

理财公司自建估值模型平滑净值波动 合规合理性引发争议

今年以来，监管机构叫停了多项平滑理财产品净值波动的措施。据记者了解，业界正积极探索新的方法来降低产品净值波动，比如理财公司近期开始尝试自建估值模型。与第三方估值相比，自建估值模型更加注重减弱市场因素的影响，并强化对现金流因素的考量，目前主要聚焦于二级资本债和永续债（简称“二永债”）的估值计算。

然而，理财公司自建估值模型的合规性与合理性尚需深入讨论。一方面，尽管现行规定并未明确要求理财公司必须使用第三方估值、不能自建估值模型，但理财公司自建估值模型是否符合净值化要求有待商榷；另一方面，尽管自建估值模型能在一定程度上减弱单一估值引发的市场冲击放大效应，却会带来新的问题，比如客户收益公平性难以确保，以及流动性风险。

● 本报记者 李静



视觉中国图片

合规性有待探讨

为何理财公司会首选二永债“试水”自建估值模型？“自建估值模型适用于成交不活跃的债券。二永债与国债相比，交易活跃度更低，且二永债久期长，价格弹性大，具有‘真信用债、假利率债’的特性，难以直接使用市场报价进行估值，需要依赖估值技术。”上述理财公司固收部负责人说。

光大证券金融业务首席分析师王一峰表示，在实践中，对于国债等标准化债券资产，多采用中债、中证提供的第三方估值，但对于银行资本债，在使用第三方估值过程中可能存在一些问题，例如模型参数调整不透明、行权日附近价格波动较大等。

2019年，中国银行业协会理财专业委员会出台的《商业银行理财产品核算估值指引（征求意见稿）》提出，确定银行间固定收益品种的公允价值时，主要依据由第三方估值机构即中债提供的价

合理性引发讨论

除了合规考量外，理财公司自建估值模型的合理性在业界也引发了广泛讨论。据了解，目前业界对利率债的估值普遍没有异议，而对信用债估值的讨论则较为热烈，因为相较利率债，信用债整体交易活跃度低，这也是理财公司自建理财估值模型主要针对的一类资产。

业内人士表示，由于大部分信用债交易不活跃，而第三方估值依赖每日有限的成交笔数来决定全市场债券的估值，这往往会加剧市场波动。例如，2022年11月的债券市场就出现了负反馈现象，即“部分债券价格下跌—债券估值调整—资管产品净值下跌—投资者赎回—资管机构卖债—更多债券价格下跌—债券估值进一步调整—资管产品净值进一步下跌”。如果各家机构能够根据自身实际情况进行估值调整，那么资管产品的净值可能就不会如此剧烈波动，也不会引发巨额赎回。因此，市场

格数据。根据2024年起实施的《银行间债券市场债券估值业务管理办法》，估值产品用户应定期评估所使用估值产品的质量，并择优选择估值机构。鼓励用户加强内部估值体系和质量建设，鼓励选择多家估值机构的产品，发挥不同估值产品的交叉验证作用，防范单一估值产品错漏或终止的风险。估值产品用户发生估值机构变更的，应当充分评估变更的合理性，及时向客户披露并说明原因，不得通过随意变更估值产品来源调节投资损益。

“对于交易不活跃的券种，现行规定并未明确要求理财公司必须使用第三方估值、不能自建估值模型。只不过理财公司自建的估值模型，需要经过审计机构检查评估，所以已有部分理财公司在与四大会计师事务所进行沟通与探讨。”上述理财公司固收部负责人说。

成员加强内部估值体系建设、根据实际情况调整估值很有必要。

某股份行理财公司副总裁认为，理财公司自建估值模型有助于培育耐心长期资本。债券与股票的一个显著区别在于，若债券到期时未发生违约，投资者便能获得稳定收益。此外，随着债券到期日临近，其久期缩短，净值波动也会随之减小。鉴于普通投资者对债券市场了解有限，采用自建估值模型，可以为他们提供更为稳定的收益回报，也有助于培育出适合耐心资本生存的市场环境。

不过，自建估值模型也存在问题，最突出的便是客户收益的公平性难以确保，以及流动性冲击风险。业内人士表示，自建估值模型存在反应滞后的问题，当平滑后的估值曲线与利率走势阶段性背离时，机构投资者可能会进行套利，进而难以确保客户收益的公平性。比如，在市场下行阶段，当债券估

值尚未及时调整、理财产品净值未充分反映市场下跌时，部分机构投资者先赎回产品从而受益，这种“先跑先赢”的心态若普遍存在，理论上会加剧投资者赎回。相反，在市场上行阶段，先申购的投资者更受益，同样可能引发市场波动。

王一峰则认为，流动性冲击风险不容忽视，拉长时间来看，自建估值模型与第三方估值具有较强的趋势一致性。然而，面对市场的瞬时冲击，自建估值模型的反应可能不够迅速，因此需要对估值偏离情况进行监控与处置。特别是在市场利率快速调整阶段，中债估值反应更灵敏，而自建估值模型反应相对滞后，当理财产品估值与中债估值走势发生明显背离时，机构客户赎回理财产品的意愿可能会显著增强，当赎回规模较大时，背离程度会进一步加大，这时需要进行干预处置，但处置过程中如何矫正估值，在自建估值模型中尚不明确。

自建估值模型初探索

近期，理财公司自建估值模型备受关注，多位业内人士向记者透露，目前多数理财公司仍处于观望与研究阶段，真正付诸实践的寥寥无几。此外，尚未有理财公司完全独立自建估值模型，个别公司可能通过信托特殊目的载体（SPV）对部分债券进行此类估值尝试。

“目前，理财公司对于自建估值模型的探索，主要集中在二永债的估值计算上。然而，将这一模型有效应用于实际操作中面临着不少困难，特别是需要同时考虑配置这些债券的理财产品的估值问题，使得整个设计过程极为复杂。此外，在债券牛市期间，这种估值模型会降低收益率，所以业界仍在观望或研究。”某股份行理财公司固收部负责人告诉记者。

资管新规实施以来，理财公司普遍采用第三方估值。具体而言，银行间债券一般采用中债估值，交易所债券一般采用中证估值。上述理财公司固收部负责人表示，自建估值模型与中债、中证等第三方估值服务的核心区别在于，前者强调减少市场因素的影响，突出现金流因素的影响；后者则侧重于参考一级市场发行价格和二级市场成交价格，市场因素在估值中占据较大比重。因此，相较于中债估值和中证估值，自建估值模型能够在一定程度上降低债券价格的波动。

以中债估值为例，其编制以中债收益率曲线等市场信息为基础，主要采用现金流贴现模型。根据现金流贴

现模型，影响债券价格的主要因素包括票面利率、估值收益率、债券面值、剩余付息次数等。其中，债券的现金流由债券基础条款决定，主要体现在债券按期支付的票面利息；估值收益率由中债收益率曲线收益率和估值点差构成。理财公司自建的估值模型采用债券过去一段时间内的平均收益率作为估值收益率，从而弱化每日市场价格波动对估值的影响。

关于近期理财公司自建估值模型兴起的原因，业内人士表示，今年以来多个旨在平滑理财产品净值的策略，如利用保险资管产品配置高息存款、通过信托计划调节理财产品收益以及手工补息等被监管机构叫停；同时，银行理财投资者对净值波动的容忍度普遍偏低。这些促使业界积极探索新的方法来降低理财产品净值波动，自建估值模型便是方法之一。

此外，业内还尝试采用收盘价估值法来平滑净值波动，该方法主要应用于私募债的估值。具体而言，计算产品净值时采用交易所收盘价作为债券的日终价格，这一做法能显著降低产品每日净值的波动。由于许多债券可能长时间没有成交，日终估值时仍沿用上一笔成交的价格，因此每天仅计提利息，避免了净价的波动。然而，该方法引发了业内的广泛讨论。某城商行资管部人士告诉记者，一方面，从法理角度看，其合规性尚需进一步探讨；另一方面，若某只私募债突然出现一笔交易，可能引发理财产品净值大幅波动。

多地上调房贷利率下限 专家：仍处于历史低位

● 本报记者 石诗语

12月2日，中国证券报记者从杭州多家银行以及房地产经纪机构了解到，目前杭州首套房贷款利率下限已上调至3.1%，这是该地区11月以来第二次上调首套房贷款利率下限。此外，广州、宁波、无锡等多个地区也于近期上调新发放首套房贷款利率下限，调整后利率下限为3%-3.1%。

业内人士认为，银行调整新增房贷利率是综合考量经营成本、市场供需、风险溢价等因素的结果，有利于房贷利率维持在合理水平，促进市场持续健康发展。未来，不排除有其他城市跟进上调房贷利率下限。此前银行给予房贷利率较大优惠力度，目前房贷利率依旧处于历史低位。

杭州再次上调房贷利率下限

“11月以来首套房贷款利率下限已上调两次，11月初还在执行2.9%的最低首套房贷款利率，11月8日起各家银行陆续上调到3%，11月底又上调至3.1%。”德佑房地产经纪杭州地区置业经理张健告诉记者。

“现在新申请的首套房贷款利率最低为3.1%，是11月30日调整的，今天（12月2日）多数银行应该已经执行了。”中国银行杭州地区一位个贷经理告诉记者。

“本次调整是对新发放房贷利率的调整，不涉及存量房贷利率，而且此前已经通过审批

2024年个人住房贷款加权平均利率情况			
月份	利率	同比变化 (百分点)	比上年12月变化 (百分点)
9月	3.31%	-0.71	-0.66
6月	3.45%	-0.66	-0.52
3月	3.69%	-0.45	-0.28

数据来源/中国人民银行 制表/石诗语

且录入银行系统的借款合同仍按照原利率执行。”上述个贷经理表示。

记者了解到不少客户为了能申请到3%的利率，赶在11月29日当天完成网签，并加急向银行提交了贷款申请。

“与我们合作的银行提前一天告知了房贷利率下限上调的消息，我们及时通知了意向客户。”链家杭州地区经纪人王晶向记者透露，“按照银行政策，11月29日当天提交贷款申请并进入审批程序的仍可申请到最低3%的房贷利率，好多客户赶在29日签借款合同，不少银行工作人员加班录入系统。”

记者从手边买房小程序查询到，11月29日杭州网签量为490套，达到10月以来的最高值。此外，记者调研了解到，11月以来，广州、宁波、无锡等多个地区上调新发放首套房贷款利率下限，调整后利率下限为3%-3.1%。例如，自

11月7日起广州地区主要商业银行统一上调首套房贷款利率下限，各家银行房贷利率下限不得低于3%。此前，广州地区部分银行首套房贷款利率最低可至2.65%，明显低于2.85%的公积金贷款利率。

多重因素促成房贷利率上调

业内人士认为，银行调整新增房贷利率是综合考量经营成本、市场供需、风险溢价等因素的结果，有利于房贷利率维持在合理水平，促进市场持续健康发展。

今年以来，随着LPR（贷款市场报价利率）多次下调，银行房贷利率屡创新低。10月21日央行公布的5年期以上LPR下降25个基点，多数地区房贷利率步入“2字头”。

广东省城乡规划院住房政策研究中心首席

研究员李宇嘉分析，11月以来多地上调首套房贷款利率下限，与商业贷款和公积金贷款利差缩小甚至产生“倒挂”有关。

“近年来，商业贷款利率下行较快，而公积金贷款利率调整较慢。为使商业贷款利率与公积金贷款利率之间保持一定差距，银行上调房贷利率下限，以维持公积金贷款的普惠性特征。”李宇嘉说。

“上调房贷利率下限也可避免市场形成利率无序下降的预期。”李宇嘉补充道，“去年以来，房贷利率下行速度快，且幅度大，银行业出现通过‘价格战’来获取客户的内卷式竞争，一定程度上导致市场形成了利率会继续下降的预期，从而增加了因等待利率下调而推迟买房的客户。”

此外，上海易居房地产研究院副院长严跃进表示：“房贷投放的成本和收益需要平衡，这是目前银行业的主流心态。在息差承压背景下，银行对于提高生息资产收益率有紧迫性，是部分银行上调房贷利率下限的原因之一。”

从市场角度看，严跃进认为，近期部分地区银行上调房贷利率下限与市场回暖有一定关系。“四季度以来，部分城市的一二手房交易量出现回升，房贷申请量有所增加，银行房贷投放的压力有所减轻。”严跃进说。

房贷利率仍处于历史低位

业内人士认为，杭州此次上调房贷利率下限具有一定的风向标意义，不排除后续有其他

城市跟进。整体而言，此前银行给予房贷利率较大的优惠力度，目前房贷利率依旧处于历史低位。

中国人民银行发布的2024年三季度货币政策执行报告显示，贷款加权平均利率持续处于历史低位。今年9月，新发放个人住房贷款加权平均利率为3.31%，同比下降0.71个百分点。

严跃进表示，近期多地上调房贷利率下限是房贷利率基本见底的信号，并不代表政策收紧。

从12月1日起，多项促进房地产市场平稳健康发展的政策开始施行。北京、上海、广州、深圳、重庆等地取消了普通住房和非普通住房标准，并明确了取消后的增值税、购房契税优惠政策，持续降低房屋交易成本。

此前，财政部、税务总局、住房城乡建设部发布的《关于促进房地产市场平稳健康发展有关税收政策的公告》显示，对个人购买家庭唯一住房，面积为140平方米及以下的，减按1%的税率征收契税；面积为140平方米以上的，减按1.5%的税率征收契税。对个人购买家庭第二套住房，面积为140平方米及以下的，减按1%的税率征收契税；面积为140平方米以上的，减按2%的税率征收契税。新政自2024年12月1日起执行。

展望后续房贷利率调整趋势，多位业内人士认为，如果政策调整，比如下调存款准备金率、下调存款利率和公开市场操作利率等，贷款利率也可能随之下调，但下调空间相对有限。