

2022年，银行系理财子公司（下称“理财子”）看似在全球市场巨震下波澜不惊，9月更因央行的意外“降息”大赚一笔，孰知临近年底才遭当头一棒——11月堪比“债灾”的踩踏式行情导致众多理财产品出现大幅回撤，-4%到-3%的回撤也屡见不鲜。

“积攒了大半年的净值，眼看着几天就跌没了，不少同事都非常焦虑。”某股份行的混合产品投资经理此前在债市大跌之际对第一财经记者表示。早两年，由于市场环境较为有利（债市平稳甚至债牛，股市一度走牛），资管新规转型的阵痛仅停留于转型本身，市场面并未带来太大的压力，最大的压力无非是要不要多配一些股票增厚收益。然而，多位理财子公司人士都对记者表示，理财客群要的并非另一批“公募基金”，而是类似存款的“稳稳的收益”。

对理财公司而言，可行办法之一便是发行摊余成本法产品，抹平产品端的净值波动，打破11月的“流动性收敛-净值下跌-产品赎回”的螺旋。同时，市场也传出了更多对有关政策进行调整的呼声，记者了解到，更有理财子人士向监管层递交了建议报告，例如让更多银行自营资金承接理财子的债券、更多使用摊余成本法等。2023年，究竟理财子前路如何？

### 债市预期仍不稳

债市抛售潮始于11月，也为理财子敲响警钟。

随着11月8日以来地产支持政策频出、信贷+债券+股权融资“三箭齐发”，以及疫情防控优化政策出台等，市场对经济预期好转，债市逻辑动摇。资金面收敛、存单利率快速上行导致净值下跌和赎回。理财等抛售行为从利率债波及信用债，引发收益率大幅上行。

近期国债收益率相较此前低点跳升了近20BP，但这和信用债比起来可谓“小巫见大巫”。11月初，3年期AA+城投债收益率是2.75%，现在已快速上行到了3.9%；AA+银行二级资本债收益率当时只有2.2%，现在已经到3.4%；1年期AAA+同业存单收益率一度达到2.77%，比1年期MLF政策利率（2.75%）还要高。

11月以来，机构普遍减持信用债，尤其是基金。有公募基金债券投资人士对记者表示：“对理财来说，市值法计价令资产价格波动暴露无遗。其实利率债的这种跌幅还不需要摊余成本，国债也才上了20BP，信用债才需要。”

华泰证券认为，资管新规前，银行理财曾经有三大法宝：资金池、刚兑收益、非标投资。市场收益率高了就开始“买买买”，对债市尤其是信用债起到稳定器的作用。但2022年资管新规过渡期结束后，截至6月末，银行理财95%以上都实现了净值

化，矛盾随之浮现。

就下半月来看，近期央行加大了公开市场操作的力度，资金利率维持低位。理财赎回的影响趋于缓和，存单和短端利率走低，信用利差开始收窄。不过，在经济重启的预期下，债市的形势仍具有不确定性。对于理财子而言，即使权益资产预期转好，配置权益的比例也很难大幅增加，否则也容易导致组合波动性大增。

### 理财子加速自救

在这一背景下，理财子加速自救，摊余成本法计价的产品明显增加，不少银行更是通过大幅配置“他行存款”的模式来降低收益波动。

为了打破“流动性收敛-净值下跌-产品赎回”的螺旋回路，对处于被动形势的理财公司而言，可行办法之一便是发行摊余成本法产品，抹平产品端的净值波动。目前可采用摊余成本法的产品包括现金管理类产品以及一些封闭式期限匹配的产品等。

就现金管理类产品而言，尽管此类产品受到资管新规影响，但投资范围、投资集中度、流动性、组合久期、估值方法和偏离度等都有明确的要求，主要投资于货币市场、债券市场、银行票据以及政策允许的其他金融工具等标的，净值波动较小，不会出现此前定开型产品短期回撤1%~3%的情况。据测算，11月1日至11月18日，理财公司发行的现金类产品平均7日年化收益率为2.118%。

此外，12月以来，不少理财公司纷纷在微信公众号推出了摊余成本法计价的理财新品。建信理财同样在12月22日发布了“摊余成本法估值封闭式产品重磅来袭”的新品推荐文章。除国有行理财公司外，两家城商行理财公司南银理财和渝农商理财也于近日推出了摊余成本法计价的封闭式固收产品。

理财公司对摊余成本法的使用需谨慎。银保监会官网显示，中银理财曾在今年5月因“理财产品投资资产违规使用摊余成本法估值”等若干问题受到行政处罚，罚款金额达460万元。

“其实部分封闭式摊余成本法里的资产不排除是非标资产，基本可以到期给到固定的收益，部分银行11月以来都通过这类产品来增加规模。”某城商行旗下的理财子投研部负责人对记者表示。

对于理财公司积极发行摊余成本法计价产品的现象，招联金融首席研究员董希淼此前表示：“资管新规并未禁止摊余成本法，在符合监管要求的情况下合理使用摊余成本法无可厚非。摊余成本法既有优点也有缺点，其优点是净值几乎没有回撤，收益更加平稳；缺点是难以将底层资产的风险变化及时传递给投资者，不利于投资者

教育以及理财产品刚兑预期的打破。”

值得一提的是，也有部分产品的收益在债市巨震下仍保持稳定。“我们其实在特定的日日开产品中大部分都是配置了同业存款，虽然是净值型的开放式产品，这样基本净值曲线都很平稳。”某大行理财子的投资经理对记者称。

例如，交银理财“稳享1个月定开1号(尊享版)”成立于2022年5月6日，运作模式为开放式净值型，内部风险评级为二级(中低)，业绩比较基准为3.10%~3.50%。从该产品的2022年2022年第三季度报告来看，该产品的投资方向比较单一，除了一成资金投资于现金外，近九成的资金投资于债权类资产，不持有非标资产。穿透后的前十大资产中有九大持仓为他行存款，但运作报告未披露具体持有哪些银行的存款。

上述城商行理财子投研负责人则对记者表示：“这类资产确实会被纳入考量，但关键问题还是收益能否始终和投资者相匹配。”

## 理财持续平稳发展仍待破局

面对重重挑战，除了上述自救方式，12月前后，市场传出了更多对有关政策进行调整的呼声。

第一财经记者在本月上旬时获悉，监管方面已经同理财子相关人士开会，了解近期“赎回潮”的情况和做出应对；另外，多方传出部分银行自营、保险资管被要求承接理财子的债券抛盘的消息。不过，两者在偏长票息资产上的承接虽有利于缓和市场悲观情绪蔓延，但与抛售在体量上仍有一定差距，可能治标不治本。

同时，记者也从几位理财子人士处了解到，机构对于监管方面的建议主要聚焦在几个方面。例如，有不少从业人士呼吁，为解决理财集中赎回，避免理财直接在二级市场卖券造成冲击，母行可以阶段性对理财子突破关联交易额度和降低资本充足率计量要求，允许银行自营购买理财持有的信用债以及允许理财将持有的信用债质押给母行，从母行获得融资。从现有监管规定来看，银行机构对单个关联方的授信余额不得超过其上季末资本净额的10%，若需要落实相关规定，则需要监管部门进行协调。

从当前债券市场负反馈来看，流动性相对较低的“二永债”（二级资本债和永续债）以及信用债成为影响市场的最大变数，对理财产品估值产生了较大影响。根据国盛证券测算，41家上市银行可承接信用债（含二级资本债）合计最大值约为5400亿元，相对于近1个月以来理财和公募基金抛售的信用债（含二永债）约3425亿元的规模并不算大，承接规模有限。

另一类建议则是调整估值方式，即允许封闭式理财产品中持有到期类资产和成交不活跃债券按照摊余成本法进行估值。这也是针对中国部分信用债流动性较差的症结

。

事实上，资管新规第十八条提及，“符合以下条件之一的，可按照企业会计准则以摊余成本进行计量：（一）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。”上述人士也对记者表示，由于理财体量较大，与银行自营相类似，投资于部分信用债券如私募债时，就是为了稳定的票息，并不以交易为目的。因此，该类资产并不需要按照市值法计算每日的浮盈浮亏。

当前信用债市场总规模超50万亿元，银行理财持有约15万亿元的信用债，但市场每天成交量只有3800亿元左右；同时部分成交不活跃的债券流动性冲击非常明显，只要小额成交就可以将收益率抬升几十个基点，所以信用债估值需要更加合理。

此外，亦有呼声指向加快理财公司衍生资格的审批，允许理财公司通过带有衍生产品的专户进行风险对冲。数据显示，截至2022年6月底，理财产品投资债券类资产占比达67.84%，债券依然是理财最大持仓资产。从资管组合管理角度出发，市场缺乏足够有效的风险对冲工具，在债券市场大幅波动时，不可避免会带来理财产品净值的波动乃至大幅回撤。