

银行

2025年03月01日

理财公司竞合图谱与投资行为全盘解析

——理财持仓全景扫描系列（六）

投资评级：看好（维持）

刘呈祥（分析师）

吴文鑫（分析师）

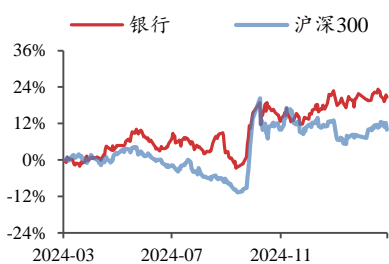
liuchengxiang@kysec.cn

wuwenxin@kysec.cn

证书编号：S0790523060002

证书编号：S0790524060002

行业走势图



数据来源：聚源

相关研究报告

《关注 M0 回流情况及央行投放工具切换的影响——行业深度报告》

-2025.2.26

《短期规模、盈利增长放缓，关注长期资产质量改善——行业点评报告》

-2025.2.23

《大行资产负债缺口回溯与测算——1 月央行信贷收支表点评》-2025.2.18

● 30 万亿元市场格局：增量博弈时代的结构调整

保守估计 2025 年理财规模有望达到 31.5 万亿元高点。受高息存款严监管和债市行情催化，2024 年末理财规模达 29.95 万亿元，高增 3.15 万亿元。2025 年规模“催化剂”有所减少，保守估计高点或为 31.5 万亿元。

市场份额：股份>国有>非理财子>城商>农商>合资。截至 2025-02-16，存续规模前三的理财公司分别为招银理财、兴银理财、信银理财，均为股份行理财子且超 2 万亿元。2022 年底债市“赎回潮”之后，多家经历了“V”形恢复性增长。

盈利能力：头部股份&城商行理财子 ROE 居前，“量价双优”为关键。国有行理财子规模优势+ROE 困境并存，股份行理财子市场化机制驱动高盈利，城商行区域深耕孕育高 ROE。“量价双优”头部股份&城商行理财子盈利能力居前，对集团的营收&中收贡献度较高，理财子牌照价值凸显。

三重驱动：理财公司产品竞争力+母行零售基因+代销渠道。（1）产品收益率：国股稳扎稳打，城商&合资较为分化；（2）母行零售基因：国股行客群基础扎实；（3）代销渠道：近年加速布局，理财公司规模与被代销产品数量呈显著正相关。

● 31 家理财机构行为特征：委外占比高企，直投禀赋各异

2024Q4 末委外占比仍高企，多数高于 50%。委外监管红利逐渐消退，但受制于账户、投研能力，理财公司仍有较大委外需求。各类理财公司投资偏好迥异：

（1）**国股行理财子：高流动性资产主导。**以存款、同业存单等为压舱石，产品收益率稳扎稳打，绝对收益定位凸显。信用债上以“短久期+高评级”平衡收益与风险。股份行理财子的委外、衍生品投资更灵活多样。

（2）**城商行理财子：适度信用下沉+非标资产差异化突围。**杭银理财、苏银理财、南银理财通过信用债“拉久期+信用下沉”及较高比例非标实现超额收益。

（3）**合资理财公司：具权益直投基因，但近年加速转向固收资产。**贝莱德建信理财、高盛工银理财初期以权益投资为特色，穿透后股票持仓占比曾达 90%以上，但近年受制于客户风险偏好、权益市场调整、销售渠道单一，截至 2024 年 6 月末 5 家合资理财公司穿透后的固收类资产占比均超 70%。

● 3 大趋势研判：置身理财新监管体系下的“加减法”

理财“分级监管”箭在弦上，投资端或做取舍。拟弱化对理财规模的考核，增加标债投资，减少监管套利，国有、合资理财公司的合规性较高，或整改压力较小。

合资理财的“加法”：合资理财公司的成立主要由政策驱动，旨在金融开放与国际化布局。市场环境制约叠加较为单一的渠道销售惯性，合资理财公司由权益为主转向固收类资产，委外也成为一大选择。具备养老理财试点+QDII 额度+衍生品交易资格，未来在权益/QDII/衍生品投资方面“借势突围”成为可能。

中小银行的“减法”：2026 年底前中小行或面临“清零”压力。中小银行资管部在 AA 及以下金融债、信用债下沉明显更多，牌照收紧加剧结构性资产荒。

● 投资建议

后续理财评级监管或将助力理财公司做好“加减法”，国有行理财子和合资理财公司的投资风格较为符合监管导向，有望受益于理财分级监管体系；股份行和城农商行理财子则可通过差异化资产获取能力巩固零售客群。受益标的有工商银行、农业银行、中国银行等。

● **风险提示：**经济增速不及预期；理财监管趋严；理财子牌照发放收紧等。

目 录

1、 30 万亿元市场格局：增量博弈时代的结构调整.....	5
1.1、 市场份额：股份>国有>非理财子>城商>农商>合资.....	6
1.2、 盈利能力：头部股份&城商居前，量价双优为关键.....	8
1.3、 三重驱动：产品本身+母行零售基因+代销渠道.....	11
1.3.1、 ①产品收益率：国股稳扎稳打，城商&合资较为分化.....	12
1.3.2、 ②母行零售基因：国股行客群基础扎实.....	13
1.3.3、 ③代销渠道：理财子加速布局下沉市场.....	14
2、 31 家理财机构行为特征：委外占比高企，直投禀赋各异.....	18
2.1、 委外比例：合资>股份>国有>城商.....	18
2.1.1、 保险资管：存量或于 2025 年底开始集中到期.....	23
2.1.2、 信托计划：整改“新老划断”，存量未明显下降.....	25
2.1.3、 基金专户：补足理财公司主动管理短板.....	26
2.1.4、 券商资管：债券交易&获取资产的优势.....	27
2.1.5、 期货专户：策略赋能+风险对冲的协同.....	28
2.2、 存款：低波资产的首选，近年国股行理财子积极增配.....	29
2.3、 NCD：存款收紧的替代品种，国股行理财子积极增配.....	30
2.4、 债券：国股有所减配，城商行则相对稳定.....	32
2.4.1、 直投 or 委外：江浙城商行理财子直投比例较高.....	33
2.4.2、 久期&评级：江浙城商理财子擅长拉久期+做下沉.....	34
2.5、 非标：占比分化，城商行理财子仓位仍较高.....	35
2.6、 权益：偏好右侧布局，合资具备较强直投能力.....	37
2.7、 衍生品：招银一家独大，交易牌照发放收紧.....	38
2.8、 QDII：国股&合资理财较易获额度.....	40
2.9、 公募基金：股份直投为主 vs 国有被动持有.....	42
3、 3 大理财趋势研判：新监管体系下的“加减法”.....	44
3.1、 “分级监管”箭在弦上，投资端或做取舍.....	44
3.2、 合资理财做“加法”：引入权益优势补短板.....	46
3.2.1、 “鲶鱼效应”的初衷：政策驱动+高净值客户资源加持.....	46
3.2.2、 “由攻转守”的现实：权益占比下降，转向固收直投&委外.....	47
3.2.3、 “借势突围”的可能：养老理财试点+QDII 额度+衍生品交易资格.....	48
附：合资理财公司资产配置一览（穿透前、穿透后）.....	49
3.3、 中小银行做“减法”：牌照收紧加剧结构性资产荒.....	51
4、 投资建议.....	53
5、 风险提示.....	54
附表：2024H2 理财公司资产配置一览（穿透前、穿透后）.....	55

图表目录

图 1： 截至 2024 年末，理财、公募基金规模分别增长至 29.95 万亿元、31.92 万亿元（万亿元）.....	5
图 2： 2024 年理财规模增长和“手工补息”叫停、股市情绪上涨、债市行情等均有关系（亿元）.....	6
图 3： 截至 2024 年末，五类理财公司的市占率均有提升，其中国有行理财子提升幅度最大.....	6
图 4： 截至 2025-02-16，规模前三的理财公司分别为招银理财、兴银理财、信银理财，均为股份行理财子（亿元）.....	7

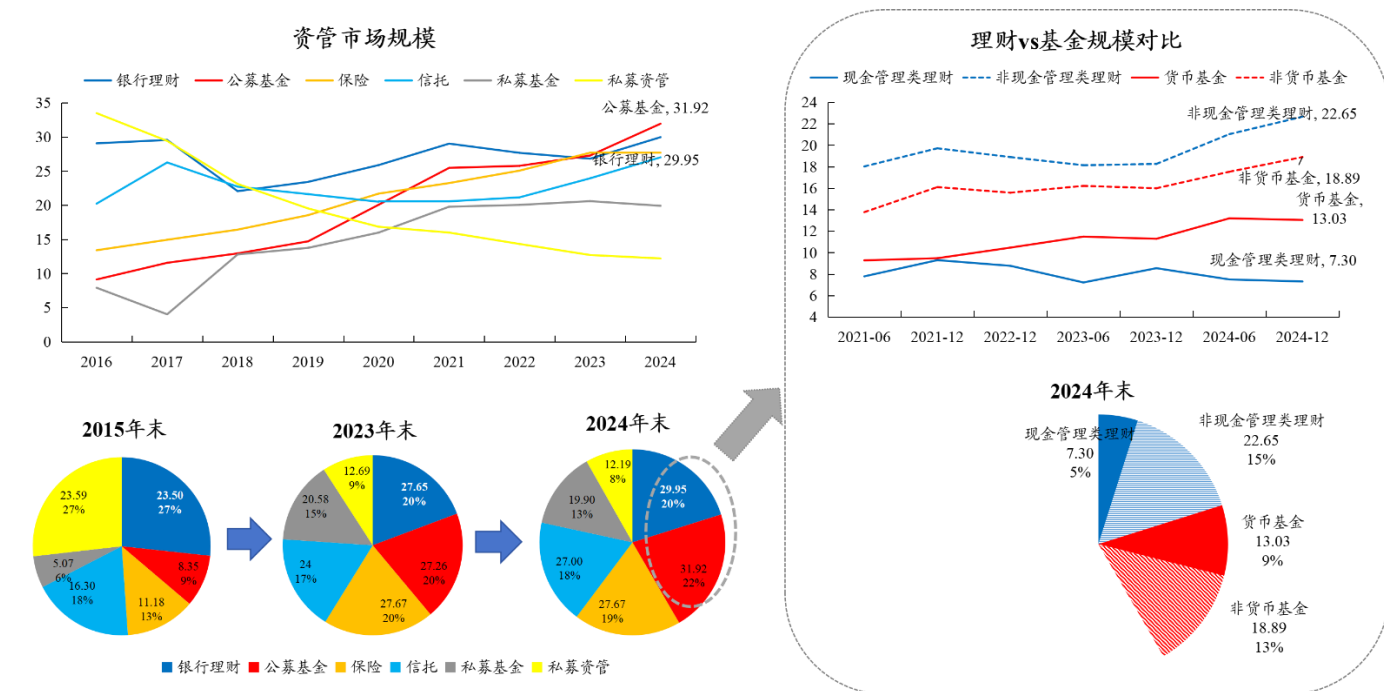
图 5: 理财公司的规模和盈利, 与其产品本身、销售渠道、客户基础关联度较大	11
图 6: 2024 年末理财公司合作的代销机构增长至 562 家	14
图 7: 理财公司管理规模与被代销产品数量有较为显著的正向相关关系 (横纵轴指标的统计日均为 2025-02-19)	14
图 8: 兴银理财、杭银理财、信银理财等理财机构的代销机构数量较多 (统计日为 2025-02-19)	15
图 9: 兴银理财合作的代销机构中, 城商行和农金机构数量居前 (家, 统计日为 2025-02-19)	15
图 10: 招商银行、中信银行、兴业银行等代销理财产品数量居前 (统计日为 2025-02-19)	16
图 11: 兴业银行、百信银行、网商银行等代销渠道合作的理财机构数量居前 (统计日为 2025-02-19)	16
图 12: 招商银行 2024Q3 单季度代销理财收入同比高增 60%	17
图 13: 截至 2024 年 6 月, 四类理财公司委外比例平均为 59.54%, 其中股份行理财子、合资理财公司较高	19
图 14: 2022 年底债市“赎回潮”后, 理财委外比例显著增加	20
图 15: 2024 年理财严监管政策不断出台, 直接影响理财产品收益率	20
图 16: 截至 2024 年末, 理财底层资产占比较 2024 年 6 月末上升的主要为回购和同业存单 (万亿元)	21
图 17: 理财产品尚无法在中债登开户, 需通过委外才可投资中债登债券	23
图 18: 权益市场调整阶段, 合资理财公司转向固收投资, 但各家直投与委外的策略分化	48
图 19: 截至 2024 年末, 银行机构理财规模为 3.64 万亿元, 占全市场 12.15%	51
图 20: 2024 年下半年共有 21 家中小银行退出理财市场	52
图 21: 目前未获得理财子牌照的银行中, 沪农商行、成都农商行、中原银行规模排名前三 (截至 2025-02-23)	52
表 1: 2022 年底债市“赎回潮”之后, 多家理财公司存续规模经历了“V”形恢复性增长	7
表 2: 季末回表规模较大的理财公司有农银理财、工银理财和建信理财	8
表 3: 国有行理财子 ROE 普遍较低 (10%左右), 多家股份行理财子、城商行理财子 ROE 高于 15%	9
表 4: 2024 年上半年, 头部国股行理财子的净利润在 10 亿元以上	9
表 5: 2024 年上半年多家理财子的单位管理规模营收高于 20BP、单位管理规模净利润高于 10BP	10
表 6: 2024 年城商行理财子的固定管理费率普遍较高 (20BP 以上), 实现了较高的净利润率	10
表 7: 城商行理财子对集团的营收&中收贡献度较高, 理财子牌照有助于中小银行开拓盈利增长点	11
表 8: 近 3 个月规模加权收益率上, 部分城商行理财子居前, 布局权益的理财公司表现分化 (截至 2025-02-23)	12
表 9: 2024 年股份行理财子的到期产品收益达标率较高, 其余类型理财公司相对分化	13
表 10: 受益于母行的零售客群优势, 国股行理财子规模居前	13
表 11: 截至 2024 年末, 多数理财公司仍较为依赖“资产管理产品”进行投资 (截至 2025-02-28 披露, 亿元)	18
表 12: 资管产品 (穿透前): 中邮、招银、宁银、苏银理财等委外占比较低, 其余多数均高于 50%	19
表 13: 2024Q4 末前十大持仓一览: 组合类保险资管产品占比基本持平、信托计划占比维持高位	22
表 14: 理财公司投资人员人均管理 15 只产品、168 亿元资产 (统计截至 2025-02-23)	23
表 15: 截至 2024 年末, 部分股份行理财子前十大持仓中委外的组合类保险资管产品超 1000 亿元 (亿元)	24
表 16: 股份行理财子合作的保险资管公司数量较多 (基于 2024 年末前十大持仓统计, 亿元)	24
表 17: 截至 2024 年末, 部分股份行理财子前十大持仓中委外的信托计划超 1000 亿元 (亿元)	25
表 18: 股份行理财子合作的信托公司数量较多 (基于 2024 年末前十大持仓统计, 亿元)	26
表 19: 截至 2024 年末, 部分股份行理财子前十大持仓中委外的基金资管计划超 100 亿元 (亿元)	26
表 20: 理财子委外的基金专户上, 创金合信和银行系公募优势明显 (基于 2024 年末前十大持仓统计, 亿元)	27
表 21: 部分股份行理财子前十大持仓中委外的券商资管计划超 100 亿元 (亿元)	28
表 22: 部分股份行理财子前十大持仓中委外的期货资管计划超 100 亿元 (亿元)	29
表 23: 现金及银行存款 (穿透后): 国有行理财子该项占比于 2023H1 开始提升, 普遍高于城农商行理财子	29
表 24: 分解为直接投资&间接投资: 2023H1 起, 多家国股行理财子“间接投资”现金及银行存款的占比明显上升 ...	30
表 25: 同业存单 (穿透后): 部分国股行理财子该项占比较高	31
表 26: 分解为直接投资&间接投资: 2024 年 6 月末, 多家股份行理财子“间接投资”同业存单占比环比显著上升 ...	32
表 27: 债券 (穿透后): 部分股份理财子的债券占比已在 2024 年边际上升	33

表 28: 分解为直接投资&间接投资: 截至 2024 年 6 月末, 多家股份行理财子“间接投资”比例大于“直接投资”	34
表 29: 金融债、信用债的加权平均剩余期限上, 多数理财公司<3Y, 城商行理财子久期较长 (截至 2024Q4 末)	34
表 30: 金融债&信用债隐含评级上, 部分城商行理财子较为下沉 (截至 2024Q4 末)	35
表 31: 非标 (穿透后): 城商行理财子非标占比仍较高, 其余类型理财公司已降至低位	36
表 32: 分解为直接投资&间接投资: 理财公司非标均存续较少, 但城商行理财子“间接投资”的非标仍规模较大	36
表 33: 权益 (穿透后): 内资理财子仍对权益资产较为谨慎, 合资理财公司权益占比明显下降	37
表 34: 分解为直接投资&间接投资: 贝莱德建信理财、苏银理财直投权益比例较高, 其余均较低	38
表 35: 5 家合资理财公司均拥有衍生品交易资格 (截至 2025-02-26)	38
表 36: 衍生品 (穿透后): 除招银理财外, 其余均仓位极低	39
表 37: 分解为直接投资&间接投资: 理财公司较少投资衍生品, 其中多以委外为主	40
表 38: 5 家合资理财公司均已获批 QDII 额度 (亿美元)	41
表 39: QDII (穿透后): 国股行理财子 QDII 额度较多	41
表 40: 分解为直接投资&间接投资: QDII 投资上, 国有行理财子直投较多, 为股份行理财子以委外为主	42
表 41: 公募基金 (穿透后): 国股行理财子买基金规模较大	43
表 42: 分解为直接投资&间接投资: 股份行直投公募基金的比例较大, 其余类型理财公司兼顾直投和委外	44
表 43: 理财公司罚单主要围绕估值方法、收益调节、信息披露等问题	45
表 44: 合资理财公司的成立具有明确的政策支持	46
表 45: 合资理财公司可共享国有行股东的私行客户资源	47
表 46: 养老理财试点扩围为“10 地 11 家”, 其中唯一 1 家合资理财公司为贝莱德建信理财	48
表 47: 汇华理财主要通过委外投资固收类资产	49
表 48: 施罗德交银理财主要通过委外投资固收类资产	50
表 49: 2022 年下半年起, 贝莱德建信理财权益仓位大幅减少, 通过委外增配债券	50
表 50: 2023 年下半年起, 高盛工银理财大幅直投固收资产; 法巴农银理财主要通过委外投资债权类资产	51
表 51: 前十大持仓上, 非理财子 (中小银行资管部) 在 AA、AA(2)金融债上的占比明显高于理财公司	53
表 52: 前十大持仓上, 非理财子 (中小银行资管部) 在 AA-信用债上的占比明显高于理财公司	53
表 53: 受益标的一览	54
表 54: 2024H2 理财公司资产配置一览 (截至 2025-02-28 披露)	55

1、30 万亿元市场格局：增量博弈时代的结构调整

受益于高息存款严监管和债市行情，2024 年成为理财增长的大年。截至 2024 年末，全市场理财产品存续规模为 29.95 万亿元，全年增长 3.15 万亿元，yoy 为 11.75%（2024 年 6 月末 yoy 为 12.55%），与我们在 2024-04-09《理财持仓全景扫描系列（二）：起底短债理财》提到的“2024 年末理财规模有望重回 30 万亿元，同比增速达 12%”判断基本一致。2024 年理财规模收复失地，主要与严监管下加速存款出表、债市行情较好有关。

图1：截至 2024 年末，理财、公募基金规模分别增长至 29.95 万亿元、31.92 万亿元（万亿元）

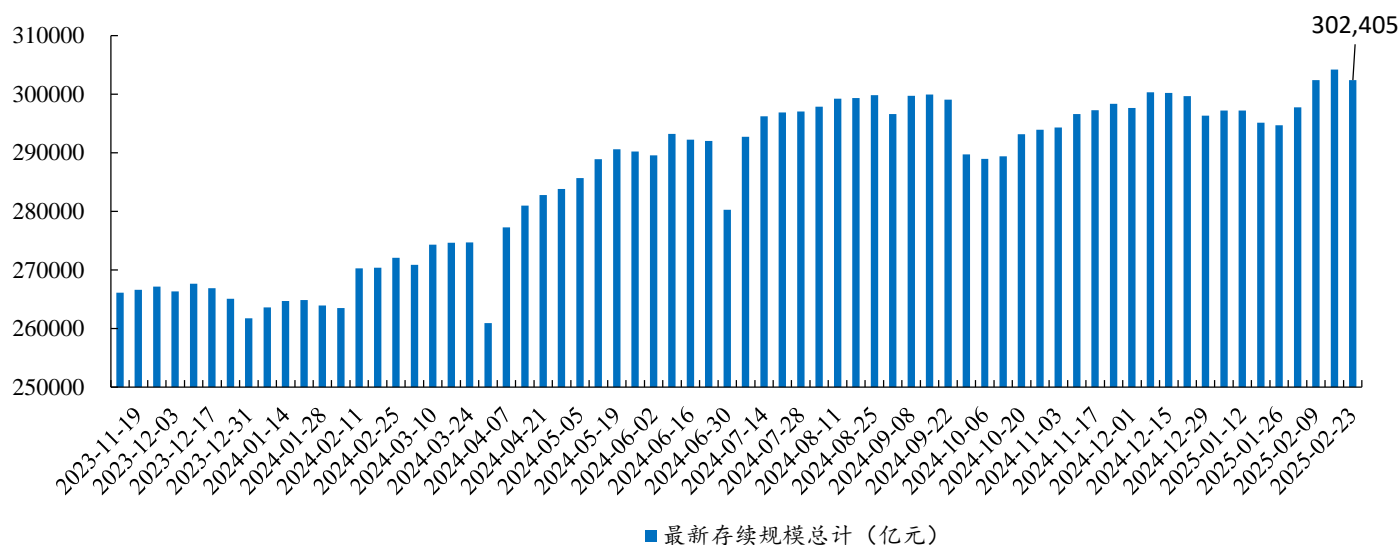


数据来源：Wind、银行业理财登记托管中心、开源证券研究所（注：银行理财规模根据银行业理财登记托管中心 2024 年度报告统计，数据截至 2024-12-31；公募基金规模根据 Wind 的统计，数据截至 2024-12-31；保险规模根据国家金监局发布保险业经营情况表中的资金运用余额统计，数据截至 2023-12-31；信托产品规模根据信托业协会公布统计，数据截至 2024-06-30；私募基金、私募资管规模根据中国基金业协会公布，数据截至 2024-11-30）

2024 年理财增长的“催化剂”较多。一是“手工补息”存款叫停贡献理财增量约 2 万亿元（4 月 7 日至 9 月最高点），二是债市行情较好，未出现大规模破净；三是 2024 年 9 月 24 日“一揽子新政”出台后股市情绪上涨，9 月底一周理财规模下降 1 万亿元，但随着权益市场情绪降温部分资金回流理财，直到 2024 年 12 月上半月恢复至 30 万亿元以上。

2025 年理财规模保守估计有望达到 31.5 万亿元高点。2024 年各类高息存款“漏洞”已基本堵住，驱动 2025 年理财规模的“催化剂”或有所减少，规模增量或取决于 2025 年存款重定价的规模。我们在 2025-01-21《理财高增背后的投资转向与竞争加剧——理财 2024 年报解读》一文中曾有测算，保守估计下 2025 年理财规模高点有望达到 31.5 万亿元。

图2：2024 年理财规模增长和“手工补息”叫停、股市情绪上涨、债市行情等均有关系（亿元）

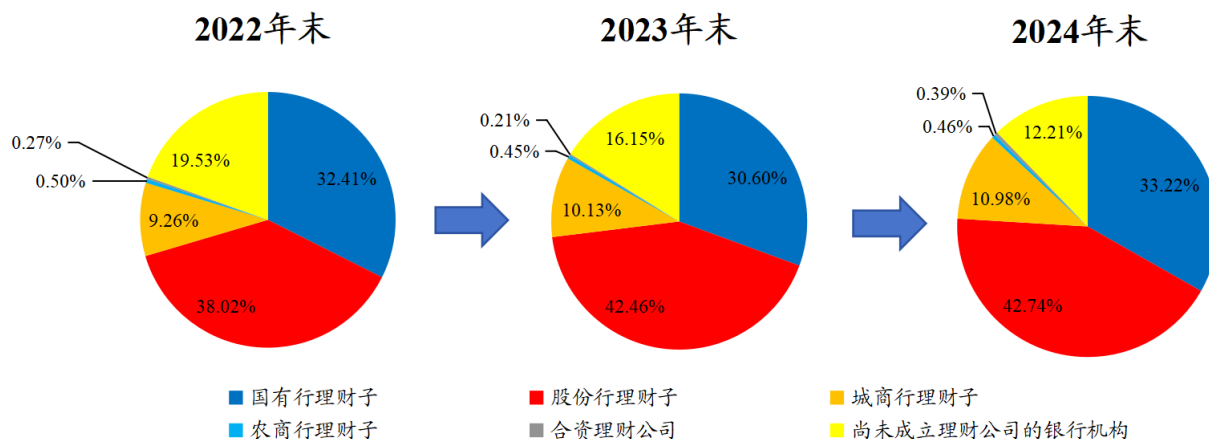


数据来源：普益标准、开源证券研究所

1.1、市场份额：股份>国有>非理财子>城商>农商>合资

股份行理财子坐稳头把交椅，国有行理财子市占率提升明显。截至 2024 年末，股份行理财子以 42.74% 的市占率稳居市场第一，而国有行理财子市占率（33.22%）同比上升较多，或与 2024 年限制“手工补息”等监管动作有关。国有行的存款端在 2024 年的严监管中受到冲击较大，一般来讲，存款从银行表内流出后大部分还会保留在自家银行的体系内的理财子，而较少分流至中小行理财，其余如城商行理财子、农商行理财子、合资理财公司的市占率同比提升幅度不明显。

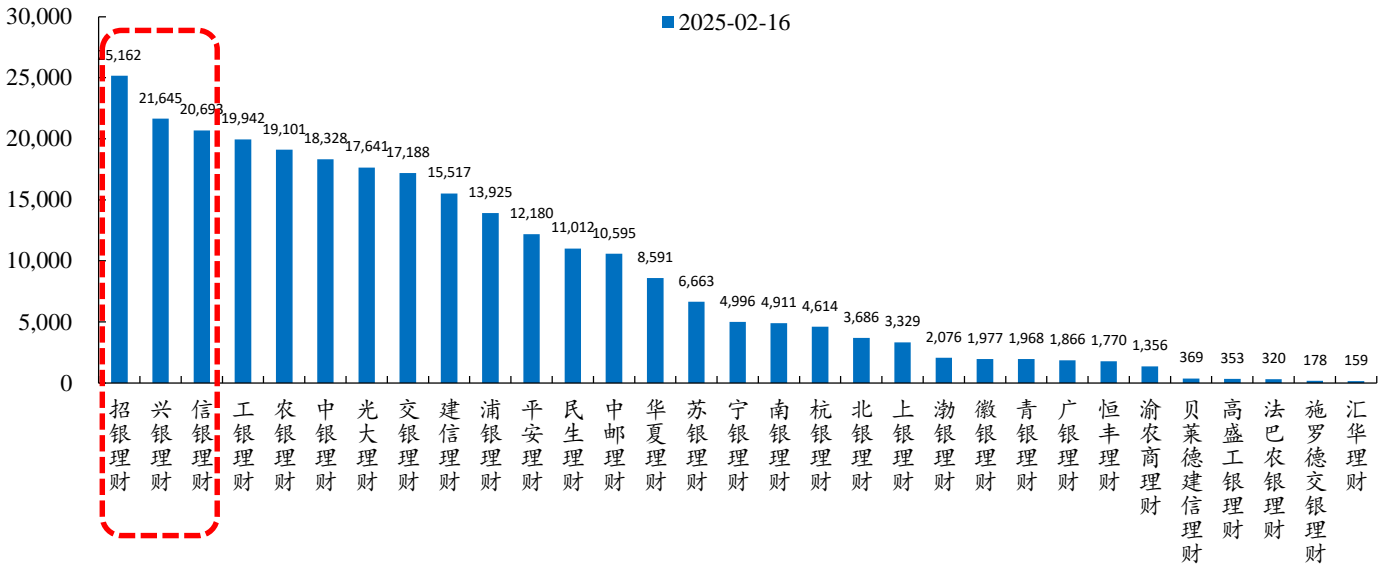
图3：截至 2024 年末，五类理财公司的市占率均有提升，其中国有行理财子提升幅度最大



数据来源：普益标准、开源证券研究所（注：图中统计的股份行理财子均不包括浙银理财）

规模前三的理财公司均为股份行理财子。截至 2025-02-16，存续规模前三的理财公司分别为招银理财、兴银理财、信银理财，均为股份行理财子且规模均超 2 万亿元；国有行理财子中，除中邮理财规模刚突破 1 万亿元外，其余 5 家均为 1.5~2 万亿元，差异相对较小。城商行理财子中，除苏银理财超 6000 亿元外，其余均低于 5000 亿元；合资理财公司则相对较小，均低于 400 亿元。时间序列来看，多家理财公司在 2022 年底债市调整之后规模呈“V”形恢复性增长。

图4: 截至 2025-02-16, 规模前三的理财公司分别为招银理财、兴银理财、信银理财, 均为股份行理财子 (亿元)



数据来源: 普益标准、开源证券研究所 (注: 本文所称“理财公司”包含理财子公司与合资理财公司, 不包含 2025 年 1 月获批开业的浙银理财)

表1: 2022 年底债市“赎回潮”之后, 多家理财公司存续规模经历了“V”形恢复性增长

		理财公司的管理规模 (亿元)													
		2019-12	2020-06	2020-12	2021-06	2021-12	2022-06	2022-12	2023-06	2023-12	2024-06	2024-12	2025-02-16	趋势图	
1	国有	建信理财	838	2,238	6,970	9,463	21,883	20,470	19,110	14,741	14,991	14,998	15,924	15,517	
		中银理财	-	4,239	7,181	8,680	17,100	15,868	16,506	16,098	16,311	18,019	18,315	18,328	
		交银理财	1,102	2,704	5,338	7,983	12,247	11,585	10,854	11,622	12,314	14,591	16,195	17,188	
		农银理财	9,446	8,368	9,498	11,175	18,232	16,816	17,757	14,207	15,873	17,277	19,686	19,101	
		工银理财	-	-	10,701	12,488	20,218	18,237	17,623	15,021	16,075	17,463	19,338	19,942	
		中邮理财	-	-	2,561	4,457	6,553	8,461	7,791	7,053	7,337	9,573	10,016	10,595	
7	股份	光大理财	3,344	2,853	5,041	8,771	10,677	11,855	11,852	12,236	13,124	14,902	15,756	17,641	
		招银理财	21,858	23,800	24,452	26,439	27,775	28,800	26,700	25,300	25,500	24,400	24,372	25,162	
		兴银理财	-	2,604	6,859	16,100	17,900	19,640	20,900	20,966	22,600	21,500	21,598	21,645	
		平安理财	-	-	-	-	-	2,591	8,742	8,836	10,131	10,451	12,132	12,180	
		华夏理财	-	-	5,885	5,940	5,374	5,477	5,134	4,718	5,919	7,168	8,438	8,591	
		信银理财	-	-	399	12,065	14,033	16,482	15,771	15,946	17,284	19,164	19,465	20,693	
		广银理财	-	-	-	-	-	1,123	1,657	1,587	1,664	1,930	1,827	1,866	
		浦银理财	-	-	-	-	-	3,099	8,393	7,058	10,184	11,992	12,726	13,925	
		民生理财	-	-	-	-	-	9,614	8,840	7,516	8,685	9,550	10,159	11,012	
		渤海理财	-	-	-	-	-	-	-	237	1,320	1,538	1,702	2,076	
		恒丰理财	-	-	-	-	-	-	219	528	1,104	1,432	1,659	1,770	
18	城商	杭银理财	2,314	2,325	2,635	2,568	3,067	3,549	3,599	3,355	3,739	4,024	4,372	4,614	
		宁银理财	2,676	2,662	2,882	2,831	3,322	3,935	3,967	3,460	4,021	4,049	4,737	4,996	
		徽银理财	-	-	259	1,418	2,151	2,409	2,115	1,820	1,773	1,942	1,978	1,977	
		南银理财	-	-	1,500	2,799	3,271	3,800	3,426	3,500	3,739	4,300	4,734	4,911	
		苏银理财	-	-	-	-	2,760	3,697	3,589	4,465	5,204	6,045	6,340	6,663	
		青银理财	-	-	15	489	1,817	1,708	2,008	2,226	2,081	2,085	1,992	1,968	
		上银理财	-	-	-	-	-	735	3,979	3,152	2,805	3,023	3,269	3,329	
		北银理财	-	-	-	-	-	-	-	2,619	2,915	3,141	3,921	3,686	
26	农商	渝农商理财	-	-	141	923	1,219	1,463	1,391	1,244	1,205	1,233	1,380	1,356	
27	合资	汇华理财	-	-	2	271	782	809	510	312	243	258	154	159	
		贝莱德建信理财	-	-	-	-	26	30	67	118	122	124	273	369	
		施罗德交银理财	-	-	-	-	-	34	181	122	101	136	171	178	
		高盛工银理财	-	-	-	-	-	-	2	3	44	125	282	353	
		法巴农银理财	-	-	-	-	-	-	-	-	-	76	296	320	

数据来源: 各银行财报、各理财公司理财业务报告、普益标准、开源证券研究所 (注: 截至 2024-12 末、2025-02-16 末均来源普益标准, 其余数据为母行或理财公司自身披露)

但考虑到回表因素，季末时点规模不一定反映实际体量。理财季末回表是指季度末部分理财资金回流至表内存款的现象，通常为季末最后一周流入存款、季初第一周再回流理财。2021-2024年，每年四个季度回表规模总计约4万亿元，通常为Q1>Q2>Q3>Q4，这与银行表内存贷款冲量的节奏较为一致。通常国股行对于表内规模诉求更高，季末回表规模相对更大，但近年回表力度总体有所减弱。

表2：季末回表规模较大的理财公司有农银理财、工银理财和建信理财

		季末最后一周·全市场理财规模变化（亿元）									
		2022Q3	2022Q4	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2024Q1	2024Q2	2024Q3	2024Q4
1	招银理财	-626	-342	-683	-1,289	466	97	-1,334	-1,021	-528	-107
2	兴银理财	-12	-448	-935	575	-680	-88	-1,161	-919	-798	-248
3	工银理财	-1,391	-190	-1,033	-1,389	-1,346	-515	-1,774	-1,532	-1,277	-554
4	信银理财	-68	-110	-469	-609	-333	-545	485	-308	-299	-405
5	农银理财	-2,451	-1,425	-1,992	-2,170	-2,296	-736	-2,191	-1,433	-2,382	-158
6	中银理财	-877	-35	-1,358	-1,098	-672	-581	-1,356	-1,086	-849	-675
7	建信理财	-1,197	-79	-1,863	-1,450	-989	-85	-1,575	-1,679	-1,211	-300
8	光大理财	-241	-32	-345	529	52	-161	572	-577	-529	-201
9	交银理财	-118	102	-390	-472	-321	-349	-637	-573	-340	5
10	浦银理财	58	-282	-202	-261	17	39	-446	-653	-509	-580
11	平安理财	83	-122	-905	-116	-35	-122	-595	-966	-89	-134
12	民生理财	-9	-252	-320	-266	93	-254	-416	-576	-57	-152
13	中邮理财	-158	-445	-301	-34	95	-51	-176	-23	-366	-121
14	华夏理财	-41	-41	-63	-89	63	-118	-202	-255	-137	329
15	苏银理财	64	-1	882	35	73	73	11	8	23	46
16	南银理财	-29	-40	-3	-14	37	-20	77	53	23	35
17	宁银理财	32	40	-101	50	-15	74	-109	-77	47	-8
18	杭银理财	-4	-43	-42	-44	-30	-12	92	46	15	-55
19	上银理财	67	-93	-44	-62	-69	-33	-80	12	8	-18
20	北银理财	0	-65	-42	-22	-10	42	45	44	158	334
21	青银理财	15	-16	-26	-38	-44	-21	-83	-39	79	41
22	徽银理财	-66	-64	-44	-62	-32	-65	-76	-18	15	63
23	广银理财	-25	-8	-40	-63	-54	15	-68	-118	-63	96
24	渤海理财	0	0	8	19	-3	-26	-82	-105	-67	-65
25	恒丰理财	6	9	-4	-5	9	-53	-28	-72	-41	-51
26	渝农商理财	33	-33	34	5	5	6	9	-5	24	15
27	汇华理财	-3	-56	-77	10	-10	-32	-2	37	-20	-6
28	施罗德交银理财	13	-2	-1	-9	-3	4	-1	-3	-1	-5
29	贝莱德建信理财	-1	0	2	0	1	1	-17	-9	-56	6
30	高盛工银理财	0	0	0	0	0	1	0	2	-6	14
31	法巴农银理财	0	0	0	0	0	0	-25	-15	8	-9
合计		-7,111	-4,373	-9,753	-10,645	-8,043	-4,257	-13,794	-11,957	-9,781	-3,211

数据来源：普益标准、开源证券研究所

1.2、盈利能力：头部股份&城商居前，量价双优为关键

盈利能力显著分化，股份&城商行理财子盈利能力较强。国有行理财子 ROE 普遍较低（10%左右），多家股份行理财子、城商行理财子 ROE 高于 15%，展现了较为分化的生态格局。国有行理财子更多发行政策导向的产品，如养老理财、ESG 理财等，出于普惠性的政策要求通常设置较低的产品费率，盈利性并非首要目标。而股份行和头部城商行理财子机制灵活，面对财富人群推出更为市场化的产品，内部激励也较高。合资理财公司未完整披露盈利数据，但由于进入国内较晚，打造盈利能力或需经过一段磨合期。

表3: 国有行理财子 ROE 普遍较低 (10%左右), 多家股份行理财子、城商行理财子 ROE 高于 15%

理财公司			ROA (年化)							ROE (年化)								
			2020-12	2021-06	2021-12	2022-06	2022-12	2023-06	2023-12	2024-06	2020-12	2021-06	2021-12	2022-06	2022-12	2023-06	2023-12	2024-06
1	国有	建信理财	2.14%	6.47%	11.91%	19.69%	14.34%	10.20%	6.08%	8.42%	2.20%	6.76%	12.56%	20.79%	15.05%	10.58%	6.66%	9.21%
2		中银理财	4.27%	8.62%	20.47%	19.54%	12.30%	11.34%	9.87%	12.41%	4.41%	9.05%	22.15%	21.08%	13.23%	11.92%	10.32%	12.88%
3		交银理财	7.80%	13.12%	12.11%	12.03%	10.97%	10.14%	10.24%	10.77%	7.90%	13.39%	12.37%	12.39%	11.30%	10.44%	10.57%	11.10%
4		农银理财	7.63%	8.51%	11.97%	15.42%	20.70%	9.05%	8.06%	10.42%	7.74%	8.61%	12.14%	15.64%	20.94%	9.15%	8.24%	10.78%
5		工银理财	2.38%	3.64%	4.87%	10.10%	6.38%	9.64%	6.55%	9.38%	2.47%	3.93%	5.18%	10.63%	6.75%	9.98%	6.77%	9.49%
6		中邮理财	13.29%	8.90%	11.69%	11.78%	10.88%	7.22%	6.66%	8.23%	13.83%	9.52%	12.48%	12.42%	11.46%	7.50%	6.92%	8.50%
7	股份	光大理财	10.32%	21.95%	23.69%	25.73%	23.00%	19.53%	18.12%	16.78%	10.60%	23.10%	25.06%	27.39%	24.61%	20.76%	19.31%	17.68%
8		招银理财	37.02%	34.93%	31.78%	28.86%	23.80%	17.47%	16.29%	13.26%	32.82%	37.73%	35.29%	31.68%	26.02%	18.68%	17.21%	13.87%
9		兴银理财	22.48%	50.98%	34.10%	36.95%	27.90%	17.57%	18.56%	17.09%	23.68%	54.00%	36.17%	38.61%	29.03%	18.18%	19.20%	17.63%
10		平安理财	3.04%	27.80%	25.23%	10.57%	22.13%	13.93%	17.94%	20.26%	3.19%	29.39%	27.04%	11.23%	24.37%	14.89%	19.63%	21.38%
11		华夏理财	1.30%	6.73%	9.00%	32.30%	22.31%	12.66%	10.88%	12.25%	1.32%	6.92%	9.25%	33.54%	23.19%	13.22%	11.31%	12.79%
12		信银理财	9.93%	30.25%	25.45%	28.01%	22.09%	17.54%	19.93%	18.00%	10.63%	32.51%	27.79%	30.20%	24.31%	18.95%	21.31%	18.85%
13		广银理财	-	-	-	-	3.58%	-	-	-	-	-	-	-	3.75%	-	-	-
14		浦银理财	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	5.41%	-	-	-	-	-
15		民生理财	-	-	-	15.64%	16.81%	16.20%	12.83%	-	-	-	-	17.19%	18.00%	17.42%	13.36%	-
16		渤海理财	-	-	-	-	9.45%	8.40%	9.00%	-	-	-	-	-	9.79%	8.93%	9.51%	-
17		恒丰理财	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
18	城商	杭银理财	11.64%	34.64%	36.69%	61.11%	47.12%	25.39%	22.00%	23.06%	12.11%	37.90%	42.58%	70.20%	56.25%	28.83%	24.91%	24.82%
19		宁银理财	17.57%	17.59%	19.89%	32.81%	30.61%	20.12%	17.42%	17.59%	18.01%	18.37%	21.58%	36.16%	33.97%	22.04%	19.13%	20.13%
20		徽银理财	4.95%	21.73%	25.70%	37.37%	-	8.71%	3.25%	-	5.17%	22.80%	28.26%	41.92%	-	9.28%	3.44%	-
21		南银理财	1.55%	19.02%	25.60%	25.24%	22.47%	12.61%	11.63%	12.97%	1.57%	19.82%	27.43%	27.86%	25.12%	13.94%	12.97%	14.91%
22		苏银理财	-	-	-	-	-	-	9.34%	-	-	-	-	-	-	-	9.64%	-
23		青银理财	0.29%	6.14%	30.90%	26.16%	-	20.36%	16.99%	18.69%	0.30%	6.28%	33.82%	28.88%	-	22.00%	18.34%	20.58%
24		上银理财	-	-	-	-	20.17%	9.52%	7.72%	3.88%	-	-	-	-	20.84%	9.83%	7.98%	4.04%
25	北银理财	-	-	-	-	0.37%	16.24%	13.58%	12.04%	-	-	-	-	-	16.50%	13.42%	13.17%	
26	农商	渝农商理财	0.30%	7.28%	15.77%	16.86%	13.58%	5.37%	5.88%	9.35%	0.31%	7.43%	16.29%	17.45%	14.09%	5.50%	6.04%	9.48%
27	合资	贝莱德建信理财	-	-	-	-	-	-	-6.62%	-	-	-	-	-	-	-	-7.39%	-
28		汇华理财	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
29		施罗德交银理财	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
30		高盛工银理财	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
31		法巴农银理财	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-

数据来源: Wind、各银行财报、开源证券研究所

头部股份行&城商行理财子的净利润率较高 (多家高于 50%)。我们比较 2022 年各家披露的营收情况 (2022 年披露较全), 前四位为招银理财 (57.86 亿元) > 兴银理财 (44.21 亿元) > 信银理财 (35.53 亿元) > 浦银理财 (27.07 亿元)。受 2022 年底债市回调影响, 2023 年理财产品规模大多收缩, 对营收有一定拖累。若计算净利润率 (净利润 ÷ 营业收入), 高于 60% 的多为头部股份行和城商行理财子, 这些机构规模较大且费率较高, 形成“量价双优”。

表4: 2024 年上半年, 头部国股行理财子的净利润在 10 亿元以上

理财公司			营业收入 (亿元)					净利润 (亿元)					净利润 ÷ 营业收入							
			2021-12	2022-06	2022-12	2023-06	2023-12	2024-06	2021-12	2022-06	2022-12	2023-06	2023-12	2024-06	2021-12	2022-06	2022-12	2023-06	2023-12	2024-06
1	国有	建信理财	-	-	-	-	-	20.62	19.13	28.40	11.02	13.23	9.17	-	-	-	-	-	-	
2		中银理财	-	-	-	-	-	26.09	14.56	18.54	9.19	16.28	11.11	-	-	-	-	-	-	
3		交银理财	-	-	-	-	-	11.55	6.34	11.88	5.95	12.40	7.11	-	-	-	-	-	-	
4		农银理财	-	-	-	-	-	17.21	12.26	35.23	8.71	15.97	11.20	-	-	-	-	-	-	
5		工银理财	-	-	-	-	-	8.92	9.66	12.36	9.69	13.25	9.88	-	-	-	-	-	-	
6		中邮理财	18.61	10.19	20.04	7.39	14.17	8.96	12.25	6.71	12.71	4.48	8.41	5.47	65.82%	65.85%	63.42%	60.62%	59.35%	61.05%
7	股份	光大理财	-	-	-	-	-	15.86	9.84	18.79	9.04	17.64	9.29	-	-	-	-	-	-	
8		招银理财	52.03	31.86	57.86	25.92	-	32.03	20.66	35.93	16.60	31.90	14.47	61.56%	64.85%	62.10%	64.04%	-	-	
9		兴银理财	39.40	26.95	44.21	16.65	38.48	19.9	28.06	19.58	31.11	11.58	25.82	13.41	71.22%	72.65%	70.37%	69.55%	67.10%	67.39%
10		平安理财	26.47	-	-	-	-	16.16	3.92	18.82	6.70	18.85	11.92	61.05%	-	-	-	-	-	
11		华夏理财	6.62	9.83	15.23	5.15	9.41	5.05	2.95	6.11	8.75	2.88	5.05	3.13	44.56%	62.16%	57.45%	55.92%	53.67%	61.98%
12		信银理财	30.40	18.92	35.53	14.85	34.80	18.30	18.06	12.09	20.48	9.40	22.55	11.59	59.41%	63.90%	57.64%	63.30%	64.80%	63.33%
13		广银理财	1.36	-	-	-	-	-	-	-	1.90	-	-	-	-	-	-	-	-	-
14		浦银理财	-	1.96	27.07	4.02	9.31	7.84	-	1.39	18.60	2.22	4.49	5.25	70.92%	68.71%	55.22%	48.23%	66.96%	-
15		民生理财	-	-	-	-	-	-	-	-	10.38	5.69	11.52	4.97	-	-	-	-	-	-
16		渤海理财	-	-	-	1.74	3.89	1.99	-	-	1.04	1.98	1.08	-	-	-	59.77%	50.90%	54.27%	-
17		恒丰理财	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
18	城商	杭银理财	9.33	10.44	20.59	7.21	14.03	7.77	6.11	7.41	13.62	4.82	8.83	5.28	65.49%	70.98%	66.15%	66.85%	62.94%	67.95%
19		宁银理财	8.09	7.44	15.06	6.07	11.68	6.38	4.35	4.44	9.14	3.68	6.68	3.86	53.77%	59.68%	60.69%	60.63%	57.19%	60.50%
20		徽银理财	-	-	-	-	-	-	6.96	6.60	-	1.90	1.43	-	-	-	-	-	-	-
21		南银理财	-	7.03	-	4.97	-	5.59	6.46	4.24	8.13	2.74	-	3.22	-	60.26%	-	55.18%	-	57.62%
22		苏银理财	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
23		青银理财	6.16	3.33	5.68	3.02	5.28	3.26	4.08	2.04	-	1.81	2.99	1.85	66.23%	61.26%	-	59.93%	56.63%	56.75%
24		上银理财	-	4.1	11.37	3.11	6.37	2.02	-	-	7.90	1.91	3.15	0.83	-	-	69.48%	61.41%	49.45%	41.09%
25	北银理财	-	-	-	-	-	-	-	-	0.08	1.80	3.12	1.53	-	-	-	-	-	-	
26	农商	渝农商理财	-	-	-	-	-	3.56	2.16	3.58	0.76	1.70	1.38	-	-	-	-	-	-	
27	合资	贝莱德建信理财	-	-	-	0.86	-	-	-	-	-	-	-0.62	-	-	-	-	-72.59%	-	
28		汇华理财	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	
29		施罗德交银理财	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	
30		高盛工银理财	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	
31		法巴农银理财	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	

数据来源: Wind、各银行财报、开源证券研究所

股份&城商行理财子费率较高，单位规模营收、净利润居前。2024年上半年多家理财子的单位管理规模营收高于20BP，由于理财公司的营收主要由管理费收入贡献，故该指标近似于“管理费率”，也即理财公司平均管理费率为20~30BP。而单位管理规模净利润高于10BP。随着费率价格战不断演绎，招银理财、兴银理财等头部理财子的单位营收和单位净利润均呈现不断下降的态势。

表5：2024年上半年多家理财子的单位管理规模营收高于20BP、单位管理规模净利润高于10BP

理财子公司		单位规模的营收（营业收入÷理财余额）										单位规模的净利润（净利润÷理财余额）								
		2019-12	2020-06	2020-12	2021-06	2021-12	2022-06	2022-12	2023-06	2023-12	2024-06	2019-12	2020-06	2020-12	2021-06	2021-12	2022-06	2022-12	2023-06	2023-12
1	国有	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	0.07%	0.12%	0.05%	0.11%	0.09%	0.15%	0.15%	0.09%	0.12%
2	建信理财	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	0.07%	0.05%	0.09%	0.14%	0.17%	0.10%	0.13%	0.10%
3	中银理财	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	0.06%	0.10%	0.06%	0.07%	0.07%	0.08%	0.08%
4	交银理财	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	0.23%	0.14%	0.13%	0.10%	0.15%	0.21%	0.11%
5	农银理财	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	0.30%	0.19%	0.08%	0.08%	0.07%	0.17%	0.11%
6	工银理财	-	-	-	-	0.28%	0.24%	0.26%	0.21%	0.19%	0.19%	-	-	-	0.46%	0.20%	0.19%	0.16%	0.16%	0.13%
7	中邮理财	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
8	光大理财	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	0.00%	0.00%	0.02%	0.05%	0.06%	0.07%	0.07%	0.07%	0.08%
9	招银理财	-	-	0.55%	0.29%	0.29%	0.32%	0.28%	0.25%	-	-	-	-	1.15%	0.36%	0.19%	0.18%	0.21%	0.17%	0.16%
10	兴银理财	-	0.10%	0.39%	0.61%	0.37%	0.45%	0.37%	0.27%	0.29%	0.27%	0.00%	0.07%	0.27%	0.45%	0.26%	0.33%	0.26%	0.19%	0.20%
11	平安理财	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	0.08%	0.21%	0.18%	0.22%
12	华夏理财	-	-	-	-	-	-	0.76%	0.17%	0.12%	0.09%	0.10%	-	-	-	-	0.47%	0.10%	0.07%	0.05%
13	信银理财	-	-	-	-	-	-	1.22%	0.42%	0.42%	0.34%	0.31%	-	-	-	-	0.78%	0.24%	0.27%	0.22%
14	广银理财	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	0.11%	-	-
15	浦银理财	-	-	-	-	-	-	0.07%	0.53%	0.17%	0.16%	0.22%	-	-	-	-	0.05%	0.36%	0.09%	0.08%
16	民生理财	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	0.07%	0.07%	0.05%
17	渤海理财	-	-	-	-	-	-	-	-	1.47%	0.29%	0.26%	-	-	-	-	-	0.88%	0.15%	0.14%
18	恒丰理财	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
19	城商	-	-	-	-	-	2.84%	0.52%	0.46%	0.50%	0.51%	-	-	-	-	-	2.02%	0.34%	0.31%	0.31%
20	杭银理财	0.00%	0.11%	0.17%	0.22%	0.24%	0.38%	0.38%	0.35%	0.29%	0.32%	0.00%	0.05%	0.10%	0.12%	0.13%	0.23%	0.23%	0.21%	0.17%
21	徽银理财	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	0.04%	0.20%	0.23%	0.37%	-	0.11%	0.04%
22	南银理财	-	-	-	-	-	0.38%	-	0.22%	-	0.18%	-	-	-	0.23%	0.23%	0.23%	0.12%	0.10%	0.11%
23	苏银理财	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	0.10%	-
24	青银理财	-	-	1.43%	0.30%	0.34%	0.39%	0.28%	0.27%	0.25%	0.31%	-	-	1.34%	-	-	-	-	-	-
25	上银理财	-	-	-	-	-	0.34%	0.54%	0.34%	0.36%	0.21%	-	-	-	-	-	0.37%	0.21%	0.18%	0.09%
26	北银理财	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	0.37%	0.21%	0.18%
27	农商	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
28	渝农商理财	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	0.04%	0.16%	0.29%	0.30%	0.26%	0.12%	0.14%
29	合资	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
30	贝莱德建信理财	-	-	-	-	-	-	-	-	-	0.35%	-	-	-	-	-	-	-	-	-0.26%
31	汇华理财	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
32	施罗德交银理财	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
33	高盛工银理财	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
34	法巴农银理财	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-

数据来源：Wind、各银行财报、开源证券研究所

表6：2024年城商行理财子的固定管理费率普遍较高（20BP以上），实现了较高的净利润率

序号	发行机构	固定管理费率(%)			固定管理费率分布(款)				
		最低	平均	最高	0.1000 (含) 以下	0.1000-0.2000 (含)	0.2000-0.3000 (含)	0.3000-0.4000 (含)	0.4000以上
1	青银理财	0.0000	0.2966	0.7500	19	58	83	416	73
2	宁银理财	0.0100	0.2550	1.0000	108	207	221	226	114
3	杭银理财	0.0000	0.2515	0.8000	102	147	90	107	49
4	徽银理财	0.0000	0.2511	1.6000	152	160	95	51	36
5	南银理财	0.0000	0.2468	1.0000	85	116	210	35	52
6	苏银理财	0.0000	0.2078	0.5000	92	45	183	123	41
7	广银理财	0.0000	0.2026	1.0000	81	44	51	1	24
8	光大理财	0.0000	0.1948	0.8000	327	528	95	16	78
9	渤海理财	0.0000	0.1871	0.6000	90	87	65	-	31
10	民生理财	0.0100	0.1853	1.3000	430	256	122	48	109
11	汇华理财	0.0300	0.1825	1.0000	14	106	14	9	2
12	贝莱德建信理财	0.0000	0.1642	0.7500	21	46	2	-	2
13	平安理财	0.0100	0.1555	0.8000	291	876	188	5	31
14	招银理财	0.0000	0.1540	1.5000	420	401	146	51	55
15	兴银理财	0.0000	0.1484	1.0300	727	465	194	41	83
16	高盛工银理财	0.1000	0.1469	0.5000	3	6	-	-	1
17	建信理财	0.0100	0.1454	0.4000	346	347	47	5	-
18	浦银理财	0.0100	0.1442	1.2000	262	569	258	36	13
19	渝农商理财	0.0000	0.1393	0.7000	302	81	38	82	20
20	法巴农银理财	0.0500	0.1372	0.5000	25	9	4	-	1
21	施罗德交银理财	0.0500	0.1345	0.3000	25	42	2	-	-
22	上银理财	0.0000	0.1296	0.6000	316	111	30	30	38
23	北银理财	0.0000	0.1166	0.5000	208	120	93	-	17
24	农银理财	0.0000	0.1154	0.3000	452	267	50	-	-
25	中邮理财	0.0100	0.1150	0.5500	500	318	85	17	4
26	中银理财	0.0000	0.1120	0.5000	454	383	16	-	1
27	工银理财	0.0000	0.1097	1.0000	586	226	20	10	38
28	交银理财	0.0000	0.1057	0.4000	559	622	5	1	-
29	华夏理财	0.0000	0.0964	0.5000	369	350	82	5	4
30	恒丰理财	0.0200	0.0832	0.5000	185	104	99	-	1
31	信银理财	0.0100	0.0593	0.8000	847	484	156	34	22

数据来源：普益标准、开源证券研究所

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

城商行理财子对集团的营收&中收贡献度较高，理财子牌照价值凸显。杭银理财、青银理财的中收贡献度在 30%左右，明显高于同业，主要由于这些理财子的财富客群基础较好，但母行的中收来源较股份行更为单一，从侧面反映了理财子牌照对中小行的重要性，有助于中小银行开拓盈利增长点。而后续无法获得理财子牌照的中小行或将失去 1/3 左右的管理费中收，转而加入代销“大战”，总体对中收有一定的负面影响。

表7：城商行理财子对集团的营收&中收贡献度较高，理财子牌照有助于中小银行开拓盈利增长点

理财公司	中收贡献度 (营业收入 ÷ 集团手续费及佣金收入)								
	2020-06	2020-12	2021-06	2021-12	2022-06	2022-12	2023-06	2023-12	2024-06
中邮理财	-	-	-	4.39%	3.39%	4.03%	2.17%	2.77%	3.78%
兴银理财	0.45%	4.59%	11.01%	8.28%	10.87%	8.94%	9.13%	11.62%	12.93%
华夏理财	-	0.68%	3.58%	4.94%	12.99%	10.64%	8.52%	8.10%	8.84%
信银理财	-	2.89%	6.96%	7.49%	9.15%	8.66%	7.09%	9.41%	9.78%
浦银理财	-	-	-	-	1.00%	7.17%	2.29%	2.91%	4.98%
渤海理财	-	-	-	-	-	-	7.55%	7.66%	8.83%
杭银理财	1.48%	8.13%	16.24%	23.47%	35.06%	39.17%	27.30%	29.81%	31.02%
宁银理财	2.60%	6.75%	7.32%	8.58%	18.08%	17.35%	14.26%	15.90%	18.24%
南银理财	-	-	10.38%	-	20.22%	-	19.08%	-	18.79%
青银理财	-	1.19%	8.74%	28.32%	33.96%	31.71%	25.55%	24.99%	28.07%
上银理财	-	-	-	-	11.08%	16.33%	10.12%	11.73%	8.29%

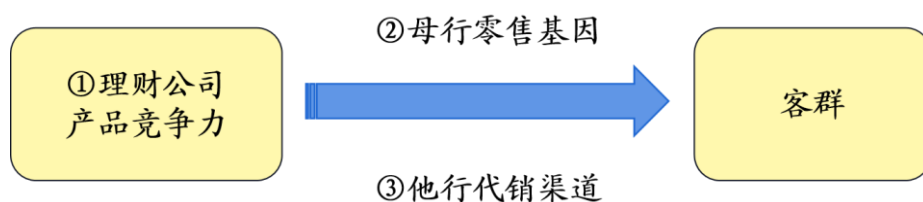
理财公司	营收贡献度 (营业收入 ÷ 集团营业收入)								
	2020-06	2020-12	2021-06	2021-12	2022-06	2022-12	2023-06	2023-12	2024-06
中邮理财	-	-	-	0.58%	0.59%	0.60%	0.42%	0.41%	0.51%
兴银理财	0.14%	0.96%	2.45%	1.78%	2.33%	1.99%	1.50%	1.83%	1.76%
华夏理财	-	0.10%	0.53%	0.69%	2.03%	1.62%	1.08%	1.01%	1.04%
信银理财	-	0.50%	1.42%	1.49%	1.75%	1.68%	1.40%	1.69%	1.68%
浦银理财	-	-	-	-	0.20%	1.44%	0.44%	0.54%	0.89%
渤海理财	-	-	-	-	-	-	1.51%	2.14%	1.98%
杭银理财	0.22%	1.07%	2.39%	3.18%	6.03%	6.25%	3.93%	4.01%	4.02%
宁银理财	0.72%	1.20%	1.22%	1.53%	2.53%	2.60%	1.89%	1.90%	1.85%
南银理财	-	-	1.85%	-	2.99%	-	2.04%	-	2.13%
青银理财	-	0.21%	1.39%	5.53%	5.36%	4.88%	4.74%	4.23%	4.57%
上银理财	-	-	-	-	1.47%	2.14%	1.18%	1.26%	0.77%

数据来源：Wind、各银行财报、开源证券研究所

1.3、三重驱动：产品本身+母行零售基因+代销渠道

理财公司的规模与盈利，受产品竞争力、母行零售基因及代销渠道三重驱动。除产品本身的竞争力外，销售渠道方面，母行的零售客群基础也是重要因素，国股行母行庞大的基础客群成为其理财子规模增长的核心引擎；城商行理财子则通过区域深耕实现差异化突围。不少理财公司近年纷纷拓展中小银行代销渠道。

图5：理财公司的规模和盈利，与其产品本身、销售渠道、客户基础关联度较大



资料来源：开源证券研究所

1.3.1、①产品收益率：国股稳扎稳打，城商&合资较为分化

国股行理财子“稳扎稳打”，绝对收益属性凸显；其余类型机构表现分化。截至2025-02-23近3个月规模加权收益率上，高盛工银理财以14.38%高居第一，主要由于其产品数量相对较少，同时权益类产品获得了不错的超额收益。此外，目前合资理财公司尚未布局现金管理类产品，因此在统计上略占优势（现金管理类产品收益率一般低于其他类产品）。杭银理财、苏银理财和南银理财的收益率居前，或主要由于这些理财子仍有较多存量非标资产+信用债适度下沉。

表8：近3个月规模加权收益率上，部分城商行理财子居前，布局权益的理财公司表现分化（截至2025-02-23）

序号	发行机构	合计		现金管理类		固定收益类		其中：纯固收类		其中：固收+类		混合类		权益类	
		近3月规模加权收益率(%)	存续规模(亿元)	近3月规模加权收益率(%)	存续规模(亿元)	近3月规模加权收益率(%)	存续规模(亿元)	近3月规模加权收益率(%)	存续规模(亿元)	近3月规模加权收益率(%)	存续规模(亿元)	近3月规模加权收益率(%)	存续规模(亿元)	近3月规模加权收益率(%)	存续规模(亿元)
1	高盛工银理财	6.37%	167			4.37%	165	4.94%	3	4.36%	163			14.38%	1
2	杭银理财	3.74%	4,248	1.69%	698	3.38%	3,546	3.49%	765	3.35%	2,780	17.26%	5		
3	苏银理财	3.64%	6,580	1.90%	1,175	3.18%	5,357	3.13%	852	3.21%	4,541	6.05%	47		
4	南银理财	3.41%	4,815	1.83%	410	2.89%	4,388	3.06%	1,513	2.81%	2,831	8.49%	14		
5	华夏理财	3.25%	6,106	1.72%	1,433	2.51%	4,667	3.32%	1,320	2.25%	3,344	1.78%	5	17.95%	1
6	贝莱德建信理财	3.19%	368			3.10%	352	2.78%	216	3.60%	136			7.20%	17
7	农银理财	3.07%	17,993	1.48%	6,042	3.02%	10,558	3.27%	2,692	2.93%	7,923	3.46%	1,394		
8	法巴农银理财	3.05%	322			3.05%	322	2.53%	88	3.28%	234				
9	工银理财	3.02%	19,741	1.59%	6,468	2.76%	12,514	2.66%	2,515	2.87%	8,710	4.01%	759	4.62%	0
10	中银理财	3.02%	16,700	1.89%	5,808	2.95%	10,622	2.88%	1,305	2.99%	9,346	4.96%	270	12.45%	0
11	恒丰理财	3.00%	1,691	1.78%	173	3.04%	1,517	2.93%	23	3.04%	1,407	3.69%	1		
12	平安理财	3.00%	11,863	1.69%	4,162	3.04%	7,679	3.50%	50	3.04%	7,592	6.46%	22		
13	信银理财	2.94%	20,029	1.70%	3,617	2.89%	16,342	2.86%	3,315	2.80%	11,536	7.47%	47	3.14%	22
14	施罗德交银理财	2.82%	172			2.73%	172	3.17%	8	2.61%	146	6.05%	0		
15	招银理财	2.82%	23,009	1.47%	10,317	2.62%	12,257	2.56%	426	2.63%	11,828	8.77%	418	19.90%	17
16	交银理财	2.82%	16,804	1.63%	2,172	2.85%	14,394	2.85%	6,030	2.86%	8,367	3.38%	238		
17	兴银理财	2.80%	20,113	1.69%	5,431	2.67%	14,506	3.56%	2,030	2.48%	11,900	8.13%	175		
18	中邮理财	2.73%	9,252	1.71%	2,901	2.77%	5,892	2.84%	958	2.77%	4,857	4.77%	459		
19	宁银理财	2.72%	3,843	1.77%	683	2.62%	3,136	3.74%	370	2.44%	2,766	4.80%	22	15.31%	3
20	上银理财	2.71%	2,881	1.86%	938	2.78%	1,942	3.69%	191	2.67%	1,740	2.48%	2		
21	民生理财	2.70%	10,533	1.71%	2,760	2.79%	7,711	3.29%	131	2.79%	7,592	3.71%	62	13.16%	0
22	浦银理财	2.67%	13,498	1.67%	2,952	2.82%	10,530	3.94%	2,218	2.49%	8,191	3.03%	1	2.17%	14
23	渝农商理财	2.64%	688	1.73%	283	2.80%	405	3.50%	107	2.55%	298				
24	北银理财	2.62%	3,576	1.60%	301	2.68%	3,248	2.81%	339	2.66%	2,583	3.75%	27		
25	汇华理财	2.62%	144			2.27%	141	1.79%	21	2.41%	120	7.17%	3		
26	广银理财	2.51%	1,598	1.61%	378	2.34%	1,217	1.67%	21	2.35%	1,196	6.01%	3		
27	浙银理财	2.50%	1,220	1.72%	46	2.95%	1,172	3.04%	374	2.91%	796	4.22%	2		
28	青银理财	2.44%	1,769	1.74%	73	2.45%	1,695	2.68%	34	2.45%	1,639				
29	建信理财	2.41%	15,045	1.58%	3,283	2.25%	11,657	1.87%	1,242	2.24%	9,957	5.30%	105		
30	徽银理财	2.18%	1,399	1.80%	906	2.45%	490	2.94%	108	2.35%	382	1.13%	3		
31	光大理财	1.55%	12,422	1.73%	3,054	2.56%	9,057	3.07%	613	2.51%	8,128	2.19%	310	-49.74%	1

数据来源：普益标准、开源证券研究所

到期兑付达标率：合资理财公司和规模较小的股份行理财子居前。达标率指的是到期产品中兑付收益率达到业绩比较基准下限的产品数量比例，我们统计了2024年各家理财公司的达标率。合资理财、股份行理财子居前，国有行理财子和城商行理财子则相对分化。总体来看，理财规模相对较小的理财公司达标率相对较高，或与管理半径较小、策略较为灵活有一定关系。

表9：2024年股份行理财子的到期产品收益达标率较高，其余类型理财公司相对分化

序号	发行机构	合计 (%)			固定收益类 (%)			其中：纯固收类 (%)			其中：固收+类 (%)			混合类 (%)			权益类 (%)		
		业绩比较基准(下限)	平均兑付收益率	达标率	业绩比较基准(下限)	平均兑付收益率	达标率	业绩比较基准(下限)	平均兑付收益率	达标率	业绩比较基准(下限)	平均兑付收益率	达标率	业绩比较基准(下限)	平均兑付收益率	达标率	业绩比较基准(下限)	平均兑付收益率	达标率
1	高盛工银理财	4.84	5.13	100.00	4.84	5.25	100.00	4.83	5.25	100.00	5.19	5.33	100.00						
2	法巴农银理财	2.31	2.88	100.00	2.31	2.88	100.00	2.42	2.96	100.00	2.23	2.82	100.00						
3	渤海理财	2.58	3.37	99.57	2.58	3.35	99.56	3.19	4.00	98.61	2.46	3.27	100.00	2.65	2.13	100.00			
4	贝莱德建信理财	2.61	3.59	99.19	2.61	3.69	99.19	2.68	2.85	98.61	2.40	4.40	100.00						
5	恒丰理财	2.83	3.33	90.35	2.83	3.33	90.59	3.75	3.98	100.00	2.75	3.29	82.67	4.20	2.94	0.00			
6	光大理财	2.55	2.92	88.83	2.54	2.93	88.43	2.45	3.48	96.67	2.54	2.85	93.24	2.71	2.58	95.35			8.16
7	宁银理财	2.39	3.10	88.45	2.36	2.64	90.39	2.95	3.08	95.80	2.33	2.64	82.67	2.68	2.13	36.84			
8	中邮理财	2.82	2.60	87.09	2.76	2.76	91.96	2.58	3.17	89.19	2.79	2.73	92.83	3.68	0.29	17.39			5.14
9	浦银理财	2.65	2.81	86.76	2.62	2.82	88.06	2.47	3.66	89.70	2.64	2.72	85.00	4.34	1.98	0.00			
10	兴银理财	2.51	2.68	86.60	2.49	2.75	86.70	2.85	3.36	95.65	2.47	2.72	82.22	3.11	1.13	70.00			
11	南银理财	2.32	2.63	85.63	2.27	2.83	86.76	3.04	3.34	97.59	2.18	2.77	54.39	4.53	2.26	37.50	5.08	-6.22	100.00
12	民生理财	2.43	2.51	85.18	2.33	2.91	88.07	3.21	2.41	95.59	2.32	2.91	86.52	3.18	2.13	33.33	4.74	-10.31	75.00
13	徽银理财	3.04	2.68	84.63	3.03	2.68	84.79	3.05	3.33	94.27	3.03	2.61	72.65	4.20	1.09	0.00			
14	渝农商理财	2.30	2.63	84.06	2.30	2.63	84.06	2.66	2.52	94.74	2.24	2.64	71.78						
15	华夏理财	2.59	2.69	83.82	2.53	2.90	88.73	2.50	3.11	96.96	2.54	2.87	82.01	3.53	1.38	2.70			-15.34
16	平安理财	2.37	2.76	83.61	2.36	2.90	84.32	2.64	5.08	57.14	2.35	2.88	85.86	2.86	0.16	60.00			
17	杭银理财	2.64	2.92	83.57	2.59	3.08	83.67	2.67	3.06	92.56	2.56	3.08	78.28	3.80	1.37		5.08	4.95	75.00
18	交银理财	2.55	2.78	81.15	2.49	2.85	85.42	2.34	3.07	95.45	2.58	2.72	80.20	3.31	2.02	32.50			
19	广银理财	2.64	2.34	78.95	2.69	2.87	81.69	3.93	3.99	86.67	2.68	2.87	79.38	2.03	3.62	40.00			
20	中银理财	2.93	2.71	77.73	2.83	2.81	84.24	2.84	3.14	89.52	2.85	2.77	77.95	3.99	1.74	11.67	4.99		
21	招银理财	2.43	2.27	74.92	2.36	2.65	76.72	2.36	2.57	86.67	2.36	2.66	73.79	2.66	2.17	42.42			-0.88
22	施罗德交银理财	2.83	2.44	74.42	2.82	2.54	79.75	3.58	3.49	60.00	2.81	2.54	80.28	3.01	1.25	14.29			
23	信银理财	2.54	2.58	74.17	2.50	2.65	75.18	2.33	2.86	89.71	2.53	2.61	66.90	3.92	0.25	37.50	6.21	-0.50	100.00
24	工银理财	3.17	2.35	66.85	2.95	2.63	76.21	2.58	2.64	93.77	3.02	2.62	52.88	3.97	1.30	32.70	4.26	0.35	14.29
25	上银理财	2.10	2.93	65.06	1.99	3.03	68.77	2.02	3.51	90.70	1.98	2.97	64.71	4.03	1.09	0.00			
26	北银理财	2.76	2.69	60.56	2.76	2.70	66.46	3.33	2.61	93.10	2.74	2.71	59.84	2.78	2.56	18.18			
27	农银理财	3.18	2.82	57.45	3.10	2.84	60.63	2.96	2.88	62.78	3.15	2.83	58.11	3.56	2.74	44.44			
28	苏银理财	2.52	2.98	54.04	2.51	3.14	64.04	3.10	3.19	77.14	2.47	3.11	44.51	2.41	2.23	2.33	10.00	0.02	0.00
29	建信理财	3.11	2.08	51.95	2.90	2.62	58.47	2.36	2.67	75.00	2.99	2.60	48.84	4.80	2.19	0.00			
30	青银理财	3.13	2.79	49.72	3.11	2.79	50.09	3.83	3.51	65.63	3.10	2.77	45.45	5.24	1.14	0.00	5.30	2.85	0.00
31	汇华理财	2.87	2.12	5.83	2.79	2.17	5.98	2.21	2.18	16.67	3.15	2.16	5.31	5.85	0.15	0.00			

数据来源：普益标准、开源证券研究所（注：达标率=到期产品中兑付收益率达到业绩比较基准下限的产品数量比例）

1.3.2、②母行零售基因：国股行客群基础扎实

受益于母行零售客群优势，国有行及股份行理财子规模持续领先。理财子是零售基因与市场化能力的映射，招银理财、兴银理财等机构依托母行财富管理战略与高净值客户资源，通过代销渠道快速扩容，市占率稳居前二。国有大行理财子因客群风险偏好较低，理财产品易转化为存款，叠加母行渠道依赖度高，规模增长略弱于股份行理财子。

表10：受益于母行的零售客群优势，国股行理财子规模居前

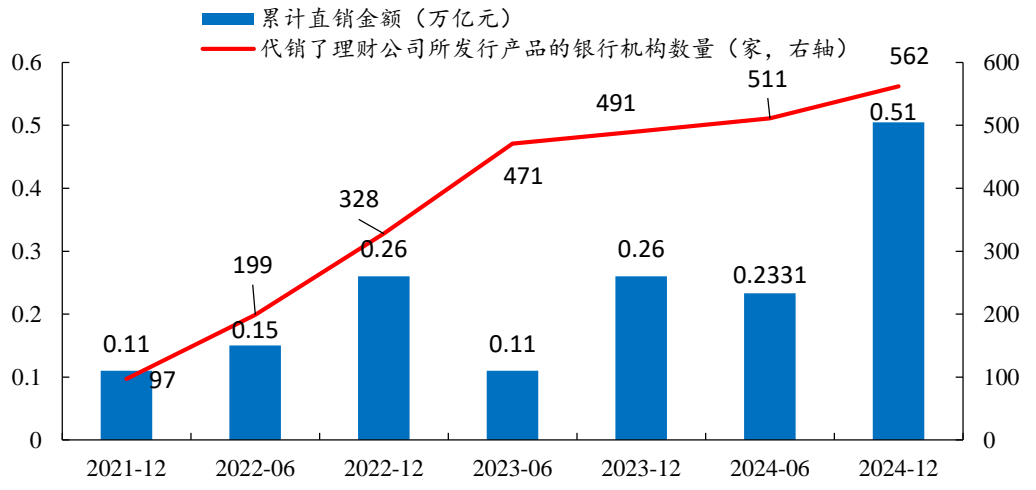
上市银行	零售客户AUM (亿元)						零售客户数 (万户)					
	2019	2020	2021	2022	2023	2024H1	2019	2020	2021	2022	2023	2024H1
国有行												
工商银行	146,000	160,000	169,600	186,600	207,100	217,700	65,000	68,000	70,328	72,000	74,000	74,900
建设银行	-	130,000	150,000	170,000	185,000	197,400	-	-	-	73,900	75,700	76,200
农业银行	-	-	-	-	202,900	211,800	-	-	-	-	86,700	87,100
中国银行	-	-	110,000	130,000	142,900	150,000	-	-	-	50,578	52,500	53,100
交通银行	30,000	38,956	42,564	46,214	50,019	52,665	-	17,900	18,500	19,100	19,200	19,500
邮储银行	100,000	112,500	125,300	138,900	152,300	162,300	60,500	-	-	-	66,300	66,500
股份行												
招商银行	74,940	89,400	107,592	121,234	133,200	142,000	14,400	15,800	17,301	18,400	19,700	20,200
兴业银行	20,838	26,100	28,500	33,724	47,900	48,800	7,792	7,956	8,000	9,175	10,128	10,452
浦发银行	20,304	31,300	38,700	39,500	36,800	39,500	8,649	-	-	14,300	15,700	13,300
中信银行	21,053	22,393	34,800	39,101	42,400	44,200	10,220	11,000	12,000	12,700	13,700	14,100
民生银行	18,370	19,102	20,927	21,974	27,411	28,856	-	7,994	11,014	12,183	12,872	13,203
平安银行	19,827	26,248	31,826	35,873	40,312	41,206	9,708	10,715	11,821	12,308	12,543	12,619
光大银行	17,058	19,176	21,225	24,240	27,251	28,700	-	-	14,000	-	15,224	15,492
华夏银行	7,808	8,624	9,774	9,553	9,326	9,769	-	-	-	3,116	3,278	3,347
城商行												
北京银行	3,000	7,748	8,845	9,749	10,365	11,500	-	-	-	2,753	2,900	2,977
上海银行	6,359	7,491	9,015	9,681	9,555	9,943	1,557	1,816	1,946	2,064	2,140	2,147
江苏银行	-	7,795	9,226	10,700	12,400	13,900	-	-	-	-	-	-
宁波银行	4,378	5,340	6,562	8,056	9,870	11,012	-	-	-	-	-	-
南京银行	4,327	4,871	5,667	6,209	7,333	8,013	-	-	-	-	-	-
杭州银行	3,306	3,825	4,242	4,807	5,174	5,678	-	-	-	-	-	-
青岛银行	1,623	2,028	2,539	破3000	3,170	3,326	-	-	-	771	894	846

数据来源：普益标准、开源证券研究所

1.3.3、③代销渠道：理财子加速布局下沉市场

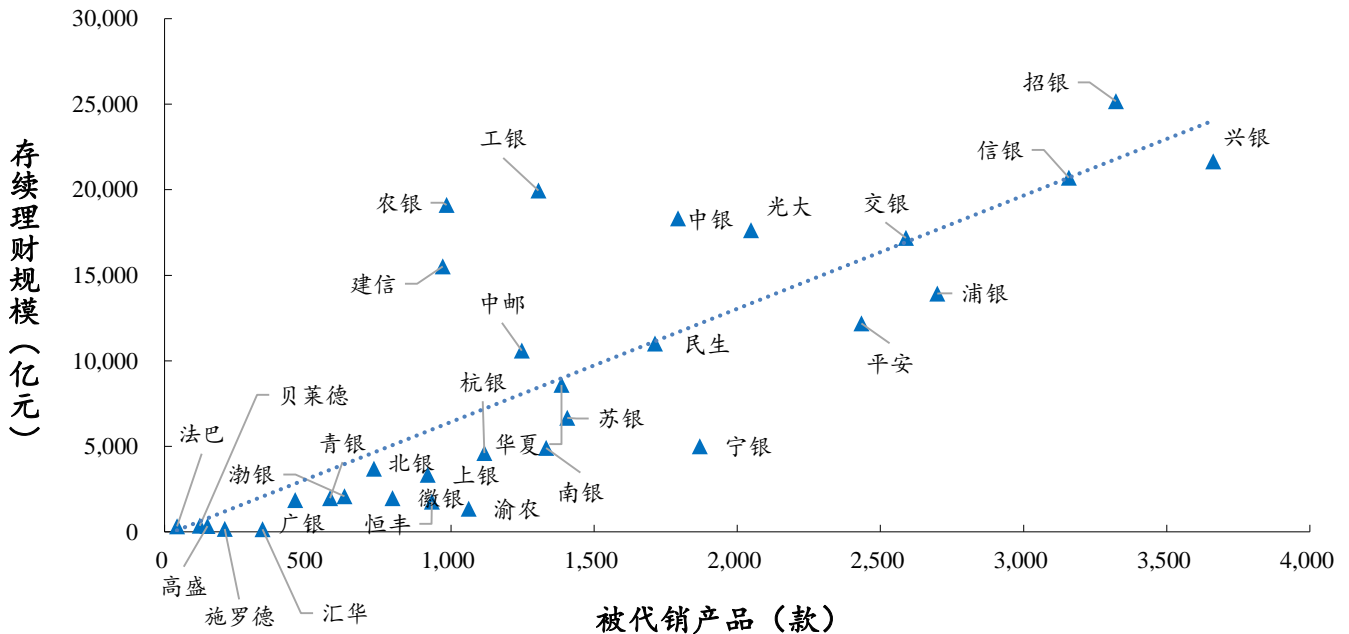
截至 2024 年末，理财公司的代销渠道共有 562 家。2024 年理财累计直销金额为 0.51 万亿元，远高于 2023 年（0.26 万亿元），或与各家理财公司加码系统建设、投资者主动配置理财产品的意愿上升有关。理财公司代销渠道也进一步拓展，截至 2024 年末增长至 562 家，同比增长 71 家。

图6：2024 年末理财公司合作的代销机构增长至 562 家



数据来源：银行业理财登记托管中心、开源证券研究所

图7：理财公司管理规模与被代销产品数量有较为显著的正向相关关系（横纵轴指标的统计日均为 2025-02-19）

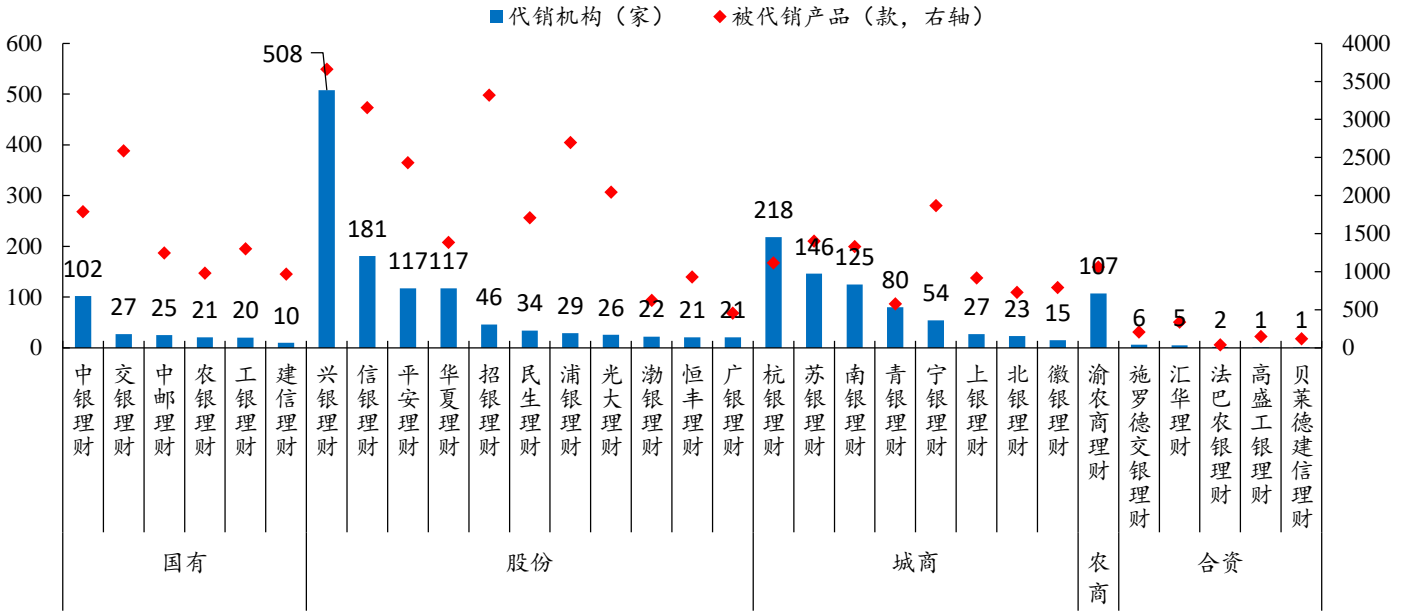


数据来源：普益标准、开源证券研究所

头部股份行&城农商行理财子积极开辟代销渠道。截至 2025-02-19，受益于兴业银行较早建立的同业业务平台“银银平台”，兴银理财合作的代销机构数量仍然最多，共有 508 家，其余如信银理财、华夏理财、平安理财积极拓展代销渠道。城商行理财子中，江浙地区理财子的合作代销机构最多，或与江浙地区本身银行机构较多有

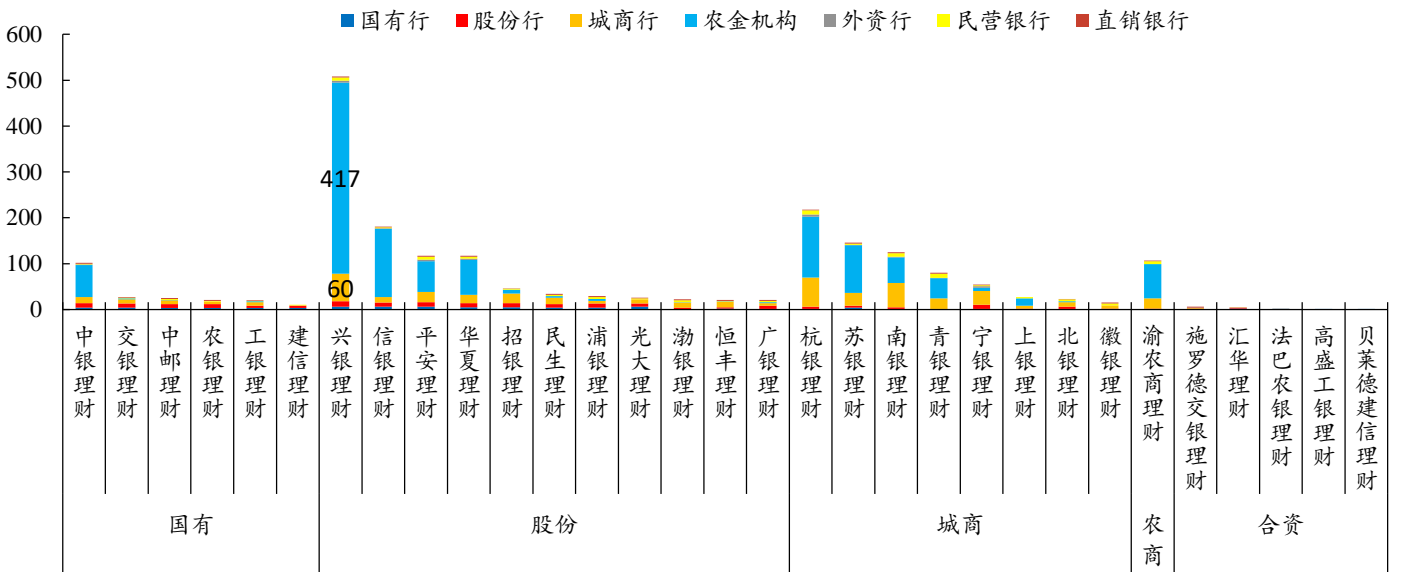
关，也与财富人群聚集较多有关。

图8：兴银理财、杭银理财、信银理财等理财机构的代销机构数量较多（统计日为 2025-02-19）



数据来源：普益标准、开源证券研究所

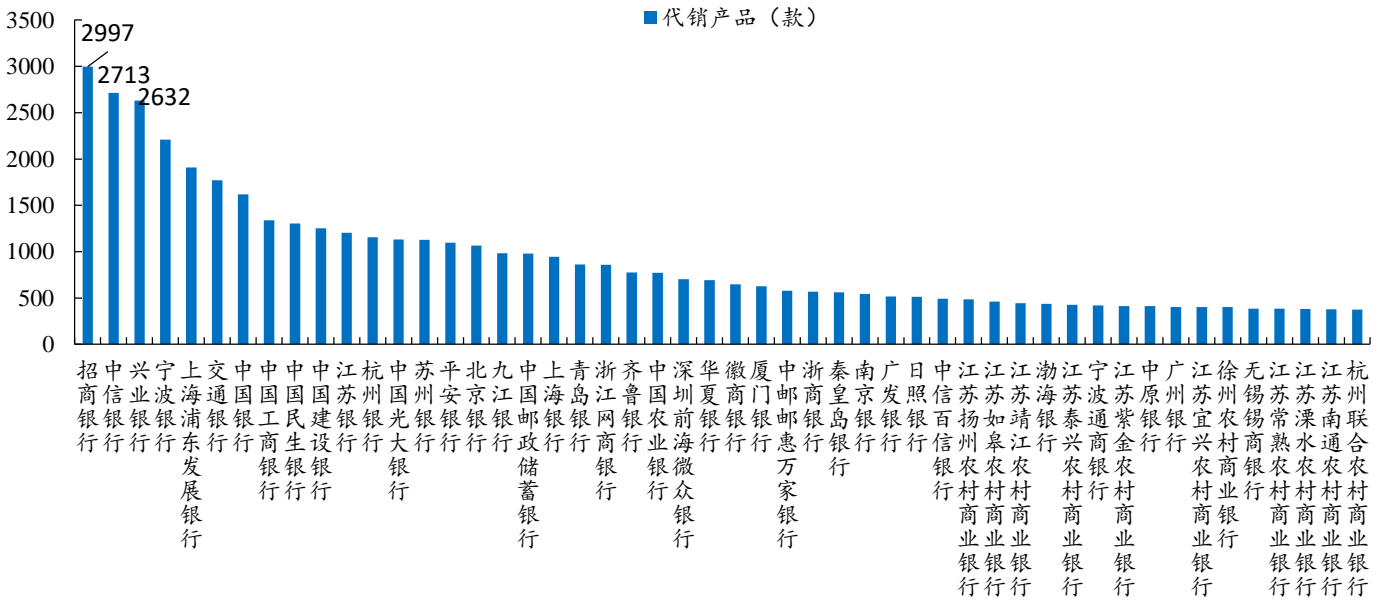
图9：兴银理财合作的代销机构中，城商行和农金机构数量居前（家，统计日为 2025-02-19）



数据来源：普益标准、开源证券研究所

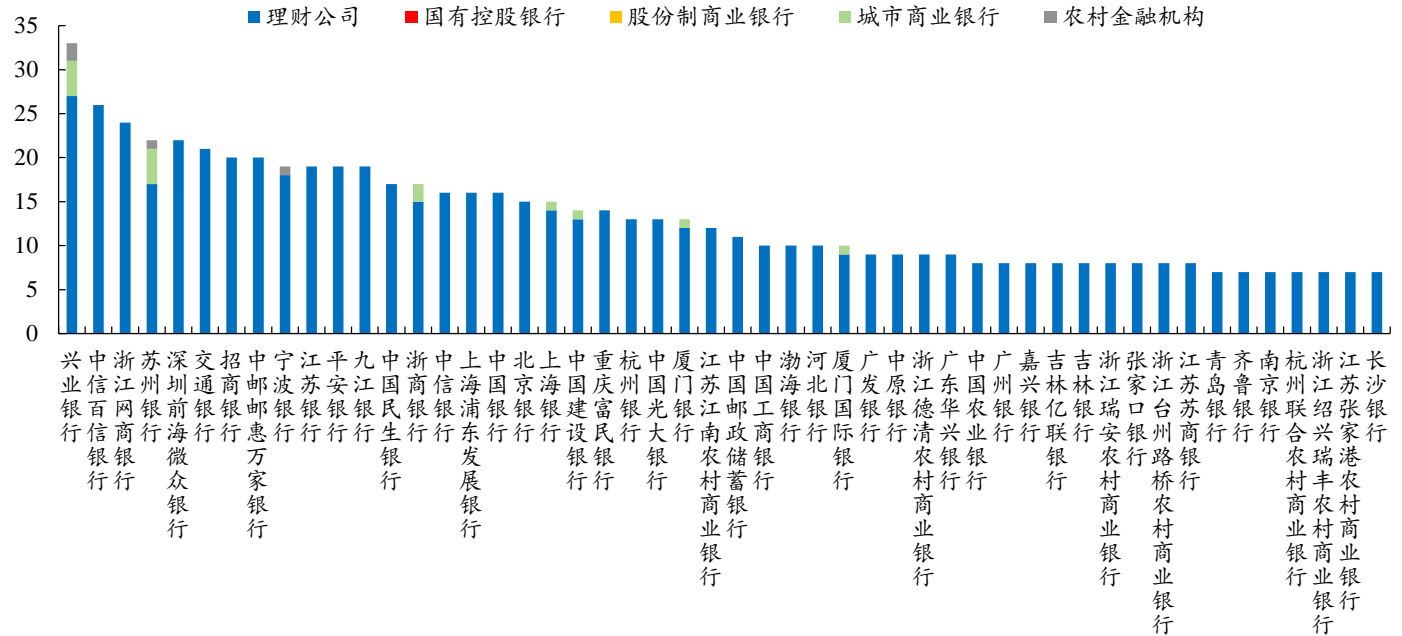
银行亦可通过代销增强自身客户粘性，实现“双赢”。截至 2025-02-19，兴业银行凭借其同业优势已代销 33 家机构发行的理财产品，合作机构数居市场第一，其余如招商银行、苏州银行也已成为热门的代销渠道。从母行的角度来说，若能带给客户更好的投资体验，即使代销的不是自家理财子发行的产品，也有动力去丰富产品货架，以增强客户粘性。此外，民营银行（如网商银行）和直销银行（如百信银行）凭借银行牌照+“类互联网”属性，成热门代销渠道。未来随着中小银行转型纯代销，可不断发挥展业区域内的市场优势，与国股行形成互补。

图10: 招商银行、中信银行、兴业银行等代销理财产品数量居前 (统计日为 2025-02-19)



数据来源: 普益标准、开源证券研究所

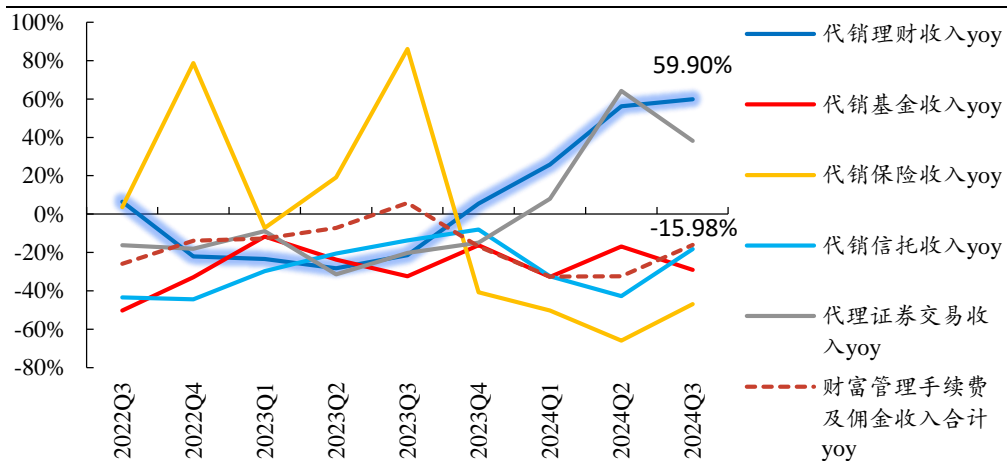
图11: 兴业银行、百信银行、网商银行等代销渠道合作的理财机构数量居前 (统计日为 2025-02-19)



数据来源: 普益标准、开源证券研究所

代销渠道持续拓展, 部分银行理财中收增长亮眼。2024 年是理财增长的大年, 为银行带来亮眼的代销收入, 如招商银行 2024 年前三个季度单季代销理财收入均高增 25% 以上, 其中 2024Q3 增长近 60%。

图12: 招商银行 2024Q3 单季度代销理财收入同比高增 60%



数据来源: 银行财报、开源证券研究所

2、31家理财机构行为特征：委外占比高企，直投禀赋各异

2.1、委外比例：合资>股份>国有>城商

2024年末理财公司委外占比仍维持高位。通过理财公司自身披露的半年报来看，多数理财公司委外（资管产品）占比在50%以上。“委外”主要是指主动管理类 and 通道类委外，包含保险资管、信托、基金专户和券商资管等，不包括公募基金。这些资管产品各具差异化投研优势，可快速弥补理财公司投研能力的短板。

表11：截至2024年末，多数理财公司仍较为依赖“资产管理产品”进行投资（截至2025-02-28披露，亿元）

资产类别	国有行				股份行				城商行				合资				
	建信理财	兴银理财	平安理财	华夏理财	信银理财	广银理财	浦银理财	恒丰理财	杭银理财	徽银理财	南银理财	苏银理财	青银理财	上银理财	汇华理财	贝莱德建信理财	法巴农银理财
现金及银行存款	2051.08	2881.65	1095.33	340.11	1735.24	109.90	946.06	25.65	276.16			399.85		274.76			16.73
同业存单	0.00	与债券合并	1117.97	88.78	与债券合并	167.61	532.09	23.14	436.87			542.36		105.27			与债券合并
拆放同业及买入返售	388.52	与现金合并	324.21	232.45	546.23	82.63	453.37	35.58	193.05	742.71	1864.73	448.30	787.55	0.00	39.90	72.42	5.06
债券	48.43	10332.62	497.42	166.82	7618.53	183.11	1043.05	40.28	1099.56			1846.13		233.45			0.00
非标	3.82		98.91	865.26		2.46	125.80	0.00	66.90			74.92		28.07			0.00
权益类投资	4.41	11.25	1.53	0.79	14.51	13.33	13.99	0.00	7.71	0.00	45.72	254.36	2.75	0.00	1.17	16.46	0.00
金融衍生品	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
QDII	37.50	10814.47	0.00	0.00	0.00	0.00	0.05	0.00	7.01	4.86	72.87	0.00	57.17	0.00	5.86	11.72	0.31
公募基金	175.58		49.10	113.31	390.90	40.97	11.87	4.10	173.46			1.44		15.84			0.88
资产管理产品	13288.23		9361.41	6547.58	10091.74	1297.61	9898.90	1539.95	2501.32	1240.75	2920.28	2947.23	1318.44	2753.37	111.07	171.76	272.69
合计	15997.57	24039.98	12545.88	8355.09	20397.16	1897.61	13025.19	1668.70	4762.04	1988.32	4903.60	6514.59	2165.91	3410.76	158.01	272.35	295.68
现金及银行存款	12.82%	11.99%	8.73%	4.07%	8.51%	5.79%	7.26%	1.54%	5.80%			6.14%		8.06%			5.66%
同业存单	0.00%	与债券合并	8.91%	1.06%	与债券合并	8.83%	4.09%	1.39%	9.17%			8.33%		3.09%			与债券合并
拆放同业及买入返售	2.43%	与现金合并	2.58%	2.78%	2.68%	4.35%	3.48%	2.13%	4.05%	37.35%	38.03%	6.88%	36.36%	0.00%	25.26%	26.59%	1.71%
债券	0.30%		3.96%	2.00%		9.65%	8.01%	2.41%	23.09%			28.34%		6.84%			0.00%
非标	0.02%	42.98%	0.79%	10.36%	37.35%	0.13%	0.97%	0.00%	1.40%			1.15%		0.82%			0.00%
权益类投资	0.03%	0.05%	0.01%	0.01%	0.07%	0.70%	0.11%	0.00%	0.16%	0.00%	0.93%	3.90%	0.13%	0.00%	0.74%	6.04%	0.00%
金融衍生品	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%
QDII	0.23%	44.99%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.15%	0.24%	1.49%	0.00%	2.64%	0.00%	3.71%	4.30%	0.11%
公募基金	1.10%		0.39%	1.36%	1.92%	2.16%	0.09%	0.25%	3.64%			0.02%		0.46%			0.30%
资产管理产品	83.06%		74.62%	78.37%	49.48%	68.38%	76.00%	92.28%	52.53%	62.40%	59.55%	45.24%	60.87%	80.73%	70.29%	63.06%	92.23%
合计	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%

数据来源：各理财公司2024H2理财业务报告、开源证券研究所

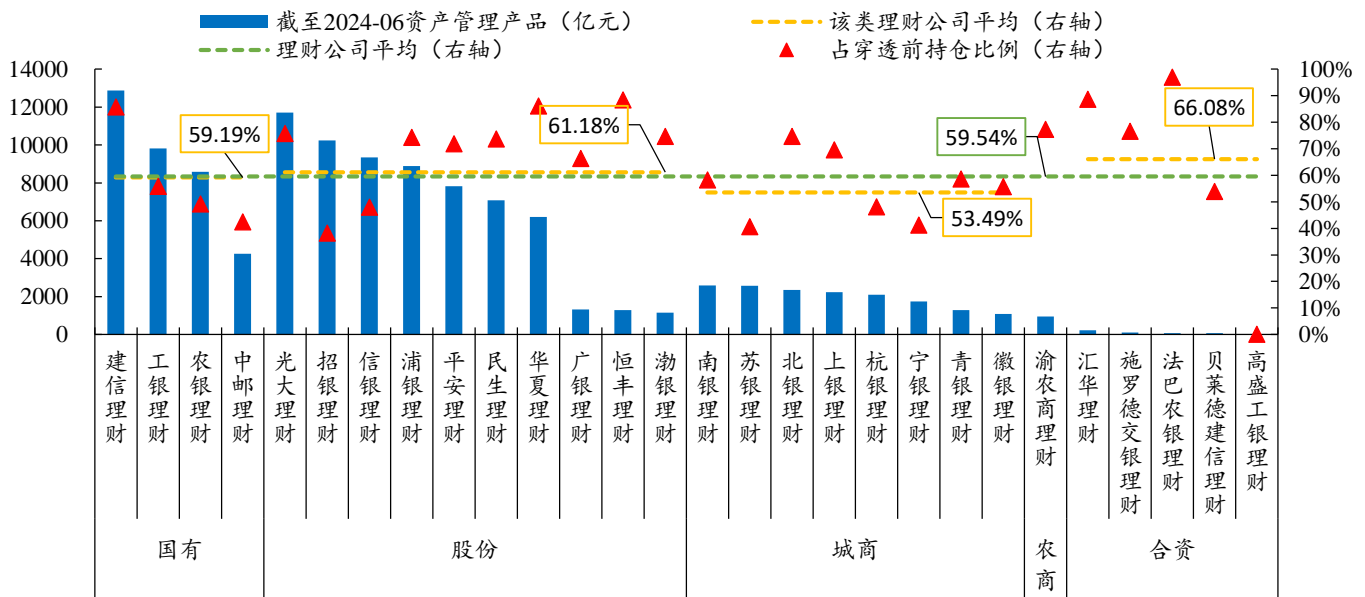
股份行理财子委外占比较高，合资亦不低。股份行理财子近年在保险资管、信托等方面有较多委外，占比始终较高，信银、广银、浦银三家已披露2024年末理财业务报告，2024H2末较2024H1末的委外比例均有微增，理财公司的委外需求仍然较高。

表12: 资管产品(穿透前): 中邮、招银、宁银、苏银理财等委外占比较低, 其余多数均高于50%

资管产品 (含私募基金)	穿透前(亿元)										占比(占穿透前总资产)									
	2020-06	2020-12	2021-06	2021-12	2022-06	2022-12	2023-06	2023-12	2024-06	2024-12	2020-06	2020-12	2021-06	2021-12	2022-06	2022-12	2023-06	2023-12	2024-06	2024-12
国有																				
建信理财	-	-	-	18892.52	17186.42	16175.34	12878.01	13166.02	12878.47	13288.23	-	-	-	-	86.30%	83.89%	84.57%	87.31%	87.76%	85.83%
农银理财	-	-	-	10033.22	9117.60	7730.21	7383.57	8591.80	-	-	-	-	-	-	56.92%	50.65%	53.03%	45.53%	49.26%	-
工银理财	-	-	3703.20	10838.37	9659.35	8457.86	8452.78	8289.30	9814.72	-	-	-	40.64%	52.97%	50.22%	46.95%	54.50%	51.00%	55.88%	-
中邮理财	-	-	174.92	371.73	1012.41	1539.16	2511.42	3047.10	4265.12	-	-	-	3.56%	5.24%	10.63%	17.49%	31.10%	37.17%	42.46%	-
股份																				
光大理财	356.77	588.97	1254.03	3492.44	5183.50	5527.36	8056.36	9809.17	11706.11	-	12.36%	11.67%	19.13%	32.66%	42.72%	47.23%	65.09%	71.30%	75.78%	-
招银理财	-	-	-	-	-	-	-	11459.86	10231.07	-	-	-	-	-	-	-	-	40.29%	38.21%	-
平安理财	-	-	-	-	477.97	5117.58	6149.00	7429.12	7823.77	9361.41	-	-	-	-	16.32%	57.61%	66.17%	70.52%	71.97%	74.62%
华夏理财	-	-	-	-	4217.96	3804.81	5037.30	6200.93	6547.58	-	-	-	-	-	81.94%	79.97%	84.90%	86.21%	78.37%	-
信银理财	-	163.61	815.96	2576.29	4333.14	5330.17	6161.99	7551.74	9352.44	10091.74	41.10%	32.53%	30.53%	37.34%	35.11%	38.40%	42.77%	48.02%	49.48%	-
广银理财	-	-	-	-	202.76	725.21	849.96	858.10	1317.96	1297.61	-	-	-	-	16.86%	40.67%	50.40%	48.24%	66.41%	68.38%
浦银理财	-	-	-	-	1388.27	3324.15	3683.45	6528.69	8885.86	9898.90	-	-	-	-	41.47%	37.49%	47.01%	65.47%	74.29%	76.00%
民生理财	-	-	-	-	-	-	-	7079.11	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	73.70%	-
渤海理财	-	-	-	-	-	-	133.33	962.58	1159.66	-	-	-	-	-	-	-	56.17%	71.36%	74.69%	-
恒丰理财	-	-	-	-	-	-	383.22	893.42	1280.26	1539.95	-	-	-	-	-	-	70.70%	79.61%	88.42%	92.28%
城商																				
杭银理财	-	-	-	-	390.67	577.72	1330.22	2090.32	2501.32	-	-	-	-	-	10.38%	15.00%	32.23%	48.16%	52.53%	-
宁银理财	-	-	-	-	-	-	1179.62	1749.35	-	-	-	-	-	-	-	-	28.09%	41.30%	-	-
徽银理财	-	158.53	322.38	689.62	948.04	728.73	692.76	786.06	1090.90	1240.75	61.07%	20.84%	29.62%	37.38%	34.36%	37.97%	43.08%	55.78%	62.40%	-
南银理财	-	-	-	-	610.55	1043.11	1596.55	2585.28	2920.28	-	-	-	-	-	16.90%	28.57%	41.69%	58.31%	59.55%	-
苏银理财	-	-	-	-	889.74	838.31	1017.97	1744.57	2567.69	2947.23	-	-	-	-	25.76%	22.44%	21.93%	32.90%	40.69%	45.24%
青银理财	-	-	306.89	740.69	989.61	1216.83	1252.85	1290.24	1279.64	1318.44	-	-	58.27%	48.25%	51.30%	57.59%	53.37%	58.13%	58.67%	60.87%
上银理财	-	-	-	823.46	425.29	838.25	1168.02	1465.84	2225.71	2753.37	-	-	-	18.22%	54.18%	20.77%	34.44%	50.48%	69.68%	80.73%
北银理财	-	-	-	-	-	-	1128.57	1687.08	2347.22	-	-	-	-	-	-	-	41.37%	57.87%	74.72%	-
农商																				
渝农商理财	-	16.09	120.22	262.63	424.54	714.00	772.19	893.49	955.48	-	11.38%	13.00%	21.49%	28.97%	51.26%	61.96%	73.98%	77.32%	-	-
汇华理财	-	-	242.52	742.52	727.24	473.48	285.93	211.45	229.38	111.07	-	-	89.34%	94.89%	89.86%	92.86%	91.62%	87.03%	88.75%	70.29%
贝莱德建信理财	-	-	-	0.00	1.08	43.18	92.78	94.56	66.90	171.76	-	-	0.00%	3.59%	63.99%	78.44%	77.58%	53.91%	63.06%	-
施罗德交银理财	-	-	-	-	31.38	139.92	90.06	85.34	106.91	-	-	-	-	-	91.98%	72.94%	66.92%	81.50%	76.60%	-
高盛工银理财	-	-	-	-	-	0.00	0.00	0.11	0.22	-	-	-	-	-	0.00%	0.00%	0.24%	0.18%	-	-
法巴农银理财	-	-	-	-	-	-	-	75.44	272.69	-	-	-	-	-	-	-	-	97.01%	92.23%	-

数据来源: 各理财公司半年度理财业务报告、开源证券研究所(注: 1、表中口径为穿透后, 即直接投资+间接投资; 2、“-”为未单独披露该项或尚未披露, 下同)

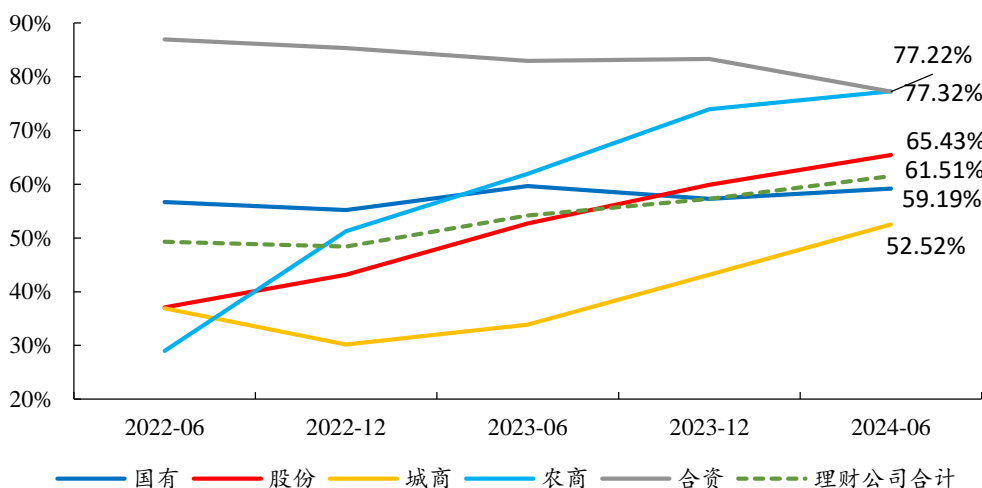
图13: 截至2024年6月, 四类理财公司委外比例平均为59.54%, 其中股份行理财子、合资理财公司较高



数据来源: 各理财公司半年度理财业务报告、开源证券研究所(注: 部分理财子未单独披露穿透前资管产品占比, 故未统计在内; “该类型理财公司平均”“理财公司平均”均为规模加权平均)

2022年底债市调整成为理财公司增加委外的一大契机。2022年底债市“赎回潮”后, 理财寻找低波资产平抑债市波动, 其中组合类保险资管产品和信托计划当时均具有较大的监管红利(但目前均已收紧)。前者可投资收益率较高的协议存款, 后者则通过私募债收盘价估值、平滑盈余等方式抵御债市波动。2024年针对这两类投资的监管均有收紧, 增量均较为有限, 预计后续委外比例或边际下降。

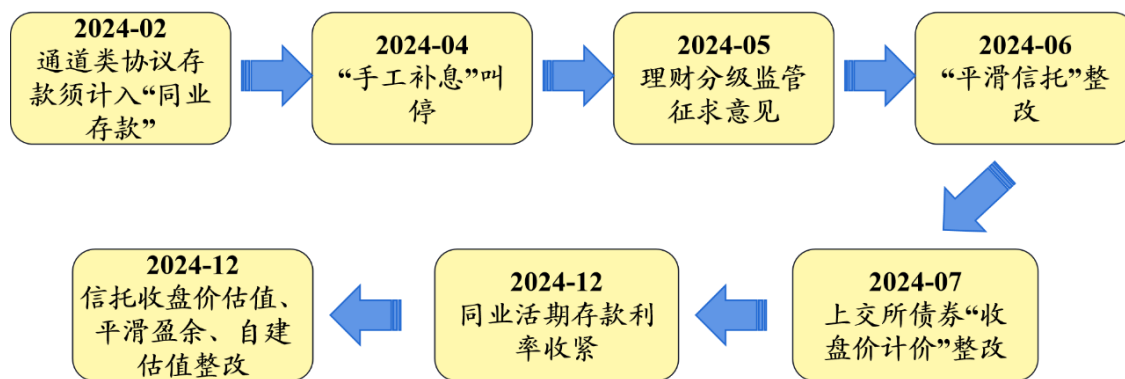
图14：2022年底债市“赎回潮”后，理财委外比例显著增加



数据来源：各银行官网、开源证券研究所（注：1、委外比例为资管产品规模占穿透前总资产的比例，数据来自理财公司披露的半年报；2、理财公司样本为17家，其中“国有”包括建信、农银、工银、中邮；“股份”包括光大、平安、信银、广银、浦银；“城商”包括徽银、苏银、青银、上银；“农商”仅渝农；“合资”包括汇华、贝莱德建信、施罗德交银。其余理财公司成立较晚或未披露穿透前资管产品，故剔除。）

保险资管和信托委外的监管红利正在变弱。存款严监管包括协议存款、手工补息、同业活期存款等三类存款收紧，直接影响了理财收益率特别是含存款比例较高的现金管理类资产，因此数据上也看到理财底层的现金及银行存款占比持续下降。虽然受益于债市行情，固收类理财产品普遍取得了较好的收益，但信托监管的收紧或使理财投债思路发生转变，私募债收盘价、平滑盈利的操作已有收紧，理财产品获取低波资产的难度增加。

图15：2024年理财严监管政策不断出台，直接影响理财产品收益率

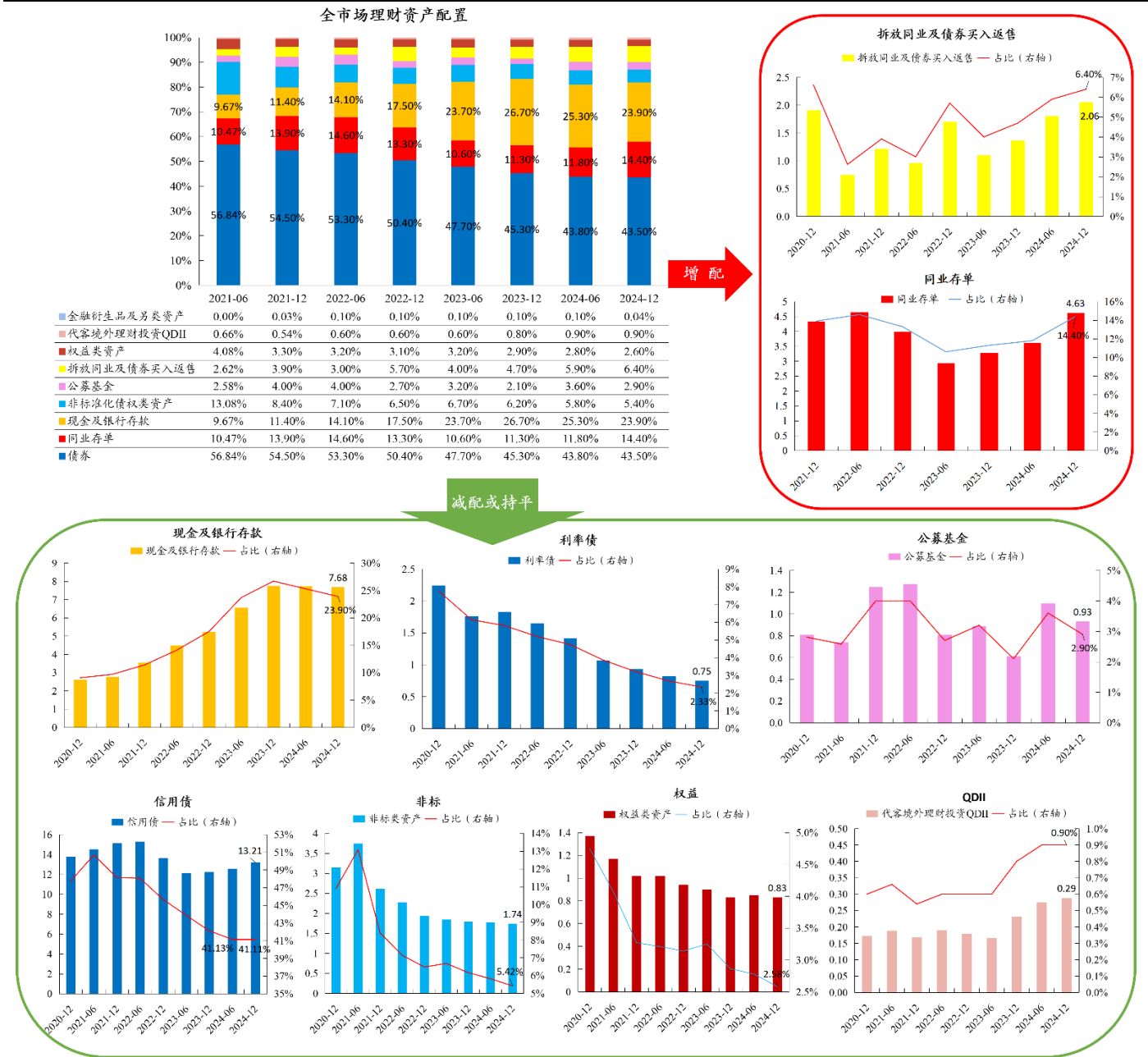


资料来源：界面新闻、新华社、财联社、21世纪经济报道、市场利率定价自律机制、开源证券研究所

2024年末全市场理财资产配置来看，存款占比下降、回购&NCD提升。受2024年2月协议存款新规的影响（理财绕道保险的协议存款只能计入银行“同业存款”而不能计入“一般性存款”），主要银行对于协议存款的报价明显下调，尽管部分小银行报价仍然较高但无法被理财子准入，自2024Q2开始该业务的增量或已不多，导致存款占比持续下降。回购（拆放同业及债券买入返售）、同业存单，这两项资产占比分别升至6.4%、14.4%，比例较2024年6月末分别上升0.5pct、2.6pct。可选的存

款资产减少+季末资金利率较高+理财回表力度有所减弱，理财流动性较为充裕，带动回购和同业存单占比上升。信用债占比基本持平，预计2025年随着部分定期存款到期，信用债占比或筑底回升。

图16: 截至2024年末，理财底层资产占比较2024年6月末上升的主要为回购和同业存单（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

拆解全市场理财前十大持仓：由于理财中心披露的全部持仓，仅披露大类资产而不披露细项，故我们通过拆解全市场理财公司前十大持仓来观察细项。截至2024Q3末，前十大持仓中资管产品仍是理财持仓的大类资产中最大的一项，其中组合类保险资管产品占18.0%（环比下降4pct）、信托计划占28.3%（环比上升1pct），这两类资产占比较大主要是受益于历史监管红利，但均受到最新的监管约束，各家理财公司的投资行为因此已发生转向。

表13: 2024Q4 末前十大持仓一览: 组合类保险资管产品占比基本持平、信托计划占比维持高位

全市理财	穿透前占比 (以股份行理财子为主)								穿透后占比 (以国有行理财子为主)							
	2020-12	2021-12	2022-12	2023-12	2024-03	2024-06	2024-09	2024-12	2020-12	2021-12	2022-12	2023-12	2024-03	2024-06	2024-09	2024-12
前十大持仓																
现金及银行存款 (包括同业存款)	8.7%	6.1%	7.1%	3.2%	3.9%	4.5%	6.2%	5.8%	11.5%	18.6%	26.7%	38.1%	39.3%	35.3%	45.6%	35.7%
拆放同业及买入返售	3.2%	4.0%	6.0%	3.0%	2.2%	2.2%	2.3%	2.5%	3.1%	5.9%	10.0%	6.4%	7.4%	7.7%	9.9%	11.0%
货币市场类	11.9%	10.1%	13.1%	6.2%	6.1%	6.7%	8.5%	8.2%	14.6%	24.4%	36.7%	44.5%	46.6%	43.0%	55.5%	46.7%
同业存单	3.7%	5.6%	3.2%	2.2%	2.6%	3.4%	3.1%	3.4%	5.5%	6.2%	7.3%	8.4%	7.6%	9.2%	9.1%	8.4%
国债	0.2%	0.7%	0.5%	0.3%	0.3%	0.2%	0.2%	0.1%	0.5%	1.2%	1.8%	2.1%	1.6%	0.6%	0.7%	0.4%
地方政府债	0.0%	0.0%	0.1%	0.0%	0.0%	0.0%	0.1%	0.1%	0.2%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.2%
政金债	5.2%	4.5%	4.3%	2.5%	1.7%	1.6%	1.1%	1.1%	9.5%	8.2%	5.2%	3.7%	2.8%	2.0%	2.0%	2.7%
利率债	5.4%	5.2%	4.9%	2.9%	2.0%	1.8%	1.4%	1.3%	10.2%	9.4%	7.0%	5.8%	4.4%	3.3%	2.8%	3.3%
中证金	2.0%	2.6%	2.4%	0.6%	0.3%	0.2%	0.2%	0.3%	0.6%	1.3%	1.5%	2.2%	2.4%	2.9%	1.8%	1.9%
商业银行	8.0%	4.9%	3.3%	2.0%	2.1%	2.2%	1.6%	1.3%	7.5%	9.3%	9.1%	6.5%	6.1%	5.6%	4.3%	3.6%
银行二级	4.6%	2.7%	1.4%	0.8%	0.7%	0.8%	0.6%	0.4%	4.4%	4.8%	3.9%	1.8%	1.5%	1.6%	1.4%	1.5%
银行永续	3.1%	2.0%	1.7%	1.2%	1.3%	1.3%	0.9%	0.8%	2.8%	3.9%	4.7%	4.6%	4.6%	3.9%	2.9%	2.0%
银行TLAC	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.1%
银行普通	0.3%	0.1%	0.1%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.2%	0.3%	0.2%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.0%
银行专项	0.0%	0.1%	0.1%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.4%	0.2%	0.1%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
证券公司	1.8%	0.7%	0.5%	0.6%	0.5%	0.5%	0.4%	0.4%	3.4%	3.1%	2.6%	1.6%	1.8%	1.5%	1.2%	0.9%
保险公司	0.2%	0.1%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.1%	0.3%	0.4%	0.2%	0.1%	0.2%	0.2%	0.1%
其它金融机构	0.5%	0.3%	0.3%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.0%	0.3%	0.4%	0.4%	0.5%	0.4%	0.5%	0.3%	0.1%
金融债(不含政金债)	12.5%	8.5%	6.5%	3.4%	3.0%	3.0%	2.3%	2.0%	11.9%	14.3%	14.0%	11.0%	10.9%	10.6%	7.8%	6.9%
政府支持机构债	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
国际机构债	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
一般企业债	0.5%	0.3%	0.4%	0.3%	0.2%	0.2%	0.2%	0.1%	1.1%	0.5%	0.5%	0.4%	0.4%	0.4%	0.3%	0.4%
一般公司债	1.5%	0.8%	1.0%	0.8%	0.7%	0.6%	0.5%	0.5%	3.0%	4.0%	3.4%	2.3%	2.3%	2.2%	1.5%	1.2%
私募债	4.0%	3.9%	3.4%	4.2%	3.6%	2.9%	2.4%	1.9%	8.2%	2.7%	2.7%	3.2%	2.9%	3.4%	2.3%	3.3%
债务融资工具	6.7%	5.1%	5.6%	6.4%	5.0%	4.7%	3.9%	3.6%	8.9%	4.9%	4.6%	5.1%	5.1%	5.8%	3.9%	6.1%
超短期融资券(SCP)	0.2%	0.3%	0.2%	0.7%	0.5%	0.5%	0.4%	0.3%	0.1%	0.2%	0.2%	0.2%	0.3%	0.5%	0.4%	0.3%
短期融资券(CP)	0.1%	0.2%	0.1%	0.2%	0.1%	0.2%	0.2%	0.2%	0.1%	0.1%	0.1%	0.2%	0.2%	0.1%	0.1%	0.3%
中期票据(MTN)	3.0%	2.4%	2.9%	2.6%	2.1%	2.1%	1.8%	1.8%	4.5%	2.8%	2.5%	2.9%	2.9%	3.4%	2.2%	3.6%
定向工具(PPN)	2.8%	1.8%	1.9%	2.6%	1.8%	1.7%	1.4%	1.2%	4.2%	1.3%	1.1%	1.5%	1.4%	1.6%	1.0%	1.7%
项目收益票据(PRN)	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
资产支持票据(ABN)	0.6%	0.6%	0.5%	0.3%	0.3%	0.2%	0.2%	0.1%	0.2%	0.6%	0.7%	0.3%	0.3%	0.2%	0.2%	0.2%
标准化票据(SDN)	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
ABS	1.5%	1.0%	0.6%	0.4%	0.4%	0.3%	0.2%	0.2%	0.4%	1.5%	1.0%	0.6%	0.5%	0.6%	0.5%	1.0%
信用债(不含金融债)	14.1%	11.1%	10.9%	12.1%	9.9%	8.8%	7.2%	6.4%	21.7%	13.7%	12.3%	11.5%	11.2%	12.4%	8.5%	11.9%
可交债	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.2%
可转债	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
非标	18.6%	14.9%	12.3%	14.1%	15.1%	18.3%	25.3%	22.1%	27.7%	21.7%	14.2%	11.7%	12.0%	13.7%	10.0%	16.0%
固定收益类	54.3%	45.4%	37.8%	34.7%	32.6%	35.3%	39.5%	35.2%	77.0%	65.3%	55.0%	48.6%	46.2%	49.3%	38.2%	46.7%
公募基金	1.3%	1.6%	1.1%	0.6%	0.7%	0.9%	0.7%	0.7%	2.9%	4.8%	3.3%	2.6%	2.9%	4.4%	2.8%	3.8%
组合类保险资管产品	5.8%	7.3%	14.1%	22.9%	19.3%	15.7%	16.0%	16.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
信托计划	0.1%	4.6%	8.0%	19.3%	21.1%	23.8%	23.9%	28.5%	0.0%	0.2%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
保险资管计划	1.0%	1.0%	1.2%	1.6%	1.9%	0.9%	0.4%	0.9%	0.0%	0.0%	0.0%	0.4%	0.3%	0.2%	0.0%	0.1%
基金资管计划	14.3%	11.0%	12.1%	6.4%	4.9%	4.0%	3.0%	2.7%	2.8%	8.8%	0.5%	0.1%	0.0%	0.0%	0.1%	0.0%
券商资管计划	8.9%	16.3%	11.0%	7.1%	7.2%	7.0%	6.2%	5.9%	0.1%	0.1%	0.2%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%
期货资管计划	1.2%	1.7%	0.7%	0.9%	0.9%	1.7%	1.8%	1.8%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
私募基金	0.6%	0.2%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
资管产品	31.7%	42.0%	47.2%	58.2%	60.2%	56.8%	51.0%	55.7%	2.8%	1.1%	0.8%	0.6%	0.4%	0.3%	0.2%	0.3%
股票	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.4%	0.2%	0.1%	0.1%	0.2%	0.2%	0.1%
股权	0.1%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.2%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.0%	0.0%
优先股	0.3%	0.5%	0.5%	0.1%	0.2%	0.2%	0.1%	0.1%	2.1%	3.3%	2.8%	2.2%	2.2%	1.4%	2.1%	1.8%
股指	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
权益类	0.4%	0.6%	0.5%	0.2%	0.2%	0.3%	0.2%	0.2%	2.3%	3.7%	3.1%	2.4%	2.5%	1.6%	2.3%	1.9%
金融衍生品类	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.4%	0.4%	0.0%	0.4%	0.0%
QDII	0.4%	0.3%	0.2%	0.1%	0.1%	0.1%	0.0%	0.0%	0.3%	0.6%	1.1%	0.9%	0.9%	1.2%	0.7%	0.5%
合计	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%

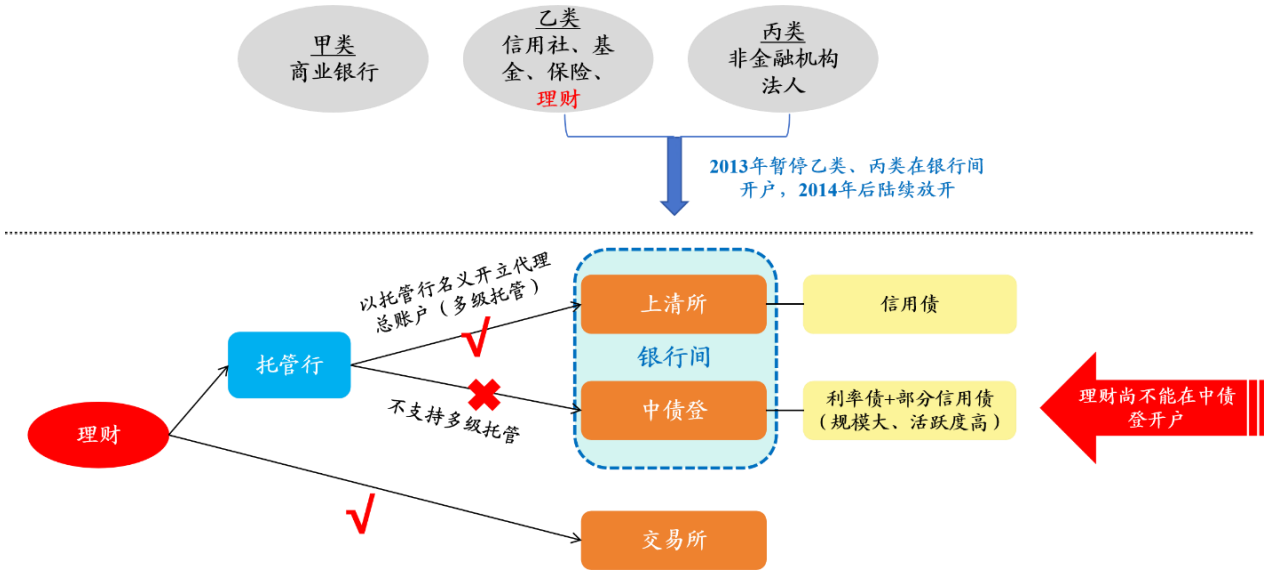
数据来源: 普益标准、开源证券研究所 (注: 由于各家理财公司披露的前十大持仓口径不尽相同, 大多为“穿透前”或“穿透后”二选一, “穿透前”口径主要为股份行理财子, “穿透后”口径主要为国有行理财子)

监管收紧后, 未来委外仍有一定的合作空间, 主要由于委外较齐全的账户以及可为理财公司分担投债工作量:

(1) **理财子尚无法开立中债登账户, 故投资中债登债券须通过委外或投资公募基金的方式进行, 委外信托、券商资管、基金专户是较为常见的方式;**

(2) **分担投资工作量:** 理财公司投研人员较少, 难以承担直投债券带来的工作量。理财虽然可以直投债券, 但因每只理财产品均单独开户, 债券投资、寻找交易对手、账户维护的工作量繁杂。截至 2025-02-23, 我们统计发现已开业理财公司投资人员人均管理 15 只产品、168 亿元资产, 几乎均为基金公司基金经理的 3 倍。而通过委外则可实现“矩阵式管理”。

图17: 理财产品尚无法在中债登开户, 需通过委外才可投资中债登债券



资料来源: 国家金融监督管理总局、开源证券研究所

表14: 理财公司投资人员人均管理 15 只产品、168 亿元资产 (统计截至 2025-02-23)

序号	性质	公司名称	公示的投资人员		理财规模和数量		人均管理	
			公示日期	人数	理财产品数量 (只)	理财规模 (亿元)	产品数量 (只)	资产规模 (亿元)
1	国有行	建信理财	2024-08-04	74	997	15,483	13	209
2		中银理财	2024-07-02	80	1,225	18,285	15	229
3		交银理财	2024-07-08	43	1,283	17,239	30	401
4		农银理财	2024-05-09	98	787	18,896	8	193
5		工银理财	2024-07-02	161	1,053	19,902	7	124
6		中邮理财	2024-06-18	67	972	10,560	15	158
7	股份行	光大理财	2024-07-01	71	1,345	17,881	19	252
8		招银理财	2025-02-26	108	1,498	24,967	14	231
9		兴银理财	2024-07-01	128	1,844	21,602	14	169
10		平安理财	2025-02-26	106	1,426	12,065	13	114
11		华夏理财	2025-02-26	75	977	8,616	13	115
12		信银理财	2024-07-18	134	2,017	20,774	15	155
13		广银理财	2025-02-26	22	214	1,874	10	85
14		浦银理财	2024-07-18	74	1,218	13,917	16	188
15		民生理财	2025-02-26	47	1,067	11,018	23	234
16		渤海理财	2024-01-01	25	288	2,063	12	83
17	恒丰理财	2024-06-27	19	465	1,767	24	93	
18	城商行	杭银理财	2025-02-26	43	758	4,667	18	109
19		宁银理财	2025-02-26	33	994	5,083	30	154
20		徽银理财	2024-03-08	9	472	1,974	52	219
21		南银理财	2025-02-26	34	520	4,969	15	146
22		苏银理财	2025-02-26	45	491	6,721	11	149
23		青银理财	2024-07-05	31	658	1,942	21	63
24		上银理财	2025-02-26	23	617	3,332	27	145
25	北银理财	2021-12-02	-	530	3,659	-	-	
26	农商行	渝农商理财	2025-02-26	38	622	1,375	16	36
27	合资	汇华理财	2024-07-04	8	215	165	27	21
28		贝莱德建信理财	2025-02-26	11	120	378	11	34
29		施罗德交银理财	2024-07-01	8	110	177	14	22
30		高盛工银理财	2025-02-26	5	90	375	18	75
31		法巴农银理财	2025-02-26	-	43	329	-	-
合计				1620	24916	272055	15	168

数据来源: 各银行和理财公司官网、普益标准、开源证券研究所

2.1.1、保险资管: 存量或于 2025 年底开始集中到期

*注: 由于大部分理财公司披露前十大持仓仅披露“穿透前”或“穿透后”两者其一的口径, 而资管产品仅能在“穿透前”口径中体现, 故以下分析仅基于各家披露的口径分析。

存量协议存量仍有助于增厚收益，但 2025 年底面临较多到期。截至 2024 年末，多家股份行理财子前十持仓中组合类保险资管产品超 1000 亿元，城农商行理财子则规模较小，国有行理财子仅披露“穿透后”口径而无法直接统计。考虑到绕道保险资管的协议存款主要为 2022 年债市调整后投资的，预计 2025 年底（3 年定期）集中到期，或对部分产品收益有一定影响。

表15：截至 2024 年末，部分股份行理财子前十大持仓中委外的组合类保险资管产品超 1000 亿元（亿元）

前十大持仓中的保险资管		2021-12	2022-12	2023-12	2024-03	2024-06	2024-09	2024-12	最新披露口径
国有	理财子A	0	0	0	0	0	0	0	穿透后
	理财子B	0	0	0	0	0	0	0	穿透后
	理财子C	0	0	0	0	0	0	0	穿透后
	理财子D	0	0	0	0	0	0	0	穿透后
	理财子E	313	0	0	0	0	0	0	穿透后
	理财子F	0	688	0	0	0	0	0	穿透后
股份	理财子G	993	1,859	2,961	3,196	2,494	2,927	2,827	穿透前
	理财子H	0	0	0	0	0	0	0	穿透后
	理财子I	734	2,011	0	0	0	17	0	穿透后
	理财子J	294	411	0	0	0	0	0	穿透后
	理财子K	0	0	0	0	0	0	0	穿透后
	理财子L	126	427	1,829	2,046	1,450	1,172	1,291	穿透前
	理财子M	0	283	0	0	0	0	258	穿透前&穿透后
	理财子N	0	959	1,861	2,191	2,107	1,766	1,841	穿透前
	理财子O	0	0	0	0	0	0	0	穿透后
	理财子P	0	0	0	0	0	0	0	穿透后
城商	理财子R	14	4	0	0	0	0	0	穿透后
	理财子S	207	216	190	360	365	313	281	穿透前
	理财子T	0	0	0	0	0	0	0	穿透后
	理财子U	0	2	88	154	117	63	88	穿透前
	理财子V	0	0	0	0	0	0	0	穿透后
	理财子W	0	0	0	0	0	0	0	穿透后
	理财子X	0	0	0	0	0	0	0	穿透后
	理财子Y	0	219	0	0	0	0	0	穿透后
农商	理财子Z	0	33	0	67	48	33	54	穿透前&穿透后
	理财公司AA	0	0	0	0	0	0	0	穿透后
合资	理财公司BB	0	0	0	0	0	0	0	穿透后
	理财公司CC	0	0	0	0	0	0	0	穿透后
	理财公司DD	0	0	0	0	0	0	0	穿透后
	理财公司EE	0	0	0	0	0	0	0	穿透后

数据来源：普益标准、开源证券研究所（注：部分理财公司仅披露“穿透后”口径的前十大持仓，未披露“穿透前”口径，故无法统计前十大持仓中的资管产品规模，或在表中显示为“0”。下同）

表16：股份行理财子合作的保险资管公司数量较多（基于 2024 年末前十大持仓统计，亿元）

2024/12/31		光大理财	浦银理财	信银理财	广银理财	宁银理财	南银理财	渝农商理财
1	中再资产	807	0	350	0	0	0	0
2	光大永明	772	0	0	0	109	8	0
3	新华资产	379	0	44	32	0	0	0
4	国寿资产	0	229	0	127	5	0	0
5	大家资产	241	146	2	0	0	0	5
6	中信保诚资管	150	0	0	0	0	0	0
7	太保资产	0	102	0	100	0	20	0
8	泰康资产	53	0	84	0	0	19	0
9	平安资产	0	0	122	0	0	14	0
10	人保资产	25	0	3	0	0	3	1
11	建信保险资管	5	0	0	0	0	9	0
12	安联资管	0	0	174	0	117	0	0
13	百年资管	0	83	0	0	0	4	0
14	国华兴益	0	399	37	0	0	0	0
15	合众资产	0	15	0	0	0	0	0
16	华安财保	0	0	0	0	0	0	0
17	华泰资产	0	0	0	0	0	2	0
18	民生通惠	0	392	25	0	14	0	0
19	平安养老	0	0	0	0	0	0	0
20	阳光资产	0	0	0	0	0	0	0
21	英大资产	0	0	0	0	0	0	0
22	永诚资产	0	0	32	0	0	0	0
23	长城财富	0	127	176	0	0	0	0
24	长江养老	0	0	0	0	0	4	0
25	中国人保	0	0	0	0	35	5	0
26	中意资产	0	0	0	0	0	0	0

数据来源：普益标准、开源证券研究所

2.1.2、信托计划：整改“新老划断”，存量未明显下降

信托整改或为“新老划断”，对存量产品的收益率影响有限。截至2024年末，多家股份行理财子前十持仓中委外的证券投资类信托超1000亿元，且规模未明显下降。2024年12月监管针对“收盘价估值”“平滑盈余”“自建估值”曾有窗口指导进行收紧，口径上或为“新老划断”，对于存量产品的收益率影响有限。

表17：截至2024年末，部分股份行理财子前十大持仓中委外的信托计划超1000亿元（亿元）

前十大持仓中的信托计划		2021-12	2022-12	2023-12	2024-03	2024-06	2024-09	2024-12	最新披露口径
国有	理财子A	34	0	0	0	0	0	0	穿透后
	理财子B	0	0	0	0	0	0	0	穿透后
	理财子C	0	0	0	0	0	0	0	穿透后
	理财子D	0	0	0	0	0	0	0	穿透后
	理财子E	0	0	0	0	0	0	0	穿透后
	理财子F	2	16	0	0	0	0	0	穿透后
股份	理财子G	6	123	1,004	1,141	1,626	2,482	1,763	穿透前
	理财子H	3	2	0	0	0	0	0	穿透后
	理财子I	0	11	0	0	3	0	0	穿透后
	理财子J	600	1,346	10	0	0	0	0	穿透后
	理财子K	0	0	0	0	0	0	0	穿透后
	理财子L	137	1,743	2,972	3,516	3,572	2,800	4,361	穿透前
	理财子M	0	196	0	0	0	0	766	穿透前&穿透后
	理财子N	0	64	932	958	1,434	3,468	3,375	穿透前
	理财子O	0	0	0	0	0	0	0	穿透后
	理财子P	0	0	0	0	0	0	8	穿透后
理财子Q	0	0	0	0	0	0	0	穿透后	
城商	理财子R	61	135	0	0	0	0	0	穿透后
	理财子S	0	0	218	279	399	272	593	穿透前
	理财子T	0	0	0	0	0	0	0	穿透后
	理财子U	0	40	449	592	750	488	819	穿透前
	理财子V	227	0	0	0	0	0	0	穿透后
	理财子W	0	0	0	0	0	0	0	穿透后
	理财子X	0	0	0	0	0	0	0	穿透后
理财子Y	0	0	0	0	0	0	0	穿透后	
农商	理财子Z	0	212	0	278	275	329	363	穿透前&穿透后
合资	理财公司AA	0	0	0	0	0	0	0	穿透后
	理财公司BB	0	0	0	0	0	0	0	穿透后
	理财公司CC	0	0	0	0	0	0	0	穿透后
	理财公司DD	0	0	0	0	0	0	0	穿透后
	理财公司EE	0	0	0	0	0	0	0	穿透后

数据来源：普益标准、开源证券研究所（注：表中所统计的“信托计划”仅指资管产品中证券投资类信托计划，不含非标信托计划）

表18: 股份行理财子合作的信托公司数量较多（基于2024年末前十大持仓统计，亿元）

2024/12/31	信银理财	浦银理财	光大理财	广银理财	南银理财	宁银理财	渝农商理财
1 华润信托	773	843	0	754	0	154	173
2 外贸信托	458	0	744	0	142	0	105
3 中信信托	1,243	0	5	0	0	0	0
4 中诚信托	222	264	0	0	0	0	0
5 平安信托	0	0	0	0	0	260	0
6 国投泰康信托	12	393	0	0	333	53	11
7 建信信托	0	274	0	0	0	0	21
8 粤财信托	137	115	0	9	0	0	0
9 华宝信托	463	162	0	0	0	0	0
10 上海信托	125	126	0	0	0	0	0
11 百瑞信托	37	0	0	0	0	0	0
12 中航信托	18	0	0	0	0	0	0
13 五矿信托	134	0	0	0	0	0	0
14 江苏信托	44	0	0	0	192	0	0
15 陆家嘴信托	86	0	6	0	17	40	0
16 中铁信托	2	0	73	0	0	0	0
17 云南信托	29	0	0	0	0	0	0
18 厦门信托	0	0	0	0	2	0	0
19 天津信托	15	0	0	0	0	0	0
20 北方信托	0	0	0	0	0	0	0
21 苏州信托	0	0	0	0	0	0	0
22 陕国投	10	0	0	0	0	0	0
23 华能信托	0	0	0	0	0	24	0
24 中粮信托	5	0	0	0	0	0	0
25 交银国信信托	0	0	0	0	0	0	0
26 国元信托	0	0	0	0.04	0	0	0
27 北京信托	5	0	0	0	0	0	0
28 西部信托	0	0	0	0	0	0	0
29 财信信托	0	0	0	0	0	0	0
30 华鑫信托	0	0	0	0	0	0	0

数据来源：普益标准、开源证券研究所

2.1.3、基金专户：补足理财公司主动管理短板

补足理财公司主动管理能力短板，仍有较大合作空间。理财公司委外基金专户的核心优势在于流动性管理效率、投研赋能及节税效应。基金专户可快速响应市场变化，通过债券交易实现灵活配置，同时依托公募基金成熟的投研体系分担直投压力。基金专户有齐全的投债账户，叠加QDII额度优势，显著提升理财收益空间。

表19: 截至2024年末，部分股份行理财子前十大持仓中委外的基金资管计划超100亿元（亿元）

前十大持仓中的基金资管计划	2021-12	2022-12	2023-12	2024-03	2024-06	2024-09	2024-12	最新披露口径
国有	理财子A	0	0	0	0	0	15	0 穿透后
	理财子B	0	0	0	0	0	0	0 穿透后
	理财子C	15	2	0	0	0	0	0 穿透后
	理财子D	94	45	2	0	0	0	0 穿透后
	理财子E	956	1	0	1	0	3	0 穿透后
	理财子F	123	118	0	0	0	0	0 穿透后
股份	理财子G	26	166	558	248	242	247	269 穿透前
	理财子H	26	16	15	7	0	0	0 穿透后
	理财子I	356	281	0	0	0	0	0 穿透后
	理财子J	621	1,820	10	5	4	0	0 穿透后
	理财子K	0	0	0	0	0	0	0 穿透后
	理财子L	263	744	317	367	196	177	170 穿透前
	理财子M	0	91	0	0	0	0	6 穿透前&穿透后
	理财子N	0	1,268	110	55	87	23	16 穿透前
	理财子O	0	0	0	0	0	0	0 穿透后
	理财子P	0	0	0	0	0	0	0 穿透后
理财子Q	0	0	0	0	0	0	0 穿透后	
城商	理财子R	85	71	0	0	0	0	0 穿透后
	理财子S	125	24	40	14	13	11	11 穿透前
	理财子T	39	304	0	0	0	0	0 穿透后
	理财子U	174	261	273	289	275	255	262 穿透前
	理财子V	152	0	0	0	0	0	0 穿透后
	理财子W	8	0	0	0	0	0	0 穿透后
	理财子X	0	0	0	0	0	0	0 穿透后
理财子Y	0	234	0	0	0	0	0 穿透后	
农商	理财子Z	6	9	0	0	0	10	10 穿透前&穿透后
合资	理财公司AA	0	0	0	0	0	0	0 穿透后
	理财公司BB	0	0	0	0	0	0	0 穿透后
	理财公司CC	0	0	0	0	0	0	0 穿透后
	理财公司DD	0	0	0	0	0	0	0 穿透后
	理财公司EE	0	0	0	0	0	0	0 穿透后

数据来源：普益标准、开源证券研究所

表20：理财子委外的基金专户上，创金合信和银行系公募优势明显（基于2024年末前十大持仓统计，亿元）

2024/12/31		光大理财	信银理财	浦银理财	广银理财	南银理财	宁银理财	渝农商理财	上银理财
1	创金合信	230.62	11.42	12.32	0.00	0.56	0.00	0.00	0.00
2	鹏扬基金	21.44	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
3	东方汇智	5.74	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
4	嘉实基金	3.95	10.58	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
5	诺德基金	2.93	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.08	0.00
6	中信保诚	1.28	13.81	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
7	招商财富	0.65	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
8	大成基金	0.47	29.03	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
9	博时基金	0.47	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
10	长信基金	0.46	0.22	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
11	中欧基金	0.43	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
12	华夏基金	0.16	4.91	0.00	6.24	0.00	0.00	0.00	0.00
13	财通基金	0.06	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
14	易方达	0.02	0.00	0.00	0.00	1.19	0.00	0.00	0.00
15	中信建投	0.00	25.37	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
16	富国基金	0.00	24.14	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
17	广发基金	0.00	17.77	0.24	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
18	长城基金	0.00	13.68	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
19	融通基金	0.00	7.89	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
20	建信基金	0.00	6.64	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
21	摩根基金	0.00	3.76	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
22	长安基金	0.00	0.48	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
23	汇添富	0.00	0.41	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
24	海富通	0.00	0.13	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
25	兴证全球	0.00	0.06	0.00	0.00	0.05	0.00	0.00	0.00
26	天弘基金	0.00	0.04	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
27	鑫沅资产	0.00	0.00	0.00	0.00	42.03	0.00	0.00	0.00
28	国联基金	0.00	0.00	0.00	0.00	69.45	0.00	0.00	0.00
29	招商基金	0.00	0.00	0.00	0.00	16.28	0.00	0.00	0.00
30	景顺长城	0.00	0.00	0.00	0.00	8.64	0.00	0.00	0.00
31	鑫元基金	0.00	0.00	0.00	0.00	115.61	0.00	0.00	0.00
32	兴银基金	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
33	南方基金	0.00	0.00	0.00	0.00	5.15	0.00	0.00	0.00
34	博时资本	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	10.75	0.00	0.00
35	华安基金	0.00	0.00	0.00	0.00	2.72	0.00	0.00	0.00
36	华富基金	0.00	0.00	2.56	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
37	信达澳亚	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	9.52	0.00
38	交银施罗德	0.00	0.00	0.89	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
39	银华基金	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
40	国泰元鑫	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
41	鹏华基金	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
42	浦银安盛	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
43	苏新基金	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.03

数据来源：普益标准、开源证券研究所

2.1.4、券商资管：债券交易&获取资产的优势

券商资管受证监会监管，监管收紧态势下合作空间或较为有限。券商资管在利率债交易、获取下沉资产等方面有一定优势，亦可帮助理财公司实现投研能力的补充。随着监管多次提示注意“利率风险”，受证监会监管的券商资管近来收紧较多，后续的增量合作空间或较为有限。

表21：部分股份行理财子前十大持仓中委外的券商资管计划超100亿元（亿元）

前十大持仓中的券商资管计划		2021-12	2022-12	2023-12	2024-03	2024-06	2024-09	2024-12	最新披露口径
国有	理财子A	20	0	0	0	0	19	0	穿透后
	理财子B	0	0	0	0	0	0	0	穿透后
	理财子C	0	0	0	0	0	0	0	穿透后
	理财子D	0	0	0	0	0	0	0	穿透后
	理财子E	3,904	0	0	0	0	0	0	穿透后
	理财子F	95	100	0	0	10	0	0	穿透后
股份	理财子G	1,087	1,522	943	881	994	913	898	穿透前
	理财子H	0	8	29	23	4	0	0	穿透后
	理财子I	0	43	13	12	3	0	5	穿透后
	理财子J	222	715	8	9	6	0	10	穿透后
	理财子K	0	0	0	0	0	0	0	穿透后
	理财子L	1,017	1,203	401	375	474	557	503	穿透前
	理财子M	0	6	0	0	0	0	2	穿透前&穿透后
	理财子N	0	140	179	174	165	151	120	穿透前
	理财子O	0	0	0	0	0	0	0	穿透后
	理财子P	0	0	0	0	0	0	0	穿透后
理财子Q	0	0	0	0	0	0	0	穿透后	
城商	理财子R	35	27	0	0	0	0	0	穿透后
	理财子S	162	188	38	80	63	82	75	穿透前
	理财子T	236	160	0	0	0	0	0	穿透后
	理财子U	0	12	1	0	3	3	3	穿透前
	理财子V	8	0	0	1	1	0	0	穿透后
	理财子W	0	0	0	0	0	0	0	穿透后
	理财子X	0	0	0	0	0	0	0	穿透后
	理财子Y	0	321	0	0	0	0	0	穿透后
农商	理财子Z	131	355	0	271	319	353	295	穿透前&穿透后
合资	理财公司AA	0	0	0	0	0	0	0	穿透后
	理财公司BB	0	0	0	0	0	0	0	穿透后
	理财公司CC	0	0	0	0	0	0	0	穿透后
	理财公司DD	0	0	0	0	0	0	0	穿透后
	理财公司EE	0	0	0	0	0	0	0	穿透后

数据来源：普益标准、开源证券研究所

2.1.5、期货专户：策略赋能+风险对冲的协同

期货资管计划主要提供策略赋能与风险对冲的协同。理财公司委外期货资管计划的核心优势在于策略多样性、风险对冲能力及专业投研支持。理财公司的衍生品投资牌照在“原油宝”事件后有所收紧，期货资管可通过大宗商品套利、期权对冲等策略优化资产组合波动率，同时依托衍生品市场优势提供非标资产替代方案。

表22：部分股份行理财子前十大持仓中委外的期货资管计划超100亿元（亿元）

前十大持仓中的期货资管计划		2021-12	2022-12	2023-12	2024-03	2024-06	2024-09	2024-12	最新披露口径
国有	理财子A	0	0	0	0	0	0	0	穿透后
	理财子B	0	0	0	0	0	0	0	穿透后
	理财子C	0	0	0	0	0	0	0	穿透后
	理财子D	0	0	0	0	0	0	0	穿透后
	理财子E	395	0	0	0	0	0	0	穿透后
	理财子F	0	14	0	0	0	0	0	穿透后
股份	理财子G	75	88	131	187	294	395	411	穿透前
	理财子H	7	0	2	1	0	0	0	穿透后
	理财子I	5	20	0	0	0	0	0	穿透后
	理财子J	7	6	0	0	0	0	0	穿透后
	理财子K	0	0	0	0	0	0	0	穿透后
	理财子L	104	205	132	107	293	325	278	穿透前
	理财子M	0	0	0	0	0	0	0	穿透前&穿透后
	理财子N	0	0	0	0	0	0	0	穿透前
	理财子O	0	0	0	0	0	0	0	穿透后
	理财子P	0	0	0	0	0	0	0	穿透后
	理财子Q	0	0	0	0	0	0	0	穿透后
城商	理财子R	0	0	0	0	0	0	0	穿透后
	理财子S	0	0	0	0	0	0	5	穿透前
	理财子T	0	0	0	0	0	0	0	穿透后
	理财子U	3	2	2	1	3	4	5	穿透前
	理财子V	161	0	0	0	0	0	0	穿透后
	理财子W	0	0	0	0	0	0	0	穿透后
	理财子X	0	0	0	0	0	0	0	穿透后
	理财子Y	0	0	0	0	0	0	0	穿透后
农商	理财子Z	0	0	0	0	0	0	0	穿透前&穿透后
	理财公司AA	0	0	0	0	0	0	0	穿透后
合资	理财公司BB	0	0	0	0	0	0	0	穿透后
	理财公司CC	0	0	0	0	0	0	0	穿透后
	理财公司DD	0	0	0	0	0	0	0	穿透后
	理财公司EE	0	0	0	0	0	0	0	穿透后

数据来源：普益标准、开源证券研究所

2.2、存款：低波资产的首选，近年国股行理财子积极增配

国股行理财子的存款占比普遍高于城农商行理财子。从穿透后的现金及银行存款占比来看，国有行理财子该项占比自2023H1开始提升，普遍高于城农商行理财子。理财产品投资的存款类型主要有同业存款（直投或委外）、协议存款（仅委外，不可直投），这两种存款此前均未纳入自律机制约束，有议价空间但目前均受监管收紧。

表23：现金及银行存款（穿透后）：国有行理财子该项占比自2023H1开始提升，普遍高于城农商行理财子

现金及银行存款	穿透后（直接投资+间接投资，亿元）							占比（占穿透后总资产）								
	2021-12	2022-06	2022-12	2023-06	2023-12	2024-06	2024-12	2021-12	2022-06	2022-12	2023-06	2023-12	2024-06	2024-12		
国有	建信理财	4789.02	5628.33	5934.64	5230.10	5278.72	4855.06	5557.38	20.91%	24.81%	29.08%	33.41%	34.15%	31.22%	33.52%	
	中银理财	-	2458.12	3890.48	3363.05	5104.39	5300.46	-	-	14.84%	21.88%	21.28%	30.52%	28.61%	-	
	交银理财	4254.07	4365.45	4484.59	4750.71	4738.76	4332.86	-	30.99%	34.42%	38.61%	38.19%	35.17%	27.86%	-	
	农银理财	-	-	-	3562.88	5281.98	6899.23	-	-	-	-	23.00%	30.80%	38.53%	-	
	工银理财	3353.14	5021.11	6224.60	6837.78	7288.53	7600.73	-	15.94%	24.65%	33.14%	41.34%	42.41%	41.90%	-	
	中邮理财	85.24	712.47	1156.93	2257.18	2871.28	2678.46	-	1.20%	7.46%	13.11%	27.84%	34.80%	26.20%	-	
股份	光大理财	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	
	招银理财	4305.29	5068.55	4589.69	7898.67	8314.08	7148.23	-	13.78%	15.51%	15.22%	27.11%	28.95%	26.48%	-	
	兴银理财	2217.70	3931.57	5448.09	7433.23	7743.63	7154.24	-	14.36%	22.21%	23.79%	30.92%	30.68%	29.92%	-	
	平安理财	-	338.92	1834.26	2967.07	3423.93	3695.21	3399.45	-	-	11.47%	19.43%	30.52%	31.31%	32.43%	25.33%
	华夏理财	266.11	487.56	816.79	1777.18	2931.33	2540.91	2390.93	4.40%	7.87%	13.23%	33.76%	46.43%	33.14%	27.19%	
	信银理财	511.11	1243.23	1893.43	3261.60	4184.58	4421.46	4103.13	5.87%	10.38%	12.03%	19.93%	23.00%	22.10%	19.61%	
	广银理财	-	61.65	376.23	397.91	482.73	310.30	287.87	-	-	5.13%	21.10%	23.60%	27.14%	15.64%	15.17%
	浦银理财	-	459.92	1690.99	2162.93	3970.77	4067.60	3262.07	-	13.56%	18.90%	27.12%	39.10%	32.08%	24.19%	
	民生理财	-	-	2840.59	3078.05	3221.41	3665.17	-	-	-	30.11%	37.97%	34.79%	37.48%	-	
	渤海理财	-	-	-	33.38	97.61	98.61	97.89	-	-	-	-	5.42%	6.92%	5.45%	4.99%
	恒丰理财	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
城商	杭银理财	-	-	139.79	332.34	532.45	473.68	497.02	-	-	3.65%	8.43%	12.46%	10.51%	10.02%	
	宁银理财	-	273.53	401.28	634.83	888.54	782.38	-	7.10%	10.23%	17.77%	21.16%	18.47%	-		
	徽银理财	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	
	南银理财	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	
	苏银理财	-	279.96	416.31	557.86	1023.11	1034.59	853.31	-	7.26%	11.10%	11.98%	19.26%	16.32%	12.77%	
	青银理财	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	
农商	上银理财	254.28	43.65	281.80	119.13	577.88	633.59	606.37	5.63%	5.56%	6.98%	3.51%	19.90%	19.83%	17.78%	
	北银理财	-	-	-	544.39	721.06	801.20	-	-	-	19.96%	24.73%	25.51%	-		
	渝农商理财	67.68	199.99	165.26	161.57	145.52	180.25	-	5.54%	13.56%	11.55%	12.68%	11.80%	13.97%		
合资	汇华理财	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	
	贝莱德建信理财	1.46	1.56	1.48	-	-	-	-	5.57%	5.16%	1.78%	-	-	-	-	
	施罗德交银理财	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	
	高盛工银理财	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	
法巴农银理财	-	-	-	-	-	0.35	21.73	-	-	-	-	-	-	0.33%		

数据来源：各理财公司半年度理财业务报告、开源证券研究所

“直接投资”的同业活期存款占比较高的主要为国有行理财子。“直接投资”的存款主要为同业存款，我们观察到部分国有行在 2024 年 6 月末该项占比较高，或主要为协议存款收紧后，理财子加大了同业活期存款的配置。但随着 2024 年 12 月同业活期存款利率的压降，预计理财子该项占比或迎来下降。

“间接投资”的协议存款存量较大的为国股行理财子，或迎来集中到期。2023 年上半年开始多家国股行理财子“间接投资”现金及银行存款的占比明显上升，借道保险的“协议存款”成为高息低波的一大选择。其中，多家国股行理财子该项间接投资占比高于 20%，该类低波资产占比较大，在债市波动中该类产品的持有体验或更佳。但 2024 年 2 月“协议存款新规”出台后该类存款增量有限，随着存量协议存款在 2025 年底集中到期，部分产品或迎来收益率较大幅度的下降。

表24：分解为直接投资&间接投资：2023H1 起，多家国股行理财子“间接投资”现金及银行存款的占比明显上升

现金及银行存款	直接投资 (亿元)							占比 (占穿透后总资产)						
	2021-12	2022-06	2022-12	2023-06	2023-12	2024-06	2024-12	2021-12	2022-06	2022-12	2023-06	2023-12	2024-06	
国有	建信理财	1752.99	2377.83	2330.91	1494.86	1448.86	1570.26	2051.08	7.65%	10.48%	11.42%	9.55%	9.37%	10.10%
	农银理财	-	-	-	2314.83	3647.78	5027.81	-	-	-	-	14.94%	21.27%	28.08%
	工银理财	2309.22	3097.46	4137.85	4107.33	4397.17	4841.93	-	10.98%	15.20%	22.03%	24.83%	25.59%	26.69%
	中邮理财	51.21	138.18	252.09	510.44	795.84	507.04	-	0.72%	1.45%	2.86%	6.29%	9.65%	4.96%
股份	招银理财	-	-	-	-	818.07	2048.41	-	-	-	-	-	2.85%	7.59%
	兴银理财	1383.00	2271.49	3255.27	4709.97	3943.98	3533.14	-	8.96%	12.83%	14.22%	19.59%	15.63%	14.78%
	平安理财	-	276.22	1157.90	878.92	806.99	1220.12	1095.33	-	9.35%	12.27%	9.04%	7.38%	10.71%
	华夏理财	-	-	85.39	236.92	252.92	115.14	340.11	-	-	1.38%	4.50%	4.01%	1.50%
	信银理财	272.72	520.12	1194.74	1259.75	1528.58	1543.97	1735.24	3.13%	4.34%	7.59%	7.70%	8.40%	7.72%
	广银理财	-	6.72	17.76	17.71	89.31	70.39	109.90	-	0.56%	1.00%	1.05%	5.02%	3.55%
	浦银理财	-	69.89	344.66	295.86	669.23	574.61	946.06	-	2.06%	3.85%	3.71%	6.59%	4.53%
	民生理财	-	-	-	-	-	591.98	-	-	-	-	-	-	6.05%
城商	恒丰理财	-	-	-	8.99	23.44	24.64	25.65	-	-	-	1.46%	1.66%	1.36%
	杭银理财	-	-	113.21	213.12	247.26	254.87	276.16	-	-	2.96%	5.41%	5.79%	5.66%
	宁银理财	-	90.61	179.24	422.73	541.26	471.88	-	2.35%	4.57%	11.83%	12.89%	11.14%	
	苏银理财	-	216.89	320.59	379.05	545.52	524.09	399.85	-	5.63%	8.55%	8.14%	10.27%	8.27%
农商	上银理财	225.07	19.62	218.06	37.29	403.65	375.14	-	4.98%	2.50%	5.40%	1.10%	13.90%	11.74%
	北银理财	-	-	-	267.78	229.13	195.92	-	-	-	-	9.82%	7.86%	6.24%
农商	渝农商理财	65.23	156.40	129.51	65.17	26.56	52.35	-	5.34%	10.60%	9.05%	5.11%	2.15%	4.06%
合资	贝莱德建信理财	1.46	1.55	1.33	-	-	-	-	5.57%	5.15%	1.60%	-	-	-
	法巴农银理财	-	-	-	-	-	0.02	16.73	-	-	-	-	-	0.02%
现金及银行存款	间接投资 (亿元)							占比 (占穿透后总资产)						
	2021-12	2022-06	2022-12	2023-06	2023-12	2024-06	2024-12	2021-12	2022-06	2022-12	2023-06	2023-12	2024-06	
国有	建信理财	3036.03	3250.50	3603.73	3735.24	3829.86	3284.80	3506.30	13.25%	14.33%	17.66%	23.86%	24.78%	21.12%
	农银理财	-	-	-	1248.05	1634.20	1871.42	-	-	-	-	8.06%	9.53%	10.45%
	工银理财	1043.92	1923.65	2086.75	2730.45	2891.36	2758.80	-	4.96%	9.44%	11.11%	16.51%	16.83%	15.21%
	中邮理财	34.03	574.29	904.84	1746.74	2075.44	2171.41	-	0.48%	6.01%	10.25%	21.54%	25.16%	21.24%
股份	招银理财	-	-	-	-	7496.01	5099.82	-	-	-	-	-	26.11%	18.89%
	兴银理财	834.70	1660.07	2192.82	2723.26	3799.65	3621.10	-	5.41%	9.38%	9.58%	11.33%	15.06%	15.15%
	平安理财	-	62.70	676.36	2088.15	2616.94	2475.10	2304.12	-	2.12%	7.16%	21.48%	23.93%	21.72%
	华夏理财	-	-	731.40	1540.25	2678.41	2425.77	2050.82	-	-	11.85%	29.26%	42.42%	31.64%
	信银理财	238.39	723.11	698.69	2001.85	2656.00	2877.49	2367.88	2.74%	6.03%	4.44%	12.23%	14.60%	14.38%
	广银理财	-	54.93	358.47	380.20	393.42	239.91	177.98	-	4.57%	20.10%	22.55%	22.12%	12.09%
	浦银理财	-	390.04	1346.33	1867.08	3301.54	3492.99	2316.01	-	11.50%	15.05%	23.41%	32.51%	27.55%
	民生理财	-	-	-	-	-	3073.19	-	-	-	-	-	-	31.42%
城商	恒丰理财	-	-	-	24.39	74.17	73.97	72.24	-	-	-	3.96%	5.26%	4.08%
	杭银理财	-	-	26.58	119.22	285.19	218.81	220.86	-	-	0.69%	3.02%	6.67%	4.86%
	宁银理财	-	182.91	222.04	212.09	347.28	310.51	-	-	4.75%	5.66%	5.94%	8.27%	7.33%
	苏银理财	-	63.07	95.73	178.82	477.59	510.51	453.46	-	1.64%	2.55%	3.84%	8.99%	8.05%
农商	上银理财	29.21	24.03	63.73	81.84	174.24	258.45	-	0.65%	3.06%	1.58%	2.41%	6.00%	8.09%
	北银理财	-	-	-	276.61	491.93	605.28	-	-	-	-	10.14%	16.87%	19.27%
农商	渝农商理财	2.45	43.59	35.75	96.40	118.96	127.90	-	0.20%	2.95%	2.50%	7.57%	9.65%	9.91%
合资	贝莱德建信理财	0.00	0.00	0.15	-	-	-	-	0.00%	0.01%	0.18%	-	-	-
	法巴农银理财	-	-	-	-	-	0.33	5.00	-	-	-	-	-	0.31%

数据来源：各理财子半年度理财业务报告、开源证券研究所（注：1、间接投资总资产=穿透后-穿透前（即直接投资）；2、其余理财子未单独披露该项，故未列示；3、表中“-”为未单独披露或尚未披露。下同）

2.3、NCD：存款收紧的替代品种，国股行理财子积极增配

理财子积极增持同业存单，其中国股行理财子的同业存单占比较高。截至 2024 年 12 月末，已披露持仓的建信理财、广银理财、浦银理财、杭银理财、苏银理财的同业存单占比（穿透后）均较 6 月末有所提升。同业存单作为期限较短、流动性较好的品种，特别是在各类存款监管收紧后，愈发受到理财公司的青睐。而由于同业存单的期限短、票息低于中短债，通常是短久期（1 年以内）理财产品配置较多。

表25：同业存单（穿透后）：部分国股行理财子该项占比较高

同业存单	穿透后（直接投资+间接投资，亿元）							占比（占穿透后总资产）							
	2021-12	2022-06	2022-12	2023-06	2023-12	2024-06	2024-12	2021-12	2022-06	2022-12	2023-06	2023-12	2024-06	2024-12	
国有	建信理财	3079.95	3452.40	2564.16	2411.43	3799.37	3461.97	4524.82	13.44%	15.22%	12.56%	15.40%	24.58%	22.26%	27.29%
	中银理财	-	293.07	3224.59	2906.21	2346.90	2909.25	-	-	1.77%	18.14%	18.39%	14.03%	15.70%	-
	交银理财	2161.68	2072.37	1265.74	1543.27	1442.26	2012.49	-	15.75%	16.34%	10.90%	12.41%	10.70%	12.94%	-
	农银理财	-	-	-	3679.68	3646.85	2916.94	-	-	-	-	23.75%	21.26%	16.29%	-
	工银理财	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
	中邮理财	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
股份	光大理财	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
	招银理财	3154.12	971.00	4010.35	3382.42	4509.66	4043.67	-	10.10%	11.98%	13.29%	11.61%	15.71%	14.98%	
	兴银理财	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
	平安理财	-	1390.35	1829.16	1112.76	1438.59	2225.25	2689.54	-	47.06%	19.38%	11.45%	13.16%	19.53%	-
	华夏理财	686.49	150.52	655.75	199.96	282.95	549.20	681.46	11.36%	2.43%	10.62%	3.80%	4.48%	7.16%	7.75%
	信银理财	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
	广银理财	-	21.13	230.58	193.21	177.28	328.79	374.10	-	1.76%	12.93%	11.46%	9.97%	16.57%	19.71%
	浦银理财	-	469.29	1627.08	552.99	341.79	1078.10	1570.23	-	13.84%	18.18%	6.93%	3.37%	8.50%	11.65%
	民生理财	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
	渤海理财	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
恒丰理财	-	-	-	1.18	2.58	45.66	85.92	-	-	-	0.19%	0.18%	2.52%	-	
城商	杭银理财	-	-	480.62	462.62	419.74	509.25	617.57	-	-	12.55%	11.73%	9.82%	11.30%	12.44%
	宁银理财	-	-	-	-	247.57	332.49	-	-	-	-	5.90%	7.85%	-	
	徽银理财	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	
	南银理财	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	
	苏银理财	-	507.05	289.20	266.12	252.31	459.21	761.13	-	13.15%	7.71%	5.71%	4.75%	7.24%	11.39%
	青银理财	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
农商	上银理财	361.79	30.40	369.86	585.62	366.87	470.55	451.54	8.01%	3.87%	9.16%	17.27%	12.63%	14.73%	13.24%
	北银理财	-	-	-	337.14	285.09	175.96	-	-	-	12.36%	9.78%	5.60%	-	
农商	渝农商理财	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	
	汇华理财	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	
	贝莱德建信理财	0.00	0.00	0.00	-	-	-	-	0.00%	0.00%	0.00%	-	-	-	
	施罗德交银理财	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	
	高盛工银理财	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	
法巴农银理财	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-		

数据来源：各理财公司半年度理财业务报告、开源证券研究所

同业存单“间接投资”比例亦不低。2024年6月末，多家股份行理财子“间接投资”同业存单占比环比显著上升，或为协议存款、“手工补息”存款等收紧后，理财子将同业存单作为存款的替代品种。为何主要通过间接投资增持？虽然同业存单属于上清所托管的品种，理论上理财子可直投，但考虑到每只理财产品涉及较多的债券账户，因此倾向于将开户工作量交给委外去做，如截至2024年末，建信理财存续的同业存单均为通过委外投资的。

表26：分解为直接投资&间接投资：2024年6月末，多家股份行理财子“间接投资”同业存单占比环比显著上升

同业存单	直接投资 (亿元)							占比 (占穿透后总资产)						
	2021-12	2022-06	2022-12	2023-06	2023-12	2024-06	2024-12	2021-12	2022-06	2022-12	2023-06	2023-12	2024-06	2024-12
国有														
建信理财	-	-	-	2387.32	2620.93	1783.86	0.00	-	-	-	15.41%	15.28%	9.96%	0.00%
农银理财	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
光大理财	-	-	-	-	3912.70	3170.88	-	-	-	-	-	13.63%	11.75%	-
招银理财	-	-	-	-	998.86	945.64	-	-	-	-	-	9.13%	8.30%	-
平安理财	-	1327.82	941.08	830.82	16.35	37.75	1117.97	44.94%	9.97%	8.55%	0.26%	0.49%	8.33%	
华夏理财	-	-	180.17	26.12	16.35	37.75	88.78	-	2.92%	0.50%	0.26%	0.49%	1.01%	
广银理财	-	11.76	225.08	135.43	131.82	132.91	167.61	0.98%	12.62%	8.03%	7.41%	6.70%	8.83%	
浦银理财	-	388.89	1566.99	456.75	267.93	573.17	532.09	11.47%	17.51%	5.73%	2.64%	4.52%	3.95%	
恒丰理财	-	-	-	1.18	1.99	14.28	23.14	-	-	0.19%	0.14%	0.79%	1.18%	
城商														
杭银理财	-	-	474.97	452.44	396.85	315.26	436.87	-	-	12.40%	11.48%	9.29%	7.00%	
宁银理财	-	-	-	-	230.10	260.99	-	-	-	-	-	5.48%	6.16%	
苏银理财	-	496.59	287.17	219.70	198.11	293.59	542.36	12.88%	7.65%	4.72%	3.73%	4.63%	8.12%	
青银理财	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	
上银理财	287.03	20.46	332.35	515.05	292.60	207.04	-	6.35%	2.61%	8.23%	15.19%	10.08%	6.48%	
北银理财	-	-	-	292.32	230.06	113.04	-	-	-	-	10.72%	7.89%	3.60%	
合资														
贝莱德建信理财	0.00	0.00	0.00	-	-	-	-	0.00%	0.00%	0.00%	-	-	-	
同业存单	间接投资 (亿元)							占比 (占穿透后总资产)						
	2021-12	2022-06	2022-12	2023-06	2023-12	2024-06	2024-12	2021-12	2022-06	2022-12	2023-06	2023-12	2024-06	2024-12
国有														
建信理财	-	-	-	1292.36	1025.92	1133.08	4524.82	-	-	-	8.34%	5.98%	6.33%	27.29%
农银理财	-	-	-	-	596.96	872.79	-	-	-	-	-	2.08%	3.23%	-
光大理财	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
招银理财	-	-	-	888.09	281.94	439.74	1279.61	2.12%	9.41%	2.90%	4.02%	11.23%	11.71%	
平安理财	-	62.53	475.58	173.84	266.60	511.45	592.68	-	7.70%	3.30%	4.22%	6.67%	6.74%	
华夏理财	-	-	9.37	5.51	57.78	45.45	195.88	0.78%	0.31%	3.43%	2.56%	9.87%	10.88%	
广银理财	-	80.40	60.10	96.24	73.86	504.93	1038.14	2.37%	0.67%	1.21%	0.73%	3.98%	7.70%	
浦银理财	-	-	-	0.00	0.59	31.37	62.78	-	-	0.00%	0.04%	1.73%	3.20%	
恒丰理财	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	
城商														
杭银理财	-	-	5.65	10.18	22.89	193.99	180.70	-	-	0.15%	0.26%	0.54%	4.30%	
宁银理财	-	-	-	-	17.47	71.50	-	-	-	-	-	0.42%	1.69%	
苏银理财	-	10.46	2.04	46.43	54.20	165.62	218.77	0.27%	0.05%	1.00%	1.02%	2.61%		
上银理财	74.76	9.93	37.50	70.57	74.26	263.51	-	1.65%	1.27%	0.93%	2.08%	2.56%		
北银理财	-	-	-	44.82	55.03	62.91	-	-	-	-	1.64%	1.89%	2.00%	
合资														
贝莱德建信理财	0.00	0.00	0.00	-	-	-	-	0.00%	0.00%	0.00%	-	-	-	

数据来源：各理财公司半年度理财业务报告、开源证券研究所

2.4、债券：国股有所减配，城商行则相对稳定

2022 年底债市调整后，理财公司多大幅减配了债券。近年债券比例的降低，与存款比例上升形成呼应，主要是 2022 年底债市“赎回潮”后的投资转向导致，总体来看，国股行理财子债券比例明显降低，主要与其较早进入保险资管、信托委外有关。而城农商行理财子整体进入委外较晚，债券比例降幅相对较小。

但部分股份行理财子已在 2024 年下半年开始增配债券。随着存款监管收紧，我们预计国股行理财子的债券占比或触底回升，如华夏理财 2024H1 占比较 2023H2 提升约 6pct，浦银理财 2023H2 至 2024H1 再到 2024H2 占比连续两个报告期提升。而国有行理财子债券占比尚未明显上升，或在存量存款资产到期前有所转向；而其余类型理财公司的存款占比较小，债券占比或维持相对高位。

权益市场深度调整下，合资理财亦转向固收类资产。合资理财公司的禀赋各异，以权益见长的贝莱德建信理财在 2022H2 大幅增配债券资产，穿透后债券占比从 2022H1 的 3.59% 升至 2022H2 的 70.59%，核心动因在于权益市场波动加剧客户风险偏好收缩及固收类资产收益稳定性优势凸显。

表27：债券（穿透后）：部分股份理财子债券占比已在2024年边际上升

债券（不合同业存单）	穿透后（直接投资+间接投资，亿元）							占比（占穿透后总资产）							
	2021-12	2022-06	2022-12	2023-06	2023-12	2024-06	2024-12	2021-12	2022-06	2022-12	2023-06	2023-12	2024-06	2024-12	
国有	建信理财	12227.80	11151.17	9224.76	6355.36	4781.69	4856.02	4409.83	53.38%	49.15%	45.20%	40.59%	30.94%	31.22%	26.59%
	中银理财	-	8594.42	8079.41	7370.74	7804.71	8303.18	-	-	51.90%	45.44%	46.63%	46.67%	44.81%	-
	交银理财	4766.46	4246.77	3845.67	3913.08	5415.70	6494.90	-	34.72%	33.48%	33.11%	31.46%	40.20%	41.76%	-
	农银理财	-	-	-	5474.92	6200.53	5476.92	-	-	-	-	35.34%	36.16%	30.59%	-
	工银理财	15083.29	13933.57	11682.06	8828.71	9100.35	9324.82	-	71.71%	68.39%	62.19%	53.38%	52.96%	51.41%	-
股份	光大理财	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
	招银理财	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
	兴银理财	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
	平安理财	-	857.87	4010.44	4061.23	4311.16	3967.26	5583.69	-	29.04%	42.48%	41.78%	39.43%	34.81%	-
	华夏理财	4045.66	3960.81	3364.72	2395.77	2300.63	3251.08	3706.03	66.93%	63.96%	54.50%	45.51%	36.44%	42.40%	42.15%
	信银理财	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
	广银理财	-	872.15	793.74	759.69	805.46	986.78	871.70	-	72.53%	44.52%	45.05%	45.28%	49.72%	45.94%
	浦银理财	-	2017.28	4075.64	4030.11	4733.14	6279.34	6879.46	-	59.48%	45.54%	50.53%	46.60%	49.53%	51.02%
	民生理财	-	-	4814.77	3627.70	3978.19	4199.23	-	-	-	51.03%	44.75%	42.96%	42.94%	-
	渤海理财	-	-	-	494.44	1035.91	1419.61	1469.01	-	-	-	80.26%	73.41%	78.39%	-
城商	杭银理财	-	-	2146.55	2027.51	2035.47	2068.04	2277.62	-	-	56.05%	51.43%	47.64%	45.89%	45.90%
	宁银理财	-	2700.85	2562.89	1859.26	1739.33	1778.25	-	70.13%	65.31%	52.03%	41.42%	41.98%	-	
	徽银理财	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	
	南银理财	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	
	苏银理财	-	2156.06	2035.80	2552.50	2688.57	3063.30	3222.77	-	55.92%	54.26%	54.80%	50.62%	48.32%	48.24%
	青银理财	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	
农商	上银理财	3207.82	467.32	2512.12	2190.03	1503.47	1581.31	1722.61	70.98%	59.53%	62.23%	64.58%	51.78%	49.50%	50.51%
	北银理财	-	-	-	1310.45	1291.94	1558.57	-	-	-	48.04%	44.31%	49.62%	-	
合资	渝农商理财	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	
	汇华理财	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	
	贝莱德建信理财	0.00	1.08	58.68	-	-	-	-	0.00%	3.59%	70.59%	-	-	-	
	施罗德交银理财	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	
	高盛工银理财	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	
法巴农银理财	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-		

数据来源：各理财公司半年度理财业务报告、开源证券研究所

2.4.1、直投 or 委外：江浙城商行理财子直投比例较高

从“直接投资”债券的比例，反映各家自建投研的意愿和能力。截至2024年6月末，仅少数江浙城商行理财子的债券“直接投资”比例高于“间接投资”，自建投研系统的意愿和能力均优于同业。其余已单独披露数据的理财公司仍较为依赖委外。

理财公司直投债券的比例差异较大，主要有以下因素：

- 投研人员有限：**直投债券对自身投研能力要求较高，而理财公司受制于银行限薪体系，市场化激励程度弱于公募基金，故投研人员人数相对较少，部分投债工作量需由委外或基金分担。而相比之下，股份行理财子成立较早且市场化激励程度相对较高，自建投研的意愿较强，如招银理财、信银理财等直投债券比例始终高于同业。
- 投债品种受限：**目前理财公司均无法直投中债登债券，而中债登托管的债券主要为利率债和部分商金债，理财公司需依靠委外或基金来间接投资。而部分头部城商行理财子如苏银理财、宁银理财、杭银理财等，受益于区域经济发达，当地优质信用债资产较易获取，有助于增加债券直投的比例。

表28：分解为直接投资&间接投资：截至2024年6月末，多家股份行理财子公司的“间接投资”比例大于“直接投资”

债券 (不含同业存单)	直接投资 (亿元)							占比 (占穿透后总资产)							
	2021-12	2022-06	2022-12	2023-06	2023-12	2024-06	2024-12	2021-12	2022-06	2022-12	2023-06	2023-12	2024-06	2024-12	
国有	建信理财	0.00	0.00	0.61	89.94	153.90	62.08	48.43	0.00%	0.00%	0.00%	0.57%	1.00%	0.40%	0.29%
	农银理财	-	-	-	1128.37	1983.65	1198.07	-	-	-	-	7.28%	11.57%	6.69%	-
	工银理财	7121.24	6477.57	5396.50	2946.64	3498.44	2701.81	-	33.86%	31.80%	28.73%	17.82%	20.36%	14.90%	
	中邮理财	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
股份	招银理财	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
	平安理财	-	689.68	981.70	997.92	805.22	560.72	497.42	-	23.34%	10.40%	10.27%	7.36%	4.92%	3.71%
	华夏理财	-	-	162.83	104.98	70.37	112.37	166.82	-	-	2.64%	1.99%	1.11%	1.47%	1.90%
	广银理财	-	761.96	558.19	460.25	460.73	272.26	183.11	-	63.37%	31.31%	27.29%	25.90%	13.72%	9.65%
	浦银理财	-	1318.27	2880.40	2908.59	2129.95	1429.99	1043.05	-	38.87%	32.19%	36.47%	20.97%	11.28%	7.74%
	民生理财	-	-	-	-	-	1170.98	-	-	-	-	-	-	11.97%	-
城商	恒丰理财	-	-	-	113.39	125.80	57.79	40.28	-	-	-	18.40%	8.91%	3.19%	2.05%
	杭银理财	-	-	1846.60	1667.77	1341.52	1140.85	1099.56	-	-	48.22%	42.30%	31.40%	25.31%	22.16%
	宁银理财	-	-	-	-	1420.42	1283.25	-	-	-	-	33.83%	30.29%	-	
	苏银理财	-	1399.05	1421.89	1946.00	1920.15	1977.51	1846.13	-	36.29%	37.90%	41.78%	36.15%	31.19%	27.63%
城商	上银理财	2701.73	247.61	1997.07	1356.86	519.76	262.82	-	59.78%	31.54%	49.47%	40.01%	17.90%	8.23%	-
	北银理财	-	-	-	656.60	374.78	191.85	-	-	-	-	24.07%	12.85%	6.11%	-

债券 (不含同业存单)	间接投资 (亿元)							占比 (占穿透后总资产)							
	2021-12	2022-06	2022-12	2023-06	2023-12	2024-06	2024-12	2021-12	2022-06	2022-12	2023-06	2023-12	2024-06	2024-12	
国有	建信理财	12227.80	11151.17	9224.15	6265.42	4627.79	4793.94	4361.40	53.38%	49.15%	45.19%	40.02%	29.94%	30.83%	26.30%
	农银理财	-	-	-	4346.55	4216.88	4278.85	-	-	-	-	28.06%	24.59%	23.90%	
	工银理财	7962.05	7456.00	6285.56	5882.07	5601.91	6623.01	-	37.85%	36.60%	33.46%	35.57%	32.60%	36.51%	
	中邮理财	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	
股份	招银理财	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	
	平安理财	-	168.19	3028.75	3063.31	3505.94	3406.55	5086.27	-	5.69%	32.08%	31.51%	32.06%	29.89%	37.91%
	华夏理财	-	-	3201.89	2290.79	2230.26	3138.71	3539.22	-	-	51.86%	43.51%	35.32%	40.94%	40.25%
	广银理财	-	110.19	235.54	299.44	344.73	714.52	688.59	-	9.16%	13.21%	17.76%	19.38%	36.00%	36.29%
	浦银理财	-	699.01	1195.24	1121.52	2603.19	4849.35	5836.41	-	20.61%	13.36%	14.06%	25.63%	38.25%	43.29%
	民生理财	-	-	-	-	-	3028.24	-	-	-	-	-	-	30.96%	-
城商	恒丰理财	-	-	-	381.05	910.11	1361.82	1428.73	-	-	-	61.85%	64.50%	75.20%	72.84%
	杭银理财	-	-	299.95	359.74	693.95	927.19	1178.06	-	-	7.83%	9.12%	16.24%	20.57%	23.74%
	宁银理财	-	-	-	-	318.90	494.99	-	-	-	-	7.59%	11.69%	-	
	苏银理财	-	757.01	613.91	606.51	768.41	1085.80	1376.64	-	19.63%	16.36%	13.02%	14.47%	17.13%	20.60%
城商	上银理财	506.09	219.71	515.04	833.17	983.71	1318.49	-	11.20%	27.99%	12.76%	24.57%	33.88%	41.28%	
	北银理财	-	-	-	653.85	917.16	1366.72	-	-	-	23.97%	31.46%	43.51%	-	

数据来源：各理财公司半年度理财业务报告、开源证券研究所

2.4.2、久期&评级：江浙城商行理财子擅长拉久期+做下沉

江浙城商行理财子擅长拉久期+适度下沉。截至2024Q4末，金融债&信用债的加权平均剩余期限上，多数理财公司<3Y，城商行理财子久期较长，金融债&信用债隐含评级上，部分城商行理财子较为下沉，如AA(2)占比高于50%，主要为江浙地区城商行理财子可较多获取优质资产，适度下沉有助于增厚收益。

表29：金融债、信用债的加权平均剩余期限上，多数理财公司<3Y，城商行理财子久期较长（截至2024Q4末）

加权平均剩余期限 (年)	中邮理财	光大理财	兴银理财	平安理财	华夏理财	信银理财	广银理财	浦银理财	民生理财	恒丰理财	杭银理财	宁银理财	徽银理财	南银理财	苏银理财	青银理财	上银理财	北银理财	渝农商理财	法巴农银理财
国债	2.46	0.33	11.21	2.11	23.68	0.40	0.25	0.21	0.86	-	7.82	0.34	-	15.61	28.79	4.45	12.51	0.50	23.70	-
地方政府债	23.61	-	14.46	19.74	10.50	9.57	-	-	12.53	0.04	6.92	-	-	-	15.40	-	-	20.58	-	-
政金债	0.42	0.39	2.93	1.84	3.75	0.96	0.30	0.43	5.67	0.57	4.94	0.23	0.28	0.91	0.79	0.68	1.67	0.48	-	-
利率债	0.80	0.38	5.59	2.07	5.38	0.94	0.29	0.43	5.54	0.51	5.35	0.23	0.28	3.76	3.21	0.69	3.74	0.99	23.70	-
中证金	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
商业银行	2.64	1.61	1.96	1.54	2.10	3.25	1.84	1.05	2.09	3.35	1.90	0.82	0.89	0.86	4.51	3.93	3.77	1.00	1.95	2.94
银行二级	3.35	4.39	1.90	1.72	1.72	3.53	1.92	0.62	2.63	3.22	1.87	0.95	-	2.09	4.46	3.69	3.89	0.58	-	2.94
银行永续	1.69	1.56	1.99	1.43	2.31	4.04	1.28	1.49	1.95	3.36	0.34	0.71	0.89	0.59	4.55	4.01	4.06	1.18	1.95	-
银行TLAC	2.44	-	2.69	4.38	-	2.58	-	-	4.38	4.38	2.43	2.66	-	-	-	-	2.38	2.38	-	-
银行普通	2.09	-	1.68	-	-	-	-	-	-	-	0.64	-	-	-	2.53	-	1.50	-	-	-
银行专项	0.54	-	-	-	-	0.74	-	-	2.74	-	1.24	-	-	2.74	-	-	-	-	-	-
证券公司	1.74	1.39	0.98	0.78	0.64	1.14	-	0.51	0.94	1.31	1.90	-	0.24	-	0.75	1.48	2.08	0.69	-	-
保险公司	3.42	-	4.39	1.68	1.92	4.79	-	2.28	4.73	-	-	-	-	-	-	-	1.52	2.44	-	-
其它金融机构	0.75	-	1.05	-	2.12	0.05	-	-	2.31	-	-	-	-	-	-	0.41	0.35	2.22	-	-
金融债(不含政金债)	2.34	1.57	1.82	1.27	1.47	1.57	1.84	1.72	1.58	3.07	1.90	0.82	0.70	0.86	3.77	3.73	2.34	1.07	1.95	2.94
政府支持机构债	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
国际机构债	1.28	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
一般企业债	2.85	2.39	2.42	0.47	1.02	2.33	-	2.52	0.43	0.42	1.04	1.25	1.18	1.58	2.88	1.08	1.64	2.58	3.48	-
一般公司债	2.06	1.39	1.43	0.37	1.04	1.81	0.62	1.43	1.26	1.84	0.56	0.77	0.65	0.52	3.61	1.19	1.03	1.53	1.48	-
私募债	1.65	0.72	1.51	1.29	1.73	1.13	1.37	0.72	1.91	1.43	0.75	0.92	1.00	2.15	2.98	1.13	2.10	2.46	0.93	2.32
债务融资工具	2.12	1.01	1.25	0.96	1.51	1.27	0.67	1.81	1.44	0.57	0.93	1.10	0.84	1.07	2.78	0.80	0.70	1.33	1.22	2.14
超短期融资券(SCP)	0.36	0.27	0.31	0.53	0.21	0.26	0.13	0.27	0.26	0.32	0.12	0.18	0.27	0.35	-	0.19	0.17	0.02	-	-
短期融资券(CP)	0.47	0.51	0.48	0.72	0.48	0.55	0.25	0.33	0.41	0.76	0.64	0.34	0.66	0.39	0.98	0.21	0.32	-	-	0.96
中期票据(MTN)	2.26	1.62	1.40	0.88	1.72	1.81	1.90	2.15	1.81	0.73	0.94	0.96	0.94	1.89	3.25	0.89	1.82	1.27	1.40	2.53
定向工具(PPN)	1.74	0.74	1.27	1.82	1.11	1.16	1.12	0.77	1.12	1.55	0.94	1.01	0.86	0.95	1.55	0.96	1.10	0.90	1.00	-
项目收益票据(PRN)	-	-	-	-	-	1.82	-	0.41	0.41	-	-	0.73	-	0.32	-	-	-	0.41	-	-
资产支持票据(ABN)	1.55	0.68	2.63	-	3.26	0.48	-	9.03	2.14	-	-	16.92	-	-	-	-	0.53	5.14	-	-
标准化票据(SDN)	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
ABS	2.56	4.60	4.24	9.40	8.24	7.25	-	0.32	10.71	2.55	-	0.60	1.39	1.00	1.90	9.56	0.86	14.48	0.20	-
信用债(不含金融债)	2.12	1.63	1.39	4.64	2.11	1.62	0.76	1.59	4.61	0.96	0.88	1.03	1.69	3.01	1.77	1.59	3.24	1.01	1.01	2.23
其中：城投债	2.20	1.15	1.40	0.90	1.62	1.36	1.23	1.41	1.63	1.22	0.87	0.97	1.00	1.69	3.00	1.15	2.04	1.98	1.02	2.23

数据来源：普益标准、Wind、开源证券研究所（注：统计基于前十大持仓中披露的所有债券）

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

表30：金融债&信用债隐含评级上，部分城商行理财子较为下沉（截至2024Q4末）

2024-12	中邮理财	光大理财	兴银理财	平安理财	华夏理财	信银理财	广银理财	浦银理财	民生理财	恒丰理财	杭银理财	宁银理财	徽银理财	南银理财	苏银理财	青银理财	上银理财	北银理财	渝农商理财	法巴农银理财
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	9.79%	3.98%	67.44%	36.08%	9.69%	61.39%	0.00%	2.76%	19.48%	0.29%	0.24%	5.33%	11.09%	0.00%	9.40%	0.00%	90.18%	35.72%	0.00%	0.00%
AAA-	18.37%	64.96%	13.03%	33.19%	17.46%	12.83%	18.78%	28.83%	14.87%	36.78%	96.13%	31.81%	13.39%	36.79%	33.89%	60.50%	3.51%	40.04%	0.00%	100.00%
AA+	33.00%	23.39%	15.89%	30.07%	43.46%	11.78%	81.22%	65.54%	46.90%	56.79%	3.63%	53.30%	52.20%	36.35%	52.38%	4.85%	2.80%	13.08%	100.00%	0.00%
AA	32.54%	7.31%	2.45%	0.00%	23.41%	12.92%	0.00%	2.31%	16.40%	4.80%	0.00%	0.24%	23.33%	26.86%	4.34%	19.87%	2.91%	5.94%	0.00%	0.00%
AA(2)	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%
AA-	6.26%	0.00%	1.10%	0.66%	4.39%	1.07%	0.00%	0.56%	0.72%	1.35%	0.00%	9.31%	0.00%	0.00%	0.00%	5.59%	0.07%	0.45%	0.00%	0.00%
A+	0.04%	0.00%	0.09%	0.00%	1.59%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	7.24%	0.00%	4.77%	0.00%	0.00%
A	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%
A-	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%
BBB+	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%
BBB	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%
BB	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%
B+	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%
B	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%
CCC	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%
CC	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%
C	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%
未评级	0.00%	0.35%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	1.63%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	1.95%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
合计	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%

2024-12	中邮理财	光大理财	兴银理财	平安理财	华夏理财	信银理财	广银理财	浦银理财	民生理财	恒丰理财	杭银理财	宁银理财	徽银理财	南银理财	苏银理财	青银理财	上银理财	北银理财	渝农商理财	法巴农银理财
AAA+	0.09%	0.00%	0.35%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.36%	0.00%	1.98%	0.51%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.19%	0.03%	0.00%	0.00%	0.00%
AAA	5.05%	3.83%	6.01%	18.59%	5.60%	4.93%	38.37%	18.73%	9.41%	39.39%	0.04%	1.01%	2.87%	2.00%	0.61%	10.73%	8.49%	6.98%	0.00%	0.00%
AAA-	3.08%	8.54%	1.35%	14.84%	1.21%	1.81%	8.26%	3.33%	10.46%	18.97%	0.48%	0.08%	2.28%	0.00%	0.64%	7.86%	9.80%	2.14%	0.00%	0.00%
AA+	26.06%	36.63%	17.70%	21.57%	26.45%	21.29%	15.07%	25.85%	32.04%	22.56%	3.74%	9.06%	13.38%	6.24%	14.60%	19.17%	35.38%	24.53%	5.36%	0.00%
AA	38.67%	35.89%	37.36%	10.90%	37.34%	37.92%	34.14%	16.67%	35.71%	15.27%	29.54%	27.51%	16.10%	17.48%	36.27%	36.32%	41.79%	37.93%	51.47%	0.00%
AA(2)	18.15%	14.73%	33.39%	5.20%	27.74%	32.20%	4.16%	32.77%	11.74%	1.83%	64.64%	59.40%	61.83%	69.37%	46.48%	23.45%	4.50%	23.86%	36.30%	54.71%
AA-	8.34%	0.37%	3.60%	0.52%	1.45%	0.88%	0.00%	2.29%	0.28%	0.00%	1.04%	2.94%	3.01%	3.96%	1.39%	2.28%	0.00%	2.08%	6.43%	45.29%
A+	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%
A	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%
A-	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%
BBB+	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%
BBB	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%
BB	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%
B+	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%
B	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%
CCC	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%
CC	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%
C	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%
未评级	0.56%	0.00%	0.05%	28.37%	0.00%	0.97%	0.00%	0.00%	0.35%	0.00%	0.01%	0.00%	0.53%	0.94%	0.02%	0.00%	0.00%	2.48%	0.44%	0.00%
合计	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%

数据来源：普益标准、Wind、开源证券研究所（注：统计基于前十大持仓中披露的所有债券）

2.5、非标：占比分化，城商行理财子仓位仍较高

城商行理财子非标占比仍然较高，国股行理财子显著压降。截至2024年6月末，披露非标占比的理财公司中：宁银理财（20.23%）>杭银理财（17.68%）>苏银理财（11.31%）>上银理财（10.18%），其余如华夏理财、民生理财等小微业务优势较大的股份行理财子非标占比高于同类其他银行。而其余股份行理财子、国有行理财子的非标占比大多已降至5%以下。

表31：非标（穿透后）：城商行理财子非标占比仍较高，其余类型理财公司已降至低位

非标	穿透后（直接投资+间接投资，亿元）							占比（占穿透后总资产）							
	2021-12	2022-06	2022-12	2023-06	2023-12	2024-06	2024-12	2021-12	2022-06	2022-12	2023-06	2023-12	2024-06	2024-12	
国有	建信理财	1323.12	1240.09	852.51	433.19	236.43	64.21	17.93	5.78%	5.47%	4.18%	2.77%	1.53%	0.41%	0.11%
	中银理财	-	1109.20	629.41	647.72	50.14	432.02	-	-	6.70%	3.54%	4.10%	3.29%	2.33%	-
	交银理财	745.42	363.28	290.78	399.31	502.27	620.41	-	5.43%	2.86%	2.50%	3.21%	3.73%	3.99%	-
	农银理财	-	-	-	645.84	576.31	442.58	-	-	-	-	4.17%	3.36%	2.47%	-
	工银理财	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
	中邮理财	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
股份	光大理财	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
	招银理财	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
	兴银理财	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
	平安理财	-	177.78	982.92	775.88	624.93	396.66	281.14	-	6.02%	10.41%	7.98%	5.71%	3.48%	-
	华夏理财	309.25	361.28	417.97	424.90	493.23	644.44	865.26	5.12%	5.83%	6.77%	8.07%	7.81%	8.41%	9.84%
	信银理财	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
	广银理财	-	26.78	75.13	110.45	75.43	82.17	97.57	-	2.23%	4.21%	6.55%	4.24%	4.14%	5.14%
	浦银理财	-	160.51	460.60	444.47	481.79	573.65	587.31	-	4.73%	5.15%	5.57%	4.74%	4.52%	4.36%
	民生理财	-	-	338.27	523.43	661.06	706.23	-	-	-	3.59%	6.46%	7.14%	7.22%	-
	渤海理财	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
城商	恒丰理财	-	-	-	17.74	30.74	14.99	14.16	-	-	-	2.88%	2.18%	0.83%	-
	杭银理财	-	-	614.31	662.83	685.14	796.75	848.56	-	-	16.04%	16.81%	16.03%	17.68%	17.10%
	宁银理财	-	684.93	748.08	872.64	812.90	856.94	-	-	17.78%	19.06%	24.42%	19.36%	20.23%	-
	徽银理财	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
	南银理财	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
	苏银理财	-	471.08	475.96	548.44	658.82	716.96	732.92	-	12.22%	12.69%	11.77%	12.40%	11.31%	10.97%
	青银理财	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
农商	上银理财	473.95	65.33	179.06	244.03	293.44	325.33	312.86	10.49%	8.32%	4.44%	7.20%	10.11%	10.18%	9.17%
	北银理财	-	-	-	156.28	245.65	222.55	-	-	-	-	5.73%	8.43%	7.08%	-
	渝农商理财	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
合资	汇华理财	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
	贝莱德建信理财	0.00	0.00	0.00	-	-	-	-	0.00%	0.00%	0.00%	-	-	-	-
	施罗德交银理财	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
	高盛工银理财	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
法巴农银理财	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	

数据来源：各理财公司半年度理财业务报告、开源证券研究所

表32：分解为直接投资&间接投资：理财公司非标均存续较少，但城商行理财子“间接投资”的非标仍规模较大

非标	直接投资（亿元）							占比（占穿透后总资产）							
	2021-12	2022-06	2022-12	2023-06	2023-12	2024-06	2024-12	2021-12	2022-06	2022-12	2023-06	2023-12	2024-06	2024-12	
国有	建信理财	1077.58	799.50	491.86	194.76	68.34	14.21	3.82	4.70%	3.52%	2.41%	1.24%	0.44%	0.09%	0.02%
	农银理财	-	0.00	0.00	170.27	165.02	120.57	-	-	0.00%	0.00%	1.10%	0.96%	0.67%	-
股份	平安理财	-	11.86	476.27	364.25	342.64	200.32	98.91	-	0.40%	5.05%	3.75%	3.13%	1.76%	0.74%
	华夏理财	-	417.97	424.90	493.23	644.44	865.26	-	-	6.77%	8.07%	7.81%	8.41%	9.84%	
	广银理财	-	24.99	64.94	80.16	61.86	17.72	2.46	-	2.08%	3.64%	4.75%	3.48%	0.89%	0.13%
	浦银理财	-	100.44	223.48	253.82	249.54	242.59	125.80	-	2.96%	2.50%	3.18%	2.46%	1.91%	0.93%
	民生理财	-	-	-	-	91.62	-	-	-	-	-	-	-	-	0.94%
城商	恒丰理财	-	-	-	0.49	4.14	0.48	0.00	-	-	-	0.08%	0.29%	0.03%	0.00%
	杭银理财	-	-	560.73	609.42	428.98	173.82	66.90	-	-	14.64%	15.46%	10.04%	3.86%	1.35%
	宁银理财	-	-	-	-	456.34	219.24	-	-	-	-	10.87%	5.18%	-	
	苏银理财	-	425.22	427.65	479.49	403.51	177.23	74.92	-	11.03%	11.40%	10.29%	7.60%	2.80%	1.12%
	青银理财	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
	上银理财	392.01	51.55	147.69	225.95	204.63	66.99	28.07	8.67%	6.57%	3.66%	6.66%	7.05%	2.10%	0.82%
农商	北银理财	-	-	-	135.86	217.57	159.98	-	-	-	-	4.98%	7.46%	5.09%	-
	贝莱德建信理财	0.00	0.00	0.00	-	-	-	-	0.00%	0.00%	0.00%	-	-	-	-
非标	间接投资（亿元）							占比（占穿透后总资产）							
	2021-12	2022-06	2022-12	2023-06	2023-12	2024-06	2024-12	2021-12	2022-06	2022-12	2023-06	2023-12	2024-06	2024-12	
国有	建信理财	245.54	440.59	360.65	238.43	168.09	50.00	14.11	1.07%	1.94%	1.77%	1.52%	1.09%	0.32%	0.09%
	农银理财	-	-	-	475.57	411.29	322.01	-	-	-	-	3.07%	2.40%	1.80%	-
股份	平安理财	-	165.92	506.66	411.62	282.29	196.34	182.23	-	5.62%	5.37%	4.23%	2.58%	1.72%	1.36%
	华夏理财	-	-	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	-	-	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
	广银理财	-	1.79	10.19	30.29	13.57	64.45	95.11	-	0.15%	0.57%	1.80%	0.76%	3.25%	5.01%
	浦银理财	-	60.08	237.12	190.66	232.25	331.06	461.52	-	1.77%	2.65%	2.39%	2.29%	2.61%	3.42%
	民生理财	-	-	-	-	-	614.60	-	-	-	-	-	-	6.28%	-
城商	恒丰理财	-	-	-	17.25	26.60	14.50	14.16	-	-	-	2.80%	1.88%	0.80%	0.72%
	杭银理财	-	-	53.58	53.41	256.16	622.93	781.66	-	-	1.40%	1.35%	5.99%	13.82%	15.75%
	宁银理财	-	-	-	-	356.56	637.71	-	-	-	-	8.49%	15.05%	-	
	苏银理财	-	45.86	48.30	68.95	255.31	539.73	658.00	-	1.19%	1.29%	1.48%	4.81%	8.51%	9.85%
	青银理财	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
	上银理财	81.95	13.77	31.37	18.07	88.81	258.34	284.79	1.81%	1.75%	0.78%	0.53%	3.06%	8.09%	8.35%
农商	北银理财	-	-	-	20.43	28.08	62.57	-	-	-	-	0.75%	0.96%	1.99%	-
	贝莱德建信理财	0.00	0.00	0.00	-	-	-	-	0.00%	0.00%	0.00%	-	-	-	-

数据来源：各理财公司半年度理财业务报告、开源证券研究所

2.6、权益：偏好右侧布局，合资具备较强直投能力

目前理财公司对于权益均谨慎持有权益资产。截至2024年末已开业的31家理财公司均单独披露权益占比，截至2024年6月末，穿透后权益占比较高的为贝莱德建信理财(12.57%)>苏银理财(7.72%)>南银理财(6.37%)>农银理财(5.12%)>宁银理财(4.36%)，其余理财公司均低于4%，特别是投研能力较强的股份行理财子权益资产占比也始终较低，或反映其投研能力主要集中于固收板块，对于权益资产总体较谨慎。由于理财的负债端风险偏好低于基金，理财定位于“绝对收益”品种，故大幅增配权益仓位的可能性不高，更多是通过发行权益类产品给投资者提供多样化选择。

部分合资理财公司的权益占比，经历了“L”型下降过程。从时间序列来看，2020年6月交银理财、招银理财权益占比分别为10.72%、6.26%，汇华理财、贝莱德建信理财、高盛工银理财开业之初权益占比较高，其中贝莱德建信和高盛工银权益占比曾超90%，但随着权益市场波动，加上委外模式的盛行，截至2024年6月末分别降至12.57%和1.33%。

表33：权益（穿透后）：内资理财子仍对权益资产较为谨慎，合资理财公司权益占比明显下降

权益	穿透后（直接投资+间接投资，亿元）							占比（占穿透后总资产）							
	2021-12	2022-06	2022-12	2023-06	2023-12	2024-06	2024-12	2021-12	2022-06	2022-12	2023-06	2023-12	2024-06	2024-12	
国有	建信理财	150.81	203.64	204.34	193.08	117.14	66.67	51.71	0.66%	0.90%	1.00%	1.23%	0.76%	0.43%	0.31%
	中银理财	-	172.96	214.38	210.24	181.46	181.02	-	-	1.04%	1.21%	1.33%	1.09%	0.98%	-
	交银理财	552.67	524.48	488.89	367.45	353.09	352.01	-	4.03%	4.13%	4.21%	2.95%	2.62%	2.26%	-
	农银理财	-	1139.79	1098.23	1019.49	690.06	916.05	-	-	6.37%	5.72%	6.58%	4.02%	5.12%	-
	工银理财	119.89	96.67	152.03	201.22	143.90	126.90	-	0.57%	0.47%	0.81%	1.22%	0.84%	0.70%	-
	中邮理财	64.54	296.01	323.17	277.89	229.06	266.19	-	0.91%	3.10%	3.66%	3.43%	2.78%	2.60%	-
股份	光大理财	634.21	487.25	405.87	449.14	505.43	514.95	-	5.93%	4.02%	3.47%	3.63%	3.67%	3.33%	-
	招银理财	1293.68	1070.12	961.54	832.87	740.46	700.51	-	4.14%	3.28%	3.19%	2.86%	2.58%	2.60%	-
	兴银理财	239.73	209.50	120.50	117.08	166.22	183.07	-	1.55%	1.18%	0.53%	0.49%	0.66%	0.77%	-
	平安理财	-	20.00	97.06	107.15	126.02	108.06	88.35	-	0.68%	1.03%	1.10%	1.15%	0.95%	-
	华夏理财	80.51	88.22	400.58	198.07	57.74	72.69	72.13	1.33%	1.42%	6.49%	3.76%	0.91%	0.95%	0.82%
	信银理财	91.46	115.79	120.55	104.49	115.69	106.63	115.03	1.05%	0.97%	0.77%	0.64%	0.64%	0.53%	0.55%
	广银理财	-	2.66	52.60	38.64	57.02	63.26	57.08	-	0.22%	2.95%	2.29%	3.21%	3.19%	3.01%
	浦银理财	-	25.06	179.64	178.85	175.33	176.35	176.45	-	0.74%	2.01%	2.24%	1.73%	1.39%	1.31%
	民生理财	-	-	187.25	200.38	175.87	132.44	-	-	-	1.98%	2.47%	1.90%	1.35%	-
	渤海理财	-	-	-	0.00	52.26	29.02	-	-	-	-	0.00%	3.70%	1.76%	-
	恒丰理财	-	-	-	0.79	1.10	0.70	0.67	-	-	-	0.13%	0.08%	0.04%	-
城商	杭银理财	-	-	94.09	67.98	59.12	57.92	78.01	-	-	2.46%	1.72%	1.38%	1.29%	1.57%
	宁银理财	-	192.07	208.70	199.68	182.35	184.66	-	-	4.99%	5.32%	5.59%	4.34%	4.36%	-
	徽银理财	7.52	6.13	6.13	6.73	4.38	4.42	4.94	0.32%	0.24%	0.28%	0.37%	0.24%	0.23%	0.25%
	南银理财	29.43	100.45	69.07	77.34	56.44	290.01	279.96	0.83%	2.48%	1.89%	2.10%	1.45%	6.37%	5.45%
	苏银理财	-	236.26	219.76	311.49	386.54	489.72	560.87	-	6.13%	5.86%	6.69%	7.28%	7.72%	8.39%
	青银理财	35.60	54.67	57.81	49.26	38.57	39.66	39.93	2.22%	2.71%	2.53%	1.91%	1.56%	1.75%	1.81%
	上银理财	4.00	13.32	65.91	63.70	56.60	55.53	54.04	0.09%	1.70%	1.63%	1.88%	1.95%	1.74%	1.58%
	北银理财	-	-	-	66.67	78.67	79.66	-	-	-	2.44%	2.70%	2.54%	-	-
农商	渝农商理财	0.01	0.05	0.38	0.37	2.27	1.59	-	0.00%	0.00%	0.03%	0.03%	0.18%	0.12%	-
合资	汇华理财	51.54	61.49	8.00	12.58	5.49	3.76	1.40	4.83%	6.25%	1.26%	3.29%	1.74%	1.40%	0.86%
	贝莱德建信理财	24.76	27.53	22.97	21.89	17.99	17.09	16.79	94.43%	91.25%	27.63%	16.89%	11.89%	12.57%	-
	施罗德交银理财	-	0.47	1.03	0.44	0.76	0.47	-	-	1.09%	0.44%	0.29%	0.64%	0.33%	-
	高盛工银理财	-	-	1.42	2.38	1.93	1.66	-	-	-	93.98%	72.76%	4.37%	1.33%	-
法巴农银理财	-	-	-	-	-	0.00	0.00	-	-	-	-	-	0.00%	-	

数据来源：各理财公司半年度理财业务报告、开源证券研究所

对于权益资产，合资理财公司偏向直投，内资理财子主要委外。截至2024年6月末，权益直投比例较高的为贝莱德建信理财(12.57%)、苏银理财(4.56%)，其余理财公司均低于2%。内资理财子的权益“间接投资”占比明显大于“直接投资”，其中农银、工银理财直投权益规模为0，均为委外进行。而股份行理财子直投比例也同样较低，如光大理财、招银理财直投权益的占比也接近0%，而间接投资占比分别为3.33%、2.59%，或主要通过基金专户等形式投资。由于基金公司的权益投资经验更为丰富，且策略相对灵活，理财子短期内难以望其项背。而合资理财中，仅贝莱德建信理财权益占比明显高于同业(12.57%)，且均为直投，或主要受益于公司贝莱

德基金的赋能，其余4家合资理财的权益占比也较低。

表34：分解为直接投资&间接投资：贝莱德建信理财、苏银理财直投权益比例较高，其余均较低

权益	直接投资 (亿元)								占比 (占穿透后总资产)							
	2021-12	2022-06	2022-12	2023-06	2023-12	2024-06	2024-12	2021-12	2022-06	2022-12	2023-06	2023-12	2024-06	2024-12		
国有	建信理财	19.23	25.89	33.34	17.77	12.10	4.50	4.41	0.08%	0.11%	0.16%	0.11%	0.08%	0.03%	0.03%	
	农银理财	-	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	-	-	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	-	
	工银理财	0.28	0.28	0.00	0.00	0.00	0.00	-	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	-	
	中邮理财	0.00	175.95	171.92	163.29	154.94	121.70	-	0.00%	1.84%	1.95%	2.01%	1.88%	1.19%	-	
	光大理财	3.89	5.95	3.77	2.04	0.88	1.26	-	0.04%	0.05%	0.03%	0.02%	0.01%	0.01%	-	
	招银理财	-	-	-	-	8.13	2.72	-	-	-	-	-	0.03%	0.01%	-	
	兴银理财	8.65	26.68	20.66	23.06	22.90	19.32	-	0.06%	0.15%	0.09%	0.10%	0.09%	0.08%	-	
	平安理财	-	0.00	35.99	2.07	2.15	1.42	1.53	-	0.00%	0.38%	0.02%	0.02%	0.01%	0.01%	
	华夏理财	-	-	40.54	16.04	0.00	0.44	0.79	-	-	0.66%	0.30%	0.00%	0.01%	0.01%	
	信银理财	32.60	28.15	29.34	20.71	25.98	31.78	14.51	0.37%	0.23%	0.19%	0.13%	0.14%	0.16%	0.07%	
股份	广银理财	-	2.66	37.78	25.26	28.05	24.19	13.33	-	0.22%	2.12%	1.50%	1.58%	1.22%	0.70%	
	浦银理财	-	0.00	0.00	0.00	6.26	5.42	13.99	-	0.00%	0.00%	0.00%	0.06%	0.04%	0.10%	
	民生理财	-	-	-	-	-	0.00	-	-	-	-	-	-	0.00%	-	
	渤海理财	-	-	-	0.00	0.00	0.00	-	-	-	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	-	
	恒丰理财	-	-	-	0.00	0.00	0.00	0.00	-	-	-	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	
	杭银理财	-	-	42.44	8.57	1.32	0.44	7.71	-	-	1.11%	0.22%	0.03%	0.01%	0.16%	
	宁银理财	-	-	-	-	67.44	63.69	-	-	-	-	-	1.61%	1.50%	-	
	徽银理财	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	-	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	-	
	南银理财	-	85.38	54.56	61.23	43.93	72.41	45.72	-	2.11%	1.50%	1.66%	1.13%	1.59%	0.89%	
	苏银理财	-	143.98	142.44	219.68	231.58	289.18	254.36	-	3.73%	3.80%	4.72%	4.36%	4.56%	3.81%	
城商	青银理财	5.11	12.47	25.16	17.55	17.15	3.01	2.75	0.32%	0.62%	1.10%	0.68%	0.69%	0.13%	0.12%	
	上银理财	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%	
	北银理财	-	-	-	36.53	0.00	0.00	-	-	-	-	1.34%	0.00%	0.00%	-	
	农商	0.00	0.00	0.00	0.00	0.10	0.00	-	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.01%	0.00%	-	
	汇华理财	25.83	51.75	7.99	12.58	5.49	1.77	1.17	2.42%	5.26%	1.26%	3.29%	1.74%	0.66%	0.72%	
	合资	贝莱德建信理财	24.76	27.53	22.97	21.89	17.99	17.09	16.46	94.43%	91.25%	27.63%	16.89%	11.89%	12.57%	5.45%
		施罗德交银理财	-	0.47	0.95	0.16	0.13	0.05	-	-	1.09%	0.41%	0.10%	0.11%	0.03%	-
		高盛工银理财	-	-	1.42	2.38	1.93	1.66	-	-	-	93.98%	72.76%	4.37%	1.33%	-
		法巴农银理财	-	-	-	-	0.00	0.00	-	-	-	-	-	-	0.00%	0.00%

权益	间接投资 (亿元)								占比 (占穿透后总资产)							
	2021-12	2022-06	2022-12	2023-06	2023-12	2024-06	2024-12	2021-12	2022-06	2022-12	2023-06	2023-12	2024-06	2024-12		
国有	建信理财	131.58	177.75	171.00	175.31	105.04	62.17	47.30	0.57%	0.78%	0.84%	1.12%	0.68%	0.40%	0.29%	
	农银理财	-	1139.79	1098.23	1019.49	690.06	916.05	-	-	6.37%	5.72%	6.58%	4.02%	5.12%	-	
	工银理财	119.61	96.39	152.03	201.22	143.90	126.90	-	0.57%	0.47%	0.81%	1.22%	0.84%	0.70%	-	
	中邮理财	64.54	120.06	151.25	114.60	74.12	144.49	-	0.91%	1.26%	1.71%	1.41%	0.90%	1.41%	-	
	光大理财	630.32	481.30	402.10	447.11	504.55	513.68	-	5.90%	3.97%	3.44%	3.61%	3.67%	3.33%	-	
	招银理财	-	-	-	-	732.33	697.79	-	-	-	-	-	2.55%	2.59%	-	
	兴银理财	231.09	182.81	99.84	94.02	143.33	163.75	-	1.50%	1.03%	0.44%	0.39%	0.57%	0.68%	-	
	平安理财	-	20.00	61.07	105.08	123.87	106.64	86.82	-	0.68%	0.65%	1.08%	1.13%	0.94%	0.65%	
	华夏理财	-	-	360.04	182.03	57.74	72.25	71.35	-	-	5.83%	3.46%	0.91%	0.94%	0.81%	
	信银理财	58.86	87.64	91.21	83.79	89.70	74.85	100.52	0.68%	0.73%	0.58%	0.51%	0.49%	0.37%	0.48%	
股份	广银理财	-	0.00	14.82	13.38	28.97	39.07	43.75	-	0.00%	0.83%	0.79%	1.63%	1.97%	2.31%	
	浦银理财	-	25.06	179.64	178.85	169.07	170.94	162.46	-	0.74%	2.01%	2.24%	1.66%	1.35%	1.20%	
	民生理财	-	-	-	-	-	132.44	-	-	-	-	-	1.35%	-		
	渤海理财	-	-	-	0.00	52.26	29.02	-	-	-	-	0.00%	3.70%	1.76%	-	
	恒丰理财	-	-	-	0.79	1.10	0.70	0.67	-	-	-	0.13%	0.08%	0.04%	0.03%	
	杭银理财	-	-	51.65	59.41	57.80	57.48	70.30	-	-	1.35%	1.51%	1.35%	1.28%	1.42%	
	宁银理财	-	-	-	-	114.90	120.97	-	-	-	-	-	2.74%	2.86%	-	
	徽银理财	7.52	6.13	6.13	6.73	4.38	4.42	4.94	0.32%	0.24%	0.28%	0.37%	0.24%	0.23%	0.25%	
	南银理财	-	15.07	14.51	16.11	12.51	217.60	234.24	-	0.37%	0.40%	0.44%	0.32%	4.78%	4.56%	
	苏银理财	-	92.27	77.32	91.81	154.95	200.54	306.51	-	2.39%	2.06%	1.97%	2.92%	3.16%	4.59%	
城商	青银理财	30.49	42.21	32.64	31.71	21.42	36.64	37.17	1.90%	2.09%	1.43%	1.23%	0.86%	1.61%	1.69%	
	上银理财	4.00	13.32	65.91	63.70	56.60	55.53	54.04	0.09%	1.70%	1.63%	1.88%	1.95%	1.74%	1.58%	
	北银理财	-	-	-	30.14	78.67	79.66	-	-	-	-	1.10%	2.70%	2.54%	-	
	农商	0.01	0.05	0.38	0.37	2.17	1.59	-	0.00%	0.00%	0.03%	0.03%	0.18%	0.12%	-	
	汇华理财	25.71	9.74	0.01	0.00	0.00	1.99	0.23	2.41%	0.99%	0.00%	0.00%	0.00%	0.74%	0.14%	
	合资	贝莱德建信理财	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.33	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.11%
		施罗德交银理财	-	0.00	0.07	0.28	0.63	0.43	-	-	0.00%	0.03%	0.18%	0.53%	0.30%	-
		高盛工银理财	-	-	0.00	0.00	0.00	0.00	-	-	-	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	-
		法巴农银理财	-	-	-	-	-	0.00	-	-	-	-	-	-	0.00%	0.00%

数据来源：各理财公司半年度理财业务报告、开源证券研究所

2.7、衍生品：招银一家独大，交易牌照发放收紧

仅约一半的理财公司拥有衍生品交易牌照，2020年后发放有所收紧。衍生品投资主要用于风险对冲，理财公司常用国债期货和股指期货管理利率和股票敞口风险。截至2025-02-26，在已开业的31家理财公司中，仅有17家获得衍生品交易牌照，包括部分国有行、股份行和城商行的理财子公司。自2020年“原油宝”事件后，监管机构收紧衍生品牌照发放，部分理财公司难以获得牌照。截至2024年6月末，理财公司对商品及金融衍生品的投资规模仅为100多亿元，其中招银理财一家独大。

表35：5家合资理财公司均拥有衍生品交易资格（截至2025-02-26）

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：南财理财通、国家金融监督管理总局、开源证券研究所

表36：衍生品（穿透后）：除招银理财外，其余均仓位极低

金融衍生品	穿透后（直接投资+间接投资，亿元）							占比（占穿透后总资产）							
	2021-12	2022-06	2022-12	2023-06	2023-12	2024-06	2024-12	2021-12	2022-06	2022-12	2023-06	2023-12	2024-06	2024-12	
国有	建信理财	-0.15	-0.73	-0.01	-0.04	0.17	0.02	0.22	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
	中银理财	-	0.00	0.00	0.04	0.24	0.00	-	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	-
	交银理财	-0.09	-0.06	0.02	0.42	0.05	-0.05	-	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	-
	农银理财	-	1.60	0.32	0.20	0.10	0.37	-	-	0.01%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	-
	工银理财	0.00	15.55	0.82	5.20	3.95	1.37	-	0.00%	0.08%	0.00%	0.03%	0.02%	0.01%	-
	中邮理财	0.52	0.08	0.12	0.01	0.28	0.09	-	0.01%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	-
股份	光大理财	115.39	193.40	118.90	97.77	0.60	0.61	-	1.08%	1.59%	1.02%	0.79%	0.00%	0.00%	-
	招银理财	33.51	124.18	180.76	205.89	222.61	215.43	-	0.11%	0.38%	0.60%	0.71%	0.78%	0.80%	-
	兴银理财	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
	平安理财	-	0.18	1.34	1.49	1.75	1.18	-1.16	-	0.01%	0.01%	0.02%	0.02%	0.01%	-
	华夏理财	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%
	信银理财	0.49	-2.09	-0.86	-2.55	3.09	0.32	-0.88	0.01%	-0.02%	-0.01%	-0.02%	0.02%	0.00%	0.00%
	广银理财	-	0.05	0.82	0.41	0.40	0.36	0.00	-	0.00%	0.05%	0.02%	0.02%	0.02%	0.00%
	浦银理财	-	0.00	0.00	0.19	0.24	0.15	0.24	-	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
	民生理财	-	-	0.00	0.00	0.00	0.02	-	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	-
	渤海理财	-	-	-	0.00	0.00	0.00	-	-	-	-	0.00%	0.00%	0.00%	-
恒丰理财	-	-	-	0.00	0.00	0.00	0.00	-	-	-	0.00%	0.00%	0.00%	-	
城商	杭银理财	-	-	0.00	-0.07	-0.06	-0.17	1.87	-	-	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.04%
	宁银理财	-	0.10	3.11	6.70	7.23	-12.05	-	-	0.00%	0.08%	0.19%	0.17%	-0.28%	-
	徽银理财	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%
	南银理财	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%
	苏银理财	-	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	-	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
	青银理财	0.67	0.43	-0.02	0.00	0.05	0.07	0.01	0.04%	0.02%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
	上银理财	-0.01	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%
北银理财	-	-	-	0.00	0.00	0.00	-	-	-	-	0.00%	0.00%	0.00%	-	
农商	渝农商理财	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	-	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	-
合资	汇华理财	-0.68	0.29	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	-0.06%	0.03%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
	贝莱德建信理财	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	-0.02	0.00	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	-0.02%	-
	施罗德交银理财	-	0.00	-0.02	-0.03	-0.01	-0.01	-	-	0.00%	-0.01%	-0.02%	-0.01%	-0.01%	-
	高盛工银理财	-	-	0.00	0.00	0.00	0.00	-	-	-	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	-
	法巴农银理财	-	-	-	-	-	0.00	0.00	-	-	-	-	-	0.00%	-

数据来源：各理财公司半年度理财业务报告、开源证券研究所

理财投资衍生品多为委外，如借道券商资管、基金专户等。衍生品交易对投研水平和交易能力要求较高，而理财公司人员多出身于银行资产管理部，对衍生品交易较为陌生。衍生品价格波动较大，对冲效果受交易策略和时间点影响，部分理财公司因交易水平不足而难以有效利用衍生品。

表37：分解为直接投资&间接投资：理财公司较少投资衍生品，其中多以委外为主

金融衍生品		直接投资 (亿元)						占比 (占穿透后总资产)								
		2021-12	2022-06	2022-12	2023-06	2023-12	2024-06	2024-12	2021-12	2022-06	2022-12	2023-06	2023-12	2024-06	2024-12	
国有	建信理财	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%	
	农银理财	-	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	-	-	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	-	
	工银理财	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	-	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	-	
	中邮理财	0.00	0.00	0.02	0.01	0.01	0.01	-	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	-	
股份	光大理财	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	-	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	-	
	招银理财	-	-	-	-	201.34	195.35	-	-	-	-	-	0.70%	0.72%	-	
	平安理财	-	0.18	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	-	0.01%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	
	华夏理财	-	-	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	-	-	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	
	信银理财	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%	
	广银理财	-	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	-	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	
	浦银理财	-	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	-	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	
	民生理财	-	-	-	-	-	0.00	-	-	-	-	-	-	-	0.00%	-
	渤海理财	-	-	-	0.00	0.00	0.00	-	-	-	-	0.00%	0.00%	0.00%	-	
	恒丰理财	-	-	-	0.00	0.00	0.00	0.00	-	-	-	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	
	杭银理财	-	-	0.00	0.00	0.06	0.00	0.00	-	-	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	
	宁银理财	-	-	-	-	7.23	-12.04	-	-	-	-	-	-	0.17%	-0.28%	-
城商	徽银理财	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%	
	南银理财	-	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	-	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	
	苏银理财	-	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	-	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	
	青银理财	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%	
农商	上银理财	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%	
	北银理财	-	-	-	0.00	0.00	0.00	-	-	-	-	0.00%	0.00%	0.00%	-	
农商	渝农商理财	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	-	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	-	
	汇华理财	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%	
	贝莱德建信理财	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%	
	施罗德交银理财	-	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	-	-	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	-	
	高盛工银理财	-	-	0.00	0.00	0.00	0.00	-	-	-	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	-	
法巴农银理财	-	-	-	-	-	0.00	0.00	-	-	-	-	-	-	0.00%	0.00%	

金融衍生品		间接投资 (亿元)						占比 (占穿透后总资产)							
		2021-12	2022-06	2022-12	2023-06	2023-12	2024-06	2024-12	2021-12	2022-06	2022-12	2023-06	2023-12	2024-06	2024-12
国有	建信理财	-0.15	-0.73	-0.01	-0.04	0.17	0.02	0.22	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
	农银理财	-	1.60	0.32	0.20	0.10	0.37	-	-	0.01%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	-
	工银理财	0.00	15.55	0.82	5.20	3.95	1.37	-	0.00%	0.08%	0.00%	0.03%	0.02%	0.01%	-
	中邮理财	0.52	0.08	0.10	0.00	0.27	0.08	-	0.01%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	-
股份	光大理财	115.39	193.40	118.90	97.77	0.60	0.61	-	1.08%	1.59%	1.02%	0.79%	0.00%	0.00%	-
	招银理财	-	-	-	-	21.27	20.08	-	-	-	-	-	0.07%	0.07%	-
	平安理财	-	0.00	1.34	1.49	1.75	1.18	-1.16	-	0.00%	0.01%	0.02%	0.02%	0.01%	-0.01%
	华夏理财	-	-	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	-	-	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
	信银理财	0.49	-2.09	-0.86	-2.55	3.09	0.32	-0.88	0.01%	-0.02%	-0.01%	-0.02%	0.02%	0.00%	0.00%
	广银理财	-	0.05	0.82	0.41	0.40	0.36	0.00	-	0.00%	0.05%	0.02%	0.02%	0.02%	0.00%
	浦银理财	-	0.00	0.00	0.19	0.24	0.15	0.24	-	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
	民生理财	-	-	-	-	-	0.02	-	-	-	-	-	-	0.00%	-
	渤海理财	-	-	-	0.00	0.00	0.00	0.00	-	-	-	0.00%	0.00%	0.00%	-
	恒丰理财	-	-	-	0.00	0.00	0.00	0.00	-	-	-	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
	杭银理财	-	-	0.00	-0.07	-0.12	-0.17	1.87	-	-	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.04%
	宁银理财	-	-	-	-	-0.00	-0.01	-	-	-	-	-	-	0.00%	-
城商	徽银理财	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%	
	南银理财	-	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	-	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	
	苏银理财	-	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	-	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	
	青银理财	0.67	0.43	-0.02	0.00	0.05	0.07	0.01	0.04%	0.02%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	
农商	上银理财	-0.01	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	
	北银理财	-	-	-	0.00	0.00	-0.00	-	-	-	-	0.00%	0.00%	0.00%	
农商	渝农商理财	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	-	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	
	汇华理财	-0.68	0.29	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	-0.06%	0.03%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	
	贝莱德建信理财	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	-0.02	0.00	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	-0.02%	
	施罗德交银理财	-	0.00	-0.02	-0.03	-0.01	-0.01	-	-	0.00%	-0.01%	-0.02%	-0.01%	-0.01%	
	高盛工银理财	-	-	0.00	0.00	0.00	0.00	-	-	-	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	
法巴农银理财	-	-	-	-	-	0.00	0.00	-	-	-	-	-	0.00%	0.00%	

数据来源：各理财公司半年度理财业务报告、开源证券研究所

2.8、QDII：国股&合资理财较易获额度

国股行 QDII 额度较多，提供了全球化配置的新选择。理财公司可独立申请 QDII 额度，凭借理财规模较大、产品种类较多的优势，国股行理财子一般可申请较多的 QDII 额度，如截至 2024 年 6 月末，招银理财、招银理财的 QDII 资产居前，均高于 200 亿元。而其余理财公司大多低于 100 亿元。近年随着国内不断降息，QDII 资产的收益率优势凸显。以现金管理类产品为例，国内资产 7 日年化 1.6% 左右，而 QDII 类现金管理类可达到 4% 以上，成为热销的理财产品。

表38：5家合资理财公司已获批 QDII 额度（亿美元）

序号	机构名称	最新批准日期	累计批准额度
1	中国银行股份有限公司（中银理财有限责任公司）	2024.05.09	31.40
2	招商银行股份有限公司（招银理财有限责任公司）	2024.05.09	24.70
3	中国光大银行股份有限公司（光大理财有限责任公司）	2024.05.09	2.50
4	贝莱德建信理财有限责任公司	2024.05.09	1.70
5	高盛工银理财有限责任公司	2024.05.09	1.40
6	汇华理财有限公司	2024.05.09	0.50
7	法巴农银理财有限责任公司	2024.05.09	0.50
8	宁银理财有限责任公司	2023.01.11	3.10
9	施罗德交银理财有限公司	2023.01.11	0.90
10	兴业银行股份有限公司（兴银理财有限责任公司）	2022.06.29	7.20
11	中国工商银行股份有限公司（工银理财有限责任公司）	2021.03.18	28.00
12	杭银理财有限责任公司	2021.03.18	1.00
13	中国农业银行股份有限公司（农银理财有限责任公司）	2020.10.09	2.00
14	中邮理财有限责任公司	2020.09.22	2.00
15	中国建设银行股份有限公司（建信理财有限责任公司）	2020.06.01	5.00
16	交通银行股份有限公司（交银理财有限责任公司）	2020.04.10	5.00
17	北京银行股份有限公司（北银理财有限责任公司）	2006.12.11	0.50

数据来源：Wind、开源证券研究所

表39：QDII（穿透后）：国股行理财子 QDII 额度较多

QDII	穿透后（直接投资+间接投资，亿元）							占比（占穿透后总资产）							
	2021-12	2022-06	2022-12	2023-06	2023-12	2024-06	2024-12	2021-12	2022-06	2022-12	2023-06	2023-12	2024-06	2024-12	
国有	建信理财	0.67	1.98	6.32	7.12	26.64	41.60	39.54	0.00%	0.01%	0.03%	0.05%	0.17%	0.27%	0.24%
	中银理财	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
	交银理财	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
	农银理财	-	-	-	0.87	11.67	11.61	-	-	-	-	0.01%	0.07%	0.06%	-
	工银理财	0.00	0.00	33.48	43.17	128.30	233.31	-	0.00%	0.00%	0.18%	0.26%	0.75%	1.29%	-
	中邮理财	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	-	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	-
股份	光大理财	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	35.42	-	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.23%	-
	招银理财	83.87	202.09	234.82	258.68	259.86	275.15	-	0.27%	0.62%	0.78%	0.89%	0.90%	1.02%	-
	兴银理财	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
	平安理财	-	10.38	30.83	68.24	105.75	101.52	-	-	0.35%	0.33%	0.70%	0.97%	0.89%	-
	华夏理财	1.88	1.28	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.03%	0.02%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	-
	信银理财	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%
	广银理财	-	0.00	37.31	7.50	6.19	6.18	5.23	-	0.00%	2.09%	0.44%	0.35%	0.31%	0.28%
	浦银理财	-	1.66	8.33	3.50	2.54	2.61	0.06	-	0.05%	0.09%	0.04%	0.03%	0.02%	0.00%
	民生理财	-	-	-	-	-	52.08	-	-	-	-	-	-	0.53%	-
	渤海理财	-	-	-	0.00	-	105.54	-	-	-	-	0.00%	-	6.42%	-
城商	恒丰理财	-	-	-	1.70	0.53	2.29	-	-	-	-	0.28%	0.04%	0.13%	-
	杭银理财	-	-	4.72	4.88	4.61	20.55	28.39	-	-	0.12%	0.12%	0.11%	0.46%	0.57%
	宁银理财	-	-	-	-	16.61	26.26	-	-	0.00%	0.00%	0.00%	0.40%	0.62%	-
	徽银理财	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
	南银理财	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
	苏银理财	-	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	-	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
	青银理财	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
	上银理财	4.71	0.09	0.91	0.00	0.00	0.00	17.51	0.10%	0.01%	0.02%	0.00%	0.00%	0.00%	0.51%
北银理财	-	-	-	5.80	0.00	11.94	-	-	-	-	0.21%	0.00%	0.38%	-	
农商	渝农商理财	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	-	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	-
合资	汇华理财	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
	贝莱德建信理财	0.00	0.00	0.00	-	-	-	-	0.00%	0.00%	0.00%	-	-	-	-
	施罗德交银理财	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
	高盛工银理财	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
	法巴农银理财	-	-	-	-	-	0.00	0.31	-	-	-	-	-	0.00%	-

数据来源：各理财公司半年度理财业务报告、开源证券研究所

部分理财公司通过委外获取 QDII 额度。工银、宁银、建信理财直投 QDII 资产的比例较高，而招银、平安、渤海理财直投比例虽然较低，但间接投资 QDII 的比例较高，通常会借道基金专户、公募基金（不在下表统计内）进行 QDII 投资。

表40：分解为直接投资&间接投资：QDII 投资上，国有行理财子直投较多，为股份行理财子以委外为主

QDII	直接投资 (亿元)							占比 (占穿透后总资产)							
	2021-12	2022-06	2022-12	2023-06	2023-12	2024-06	2024-12	2021-12	2022-06	2022-12	2023-06	2023-12	2024-06	2024-12	
国有	建信理财	0.13	0.00	0.00	0.00	20.48	35.29	37.50	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.13%	0.23%	0.23%
	农银理财	-	-	-	0.00	0.00	0.00	-	-	-	-	0.00%	0.00%	0.00%	-
	工银理财	0.00	0.00	0.00	2.03	65.72	149.75	-	0.00%	0.00%	0.00%	0.01%	0.38%	0.83%	-
	中邮理财	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	-	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	-
股份	光大理财	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	9.40	-	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.06%	-
	招银理财	-	-	-	-	38.58	50.44	-	-	-	-	-	0.13%	0.19%	-
	平安理财	-	10.38	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	-	0.35%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
	华夏理财	-	-	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	-	-	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
	信银理财	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%
	广银理财	-	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	-	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
	浦银理财	-	0.01	0.00	0.00	0.00	0.03	0.05	-	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
	民生理财	-	-	-	-	-	0.00	-	-	-	-	-	-	0.00%	0.00%
	渤海理财	-	-	-	0.00	0.00	0.00	0.00	-	-	-	0.00%	-	0.00%	0.00%
恒丰理财	-	-	-	0.00	0.00	0.00	0.00	-	-	-	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	
城商	杭银理财	-	-	0.00	0.00	0.00	0.49	7.01	-	-	0.00%	0.00%	0.00%	0.01%	0.14%
	宁银理财	-	-	-	-	15.00	21.87	-	-	-	-	-	0.36%	0.52%	-
	苏银理财	-	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	-	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
	上银理财	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%	-
农商	渝农商理财	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	-	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	-
	法巴农银理财	0.00	0.00	0.00	-	-	0.00	0.31	0.00%	0.00%	0.00%	-	-	0.00%	0.10%

QDII	间接投资 (亿元)							占比 (占穿透后总资产)							
	2021-12	2022-06	2022-12	2023-06	2023-12	2024-06	2024-12	2021-12	2022-06	2022-12	2023-06	2023-12	2024-06	2024-12	
国有	建信理财	0.54	1.98	6.32	7.12	6.16	6.31	2.04	0.00%	0.01%	0.03%	0.05%	0.04%	0.04%	0.01%
	农银理财	-	-	-	0.87	11.67	11.61	-	-	-	-	0.01%	0.07%	0.06%	-
	工银理财	0.00	0.00	33.48	41.14	62.58	83.56	-	0.00%	0.00%	0.18%	0.25%	0.36%	0.46%	-
	中邮理财	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	-	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	-
股份	光大理财	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	26.01	-	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.17%	-
	招银理财	-	-	-	-	221.28	224.71	-	-	-	-	-	0.77%	0.83%	-
	平安理财	-	0.00	30.83	68.24	105.75	101.52	-	-	0.00%	0.33%	0.70%	0.97%	0.89%	-
	华夏理财	-	-	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	-	-	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
	信银理财	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%
	广银理财	-	0.00	37.31	7.50	6.19	6.18	5.23	-	0.00%	0.00%	0.44%	0.35%	0.31%	0.28%
	浦银理财	-	1.65	8.33	3.50	2.54	2.58	0.01	-	0.05%	0.09%	0.04%	0.03%	0.02%	0.00%
	民生理财	-	-	-	-	-	52.08	-	-	-	-	-	-	0.53%	-
	渤海理财	-	-	-	0.00	0.00	105.54	-	-	-	-	0.00%	-	6.42%	-
恒丰理财	-	-	-	1.70	0.53	2.29	-	-	-	-	0.28%	0.04%	0.13%	-	
城商	杭银理财	-	-	4.72	4.88	4.61	20.06	21.38	-	-	0.12%	0.12%	0.11%	0.45%	0.43%
	宁银理财	-	-	-	-	1.62	4.39	-	-	-	-	-	0.04%	0.10%	-
	苏银理财	-	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	-	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
	上银理财	4.71	0.09	0.91	0.00	0.00	0.00	-	0.10%	0.01%	0.02%	0.00%	0.00%	0.00%	-
农商	渝农商理财	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	-	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	-
	法巴农银理财	0.00	0.00	0.00	-	-	0.00	0.00	0.00%	0.00%	0.00%	-	-	0.00%	0.00%

数据来源：各理财公司半年度理财业务报告、开源证券研究所（注：1、间接投资总资产=穿透后-穿透前（即直接投资）；2、其余理财公司未单独披露该项，故未列示；3、表中“-”为未单独披露或尚未披露）

2.9、公募基金：股份直投为主 vs 国有被动持有

国有&头部股份行理财子投资基金规模居前。截至2024年6月末，买基金规模从大到小分别为：招银理财（1320亿元）>信银理财（915亿元）>交银理财（912亿元）>工银理财（851亿元）>光大理财（752亿元），主要为国有行和头部股份行理财子，在总资产中的占比也较高。理财公司买基金主要考虑申赎灵活、免税、投资权益等优势，特别是当理财负债端短期内增长较快时，会考虑通过买基金来管理流动性。而苏银理财、渤海理财、合资理财公司投资基金规模垫底。

表41：公募基金（穿透后）：国股行理财子买基金规模较大

公募基金	穿透后（直接投资+间接投资，亿元）							占比（占穿透后总资产）							
	2021-12	2022-06	2022-12	2023-06	2023-12	2024-06	2024-12	2021-12	2022-06	2022-12	2023-06	2023-12	2024-06	2024-12	
国有	建信理财	492.96	634.32	346.06	462.08	522.30	580.38	618.50	2.15%	2.80%	1.70%	2.95%	3.38%	3.73%	3.73%
	中银理财	-	486.23	235.97	243.68	122.93	338.22	-	-	2.94%	1.33%	1.54%	0.74%	1.83%	-
	交银理财	1046.48	957.98	462.58	788.75	521.41	912.39	-	7.62%	7.55%	3.98%	6.34%	3.87%	5.87%	-
	农银理财	-	-	-	254.66	283.24	296.21	-	-	-	-	1.64%	1.65%	1.65%	-
	工银理财	2111.76	1305.82	690.49	622.53	519.12	851.32	-	10.04%	6.41%	3.68%	3.76%	3.02%	4.69%	-
	中邮理财	144.87	173.19	234.06	251.23	173.99	267.80	-	2.03%	1.81%	2.65%	3.10%	2.11%	2.62%	-
股份	光大理财	267.71	306.57	194.86	262.52	105.12	751.78	-	2.50%	2.53%	1.66%	2.12%	0.76%	4.87%	-
	招银理财	1260.72	1866.73	1410.32	1187.38	768.12	1319.85	-	4.04%	5.71%	4.68%	4.08%	2.68%	4.89%	-
	兴银理财	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
	平安理财	-	73.31	159.08	224.57	178.76	162.74	227.79	-	2.48%	1.69%	2.31%	1.63%	1.43%	-
	华夏理财	447.58	460.84	76.72	113.13	67.90	409.53	500.37	7.40%	7.44%	1.24%	2.15%	1.08%	5.34%	5.69%
	信银理财	588.43	768.84	375.31	898.61	537.97	915.37	725.98	6.75%	6.42%	2.38%	5.49%	2.96%	4.58%	3.47%
	广银理财	-	63.31	95.59	86.22	50.74	59.68	59.83	-	5.27%	5.36%	5.11%	2.85%	3.01%	3.15%
	浦银理财	-	198.99	293.50	398.72	87.60	172.22	86.77	-	5.87%	3.28%	5.00%	0.86%	1.36%	0.64%
	民生理财	-	-	369.98	208.94	132.24	392.34	-	-	-	3.92%	2.58%	1.43%	4.01%	-
	渤海理财	-	-	-	0.00	-	0.00	-	-	-	-	0.00%	-	0.00%	-
恒丰理财	-	-	-	38.68	39.07	141.71	202.50	-	-	-	6.28%	2.77%	7.83%	-	
城商	杭银理财	-	-	60.01	101.67	41.94	190.58	212.42	-	-	1.57%	2.58%	0.98%	4.23%	4.28%
	宁银理财	-	-	-	-	22.26	37.86	-	-	-	-	0.53%	0.89%	-	
	徽银理财	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	
	南银理财	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	
	苏银理财	-	11.98	12.81	25.40	12.14	18.73	33.48	-	0.31%	0.34%	0.55%	0.23%	0.30%	0.50%
	青银理财	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
农商	上银理财	104.90	110.58	53.04	53.80	17.02	61.24	55.68	2.32%	14.09%	1.31%	1.59%	0.59%	1.92%	1.63%
	北银理财	-	-	-	221.65	119.03	128.87	-	-	-	8.13%	4.08%	4.10%	-	
农商	渝农商理财	36.04	150.54	140.33	65.85	31.36	55.65	-	2.95%	10.21%	9.81%	5.17%	2.54%	4.31%	
合资	汇华理财	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	
	贝莱德建信理财	0.00	0.00	0.00	-	-	-	-	0.00%	0.00%	0.00%	-	-	-	
	施罗德交银理财	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	
	高盛工银理财	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	
法巴农银理财	-	-	-	-	-	0.00	0.88	-	-	-	-	-	0.00%	0.27%	

数据来源：各理财公司半年度理财业务报告、开源证券研究所（注：1、表中口径为穿透后，即直接投资+间接投资；2、“-”为未单独披露该项或尚未披露）

国有行理财子较少直投，更多通过委外进行，而股份行理财子偏好直投基金。
 股份行理财子近年通过拓展代销渠道、增强净值管理能力，股份行理财子较好巩固了零售客群基础，负债端增长较快，对于投资的需求也较高。而国有行理财子更多是“被动”投资。

表42：分解为直接投资&间接投资：股份行直投公募基金的比例较大，其余类型理财公司兼顾直投和委外

公募基金		直接投资 (亿元)						占比 (占穿透后总资产)								
		2021-12	2022-06	2022-12	2023-06	2023-12	2024-06	2024-12	2021-12	2022-06	2022-12	2023-06	2023-12	2024-06	2024-12	
国有	建信理财	148.00	95.54	95.17	73.41	101.45	196.89	175.58	0.65%	0.42%	0.47%	0.47%	0.66%	1.27%	1.06%	
	农银理财	-	-	-	90.13	79.95	108.97	-	-	-	0.58%	0.47%	0.61%	-	-	
	工银理财	0.27	0.36	0.07	0.16	3.23	54.78	-	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.02%	0.30%	-	
	中邮理财	16.74	28.26	40.49	36.24	22.78	89.04	-	0.24%	0.30%	0.46%	0.45%	0.28%	0.87%	-	
股份	光大理财	130.42	237.62	141.20	169.62	33.94	393.90	-	1.22%	1.96%	1.21%	1.37%	0.25%	2.55%	-	
	招银理财	-	-	-	-	603.39	1045.35	-	-	-	-	-	2.10%	3.87%	-	
	平安理财	-	57.91	35.33	35.34	25.36	22.05	49.10	-	1.96%	0.37%	0.36%	0.23%	0.19%	0.37%	
	华夏理财	-	-	16.04	68.16	18.95	57.19	113.31	-	-	0.26%	1.29%	0.30%	0.75%	1.29%	
	信银理财	384.80	487.59	174.61	629.09	247.67	488.12	390.90	4.42%	4.07%	1.11%	3.84%	1.36%	2.44%	1.87%	
	广银理财	-	41.43	47.64	51.49	37.54	41.92	40.97	-	3.45%	2.67%	3.05%	2.11%	2.11%	2.16%	
	浦银理财	-	36.86	11.24	171.58	34.33	72.10	11.87	-	1.09%	0.13%	2.15%	0.34%	0.57%	0.09%	
	民生理财	-	-	-	0.00	-	316.79	-	-	-	-	-	-	-	3.24%	-
	渤海理财	-	-	-	0.00	-	0.00	-	-	-	-	0.00%	-	0.00%	-	-
	恒丰理财	-	-	-	9.45	2.80	2.47	4.10	-	-	-	1.53%	0.20%	0.14%	0.21%	-
城商	杭银理财	-	-	51.86	87.50	37.22	152.64	173.46	-	-	1.35%	2.22%	0.87%	0.34%	3.50%	
	宁银理财	-	-	-	-	19.28	23.84	-	-	-	-	0.46%	0.56%	-	-	
	苏银理财	-	0.00	0.00	1.36	1.38	-	1.44	-	0.00%	0.00%	0.03%	0.03%	0.02%	0.02%	
	上银理财	7.62	0.79	5.22	1.63	1.96	41.21	-	0.17%	0.10%	0.13%	0.05%	0.07%	1.29%	-	
北银理财	-	-	-	173.50	108.95	94.94	-	-	-	-	6.36%	3.74%	3.02%	-		
农商	渝农商理财	19.28	130.63	119.67	55.44	23.32	39.72	-	1.58%	8.86%	8.36%	4.35%	1.89%	3.08%	-	
合资	贝莱德建信理财	0.00	0.00	0.00	-	-	-	-	0.00%	0.00%	0.00%	-	-	-	-	
	法巴农银理财	-	-	-	-	-	0.00	0.88	-	-	-	-	-	0.00%	0.27%	
公募基金		间接投资 (亿元)						占比 (占穿透后总资产)								
		2021-12	2022-06	2022-12	2023-06	2023-12	2024-06	2024-12	2021-12	2022-06	2022-12	2023-06	2023-12	2024-06	2024-12	
国有	建信理财	344.96	538.78	250.89	388.67	420.85	383.49	442.92	1.51%	2.37%	1.23%	2.48%	2.72%	2.47%	2.67%	
	农银理财	-	-	-	164.53	203.29	187.24	-	-	-	-	1.06%	1.19%	1.05%	-	
	工银理财	2111.49	1305.46	690.42	622.37	515.89	796.54	-	10.04%	6.41%	3.68%	3.76%	3.00%	4.39%	-	
	中邮理财	128.12	144.93	193.57	214.99	151.20	178.76	-	1.80%	1.52%	2.19%	2.65%	1.83%	1.75%	-	
股份	光大理财	137.29	68.95	53.66	92.90	71.18	357.88	-	1.28%	0.57%	0.46%	0.75%	0.52%	2.32%	-	
	招银理财	-	-	-	-	164.73	274.50	-	-	-	-	-	0.57%	1.02%	-	
	平安理财	-	15.41	123.75	189.23	153.40	140.69	178.69	-	0.52%	1.31%	1.95%	1.40%	1.23%	1.33%	
	华夏理财	-	-	60.68	44.97	48.95	352.34	-	-	-	0.98%	0.85%	0.78%	4.60%	-	
	信银理财	203.63	281.24	200.70	269.52	290.30	427.25	335.08	2.34%	2.35%	1.28%	1.65%	1.60%	2.14%	1.60%	
	广银理财	-	21.88	47.95	34.74	13.20	17.76	18.86	-	1.82%	2.69%	2.06%	0.74%	0.89%	0.99%	
	浦银理财	-	162.13	282.26	227.13	53.27	100.12	74.90	-	4.78%	3.15%	2.85%	0.52%	0.79%	0.56%	
	民生理财	-	-	-	0.00	-	75.55	-	-	-	-	-	-	0.77%	-	
	渤海理财	-	-	-	0.00	-	0.00	-	-	-	-	0.00%	-	0.00%	-	
	恒丰理财	-	-	-	29.23	36.27	139.25	198.40	-	-	-	4.74%	2.57%	7.69%	10.11%	
城商	杭银理财	-	-	8.15	14.17	4.72	37.94	38.96	-	-	0.21%	0.36%	0.11%	0.84%	0.79%	
	宁银理财	-	-	-	-	2.97	14.02	-	-	-	-	0.07%	0.33%	-	-	
	苏银理财	-	11.98	12.81	24.04	10.77	17.35	32.05	-	0.31%	0.34%	0.52%	0.20%	0.27%	0.48%	
	上银理财	97.28	109.78	47.82	52.17	15.06	20.04	-	2.15%	13.98%	1.18%	1.54%	0.52%	0.63%	-	
北银理财	-	-	-	48.15	10.07	33.93	-	-	-	-	1.77%	0.35%	1.08%	-		
农商	渝农商理财	16.76	19.90	20.66	10.41	8.04	15.93	-	1.37%	1.35%	1.44%	0.82%	0.65%	1.23%	-	
合资	贝莱德建信理财	0.00	0.00	0.00	-	-	-	-	0.00%	0.00%	0.00%	-	-	-	-	
	法巴农银理财	-	-	-	-	-	0.00	0.00	-	-	-	-	-	0.00%	0.00%	

数据来源：各理财公司半年度理财业务报告、开源证券研究所

3、3 大理财趋势研判：新监管体系下的“加减法”

3.1、“分级监管”箭在弦上，投资端或做取舍

理财公司分级监管或将落地，拟弱化对理财规模的考核。2024年5月，据财联社报道，监管部门近期正就银行理财公司评级办法向行业内征求意见，其中“在管规模不是得分项”，整体导向是“质量重于规模”，弱化对理财规模的考核。金融监管总局资管机构监管司主要监管信托、保险资管、理财3大资管业，前两者目前均已设置监管评级。2024年初以来防金融“虚胖”、防资金空转的监管导向下，理财监管评级体系或对该类指标设置较多指标，从而合理配置监管资源、“扶优限劣”。结合近年理财公司受到的监管处罚，我们认为未来：

1、资产配置：规范投向高息存款、信托、非标等投资行为，鼓励长期资金进入支持“五篇大文章”实体经济、权益市场；

2、收益调节：比如通过产品间交易、违规使用摊余成本法、违规平滑收益等行为或对评级产生一定不利影响；

3、投教&信息披露：2023年10月某大行理财子曾因“未穿透登记理财产品所持有资产管理计划等的底层持仓情况”收到罚单，监管始终重视穿透披露（包括向上穿透投资者、向下穿透底层资产）。预计分级监管体系下，理财产品的数据质量有所提高，增加理财投资的透明度。

表43：理财公司罚单主要围绕估值方法、收益调节、信息披露等问题

序号	名称	处罚时间	违规行为	处理人	处罚金额 (万元)
1	交银理财	2025-02-08	理财产品 信息披露 不规范，理财业务投后管理勤勉尽职义务履行不到位等	国家金融监督管理总局	1,750.00
2	杭银理财	2024-08-12	受托管理的理财产品提前终止后在未告知义务的情况下再次投资；理财产品间 资产转仓价格偏离公允价值	国家金融监督管理总局 浙江监管局	60.00
3	建信理财	2024-06-24	建信理财有限责任公司理财业务存在以下违法违规行：一、 未能有效穿透识别底层资产二、信息披露不规范	国家金融监督管理总局	400.00
4	中银理财	2024-06-24	中银理财有限责任公司理财业务存在以下违法违规行：一、 未能有效穿透识别底层资产二、非标 底层资产到期日晚于封闭式理财产品到期日	国家金融监督管理总局	250.00
5	招银理财	2024-06-24	招银理财有限责任公司理财业务存在以下违法违规行：一、 未能有效穿透识别底层资产二、信息披露不规范	国家金融监督管理总局	850.00
6	平安理财	2024-06-24	平安理财有限责任公司理财业务存在以下违法违规行：一、 未能有效穿透识别底层资产二、信息披露不规范三、非标 底层资产到期日晚于封闭式理财产品到期日	国家金融监督管理总局	650.00
7	信银理财	2024-06-24	信银理财有限责任公司理财业务存在以下违法违规行：一、 信息披露 不规范二、理财业务投后管理勤勉尽职义务履行不到位三、单只公募理财产品持有 单只债券 超过净资产的10%四、未以 公允价值 计量相关理财产品投资的金融资产	国家金融监督管理总局	750.00
8	渝农商理财	2024-06-19	全部公募理财产品持有 单只证券 市值超过该证券市值的30%；理财产品 宣传推介材料 审查不到位	国家金融监督管理总局 重庆监管局	110.00
9	汇华理财	2024-04-23	报送不实 任职 资格申请材料	国家金融监督管理总局 上海监管局	50.00
10	兴银理财	2023-11-22	一、理财产品之间进行 利益输送 二、开放式公募理财产品持有 高流动性资产比例 不达标三、 同业 理财产品压降不到位四、未按规定开展理财业务内部审计五、内控管理不到位，多数人员异地办公六、短期定期开放式理财产品投资资产 违规使用摊余成本 计量七、理财产品参与 金交所业务 存在违规问题八、资管产品购买理财产品后导致出现 多层嵌套	国家金融监督管理总局	1,240.00
11	工银理财	2023-10-18	一、通过混同账户归集理财产品收益并支付费用， 未做到理财产品之间相分离 二、理财产品未与所投资资产相对应三、理财产品 期限管理和估值方法 不符合监管规定四、对理财产品投资资产风险管理不到位五、合作机构管理存在缺陷六、未按规定披露理财产品净值七、 未穿透登记理财产品所持有资产管理计划等的底层持仓情况 八、理财产品信息登记不及时	国家金融监督管理总局	710.00
12	中邮理财	2023-10-18	一、理财产品净值未及时反映底层资产风险二、未按实际投资收益情况向投资者支付收益三、首次与理财投资合作机构合作未及时向监管部门报告四、与不具备条件的代理销售机构开展业务合作五、理财产品信息登记不及时六、 理财产品投资资产信息登记不规范 七、理财产品与所投资资产的风险等级不匹配	国家金融监督管理总局	340.00
13	杭银理财	2023-04-17	理财产品信息披露及销售管理不规范，信息登记及数据报送不准确	中国银行保险监督管理委员会浙江监管局	45.00
14	建信理财	2023-03-22	建信理财业务存在以下违法违规行：一、开放式公募理财产品持有 高流动性资产比例 不达标二、现金管理类理财产品使用摊余成本法 未采用影子定价 进行风险控制三、 承接母行划转产品管理 不到位四、投资资产相关风险信息披露不到位五、未严格执行合作机构管理要求六、与母行隔离不到位，个别人员异地办公	中国银行保险监督管理委员会	540.00

15	农银理财	2022-09-28	一、公募理财产品持有 单只证券 的市值超过该产品资产净值的10%，二、全部公募理财产品持有 单只证券 的市值超过该证券市值的30%，三、开放式公募理财产品持有 高流动性资产比例 不达标。四、开放式公募理财产品 杠杆水平超标 ，五、 同业理财 产品未持续压降，六、 突出使用绝对数值 展示业绩比较基准	中国银行保险监督管理委员会	240.00
16	中银理财	2022-05-26	中银理财业务存在以下违法违规为一、公募理财产品持有 单只证券 的市值超过该产品净资产的10%二、全部公募理财产品持有 单只证券 的市值超过该证券市值的30%三、开放式公募理财产品 杠杆水平超标 四、同一合同项下涉及同一交易对手和同类底层资产的交易存在不公平性五、理财产品投资资产 违规使用摊余成本法估值 六、理财公司对关联法人的认定不符合监管要求	中国银行保险监督管理委员会	460.00
17	光大理财	2022-05-24	光大理财业务存在以下违法违规为一、公募理财产品持有 单只公募证券投资基金 的市值超过该产品净资产的10%二、全部公募理财产品持有 单只证券 的市值超过该证券市值的30%三、开放式公募理财产品持有 高流动性资产比例不达标 四、使用第三方移动办公平台存在风险隐患，信息系统管控有效性不足五、理财产品 宣传 不一致不准确	中国银行保险监督管理委员会	430.00

数据来源：Wind、开源证券研究所

3.2、合资理财做“加法”：引入权益优势补短板

3.2.1、“鲶鱼效应”的初衷：政策驱动+高净值客户资源加持

合资理财公司的成立主要由政策驱动，旨在金融开放与国际化布局。2017年十九大提出“扩大开放、深化金融改革”，2018年《商业银行理财子公司管理办法》正式允许外资银行通过设立子公司参与中国资管市场。合资理财公司的成立是落实这一政策的具体体现，旨在引入国际先进的资产管理经验、技术和管理模式，推动国内资管行业向专业化、国际化方向发展。同时也试图通过引入“鲶鱼效应”，打破国内银行理财同质化竞争格局，倒逼本土机构提升产品创新能力、风险管理能力和客户服务水平。

表44：合资理财公司的成立具有明确的政策支持

日期	发布机构	政策文件	主要内容
2018年12月	银保监会	《商业银行理财子公司管理办法》（银保监会令（2018）7号）	第八条和第九条规定，银行理财子公司除了可以由商业银行全资设立外，还可以与境内外金融机构、境内非金融企业 共同出资设立 。
2019年7月	国务院金融稳定发展委员会办公室	《关于进一步扩大金融业对外开放的有关举措》（国务院金融委）	允许境外资产管理机构与中资银行或保险公司的子公司 合资设立 由外方控股的理财公司。
2024年1月	国新办、国家金融监督管理总局	国务院新闻办就金融服务经济社会高质量发展举行发布会	取消了银行保险机构的外资股份比例限制 ，包括取消外资参股、收购、增资金融机构的股权比例限制。外国资本可以持有银行保险机构 100% 的股权，实现完全控股。

资料来源：中国政府网、开源证券研究所

外资机构主要看重理财公司牌照价值、中资股东的高净值客户资源。外资机构（如摩根大通、汇丰、贝莱德等）希望通过合资形式进入中国市场，分享中国居民财富增长红利。相比直接设立独资公司，合资模式可借助中方股东的本地资源（如渠道、客户认知度）降低进入门槛。初期被寄予厚望在权益类资产领域发力，利用外资机构在股票、另类投资等方面的全球配置能力和长期视角，吸引风险偏好较高的中高净值客户，推动中国资管市场从“保本理财”向“净值化、多元化”转型。

合资理财公司从产品和渠道两端发力，加大对接私行客群。合资理财公司优先

通过中资股东银行的私行部门、高端客户经理网络及线下网点，向高净值客群渗透。比如贝莱德建信理财借助建设银行的私银渠道，其首款权益产品“贝盈A股新机遇1期”募集规模达24.64亿元，目标客群为建行存量高净值客户（AUM≥600万元）。产品设计中采用“前端高费率+后端低费率”模式（如认购费1%、管理费0.75%），通过母行客户经理的定制化推荐，筛选出风险承受能力匹配的投资者；2024年中国银行联合汇华理财推出“友谊长青-欧元稳享”低波稳健理财产品，为客户制定合理的欧元资产配置方案以实现资产的稳健增值。

表45：合资理财公司可共享国有行股东的私行客户资源

	私行客户AUM (亿元)						私行客户数 (万户)						
	2019	2020	2021	2022	2023	2024H1	2019	2020	2021	2022	2023	2024H1	
国有行	工商银行	15,547	18,000	23,200	26,300	30,700	34,100	15.82	18.20	19.95	22.60	26.29	29.60
	建设银行	15,100	17,800	20,200	22,500	25,200	27,000	14.27	16.08	17.72	19.37	21.28	23.54
	农业银行	14,040	16,960	18,465	22,000	26,500	28,500	12.30	14.10	17.00	20.00	22.40	24.75
	中国银行	16,000	18,500	21,600	24,200	26,900	28,400	9.02	13.29	14.73	15.96	17.37	18.52
	交通银行	6,092	8,338	9,952	10,844	11,664	12,468	4.72	6.11	7.04	7.70	8.36	9.09
股份行	招商银行	22,311	27,746	33,939	37,923	-	-	8.17	10.00	12.21	13.00	14.88	15.84
	兴业银行	5,292	6,337	7,425	8,033	8,550	9,163	4.02	4.86	5.83	6.30	6.92	7.41
	浦发银行	5,000	4,700	5,100	5,300	6,300	5,200	4.00	2.40	2.70	2.80	4.30	2.80
	中信银行	5,739	6,803	-	9,486	10,313	11,163	4.19	5.11	6.03	6.68	7.40	7.98
	民生银行	4,043	4,757	5,322	5,701	7,573	8,393	2.20	3.49	3.85	4.22	5.59	6.02
	平安银行	7,339	11,289	14,061	16,208	19,155	19,449	4.38	5.73	6.97	8.05	9.02	9.35
	光大银行	-	-	5,011	5,682	6,378	-	3.22	-	5.00	5.65	6.35	6.70
	华夏银行	1,618	1,912	2,211	-	-	-	0.98	1.14	1.36	1.37	1.47	1.60
	浙商银行	-	1,749	1,559	1,642	1,832	2,049	0.85	1.15	-	1.09	1.22	1.41
城商行	北京银行	-	1,179	1,408	-	-	-	-	-	-	-	-	1.63
	江苏银行	-	-	-	3,000	3,500	4,000	-	-	-	-	-	-
	宁波银行	671	956	1,464	2,174	2,618	3,122	0.54	0.76	1.30	1.79	2.15	2.59
	南京银行	1,200	1,496	1,757	1,013	1,129	1,314	2.58	3.03	3.43	1.08	1.17	-
	青岛银行	381	864	1,140	-	-	1,417	-	0.89	-	3.65	-	6.26
农商行	常熟银行	-	102	178	219	234	262	0.16	0.20	0.24	0.31	0.34	0.38
	瑞丰银行	-	-	-	-	-	704	-	-	-	-	4.80	5.50

数据来源：各银行财报、开源证券研究所

3.2.2、“由攻转守”的现实：权益占比下降，转向固收直投&委外

市场环境制约叠加较为单一的渠道销售惯性，合资理财公司转向固收类资产。由于权益市场在2021年底进入调整，再加上合资理财公司的销售渠道较为单一（主要为母行），销售渠道惯性导致面对的客群仍主要为低风险偏好人群，投资者对权益类产品的接受度较低，合资理财被动转向更稳妥的固收类业务。

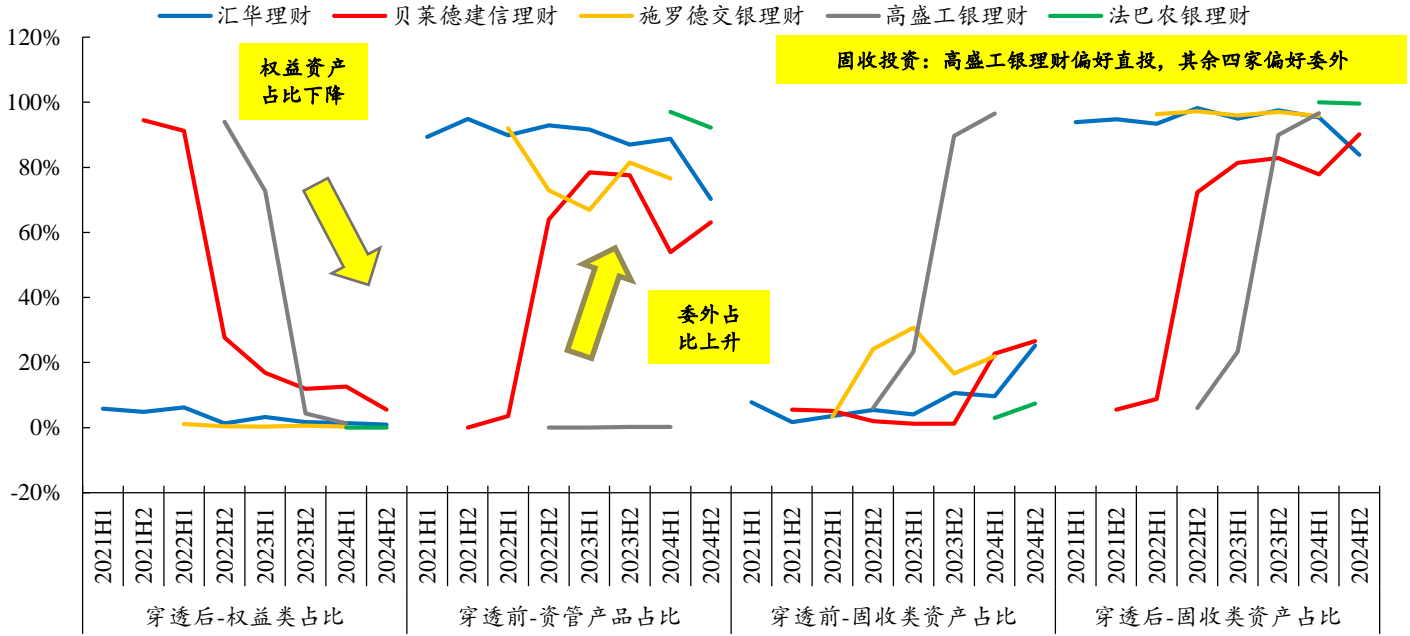
合资公司的固收投资基础较弱，委外成为现实选择。合资理财公司初期缺乏成熟的投研团队和客户基础，外资机构进入中国较晚，产品设计、客户服务等方面需适应中国市场的特殊性（如投资者教育程度、风险偏好），磨合周期较长、合规要求更高，或导致业务灵活性较低，使得产品短期内难以上量。通过委外进行资产管理是快速展业的捷径。但各家投债的策略较为分化：

- (1) 汇华理财、施罗德交银理财、法巴农银理财：从开业以来便始终保持较高的固收类资产比例（穿透后），主要是通过委外资管产品实现；
- (2) 贝莱德建信理财：权益占比从2022年底明显下降，转向以委外间接投

资固收资产；

- (3) **高盛工银理财**：在 2023 年下半年也走出了相似的转型路线，权益占比显著下降，但不同的是并未大量依靠委外投债，而是以直投债券为主。

图18: 权益市场调整阶段, 合资理财公司转向固收投资, 但各家直投与委外的策略分化



数据来源: 各理财公司半年度理财业务报告、开源证券研究所

3.2.3、“借势突围”的可能：养老理财试点+QDII 额度+衍生品交易资格

1 家合资已获养老理财试点，分级监管下有望获得增量试点机会。2 月 11 日，中国银保监会发布通知，明确贝莱德建信理财有限责任公司参与养老理财产品试点，试点城市为广州和成都，试点期限为一年，募集资金总规模限制在 100 亿元人民币以内，贝莱德建信理财成为首家获得养老理财试点资格的合资理财公司。而作为其股东之一的贝莱德集团，也是全球规模最大的养老金专业管理机构，具有长期养老金管理实践，可提供国际经验。未来理财公司分级监管体系下，合资理财公司有望获批增量业务试点，以发挥差异化投研能力的优势。

表46: 养老理财试点扩围为“10 地 11 家”，其中唯一 1 家合资理财公司为贝莱德建信理财

发布日期	施行日期	试点机构	试点城市	各家募集上限	合计募集上限
2021-09-10	2021-09-15	工银理财 建信理财 招银理财 光大理	武汉、成都 深圳 深圳 青岛	100 亿元/家 100 亿元/家 100 亿元/家 100 亿元/家	共 400 亿元
2022-02-11	2022-02-11	新增: 贝莱德建信理财	成都、新增广州	100 亿元/家	共 500 亿元
2022-02-25	2022-03-01	新增: 交银理财、中银理财、农银理财、中邮理财、兴银理财、信银理财	新增: 北京、沈阳、长春、上海、重庆	100 亿元/家(工银、建信、招银、光大升至 500 亿元/家)	共 2700 亿元

资料来源: 国家金融监督管理总局、开源证券研究所

5 家合资理财公司均已单独获批 QDII 额度。5 家合资理财公司至今已单独获得 QDII 额度，最新披露的为汇华理财、法巴农银理财均于 2024-05-09 各自获批 0.5

亿美元额度。而部分中资理财子并未获得 QDII 额度，需通过委外或投资公募基金的方式获得。将 QDII 额度分配与机构综合实力、合规程度挂钩，合资理财公司因外资股东风控体系优势、全球资产配置的禀赋，具有一定的 QDII 额度获取优势。

5 家合资理财公司均持有衍生品交易牌照。通过普通类资质，可突破基础类牌照仅限套期保值的限制，灵活运用利率互换、黄金期货等工具构建多资产策略，例如通过“固收+衍生品”将收益弹性提升至 20%配置上限，利用 CTA、黄金策略对冲股债风险并捕捉贝塔收益。此外，外资股东成熟经验（如贝莱德、施罗德）赋能场外衍生品设计能力，开发非对称指增、挂钩黄金等特色产品，填补传统固收收益缺口，形成差异化竞争壁垒。

总体来看，合资理财具备天然的牌照优势，未来仍有较大的增长空间。国际合规标准与本土渠道融合，形成兼顾信义责任与市场适配性的产品体系。未来监管趋严的体系下，有望形成以差异化定位突围同质化困局，对我国理财行业来说是裨益颇多的“加法”。

附：合资理财公司资产配置一览（穿透前、穿透后）

表47：汇华理财主要通过委外投资固收类资产

汇华理财		2021H1	2021H2	2022H1	2022H2	2023H1	2023H2	2024H1	2024H2
穿透前占比	现金及银行存款								
	同业存单								
	拆放同业及买入返售	7.76%	1.72%	3.53%	5.48%	4.01%	10.62%	9.63%	25.26%
	债券								
	非标								
	权益类投资	2.60%	3.30%	6.39%	1.57%	4.03%	2.26%	0.69%	0.74%
	金融衍生品	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
	QDII	0.30%	0.08%	0.22%	0.10%	0.34%	0.09%	0.93%	3.71%
公募基金									
资产管理产品	89.34%	94.89%	89.86%	92.86%	91.62%	87.03%	88.75%	70.29%	
合计	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%
穿透后占比	现金及银行存款								
	同业存单								
	拆放同业及买入返售	93.88%	94.81%	93.41%	98.23%	94.93%	97.54%	95.37%	83.83%
	债券								
	非标								
	权益类投资	5.85%	4.83%	6.25%	1.26%	3.29%	1.74%	1.40%	0.86%
	金融衍生品	0.03%	-0.06%	0.03%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
	QDII	0.24%	0.42%	0.31%	0.50%	1.78%	0.72%	3.24%	15.31%
公募基金									
资产管理产品	-	-	-	-	-	-	-	-	
合计	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%

数据来源：汇华理财半年度理财业务报告、开源证券研究所

表48：施罗德交银理财主要通过委外投资固收类资产

施罗德交银理财		2022H1	2022H2	2023H1	2023H2	2024H1
穿透前占比	现金及银行存款					
	同业存单					
	拆放同业及买入返售	3.40%	24.10%	30.74%	16.61%	21.98%
	债券					
	非标					
	权益类投资	1.39%	0.50%	0.12%	0.12%	0.03%
	金融衍生品	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
	QDII	3.23%	2.45%	2.23%	1.77%	1.39%
公募基金						
资产管理产品	91.98%	72.94%	66.92%	81.50%	76.60%	
合计	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	
穿透后占比	现金及银行存款					
	同业存单					
	拆放同业及买入返售	96.38%	97.27%	95.91%	97.06%	95.76%
	债券					
	非标					
	权益类投资	1.09%	0.44%	0.29%	0.64%	0.33%
	金融衍生品	0.00%	-0.01%	-0.02%	-0.01%	-0.01%
	QDII	2.53%	2.30%	3.82%	2.30%	3.92%
公募基金						
资产管理产品	-	-	-	-	-	
合计	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	

数据来源：施罗德交银理财半年度理财业务报告、开源证券研究所

表49：2022年下半年起，贝莱德建信理财权益仓位大幅减少，通过委外增配债券

贝莱德建信理财		2021H2	2022H1	2022H2	2023H1	2023H2	2024H1	2024H2
穿透前占比	现金及银行存款	5.57%	5.15%	1.97%				
	同业存单	0.00%	0.00%	0.00%				
	拆放同业及买入返售	0.00%	0.00%	0.00%	1.19%	1.22%	22.73%	26.59%
	债券	0.00%	0.00%	0.00%				
	非标	0.00%	0.00%	0.00%				
	权益类投资	94.43%	91.26%	34.04%	18.51%	14.76%	13.77%	6.04%
	金融衍生品	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
	QDII	0.00%	0.00%	0.00%				
	公募基金	0.00%	0.00%	0.00%	1.87%	6.45%	9.59%	4.30%
	资产管理产品	0.00%	3.59%	63.99%	78.44%	77.58%	53.91%	63.06%
合计	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	
穿透后占比	现金及银行存款	5.57%	5.16%	1.78%				
	同业存单	0.00%	0.00%	0.00%				
	拆放同业及买入返售	0.00%	0.00%	0.00%	81.41%	82.91%	77.86%	90.15%
	债券	0.00%	3.59%	70.59%				
	非标	0.00%	0.00%	0.00%				
	权益类投资	94.43%	91.25%	27.63%	16.89%	11.89%	12.57%	5.56%
	金融衍生品	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	-0.02%	0.00%
	QDII	0.00%	0.00%	0.00%				
	公募基金	0.00%	0.00%	0.00%	1.70%	5.20%	9.60%	4.29%
	资产管理产品	-	-	-	-	-	-	-
合计	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	

数据来源：贝莱德建信理财半年度理财业务报告、开源证券研究所

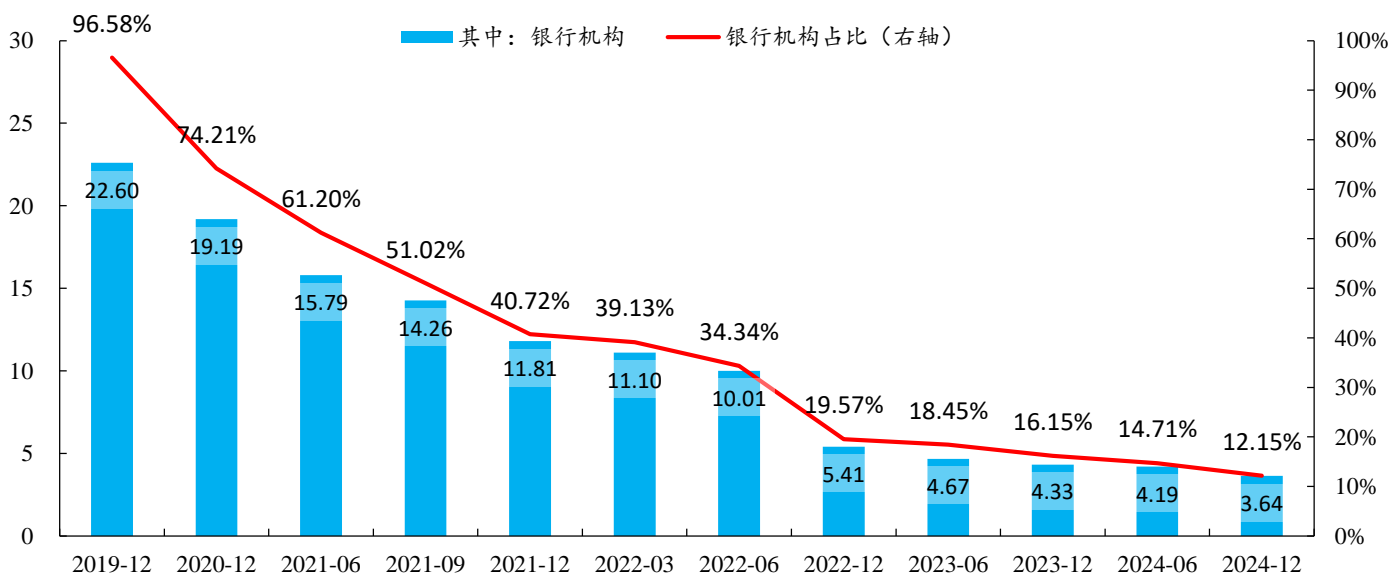
表50：2023年下半年起，高盛工银理财大幅直投固收资产；法巴农银理财主要通过委外投资债权类资产

		高盛工银理财				法巴农银理财	
		2022H2	2023H1	2023H2	2024H1	2024H1	2024H2
穿透前占比	现金及银行存款					0.02%	5.66%
	同业存单					与债券合并	与债券合并
	拆放同业及买入返售	6.02%	23.37%	89.70%	96.52%	0.00%	1.71%
	债券					2.96%	0.00%
	非标						
	权益类投资	93.98%	72.76%	4.37%	1.33%	0.00%	0.00%
	金融衍生品	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
	QDII	0.00%	3.86%	5.68%	1.97%	0.00%	0.11%
	公募基金					0.00%	0.30%
资产管理产品	0.00%	0.00%	0.24%	0.18%	97.01%	92.23%	
合计	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	
穿透后占比	现金及银行存款					0.33%	6.64%
	同业存单					与债券合并	与债券合并
	拆放同业及买入返售	6.02%	23.37%	89.94%	96.62%	0.00%	1.55%
	债券					99.67%	91.45%
	非标						
	权益类投资	93.98%	72.76%	4.37%	1.33%	0.00%	0.00%
	金融衍生品	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
	QDII	0.00%	3.86%	5.68%	2.04%	0.00%	0.10%
	公募基金					0.00%	0.27%
资产管理产品	-	-	-	-	-	-	
合计	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	

数据来源：高盛工银理财、法巴农银理财半年度理财业务报告、开源证券研究所

3.3、中小银行做“减法”：牌照收紧加剧结构性资产荒

2024 年末新增理财公司牌照，2026 年底前中小行或面临“清零”压力。2024 年全年并未新增理财公司的牌照发放，中小行获批难度仍然较大。2024 年 6 月下旬，根据中国证券报报道，目前有部分省份要求未设立理财子公司的银行在 2026 年底前逐步压降存量理财业务规模。截至 2024 年末银行机构理财规模为 3.64 万亿元，占全市场 12.15%。但考虑到过渡期仍有 2 年，中小行理财大部分存量资产或可自然到期。但对于中小行来说，自家理财产品带来的客户粘性和中收将消失，未来在代销的竞争或将同质化。

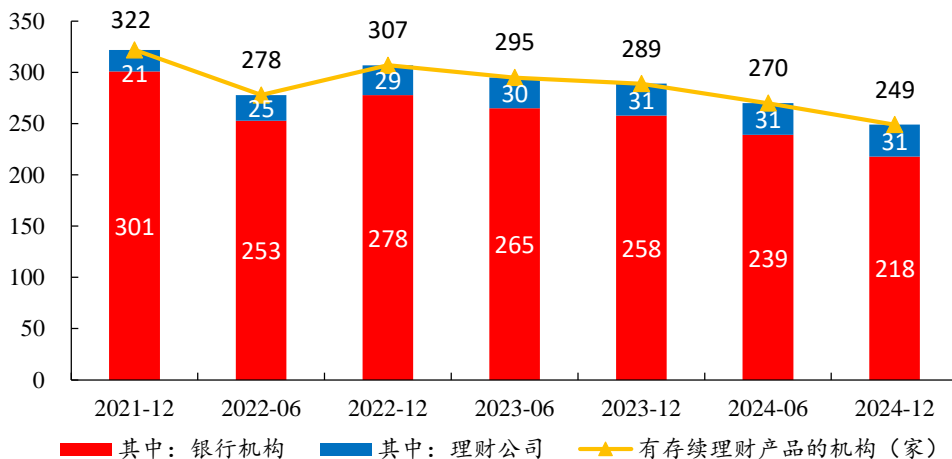
图19：截至 2024 年末，银行机构理财规模为 3.64 万亿元，占全市场 12.15%


数据来源：银行业理财登记托管中心、开源证券研究所（注：银行机构包括无理财子牌照的银行、有理财子牌照的母行，后者规模较小，可忽略）

2023~2024 两年间，理财子牌照发放基本停滞。2023 年以来理财公司仅一家开业（法巴农银理财）、一家获批（浙银理财），而 2024 年未有理财子获批，牌照发放节奏明显放缓。截至 2025-02-25 未获理财子牌照的银行中，规模最大的为沪农商行（约 1800 亿元），其余机构规模均低于 1000 亿元。

近年中小银行持续退出理财市场。中小银行理财业务规模效应弱，理财业务盈利性并不强。截至 2024 年末共有 218 家银行机构有存续的理财产品，较 2024 年 6 月末减少 21 家，意味着至少有 21 家中小银行在管产品已清零，提前主动退出理财市场。

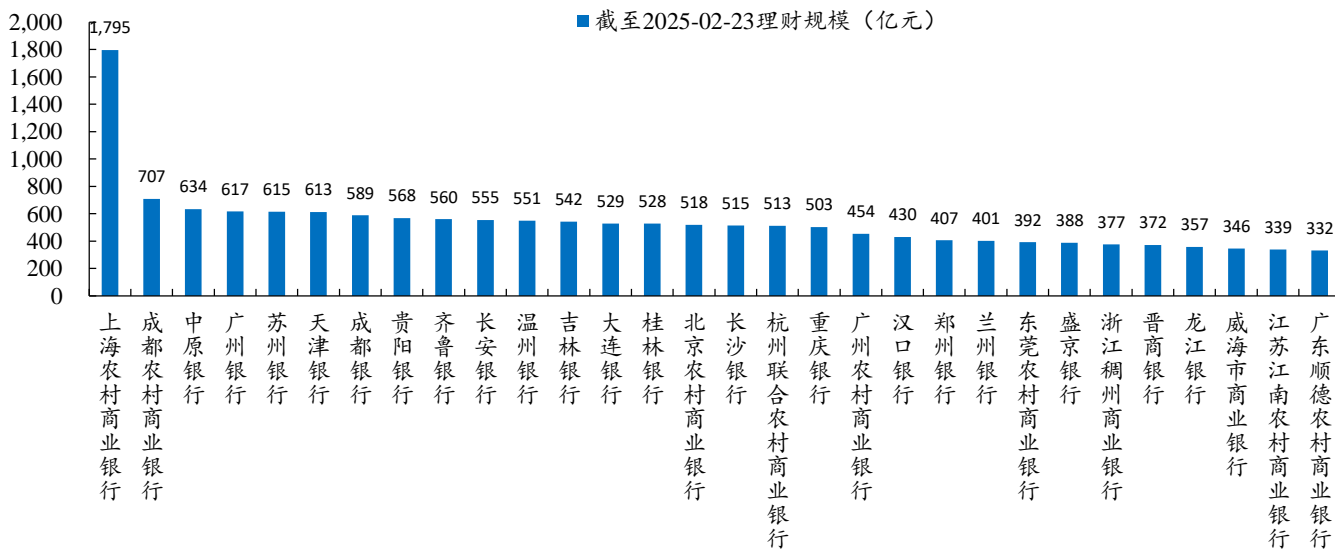
图20：2024 年下半年共有 21 家中小银行退出理财市场



数据来源：银行业理财登记托管中心、开源证券研究所（注：理财公司不含未开业的浙银理财）

上市城商行&农商联合银行仍有一定概率获批牌照。若考虑到区域因素，目前理财子牌照主要集中于东部地区，中西部仅渝农商理财子一家，未来监管或重点布局中西部理财子，我们认为上市银行中成都银行、长沙银行的获批概率较大。此外，部分地区理财规模较大的农商联合银行也有望申请理财子牌照，实现区域内理财业务的整合和重塑。

图21：目前未获得理财子牌照的银行中，沪农商行、成都农商行、中原银行规模排名前三（截至 2025-02-23）



数据来源：普益标准、开源证券研究所

中小银行理财退场，信用下沉力度或将减弱。过去部分地区的城投债、中小银行资本债，由当地银行的理财进行承接。若中小银行理财业务清零，后续对于下沉的资产承接力度或变弱。理财公司对于信用债的准入要求普遍较高（如内部评级不低于AA），中高评级券种的拥挤度或进一步提升，优质资产荒或加剧。

表51：前十大持仓上，非理财子（中小银行资管部）在AA、AA(2)金融债上的占比明显高于理财公司

隐含评级	金融债(不含政金债)													
	理财子							非理财子						
	2021-12	2022-12	2023-12	2024-03	2024-06	2024-09	2024-12	2021-12	2022-12	2023-12	2024-03	2024-06	2024-09	2024-12
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%
AAA	27.97%	29.68%	28.28%	30.61%	34.13%	30.20%	39.26%	24.66%	3.23%	2.34%	2.10%	1.83%	1.53%	2.18%
AAA-	36.12%	38.62%	36.13%	34.64%	29.93%	34.80%	23.40%	37.02%	25.86%	23.78%	26.80%	30.62%	24.80%	23.24%
AA+	30.57%	26.45%	29.87%	28.79%	28.51%	27.58%	25.49%	23.91%	27.19%	20.10%	20.99%	22.81%	21.20%	22.35%
AA	4.62%	4.49%	5.16%	5.11%	6.01%	6.05%	9.45%	8.20%	23.86%	27.57%	25.97%	22.42%	23.65%	24.89%
AA(2)	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%
AA-	0.54%	0.52%	0.49%	0.68%	1.15%	1.16%	1.84%	4.69%	15.87%	20.94%	18.14%	17.23%	21.15%	21.03%
A+	0.14%	0.10%	0.08%	0.09%	0.13%	0.12%	0.38%	1.30%	3.70%	4.67%	4.57%	4.16%	6.34%	5.04%
A	0.00%	0.02%	0.00%	0.00%	0.01%	0.00%	0.03%	0.09%	0.13%	0.48%	0.43%	0.12%	0.64%	0.38%
A-	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%
BBB+	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.09%	0.04%	0.13%	0.12%	0.09%	0.11%
BBB	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%
BB	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%
B+	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%
B	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%
CCC	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%
CC	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%
C	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%
未评级	0.03%	0.12%	0.00%	0.07%	0.13%	0.09%	0.15%	0.12%	0.07%	0.08%	0.87%	0.69%	0.62%	0.79%
合计	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%

数据来源：普益标准、开源证券研究所

表52：前十大持仓上，非理财子（中小银行资管部）在AA-信用债上的占比明显高于理财公司

隐含评级	信用债(不含金融债)													
	理财子							非理财子						
	2021-12	2022-12	2023-12	2024-03	2024-06	2024-09	2024-12	2021-12	2022-12	2023-12	2024-03	2024-06	2024-09	2024-12
AAA+	0.59%	0.80%	0.13%	0.35%	0.13%	0.37%	0.15%	1.11%	0.63%	0.27%	0.31%	0.34%	0.19%	0.37%
AAA	12.24%	11.86%	7.36%	8.11%	7.28%	8.36%	6.16%	9.99%	4.32%	2.87%	2.52%	2.31%	2.24%	1.85%
AAA-	7.78%	10.92%	7.25%	7.64%	6.63%	6.88%	3.10%	6.26%	2.11%	1.40%	1.51%	1.06%	1.03%	0.84%
AA+	20.90%	26.83%	22.37%	23.94%	24.02%	23.86%	19.98%	15.76%	12.15%	10.45%	11.05%	10.17%	10.31%	12.08%
AA	26.19%	26.08%	29.06%	28.96%	29.90%	30.14%	33.52%	22.49%	22.47%	23.30%	22.19%	24.76%	22.77%	28.36%
AA(2)	23.37%	20.56%	31.44%	28.63%	29.50%	27.46%	33.41%	20.06%	31.62%	37.73%	38.89%	36.74%	39.80%	36.32%
AA-	4.56%	2.21%	2.00%	2.21%	2.30%	2.37%	2.67%	16.27%	21.78%	21.41%	21.21%	22.03%	21.88%	18.55%
A+	0.44%	0.31%	0.03%	0.03%	0.02%	0.01%	0.00%	1.71%	1.49%	0.44%	0.33%	0.46%	0.37%	0.47%
A	0.23%	0.11%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.53%	0.15%	0.18%	0.16%	0.05%	0.00%	0.00%
A-	0.00%	0.00%	0.01%	0.01%	0.01%	0.01%	0.00%	0.07%	0.03%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
BBB+	0.02%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.02%	0.00%	0.00%	0.01%	0.01%	0.01%	0.00%
BBB	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.14%	0.05%	0.09%	0.06%	0.05%	0.08%	0.06%
BB	0.03%	0.02%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.04%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
B+	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%
B	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.08%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
CCC	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.16%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
CC	0.30%	0.10%	0.01%	0.01%	0.00%	0.00%	0.00%	0.52%	0.60%	0.54%	0.68%	0.79%	0.11%	0.10%
C	0.18%	0.00%	0.01%	0.01%	0.01%	0.00%	0.00%	2.28%	2.03%	0.75%	0.85%	0.98%	0.59%	0.76%
未评级	3.17%	0.23%	0.34%	0.11%	0.20%	0.54%	1.01%	2.51%	0.58%	0.57%	0.23%	0.24%	0.62%	0.25%
合计	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%

数据来源：普益标准、开源证券研究所

4、投资建议

后续理财评级监管或将助理财公司做好“加减法”，国有行理财子和合管理财公司的投资风格较为符合监管导向，有望受益于理财分级监管体系；股份行和城农商行理财子则可通过差异化资产获取能力巩固零售客群。受益标的有工商银行、农业银行、中国银行等。

表53：受益标的一览

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
		2025-02-28	2024E		2023A	2024E	2025E	2023A	2024E	2025E	2023A	2024E	2025E	
601398.SH	工商银行	0.69	0.67	7.33	-3.73	-3.70	1.34	0.79	-0.53	1.48	1.02	1.02	1.03	未评级
601288.SH	农业银行	0.72	0.69	8.09	0.03	0.79	2.21	3.91	2.02	2.79	0.77	0.79	0.81	未评级
601988.SH	中国银行	0.69	0.66	7.16	6.41	1.12	2.59	2.38	-0.29	2.31	0.79	0.79	0.80	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、上述盈利预测及估值数据的基准日均为 2025-02-28；3、ROE 为 2024 年前三季度年化 ROE）

5、风险提示

经济增速不及预期、信用风险有所暴露，理财产品的净值波动有所加大；

严监管趋势下，资管产品的发行节奏和投资范围或将受到影响，难以匹配传统客群的投资需求；

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。

附表：2024H2 理财公司资产配置一览（穿透前、穿透后）
表54：2024H2 理财公司资产配置一览（截至 2025-02-28 披露）

资产类别	国有行				股份行				城商行						合资		
	建信理财	兴银理财	平安理财	华夏理财	信银理财	广银理财	浦银理财	恒丰理财	杭银理财	徽银理财	南银理财	苏银理财	青银理财	上银理财	汇华理财	贝莱德建信理财	法巴农银理财
现金及银行存款	2051.08	2881.65	1095.33	340.11	1735.24	109.90	946.06	25.65	276.16			399.85		274.76			16.73
同业存单	0.00	与债券合并	1117.97	88.78	与债券合并	167.61	532.09	23.14	436.87			542.36		105.27			与债券合并
拆放同业及买入返售	388.52	与现金合并	324.21	232.45	546.23	82.63	453.37	35.58	193.05	742.71	1864.73	448.30	787.55	0.00	39.90	72.42	5.06
债券	48.43	10332.62	497.42	166.82	7618.53	183.11	1043.05	40.28	1099.56			1846.13		233.45			0.00
非标	3.82		98.91	865.26		2.46	125.80	0.00	66.90			74.92		28.07			
权益类投资	4.41	11.25	1.53	0.79	14.51	13.33	13.99	0.00	7.71	0.00	45.72	254.36	2.75	0.00	1.17	16.46	0.00
金融衍生品	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
QDII	37.50		0.00	0.00	0.00	0.00	0.05	0.00	7.01			0.00		0.00			0.31
公募基金	175.58	10814.47	49.10	113.31	390.90	40.97	11.87	4.10	173.46	4.86	72.87	1.44	57.17	15.84	5.86	11.72	0.88
资产管理产品	13288.23		9361.41	6547.58	10091.74	1297.61	9898.90	1539.95	2501.32	1240.75	2920.28	2947.23	1318.44	2753.37	111.07	171.76	272.69
合计	15997.57	24039.98	12545.88	8355.09	20397.16	1897.61	13025.19	1668.70	4762.04	1988.32	4903.60	6514.59	2165.91	3410.76	158.01	272.35	295.68
穿透前占比	12.82%	11.99%	8.73%	4.07%	8.51%	5.79%	7.26%	1.54%	5.80%			6.14%		8.06%			5.66%
同业存单	0.00%	与债券合并	8.91%	1.06%	与债券合并	8.83%	4.09%	1.39%	9.17%			8.33%		3.09%			与债券合并
拆放同业及买入返售	2.43%	与现金合并	2.58%	2.78%	2.68%	4.35%	3.48%	2.13%	4.05%	37.35%	38.03%	6.88%	36.36%	0.00%	25.26%	26.59%	1.71%
债券	0.30%		3.96%	2.00%	37.35%	9.65%	8.01%	2.41%	23.09%			28.34%		6.84%			0.00%
非标	0.02%	42.98%	0.79%	10.36%		0.13%	0.97%	0.00%	1.40%			1.15%		0.82%			0.00%
权益类投资	0.03%	0.05%	0.01%	0.01%	0.07%	0.70%	0.11%	0.00%	0.16%	0.00%	0.93%	3.90%	0.13%	0.00%	0.74%	6.04%	0.00%
金融衍生品	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%
QDII	0.23%		0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.15%			0.00%		0.00%			0.11%
公募基金	1.10%	44.99%	0.39%	1.36%	1.92%	2.16%	0.09%	0.25%	3.64%	0.24%	1.49%	0.02%	2.64%	0.46%	3.71%	4.30%	0.30%
资产管理产品	83.06%		74.62%	78.37%	49.48%	68.38%	76.00%	92.28%	52.53%	62.40%	59.55%	45.24%	60.87%	80.73%	70.29%	63.06%	92.23%
合计	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%
资产类别	建信理财	兴银理财	平安理财	华夏理财	信银理财	广银理财	浦银理财	恒丰理财	杭银理财	徽银理财	南银理财	苏银理财	青银理财	上银理财	汇华理财	贝莱德建信理财	法巴农银理财
现金及银行存款	5557.38	7371.33	3399.45	2390.93	4103.13	287.87	3262.07	97.89	497.02			853.31		606.37			21.73
同业存单	4524.82	与债券合并	2689.54	681.46	与债券合并	374.10	1570.23	85.92	617.57			761.13		451.54			与债券合并
拆放同业及买入返售	1361.61	与现金合并	1062.35	576.04	1163.42	144.23	920.12	90.66	401.02	1897.72	4772.00	516.75	1853.81	190.15	136.20	272.25	5.06
债券	4409.83	15773.45	5583.69	3706.03	14811.72	871.70	6879.46	1,469.01	2277.62			3222.77		1722.61			299.43
非标	17.93		281.14	865.26		97.57	587.31	14.16	848.56			732.92		312.86			
权益类投资	51.71	178.02	88.35	72.13	115.03	57.08	176.45	0.67	78.01	4.94	279.96	560.87	39.93	54.04	1.40	16.79	0.00
金融衍生品	0.22		(1.16)	0.00	(0.88)	0.00	0.24	0.00	1.87	0.00	0.00	0.00	0.01	0.00	0.00	0.00	0.00
QDII	39.54	977.43	87.31	0.00	0.00	5.23	0.06	0.75	28.39			0.00		17.51			0.31
公募基金	618.50		227.79	500.37	725.98	59.83	86.77	202.50	212.42	83.02	83.53	33.48	310.51	55.68	24.88	12.97	0.88
资产管理产品	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
合计	16581.54	24300.24	13418.45	8792.22	20918.39	1897.61	13482.72	1961.56	4962.48	1985.68	5135.49	6681.23	2204.26	3410.76	162.48	302.01	327.41
穿透后占比	33.52%	30.33%	25.33%	27.19%	19.61%	15.17%	24.19%	4.99%	10.02%			12.77%		17.78%			6.64%
同业存单	27.29%	与债券合并	20.04%	7.75%	与债券合并	19.71%	11.65%	4.38%	12.44%			11.39%		13.24%			与债券合并
拆放同业及买入返售	8.21%	与现金合并	7.92%	6.55%	5.56%	7.60%	6.82%	4.62%	8.08%	95.57%	92.92%	7.73%	84.10%	5.58%	83.83%	90.15%	1.55%
债券	26.59%		41.61%	42.15%	70.81%	45.94%	51.02%	74.89%	45.90%			48.24%		50.51%			91.45%
非标	0.11%	64.91%	2.10%	9.84%		5.14%	4.36%	0.72%	17.10%			10.97%		9.17%			0.00%
权益类投资	0.31%	0.73%	0.66%	0.82%	0.55%	3.01%	1.31%	0.03%	1.57%	0.25%	5.45%	8.39%	1.81%	1.58%	0.86%	5.56%	0.00%
金融衍生品	0.00%		-0.01%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.04%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
QDII	0.24%	4.02%	0.65%	0.00%	0.00%	0.28%	0.00%	0.04%	0.57%			0.00%		0.51%			0.10%
公募基金	3.73%		1.70%	5.69%	3.47%	3.15%	0.64%	10.32%	4.28%	4.18%	1.63%	0.50%	14.09%	1.63%	15.31%	4.29%	0.27%
资产管理产品	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
合计	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%

数据来源：各理财公司 2024H2 理财业务报告、开源证券研究所

特别声明

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

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

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。

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