

“债灾”？与2016年底有质的不同！

近期，债券市场剧烈调整，引发大家对2016年“债灾”重现的讨论。当前市场与2016年有哪些不同、未来又将如何演绎？本文系统梳理，可提供一定参考。

■ “债灾”？“利空”集中扰动下，交易拥堵和净值化“负”反馈放大市场波动

交易过于拥堵下，市场稳定性明显下降，机构行为对利空因素的反应更加敏感。2022年11月14日-18日，债市经历“惊心动魄”的一周，10年国债收益率上行9BP，短端上行更大，1年国债和1年AAA短融收益率分别上行21BP和42BP。事后来看，债券市场虽然难逃涨跌轮回，但交易过于拥堵的警示信号值得以后重视，机构杠杆用足、利差压到极致等，会导致债券市场稳定性明显下降。

“利空”集中扰动下，净值化机制下的资产负债“负”反馈，放大市场波动。前期压低收益率的三大变量在近期出现“反转”信号，民企“第二支箭”等推动房地产预期修复，防疫优化带来经济预期修复，及中美元首会晤透露的外部局势缓和信号，叠加资金面的偏紧，推动收益率在11月7日-11日当周已开始上行，部分银行、理财资金赎回，导致公募基金等机构被动卖出，加速了收益率的上行。

■ “债灾”旧日重现？相较2016年底，基本面、资金面、杠杆均有质的不同

不同于2016年底，经济未来1-2个季度或延续下行，在此过程中“资产荒”的延续也有利于遏制“负”反馈机制。始于2016年10月债市牛熊大切换，是“政策底”和“经济底”夯实、资金成本抬升共振的结果。相较之下，出口加快回落、地产低迷和疫情反复等，使得当前经济仍面临阶段性“二次探底”风险，货币流动性也不具备持续收紧的基础；地产等低迷下，资金与资产不匹配的现象依然较为突出。

“资管新规”约束下，当前机构杠杆行为较为规范，没有抬升资金成本“去杠杆”必要。2018年之前，监管归属不同的银行理财、券商资管等机构，通过层层嵌套等实现表外加杠杆；而“资管新规”的穿透式监管，将机构杠杆约束在2倍之内、甚至更低，显著降低了杠杆收缩效应和缩短了资产负债“负”反馈的链条。此外，2016年机构对央行“收短放长”的后知后觉，也加剧了2016年底的“踩踏”。

■ 后市演绎？中短期“负”反馈或趋缓和，但中长期面临基本面回归带来的压力

央行果断行动下，机构预期有所平复，“负”反馈趋于缓和，后续还需跟踪理财等行为变化。债市大幅调整后，央行加大逆回购投放、平抑资金波动，11月15日-18日，逆回购合计净投放3650亿元，资金利率明显回落，R001下降50BP至1.4%附近，机构“负”反馈行为也开始有所缓和。中期来看，理财全面净值化过程中，居民理财和机构投资行为的不断磨合、成熟，带来理财申赎变化仍需跟踪。

类似2016年“债灾”不会重现，债券市场中长期或回归基本面驱动。当前与2016年的基本面、资金面、杠杆等不同，使得债券市场短期大幅调整不会演变成2016年“债灾”。中长期来看，稳增长继续发力、疫后修复及地产超调后的企稳等，或推动经济回归“新稳态”，使得基本面对债券市场的压制逐步显现。稳增长续力带来的债券供给冲击、资金波动等，也可能阶段性干扰交易行为、放大市场波动。

风险提示：政策效果不及预期，疫情反复的干扰，全球经济衰退超预期。

赵伟 分析师 SAC 执业编号：S1130521120002
zhaow@gjzq.com.cn

杨飞 分析师 SAC 执业编号：S1130521120001
yang_fei@gjzq.com.cn

马洁莹 分析师 SAC 执业编号：S1130522080007
majieying@gjzq.com.cn

内容目录

一、“债灾”？交易过于拥挤下的“踩踏”现象.....	4
（一）交易过于拥挤下，债券市场稳定性明显下降.....	4
（二）“利空”集中扰动下，净值化“负”反馈放大波动.....	5
二、“债灾”旧日重现？核心驱动变量有质的不同.....	7
（一）相较 2016 年，“资产荒”是最大的基本面差异.....	7
（二）资管新规之后，高杠杆的问题已经大为缓解.....	9
三、后市演绎？短期“负”反馈缓和，中长期回归基本面.....	10
（一）随着央行果断行动，机构预期修复、“负”反馈缓和.....	10
（二）“债灾”不会重现，债市中长期回归基本面驱动.....	12
风险提示：.....	14

图表目录

图表 1: 11 月中旬，债市经历明显调整.....	4
图表 2: 部分短端收益率一度上行近 70BP.....	4
图表 3: 同业派生强化流动性宽松.....	4
图表 4: 信用利差已被压到历史低位.....	4
图表 5: 11 月以来，资金成本进一步抬升.....	5
图表 6: 近期，质押回购成交规模明显回落.....	5
图表 7: 11 月，疫情防控、地产领域等相继释放积极信号.....	5
图表 8: 11 月以来，理财破净占比大幅抬升.....	6
图表 9: 部分理财公司破净产品占比甚至超过 10%.....	6
图表 10: 理财产品配置公募基金比例明显增加.....	6
图表 11: 近年来，净值化比例大幅抬升.....	6
图表 12: 不同于 2016 年底，当前经济仍有下行压力.....	7
图表 13: 相较 2016 年底，当前出口处于趋势下行.....	7
图表 14: 疫情反复下，线下活动减少.....	7
图表 15: 当前，棚改对地产支持明显弱于 2016 年.....	7
图表 16: 地产相关贷款缩量、增速创新低.....	8
图表 17: 票据转贴利率大幅低于以往同期水平.....	8
图表 18: 债基份额持续抬升.....	8
图表 19: “资产荒”现象突出.....	8
图表 20: 短端利率已有所回落.....	9
图表 21: 质押回购成交规模向上修复.....	9
图表 22: 资管新规对机构杠杆有明确要求.....	9
图表 23: 不同于 2016 年，当前资金成本稳定.....	9

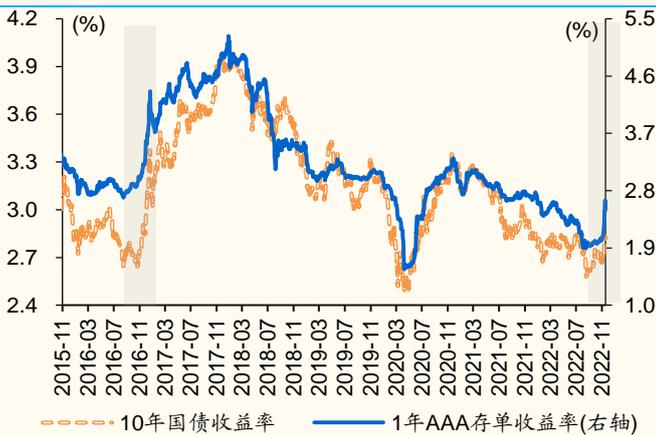
图表 24: 资管业务加强, 公募基金明显扩张.....	10
图表 25: 信用债发行期限明显短期化.....	10
图表 26: 资管新规之后, “滚隔夜” 成为常态.....	10
图表 27: 短融利率与 shibor 利差进一步走阔.....	10
图表 28: 市场波动下, 央行加码逆回购平抑.....	11
图表 29: 11 月中, 央行逆回购明显加码.....	11
图表 30: 短端利率明显回落.....	11
图表 31: 资金波动缓和下, 短债收益率也明显下行.....	11
图表 32: 理财“赎回”带来的“负”反馈或逐步平息, 后续变化仍需跟踪...12	12
图表 33: 经济基本面或逐步回归“新稳态”.....	12
图表 34: 前期大量资金淤积在企业账面上.....	12
图表 35: 贷款利率降至历史低位, M2 同比持续高增.....	13
图表 36: 预防性储蓄意愿增强使得居民存款明显高增.....	13
图表 37: 2023 年预算内加码或需依赖中央赤字扩张.....	13
图表 38: 稳增长阶段, 政金债融资放量.....	13
图表 39: PSL 结束两年半的收缩、近月明显放量.....	14
图表 40: 货币市场利率逐步向政策利率回归.....	14

一、“债灾”？交易过于拥挤下的“踩踏”现象

(一) 交易过于拥挤下，债券市场稳定性明显下降

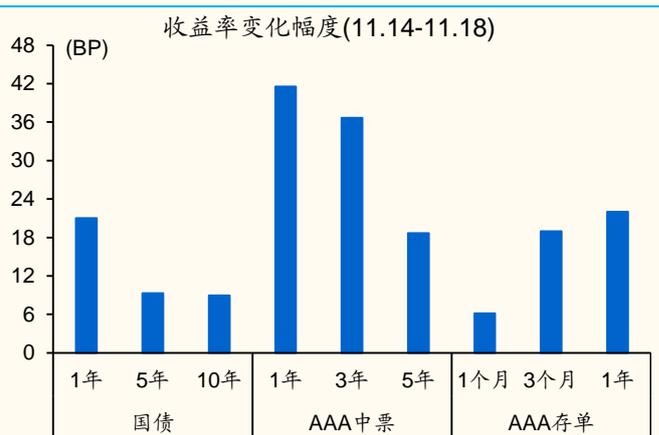
11月中旬，债券市场经历明显调整、短端调整幅度大于长端。2022年11月14日-18日，债市经历“惊心动魄”的一周，10年期国债收益率上行9BP至2.83%、活跃券盘中一度上行突破2.9%，短端上行幅度更大、1年期国债同期上行21BP；信用债收益率调整幅度更深，其中，1年期AAA中票收益率上行近42BP，3-5年的中期限上行幅度也在18BP-37BP之间。如此快速、大幅的调整，引发市场对于2016年底“债灾”重现的担忧。

图表 1: 11月中旬，债市经历明显调整



来源: Wind、国金证券研究所

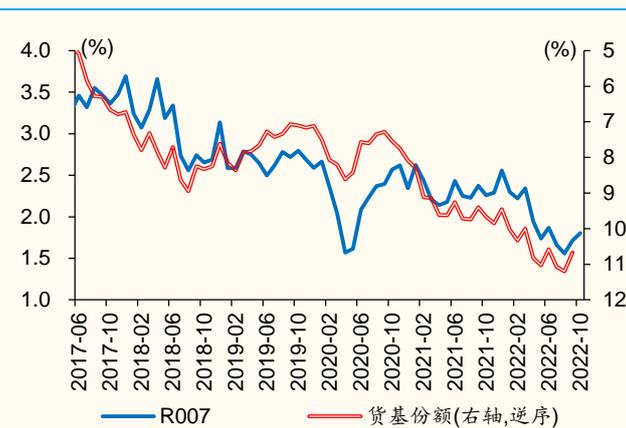
图表 2: 部分短端收益率一度上行近70BP



来源: Wind、国金证券研究所

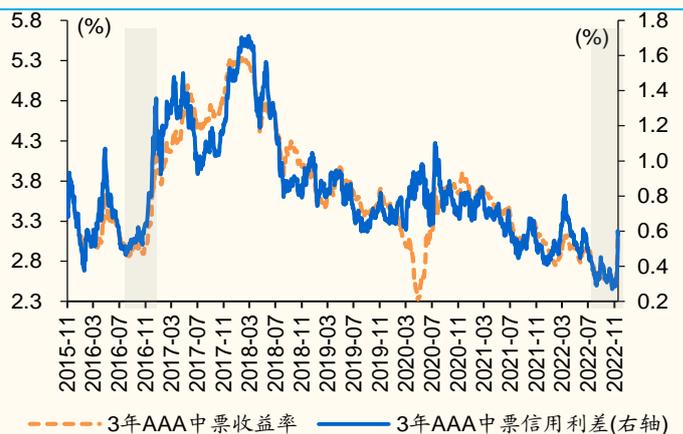
交易过于拥堵下，市场稳定性明显下降，机构行为对利空因素的反应更加敏感。4月中下旬以来，降准、大规模留抵退税，叠加实体修复“平缓”等，使得资金滞留金融体系的现象较为突出、DR007一度下探至1.3%以下。流动性极度宽松下，票息策略逐步成为主流，机构加杠杆套息行为，推动信用利差收窄至历史绝对低位。

图表 3: 同业派生强化流动性宽松



来源: Wind、国金证券研究所

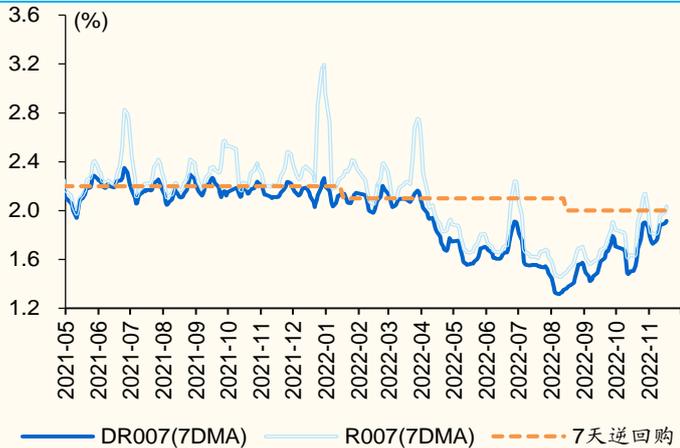
图表 4: 信用利差已被压到历史低位



来源: Wind、国金证券研究所

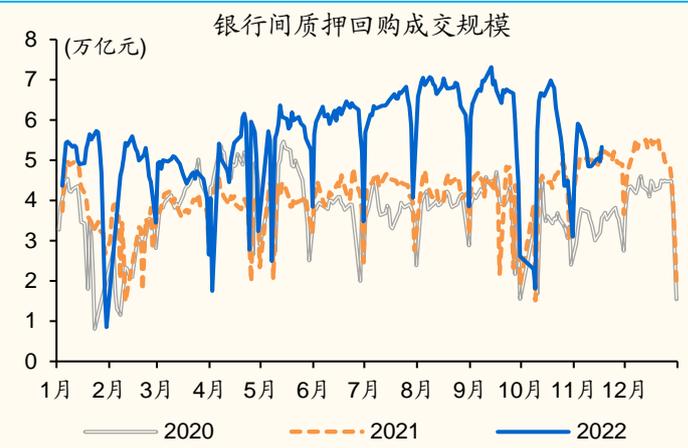
杠杆加足下，机构对资金波动更为敏感，资金利率逐步收敛的过程中，交易行为已经开始出现变化。11月初，资金利率并未出现类似此前9月、10月初的季节性回落，反而有所上涨，以DR007为代表的货币市场利率中枢明显抬升、由9月的1.6%上涨1.8%附近、盘中一度突破2%，市场对资金面的担忧情绪由此发酵，银行间质押回购成交规模由此前日均6万亿元左右，降至11月前三周的不足5.2万亿元（详情参见《资金紧张，还会持续吗？》）。

图表 5：11 月以来，资金成本进一步抬升



来源：Wind、国金证券研究所

图表 6：近期，质押回购成交规模明显回落



来源：Wind、国金证券研究所

（二）“利空”集中扰动下，净值化“负”反馈放大波动

地产、疫情、外部局势等前期压低收益率的三大变量，在近期均出现“反转”信号。除了资金面收紧干扰债市情绪外，经济基本面也集中释放“利空信号”，共同推动收益率加快上行，具体包括，民企“第二支箭”等带来房地产预期修复、防疫优化带来的经济预期修复，及中美元首会晤带来的外部局势缓和等（详情参见《疫情防控“新”变化！》、《防控优化，影响几何？》）。

图表 7：11 月，疫情防控、地产领域等相继释放积极信号

时间	会议/公告	主要内容
疫情防控	11月5日 联防联控机制新闻发布会	要严格执行第九版防控方案和“九不准”要求，提高科学精准防控水平，切实保障群众正常生产生活秩序，防止简单化、一刀切，坚决整治层层加码。对于典型案例，国务院联防联控机制将加大通报和曝光力度。
	11月10日 政治局会议	1. 坚定不移贯彻“动态清零”总方针...高统筹推进疫情防控和经济社会发展，最大程度保护人民生命安全和身体健康，最大限度减少疫情对经济社会发展的影响。 2. 要坚持科学精准防控，提高防疫工作的有效性，准确分析疫情风险，进一步优化调整防控措施，采取更为精准的举措。 3. ...在落实各项防疫举措的同时加强分析研判...，既要反对不负责任的态度，又要反对和克服形式主义、官僚主义，纠正“层层加码”、“一刀切”等做法。 4. 深入基层、深入一线，抓实抓细疫情防控各项工作，做好思想引导和心理疏导，坚决打赢常态化疫情防控攻坚战。
稳地产	11月8日 交易商协会	会继续推进并扩大民营企业债券融资支持工具，支持包括房地产企业在内的民营企业发债融资。
	11月16日 三季度货币政策执行报告	牢牢坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，坚持不将房地产作为短期刺激经济的手段，坚持稳地价、稳房价、稳预期，稳妥实施房地产金融审慎管理制度，因城施策用足用好政策工具箱，支持刚性和改善性住房需求，推动保交楼专项借款加快落地使用并视需要适当加大力度，引导商业银行提供配套融资支持，维护住房消费者合法权益，促进房地产市场平稳健康发展...

来源：政府网站、中国人民银行、交易商协会、国金证券研究所

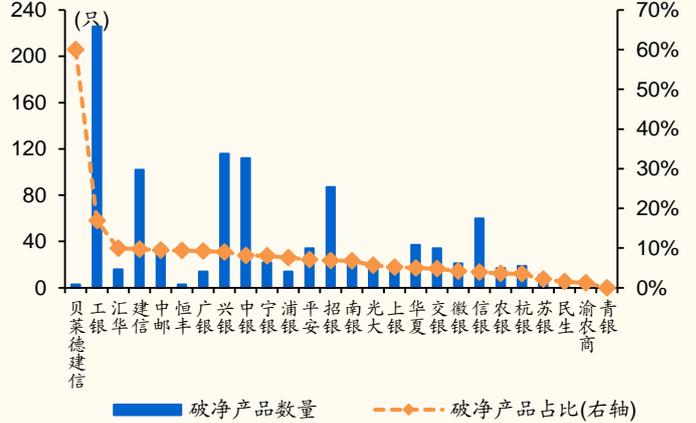
债市快速调整后，理财“赎回潮”进一步加剧市场波动。部分银行、理财资金赎回，导致公募基金等机构被动卖出，进一步加速收益率上行。截至11月前17日，银行理财破净产品就已达2522只、占全部银行理财产品的7.3%，较上个月大幅抬升3个百分点；破净比例高于8%的理财公司占比近4成、部分理财公司破净比例甚至高达15%以上。

图表 8：11 月以来，理财破净占比大幅抬升



来源：Wind、国金证券研究所

图表 9：部分理财公司破净产品占比甚至超过 10%



来源：Wind、国金证券研究所

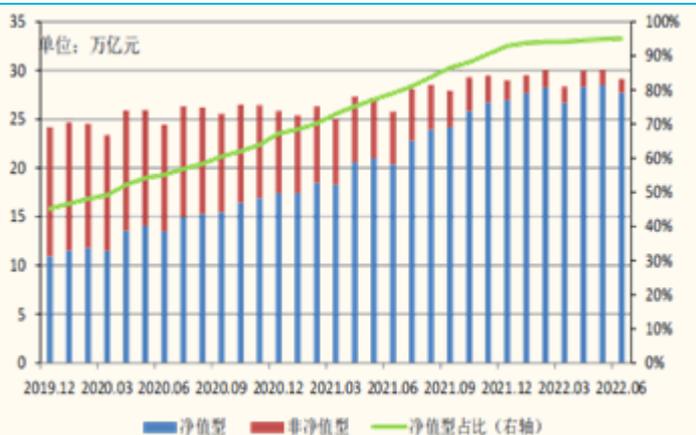
理财“赎回潮”的背后，是资管业务监管加强、净值化转型加快的缩影。伴随穿透式监管的加强，理财产品持有债券类资产占比已超68%、同比抬升4个百分点以上，投向公募基金也明显增多、由原先不足3%抬升至4%左右。净值化转型进程也在加快，截至2022年6月底，理财产品产品存续规模19.1万亿元、全部为净值型产品。

图表 10：理财产品配置公募基金比例明显增加



来源：中国理财网、国金证券研究所

图表 11：近年来，净值化比例大幅抬升



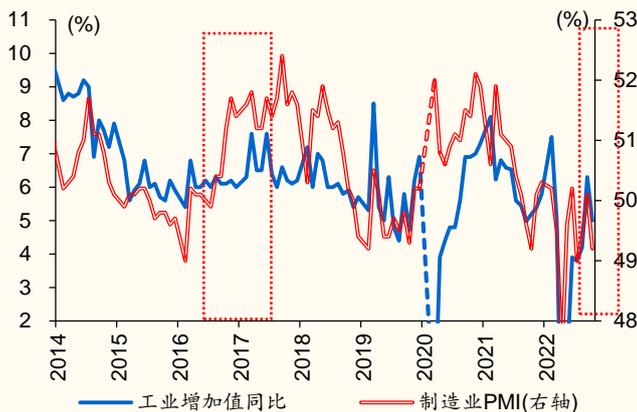
来源：中国理财网、国金证券研究所

二、“债灾”旧日重现？核心驱动变量有质的不同

（一）相较 2016 年，“资产荒”是最大的基本面差异

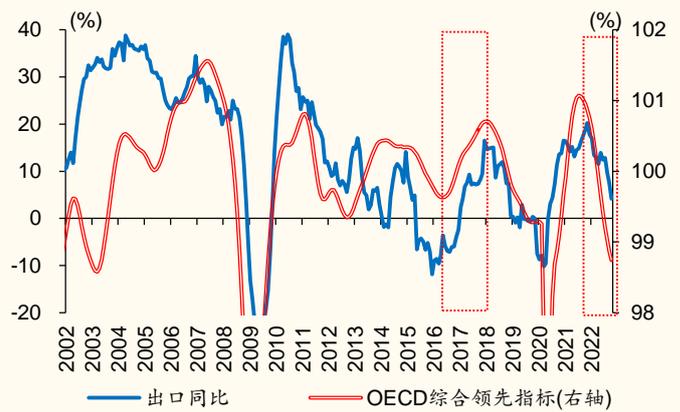
不同于 2016 年底，经济未来 1-2 个季度或延续下行。始于 2016 年 10 月债市牛熊大切换，是“政策底”和“经济底”夯实、资金成本抬升共振的结果。相较之下，当前经济动能增长明显偏弱、面临阶段性“二次探底”的风险，一方面，前期重要支撑项之一的出口，已进入趋势性下滑通道；另一方面，尽管政策信号强化，地产和消费尚未看到边际改善的信号，阶段性仍会受到疫情反复、居民收入以及房企债务等的压制。（详情参见《黎明前的“黑暗”》）。

图表 12：不同于 2016 年底，当前经济仍有下行压力



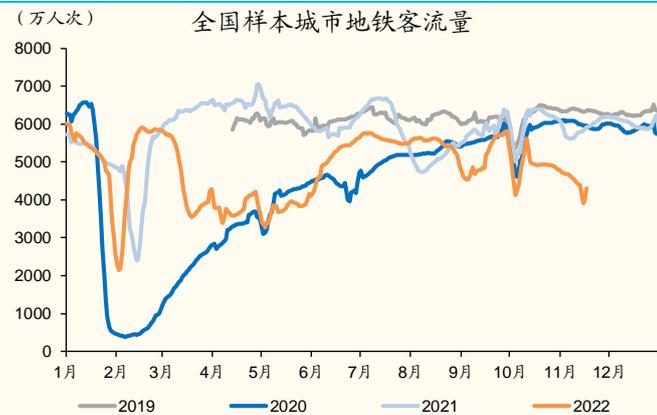
来源：Wind、国金证券研究所

图表 13：相较 2016 年底，当前出口处于趋势下行



来源：Wind、国金证券研究所

图表 14：疫情反复下，线下活动减少



来源：Wind、国金证券研究所

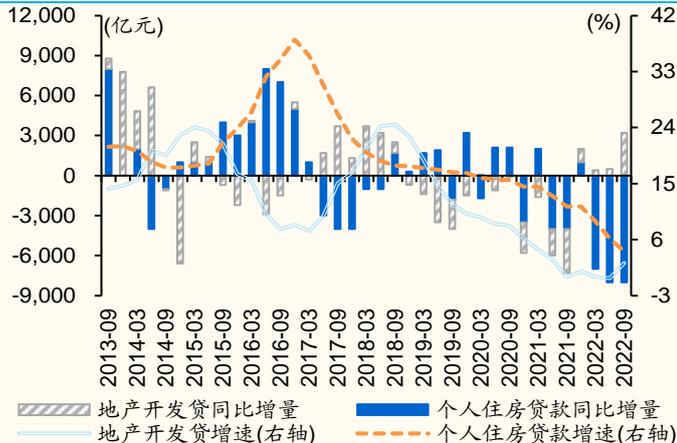
图表 15：当前，棚改对地产支持明显弱于 2016 年



来源：住建部、各地住建厅、国金证券研究所

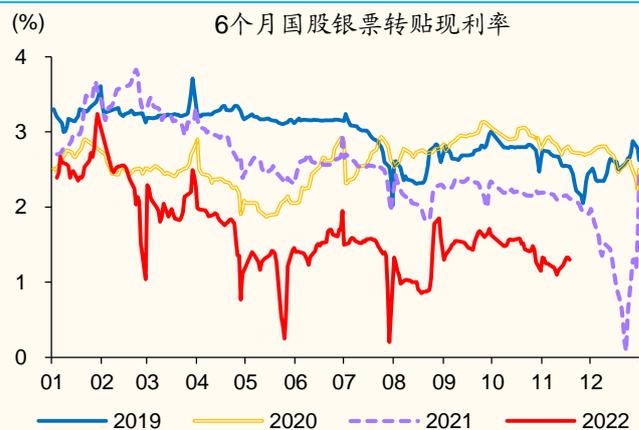
经济下行过程中，“资产荒”现象或仍将延续，与 2016 年形成鲜明对比。经济承压下，流动性不具备持续收紧的基础，类似 2016 年“收短放长”抬升资金成本的情况或较难出现；与此同时，实体需求偏弱，使得资金大量滞留在金融体系，推动机构资产配置需求增长。尽管广谱利率已降至历史低位，居民购房需求、企业贷款需求等依然低迷，叠加地产债务等信用风险担忧仍在，使得机构资产短缺的问题依然突出、对利率债和高评级信用债配置需求较强。

图表 16: 地产相关贷款缩量、增速创新低



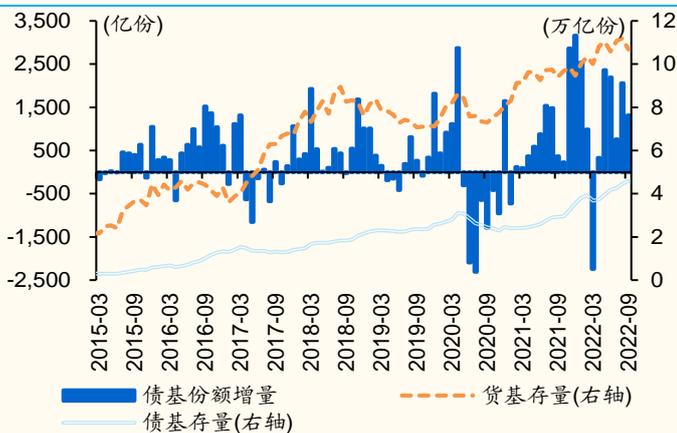
来源: Wind、国金证券研究所

图表 17: 票据转贴利率大幅低于以往同期水平



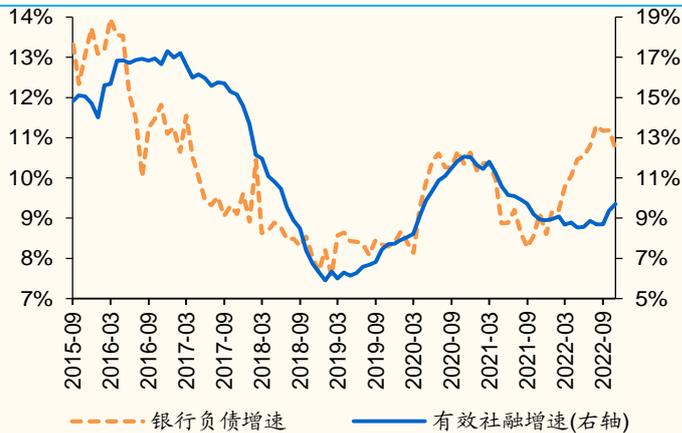
来源: Wind、国金证券研究所

图表 18: 债基份额持续抬升



来源: Wind、国金证券研究所

图表 19: “资产荒”现象突出



来源: Wind、国金证券研究所

“资产荒”背景下，资金面压力的缓解，有助于遏制机构资产负债的“螺旋式”“负”反馈。相对宽裕的资金面与相对短缺的优质资产之间的不匹配，并不会因为短期机构遭受资金赎回而改变；赎回资金找不到匹配的资产，或仍会滞留在金融体系、尤其是货币市场，一旦资金面趋于稳定，资产短缺矛盾会继续凸显。11月16日之后，资金面压力明显缓解，机构行为有所恢复，银行

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_49122



云报告
https://www.yunbaogao.cn

云报告
https://www.yunbaogao.cn