

# “黑天鹅”狂舞 债券市场一日入秋

## 风险尚未释放完毕

低评级长久期压力大

□鄞州银行 段苏

22日,受监管风暴升级的影响,投资者情绪极为谨慎,部分机构去杠杆,加上流动性抽紧,抛盘大量涌出。市场延续上周后半周的调整态势,收益率大幅上行,部分品种买盘难觅。

利率债方面,中长期品种调整加剧。上周,短品种的收益率先行幅度大,中长期相对平稳,而本周一,调整已蔓延至中长期品种。市场上成交最为活跃的10年期国债的收益率回到3.5%附近,上行约6BP;10年期金融债成交在4.2%左右,上行约5BP。

信用债方面,低评级债成下跌重灾区。低评级债由于杠杆最高、前期累积获利最大,此次抛售最为严重,买盘则寥寥无几。剩余期限6.7年的12邯郸城投债,成交在6.12%,高出估值12BP。流动性最好的超AAA品种,由于变现较为容易,机构被动减持。剩余期限4.85年的13中石油MTN1,成交在4.62%,上行约15BP。

展望后市,债市风险尚未释放完毕,观望为宜。首先,机构去杠杆尚未结束。最近的几个交易日,由于市场严重供过于求,很多机构去杠杆进行的并不顺利。其次,即使资金充裕的机构,短期内的债券需求也可能会受到影响。很多机构开始对债券业务进行自查,期间大规模买债的可能性不大。再次,目前收益率并不具备吸引力,即使要抄底,也需等待。其中,低评级、长久期的品种风险最大。

## 交易所债放量下行

活跃个券收益率涨逾20基点

受监管层整肃债市、大量机构去杠杆抛券行为加剧等因素影响,交易所信用债市场22日继续放量下跌。指数方面,上证企债指数下跌0.05%至164.00点,成交30.3亿元;深证企债指数大跌0.10%至128.40点,成交25亿元。

企业债、城投债抛盘密集,个券普跌。成交居前的个券当日收益率都达到20到30基点,中低评级券种收益率上行幅度最大。成交活跃的城投债方面,沪市10楚雄债、12阜城投、11丹东债分别下跌0.43%、0.69%、0.98%,深市的08铁岭债、09怀化债分别下跌0.39%和0.85%。公司债方面,主要地产品种中09银基债当日下跌1.14%、09名流债下跌0.64%、08新湖债下跌0.80%。

交易员表示,近期农信社等机构普遍开始“去代持化”,大量城投债被挂至尾盘。在机构去杠杆的同时,由于月末临近,市场资金面趋紧,交易所信用债市场面临很大压力。预计短期内交易所债市将延续弱势运行态势。(王辉)

需求不旺

## 农发债认购创年内次低

农业发展银行于22日招标发行了该行2013年第八期金融债券。本期债券固定利率,发行总量200亿元,期限5年,经招标确认的中标利率为3.91%。来自交易员的消息显示,本期农发债的认购倍数为1.30倍,为今年以来利率债发行认购的次低水平。

此前,多家机构为本期农发债给出的中标利率预测区间在3.81%至3.93%。中债收益率曲线的数据显示,当前银行间5年期固定利率政策性金融债的到期收益率为在3.85%左右。结合机构预测及二级市场市况,本期5年期农发债中标利率也略高于市场预期。

分析人士表示,受近期市场去杠杆化、风险规避情绪、资金面等因素影响,利率债收益率水平也出现跟随信用债上行的状况。其中近期债市严打,显著打压了主流机构当前配债的热情。不过,市场人士同时指出,在经过3月中下旬债市的本轮快速走强之后,机构对于利率债当前的收益率水平也相对谨慎。在此背景下,近期政策性金融债的招标倍数呈现明显走低,市场需求有明显下降。(王辉)

## 北京金融分析师协会：

## 债市弊案揭露三大问题

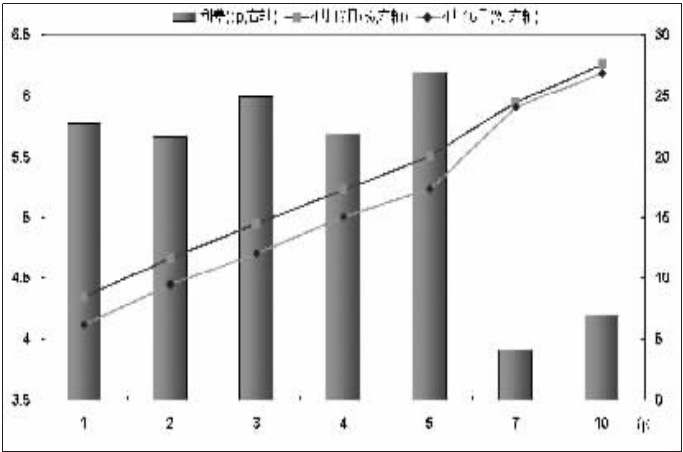
在日前召开的北京金融分析师协会开业庆典上,该会固定收益委员会相关人士表示,近期导致债券市场陷入舆论漩涡的利益输送个案,至少暴露出市场监管制度、金融机构内控机制及相关从业人员职业操守等方面存在不足或问题。

相关人士表示,监管制度或监管方式以及金融机构内部合规管理可以通过制度改进的方式加以解决。从业员道德自律的问题,在债券市场前期的快速发展过程中,并未得到足够的重视,在未来也不可能一蹴而就。职业道德的树立不仅需要监管机构的引导,也需要来自民间的努力。促进行业自律意识、向职业投资人灌输职业道德观念、进而提升大众投资者对金融市场的信心,正是北京金融分析师协会创立的初衷之一。

北京金融分析师协会固定收益专业委员会秘书处负责人钟华认为,虽然短期债券市场运行不可避免会受到负面事件的冲击,其影响范围与持续时间还需观察事件的后续发展,但等待事件逐渐明晰后,市场情绪将逐渐恢复平静,预计不会对市场趋势产生不可逆转的影响。而相关制度改进与从业员道德提升,将有助于债券市场长期健康发展。

据介绍,北京金融分析师协会是中国大陆地区首家全部由特许金融分析师(CFA)组成的高级金融人才协会组织。(张勤峰)

近四个交易日银行间AA级中短期票据收益率曲线



# “去杠杆”引链式反应 牛熊市或就此“交棒”

构建成熟债市需强化做市商制度

□本报记者 葛春晖

周一,机构“去杠杆”势头愈演愈烈,银行间和交易所债市几乎全线下跌,且跌幅较上周有所扩大。与此同时,由融资去杠杆引发的货币市场流动性趋紧也进一步升级。分析人士指出,短期来看,投资者应对本次调整给予高度重视,策略上以谨慎规避风险为主;中长期来看,经济复苏总体趋势决定了债券市场行情在前期一波拉升后已经来到拐点,本次监管风暴或只是触发牛熊转换的导火索。而从完善债券市场制度的角度来看,着重培养和完善做市商制度,将成为保障债券交易效率、提高市场流动性、提升交易公平透明度和稳定市场运行的有力抓手。

### 恐慌情绪乍现 利率全面上行

经历了上周的收益率连续上行之后,4月22日(周一),债券市场并未获得丝毫喘息机会。周末两天负面消息的汇聚,进一步强化了投资者对于债券市场调整来临的预期,而当这种积聚了两天的情绪在周一集中爆发,债券市场再次深调便势不可挡。

从市场表现来看,22日银行间和交易所债券市场可谓哀鸿遍野,成交个券多数下跌,且跌幅较上周显著扩大。银行间现券市场上,利率产品和

信用产品联袂走弱,杠杆最高的低评级信用债抛盘最重,收益率大幅上行。如剩余期限6.7年的12邯郸城投债成交在6.12%,高出估值12BP。交易所信用债市场上,逾八成个券下跌,逾百余个券收益率上行超过20BP,城投债依旧为调整重灾区。如剩余4.38年的AA级10丹东债收益率上周最后两个交易日分别上行13.4BP、0.21BP,本周一则大涨35.7BP至6.085%;剩余3.18年的AA+级09淮城投债收益率上行33.5BP至5.462%。

一位银行间市场交易员表示,“上周市场上有人还想再观望一下,但周末没有正面消息,机构悲观情绪由此继续发酵,结束观望、加入去杠杆大军的机构大量涌现,从而导致周一市场加速调整”。

债券市场阴云密布的同时,货币市场资金面同样承压。数据显示,22日银行间质押式回购市场各期限资金利率全线上行。其中,主流交易品种隔夜、7天回购加权平均利率分别收于2.68%、3.16%,较上周五分别上行15BP、5BP。交易员表示,最近几个交易日资金利率的上行,除了季节性财政缴款、月末考核以及“五一”小长假等因素之外,机构“去杠杆”的作用也不容小觑。

目前来看,机构“去杠杆”已经对债券和货币两个市场产生了负面冲

击。债券市场方面,由于债券流动性本身就不太好,在卖盘一边倒而承接盘寥寥的情况下,收益率深幅调整在所难免。货币市场方面,由于代持方在监管升级的情况下要求杠杆方尽快购回债券,一些杠杆机构不得不在短期内加大融资规模,从而推升了资金利率。与此同时,资金利率的上行又反过来加剧了债券市场收益率的调整。

### 调整非偶然 牛熊转换或大势已定

在监管升级、机构去杠杆被炒得沸沸扬扬之际,在债券市场上蒙受损失的投资者难免把触发调整的矛头指向本次监管事件。毋庸置疑,本次市场调整与监管事件难脱干系,但深层次地看,市场运行的方向是由基本面因素确定的,事件性因素只不过是恰好发生在收益率拐点上的一个机缘巧合。

申银万国分析师指出,在15日一季度宏观经济数据出炉之后,前期由经济疲弱预期推动的收益率下行就已经濒临尾声。一方面,从目前宏观流动性数据依然向好、部分中观行业出现回暖迹象、未来经济增速的基数效应有利同比稳定等情况来看,经济增速稳定、不再继续恶化是一个大概率事件;另一方面,CPI数据将脱离2.1%的底部增速出现回升,因此基本面因素决定了债券利率从底部回升的概率较大。

当然,监管事件的爆发,无疑加剧

了债券市场,特别是信用债市场的调整幅度。对此,申银万国表示,此次监管排查是以“顺藤摸瓜”的方式展开,事态可能还会继续扩大影响。在接下来的数周内,债市很可能会继续承压。部分机构强制降表外杠杆、主动降低表内杠杆,加上公募赎回等带来抛售压力传导,以及其他机构谨慎观望心态下机构需求相应萎缩,预计信用债调整还只是刚刚才开始。

总体而言,当前各方观点普遍对债券市场短期走势抱谨慎态度,纷纷告诫投资者谨慎观望、规避风险为上。中长期来看,认为债券市场可能就此步入熊市的机构不在少数。如申银万国表示,后期如果基本面逐渐形成复合压力,市场调整将更具有趋势性。不过,也有如海通证券等机构认为,在经济基本面基本稳定的情况下,二季度债市或以横盘整理为主,而考虑到中国投融资增速趋于回落,债市长期利好格局未变,三季度仍有上涨机会。

### 做市商制度亟待强化

“代持”风波从上周发酵至今已近一周时间,在市场行情引人唏嘘的同时,各方参与者也对导致这场风波的制度性因素展开了深入的思索和探讨。

市场人士表示,代持养券、利益输送等行为之所以能游离在体制之外大

# 收益率过快上行或孕育配置机会

□中债信用增进公司 赵巍华

一场令人措手不及的稽查风暴连日来席卷银行间债券市场,而身处风暴眼中的代持行为更成为众矢之的。部分机构纷纷开始抛售在外代持的债券,前期获利筹码兑现的意愿也异常强烈,引发一轮集体去杠杆的行为,各债券品种特别是高收益品种收益率短期迅猛上涨。

在过去一轮牛市中,部分券商和基金等机构通过代持维持较高的债券投资杠杆,部分支撑了对一二级市场债券的旺盛需求。由于用高收益品种来养券的收益较高,各机构的融资养券标的主要集中于高收益信用债群体。目前对违法代持的调查会削弱代持需求,并迫使部分机构减持存量的代持债券,从而推动其他高杠杆投资机构减持其债券持仓。高收益品种首当其冲,但由于密集抛盘下债券接盘有限,因此部分机构为获取流动性被迫减持中高评级债券。此外,高收益品种的密集减持也会使得信用利差大的背离。近年来债市面临的信用风险事件多达数十例,但尚未出现实质性违约的案例,市场对信用违约的担忧只停留于“雷声大雨点小”的状态,信用违约的“黑天鹅”迟迟未能落地。

### ■ 观点链接

## 兴业证券：“黑天鹅”来袭 流动性为王

前期收益率过快下行使得机构有兑现获利理由。监管力度加码引发债市出现非基本面主导调整。在监管不确定性消除之前,流动性及头寸管理至关重要。流动性冲击的第一步已经开始,利率和高评级等高流动性券种收益率出现明显调整。企业债二级市场交易量出现萎缩,调整压力更多体现在一级市场。如果监管持续维持高压,流动性的第二波冲击“去杠杆”导致的二级市场的惨烈调整)将不可避免。

债市监管导致的去杠杆意味着资金价格(尤其是交易所)将是较好的避风港。由于经济基本面没有发生显著变化,在政策层面的不确定性相对明朗以及收益率明显回调之后,债市(利率和高等级)的吸引力会进一步增强。

## 宏源证券：监管风波促收益率拐点提前

由于4月份开工旺季到来导致基本

件性冲击可能成为债市收益率调整的导火索,近期收益率易上难下,但从中长期经济基本面看,近期债市收益率上行空间有限。

当前全球经济仍处于弱复苏通道,且通胀压力相对有限。美国经济增长回暖相对确定,但复苏力度不强,短期仍会有反复;日本政府和央行虽出台财政、货币、产业调整在内“三板斧”式刺激政策,但受制于人口老龄化导致的竞争力减弱和庞大的日本政府债务等,日本经济复苏力度仍会偏弱;欧洲债务危机难言结束,欧洲经济短期难以走出萧条的局面。

发达经济体经济增长疲软,同样会抑制新兴市场国家的经济增长。特别是,全球经济复苏疲弱使得外需疲软将持续较长时期,我国出口高增长的盛况难再续。此外,投资受制于存量债务压力渐大和产能过剩,目前仅房地产投资和基建投资相对旺盛,但在资本边际回报率下降的情况下,现有的投资增速对经济增长的拉动作用渐弱。而居民实际可支配收入在GDP中占比较低且增速

面好转,同时蔬菜价格反弹已经出现,工业产品价格环比出现上升,增长和通胀率均高于预期,我们前期就曾指出收益率底部将在4月底或5月初到来,而监管风波的出现导致了收益率向上变动提前出现。考虑到机构出券情绪仍将延续,本周收益率仍将继续上行,并将延续到基本面拐点,上行趋势确立。降杠杆是我们一贯的观点,建议对于此次调整给予高度重视,投资策略上谨慎为主,规避调整风险。

## 国海证券：防守为先 把握主动

经济复苏动力仍较弱,未来消费和出口增长并不乐观,主要动力仍将是投资;而短期不确定因素有所增加,禽流感 and 地震灾害等可能使经济出现短期波动。政策方面,一季度经济官方解读中性偏正面,表明对经济增速下行容忍有所上升,大规模放松可能性低,大概率将延续目前偏宽松的货币环境。

上周债券收益率先是因经济数据偏弱显著下行,后因监管事件冲击等出现

较慢,收入分配格局尚需调整,消费增速相对稳定但难显著加速。产能过剩和债务去杠杆压力会使得通胀回升幅度有限,二三季度中国经济弱复苏局面难改。更进一步讲,实体经济去产能和债务去杠杆是长期的过程,这一进程将伴随震荡下行的趋势经济增速、有限的通胀压力和相对宽松的利率环境,从而使得债券市场在中长期仍存在趋势性的投资机会。因此,近期债券市场收益率虽会上行,但收益率上行幅度预计有限,超过去年四季度高点的可能性较小。

如果短期收益率上行过快、幅度过大,则可能带来配置的机会。一般经济因素驱动的收益率调整是相对平缓的,而监管政策收紧等所导致的收益率调整往往是急剧的,甚至可能出现一步或几步到位的调整,如4月22日部分交易所城投债单日上行就达到20-30bp。一旦部分债券收益率调整一步到位,就将提供配置的机会。由于代持债券主要为高收益品种,因此本轮调整后的配置机会也可能最早出现在高收益品种之中。

反弹。目前基本面仍有利于债市,但短期不确定因素有所增加,利率债可能呈现震荡态势;而监管事件影响有可能进一步扩散,信用债收益率仍可能继续反弹。总体上看,短期内债市受到冲击,建议先维持较低杠杆和缩短久期进行防御以保持主动。

## 国联证券：下阶段主导因素是整治力度

对于债券市场的整治一方面说明在制度建设方面监管层可能确实存在不规范,导致了包括债券代持等灰色地带长期存在;另一方面,由于利益输送比较严重,已经影响到正常的市场秩序,整顿势在必行。对于债券市场的整顿还将继续,事件将会持续发酵。上周四和周五,信用债市场首次影响已经出现调整。由于资金利率相对较低,目前普遍杠杆水平较高。接下来可能会是降杠杆的过程,在此过程中,高等级的中票首先会受到影响。接下来的一段时间,债券市场的主导因素是市场的整治力度,调整似乎已经不可避免。(葛春晖 整理)