



您的位置：首页 - 文章选登

债券市场对峙三大风险(何欣；10月12日)

文章作者：何欣

三季度，债券市场继续上涨。截止9月29日，沪市国债指数上涨3.14%，组合久期在5—7年的投资收益率最佳。IMF于2005年9月出版的最新一期《世界经济展望》中提出了世界经济面临三大近期危险，包括石油价格居高不下、贸易保护情绪上升和金融市场可能收缩等。对债市而言，三大风险并未形成短期市场风险。我们对4季度债券市场仍然持乐观态度，组合久期仍维持在5—6之间。

#### “中国制造”承受油价上涨

2003年8月以来，石油价格连续两年上涨，上涨幅度近120%，美国债券市场通胀预期的指标也出现反弹，8月份CPI同比增长也达到3.6%的水平，创出自2000年8月以来的最高点。国际社会关于全球经济进入滞胀的忧虑逐渐增强。

然而此次油价上涨与上世纪70、80年代的不同点之一在于，中国作为世界加工厂进入国际贸易领域，廉价的劳动力和相对低估的汇率水平，对平抑全球通胀不无帮助。此外，中国的油气政策使得炼油企业承担了大部分的原油上涨成本，向下游传递的比例并不高。尽管2005年中国工业企业利润同比增速下滑明显。但就绝对收益率水平来看，工业企业利润率仍然处于历史较高水平。所以，中国仍然能够作为原油的成本过滤器，承载原油价格上涨，并缓慢释放原油价格上涨的压力。

所以此次国际油价上涨，引起大幅度的通货膨胀和经济滑落的概率并不大。相对中国通胀而言，在粮食价格逐步回落之后，未来时间消费品价格指数可能主要表现在非食品价格的补涨。根据我们对CPI各分类的测算，石油影响CPI的比重不超过3%，而粮食价格的回落足以对冲这部分影响。总体来看，未来半年至一年内，通胀压力较小，整体水平大概在1.5~2%。

此外，由于最终需求(主要是消费)每年的增长速度仅有12%左右，而固定资产投资增长却以20%左右的速度形成供给，中国即将面临更加广泛的产能过剩，这对于以工业品为主要构成的PPI无疑更多的是下行压力。另外，PPI在2003—2004年上涨的原因之一是由人民币跟随美元贬值之后形成的输入型通胀，人民币的持续升值将在一定程度上抑制输入型通胀的上涨，这也有助于实现PPI的回落，估计4季度及未来一年PPI将逐步回落。

#### 贸易摩擦推动升值

始于7月末的人民币升值意义重大，央行摒弃了1997年以来绝对僵化的汇率形成机制，截至9月27日，人民币兑美元的收盘价格达到8.0920，较7月21日调整时的汇率升值0.25%。推动人民币升值的重要因素之一源自于2005年以来巨额的贸易顺差，以及这其中引起的中国与各国的贸易摩擦。

8月份是人民币升值之后第一个完整的贸易月份，中国进口增速突然提高，当月同比增幅达23.4%，高于7月份12.4%，显而易见，7月份人民币汇率升值是推动进口增长的重要因素之一，初步估计可能是前7个月的进口需求因较强的升值预期而被推迟，所以可持续性并不强。同时对进口贸易方式的进一步分析发现，一般贸易8月份同比增长由9%上涨到16%，加工贸易上涨幅度更大，从7月份当月同比增长15%变成8月份的30%。由于贸易顺差主要是由加工贸易带来的，因此进口的大幅增长未必会减少贸易顺差总量，事实上，8月份的出口增速也出现同比增长的迹象。

所以，未来一年的贸易顺差未必会因人民币的小幅升值而出现减少态势。我们预测，2005年贸易顺差总值在1100亿美元，而2006年的贸易顺差总值将超过1400亿美元，这样巨大的贸易顺差将推动人民币在目前的框架下持续升值。此外，如果以S=I+NEXP作为一国开放条件下宏观经济的粗略分析框架，中国目前的高储蓄或者由投资消耗，或者由净出口完成，在投资难以出现反弹的情况下，剩余资本更可能以长期贸易顺差的形式外借给别国(主要是美国)，而这种不均衡的调节办法长期是通过降低储蓄率实现，而短期则是以价格—汇率的调节来完成。这个框架历史上适用于日本，现在适用于中国。

#### 金融紧缩影响国内资金

9月21日，美联储第11次将联邦基金利率提高25BP，格林思潘在9月份连续两次提出对美国房地产业的泡沫评论，美联储的任务一方面已经转移到抑制通胀，另一方面也将重点从刺激经济转至防范金融风险。美国联邦基金利率期货暗示2006年中将继续加息至4.5%。美国利率大幅上涨的直接后果是提高美元资产收益并导致美元走强，并降低人民币的升值压力，当然也会对美国的消费和投资需求形成抑制，最大的影响可能就是联邦基金利率持续加息将推动长期利率上涨，增加房贷按揭利差，并直接影响到房屋按揭需求，提高抵押信贷的违约率。

美国利率持续提升最坏的情况就是房地产泡沫以崩溃的形式结束，房地产价格大幅下挫，美国经济进入衰退，进而引起美元的大幅贬值和资金的快速撤出，在这一阶段，对人民币的升值压力会突然加大，这对债券市场是利好因素。而后，随着美元汇率走稳以及高利率和美国发达的金融市场体系，国际资金将逐渐回流美国市场，并对国内市场资金有一定的收紧作用。当然，美国利率调升过程中，最大的可能是通过提高居民储蓄率、降低房地产投资等手段，逐步挤压泡沫。届时，将对国内资金供给形成一定压力。

#### 资金持续流入

自2005年年初以来，商业银行新增存、贷款差额增长显著，忙于股改和满足资本充足率的商业银行，在2005年的贷款增量上相当谨慎，支持固定资产投资的中长期贷款增幅在2005年首次出现低于20%的增长，存贷差在2005年前8个月保持了20%以上的增长，进入第三季度，涨幅甚至超过30%。尽管2005年三大国有商业银行资本充足率有了很大的提高，但股改和上市历程仍然漫长。此外，商业银行仍然要做好应对经济回落、坏账提升对资本充足率的负面影响，我们估计信贷增速在2005年直至2006年上半年仍然保持较低增速。

从美元和人民币的利差来看，目前美元的一年期LIBOR利率为4.4%的水平，而人民币的存款利率为2.25%，银行间外汇市场一年期远期汇率的保价约为7.84%（即未来一年升值幅度在3%的水平，实际上这是可能的），因此未来人民币一年的美元收益超过5%，高于目前美元的持有收益，而未来半年美元利率超过5%的概率并不大，所以，从资金成本角度考虑，外币资金流入境内的动力仍然较大。

根据上面的分析，三个国际风险中，贸易摩擦对债券市场而言是长期利好，石油价格攀升目前看尚不致引起通胀，但却可能对经济产生

向下的压力，唯有金融紧缩可能在未来一段时间影响国内市场的流动性，但需时至少半年时间。总体看，我们对未来半年时间内债券市场持乐观态度，保守估计债券的年化投资收益在4.5%左右。从目前债券市场收益率曲线状态来看，一年期内投资回报最高的区间在6—7年，我们继续推荐组合久期保持5—6年，期限配置仍然以哑铃型为主。

文章出处：《中国证券报》

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

转载请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