

债市去杠杆:防踩踏 勿恐慌

□本报记者 王姣

“熊市来得太快就像龙卷风，离不开暴风圈来不及逃，我不能再刹，我不能再刹，我不我不我不能。”面对疾风骤雨般调整的债券市场，投资者唯有以段子寄哀思。前些日子还积极看多的债市，因营改增、资金趋紧、违约频发等正出现恐慌性的下跌，长债收益率以日均5bp的速度向上蹿，并引发金融机构主动“去杠杆”拥挤抛售。

据业内人士介绍，债券收益率持续低位和强大配置压力的矛盾，驱使机构普遍通过加杠杆增厚收益，债市整体杠杆水平自2013年以来趋势性上行，市场面临的利率风险、流动性潜在风险也不断积累。此番长端利率债出现恐慌性下跌，尽管有基本面、风险偏好和供给因素的共振，但最重要的原因可能还是来自去杠杆造成的流动性冲击。尽管目前债市的杠杆风险还没有达到去年6月A股那种危如累卵的地步，但如果违约事件明显超预期或杠杆监管显著严格化，不排除债市被迫进入快速去杠杆乃至无序去杠杆的可能性。对投资者而言，与其火中取栗不如退而结网，控制风险。

债市现普遍下跌

“泥沙俱下，短长齐升，哀鸿遍野，止损盘刹出止损盘，踩踏了。”从交易员的言语间，不难看出市场担忧的债券去杠杆和踩踏行情已初露苗头。

22日，经济向好预期叠加营改增影响发酵，债市延续调整，利率债整体再次上行。一级市场上，早盘进出口行招标的10年期债券，午后国开行招标的10年与20年期债券中标收益率均不同程度高于二级市场水平。二级市场收益率亦进一步走高，截至日终，中债1至10年期国开债收益率曲线上行2-5BP。

另据中国证券报记者统计，截至4月21

■观点链接

海通证券：高杠杆下债市易波动

上周债市在短短两日内的利率波动超过10bp，急跌急涨反映的正是降杠杆和交易踩踏风险。对于短端利率而言，资金面波动和信用风险使得杠杆收益不稳定，降杠杆对其冲击不可忽视；对于长端利率而言，面对经济回暖，较低的期限利差保护不够，而交易盘追逐资本利得，一旦利率明显调整，恐慌情绪易蔓延，使得最终调整幅度远大于过去。

广发证券：资金负反馈初现端倪

基金面临赎回压力，债市资金负反馈初现端倪。按照前期逻辑，资金面负反馈的演

日,4月以来，中债国债1年、3年、5年、7年、10年期收益率分别上行了15BP、16BP、23BP、16BP、8BP。政策性金融债收益率上行幅度更大，相同期限国开债收益率分别上行了26BP、31BP、31BP、26BP、21BP。

投资者从趋之若鶩转向战战兢兢，再到拥挤抛售，仿佛只在一夜之间。究其原因，这一轮债市调整，有经济回暖、风险偏好回升和供给冲击等因素的共振，有违约频发、营改增、流动性趋紧等导火索，不过在市场人士看来，最重要的原因可能还是来自于去杠杆带来的流动性冲击。

“长端利率债出现了恐慌性下跌，幅度和速度已经超出了基本面能够解释的部分，关键原因可能在于信用风险上升导致金融机构去杠杆引发的资产端流动性的冲击，也表明市场的交易结构非常拥挤，一旦下跌很容易超调。”兴业证券表示。

去杠杆风险露苗头

回顾2013年以来债券市场的“史上最长牛市”，“资产荒”导致机构配置债券的力度持续增强，是市场持续走牛的重要力量，而伴随着债券收益率持续下行，强大的配置压力驱使机构普遍通过加杠杆增厚收益，债市整体杠杆水平趋势性上行，由此也埋下了未来去杠杆的风险。目前来看，由于信用风险和估值担忧，一些公募基金已经感受到赎回压力，正是资金负循环的初步演绎。一旦去杠杆趋势形成，可能引发较大的流动性风险和估值下跌的压力，对整个金融体系带来的冲击不容忽视。

据悉，目前市场计算债市杠杆率主要采取以下公式：债市杠杆率=总债券托管量/（总债券托管量-待购回余额），以此测算，截至3月份债市杠杆率约为110%左右，处在2014年以来平均水平。

不过中信证券认为，在银行通过配资、委外进入债市的情况下，入市资金包含

进大致可以分为三个层次。第一层次，机构投资者开始赎回前期配置的公募基金；第二层次，银行理财等资金委托方开始逐步收回委外资金；第三层次，居民对理财需求停止扩张，从而导致理财规模增长停滞。由于信用风险和估值担忧，一些公募基金已经感受到赎回压力，正是资金负循环的初步演绎。

华创证券：

去杠杆或引发流动性风险

收益率下行阶段，机构通过在债券市场加杠杆操作增强收益，但是目前资金市场的紧平衡、监管对于债券杠杆的调控都不利于高杠杆策略的维系。一方面资金面将维持紧平衡状态，杠杆操作难度加大。另一方面债券市场杠杆高企引起监管层注意，政策风险

二重杠杆。第一重杠杆源于银行用自留资金配资购债，目前杠杆率水平较高，约在1：1.5至1：2.5之间，对债市整体杠杆水平的抬升不容忽视；第二重杠杆源于非银金融机构的“债债债”投资方式，杠杆率水平较低，在现行测算方法中可获得完全反应。

据海通证券上月底开展的一项调查结果，受访者账户平均杠杆在1.43倍，41%的受访者杠杆在1-1.5倍，杠杆在3倍以上的仅约4%。海通证券的研究显示，债市的场内场外杠杆资金总量已达5.4万亿元左右。

尽管整体来看，全市场杠杆率并不算高，但风险偏好快速降低过程中由于部分债券流动性差而导致的边际影响还是不可小觑。一方面，2016年以来债市违约频频发生，违约风险上升将引发质押率下调或质押资格丧失、估值风险上升、流动性下降，机构被迫解杠杆，拥挤抛售下流动性风险和债市调整风险均将被进一步放大；另一方面，继证监系统“摸底”债券杠杆、证监会修订券商风控指标后，近期多家基金收到债券杠杆调查表，若监管趋严，去杠杆压力下可能产生流动性风险。此外，虽资金总体仍然充裕，但受事件波动的频率和幅度越来越高，资金边际收紧的压力越来越大，可能引发去杠杆，从而带来系统性风险。

华创证券表示，从节奏上看，4月份将公布公募产品的季报，如果此时在叠加央企和地方国企的评级进一步下调和估值调整，那么“信用风险释放-估值下跌-赎回压力加大-公募产品杠杆被动提高-继续降杠杆-债券下跌，引发更大的估值压力-产品赎回压力加大”这一链条会持续发酵。

不必过度恐慌

市场人士认为，如果违约事件明显

加大债市去杠杆压力。目前债券市场的高杠杆，实际上延续了2013年非标高杠杆、2015年股市高杠杆的情况，面临较大的监管不确定性，一旦去杠杆趋势形成，可能引发较大的流动性风险和估值下跌的压力。

兴业证券：赎回阶段性压力已过去

考虑到资金利率保持稳定，当前的期限利差也能够覆盖经济边际改善带来的冲击。而且赎回债券产品的资金仍然停留在银行间市场，并没有流出银行体系，在经历去杠杆之后，资金需求反而下降，这些资金面临新的配置需求。根据我们的调研，当下许多金融机构仍然面临较强的欠配压力，只是之前的债券收益率安全边际太低，而在收益

超预期或杠杆监管显著严格化，不排除债市被迫进入快速去杠杆乃至无序去杠杆的可能性。但整体而言，债市的杠杆风险还没有达到去年6月A股市场那种危如累卵的地步，目前杠杆风险可控，并不会导致系统性风险，投资者不必过度恐慌。

据申万宏源证券的调研，由本次风波引起的保险和券商类投资者对债基的赎回规模并不大，且主要为一些小的保险公司，大型保险公司总体债券配置需求仍然稳定。赎回后的资金也并未配置到股票市场，而是货币型产品，后续再入债市的概率较大。且从对基金公司的调研情况来看，大部分投资者认为本次信用风波演变为流动性风波的概率并不大。

申万宏源证券进一步指出，现在传出的监管当局去杠杆的消息，主要集中在场外杠杆，场内杠杆风险总体可控，银行间市场加杠杆相对困难，交易所市场虽可以通过中证登将债券质押回购加杠杆，但由于公司债市场总规模有限，杠杆风险也较为可控。即使出台去杠杆的政策，考虑到目前银行委外规模并不大、真正场内加杠杆的债券投资违约风险本来就相对较小、一部分投资机构的杠杆已经明显降低等因素，预计对债市的影响也较为有限。

光大证券亦认为，通过政策调控来引导债市平稳着陆的时间窗口仍然打开着。当前，监管者需首先摸清各个机构的杠杆状况，识别出风险点。对那些杠杆率明显偏高的机构可以加以警示和指导。此外，过于平稳的短期利率是催生金融加杠杆的温床，所以可以适当增加短期利率的波动性，通过市场力量来抑制加杠杆行为。

对投资者而言，短期内“去风险”情绪和“去杠杆”预期可能继续加剧市场的波动和风险，从配置角度而言，仍建议做好流动性和负债端的管理，控制组合久期和杠杆，警惕短期波动带来的不利影响。

率显著上升之后，对这些资金的吸引力会重新增强。赎回的阶段性压力可能已经过去。

申万宏源：去杠杆对债市影响有限

即使出去去杠杆的政策，预计对债市的影响也较为有限。第一，目前银行委外规模并不大。第二，许多机构与银行签订的委外合同中，对于可进行杠杆投资的标的券种信用评级要求都较高，也就是说，真正场内加杠杆的债券投资违约风险本来就相对较小。第三，从历史经验看，一旦市场出现监管趋严的消息，资管机构通常会主动调整仓位和杠杆来防范监管风险。第四，考虑到政策的实施，场外杠杆可能采取新老划断的做法。（王姣 整理）

10年国开债认购回暖

21日，国开行招标的10年及20年固息增发债，发行利率延续了近期一级高于二级的特征，但投标倍数双双接近5倍，令脆弱的市场稍感宽慰。

国开行昨日招标的是该行今年第5期20年期和第10期10年期金融债的增发券。据市场人士透露，此次10年增发债中标收益率3.4525%，全场投标倍数4.87；20年增发债中标收益率3.9951%，全场倍数4.96。

上述两支国开债增发行利

率均高于二级市场估值。据中债到期收益率曲线显示，4月21日，10年、20年国开债收益率分别为3.415%、3.9833%。

不过，两支债券认购倍数均较高，特别是10年期品种，高于前两次增发，或表明在长端国开债经历收益率快速上调后，有部分资金选择逢高加大配置。

21日，银行间市场上10年国开债成交在3.43%一线，自月初以来收益率已累计上行接近20bp。（张勤峰）

口行债发行利率继续走高

进出口行21日上午招标的三期固息金融债中，3年和10年品种发行利率继续高于二级市场，认购情况一般，需求总体偏弱。

口行昨日招标的是该行今年第1至3期金融债的增发券，期限包括3年、5年和10年。据市场人士透露，此次3年、5年、10年口行债中标收益率分别为3.1008%、3.2978%、3.6252%，全场认购倍数分别为2.32、2、3.11。与二级估值比较，此次5年口行债发行利率接近二级市场，3年和10年口行债则均高于二级市场。

据中债到期收益率曲线，4月20日，银行间市场3年、5年、

10年的口行及农发债收益率分别为3.0660%、3.3061%和3.5609%。

自19日午后以来，债市收益率再次持续走高，政策债利率涨幅明显，与国债等政府债券利差走阔。市场人士指出，短期资金面趋紧及信用债悲观情绪蔓延，加剧无风险债券利率波动，而在营改增政策影响下，机构优先抛售政策债。机构分析指出，营改增后，政策性金融债利息收入面临税率上的调整，税收成本的增加需要一定的名义利率溢价补偿。这也是3月以来政策债与免税的国债间利差拉大的一个重要原因。（张勤峰）

期债跌幅略微收窄

资金偏紧、营改增话题发酵背景下，21日，国债期货市场延续弱势，跌幅较前一日略微收窄。不过，远期合约跌幅仍较大，暗示投资者对债券行情前景谨慎。

昨日，期债开盘后一度小幅走高，但在上午10时后，期价重新转为震荡下行走势。全天来看，主力合约基本围绕前结算价波动，跌幅较前一日收窄，其中5年期主力合约TF1606收报100.52元，与前结算价持平，10年期主力合约TF1606收报99.305元，微跌0.01%。

昨日期债次季和远季合约跌幅仍明显高于主力合约。以10年期债为例，昨日，T1609合

约跌0.22%，T1612合约跌0.32%。此外，近期次季和远季合约成交扩大、持仓增多，活跃度较前期大幅提高。

分析人士表示，远期合约跌幅较大，或表明投资者对债市后势看法谨慎，而随着利率中长期走势的不确定性上升，也相应带来了期货市场博弈的机会。

昨日，银行间资金面依旧偏紧、营改增的话题持续发酵，现券收益率在日内多数时候继续走高，午后略回落，全天仍小幅上行。CFETS行情显示，21日，银行间10年期国债收益率持稳在2.92%附近，10年国开债小涨约1bp至3.43%。（张勤峰）

美元反弹 人民币回调

在美元低位反弹的背景下，21日，人民币兑美元汇率中间价出现超200基点的下调，境内外人民币兑美元即期汇率亦不同程度下跌。市场人士表示，短期内人民币对美元大概率保持总体稳定、双向波动走势。

21日，境内银行间外汇市场人民币兑美元汇率中间价设于6.4803元，较上日下调224基点，终结了此前连续三日的上行。隔夜美元指数自低位反弹，为昨日中间价调整提供了方向指引，然而，在管理层提出促进外贸回稳向好的背景下，4月以来，人民币兑美元中间价先后出现两次超过200基点的大幅下调（4月14日下调达300基点），亦令一些市场人士感到警觉。

不过，昨日人民币兑美元市场价格波动较中间价相对温和，显示机构预期未出现显著变化。昨日，人民币兑美元即期询价交易低开后续持续震荡，截至16:30收盘价报6.4793元，较前收盘价跌100基点；香港市场上，20日已率先回调的离岸人民币兑美元汇率更显稳定，截至北京时间17:00时，离岸人民币兑美元报6.4838元，仅跌17基点。

市场人士表示，对比近期中间价动辄大幅下调，人民币市场汇率始终保持相对温和，表明在美元阶段走势偏弱、资本流出压力减轻、经济短期增长形势改善等共同作用下，市场对人民币汇率呈现总体稳定具有比较一致的预期。（张勤峰）

财政部今日发行100亿贴现债

财政部22日将招标发行100亿元91天期贴现国债。

据财政部相关通知，本期国债为2016年记账式贴现（十八期）国债，期限91天，以低于票面金额的价格贴现发行，竞争性招标面值总额100亿元，进行甲类成员追加投标。日期安排上，2016年4月22日招标，4月25日开始计息，招标结束至4月25日进行分销，4月27日起上市交易。本期国债于2016年7月25

日（节假日顺延）按面值偿还。本次招标将采用混合式招标方式，标的为价格。投标标位变动幅度为0.002元，投标剔除、中标剔除和每一承销团成员投标标位差分别为60个、25个和40个标位。

自去年下半年起，财政部开始滚动发行三个月期限的贴现国债，以增加短期国债供给，完善短端收益率曲线。（张勤峰）

鹏元调升荆州经开主体评级

鹏元日前发布了针对荆州经济技术开发区发展总公司2013年企业债券跟踪评级报告，并上调荆州经开主体信用等级。

鹏元指出，荆州经济技术开发区经济规模和财政实力增长势头良好，公司是荆州开发区重要的投融资平台和建设主体，承担了重大基础设施建设任务，跟踪期内当地政府通过注资、财政补贴等方式给予公司很大的支持，并且重庆进出口信用担保有

限公司提供的全额无条件不可撤销连带责任保证担保仍可有效提升本期债券的安全性；同时也关注到公司主营业务盈利能力较弱，有息债务规模相对较大，在建、拟建项目所需资金量大等风险因素。

综合考虑，鹏元决定将公司主体长期信用等级由AA-调整为AA，维持该企业债信用等级为AA+，评级展望维持为稳定。（张勤峰）

逆回购再放巨量 资金面仍需呵护

□本报记者 王姣

继20日开展2500亿元逆回购“补水”后，21日央行在公开市场延续巨量投放，当日开展2600亿元逆回购操作，实现净投放2200亿元，为央行公开市场操作自上周以来连续第7个交易日净投放资金，且净投放规模呈扩大趋势。市场人士指出，近期央行通过进行MLF续做和公开市场操作加码释放流动性，但受到银行集中代缴税因素导致资金面意愿不强，供给略显不足，资金面依旧偏紧。短期来看，流动性中性格局难改，预计央行仍将通过MLF、逆回购等呵护资金面，投资者仍需警惕流动性的短期波动风险。

连续巨量投放

央行昨日开展了7天逆回购操作，交易量为2600亿元，中标利率仍为2.25%，

与上期持平。因当日有400亿元逆回购到期，该项操作实现净投放2200亿元，为央行公开市场操作自上周以来连续第7个交易日净投放资金，且创1月末以来单日净投放新高。

在企业缴税与MLF集中到期叠加影响下，尽管央行通过公开市场操作已净投放资金达5300亿元，流动性仍然易紧难松。昨日银行间质押式回购市场上，主要期限回购利率继续上涨。数据显示，4月21日，除R1M加权平均利率持稳于2.9166%外，R001、R007、R014、R021加权平均利率分别上涨3bp、3bp、8bp、9bp，最新分别报2.0895%、2.5475%、3.1577%、3.2332%。据交易员透露，昨日全天流动性都较为紧张，到尾盘陆续有机构融出，众多机构到下午勉强平掉缺口。

昨日有MLF到期2230亿元，其中三个月1175亿元，六个月1055亿元。

流动性仍需呵护

市场人士指出，央行公开市场逆回购操作连续两日放出巨量，以对冲MLF集中到期及缴税的影响，其投放力度整体在预期之内，但对流动性缓和并不明显，短期内资金波动或将加剧，货币市场利率仍面临一定的走升压力。不过考虑到央行对于稳定资金面的态度不变，未来一段时间内仍将合理并适度调整工具力度，总体来看也无需过多担忧流动性。

针对央行近期的操作，中信证券指出，央行近期操作更趋谨慎，大宽松时代已是过去，突显流动性碎片化、周期性特点。近期资金紧张程度加剧，在到期量较大的背景下，央行6天内两度开展MLF操作共投放流动性4480亿元，结合MLF利率持平走势可以看出，央行操作意在以对冲代替降准。“我们认为，未来流动性投放仍将以

信用债风险排查聚焦三维度

流与有息负债比等5项财务指标的研究显示，目前产业债领域有一定现金流动性风险的，就有多达29家发行人。这些发债企业以地方国企为主，基本集中于强周期、产能过剩行业，其中煤炭行业有11家、钢铁行业有5家、水泥行业4家、有色行业2家。

市场人士提醒，随着经济增长减速与结构调整推进的压力下，过去几年传统“三高”行业基本面持续恶化，甚至连续呈现全行业亏损，部分主业盈利能力较差的发行人财务状况已显著威胁到到期债券的兑付。

值得注意的是，机构研究表明，今年债券市场将迎来三轮低资质债券的到期高峰，分别是4-5月的低资质短融兑付高峰、8-9月的低等级个券与民企债券兑付高峰、11-12月的低等级个券和地方政府兑付高峰。在大量低资质信用债到期的背景下，对于低资质企业财务状况的变化更

应给予重视。

主业经营状况决定兑付能力

自去年以来，信用债内部不同行业、不同等级间债券表现开始出现分化。不少机构认为，年内信用债发行主体违约风险较大的行业，仍将集中在煤炭、钢铁、有色、化工、水泥等主要几个行业，这也反映了经济下行与结构调整背景下，市场看淡传统周期性行业盈利前景的倾向。

市场人士表示，即便考虑到“债转股”、债务重组等因素，企业主业经营状况仍是影响其偿债还能力的核心因素。从长期看，企业提升偿债能力，依然要通过提升主营盈利能力、改善内部现金流获取能力来实现。

关注不确定因素

3月下旬，东北特钢、中铁物资等国

企、央企爆发违约风险，对债券市场造成显著冲击。业内人士表示，潜在的政府治理问题，例如民企、国企实际控制人或管理层的变化等，也可能在一定情况下危及信用债兑付前景。

光大证券表示，甄别国企债的违约风险，除了分析发行人的经营状况与偿债能力之外，可从判断当前的领导人与发行时是否同一人、原领导人是否为非正常离职的角度进行分析。回顾今年以来出现违约的债券发行人，在其违约的诱因中，均具有某些非经营性性因素的成分。对于民企发行人而言，上述非经营性因素主要体现在泛公司治理风险，尤其是实际控制人风险方面。

此外，在“债转股”年内有望推进的背景下，债券持有人也需警惕其中可能出现的道德风险。