



您的位置：首页 - 文章选登

债券市场将维持强势(孙键等；12月29日)

文章作者：孙键 李嘉 范南

物价走势

粮食价格将进入下降周期。根据农业部预测，中国2005年粮食产量可能达到4.80亿吨，比2004年提高2.3%，在连续两年粮食增产的背景下，2005年粮食价格开始持续回落，2005年CPI中粮食价格同比增长预计只有1.8%，粮食价格同比已经连续8个月负增长。考虑到粮食供需状况以及国际粮价的走势，预计2006年粮食价格增长将继续回落。

核心CPI有望继续小幅攀升。影响核心CPI的主要有8大类商品和服务，我们将其分成耐用消费品、服务类以及政府管制的公共事业类分别分析。总的来看，尽管调价压力较大，但资源类商品价格将在政府管控下稳步提高；服务类商品价格受到工资和消费上升的影响也将有所提高，预计核心CPI持续攀升的趋势仍将维持，考虑到涨价商品所占的权重因素，核心CPI的攀升将是小幅的和温和的。

从货币供应量分析，尽管受到居民储蓄和企业定期存款过快增长的影响，M2增速连续数月超过央行调控目标，11月的M2的环比折年率达到22.4%的水平，显示经济潜在的通胀压力较大；然而由于M1增速维持低位，显示现实的通胀压力并不大。从历史数据的回归中也可以看出，影响CPI的货币因素中，领先6个月的M1增速相关性更强；同时，M1与M2增速之差与CPI的反向相关关系也预示着CPI难以大幅走高。

总体上，我们认为2006年物价窄幅波动的趋势确立，预计CPI总体涨幅在1%左右，在月度走势方面，将呈现前低后高的态势；在粮食价格走低的基础上，政府调控类与服务类商品的价格将有所上涨，推动核心CPI小幅上涨；非粮食类食品价格的波动将是造成CPI波动的主因。

货币政策与汇率走势

2005年央行的货币政策对于债券市场走势的影响是巨大而直接的：央行保持基准利率稳定，降低超额准备金利率和进行人民币小幅升值直接推动了债券市场的大幅走牛，同时10月份对于利率风险的提示又促使了债券市场的快速回调。

2006年央行的货币政策将继续在权衡完善汇率改革和调控国内经济两个方面进行平衡。一方面，汇率改革和人民币升值的预期压力需要保持较低的利率水平；另一方面，过低的利率对于银行的利率风险和央行货币政策的传导将产生不利的影响，理想的情况自然是将短期利率水平保持在央行较为认可的区间内。

从日前央行向大行定向发行央行票据的利率水平看，1年期央票1.7%-1.8%的利率水平既能覆盖大行资金成本又不至于对经济造成不利影响，同时也可以与美元保持一定的利差，我们预计1年期央票的利率均衡水平将维持在这个区间。

2006年到期央票和回购在17000亿元以上，分布呈现中间低两头高的态势。央行将适时调节资金量分布，从目前的手段上看，将兼顾公开市场和非公开的货币互换和定向票据等。

汇率改革方面，预计2006年的贸易顺差仍然维持较高增速，外汇占款数量难以降低和庞大的外汇储备的局面将给央行和政府带来更大的压力，人民币汇率改革和向均衡回复的过程有望加快。

债券市场走势

2005年，受宏观面以及资金面等多方面因素支持，债市总体上呈现持续上扬的走势，上海证交所国债指数由2004年底的95.61点上升到12月14日的108.58点，整体涨幅在13.6%，整体上呈现明显的牛市。收益率曲线大幅下移，各个期限债券品种收益率下滑均在100个基点以上。

今年债券市场的波动大致可以分为三个主要阶段：

(1) 从2004年底--2005年8月初。债市在先后受到物价指数走低、一季度债券发行真空和保险资金对05国债01的追捧下中标利率低于预期的影响，开始逐步走出加息后的阴影。之后CPI继续出现明显的回落走势，但固定资产投资增速反弹和房地产泡沫影响了市场情绪，市场出现短暂调整；之后央行于3月中旬降低超额利率，直接拉低了短期利率，债市牛市格局确立。交易所国债指数由2004年年底的95.61点上升到2005年8月2日107.55点的阶段高点，上涨12.49%。

(2) 8月初至10月中旬。在7月下旬人民币兑美元一次性升值2%、汇率改革之后，央行出于汇改的考虑，维持较低的利率水平，促使债市在充裕资金推动下于10月20日达到年内高点109.71点。期间在8月中旬由于对宏观面以及资金面出现变数的担心，长期债收益率出现了20个基点以上的回升。

(3) 10月下旬至今，在央行行长提示长债利率风险后，四大行连续抬拉央票利率，1年期央行票据招标利率快速回升了近50个基点，债市出现急速回调。跨市场中期债券领跌，收益率平均上升50个基点以上。

回顾2005年走势，基本面的利好始终没有发生大的逆转，资金面和政策面配合市场造成了市场的波动，债市2005年演绎了一轮大的牛市行情。

展望2006年，从总体上看，在宏观经济对债市利好和央行货币政策的基本稳定下，利率水平难以大幅提升，债券市场总体上有望维持强势。

从宏观面上看，经济回落的前景、物价稳定的趋势与人民币向均衡水平回归的过程在持续，信贷紧缩与银行股改的进程在持续等因素

使得债市的基本面仍旧强劲。但债市走势的波段操作却更加难以把握，根据物价走势和汇率改革的进程，综合考虑，我们倾向于认为，明年债市走势将前高后低，2006年3季度债市将在基本上出现变化。主要是出于两点考虑：一是如果考虑到银行今年强劲的盈利和补充资本的进程，明年下半年银行上市的进程可能完成，资本充足率对于信贷的约束将有所减轻。银行的债券投资的资金面可能发生一定的变化。二是由于基数的关系，预计CPI同比的月度走势下半年将高于2季度，同时明年下半年随着出口的再次加速，宏观经济可能趋于回暖，对于债市的走高产生一定的抑制作用。

文章来源：《上海证券报》

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

转载务经授权并请刊出本网站名

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