

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,“金融融、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,银行间债市整体杠杆率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窥端倪。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11539亿元,对同业存单、农发债和短融超短融增持规模较大;证券公司托管规模大幅增加1294亿元,创历史最大单月增持规模,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

发行公告接踵而至

10日,中国进出口银行公告称,该行定于4月12日招标增发行3只金融债。

进出口行本次将招标的该行2018年第三期5年期、第四期3年期和第十期10年期金融债的增发债,均为固息债券,本次计划增发金额分别为不超过50亿元、50亿元、40亿元;首场招标结束后,发行人有权



融入需求十分旺盛,两类机构存在明显的加杠杆行为。

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。今年一季度,尤其是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将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了其首个文件——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

债市供给渐露锋芒

以数量招标方式对当次招标的3只债券各追加发行不超过20亿元。也即,本次增发行的最高发行总额为200亿元。

据了解,此次招标将于12日上午进行,缴款日均为4月16日,上市日为4月18日;首场招标采用全价价格招标方式,中标方式为单一价格中标(荷兰式)。

中国铁路总公司亦于10日公告称,定于本月11日招标发行2018年第五期中国铁路建设债券。本期债券分为5年期和10年期两个品种,均为固息债券,其中5年期计划发行130亿元,10年期计划发行70亿元,发行总额200亿元。中诚信国际给予中国铁路总公司AAA的长期主体信用等级,给予本期债券AAA的债项信用等级。

作为政府支持债券,铁道债也被视为准利率品,但即便不算上述2只铁道债,本周已发及待发的利率债券也已经超过2600亿元,刷新今年以来单周发行额新高基本没有悬念。

资金利率继续下行空间不大

到期等因素的影响,故10日不开展公开市场操作。

交易员称,季末扰动消退后,货币市场流动性恢复充裕,资金利率继续下行,整体创下阶段新低。以Shibor为例,4月8日,隔夜Shibor报2.4460%,创了2017年4月18日以来新低;4月10日,1个月Shibor报3.9150%,创了2017年9月6日以来新低,3个月Shibor报4.2290%,为2017年2月15日以来新低。货币市场利率运行中枢下移,长短期限利差收在,反映出流动性现状及预期均有所改善。“在这样的背景下,再考虑到目前公开市场到期回笼量并不大,央行对到期逆回购对冲或少对冲也在情理之中。”这位交易员称。

但随着央行继续实施净回笼,且季度缴税期限已近,市场人士认为,货币市场

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下,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经从金融去杠杆到实体去杠杆,强力抑制

■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节奏仍存在分歧,如果监管政策出现预期外的较大变动,货币政策收紧速度过快,也将对市场造成一定冲击。

中信证券:债市存在一定压力

经历了一波加杠杆后,金融机构杠杆率已经出现较大幅度上行,监管机构出于约束非理性融资行为、进一步稳定杠杆率考虑,可能掀起推动新一轮去杠杆,导致债券市场面临回调压力。同时,在流动性逐步回归中性过程中,各类金融机构加杠杆将受到限制,短端利率上行至合理水平并传导至长端利率,债市存在一定压力。

供给放量趋势明显

清明小长假归来,债券市场发行更趋活跃,利率品供给放量显露锋芒。

据Wind数据统计,本周前两个工作日(4月9日、10日),已发行储蓄国债、地方债、政策性金融债合计1751.95亿元,11日至13日还有3只共1000亿元记账式国债、615亿元政策性金融债和97.94亿元的公开发行人地方债待发行,并不排除有地方以定向承销方式发行置换地方债。总之,以现有公开数据统计,本周已发行及待发行的利率品已达到3464.89亿元,超过了3月12日至18日当周纪录,创了今年以来的新高,而实际发行量可能还要超过这个数字。

中金公司研报指出,供给压力是二季度债市面临的最大挑战。二季度是利率债的传统发行旺季,今年叠加了8月底之前要完成地方债置换、专项地方债放量,信

不规范融资需求。融资需求如果受到强力抑制,一方面导致金融资产的供给收缩,有助于资金向标债流转;另一方面社融增速放缓,引发的“紧信用”通过基本面预期利好债市。而从货币政策来看,管好闸门、松紧适度、合理稳定、控杠杆等用词已经有所预示,货币政策的基调已在悄然变化。融资渠道收缩、贸易摩擦风波等不确定性因素增多,也导致货币政策倒逼去杠杆的诉求下降,保持稳定的必要性增强,央行在“削峰”方面明显做得更好,但也不会允许加杠杆行为的再次抬头。

反观推动一季度债市大涨的主要因素——资金面超预期宽松,中银固收崔灼驹指出,2018年以来,央行的操作明显要好于市场预期,而在宏观去杠杆的大环境下,货币政策也并没有转为宽松的理由。对于年初至今的“超预期”,更加合理的解释是在重提货币政策双支柱的框架后,监管协调加强的结果。这种金融融、实体紧的格局其实就是所谓的“稳货币、紧信用”,对债券市场较为有利。

但崔灼驹也指出,受中美贸易摩擦影响,近期债市收益率下行速度过快,而货币政策仍将保持定力,利率债市场在二季度存在反弹风险;从政策上看,2018年以来,政府对于去杠杆的决心和力度大于往年,需谨慎提防信用事件产生短期流动性冲击。

总的来看,为防范化解重大风险,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。

华创证券:本轮行情或近尾声

本轮债市回暖期间,债券收益率已有明显下行,1-2月整体市场降杠杆而3月有所加杠杆。交易拥挤的同时,后期资金面和监管等不确定性依然较大,本轮交易行情或接近尾声。

国信证券:收益率曲线料陡峭化

在各类金融监管政策陆续落地的基础上,2017年的紧货币政策预计将发生一些微调,适度保持流动性合理充裕是2018年货币市场的选择。若这一判断得到确认,收益率曲线最重要的影响因素——资金利率将出现下行或持续维持低位,那么2018年的国债收益率曲线将大概率陡峭化。(王姣 整理)

贷额度紧张导致企业转向债市融资,非标受控导致ABS放量等多种因素,预计债券供给量在二季度将大增。而在银行普遍缺存款、机构杠杆受限的背景下,供给上升对需求力量将是一个考验。

华创证券债券近期发布的一份研报指出,本周将发行的国债单只规模由200亿元大幅提高至450亿元,结合此前公布的二季度国债发行计划,共有21期,若后续每期按450亿元的规模发行,则二季度附息国债总发行额为9450亿元,较一季度的3400亿元增加6050亿元,较去年同期的6587亿元增加2863亿元,可见二季度国债发行量将大增。此外,金融债和地方债的发行也将提速,二季度供给压力将大幅上升。

华创证券债券团队认为,债市收益率较大幅度下行后,对此前的利多因素已有了充分的消化,在没有新利多的刺激下,收益率难继续下行。

着持续净回笼的累积效应显现,且后续面临季度缴税压力,流动性存在小幅趋紧的可能,货币市场利率继续下行空间已不大。预计到下周,税期影响将明显加大,经过连续净回笼之后,央行重新调整公开市场操作,开展适量资金投放的可能性较大。

数据显示,本周有1100亿元央行逆回购到期,下周有200亿元逆回购,但有3675亿元MLF将到期,预计下周央行将综合运用逆回购和MLF对冲税期高峰的影响。

往后看,今年一季度市场资金面超预期宽松,4、5月份流动性状况将有助于进一步判断央行货币政策取向。分析人士认为,如果资金面宽松,刺激金融机构再度加杠杆,仍有可能引发政策重新调整。

人民币兑美元料延续区间震荡

经历四连跌之后,4月10日,人民币兑美元汇率在隔夜美元走弱、当天中间价上调的带动下大幅反弹,在岸人民币兑美元收复6.30关口。市场人士表示,未来人民币兑美元汇率走势的决定性因素仍是美元指数的变动,目前美元上行动力不足,得到基本面支持的人民币对美元不会大幅贬值。

人民币止跌反弹

10日,银行间外汇市场人民币兑美元汇率中间价设于6.3071元,较前值调高43基点,终结3日连跌。在上一日人民币兑美元市场汇率有所贬值的背景下,中间价上调主要反映了隔夜市场美元指数调整的影响。9日,美元指数续跌0.33%,破90关口,跌至近两周低位,欧系货币及日元等对美元升值令美元指数继续承压。

10日,受中间价调高及美元弱势推动,人民币兑美元市场汇率开始收复前几日失地。境内市场上,人民币兑美元即期询价交易高开在6.3071元,早盘汇价快速走高,触及6.2896元的日内高点后回调整理,16:30收盘价报6.2962元,收复6.30关口。夜盘交易时段,在岸人民币呈现震荡走势,截至19时报6.2913元。此前,在岸人民币即期汇率连续4日贬值。

离岸人民币已于9日率先反弹,10日对美元继续升值,但涨势收敛,截至北京时间19时,香港市场上人民币兑美元即期汇率报6.2943元,较前收盘价升97基点。

避险情绪降温 收益率存调整压力

□本报记者 王姣

周二(4月10日),债券期货、现券市场同步走软,10年期国债期货主力合约盘中跌逾0.4%,10年期国债收益率大幅上行6BP。市场人士指出,近期债券市场受中美贸易摩擦影响波动较大,避险情绪降温,叠加监管和供给双重压力影响下,市场情绪偏谨慎,短期收益率存在调整压力。

期现同步走软

10日,因市场对中美贸易摩擦的担忧情绪缓和,债券市场出现明显调整,尤其午后期货、现货市场双双跳水。

昨日10年期国债期货主力合约T1806低开于93.75元,早盘窄幅震荡,午后实现跳水并快速下探93.425元,盘中最大跌幅约0.43%,随后于低位横盘运行,最终收报93.52元,较上日大跌0.33%,创近一个月最大跌幅;5年期国债期货主力TF1806同步走软,收报96.795元,跌0.19%。

与此同时,现券收益率显著上行。10年期国债期货活跃券170215收益率早盘一度报4.62%,随后缓步上行,午后触及4.6850%,较前日大幅上行约6BP,尾盘仅小幅回落,最终收报4.68%,较前收盘价上行5.5BP;10年期国债期货活跃券170025收益率报3.7275%,较前收盘价升逾2BP。

10日,央行暂停公开市场操作,当日有300亿元逆回购到期,净回笼300亿元。昨日资金

面整体均衡偏松,代表性的7天期回购利率DR007上行约4BP至2.72%。

分析人士指出,近期债市收益率波动明显加大,但避险需求对债市的提振作用趋弱,反观后市供给压力加大,监管政策逐步落地,利率存在一定的调整压力。

值得注意的是,财政部将于周三招标发行900亿元两期国债,其中3年期和7年期各450亿元,创出单期国债最大发行规模,去年国债单期发行量最高为400亿元。

此外,国家统计局即将公布3月CPI、PPI数据。目前市场预测,3月CPI同比涨幅或出现明显回落,PPI同比涨幅则会继续收窄,预计对债市的影响有限。

华创证券指出,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。资金面出现边际收紧迹象,反映出货币政策并未转向,经济基本面依然保持稳定也为货币政策维持稳健中性提供了有力支撑。利率进一步下行需要在目前基础上有更多利多因素支撑,短期来看可能性已较为有限,需要警惕利率反弹风险。

风险防范上,广发期货指出,经济依旧承压,利多债市。资金面总体平稳,缴税对总体流动性的影响有限,无需多虑。周三一级市场国债的超发或使得期债市场有所承压,但总体属于短期因素,前期期债多单可以继续持有。

投资者积极认购国开债

10日上午,国家开发银行招标发行3只金融债,中标收益率/利率均低于二级市场水平,短期品种投标倍数均超过3倍,显示机构踊跃参与,需求较为旺盛。

国开行此次招标的是新发的该行今年第七期1年期金融债及增发的第二期2年期、第五期10年期金融债,均为固息债券,本次计划发行规模分别为122亿元、60亿元、110亿元。据市场人士透露,此次1年期新发债中标利率为3.57%,投标倍数3.89;2年期增发债中标收益率4.0412%,投标倍数6.02;10年期增发债中标利率4.5126%,投标倍数2.73。

10日人民币对美元升值,有助于消除市场因之前几日人民币连续回调引发的疑虑。

不少业内人士认为,自2017年以来,人民币汇率企稳,对美元有所升值,对一篮子货币基本保持稳定,外汇市场干预明显减少,汇率自身稳定性明显增强,市场预期合理分化。在当前形势下,人民币汇率持稳仍将得到经济基本面的支持。从高频数据来看,我国经济稳中向好的势头没有变化,一季度经济增长可能好于预期。

央行日前公布,2018年3月份我国官方外汇储备314282亿美元,较前月增加83.38亿美元,2018年第一季度官方外汇储备增加27.71亿美元。华泰证券宏观研究团队表示,3月份官方外汇储备变动不大,而且估值因素对于新增贡献较大,中美贸易摩擦对于跨境资金并未显现出较明显直接影响,同时在经历1月份的人民币兑美元汇率大幅升值企业积极结汇之后,目前资金跨境流动处于均衡状态。

事实上,近期人民币兑美元基本上延续了2月以来的区间波动运行格局,很大程度上在继续跟随美元上下波动,并没有明显显趋于升值或贬值的迹象。

华泰证券分析师表示,未来人民币兑美元汇率走势的决定性因素仍是美元指数的变动,美元指数目前处在本轮美元周期的顶部拐点区域,未来震荡走弱概率较高,维持2018年人民币兑美元中枢6.30元的判断,同时认为汇率波动落在6.20-6.40元区间之内概率较高。

面整体均衡偏松,代表性的7天期回购利率DR007上行约4BP至2.72%。

短期或调整

分析人士指出,近期债市收益率波动明显加大,但避险需求对债市的提振作用趋弱,反观后市供给压力加大,监管政策逐步落地,利率存在一定的调整压力。

值得注意的是,财政部将于周三招标发行900亿元两期国债,其中3年期和7年期各450亿元,创出单期国债最大发行规模,去年国债单期发行量最高为400亿元。

此外,国家统计局即将公布3月CPI、PPI数据。目前市场预测,3月CPI同比涨幅或出现明显回落,PPI同比涨幅则会继续收窄,预计对债市的影响有限。

华创证券指出,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。资金面出现边际收紧迹象,反映出货币政策并未转向,经济基本面依然保持稳定也为货币政策维持稳健中性提供了有力支撑。利率进一步下行需要在目前基础上有更多利多因素支撑,短期来看可能性已较为有限,需要警惕利率反弹风险。

风险防范上,广发期货指出,经济依旧承压,利多债市。资金面总体平稳,缴税对总体流动性的影响有限,无需多虑。周三一级市场国债的超发或使得期债市场有所承压,但总体属于短期因素,前期期债多单可以继续持有。