



蒋飞：债券赎回潮引发的思考——宏观经济专题报告



文/意见领袖专栏作家 蒋飞 等



核心观点

对于本次理财赎回事件，我们认为大体可分为两阶段。第一阶段是 11 月中旬在流动性边际收紧，叠加房地产利好政策集中出台和疫情防控优化政策影响下，导致债市看空的交易逻辑出现，理财赎回潮开始爆发。第二阶段是虽然 11 月底理财产品净值回撤引发的赎回潮一度缓和，但由于债市再遇基本面“强预期”利空，以及投资者对理财净值大幅回撤的集中反应敏感，使得 12 月初以来理财的赎回压力再次加大。

中国经济转型的要求之一就是提高要素配置效率，重点就是信用的市场化定价。如果居民配置资产和承受风险的能力较弱，居民资金储存在商业银行报表上的比例就会过高，那么商业银行就需要通过信贷投放或购买

债券来实现资金的高效利用。但现在中国遇到的问题是间接融资占比过高，在经济转型之后的以技术创新为主的发展模式中投融资效率会下降，政府也正在推动资本市场的大力发展并转变商业银行的制度优势。因此大量资金堆积在商业银行报表上尤其是国有银行报表上，虽然安全需求得到了满足，但配置效率有待提升。

当中国最大的资金提供者——储户减少对于债券发行人的资金供给，政府继续增加债券市场的发行规模的时候，整体经济的活力可能会显著下降。这说明居民的消费倾向和投资信心已经显著下降，整体已经表现出储蓄倾向，而经济的发展主要靠信用推动，也即是通过信贷扩大生产消费，如果信用收缩，经济增长速度也必然会回落。政府通过财政支出来填补这一缺口，在短期内是有效和必要的，但如果长期持续下去，也会造成挤占民间投资，私营经济一蹶不振的局面。

风险提示：国内宏观经济政策不及预期；财政政策不及预期；货币政策不及预期；信用事件集中爆发

1

理财现状

银行理财市场近期一直是市场各方关注的焦点。2018年《关于规范金融机构资产管理业务的指导意见》（业内简称“资管新规”）发布以来，经过3年过渡期，理财行业监管政策日趋完善，理财业务规范化转型成效显

著，银行理财市场整体呈现稳健向好的发展态势。《2021 年中国资产管理行业发展报告》提到，资管新规过渡期结束后，资管机构间差异化竞争的格局将逐渐成形。

经过对理财市场监管政策的持续完善，理财产品规模稳定增长，净值化转型基本完成。银行业协会统计数据显示，截至目前，银保监会已批准 31 家理财公司筹建，包括 6 家国有大型银行、11 家全国性股份制商业银行、8 家城市商业银行、1 家农商行的子公司以及 5 家合资理财公司。3 年多来获批开业的理财公司已达 30 家，31 家获批筹建者中仅余法巴农银理财尚未开业。

数据统计显示，截至 2022 年 6 月底，理财产品存续规模达 29.15 万亿元，同比增长 12.98%，投资者数量达 9145.40 万个，上半年累计为投资者创造收益 4172 亿元。其中理财公司存续产品存续规模 19.14 万亿元，同比增长 91.21%，占全市场的比例达到 65.66%，成为我国资产管理行业的一支重要力量。

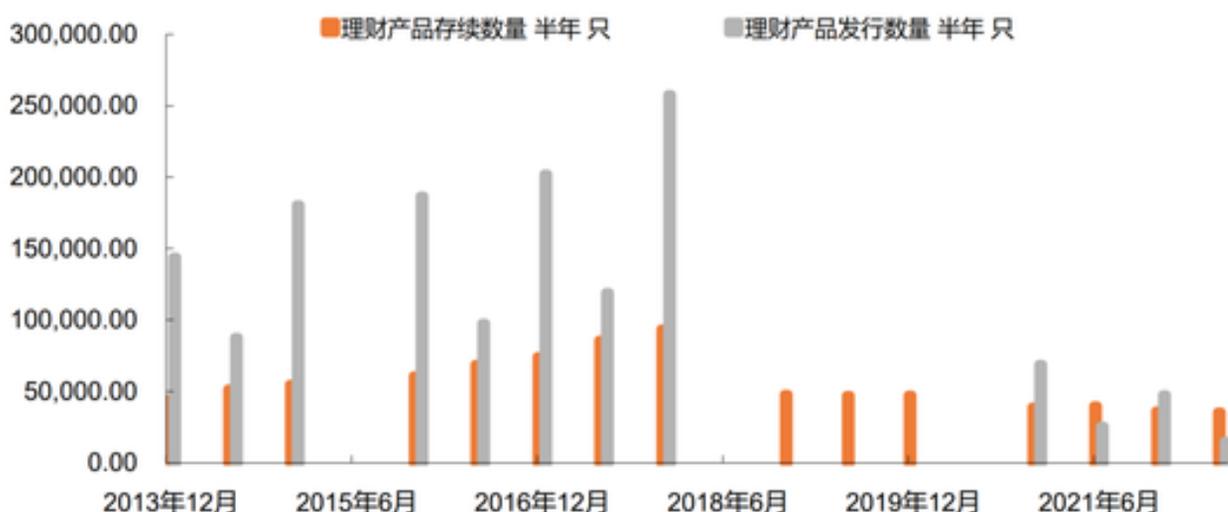
图 1: 银行理财资金余额



资料来源: IFIND、长城证券研究院

另外 Wind 资讯数据统计显示, 截至 2022 年第三季度末, 银行理财新发产品 7103 只, 新发产品净值化率达 93.76%。三季度成立规模达 4493.63 亿元, 规模净值化率达 99.87%。固定收益类产品仍为发行市场主流, 发行数量占全市场的 94.49%。另外, 从收益来看, 截至 9 月 30 日, 近一年来平均收益率最高的为固定收益率产品, 其中纯债固收类收益率最高, 平均收益率达 3.86%。

图 2: 理财产品存续数量和发行数量



资料来源: IFIND、长城证券研究院

2

理财赎回事件

对于本次理财赎回事件,我们认为大体可分为两阶段。第一阶段是 11 月中旬在流动性边际收紧,叠加房地产利好政策集中出台和疫情防控优化政策影响下,导致债市看空的交易逻辑出现,理财赎回潮开始爆发。第二阶段是虽然 11 月底理财产品净值回撤引发的赎回潮一度缓和,但由于债市再遇基本面“强预期”利空,以及投资者对理财净值大幅回撤的集中反应敏感,使得 12 月初以来理财的赎回压力再次加大。

一、11 月中旬以来,由于债市波动引发银行理财产品净值调整,逾千只产品一度“破净”。11 月 16 日,招银理财旗下的一款 R2 中低风险的固收类理财产品“招银理财招睿活钱管家添金 2 号”出现了无法赎回情况,赎回界面显示“由于赎回客户太多,已触碰巨额赎回上限”。而 11 月 11

日、14 日两个交易日，国债期货连续大跌，其中十年期国债收益率上行 10bp，达到了 2016 年 12 月以来单日最大跌幅，从 101.625 最高点跌至最低点 100.402，与此同时，收益率也连续两日大涨，从最低点的 2.702% 上涨到最高点 2.851%。短期的利率品种也未能幸免，均出现不同程度下跌。

图 3: 10 年期国债期货结算价和成交量



资料来源: IFIND、长城证券研究院

另外，Wind 数据显示，截至 2022 年 11 月 17 日，银行理财子公司发行的 15615 只理财产品中，剔除近 6 月无净值的产品，有 1208 只理财产品单位净值小于 1，破净率达 7.74%。其中，回撤幅度超过 0.1% 的达到 2850 只，占比达 18.25%。且截至 11 月末，“工农中建交”5 家国有大行理财公司及招银、兴银、光大、平安、信银共十家理财公司的产品（仅以子公司管理口径计）管理规模约为 17.1 万亿元，单月缩减近 6300 亿元。分主体来看，仅有两家股份行理财公司的规模实现逆势增长。

二、本次理财赎回潮在 11 月底短暂缓和后，又由于 12 月以来随着部

分定期理财到期可赎回，理财面临的赎回压力再次加大。为了换取流动性，部分理财子不得不抛售资产，而作为理财子配置主力的信用债二级市场就面临大规模抛售压力，一级市场也频现取消发行的情况。

我们知道，银行理财是债券市场重要的买方。《中国银行业理财市场半年度报告（2022年）》显示，截至2022年6月底，固定收益类理财产品存续余额27.35万亿元，同比增长20.22%，占全部理财产品存续余额的93.83%。

根据wind公布的数据，理财产品投资债券占比从2013年的38.64%提到至2022年6月的67.84%，且2021年12月达到最高峰的68.39%。理财产品投资债券中，截止到2022年6月，投资利率债只有5.19%，投资信用债在48.07%，可见投资信用债规模远大于利率债。

图4：理财产品投资债券占比



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_50484

