债市风乍起 理财“打喷嚏”

赎回压力初现但未成潮

截至11月16日，全市场理财产品存续规模为34.90万亿元，较10月末减少约100亿元。其中，固定收益类产品规模减少约600亿元



10月末以来，债市调整逐步传导至银行理财产品净值，部分中低风险产品连续数日回吐收益，市场赎回压力随之显现。普益标准数据显示，截至11月16日，全市场理财产品存续规模为34.90万亿元，较10月末减少约100亿元。其中，固定收益类产品规模减少约600亿元，现金管理型产品规模增加约600亿元。

记者采访获悉，当前赎回压力在基金端体现得更为明显，已有理财公司连续多日赎回所持债券基金，以控制净值回撤，并为客户赎回预留现金。个人投资者也有赎回。但受访理财机构表示，当前客户赎回压力明显小于2022年债市调整期间。随着上周后半周的净值变化陆续反映到客户账户，个人客户后续的申赎情况，将影响机构下一步的减仓力度。

基金端先感受到赎回压力

11月以来，债市调整波及银行理财，部分中低风险产品净值连续回落。以兴银理财“稳添利月盈52号C”为例，11月10日至13日，该产品单位净值由1.043630元降至1.043310元，连续3个交易日回落，累计跌幅约0.03%。同为R2中低风险产品，招银理财“招睿添利（和享）”7天持有期产品在11月12日、13日连续两日净值下跌，累计跌幅约0.03%。截至11月13日，农银理财“农银匠心天天利2号”近一周收益率为-0.06%。

不过，目前来看赎回压力在基金端更为明显。一家股份制银行的理财投资经理对记者表示，公司管理的产品持有较多债券基金及债券ETF，近期公司根据市场情况连续多日赎回部分基金份额，每日赎回规模较大，但目前仍保留部分相关持仓。目前，债市下跌对其管理产品的影响主要体现在净值波动上，尚未出现流动性枯竭的情况。“的确也有个人客户赎回，但总体规模仍可控，压力明显小于2022年。”他说。

公募基金对这股压力的感受更为直接。一位大型公募基金的债券基金经理对记者表示，近期基金赎回压力较大，专户产品、债券ETF及长债基金、短债基金均出现较大规模赎回，非银机构资金面仍偏紧。

理财机构提前留出现金

理财公司为何减持债基？记者了解到，这与此前的持仓变化有关。今年以来，银行理财增配了较多公募基金，债价回落时，直接持有的债券和通过基金持有的债券，都会影响理财净值。

光大证券研报表示，截至三季度末，银行理财持有公募基金2.96万亿元，较年初增加1.14万亿元，仅三季度就增加4400亿元。据光大证券分析，10月末市场调整前，理财增配的基金以债券型基金为主。

对于近期债市调整的节奏，平安理财认为，10月末信用事件扰动市场，叠加月末资金面季节性偏紧、部分机构集中止盈，债市调整较为急促，最近两个交易日的波动则更多来自交易因素。

天风证券研报显示，受债市调整及权益市场波动影响，纯固收和“固收+”理财产品近一周净值回撤幅度均处于年内相对高位。在此背景下，赎回部分债基既能降低产品净值对后续市场波动的敏感度，也能提前备好现金，应对可能增加的客户赎回。

值得注意的是，机构调仓与客户赎回之间还存在一个时间差。光大证券表示，部分理财产品通常在两个交易日后展示相应净值。以上周四、五的行情为例，理财经理当时就可以调整持仓，部分客户到本周才能更充分地看到收益变化。因此，基金端已经发生的赎回，有一部分体现的是理财经理为控制回撤而主动减仓，居民端的反应则要看净值更新后的资金流向。

对极端情形已有应对工具

后续压力是否加大，取决于两笔资金能否匹配：一笔是客户实际需要提取的赎回款，另一笔是理财产品可以及时动用的现金。只要预留资金足以覆盖客户用款，管理人就有余地选择卖债时机。

天风证券认为，若客户资金保持稳定，理财机构完成预防性减仓后，有望放缓卖出节奏，逐步恢复配置。若净值下跌引发客户集中赎回，理财公司可能需要进一步赎回债基，基金为筹现而卖债，又可能拖累其他持有同类资产的产品净值。不过该机构判断，本轮出现类似2022年集中赎回的概率相对较小。

债市也在等待配置资金入场。平安理财预计，随着年末临近，机构止盈力度有望减弱，配置需求将逐步恢复。

对于集中赎回可能引发的流动性冲击，央行已预留专门应对渠道。央行此前明确，当资管机构面临群体性流动性风险、债市出现系统性压力时，符合条件的理财公司、公募基金管理人或其母机构，可通过债市非银大额赎回互换便利（BNSF）借入央行票据，再以央票在市场融资，承接旗下遭赎回公募产品持有的合格债券或相关产品份额。这一安排有助于在产品急需现金、市场买盘不足时减轻低价卖债压力。

上述股份制银行的理财投资经理表示，当前客户赎回仍在其所在机构可应对的范围内，他判断现阶段启用BNSF的可能性不大。从理财机构提前备付，到央行为应对系统性流动性压力明确融资安排，与2022年相比，应对集中赎回的机制已更为完备。 **（张欣然 徐潇潇）**

黄金多空“掰手腕”

短期看利率脸色，长期靠央行撑腰

机构认为，较高的利率和强势美元仍是黄金面临的短期压力，央行购金与储备多元化需求则构成中长期支撑

美国最新通胀数据公布后，国际金价近期再起波澜。美元走强、美债收益率上行以及市场对美联储进一步加息的预期，共同压制金价表现。Wind数据显示，11月16日，伦敦金现货价格盘中一度跌至3832.23美元/盎司，创2025年10月3日以来新低。

近期，国际机构对金价走势作出最新研判。高盛下调今明两年年末金价预测，瑞银则继续看好黄金中长期配置价值。机构认为，较高的利率和强势美元仍是黄金面临的短期压力，央行购金与储备多元化需求则构成中长期支撑。

金价回落后小幅反弹

进入11月，国际金价震荡下行。11月16日，伦敦金现货价格盘中一度升至3900美元/盎司上方，随后回落，最低触及3832.23美元/盎司，创2025年10月3日以来新低。截至北京时间17时，伦敦金现货价格报3860.12美元/盎司，下跌0.61%，11月以来累计下跌0.39%。

本轮调整中，能源价格走高引发的通胀担忧，以及由此带来的货币政策收紧预期，对黄金形成压力。市场分析人士认为，能源价格上涨促使美联储保持鹰派立场，而较高利率环境不利于黄金表现。黄金本身不产生利息收益，当债券收益率上升时，持有黄金的机会成本随之增加；美元走强也会提高其他货币持有者购买黄金的成本。

信达期货认为，当前市场定价的主导因素已转向美国通胀黏性和利率预期，黄金短期倾向于震荡偏弱，前期反弹尚未形成趋势反转的充分条件。

通胀韧性强化加息预期

美国最新公布的宏观经济数据，是近期黄金市场关注的重点。美国劳工统计局11月10日公布的数据显示，10月美国消费者价格指数（CPI）经季节调整后环比上涨0.4%，涨幅较9月的0.6%有所收窄；剔除食品和能源价格后的核心CPI环比上涨0.3%，与此前两个月持平。

分项来看，住房价格环比上涨0.3%，对当月CPI涨幅的贡献超过三成；食品价格上涨0.5%，能源价格上涨0.7%。尽管能源价格涨幅较9月明显回落，但住房、食品等领域的价格上涨，表明通胀压力仍未充分缓解。由于2025年10月部分数据缺失，美国劳工统计局未公布相关CPI同比涨幅。

11月12日公布的最新就业数据继续显示美国劳动力市场具有韧性。美国劳工部数据显示，截至11月7日当周，首次申请失业救济人数为20万人，较前一周修正值增加9000人，但仍处低位；截至10月31日当周，持续申请失业救济人数降至169.7万人。

广发证券宏观团队认为，油价走强推升通胀预期，若同时推升加息预期，实际利率未必下行，金价反而被两头挤压；只有当通胀预期上行而加息预期回落时，实际利率才真正下行，金价才能获得向上的弹性。

央行购金支撑长期需求

短期内利率环境有所变化，令部分机构调整了对黄金价格的预测。此前，高盛将2026年末国际金价预测值从4650美元/盎司下调至4150美元/盎司，将2027年末国际金价预测值从5400美元/盎司下调至4800美元/盎司。该机构认为，美联储近期的鹰派转向将影响投资者持仓意愿，黄金对冲宏观政策风险的部分需求可能回归历史平均水平。

不过，高盛仍看好央行购金带来的长期支撑。其认为，当前环境与2022年存在相似之处：央行需求提供支撑，但较高利率压制投资者持仓，金价上涨步伐可能因此受到约束。

瑞银财富管理投资总监办公室在10月发布的报告中表示，较高的实际收益率与强势美元可能继续引发贵金属短期波动，但央行购金、储备多元化、政府债务高企以及地缘局势不确定性，仍支持黄金在投资组合中发挥战略作用。该机构预计，到2027年9月，国际金价有望升至5400美元/盎司。

黄金需求出现分化。世界黄金协会发布的报告显示，今年第三季度全球央行购金量达到321吨，前三季度累计购金675吨，同比增长6%；全球黄金ETF第三季度净流入约211吨，扭转第二季度的流出态势。同期，全球金条和金币需求同比下降19%，金饰需求同比下降17%。

（葛瑶）

某网红产品5天抹去数月收益

债基调整何时见底？

有机构分析，伴随政策利率换锚落地、前期预期兑现，资金价格波动有望收敛，市场扰动逐步减少，或为中短端收益率下行打开空间

都说纯债基金是“稳稳的幸福”，可最近，有些“幸福”走得猝不及防。

近期，受资金面边际收敛、政策预期变化、信用事件扰动与赎回冲击等多重因素影响，股债市场波动同步放大，政金债、二永债等品种跌幅尤为明显。华南某只规模64亿元的网红债基未能扛住压力，短短数个交易日，净值便回落至9月初水平。

这轮下跌究竟因何而起？调整还要持续多久？短期超调是否蕴藏配置机会？我们逐一拆解。

网红债基为何“翻车”？

本以为握着“稳稳的幸福”，没想到数月积攒的收益，几天就“一键清零”。近日，华南某基金公司旗下网红债基净值大幅回撤，让不少基民猝不及防。

公开数据显示，截至三季度末，该产品规模达64.21亿元。自10月27日起，净值一路下行，从1.0809元跌至11月13日的1.0706元，区间回撤0.93%。尤其是此前一周五个交易日，净值连续收跌，年内收益随之回落至2.84%。

单看回撤数值似乎并不惊人，但对一只纯债基金而言，几天吞掉数月票息，已经足以让持有人盯着账户沉默三秒。

这只产品主打信用债投资，策略以赚取中短期限信用债票息与资本利得为主，同时搭配长久期利率债做收益增强。截至三季度末，前五大持仓中四只为政金债，剩余一只为同业存单。

依靠这套打法，它过去很长时间净值曲线十分亮眼，规模也随之快速扩张。

然而10月底，华南某集团信用风险事件持续发酵，冲击债市情绪，市场风险偏好快速降温，长久期债券收益率迅速上行，5年期AA+信用债单日收益率上行超10BP。随后又叠加债市相关传闻发酵，政金债利差被极致压缩，10年期品种利差一度仅剩3.7BP，机构纷纷抛售政金债避险。

连锁反应接踵而至：银行理财子赎回公募债基，公募基金为应对潜在赎回选择“预防式抛售”，优先卖出二永债、利率债、高等级信用债等流动性较好的资产；而中低资质信用债变现困难，只能以更大折价成交。

净值下跌—赎回增加—被动折价抛售，负反馈循环就此形成；再加上产品机构持有者占比较高，进一步放大了踩踏效应。

也正因如此，近期国融稳泰纯债、汇添富鑫润纯债、路博迈中高等级信用债、财通资管鸿达纯债等多只债基，接连发布因巨额赎回提升净值精度的公告。

债基波动骤增，调整何时结束？

事实上，在上述网红债基回撤的同一阶段，大量信用债基、科创债基净值也同步走弱。

例如，大摩纯债稳定增利自10月27日以来净值回撤1.07%；大摩恒安30天持有、创金合信汇誉、金鹰添兴一年定开等产品，区间跌幅也均超过0.95%。

广发固收团队认为，债市赎回压力或仍将延续数个交易日。从抛压结构看，基金卖出集中体现在信用债与二永债，利率债受到的冲击相对可控。叠加当下资金面偏紧、央行后续操作存在不确定性，短期债市风险尚未完全释放。

不过该团队同时判断：基本面仍偏弱，叠加超长债配置需求旺盛，年末利率债仍有下行空间，10年期国债收益率有望下行至1.55%，乐观情形下看向1.45%至1.50%；30年期国债明年一季度或试探1.8%关口。

长城基金表示，本轮债市调整，更多是长牛行情中的阶段性休整，而非趋势反转。“前期资产荒行情下，政金债、二永债、中短票利差已被压缩至历史低位，不少机构本身就存在年末止盈诉求，因此对利空消息格外敏感。待信用事件逐步明朗、央行对资金面的呵护落地后，债券收益率有望企稳。”

该机构进一步称，短期债市若出现超调，反而可能形成较好的配置窗口，资金利率中枢能否稳定在1.25%至1.35%是关键观测指标。策略上，信用债短端票息性价比占优，可在严控信用资质的前提下择机布局。

景顺长城基金提醒，随着收益率持续下行、年末临近，债券市场波动大概率抬升。

但该机构分析，内需修复偏弱的背景下，只要政策没有出现超预期转向，债市整体风险相对可控。伴随政策利率换锚落地、前期预期兑现，资金价格波动有望收敛，市场扰动逐步减少，或为中短端收益率下行打开空间。

景顺长城基金判断，四季度长端债券供给压力下降，供需格局改善，长端收益率仍具备一定下行空间。后续重点跟踪三大变量：经济基本面是否超预期走弱、宏观政策有无超预期加码、市场风险偏好是否大幅回落——这三点将直接决定货币政策进一步宽松的节奏。

金鹰基金则认为，当前经济仍处于弱修复通道，基本面为债市中长期行情提供支撑。展望后市，税期扰动之下，央行对短端流动性的呵护仍可期待，资金面大幅收紧的概率不高；但长端利率快速下行后，需警惕政策边际微调带来的反复。操作上建议以票息策略、结构性机会为主，把握调整之后的配置窗口，切忌盲目追涨长久期品种。 **（栖迟）**

