

# 债券市场，山雨欲来

美联储进入加息周期，加之前期债券违约事件频发，进入“稳健发展”为主调的 2017 年，债券在市场和监管的夹缝中生存几成定局。

文 | 孙嘉 张玮

债市杠杆究竟有多高？

回答这个问题之前，先看债市杠杆的测算方法。债市杠杆分为场内场外两种，场外主要依赖结构化的产品来加杠杆，数据可得性不足，因此债市杠杆主要讨论场内杠杆。场内杠杆主要依靠债券回购融资来进行，我们采取资产规模 / 自有资金的方法，债市杠杆的计算公式可以写为：债市杠杆 = 债券托管量 / (债券托管量 - 待购回余额)。根据这个公式，可以计算得出，截止到今年 2 月份，我国债券杠杆为 110%，处在 2014 年以来的较低水平。

但这种对债市杠杆的测算方法存在一定缺陷，原因在于银行委外业务的兴起，债市投资者结构发生了重要变化。

银行将理财资金分成两部分：一部分通过委外交付非银行金融机构（基金、券商），另一部分留作自行配置。银行通过加杠杆配资债券类结构化产品的方式处置自留资金，直接入市，这是第一重杠杆，也是现行测算方法忽视的杠杆。另外，券商、基金等机构先用银行委外交付的资金购买债券，再将所持债券通过质押式回购融取资金继续购债，从而形成“债中债”的方式，这便是第二重杠杆，也是传统测算方法可以覆盖的部分。

由于第一重杠杆被忽略，导致债市杠杆被系统性低估。

而为了有效推动金融去杠杆，跨市场监管已经开启，一行三会也在酝酿对债券交易监管进行升级。美联储进入加息周期，加之前期债券违约事件频发，进入“稳健发展”为主调的 2017 年，债券在市场和监管的夹缝中生存几成定局。

## 监管升级

目前对债券市场的监管，涉及市场、资金来源、交易过程等方面。

一是跨市场联合监管。债券市场的问题不仅仅源自债券本身，更牵扯到银行等其他金融市场。截止到 2016 年末，银行理财资金有将近四成投资于债券市场，理财资金成为债券市场的重要资金来源。信贷业务和资本市场业务交叉容易引发系统性危机，一旦规模失控就有可能造成巨大风险。在这种情况下，央行通过宏观审慎和一行三会统一行动，加强对金融机构的监管的倾向正在明显提升。

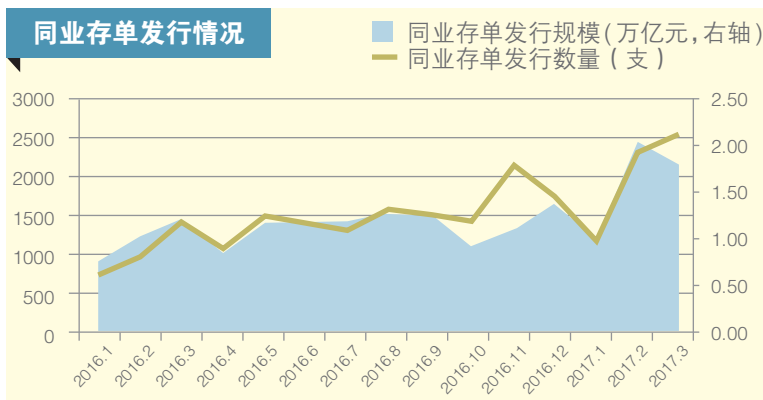
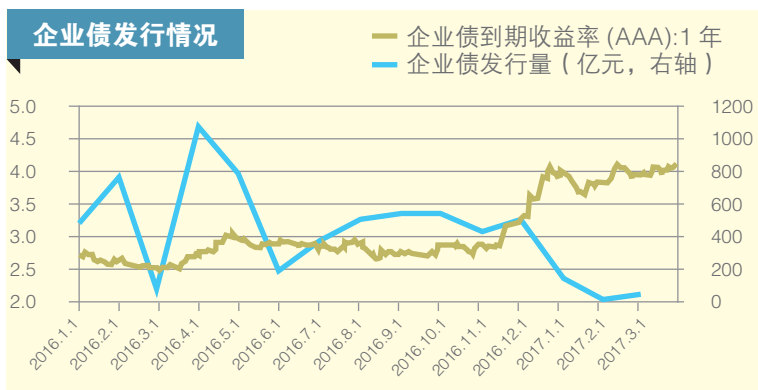
二是资金来源的“穿透式”监管，严控与资本市场相关的产品和业务规模，最有代表性的就是 MPA 考核。众所周知，MPA 考核对象是商业银行，为何会对债券市场产生约束呢？据测算，

2016 年全年银行理财业务规模达 30 万亿元，近 12 万亿元投资于债券市场，随着资管行业和混业经营的逐渐发展，预计会有更过的金融产品出现嵌套运行。针对债券市场的降杠杆可以从源头出发，“穿透式”地跟踪债市资金来源，直接约束银行理财产品，由此控制资金规模。

央行的 MPA 宏观审慎评估体系推出于 2016 年，是央行衡量商业银行健康状况的重要评估系统。今年“表外理财纳入广义信贷”的政策杀伤力被认为十分巨大。表外理财多涉及综合理财，而综合理财是商业银行投资非标的主要渠道，非标资产相对于标准化债权资产风险较大，将表外理财纳入广义信贷可以直接限制银行对非标资产的盲目投资。如果商业银行出于监管的角度考虑，缩减表外理财规模，势必在一定程度上间接“抽空”债券市场，为本就步履维艰的债券市场又增添几分寒意。

三是回购门槛调整。前面提到，债券市场杠杆率的测算方法为：债市杠杆 = 债券托管量 / (债券托管量 - 待回购余额)。如果待回购余额能得到控制，将会有效控制债市杠杆。3 月底，多方消息传出，监管层计划在 4 月份将可质押公司债的评级门槛提高至 AAA 级，AA+ 及以下评级的债券将无法入库质押。从目前已披露的信用债构成来看，截止到 3 月份，AAA 级约有 10.2 万亿，占已披露信用债总量的 58.11%，不符合入库质押标准的接近四成，预计债市可用杠杆资本会显著降低。

四是适当抬升利率走廊上限，通过容忍更大的债券波动来提升杠杆风险，减少主体的加杠杆意愿。随着利率市场化改革，央行正逐渐构建起新型政策操作方式，其中的一个显著特点就是“利率走廊”的引入。当前的利率走廊是以常备借贷便利的利率为上限，以超额存款准备金利率为下限，利率走廊的宽度越大，表明货币当局容忍的利率波动越大。利率波动与投资个体加杠杆的意



数据来源：Wind

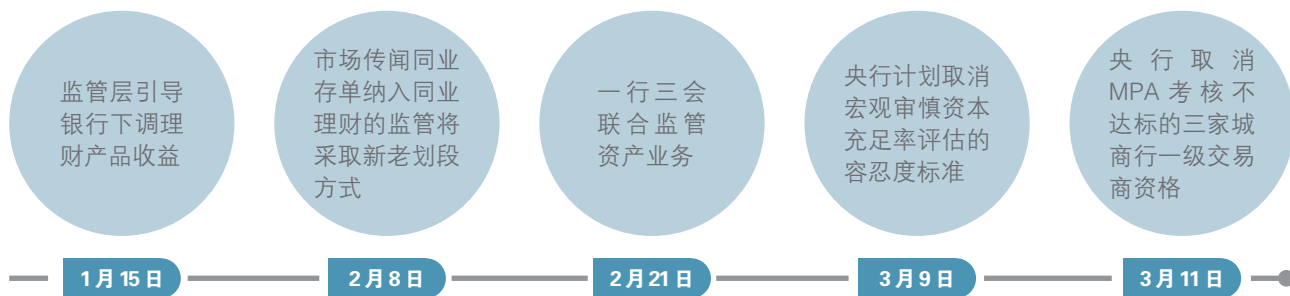
愿间接相关，利率波动越大，说明投资风险越大，主体加杠杆的意愿就会减弱。

## 市场分化

监管升级，剑指债市去杠杆，带来的影响是货币市场与信贷市场的进一步分化。

从发行层面来看，随着债券市场调整和利率中枢走高，债券发行的供给意愿有所下降，尤以企业债表现得最为突出。2016 年以前，企业信贷需求一直较为平稳，而当前的企业债收益率的

## 2017 年初以来金融监管政策密集出台



资料来源：根据公开资料整理

如果未来短时间内利率中枢依旧提升，货币市场的资金紧张料将加重，去杠杆过程可能比想象中的“激烈”。

上行已经影响到一般企业在债券市场上的融资需求，企业更加愿意降低融资或者转为其他的融资方式。今年1月发行市场企业债5支，涉及金额16亿元；2月发行企业债4支，涉及金额39.4亿元，仍远小于去年493亿元的平均值。与企业债形成鲜明对比的，是同业存单的不断增发，几乎成了债券发行的“领跑者”。

尽管同业存单利率在今年年初以来突飞猛，但丝毫没有掩饰住迅猛的发行势头。截至3月底，1M同业存单发行利率接近4.7%，远高于去年平均值2.8%，但发行规模却超过2500支，金额超过1.8万亿，在所有新发行债券中的占比也将近60%，而去年占比均值仅为35%。众所周知，同业存单作为购买资产的总量资金，是债市配置资金，其利率攀高意味着资金稀缺性提高。同业存单发行利率的上升，表明机构高价抢占存款、主动负债，反映出配置资金稀缺性上升。

一方面是企业债发行量的骤减，另一方面是同业存单的不断提升，折射出信贷市场和货币市场的分化在加大。如果未来短时间内利率中枢依旧提升，货币市场的资金紧张料将加重，去杠杆

过程可能比想象中的“激烈”。

从交易层面来看，流动性从紧是大趋势。无论监管层采用哪种方式去债市杠杆，利率中枢的走高都是大趋势，特别是新型货币工具的诞生，使得货币市场和信贷市场可以在短期内分割操作，这就使得监管当局提升了货币市场短期流动性紧张的容忍程度。正是出于这种考虑，未来金融市场出于填补头寸和“预防性需求”的考虑，可能进一步加大对金融债券的诉求。

纵观2017年，金融“去杠杆”和楼市“降温”是大趋势，从实体和金融层面都对债券市场形成了不利格局。实体层面，楼市“降温”意味着上下层相关产业链需求的减弱，会制约企业经济效益；金融层面，前面已经提到“去杠杆”可能采用的多种手段，在整个金融体系中债券市场或会首当其冲成为主要冲击对象。

综合看来，企业经济效益提升动力不足，基本面信用风险恶化，资金面流动性适度从紧在未来一段时间可能会长期存在。债券市场预计经历一个“低调”而“谨慎”的历程。□

（作者分别系北京川宝投资管理有限公司CEO和首席宏观研究员）