



CF40: 债市调整触发“正反馈”，商业银行应找准产品定位





正文

债券市场近期波动原因与展望

11月11日以来，债券市场波动引发基金及理财产品估值大幅回撤，导致市场剧烈波动。在此首先要厘清两个基本概念。

第一，本次事件是“债券波动”还是“债券危机”？一方面，11月11日以来的十年期国债利率上行，幅度只有12个BP，相比2013年的“钱荒”、2016年的债市去杠杆，调整幅度其实小得多。另一方面，当前国内经济背景也并不支持债券利率的持续大幅下跌。因此，本次只是债券市场

波动，一段时间仍会回归稳定。

第二，本次债券市场波动是“正反馈”还是“负反馈”？这是需要我们厘清的概念问题。正反馈是系统控制的概念，所谓正反馈是当控制系统发出信号后，受控部门反馈会进一步加强控制部门的信号，进而使得受控部门不断加强，最终使整个系统趋于不稳定。而负反馈则是控制系统发出信号后，受控部分发生的变化恰好能够削弱控制部门发出的信号。因而负反馈有利于性能稳定，能够促使波动回归平静，也即《道德经》所说“天之道，损有余而补不足”。

我们认为，本次市场波动本质上是债券净值下跌导致投资者赎回，并进一步带来净值下跌的反馈机制，属于正反馈的过程。

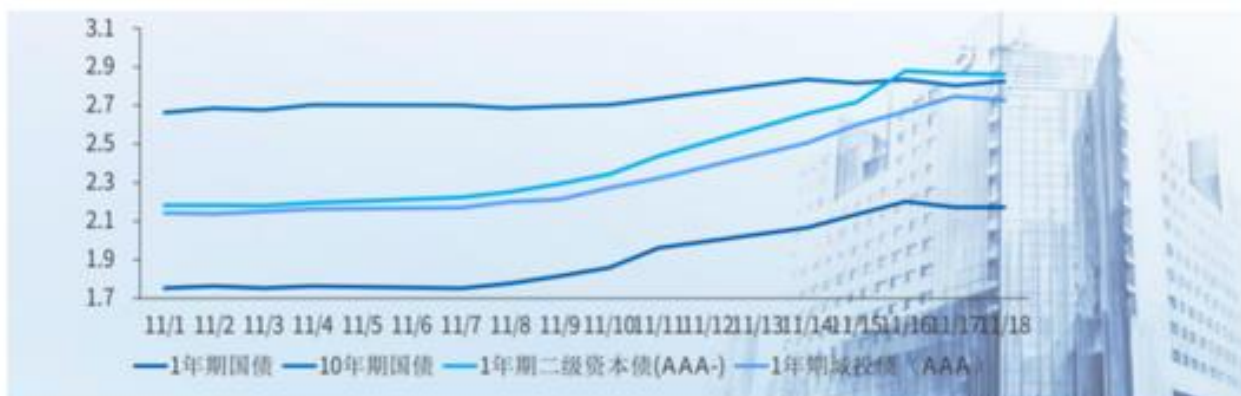
近期债券市场波动的基本情况

11月11日以来，债券市场大幅走弱，10年期国债收益率累计上行12个BP至2.83%附近。其重要影响是短期券种调整剧烈，1年期国债收益率11日至18日累计上行31个BP至2.17%附近；二级资本债、信用债等理财公司的配置重点更是成为“重灾区”，收益率普遍上行50-60个基点。

本轮债市调整幅度大、节奏急，导致债券型基金、固收类理财等产品净值大幅回撤。截至11月18日，中长期纯债基金指数平均下跌50个基点，部分杠杆率较高的基金几乎抹去全年收益。近一周收益为负的理财产

品数量达 1.67 万只,占比近 50%;净值跌破 1%的近 2700 只,占比达 8%。

图 1 部分债券品种到期收益率 (%)



近期债券市场调整的原因分析

一是今年以来货币市场宽松持续时间之长、利率之低历史罕见,债市加杠杆现象抬头,导致整个市场对“利率反转”极为敏感,这为本轮调整埋下伏笔。年初以来,货币市场利率中枢整体下移至 1.5%附近,7 月隔夜回购利率一度跌破 1%,无论从横向还是纵向看,我国市场利率都处于非常低的水平。

一般来说,增厚固收收益有三个途径:信用下沉、拉长久期、加杠杆。但随着通胀上行、经济下行,投资者普遍会控制久期,对信用下沉也有顾虑。因此在货币市场利率长时间低位运行的背景下,投资者普遍采取加杠杆的方式增厚收益,市场整体杠杆水平偏高。1 年期同业存单利率低于一年期中期借贷便利(MLF)利率,已经接近 7 天回购利率。这一现象需要引起足够重视,说明在资金极度充沛的情况下,MLF 已不再是市场短期资

金定价的锚，而成为一个“顶”，表明市场机构普遍借短买长、运用杠杆套利策略。

图 2 近期货币市场利率情况 (%)



二是疫情防控措施优化调整、金融稳地产措施出台等超市场预期，成为本轮债市下跌的触发因素。11月11日，国务院联防联控机制发布进一步优化防控工作的二十条措施，此后市场传出人民银行、银保监会关于做好金融支持房地产市场平稳健康发展的十六条措施。疫情、房地产是困扰我国经济的最主要因素，但反而是债券牛市的重要支撑。感受到上述政策信号后，市场对经济基本面回稳向好的信心增强，同时对货币政策的预期出现反转，从而触发本轮债市调整。

三是市场对流动性变化过度反应，银行负债端压力加大，同业存单利率率先反弹。8月以来，央行流动性投放规模持续走弱。8月、9月MLF净投放连续缩量，10月等量续作。我们认为公开市场操作意在传递出信号，提醒市场不要过度加杠杆。但市场情绪高度敏感，预期开始转向，同业存

单快速放量，利率快速攀升。1 年期同业存单利率从 11 月初的 2.02% 上升到 11 月 10 日的 2.19%，18 日进一步上升至 2.52%，说明市场紧张情绪已达到顶峰。随着市场利率整体反转，MLF 利率又从市场利率的“顶”变为“底”。

四是机构行为放大市场波动，市场大幅波动引发投资者赎回，从而触发正反馈机制。本轮债市波动的显著特点是理财公司成为重要市场参与主体。银行理财已基本完成净值化转型，但广大投资者仍将银行理财当做保本保收益的资管产品，面对净值回撤的第一反应是赎回止损，从而触发“下跌—赎回—抛售”的恶性循环。基金专户大量抛售债券，进一步带来债券价格下跌，从而带来理财产品和债券型基金净值下跌。理财产品净值快速下跌，触发市场巨额赎回，各家理财公司纷纷发布公告，解释净值波动原因，安抚客户情绪。

债券市场未来展望

总体来看，我们认为债券市场最恐慌的时刻已经过去，本轮债市调整主要是预期和心理因素作用，并非基本面支撑力不足，可谓“风未动、帆

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_49742

