

# 重探 “固收+” ——下半年商业银行理财行为展望

行业研究 · 行业专题  
银行

投资评级：超配（维持评级）

证券分析师：王剑

021-60875165

wangjian@guosen.com.cn

S0980518070002

证券分析师：孔祥

021-60375452

kongxiang@guosen.com.cn

S0980523060004

证券分析师：戴丹苗

0755-81982379

daidanmiao@guosen.com.cn

S0980520040003

证券分析师：田维韦

021-60875161

tianweiwei@guosen.com.cn

S0980520030002

- **债牛未央，理财受益。**（1）2023年上半年理财规模企稳略回升，其中3月底因季节效应是全行业低点，4月份开始存款流向理财趋势显著。（2）理财增量资金与资产配置环境和产品设计模式高度相关。其中一季度受益于封闭式产品采取摊余成本法计量和理财赎回后信用利差高企，二季度受益于无风险收益下降带来的纯债类产品资本利得收益，
- **理财配置不止步，“资产荒”矛盾正凸显。**（1）来自存款的增量资金主要涌入现金管理和纯债类理财，机构行为一致性较强，尤其是公允价值计量会放大理财产品对金融市场的正负反馈；（2）产品和策略行为高度一致后，市场调整因素也在积累。催化剂可能是监管层强调同业去杠杆政策、经济复苏下宽信用超过之前预期、地方城投风险诱发信用债估值调整等。
- **存款回流理财延续，稳规模中顺势调结构。**（1）预计下半年流动性保持合理宽裕；信贷政策继续发力，同时结构性宽信用有利于权益市场表现，存款仍会持续流入银行理财。（2）关注结构调整机会，有可能在纯债类产品和“固收+”理财产品中出现“跷跷板”效应，后者通过高股息等红利资产、定增等另类资产/策略获得增量资金，在此过程中亦将降低理财产品高度依赖债市的配置现状，促进理财子公司由固收型向全能型资产管理机构转型。

## [ 01 ] 回顾：纯债受益，净值修复

---

## [ 02 ] 主线：存款迁徙，理财回流

## [ 03 ] 展望：规模企稳，结构调整

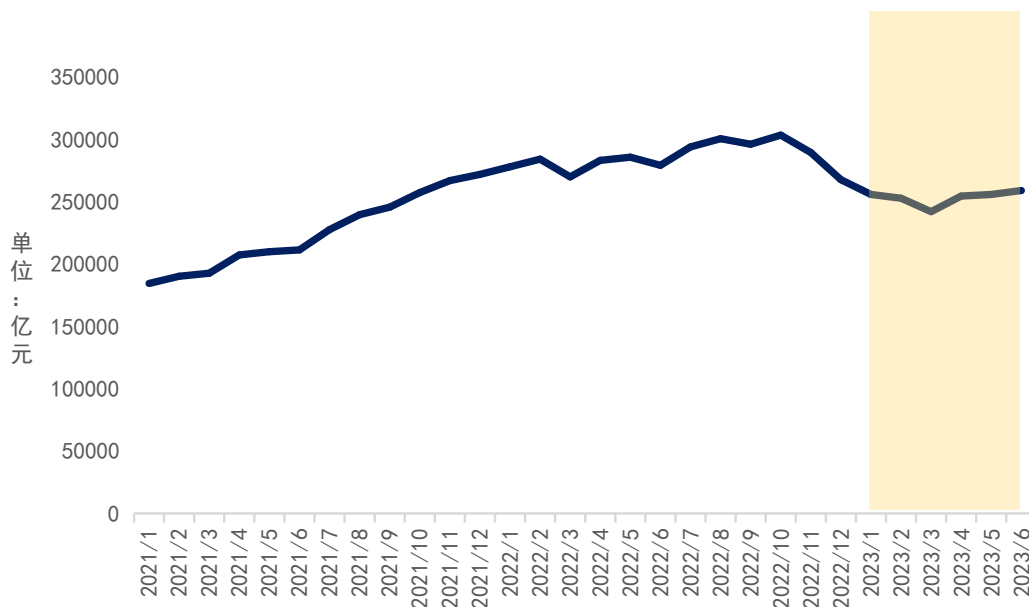
## [ 04 ] 风险提示

# 1. 现有理财结构：以固收和现金管理类为主

➤ 理财产品规模开始回升：5月理财产品存量规模25.61万亿元，理财产品存量数量为37568个。

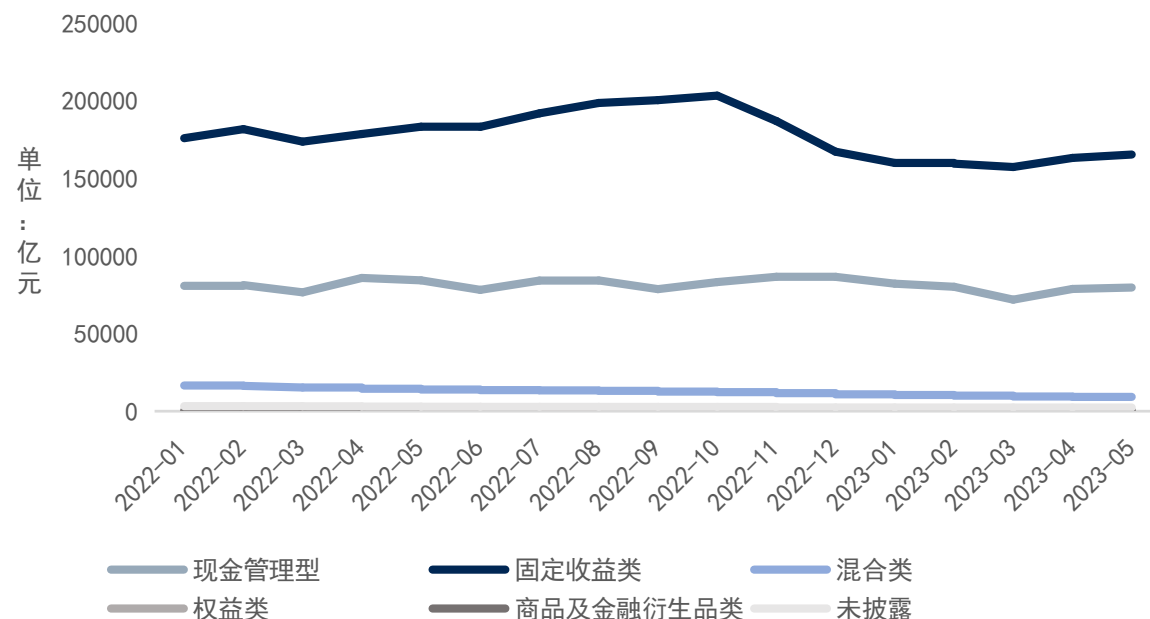
- 从投资性质来看，固定收益类理财产品保持优势，数量占比85.28%，规模占比65.07%；现金管理类、混合类、权益类、商品及金融衍生品类规模占比分别为30.26%、3.5%、0.19%、0.13%。
- 从发行方式来看，各类型产品规模占比保持稳定，封闭式净值型、封闭式非净值型、开放式净值型与开放式非净值型产品规模占比分别为19.42%、0.23%、79.14%、1.22%。

图：2023年4月以来理财规模企稳提升



资料来源：普益标准，国信证券经济研究所整理

图：当前固收类和现金管理类占比规模高



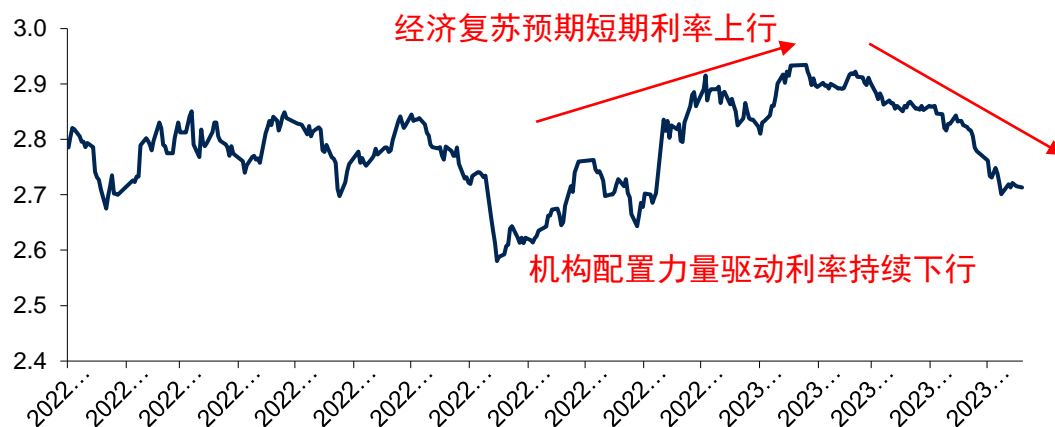
资料来源：普益标准，国信证券经济研究所整理

## 2. 增量产品：纯债类产品受益无风险利率下行

➤ 2023年上半年债券市场表现较好，十年期国债利率持续下行至低位；同时，居民风险偏好仍处在较低水平，加上银行下调存款利率等因素，纯债类理财产品吸金明显。

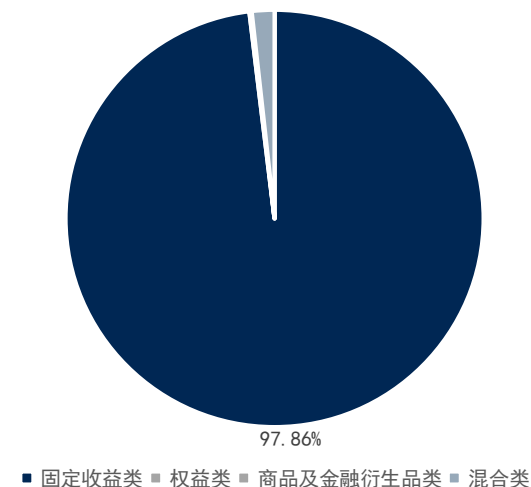
- 5月新发固定收益类、混合类、权益类、商品及金融衍生品类产品数量占比分别为96.03%、2.49%、0.4%、1.09%；
- 各类理财产品初始募集规模占比保持稳定，5月固定收益类、混合类、权益类、商品及金融衍生品类产品初始募集规模占比分别为97.86%、1.75%、0.17%、0.18%。

图：2023年上半年债券市场表现较好



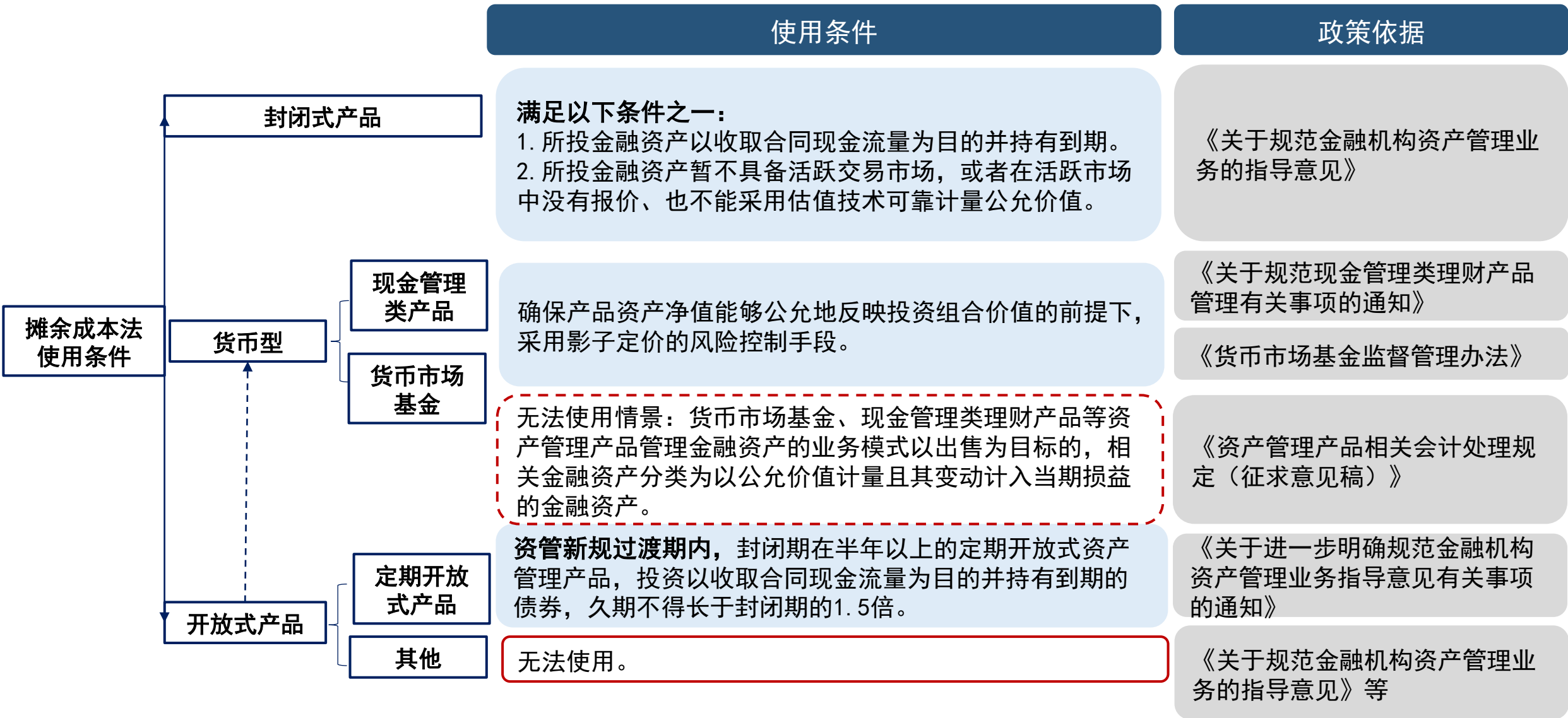
资料来源：普益标准，国信证券经济研究所整理

图：2023年5月固收类产品占绝对多数



资料来源：普益标准，国信证券经济研究所整理

### 3. 增量产品：封闭式理财匹配摊余成本法要求

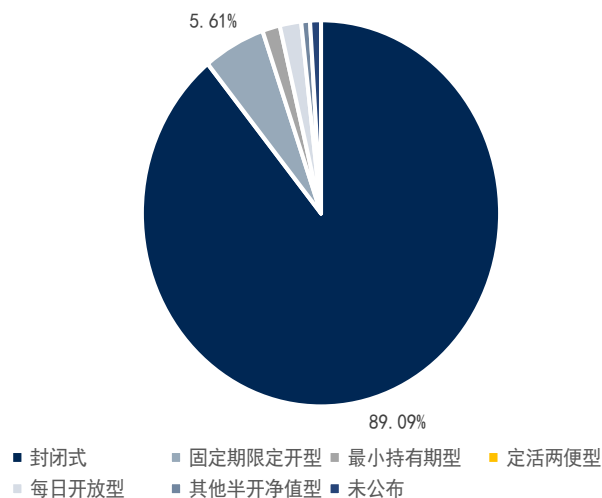


资料来源：银保监会、财政部、上海证券交易所网站，国信证券经济研究所整理

## 4. 增量产品：封闭式产品供给与信用利差显著相关

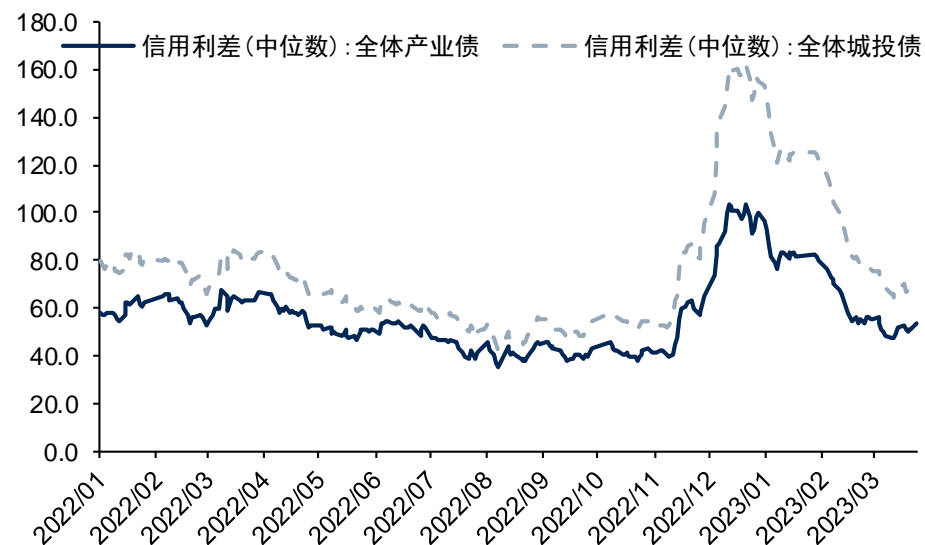
- 5月新发封闭式理财产品数量占比89.09%，固定期限定开型、每日开放型、最小持有期型分别占比5.61%、1.93%、1.59%。
- 但随着理财配置信用债力量加大，信用利差下降迅速，目前基本回到2022年10月前水平，封闭式产品利率中枢下降，对客户吸引力有所下滑。

图：2023年5月新发产品以封闭式产品为主



资料来源：普益标准，WIND, 国信证券经济研究所整理

图：但信用利差持续下降减弱了封闭式产品吸引力



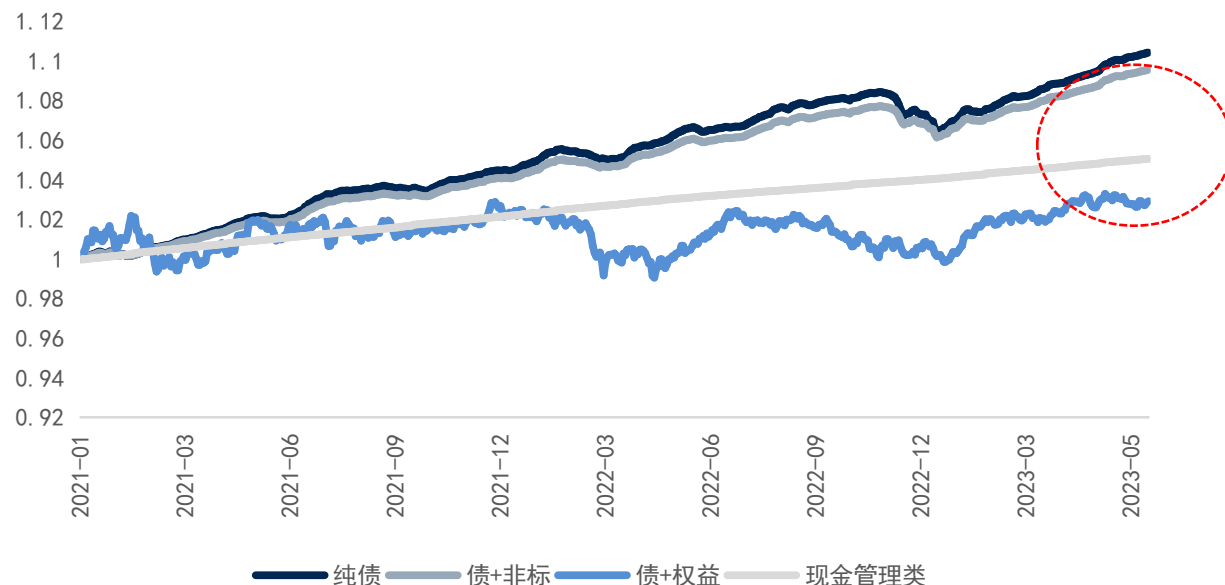
资料来源：WIND, 国信证券经济研究所整理



## 5. “固收+”等含权理财表现平淡

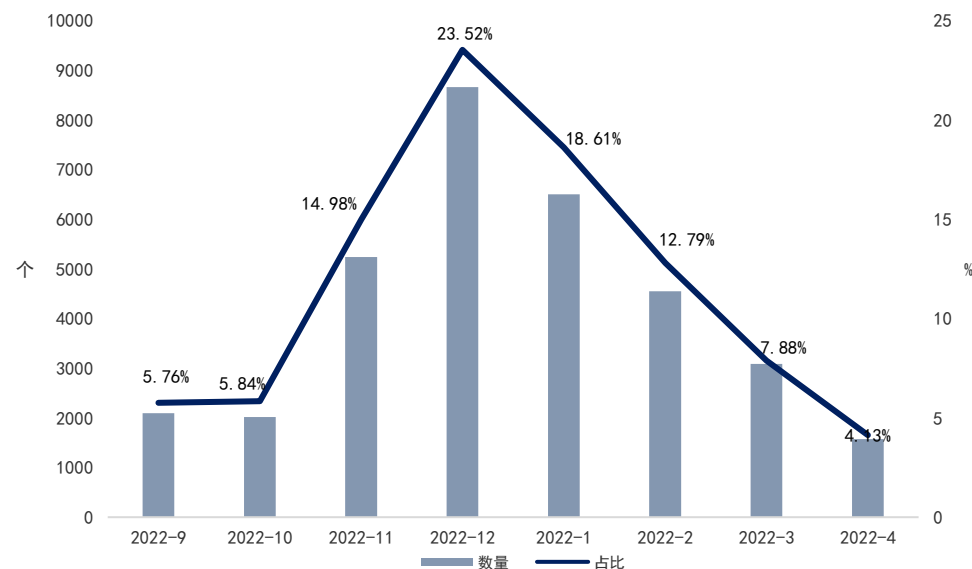
- 5月我们模拟的相关产品收益情况体现为：现金管理类产品收益率上行0.14pct，纯债类产品收益率上行0.55pct，“纯债+非标”产品收益率上行0.48pct，“固收+”产品收益率下行0.39pct。

图：各类理财产品收益拟合情况



资料来源：普益标准，国信证券经济研究所整理（注：四类产品匹配方法：1. 纯债：100%高等级信用债，按照信用债AAA指数；2. 债+非标：80%债券+20%非标资产，债券部分按照信用债AAA指数，非标资产按照收益为6%的摊余成本法资产；3. 债+权益：80%债券+20%权益，债券部分按照信用债AAA指数，权益部分按照沪深300指数；4. 现金管理类：按照货币基金指数。数据截至2023年6月12日）

图：破净类理财产品数量已显著下降



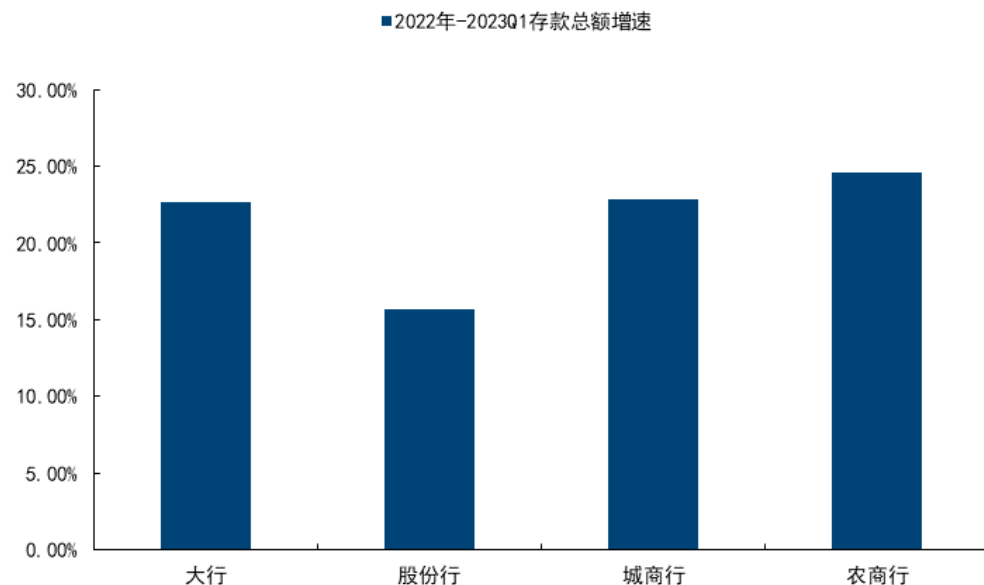
资料来源：普益标准，国信证券经济研究所整理



## 6. 负债基础也很重要：股份行理财增速高于国有行

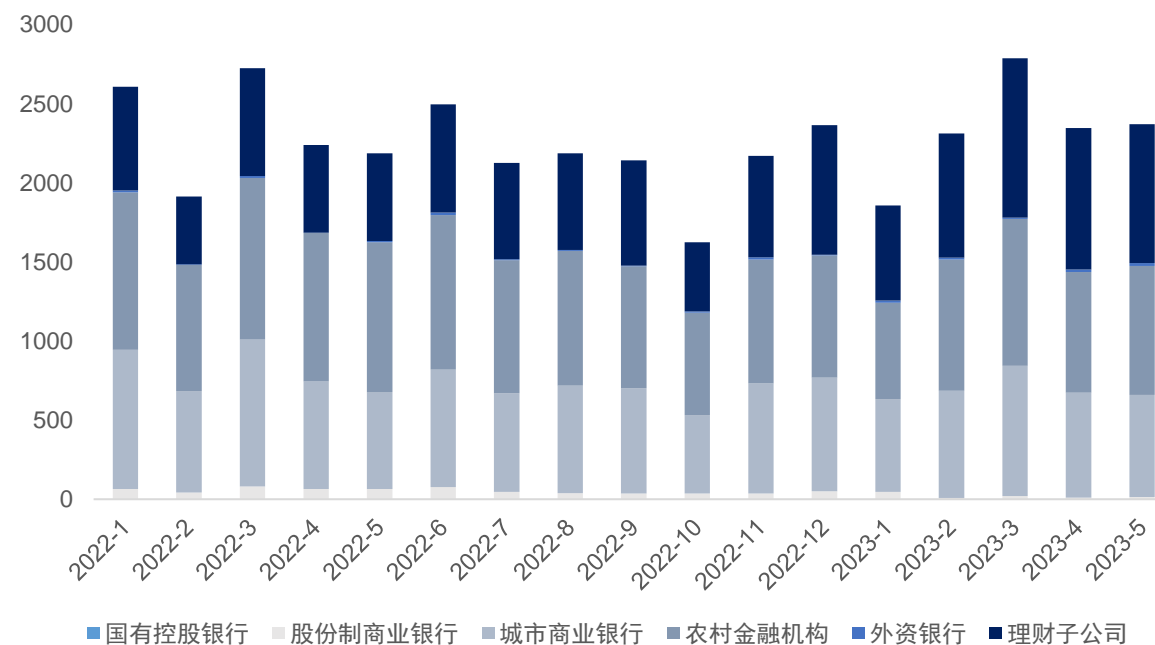
- 相比国有大行，由于股份行客户对有波动的产品接受度更高，故2022年产品赎回冲击更低，年初规模复苏更快。

图：2022年底股份行理财赎回低导致超额存款回流不如国有大行



资料来源：普益标准，国信证券经济研究所整理

图：2023年以来股份行理财规模增量高于国有大行



资料来源：普益标准，国信证券经济研究所整理

【 01 】 回顾：纯债受益，净值修复

【 02 】 主线：存款迁徙，理财回流

---

【 03 】 展望：规模企稳，结构调整

【 04 】 风险提示

# 1. 居民存款高增但呈现边际迁出态势

- 2022年居民存款新增17.84万亿元，同比多增7.94万亿元；2023年一季度居民存款新增9.90万亿元，同比多增2.08万亿元。同时，此轮居民存款定期化趋势明显，反映居民风险偏好处在低位。
- 但4月以来已现边际改善态势，4-5月新增居民存款同比少增约7000亿元。我们认为居民存款流向理财产品是重要因素之一。

图：2022年以来居民存款增速大幅提升但已现改善态势



资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

图：居民存款定期化趋势明显



资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

图：4-5月居民新增存款同比少增

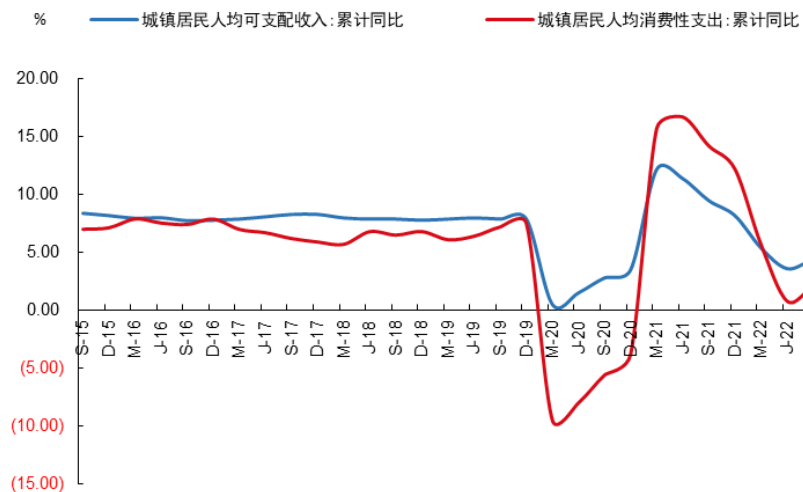


资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

## 2. 后续居民存款行为要观察资产价格和收入预期

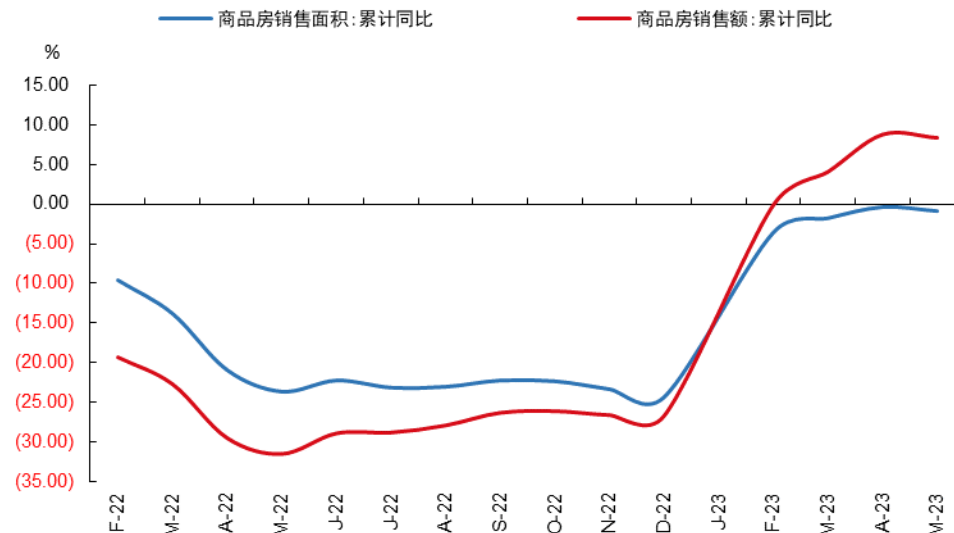
- 2022年以来居民存款高增主要原因：（1）居民收入预期下降且未来不确定提升；（2）2022年银行理财和公募基金产品投资收益不佳；（3）房地产市场景气度低迷，居民买房意愿较弱。
- 随着政策持续发力，居民收入增速趋于稳定，不确定性有所下降，居民风险偏好边际改善。
- 理财产品收益率较去年四季度改善明显，但权益市场表现一般；加上年初以来银行持续下调存款利率，因此居民增加了理财产品配置。

图：城镇居民人均可支配收入和支出现改善迹象



资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

图：房地产销售现改善迹象但低于预期



资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

### 3. 存款高增与资产价格：无风险利率“买下来”

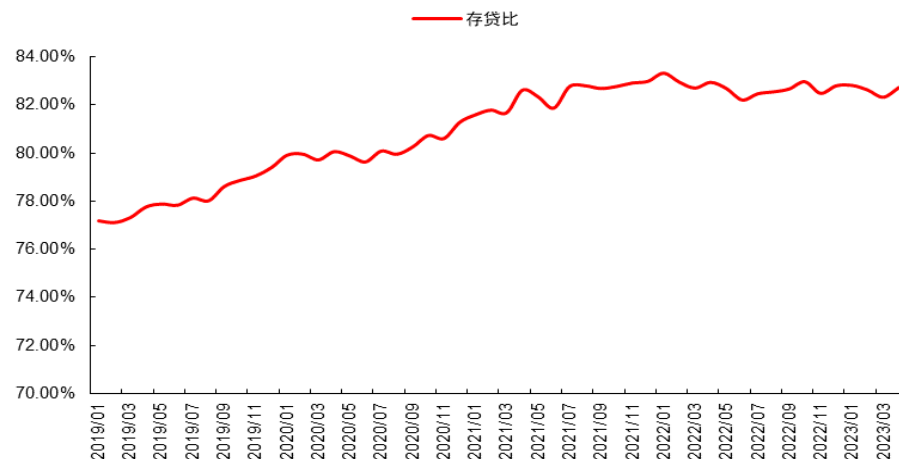
- 存款增加有利于增强银行配置力量。存款持续高增下金融机构扩表诉求强，同时实体经济融资需求不强，银行缺乏合意的信贷资产，因此银行持续加大债券配置，2022年以来银行配置债券规模增速持续提升。
- 银行表内资金风险偏好低，券种上更偏好利率债。
  - ✓ 2022年至2023年4月商业银行增配国债、地方政府债合计为8.23万亿元，增配政策性银行债2.08万亿元。

图：2022年以来金融机构配置债券增速持续提升



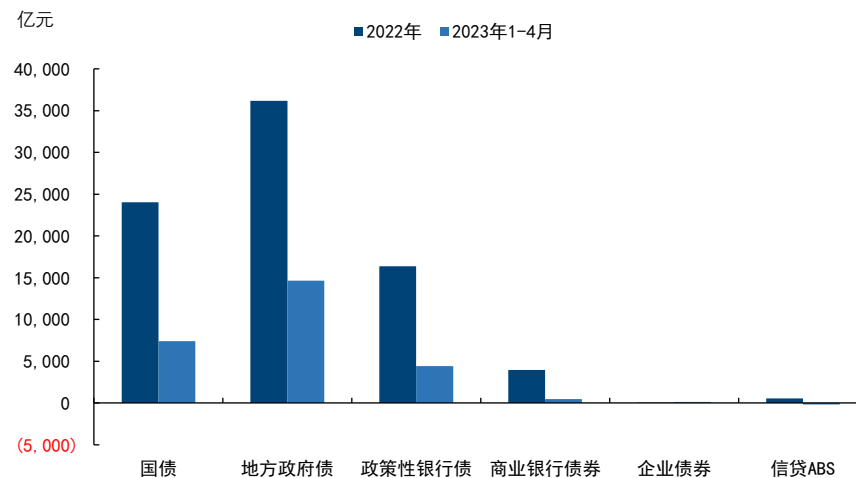
资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

图：2022年金融机构存贷比维持稳定



资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

图：银行表内积极增配利率债

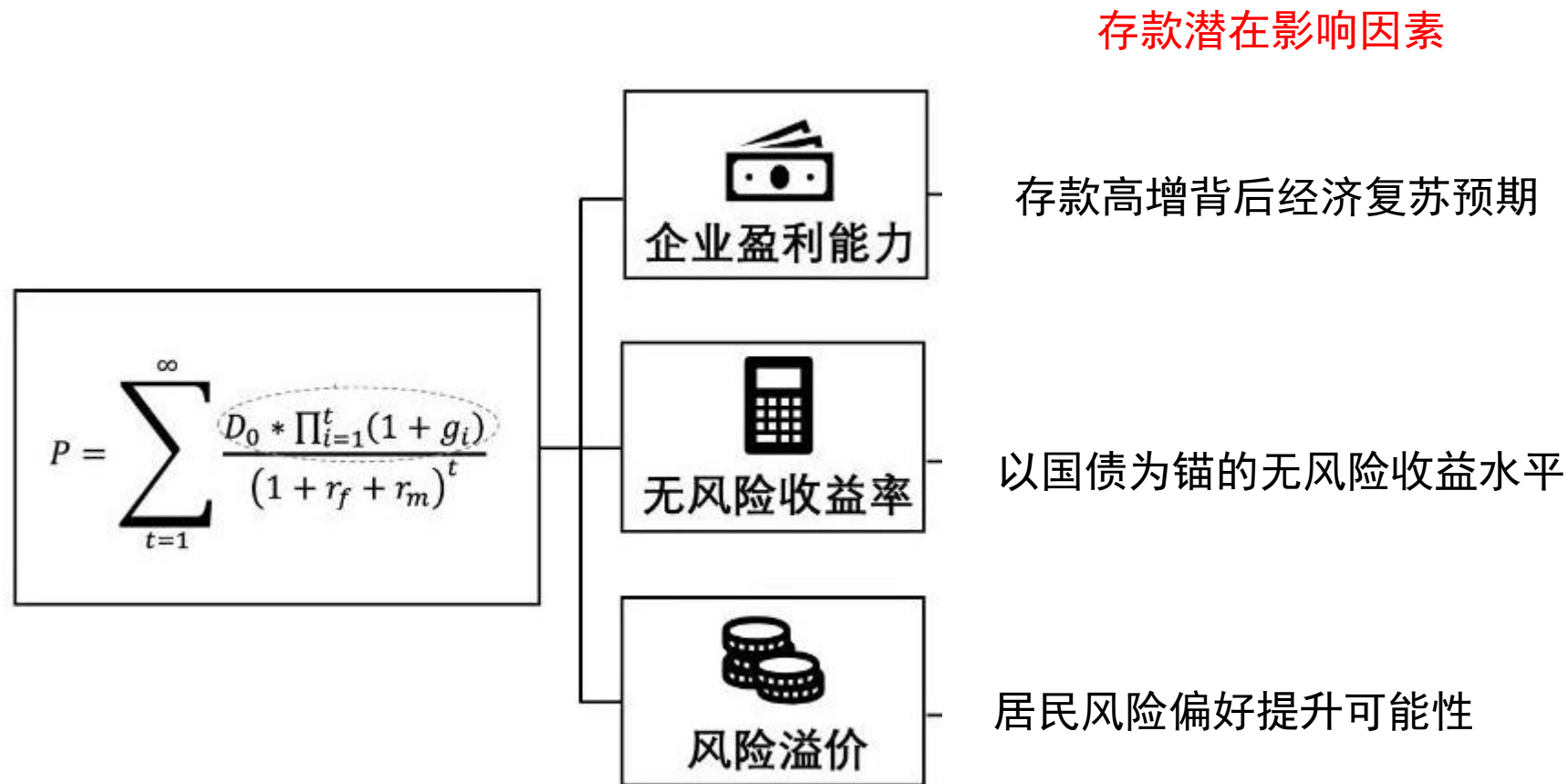


注明：存贷比=期末贷款余额/期末存款余额

资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

## 4. 存款高增对权益影响：关键看信心，短期方向不定

图：基于DDM估值框架分析权益市场影响

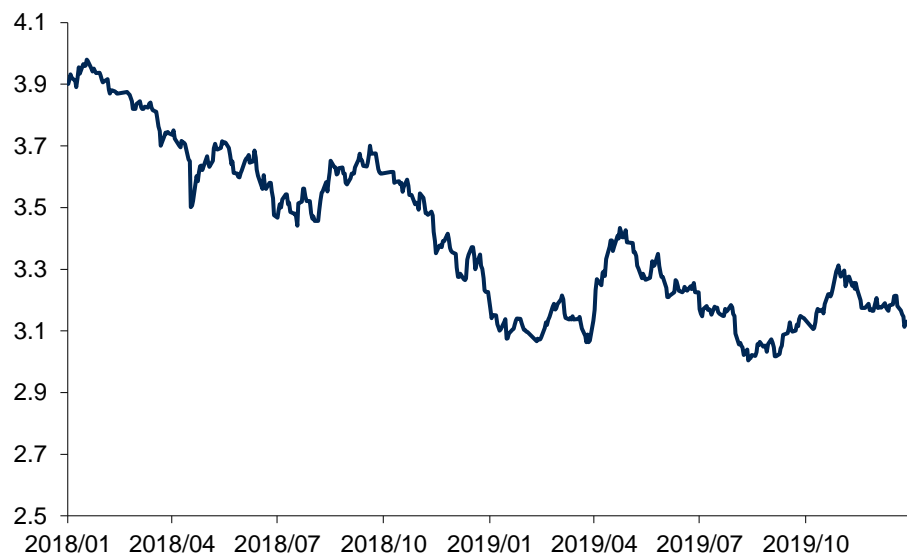


资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

## 5. 存款高增对权益市场影响：中期促进资本市场表现

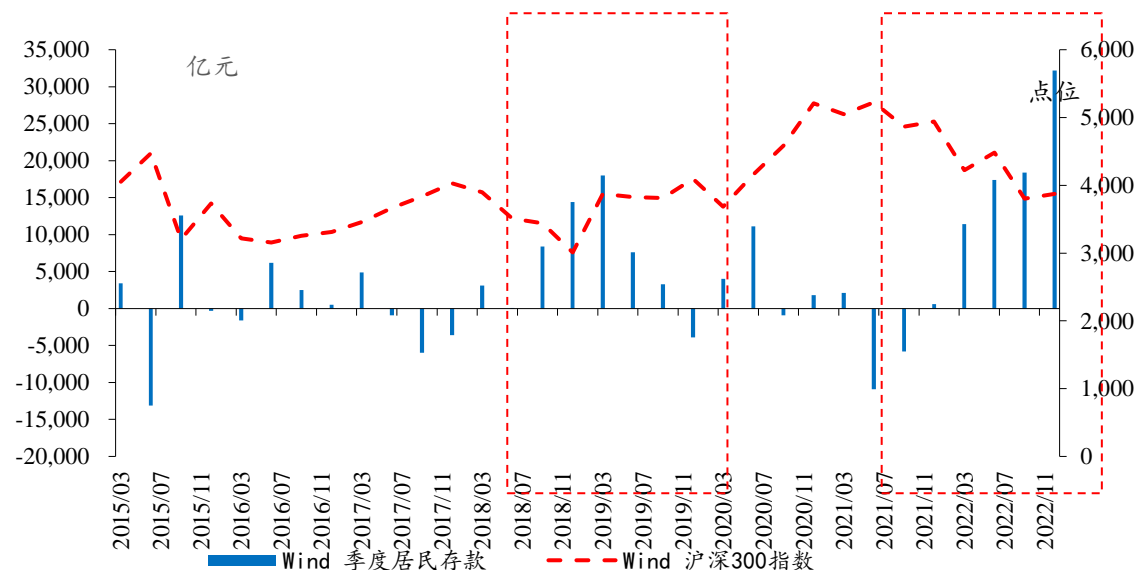
- 从2018-2019年债市和股市表现来看，我们认为经济预期是核心因素，2019年经济整体呈现温和复苏态势，债市利率反弹，A股迎来反弹行情。

图：可比较时期（2018-2019年）国债收益率先下降后震荡



资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

图：历史上存款高增后半年内权益指数显著上涨



资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理



【 01 】 回顾：纯债受益，净值修复

【 02 】 主线：存款迁徙，理财回流

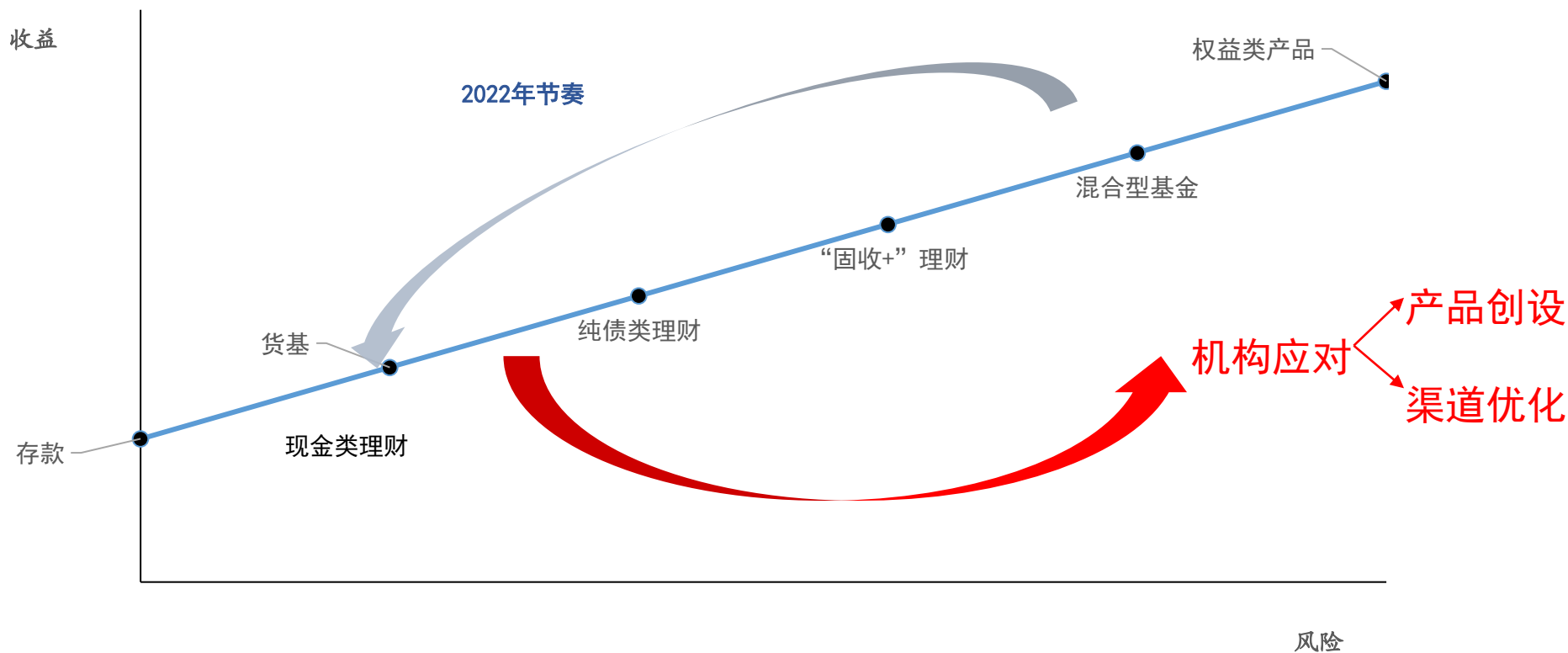
【 03 】 展望：规模企稳，结构调整

---

【 04 】 风险提示

# 1. 下半年理财行为关键看居民风险偏好

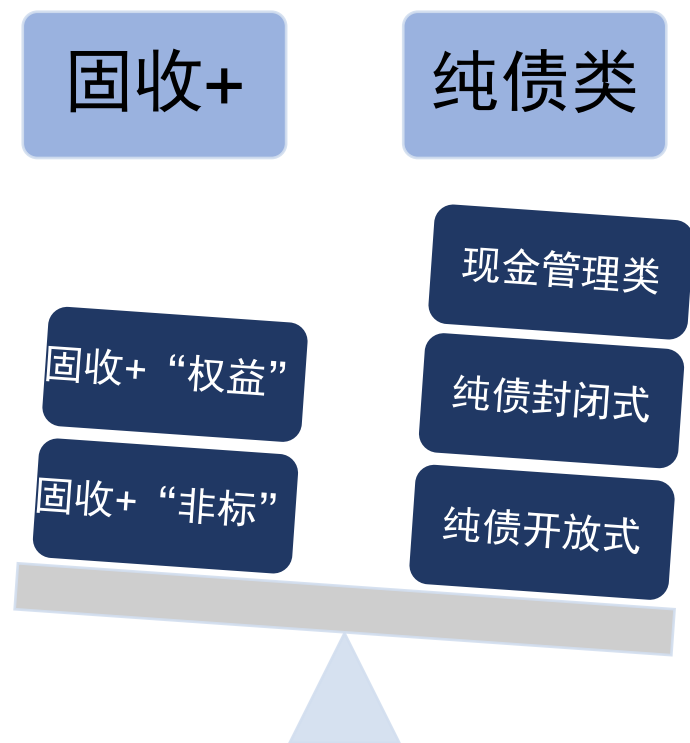
图：风险偏好提升有利于居民增加“固收+”产品配置



资料来源：国信证券经济研究所整理

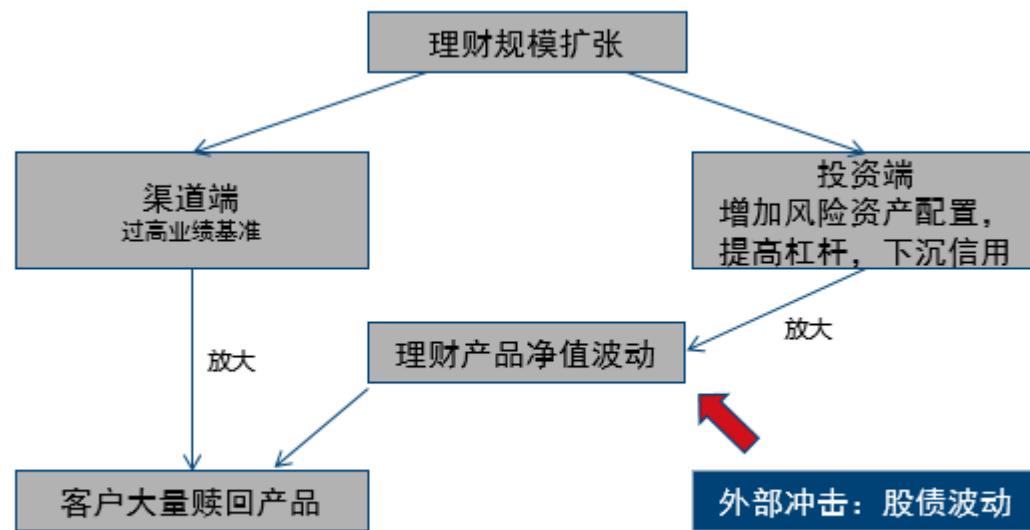
## 2. 居民风险偏好提升调整产品结构

图：“固收+”产品当前策略和资产类别仍在拓宽



资料来源：国信证券经济研究所整理

图：过渡依靠纯债类产品日益放大产品收益波动

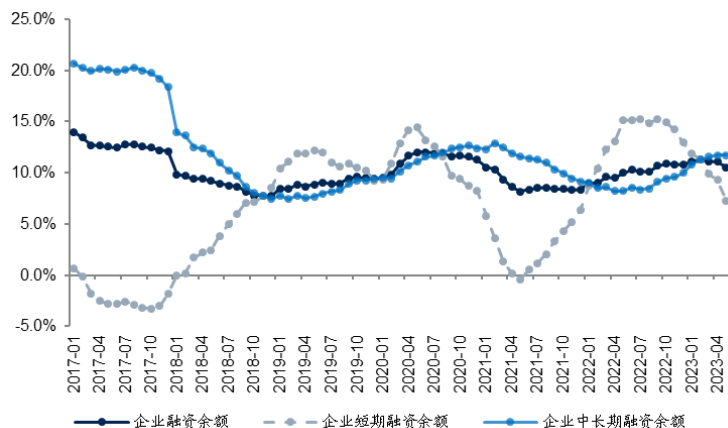


资料来源：国信证券经济研究所整理

### 3. 风险偏好提升依赖经济复苏力度

- 企业中长期融资改善，但企业主动加杠杆意愿不强。5月末企业中长期融资增速达11.7%，较去年二季度低点反弹了3.5个百分点。但企业存款定期化明显，M1和M2剪刀差在高位，贷款和企业债券替代明显，以上迹象都表明企业投资意愿仍不足。

图：企业中长期融资增速持续反弹



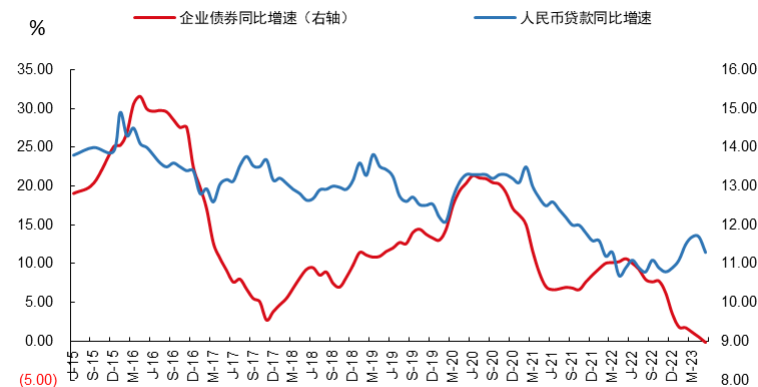
资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

图：M1和M2剪刀差持续处在高位



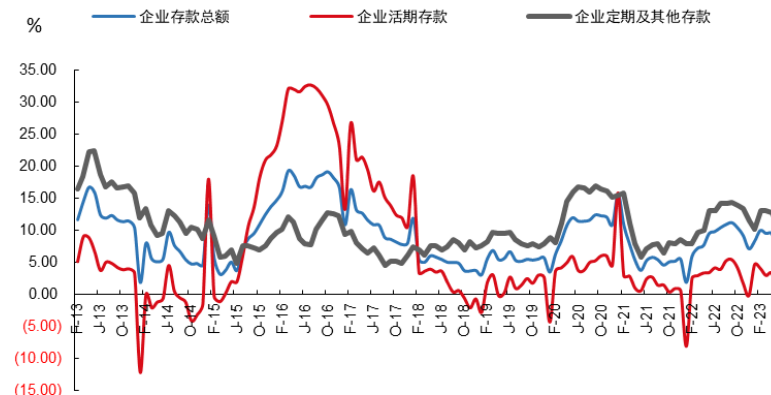
资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

图：贷款和企业债券之间形成明显替代



资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

图：企业存款定期化趋势明显

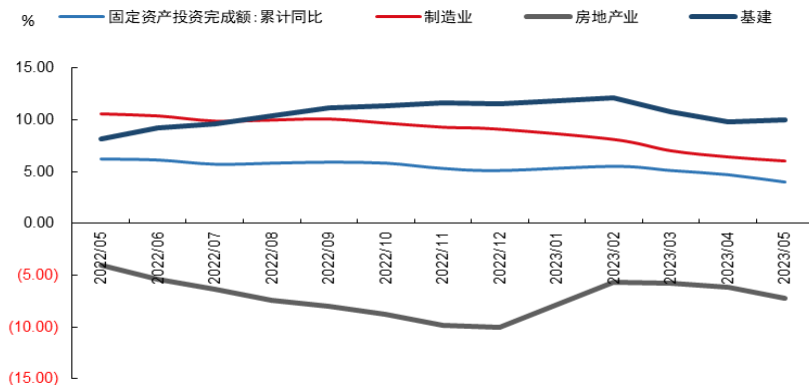


资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

### 3. 风险偏好提升依赖经济复苏力度（续）

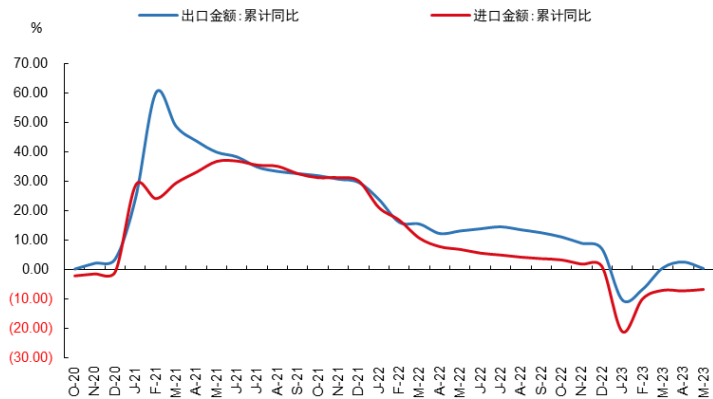
- 基建持续加杠杆稳经济，民营企业活力不足。另外，目前海外经济面临较大压力和不确定性，需要警惕我国出口超预期下滑进一步冲击民企信心。

图：基建仍是加杠杆主力



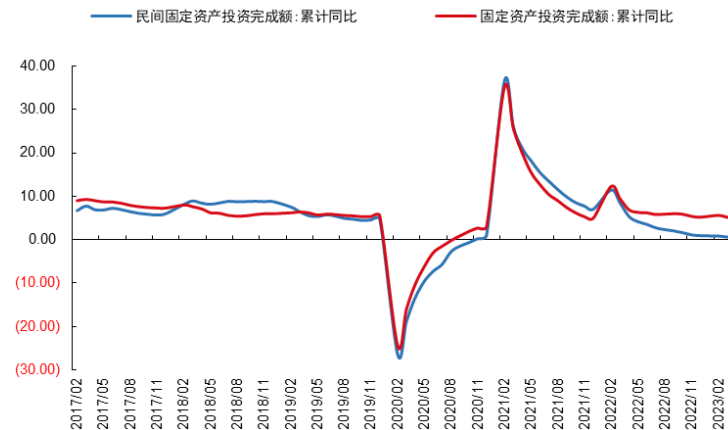
资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

图：4-5月出口表现不佳



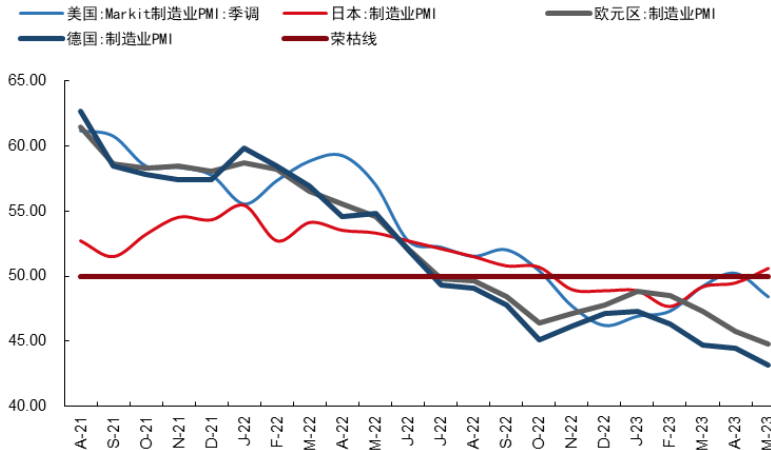
资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

图：民间固定资产投资增速持续下滑处在低位



资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

图：海外主要经济体PMI大都在荣枯线之下



资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

## 4、预计存款回流理财延续，“固收+”产品有吸金潜力

➤ 整体来看，下半年经济复苏情况较乐观，但改善斜率或有反复且预计斜率相对较为平坦。加上银行下调存款利率，因此，预计居民存款继续回流理财产品。

- 当前我国经济内生性仍然不强，主要是居民信心偏弱，企业面临终端消费不足的问题，企业和居民资金循环受阻，货币政策效率大幅下降。因此，提振居民信心仍是关键，4月以来居民信心已现边际改善态势，虽然反弹幅度不大，但预计下半年向上趋势不变。
- 下半年继续平衡“高质量发展”和“稳增长”，预计流动性保持合理宽裕；信贷政策继续发力，但在一季度高增后预计更加注重结构上的优化，加大对消费、高端制造等的信贷投放。

➤ 低风险配置思路延续，但“资产荒”明显，预防一致预期策略下理财收益率波动放大。

- 居民风险改善但仍处在较低水平，持有低风险金融产品的思路预计仍会延续，现金类和纯债类理财产品仍是居民重要配置方向。
- 当前十年期国债利率处在低位，纯债类和现金类理财产品流动性和收益水平都已不如往昔，规模占比已达警戒线；而收益增厚资产中，权益缺乏赚钱效应而REITs等新资产表现不佳，银行理财市场“资产荒”明显，当资产荒演绎到极致，可能会导致新一轮波动放大。

## 5. “低波动与稳健收益” 如何兼得

- 面临居民风险偏好仍低的情况，为客户提供“低波动稳收益”产品和策略是当下核心。
- 抓住结构性资产机会，降低对单一产品的依赖度，降低理财波动性。如利用美元存款较高设立跨境类理财、基于黄金、股指（尤其是中证500、1000指数）设置更多的结构性理财。

表：当前理财子公司典型产品线

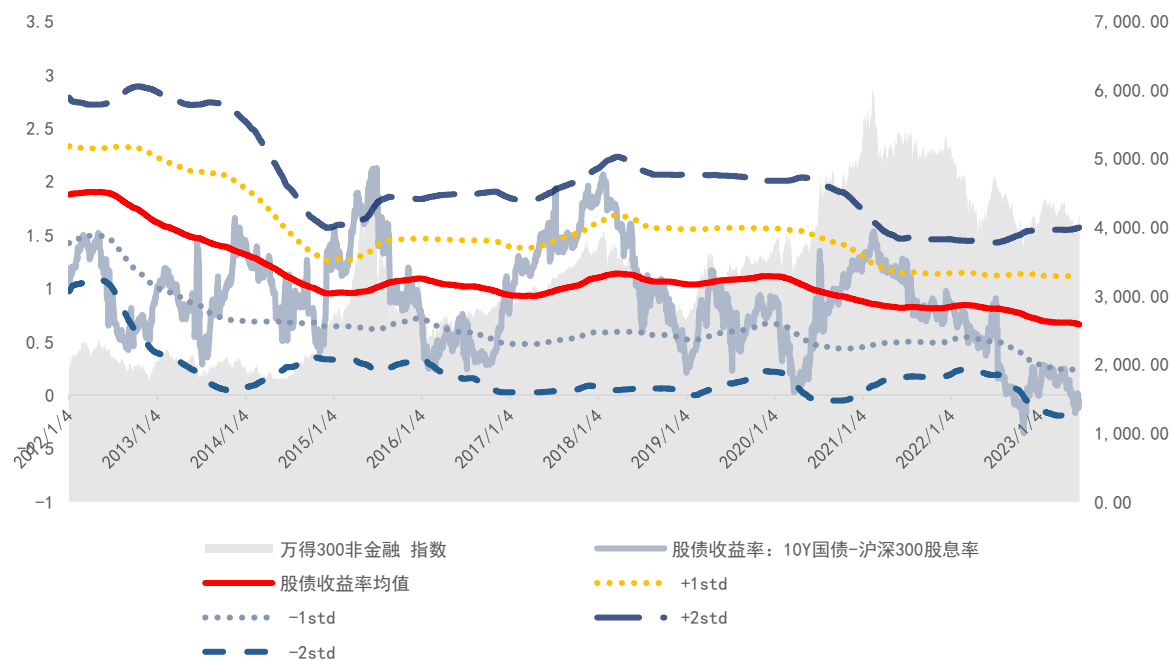
产品类别	具体细分	风险等级	配置资产	运作模式
现金管理类	现金管理	PR1	货币市场工具	开放式
固定收益类	纯债、债券+非标、 债券+权益、债券+衍生 品	PR2-PR3	债券为主，部分配置 一定比例非标资产、 权益资产等	定期开放式、封闭式
混合类	偏债混合、偏股混合、 多资产FOF	PR3-PR4	权益和债券配置比例 调整灵活	一般设置最短持有期后续 开放式
权益类	主动类、FOF类	PR4-PR5	权益资产为主，不低 于80%	开放式、定期开放式
衍生品类	指数增强、雪球类	PR5	债券,商品,利率和金 融衍生工具	定期开放式

资料来源：国信证券经济研究所整理



## 6. +红利资产：当前权益高股息策略凸显吸引力

图：当前权益相对于债券估值吸引力在提升



资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

图：长期看高红利指数长期回报相对指数表现优异



资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

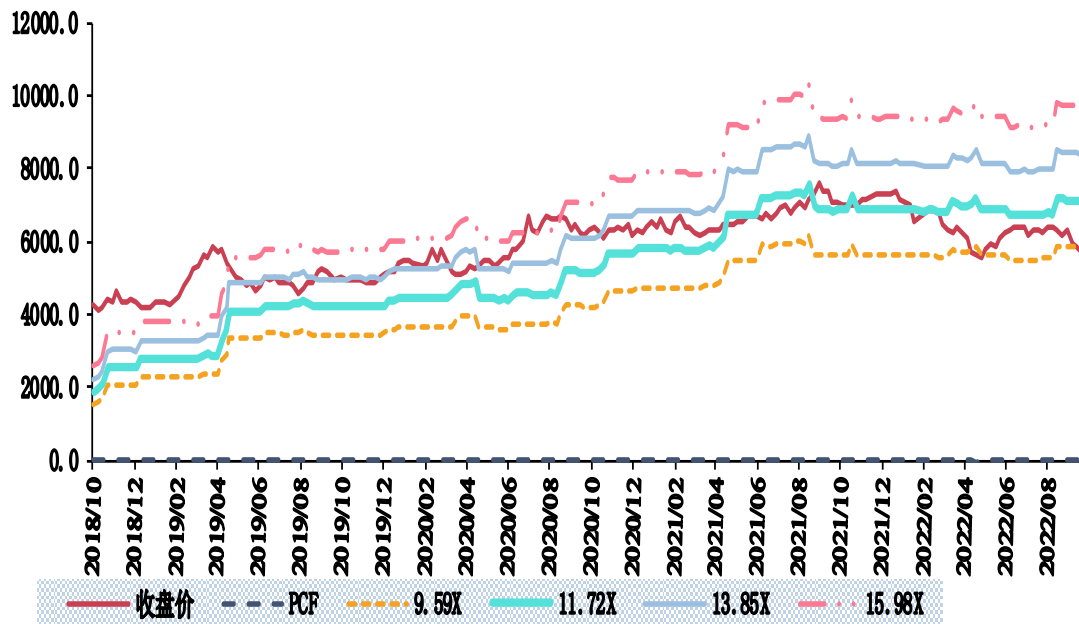
## 6、+另类策略：“雪球”带来结构性产品机会

表：基于市场环境的场景敏感性分析

市场环境	“雪球”产品表现	多头权益表现
大幅上行 (20%以上)	提前敲出，获得稳定收益；	跟随市场大涨
中间震荡 (-20%-20%)	未敲出或敲入，获得稳定收益；	跟随市场震荡
大幅下行 (-20%以上)	情况一：获得零收益； 情况二：达到一定阈值后出现亏损	跟随市场大跌

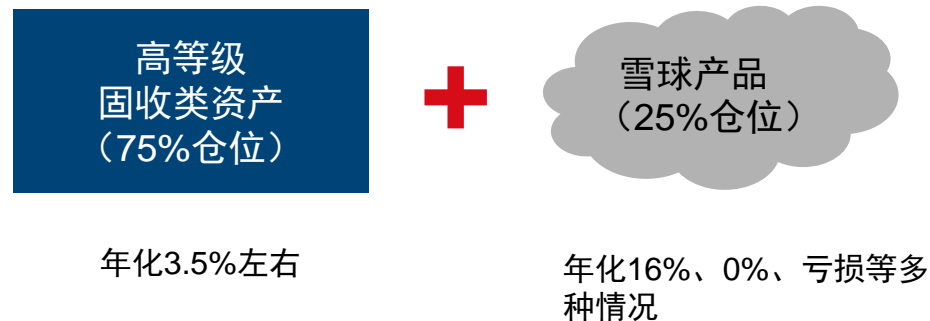
资料来源：国信证券经济研究所整理

图：“雪球”挂钩的中证500目前处于权益估值底部



资料来源：国信证券经济研究所整理

图：通过配置一定比例“雪球”实现“固收+”的效果



资料来源：国信证券经济研究所整理

表：目前“雪球”挂钩的产品保护垫较丰厚

雪球配置比例	中证500下跌幅度平衡点
10	51.5
15	39.8
20	34.0
25	30.5
30	28.2
35	26.5
40	25.3
45	24.3
50	23.5
55	22.9
60	22.3

资料来源：国信证券经济研究所整理

## 6. +另类资产：挖掘打新、定增、商品、REITs等另类资产机会

图：产业基金带来另类资管资产来源



资料来源：BCG，国信证券经济研究所整理

## 7. 渠道端：根据客户需求探索产品配置

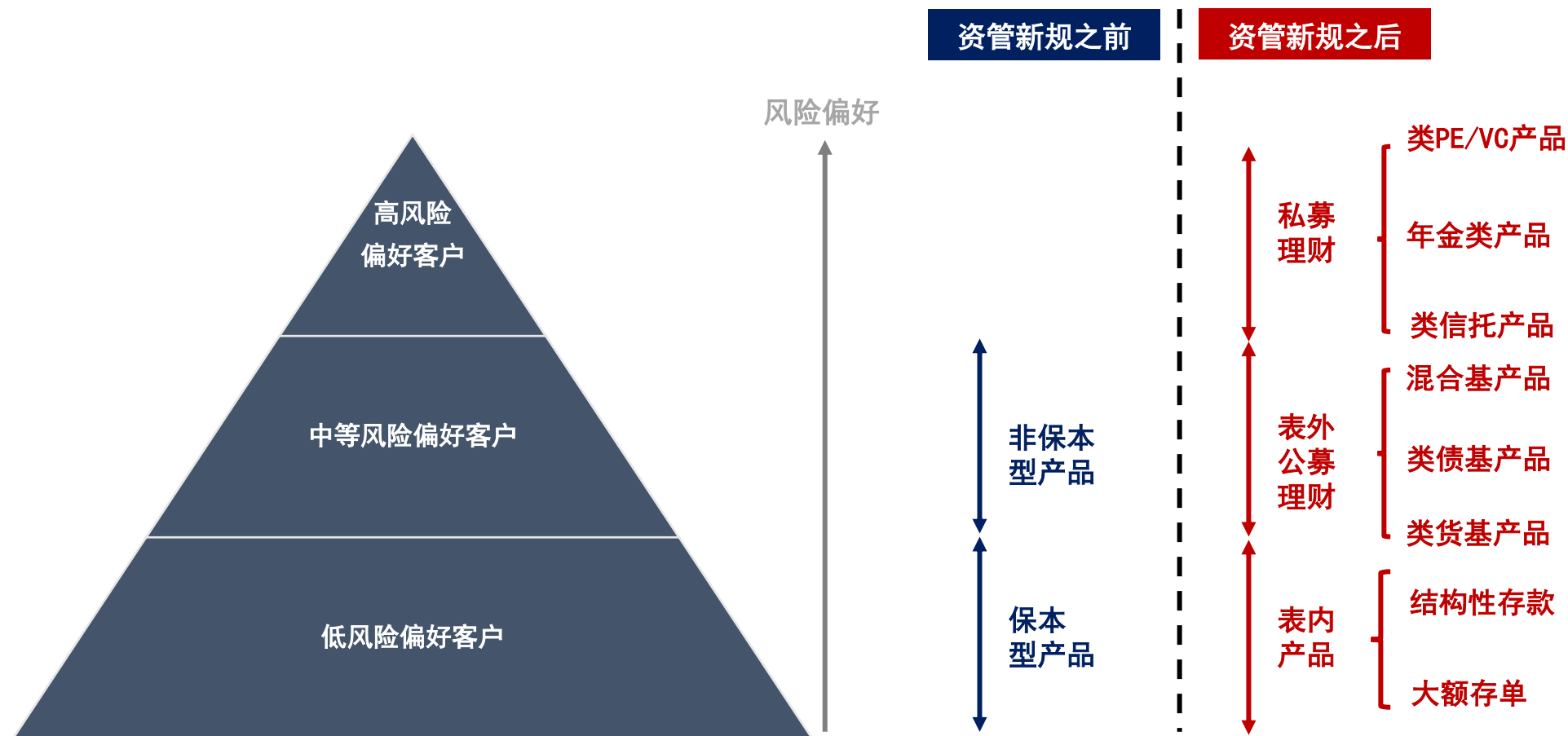
表：客户负债期限与理财产品配置的示例

资金属性	产品匹配	布局机会	突破机遇
半年以内流动性需求	净值型现金管理类理财	符合监管政策要求，收益率略高于货币基金	支付等领域创新，如打通账户支付功能
	短期限、固收定开型产品	符合监管政策要求，维持较高收益率	让渡流动性，接受一定封闭持有期
	存单型理财、地方债指数理财	符合监管政策要求，维持较高收益率	客户接受小幅净值波动
一年到两年财富保值需求	低风险结构性理财	采取类保本策略，替代结构性存款	客户理解“风险-收益”特征
	高风险结构性理财	通过配置一定比例“雪球”，获得稳健较高收益	当前挂钩指数处于低位，产品敲出概率大
两年以上财富增值需求	养老型理财	资产配置优势突出，受益递延养老金红利政策	客户逐步接受长期限产品和资管产品养老理念
	主题型理财	参考海外经验有利于募集机构和高净值客户资金	对于ESG产品，标准需统一且对资产有共识； 对于“乡村振兴”主题产品，考虑到债券收益回报不足，需要增加权益乃至股权资产配置。

资料来源：国信证券经济研究所整理

## 7. 渠道端：净值化时代理财满足全面客户需求

图：资管新规后预计银行理财会延伸自身的产品线

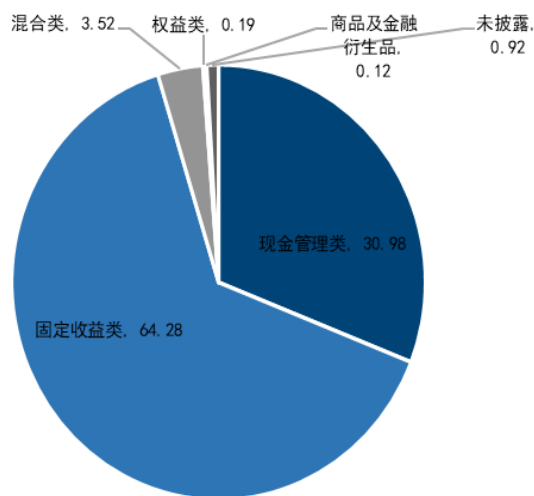


资料来源：国信证券经济研究所整理

## 8、拓展产品类别，迈向全能型资产管理机构

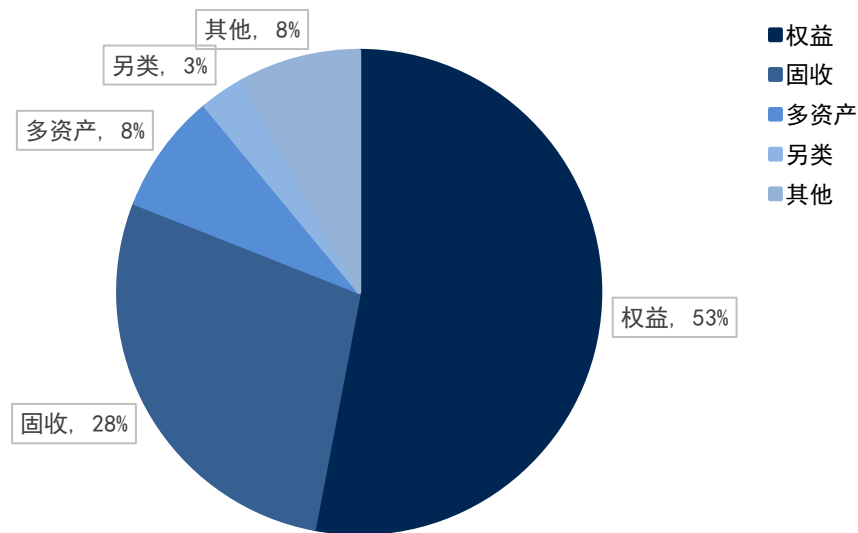
- 当前银行理财的资金属性决定了其投资的稳健性；同时，投资者教育也任重道远，这些都决定了现阶段银行理财子公司对权益投资还处于初步尝试阶段，整体资产类别丰富性不足。
- 但长期来看，权益类理财是银行理财市场的必争之地。一方面，我国居民财富结构和财富管理需求逐步发生变化，未来客户对权益类资产需求更高，理财种类也更加多元化。另一方面，在国内资本市场持续完善、权益市场吸引力不断增强的背景下，我国居民资产配置有望逐步向金融资产转移。

图：当前银行理财产品以固收类为主



资料来源：普益标准，公司财报，国信证券经济研究所整理

图：海外贝莱德资产管理公司权益和多资产占比占比较高



资料来源：公司财报，国信证券经济研究所整理

【 01 】 回顾：纯债受益，净值修复

【 02 】 主线：存款迁徙，理财回流

【 03 】 展望：规模企稳，结构调整

---

【 04 】 风险提示



- 稳增长政策不及预期、海外经济超预期下滑等带来下半年我国经济复苏低于预期，这会导致投资者行为与理财规模变化很有可能超出我们的预期。
- 金融监管政策出现重大变化导致机构行为发生变化。
- 理财产品统计主要来自普益标准金融数据平台，因为净值披露及规模数据样本有限性，统计结果可能与全市场整体行情有偏差。

# 免责声明

国信证券投资评级		
类别	级别	定义
股票投资评级	买入	预计6个月内，股价表现优于市场指数20%以上
	增持	预计6个月内，股价表现优于市场指数10%-20%之间
	中性	预计6个月内，股价表现介于市场指数±10%之间
	卖出	预计6个月内，股价表现弱于市场指数10%以上
行业投资评级	超配	预计6个月内，行业指数表现优于市场指数10%以上
	中性	预计6个月内，行业指数表现介于市场指数±10%之间
	低配	预计6个月内，行业指数表现弱于市场指数10%以上

## 分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

## 重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告意见或建议不一致的投资决策。

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。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。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，我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。

## 证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。



国信证券  
GUOSEN SECURITIES

## 国信证券经济研究所

---

### 深圳

深圳市福田区福华一路125号国信金融大厦36层

邮编：518046      总机：0755-82130833

### 上海

上海浦东民生路1199弄证大五道口广场1号楼12楼

邮编：200135

### 北京

北京西城区金融大街兴盛街6号国信证券9层

邮编：100032