



理财赎回冲击的回顾与启示： 资产与机构行为的视角——利率市场观察



意见领袖 | 鲁政委 (兴业银行首席经济学家)、郭益忻、刘星宇

“

2022年11月，受疫情防控优化、地产融资政策变化等驱动，资金价格及资产收益率低位快速反弹。受此驱动，银行理财接连出现两次明显的赎回冲击。本文从资产价格走势、产品走势、机构行为、互动关系等各方面全面回顾这两次赎回冲击。具体有以下发现：

资产：利率债、NCD受冲击幅度小，恢复速度快，第1次与第2次赎回潮期间收益率反弹高度相当；信用债、资本工具受冲击幅度大，恢复速度慢，且第2次赎回潮期间收益率反弹高度高于第1次；

产品：货基因其为摊余成本估值，产品表现稳定，净值类产品包括NCD指数基金和短期债基的表现要优于中长期；

机构行为：银行自营及货基由于负债端稳定，具备较强的资产配置主动性；债基凭借多年净值化运作的锤炼，面对冲击应对更为自如；理财首次面对冲击，还需要积累经验；

互动：自营及货基持仓较多的表现更稳定，主要依赖净值化机构的品种面临较大抛压，此类品种未来的投资者结构面临重构。

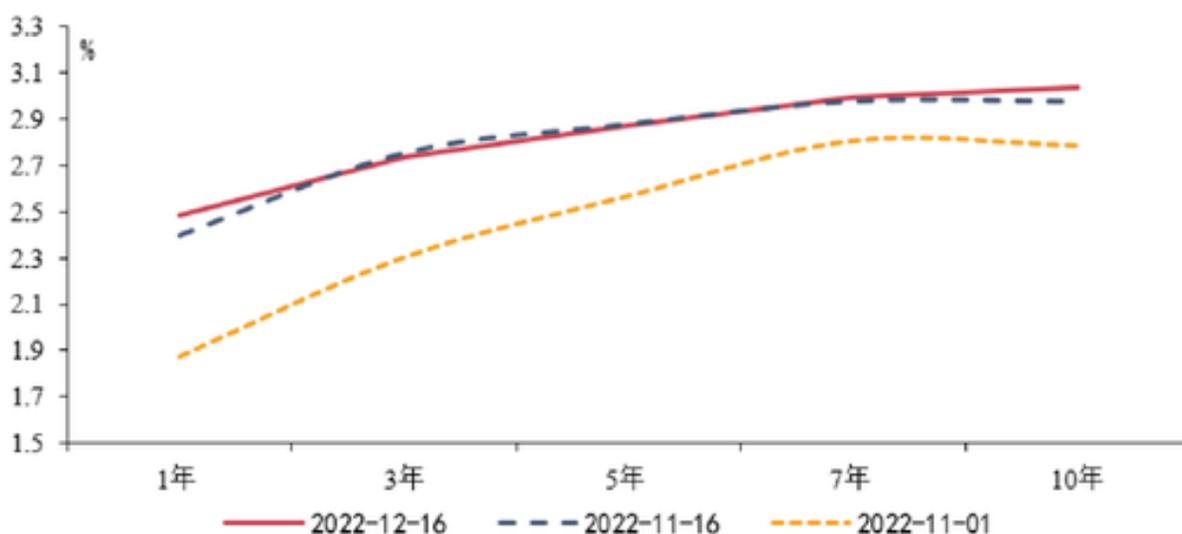
一、各类资产的表现

为便于分析，我们将 2022 年 11 月第 1 周作为第 1 波赎回冲击的起点，11 月第 3 周作为第 1 波赎回冲击的高点，而后稍有平复。进入当年 12 月开始第 2 波冲击，并在 12 月的第 3 周出现第 2 波赎回冲击的高点。

首先，我们来分析两波赎回潮期间不同资产的表现。这些资产包括利率债、NCD、银行资本工具、信用债。

国开债方面，负反馈期间，收益率整体呈现熊平走势，即短端上的比长端更多，以第 1 波为例：1 年、3 年、5 年、7 年、10 年分别上行 53BP、45BP、31BP、17BP、19BP。而对比两波赎回潮，利率债第 2 波反弹和第 1 波高度较为接近，整体恢复速度较快。综合两波效果，国开调整到了 2022 年的年内高位，但 3 年分位数仍然不高。

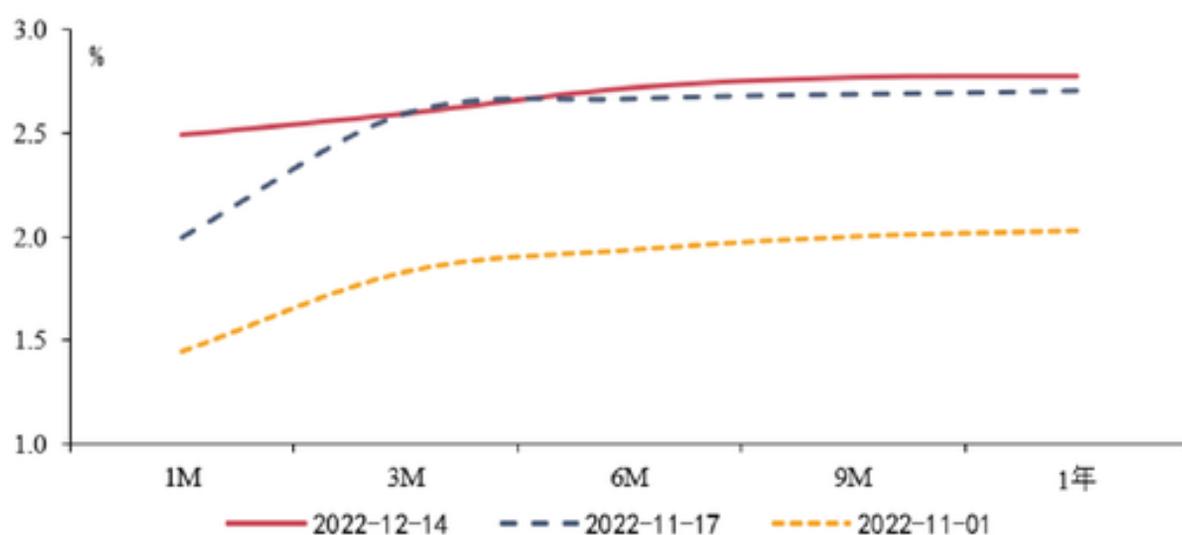
图表 1：国开债各期限两次赎回负反馈期间各期限收益率变动



资料来源：Wind, 兴业研究

NCD 表现与利率债类似，收益率在负反馈期间同样呈现熊平走势。以第 2 波为例：1M、3M、6M、9M、1 年分别上行 104BP、76BP、78BP、77BP、74BP。需要指出的是，第 2 波当中 1M 的大幅反弹更多是因 12 月的跨年因素。综合两波效果，NCD 调整到了 2022 年的年内高位，1 年期品种逼近 MLF，但进一步超调幅度有限。

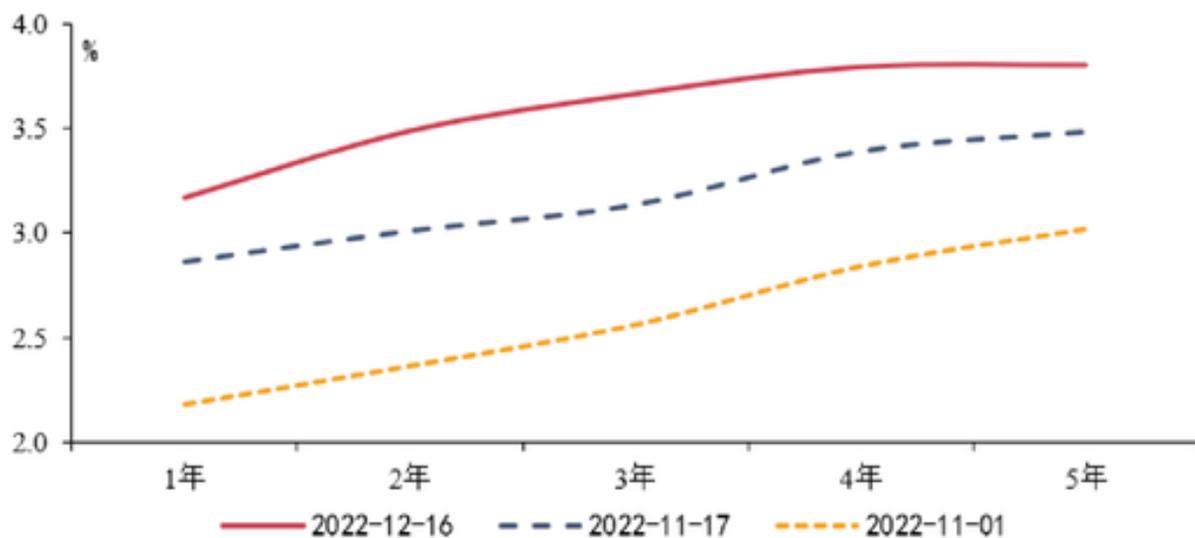
图表 2：NCD 资产两次赎回负反馈期间各期限收益率变动



资料来源：Wind, 兴业研究

资本工具方面，与利率债和 NCD 不同之处在于第 2 波上行幅度远远大于第 1 波（和 11 月初的起始点对比）。第 1 波，1 年、3 年、5 年分别上行 68BP、58BP、47BP，而第 2 波在第 1 波的基础上进一步分别上行了 31BP、53BP、32BP。综合两波的冲击，各期限调整幅度较之于 11 月初，普遍在 80-120BP。调整后的位置，不但创了年内新高，还逼近甚至超出了 2021 年 8 月净值化新规期间的收益率水平。

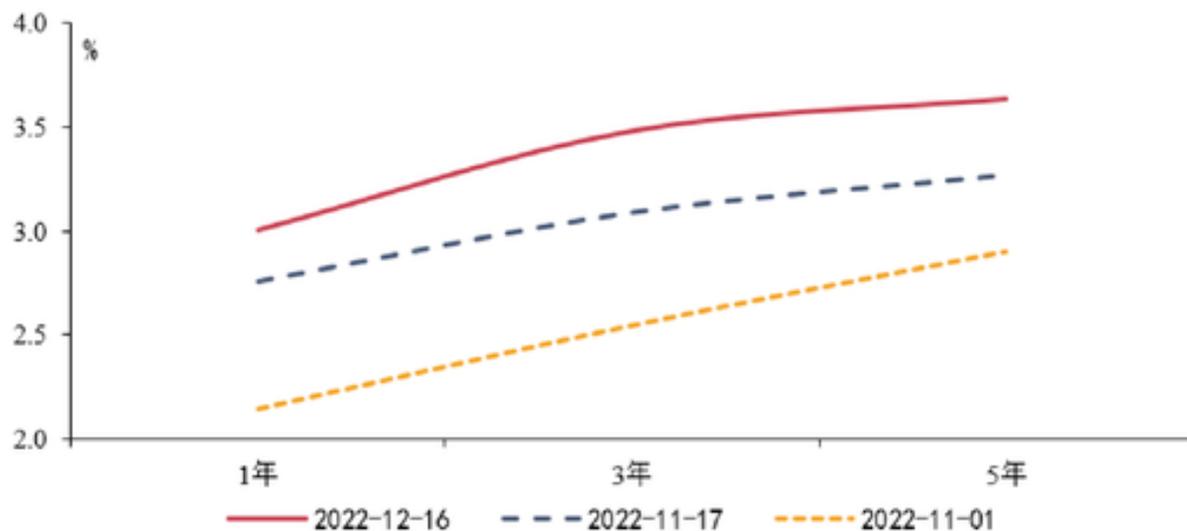
图表 3：银行资本工具资产两次赎回负反馈期间各期限收益率变动



资料来源：Wind, 兴业研究

信用债与资本工具类似，同样是第 2 次出现大幅上行。第 1 波，1 年、3 年、5 年分别上行 61BP、53BP、36BP，而第 2 波在第 1 波的基础上进一步分别上行了 25BP、39BP、36BP，表明第 2 波承受了更大压力。综合两波的冲击，各期限调整幅度较之于 11 月初，普遍在 70-90BP。一个明显的变化在于，两波冲击之后，社融分项中的企业债已经连续 3 个月出现同比收缩。

图表 4：信用债资产两次赎回负反馈期间各期限收益率变动



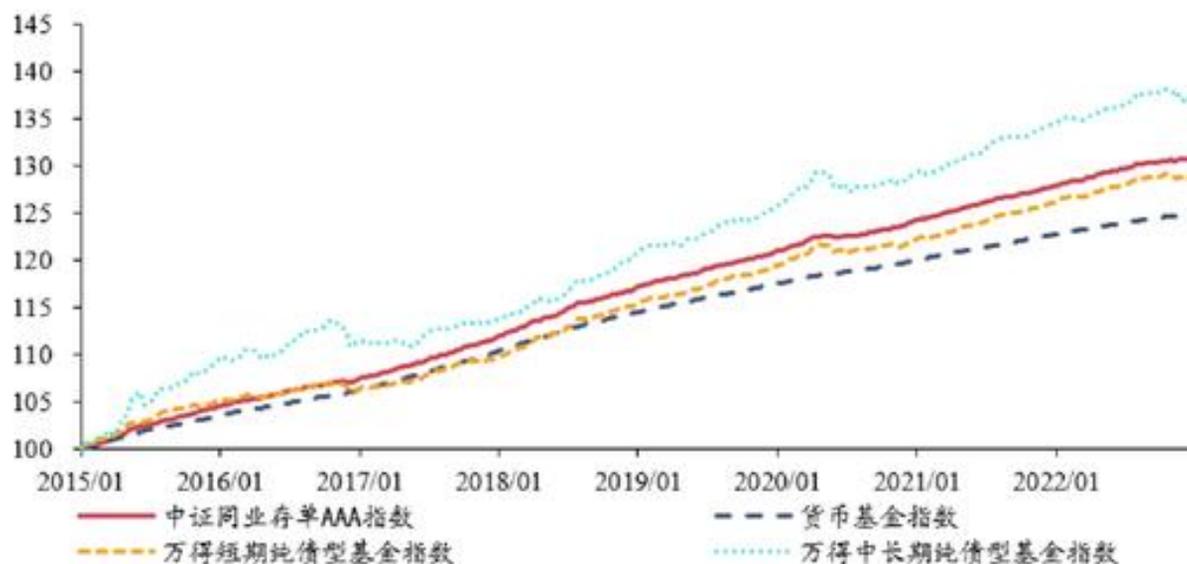
资料来源：Wind, 兴业研究

二、各类基金的表现

接下来，我们观察各类基金在赎回潮中的表现。我们分别用同业存单AAA指数、货币基金指数、短期纯债型基金指数、中长期纯债型基金指数，来分别代表NCD指数基金、货基、短债基金和中长债基的整体收益情况。

首先，中长期视角看，自2015年以来，中长债基的收益水平最高，其次为短债基金和货基[1]。不过中长债基的波动明显较高，走势则与短债基金趋于一致。

图表 5：四类基金自2015年以来的收益情况



资料来源：Wind, 兴业研究

2022 年赎回潮前，整体而言依旧是中长债基的收益水平最高，但波动较大，并于 2 月后出现明显回撤；NCD 指数基金和短债基金的收益水平相对接近，波动不大；货基收益率最低，但波动也最小。

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_51655

