

加杠杆与去杠杆并存 局部泡沫压不垮债牛

□本报记者 王姣

“交易所债券市场火爆的背后，是否存在杠杆过高、收益率安全边际过低的问题？会否同股票市场一样潜藏去杠杆风险、引发波及金融系统稳定的危机？”成为近期资本市场最为关注的话题。

综合来看，目前市场人士对债市杠杆率高低及其冲击力度仍然存在争议，但多数人士认为，当前债券市场去杠杆风险可控，在整体流动性宽松环境下，引发系统性风险的可能性较低。与此同时，债市呈现加杠杆和去杠杆共存的奇特景象，如果出现流动性问题或再配置之后的再配置风险，局部杠杆也会对债市甚至宏观经济产生冲击，对投资者而言，控制杠杆仍是重中之重。

债市杠杆高低之争

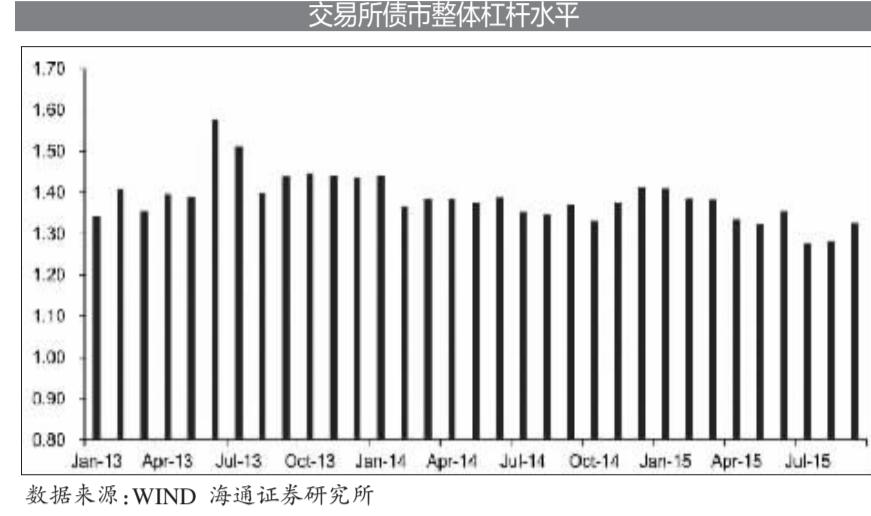
9月下旬开始，伴随着股票市场出现回暖迹象，交易所回购利率一度突然飙高，信用债违约事件近期也接踵而至，投资者对于信用债市场是否存在泡沫，尤其其回购操作更加便利的交易所市场是否存在去杠杆风险等问题愈发关注。

“相比供给增加或绝对收益水平过低，信用债更加脆弱的是前期场内资金泛滥以及资金利率较低导致的信用债高杠杆，一旦回购利率开始上行，信用债则面临被动去杠杆的压力，这一事件如果触发，可能的导火索或是股票市场的反弹。毕竟，流动性问题对于信用债的影响可能更为严重。”华创证券9月末即提醒投资者警惕股市回暖、资金成本升高导致的去杠杆压力。

观点链接

光大证券：很难形成连锁去杠杆

交易所债券市场杠杆率从融资余额与投资资金的比例、融资余额与抵押担保品托管量的比例两方面而言，都并未显著高于历史表现。同时，债券投资以机构投资者为主，自身防风险、抗风险的能力较强，债市因其自身特征及参与者的理性预期，呈现市场波动较小、趋势性缓上缓下的特征，对杠杆操作较为有利。同时，加杠杆以质押回购的方式进行，存在担保品增信，而中央对手方的交易机制，基本避免了交易对手风险。加之交易所杠杆操作



数据来源:WIND 海通证券研究所

市场的担忧在近期交易所债市行情中已有所显现。10月以来，上证所质押式国债回购利率波动加大，出现上升迹象，GC001在10月8日和22日分别报4.7978%、4.6707%，达到近期的高点。受资金成本上升影响，近期公司债明显滞涨。

但多数机构分析人士认为，综合多项指标来看，当前债市杠杆率并不高，加之债券投资以机构投资者为主、债市本身波动较小等因素，在流动性偏宽松的环境中，很难形成连锁的去杠杆风险。

如中金公司报告所指，如果计算杠杆率，交易所质押回购融资余额与交易所债券总余额以及理论可质押融资额相比都不算太高，前者大约125%，后者在60%左右，与历史水平差异不大。从总量上来看，交易所杠杆比例并不算非常高。

“目前市场整体杠杆比例不高主要与7月股市大幅下挫之后资金大量回流债市，

不断摊薄整体杠杆率有关，大部分机构杠杆一般不超过2倍，甚至还有不少机构存在趴账资金等待配置。”中金公司表示。

海通证券同时指出，当前债市整体杠杆1.12倍，交易所债市杠杆1.33倍，处历史合理水平，且质押回购加杠杆存在理论上限，若质押率70%，杠杆上限即3.3倍。且债市加杠杆后的“抗跌性”较股市强。

“假设现在债市平均收益率为5%，有一个5倍杠杆的债券产品，其优先级收益率为5%，若整体产品收益率为6%，则劣后收益率为10%，要使劣后收益为零，则整体产品的收益率需跌至4%，这相当于整体收益率降低2%，若债券组合久期为3，相当于整体债市收益率上行67BP，这对于债市来说已经算是一个不小的调整幅度。

警惕局部泡沫风险

股市大调整之后，高收益资产难觅，

交易所资金成本在股市调整后的很长一段时间里持续低于银行间，套息空间更有优势。三是公司债发行量增加，可质押信用资源增多。

兴业证券：去杠杆风险可控

按照杠杆率的公式，杠杆率=待回购余额/(交易所可质押券余额*折算率)。按对应的折算率折算，目前交易所可质押券余额约2.5万亿。考虑国债和跨市场不可质押的企业债(约4000亿)后，杠杆率约从7月份的32%上升至40%。总体来看，虽然交易所杠杆率有所上升，但不是太高，总体风险可控。

中金公司：三因素推动杠杆融资需求

7月份以来，交易所杠杆融资需求有比较明显的提升，主要受到三个因素的推动。一是股市资金再配置到债市的过程中，信用债绝对收益率快速降低，但理财等广义基金成本下降缓慢，为提高回报覆盖成本，有杠杆操作的需求。二是交

债券收益率的不断下行也给机构投资者造成巨大压力。据业内人士介绍，当所有的机构都较难完成业绩考核时，放杠杆就成为了必然的选择，借货币市场资金买长债，借货币市场资金买信用债会导致期限利差压缩和信用利差压缩，在此背景下，市场也出现了进一步加大杠杆以获取高于市场平均收益的现象，在信用违约风险频发的当下，投资者更需谨慎局部泡沫破灭风险。

“一些资金有限且风险偏好很高的投资者，为尽可能提高债券收益通过不断提高交易所债券的质押回购频率、增加杠杆使用倍数的手段，达到四倍甚至五倍的高杠杆。甚至有些结构性产品的次级份额在本身就具备杠杆的情况下，进一步通过交易所回购增加杠杆倍数。”据中金公司介绍，这类机构杠杆风险偏高，一旦资金面出现超预期收紧使得债券息差降低，或者债券收益率回调使得息差空间难以抵消资本利得亏损，在信用债二级流动性本就一般的情况下，容易导致债券出现流动性风险。

值得注意的是，随着套息空间的压缩，杠杆策略的收益空间已经明显收窄。据广发证券测算，以3年AAA企债为例，即使做到2倍杠杆，组合收益率也刚刚达到5%的水平。即使投资者能够顺利融得资金，合意资产亦将表现出更强的稀缺性，从而进一步压低杠杆策略预期收益率。该券商提醒投资者，从政策引导看，央行亦通过回笼短期资金投放中长期资金，引导市场控制组合杠杆。不论收益空间还是政策意图，控制杠杆均是债券市场操作中必须重视的问题。

海通证券：杠杆率未达历史均值

9月末交易所债市整体杠杆1.33倍，从7月以来连续回升，但仍未达1.35的历史均值。回购交易量在8、9月明显上升，但由于公司债发行提速、国债大量转托管到交易所，交易所债券总托管量也明显提升，稀释了杠杆的提升。从资金供需来看，股灾以来交易结算资金从超3万亿元降至2万亿元，但仍远高于不到1万亿元的回购未到期余额，去杠杆风险可控，这也使得交易所资金利率在公司债明显扩容且杠杆提高的情况下得以维持相对低位。(王姣 整理)

逆回购量价齐降 静候利率补跌

□本报记者 张勤峰

意料之中。本月24日，央行再次降息0.25个百分点，同时降准0.5个百分点，并对部分金融机构额外降准0.5个百分点。参照以往经验，央行将相应调整公开市场操作的量价水平。

从量上来看，9月底以来，货币市场流动性一直较为宽裕，资金融入难度并不大，而此次降准令流动性锦上添花，一次性释放的资金量约6000-7000亿元，加上上周通过MLF操作日投放的千亿元资金，短期内央行已释放出较多中长期流动性，在公开市场操作中适量回笼部分资金，有助于熨平短期流动性波动，并无碍流动性总体充裕格局。

至于操作利率，公开资料显示，本轮降息周期中，几乎每次央行降息之后都会对公开市场操作利率进行调整。例如，6月28日降息后，7天逆回购利率下调20bp；8月26日降息后，7天逆回购利率再降15bp。只是此次逆回购利率下调幅度略有些低于市场预期。因存贷款基准利率均下调25bp，按照历史经验，此前市场预期此次央行逆回购利率将下调15-20bp。业内人士指出，这应该是央行综合考虑了市

场利率水平的结果。观察历史数据可见，央行逆回购利率与同期货币市场回购利率保持了较高的一致性，而此次操作前，银行间市场存款类机构7天期质押式回购利率即位于2.25%一线。

货币市场利率仍有下行空间

机构普遍认为，未来公开市场逆回购仍有继续下调的空间。以往也曾经出现过央行降息后，公开市场利率通过多步才调整到位的情况，而调整的节奏及幅度较大程度上取决于货币市场利率的变动。

据公开数据统计，自2015年初以来，央行公开市场7天期逆回购操作利率累计下调10次，央行累计降息5次，由此可见，央行调整逆回购利率除顺应降息之举外，某些时候也是顺应或引导市场利率走势的结果。正如国泰君安的分析，此次7天逆回购调整不到位，一定程度上是因为考虑了货币市场利率的水平。

另值得一提的是，最近三次降息，幅度均为0.25个百分点，但降息后逆回购利率的调整幅度却越来越窄，6月是20bp，8月是

15bp，本次是10bp。有交易员认为，原因可能也是最近几次降息后，货币利率下行不明显，限制了逆回购利率的下行空间。

7月以来，尽管央行货币政策维持偏松操作，降息降准接连不断，但货币市场利率下行不明显，部分期限如隔夜利率反而有所上行。中金公司认为，在目前经济环境下，货币市场利率水平其实是偏高的，需引导货币市场利率下行，从而为其他利率的进一步下行打开空间；此次央行降息降准，从价和量方面均有利于货币市场利率下行，短期内，7天回购利率有望逐步回落至2%左右。

市场人士指出，倘若货币市场利率中枢出现下移，央行逆回购利率终将补足降息的幅度。海通证券点评报告认为，未来7天逆回购招标利率中枢有望降至2.1%左右，与降息幅度相当。

从更长时期来看，中金公司认为，在CPI逐步下降的情况下，未来货币市场利率仍需要进一步往下引导，7天回购利率的水平最终需要回落到1.5%甚至以下的水平才有利于实际利率的压缩。

期债再攀新高 短期势不可挡

□本报记者 张勤峰

上市以来的纪录高位；十年期T1512合约收在99.765元，全天涨0.55%，高于TF1512的0.35%，盘中最高涨至99.845元，同步刷新高位纪录。

在期价不断击穿纪录高点的同时，近期期债成交亦迅速放大，持续改写历史纪录，印证当下高亢的债市投资情绪。昨日五年期品种共成交6.35万手，十年期品种共成交约2.58万手，双双刷新历史纪录。

近两日，现券表现颇为强劲，成交火爆，收益率连续下行。27日早间，央行“双降”的效用继续发酵，而公开市场逆回购利率下调为债市情绪火上浇油，推动现券成交利率继续走低，稍后国开行招标的增发债券收益率明显低于预期，带动相关金融债券收益率进一步下行。Wind数据显示，27日银行间债市开盘，十年期国债收益率即跌穿3%关口，虽然货币市场利率没有下行甚至上升，但信用利

率和期限利差的压缩都使得整体利率水平趋于下降。但当信用利差和期限利差都已经比较低，压无可压的情况下，短端利率不再下行成为制约整体利率下行的障碍因素。此次“双降”最大的意义正是打开了短端利率下行的想象空间，从而化解当前收益率曲线过于平坦的债市困局，为整体利率进一步下行腾出空间。

据多家市场机构预计，此次“双降”后，7天回购利率有望逐步回落到2%-2.1%的水平。中金公司认为，在CPI回落以及货币市场利率下行的环境下，债券牛市尚未结束。在资产荒依然延续，今年四季度和明年一季度利率债供给较少的情况下，长端利率仍有进一步下行空间，预计十年期国债收益率未来几个月会跌破2008年2.7%的低点。而债市研究人员认为，在债券趋势性牛市面前，投资应顺势而为。

“双降”显效 资金面继续宽松

27日，银行间质押式回购市场呈现一派宽松景象，央行降息降准并调降回购利率，引导货币市场利率进一步走低。

存款类机构行情显示，27日隔夜回购利率加权值收在1.76%，较前一日再降5bp，7天期利率亦再降约8bp至2.27%，中长期限的14天利率小降4bp至2.64%，1个月利率降7bp至2.71%。目前，1个月以内各期限回购利率均低于3%，且1个月与14天利率差不足10bp，反映市场对中长期流动性较为乐观。

27日，3个月期Shibor利率亦下行约4bp至3.05%，逼近3%关口。今年5、6月，3个月Shibor

利率曾短暂运行在3%下方，当时货币市场流动性处在年内最宽裕的时期。3个月Shibor利率重新下行，亦反映出市场流动性预期进一步趋于乐观。

市场人士指出，月内企业缴税影响已过，金融监管考核优化调整后，月末流动性波动减轻，短期内尚无明显不利因素，预计流动性保持充裕无忧，货币市场利率仍有进一步下行，7天回购利率有望重新向2%关口靠拢。当然，考虑到外汇占款仍有净流出、财政存款季节性增多，货币市场利率要重归5、6月低位，可能需要政策继续引导。(张勤峰)

中标利率低 国开债需求旺

国家开发银行27日招标发行五期固息金融债，在央行“双降”和逆回购利率下调的背景下，这五期债券中标利率均大幅低于二级市场水平。据中债到期收益率曲线数据，目前银行间1至10年期国开债收益率分别在2.64%、3.12%、3.29%、3.53%、3.44%左右。

市场人士指出，当前经济下行压力较大，通缩隐忧犹存，未来货币市场利率需进一步往下引导，在CPI回落、货币市场利率下行和资产荒依然延续的环境下，长端利率仍有进一步下行空间，利率债仍将存在较强需求支撑。(王姣)

区域差异扩大 地方债定价趋市场化

27日，安徽省、福建省同日招标的地方债，发行利率各不相同。市场人士指出，今后一段时间，地方债发行仍处高峰期，或推动地方债定价继续趋于市场化。

安徽省27日招标发行了一批一般债券和一批专项债券，前者包括3年、5年、7年和10年四品种，专项债券均分为5年和10年两品种。各期限招标利率区间与上述安徽债一致，而招标结果则显示，此次3至10年期一般债券中标利率均较下限上浮20bp，依次为2.98%、3.09%、3.26%、3.25%，同期限一般债券与地方债定价相同。

此次安徽与福建两地地方债同日招标，但各期限品种定价均不相同，乃至安徽省一般债与专项债定价也有差异，显示随着地方债供给不断上升，其市场化定价特征日益明显。数据显示，在月末关口上，本周地方债发行总额仍有望超1200亿元。(张勤峰)

政策消化充分 人民币汇率平稳

央行日前降息降准，并未对人民币汇率造成明显冲击。27日，人民币在岸即期汇率继续持稳于6.35元附近，离岸汇率也未见异常波动。

24日，央行再行降息降准，但近两日人民币汇率表现平稳，对利率调整反应平淡。外汇市场人士指出，货币政策放松不出市场所料，双降之举在前期汇率走势中已有提前反应，国内经济走向及海外美元政策才是汇市关注焦点，而货币宽松有助经济企稳、近期美元升值预期降温，均有助于汇率保持相对稳定。短期来看，人民币汇率料保持总体稳定，难见大升大贬。(张勤峰)

十年国债利率跌破3%

□渤海银行 张帅

27日，债券市场延续上涨势头，收益率进一步走低，10年期国债二级利率正式跌穿3.00%关口，将本轮牛市行情带入新阶段。

昨日市场资金面不改宽松态势。央行“双降”过后，回购利率持续下行，7天质押式回购利率跌至2.35%左右。对此影响，利率掉期收益率开盘继续小幅下行，现券收益率也继续走低。随后央行公布的7天逆回购操作利率较上次下调10bp，进一步提振债市做多热情。10年国债收益率处早间即跌破3.00%关口。而后国开债一级市场招标各期限利率均低于预期，带动10年国开债也打破3.40%的整数关口继续下探。午后在国债期货大幅上涨的带动下，各期限债券市收益率进一步走低。

目前看，债市整体牛市格局仍难改变。一方面，经济基本面复苏缓慢，通胀率也将维持低位；另一方面，因货币政策呵护，货币市场流动性维持宽松平稳的状态，在风险偏好总体较低的情况下，资金短期仍将以债券配置为主。短期内债券收益率仍有下行空间。

东证期货

Oriente FUTURES

一流衍生产品投资服务提

供商，助您财富保值增值。

客服热线：95503

公司网站：www.orientfutures.com