



银行理财赎回潮背后的流动性 风险隐忧及应对

Liquidity Risk and Countermeasures Behind the Wave of Bank Wealth Management Redemptions

尚航飞 黎金定

摘 要：近期，银行理财发生破净及赎回潮现象，引起市场担忧理财产品可能爆发流动性危机，并通过同业链条向金融市场加速传导，演变成系统性冲击。鉴此，本文分析了资管新规出台后银行理财业务流动性风险特征出现的新变化，探讨了理财业务流动性问题可能向金融市场传染的路径，并提出应对之策。

关键词：银行理财 流动性风险 金融稳定 资产管理

Abstract: The recent wave of redemptions in bank wealth products has raised fears in the market of a potential wealth management liquidity crisis that could be transmitted through the interbank market and have a systemic impact on the financial system. In view of this, this paper analyzes the changes in the liquidity risk characteristics of bank wealth business after the introduction of the new asset management regulations. It also discusses the possible contagion impact of the liquidity problem of wealth management business on the financial market and puts forward proposals for countermeasures.

Keywords: Bank Wealth, Liquidity Risk, Financial Stability, Asset Management

尚航飞，中国邮政储蓄银行总行资产负债管理部；黎金定，中国邮政储蓄银行总行授信管理部。本文获中国博士后科学基金项目“中国商业银行流动性风险管理研究”（项目编号：2019M660940）资助。本文系作者个人观点，与所在机构无关。



引言

2022年以来，受股债市场波动加大、非标资产压降、摊余成本法逐渐退出等多重因素影响，银行理财产品出现大面积破净现象，3月每天新增的破净产品多达数十只至上百只，累计破净数量最高曾超过2 000只，理财公司产品破净率一度突破17%。底层资产价值的下跌带动理财产品收益率下滑明显。西部证券统计显示，1—5月，21家理财公司发行的共2 531只产品总回报均为负。风险承受能力较低的投资者恐慌性赎回，新发产品募集难度有所增大。普益标准数据显示，一季度末存续理财产品规模较年初减少六千亿元；4月共新发2 862只产品，发行量环比减少18.62%。银行理财破净及赎回潮引起了市场广泛关注，担忧大规模赎回可能使理财产品爆发流动性危机，并通过同业链条向金融市场加速传导，演变系统性冲击。

当前，随着市场回暖，理财产品净值逐步回升，破净率有所下降，投资者情绪修复，短期内再次发生赎回潮的概率也很小。无论是2008年全球金融危机，还是2013年“钱荒”事件，又或是2020年3月爆发的美元流动性危机，都曾出现外部冲击导致的恐慌情绪上升、市场流动性瞬间枯竭的现象。此次理财赎回潮虽没有发生流动性危机，但分析现象背后的流动性风险产生机理，可以观察理财业务发展变化

及其市场影响，提前做好应对以维护金融市场稳定。

理财业务流动性风险特征出现新变化

产品端：非标资产配置下降，市值法应用加速，收益更易受市场波动影响

资管新规要求资管机构规范资管产品“底层不清、非标资产期限错配”的资金池业务运作，并实行净值化管理。此后的理财新规等配套细则继续贯彻细化了相关规定，比如对非标资产不得期限错配进行专门规定、建立以市值法为主的净值计量体系等，加速推动了银行理财向标准化、净值化转型。近期，银行理财持有的非标资产比重持续降低，股票、债券等标准化资产占比提升，净值型产品成为市场主流。截至2021年末，理财产品持有非标资产占比为8.4%，较资管新规出台时下降14.8个百分点，存量规模压降至2.62万亿元；净值型产品余额26.96万亿元，占比已达92.97%。非标资产曾是银行理财最为看重的标的资产类型，这些资产主要投向融资平台与房地产项目，收益率高且风险较小，能够较好地稳定理财产品收益。然而，非标资产占比下降导致其原先具备的收益稳定器功效减弱。同时，由于估值方法从摊余成本法切换到市值法，底层资产价格波动能够直接穿透至产品表面，破净现象或成常态，产品收益率也更加容易受



到市场波动的影响，这意味着理财市场将被注入越来越多的“负面情绪”。

客户端：刚性兑付预期打破，但投资者思维尚未转变，赎回行为可能更加频繁

2002年起，我国商业银行陆续开展理财业务。资管新规出台之前，银行理财以预期收益率型为主，且部分属于保本型产品，规模近4万亿元。到2018年资管新规出台时，十余年的营销宣传使投资者普遍认为银行理财保本保收益。资管新规要求资管机构开展资产管理业务时不得承诺保本保收益，经过整改，2021年保本理财产品规模实现清零，从产品维度看已经摆脱了刚性兑付的标签。同时，理财净值化转型效果显著，投资者可以直观了解产品净值表现，从收益维度打破了刚性兑付预期。但这并不意味着投资者思维也已随之适应和改变。银行理财客户多是存款客户外延而来，风险偏好总体小于权益投资者，短期内可能仍心存理财保本保收益的预期，比如将业绩比较基准作为新的预期收益率。据《中国消费者报》报道，2022年以来有关银行理财的投诉激增，内容包括连续亏损、虚假宣传、以低风险诈骗客户等。在此背景下，投资者行为可能发生改变。当市场剧烈波动导致产品收益率跌破心理预期值甚至为负时，投资者或因无法承受而选择赎回，赎回次数和规模相较于以往预计会大幅增加，不利于理财产品流动性的管理。

市场端：市场冲击引发赎回造成的流动性错配成为新的主要风险点，风险抵御能力有待检验

银行理财运营管理曾经具有明显的影子银行特征，理财资金与信托等开展通道业务，投向非标资产较多，使得理财产品负债与资产的期限错配程度过高，叠加资金池运作模式，加大了流动性风险隐患。银保监会工作论文《中国影子银行报告》指出，资管新规出台前理财投资非标资产的平均剩余期限为784天，而非保本理财产品的平均剩余期限为129天。这个阶段理财产品虽然也面临投资者的集中兑付风险，但由于投资者预期较为稳定，除非理财产品暴雷造成恐慌外，很少发生集中赎回的现象。资管新规促使理财产品降低期限错配风险，增加底层资产的市场流动性，认购与赎回加速向公募化转型，来自市场冲击引发赎回所产生的流动性错配成为理财业务新的主要风险点。当前，《理财公司理财产品流动性风险管理办法》要求理财公司完善流动性管理机制，提高理财产品的流动性风险管理能力。但是，我国银行理财转型后尚未经历过完整的市场周期检验，能否抵御市场下行冲击还有待确认。值得注意的是，3月赎回潮发生时，市场流动性保持合理充裕，为理财产品采取措施应对赎回带来的流动性需求创造了良好的外部条件，市场并未发生大范围的流动性危机，但这并不代表银行理财就能经受更恶劣的市场流动性环境及外部冲击的考验。



从风险传染视角审视理财业务流动性风险隐患

理财产品的脆弱性会加剧其自身的流动性风险

理财产品流动性风险的根源在于期限错配，叠加客户行为稳定性较差的脆弱性，将进一步加剧其自身的流动性风险。从风险本质看，理财产品的流动性问题来源于资产和负债端的期限错配。以开放式公募理财产品为例，客户可随时赎回，但资产多投资于期限较长的债券、权益等，当期限错配严重导致管理人“在需要钱的时候没有钱”，比如赎回等流动性需求无法得到满足，将导致流动性短缺问题。从负债特点看，理财产品负债稳定性较银行偏低。商业银行天然地发挥着信用转换、流动性转换和期限转换的功能，存款资金又受到存款保险制度等保障，稳定性较高。其中，零售存款又被认为是稳定性更高的资金来源，比如优质流动性资产充足率监管指标中零售存款的流失比例仅8%，远低于大中型企业存款和机构存款的35%。与之相比，理财产品的投资者虽然也以个人为主，但理财主要承担“受人之托、代客理财”的责任，秉持“卖者有责、买者自负定位”，其吸收的资金更多的是客户为实现财富管理目标的多样化配置选择，客户需要自行平衡产品的风险和收益，因此客户对理财机构的忠诚度总体偏低，理财产品负债资金的稳定性也大

打折扣。比如，若资产收益率下行，投资者考虑的是必须先于他人赎回才能回收资金，极端情况下将迫使理财机构抛售资产补充流动性。所以，理财产品的流动性风险归根到底是客户信心的问题，更依赖于理财机构的投研能力，平滑收益波动，稳定客户预期。

理财产品流动性问题可能直接影响银行流动性安全

商业银行和理财公司理财产品流动性风险管理办法都强调要防范关联方之间的流动性风险传染，比如，“商业银行应当设立集团内部的交易和融资限额”，“理财公司应当建立有效风险隔离机制”。但是鉴于理财公司是银行的子公司，与母行在托管、清算、销售渠道等方面存在紧密的业务联系，市场恐慌时理财产品的流动性问题仍有可能影响银行流动性安全。从资金清算看，理财公司通常通过母行的清算账户参与人民银行第二代支付系统，理财公司因此与母行其他业务往来资金共用一个资金池，完成日间资金划转。一般情况下，母行开展资金头寸管理时会将理财公司的头寸往来充分考虑，也会建立大额支付审核机制防止意外支付冲击，但如果大规模集中赎回需要应急支付大额资金，且理财公司在清算户的备付金不足，就可能消耗母行在人民银行的备付金，流动性风险变得更不可控。从集团内部融资看，母行通常会给予理财公司一定的同业融资



额度。当市场流动性紧张，理财公司无法通过抛售资产或同业融资获得充足资金时，母行有可能下调理财公司的质押品标准，提供过量的流动性支持，导致子公司的流动性问题向母行传染。在多元化经营的背景下，银行旗下普遍拥有不同牌照的子公司，互相之间的同业融资也会加快流动性风险在集团层面的蔓延。从声誉风险看，理财公司普遍优先借助母行的网点和线上渠道销售产品，母行为了增加中间业务收入也会代销其他理财公司的产品，从而使理财产品与银行经营渠道高度绑定。理财收益率大幅下行后，一些客户可能要求赔偿本金亏损，不乏集中上访、在网点前拉横幅等极端方式，负面信息一旦经媒体广泛报道传播，银行声誉将会受损，甚至有可能引发存款挤兑事件，冲击银行流动性安全。

理财业务流动性问题可通过融资链条向市场蔓延

理财产品不仅可广泛参与市场投资业务，也可在市场开展同业融资，成为融资交易链条上的一环，增加了其与市场的关联性。从抵押品价值渠道看，若债券违约风险上升导致抵押品价值下降，理财机构以相同规模的信用债为质押品可融入的资金减少，面临流动性缺口。为此，理财机构不得不抛售信用债、股票等风险资产，促使资产价格进一步下跌，融资缺口继续扩大，然后继续抛售资产，最终形

成一个资产价格循环下降的状态。同时，市场价格波动性上升也会使本有能力提供融资的金融机构更加谨慎，加剧理财机构的流动性困境。从资产价格渠道看，底层风险资产大幅下跌使得理财产品净值下降，投资者因为遭受意外损失而急忙避险，开始大规模赎回。如果负面情绪不断传播，将加剧赎回挤兑，造成更大的流动性缺口。2020年3月，受疫情冲击，美国债市和股市快速下跌，美国长期共同基金持续净流出，累计流出金额达3 562亿美元，高于2019年全年净流出总额，流动性需求压力在市场快速传染，爆发美元流动性危机（栾稀和肖立晟，2020）。由于市场机构相互关联，起初源自理财产品的流动性危机将通过融资链条蔓延至整个金融市场。而且，资金在融资链条上不同机构间的传导会产生类似货币乘数的流动性乘数效应，当遇到系统性冲击时，该机制将对初始流动性冲击产生放大作用（陆简，2022）。

应对理财产品流动性风险的建议

持续加强理财产品投资者教育

一是做好产品信息披露工作。理财机构要本着与投资者充分沟通交流的心态披露产品的相关信息，比如产品的主要投向、配置策略、赎回机制等，不断提高产品信息的透明度，让投资者可以根据市场波动对产品收益变化有一定的预期和理



解，进而在市场下跌过程中减弱集中赎回对产品流动性的影响。

二是建立全方位的投资者交流渠道。理财机构应注重多渠道开展投资者交流对话，不仅可以利用新媒体平台及时发布投资者关注的相关讯息，而且还可以通过代销渠道尤其是母行的网点渠道，委托客户经理主动与投资者面对面地沟通，化解市场下行时的负面情绪累积，努力避免非理性赎回的发生。

三是加强投资者适当性管理。理财机构及其代销机构要充分了解投资者风险承担能力，为投资者适当性匹配合理的产品，做好客户在产品投资期内的全程服务，落实投资者权益保护，引导投资者加深对“理财产品的风险属性”以及“风险和收益对称原则”的认识，进一步理解市场的波动性特征和理财产品打破刚兑的确定性趋势。

严格落实理财产品流动性风险管理要求

一是提升投研能力稳定客户预期。良好的投研能力可以为理财产品收益稳定提供保障，抑制客户赎回行为。理财机构要建立稳定的投研团队，加强市场分析研判，通过久期管理、波段操作等方式提高固收类资产收益，挖掘投资价值良好的权益类资产，秉持长期主义，在市场的不确定性中寻找确定性的收益空间，有效控制净值回撤，提升客户投资信心。

二是建立以压力测试为核心的流动性风险管理机制。理财机构应定期分别针对旗下不同产品以及本机构的流动性水平开展压力测试，从市场波动、客户行为、其他机构的行动等设置多维度的压力情景，监测压力情景下产品资产端流动性变化及预期赎回，评估流动性资产储备以及市场融资的可得性和充足性，并基于压力测试结果不断优化产品的资产类别和期限，坚守流动性资产底限，降低期限错配，坚决避免压力测试流于形式。

三是合理使用限制赎回等事后管理工具。在市场面临巨大赎回压力时，如果简单粗暴地实施限制赎回、摆动定价机制等工具，有可能加深投资者的误解，产生溢出效应，导致更多的理财产品赎回。理财机构应提前向投资者充分说明这些工具使用的情形和流程，改变投资者的负面看法，斟酌使用时机，充分发挥其减少流动性需求的作用。

增强理财产品流动性风险监测和管控能力

一是重视完善理财数据统计体系。数据是提升监管有效性的重要基础。当前，理财公司正在向专业化的资管机构转型，但数据管理工作还比较薄弱。监管部门应将数据作为一项基础性改革工作，给予足够重视，搭建统一的数据统计体系，提高数据的覆盖面和标准化。

二是运用监管科技提升监测能力。监



管机构要构建完善的监测指标体系,加强监管科技的运用,推动监管数字化智能化转型,运用大数据、人工智能等技术监测理财产品的流动性异常及传染链条,增强对理财产品流动性风险的实时监控预警能力,降低流动性危机发生的可能性。

三是定期开展系统压力测试。随着理财业务的净值化和公募化转型,我国资管行业的投资者行为将更加趋同,如果基金、理财产品的投资者发生赎回共振现象,将对市场流动性产生巨大冲击。监管部门应考虑对包括理财产品在内的整个资管行业开展系统压力测试,捕捉理财、基金等投资者的集体赎回行为对金融市场流动性的影响(张锦等,2017),检验金融体系受冲击时的韧性,提前采取应对措施,有效管控市场流动性风险。

推动理财产品流动性风险的宏观审慎监管

一是注重功能监管。功能监管框架关注的是金融机构的业务活动及其所发挥的功能。我国资管机构一般由不同的监管部

门进行监管,但是资管业务范围及风险传导却展现出跨市场、跨部门的特点,若仅实施分门别类地监管,难以把握不同金融机构之间的风险传导,须加强监管协调以避免风险监管疏漏。

二是研究建立流动性支持预案。随着资管行业流动性风险管理重要性的提升,央行应建立流动性支持预案,为遭遇市场流动性冲击的机构提供救助,增强风险处置和应对能力,防止风险蔓延。比如,2020年3月美元流动性危机期间,美国央行采取了比2008年金融危机期间更及时的应对措施,直接向非银金融机构提供流动性支持,有效缓解了流动性紧张局面。

三是识别系统重要性资管机构并赋予更高的监管要求。监管机构可以制定框架识别资管机构的系统重要性,对这些具有系统重要性的机构施加一些更严格的监管要求,如纳入逆周期资本缓冲机制或实施更严格的流动性监管标准,降低系统重要性机构危机的负外部性。^[N]

学术编辑:曾一已

参考文献:

- [1] 梁稀,肖立晟.美元流动性危机:成因、演进及救助措施[J].银行家,2020(06):85-88.
- [2] 陆简.英国央行对非银行金融机构监管的分析及其启示[J].国际金融,2022(06):45-50.
- [3] 尚航飞.商业银行流动性风险管理的重点与对策[J].债券,2020(03):37-41.
- [4] 张锦,林岫,魏中华,姜瑞琪,赵云,王茜茜,赵玉喆,陈悦,李石笑.资产管理业务的结构脆弱性和应对政策研究[J].金融监管研究,2017(05):68-83.
- [5] 中国银保监会政策研究局课题组,中国银保监会统计信息与风险监测部课题组.中国影子银行报告[J].金融监管研究,2020(11):1-23.