21世纪经济报道记者 周炎炎 方海平 李览青 上海报道

继今年三月之后，银行理财遭遇今年第二次流动性挑战。

上次的动因是股票，这次换成了债券。

无论是在微博、微信朋友圈，还是在抖音、小红书，“亏声一片”，很多银行理财客户集体吐槽净值剧烈下滑，“买个理财怎么买出了股票的惊心动魄？”无论是国有大行还是股份制银行，或者是城农商行，近期多只理财产品均出现了净值下滑，与业绩比较基准大幅偏离的现象。

与此同时，近期债市的走弱有些惊心动魄。上周五开始，债市震荡开启。

11月11日，国债期货大跌，10年期主力合约跌0.4%，5年期主力合约跌0.26%，2年期主力合约跌0.11%。

11月14日震荡持续，国债期货10年期主力合约跌0.66%，银行间主要利率债收益大幅上行，短券调整更为剧烈，1年期国债收益率上行19.86bp。

15日，现券期货情绪走稳，国债期货小幅收跌，10年期主力合约跌0.03%，5年期主力合约跌0.03%，但短券继续走弱，银行间主要利率债收益率走势分化，长券收益率下行而短券收益率上行。

16日，债券市场波动明显加大，持续杀跌，国债期货10年期主力合约跌0.27%，5年期主力合约跌0.31%，2年期主力合约跌0.23%，银行间主要利率债波动幅度扩大，3年期国开活跃券“21国开03”收益率上行6.5bp波动幅度高达15.5bp。

两个触发因素

一位不愿具名的买方首席分析师对记者表示，本轮债市大跌有一个背景，是房地产政策转向和防疫政策优化，未来经济预期好转。

11月12日晚，一则央行和银保监会联合发布的《关于做好当前金融支持房地产市场平稳健康发展工作的通知》（银发〔2022〕254号）文件传出，21世纪经济报道记者验证此文件为真。这是央行和银保监会在房企大规模出险一年多来，首次就房地产融资问题出台专门性文件。该通知涵盖了开发贷、信托、并购贷等内容在内的十六条支持楼市内容。业内解读认为该文件具有标志性意义，从“救项目不救房企”转向至“救项目也救房企”。

此外国务院联防联控机制11日发布了关于进一步优化新冠肺炎疫情防控的20条措施，并要求各地各部门要不折不扣把各项优化措施落实到位。

“经济预期转好，债市看跌，权益看多。叠加本周1万亿的MLF（中期借贷便利）到期，短期流动性缺口增加，资金成本抬升，10年期国债收益率快速上行，市场上很多人认为这一轮货币宽松已经结束，未来资金利率还是会继续上升，债券价格下跌也成了顺理成章的事情。但实际上经济数据还没有全面好转，事实上也有少部分资金趁机抄底。”上述分析师表示。

他认为，可以参照2020年美债，疫情全球蔓延之后，美国研制出新冠疫苗，美债迅速进入低谷期，一路崩盘，“线下活动逐步修复，资金从天量储蓄里回流实体服务业，债券就已经是劫数难逃了”。他对今年年底以及明年的债市依旧看空，认为趋势是走向债熊。

微京科技创始人杨剑波表示，其固定收益量化模型显示，经过11月16日当天的下跌，市场已到了超卖的状态，不排除市场会由于动量原因继续下跌，但长期来看目前债券市场已到了相对低位。

被“错杀”的现金管理类产品

银行理财目前是以风险等级R2的固收产品或者固收+产品为主，其底层资产中大量是债券。《中国银行业理财市场半年报告（2022上）》显示，截至2022年6月末，理财配置债券类资产的比重为67.9%，占比近七成。

债市突然调整，银行理财“受伤”惨重，客户也敏锐观察到这一点，多家银行理财公司人士对记者表示，现金管理类产品遭遇大量赎回。

“受伤最重的就是现金管理类产品了，其实现金管理类产品并没有表现得特别差，基本上就是全市场产品的平均水平，只是收益率略微缩窄而已，这也是现金管理类新规之后与货币基金收益拉平的正常现象。但是它吃亏在是每日开放赎回的，而60天、90天、半年、一年的那种定开产品必须等到到期才能赎回，客户恐慌之下就会大量赎回这种立马可以拿到钱的现金管理类产品。”一位股份制银行理财子公司投资经理对记者表示。

至于客户为什么要赎回，上述投资经理认为，或许是觉得看多权益，看到理财表现不好提前布局权益；也有可能最近有资本金需求，回流一部分资金。当然，也有过度恐慌的因素，毕竟现金管理类产品的收益率还相对稳健。

理财净值波动为何超过债市？

市场还有一个普遍感受，似乎银行理财净值跌幅比债市平均水平还要“狠”。21世纪经济报道记者经过多方采访后发现，一来是因为银行理财中用了杠杆，会放大债市下跌效应；二是为尽快出手，投资经理纷纷“加点卖出”手里的债券。

“加点卖出”如何理解呢？打个比方，债券面值100元，目前估值99元，但投资经理以98元的低于估值的价格卖出。因为市场都在抛盘，很少有人买入，只有价格比估值更好，才能顺利卖出。

“有点踩踏的意味了。”上述投资经理表示。

某券商财富管理部门人士表示，市场行为拥挤加上预期转换，形成踩踏，银行理财、各资管机构、个人投资者集中踩踏导致这波回调比较大，他认为从此前经验来看，本次回调会集中在短端。

关于这一轮市场的大幅波动，一个广为讨论的问题是，银行理财市场似乎在投资者—理财产品—债券市场之间形成了一种负反馈机制。有相关行业人士对记者表示，银行理财在经历了上半年的净值波动之后，有点“心有余悸”，这次有点提前抢跑的动作，从而导致了债券市场进一步大跌。

多位投资经理对记者确认了这一说法，并表示这次确实提前有了较大规模的客户赎回。

不过对于理财提前赎回的更深层原因，有不同说法。有银行理财人士称，“客户要兑付，我们也没办法，当然只能赎回”。

一位银行财富管理部门人士对记者表示，其实理财客户相对来说是比较被动的，反应也没那么快。投资管理更多的主动性还是掌握在机构手中。“对于理财产品来说，管理人的权利是比较大的，比如到10%可能就不让投资者赎回了。”另一家银行人士也如此表示。

值得注意的是，在这次波动中，有些产品净值下跌得尤为明显。一位银行理财人士对记者指出，不排除有个别机构或产品趁市场大跌的时候释放了部分前期积累的风险。他以某小银行的产品净值曲线对记者举例，该曲线在此之前始终是一条平滑的直线，很明显是摊余的“假净值”，近三月年化收益率始终在4%以上，最近突然掉头向下，变成1.65%。

另有理财公司人士表示，正常来说不可能，产品都已经净值化了，基本不太可能这样操作。

理财公司过去两年中在效益表现上大都非常亮眼，其中一个重要原因是从摊余成本法切换到市值法估值的过程中产生了不少盈余收益，而彼时的债券市场走势也相对配合。但这只是一次性的，未来将更加考验理财公司的投研和管理能力。

另外，上述分析师表示，今年以来的理财产品这个资管品种尤为“脆弱”。因为之前银行理财收益和负债成本(可以参考同业存单)之间的利差已经非常薄了，有的还倒挂了。债券信用利差低，表现为短端利率很低，债券收益本来就比较单薄。

“这种情况下，有几家机构还用成本法而非净值法计价，收益率做的虚高，为了能把理财卖出去，大家都把业绩比较基准提得很高，结果全行业都被压得很脆弱。”上述分析师表示。

银行自营抛债

除了银行理财在抛盘，银行的金融市场部也就是自营部门也在抛债以及债基，以致于上游的债基货基都在不停地卖债。

21世纪经济报道多方获悉，某股份制银行自营部门16日当天赎回了400亿元的货币基金。并且这并不是单一现象。

这种属于是银行委外的基金，那货币基金为了应对赎回就开始低价卖债，影响到了估值，导致债券价格轮番下跌，最终导致其他资管产品的净值下跌，其他产品也被赎回，也开始卖债，最终变成一个螺旋，“你卖我卖大家卖”。

一位城商行金融市场部负责人对21世纪经济报道解释了这种自营抛盘的现象：“防疫政策优化和金融支持房地产政策出台后，市场利率从周一到周二都在跳涨，而货币基金都是采用影子定价，相对而言净值就要下跌，银行为了守住金融市场部原本的收益只能赎回，这也是为了防范市场风险。”

他表示，货币基金的收益具有不确定性，按照金融资产三分类是计入交易性金融资产的，也就是以公允价值计量且变动计入当期损益的一类资产，所以当债市出现趋势性下跌，自营会做一个止损的处理，可以说，金融市场部比资管部更“敏感”。

华泰固收点评称，银行今年业绩压力本来就挺大，都指望着金融市场部。结果到年底了，快煮熟的鸭子飞了，谁先赎回谁受益。不过，银行自营赎回后还得自己配置，这个钱应该并没有真正离开市场，中间摩擦大点。

某一线交易人员认为，机构选择再平衡减配债券，不是受资金提前从市场抢跑这一交易层面的影响，而是在货币政策偏紧、财政政策扩张的预期下，导致收益率曲线短段不动偏上行加长段上行，使得机构对债券定价预期较低。机构减配债券，或许是在经济复苏加速的预期下提高股票占比，是经济周期接近迈入下一阶段导致的战术资产配置。

目前，部分理财公司已经开始出面安抚顾客。中银理财发布了一份致投资者的信，称面对债券市场回调，将尽最大努力追求回撤控制。

“风物长宜放眼量。展望未来，国内宏观经济正在逐步复苏，需要流动性宽松环境护航，伴随着近期债权资产回调带来的风险释放，价格或将逐步企稳，市场能进一步发挥资源配置作用，优质债券资产未来有望继续提供稳健回报。”中银理财在信中称。