

银行

2024年07月28日

估值方法再度趋严，理财迎“真净值化”时代

——信托收盘价估值整改点评

投资评级：看好（维持）

刘呈祥（分析师）

吴文鑫（分析师）

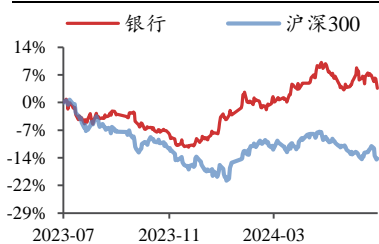
liuchengxiang@kysec.cn

wuwenxin@kysec.cn

证书编号：S0790523060002

证书编号：S0790524060002

行业走势图



数据来源：聚源

相关研究报告

《存款降息配合落地，银行息差获支撑—大行 0725 下调存款挂牌利率点评》-2024.7.25

《降息促实体需求，LPR 同步换锚—央行 0722 降息点评》-2024.7.22

《“挤水分”后量价平衡发展，关注红利策略扩散—上市银行 2024 年中报业绩前瞻》-2024.7.19

据 21 世纪经济报道，近期华北地区有金融监管部门通知部分信托公司，禁止信托公司在与银行理财合作的过程中提供“收盘价估值”服务。这也是监管通知中首次直接提及“收盘价估值”这个新型估值模式。

● 收盘价计价“漏洞”：部分上交所非活跃债券的收盘价长期不变

交易所债券均需使用市值法估值，即中证或收盘价估值。按交易市场分类，债券可分为银行间债券、交易所债券。根据 2019 年 8 月中国银行业协会《商业银行理财产品核算估值指引（征求意见稿）》，交易所债券建议采用中证估值，但管理人也可酌情采用收盘价估值。当时虽提及 ABS/ABN/MBS/私募债由于“其交易不活跃，未来的现金流也难以确认，可按成本估值”，但后来 2021 年 6 月发布的《理财产品估值操作指南》已删除此条，故交易所债券允许用市值法估值，包括中证或收盘价估值，而非摊余成本法或成本估值。

由于系统原因，上交所部分债券的收盘价长期不变，成为估值“漏洞”之一。由于交易系统的不同，一些上交所非活跃债券的收盘价长期保持在 100 元不变。以某上交所债券“22 东港 01”为例：其中证估值净价在 2022 年 11 月债市赎回潮中下降较快，但其收盘价始终显示为 100 元。我们统计发现，截至 2024-07-26，上交所固收平台共有 30477 只债券，其中连续 5 个交易日收盘价均为 100 元的债券共 22430 只，占比约 74%，数量最多的三类债券为：地方政府债（10196 只）> 私募债（7761 只）> 证监会主管 ABS（1736 只）。意味着理财或许是出于使用收盘价估值目的，而有意选择某些上交所债券进行投资。

理财为何通过信托进行收盘价估值？因为信托具有一定的监管红利，对于估值方法的选择主观性较强，所以利用收盘价估值隐藏真实的净值后，便可帮助理财拉久期、做下沉，同时做到高收益+低波动。

● 初步测算：全市场理财持有的上交所债券约 1.9 万亿元

以某理财子产品为例，通过对比其披露的近几年季度前十持仓，可以发现该产品通过信托主要投资二级资本债和 PPN（银行间）、证监会主管 ABS（上交所）。2024Q1 末全市场理财前十持仓中，我们统计发现上交所债券规模约占 6.4%，若以此比例模拟全部持仓，并以全市场规模为 30 万亿元为基准，可测算得到全市场理财持有的上交所债券规模约 1.9 万亿元。其中涉及收盘价估值的部分债券，后续或迎来整改压力。

● 理财或迎“真净值化”时代，部分上交所债券有一定减配压力

对理财产品：继 6 月某地监管叫停“平滑信托”机制后，此次又叫停了信托收盘价估值，后续全国有望拉平监管，理财净值波动或有加大。估值红利消失后，信托无法配合理财拉久期和沉信用，或拖累理财产品后续的收益率表现。

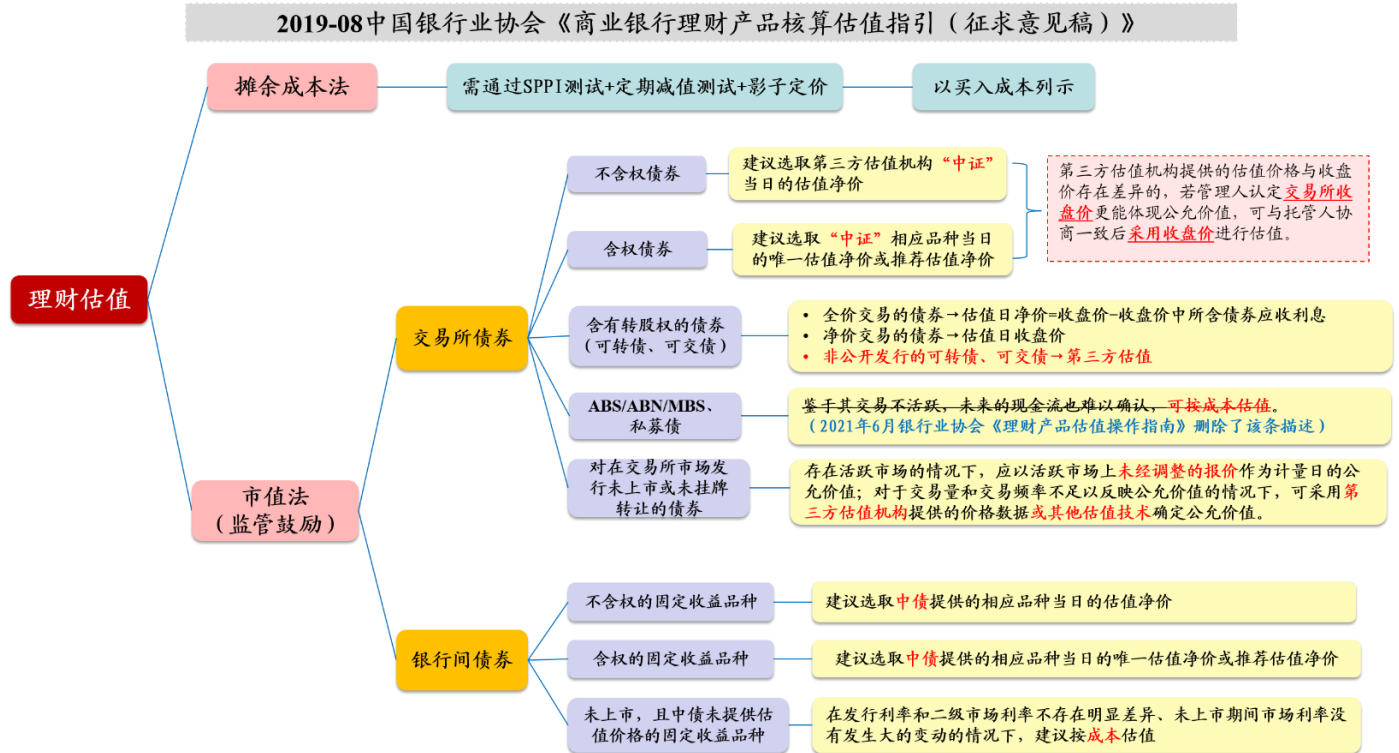
对债券：上交所债券的估值优势明显减弱，一些期限较长、信用较为下沉的上交所债券或有一定的减配压力。

● 投资建议：

监管严堵理财估值漏洞，更注重“质”而非“量”，未来国有行或趋向大众理财和普惠理财，客群优势明显、销售渠道多元的银行仍将受益，受益标的有工商银行、农业银行、中国银行、建设银行、交通银行、招商银行、兴业银行等。

● **风险提示：**经济增速下行，政策效果不及预期，测算结果与实际存在偏差等。

附图 1：理财估值上，监管规定交易所债券可采用中证估值或收盘价估值

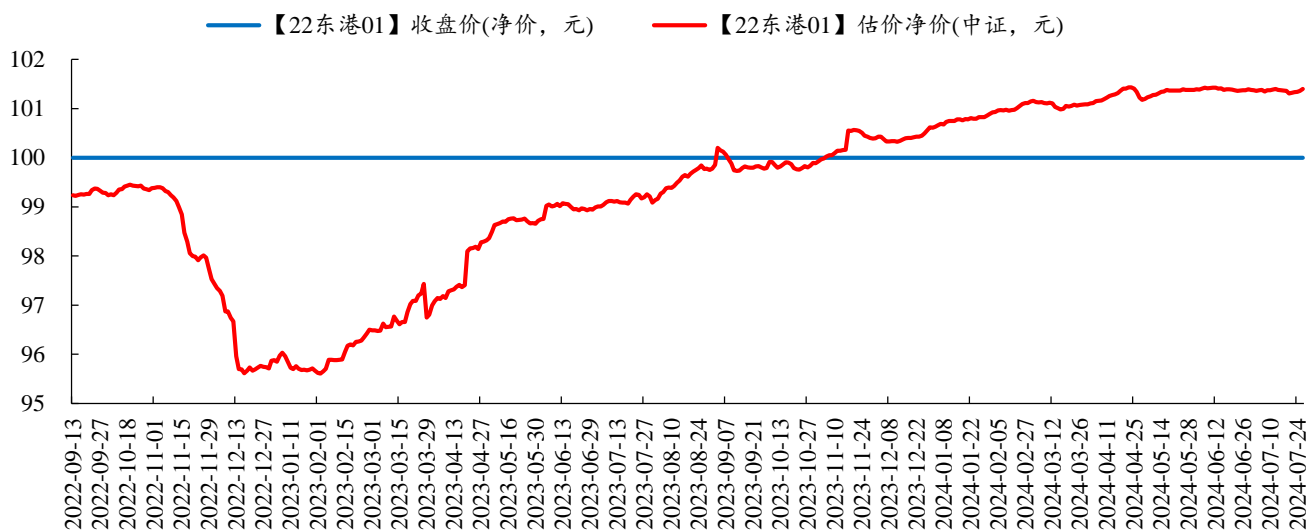


资料来源：银行业协会、开源证券研究所

附图 2：上交所债券的收盘价（净价）大多显示为面值 100 元

序号	证券代码	证券简称	收盘价(净价) [交易日期] 2024-07-24	收盘价(净价) [交易日期] 2024-07-25	收盘价(净价) [交易日期] 2024-07-26	估价净价(中证指数) [日期] 2024-07-25 [估值类型] 推荐	估价净价(中证指数) [日期] 2024-07-24 [估值类型] 推荐	估价净价(中证指数) [日期] 2024-07-26 [估值类型] 推荐	Wind债券二级分类
19997	184182.SH	21龙马02	100.0000	100.0000	100.0000	101.3365	101.3431	101.3264	一般企业债
19998	194708.SH	22华金C1	100.0000	100.0000	100.0000	101.3496	101.3431	101.3671	证券公司债
19999	240474.SH	24恒信G1	100.0000	100.0000	100.0000	101.3075	101.3429	101.3178	一般公司债
20000	251595.SH	G23锡旅2	100.0000	100.0000	100.0000	101.3590	101.3428	101.3605	私募债
20001	101519.SH	22河北08	100.0000	100.0000	100.0000	101.3733	101.3422	101.3920	地方政府债
20002	101521.SH	22河北10	100.0000	100.0000	100.0000	101.3733	101.3422	101.3920	地方政府债
20003	171599.SH	20海南19	100.0000	100.0000	100.0000	101.3476	101.3420	101.3523	地方政府债
20004	114272.SH	22利民02	100.0000	100.0000	100.0000	101.3291	101.3418	101.3217	私募债
20005	182659.SH	22东港01	100.0000	100.0000	100.0000	101.3621	101.3416	101.3951	私募债
20006	114015.SH	G22有轨1	100.0000	100.0000	100.0000	101.3701	101.3412	101.3742	私募债
20007	232069.SH	24陕西08	100.0000	100.0000	100.0000	101.4609	101.3407	101.5610	地方政府债
20008	260172.SH	吴都5A3	100.0000	100.0000	100.0000	101.3600	101.3407	101.3694	证监会主管ABS
20009	254845.SH	24聊控02	100.0000	100.0000	100.0000	101.4045	101.3405	101.4341	私募债
20010	112441.SH	G鄞阳1A3	100.0000	100.0000	100.0000	101.3492	101.3403	101.3458	证监会主管ABS
20011	254420.SH	24上投03	100.0000	100.0000	100.0000	101.3675	101.3396	101.5796	私募债
20012	231190.SH	23浙江64	100.0000	100.0000	100.0000	101.4089	101.3394	101.4301	地方政府债
20013	261213.SH	DC睿1A	100.0000	100.0000	100.0000	101.3542	101.3388	101.3652	证监会主管ABS
20014	250047.SH	23昂高03	100.0000	100.0000	100.0000	101.3407	101.3385	101.3327	私募债

资料来源：Wind

附图 3：以某上交所债券为例，收盘价与中证估价或存在偏离较大的现象


数据来源：Wind、开源证券研究所

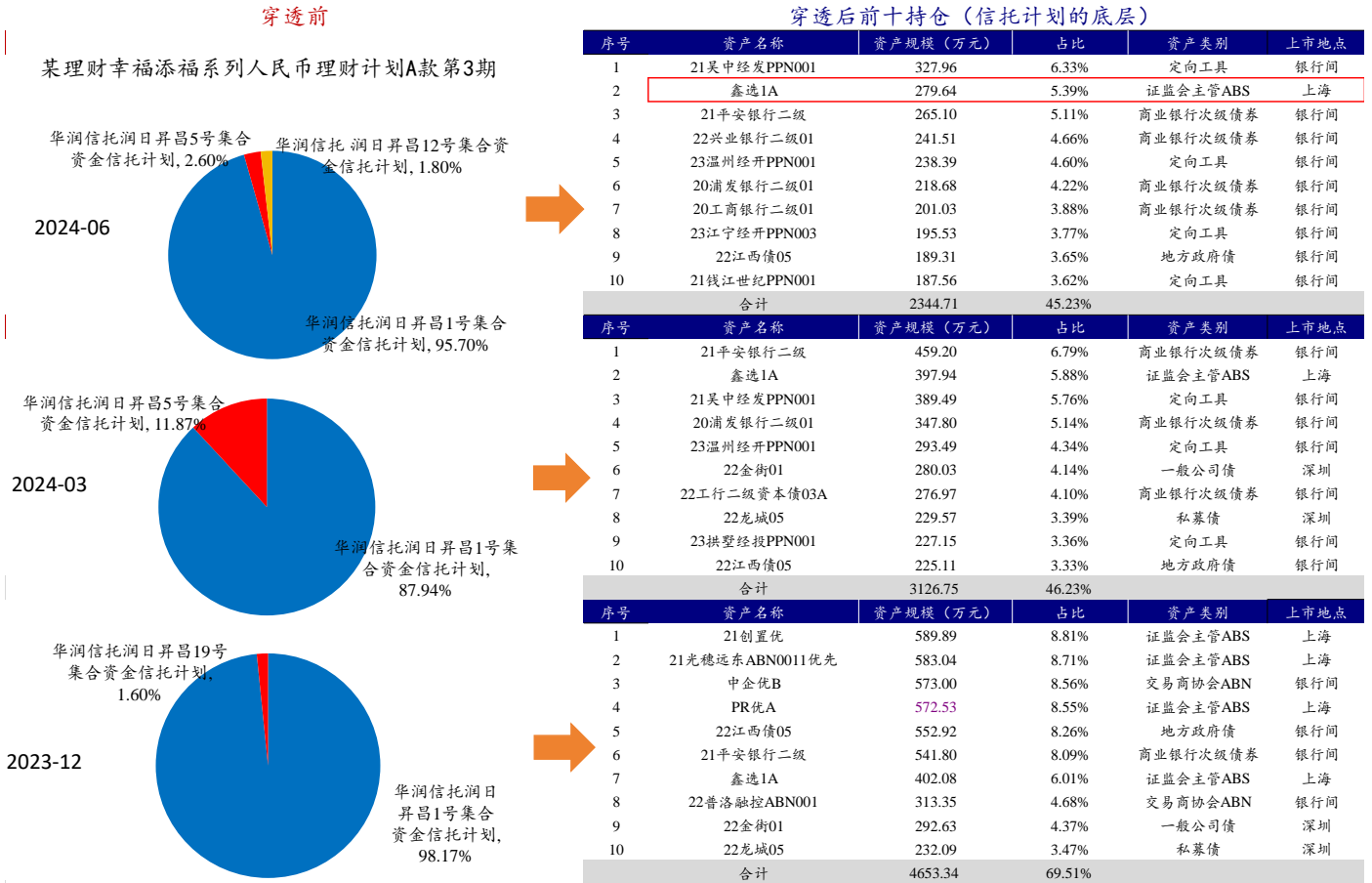
附表 1：上交所固收平台收盘价长期为 100 元不变的债券主要有地方政府债、私募债、证监会主管 ABS 等

 上交所固收平台·连续 5 日收盘价均为 100 元的债券
 (2024-07-22 至 2024-07-26)

Wind 债券二级分类	数量 (只)
地方政府债	10196
私募债	7761
证监会主管 ABS	1736
一般公司债	1393
一般企业债	827
证券公司债	343
政府支持机构债	77
可交换债	48
国债	41
其它金融机构债	6
保险公司债	1
政策银行债	1
合计	22430

数据来源：Wind、开源证券研究所

附图 4：以某理财产品为例，2024Q2 末通过信托投资的上交所债券占产品净资产的 5.39%



数据来源：普益标准、开源证券研究所（注：仅作为案例展示，不代表该产品一定存在估值违规问题）

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20% 以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在 -5%~+5% 之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5% 以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼3层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn