

理财“偏食”非标：高收益难掩比例“超标”隐忧

近期，多家理财公司公布了理财产品的2025年年度报告。中国证券报记者发现，不少理财产品大比例投资非标准化债权资产。城投公司、互联网贷款公司是主要的融资客户。专家认为，理财产品青睐非标资产，核心动因在于其具备“高收益、低波动、易匹配”三大独特优势。然而，2018年12月2日发布的《商业银行理财子公司管理办法》规定，银行理财子公司全部理财产品投资于非标准化债权类资产的余额在任何时点均不得超过理财产品净资产的35%。部分产品突破监管比例限制，隐藏多重风险。

● 本报记者 李蕴奇



视觉中国图片

理财产品重仓非标资产

近期，多家理财公司披露了旗下产品的2025年年度报告。一些产品青睐非标资产，期末投向非标资产余额占总资产的比例达40%—50%。

以某城商行理财公司的一款固收386天理财产品为例，期末穿透后，该产品投资的非标债权类资产占总资产比例为43.09%。从期末投资前十名资产明细来看，某信托公司向浙江省某县级城投公司发放的信托贷款是该理财产品投资最多的资产，该项资产期末余额占理财产品资产净值比例为43.21%。

而某股份制银行理财公司旗下某款封闭式固收类理财产品也存在类似情况。从2025年四季度末前十名持仓资产信息来看，该产品投向前三名的资产分别是某信托公司向四家城投公司发放的信托贷款，非标资产占产品总资产比例为43.96%。

除了定期报告披露外，部分理财产品还在非标债权资产变更报告中披露了投资非标资产的比例。某国有大行理财公司旗下的一款固定收益类封闭式净值型理财产品近日发布公告，新增投资了一项信托贷款，该信托贷款的融资客户为浙江省某城投公司，新增资产占组合的比例为48.45%。

根据原银监会发布的关于规范商业银行理财业务投资运作有关问题的通知，非标资产是指未在银行间市场及证券交易所市场交易的债权性资产，包括但不限于信贷资产、信托贷款、委托债权、承兑汇票、信用证、应收账款、各类受（收）益权、带回购条款的股权性

融资等。

记者统计发现，理财产品投资较多的非标资产主要包括信托贷款和以互联网贷款为底层资产的非标资产，其中信托贷款的融资客户以各地城投公司为主。另外，同业借款、股票质押式回购、资产收益权等也常出现在理财产品的投资清单中。

兼具高收益、低波动特点

记者了解到，多只理财产品大比例投资非标资产，主要是看重其具有“高收益、低波动”的特点，而且非标资产还能与理财产品实现期限匹配。

由于承担了一定的信用风险和流动性风险，非标资产的收益率往往比较可观。以前述国有大行理财公司旗下理财产品为例，该产品新增的投向城投公司的信托贷款年收益率为4%。从理财产品披露的数据来看，以互联网贷款为底层资产的非标资产年收益率较低，为2%—3%。部分投向低评级城投公司的信托贷款年收益率为5%—8%，较标准化债券的收益优势明显。

安融信用评级首席经济学家周沅帆表示，在债券市场收益率持续走低的背景下，非标资产由于信息披露要求较低且流动性较差，通常伴随着较高的风险溢价，其收益率显著高于同期限的标准化债券。理财产品配置非标资产，能够拉高投资组合的整体回报，这对于一些追求稳健和较高收益的银行理财客户来说至关重要。

另外，配置非标资产还能起到平滑净值波动的作用。一位在理财公司从事估值核算

的人士告诉记者，目前非标资产的估值方式是摊余成本法和现金流折现法，并且以摊余成本法为主，“估值波动不算太大”。

国家金融与发展实验室副主任曾刚表示，标准化债券需采用市值法估值，净值波动较为明显。而非标资产普遍采用摊余成本法估值，净值曲线平滑，有助于降低产品赎回压力、维护净值曲线稳定，对风险偏好较低的投资者颇具吸引力。

另外，非标资产是理财产品进行资产负债管理的有效工具。周沅帆认为，不同于标准化债券期限固定的特点，非标资产通常具有“量身定制”的灵活性，其融资期限可以根据理财产品的募集情况和负债端期限进行精准设计。这使得理财产品管理人能够更高效地进行资产负债管理。

多重风险不容忽视

事实上，监管部门对于理财产品投向非标资产的比例有上限要求。《商业银行理财子公司管理办法》规定，银行理财子公司全部理财产品投资于非标准化债权类资产的余额在任何时点均不得超过理财产品净资产的35%。前述产品投向非标资产的比例较高，存在一定的合规风险。

非标资产的信用风险和流动性风险也不容忽视。周沅帆表示，非标资产缺乏活跃的二级市场，通常需持有到期。一旦理财产品遭遇集中赎回，管理人难以迅速变现应对，极易引发流动性危机。

非标资产的信用风险同样较高。一位业内人士向记者介绍，信用风险主要体现在发

行主体的选择性违约。由于非标债权的受众范围较窄、影响程度较小，部分发行主体会在资金困难时优先偿还标准化债券。曾刚也表示，非标债权的融资主体信用评级较低，当宏观环境收紧、相关主体偿债能力下降时，信用违约风险将直接冲击产品净值，并可能形成连锁传导效应。此外，非标资产估值不透明、信息披露不充分，投资者难以准确评估底层风险，长此以往将侵蚀市场信任基础，损害理财市场的健康生态。

前述业内人士还告诉记者，当前一些理财公司投资了以互联网贷款为底层资产的非标资产，但他发现，理财公司对这类资产了解程度不深，更多是基于“大厂不会违约”的信仰进行投资。面对这类结构较为复杂的非标资产，理财公司很难进行透彻调研。

曾刚建议，可以从多个维度发力，降低理财产品大比例投资非标资产带来的风险。一是强化穿透式监管，要求管理人逐一披露非标资产底层借款人信息、融资用途及抵押情况，压缩结构性规避的操作空间，让监管部门真正“看得见、管得到”。二是严格执行比例限额，监管部门应提高现场检查频率，对超标机构实施差别化监管措施，形成有效的合规约束，避免“规定在纸上、执行打折扣”的现象。三是推动非标资产标准化转型，鼓励将具备条件的非标资产通过资产证券化（ABS）等方式转为标准化资产，提升流动性与定价透明度，从根本上改善资产结构。四是建立流动性压力测试制度，要求管理人定期模拟极端赎回情境，预置流动性储备与应急处置方案，将风险防控关口前移，切实保障投资者权益。

银行多渠道补充资本 特别国债与市场化工具并举

● 本报记者 薛瑾

3月16日，金融监管总局党委召开扩大会议。会议强调，推动国有大型商业银行补充资本，研究多元化补充中小金融机构资本。继2025年发行5000亿元特别国债为四家国有大行注资后，2026年拟再发行3000亿元特别国债支持国有大行补充资本。中小银行方面，记者通过梳理近期资本补充案例发现，内源性“补血”即依靠利润留存夯实资本实力动能减弱，大多数为外源性“补血”，所涉及的市场化工具包括定向增发、可转债转股、发行二级资本债、永续债等。

业内人士建议，未来可探索更多市场化方式参与银行资本补充，发行专项债构建中小银行资本补充长效机制等，进一步提升银行业的风险抵御能力、资产投放能力和服务实体经济能力。

新一轮特别国债注资“在路上”

今年的政府工作报告明确，拟发行特别国债3000亿元，支持国有大型商业银行补充资本。继2025年5000亿元特别国债注资四家国有大行后，第二批国有大行注资安排已“在路上”。

作为六大行中首批被注资的四家国有大行，2025年，中国银行、邮储银行、交通银行、建设银行定增募资合计达到5200亿元，其中财政部出资5000亿元。业内人士预计，在“分期分批、一行一策”的政策思路下，去年尚未获得注资的工商银行和农业银行将受到业界关注，拟发行的3000亿元特别国债将主要为这两家银行注资。

六大行均为我国系统重要性银行，其中工商银行、农业银行、中国银行、建设银行、交通银行、邮储银行为全球系统重要性银行，这意味着这些银行需遵守更高的监管标准，因此面临着更高的资本充足率要求。

中小银行“补血”密集进行

在国有大行资本补充启动的同时，中小银行的“补血”行动也在密集进行。

根据成都银行公告，四川金融监管局近日批复同意该行注册资本由37.36亿元增加至42.38亿元。该行可转债于2025年提前赎回并退市，该股份总数增加至42.38亿股。据业内人士分析，可转债赎回是上市银行补充资本的有效途径，转股后，银行资本结构中股权部分增加，债务减少，从而提升核心一级资本充足率。

非上市银行的资本补充也马不停蹄。今年以来，多地城商行、农商行及村镇银行增资事宜获监管部门批准。比如，济宁金融监管分局近日批复同意山东嘉祥农村商业银行增加注册资本约1800万元，批复同意山东鱼台农村商业银行增加注册资本逾900万元。湖北银行近期完成18亿股定增，募集资金76.14亿元，全部用于补充核心一级资本。

同时，发债融资也在积极推进，工具类型主要为二级资本债和无固定期限资本债券即永续债。近日，东莞农商银行、青岛银行分别获批发行不超过60亿元的资本工具。

银行资本补充需求旺盛

“特别国债注资可缓解国有大行因净息差收窄、盈利放缓导致的内源性资本补充压力，提升资本充足率与抗风险能力。”国家金融与发展实验室副主任曾刚表示，特别国债注资还可增强国有大行的信贷投放能力，按杠杆效应可撬动数万亿元信贷，更好支持实体经济与稳增长；此外，有助于夯实金融“压舱石”。

联合资信相关负责人表示，资本补充将显著增强国有大行的信贷投放能力，在当前经济转型关键阶段，对国有大行进行资本补充，能够为国家战略支持领域提供更强有力的金融支撑。

在近期的中小银行增资中，地方国资踊跃入场。业内人士分析称，这为中小银行的业务拓展和风险抵御奠定了坚实基础，不仅能帮助银行快速补充资本，也带来了隐性信用背书和区域资源协同效应，有利于提升地方中小银行的股权集中度，规范经营、完善公司治理，更顺畅地引导银行信贷投向地方基建、重点产业、普惠、乡村振兴等领域，让金融与区域发展同频共振。

业内人士还建议，未来可探索更多市场化方式和长效机制参与银行资本补充，进一步提升银行业的高质量发展水平。



视觉中国图片

债市震荡下中小银行各打算盘

有的观望吃票息 有的拉长久期增收益

● 本报记者 石诗语

中国证券报记者调研发现，今年以来银行业“大行放贷、小行买债”的格局依然存在。但在债市震荡环境下，中小银行配债策略正逐渐呈现分化：在部分中小银行大举买入长期限债券的同时，部分中小银行聚焦短端品种，审慎配置。

业内人士认为，近期中小银行增配中长期限债券是在净息差收窄和“资产荒”背景下的被动选择，通过拉长久期提升收益，以缓解短期盈利压力和资金淤积。“在信贷有效需求尚未完全回暖的情况下，配置长期限债券是盘活闲置资金、平衡收益的较优选择。”华东地区某农商行相关业务负责人告诉记者。

配置思路现分化

近期，部分中小银行加大长期限债券配置力度。“我们在春节后增配了长期限债券，尤其是30年期国债，主要是想依托目前负债端成本优化的红利，通过拉长久期增厚收益。”上述华东地区农商行相关业务负责人说。

国海证券颜子琦固收研究团队表示，2月下旬，债市交易呈现两个特征：一是大型银行整体配置10年期及以下债券，但对7—10年

期国债的买入力度有所减弱；二是中小银行“扫货”30年期国债，力度较往年同期显著提升。在2月25日、2月26日两个交易日内，中小银行对30年期国债的净买入量分别达到285亿元、93亿元，其中285亿元创下阶段性单日买入量峰值，凸显部分中小银行对超长期限债券的超配倾向。

值得注意的是，不同区域、不同规模的中小银行，在债券投资策略方面呈现一定程度分化。

“我对债券市场的配置策略相对保守。当前债市仍存在不确定性，我们主要关注短端品种，同时增配了同业存单。2025年下半年以来，我行持续加强风控管理，减少交易盘可动用资金，部分时段甚至暂停新增债券持仓，审慎应对市场波动。”中西部地区某农商行固收管理部相关负责人透露。

此外，对于部分中小银行而言，当前债券配置思路主要以锁定票息收益为主。“在市场震荡中，我们对通过交易博弈获取收益的策略更为谨慎，现在更多的是想通过尽早配置闲置资金来拿票息。”华北地区某农商行相关负责人告诉记者。

配债成为被动优选

“随着存款利率下行，银行负债端成本

压力有所缓解。但‘资产荒’之下，优质项目较少，叠加部分中小银行存款占比高，信贷投放能力较弱，不少银行选择增配中长期限债券，以久期换收益，来缓解资金淤积和短期盈利压力。”上述华东地区农商行相关业务负责人表示。

记者调研了解到，2026年以来，新疆银行、徐闻农商银行、云南石屏北银村镇银行、南京浦口靖发村镇银行等数十家中小银行下调存款利率，逐步优化存款定价策略。多数银行各期限存款利率全面步入“1”字头，一定程度上缓解了负债端成本压力。

此外，今年以来部分银行存贷增速差拉大，导致资产缺口上升。国盛证券固收首席分析师杨业伟称，因居民风险偏好不足等因素，推动整体存款增速回升，而贷款增速继续放缓，存贷款增速差拉大意味着银行需要其他资产来弥补所形成的缺口，一方面，银行增加债券等资产配置；另一方面，银行增加同业融出，并形成宽松的流动性。

“在‘资产荒’背景下，增配债券是不少中小银行的选择，一季度仍是中小银行集中买债的重要时段。”上述华北地区农商行相关负责人分析称，一方面，中小银行在优质企业贷款投放上，相较于大型银行缺乏竞争力；另一方面，经历2025年宽幅震荡后，

债券市场估值回归合理区间，配置性价比逐步显现。

趋势性行情依然难觅

展望债市后市行情，颜子琦固收研究团队认为，总体而言，当前债市的趋势性行情依然难觅，中小银行“扫货”超长期限债券，更多是在震荡市场环境下部分机构“钱多”后，向同业要收益的体现。在经历2025年的市场震荡后，债券的配置性价比逐步提升，因此年初以来银行配债意愿较为积极，在非单边回调的市场环境下，“每调买机”仍然是较优的操作策略。

天风证券固收首席分析师谭逸鸣认为，后续债市定价关键将回归到自身交易逻辑上，应重点关注银行负债端压力，以及季末央行的流动性配合和资金利率情况。

谭逸鸣表示，一季度银行定期存款集中到期压力较大，且季末月份银行或存在一定资金缺口和指标压力；同业活期存款利率的调降虽有助于银行降低负债成本，但不利于流向非银的资金以同业存款的形式回流表内。具体到品种层面，短端品种的确定性依然强于长端超长期，票息资产配置价值值得关注。