

银行理财大面积“破净”再度占据近期的头条。流动性趋紧推动同业存单利率快速上行，同时触发货币市场基金大规模赎回，进一步加剧同业存单上行压力。叠加地产和疫情政策调整，债券利率整体上行，并触发负反馈机制。

这也进一步打破了各界对理财“稳健收益”的认知，加之11月以来，债券市场的调整幅度之大、速度之快，让人甚至想起2016年底的债灾。10年期国债收益率从2.65%快速上行到2.9%附近，十年期国开债活跃券从2.77%上行到3%附近，一年期存单从2%上行到2.6%左右，机构青睐的二级资本债更是成为重灾区，上行幅度超过60BP。

根据第一财经记者对多家银行系理财子公司（下称“理财子”）、公募基金人士的采访，由于年末流动性跨年资金紧张，债牛难现，但目前冲击波最猛烈的时候已过，赎回暂时告一段落，市场进入震荡期。此时赎回理财可能并非良策，但产品净值波动加大，或增加投资者的风险厌恶情绪，这会让投资者选择波动性更小的货币产品或类货币产品。

### 负反馈机制加剧净值波动

债市大幅抛售始于11月14日。10年期国债活跃券220019收益率从2.70%左右上升至2.8525%附近，接近年内高点；1年期国债收益率更是从1.86%上升至2.07%，升幅超过20BP。

“我的3个月期理财产品周四（11月17日）到期，15万本金收益只有150元。”理财客小李（化名）于上周五（11月18日）对记者感叹。这笔账算下来，这笔理财的年化收益仅0.4%，即使在理财预期收益率一降再降的背景下，各界认为至少2%的年化收益是可以保住的，然而事实却大相径庭，这和最近的债市大震荡息息相关。

表面上看，各界认为债市波动的原因在于市场对经济预期的逆转，即11月以来，政策暖风频吹、地产支持政策相继出台，避险资产债券必然被率先抛弃。此外，8月以来的“债牛”是因为意外的一连串降息（MLF和LPR）驱动，而近期资金面的趋紧无疑加剧了债市的压力。

但更关键的因素还是流动性趋紧。某股份行下属理财子投研部人士对记者表示，这一轮债市的负反馈核心在于短端，同业存单利率大幅攀升影响了货币基金和短债，即短端同业存单利率上行太快，估值的变动，导致大量赎回，并进一步引发了负反馈。

民生证券方面提及，首先，财政需求从两方面吸收大行的流动性压力。第一是债券发行，大行承接新发行的专项债和政策性金融债；第二是超去年同期规模的土拍数

量，又吸收了企业的活期存款，主要以城投的企业为主。但与上半年不同的是，当前财政支出力度大幅减弱，从而对流动性产生虹吸作用，导致大行流动性收紧，大行减少资金融出规模，并多发行同业存单补充负债。

其次，监管压力开始显现。一方面是现金管理类理财产品规模压降，抛售同业存单，导致同业存单需求减少。同业存单供需短期内不平衡，推动同业存单利率快速上行，资金利率抬升，同时触发货币市场基金大规模赎回，进一步加剧同业存单上行压力。最后，叠加地产和疫情政策调整，债券利率整体上行，并触发负反馈机制。负反馈机制的原理是“债券利率上升—理财产品和货币市场基金净值下降—赎回压力加大—债券利率进一步上升”。

近期，1年期AAA商业银行同业存单利率从月初的2.02%飙升至2.65%，债券市场出现大幅调整，10年期国债利率快速上行，突破2.8%重要支撑位，一度逼近2.9%。“在目前债券下跌的情况下，货币基金面临极大的偏离度压力和赎回压力。一年期银行存单利率上行幅度达70BP。目前银行存单主要的投资者是货币基金，因此货币基金的偏离度和赎回压力加剧了资金面波动。”上述投研人士对记者表示。

### 抛压暂时缓和，理财销售承压

上周四，债市企稳回升。“赎回压力最大的时候基本过去了，14日、15日理财子赎回最集中。”某公募基金销售对记者表示。

另一大型公募基金债券投资经理对记者表示，“债市还是处于震荡的格局，长端可能很难再上了，暂时可能整个收益率曲线会维持‘熊平’的状态。”

“实际上债券跌幅并不太大，远未达到债券熊市级别，只是出现了短暂的恐慌。即使上周的经济数据，包括房地产投资、工业、消费等数据普遍低迷的情况下，债券收益率不降反升，因此债市的恐慌是暂时的，与基本面并不相符，因而延续时间不会太长，更不可能再形成一次钱荒。”中航信托宏观策略总监吴照银告诉记者。

不乏观点认为，降准的可能仍然存在，时间窗口可能在岁末年初。兴业研究提及，2023年第一季度，实体经济融资需求的复苏仍需宽松的流动性环境加以呵护。考虑到2023年1月的MLF到期规模为7000亿元，在2023年各月份中属于相对较高水平，加之跨年前后银行间流动性需求上升，央行仍可能通过降准操作对流动性进行补充。

问题在于，当前还要赎回理财吗？业内人士认为，年末资金面并不乐观，债市难以回到牛市格局中。“但现在赎回银行理财并不一定是良策，毕竟一轮抛售已过，不赎回，还能涨回来。赎回了，就真的实亏了。”有资管机构高收益债投资人士表示

不过，理财客的风险偏好普遍较低，更希望获得的是类似存款的稳定收益。主流观点认为，此次净值大幅波动必然会影响理财产品的销售。

“至于从理财产品撤出的资金会不会进入股市，这很难说，毕竟股民这些年确实没有从股市获得良好的回报。理财产品净值波动加大让投资者厌恶，这只会让投资者选择波动性更小的货币产品或类货币产品。”吴照银告诉记者。

### “理财溢价”进一步收窄

理财产品的净值大幅回撤甚至净值负增长是资管新规以来首次。自2018年资管新规颁布以来，至今已有大约四年半的时间。未来，各类理财产品或更趋同于公募基金的相同类型产品。

早前，理财产品的收益溢价来自非标资产的安全垫，外加期限错配、摊余成本法的加持，但此前监管明确将非标比例限制在35%以内，且优质非标资产也越来越少；去年，对于定开型理财产品，监管已经明确要求用市值法估值，而非使得净值曲线更平滑的摊余成本法；此外，自2021年6月中旬现金管理类理财新规落地以来，由于监管办法趋紧，各类型银行现金管理类理财7日年化收益率下降较明显，而且整改过渡期马上要在2022年年底结束。新规对现金管理类产品的投资范围、投资集中度、流动性、组合久期、估值方法和偏离度等问题进行了明确规定。因而，各界预计未来银行现金管理类产品相较于公募基金的同类产品收益溢价可能会收窄。

在“2022中国资产管理年会”期间，上银理财总经理陈刚表示，资管新规的颁布主要是为了打破刚兑，促使银行理财业务回归资产管理业务本源。影响之一在于，从投资方面来看，以前银行理财投资非标占比较大，2019年底，整个银行理财资产中非标占比约为17%，截至今年6月，银行理财在标准化资产投资上达到75%，非标则萎缩到7%；从产品形态上看，以前的产品都是预期收益型，随着整改推进，95%的银行理财产品已转变为净值型产品。在今年市场波动较大的情况下，不少银行理财产品都经历了比较大的净值波动，出现了破净的情况，投资者可能是第一次大范围地感受到银行理财产品的风险。

资管新规后，对银行理财的监管仍在持续推进，今年8月发布的《理财公司内部控制管理办法》，在内控职责、内控活动、内控保障、内控监督等方面都做出了新的规定，要求银行理财子按照新规进行整改。陈刚称：“内控办法将进一步规范理财子的经营，实现理财子管理的公募基金化。未来银行理财子的发展会越来越规范。”