



您的位置：首页 - 文章选登

低利率仍将笼罩明年债市(张雪羊; 12月21日)

文章作者：张雪羊

2005年的债券市场在CPI下行和宽松的资金面推动下持续上涨，截至16日，交易所国债全价指数今年以来累积上涨11.65%，收益率平均下降约161个基点。2006年债市基本面和资金面较2005年不会有太多变化，央行货币政策将会在权衡低利率环境和M2合理增速的过程中演绎。投资者需要密切关注央行操作，判断央行目标选择，关注短期内存在的潜在机会和风险。

高储蓄率决定真实低利率

利率主要决定于投资需求和储蓄供给的均衡位置，几十年来，我国的最终消费率(1-储蓄率)一直保持在60%左右，远低于世界75.3%的平均水平。

那么我国如何消化如此高的储蓄率呢？有三种方式可选择：首先，通过贸易顺差消化高储蓄率，这种模式可能减少其他国家的就业机会，容易引起贸易争端；其次，通过对外直接投资，即资本项目可兑换来消化高储蓄率。此方式可以为其他国家提供就业机会，不容易引起国际争端；再次，在封闭的环境下消化高储蓄率，可以演化成多种路径，政府主导，将储蓄率消化到基础设施建设上来，或者浪费高储蓄率，投资效率低下，最后一个结果就是产能过剩，资本利用率低下。

不同消化高储蓄率的方式对利率水平有不同的影响。我国正处于通过贸易顺差消化高储蓄率的阶段，而且这种方式正面临着他国的挑战，其下一步演化是汇率升值、贸易减少，还是加大对外投资，抑或是几年后消费率上升？这些都存在可能性。从追求稳定的政策出发点看，这些变动一时间都难以实现，我国高储蓄率还会维持一段时间，这决定了我国中期处于低利率环境。

CPI预期决定名义利率变动

高储蓄率是决定真实低利率水平的主要因素，而名义利率除了受高储蓄率影响之外，也会受到通货膨胀预期(CPI)的影响。

影响CPI的因素很多，从需求角度看，物价上涨本质上是一种货币现象，对CPI影响最大的应该是M2的增速。统计上也显示M2对滞后12个月的CPI影响最大。所以，M2增速可以简单的用来预测CPI的走势。单从M2增速看，2005年1-5月，M2增速保持在15%的央行调控目标之下，6月份之后，M2增速连续6个月超过15%，11月底，更是达到18.30%。从M2对CPI的滞后传导看，我们对2006年CPI同比涨幅初步判断为CPI走势将前低后高，预期全年CPI均值为1.30%，预测标准差为0.9%。如果以2005年的平均偏差来调整的话，预期2006年全年均值为1.84%。

除了需求角度，更为全面的考虑CPI还得考察消费者的偏好变动和消费品的供给情况。总体而言，食品类价格有望保持稳定，非食品类消费品价格2005年7月涨幅达到最大，之后月同比涨幅维持在1.2%的水平，全年物价有望在2%以下。

在汇率与利率中权衡

资金面宽松一方面是我国高储蓄率的现实反映，另一方面，持续增加的外汇占款造成央行被迫投放基础货币，市场流动性过于宽松。

央行为配合汇率改革步伐，扩大套汇资金的成本，在一段时间内也刻意保持低利率环境，在美联储持续加息的背景下，利差扩大进一步抑制热钱流入；但是，央行抑制热钱的同时，也带来了M2超目标增长，带来潜在通胀风险、商业银行投资收益过低等负面影响。

在10月中旬，央行提示利率风险，并多周持续大规模回笼市场流动性，表达了回笼流动性的决心。但是，央行的大规模回笼，效果并不明显，11月份的M2同比增速还是18.30%，大规模的资金回笼使市场短期利率急速攀升。面对两难困境，近期央行公开市场操作净回笼规模开始减量，央行转而依赖于发行定向票据和货币掉期来回笼资金，央行票据发行利率稳中有降，债市也连续走高。

我们曾在11月初，估算过央行要保持年末M2的17%增长目标，11月和12月两个月需要单周净回笼的资金量约为615亿元。实际上，11月初到12月16日7周之内，央行通过公开市场操作、发行定向票据和货币掉期，共计净回笼资金约3248亿，周净回笼量约为464亿。从央行的操作和言论看，虽然公开净回笼规模下降，但是私下净回笼还会进行。

2006年，回笼流动性、保持M2平稳增长和保持一个低利率环境、配合人民币缓慢升值，依旧会是央行货币政策的两个目标，只是在不同的市场环境下，央行会侧重不同的政策目标。

关注央行操作动向

央行等高层一致认为高储蓄率才是我国许多经济问题的根源，特别是在汇率被逼升值，贸易顺差可能减小的情况下，为保持经济快速稳定发展，促进消费是当务之急。财政部也表示，下一步财政政策将倾向于促进消费，通过增加收入或者税收杠杆加以调节。政府部门大力促进消费的政策，可能弱化对债市的支撑。但是考虑到拉动消费不比拉动投资那么简单，促进消费的政策实施效果会比较迟缓，而且我国多年以来，最终消费率都不是很高，这种状况短期内难以改变，高储蓄率对债市依然构成支撑。

2006年M2增速会有所降低，但是在固定资产投资增速下降的情况下，资金可运用渠道狭窄依旧会给债市以资金面上的支撑。2006年CPI将前低后高，全年有望保持1.84%的水平，特别在上半年CPI会持续较低，对债市构成支撑。2006年第一季度，债市基本处于发行真空期，二级市场需求会较为旺盛。综合判断，2006年债市基本面和资金面比较稳定，投资者需要密切关注央行目标选择和操作变化。

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

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