



您的位置：首页 - 文章选登

警惕债市未来资金面变动(林娜：4月21日)

文章作者：林娜

近一个月以来，市场一直笼罩在预期上调法定准备金率的悲观气氛中，高位盘整的债市不断受政策预期的冲击。

笔者认为，当前债市在遭遇政策敏感期的同时，已经很大程度地进行了流动性的自身调整。近期不排除会有趋紧的政策出台，其政策使用手段和力度将成为影响行情的关键因素。下半年或者年底，市场资金的实质性变动将成为影响行情的关键因素。窄幅震荡渐下行格局可能成为债市主旋律。

今年是“十一五”规划开局之年，一些重大项目投资要在今年部署，再加之去年新开工项目较多，投资增长自身动力强劲。一季度固定资产投资同比增长27.7%。4月14日，国务院常务会议明确下一阶段要把控制货币供应和信贷作为工作的重要任务。二季度央行有可能加大力度管理市场流动性。

货币供应来自两个渠道，一是贷款，二是外汇占款。我国货币供应从2005年初开始快速增长，主要原因是外汇占款增长的加快。2005年下半年，银行贷款增长也出现加快势头，一直保持在18%左右。货币供给的两个渠道增长的加快，一起推动市场流动性更加迅速的增长。

#### “多管齐下”治理流动性

短期内，央行将从控制信贷下手，控制市场流动性。央行的窗口指导可以说是一个最见效的手段，二季度央行很有可能首先采取窗口指导这一货币政策工具。定向回购和央票的定向发行是减缓信贷增长的有效手段。但这两种政策工具都属于数量型调控工具，其效果也是暂时性的。因此，不排除价格调控工具——法定准备金率的上调。

支持近期上调法定率的原因还有：首先，从发展中国家存款准备金率变动经验来看，法定率上调主要与货币供应量增加、通货膨胀压力加大有关。考虑到当前宏观经济发展势头良好（一季度GDP增长10.2%），此时上调法定率的政策出台对经济增长的冲击不会太大。其次，从法定率设置的原始目的——保证银行体系支付需要来看，银行处于金融制度和经济体制的双重改革中，为尽可能防范金融风险，一季度末的3%的备付率还存在上提空间。

而中长期来看，有效分流外汇储备将成为控制市场流动性的重要手段。去年，保监会部分放开了保险资金境外投资股票的限制。近期央行首度允许符合条件的境内机构可以从事境外理财。通过对微观经济主体用汇、购汇管制的放松，有效地起到了分流外汇储备的作用，缓解外汇占款压力。但是，这尚需一定的时间。

另外，继续开展央行互换业务短期内也能有效分流外汇储备。有鉴于去年11月份央行曾经一度进行了两次外汇掉期操作，所以不排除今年下半年再次进行该种操作。

公开市场操作将成为央行日常微调流动性的主要手段。通过合并央行和商业银行的资产负债表来看，以发行央票等对冲金融机构流动性，并不能减少广义货币M2。笔者不认同央行可能再次启动3年期等长期央票品种。今后公开市场的定位很可能是通过频繁滚动发行短期央票和回购，来进行市场流动性的日常管理，同时引导市场合理预期。

#### 上半年债市不会持续下行

当前及今后一段时间内，贸易顺差仍将会保持强劲增长态势，外汇储备将继续高增长。另外，资本项目下流入数额增长加快。一季度我国实际使用外资金额142.46亿美元，同比增长6.40%。贸易顺差、资本项下流入数额持续快速增长，有力地支撑了我国外汇储备的快速增长，进而支撑了国内市场资金面的持续充裕。

考虑到大力发展直接融资市场，债券投资品种的创新也将迅速发展。尤其是在控制不良贷款反弹、进而减速信贷高速增长的同时，企业资金需求缺口问题也不容忽视。有鉴于去年短期融资券的成功推出及发展，下半年在银行间市场可能推出融资期限更长的债券新品种。

#### 年底警惕资金面逆转

中长期来看，资金面的实质性变动将成为行情走势的决定因素。首先，随着汇率灵活性不断增强，资本管制逐渐放松，经济微观主体的外汇资金境外使用可能不断增大，这将造成国内流动性的减少。其次，大力发展债券市场，随着债券投资品种的增多，依靠债券自身发展来不断吸收市场流动性。

可以说，这两方面资金面的变动可以说是市场资金的实质性变动。这决定着今后行情变动的方向。

综合来看，窄幅震荡下行格局可能是今年债市的主旋律。上半年基本面不支持行情下行，而近期剧烈波动不利于债市的发展。近期央行有必要稳定市场的恐慌心理。从本周央票发行大幅度减少可见一斑。但是，这并不排除央行紧缩信贷、紧缩流动性的政策也同时出台。

资金面的支撑和债券市场发展的需要，央行也会尽量保证市场平稳过渡，紧缩性政策的影响程度未必强烈，债市还将以窄幅波动为主。中长期来看，债券市场有可能出现窄幅震荡的下跌走势。

文章出处：《中国证券报》

IFB  
中国博士论坛

中国社会科学院  
保险与经济研究中心

IFB  
IFB外商投资中心

IFB  
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