

21世纪经济报道记者 方海平 周炎炎 杨希 上海，北京报道

压力之下，理财公司陆续推出以摊余成本法估值的低波产品，并以此作为“卖点”。

杭银理财发行丰裕固收（稳利低波款）。从投资策略来看，该产品100%配置于与产品期限匹配的资产并持有到期。

华夏理财发行了“华夏理财固收纯债封闭式12号453天”产品，产品业绩基准为3.60%-4.00%，期限453天，100%投资固收类资产，无权益仓位。该产品同样采用摊余成本法，消除持有净值波动风险。

在银行理财频繁“破净”的背景下，也有理财公司为了应对波动，将使用摊余成本法估值作为卖点进行宣传。

如，苏银理财在宣传某现金管理类产品时表示，近期受债市调整影响，部分理财产品净值出现较大回撤，在极端市场环境下，该公司一款使用摊余成本法估值的产品却逆势上涨，深受避险资金追捧。

此外，记者注意到，近期商业银行和理财公司对低波产品的推荐力度确实有所加大。譬如在招商银行APP中，近期在“理财产品”页面醒目位置，出现了针对稳健低波产品的展示专区。而在今年7月时，这一区域的重点推荐产品为该行的“朝朝宝”活期理财。而前述华夏理财产品在APP上则使用了“摊余成本，波动免疫”字样进行推荐。

### 银行理财“向下兼容”客户

净值化转型压力与市场剧烈波动之下，银行理财发行低波理财应对净值波动、稳定规模，更类似于主动贴近客户风险承受能力的一场“向下兼容”。对银行理财产品来说，采用“摊余成本法”的好处是，可以抹平净值波动，投资者每天看到的收益相对稳定，是一条向上倾斜的平滑曲线。

而由于理财客户的特性，这种净值的稳定尤为重要。即使是近几年监管部门和各大机构已经开展了大量的投资者教育，以各种方式向客户详细接受了净值型理财的特点，但仍免不了净值波动之下的大量客户投诉和赎回。

“你可以去看看理财客户的年龄分布，其实来买理财的客户都是为了不亏来买的，即使表面上告知了净值波动，但如果知道了真的会亏，那可能真就不买理财了。”

一位银行理财产品经理对记者如此表示，他还透露，该行一位客户因为所持理财净值跌了0.6%而发邮件投诉投资经理，要求公司对其进行严惩。

对于这部分投资者而言，理财产品的净值稳定自然十分重要。但是对于市场和监管部门而言，摊余成本法因计量方式不够透明而备受诟病。今年，银保监会也曾公布一张针对银行理财公司的罚单，首次对理财公司“理财产品投资资产违规使用摊余成本法估值”进行处罚。

其实，摊余成本法估值并非不能使用，而是有特定的使用要求。具体而言，“资管新规”第十八条中，对可使用摊余成本进行计量的情形做出了规定：一是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；二是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，或者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。

一家国有大行资管部人士对记者表示，事实上理财公司发行的产品中，摊余成本法估值的产品其实也在发行。“像某理财公司发底层纯非标项目的净值产品，也都是摊余成本。”该人士表示。

矛盾在于，理财客户偏好的是中短期的、开放的产品，可以适用摊余成本法的、管理人易于管理的是长期的、封闭的产品，资管机构很难通过后者这种产品形态将资产规模做大。

有人甚至对记者指出，除非参考现金管理产品，对中短期限的开放式产品在限定资产的前提下放松对估值方式的要求。然而这显然违背改革的初衷，也不符合资管市场的发展规律。

### 银行理财的不可能三角

受限于估值技术要求，这些净值化的中短期限的产品无法再配置非标资产，而是更加集中于配置标债资产，这一轮理财—债券负反馈效应下的行情也暴露出了其问题所在。

据《中国银行业理财报告》披露，截至2022年6月底，理财产品投资资产合计31.81万亿元，同比增长10.99%。理财产品资产配置以固收类为主，投向债券类、非标准化债权类资产、权益类资产余额分别为21.58万亿元、2.27万亿元、1.02万亿元，分别占总投资资产的67.84%、7.14%、3.21%。

理财转型改革以来，投向进一步向债券市场集中，其配置的三大类资产中，债券资

产占比在增加，而非标债权和权益资产的占比均有所减少。

截至2022年6月底，理财产品持有债券类资产占比较去年同期增加0.53个百分点；持有非标准化债权类资产占比较去年同期减少5.94个百分点；持有权益类资产占比较去年同期减少0.87个百分点。

“资管新规”才刚刚结束过渡期，而在此之前的2-3年时间对于债券市场而言基本处于牛市阶段，机构和客户都没有太明显的痛感，今年3月份的“固收+”净值回撤也在短时间内迅速修复了。净值化的银行理财可以说仍处于转型摸索的道路上，当遭遇11月份以来的债市回调时，机构的策略出现高度单一化和同质化。

事实上，在银行理财净值化转型启动之初，市场各方对于净值化之后的机构行为就已经有所预期。彼时，21世纪资管研究院也曾针对该问题组织过研究讨论，有相关与会人士指出，净值化管理可能会导致机构的一致抛售行为，从而对市场形成冲击，引发更加剧烈的调整和波动。彼时，多数人对此达成的共识是，这是市场各方必将直面的问题，而不是放弃改革。

从债券市场以及债券基金表现来看，调整也是常态，回顾近期的历史，市场印象比较深刻的就有2013年的钱荒事件、2016年和2020年的债市大跌，每次的市场大幅回调都有不同的诱发原因，此次同样如此，债市回调的背后是防疫政策调整、房地产支持政策以及资金面、情绪面等种种综合因素。

站在当前时点，多位投资机构以及市场研究人士对债市场的判断相对较为乐观，多数认为目前的点位已有支撑，具备一定的配置价值，另据从市场了解，也确实已有资金入场。“市场有自己的规律，跌到一定位置价值就出来了，配的力量就会多一些。”

因此，对于市场的研究以及投资策略的部署，无疑将是未来银行理财最重要的任务之一，但市场的波动始终存在，产品的净值波动自然也不可避免。资管机构无法通过净值合规、持续稳定且具有收益优势的产品来吸引投资者。

近期，就有多位银行理财人士对记者表示，预计未来银行理财的整体规模将出现较大幅度的回落，在此之前，多家理财公司，尤其是数家头部股份制银行系理财公司的理财规模出现了快速增长，这种现象可以视作是市场对银行理财尚未形成共识情况下出现的一种“虚假的繁荣”。

如何在波动的产品、求稳的理财客户以及银行理财自身的规模及利益诉求之间寻找最佳平衡点，是后新规时代银行理财的面临的新课题。

## 理财“规模导向”可以休矣

规模，是高悬于银行理财上方的达摩克里斯之剑。

在资管行业里，有人觉得规模对比是制定KPI的基准指标，有人觉得规模攀比是个“魔咒”，但不可否认的是，任何一家资管机构，包括银行理财，都将资产管理规模视作最为重要、最能体现机构综合实力的一项指标。资管机构们随着规模扩张、超越竞品公司而欣喜，随着规模骤减、客户赎回、输给同业而愁眉不展，甚至常有听说资管机构高管因为规模缩水而病倒。

规模，或者说AUM，已经不是一个单纯的数据，而是一种导向。理财公司等机构的日常运转和 workflows 都围绕这个导向开展。

“以前刚开业的时候，董事长要求，相较于原先母行管理总资产规模，理财子未来5年规模翻一番。眼下已经过了三年有余，规模增长十分温吞，今年上半年权益市场波动叠加下半年债券市场风波，距离翻番的目标渐行渐远，各个业务部门总、投资经理、理财经理们都十分焦虑。”一位沪上理财公司人士对记者表示。

理财公司最早是2019年年中开始展业的。在展业之初疫情尚未爆发，全球地缘政治风险并没有当下这么高，股债市场较为平稳，资管新规仍在过渡期，很多机构手中的高收益资产还很富余。当时主流的论调是，中国居民财富再分配正在进行中，特别是从房地产和存款向金融资产的转移，AUM/GDP相较于发达国家增长空间依旧很大，作为中国资产管理市场的一支“新军”，理财公司潜力巨大。在这样顺风顺水的背景下做出上文所述“五年翻番”的规划，也属于正常。

但今年股债市场的波动戳破了泡沫。2022年6月末，理财产品存续规模为29.15万亿元，而2021年底这个数据是29亿元，规模增长基本停滞。雪上加霜的是，下半年固收资产大面积回撤，广泛破净，客户用脚投票大笔赎回，一直到发稿之时，银行理财还在大规模卖出债券。据记者了解，近期多家理财公司资管规模出现缩水。

记者询问了多位银行理财人士，他们认为规模导向主要存在这几个问题：

一是在规模增长压力之下，销售渠道的动作开始“走形”。导致即便有风险测评，仍然会涌进一批要求刚兑、不能容忍本金风险的客户。

一位银行资管人士对记者表示，这两年来，银行理财为了规模冲量，新拉进来的理财客户中多数是储蓄客户，其实并未达到银行理财的客群标准，他个人认为新拉客户中90%都属于此类不合格投资者。此外，理财经理在宣传时也经常混淆理财和存



款的区别，明里暗里表示理财虽然有波动，但是基本不会出现本金损失。所以一旦出现风险，很多客户立即要求赎回，理财经理根本拉不住，造成踩踏。

“其实目前最大的问题是财富端、销售端明示暗示绝对收益，与产品实际投资仍有一定概率亏损之间的矛盾。”上述人士表示。

二是产品端净值化转型进度被拖慢。

根据此前监管的要求，银行理财开启了净值化转型，但是由于理财波动与客户的心理预期不符，很多机构采用虚假净值的方式对收益曲线进行造假。当然，也有在合规的框架下，发售封闭式纯债产品、采用摊余成本法计价的理财公司，但这并不是监管鼓励的主流产品。

三是

单只产品

盲目冲量，经常出

现募集不设上限或者卖得好就上浮上

限的情况

。其实很多基金经理会依据市场容量、自身能力设置基金上限，但是理财产品设置募集上限的较少。或者有时候客户需求量大，理财产品就随时上调募集规模上限，导致单个产品规模特别是固收产品规模经常过百亿，对理财经理的个人能力形成巨大挑战。

一位理财子人士对记者表示，无论是债市还是股市，都是零和博弈，产品盘子过大，还想要较高的收益率很难实现。

四是加剧了债市的不稳定性。

类似于近期银行理财这种以个人投资者为主的资金进入债市，导致的踩踏现象。

今年11月，上海银保监局副局长刘琦在“2022中国资产管理年会”表示，资管机构往往追求大而全，而非小而美的差异化经营。

这句话直接点出了资管机构的规模导向的心态。

当然，规模可以继续作为衡量一家理财公司的指标之一，但是否还需要当做第一指标呢？是否能以一些柔性指标，比如客户满意度等，取代这些刚性指标呢？这些问题或许还需要理财公司继续去思考。

让存款客户回归存款，让合格的投资者留在理财。或许是时候放弃单一的规模追求了。

更多内容请下载21财经APP