

专题报告系列
Special Report Series



PHBS 智库
北京大学汇丰商学院

从2022年破净风波 看银行理财公司发展问题

2023年7月



报告概览

【破净现象】

2022年，银行理财遭遇了两轮“破净潮”，经历了净值化转型以来的最大回撤。3月、4月大量中高风险产品净值跌破初始值1，11月、12月大量中低风险产品收益为负，“固收+”产品在两轮“破净潮”中均受到较大冲击。“破净潮”可分为两个阶段：**第一阶段是底层资产价格下跌导致理财净值下降，为投资端出现问题。**“权益破净潮”为权益市场下行驱动中高风险产品破净，“固收破净潮”为债券价格下跌驱动中低风险产品破净。**第二阶段是投资者赎回形成“赎回潮”负循环，为负债端出现问题。**“权益破净潮”和“固收破净潮”均表现为理财公司迫于负债端的流动性压力而抛售资产，负反馈机制推波助澜加剧净值回撤。由于理财产品大量持有债券，“固收破净潮”的负反馈效应显著强于“权益破净潮”。

【行业问题】

第一阶段底层资产价格下跌过程中，投资端的问题：1) 依赖固收类资产，受债市结构性问题影响大；2) 部分“固收+”产品投资权益类资产，但理财公司权益投研能力较弱；3) 投资资产管理类产品较多，可能难以及时调整底层资产配置；4) 薪酬激励不充分，人力投入不足。

第二阶段“赎回潮”负循环中，负债端的问题：1) 客户适当性管理存在缺陷，净值化转型后投资者教育不足；2) 产品适当性管理存在缺陷，R1级理财产品风险水平远高于R1级公募基金，评级规范性不足；3) 投资信息披露不充分，“黑箱”更易造成恐慌；4) 声誉风险管控不及时，第二轮“破净潮”时自购力度不足。

【政策建议】

银行理财作为资管行业的一个细分领域，应该立足于为客户提供低风险低波动产品需求，服务国家战略和实体经济的定位，实现差异化发展。**一是**突出养老特色，发展长久期产品。**二是**提升直接投资能力，提升服务实体经济效能。**三是**建设市场化薪酬机制，提高人力投入。**四是**做好客户适当性匹配，发展大模型智能投顾。**五是**重视产品适当性管理，提升风险评级规范性。**六是**完善信息披露平台建设，推动信息披露标准的规范化。

北大汇丰智库、北京大学汇丰金融研究院资管研究中心

撰稿人：巴曙松、刘柏霄、马琳琳、吴佳璇、詹星意

成稿时间：2023年7月3日；联系人：程云（0755-26032270，chengyun@phbs.pku.edu.cn）

2018年4月27日,《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”)正式出台。资管新规明确提出,商业银行的投资理财需要通过资管子公司独立运作,强化理财与银行自营业务之间的风险隔离。经历3年多的过渡期,资管新规于2022年正式落地实施。银行业理财登记托管中心数据显示,截至2022年底,理财公司存续产品规模22.24万亿元,占理财市场的比例达到80.44%,占资管市场近17%。银行理财公司已成为资管市场的重要参与方。

资管新规及其系列配套细则还提出了打破刚兑、禁止资金池、限制非标、限制期限错配、实行平等准入、统一杠杆要求等目标。在资管新规确立的净值化的监管导向下,银行理财净值化转型持续推进,截至2022年底,净值型理财产品存续规模占比95.47%。产品模式的转型对银行理财公司的发展提出挑战,2022年出现两次银行理财“破净潮”导致银行理财公司受到较大冲击,是银行理财行业在2022年最受关注的问题之一。2022年“破净潮”提示了银行理财公司在风险控制等方面存在哪些问题?有关问题是否会再次制约银行理财公司发展?本报告将深入分析这些问题,为银行理财公司实现更好的发展提出相关建议。

一、2022年银行理财两轮“破净潮”始末

1、3-4月中高风险产品大幅破净,11-12月中低风险产品收益大量为负

第一轮“破净潮”为2022年3月至4月,风险等级为R3、R4、R5的理财产品破净率明显升高(图1)。3月,R1、R2、R3、R4、R5产品破净率分别为0.00%、4.54%、26.64%、48.94%、55.56%,风险等级在R3及以上的产品受到的冲击明显高于R1和R2产品。3月,R3、R4、R5产品平均收益率分别为-3.24%、-12.82%、-10.23%(图2),负收益产品占比分别为83.75%、93.62%、83.33%(图3),平均最大回撤率分别为1.10%、4.99%、4.69%(图4)。4月,银行理财产品收益率继续下降,R3、R4、R5产品平均收益率分别为-1.39%、-17.62%、-9.09%,因而4月破净率进一步升高,R3、R4、R5产品破净率分别为28.00%、61.70%、73.68%。

第二轮“破净潮”为2022年11月至12月,风险等级为R1、R2、R3的理财产品破净率出现大幅跳升(图1)。11月,R1、R2、R3、R4、R5产品破净率分别为12.09%、11.51%、23.54%、42.86%、44.44%,风险水平较低的R1和R2产品极为反常地出现较高的破净率。11月,R1、R2产品平均收益率分别为-1.05%、

-1.23%（图 2）；负收益产品占比分别为 58.24%、75.37%（图 3）；平均最大回撤率分别为 0.47%、0.48%（图 4）。12 月，R1、R2、R3 产品破净率均进一步升高，分别为 15.60%、17.61%、29.88%。

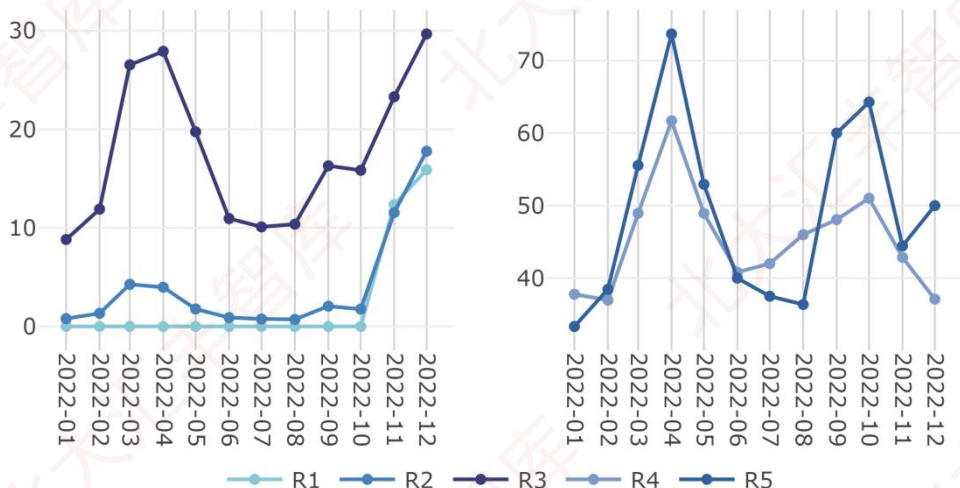


图 1：理财公司各风险等级产品破净率（单位：%）

注：为保证可比性，统计时仅保留收益起始日在月初前且收益截止日在月末后的产品。为防止异常数据干扰趋势判断，统计时去除超过同风险等级当月平均累计收益率 6 倍标准差的产品。统计数据为月度累计年化收益率小于 0 的产品数量与上述条件筛选出的产品数量之比。数据来源：Wind，北大汇丰智库-北京大学汇丰金融研究院资管研究中心

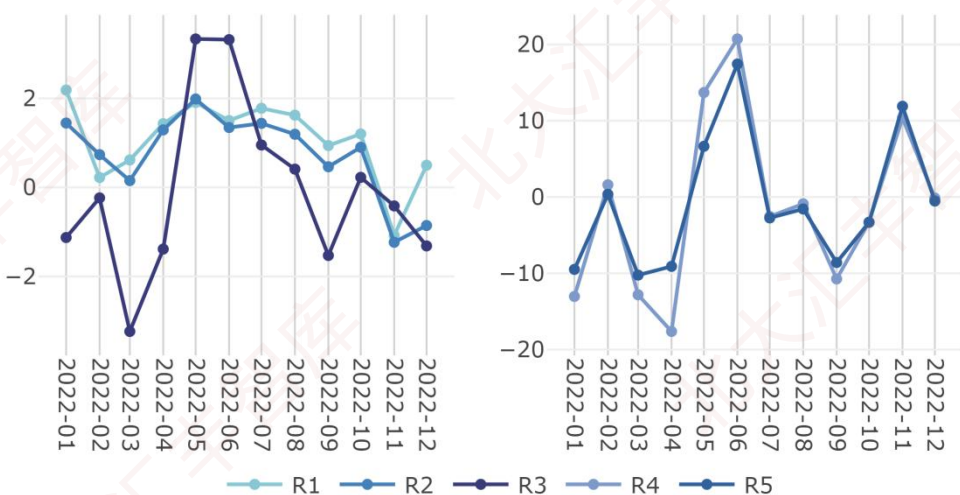


图 2：理财公司各风险等级产品平均收益率（单位：%）

注：为保证可比性，统计时仅保留收益起始日在月初前且收益截止日在月末后的产品。为防止异常数据干扰趋势判断，统计时去除超过同风险等级当月平均累计收益率 6 倍标准差的产品。统计数据为月度累计年化收益率。数据来源：Wind，北大汇丰智库-北京大学汇丰金融研究院资管研究中心

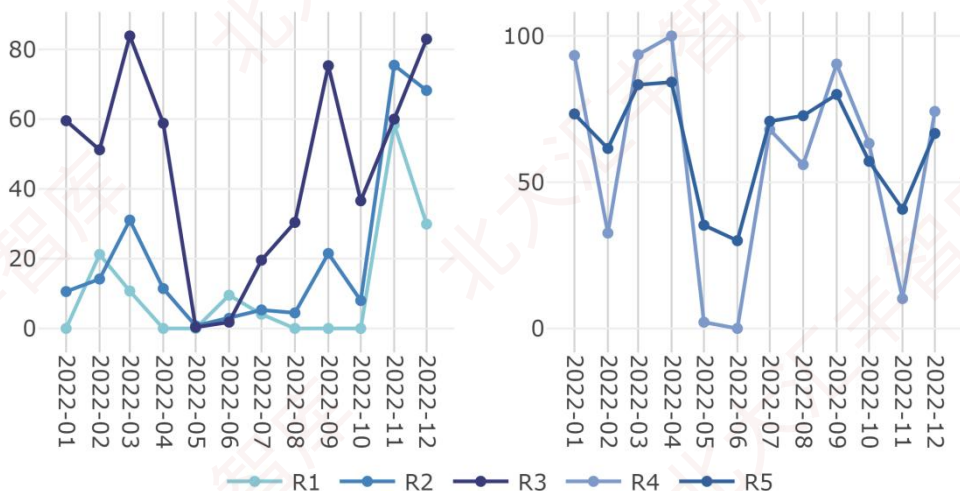


图 3：理财公司各风险等级产品负收益产品占比（单位：%）

注：为保证可比性，统计时仅保留收益起始日在月初前且收益截止日在月末后的产品。为防止异常数据干扰趋势判断，统计时去除超过同风险等级当月平均累计收益率 6 倍标准差的产品。统计数据为收益率小于 0 的产品数量与上述条件筛选出的产品数量之比。

数据来源：Wind，北大汇丰智库-北京大学汇丰金融研究院资管研究中心

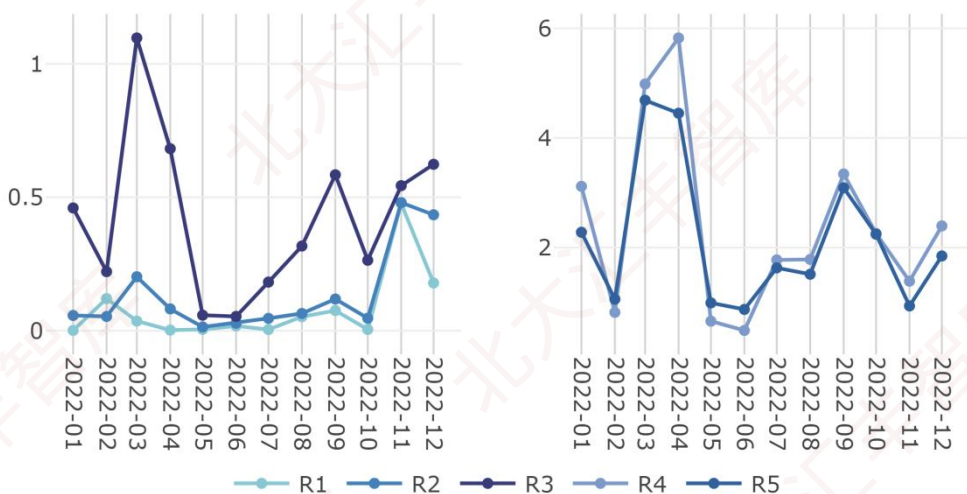


图 4：理财公司各风险等级产品平均最大回撤率（单位：%）

注：为保证可比性，统计时仅保留收益起始日在月初前且收益截止日在月末后的产品。为防止异常数据干扰趋势判断，统计时去除超过同风险等级当月平均累计收益率 6 倍标准差的产品。统计数据为月初至月末区间内最大回撤率。

数据来源：Wind，北大汇丰智库-北京大学汇丰金融研究院资管研究中心

两轮“破净潮”中，“固收+”产品均受到较大冲击。R3 等级理财主要为“固收+”产品。根据华宝证券统计，3 月破净的理财约九成为“固收+”或混合类产品。根据普益标准统计，12 月破净的理财产品 88.38%为固定收益类，且 1777 款破净的固定收益类理财产品中 81.48%为“固收+”产品，18.51%为纯固收类产品。

Wind 数据显示，2022 年末银行理财公司存续产品数量中 63.07%为 R2 产品，32.98%为 R3 产品，分级为 R1、R4、R5 的产品仅占 3.95%（图 5）。银行业理财登记托管中心数据显示，2022 年末银行理财公司存续产品金额中 33.45%为 R1 产品，55.40%为 R2 产品，10.88%为 R3 产品（图 6）。因此，本报告将重点关注风险等级为 R1、R2 和 R3 的产品表现。

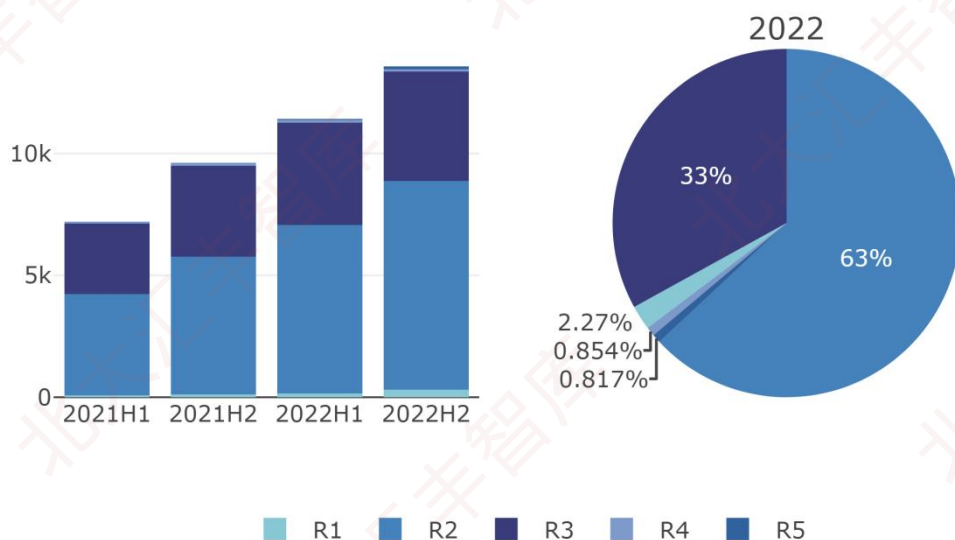


图 5：理财公司产品数量风险等级分布（单位：只，%）

数据来源：Wind，北大汇丰智库-北京大学汇丰金融研究院资管研究中心

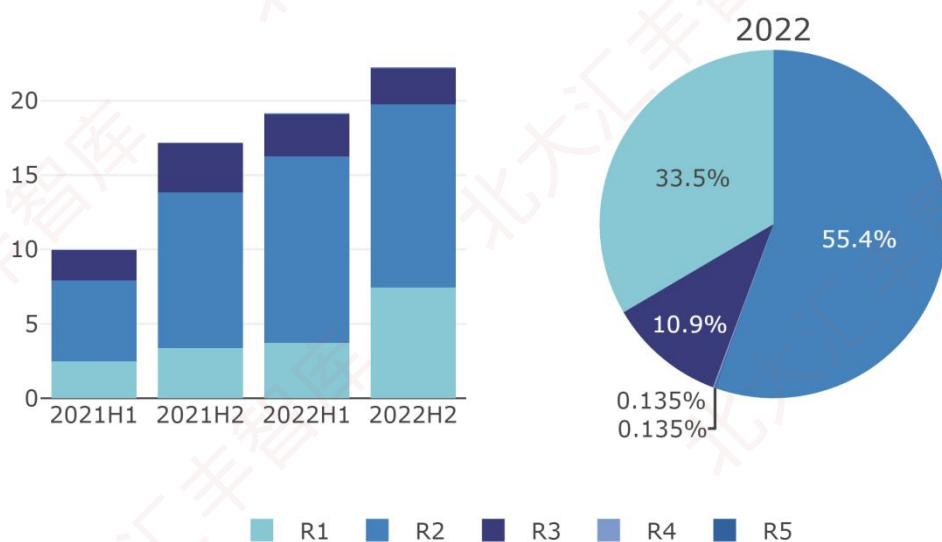


图 6：理财公司产品金额风险等级分布（单位：万亿元，%）

数据来源：银行业理财登记托管中心，北大汇丰智库-北京大学汇丰金融研究院资管研究中心

2、“破净潮”的两阶段——底层资产下行和“赎回潮”负反馈

2022 年的两轮“破净潮”都可以分为两个阶段：第一阶段是底层资产价格下跌导致理财产品净值下降，为投资端出现问题。第二阶段是投资者赎回形成“赎回潮”负循环，为负债端出现问题。

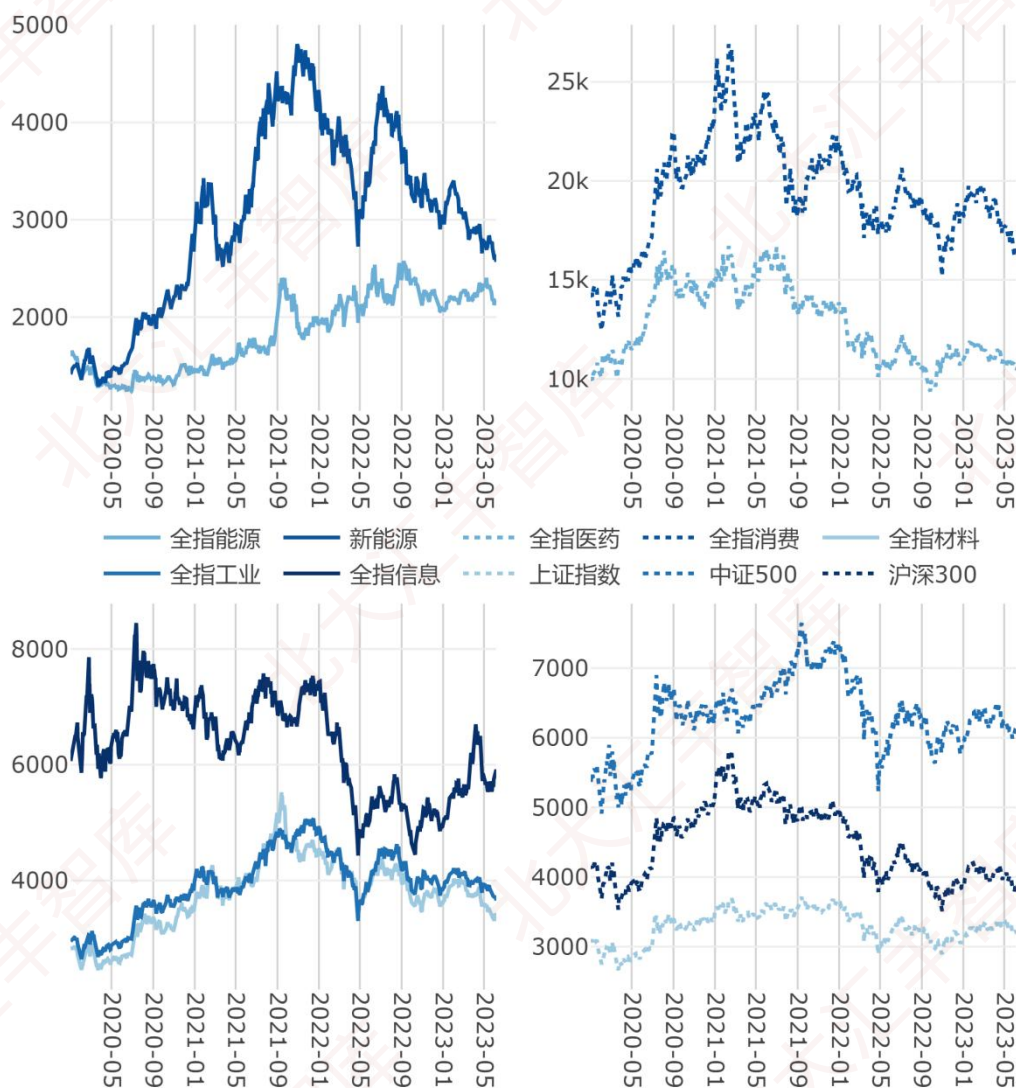


图 7：股票市场指数（中证行业全指、市场宽基指数）

数据来源：Wind，北大汇丰智库-北京大学汇丰金融研究院资管研究中心

“权益破净潮”的第一阶段为权益市场下行驱动中高风险产品破净。由于风险等级在 R3 及以上的产品可投资于权益市场，“固收+”中“+”的部分可投资于股票、权益型基金等，3-4 月中高风险理财产品破净与 2022 年一季度出现的股市大幅下行密切相关。2022 年年初至 4 月 26 日，股票市场整体下行，上证指数、深圳成指跌幅分别为 20.5%、31.0%。股市下行一方面是突发事件影响——上海等

地疫情暴发对实体经济造成影响，俄乌冲突爆发，全球通胀走高，国际股市陷入动荡；另一方面是前期泡沫破裂——新能源、消费、医药等多个板块指数在 2020 年和 2021 年出现较高的增长（图 7），股市投资者存在抱团现象和羊群效应，市场表现高度一致推升了资产泡沫。由于新能源赛道的预期兑现、以新能源为代表的机构重仓股下跌，各方利空因素叠加影响使得 A 股深度下探。



图 8：银行间市场国债到期收益率（单位：%）

数据来源：东方财富 Choice，北大汇丰智库-北京大学汇丰金融研究院资管研究中心

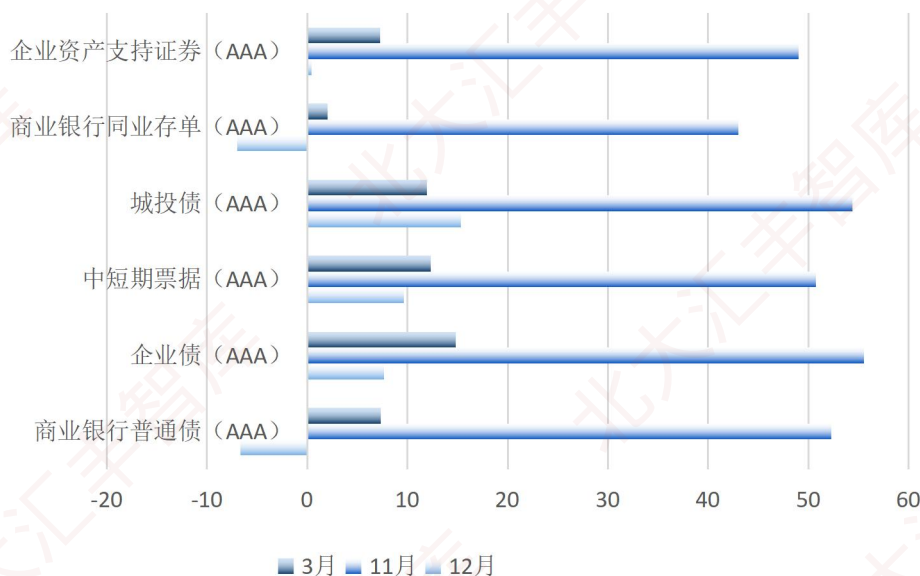


图 9：一年期 AAA 级信用债收益率变化（单位：BP）

数据来源：Wind，北大汇丰智库-北京大学汇丰金融研究院资管研究中心

“固收破净潮”的第一阶段为债券价格下跌驱动中低风险产品破净。第一轮“破净潮”中，债券市场回调导致 R1 和 R2 产品出现一定程度的破净：3 月，一

年期、五年期、十年期国债收益率分别上行 10.94bp、7.26bp、1.42bp（图 8），一年期高信用等级债券收益率皆有上行，AAA 级企业债、中短期票据、城投债收益率上行幅度超 10bp（图 9）。第二轮“破净潮”中，债市大幅下跌导致 R1、R2 类低风险银行理财产品大幅破净：11 月，一年期、五年期、十年期国债收益率分别上行 35.36bp、24.93bp、22.21bp，多数一年期高信用等级债收益率上行幅度超 50bp（图 9），达近 2 年最高涨幅。11 月债券价格下跌幅度远超 3 月。11 月的债市暴跌一方面源于防疫政策放开和地产政策转向，市场预期改变，债市资金流向股市，另一方面源于央行逐步收紧流动性政策，资金利率上行，债券价值回落。

“权益破净潮”和“固收破净潮”的第二阶段均为“赎回潮”。底层资产下跌引发理财净值下降，导致“产品破净→投资者赎回理财→理财抛售资产→底层资产价格下降→理财净值加速下跌→投资者加速赎回→理财加速抛售→底层资产加速下行”的交易踩踏现象（图 10）。理财公司迫于负债端的流动性压力而抛售资产，负反馈机制推波助澜加剧净值回撤。



图 10：理财“赎回潮”中的负反馈机制

资料来源：北大汇丰智库-北京大学汇丰金融研究院资管研究中心

由于理财产品大量持有债券，“固收破净潮”的负反馈效应显著强于“权益破净潮”。11 至 12 月的“固收破净潮”影响了债券市场和存款市场：一是企业债券托管量下降，截至 12 月，企业债券托管量为 27,627.04 亿元和 2812 只，较 10 月分别下降 2.38%和 0.74%；二是企业债券融资规模出现收缩，2022 年 11 月至 12 月仅录得 604 亿元和-4,887 亿元，较 10 月分别下降 1,809 亿元和 7,300 亿元；三是存款增加，2022 年 11 月和 12 月，金融机构新增的居民户存款分别达 2.25 万亿元和 2.89 万亿元，同比上升 207.88%和 52.99%。

3、理财子规模与利润受影响，市场规模增速不及基金但利润增速稍好

权益市场和债券市场的下行影响了银行理财的规模增长且影响程度较公募基金更严重。2022 年 6 月，银行理财和公募基金规模分别为 29.15 万亿元和 26.79 万亿元，较年初分别增长 0.51% 和 4.81%，尽管均保持了正增长，但银行理财增速下滑程度较公募基金更大（图 11）。2022 年 12 月，银行理财和公募基金规模分别为 27.65 万亿元和 26.03 万亿元，较年中分别下降 5.14% 和 2.84%，较年初分别变化 -4.66% 和 1.84%，理财市场受债券市场下行影响较深，修复能力不及公募基金。

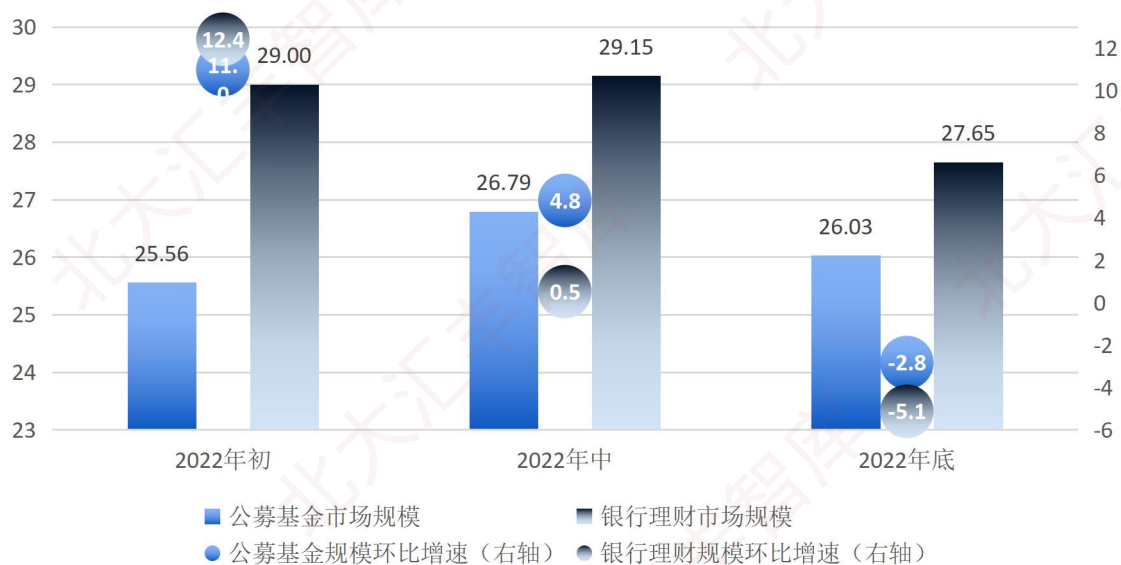


图 11：公募基金与银行理财产品存续规模对比（单位：万亿元、%）

数据来源：中国证券基金业协会，银行业理财登记托管中心，北大汇丰智库-北京大学汇丰金融研究院资管研究中心

“固收破净潮”导致部分理财公司利润负增长。“权益破净潮”并未给银行理财公司带来过大的冲击，2022 年上半年，银行理财公司总体实现资产与利润的正增长，而“固收破净潮”冲击导致下半年有较多理财公司的资产和利润出现增速下降甚至负增长。披露完整净利润数据的 17 家银行理财公司中，88.24% 的公司全年净利润增速不及上半年（图 12）。披露完整总资产规模数据的 19 家银行理财公司中，68.42% 的公司全年总资产增速不及上半年（图 13）。尽管“破净潮”对银行理财公司产生了较大影响，但银行理财公司的总资产增速和利润增速仍优于基金公司。Wind 数据显示，12 家基金公司 2022 年净利润为负，占比 16.67%。2021 至 2022 年净利润为正的基金公司中，66% 的公司 2022 年净利润增速为负（表 1），24.59% 的基金公司全年总资产增速为负，73.77% 全年总资产增速不及上半年（表 2）。

2022年银行理财公司平均净利润和总资产增速分别为39.45%和26.81%，显著高于基金公司的18.93%和5.40%。理财公司较高的利润和资产增速或与较低的投资经理薪资成本、依靠母行而较低的销售渠道成本、母行的产品转移等因素有关。



图 12：银行理财公司净利润同比（单位：%）

数据来源：银行财报，北大汇丰智库-北京大学汇丰金融研究院资管研究中心

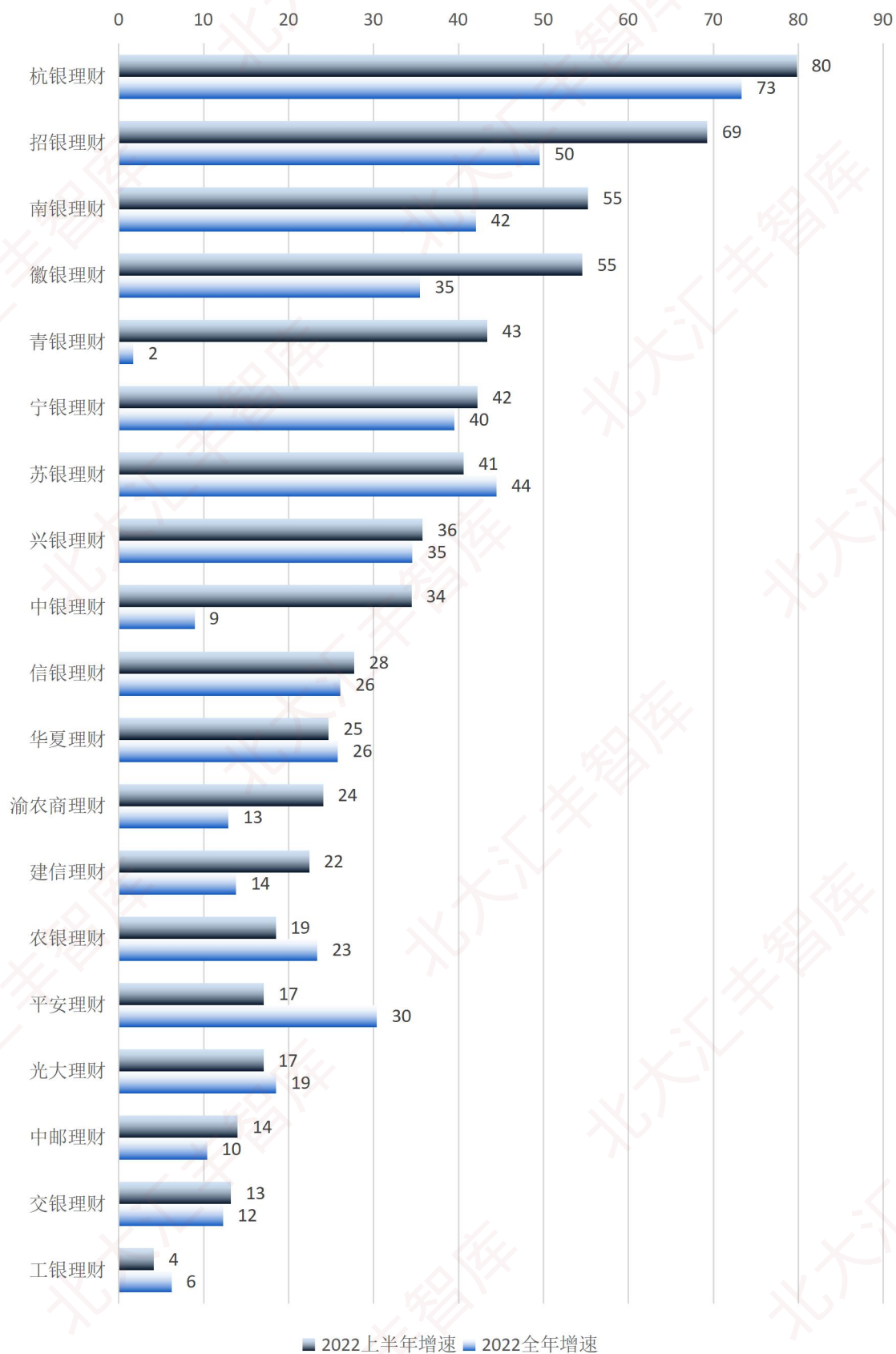


图 13：银行理财公司总资产规模同比（单位：%）

数据来源：银行财报，北大汇丰智库-北京大学汇丰金融研究院资管研究中心

表 1：基金公司净利润同比（单位：%）

	2022 上 半年增速	2022 全 年增速		2022 上 半年增速	2022 全 年增速
中金基金	218.68	1315.48	长盛基金	-0.80	-9.68
浙商基金	193.50	111.85	银华基金	-18.28	-11.37
西部利得基金	98.43	89.39	交银施罗德基金	-14.84	-11.48
兴银基金	22.48	24.55	中欧基金	5.57	-12.21
安信基金	-37.28	20.32	长信基金	-10.20	-13.09
财通基金	67.00	17.45	海富通基金	21.51	-13.77
招商基金	21.72	13.13	天弘基金	-23.01	-14.83
华富基金	-38.24	9.74	东吴基金	-62.10	-14.93
长城基金	-25.80	7.82	易方达基金	-6.23	-15.38
万家基金	16.87	7.50	永赢基金	-49.29	-18.02
大成基金	53.55	7.31	南方基金	1.14	-18.14
申万菱信基金	7.52	6.65	广发基金	-21.25	-18.17
浦银安盛基金	11.24	5.35	富国基金	-9.64	-19.42
创金合信基金	14.99	3.13	兴业基金	-11.59	-22.00
上银基金	4.23	2.72	东方基金	-16.93	-23.60
华安基金	13.37	2.51	兴证全球基金	-33.14	-24.68
建信基金	18.51	1.39	鑫元基金	-56.86	-29.60
鹏华基金	-11.63	-0.63	中银基金	-39.29	-32.36
景顺长城基金	5.01	-2.46	诺安基金	-42.29	-35.01
博时基金	8.43	-3.05	光大保德信基金	-14.51	-35.37
工银瑞信基金	3.44	-4.15	汇添富基金	-35.77	-35.83
华夏基金	0.86	-6.43	民生加银基金	17.48	-44.19
华泰柏瑞基金	-3.35	-8.13	中邮创业基金	-41.63	-44.40
国海富兰克林基金	-3.49	-8.15	农银汇理基金	-57.84	-46.60
国联安基金	-21.57	-8.79	中加基金	16.13	-94.01

数据来源：Wind，北大汇丰智库-北京大学汇丰金融研究院资管研究中心

表 2：基金公司总资产规模同比（单位：%）

	2022 上半 年增速	2022 全 年增速		2022 上半 年增速	2022 全 年增速
易方达基金	7.09	5.34	创金合信基金	29.77	27.44
工银瑞信基金	20.91	15.29	诺安基金	40.92	-2.39
华夏基金	11.35	8.32	民生加银基金	-2.41	-24.28
广发基金	0.90	9.70	上银基金	13.07	-14.50
天弘基金	18.26	-2.66	申万菱信基金	17.22	10.27
南方基金	9.80	-0.18	安信基金	22.18	24.36
汇添富基金	13.73	0.66	国海富兰克林基金	8.00	5.93
富国基金	27.66	3.35	长信基金	-3.37	-2.33
招商基金	21.48	21.28	长盛基金	4.21	3.79
博时基金	12.54	8.66	光大保德信基金	1.05	-3.31
兴证全球基金	17.87	7.22	兴银基金	5.76	6.50
建信基金	15.12	7.97	东方基金	8.87	-1.66
中欧基金	28.33	12.03	富安达基金	-0.94	-7.45
交银施罗德基金	18.71	13.24	华富基金	11.90	9.19
鹏华基金	7.07	8.70	红塔红土基金	-13.68	-44.34
华安基金	16.67	12.18	国联安基金	4.84	8.17
银华基金	12.90	1.00	中信建投基金	-18.06	4.43
中银基金	0.49	7.55	中金基金	34.49	37.81
景顺长城基金	18.06	7.76	西部利得基金	37.46	24.40
大成基金	17.15	10.23	方正富邦基金	4.14	6.13
兴业基金	9.79	7.08	东吴基金	5.42	3.01
农银汇理基金	13.90	6.08	中海基金	7.82	-8.65
鑫元基金	-0.08	7.13	浙商基金	20.25	10.60
海富通基金	25.98	3.24	国金基金	-11.84	6.52
万家基金	20.65	6.22	东兴基金	25.98	-9.87
财通基金	10.65	9.81	东海基金	-7.15	-10.41
永赢基金	9.54	1.11	九泰基金	-19.76	-23.59
中加基金	12.53	30.77	南华基金	-3.12	33.47
中邮创业基金	-1.13	0.41	瑞达基金	-10.71	60.47
华泰柏瑞基金	27.09	3.77	江信基金	-11.04	-39.02
长城基金	6.96	5.72			

数据来源：Wind，北大汇丰智库-北京大学汇丰金融研究院资管研究中心

二、“破净潮”反映出银行理财公司哪些问题？

1、第一阶段底层资产价格下跌过程中，投资端的问题

(1) 依赖固收类资产，受债市结构性问题影响大

银行理财产品底层资产配置以债券类为主，主要投向高等级信用债。银行业理财登记托管中心数据显示，截至 2022 年末，理财产品配置债券类、非标准化债权类资产、权益类资产规模分别为 19.08 万亿元、1.94 万亿元、0.94 万亿元，分别占总投资资产的 63.68%、6.48%、3.14%。从债券结构细分来看，信用债占比最高，占总投资资产的 45.7%，同业存单占比 13.3%，利率债占比 4.7%。其中信用债中以高等级信用债为主，截至 2022 年 6 月末，理财产品持有 AA+及以上信用债规模占信用债持仓总规模的 85.09%。

11 月的债市暴跌是政策端的事件性因素点燃了债券市场的结构性问题。防疫政策放开、地产政策转向、央行流动性政策逐步收紧等事件触发了债券市场的流动性不足的结构性问题。尽管中国债券市场的体量和交易量都很大，但发展仍旧不充分、不完善，债券市场整体流动性不佳。2019 年全部做市机构双边报价平均点差约为 10BP，而美国债券双边价差不到 3BP¹。我国债券市场的交易深度低，价格分布比较稀疏，在价格下行过程中极易出现流动性问题，导致成交价格低于实际价值水平。衍生品市场和债券市场的割裂也一定程度上影响了债市的流动性。极度依赖债权资产的理财产品因而在债市风波中受到较大程度的牵连。

此外，目前仅存的非标准债权资产属于高收益低波动的优质资产，是银行理财的优势领域。根据中金研究回溯数据，理财产品所配非标资产相对于 AAA 级企业债利差在 2021 年为 1.68%，且自 2014 年以来多数年份保持较高利差水平²。但近年来，银行理财非标资产配置空间被逐步压缩。2022 年末，银行理财配置非标资产 1.94 万亿元，占比 6.48%，不管是配置规模还是比例都创 10 年新低（图 14）。回顾历史，银行理财在资管新规之前配置非标的比例可达 16%左右，为银行理财产品带来了可观的超额收益。但随着非标资产供给收缩（房地产行业与城投平台

¹ 岑维, 张森, 吴佳璇. 中国金融服务实体经济现状报告——债券篇. 北大汇丰智库, 2021-05-25.

https://thinktank.phbs.pku.edu.cn/2021/jingjifenxi_0525/29.html

² 中金 | 理财产品非标资产全景透视：监管政策、收益贡献与未来展望.

<https://mp.weixin.qq.com/s/uXyacxmGZIk03blcOwM22g>

发展降速降档）、以及非标资产需求端受到久期匹配与风险管理的约束（非标资产终止日不得晚于封闭式资产管理产品的到期日、商业银行对于非标投资更为审慎），理财产品配置非标资产规模或将继续收缩，为银行理财产品收益带来考验。

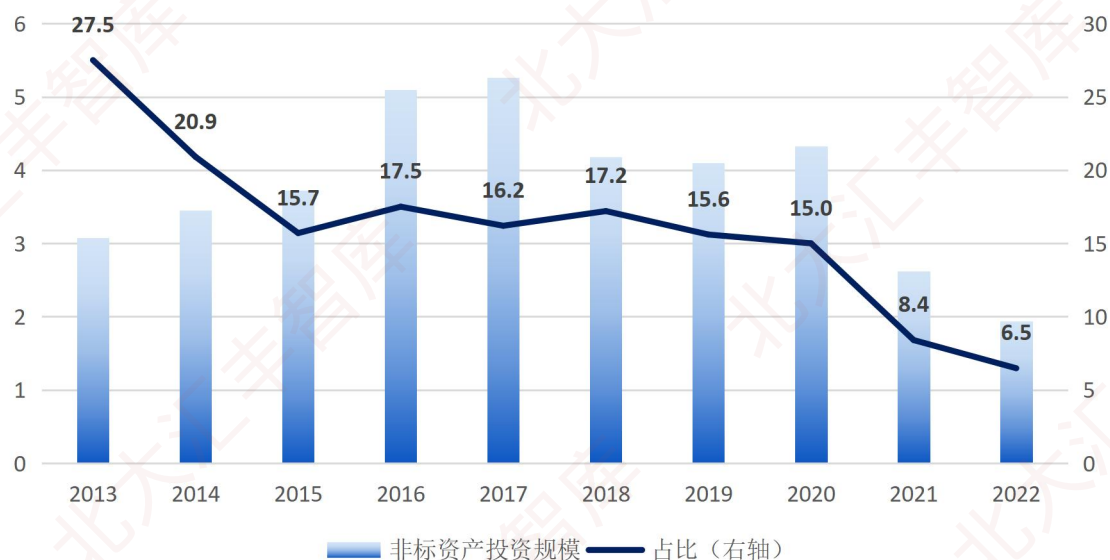


图 14：银行理财非标资产配置规模与占比（单位：万亿元，%）

数据来源：银行业理财登记托管中心，北大汇丰智库-北京大学汇丰金融研究院资管研究中心

（2）部分“固收+”产品投资权益类资产，但理财公司权益投研能力较弱

A 股在 2022 年之前经历了 3 年牛市，理财公司为了增加产品收益率提高了“固收+”产品的发行数量，“固收+”中“+”的部分主要投资于权益类资产和衍生品资产³。尽管理财公司配置权益类资产比例较小，2022 年末理财市场仅有 3.14% 的资产投向权益市场，但由于较大的资产管理规模，理财产品持有权益类资产规模仍高达近 9400 亿元（图 15）。

银行理财公司在权益投资方面存在较大短板。Wind 数据显示，2022 年银行理财公司调研上市公司总计 4932 次，在各类金融机构中排在倒数第 5 位，显著低于基金公司的 12.86 万次、私募公司的 9.98 万次、证券公司的 7.45 万次（表 3）。披露穿透前后投资情况的 15 家理财公司中，穿透前权益类资产总计 735.08 亿元，穿透后权益类资产总计 3,254.78 亿元。调研次数与资产持有规模的比例远不及其他资产管理类金融机构。

此外，理财存在跟风投成长股的现象。根据一些采用直投股票策略的理财产

³ 华宝证券. 银行理财“破净潮”.

https://pdf.dfcfw.com/pdf/H3_AP202301271582434864_1.pdf?1674829610000.pdf

品的 2022 年投资中报来看，宁德时代、隆基绿能、贵州茅台等几只热门成长股多次出现在产品的前十大持仓资产中。由于前期成长板块经历了一段时期的快速上涨，估值已经达到较高水平，从 2022 年初开始，成长板块出现显著下跌，市场风格由成长转向价值。到了 3 月末，成长板块跌幅相较于年初达到 18.48%，而价值板块跌幅仅为 3.96%。

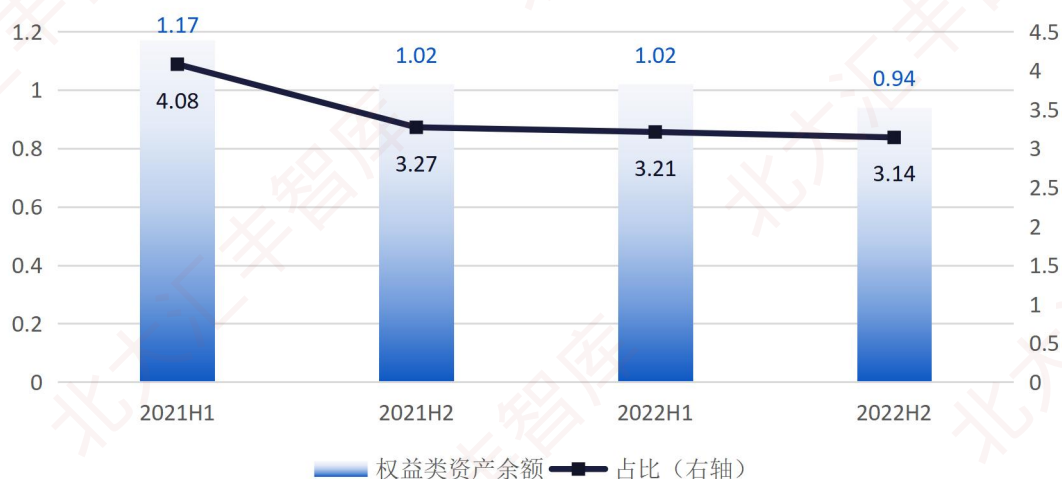


图 15: 银行理财权益资产配置规模与占比 (单位: 万亿元, %)

数据来源: 银行业理财登记托管中心, 北大汇丰智库-北京大学汇丰金融研究院资管研究中心

表 3: 各类金融机构调研上市公司次数

	2022H1	2022H2		2022H1	2022H2
基金公司	60948	67653	证券公司资管	3949	4677
私募公司	44731	55051	其他	3050	3571
证券公司	31083	43425	银行理财公司	2070	2862
投资机构	9983	11077	信托公司	1591	1737
保险资产管理	7530	8017	银行公司	759	793
保险公司	6816	7636	期货公司	287	353
外资机构	5482	5913	证券公司自营	258	281

数据来源: Wind, 北大汇丰智库-北京大学汇丰金融研究院资管研究中心

(3) 投资资产管理类产品较多, 可能难以及时调整底层资产配置

根据银行理财公司 2022 年下半年业务报告的数据, 大部分理财公司都持有了一定比例的资产管理类产品 (图 16)。平均而言, 穿透前投资金额有 37.12% 投向私募资管及委外投资类资产, 1.81% 投向公募资管及其他类资产, 58.12% 投向固收类资产, 3.05% 投向权益类资产; 穿透后投资金额 92.20% 投向固收类资产, 4.32% 投向权益类资产, 3.43% 投向公募资管及其他类资产 (图 17)。

一层嵌套下，理财公司可以看到持有的资管类产品的底层资产。尽管部分理财公司主导实际投资，仅使用公募、信托等机构的清算或交易服务，可以及时了解底层资产情况并作出反应。但不乏有部分理财公司对底层资产的掌控能力较弱，对权益类和固收类资产的投资都非常依赖外部机构，这可能导致底层资产价格下滑时存在调仓不及时的问题。

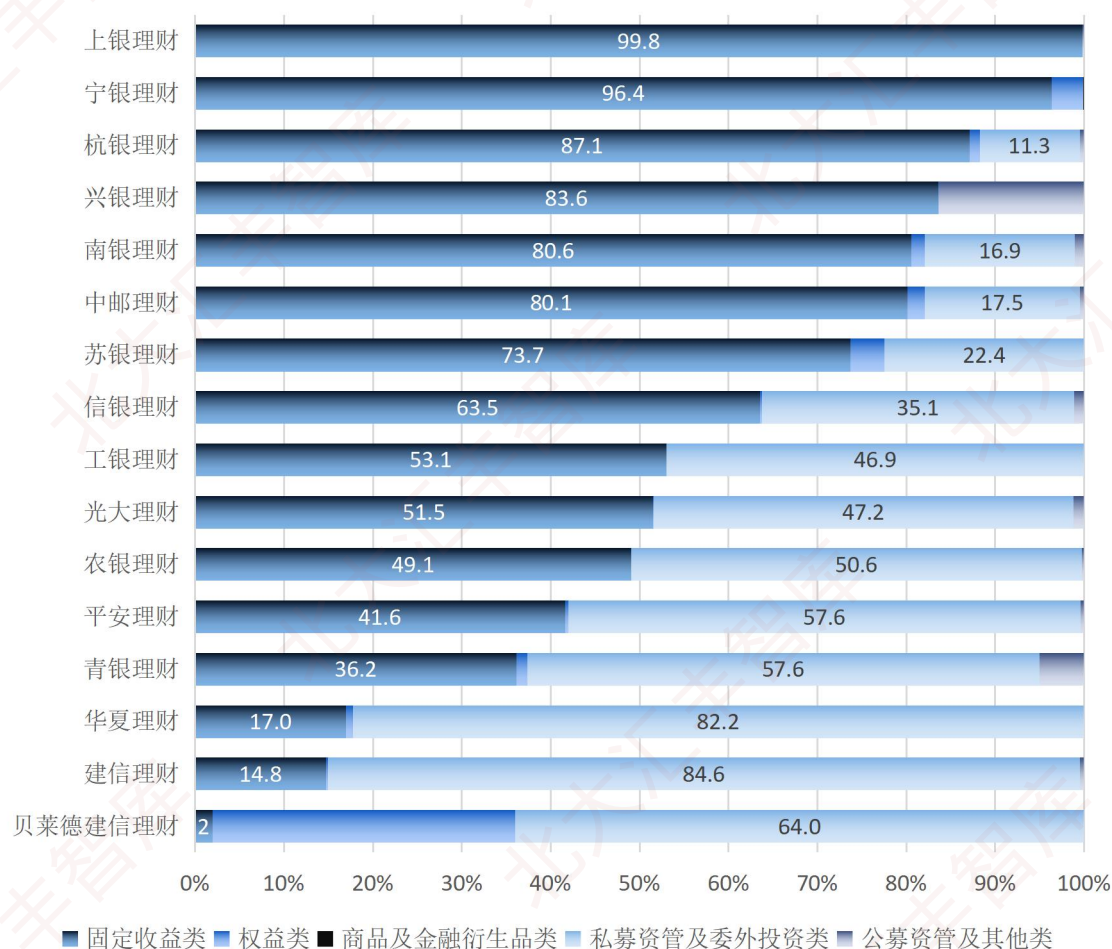


图 16：2022 末银行理财公司产品投资资产情况（穿透前）

注：固定收益类包括现金及存款、同业存单、债券、非标准化债权类资产等。私募资管及委外投资类包括私募基金、协议委外投资等。公募资管及其他类包括公募基金、代客境外理财投资 QDII 等。

数据来源：银行理财公司 2022 年下半年业务报告，北大汇丰智库-北京大学汇丰金融研究院资管研究中心

此外，理财产品投资的基金或存在抱团情况。权益类基金的抱团问题在 2019-2021 年尤为突出，医药、食品饮料、新能源等板块的基金抱团导致部分个股超涨估值虚高。市场下跌过程中，估值过高的抱团股会出现更加明显的下跌：2022 年基金重仓指数出现大幅下跌，1 月份下跌 12.11%，2 月小幅修复，3 月再次大幅

下跌 10.47%，跌幅明显超过上证 50（-5.91%）、沪深 300（-7.84%）、中证 500（-7.71%）、万得全 A（-7.52%）等宽基指数。

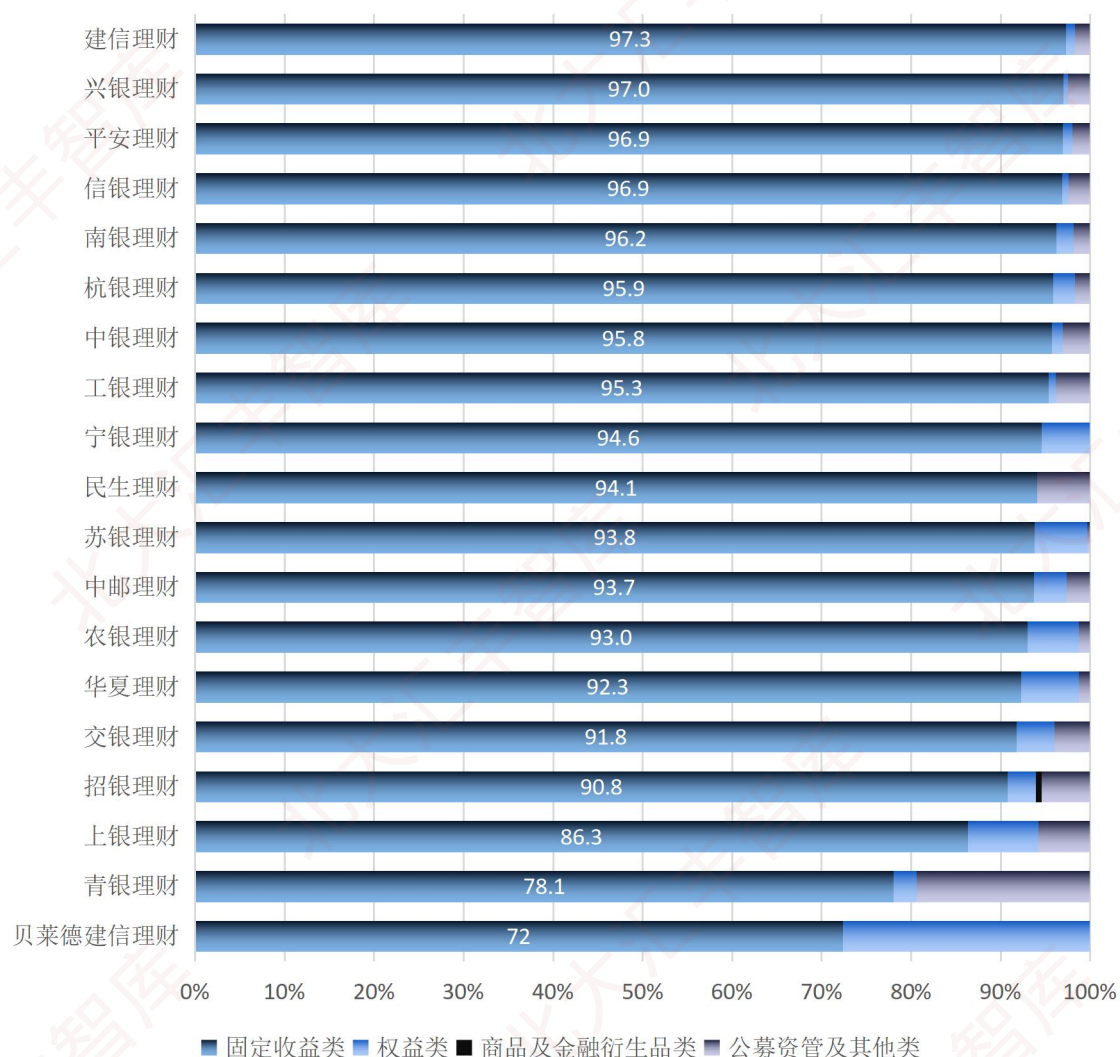


图 17：2022 末银行理财公司产品投资资产情况（穿透后）

注：固定收益类包括现金及存款、同业存单、债券、非标准化债权类资产等。私募资管及委外投资类包括私募基金、协议委外投资等。公募资管及其他类包括公募基金、代客境外理财投资 QDII 等。

数据来源：银行理财公司 2022 年下半年业务报告，北大汇丰智库-北京大学汇丰金融研究院资管研究中心

（4）薪酬激励不充分，人力投入不足

理财子公司普遍存在规模持续扩张、人力投入不足的矛盾。受限于商业银行限薪体系以及理财子公司协同母行为主的传统业务模式，大部分理财机构在人力团队配置、市场化薪酬激励方面略显不足⁴。人力团队配置方面，管理不够精细化，

⁴ 中金：理财子偏好配置哪些公募基金？https://mp.weixin.qq.com/s/EjKCni9vSH2NKh8jvtB_0A

银行理财公司的人均 AUM 高于大部分基金公司（图 18）。薪酬激励方面，考核不够市场化，银行理财公司人均薪酬低于公募基金与保险资管（图 19）。这一定程度阻碍银行理财公司汇集优质人才以深度覆盖投资标的，导致第一阶段底层资产价格下跌过程中银行理财公司的反应速度及反应策略不及公募基金等更成熟的资管机构。

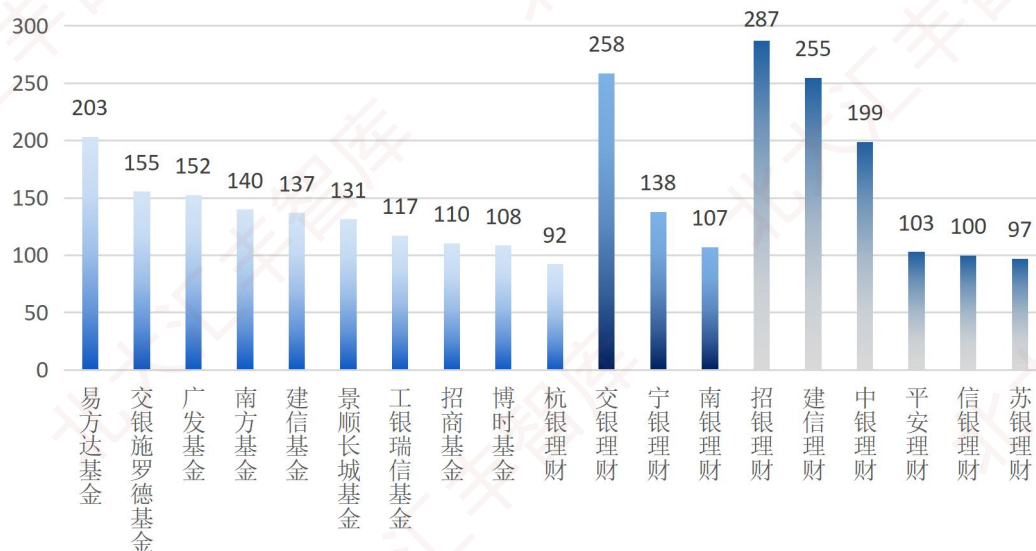


图 18：基金公司于银行理财公司人均资产管理规模（单位：亿元/人）

注：基金公司数据来源于 Wind，分母人数为投资经理人数。银行理财公司数据来源于公司官网及理财业务报告，杭银理财分母人数为投资经理人数，交银理财、宁银理财、南银理财分母人数为投资经理及以上职位的人数，招银理财、建信理财、中银理财、平安理财、信银理财、苏银理财分母人数为投资助理及以上职位的人数。

数据来源：银行理财公司业务报告，公司官网，Wind，北大汇丰智库-北京大学汇丰金融研究院资管研究中心

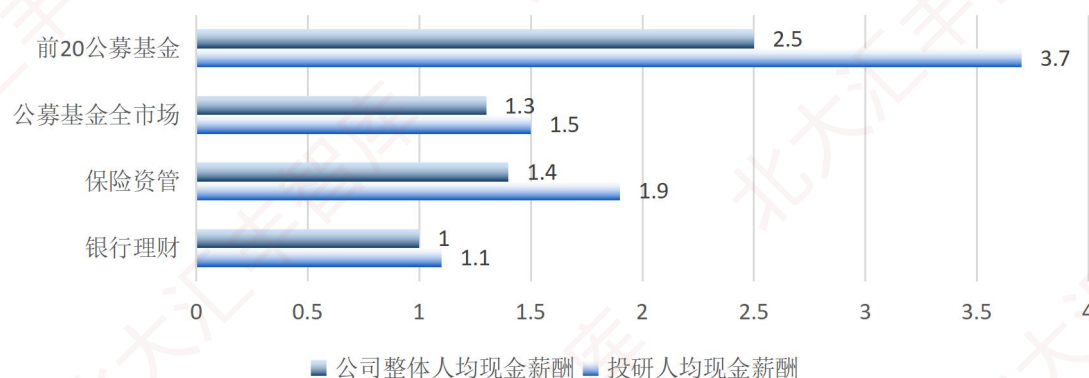


图 19：不同类型资管机构现金薪酬水平对比（以银行理财人均总薪酬为 1）

数据来源：BCG&光大理财《中国资产管理市场 2021》，中金公司研究部，北大汇丰智库-北京大学汇丰金融研究院资管研究中心

2、第二阶段“赎回潮”负循环中，负债端的问题

(1) 销售适当性管理不足，未做好投资者教育和风险等级划分

“赎回潮”说明理财公司的销售适当性管理存在一定缺陷。国际主流适当性制度主要从三个方面提供规范性指引：客户适当性、产品适当性、适当性匹配⁵。客户适当性指全面了解客户风险偏好，产品适当性指充分传递产品信息与风险，适当性匹配指合理判断产品是否适用于客户。

a) 客户适当性：投资者教育不足，个人投资者对净值型理财存在理解误区

截至 2022 年底，全市场个人理财投资者数量为 9575.32 万人，占比 99.01%，机构投资者数量为 95.95 万个，占比 0.99%，银行理财市场的投资者以个人投资者为主。个人投资者的风险厌恶程度往往较高，而许多银行网点不重视个人投资者的风险承受能力评估，风险测评流于形式现象较为严重⁶。资管新规下，银行理财产品的估值方式由摊余成本法转为市值法，投资者看到的收益曲线由一条上升的直线变成曲线。银行理财产品经历改革，但客户对银行理财稳健收益的预期并未随着产品转型而调整。理财产品净值化转型对投资者教育提出了更高的要求。

过去几年的债券牛市导致个人投资者对理财产品净值化没有足够清晰的认知，在 2022 年债市暴跌后，个人投资者才了解到净值型理财产品的实际风险情况，导致“破净潮”后理财投资者整体风格更趋保守。银行业理财登记托管中心数据显示，2022 年，其中风险偏好为一级和二级的个人投资者数量占比较去年同期进一步增加，分别增加 1.10 个百分点和 0.55 个百分点；风险偏好为三级及以上的个人投资者数量占比则相对减少。投资者难以接受理财亏钱体现了对净值化转型的不适应，投资者教育仍任重道远。

b) 产品适当性：R1 级理财产品风险水平远高于公募基金，评级规范性不足

将各风险等级的银行理财和公募基金产品表现对比可以发现，银行理财 R1 和 R2 产品的多项指标表现相近，平均收益率、最大回撤率、负收益产品占比的走势呈现高度一致性。在债市暴跌引发的“破净潮”中，银行理财 R1 产品风险控制远

⁵ 上海证券. 我国基金产品风险等级评定制度与完善.

https://www.amac.org.cn/businessservices_2025/fundevaluationbusiness/jjpiyw_pjzs/202009/P020200914610130562195.pdf

⁶ 银行理财风险评级藏隐患：部分产品风险与评级不匹配，客户风险评估标准“弹性大”.

https://www.sohu.com/a/426084220_120865676

不及公募基金，负收益产品占比和平均最大回撤率均较高。这意味着银行理财 R1 产品存在追求高收益而牺牲风控的现象。

具体来看：风险等级为 R1 的银行理财产品风险水平高于公募基金。2022 年 11 月，银行理财和公募基金 R1 产品平均收益率分别为-1.05%和 0.02%（图 2、图 20），负收益占比分别为 58.24%和 0.48%（图 3、图 21），最大回撤率分别为 46.87bp、00.16bp（图 4、图 22）。风险等级为 R2 的银行理财产品风险水平低于公募基金。2022 年 11 月银行理财和公募基金 R2 产品平均收益率分别为-1.23%和-4.20%（图 2、图 20），负收益占比分别为 75.37%和 77.83%（图 3、图 21），最大回撤率分别为 48bp 和 90bp（图 4、图 22）。风险等级为 R3 的银行理财产品风险水平低于公募基金。2022 年 3 月，银行理财和公募基金 R3 产品平均收益率分别为-3.24%和-50.36%（图 2、图 20），负收益占比分别为 83.75%和 95.22%（图 3、图 21），最大回撤率分别为 110p、933bp（图 4、图 22）。

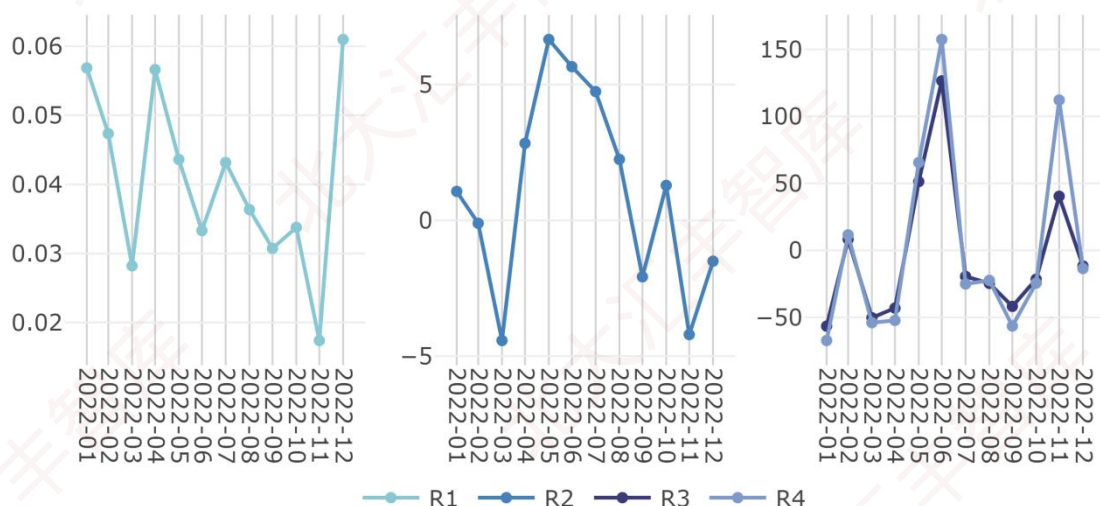


图 20：净值型公募基金各风险等级产品平均收益率（单位：%）

注：为保证可比性，统计月度数据时仅保留收益起始日在月初之前且收益截止日在月末之后的产品。为防止异常数据干扰趋势判断，统计时去除超过同风险等级当月平均累计收益率 6 倍标准差的产品。统计数据为月度累计年化收益率。

数据来源：东方财富 Choice，北大汇丰智库-北京大学汇丰金融研究院资管研究中心

R2、R3 级理财产品对权益类资产配置较少，较低的风险水平是对投资者稳健性预期的适应。但 R1 级理财产品却呈现出远高于 R1 级公募基金的风险水平，可以认为 R1 级理财产品的风险水平被低估，产品适当性管理存在较大缺陷。公募基金的分类下，R1 产品一般为货币基金，波动性低。低风险 R1 产品出现负收益极易造成恐慌，未控制好其回撤就可能对负债端出现较大问题。

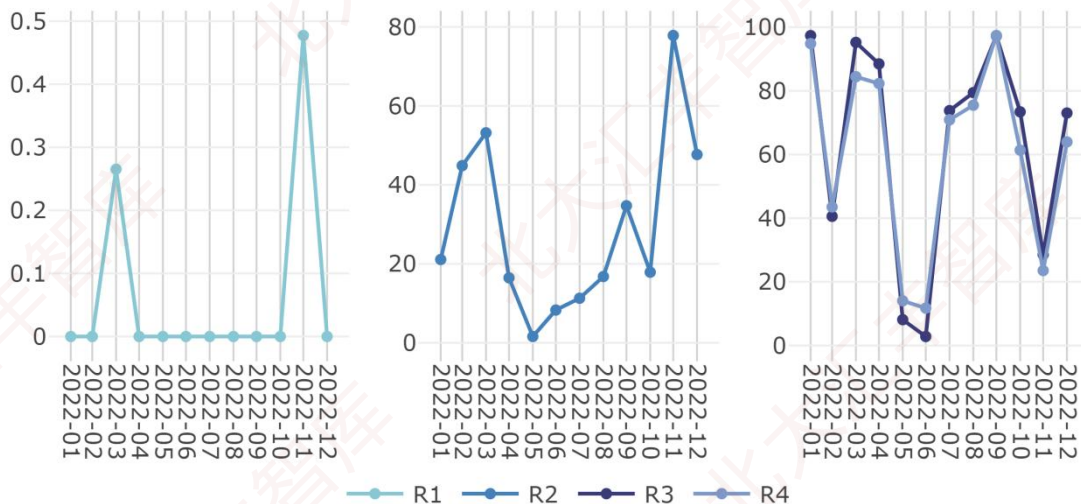


图 21：净值型公募基金各风险等级产品负收益产品占比（单位：%）

注：为保证可比性，统计月度数据时仅保留收益起始日在月初之前且收益截止日在月末之后的产品。为防止异常数据干扰趋势判断，统计时去除超过同风险等级当月平均累计收益率 6 倍标准差的产品。统计数据为收益率小于 0 的产品数量与上述条件筛选出的产品数量之比。

数据来源：东方财富 Choice，北大汇丰智库-北京大学汇丰金融研究院资管研究中心

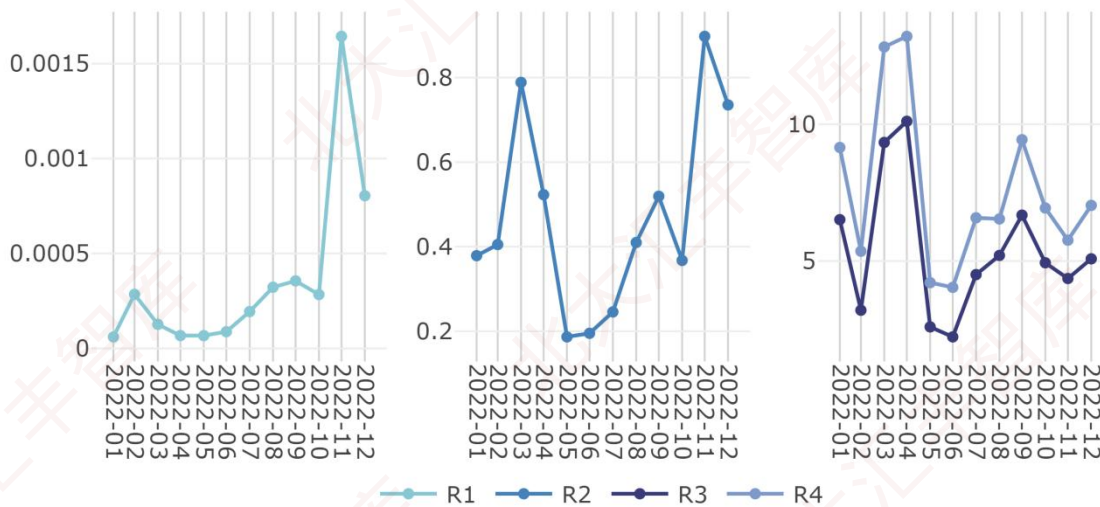


图 22：净值型公募基金各风险等级产品平均最大回撤率（单位：%）

注：为保证可比性，统计月度数据时仅保留收益起始日在月初之前且收益截止日在月末之后的产品。为防止异常数据干扰趋势判断，统计时去除超过同风险等级当月平均累计收益率 6 倍标准差的产品。统计数据为月初至月末区间内最大回撤率。

数据来源：东方财富 Choice，北大汇丰智库-北京大学汇丰金融研究院资管研究中心

目前银行理财产品的风险等级评定没有统一的规范标准，各家理财公司自行确定产品风险评级标准，因此可能会出现同一类型的理财产品在不同的公司所属的风险等级不同。虽然公募基金也存在分级标准不完全一致的问题，但大部分证券/基金公司都披露了具体的风险评级标准，且《证券期货投资者适当性管理办法》、

《基金募集机构投资者适当性管理实施指引（试行）》、《公开募集证券投资基金运作管理办法》等相关规定关于风险评级的指引更为全面。于此相比，没有银行或理财子公司对外公开披露其理财产品风险等级的评定标准细则。理财产品风险等级的释义仅在产品说明书中有所披露，但理财产品说明书中每款产品的投资标的、投资范围都描述的比较宽泛，投资者很难了解到理财产品的具体投向，因而也较难判断产品的实际风险高低。模糊的风险评级不利于适当性匹配，会造成投资者对产品风险认知混乱。

（2）投资信息披露不充分，“黑箱”更易造成恐慌

“破净潮”后出现许多关于提高投资者教育的文章提倡“买者自负”。但“买者自负”的前提应是“卖者尽责”。目前银行理财公司的信息披露仍存在较多不足，理财产品信息披露的质量不高，信息披露的完整性、及时性有待提升，尚未充分实现“卖者尽责”。

目前监管对银行理财的信披规定主要在规范理财产品售前的推介材料，但售后的运行信息披露仍存在标准化程度不高和及时性不足的问题。理财产品的持仓情况不透明也可能导致恐慌挤兑。净值波动下，若投资者无法及时得知理财产品的投资情况、调仓情况等信息便倾向于做最坏的打算“及时止损”。尽管 11 月债券市场由于预期转向和流动性收紧而出现价格下跌，但在没有系统性风险的情况下，高信用等级债券的违约可能性仍旧较低，持有至到期仍可获得预期收益。投资者教育和信息披露质量问题是理财产品出现恐慌式赎回的重要原因。

（3）声誉风险管控不及时，第二轮“破净潮”时自购力度不足

公司自购有助于向市场传递信心，但第二轮“破净潮”时，银行理财公司似乎并未使用好这个工具稳定市场情绪。2022 年末，银行理财公司存续规模为 22.24 万亿元，基金市场资产净值为 25.97 亿元，两类机构产品体量较为接近。3 至 4 月共有 5 家银行理财发布自购消息，自购金额共 28.5 亿元；11 至 12 月则仅有杭银理财一家发布自购消息，自购金额 1 亿元（表 4）。

东方理财 choice 金融终端数据显示，3 至 4 月共有 53 家机构参与基金自购，合计认购 12.39 亿元；11 至 12 月共有 54 家机构参与基金自购，合计认购 22.95 亿元。基金公司的自购力度在市场恐慌程度较大时有所加强，而银行理财公司却并未针对市场情绪做出相应的反应。

表 4：银行理财公司 2022 年自购情况统计

公司	公告时间	自购金额（亿元）	产品类型
光大理财	2022 年 3 月	2	权益类、混合类
南银理财	2022 年 3 月	5	-
中邮理财	2022 年 3 月	6.5	混合类
兴银理财	2022 年 4 月	10	权益类、混合类、固收类
招银理财	2022 年 4 月	5	权益类、固收类
广银理财	2022 年 7 月	10	混合类、固收类
杭银理财	2022 年 12 月	1	固收类

数据来源：中国理财网，北大汇丰智库-北京大学汇丰金融研究院资管研究中心

三、总结与政策建议

1、固收类产品存在同质化难题，应突出养老特色，发展长久期产品，形成差异化发展策略

大资管时代，险企、公募等机构“抢食”高等级信用债，高等级信用债配置效率较低，银行理财公司固收类资产投资存在一定的同质化问题。在优质固收类资产稀缺，非标资产配置空间被逐步压缩的情况下，理财公司“青涩”的投研体系导致理财产品定位变得模糊。银行理财产品打破刚兑后，脱离母公司的“保护伞”，产品特色被削弱，同质化问题突现。许多风险厌恶的投资者赎回理财转向表内储蓄，2022 年存款增势一路上扬，存款超预期增加；风险承受能力较高的投资者则转向信息更透明的基金产品。包括公募基金、券商资管、保险资管等在内的资产管理机构，在投研体系建设上已经过较长时间的积累，专业能力较突出，风格较鲜明，而银行理财产品的特点尚不突出。

银行理财相对于基金行业的优势是资产种类有优势，非标资产、银行同业类资产等能较好起到稳定净值的作用。部分非标资产占比较高的理财公司其产品收益也较高。如平安理财和建信理财在 2022 年下半年北大汇丰银行理财公司竞争力排名中分别位列第二位和第六位，其穿透后非标资产占比分别为 10.41%和 4.18%。

但非标资产流动性较差，要求产品有更长的封闭期。2023 年以来，期限在 3 年以上的理财产品数量占比减少，由 2022 年末的 32.60%降至 2023 年 5 月的 33.53%（图 23）。长期限产品的数量占比较少，不利于银行理财公司发挥优势。

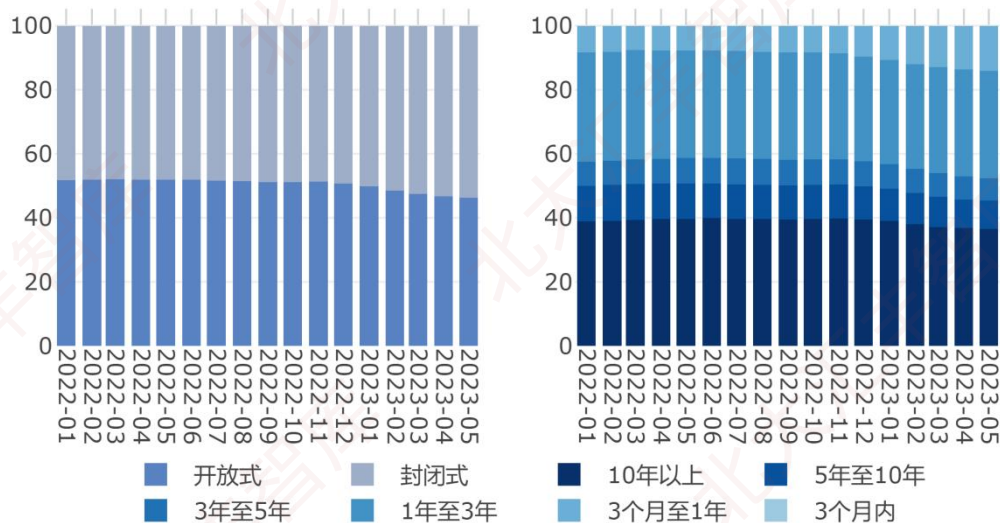


图 23：理财公司存续产品数量封闭式占比；长短期占比（单位：%）

注：根据月末存续产品数量作图。

数据来源：Wind，北大汇丰智库-北京大学汇丰金融研究院资管研究中心

目前，仅养老试点理财产品等部分长久期产品拥有较为宽裕的非标资产配置空间。此外，普益标准数据显示，2021-2022 年试点发行的 50 只养老理财中 90% 采用混合估值法进行估值⁷，适应了投资者对理财低风险的预期。近年来，养老理财产品开启试点工作。2021 年 9 月，4 家理财公司在深圳、青岛、武汉和成都等地开展试点。2022 年 3 月，养老理财产品试点进一步扩容，参与机构扩大到 11 家理财公司，试点地区扩大到 10 个城市。截至 2023 年一季度末，养老理财产品共发行 51 只，累计发行规模 1004.9 亿元，投资者人数合计 46.7 万⁸。银行理财公司应积极布局久期较长且或能争取税收优惠的养老理财产品，适度延长产品封闭期，发挥理财业务成熟稳健的资产配置优势，创设符合长期养老需求和生命周期特点的养老理财产品，挽回部分风险偏好较低的客户的资金。

2、权益投研能力待投入建设，短期内可发展 FOF 类产品，但长期仍应提升直接投资能力，提升服务实体经济效能

权益类资产投资方面，2022 年以来，银行理财公司调研上市公司次数呈上升趋势，且上升幅度高于大部分金融机构（图 24）。但相较于其资产管理规模，银行理财公司的调研次数仍非常之少。理财子公司的权益投资能力在短期内很难弥

⁷ 中金固收《混合估值法在资管产品中的应用与启示》. <https://mp.weixin.qq.com/s/e5MbR8dWIAS7RkvPY3qTKg>

⁸ 澎湃新闻《截至一季度末，养老理财累计发行 1004.9 亿、投资者超 46 万》2023-04-26.

https://www.thepaper.cn/newsDetail_forward_22863180

补，而 FOF 型理财产品是理财短期内布局权益市场的重要方式。FOF 型理财产品通过公募基金间接实现了对权益类资产的配置。

但中长期看，理财公司仍应重视投研团队建设，在资产配置上逐步提高权益资产配置比例，将投资方式逐步从委外向直接投资过渡，提升理财产品的长期收益水平。非标资产的时代红利或将逐步褪去，未来理财公司增厚产品收益更需要依靠标准化资产配置能力与择时能力⁹。随着市场的无风险收益率下行，中低风险理财产品业绩承压，理财公司多元化资产配置的拓展可能已迫在眉睫，权益、衍生品等资产的投研能力构建需尽快落地。

此外，银行理财产品应关注实体经济融资需求，创新产品设计。我国经济步入新旧动能转换期，这要求社会融资更多地由间接融资转向直接融资，提升服务实体经济效率。表内储蓄的超预期上升不利于提升直接融资比重而更高效地服务实体。银行理财公司应进一步关注风险厌恶投资者的需求，加快产品设计与布局。未来，理财产品可以强化多资产组合投资策略，降低对单一品种的依赖，鼓励布局 REITs 等资产，积极为高端设备、航天航空、生物技术等战略新兴产业和科技企业提供投资支持和理财服务，深刻把握国家碳达峰、碳中和过程中的发展机遇，加大绿色、低碳领域的资产配置，增大服务实体经济的深度与广度。

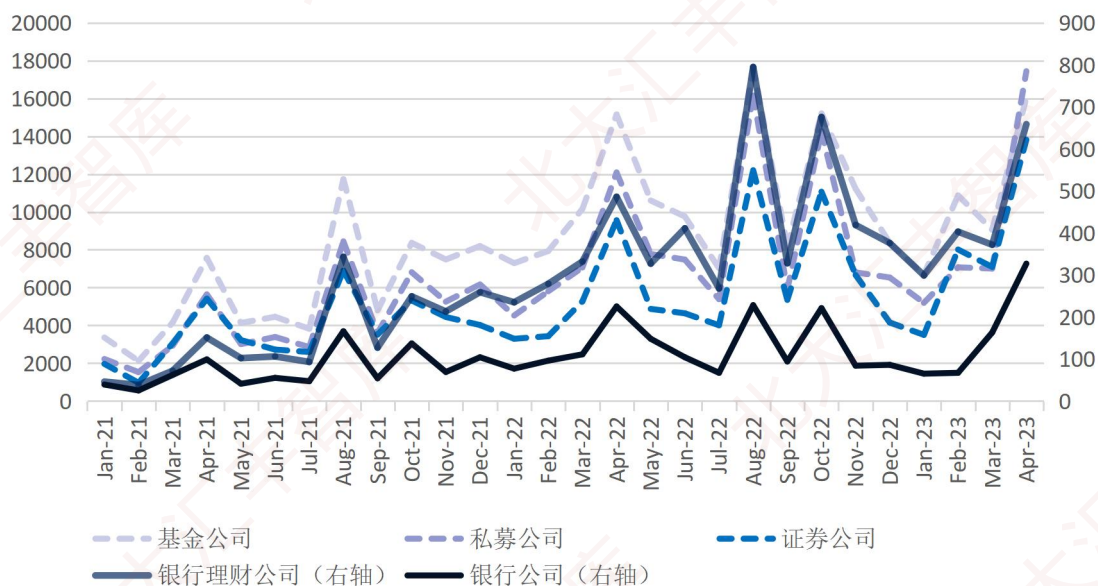


图 24：金融机构调研上市公司总次数（单位：次）

数据来源：Wind，北大汇丰智库-北京大学汇丰金融研究院资管研究中心

⁹ 中金 | 理财行业大变局：三大视角重构理财市场. <https://mp.weixin.qq.com/s/rmEEFGGrFSHCGDzfrhEZBhg>

3、建设市场化薪酬激励机制，提高人力投入

目前银行理财公司得益于母行的体系协同，资产管理规模位于资管行业首列，但银行理财公司的薪酬激励市场化程度和人力投入程度普遍不及其他资管机构。

《中国资产管理市场 2021》数据显示，理财子公司平均薪酬相较公募基金仍有一定差距，且公募基金的激励性薪酬比例更高，70%的薪酬来自于浮动薪资，而理财子人均固薪和人均浮薪分别占比 52%和 48%。

资管行业具有明显智力资本要素驱动的特征，海外顶尖银行系资管在人力资源布局方面遵循高投入、高激励、高创收的商业模式。国际头部银行系资管员工费用支出保持高位，占当期营业收入的区间在 35%-40%左右。而国内理财子公司受限于商业银行限薪的体系的管制，资管业务员工费用支出可能难以匹配资管行业发展特征。2020 年，招商银行、平安银行、工商银行、建设银行、宁波银行员工费用支出占营业收入的比例分别为 20%、13%、16%、14%、25%，理财子的薪酬“天花板”较国际标准仍有待逐步开放¹⁰。

银行理财公司应**建立以业绩为导向的市场化薪酬激励体系**，提升浮动薪酬占比，包括与投资业绩和募资额挂钩的奖金机制、超额收益分成、跟投及股权激励等，使创收能力决定薪酬水平，实现高创收和高激励形成良性互动。同时，**薪酬激励机制应多元化**，针对资管业务特征充分激励团队尽责管理，保障客户、公司与员工三方共赢的局面。例如，可参考摩根大通资管建立的“基础薪酬+短期激励+长期激励”的薪酬激励机制，在基础薪酬之上设有现金激励、留存股权、受限股票单位、绩效股票、递延现金奖励与强制投资者计划等 6 大类薪酬激励形式。此外，**应提升研究团队的稳定性**。专业稳定的员工团队是改善资管业绩的根本，摩根大通杰出人才留用率自 2012 年以来始终高于 95%。应确立清晰的晋升路径，以更好的职业发展机会吸引并留住人才。

4、需警惕混合估值法导致刚兑预期加大，应切实做好客户适当性匹配，发展大模型智能投顾

两轮破净风波后，以“摊余成本法”为卖点的混合估值理财产品被快速推出。混合估值理财产品结合了摊余成本法和市值法，即对持有至到期且以收取合同现

¹⁰ 中金看海外：如何成功定位银行系资管与母行的关系？

<https://caifuhao.eastmoney.com/news/20220127112641648753710>

金流量为目的的部分资产采用摊余成本法，对其余资产采用市值法进行估值。具体来看，混合估值理财产品约 60%-80%资产配置固收类，以持有到期为主，采用摊余成本法估值，收益基本可事前确定，便于稳住产品净值波动；20%-40%资产以灵活交易为投资目标，通过久期调整与波段交易博取收益机会，采用市价法进行估值；0-10%权益及衍生品类资产以绝对收益为投资目标，以低波动优先股为主，采用市价法进行估值。

混合估值法理财产品有以下特点：1) 均为封闭式产品。由于采用摊余成本法估值的部分资产必须为长期持有的固收类资产，故该类理财产品在流动性上做出了一定的牺牲。2) 产品期限均高于 3 个月。“资管新规”要求加强久期管理以降低期限错配风险，封闭式资管产品期限不得低于 90 天。3) 风险较低。绝大多数产品风险等级为 R2，存在极少部分 R3 产品，符合风险厌恶和波动厌恶的客户需求。混合估值法的流行在数据上体现为封闭式、中期限产品在新发理财产品中占比增加。2023 年存续理财产品中，期限在 3 个月至 1 年（含）的比例上升，由 2022 年末的 9.65% 上升至 2023 年 5 月的 14.03%，期限在 1 年至 3 年（含）的比例上升，由 2022 年末的 32.60% 上升至 2023 年 5 月的 33.53%（图 23）。

混合估值理财产品以低波动和稳健性作为卖点，满足大部分个人投资者偏保守的投资需求，是适应当下投资者风险偏好的一种折中选择。但这种模式下，投资者无法及时了解底层资产风险变化，或掩盖资产的真实风险。摊余成本法平滑产品净值曲线波动，容易给投资者形成“刚兑”假象，导致投资者刚兑预期加大，若实际到期兑付收益未达预期，积聚的信用风险或将爆发。这会在一定程度上加大风险监测难度，可能导致风险在金融系统内部聚集。未来银行理财公司仍应做好投资者教育，强化理财产品信息披露和风险揭示，严格做好投资者适当性管理。同时，应利用好正在兴起的大语言模型（Large Language Model），设计高效洞察客户需求、快速触达客户的信息系统，利用大语言模型发展智能投顾。

5、2023 年低风险产品占比增多，但风险分类机制并未改善，应重视产品适当性管理，提升风险评级规范性

2023 年存续理财产品中，R1 产品占比持续上升（图 25）。2022 年 R1、R2 产品数量平均占比分别为 1.43%、60.77%，2023 年 1 月至 5 月 R1、R2 产品数量平均占比分别为 2.82%、63.61%，R1、R2 产品数量占比均有所增加。低风险产品

占比持续提升是对理财客群整体较为保守风险偏好的主动适应。

但 2023 年以来，R1 和 R2 理财产品的走势依旧非常相似，R1 和 R2 风险等级没有区分度（图 26），这意味着 R1 产品的风险控制情况可能并未改善。目前银行理财产品的风险类型划分和风险揭示仍处于粗犷阶段。

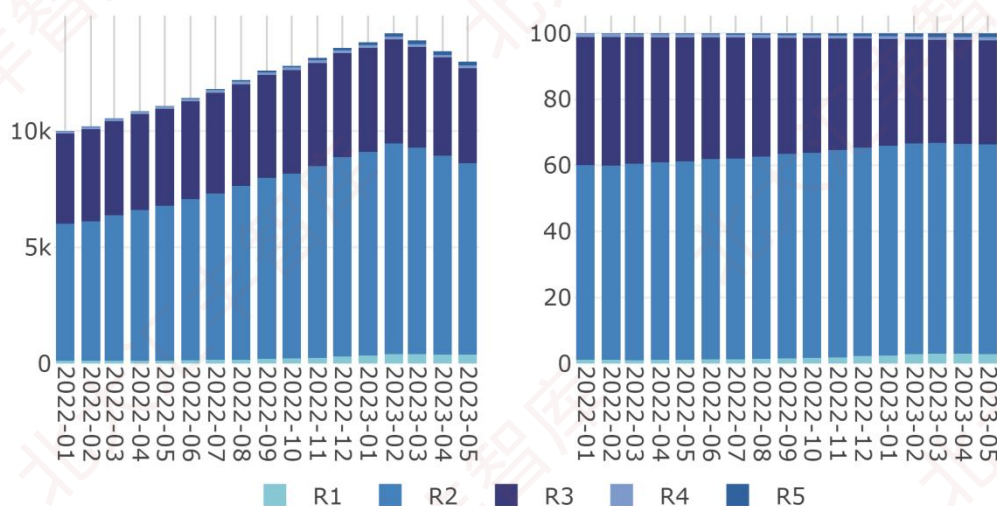


图 25：理财公司存续产品数量风险等级分布（单位：只；%）

注：根据月末存续产品数量作图。

数据来源：Wind，北大汇丰智库-北京大学汇丰金融研究院资管研究中心

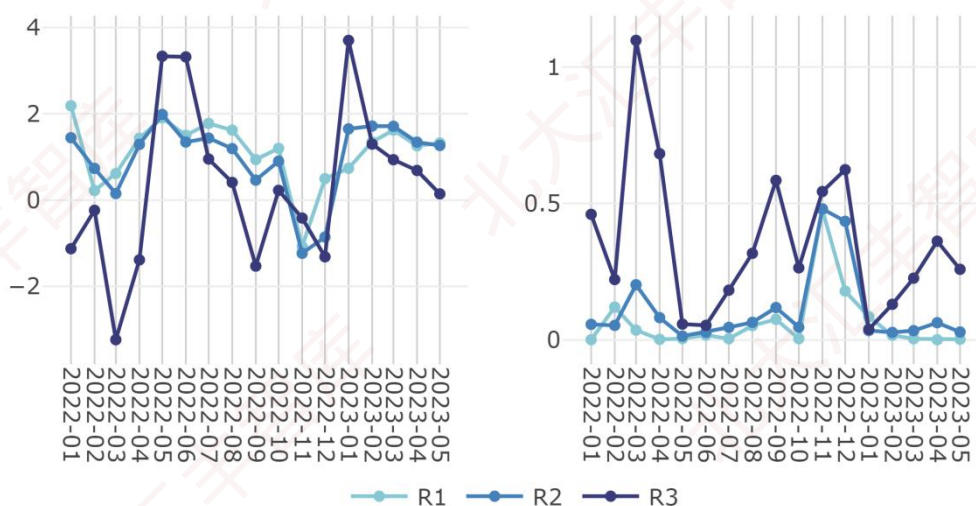


图 26：理财公司 R1、R2、R3 产品平均收益率；最大回撤率（单位：%；%）

注：为保证可比性，统计月度数据时仅保留收益起始日在月初之前且收益截止日在月末之后的产品。为防止异常数据干扰趋势判断，统计右图累计年化收益率时去除超过同风险等级当月平均累计收益率 6 倍标准差的产品。

数据来源：Wind，北大汇丰智库-北京大学汇丰金融研究院资管研究中心

销售适当性是理财市场有序发展的基础保障，产品风险分类是销售适当性制

度的重要组成部分。当前各银行理财公司在风险评级方面暂未形成共识，影响理财产品风险水平向投资者有效传递。监管机构应主导建立明确的风险等级框架，统一市场关于理财产品风险等级的共识，有效且清晰地传递不同理财产品的风险水平。应通过制度化设计尽可能降低信息不对称对投资者带来的负面影响，避免投资者风险认知紊乱，促进投资者建立清晰的对风险层次的理解，从而有效保护投资者利益，确保理财市场的公平有序和健康发展。同时，尤其需要关注低风险理财产品的风险划分机制。

此外，可鼓励理财公司采用第三方机构进行风险评级。采用第三方机构评级一方面评价方法相对独立，有助于提升评价结果可信度，提高投资者对风险评价结果的信任程度；另一方面有助于降低监管成本，监管机构可以仅通过对第三方评价机构的风险评价方法监管来实现对全市场风险等级的监控。

6、理财产品信息披露规则实施不统一，应完善信息披露平台建设，推动信息披露标准的规范化

虽然资管新规和理财新规等文件对理财产品信息披露内容、披露频率和披露渠道等方面进行了规定，但由于没有统一的信息披露平台，也没有明确具体的信息披露格式或模板，目前各理财公司对信息披露监管要求的理解存有差异，信息披露情况差异较大。如，理财新规明确规定公募理财定期报告需分别列示直接和间接投资的资产种类、投资比例，但许多理财公司存在定期报告数据合并披露的问题，没有按监管标准对每项投资资产种类逐一披露。再如，定期报告中投资规模占比前十项的资产，部分公司披露的是穿透前，部分披露的是穿透后。

此外，理财产品的产品代码不统一，阻碍投资者了解产品信息。理论上全国银行业理财信息登记系统登记编号应为统一一致的官方编码，但由于部分理财产品存在同一个登记码分不同的份额分开运作的情况，因而产品登记码难以作为唯一识别标识整合产品信息。不同于公募基金，其代码简洁且在 Wind、同花顺等各平台基本统一，理财产品在各金融数据平台上的编码方式各不相同且代码较长。这导致理财产品信息披露不顺畅，不便于投资者查询产品信息。

理财业务信息披露监管要求起步较晚，信披渠道与信披内容方面与基金仍有较大差距，相关要求散见于各市场或业务法规和自律规定，缺乏系统性的监管底线要求。中国银行业协会 2020 年 9 月启动了《理财产品信息披露指引》课题研究

工作，现已过去近 3 年却仍未有研究成果，银行理财的信息披露问题尚未得到足够的重视。尽管中国银行业协会发布了理财信披的自律规范，如 2022 年 12 月 30 日发布《中国银行业理财业务自律规范》和《理财产品业绩比较基准展示行为准则》，2023 年 5 月 23 日召开研讨会拟完善《理财产品过往业绩展示行为准则》，但指引和自律规范未能完全落地实行，监管力度仍旧不足。

充分的信息披露是打破刚性兑付的关键。银行理财公司应提高信息披露的质量，充分发挥信息披露对行业健康发展的促进作用。一是应提高信息披露内容的连贯性，信披监管应覆盖理财产品发行、存续、到期的全流程。二是应贯彻穿透监管的原则，充分披露底层资产的类别和投资比例等信息。三是应用好数字化方式，打造功能完全的信息披露系统与平台，统一各渠道的信息披露规范。



PHBS 智库

北京大学汇丰商学院

北大汇丰智库 (The PHBS Think Tank) 成立于 2020 年 7 月，旨在整合北京大学汇丰商学院各院属研究中心，统筹协调资源，重点从事有关宏观经济、国际贸易与投资、金融改革与发展、粤港澳大湾区可持续发展、城市与乡村发展、海上丝路沿线国家经济贸易与合作等领域的实证分析与政策研究，打造专业化、国际化的新型智库平台。北大汇丰智库由北京大学汇丰商学院创院院长海闻教授兼任主任，智库副主任为王鹏飞、任颀、魏炜、林双林。



北大汇丰智库微信公众号



PHBS 智库
北京大学汇丰商学院

深圳市南山区丽水路2199号北京大学汇丰商学院 518055

Peking University HSBC Business School, Xili University Town, Shenzhen, China

TEL: (+86)755 2603 2270 EMAIL: thinktank@phbs.pku.edu.cn

<http://thinktank.phbs.pku.edu.cn>