

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。

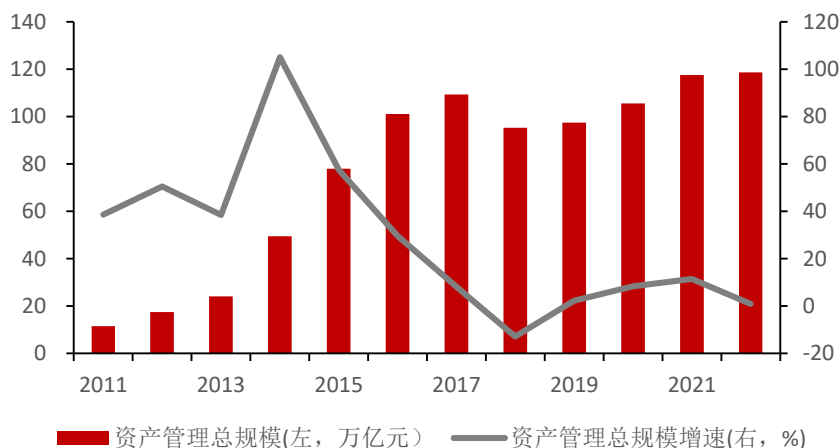
为解决上述问题，2018年我国出台了《关于规范金融机构资产管理业务的指导意

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	2022Q9
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

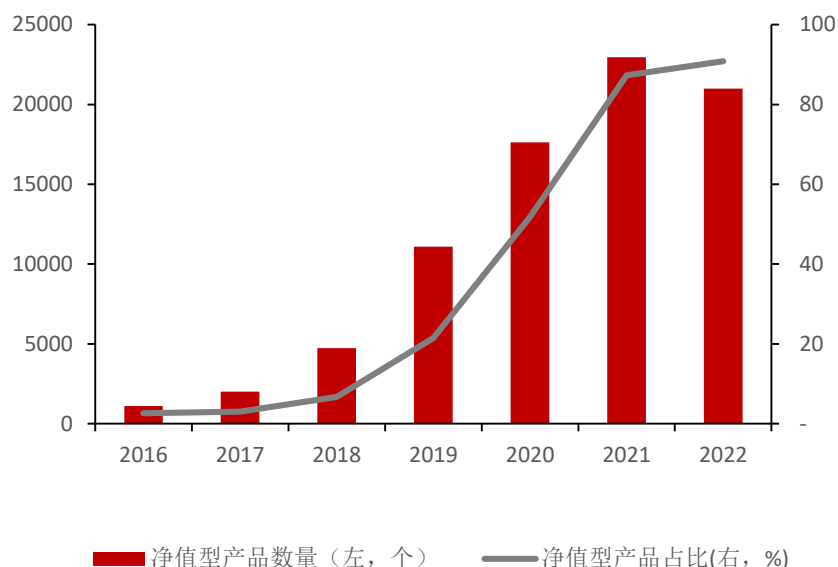
资料来源：Wind，中国银行研究院

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

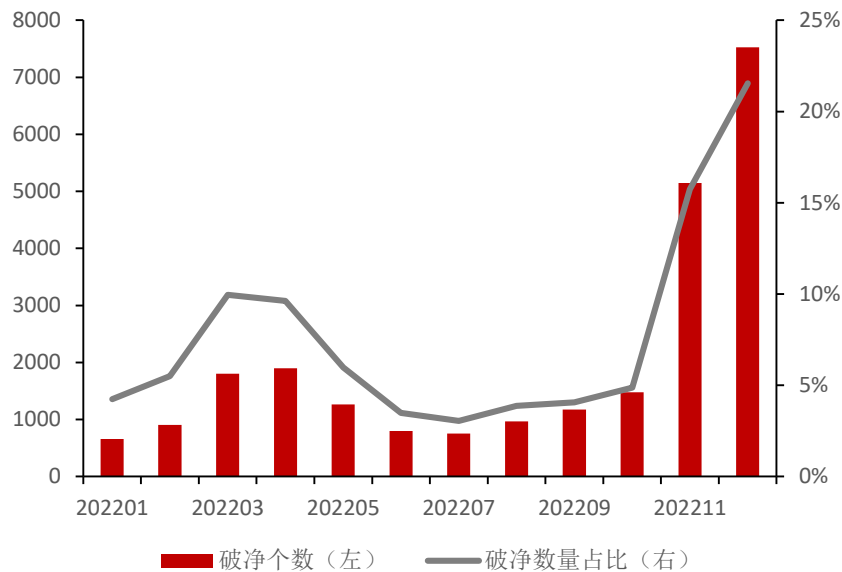


资料来源：Wind，中国银行研究院

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

（一）监管方面建议

一是强化流动性管理，打造“买者自负、卖者尽责”的投资文化。理财产品净值化转型背景下，流动性风险管理和投资者教育将是一个重要问题。为此，监管部门既要做好投资者保护，又要支持资产管理机构在尽职的前提下，以法律手段应对投资者的维权纠纷，打造“买者自负、卖者尽责”的投资者文化，助力形成良好的金融生态圈。一方面，建立流动性风险预警机制。理财产品净值化转型初期，投资者容易出现

跟风赎回行为进而容易对市场流动性产生冲击，应对投资者的集中赎回可能产生的流动性风险传染途径、规模及影响大小等作好监测，有效管控流动性风险。另一方面，提高投资者金融素养，引导其树立长期投资的理念。金融市场的安全运行和功能发挥，离不开成熟理性的投资者群体，只有帮助投资者树立理性投资意识、了解投资风险、增强风险防范能力，才能真正保护好投资者、做到“防患于未然”。此外，支持银行在尽责的前提下，维护好自身权益。借鉴发达国家在资产管理方面的成熟经验，允许资管行业经营主体在勤勉和尽责的基础上，切实按照市场化原则决定产品收益，避免因“刚性兑付”带来的市场扭曲。

二是引导理财产品更多投资于股权市场，形成理财资金支持长期投资的良好局面。受多种因素影响，理财业务仍主要以投资现金及债券市场为主，股权性资产占比依然较低。在利率中枢下行、金融市场波动加大背景下，理财产品收益受限，也不利于形成长期稳定资金。因此，引导理财产品更多投资于股权市场，既有利于增加投资收益，又有利于形成理财资金支持科技创新等长期投资的新局面。当前，理财产品投资股权偏少的原因较为复杂，其中非常重要的原因是投资者对长周期的产品接受度不足，这使得银行理财产品投资面临期限错配和流动性错配的困境，未来监管部门应综合采取措施，帮助投资者树立长期投资理念。为此，监管部门要从政策引导、投资者教育等多方面引导投资者树立长期投资理念，这应成为未来理财市场进一步良性健康发展的先决条件。

三是促进监管标准走向统一，促进资管行业长期健康发展。近年来，各类资管行业机构在走向“统一监管”方面取得了重大进步，但在部分领域的业务准入、监管标准和税负安排等方面仍有一定差异，这不利于资管行业的长期稳健发展。例如：社保和企业年金等长期资金的管理人准入尚未对银行理财子公司开放；银行理财子公司需执行净资本管理规定，而基金公司则不需要等。建议按照机构监管与功能监管相结合的原则。未来，应尽快实现资产管理产品规则的统一，按照同类产品的投资范围、审慎监管指标和税负要求均应相同的原则优化监管规则，从而促进资管行业长期稳健发展。

（二）银行方面建议

一是高度重视破净影响，提高理财产品回撤管理能力。净值化计价将会放大底层资产的波动状况，进而对银行的服务水平和回撤管理能力形成挑战，为此要高度重视破净影响，做好应对。**第一，强化投资者交流，避免“追涨杀跌”等非理性决策。**投资者购买理财产品前，要做好产品信息披露工作，让客户充分了解产品的投资策略、主要投向及赎回机制等；购买理财产品后，要强化与投资者的沟通和联系，增进对客户了解。特别是在市场大幅波动时，要做好说明与解释工作，引导客户避免做出“追涨杀跌”等非理性决策行为。**第二，提高流动性管理水平，有效应对赎回风险。**建立基于事前的流动性风险压力测试，从市场走势预判、投资组合头寸、资产负债期限匹配度、客户“止损”临界点等多个维度构建流动性压力测试，并提前做好融资预案。**第三，提升理财产品的长期表现，帮助客户穿越周期。**过去，银行理财为匹配投资者低风险的投资偏好，资产投向以标准化与非标准化债权资产为主，资产配置相对单一。未来，银行可适度增加对权益市场的投资力度，稳定业绩表现。2023 年，在经济复苏动能增强、注册制改革全面推进等因素作用下，股票市场结构性投资机遇增强，权益资产性价比提高。根据市场环境筛选不同类别的资产进行多元化配置，实现全流程、全生命周期的个性化陪伴，帮助客户实现财富的长期保值增值。

二是把握财富管理市场发展机遇，形成差异化竞争优势。从长期看，银行要充分把握大资管时代理财产品的发展机遇，加快业务布局。相比其他金融机构来说，银行具有资金、客户、渠道等独特优势，但也存在投研能力相对不足等短板。为此，银行要扬长避短，力求形成特色化、差异化竞争特色。**第一，丰富财富金融产品供给，满足客户综合化、个性化、全球化投资理财需求。**一方面，帮助海外资金更好的投资人民币资产产品。随着我国疫情管控放松、各种风险扰动因素缓解，人民币资产在海外资产配置中的吸引力不断上升，2023 年年初以来，“北向资金”流入规模已明显上升。另一方面，在政策框架允许下帮助居民做好全球资产配置。2007 年我国第一批合格境内机构者(QD II)基金正式诞生，开启了居民在全球范围配置资产的探索之路。2021 年“跨境理财通”业务的开启，为居民拓宽境外投资渠道提供了新机遇。**第二，提高投**

研能力，增强理财产品的长期表现。投研能力是决定产品竞争力的基石，也是增强客户粘性、提高理财产品长期表现的关键。资管机构要提高主动管理能力，加强投研体系、人员、系统建设，完善适应产品净值化转型的信用评级体系，全面提升投研能力。

第三，关注 ESG、养老金融等财富投资的新机遇。经济绿色转型背景下，ESG 理念已成为共识，并为新的投资风口。晨星资讯数据显示，2021 年全球可持续发展 ESG 基金规模为 2.97 万亿美无，其增长速度超过了资管行业的其它细分领域，2022 年该基金规模虽然有所下降，但仍是近年高点且是行业公认的未来投资大趋势。

三是充分认识资产管理业务风险的特殊性，更加注重风险防范。实现资产的保值增值是理财客户的首要追求，银行机构要高度重视风险管理，为客户资产的保值增值筑牢风险底线。

一方面，密切关注金融市场发展前景及风险波动情况，强化风险预警能力，避免理财产品市值大幅波动。

另一方面，清醒认识到资产管理业务风险的特殊性，做好全流程风险管控。理财等资产管理业务横跨信贷、股票、债券、信托、大宗商品等多个市场，这不仅使得金融市场各模块之间的联动性加强，也使得金融产品组合的复杂程度上升和风险交叉传染。总的来看，资产管理混业经营的特征不仅对监管提出了挑战，也对银行合规经营产生了影响。为此，建立覆盖资管产品从资金募集、投资运行到托管清算等全流程风控体系，促进理财业务稳健运行，既防市场风险，也防信用风险、操作风险、声誉风险等衍生风险。

