监管出重拳 债市调整疾风骤雨

分析人士认为 债券需求旺盛 对当前市场不宜过分悲观

□本报记者 葛春晖

【编者按】“黑天鹅”狂舞，债券市场一日入秋。上周以来，本报连续刊发《“养券” 踢爆债市灰色利益链》、《监管加码升级 金融机构去杠杆化启动》、《债基高收益“神话”或将破灭》、《债市更大级别彻查风暴山雨欲来》等专题文章，在揭开债市神秘利益链的同时，也让风暴眼之外的广大读者感受冲击。被公认为最安全的债券投资市场，如今却似乎风险不断。债券，还能让人安心吗？

CFP图片

短短一周时间内，一场看似毫无征兆、实则蓄势已久的监管风暴袭卷债券市场的各个角落。在这场风暴中，债券一级半市场、代持以及与此紧密联系的灰色利益输送链条，成为公众口诛笔伐的焦点。与此同时，债券二级市场则蒙受着机构加速“去杠杆”所引发的疾风骤雨式调整。

分析人士指出，短期来看，对于交易行为、交易制度的正本清源不会一蹴而就，债券市场可能还需要忍耐一段时间的阵痛；但从长远考虑，清除隐患、拥有完善交易和监管机制的债券市场将赢得更加良性的发展空间。就债券二级市场而言，“理财时代”的债券需求将保持旺盛，对于当前的调整不宜过分悲观。

灰色地带滋生寻租暗潮

上周以来，银行间债券市场的灰色地带被逐渐揭示在阳光之下。代持、一级半市场、丙类账户，成为这片灰色地带中最为活跃的关键词，案件中最被诟病的利益输送就暗藏其中。

代持，实际上是一种表外质押融资。近年来，代持已成为当前银行间债券市场上的一种常见交易形式，包括保险、银行等在内的各类机构无不沾手。通过代持，持有方保留了债券的风险和收益，代持方则获得资金融出收入。

不过从近期曝出的违规事件来看，基金、券商和城商行、信用社成为代持利益链条上最为活跃的两类主体。究其原因，一方面基金、券商相对于银行、保险而言的业绩考核压力较大，更具有通过代持不断加大杠杆的动力；另一方面，城商行和农信社手头资金充裕，但拿券能力不如银行，因此代持的欲望也就比较强。

但在口头协议、表外化处理下，代持很容易沦为利益输送的通道。这种交易方式也使得债券市场的实际杠杆水平难以估算，由此暗藏的监管失控风险不容忽视。

一级半市场，是指在债券发行到上市之前的这段时间，利用一二级市场存在的利差进行谋利。例如，某只企业债的票面利率是5%，二级市场利率的是4.6%，那么其中的40BP利差，就成了一级半市场上众人分食的一大块无风险“蛋糕”。

丙类户，一度是2006年以来搅活银行间债券市场流动性的功臣，与以商业银行为主的甲类成员，以保险、券商、基金、信用社等为主的乙类成员一起，共同撑起整个银行间债券市场交易。但由于其开户门槛较低，缺乏实质性监管，从而成为债市“硕鼠”们青睐的利益输送载体。在上述代持、一级半市场谋利过程中，无不闪现丙类成员的身影。

正本清源需多管齐下

上周，证监会紧急部署券商自查债券部门、防范代持风险，市场揣摩央行对商业银行的进一步监管会不会接踵而至。而对于丙类户、代持的前途，市场更是处于忐忑观望中。

分析人士指出，这场风暴虽然看上去有些突然，但实际上是在债券市场发展过程中，管理层对于一些制度性缺陷和监管漏洞进行正本清源的必然选择。

有市场人士表示，目前市场上代持规模究竟有多大尚未可知，估计监管层不会在短期内将其简单叫停，而若想把整个债券市场的中长期交易行为规范化，恐怕还要从制度建设入手。目前来看，代持主要是依托于当前银行间市场上盛行的一对一交易模式，而借鉴国外成熟市场经验，着重培养和完善做市商制度，可能是提高债券交易效率、提升交易公平透明度和稳定市场运行的一个有力抓手。

就一级半市场而言，加快完善发行制度尤为必要。由于过程和结果不公开，在一二级利差蛋糕的诱惑下，人为做高发行利率以从中牟利的几率大增。今年年初，银行间市场交易商协会宣布取消短融、中票的发行定价加点保护，从而一定程度上削弱了一级半市场的制度性红利。但从杜绝一级半寻租、提升发行市场化程度的角度来看，相关部门还有很多事情可做。

就丙类户而言，虽然其当前被普遍看成是灰色交易的载体而备受诟病，但一刀切式的禁入显然难以一蹴而就。目前丙类户已经成为银行间债券市场的重要组成部分。据中债登统计，截至2012年底，参与银行间债券市场的非金融类投资者（企业）达到6375家，占投资者总数的51.28%，而这些正是丙类户的主体。因此，对丙类户进行整顿的重点，或在于修订其准入规则，对其注册资本、保证金、违约措施等做出进一步的明确规定。

此外，多位观察人士指出，除了银行间市场自身发行、交易制度有进一步完善的空间之外，就债券市场整体而言，进一步提升交易所市场地位、扩大竞价交易规模，加快建立集中监管、统一互联的债券市场，也是建立健全完善债券市场制度体系的有效选择。而从债券市场整体长远发展的角度考量，经过本次监管风暴洗礼、除去固有“顽疾”之后，拥有更完善制度体系的债券市场将赢得更加良性的发展空间。

市场暴跌之后静待转机

在监管风暴下，争先恐后“去杠杆”成为机构们上周以来的主流选择，债券二级市场上也由此承受了一波急风骤雨式的调整。

中国货币网数据显示，4月18日以来银行间市场现券成交金额节节下降，4月23日为2184.27亿元，较17日的4301.81亿元大幅萎缩约五成。分券种来看，信用债，特别是在本轮去杠杆过程中受冲击最大的中低评级品种收益率大幅上行，如AA级中票收益率在四个交易日里上行幅度超过20BP。而24日，尽管央行召集银行开会安抚市场情绪的消息令市场跌势有所收敛，但成交量仍继续小幅续降至2115亿元，个券方面，高评级品种交投买盘有所增加，但中低品种关注度仍然不高。

经历一波急挫之后，债券市场行情将如何选择下一步方向？对此，机构的短期看法较为一致，认为这场债市整肃在短时间内难以结束，部分机构强制降表外杠杆、主动降低表内杠杆的势头可能还会延续，而其他机构在谨慎观望心态下的需求仍会相应萎缩，因此信用债的调整可能尚未结束；同时，在市场整体氛围低迷的情况下利率产品也难见大的起色。

但从中长期来看，机构观点则有一定分歧。如申银万国表示，后期如果经济、通胀基本面逐渐形成合力，市场调整将更具有趋势性。海通证券等机构则认为，考虑到中国投融资增速趋于回落，债市长期利好格局未变，三季度仍有上涨机会。随着理财时代的来临，债券市场将面临更大的需求，因此对于当前的调整不必过分悲观。

有人减持有人抄底

债市在纠结中反弹

□本报记者 曹淑彦 曹乘瑜

针对市场传闻所称平安等机构清仓债券基金，中国证券报记者多方了解到，险资的确在降低债基仓位，有业内人士透露涉及“代持”风波的基金公司债基可能被赎回数十亿元，而险资的赎回动作可能引发其他机构“跟风”。

然而在基金经理担忧赎回群体效应时，债市昨日出现反弹，对此观点称，机构抄底、基本面以及央行逐步撤销或升级“丙类户”或是原因。投资者对债市的情绪出现好转，标志之一是昨日分级债基的B类出现普涨，其中国联安双佳B大涨5.4%、国泰信用互利B大涨近4%。

险资出现赎回

债市“整改”风暴是否会继续蔓延尚不得而知，但部分保险机构已经动手赎回债基，据了解，多家保险机构在降低债基仓位。基金业内人士指出，被赎回量比较大的可能集中于涉及“代持”事件的基金公司，赎回规模可能达到数十亿元。不过也有多家大型基金公司表示，旗下债基未出现大规模赎回。

“的确有几个保险客户最近要赎回。”某债基基金经理透露。

一位大型基金公司的业内人士透露，“业内人士都有听说保险赎回的事，最近在赎的既有散户也有机构。”赎回量大小应该与各个公司的情况有关。保险赎回量大的应该是担心基金做了代持。“银行间债市交易圈子那么小，谁做了什么大家应该清楚。我们的业绩一向很稳，监察稽核很严，所以我们这边债基规模还比较稳定。”

据了解，除平安、中国人寿外的几家保险公司也在近期降低了债基的仓位，不过只是减仓并非平仓。

比已出现的赎回更加令债基基金经理担心的是，还有多少赎回会出现。有债基经理表露出忧虑，如果别的机构看到保险在赎回，可能会跟风要求赎回，羊群效应之下，债基大范围甩券，谁来接？

分级债基B类上涨

具有些许戏剧性的是，一边是散户和机构纷纷赎回，另一边却是债市昨日出现反弹。一位基金公司固定收益人士向中国证券报记者透露，昨日债券涨得很厉害，基金都买不着券了。至于反弹的原因，业内人士给出多个版本。

其中一个版本是机构逢低买入。“现在是比较好的介入时机，”有券商人士透露，该公司正打算趁债市回调过度的时机发债券小集合产品。“最近债市跌得很厉害，抛压主要来自基金等机构，现在是很好的抄底时机。即使后面风波蔓延债市再跌，最坏也可以持有到期，收益依然可观。”某债基基金经理称，他甚至认为已经有些出逃的险资再次杀入。“一些2A级一年期久期的债券收益率已经回到7个点了，这对于收益要求在5%左右的险资是非常划算的。”

在经过数日的抛盘后，债市昨日显示出明确的恢复迹象，80多只中债指数22日全面上涨，其中七年期国债净价指数、固定利率国债指数、银行间国债指数涨幅达到0.2%以上，仅有6只指数出现下跌。

也有基金业内人士认为，债市反弹可能另有两个原因，从基本面来看经济情况对债市是利好的，PMI初值也低于市场预期；央行昨日开会将逐步撤销或升级“丙类账户”，对市场情绪会起到安抚作用。

不过，业内人士提醒投资者仍需慎重。上述某债基基金经理认为，债券风暴的调查仍没有结束，如果有更多丑闻爆出，债市继续遭受事件性冲击的可能性仍然存在。

应坚持债券交易与监管市场化方向

□本报记者 任晓

近期债市风波不断，各项监管排查措施剑指债市灰色地带的利益输送行为。业内人士认为，未来应坚持债券交易与监管的市场化方向，完善做市商制度，丰富信用产品品种，推进多层次信用体系的建设。

完善做市商制度

业内人士认为，下一步应推动完善场外交易制度体系。完善债券市场制度建设应完善做市商制度，通过做市商进行主动的持续询盘报价，提高市场对手交易的活跃度。做市商制度的引进，不仅可以给真正有需求的交易双方提供高效率的市场交易平台，减少点对点交易之间偏离均值的行为，也可以给市场衡量偏离交易、交易对手选择等事后监管提供参照。同时，应促进银行间场外交易市场与交易所链接，不断简化手续与成本，推进发债主体规范发债更多选择交易所平台，将更多的债类交易由“场外”引进“场内”。

此次债券排查风波中，债券不统一、监管割裂的问题再次被提出。中国银行间市场交易商协会副秘书长杨农日前撰文表示，发达国家场外市场交易量占比通常超过95%，场内场外市场并存、场外市场为主，是国际债券市场的普遍特征。从我国现实情况出发，要坚持面向机构投资者的场外市场发展方向，由市场主体根据需要自主选择发行交易场所，逐渐形成以场外交易为主、场内交易为补充，二者并存且各有分工、各有侧重的债券市场发展格局。

业内人士还表示，应加强各职能部门的监管协调，包括一行三会以及国家发改委、财政部等部门，避免在市场监管中出现职能重叠、冲突或矛盾，统一监管规则。

但有投行人士表示，债市“不一定要为了统一而统一”，适合市场发展、由多数市场参与主体选择的模式会更有效促进发展。还有意见认为，应加大产品创新力度，加快推进资产证券化产品，推进信用衍生品等。

丙类账户监管升级

日前所有银行间市场中发生的违规交易案都是关联交易和内幕交易。一是凭借手中掌握的国家或公共资源，操纵价格实现利益输送；二是通过与关联方交易，将国家或公共机构的收益转化为个人的不当利益。而丙类账户是多起非法利益输送案件的核心。

业内人士认为，丙类账户监管面临取消或升级。银行理财资金基本都是通过丙类户投资银行间债市，若升级或意味着这次央行很可能考虑让理财资金变成乙类户，即让银行理财账户可以自主办理结算业务。

2011年4月，央行出台了《中国人民银行公告》(2011年第3号)，要求相关单位对全国银行间债券市场的债券交易、清算及结算进行日常监测与管理，发现异常情况应当及时处理，同年6月份，央行发布《银行间债券市场债券招标发行管理细则》，防止招标过程中的舞弊现象。

2011年末，在富滇银行倒券案爆发后，丙类户风险进一步暴露，促使央行出台规定，要求商业银行暂停并清查债市丙类户垫资、无实际资金往来的撮合及代持三项业务。

债基发行突遇寒流

基金公司安抚客户

□本报记者 田露

查看近期的公募基金发行情况，债券、保本等固定收益类基金依然占压倒性多数。然而，在近期债市监管升级，查处违规行为步步深入的背景下，要说这些固定收益类基金的发行没有感受到阵阵不安，那可能有些牵强。

据中国证券报记者了解，目前正在发行固定收益类产品的基金公司，正针对眼下面临的债市冲击，向潜在投资者做一些疏导和解释工作，而他们首先要去沟通的，是一些机构客户，因为这些机构对市场动向往往比零售端客户要敏感得多。

债基发行突遇寒流

从去年以来，固定收益类基金就已成为公募基金发行的主力，不仅各类债券、理财基金的募集络绎不绝，即使是一些中小型的基金公司发行都能达到几十亿元的规模。

眼下，这一情况似乎在延续，债券、保本、理财基金或者债券ETF、债券QDII和分级债基等的发行热度不减，有的基金发行还未结束就已有几十亿规模。然而记者进一步了解发现，面对债市突然而来的动荡，不少基金公司其实感到不安，市场部门与投研部门共商对策，以尽量降低投资者因信心不足而出现流失的情况。

“发生这种系统性的风险是谁也料想不到的。零售客户还好，机构那边就比较敏感，销售部门和机构那边已经沟通过好几次了。”上海某发行固定收益类基金的公司的一位内部人士对中国证券报记者透露。

“情况的确是这样，”另一业内人士也表示，银行作为主要的销售渠道，那边的客户多为普通投资者，对“风暴”的敏感度相对低一些，但保险公司等专业机构就大不一样，监管风暴给市场带来的不确定性难免让他们有风声鹤唳之感，萌生退却之意。“目前我们零售端认购的还不错，但机构这边肯定会不如以前的。”该人士表示。

基金公司安抚客户

中国证券报记者了解到，各基金公司高管也在密切关注债市监管风暴的进展。一家基金公司的总经理和投资总监在近日的一次非公开交流中表达了对债市走向的些许忧虑。他们认为，债市行情本来就差不多快要到顶，这次监管风暴所带来的冲击，可以说让债市的顶部提前到来了。

“我们渠道那边已经反馈过来很多问题了，副总经理已组织讨论相关对策，整理了一些比较完备的回复给销售和客服部门，以作好应对。”一家正在发行债券基金的公司的内部人士透露了这样的信息。他表示，部分机构主动降杠杆的确会冲击市场估值，但近期利率债已逐渐趋稳，而信用债作为监管代持问题的主体，可能还会面临着一定调整。债券监管加强、机构降杠杆、债市估值调整等，是投资者主要的忧虑。

上海一家基金公司的市场部人士也告诉记者，这些天，公司原本业绩表现很好的几只债券型基金净值快速下跌，然而向基金经理咨询时却并没有感觉到慌乱，“他们认为市场可能会有系列调整，但不会出现2011年下半年那样的债市危机，一方面目前还没有出现基本面过热、加息乃至实际违约危机；另一方面保险、银行理财、债券基金的配债需求还是比较巨大的，此外，就是认为银监会8号文清理非标资产池，大幅增加了债券投资需求。”该人士称。

暴跌后窥见“一米阳光”

调整中可关注利率产品配置机会

□本报记者 张勤峰

一阵疾风骤雨般的调整过后，债券市场迎来“一米阳光”。自23日午盘后开始，在配置户试探性介入下，银行间利率产品率先企稳，至24日，来自基金和券商自营户的买盘略有起色，身处重灾区的交易所信用债市场也出现难得的反弹，市场情绪逐渐回归理性。机构人士指出，相对优良的基本面环境，决定了债券市场不会重演2011年二、三季度的深幅调整，不过短期事态未明，暂不能掉以轻心，鉴于利率产品去杠杆压力较小，且直接受基本面支撑，可在调整中逐步介入配置。

反弹缓解市场忧虑

经历了前四个交易日情绪宣泄式的调整，债券市场在4月汇丰PMI初值公布后，终于迎来一丝喘息。

23日公布的数据显示，4月汇丰中国制造业PMI初值为50.5，降至两个月来的低点。在4月中上旬被迫修正乐观经济预期过后，不及预期的制造业景气数据更增添了市场对短期经济增长动力的担忧。对于债市投资者而言，这无疑“正中下怀”。

由于机构在利率品上的投资杠杆并不高，利率品去杠杆的压力较小，且对基本面反应最敏感，因此变化最早出现在利率市场。据交易员介绍，23日午盘过后，来自银行、保险等配置户的买盘明显增多，利率债收益率扭转早盘涨势率先回调。到当日收盘，银行间1-10年国债收益率较前一日回落1-4BP不等；中短期票据AAA、超AAA的部分期限也跟随出现回调，但中低信用等级的信用产品仍以上行为主，交易所债收益率仍延续快速上行态势。

到24日，市场情绪继续改善，银行间利率产品收益率继续小幅下行，接近10年的130005成交利率回落至3.45%，中长期限中票下行5BP左右，买盘仍主要来自于银行和保险，但基金、券商自营账户亦有所参与。尤其值得关注的是，身处重灾区的交易所信用债市场也出现难得的反弹，场内活跃的中低评级城投债如11丹东债、09怀化债、08铁岭债收盘到期收益率都下跌超过20BP，产业债如10凯迪债、11蒙奈伦也下跌10-20BP。

侧重利率 防守反击

尽管监管风暴仍在持续并有所升级，且其对债券市场的影响一时难以消除，但债券市场曾因“云投风波”等风险事件引发的历史镜头将不会再演，而在注意短期风险的同时，有机构建议更多关注利率产品的投资机会。

2011年5月至9月，“云投风波”等风险事件将债券市场尤其是信用债市场打入深渊，短短四个月时间，信用债整体收益率上行接近150基点。“泥沙俱下”、“哀鸿遍野”，成为债券交易员对那段回忆最形象的描述。而过去几天的债市就像是“穿越”回了两年前。4月16日以来，债券市场迅速陷入全局性的调整，信用产品首当其冲，而就在4月上半月，债券市场还沉浸牛市氛围当中。应该说，短短数个交易日，行情的剧变再一次让市场充分领略到“黑天鹅”的厉害。

但不可否认的是，两次事件性因素导致的债市暴跌背后，不尽相同的基本面背景可能意味着不一样的结局。

有市场观点指出，当前行情发展暂时脱离了宏观经济的影响范畴，严厉监管所导致的去杠杆，成为市场短期面临的最主要问题。但随着去杠杆压力的释放以及恐慌情绪的缓和，市场运行终将回归由基本面所牵引的轨道。至少从目前来看，债券市场面临的经济、通胀和流动性环境都要好于2011年二、三季度，本轮市场调整幅度不会达到上一轮的水平。

一位债券分析师表示，经济弱复苏基本是市场共识，通胀压力尚属温和，外汇占款恢复性增长格局下流动性短期无忧，市场在承认短期风险的同时，大多认为事件不会对债券市场形成趋势性的影响。

光大证券分析师指出，监管检查所带来的恐慌对于利率产品尤其是中长端利率而言，只是流动性需求下的短期调整，且调整幅度和调整时间对受基本面影响更为深刻的中长端利率产品而言将会较为有限。该分析师认为，支撑中长端利率产品持有和配置价值的基本面因素依然存在，可在调整和利率反弹中参与介入，稳中求进。