

杠杆率反弹添隐忧 债市行情恐反复

本报记者 王姣

2018年以来,债券市场连续大涨的背后,机构加杠杆行为重新浮出水面,最新公布的3月债券托管数据也佐证金融市场杠杆水平有所抬升。

谁在加杠杆?机构分析认为,3月份广义基金和证券公司净融入规模均创历史新高水平,叠加两类机构对信用债的配置需求,存在明显的加杠杆行为。进一步看,3月债市杠杆有所抬升主要源于流动性宽松和监管暂稳,考虑到一系列监管政策将逐步落地,逆监管意图加杠杆的行为可能将触发监管机构去杠杆,导致债券市场面临回调压力。但结构性去杠杆、监管协调加强的思路下,“金融稳、实体紧”的格局对市场整体较为有利,短期收益率虽有反弹压力但预计上行空间有限。

谁在加杠杆

资金面宽松环境下,机构加杠杆热情重燃。

最新数据显示,截至3月末,我国银行间债券总托管量合计增加10716亿元至68.62万亿元,同比增长14.1%,增速与上月持平。其中,中债登债券总托管量小幅增加2747亿元至51.16万亿元,增幅主要来自地方债发行开始放量;上清所债券总托管规模大幅增加7969亿元至17.47万亿元,主要得益于同业存单的大规模发行。

运用“债券托管量/债券托管量-待购回债券余额”这一指标衡量,因3月份待购回债券余额为5.28万亿元,银行间债券整体杠杆率3月末达到111.51%,较2月末环比上升1.43个百分点。

作为同业负债的重要构成,同业存单净融资额转正也进一步佐证债市存在加杠杆的基础。数据显示,继今年1月同业存单净融资额转正后,已连续3个月正增长,1-3月同业存单托管量分别为8.02万亿元、8.24万亿元、8.69万亿元,对应净融资额分别约611亿元、3005亿元、3016亿元。

那么,究竟是谁在加杠杆?分析债券托管的投资者结构或可一见端倪。分机构来看,3月份,广义基金、商业银行、证券公司的托管规模均明显增加,其中广义基金托管规模大幅增加3736亿元,主要是大幅增持同业存单超过3000亿元;商业银行托管规模增加1539亿元,对同业存单、农发债和短融超短融增持规模较大;证券公司托管规模增加1294亿元,创历史新高单月增持规模,对各类利率债和非金融信用债均有大幅增持。

天风证券孙彬彬点评称,3月主要金融机构的投资行为存在一些共性,即加大了对信用债的配置力度,且久期有所加长。进一步结合资金拆借行为来看,3月份广义基金和证券公司净融入规模均创历史新高水平,同比增速均超过150%,资金



融入需求十分旺盛,两类机构存在明显的加杠杆行为。

银行应对的过程会造成市场利率波动。

不必太悲观

尽管对监管的不确定性仍需保持谨慎,但投资者也不必过于悲观。市场人士指出,年初以来,在监管并未放松的同时,国内金融市场流动性维持平稳,意味着各部门监管协调已经有所加强,难以再次出现监管与货币政策同时收紧的局面。如果资管新规及配套政策对流动性影响较大,不排除货币政策予以暂时性支持的可能。

值得注意的是,4月2日,中央财经委员会第一次会议强调“打好防范金融风险攻坚战”,但也首次明确了“结构性去杠杆”的基本思路。

天风证券孙彬彬点评称,在结构性去杠杆基本路线上,可能更多依赖监管支柱,而货币主要体现稳健特征,这一稳健实质上是略松;传统货币政策工具,特别是流动性管理和资金面调控在推进“去杠杆”进程中的作用或有所淡化。

中金公司指出,金融防风险的重心已从金融去杠杆到实体去杠杆、强力抑制

严监管进行时

在业内人士看来,债市加杠杆主要源于流动性宽松和监管暂稳。

今年1月中旬以来,流动性的持续宽松带动债市整体回暖,加之监管政策

处于相对空窗期,市场情绪较为高涨,机构加杠杆冲动萌发。但结合2018年以来的一系列文件及高层表态来看,防范化解重大风险依然被高度重视,监管政策仍将不断落地,逆监管意图加杠杆的行为或可能触发监管机构去杠杆,导致债券市

场面临回调压力。

年初以来,各项监管政策仍在不断出台,包括《关于规范债券市场参与者债券交易业务的通知》、《商业银行委托贷款管理办法》、《商业银行大额风险暴露管理办法(征求意见稿)》陆续发布,《关于规范金融机构资产管理业务的指导意见》(简称“资管新规”)获得审议通过,刚刚揭牌的中国银行保险监督管理委员会也

下发布了首个文件——关于印发《融资担保公司监督管理条例》四项配套制度的通知。

同时,金融监管的机构和人事安排逐步落定,宏观审慎框架不断完善。

“随着银保监会成立后首个监管文件

正式出台,监管政策或将进入新一轮密集发布期。3月在资金面整体宽松、监管预期

持续缓和的背景下,机构重新开始加杠

杆,逆监管意图加杠杆的行为必将招致未

来监管政策从紧从严执行。”华创证券固

收团队认为。

值得一提的是,尽管部分投资者认为资管新规的影响已基本被市场消化,但也

有观点认为,监管所造成的影响还远没有

结束。光大证券指出,本次的“资管新规”

和“理财新规”(作为配套细则的银行理

财业务监管办法)都是可执行性非常强的

文件,对债市的影响很可能超过市场预

期。在“理财新规”落地后,银保监会可能

在第一时间督促银行进行检查、整改,而

中金公司指出,金融防风险的重心已从金融去杠杆到实体去杠杆、强力抑制

去杠杆仍将持续推进,后续一系列监管政策

将逐步落地,在此背景下,市场反而出现

加杠杆的现象,明显与监管方向不符,投

资者需警惕触发监管去杠杆的风险。不过

在结构性去杠杆、监管协调加强的思路下,监管对债市的影响应好于去年,且“金

融稳、实体紧”的格局对市场整体较为有

利,短期收益率虽有反弹压力但预计上行

空间有限。

观点链接

平安证券:关注预期差

当前市场对于金融严监管的趋势已有共识,但2018年监管的力度与政策推进预期持续缓和的背景下,机构重新开始加杠

杆,逆监管意图加杠杆的行为必将招致未

来监管政策从紧从严执行。”华创证券固

收团队认为。

“随着银保监会成立后首个监管文件

正式出台,监管政策或将进入新一轮密集发布期。3月在资金面整体宽松、监管预期

持续缓和的背景下,机构重新开始加杠

杆,逆监管意图加杠杆的行为必将招致未

来监管政策从紧从严执行。”华创证券固

收团队认为。

“随着银保监