股债跷跷板，冰火两重天。

近期权益市场回暖的情况下，债券市场的投资者正在接受近乎今年以来最大的考验。Wind数据显示，11月16日，10年国债收益率上行至2.86%，3年国债收益率上行至2.49%，国债期货10年期主力合约下跌0.27%，5年期下跌0.31%。至此，债券市场已经连续5个交易日下跌。

近期债市发生调整，主要是受到流动性收敛、疫情防控优化和地产支持政策等因素的影响。随着市场持续下行，近期债券基金净值普遍回撤，而净值化的银行理财产品也迎来了新一轮“破净潮”。

被“暴击”的债基

本周以来，债券市场大幅调整，10年国债收益率大幅上行12bp至2.86%，3年国债收益率上行12bp至2.49%，1年国债收益率上行15bp至2.12%；各期限同业存单利率普遍上行15-20bp；银行永续和二级资本债普遍上行20-25bp。

“近期大家产品的表现都不是很好，我的产品也遭遇了‘暴击’，净值回撤比较大。”上海一家百亿私募的债券基金经理在接受券商中国记者采访时表示，该公司近期多个产品遭遇了单日超过0.15%以上的回撤，这个回撤幅度对于很多年化收益率只有5%左右的债券类基金来说已经非常严重。

Wind数据显示，近期债券基金出现普遍下跌。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%。

债券市场的剧烈波动，背后是市场对于宏观经济以及流动性预期的整体改变。

“前期国债利率已处于历史低位，债市对利多因素反应有所钝化，跨月后资金价格回落缓慢，流动性边际收敛，债市面临回调压力，而优化疫情防控‘二十条’和‘金融十六条’政策的推出显著提升市场对经济的未来预期，多重因素共振下债市迎来剧烈调整，出现债券利率单日上行超10bp的极端行情。”中证鹏元研发部研究员李席丰对券商中国记者表示。

中信证券首席经济学家明明也表达了类似的观点。他对券商中国记者表示，此前债券市场透支了经济衰退和经济下行的预期。但是最近一系列比较积极的政策的出台，使得整个市场对于未来的经济预期逐步改善和修复，市场风险偏好也在提升。

在流动性方面，明明也坦言，此前市场也在押注央行会继续降息降准，但是近期央行操作非常稳健，导致市场对于降息降准的预期落空。

央行近期的操作也印证了市场关于流动性的一些判断。11月15日，央行开展8500亿元1年期MLF操作和1720亿元7天期公开市场逆回购操作，中标利率分别为2.75%、2.0%。本月MLF到期量10000亿元，央行续作8500亿元，MLF净回笼1500亿元。

“央行的MLF操作非常稳健，基本上是等量续作，虽然MLF缩量，但是通过PSL和各类专项再贷款等工具仍然向市场释放了充分的流动性。但是债券市场此前一直还是希望央行能够尽快地降准甚至降息，现在降准降息的预期落空，也导致了债券市场调整。”明明说。

赎回压力陡增的理财

债券市场的波动毫无疑问地拖累了以债券资产为配置大头的银行理财。债券市场的急跌导致产品配置的债券部分资产净值下跌，即便有权益部分在苦撑，但依旧无法抵消净值的回撤。

继3月份1200只产品“破净”的大潮后，银行理财近两日又身陷新一轮较大的“破净潮”。Wind数据显示，截至11月15日，全市场34364只银行理财中（发行主体包含银行和理财公司），共有1776只产品的净值跌至1以下。

净值的剧烈波动造成了投资人恐慌，不少投资人集中赎回产品。某股份行理财公司的现金理财产品“活钱管家”便由于赎回客户太多，触碰了巨额赎回上限。

“理财前端，也就是负债端的不稳定又一次暴露出来了，这是银行理财净值化过程中必须要面对的问题。”一名公募基金高管如此评价。他告诉券商中国记者，多家基金公司都遭遇到了不同程度的理财赎回，但整体情况可控。

国信证券银行团队分析师王剑分析，去年以来理财规模增加较多，从去年6月末的26万亿增加到今年的29万亿，应该有很多低风险偏好的客户买入。由于投资者教育不充分，很多投资者仍然以过去刚兑的思维来买，无法接受净值波动，开始赎回。“赎回导致债券抛盘，债市继续跌，恶性循环，甚至踩踏。”王剑称，“估计还会要折腾几天才能消停”。投资者教育的根本性解决可能需要时间。

招商证券银行业首席分析师廖志明也注意到了理财遭遇客户赎回压力的情况，他表示投资者应该看到乐观的一面：票息高了，未来可预期的理财收益率会更好些。这个时候不应该再去赎回，反而应该考虑大举买入。

“理财遭遇客户赎回压力-理财赎回委外及基金-委外管理人抛售债券，理财负反馈，债市跌得有点急。票息高了，产品更好做了。稳住，熬一熬，希望就在眼前。”廖志明说。

国元证券的固收分析师指出，目前银行理财等广义基金赎回的情况有所显现，冲击主要集中在短债和信用债市场。是否进一步发酵仍需关注。从外汇交易中心的数据来看，近半周市场的主要净卖出机构仍是券商、基金等非银机构，银行理财仓位变化不大，银行自营基本以净买入为主，说明市场目前尚处于活跃机构“交易预期”、货基减仓短债的阶段。

“本次债券市场收益率的上行，更多反映的是情绪面而不是基本面。”一家股份行理财公司副总经理告诉记者。

每当遇到净值波动引发的赎回潮，银行理财作为管理人就有必要出来进行投资者教育。工银理财表示，目前债券市场，尤其是短期限资产，经过快速情绪释放后，基本已调整到具备性价比区域。债券产品具备票息价值，长期持有才能获得稳健收益。在债市逻辑未出现根本性反转的情况下，建议投资者拉长持有期，获取持续稳定的票息收入。

此外，包括中银理财、工银理财、南银理财、兴银理财、建信理财在内的管理人，微众银行在内的理财代销机构也出来喊话，向投资人传递固收理财仍是投资好选择的理念（因仍具有低波动率），并希望投资人以长期视角持有产品。

至于市场最关注的后市怎么走，工银理财认为，强预期、弱现实逻辑在充分消化后，市场仍将回归基本面逻辑，利率继续上行空间相对有限，产品净值预计也将逐步修复。

工银理财的根据是：资金面方面，汇率压力阶段性缓解叠加经济基本面弱复苏格局决定了资金面不具备趋势性悲观的条件，未来整体流动性仍将保持合理充裕。

地产和防疫政策方面，现有政策的推出旨在提振市场信心、推动经济平稳健康发展。但10月社融、PMI、通胀等经济数据改善效果未见明显显现，经济复苏动能以及政策落地生效情况有待进一步观察。

激辩债市后续走向

对于近期市场的调整，一些市场人士比较悲观。

“我们近期在交易上非常谨慎，保住全年收益是最大的诉求。”前述私募基金经理表示，所在私募对于债市判断比较悲观，认为短期国债收益率难以改变上行趋势。

兴业银行金融市场业务首席债券策略师徐寒飞11月13日更是发文指出，在2022年剩下的时间里，债市将受到全球流动性边际放松拐点、风险偏好改善拐点、债券市场调整内因等多重利空影响，将出现一波幅度不小的下跌行情，预计利率反弹的幅度至少在20bp左右，10年国债利率或将再次回到3.0%。

但是也有不少市场人士认为，债市短期难言反转。

“目前情况来看，断言债市拐点出现还为时尚早。”国元证券一位分析师对券商中国记者表示，经济复苏尚处于政策托底、方兴未艾的阶段，仍需比较积极的货币和财政政策做配合。现阶段政策大幅转向的概率较低，因此债券暂时缺乏趋势性由牛转熊的基础，随着收益率的调整，债券资产的吸引力也在逐步回升，配置价值和交易价值会重新达到均衡，从而使得市场企稳。

李席丰也表示，近期的行情主要来自政策引起的预期变化，而政策在经济数据上的反馈有待验证，政策优化下疫情反复和地产投资仍然偏弱的概率较大，经济基本面不容乐观，因此近期的行情可能偏向于短暂调整。

“展望后市，债券市场在剧烈调整后情绪逐渐企稳，短期会有修复，不过在经济改善的强预期不能被证伪前以及流动性边际收敛趋势下，10年期国债可能会震荡上行。12月份降准预期发酵、季末财政支出增加等利多因素会出现，而市场也会更加关注预计偏弱的11月经济数据，债市看多情绪可能会升温。”李席丰说。

责编：战术恒

校对：高源