偏好整体较高。其中，贝莱德建信理财、施罗德交银理财和汇华理财持仓城投债规模分别为 2.16 亿元、8.01 亿元和 21.87 亿元，AAA 级城投债持仓占比分别为 81.23%、66.85%和 23.20%。

图 63：合资理财公司前十大持仓资产中城投债信用等级偏好整体较高



资料来源：DM，信达证券研发中心

四、投资建议

理财市场规模修复可期，固收类产品仍居主导地位。产品规模上，上半年理财赎回余波仍存，理财市场规模收缩，2022 年末理财净值波动引发赎回潮，客户资金持续外流，2023 年 6 月末受季末存款冲量及理财产品到期影响，理财产品规模延续下降，2023 年上半年全市场理财最新存续规模总计 25.34 万亿元，较 2022 年末下降 8.35%。随存款利率下调叠加理财营销端发力跨季冲量，下半年理财市场有望回暖。产品结构上，固收类产品仍为主流，2023 年上半年固收类产品最新存续规模为 24.11 万亿元，占全部理财产品存续规模超 95%。

资产配置策略防御性强，理财偏好短期限资产。流动性需求提升：近期理财产品资产配置倾向于提升流动性，现金及银行存款配置占比提升。2023 年上半年现金及银行存款规模为 6.56 万亿元，占比 23.7%，与 2022 年末相比提升 1.32 万亿元，占比提升 6.20pct；2023 年 7 月，理财产品对 1 年以下现券净买入规模为 3952.97 亿元，同比增加 47.46%，高流动性资产同业存单、短期/超短期融资券净买入规模增长明显，2023 年 8 月分别为 1740.96 亿元、539.91 亿元，同比增长 18.51%、36.57%；债券资产配置仍为主流，但由于赎回潮影响延续及市场预期不足，占比呈现下降趋势，2023 年上半年债券资产规模为 13.21 万亿元，占比 47.7%。风险偏好两极化：进取型投资者占比提升，增加非标、权益、公募基金配置拉高收益率。

中小银行二永债热度较大，不同类型理财公司持仓城投债信用等级偏好分化。2023 年 1 月至 4 月，理财对二永债净卖出规模逐渐缩小，5 月净买入规模由负转正。期限上看，赎回潮以来 5-15 年期二永债净卖出持续收窄，有望恢复净买入。根据 DM 数据库，截至 2023 年 6 月末，理财公司前十大持仓中商业银行二永债市值共计 2275.16 亿元，较一季度增加 152.70 亿元，占全部持有债券比重为持有 22.53%，较一季度提升 6.38pct。股份理财子、城商理财子对中小行二永债配置较热，国有理财子中以中邮理财配置中小行二永债偏好最强。城投债配置比重提升：截至 2023 年 6 月末，理财前十大持仓中城投债规模为 5893.85 亿元，占比达 31.71%，较 2022 年末提升 6.91pct。从理财持仓城投债省份分布来看，江苏、浙江、山东持仓市值居前。不同类型理财公司持仓城投债信用等级偏好分化，国有行理财子和合资理财公司城投债信用等级偏好整体较高，城农商和理财子城投债信用等级偏好整体较低。

我们认为，1) 可以重点关注国企改革背景下，基本功扎实+低估值，且理财业务具备规模效应的全国性银行：邮储银行、农业银行、中信银行。2) 长期高业绩景气/区域新亮点/小微复苏优质区域行，理财业务持续发力，宁波银行等。3) 风险缓释有望带来估值修复、活跃资本市场下具备财富管理优势的招商银行等。

五、风险因素

宏观经济下行压力大：理财规模与宏观经济关系密切，若经济超预期下行可能改变投资者风险偏好、相关市场表现等，对理财规模和资产配置产生影响。

赎回潮影响超预期余波又起：负反馈机制可能加剧债市波动，破净规模可能回升，影响理财业务发展。

数据有限性：理财产品统计数据主要来自 、普益标准、iDeal、DM，数据样本有一定限制，可能与实际情况有偏差。

研究团队简介

张晓辉，信达证券研发中心银行资深分析师，悉尼大学硕士，曾就职于中国邮政集团研究院金融研究中心、西部证券等。2023 年加入信达证券研究所，从事金融业研究工作，主要覆盖银行行业，包括上市银行投资逻辑、理财行业及理财子、资产负债、风控、相关外部环境等。

王舫朝，信达证券研发中心金融地产中心总经理、非银&中小盘首席分析师，毕业于英国杜伦大学企业国际金融专业，历任海航资本租赁事业部副总经理，渤海租赁业务部总经理，曾就职于中信建投证券、华创证券。2019 年 11 月加入信达证券研发中心。

廖紫苑，硕士，新加坡国立大学硕士，浙江大学学士，入选竺可桢荣誉学院、金融学试验班。曾就职于中国银行、民生证券、天风证券，四年银行业研究经验。2022 年 11 月加入信达证券研发中心，从事金融业研究工作。

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司（以下简称“信达证券”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，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出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	买入 ：股价相对强于基准 20% 以上；	看好 ：行业指数超越基准；
	增持 ：股价相对强于基准 5%~20%；	中性 ：行业指数与基准基本持平；
	持有 ：股价相对基准波动在±5% 之间；	看淡 ：行业指数弱于基准。
	卖出 ：股价相对弱于基准 5% 以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。