

# 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,“某银行赎回部分委外资金”的消息令投资者进一步绷紧心弦。

“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。

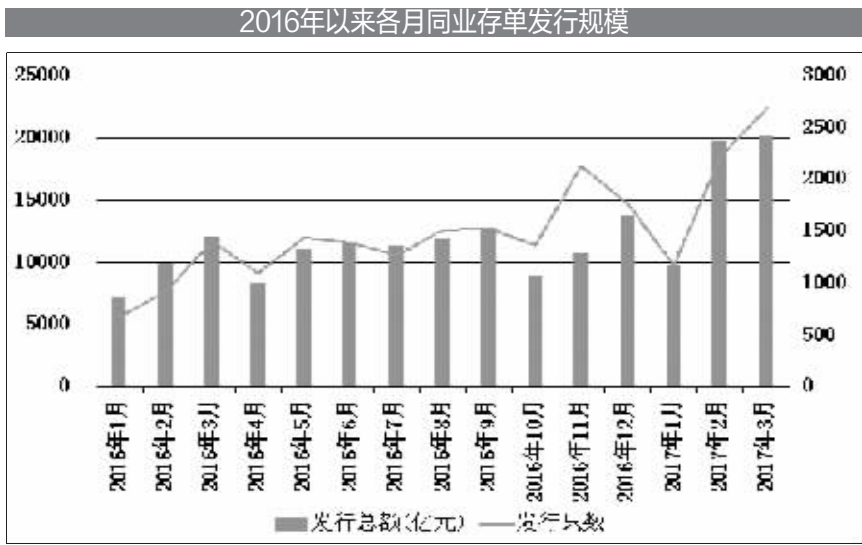
据中国证券报记者了解,随着金融去杠杆加速推进,的确有部分银行开始逐渐撤回委外,但目前尚未出现大规模赎回的情况。

“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,有大额的卖盘出现,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;二来也能应对银保监会的检查。

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赎回的导火索。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不会出现。

所谓委外业务,也被称为委托投资业务,是指委托人将资金委托给外部机构管理人,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,在监管明确收缩委外投资、缩降商业银行投资杠杆的情况下,银行整体委外占比面临进一步调低。

目前多数机构认为,大规模委外赎回潮不会发生。黄文涛即指出,从银行层面来看,经历去年12月“债灾”后,银行委外普遍面临浮亏,提前赎回意味着亏损兑现,对银行特别是部分中小行来说是难以接受的。在当前债券市场由于严监管整体受抑制情况下,集中赎回容易形成踩踏,进一步扩大亏损,从监管以及银行自身出发都是不愿意看到的。此外监管层面给予银行自查时间也较为充裕。

## 低评级债可能受伤

对债券市场而言,短期内银行委外赎回带来债券抛售压力,对债市起到了明显抑制作用。4月20日,10年期国债收益率上行约2BP至3.424%,创两个多月以来新高。

## ■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,也有可能进一步加

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了银行,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评级门槛的进一步收紧,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。银行负债端不稳定性加大,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,对银行资产负债缩表冲击不可低估,央行也将坚持中性偏紧信号加速金融去杠杆。(王姣 整理)

## 转债市场短期难有大行情

□本报记者 王辉

在经过连续多日的杀跌后,周四(4月20日),A股市场缩量探底、初现企稳迹象。而本周跟随A股小幅走弱的可转债,昨日上涨幅度明显高于沪深主要股指。分析人士表示,经过3月末以来的一轮持续调整后,转债债底的支撑渐强。而考虑到A股近期的调整压制了投资者做多情绪,预计短期内转债市场也难有大行情。

## 转债整体表现偏强

得益于一二线蓝筹股的企稳,周四,沪深股市在经过连续四个交易日调整之后,终于止住下跌步伐,主要股指均以微幅上涨报收。当日上证综指、深证成指、沪深300指数分别上涨0.04%、0.10%和0.45%。在A股市场止跌企稳的背景下,昨日可转债市场也录得小幅上涨,转债指数表现强于股指。

周四中证转债指数收高0.40%,尽管绝对涨幅不大,但仍录得3月27日以来最大单日涨幅。盘面显示,当日中证转债指数早盘微幅高开后续快速冲高,随后转入横向震荡。至收盘时,中证转债指数报280.75点,涨1.11点或0.40%,成交量较前一交易日放大约五成。

个股方面,周四转债个券涨跌互现。正常交易中的17只转债(不含可交换债),有8只上涨、1只收平、8只下跌。其中歌尔转债因正股歌尔股份连续三个交易日逆势上涨全天收高1.74%,列两市转债涨幅第一

## 口行债招投标表现平稳

随着经济数据好于预期、金融去杠杆加速等利空逐步消化,债市重归平稳。20日上午招标发行的三期口行债中标利率多数低于二级市场水平,且10年期品种认购倍数接近5倍。

据市场人士透露,此次进出口行3年期固息增发债中标收益率3.9798%,投标倍数3.0;5年期固息增发债中标收益率4.1306%,投标倍数2.64;10年期固息增发债中标收益率4.2911%,投标倍数4.88。

与二级市场估值相比,此次

## 美元再跌 人民币小幅走高

20日亚洲交易时段,国际市场上美元指数再度走弱,盘中刷新三周低点,受此影响,境内外市场上人民币兑美元汇率小幅走高。市场人士指出,近来购汇实需仍制约人民币升值,但美元陷入持续弱势震荡,缓和人民币贬值压力,人民币兑美元汇率料保持大致平稳走势。

20日,银行间外汇市场人民币兑美元汇率中间价设于6.8792元,较上一日下调128个基点,调降幅度创本月以来新高。但受到日内美元走软的刺激,当天人民币兑美元市场汇

## ■评级追踪

### 联合调升红豆集团评级

联合资信日前发布公告,将红豆集团有限公司主体长期信用等级由AA调整为AA+,评级展望为稳定,并上调红豆集团存续期内中期票据信用等级至AA+。

联合资信指出,红豆集团服装、轮胎和生物医药业务经营稳定,旗下上市公司红豆股份2015年以来完成两次定向增发,旗下控股子公司通用股份于2016年完成首次公开发行A股,红豆集团净资产大幅增加,资产质量明显改善,资本实力进一步提升,此外,红豆集团正积极筹备民营商业银行。

### 中诚信调升富港工程评级

中诚信国际日前发布公告,将如皋市富港工程建设有限公司主体信用等级由AA-调升至AA,评级展望为稳定。

中诚信国际指出,本次信用等级调整主要考虑到如皋市很强的经济和财政实力为公司发展提供了良好的外部

位;汽膜转债跌1.38%,列跌幅第一。据Wind统计数据显示,截至4月19日收盘时,两市转债纯债溢价率分布在9.97%至40.19%之间,主要集中在10%至30%区间。

## 短期走势以稳为主

分析人士表示,3月下旬以来转债市场整体以弱势调整为主,与A股表现趋同,不同的是,转债市场以小幅下跌为主,波动性明显弱于A股市场。就周四市况来看,在大多数转债品种的债底支持作用逐步增强的背景下,转债债正股止跌出现反弹也在情理之中。而对于转债后市表现,目前主流观点认为,预计短期内转债市场将延续窄幅波动、大体持稳的运行格局。

中信证券分析师明明表示,近一个半月以来,转债市场整体走势并未摆脱“尴尬期”的特征,但近期个券的两极分化明显。一方面,从市场整体趋势来看,多数标的依旧面临来自正股的压力;另一方面,从中长期来看,随着近期正股拖累以及新发行转债的供给冲击,转债市场整体估值已渐趋合理。在此背景下,投资者可以逐步逢低配置低价低估值标的,等待二季度可能存在的交易性机会。

来自民生证券的研究观点也认为,在A股市场难以出现持续性上涨的背景下,投资者不宜盲目跟随短期热点进行转债投资,可重点关注转债个券溢价率波动方面的交易性机会。

招标的三期口行债中标利率有所分化。中债到期收益率曲线显示,19日,市场上待偿期为3年、5年、10年的口行债收益率分别报 0.4050% 、4.1638% 和 4.2900%。

分析人士指出,当前基本面对债市的影响有限,尽管不少市场人士对金融去杠杆有所担忧,但预计去杠杆进程仍将相对温和;此外,公开市场连续净投放,也有助于缓和流动性紧张预期。整体来看,短期行情虽然偏空,但收益率继续上行空间也有限。(王姣)

率低开高走。20日,在岸市场人民币兑美元即期询价交易低开在6.8885元,日内震荡走高,16:30收盘价报6.8835元,升38基点;进入夜盘,汇价波动甚小,截至18:30仍报6.8835元。香港市场上,昨日离岸人民币兑美元汇率稳中略涨,截至北京时间18:30报6.8796元,升56基点。

近期美元陷入持续弱势震荡,人民币兑美元出现小幅升值,不过客盘仍偏购汇,抑制人民币升值幅度。结合美元走势来看,市场人士料人民币汇率难改近期阶段区间震荡走势。(张勤峰)

环境;公司凭借其地位获得强有力的政府支持,政府项目回购款到位情况较好,财政资本性拨款和财政补贴增加,进一步增强了公司抗风险能力。此外,2016年,公司总资产及净资产大幅增加,整体债务率有所下降,债务结构趋于合理。随着代建工程陆续完工,公司营业总收入和净利润稳步增长。

## 中诚信调升梅花生物评级

中诚信国际日前发布跟踪评级,将梅花生物科技集团股份有限公司的主体信用等级由AA调升至AA+,评级展望为稳定。

中诚信国际指出,本次信用等级调整主要是基于2016年以来味精行业发展稳定,梅花生物作为行业龙头企业继续保持了突出的规模优势和稳定的销售渠道;公司产品结构多元化,受益于玉米等原材料价格的下降以及小品种氨基酸价格的上涨,盈利水平大幅提升,同时债务规模下降明显。(张勤峰 整理)

# 风险释放未完 期债盘整以待

□本报记者 张勤峰

20日,债券现货市场保持弱势,收益率小幅走高,期货市场则在午后翻红,收盘微涨。市场人士指出,当前债市关注焦点仍是金融去杠杆动向,谨慎预期占据主导,短期市场料维持弱势震荡。

## 债市保持弱势震荡

20日,国债期货早间于低位震荡,午后拉高翻红,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T17106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。

20日,央行小幅提高逆回购交易量,继续通过公开市场操作实施净投放。在缴税高峰的影响下,资金面仍偏紧张,隔夜资金尤为吃紧,但市场人士认为,随着季度缴税收尾,资金有望迎来边际改善,但回暖空间仍受限,今后一段时间还需继续关注企业缴税、金融去杠杆、季末考核、债券发行等因素对流动性的影响。

□本报记者 张勤峰

20日,央行小幅提高逆回购交易量,继续通过公开市场操作实施净投放。在缴税高峰的影响下,资金面仍偏紧张,隔夜资金尤为吃紧,但市场人士认为,随着季度缴税收尾,资金有望迎来边际改善,但回暖空间仍受限,今后一段时间还需继续关注企业缴税、金融去杠杆、季末考核、债券发行等因素对流动性的影响。

## 继续净投放

20日,央行开展1000亿元逆回购操作,包括700亿元7天期、200亿元14天期和100亿元28天期,中标利率分别持平于2.45%、2.6%、2.75%;交易总额较上一日增加200亿元,但因到期逆回购增至800亿元,当日仅实现净投放200亿元,虽为连

续第三日净投放,但净投放规模较前两日缩减不少。

本周以来,央行综合运用公开市场逆回购和中期借贷便利(MLF)工具,加大流动性投放力度,以平抑短期因企业缴税、MLF到期等因素造成的流动性波动。从货币市场盘面看,本周以来短期流动性明显趋紧,银行类机构融出减少,市场利率多出现较大幅度上涨。

20日,银行间市场资金面延续紧势,因缴税进入最后关头,而到期逆回购增多制约了央行净投放的规模。交易员称,昨日早间市场资金面延续紧势,大行和城商行鲜有隔夜资金融出,个别非银加点融出少量,7天和14天资金亦显吃紧,21天及更长期限资金交投不旺,供需缺口集中在隔夜到14天资金上,午后资金面紧势不见缓和,到下午四点仍有一些机构在寻找隔夜

资金,直到尾盘才稍好转。

昨日银行间市场中短期质押式回购利率均保持涨势,其中隔夜回购利率涨2BP,7天回购利率大涨21BP。

## 最紧张阶段将过去

短期来看,随着季度缴税收尾,本月资金面压力最大的时段将过去,资金面紧势大概率将出现缓和。从往年情况看,受到月初节假日因素影响,4月份企业季度所得税申报缴款期一般在20日前后结束,最后关头税款入库规模较大,对短期流动性的影响较为明显,但随着缴税收尾,资金面将有望迎来边际改善。

市场人士指出,在央行继续供给流动性的情况下,预计下周资金面紧势将有所缓和,不过考虑到月末在即,而税款清缴入库形成了基础货币净回笼,资金面回暖

的空间依然受限。因每年前5个月是上年度企业所得税的汇算清缴期,通常越临近缴税截止日,缴税规模约大,因此进入5月份,缴税的影响将再次显现。

相比之下,5月份资金面压力可能相对较轻,6月下旬流动性压力更值得防范。市场人士指出,每年到年中时点,金融机构超储率一般会处于较低水平,叠加半年末金融监管考核造成的影响,半年末流动性波动风险往往较大。

市场人士指出,今年金融监管力度明显加大,金融机构去杠杆过程中,流动性波动性可能暂时加大,叠加季节性、事件性因素的影响,未来仍有出现较大波动的可能。不过,去杠杆也需要稳定的流动性环境支持,央行仍会灵活调剂流动性边际余缺,流动性出现持续极度紧张的风险并不大,未来呈现紧平衡仍是大概率事件。