

平抑净值波动，探索仍在途中

银行理财降低波动的方法与影响分析

◆ 行业研究 · 行业快评

◆ 非银金融

◆ 投资评级：优于大市（维持）

证券分析师：孔祥 021-60375452
证券分析师：王德坤 021-61761035

kongxiang@guosen.com.cn
wangdekun@guosen.com.cn

执证编码：S0980523060004
执证编码：S0980524070008

事项：

近期，21世纪经济报道指出，银行理财“自建估值模型”在业内逐步兴起，目前运用于银行二级永续债等债券类资产，后续可能拓展至低评级信用债，以及REITs和优先股等品种。考虑到银行理财常被客户认为是存款的替代品，对波动承受能力小，我们本文梳理了资管性新规转型以来平抑净值波动的可能方法。

国信非银观点：第一，银行理财净值波动易引发规模波动，有净值平滑诉求。此前银行理财通过基金专户、信托平滑、保险资管嵌套等方式，一方面可实现负债端稳定，另一方面实现收益增厚，达到了“低波稳健”的效果。但今年以来，这些方式受到监管整改限制，理财需进一步直面净值波动，银行理财“自建估值模型”因此受到更多关注。**第二，资管新规要求公允价值计量需真实反映基础资产的收益和风险。**公允价值计量并非只使用市价估值，根据财政部的《公允价值计量》会计准则，公允价值估值技术可以采用市场法、收益法和成本法三类。对于交易不活跃的金融资产，可以采用估值技术确定其公允价值。目前，主流的估值技术为现金流折现法。**第三，银行理财降低净值波动的方法各有优劣，平滑基金方法使用逐步结束，自建估值有可能小范围推广，资产对冲等主动管理方法有望拓展。**一是平滑基金计提，优点在于平滑收益源自浮盈阶段的计提，不涉及负偏离问题，缺点是违背净值化转型精神。二是三方估值报价，优点在于能起到类似摊余成本法的效果，缺点是存在负偏离，特别是对于弱资质信用债。三是自建估值模型，优点在于平滑收益效果较好，模型科学且易受监管认可，缺点在于存在负偏离问题，且模型存在公信力不足的问题。四是多资产对冲，优点在于最符合资管新规要求，缺点在于效果不确定且成本较高，对理财子的投研能力要求也较高。

评论：

◆ 银行理财“自建估值模型”：净值波动易引发规模波动，理财有净值平滑诉求

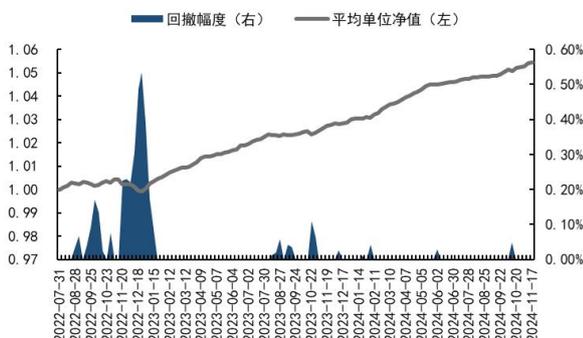
近期，21世纪经济报道指出，银行理财“自建估值模型”从部分股份制银行理财子公司兴起，目前覆盖主流的股份制银行理财子，当前少数国有大行也在推进，其他大行理财子尚处于研究阶段。银行理财子“自建估值模型”动力在于，其确实能够有效平滑债券资产价格波动对产品端的影响，但同时也存在流动性风险和对不同时间段赎回客户的“不公平性”，甚至还可能用于调节不同理财产品之间的收益。

银行理财“自建估值模型”有别于主流的中证、中债估值。根据《商业银行理财产品估值指引（征求意见稿）》，银行间固收产品估值主要依据中债登价格数据。在实操中，国债等流动性好的标准产品往往使用中证、中债的估值数据。21世纪经济报道指出，当前银行理财“自建估值模型”主要聚焦于银行二级永续债等债券类资产，后续可能拓展至低评级信用债，以及REITs和优先股等品种。另据21世纪经济报道，银行理财“自建估值模型”目前普遍做法是参考债券过去6个月的平均收益率，平滑效果较为突出。

投资者注重银行理财“类存款”属性，理财净值波动易引发规模波动。以2022年底为例，债券资产的价格波动引发了“债券底层资产价格波动—银行理财净值波动—银行理财赎回—债券卖出导致价格进一步下跌”的负反馈机制，银行理财净值短期回撤较大，并使得理财规模快速下滑。正因如此，银行理财有较强的净值平滑诉求。此前银行理财通过基金专户、信托平滑、保险资管嵌套等方式，一方面可实现负债端稳定，另一方面实现收益增厚，达到了“低波稳健”的效果。但今年以来，这些方式受到监管整改限制，理

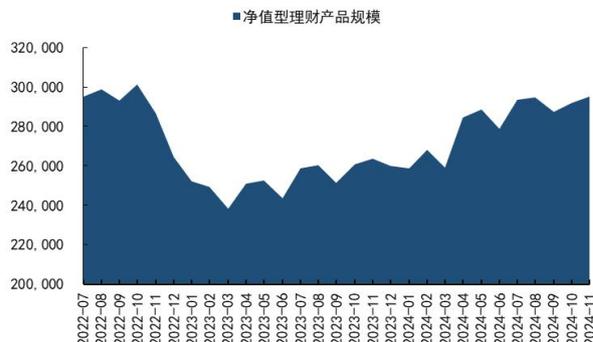
财需进一步直面净值波动，银行理财“自建估值模型”因此受到更多关注。

图1: 净值型银行理财的平均单位净值变化及动态回撤



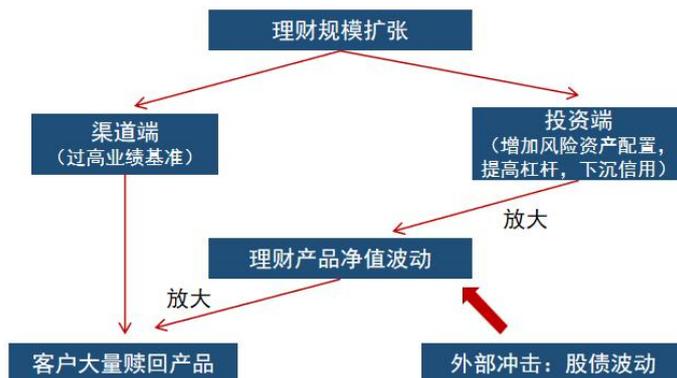
资料来源：普益标准，国信证券经济研究所整理。注：以 2022 年 7 月 31 日平均单位净值为 1

图2: 净值型银行理财的规模变化（单位：亿元）



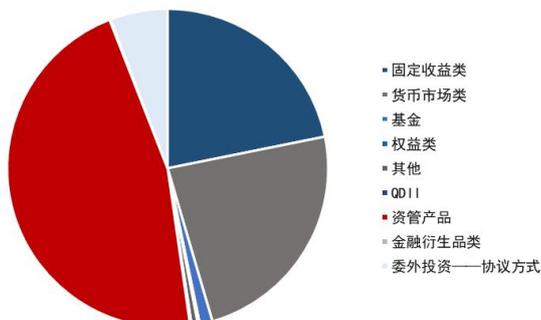
资料来源：普益标准，国信证券经济研究所整理

图3: “底层资产价格下跌-净值下跌-理财赎回”的负反馈机制



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图4: 银行理财 2024Q3 的资产配置结构（穿透前）



资料来源：普益标准，国信证券经济研究所整理

◆ 资管新规定义的公允价值：刻画资产真实收益与风险

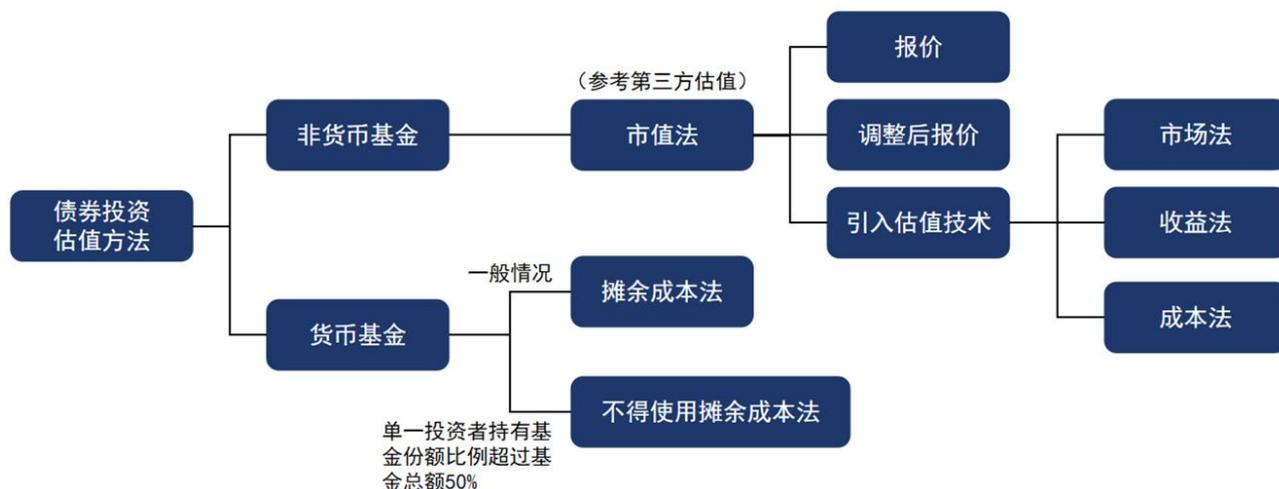
根据资管新规要求，金融机构对资管产品应当实行净值化管理，净值生成应当符合公允价值原则，及时反映基础资产的收益和风险。但是公允价值计量并非直接使用市价估值，根据财政部的《公允价值计量》会计准则，公允价值估值技术可以采用市场法、收益法和成本法三类。此外，在公允价值计量和披露要求较高的公募基金行业，公允价值计量也并不只是采用市价法估值。根据投资品种市场活跃的不同，证监会允许公募基金对公允价值分别使用估值日市价、最近交易日市价、调整后的交易市价或估值技术来确定。以债券资产估值为例，对于非货币基金而言，债券资产公允价值以市值法估值，根据交易市场活跃度可以采用市场报价、调整后报价和估值技术进行核算；对于货币基金而言，一般按照摊余成本估值，但是对于单一投资者持有基金份额比例超过基金总份额 50%的，不得以摊余成本法计量。

表1: 公允价值估值技术的官方定义

规则	细则	定义
估值技术	市场法	利用相同或类似的资产、负债或资产和负债组合的价格，以及其他相关市场交易信息进行估值的技术
	收益法	是将未来金额转换成单一现值的估值技术
	成本法	是反映当前要求重置相关资产服务能力所需金额（通常指现行重置资本）的估值技术
公允价值层次	第一层次	第一层次输入值是在计量日能够取得的相同资产或负债在活跃市场上未经调整的报价。活跃市场，是指相关资产或负债的交易量和交易频率足以持续提供定价信息的市场
	第二层次	第二层次输入值是除第一层次输入值外相关资产或负债直接或间接可观察的输入值
	第三层次	第三层次输入值是相关资产或负债的不可观察输入值

资料来源：《企业会计准则第 39 号——公允价值计量》，国信证券经济研究所整理

图5: 公募基金债券资产公允价值估值方法



资料来源：《企业会计准则第 39 号——公允价值计量》，《证券投资基金会计核算业务指引》，中基协，国信证券经济研究所整理

表2: 基金业协会固定收益品种第三方机构公允价值确定原则

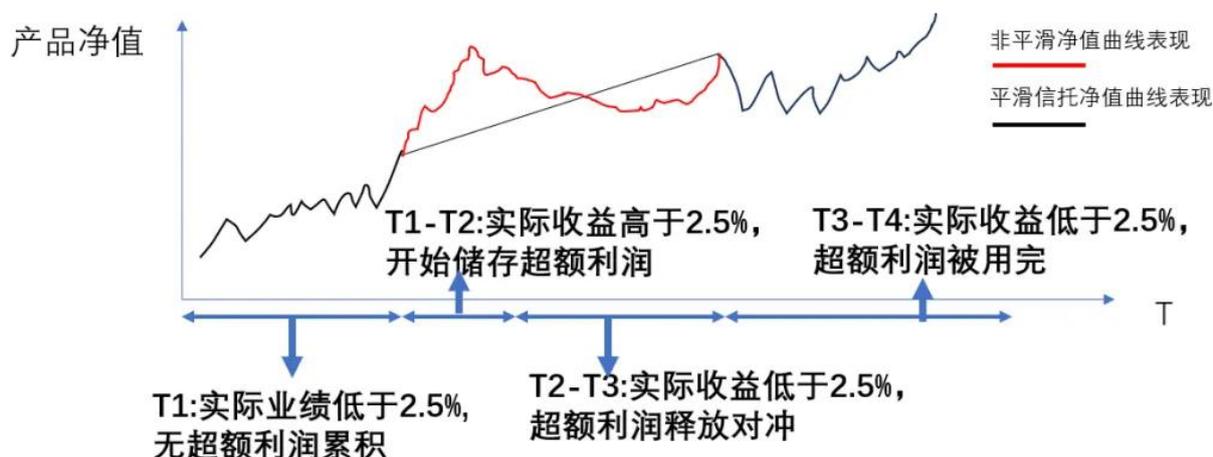
标的资产市场活跃度	对应处理方式
对于存在活跃市场的情况下	应以活跃市场上未经调整的报价作为计量日的公允价值
对于活跃市场报价未能代表计量日公允价值的情况下	应对市场报价进行调整以确认计量日的公允价值
对于不存在市场活动或市场活动很少的情况下	应采用估值技术确定其公允价值

资料来源：中基协，国信证券经济研究所整理

◆ 三种降低波动的方法探索：平滑收益基金、使用估值技术及多资产配置

借助信托实现收益平滑此前得到广泛运用，但是目前已受限制。信托设有“浮动管理费”和“风险准备金”等机制，可以通过调节收益实现净值平滑的目的。当底层债券资产收益超过信托约定的业绩基准时，信托可按照一定比例计提超额报酬。当资产价格出现波动时，信托又可将积累的超额报酬释放，从而达到以丰补歉的效果。除此之外，信托直接持债也具备一定估值优势，比如信托可以使用“收盘价法”对私募债进行估值，从而实现低波稳健的目的。

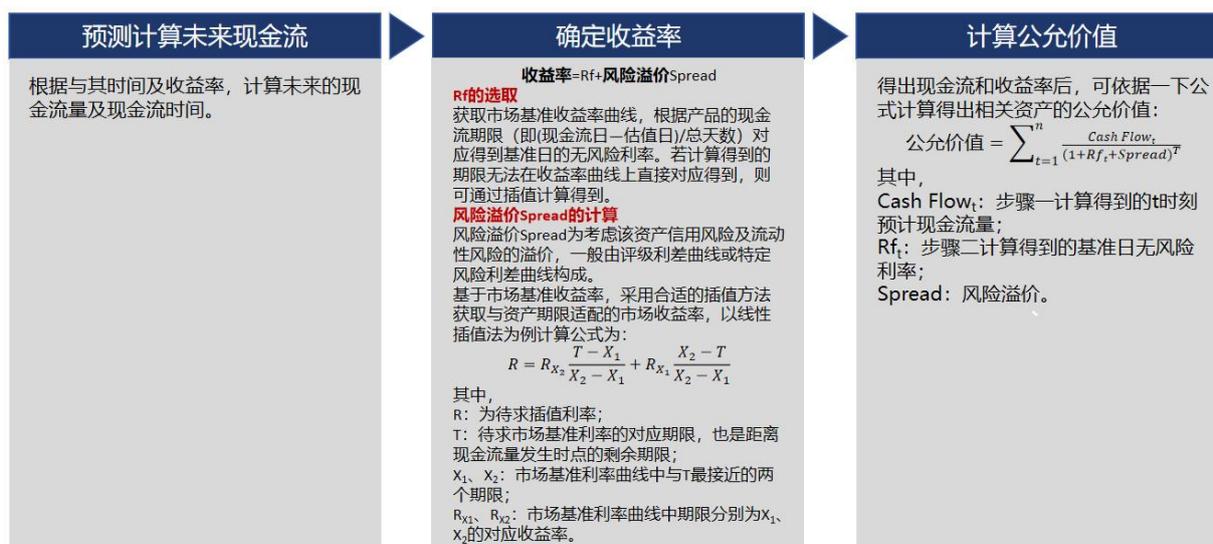
图6：银行理财借助信托实现净值平滑



资料来源：资管荟，国信证券经济研究所整理

2023 年以来，监管持续要求估值第一责任人应当定期评估第三方估值结构的估值质量，并对估值进行检验，防范可能出现的估值偏差。由于银行永续债、二级资本债市场交易活跃度低，难以直接使用市场报价进行估值，使用估值技术成为可行路径之一。加上今年以来银行理财子平滑净值的举措接受受限，借助估值技术实现“自建估值模型”的诉求也在持续提升。目前主要的估值技术为现金流折现法（DCF 模型）。

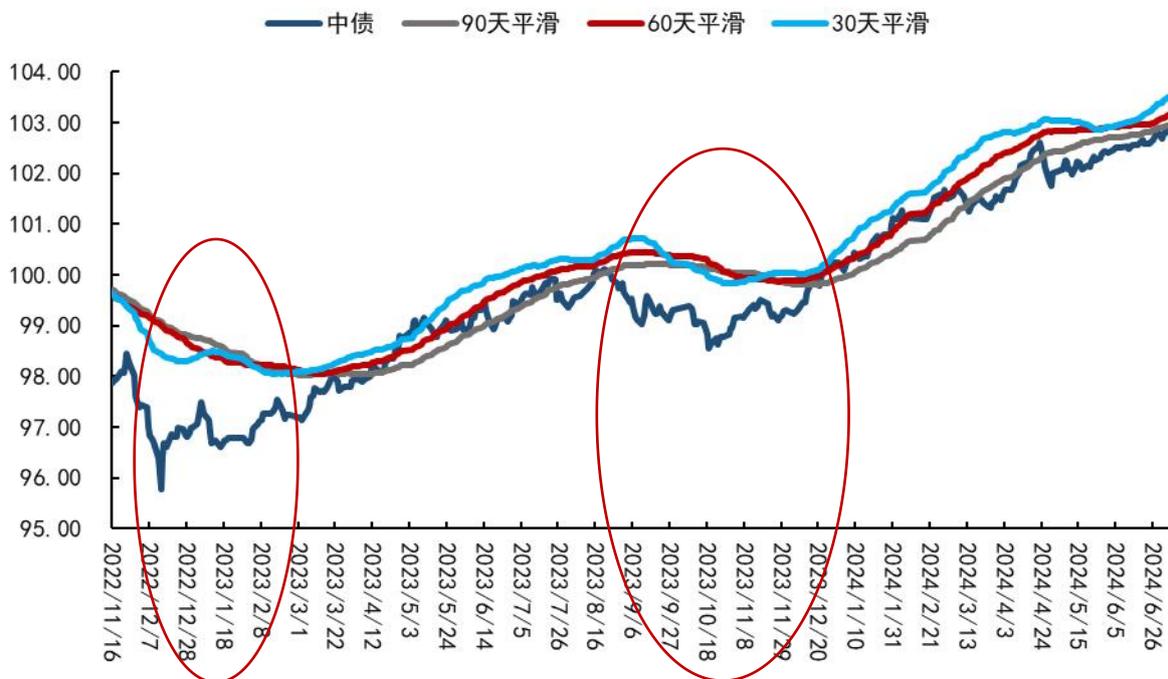
图7：运用现金流折现法（DCF 模型）进行估值的步骤



资料来源：普华永道，国信证券经济研究所整理

采用 DCF 模型构建的估值结果与中债估值结果变动趋势大体相同，但是波动率明显更小、资产价值变化更平稳。以某银行资本债为例，2022 年底和 2023 年底，DCF 模型估值结果亦跟随中债估值结果下跌，但趋势更为平缓，并且模型中使用的平滑期限越长，平滑效果越明显。

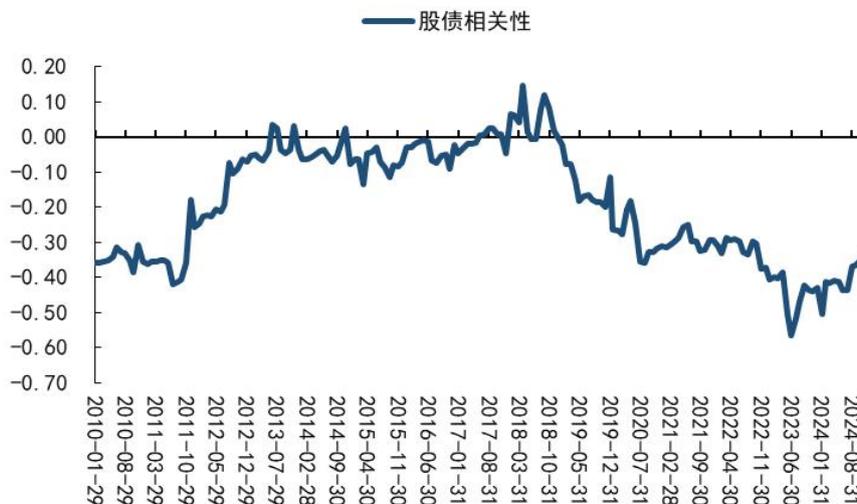
图8: DCF 模型估值法能够较高平滑债券资产价格波动



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

通过引入权益、国债期货等工具，通过分散、对冲等方式减少波动，最符合监管要求。比如，股债投资组合有利于降低投资组合波动率、提升夏普比率。2010 年以来，我国股债相关性波动区间相对较小，以负相关为主。2010 年至 2018 年，股债相关性自-0.35 逐步上移，曾于 2018 年短暂上行至零值上方。这期间我国股债并未表现出负相关特征。2019 年以后，我国股债相关性趋势性下降，目前已基本稳定在-0.4 左右。

图9: 我国股债相关性的变动趋势（月度收益率，三年滚动）



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理。以沪深 300 指数和中债新综合财富（总值）指数分别代表股债表现

2019年及以后，因为我国股债相关性稳定在-0.40左右，股债平衡配置可以达到降低收益波动率、控制回撤和改善组合收益特征的目的。

表3: 不同配置比例下我国股债组合风险收益情况

	股债比例 20%/80%	股债比例 30%/70%	股债比例 40%/60%	纯股组合
年化收益	4.1%	4.0%	3.0%	2.6%
年化波动率	3.3%	5.2%	7.0%	18.2%
夏普比率	0.6	0.4	0.3	0.03
最大回撤	-3.3%	-6.9%	-11.2%	-35.9%

资料来源:Wind, 国信证券经济研究所整理。以沪深300指数和中债新综合财富(总值)指数分别代表股债表现, 数据周期为2019-2023年

在股债相关性保持为负的情况下, 基于我国实情的股债投资组合, 可以通过降低股票组合波动率或提高债券组合波动率的方式, 改善组合的风险收益特征。对于股票而言, 可以将表3中的沪深300指数替换为波动率更低的中证红利指数, 从而优化组合的风险收益特征。

表4: 不同股票指数的年化波动率

	沪深300	中证800	中证1000	创业板指	中证红利	恒生指数
最大回撤	18.1%	17.6%	22.3%	26.4%	15.8%	23.5%

资料来源:Wind, 国信证券经济研究所整理。数据周期为2019-2023年

对于债券而言, 在权益资产配置比例一定下, 提高债券波动率可以改善风险收益特征。以股债30%/70%组合为例, 当拉长债券资产的久期时, 在组合波动率不变的情况下, 组合的投资收益得到提升。除拉长久期外, 债券组合也可通过增加杠杆的方式提升组合波动率。

表5: 不同债券久期下股债组合表现对比

	中债综合指数(总值)财富指数	中债新综合指数(7-10年)财富指数
平均久期	4年	7.2年
年化收益率	4.0%	4.4%
股债30%/70%组合波动率	5.1%	5.1%
夏普比率	0.4	0.5
最大回撤	-6.9%	-6.4%

资料来源:保险资管协会, 国信证券经济研究所整理

表6: 不同债券杠杆下股债组合表现对比

	中债新综合指数(7-10年)财富指数		中债新综合指数(10年+)财富指数
	无杠杆	加一倍杠杆	—
平均久期	7.2年	14.4年	13.2年
年化收益率	4.4%	7.2%	6.4%
股债30%/70%组合波动率	5.1%	5.0%	4.6%
夏普比率	0.50	1.04	0.96

资料来源:保险资管协会, 国信证券经济研究所整理

◆ 三种降低波动的方法比较

各种理财净值平滑净值的方法优劣势比较:

一是平滑基金计提, 优点在于平滑收益源自浮盈阶段的计提, 未涉及负偏离问题。缺点是违背净值化转型精神。二是三方估值报价, 优点在于起到了类似摊余成本法的效果, 缺点是存在负偏离问题, 特别是弱资

质信用债。三是自建估值模型，优点在于平滑收益效果较好，模型科学且易受监管认可，缺点在于存在负偏离问题，且模型存在公信力不足的问题。四是多资产对冲，优点在于最符合资管新规要求，缺点在于效果不确定且成本较高，对理财子的投研能力要求也较高。

表7: 银行理财净值平滑的估值方法探索

方法	技术	产品适用	优点	缺点
平滑基金计提	信托约定债券收益基准，浮盈计提，浮亏释放起到以丰补欠效果		平滑收益，因为先在浮盈阶段计提收益，不会涉及负偏离问题	违反了净值化转型精神
第三方报价	定向投资上交所私募债等不活跃券种，信托按照摊余成本法报价	固收类产品、包括实施赎回、最短持有期产品等，基本采取“银行理财—信托—底层资产”的交易结构	起到了摊余成本法的效果	会有负偏离问题，尤其是弱资质信用债
自建估值模型	信托按照 DCF 法设定参数估值，按照自建估值而不是中债第三方估值报价		平滑收益，满足客户需求，模型搭建有一定科学性，容易被监管认可	会有负偏离问题，模型公信力问题
多资产对冲	通过引入权益、国债期货等工具，通过分散、对冲等方式减少波动	多资产产品为主，理财直投为主	最符合资管新规要求，体现主动管理能力	效果不确定，成本较高，对理财子配置、择时等有较高要求

资料来源: 中基协, 普华永道, Wind, 国信证券经济研究所整理

◆ 风险提示:

政策推进不及预期，资本市场波动，宏观经济下行超预期等。

相关研究报告:

- 《革故鼎新，渐进求变——2025 年非银金融行业投资策略》 ——2024-11-23
- 《政策拐点，蓄势待时——2024 年四季度机构资金配置行为分析》 ——2024-10-17
- 《社保基金 2023 年度报告点评-低利率下长期资金配置新动向》 ——2024-10-16
- 《政策提振增量资金入市-基于外资/理财/险资机构配置行为的分析》 ——2024-09-29
- 《2024 年上半年公募基金保有数据点评-“蚂蚁”一骑绝尘，三方和券商份额逆势向上》 ——2024-09-16

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的6到12个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A股市场以沪深300指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.GSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普500指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明显观点
	行业 投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、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所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032