

债市调整引发涟漪 银行理财“负反馈”无忧



视觉中国图片 制图/韩景丰

在多空力量博弈下，债市近期出现震荡调整，让配置了大量债券及债券基金的银行理财市场泛起涟漪，不少投资者反映自己购买的银行理财产品出现零收益或亏损情况，正在考虑赎回以及止损。本轮债市调整，不免引发市场对于银行理财会否再度出现赎回潮的担忧。回溯过去，银行理财赎回潮往往伴随债市的牛熊切换。多位银行理财公司或银行资管部人士在接受中国证券报记者采访时表示，资产荒格局仍在延续，债市利率难以像此前出现理财赎回潮时完全转向，目前债市仍有支撑。此外，本轮调整幅度较大的是利率债，而银行理财主要持仓信用债，而且银行理财行业自身防御能力也比之前有所提升。

● 本报记者 张佳琳 实习生 朱子百嘉

赎回潮短期内难再现

对于本轮债市调整是否会引发银行理财赎回潮，记者采访多位银行理财公司与银行资管部人士，得到的回答是，尽管债券类理财产品的净值涨幅环比有所收窄，但并未出现破净率大幅上升的情况。本轮债市调整与此前银行理财赎回潮时发生的情况也有所不同，预计近期发生理财赎回潮的可能性不大。

光大银行金融市场部宏观研究员周茂华认为，银行理财再现赎回潮可能性较低，主要是国内债券市场仍有支撑。央行开展国债借入操作等，主要是为了推动债市价格回归合理区间，促进市场资源有效配置。从目前国内宏观经济政策、存款利率、全球市场波动等情况来看，当前债券市场仍有利多因素。

回溯银行理财赎回潮，往往伴随着债市牛熊切换。据东方证券分析师团队统计，历史上较为典型的理财赎回潮大致为两类：一类为2017年、2020年。在此过程中，表外理财或如2017

年由于货币政策收紧而直接萎缩，或由于基本面改善后市场风险偏好提振而转移至其他市场。例如2020年，理财资金转移至股市、地产等市场。另一类则为2022年，政策刺激下宽信用预期加强，快速调整引发赎回潮，并进一步放大利率调整幅度。

历次理财赎回潮中，各期限利率债以及存单、信用债的调整及回落时点大多一致。调整幅度一般呈现“短端>长端、信用债>利率债”的规律。

目前债市调整与此前理财赎回潮时的债市情况有所不同。首先，本轮债市调整并未伴随市场对基本面预期显著改善或者货币政策转紧等利空因素，资金因风险偏好切换而转移至其他市场的动力不足，资产荒格局仍在延续，债市利率难以像此前理财赎回潮时一样实现完全转向。

其次，本轮债市调整中，目前受到影响的资产更多集中在利率债。相对于历史上的债市

迅速“熊平”，此次债市调整中长端利率调整幅度较大。同时，信用债调整幅度不及利率债，而银行理财主要持仓信用债。

某国有银行理财公司人士向记者分析本轮债市波动时提到：“利率债波动较大，尤其长端调整压力较大。目前以短端资产为持仓主力的理财产品跌幅相对可控。从业内了解到的情况看，尚未见到大范围、大规模赎回现象。”

“今年以来，债市长端利率下降过快，明显偏离合理水平，形成了调整空间。对此，央行根据市场情况采取措施，积极引导市场预期，扭转债市利率单边下行预期，部分投资者及时止盈，资金流出债市，从而引发债市调整。短期来看，债市走势取决于经济基本面、央行政策等因素，总体可能保持震荡波动态势。”中国邮政储蓄银行研究员娄飞鹏向记者表示，债市回调增加了银行理财稳定收益的压力，但不会出现2022年四季度理财被大量赎回情况。2022年底理财赎回潮发生时，各界对于经济增长和

宏观政策预期均出现较大变化，加上股债跷跷板效应，导致资金从理财领域大量撤回。目前经济保持恢复，央行持续关注债市和资管产品风险并多次提醒市场主体，即使有风险大概率也是平滑释放。

此外，银行理财公司人士向记者表示，行业自身防御能力也较2022年底有所提升。“市场有学习效应，2022年底吃过的亏不会重来。现在机构在产品定位、策略制定、资产布局等方面都做了努力，所以抗波动能力有所提高。”另一位城商行理财公司人士告诉记者。

西部证券研报显示，从理财产品大类资产配置来看，2022年四季度经历理财赎回潮之后，年底债券加同业存单占比降低至63.7%，而现金及银行存款占比提升至17.5%。此后趋势延续，截至2024年上半年债券加同业存单占比降至55.6%，现金及银行存款占比提升至25.3%。综合来看，银行理财产品防御债券利率回调能力提升。

银行理财出现净值波动

“没想到R2级理财产品也能跌成这样。不确定后续能不能涨回来，已经把产品赎回，放定期存款了。”北京居民王某说，自己不久前购买的88万元固收类理财产品，8月12日亏损了600多元，持仓收益直接减少三分之一。

广东居民吴桐表示，购买的R2级理财产品目前持仓收益率为-0.05%，而该产品业绩比较基准为3.5%-4.3%。“上周前半周每天都在亏钱。总体上亏得多，涨得少，亏的时候一天能把一周的收益亏完，准备再拿几天看看情况。”

多位受访者表示，自己购买的农银理财、信银理财、招银理财、交银理财、渝农商理财等旗下理财产品近日均出现负收益。

据华西证券固收分析师团队测算，伴随部分产品净值回撤，目前全部理财产品破净率增至2.3%。但相较于过往几次理财赎回潮产品破净率水平，2.3%的数值仍不高，且在8月15日以后，代表产品净值曲线回升，或表明当前赎回风险相对可控。

针对近期理财产品净值回撤，某股份行客户经理向记者表示：“主要是由于债市调整，8月初以来整个银行理财市场，含债量较高产品基本都出现了明显的业绩波动。若在意波动，等理财产品到期后，可以考虑定期存款。”

某城商行客户经理向记者表示：“资管产品的收益往往取决于底层资产。当前债券市场波动，直接影响到以债券打底的债券基金、银行理财等产品净值表现。建议采取更加保守的大类资产配置策略，来减少市场波动所带来的风险。”

多位理财公司人士向记者表示，作为净值型产品，业绩波动在所难免。在资管新规实施前，银行理财往往扮演着“稳定器”角色。而在真净值时代，银行理财与公募基金一样，资产价格波动幅度加大。对此，需加强投资者预期管理。

机构面临配置机会

某城商行资管部人士在接受记者采访时表示：“今年以来，银行理财整体投资收益不错。这一轮债市调整持续时间不过几天，并没有像以往理财赎回潮时持续几轮的负反馈。主要是基本面问题，债券价格即使上行，机构仍有配置需求。在我看来，这一轮的震荡幅度不会太大。”

业内人士表示，综合来看，当前债市利多因素不少。短期来看，长债或持续震荡，债市大幅回调风险不大。不可否认，利空因素有所积累，主要是金融监管政策预期增强、央行调控利率曲线决心仍大、后续政府债供给冲击较大，因此建议适度预防可能的赎回风险。

华西证券固收分析师团队分析称，以10年

期国债定价为参考，当其收益率来到2.20%之下时，空盘力量增强，成为收益率下行阻力；而当利率向上逼近2.25%时，超调压力又很可能会被化解。2.15%至2.25%则成为一个窄幅的自由定价区间。

从债市负反馈来看，可通过银行理财的大类资产配置情况见微知著。无论是居民赎回银行理财产品，还是理财机构预防性赎回公募基金等委外产品，都可能会对债市产生较强的连锁反应，而反应触发的前提，可能便是信用债是否出现调整。如果利率债的调整行情持续向信用品类蔓延，债市波动或有所加剧。

在此轮债市调整中，银行理财公司如何应对利率风险？业内人士表示，可从调整资产配

置比例、优化产品期限结构等方面入手。具体而言，可增加短久期、低波动资产的持有比例，来降低投资组合对债券利率变动的敏感性。通过对宏观经济和金融市场进行预判，及时调整投资策略和资产配置，应对市场波动。

以更长远的眼光来看，银行理财公司可借此机会及时捕捉市场行情，提升产品收益率。某国有行人人士表示，短期波动是债市运行的正常表现，尤其在市场未转向背景下，调整带来了更优配置机会。

华西证券固收分析师团队表示，对于负债稳定且仍有配置需求的机构而言，抓住高胜率点位来锁定配置成本或是更优选择，如10年期国债利率位于2.20%之上的时段，可能均是近

期较好的进场时机。西部证券分析师团队也认为，若10年期国债利率上行至2.25%，建议机构把握配置机会。

此外，就当前银行资本债与中短期票据之间的相对利差来看，大行资本债已经跌出性价比，对于负债端稳定的配置型机构而言，或许是较好的人场时机。

增强投资者教育，引导投资者合理看待市场波动，减少因恐慌性赎回引发的流动性风险也是业内人士所强调的。8月17日，广银理财、龙游农商银行等机构微信公众号发布《正确认识理财产品净值波动》《理财产品的回撤是实际亏损么》等文章，引导投资者理性看待，并合理应对银行理财产品净值波动。

减配现金及银行存款 理财资金流向哪里

● 本报记者 李静

据中国证券报记者统计，已有中邮理财、建信理财、贝莱德建信理财、恒丰理财、法巴农银理财、上银理财、信银理财、平安理财、青银理财、浦银理财共10家理财公司发布了上半年理财业务报告。

记者梳理发现，与2023年末相比，尽管理财产品存续规模普遍增长，但理财机构对现金及银行存款的配置有所减少；同时，同业存单、公募基金则成为增配重点。业内人士认为，这主要是由于上半年协议存款收紧、手工补息被叫停，银行理财再难寻得高利率存款产品。为保证“达基率”，理财公司需要寻找其他收益率更高的低风险资产。

减配现金及银行存款

从理财产品存续规模来看，各家均实现了不同程度增长，其中法巴农银理财相较于去年末增长116.64%，涨幅位居10家理财公司首位；恒丰理财、中邮理财以29.69%、25.24%的涨幅分列第二、第三位。

在资产投向方面，现金及银行存款的配置有所减少。例如，中邮理财今年6月末穿透后投向现金及银行存款的金额占比为26.2%，较去年末的34.8%明显下降；浦银理财今年6月末该比例为32.08%，而去年末为39.1%。

与此同时，银行理财增配了同业存单。建信理财、恒丰理财、上银理财、平安理财、浦银理财5家理财公司披露了同业存单配置情况，整体呈增配态势。除了建信理财略有下降（今年6月末投向同业存单的金额占比相较于去年末减少了

2024年上半年理财公司资产配置情况（穿透后）							
理财公司	现金及银行存款	同业存单	债券	非标准化 债权类资产	权益 类资产	公募基金	存续规模 (亿元)
信银理财	22.10%	-	-	-	0.53%	4.58%	18638.23
建信理财	31.22%	22.26%	31.22%	0.41%	0.43%	3.73%	14998.48
浦银理财	32.08%	8.50%	49.53%	4.52%	1.39%	1.36%	11379.2
平安理财	32.43%	19.53%	34.81%	3.48%	0.95%	1.43%	10402.54
中邮理财	26.20%	-	-	-	2.60%	2.62%	9189.47
上银理财	19.82%	14.73%	49.51%	10.19%	1.74%	1.92%	3022.97
恒丰理财	5.44%	2.52%	78.39%	0.83%	0.04%	7.82%	1431.74

数据来源/理财公司2024年上半年理财业务报告

（青银理财、贝莱德建信理财、法巴农银理财披露口径差异较大，此处不予公布）

制表/李静

2.32个百分点），其余4家理财公司，即平安理财、浦银理财、恒丰理财、上银理财分别增加了6.37个、5.13个、2.34个、2.09个百分点。

此外，相较于去年末，债券配置占比基本保持稳定。权益类资产配置占比低且有所下降，10家理财公司占比基本不超过2%，其中贝莱德建信权益类资产占比比较高，为12.6%。非标准化债权类资产占比也有所下降。公募基金占比略有上涨，但整体水平较低，7家披露该细项的理财公司中，大部分在4%以内，其中恒丰理财穿透后占比为7.82%，相较于去年末增加5.05个百分点。

银行理财登记托管中心披露的《中国银行理财市场半年报告（2024年上半年）》提供了市场整体概览。截至6月末，银行业理财存续规模28.52万亿元，较年初增加6.43%，同比增加12.55%。从理财产品资产配置情况来看，截至6月末，现金及银行存款占比25.3%，同业存单占比11.8%，债券占比43.8%，权益类资产占比2.8%，公募基金占比3.6%。与去年末相比，现金及银行

存款、债券、权益类资产占比分别下降了1.4个、1.5个、0.1个百分点，同业存单、公募基金占比分别增加了0.5个、1.5个百分点。

寻求存款替代资产

由于银行理财投资者风险偏好较低，所以银行理财主要配置安全性较高的固定收益类资产，并在这些资产中寻找收益相对较高的品种。然而，由于今年以来存款利率持续下行，尤其是上半年协议存款收紧、手工补息被叫停，银行理财再难寻得高利率存款产品。为确保理财产品收益率，理财公司不得不转向寻找其他高收益率投资品种。

能够替代存款且可以提供高收益率的资产主要为同业存单、短期信用债以及债券型基金。“从理财机构的二级市场净买入情况来看，2024年上半年，理财机构的利率债、信用债和同业存单，分别净买入2242亿元、2981亿元和

6000亿元。排除季节性因素，理财机构对信用债和同业存单的配置力度加大，其中信用债配置侧重短期限，1年期以下净买入占比约93%。”民生银行首席经济学家温彬说。

上海金融与发展实验室主任曾刚表示，理财公司增配的公募基金主要为债券型基金，这样做有多项好处。第一，资管产品管理人通常需按照3%税率缴纳增值税。但公募基金享受政策优待，各类债券差价收入可免征增值税，理财产品通过公募基金进行投资会产生“节税”效果；第二，公募基金对杠杆运用更为灵活，相比银行理财直接投资债券，能取得更高收益；第三，银行理财公司业务规模庞大，与现有团队规模之间不匹配，而公募基金拥有专业团队、系统，能够承担银行理财公司部分事务性工作，如精细化的头寸管理、高效的交易询价等。

此外，在上半年高息存款与信托通道业务双整改背景下，银行理财可配置的“高息低波”资产减少，这直接体现在银行理财收益率上。根据银行业理财登记托管中心数据，今年上半年，理财产品平均收益率为2.80%，相较2023年平均收益率下降14个基点。

或加速减配存款

温彬认为，一方面，随着信托通道受限，预计理财产品净值波动将加大，但受制于负债端，银行理财将进一步强化低风险资产配置；另一方面，手工补息被叫停等将在中长期内拖累理财产品净值，在“达基”压力下，预计下半年银行理财将加速减配存款类资产，且将延续增配信用债和同业存单，短久期券种仍为主要增配方向。

“第一，2022年底赎回潮发生以来，理财机构的现金及存款类资产已相对超配，在监管指引下今年上半年已减配，预计下半年延续减配操作，而信用债和同业存单配置比例已降至低位，下半年占比将回升至赎回潮发生之前水平；第二，在存款脱媒和低利率环境下，商业银行或增量发行存单进行主动负债管理，理财作为同业存单净买入方，预计下半年将继续择机把握存单配置机会；第三，信用债资产荒继续演绎，考虑到负债端稳定性等，理财或侧重短久期配置。”温彬说。

此外，理财机构下半年或持续增配同业资产、同业存单、利率债、公募基金等。“由于理财产品追求绝对收益，而非相对收益，因此控回撤的目标仍然优先于收益性，且在低利率环境下，投资者对理财产品收益率下降已有一定预期。因此下半年，理财机构或继续增配高流动性、低风险资产，如同业资产、同业存单、公募基金。”开源证券银行业首席研究员刘呈祥说。

刘呈祥认为，下半年理财产品收益率或缓慢下行，理财公司可通过拉长久期或适度提高杠杆水平以维持收益率。一方面，由于银行理财投资者偏好短久期产品，因此理财更偏好短久期资产，比如带提前赎回权的协议存款，但随着协议存款报价下行，后续银行理财要做到合意的收益率水平则需要转变策略，比如拉长久期。投资者在资产荒持续的当下，将逐步提高对长久期封闭式产品的接受度。另一方面，银行理财有一定的加杠杆空间，截至2024年6月末，理财产品平均杠杆率为107.04%，根据监管规定，非现金管理类开放式、封闭式产品的杠杆率上限分别为140%、200%，因此理财机构可通过适度提升杠杆水平增厚收益。