



您的位置：首页 - 文章选登

债市上涨暴露体制缺陷(秦娟：9月29日)

文章作者：秦娟

从去年11月下旬至今，债市走上漫漫“牛”路。结算公司统计的国债总指数上涨12%以上，金融债和企业债也不甘落后。此次债市涨势受到了宏观面和资金面的支撑有目共睹，3月份超额准备金利率的降低、CPI今年逐月走低、国家关于房地产市场的宏观调控以及诸多债券市场创新的推出，都为本轮债市的上涨提供了动力。但是从根本上讲，我国市场化过渡过程中的体制性缺陷是本轮债市上涨的原动力，由于存在经济体制方面的缺陷，导致许多环节的传导受阻，刺激了债市的上涨。笔者试从体制性缺陷的角度给本轮债市的上涨寻找缘由。

首先，体制性缺陷的表现之一就是我国的社会保障体制不健全，政府所提供的公共品缺失。具体表现在三大块，教育费用、养老保障和购房支出。三大巨额支出减少了即时消费，居民预期消费中，教育的市场化使得子女教育费用居高不下，为独生子女教育储蓄成为每个家庭的头等大事；现行政府养老金加企业年金制度方案面临巨大的财政压力，受到日益突出的人口老龄化的考验，人们不得不为将来作打算；另外在我国，由于福利分房的取消，住房的商品化加大了购房开支，基本上占到居民总收入的一半。体制性的缺陷导致居民消费信心减弱，致使我国的居民储蓄率激增，目前已位列世界第二。今年尤其是6月份以来，M2已连续三个月递增，巨额的存款给银行的资产配置带来巨大的压力，受到资本充足率硬性约束的影响而“惜贷”，过多的资金聚集到债券市场，给这一轮轰轰烈烈的债市行情提供了资金支持。

其次，对人们生活影响重大的住房和石油、煤炭等价格不能够顺利传导至CPI上，致使我们经常出现价格方面的错觉。8月份的CPI涨幅远远低于我们的感觉和市场的预期。衡量经济状况的CPI指标存在着缺陷，目前的CPI权重已经用了十几年，占CPI权重最大的食品为34%，参考目前我国的恩格尔系数(食品支出金额/生活总支出金额)为40%左右，CPI对食品权重设置还算合理。但是另一大头居住仅为12.5%，然而，目前受到“居者有其屋”的生存伦理的传承，购房占到了人们收入的三分之一，每月的月供成为居民开支中很重要的一部分。所以，笔者认为，CPI权重中这一比重过小，应该提高至20%左右。另外，目前的CPI对原材料和能源的价格也没有能够很好的体现，所以石油和煤炭价格的上涨并不能够很顺利的传导至CPI涨幅上。由于CPI权重设置的缺陷，我们觉得什么都在涨价，而CPI却没有涨，作为研究宏观经济和债市的重要指标连续6个月走低，为本轮债市的上涨提供了强有力的背景。

另一方面，在衡量价格总水平时，PPI并没有像CPI那么显眼，但仍是观察经济状况的一项重要指标。与今年CPI同比涨幅大幅回落不同(从2月份的3.9%下降到8月份的1.3%)，PPI回落则是缓慢的(一直徘徊在5.5%左右)，到8月份，CPI和PPI差距达到了4.1%，而去年同期的差距仅为3%。PPI无法将价格上涨传导至CPI，导致新增利润聚集于涨价幅度大的石油、煤炭。而大部分行业受到原材料价格的上涨产品出厂价增加，成本又无法传导至CPI，所以亏损严重，以至于出现商品的“结构性剩余”，为本轮债市的上涨提供了宏观背景。

本轮的债市上涨从更深层的角度来讲，和处于市场化过渡期的经济状况有着密切的关系。现阶段，推进和实现货币和价格政策传导机制的市场化成为金融市场化的当务之急，金融市场化应该有其他措施作为配套，社会保障体系的完善、农村消费市场的开拓和农民收入的提高是金融市场化的土壤。

由于体制的缺陷，导致央行的公开操作和窗口指导等货币政策不能够起到好的作用，也给债市的研究人员制造了障碍，虽然宏观面和资金面仍旧利好，但是考虑到无法合理传导至CPI的PPI和房地产的反弹因素，目前高位债市确实存在一定的风险，具有明显的投机性质。

文章来源：《中国证券报》

[\[推荐朋友\]](#) [\[关闭窗口\]](#) [\[回到顶部\]](#)

转载务经授权并请刊出本网站名

中国博士论坛

中国社会科学院  
保险与经济研究中心

IFB外商投资中心

IFB基金研究  
与评价中心



地址：北京市东城区建国门内大街5号 邮编：100732 电话：010-65136039 传真：010-65138307  
版权所有：中国社会科学院金融研究所