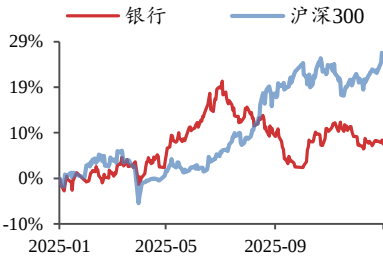


银行

2026 年 01 月 08 日

投资评级：看好（维持）

行业走势图



数据来源：聚源

相关研究报告

《银行视角解码《金融稳定报告（2025）》——行业点评报告》
-2025.12.31

《存款搬家股市放缓，中小行储蓄回流大行——11 月央行信贷收支表要点解读》-2025.12.18

《存款非银化放缓，关注 2026Q1 大行资产负债压力——11 月金融数据点评》-2025.12.13

2026 钱往何处：理财真净值化时代的攻守之道

——2026 年理财资产配置展望

刘呈祥（分析师）

liuchengxiang@kysec.cn

证书编号：S0790523060002

吴文鑫（分析师）

wuwenxin@kysec.cn

证书编号：S0790524060002

● 负债端：增长无虞，“存款搬家”为主要催化

预计 2026 年理财稳步增长 3.8 万亿元。根据央行披露的住户金融资产流量表，2023 年上半年居民定期存款占比陡增至最高 85.57%，随后在 2023 年、2024 年分别降至 55.33%、48.14%，未来或有进一步下降的空间。保守情形下预计 2026 年理财增长 3.83 万亿元，yoy+11.46%。通常季末回表规模 Q1>Q2>Q3>Q4，理财季末回表的扰动正逐年下降。

● 产品端：日开&1M 内短持类产品仍为增长主力

2025 年 1-5 月增量来看，非现管日开、1M 以内短持类增长最快。这两类产品允许底层资产期限错配。2025 年 11 月非现管日开、1M 以内短持类产品近 3 个月年化收益率分别为 1.63%、1.68%，接近 3Y 定存实际利率。

回顾历史，居民“存款搬家”通常流入高流动性资产。2013~2015 年我国“存款搬家”也主要流入开放式理财；日本 1990 年后进入低利率时期，1995 年后可转让存单占比明显提升、定存占比显著下降。低利率环境下居民对流动性要求较高。

● 资产端：存款贡献主要底仓，挖掘短端票息资产

（1）存款：可用于快速建仓、降低组合波动，但难以贡献超额收益。2022 年底债市“赎回潮”以来，存款与信用债规模明显呈现替代关系。理论上存款比例并无上限，但随着高息协议存款逐步到期，1Y 同业定存较难贡献超额收益，我们估算 2025 年、2026 年分别有 0.61、1.16 万亿元协议存款到期，对固收类理财收益率影响-4BP、-9BP。

（2）信用债：利率曲线陡峭化，或避免拉久期/信用下沉。理财的短期限、低波动属性使其在震荡市下避免拉长久期，内部风控要求高于中小银行资管部，从前十持仓分布来看，绝大部分信用债仓位均不低于 AA(2)，预计下沉空间并不大，预计 1-3Y、AA(2) 及以上寻找票息相对较高资产。此外，南向通点心债因高票息也有一定的配置价值。理财对于二永债的增配意愿下降，主要由于信托估值整改+交易机会减少。

（3）基金：具投研&估值优势，赎回费新规影响可控。估算 2025Q3 理财主要增配摊余成本法债基（+779 亿元）和混合二级债基（+596 亿元）。**摊余法债基：**一般使用“理财-专户-摊余债基”方式实现流动性的管理，对 3Y 以上普信债形成增量需求。摊余专户无法复制摊余债基的流动性优势。**市值法债基：**我们根据理财前十持仓估算，2025Q3 末理财持有 7 日免赎的短债基金、中长债基分别为 907 亿元、460 亿元，免赎期限降为 1M 影响已基本可控。

（4）权益：理财含权比例不大，主打“微含权”的“固收+”。受制于理财客户风险偏好，以及首次购买 R4-R5 产品需线下面签的限制，近年股混类产品增长不明显，R3 的“固收+”产品为含权主要增量，但实际权益持仓远不及 20%上限。

（5）衍生品：可有效对冲债市波动，牌照有待扩容。债市震荡的行情下运用利率互换、国债期货等衍生品可有效对冲部分债市波动，目前仅 17 家理财公司持有衍生品交易牌照，未来“分级监管”落地有望对牌照扩容。

● 投资建议

低利率环境下产品线多元、投研发力早、代销渠道广的理财子或将更具优势，推荐中信银行、光大银行，受益标的浦发银行、杭州银行、北京银行等。

● 风险提示：经济增速不及预期；金融监管趋严；理财子牌照发放收紧等。

目 录

1、 负债端：增长无虞，“存款搬家”为主要催化.....	4
1.1、 测算：预计 2026 年理财稳步增长 3.8 万亿元.....	4
1.2、 季节性规律：Q1 回表力度较大，Q2 开启稳定增长.....	5
2、 产品端：日开&1M 内短持类产品仍为增长主力.....	6
2.1、 比价逻辑：理财兼顾流动性（1M 内）和收益性（接近 3Y 定存）.....	6
2.2、 历史镜鉴：居民“存款搬家”通常偏好高流动性资产.....	8
3、 资产端：存款贡献主要底仓，挖掘短端票息资产.....	9
3.1、 存款：存款仓位无上限但难以贡献超额收益.....	9
3.1.1、 存款可用于快速建仓、降低组合波动.....	9
3.1.2、 高息协议存款逐步到期，存款资产再难贡献超额收益.....	12
3.2、 信用债：利率曲线陡峭化，或避免拉久期/信用下沉.....	13
3.2.1、 普信债：1-3Y 寻找票息相对较高资产.....	13
3.2.2、 二永债：估值压力下理财渐趋谨慎，寻找阶段性超调机会.....	14
3.3、 基金：具投研&估值优势，赎回费新规影响可控.....	16
3.3.1、 摊余法债基：估值优势受理财青睐，对 3Y 以上普信债形成增量需求.....	17
3.3.2、 市值法债基：免赎回 1M 影响可控，短债基金仍为流动性工具.....	19
3.3.3、 ETF：成为主动捕捉市场机会的一大工具.....	20
3.4、 权益：风偏低&起步晚，短期内难以大幅增配.....	20
3.5、 其余低波资产：南向通点心债、衍生品对冲等.....	22
3.5.1、 南向通：拟扩容至理财，挖掘高票息点心债.....	22
3.5.2、 衍生品：助力对冲风险，牌照有待“分级监管”扩容.....	23
4、 投资建议.....	24
5、 风险提示.....	24

图表目录

图 1： 保守情形下，2025 年、2026 年末理财规模有望分别达到 33.43 万亿元、37.26 万亿元（万亿元）.....	5
图 2： 2024 年、2025 年的季节性增长较为典型（亿元）.....	5
图 3： 理财季末回表规模 Q1>Q2>Q3>Q4，预计 2026 年回表力度弱于 2025 年（亿元）.....	6
图 4： 截至 2025-05-25，1M 以内最小持有期型产品规模仅次于现金管理类（亿元）.....	6
图 5： 最小持有期型理财产品中，1M 以内增量最多（亿元）.....	7
图 6： 最小持有期型理财产品收益率约 1.7%，与 3Y 定存实际利率接近.....	7
图 7： 近 3 月年化收益率：2025 年 11 月非现管日开、1M 以下最小持有期收益率、分别为 1.63%、1.68%.....	7
图 8： 2013~2015 年“存款搬家”使得开放式非净值型理财产品增长较快（万亿元）.....	8
图 9： 2024 年至今非现管的开放式产品增长迅速（万亿元）.....	8
图 10： 日本居民金融资产占比变化：1995 年后低利率时期可转让存单占比提升、定存占比下降.....	8
图 11： 理财持仓存量：2023 年初以来，理财底层信用债规模增长缓慢，存款则快速增长（万亿元）.....	10
图 12： 理财持仓增量：存款和信用债呈现明显的替代关系（万亿元）.....	10
图 13： 2025Q1 资金面紧，理财规模未明显增加，主要增加逆回购；2025Q2-Q3 增配同业存款（%）.....	11
图 14： 随着 1Y 信用债票息降至 2% 以下，同业存款以相似的利率、无波动的估值展现更高的吸引力（%）.....	11
图 15： 组合类保险资管产品的负债端：理财资金为最大来源（万亿元）.....	12
图 16： 2022 年底至 2023 年上半年，协议存款报价为 3%~3.8%（%）.....	12

图 17: 国债收益率曲线陡峭化, 理财或维持“短端套息+长端交易”的策略 (%)	14
图 18: 理财前十持仓中的二永债仓位维持低位	15
图 19: 银行二永债 2025 年利率整体震荡, 交易机会较少 (%)	15
图 20: 2025 年 9 月以来银行二永债相比普信债的利差走阔 (BP)	16
图 21: 短期限理财产品可通过专户间接持有摊余债基	17
图 22: 摊余成本法专户只能匹配封闭式理财产品, 无法复制摊余债基的优势	17
图 23: 2025Q3 理财前十持仓来看, 理财或对各期限的摊余债基均有所青睐	18
图 24: 1 个月以下期限的理财产品规模占比超 50%	19
图 25: 目前理财客户的风险偏好尚未大幅上升到混合类、权益类理财	21
图 26: 2025Q3 末混合类理财规模约 8300 亿元 (万亿元)	21
图 27: 2025Q3 末权益类理财规模仅约 700 亿元 (万亿元)	21
图 28: 现金管理类理财产品规模持续下降 (亿元)	22
图 29: 封闭式理财产品规模增长较慢 (亿元)	22
表 1: 定期存款占比在 2023 年明显提高、2024 年显著下降, “存款搬家”有望助推理财增长 (亿元)	4
表 2: 基于我国住户金融资产流量表估算, 保守情形下 2026 年理财规模或增长 3.8 万亿元	5
表 3: 理财持仓一览 (穿透后口径): 2025Q3 末存款仓位为近年新高, 信用债仓位尚未明显恢复	9
表 4: 理财投资存款的比例限制仅限于流动性受限存款, 对其余存款无上限要求	10
表 5: 预计 2025 年、2026 年分别有 0.61 万亿元、1.16 万亿元协议存款到期, 对固收类理财收益率影响-4BP、-9BP	13
表 6: 理财前十持仓中, 理财仍主要持仓 3Y 以内、隐含评级 AA(2)及以上的信用债 (不含金融债)	14
表 7: 理财前十持仓持有的二永债主要为隐含 AAA-和 AA+	15
表 8: 各家理财公司投资基金的规模差异较大	16
表 9: 2025Q3 末理财前十持仓中持有的摊余债基 2025Q3 年化收益率中位数为 2.04%	18
表 10: 2025-12-31 证监会出台的“基金赎回费新规”正式稿规定个人持有 7 天免赎、机构持有 7 天免赎	19
表 11: 估算理财 2025Q3 末持有的 7 日免赎的短债基金、中长债基分别为 907 亿元、460 亿元 (亿元)	20
表 12: 2025Q3 理财前十持仓中的权益型 ETF 包含多只宽基基金、科技行业基金 (按持仓规模 TOP30)	20
表 13: “固收+”理财的权益仓位仍然较低	21
表 14: 理财前十持仓中含有多只城投点心债 (表中仅展示 2025Q3 末持有规模 TOP30)	23
表 15: 目前仅 17 家理财公司具备衍生品交易牌照, 其中 1 家为基础类、16 家为普通类	24
表 16: 受益标的一览	24

1、负债端：增长无虞，“存款搬家”为主要催化

1.1、测算：预计 2026 年理财稳步增长 3.8 万亿元

随着居民“超额储蓄”逐步到期，理财有望持续增长较快。根据央行披露的我国住户金融资产流量表，2023 年在债市赎回潮的影响下居民定期存款占比陡增至最高 85.57%(2023 年 6 月末)，随后在 2023 年末、2024 年末分别降至 55.33%、48.14%，仍高于 2021 年末与 2020 年末的水平，未来或有进一步下降的空间。随着 2022 年末受债市“赎回潮”影响居民显著增加的“超额储蓄”逐步到期（如 3Y 定存），预计 2026 年理财或持续增长较快。

表1：定期存款占比在 2023 年明显提高、2024 年显著下降，“存款搬家”有望助推理财增长（亿元）

我国住户金融 资产流量表	通货	存款合计	存款细项				证券公司客 户保证金	保险准备 金	债券	股票	证券投资 基金份额	理财及其 他	其中：理财	资金运用合计 流量（亿元）
			活期存款	定期存款	外汇存款	其他存款								
2024-12	4.87%	58.69%	8.85%	48.14%	0.44%	1.26%	3.70%	17.42%	-0.54%	0.42%	4.50%	10.95%	12.09%	260857
2024-06	2.45%	63.11%	6.73%	55.33%	0.14%	0.91%	0.63%	17.24%	-0.94%	0.26%	6.22%	11.05%	11.15%	154609
2023-12	3.23%	76.73%	2.78%	72.23%	0.07%	1.66%	-0.26%	16.24%	-0.04%	1.28%	3.49%	-0.68%	-3.77%	226936
2023-06	0.37%	87.36%	0.17%	85.57%	0.19%	1.43%	0.25%	16.84%	0.36%	1.20%	4.27%	-10.65%	-16.49%	140071
2022-12	5.15%	79.49%	17.29%	60.57%	0.26%	1.37%	0.01%	13.33%	-0.39%	1.76%	2.57%	-1.91%	-5.68%	237608
2022-06	3.09%	72.45%	8.66%	62.28%	0.35%	1.17%	0.92%	14.49%	-0.63%	1.21%	4.01%	4.48%	1.00%	150088
2021-12	2.97%	53.85%	8.25%	43.40%	-0.15%	2.36%	0.47%	11.95%	0.00%	2.28%	7.59%	20.89%	15.97%	196566
2021-06	0.08%	71.89%	8.91%	61.01%	-0.28%	2.25%	0.75%	10.80%	-0.04%	1.75%	7.22%	7.55%	-0.56%	107876
2020-12	3.64%	65.47%	17.46%	45.03%	0.37%	2.61%	0.79%	9.74%	-0.34%	1.81%	5.37%	13.53%	13.43%	183192
2020-06	1.98%	76.51%	14.23%	60.17%	0.16%	1.95%	1.01%	9.71%	-0.92%	0.87%	4.19%	6.65%	-	114157
2019-12	2.11%	61.29%	16.41%	42.36%	-0.15%	2.67%	0.92%	13.16%	0.17%	1.26%	1.42%	19.67%	8.10%	167908
2018-12	1.45%	56.81%	13.79%	40.26%	-0.16%	2.92%	-0.27%	16.33%	0.77%	1.25%	4.13%	19.54%	-	135701
2017-12	1.48%	35.30%	11.92%	21.00%	-0.03%	2.41%	-1.05%	14.17%	0.95%	2.27%	4.95%	41.92%	-	140521
2016-12	3.81%	49.99%	24.33%	18.19%	2.03%	5.43%	-1.77%	14.32%	0.20%	3.79%	3.35%	26.32%	-	118698
2015-12	1.71%	38.16%	16.93%	20.32%	0.94%	-0.02%	3.45%	11.78%	4.03%	2.62%	7.28%	30.98%	-	122682
2014-12	1.27%	50.32%	5.56%	44.23%	0.35%	0.18%	2.30%	14.90%	1.38%	1.36%	4.31%	24.16%	-	89001
2013-12	3.58%	61.58%	21.82%	39.25%	0.19%	0.32%	-0.09%	14.50%	4.54%	0.84%	0.41%	14.65%	-	90763
2012-12	3.34%	60.71%	20.39%	40.01%	0.11%	0.21%	-0.42%	14.04%	2.71%	1.92%	3.19%	14.50%	-	97059
2011-12	6.30%	60.57%	19.96%	39.93%	0.42%	0.26%	-2.34%	13.99%	-1.01%	4.16%	0.77%	17.56%	-	78735
2010-12	8.07%	66.01%	36.51%	28.38%	0.07%	1.05%	-1.09%	8.36%	0.17%	7.65%	-0.13%	10.96%	-	67402
2009-12	5.18%	67.76%	33.97%	32.85%	0.57%	0.37%	3.54%	13.08%	1.16%	5.23%	-1.59%	5.64%	-	64199
2008-12	5.45%	74.99%	17.24%	55.84%	0.09%	1.81%	-4.71%	12.96%	-1.46%	3.61%	4.71%	4.45%	-	62380
2007-12	7.81%	29.65%	26.62%	5.52%	-3.66%	1.17%	25.60%	17.72%	-0.67%	6.12%	9.80%	3.97%	-	35098
2006-12	7.34%	61.93%	29.96%	31.36%	-1.05%	1.65%	9.94%	12.70%	1.19%	1.96%	4.42%	0.52%	-	34370
2005-12	7.11%	70.46%	25.71%	47.22%	-4.19%	1.72%	-	14.05%	0.80%	0.10%	1.83%	4.75%	-	29913
2004-12	6.75%	73.77%	30.66%	45.36%	-2.25%	-	-	16.54%	-0.97%	3.37%	-	0.53%	-	21253
2003-12	8.86%	71.66%	31.13%	42.02%	-1.49%	-	-	13.14%	2.71%	2.95%	-	0.69%	-	23110
2002-12	6.69%	72.27%	31.81%	37.29%	3.16%	-	-	12.89%	4.46%	3.22%	-	0.47%	-	19721
2001-12	6.19%	70.64%	28.38%	37.49%	4.77%	-	-	8.19%	5.41%	8.10%	-	1.47%	-	14118
2000-12	9.14%	60.81%	36.20%	10.92%	13.70%	-	-	11.47%	6.40%	14.05%	-	-1.88%	-	10870
1999-12	15.30%	59.61%	24.14%	25.90%	9.56%	-	-	4.69%	13.23%	7.16%	-	0.01%	-	12214
1998-12	6.83%	74.26%	21.59%	44.64%	8.04%	-	-	2.39%	11.34%	6.14%	-	-0.96%	-	12466
1997-12	10.93%	67.07%	16.09%	47.90%	3.08%	-	-	2.49%	11.90%	7.68%	-	-0.06%	-	11177
1996-12	7.12%	77.47%	10.76%	64.55%	2.17%	-	-	1.16%	11.46%	2.78%	-	-	-	10992
1995-12	5.04%	87.09%	5.32%	78.26%	3.51%	-	-	1.03%	6.60%	0.26%	-	-	-	8868
1994-12	13.74%	79.45%	13.51%	60.91%	5.03%	-	-	0.72%	5.56%	0.54%	-	-	-	7766
1993-12	22.38%	66.55%	8.77%	52.61%	5.18%	-	-	1.22%	5.93%	3.91%	-	-	-	5062
1992-12	19.12%	60.11%	16.62%	40.38%	3.10%	-	-	1.18%	15.71%	3.90%	-	-	-	4482

数据来源：iFind、开源证券研究所

基于我国住户金融账户流量表，我们大致推测 2025-2026 年的数据：

假设：(1)2025-2026 年住户金融资产存量 yoy 均与 2024 年末保持一致，即 10.22%；
(2) 2025-2026 年住户金融资产流量中，理财占比在保守、激进情形下的占比分别取 2021-2024 年最低值、最高值，即 12.09%、15.97%；

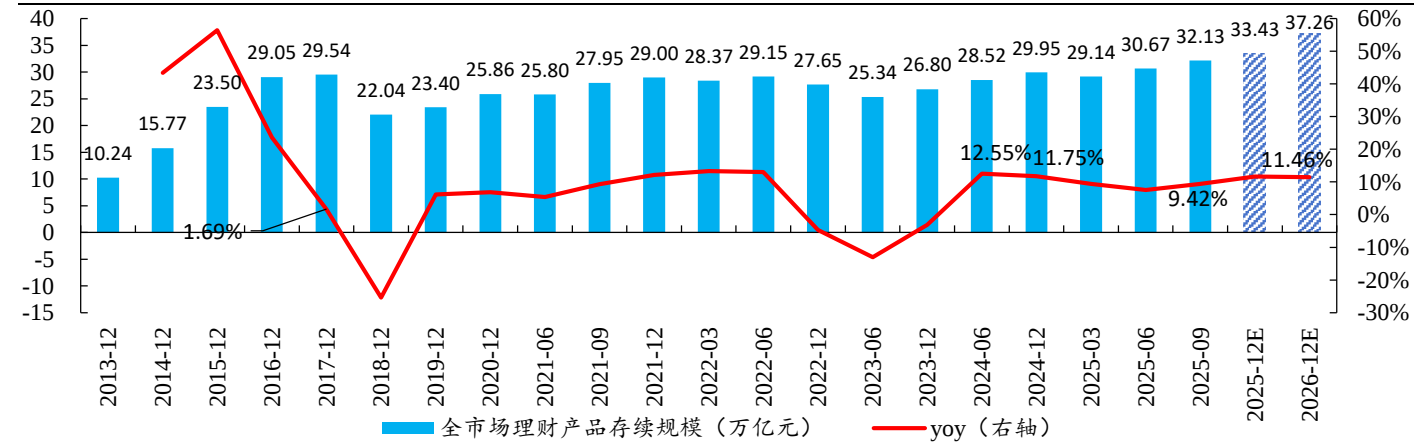
计算得出：保守情形下，2025-2026 年理财规模分别增长 3.48、3.83 万亿元；激进情形下则分别增长 4.59 万亿元、5.06 万亿元。保守情形下，2025-2026 年理财规模 yoy 分别为 11.61%、11.46%，基本与 2024 年同比增速持平，理财进入稳定增长期。

表2：基于我国住户金融资产流量表估算，保守情形下 2026 年理财规模或增长 3.8 万亿元

理财规模预测 (亿元)	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025E		2026E	
							保守	激进	保守	激进
住户金融资产流量	167,908	183,192	196,566	237,608	226,936	260,857	287,517		316,902	
其中：理财占比	8.10%	13.43%	15.97%	-5.68%	-3.77%	12.09%	12.09%	15.97%	12.09%	15.97%
住户金融资产存量	1,664,476	1,895,820	2,148,186	2,329,837	2,552,346	2,813,203	3,100,720		3,417,623	
yoy	-	13.90%	13.31%	8.46%	9.55%	10.22%	10.22%		10.22%	
理财增量	-	24,600	31,400	-13,500	-8,546	31,546	34,770	45,929	38,324	50,623

数据来源：iFind、银行业理财登记托管中心、开源证券研究所（注：1、表中浅黄色底色数据为主要假设值，主要包括 2025E 和 2026E 的“理财占比”“yoy”；2、2025E 和 2026E 保守情形、激进情形下的“理财占比”分别采用 2021-2024 年披露值的最低值、最高值；3、住户金融资产存量 yoy 的 2025E 和 2026E 均沿用 2024 年披露值）

图1：保守情形下，2025 年、2026 年末理财规模有望分别达到 33.43 万亿元、37.26 万亿元（万亿元）

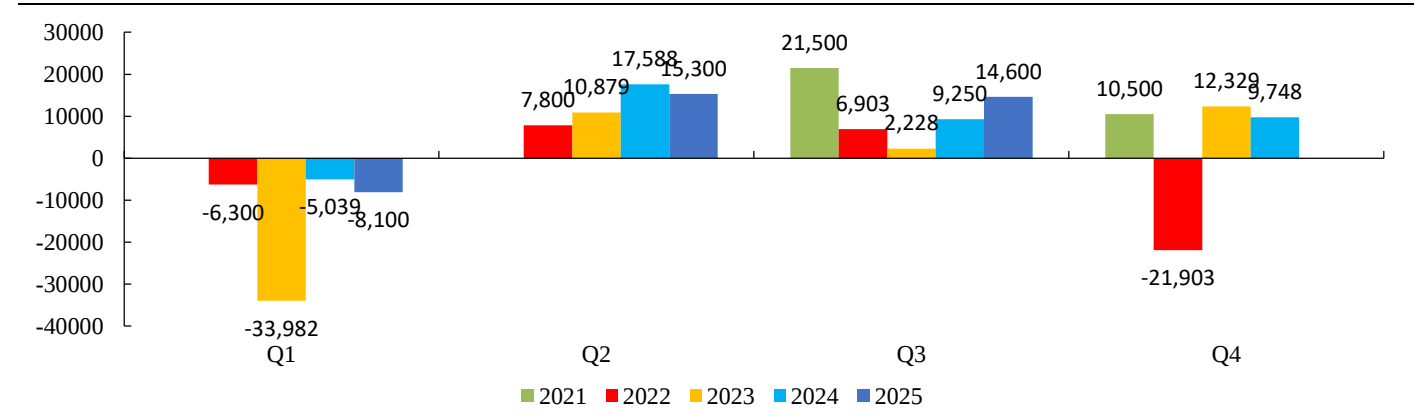


数据来源：iFind、银行业理财登记托管中心、开源证券研究所（注：图中 2025 年、2026 年规模为前文预测值）

1.2、季节性规律：Q1 回表力度较大，Q2 开启稳定增长

2024-2025 年理财进入稳定增长期，其季节性特征更为典型。2022-2023 年受债市“债市赎回潮”的影响，理财季节性特征并不明显。由于 2023 年以来理财不断增加存款仓位来巩固“低波”属性，居民对理财的信任度不断提升，理财迈入常态化增长阶段。2024-2025 年的理财规模增长呈现相似的季节性特征，通常为 Q2-Q4 增长较快，Q1 末受季末回表力度较大的影响读数低于年初。

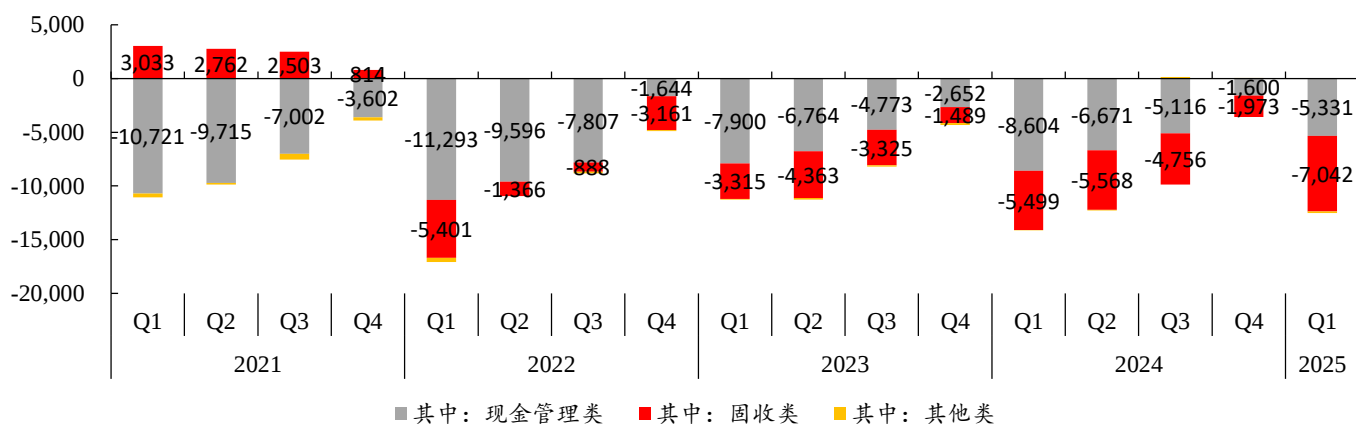
图2：2024 年、2025 年的季节性增长较为典型（亿元）



数据来源：普益标准、银行业理财登记托管中心、开源证券研究所

理财季末回表的扰动正逐年下降，主要源于银行弱化季末存款规模的考核。通常理财季末回表规模 Q1>Q2>Q3>Q4，以 2024 年为例，2024Q1-Q4 回表规模分别为 1.4 万亿元、1.2 万亿元、1 万亿元、0.4 万亿元。但由于银行近年严控负债成本，弱化季末存款规模考核，2025Q1 回表力度已小幅弱于 2024Q1，预计后续年份回表力度将持续减小。2026 年随着存款逐步到期，理财吸引力上升，居民季末配合存款回表的意愿也将下降，理财季末扰动有望减小。

图3：理财季末回表规模 Q1>Q2>Q3>Q4，预计 2026 年回表力度弱于 2025 年（亿元）



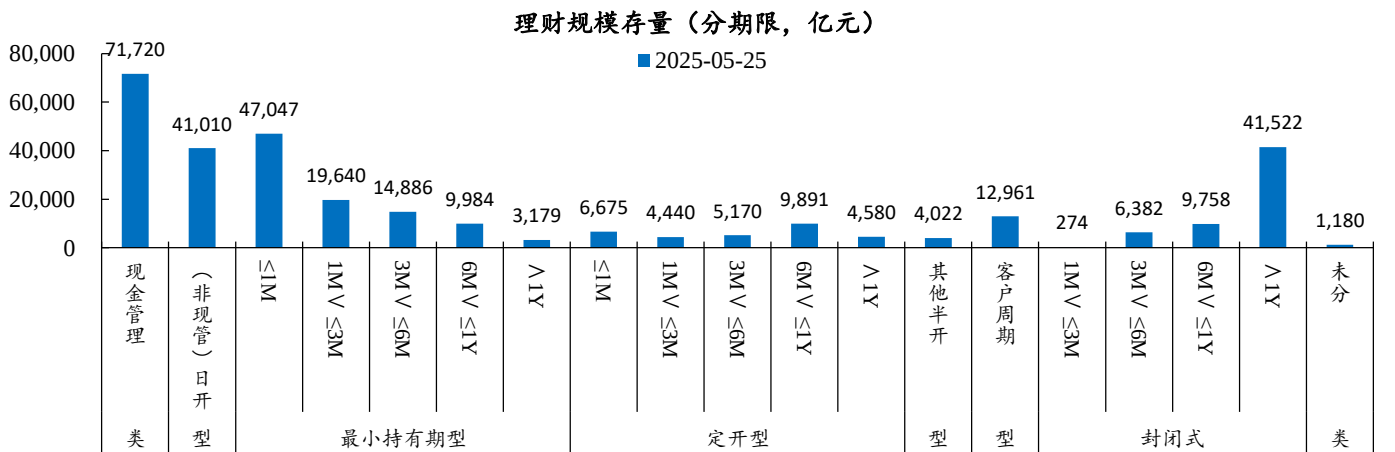
数据来源：普益标准、开源证券研究所（注：因数据披露原因，2025Q2 及以后季度无数据）

2、产品端：日开&1M 内短持类产品仍为增长主力

2.1、比价逻辑：理财兼顾流动性（1M 内）和收益性（接近 3Y 定存）

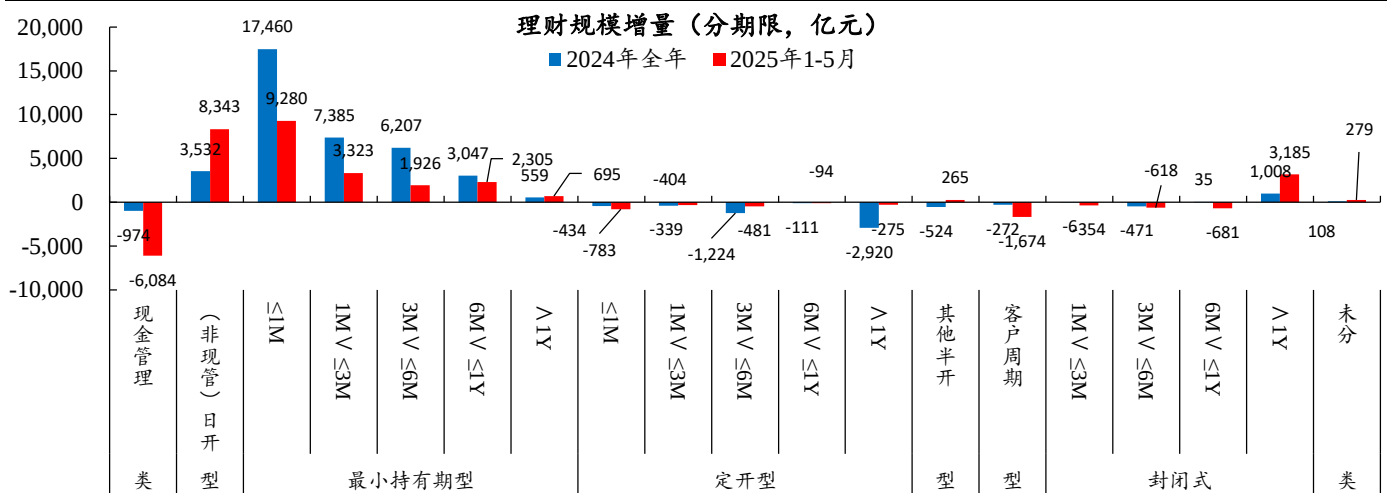
1M 以内最小持有期产品为增量最大的细分品类。截至 2025-05-25，最小持有期型（“短持”）产品规模中以 1M 以内最高，为 4.7 万亿元，并且期限越长的短持类产品规模越小。从 2025 年 1-5 月增量来看，非现管日开、1M 以内短持类增长最快，这两类产品允许底层资产期限错配，因此投资端较现金管理类更为灵活，收益也高于现金管理类。再加上流动性较高，成为理财客户较为青睐的产品。2025 年 11 月非现管日开、1M 以内短持类产品近 3 个月年化收益率分别为 1.63%、1.68%，接近 3Y 定存实际利率。

图4：截至 2025-05-25，1M 以内最小持有期型产品规模仅次于现金管理类（亿元）



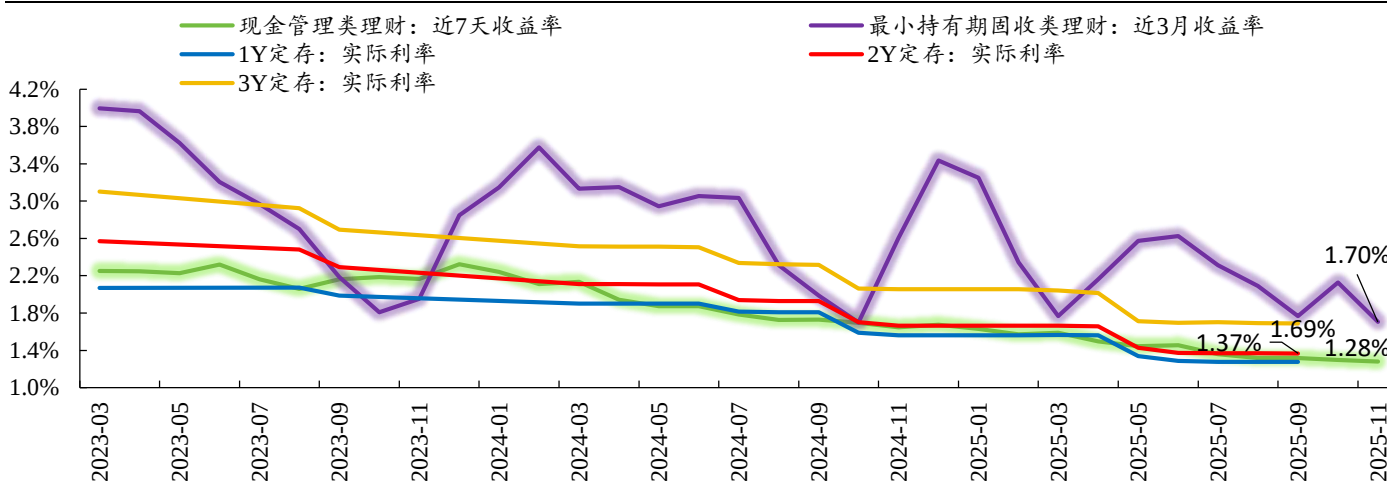
数据来源：普益标准、开源证券研究所（注：2025 年 6 月起该数据未更新，故选取截至 2025-05-25 的数据）

图5：最小持有期型理财产品中，1M 以内增量最多（亿元）



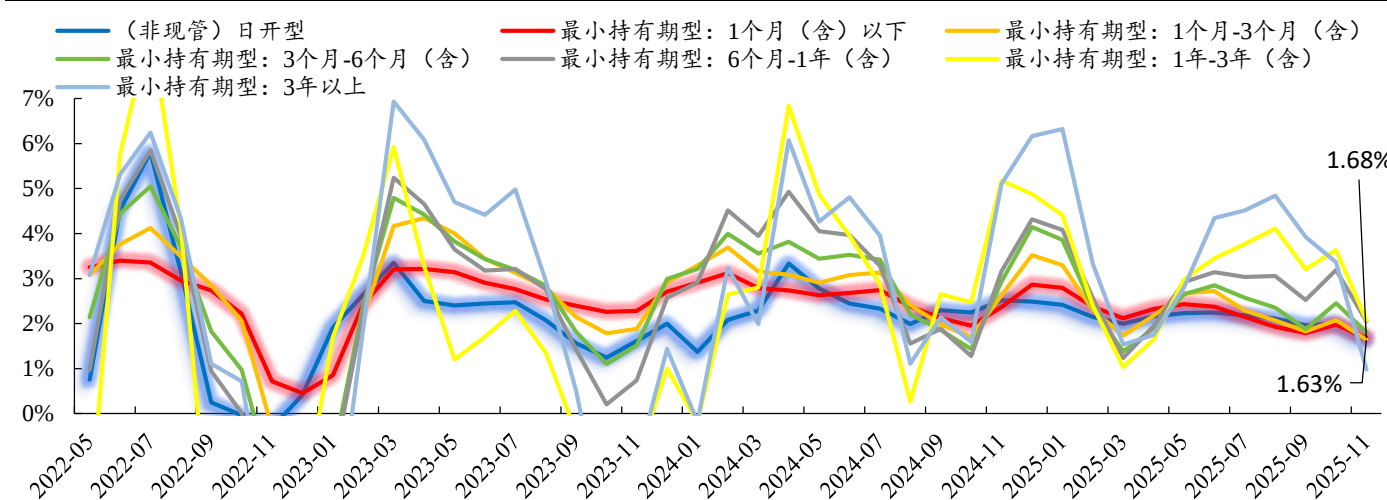
数据来源：普益标准、开源证券研究所（注：2025年6月起该数据未更新，故选取前五个月数据）

图6：最小持有期型理财产品收益率约 1.7%，与 3Y 定存实际利率接近



数据来源：融 360、普益标准、开源证券研究所

图7：近 3 月年化收益率：2025 年 11 月非现管日开、1M 以下最小持有期收益率、分别为 1.63%、1.68%

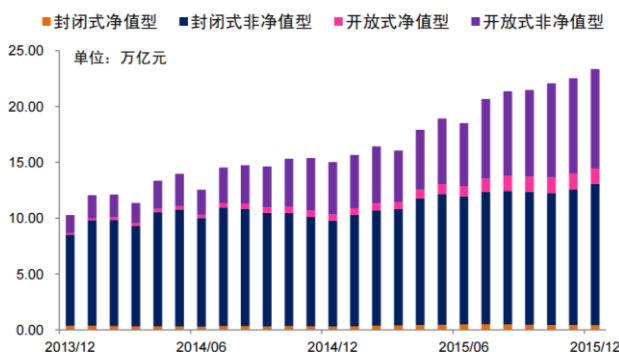


数据来源：普益标准、开源证券研究所（注：收益率为规模加权）

2.2、历史镜鉴：居民“存款搬家”通常偏好高流动性资产

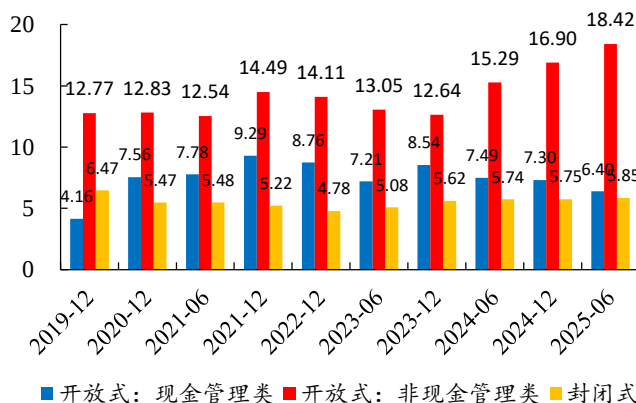
2013~2015 年“存款搬家”也主要流入开放式理财。2013-2015 年由于货币基金的崛起叠加同业理财的兴起，居民“存款搬家”流入理财产品，其中开放式非净值型产品增长显著，尽管当时有“刚兑”现象，也一定程度上反映了居民对于产品流动性的要求较高。封闭式理财产品增长始终较为缓慢，2022 年底债市“赎回潮”后居民风险偏好收敛使得 2023 年封闭式产品略有增长，但其后规模表现平平。除了低利率环境的催化外，也与我国理财产品负债端以个人为主、缺少机构投资者有关。

图8：2013~2015 年“存款搬家”使得开放式非净值型理财产品增长较快（万亿元）



数据来源：银行业理财登记托管中心、开源证券研究所

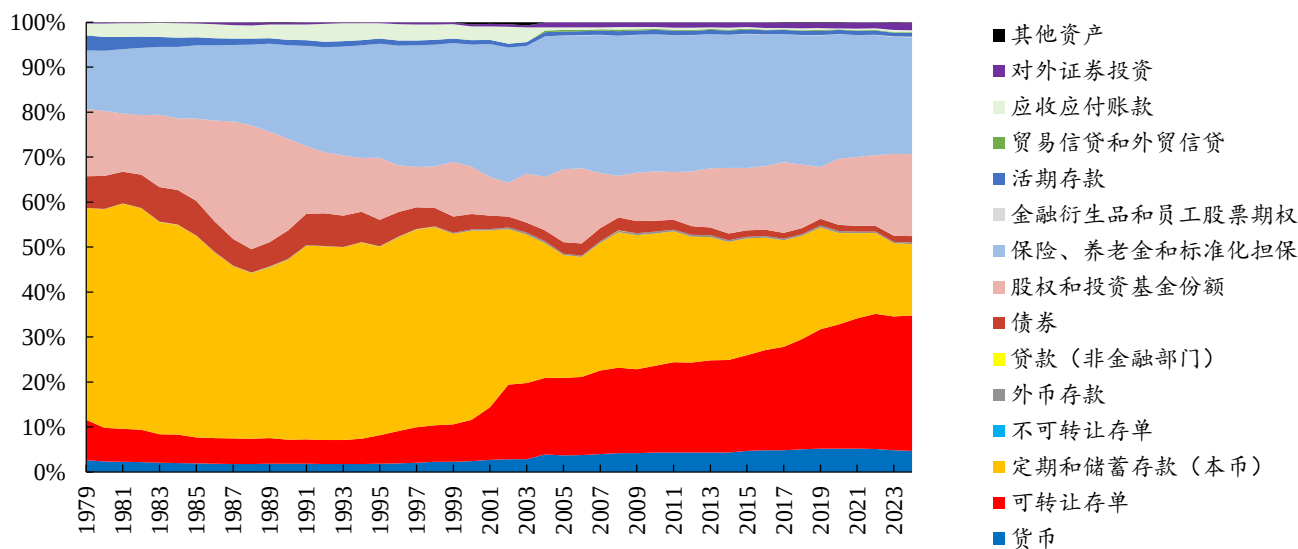
图9：2024 年至今非现管的开放式产品增长迅速（万亿元）



数据来源：银行业理财登记托管中心、开源证券研究所

回顾日本低利率时期，居民逐渐减配定存、增配流动性品种。日本 1990 年后进入低利率时期，居民的资产配置发生显著变化——1995 年后可转让存单占比明显提升、定存占比显著下降，主要由于当时定存利率极速下降，与活存利率差异缩小，居民转向流动性较好的可转让存单，以便根据市场行情灵活配置到股市、境外资产等。我国银行定存利率不断调降的当下，居民也对流动性要求较高，预计开放式理财作为居民“存款搬家”后的“活钱管理”工具，仍将贡献主要增量。

图10：日本居民金融资产占比变化：1995 年后低利率时期可转让存单占比提升、定存占比下降



数据来源：Wind、开源证券研究所

3、资产端：存款贡献主要底仓，挖掘短端票息资产

估值整改背景下，理财对低波资产的需求提升。自 2022 年 11 月债市“赎回潮”以来，理财已明显降低信用债仓位(从 2022 年底的 45.7%降至 2025 年 6 月末的 38.8%)，而存款仓位明显上升，在 2025 年 9 月末达到 27.5%，成为历史新高，也是 2022 年 6 月末的接近 2 倍，主要是存款无净值波动，抵御债市波动。2026 年大概率将落地理财“分级监管”正式稿的背景下，预计估值整改将执行严格（年底清零收盘价估值&平滑信托），净值波动压力下，理财仍将增加对摊余法资产的需求，其中存款为增量最大的一类。

表3：理财持仓一览（穿透后口径）：2025Q3 末存款仓位为近年新高，信用债仓位尚未明显恢复

理财持仓（穿透后，万亿元）	2020-12	2021-06	2021-12	2022-06	2022-12	2023-06	2023-12	2024-06	2024-12	2025-03	2025-06	2025-09	趋势图
现金及银行存款	2.61	2.77	3.56	4.49	5.24	6.56	7.76	7.73	7.68	7.27	8.18	9.45	
同业存单	2.52	3.00	4.34	4.64	3.98	2.94	3.28	3.61	4.63	4.20	4.55	4.50	
债券	16.01	16.29	17.00	16.95	15.10	13.21	13.16	13.39	13.98	13.68	13.78	13.86	
其中：利率债	2.24	1.76	1.83	1.65	1.42	1.07	0.93	0.82	0.75	0.94	0.99	1.03	
信用债	13.77	14.53	15.17	15.29	13.68	12.15	12.24	12.57	13.21	12.74	12.79	12.83	
非标准化债权类资产	3.14	3.75	2.62	2.26	1.95	1.86	1.80	1.78	1.74	1.75	1.81	1.79	
公募基金	0.81	0.74	1.25	1.27	0.81	0.89	0.61	1.10	0.93	0.94	1.38	1.34	
拆放同业及债券买入返售	1.91	0.75	1.22	0.95	1.71	1.11	1.37	1.80	2.06	2.24	2.18	2.37	
权益类资产	1.37	1.17	1.03	1.02	0.93	0.89	0.84	0.85	0.83	0.81	0.78	0.72	
代客境外理财投资QDII	0.17	0.19	0.17	0.19	0.18	0.17	0.23	0.28	0.29	0.28	0.26	0.27	
金融衍生品及另类资产	0.01	0.00	0.01	0.03	0.03	0.03	0.03	0.03	0.01	0.02	0.03	0.02	
总投资资产合计	28.84	28.66	31.19	31.81	29.96	27.7	29.06	30.56	32.13	31.17	32.97	34.33	
现金及银行存款占比	9.1%	9.7%	11.4%	14.1%	17.5%	23.7%	26.7%	25.3%	23.9%	23.3%	24.8%	27.5%	
同业存单	8.7%	10.5%	13.9%	14.6%	13.3%	10.6%	11.3%	11.8%	14.4%	13.5%	13.8%	13.1%	
债券	55.5%	56.8%	54.5%	53.3%	50.4%	47.7%	45.3%	43.8%	43.5%	43.9%	41.8%	40.4%	
其中：利率债	7.8%	6.1%	5.9%	5.2%	4.7%	3.9%	3.2%	2.7%	2.3%	3.0%	3.0%	3.0%	
信用债占比	47.7%	50.7%	48.6%	48.1%	45.7%	43.9%	42.1%	41.1%	41.1%	40.9%	38.8%	37.4%	
非标准化债权类资产	10.9%	13.1%	8.4%	7.1%	6.5%	6.7%	6.2%	5.8%	5.4%	5.6%	5.5%	5.2%	
公募基金	2.8%	2.6%	4.0%	4.0%	2.7%	3.2%	2.1%	3.6%	2.9%	3.0%	4.2%	3.9%	
拆放同业及债券买入返售	6.6%	2.6%	3.9%	3.0%	5.7%	4.0%	4.7%	5.9%	6.4%	7.2%	6.6%	6.9%	
权益类资产	4.8%	4.1%	3.3%	3.2%	3.1%	3.2%	2.9%	2.8%	2.6%	2.6%	2.4%	2.1%	
代客境外理财投资QDII	0.6%	0.7%	0.5%	0.6%	0.6%	0.6%	0.8%	0.9%	0.9%	0.9%	0.8%	0.8%	
金融衍生品及另类资产	0.0%	0.0%	0.0%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.0%	0.1%	0.1%	0.1%	
占比	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	

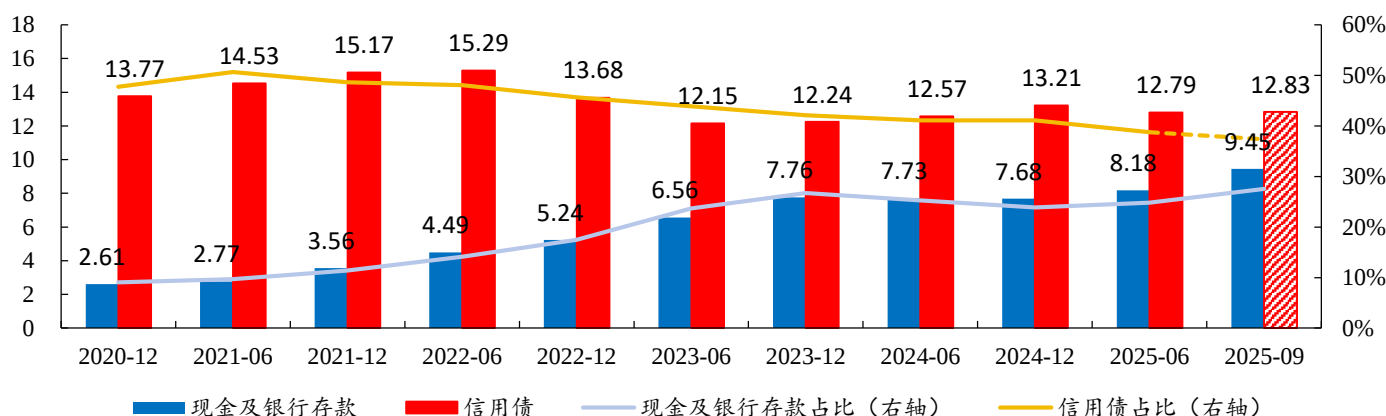
数据来源：银行业理财登记托管中心、开源证券研究所（注：1、2025-03 和 2025-09 信用债仓位未披露，图中占比和规模为估算值。估算方法为假设 2025Q3 末利率债占比与 2025Q2 末一致，倒算出信用债占比，从而估算信用债规模；2、趋势图红点为最高值）

3.1、存款：存款仓位无上限但难以贡献超额收益

3.1.1、存款可用于快速建仓、降低组合波动

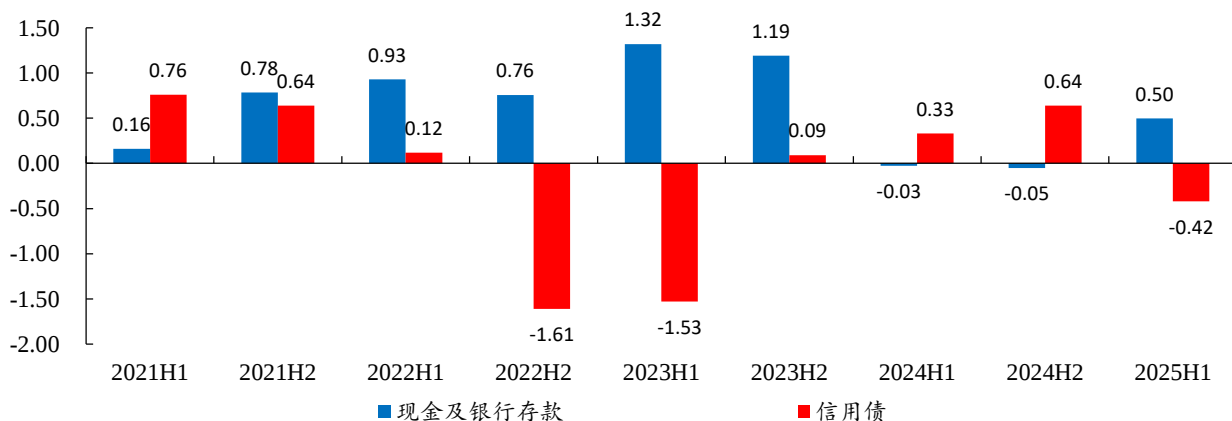
2022 年底债市“赎回潮”以来，存款与信用债规模明显呈现替代关系。2022 年下半年至今，理财持仓的存款和信用债规模替代关系明显，2022H2 和 2023H1 用存款置换较多信用债，2023H2 由于理财规模增长较好，大比例增加存款，但信用债仅微弱增长。2024 年由于协议存款在年初被整改，再加上债市行情较好，理财在 2024 年大规模增加信用债仓位，存款微弱下降。但 2025 年初的债市调整，使得理财又继续重复了 2022 年底之后的换仓操作，或主要是把信用债换成同业定存。

图11：理财持仓存量：2023 年初以来，理财底层信用债规模增长缓慢，存款则快速增长（万亿元）



数据来源：银行业理财登记托管中心、开源证券研究所（注：2025-09 信用债仓位未披露，图中占比和规模为估算值。估算方法为假设 2025Q3 末利率债占比与 2025Q2 末一致，倒算出信用债占比，从而估算信用债规模）

图12：理财持仓增量：存款和信用债呈现明显的替代关系（万亿元）



数据来源：银行业理财登记托管中心、开源证券研究所

理论上，理财中的存款比例并无上限。根据理财监管规定，流动性受限存款（到期日 10 个交易日以上的定存或有条件提支存款）在开放式理财中的占比不能超过 15%。但由于实操中理财可将同业定存在合同上约定为“无条件提前支取”，便可规避该条限制，因此理论上理财产品中的存款并无上限要求，但由于目前高息存款资产较为稀缺，仅依靠存款实现产品的收益增厚。

表4：理财投资存款的比例限制仅限于流动性受限存款，对其余存款无上限要求

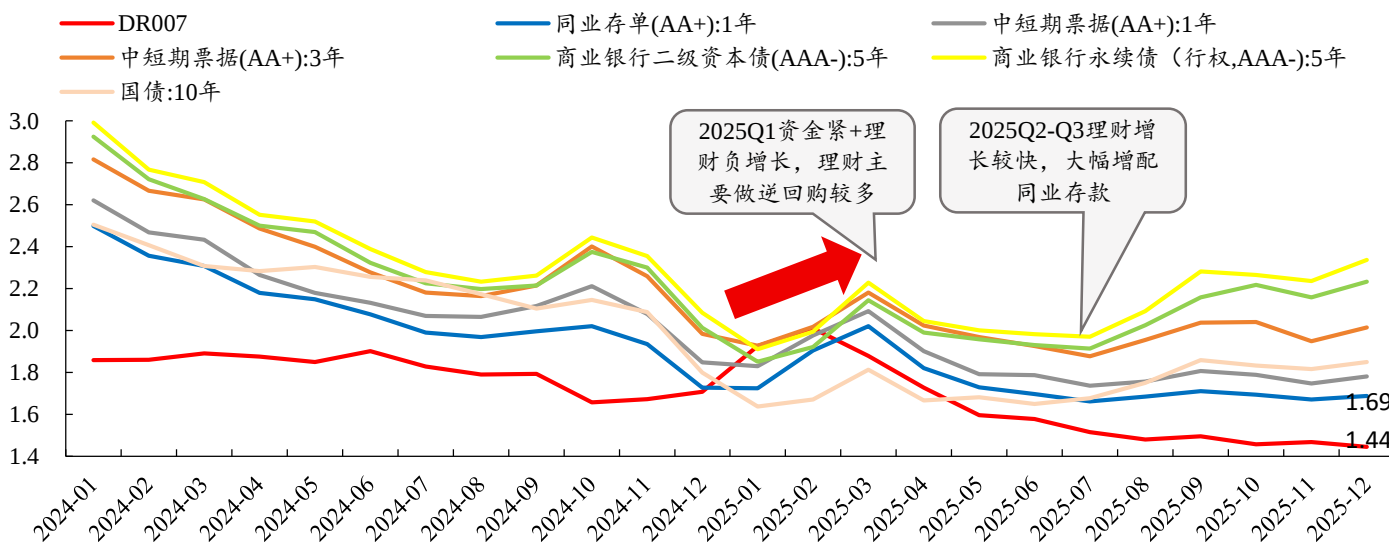
产品分类	具体规定
现金管理类 产品	每只现金管理类产品投资于有固定期限银行存款的比例合计不得超过该产品资产净值的 30%，投资于有存款期限、 根据协议可提前支取的银行存款除外 。 每只现金管理类产品投资 流动性受限资产 合计不得超过该产品资产净值的 10% 。
所有开放式 产品	单只开放式公募理财产品 和每个交易日开放的私募理财产品直接投资于 流动性受限资产 的市值在开放日不得超过该产品资产净值的 15% 。 单只定期开放式私募理财产品 直接投资于流动性受限资产的市值在开放日不得超过该产品资产净值的 20% 。

***流动性受限资产**：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资产。

资料来源：国家金融监督管理总局、开源证券研究所

但存款供给逐渐稀缺，且较难贡献超额收益。银行吸收存款淡季时（如 Q2-Q4 非跨季），同业定存的利率通常同期限同评级的 NCD 略高，假设 1 年期限 AA+ 的 NCD 利率为 1.65%，则 1Y 同业定存或为 1.65%~1.70%，特殊时间如跨季或可达到 1.8% 以上。考虑到信用债需缴纳 3% 利息收入增值税且需承受市场波动，对比之下同业定存仍有配置性价比，理财配置存款意愿较高。但由于银行表内控制负债成本，高息同存供应逐步减少，理财很难仅仅依靠同业存款做出超额收益。由于近期银行储备 2026Q1 贷款“开门红”，或存在提价吸收存款的需求，理财有望抢配。

图13：2025Q1 资金面紧，理财规模未明显增加，主要增加逆回购；2025Q2-Q3 增配同业存款（%）



数据来源：Wind、开源证券研究所（注：2025-12 截至 2025-12-09，其余月份均为完整周期的均值）

图14：随着 1Y 信用债票息降至 2% 以下，同业存款以相似的利率、无波动的估值展现更高的吸引力（%）

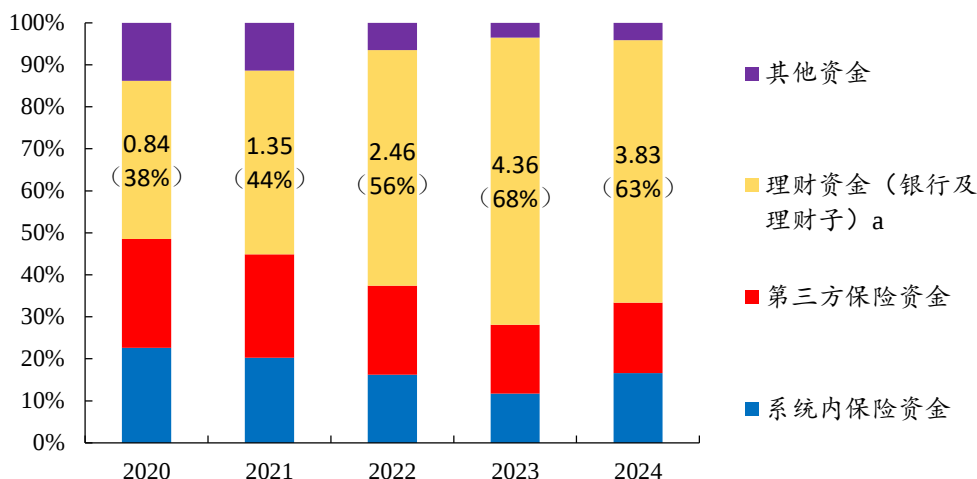


数据来源：Wind、开源证券研究所

3.1.2、高息协议存款逐步到期，存款资产再难贡献超额收益

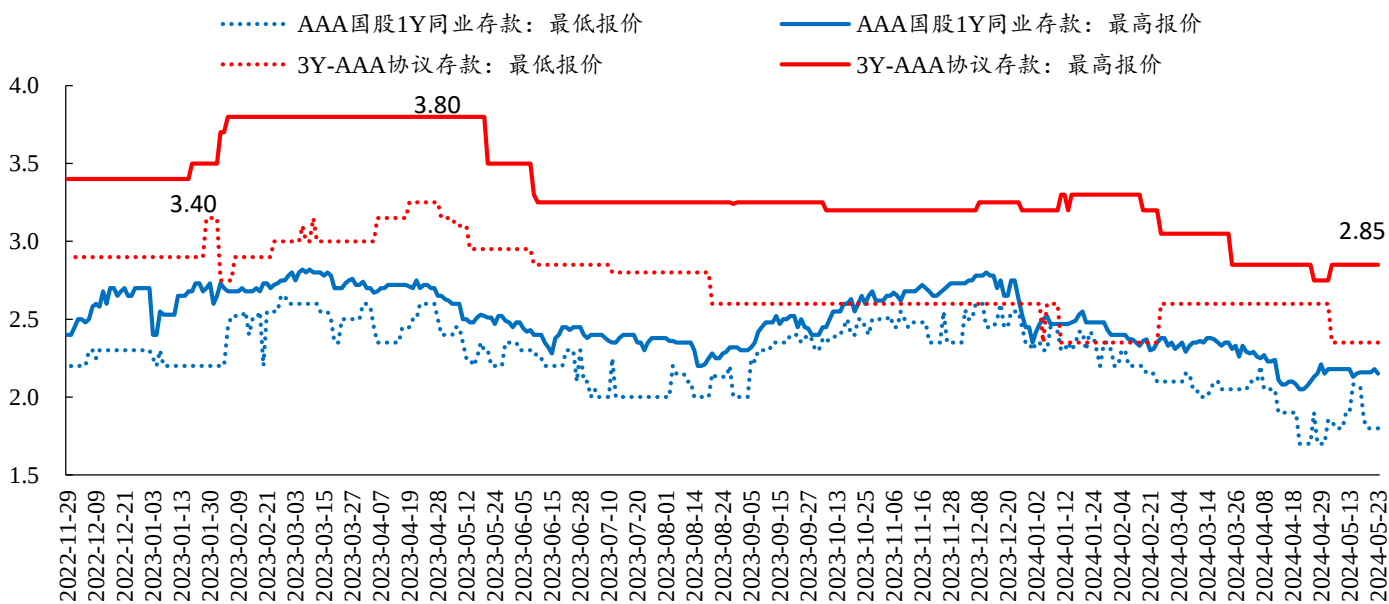
存量协议存款集中到期，有望同时增加同存&中短信用债的需求。根据保险资管发展报告，2022-2023 年末理财资金投资组合类保险资管产品的规模极速上升至 2.46 万亿元、4.36 万亿元，而 2024 年末则下降至 3.83 万亿元，主要是受到 2024 年初协议存款新规影响。当时协议存款主要为 3Y 定期，预计 2022 年 11 月底至 2026 年上半年集中到期，对理财收益率或有显著影响。根据 CFETS 报价，3Y 协议存款在 2022 年底至 2023 年初最高报价为 3.8%，最低报价为 3%

图15：组合类保险资管产品的负债端：理财资金为最大来源（万亿元）



数据来源：中国保险资产管理运行调研报告、中国保险资产管理业发展报告、开源证券研究所

图16：2022 年底至 2023 年上半年，协议存款报价为 3%~3.8%（%）



数据来源：CFETS、开源证券研究所

估算 2025 年、2026 年分别有 0.61、1.16 万亿元协议存款到期，对固收类理财收益率影响-4BP、-9BP。根据协议存款增量数据倒推，我们大致测算了到期量对于理财收益率的影响（如下表），静态测算预计累计影响收益率 13BP，预计 2025Q4 及 2026 年上半年到期量较大。以最小持有期产品为例，其收益率将从 9 月末的 2.24% 降至 2026Q2 末 2.11%，相比于 3Y 定存（1.69%）仍有较大收益率优势，并不会显著影响“存款搬家”进程。但对于部分协议存款仓位较高的产品，收益下行压力之下或寻找收益率较高的同存、信用债、公募基金。

表5：预计 2025 年、2026 年分别有 0.61 万亿元、1.16 万亿元协议存款到期，对固收类理财收益率影响-4BP、-9BP

组合类保险资管产品	负债端（万亿元）		2020	2021	2022	2023	2024
	系统内保险资金		0.50	0.63	0.71	0.7469	1.0143
	第三方保险资金		0.58	0.76	0.93	1.0474	1.028
	理财资金（银行及理财子）a		0.84	1.35	2.46	4.36	3.83
	其他资金		0.31	0.35	0.29	0.2254	0.2512
	组合类产品合计		2.22	3.09	4.38	6.38	6.12
	yoy		-	39.07%	41.85%	45.70%	-4.10%
	资产端（万亿元）		2020	2021	2022	2023	2024
	存款占比b		-	53%	60%	67%	57%
	假设其中：协议存款占比c		-	80%	80%	80%	80%
估计协议存款到期影响	估算理财中的协议存款余额a×b×c		-	0.57	1.18	2.34	1.74
	当年净新增		-	-	0.61	1.16	-0.59
			2025		2026		
	预计协议存款到期量（万亿元）		0.61		1.16		
	存量3Y协议存款利率		3.50%		3.50%		
	目前1Y同业定存利率		1.70%		1.70%		
	3年前固收类产品规模（万亿元）		26.13		24.11		
	预计产品收益率变化		-0.04%		-0.09%		

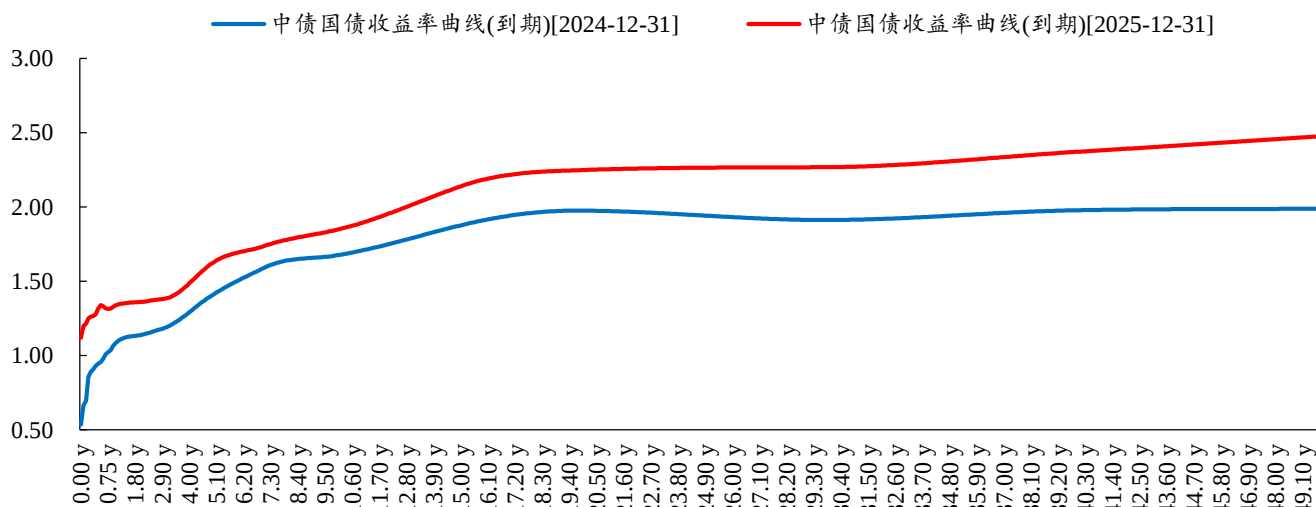
数据来源：银行业理财登记托管中心、CFETS、中国保险资产管理运行调研报告、中国保险资产管理业发展报告、开源证券研究所

3.2、信用债：利率曲线陡峭化，或避免拉久期/信用下沉

3.2.1、普信债：1-3Y 寻找票息相对较高资产

收益率曲线陡峭化，理财维持“短端套息+长端交易”哑铃型策略。利率曲线陡峭化下理财保持 1-3Y 中短债票息+杠杆策略，长端以利率债的交易为主。由于理财公司风控通常较中小银行资管部更为严格，前十持仓绝大部分信用债仓位均不低于 AA(2)，预计下沉空间并不大。尚未取得理财子牌照的银行资管部通常会下沉到 AA-，2026 年底非持牌资管部“清零”存在一定可能，但由于政策细节有待出台，对于中低评级债券需求端的影响目前较为有限。

图17：国债收益率曲线陡峭化，理财或维持“短端套息+长端交易”的策略（%）



数据来源：Wind、开源证券研究所

表6：理财前十持仓中，理财仍主要持仓 3Y 以内、隐含评级 AA(2)及以上的信用债（不含金融债）

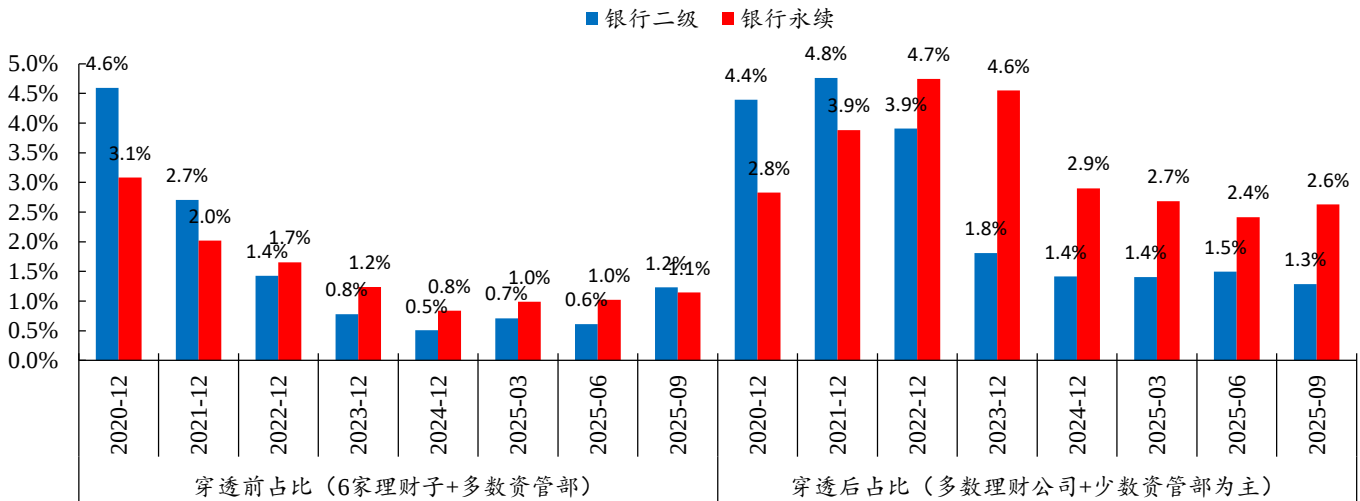
隐含评级（期末）	2025-03							2025-06							2025-09						
	<1Y	1~2Y(含)	2~3Y(含)	3~5Y(含)	>5Y	小计		<1Y	1~2Y(含)	2~3Y(含)	3~5Y(含)	>5Y	小计		<1Y	1~2Y(含)	2~3Y(含)	3~5Y(含)	>5Y	小计	
金融债（不含政金债）	AAA+	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
	AAA	4.94%	1.38%	0.69%	0.16%	7.17%	4.02%	0.99%	0.65%	0.09%	0.08%	5.83%	4.48%	0.78%	0.38%	0.04%	0.00%	5.68%			
	AAA-	14.78%	10.62%	6.19%	7.55%	39.59%	13.46%	9.45%	4.55%	9.89%	0.62%	37.96%	12.62%	10.78%	3.45%	10.68%	1.38%	38.91%			
	AA+	16.17%	6.91%	2.21%	8.17%	33.52%	14.86%	7.07%	1.94%	9.79%	0.17%	33.82%	10.57%	7.34%	1.58%	12.87%	0.09%	32.45%			
	AA	3.72%	3.90%	1.66%	2.82%	12.10%	4.01%	3.92%	2.38%	3.14%	0.00%	13.44%	5.96%	2.82%	2.45%	3.05%	0.00%	14.28%			
	AA-	2.18%	0.96%	1.00%	1.93%	6.06%	2.54%	1.27%	0.92%	2.68%	0.01%	7.42%	2.09%	1.36%	1.12%	2.59%	0.00%	7.15%			
	AA-以下&未评级	0.21%	0.55%	0.22%	0.57%	1.56%	0.37%	0.38%	0.28%	0.49%	0.00%	1.52%	0.28%	0.39%	0.37%	0.36%	0.13%	1.52%			
合计	41.99%	24.31%	11.97%	21.21%	0.51%	100.00%	39.25%	23.09%	10.71%	26.07%	0.88%	100.00%	35.99%	23.46%	9.35%	29.59%	1.60%	100.00%			
信用债（不含金融债）	AAA+	0.20%	0.02%	0.03%	0.09%	0.42%	0.23%	0.03%	0.03%	0.08%	0.05%	0.42%	0.05%	0.03%	0.00%	0.03%	0.07%	0.18%			
	AAA	3.99%	1.16%	1.30%	0.29%	6.88%	3.68%	1.71%	0.85%	0.28%	0.03%	6.55%	3.27%	1.57%	0.39%	0.26%	0.14%	5.63%			
	AAA-	3.24%	1.44%	0.86%	0.16%	5.75%	2.99%	1.38%	0.54%	0.15%	0.05%	5.11%	3.16%	1.73%	0.75%	0.49%	0.11%	6.24%			
	AA+	8.93%	5.51%	4.14%	1.61%	20.31%	7.93%	6.01%	3.80%	1.67%	0.13%	19.53%	7.91%	5.76%	2.97%	1.72%	0.31%	18.69%			
	AA	12.84%	9.57%	4.83%	2.93%	30.21%	13.01%	9.62%	5.41%	3.33%	0.03%	31.40%	13.18%	10.66%	5.66%	3.47%	0.22%	33.18%			
	AA(2)	13.37%	9.04%	3.62%	2.89%	28.93%	12.02%	9.24%	4.41%	4.01%	0.02%	29.69%	11.29%	8.82%	4.09%	5.05%	0.08%	29.33%			
	AA-	3.70%	1.85%	1.04%	0.75%	7.34%	3.10%	1.85%	1.20%	0.99%	0.00%	7.14%	2.45%	1.76%	1.13%	1.28%	0.00%	6.62%			
AA-以下&未评级	0.09%	0.05%	0.01%	0.01%	0.00%	0.17%	0.10%	0.05%	0.02%	0.00%	0.00%	0.17%	0.09%	0.03%	0.01%	0.00%	0.00%	0.14%			
合计	46.38%	28.64%	15.84%	8.72%	0.42%	100.00%	43.05%	29.88%	16.27%	10.50%	0.30%	100.00%	41.41%	30.36%	15.01%	12.29%	0.93%	100.00%			
其中：城投债	AAA+	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.07%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.04%	0.04%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.06%	0.06%			
	AAA	0.89%	0.65%	0.38%	0.30%	2.37%	0.64%	0.76%	0.37%	0.29%	0.02%	2.08%	0.66%	0.58%	0.11%	0.27%	0.13%	1.76%			
	AAA-	0.32%	0.20%	0.13%	0.04%	0.69%	0.24%	0.25%	0.07%	0.04%	0.00%	0.61%	0.26%	0.29%	0.03%	0.04%	0.00%	0.62%			
	AA+	3.98%	3.32%	1.93%	1.20%	10.48%	3.86%	3.03%	1.65%	1.04%	0.12%	9.69%	4.17%	2.89%	1.51%	1.06%	0.23%	9.86%			
	AA	11.00%	9.30%	3.96%	3.37%	27.64%	11.97%	8.93%	4.05%	3.71%	0.01%	28.68%	12.12%	9.12%	4.23%	3.81%	0.16%	29.45%			
	AA(2)	22.63%	15.33%	5.89%	4.92%	48.77%	20.32%	15.25%	7.14%	6.74%	0.02%	49.46%	19.47%	14.86%	6.72%	8.61%	0.12%	49.78%			
	AA-	4.94%	2.49%	1.21%	1.23%	9.87%	3.97%	2.35%	1.40%	1.63%	0.00%	9.36%	2.88%	2.16%	1.32%	2.08%	0.00%	8.44%			
AA-以下&未评级	0.07%	0.05%	0.00%	0.00%	0.00%	0.12%	0.05%	0.05%	0.00%	0.00%	0.00%	0.09%	0.02%	0.02%	0.00%	0.00%	0.00%	0.04%			
合计	43.82%	31.34%	13.51%	11.05%	0.28%	100.00%	41.05%	30.63%	14.68%	13.45%	0.20%	100.00%	39.60%	29.91%	13.92%	15.87%	0.70%	100.00%			

数据来源：普益标准、开源证券研究所（注：已披露产品的前十持仓口径；部分机构开始披露“穿透后”的前十持仓而非“穿透前”，故可能造成前十持仓的长久期债券占比略有上升）

3.2.2、二永债：估值压力下理财渐趋谨慎，寻找阶段性超调机会

理财增配二永债的意愿总体下降，主要由于信托估值整改+交易机会减少。理财 3Y 以内的二永债以配置盘为主，3-5Y 二永债为交易盘为主，由于 2025 年二永债利率多有回调，全年交易机会少于 2024 年，再加上信托估值整改，预计后续理财对于二永债的偏好仍然不强。不过，2025 年 9 月底以及 12 月，二永债跌出“性价比”时理财或也有增配意愿。

图18：理财前十持仓中的二永债仓位维持低位



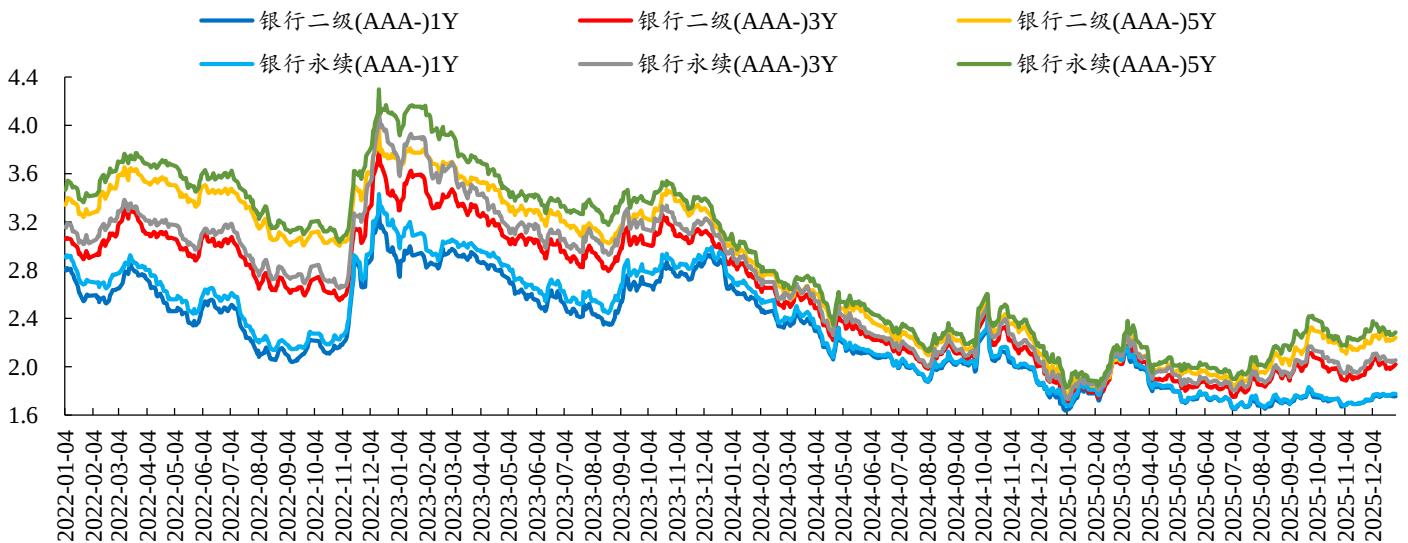
数据来源：普益标准、开源证券研究所

表7：理财前十持仓持有的二永债主要为隐含 AAA-和 AA+

隐含评级（期末）		2025-03						2025-06						2025-09					
不分穿透前后		≤1Y	1~2Y(含)	2~3Y(含)	3~5Y(含)	>5Y	小计	≤1Y	1~2Y(含)	2~3Y(含)	3~5Y(含)	>5Y	小计	≤1Y	1~2Y(含)	2~3Y(含)	3~5Y(含)	>5Y	小计
银行二级	AAA+	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
	AAA	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
	AAA-	7.15%	12.12%	10.20%	6.08%	1.86%	37.41%	9.19%	14.46%	5.76%	6.56%	2.18%	38.15%	8.24%	15.56%	2.78%	7.50%	4.91%	39.00%
	AA+	19.77%	4.56%	3.23%	6.17%	0.24%	33.97%	12.69%	7.30%	2.06%	8.50%	0.59%	31.14%	2.26%	10.54%	1.46%	11.83%	0.37%	26.46%
	AA	2.59%	5.48%	2.84%	5.83%	0.00%	16.73%	3.22%	5.06%	3.48%	5.63%	0.00%	17.38%	5.98%	3.77%	4.42%	5.63%	0.00%	19.81%
	AA-	1.95%	1.17%	1.74%	3.26%	0.00%	8.11%	2.62%	1.81%	1.67%	4.03%	0.02%	10.14%	1.56%	2.68%	2.04%	4.43%	0.00%	10.71%
银行永续	AA-以下&未评级	0.21%	0.95%	0.85%	1.77%	0.00%	3.78%	0.13%	0.95%	0.68%	1.42%	0.00%	3.19%	0.15%	1.16%	1.16%	1.03%	0.53%	4.03%
	合计	31.66%	24.26%	18.86%	23.11%	2.10%	100.00%	27.85%	29.56%	13.65%	26.14%	2.79%	100.00%	18.19%	33.70%	11.87%	30.42%	5.81%	100.00%
	AAA+	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
	AAA	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
	AAA-	19.56%	12.25%	2.09%	11.63%	0.00%	45.54%	13.92%	5.57%	2.94%	17.13%	0.00%	39.56%	11.21%	8.19%	2.66%	18.09%	0.00%	40.15%
	AA+	15.51%	7.30%	1.10%	11.77%	0.00%	35.69%	17.73%	5.35%	0.95%	14.90%	0.00%	38.92%	13.34%	5.19%	1.16%	19.21%	0.00%	38.91%
银行永续	AA	3.24%	2.68%	1.22%	2.77%	0.00%	9.91%	3.30%	2.83%	2.24%	3.11%	0.00%	11.48%	3.97%	2.45%	2.23%	3.15%	0.00%	11.80%
	AA-	3.39%	1.11%	1.17%	1.89%	0.00%	7.57%	3.59%	1.25%	0.93%	2.91%	0.00%	8.69%	3.44%	0.96%	0.66%	3.03%	0.00%	8.09%
	AA-以下&未评级	0.34%	0.71%	0.00%	0.24%	0.00%	1.30%	0.78%	0.27%	0.10%	0.20%	0.00%	1.34%	0.55%	0.21%	0.08%	0.22%	0.00%	1.06%
	合计	42.04%	24.06%	5.59%	28.31%	0.00%	100.00%	39.33%	15.26%	7.16%	38.25%	0.00%	100.00%	32.51%	17.00%	6.78%	43.71%	0.00%	100.00%

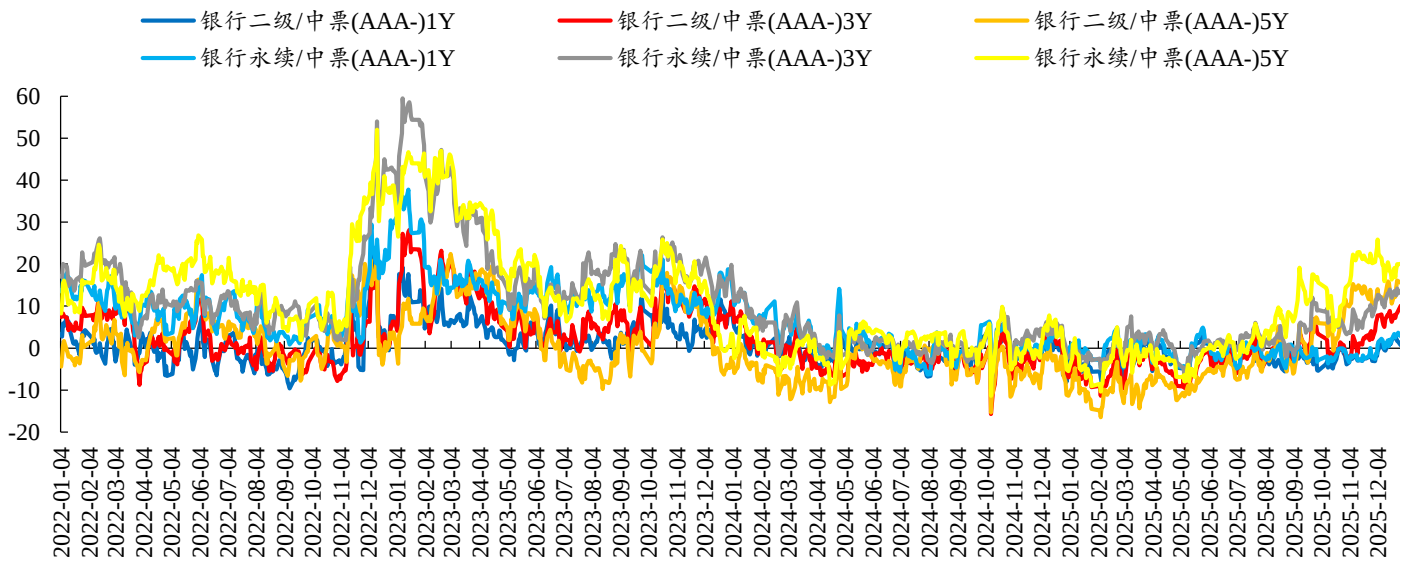
数据来源：普益标准、开源证券研究所（注：不分穿透前、穿透后，按披露口径汇总）

图19：银行二永债 2025 年利率整体震荡，交易机会较少（%）



数据来源：Wind、开源证券研究所

图20：2025年9月以来银行二永债相比普信债的利差走阔（BP）



数据来源：Wind、开源证券研究所

3.3、基金：具投研&估值优势，赎回费新规影响可控

理财 2025Q3 赎回较多市值法纯债基金，增配摊余债基、多资产类型基金。这样调仓主要是为了稳净值和增厚收益，反映理财遴选基金风格较为灵活，对基金的流动性要求较高，对收益也有一定的要求。我们根据理财前十持仓的公募基金估算 2025Q3 理财主要：（1）增配：摊余成本法债基（+779 亿元）>混合二级债基（+596 亿元）>QDII 基金（+262 亿元）>另类投资基金（+219 亿元）>股票型基金（+182 亿元）；（2）减配：短期纯债基金（-989 亿元）>中长债基（-334 亿元）>混合一级债基（-118 亿元）>被动指数型债基（-95 亿元）。

表8：各家理财公司投资基金的规模差异较大

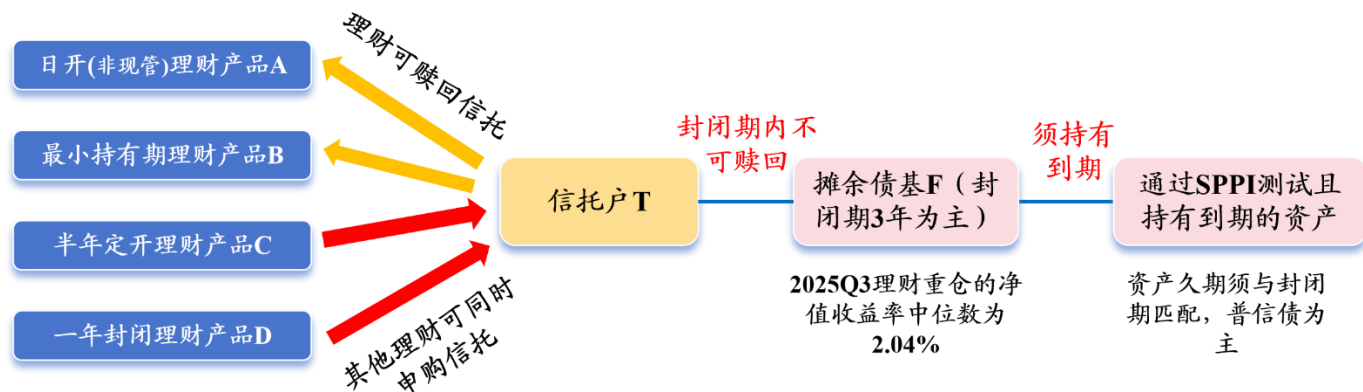
理财前十持仓中的 公募基金	前十持仓中的规模（亿元）						前十持仓中的占比						估算全部持仓中的规模（亿元）						2025Q3 变动
	2022-12	2023-12	2024-12	2025-06	2025-09		2022-12	2023-12	2024-12	2025-06	2025-09		2022-12	2023-12	2024-12	2025-06	2025-09		
货币型基金	254.04	124.02	329.97	214.20	286.82	310.05	14.93%	8.28%	15.13%	9.54%	8.36%	9.05%	1207	505	1410	892	1157	1212	55
债券型基金	1101.95	1160.77	1640.41	1732.64	2781.54	2628.43	64.74%	77.51%	75.24%	77.19%	81.04%	76.74%	5237	4730	7011	7218	11222	10275	947
短期纯债型基金	144.28	370.02	619.81	413.29	790.55	562.76	8.48%	24.71%	28.43%	18.41%	23.03%	16.43%	686	1508	2649	1722	3189	2200	989
中长期纯债型基金	536.96	478.18	627.43	822.83	1178.01	1130.24	31.55%	31.93%	28.78%	36.66%	34.32%	33.00%	2552	1949	2682	3428	4753	4418	334
混合债券型一级基金	193.91	194.97	167.64	203.94	215.48	192.15	11.39%	13.02%	7.69%	9.09%	6.28%	5.61%	922	795	716	850	869	751	118
混合债券型二级基金	197.79	89.65	55.07	54.47	73.71	228.47	11.62%	5.99%	2.53%	2.43%	2.15%	6.67%	940	365	235	227	297	893	586
被动指数型债券基金	28.33	27.18	166.20	232.93	513.56	505.76	1.66%	1.82%	7.62%	10.38%	14.96%	14.77%	135	111	710	970	2072	1977	95
增强指数型债券基金	0.08	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0	0	0	0	0	0	0
可转换债券型基金	0.60	0.76	4.26	5.18	10.24	9.06	0.03%	0.05%	0.20%	0.23%	0.30%	0.26%	3	3	18	22	41	35	6
债基估值方法：	1101.95	1160.77	1640.41	1732.64	2781.54	2628.43	64.74%	77.51%	75.24%	77.19%	81.04%	76.74%	5237	4730	7011	7218	11222	10275	947
摊余成本法	177.62	199.95	171.12	1530.01	714.82	937.09	10.44%	13.35%	7.85%	23.61%	20.83%	27.36%	844	815	731	2208	2884	3663	729
市值法	924.33	892.72	1429.75	1164.95	2020.77	1673.42	54.31%	59.61%	65.58%	51.90%	58.87%	48.86%	4393	3638	6111	4853	8153	6542	511
混合估值法	0.00	68.09	39.54	37.67	45.96	17.92	0.00%	4.55%	1.81%	1.68%	1.34%	0.52%	0	277	169	157	185	70	115
混合型基金	207.23	108.14	59.91	50.63	53.70	59.13	12.18%	7.22%	2.75%	2.26%	1.56%	1.73%	985	441	256	211	217	231	14
偏债混合型基金	53.33	24.37	11.75	6.13	6.18	8.18	3.13%	1.63%	0.54%	0.27%	0.18%	0.24%	253	99	50	26	25	32	7
偏股混合型基金	33.38	23.22	14.71	14.44	12.48	17.35	1.96%	1.55%	0.67%	0.64%	0.36%	0.51%	159	95	63	60	50	68	17
平衡混合型基金	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0	0	0	0	0	0	0
灵活配置型基金	120.53	60.54	33.44	30.06	35.05	33.60	7.08%	4.04%	1.53%	1.34%	1.02%	0.98%	573	247	143	125	141	131	10
股票型基金	100.74	62.15	46.76	45.41	45.07	93.01	5.92%	4.15%	2.14%	2.02%	1.31%	2.72%	479	253	200	189	182	364	182
普通股票型基金	14.45	11.51	7.37	8.40	6.12	4.66	0.85%	0.77%	0.34%	0.37%	0.18%	0.14%	69	47	31	35	25	18	7
被动指数型基金	77.13	44.69	38.25	35.45	37.85	85.68	4.53%	2.98%	1.75%	1.58%	1.10%	2.50%	367	182	163	148	153	335	82
增强指数型基金	9.16	5.95	1.14	1.56	1.09	2.68	0.54%	0.40%	0.05%	0.07%	0.03%	0.08%	44	24	5	6	4	10	6
国际(QDII)基金	21.51	27.87	49.40	164.45	149.25	221.11	1.26%	1.86%	2.27%	7.33%	4.35%	6.46%	102	114	211	685	602	864	262
国际(QDII)债券型基金	11.93	22.25	30.61	155.54	139.72	175.08	0.70%	1.49%	1.40%	6.93%	4.07%	5.11%	57	91	131	648	564	684	121
国际(QDII)股票型基金	9.13	5.45	14.04	8.72	9.14	43.79	0.54%	0.36%	0.64%	0.39%	0.27%	1.28%	43	22	60	36	37	171	134
国际(QDII)混合型基金	0.45	0.17	0.20	0.19	0.37	2.23	0.03%	0.01%	0.01%	0.01%	0.01%	0.07%	2.13	0.71	0.86	0.77	1.49	8.71	7.22
国际(QDII)另类投资基金	0.00	0.00	0.00	0.01	0.02	0.01	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00	0.00	0.00	0.02	0.08	0.05	-0.03
另类投资基金	10.56	12.19	11.67	29.43	34.33	91.55	0.62%	0.81%	0.54%	1.31%	1.00%	2.67%	50	50	50	123	139	358	219
REITs	4.56	1.86	3.14	4.53	3.02	2.12	0.27%	0.12%	0.14%	0.20%	0.09%	0.06%	21.66	7.58	13.42	18.87	12.20	8.29	-3.91
FOF基金	1.46	0.53	0.22	0.14	0.15	0.10	0.09%	0.04%	0.01%	0.01%	0.00%	0.00%	6.94	2.17	0.96	0.60	0.59	0.41	-0.19
未分类	0.00	0.00	38.68	3.13	78.48	19.51	0.00%	0.00%	1.77%	0.14%	2.29%	0.57%	0.00	0.00	165.31	13.04	316.60	76.26	-240.84
公募基金	1702.04	1497.53	2180.15	2244.56	3432.36	3425.01	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	8089	6103	9318	9351	13847	13389	-459

数据来源：普益标准、各理财产品季度投资报告前十持仓、开源证券研究所（注：该表右下角标绿底色均为全部持仓的披露值；估算值可能与实际值有差异，仅供参考）

3.3.1、摊余法债基：估值优势受理财青睐，对 3Y 以上普信债形成增量需求

理财高息低波资产减少，对摊余债基的需求与日俱增。摊余债基的封闭期通常为 3 年以上，封闭期内无法赎回。由于理财通常使用资管产品对长期限资产（如存款、债券、摊余债基等）进行流动性管理，摊余债基因其估值优势和收益优势受到理财的青睐。实操上一般使用“理财-专户-摊余债基”的委外方式实现流动性的管理。

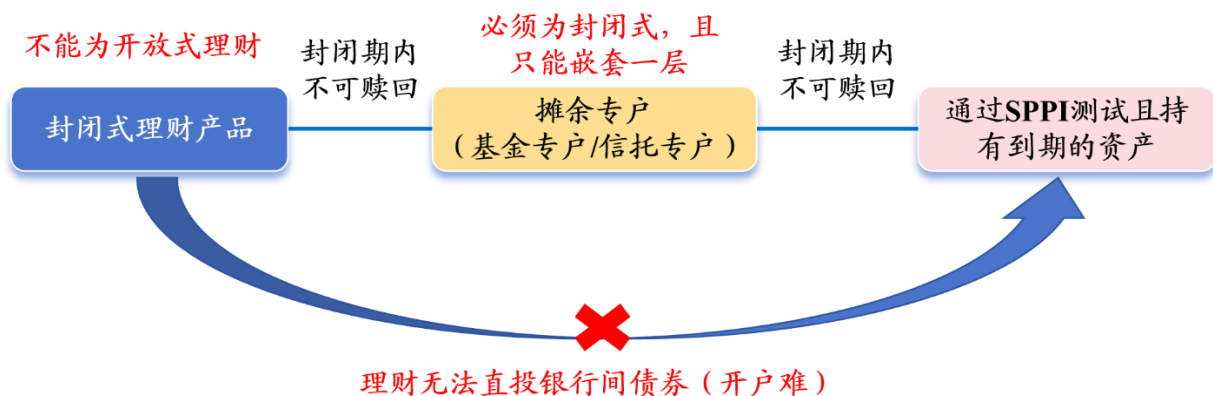
图21：短期限理财产品可通过专户间接持有摊余债基



资料来源：开源证券研究所

而摊余专户无法复制摊余债基的估值优势。根据“资管新规”，专户必须为封闭式且通过 SPPI 测试并持有到期才可使用摊余成本法，因封闭期间无法赎回的问题，短期开放式理财无法投资该类专户，只能用“封闭式理财-封闭式专户-通过 SPPI 测试且持有到期的资产”的方式持有。“资管新规”也规定理财底层最多只能嵌套一层（公募基金豁免一层），因此摊余成本法专户只能匹配封闭式理财产品，无法匹配开放式理财。目前封闭式理财规模增长较为有限，对摊余专户的需求也较为有限。

图22：摊余成本法专户只能匹配封闭式理财产品，无法复制摊余债基的优势

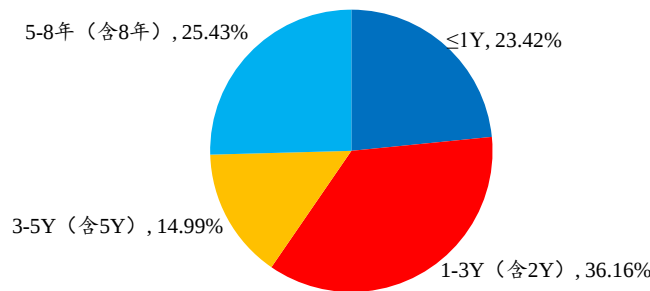


资料来源：开源证券研究所

理财对摊余债基的增配，对 3Y 以上的普信债形成增量需求。由于理财直投信用债多为 3Y 以内，通过摊余债基可对 3Y 以上普信债（不含二永债等无法通过 SPPI 测试的债券）形成增量需求。理财对摊余债基的需求较大，实际能持有的规模主要由摊余债基打开规模决定。2025Q3 理财前十持仓持有的摊余债基，年化收益率中位数为 2.04%。此外，存续的 3 只混合估值债基理财均有持有，但混合估值债基均为封闭式基金，到期后无法续作。

图23：2025Q3 理财前十持仓来看，理财或对各期限的摊余债基均有所青睐

2025Q3末理财前十持仓持有的摊余债基封闭期分布



数据来源：普益标准、开源证券研究所

表9：2025Q3 末理财前十持仓中持有的摊余债基 2025Q3 年化收益率中位数为 2.04%

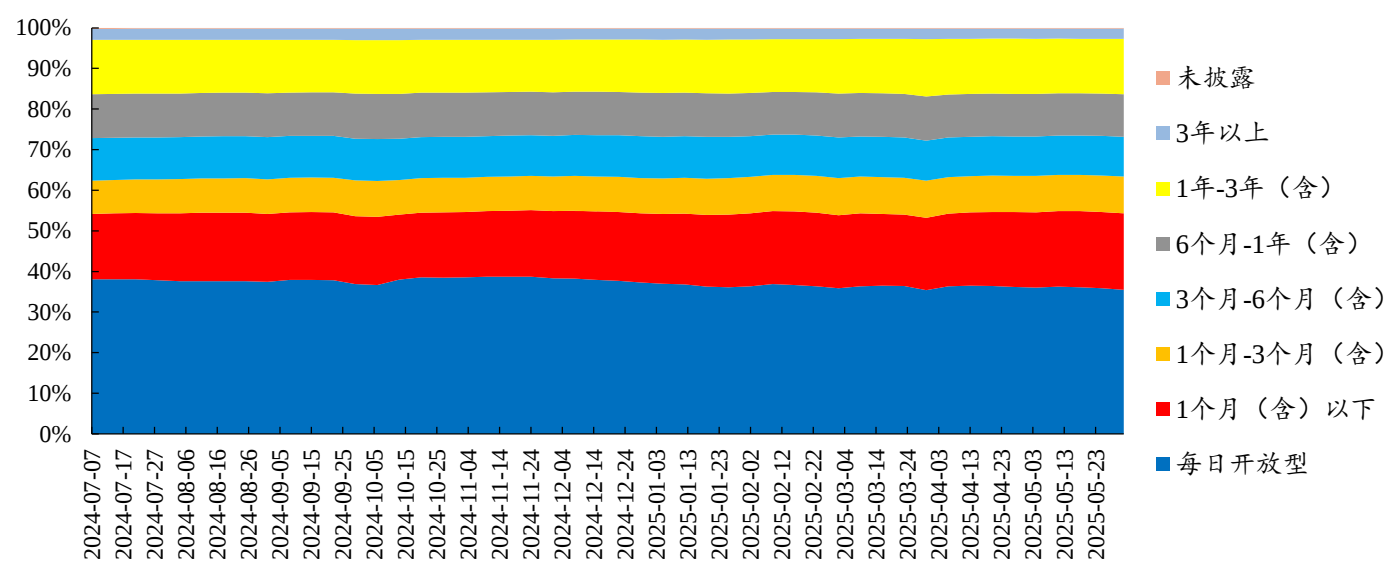
序号	基金代码	基金简称	基金二级分类	估值方法	封闭起始日	封闭期结束日	封闭运作期(年)	2025Q3末理财前十持仓中(亿元)	2025Q3区间年化收益率(%)	同类基金收益率排名(%, 二级分类)	2025Q3末基金杠杆率(%)	2025Q3末重仓债券组合久期(年)
该行为以下58只摊余债基(不含混合估值债基)的中位数:								3.00	2.04	8.17	118.82	0.88
1	002898.OF	富国两年期理财A	中长期纯债型基金	摊余成本法	2025-02-11	2027-02-10	2	89.73	1.46	10.01	119.72	1.19
2	003528.OF	汇添富长添利A	混合债券型-一级基金	摊余成本法	2022-06-11	2027-12-10	6	81.61	4.27	22.64	169.51	1.80
3	009305.OF	汇安恒利39个月定开	中长期纯债型基金	摊余成本法	2025-05-29	2028-08-28	3	49.03	1.52	9.58	117.76	2.27
4	008322.OF	东方卓行18个月定开A	中长期纯债型基金	摊余成本法	2025-03-11	2026-09-10	2	42.92	3.73	2.73	155.14	0.89
5	007999.OF	国联安恒利63个月定开A	中长期纯债型基金	摊余成本法	2025-02-15	2030-05-14	5	40.69	1.64	8.89	159.50	3.91
6	010278.OF	南华瑞泰39个月定开A	中长期纯债型基金	摊余成本法	2025-05-21	2028-08-20	3	40.64	1.11	13.01	118.82	2.39
7	002750.OF	工银泰享三年	中长期纯债型基金	摊余成本法	2025-06-06	2028-06-05	3	37.12	1.35	10.82	169.79	2.06
8	008231.OF	海富通裕通30个月定开债	中长期纯债型基金	摊余成本法	2025-01-25	2027-07-24	3	36.44	1.66	8.81	128.11	1.67
9	008484.OF	格林泓裕一年定开债A	中长期纯债型基金	摊余成本法	2025-04-04	2026-03-31	1	34.55	1.46	10.10	152.35	0.38
10	010294.OF	红塔红土盛兴39个月定开A	中长期纯债型基金	摊余成本法	2025-08-14	2028-11-13	3	31.71	0.80	17.53	147.65	2.29
11	007967.OF	大成惠嘉一年A	中长期纯债型基金	摊余成本法	2025-03-15	2026-03-14	1	29.75	1.79	8.17	131.91	0.38
12	007867.OF	华泰柏瑞瑞锦泰一年定开	中长期纯债型基金	摊余成本法	2025-03-13	2026-03-12	1	29.38	1.43	10.16	113.68	0.28
13	009844.OF	华泰紫金丰安27个月定开A	中长期纯债型基金	摊余成本法	2025-05-08	2027-08-07	2	25.22	1.63	8.95	117.21	1.64
14	007758.OF	平安乐享一年定开A	中长期纯债型基金	摊余成本法	2025-03-08	2026-03-07	1	24.27	0.91	15.83	119.17	0.25
15	009506.OF	富荣富恒两年定开	中长期纯债型基金	摊余成本法	2025-07-08	2027-07-07	2	23.73	1.09	13.35	102.39	0.92
16	010251.OF	长江安享纯债18个月定开A	中长期纯债型基金	摊余成本法	2025-07-29	2027-01-28	2	21.38	0.99	14.71	112.59	0.91
17	000799.OF	民生加银聚鑫半年A	短期纯债型基金	摊余成本法	2025-03-29	2026-04-16	1	20.10	2.32	1.86	111.53	0.26
18	007761.OF	鑫元安春三年定开债	中长期纯债型基金	摊余成本法	2022-09-24	2028-10-29	3	19.09	2.66	5.38	100.02	0.04
19	007653.OF	长盛稳益6个月A	短期纯债型基金	摊余成本法	2025-04-26	2026-05-07	1	17.20	1.36	11.37	101.93	0.06
20	008575.OF	财通裕惠63个月定开债	中长期纯债型基金	摊余成本法	2025-05-31	2030-08-30	5	17.17	1.35	10.85	100.02	4.24
21	004356.OF	嘉实6个月理财E	短期纯债型基金	摊余成本法	2025-06-27	2025-12-26	1	16.43	0.79	47.76	130.45	0.07
22	007736.OF	民生加银聚鑫三年定开	中长期纯债型基金	摊余成本法	2022-10-11	2028-10-11	3	15.97	3.13	3.94	100.03	0.02
23	001368.OF	兴业稳国收益一年	中长期纯债型基金	摊余成本法	2025-03-07	2026-03-06	1	14.05	1.45	10.13	109.10	0.23
24	009895.OF	摩根瑞盛87个月定开	中长期纯债型基金	摊余成本法	2020-08-03	2027-11-02	7	12.27	4.35	1.73	154.95	1.69
25	007591.OF	华夏恒益18个月定开	中长期纯债型基金	摊余成本法	2025-09-12	2027-03-11	2	11.82	1.58	9.35	110.95	1.26
26	009866.OF	永赢瑞宁87个月定开债	中长期纯债型基金	摊余成本法	2020-07-23	2027-10-22	7	11.07	4.16	1.99	154.14	1.77
27	008171.OF	长城嘉裕六个月定开债A	中长期纯债型基金	摊余成本法	2025-09-30	2026-03-29	1	10.90	3.29	0.87	117.72	0.07
28	008048.OF	国联安享66个月定开A	中长期纯债型基金	摊余成本法	2019-10-31	2026-12-30	7	10.66	4.09	2.13	131.04	0.81
29	007701.OF	国联安6个月A	短期纯债型基金	摊余成本法	2025-09-24	2026-03-23	1	9.77	2.68	1.42	102.65	0.43
30	008146.OF	中银添瑞6个月定开债A	短期纯债型基金	摊余成本法	2025-09-26	2026-03-25	1	8.33	2.84	1.31	100.02	0.33
31	008349.OF	华夏恒泰64个月定开债	中长期纯债型基金	摊余成本法	2025-05-22	2030-09-21	5	7.77	1.35	10.96	145.18	4.22
32	010468.OF	国富恒博63个月定开债	中长期纯债型基金	摊余成本法	2020-11-19	2026-02-18	5	6.93	4.25	1.84	162.12	0.17
33	001369.OF	兴业稳国收益两年	中长期纯债型基金	摊余成本法	2025-08-16	2027-08-15	2	6.32	0.85	16.69	100.35	1.72
34	010621.OF	永赢泰宁63个月定开债	中长期纯债型基金	摊余成本法	2020-12-01	2026-02-28	5	5.68	3.99	2.30	157.94	0.35
35	010502.OF	财通裕泰87个月定开	中长期纯债型基金	摊余成本法	2020-11-11	2028-02-10	7	5.65	4.55	1.35	168.81	2.18
36	010631.OF	惠利和稳66个月定开债	中长期纯债型基金	摊余成本法	2020-12-16	2026-06-16	6	5.40	3.72	2.76	131.62	0.49
37	000488.OF	嘉实3个月理财E	短期纯债型基金	摊余成本法	2025-08-27	2026-03-03	0	5.40	1.42	8.96	110.99	0.11
38	009816.OF	大摩丰裕63个月定开	中长期纯债型基金	摊余成本法	2020-11-04	2026-02-03	5	5.28	3.61	2.94	100.70	0.20
39	007723.OF	鹏华锦润86个月定开	中长期纯债型基金	摊余成本法	2020-07-22	2027-09-21	7	5.19	4.43	1.55	159.24	1.63
40	008613.OF	浙商汇金安享66个月定开A	中长期纯债型基金	摊余成本法	2020-09-23	2026-03-22	6	5.09	4.17	1.93	145.21	0.40
41	009834.OF	东方红鑫泰66个月定开债	中长期纯债型基金	摊余成本法	2020-07-24	2026-01-23	6	5.01	3.66	2.88	111.40	0.21
42	008028.OF	申万菱信安泰广利63个月定开	中长期纯债型基金	摊余成本法	2020-10-21	2026-01-20	5	4.90	3.86	2.59	111.05	0.12
43	360019.OF	光大添天盈五年定开债	中长期纯债型基金	摊余成本法	2025-03-15	2030-03-14	5	4.43	1.79	8.20	184.25	3.80
44	008329.OF	宏利添盈两年定开A	中长期纯债型基金	摊余成本法	2025-03-06	2027-03-05	2	4.24	2.04	7.45	129.42	0.94
45	007619.OF	中欧润逸63个月定开	中长期纯债型基金	摊余成本法	2020-07-29	2031-02-07	5	3.01	2.95	4.29	100.08	0.07
46	008521.OF	富国汇优纯债63个月定开	中长期纯债型基金	摊余成本法	2025-05-15	2030-08-14	5	2.98	1.35	10.99	118.68	4.30
47	007496.OF	农银汇理丰泽三年定开债	中长期纯债型基金	摊余成本法	2022-09-14	2028-10-13	3	2.63	2.45	6.30	101.42	2.52
48	007567.OF	南方恒新39个月定开债A	中长期纯债型基金	摊余成本法	2022-11-26	2026-02-25	3	2.60	2.81	4.75	180.10	0.31
49	008229.OF	鑫元安瑞两年定开债	中长期纯债型基金	摊余成本法	2024-09-26	2026-09-25	2	2.46	3.27	3.63	104.16	0.88
50	008130.OF	广发汇优66个月定开	中长期纯债型基金	摊余成本法	2025-07-01	2030-12-31	6	2.31	1.11	13.06	160.45	4.13
51	007680.OF	中加享利三年定开	中长期纯债型基金	摊余成本法	2022-09-03	2028-09-30	3	2.29	1.59	9.29	105.51	0.20
52	010482.OF	汇添富盛和66个月定开债	中长期纯债型基金	摊余成本法	2020-11-06	2026-05-05	6	2.17	4.10	2.10	148.87	0.49
53	009673.OF	嘉合意康63个月定开A	中长期纯债型基金	摊余成本法	2020-08-04	2031-02-11	5	2.00	2.72	5.18	100.02	0.06
54	008172.OF	长城嘉裕六个月定开债C	短期纯债型基金	摊余成本法	2025-09-30	2026-03-29	1	1.44	3.01	1.09	117.72	0.07
55	003879.OF	嘉实6个月理财A	短期纯债型基金	摊余成本法	2025-06-27	2025-12-28	1	1.07	0.64	58.91	130.45	0.07
56	007161.OF	南方恒庆一年定开	中长期纯债型基金	摊余成本法	2024-12-21	2025-12-21	1	1.06	1.12	12.92	101.61	0.11
57	005718.OF	长信富瑞两年定开债A	中长期纯债型基金	摊余成本法	2025-09-17	2027-09-16	2	0.76	1.89	7.83	136.92	1.87
58	006565.OF	光大睿泰三年定开债	中长期纯债型基金	摊余成本法	2022-12-07	2025-12-06	3	0.01	2.81	4.78	100.02	0.13
1	017793.OF	国联安聚利39个月纯债	中长期纯债型基金	混合估值法	2023-03-01	2026-05-30	3	12.34	1.51	50.00	138.73	0.93
2	017817.OF	鹏扬裕利三年封闭	混合债券型-一级基金	混合估值法	2023-04-13	2026-04-12	3	3.16	1.91	100.00	143.39	0.84
3	017805.OF	惠利和润39个月封闭	中长期纯债型基金	混合估值法	2023-04-26	2026-07-25	3	2.42	0.42	100.00	148.09	1.42

数据来源：普益标准、开源证券研究所（注：表中为前十持仓中基金的占比，非全部持仓）

3.3.2、市值法债基：免赎 1M 影响可控，短债基金仍为流动性工具

“赎回费新规”明确机构免赎 1M,短债基金或仍为理财的主要流动性工具。2025 年 12 月 31 日，证监会发布“赎回费新规”正式稿，明确机构投资者免赎期限为 30 天，较征求意见稿的“6 个月”显著下降。理财近年增长较快的为日开&1M 以内最小持有期产品，1M 免赎期限使得短债基金的流动性仍然较高，对理财来说仍然是重要的流动性工具。我们根据理财前十持仓估算，2025Q3 末理财持有的 7 日免赎的短债基金、中长债基分别为 907 亿元、460 亿元，或仍将小幅受到此次“赎回费新规”影响。

图24：1 个月以下期限的理财产品规模占比超 50%



数据来源：普益标准、开源证券研究所

表10：2025-12-31 证监会出台的“基金赎回费新规”正式稿规定个人持有 7 天免赎、机构持有 7 天免赎

《公开募集证券投资基金销售费用管理规定》征求意见稿vs正式稿对比				
费用类型	面向的基金种类		征求意见稿（2025-09-05）	正式稿（2025-12-31）
认（申）购费	主动偏股型基金		≤0.80%	
	混合型基金		≤0.50%	
	指数型基金、债券型基金		≤0.30%	
赎回费	股票型基金、混合型基金	持续持有期限<7日	≥1.50%	
		7日≤持续持有期限<30日	≥1%	
		30日≤持续持有期限≤180日	≥0.50%	
	债券型基金	持续持有期限<7日	≥1.50%	
		7日≤持续持有期限<30日	≥1%	个人可免，机构≥1%
		30日≤持续持有期限≤180日	≥0.50%	个人、机构均可免
销售服务费	ETF、同业存单基金、货币市场基金		可免	
	股票型基金和混合型基金		≤0.40%	
	指数型基金和债券型基金		≤0.20%	
	货币市场基金		≤0.15%	
	持续持有期限>1年的股基、混基、债基		不得继续收取销售服务费	
客户维护费	向个人投资者销售		≤50%	
	向非个人投资者销售	股票型基金、混合型基金	≤30%	
		其他基金	≤15%	

资料来源：证监会、开源证券研究所

表11：估算理财 2025Q3 末持有的 7 日免赎的短债基金、中长债基分别为 907 亿元、460 亿元（亿元）

估算全部持仓中的规模（亿元）	短期纯债型基金				中长期纯债型基金			
	2024-12	2025-03	2025-06	2025-09	2024-12	2025-03	2025-06	2025-09
免赎期限（天）								
7	1400.08	760.06	1521.05	907.38	604.27	406.84	867.70	459.57
20	0.00	0.00	0.00	0.00	0.24	0.22	0.22	0.34
30	1138.78	763.04	1289.00	831.31	797.12	596.34	961.66	513.73
60	4.33	1.28	1.25	6.83	0.00	0.00	1.51	0.00
90	7.89	10.91	34.16	13.08	116.43	47.29	63.17	38.84
180	78.82	60.84	101.88	82.12	205.20	133.70	88.87	93.78
365	0.00	0.00	0.09	0.00	157.37	144.60	119.19	92.07
540	0.00	0.00	2.69	4.84	0.00	0.00	0.00	0.00
730	0.00	0.00	0.00	0.00	242.81	209.39	182.84	172.37
其它免赎、摊余法、混合估值法	19.09	125.67	239.26	354.34	558.11	1889.58	2467.34	3047.50
估算全部持仓中的规模	2649.00	1721.80	3189.38	2199.89	2681.55	3427.96	4752.52	4418.21

数据来源：普益标准、开源证券研究所（注：根据理财前十持仓中各类基金占比估算，与实际或存在差异，仅供参考）

3.3.3、ETF：成为主动捕捉市场机会的一大工具

理财公司近年发力投研建设，ETF 有望获增配。随着理财逐步加大投研能力的建设，ETF 正成为其主动参与市场机会的一大工具。除债券型 ETF 外，理财近年也积极布局权益型 ETF，对于 ETF 的行业并无特定偏好，通常“随行就市”对较为确定的趋势右侧布局，如 2025 年上半年增配红利低波 ETF、2025Q3 增配科创行业 ETF。特别是场内 ETF 费率低、流动性好，将愈发成为理财常用的交易品种。

表12：2025Q3 理财前十持仓中的权益型 ETF 包含多只宽基基金、科技行业基金（按持仓规模 TOP30）

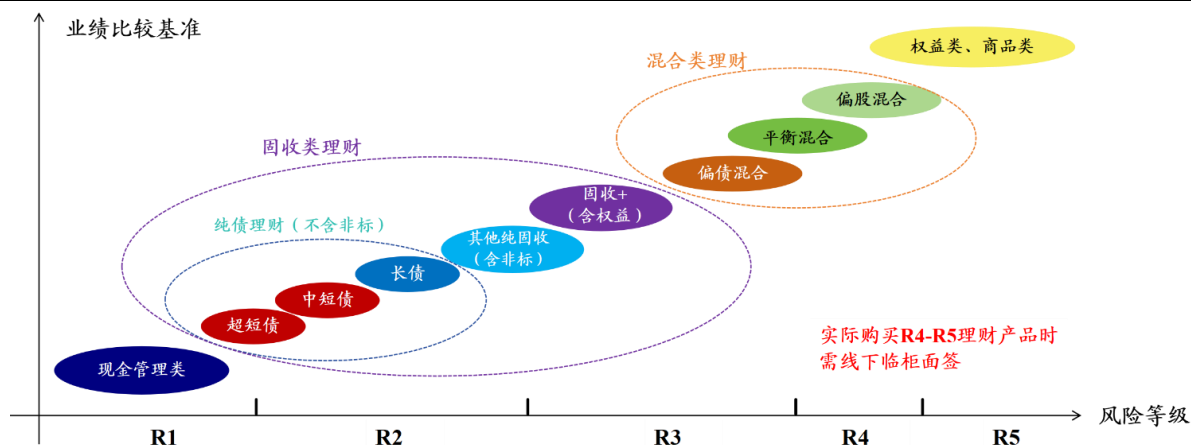
序号	基金代码	基金简称	基金二级分类	2025Q3末理财前 十持仓中（亿元）	2025Q3收益率（末年化，%）		最大回撤（%）		夏普比率	若为股票型ETF，股票行业 分类（事后）
					2025Q3	同类排名	2025Q3	2025Q3		
该行为中位数：					19.12	52.91	-5.78		3.93	
1	510100.SH	易方达上证50ETF	被动指数型基金	9.60	11.33	74.48	-2.71		3.11	宽基基金(事后)
2	159792.OF	富国中证港股通互联网ETF	被动指数型基金	7.57	21.54	45.06	-4.67		3.66	科技行业基金(事后)
3	159358.SZ	大成中证A500ETF	被动指数型基金	3.29	22.11	43.16	-4.13		6.15	宽基基金(事后)
4	510300.SH	华泰柏瑞沪深300ETF	被动指数型基金	2.55	19.05	53.28	-3.51		5.25	宽基基金(事后)
5	512880.SH	国泰中证全指证券公司ETF	被动指数型基金	2.15	11.43	74.15	-10.14		1.21	金融地产行业基金(事后)
6	512880.OF	国泰中证全指证券公司ETF	被动指数型基金	1.79	11.43	74.15	-10.14		1.21	金融地产行业基金(事后)
7	512710.OF	富国中证军工龙头ETF	被动指数型基金	1.77	4.93	87.25	-12.08		0.57	周期制造行业基金(事后)
8	159871.SZ	银华中证有色金属ETF	被动指数型基金	1.53	43.45	17.73	-5.58		4.38	周期制造行业基金(事后)
9	020411.OF	永赢中证沪深港黄金产业股票ETF联接A	被动指数型基金	1.53	30.85	31.11	-6.34		2.75	宽基基金(事后)
10	512660.OF	国泰中证军工ETF	被动指数型基金	1.39	7.67	81.55	-10.78		1.20	周期制造行业基金(事后)
11	159781.SZ	易方达中证科创创业50ETF	被动指数型基金	1.35	65.68	0.82	-8.07		7.76	科技行业基金(事后)
12	512070.OF	易方达沪深300非银ETF	被动指数型基金	1.28	6.45	84.05	-11.00		0.66	金融地产行业基金(事后)
13	512000.OF	华宝中证全指证券公司ETF	被动指数型基金	1.21	11.44	74.09	-10.14		1.21	金融地产行业基金(事后)
14	159992.OF	银华中证创新药产业ETF	被动指数型基金	1.16	22.53	42.16	-6.27		3.16	医药行业基金(事后)
15	159338.OF	国泰中证A500ETF	被动指数型基金	1.14	22.25	42.65	-4.17		6.16	宽基基金(事后)
16	510300.OF	华泰柏瑞沪深300ETF	被动指数型基金	1.12	19.05	53.28	-3.51		5.25	宽基基金(事后)
17	159869.OF	华夏中证动漫游戏ETF	被动指数型基金	1.05	25.38	37.18	-5.78		4.80	科技行业基金(事后)
18	588080.OF	易方达上证科创板50ETF	被动指数型基金	0.96	49.26	9.76	-10.01		5.00	科技行业基金(事后)
19	513980.OF	景顺长城中证港股通科技ETF	被动指数型基金	0.92	23.91	39.66	-4.73		3.91	宽基基金(事后)
20	588200.OF	嘉实上证科创板芯片ETF	被动指数型基金	0.89	65.34	0.88	-13.28		5.15	科技行业基金(事后)
21	159780.OF	南方中证科创创业50ETF	被动指数型基金	0.87	65.12	1.00	-8.08		7.70	科技行业基金(事后)
22	005734.OF	华夏沪港通恒生ETF联接C	被动指数型基金	0.85	11.85	73.15	-3.97		2.92	宽基基金(事后)
23	512000.SH	华宝中证全指证券公司ETF	被动指数型基金	0.83	11.44	74.09	-10.14		1.21	金融地产行业基金(事后)
24	159952.SZ	广发创业板ETF	被动指数型基金	0.80	50.37	8.79	-6.09		8.36	宽基基金(事后)
25	159352.OF	南方中证A500ETF	被动指数型基金	0.76	22.23	42.77	-4.18		6.15	宽基基金(事后)
26	515100.OF	景顺长城中证红利低波动100ETF	被动指数型基金	0.74	1.99	93.51	-4.40		-0.08	宽基基金(事后)
27	515790.OF	华泰柏瑞中证光伏产业ETF	被动指数型基金	0.73	41.69	19.51	-4.99		5.15	周期制造行业基金(事后)
28	159901.SZ	易方达深证100ETF	被动指数型基金	0.69	32.03	29.54	-4.87		6.82	宽基基金(事后)
29	159915.SZ	易方达创业板ETF	被动指数型基金	0.69	50.71	8.34	-6.10		8.40	宽基基金(事后)
30	159842.OF	银华中证全指证券公司ETF	被动指数型基金	0.68	11.38	74.36	-10.03		1.21	金融地产行业基金(事后)

数据来源：普益标准、开源证券研究所（注：前十持仓口径仅供参考，并不代表全部持仓情况）

3.4、权益：风偏低&起步晚，短期内难以大幅增配

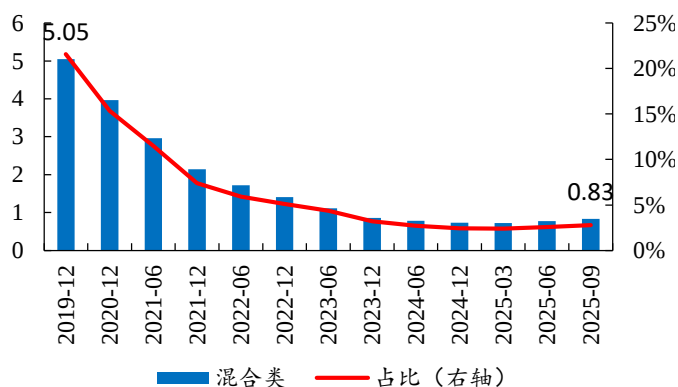
理财含权产品主打“微含权”的“固收+”。受制于理财客户风险偏好，以及客户首次购买 R4-R5 产品需前往银行柜台面签，近年混合类、权益类产品规模增长不明显，2025Q3 末分别仅 8300 亿元、700 亿元，而 R3 的“固收+”产品为理财含权的主要方式。

图25：目前理财客户的风险偏好尚未大幅上升到混合类、权益类理财



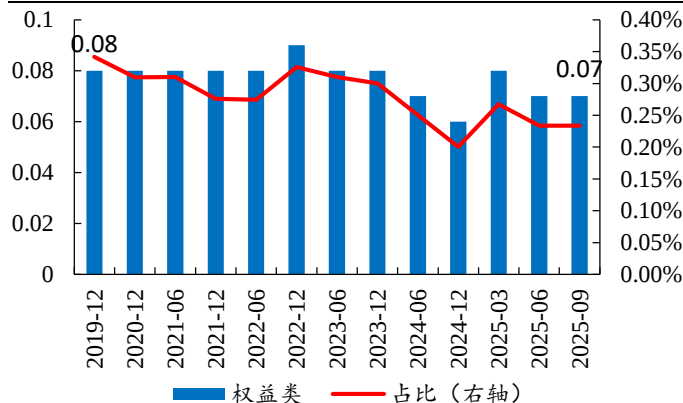
资料来源：开源证券研究所

图26：2025Q3 末混合类理财规模约 8300 亿元(万亿元)



数据来源：银行业理财登记托管中心、开源证券研究所

图27：2025Q3 末权益类理财规模仅约 700 亿元(万亿元)



数据来源：银行业理财登记托管中心、开源证券研究所

“固收+”理财含权持仓远不及 20% 的上限，预计短期内难以上量。由于理财权益投研起步晚，再加上居民通过理财间接投资权益的意愿低，理财主动布局权益的迹象尚不明显，截至 2025Q3 “固收+”理财实际持有的基金&权益类资产共计约 7%，由于基金中或含有纯债基金，实际含权基金&权益资产占比约 5% 左右。当股市具有确定性机会时，理财右侧跟随，很少左侧布局或长期持有。预计 2026 年理财投资权益仍以二级债基或权益 ETF 为主，持仓有望阶段性小幅提升但难有明显上量。

表13：“固收+”理财的权益仓位仍然较低

2025Q3 末“固收+”理财产品		穿透前	穿透后
序号	资产类别	占比	占比
1	固定收益类	20.96%	55.17%
2	货币市场类	9.75%	37.22%
3	基金	1.58%	5.23%
4	权益类	0.18%	1.78%
5	资管产品	62.75%	0.00%
6	代客境外理财投资 qdii	0.08%	0.48%
7	其他	0.03%	0.09%
8	金融衍生品类	0.01%	0.03%
9	委外投资——协议方式	4.66%	0.00%
合计		100.00%	100.00%

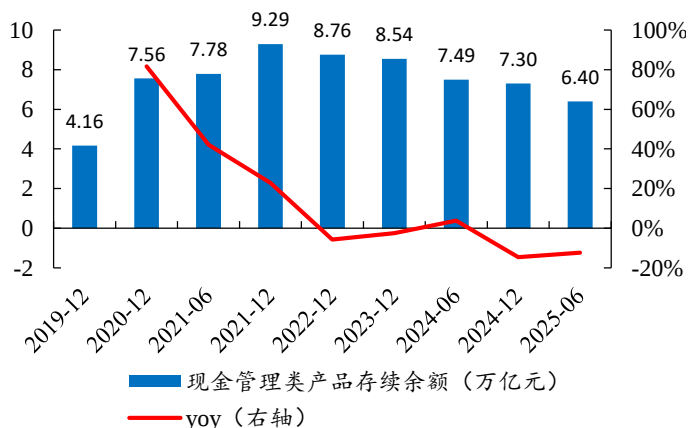
数据来源：普益标准、开源证券研究所

3.5、其余低波资产：南向通点心债、衍生品对冲等

委外估值整改、高息存款到期背景下，低波资产愈发稀缺。目前可使用摊余成本法的资产有：①摊余成本法定开债基；②固定利率的存款（在任何理财产品中均为摊余成本法）；③现金管理类产品中的所有资产（同时需影子定价）；④封闭式产品中：可通过 SPPI 测试并持有到期的资产、无市场报价且不能采用估值技术的资产。

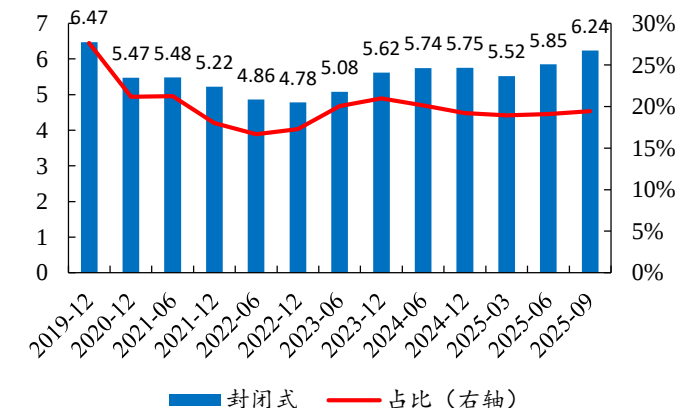
其中，短开放产品+①/②是主流选择，③和④产品增量有限。现金管理类收益率不断走低、封闭式产品流动性较差，两者规模增长有限。2025 年 1-9 月的增量大部分由开放式产品贡献。除存款和摊余债基外，理财仍积极寻找低波资产如南向通、衍生品等。

图28：现金管理类理财产品规模持续下降（亿元）



数据来源：银行业理财登记托管中心、开源证券研究所

图29：封闭式理财产品规模增长较慢（亿元）



数据来源：银行业理财登记托管中心、开源证券研究所

3.5.1、南向通：拟扩容至理财，挖掘高票息点心债

南向通拟扩容至理财，离岸人民币债券（点心债）可贡献较高票息。近年由于南向通向境内机构投资者扩容，其点心债估值较为稳定，且不占用 QDII 额度、人民币计价，成为票息较高的优质资产。2025Q3 末理财前十持仓中出现了多只点心债，其中包括不少城投债，票息不乏 4% 以上，普遍高于同一主体的境内债券发行利率。

表14：理财前十持仓中含有多只城投点心债（表中仅展示 2025Q3 末持有规模 TOP30）

序号	债券代码	债券简称	期末理财前十持仓中的规模（亿元）				票面利率（%）	是否城投（取wind和YY的并集）
			2024-12	2025-03	2025-06	2025-09		
1	g22082619.00	国泰君安国际 0 20251204	3.11	4.47	9.93	13.05	0.00	
2	g24043011.00	华泰国际0 20270430	1.50	1.52	1.53	1.55	0.00	
3	84475.HK	新希望 4.4 20261229	1.04	1.36	1.35	1.37	4.40	
4	IGNB.SG	重庆丰都实业发展 4.8 20261201	0.84	0.83	0.84	1.23	4.80	√
5	g24083008.00	中信证券国际0 20270902	0.00	0.00	0.00	1.13	0.00	
6	85000.HK	华发集团4.5 20271223	0.00	0.00	0.00	1.08	4.50	
7	MOXTB24102.MOX	宜都国资投资运营控股 6.3 20270509	0.86	0.88	0.87	0.93	6.30	√
8	84517.HK	泉州城建集团 3.4 20270530	0.31	0.00	0.30	0.85	3.40	√
9	BCHKFP25010.CMU	中国人民银行 1.6 20251126	0.00	0.00	0.00	0.83	1.60	
10	84532.HK	荆州城发 5.2 20270712	0.16	0.19	0.16	0.83	5.20	√
11	84482.HK	永州零陵资产经营 4.4 20270119	0.82	0.81	0.82	0.81	4.40	√
12	MOXTB24123.MOX	江西省信用担保股份 5.9 20270605	0.76	0.79	0.79	0.79	5.90	√
13	g24102217.00	中信证券国际0 20261110	0.00	0.00	0.00	0.79	0.00	
14	84486.HK	科发集团 4.6 20270202	0.78	0.77	0.78	0.77	4.60	√
15	84460.HK	嘉城集团 4 20261020	0.00	0.00	0.18	0.74	4.40	√
16	84516.HK	湖北省担保集团 6.5 20270530	0.68	0.70	0.70	0.73	6.50	√
17	84520.HK	晋江建投 3.8 20270618	0.52	0.21	0.21	0.68	3.80	√
18	ZG4B.SG	南岸城建 4.99 20270430	0.21	0.21	0.21	0.64	4.99	√
19	MOXTB24037.MOX	长沙蓝月谷智造产投 4.4 20270121	0.41	0.41	0.41	0.63	4.40	√
20	84568.HK	奉化区投 3.3 20270919	0.00	0.00	0.00	0.61	3.30	√
21	84552.HK	晋江建投 3.4 20270815	0.16	0.15	0.15	0.57	3.40	√
22	MOXTB23123.MOX	郴州福天建发 4.6 20261222	0.23	0.54	0.24	0.54	4.60	√
23	MOXTB250235.MOX	赣州发展投资集团 2.85 20280819	0.00	0.00	0.00	0.49	2.85	√
24	MOXTB24197.MOX	郑新建投 4.2 20270903	0.13	0.14	0.52	0.43	4.20	√
25	85021.HK	兴锦建投集团 3.7 20280414	0.00	0.00	0.01	0.42	3.70	√
26	MOXTB250258E.MOX	开封发投 5.7 20280905	0.00	0.00	0.00	0.40	5.70	√
27	MOXIB250214.MOX	光谷产业投资 3.2 20280728	0.00	0.00	0.00	0.40	3.20	
28	84534.HK	空港发展4 20270717	0.15	0.16	0.17	0.34	4.40	√
29	g23112103.00	华泰国际0 20261008	0.00	0.00	0.00	0.33	0.00	
30	W3CB.SG	重庆万盛工业园开发 4.2 20260719	0.26	0.27	0.28	0.33	4.20	√

数据来源：普益标准、开源证券研究所（注：前十持仓口径仅供参考，并不代表全部持仓情况）

3.5.2、衍生品：助力对冲风险，牌照有待“分级监管”扩容

具有衍生品交易牌照的理财公司可有效对冲债市波动。目前仅 17 家理财公司具备衍生品交易牌照，其中 1 家为基础类、16 家为普通类。“基础类”衍生品牌照仅可用于从事套期保值类衍生产品交易，而“普通类”可同时从事套期保值、非套期保值类衍生品交易，范围更广。在 2025 年债市整体震荡的行情下，运用利率互换、国债期货等衍生品可有效对冲部分债市波动，对“绝对收益”定位的理财具有重要意义。但 2020 年“原油宝”事件后衍生品牌照发放收紧，目前仍有 15 家理财公司（其中 9 家为股份行理财子）并未获得衍生品牌照，即使通过委外专户也无法进行套期保值，未来有望进一步扩容。

表15：目前仅 17 家理财公司具备衍生品交易牌照，其中 1 家为基础类、16 家为普通类

理财公司性质	理财公司	发布日期	衍生品交易牌照类型
国有行理财公司	中银理财	2019年6月24日	普通类衍生产品交易业务资格
	农银理财	2020年5月20日	普通类衍生产品交易业务资格
	工银理财	2019年5月20日	普通类衍生产品交易业务资格
	建信理财	2020年3月9日	普通类衍生产品交易业务资格
	交银理财	2019年5月28日	普通类衍生产品交易业务资格
	中邮理财	2019年12月3日	普通类衍生产品交易业务资格
股份行理财公司	招银理财	2019年10月31日	普通类衍生产品交易业务资格
	兴银理财	2019年12月13日	普通类衍生产品交易业务资格
	光大理财	2019年9月24日	普通类衍生产品交易业务资格
城商行理财公司	北银理财	2023年8月30日	基础类衍生产品交易业务资格
	宁银理财	2020年7月17日	普通类衍生产品交易业务资格
	苏银理财	2024年1月30日	普通类衍生产品交易业务资格
合资理财公司	汇华理财	2023年3月29日	普通类衍生产品交易业务资格
	高盛工银理财	2022年6月17日	普通类衍生产品交易业务资格
	贝莱德建信理财	2021年5月10日	普通类衍生产品交易业务资格
	法巴农银理财	2023年6月6日	普通类衍生产品交易业务资格
	施罗德交银理财	2022年1月24日	普通类衍生产品交易业务资格

资料来源：国家金融监管总局、开源证券研究所

4、投资建议

低利率环境下产品线多元、投研发力早、代销渠道广的理财子或将更具优势，推荐中信银行、光大银行，受益标的浦发银行、杭州银行、北京银行等。

表16：受益标的一览

股票代码	银行名称	PB (LF)		ROE(%)	总营收同比增长 (%)			归母净利润同比增长 (%)			EPS			评级
		2025-12-31	2026E		2024A	2025E	2026E	2024A	2025E	2026E	2024A	2025E	2026E	
600000.SH	浦发银行	0.6	0.6	5.67	-1.5	2.4	3.6	23.3	6.6	7.0	1.5	1.45	1.55	未评级
601998.SH	中信银行	0.61	0.58	7.05	3.76	3.71	2.45	2.33	0.36	3.30	1.26	1.27	1.31	买入
601818.SH	光大银行	0.41	0.41	6.62	(7.05)	1.10	1.12	2.22	0.05	0.20	0.71	0.71	0.72	增持
601169.SH	北京银行	0.42	0.41	7.40	4.81	2.84	4.18	0.81	0.27	3.71	1.22	1.23	1.27	未评级
600926.SH	杭州银行	0.9	0.8	12.68	9.6	3.4	6.2	18.1	14.4	12.5	2.8	2.68	3.01	未评级

数据来源：Wind、开源证券研究所（注：1、未评级标的均采用 Wind 一致预期；2、盈利预测及估值数据均基于 2025-12-31 收盘价）

5、风险提示

经济增速不及预期，低利率环境加大理财欠配压力：若经济增速不及预期，低利率环境下理财欠配压力增大；

金融监管趋严，资产端可选范围缩窄：委外整改使得理财管理净值难度增加；

理财子牌照发放收紧：目前尚未获批成立理财子公司的银行，或面临着理财存量规模受限、增量产品无法发行等风险。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼3层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn