

■ 债市乍暖还寒系列报道(二)

# 债市重提去杠杆 谨慎之心不可无

□本报记者 张勤峰

时隔数月，围绕债券市场杠杆风险的讨论卷土重来，虽然是“旧事重提”，但与前一回的讨论迅速被牛市行情湮没相比，这一次，有关杠杆风险的话题，却在债市上引起不少震动。

近几日，债市抛盘较重，中长端收益率上行明显，背后或有季末资金吃紧、通胀忧虑升温、增长信心回暖的作用，但相关消息称监管机构摸底债市杠杆情况，加重了市场紧张情绪，扮演了一个重要的推手。

市场人士指出，近年来债市总体杠杆率稳中趋升，但尚处可控区域，在流动性相对充裕、机构资产欠配的背景下，债市暂无系统性去杠杆的风险，但需注意的是，在利率低位波动加大、流动性稳定性有所下降、信用风险频繁暴露、监管防风险态度趋严、风险偏好反复变化的背景下，机构普遍加杠杆容易放大市场短期波动，甚至引发踩踏事件，需要对相关风险保持必要的警惕，建议合理控制投资组合杠杆、流动性、组合久期及信用等级。

## 旧事重提 这回反应不一样

2015年，A股牛市从如日中天到突然倾覆，让人见证了加杠杆的能量和去杠杆的恐怖，自此以后，杠杆几乎沦为风险的代名词。随着居民资金回流理财，而理财大量转战债券，债市成了股市下跌的最大受益者，已持续一年多的牛市战胜了牛短熊长的历史宿命，演绎了史上持续时间最长的一波牛市行情。有违传统规律的行情、各路资金蜂拥而入的热情、信用利差畸低的矛盾，再加上债市原本就盛行的套息交易，注定了债市要面临“杠杆风险”的拷问。2015年四季度，在卖方机构兴起一轮债市“排雷”中，“杠杆风险”成为高频词汇。不过，几经反复后，10年国债收益率在2015年底顺利突破3%的平台，牛市再下一城，悲观论调消散，所谓的风险自然也就少有人再提及。

## 观点链接

### 兴业证券：政策防风险格局已定

金融脱媒和杠杆导致“钱多”，与基本面的滞胀预期和risk on叠加是过去一段时间债市运行的主要逻辑。不过后续需要观察政策信号的变化，在增长层面，政策会不会回到中长期的供给侧结构性改革的逻辑；在金融层面，会不会有平抑金融杠杆、监管金融脱媒的政策出台。从目前的信号来看，政策已经开始对资产价格泡沫和金融投机纠偏。政策如果转向改革，意味着总需求刺激的因素将下降，有利于释放中期的久期风险，但信用风险需要谨慎。政策如果加强金融监管，则不利于高杠杆操作，需要进一步观察政策的变化和基本面的节奏。

值得注意的是，最近一段时间，围绕债券市场杠杆风险的讨论卷土重来，虽然是“旧事重提”，但与前一回的讨论迅速被湮没相比，这一次，杠杆风险的话题，却在债券市场上引起不少震动。

28日，债市抛盘沉重，中长端收益率上行明显，10年国债上涨近4BP，10年国开债涨幅逾6BP。29日，A股调整缓和债市压力，利率上行放缓，但长期限国债仍上行2-4BP。

从机构分析来看，物价抬头、地产复苏、需求端出现回暖迹象，通胀预期升温、经济探底企稳预期加强，而季末资金面再起波澜、债市供给居高不下，均令债市承压，但这些大多不是新情况，而债市杠杆风险为不少报告提及，至少在一定程度上，加重了市场紧张情绪，成为最近调整的一个重要推手。

对于杠杆风险的话题重新升温，导火索据称是一则监管机构摸底债市杠杆情况的消息。据媒体报道，日前有多家基金公司收到监管层下发的债券杠杆调查表，需上报债券持有规模和回购融资余额。这也是2015年底中证登、基金业协会、央行调查基金公司专户和子公司债券杠杆情况以来，证监系统再次摸底相关情况。

一位市场人士表示，A股之鉴记忆犹新，前次讨论也在债券投资人中心留下“种子”，今年初以来坊间先后有央行调研委外规模、证监会系统调研债市杠杆等传闻流出，引发市场重新审视债券市场去杠杆风险并不奇怪。

### 债市低息 加杠杆现象普遍

债券加杠杆一般通过场内债券回购和场外分级产品来进行。通过债券回购加杠杆的一般做法是债券正回购方利用质押债券融入资金、继续购买债券以放大债券投资头寸。

市场人士表示，目前债券市场加杠杆的现象的确比较普遍。一则，相对宽松的流动性环境，为机构放大杠杆操作提供了条件；二则，经历历时两年多的牛市行情，债券收益率已下行至近年低位，继

续下行的想象空间有限，在资本利得空间受限的情况下，盈利压力驱使机构多通过放大杠杆或下沉评级的方式增厚收益，但鉴于债券违约事件日渐频繁，更多机构会倾向加杠杆的方式。

这位市场人士表示，去年中A股牛市终结后，高收益资产稀缺，而大量资金面临再配置压力，债券市场成为吸纳再配置资金的主要阵地，这些资金大多来源于居民资金回流形成的银行理财或者从股市撤出的交易性机构资金，前者面临刚性成本约束，后者往往存在较强的盈利需求，在债券低收益情况下，流行加杠杆增厚收益的做法。

有交易员进一步指出，近年来理财规模突飞猛进，存量规模已达20万亿量级，目前银行理财产品欠配的现象依然较为普遍，而随着理财规模持续膨胀，银行理财除了自营投资以外，还盛行委外投资方式，面对负债成本压力，对接银行理财委外资金的基金专户、券商资管等也普遍加杠杆，导致市场上加杠杆的主体在增多。

据海通证券分析师的测算，近几年债市杠杆率稳中有升，目前接近110%，有部分机构如中小银行、券商杠杆率提升较明显。

### 风险可控 谨慎之心不可无

分析人士指出，当前债券市场总体杠杆率并不是很高，主要机构如国有大行杠杆率甚至还有所下降，交易所公司信用债市场因存量扩容，总体杠杆率也呈现下行趋势，考虑到钱多、资产少、债市调整风险有限的基本环境，债市暂无

系统性去杠杆的风险，但也不能忽视债市杠杆率在逐步上升，特别是部分机构杠杆率持续提升引发的结构性问题。

与此同时，在利率低位波动加大、风险偏好反复、流动性稳定性有所下降、信用风险频繁暴露、监管防风险态度趋严的背景下，机构普遍加杠杆容易放大市场短期波动，甚至引发踩踏，因此也需要对相关风险保持必要的警惕。

年初以来，债券利率特别是长债利

率逐渐显现下行乏力的迹象，波动也有所加大。自从1月中旬下探2.72%的2008年底以来低位后，10年国债收益率未再继续向下，最近一直在2.8%-3%之间反复震荡，运行中枢有小幅回升的迹象。交易员称，在利率刷新多年低位后，继续下行的想象空间收窄，债市对利好逐渐反应麻木，而对利空表现敏感，利率波动开始加大，增加了杠杆操作的风险。

值得注意的是，前期股市遇冷，不少跨市场资金撤入债市避险，这些“过江龙”资金虽加速了债市利率的下行，但时刻在等待股市回暖的机会。近段时间，资产价格上涨较多，风险偏好有回暖迹象，一旦资金在大类资产中再流动，分流债市资金，容易引发债市去杠杆。

杠杆操作有赖于稳定的流动性环境，目前流动性虽总体保持充裕，但因银行体系超储率下降，同时汇率波动限制货币政策放松，流动性稳定性有所下降，乐观预期降温，短端货币市场利率陷入震荡，在影响套息收益空间同时，亦增加了杠杆操作的风险。

此外，有市场人士提示，随着经济下行尾部风险释放，债券市场信用风险持续暴露，违约案例增多，在资管机构大量投资信用债的背景下，一旦碰上违约，可能会对机构的流动性产生一系列的不利影响。

最后，降杠杆已成为金融宏观调控的目标之一，监管层对于债市杠杆上升现象的关切已引起了市场的担忧，相关政策消息或传闻容易引发市场情绪波动。

市场人士认为，当前债市机构加杠杆现象比较普遍，一旦短期利率出现大幅波动，可能引发机构集中止损，触发集体的去杠杆，甚至可能引发短期系统性的流动性风险。从未雨绸缪的角度出发，虽然债市杠杆风险总体可控，但仍需保持谨慎，建议合理控制杠杆、审慎管理流动性、适当降低组合久期、坚持中高评级，在债市风向不明的情况下，谨慎之心不可无。

总结而言，政策与经济在短期与长期之间波动，政策防风险格局已定，对债市而言，过度的激进和过度的悲观都不可取，建议投资者适当调整自身预期。从监管层的态度看，稳定呵护资本市场意图已经非常明确，毕竟投资者加杠杆和金融投机的步伐慢一点，牛市才能更长。

### 海通证券：高杠杆存风险

近年来债市总杠杆率维持在105%-110%左右，2014年以来逐渐走高，2015年末达到110.5%，是近几年峰值，2016年2月债市总杠杆约109.4%。2016年1-2月杠杆虽比2015年末回落，但高于往年同期。主要机构中，2015年9月以来，全国性大行的杠杆率维持在105%以下，并有逐

步降低趋势；城商行、农商行和信用社的杠杆率偏高，2016年2月三者分别为130%、137%和122%。非银机构方面，2016年2月券商杠杆率126%，高于保险的105%和广义基金的107%。由于包含了杠杆上限140%的公募基金，基金的杠杆率有所稀释，但理财委外资金对接的资管、专户加杠杆现象也很普遍。当前实体经济虽有所改善，但高回报时代一去不复返，要满足理财高达4%-5%的投资收益，机构惟有选择加杠杆。回顾2013年钱荒和2015年股灾时期，高杠杆始终存在较大风险。

### 华创证券：交易资金集中增添不确定性

据媒体报道，监管层正在摸底银行

理财涌入债市及部分基金公司债券杠杆情况。受此影响，周一利率债收益率出现较大幅度上行，一级市场招标情况也不甚乐观，招标结果高于二级市场同期限品种收益率，国债期货亦出现较大幅度下跌。周一市场热点之一在于开盘之后150218收益率就出现的快速上行，尽管与国开行要发行新的十年期国债所带来换券压力有关，但是其调整的背后也反映了债券市场本身面临的压力，比如通胀预期上升、资金面波动等因素，还包括无法证伪的经济复苏预期和房地产反弹预期等。同时，150218在换券过程中收益率快速上行也反映了目前长债的持有者中交易盘居多，也提醒投资者警惕交易资金过度集中所带来的不确定性。(张勤峰 整理)

# 货币宽松前景仍乐观

由于对货币政策的保守预期，对于年内主要关键期限国债收益率的下行空间，也普遍更为谨慎。

国际方面，自美联储今年1月暂缓加息以来，日本与欧元区等其他主要发达经济体，就先后大幅加大其各自的货币宽松力度，分别推出超出市场预期的新宽松举措，彰显出世界金融体系整体并未出现一致性收紧。与此同时，在上周的美联储年内第二次议息会议方面，美联储不仅如期放慢了加息步伐，更将点阵图预测的2016年加息次数，由此前的4次缩减至2次。对此，分析人士表示，美联储在全球经济复苏前景仍不甚明朗的情况下放缓货币收紧节奏，将有利于中国等其他主要经济体货币政策的独立性，进而有助于全球经济逐步走出低谷。

另一方面，从人民币汇率和国际资本流动的角度来看，在今年2月以来美元指

数持续自高位回软、主要非美货币汇率同步显著反弹的背景下，近期人民币汇率的整体表现也同样相对较为强势。一方面人民币对一篮子货币的CFETS人民币汇率指数始终保持平稳，另一方面，在离岸外汇市场上人民币汇率的走软预期也同样全面消退。与此同时，从当前全球多数发达国家及主要新兴市场国家的国债收益率角度来看，目前人民币国债收益率的优势依旧相当明显。随着人民币汇率回稳预期的不断巩固，货币宽松的空间也将明显增大。

与此同时，年初以来部分农产品和工业品价格的反弹，也并非意味着所谓“滞涨”的来临。一方面，从历史经验来看，近期猪肉、蔬菜等食品的上涨，更多只是养殖周期和天气因素的反应；另一方面，部分工业品的上涨，更多反映的只是供给侧改革效果的初步显现及库存周期的推动，也没有

处于均衡态势。

银河证券表示，资金面虽稍有回暖，但连续两周的公开市场净投放并没有彻底改变其趋近迹象，美元重燃加息预期，国内流动性供给再次面临压力，预期央行在公开市场仍将维持地量滚动操作，更加常规化使用新型货币政策工具，以维持市场流动性需求。

反映实体经济复苏力度已大幅增强。现阶段货币政策进一步缓步放松，预计也并不会受到物价水平上涨的实质性约束。

据国信证券等机构的测算，虽然3月

月初央行的年内首次降准已释放约7000亿

元资金，但3月至今公开市场净回笼资金却高达1.3万亿元。在此背景下，3月份金融

机构的超储率水平预计将降至1.3%左右。

考虑到进入4月份资金面仍面临财政存款上缴、外汇占款继续有所流失等负面因

素，当月央行降准的概率预计将加大。

与此同时，上周央行就MLF(中期借

贷便利)操作向部分银行询量时，曾下调各期限利率25个基点，只是随后的“购而不发”令该宽松信号最终“一闪而过”。不过，综合央行最新有关利率走廊机制建设的政策思路来看，本次下调中等期限资金

利率尽管引而不发，但最终仍有希望在不久

之后得到兑现。

# 人民币汇率料保持稳定

3月29日，人民币兑美元汇率中间价、在离岸即期价集体走高，两地价差在50基点左右。市场人士指出，人民币中间价上调和美元指数相对弱势，带动人民币即期汇率企稳，目前市场正密切关注美联储动向，短期来看，加息预期升温下人民币汇率仍有一定压力，但国内政策偏暖及经济数据向好助力人民币短期企稳。

昨日人民币兑美元汇率中间价设于6.5060元，较前一交易日大涨172个基点，结束此前连续三个交易日下跌走势。人民币兑美元即期汇率随之走高，截至北京时间3月29日16:30收盘，人民币兑美元在岸价报6.5115元，相比前一交易日收盘价6.5160

上涨45个基点，人民币兑美元离岸价盘中涨19个基点报6.5164元，两地价差约48个基点。

国泰君安证券指出，汇率短期仍有支撑，美元反弹是主要风险。短期看，3月外储数据回暖(4月7日左右公布)是人民币汇率的重要支撑；政策面外管局讨论开征“托宾税”，增加潜在的“工具选项”，进一步打消“尾部风险”预期。美元指数本轮反弹幅度是接下来一段时间汇率的主要风险所在。不过，离岸市场“空头力量”已经显著减弱，近期离岸市场的波动性在某些时间段甚至低于在岸，EPFR也显示资金开始回流中国市场。即使美元走强，汇率再现快速贬值的可能性也不大。(王姣)

## 期债震荡收涨 上行空间有限

3月29日，国债期货震荡震荡，5年期、10年期主力合约分别收涨0.28%、0.17%，短债表现更为强势并带动长债上涨。同时随着市场风险偏好的再度回落，期债市场量仓皆明显增加。

从盘面上看，昨日5年期国债期货主力合约TF1606高开高走，盘中最高触及101.05元，随后于高位窄幅震荡，最终收报101元，涨0.28%，成交量大幅攀升8981手，日持仓也大增3888手。10年期国债期货主力合约T1606表现相对弱势，不过尾盘大幅拉升后报99.805元，涨0.17%，成交量增加1600手，日增仓增加620手。

中信期货指出，短期工业利润等经济数据的好转或带来市场偏好的逐渐回升，同时目前市场流动性仍然相对紧张，季末流动性压力仍需释放。短期来说，近期信用债市场再度出现违约和大量新债取消发行，将再度推高投资者避险情绪，引导资金或回流利率债市场，对期债市场有一定支撑作用。短期预计期债市场价格将继续维持在震荡格局。(王姣)

## 联合资信下调东北特钢评级

继东北特殊钢集团有限公司(简称“东北特钢”)宣布“15东特钢CP001”构成实质性违约后，评级机构联合资信下调了东北特钢主体信用等级及债项信用等级。

联合资信3月28日的公告称，基于“15东特钢CP001”本息未能按期足额兑付的违约事实，联合资信决定将东北特钢主体长期信用等级由AA下调为C，并将“13东特钢MTN1”和“13东特钢MTN2”的债项信用等级均由AA下调为C，将“15东特钢CP001”、“15东特钢CP002”和“15东特钢CP003”的债项信用等级均由A-1下调为D。

## 国开增发债中标利率高于预期

国开行29日招标的4支固息增发债券中标收益率多数高于市场预期，投标倍数一般，显示在短期多重不利因素影响下，债券市场情绪谨慎，投资热情有所降温。

国开行昨日招标的4支债券，为该行2016年第6至9期金融债的增发债，期限包括1年、3年、5年和7年。据市场人士透露，此次增发的1年至7年期债券中标收益率分别为2.3023%、2.7212%、2.9830%和3.3114%，对应投标倍数分别为3.02倍、2.22倍、2.85倍和3.21倍。

此次4支国开行增发债发行利率多数高于市场预期。据统

计，此前市场机构对此次1至7年债券的预测中标收益率均值分别为2.27%、2.69%、2.98%、3.29%。中债到期收益率曲线则显示，3月29日，银行间市场上待偿期为1年、3年、5年、7年的国开债收益率分别为2.37%、2.72%、3.00%、3.30%。

市场人士指出，近期通胀忧虑与经济企稳预期未除，降杠杆压力与季末资金面再收紧，令债券市场进一步承压。短期内，债券市场利空因素居多，市场情绪偏谨慎，收益率或有继续上行的压力，配置型机构可能等待利率上行后的机会。(张勤峰)

## 财政部4月6日发行两期国债

财政部日前公告，决定于4月6日续发行两期记账式附息国债，期限包括1年、10年，发行规模分别为260亿元、330亿元。其中1年期从2016年2月18日开始计息；票面利率2.22%；

公告显示，财政部此次拟续发行的两期国债分别为2016年记账式附息(五期)国债、2016年记账式附息(四期)国债，期限分别为1年期、10年期，竞争性招标面值总额分别为260亿元、330亿元，进行甲类成员追加投标。

本次续发行国债的起息日、

期限分别为3年期、5年期、7年期、10年期、20年期，发行规模分别为20亿元、30亿元、30亿元、20亿元、20亿元。

上述所有债券品种均为记账式固定利率附息债，均采用单一价格荷兰式招标方式，标的为利率，全场最高中标利率为当期债券票面利率。

广东省第二批四期一般债包括2016年5至8期，期限分别为3年期、5年期、7年期、10年期，发行规模分别为28.7亿元、86.1亿元、86.1亿元、86.1亿元。第二批三期专项债包括2016年5至7期，期限分别为5年期、7年期、10年期，发行规模分别为15亿元、6亿元、9亿元。

Wind数据显示，截至3月