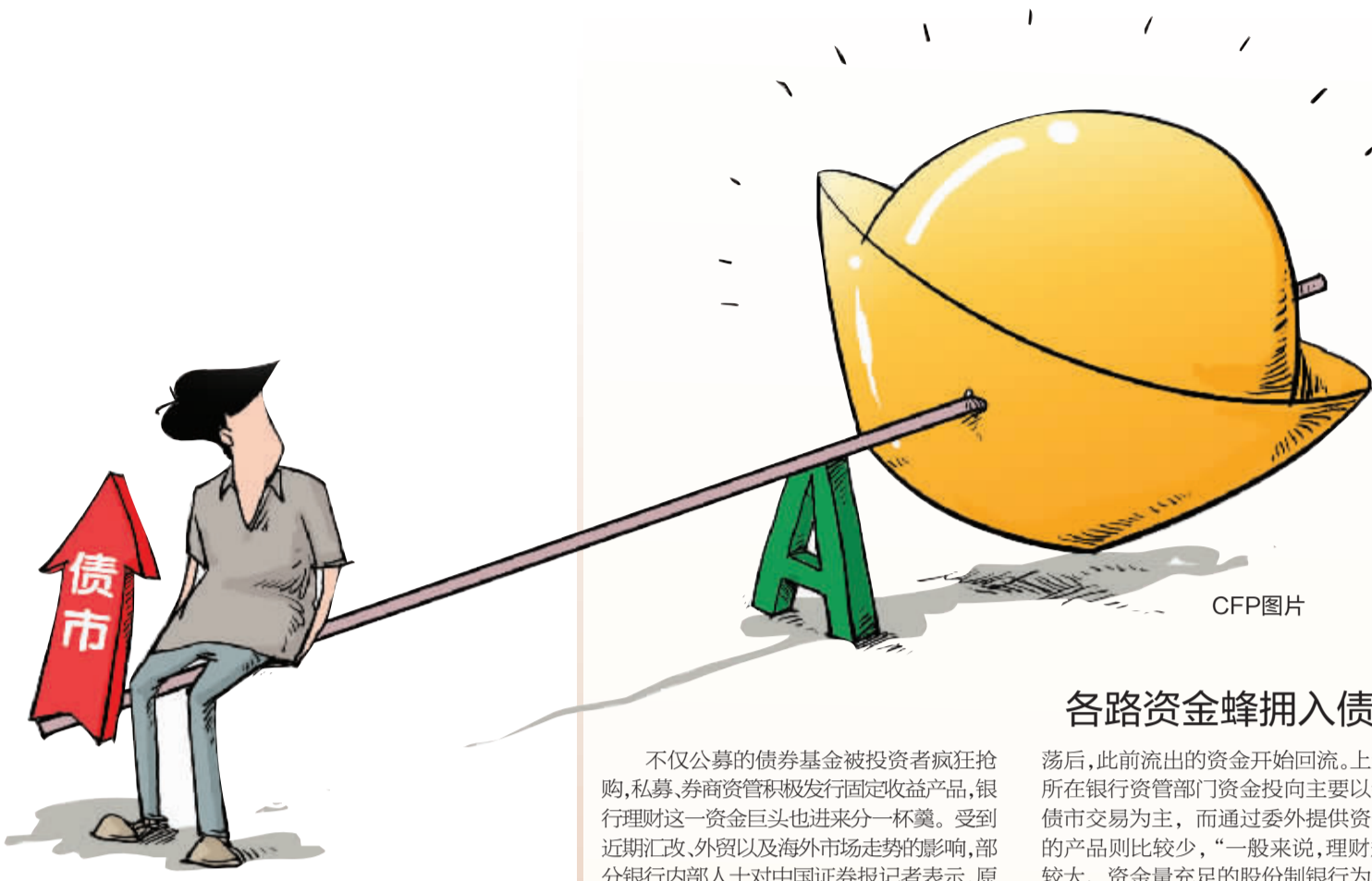


收益下行仍一券难求 资金狂热债市高杠杆“走钢丝”

□本报记者 黄丽 周文静



CFP图片

券商报告认为货币市场 中长端利率有下行空间

□本报记者 周文静

当前货币市场利率保持平稳,截至9月30日,隔夜和7日Shibor利率分别收于1.989%和2.408%,较前周同期分别小幅提升8.1bp和0.7bp。渤海证券研究所周喜表示,目前经济增长仍然疲弱,从国外及国内经济环境分析,美国加息态度变得谨慎,欧元区制造业增长态势疲弱。国内9月全国制造业PMI微幅回升至49.8,仍低于荣枯线,处历史同期最低值,指向制造业景气仍偏弱,下行压力仍大。海通证券研究报告认为,9月各中观行业需求弱,生产落、库存高、价格弱,工业经济难言乐观,上周央行重启14天逆回购,下调招标利率,意在引导货币利率低位稳定,宽松周期仍将持续。此外,财政部继续施行积极的财政政策力保经济企稳。

经济增长疲弱

从外围环境而言,不佳的非农就业数据令市场对美联储加息时点的预期再度退后,此外强势美元对出口的打压和较低的通胀现状等均将提升美联储对于加息的审慎态度。欧洲方面,源自德国PMI指数回落的拖累,欧元区制造业景气指数继续小幅回落。相较于欧元区增长态势的疲弱,美联储加息预期的弱化占据上风,进而令欧元对美元小幅升值。

对于国内调控而言,周喜认为,面对内需不足的现实困难和TPP的潜在威胁,管理层继续推动稳增长举措,下调非限购城市首套房首付比例和推动公积金异地贷款意在通过刺激房地产需求而提升投资增长动力。汇率方面,12月期NDF数据表明,人民币贬值预期有所收敛,有关央行通过国有银行干预汇率的消息,对于中国版“托宾Q”的研究以及外汇占款的显著回落均令我们坚信,维持人民币汇率稳定以防止资本过度流出的意图并未改变。与此同时,考虑到通胀的微幅回升,货币政策调控的掣肘因素无一减少,多目标调控令其缺乏有效的腾挪空间。

结合综上所述原因,周喜表示,多个调控目标令货币政策难免摆动,但又无法过多偏离中心,在稳增长位居首位的情况下,宽松是其核心要义,但是维稳汇率的要求,宽货币向宽信用转化的低效、位于历史低位的利率水平以及微幅回升的通胀水平都令宽松的程度难有扩张。虽然外占减少令降准仍有必要,但降息显然面临更多制约,在维稳货币总供给的调控方针下,货币市场利率将保持底部震荡,下行空间有限,而中长端利率在资产配置和定向调控的推动下则仍有下行空间。

积极财政力保增长

申万宏源宏观研究报告预计,三季度GDP增速为6.7%,低于二季度;9月工业增加值增长6.3%,略有回升;1—9月固定资产投资累计增速10.7%,继续回落;9月消费同比增加10.8%,与上月持平。预计9月CPI上涨1.8%,PPI同比下降5.9%,CPI低于上月,PPI跌幅和上月持平。7、8月份上涨明显的蔬菜、猪肉和蛋类价格均有所回落。9月份工业品价格上涨的板块增多,价格下降的板块集中在塑胶和钢铁,主要产品价格同比跌幅有所收窄。

在工业生产方面,申万宏源认为,由于受高温天气影响减弱,电厂煤耗环比大幅下降,表现弱于过去5年历史同期值。9月份财新PMI新订单和新出口订单环比均呈现下滑态势,显示当前国内外需仍较为疲软,加上去年基数较高,预计本月进出口数据压力较大。在经济内生动力不足的情况下,预计三季度GDP增长6.7%,四季度要企稳,仍需保增长政策发力。

在财政部发布《财政支持稳增长的政策措施》,明确提出“实施更有力的财政政策”。申万宏源认为,预计后期货币政策继续宽松,降准降息会继续。财政政策仍将持续加码公共支出力度,加快盘活财政存量资金,进一步降税降费为企业减压,推动PPP模式引导民间投资。政策性银行也将继续发挥“第二财政”作用,利用特殊的体制优势为重大投资项目实施出力。

不仅公募的债券基金被投资者疯狂抢购,私募、券商资管积极发行固定收益产品,银行理财这一资金巨头也进来分一杯羹。受到近期汇改、外贸以及海外市场走势的影响,部分银行内部人士对中国证券报记者表示,原来一些做境外投资的资金已经回到境内。由于银行资金风险偏好比较低,境内市场目前的投向主要在债市。“我们也加大了对债市的投向,这非常考验各家银行的资产运作能力。”某外资银行战略研究部门人士表示。

华南一家商业银行资管部负责人介绍,银行资金流向债市主要有两种方式:一是金融交易部门在银行间债券市场的交易;二是理财产品等资金通过委托券商、基金公司成立投资债市的主动管理型产品。“一般而言,委外类产品以资管、基金专户的形式为主。”该负责人向中国证券报记者表示,一直以来,债券市场都是银行金融交易的主要投向,在股市行情好时,部分资金会从债市流出,股市行情走差的情况下资金自然也会回流,自6月A股市场大幅震

“现在都是边走边看,钱拿到手里了,没办法不做。”深圳一家大型基金公司债券基金经理林殊(化名)向记者表示,近几个月的债券市场上,大家都被资金推着走,其中被炒得最厉害的就是公司债中的小公募债。这种债券发行速度快,质押方便,尽管信用资质可能比较一般,但最容易配置。

据介绍,小公募债全名为“面向合格投资者公开发行的公司债券”。今年1月证监会推出全新的《公司债券发行与交易管理办法》后,取消公司债只能由上市公司发行的限制,小公募债审核基本下放至交易所,结合交易所债券质押的优势,很快成为近期交易所的主流交易债券品种。Wind数据显示,公司债发行量自7月起开始快速增长:6月份发行269.14亿元,7月发行957.56亿元,8月1197.42亿元,9月发行量达到1293.8亿元。此前,公司债的月均发行量在100亿元左右。

“虽然发行量上来了,但涌进来的资金更多。现在大家首先考虑的是能不能中标,能不能拿到需要的量,利率反而是次要的了。所以很多人其实并不是冲着收益去投的,而是被动的,因为这么多资金需要有资产可以配置。”林殊表示,交易所可质押的老券是很稀缺的,并且没什么成交,本身收益率很低;而新发行的小公募债期限比较短,通常只有两到五年,利率也比较低,所以必须放杠杆。此外,相比于企业债,小公募债在质押上比较宽松,按照现行规则,信用评级在AA级以上的公司债即可纳入交易所市场回购质押,放杠杆非常方便。

据林殊介绍,银行间市场对于券商、基金回购规模做出严格限制,券商回购资金不得超过实收资本金的80%,基金债券回

“资金投向现在是银行金融交易部门很头疼的事情,积聚了大量资金却无法找到出口。我们预计债券收益还将持续走低,所以现在手中持有的大多是可以通过交易获利,流动性债券,对于三五年的债券由于流动性不强且对未来走势不明,我们进行了部分的减持。”前述银行资管部门负责人表示,在理财端其在银行已经开始在压缩控制规模,同时也相应下调了一些产品的收益。同时该行资金对交易所债券的配置也较为谨慎,主要还是以银行间债券市场为主。

华南地区一位私募人士认为,进入银行间债券交易市场需要相关营业执照,除了传统的金融机构外,只有非常优质、已有牌照的私募机构能进入银行间市场,相对

各路资金蜂拥入债市

荡后,此前流出的资金开始回流。上述人士所在银行资管部门资金投向主要以银行间债市交易为主,而通过委外提供资金配置的产品则比较少,“一般来说,理财规模比较大、资金量充足的股份制银行为券商基金提供资金配置的业务的会比较多。”

最近两个季度,国内债券市场发行和交投情况回升明显,质押式回购和买断式回购的结算量不断创新高。据Wind资讯数据统计,截至10月12日,今年以来债券发行额达到17.02万亿元,而2014年全年的发行额才12.2万亿元,6月以来月发行量均在2.3万亿元以上。此外,中央结算公司的数据显示,8月份,中央结算公司登记债券的质押式回购交易结算量为329807.16亿元,同比提高81.02%;买断式回购交易结算量为13668.33亿元,同比提高52.61%。7月份,中央结算公司登记债券的质押式回购交易结算量为383724.58亿元,环比增加27912.4亿元,同比提高102.27%;买断式回购交易结算量为

被“推”着走的杠杆

购的资金余额不得超过基金净资产的40%;交易所市场除对个人投资者回购杠杆不超过5倍以外,对其他机构投资者没有规模和杠杆的限制。所以杠杆率上升得较快的主要是小公募债发行的交易所市场。对于小公募债而言,质押率根据公司的资质决定,一些好公司可以达到90%以上,AA级的公司也有70%。质押次数没有限制,只要基金经理能周转过来。

“以前公募放杠杆的比例差不多是40%到1倍之间,现在则通常能做到2—3倍杠杆。如果是2个点的基差,质押一次收益就可以达到7%左右。”林殊对中国证券报记者说,不同类型的机构之间杠杆率各有不同,整体来看,专户配置的需求比较多,有的专户杠杆会达到4—5倍,不过银行委托专户通常限制较多,有些对久期、杠杆都有限制。“公募相对来说比较保守,因为大家还是有点担忧,自己心里也没有底,担心资金面紧张、资金链断裂,或者利率上行。现在整个债市都绷得比较紧,如果有人开始降杠杆的话,那就不得了。”

林殊透露,其管理的组合中后面拿的新券基本是小公募债,利率在4%—6%之间,以中高等级债券为主。事实上,由于市场狂热,公司债收益率已大幅下降。不久前,上海世贤建设一期5年期公司债票面利率为3.9%,创地产公司发债利率新低。9月25日,万科发行的5年期公司债票面利率仅为3.5%,再次创新低,甚至与国开债比肩。目前,五年期国债收益率为3.13%左右,五年期国开债收益率为3.54%左右。

“很多公司债刚放出来就被认购一空,如果需要2000万元左右,差不多要投标上亿元才可能中标。”林殊表示,如今的

边走边看警惕“黑天鹅”

来说,在交易所市场的债券发行和交易门槛都比较低且更加市场化,因而杠杆资金比例也更大。

“这么高的杠杆率,真的很难说信心很足,只能走一步看一步。”上述两位基金经理均对记者说,潜在的风险依然存在,资金成本一直下不去,如果出现黑天鹅事件,资金紧张起来,放的这些杠杆就会发生连锁反应,如果再遇上保险等机构赎回,必然会造成极其恶劣的影响。“信用风险是肯定有的,但出了几次事后大家都已经有了预期。现在还好,如果明年经济还是很差,违约的可能会比较多一点。”林殊认为,压力更大的是资金面,流动性风险才是更需要担忧的。

在无风险利率不断下行的情况下,资产配置荒愈演愈烈。“现在的情况是,钱太多,高收益资产却无处可寻。”多位资管行业人士告诉中国证券报记者,债市炒作已经进入狂热状态,公司债票面利率一路下行却仍引来一片哄抢,银行理财资金也以高杠杆配资形式转战债市。然而,基金经理们也只能被资金推着走,在息差不断收窄的情况下,通过多次质押放大杠杆的方式做高收益。双重杠杆下的债市正处于风口浪尖,而未知的流动性黑天鹅不知何时将到来,“边走边看”是目前资管人士能做的选择。

18143.14亿元,同比提高95.68%。

“以前国内银行间债券市场上较优质的资产比较多,质押回购、买断式回购做得并没有现在那么多,但近几个月以来,钱多资产少的情况越来越严重,质押回购和买断式回购快速回暖。”上述外资银行人士如是分析。值得注意的是,债券主要是通过质押进行杠杆的加持。

深圳一位私募投资总监向中国证券报记者透露,近几个月以来,不少银行、券商都在找私募合作,通过银行理财提供资金委托投资债券市场。产品结构及股市配资结构类似,银行资金充当优先级,券商、基金公司提供产品通道,私募进行管理。不少产品优先、劣后的杠杆率最高可达10:1,目前市场上该业务的配资杠杆大部分维持在5:1,优先资金的收益通常在6%左右。“现在不一定能做到6%了,钱太多,但好的资产太少了。”一位券商资管人士则表示,现在债市很少有单一产品,主要通过集合做资金池业务,在池子里选择标的,再分别设置杠杆。

状况令人咋舌。“现在很多人不经思考地抢,简直太疯狂了。最近资金都比较疯狂,像年金、专户、银行委托都在这么做,尤其是专户,前两个月有很多钱进来。这么低的收益率,如果没有配置压力的话,我根本不会主动去配这种债券,但现在进来的钱太多了,必须要建仓,没办法,我们等不起。如果真的等两三个月再配,今年的收益肯定做不过别人。”林殊坦言,现在也只能随大流,被动地去配这些债券。

另一位管理规模较小的债券基金经理也表示,资金持续进来,仓位要维持市场比较中性的水平,所以没办法不做,但他同时也告诉记者,不到4%的票面利率实在太低了,“就算市场疯狂,这样的券还是不太想买,至少要达到我预想的目标收益率。”按照40%的杠杆算下来,该基金经理未来一年目标收益差不多是5%—6%。

这一收益显然无法满足银行理财资金的需求,因此,在基金经理们使用杠杆的基础上,银行理财的常见做法是通过发行分级的结构化产品,比如债券资管计划、分级基金产品,叠加质押式回购补充流动性,两者杠杆并用,导致实际杠杆倍数大幅增加。据中国证券报记者了解,结构化债券分级产品杠杆已达10倍,4—5倍已成普遍现象,如果按照1.2—2倍的质押式回购比例计算,总杠杆比例达到9倍已不是少数现象。优先级资金一般由银行或保险资金来认购,劣后级由高净值客户或投资顾问,即产品发起人自己认购。此外,相比于常见的几百万起即可提供配资的股市配资市场,债市发行类似的杠杆产品规模要大许多,基本上是上亿级别,堪比公募基金。

接受采访的部分基金经理对记者表示,流动性和信用都是时刻要注意的,风险太高、流动性不好的券还是不太敢拿,因为始终要做好流动性见底的准备,如果组合要减仓,也比较好应对,流动性是一个未知的最大的风险点。

“由于资金极为便宜,加杠杆赚取更高收益成为信用债操作的优先策略,而交易所市场入库可质押的便利模式,对加杠杆起到了推波助澜的作用。”招商银行同业金融总部高级分析师刘东亮认为,交易所信用债的潜在风险尤其值得重视。一旦未来资金面出现异常波动,基金、券商等交易所参与机构将面临解杠杆压力,解杠杆压力一旦显现,将引发抛售。

鹏华基金戴钢:债券 整体违约概率不高

□本报记者 黄丽

基于避险需求,大量资金回流债市,三季度债市异常火爆,市场对债券违约的担忧也日益增强。对于未来的债券市场,鹏华基金固定收益部基金经理戴钢表示,依然维持相对乐观,债市整体风险可控,出现系统性风险的概率不高,在投资上会重点选择中高评级或具有国企背景的品种。

中国证劵报:对未来债券市场怎么看?

戴钢:对债券市场比较乐观。主要原因是当下中国经济内生性动力还是比较弱,但是货币政策的放松与全球其他国家相比还比较谨慎。为提振经济,央行需要进一步的货币宽松政策,虽然只是对流动性波动的一种修补,但从中可以看到货币政策有进一步放松的倾向性,未来降准或引导市场利率的进一步下行是可以预期的,这也给债券市场带来比较好的支持。即使目前市场的利率水平维持稳定,债券仍然存在明显的配置价值。整体上看,目前对未来债券市场还是保持相对乐观。

中国证劵报:债券市场经过近3个月的上漲后,收益率已经下行较多,债券市场有没有风险?

戴钢:在整体经济持续疲弱的背景下,未来债券的收益率还有下行的空间。目前的经济状况与2008年底到2009年的情况比较类似,所不同的是现在的经济状况可能比那时更差,2008年经济的问题主要是外需不好且下降迅速,内需还是有所支持的,但当前中国经济的外需内需都不好,而且时间上可能会较长。从对经济前景的预期来看,在债券收益率方面,目前的收益率与2008年底到2009年期间相比,还有大约50BP的下行空间。此外,2009年实行大规模的刺激政策后,市场的短端利率是在2010年才转为向上的,低利率持续时间接近2年。因此,目前来看债券市场整体风险是可控的,尤其是中短端品种。

中国证劵报:利率变化将对债券投资的收益率产生怎样影响?

戴钢:未来我们可以对利率的走势提出两种假设:利率出现下行或者维持当前水平。不过,经济疲弱的背景下,短期内利率上行的可能性不大。如果利率保持目前水平不动,为推动经济增长,需要通过财政政策发力。由于项目审批、配套贷款等投资启动都需要时间,因此财政政策发挥作用带来经济企稳也需要一个过程,而这段时间货币政策仍保持宽松。在这一背景下,债券作为大类资产进行配置,会有较好表现,一般情况下能够获得超越多数理财产品的收益。

如果利率进一步下行,投资于债券品种还可能获得资本利得。总体来看,目前债券市场的情况是,未来一年的时间区间内利率水平走平或者下行为主要趋势,上行风险有限。债券品种目前都是具有配置价值的,除非出现大规模的刺激政策,或者经济出现V型反弹,但我们认为,出现这种情况的可能性不大。

中国证劵报:美联储如果加息是否会将对债券市场造成影响?

戴钢:外汇对国内债券市场的影响相对有限,一方面是因为国内债券市场相对封闭,另一方面,我国整体外债风险低,外汇储备充足,经常出现项目顺差,央行有能力维持汇率的稳定。汇率最终是一国经济实力的反应,只要经济企稳,汇率就能够稳定。因此近期央行的焦点已经转到对经济基本面的关注上来,为稳定国内经济形势,央行还是有进一步放松的空间。

中国证劵报:对债券的违约风险怎么看?

戴钢:未来债券出现系统性风险或整体违约的概率应该不高,违约主要体现在个券上,民企或小微企业及强周期行业风险可能相对大一点,国企和非周期行业的风险相对会小一些。不发生系统性风险是守住的底线,有关部门对经济的动员能力较强,掌握的资源也很多,因此目前市场的信任度还是比较强的,发生系统性风险的概率极低。

具体到投资上,我们对信用债的风险控制很严格,公司的信用债券库制度能够较好地将风险较高的品种限制在投资范围之外,而我们在投资的时候也会重点选择中高评级或具有国企背景的品种,因此,对我们而言,这不是未来投资中的核心风险。