



丁安华：关于理财产品赎回 风波的再思考



意见领袖 | 招商银行研究

2022 年末，银行理财市场出现一轮赎回潮。进入 2023 年，赎回潮已逐渐平息。目前市场的讨论仍集中于对事件的描述。笔者认为，不能忽视这场风波所带来的深刻启示，思考的重点应该放在理财行业如何应对产品净值波动常态化的长期挑战上，以促进理财行业长期健康发展。



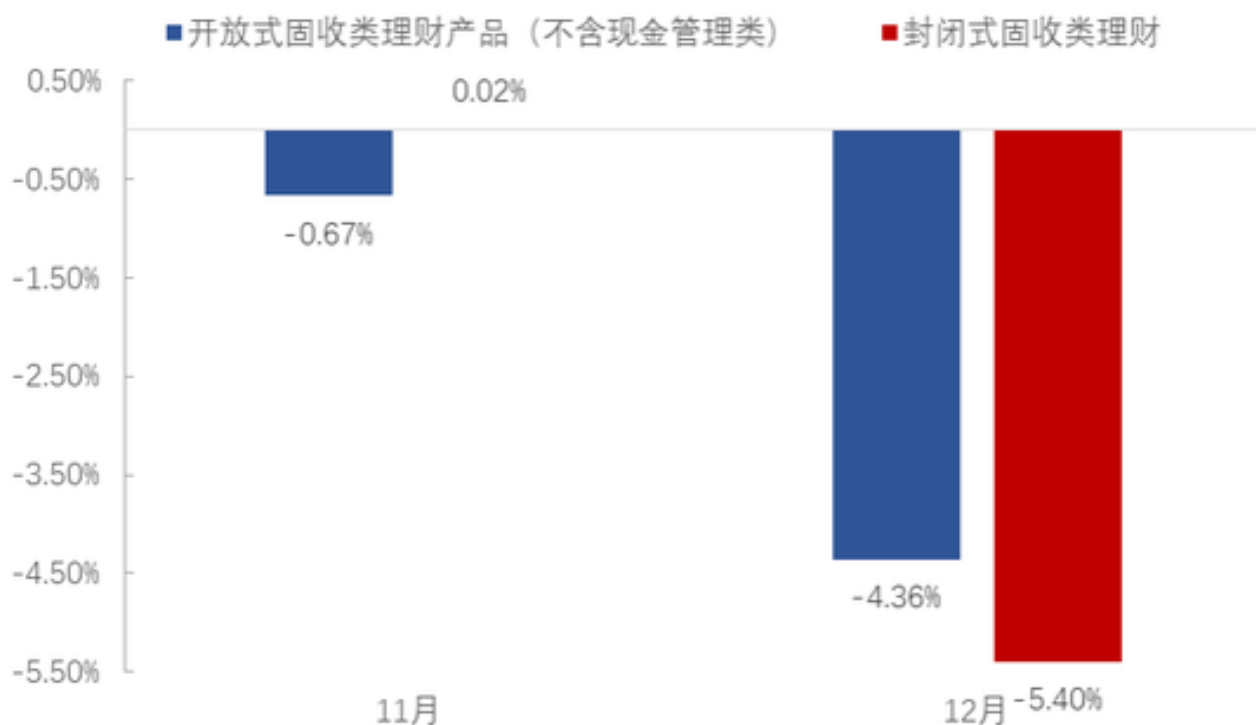
一、2022 年末理财产品赎回潮的起因

历史上，理财市场曾经多次出现集中赎回现象。不过，2022 年末的赎回潮是在理财产品净值化转型、资管新规正式落地的背景下发生的。从现象上看，客户对于产品净值的负向波动，以及净值收益远不及固定或区间数值的业绩比较基准非常不适应，理财机构的投资与销售策略单一，导致

出逃交易拥挤，本质上是理财产品收益、风险、流动性“不可能三角矛盾”的一次出现。

本次赎回潮有以下市场背景。一是 2022 年 11 月后我国防疫政策超预期优化调整，稳增长政策密集出台，投资者对经济复苏的预期不断上调，风险偏好上扬，债券收益率上行风险开始显现。同时，2022 年四季度以来银行间资金利率开始上升，年终商业银行开始准备跨年资金，机构抛售短端利率产品（特别是同业存单）的压力被放大。二是过去较长一段时间，各理财机构的投资策略与销售策略同质化严重，大规模发行短债类理财产品，收益率曲线的短端交易拥挤。三是在理财产品投资的债券中，多数信用债的流动性相对较弱，银行表内资金等承接意愿低，尤其是永续债、非金融含权债、二级资本工具等品种，其市值波动较大且不能通过摊余成本法平滑收益，对理财产品形成了较大的赎回和滚动发行的压力。

图 1：2022 年 12 月末理财产品的年化收益率



资料来源：普益标准、招商银行研究院

上述因素发生共振，短端利率上升导致拥挤的短债产品交易出现踩踏，并从利率债向信用债扩散，赎回潮就此开始。产品净值下滑引发客户赎回，赎回压力又迫使理财机构进一步抛售资产，市场价格进一步下跌，引发产品净值大幅下降甚至出现“破净”，刺激客户持续进行赎回，赎回产品与抛售资产陷入螺旋循环，并在2022年末达到高峰。2022年12月末，全市场存续的开放式固定收益类理财产品（不含现金管理类）、封闭式固定收益类理财产品近1个月的年化收益率平均值分别为-4.36%和-5.40%，环比分别下跌3.69个百分点和5.42个百分点（见图1）。

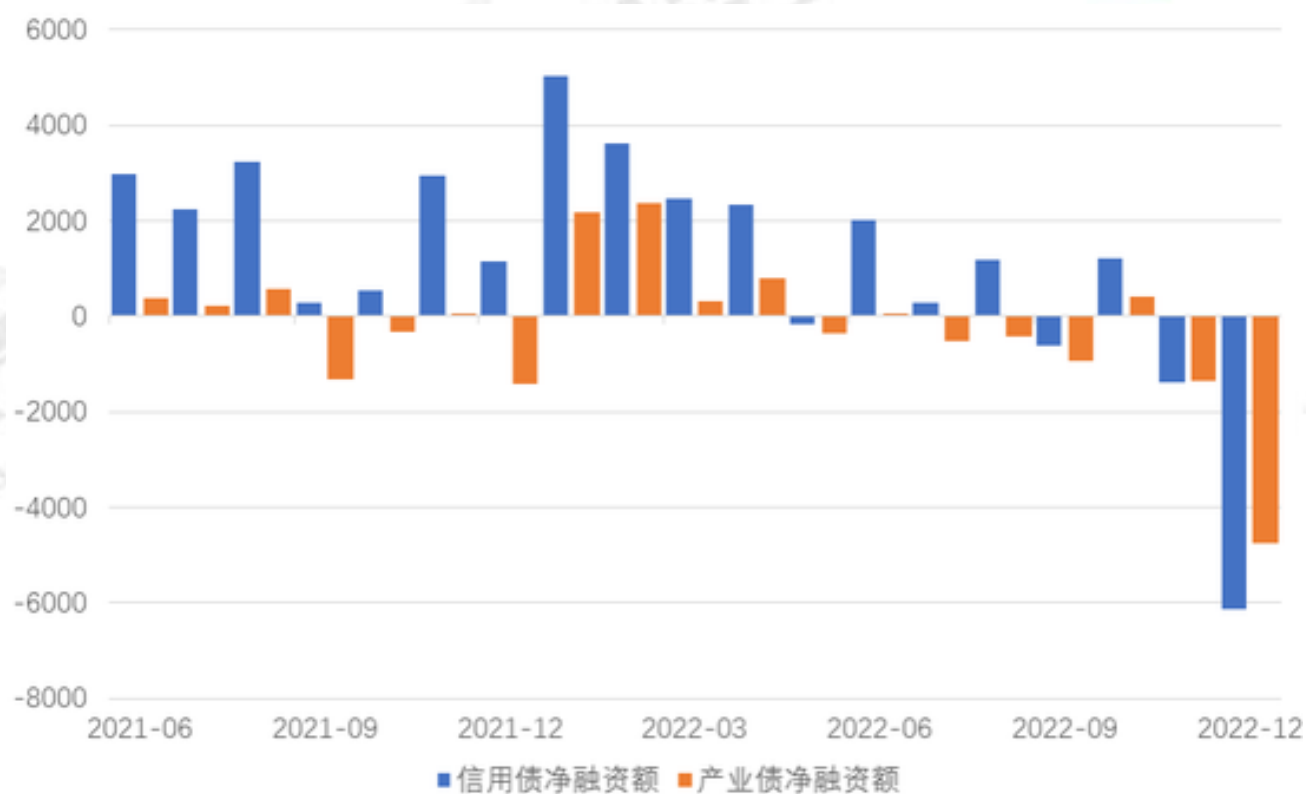
二、理财产品赎回潮影响实体经济

此次赎回潮令理财机构措手不及。银行理财规模出现大幅收缩。根据

普益标准的数据，截至 2022 年四季度末，理财产品存续规模共计 26.85 万亿元，较三季度末大幅下降 0.78 万亿元，为近 4 年来首次出现四季度环比下降。其中，固定收益类产品规模减少 0.78 万亿元，现金管理类、混合类、权益类产品规模增加 0.14 万亿元，商品衍生品和其他类产品减少 0.14 万亿元。

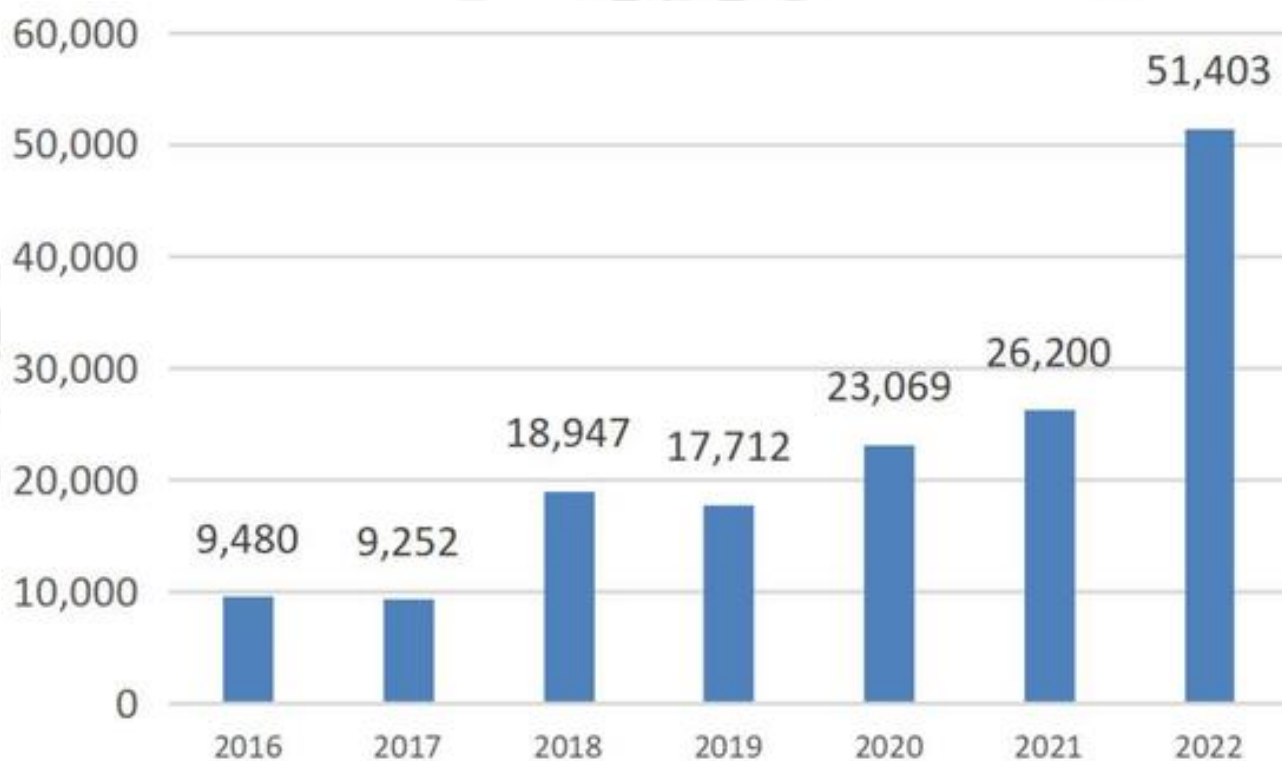
此次赎回潮除了冲击理财市场与债券市场，还不可避免地蔓延到一级市场。债券市场遭遇抛售，首先发生在同业存单上，随后向利率债和银行资本债蔓延，并最终在信用债上发酵。信用债流动性相对较弱，一度出现流动性枯竭。在此背景下，信用债出现暂停或推迟发行，发行人融资难度加大，融资成本上升。从社会融资规模数据来看，2022 年 11—12 月信用债净融资额出现收缩，这两个月分别下降 1396 亿元和 6125 亿元。其中，产业债净融资额下降较多，这两个月分别下降 1363 亿元和 4750 亿元（见图 2）。客户赎回产品后，资金大规模转向存款，商业银行临近年末两个月居民户新增存款高达 5.14 万亿元，为历年之最，是 2021 年同期的两倍（见图 3）。

图 2：信用债、产业债的月度净融资额（亿元）



资料来源：彭博、招商银行研究院

图 3：金融机构历年 11—12 月居民户新增人民币存款规模（亿元）



资料来源：Wind、招商银行研究院

三、理财机构的应对措施

为了平抑赎回潮，理财机构采取了一系列应对措施，其目的是降低产品净值波动。一是通过降低收益来控制波动，如将产品大比例（80%甚至更高）配置到存款上，相应降低债券持仓，使净值在很小的幅度内波动。

二是通过放弃流动性来寻求确定性，如增加与资产期限完全匹配的、封闭

预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_52785

