

# 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?是否会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升,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



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,

赚取的是票息和回购利率之差,而非交易所债券收益率/价格波动的资本利得,因此债市杠杆操作对资金利率更为敏感,而非债券的二级市场收益率波动,在流动性偏宽松的环境中,很难形成去杠杆的连锁雪崩。

### 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,可质押信用债资源增多。

按照杠杆率的公式,杠杆率=待回购余额/(交易所可质押债券余额\*折算率)。按对应的折算率折算,目前交易所可质押债券余额约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。

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,银行间市场存款类机构7天期利率走势的结果。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调整幅度却越来越窄,6月是20bp,8月是

## 期债再攀新高 短期势不可挡

上市以来的纪录高位;十年期TF1512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,全天基本成交在2.97%、2.98%左右;一级招

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,

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,可质押信用债资源增多。

### 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/(交易所可质押债券余额\*折算率)。按对应的折算率折算,目前交易所可质押债券余额约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。

## 静候利率补跌

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宽松操作,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;此次央行降准降息,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至1.5%甚至以下的水平才有利于实际利率的压缩。

### 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月、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)

## 静候利率补跌

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宽松操作,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;此次央行降准降息,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至1.5%甚至以下的水平才有利于实际利率的压缩。

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。受此影响,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年期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,各期限债券市场收益率进一步走

差和期限利差的压缩也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至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。而期债研究员认为,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逆回购利率,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天利率利差不足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。货币市场利率仍有望进一步下行,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日招标发行五期固定息金融债,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。市场人士指出,国开债招标结果表明当前债牛预期依然较坚挺,市场在大方向上继续看好长债。

国开行此次增发2015年第十八期、第二十期、第二十一期,并新发第二十二期和第三三期金融债券,期限分别为10年、5年、7年、1年、3年,均为固定利率品种。招标结果显示,此次国开行1年期债券中标利率为2.49%,3年期为2.98%;5年期中

## 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,地方债定价仍处高峰期,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。外汇分析人士指出,市场对国内货币政策宽松早有预期,而近期美元升息呼声减弱,亦有助于人民币汇率保持相对稳定。

10月27日,国内银行间外汇市场人民币兑美元汇率处于6.3494元,上调55基点,连续第二个交易日走高。日内即期外汇交易方面,人民币兑美元即期询价系统高开于6.3490元,接近中间价水平,而后汇价震荡回调,但多数时间仍高于前日收盘价位,尾盘收报6.3532元,微跌3基点。香港市场上,离岸人民币

汇率早间也一度冲高,随后收敛涨幅,截至境内市场收盘时,离岸人民币兑美元(CNH汇率)报6.3909元,跌14基点,而在岸即期汇率的价差维持在400基点左右。

24日,央行再行降息降准,但近两日人民币汇率表现平稳,对利率调降反应平淡。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、近期美元升息预期降温,均有助于汇率保持相对稳定。短期看,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。受此影响,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年期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,各期限债券市场收益率进一步走

低,市场成交量明显放大。

至27日收盘,10年国债收益率下行5bp至2.98%左右,10年国开债收益率下行8bp至3.39%左右,相较于长端收益率大幅下行,1年期短端国债和国开债则下行幅度较小,在1-2bp左右,收益率曲线继续呈现平坦化下行。

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  
ORIENT 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

□本报记者 张勤峰

27日,央行对新一轮公开市场逆回购操作的量价水平同时进行调整,7天期逆回购交易量缩量至100亿元,中标利率则下调10bp至2.25%。市场人士指出,央行“双降”后调整公开市场操作的量价水平符合惯例,唯利率下调幅度低于预期,凸显出相对当前偏高的货币市场利率,影响了降息的利率指引作用,未来货币市场利率仍待进一步下行,而央行逆回购利率仍有下调空间。

### “双降”后逆回购量价调整

10月“双降”后的首次公开市场操作亮相,央行于27日开展了100亿元的7天期逆回购操作,交易量较前次缩减100亿元,为近期连续第三次缩量,并少于上周二(22日)的250亿元,因此净回笼资金150亿元;中标利率则时隔两个月后再下调10bp至2.25%,创下该期限逆回购交易自2003年9月以来的最低水平。

此次央行逆回购操作的量价调整在

□本报记者 张勤峰

短暂徘徊之后,27日在十年国债破“3”声中,期债量价双升,齐创新高。市场人士指出,央行降息降准,有助打开短端利率空间,扫清了债券牛市行情进一步深入的障碍。目前资金持续入市,投资情绪高涨,收益率下行之势难挡,期债宜顺势而为。

### 量价齐创新高

27日,期债早间仍维持盘整,经历了前期连续上涨后,投资者不免流露出谨慎情绪,但临近上午收市前,在现券火爆行情的激发下,期债多头卷土重来,期价走高,午后逐级上行,最终各期限各合约均大幅收高。主力合约方面,昨日五年期TF1512合约收在100.595元,接近全天最高价位100.65元,后者刷新了该期限品种