

11月11日—16日,债券市场加速下跌,回落速度之快、幅度之深超出市场预期。由于债基净值快速回撤,部分银行理财产品遭遇大额赎回,这进一步加快了债市下跌的速度,市场进入了负反馈模式。分析人士认为,近期债市大跌是由基本面、资金面、风险偏好、投资者行为等多重利空因素共振所导致。债券市场经过快速风险释放,将重回合理性价区间。这一波赎回潮结束,债基收益会逐渐恢复。债券作为相对稳健的一类资产,仍然是资产配置中的重要组成部分。

本版文章围绕此轮债市大跌原因、债市未来走向、债基和银行理财产品净值大幅回撤现象、后续债基赎回及资产配置等几个角度进行了深入分析和解读。

债券基金和银行理财产品“很受伤”

# 债市大跌引发“链式”反应 发生了什

## 么?——一致性预期促使市场情绪快速释放

■ 何慧

自上周五以来,期债展开一轮大幅调整,在“美国通胀回落引发市场风险偏好提升—市场对经济基本面修复的乐观情绪提升—降准落空—银行间资金流动性持续收紧—债券基金赎回压力下机构投资者的抛售行为”这一负反馈作用下,债市悲观情绪快速释放。二债、五债、十债加权合约和主连合约相继跌破20日、60日、120日均线,不同程度接近或已跌破年内7月份的低点水平,这让机构积攒了近半年的净值几乎瞬间清零。

美国通胀数据的超预期回落为市场风险偏好的提升创造了环境。上周四(11月10日)晚间,美国发布的10月CPI同比上涨7.7%,为今年2月以来首次低于8%,且低于市场预期7.9%,这是今年3月以来美联储6次加息375个基点的累积效应和滞后效应首次出现效果。随着美联储通胀压力开始降温,暗示美联储本轮激进的加息斜率或接近拐点,也意味着美元强势周期处于强弩之末,这对中国经济、人民币汇率、风险资产(股市和大宗商品)和黄金市场是方向性利好。美国通胀数据公布之后,美元和美债收益率快速下挫,市场风险偏好大幅提升,带动次日A股跳空高开,对债市产生抑制。

## 股债走势明显分化 A股价值凸显

■ 刘晓艺

近期国债期货剧烈下跌,10年期国债期货2212合约盘面下行近1.5元,10年期活跃国债现券收益率上行11bp。究其原因在于此前做多债市的逻辑瓦解,做空逻辑主导期货和现货市场双双调整。债券市场的大幅调整使得债基净值大幅回撤,基金遭遇赎回后被动抛售,进而导致债市进一步调整。同期,股市在利好消息下快速反弹,股债跷跷板效应十分明显。

10月下旬开始,同业存单利率不断走升带动短端利率逐步上行,债市情绪越发谨慎。尽管彼时股市相对债市溢价率已经处于历史高位,但权益市场延续磨底。11月初,资金面延续紧平衡态势,债市逐渐对利好钝化而对利空敏感。11月中旬,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,央行和银保监会出台十六条措施促进房地产市场发展,令宽信用预期增强,市场风险偏好显著回升,股债表现明显分化。在地产、银行、券商等权重板块带动下,上证综指冲破3100点,较10月末低点反弹近8%,而10年期国债收益率较10月末反弹20bp至2.85%附近。

尽管短期股债波动都很剧烈,但目前难言股债资金腾挪趋势已经形成。从股市看,近2个交易日沪深两市成交额并没有持续放量,11月以来仅有6个交易日两市成交额突破万亿元。从债市看,经过

## 关注期限利差走平带来的机会

■ 凌晓慧

由于近期利好政策接连出现,市场情绪快速反转,债市也出现大幅调整,10年期国债收益率自上周四开盘的2.68%在三天内快速上行15bp,周一盘中最高一度触及2.85%。

回顾本次债市的大调整,笔者认为原因有二。一是本轮债市快速调整始于市场情绪反转,地产融资渠道的放宽是民营房企眼下最需要的政策支持之一,央行、银保监会发布的金融十六条措施和再贷款工具的推出提振了市场情绪。11月14日,住建部等三部门再次释放政策利好,联合发布《关于商业银行出具保函置换预售监管资金有关工作的通知》,在业内人士看来,本次通知内容是优化预售资金监管的一大举措,为优质房企释放更多流动性支持,房地产市场信心有望得到进一步提振。二是由于央行对资金面的收紧力度加大,银行间市场7天期回购利率中枢已由5月份最低点1.5%上行至2.0%附近,市场对流动性宽松的预期也在发生边际反转。4月以来流动性的持续宽松是支持债市牛市的一大原因,而央行近期无论是从公开市场操作层面还是续作MLF的层面均出现边际收紧流动性的意图,存单利率、资金利率均出现了快速上行,上行

近期国内关于疫情和地产两大重磅政策的发布,扭转了市场对经济的悲观预期,使得前期支撑债市的基本面逻辑得到重塑。11月11日午间,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,点燃市场对经济修复的乐观情绪,进一步提振市场风险偏好,市场很快对此做出反应,股市显著上涨,债市大幅回落。与此同时,11月13日,央行和银保监会出台十六条措施促进房地产市场发展,楼市迎来政策“强心剂”。海内外共振,市场风险偏好得以提升,周一债券收益率大幅跳升10bp,期债继续低开低走。

周二,市场迎来颇为期待的MLF续作结果,当日公开市场有1万亿元MLF到期,央行开展了8500亿元的MLF和1720亿元7天期逆回购操作,MLF缩量价平续作,也并未出现降准置换,略低于市场预期。周三晚间央行发布《2022年第三季度中国货币政策执行报告》,报告不再提“逆周期”字眼,对年末流动性环境的表述为“适宜”,对通胀措辞从“密切关注”变成“高度重视”,提出“需求侧变化”带来的通胀升温可能性,删去了“发挥好货币政策工具的总量和结构双重功能”。预计后续总量货币政策工具的使用会更为谨慎,降准降息的概率显著降低。

资金面方面,本周银行间流动性紧势延续,质

11月11日(上周五)大跌后,部分投资者出于防御操作在本周初开始赎回债基。当一家机构主动赎回基金后,基金会抛债应对赎回,从而导致债市进一步下跌。债市进入了“赎回—净值下跌—赎回”的负反馈过程,调整会更加剧烈,周一午后和周三的市场走势尤为明显。

不同于2020年年中那轮经济复苏引发的股债资金大腾挪,目前还没有任何信号确认债市转向。10月社会消费品零售总额同比下降0.5%,工业增加值同比增长5.0%,均低于前值2.5%和6.3%,表明国内需求端压力回落高于生产端。1—10月房地产开发投资完成额累计同比下滑8.8%,不及前值8.0%,表明地产的拖累效应有所加重。前期表现强势的制造业投资增速累计同比也放缓至9.7%,10月政策继续发力托底经济增长,基建(不含电力)投资累计同比增长8.7%,高于前值8.6%。外需方面,10月以美元计价的中国出口同比下降0.3%,继对美国出口同比增速转负后,10月对欧元区出口同比增速亦由正转负,欧美经济体货币政策收紧的影响显现。考虑目前内外需求均面临压力,货币政策不会转向。

月初大量逆回购到期,资金面偏紧,但公开市场操作并没有显著放量。月中1万亿元MLF到期,央行开展8500亿元1年期MLF和1720亿元7天期逆回购操作(当日另有20亿元逆回购到期),令此前市场预期的降准置换落空。从11月16日央行发

布幅度的《2022年第三季度中国货币政策执行报告》来看,“为做好年末经济工作提供适宜的流动性环境”的措辞意味着流动性仍较为充裕。首先,11月议息会议后,市场对于美联储加息节奏放缓的预期不断增强,美元指数走弱,海外流动性制约有所减弱。其次,国内经济修复曲折,尽管此前央行通过政策性工具和PSL给予重点领域资金支持,但实体经济有效需求的不足需要货币总量宽松予以再度支持。最后,考虑部分省市2023年专项债“提前批”额度已下达,明年专项债发行大概率在年初“开闸”,需要流动性投放予以支持,年底前降准依然可期。

资产配置方面,经历了短期快速调整后,债券收益率大幅上行至年内高点附近,利率债票息吸引力再度增强,配置型资金有望再度入场。因此,短期随着恐慌情绪的消退,债券走势变得乐观,更需要警惕的是权益市场。从周四盘面走势看,在央行增加逆回购投放后债市的情绪有所企稳,但股市和转债市场有所调整。原因在于前期债市调整殃及了债基中的可转债,而“固收+”产品中有不少的可转债和股票,风险进一步传递到了股市。因此,短期权益产品可能也会受此影响继续调整。不过,根据经验,这种风险传导在一周内会逐渐反映,投资者不必过于悲观。中期来看,随着稳增长政策不断加码,宽货币将助力宽信用达成,届时债市资金会逐渐切换回到股市。

近期通过信贷支持和债权融资“两支箭”改善房企融资渠道,助力房企现金流改善。此外,本周杭州商品房销售政策进一步放宽,在政策支持下最新回暖的是房地产的竣工端。基建方面,10月单月同比小幅回落,但累计同比依旧维持两位数增长。今年基建投资在政策资金支持和项目推进之下预期全年增速超11%,若10月下旬新增发行的5000亿元专项债能在年内投入实物工作量,则能额外提供3%的增长。制造业方面10月累计增速同比回落。由于海外处于需求下行周期,全球经济的走弱已经体现在国内出口数据上,对我国制造业高出口部门亦形成一定压制。而国内在稳增长政策的推进之下,2000亿元的设备更新再贷款政策落地,叠加工业企业上游利润随PPI一起回落,中下游利润同比改善,预期四季度制造业投资能维持在10%左右。

对于期债而言,经过快速回调叠加换月带来的影响,T2303合约最廉券净基差已快速走扩至1.14元,T2303、TS2303合约价格对应的隐含收益率已达3.06%、2.63%。后续若债基赎回不出现大规模踩踏,市场回归基本面定价逻辑,整体债市收益率再度快速上行的动能不足,可以考虑继续做平跨期价差和做平期限利差曲线的策略。

地产方面,10月地产竣工面积小幅反弹,央行

押式回购利率进一步走升,隔夜R001、7天R007和14天R014资金利率均已升破2.0%,存款类DR007利率也站上7天期逆回购政策利率2.0%上方,同时股份制银行1年期同业存单发行利率已经从月初的2.0%左右升至2.5%之上,显示出银行体系流动性面临一定压力。

由于同业存单利率上行太快,带来了估值的变动,影响了货币基金和短债,导致债券基金净值普遍回撤至1以下,同时银行理财产品也迎来新一轮“破净潮”,净值剧烈波动造成了投资人恐慌,加大投资人集中大量赎回产品。此外,随着利好政策持续出台,投资者对政策以及长期经济的预期发生转变,开始看好股票市场复苏,进行主动调仓分流债市资金,也是导致债基等固收类产品被提前赎回的一个原因,赎回压力下管理者不得不抛售债券资产加以应对。随着赎回压力持续释放,信用债也开启大跌模式,带动长端利率持续上行。

总而言之,近期债市大跌是由基本面、资金面、风险偏好、投资者行为等多重利空因素共振所致,一致性预期一旦形成就会出现抢跑,进一步加剧负反馈模式。不过债券市场调整具有合理性,但引发“赎回—调整”的负反馈则不具有持续性,市场存在自我调节的机制。

(作者单位:中辉期货)

布幅度的《2022年第三季度中国货币政策执行报告》来看,“为做好年末经济工作提供适宜的流动性环境”的措辞意味着流动性仍较为充裕。首先,11月议息会议后,市场对于美联储加息节奏放缓的预期不断增强,美元指数走弱,海外流动性制约有所减弱。其次,国内经济修复曲折,尽管此前央行通过政策性工具和PSL给予重点领域资金支持,但实体经济有效需求的不足需要货币总量宽松予以再度支持。最后,考虑部分省市2023年专项债“提前批”额度已下达,明年专项债发行大概率在年初“开闸”,需要流动性投放予以支持,年底前降准依然可期。

资产配置方面,经历了短期快速调整后,债券收益率大幅上行至年内高点附近,利率债票息吸引力再度增强,配置型资金有望再度入场。因此,短期随着恐慌情绪的消退,债券走势变得乐观,更需要警惕的是权益市场。从周四盘面走势看,在央行增加逆回购投放后债市的情绪有所企稳,但股市和转债市场有所调整。原因在于前期债市调整殃及了债基中的可转债,而“固收+”产品中有不少的可转债和股票,风险进一步传递到了股市。因此,短期权益产品可能也会受此影响继续调整。不过,根据经验,这种风险传导在一周内会逐渐反映,投资者不必过于悲观。中期来看,随着稳增长政策不断加码,宽货币将助力宽信用达成,届时债市资金会逐渐切换回到股市。

(作者单位:一德期货)

近期通过信贷支持和债权融资“两支箭”改善房企融资渠道,助力房企现金流改善。此外,本周杭州商品房销售政策进一步放宽,在政策支持下最新回暖的是房地产的竣工端。基建方面,10月单月同比小幅回落,但累计同比依旧维持两位数增长。今年基建投资在政策资金支持和项目推进之下预期全年增速超11%,若10月下旬新增发行的5000亿元专项债能在年内投入实物工作量,则能额外提供3%的增长。制造业方面10月累计增速同比回落。由于海外处于需求下行周期,全球经济的走弱已经体现在国内出口数据上,对我国制造业高出口部门亦形成一定压制。而国内在稳增长政策的推进之下,2000亿元的设备更新再贷款政策落地,叠加工业企业上游利润随PPI一起回落,中下游利润同比改善,预期四季度制造业投资能维持在10%左右。

对于期债而言,经过快速回调叠加换月带来的影响,T2303合约最廉券净基差已快速走扩至1.14元,T2303、TS2303合约价格对应的隐含收益率已达3.06%、2.63%。后续若债基赎回不出现大规模踩踏,市场回归基本面定价逻辑,整体债市收益率再度快速上行的动能不足,可以考虑继续做平跨期价差和做平期限利差曲线的策略。

(作者单位:永安期货)

记者观察 >>>

分析人士:

## 债市将重返 基本面定价逻辑

■ 记者 吕双梅

近日,债券市场出现急跌行情,导致部分债券基金、银行理财产品净值遭遇大幅回撤,这也引起市场的广泛关注。

Wind数据显示,11月14日,全市场中长期纯债基金平均跌幅达到0.29%,11月15日再度下跌0.09%。截至11月16日,银行理财破净数量达到1689只,较11月10日上升399只,占比达到4.91%,较10日上升1.14pcts,11月10日后公布净值的13582只产品中,最近一周有7722只产品录得负收益,占比达到59.29%。根据普益标准数据,11月10日后公布净值的现金理财、纯固收和“固收+”产品近1个月的年化收益率相较近6个月和近1年也均有明显下降。净值剧烈波动下,不少投资人集中赎回产品,甚至出现无法赎回情况,原因是赎回客户太多,已触碰巨额赎回上限。

“11月份以来,债市迎来一轮高位调整,尤其是从上周五以来市场跌幅加大,由于债基净值快速回撤,部分理财产品遭遇大额赎回,这进一步加快了市场下跌的速度。”方正中期国债期货分析师牛秋乐分析指出,本轮债市调整既在市场预期之内,又超出市场预期。在经历了一年半以上的牛市周期后,国债市场已经进入牛市的尾端,交易性资金本身做着随时撤退的准备。

“近期市场风险偏好转变是导致市场行情逆转的主要触发因素。”牛秋乐表示,近期美元指数与美债收益率大幅走低,刺激全球市场风险偏好回升。国内优化疫情防控工作的二十条措施以及支持房地产十六条措施的出台进一步提振了国内市场风险偏好,在国内金融股市场股市相对于债市风险溢价处于历史高位的情况下,股债资产配置价值开始转变。“但短期调整幅度显然超出市场预期和国内经济基本面条件,我们将其定义为局部性风险事件,预计随着市场情绪得到释放,国内政策也会有所调整,债市将重回振荡行情。”

南华研究院金融衍生品研究中心债券分析师徐晨曦表示,在本轮债市回调中,一些债券基金做出止损操作或应对客户赎回而大量抛售,造成债券价格大幅下跌,从而导致净值下跌,投资者悲观情绪扩大,进一步赎回,基金再抛售,净值再下跌。起先的下跌是由经济预期的大幅扭转引起的,而后的“赎回—被迫抛售—净值下跌—赎回”是情绪主导的循环。极端情况下,投资者的集中赎回会导致基金资产出现不合理的低价,损害投资者自身的利益。

东证衍生品研究院宏观分析师表示,部分投资者在遭遇亏损之后选择赎回固收类基金、理财产品,这导致了广义基金大量抛售债券,债券的下跌压力进一步加剧,债市陷入负反馈之中。但央行已经开始增加逆回购净投放规模,债市的恐慌情绪可能不会持续太久。未来1—2个季度债市博弈或将加剧,基本面预期能否兑现、能否有增量的政策工具落地均是值得博弈的因素,预计基本面的改善速度可能不会很快,债市在下跌之后将进入振荡阶段。

国投安信期货金融衍生品组组长朱赫表示,11月17日,央行开展1320亿元7天期逆回购操作,实现当日净投放1230亿元,意在维护资金面平稳,整体压力可控。

牛秋乐认为,虽然市场情绪主导了近期行情,但国内经济数据依然偏弱,国债市场收益率暂不具备大幅上行基础,在价格跌破年内重要支撑前,国债期货仍处于区间运行。“建议配置型资金等待市场收益率上行至年内高位时适当建仓,捕捉市场宽幅振荡期交易超额收益机会。但基于市场估值水平,我们对于中长期债市行情和债基投资仍持相对谨慎看法。”

在徐晨曦看来,这一波赎回潮结束,债基收益会逐渐恢复。债券作为相对稳健的一类资产,仍然是资产配置中的重要组成部分。但投资者需要意识到,债券资产的稳健很大程度上在于到期兑付本息,而在没有到期兑付的时候价格会有波动,尤其是在当前产品净值化趋势下,买入后净值波动,甚至产生亏损都是可能的。在利率已经很低的情况下继续扎堆投资债券类产品无疑会加剧风险。

朱赫认为,中期来看,经济回暖势不可挡。债券市场经过快速风险释放,将重返基本面定价逻辑。短期避险情绪仍然需要时间消化,但是长期配置价值逐步显现。