



李奇霖：一轮来自理财的 信用冲击



文/李奇霖（李奇霖为红塔证券研究所所长、首席经济学家，中国首席经济学家论坛理事）

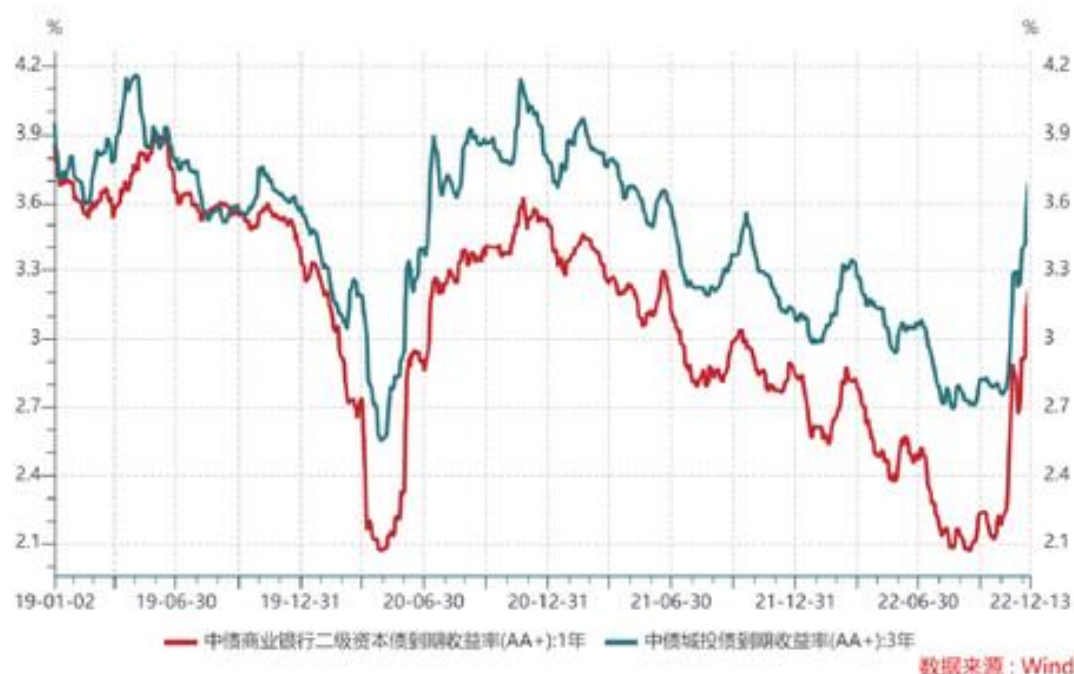
当前的债券市场，尤其是信用债市场、二级资本债、永续债及同业存单收益率明显上行，陷入了一轮“抛售潮”。



11月初，3年期 AA+的城投债收益率是 2.75%，现在已快速上行到了 3.9%；AA+银行二级资本债收益率只有 2.2%，现在已经到了 3.4%；1

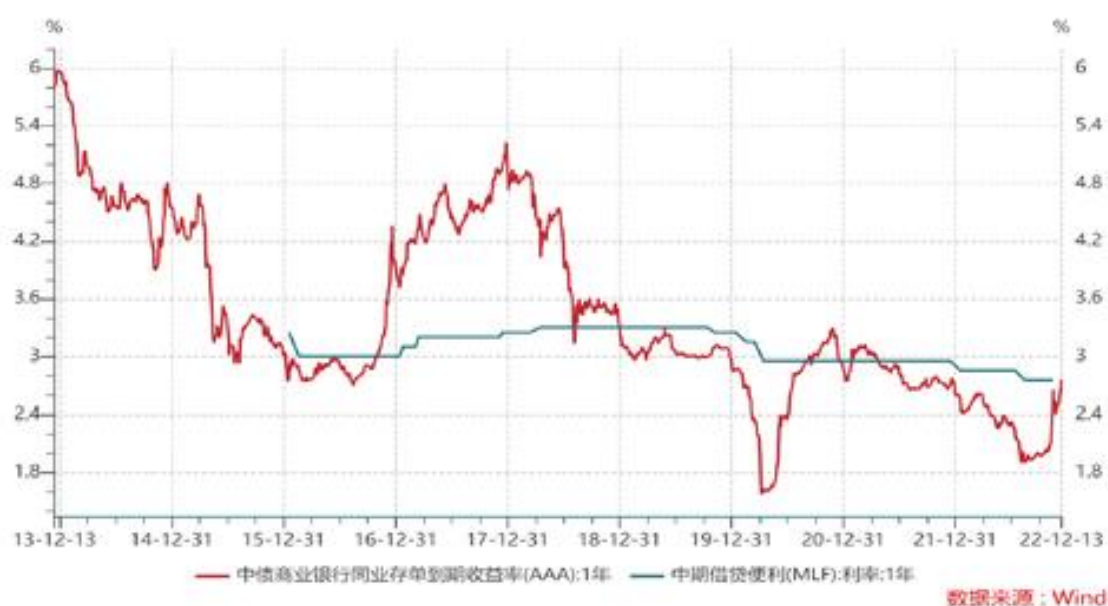
年期 AAA 的同业存单收益率当前突破了 2.75%，已经比 1 年期 MLF 政策利率要高了。

图 1. 城投和商业银行二级资本债收益率近期明显上行



资料来源：Wind，红塔证券

图 2. 1 年期 AAA 同业存单收益率已经高于 MLF 利率



资料来源：Wind，红塔证券

目前看，基本面似乎支撑不了这么大幅度的债券市场调整，没有看到经济数据的明显回升、没有看到明显的通胀压力（CPI 同比降了，PPI 同比已经转负），没有看到金融数据的企稳（存量社融同比增速继续下行到了 10%），顶多是存在疫情防控放松后基本面未来也许会好转的预期。

如果基本面支撑的论据不足，寻找收益率上行的原因只能从流动性层面去找了。

债券市场收益率快速上行与“非理性抛售”大概率来源于银行理财赎回所造成的恶性循环。

一、不一样的银行理财

在资管新规以前，理财产品的估值多是成本法、预期收益型报价，产品是资金池运作。

这种模式在债券市场波动和买理财的投资者之间建立了缓冲地带，因为只要债券市场不跌太惨，买理财的投资者基本感受不到债券市场的波动，因为最后收益多是刚兑的，买的理财产品报价是 1 年期 3.5%，投资者 1 年后大概率就能拿到 3.5% 的收益。

但资管新规后不一样了，产品账户分离了，产品报价是净值型了，净值型的产品其业绩表现与债券市场收益率是高度相关的，债券市场收益率上行的时候净值往往会跟着跌。如果债券市场收益率上得快的话，理财产品搞不好还会“破净”。

这会严重降低理财产品投资者的持有体验，原因很简单，去银行买理财产品的投资者一般都是风险偏好低的，感情上很难接受理财产品还会“亏钱”的事实。

从理财产品的投资和运营端来看，理财产品净值化后，由于缺少市场化的机制和环境，投研能力没跟上，完全参考公募债基的做法会比较困难，而且即使有市场化考核的公募债基过去在零售市场也没发展起来（主要靠同业做规模），因此理财机构只能另辟蹊径：

1、为避免频繁申赎对产品运营、投资管理造成较大的难度，多数理财产品都会设计成定期开放型的；

2、为满足客户流动性管理的需要，可以灵活申赎的产品就设计为类似货基的类货币型。

3、如果规模扩张得快，实在没法管，就会委外给有投研能力的机构。

二、市场环境的变迁

在三季度以前，整体市场环境都是非常有利于债券市场的。

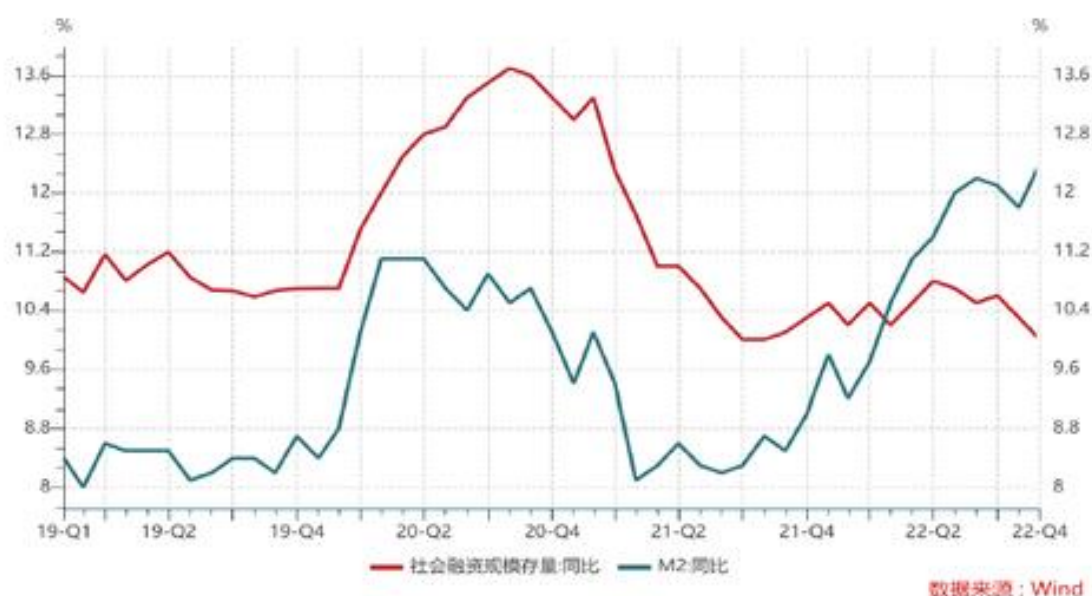
从基本面看，疫情反复和地缘政治冲击导致稳增长压力大，企业和消费者信心也都不强。

从流动性环境看，央行利润上缴、财政留抵退税、货币宽松支持及实体经济融资需求萎靡导致银行市场资金面异常宽松，资金利率持续在 7 天逆回

购政策利率之下运行。

实体融资需求弱叠加减税，使得社融和 M2 增速明显背离。没有较强的实体融资需求，社融增速上不去，但有减税支持，社会面钱不缺，所以 M2 持续走高，这意味着金融机构负债端有资金但没有好的资产，同时企业和消费者因信心弱还构建了预防性储蓄，也衍生出理财需求，金融市场流动性是充裕的。

图 3. 社融和 M2 增速持续背离



资料来源：Wind，红塔证券

从债券市场本身看，地方政府隐性债务治理高压叠加地产债信用风险，导致一级市场发行明显减少，钱多但优质资产少，于是呈现出“资产荒”，市场可以通过借用低资金利率优势不断回购加杠杆，在优质资产上增厚收益，隔夜回购成交量一度突破了 7 万亿。

图 4. 今年二、三季度资金利率持续在 7 天逆回购政策利率之下运行



资料来源: Wind, 红塔证券

在宏观基本面预期不明之际，股票市场的表现是偏弱的，股票吸引不了资金进入，而理财产品至少可以“不赔钱”，所以今年前三季度理财产品发行得比较多，随着理财产品规模扩容，钱进来了不可能不配，强化了债券的牛市。

但到了 11 月，宏观环境发生了变化，一个是金融 16 条支持房企，第二个是防疫政策放松，这两点让投资者的心态发生了微妙的变化。

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_50198

