非标配置整改倒计时 部分理财收益、流动性或生变

中经记者 张漫游 北京报道

日前，国家金融监督管理总局发布《资产管理信托管理办法》（以下简称“新规”），其中两条规定备受银行理财市场关注。

一是“单个资产管理产品管理人管理的全部资产管理产品，投资基础资产涉及非标准化债权类资产的同一信托产品，投资同一信托产品的信托单位合计不得超过该信托产品信托单位合计的百分之五十”；二是“开放式信托产品的开放周期不得低于7天”。

新规将于2027年1月1日起执行，届时日开户的数量将不许新增，存量户的规模或可增长。2029年年底存量规模必须清零。业内人士认为，影响最大的是以非标资产为主要底层配置的理财产品，尤其是配置单一非标的产品。此外，有望改变理财的委外模式，比如可能转向券商资管和基金专户以满足流动性需求，而信托也有望不断加强主动管理能力。

理财行业迎结构性调整

新规将推动部分机构加快存量产品改造，并重新审视非标资产在组合中的配置定位。

浦银理财方面告诉《中国经营报》记者，新规进一步明确了非标信托的集中度、投资者适当性和开放周期等要求，体现了加强风险管理、保护投资者权益、推动资管行业规范发展的监管导向。在行业非标资产占比已处于较低水平的背景下，新规的影响更多体现为业务结构和产品运作方式的调整。“非标资产在服务实体经济、丰富理财资产配置来源等方面仍具有一定价值，但其业务发展将更加考验机构的资产筛选、风险定价和投后管理能力。对理财公司而言，关键不是单纯追求配置规模，而是在合规审慎的前提下，提升综合投资管理和精细化运作能力。”

新规对理财投资非标资产的实际影响，首先体现在集中度约束上。广银理财方面告诉记者，新规对理财投资非标资产的实际冲击，主要体现在单家管理人管理的全部资管产品投资同一非标信托的比例不得超过50%。这意味着，单家机构无法再单独投资，必须与其他机构或产品共同投资。而实际操作中的难点在于，各机构在资产偏好、准入标准、产品形态上存在差异，共同投资过程中的协调成本会显著上升，投资效率会大幅下降。

开源证券方面分析指出，近年来，非标资产对理财公司而言是稀缺优质资产，且与分支行客户资源关联度较高，理财公司之间共享非标资产意愿或较低，实操上寻找其他机构（如保险资管、别家信托）“拼单”的可能性较大。但各家在非标的风险认定、准入门槛上有一定差距，带来一定的实操难度。

“但也要客观看到，集中度约束本质上是风险分散机制，单一项目的风险由多家机构共同承担，有助于保障理财产品资金的稳健兑付。同时，鉴于理财产品持有非标占比整体较低，新规的宏观冲击是渐进的、结构性的，主要体现在依赖非标资产的特定产品类型上，对全行业并不构成整体性冲击。”广银理财方面称。

此外，新规新增信托开放期不得低于7天的规定。开源证券方面分析称，理财产品由于无法在中债登开户且投资工作量较大等原因，很多通过开放式信托投资标准化资产（存款、债券、基金等），以兼顾流动性和便利性。若信托无法日开，便利性将明显下降，对于理财产品的吸引力将受到影响。

“整体而言，存量整改以禁新增、自然到期为主，但2027年起新增非标业务须直接符合新规，非标供给和收益增厚能力同步收缩。因此，新规对理财行业整体冲击有限，结构性压力集中于仍依赖非标增厚收益和日开信托做流动性安排的产品。”普益标准研究员黄轼剡说。

从行业背景来看，理财资金对非标资产的配置已明显收缩。《中国银行业理财市场季度报告（2026年三季度）》显示，截至三季度末，理财持有非标1.71万亿元。

惠誉评级亚太区金融机构评级董事徐雯超告诉记者，此次规则调整对理财行业整体规模和短期运行的扰动预计有限，但将推动部分机构加快存量产品改造，并重新审视非标资产在组合中的配置定位。“近年来，理财资金对非标资产的配置已明显收缩，投资重心逐步转向债券、同业存单及公募基金等标准化工具。不过，对于仍将非标信托作为较高票息来源，或用于协调资产期限与产品流动性安排的管理人而言，规则变化的约束更为直接。”

从产品类型看，黄轼剡指出，受影响最直接的是两类产品。一是依赖非标增厚收益的固收类产品。此类产品同时受集中度、组合投资、非标封闭化运作等规定的约束，产品发行难度增大，且非标与标品利差收窄后，存在一定的业绩下滑压力。二是以日开信托承担流动性管理功能的现金管理类和短持有期产品。日开信托退出后，原有低成本、便利化的流动性管理链条需重构。

广银理财方面也认为，影响最大的是以非标资产为主要底层配置的理财产品，尤其是配置单一非标的产品。此类产品受集中度约束后，可投非标规模收窄，产品的发行规模和发行节奏都会受到直接影响。

行业转向多资产与精细化配置

理财公司需要通过多资产、多策略组合，在风险可控的前提下丰富收益来源。

面对规则变化，行业普遍处于跟踪评估阶段。记者从广银理财方面了解到，新规出台时间较短，行业普遍处于跟踪评估阶段，后续可能调整的要素包括但不限于相关产品的发行规模、业绩比较基准、产品期限等。整体来看，理财行业将顺应监管导向，优化非标资产的配置结构和投资方式，推动业务平稳过渡。“目前，全市场理财产品中，含非标产品占比整体较低，敞口有限，非标压缩对全系列产品收益的影响可控。近年来，各家理财公司均在积极探索多资产、多策略产品布局，包括但不限于权益、转债、打新等资产，未来也将会通过资产多元化实现产品收益的平稳衔接。”

浦银理财方面告诉记者，该公司将按照监管要求，结合存量资产到期节奏和产品实际运作情况，稳妥有序推进相关调整。“对于存量业务，重点做好资产管理、风险监测和产品流动性安排；对于新增业务，严格执行集中度、投资者适当性和开放周期等要求，优化资产筛选和组合配置。在产品运作层面，将进一步提升高流动性资产的管理能力，使产品开放安排与底层资产期限、流动性更好匹配；在机构合作层面，更加重视合作机构的主动管理、投研和风控能力，推动合作由单一产品运用向专业化管理能力协同转变。”

京华世家家族办公室董事长聂俊峰告诉记者，新规落地对银行理财公司而言，是主动转型窗口叠加监管倒逼，双向合力推动理财公司离开非标舒适区，金融市场无风险利率持续下行，长周期低利率时代背景已经对银行理财过去“浓眉大眼”的固定收益形象形成了倒逼，此次新规更让银行理财在固定收益资产获取上增添了“被动推着走”的色彩。“在银行理财公司行业出现以前，商业银行内部曾经戏称‘银行非标理财的结构为：项目是分行的，资金是零售和私人银行的，总行资产管理部就是记账的’。银行理财公司的成立，本来就是为了增强主动资产管理能力。随着新规对非标信托投资比例、投资门槛双重约束，单纯依靠拿非标‘躺赢’的路径被压缩。中长期来看，行业必然从拼资产资源，转向多资产、多策略的组合管理能力。当然，转型不是一蹴而就的，团队投研、风控、产品体系都需要时间重构。”

理财机构相关业务调整举措一览

▶对于存量业务，重点做好资产管理、风险监测和产品流动性安排。

▶对于新增业务，严格执行集中度、投资者适当性和开放周期等要求，优化资产筛选和组合配置。

▶在产品运作层面，将进一步提升高流动性资产的管理能力，使产品开放安排与底层资产期限、流动性更好匹配。

▶在机构合作层面，更加重视合作机构的主动管理、投研和风控能力，推动合作由单一产品运用向专业化管理能力协同转变。



郭婵媛/制图

徐雯超告诉记者，相关机构需提高底层资产甄别标准，降低对单一项目或单一信托计划的依赖，并优化组合配置的分散程度。非标资产持续压缩将对理财产品收益形成一定下行压力，可替代的资产并不多。理财公司或可增加中高等级信用债、金融债、资产证券化产品，以及二级资本债和永续债等具有相对较高票息的品种配置；部分期限较长、客户风险偏好较高的产品，也可考虑扩大对公募REITs、可转债和权益相关策略的配置比例。不过，这些替代资产往往伴随更高的久期、估值波动、信用利差或流动性风险，因此并非无成本替代。展望未来，行业将更多依靠精细化的久期管理、信用研究和多资产配置来稳定产品回报，而不是简单以更高风险资产替代非标。

“不同资产在收益来源、波动水平和流动性等方面各有特点，产品实际表现也受到市场环境、配置时点和组合管理等多重因素影响。理财公司更需要通过多资产、多策略组合，在风险可控的前提下丰富收益来源。”浦银理财方面谈到，具体而言，可以以高等级信用债、利率债、同业存单等作为稳健底仓，并结合产品风险等级和客户需求，审慎配置公募REITs、红利策略、可转债及其他多资产策略，通过分散配置和动态管理改善组合的风险收益特征，不以简单提高风险敞口作为增厚收益的手段。

在聂俊峰看来，其他的资产很难完全复刻过去非标固收的收益、波动、久期三位一体的特征。同时，银行理财在资金端也仍然面临着客户对银行理财形成的根深蒂固的“稳健固收形象”。“ABS成熟度较高，可以作为固收板块重要补充；公募REITs提供实物资产现金流赛道，具备长期配置价值，但流动性、估值波动、底层项目供给都存在约束。三者叠加能够拓宽资产池，但很难简单填平之前非标带来的稳定收益缺口，投资者也要逐步接受收益分层、波动分化的新格局。”

理财产品净值波动背后：多资产配置对冲逻辑面临考验

中经记者 慈玉鹏 北京报道

近日，国内股债市场出现阶段性调整，市场波动有所加大，理财产品净值随之起伏。

长银理财、中邮理财、工银理财、农银理财等机构陆续发文解读市场调整原因，建议投资者理性看待本轮市场震荡，勿频繁调整持仓。

《中国经营报》记者采访了解到，这轮波动是多重因素叠加的结果，如估值整改推进、多资产配置的对冲逻辑受到考验等。短期来看，随着市场情绪逐步平复，纯固收类产品净值有望逐步修复。中长期来看，估值整改接近尾声，潜在的净值波动压力可能有所上升，低波稳健型产品将减少。

投资者应当把理财产品看作是有波动的净值型产品，以持有期收益而非每日净值来评估其表现。要按资金期限和风险承受能力选择产品，现金管理类、纯债类、“固收+”类合理搭配，避免因短期回撤而恐慌性赎回。

多元因素叠加

就近期净值波动，农银理财方面发文表示，本轮市场波动主要为市场谨慎情绪集中释放所导致的短期调整。长期来看，我国经济基本面持续向好的格局没有改变，债券市场中长期配置逻辑依旧稳固。从政策面来看，目前央行继续实行宽松的货币政策，保持连续净投放，同时出台明确的稳市举措，向市场释放出积极信号。

工银理财方面发文表示，应理性看待本轮市场震荡原因。境内权益方面，外部来看，美联储加息预期升温与长端利率高位震荡压制全球风险资产估值，海外科技股盈利不及预期冲击投资者情绪；内部来看，市场处于业绩验证与预期再定价窗口，板块迎估值业绩重新匹配，前期科技板块高集中度与高融资盘加剧负向反馈、放大抛压。黄金方面，本轮金价下行直接推力是全球权益市场大跌的外溢效应，股市调整引发抛售黄金换取流动性。此外，美国经济韧性及美联储独立性重塑带来美元信用叙事修复，也对金价构成估值压制。

对于上述市场波动，天府立言金融研究院院长曾刚表示，一是净值化之后，底层资产价格会真实、及时地映射到每日净值上，债市调整、久期交易拥挤、信用情绪扰动，都会直接体现为净值下行。二是估值整改推进，产品不能再靠摊余成本法等方式平滑波动，隐藏的波动被还原，低波稳健类产品的数量和空间都在收窄。三是多资产配置的对冲逻辑受到考验，以往股、债、黄金之间负相关或低相关，可以互相对冲，但近期这些资产同步承压，对冲效果大打折扣，部分“固收+”产品波动明显，说明产品设计和风险管理仍有短板。四是投资者预期偏差，不少人默认低风险固收类产品几乎不会亏损，对波动更敏感。因此，这次波动既有市场层面的短期扰动，也暴露出行业从刚兑思维向净值化转型过程中的不适应，短期波动应被视为常态而非异常。

未来，各类产品净值走势如何？一位国有银行人士表示，现金管理类产品向上空间有限，一方面存款利率下行、宽货币环境压制短端利率，另一方面季末、月末仍有脉冲式资金扰动，收益会小幅起落但难有趋势性回升。纯固收类产品短期仍会震荡分化，信用分层加速。“固收+”产品分化明显，权益市场估值压力已有缓解，继续大幅下杀的空间相对有限，但短期难现趋势性行情。商品及金融衍生品类产品的不确定性高，走势与海外加息路径、实际利率和油价高度绑定，若加息延续，金价大概率偏弱震荡。

曾刚表示，短期来看，随着市场情绪逐步平复，纯固收类产品净值有望逐步修复，但低利率环境下优质高息资产供给不足，收益中枢难以明显抬升，大概率维持低位震荡。现金管理类产品受存款利率和政策利率下行牵制，收益将在低位徘徊，上行空间有限。“固收+”类产品的表现取决于权益和转债市场，若股市企稳，弹性会好于纯债，但波动仍会存在。混合类、权益类和商品衍生品类产品将继续高度依赖市场行情，波动较大。中长期来看，估值整改接近尾声，潜在的净值波动压力可能有所上升，低波稳健型产品将减少。行业会继续向净值化、多元化转型，竞争的核心也将从规模扩张转向投研能力、资产配置和回撤管理水平。

立足长期看净值

普益标准数据显示，截至10月末，理财产品今年以来平均年化收益率1.83%，环比下降22.42BP。其中，固定收益类、混合类、权益类、商品及金融衍生品类产品今年以来的平均年化收益率分别为2.00%、-0.24%、-14.94%、-44.80%，分别相比9月末下降19.59BP、150.75BP、1241.88BP、3470.75BP。此外，仅现金管理类产品今年以来的平均年化收益率上涨为1.14%，相比9月末提升0.25BP。

曾刚表示，现金管理类产品主要投向短期存款、同业存单、逆回购等短久期资产，对长端利率和权益市场波动不敏感，因此在10月市场动荡中相对稳定。0.25个基点的小幅回升，更像是收益率下行后的触底企稳，不宜解读为趋势反转。它的收益中枢仍受低利率环境约束，整体处于低位。商品及金融衍生品类产品的下滑，则主要源于策略高度集中于期货、期权等高波动品种，价格一旦剧烈震荡，净值弹性极大。而且，这类产品数量少、样本小，个别产品的大幅亏损就会显著拉低平均值，数据存在一定的统计放大效应。权益类、混合类产品同理，此类产品弹性高、对市场更敏感。这种两端分化，恰恰反映了不同产品风险收益特征的差异。

目前市场情况下应如何应对？曾刚表示，对机构而言，关键是把回撤管理做实、做细。可按低、中、高波动设定产品档位，预设最大回撤目标和修复期限，建立分层风险预算，逼近阈值即触发预警调仓。在配置上，既要增加低相关资产，也要警惕多资产同涨同跌的情形，不能把分散配置当作万能保险。在市场拥挤时，要主动降低权益等弹性资产的敞口，同时强化投资者沟通，把回撤成因和修复节奏讲清楚，纠正“‘固收+’等于保本”的误解。

上述国有银行人士表示，对银行分支行来说，应把适当性做实，讲清楚“业绩比较基准不是预期收益，更不是承诺收益”，销售环节的风险测评、双录和留痕不能走过场。同时，把客户分层做细，短期备用金对应现金管理产品和货币基金，一年以上的资金对应纯固收产品，能承受波动的资金才配置“固收+”产品。对投资者而言，可以先看原因再看动作，本轮波动主要来自交易层面的估值扰动，债券票息仍在持续积累。

长三角科技产业金融研究联盟秘书长陆岷峰告诉记者，理财净值化转型工作已持续多年，目前应进行“沟通升级”。第一，信息披露要彻底告别过去常用的“力争”“稳健”这类文学语言，要直接写数量化的指标；第二，客户分层不能仅靠风险测评问卷，而应该按资金到期日、本金来源、亏损容忍度等做一个动态分池，短期要用的钱不配置长久期资产。第三，要做到收益来源多元化，不能将资产全押在加久期和加杠杆上，而要多做票息策略、套利交易、打新、优先股、ABS夹层这些低相关性资产。第四，极端行情下要事先准备好标准化预案，要在产品合同与销售材料里披露触发式管理的规则。

对于投资者，曾刚表示，应当把理财产品看作是有波动的净值型产品，以持有期收益而非每日净值来评估其表现。要按资金期限和风险承受能力选择产品，现金管理类、纯债类、“固收+”类合理搭配，避免因短期回撤而恐慌性赎回。

农银理财方面提示，从理财产品的持仓结构来看，大部分理财产品以债券为主要资产，债券的特点是在持有期间能够持续获取票息收益，拉长时间看产品，随着债券票息的不断积累，前期的产品净值回撤有望逐步得到修复。从债券市场历史数据来看，短期调整并不改变债市长期趋势，在当前时点下频繁调整持仓，不仅无法获取赎回—申购期间的收益机会，还可能错过后续市场修复所带来的净值回归。