

银行

评银行业协会《指引》：银行理财将如何做估值？

证券研究报告

2019年08月08日

投资评级

行业评级

强于大市(维持评级)

上次评级

强于大市

作者

廖志明

分析师

SAC 执业证书编号: S1110517070001

liaozhiming@tfzq.com

余金鑫

联系人

yujinxin@tfzq.com

行业走势图



资料来源：贝格数据

相关报告

- 1 《银行-行业研究周报:1H19 业绩怎么样》 2019-08-04
- 2 《银行-行业研究简报:7月信贷增长平稳,社融增速达年内高点》 2019-08-04
- 3 《银行-行业研究简报:8月策略:继续看好,关注滞涨标的》 2019-07-29

《指引》将建立完整的理财估值体系

此前监管文件中与估值相关的内容并不多。0427 资管新规第十八条规定“坚持公允价值计量原则,鼓励使用市值计量”,但封闭式产品在 2 种情形下可以以摊余成本计量。720 央行《通知》明确了封闭期半年以上的定开式产品、现金管理类产品在符合条件下可以用摊余成本计量。《指引》除了重申上述原则之外,对标准化投资品、非标债权、未上市股权三大类资产,分别建立了完整的估值体系。其很多规定上与《中国基金估值标准(2018年)》相通,体现了银行理财在估值体系上向基金靠拢的趋势。更偏向以公允价值计量。三大类资产可以摊余成本计量:存款类、(符合条件的)非标债权类、固收类证券。而其余的资产,《指引》均明确应该以公允价值计量,具体包括权益类证券、配股权、证券投资基金、衍生品、未上市股权等。

对银行理财以摊余成本计量的约束加强

采用何种方法估值,需同时符合监管约束和会计约束。监管约束主要来自 0427 资管新规和央行 720《通知》的相关规定,而会计约束主要来自本次理财估值指引。资管新规明确了封闭式产品使用摊余成本法条件。第十八条规定,所投金融资产要么以收取合同现金流量为目的并持有到期,要么可靠公允价值不可获得。央行《通知》明确定开式、现金管理类产品可以摊余成本法。1)过渡期内,封闭期在半年以上的定开式资管产品,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;2)现金管理类产品,暂参照货基的“摊余成本+影子定价”估值。《指引》在上述基础上,明确了会计准则的考量。《指引》提到,选取摊余成本法应同时具备两个条件:1)会计准则允许划分为以摊余成本计量的金融资产(AC);2)央行、银保监会等监管机构允许。

理财和公募在估值上的差距进一步收窄

以摊余成本计量、故净值波动较小、客户接受度更高,曾是银行理财相对于固收型公募基金的独特优势。但现在从两边都有改变,差距进一步收窄。一来,此前债基只能用市值法,货基可用摊余成本法。但伴随 18 年 7 月央行《通知》放开封闭期在半年以上的定开式资管产品可以摊余成本计量,开始有转机。19 年 3 月,首只摊余成本法债基获证监会批复。二来,银行理财估值方法的选择需同时满足监管约束和会计约束,门槛提高。对“类货基”的约束暂未涉及,有待后续监管规定推出。《指引》仅从资产端出发,并未涉及产品类型,因此,现金管理类理财产品仍然可用摊余成本法。

投资建议:系统化的估值体系将形成,长期利好理财中收回暖

理财“资管化”更进一步,风险抵御能力增强,长期利好理财中收回暖。银行股龙头(招行/宁波/平安)年初以来涨幅已不低,短期建议重视滞涨标的,如低估值、基本面较好的光大/工行/兴业/江苏等。8月首推光大。

风险提示:估值所需人力物力使运作成本加大;新产品客户接受度不高。

重点标的推荐

股票代码	股票名称	收盘价	投资评级	EPS(元)				P/E			
				2018A	2019E	2020E	2021E	2018A	2019E	2020E	2021E
601818.SH	光大银行	3.76	买入	0.64	0.70	0.76	0.84	5.88	5.37	4.95	4.48
000001.SZ	平安银行	14.38	买入	1.45	1.69	2.05	2.47	9.92	8.51	7.01	5.82
601398.SH	工商银行	5.43	增持	0.84	0.88	0.94	1.01	6.46	6.17	5.78	5.38
600919.SH	江苏银行	6.82	买入	1.13	1.30	1.49	1.69	6.04	5.25	4.58	4.04
601166.SH	兴业银行	18.70	买入	2.92	3.33	3.85	4.31	6.40	5.62	4.86	4.34

资料来源:天风证券研究所,注:PE=收盘价/EPS



请务必阅读正文之后的信息披露和免责声明

内容目录

1. 《指引》的前序监管政策	3
1.1. 如何看待银行业协会《指引》的约束力?	3
1.2. 此前监管法规对理财估值的规定	3
2. 《指引》将建立完整的理财估值体系.....	4
2.1. 标准化投资品的估值体系	4
2.1.1. 《基金估值 2018》和《理财估值指引》的异同	4
2.1.2. 银行理财产品投资债券如何估值?	5
2.2. 非标债权类资产估值体系	6
2.3. 未上市股权的估值体系	7
2.4. 理财产品持有金融资产的减值	7
3. 《指引》对现行估值体系影响几何?	8
3.1. 理财以摊余成本计量的约束加强	8
3.2. 基金和理财在摊余成本法上的差距有所收窄	8
4. 投资建议：系统化的估值体系将形成，利好理财中收回暖.....	9
5. 风险提示.....	9

图表目录

图 1:《商业银行理财产品核算估值指引（征求意见稿）》公开征求意见的通知	3
图 2: 工银理财·“全鑫权益”灵活配置策略封闭净值型估值方法.....	6
表 1:《指引》给出的标准化投资品的估值方法一览表.....	4
表 2:《指引》给出的非标债权的估值方法	6
表 3:《指引》给出的未上市股权的估值方法	7

1. 《指引》的前序监管政策

1.1. 如何看待银行业协会《指引》的约束力？

中国银行业协会是成立于 2000 年的全国银行业自律组织。2003 年,其主管单位便变为(原)银监会(之前是央行);2018 年 3 月,其主管单位变更为银保监会。最高权力机构是会员代表大会,执行机构为理事会;理事会闭会期间,常务理事会议行使理事会职责。常务理事会议共 18 席,除专职副会长、秘书长之外,会长现由中国建设银行担任,副会长共 15 席,均由各组代表性银行成员担任。协会自律职责第一条就是:“组织会员签订自律公约及其实施细则,建立自律公约执行情况检查和披露制度……依法采取自律惩戒措施,督促会员依法合规经营,共同维护公平竞争的市场环境”。

图 1:《商业银行理财产品核算估值指引(征求意见稿)》公开征求意见的通知

中国银行业协会理财业务专业委员会关于《商业银行理财产品核算估值指引(征求意见稿)》公开征求意见的通知

编辑: 发布时间: 2019-08-05 作者: 来源: 浏览: 16529次 字号: [大][中][小]

根据资管新规及其配套细则的要求,银行理财产品将实行净值化管理和公允价值计量。为落实新规要求,制定统一的行业核算估值指引,建立完备统一的行业估值标准,推动银行理财业务规范健康发展。中国银行业协会理财业务专业委员会组织开展了《商业银行理财产品核算估值指引》课题研究工作,课题牵头行为中国农业银行,中国工商银行、中国银行、中国建设银行、交通银行、中国邮政储蓄银行、中信银行、招商银行、平安银行、中国光大银行、上海浦东发展银行、民生银行和兴业银行等参与课题编写,现面向各会员单位征求意见。另外,《商业银行会计核算业务指引》目前正在编制中,待完成后择机向会员单位征求意见。

各会员单位可以通过电子邮件将意见反馈至中国银行业协会理财业务专业委员会办公室: zhouwenyi@china-cba.net

意见反馈截止时间为 2019 年 8 月 20 日。

附件:  《商业银行理财产品核算估值指引(征求意见稿)》.docx

资料来源:中国银行业协会,天风证券研究所

虽是行业自律规范,但约束力仍会较强。《商业银行理财产品核算估值指引》原系协会理财业务专业委员会组织开展的课题研究,由农行、工行、中行、建行、交行、邮储、中信、招商、平安、光大、浦发、民生、兴业等共同参与课题编写(6 家大行、7 家股份行),现面向各会员单位征求意见。因此它属于行业自律规范,其效力虽然不如监管法规,但它至少代表了这 13 家大中型商业银行的意见。在自律惩戒措施的威慑下,对银行成员的约束力仍较强。

1.2. 此前监管法规对理财估值的规定

0427 资管新规:封闭式产品在两种情形下,可以摊余成本计量

十八、金融机构对资产管理产品应当实行净值化管理,净值生成应当符合企业会计准则规定,及时反映基础金融资产的收益和风险,由托管机构进行核算并定期提供报告,由外部审计机构进行审计确认,被审计金融机构应当披露审计结果并同时报送金融管理部门。

金融资产坚持公允价值计量原则,鼓励使用市值计量。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。

(二) 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。

金融机构以摊余成本计量金融资产净值，应当采用适当的风险控制手段，对金融资产净值的公允性进行评估。当以摊余成本计量已不能真实公允反映金融资产净值时，托管机构应当督促金融机构调整会计核算和估值方法。金融机构前期以摊余成本计量的金融资产的加权平均价格与资产管理产品实际兑付时金融资产的价值偏离度不得达到 5%或以上，如果偏离 5%或以上的产品数超过所发行产品总数的 5%，金融机构不得再发行以摊余成本计量金融资产的资产管理产品。

央行 720 通知：明确半年以上定开、现金管理类产品可用摊余成本法

三、过渡期内，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；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。

0928 理财细则：遵照会计准则和资管新规

第十九条 商业银行开展理财业务，应当按照《企业会计准则》和《指导意见》等关于金融工具估值核算的相关规定，确认和计量理财产品的净值。

企业会计准则第 22 号——金融工具的确认和计量

第十七条 金融资产同时符合下列条件的，应当分类为以摊余成本计量的金融资产：

- (一) 企业管理该金融资产的业务模式是以收取合同现金流量为目标。
- (二) 该金融资产的合同条款规定，在特定日期产生的现金流量，仅为对本金和以未偿付本金金额为基础的利息的支付。

2. 《指引》将建立完整的理财估值体系

2.1. 标准化投资品的估值体系

2.1.1. 《基金估值 2018》和《理财估值指引》的异同

标准化投资品大多都以公允价值计量，基金和理财差别不大。标准化投资品主要包括：权益类证券、固定收益类证券、配股权、证券投资基金、衍生品等。满足条件的固定收益类证券。这在基金和理财之间差别不大，主要区别在于固定收益类证券部分。

《基金估值 2018》和《理财估值指引》共同点。1) 固定收益类证券的范围完全一致；2) 二者的公允价值计量的细节，几乎完全一致；3) 交易所 ABS 和私募债，允许按照成本估值（注意，“按成本估值”不同于摊余成本法，从会计的角度，成本法主要有账面价值法、重置成本法和清算价格法），这两个文件里都是一致的；4) 第三方估值机构都用的是中债（“中央国债登记结算公司”）和中证（中证指数有限公司）。

区别的地方在于：1) 《基金估值 2018》仅列出了公允价值计量的估值处理，而《理财估值指引》分别介绍了摊余成本和公允价值计量的处理方法。2) 摊余成本法的应用范围，《基金估值 2018》明确，对非货币市场基金，主要依据第三方估值机构提供的价格数据（即公允价值计量），而对以摊余成本法核算的货币市场基金，则可以以这些数据为“影子价格”。而《理财估值指引》里，原则上是“鼓励采用公允价值计量”，但如果满足会计准则和监管规定，则可以摊余成本计量。并未对产品类型做区分，因此，对所有投资固收类证券的理财产品都无差别地适用。

表 1: 《指引》给出的标准化投资品的估值方法一览表

大类	分类	计量方法	公允价值/摊余成本确定方法
权益类证	上市流通股	公允价值	按最近交易日的收盘价

券(上市)	优先股	公允价值	交易所及股转系统交易的优先股，可按收盘价或最近交易日收盘价；不满足的，可通过现金流折现模型，或第三方机构的价格数据
	长期停牌股票	公允价值	可采用的估值技术包括：指数收益法、可比公司法、市场价格模型法、现金流折现法、市场乘法法、重置成本法等
	有明确限售期的股票	公允价值	以交易所上市交易的同一股票的公允价值为基础，引入流动性折扣进行估值；流动性折扣可依据第三方估值机构提供的数据，或采用看跌期权法
	首次发行未上市	公允价值	在未上市期间按发行价格估值
权益类证券(未上市)	送股、转增股、配股和公开增发新股等发行未上市且无明确限售期的股票	公允价值	同一股票的收盘价或最近交易日的收盘价确定公允价值
固定收益类证券	摊余成本法的估值处理	摊余成本	需满足摊余成本计量的条件；需通过 SPPI 测试；定期资产减值测试；采用影子定价的风控手段
	公允价值计量的估值处理	公允价值	交易所：不含权用“中证”的估值净价；含权用唯一估值净价或推荐估值净价；含转融券的用估值日收盘价； ABS和私募债可按成本估值 ；发行未上市或未挂牌转让用第三方估值机构 银行间：“中债”提供的价格数据
配股权		公允价值	存在活跃市场，按估值日的未经调整的报价；不存在活跃市场，可采用估值技术确定
存款	活期存款、定期存款、通知存款、存放同业、同业借款、协议存款等	摊余成本	成本法估值：以成本列示，按商定利率在实际持有期间内逐日计提利息
	非上市基金	公允价值	按份额净值或万份收益计提基金收益
证券投资基金	上市基金	公允价值	ETF、境内上市定期开放式基金、封闭式基金，按基金估值日收盘价估值；LOF 按估值日份额净值；境内上市交易型货基，按份额净值或万份收益计提。
衍生品	一般衍生品	公允价值	有活跃市场的，按调整或未经调整的报价；无活跃市场的，用估值技术确定。（附远期/互换/期货/期权的估值模型）
	结构性理财产品	公允价值	用蒙特卡洛模拟对风险因子进行模拟，确定到期收益率
	其他衍生品	公允价值	有活跃市场的，按调整或未经调整的报价；无活跃市场的，用估值技术确定

资料来源：银行业协会，天风证券研究所

2.1.2. 银行理财产品投资债券如何估值？

封闭式产品，以收取合同现金流量为目的且持有到期，或者可靠的公允价值无法获取，可以摊余成本法。**定开式产品**，**封闭期半年以上**，且资产组合久期不超过封闭期的 1.5 倍，投资收取合同现金流量为目的且持有到期，可以摊余成本法。如果是以交易为目的，那就以公允价值计量，事实上，我们看大行理财产品说明书里。**现金管理类**产品，暂参照“摊余成本+影子定价”估值，暂无会计目的上的考量。

图 2：工银理财·“全鑫权益”灵活配置策略封闭净值型估值方法

(三) 估值方法

理财产品所投资各类资产原则上按照公允价值估值，具体估值方法如下：

1、货币市场工具类的估值

- (1) 银行存款以本金列示，逐日计提利息；
- (2) 货币基金以当日基金净值估值；
- (3) 一年内同业存单或债券以摊余成本法估值。

2、债券类的估值

- (1) 以持有到期为目的持有的债券按摊余成本法估值；
- (2) 以交易为目的持有的债券按市价法估值。

3、债权类项目的估值

标准化债权项目中，以持有到期为目的持有的债权按摊余成本法估值，以交易为目的持有的债权按市价法估值。

4、股票类估值

股票按市价法估值。

5、其他资产类估值

(1) 其他资产存在并可以确定公允价值的，以公允价值计算，公允价值不能确定的按取得时的成本按摊余成本法计算。

6、国家有最新规定的，按其规定进行估值。

7、在任何情况下，产品管理人与托管人所共同认可的估值方式均视为客观、公允的估值方法。该产品估值均以产品公布的估值结果为准。

资料来源：工商银行官网，天风证券研究所

而对定开式产品，封闭期半年以内，尚未明确。封闭期半年以内的理财产品，一来很难找到能与这么短的封闭期匹配的非标，只能以标准化资产为主；二来监管文件未明确的情况下，如果都采用摊余成本法计量，后续可能面临整改压力，而如果以公允价值计量，则开放频率高、净值披露频率也高，可能影响投资体验；三来开放频率高本身也给增加了产品的运作成本。也这也造成了银行理财越来越少发行封闭期较短的定开式产品。截至 2019 年 8 月 8 日中国理财网备案的开放式净值型产品中（2832 款），产品名称带有“定开”、“定期开放”、“周期开放”字样的产品有 212 款，其中封闭期在半年及以上的有 192 款，半年以内的仅 20 款。

2.2. 非标债权类资产估值体系

《指引》对非标债权的处理，很多完整沿用了资管新规。1) 对非标债权的界定，与资管新规一致的反面定义法，即给出标准化债权的五要素，标准化债权之外的债权类资产就是非标债权；2) 以摊余成本法计量的条件，即封闭式产品，在两种情形之下可以；3) 净值偏离度的惩罚条件，以摊余成本计量的资产价格和实际兑付时的价值的偏离度必须低于 5%，若 $\geq 5\%$ 的产品数超过发行产品总数的 5%，就不能再发行以摊余成本计量的资管产品。

非标债权可以选择摊余成本法和公允价值法。原则与上述标准化债权一致，即要同时满足会计准则和监管规定。以摊余成本计量的话，非标债权估值=初始确认金额-已偿还的本金 \pm 实际利率法计算的累计摊销额-累计信用减值准备。公允价值计量的方法内核基本都是现金折现。《指引》对各种类型的非标债权，如何使用现金流折现的做出了说明，包括担保方式、折现率等。

表 2：《指引》给出的非标债权的估值方法

分类	公允价值/摊余成本确定方法
	摊余成本法
摊余成本法	=初始确认金额-已偿还的本金 \pm 实际利率法计算的累计摊销额-累计信用减值准备
	公允价值法
普通付息式固定利率非标债权	计算每个估值时点未来现金流的净现值，用现金流折现法计算

现金流不规则的付息式固定利率非标债权	在上述公式基础上，分别对不同时点对应现金流进行折现，折现价值即为估值日的资产价值
浮动利率非标债权	按照合同约定，参照浮动利率曲线（例如：上海银行间拆借利率）计算债权每年利息，然后按照上述公式进行估值
含权的非标债权	1) 计算估值日未来现金流；2) 计算债权行权日期未行权的债权价值；3) 计算债权在行权日期的未行权到期收益率 r1 以及行权的收益率 r2，并且比较行权以及未行权的到期收益率；4) 根据是否行权，选取预期现金流，以估值日为始点，对预期现金流进行折现从而计算可赎回/可回售债权的价值
可转债价值	可转债价值 = 纯债价值 B + 看涨期权价值 c

资料来源：银行业协会，天风证券研究所

2.3. 未上市股权的估值体系

“未上市股权”业务涵盖范围较广。具体包括 1) 股权投资母基金及其下投资的子基金或子项目；2) 股权投资基金其下投资的子项目；3) 单一项目股权直投等。而且，已在股转系统挂牌但交易不活跃的企业，其股权的估值也参考《指引》。市面上已经有一些投资未上市股权的理财产品，比如工行“博股通利”。

因为都没有交易活跃的市场及报价，未上市股权和非标债权有着类似的估值原则。比如，1) 估值技术一致性；2) 实质重于形式；3) 估值日的假定出售价格；4) 选择估值技术的考虑点；5) 以情景分析（比如按潜在退出方式的概率）综合运用多种估值方法；6) 差异分析以提升今后估值水平等。

表 3:《指引》给出的未上市股权的估值方法

分类	公允价值/摊余成本确定方法
市场法	
参考最近融资价格法	适用于：融资相对频繁的初创企业。
市场乘数法	适用于：被投资企业相对成熟，可产生持续的利润或收入的情况下。
行业指标法	适用于：行业发展比较成熟及行业内各企业差别较小的情况。一般被用于检验其他估值法是否相对合理，而不作为主要的估值方法单独运用。
收益法	
现金流折现法	具有较高灵活性，在其他估值方法受限制之时仍可使用。但需要大量的主观判断，折现结果对输入值的变化较敏感，因此，现金流折现法的结果易受各种因素干扰。
股利折现法	适用于：被投资企业平稳发展、股利分配政策较为稳定，且能够对股利进行合理预测的情形。 细分为：戈登永续增长模型、二阶段股利增长模型及三阶段股利增长模型。
成本法	
净资产法	适用于：其价值主要来源于其占有的资产的情况，如重资产型的企业或者投资控股企业。此外，也适用于经营情况不佳，可能面临清算的企业。 方法：以资产负债表为基础，被投资企业表内及表外资产和负债的公允价值，综合考虑后得到股东权益价值（也即净资产），进而得到理财持有部分的价值。

资料来源：银行业协会，天风证券研究所

2.4. 理财产品持有金融资产的减值

向理财产品引入资产减值。适用资产范围：分类为以摊余成本计量或以公允价值计量且其变动计入其他综合收益的金融资产。适用产品范围：资管过渡期内，监管允许的定开类产品中以摊余成本法核算的债券，可不采用本计提规则；在减值方法一节，仅提到了对非货币类理财产品适用，但货币类理财未提及，所以“类货基”所投资的债券是否需要减值，这里是没有明确的。减值频率：自资产买入日期，在理财产品报告日和产品开放日前。

银行理财版“侧袋估值”推出。对理财产品投资组合中流动性缺失的资产，比如房产、交易量较低的债券、股票、文物、担保债务凭证、私募股权等，无法合理估值或及时变现。当然也无法合理计提减值，**这样就不能保证所有投资者均摊损失。**假设高流动性和低流动性的资产都放在一个池子里，如果出现债券违约，先赎回者的赎回请求，可以用卖出高流动性资产来满足，而后赎回者则要承担更多的投资损失。在该预期之下，投资者都有抢先赎回的冲动，造成挤兑，加剧产品自身的风险。而**“侧袋估值”的设计，则可在减值方法无效时，打破这个魔咒。**具体而言，将产品中流动性缺失的资产放入“侧袋账户”，并锁定与其对应的客户和持有份额，其他资产仍在“主袋账户”正常估值，并开放申赎。当投资者要赎回份额时，将得到“主袋账户”资产对应的退出资金，“侧袋账户”的退出资金被锁定；当“侧袋账户”中的资产变现后，再收到其余的退出资金。

3. 《指引》对现行估值体系影响几何？

3.1. 理财以摊余成本计量的约束加强

《指引》明确公允价值计量原则，摊余成本法只在有限的范围内被允许。理财涉及到摊余成本的部分，主要有三大类：**存款类、（符合条件的）非标债权类、固定收益类证券。**而对其余的资产，《指引》均明确应该以公允价值计量，具体包括**权益类证券、配股权、证券投资基金、衍生品、未上市股权。**

采用何种方法估值，需同时符合监管约束和会计约束。监管约束主要来自 0427 资管新规和央行 720《通知》的相关规定，而会计约束主要来自本次理财估值指引。**资管新规明确了封闭式产品使用摊余成本法的条件。**第十八条规定，所投金融资产要么以收取合同现金流量为目的并持有到期，要么可靠公允价值不可获得。**央行《通知》明确开式、现金管理类理财产品可以摊余成本法。**1) 过渡期内，封闭期在半年以上的定开式资管产品，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；2) 现金管理类理财产品，暂参照货基的“摊余成本+影子定价”估值。**《指引》在上述基础上，明确了会计准则的考量。**《指引》提到，选取摊余成本法应同时具备两个条件：1) 会计准则允许划分为以摊余成本计量的金融资产(AC)；2) 央行、银保监会等监管机构允许。具体来看，**会计准则第 22 号允许金融资产划分为 AC 的条件：**1) 业务模式以收取合同现金流量为目标；2) 且特定日期的现金流，只能是对本金和未偿付本金为基础的利息的支付。二者均满足的金融资产才可以以摊余成本法计量。

以上标准中，“**以收取合同现金流量为目标**”比较关键。《指引》强调了，如果固收类证券要以摊余成本计量，要执行“合同现金流量特征测试”（即 SPPI 测试）。凡是未通过 SPPI 测试的固定收益类证券，不得采用摊余成本计量。因此，银行理财适用摊余成本法的门槛也提高了。

3.2. 基金和理财在摊余成本法上的差距有所收窄

根据基金业协会的自律标准，**债基只能用市值法，货基可用摊余成本法。**基金业协会对固收品种的估值处理标准（最新版是 2014 年 11 月发布的）中提到，对非货币市场基金，需采用“基金对估值品种的估值净价”来估值，它是由“第三方估值机构提供的相应品种的估值净价”计算而来的，故属于**市值法**；而对货币市场基金持有债券，虽可以**摊余成本法**计量，但要以这一类的市值为“影子价格”。

但这个局面在 2018 年中有了转机。央行 720《通知》提出，过渡期内，封闭期在半年以上的定开式资管产品，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。这里说的是“资管”，而不仅限于“理财”，因此当然也适用于公募基金。**19 年 3 月 18 日，首只摊余成本法债基获证监会批复。**南方恒庆一年定期开放债券型证券投资基金获证监会的注册批复。

理财和公募在摊余成本法上的差距缩小。以摊余成本计量，故而净值波动较小、客户接受

度更高，曾是银行理财相对于固收型公募基金的独特优势。但现在从两边都有改变，一来公募也开始获准发行以摊余成本计量的债基了，二来银行理财以摊余成本计量的门槛提高。“类货基”的监管约束暂未涉及，有待后续监管规定推出。《指引》仅从资产端出发，并未涉及产品类型。因此，现金管理类理财产品仍然可用摊余成本法。

4. 投资建议：系统化的估值体系将形成，利好理财中收回暖

（一）《指引》将建立完整的理财估值体系

此前监管文件中与估值相关的内容并不多。0427 资管新规第十八条规定“坚持公允价值计量原则，鼓励使用市值计量”，但封闭式产品在 2 种情形下可以以摊余成本计量。720 央行《通知》明确了封闭期半年以上的定开式产品、现金管理类产品在符合条件下可以用摊余成本计量。《指引》除了重申上述原则之外，对标准化投资品、非标债权、未上市股权三大类资产，分别建立了完整的估值体系。其很多规定上与《中国基金估值标准（2018 年）》相通，体现了银行理财在估值体系上向基金靠拢的趋势。更偏向以公允价值计量。三大类资产可以摊余成本计量：存款类、（符合条件的）非标债权类、固收类证券。而其余的资产，《指引》均明确应该以公允价值计量，具体包括权益类证券、配股权、证券投资基金、衍生品、未上市股权等。

（二）对银行理财以摊余成本计量的约束加强

采用何种方法估值，需同时符合监管约束和会计约束。监管约束主要来自 0427 资管新规和央行 720《通知》的相关规定，而会计约束主要来自本次理财估值指引。资管新规明确了封闭式产品使用摊余成本法的条件。第十八条规定，所投金融资产要么以收取合同现金流量为目的并持有到期，要么可靠公允价值不可获得。央行《通知》明确定开式、现金管理类产品可以摊余成本法。1) 过渡期内，封闭期在半年以上的定开式资管产品，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；2) 现金管理类产品，暂参照货基的“摊余成本+影子定价”估值。《指引》在上述基础上，明确了会计准则的考量。《指引》提到，选取摊余成本法应同时具备两个条件：1) 会计准则允许划分为以摊余成本计量的金融资产(AC)；2) 央行、银保监会等监管机构允许。

（三）理财和基金在估值上的差距进一步收窄

以摊余成本计量、故净值波动较小、客户接受度更高，曾是银行理财相对于固收型公募基金的独特优势。但现在从两边都有改变，差距进一步收窄。一来，此前债基只能用市值法，货基可用摊余成本法。但伴随 18 年 7 月央行《通知》放开封闭期在半年以上的定开式资管产品可以摊余成本计量，开始有转机。19 年 3 月，首只摊余成本法债基获证监会批复。二来，银行理财估值方法的选择需同时满足监管约束和会计约束，门槛提高。对“类货基”的约束暂未涉及，有待后续监管规定推出。《指引》仅从资产端出发，并未涉及产品类型，因此，现金管理类理财产品仍然可用摊余成本法。

5. 风险提示

估值所需人力物力使运作成本加大；新产品客户接受度不高。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼 邮编：430071 电话：(8627)-87618889 传真：(8627)-87618863 邮箱：research@tfzq.com	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼 邮编：201204 电话：(8621)-68815388 传真：(8621)-68812910 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com