

## 是否像极了 2013 年： 当理财再无摊余成本和体外资金池

### 报告要点：

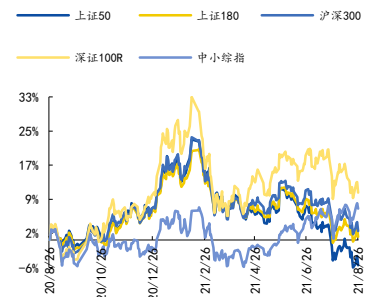
- 其实，当前六大行理财产品的净值化改造进度，是远落后于全行业的，当前全行业的净值化改造进度约 50%，但六大行的改造进度刚刚越过 20%。
- 那么，对六大行的窗口指导（在今年 10 月底前全部完成整改），相当于在原有的节奏上踩了油门，也昭告天下的是：此整改指导可能不日要蔓延至其他商业银行。
- 别看都是投资于同一撮基础资产，但银行理财和公募基金的投资者的考虑是截然不同的。投资者买固定收益类理财时，所比较的标杆是定期存款；而投资者买固定收益类基金时，比较的标杆则是股票型基金，因此，摊余成本法（净值稳定）是银行理财的命门。
- 更为关键的是：2021 年 9 月 1 日之后，新增的直接和间接投资的资产均应优先使用市值法计量估值，暂不允许对除未上市企业股权外的资产采用成本法估值。这对银行理财的体外资金池造成较大的压力。
- 总体来说，这个政策对标债是构不成利好的：
  - 1) 银行若想进一步减少波动，则至少要尽可能减少长债的配置；
  - 2) 抛开供需，一个更宏观层面的压力是：如果大量体外资金池被撤，会造成资金的极速搬家，也会造成资金流通速度的明显下降；
  - 3) 这些现象如果相互共振，不排除会出现 2013 年下半年的景象：债市快速下跌的同时，期限利差却在不断扩大。
- 当趋势出来的时候，连风都是向上翻卷的：
  - 1) 这一政策印证了政策的主目标并没有转移到稳增长上，而还是在抑通胀、控风险的阶段；
  - 2) 抑通胀仅仅会影响货币量，但控风险政策会影响货币流通速度，后者的杀伤力更大，我们要提防利率在该政策及后续连锁政策下的反应；
  - 3) 大类资产的风险没有切换，如果当前我们认为商品的风险收益比不合适的话，利率债也尚未到牛市阶段。

风险提示：货币政策超预期，经济复苏超预期。

### 主要数据：

上证综指：	3501.66
深圳成指：	14415.46
沪深 300：	4801.61
中小盘指：	4872.15
创业板指：	3264.45

### 主要市场走势图



资料来源：Wind

### 相关研究报告

- 《当温水即将沸腾：警惕利率这个资产之锚的意外上升》2021.08.24
- 《冲动是魔鬼：债市环境已经类如 2016 年》2021.08.01

### 报告作者

分析师 杨为敦  
执业证书编号 S0020521060001  
邮箱 yangweixue@gyzq.com.cn  
电话  
联系人 孟子君  
邮箱 mengzijun@gyzq.com.cn  
电话 021-51097188

- 1、其实，当前六大行理财产品的净值化改造进度，是远落后于全行业的，当前全行业的净值化改造进度约 50%，但六大行的改造进度刚刚越过 20%。
- 2、那么，对六大行的窗口指导（在今年 10 月底前全部完成整改），相当于在原有的节奏上踩了油门，也昭告天下的是：此整改指导可能不日要蔓延至其他商业银行。
- 3、别看都是投资于同一撮基础资产，但银行理财和公募基金的投资者的考虑是截然不同的。投资者买固定收益类理财时，所比较的标杆是定期存款；而投资者买固定收益类基金时，比较的标杆则是股票型基金，因此，摊余成本法（净值稳定）是银行理财的命门。
- 4、更为关键的是：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计量估值，暂不允许对除未上市企业股权外的资产采用成本法估值。
- 5、这对银行理财的体外资金池产生较大的压力：
  - 1) 当前一个流行的模式是：银行采用通过信托通道筑成“体外资金池”的方式来维护净值的稳定，而“体外资金池”投向的是 PPN、非公开公司债等这类可以采用成本法计价的资产；
  - 2) 其目的便是让银行理财产品的净值更为稳定；
  - 3) 这实际上是一个新型的银信合作模式，因为银行理财在这个模式下，相当多的资金都投向非标（包括信托本身），因此，在看似稳定的净值背后，往往孕育着更大的风险；
  - 4) 具体风险是：当理财产品规模不断增长时，这个风险不会暴露，但一旦当理财产品进入净赎回或规模下降的趋势中，风险会成倍暴露；
  - 5) 我们可以细品两个信号：一个是间接投资的资产，也需要市值法估值；另一个是对除未上市企业股权外的资产，不能再采用成本法估值。
- 6、总体来说，这个政策对标债是构不成利好的：
  - 1) 银行若想进一步减少波动，则至少要尽可能减少长债的配置；
  - 2) 抛开供需，一个更宏观层面的压力是：如果大量体外资金池被撤，会造成资金的极速搬家，也会造成资金流通速度的明显下降；
  - 3) 这些现象如果相互共振，不排除会出现 2013 年下半年的景象：债市快速下跌的同时，期限利差却在不断扩大。

## 7、试想一下，当前的政策基调是否像极了 2013 年及 2016 年：

1) 这是政策强令去杠杆、撤久期的另一版本，与 2013 年的银信合作治理、打压代持交易以及 2016 年的打击委外有异曲同工之处；

2) 共通之处是：这些政策都是在风险偏好上升到极高位置，且宏观增长在欲破不破时发生的；

3) 唯一的不同是：2013 年控风险政策的靶心是带有风险溢价的利率，而 2016 年的控风险政策的靶心则是无风险利率，于是，在这两轮债市下跌时，期限利差及信用利差具有不同的趋向，这次与 2013 年的环境更为相似。

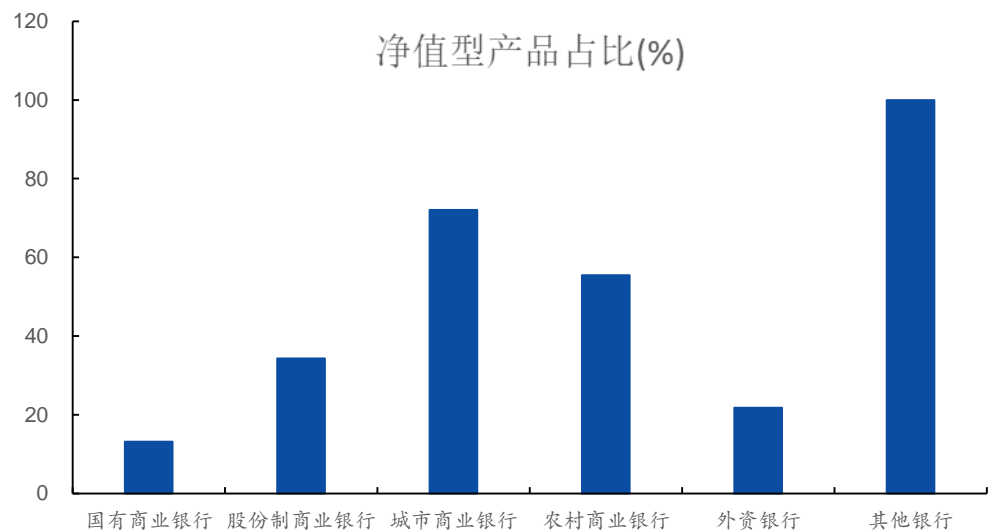
## 8、当趋势出来的时候，连风都是向上翻卷的：

1) 这一政策印证了政策的主目标并没有转移到稳增长上，而还是在抑通胀、控风险的阶段；

2) 抑通胀仅仅会影响货币量，但控风险政策会影响货币流通速度，后者的杀伤力更大，我们要提防利率在该政策及后续连锁政策下的反应；

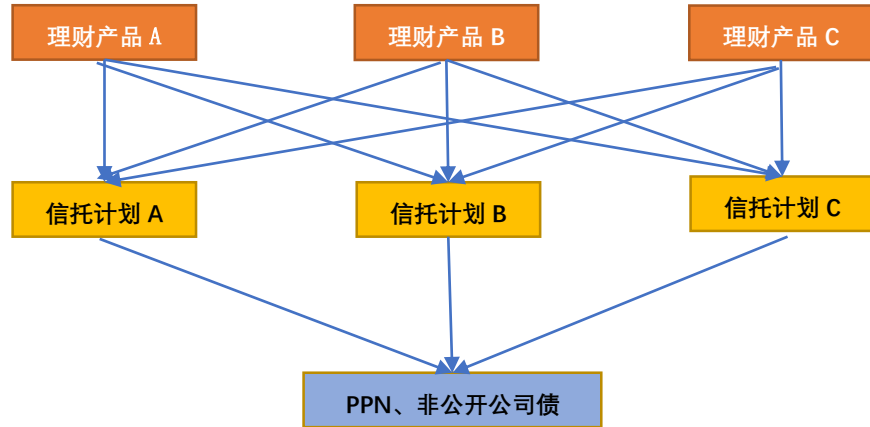
3) 大类资产的风险没有切换，如果当前我们认为商品的风险收益比不合适的话，利率债也尚未到牛市阶段。

图 1：当前六大行理财产品的净值化改造进度是远落后于全行业的



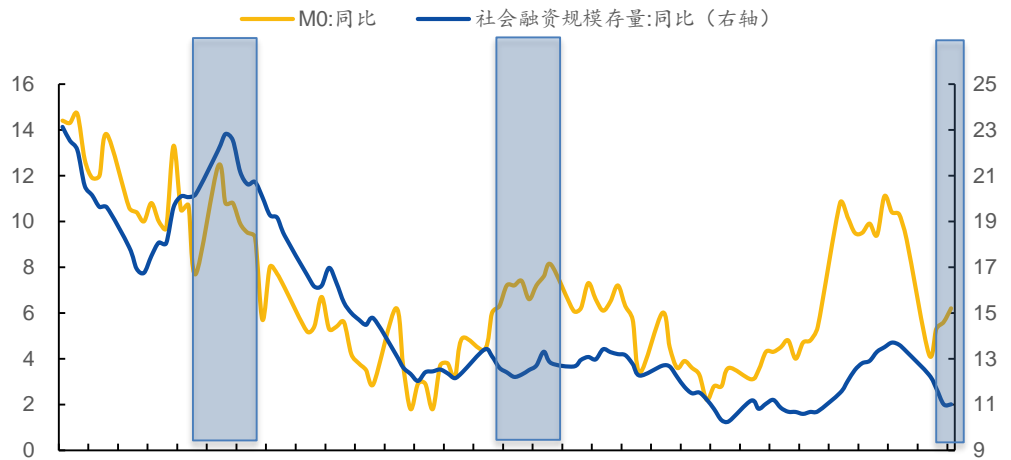
资料来源：Wind，国元证券研究所

图 2：银行采用通过信托通道筑成“体外资金池”的方式来维护净值的稳定



资料来源：Wind，国元证券研究所

图 3：当前的政策基调像极了 2013 年及 2016 年



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\\_25933](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_25933)



云报告  
<https://www.yunbaogao.cn>

云报告  
<https://www.yunbaogao.cn>

云报告  
<https://www.yunbaogao.cn>