

委外赎回潮难现 流动性冲击需防

□本报记者 王姣

近日，“某银行赎回部分委外资金”成为债券圈的刷屏消息。一时间，委外赎回会否引发债券抛售潮成为市场关注的焦点。

20日，中国证券报记者采访业内人士获悉，在金融去杠杆、防风险的背景下，银行委外收缩在一季度已经出现，但尚未出现普遍性的大规模赎回现象，尽管后续部分监管指标压力大的银行确实存在被动降杠杆的需求，但预计大规模赎回潮也不会出现。进一步看，在金融去杠杆持续推进的过程中，银行整体风险偏好下降，委外需求回落对信用债明显不利，尤其低评级信用债受到的负面冲击更大，若后续流动性风险与信用风险共振，仍不排除低评级、高风险债券遭遇集中抛售的可能。

委外收缩一季度已现

本周以来，伴随着债券市场持续震荡，机构谨慎情绪明显升温，“某银行赎回部分委外资金”的消息令投资者进一步绷紧了心弦。

“公募基金、券商资管和固收、私募大佬们都慌了，原以为熬过了一季度就会重现资金宽松和规模增长的窗口期，谁知迎来的却是纸包不住火、声东击西的专户赎回消息。”业内人士的这番话无疑道出了不少机构的担忧。

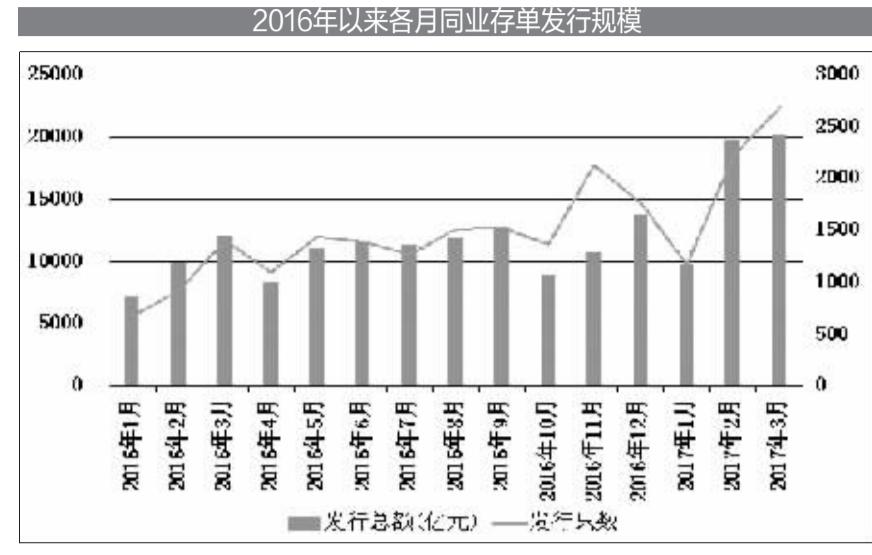
据中国证券报记者了解，随着金融去杠杆加速推进，的确有部分银行开始逐渐撤回委外，但目前尚未出现大规模赎回的情况。

“委外收缩在一季度已经出现，从当前委外赎回情况来看，部分大行由于委外绝对量较大，主动赎回委外资金响应政策；部分风格较为激进的银行，则面临监管超标而主动赎回。”中信建投证券宏观固收首席分析师黄文涛在接受采访时表示，整体来看，银行对主动赎回委外并未发展成一致行动，当前委外的赎回也主要集中于比较容易赎回的基金，预计大规模赎回潮不会出现。

另据华创证券介绍，现在银行面临着两难的境地，一边是监管要求处理同业、理财套利空转，银行同业负债受限，面临着应对监管压力与未来流动性缺口如何补足的问题；另一边是委外浮亏，银行如果赎回，会面临大额浮亏实现的问题。该券商分析师指出，从现实看，最近两个交易日，市场均出现了大幅调整，有大额的盈亏出现，可能确实有部分债基遭遇了赎回。但这可能是银行的无奈之举，选择性地将一些有正收益或浮亏小的委外赎回，一来可以在发同业存单、同业理财受限的情况下，应对流动性缺口；二来也能应对银监会的检查。

大规模赎回潮不会发生

在业内人士看来，4月份银监会监管文件密集出台，对银行理财和同业业务



的监管成为近期银行委外和同业理财也就面临赎回压力。后续来看，对于监管压力较大的银行，仍然存在主动赎回情况；对于监管压力相对较小的银行，后续也将随着委外到期不再续做，实现委外规模收缩。此外，即便监管压力不大，在监管管理人、由外部机构管理人按照约定的范围进行主动管理的投资业务模式。而银行委外投资业务（包括自营资金和理财资金的委外投资）产生的背景，则是近年的持续低利率环境，以及由此导致的资产荒。

业内人士介绍，起初，部分中小银行大量发行同业存单和理财产品，形成了大量的投资需求，但因自身缺乏相应的人才和技术，委外投资的需求应运而生。但在低利率、资产荒背景下，委外又承担了加杠杆、加错配以提高投资收益率的职能，受到银行的欢迎，委外规模增速由此明显加快。据机构调研了解，在2016年高峰时期，四大行理财资金的委外规模在2.5-3万亿元，整个银行业高峰时期可能达到5.6万亿元。

然而，银行在同业存单—同业理财—委外的资金链模式下，使各类资管产品金融工具层层嵌套，相互渗透，不可避免地加大了市场的流动性风险隐患。为防控金融风险，2016年下半年以来，监管层持续推进金融去杠杆，从央行“缩短放长”抬升资金成本、将表外理财纳入MPA考核，到近期银监会密集发布多项文件，对银行同业、理财、投资和信贷等业务做出严格规定，金融同业尤其银行去杠杆明显提速。

“我觉得这是去杠杆政策的必然结果，一是负债增速放缓，二是监管加强，所以委外业务可能面临比较大压力。从历史背景来看，2014年以来同业委外业务快速发展，成为债券的主要持有人，目前趋势开始逆转，债券会面临比较大的抛压。”中信证券固定收益首席分析师明明告诉中国证券报记者。

黄文涛指出，同业存单快速膨胀支撑了委外和理财大幅扩张，随着监管初步明确了对发行和持有同业存单的计入同业业务以及相应标准，同业存单规模

收缩，其对接的委外和同业理财也就面临赎回压力。后续来看，对于监管压力较大的银行，仍然存在主动赎回情况；对于监管压力相对较小的银行，后续也将随着委外到期不再续做，实现委外规模收缩。此外，即便监管压力不大，在监管管理人、由外部机构管理人按照约定的范围进行主动管理的投资业务模式。而银行委外投资业务（包括自营资金和理财资金的委外投资）产生的背景，则是近年的持续低利率环境，以及由此导致的资产荒。

业内人士介绍，起初，部分中小银行大量发行同业存单和理财产品，形成了大量的投资需求，但因自身缺乏相应的人才和技术，委外投资的需求应运而生。但在低利率、资产荒背景下，委外又承担了加杠杆、加错配以提高投资收益率的职能，受到银行的欢迎，委外规模增速由此明显加快。据机构调研了解，在2016年高峰时期，四大行理财资金的委外规模在2.5-3万亿元，整个银行业高峰时期可能达到5.6万亿元。

然而，银行在同业存单—同业理财—委外的资金链模式下，使各类资管产品金融工具层层嵌套，相互渗透，不可避免地加大了市场的流动性风险隐患。为防控金融风险，2016年下半年以来，监管层持续推进金融去杠杆，从央行“缩短放长”抬升资金成本、将表外理财纳入MPA考核，到近期银监会密集发布多项文件，对银行同业、理财、投资和信贷等业务做出严格规定，金融同业尤其银行去杠杆明显提速。

“我觉得这是去杠杆政策的必然结果，一是负债增速放缓，二是监管加强，所以委外业务可能面临比较大压力。从历史背景来看，2014年以来同业委外业务快速发展，成为债券的主要持有人，目前趋势开始逆转，债券会面临比较大的抛压。”中信证券固定收益首席分析师明明告诉中国证券报记者。

黄文涛指出，同业存单快速膨胀支撑了委外和理财大幅扩张，随着监管初步明确了对发行和持有同业存单的计入同业业务以及相应标准，同业存单规模

分析人士指出，短期来看，受制于经济数据超预期、监管阶段性加强以及委外赎回等因素，债市收益率将继续承受向上的压力，当然，随着利率债配置价值显现，收益率向上的空间也将有限。不过委外需求回落对信用债明显不利，不排除低评级信用债遭遇集中抛售的可能。

“考虑到理财主要配置信用债，理财委外收缩对信用债冲击较大，考虑到严监管环境下无风险利率的价值提升，长期来看利率债可能反而受益。”黄文涛认为，目前10年国债和国开债向上突破3.4%和4.1%水平后，已处于配置区间，但短期冲击尚未过去，且随着银行缴税和缴准期到来，资金面趋于紧张，债市后续表现仍然以震荡为主。对于可能存在赎回压力的机构，仍然建议保持流动性，对于负债端比较稳定的机构，则可以适当参与长端配置。

业内人士进一步指出，在监管趋严的背景下，银行风险偏好将大幅降低，信用债新增需求或趋下降，信用利差有上行风险，低等级信用债受到的负面冲击更大。

如国泰君安证券表示，同业与理财业务缩表、银行风险偏好下降对于信用债明显不利，尤其对低评级债，面临需求大幅弱化和违约风险上升的压力。

兴业证券补充称，从流动性的角度来说，银行赎回委外，资金会回流到银行体系，除非央行把这部分资金抽走，或者资金流入实体经济，否则钱仍在银行间市场，这部分资金将继续产生配债需求。只不过在这个过程中，买债的主体由非银换成银行，但低等级的资产可能不能被接回去，从而导致更大的风险。

综合来看，在金融去杠杆加速的背景下，确有部分银行着手赎回委外资金，但目前并未出现大规模赎回委外情况，且委外大规模赎回潮应暂时不会发生，由此债市虽短期遭受冲击，但利率上行空间有限，只是对信用债尤其是低评级信用债而言，后续仍需警惕流动性风险与信用风险共振引发抛售的可能，建议投资者采取短久期、高评级的防御策略。

强银行表内外资金风险规避的倾向。对于信用债而言，一方面会体现为去杠杆过程中的需求弱化甚至抛售压力，另一方面也会体现为信用门槛的进一步收紧，因此供需和信用风险两个方面的压力都会增大。

国泰君安：信用市场恐是重灾区

本轮监管政策的影响在于：广义信贷扩张面临持续放缓，影子银行全面退潮，在整体去杠杆环境下，经济有一定下行风险。银行负债端稳定性加大，但资管机构面临的赎回风险和流动性压力更大。银行委外和信用债配置需求面临系统性下降，信用利差有上行风险。本轮监管严厉程度超越MPA，对银行资产负债表冲击不可低估，央行也将坚持中性偏紧信号加速金融去杠杆。（王姣 整理）

观点链接

中信建投：委外收缩降低存单需求

由于二季度同业存单到期量均在万亿元以上，同业存单滚动压力较大。4月份同业存单发行较2.3月份出现了较明显的回落，但目前绝对量来看也已经逼近万亿水平。从监管角度来看，监管明确了对发行和持有同业存单的计入同业业务以及相应标准，以及委外和同业理财到期收缩，同业存单发行需求也逐步回落。因此二季度同业存单发行规模下滑仍然较为确定，但仍将维持一定水平。

中金公司：信用债面临两大压力

近期监管措施密集出台加上强调责任到人，至少会显著抑制相关机构激进新增涉嫌违规业务的动力，也可能会进一步加码

风险释放未完 期债盘整以待

□本报记者 张勤峰

20日，利率市场继续呈现弱势震荡，现券收益率小幅走高，国债收益率上行相对明显。据中介机构的数据，20日，银行间市场上10年期国开债收益率160213开盘成交在4.21%，与前收盘价相同，但随后成交利率不断抬高，早盘最高成交到4.24%，随后转入震荡，午后在国债期货翻红的刺激下一度回落至4.21%位置，但随后利率再度上行，尾盘成交在4.24%左右，上行3BP。10年期国开债收益率170405尾盘成交到4.30%，全天上行1BP。国债方面，10年期国债收益率170004成交在3.405%-3.43%，尾盘成交在3.42%，上行15BP。

近几日债券利率一直呈缓步上行之势，好在农发债、口行债等招投标结果表明，利率债仍有基本配置需求的支撑。20日，国债期货早间于低位震荡，午后高翻红，最终各合约收盘小涨。主力合约方面，10年期国债期货T1706合约收报96.225元，涨0.035元或0.04%，全天成交4.47万手，持仓下降474手；5年期国债期货TF1706合约收报98.655元，涨0.030元或0.03%，全天成交8135手，持仓增加243手。

分析人士指出，监管政策出台的进度和力度始终牵动市场神经，也是有可能出

现“预期差”、引发市场较大波动之处。近期银监会在短时期内接连发布多个政策文件，市场上存在金融去杠杆政策加速落地的认识，担忧情绪加重，令债券甚至是权益市场承压。

值得一提的是，中国央行研究局首席经济学家马骏日前表示，政策落地是一个渐近过程，监管部门会充分考虑相关政策对市场的影响。

事实上，自去年四季度以来，监管政策风险就一直是悬在债市头顶的达摩克利斯之剑，而不难预料，在金融去杠杆已经显著成效之前，未来还会有更进一步的政策出台，监管风险将持续施压债券市场。

事实上，自去年四季度以来，监管政策风险就一直是悬在债市头顶的达摩克利斯之剑，而不难预料，在金融去杠杆已经显著成效之前，未来还会有更进一步的政策出台，监管风险将持续施压债券市场。

事实上，自去年四季度以来，监管政策

风险就一直是悬在债市头顶的达摩克利斯之剑，而不难预料，在金融去杠杆已经显著成效之前，未来还会有更进一步的政策出台，监管风险将持续施压债券市场。

事实上，自去年四季度以来，监管政策

风险就一直是悬在债市头顶的达摩克利斯之剑，而不难预料，在金融去杠杆已经显著成效之前，未来还会有更进一步的政策出台，监管风险将持续施压债券市场。