同业负债野蛮扩张后或受缚

去杠杆担忧难除 坚持防守反击

□本报记者 张勤峰

金融去杠杆大背景下，同业存单将纳入同业负债的传闻令债市波澜再起。研究机构认为，相比于过去2年同业存单的快速发展，未来同业存单增速将放缓，相应的同业理财等同业业务也或有所放缓，债券市场对政策风险的担忧始终挥之不去。研究机构认为，策略上“防守反击”还需要坚持，密切关注利空反应最充分的点，等待超调和基本面变化带来的反击机会。

同业存单野蛮扩张引反思

回首2016年末那场债市浩劫，本质上是流动性紧张引发的金融去杠杆，而前期金融机构通过主动负债策略加杠杆、加久期、加风险，积累的流动性风险、期限错配风险和信用风险集中暴露，并在解杠杆过程中产生了一系列的负反馈，最终酿成了史上最剧烈的一次利率波动。在过去几年，同业存单承载着中小银行实现弯道超车的梦想，充当了中小银行主动负债策略的重要载体。同业存单的野蛮式扩张也因此引来市场反思和监管的关注。

自2013年年末推出以来，同业存单呈现爆发式增长，市场参与主体不断丰富，市场规模迅速扩大。据Wind数据统计，推出当年，2013年的同业存单发行为340亿元，2014年即增至8985.6亿元，2015年则为53064.90亿元，而2016年全年共发行同业存单130221.6亿元。到2016年末，同业存单存量已经达到6.3万亿。

进入2017年以来，同业存单发行市场继续维持活跃态势，截至19日，1月份已发行同业存单6441.1亿元，共有131家发行主体参与。

业内人士指出，同业存单市场高速扩容对应着近些年银行对同业负债的需求增长。在利率市场化背景下，传统的存款负债来源面临一定挑战，对银行的负债来源的多元化及主动负债能力提出了发展要求。对大行来说，其负债来源相对较广且较为稳定，但对中小银行来说，其面临的揽储压力较大，因而对存款以外的其他负债需求较为强烈，发行同业存单是其拓宽负债来源的重要手段之一。同时，同业存单作为一种享有同业信用的类债券，具有相对固定的期限，可质押，同时不纳入同业负债监管，因此逐渐成为同业存款的替代，随着中小银行对负债资金的需求提高，同业存单利率亦有所提高，成为一种较受青睐的投资标的。正是得益于供给和需求两端共同的增长，造就了同业存单在近些年的高速扩容。

按照央行《同业存单管理暂行办法》的规定，同业存单由银行业存款类金融机构发行，须是市场利率定价自律机制成员单位。目前CD的合格发行人已扩大至1556家。从发行结构来看，同业存单发行人主要以股份行和城商行为主。通过主动发行同业存单进行主动负债，已成为不少股份行和城商行规模扩张的主要驱动力。持有人方面，则以商业银行、广义基金、政策性银行为主。

中小行受影响较明显

最近，同业存单再一次成为市场关注的焦点。有市场传言称，同业存单可能被纳入同业负债的监管口径。机构研报指出，同业存单是否被纳入同业负债将比较大的影响银行机构投资行为，由此可能对债券市场造成的影响值得关注。

根据机构的梳理，目前对于同业负债的考核主要依据127号文《关于规范金融机构同业业务的通知》中关于“单家商业银行同业融入资金余额不得超过该银行负债总额的三分之一”，以及MPA考核中对同业负债占总负债超过33%则同业负债考核项即得0分的规定。中金公司分析师指出，综合127号文和MPA考核来看，可知33%是同业负债在负债总额占比的上限，且127号文更为关键。

有机构表示，从三季度上市银行资产负债数据来看，同业存单一般计入上市银行应付债券科目，因此2013年后中小银行应付债券科目快速增长。而由于从本质上，同业存单与同业存款存在一定的相似性，如果在会计处理上将同业存单从纳入“应付债券”科目转向纳入“同业负债”科目，尽管全部商业银行的广义同业负债在总负债占比并不高，对于同业存单发行较多的中小型银行，同业存单的纳入会导致其“同业负债”科目在负债总额的占比会超过33%。如根据上市银行三季报，城商行应付债券在总负债的占比快速升至14.33%，同业负债占比是19.6%；股份制银行应付债券占比10.64%、同业负债占比为23.97%；若把同业存单纳入到同业负债科目，部分中小银行会超标。

中金公司报告指出，如果同业存单纳入127号文下的同业负债，相当于直接进行了规模限制，堪比当年127号文对同业存款的冲击。若政策倒逼同业这块业务缩表，在整体缩表过程中，债市需求会明显收缩，尤其是同业理财由于可赎回，将首当其冲，处境堪比流动性冲击中的公募债基。报告同时指出，相比于过去2年同业存单的快速发展，未来同业存单增速将放缓，相应的同业理财等同业业务也或有所放缓，且对过去依靠同业存单主动负债的中小银行影响较大。

天风证券报告的测算亦显示，对于中小型银行而言，纳入同业存单后总负债中同业负债占比在25.8%，距政策上限相对更近。由于同业存单的边际发行主力已经是中小型银行，如果同业存单纳入同业负债，将影响同业存单市场的潜在增长能力。

防风险当道 债市需谨慎

业内人士指出，目前还不清楚监管层会否做此调整，或者会否新老划断或者给予足够的缓冲期，由此造成的影响也难以预料。但是，就近年银行同业负债的较快扩张、带来的一些风险以及相关监管仍存空白的角度分析，将同业存单纳入同业负债监管的措施其本质合理，因此的确有可能；另外，同业理财也作为近年银行理财的一项重要同业负债扩张手段，未来也很有可能会被纳入同业负债监管。

中信建投分析师表示，2017年作为金融防风险、去杠杆摆在重中之重的一年，相信监管会逐一对所有存在风险而监管仍有空白的方面打上补丁，因此建议等待相关系列监管政策落地。既然摆在较为重要的位置，则各项监管出台的时间不会拖延至下半年，上半年就会有所动作，可能年后也就会开始逐一发布。

中金公司报告指出，金融去杠杆大背景下，对政策风险的担忧始终挥之不去。策略上“防守反击”还需要坚持，密切关注利空反应最充分的点，等待超调和基本面变化带来的反击机会。

中信建投最新的利率债报告亦称，市场待消化的利空仍然较多，当前仍然没有看到较长期的交易性机会。2016年12月债市调整的利空其实当前仍然处于演绎之中，所以仍然建议维持谨慎。短期需要关注的风险一是监管政策出台快于预期；二是一季度资管产品到期量大，委外主动收缩压力下，负债的续接存在压力，需关注市场资金利率的变化。

■观点链接

国金证券：监管口径调整冲击很大

市场传言央行将把同业存单从银行应付债券口径划入同业负债口径。近期债券市场的调整，除了节前资金紧张外，与该传言关系较大。据我们了解，此前监管层已经对多家银行征询过这方面的意见，这并非空穴来风。将同业存单放入同业负债中，最需要满足的严格指标是127号文中规定同业负债不得超过总负债的三分之一，MPA考核约束有限。这一政策一旦落地，对债市将是非常大的利空。2016年较为流行的加杠杆流程为：银行发行同业存单——购买其他家同业理财——委外或自己投资——通过资管/私募/专户等加杠杆购买债券。伴随银行同业负债监管趋严，商业银行缩表压力增加，之前的加杠杆过程可能反向，对于债市冲击很大。

中金公司：CD成中小行扩张利器

实践中，由于同业存单（CD）的便利性显而易见，有较好的流动性和收益性，因而深受投资者喜爱；计入应付债券，无需缴准，相比同业存款不存在提前支取问题，深受融资方银行的喜爱；因此同业存单成为中小及部分股份制行的资产负债表扩张利器。而除用于资金周转外，也衍生出一些套利模式，比如套作同业理财、委外和债券，同业存单到同业理财到债券，一般情况下，每个环节都存在正利差，因而银行有动机发行同业存单去购买同业理财、同业理财冲了规模之后也会形成债券配置需求，这也是过去同业理财快速发展的原因之一。

天风证券：中小银行将承压

据测算，即使纳入同业存单，整体商业银行负债中同业负债占比距离33%仍较远。但同业负债占比在不同机构间分化较明显，大型银行总负债中同业负债占比较低，明显拉低了整体平均水平。对于中小型银行而言，纳入同业存单后总负债中同业负债占比在25.8%，距政策上限相对更近。由于同业存单的边际发行主力已经是中小型银行。如果同业存单纳入同业负债，将影响同业存单市场的潜在增长能力。即使得资金难以通过同业存单的方式从大型银行向中小型银行传递，改变原有的机构扩表与套利模式。如果纳入政策目的在于减少货币空转，推进金融去杠杆，可能会最终使得金融债与国债利差、信用利差走扩。

申万宏源：上月CD遭配置主力减持

2016年12月同业存单新增托管量3868亿，在整体新增托管量中占比68%，但值得注意的是，本次同业存单基本是全国性股份制银行、城商行和农商行互持为主。作为传统的同业存单主要配置力量的国有商业银行和广义基金仍然保持净减持的状态。造成托管结构变化的主要原因是2016年12月上半月银行间钱荒局面加剧，国有商业银行对资金融出相对谨慎，货币基金遭遇大额赎回，被动减持同业存单等资产，导致中小行负债管理压力骤升。这一结构的变化也导致中小行负债成本明显上升。当月6个月期的同业存单平均发行利率达到4.3%，较上个月上行96BP。（张勤峰 整理）

人民币回吐部分涨幅 短期仍将偏强震荡

□本报记者 王辉

受隔夜美联储主席耶伦鹰派讲话、美元指数止跌反弹等因素影响，1月19日（本周四）人民币对美元汇率中间价与即期汇价在经过此前连续多个交易日的拉高之后，均出现较大幅度走弱。分析人士表示，短期美元指数预计仍难以出现显著持续性扬升，叠加近期在、离岸市场情绪已出现显著改善的背景，短期内人民币汇率仍有望延续偏强震荡走势。

中间价、即期汇价同步下行

1月19日银行间外汇市场人民币对美元汇率中间价为6.8568，较前一交易日小幅下跌43个基点。

即期汇率方面，周四在岸人民币汇率则显著弱于当天中间价表现。从盘面上看，昨日人民币对美元即期汇价早盘低开188个基点报6.8530，在全天震荡下行后收盘报6.8760，较前一交易日大幅走软418个基点或0.61%。人民币即期汇价也由此止住了此前连续3个交易日的上涨步伐，并暂时脱离周三的近两个多月高点。

离岸市场方面，周四香港市场上人民币对美元CNH汇价在亚洲交易时段整体呈现窄幅震荡的运行特征。截至北京时间19日16:30，人民币对美元CNH汇价报6.8439，较前一交易日小跌37个基点或0.05%。值得注意的是，周四人民币CNH汇价与境内即期汇价呈现显著收窄。截至19日16:30，在、离岸汇价的价差报在91个基点，较此前两个交易日200个基点左右的价差有大幅萎缩。

短期仍有望偏强震荡

市场人士表示，在此前连续多个交易日的大幅拉涨之后，人民币汇率多头因隔夜美元指数大幅反弹而回吐前期部分涨幅的走势，仍然基本符合市场预期。

美联储主席耶伦北京时间18日晚发表讲话称，美国经济正在接近央行充分就业和物价稳定的目标，为美联储提供渐进加息的依据。同时耶伦暗示，美联储准备未来一年加快加息步伐。市场人士普遍分析认为，耶伦的讲话与美联储今年加快收紧货币政策的立场是一致的，这样的背景利多美元。

不过尽管如此，目前一些机构对于美元是否重启升势依旧保持谨慎。外汇交易商富拓表示，虽然特朗普新闻发布会后市场对美国经济走强以及美联储加息预期有所降温，但耶伦的讲话再次巩固了这种预期。整体来看，目前美元利多和利空因素基本相当，预计短期内美元走势依然偏于震荡，缺乏重启升势的动力。

国内方面，国家外汇局周四公布，2016年12月结售汇逆差3203亿元人民币、等值463亿美元，为连续第18个月出现逆差，且创11个月最大单月逆差额。不过市场人士普遍认为，该数据虽然依旧偏弱，但对市场的负面影响仍相对有限。

整体来看，随着最近一周人民币汇率发起年内第二轮多头强攻，市场情绪和投资者预期已经出现非常显著的改善。短期内，人民币汇率仍有望延续年初以来整体偏强的运行格局。

修复空间有限 期债料维持盘整

□本报记者 王姣

央行持续净投放下资金面略有改善，周四（1月19日），银行间债市收益率止升趋稳，国债期货亦出现反弹，截至收盘，5年、10年期国债期货主力合约分别收涨0.23%、0.27%，中债10年期国债收益率则下行约1BP。市场人士指出，央行持续净投放和MLF询量消息提振市场情绪，然而春节前资金面依旧偏紧，且人民币汇率波动风险犹存，加之经济基本面企稳难证伪，债市修复空间有限，短期料维持盘整格局。

期债出现反弹

昨日，央行在公开市场开展2500亿元逆回购操作，单日净投放1900亿元，为连续第四个交易日净投放，四日累计净投放量逾万亿元，叠加前日人民币汇率大幅走强、MLF询量消息等，19日债券市场小幅回暖。

从盘面上看，昨日10年期国债期货主力合约T1703低开高走，日内整体震荡上行，盘中最高价至97.05元或0.38%，最终收涨0.27%报96.940元，成交3.75万手；5年期国债期货主力合约TF1703涨0.23%报99.355元，成交7685手。

一级市场上，进出口行上午招标的3年、5年、10年期固息债中标利率均低于二级市场估值水平，整体认购倍数较高；而下午发行的三期国开债招标结果有所分化，其中3年期定位略低，7年、20年期结果高于预测均值。二级市场上，银行间现券收益率小幅上行，10年期国开债活跃券160213收益率上行0.25bp报3.8425%；10年期国债活跃券160023收益率上行1.75bp报3.2575%。

“临近春节，央行公开市场持续净投放，有意维稳资金面，市场谨慎情绪有所缓和。中长债收益率继续小幅回落，期债反弹。”瑞达期货点评称。

短期料延续盘整

分析人士指出，在节前资金面整体偏紧的氛围下，市场心态仍较脆弱，尽管春节前流动性风险可控基本成为共识，但去杠杆担忧犹存，且货币政策中性偏紧、理财监管趋严、通胀压力抬升以及美债收益率上行等不确定性因素较多，未来一段时间内债券市场料延续盘整。

“央行公开市场大额的净投放以及人民币汇率的走高，对国债期货形成支撑；然而资金面的偏紧、市场对债市负面的传言，情绪的谨慎等均使期债市场承压，短期或难有趋势性的行情，保持谨慎观点不变。”广发期货表示。

宏源期货同时表示，随着节日临近，央行加大了在公开市场的投放力度，稳定节前资金面的态度比较确定，但市场对节后流动性并不乐观同时叠加去杠杆带来的政策风险尚未消除，未来一周多的时间里期债将继续维持盘整，市场情绪导致下跌后仍可采取短多操作。

国海证券：分担损失约5600万元

1月19日晚，国海证券公告称，针对张杨等人伪造公司印章私签债券交易协议事件（以下简称“事件”），公司已与事涉机构达成处置方案。

“一是信用债全部由我公司承担，共计面值35.90亿元。二是部分利率债按比例各自买断，我公司买断面值为87.30亿元。三是部分利率债由事涉机构继续持有，其投资收益与相关资金成本之差额由我公司与事涉机构共担，此部分共计面值44.60亿元。四是个别事涉机构已于2016年12月20日前对相关债券进行处置，形成实际损失的按比例分担，我公司分担损失共计约0.56亿元。”国海证券表示。

综上，国海证券共承担债券面值167.80亿元。其中，利率债共计131.90亿元，全部为安全性和流动性高的国债、国开债，剩余期限五年以下的占5.76%，五年以上的占94.24%，加权平均票面利率为3.26%；信用债11只，共计35.90亿元，其中债项评级AA及以上的9只、AA-的1只，A-1的短期融资券1只，分别占信用债总面值的94.99%、3.34%和1.67%，剩余期限（按行权日）五年以下的占96.66%，五年以上的占3.34%，加权平均票面利率为7.51%。（王姣）

“11豫中小债”未按时足额划付偿债资金

1月19日，第一创业证券股份有限公司发布关于2011年河南省中小企业集合债券（“11豫中小债”）5家发行人未能按时足额划付偿债资金的风险提示函。

“11豫中小债”发行总额4.9亿元，2014年2月16日投资者行使回售权后，未回售债券部分总额为1.376193亿元，本期债券为6年期固定利率债券，同时附加投资者回售选择权，票面年利率为7.8%；兑付首日为2017年2月16日。

作为本期债券的债权代理人，第一创业表示，根据本期债券《偿债资金专项账户监管协议》的约定，发行人最迟于兑付首日前30日向监管银行将债券本金和/或利息划入偿债专户。截至本公告日，本期债券的8家发行人中，河南大用实业有限公司、南阳普康药业有限公司、开封特耐股份有限公司、河南省新乡华宇电磁线有限公司和新乡市起重机厂有限公司共5家发行人尚未划付本期债券的本金、利息和手续费至偿债专户。

上述5家发行人均表示，公司因暂时流动资金不足，未能按时足额划付偿债资金至偿债专户，目前公司已采取紧急安排资金调度、联系本期债券统一担保人提前准备履行担保程序等方式，保证本期债券偿债资金到位。（王姣）

国开债招标结果分化

国家开发银行19日下午增发的三期金融债招标结果分化，其中3年期中标利率低于二级市场水平近9BP，7年、20年期中标利率则高于二级市场水平；认购倍数方面，3年期认购倍数仅超过2倍，7年、20年期认购倍数则均不足2倍。总体来看，经济短期企稳、货币政策维持中性，叠加春节前后流动性冲击难免，短期内债券市场总体将维持弱势。

国开行昨日招标增发的三期债均为固息债，包括2016年第15期以及2017年第1期、第2期的增发债，期限分别为3年、7年、20年，发行规模分别为60亿元、60亿元、40亿元。据业内人士透露，此次国开行3年期固息债中标收益率报3.5342%，全场倍数2.31，边际倍数1.05；7年期固息债中标收益率报3.9343%，全场倍数1.97，边际倍数1.88；20年期固息债中标收益率报4.1361%，全场倍数1.95，边际倍数1.25。

与二级市场估值水平相比，此次国开债招标结果有所分化。中债到期收益率曲线显示，1月18日，银行间市场上待偿期为3年、7年、20年的国开债收益率分别为3.6223%、3.9100%、4.0160%，其中20年期中标利率高于二级市场水平逾12BP，认购倍数也偏低，显示机构情绪仍较谨慎。（王姣）

口行债认购倍数均超3

在资金紧张情绪有所缓和的背景下，中国进出口银行昨日上午招标发行的三期金融债中标利率均低于二级市场估值水平，且3年、5年期认购倍数均超过3倍，10年期认购倍数甚至接近5倍，显示市场配置热情有所回温。

进出口行本次招标发行的三期债均为固息增发债，包括2016年第15期、第16期和第10期的增发债，期限分别为3年、5年和10年，发行规模均为40亿元。据业内人士透露，此次进出口行3年期固息债中标利率为3.5448%，投标倍数为3.86，边际倍数为1.54；5年期固息债中标利率为3.7519%，投标倍数为3.06，边际倍数为1.82；10年期固息债中标利率为3.9608%，投标倍数为4.88，边际倍数为2.91。

这三期口行债中标利率均低于二级市场估值水平。中债到期收益率曲线显示，1月18日，银行间市场上待偿期为3年、5年、10年的口行债收益率分别报3.6036%、3.8073%、3.9671%，其中3年、5年期一二级利差相对较大。（王姣）

转债延续震荡偏弱格局

本周四（1月19日），A股全天震荡为主，转债市场也随之偏弱震荡，存量个券跌多涨少，整体表现弱于正股。市场人士指出，在当前去杠杆大背景下，市场对近期继续出台去杠杆政策表示担忧，对再次遭遇流动性冲击保持谨慎。在流动性问题得到确认之前转债市场的反弹都将受到压制，市场情绪的真正修复还需一定时间，短期内转债市场将延续偏弱震荡格局。

昨日上证综指收盘跌0.38%报3101.3点，深证成指跌0.37%报9768.57点，创业板指跌0.09%报1844.14点。与之相对应的是，中证转债指数微跌0.07%，存量个券跌多涨少。具体来看，汽模、海印、15清控EB、九州转债分别下跌2.87%、1.21%、0.77%、0.39%，对应正股中九州通大跌2.67%，天汽模微跌0.66%；此外，江南、顺昌、白云转债分别上涨0.75%、0.68%、0.48%，对应正股则分别上涨4.9%、2.32%、0.07%。

国信证券表示，2017年宏观经济下行压力仍在，上市公司净利增速预计下行，美债利率隐含特朗普计划兑现预期过于乐观，A股技术面上也未完成震荡市特征，对权益的判断维持震荡的观点。对于转债，纯债型转债没有跌出心动价格，偏股型转债部分估值较贵，转债策略应首要考虑安全边际。（王姣）

财政部20日招标100亿贴现债

财政部今日将招标发行100亿元91天期贴现国债。

公告显示，财政部此次发行的为2017年记账式贴现（四期）国债，本期国债期限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，不进行甲类成员追加投标。

具体安排上，本期国债1月20日招标，1月23日开始计息，招标结束至1月23日进行分销，1月25日起上市交易。本期国债于2017年4月24日（节假日顺延）按面值偿还。其竞争性招标时间为1月20日上午10:35至11:35。

本期国债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2015年下半年起，财政部开始按周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。（王姣）