资管新规、理财投资策略调整与债券信用利差——基于理财净值化转型的双重差分检验

白茜雯 龚 洁

摘 要 资管新规的发布推动了银行理财净值化转型，估值方式的规范统一是核心政策之一。本文采用双重差分模型，选取理财净值化转型完成前后相似市场环境中上市公司发行公司债的日度交易数据，研究估值方式调整如何通过改变理财产品久期策略，影响债券市场信用利差。研究发现：第一，估值方式调整导致产品净值波动加剧，理财资金倾向于减持高波动的长久期债券，导致其信用利差走阔；第二，机制分析发现，净值化转型强化了理财对资产流动性的关注，进一步降低了长久期债券流动性，扩大其信用利差；第三，异质性分析发现，不同资质主体发行的长久期债券在理财净值化转型后信用利差出现分化。本文的研究为后续评估和优化资管领域强监管政策、进一步落实估值新规政策提供参考。

关键词 资管新规 理财净值化转型 估值新规 信用利差 久期

一、引言

2018 年 4 月正式实施的《关于规范金融机构资产管理业务的指导意见》（以下简称“资管新规”）引导银行理财业务进入全面净值化转型阶段（李青原 等，2022）。资管新规发布之前，传统理财大多是高收益保本产品，设定预期收益率，通过资金池方式运作，以刚性兑付、产品结构多层嵌套为主要特征（王喆 等，2017）。此类运作模式下，理财产品存在期限错配，由银行体系兜底风险，给宏观调控政策实施效果造成不利影响，也导致系统性风险在影子银行体系内不断滋生并快速积累（彭俞超和何山，2020；Acharya et al.，2024）。资管新规发布后，理财产品强调打破刚兑、禁止资金池运作和期限错配，实行独立建账、穿透管理（孙希芳 等，2023）。强监管政策的出台规范了商业银行的表外理财业务，将银行体系承担的风险还原到投资者端。根据银行业理财登记托管中心发布的《中国银行业理财市场年度报告（2024 年）》，截至 2024 年底，理财市场存续规模已达 29.95 万亿元，是我国资产管理行业的重要组成部分之一，规范理财业务运作对防范我国系统性金融风险具有深刻意义（刘承昊 等，2023）。

资管新规要求理财行业进行净值化转型，其核心内容之一是规范理财产品的估值方式：过去，产品投资资产按摊余成本法估值，资产的价格波动不体现在产品端；估值整改政策要求优先按市值法对资产进行估值，产品净值能实时反映资产波动。对投资者而言，理财产品从保本保收益的类存款资产转变为不承诺预期收益、

白茜雯，南银理财有限责任公司产品管理部产品经理；龚洁，南银理财有限责任公司产品管理部总经理。

风险自担的波动性资产。长期以来，银行理财主要面向风险偏好较低的个人投资者，需求端的风险厌恶特征决定了理财行业的供给主要是相对稳健的产品（Daniel & Amos，1972）。在政策冲击下，需求端偏好的调整存在滞后，将迫使供给端的理财产品管理机构改变其资产配置和投资策略，减持高波动资产，以降低产品净值波动。聚焦到久期策略，由于长久期债券的波动幅度更大，估值方式调整后理财产品倾向于采取短久期策略，减持长久期品种，同时，管理人风险偏好降低将促使其投资安全性高的债券，减少对高风险资产的配置。

理财资金投资策略的转变将对债券市场利差产生显著影响（邵文波 等，2025），长久期信用债由于被减持，信用利差将扩大。其中，不同资质债券的信用利差将出现分化：高流动性、高安全性的资产被理财资金买入，导致信用利差缩窄；低流动性、高风险的资产被抛售，导致信用利差走阔。

由于理财净值化转型这一政策属于外生冲击，本文构建 DID 双重差分模型探究产品估值方式调整通过改变理财投资策略，进而对债券市场不同久期、不同资质品种信用利差的影响。本文的研究意义有三点。**一是**剖析了资管新规下估值调整政策的影响效果及作用路径，厘清了针对银行理财领域的强监管政策给资本市场带来的间接影响，为后续政策评价和优化提供新的参考。2024 年末起，金融监管部门进一步落实估值严监管政策，对前期整改效果“打补丁”，要求理财机构不得通过估值平滑机制、自建估值模型、收盘价估值等方式违规调整产品净值，要逐步将过去积累的浮盈返还给原产品、原客户，本文的研究能够为当前估值新规的改革进程及债券市场变动提供一定观察视角。**二是**研究了债市在政策冲击下的结构性变化，从债券资产估值、市场流动性等角度，为推动中国债券市场高质量发展提出相关政策建议。**三是**分析了理财产品的资产配置及投资策略调整，为理财行业的产品管理规范、供给设计提供了参考思路。

本文的边际贡献主要包括三点。**一是**关注到了理财产品估值方式规范这一具体政策措施的实施效果。以往文献大多以资管新规的发布作为切入点（李青原 等，2022；刘冲 等，2022；刘承昊 等，2023；孙希芳 等，2023），一方面没有深入观察理财净值化转型过程中关键性政策的作用效果，另一方面忽略了资管新规发布后长达 3 年的过渡期因素。本文聚焦理财产品估值方式调整的规定，选择理财净值化转型元年 2022 年初作为政策冲击时点，具备更强的现实意义，也进一步拓展了金融强监管政策对资产管理领域高质量发展影响的研究。**二是**对监管政策、投资者需求特征、理财产品端供给特点、理财资产端投资行为四者的联系和影响路径进行剖析，更好识别政策实施给理财市场和债券市场带来的连锁效应，为进一步规范银行理财行业发展提供机制证据。**三是**从金融强监管政策的角度丰富了债券市场信用利差的相关研究。以往该领域基于政策的研究主要集中在货币和财政政策角度（王永钦和吴娴，2019；Bretscher et al.，2020；彭俞超和何山，2020；黄振和郭晔，2021），而本文关注到了资管新规这一针对资产管理领域的监管政策，研究其对债券市场的间接传导影响。

二、政策背景及特征事实

（一）理财净值化转型改革历程

推动理财净值化转型是监管政策主线，理财产品的估值方式跟随银行理财行业的改革，经历了四个阶段的演变历程（叶美林 等，2023）。

一是资管新规发布前(2018年4月前)，理财产品通常为非净值型，募集资金汇集成资金池统一进行投资管理，所投资产大多采用摊余成本法估值。

二是资管新规发布后的过渡期（2018年4月至2021年末），规定理财产品“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……金融资产坚持公允价值计量原则，鼓励使用市值计量”。结合财政部于2017年3月修订的《企业会计准则第22号——金融工具确认和计量》，对分类为以摊余成本计量的金融资产需满足的条件予以明确规定，以进一步促进债券类资产定价的市场化发展（李勇 等，2022），理财产品中，仅封闭式、期限在半年以上的定开式、现金管理类产品所投金融资产，在满足特定条件下，可使用摊余成本法进行计量，且应当定期对其净值的公允性进行评估。在此阶段，理财市场上净值型和非净值型新老产品并存，市值法和摊余成本法并行，整改在陆续进行中。

三是资管新规全面实施（2022年），截至2021年末，保本理财产品规模已基本压降至零，2022年正式开启银行理财净值化元年，产品估值方式基本实现统一，除满足特定条件的封闭式产品可以使用摊余成本法估值外，其他均采用市值法估值，且同一只产品通常采用单一的估值方式。

四是银行理财赎回潮发生后（2022年末以后），理财客户对于稳健低波型产品的需求旺盛，为降低产品净值波动幅度，理财机构推出混合估值法产品，即单个产品中，部分资产采用市值法估值、部分符合持有至到期等特殊条件的资产采用摊余成本法估值，兼顾估值稳定性和收益弹性。

通过对政策改革的演进特征梳理可知，2021年末以前为资管新规过渡期阶段，监管对定开式产品存在豁免条款，理财产品估值方式尚未统一，仍有较多存续或新发的以摊余成本法计量的产品。并且，此前银行理财未对底层资产严格实行穿透管理，理财产品通过资管计划间接持有的私募债等资产仍可使用摊余成本法计量。2022年作为银行理财净值化转型元年，理财产品的估值方式基本趋于一致，除现金管理类产品外，其他类型产品的底层资产均应优先以公允价值为基础进行估值并实行穿透管理，仅封闭式产品中，以收取合同现金流量为目的并预计持有至到期的债权资产可以按照摊余成本法估值。因此，2022年初可作为本文研究的政策冲击时点，进而观察该时点前后债券市场信用利差的变化。

（二）债券市场发展特征

针对市场运行环境，除理财净值化转型的影响外，在2022年初前后，中国债券市场尽管存在波动，但基本处于相对稳定和独立的环境中，其核心在于国内经济周期、宏观政策导向在此阶段保持了一致性。经济周期方面，2021年下半年至2022年末，受房地产行业进入下行周期、疫情反复、需求偏弱的影响，国内经济增长动能持续减弱，面临较大下行压力。宏观政策方面，货币政策持续宽松，从稳健偏松到

转向宽松；财政政策逐步发力，积极支持稳增长；产业政策强调高质量发展与安全，推动化解房地产等行业的金融风险。

针对市场交易规则，2021—2022年国内债市调整主要集中在提升流动性和完善风险管理。一方面，2021年9月做市商制度升级，现券交易机制优化；另一方面，2021年6月质押新规出台，动态调整质押券折扣系数，低评级债券折扣率被调降，杠杆风险被进一步控制。由于本文的研究对象为上市公司公开发行的公司债券，其本身流动性较非上市公司发行债券、私募债更优，样本中AAA等级的高评级信用债占比达80.83%，上述交易规则改革对本文实证的影响相对较小（Bao et al.，2021；类承曜和白剑秋，2023）。

针对市场发展情况，根据中国银行间市场交易商协会发布的《中国债券市场发展报告（2023）》，2022年债券市场全年发行债券61.45万亿元，较2021年的61.39万亿元同比微增0.1%，其中，2022年公司类信用债发行规模13.67万亿元，较2021年的14.69万亿元同比降低6.9%。从交易规模来看，债市流动性有明显提升，2022年债券市场累计成交量2 186.68万亿元，较2021年的1 707.33万亿元同比增长28.1%，其中，2022年公司类信用债现券成交量66.57万亿元，较2021年的53.21万亿元同比增长25.1%。从期限结构来看，2022年存续公司类信用债待偿期限较2021年变化不大，1年以下占比从25.1%提升0.6个百分点至25.7%，1~3年占比从38.0%提升0.9个百分点至38.9%，3年及以上占比从36.9%减少1.5个百分点至35.4%；与此同时，2022年公司类信用债加权平均发行期限为2.96年，较2021年的2.82年增加了0.14年。从债券评级来看，2022年高等级信用债发行规模占比有所提升，表明市场风险偏好降低，具体来看，主体评级为AAA的企业发行债券规模占比从53.9%提升3.6个百分点至57.5%，AA及以下的企业发行规模占比从26.7下降3.8个百分点至22.9%。综上，在国内债市运行环境保持一致性、交易规则调整影响可控、市场整体稳步发展的基础上，理财净值化转型引发的理财资金投资策略及资产配置结构转变成为2021年与2022年债市变动的重要因素。

关注债券利率，2021年主要受资金面变化、债市供需调整、宏观经济下行压力等因素的影响，信用债利率呈现出年初上行、而后波动下行、随后震荡的趋势；2022年，理财这类非法人产品的投资行为变化成为影响全年信用利差的主要原因，信用债利率在波动中呈现先降后升的趋势（中国银行间市场交易商协会，2023）。

三、理论分析及研究假设

（一）理财净值化转型对债券市场的影响

理财产品的净值化转型要求使用恰当的估值方式，准确、客观地评价产品价值。在摊余成本法下，债券市场的交易情况不会反映到产品端，产品的净值变化只取决于债券的票面利率及买入时的溢折价，因此，此时理财产品的净值走势通常不会出现明显波动，其底层资产的真实价格变化被掩盖。相反地，在市值法下，债券价值的市场波动会及时体现在产品端，导致产品的净值波动幅度被放大。

从需求端出发，由于银行理财目标客群大多为个人投资者，风险偏好相对较低，

且存在损失厌恶心理，对产品的净值波动会更加敏感，从平滑收益的成本法到实时反映市场波动的市值法，估值方式的转变会对理财公司的规模稳定性、客户维护成本产生负面影响。因此，估值整改导致理财管理机构调整自身的投资策略，把控制产品净值波动作为资产配置的重要前提。

根据《中国银行业理财市场年度报告(2024 年)》，我国银行理财市场中，固定收益类理财产品规模占比达 97.33%，理财资产投向债券类资产的余额达 18.60 万亿元。由此可见，理财资金的体量较大，是债券市场交易的主要参与者之一，理财产品风险偏好降低，对高波动债券配置需求减少的这一变化不可避免地会影响债券市场的内部需求结构，进而改变不同久期、资质债券的信用利差。

（二）理财净值化转型对不同久期债券信用利差的影响

信用利差是指信用债到期收益率与相同期限无风险利率的差值，可以拆解为主体预期违约损失、风险溢价、流动性溢价三个部分（Schwert，2017），理财产品净值化转型过程中估值方式的调整会从风险溢价和流动性溢价两方面影响信用利差。

其一，从风险角度，理财净值化转型推动了风险定价权从隐性刚兑向市场化转变，导致银行理财风险偏好降低，风险溢价提升，对其投资策略和决策路径产生具体影响。**首先，**由于长久期债券波动风险相比短久期品种更大，在市值法估值的要求下，理财产品会倾向选择短久期策略以控制产品波动，从而降低对长久期债券的配置比例，投资需求的萎缩将导致长久期债券利差走阔。**其次，**产品净值波动的加剧放大了理财机构面临的不确定性，导致其对短久期资产、货币类资产的预防性需求增加，并进一步去杠杆，从而只能压缩对长久期资产的投资需求。**再次，**净值化转型后，理财产品管理人的资金运作情况会直接反映到产品净值端，因此其在进行投资决策时会更为谨慎，尤其是针对长期资产，主要体现在长久期债券的持有比例和交易频次降低。**最后，**资管新规禁止资金池运作模式，强调产品期限与底层资产期限相匹配，必然导致部分产品久期缩短，即对长久期资产的配置和交易减少。

其二，从流动性角度，理财净值化转型会推动理财资金向高流动性资产集中，导致低流动性资产流动性溢价增加。根据“流动性螺旋”理论（Brunnermeier & Pedersen，2009），由于存在信息不对称、杠杆或抵押品约束、投资者恐慌心理，金融市场在遭受某个初始冲击后，负面影响可能传导至整个市场，造成流动性枯竭，包括资产买卖价差扩大、交易量大幅缩小、流动资金短缺等现象。为应对这类流动性压力，金融投资机构不得不进行大规模赎回。在这个过程中，“抛售资产-资产价格下跌-资产持有者损失扩大-资产持有者融资能力恶化-被迫进行更多资产抛售”这一循环存在螺旋式的自我强化效应，让局部冲击放大成为市场危机。

理财市场上，在利率大幅上行的债熊阶段，理财产品净值会出现大幅回撤，进而触发投资者的大规模赎回行为，理财机构为应对客户赎回需求，被迫抛售资产，推动债券价格进一步下跌，再度加剧产品的净值下跌和赎回增加，形成不断强化的“跌价-赎回-跌价”负反馈循环，造成市场流动性枯竭。市场变化下需求端的

反应，进一步催化了供给端的投资策略转变。为应对产品波动及回撤导致的赎回压力，理财产品必然会强化流动性管理，增持高流动性的短久期债券，减持流动性较差的长久期债券。基于流动性溢价理论（Amihud & Mendelson，1986），流动性冲击通常会导致流动性溢价分化，推动债券二级市场信用利差重新定价（Beber et al.，2009；Lin et al.，2010；纪志宏和曹媛媛，2017；Jonathan & Yoshio，2021；李勇 等，2022）；已有众多研究表明，债券流动性降低会放大其信用利差（Bao et al.，2018；Bessembinder et al.，2018；Maureen & Xing，2021）。因此，理财净值化转型会通过影响不同久期债券的流动性，导致长久期品种信用利差扩大。

基于上述分析，本文提出基本假设 H1 和机制假设 H2。

H1：银行理财净值化转型会导致长久期债券信用利差走阔。

H2：银行理财净值化转型会导致理财产品管理人倾向于缩短产品久期，即减少长久期资产的配置比例，推动长久期债券流动性降低，进一步带来信用利差扩大。

（三）异质性影响

债券本身的质量高低在上述影响中存在异质性，即净值化转型后，不同资质主体发行的长久期债券信用利差将出现结构性分化。

其一，从风险偏好角度，弱资质主体发行债券的净值波动更大，尤其是当市场出现负面冲击事件时，其价格跌幅更明显。资管新规的实施大大强化了理财机构的避险意识，理财产品风险偏好下沉受限，对弱资质主体发行债券的风险容忍度显著下降，导致低信用企业融资成本进一步升高（王茹婷 等，2022）。基于控制净值波动的管理目标，理财将提高对优质信用债等安全资产的配置比例，减少对弱资质信用债的配置比例。对不同质量债券的需求差异，将导致其信用利差分化加剧，表现出优质债券信用利差缩窄、高风险债券信用利差扩大的现象。

其二，从流动性角度，安全性资产能够提供更好的流动性，而风险性资产更容易面临流动性枯竭。在利率上行时期，结合前文提到的“流动性螺旋”理论，安全性资产更容易被抛售和变现，以应对投资者大规模赎回的负反馈效应；在利率下行时期，理财产品净值回升，吸引投资者申购，理财规模持续扩大，出现新增投资需求，此时，在稳健型投资策略的指导下，安全性资产最先被买入和修复。相反，风险性资产不论是在利率上行还是下行阶段，都面临着流动性受限、被边缘化的情况。因此，理财净值化转型会导致安全性资产需求刚性提高、交易活跃度增加，风险性资产将遭遇结构性抛售、配置比例降低，两者的流动性溢价分层进一步加剧了利差的马太效应（Amihud，2002），使得安全性资产利差走窄、风险性资产利差走阔。

其三，从信息不对称角度，理财产品采用市值法估值能够提升债券市场的价格透明度，增强金融市场的价格发现功能和定价效率，加速市场对信用风险的实时评估，进而加剧不同资质信用债利差的分层。

基于上述分析，本文提出异质性假设 H3。

H3：银行理财净值化转型会导致不同资质主体发行的长久期债券信用利差走势出现分化，其中，优质主体发行的高安全性的债券利差缩窄，弱资质主体发行的高

风险性的债券利差扩大。

四、研究设计

（一）数据来源及处理

2022 年被称为银行理财净值化转型元年，因此本文选择 2022 年 1 月 1 日作为政策冲击时点。2022 年末债市大跌，投资固收类资产为主的银行理财产品净值出现大面积回撤，经历集体破净潮，受到负反馈效应的巨大冲击。自 2023 年起，理财机构开始大力发行混合估值法产品，并通过自建估值模型、收盘价估值、委外投资等措施平滑收益，以降低产品波动，资产的真实价格变动在一定程度上再次被掩盖。综上，本文将研究范围限定在 2023 年之前，初步选择政策冲击时点前后一年，即 2021 年初至 2022 年末作为研究区间。

同时，考虑到债券市场波动本身也会导致信用利差出现较大变化，为使政策影响前后的样本所处市场情况具备可比性和平行趋势，本文在初步选择的研究区间内根据债券市场走势进行进一步筛选，以确保两组样本处于相似的市场环境。借鉴邵文波 等（2025）的研究，本文基于 10 年期国债到期收益率数据，在 2022 年 1 月 1 日前后一年内分别选取 2021 年 6 月 17 日至 10 月 18 日作为政策影响前样本区间，2022 年 7 月 1 日至 12 月 6 日作为政策影响后样本区间（图 1）。样本区间的选择主要基于三点考虑：①两个时间段内，债券市场均经历了相似的利率走势，包括大幅下行、震荡、快速上行三个阶段；②两个时间段均涵盖债市先牛后熊的阶段性变化，能够全面考察在各类市场环境下，理财净值化转型对信用利差的影响，提升研究的完整性与可信度；③两组时间跨度相

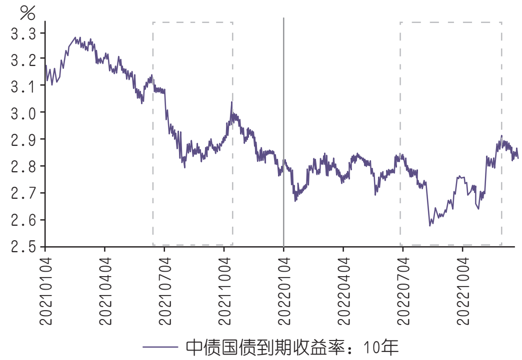

图 1　10 年期国债收益率曲线及研究样本期间选取

似，均在 4~5 个月。

本文选取政策影响前后两个时间段内上市公司公开发行公司债在交易所二级市场的日度交易数据作为研究样本，根据久期长短将样本划分为实验组和控制组。样本选择主要基于两点考虑：一是将发债主体限定为上市公司，以保证实证涉及财务数据尽可能完整准确；二是受限于银行间市场交易数据获取和处理难度较大，本文选取交易所市场数据观察信用利差的变化。银行间债券市场具有发行量、交易规模更为庞大的特点，且以利率债、同业存单为主，部分品种流动性分层可能较为明显；交易所市场信用债占比相对更高，且以标准化交易为主（田雨瑾，2023），对交易所市场信用利差的研究一定程度上也能合理外推至银行间市场，反映信用债利差的整体规律。借鉴余明桂 等（2024）和刘冲 等（2022）的做法，本文对样本进行如下处理：剔除金融行业债券样本；剔除研究区间内退市公司发行债券样本；由于新发债券往往价格波动剧烈，可能导致其相较公允价值出现较大偏离，因此剔除发行时间不足 3 个月的债券样本；由于债券在到期前价格会有较大波动，导致到期收益率异常，因此剔除到期剩余期限小于 1 年

的债券样本；剔除在研究区间内，交易次数小于 2 次的债券样本；对所有连续变量进行 1% 双向缩尾处理。数据清洗和处理后，共获得 46 100 条“日度-债券”交易样本，相关数据均来自 CSMAR 和 Wind 数据库。

（二）研究设计

1. 基础模型

参考邵文波 等（2025）的研究，本文采用 DID 双重差分法，以 2021 年 6 月 17 日至 10 月 18 日区间和 2022 年 7 月 1 日至 12 月 6 日区间的交易样本，检验净值化转型对不同久期债券二级市场信用利差的影响。由于资管新规相关政策属于金融强监管的外生冲击，不受个别对象的影响，因此政策具备外生性和随机性，采用双重差分法进行实证研究是合理且可靠的。本文构造如下模型（1）用于检验基本假设 1：

$$Credit\_Spread_{i,t}=\beta_0+\beta_1 Treat_i\times Post_t+\beta_2 Controls_{i,t}+FE_{i,t}+\varepsilon_{i,t} \qquad (1)$$

其中，下标 i 代表债券，t 代表日期。被解释变量 $Credit\_Spread_{i,t}$ 代表债券 i 在日期 t 的信用利差，参考寇宗来 等（2020）的研究，本文计算每只债券在每个交易日的收盘价到期收益率与相近期限的国债利率的差值，得到信用利差指标。$Treat_i$ 代表识别债券 i 是否为长久期的虚拟变量，若其久期大于 3 年，则取 1，为实验组样本，小于等于 3 年，则取 0，为控制组样本。$Post_t$ 代表识别理财净值化转型完成前后的虚拟变量，若交易日期在 2021 年，即政策影响前，则取 0，交易日期在 2022 年，即政策影响后，则取 1。$Controls_{i,t}$ 代表一系列控制变量，参考余明桂 等（2024）的研究，对债券发行人的个体特征进行控制，包括公司规模（*Size*）、净资产收益率（*ROE*）、资产负债率（*Lev*）、流动比率（*Liquidity*），控制变量均取交易日期所在季度末的合并报表维度财务数据，以规避反向因果的影响。$FE_{i,t}$ 控制了债券个体和时间的双重固定效应，$\varepsilon_{i,t}$ 为随机误差项。

2. 机制检验

为进一步分析理财净值化转型对不同久期债券信用利差的影响机制，本文引入每只债券在每个交易日内的成交量（*Volume*）衡量流动性，将债券日内成交量指标作为被解释变量，观察长久期债券在净值化转型完成前后的流动性变化，构造模型（2）用于检验机制假设 2：

$$Volumn_{i,t}=\beta_0+\beta_1 Treat_i\times Post_t+\beta_2 Controls_{i,t}+FE_{i,t}+\varepsilon_{i,t} \qquad (2)$$

3. 异质性分析

针对债券质量的异质性分析，尽管债券的信用评级是衡量其主体资质的直接因素，也有部分文献选择信用等级作为衡量债券安全性的指标（王茹婷 等，2022），但由于本文的研究对象为上市公司，一方面，现有样本中评级为 AAA 的高等级信用债占比已达到 80% 以上；另一方面，国内发行人付费的评级模式会导致评级质量显著降低（吴育辉 等，2020），因此选择信用评级指标可能难以真实反映本文选取样本中债券发行人的资质水平。综上，本文选取产权性质和总资产收益率两个指标对发行主体的资质进行分类评价。其一，在我国债券市场中，政府对于国有企业的隐性或显性担保现象长期存在（王博森 等，2016；欧阳远芬和王秋实，2024），也有较多研究表明，具备政治关联的企业违约概率更低（Flannery & Sorescu，2012；Borisova et al.，2012；余明桂和潘红波，2008），因此国有企业发行债券的安全性会更高；其二，总资产收益率较高的企业通

常具备更强的盈利能力和更稳定的经营能力，其正常偿付债券的概率更高（Robert，1973；张强和隋学深，2019）。具体而言，考虑发行主体资质，构造长久期且国企发行虚拟变量 *Treat_S*、长久期且非国企发行虚拟变量 *Treat_NS*、长久期且高业绩主体发行虚拟变量 *Treat_HP*、长久期且低业绩主体发行虚拟变量 *Treat_LP*，异质性变量用于替换 *Treat* 变量，模型构建方式同模型（1）。

4. 研究样本说明

本文实证研究样本共计 46 100 条，包含 174 家上市公司发行的 430 只债券的日度交易数据，涉及变量及其定义见表 1，主要变量的描述性统计结果见表 2。[①] 久期方面，样本债券的平均久期为 2.86 年，其中久期长于 3 年的占比 40.56%。分年度看，2021 年交易样本的平均久期为 2.73 年，久期长于 3 年的占比为 36.98%；2022 年交易样本的平均久期为 2.95 年，久期长于 3 年的占比为 43.07%。信用等级方面，评级为 AAA 的债券交易样本有 37 262 条，占比 80.83%，在 2021 年交易样本中占比 76.23%，在 2022 年交易样本中占比 84.05%；评级为 AA 的债券交易样本仅 933 条，占比 2.02%，在 2021 年交易样本中占比 2.93%，在 2022 年交易样本中占比 1.39%，表明 2022 年高评级信用债的交易活跃度较 2021 年有所提升。本文选取样本的基本情况与全市场 2021—2022 年发展情况具备一定相似性。

五、实证研究

（一）基准回归

表 3 报告了理财净值化转型对债券信用利差的影响。结果显示，核心虚拟变量与政策冲击变量的交乘项显著为正，表明银行理财净值化转型完成后，长久期债券

表 1　变量定义表及说明

变量	定义	计算说明
Credit_Spread	信用利差	交易日收盘价到期收益率－相近期限国债收益率（%）
Post	理财净值化转型政策冲击	2022.7.1—2022.12.6 期间赋值 1；2021.6.17—2021.10.18 期间赋值 0
Treat	是否长久期债券	若债券久期大于 3 年，则赋值 1，否则为 0
Treat_S	是否长久期且国企发行债券	若债券为长久期且为国有企业发行，则赋值 1，否则为 0
Treat_NS	是否长久期且非国企发行债券	若债券为长久期且为非国有企业发行，则赋值 1，否则为 0
Treat_HP	是否长久期且高业绩主体发行债券	若债券为长久期且总资产收益率在所有样本中位于前 50% 分位数，则赋值 1，否则为 0
Treat_LP	是否长久期且低业绩主体发行债券	若债券为长久期且总资产收益率在所有样本中位于后 50% 分位数，则赋值 1，否则为 0
Size	总资产	发债企业总资产（元）的自然对数
ROE	净资产收益率	发债企业净利润 / 股东权益，衡量企业盈利能力
Lev	资产负债率	发债企业总负债 / 总资产，衡量企业偿债能力
Liquidity	流动比率	发债企业流动资产 / 流动负债，衡量企业短期偿债能力
Volumn	日内成交量	交易日内债券总成交金额（万元）

① 表2~6，见增强出版，中国知网—《金融市场研究》。

信用利差显著扩大。根据列（2）的检验结果，实验组样本信用利差相比控制组大幅提升了 171 bps，证明了前文提出的基本假设 H1。

同时，关注控制变量回归系数，发债主体流动比率、规模指标的系数显著为负，资产负债率指标的系数显著为正，表明企业的流动比率越低、资产负债率越高、规模越小，即企业的偿债能力越差、综合实力越弱，其发行债券的信用利差提升就越明显。控制变量的检验结果也间接表明，理财净值化转型对长久期债券信用利差的影响在不同资质发行主体间存在异质性。

（二）稳健性检验

1. 平行趋势检验

为验证使用双重差分模型进行研究的适当性，本文对研究区间内的样本进行平行趋势检验（Imbens & Wooldridge，2009；Amore et al.，2013）。对于研究区间内的样本，按月为单位进行划分，构造 10 个时间虚拟变量，以政策冲击前一期作为基准期进行回归。图 2 展示了平行趋势检验的结果，其中空心圆点代表回归系数值，竖线为 90% 置信区间。回归结果显示，政策冲击前虚拟变量回归系数均不显著异于 0，政策冲击后系数均显著大于 0，表明平行趋势假设成立，理财净值化转型后长久期债券信用利差的扩大是由政策冲击本身导致的。该结果增强了基准回归的可信度。

2. 安慰剂检验

基于 Autor（2003）的研究，本文使用 Bootstrap 方法进行安慰剂检验，在样本中随机抽样生成实验组和控制组，即随机分配 *Treat* 变量的取值，并进行 DID 回归，保存虚假效应得到的回归系数，并重复进行 1 000 次随机置换回归，生成虚假效应的经验分布。由图 3 的安慰剂检验结果可知，随机抽取解释变量的估计系数分布在 0 附近，而本文回归得到真实效应系数为 1.714，明显偏离虚假效应系数分布中心，进一步证明了基准回归结论的稳健性。

3. 扩大样本时间范围

为增强结论的稳健性和普适性，本文进一步扩大基准回归中研究样本的时间跨度，选取 2022 年初理财净值化转型完成前后一年时间内，上市企业发行债券的月度交易数据，数据处理方式同上，得到 2021 年和 2022 年全年上市公司的 7 455 条“月度-债券”交易样本。表 4 报告了冲击前后一年区间内理财净值化转型对债券信用利差的影响。其中，交乘项系数显著为正，列（2）结果显示相比控制组样本，长久期

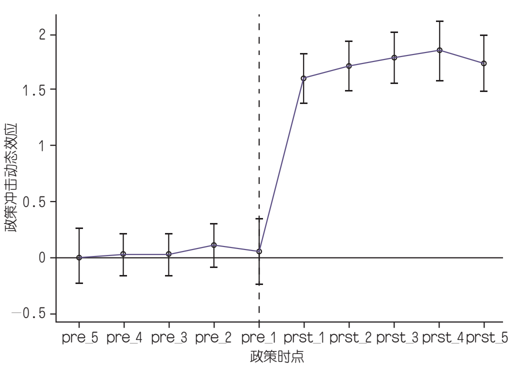

图 2　平行趋势检验时间趋势图

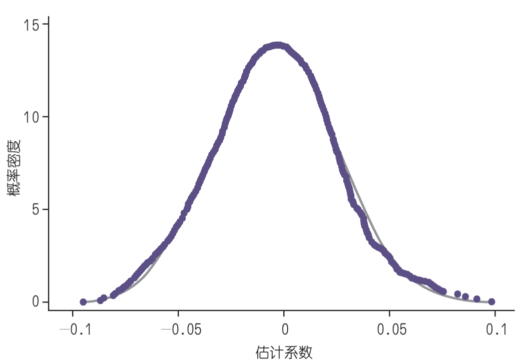

图 3　Bootstrap 安慰剂检验

债券信用利差扩大了 75 bps，进一步证明了前述假设 H1。

（三）影响机制分析

表 5 报告了理财净值化转型对长久期债券流动性的影响，将基准回归中被解释变量替换为日内成交量（万元）指标，结果显示交乘项系数显著为负。列（2）的回归系数显示，实验组长久期债券每日成交量减少了 8.336 万元。检验结果说明，净值化转型后，长久期债券每日成交量显著降低，流动性变差，将直接导致其信用利差走阔，支持本文的机制假设 H2。

（四）异质性分析

为研究不同资质债券在净值化转型前后的信用利差变化，结合本文样本的具体情况，引入发行主体的产权性质和总资产收益率两个指标进行异质性分析。表 6 报告了政策冲击对不同类型上市公司发行的长久期债券信用利差的影响，列（1）至列（4）分别为国有企业、非国有企业、高业绩企业、低业绩企业的回归结果。本文所有样本中，国有企业样本 36 274 条、非国有企业样本 9 826 条、高业绩企业样本 22 877 条、低业绩企业样本 23 223 条。交乘项系数显示，国有企业、高业绩企业组显著为负，非国有企业、低业绩企业组显著为正，说明优质主体发行的长久期债券信用利差显著缩窄，弱资质主体发行的长久期债券信用利差显著增加。

这一结果表明，净值化转型后，银行理财对于优质资产的追逐愈加激烈，偏好配置安全性较高的资产，导致这类债券的信用利差收窄，而风险相对较高的品种信用利差被进一步放大。该结果验证了本文的假设 H3。

六、结论与政策建议

本文研究了理财净值化转型对长久期债券信用利差的影响，以理财净值化转型元年 2022 年初作为政策冲击时点，选择政策冲击前后一年内债券市场整体走势相近的两个阶段作为研究区间，将久期长于三年的债券作为实验组样本，久期不足三年的债券作为控制组样本，使用上市公司公开发行公司债在交易所二级市场的日度交易数据进行双重差分法实证研究。本文得到如下结论。

其一，理财产品估值方式调整后，长久期债券信用利差显著走阔；同时，平行趋势检验、安慰剂检验以及扩大样本时间范围进行回归的结果表明，该结论是稳健可靠的。**其二，**机制检验发现，理财净值化转型后，长久期债券日度成交量明显降低，流动性收紧，即估值方式调整通过影响银行理财的投资策略偏好，使理财产品减少对长久期信用债的配置和交易，从而导致其信用利差扩大。**其三，**分发债主体资质进行异质性分析发现，理财净值化转型完成后，国有企业、高业绩企业这类资质较好的上市公司发行的安全性较高的长久期债券信用利差显著缩小，而非国有企业、低业绩企业这类弱资质公司发行的风险偏高的长久期债券信用利差显著增加，表明资管新规刺激了银行理财对优质、安全资产的配置需求，而高风险资产被进一步边缘化，理财产品信用下沉受到限制。

围绕上述研究，以及对理财市场、债券市场发展情况的观察，本文提出以下政策建议。

一是持续完善资管行业监管政策，进一步落实估值新规。长期以来，我国影子

银行体系在快速扩张的过程中积累了大量风险，对中国金融体系的高质量健康发展形成阻碍。理财净值化转型的实施对防范和化解金融系统性风险起到了较强的积极作用（彭俞超 等，2023），但在政策整改的同时，理财资金的投资策略调整也放大了债券市场的波动，加剧了债市在面临极端事件冲击时的脆弱性。2024 年末起，金融监管部门针对理财机构当前仍然存在的通过估值平滑机制、自建估值模型、收盘价估值等方式调整产品净值波动的行为进行限制。这表明，前期的估值整改还不完善，各理财机构均积累了一定浮盈尚未释放，掩盖了产品的真实收益和净值波动。一方面，资管领域的强监管政策是大势所趋，2025 年估值严监管的进一步落实将推动银行理财真正实现净值化，营造更公平的市场环境；另一方面，监管部门需要关注政策的实际执行情况，以及改革对债券市场的潜在影响，在此基础上不断修正和完善政策指导。具体而言，应当明确估值新规的整改期限，获取各理财机构的整改计划并评价其合理性，持续跟踪全市场和各机构的估值整改进度，了解理财产品的浮盈释放情况，并在整改期间及时进行定期评价和反馈指导。

二是改进理财产品流动性管理机制，引导理性投资观念。理财净值化转型以及估值方式调整后，理财产品资产端净值波动加剧，市场下跌时投资者的非理性赎回容易引发负反馈效应，进一步拉大债券利差，导致流动性枯竭，不利于我国债券市场的良性发展。基于此，从管理人自身管理角度，应当优化产品的流动性管理机制，通过投资策略、资产配置、申赎规则、运作模式等设计控制产品的流动性风险。从投资者角度，理财管理人及销售机构均有责任和义务引导投资者践行理性的投资观念，并审慎进行理财产品评级，做好理财产品的适销性管理，实践投资者保护。例如，在资产配置上，固定配置一定比例的高流动性货币市场类资产，以应对投资者的赎回需求；在产品设计上，丰富中长期产品布局，拉长产品久期，鼓励投资者树立长期持有理念；在客户陪伴上，随着产品净值波动逐步常态化，理财销售端应当着手完善适当的销售体系，陪伴客户适应新常态。

三是优化债券估值方式，建立更具普适性和公允性的估值体系。目前，我国金融机构通常采用中债或中证的第三方估值作为市值法估值依据，对于交易活跃度较差的债券，在市场受到冲击的环境下，可能会出现估值大幅波动、估值偏离的情形（朱进元，2024）。本文的研究也表明，理财净值化转型后，理财客群低风险偏好的特点可能导致上述现象的发生更为频繁，例如，2022 年底的债市调整导致已经普遍采用市值法估值的理财产品出现大面积回撤，严重冲击了理财行业，使得在此之后理财机构不得不寻求自建估值模型、收盘价估值、采用混合估值法等方式调整产品净值。居民财富的不断积累带动了资产管理行业的长足发展，债券类资产作为资管领域重要的投资品种之一，其交易的低频性、大额性决定了估值计量技术是影响债市发展的关键因素，因此需要进一步优化估值方式，以准确反映债券资产的公允价值。具体而言，应当借鉴成熟市场第三方估值的经验，不断丰富第三方估值市场及估值方法，并由专业的团队对估值模型及其准确性进行跟踪研究和评价，同时加强

对于极端情形下债券估值方式的研究，建立应对市场大幅波动或出现流动性冲击时更为合理的估值体系。

四是完善做市商机制，加强信息披露透明度。信用利差可以拆分为流动性溢价和风险溢价：一方面，我国债券市场流动性相对不足，尤其是信用债市场交易活跃度较差，一定程度上提高了资产管理人投资决策的难度，增加了交易成本；另一方面，当前债券市场信息披露质量不高、完整度不足，会对投资机构的信用风险识别能力产生负面影响。本文的研究反映出资管新规的实施在防范金融风险、促进市场化改革的同时，也暴露了债券市场在转型期的脆弱性，因此，需要加强政策协同，推动做市商机制的成熟化发展、提升债券市场信息披露水平，助力资本市场高质量发展。N ①

学术编辑：韦燕春

New Asset Management Regulations, New Investment Strategies and Bond Credit Spreads

BAI Xiwen　GONG Jie

(Nanyin Wealth Management Co., Ltd)

Abstract　New asset management regulations have driven a transformation of bank wealth management services, with net worth management increasingly gaining ground. Standardized valuation is one of the core components of this transformation. Based on the Difference-in-Differences (DID) model, this article examines how the change in the valuation method affects bond credit spreads by adjusting the duration strategy of wealth management products. In this effort, the article makes use of daily trading data of corporate bonds issued by listed companies in similar market environments before and after the net worth transformation of wealth management. The study reaches the following conclusions: Firstly, the adjustment of the valuation method has led to increased fluctuations in product net value, and wealth management funds tend to reduce the holdings of long-term bonds with high volatility. This in turn results in a widening of credit spreads of long term bonds. Secondly, mechanism analysis reveals that the net worth transformation has strengthened the focus of wealth management funds on asset liquidity, further reducing the liquidity of long-term bonds and expanding their credit spreads. Thirdly, heterogeneity analysis shows that the credit spreads of long-term bonds issued by entities with different qualifications diverged after the net worth transformation. As this article provides a reference for the subsequent evaluation and optimization of regulatory policies in the asset management field, it hopefully will promote the implementation of new valuation regulations.

Keywords　New Asset Management Regulations, Net Worth Transformation, New Valuation Regulations, Credit Spread, Duration

JEL Classification　G28　G12　G11

① 参考文献[1]~[46]，见增强出版，中国知网—《金融市场研究》。