

遮蔽波动的帽子被拿走 收盘价估值法亮红灯

30万亿元银行理财纠偏回归真净值

丝滑的净值曲线，平缓的净值波动……去年以来，银行理财靠着“稳”字招牌重新圈粉，让很多追求“稳稳幸福”的投资者对理财产品趋之若鹜，理财总规模实现迅速反弹和增长，多个业内信源透露，全行业规模已在30万亿元大关附近徘徊。

然而，随着近期监管去通道去嵌套举措的加强，理财资金借道特殊目的载体(SPV)，助力实现“低波稳健”的空间受到压缩。中国证券报记者从业内获悉，近日，有地方监管部门窗口指导信托公司，要求其整改与银行理财合作中的收盘价估值法，特别是针对底层资产为私募债的投资。业内人士预计，未来理财产品估值方法趋严，理财将迎真净值时代。

一边是存款降息、手工补息退场背景下存款搬家至理财，一边是自身加速去“类存款”属性、回归真净值轨道，就像帽子被拿走的魔术师，银行理财接下来还能否继续接住这泼天的富贵？

● 本报记者 薛瑾



视觉中国图片

净值脱虚向实

上述窗口指导和估值争论背后，也指向30万亿元银行净值型产品中实际上包含“假净值”情况。在规范之下，多位业内人士预计，理财产品净值波动将更为真实，固收类理财整体净值波动会提升。

“对于理财公司而言，在低利率环境下，持续增长的理财规模面临较大的资产配置压力。在监管约束下，未来理财产品要规范运作，可能面临下调业绩比较基准的现实，需更加规范地对理财产品进行净值化管理。”资深资管业人士告诉记者。“对于信托公司而言，与理财公司合作实现了债券投资规模较快增长。在规范合作下，与理财公司的合作依然存在，不过将进入挤水分阶段，行业信托规模增速会面临下行压力。”

业内人士认为，对于一些中小银行或理财公司，不管是从交易对手的杠杆能力，还是自身的投研能力、人员配备等角度，跟外部金融机构合作委外投资比自己要做经济划算，甚至效率更高、更透明，委外模式弥补了其自身主动管理能力不足的问题。

“长期来看，未来理财与信托之间的合作体量可能会进一步增长，合作规范性也会同比提升，不合规整改和采取相应措施后，合规的出口或者合规监管导向业务还会增长。”一位头部信托业人士表示。

资管新规实施以来，银行理财产品经历了一场浩大的净值化改革。但记者了解到，市场和客户对银行理财稳健收益的预期，并未随着产品净值化转型而转变。投资者教育仍需发力。

多位业内人士认为，理财产品回归真净值，对投资者教育也是一个很好的机会。“逼着大家接受市场有波动这么一个健康、科学的投资理念。在其他可投资产相对有限的背景下，居民端需要适度放宽对理财净值日常波动的容忍度。”

但净值化转型后的“买者自负”，前提应是“卖者尽责”。业内人士表示，目前银行理财领域信息披露仍存在较多不足之处，理财产品信息披露质量欠佳，披露的完整性、及时性有待提升，在卖者尽责上仍有很大提升空间。

稳净值操作

“有些公司收到窗口指导，给理财提供收盘价估值服务这块业务以后不能再做了，存续的业务也需要整改。”北方一家信托公司人士日前告诉记者，“这类服务在行业里挺普遍的，投资品种主要是上交所私募债，这也是很多信托公司近两年规模快速增长的重要原因之一。”

从此前的平滑信托机制，到如今的收盘价估值服务，接连被监管关注，也让银行理财和信托公司的合作再次置于聚光灯下。多位理财公司人士透露，理财公司如果开立了相关账户，是直接可以投资交易所私募债的，因为交易所债券在标品范围内。银行理财是配债大户，为何会

大量委托给信托公司进行投资呢？

“银行理财不自己去，很大一部分原因是，债券交易要开很多账户，如果产品规模很小，交易很难做，所以才会计衍生出通过信托通道或基金专户、券商资管产品去做一些债券交易。”北京某信托公司人士表示。

“银行理财投资交易人员配置可能不多，债券交易杂事较多，比如开户，不同账户工作量大，很繁琐。而信托可以实现整合，服务费很低，一般也就‘万几’水平。”一位信托固收负责人说。

信托业业内人士告诉记者，理财委外类产品主要投资各类债券、现金、银行存款、同业存

单、资产支持证券、央行票据、货币基金、信托业保障基金等，信托会根据委托人的投资意愿进行信托财产的投资运作与管理。

2022年末发生的理财赎回潮，让理财资金整体风险偏好大幅下降，也是从彼时开始，整个银行理财行业竞相向低波稳健策略发力。银行理财的投资意愿自然也包括减少净值波动。

实现低波稳健的主要路径，一是增加无市值波动资产的配置占比，比如增加存款类、非标资产；二是优化有市值波动资产的估值方法，比如摊余成本估值法、收盘价估值法等；三是采用平滑信托机制，信托SPV收

益可以在不同时段腾挪，通过储存利润、释放利润，达到理财产品本身甚至跨产品的平滑效果。

“基金专户、保险资管、信托、券商资管产品都可以根据理财公司需求定制，理财行业习惯将这些产品称为SPV。”北京某资管机构固收投资负责人告诉记者，“好多私募债入不了保险资管可投池。”这催生了银行理财与信托公司的合作。据了解，去年，在交易所私募债市场，信托持仓增加规模在万亿元级别，而信托公司在标品投资经验尚浅情况下，承接了大量理财资金，很大程度上是平滑机制和收盘价估值法起了作用。

估值法之争

业内人士告诉记者，收盘价估值法就是每天产品计算净值时以交易所收盘价作为债券日终价格，这个方法能大幅平滑产品每日净值波动。因为很多债券可能一两个月甚至更久没有成交，日终估值时价格还用上一笔成交的价格。也就意味着，每天只计提利息，没有净价的波动。

此外，部分交易所债券平台的交易规则也为信托公司讨巧留下空间。

“交易所债券多是磋商型交易，交易双方私下谈好数量价格等要素，通过交易所固收平台交易。”一家中型信托公司人士说，“上交所私

募债一直没有发布收盘价行情，所以很多估值系统设置为，如果取不到行情就按收盘价估值。”

开源证券近日发布的一份研报显示，截至7月26日，上交所固收平台共有30477只债券，其中连续5个交易日收盘价均为100元的债券共22430只，占比约74%。以某上交所债券为例，其中证估值净价在2022年11月债市赎回潮中下降较快，但其收盘价始终显示为100元。

根据2019年中国银行业协会《商业银行理财产品核算估值指引（征求意见稿）》，交易所债券建议

采用中证估值，但管理人也可酌情采用收盘价估值。

“监管鼓励大家尽量采用中证和中证的第三方估值。我们之前观察过第三方估值，它看上去是比较准的，但去年债券暴涨阶段，很多城投债估值变动会有滞后性。”一位资深资管人士表示，“市场行情先于估值在走，投资经理做决策时，会因为估值给产品带来一些负面影响。”

到底什么是公允价值？成交价是公允价值？还是说第三方估值是公允价值？在这个标准的选取上，业内做法不尽相同。

“对于很多交易所债券，特别是私募类债券，因为成交比较少，机构倾向采用收盘价估值，但渠道数据会比较旧，这种情况下短期内能实现估值相对平稳。”上海一位信托业人士表示，“银行理财很多都是为了配置，大部分机构选择这种券是为了吃票息，如果净值波动很大，票息这块可能受资本利得因素影响较大。”

“用估值方法做平滑，有可能隐藏风险。”上述上海信托业人士表示，估值偏离度是个重要问题，“比如说，市场价在99元到101元波动，用收盘价100元估值没有太大问题；

如果本身价值或成交价为20元的违约债，仍用100元估值，确实存在很大问题。”

“如果遭遇大额赎回，或者加杠杆产品需卸杠杆被迫卖出的时候，有可能暴露这种估值存在的问题或产生实际亏损。”一位大型信托公司人士说。

多位理财和信托公司人士告诉记者，投资私募债，信用资质其实没有过多下沉，主要目的还是保持净值曲线相对稳定。“我本来也不是交易盘，不用盯盘看每天涨跌起伏。”一位业内人士说。

资本补充需求旺盛 险企增资发债“解渴”

● 本报记者 陈露

今年以来，保险公司密集增资发债“补血”。据中国证券报记者不完全统计，截至7月30日，近20家保险公司获批增资或披露增资计划，涉及金额超180亿元；6家保险公司发行资本补充债券或永续债，合计发债规模430亿元。

业内人士认为，《保险公司偿付能力监管规则（II）》（偿二代二期规则）发布实施，对实际资本认定更为严格，保险公司核心偿付能力充足率普遍承压；最低资本结构优化，保险公司综合偿付能力充足率也面临一定压力。保险公司增资发债，一方面能够缓解短期流动性压力，另一方面可以为业务发展提供资金支持。

多家险企增资获批

据记者不完全统计，以金融监管总局批复时间计算，今年以来已有信泰人寿、阳光人寿、中信保诚人寿等保险公司增资获批。其中，信泰人寿获批增资金额最大，为52.04亿元。1月23日晚间，物产中大发布公告称，信泰人寿收到国家

金融监督管理总局浙江监管局发来的批复，批准信泰人寿注册资本变更为102.04亿元。阳光人寿、中信保诚人寿的获批增资金额也超过20亿元。阳光人寿1月获批增资27.02亿元，注册资本由183.43亿元增至210.45元。中信保诚人寿2月获批增加注册资本25亿元，注册资本增至48.60亿元。

今年以来多家养老险公司密集增资。其中，泰康养老7月获批增资20亿元，全部由股东泰康保险集团认购，注册资本增至90亿元。对于此次增资，泰康养老表示，这是为了满足业务发展和偿付能力需要。恒安标准养老2月获批增资2亿元，由股东恒安标准人寿认购，注册资本增至4亿元。

与泰康养老、恒安标准养老由原股东出资认购新增资本不同，太平养老、国民养老则是引入外资股东，分别增资10.75亿元、2.28亿元，两家公司变更注册资本事项待金融监管总局批准后生效。

对于养老险公司密集增资，业内人士认为，这与养老险公司新规有关。去年12月，金融监管总局发布的《养老保险公司监督管理暂行办法》对养老险公司注册资本提出了更高要求，

根据养老险公司经营的不同类型业务，逐级提高注册资本要求。业内人士认为，养老险公司增加注册资本，可为后续开展业务提供资金支持。此外，还有中国铁路保险、君龙人寿等保险公司披露了增资计划。

发债成本走低

除增资扩股之外，部分险企通过发债方式补充资本，与去年相比，险企发债成本走低。

今年以来，已有中英人寿、泰康人寿、平安产险、新华保险、太保寿险、利安人寿6家保险公司发行资本补充债或永续债，合计发债规模430亿元。

具体来看，平安产险、新华保险的发债规模均为100亿元；泰康人寿、太保寿险紧随其后，发债规模分别为90亿元、80亿元；中英人寿发行两期永续债，合计30亿元；利安人寿发行三期资本补充债，合计30亿元。

国泰君安非银首席分析师刘欣琦认为，保险公司主要有股权融资和债权融资两类资本补充方式，受制于寿险行业转型压力，近几年行业

增长承压，不利于权益资产定价和获取回报，通过股权融资补充资本的难度较大，相比之下债权融资具有约束少、发行周期短、发行成本低等优势。

值得一提的是，今年以来险企发行资本补充债或永续债的票面利率整体下行，均在3%以下，6家险企发行的债券中，票面利率最低为2.27%，最高为2.78%。而2023年，票面利率集中在3.24%-4.70%，平均票面利率3.60%。某中小保险公司首席投资官告诉记者，债券票面利率较低，意味着保险公司筹资成本低。同时，在一定程度上显示出市场对保险公司信用等级的认可。

提升资本实力

业内人士认为，险资密集增资发债，或与偿二代二期规则实施对险企偿付能力造成的压力有关，险企偿付能力充足率出现下滑，资本补充的需求较为旺盛。

据记者梳理，在已披露2024年一季度偿付能力报告的162家保险公司（不含再保险公司）中，有13家保险公司偿付能力不达标，包括5家

人身险公司、8家财产险公司。

业内人士认为，在监管对偿付能力的更高要求下，险企补充资本趋势料持续。信达证券非银金融首席分析师王昉朝表示，下半年“小笔多次”增资、低利率发债的补充资本趋势料持续，险企通过补充外源性资本以维持核心偿付能力充足率，以“补血”推动“造血”，在提升自身资本实力的同时，行业整体偿付能力有望提高。

刘欣琦认为，考虑到2022年至2024年为偿二代二期实行的过渡期，有大量保险公司申请采用过渡期政策，在部分监管规则上选择分步到位，最晚于2025年全面执行到位。随着过渡期政策结束，预计大量保险公司会通过发债融资方式缓解资本压力。

北京排排网保险代理有限公司总经理杨帆认为，保险公司增资发债的主要目的是提升偿付能力和抵御风险，这有助于保护投保人利益。通过增资发债，保险公司能够增强其财务实力，从而更好地履行赔付义务，保障投保人权益。此外，保险公司通过这种方式改善其财务状况，有助于提高市场竞争力，增强业务稳定性。

交通银行山东省分行以“迅”应“汛” 全力做好受灾农户金融服务

近期，菏泽市东明县部分地区出现强降雨和龙卷风极端天气，部分村庄遭受到严重破坏。交通银行山东省分行以“迅”应“汛”，迅速采取各项防汛抗汛措施，全力做好受灾农户金融服务。

菏泽东明县沙窝镇杨寨村34岁的霍先生家

是村里的养牛户，他从10头肉牛起家，3年时间养殖规模已到60头，今年预计收入20万元。但是天有不测风云，此次菏泽龙卷风的突袭让其一家遭受重创，部分养殖棚舍被刮塌，有34头肉牛不同程度受伤，夫妇俩被砸伤入院治疗，损失预计达30万元，一场“天灾”给霍先生家

的生产生活带来了严重影响。

灾情发生后，菏泽交行组织团队立即对当地受灾农户开展实地摸排，深入现场了解受灾情况，并到医院探望，详细询问他们生产经营存在的困难，商讨补救措施。了解到霍先生一家迫切想重建养殖场，分行积极对接山东省农

担菏泽管理中心，开辟绿色通道，通过“兴农e贷”产品成功为霍先生授信，并给予优惠贷款利率，同时根据肉牛养殖回款周期，为霍先生制定了较为合理的还款方案。

目前，菏泽交行正在继续摸排对接受灾客户，对受灾疫情影响暂时还款困难的，不盲目抽

贷、压贷、断贷，通过用好贷款展期、借新还旧等多种灵活化解措施，保障客户正常生产经营。

下一步，交通银行山东省分行将持续关注灾后农业生产的恢复情况，不断优化和完善支持政策，为省域农业发展和乡村振兴贡献更大力量。