中银研究

宏观观察

中国银行 BANK OF CHINA 研究院

2023 年 2 月 8 日　　2023 年第 7 期（总第 462 期）

中银研究产品系列

- 《经济金融展望季报》
- 《中银调研》
- **《宏观观察》**
- 《银行业观察》
- 《国际金融评论》
- 《国别/地区观察》

作　者：李佩珈　中国银行研究院
电　话：010 - 6659 4312

签发人：陈卫东
审　稿：周景彤
联系人：王　静　刘佩忠
电　话：010 - 6659 6623

*　　对外公开
**　　全辖传阅
***　　内参材料

理财产品“赎回”：成长中的烦恼与应对*

经过多年的快速发展，银行理财已成为我国金融体系的重要组成部分。2022 年，随着资管新规过渡期的正式结束，银行理财进入“净值化”新时代，这在打破刚性兑付、促进其回归资产管理本源的同时，也出现了理财产品“破净”常态化和“赎回”事件增加等新情况、新问题，这是金融市场波动、理财产品净值计价的必然结果，是财富管理市场成长中的烦恼，间接表明财富管理市场正在走向成熟。理财产品净值计价将放大底层资产的波动，对银行的服务水平和回撤管理能力形成挑战。既需要银行自身强化净值化管理能力、提高流动性管理水平，也需要管理部门积极应对。

理财产品“赎回”：成长中的烦恼与应对

经过多年的快速发展，银行理财已成为我国金融体系的重要组成部分。2022 年，随着资管新规过渡期的正式结束，银行理财进入“净值化”新时代，这在打破刚性兑付、促进其回归资产管理本源的同时，也出现了理财产品“破净”常态化和“赎回”事件增加等新情况、新问题，这是金融市场波动、理财产品净值计价的必然结果，是财富管理市场成长中的烦恼，间接表明财富管理市场正在走向成熟。理财产品净值计价将放大底层资产的波动，对银行的服务水平和回撤管理能力形成挑战。既需要银行自身强化净值化管理能力、提高流动性管理水平，也需要管理部门积极应对。

一、我国理财产品净值化转型的背景、成效与问题

所谓净值型转型，指的是银行理财产品标价方式由此前的“预期收益”型转向“市值法”计价。简单地说，就是以该理财产品所持有的债券、股票等底层资产每日最新交易价格作为计价基础。这意味着只要底层资产价格有变化，理财产品的收益就会出现波动。与预期收益型不同，理财产品净值型计价“随行就市”特征显著，不仅价格波动大，而且收益不稳定甚至可能出现亏损，这与投资者过去“保本保息”的心理预期产生较大落差。

（一）背景与动因

在资管新规推行净值化管理之前，银行理财产品通常以“预期收益+刚性兑付+资金池”等组合操作，以帮助投资者获得稳定收益，这在实现了理财业务快速扩张的同时，也产生了诸多问题。**一是**“预期收益”和“刚性兑付”模式下，理财产品异化为存款替代品，脱离资产管理业务本源。**二是**不同行业资管业务准入标准不同，助推了资金空转、加杠杆等套利行为，造成资金价格易上难下，实体经济融资难、融资贵问题更加突出。**三是**资金池操作模式下，银行期限错配、流动性错配风险加大，影子银行规模扩张，金融风险隐患增加。

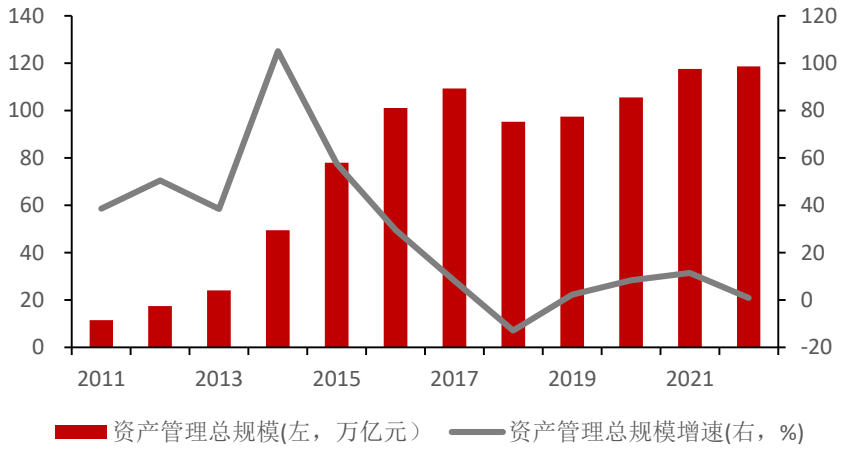
为解决上述问题，2018 年我国出台了《关于规范金融机构资产管理业务的指导意

见》，这是我国资管行业发展的里程碑事件，开启了资产管理行业发展的新时代。其除了对资管产品的准入门槛、投资标的集中度等方面做了严格限制外，还要求打破刚性兑付、计价方式采用市场公允价值进行计量等。此后，相关部门又出台了配套政策，包括而不限于理财产品核算估值指引、规范现金管理类理财产品发展、标准化债权类资产认定规则、理财子公司净资本管理办法和内部控制管理办法等。

（二）成效与问题

作为资管行业的顶层设计，资管新规重构了行业发展秩序，资管行业实现了先破后立、由乱到治的转变。一是行业发展更趋稳健，行业规模由降转升。资管新规之前，资管行业从无到有，实现了跨越式增长。2017 年末，资管行业规模[1]已达到 109.4 万亿元，是 2011 年的近十倍，银行理财更是成为资管行业的主力军，占资管行业比重长期维持在约 40%水平。2018 年资管新规发布以来，资管行业增速有所放缓。截至 2022 年三季度末，资管行业总规模约为 118.6 万亿元，年均增速约为 5.7%（2019 至 2022 年三季末），明显低于 2018 年资管新规之前近 50%的年均增速（2011 年-2017 年）（图 1）。

图 1：资产管理行业规模及增速



资料来源：Wind，中国银行研究院

[1] 资管行业主要包括银行理财、信托、公募基金、基金专户等九大子类。在统计资管行业总规模时，将上述八大类进行加总，这将导致资这一规模估算存在重复计算。

二是各类资管子行业规模有升有降，分化趋势加大。资管新规之下，理财、证券、基金、保险等各类机构已站在同一起点展开公平竞争。受多种因素影响，2018 年以来各类资管子行业发展态势出现分化。理财产品保持增加态势，而信托资产、基金专户、证券公司的理财规模稳中趋降。截至 2022 年三季度末，银行理财规模相比 2018 年末增加7.11万亿元，而信托资产、基金专户、证券公司则相比2018年减少1.6万亿元、3.7 万亿元和 5.5 万亿元（表 1）。

表 1：资产管理行业子市场规模变化(万亿元)

	2018	2019	2020	2021	202209
银行理财	22.0	23.4	25.9	29.0	29.2
信托资产	22.7	21.6	20.5	20.5	21.1
公募基金	13.0	14.8	19.9	25.6	26.5
基金专户	11.3	8.5	8.1	7.4	7.6
证券公司	13.4	10.8	8.6	8.2	7.9
养老金		2.4	3.4	4.0	4.1
期货公司	0.1	0.1	0.2	0.4	0.4
私募基金	12.7	14.1	17.0	20.3	20.0
资产支持计划		1.6	2.1	2.3	2.0

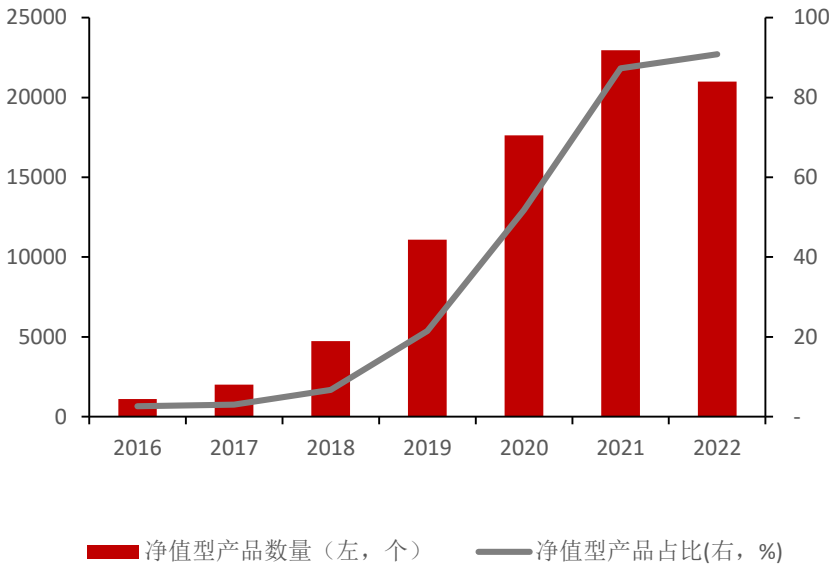
资料来源：Wind，中国银行研究院

三是净值化产品比例显著提升，“刚性兑付”和“资金池运作”等问题显著改善。截至 2022 年末，净值型理财产品存续数量为 20985 个，占比为 90.8%，相比 2018 年末提高 84.1 个百分点（图 2），“刚性兑付”和“资金池运作”等问题显著改善。不过，不同银行净值化转型速度略有差异，相比较而言，城市商业银行和农村商业银行净值化转型速度更快一些，2022 年末其净值型理财产品占比均在 96%以上。

四是多层嵌套问题明显改观，行业风险逐步出清。截至 2022 年 6 月，理财产品持有各类资管产品规模为 12.17 万亿元，占总投资比例为 38.26%，较资管新规发布时降低了 8.92 个百分点；理财产品平均杠杆率为 108.82%，较上年同期下降 1.92 个百分点[2]。

[2] 数据源于《中国银行业理财市场半年报告 2022 年上》。

图 2：净值化理财产品占比

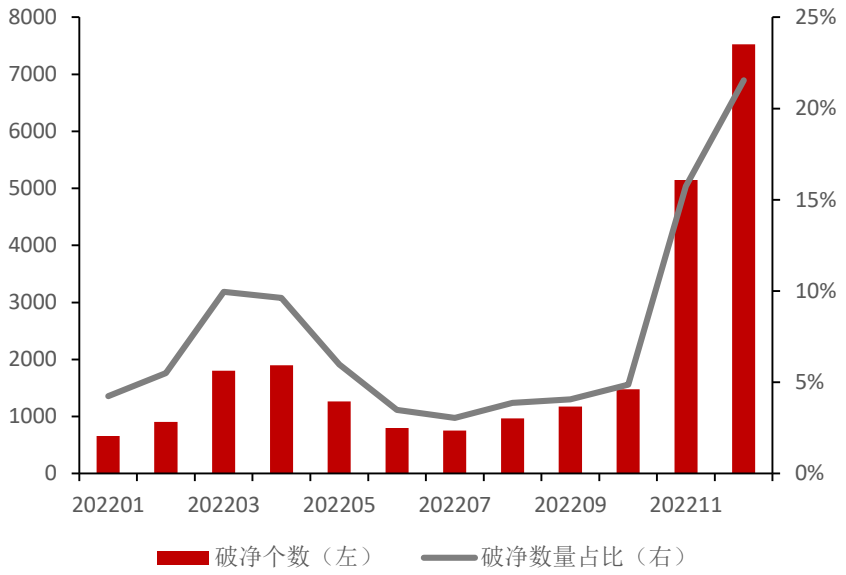


资料来源：Wind，中国银行研究院

五是理财公司成为银行理财业务发展的重要方式。2019 年 5 月，银保监会率先批复建信理财、工银理财开业，此后银行理财子公司不断发展壮大，并成为银行开展理财业务的主渠道。截至 2022 年末，获批成立的理财子公司共有 31 家。

值得注意的是，在资管行业加速转型、净值化转型取得显著成效的同时，银行理财产品也遭遇了两轮超预期的“破净”风波。所谓“破净”指的是理财产品累计净值跌破了初始发行值的情况，这意味着投资者将出现亏损。2022 年 3 月，受美联储加息政策开启，我国股票和债券市场波动增大等影响，银行理财产品破净数量明显增多，这也引发不少理财产品被投资者提前“赎回”。11 月以来，在货币市场短期利率回升、防疫政策调整优化、房地产金融支持加大等多种因素影响下，债券市场快速调整，这也使得以债券为重要底层资产的理财产品净值随之波动，大面积“破净”现象再次出现。截至 2022 年末，约有 21.5%的理财产品跌破净值（图 3）。

图 3：理财产品破净数量及占比



资料来源：Wind，中国银行研究院

对金融机构而言，需关注理财产品“破净”可能引发的负面影响。**一方面，理财产品赎回压力加大，对银行新的理财产品发行等带来不利影响，需要进一步提高理财产品业绩表现，防范“赎回”风险蔓延。**银行理财客群风险偏好相对较低，倾向于将银行理财作为储蓄的替代品，“保本保息”的心理预期仍强。部分理财产品破净，将使得一些客户倾向于赎回，加大了银行新募集资金的难度，还使得商业银行潜在的声誉风险加大，理财产品资金端和负债端的期限错配加大、流动性风险上升。**另一方面，理财产品破净和债市波动形成放大效应，对金融市场平稳运行形成挑战。**目前，银行理财的底层资产约 90%都配置在债券市场。理财产品赎回将导致债券市场资金流入规模下降甚至出现资金净流出，银行不得不抛售相关债券产品，这加大利率上行、理财产品净值的压力，形成“理财产品赎回-净值下跌-赎回压力-被动抛售-净值下跌-继续赎回”的负反馈放大效应，对金融市场平稳运行形成挑战。

二、理性看待我国理财产品“破净”现象

破净表明理财产品迈入“真”净值时代，建立在“预期收益+刚性兑付”之下的旧理财模式已成为过去，产品净值波动将成为新常态，对此投资者要保持平常心。

一方面，理性看待理财产品涨跌，未来一段时间理财有望迎来更稳定的增长。市场经济环境下，金融产品价格有涨有跌，这是客观经济规律的使然。2022 年是理财产品全部采用市值法估值的第一年，理财产品净值波动对居民心理预期的冲击更强。再加之美联储加息背景下，金融市场波动风险明显上升，理财产品波幅也随之增大。展望 2023 年，在疫情影响减弱、经济回稳预期增强、政策暖风频吹、宽信用金融环境持续背景下，银行理财市场有望迎来更稳定的增长。

另一方面，跳出逐日盯市的投资心态，学会做“时间的朋友”。当前，不少理财产品虽然出现亏损，但是如果从季度、年度的角度看，其未必会出现亏损。因此，要跳出逐日盯市的心态，更多地从中长期投资视角衡量该理财产品的表现。此外，由于每个人的收入状况、风险承受能力、资金计划及用途差异很大，要根据自身特点，从流动性、收益性、稳健性等角度，做好金融产品的跨市场、跨周期组合搭配。

此外，要增强金融素养和金融技能，在提高风险意识的同时不断增强资产配置能力。投资者应摒弃埋头只看收益高低的方式，仔细阅读风险揭示书等，增强对理财产品底层投资资产的风险研判能力，并结合自身风险状况，从流动性需求、风险承受力等多个角度进行资产的组合搭配。不盲目追求金融产品的高收益、高回报，也不轻易购买超过自身风险承受能力的理财产品，特别是在购买金融产品之前要对该产品潜在风险进行充分评估，不要盲目迷信保本保息。与此同时，应尽可能选择信誉好、口碑佳的正规投资机构购买理财产品，不跟风投资。

三、未雨绸缪，做好理财产品“破净”的应对

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_52042