风险有待释放 机会或在风雨后

4月份以来,金融监管政策密集出台,引发市场对政策风险的重新审视,叠加部分机构赎回委外的行为,债券市场一度出现较大波动,整体收益率水平创出今年以来新高。接受中国证券报记者采访的研究人士表示,金融去杠杆背景下,监管从严趋势明朗,将对金融生态产生深远影响,未来同业链条扩张放缓甚至是收缩都不难预料,于债市需求端不利,但暴力去杠杆非各方所愿,委外赎回潮不会出现,短期内对债市仍需保持警惕,但不必过度悲观,利率上行过程中机会也将酝酿。

□主持人:中国证券报记者 张勤峰
嘉宾:中信建投证券 黄文涛
中信证券 明明

同业业务被装进"笼子"

中国证券报: *近期银行业监管全面从严,你对未来同业链条发展有何判断?*

黄文涛: 此前关于同业负债的监管要求,一是银监会127号文:同业负债不能超过总负债三分之一;二是MPA考核中关于同业负债占负债总额超过33%为0分的规定。但这两条的同业负债口径都不包括同业存单。从目前形势来看,未来同业存单的统计口径大概率将进行调整。短期限同业存单或被归入同业负债范畴。银行负债结构面临调整,同业负债比例要降低。

同业理财此前也是银行冲规模的一个重要抓手,今年MPA考核已将表外理财纳入广义信贷测算范围,这对银行做大同业理财已经产生了一定的制约,今年一季度理财同比增速下滑至18%,近期同业理财的发行量也有下降。

明明: 近期银监会发布的多份文件中,46号文对同业理财约束作用突出,53号文似乎预示同业存单的监管靴子终于落地,这些监管文件旨在对银行同业链条的重要环节进行约束。随着同业存单监管趋紧,供给或将放缓,而作为重要的同业负债,同业存单供给受限将带动整个同业业务全面收缩。结合当前货币政策稳健中性的大环境,市场利率上行与严格监管配合,客观压缩了"加杠杆"的套利空间,债市趋于平坦的收益率曲线也限制期限错配套利空间,依赖于加杠杆与期限错配的同业模式长期来看恐难以为继。

委外赎回潮出现概率低

中国证券报: *同业链条收缩如何影响债市?哪类产品受影响会更大?*

黄文涛: 未来同业存单被纳入同业负债监管是比较明确的,一些前期扩张比较激进的银行可能需要压缩同业负债规模,而负债端调整相应会带来资产端调整压力,一些机构可能赎回委外、抛售债券等,在初期,流动性较好的利率债或首先受冲击。但从更长时间来看,低等级信用债因为信用风险和资本占用等因素受到的影响会更大,银行对利率债和高等级信用债的投资比例将提升。另外,银行同业负债收缩叠加非标限额管理,意味着未来非标资产新增需求也将有限。

明明: 过去同业业务扩张,为债市贡献了大量的增量需求,同业链条的收缩客观上会对债市需求造成冲击。但近期债市面临的抛压料不会持续,稳健中性的货币政策、"温和去杠杆"的政策导向与积极的预期管理从大方向上决定了此轮抛压不至于变成"债灾"。另外,高居不下的负债成本也倒逼银行投资高收益资产,政策风险又使得银行维稳需求强烈,综合来看固收类产品仍将是银行的主要投资标的之一。

相比短期国债,同业链条的收缩、杠杆的去化将对长期国债的配置需求形成更大的利空;长期来看,债市去杠杆、经济基本面的向好有助形成利率期限结构的再平衡,即随着杠杆绝对水平下降,长期利率向上调整,收益率曲线可能趋于"熊陡"。此外,监管风险及负债成本的提高将促使银行寻找兼具安全性与高收益的资产,这将利好高等级信用债,相对利好利率债。

中国证券报: *近期委外赎回成焦点,如何看待这一现象?*

黄文涛: 当同业业务面临更大的监管压力,银行自然会进行调整,一些同业负债超标的银行会存在收缩同业负债而赎回委外的情况。目前来看,中小银行对委外浮亏兑现的承受力有限,应该不会选择在当前的某一个时点全部赎回。大银行同业负债比例指标良好,面临的监管压力不大,目前除了委外自然到期和更换业绩不好的管理人之外,大行没有大量赎回委外的理由,而且在存量到期和更换管理人的过程中,也会有新的委外需求产生。有鉴于此,集中的委外赎回潮应该不会出现,单家机构也不会选择撤回全部的委外。

在部分银行赎回委外的过程中,相应资产面临抛售压力,而一旦委外赎回导致资产价格大幅波动,其他银行也可能因为业绩压力选择赎回委外,从而有加剧资产价格波动,引发流动性风险的可能,但这种情况出现的概率较低。

明明: 监管收紧下委外规模收缩是大势所趋,但目前赎回量占存量规模还有限。从监管层的初衷、实际赎回情况、赎回后资金流向等方面来看,此次由赎回触发的债市抛售潮不会持续太久,"债灾"重演的可能性不大。尤其需要指出的是,委外的存在具有一定合理性,只是过去一段时间,资产价格的快速上涨对应着经济下行、杠杆高企引发货币脱实向虚致使监管不得不严。据新华社评论,此轮监管意在"严防加杠杆炒作和交叉性风险,减少资金在金融领域空转套利,引导其进入实体经济",矛头并非直指委外,健康适度的委外仍是合规的,重点是委外不应沦为杠杆高企和资金空转的"帮凶"。

十年期国债到期收益率走势

谨慎但不悲观

中国证券报: *请谈谈对这一轮金融去杠杆的认识,以及对未来债市走势的判断和投资建议?*

黄文涛: 近期银监会监管文件给出的自查核查时限基本是到今年11月,而且很多政策细则还有待明确,对债市的冲击可能是持续而缓慢的。这一过程中,债市面临反复也存在博弈:刚开始,去杠杆序幕拉开叠加经济数据高企,债券收益率会有向上的压力;最终走势则取决于去杠杆进度与基本面等因素的综合影响,若下半年经济数据再现下行压力,则债市调整压力将会减轻。

明明: 必须承认此次监管层推动金融体系去杠杆的决心很强,市场对此应有充分的认识。但与此同时,我们也相信去杠杆会是"温和的"。当前金融体系杠杆高企主要表现为以同业杠杆带动的债市杠杆,波及面广;为防止发生系统性金融风险,监管层会审慎选择监管措施,这从近期央行对表外理财纳入MPA广义信贷考核"剑指"增速而非存量,以及银监会系列监管文件给银行留有较充分的自查和整改时间上也可看出。综合来看,二季度将延续"严监管"的特征;愈发强烈的美国缩表加息的预期也可能给我国货币政策带来从紧的约束,因此,对债市需继续保持谨慎,建议投资者缩短久期,备足流动性出口,坚持10年期国债利率运行区间3.2%-3.6%的判断。

■观点链接

东吴证券:有机会但缺空间

监管最严厉的局面大概率已经出现,未来可以博弈货币政策边际放松或者监管推进不及预期的可能,存在一定的交易机会,但需要警惕市场负反馈的潜在可能。提示长债的做多机会但并不看好做多空间。同业存单的利率难有实质性降低;在货币政策的信号和宏观基本面都尚未明朗的情况下,维持一定的期限利差的保护是必要的,也即如果短端收益率难降,长端的下行空间也会受限。当下最优的策略仍是持有同存吃票息。

中金公司:利率债或先苦后甜

金融去杠杆对中低等级信用债的冲击最大。信用债流动性不佳,一旦委外大量赎回,很难找到主动买盘,冲击剧烈甚至被放大。利率债由于流动性好,短期难免会受到冲击,不过债市生态链重构过程中,资金再从口味重的机构回流口味轻的投资群体,加上经济增长下行压力增大,货币政策存在转向压力,利率债受到的冲击相对更小,甚至会先苦后甜。若政策冲击致利率债走势明显脱离基本面,恰恰意味着机会产生。

华创证券:只是快跌和慢跌的区别

监管趋严背景下,委外面临收缩压力,这一因素是慢变量,在监管放松之前,可能会时不时地影响债市。但监管加强是趋势,不排除政策出台的节奏有快慢,所以市场压力是客观存在的,只是节奏的问题,对市场而言也就是快跌和慢跌的区别。在趋势没有改变之前,不建议机构去抄底。需要关注政策本身,而不是政策出台的节奏。(张勤峰 整理)

复演"朝紧夕松" 资金面改善或待跨月

□本报记者 张勤峰

虽然央行持续净投放流动性,本周以来市场资金面依然整体偏紧。26日,资金面继续上演"早盘紧,尾盘松"的一幕,整体改善有限,短期货币市场利率小幅走高。市场人士指出,虽然企业缴税等导致银行体系流动性总量有所下降,但问题不大,当前短期流动性偏紧或与金融去杠杆及情绪作用有关,预计央行将维持适量的流动性供给,资金面进一步回暖或要等到跨月之后。

资金面改善尚不明显

央行于26日早间继续开展800亿元逆回购操作,包括7天期400亿元,14天期200亿元,28天期200亿元,各期限交易量均与前次操作持平,中标利率亦稳定在2.45%、2.6%、2.75%;因当日到期逆回购仍为400亿元,故实现净投放400亿元,为本月18日以来连续第七日净投放流动性。据统计,最近七日,央行通过逆回购操作累计实现净投放3000亿元。

近期央行持续通过公开市场操作等渠道供给流动性,起初是为应对本月中旬企业季度缴税、MLF大量到期等因素对短期流动性的影响,但在超额续做到期MLF,并且企业缴税已经完成之后,短期流动性仍未见明显改善,亦促使央行继续供给流动性。

26日,银行间市场资金面总体较紧张。据交易员表示,26日早间市场资金面"照例"吃紧,出现大量隔夜和跨月资金需求,部分中小银行继续按上限融入隔夜;午后,资金面依旧偏紧,直到15时后再现规律性的放松,尾盘资金堆积,不乏减点融出,表现与之前反差剧烈。

26日,短期货币市场利率保持上行,但涨势有所放缓。早间公布的各期限Shibor继续走高,其中隔夜Shibor涨0.76BP,上一日则涨3.57BP,7天Shibor涨0.63BP,亦低于上一日的涨2.40BP。银行间市场质押式回购利率整体继续走高。其中,隔夜利率微跌至3%,7天回购利率则继续大涨14BP至3.98%,14天和21天品种利率波动较小,1个月回购利率则上涨11BP。

短期仍面临较多扰动

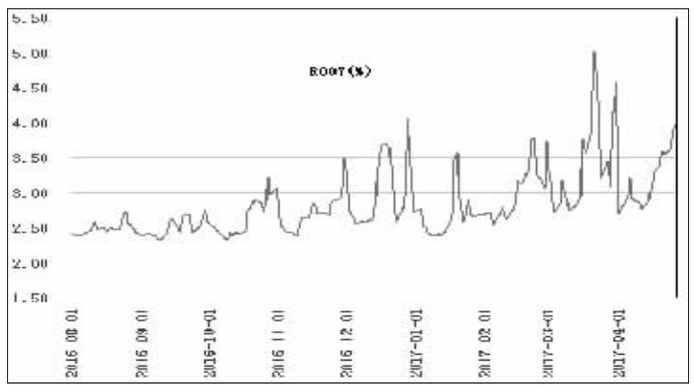
值得注意的是,市场资金面"早盘紧,尾盘松"的状况在近几日反复出现。交易员称,本周前三日,上午资金面都捉襟见肘,各类机构涌现出大量需求,集中在隔夜、7天等短期限品种上,连部分大行也都到市场上借钱,而每每临近下午收市,总会有供给出现,有时甚至减点都能成交。

市场人士指出,既然尾盘有大量供给出现,表明当前流动性总量问题不大。而且,当前资金供求压力集中在隔夜、7天等短期限品种上,中长期限的资金供给不成问题,需求也不多,也在一定程度上说明流动性紧张可能不是总量问题造成的。结合企业季度缴税冲击消退,央行持续供给流动性来看,短期流动性紧张可能主要反映了金融去杠杆等因素的影响。

4月以来,监管政策频出,金融去杠杆预期加重。长期来看,金融去杠杆有望降低金融体系资金需求总量,同时同业链条收缩可压缩资金传导环节、降低期限错配、层层嵌套等潜藏的风险隐患,提升流动性的稳定性,但从短期来看,去杠杆尤其是较快的去杠杆过程,可能造成流动性需求短期集中增加,也会带来一定的流动性冲击。而由此来看,央行持续开展流动性净投放,也可适量缓冲金融监管政策密集出台造成的震动。

市场人士指出,金融去杠杆是大势所趋,投资者谨慎预期一时难解,储备流动性的意愿可能上升,同时月末及小长假临近,流动性仍面临季节性因素扰动,非银机构融资难度可能再度加大,也会对资金面紧张起到推波助澜的作用。总的来看,流动性改善可能要等到跨月后。

银行间市场7天期质押式回购利率走势



偿债高峰逼近 警惕风险暴露

□本报记者 张勤峰

市场热议金融监管之时,阶段性偿债高峰已悄然来临。据Wind提供的数据统计,5月份待偿债规模超过2.6万亿元,是上年同期的1.5倍还多,且为目前的历史次高值。当月到期同业存单规模逾1.5万亿元,到期信用债逾5000亿元。市场人士指出,在金融监管加强,再融资压力再度加大之际,偿债压力攀升或增添风险暴露的几率。

到期压力山大

据Wind数据显示,截至4月26日,2017年5月待偿付的各类债券总额已达26195.85亿元,较去年同期的16788.30亿元增加约56%;与本月20901.46亿元的偿还量相比,将至少增加5294.39亿元。之所以说"至少",是因为在月底前剩余几日,银行还可能继续发行超短期限的同业存单,将导致5月实际偿债压力进一步上升。

同业存单正是大量即将到期的债券中最庞大的一类。Wind数据显示,截至4月26日,将于2017年5月到期的同业存单已达15513.80亿元,占到5月总偿还量的六成左右。事实上,自今年2月以来,每月到期的同业存单均过万亿,其中3月为15910.90亿元,4月为11772.10亿元。以目前数据来看,今年3月同业存单到期规模创了历史新高,当月总偿债规模达到27251.89亿元,亦是迄今为止的历史极值。从中不难看出同业存单的偿还量对总偿债量的"贡献"。

到目前为止,5月偿债规模仅次于3月,为历史次高值,而2017年11月及之前各月总偿债量均超过1.2万亿元,偿债规模均不小,其中同业存单到期规模居高不下是主要原因,而且随着存单滚动发行,到期量也将继续上升。

另值得一提的是,未来数月信用债到期规模也不小。据Wind数据,以企业债、公司债、短融中票和定向工具为统计对象,从今年3月开始一直到9月份,非金融企业信用类债券的偿还量均超过3800亿元,其中3月份、5月份、8月份超过5100亿元。

警惕信用风险

市场人士指出,去年底以来,债券市场走弱,而随着近期监管明显加强,金融去杠杆深入推进恐对债券需求端造成进一步冲击,债券需求弱化、融资成本上行或加大企业再融资压力,从而可能加剧信用风险暴露的几率。

中金公司此前一份报告指出,中国信用债到期高峰自2014年到来后,2015-2017年继续增长,付息量也伴随存量债券规模增大而不断增加。2016年已经出现的城投、产能过剩行业债券到期量大、低评级品种到期占比增加、短融频繁到期的特征还继续存在。如果企业自身偿债能力不能明显改善的话,债市违约维稳会是一场持久战。

近期海通证券研报进一步指出,金融去杠杆意味着信用扩张转为收缩,面对巨量信用债到期压力,民营还债压力将与日俱增,因而对于信用债、尤其民企债的风险要高度警惕。

而对于同业存单发展趋势,华创证券报告指出,4月以来同业存单整体发行规模有所回落,但发行利率持续上行说明了需求的下滑更为明显。体现出当前监管措施不仅限制同业存单的发行,也对同业存单的购买形成制约。5、6月份同业存单到期量压力较大,叠加本次监管措施不会放松且持续时间较长,预计未来同业存单利率或进一步小幅上行。

新发3年期国债需求不佳

财政部于26日上午招标发行的3年期国债,中标利率高于二级市场水平,认购倍数也处于今年以来的较低水平,显示需求不佳。分析人士指出,金融去杠杆带来的影响是趋势性的,中短期内市场的谨慎情绪很难彻底消除。

财政部昨日招标的是今年第八期3年期记账式附息国债,招标总额为320亿元,甲类成员可追加。据悉,本期国债中标利率为3.23%,边际中标利率3.3%,全场投标倍数为1.59,实际发行320亿元。

交易员表示,本期国债不仅中标利率高于二级市场水平,边际中标利率与加权中标利率的利差也较大,显示投资者有往利率高位投标的倾向,情绪偏谨慎。同时,本期国债仅获得1.59倍认购,在今年以来发行的中长期限国债中垫底,需求不佳。

这位交易员表示,虽然近期债市收益率出现较明显上行,对监管政策出台的反应或有过度之嫌,后续利率继续大涨的风险可控,但从长期看,金融去杠杆是趋势,对债市具有深远影响,当前债市利多难觅,谨慎情绪恐挥之难去。(张勤峰)

期债小幅收高 继续上涨有压力

□本报记者 王辉

在25日市场悲观情绪改善助力债市初步企稳后,26日国债期货再现温和反弹。分析人士表示,在此前悲观预期发酵引发债市持续下挫之后,短期市场谨慎情绪有所缓和,但市场信心仍较脆弱,国债期货进一步上行的动力不足。

期债小幅收高

26日,国债期货5年期和10年期两品种主力合约均呈现低开高走的走势,至收盘时双双录得小幅上涨。具体看,10年期国债期货主力合约T1706低开于95.795元,日内维持偏强震荡,早盘最高上冲至96.08元的全天高点,之后涨幅收窄。截至收盘,T1706报95.93元,涨0.065元或0.07%。5年期国债期货主力合约TF1706收报98.42元,涨0.02元或0.02%。

昨日国债现券收益率也略微走低。剩余期限在9.80年的国债活跃券170004尾盘成交在3.42%,较前收盘价下行5.25BP;10年国开债活跃券170210尾盘成交在4.1593%,较前收盘价上行0.53BP。一级市场上,财政部26日上午招标发行的3年期固息国债中标利率为3.23%,显著高于此前3.17%的预测均值,也超过了此前3.20%的机构预测区间上限。

市场资金面方面,央行26日在公开市场进行了800亿元逆回购操作,在利率持稳的同时,实现净投放400亿元。央行自上周二起已连续7个交易日净投放资金。但值得注意的是,昨日银行间资金面仍总体偏紧。在隔夜及7天期资金利率大体持稳的同时,21天及以上期限的中长期资金利率依旧居高不下,普遍处在4%以上的高位水平。

难改偏空运行格局

对于短期债券市场表现,交易员表示,在银行业监管收紧的背景下,近日工行、建行等大行相继表态没有对委外投资进行大规模赎回,这在很大程度上有助于缓解市场恐慌情绪。但央行持续开展小额资金净投放,对于缓解月底前资金面紧张的作用有限,而且委外规模收缩和银行业降杠杆趋势明确,现券价格继续反弹料面临较大阻力。

对于后市走向,华创证券分析师屈庆表示,整体来看,在监管趋严的背景下,委外的收缩对债市而言将是一个慢变量。在此背景下,虽然不排除政策出台的节奏会有快慢,但市场压力始终客观存在。在这一趋势没有改变之前,不建议投资机构进行抄底。从博弈的角度来看,相对于政策出台的节奏,投资者更需要关注政策本身。而当前管理层强调加强监管协调,意味着债券市场不会出现极端情况,但市场整体调整的趋势依然是明确的。

在国债期货走势方面,银河期货研发中心分析师胡明哲表示,近期国债期货初夏反弹主要是由于近期债市跌幅已经达到了历史上因政策因素导致的市场波动的极限水平。但与此同时,市场缓慢释放下跌压力,或导致长期下行趋势更加持久。综合考虑目前同业存单利率依然维持高位且有继续上扬的迹象,国债期货市场整体预计仍难改变震荡偏空的运行格局。

■评级追踪

新世纪调升吴江经开评级

上海新世纪日前发布跟踪评级结果,将吴江经济技术开发区发展总公司主体信用等级由AA调整至AA+,评级展望维持稳定。

上海新世纪指出,跟踪期内,吴江经开区经济财政实力进一步提升,未来区域经济发展潜力较大;公司剥离经营风险较大的供应链金融服务,收入和毛利虽有所下滑,但自营性业务拓展空间大;目前公司经营性业务盈利偏弱,公司盈利主要依赖于政府补贴收入,受益于经开区管委会的大力支持,公司资本实力大幅增强,负债经营风险降至适度水平。

新世纪调升海通恒信评级

上海新世纪日前发布跟踪评级结果,将海通恒信国际租赁有限公司主体信用等级由AA+调整至AAA,评级展望由正面调整为稳定。

上海新世纪指出,跟踪期内,受益于融资租赁行业良好的发展环境及公司资本实力的增强,海通恒信融资租赁业务及盈利规模稳步增长。公司积极推动业务结构转型,一方面,新增业务投放进一步向大型企业及国有企业倾斜;另一方面,加大了对零售业务的投入力度,汽车金融业务呈现爆发式增长,成为公司业务新的增长点。得益自身实力的增强及股东支持,公司融资成本亦不断降低。(张勤峰 整理)