

应对债市波动

多款理财产品下调业绩比较基准

受债券市场波动影响，近期多家理财公司对旗下产品业绩比较基准进行下调，调整客户心理预期，调整幅度从10个基点到85个基点不等。

今年以来，银行理财产品的平均业绩比较基准持续下行。分析人士表示，业绩比较基准是理财公司根据市场情况作出的灵活调整，具有一定合理性。展望中长期，债券收益率趋于下行，投资者对理财产品的收益预期大概率也需进行调整。



视觉中国图片

● 本报记者 王方圆

涉及多类产品

受债券市场波动影响，多家理财公司对旗下产品新一期业绩比较基准进行下调。这几日，招银理财、华夏理财、农银理财等多家理财公司发布了有关业绩比较基准下调的公告，涉及现金管理类、半年定期、一年定期等产品的业绩比较基准下调幅度甚至达到85个基点。

以招银理财招商颐养丰润进取一年定期6号增强型固定收益类理财产品为例，该产品将于12月18日开始投资运作。招银理财12月6日披露，该产品业绩比较基准由此前的“3.20%-4.40%”调整为“2.70%-4.00%”，业绩基准上限调低了40个基点，基准下限下调了50个基点。

华夏理财、农银理财也对多款将进入封闭期的产品业绩比较基准进行调整。例如，“农银安心·半年开放”第2期人民币理财产品（尊享款）业绩比较基准自12月16日开始，业绩比较基准由3.75%调整为2.90%-3.30%，业绩比较基准调整幅度达45至85个基点。自12月16日起，华夏理财龙盈固定收益类G款4号半年定期增强理财产品的比较基准调整为2.90%-3.20%，而上一期该产品的业绩比较基准为3.00%。

谈及业绩比较基准调整的原因，农银理财表示，这与年初以来债券静态收益率出现幅度较大的下降有关。华夏理财表示，这是根据市场情况及产品运作情况作出的调整。

事实上，今年以来，银行理财产品的平均业绩比较基准持续下行。中

信建投证券研报显示，2023年10月末理财产品平均业绩比较基准为3.49%，较2022年末下降62个基点，且所有理财公司的业绩比较基准利率均在下降。

需要降低投资回报预期

所谓业绩比较基准，是理财公司基于产品性质、投资策略、过往经验、市场变化等因素对产品设定的投资目标，不代表产品的未来表现和实际收益。根据规定，当监管政策、市场环境、产品性质等因素发生变化时，理财公司有权调整产品业绩比较基准。

近年来，理财产品业绩比较基准的设置、调整和展示曾引发一定争议。例如，部分产品业绩比较基准与产品实际收益率差距较大；部分理财

产品业绩展示存在“报喜不报忧”的情况。

对于理财产品的业绩比较基准的设置，冠君咨询创始人、金融监管政策专家周毅毅认为，业绩比较基准应由各理财公司根据自身实际情况所定，充分尊重理财公司的自主定价权。同时，有关部门可以对理财产品的实际业绩进行回溯，对实际业绩和业绩比较基准偏离较大、偏离次数较多的理财公司加强管理。

谈及投资者应当如何看待业绩比较基准，招商证券表示，展望中长期，在债券收益率显著下行的背景下，投资者需要降低对理财的投资回报预期。展望2024年，中信建投证券认为，银行理财产品业绩比较基准的下行空间有望收窄，且有逐步企稳回升，这也将助力理财产品规模增长。

腾讯理财通：坚持逆向销售 共享中国经济长期增长果实

● 本报记者 吴杨

提升投资者获得感？

依托科技手段打造全流程管理运营体系，对投资者行为进行风险提示，差异化专区展示和引导，精工投资理财、还贷款等生活化场景理财服务……作为腾讯金融科技业务最早的产品之一，历经近10载，腾讯理财通的工作给出发展之果。

近期召开的中央金融工作会议提出，坚持以人民为中心的价值取向。“践行金融人民性，要求我们坚持以投资者利益为核心，以技术持续推进普惠，以智能化、有温度的投教与投后陪伴服务切实提升投资者获得感。”腾讯理财通相关负责人表示，在当前经济逐步复苏、转型红利渐次释放的背景下，权益市场处于相对低位，行业应强化担当意识，坚持“逆向销售”，帮助投资者合理配置优秀权益资产，把握长期投资机会。

腾讯理财通相关负责人：“基金赚钱而基民不赚钱”是对投资者获得感差的形象描述，即在较长评价期内，我国权益型公募基金产品的整体业绩表现令人满意，然而追涨杀跌、持有期过短、频繁交易等非理性交易行为，导致投资者账户回报率远低于基金产品回报率。在一定程度上，投资者非理性交易是销售机构投教与投后陪伴工作不到位导致的。

切实提升投资者获得感，需要行业以用户洞察为核心，构建覆盖投前、投中、投后的智能化投教系统，提升投教工作的覆盖面、及时性与针对性。腾讯理财通通过打造全流程投教管理系统，紧密结合投资者适当性管理工作，为平台用户提供适时、恰当、覆盖全程的投教与投后陪伴服务。

重点围绕“惠”做文章

中国证券报：为践行金融人民性，财富管理行业未来应向何处发力？

腾讯理财通相关负责人：普惠是金融人民性的重要体现。“普”体现在服务的高覆盖率与可得性，而“惠”体现在便利的用户体验与低费率，以及基于用户洞察，由技术驱动、可负担的个性化服务。近年来，随着互联网技术与生态的引入，财富管理服务的覆盖面与可得性有了显著的提升，未来行业应重点围绕“惠”字做文章：一方面，继续减费让利，持续打磨用户体验；另一方面，积极利用金融科技，提升用户画像能力，降低服务成本，将以前高净值人群才能享受到的定制化、个性化财富管理带到老百姓的身边。

经济长期向好趋势未变

中国证券报：如何看待目前权益市场表现，对未来经济发展有何看法？财富管理行业又应有何作为？

腾讯理财通相关负责人：当前，在我国经济高质量发展转型与国际形势错综复杂的背景下，权益市场处于相对低位。要看到中国经济具有巨大发展韧性和潜力，中国人民有勤勉奋斗的优良传统，我国经济长期向好趋势未变。

证监会《关于加快推进公募基金行业高质量发展的意见》明确提出，要进行“逆向销售”。就销售机构而言，要谨守“买方代理”身份，在市场极端情况下，平台要敢于做出专业判断，承担起对投资者的责任。

近期，各类稳增长、稳预期政策持续落地，各类风险得到有序化解，投资者信心持续增强，科技自主自强等国家战略带来的长期投资机会正在显现。行业应强化担当意识，坚持逆向销售，利用专业能力帮助投资者合理配置优秀的权益资产，享受中国经济长期增长红利。

切实提升投资者获得感

中国证券报：财富管理涉及亿万投资者财富的保值增值，应如何有效

美债配置窗口期来到了吗？

核心观点：

从基本盘面看，美国基本面仍好于主要非美国国家。随着高利率逐渐发挥效果，预计美国在明年将出现一定程度放缓，悲观情况下不排除增长停滞或轻微衰退，这在宏观层面上利多美债，预计美债收益率在基本面上将有所回落。

从货币政策角度看，美联储有望在今年末或明年初结束本轮加息。尽管如此，在美国基本面不发生较明显衰退背景下（目前看明显衰退可能性较小），明年降息次数和降息幅度有限（笔者预计仅有2-3次各25BP幅度降息）。由此，预计各期限美债收益率会随基准利率的缓慢下降而震荡回落，幅度有限。

从供给角度看，供给冲击预计仍将在4季度至明年1季度给美债收益率带来一定冲击，但力度小于3季度。明年2季度后发债规模或随着财政部一般账户余额回升至合意水平而下降，届时流动性冲击有望减弱。因此近期期限溢价仍将扰动美债收益率。

综合来看，4季度末至明年1季度或是美债较理想的配置窗口期。以10年期美债为例，若收益率升至4.6%上方，则已具有很高的配置价值。

一、研究背景

2022年3月，面对美国持续高企的通胀，美联储开启本轮加息周期。经过数次大幅加息，通胀已逐渐回落。目前，美联储已进入本轮加息周期尾声阶段。另一方面，基准利率的提高也直接推升了各期限美债收益率。特别是进入到今年3季度以来，伴随着美债供给量飙升，10年期美债收益率曾一度突破5%，创下了自2007年以来的新高。

随着收益率不断上升，美债配置窗口期何时到来成为焦点。

二、美国经济基本面

2023年，世界主要经济体基本面进一步分化。以德国为代表的欧元区基本盘面表现偏弱。作为欧盟邻居的英国也面临经济增长停滞的风险。日本则在央行宽松的货币政策下出现一定复苏迹象。不过，根据日本央行表态，为了令通胀能够持续回升至2%水平，今年的货币政策仍不会转向，这令日元汇率表现疲软，10年期日债收益率位于0%附近波动。相比较而言，尽管美联储自去年以来持续加息，但美国经济基本面仍展现出较强的韧性，整体呈现出美国偏强而非美偏弱的格局。

最新公布的数据显示，3季度欧元区GDP增长出现停滞，日本增长1.6%，而美国实际GDP（初值）增长则达到了4.9%，为2021年4季度以来新高。

图1: 2023Q3美国实际GDP增速

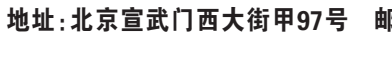
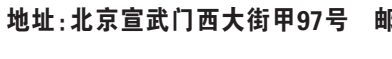


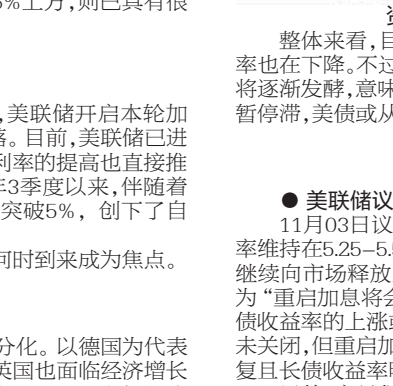
图2: 美国新增非农就业人数(万人)



资料来源: BLS; 江南农商行整理

不过，今年以来制造业PMI读数持续位于荣枯线以下，非制造业PMI读数虽仍位于荣枯线之上，但近期有回落的趋势。领先指标显示明年美国经济增长或将出现一定程度放缓。

图3: 美国ISM景气度指标



资料来源: ISM; 江南农商行整理

整体来看，目前美国经济仍具有韧性，而未来陷入衰退的概率也在下降。不过，随着基准利率长时间徘徊在高位，其紧缩效果将逐渐发酵，意味着明年美国经济增长或出现阶段性放缓甚至短暂停滞，美债或从中受益，收益率将有所回落。

三、美联储货币政策路径

● **美联储议息会议**

11月03日议息会议上美联储如期继续暂停加息，将基准利率维持在5.25-5.5%水平。从会后主席鲍威尔讲话来看，美联储继续向市场释放坚决将通胀拉回2%目标的信念并且警告称，认为“重启加息将会很困难”观点是不正确的。不过，他也指出，长债收益率的上涨或对政策产生影响，这意味着尽管加息的大门仍未关闭，但重启加息的门槛显然在提高。因此，若未来通胀出现反复且长债收益率明显回落，则美联储将重启加息。

另外，官员们上调了今明两年的经济增长率，同时下调了失业率，表明美联储依然认为经济不会陷入衰退。在利率预测方面，美联储预计今年末终端利率中值将达到5.6%，与6月的预测一致，但将2024年和2025年的预测值分别上调为5.1%和3.9%（前值4.6%、3.4%）。

图4: 美联储最新经济预测

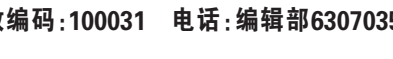
| Variable | 2023 | 2024 | 2025 | Longer run |
|------------------------|-----------|-----------|-----------|------------|
| Change in real GDP | 2.5 | 1.8 | 1.8 | 2.0 |
| Unemployment rate | 4.1 | 4.1 | 4.1 | 4.1 |
| Fed funds rate | 5.25-5.50 | 5.25-5.50 | 5.25-5.50 | 5.25-5.50 |
| 10-year Treasury yield | 4.50 | 4.50 | 4.50 | 4.50 |
| 3-month Treasury yield | 5.25 | 5.25 | 5.25 | 5.25 |
| 10-year Treasury yield | 4.50 | 4.50 | 4.50 | 4.50 |
| 3-month Treasury yield | 5.25 | 5.25 | 5.25 | 5.25 |

资料来源: FED; 江南农商行整理

● 货币政策路径

从美债收益率与基准利率走势来看，美债收益率拐点往往先于基准利率到来。通过梳理历史数据，预计本轮最后一次加息或在2023年末或2024年初到来，首次降息或在2024年9月前后，而降息周期或持续至2025年12月左右（图表5）。

图5: 未来基准利率路径研判



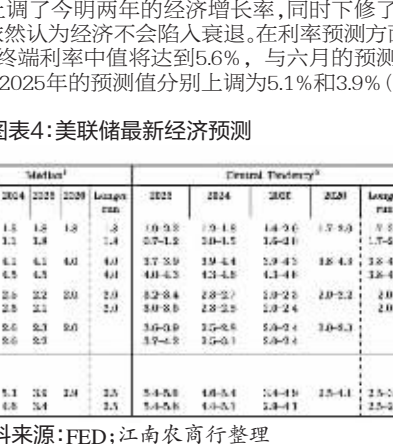
资料来源: 江南农商行, 注: 橙色竖线右侧为加息/降息预测路径

综合来看，本轮加息周期有望在今年年底或明年初结束。目前，10年期美债收益率已由5%高点回落至4.5%附近，与基准利率上沿利差在1%左右。从历史情况来看，二者偏离程度已经较大。若美国基本盘面近期没有突然转弱，收益率继续大幅回落的可能性也不大。综合各方面情况，本轮10年期美债收益率顶部区间或在4.9-5.0%；2年期美债收益率或在5.0-5.1%。

四、供给冲击与期限溢价

自6月初美国“债务上限危机”解除以来，为补充一般账户，美国财政部明显加大了国债标售力度，一般账户余额也由6月初历史低点升至7130亿美元。

图6: 美国财政部一般账户(亿美元)



资料来源: FED; 注: 截至2023年10月11日

从需求端来看，美债的最大买家美联储自SVB风波后持续缩减资产负债表。据测算，美联储持有的美债规模已自高峰减少近8000亿美元。目前来看，美联储并无意改变其紧缩计划（详细分析见《美联储资产负债表解析—资产负债表视角下的美联储货币政策趋向》2023.05.22）。

图7: 美联储持有美债规模(亿美元)



资料来源: FED; 注: 截至2023年10月11日

资料来源: U.S. DEPARTMENT OF THE TREASURY

从供给政策角度看，供给冲击预计仍将在4季度至明年1季度给美债收益率带来一定冲击，但力度小于3季度。明年2季度后发债规模或随着财政部一般账户余额回升至合意水平而下降，届时流动性冲击有望减弱。因此近期期限溢价仍将扰动美债收益率。

综合来看，4季度末至明年1季度或是美债较理想的配置窗口期。以10年期美债为例，若收益率升至4.6%上方，则已具有很高的配置价值。

图8: 国际资本美债持仓(十亿美元)



资料来源: U.S. DEPARTMENT OF THE TREASURY

从五大持仓来看，日本当月增持了40亿美元，中国则继续减持160亿美元，英国大幅增持360亿美元（图表9）。

图9: 前五大持有国变动情况(十亿美元)



资料来源: U.S. DEPARTMENT OF THE TREASURY

供给端来看，美国财政部数据显示4季度和明年1季度将分别发行7760亿美元和18160亿美元国债，较3季度（10100亿美元）有所回落。尽管接下来两个季度发债规模有所下降，但额度仍明显超过近年平均水平，考虑到美联储仍减持美债，预计期限溢价仍将扰动美债收益率。

五、结论

从基本盘面看，美国基本面仍好于主要非美国国家。随着高利率逐渐发挥效果，预计美国在明年将出现一定程度放缓，悲观情况下不排除增长停滞或轻微衰退，这在宏观层面上利多美债，预计美债收益率在基本面上将有所回落。

从货币政策角度看，美联储有望在今年末或明年初结束本轮加息。尽管如此，在美国基本面不发生较明显衰退背景下（目前看明显衰退可能性较小），明年降息次数和降息幅度有限（我们认为仅有2-3次各25BP幅度降息）。由此，预计各期限美债收益率会随基准利率的缓慢下降而震荡回落，幅度有限。

从供给角度看，供给冲击预计仍将在4季度至明年1季度给美债收益率带来一定冲击，但力度小于3季度。明年2季度后发债规模或随着财政部一般账户余额回升至合意水平而下降，届时流动性冲击有望减弱。因此近期期限溢价仍将扰动美债收益率。

综合来看，4季度末至明年1季度或是美债较理想的配置窗口期。以10年期美债为例，若收益率升至4.6%上方，则已具有很高的配置价值。

（江南农村商业银行 智研江南公众号 余小龙）
联系人: 蒋丹0519-89995126

免责声明
本报告由江苏江南农村商业银行提供，仅供本公司客户使用。本报告仅在不违反相关法律法规的前提下发布，所提供信息均来自公开渠道。本公司尽可能保证信息的准确、完整，但不对其准确性或完整性做出保证。
本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，相关的分析意见及推测可能会根据后续发布的研究报告在不发出通知的情形下做出更改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。
市场有风险，投资需谨慎。本报告中的信息或所表达的意见仅供参考，不构成对任何人的投资建议。投资者不应将本报告视为做出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。本公司、本公司员工或者关联机构不承担投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的损失负责。
本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和人士不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围和范围内使用，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自引用、发布者承担。
本公司对本免责声明条款具有修改和最终解释权。