

从资产端透视银行理财变迁

华泰研究

2024 年 7 月 30 日 | 中国内地

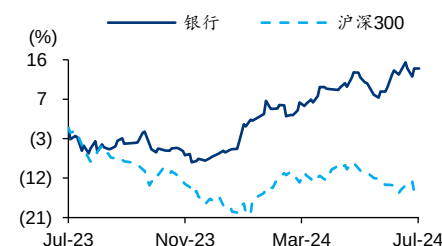
专题研究

银行

增持 (维持)

研究员	沈娟
SAC No. S0570514040002	shenjuan@htsc.com
SFC No. BPN843	+(86) 755 2395 2763
联系人	贺雅亭
SAC No. S0570122070085	heyating@htsc.com
SFC No. BUB018	+(86) 755 8249 2388
联系人	李润凌
SAC No. S0570123090022	lirunling@htsc.com
	+(86) 21 2897 2228
联系人	蒲葭依
SAC No. S0570123070039	pujiayi@htsc.com
	+(86) 755 8249 2388

行业走势图



资料来源: , 华泰研究

理财系列一：从资产端透视银行理财变迁

开年来银行理财复苏势头强劲，资产荒格局延续+监管趋于严格，理财产品资产配置策略引发市场关注。此前我们发布报告《盘点银行理财八大变化》，总结上半年银行理财市场核心变化，本篇报告则核心聚焦其中资产配置维度，梳理历史脉络、研判当下趋势。复盘历史，资管新规出台后，非标投资受限，净值化管理推行，银行理财资产配置策略更为稳健，非标、权益类占比下降，增配现金、存款等流动性资产。往后看，随高息存款收缩，存款仓位或短期有所回落；资产荒格局仍较难扭转，债券类资产仍较有配置价值。为获得更具竞争力的收益水平，权益资产、基金合作占比有望进一步提升。

货币类：占比边际下滑，防范净值波动

现金及银行存款作为打底资产起到稳定净值曲线的作用，近年来比重整体呈提升态势，2023 年末在可投资资产中占比提升至 26.7%。随存款利率持续下调，预计银行存款仓位或边际有所回落。其中部分理财产品通过资管计划配置存款，需关注手工补息整改下的净值波动。同业存单灵活性较高，主要作为流动性调节手段，理财赎回潮发生后，同业存单配置下滑，或主要由于二级市场净值波动较大。普益标准季度最新数据看，24Q1 银行理财产品穿透后货币市场类资产持仓占比 39.4%，较 23Q4 环比-0.9pct。

债券类：关联债市行情，信用债为主力

债券类资产为银行理财主要底仓，近 10 年来占比先升后降。2020 年以前的债市行情中，信用债投资带动债券资产占比快速提升。2020 年债市步入调整期，投资者风险偏好降低，债券类资产占比趋于下行。结构上看，信用债具有较高的票息，以持有到期策略为主，是债券类资产的主力；利率债以波段交易为主，占比较小。信用债中金融债占比持续下滑，主要因减配二永债导致。2023 年末银行理财可投资资产中信用债、利率债分别占比 42.1%、3.2%。展望后续，资产荒格局短期较难扭转，债券类资产仍有配置价值。

资管产品：外部合作升温，监管趋于严格

为实现收益增厚与稳定，近年来理财机构外部合作再度升温，银行理财中资管产品占比大幅提升。资管新规出台后全面禁止多层嵌套，随过渡期结束，2020 年末理财产品持有各类资管产品较资管新规前减少 25.7%。2020 年以来外部合作再次升温，据普益标准统计口径，截至 2024Q1 银行理财产品中通过资管产品、委外协议投资的占比分别达 45.1%、5.3%。但监管趋严的态势下，存款和信托曾经作为平滑净值的工具效用逐步弱化，不排除部分产品短期净值波动或将增大。

非标规模有序压降，基金/权益类占比较小

资管新规以来非标资产规模稳步压降，目前整体稳定。2023 年末，非标占理财产品投资资产比例仅 6.2%，较 2018 年末下降超 10 pct。资产荒格局持续，优质非标仍是稀缺资源，预计占比将保持相对稳定。基金、权益类投资占比较小，在市场持续波动的情况下，近年来二者规模占比均有所下滑。2023 年末银行理财产品可投资资产中权益类、公募基金规模占比仅 2.86%、2.10%。但长远看，非标资产对理财产品增厚收益的贡献或逐步减弱，通过权益、基金投资增厚收益仍有较大的发展空间。

风险提示：数据统计样本代表性不足；政策变化超预期。

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

正文目录

引言	3
货币类：占比边际下滑，防范净值波动	5
现金类：资管新规后资产配置提升	5
同业监管趋严，同业理财规模压降	6
现金理财新规出台，货币资产配置提升	6
存款利率持续下调，关注净值波动	9
同业存单：主要为流动性调节手段	10
债券类：关联债市行情，信用债为主力	12
信用债为主要券种，利率债占比较小	12
金融债持仓收缩，主要因减持二永债	13
非标类：规模有序压降，收益贡献降低	15
权益类：规模相对较小，仍有发力空间	17
基金类：占比有所下滑，债基较受青睐	19
公募基金：内部债基占比提升	19
私募基金：规模较小持续压降	20
资管产品：外部合作升温，监管趋于严格	21
趋势展望：监管约束加强，配置逻辑调整	23
存款仓位或下行，信托委外受约束	23
行业格局更加集中，配置策略分化	24
风险提示	27

引言

2024 年上半年，在手工补息整改+债市行情驱动下，银行理财展现出强劲的复苏态势。同时，2024 年以来银行理财市场发生诸多变化，手工补息被叫停、理财信托合作模式面临整改、中小银行理财逐步清退。往后看，资产荒格局延续+监管趋于严格，理财资产配置策略或进一步发生改变。此前我们发布报告《盘点银行理财八大变化》，总结上半年银行理财市场核心变化，本篇报告则核心聚焦其中资产配置维度，梳理历史脉络、研判当下趋势。

资管新规前，在资金池运作模式下，银行理财产品通过各类资管产品大量投资于非标。此阶段信用债、非标、现金及银行存款为银行理财配置占比前三大资产。伴随 2014 年开启的债牛行情，债券资产占比大幅提升，其中信用债尤其突出。现金及银行存款与债券类资产整体呈现跷跷板效应，资管新规前占比持续下滑。

资管新规后，银行理财规范化发展，非标资产占比下降，标准化资产占比提升。2018 年资管新规后，非标投资受限，银行理财步入标准化投资时代。不合规非标资产稳步压降，转向现金类、债券类等标准化资产。

2022 年赎回潮发生后，现金及银行存款占比大幅提升，债券类资产占比收缩。经历 2022 年债市负反馈后，市场风险偏好收缩，银行理财产品对净值和回撤更为关注，资产配置策略上更为稳健，增配流动性较高的现金类产品，债券类资产占比有所下行。

往后看，资产荒格局延续+监管趋于严格，理财资产配置策略或进一步发生改变。2024 年以来银行理财市场发生诸多变化，手工补息被叫停、理财信托合作模式面临整改、中小银行理财逐步清退。监管趋严的态势下，存款和信托曾经作为平滑净值的工具逐步弱化，不排除部分产品短期净值波动加大。短期资产荒格局仍较难扭转，债券类资产仍较有配置价值。为获得更具竞争力的收益水平，与公募基金等主动委外管理合作有望进一步提升。

图表1：银行理财资产配置规模及占比变化

规模（万亿元）	13-12	14-12	15-12	16-12	17-06	17-12	18-12	19-06	19-12	20-12	21-06	21-12	22-06	22-12	23-06	23-12
理财产品投资资产余额	-	15.77	23.67	29.15	28.51	-	-	25.12	26.24	28.84	28.66	31.19	31.81	29.96	27.70	29.06
债券类	-	6.90	12.07	16.59	15.46	-	-	14.05	15.67	18.53	19.29	21.33	21.58	19.08	16.15	16.45
债券	-	4.70	6.98	12.76	12.12	-	-	14.05	15.67	16.01	16.29	16.82	16.94	15.10	13.22	13.17
利率债	-	0.68	0.96	2.53	2.20	-	-	1.97	2.11	2.24	1.76	1.81	1.65	1.42	1.07	0.93
信用债	-	4.01	6.02	10.22	9.92	-	-	12.08	13.56	13.77	14.53	15.01	15.29	13.68	12.15	12.24
货币市场工具	-	2.20	5.09	3.83	3.34	-	-	-	-	2.52	3.00	4.51	4.64	3.98	2.93	3.28
非标	-	3.30	3.72	5.10	4.60	-	-	4.28	4.10	3.14	3.75	2.62	2.27	1.94	1.85	1.79
权益类	-	0.98	1.86	-	-	-	-	2.32	1.98	1.37	1.17	1.02	1.02	0.94	0.90	0.83
现金及银行存款	-	4.19	5.30	4.84	4.26	-	-	1.31	1.43	2.61	2.77	3.56	4.49	5.24	6.56	7.76
拆放同业及债券买入返售	-	-	-	-	-	-	-	1.44	1.72	1.91	0.75	1.22	0.95	1.71	1.11	1.37
公募基金	-	0.20	-	-	-	-	-	-	0.60	0.81	0.74	1.25	1.27	0.81	0.89	0.61
代客境外理财投资QDII	-	0.05	-	-	-	-	-	-	-	-	-	0.17	0.19	0.18	0.17	0.23
金融衍生品及另类资产	-	0.08	-	-	-	-	-	-	-	-	-	0.01	0.03	0.03	0.03	0.03

占比	13-12	14-12	15-12	16-12	17-06	17-12	18-12	19-06	19-12	20-12	21-06	21-12	22-06	22-12	23-06	23-12
债券类	38.6%	43.8%	51.0%	56.9%	54.2%	53.7%	53.4%	55.9%	59.7%	64.3%	67.3%	68.4%	67.8%	63.7%	58.3%	56.6%
债券		29.8%	29.5%	43.8%	42.5%	42.2%	53.4%	55.9%	59.7%	55.5%	56.8%	53.9%	53.3%	50.4%	47.7%	45.3%
利率债		4.3%	4.1%	8.7%	7.7%	8.1%	8.3%	7.8%	8.1%	7.8%	6.1%	5.8%	5.2%	4.7%	3.9%	3.2%
信用债		25.5%	25.4%	35.1%	34.8%	34.1%	45.1%	48.1%	51.7%	47.7%	50.7%	48.1%	48.1%	45.7%	43.9%	42.1%
货币市场工具		14.0%	21.5%	13.1%	11.7%	11.5%				8.7%	10.5%	14.5%	14.6%	13.3%	10.6%	11.3%
非标	27.5%	20.9%	15.7%	17.5%	16.1%	16.2%	17.2%	17.0%	15.6%	10.9%	13.1%	8.4%	7.1%	6.5%	6.7%	6.2%
权益类	6.1%	6.2%	7.8%			9.5%	9.9%	9.3%	7.6%	4.8%	4.1%	3.3%	3.2%	3.1%	3.2%	2.9%
现金及银行存款	25.6%	26.6%	22.4%	16.6%	15.0%	13.9%	5.8%	5.2%	5.5%	9.1%	9.7%	11.4%	14.1%	17.5%	23.7%	26.7%
拆放同业及债券买入返售							6.6%	5.7%	6.6%	6.6%	2.6%	3.9%	3.0%	5.7%	4.0%	4.7%
公募基金		1.3%					3.4%		2.3%	2.8%	2.6%	4.0%	4.0%	2.7%	3.2%	2.1%
代客境外理财投资QDII	0.4%	0.3%										0.5%	0.6%	0.6%	0.6%	0.8%
金融衍生品及另类资产	1.1%	0.5%										0.0%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%
合计	99.5%	99.5%	96.9%	91.0%	85.3%	93.3%	96.3%	93.1%	97.2%	98.4%	99.3%	99.9%	100.0%	99.9%	99.8%	100.0%

注1：部分年份未披露理财产品投资资产余额，2018 年起统计口径由理财产品整体更换为非保本理财；

注2：理财登记系统于 2017 年初对理财资金投向的资产进行了重新分类，部分资产分类与过去年度发布的理财市场报告不具可比性；

注3：债券类资产划分口径出现多次变更，如 2017 年前货币市场工具主要包括同业存单、拆放同业及买入返售，2020 年以后货币市场工具主要包括同业存单，2018-2019 年同业存单划分计入信用债；

注4：根据《标准化债权类资产认定规则》，自 2021 年起非标准化债权类资产统计口径相应调整。2020 年底前的统计口径按原非标准化债权类资产、理财直接融资工具、新增可投资资产加总计算，与新口径存在一定差异。

资料来源：银行理财登记托管中心，华泰研究

**报告核心观点及与市场的不同之处：**

2024 年以来在监管政策调整叠加债市行情驱动下，银行理财快速扩容，与此同时行业生态也迎来较大改变。本篇报告作为理财系列研究的第一篇，从上游资产端进行切入。历史上看，银行理财资产配置往往与监管政策的引导、市场环境的变化息息相关，资管新规后非标转标进程加快，非标资产快速压降；理财赎回潮后投资者风险偏好下行，增配低风险流动性资产。2024 年以来随手工补息叫停、信托合作收紧，银行理财资产配置逻辑或将进一步生变。目前市场上鲜有报告对银行理财资产端进行较为细致的拆分并对各个重要的节点进行历史复盘。本报告通过厘清历史脉络，拆解各类资产配置逻辑，结合当下市场变化，展望未来趋势。

货币类：占比边际下滑，防范净值波动

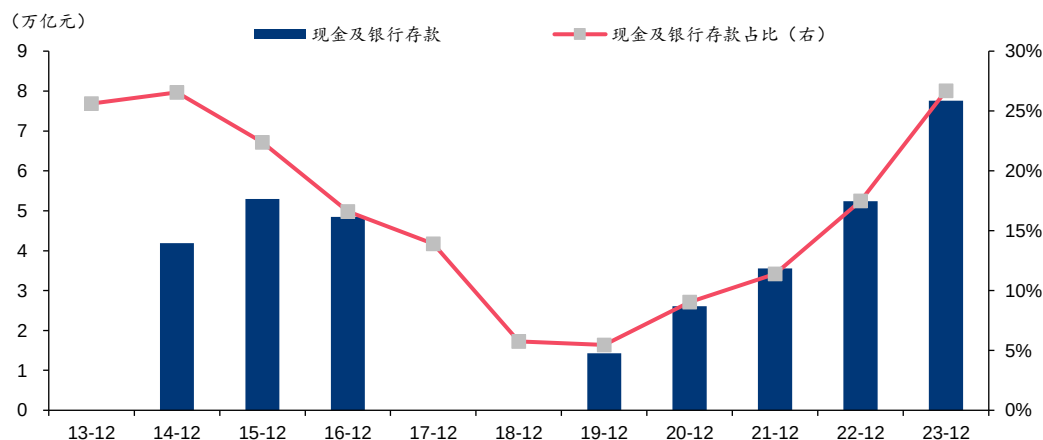
现金类：资管新规后资产配置提升

2017 年以前银行理财主要增配信用债，现金及存款占比下滑。资管新规以前，理财资金主要投向债券类、非标类，期间债市行情主导下大幅增配信用债，银行理财资产中现金及存款配置比例持续下滑，占比从 2014 年的 26.6% 下滑至 2017 年的 13.9%。

2017-2018 年理财资金投向中现金及银行存款占比大幅下滑，或与同业业务收紧有关。同业理财是 2015-2016 年同业套利链条的核心，借道资管产品投向高收益非标资产，货币基金此阶段快速增长或也受到银行同业套利的推动。随去杠杆推进与同业业务收紧，同业理财规模快速回落，现金及存款占比由 2017 年的 13.9% 大幅下降至 2018 年的 5.8%。

2019-2022 年《关于规范现金管理类理财产品管理有关事项的通知》出台+理财赎回潮以后，现金及存款类资产持续增配。净值化管理推行后，理财产品稳规模、稳净值的诉求增强，现金及银行存款由于具备较高的流动性及稳定的收益率，作为打底资产能够起到稳定净值曲线的作用，更符合理财短期产品配置需求。2019 年《关于规范现金管理类理财产品管理有关事项的通知（征求意见稿）》出台，2022 年正式稿落地，限制现金管理类理财产品投资范围，货币市场类资产占比持续提升。2022 年理财赎回潮发生后，理财投资者风险偏好下行，为稳定净值表现，理财产品进一步加配现金及银行存款类资产，近两年来在理财资金收缩的情况下，配置规模仍逆势增长。2019 年末非保本理财可投资资产中现金及银行存款规模为 1.43 万亿元，占比 5.5%；2023 年末理财产品配置现金及银行存款规模增长至 7.76 万亿元，占比提升至 26.7%。

图表2：现金及银行存款规模及占比变化



注：部分年份未披露规模，仅有占比数据；2017 年后口径有所变化；2018 年起统计口径变更为非保本理财。

资料来源：银行业理财登记托管中心，华泰研究

图表3：2020 年以来各类资产同比增量及增速变化

	同比增量 (万亿元)				同比增速			
	20-12	21-12	22-12	23-12	20-12	21-12	22-12	23-12
理财产品投资资产余额	2.60	2.35	-1.23	-0.90	10%	8%	-4%	-3%
债券类	2.86	2.80	-2.25	-2.63	18%	15%	-11%	-14%
债券	0.34	0.81	-1.72	-1.93	2%	5%	-10%	-13%
利率债	0.13	-0.43	-0.39	-0.49	6%	-19%	-22%	-35%
信用债	0.21	1.24	-1.33	-1.44	2%	9%	-9%	-11%
同业存单		1.99	-0.53	-0.70		79%	-12%	-18%
其他		1.99	-0.53	-0.70		79%	-12%	-18%
非标	-0.96	-0.52	-0.68	-0.15	-23%	-17%	-26%	-8%
权益类	-0.61	-0.35	-0.08	-0.11	-31%	-26%	-8%	-12%
现金及银行存款	1.18	0.95	1.69	2.52	36%	47%	48%	48%
拆放同业及债券买入返售	0.19	-0.69	0.49	-0.34	11%	-36%	40%	-20%
公募基金	0.21	0.44	-0.44	-0.20	34%	54%	-35%	-25%
代客境外理财投资QDII		0.17	0.01	0.05			7%	29%
金融衍生品及另类资产		0.01	0.02	-0.00			220%	-3%

资料来源：银行业登记托管中心，华泰研究

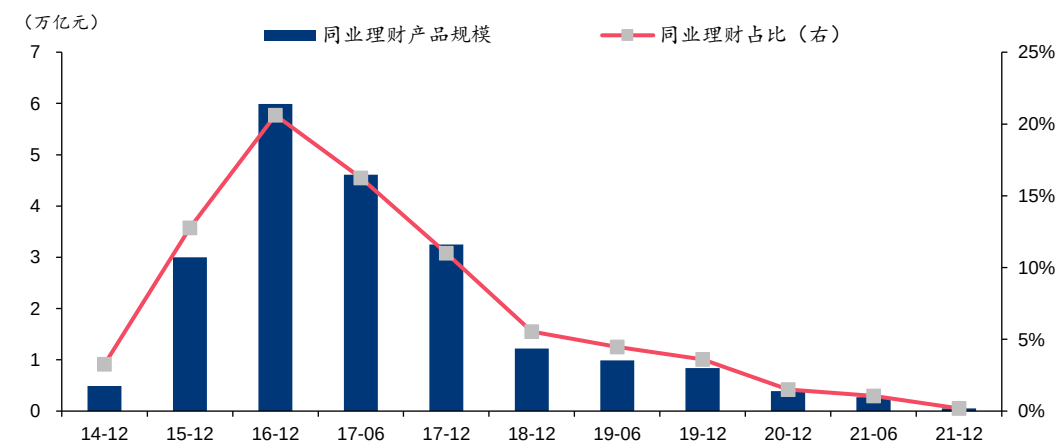
同业监管趋严，同业理财规模压降

由于资产负债两端存在套利空间，部分中小银行通过同业理财激进扩张。2014年以来央行降息降准带动市场利率下行，但非标融资价格仍保持着一定刚性，因此部分中小银行通过发行同业存单等产品获得资金，买入银行理财，银行理财以证券资管、保险资管、信托、私募基金等结构化产品与通道加杠杆配置高息非标资产实现套利。同时由于非保本理财属于银行表外业务，不用计提风险资本、不纳入同业负债，成为银行快速扩张规模，替代表内信贷的有效工具，同业理财快速盛行。同业理财规模从2014年的0.5万亿元激增至2015年的3万亿元和2016年的6万亿元，占比也从2014年的3.3%迅速攀升至2016年的20.6%。

同业链条潜藏风险，引发监管重视，同业理财面临压降。同业理财是2015-2016年同业套利链条的核心，银行发行同业存单-投资理财-结构化产品与通道的模式产生了资金空转、投向不明、杠杆不清、监管套利等一系列问题，期限错配严重，引发监管关注。2016年末，央行决定将银行理财纳入广义信贷的考核范围，2017年监管出台“三三四十”检查，原银保监会针对理财和同业业务连续发文，限制银行资产无序扩张、缩短同业链条、继续推进金融去杠杆。随着金融去杠杆的推进，对于同业和表外业务的监管不断收紧，同业理财规模迅速收缩。

部分同业理财底层资产或较多配置现金及存款产品，由于同业存款压降，现金及存款在理财产品中整体的占比同步下滑。2014年开始货币基金规模增长进入快车道，除了余额宝等互联网理财兴起的原因外，商业银行同业套利行为也起到了很大的推动作用。货币型基金是银行理财套利的重要一环，部分同业理财借道资管产品，投向收益率较高的货基。因此，伴随同业理财压降的同时，银行理财产品底层资产中现金及银行存款占比在2017年-2018年也出现大幅下滑。理财资金投向中现金及银行存款占比由2017年的13.9%下降至2018年的5.8%。

图表4：2017-2018年银行同业理财规模快速压降



注：2018年前为占理财总规模比例，2018年及之后为占非保本理财比例。

资料来源：银行业登记托管中心，华泰研究

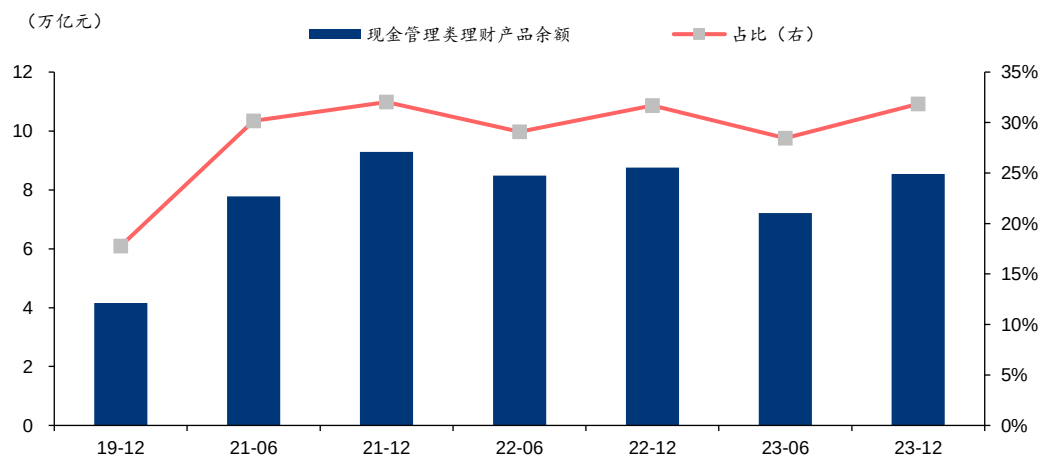
现金理财新规出台，货币资产配置提升

资管新规及“720 细则”发布后，兼具较好流动性与收益的现金管理类产品成为了银行理财转型重点发展的方向。2018年资管新规出台后，要求资管产品全面净值化转型。而2018年7月20日发布的《关于进一步明确规范金融机构资产管理业务指导意见有关事项的通知》（简称“720 细则”）首次提出现金管理类产品的概念，规定过渡期内现金管理类产品可以使用“摊余成本+影子定价”方法进行估值。在其他理财产品净值化转型的压力下，现金管理类理财产品依旧享有“摊余成本+影子定价”稳定净值的优势，此外，由于此前现金管理类理财产品没有明确的监管文件，该类产品仍可通过拉长久期、信用下沉、投资非标等操作获得较高收益。现金管理类理财从2018年几乎从零起步，到2021年6月底，全市场存续现金管理类理财产品351只，存续余额达到7.78万亿元。

现金管理新规出台，对现金管理类理财产品提出具体监管要求，限制其投资范围及集中度。现金管理类理财快速发展，但其不规范之处或存风险，成为监管关注重点。2019 年《关于规范现金管理类理财产品管理有关事项的通知》（以下简称“现金管理新规”）征求意见稿出台，对现金管理类产品的投资范围、投资集中度、流动性和杠杆管控、投资组合久期等多个方面提出具体要求。新规之前，现金管理类产品底层配置资产范围较广，包括部分流动性较差的非标资产，或久期较长的私募债、二级资本债等。现金管理类产品新规对产品的投资范围和集中度要求提出了明确要求，将投资的底层资产限定在（1）现金；（2）期限在 1 年以内（含 1 年）的银行存款、债券回购、中央银行票据、同业存单；（3）剩余期限在 397 天以内（含 397 天）的债券、在银行间市场和证券交易所市场发行的资产支持证券；（4）银保监会、中国人民银行认可的其他具有良好流动性的货币市场工具。

新规实施后，现金管理类理财产品投资于货币市场类资产的规模大幅提升，固定收益类资产占比压降。新规出台后，现金理财产品逐步整改规范，随部分不合规产品清退压降，规模自 2021 年末高点的 9.29 万亿元稳中有降。从资产配置情况来看，由于新规对集中度和流动性要求的限制，现金管理类产品投资货币资产规模大幅提升，固定收益类资产占比压降。据银行业理财登记托管中心披露，2021 年 6 月末现金管理类产品配置债券、同业存单合计占比 90.48%，高出一般理财产品 23 pct；2022 年 6 月配置债券、同业存单占比下降至 79.58%，投向现金及银行存款的占比提升至 18.12%。据普益标准统计数据显示，现金管理类产品中投向货币市场类资产（其中包含现金及银行存款）的占比由 2020 年的 19.6% 提升至 2022 年的 59.0%；截至 2024Q1 末现金管理产品穿透后资产中货币市场类、固定收益类分别占比 62.8%、36.2%。

图表5： 现金管理类理财产品规模及在银行理财产品中占比变化



资料来源：银行业理财登记托管中心，华泰研究

图表6：现金管理类理财产品资产配置结构

规模（亿元）	穿透前					穿透后				
	2020	2021	2022	2023	2024Q1	2020	2021	2022	2023	2024Q1
货币市场类	5,926	19,816	36,162	32,496	27,264	9,905	26,074	47,043	51,068	44,117
固定收益类	30,082	41,783	26,534	19,111	15,463	40,418	48,695	31,996	28,580	25,424
权益类	290	-	42	42	-	2	-	42	42	42
基金	39	89	382	34	427	43	191	503	37	457
资管产品	845	11,319	14,034	18,451	16,075	-	-	-	-	-
委外投资——协议方式	1,031	16	-	2,189	2,213	17	-	9	-	-
总计	38,538	73,286	77,372	72,513	61,653	50,622	75,123	79,793	79,920	70,254
占比	2020	2021	2022	2023	2024Q1	2020	2021	2022	2023	2024Q1
货币市场类	15.4%	27.0%	46.7%	44.8%	44.2%	19.6%	34.7%	59.0%	63.9%	62.8%
固定收益类	78.1%	57.0%	34.3%	26.4%	25.1%	79.8%	64.8%	40.1%	35.8%	36.2%
权益类	0.8%	-	0.1%	0.1%	-	0.0%	-	0.1%	0.1%	0.1%
基金	0.1%	0.1%	0.5%	0.0%	0.7%	0.1%	0.3%	0.6%	0.0%	0.7%
资管产品	2.2%	15.4%	18.1%	25.4%	26.1%	-	-	-	-	-
委外投资——协议方式	2.7%	0.0%	-	3.0%	3.6%	0.0%	-	0.0%	-	-
其他	0.8%	0.4%	0.3%	0.3%	0.3%	0.5%	0.2%	0.3%	0.2%	0.3%

资料来源：普益标准，华泰研究

图表7：现金管理新规前后对现金管理类理财产品监管要求

	新规前监管要求	2019 年现金管理新规（征求意见稿）	2021 年现金管理新规（正式稿）
投资范围	（一）债券：国债、地方债、央票、政府机构债券、金融债、公司信用类债券、在银行间市场和证券交易所市场发行的资产支持债券； （二）货币市场工具：银行存款、大额存单、同业存单； （三）其他债权类资产； （四）公募证券投资基金； （五）以及国务院银行业监督管理机构认可的其他资产。	（一）现金； （二）期限在 1 年以内（含 1 年） 的银行存款、债券回购、中央银行票据、同业存单； （三）剩余期限在 397 天以内（含 397 天） 的债券、在银行间市场和证券交易所市场发行的资产支持证券； （四）银保监会、中国人民银行认可的其他具有良好流动性的货币市场工具。	同征求意见稿
负面清单	（一）固收类产品投资于存款、债券等债权类资产的比例 不低于 80% ； （二）全部理财产品投资于非标债权的余额在任一时点均 不超过理财产品净资产 35% ，也不得超过本行上一年度审计报告披露总资产的 4%； （三）不得直接或间接投资于本行信贷资产、银行理财产品、本行发行的次级档信贷资产支持证券； （四）商业银行面向非机构投资者发行的理财产品不得直接或间接投资于不良资产、不良资产支持证券； （五）不得直接或间接投资于由未经金融监督管理部门许可设立、不持有金融牌照的机构发行的产品或管理的资产。	（一）股票； （二）可转换债券、可交换债券； （三）以定期存款利率为基准利率的浮动利率债券，已进入最后一个利率调整期的除外； （四）信用等级在 AA+ 以下的债券、资产支持证券； （五）银保监会、中国人民银行禁止投资的其他金融工具。	同征求意见稿
投资集中度	（一）每只公募理财产品持有单只证券或单只公募证券投资基金的市值不得超过该理财产品净资产的 10%； （二）商业银行全部公募理财产品持有单只证券或单只公募证券投资基金的市值，不得超过该证券市值或该公募证券投资基金市值的 30%； （三）商业银行全部理财产品持有单一上市公司发行的股票，不得超过该上市公司可流通股票的 30%。	（一）每只产品投资于同一机构发行的债券及其作为原始权益人的资产支持证券的比例合计 不得超过该产品净资产值的 10% ，投资于国债、中央银行票据、政策性金融债券的除外。 （二）每只产品投资于所有主体信用评级低于 AAA 的机构发行的金融工具的比例合计 不得超过该产品净资产值的 10% ，其中单一机构发行的金融工具的比例合计不得超过该产品净资产值的 2%。 （三）每只产品投资于有固定期限银行存款的比例合计 不得超过该产品净资产值的 30% ，投资于有存款期限，根据协议可提前支取的银行存款除外；投资于主体信用评级为 AAA 的同一商业银行的银行存款、同业存单占该产品净资产值的比例 合计不得超过 10% 。 （四）全部现金管理类理财产品投资于同一商业银行的存款、同业存单和债券，不得超过该商业银行最近一个季度末净资产的 10%。	（三）每只产品投资于主体信用评级为 AAA 的同一商业银行的银行存款、同业存单占该产品净资产值的比例 合计不得超过 20% 。

	新规前监管要求	2019 年现金管理新规（征求意见稿）	2021 年现金管理新规（正式稿）
组合期限	无明确要求	（一）当前 10 名投资者的持有份额合计超过现金管理类产品总份额的 50% 时，投资组合的平均剩余期限 不得超过 60 天 ，平均剩余存续期限 不得超过 120 天 ； （二）当前 10 名投资者的持有份额合计超过现金管理类产品总份额的 20% 时，投资组合的平均剩余期限 不得超过 90 天 ，平均剩余存续期限 不得超过 180 天 。	同征求意见稿
杠杆要求	不得超过 140%。	不得超过 120%。	同征求意见稿
流动性要求	（一）开放式理财产品所投资资产的流动性应当与投资者赎回需求相匹配，确保持有足够的现金、活期存款、国债、中央银行票据、政策性金融债券等具有良好流动性的资产，以备支付理财产品投资者的赎回款项。 （二）开放式公募理财产品应当持有 不低于该理财产品资产净值 5% 的现金 或者到期日在一年以内的国债、中央银行票据和政策性金融债券。	（一）每只现金管理类产品持有 不低于该产品资产净值 5% 的现金 、国债、中央银行票据、政策性金融债券； （二）每只现金管理类产品持有 不低于该产品资产净值 10% 的现金 、国债、中央银行票据、政策性金融债券以及五个交易日内到期的其他金融工具； （三）每只现金管理类产品投资到期日在 10 个交易日以上的债券买入返售、银行定期存款（含协议约定有条件提前支取的银行存款），以及资产支持证券、因发行人债务违约无法进行转让或者交易的债券等由于法律法规、合同或者操作障碍等原因无法以合理价格予以变现的流动性受限资产， 合计不得超过该产品资产净值的 10% ；	同征求意见稿
估值方法	银行的现金管理类产品在严格监管的前提下，暂参照货币市场基金的“ 摊余成本+影子定价 ”方法进行估值。	在确保现金管理类产品资产净值能够公允地反映投资组合价值的前提下，可采用摊余成本法对持有的投资组合进行会计核算；现金管理类产品采用摊余成本法进行核算的，应当采用影子定价的风险控制手段，对摊余成本法计算的资产净值的公允性进行评估。	同征求意见稿
偏离度	（一）金融机构前期以摊余成本计量的金融资产的加权平均价格与资产管理产品实际兑付时金融资产的价值的偏离度不得达到 5% 或以上； （二）如果偏离 5% 或以上的产品数超过所发行产品总数的 5%，金融机构不得再发行以摊余成本计量金融资产的资产管理产品。	（一）当影子定价确定的现金管理类产品资产净值与摊余成本法计算的资产净值正偏离度绝对值达到 0.5% 时，商业银行、理财公司应当暂停接受认购并在 5 个交易日内将正偏离度绝对值调整到 0.5% 以内。 （二）当负偏离度绝对值达到 0.25% 时，商业银行、理财公司应当在 5 个交易日内将负偏离度绝对值调整到 0.25% 以内。当负偏离度绝对值达到 0.5% 时，商业银行、理财公司应当采取相应措施，将负偏离度绝对值控制在 0.5% 以内。 （三）当负偏离度绝对值连续两个交易日超过 0.5% 时，商业银行、理财公司应当采用公允价值估值方法对持有投资组合的账面价值进行调整，或者采取暂停接受所有赎回申请并终止产品合同进行财产清算等措施。	同征求意见稿

注：现金管理新规之前对现金管理类产品无明确监管文件，主要参考资管新规、理财新规等对开放式产品的监管要求。

资料来源：国务院，国家金融监管总局，华泰研究

存款利率持续下调，关注净值波动

存款利率持续下调，24Q1 货币市场类资产占比下滑，银行理财存款仓位或有所回落。在存款利率持续下调叠加手工补息整改的影响下，预计银行存款仓位有所下降。从普益标准季度跟踪数据来看，24Q1 银行理财产品穿透后货币市场类资产持仓占比 39.4%，较 23Q4 环比 -0.9pct，其中不排除存款类配置有所回落。往后看，在防资金空转+存款利率持续下调的导向下，预计理财存款仓位短期内或有所下降，为理财产品增配同业存单、债券资产等打开空间。

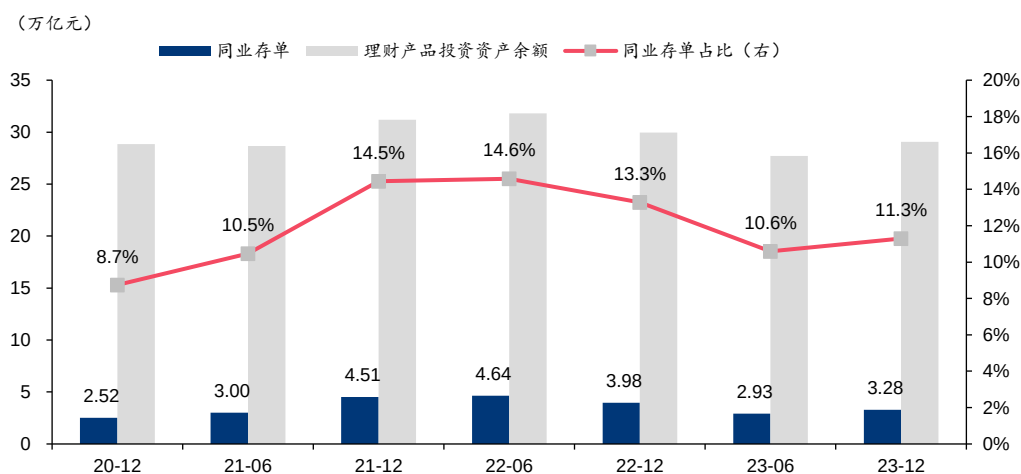
部分理财产品通过资管计划配置存款，需关注手工补息整改下的净值波动。除直接投资于存款外，部分银行理财通过资管产品配置存款，并将其计入“一般性存款”科目，免受同业负债监管要求的同时获取更高收益。此类资管产品或部分涉及到补息存款，需关注手工补息整改后底仓资产的净值波动，季末净值结算或对理财收益产生扰动。此外，由于理财产品通常期限较短，而资管计划底仓多为长期限存款产品，或存期限错配风险，且易导致资金空转，未来不排除监管会进一步约束银行配置存款的行为。

同业存单：主要为流动性调节手段

同业存单多用于流动性调节，与理财规模变化较为相关。同业存单具有期限灵活、流动性高、风险较低的特点，对于理财而言多为调节流动性的手段。由于理财产品通常久期偏短，理财资金在配置同业存单更多出于其流动性考虑，而对收益性敏感度相对较低，在产品规模变化时，通过调整同业存单配置，灵活应对产品投资、赎回需求。因此理财资金中同业存单的规模变化与理财产品规模走势较为相关。

2022 年赎回潮发生后，同业存单配置规模有所下降，或主要由于二级市场价格波动较大，不利于净值稳定。同业存单定价受监管约束、银行间流动性变化等多因素影响，利率波动较大，在 2022 年理财赎回潮发生后，银行理财对稳定性收益的偏好提升，对存单的配置比例有所降低，而转向收益更为稳定的现金及银行存款。截至 2023 年末银行可投资资产中同业存单规模 3.28 万亿元，占比 11.3%。

图表8：同业存单规模、可投资资产规模及占比变化



注：2020 年前未有单独披露的同业存单数据

资料来源：银行业理财登记托管中心，华泰研究

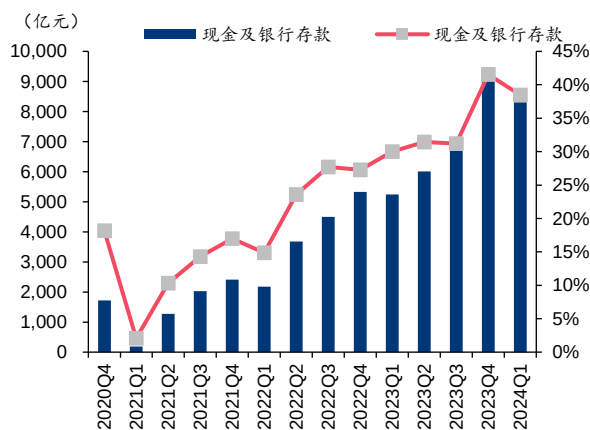
图表9：2013-2024 年同业存单到期收益率



资料来源：，华泰研究

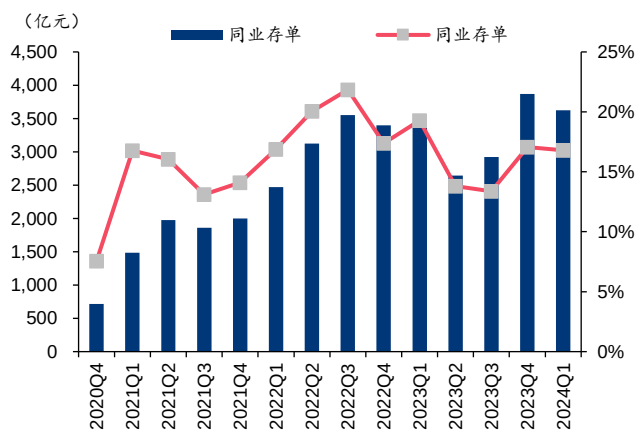
现金管理类产品或为同业存单持有主力，现金管理新规落地对存单配置有所约束。各类理财产品中，现金管理类理财产品较多持有同业存单，按照前十大持仓占比测算，2023 年现金管理类理财产品中持有同业存单占比 16.8%，高于所有产品平均的 5.6%。2021 年现金管理新规出台，对理财规模、产品投资范围和投资集中度等方面均作出严格要求，要求“每只产品投资于主体信用评级为 AAA 的同一商业银行的银行存款、同业存单占该产品资产净值的比例合计不得超过 20%”，部分现金管理类理财产品或存在整改的需要，2022 年以来对仓位有所调整以适应新规。

图表10： 现金管理产品前十大持仓中现金及银行存款规模及占比



资料来源：普益标准，华泰研究

图表11： 现金管理产品前十大持仓中同业存单规模及占比

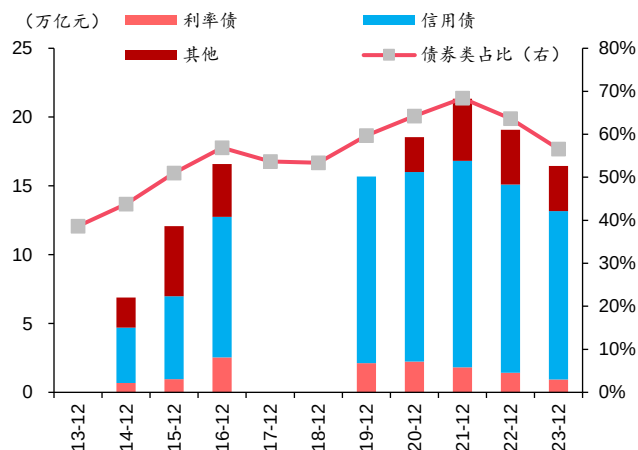


资料来源：普益标准，华泰研究

债券类：关联债市行情，信用债为主力

债券类资产配置挂钩债市行情，理财赎回潮发生后随风险偏好走低占比持续下行。根据银行业理财登记托管中心的划分，债券类资产主要包括利率债、信用债和同业存单等，近年来占比 50% 左右，是银行理财产品资产配置的主要方向。在 2014-2016 年、2017-2020 年的债市行情中，理财产品中债券资产占比快速提升。2022 年理财赎回潮发生后，随投资者风险偏好降低，银行理财产品更多增配现金及银行存款类稳健资产，债券类资产占比下行。截至 2023 年末银行理财产品可投资资产中债券类资产规模合计约 16.45 万亿元，占比 56.6%。

图表12：银行理财可投资资产中债券类规模与占比



注：部分年份未披露规模，仅有占比数据；2017年后口径有所变化；2018年起统计口径变更为非保本理财。

资料来源：银行业理财登记托管中心，华泰研究

图表13：十年期国债收益率走势



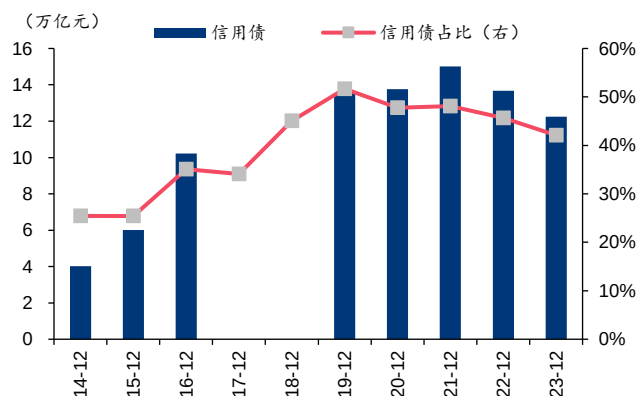
资料来源：银行业理财登记托管中心，华泰研究

信用债为主要券种，利率债占比较小

信用债为主要配置券种，利率债主要用于做波段交易为主。在银行理财可投资资产中，2023 年信用债、利率债占比分别为 42.1%、3.2%，信用债为主力。理财投资利率债主要以波段交易为主，而配置信用债主要以持有到期策略为主，受二级市场价格波动影响较小，票息更高更为稳定。此外，在信用债领域，部分理财公司协同母行部门优势，与其信贷业务联动以维系客户。信用债配置上，主要以 AA+ 以上高评级债券为主。据银行业理财登记托管中心披露，2020 年至 2022 年上半年，AA+ 及以上评级信用债在理财产品配置的信用债总规模中的占比均在 80% 以上。或主要因个人投资者为理财市场主力，投资风格偏稳健。

2020 年以来债券类资产规模占比有所收缩，或主要因市场风格偏好下行及优质标的供给稀缺。2020 年以来，银行理财可投资资产中债券规模占比均有下滑，信用债、利率债占比分别由 2020 年的 47.8%、7.8% 下滑至 2023 年的 42.1%、3.2%，规模分别由 2020 年的 13.8 万亿元、2.2 万亿元下滑至 2023 年的 12.2 万亿元、0.9 万亿元。

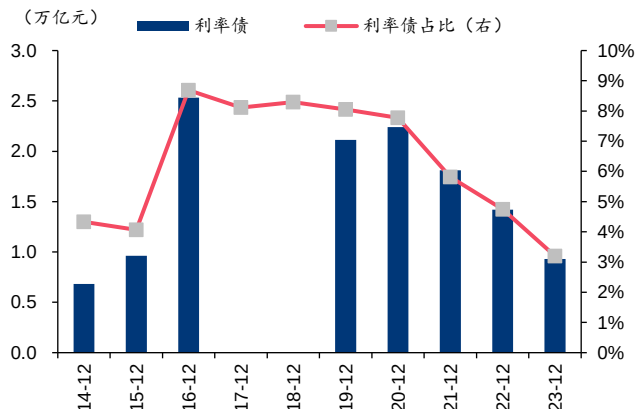
图表14：银行理财可投资资产中信用债规模与占比



注：历史信用债口径多变，最新统计口径包括商业性金融债券、企业债券、公司债券、企业债务融资工具、资产支持证券、外国债券（不含 QDII 债券）。

资料来源：银行理财登记托管中心，华泰研究

图表15：银行理财可投资资产中利率债规模与占比

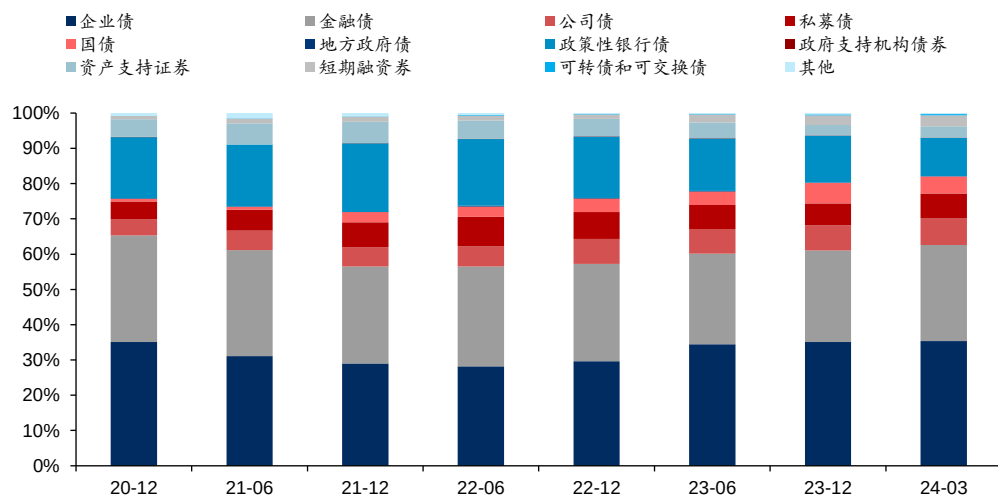


注：利率债包含国债、地方政府债券、中央银行票据、政府机构债券和政策性金融债券。

资料来源：银行理财登记托管中心，华泰研究

进一步细化看，企业债、金融债及政策性银行债是银行理财配债的主要标的。参考普益标准统计的前十大持仓产品中债券资产的配置情况看，截至 2024Q1 末，银行理财产品债券类资产中占比较大的前三大分别为企业债、金融债、政策性银行债，占比分别为 35%、27%、11%。近年来企业债占比不断提升，金融债、政金债占比有所收缩。

图表16：2020-2024Q1 银行理财前十大持仓中债券细分品类占比

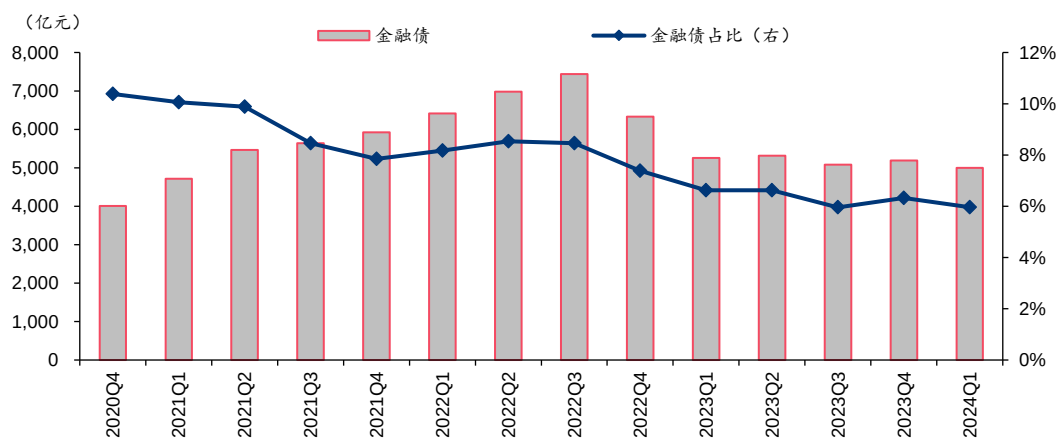


资料来源：普益标准，华泰研究

金融债持仓收缩，主要因减持二永债

2022 年以来金融债持仓持续收缩，主要因二永债减配驱动。从银行理财前十大资产持仓看，2022 年以来金融债规模占比收缩较为明显，规模由 2022Q3 的 7438 亿元减少至 2024Q1 的 5001 亿元，在理财可投资资产中占比由 8.5% 下降至 6.0%。金融债中品种主要以银行二级资本债及永续债为主，二者配置下滑驱动金融债持仓收缩。一方面，二级资本债期限结构主要以“5+5”为主，且含有次级条款、提前赎回条款等，与银行理财产品期限结构、风险情况较不匹配。另一方面，银行自营作为二永债重要的持有者，在资本新规风险权重的调整下，给二永债市场带来一定的抛售压力，造成净值波动。

图表17： 2020Q4-2024Q1 银行理财可投资资产中金融债规模及占比

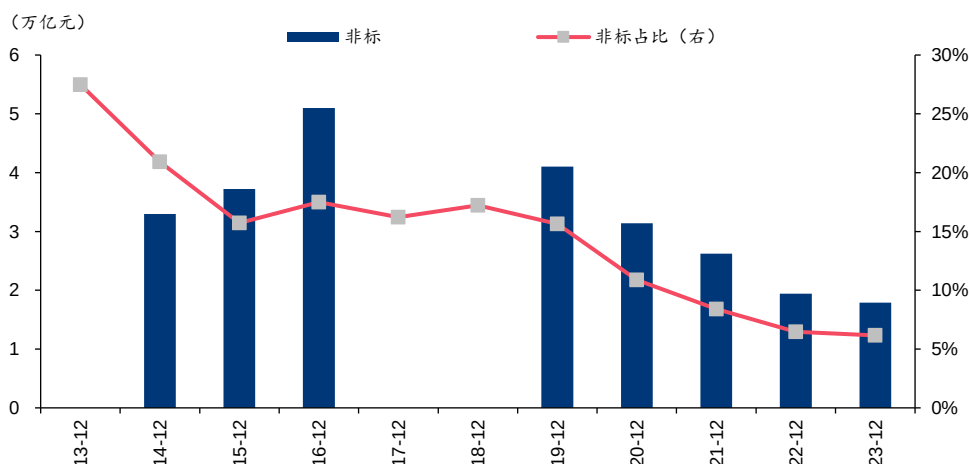


资料来源：普益标准，华泰研究

非标类：规模有序压降，收益贡献降低

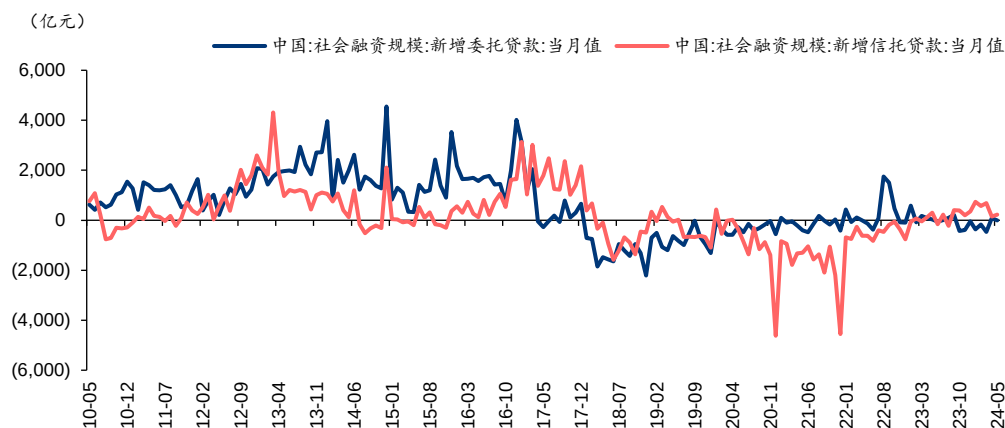
资管新规约束+优质标的稀缺，供需两侧共同压力下，非标规模持续下降。《商业银行理财业务监督管理办法》中明确提出，非标资产投资的余额在任何时间点均不能超过理财产品净资产的 35% 或商业银行上一年度披露总资产的 4%（孰低原则），限制了理财投资非标资产的规模上限，除此以外，监管还通过净资本监管的方式来约束理财资产端非标资产的投资比例。且随着对非标资产的界定逐步趋严，其稀缺性也在不断提升。在利率中枢下行和展期降息化债的大背景下，银行理财适配非标资产储备不足且收益率持续下行。供需两侧的共同压力下，近年来理财产品非标配置规模占比下降明显，且非标资产规模显著缩水。截至 2023 年末，非标占理财产品投资资产比例仅有 6.2%，较 2018 年末下降超 10 pct。银行理财可投资资产中非标规模为 1.8 万亿元，较 2019 年压降 2.3 万亿元。

图表18：银行理财可投资资产中非标规模及占比持续压降



注：根据《标准化债权类资产认定规则》，自 2021 年起非标准化债权类资产统计口径相应调整。2020 年底前的统计口径按原非标准化债权类资产、理财直接融资工具、新增可投资资产加总计算，与新口径存在一定差异。
资料来源：银行业理财登记托管中心，华泰研究

图表19：资管新规后委托贷款、信托贷款增量走低



资料来源：，华泰研究

理财子非标投资额度相对更为宽松，目前持有非标资产的各类主体中，股份行理财子为主要力量。根据普益标准统计的数据口径，在非标资产持有方面，理财子持有了绝大部分的非标资产，截至 2023 末在各类机构持有非标资产规模中占比约为 91%，其中股份行理财子和城商行理财子分别贡献 59% 和 30%。2023 年末持有非标靠前的机构分别为信银理财、兴银理财、民生理财，分别持有非标规模 987 亿元、888 亿元、616 亿元。银行理财主体中上海农村商业银行持有较多非标资产，规模约为 224 亿元。

图表20：理财子公司非标监管相对更加宽松

理财新规

理财产品投资于非标的，应当符合以下要求：

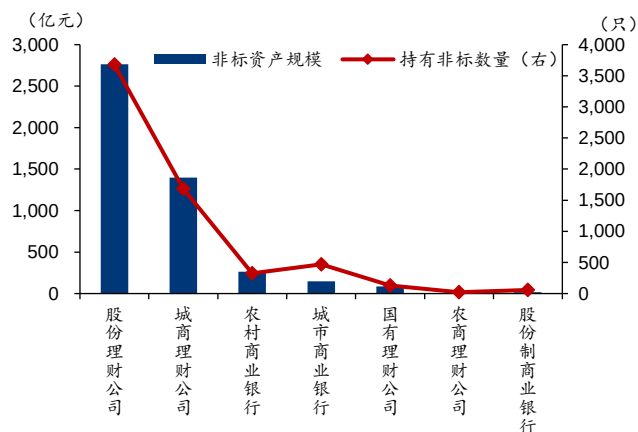
- (一)商业银行全部理财产品投资于单一债务人及其关联企业的非标资产余额，不得超过本行资本净额的10%；
- (二)商业银行全部理财产品投资于非标资产的余额不得超过理财产品净资产的35%，也不得超过本行上一年度审计报告披露总资产的4%。

资料来源：金融监管总局，华泰研究

理财子公司管理办法

在非标债权投资限额管理方面，根据理财子公司特点仅要求非标债权类资产投资余额不得超过理财产品净资产的35%。

图表21：2023年末各类机构持有非标资产数量及规模



资料来源：普益标准，华泰研究

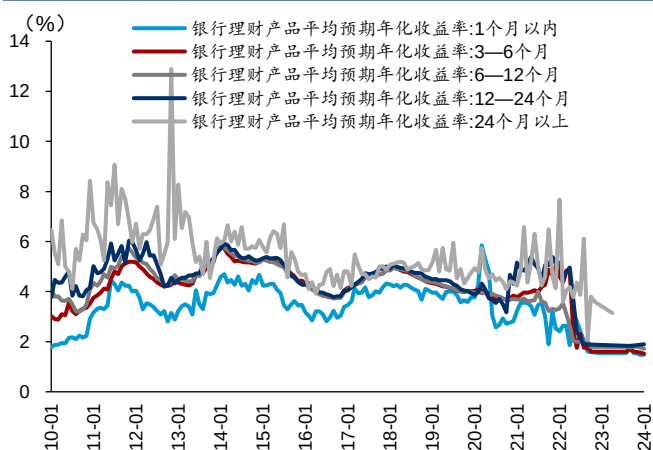
图表22：2023年末持有非标规模前十的机构

序号	机构名称	机构类型	持有非标数量	非标规模 (亿元)
1	信银理财	股份理财公司	899	987
2	兴银理财	股份理财公司	548	888
3	民生理财	股份理财公司	216	616
4	苏银理财	城商理财公司	408	503
5	杭银理财	城商理财公司	268	450
6	平安理财	股份理财公司	467	424
7	南银理财	城商理财公司	223	399
8	浦银理财	股份理财公司	140	297
9	华夏理财	股份理财公司	208	244
10	光大理财	股份理财公司	257	226

资料来源：普益标准，华泰研究

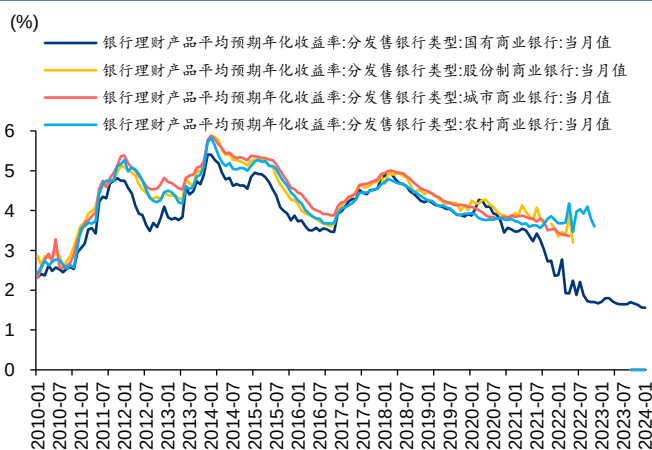
非标曾是稳定产品净值和增厚收益的重要资产，2018年以来银行理财收益率下行显著。对银行理财而言，非标曾是稳定产品净值和增厚收益的重要资产，资管新规后非标资产规模占比大幅压降，资产端优质资产稀缺。此外，在禁止资金池运作模式下，商业银行无法再对理财产品的收益进行调整，净值化转型改变收益率呈现方式，理财产品收益随市场行情波动。理财收益率与债市表现密切相关，2018年起随降息周期的开启，银行理财收益率持续步入下行通道。

图表23：银行理财产品预期年化收益率（分期限）



资料来源：Choice，华泰研究

图表24：银行理财产品预期年化收益率（分银行类型）

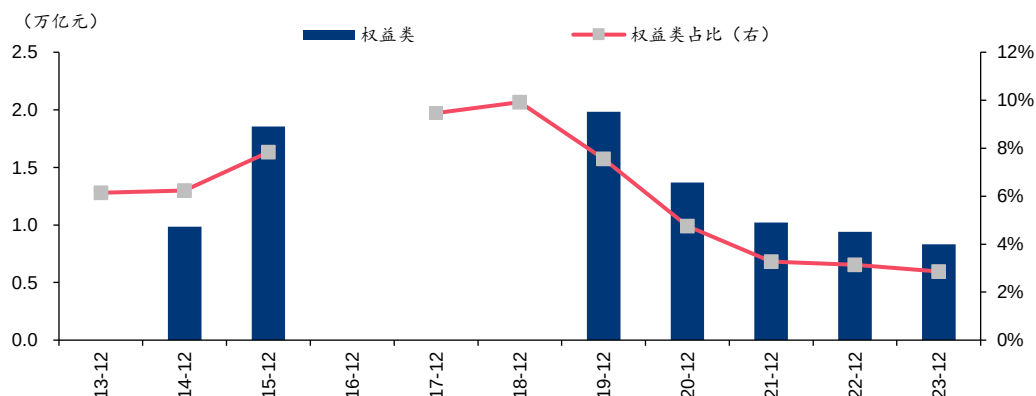


资料来源：Choice，华泰研究

权益类：规模相对较小，仍有发力空间

理财资金投向权益类占比较小，近年来权益市场波动，占比有所下滑。据银行业理财登记托管中心数据，截至 2023 年末银行理财产品可投资资产中权益类规模为 0.83 万亿元，占可投资资产的 2.86%，在权益市场持续波动的情况下，近年来规模占比均有所下滑。一方面权益类产品净值波动较大，与客群较低的风险偏好不符，另一方面银行理财子在权益方面的投研能力也相对较弱。但长远来看，非标资产对理财产品增厚收益的贡献或持续减弱，通过权益投资增厚收益仍有较大的发展空间。

图表25：银行理财可投资资产中权益类规模与占比

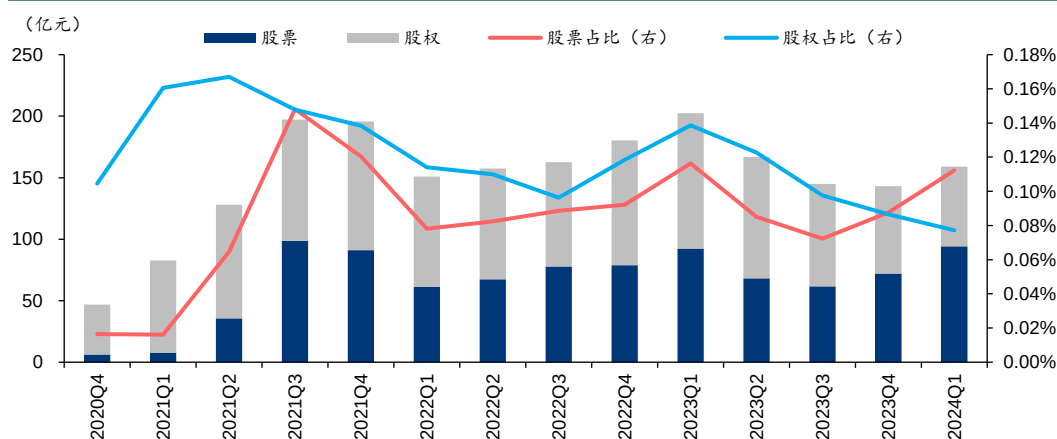


注：部分年份数据未披露

资料来源：银行业理财登记托管中心，华泰研究

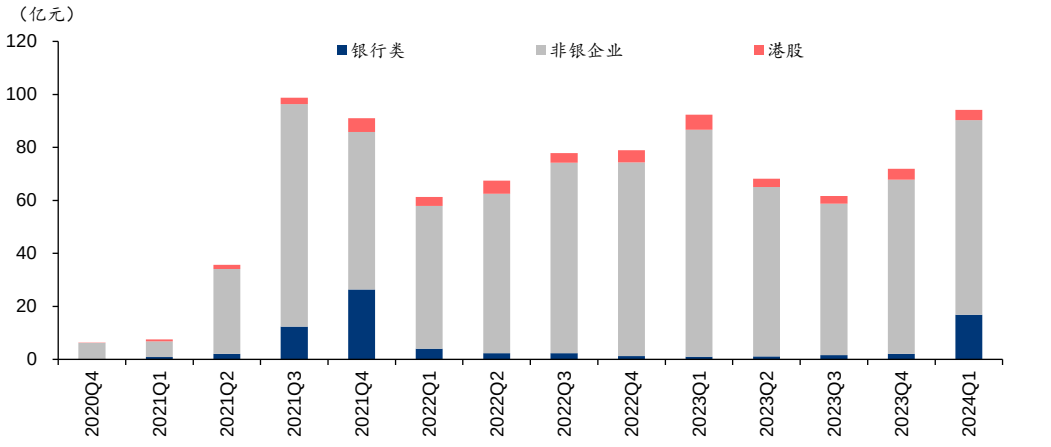
股票类、股权类占比相当，开年以来银行走势较好，24Q1 银行股持仓有所提升。在银行理财持有的权益类资产中，股票类、股权类占比相当。24Q1 银行理财前十大持仓中股票类、股权类规模分别为 94 亿元、65 亿元。开年以来银行股走势较好，理财前十大持仓中银行股增长显著，规模较 2023 年末提升 15 亿元至 17 亿元，其中江苏银行、招商银行、交通银行为理财产品前三大重仓股，规模分别为 14.8 亿元、1.1 亿元、0.4 亿元。

图表26：2020-2024Q1 银行理财前十大持仓中权益类资产细分品类占比



资料来源：普益标准，华泰研究

图表27： 2020Q4-2024Q1 银行理财产品前十大持仓中各类型股票规模



资料来源：普益标准，华泰研究

图表28： 24Q1 银行理财产品前十大持仓中银行股

持仓资产名称	持有产品数量	持有机构数量	资产规模总计（万元）
江苏银行	40	5	148,103
招商银行	16	4	10,759
交通银行	12	3	3,733
北京银行	4	2	2,647
工商银行	4	2	2,553
农业银行	2	2	596
光大银行	2	1	280
华夏银行	1	1	163

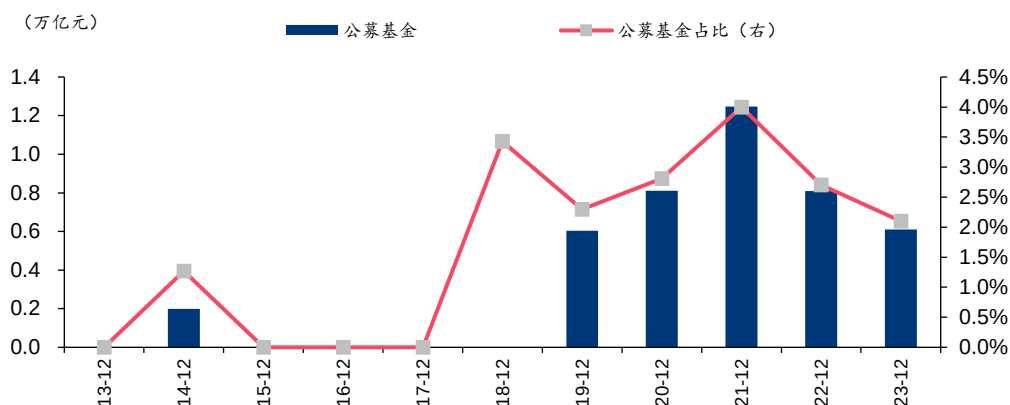
资料来源：普益标准，华泰研究

基金类：占比有所下滑，债基较受青睐

公募基金：内部债基占比提升

理财资金投向公募基金占比尚小，近年来占比有所下降，或与权益市场表现不佳有关。据银行业理财登记托管中心数据，截至 2023 年末银行理财产品可投资资产中公募基金规模为 0.61 万亿元，占可投资资产的 2.10%。近年来公募基金占比持续下降，或与权益市场表现不佳有关。

图表29：银行理财可投资资产中公募基金规模与占比

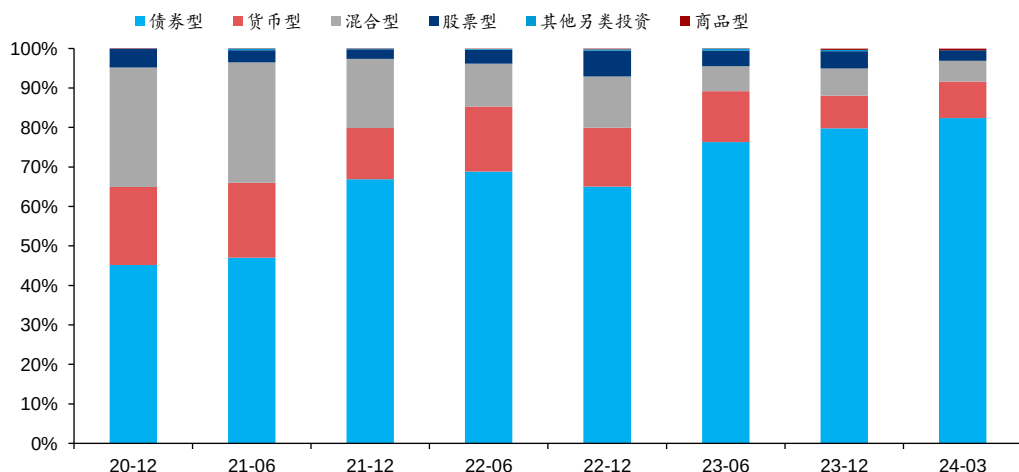


注：部分年份数据未披露

资料来源：银行业理财登记托管中心，华泰研究

公募基金细分品类中债券型基金配置逐步提升，混合型基金、股票型基金占比下降。内部结构上看，债券型基金配置逐步提升，测算截至 2024Q1 末，理财产品前十大持仓中持有债券型基金、货币型基金、混合型基金、股票型基金分别占比 82%、9%、5%、3%，债基占比较 2023 年末提升 2pct。混合型、股票型基金占比下降，分别较 2023 年末下降 2pct、下降 1pct 至 5%、3%。

图表30：2020-2024Q1 银行理财前十大持仓中公募基金结构



资料来源：普益标准，华泰研究

机构偏好上，倾向于头部基金公司，竞争较为激烈，排名更迭较为频繁。从基金机构的偏好上看，头部机构竞争较为激烈，排名更迭较为频繁，2023 年末持仓规模前五的机构分别为易方达、嘉实、鑫元、汇添富、永赢。

图表31： 2023 年末银行理财重仓基金公司

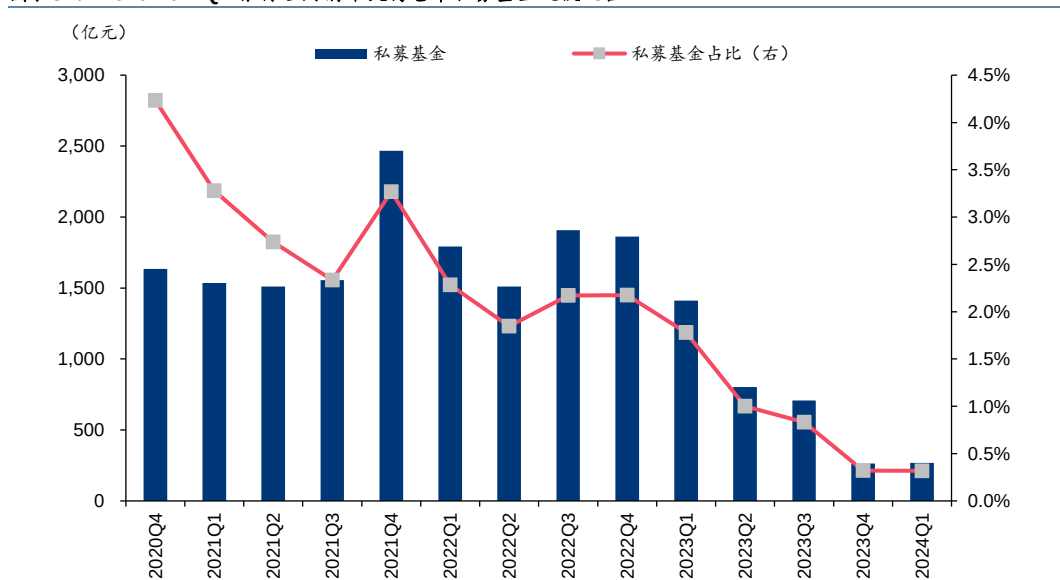
	基金公司	持有产品数量	持有机构数量	资产规模总计（亿元）	资产规模占比
1	易方达	484	148	65	7.4%
2	嘉实	203	59	60	6.8%
3	鑫元	29	10	50	5.7%
4	汇添富	138	27	45	5.2%
5	永赢	123	33	42	4.8%
6	鹏华	254	84	36	4.2%
7	招商	316	65	35	4.0%
8	景顺长城	148	55	30	3.4%
9	交银施罗德	191	60	29	3.4%
10	国泰	200	43	27	3.1%
11	财通	112	32	26	2.9%
12	富国	275	81	22	2.5%
13	博时	186	62	21	2.4%
14	长城	60	16	19	2.2%
15	广发	211	72	19	2.2%
16	中欧	83	28	19	2.1%
17	民生	2	1	18	2.1%
18	华夏	258	72	16	1.9%

资料来源：普益标准，华泰研究

私募基金：规模较小持续压降

银行理财前十大产品持有私募基金规模持续压降。从前十大持仓数据看，银行理财产品持有私募基金规模及占比持续压降，截至 2024Q1 私募基金规模及占比分别为 267 亿元，占比 0.3%。

图表32： 2020-2024Q1 银行理财前十大持仓中私募基金规模及占比



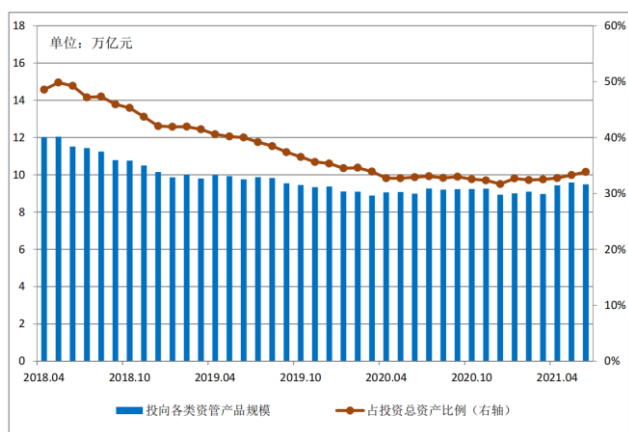
资料来源：普益标准，华泰研究

资管产品：外部合作升温，监管趋于严格

资管新规发布后，2018-2020 年嵌套规模逐步缩减。资管新规全面禁止多层嵌套，允许资管产品可以再嵌套投资一层资管产品。随着转型过渡期的顺利收官，银行理财产品多层嵌套的违规投资情况基本清除。2018 年新规发布后的两年间，银行理财产品投资于资管产品的规模和占比也持续压降，据银行业理财与托管中心披露，2020 年末理财产品持有各类资管产品规模 8.93 万亿元，同比降幅 4.7%，较资管新规发布前大幅减少 25.7%，在可投资资产中占比 31.0%。

2020 年后，银行理财机构委外合作再度升温，以弥补自身投研能力不足的现状。理财机构委外主要分为主动管理型和通道类委外两大类。主动管理型委外是指理财机构将受托资产全部交付给外部资管机构进行管理，资管机构通过输出主动管理能力为理财产品实现增值，公募基金是主动管理的主要合作对象。通道型委外则主要是借助与资管机构合作，获得交易的便捷性。银行理财权益投研能力起步较晚，投研能力与头部公募基金仍存在一定差距，且随优质非标资产逐步压降，权益市场波动加剧，理财机构通过加强委外合作，来实现收益的增厚与稳定。由于 2022 年以来，理财年报未披露资管产品相关数据，据普益标准统计口径，近年来银行理财委外需求逐步提升，截至 2024Q1 末银行理财产品中通过资管产品、委外协议投资的占比分别达 45.1%、5.3%。

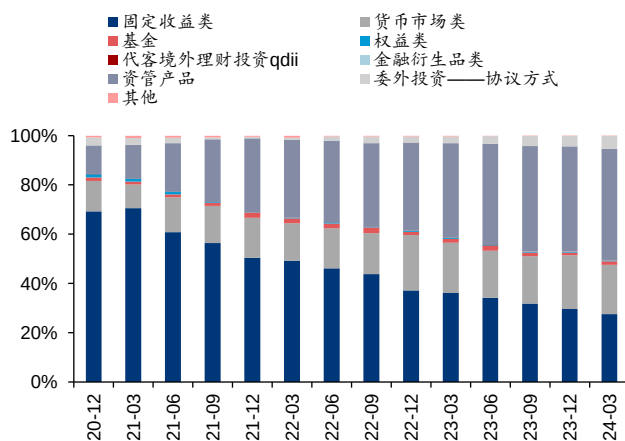
图表 33：资管新规后理财产品投资于资管产品占比持续下降



注：统计口径为除公募基金之外的各类资管产品；不含私募基金、协议委外类资产。

资料来源：银行业理财登记托管中心，华泰研究

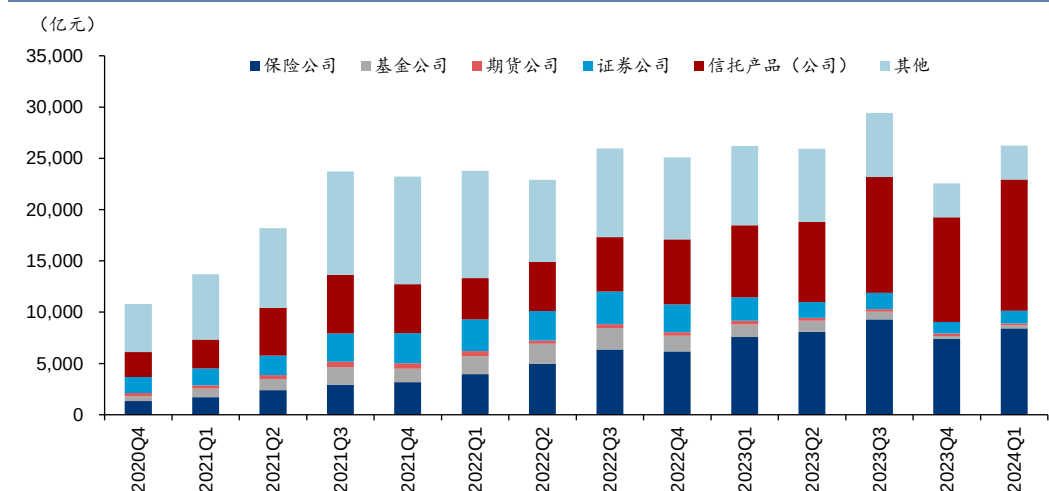
图表 34：2020 年理财产品投资于资管产品占比逐步提升



资料来源：普益标准，华泰研究

从银行理财资管产品合作机构来看，信托、保险占比较高，主动委外型合作有望进一步拓宽。根据普益标准披露的银行理财前十大重仓资产数据测算，截至 2024 年 3 月末，信托产品、保险公司、基金公司、证券公司、期货公司资管产品分别占比理财投资资产的 15.3%、10.0%、0.3%、1.5%、0.2%。其中基金公司的合作主要以输出主动管理能力为主，而信托、保险、券商等更多提供通道类服务。理财子成立时间尚且较短，为弥补投研与主动管理能力的弱势，银行理财机构未来主动委外型管理合作有望进一步拓宽。

理财与信托合作模式受到关注，监管要求自查整改，或造成部分产品净值波动。6 月 14 日，上海金融监管局向辖内信托公司发布《关于进一步加强信托公司与理财公司合作业务合规管理的通知》，要求信托自查与银行理财合作四大违规业务，包括调节收益、交易风险资产、投资低评级债券、不当估值等。由于资管新规允许资管产品可以再嵌套投资一层资管产品，银行理财可通过多只产品中申购同一信托计划实现“类资金池”的业务模式，在市场表现较好、产品业绩超过业绩基准时通过信托计划计提收益，在市场表现偏弱时则回补收益，在不同理财产品之间调节收益，实现以丰补歉、平滑估值的目的，类似于达到摊余成本法的效果。类资金池的模式潜藏较大风险，监管要求信托公司自查整改，或造成部分产品净值波动。

图表35：2020Q4-2024Q1 末银行理财产品前十大持仓中各类资管产品配置情况


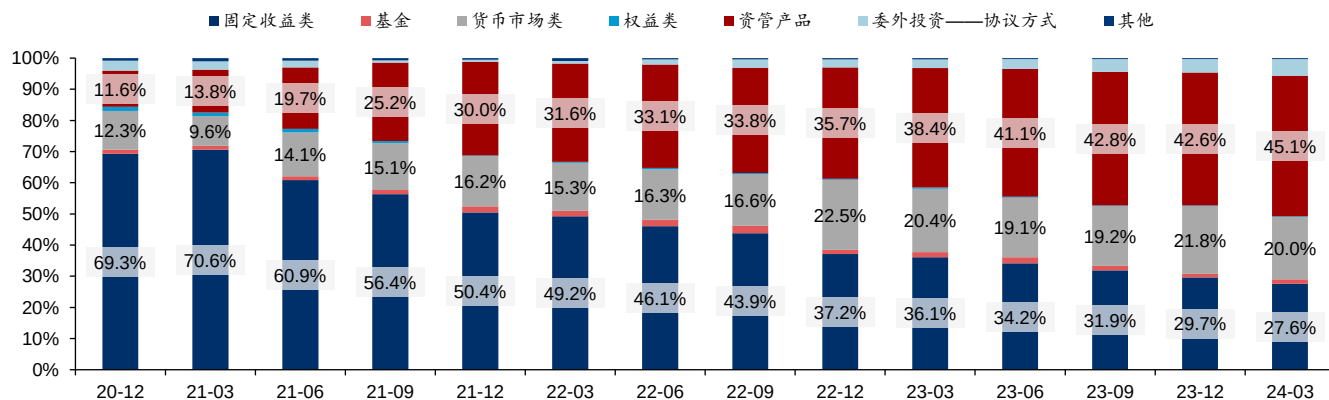
资料来源：普益标准，华泰研究

趋势展望：监管约束加强，配置逻辑调整

存款仓位或下行，信托委外受约束

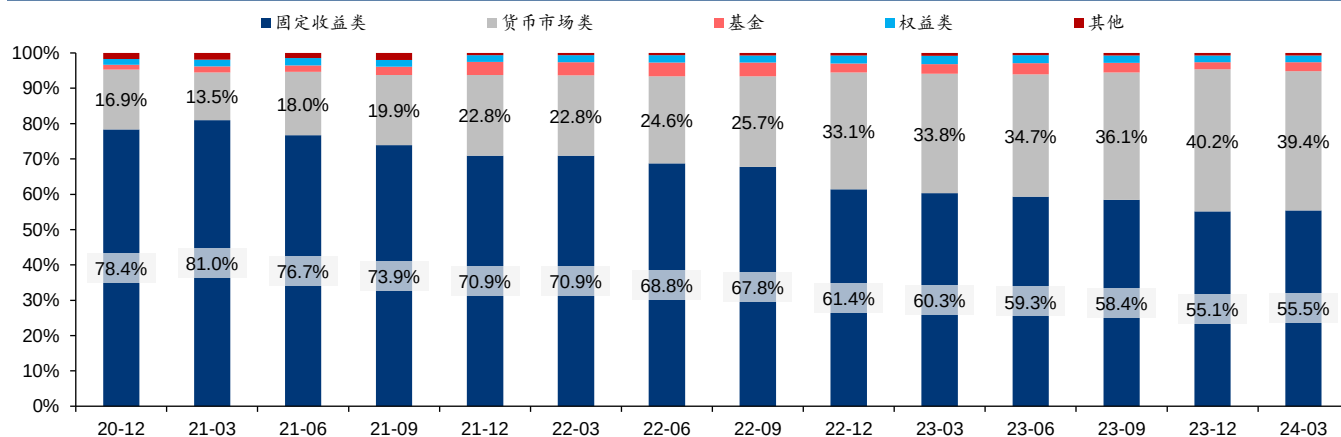
2024 年以来在各项监管政策引导+债市行情下，资产配置策略进一步发生改变。2024 年以来银行理财市场发生诸多变化，手工补息被叫停、理财信托合作模式面临整改、中小银行理财逐步清退。监管趋严的态势下，存款和信托曾经作为平滑净值的工具逐步弱化，不排除部分产品短期净值波动加大。短期资产荒格局仍较难扭转，债券类资产仍较有配置价值。为获得更具竞争力的收益水平，与公募基金等主动委外管理合作有望进一步提升。

图表36：2020Q4-2024Q1 理财产品各类资产配置（穿透前）



资料来源：普益标准，华泰研究

图表37：2020Q4-2024Q1 理财产品各类资产配置（穿透后）



注：由于理财年报仅半年度披露，为了更高频追踪银行理财资产配置相关数据，我们参考普益标准口径进行季度趋势跟踪。但其在分类上更为粗略，且二者在口径划分上有所差异，如普益标准中货币市场类包括现金及银行存款、同业存单、拆放同业及买入返售；固定收益类包含债券资产和非标资产。

资料来源：普益标准，华泰研究

存款利率持续下行，监管约束或加强，预计现金类资产有所减配。资管新规以来，为稳定净值表现，银行理财现金及存款配置逐步提升，2023 年末占比达 26.7%，处于历史高位。展望未来，一方面，银行息差仍较为承压，存款利率或将进一步下行，理财投资存款收益降低，驱动银行理财减配存款类产品。另一方面，银行理财投资存款产品并未真正进入到实体经济，且其中部分通过资管产品投资长期存款产品，易引发资金空转和期限错配风险，不排除监管会进一步约束银行配置存款的行为。综合作用下，现金类资产仓位或将高位有所回落。

资产荒格局延续，债券资产仍有配置价值，信用债占比或将回升。2022 年理财赎回潮发生以来，由于风险偏好降低，银行理财产品持续增配现金类产品，债券类资产占比下滑，2023 年末银行理财产品配置信用债、利率债比例分别为 42.1%、3.2%。中短期看，资产荒格局或仍将延续，在存款利率走低的背景下，理财配置非标资产受限，债券或是替代存款的最优选择，预计理财配置信用债比例有望回升，支撑产品收益。

信托平滑机制引发监管关注，信托委外或将压降，公募基金合作有望升温。2020 年后，银行理财机构委外合作升温，以弥补自身投研能力不足的现状。2024 年 3 月末银行理财穿透前资产占比中资管产品、委外协议、基金占比分别达 45.1%、5.3%、1.5%。资管产品合作机构中，信托占比较高，近期部分理财产品信托平滑机制引发监管关注，要求自查整改，预计信托类委外将逐步压降。公募基金在各类资管机构中投研能力突出，出于增厚收益的目的，银行理财对公募基金的委外规模或将增加。

权益类资产配置低位，政策鼓励提升权益投资规模，有较大发力空间。银行在权益类资产投研能力相对较弱叠加近年来权益市场持续波动，2023 年末银行理财产品可投资资产中权益类规模为 0.83 万亿元，仅占可投资资产的 2.86%。新“国九条”鼓励银行理财积极参与资本市场，提升权益投资规模。长远看，在日趋激烈的市场竞争下，各银行理财子加强权益投研建设，增厚产品收益是提升自身竞争力、打造差异化优势的重要手段。

行业格局更加集中，配置策略分化

多地监管要求 2026 年压降未持牌银行理财，这部分规模目前主要由城农商行管理。据中证报等报道，近期多个省份未设立理财子公司的银行收到监管下发通知，要求在 2026 年底压降存量理财业务规模，部分地区银行或需清零。截至 2023 年末，存量非理财子管理规模约 4.32 万亿元，主要由城农商行管理。目前国有行和股份行均已设立理财公司，本次整改对象主要是未设理财公司的 200 余家城商行和农商行，未来这部分规模或继续压降。

图表38：2021 年-2023 年金融机构理财产品存量规模

	2021H	2021	2022H	2022	2023H	2023	较 2021H 变化
绝对值（亿元）							
大型银行	39,244	18,215	10,804	9,243	7,624	6,211	-33,033
股份制银行	69,478	51,721	41,861	8,799	6,543	4,533	-64,945
城商行	37,801	36,158	34,693	24,463	21,755	21,836	-15,965
农村金融机构	10,541	11,175	12,029	10,880	10,039	9,865	-676
理财公司	100,080	171,937	191,371	222,422	206,652	224,670	124,590
其他机构	857	824	740	714	784	839	-18
全市场总量	258,001	258,001	291,498	276,520	253,397	267,954	9,953
份额							
大型银行	15.21%	7.06%	3.71%	3.34%	3.01%	2.32%	-12.89pct
股份制银行	26.93%	20.05%	14.36%	3.18%	2.58%	1.69%	-25.24pct
城商行	14.65%	14.01%	11.90%	8.85%	8.59%	8.15%	-6.50pct
农村金融机构	4.09%	4.33%	4.13%	3.93%	3.96%	3.68%	-0.40pct
理财公司	38.79%	66.64%	65.65%	80.44%	81.55%	83.85%	45.06pct
其他机构	0.33%	0.32%	0.25%	0.26%	0.31%	0.31%	-0.02pct

资料来源：银行业理财登记托管中心，华泰研究

未设立理财子银行财富中收占营收比重较小，预计理财压降影响整体可控。2023 年上市银行理财规模 23.7 万亿元，其中无理财子公司的银行有 19 家，管理规模合计 8403 亿元，规模最大的沪农商行 2023 年末理财存续规模达到 1819 亿元。样本银行的财富类中间收入占营收整体比重平均为 3.8%，预计规范存量自管理理财规模对银行业绩整体影响可控。

图表39：上市银行未设立理财子公司的银行理财存续规模一览（单位：亿元）

银行	2021A	2022H	2022A	2023H	2023A	变化趋势	财富类中收规模	占营收比例
成都银行	631	626	660	667	730		4.7	2.2%
苏州银行	777	727	714	705	687		11.2	9.4%
贵阳银行	838	822	674	636	644		4.0	2.7%
齐鲁银行	685	631	557	592	575		5.6	4.7%
重庆银行	524	532	537	544	546		3.8	2.9%
长沙银行	693	667	534	543	535		8.9	3.6%
兰州银行	375	469	528	582	525		3.0	3.8%
郑州银行	480	479	457	424	444		3.8	2.8%
西安银行	546	545	284	266	317		1.5	2.1%
厦门银行	203	158	123	132	122		3.8	6.8%
沪农商行	1698	1868	1,850	1,854	1,819		17.7	6.7%
青农商行	370	371	351	315	311		3.7	3.6%
常熟银行	310	349	338	316	293		2.0	2.0%
张家港行	235	237	213	213	221		1.9	4.2%
江阴银行	193	204	184	177	178		1.3	3.4%
无锡银行	192	223	185	169	164		1.3	2.8%
苏农银行	204	204	185	175	159		1.3	3.3%
瑞丰银行	129	143	142	132	128		1.5	4.0%
紫金银行	25	31	5	4	4		1.0	2.4%
无理财子公司理财规模	9108	9284	8521	8447	8403			

资料来源：公司公告，华泰研究

大行更受益于补息整改，股份行头部地位维持，理财子公司格局或将进一步向国股行集中。今年上半年国有行理财公司更受益于规范手工补息影响，理财规模增长更为突出，市场份额进一步提升。国有行理财公司4月单月存续规模增长1.3万亿元，占全市场增量52%，其中农银理财4月净增3660亿元，位列理财子榜首。绝对规模看，股份行理财子地位维持，6月末，招银理财以2.39万亿管理规模保持榜首，兴银理财、信银理财排名紧随其后。随中小行存量理财逐渐清退，理财市场份额或进一步向国股行集中。

图表40：银行理财子公司规模变化一览

	存量规模							增量规模							上半年合计
	2023	2401	2402	2403	2404	2405	2406	2401	2402	2403	2404	2405	2406		
招银理财	24748	24600	25151	23367	25396	24991	23853	149	551	1784	2029	1405	1138	895	
兴银理财	22445	22321	22659	21688	23128	22786	21368	124	338	971	1440	343	1418	1078	
信银理财	16718	16824	17648	17252	18016	18534	18637	106	824	396	764	518	103	1919	
工银理财	16081	15403	16290	14907	17978	18594	17485	578	887	383	3071	616	1110	1403	
中银理财	15508	15483	16271	15419	17769	18017	17363	25	788	352	2350	248	654	1855	
农银理财	15878	14939	15484	13785	17445	18275	17294	938	545	1700	3660	329	980	1417	
建信理财	14992	14088	14707	13797	16203	16461	15098	904	620	911	2406	258	1363	1106	
交银理财	12313	12845	13693	13405	14382	15021	14589	532	848	287	977	639	432	2276	
光大理财	12691	12829	13442	13476	14946	15038	14517	138	614	33	1470	92	521	1826	
浦银理财	9518	9539	10221	9997	11470	11759	11365	21	682	224	1473	289	394	1848	
平安理财	10070	9839	10268	10047	10925	11038	10436	231	429	221	878	112	602	366	
民生理财	8657	9079	9395	9226	10081	10037	9552	423	316	169	855	44	485	895	
中邮理财	7343	7838	8096	8278	8951	9189	9203	495	257	182	673	238	15	1860	
华夏理财	5941	6047	6239	6401	7228	7533	7188	105	192	162	827	305	345	1246	
苏银理财	5218	5169	5396	5540	5858	5945	6034	48	227	144	318	86	90	817	
南银理财	3740	3951	4203	4240	4392	4380	4345	211	252	38	152	12	35	605	
宁银理财	4032	4058	4200	3957	4242	4300	4053	26	142	243	285	59	247	22	
杭银理财	3740	3755	3928	3820	3977	4037	4001	16	173	108	157	60	36	261	
北银理财	2679	2703	2693	2799	2860	3013	3032	23	9	106	61	153	19	353	
上银理财	2804	2788	2854	2784	2887	2970	3031	16	66	70	103	82	62	227	
青银理财	2081	2056	2112	2029	2151	2133	2083	24	56	83	122	18	49	3	
徽银理财	1773	1753	1803	1767	1995	1987	1933	20	50	36	228	8	55	159	
广银理财	1665	1684	1760	1740	1924	1973	1928	19	77	20	184	50	46	263	
渤海理财	1321	1427	1480	1423	1572	1622	1554	106	53	58	149	50	68	232	
恒丰理财	1104	1095	1144	1163	1355	1494	1432	9	49	19	192	139	62	328	
渝农商理财	1205	1165	1189	1199	1229	1238	1233	40	23	11	29	9	-5	28	

资料来源：公司公告，华泰研究

理财子资产配置思路不同，预计分化延续。整体上看大行风险偏好更低，城商行风险偏好较高，各类型银行理财子投资思路有所不同，或与区域资源及客群结构有关，预计分化延续。从穿透后资产配置看，大行理财子货币市场类占比较高，固定收益类占比较低，货币市场类资产中主要以存款为主，23年末现金及银行存款占总投资资产 26.3%，高于行业平均，风险较高的非标、权益类占比较低。股份行理财子风险偏好略高于大行，固定收益类产品占比较高，23年末占比为 35.3%。城农商行理财子固定收益类占比较高，23年债券类、非标类资产占比分别为 29.5%、8.3%，或与区域经济发展及客户需求有关，如宁银理财、杭银理财、苏银理财等非标、权益类资产占比均较高以增厚收益。

图表41：2023 年理财子资产配置结构（穿透后）

	货币市场类	现金及银行存款	拆放同业及买入返售	同业存单	其他货币类	固定收益类	债券	非标准化债权类资产	其他固收类	权益类	基金
工银理财	42.4%	-	-	-	42.4%	53.0%	-	-	53.0%	0.8%	3.0%
农银理财	53.9%	30.3%	2.6%	20.9%	-	38.9%	35.6%	3.3%	-	5.5%	1.6%
中银理财	46.6%	30.5%	2.1%	14.0%	-	50.0%	46.7%	3.3%	-	1.1%	0.7%
建信理财	63.2%	34.2%	4.5%	24.6%	-	32.5%	30.9%	1.5%	-	0.8%	3.4%
交银理财	49.4%	35.2%	3.6%	10.7%	-	43.9%	40.2%	3.7%	-	2.6%	3.9%
中邮理财	39.9%	34.8%	-	-	5.1%	55.2%	-	-	55.2%	2.8%	2.1%
招银理财	48.0%	29.0%	3.4%	15.7%	-	45.0%	45.0%	-	-	2.6%	2.7%
兴银理财	30.7%	30.7%	-	-	-	65.7%	-	-	65.7%	0.7%	-
信银理财	29.3%	23.0%	-	-	6.3%	67.1%	-	-	67.1%	0.6%	3.0%
光大理财	-	-	-	-	-	95.6%	-	-	95.6%	3.7%	0.8%
平安理财	51.1%	31.3%	6.6%	13.2%	-	45.1%	39.4%	5.7%	-	1.2%	1.6%
浦银理财	46.0%	39.1%	3.6%	3.4%	-	51.3%	46.6%	4.7%	-	1.7%	0.9%
民生理财	77.7%	34.8%	43.0%	-	-	7.1%	-	7.1%	-	0.0%	1.4%
华夏理财	53.8%	46.4%	2.9%	4.5%	-	44.2%	36.4%	7.8%	-	0.9%	1.1%
广银理财	44.1%	27.1%	6.9%	10.0%	-	49.5%	45.3%	4.2%	-	3.2%	2.9%
渤海理财	-	-	-	-	-	95.0%	-	-	95.0%	3.7%	-
恒丰理财	21.5%	6.9%	14.4%	0.2%	-	75.6%	73.4%	2.2%	-	0.1%	2.8%
苏银理财	29.5%	19.3%	5.5%	4.8%	-	63.0%	50.6%	12.4%	-	7.3%	0.2%
宁银理财	33.8%	21.2%	6.7%	5.9%	-	60.8%	41.4%	19.4%	-	4.3%	0.5%
南银理财	-	-	-	-	-	97.7%	-	-	97.7%	1.5%	-
上银理财	35.6%	19.9%	3.0%	12.6%	-	61.9%	51.8%	10.1%	-	1.9%	0.6%
北银理财	40.5%	24.7%	6.0%	9.8%	-	52.7%	44.3%	8.4%	-	2.7%	4.1%
青银理财	-	-	-	-	-	85.1%	-	-	85.1%	1.6%	-
徽银理财	-	-	-	-	-	97.5%	-	-	97.5%	0.2%	-
杭银理财	33.9%	12.5%	11.6%	9.8%	-	63.7%	47.6%	16.0%	-	1.4%	1.0%
渝农商理财	18.5%	11.8%	-	-	6.7%	78.8%	-	-	78.8%	0.2%	2.5%
大行理财子	49.9%	26.3%	2.2%	12.7%	8.7%	44.9%	27.3%	2.1%	15.4%	2.2%	2.4%
股份行理财子	38.4%	27.0%	5.1%	5.3%	0.9%	56.4%	20.5%	1.9%	34.0%	1.6%	1.5%
城农商行理财子	22.1%	13.5%	3.5%	4.7%	0.3%	72.1%	29.5%	8.3%	34.4%	3.2%	0.8%

注：各公司分类口径有所不同

资料来源：普益标准，理财子业务运作报告，华泰研究

图表42：重点推荐公司估值表（截至 24/07/29）

股票名称	股票代码	投资评级	最新收盘价	目标价	市值 (百万)	EPS (元)			PE (倍)			PB (倍)		
			(当地币种)	(当地币种)	(当地币种)	2023	2024E	2025E	2023	2024E	2025E	2023	2024E	2025E
工商银行	1398 HK	买入	4.38	5.55	1,536,111	1.02	1.03	1.04	3.95	3.91	3.87	0.42	0.39	0.37
工商银行	601398 CH	买入	5.98	7.09	2,131,309	1.02	1.03	1.04	5.86	5.81	5.75	0.63	0.58	0.54
建设银行	939 HK	买入	5.46	6.62	1,347,559	1.33	1.33	1.36	3.78	3.78	3.69	0.43	0.39	0.37
建设银行	601939 CH	买入	7.56	9.31	1,890,083	1.33	1.33	1.36	5.68	5.68	5.56	0.64	0.59	0.55
中国银行	601988 CH	增持	4.74	5.69	1,395,398	0.79	0.79	0.80	6.00	6.00	5.93	0.63	0.58	0.55
中国银行	3988 HK	买入	3.44	4.84	995,031	0.79	0.79	0.80	4.01	4.01	3.96	0.42	0.39	0.36
招商银行	3968 HK	增持	32.2	43.87	805,774	5.63	5.66	5.88	5.26	5.23	5.04	0.81	0.73	0.66
招商银行	600036 CH	买入	32.45	46.7	818,384	5.63	5.66	5.88	5.76	5.73	5.52	0.88	0.80	0.73
渝农商行	601077 CH	增持	5.27	6.33	59,851	0.96	1.02	1.08	5.49	5.17	4.88	0.52	0.48	0.45
成都银行	601838 CH	买入	14.82	20.48	56,523	3.06	3.41	3.81	4.84	4.35	3.89	0.87	0.76	0.66
宁波银行	002142 CH	买入	21.48	30.31	141,845	3.87	4.20	4.65	5.55	5.11	4.62	0.80	0.71	0.63
杭州银行	600926 CH	增持	13.68	14.42	81,126	2.31	2.91	3.47	5.92	4.70	3.94	0.86	0.76	0.66
常熟银行	601128 CH	买入	7.29	9.15	21,979	1.20	1.43	1.71	6.08	5.10	4.26	0.81	0.72	0.63

资料来源：华泰研究预测

风险提示

- 1) 数据统计样本代表性不足。部分数据来源于第三方数据供应商，或存在不完全统计的情况，统计样本可能代表性不足。
- 2) 政策变化超预期。若理财监管力度加大，理财产品的投资、发行和销售可能受影响；货币政策变化超预期，或影响债市走势，导致理财产品净值波动。

免责声明

分析师声明

本人，沈娟，兹证明本报告所表达的观点准确地反映了分析师对标的证券或发行人的个人意见；彼以往、现在或未来并无就其研究报告所提供的具体建议或所表达的意见直接或间接收取任何报酬。

一般声明及披露

本报告由华泰证券股份有限公司（已具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格，以下简称“本公司”）制作。本报告所载资料是仅供接收人的严格保密资料。本公司及其客户和其关联机构使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司及其关联机构（以下统称为“华泰”）对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。

本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，华泰可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，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。以往表现并不能指引未来，未来回报并不能得到保证，并存在损失本金的可能。华泰不保证本报告所含信息保持在最新状态。华泰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。

本公司不是 FINRA 的注册会员，其研究分析师亦没有注册为 FINRA 的研究分析师/不具有 FINRA 分析师的注册资格。

华泰力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成购买或出售所述证券的要约或招揽。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华泰及作者均不承担任何法律责任。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。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。华泰不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。

华泰及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，华泰可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，为该公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务或向该公司招揽业务。

华泰的销售人员、交易人员或其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。华泰没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。华泰的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到华泰及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。有关该方面的具体披露请参照本报告尾部。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布的机构或人员，也并非意图发送、发布给因可得到、使用本报告的行为而使华泰违反或受制于当地法律或监管规则的机构或人员。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人（无论整份或部分）等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并需在使用前获取独立的法律意见，以确定该引用、刊发符合当地适用法规的要求，同时注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。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。

中国香港

本报告由华泰证券股份有限公司制作，在香港由华泰金融控股（香港）有限公司向符合《证券及期货条例》及其附属法律规定的机构投资者和专业投资者的客户进行分发。华泰金融控股（香港）有限公司受香港证券及期货事务监察委员会监管，是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。在香港获得本报告的人员若有任何有关本报告的问题，请与华泰金融控股（香港）有限公司联系。

香港-重要监管披露

- 华泰金融控股（香港）有限公司的雇员或其关联人士没有担任本报告中提及的公司或发行人的高级人员。
- 有关重要的披露信息，请参华泰金融控股（香港）有限公司的网页 https://www.htsc.com.hk/stock_disclosure 其他信息请参见下方 “美国-重要监管披露”。

美国

在美国本报告由华泰证券（美国）有限公司向符合美国监管规定的机构投资者进行发表与分发。华泰证券（美国）有限公司是美国注册经纪商和美国金融业监管局（FINRA）的注册会员。对于其在美国分发的研究报告，华泰证券（美国）有限公司根据《1934 年证券交易法》（修订版）第 15a-6 条规定以及美国证券交易委员会人员解释，对本研究报告内容负责。华泰证券（美国）有限公司联营公司的分析师不具有美国金融监管（FINRA）分析师的注册资格，可能不属于华泰证券（美国）有限公司的关联人员，因此可能不受 FINRA 关于分析师与标的公司沟通、公开露面和所持交易证券的限制。华泰证券（美国）有限公司是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。任何直接从华泰证券（美国）有限公司收到此报告并希望就本报告所述任何证券进行交易的人士，应通过华泰证券（美国）有限公司进行交易。

美国-重要监管披露

- 分析师沈娟本人及相关人士并不担任本报告所提及的标的证券或发行人的高级人员、董事或顾问。分析师及相关人士与本报告所提及的标的证券或发行人并无任何相关财务利益。本披露中所提及的“相关人士”包括 FINRA 定义下分析师的家庭成员。分析师根据华泰证券的整体收入和盈利能力获得薪酬，包括源自公司投资银行业务的收入。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或不时会以自身或代理形式向客户出售及购买华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或其高级管理层、董事和雇员可能会持有本报告中所提到的任何证券（或任何相关投资）头寸，并可能不时进行增持或减持该证券（或投资）。因此，投资者应该意识到可能存在利益冲突。

新加坡

华泰证券（新加坡）有限公司持有新加坡金融管理局颁发的资本市场服务许可证，可从事资本市场产品交易，包括证券、集体投资计划中的单位、交易所交易的衍生品合约和场外衍生品合约，并且是《财务顾问法》规定的豁免财务顾问，就投资产品向他人提供建议，包括发布或公布研究分析或研究报告。华泰证券（新加坡）有限公司可能会根据《财务顾问条例》第 32C 条的规定分发其在华泰内的外国附属公司各自制作的信息/研究。认可投资者、专家投资者或机构投资者使用，华泰证券（新加坡）有限公司不对本报告内容承担法律责任。如果您是非预期接收者，请您立即通知并直接将本报告返回给华泰证券（新加坡）有限公司。本报告的新加坡接收者应联系您的华泰证券（新加坡）有限公司关系经理或客户主管，了解来自或与所述分发的信息相关的事宜。

评级说明

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力（含此期间的股息回报）相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数，台湾市场基准为台湾加权指数，日本市场基准为日经 225 指数），具体如下：

行业评级

- 增持：**预计行业股票指数超越基准
- 中性：**预计行业股票指数基本与基准持平
- 减持：**预计行业股票指数明显弱于基准

公司评级

- 买入：**预计股价超越基准 15% 以上
- 增持：**预计股价超越基准 5%~15%
- 持有：**预计股价相对基准波动在-15%~5%之间
- 卖出：**预计股价弱于基准 15% 以上
- 暂停评级：**已暂停评级、目标价及预测，以遵守适用法规及/或公司政策
- 无评级：**股票不在常规研究覆盖范围内。投资者不应期待华泰提供该等证券及/或公司相关的持续或补充信息

法律实体披露

中国: 华泰证券股份有限公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格, 经营许可证编号为: 91320000704041011J

香港: 华泰金融控股(香港)有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格, 经营许可证编号为: AOK809

美国: 华泰证券(美国)有限公司为美国金融业监管局(FINRA)成员, 具有在美国开展经纪交易商业业务的资格, 经营业务许可编号为: CRD#:298809/SEC#:8-70231

新加坡: 华泰证券(新加坡)有限公司具有新加坡金融管理局颁发的资本市场服务许可证, 并且是豁免财务顾问。公司注册号: 202233398E

华泰证券股份有限公司**南京**

南京市建邺区江东中路228号华泰证券广场1号楼/邮政编码: 210019

电话: 86 25 83389999/传真: 86 25 83387521

电子邮件: ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区益田路5999号基金大厦10楼/邮政编码: 518017

电话: 86 755 82493932/传真: 86 755 82492062

电子邮件: ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同28号太平洋保险大厦A座18层/

邮政编码: 100032

电话: 86 10 63211166/传真: 86 10 63211275

电子邮件: ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路18号保利广场E栋23楼/邮政编码: 200120

电话: 86 21 28972098/传真: 86 21 28972068

电子邮件: ht-rd@htsc.com

华泰金融控股(香港)有限公司

香港中环皇后大道中99号中环中心53楼

电话: +852-3658-6000/传真: +852-2567-6123

电子邮件: research@htsc.com

http://www.htsc.com.hk

华泰证券(美国)有限公司

美国纽约公园大道280号21楼东(纽约10017)

电话: +212-763-8160/传真: +917-725-9702

电子邮件: Huatai@htsc-us.com

http://www.htsc-us.com

华泰证券(新加坡)有限公司

滨海湾金融中心1号大厦, #08-02, 新加坡 018981

电话: +65 68603600

传真: +65 65091183

©版权所有2024年华泰证券股份有限公司