



靳毅：理财赎回稳住了吗？



文/意见领袖专栏作家 靳毅

1、理财赎回稳住了吗？

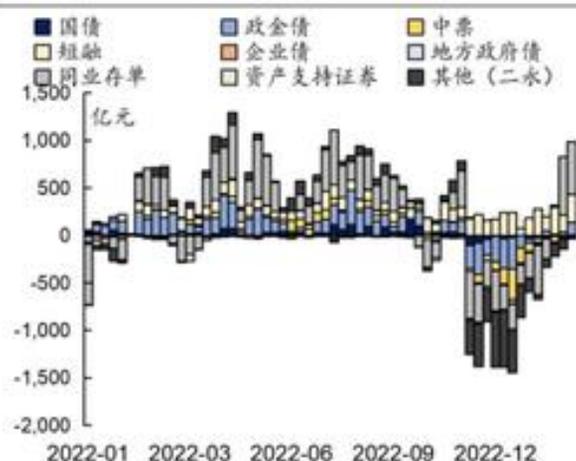
1.1

现券数据看机构赎回行为

2022年11月，宏观预期出现反转，导致债市出现大幅调整，进而引发了年内第二次“理财赎回潮”。时隔3个月，从机构现券成交数据来看，理财规模或许刚刚开始企稳。

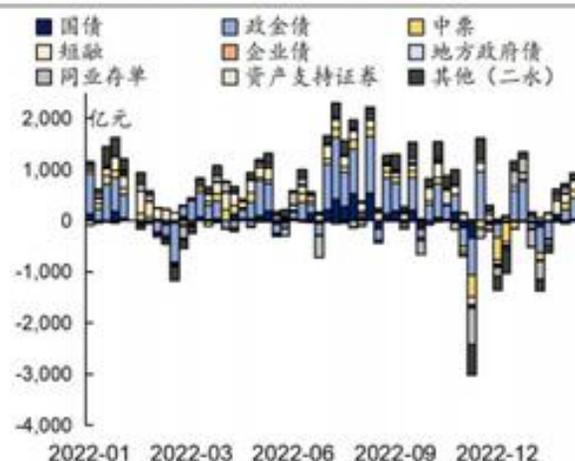
进入2023年2月份，银行理财从前期“净卖出”逐渐转向“净买入”，前3周累计净买入1730.2亿元债券。而在“赎回潮”初期遭遇重创的公募基金也连续3周净增持债券，总计2219.8亿元。

图1：银行理财净买入债券情况



资料来源：Wind、国海证券研究所

图2：公募基金净买入债券情况



资料来源：Wind、国海证券研究所

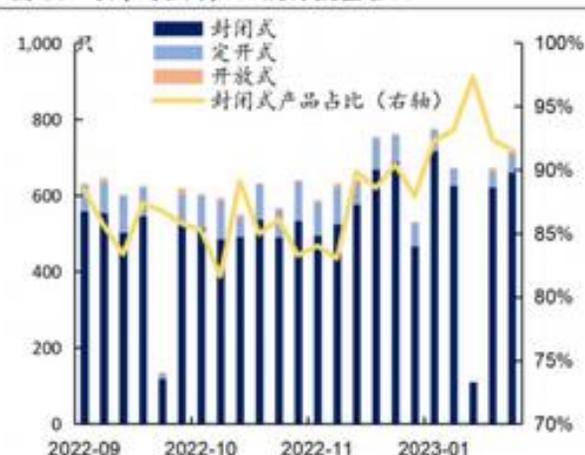
实际上，自从去年11月“赎回潮”以来，银行理财也主动在资产和负债端进行了相应调整，对稳定“赎回潮”产生了积极的贡献。据我们观

察，主要体现在 3 方面：

1) 资产端，信用债偏好转向短久期资产。由于 11 月份的“赎回潮”主要受预期扭转带来的债市利率上行所影响，为了降低持仓资产对利率的敏感度，11 月以来银行理财主要进行了“短券换长券”的操作，以净增持 1 年以下短融及其他信用债产品为主。

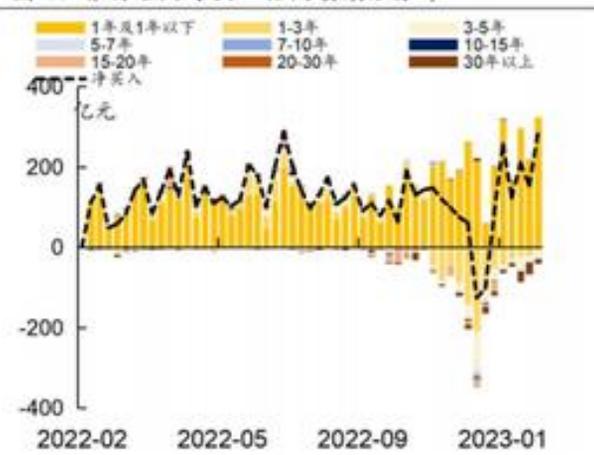
2) 负债端，封闭式产品发行数量占比提升。在 11 月赎回潮发生后，大量理财产品出现破净现象，出于对于后市的谨慎态度，理财产品普遍选择增发封闭式产品，以有效平抑短期市场波动给理财带来的集中赎回需求。

图 3：封闭式理财产品发行数量占比



资料来源：Wind、国海证券研究所

图 4：银行理财净买入信用债期限分布



资料来源：Wind、国海证券研究所

注：信用债统计口径包含：中票、短融以及企业债；黑色虚线为理财净买入额

3) 产品端，重启“混合估值法”产品。“赎回潮”发生的本质原因是产品净值波动超出负债端风险偏好可以承受的范围。采用混合估值法计算净值的产品，一方面，以持有至到期资产作为底仓，这部分资产提供稳定的现金流，并且价格波动不会体现在产品净值波动中，增强了产品净值

稳定性。另一方面，市值计价部分资产，仍可以进行先前的交易性操作，在一定程度上保证了产品的灵活性，因而成为“赎回潮”过后，理财在产品设计上的折衷之举。

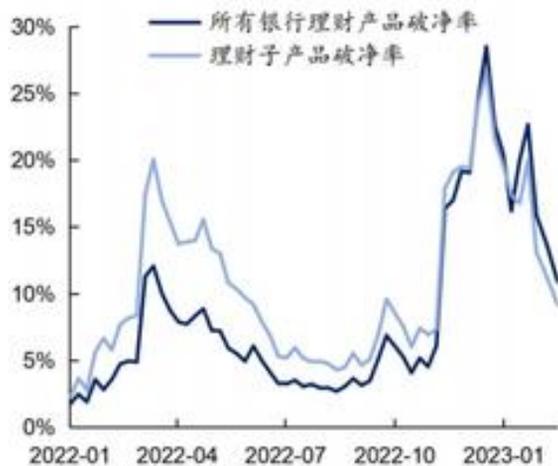
表 1：近期各大理财子公司在售的“混合估值法”产品

产品	理财公司	产品资产配置
“稳富”（封闭式）2023 年 46 期	中银理财	投资利率债仓位 0%-10%，信用债仓位 30%-90%，非标准化债权仓位 0%-50%，组合杠杆率 120%
“稳富”固收增强（封闭式）2023 年 19 期	中银理财	投资利率债仓位 0%-10%，信用债仓位不低于 50%，非标准化债权类资产仓位低于 50%，股票仓位不超过 10%，组合杠杆率 120%
睿鑫固收类封闭式产品 2023 年 49 期	建信理财	非标准化债权和地债合计比例不低于 80%，股票仓位不超过 20%，组合杠杆率 140%
稳享“固收精选”4 个月封闭式	交银理财	债权类资产占产品资产总值的比例为 80%-100%（非标准化债权类资产比例不超过 50%）；权益类资产占产品资产总值的比例为 0%-20%；金融衍生品类资产占产品资产总值的比例为 0%-20%
灵动慧利 6 个月封闭式	交银理财	债权类资产占产品资产总值的比例为 80%-100%（非标准化债权类资产比例不超过 50%）；权益类资产占产品资产总值的比例为 0%-20%；金融衍生品类资产占产品资产总值的比例为 0%-20%
“农银匠心·灵珑”2023 年第 7 期人民币理财	农银理财	债券等固定收益类资产仓位 70%-90%，股票（含优先股）仓位 5%-15%，杠杆比例 110%
恒睿睿益固收增强封闭式理财	工银理财	货币市场工具类 0%-100%，利率债 0-50%，信用债及债券型基金 0%-100%，股票型基金 0-5%，混合型基金 0-10%，优先股 0-10%，商品及金融衍生品 0-5%，杠杆率 100%-200%

资料来源：各银行理财官网、国海证券研究所

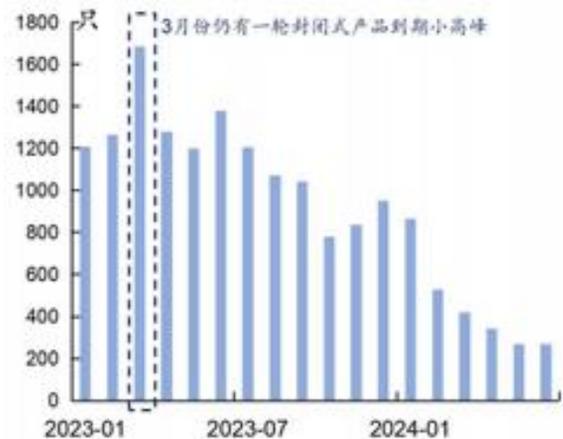
理财赎回已经初步企稳，但是仍需注意短期内的赎回扰动。当下理财产品破净率已从去年 11 月份高位回落，但仍处于历史较高分位，叠加从负债端来看，3 月份将是 2023 年年内封闭式理财产品集中到期的又一轮小高峰。进入 3 月份，仍需警惕潜在集中赎回，对债市形成扰动。

图 5：理财产品破净率



资料来源：Wind、国海证券研究所

图 6：封闭式理财产品到期数量分布



资料来源：Wind、国海证券研究所

1.2

“赎回潮”后，“二永”怎么看？

我们观察到，在理财逐渐企稳格局下，作为信用债的主要配置选手，理财、公募基金逐渐转回“净买入”信用债，近期各品种、各期限信用利差均出现显著回落，然而“二永”利差压缩幅度显著不及一般信用债，其中3-5年期利差压缩幅度更是相对有限，我们认为背后主要有2方面原因：

从机构行为角度出发，一方面，在“赎回潮”修复期间，作为“二永”的两大定价者：公募和理财，优先抢配短久期，高评级信用债，增持“二永”倾向显著弱于赎回潮以前。另一方面，近期混合估值产品发行增加，但是二级资本债自带减记条款，无法通过摊余成本法所需的现金流测试，这也造成了新发产品对“二永”接盘力度不强的现象。

从监管角度出发，我们在《资本新规如何影响债市？》中分析了，近

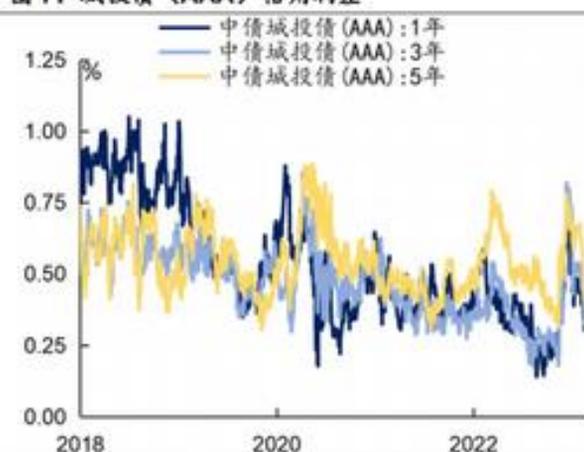
期新出台的《商业银行资本管理办法（征求意见稿）》将二级资本债的风险权重由 100%调升至 150%，阶段性对“二永”形成利空。

综合来看，我们认为：

① 对“二永”利差修复不宜太乐观。在“赎回潮”刚过的养伤阶段，“二永”本身波动较高，理财和公募对中长久期“二永”的增持意愿短期内依旧不会太高。与此同时，商业银行资本管理新规下，银行表内资金投资“二永”也将得到抑制，整体需求下降格局下，或意味着“二永”利差较难回到前期低位。

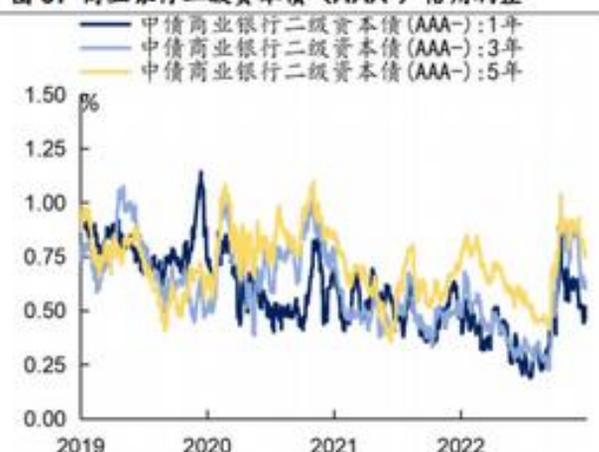
② 对“二永”配置价值不宜太悲观。考虑到当下其他信用利差再度进入历史较低分位区间，“资产荒”若隐若现，“二永”的配置性价比阶段性凸显。建议可以适当考虑布局 1Y-2Y 短端的“二永”配置机会。

图 7：城投债（AAA）信用利差



资料来源：Wind、国海证券研究所

图 8：商业银行二级资本债（AAA-）信用利差



资料来源：Wind、国海证券研究所

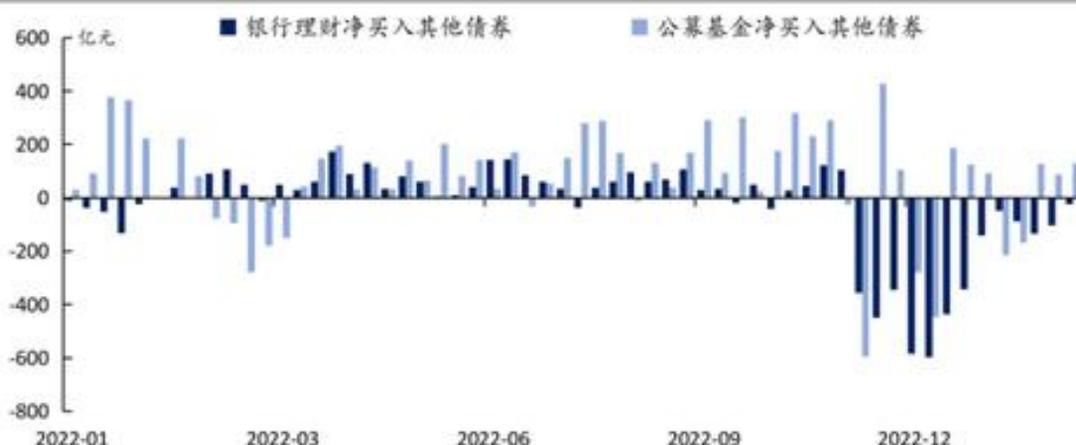
表 2：城投、中票以及“二永”目前利差水平及所处历史分位数

		城投债		中票		二级资本债		永续债	
		AAA	AA+	AAA	AA+	AAA-	AA+	AAA-	AA+
当前利率水平 (%)	1 年	2.82	2.92	2.83	2.93	2.93	3.00	3.03	3.10
	3 年	3.13	3.32	3.17	3.37	3.40	3.52	3.63	3.73
	5 年	3.33	3.56	3.39	3.71	3.68	3.81	3.92	4.10
当前利差水平 (BP)	1 年	30	41	29	39	49	54	55	67
	3 年	33	59	31	60	60	77	85	96
	5 年	40	66	44	81	75	95	106	128
当前利差所处历史分位数	1 年	17	22	25	17	26	34	61	66
	3 年	14	29	30	37	49	56	83	83
	5 年	10	27	49	61	60	60	84	85

资料来源：Wind、国海证券研究所

注：信用利差为同期信用债收益率与国开债收益率之差；城投债、中票利差分位数统计区间为 2017-2023，二级资本债统计区间为 2018-2023，永续债统计区间为 2021-2023

图 9：银行理财、公募基金增持意愿较为薄弱



资料来源：Wind、国海证券研究所

注：其他债券包含二级资本债和永续债

2、机构现券成交监控

2.1

谁在买，谁在卖？

1) 利率债市场，本周多头集中度大幅上升，较上周增加 32pct，农村金融社为主要净增持方，累计净增持 1391.7 亿元。

图 10: 利率债成交多空集中度

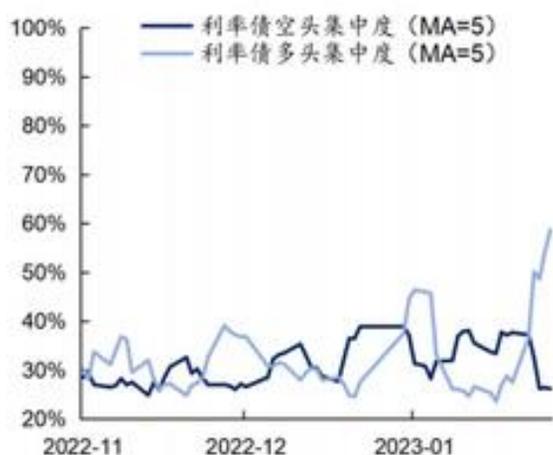
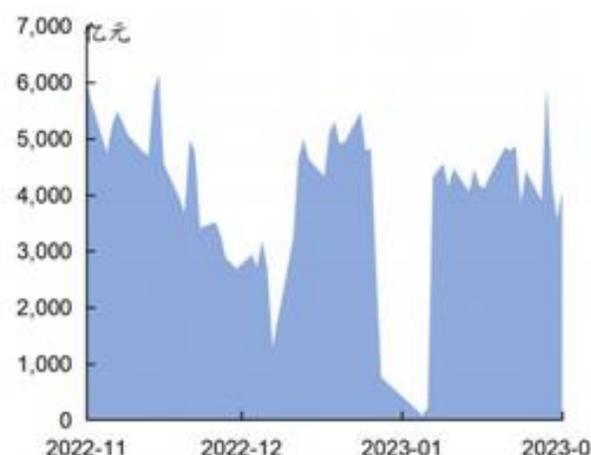


图 11: 利率债市场成交量



资料来源: Wind、国海证券研究所

资料来源: Wind、国海证券研究所

注: 利率债包含国债及国开债

表 3: 利率债市场净买入量——分机构 (亿元)

日期	大型银行*	股份行	城商行	农村金融社	外资行	券商	保险	公募基金	货币基金	理财	其他类产品	其他
2023-02-24	-8.32	-26.43	-132.92	165.86	24.80	-21.42	5.54	-24.35	30.34	17.66	3.93	-34.66
2023-02-23	22.82	-85.27	-15.47	198.85	4.08	-48.61	1.74	-38.11	11.13	14.17	-14.59	-40.74
2023-02-22	-5.36	-29.95	-59.79	127.43	32.19	77.49	-10.39	-97.85	28.02	13.34	-51.74	-23.37
2023-02-21	-68.13	-56.39	-111.41	686.39	-1.38	-164.02	-7.51	-258.29	32.20	22.24	-46.41	-27.28
2023-02-20	37.92	-1.50	-126.98	213.17	-44.86	-41.67	-6.40	-2.79	4.64	14.36	-0.90	-44.97
2023-02-17	-8.65	-14.76	-120.38	51.23	8.60	35.81	-6.32	101.54	-18.89	53.02	7.62	-88.81
2023-02-16	-3.87	-62.96	-44.42	94.02	-16.72	-23.08	-16.97	42.78	13.99	19.53	8.27	-10.58
2023-02-15	-19.07	-61.40	-180.84	50.66	2.81	0.98	7.13	151.96	16.23	16.89	8.71	5.94
2023-02-14	-2.24	-154.83	-238.44	45.38	47.33	73.88	4.45	48.52	137.89	50.15	20.90	-32.83
2023-02-13	-103.22	-128.46	-110.92	47.84	10.86	62.47	17.35	97.20	69.43	-2.93	-2.60	42.98

资料来源: Wind、国海证券研究所

2) 信用债市场, 本周继续呈现, 商业银行卖, 广义资管增持的“双头格局”。多空力量相对均衡。

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_52673



云报告
www.yunbaogao.cn

云报告
www.yunbaogao.cn