

“农商四小龙” 遭查引来聚光灯

小行交易员道出债圈特色

今年以来，“大行卖债、小行买债”现象时有发生。尽管当前债市出现调整,但在资产荒背景下,部分机构保持高风险偏好以寻求高收益,农商银行上周更是成为现券的最大买入方,引发市场关注。

“伴随监管提示风险,农商银行长债投资归于谨慎,上周农商银行再度成为多头主力,他们或许感觉市场仍有机会。”业内人士表示,购置债券受市场行情、监管风险提示,以及银行自身经营情况等多重因素影响。

针对债市新形势,防范债市风险信号明显。今年3月,央行便已开始关注长债收益率过快下行现象,多次提示长债风险。近日,银行间市场交易商协会连发两则公告,直指中小金融机构国债交易违规行为,对4家农商银行启动自律调查。因这4家银行在利率债市场较为活跃,被业界称为“利率债农商四小龙”。8月9日,央行在二季度货币政策执行报告中再度提示,投资者应适度关注长债利率走势,谨防高位接盘。

● 本报记者 吴杨



视觉中国图片

忙碌的小行债券交易员

“其实,无论是买债,还是卖债,每一笔债券交易的背后都离不开交易员来来回回地询价、讨价还价。”李阳(化名)一边向记者表达对近期债市行情的看法,一边介绍着自己的工作内容。

李阳是一位对“债牛”始终抱有希望的农商行债券交易员。债券交易往往需要一对一询价,反复谈判与博弈,借助通讯工具直接与交易对手沟通,或者通过货币经纪公司等中介报价,撮合成交。“一天的工作可以用‘跌宕起伏’四个字来形容。”他说。

工作日的早八点,李阳已经坐在办公室的电脑前,开始了日常工作。他需要先浏览新闻和知名债市研究员发布的研报,心里对当日

市场走势有一个大致的判断。他需要格外注意,当天有哪些重要数据在什么时间点发布,市场预测值是什么。随后,他将参加晨会。债券交易团队每天会对当天的交易决策进行讨论,在与资金交易员就当天交易占用头寸情况进行沟通后,债券交易员们就各司其职,开始一天的交易。

“一般开完晨会,同组的人还会开个小会确定当天的大策略,到底是买买买,还是卖卖卖,抑或快进快出,做短平快交易挣点辛苦钱。”李阳略带玩笑地说。

在大部分银行人眼里,资金交易员的主要工作就是借钱,计算当日资金头寸,以及所需融入融出的金额等,一早算好账后与债券交易员

沟通。“现券与资金是分不开的,有的机构资金与债券交易是由同一拨人负责。我们每天上午第一件事就是确定买哪类券、交易价格是多少、什么时候买。”李阳说。

最具圈层特色的是寻找交易对手环节。“可以通过自己的朋友圈向熟知的机构私下询价,毕竟做了多年交易员,我们都很清楚对手的投资风格和偏好;也可以通过专门货币经纪商寻找交易对手,但经纪商会收取一定费用。价格、数量谈妥后,还不算真正成交,需在系统上订立契约。只有在系统内发起操作、拿到成交单之后才算落定。”李阳说,目前主要是通过OTrade(腾讯企点)和iDeal等通讯工具向各类交易对手询价,也有机构通

过QQ等工具询价。据悉,iDeal是中国外汇交易中心面向银行间本外币市场推出的即时通讯平台。

“若集中、大额、不停地开展债券交易,容易引起市场波动。一般交易员都有授权额度,可以在额度内来回操作。”李阳说。

据他描述,下午3时至5时是后台集中清算时间,也是交易员最焦躁的时候。“主要是担心某笔交易结算失败。比如,与交易对手约定下午4时结算,到了约定时间,对方没有付款,这时就需要与交易对手沟通。资金不足、系统崩溃等理由都会造成交易失败。”他说。

每当看到屏幕上所有交易都显示成功,李阳才会松一口气。

农商行又进场买债

债市持续释放强监管信号,这或与今年以来债市总体走势以及农商银行债市大户角色难改有关。

近日,大行卖债、农商银行接盘引发市场关注。多家机构表示,农商银行是上周最大的现券买入方。中泰证券研报显示,上周(8月5日至8月9日)现券交易大致呈现以下特点:周一至周三,大行卖10年期国债,周四、周五开始卖出7年期国债;农商银行持续接盘7年期和10年期国债,是上周的最大买入方。

具体数据方面,上周农商银行净买入规模

为3079亿元,其中净买入利率债2032亿元、信用债80亿元、同业存单967亿元;保险净买入规模为514亿元;理财净买入规模为542亿元。

尽管近几日债市出现调整,但2024年以来,债市收益率持续走低。其中,10年期国债收益率从1月3日的2.56%下行至今年以来的最低点——8月5日的2.11%,累计下行45个基点;30年期国债收益率一度下行至2.5%以下。8月12日,截至记者发稿,10年期国债收益率报2.23%。

中部地区某农商银行人士认为,除去老生

常谈的资产荒,年初以来这轮债市走势的核心逻辑还是信贷有效需求不足,同时资金面平稳偏松。对于银行的闲置资金来说,既能保证收益,又能保证安全的资产必然是长久期债券。“此外,相较于其他类型银行,农商银行的投资范围本就受限,叠加竞争激烈,可选择的投资标的就更少了。同时,部分中小金融机构信贷业绩承压,会选择通过长期限债券增厚收益。”他说。

与基金、资管、券商等机构相比,农商银行最大的优势就是资金充裕。“农商银行资金较

为稳定,赋予其更长的持有策略,可以做较长期限级别的波段操作,在收益率中枢下行情况下能获得不错的收益。”浙江某农商行人士说。

其实,从一季度农商银行大举买债以来,受央行多次提示债市风险、债市行情变化等因素影响,期间,农商银行长债持仓有所收敛。“前期监管首次提示长债风险后,农商银行长债投资归于谨慎,观望情绪浓厚。只不过随着时间推移,效果有所钝化。也许是因为看到市场仍有机会,于是上周农商银行再度成为多头主力。”四川某农商银行人士坦言。

青睐高息股 险资举牌热度回升明显

● 本报记者 陈露

今年以来,险资在权益市场频频举牌。中国保险行业协会网站显示,已有9家上市公司被举牌,举牌方包括太保寿险、长城人寿、瑞众人寿、紫金财险,被举牌公司主要涉及公用事业、环保、交通运输、银行等行业。

业内人士认为,被举牌公司具有高ROE、高分红、高股息等特点,契合险资投资风格。险资投资当下面临新会计准则和低利率环境的双重挑战,投资高息股可起到改善配置、增厚利润一举两得的作用。

至少9家公司获险资举牌

据不完全统计,今年以来,险资合计举牌次数达到9次,其中长城人寿举牌次数最多。

具体来看,长城人寿通过在二级市场集中竞价交易方式已举牌5家上市公司,包括绿色动力环保(H股)、赣粤高速、城发环境、江南水务、无锡银行。在举牌后,长城人寿还进一步增持部分上市公司。截至7月31日,长城人寿持有赣粤高速、城发环境、江南水务、无锡银行的股份比例分别为6.1757%、6.0001%、5.2140%、6.9730%。

根据上市公司披露的信息,长城人寿进入多家被举牌上市公司的前十大股东之列。比如,截至7月31日,长城人寿是绿色动力环保的第三大股东;截至6月25日,长城人寿为赣粤高速第二大股东。

在绿色动力(A股)披露的简式权益变动

今年以来险资举牌上市公司情况				
举牌险资	被举牌公司证券代码	被举牌公司证券简称	所属申万一级行业	股息率(%)
长城人寿	1330.HK	绿色动力环保	环保	5.9140
	600908.SH	无锡银行	银行	3.9920
	600269.SH	赣粤高速	交通运输	3.2787
	000885.SZ	城发环境	环保	2.1875
	601199.SH	江南水务	环保	2.0313
太保寿险	0902.HK	华能国际电力股份	公用事业	4.7710
	1071.HK	华电国际电力股份	公用事业	4.1070
瑞众人寿	0916.HK	龙源电力	公用事业	3.4794
紫金财险	600475.SH	华光环能	公用事业	4.0138

数据来源/Wind 制表/陈露

报告书中,长城人寿表示,2023年以来,对于具有长期收费权,长期稳定现金流和长期稳定收益,能够穿越经济周期的优质资产,长城人寿加大集中配置力度,截至2024年半年报,长城人寿权益投资取得不错的收益。

截至2024年6月30日,长城人寿总资产为1259.18亿元,净资产为64.21亿元,综合偿付能力充足率为155.68%;权益类资产账面余额为186.83亿元,占上季末总资产比例为14.84%。

今年以来,还有太保寿险、瑞众人寿、紫金财险举牌上市公司。太保寿险公告称,公司7月30日通过港股通分别买入华电国际电力股份H股30万股、华能国际电力股份H股100万股,触发举牌。此次举牌后,该公司、该公司关联方及一致行动人合计持有上述两家公司股份分别为

8592.4万股、2.35亿股,占H股股本比例均达5%。瑞众人寿通过港股通买入龙源电力H股526万股,持股比例达到5%,触发举牌。紫金财险通过协议转让买入华光环能4719.47万股,占其A股股本的5.0012%。

举牌标的股息率高

今年以来,险资举牌次数较此前明显回升。2022年、2023年险资举牌上市公司次数分别为3次和6次。今年以来险资举牌的上市公司主要涉及公用事业、环保、交通运输、银行等行业。

德邦证券研究所宏观组组长张浩认为,险资举牌上市公司大多是基于自身权益投资需求以及标的配置价值进行的长期投资,年内险资

举牌标的所处行业具有明显的高股息特征,与险资的投资审美与配置偏好相匹配。

从股息率情况来看,除城发环境、江南水务之外,被举牌的其他几家公司股息率均超过3%。截至8月12日,绿色动力环保、华能国际电力股份、华电国际电力股份、华光环能、无锡银行、龙源电力、赣粤高速的股息率分别为5.91%、4.77%、4.11%、4.01%、3.99%、3.48%、3.28%。

业内人士认为,从会计准则角度来看,险资持有高分红、高股息类资产,有望在降低财务报表波动的同时享受分红带来的财务收益。

华创证券金融业首席分析师徐康预计,触及举牌之后,该类资产可能以长期股权投资或FVOCI(以公允价值计量且其变动计入其他综合收益的金融资产)计入表内。当持股比例大于20%,或者在实质上形成重大影响、共同控制的,将会会计入长期股权投资项目;反之,则在新会计准则下可能计入FVOCI类。

若险资向上市公司派驻董事,构成实质上形成重大影响,保险公司应当按照长期股权投资法中的权益法进行确认和计量。上市公司的股价波动并不会体现在保险公司的当期损益中,只有其当期净利润会影响保险公司投资收益。徐康认为,从长期股权投资角度看举牌,高ROE类资产有助于提高险企整体ROE水平。

从FVOCI角度看举牌,徐康认为,新会计准则下,出于熨平报表波动考虑,险企有增加FVOCI类资产的诉求和趋势。FVOCI类资产的公允价值波动计入其他综合收益,但分红能够进入利润表,红利资产恰好契合这一点,且较符

监管实施系列“敲打”

8月8日,中国银行间市场交易商协会发布公告称,部分中小金融机构在国债交易中存在出借债券账户和利益输送等违规情形,交易商协会已将部分严重违规机构移送中国人民银行实施行政处罚,对于其他此类案件线索交易商协会正在加紧调查处理。

早在前一日,因在国债二级市场交易中涉嫌操纵市场价格、利益输送,交易商协会宣布对常熟银行、江南农商银行、昆山农商银行、苏农银行4家农商银行启动自律调查。这几家银行即为前文提及的“利率债农商四小龙”。

对此,常熟银行相关人士回应,该行将根据协会要求,对长债交易情况,包括交易数据、交易价格进行自查。8月12日,该行相关人士向记者透露了进展:“还在自查中,后续可能要到现场来调研,根据现场情况再看。”

“有的银行可能在利率债交易方面设置了激励机制。例如,若交易赚了钱,交易员会有一定的奖金激励,这可能是部分农商银行债券交易员频繁操作的原因。”华中地区某农商银行人士表示。西部地区某农商银行人士告诉记者,判断一家银行某项业务开展情况,可以观察其人员配备情况,“‘利率债农商四小龙’债券交易员人数较多,有的可能达到上百人。对比我们银行,加上资金交易员,做债券交易的一共就五个人。”

华中地区某农商银行相关人士坦言:“一般来说,机构通过特定通讯工具一对一询价,都有留痕要求。而中介机构的信息比较全面,可能存在某些灰色地带。比如,货币经纪商可以看到哪些人是挂着卖单等信息,中介与中介之间可能存在某些交易。”记者注意到,7月底,交易商协会对6家货币经纪公司及相关交易即时通讯工具运营商启动自律调查。

其实,围绕长债收益率问题,央行今年3月以来已多次发声,提示长债风险。同时,二季度部分农商银行收到央行地方分行的窗口指导,调研其参与债市情况,以及要求压降杠杆的同时降低债券久期。7月1日,央行宣布近期开展国债借入操作,必要时会择机在公开市场卖出,平衡债市供求,校正和阻断金融市场风险的累积。

多位受访人士预计,资产荒局面短期难以改变,当前债市逻辑暂未发生变化,但扰动因素逐渐增多。“整体还是取决于经济基本面,倘若政府债券加快发行,可能会改变投资者对于经济基本面的预期,进而影响债券定价。”西部地区某农商银行人士坦言。

民生证券首席固收分析师谭逸鸣表示,基本面对债市形成支撑,叠加资产荒持续,债市中长期趋势难言逆转。不过,考虑到未来央行借券卖债落地、政府债供给放量和增量政策加码发力,或对债市产生扰动,需防范债市快速调整风险。

合FVOCI计量标准中对“长期持有”的界定。

权益投资比例料提升

近年来,险资权益投资占比相对稳定。业内人士认为,在政策支持、险资增厚投资收益需求等因素影响下,险资权益投资比例或提升。

公开数据显示,近年来,保险资金投资股票和证券投资基金占比基本稳定在10%—15%区间。国家金融监督管理总局最新披露的数据显示,截至2024年6月末,人身险公司投资股票和证券投资基金余额占人身险公司资金运用余额比例约为12.48%。

信达证券非银金融首席分析师王舫朝认为,在新“国九条”等资本市场改革举措以及宏观经济企稳背景下,权益投资有望带来更好的总投资收益弹性。

业内人士认为,在新会计准则影响下,高股息、低估值、低波动、高ROE类资产有望持续受到险资青睐。王舫朝认为,证监会进一步健全上市公司分红常态化机制,险资高股息投资有望持续提升,主要上市险企FVOCI股票占比较低,高股息股票配置空间仍大。

华泰证券分析师李健表示,保险投资应强化配置理念,以降低新准则下经营业绩的波动性;此外,应重视利息和股息收益,降低对资本利得的依赖。利息和股息属于可重复发生的现金收益,是险资投资收益的压舱石。资本利得不稳定,且从长期看其对增厚收益贡献有限。投资高息股可起到改善配置、增厚利润一举两得的作用。