

我国银行理财产品净值化实践

A Review of Net Value Transformation of China's Bank Wealth Management Products

马源 金玥

摘要：本文梳理理财产品净值化转型历程，认为净值化转型从数量上看虽然取得一定成效，但质量上看仍待完善。经过四年多的探索发展，净值化发展表现出理财业务规范化、理财公司专业化、理财运作透明化、理财投资标准化等特征。通过构建质量及数量指标同时编制理财净值指数，对比公募基金和债券指数，对理财产品的净值化程度进行分析。最后，分析了制约理财产品彻底净值化发展的因素，并提出相应建议。

关键词：理财产品 净值化转型 产品净值

Abstract: This paper assesses the history of the transformation of the net value of wealth management products and argues that although the transformation of net value has achieved certain results in terms of quantity, there is still room for improvement. After four years of exploration and development, net value transformation has shown characteristics such as standardization, specialization, and operational transparency.

This paper analyzes the degree of wealth management products' net value business by constructing qualitative and quantitative indicators while compiling the net value index and comparing public funds and bond indexes. Finally, it analyzes the factors that restrict the development of net value business and makes corresponding suggestions.

Keywords: Financial Products, Net Value Transformation, Product Net Value

理财产品净值化转型的核心是实行净值化管理

理财业务的本源是资产管理业务

商业银行理财业务的诞生顺应了时代背景 and 市场需求，自2002年第一只外币理财诞生以来，在利率市场化不断推进、居民财富快

马源，中国财政科学研究院；金玥，华夏银行理财责任有限公司。本文感谢银行业理财登记托管中心管圣义老师指导。



速积累的背景下迅速发展。2018年出台的“资管新规”“理财新规”均提出资管产品、银行理财均要实行净值化^①。

理财产品净值化是由理财业务的本源决定的。理财业务是指银行或理财公司接受投资者委托，按照与投资者事先约定的投资策略、风险承担、收益分配方式等，对受托财产进行投资和管理的金融服务。理财机构为委托人利益履行勤勉尽责义务并收取相应的管理费用，委托人自担投资风险并获得收益。

理财业务是属于资产管理业务。资管业务的本源是“受人之托、代人理财”，既是受托业务，也是委托业务，是对受托的财产进行管理，投资产生的收益和风险均应由投资者享有和承担，不应由委托管理人承担，委托管理人只收取相应的管理费用。资管业务不能承诺保本保收益，机构只能发行非保本类产品。出现兑付困难时，金融机构不得以任何形式垫资兑付，金融机构不得开展表内资产管理业务。

理财业务属于银行表外业务。与表内业务不同，理财业务与代客业务分离，向净值型产品转型，通过净值变化揭示产品收益与风险，使资产价格的公允变化及时反映基础资产的风险。信息披露、说明书、合同与

协议、净值计算与管理等均要有标准化要求与管理。因此通过净值化管理，引导资产管理业务回归本源，有序打破刚兑。

净值化管理的核心内容包括产品管理、净值生成、信息披露等方面

理财转型的核心是净值化管理。银行理财净值化管理是一个涉及到多方面的内容，净值化是一个集法规制度、产品创设、净值计算与估值规则、理财的会计核算规则于一体的制度体系。投资者通常以净值进行申购和赎回、提前终止时分配。

产品管理方面，商业银行或理财公司发行理财产品，实行单独管理、单独建账、单独核算，按照约定条件和实际投资收益情况向投资者支付收益、不保证本金支付和收益水平。理财产品应当以单位净值形式计价，投资者按照单位净值申购、赎回、参与分红，或于产品终止/到期时参与分配等。

净值生成方面，商业银行或理财公司应当按照《企业会计准则》和资管新规等关于金融工具估值核算的相关规定，确认和计量理财产品的净值，坚持公允价值计量原则，以准确反映基础资产的风险和收益。理财产品净值是指理财产品资产总值减去产品负债后的价值，代表的是当下产品本身所具有的价值；理财产品单位净

^① “资管新规”正式提出“净值化管理”，要求“金融机构对资产管理产品应当实行净值化管理，净值生成应当符合企业会计准则规定，及时反映基础金融资产的收益和风险，由托管机构进行核算并定期提供报告，由外部审计机构进行审计确认，被审计金融机构应当披露审计结果并同时报送金融管理部门”，在随后颁布的《理财办法》中进一步细化了理财业务净值化管理的具体要求。

值是指以公允价值计量的理财产品资产和负债相减后的权益净额按理财产品份额分摊后得到的价值。净值生成不仅涉及管理人，托管人也需履行相应职责，独立估值核算并与管理人对账，提供定期报告等。

信息披露方面，商业银行或理财公司应当按照监管要求及与投资者约定的频率和方式，披露份额净值、份额累计净值及资产净值等信息，准确向投资者告知理财产品的运作情况。

银行理财净值化发展以资管新规发布为界分为两大阶段

资管新规以前的净值化探索停留在发行净值型产品层面

在资管新规颁布前，理财业务发展大致可以分为三个阶段，净值化程度不断提升。

第一阶段：2008年以前的起步阶段，理财产品作为商业银行的创新业务，可以增加收入来源，国内主要商业银行纷纷陆续开展，截至2007年末，理财产品余额仅0.9万亿元。这一时期理财产品主要体现为预期收益率形态，保本型产品，投资者并不关注产品的信息披露、风险等级、投资运作等，也没有净值型产品。

第二阶段：2008—2013年的快速发展阶段，商业银行通过发行理财产品并借道与信托公司等合作，可以规避信贷政策、获取监管套利、调整资产负债结构等，这

一时期业务快速扩张，也即“影子银行”的快速发展时期。截至2013年末，理财产品余额10.24万亿元，较2007末年增长10余倍。这一时期理财产品以非保本浮动收益为主，属于非净值理财产品，2013年非净值型产品末存余额占比为94.04%。

第三阶段：2014—2018年的整治规范阶段，以理财产品为主的影子银行体系发展迅猛，加剧了资本脱实向虚发展，引起了监管部门的高度重视，原银监会陆续开展规范管理、专项整治，并实现了理财产品集中登记和穿透监管；截至2017年末，理财产品余额缓慢增长为22.2万亿元。这一时期产品仍以预期收益型产品为主，产品形态为保本产品、保证收益、保本浮动、非保本浮动产品，净值型产品占比较小，且主要以成本法为基础计算。这一阶段尽管是净值化程度不高，但理财产品的发行的收益率却完全是市场化的，体现了市场的资金成本（图1）。

但这一时期已有部分理财产品发行机构在探索尝试净值型理财产品。2018年4月底净值型理财产品总规模约3.4万亿元，占比约15%，这一阶段的净值化尝试仅为发行净值型产品，但未进行实质净值化管理，净值生成与净值披露都不规范，且净值计算所涉及的资产的公允价值也没有相关规则，且大部分理财产品以成本法或综合定价法进行定价。

资管新规以来的净值化发展逐步深入

2018年4月资管新规颁布后，理财产品



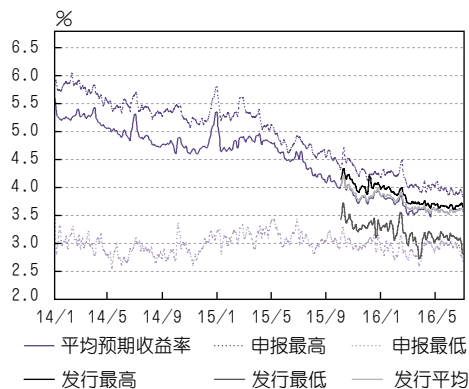
净值化转型程度不断提升，具体体现在预期收益型产品明显减少，净值型产品存续余额与占比持续快速增长。截至2021年末，净值型产品占比92.97%，较资管新规发布前增加23.89万亿元，预期收益型产品余额仅2.04万亿元，较资管新规发布前大幅减少16.39万亿元；截至2022年6月底，净值型理财产品存续规模27.72万亿元，占比95.09%，较年初增加2.13个百分点（图2）。

自2022年开始资管新规过渡期结束，净值化管理全面执行。截至2022年6月底，净值型理财产品存续规模27.72万亿元，占比95.09%。目前，理财市场的净值化表现本文总结为如下特征。

理财业务规范化。资管新规拉开了

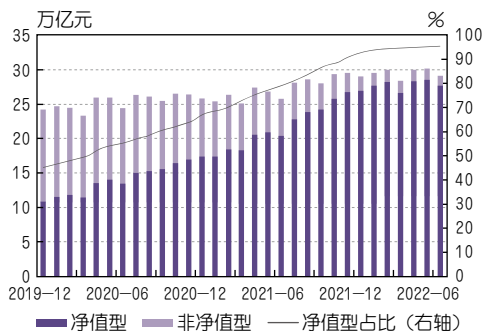
资管领域改革的序幕，监管部门持续推动同类资管产品统一标准，建立健全产品发行、销售管理、投资运作、风险控制等方面的制度规则，有效保护投资者合法权益，目前已陆续颁布了十二项制度，未来随着监管制度的进一步健全，理财业务的发展将愈加规范化。

理财机构专业化。一是理财公司化运作，理财公司的成立是理财净值化管理的基础。理财新规从制度上首次明确了银行理财以理财公司的独立化运作为主，母行的产品符合净值化的要全部移到理财公司运作，不符合净值化的产品仍由母行继续管理，但余额不得新增。^①理财公司成为理财市场的绝对主力军，理财净值化转型



数据来源：中国理财网，理财市场年报。

图1 理财产品发行利率市场化



数据来源：中国银行业理财市场半年报告（2022年上）。

图2 理财净值型产品总量及占比情况

① 截至2022年6月底，已有29家理财公司获批筹建，其中27家已获批开业，理财公司理财产品存续数量11 771只，存续余额19.14万亿元，已占到全部理财产品余额总量的65%。

成效显著。正在逐步成为深化金融供给侧结构性改革的重要力量。

二是专业化程度不断提高。理财管理人要真正为投资者做好资产管理，实现投资运作上的专业性提升。理财投向标准化资产比重近80%，获取价差能力、择时能力提升；建立覆盖主要资产类型的投研体系，以“固收+”为主以及“FOF/MOM方式”投资二级市场的多策略投资方式；同时创设了多样化的产品创设体系。以理财公司为例，2022年上半年理财公司固定收益类（非现金管理类）产品资产配置更加多元，配置非标准化债权类资产、公募基金、权益类资产占比分别为6.14%、4.18%、1.73%；混合类产品配置公募基金、权益类资产占比相对偏高，分别为20.61%、16.47%。

理财运作透明化。充分的信息披露是打破刚性兑付的核心与关键，是银行理财净值化转型的关键。自资管新规和理财办法对理财产品信息披露内容、披露频率和披露渠道等方面明确了具体规定以后，理财信息透明度进一步提升，一方面披露渠道多元化，除发行机构官网外，中国理财网还搭建了统一的信息披露平台，更加便于投资者查询；另一方面披露内容全面化，产品信息、销售文件、运作情况、投资资产、销售人员等信息均需按规定披露，不仅内容全面且具有连续性，充分反映理财产品的全部情况。

理财投资标准化。净值化的重要依据之一是资产的净值计算，即净值计算的公允性原则。而公允性有赖于理财资金所投资资产的市场发育程度，即越是标准化的资产其计算的公允价值（含估值）越比非标准化资产的公允价值计算相对容易。从这一点看，理财投资标准化资产的程度越高，显然其公允价值越容易获取或计算，也就越能体现出风险波动情况。自理财新规发布以来，银行理财产品净值化程度不断提升，理财产品配置标准化资产的比重大幅增加，其中债券等固定收益类资产配置占比已达理财资金配置资产余额的近70%。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。由于标准化资产的估值更加公允，理财产品投资于标准化资产比例的提升，也间接反映了理财产品的净值化程度提升。

我国理财产品净值化转型速度较快但质量有待提高

衡量理财净值化效果的数与质维度

为进一步了解当前理财净值化实践现状，本文提出衡量理财产品净值化转型程度要从数量指标和质量指标两个维度进行考量。本文将数量指标细化为净值型产品存续只数占比、净值型产品存续规模占比等2个维度、质量指标细化为公允价值计



量的资产占比、投资标准化资产占比、投资不存在活跃交易市场资产占比、投资资管计划占比、估值频率、净值披露频率等6个维度，以期能综合全面衡量理财产品净值化发展程度。

数量指标看，主要以净值型产品存续只数占比，净值型产品存续规模占比来衡量。保本理财产品已全面清零、非净值型产品仅存续1275只，净值型产品存续规模占比超过92%。资管新规发布以来，2019—2021年，全部理财产品发行机构的存续净值型产品各年末占比分别为：45%、67%、93%，而其中理财子公司发行的产品100%为净值型产品。

质量指标中，理财产品投资的标准资产规模及估值方法直接决定了净值生成的准确性。根据资管新规要求同，使用公允价值计量才能及时准确反映理财产品的收益和风险。此外，由于非标准化资产或者不存在活跃交易市场的资产较难准确计量其公允价值，因此投资于该类资产比例越高，表明理财产品的净值化质量可能越低。截至2021年末，理财产品持有非标准化债权类资产占比较去年同期减少6.58个百分点，较资管新规发布时减少14.80个百分点，理财产品配置标准化资产的比例进一步提高。从质量指标

看，过去三年每年年末标准化资产存量投资占比分别为60%、64%、68%，同时至2021年末，24家获准开业的理财公司中有22家已发行理财产品，其理财产品余额总量已占全市场理财产品余额的近60%；净值计算的公允性推测大致为45%、55%、85%；投资不存在活跃交易市场资产（以非标资产为代表）占比持续下降，投资各类资管计划占比缓慢下降；净值产品披露频率（以开放式产品开放频率计算）至少达每周一次。

但质量指标在实践中经常存在如下情况：一是产品端虽然为净值型，但到期往往按预期收益兑付；二是净值计量并非公允，通过摊余成本法或成本法、综合估值使产品净值表现为一条漂亮曲线，降低产品真实波动和风险。^①2021年10月以后，净值化质量得到明显提高。三是净值信息披露不规范、不透明，投资者无法及时掌握产品运作情况。

综上所述，资管新规过渡期内，商业银行或理财公司主动加大净值型产品发行，持续压降保本型、预期收益型产品，净值化转型数量上取得积极成效，理财产品的净值化程度从数量指标看达到90%以上。但是在转型质量上相对被动，目前仍表现在投资资管计划未穿透核算，投资非

① 2021年8月监管就窗口指导理财公司“除严格按照现行监管规定使用摊余成本计量外，理财产品（现金管理产品除外）自2021年9月1日之后新增的直接和间接投资的资产，均应优先使用市值法进行公允价值计量，暂不允许对除未上市企业股权外的资产采用成本法估值。已适用成本法估值的理财产品存量资产，应于2021年10月底前完成整改。”

活跃交易市场的资产比例较高，在净值计算上并未严格按公允价值规则进行等。

衡量理财净值化效果的量化分析

编制理财产品净值指数

为更好地反映理财产品净值表现，本文探索建立了理财净值指数（图3），筛选出60只理财公司发行且存续的固定收益类理财产品，均为2018年资管新规后发行的，且成立运作满一定时间，定期披露产品净值，以保证有足够的净值信息构建高频指数。

净值表现与市场走势的相关度分析

将编制的理财净值指数作为理财产品的代表，Wind债券型基金指数作为公募基金的代表，中债-高信用等级债券财富（总值）指数作为债券市场的代表，将三者统一基期处理（图4）。对上述三个指数计算移动平均周度收益，然后取近8周收益的波动率，作为衡量三个市场波动性的指标（图5），计算公式如下：

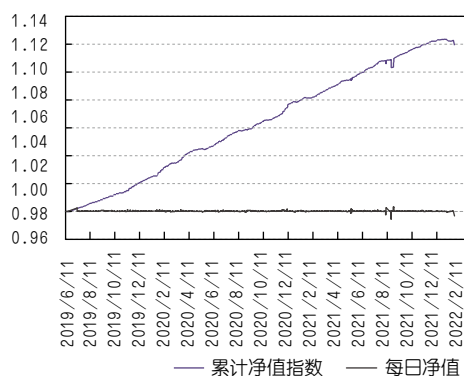
$$\text{波动率} = \left\{ \sum [(R_i - \sum R_i / N)^2] / (N - 1) \right\}^{0.5}.$$

R_i 为周度收益率， $i=1, 2, \dots, 8$

从收益性上看，理财产品的净值走势好于债券基金，整体回报率也高于基金和债券。2020年和2021年固定收益类理财产品的年度回报率分别为4.80%和4.38%，二年累计为9.45%。同期债券型公募基金的年度回报率为4.33%和4.84%，中债指数年度回报率为2.97%和5.09%。即使考虑到与理财投资风格较近的高信用等级债券指数，2020年到

2021年二年间的年度回报率分别为3.41%、3.62%，累计8.19%。这表明理财产品为投资者创造了较好的收益，投资者持有的盈利体验也好于公募基金，银行理财也凭借资产配置优势获得了远超过债券指数的收益。

从波动性上看，理财产品的波动性总体上小于公募基金。2020年和2021年，理财产品指数的平均波动性分别为0.05%和0.09%，债券型公募基金指数的平均波动性分别为0.21%和0.15%，高信用等级债券的平均波动性为0.14%和0.07%。从最大回撤角度来看，2020年银行理财仅为-0.06%，远低于同期公募基金指数的-1.28%和高信用等级债券的-0.94%。以2022年3月份为例，全市场存续理财产品2.5万只中破净产品占比约占8%左右，同期公募基金近1年回报为负的比例约39%，银行理财整体的风险抵御能力强于公募基金。这表明银行理财的投资



数据来源：Wind、作者计算。

图3 理财产品净值指数走势



风格和收益特征以稳健为主，更多吸引了低风险偏好的投资者。

从相关性上看，理财产品与债券指数的相关性在逐渐增强。在2020年二季度债券市场出现明显下跌，债券指数和公募基金均出现阶段性下跌，但同期银行理财仍保持较稳定的净值走势。在2020年，银行理财整体波动性很小，与债券指数的相关性也较低，但是2021年随着净值化推进，银行理财整体波动性增加并且与高信用等级债券的相关度大大增加，这主要是由于估值方法的调整，2021年10月后更多债券资产以市价法估值，所以产品净值随市场波动成为常态。

理财产品净值化之路仍有诸多难题待破局

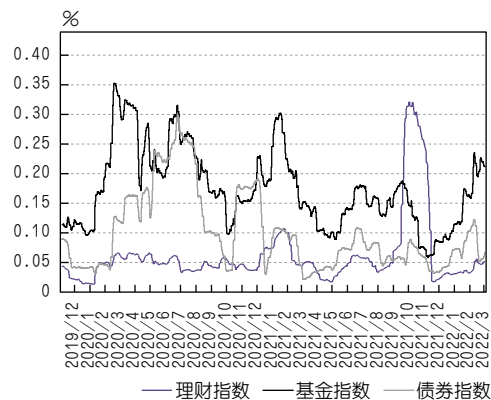
制约理财产品尚未彻底净值化的原因 估值缺乏统一标准，实践中仍待规范

目前尽管银行业协会出台了银行理财的估值指引，但在流动性差的债券、低评级的债券、违约债券、私募债券的估值与净值计算规则方面，以及摆动定价、侧袋估值等方面仍没有给出具体方案，而这些估值影响到银行理财的净值计算。此外，目前理财产品投资资产管理计划比重仍较高，而这些资产管理计划大多私募产品形式存在，其净值计算并非以公允价值计算进行，而理财产品的净值计算以这些资管计划的净值计算为基



数据来源：Wind、作者计算。

图4 理财产品、公募基金与债券指数走势



数据来源：Wind、作者计算。

图5 理财产品、公募基金与债券指数的波动率^①

① 2021年10月后理财产品净值出现较大波动，原因在于监管窗口指导理财公司“除严格按照现行监管规定使用摊余成本计量外，理财产品（现金管理产品除外）自2021年9月1日之后新增的直接和间接投资的资产，均应优先使用市值法进行估值，并应于2021年10月底前完成整改。”多数理财公司于2021年10月前后发布了估值方法切换的公告，将原来的成本法及摊余成本法计量，全部改为市价法或估值法。



础，缺少穿透资管计划底层核算净值的制度要求和内生动力，甚至通过资管计划成本法计算的净值来计算理财产品的净值，掩盖产品净值的波动。

投资者对净值波动接受仍有一个过程

与公募基金的个人投资者不同，理财产品的个人投资者主要是银行原来的存款客户，普遍风险承受能力较弱，并且长期以来习惯了预期收益型产品，难以接受净值型理财产品的净值波动，对产品发生回撤比较敏感，商业银行或者理财公司面临着较大的客诉压力和赎回冲击，客户需要一个适应的过程，在此背景下，管理人推行彻底净值化动力不足^①。净值波动会面临着规模流失和客户流失，在竞争激烈的市场环境下，管理人主动推行完全净值化产品压力较大。

第三方托管机构地位处于弱势，真正履责仍需要时间

托管是“监管的第一道防线”，资管产品管理人是否按监管和会计准则要求，以及与募集说明书对外信息披露说明的公允价值计量并计算净值，必须有第三方机构来衡量，这一机构就是资管产品的托管人。理财产品的净值计算是由理财产品的托管机构与管理人共同按照协商一致且又符合监管估值规则与净值计算规则为原则

的。托管人是否履职，是否对管理人的净值计算进行有效核对，监督管理人的净值做法与行业要求是否一致等，规范上述内容可以有效推动理财净值化管理。由于目前银行理财产品缺少对托管机构托管业务管理办法或细则的要求，各机构对理财产品托管具体尽责和执行的标准也不同，加之托管行业的恶性竞争，托管人处于弱势地位，管理人掌握了绝对的主动权，这也导致托管机构的真正作用的发挥。

理财产品净值化发展思考

出台银行理财的净值计算相关规范指引和会计核算规则。明确清晰的规则体系是完善净值化管理的前提，相关指引应进一步明确理财净值计算的基本原则。一是净值计算的合规性原则。以资管新规、理财办法与会计准则作为基本原则，制定产品投资资产的计量总体规则。二是净值计算的一致性原则。通常情况下，机构对于同一类产品持有的同一类别、同一性质、在同一市场进行交易的资产应选取一致的估值或者第三方估值方法。对于同一产品持有的在不同市场交易的资产，例如同类产品持有的同一债券在银行间和交易所区分交易，可根据实际情况对两部分资产选取不同的估值方法或者第三方估值来源。

^① 以2022年3月以来股票市场和债券市场剧烈调整为例，银行理财公司接受到的客户投诉量成倍激增，迫于压力管理人纷纷出面致投资者一封信，多方面寻找资金购买自家理财产品，多措并举下一季末全市场理财产品存续规模较年初仍缩水6 000亿元。



三是稳定性原则。如在一个会计年度因特殊原因需要对于估值方法或者第三方估值选取来源进行调整的，应与托管机构协商一致，本着最大限度保护产品投资者利益的原则，变换估值方法或者来源的选取，并及时完成相关披露工作等。

净值管理重要性凸显，从估值方法平滑净值向真正投资管理能力发展。由于理财产品的投资者对于净值波动的容忍度很低，过去商业银行或理财公司主要通过估值手段技术性平滑产品净值，但是在彻底净值化发展后，行业将建立起完善的估值核算制度和规则指引，实行统一标准，无法在估值方面继续。在投资者对于产品净值波动的较强约束下，净值管理能力重要性进一步凸显，尤其是对管理人的投研能力提出了更高的要求，需要改变过去被动配置持有到期的投资思路，加强投研实力，提高主动管理能力，积极利用阶段性机会做波段操作获取收益；另外，也要逐步丰富投资策略，适时利用衍生品等工具，多样化的投资策略能够在债券市场波动时通过对冲、套利等多元手段减少产品净值波动。

充分发挥第三方独立托管机构作用。托管机构参与了理财产品运作的全部过

程，应发挥第三方独立托管的作用，强化其净值核算承担人角色。理财新规要求理财产品“实现实质性独立托管”，这从法规层面明确了托管机构的职责，在理财产品运作过程中，托管机构应当在独立保管、估值核算、清算结算、投资监督、信息披露等方面严格履职，对理财产品实行贯穿全生命周期的穿透式托管。产品管理机构在进行产品投资、资产负债计量的过程中，应充分发挥托管机构的作用，资产负债的计量方案需与托管机构协商并达成一致后执行。

强化理财产品的信披净值准确披露充分，是建立理财产品转让、质押等退出机制的基础。理财产品彻底净值化发展后，一方面资产使用公允价值计量，产品净值更加准确反映了理财产品持有全部资产的风险收益情况，净值准确定价合理；另一方面，建立统一的信息披露渠道规范性内容披露，使信息披露更加充分，有利于进一步减少信息不对称，提高理财市场的有效性。定价准确是保证资源合理配置的基础，有利于进一步研究建立理财产品转让、质押等退出机制，充分保障市场参与者的平等。^[N]

学术编辑：卢超群

参考文献：

- [1]是凯.理财公司的产品体系建设[J].中国金融,2022(01):77-78.
- [2]宋一程,刘宗治.资管新规以来商业银行理财业务监管环境变迁与思考[J].新金融,2021(01):40-43.
- [3]中国银行业理财市场年度报告(2021年)[J].债券,2022(03):74-81.