



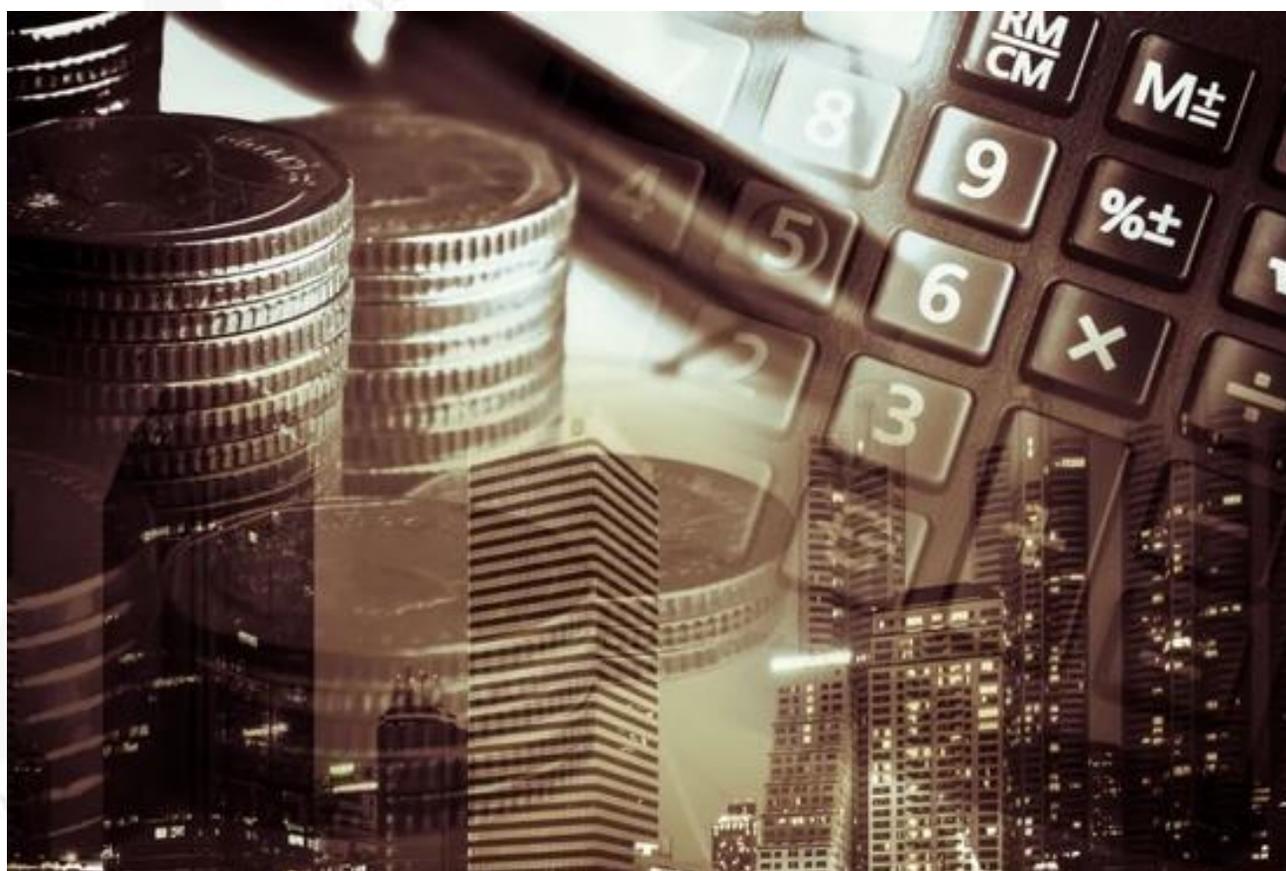
靳毅：赎回潮的“危”与“机”



文/意见领袖专栏作家 靳毅

// 核心观点 //

本轮债市的大幅波动，首先由资金面收紧引起，原因主要来自于 2 个“财政因素”而非“货币因素”：(1)上半年“留抵退税”透支财政潜力，下半年财政支出或小于季节性，对资金面不利；(2)8 月份后专项债下拨接近结束，对资金面的利好消失。在 9 月份后财政因素对资金面的利好转为利空，央行又没有对流动性进行大规模补充的情况下，资金利率中枢最终不断上移。同时在 11 月 11 日、13 日，防疫措施、地产政策的变化，引发债市的进一步下跌。



复盘本轮产品“赎回潮”，可分为三个阶段：

第一阶段：银行自营资金开始较多、较快赎回货币及纯债产品。出现这种变化的原因有二：（1）债市利空因素增多，银行自营选择赎回产品、及时止盈；（2）流动性收紧与同业存单利率上行后，商业银行负债成本抬升，为了获取流动性，银行此时更多选择赎回产品、而非发行较高成本的同业存单。

第二阶段：债市中长期预期的边际转向，导致银行理财、公募纯债等专业机构投资人，开始更多地采取“缩久期、降杠杆”的防御性策略，应对利率波动风险。商业银行二永债及中票在“第二阶段”机构调仓的过程中面临阶段性抛压，并且带动期限利差的回升。同时，银行理财也可能逐步减少中长期委外产品的头寸。

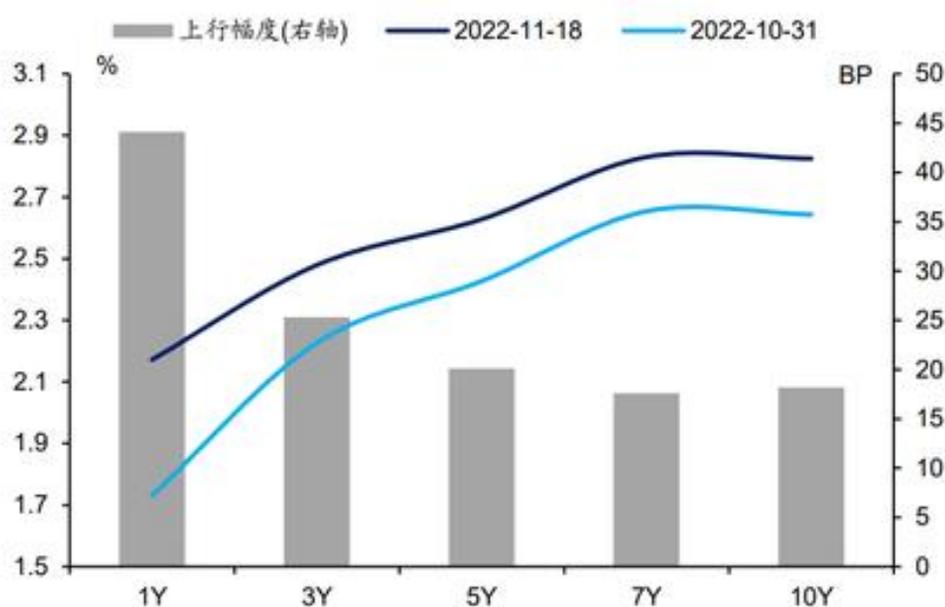
第三阶段：固收类产品净值下跌、乃至破净，导致风险偏好较低的散户投资者开始赎回产品。复盘 2022 年 3 月由权益市场下跌带来的“固收+”产品赎回潮，可以发现本阶段调整时间或长达一个月。

尽管产品赎回潮对债市偏利空，但仍有部分产品表现相对稳定、或在前期调整后已经具备再配置的性价比。近期主要关注两个方向：（1）关注资金回流后，银行自营重点配置的券种；（2）关注短久期已经调整到位的品种

报告正文

11月以来，债市利率大幅上行，收益率曲线呈“熊平”形态。在债市大幅波动的过程中，银行理财与公募基金固收类产品因为净值波动加大、遭遇部分投资者抛售。而此类产品的赎回压力又引发了债市的“负反馈机制”，导致利率螺旋式上升。在此期间，部分理财子公司发出“致投资者的一封信”，安抚投资人情绪、呼吁以长期视角看待投资。

图 1: 11 月份国债各期限收益率大幅上行



资料来源: Wind、国海证券研究所

对于这一轮的产品“赎回潮”，我们该如何理解？后续还将产生何种影响？对此我们试图做出复盘与展望下一阶段：

“赎回潮”起因

1.1

起因一：财政因素收紧资金面

本轮债市的大幅波动，首先由资金面收紧引起。但对于资金面收紧的原因，市场解释却各有不同。我们认为，本轮资金面收紧的原因，主要来自于“财政因素”而非“货币因素”。

在6月26日报告《三季度资金面怎么看？》中，我们就曾预判到本轮资金面宽松的拐点出现在8月底；而在9月4日报告《9月资金面怎么看？》中，我们再次提示，9月份资金利率的中期拐点已经到来。真实的资金利率数据也印证了我们的前期判断。

图 2：本轮资金利率中枢出现在 8 月底



资料来源：Wind、国海证券研究所

我们做出上述判断的原因有二：

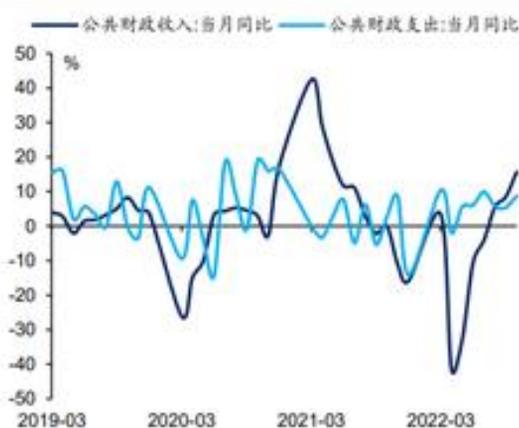
- (1) 上半年“留抵退税”透支财政潜力，下半年财政支出或小于季

节性，对资金面不利。从真实数据上看，为应对财政收入压力，三季度末开始政府确实在“增收减支”，公共财政收入增速明显高于支出增速。

对资金面而言，由于税收需要上缴央行国库、不留存在银行间，因此政府“增收减支”时，缴税对于流动性的抽取边际加大，最终推动资金利率不断上移。

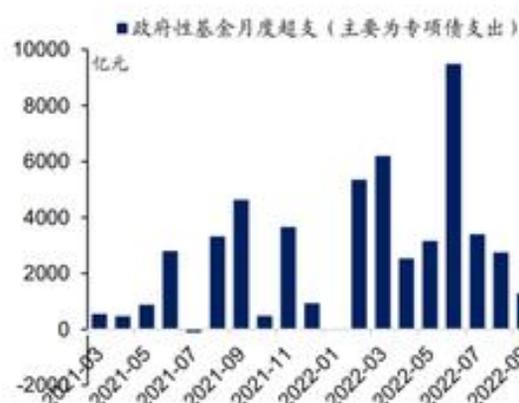
(2) 8 月份后专项债下拨接近结束，对资金面的利好消失。由于专项债资金参照政府性基金管理，同样需要上缴国库，因此专项债资金大量下拨对 7、8 月份资金面形成利好。但在 9 月份后，专项债下拨接近结束。数据上看，10 月份政府性基金月度超支规模（主要体现专项债开支）转为负数，反映出当月专项债资金下拨量非常有限。

图 3: 2022 年三季度起政府“增收减支”



资料来源: Wind、国海证券研究所

图 4: 2022 年 10 月政府性基金超支规模转负



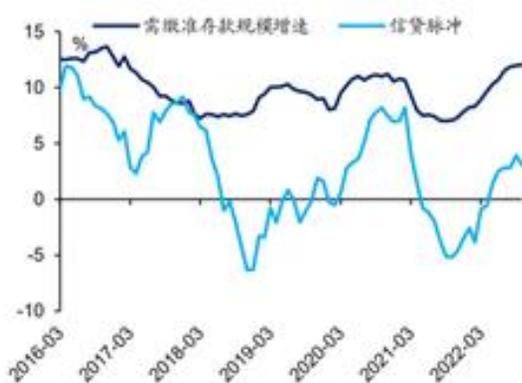
资料来源: Wind、国海证券研究所

9 月份以来，财政因素对资金面的利好转为利空的同时，各项“稳增长工具”——例如政策性银行新增信贷、政策性金融工具等积极落地，助力信贷投放边际好转，本身就在加快银行间流动性的消耗（信贷投放导致

需缴准存款增长，银行超储转化为法定准备金)。

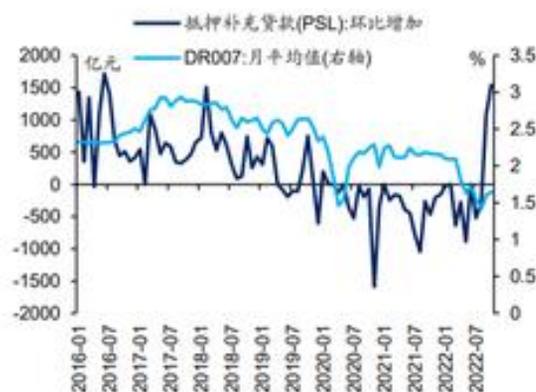
尽管同一时间，央行通过重启 PSL、再贷款工具，投放了一定的基础货币。但是上述工具主要目的是“宽信用”、促进信贷扩张，央行投放基础货币的同时同样也会加快流动性的消耗。从历史数据上来看，央行“宽信用”工具发力期间，资金面并没有出现明显宽松。

图 5: 信贷扩张带来需缴准存款规模增长



资料来源: Wind、国海证券研究所

图 6: PSL 扩张期间，资金利率并未下行



资料来源: Wind、国海证券研究所

因此综合来看，9 月份后财政因素对资金面的利好转为利空，央行又没有对流动性进行大规模补充的情况下，资金利率中枢的不断上移也就可以理解了。

同时，我们在 9 月 4 日报告《9 月资金面怎么看？》中提示，伴随着资金利率中枢的上移，1 年及以下短债品种利率存在上行风险。特别是由于今年二、三季度资金面宽松时间较长，市场“杠杆套息”交易演绎的较为极致，在市场杠杆水平较高的情况下，债市波动容易被放大。

1.2

起因二：防疫措施、地产政策变化

11月11日、13日，两则消息引发了债市的进一步下跌。

其一是国务院联防联控机制综合组发布的《关于进一步优化新冠肺炎疫情防控措施科学精准做好防控工作的通知》(以下简称“新版20条”),对诸多防疫措施进行了调整和优化。

在11月13日报告《防疫措施优化,对债市有何影响?》中我们认为,“新版20条”,对债市有两方面利空影响:(1)“新版20条”的出台,有利于降低疫情带来的不确定性、改善居民预期,并推动前期储蓄转化为消费、促进经济增长;(2)若后续居民消费复苏,不排除国内核心通胀企稳回升,成为债市的另一利空因素。

其二是11月13日央行和银保监会联合发布的《关于做好当前金融支持房地产市场平稳健康发展工作的通知》(以下简称为“254号文”),强调支持房企融资、解决烂尾楼问题,并进一步通过因城施策的方式放松购房限制、改善楼市需求。文件出台后,市场对于后续房地产、特别是民营企业

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_49082

