

理财公司多路出击寻找净值“减震器”

业内：应加速回归投研驱动与精细化运营

记者 张欣然

在理财产品全面净值化的当下，如何在合规框架内熨平波动、安插对净值回撤高度敏感的理财客户，成为银行理财公司今年的头号焦虑。近期，上海证券报记者调研发现，为追求净值曲线的平滑，银行理财公司开始密集试水协议式回购、摊余成本法债券基金等替代性工具。

尽管监管部门持续推进理财估值整改，但是新套路依旧层出不穷。多位业内人士在接受上海证券报记者采访时表示，随着监管部门对估值公允性的要求日益严苛，单纯依赖“技术性平滑”的空间已大幅收窄。在低利率与优质资产欠配并行的环境下，银行理财公司的核心竞争力必须从做稳净值数字，加速回归到投研驱动与精细化客群管理的资管本源。

理财公司“花式”稳净值

为了在波动市场中留住客户，银行理财公司正试图通过配置特定属性的资产，人为降低产品的净值波动率。从协议式回购到借道公募基金，各类“减震”手段层出不穷，但也伴随着流动性错配的隐忧。

上海证券报记者了解到，协议式回购正成为部分理财资金回流的重要配置方向。作为一种非标准化的点对点交易，该模式通常以国债、政金债等高等级资产为抵押，锁定回购期限与利率，持有到期即可还本付息。

一位券商自营交易员对上海证券报记者表示，由于协议式回购不依赖二级市场交易价格，不存在浮动估值兑现问题，其收益确定性高、对市场波动敏感度低，在市场平稳期能有效平滑理财产品净值。

但硬币的另一面是潜在的流动性风险。该交易员表示，该类资产的稳定性高度依赖资金面宽松程度及交易对手的履约能力。一旦资金面阶段性收紧或流动性快速收缩，协议式回购可能面临集中到期与续作受阻的压力，甚至在机构间引发连锁反应。此外，由于该业务多发生在交易所市场，受制于账户体系与跨市场转托管效率，极端行情下可能因跨市场流动性摩擦而放大资金压力，这对机构的流动性管理与交易结构设计提出了更高要求。

除协议式回购外，公募摊余成本法债券基金也逐步进入银行理财公司视野。此类产品通过买入并持有策略摊余收益，净值曲线相对平滑。然而，其6至12个月的封闭期设置，与理财产品高频申赎的负债端特征存在明显的期限错配。

“摊余成本法债基虽稳，但缺乏流动性弹性，且牺牲了资本利得机会。”一位银行理财渠道销售人员对上海证券报记者表示，在实际操作中，理财机构难以直接大规模配置。

为突破这一约束，部分机构开始探索借道信托通道进行结构化安排，即通过信托计划承担流动性管理职能（如设置每日开放），而底层资产则沿用摊余逻辑。在业内人士看来，这种模式在一定程度上兼顾了流动性与稳定性，但其运行效果仍取决于资金面的边际变化及机构自身的头寸调度能力，适用边界有待观察。

在资产端探索之外，部分产品的运作模式也引发市场关注。有公募基金机构销售向上海证券报记者透露，个别产品通过设置高额赎回费抬高短期资金进出成本，在小规模阶段通过封闭运作积累漂亮业绩，待曲线形成后再谋求规模扩张，随后循环孵化新账户。

在资产端探索之外，部分产品的运作模式也引发市场关注。有公募基金机构销售向上海证券报记者透露，个别产品通过设置高额赎回费抬高短期资金进出成本，在小规模阶段通过封闭运作积累漂亮业绩，待曲线形成后再谋求规模扩张，随后循环孵化新账户。

业内人士普遍认为，此类做法虽然在短期内能改善产品展示效果，但实质上并未提升投研与管理能力。其长期可持续性存疑，且涉及对投资者公平性的考量，未来对产品设计的透明度及投资者适当性管理将提出更严峻的合规挑战。

估值重构倒逼风险显性化

在理财公司积极寻觅合规“减震”工具的同时，监管部门对伪平滑操作的围堵也在持续升级。

上海证券报记者注意到，近年来，监管层持续强化对理财公司的规范化管理，坚决叫停了包括违规跨期产品收益、借道信托通道调节净值，以及滥用收盘价估值或自建模型修饰净值等一系列偏离资管新规精神的操作。

业内人士认为，上述操作本质上是通过会计手段掩盖市场波动，其维持净值的低波动只是表面假象，并非源于真实的投研与大类资产配置能力。按照监管导向，凡是损害估值公允性、阻碍净值化转型的模式，都正面临全面出清。

随着估值定价的全面退场，理财产品净值正从“隐匿波动”转向“真实反映”，这也对机构的风险管理提出了更高要求。

有估值相关从业者对上海证券报记者表示：一方面，过去，部分低流动性信用债长期按面值估值，仅体现利息收入，潜在的信用风险和流动性风险未能充分显性化。引入公允估值后，资产价格波动将更加及时地反映在净值中。另一方面，投资者赎回行为的顺周期性可能增强。银行理财客户以风险偏好较低的个人投资者为主，在净值下行阶段更易出现集中赎回。若管理人被迫抛售资产应对流动性需求，可能形成“净值下跌—抛售—估值再下调”的负反馈循环，市场共振风险值得关注。

在此背景下，夯实估值质量成为破局关键。中国人民银行发布的《银行间债券市场债券估值业务管理办法》规定，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，发挥不同估值的交叉验证作用，防范单一估值产品错漏或终止的风险。

中债资信估值业务部负责人宋伟健对上海证券报记者表示，按照监管要求，理财机构作为产品的管理人，核心责任在于审慎选择公允的估值源，确保底层资产价值计量的可靠性。

“理财公司的竞争力正加速回归资管本源。”受访人士普遍认为，应对净值波动与收益下行的终极方案，在于投研能力的重构与客户管理的精细化。

“在净值化深水期，理财公司真正的护城河必须回归到投研驱动。”一位银行理财投资经理对上海证券报记者表示，理财机构需着力构建以多资产配置为核心的主动管理能力。这意味着不能仅局限于单一债券市场，而应强化对宏观周期与大类资产定价的研究，提升跨市场（涵盖股、债、非标、衍生品）的挖掘与组合能力，从而降低对债券行情的单向依赖，打造具备穿越周期韧性的产品体系。

在修炼投研内功的同时，负债端的精细化管理亦是稳净值的关键一环。鉴于银行理财客群整体风险偏好较低、对回撤高度敏感，有受访人士建议，机构需深化渠道建设与客户分层：一方面，通过差异化的产品设计，提升跨市场（涵盖股、债、非标、衍生品）的挖掘与组合能力，从而降低对债券行情的单向依赖，打造具备穿越周期韧性的产品体系。

“在净值化深水期，理财公司真正的护城河必须回归到投研驱动。”一位银行理财投资经理对上海证券报记者表示，理财机构需着力构建以多资产配置为核心的主动管理能力。这意味着不能仅局限于单一债券市场，而应强化对宏观周期与大类资产定价的研究，提升跨市场（涵盖股、债、非标、衍生品）的挖掘与组合能力，从而降低对债券行情的单向依赖，打造具备穿越周期韧性的产品体系。

在修炼投研内功的同时，负债端的精细化管理亦是稳净值的关键一环。鉴于银行理财客群整体风险偏好较低、对回撤高度敏感，有受访人士建议，机构需深化渠道建设与客户分层：一方面，通过差异化的产品设计，提升跨市场（涵盖股、债、非标、衍生品）的挖掘与组合能力，从而降低对债券行情的单向依赖，打造具备穿越周期韧性的产品体系。

金价“过山车” 银行理财配置逻辑迎“压力测试”

记者 张欣然

近期，国际金价从屡创新高大幅跳水再到快速反弹，波动显著放大，不仅让黄金本身成为焦点，也使部分挂钩黄金的银行理财产品净值随之起伏。

多位业内专家在接受上海证券报记者采访时表示，金价短期波动并不意味着其避险逻辑失效，反而构成了对银行理财产品配置能力的一次现实检验。在全面净值化的背景下，本轮波动为投资者上了一堂生动的风险认知课。

交易拥挤下的情绪宣泄

多家机构认为，黄金市场近期波动剧烈，更多是情绪与资金博弈的结果，而非根本性的根本性逆转。

工银理财在公众号发布观点称，本轮贵金属行情呈现典型的快涨快跌特征。今年初，在美联储降息预期与地缘政治风险的共振下，全球资金加速涌入黄金市场，定价美元信用走弱逻辑。然而，随着“鹰派”人物凯文·沃什可能接任美联储主席的消息传出，市场预期陡然反转。

“获利盘的集中了结成压垮骆驼的最后一根稻草。”工银理财称，在关键点位失守后，期货杠杆平仓与量化交易反向卖出叠加，导致市场出现踩踏式下跌。

尽管短期波动剧烈，但机构对黄金的长期逻辑依然坚定。招银理财发布的观点认为，过去两年，黄金已从传统避险资产演化为全球宏观新周期下的核心配置资产。

“这轮行情的本质，是围绕信用货币体系重构的宏大叙事。”招银理财分析称，随着美国财政赤字扩张及全球央行持续增持，黄金正逐步从投资资产升级为主权储备资产，其定价逻辑已由金融周期向货币周期切换，成为多极化货币体系中的重要价值锚。

南开大学金融发展研究院院长田利辉对上海证券报记者表示，黄金在理财产品配置中的战略地位不会发生根本性逆转，但其战术重要性正在提升：战略层面，黄金作为终极避险工具和货币信用对冲工具的功能更加凸显；战术层面，金价在一定区间内灵活调整，用以应对地缘政治或货币政策的不确定性。

波动中的“卫星”角色未变

金价巨震之下，市场关注的焦点也转向黄金理财产品能否承受住压力。

上海证券报记者自公开途径查询到，招银理财旗下产品“招银理财盈盈（稳金）一年持有日开1号”近期净值出现小幅回撤。数据显示：截至2026年2月2日，该产品单位净值报1.0701，单日下跌0.60%；此前一个交易日亦回落0.40%。浙银理财旗下产

现货黄金(XAU/USD)日K线图

(截至北京时间2月4日20时45分)



张天伟 制图

品“浙银理财臻融九溪添利180天持有2号黄金策略增强理财产品”净值也出现小幅波动。数据显示，2026年2月2日，该产品份额净值报1.0175，较此前1月30日的1.0192回落约0.17%，净值下行主要集中在1月末至2月初。进入2月3日，产品净值回升至1.0182，较前一交易日小幅反弹。

“理财产品净值的起伏，是底层资产风险向上层产品的合理传导。”田利辉表示，这符合现代投资组合理论中的风险映射原则。但他也表示，理财产品中黄金的风险暴露通常是有限且延迟的，净值波动幅度远小于金价本身。

田利辉进一步表示，在银行理财的产品设计中，黄金的定位十分清晰——它是围绕债券等核心资产运行的“卫星”，用于提升组合韧性而非决定绝对收益。“理财配置黄金的战略地位未变，但战术打法正在升级。过去简单的‘固定比例持有’正转向‘动态管理’，通过衍生品等工具控制波动。黄金在理财产品中的配置比例通常严格控制在5%至15%，其核心作用在于提升组合韧性。”田利辉说。

冠石咨询周毅对上海证券报记者表示，银行理财配置黄金，主要目的在于分散风险、对冲股债波动。因为黄金与股票、债券等主流资产相关性较低，在地缘冲突或货币宽松周期中往往能够走出相对独立行情，所以是投资组合中的稳定器。

以是投资组合中的稳定器。

在具体产品设计上，周毅表示：主流“固收+黄金”产品中，80%以上的底层资产仍为债券等固收品种；挂钩黄金的结构化产品，则通常仅以少量资金参与黄金期权等衍生品投资，并以固收收益覆盖期权成本，在控制整体风险的前提下获取弹性收益。

工银理财亦称，本轮市场冲击对多数理财产品的影响相对可控。实际上，以黄金为代表的贵金属并不具有现金流回报特征（例如利息和股息），因此在理财产品的组合管理中主要发挥对冲和分散作用，其品种选择与仓位配置均经过严格论证和测算，并根据市场变化，以维护组合的长期稳健。

避险资产不等于无波动资产

当避险资产不再被视为稳赚不赔时，投资者的心理预期也随之调整。专家提醒，本轮行情打破了避险等于无风险波动的认知误区。在净值化时代，投资者须摒弃既要稳又要赚的幻想，根据自身风险画像审慎选择产品。

“‘理财+黄金’并不等于‘稳赚’。”周毅表示，近期金价的下跌表明，投资者必须结合自身承受能力审慎选择。他建议，保守型投资者应坚守低仓位的“固收+”产品，而激进型投资者才适合通过积存金或ETF博取高弹性收益。

田利辉则从行为金融学角度分析称，当前部分投资者存在典型的认知偏差，将黄金的长期避险功能与理财产品的绝对收益目标简单叠加，产生了胜率错觉和安全幻觉。

“在无风险利率下行的环境中，这种认知必须被彻底校正。”田利辉认为，配置黄金本质上是以承担价格波动为代价，换取组合在极端环境下的长期稳定性。这份保险是有成本的，并不保证每年都能带来正收益。

田利辉进一步表示，真正适合在理财产品中配置黄金的投资者，应具备两个基本前提：一是理解资产配置逻辑，关注组合长期稳健，而非短期涨跌；二是自身风险承受能力处于平衡型或进取型，能够接受合理的净值回撤。

从实践效果看，本轮金价波动已明显超出部分投资者的心理预期。田利辉表示，行为金融学中的损失厌恶心理，会放大投资者对短期回撤的感知，使其忽视产品的长期配置逻辑。这并非产品之失，而恰恰暴露出投资者教育仍有不足。

在他看来，当前投资者的预期偏差主要缘于两方面：一是将避险资产等同于无波动资产，忽略了黄金作为交易性金融工具的天然波动性；二是将刚性兑付时代对理财产品净值稳定的惯性认知，延续到全面净值化、且内嵌波动性资产的当下。

首席话开局

申万宏源证券赵伟：
扩内需看服务消费
增活力靠服务业开放

□ 理解今年经济需把握“夯实基础、全面发力、战略主动”三重导向

□ 在投资端有三个关键方向：首先是与未来新兴产业相关的持续投入，有望带来新的增长点；其次是“新”新基建，有望提升经济系统效率；最后是绿色转型相关投入

刘禹希 记者 严晓菲

2026年是“十五五”开局之年，中国经济如何在复杂环境中稳步前行？申万宏源证券首席经济学家赵伟在接受上海证券报记者专访时表示，理解今年经济需把握“夯实基础、全面发力”的双重导向。他认为，服务消费、“新”新基建与绿色投资将是影响全年经济走向的三大关键。

“夯实基础”与“全面发力”并重

“2026年是‘十五五’开局之年，理解这一年的经济与政策，首先要看规划建议的一些重要表述。”赵伟表示，其中“夯实基础”和“全面发力”八个字，尤其值得关注。

赵伟表示，“夯实基础”指的是对“十四五”以来所构建的产业体系、市场基础和制度框架的巩固与深化。而“全面发力”意味着在发展与改革相关领域，政策推进与落实的速度将会加快。

此外，赵伟表示还要高度重视“战略主动”这一导向。国家在政策层面的主动性将显著增强，主要体现在两个方面：一是统筹国内经济工作与国际经贸斗争的主动性将显著提高；二是开放相关领域的主动性也将明显提升。

展望2026年，赵伟认为，内需将从“信心筑底”逐步迈向“非典型复苏”。这一过程具有三个特征：物价水平逐步从螺旋式下行回归正常区间；宏观指标呈现显著的结构性分化；复苏本身将是一个伴随结构转型的渐进过程。

服务消费与新兴投资共同发力

当被问及2026年经济增长的具体支撑时，赵伟明确指向两个方面：一是消费端服务类需求的持续释放；二是投资端“新”新基建与绿色转型的加码推进。

“在消费端，应该重点关注服务消费。”赵伟表示，当一国人均GDP突破1万美元后，商品消费的弹性会变小，而服务消费的空间将打开，这是经济发展的自然规律。从2024年底到2025年，可以看到服务业开放的支持政策在不断推进。在这些政策的催化下，被抑制的服务类需求有望得到有效释放。

在投资端，赵伟提出了三个关键方向：首先是与未来新兴产业相关的持续投入，有望带来新的增长点。例如人工智能、商业航天、高端装备、生物制造等战略性新兴产业，中国已在部分环节建立起全球比较优势，相关产业链支撑具备持续性。

其次是“新”新基建。如今的“新”新基建更侧重于提升经济系统效率，例如推进数字化以降低社会物流成本，加强大都市圈内的交通枢纽建设，实现水、陆、空多式联运的衔接。这类投资能直接作用于全国统一大市场的构建与全社会成本的下行。

最后是绿色转型相关投入。在“双碳”目标下，绿色投资是长期主线，包括碳计算、碳追踪等基础能力建设，生产企业通过技改升级实现的降碳改造，还包括为适应新能源体系而进行的电网升级等。

服务业开放带来新机遇

赵伟认为，除了作为增长引擎，服务业本身正成为一个庞大的“投资蓝海”和创新舞台。

“服务消费与商品消费有本质不同，它需要生产者和服务者面对面、即时完成。这对供给模式、场景支撑，甚至时间分配都提出了新要求。”赵伟表示，服务消费的释放离不开相应物理场景的支撑，我国在人均运动场地、文化设施等方面仍有较大提升空间，相关投资需政府积极引导。“2025年以来，政府在科教文卫等公共服务领域的预算支出稳步增长，正为服务消费创造基础条件。”赵伟说。

赵伟认为，服务业开放不仅能刺激消费，更能带动投资、促进就业、激发创新，“年轻人有很多好点子，政府需要创造一个更包容的环境，让他们的创造力在服务领域涌现，这也将催生大量新业态”。

谈及具体的产业机会，赵伟建议沿着“人的基本需求”去思考。“比如，人口结构变化带来的‘一老一小’服务需求就是永恒的赛道。”他表示，老龄化社会催生对医疗、保健、适老化改造乃至精神陪伴的庞大需求，而年轻一代对品质生活、发展型体验的追求，则推动文娱、体育、终身学习等市场的扩张。