

“宏观基本面”系列

宏观专题研究报告(深度)

证券研究报告

宏观经济组

分析师：赵伟（执业 S1130521120002）
 zhaow@gjzq.com.cn

分析师：杨飞（执业 S1130521120001）
 chendafei@gjzq.com.cn

分析师：马洁莹（执业 S1130522080007）
 majieying@gjzq.com.cn

从机构行为，看资产定价换锚

“资产新规”后，行业格局重塑、资金对债券等标准化资产需求大增，而合意优质资产却经历明显收缩。“资产荒”矛盾突出下，资产定价或已换锚，本文将从机构行为角度梳理，敬请关注。

“资管新规”重塑行业格局，资金对债券等标准化资产需求明显增长

“资管新规”后，行业格局重塑、产品布局向公募基金等倾斜。2010年至2018年间，理财、券商资管、信托等产品一度大幅扩张，部分借助通道、多层嵌套等违规流向非标、地产等领域；与非银类似，银行负债端也经历大幅扩张，部分资金绕道出表等加大风险累积。伴随资管新规等加快落地，券商资管、资金信托等明显收缩的同时，公募基金等明显扩张、较2018年增长120%以上；监管推动下，银行加快资金回表、以银行理财为主的资管机构积极布局。

行业格局重塑下，资金对债券等标准化资产配置需求大增。伴随穿透式监管加强，银行资金出表从增长放缓到大幅收缩，表外理财、尤其是金融同业理财降幅超过80%；非银也是类似，资金信托投向地产占比高位回落6个百分点。同时，期限错配的问题也明显改善，2018年以来银行理财产品期限明显拉长、1年期以上占比接近65%。券商定向资管等收缩，使得部分资金转向公募基金、推动债券型基金份额持续大幅扩张；资金加快回表、净值化转型下，银行理财投向债券的比重自2018年以来抬升19个百分点至68%。

净值化等推升机构对短久期“安全”资产偏爱，但合意资产明显收缩

净值化等加速转型下，机构更加偏好短久期等“安全”资产。以公募基金资产配置结构为例，截至2022年底，债券投资占比达51%、较2017年抬升13个百分点以上，现金、其他等占比趋势性回落。标准化程度提高的同时，风险偏好也有所下降，理财产品中保守、稳健型投资者占比近两年分别抬升4.2和3.3个百分点，而平衡型、成长型投资者占比同期明显回落。期限选择上，为避免产品净值波动造成的赎回压力，理财产品更加偏好配置短久期、高等级资产，例如，6个月以内信用债发行占比明显抬升；理财持有AA+以上评级信用债占比自2018年来抬升5.8个百分点。

资金“充裕”下，合意资产却明显收缩，“资产荒”凸显。近年，以地产、传统基建为代表的传统行业融资下降、带动相关金融资产供给减少，机构“欠配”现象突出。部分重资产领域债务出清中的风险释放，使得机构需求进一步向“安全”资产集中，例如，2018年以来，3年期AAA级中票利差自2017年底的150BP左右降至2023Q1的60BP左右。此外，经济动能放缓、实体需求修复平缓下，资金易滞留金融体系，加剧“资产荒”，2022年二、三季度即为典型。

“资产荒”下，杠杆行为使得收益率与基本面“脱敏”，也易放大波动

“资产荒”下，杠杆交易推动收益率下行，一度对基本面“脱敏”。行业格局重塑下，基金等交易型机构持债占比持续抬升；资金“充裕”，资产“稀缺”下，机构更多采用“滚隔夜”加杠杆的方式增厚收益，2022年隔夜质押回购成交占比一度突破97%。机构“买债”热情高涨下，债市收益率多下行、对基本面变化“脱敏”，例如，2015年底至2016年上半年；2023年3月以来，PMI等经济数据均出现明显边际改善，但“高杠杆”下收益率依然下行

负债稳定性较弱下，过度集中交易或易放大市场波动。基金等交易型机构对资金波动更加敏感，杠杆加足下，容易放大资金面波动对债市的影响，尤其是部分资金“赎回”或加剧资产价格波动，进一步对机构行为形成“负反馈”。短期虽有波动，但相对充裕的资金与相对短缺的优质资产之间的不匹配，并不会因为短期遭受资金赎回而改变；赎回资金找不到匹配的资产，或仍会滞留在金融体系、尤其是货币市场，一旦资金面趋于稳定，资产短缺矛盾会继续凸显。

风险提示

政策效果不及预期，疫情反复。

内容目录

一、“资管新规”重塑行业格局，资金对债券等标准化资产需求明显增长	4
(一) 资管新规后，行业格局重塑、产品布局向公募基金等倾斜	4
(二) 行业格局重塑下，资金对债券等标准化资产配置需求大增	6
二、净值化等推升机构对短久期“安全”资产偏爱、但合意资产明显收缩	8
(一) 净值化加速转型下，机构更加偏好短久期等“安全”资产	8
(二) 资金“充裕”下，合意资产却明显收缩，“资产荒”凸显	10
三、“资产荒”下，杠杆行为使得收益率与基本面“脱敏”，也易放大波动	13
(一) “资产荒”下，杠杆交易推动收益率下行、对基本面“脱敏”	13
(二) 负债稳定性较弱下，高杠杆的“脆弱性”或易放大市场波动	15

图表目录

图表 1: 2010 年以来，资管产品一度大幅扩张	4
图表 2: 资金信托一度大幅流向地产	4
图表 3: 基金子公司专户主要投向非标类资产	4
图表 4: 银行同业业务、银行对非银业务快速扩张	5
图表 5: 2014-2016 年间，银行同业理财增长近 11 倍	5
图表 6: 2014-2016 年间同业理财明显扩张	5
图表 7: 银行是基金公司专户的主要投资者	5
图表 8: 基金子公司专户、券商资管等规模明显收缩	6
图表 9: 公募、私募基金规模稳步上升	6
图表 10: 银行净值化产品明显攀升	6
图表 11: 理财子公司发行产品明显增多	6
图表 12: 金融同业理财规模在 2016 年后大幅下降	7
图表 13: 多层嵌套下中间环节成本上升	7
图表 14: 2018 年后，委托贷款、信托贷款逐步收敛	7
图表 15: 资金信托投向地产领域占比明显收窄	7
图表 16: 银行理财期限结构拉长	8
图表 17: 部分银行理财产品期限明显拉长	8
图表 18: 资管新规后，新增固收类产品占比大幅上升	8
图表 19: 银行理财资产配置标准化程度不断提高	8
图表 20: 公募基金配置债券比例大幅抬升	9
图表 21: 理财产品各类风险偏好投资者数量分布	9
图表 22: 信用债发行结构“短期化”明显	9
图表 23: 理财产品持有高等级信用债占比抬升	9
图表 24: 地产相关贷款融资明显走弱	10
图表 25: 地产债发行一度也明显低迷	10
图表 26: 政策对防控地方债务风险关注度明显上升	10

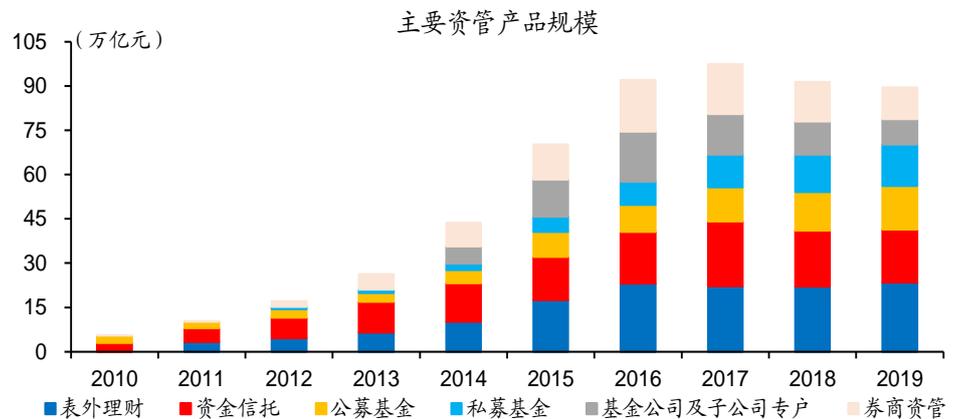
图表 27: 城投债净融资自 2022 年以来明显走弱	10
图表 28: 2018 年以来, 债务违约明显增多	11
图表 29: 2021 年房企债务违约事件频现.....	11
图表 30: 2020 年“永煤事件”后煤炭产业债利差走阔	11
图表 31: 近年, 高评级信用利差明显收窄.....	11
图表 32: 信用环境修复时间明显拉长.....	12
图表 33: 债务出清过程中, 流动性多平稳宽松.....	12
图表 34: 2022 年二三季度经济修复相对缓慢.....	12
图表 35: 大规模留抵退税等政策实施.....	12
图表 36: 实体需求偏弱也体现在“以票冲量”上.....	13
图表 37: 2022 年二三季度流动性一度非常宽松.....	13
图表 38: 2018 年以来, 债券基金规模持续扩大.....	13
图表 39: 国债持有人结构中, 广义基金占比上升	13
图表 40: 银行间质押回购成交规模屡创新高	14
图表 41: 机构多采用“滚隔夜”方式来增厚收益.....	14
图表 42: 2015 年底、2023 年初, 债市对基本面“脱敏”.....	14
图表 43: 对应阶段, 机构杠杆行为突出	14
图表 44: 2023 年初, 机构杠杆行为依然突出.....	15
图表 45: 年初, 债市表现对基本面不敏感、一度下行.....	15
图表 46: 2022 年 11 月, 资金利率明显抬升	15
图表 47: 期间, 银行间质押回购成交规模回落.....	15
图表 48: 资金波动下, 非银机构“卖债”加剧波动	16
图表 49: 2022 年 11 月中旬, 债市出现明显调整.....	16
图表 50: 2022 年 11 月以来, 理财破净占比大幅抬升	16
图表 51: 部分理财公司破净产品占比甚至超过 10%.....	16

一、“资管新规”重塑行业格局，资金对债券等标准化资产需求明显增长

(一) 资管新规后，行业格局重塑、产品布局向公募基金等倾斜

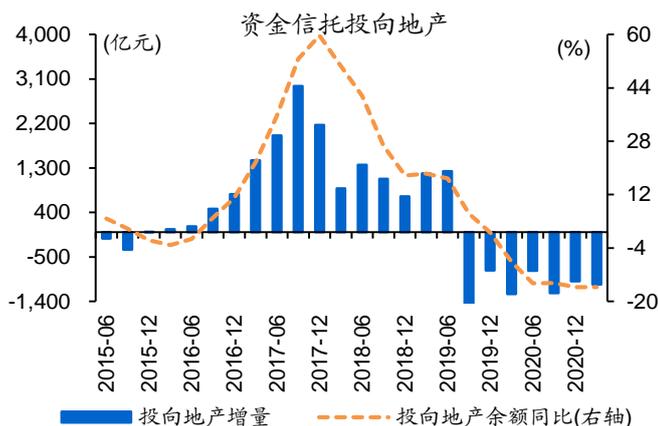
2010年至2018年间，理财、券商资管、信托等产品一度大幅扩张，部分借助通道、多层嵌套等违规流向非标、地产等领域。2010年信贷收紧后，银行资金接到信托等出表，带动资金信托快速增长，2011、2012年均增速在50%以上；同期券商资管、基金子公司等也先后开始大幅扩张。截至2017年底，表外理财、券商资管、资金信托等主要资管产品规模接近100万亿。部分资金多层嵌套以规避监管，通过期限错配、过度杠杆等增厚收益，以资金池等方式平滑收益的同时也隐藏了潜在的流动性、信用风险；此外，部分资金违规流向房地产、过剩产能、地方融资平台等，例如，2016年券商通道业务一半以上投向非标。

图表 1: 2010 年以来，资管产品一度大幅扩张



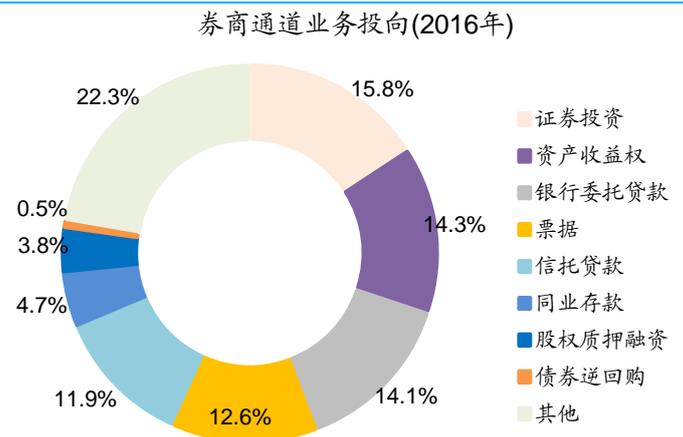
来源: Wind、中国理财网、国金证券研究所

图表 2: 资金信托一度大幅流向地产



来源: Wind、国金证券研究所

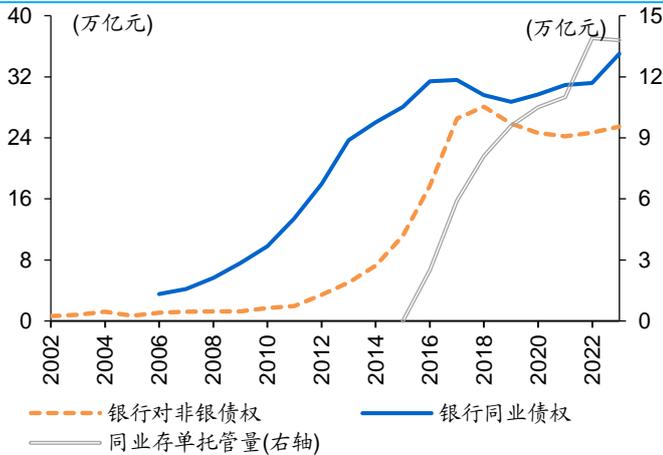
图表 3: 基金子公司专户主要投向非标类资产



来源: Wind、中国理财网、国金证券研究所

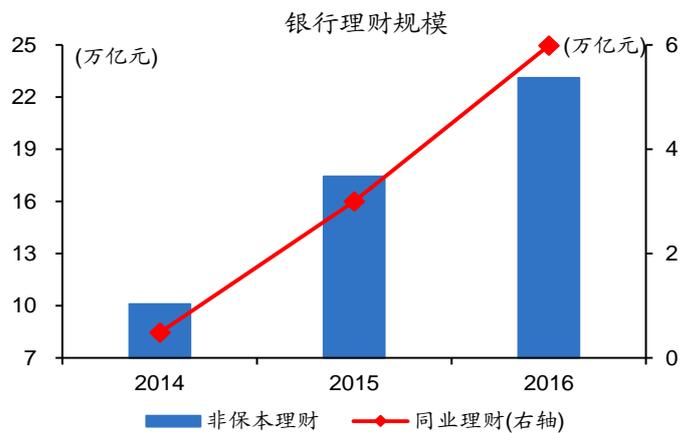
与非银机构相类似，银行负债端也经历大幅扩张、借助同业往来等“快速膨胀”，部分资金绕道出表等加大风险累积。银行负债端也经历明显扩张、尤其是2012年以来加速增长，与银行间市场扩容带来的同业拆借等交易增多等有关。类似地，券商、信托等资管业务扩容，也成为银行负债来源，2016年基金专户投资者结构中银行占比近6成。同时，银行理财规模也持续大大增长，从2010年底的2.8万亿增长至2017年最高的30万亿；其中，同业理财扩张尤为突出、规模在2014年至2016年间增长了近11倍。

图表 4: 银行同业业务、银行对非银业务快速扩张



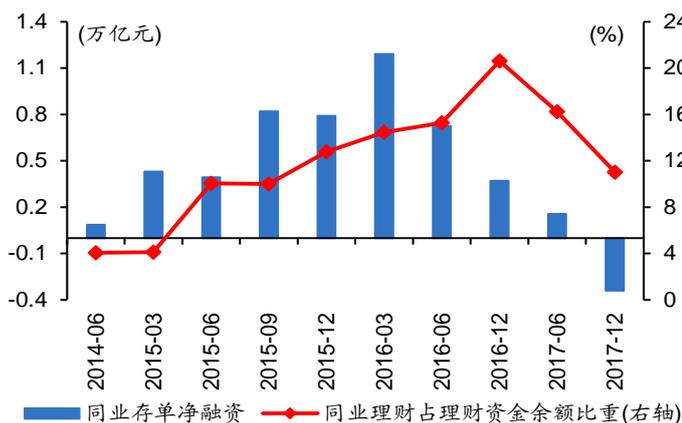
来源: Wind、国金证券研究所

图表 5: 2014-2016 年间, 银行同业理财增长近 11 倍



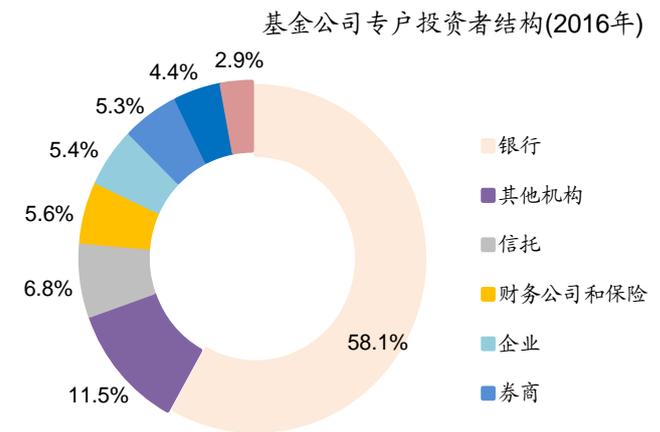
来源: Wind、国金证券研究所

图表 6: 2014-2016 年间同业理财明显扩张



来源: Wind、中国理财网、国金证券研究所

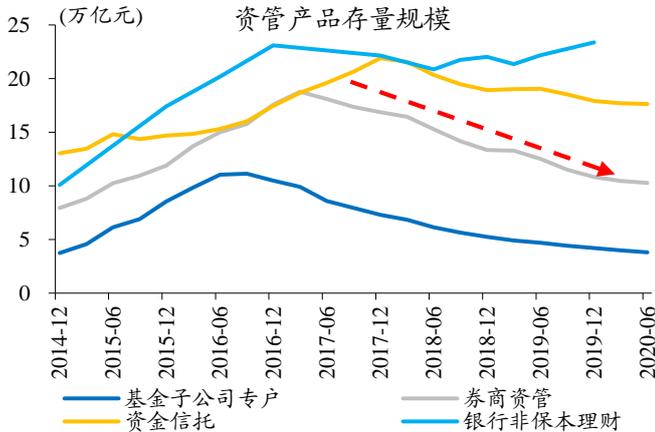
图表 7: 银行是基金公司专户的主要投资者



来源: Wind、中国理财网、国金证券研究所

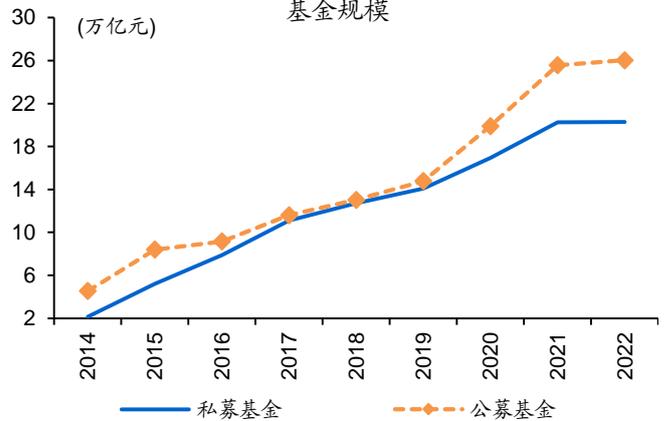
伴随资管新规等加速落地, 行业格局经历明显重塑, 券商资管、信托产品等明显收缩, 而公募基金和银行理财为主的资管机构积极布局。2017 年金融监管全面加强后, 券商资管、资金信托先后出现收缩, 截至 2020 年中, 券商资管和资金信托余额分别较历史高点下降 8.5 万亿和 4.2 万亿。与此同时, 公募基金、私募基金规模进一步增长、屡创新高, 2022 年底较资管新规公布前增长 124% 和 83%。同样地, 监管推动下, 银行加快资金回表, 并通过设立理财子公司等进一步明确表内、表外业务边界, 推动理财业务转型, 净值化理财明显增多、净值化占比自 2017 年的 3% 攀升至 2022 年的 91%。

图表 8: 基金子公司专户、券商资管等规模明显收缩



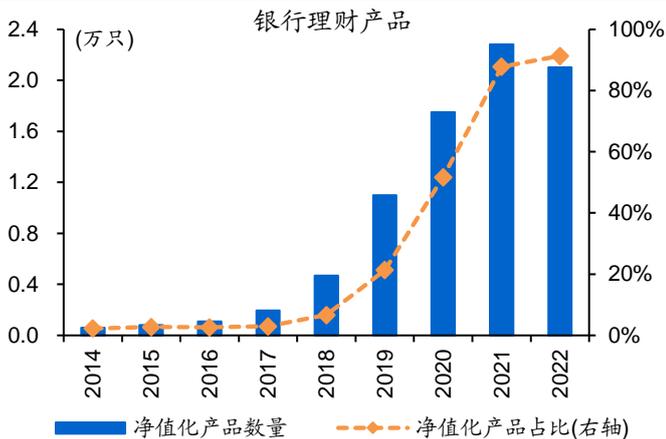
来源: Wind、国金证券研究所

图表 9: 公募、私募基金规模稳步上升



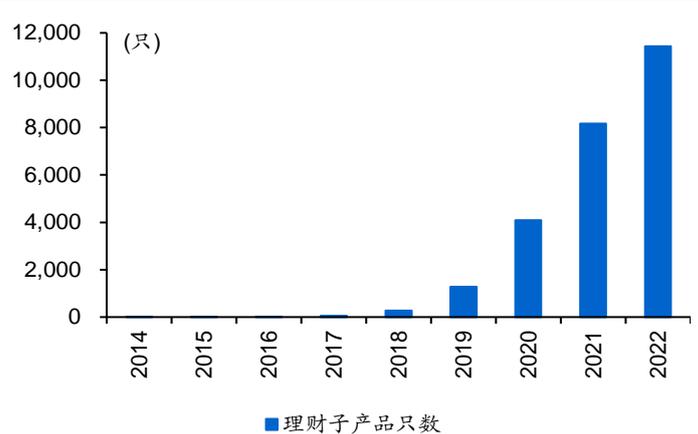
来源: Wind、国金证券研究所

图表 10: 银行净值化产品明显攀升



来源: Wind、国金证券研究所

图表 11: 理财子公司发行产品明显增多

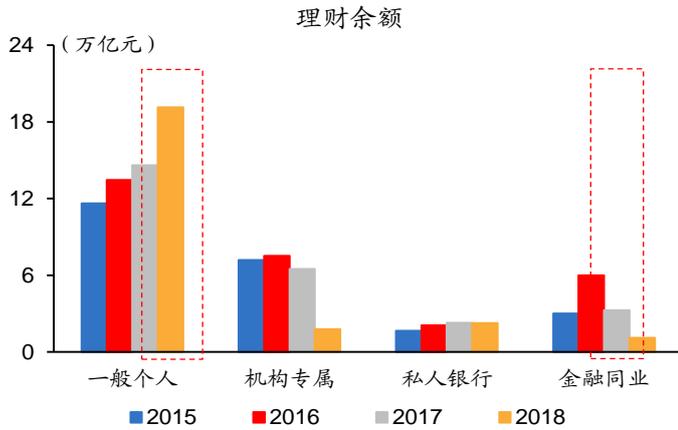


来源: Wind、国金证券研究所

(二) 行业格局重塑下, 资金对债券等标准化资产配置需求大增

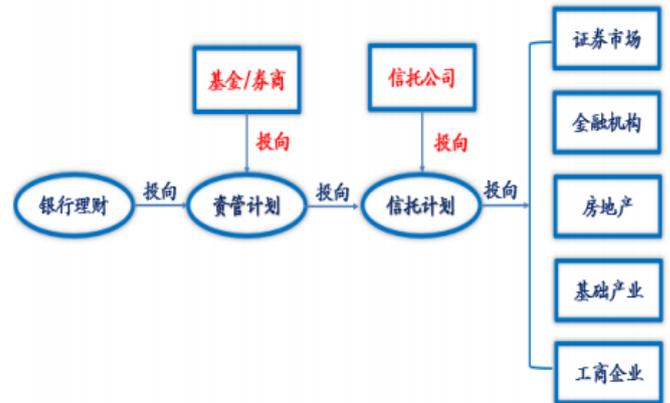
伴随资管行业格局重塑, 机构多层嵌套、违规流向等问题明显减少。伴随着穿透式监管加强, 银行表外业务告别“野蛮生长”, 资金出表规模从增长放缓到大幅收缩, 表外理财也一度收缩、尤其是金融同业理财规模, 2017年至2018年下降5.4万亿、降幅超过80%。非银机构也是类似, 委托贷款、信托贷款自2017年底以来持续减少, 投向地产等资金占比也明显回落, 例如, 资金信托投向地产占比创新低至8%、高位回落6个百分点。

图表 12: 金融同业理财规模在 2016 年后大幅下降



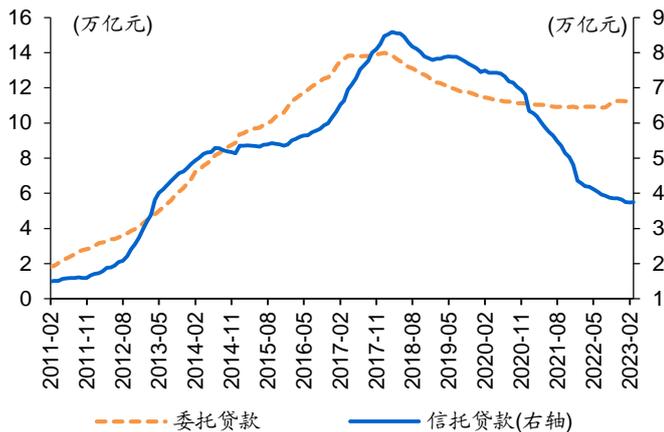
来源: Wind、国金证券研究所

图表 13: 多层嵌套下中间环节成本上升



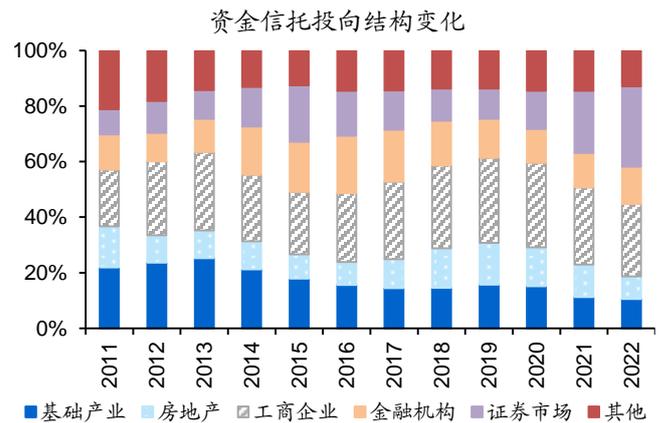
来源: Wind、国金证券研究所

图表 14: 2018 年后, 委托贷款、信托贷款逐步收敛



来源: Wind、国金证券研究所

图表 15: 资金信托投向地产领域占比明显收窄



来源: Wind、国金证券研究所

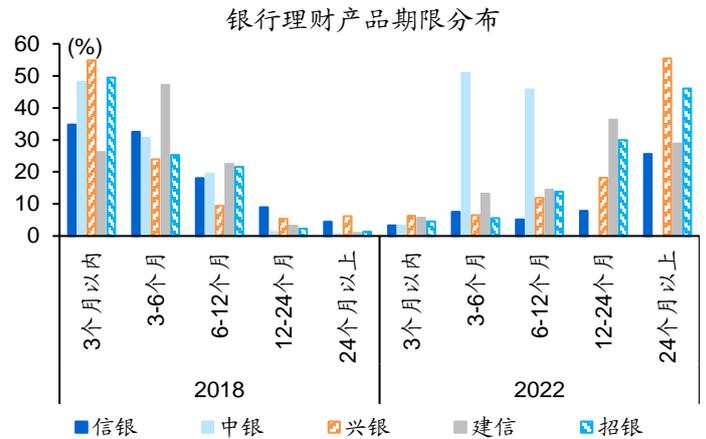
同时, 期限错配等问题也明显改善、长期产品发行占比明显抬升。2018 年以来, 银行理财逐步提高长久期产品的募集占比来降低期限错配风险, 2022 年末 1 年期以上封闭式产品存续规模占比达 72.6%、同比抬升 9.6 个百分点。2018 年和 2022 年截面数据对比来看, 银行理财产品期限分布格局变化明显, 2018 年银行理财产品 1 年期以内占比高达 94% 以上、3 个月以内占比更是在 41% 左右; 2022 年末, 银行理财产品期限明显拉长, 1 年期以上占比近 65%、2 年期以上占比超过 31%。

图表 16: 银行理财期限结构拉长



来源: Wind、国金证券研究所

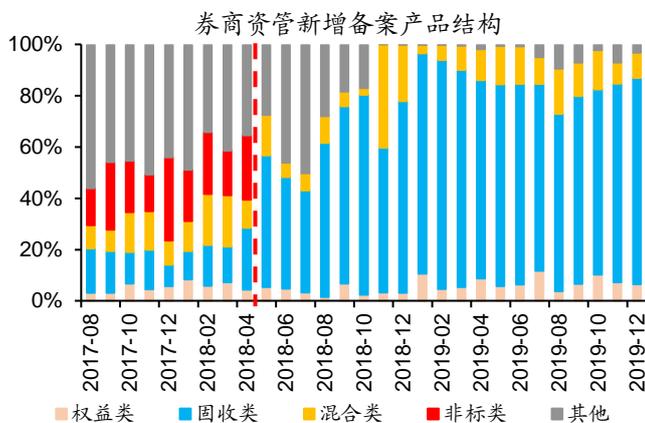
图表 17: 部分银行理财产品期限明显拉长



来源: Wind、国金证券研究所

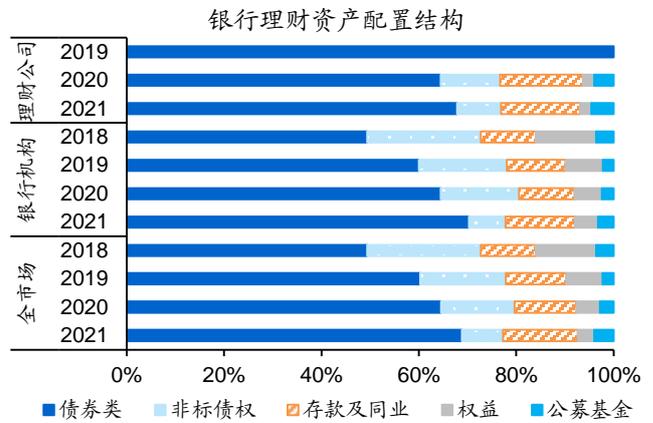
资金加快回表、净值化转型下, 资金对债券等标准化资产的配置需求大幅增加。券商定向资管等收缩, 使得部分资金转向公募基金、推动债券型基金份额持续大幅扩张, 自 2017 年底的 1.4 万亿份一度抬升至 4.6 万亿份。同时, 券商明显加大对固收类产品的发行, 占比由资管新规前的不足 20%、抬升至 40% 以上, 大幅增加对债券的配置需求。资管新规对银行理财投向也有显著影响, 理财投向债券的比重自 2018 年以来抬升 19 个百分点至 68%。

图表 18: 资管新规后, 新增固收类产品占比大幅上升



来源: Wind、国金证券研究所

图表 19: 银行理财资产配置标准化程度不断提高



来源: Wind、中国理财网、国金证券研究所

二、净值化等推升机构对短久期“安全”资产偏爱、但合意资产明显收缩

(一) 净值化加速转型下, 机构更加偏好短久期等“安全”资产

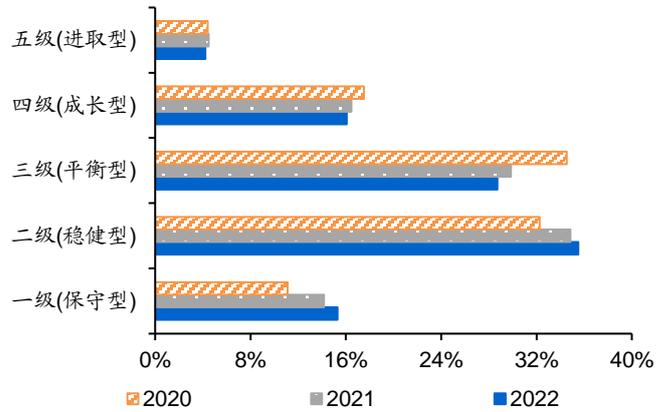
净值化转型下, 机构资产配置标准化程度提高、信用风险偏好下降。以公募基金资产配置结构为例, 截至 2022 年底, 债券投资占比达 51% 左右、较 2017 年抬升 13 个百分点以上, 股票投资占比有所抬升至 20% 左右, 现金、其他等占比趋势性回落。标准化程度提高的同时, 风险偏好也有所下降, 从理财产品各类风险偏好投资者分布结构也可侧面证明, 保守、稳健型投资者占比分别较 2020 年抬升 4.2 和 3.3 个百分点至 15.3% 和 35.5%; 而平衡型、成长型投资者占比同期回落 5.8 个百分点和 1.4 个百分点。

图表 20: 公募基金配置债券比例大幅抬升



来源: Wind、国金证券研究所

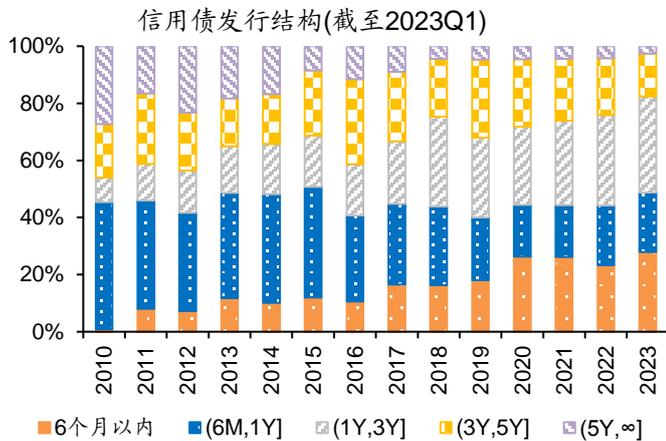
图表 21: 理财产品各类风险偏好投资者数量分布



来源: Wind、中国理财网、国金证券研究所

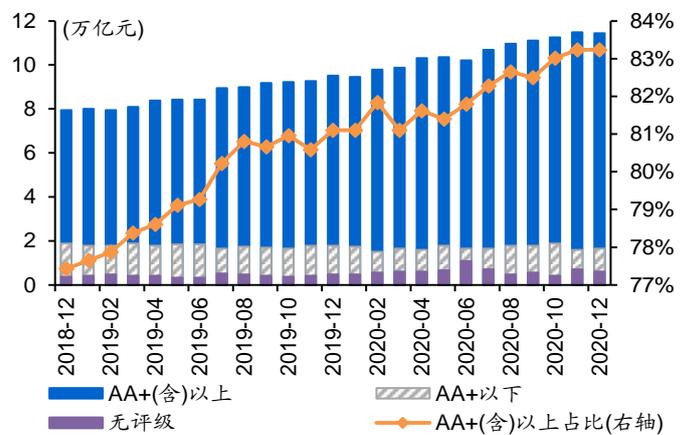
期限选择上，更加偏好短久期、高等级等估值稳定的资产。机构理财资产配置更加谨慎，不仅表现在风险偏好的下降，还体现在期限选择上。为避免产品净值波动造成的赎回压力过大，理财产品更加偏好配置短久期、高等级资产。从信用债发行期限也可看出，“短期化”现象凸显，6个月以内信用债发行占比明显攀升、自2017年的17%抬升至2023年一季度的28%以上；理财产品持仓结构也能侧面印证，持有AA+以上评级的信用债占比自2018年以来持续上行5.8个百分点至2020年底的83.2%。

图表 22: 信用债发行结构“短期化”明显



来源: Wind、国金证券研究所

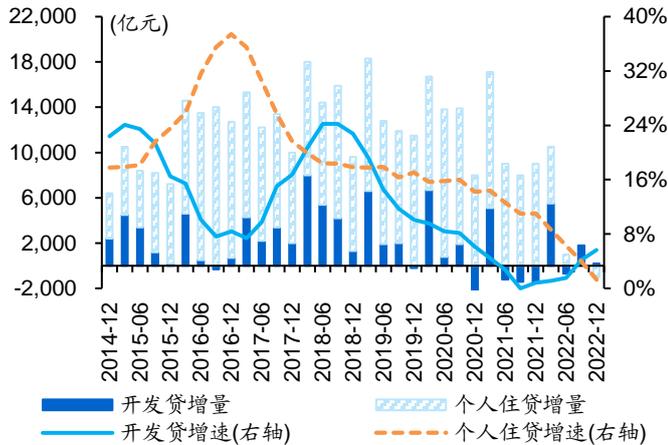
图表 23: 理财产品持有高等级信用债占比抬升



来源: Wind、中国理财网、国金证券研究所

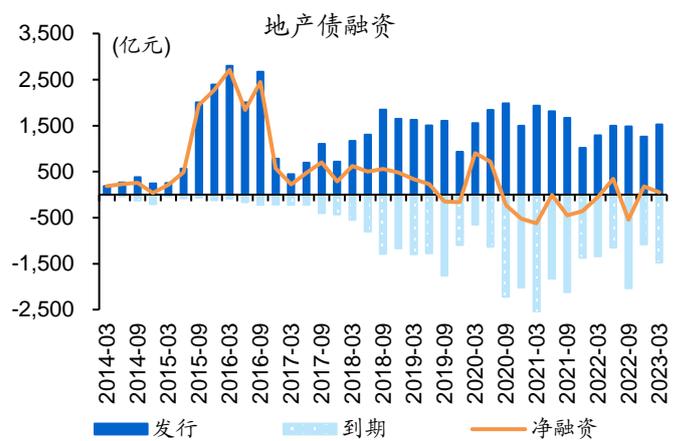
但合意资产却经历明显收缩，以地产、传统基建为代表的传统行业融资下降、带动相关金融资产供给减少。“三条红线”、贷款集中度考核等影响下，房地产相关融资明显收缩、地产开发贷增速创新低至1.3%，地产债净融资也一度转负。类似地，债务监管加强下，城投平台债务性融资明显减少、城投债净融资自2022年以来持续低于季节性，使得金融机构可配置的资产明显减少、“欠配”现象突出（详情参见《资产荒“3.0”时代》）。

图表 24: 地产相关贷款融资明显走弱



来源: Wind、国金证券研究所

图表 25: 地产债发行一度也明显低迷



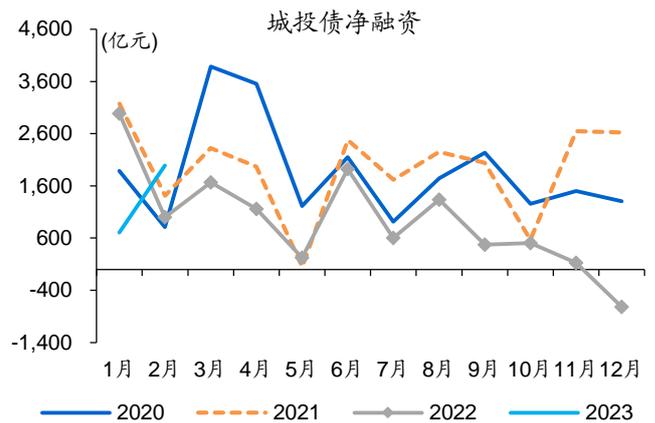
来源: Wind、国金证券研究所

图表 26: 政策对防控地方债务风险关注度明显上升

时间	会议/文件	主要内容
2023年3月	《2022年中国财政政策执行情况报告》	防范化解地方政府债务风险, 优化债务期限结构, 降低利息负担, 遏制增量、化解存量。
2023年3月	《政府工作报告》	防范化解地方政府债务风险, 优化债务期限结构, 降低利息负担, 遏制增量、化解存量。
2023年3月	国务院新闻办公室举行“权威部门话开局”系列主题新闻发布会	在有效支持高质量发展中, 保障财政可持续和地方政府债务风险可控...
2022年12月	2022年全国财政工作视频会议	坚持遏增量、化存量, 强监管、严追责, 地方政府隐性债务风险缓释可控。
2022年12月	中央经济工作会议	防范化解地方政府债务风险, 坚决遏制增量、化解存量...
2021年12月	中央经济工作会议	坚决遏制新增地方政府隐性债务...
2020年12月	中央经济工作会议	抓实化解地方政府隐性债务风险工作...

来源: 政府网站、中国人民银行、国金证券研究所

图表 27: 城投债净融资自 2022 年以来明显走弱

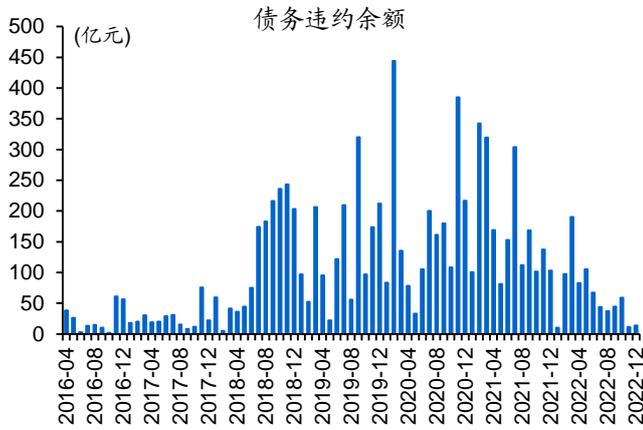


来源: Wind、国金证券研究所

(二) 资金“充裕”下, 合意资产却明显收缩, “资产荒”凸显

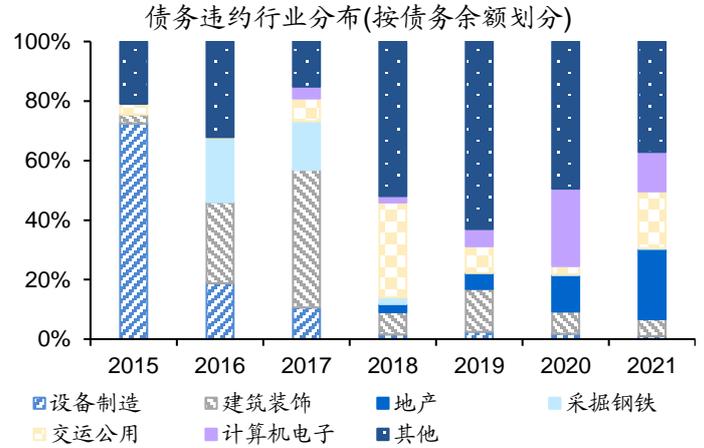
部分重资产领域债务出清中的风险释放, 使得机构需求进一步向“安全”资产集中。2018年下半年债务违约明显增多, 违约风险从一开始点状“暴露”到过剩产能行业主体等, 逐步向重资产的地方城投平台和地产等领域扩散。个别信用违约事件, 对金融市场和融资环境产生显著冲击, 相关行业利差大幅走阔; 同时, 资金风险偏好整体下降, 进一步向高评级“安全”资产集中, 例如, 2018年以来, 3年期AAA级中票利差持续收窄, 自2017年底的150BP左右降至2023年一季度末的60BP左右(详情参见《债务视角看地产, 黎明前的黑暗?》、《那些债务违约, 教会我们的事》)。

图表 28: 2018 年以来, 债务违约明显增多



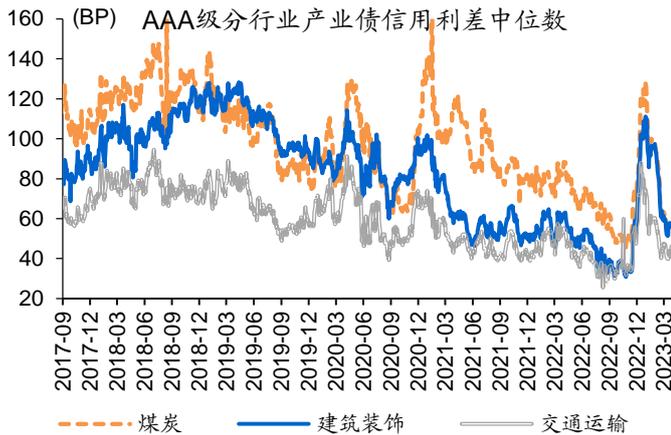
来源: Wind、国金证券研究所

图表 29: 2021 年房企债务违约事件频现



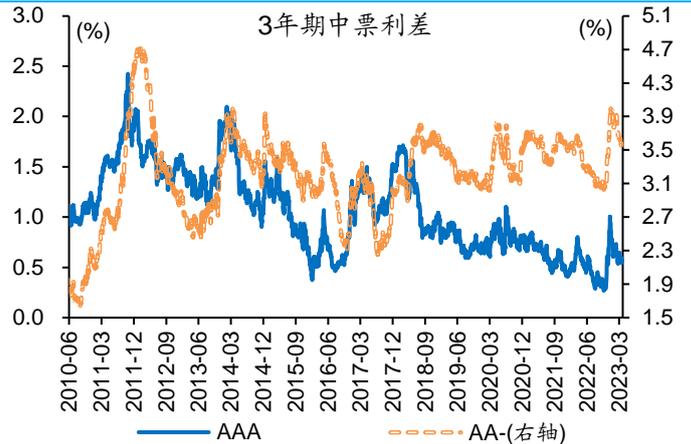
来源: Wind、国金证券研究所

图表 30: 2020 年“永煤事件”后煤炭产业债利差走阔



来源: Wind、国金证券研究所

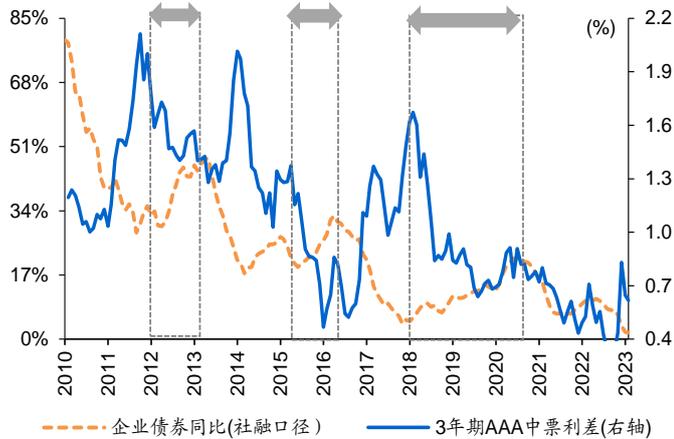
图表 31: 近年, 高评级信用利差明显收窄



来源: Wind、国金证券研究所

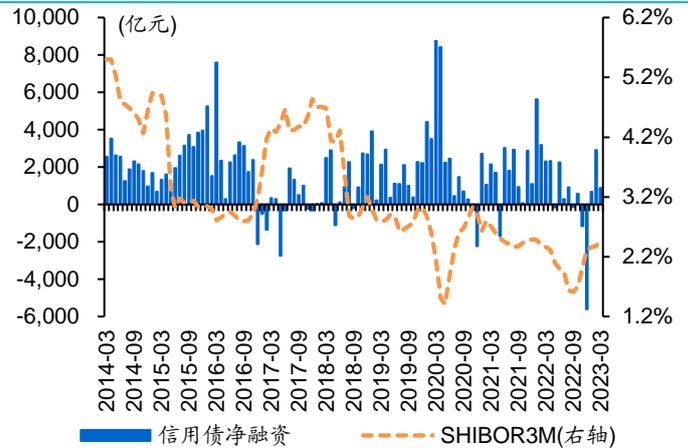
债务出清过程中, 多伴随“资产荒”现象出现, 出清周期拉长使得“资产荒”持续时间较长。债务违约风险释放的过程中, 经济回落、实体融资收缩, 货币流动性环境转向宽松, 使得资金相对充裕、而资产供给相对减少。2018 年以来, 债务风险由经济下行转向政策主动释放后, 债务出清节奏明显拉长, 从信用环境修复时长也可侧面印证, 以企业债券融资同比的底部到阶段性顶部作为一个修复周期来看, 过往修复时长大约 1 年, 2018 年以后修复周期长达 2 年以上。与之对应的, 相对“充裕”的资金追逐相对“短缺”的资产现象更为突出、周期也明显拉长(详情参见《那些债务违约, 教会我们的事》)。

图表 32: 信用环境修复时间明显拉长



来源: Wind、国金证券研究所

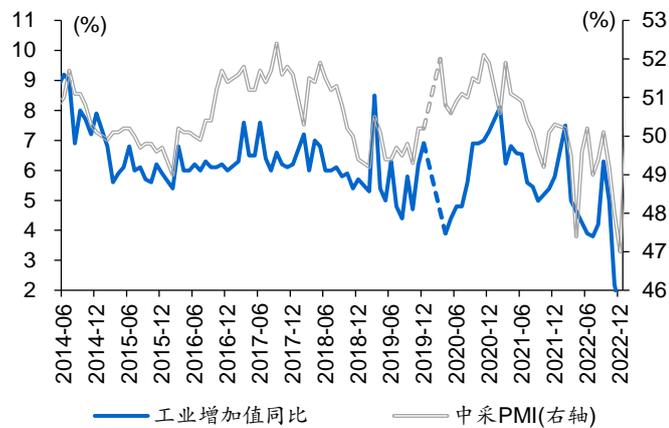
图表 33: 债务出清过程中, 流动性多平稳宽松



来源: Wind、国金证券研究所

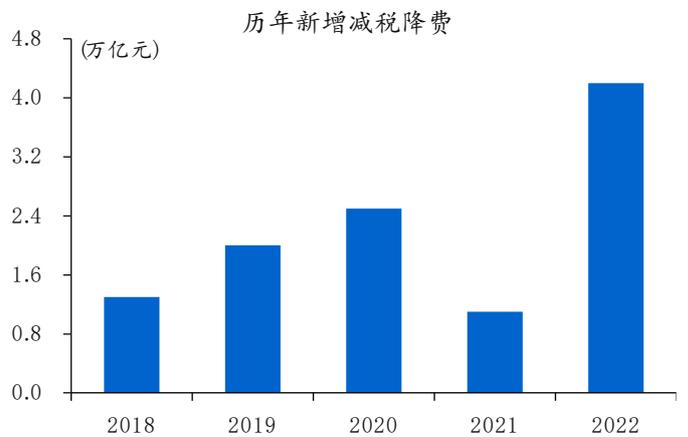
此外, 经济动能放缓、实体需求修复“平缓”下, 资金易滞留金融体系, 加剧“资产荒”, 2022年二、三季度即为典型。地产等传统引擎走弱、叠加出口承压, 2022年下半年经济修复节奏明显偏慢, 6个月国股银票转贴利率持续低于往年同期、几度触“零”。实体需求较弱下, 前期降准、大规模留抵退税释放的资金“淤积”在金融体系, 微观表现为货币市场利率远低于政策利率、DR007一度掉至1.3%以下, 并在2%以下的低位维持近8个月。

图表 34: 2022年二三季度经济修复相对缓慢



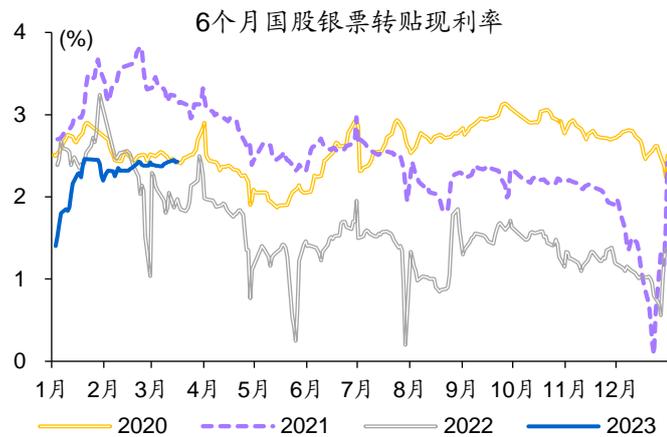
来源: Wind、国金证券研究所

图表 35: 大规模留抵退税等政策实施



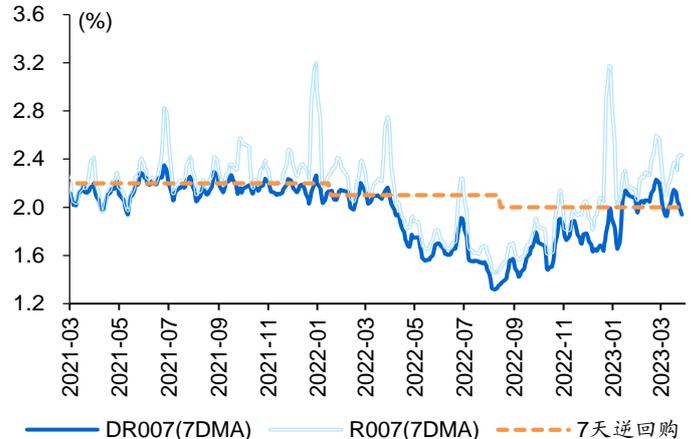
来源: Wind、国金证券研究所

图表 36: 实体需求偏弱也体现在“以票冲量”上



来源: Wind、国金证券研究所

图表 37: 2022 年二三季度流动性一度非常宽松



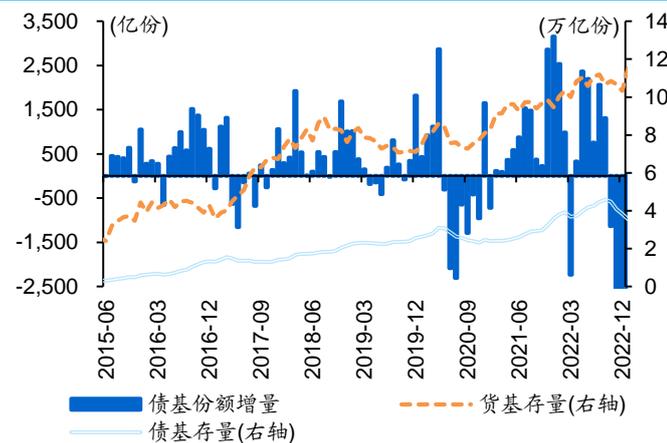
来源: Wind、国金证券研究所

三、“资产荒”下，杠杆行为使得收益率与基本面“脱敏”，也易放大波动

(一) “资产荒”下，杠杆交易推动收益率下行、对基本面“脱敏”

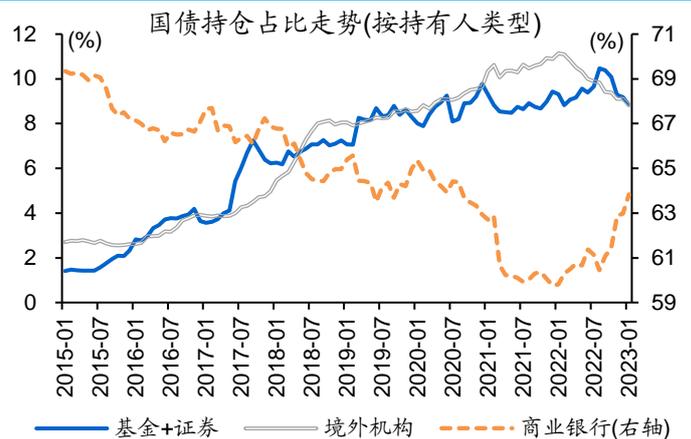
行业格局重塑下，交易性机构持仓占比明显抬升。资管新规后，基金等交易型机构规模大幅上升，其中，债基、货基存量份额分别自 2018 年的 1.4 万亿份和 6.7 万亿份，大幅攀升至 2022 年底的 4 万亿份和 11.5 万亿份。伴随着交易型机构的市场参与度增强，对债市行为的影响也明显上升，例如，广义基金持有国债比重近年来持续走高、从 2018 年的 6% 左右抬升至 2022 年的 9% 左右。

图表 38: 2018 年以来，债券基金规模持续扩大



来源: Wind、国金证券研究所

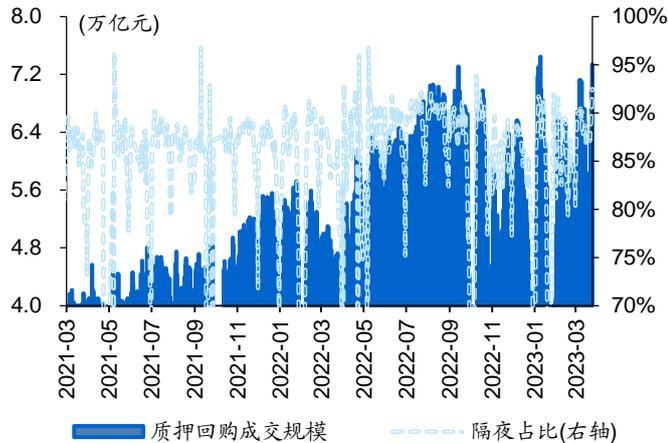
图表 39: 国债持有人结构中，广义基金占比上升



来源: 中债登、国金证券研究所

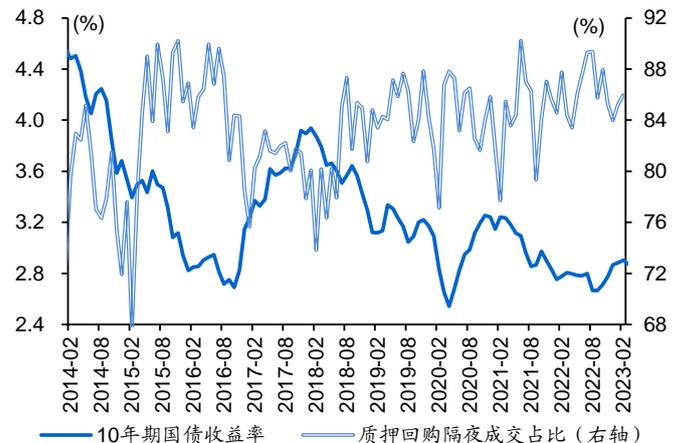
资金“充裕”、资产“稀缺”下，机构更多采用“滚隔夜”加杠杆的方式增厚收益。2018 年以来，质押回购成交规模持续抬升，隔夜质押回购成交占比中枢也明显上升、且稳定维持在 85% 左右。流动性相对宽松的阶段，机构杠杆行为尤其突出，例如，2022 年二三季度，单日质押回购成交规模一度突破 7.5 万亿，隔夜占比也一度创新高至 97% 以上。

图表 40: 银行间质押回购成交规模屡创新高



来源: 中国货币网、国金证券研究所

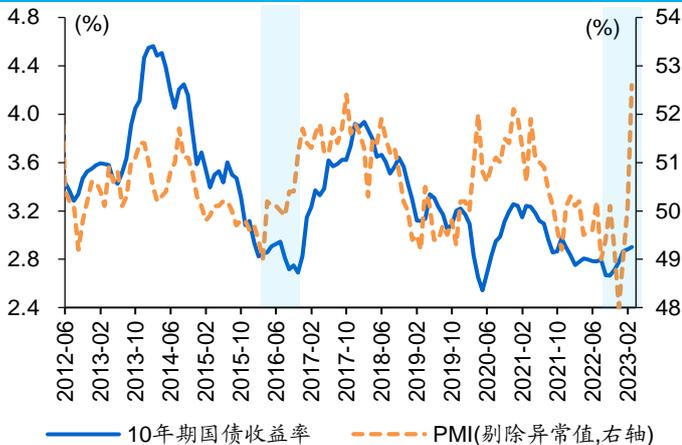
图表 41: 机构多采用“滚隔夜”方式来增厚收益



来源: Wind、中国货币网、国金证券研究所

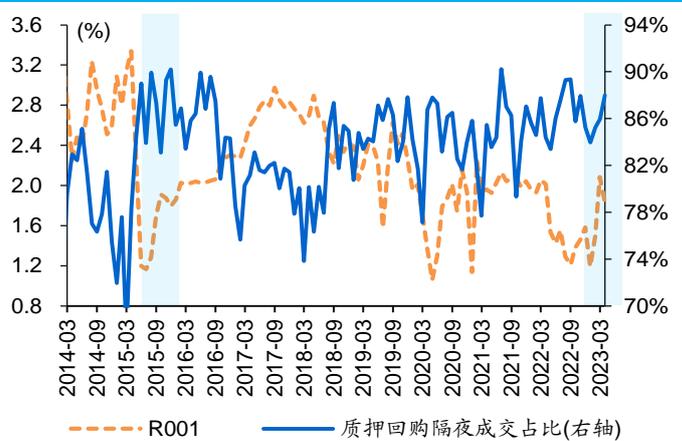
机构“买债”热情高涨下，债市收益率表现多下行、对基本面变化“脱敏”，2015 年底、2023 年初即为典型。流动性平稳宽松下，机构的杠杆行为进一步强化收益率的下行趋势，即使基本面已释放相对较“空”的信号。例如，2015 年底至 2016 年上半年，PMI 等指标已见底回升，但资金平稳宽松下，“滚隔夜”占比一度触及 90% 的高位，债市表现一度对基本面不敏感，推动收益率持续下行。类似地，2023 年初，经济指标、信贷等货币金融数据均出现明显的边际改善，但是 3 月以来机构“加杠杆”下推动收益率下行突破 2.86%。

图表 42: 2015 年底、2023 年初，债市对基本面“脱敏”



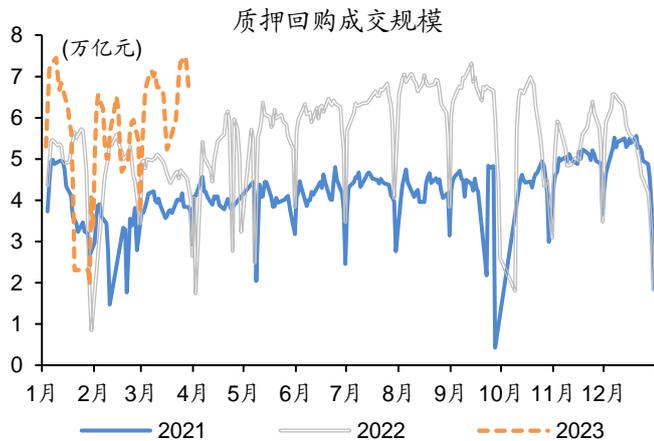
来源: Wind、国金证券研究所

图表 43: 对应阶段，机构杠杆行为突出



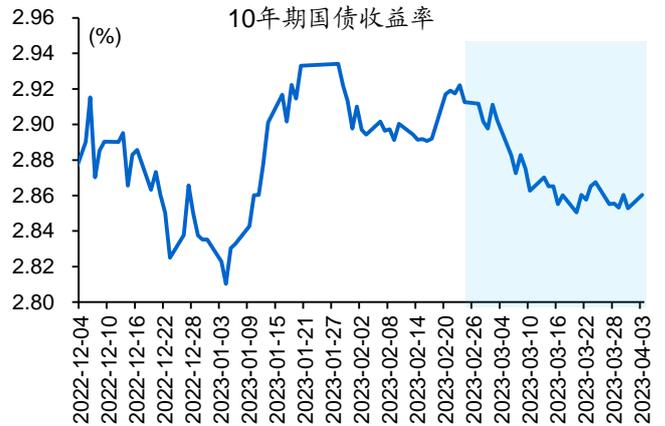
来源: Wind、中国货币网、国金证券研究所

图表 44: 2023 年初, 机构杠杆行为依然突出



来源: Wind、中国货币网、国金证券研究所

图表 45: 年初, 债市表现对基本面不敏感, 一度下行

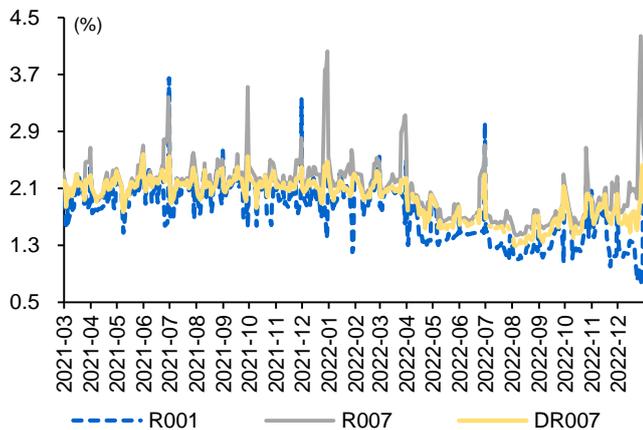


来源: Wind、国金证券研究所

(二) 负债稳定性较弱下, 高杠杆的“脆弱性”或易放大市场波动

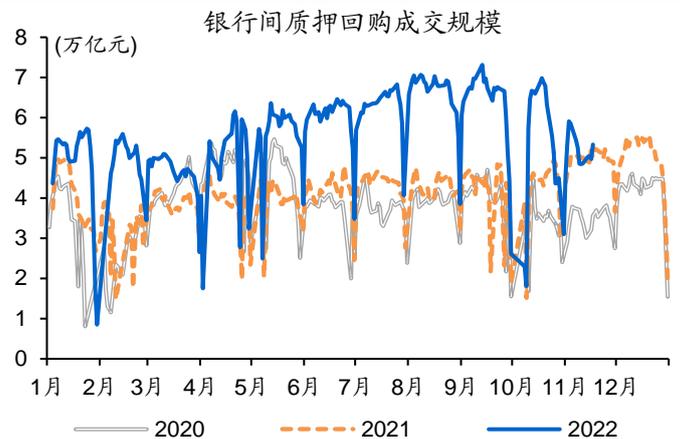
相较于配置型机构, 基金等交易型机构负债稳定性较弱、更容易受到流动性冲击。杠杆加足下, 机构对资金波动更加敏感, 容易放大资金面波动对债市的影响, 比较典型的是, 2016 年三季度“收短放长”抬升资金利率、2022 年四季度市场利率中枢抬升下, 流动性均受到明显冲击。例如, 2022 年 11 月以 DR007 为代表的货币市场利率中枢由 9 月的 1.6% 上涨至 1.8 附近, 盘中一度突破 2%, 市场对资金面的担忧情绪由此发酵, 银行间质押回购成交规模由此前的日均 6 万亿左右、降低至 11 月前三周的不足 5.2 万亿。

图表 46: 2022 年 11 月, 资金利率明显抬升



来源: Wind、国金证券研究所

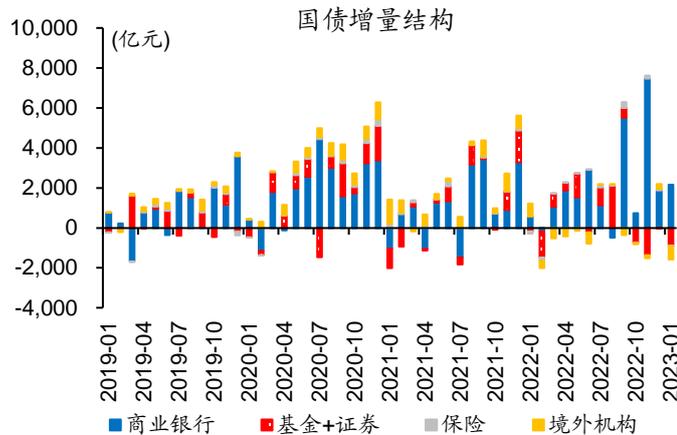
图表 47: 期间, 银行间质押回购成交规模回落



来源: Wind、国金证券研究所

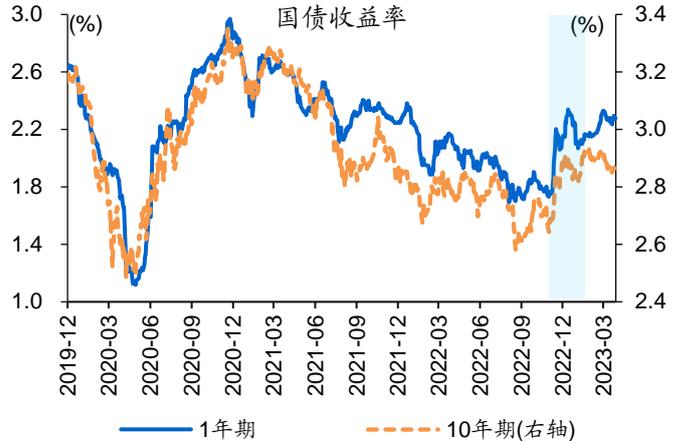
资金波动下, 集中“卖债”等加剧资产价格波动, 进一步对机构行为形成“负”反馈。与此前不同的是, 伴随着净值化转型加快, 理财产品等净值波动或造成较大的赎回压力, 进一步加剧债市波动。例如, 2022 年 11 月, 债市快速调整后, 部分银行、理财资金赎回, 导致公募基金等机构被动卖出, 进一步加剧收益率上行。截至 11 月中, 银行两次爱破净产品就已达 2500 多只、占全部理财产品的 7.3%, 部分理财公司的破净比例甚至高达 15% 以上(详情参见《“债灾”? 与 2016 年底有质的不同!》)。

图表 48: 资金波动下, 非银机构“卖债”加剧波动



来源: Wind、国金证券研究所

图表 49: 2022 年 11 月中旬, 债市出现明显调整



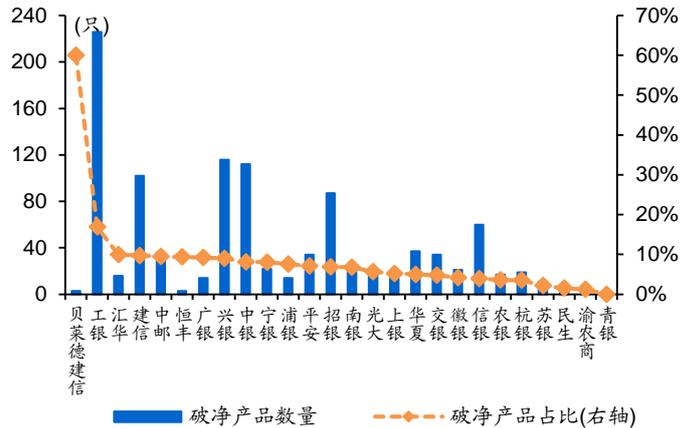
来源: Wind、国金证券研究所

图表 50: 2022 年 11 月以来, 理财破净占比大幅抬升



来源: Wind、国金证券研究所

图表 51: 部分理财公司破净产品占比甚至超过 10%



来源: Wind、国金证券研究所

但“资产荒”大背景下, 流动性压力缓解, 有助于遏制机构资产负债的“螺旋式”“负”反馈。短期虽有波动, 但相对宽裕的资金面与相对短缺的优质资产之间的不匹配, 并不会因为短期机构遭受资金赎回而改变; 赎回资金找不到匹配的资产, 或仍会滞留在金融体系、尤其是货币市场, 一旦资金面趋于稳定, 资产短缺矛盾会继续凸显。例如, 2022 年 11 月中旬, 央行公开市场操作加码、呵护流动性下, 资金面压力明显缓解, 机构行为逐步恢复。

经过研究, 我们发现:

1. “资管新规”后, 行业格局重塑、产品布局向公募基金等倾斜; 行业格局重塑下, 资金对债券等标准化资产配置需求大增。
2. 净值化加速转型下, 机构更加偏好短久期等“安全”资产; 资金“充裕”下, 合意资产却明显收缩, “资产荒”凸显。
3. “资产荒”下, 杠杆交易推动收益率下行, 一度对基本面“脱敏”; 负债稳定性较弱下, 高杠杆的“脆弱性”或易放大市场波动。

风险提示:

- 1、政策效果不及预期。债务压制、项目质量等拖累稳增长需求释放，资金滞留在金融体系；疫情潜在反复风险，对项目开工、生产经营活动等的抑制。
- 2、疫情反复。变异毒株加大防控难度，不排除疫情局部反复的可能。

特别声明:

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”(以下简称“国金证券”)所有,未经事先书面授权,任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发,或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发,需注明出处为“国金证券股份有限公司”,且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料,但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法,故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致,国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断,在不作事先通知的情况下,可能会随时调整,亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用,在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险,可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突,而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品,使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况,以及(若有必要)咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议,国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保,在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下,国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易,并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密,只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》,本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级(含C3级)的投资者使用;本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要,不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具,本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资,遭受任何损失,国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告,则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议,国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有,保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话: 021-60753903	电话: 010-85950438	电话: 0755-83831378
传真: 021-61038200	邮箱: researchbj@gjzq.com.cn	传真: 0755-83830558
邮箱: researchsh@gjzq.com.cn	邮编: 100005	邮箱: researchsz@gjzq.com.cn
邮编: 201204	地址: 北京市东城区建国内大街 26 号	邮编: 518000
地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号	新闻大厦 8 层南侧	地址: 中国深圳市福田区中心四路 1-1 号
紫竹国际大厦 7 楼		嘉里建设广场 T3-2402