

理财产品估值政策点评 震荡之中，或有转机

■ 核心摘要

事件：据证券时报报道，8月24日，监管机构指导六家国有大行及其理财公司，做出两项重要安排：一是2021年后不得再存续或新发以摊余成本计量的定期开放式理财产品；二是除严格按照现行监管规定使用摊余成本计量外，理财产品（除现金管理产品）自2021年9月1日之后新增直接和间接投资的资产，均应优先使用市值法进行公允价值计量，暂不允许对除未上市企业股权外的资产采用成本法估值。已适用成本法估值的理财产品存量资产，应于今年10月底前完成整改完毕。

1.根据监管规定，在4种情况下明确可以使用成本法进行估值。这主要体现在2018年4月发布的资管新规及7月发布的补充细则中。但监管规定仅明确了可以使用成本法估值的情况，并未指明其他情况下不可使用成本法进行估值。部分理财产品在一些较为模糊的情况下，也使用了成本法进行估值。

2.监管对于成本法估值实际上早有一定关注，根据今年7月份银保监会发布的行政处罚信息，就有部分银行因“净值型理财产品估值方法使用不准确”受到处罚。我们认为，监管机构对于成本法的管控主要基于两点原因：1) 推动理财产品净值化转型。2) 防范理财市场出现持续扩散的流动性风险。

3.如未来这一规定在理财市场完全应用、严格执行，可能带来如下影响：首先，原先可使用成本法估值的永续债、二级资本债、PPN、私募债等资产在一、二级市场认可度下降，收益率上升；其次，永续债等银行资本补充工具的遇冷将会使得中小银行补充资本更加困难，且PPN等资产的发行主体包括大量城投、地产等，可能对基建及地产融资带来一定负面影响；再次，长期以来短期限、低波动的理财产品受到投资者的偏爱，为了平抑此类产品的波动，短期限理财产品往往更多的投资于成本法资产。成本法估值被限制后，预计将会有更多的短期限资金流入市场进行配置，加剧目前的“结构性资产荒”局面，同时期限利差将进一步加大；最后，从长远来看，理财市场发展将进一步受限。资管新规以后，现金管理类产品及成本法估值均受到限制，理财产品与基金之间的差异性进一步缩小，资管市场内部的竞争将会更加激烈。

4.我们认为未来政策尚有调整空间：1) 过渡期较短，多项压力叠加可能带来市场较大波动。目前距离资管新规过渡期剩余4个月左右，不符资管新规的存量理财产品整改进入最后时限，且待未来正式规定公布后，剩余理财公司将面对更短的整改时间，多种因素叠加易为市场带来较大波动。2) 理财产品投资者对于净值波动接受度有限，投资者教育仍需时间。长期以来，理财产品投资者风险承受能力较低，其中有理财产品过去“刚兑”性质与投资者相互选择、相互强化的原因。但目前大多数理财产品投资者对于净值波动的接受程度仍然较低，投资者教育仍然需要一定时间。

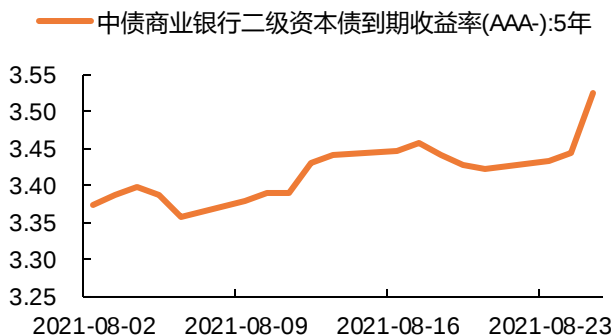
总体来讲，监管本次对于理财产品估值方法的指导，对于进一步推进理财产品净值化转型具有重要意义，但同时也可能对市场造成一定冲击。从市场波动及投资者接受度的角度来看，目前的政策或许会带来预期之外的影响，未来仍有一定调整的可能性，还需及时观察政策走向及监管机构表态。

风险提示：政策落实超预期；流动性风险；恐慌情绪带来的资产抛售超预期。

根据证券时报报道，2021年8月24日，监管机构对六家国有大行及其理财公司做出指导，进行两项重要安排：一是，2021年后不得再存续或新发以摊余成本计量的定期开放式理财产品；二是，除严格按照现行监管规定使用摊余成本计量外，理财产品（除现金管理产品）自2021年9月1日之后新增的直接和间接投资的资产，均应优先使用市值法进行公允价值计量，暂不允许对除未上市企业股权外的资产采用成本法估值。已适用成本法估值的理财产品存量资产，应于今年10月底前完成整改完毕。

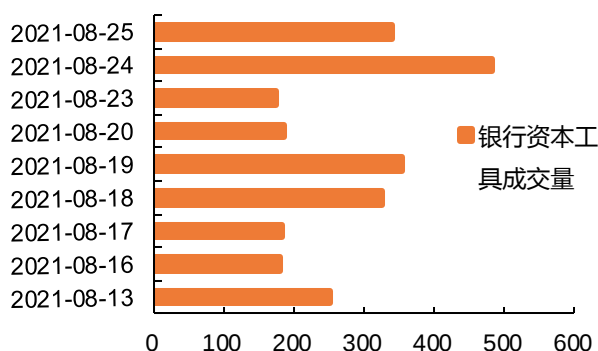
受此影响，8月25日当日AAA级5年期商业银行二级资本债收益率大幅上行8BP，银行资本工具成交量也明显上升。

图表1 商业银行二级资本债收益率明显上行（%）



资料来源:wind, 平安证券研究所

图表2 银行资本工具成交量上升（亿元）



资料来源:wind, 平安证券研究所

一、何时可用“成本法估值”？

根据监管规定，在4种情况下明确可以使用成本法进行估值。这主要体现在2018年4月发布的资管新规及7月发布的补充细则中。具体包括：

- 1) 资产管理产品为封闭式产品，且所投金融资产以收取合同现金流量为目的并持有到期；
- 2) 资产管理产品为封闭式产品，且所投金融资产暂不具备活跃交易市场，或者在活跃市场中没有报价、也不能采用估值技术可靠计量公允价值。
- 3) 资管新规过渡期内（2021年末以前），对于封闭期在半年以上的定期开放式资产管理产品，投资以收取合同现金流量为目的并持有到期的债券，可使用摊余成本计量，但定期开放式产品持有资产组合的久期不得长于封闭期的1.5倍。
- 4) 银行的现金管理类产品在严格监管的前提下，暂参照货币市场基金的“摊余成本+影子定价”方法进行估值。

但是，上述监管规定仅明确了可以使用成本法估值的情况，并未指明其他情况下不可使用成本法进行估值。因此，为了平抑产品波动，减小净值回撤，部分理财产品在一些较为模糊的情况下，也使用了成本法进行估值（如部分封闭期小于半年的定期开放式理财产品，投资于永续债、二级资本债、PPN、私募债等暂不具备活跃交易市场的资产，并使用成本法估值）。

对于本次监管指导需整改的范围，我们的理解是：封闭期在半年以内的定期开放式产品中，使用成本法估值的资产整改优先级最高，不仅需要尽快调整估值方法，而且9月1日后不可新增成本法估值资产；原先在“720”补充细则中可使用成本法估值的半年以上封闭期定期开放产品，整改优先级靠后；考虑到明年理财公司均需使用新的会计准则，非标资产的估值将面临一定调整，因此非标资产的估值方法调整可能暂未在此次指导中体现。因此，本次监管指导的影响或将持续一段时间，且短期限成本法资产可能近期处置压力较大。

二、为何针对“成本法估值”？

监管对于成本法估值实际上早有一定关注，根据今年7月份银保监会发布的行政处罚信息，就有部分银行因“净值型理财产品估值方法使用不准确”受到处罚。我们认为，监管机构对于成本法的管控主要基于两点原因：**1) 推动理财产品净值化转型。**与市价法估值不同，成本法估值的资管产品净值对于市场情况变化不敏感，难以反映产品的实际风险及净值波动，易使投资者形成类“刚兑”的预期，不利于理财产品净值化转型。并且，使用成本法估值的理财产品根据偏离度进行估值调整时，可能使得不同投资者间承担不平等的损失。**2) 防范理财市场出现持续扩散的流动性风险。**一般来说，成本法估值的资产市场活跃度较低，流动性不佳，一旦出现大量赎回可能发生无法兑付的情况。同时，为了降低产品持仓的集中度，往往采取多支理财产品持有同一证券投资基金的“多对一”模式，一旦证券投资基金中某一产品出现大量赎回，即使通过处置资产为投资者进行赎回，也会对证券投资基金中的其他产品净值产生影响，带来“赎回——净值下跌——赎回”的连锁扩散反应。

三、潜在影响

目前尚未有正式的监管规定公布，且当前仅有国有六大行受到指导。如未来这一规定在理财市场完全应用、严格执行，可能带来如下影响：

首先，原先可使用成本法估值的永续债、二级资本债、PPN、私募债等资产在一、二级市场认可度下降，收益率上升；**其次**，永续债等银行资本补充工具的遇冷将会使得中小银行补充资本更加困难，且PPN等资产的发行主体包括大量城投、地产等，可能对基建及地产融资带来一定负面影响；

再次，长期以来短期限、低波动的理财产品受到投资者的偏爱，为了平抑此类产品的波动，短期限理财产品往往更多的投资于成本法资产。成本法估值被限制后，预计将会有更多的短期限资金流入市场进行配置，加剧目前的“结构性资产荒”局面，同时期限利差将进一步加大；

最后，从长远来看，理财市场发展将进一步受限。资管新规以后，现金管理类产品及成本法估值均受到限制，理财产品与基金之间的差异性进一步缩小，资管市场内部的竞争将会更加激烈。

四、前景展望

我们认为，未来政策正式出台可能与现在相比有一定变化。主要原因如下：**1) 过渡期时间较短，多项压力叠加可能带来市场较大波动。**目前，距离资管新规过渡期剩余4个月左右，不符资管新规的存量理财产品整改进入最后时限；加之目前规范尚未在全行业应用，未来正式规定公布后，剩余理财公司将面对更短的整改时间，多种因素叠加，容易为市场带来较大波动。**2) 理财产品投资者对于净值波动接受度有限，投资者教育仍需时间。**长期以来，理财产品投资者风险承受能力较低。其中有理财产品过去“刚兑”性质与投资者相互选择、相互强化的原因。但目前大多数理财产品投资者对于净值波动的接受程度仍然较低，投资者教育仍然需要一定时间。或可通过规定成本法资产比例上限，之后逐步取消的办法进行缓冲，减少全市场净值波动对于投资者信心的打击。并且，投资者对于风险和收益的偏好并非是二元的，而是逐渐变化的，允许理财产品使用部分成本法进行估值，将会有效补充存款与基金等金融投资品之间的空白，扩大投资者的选择范围，更好促进理财行业的发展。

总体来讲，监管本次对于理财产品估值方法的指导对于进一步推进理财产品净值化转型具有重要意义，但同时也可能对市场造成一定冲击。从市场波动及投资者接受度的角度来看，目前的政策或许会带来预期之外的影响，未来仍有一定调整的可能性，还需及时观察政策走向及监管机构表态。

报告作者:

证券分析师: 钟正生 投资咨询资格编号: S1060520090001 邮箱 (zhongzhengsheng934@pingan.com.cn)

研究助理: 张璐 一般从业资格编号: S1060120100009 邮箱 (zhanglu150@pingan.com.cn)

平安证券研究所投资评级:

股票投资评级:

强烈推荐 (预计 6 个月内, 股价表现强于沪深 300 指数 20% 以上)

推 荐 (预计 6 个月内, 股价表现强于沪深 300 指数 10% 至 20% 之间)

中 性 (预计 6 个月内, 股价表现相对沪深 300 指数在 $\pm 10\%$ 之间)

回 避 (预计 6 个月内, 股价表现弱于沪深 300 指数 10% 以上)

行业投资评级:

强于大市 (预计 6 个月内, 行业指数表现强于沪深 300 指数 5% 以上)

中 性 (预计 6 个月内, 行业指数表现相对沪深 300 指数在 $\pm 5\%$ 之间)

弱于大市 (预计 6 个月内, 行业指数表现弱于沪深 300 指数 5% 以上)

公司声明及风险提示:

负责撰写此报告的分析师 (一人或多人) 就本研究报告确认: 本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

平安证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品, 为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考, 双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户, 并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的, 本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能, 也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识, 认真考虑是否进行证券交易。市场有风险, 投资需谨慎。

免责条款:

此报告旨在为发给平安证券股份有限公司 (以下简称“平安证券”) 的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准, 不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其它人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠, 但平安证券不能担保其准确性或完整性, 报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价, 报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任, 除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断, 可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问, 此报告所载观点并不代表平安证券的立场。

预览已结束, 完整报告链接和二维码如下:

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_25925

