



您的位置：首页 - 文章选登

债市运行格局面临巨变(冯海天：11月4日)

文章作者：冯海天

通常情况下，我们讨论债券市场行情时多关注中短期因素，很少将长期因素考虑在内。这种分析方法现时看是正确的，因为债券投资每一步都需要实实在在地做出决断，这就使得我们必须将大多数精力与视线放在中短期因素上。或许我们还需要将视线扩大，以便通过对影响债券市场运行的长期因素进行分析来为投资决策提供参考。

#### 债市波动缘于宏观经济的波动

多年来出口和投资始终是中国经济发展的主要引擎，消费增长对经济的拉动作用则相对略小。出口方面，由于中国经济外向型特征明显，对外依存度高，国际经济环境尤其是美国经济环境对中国经济存在相当影响。同时，由于国内产出的大量商品用于出口而不是国内消费，国内消费始终难以得到充分刺激并发挥作用，在西方经济不景气时，产品无法外销而内需无法跟上，通货紧缩就容易产生。在投资方面，90年代以来投资增长是带动国内两次经济高涨(1993年和2004年)的主要力量，而大量政府投资则是中国经济平稳过渡(1998—2002年)的支柱力量。但是投资增长会出现超常现象，固定资产投资增长高涨时可达50%以上的水平，于是投资高速增长随之而来的可能是宏观调控。此时如果消费增长无法跟进，经济增长的波动将会十分剧烈。往往结果是，由于前期大量投资进入产后期后的产品无法找到消费客户，产品积压、销路不畅往往带来通货紧缩。

从以上分析可以看到，由于经济增长对投资和出口存在较大依赖，所以其波动性较大且存在通货紧缩的趋势，这正是近些年来债券市场运行的深刻宏观背景。投资、出口高速增长带来的经济高涨，是债券市场出现大幅下跌(1993至1995年，2003至2004年)的主要背景和原因，而在投资、出口增长低潮时期因消费乏力而产生的通货紧缩，则成为债市疯狂上涨的重要诱因(2001至2002年，2005年)，投资者的收益也在这种波动中起伏不定。

#### 债市运行格局将面临巨变

事实上，国内债券市场正面临着长远而深刻的变革。研读“十一·五”规划的精神，并观察近两年来国家经济发展政策衍变可明显感到，促进消费增长、使消费增长与投资 and 出口一道成为经济增长动力已经成为中国经济未来发展的方向。显然，这种变革将对债券市场未来运行产生深远影响。

前文已经分析到单纯依赖投资和出口容易造成经济波动加剧和通货紧缩，如果在未来国内消费能够有效调动并支持经济发展，则我国经济运行波动幅度将会减小，而前几年通货紧缩的阴影也将逐渐消失。从国家刺激消费的政策力度和近两年的效果看，消费增长成为经济发展主要动力的趋势越来越明显，我们有理由相信本次经济增长模式的改变将带来国内经济发展的全方位变革。

在宏观经济发展格局将发生重大变化的背景下，债券长期投资策略需要进行重新修订。首先，由于未来经济运行将更加平稳，债券市场的波动性将有所减小，未来债券市场将向稳定地提供现金收益、债券资产组合市值更加稳定的方向发展，像2003—2004年那样的暴跌行情可能性将有所降低，这无疑为债券投资者的福音。其次，消费增长使得类似1999—2002年通货紧缩状况的可能性大大减小，这必然支持一个收益率水平高于2002年的债券市场。综合以上分析，从长期角度看债券市场收益率水平将回到一个相对温和、与当时通货膨胀水平相当的市场水平，但这个市场水平比2002年收益率水平高的可能性较大，同时，未来的债券市场出现大幅波动的可能性减小，市场投资者面临的市场情况将比过去有所改善。这将是债券市场未来发展的趋势。

#### 长期看债市需有风险意识

经历接近1年的上涨后，目前债券市场收益率水平已经与2002年通货紧缩时期的水平大致相当，市场也存在对通货紧缩出现的预期。但从我们的分析看，未来的宏观经济发展局面不支持这一低迷的收益率水平，消费增长的拉动作用将令宏观经济更加稳定。当前的收益率水平从长期看是有较大风险的，债券市场明显存在着向下调整的压力，尽管这个压力不会在短期爆发。不管怎样，我们应当在收益率水平没有有效回升之前严格控制债券资产组合的久期，以防范在宏观经济转型过程中出现的利率风险。

文章出处：《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