



靳毅：“赎回潮”有哪些新变化？



文/意见领袖专栏作家 靳毅

// 核心观点 //

在“赎回潮”的最初两周，银行自营抛售短债及货基以补充流动性，产品方为应对赎回压力抛售同业存单等短期券种。而在当前，“赎回潮”持续演绎近一个月后，出现了两个新变化：

第一，散户投资者持续赎回理财，表外资金转化为存款再次回流银行表内，使得表内流动性压力有所缓解，银行自营对短端债券转向增持。此外从近期货币基金对同存、短融净买入量有所增加的现象观察，银行理财赎回资金也可能部分流入货币基金。



第二，债市中长期预期边际转向，导致公募基金和银行理财等机构投资人开始更多采取“缩久期”的防御性策略，使得抛压由流动性较好的同业存单等短债，更多转向中长期二永债和中票抛等品种。

展望未来，银行理财破净率持续创新高，散户赎回意愿维持高位，预计未来赎回行为仍将持续。而从封闭式理财产品的到期数量看，未来半年中，2020年12月最后一周、2023年1月中旬、2023年3月最后一周为3个到期高峰窗口。

通过复盘理财在2022年3月“赎回潮”时的现券净买入量情况和信用利差变动情况，预计二永债的抛压或将在理财到期数量达到高峰之后，也即2022年12月27日当周、2023年1月17日当周、2023年3月28日当周之后，出现阶段性缓解。

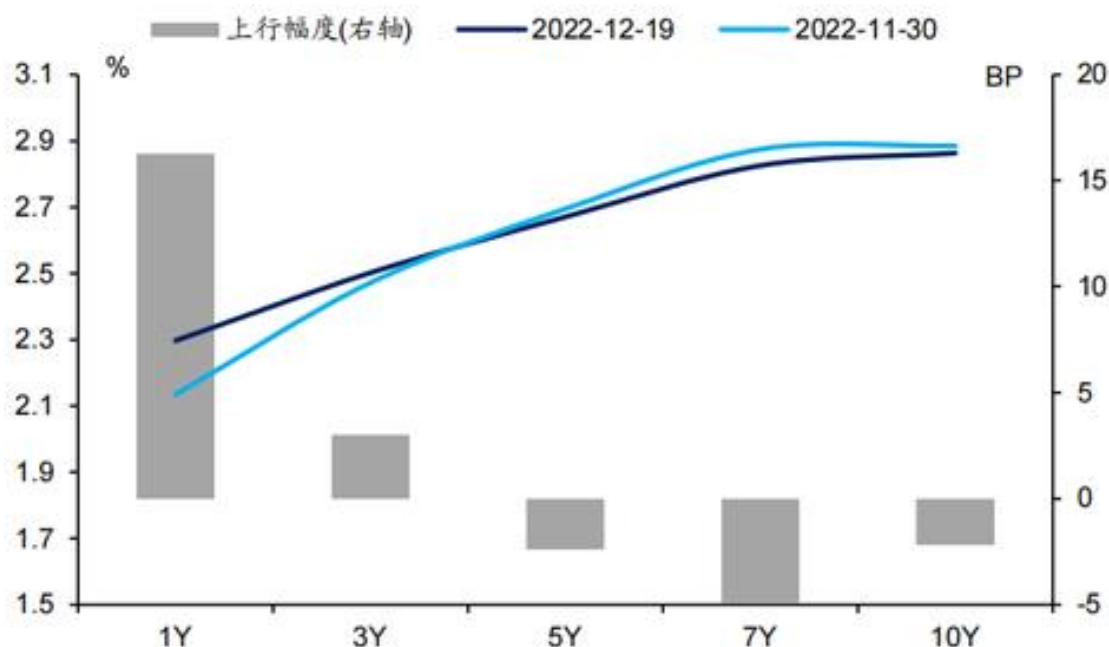
在债市机会方面：①防疫政策持续优化导致资金面或将继续宽松，叠加商业银行对短债的配置需求将在跨年后重新入场，关注短端杠杆套息的机会；②表内资金回流稳定银行负债端，利好自营主力持仓的利率债品种，疫情高峰期中长端利率债可逢高布局，参与波段交易。

风险提示：“新冠”疫情超预期、中国央行货币政策超预期、美联储货币政策超预期、通胀超预期、房地产政策超预期、历史数据无法预测未来走势，相关资料仅供参考。

// 报告正文 //

12月以来债市利率仍有所上行，投资者自11月中旬开始的，对于银行理财与公募基金固收类产品的赎回现象仍在持续，赎回压力仍存。

图 1：12 月份国债短端收益率持续上行



资料来源：Wind、国海证券研究所

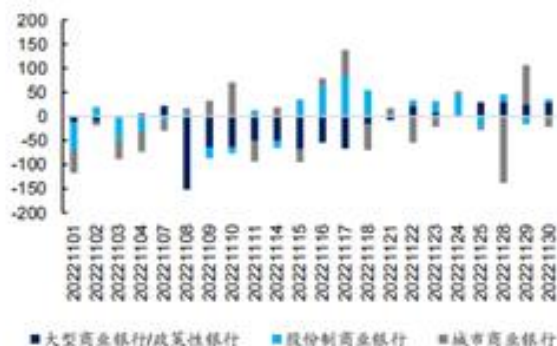
在“赎回潮”持续演绎近一个月后，当前机构投资行为有何变化？后续债市还有哪些风险点和结构性机会？对此，我们试图进行复盘与展望：

1、当下“赎回潮”的两个新变化

在11月份最初两周，银行自营抛售短债及货基以补充流动性。在11月20日报告《赎回潮的“危”与“机”》中，我们曾分析过，由于债市利空因素增多，银行自营选择赎回产品、及时止盈。叠加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。因此，为了获取流动性，银行自营开始抛售短债及货基，导致产品方为应对赎回压力抛售同业存单等短

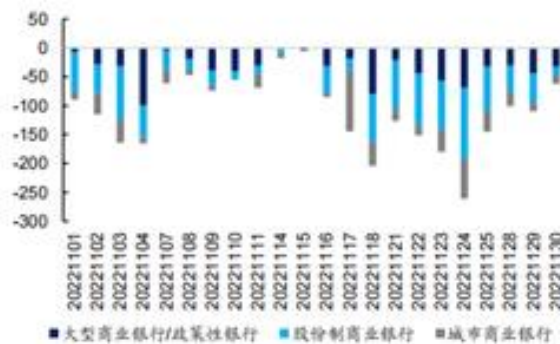
期券种。

图 2: 2022 年 11 月部分银行同业存单净买量(亿元)



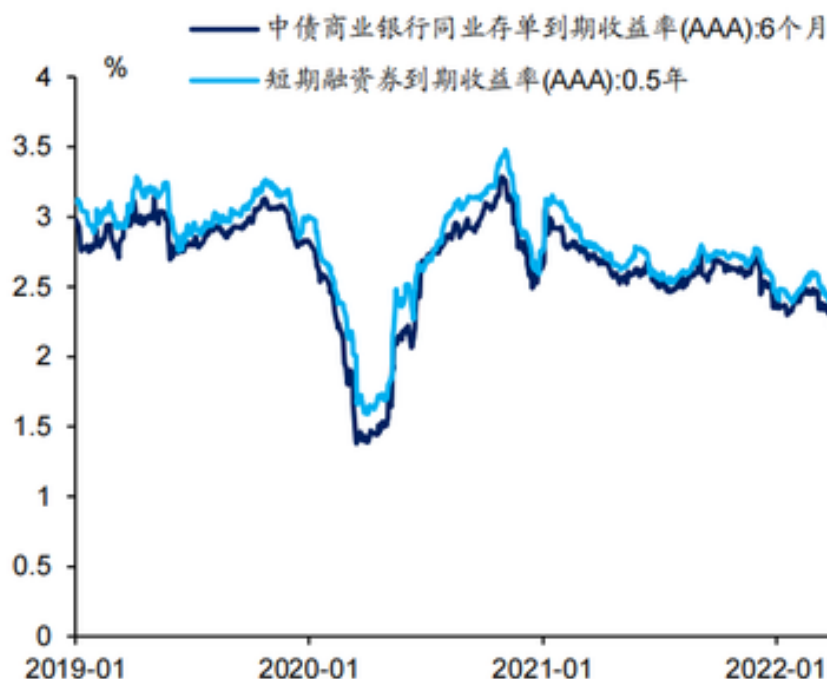
资料来源: Wind、国海证券研究所

图 3: 2022 年 11 月部分银行短融净买量(亿元)



资料来源: Wind、国海证券研究所

图 4: 2022 年 11 月以来同业存单、短融利率快速上行



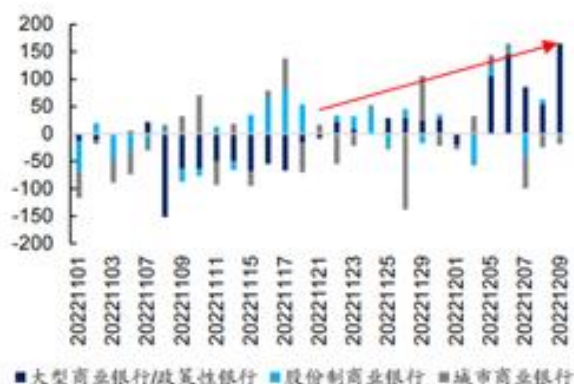
资料来源: 国海证券研究所

目前，本轮“赎回潮”在持续演绎近一个月后，出现了两个新变化：

第一，银行表外资金回流表内，金市对短债转向增持。当前散户投资者持续赎回理财，表外资金转化为存款再次回流银行表内，使得表内流动

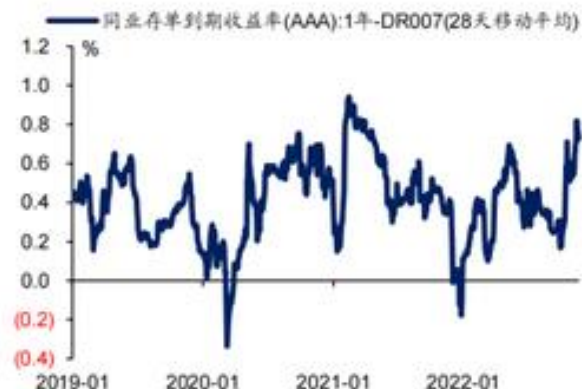
性压力有所缓解, 银行自营对短端债券转向增持。此外从货币基金对同存、短融净买入量有所增加的现象观察, 银行理财赎回资金也可能部分流入货币基金。

图 5: 2022 年 11-12 月部分银行同业存单净买量(亿元)



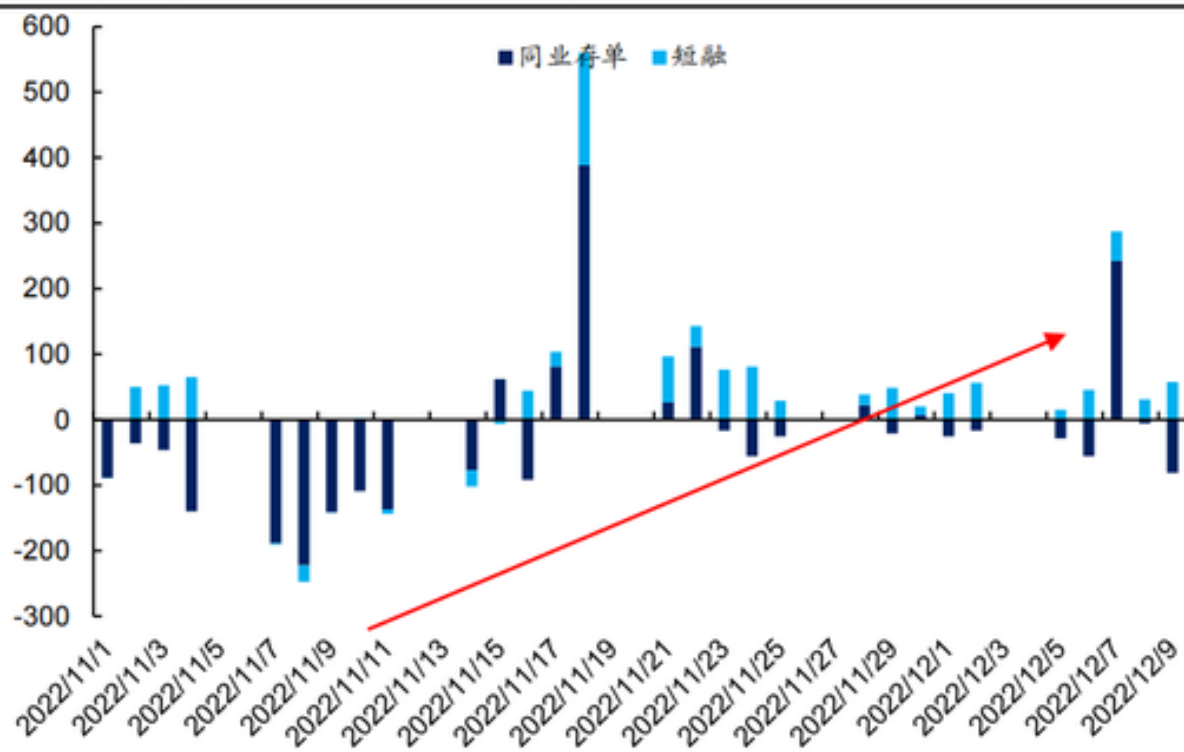
资料来源: Wind、国海证券研究所

图 6: 2022 年 12 月同业存单利率较 11 月中旬有所回落



资料来源: Wind、国海证券研究所

图 7: 货币基金对同存和短融的净买量有所增加(亿元)



资料来源: Wind、国海证券研究所

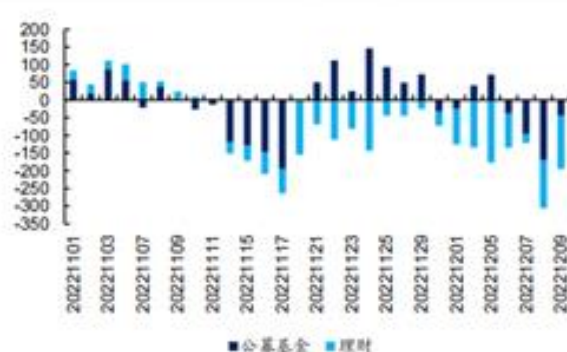
第二，公募基金和银行理财投资端降久期，抛压向中长期二永债、中票等品种迁移。相比于银行自营，纯债公募、固收类理财持有商业银行二永债及中票占比更高、但流动性略差。由于债市中长期预期的边际转向，导致公募基金和银行理财投资端等机构投资人开始更多采取“缩久期、降杠杆”的防御性策略，使得抛压由流动性较好的同业存单等短债，更多转向中长期二永债和中票等品种。

图 8: 公募和理财的中票净卖出规模维持高位(亿元)



资料来源: Wind, 国海证券研究所

图 9: 公募和理财二永债净卖出规模维持高位(亿元)



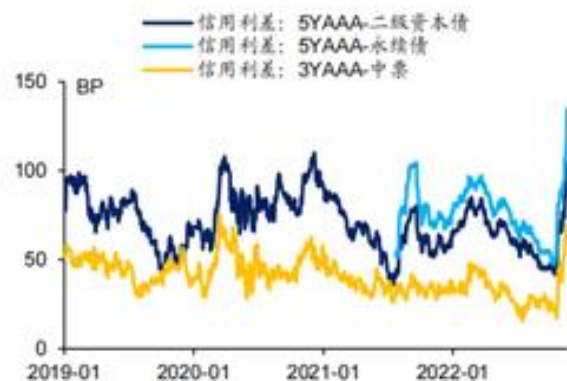
资料来源: Wind, 国海证券研究所

图 10: 公募和理财的同业存单净卖出规模有所回落(亿元)



资料来源: Wind, 国海证券研究所

图 11: 3Y 中票、5Y 二永债信用利差持续升高

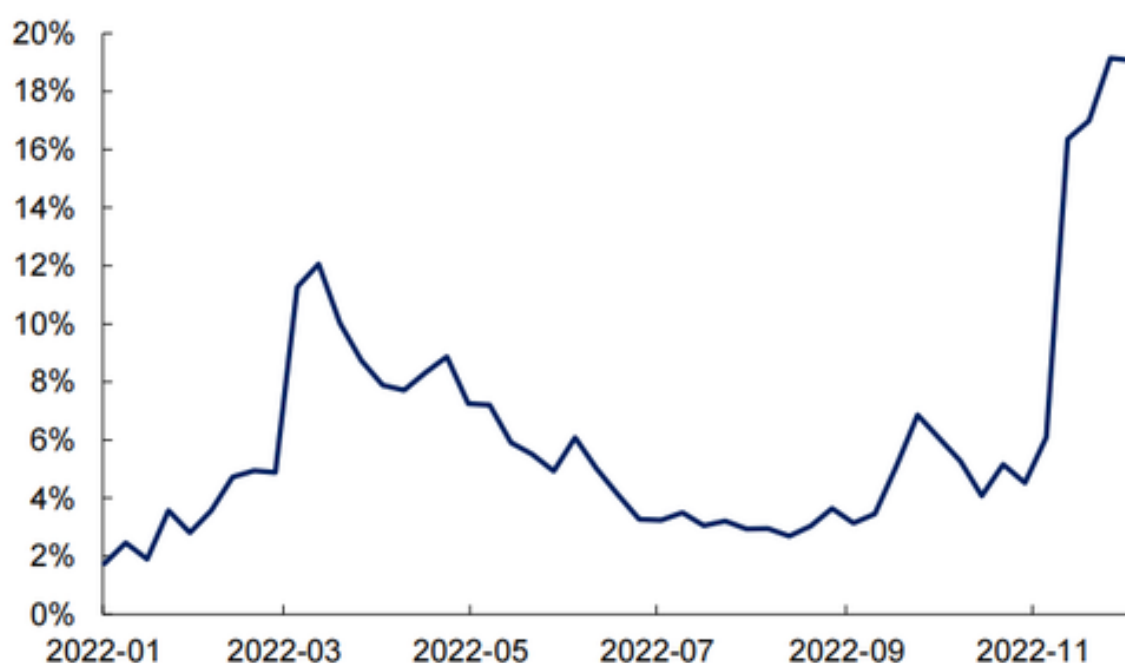


资料来源: Wind, 国海证券研究所

2、后续赎回压力几何？

银行理财破净率创新高，散户赎回意愿仍较强。投资固收类产品的散户投资者风险偏好通常较低，较难接受产品收益率不达业绩比较基准乃至“破净”。同时，相比于银行自营资金动作较快，散户投资者的赎回周期相对更长。目前，受到债市大幅波动的影响，理财破净率已提升至接近 20%，远超今年 3 月“赎回潮”时的水平，预计短期内散户赎回行为仍将持续。

图 12：理财产品破净率持续上升



资料来源：Wind、国海证券研究所

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_50423

