



朱鹤：建立更广泛的债券市场流动性管理机制





一、债市大幅调整的宏观原因和微观机制

11月中旬，我国债券市场出现超预期波动，多数理财产品净值明显回撤，部分理财产品出现亏损，引发市场广泛关注。

与会专家普遍认为，与过去几次债券市场大幅波动相比，本轮债券市场的波动幅度并不算大，但其引发的市场反馈确实超出事前预期。宏观方面看，导致本轮债券市场出现大幅波动的原因主要有三个。

首先，海外通胀出现拐点，全球大类资产开始出现切换的迹象。近几个月美国房地产和消费等宏观数据走弱，表明美国经济开始出现下行态势。

11月10日公布的美国最新通胀数据也被市场绝大部分机构投资人视为隐约通胀拐点。此后，美元指数下跌，海外和国内股票市场反弹，都出现大类资产共振的特点。全球大类资产开始出现切换的迹象。

其次，国内市场流动性结束相对宽裕的状态，进入更加合理中性的区间。2022年前三个季度，我国银行间市场的流动性总体偏宽松，银行间市场存款类机构7天质押式回购利率（DR007）持续低于7天逆回购代表的政策利率。两方面原因导致前三季度市场流动性总体宽裕。一方面，央行上缴利润、财政支出增加、结构性政策持续发力等政策因素为市场提供了充裕的流动性基础。另一方面，市场主体的贷款需求一直偏弱，居民部门扩张负债的意愿不强，部分资金淤积在金融系统内部。

10月以来，上述因素都出现了一些变化，叠加中美利差扩大导致的外资流出债券市场，市场流动性开始趋稳，金融机构的短期负债成本有所上升，但是金融机构的资产结构并没有做出相应的调整。这种情况下，债券价格对冲击会更加敏感，金融机构的资产负债表受到的影响也会更大。

最后，防疫政策优化调整和金融支持房地产政策的出台显著提升了国内市场参与者对未来经济的预期。

微观层面看，本轮债市大幅波动可以分为四个阶段。第一阶段是预热阶段，10月10日-11月10日期间银行间市场流动性偏紧，利率开始逐步上行。第二阶段是急剧演变阶段，国内外三个宏观因素同时出现导致国内投资人对经济复苏的预期集中调整。第三阶段是负反馈阶段，由于利率上

升引发资管产品净值回调，居民和部分机构投资者开始集中赎回产品，迫使资管机构进一步抛售资产并引发利率再度上升，形成负反馈。这个阶段市场舆论还起到了放大器的作用，加剧了居民部门的恐慌情绪并强化了市场的连锁反应。第四阶段是相对平稳阶段，债券市场出现大幅波动之后，央行及时做出预调微调，有效降低了市场的恐慌情绪。大银行净融出规模已经回到 10 月下旬的水平，货币基金也从净卖出转为净买入。

二、本轮债市大幅波动反映出三个结构性问题

多数与会专家都认为，当前债券市场已经度过了最恐慌的阶段，但波动率较前三季度会有所增加。同时，本轮债券市场波动暴露出我国债券市场存在一些结构性问题。

第一，我国债券市场的层次性不够明显，资管机构的可选择性较少。债券市场的层次性指的是不同债券之间的收益风险特征具有明显的差异性，因此资管机构可以根据自身的风险收益偏好进行资产配置。高质量的金融市场一定是分层比较清晰的市场。只有这样才能容纳更多类型的金融机构和配置策略，市场才会更具包容性和韧性。我国债券市场的一个突出问题

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_49548

