

中信证券研究部

核心观点



明明
FICC 首席分析师
S1010517100001



章立聪
资管与利率债首席
分析师
S1010514110002

资管新规在 2022 年 1 月 1 日起正式实施,大资管行业在严监管下回归本源,进入新的发展阶段。那么,这半年多时间里银行理财、公募基金、信托、券商资管和保险资管的发展情况出现了哪些新变化?未来又将如何发展?本文将进行详细分析。

■ 银行理财发展情况:截至 2022 上半年理财产品存续余额达 29.15 万亿,整体扩张态势有所放缓,但净值化转型程度持续提升。产品类型上依然以固收类为主,资产配置上其非标配置占比持续下降,整体依然以配置债券类资产为主,其中信用债配置占比更高,且信用债配置的风险偏好继续下行。具体产品上,现金理财产品进入 2022 年以来规模和收益率均有所下降,在同业存单和现金及银行存款上的配置比例均有提高,在债券配置上的比例有明显下降;固收类产品资产配置更加多元;混合类产品配置公募基金、权益类资产占比相对偏高。竞争格局上,截至 2022 年 6 月底,理财子公司市场份额占比已超 6 成,且其代销的覆盖面也在持续扩大。

■ 银行理财市场变化原因及未来展望:变化原因上,“全面净值化”为理财市场变化的主导因素,一方面,3-4 月权益市场震荡加剧,叠加后续引发的“股债双杀”,理财市场出现“赎回潮”,导致上半年理财市场规模波动加大,另一方面,净值波动的加大也驱动理财产品在资产配置上呈现出信用风险和久期偏好降低的特征。**未来展望上,**2022 年为现金理财整改的最后一年,短期内现金管理类理财产品规模和收益率或将继续在调整中下降,长期看其在投资范围和销售渠道上仍有特殊优势,在整改到位后或迎来新一轮发展;整体来看,理财市场规模变动本身存在季节性特征,因此下半年的规模扩张速度或会有一定提升,长期来看,银行理财的整体规模或将继续保持扩张态势,但净值化转型之下,市场规模波动可能会较以往更大,配置上的风险偏好或也仍会维持低位。

■ 公募基金发展情况:2022 年以来公募基金规模总体保持扩张态势,但规模季度波动有所加大,其中股票型基金增长几乎停滞,混合型基金规模转缩,而债券型基金和货币基金逆势扩张,其中短债基金增长幅度明显增高。资产配置上,货币基金总体配置更为均衡且变化稳定,而短债和中长债基金配置债券的比例均超 90%且仍在持续增长。从具体的债券券种配置看,货币基金配置同业存单的比例超过 70%,短债基金和中长债基金的债券配置品种更丰富,其中短债基金配置短期融资券和中期票据比例较高,中长债基金则以金融债为主。杠杆率和久期变化上,货币基金的杠杆率和久期水平一直较为稳定,而短债和中长债基金的杠杆率和久期变化波动较大,均有不同程度的下跌,其中中长债基金下降幅度更大。

■ 公募基金市场变化原因及未来展望:变化原因上,2022H1,与银行理财相似,在权益市场的震荡行情之下,部分含权比例较高的公募基金净值遭遇了大幅回撤,一方面减缓了整体的规模扩张速度,另一方面也导致了部分资金转向风险更低的货币和短债、中长债基金,产品结构也出现一定调整。另外,上半年宏观利率走势不确定性较大,部分固收投资者也会选择暂时进入货币和短债基金领域避险,短债、中长债基金相应地也会进行降久期和杠杆以应对未知的市场变化。此外,存款利率的持续下降也导致部分存款资金转向了货币、短债基金。**未来展望上,**随着稳增长政策逐步发力,预计权益市场终将复苏,公募基金市场规模也将重回快速扩张的态势,同样产品结构也会再度迎来调整,另外考虑到未

来数月存款利率或还会进一步下行，货币基金、短债基金仍有扩张空间，但现金理财产品等竞品的发展或将在一定程度上限制其规模的增长速度。

- **信托：**资管新规之下，信托规模已大幅收缩，但目前已逐步企稳。从资金来源角度看，具备“通道”性质的单一资金信托规模持续压降，而集合资金信托和管理财产信托规模进一步增加，“去通道”效果显著。从功能角度看，事务管理类信托和融资类信托规模下降幅度较大，投资类信托占比已超 40%，从资金的投向看，证券市场类项目规模持续提高，合计规模占比已达 24%，均体现主动管理能力在持续提升。参考国外发展来看，从融资功能转向资产管理和服务是信托发展的主要方向，未来信托行业发展或将围绕推进标品信托发展和回归信托本源持续转型，但目前信托业务转型之下的差异化优势还有待提升。
- **券商资管：**新规之下，规范资金池业务使得券商资管规模大幅压降，截至 2022 年 6 月存续规模已降至 7.1 万亿元，但规模下降的速度已有所放缓。通道类产品规模已在 2021 年底压降至 1.72 万亿元，主动管理类产品规模占比近 90%，去通道进程基本完成。同时截止 2022 年 6 月，单一资管计划存量规模占比已不足 50%，集合资产管理计划成为支撑券商资管规模企稳回升的主要原因，主动化转型顺利，也使得固收类产品占比持续提高。截至 2022 年 8 月 29 日，已有 14 家券商持有公募基金牌照，而当前券商“一参一控”的限制正在松绑，预计未来会有更多证券公司资产管理业务申请公募基金牌照或设立资管子公司，延续大集合改造后的业务，券商资管有望迎来新一轮发展。
- **保险资管：**保险资管资金主要来源于保险资金，受资管新规影响有限，因此规模稳定扩张。根据中国保险资产管理业协会 2022 年 8 月发布的《中国保险资产管理业发展报告（2022）》，截至 2021 年末，参与调研的 32 家公司管理的资产规模达到 19.89 万亿元，同比增速为 11.52%。从业务模式上看，专户业务仍为主阵地，“标准化”的组合类产品发展迅速，债权投资计划也延续较快增长态势。未来发展上，8 月《保险资产管理公司管理规定》发布，奠定保险资管行业制度基础，引导行业深化市场化、专业化发展，保险资管行业或将迎来进一步扩张。
- **资管行业未来发展展望：**一方面，居民财富不断积累，理财意识持续提升，对于金融产品的需求逐步提高，且房住不炒常态化可能驱动居民资产配置进一步转移，或驱动资管行业继续自然扩张。另一方面，养老第三支柱相关政策密集落地，据四川日报报道四川将先行试点个人养老金制度。个人养老金制度的稳步发展料将为资管市场注入长期稳定的资金。其中养老理财产品规模截至 2022 年 8 月 25 日已经超过 634 亿，养老目标基金资产净值规模截止 2022H1 已超过 1036 亿元，随着个人养老金制度加速落地，养老理财和养老基金都将迎来进一步发展。

目录

银行理财：净值化时代，步入发展新阶段	7
银行理财发展情况	7
“全面净值化”为理财市场变化的主导因素	13
现金理财持续调整，理财市场规模或将进一步扩张	14
公募基金：货币基金和债券型基金逆势扩张	16
公募基金市场发展情况.....	16
股债市场分化，引发公募基金规模变动、结构调整	20
公募基金扩张态势不变，产品结构或有一定波动	23
信托、券商资管转型再出发，保险资管稳定扩张	23
信托：规模逐步企稳，差异化优势有待明确	23
券商资管：主动化转型顺利，公募化或为未来发展方向	26
保险资管：资金端稳定性高，规模持续扩张	28
资管行业未来发展展望	30
居民金融资产配置需求提高，驱动行业自然扩张	30
个人养老金制度加速落地，或带来一定发展机会	31
国内宏观	33
总量数据.....	33
高频数据.....	34
通货膨胀：猪肉价格小幅上升，鸡蛋价格大幅上涨，工业品价格全面上行	35
债市数据盘点：利率债收益率全面上行	37
一级市场：本周计划发行 6 只利率债.....	37
二级市场：利率债收益率全面上行.....	38
重大事件回顾	41
国际宏观：7 月美国核心 PCE 同比上涨 4.56%	42
美国方面：	42
欧洲方面：	42
流动性监测：银质押利率全面上行，SHIBOR 利率大体上行	42
公开市场操作：流动性净投放 400 亿元.....	42
国际金融市场：美股欧股全线下跌	43
美国市场：美股全线下跌	43
欧洲市场：欧股全线下跌	44

插图目录

图 1: 理财产品存续情况.....	7
图 2: 银行理财产品净值化转型情况.....	8
图 3: 不同类型理财产品规模变化情况.....	8
图 4: 历年理财产品资产配置情况变化.....	9
图 5: 2022 年上半年理财产品资产配置情况.....	9
图 6: 理财产品配置非标资产的变化情况.....	9
图 7: 理财产品持有信用债券的评级情况.....	10
图 8: 现金理财产品规模变化.....	11
图 9: 不同类型银行某现金管理类产品当日年化收益率图.....	11
图 10: 现金理财资产配置情况变化.....	11
图 11: 2022 年上半年固收类产品和混合类产品资产配置情况.....	12
图 12: 2022 年上半年不同机构机构存续规模占比情况.....	13
图 13: 理财公司理财产品代销情况变化.....	13
图 14: 持有理财产品的投资者数量变化趋势.....	13
图 15: 理财产品市场破净产品数量及占比情况.....	14
图 16: 2022 年 H1 现金管理类产品和货币基金资产配置情况对比.....	15
图 17: 2019-2021 年理财市场规模增量结构情况.....	16
图 18: 公募基金资产净值变化情况.....	16
图 19: 各类基金规模变化情况.....	17
图 20: 2022 年 Q2 各类基金规模占比情况.....	17
图 21: 短债基金规模变化情况.....	17
图 22: 中长债基金规模变化情况.....	17
图 23: 货币基金资产配置变化.....	18
图 24: 短债基金资产配置变化.....	18
图 25: 中长债基金资产配置变化.....	18
图 26: 货币基金债券资产配置情况.....	19
图 27: 短债基金债券资产配置情况.....	19
图 28: 中长债基金资产配置情况.....	19
图 29: 货币基金、短债基金和中长债基金加权平均杠杆率变化.....	20
图 30: 货币基金、短债基金和中长债基金加权平均久期变化.....	20
图 31: 各大股指变动情况.....	21
图 32: 普通股票型基金年化收益率在不同区间的分布数量.....	21
图 33: 偏股混合基金年化收益率在不同区间的分布数量.....	21
图 34: 中债货币基金指数和中证短债指数变化.....	22
图 35: 中债 10 年期国债收益率变化.....	22
图 36: 信托资产余额变化情况.....	24
图 37: 不同资金来源信托产品规模变化情况.....	24
图 38: 不同功能信托类产品规模变化情况.....	25
图 39: 不同资金投向的信托产品规模变化情况.....	25
图 40: 证券公司及其资管子公司资产管理存续规模变化情况.....	26
图 41: 证券公司及其资管子公司通道类业务压降情况.....	27
图 42: 不同资金来源券商资管产品规模.....	27
图 43: 不同投向券商资管产品规模.....	27

图 44: 2021 年末保险资产管理公司不同资金来源占比情况	28
图 45: 2016-2020 保险资管规模变化情况	29
图 46: 2019-2021 年保险资管各类型业务规模及增速	29
图 47: 2019-2021 年保险资管各类型业务规模占比	29
图 48: 城镇居民人均可支配收入及增速	30
图 49: 持有理财产品的投资者数量变化趋势	30
图 50: 中国居民总资产配置情况	31
图 51: 美国居民及非营利机构总资产配置情况	31
图 52: 养老目标基金规模变化	33
图 53: 美国目标日期基金资金来源中 IRAs 和 DC 计划占 85%	33
图 54: 房地产成交量同比增速	34
图 55: 住宅价格环比增速	34
图 56: 主要航运指数	35
图 57: CCBFI 同比与出口同比	35
图 58: PMI	35
图 59: 发电量及同比增速	35
图 60: 三大高频物价指数	36
图 61: 商务部农产品价格	36
图 62: 猪肉价格	36
图 63: 大宗商品价格	37
图 64: CRB 指数同比领先 PPI 同比	37
图 65: 利率债发行到期	37
图 66: 国债中标利率与二级市场水平	37
图 67: 国开债中标利率与二级市场水平	38
图 68: 进出口债中标利率与二级市场水平	38
图 69: 农发债中标利率与二级市场水平	38
图 70: 主要利率债产品上周变动	39
图 71: 银行间国债收益率走势	39
图 72: 银行间国债每日变动 (相较上周)	39
图 73: 银行间国开行金融债收益率走势	39
图 74: 银行间国开债每日变动 (相较上周)	39
图 75: 银行间国开行定存浮息债扯平利率走势	40
图 76: 国开定存浮息债每日变动 (相较上周)	40
图 77: 银行间国开行 SHIBOR 浮息债扯平利率	40
图 78: 国开 SHIBOR 浮息债每日变动 (相较上周)	40
图 79: 银行间回购加权利率	43
图 80: 银行间回购加权利率周变动	43
图 81: 标普 500 和标普 500 波动率(VIX)	44
图 82: 美国国债收益率	44
图 83: 欧洲交易所指数	45
图 84: 欧元区公债收益率	45

表格目录

表 1 : 《关于规范现金管理类理财产品管理有关事项的通知》正式稿要点	10
表 2 : 有关个人养老金的政策梳理.....	31
表 3 : 成立满 3 个月的养老理财产品梳理	32
表 4 : 本周计划发行利率债产品	38
表 5 : 上周公开市场操作情况.....	42

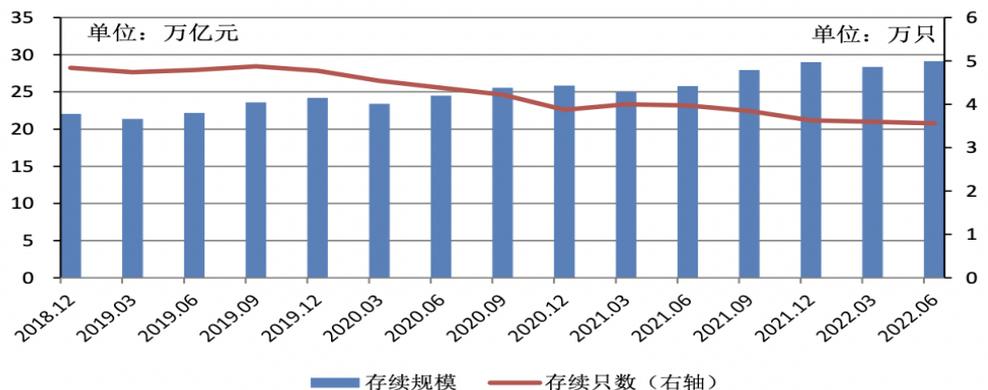
资管新规在 2022 年 1 月 1 日起正式实施，大资管行业在严监管下回归本源，进入新的发展阶段。那么，这半年多时间里银行理财、公募基金、信托、券商资管和保险资管的发展情况出现了哪些新变化？未来又将如何发展？本文将进行详细分析。

■ 银行理财：净值化时代，步入发展新阶段

银行理财发展情况

2022 年上半年，资管新规全面施行，理财业务转型持续深化，截至上半年存续余额达 29.15 万亿，较年初仅小幅抬升 0.52%，整体扩张态势放缓。从上半年存续规模在各季度的变化来看，2022 年理财产品存续规模曾在一季度环比下降 2.2% 至 28.37 万亿，后又在二季度有所回升。总体来看，2022 年上半年全国共有 253 家银行机构和 25 家理财公司累计新发理财产品 1.52 万只，截止 6 月底共有存续产品 3.56 万只，同比下降 10.33%，存续余额为 29.15 万亿元，同比增长 12.98%，环比增长 2.7%，但较年初的 29 万亿增长仅 0.15 万亿元，小幅抬升 0.52%，总体呈现出增长放缓的态势。

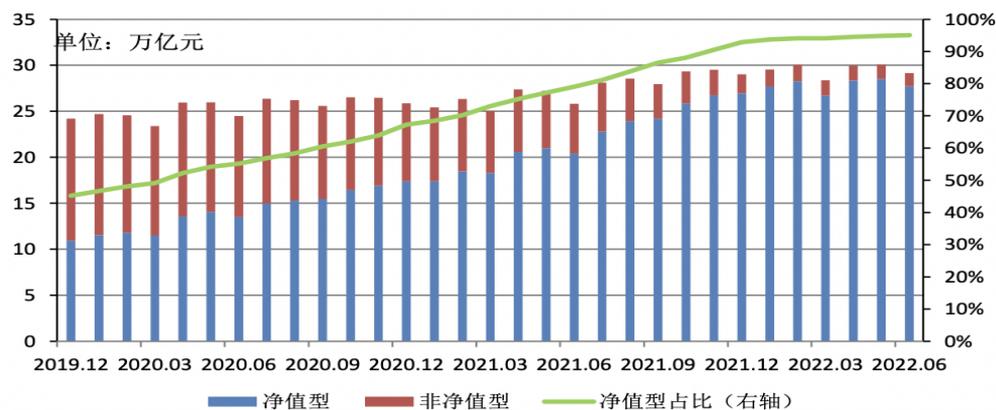
图 1：理财产品存续情况（万亿元，万只）



资料来源：银行业理财登记托管中心，中信证券研究部

理财产品净值化转型程度持续提升，净值型产品占比已达 95.09%，较年初上升 2.12pcts。随着老产品的持续压降和净值化新产品的不断发行，银行理财产品净值化程度持续提升，截至 2022 年 6 月底，净值型理财产品存续规模 27.72 万亿元，占比 95.09%，较去年同期增加 16.06 pcts，较年初上涨 2.12 pcts，同时较资管新规发布以前增长了 24.65 万亿元，非净值型产品存续规模仅 1.43 万亿，占比 4.91%，较资管新规发布以前减少了 17 万亿元。

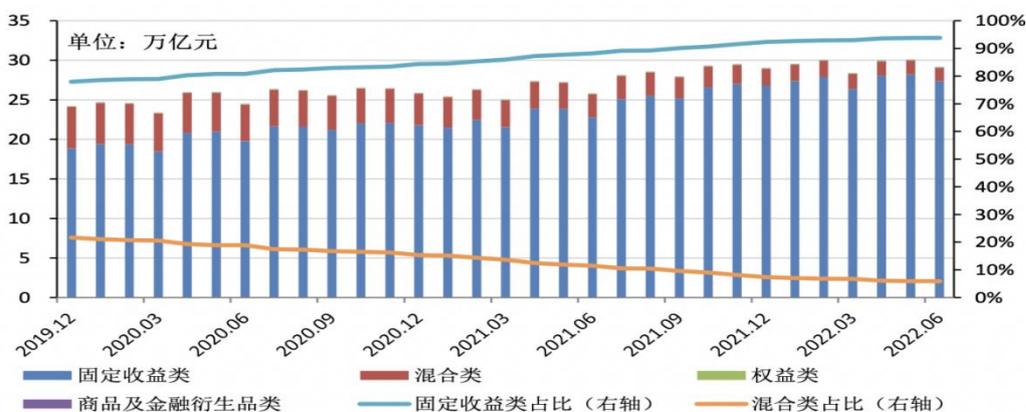
图 2：银行理财产品净值化转型情况（万亿元，%）



资料来源：银行业理财登记托管中心，中信证券研究部

从产品类型看，固定收益类理财产品存续规模达 27.35 万亿元，同比增长 20.22%，占比也持续上升，已达 93.83%。截至 2022 年 6 月底，固定收益类理财产品存续余额 27.35 万亿元，同比增长 20.22%，占全部理财产品存续余额的比例同比上升 5.65pcts 至 93.83%；混合类理财产品存续余额 1.72 万亿元，同比下降 41.97%，占全部理财产品存续余额的 5.90%；权益类理财产品存续余额 795 亿元，同比下降 5.69%，占全部理财产品存续余额的 0.27%；商品及金融衍生品类理财产品规模较小，为 65 亿元。

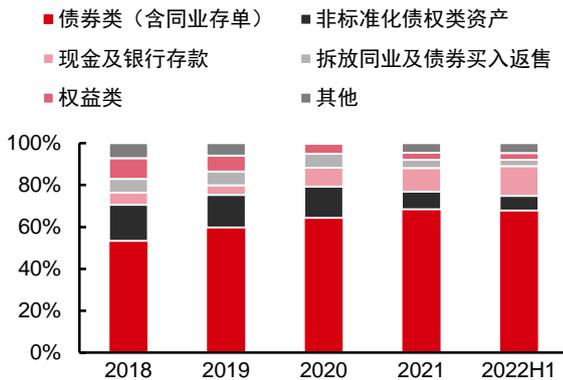
图 3：不同类型理财产品规模变化情况（万亿元，%）



资料来源：银行业理财登记托管中心，中信证券研究部

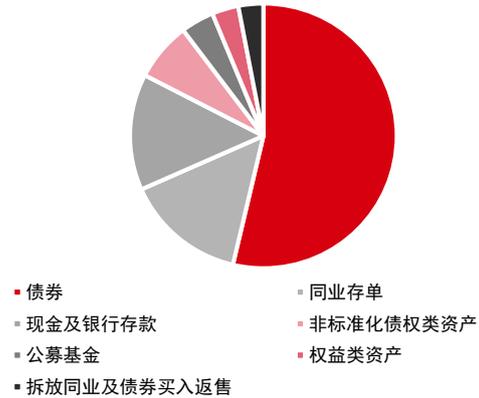
从资产配置看，理财产品依然以配置债券类（含同业存单）为主，达到 67.84%，其次为现金及银行存款和非标准化债权类资产，其中，投向债券类资产以及现金及银行存款占比均逐年上升。截至 2022 年上半年末，理财产品中配置为前三的资产分别为债券类（含同业存单）、现金及银行存款以及非标准化债权类资产，占比分别为 67.84%、14.1%和 7.1%。从变化上来看，上半年末投向债券类资产余额为 21.58 万亿元，占比虽然较 2021 年底略下降 0.55pcts，但已较资管新规发布时增加 18.88pcts，整体来看配置占比依然在持续上升，其中同业存单的配置占比有明显的增加，达到 14.6%，同比提升 1.52pcts。另外，理财产品配置现金及银行存款的占比也在持续上升，2022 年上半年末同比增加 3.63pcts，较 2021 年底的比例增加 2.70pcts。

图 4：历年理财产品资产配置情况变化



资料来源：银行业理财登记托管中心，中信证券研究部

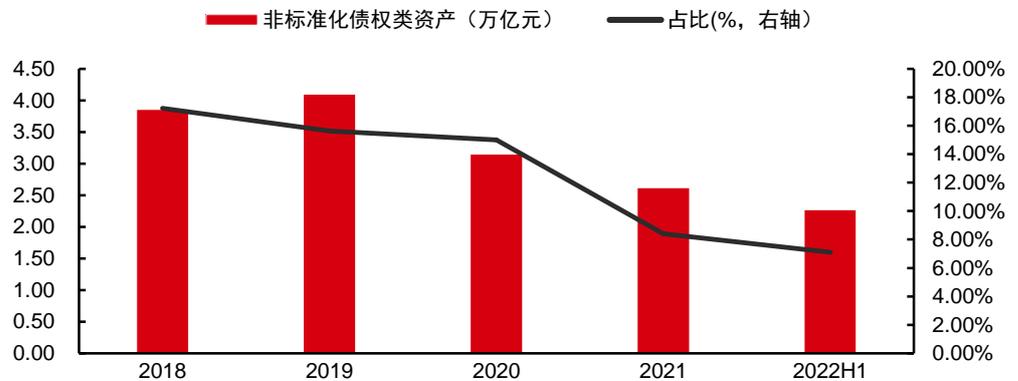
图 5：2022 年上半年末理财产品资产配置情况



资料来源：银行业理财登记托管中心，中信证券研究部

非标自 2021 年起持续下降，截止 6 月底占比仅 7.1%，配置占比较去年同期下降 5.94pcts。2016 年中国银监会下发理财监管征求意见稿开始，监管对理财配置非标等资产的限制加大，非标压降为监管的一大重点，导致非标资产的规模持续收缩。2022 年上半年非标继续大力度压降，理财产品配置非标资产的量下降至 2.26 万亿元，配置占比下降至 7.1%，较年初的 2.62 万亿元下降了 1.3%左右。

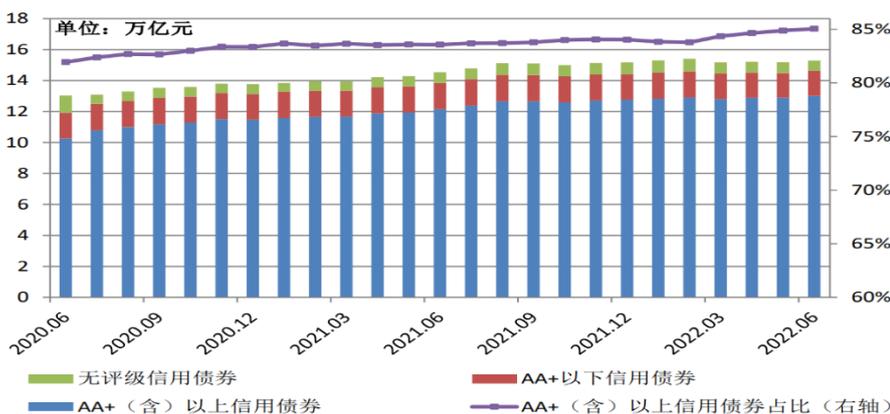
图 6：理财产品配置非标资产的变化情况（万亿元，%）



资料来源：银行业理财登记托管中心，中信证券研究部（注：2021 年起非标准化债权类资产统计口径有一定调整）

在债券的具体配置中，理财产品持有利率债 1.65 万亿元，占总投资资产的 5.19%，持有信用债 15.29 万亿元，占总投资资产的 48.07%，是最主要的债券投资资产，其中优质信用债的占比逐年上升，信用债配置的风险偏好继续下行。截至 2022 年 6 月底，银行理财产品持有利率债 1.65 万亿元，占总投资资产的 5.19%，较年初的 5.81%来看变化较小，主要由于利率债收益率有限，难以满足银行理财的业绩目标。而理财产品持有信用债 15.29 万亿元，占总投资资产的 48.07%，虽然配置额较年初下降 0.06%，同比也下降了 2.63%左右，但依然是债券类资产中最主要的配置对象，占总债券资产的比例达到 70.8%。其中 AA+及以上信用债规模达 13.01 万亿元，占持有信用债总规模的 85.09%，占比较去年同期增加 1.54pcts，较年初增加 1.04pcts，信用债配置的风险偏好继续下降。

图 7：理财产品持有信用债券的评级情况 (万亿元, %)



资料来源：银行业理财登记托管中心，中信证券研究部

现金理财产品是银行理财市场中极为重要的组成部分，在现金理财新规正式出台后现金理财规模短期内不降反升，而进入 2022 年，随着过渡期临近，部分理财公司加大整改力度，现金管理类产品规模有所收缩，现金理财收益率也在持续下降。2021 年 6 月，银保监会、中国人民银行联合制定并发布《关于规范现金管理类产品管理有关事项的通知》（以下简称《通知》），过渡期为《通知》施行之日起至 2022 年底。由于正式稿中，规定的过渡期较征求意见稿有所延长，投资集中度等方面也有边际放宽，降低了理财管理的难度，因此部分银行采取先扩张、再整改的战略，导致 2021 年下半年现金理财产品规模反而迎来大幅扩张，年底存续余额同比增长 22.89% 至 9.29 万亿元。而进入 2022 年，根据普益标准统计口径，部分理财公司加大整改力度，现金理财产品规模大幅压降，截止 6 月底，规模已较年初下降 7.23%。此外，由于《通知》对于现金管理类产品可投资券种的范围明显收窄，久期限制也有所加强，相应所取得的回报有所贬损，现金管理类产品收益率也持续走低。

表 1：《关于规范现金管理类产品管理有关事项的通知》正式稿要点

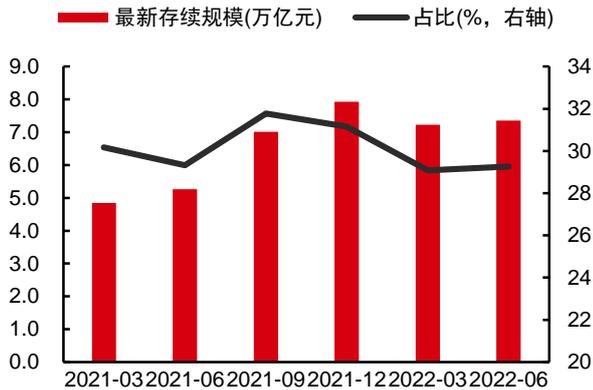
正式稿要点	
投资范围	应当投资于：1) 现金；2) 期限在 1 年以内的银行存款、债券回购、中央银行票据、同业存单；3) 剩余期限在 397 天以内的债券、在银行间市场和证券交易所市场发行的资产支持证券；4) 银保监会、中国人民银行认可的其他具有良好流动性的货币市场工具
	不得投资于：1) 股票；2) 可转换债券、可交换债券；3) 以定期存款利率为基准利率的浮动利率债券，已进入最后一个利率调整期的除外；4) AA+以下债券、资产支持证券；5) 银保监会、中国人民银行禁止投资的其他金融工具
投资集中度	投资于主体信用评级低于 AA+ 的商业银行的银行存款与同业存单的，应当经本机构董事会审议批准，相关交易应当事先告知托管人
	1) 每只现金管理类产品投资于同一机构发行的债券及其作为原始权益人的资产支持证券的比例合计不得超过该产品资产净值的 10%，投资于国债、中央银行票据、政策性金融债的除外；
	2) 每只现金管理类产品投资于低于 AAA 评级的金融工具比例合计不超过资产净值 10%，其中单一机构发行的不超过资产净值的 2%。
	3) 每只现金管理类产品投资于有固定期限银行存款的比例合计不得超过该产品资产净值的 30%，投资于有存款期限，根据协议可提前支取的银行存款除外；每只现金管理类产品投资于主体信用评级为 AAA 的同一商业银行的银行存款、同业存单占该产品资产净值的比例合计不得超过 20%。
	4) 全部现金管理类产品投资于同一商业银行的存款、同业存单和债券，不得超过该商业银行最近一个季度末净资产的 10%

正式稿要点

估值方法	摊余成本+影子定价
杠杆率	不超过 120%
组合期限	每只现产品投资组合的平均剩余期限不得超过 120 天，平均剩余存续期限不得超过 240 天
过渡期	自本通知施行之日起至 2022 年底

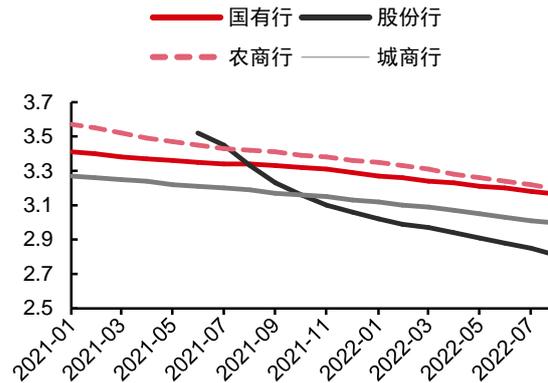
资料来源：中国银保监会官网，中信证券研究部

图 8：现金理财产品规模变化（万亿元，%）



资料来源：普益标准，中信证券研究部

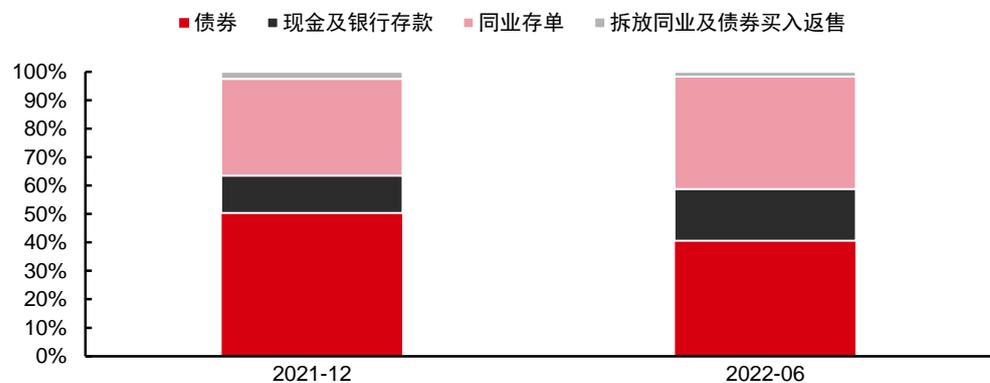
图 9：不同类型银行某现金管理类产品当日年化收益率图（%）



资料来源：普益标准，中信证券研究部

《通知》也使得现金理财的资产配置比例发生了变化，截止 2022 年 6 月，相比于 2021 年底，现金理财产品在同业存单和现金及银行存款上的配置比例均有提高，在债券配置上的比例有明显下降。根据银行业理财登记托管中心披露的资产配置比例数据，截至 2022 年 6 月底，现金理财产品配置同业存单的比例为 39.2%，较去年年底上升 5.27%，配置现金及银行存款比例为 18.12%，较去年年底上升 5.03%，可以看到在现金理财新规对投资范围、久期、杠杆率以及估值偏离度的限制更加严格之下，现金理财增配了期限较短、资质较高、流动性较好的同业存单，以及估值偏离度较小的现金及银行存款。而配置债券的比例为 40.38%，较去年年底下降 9.92%，一方面是因为存量债券资产中，部分不合规的债券资产已到期不再持有，另一方面久期限制之下，现金理财产品也在主动减少对中长期限债券的配置力量。

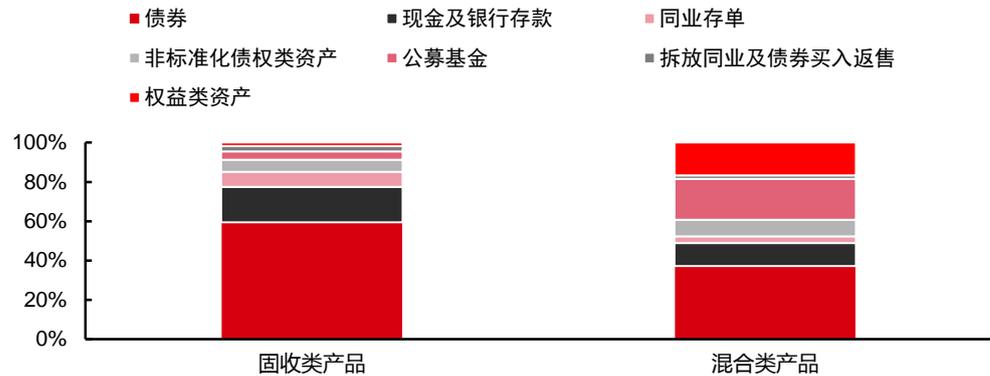
图 10：现金理财资产配置情况变化



资料来源：银行业理财登记托管中心，中信证券研究部

此外，理财市场的其他细分产品上，固定收益类产品资产配置更加多元，混合类产品配置公募基金、权益类资产占比相对偏高。截至 2022 年上半年末，固定收益类(非现金管理类)产品配置债券、现金及银行存款、非标、同业存单、权益资产的比例为 59.0%、17.9%、6.1%、7.6%、1.7%，相比之下配置更加多元化。而混合类产品配置公募基金、权益类资产占比相对偏高，分别为 20.61%、16.47%，配置债券类资产占比仅为 36.91%。

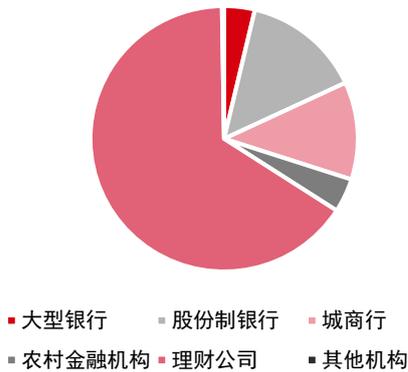
图 11：2022 年上半年固收类产品和混合类产品资产配置情况



资料来源：银行业理财登记托管中心，中信证券研究部

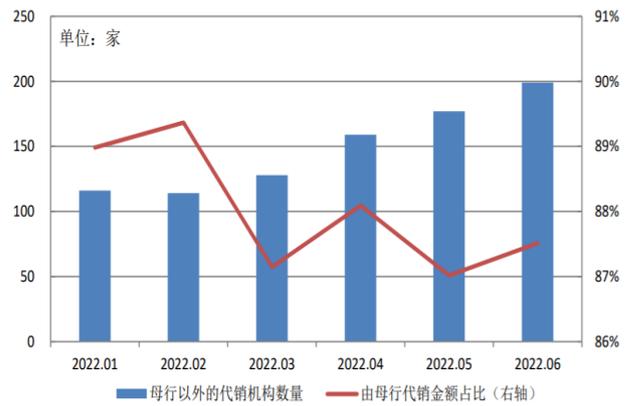
竞争格局上，理财子公司市场份额占比已超 6 成，规模增长速度也显著高于其他类机构，2022 年上半年的同比增速达到 91%，且理财公司代销的覆盖面也在持续扩大。截至 2022 年 6 月底，大型银行存续产品 768 只，存续规模 1.08 万亿元，同比下降 72.47%；理财公司存续产品 11771 只，存续规模 19.14 万亿元，同比增长 91.21%，占全市场的比例达到 65.66%，理财公司的理财产品成为行业主流。而对于中小银行来说，受限于资产管理与投研能力不足，本身理财业务发展就面临更大的竞争压力，因此部分中小银行转变参与理财业务的方式，通过产品代销的方式来参与理财业。2022 年 6 月有 199 家机构代销了理财公司发行的理财产品，较 1 月多出 83 家，截至 6 月底代销余额为 18.95 万亿元，而其中由母行代销金额占比整体呈现下降态势，可以看出理财公司正不断拓展母行以外的代销渠道。

图 12: 2022 年 6 月底不同机构存续产品规模占比情况



资料来源: 银行业理财登记托管中心, 中信证券研究部

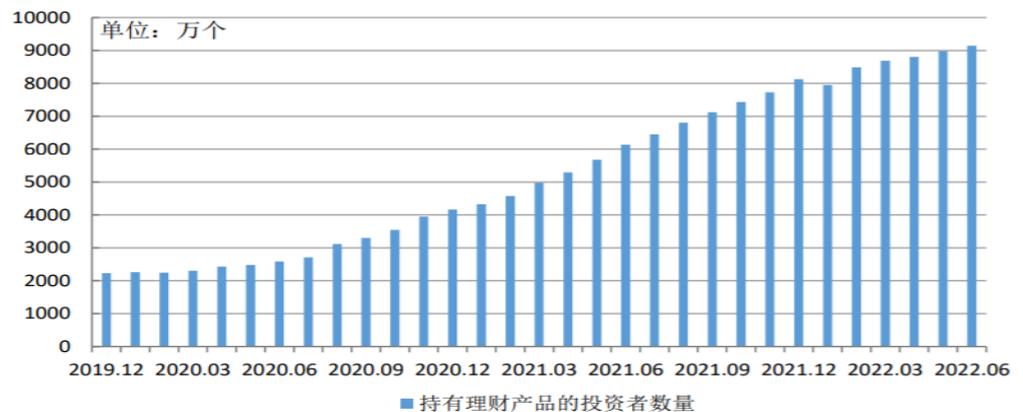
图 13: 理财公司理财产品代销情况变化 (家, %)



资料来源: 银行业理财登记托管中心, 中信证券研究部

理财市场的投资者群体也在持续扩张, 投资者数量较年初增长 12.49%, 同比增长 49%, 结构上仍然以个人投资者为主, 个人投资者数量占比达 99.08%。2022 年上半年, 理财投资者数量持续增长, 截至 2022 年 6 月底, 持有理财产品的投资者数量为 9145.40 万个, 较年初增长 12.49%, 同比增长 49%。持有理财产品的个人投资者和机构投资者的数量较年初均有所增长, 但整体结构上仍以个人投资者为主, 其中, 个人投资者数量为 9061.68 万人, 占比 99.08%, 较年初新增 994.45 万人; 机构投资者数量为 83.72 万个, 占比 0.92%, 较年初新增 21.05 万个。

图 14: 持有理财产品的投资者数量变化趋势 (万个)



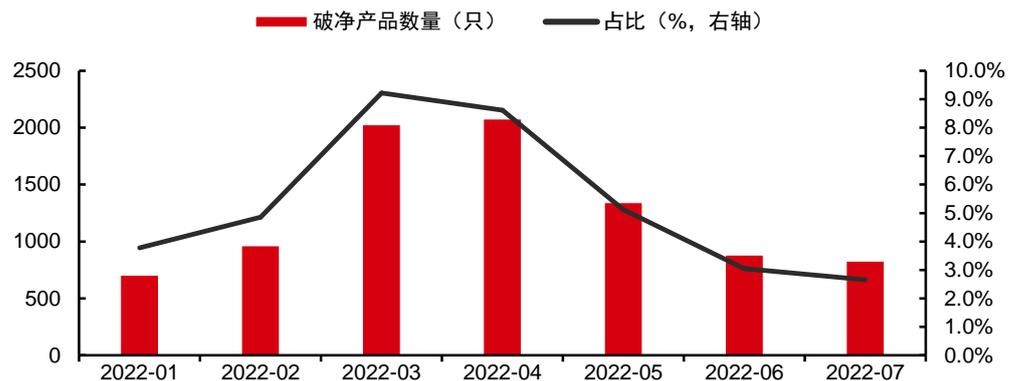
资料来源: 银行业理财登记托管中心, 中信证券研究部

“全面净值化” 为理财市场变化的主导因素

银行理财监管重点是“净值化转型”, 净值化时代, 底层资产价格波动可以直接穿透至产品表面, 3-4 月权益市场震荡加剧, 理财产品破净产品数量大幅增加, 引发“股债双杀”陷入恶性循环, 加剧赎回潮的演绎, 导致上半年理财市场规模波动加大。银行理财原先主要的问题在于“资金池”模式下的刚兑问题, 监管重点则是“净值化转型”, 以真正实现风险与收益的透明化。而在市值法计量之下, 底层资产价格波动可以直接穿透至产品表面, 理财市场相较于往年更容易出现“破净”现象, 且银行理财主要面向低风险偏好的投资者,

对于市场短期波动的忍受度较差，易引发赎回潮。因此今年 3 月，权益市场震荡行情之下，拖累部分产品的净值表现，一度引发了投资者的大量赎回，同时赎回潮造成了“股债双杀”的现象，再度拉低净值，引发恶性循环。根据 Wind 数据统计，2022 年 3、4 月净值跌破 1 的理财产品数量达到 2025 和 2076 只，占总产品比例达到 9.2%和 8.6%，后随着权益市场底部得到确认，破净数量和比例逐渐回归正常区间，导致上半年理财市场总规模的波动较以往更大，增长速度也有所放缓。

图 15: 理财产品市场破净产品数量及占比情况 (只, %)



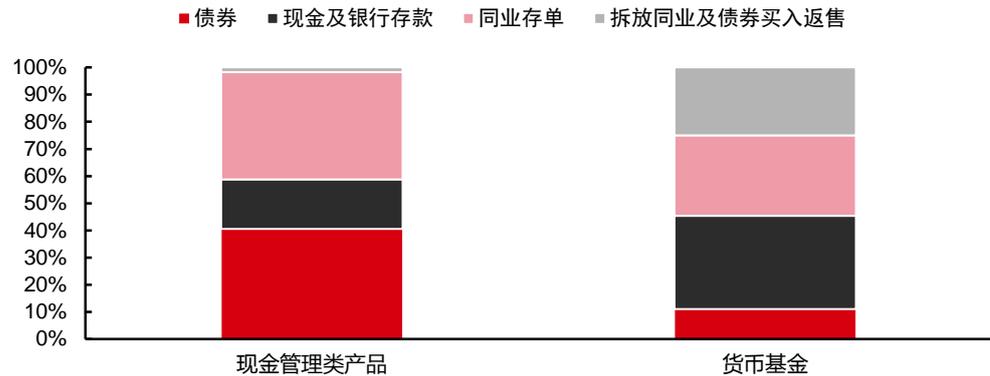
资料来源: Wind, 中信证券研究部

净值波动的加大也驱动理财产品在资产配置上的风险偏好有所下行，呈现出信用风险和久期偏好降低的特征。在全面净值化时代，理财产品的净值波动被放大，甚至纯固收产品也要面临净值波动的风险，同时低资质资产比例较高或者久期较长的产品也相应的会出现更大的净值波动，影响投资者的持有体验。因此，为了降低波动，理财产品减配低资质的信用债，同时增配了高流动性和高收益兼具的同业存单，呈现出信用风险和久期偏好降低的特征。

现金理财持续调整，理财市场规模或将进一步扩张

2022 年为现金理财整改的最后一年，短期内现金管理类产品规模或将继续在调整中下降，收益率也料将继续下行。现金理财产品需在 2022 年完成整改，由于货币基金和现金管理类产品的投资范围、久期、杠杆率以及估值偏离度等规定基本一致，整改结束后，现金管理类产品在配置比例、收益率等方面都将进一步趋向于货币基金，因此我们参考货币基金的配置比例来帮助判断目前现金理财产品的整改情况。截至 2022 年 6 月货币基金配置债券的比例仅为 11.06%，而现金管理类产品对于债券的配置比例仍然较高，达到 40.38%，我们预计下半年为了符合久期规定，现金管理类产品将继续减持中长期债券，债券配置比例还会有一定降低，同时对现金及银行存款的配置比例或也将继续上升，以减小估值偏离度。在这样的背景下，短期内现金管理类产品规模或将继续在调整中下降，收益率也将继续下行。

图 16：2022 年 H1 现金管理类产品和货币基金资产配置情况对比

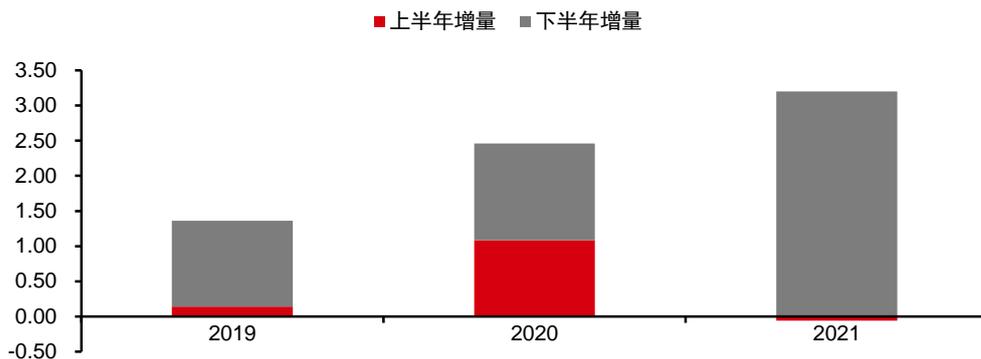


资料来源：银行业理财登记托管中心，中信证券研究部

但现金管理类理财产品在投资范围和销售渠道上仍有特殊优势，在整改到位后或迎来新一轮发展。在满足合规要求的前提下，我们认为现金管理类理财相较于货币基金仍有特别的优势，如果能加强这些方面的建设，现金理财相较于其他金融产品仍能保持不可替代的角色。一方面，《关于证券投资基金投资中小企业私募债有关问题的通知》中明确表示，货币市场基金不得投资中小企业私募债券，但现金管理类产品无此项限制，或可通过投资私募债、PPN 等非公开债券开展“品种下沉”策略，小幅做高收益，增强竞争优势；另一方面银行理财产品可以和银行的支付结算系统进行连接，依靠母行销售渠道也是重要发展方向之一，现金管理类理财产品相比货币基金更具有渠道优势。因此在整改到位之后，现金理财产品或重回扩张态势，迎来新一轮发展。

回顾银行理财规模的历史变化，其规模变动本身存在季节性特征，具有前低后高的特点，因此下半年整体市场的扩张速度或有一定加快，长期来说，银行理财的产品设计不断优化、渠道进一步扩张，整体规模或将继续保持扩张态势。过去三年中，银行理财均呈现出上半年发展较缓、下半年加速扩张的特征，其中 2019-2021 年下半年增量占全年增量的比例分别为 89.7%、55.9%和 101.9%，或与银行本身的业务节奏有关。因此预计今年下半年理财市场扩张速度将会较上半年更快，全年的规模增长量仍值得期待。长期而言，一方面，理财产品设计不断优化，未来绿色主题、基建主题和新市民等多种主题的理财产品或将加速发行，实现金融服务实体的本质，另一方面银行理财销售渠道上具有独特优势，不仅可以依附母行渠道，而且还在持续积极拓展其他银行、券商以及互联网等外部渠道，将客户范围从母行延伸到全市场，其中中小银行在客户资源和销售渠道等方面具有独特的优势，理财公司也可充分利用中小银行的渠道优势，在过往基金、保险等产品的代销基础上，打造更丰富的产品货架，扩大中收来源。因此，理财产品市场的扩张态势或将会延续。

图 17：2019-2021 年理财市场规模增量结构情况（万亿元）



资料来源：银行业理财登记托管中心，Wind，中信证券研究部

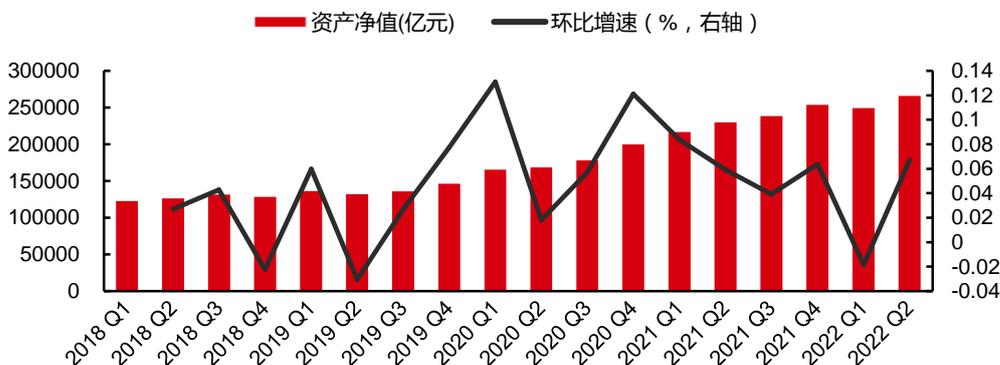
但净值化转型之下，未来理财市场的规模波动可能会较以往更大，配置上的风险偏好或仍会维持低位。但由于净值化产品的特征，一方面未来理财产品的净值波动仍然会较以往更大，当资本市场震荡加剧时，仍有可能出现“赎回潮”，理财市场规模波动也会随之增加。另一方面，净值化产品对信用违约和估值波动的容忍度或仍将较低，尤其在经历了上半年的理财产品大规模“破净”之后，理财的信用风险和久期偏好或将维持低位，配置上或更青睐中高等级信用债、同业存单等。

公募基金：货币基金和债券型基金逆势扩张

公募基金市场发展情况

公募基金规模总体保持扩张态势，但总资产净值在今年一季度有出现过短暂回落，环比下降 1.8%，后净值额再次回升，二季度末基金总资产净值达到 26.7 万亿元。2022 年上半年，基金总规模在第一季度出现过短暂回落，环比下降 1.8%至 25.0 万亿元，后第二季度基金总规模重回扩张态势，二季度末基金总资产净值达到 26.7 万亿元，环比增长 6.7%，同比增长 15.8%，较年初也实现了近 5%的增长。总体来看，上半年公募基金持续保持扩张的态势。

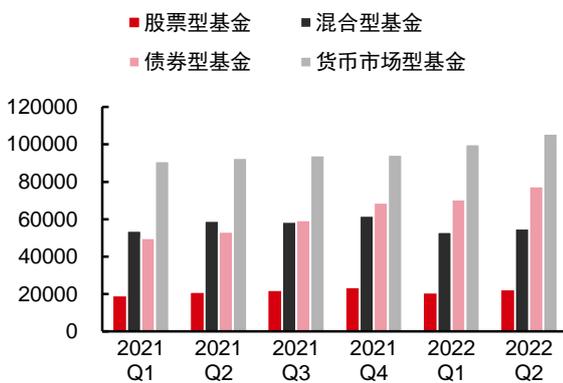
图 18：公募基金资产净值变化情况（亿元，%）



资料来源：Wind，中信证券研究部

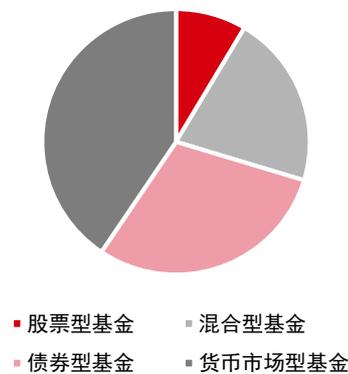
股票型基金增长几乎停滞，混合型基金规模转缩，而债券型基金和货币基金逆势扩张，截止6月底，股票型、混合型、债券型和货币基金净资产占比分别为8.52%、20.61%、29.62%和39.32%。从各类基金的规模变化情况来看，进入2022年，股票型基金规模在一季度下滑2959亿元，在二季度略有修复，截至6月底股票型基金规模为22285亿元，较年初下降5.24%，总体来看增长几乎停滞；混合型基金整体下滑幅度更高，截至6月底混合型基金规模为55055亿元，较年初下降11.05%；而债券型基金和货币基金上半年均实现逆势扩张，截至6月底规模分别77523和105749亿元，较年初分别增加12.62%和11.91%。从结构上看，截至6月底，货币基金规模最大，占总资产净值为39.32%，其次为混合型、债券型，占比分别为20.61%和29.62%，股票型基金规模最小，占比为8.52%。

图 19：各类基金规模变化情况（亿元）



资料来源：Wind，中信证券研究部

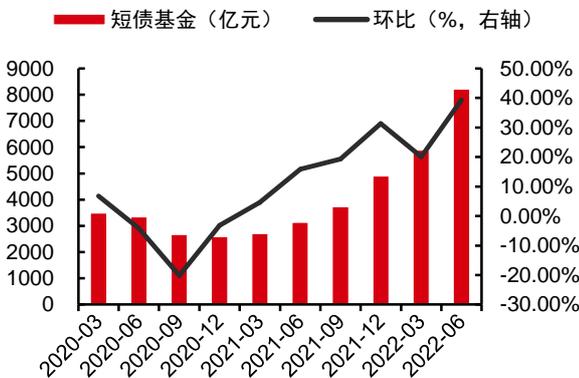
图 20：2022 年 Q2 各类基金规模占比情况



资料来源：Wind，中信证券研究部

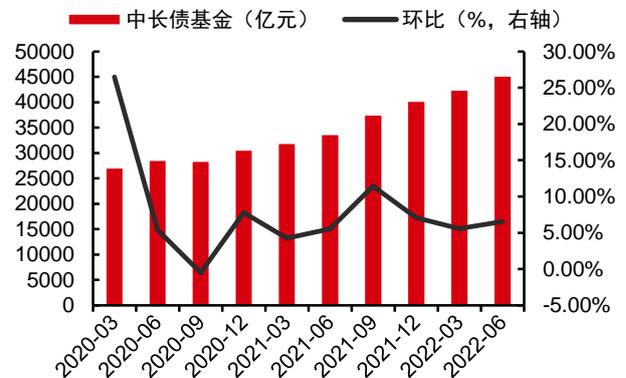
债券型基金中，短债基金增长幅度明显增高，截至6月底规模达到8201亿元，季度环比增长39%，中长债基金截至6月底规模达到45147亿元，环比增长7%。短债基金持续高速扩张，上半年扩张速度又有加快，Q2环比增速达到39%，创历史新高，截至6月底规模达到8201亿元，较年初增加67.3%。中长债基金第一、二季度环比增速均在6%左右，保持稳定扩张态势，截至6月底规模达到45147亿元，较年初增加12.5%。

图 21：短债基金规模变化情况（亿元，%）



资料来源：Wind，中信证券研究部

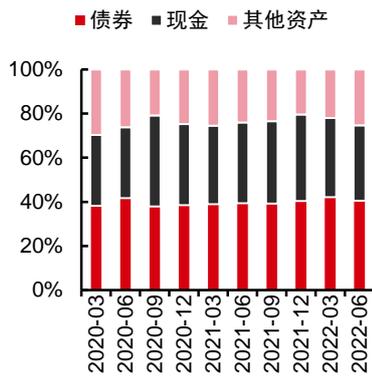
图 22：中长债基金规模变化情况（亿元，%）



资料来源：Wind，中信证券研究部

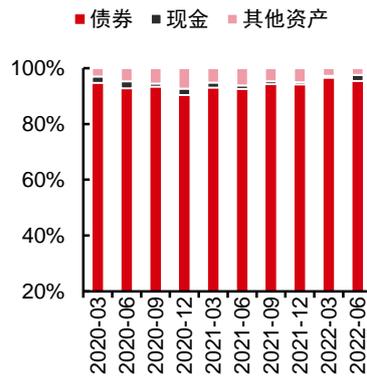
资产配置上，货币基金总体配置相对来说较为均衡，配置比例变化也更为稳定，而短债和中长债基金配置债券的比例超 90%，且债券配置比例仍较往年仍有所增长。为保持高流动性，货币基金配置了较高比例的现金，截至 6 月底配置现金占比为 34%，较年初的 39.2%来说略有一定下降，另外货币基金上半年债券配置比例较年初基本未发生变化，为 40.6%，总体来看货币基金配置较为均衡且比较稳定。而短债和中长债基金配置债券的比例超 90%，且债券配置比例仍较往年有所增长，截至 6 月底短债和中长债基金配置债券资产比例分别上升至 95.5%和 97.4%。

图 23：货币基金资产配置变化



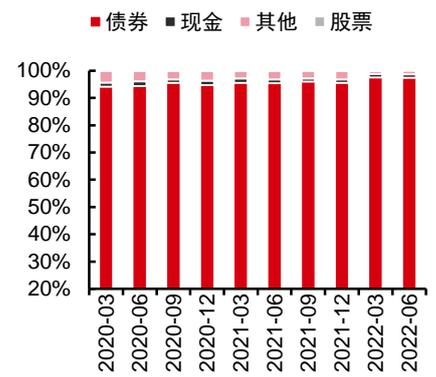
资料来源：Wind, 中信证券研究部

图 24：短债基金资产配置变化



资料来源：Wind, 中信证券研究部

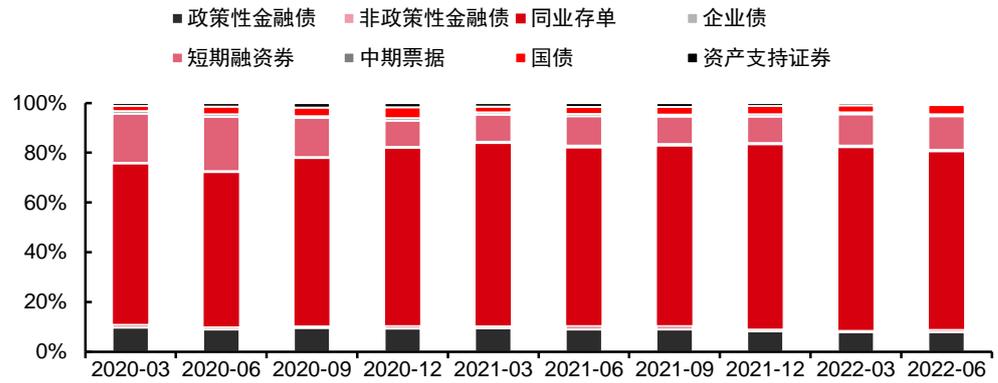
图 25：中长债基金资产配置变化



资料来源：Wind, 中信证券研究部

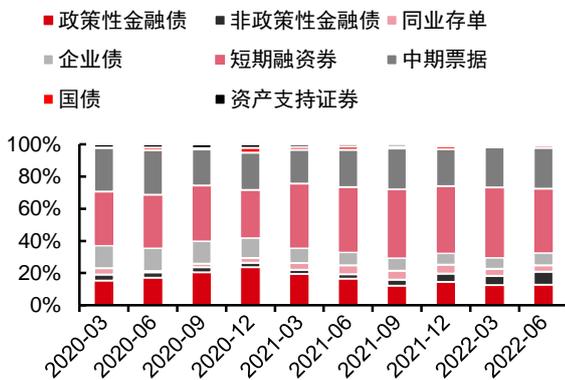
从具体的债券券种配置看，货币基金配置同业存单的比例超过 70%，短债基金和中长债基金的债券配置品种更丰富，其中短债基金配置短期融资券和中期票据比例较高，中长债基金以金融债为主。同业存单是货币基金债券资产中最主要的配置品种，2021 年以来货币基金配置同业存单占债券总资产的比例一直在 70%以上，截至 6 月底，同业存单占债券总资产的比例为 71.62%，较年初下降 2.66%，或与同业存单量价齐跌有关，其次配置较多的债券资产为短期融资券和政策性金融债，占比分别为 13.41%和 7.97%。短债基金和中长债基金的配置更加丰富，短债基金配置最多的资产为短期融资券和中期票据，截至 6 月底占总债券资产比例分别为 39.62%和 25.43%；中长债基金以配置金融债为主，截至 6 月底占总债券资产比例为 67.69%，较年初上升 3.22%，其中政策性金融债占比更高，在 48.6%左右。

图 26：货币基金债券资产配置情况



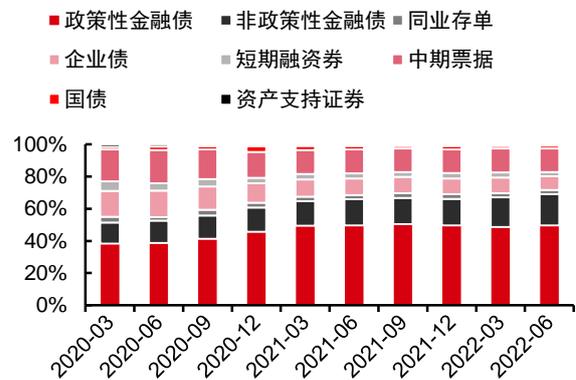
资料来源：Wind，中信证券研究部

图 27：短债基金债券资产配置情况



资料来源：Wind，中信证券研究部

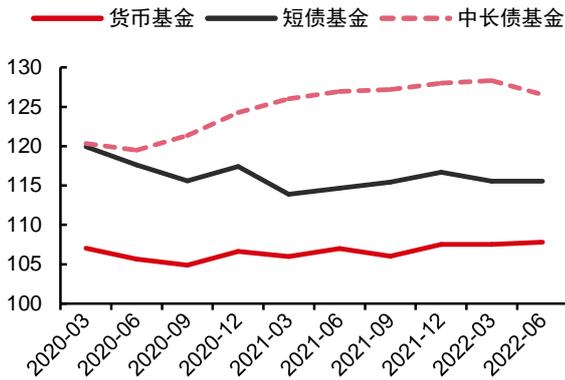
图 28：中长债基金资产配置情况



资料来源：Wind，中信证券研究部

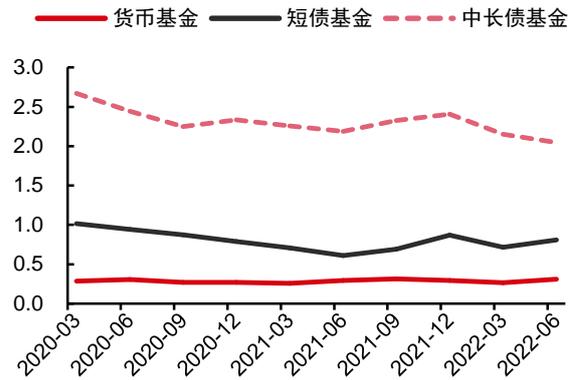
杠杆率和久期变化上，上半年货币基金的加权平均杠杆率和久期一直较为稳定，而短债基金和中长债基金的加权平均杠杆率和久期波动较大，但均有不同程度的下跌，其中中长债基金下降幅度更大。货币基金的杠杆率和久期水平平均较低且比较稳定，截至 2022 年 6 月底加权平均杠杆率和久期分别为 108% 和 0.31 年。而短债基金和中长债基金上半年的加权平均杠杆率和久期波动均较大，但总体呈下降趋势，截至 2022 年 6 月底，短债基金和中长债基金的加权平均杠杆率水平分别下降 1.16/1.45pcts 至 115.5% 和 126.6%，加权平均久期分别下降 0.06/0.36 年至 0.8 和 2.04 年，中长债基金在杠杆率和久期上的下降幅度均大于短债基金。

图 29: 货币基金、短债基金和中长债基金加权平均杠杆率变化 (%)



资料来源: Wind, 中信证券研究部

图 30: 货币基金、短债基金和中长债基金加权平均久期变化 (年)



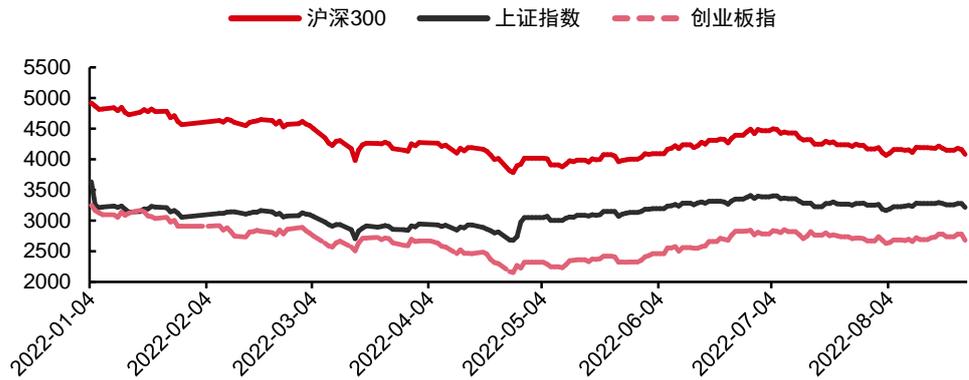
资料来源: Wind, 中信证券研究部

股债市场分化，引发公募基金规模变动、结构调整

资管新规落地后公募基金净值化管理和权益投资的优势更为突出，公募基金充分发挥主动管理能力，加强产品创新，驱动市场稳步扩张。公募基金作为传统的资产管理行业，本身监管要求就比较规范，与资管新规的要求基本一致，因此资管新规落地后，公募基金净值化管理和权益投资的优势更加突出，迎来新一轮扩张。此外在净值化管理转型大背景下，公募基金加强产品创新，一方面大力发展以短债基金为主的“广义现金类”产品，补充高流动性产品的版图，另一方面公募基金发挥自身在权益投资上的优势，大力发展“固收+”类产品，补充稳健型投资者偏好型产品，驱动市场进一步扩展。

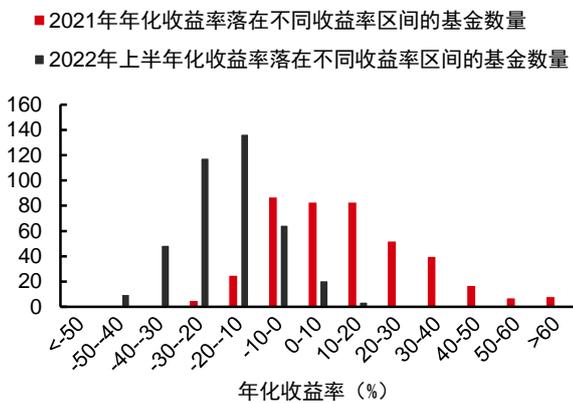
但与银行理财相似，在权益市场的震荡行情之下，部分含权比例较高的公募基金净值遭遇了大幅回撤，减缓了上半年公募基金市场的整体扩张速度。2022 年以来，内外部负面因素叠加导致我国权益市场大幅震荡，沪深 300、上证指数、创业板指数最低曾在 4 月 26 日分别较年初下跌 23.4%、26.3%和 35.3%，导致众多含权比例较高的基金产品净值大幅回撤。我们统计了 2021 年和 2022 年上半年均有收益率数据的 408 只普通股票型基金和 1117 只偏股混合型基金来观察这两类基金的收益率表现，截至 2022 年 6 月底，普通股票型基金和偏股混合型基金的加权平均年化收益率分别为-17.11%和-18.08%，而 2021 年这两者的加权平均年化收益率分别 20.23%和 10.79%，相差巨大，普通股票型基金和偏股混合型基金中分布在负收益率区间的基金个数也明显高于 2021 年。因此，部分投资者会选择直接撤出资金，是减缓上半年公募基金市场的整体扩张速度的重要原因。

图 31：各大股指变动情况



资料来源：Wind，中信证券研究部 数据截止 2022 年 8 月 24 日

图 32：普通股票型基金年化收益率在不同区间的分布数量（只）



资料来源：Wind，中信证券研究部

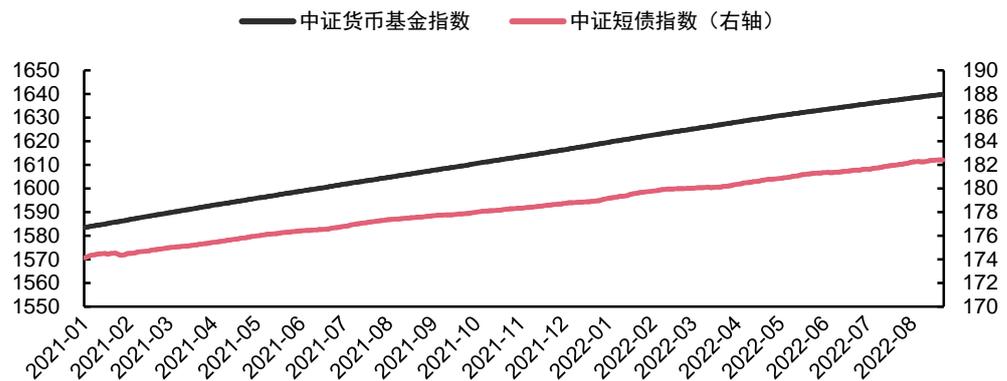
图 33：偏股混合基金年化收益率在不同区间的分布数量（只）



资料来源：Wind，中信证券研究部

在这样的背景下，一方面部分机构投资者或选择暂时赎回净值表现较差的产品，买入货币和短债、中长债基金，以防守姿态静待权益市场回暖，另一方面，大量的个人投资者资金可能从含权比例较高的产品撤出，流向货币基金等产品。除去对总体规模的影响，含权比例较高的产品出现破净现象也会引发基金市场产品结构的变动。一方面，机构投资者在此情况下选择防御策略，将资金从回撤较大的产品赎回，投入相对较为安全的货币基金和短债、中长债基金。另一方面，2019 年到 2021 年，权益市场取得了较大幅度的涨幅，带动相关公募基金产品迅速发展，加上第三方投资理财平台的快速扩张，带动大批投资经验较少的年轻人成为“基民”，但由于投资者教育目前仍未得到完善的发展，这部分“基民”对于净值回撤的忍受能力较差，在市场不佳时，很有可能选择撤出资金，流向风险较低、流动性较好的短债和货币基金。

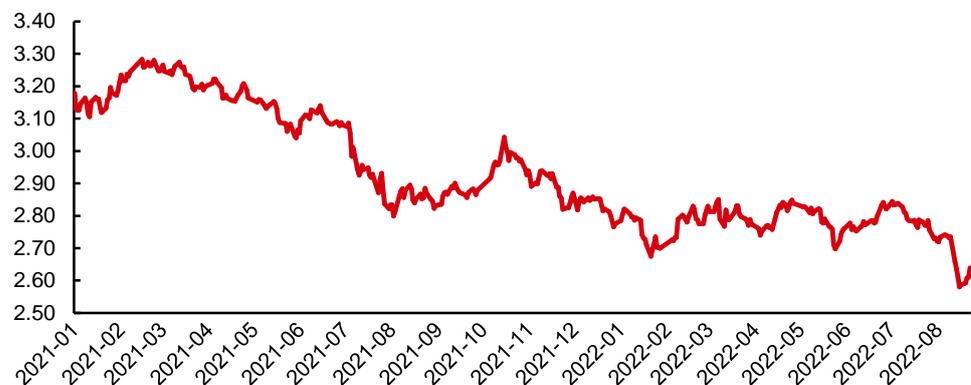
图 34：中债货币基金指数和中证短债指数变化



资料来源：Wind，中信证券研究部 数据截止 2022 年 8 月 24 日

另外，上半年国内外局势较为复杂，宏观利率走势不确定性较大，固收资产投资者在策略上可能选择多看少动，暂时进入类活期的货币和短债基金避险，另一方面，短债、中长债基金也略调整产品的配置结构，降久期和杠杆以应对未知的市场变化。2022 年上半年，俄乌危机爆发、美联储加息缩表进程持续推进等国际因素叠加国内散点频发的疫情，导致我国宏观利率走势偏震荡。在此情况下，固收资产投资者会更倾向暂时进入类活期的货币和短债基金避险。另一方面，宏观利率震荡走势之下，短债和中长期短债基金资产配置上也进行一定调整，降久期和杠杆以应对未知的市场变化。

图 35：中债 10 年期国债收益率变化 (%)



资料来源：Wind，中信证券研究部 数据截止 2022 年 8 月 24 日

稳增长是 2022 年主基调，银行资产端宽信用推进需要持续降低负债端成本，存款利率改革后结存、定期、活期存款利率进一步降低，导致部分资金转向收益更高的货币、短债基金。2022 年一季度央行货币政策执行报告强调“发挥存款利率市场化调整机制重要作用”，通过稳定乃至降低银行负债成本来“推动降低企业综合融资成本”，并披露在 2022 年 4 月，人民银行已指导利率自律机制建立了存款利率市场化调整机制，存款利率定价参考以 10 年期国债收益率为代表的债券市场利率和以 1 年期 LPR 为代表的贷款市场利率。该机制下，银行合理调整存款利率的自主性增强，利率市场化改革更进一步，今年以来各银行存款利率已明显下行。但对于投资者而言，存款利率降低或导致其抽离相关资金，转移到收益更高、同时安全性相对更好的货币和短债基金，也是两者规模增长的一大原因。

公募基金扩张态势不变，产品结构或有一定波动

权益市场底部基本确认，随着稳增长政策逐步发力，预计权益市场终将复苏，公募基金市场规模也将重回快速扩张的态势。虽然7月至今权益市场再次回归震荡，但其市场底部已经基本得到确认，市场情绪最悲观的时候可能已经过去。8月MLF降息10bps后，当月LPR报价随之下调，政策进入新一轮宽信用稳增长阶段。国务院总理李克强8月24日主持召开国务院常务会议，部署稳经济一揽子政策的接续政策措施，加力巩固经济恢复发展基础，随着稳增长政策逐步发力，权益市场的复苏只是时间问题，随着股票型基金、混合型基金的收益率提高，此前退出市场的资金或将逐步回流，拉动基金市场规模加速扩张。

随着未来权益市场的复苏，相较于收益率较低的货币基金，机构和个人投资者或逐步将部分资金投向相关权益类和固收+基金，货币和债券基金规模或将有所收缩，公募基金市场在产品结构上会再次有所调整。上半年在权益市场震荡行情之下，部分机构投资者和个人投资者将资金转入风险低、流动性高的货币基金和短债基金；同理，随着下半年权益市场的逐步复苏，预计届时无论是机构投资者还是个人投资者，仍将会把一部分资金重新投向权益类产品，货币和短债基金增速或将有所放缓，公募基金的产品结构将再次出现调整。

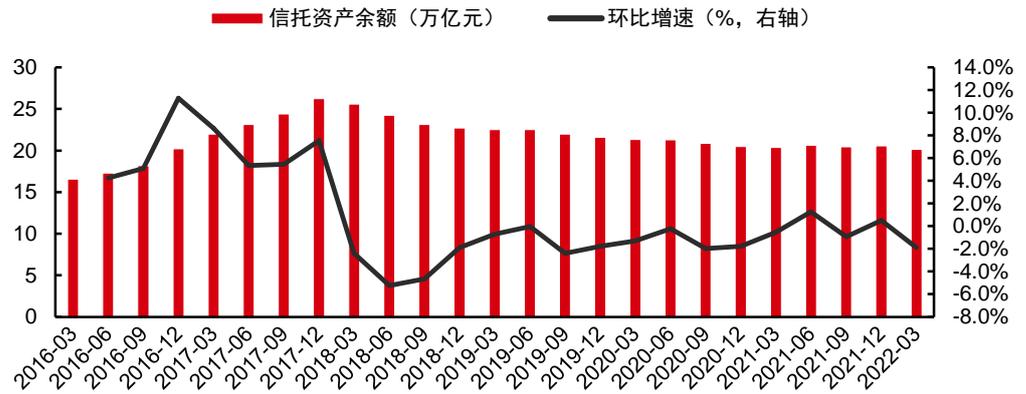
考虑到存款利率或还会进一步下行，货币基金、短债基金仍有扩张空间，但现金理财整改完毕后，仍将是货币基金最大的竞争对手，叠加同业存单基金等竞品的快速扩容，或将在一定程度上限制货币基金规模的增长速度。存款利率市场化调整机制为刺激融资需求的重要抓手，存款利率未来或进一步下行，以降低银行负债端成本来打开LPR下调空间，实现刺激实体经济融资需求的目的。在这样的背景下，部分存款资金或将继续流向货币基金、短债基金，带动两者规模进一步扩张。但一方面，现金理财具有渠道优势，整改结束后仍将是货币基金最大的竞争对手，另一方面，同业存单基金具有费率低廉、流动性和收益相对较高的特征，或也将分流部分低风险偏好的资金，都将在一定程度上限制货币基金规模的增长速度。

■ 信托、券商资管转型再出发，保险资管稳定扩张

信托：规模逐步企稳，差异化优势有待明确

信托具备贷款资质，过去非标融资是其发展的重要支撑，资管新规之下，信托业务存在较大的整改压力，信托规模大幅收缩，但目前已逐步企稳，2022年Q1规模为20.2万亿元，较资管新规发布前压降约5万亿。信托公司是我国金融机构中唯一能够横跨货币市场、资本市场和实业投资领域进行经营的金融机构，具备贷款资质，此前非标融资是其发展的重要支撑。而资管新规开启大资管统一监管时代，明确要求去嵌套、去杠杆、去通道和去刚兑，存量资产整改压力较大，资金来源端也受到极大的限制，规模持续收缩。截至2022年一季度，存量规模已下降至20.2万亿元，较资管新规发布前压降约5万亿。

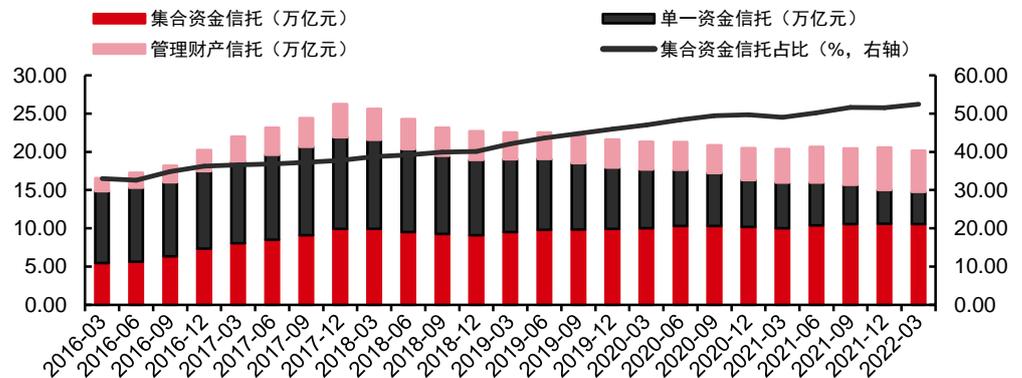
图 36：信托资产余额变化情况（万亿元，%）



资料来源：Wind，中信证券研究部

从资金来源角度看，具备“通道”性质的单一资金信托规模大幅压降，而集合资金信托和管理财产信托规模持续增加，“去通道”效果显著，“非标转标”持续推进。不同资金来源信托产品规模变化上，具备“通道”性质的单一资金信托规模逐年压降，从资管新规发布前的 11.66 万亿元压降至 2022 年一季度的 4.19 万亿元，占比也从 45.54% 下降至 20.77%，集合资金信托和管理财产信托规模持续增加，其中集合资金信托增长幅度更大，成为目前支撑信托总规模出现企稳趋势的主要力量，截至 2022 年一季度规模已达 10.57 万亿元，占比为 52.42%，“去通道”效果显著，“非标转标”持续推进。

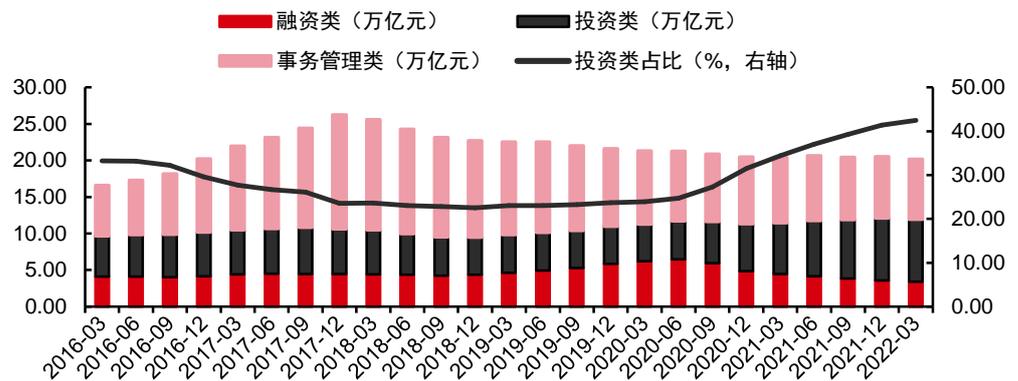
图 37：不同资金来源信托产品规模变化情况（万亿元，%）



资料来源：Wind，中信证券研究部

从功能角度看，事务管理类信托和融资类信托规模下降幅度较大，投资类信托占比已超 40%，主动管理能力持续提升。不同功能信托类产品规模变化上，含有通道信托业务的事务管理类信托规模持续下降，从资管新规发布前的 15.14 万亿元压降至 2022 年一季度的 8.22 万亿元，降幅达到 45.7%。而融资类信托和投资类信托此消彼长，融资类信托规模在 2022 年一季度已压降至 3.38 万亿元，占比为 16.79%，投资类信托规模持续扩张，截至 2022 年一季度已达到 8.56 万亿元，占比为 42.45%，超过事务管理类信托成为信托资产占比最高的资产。信托业务转型持续，主动管理能力持续提升。

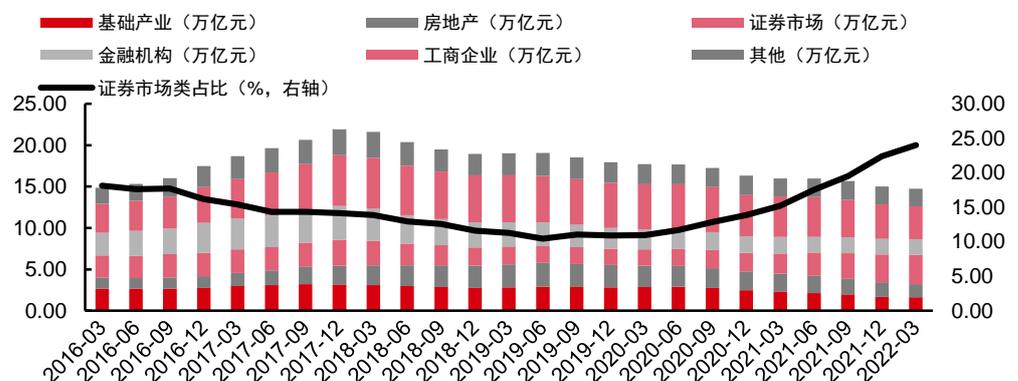
图 38：不同功能信托类产品规模变化情况（万亿元，%）



资料来源：Wind，中信证券研究部

从资金的投向看，房地产与基础产业类项目规模持续压降，证券市场类项目规模持续提高，合计规模占比已达 24%。2020 年监管持续收紧房地产监管，地产融资环境收紧，房地产信托加速压降，基建投资增速放缓之下，基础产业类项目规模也大幅压降。截至 2022 年第一季度，房地产信托类项目规模和基础产业类项目规模分别为 1.57 万亿和 1.65 万亿，占比为 10.64%和 11.15%。而证券市场类项目规模持续扩张，占比已从资管新规发布时的 13.86%上升至 2022 年第一季度的 24%，其中投向股票、基金和债券市场的项目规模占比分别为 4.43%、1.9%和 17.67%，标品信托规模进一步扩张。

图 39：不同资金投向的信托产品规模变化情况（万亿元，%）



资料来源：Wind，中信证券研究部

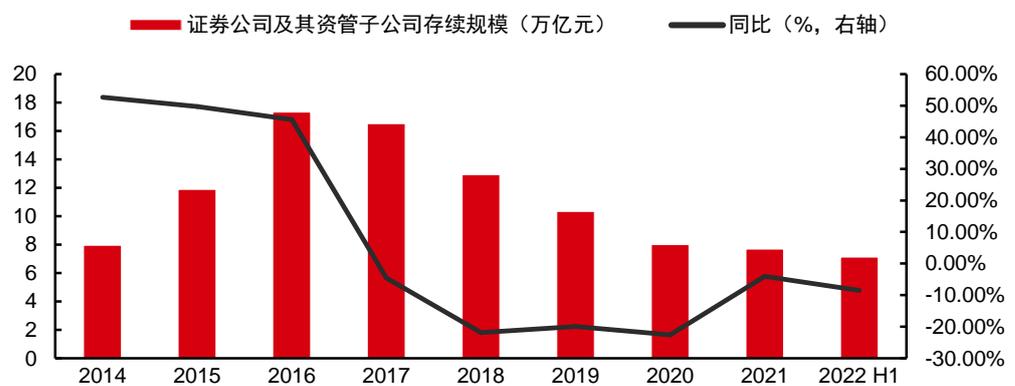
参考国外发展来看，从融资功能转向资产管理和服务是信托发展的主要方向，未来信托行业发展或将围绕推进标品信托发展和回归信托本源持续转型，但目前信托业务转型之下的差异化优势还有待提升。从不同发达国家的信托业务发展轨迹来看，从融资功能转向资产管理和服务是信托发展的主要方向。2021 年，TOF 产品/FOF 产品成为了标品业务中增长的明星产品，虽然各家信托 TOF 产品/FOF 产品线发展路径不同，但趋势上都是为满足投资者的不同需求，完善标品信托的产品格局，未来信托行业需要进一步推动标品信托发展，TOF 产品/FOF 产品或将成为帮助信托行业拓宽投资领域的重要产品之一。另一方面，监管持续推动行业回归信托本源，服务型信托、家族信托、慈善信托等细分业务赛道

或大有可为，有望成为信托行业的特色创新业务。但就目前的发展情况来看，信托转型的新优势还未完全明确，未来信托行业需要走出差异化道路，才有可能驱动行业迎来新一轮发展。

券商资管：主动化转型顺利，公募化或为未来发展方向

新规之下，规范资金池业务使得券商资管规模大幅压降，截至 2022 年 6 月，券商资管存续规模为 7.1 万亿元，同比下降 8.53%，但规模下降的速度已经有所放缓，出现逐步企稳的趋势。此前券商私募资管依靠多层嵌套、通道业务的资金池模式大幅扩张，规模一度在 2016 年超过 17 万亿元。资管新规发布之后，穿透式监管下券商资管规模持续压降。截至 2022 年 6 月，券商资管存续规模已压降至 7.1 万亿元，同比下降 8.53%，较资管新规发布前的 16.14 万亿元下降 55.9%，不过随着资管新规过渡期结束，目前规模下降的速度已经放缓，总体规模已出现逐步企稳的趋势。

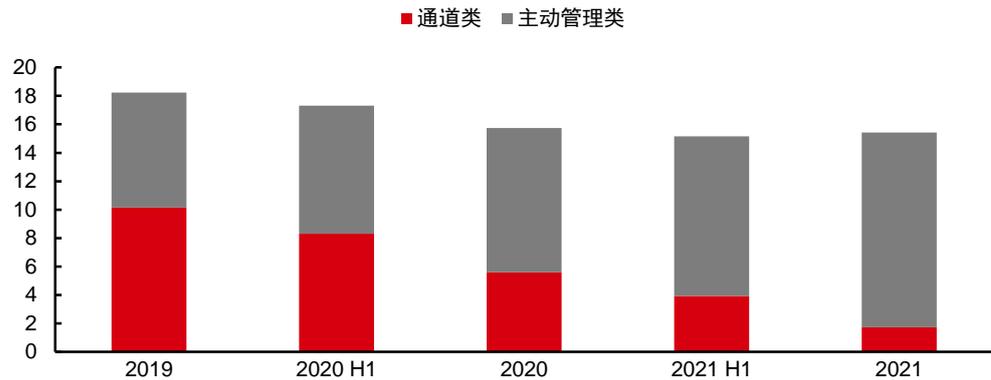
图 40：证券公司及其资管子公司资产管理存续规模变化情况（万亿元，%）



资料来源：中基协，中信证券研究部

截至 2021 年 12 月底，通道类产品规模已压降至为 1.72 万亿元，主动管理类产品规模已达 13.71 万亿元，占比近 90%，去通道进程基本完成，主动化转型较为顺利。资管新规发布以来，券商资管大力压降通道类业务，根据中基协披露的最新数据，截至 2021 年 12 月底，通道类产品规模已压降至为 1.72 万亿元，环比下降 34.21%，较 2019 年的 10.15 万亿元下降 83.05%，去通道进程已经基本完成。同时，2021 年主动管理类产品规模已达 13.71 万亿元，环比增加 0.37%，占总规模比例已达 88.85%，主动管理转型持续深化。

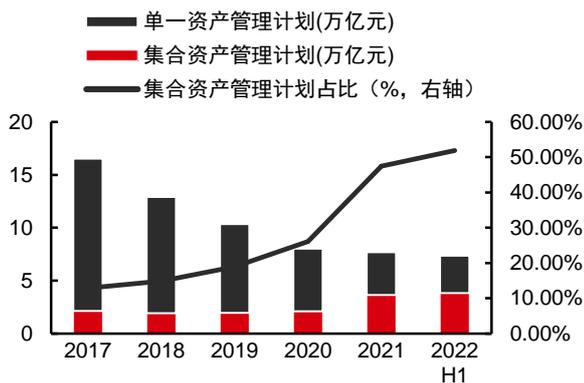
图 41：证券公司及其资管子公司通道类业务压降情况（万亿元）



资料来源：中基协，中信证券研究部

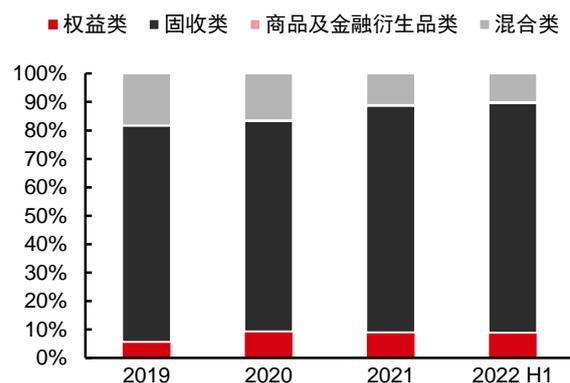
随着券商资管加速主动管理和公募化转型，单一资管计划（以通道类业务为主）存量规模占比已不足 50%，集合资产管理计划成为支撑券商资管规模企稳回升的主要原因，也使得固收类产品占比持续提高。通道类业务压降之下，以通道类业务为主的单一资管计划的规模也持续下降，截至 2022 年 6 月，单一资产管理计划规模已压降至 3.54 万亿元，较年初再下降 12.35%，较 2018 年的 10.99 万亿元已下降 67.81%。同时，随着券商资管加速向主动管理和公募化转型，集合资产管理计划规模高增，截至 2022 年 6 月规模已达到 3.54 万亿元，其占总规模比例已超过单一资管计划的占比，为 51.91%，成为驱动券商资管总规模出现企稳趋势的主要支撑力量。同时随着券商资管大集合类产品规模的持续扩张，公募化改造正式进入实质型阶段，固收类产品的比例也在持续提高，截至 2022 年 6 月达到 80.66%。

图 42：不同资金来源券商资管产品规模（万亿元，%）



资料来源：中基协，中信证券研究部

图 43：不同投向券商资管产品规模（万亿元，%）



资料来源：中基协，中信证券研究部

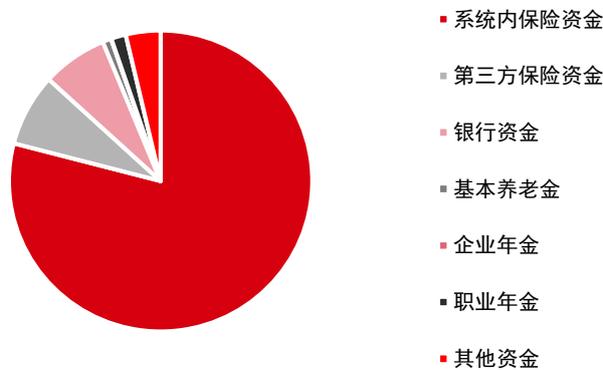
券商资管转型顺利推进，目前已有 14 家券商持有公募基金牌照，而当前券商“一参一控”的限制正在松绑，预计未来会有更多证券公司资产管理业务申请公募基金牌照或设立资管子公司，延续大集合改造后的业务，券商资管有望迎来新一轮发展。截至 2022 年 8 月 29 日，市场上共有大约 22 家资管子公司，14 家券商已持有公募基金牌照，券商通过设立资管子公司申请公募牌照已成为一大趋势，券商资管的转型方向已经较为明确。而在

今年 5 月 20 日，证监会正式发布《公司募集证券投资基金管理人监督管理办法》，从“准入-内控-经营-治理-退出-监管”全链条完善监管制度，明确提出优化公募基金管理人牌照准入制度，壮大公募基金管理人队伍，同时又适度放宽了券商资管子公司等资管机构在公募牌照数量的限制，允许同一集团下证券资管子公司、保险资管公司、银行理财子公司等专业资管机构申请公募牌照，预计未来会有更多证券公司资产管理业务申请公募基金牌照或设立资管子公司，延续大集合改造后的业务，助力券商资管加速转型，迎来新一轮发展。

保险资管：资金端稳定性高，规模持续扩张

保险资管资金主要来源于保险资金，受资管新规影响有限，保险资管规模稳定扩张，根据最新发布的《中国保险资产管理业发展报告（2022）》，截至 2021 年末，参与调研的 32 家公司管理的资产规模达到 19.89 万亿元，同比增速为 11.52%。根据《中国保险资产管理业发展报告（2022）》，截至 2021 年末，管理系统内保险资金 16.14 万亿元、第三方保险资金 1.59 万亿元，保险资金合计 17.73 万亿元，占总资金规模比例达到 83.99%；管理银行资金 1.42 万亿元、养老金（含基本养老金、企业年金、职业年金）1.2 万亿元、其他资金 0.76 万亿元，业外资金合计 3.38 万亿元。可以看到保险资管的主要资金来源为保险资金，而险资的多层嵌套情况不严峻，资金端稳定性也较高，因此受到资管新规的影响有限，保险资管规模保持稳定增长的态势。截至 2021 年末，参与调研的 32 家公司管理的资产规模达到 19.89 万亿元，同比增加 2.05 万亿元，同比增速虽不如 2021 年，但也达到了 11.52%。

图 44：2021 年末保险资产管理公司不同资金来源占比情况



资料来源：中国保险资产管理业协会《中国保险资产管理业发展报告（2022）》，中信证券研究部

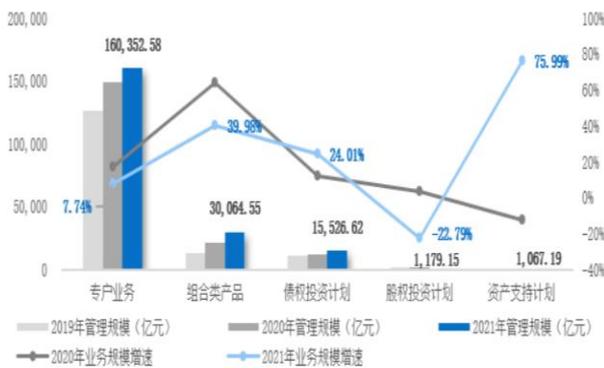
图 45：2016-2020 年保险资管规模变化情况（万亿）



资料来源：中国保险资产管理业协会《中国保险资产管理业发展报告（2022）》，中信证券研究部

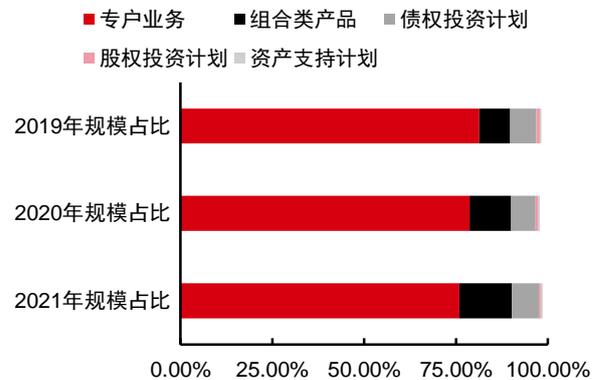
从业务模式上看，专户业务仍为主阵地，“标准化”的组合类产品发展迅速，债权投资计划也延续较快增长态势。虽然专户业务的规模占比呈现逐年下降的趋势，但专户业务在规模上仍呈现逐年高增的态势，2021 年规模达到 16 万亿元，占比达到 75.9%，依然是保险资管业务的主阵地；组合类产品业务 2021 年管理规模 3.01 万亿，同比增长 39.98%，业务发展连续两年维持较快增长，占比已上升至 14.23%，“标准化”的组合类产品有望成为保险资管规模扩张的又一大驱动力；债权投资计划管理规模 1.55 万亿，同比增长 24.01%，增长速度也较快；股权投资计划管理规模 0.12 万亿元、资产支持计划业务管理规模 0.11 万亿，变化基本不大。

图 46：2019-2021 年保险资管各类型业务规模及增速（亿元，%）



资料来源：中国保险资产管理业协会《中国保险资产管理业发展报告（2022）》，中信证券研究部

图 47：2019-2021 年保险资管各类型业务规模占比



资料来源：中国保险资产管理业协会《中国保险资产管理业发展报告（2022）》，中信证券研究部

8 月《保险资产管理公司管理规定》发布，奠定保险资管行业制度基础，引导行业深化市场化、专业化发展，保险资管行业或将迎来进一步扩张。保险资管的业务自成体系，与其他资管机构相比本身就存在一定差异化优势，由于资金来源主要为险资，受到资管新规的影响变化也较小，因此保险资管在过去持续保持扩张态势。2022 年 8 月 5 日，银保监会发布《保险资产管理公司管理规定》，形成了一套独立的、体系相对更完备、特色更加鲜明的机构监管制度框架，一方面促进保险资管行业持续规范发展，加强了保险资管行业

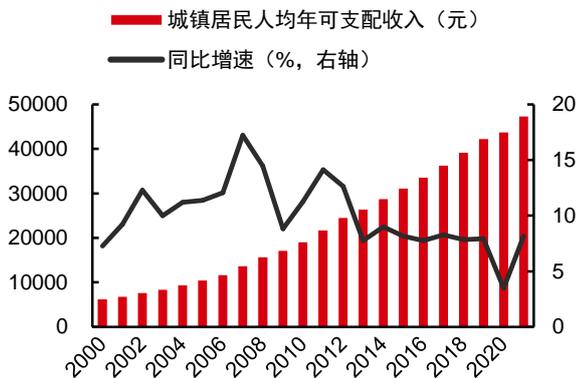
的独立性、市场化和专业化，另一方面鼓励和引导保险资管行业立足长期投资、稳健投资和价值投资，有利于保险资管行业深化相对于其他资管机构的差异化优势，有望在新的“顶层设计”之下实现进一步发展，实现加速扩张。

■ 资管行业未来发展展望

居民金融资产配置需求提高，驱动行业自然扩张

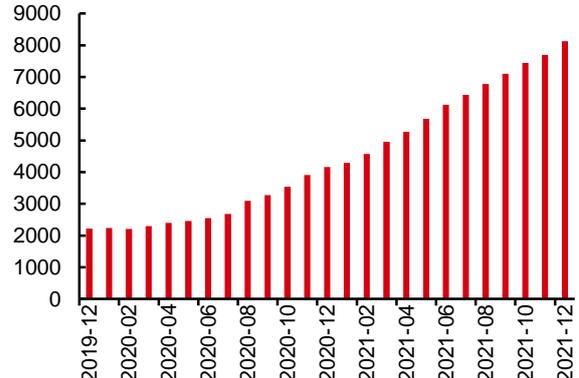
居民财富不断积累，理财意识持续提升，对于金融产品的需求逐步提高，大资管行业的规模或迎来自然扩张。近 20 年来，城镇居民人均可支配收入保持 10.15% 的复合平均增速，截至 2021 年底，城镇居民人均可支配收入已达 47412 元，居民财富累积上升。且理财新规发布以来，投资准入门槛有所降低，理财投资者队伍逐步壮大，理财投资者数量再创新高，2021 年底持有理财产品的投资者数量为 8129.90 万个，相比 2020 年底增长 3967.42 万，同比增长 95.31%，其中，个人投资者新增 3919.13 万人，同比增长 94.48%；机构投资者新增 48.29 万个，同比增长 3 倍。居民财富累积叠加理财意识的提升拉动了投资需求上升，为大资管行业的持续扩张奠定了基础，各类资管产品的规模有望随着市场的壮大而自然扩张。

图 48：城镇居民人均可支配收入及增速（元，%）



资料来源：Wind，中信证券研究部

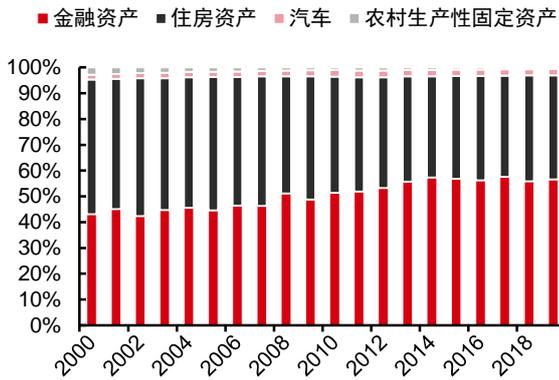
图 49：持有理财产品的投资者数量变化趋势（万个）



资料来源：中国理财网，中信证券研究部

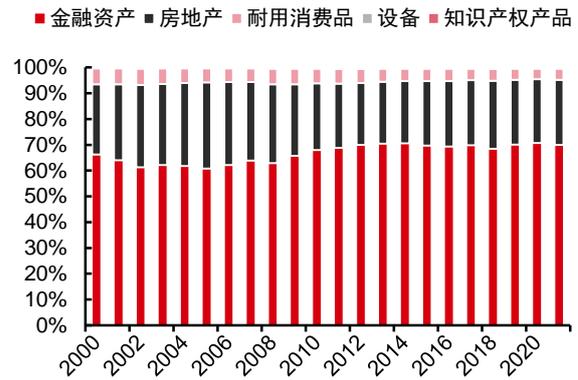
房住不炒常态化可能驱动居民资产配置进一步转移；参考美国居民的资产配置变化来看，金融资产在居民总资产配置中的占比还有一定上升空间。“房住不炒”自 2016 年在中央经济工作会议中首次提出以来，已经连续 4 年成为中央经济工作会议对房地产市场的基本定调。2022 年 7 月 28 日中央政治局会议再次明确“要稳定房地产市场，坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位”。去年下半年以来地产监管收紧，房地产投资完成额和商品销售额增速均明显下行，二手房价格指数出现趋势性下滑，住房资产作为居民投资资产的性价比下降。根据中国社科院数据，截止 2019 年，中国居民资产中占比最大的资产项目为住房资产，达 232.46 万亿元，占居民总资产的 40%，参考美国居民和非营利机构资产配置情况，住房资产占比不足 25%，金融资产比重近七成，未来我国居民资产配置或加速向金融资产倾斜，居民资产在结构上的调整也会为资管行业的发展带来新机会。

图 50: 中国居民总资产配置情况 (%)



资料来源: 中国社科院, 中信证券研究部

图 51: 美国居民及非营利机构总资产配置情况 (%)



资料来源: Wind, 中信证券研究部

个人养老金制度加速落地, 或带来一定发展机会

养老第三支柱相关政策密集落地, 据四川日报报道四川将先行试点个人养老金制度。个人养老金制度的稳步发展料将为资管市场注入长期稳定的资金。2021 年我国正式进入深度老龄化社会, 而我国养老三支柱结构失衡, 截至 2021 年, 第一、二支柱占比达到 99% 以上, 第三支柱亟待补位。2022 年 4 月, 国务院发布《关于推动个人养老金发展的意见》, 实行个人账户制度, 并在参加范围、制度模式、缴费水平等方面做了详细规定。此后配套政策密集发布, 四川日报报道称已经确定四川将作为试点区域, 个人养老金制度加速落地趋势越发明显。参考美国经验, 预计个人养老金制度的稳步发展将会为我国资本市场注入更多中长期稳健的增量资金, 使各类养老金融产品发展步入新的阶段。

表 2: 有关个人养老金的政策梳理

时间	机构	政策	内容
2022 年 4 月	国务院	《关于推动个人养老金发展的意见》	以个人账户制和税收优惠为抓手, 推出个人养老金制度
2022 年 4 月	证监会	《关于加快推进公募基金行业高质量发展的意见》	提出做好个人养老金投资公募基金政策落地工作, 鼓励行业机构开发各类具有锁定期、服务投资者生命周期的基金产品, 加大中低波动型产品开发创设力度, 开发适配个人养老金长期投资的基金产品。
2022 年 6 月	证监会	《个人养老金投资公募基金业务管理暂行规定(征求意见稿)》	最近 4 个季度末规模不低于 5000 万元的养老目标基金率先纳入投资范围
2022 年 6 月	中证登	《个人养老金投资公募基金信息服务平台运作管理暂行办法(征求意见稿)》	提出了推动发展适合中国国情、政府政策支持、个人自愿参加、市场化运营的个人养老金的总体要求, 并明确了人力资源社会保障部组织建设的信息平台应与相关金融行业平台对接等具体工作安排。

资料来源: 证监会、中证登官网, 中国政府网, 中信证券研究部

截至 2022 年 8 月 25 日，养老理财产品存续数量达到 32 只，规模已经超过 634 亿，随着个人养老金加速落地，养老理财将步入高速发展期。2021 年 9 月，银保监会发布《关于开展养老理财产品试点的通知》，选择“四地四家机构”进行试点，试点效果超出预期，产品供不应求。2022 年 2 月 25 日，银保监会制定并发布《关于扩大养老理财产品试点范围的通知》（以下简称《通知》），养老理财产品试点范围由“四地四机构”扩展为“十地十一机构”（包括贝莱德建信），截至 2022 年 8 月 25 日，前期获批的四家理财子和贝莱德建信共发行养老理财 32 只，规模已经达到 634 亿。随着后续 6 家理财子推出养老理财产品，个人养老金加速落地，其规模有可能迎来进一步扩容。

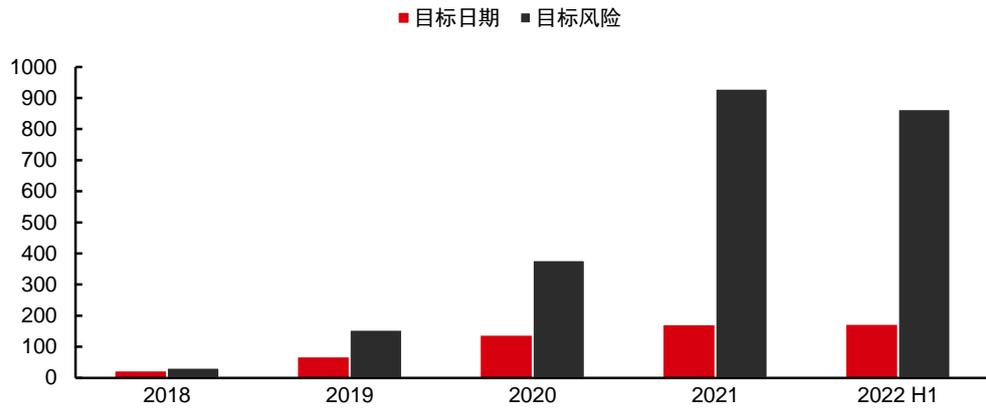
表 3：成立满 3 个月的养老理财产品梳理

理财公司	产品名称	成立日期	风险等级	最新存续规模（亿元）	成立以来年化收益率（%）
光大理财	颐享阳光橙 2026 第 1 期	2021/12/15	R2	11.26	5.77%
	颐享阳光橙 2027 第 1 期	2022/1/6	R2	8.32	6.62%
	颐享阳光橙 2028	2022/2/9	R2	7.37	7.72%
	颐享阳光橙 2027 第 2 期	2022/3/22	R2	36.57	4.83%
	颐享阳光橙 2027 第 3 期	2022/4/12	R2	8.57	7.17%
建信理财	安享 2021 年第 1 期	2021/12/16	R2	51.45	5.43%
	安享按月定开式(最低持有 5 年)	2022/1/14	R2	5.93	4.09%
	安享 2022 年第 1 期	2022/2/8	R2	18.30	4.37%
	安享 2022 年第 2 期	2022/3/15	R2	7.25	6.13%
	安享 2022 年第 7 期	2022/4/7	R2	52.88	6.51%
	安享 2022 年第 6 期	2022/4/12	R2	21.31	6.80%
工银理财	颐享安泰(21GS5688)	2021/12/23	R3	31.78	4.04%
	颐享安泰(22GS5188)	2022/3/23	R2	19.91	4.12%
	颐享安泰(22GS5699)	2022/4/8	R2	18.13	2.96%
招银理财	招睿颐养睿远 1 号	2021/12/16	R2	81.09	2.93%
	招睿颐养睿远 3 号	2022/3/22	R2	98.11	4.29%
贝莱德建信理财	贝安心 2032 养老理财产品 1 期 (10 年封闭期)	2022/5/10	R2	1.60	6.17%

资料来源：普益标准，中信证券研究部

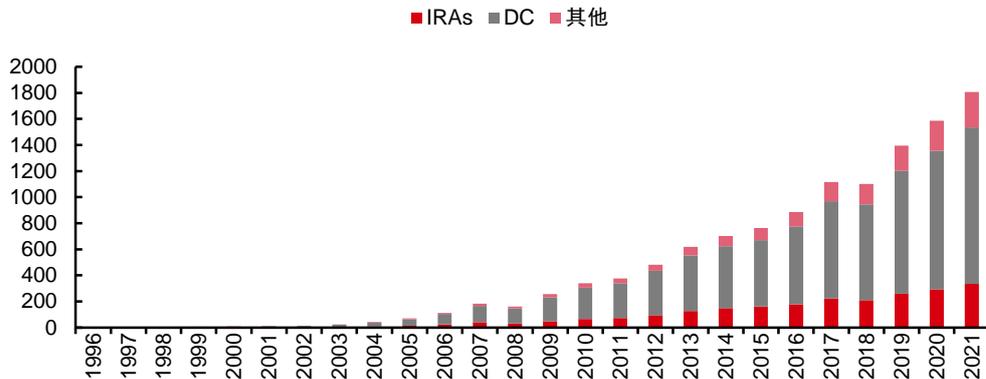
截至 2022H1，我国养老目标基金规模资产净值超过 1036 亿元，其中共有 93 只养老目标基金符合监管要求，或将于近期被纳入个人养老金投资白名单；参考美国养老目标日期基金中 IRAs 和 DC 计划资产占比达到 85%，我国个人养老金入市后将推动目标基金跨越式发展。2018 年 3 月，证监会推出了《养老目标证券投资基金指引（试行）》，养老目标基金正式成立，分为目标日期基金和目标风险基金。截止 2022 年 6 月，我国养老目标基金规模资产净值超过 1036.6 亿元，其中目标风险基金规模为 864.2 亿，目标日期基金由于生命周期投资曲线在国内受众较窄，规模仅为 172.4 亿。其中，2022 年 6 月 24 日，证监会研究起草的《个人养老金投资公开募集证券投资基金业务管理暂行规定（征求意见稿）》中，要求最近 4 个季度末规模不低于 5000 万元的养老目标基金可以纳入投资范围。我们梳理了 2021 年三季度到 2022 年二季度的数据，发现共有 93 只养老目标基金符合监管要求，未来长钱不断入市后，养老目标基金或进一步扩容。

图 52: 养老目标基金规模变化 (亿元)



资料来源: Wind, 中信证券研究部

图 53: 美国目标日期基金资金来源中 IRAs 和 DC 计划占 85% (十亿美元)



资料来源: Wind, ICI, 中信证券研究部

国内宏观

总量数据

7 月企业利润改善阶段性放缓。1-7 月全国规模以上工业企业实现利润总额 48929.5 亿元, 同比下降 1.1%, 利润增速较上月回落 2.2pcts, 其中制造业利润下降 12.6%, 降幅较上半年扩大 2.2pcts。1-7 月规模以上工业企业中, 国有企业利润同比增长 8.0%, 股份制企业利润同比增长 3.2%, 但私营企业利润同比下降 7.1%, 外商及港澳台商投资企业利润大幅下降 14.5%。7 月装备制造业利润同比增长 6.8%, 连续三个月回升, 增速较 6 月份加快 2.7 个百分点。1-7 月钢铁行业利润同比下降 80.8%, 降幅环比扩大 12.1bps。1-7 月份, 电力、热力、燃气及水生产和供应业利润降幅环比收窄 5.6bps 至-12.5%。

工业品价格高位回落叠加疫情影响下市场需求不足, 7 月工业企业利润增速小幅回落。不同类型和规模的企业利润进一步分化, 国企与民企、大型企业与小微企业的差距较上月继续加大, 局部疫情反复冲击的非对称性仍未缓解。随着产业链供应链持续恢复, 重点地

区企业复工复产加快，同时减免车辆购置税政策提振消费需求，装备制造业效益状况显著好转。受房地产市场下行影响，建筑行业景气度疲软导致其上游的钢铁、水泥行业需求和利润继续承压。南方地区持续高温天气，用电需求增加，迎峰度夏能源保供发力，带动相关行业利润明显改善。

高频数据

房地产市场方面，截至 8 月 26 日，30 大中城市商品房成交面积累计同比下降 32.63%，其中一线城市累计同比下降 28.78%，二线城市累计同比下降 29.21%，三线城市累计同比下降 43.50%。上周整体成交面积较前一周上升 4.57%，一、二、三线城市周环比分别为 10.49%、9.33%、-10.42%。重点城市方面，北京、上海、深圳商品房成交面积累计同比涨跌幅分别为-25.26%、-28.02%、-23.83%，周环比涨跌幅分别为-8.63%、11.03%、-38.90%。8 月 24 日，国务院总理李克强主持召开国务院常务会议，部署稳经济一揽子政策的接续政策措施，加力巩固经济恢复发展基础。会议提出允许地方“一城一策”灵活运用信贷等政策，合理支持刚性和改善性住房需求。

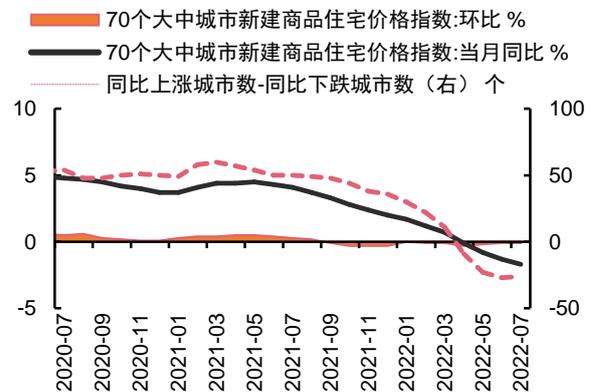
航运指数方面，截至 8 月 26 日，BDI 指数下降 15.40%，收 1082 点。CDFI 指数下降 2.46%。本周波罗的海干散货运价指数跌至 2020 年 6 月以来的最低水平，各类型船舶运价指数均下滑。其中，通常用于运输煤炭或谷物的巴拿马型货轮的运价指数下跌 19.00% 至 1372 点，为八个月来最差周度表现；海岬型船运价指数下跌 46.00% 至 411 点，为 2020 年 6 月初以来最低。

图 54：房地产成交量同比增速



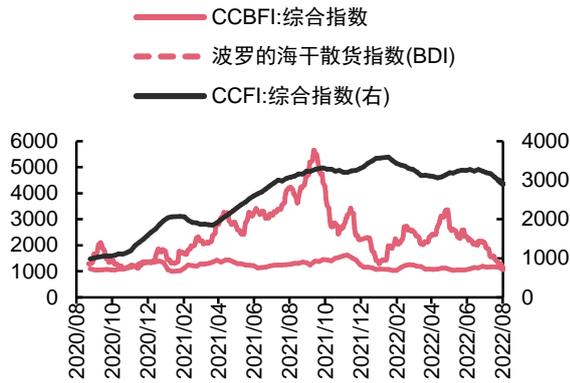
资料来源：Wind，中信证券研究部

图 55：住宅价格环比增速



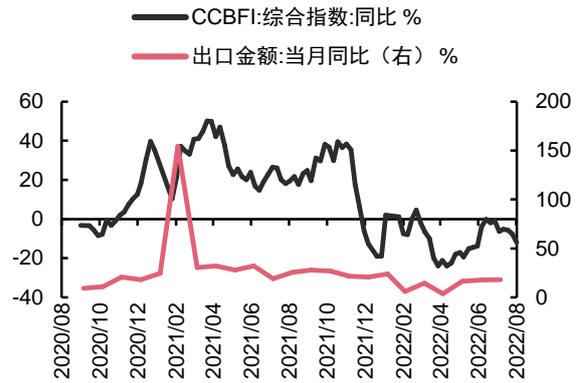
资料来源：Wind，中信证券研究部

图 56: 主要航运指数



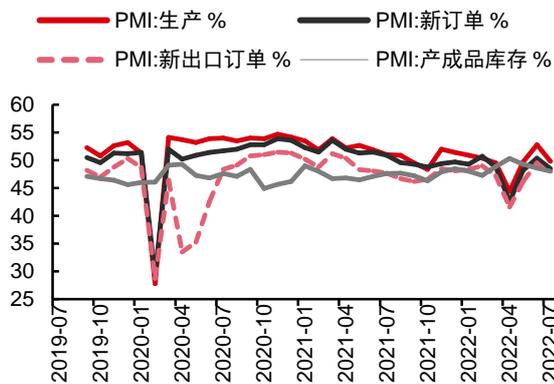
资料来源: Wind, 中信证券研究部

图 57: CCBFI 同比与出口同比



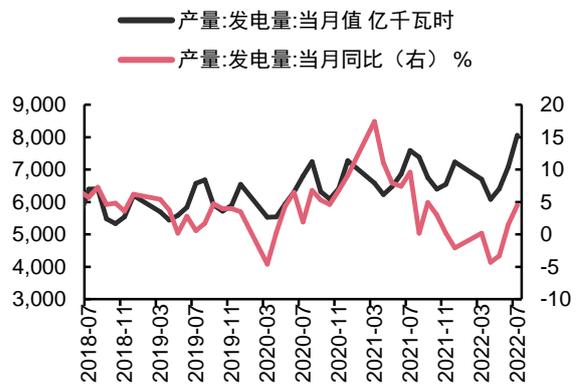
资料来源: Wind, 中信证券研究部

图 58: PMI



资料来源: Wind, 中信证券研究部

图 59: 发电量及同比增速



资料来源: Wind, 中信证券研究部

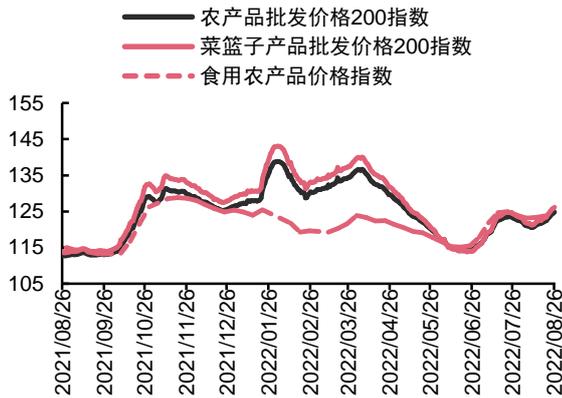
通货膨胀：猪肉价格小幅上升，鸡蛋价格大幅上涨，工业品价格全面上行

截至 8 月 26 日，农业农村部 28 种重点监测蔬菜平均批发价较前周上涨 3.77%。从主要农产品来看，生意社公布的外三元猪肉价格为 21.95 元/千克，较前周上涨 2.57%；鸡蛋价格为 10.64 元/千克，较上周上涨 7.69%。本周猪肉价格小幅上升。随着气温逐渐下降，国庆中秋双节临近，部分地区即将开学，8 月下旬终端肉类市场需求整体小幅回升，同时屠宰场为保障市场供应持续提价补库，带动国内生猪市场价格整体稳中偏强运行。生猪市场供需博弈仍在，预计短期内猪肉价格继续上行空间有限，或仍将呈震荡走势。本周鸡蛋价格大幅上涨。由于多地有序限电，饲料厂出货速度减缓，饲料价格不断抬升，预计鸡蛋未来供应量有所收紧，临近中秋、国庆佳节，下游采购商备货较为积极，食品加工厂开工率明显提升，供需端皆有利好支撑鸡蛋价格上扬。预计鸡蛋价格或将以小幅上涨走势为主。

截至 8 月 26 日，南华工业品指数较前一周上升 5.41%。能源价格方面，WTI 原油期货价报收 93.06 美元/桶，较前周上升 2.52%。钢铁产业链方面，Myspic 综合钢价指数为 153.59，较前周上升 1.15%。经销商螺纹钢价格为 4153.33 元/吨，较前周上升 0.46%，

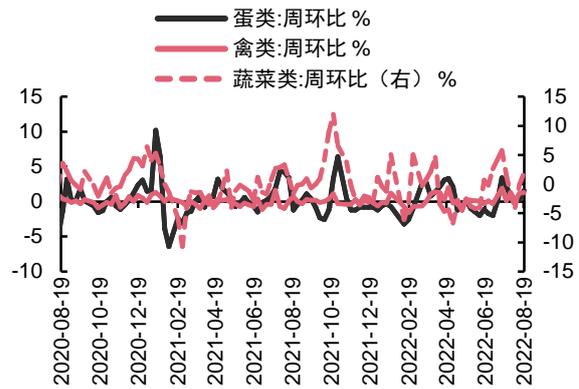
上游澳洲铁矿石价格为 777.44 元/吨，较前周上升 3.72%。建材价格方面，水泥价格为 390.00 元/吨，较前周上升 1.04%。本周铁矿石价格由降转升。受前期减产检修影响，钢厂利润逐渐修复，复工生产释放部分铁矿需求，但预计钢厂利润修复后复产短期内不会结束，铁矿需求有所释放但难有大幅度释放。铁矿市场基本面可能转为供需缩紧趋势，矿价上行支撑不足，也难有大幅下跌，预计矿价窄幅震荡运行。

图 60：三大高频物价指数



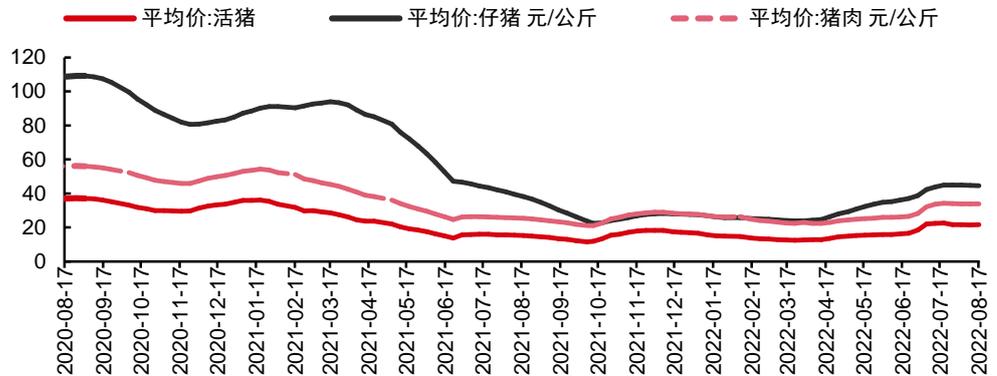
资料来源：Wind，中信证券研究部

图 61：商务部农产品价格



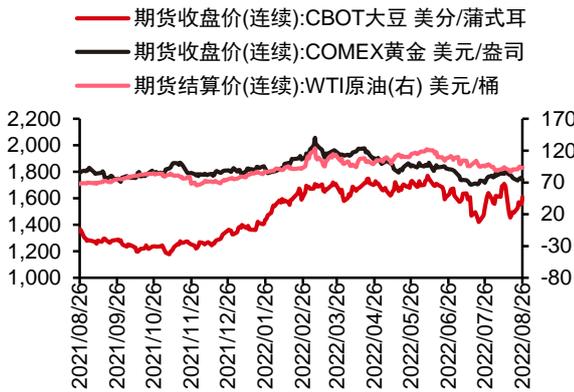
资料来源：Wind，中信证券研究部

图 62：猪肉价格



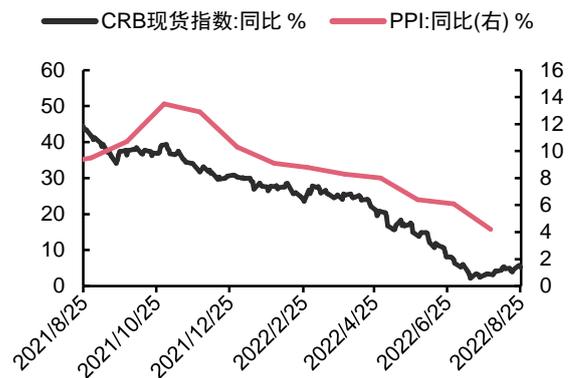
资料来源：Wind，中信证券研究部

图 63: 大宗商品价格



资料来源: Wind, 中信证券研究部

图 64: CRB 指数同比领先 PPI 同比



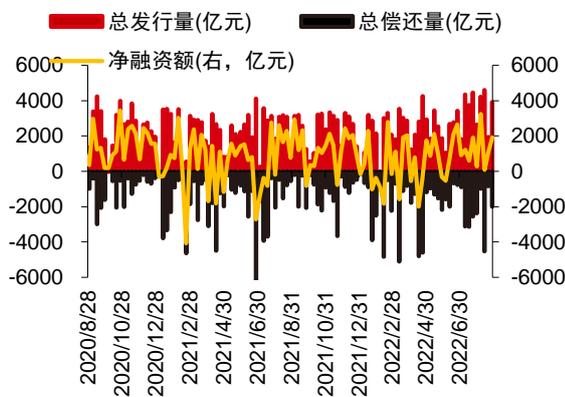
资料来源: Wind, 中信证券研究部

■ 债市数据盘点：利率债收益率全面上行

一级市场：本周计划发行 6 只利率债

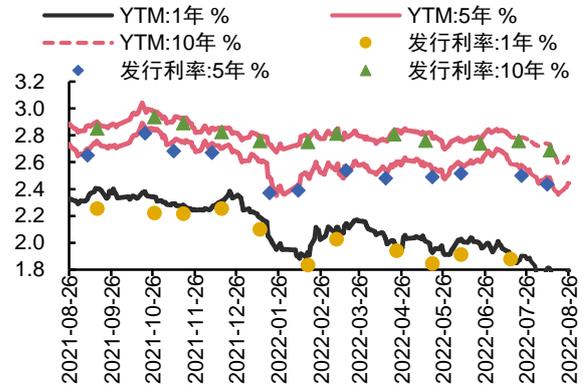
上周（8月22日-8月26日）一级市场共发行 24 只利率债。本周（8月29日-9月2日）计划发行 6 只利率债，计划发行总额 1240.00 亿元。

图 65: 利率债发行到期



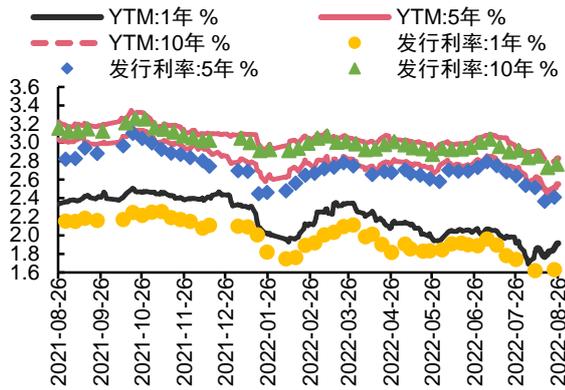
资料来源: Wind, 中信证券研究部

图 66: 国债中标利率与二级市场水平



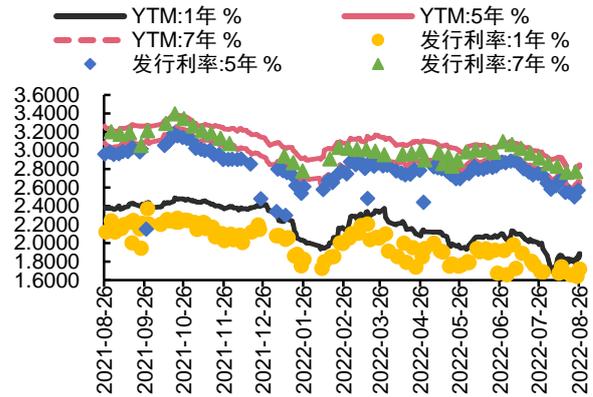
资料来源: Wind, 中信证券研究部

图 67：国开债中标利率与二级市场水平



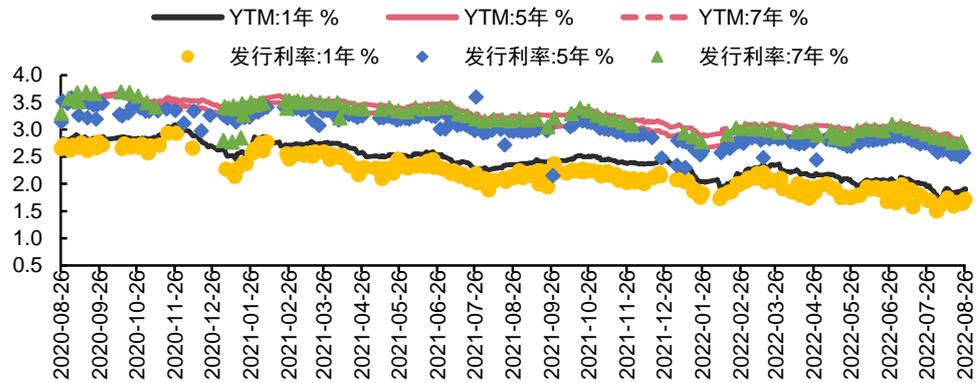
资料来源：Wind，中信证券研究部

图 68：进出口债中标利率与二级市场水平



资料来源：Wind，中信证券研究部

图 69：农发债中标利率与二级市场水平



资料来源：Wind，中信证券研究部

表 4：本周计划发行利率债产品

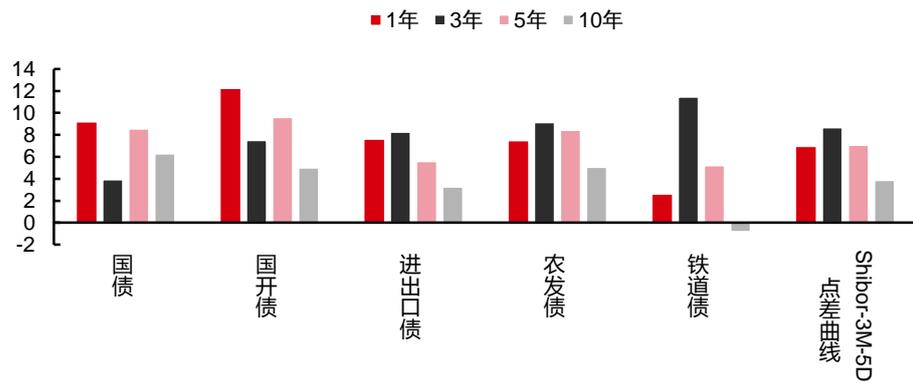
交易代码	债券简称	发行起始日	发行规模(亿)	发行期限(年)	Wind 债券类型(二级)
210409Z9.IB	21 农发 09(增 9)	2022-08-29	30.0000	3.0000	政策银行债
220407Z.IB	22 农发 07(增发)	2022-08-29	70.0000	5.0000	政策银行债
092218003Z10.IB	22 农发清发 03(增发 10)	2022-08-30	50.0000	2.0000	政策银行债
092218004Z03.IB	22 农发清发 04(增发 3)	2022-08-30	40.0000	7.0000	政策银行债
220019.IB	22 付息国债 19	2022-08-31	750.0000	10.0000	国债
220008X5.IB	22 付息国债 08(续 5)	2022-09-02	300.0000	30.0000	国债
合计			1240.00		

资料来源：Wind，中信证券研究部

二级市场：利率债收益率全面上行

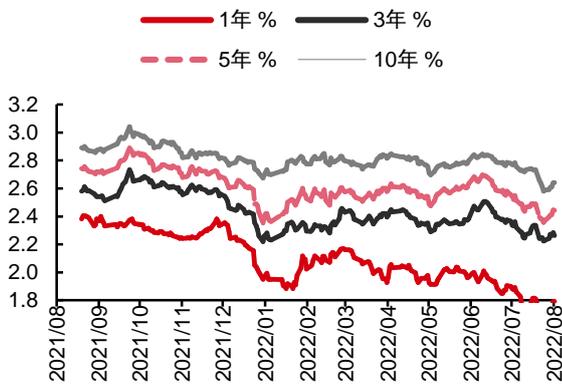
上周利率债收益率全面上行。截至 8 月 26 日，国债方面，1 年期、3 年期、5 年期、10 年期分别变动 9.18bps、3.94bps、8.55bps、6.30bps。国开债方面，1 年期、3 年期、5 年期、10 年期分别变动 12.22bps、7.50bps、9.62bps、5.02bps。

图 70：主要利率债产品上周变动



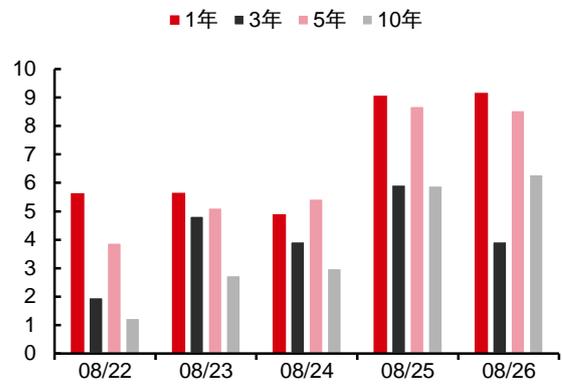
资料来源：Wind，中信证券研究部

图 71：银行间国债收益率走势



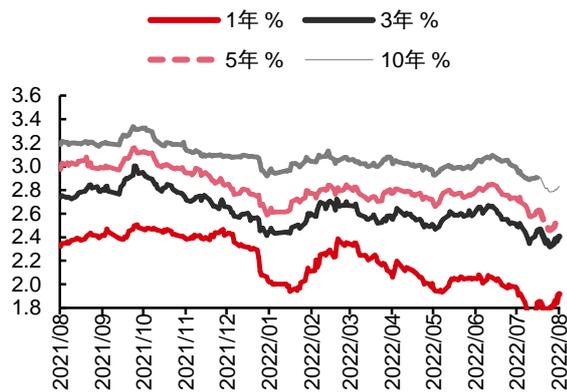
资料来源：Wind，中信证券研究部

图 72：银行间国债每日变动（相较上周）



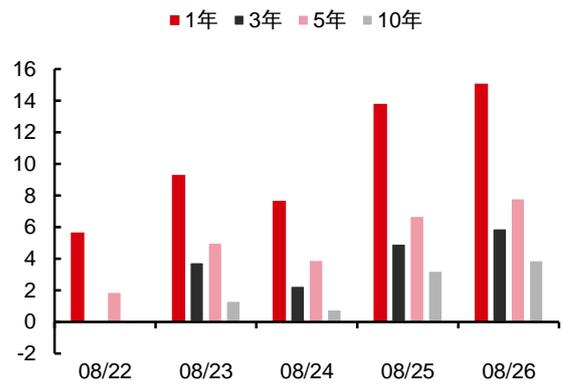
资料来源：Wind，中信证券研究部

图 73：银行间国开行金融债收益率走势



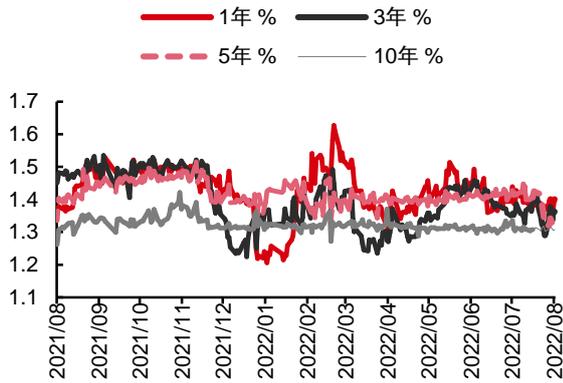
资料来源：Wind，中信证券研究部

图 74：银行间国开债每日变动（相较上周）



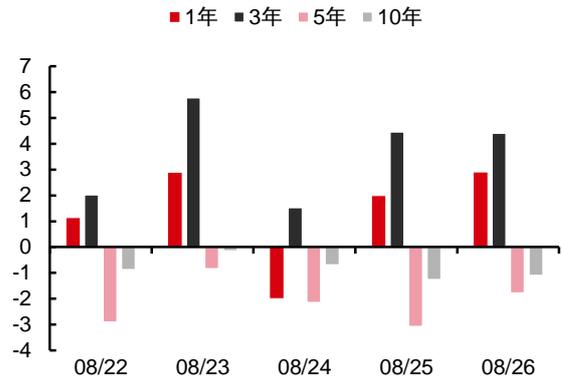
资料来源：Wind，中信证券研究部

图 75: 银行间国开行定存浮息债扯平利率走势



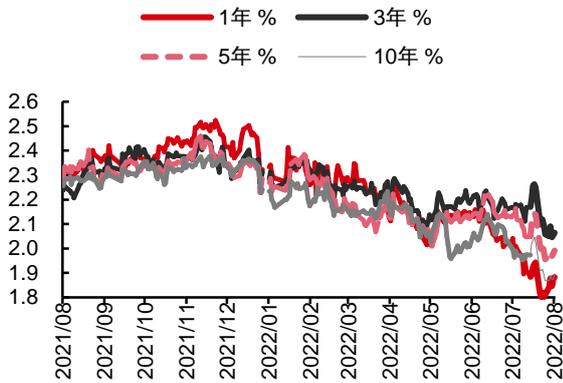
资料来源: Wind, 中信证券研究部

图 76: 国开定存浮息债每日变动(相较于上周)



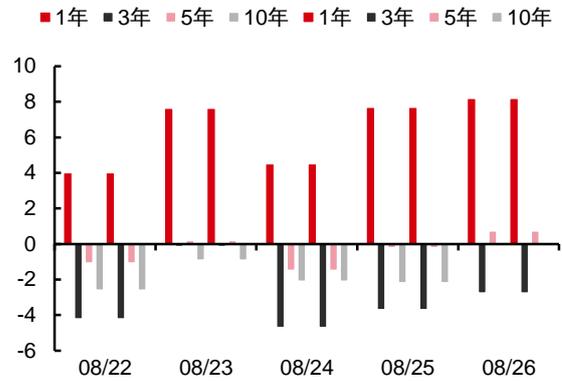
资料来源: Wind, 中信证券研究部

图 77: 银行间国开行 SHIBOR 浮息债扯平利率



资料来源: Wind, 中信证券研究部

图 78: 国开 SHIBOR 浮息债每日变动(相较于上周)



资料来源: Wind, 中信证券研究部

重大事件回顾

8月22日，央行召开部分金融机构货币信贷形势分析座谈会强调，主要金融机构特别是国有大型银行，要保持贷款总量增长的稳定性，增加对实体经济贷款投放，保障房地产合理融资需求，依法合规加大对平台经济重点领域的金融支持。政策性开发性银行要加大对网络型基础设施、产业升级基础设施、城市基础设施、农业农村基础设施、国家安全基础设施等重点领域相关项目的支持力度。（资料来源：中国人民银行官网）

8月23日，生态环境部积极推进重大工程项目谋划和储备，目前已建成中央生态环境资金项目储备库，截至今年7月底，项目储备库共储备项目10000多个，总投资需求6500多亿元。（资料来源：中华人民共和国生态环境部官网）

8月24日，国务院常务会议部署稳经济一揽子政策的19项接续政策措施，加力巩固经济恢复发展基础。其中包括：增加3000亿元以上政策性开发性金融工具额度，依法用好5000多亿元专项债结存限额；持续释放贷款市场报价利率改革和传导效应，降低融资成本；核准开工一批基础设施等项目；出台措施支持民营企业、平台经济发展；允许地方“一城一策”运用信贷等政策，合理支持刚性和改善性住房需求；支持中央发电企业等发行2000亿元债券，再发放100亿元农资补贴。（资料来源：中国政府网）

8月25日，银保监会发布《理财公司内部控制管理办法》，要求理财公司对各项业务活动和管理活动制定全面、系统、规范的内控制度体系，并至少每年进行一次全面评估。《办法》提出，理财公司董监高不得由股东实控人等关联方人员兼任，设立首席合规官并向董事会负责。合理划分投资决策权限，建立投资决策授权持续评价和反馈机制。（资料来源：中国银行保险监督管理委员会官网）

8月26日，中国证监会、财政部与美国监管机构签署审计监管合作协议，将于近期启动相关合作。合作协议确立对等原则，协议条款对双方具有同等约束力。合作协议范围包括协助对方开展对相关事务所的检查和调查，中方提供协助的范围也涉及部分为中概股提供审计服务、且审计底稿存放在内地的香港事务所。双方将提前就检查和调查活动计划进行沟通协调，美方须通过中方监管部门获取审计底稿等文件，在中方参与和协助下对会计师事务所相关人员开展访谈和问询。证监会有关负责人指出，审计监管的直接对象是会计师事务所，而非其审计的上市公司。保留中概股在美上市，对投资者有利，对上市公司有利，对中美双方都有利；如果后续合作可以满足各自监管需求，则有望解决中概股审计监管问题，从而避免自美被动退市。（资料来源：中华人民共和国财政部官网）

■ 国际宏观：7月美国核心 PCE 同比上涨 4.56%

美国方面：

8月23日，美国公布7月新房销售今值为4.2万套，前值为5.0万套。（数据来源：美国商务部）

8月24日，美国公布8月19日当周EIA商业原油增量为-328.2万桶，前值为-705.6万桶；8月19日商业原油库存量为4.21672亿桶，前值为4.24954亿桶（数据来源：美国能源信息署、EIA官网）

8月25日，美国公布8月20日当周初次申请失业金人数为24.3万人，前值为24.5万人；第二季度预估GDP环比折年率下降0.60%，前值下降1.60%。（数据来源：美国劳工部、美国经济分析局）

8月26日，美国公布7月核心PCE同比上涨4.56%，前值上涨4.81%；7月季调后人均可支配收入为55,966美元，前值为55,872美元。（数据来源：美国经济分析局）

欧洲方面：

8月23日，欧盟公布8月欧元区制造业PMI初值为49.70，预期为49.00，前值为49.80。（数据来源：Markit）

8月23日，英国公布8月制造业PMI初值为46.00，预期为51.00，前值为52.10。（数据来源：Markit）

■ 流动性监测：银质押利率全面上行，SHIBOR利率大体上行

公开市场操作：流动性净投放 400 亿元

上周（8月22日-8月26日）有500亿元逆回购投放，100亿元逆回购到期，流动性净投放400亿元。本周（8月29日-9月2日）有100亿元逆回购资金自然到期。

表5：上周公开市场操作情况（亿元）

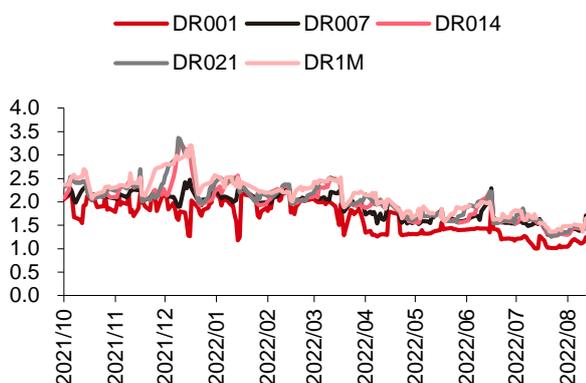
	2022-8-22		2022-8-23		2022-8-24		2022-8-25		2022-8-26	
	投放	回笼								
7天逆回购	20	-20	20	-20	20	-20	20	-20	20	-20
14天逆回购										
28天逆回购										
6个月MLF										
1年期MLF										
1年期TMLF										
降准										

	2022-8-22	2022-8-23	2022-8-24	2022-8-25	2022-8-26
国库现金定存			400		
投放总计	500				
到期总计	100				
净投放	400				

资料来源: Wind, 中信证券研究部

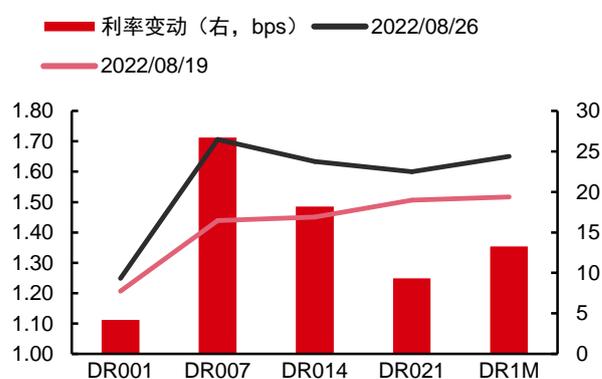
货币市场：银质押利率全面上行，SHIBOR 利率大体上行。 DR001 加权平均利率为 1.25%，较上周变动 4.27bps；DR007 加权平均利率为 1.71%，较上周变动 26.76bps；DR014 加权平均利率为 1.63%，较上周变动 18.28bps；DR021 加权平均利率为 1.60%，较上周变动 9.37bps；DR1M 加权平均利率为 1.65%，较上周变动 13.33bps。截至 8 月 26 日，SHIBOR 方面，隔夜、7 天、1 个月、3 个月对比上周分别变动 4.7bps、23.6bps、0.3bps、-0.3bps 至 1.26%、1.75%、1.50%、1.59%。

图 79：银行间回购加权利率



资料来源: Wind, 中信证券研究部

图 80：银行间回购加权利率周变动



资料来源: Wind, 中信证券研究部

■ 国际金融市场：美股欧股全线下跌

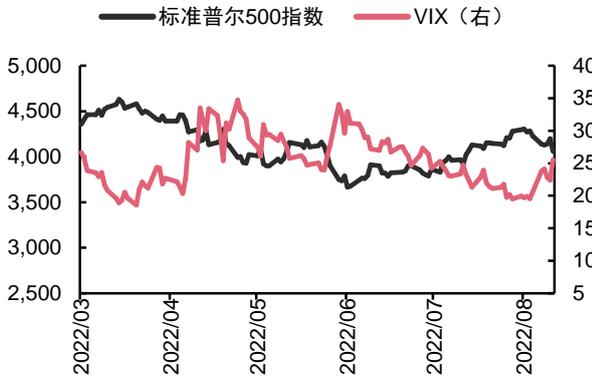
美国市场：美股全线下跌

8 月 22 日-8 月 26 日：美国三大股指全线下跌，道指跌 4.22%，标普 500 指数跌 4.04%，纳指跌 4.44%。

周一，美国前财长萨默斯呼吁美联储发出明确的信息，即它需要实施推高美国失业率的“限制性”货币政策以平息通胀，当天美国三大股指全线收跌，道指跌 1.91%，标普 500 指数跌 2.14%，纳指跌 2.55%。周二，美国 8 月综合 PMI 初值录得 45，连续第二个月萎缩，为 2020 年 5 月以来最低，当天美国三大股指多数收跌，道指跌 0.47%，标普 500 指数跌 0.22%，纳指持平。周三，美联储卡什卡利表示，目前美国的通货膨胀率非常高，必须采取行动控制通胀，当天美国三大股指全线收涨，道指涨 0.18%，标普 500 指数涨 0.29%，纳指涨 0.41%。周四，美国上周初请失业金人数减少 2000 人至 24.3 万人，为连续第二周下降，表明劳动力需求依然强劲，当天美国三大股指全线收涨，道指涨 0.98%，标普 500 指数涨 1.41%，纳指涨 1.67%。周五，鲍威尔在杰克逊霍尔全球央行年会上发表鹰派讲话，

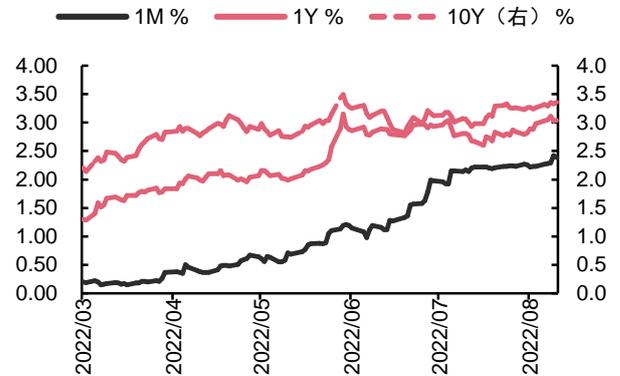
表示美联储将继续采取措施“强力”措施抗击通胀，当天美国三大股指全线收跌，道指跌 3.03%，标普 500 指数跌 3.37%，纳指跌 3.94%。

图 81: 标普 500 和标普 500 波动率(VIX)



资料来源: Wind, 中信证券研究部

图 82: 美国国债收益率



资料来源: Wind, 中信证券研究部

欧洲市场：欧股全线下跌

8月22日-8月26日：欧洲三大股指全线下跌，德国 DAX 指数跌 4.23%，法国 CAC40 指数跌 3.41%，英国富时 100 指数跌 1.63%。

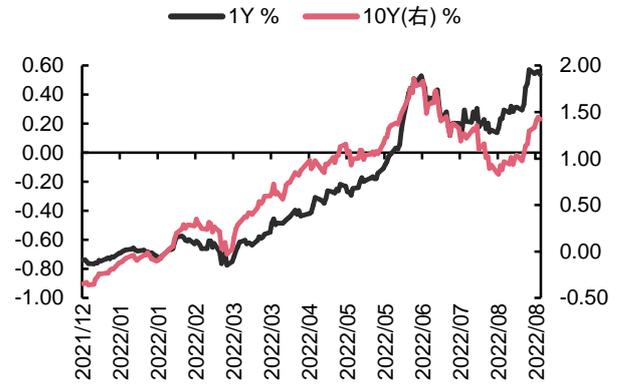
周一，德国央行表示，德国经济陷入衰退的可能性增大，今秋通胀或达到 10% 以上的峰值，当天欧股三大股指全线收跌，德国 DAX 指数跌 2.32%，法国 CAC40 指数跌 1.80%，英国富时 100 指数跌 0.22%。周二，欧元区 8 月消费者信心指数从 7 月份的 -27 升至 -24.9，但仍接近纪录低位，当天欧股三大股指全线收跌，德国 DAX 指数跌 0.27%，法国 CAC40 指数跌 0.26%，英国富时 100 指数跌 0.61%。周三，英国统计局数据显示，6 月份英国没有从俄罗斯进口燃料，为有记录以来首次，当天欧洲三大股指收盘涨跌不一，德国 DAX 指数涨 0.20%，法国 CAC40 指数涨 0.39%，英国富时 100 指数跌 0.22%。周四，欧洲央行公布 7 月份货币政策会议纪要显示，持续的高通胀提高了长期通胀预期无法控制的风险，中期通胀风险也有所增加，当天欧股三大股指收盘涨跌不一，德国 DAX 指数涨 0.39%，法国 CAC40 指数跌 0.08%，英国富时 100 指数涨 0.11%。周五，欧洲央行管委诺特表示，欧洲央行正在考虑大幅提高利率，更希望在 9 月份加息 50 个基点，甚至可能 75 个基点，当天欧股三大股指收盘全线下跌，德国 DAX 指数跌 2.26%，法国 CAC40 指数跌 1.68%，英国富时 100 指数跌 0.70%。

图 83: 欧洲交易所指数



资料来源: Wind, 中信证券研究部

图 84: 欧元区国债收益率 (%)



资料来源: Wind, 中信证券研究部

分析师声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明：(i) 本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了上述每位分析师个人对标的证券和发行人的看法；(ii) 该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相联系。

一般性声明

本研究报告由中信证券股份有限公司或其附属机构制作。中信证券股份有限公司及其全球的附属机构、分支机构及联营机构（仅就本研究报告免责条款而言，不含 CLSA group of companies），统称为“中信证券”。

本研究报告对于收件人而言属高度机密，只有收件人才能使用。本研究报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。本研究报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。中信证券并不因收件人收到本报告而视其为中信证券的客户。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断并自行承担投资风险。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但中信证券不保证其准确性或完整性。中信证券并不对使用本报告或其所包含的内容产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他损失承担任何责任。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可跌可升。过往的业绩并不能代表未来的表现。

本报告所载的资料、观点及预测均反映了中信证券在最初发布该报告日期当日分析师的判断，可以在不发出通知的情况下做出更改，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与中信证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。中信证券并不承担提示本报告的收件人注意该等材料的责任。中信证券通过信息隔离墙控制中信证券内部一个或多个领域的信息向中信证券其他领域、单位、集团及其他附属机构的流动。负责撰写本报告的分析师的薪酬由研究部门管理层和中信证券高级管理层全权决定。分析师的薪酬不是基于中信证券投资银行收入而定，但是，分析师的薪酬可能与投行整体收入有关，其中包括投资银行、销售与交易业务。

若中信证券以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构为此发送行为承担全部责任。该机构的客户应联系该机构以交易本报告中提及的证券或要求获悉更详细信息。本报告不构成中信证券向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议，中信证券以及中信证券的各个高级职员、董事和员工亦不为（前述金融机构之客户）因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。

评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的 6 到 12 个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准；韩国市场以科斯达克指数或韩国综合股价指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 20%以上
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 5%~20%之间
		持有	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~5%之间
		卖出	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上
	行业评级	强于大市	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 10%以上
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~10%之间
		弱于大市	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上

特别声明

在法律许可的情况下，中信证券可能（1）与本研究报告所提到的公司建立或保持顾问、投资银行或证券服务关系，（2）参与或投资本报告所提到的公司的金融交易，及/或持有其证券或其衍生品或进行证券或其衍生品交易。本研究报告涉及具体公司的披露信息，请访问 <https://research.citicsinfo.com/disclosure>。

法律主体声明

本研究报告在中华人民共和国（香港、澳门、台湾除外）由中信证券股份有限公司（受中国证券监督管理委员会监管，经营证券业务许可证编号：Z20374000）分发。本研究报告由下列机构代表中信证券在相应地区分发：在中国香港由 CLSA Limited（于中国香港注册成立的有限公司）分发；在中国台湾由 CL Securities Taiwan Co., Ltd. 分发；在澳大利亚由 CLSA Australia Pty Ltd.（商业编号：53 139 992 331/金融服务牌照编号：350159）分发；在美国由 CLSA（CLSA Americas, LLC 除外）分发；在新加坡由 CLSA Singapore Pte Ltd.（公司注册编号：198703750W）分发；在欧洲经济区由 CLSA Europe BV 分发；在英国由 CLSA（UK）分发；在印度由 CLSA India Private Limited 分发（地址：8/F, Dalamal House, Nariman Point, Mumbai 400021；电话：+91-22-66505050；传真：+91-22-22840271；公司识别号：U67120MH1994PLC083118）；在印度尼西亚由 PT CLSA Sekuritas Indonesia 分发；在日本由 CLSA Securities Japan Co., Ltd. 分发；在韩国由 CLSA Securities Korea Ltd. 分发；在马来西亚由 CLSA Securities Malaysia Sdn Bhd 分发；在菲律宾由 CLSA Philippines Inc.（菲律宾证券交易所及证券投资者保护基金会会员）分发；在泰国由 CLSA Securities (Thailand) Limited 分发。

针对不同司法管辖区的声明

中国大陆：根据中国证券监督管理委员会核发的经营证券业务许可，中信证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。

中国香港：本研究报告由 CLSA Limited 分发。本研究报告在香港仅分发给专业投资者（《证券及期货条例》（香港法例第 571 章）及其下颁布的任何规则界定的），不得分发给零售投资者。就分析或报告引起的或与分析或报告有关的任何事宜，CLSA 客户应联系 CLSA Limited 的罗鼎，电话：+852 2600 7233。

美国：本研究报告由中信证券制作。本研究报告在美国由 CLSA（CLSA Americas, LLC 除外）仅向符合美国《1934 年证券交易法》下 15a-6 规则界定且 CLSA Americas, LLC 提供服务的“主要美国机构投资者”分发。对身在美国的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告所述任何观点的背书。任何从中信证券与 CLSA 获得本研究报告的接收者如果希望在美国交易本报告中提及的任何证券应当联系 CLSA Americas, LLC（在美国证券交易委员会注册的经纪交易商），以及 CLSA 的附属公司。

新加坡：本研究报告在新加坡由 CLSA Singapore Pte Ltd.，仅向（新加坡《财务顾问规例》界定的）“机构投资者、认可投资者及专业投资者”分发。就分析或报告引起的或与分析或报告有关的任何事宜，新加坡的报告收件人应联系 CLSA Singapore Pte Ltd，地址：80 Raffles Place, #18-01, UOB Plaza 1, Singapore 048624，电话：+65 6416 7888。因您作为机构投资者、认可投资者或专业投资者的身份，就 CLSA Singapore Pte Ltd. 可能向您提供的任何财务顾问服务，CLSA Singapore Pte Ltd 豁免遵守《财务顾问法》（第 110 章）、《财务顾问规例》以及其下的相关通知和指引（CLSA 业务条款的新加坡附件中证券交易服务 C 部分所披露）的某些要求。MCI (P) 085/11/2021。

加拿大：本研究报告由中信证券制作。对身在加拿大的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。

英国：本研究报告归属于营销文件，其不是按照旨在提升研究报告独立性的法律要件而撰写，亦不受任何禁止在投资研究报告发布前进行交易的限制。本研究报告在英国由 CLSA（UK）分发，且针对由相应本地监管规定所界定的在投资方面具有专业经验的人士。涉及到的任何投资活动仅针对此类人士。若您不具备投资的专业经验，请勿依赖本研究报告。

欧洲经济区：本研究报告由荷兰金融市场管理局授权并管理的 CLSA Europe BV 分发。

澳大利亚：CLSA Australia Pty Ltd（“CAPL”）（商业编号：53 139 992 331/金融服务牌照编号：350159）受澳大利亚证券与投资委员会监管，且为澳大利亚证券交易所及 CHI-X 的市场参与主体。本研究报告在澳大利亚由 CAPL 仅向“批发客户”发布及分发。本研究报告未考虑收件人的具体投资目标、财务状况或特定需求。未经 CAPL 事先书面同意，本研究报告的收件人不得将其分发给任何第三方。本段所称的“批发客户”适用于《公司法（2001）》第 761G 条的规定。CAPL 研究覆盖范围包括研究部门管理层不时认为与投资者相关的 ASX All Ordinaries 指数成分股、离岸市场上市证券、未上市发行人及投资产品。CAPL 寻求覆盖各个行业中与其国内及国际投资者相关的公司。

印度：CLSA India Private Limited，成立于 1994 年 11 月，为全球机构投资者、养老基金和企业提供股票经纪服务（印度证券交易委员会注册编号：INZ000001735）、研究服务（印度证券交易委员会注册编号：INH000001113）和商人银行服务（印度证券交易委员会注册编号：INM000010619）。CLSA 及其关联方可能持有标的公司的债务。此外，CLSA 及其关联方在过去 12 个月内可能已从标的公司收取了非投资银行服务和/或非证券相关服务的报酬。如需了解 CLSA India“关联方”的更多详情，请联系 Compliance-India@clsa.com。

未经中信证券事先书面授权，任何人不得以任何目的复制、发送或销售本报告。

中信证券 2022 版权所有。保留一切权利。