



您的位置：首页 - 文章选登

后CPI下的债券市场(杨宏亮；11月25日)

文章作者：杨宏亮

今年以来，伴随着CPI的走高与反复，债市走出了一波上涨下跌都极为强劲的行市。随着年内CPI悬念的逐步解开，以及央行窗口指导效应的逐渐平息，债市的未来变动需要新的理由。

央行政策取向尤其值得关注

央行总体政策取向是预调和微调，包括六个方面：保持货币信贷适度增长；落实利率市场化；信贷投放以结构为导向；金融市场建设和金融工具创新；金融体制改革；人民币汇率稳定，增强市场机制。总体上看，央行政策取向以稳健为主，将主要通过数量工具进行调控，而不是通过价格工具，升降息的决定将更为注重CPI中隐含的一些市场化及非市场化因素。

我们认为，央行对固定收益市场通过数量手段进行调控的主要依据将会是以下三个方面的因素：

第一是人民币升值压力。人民币升值长期趋势是确定的，但是目前我国的企业及整个经济结构尚不足以抵御人民币大幅升值的负面影响，因此央行必然会采取各种减轻人民币升值预期的手段，减缓升值步伐。目前来看，央行将会通过公开市场操作，维持国内利率与国际利率一定的利差水平。亦即如果人民币升值预期有所弱化，那么央行将会回笼多余头寸；如果人民币升值预期强化，央行将不得不对冲，从而释放更多头寸。目前美国连续加息，也为央行调高货币市场利率打开了空间。

第二是CPI走势。由于我国CPI包含一些国家指导性定价产品，因此不能真正反映居民消费价格水平的波动。央行目前也意识到这一点，在利率调整或公开市场操作时将会充分考虑到这一点，因此由于指导性产品提价所引致的CPI的上升，央行动用价格工具的可能性几乎为零。

第三是投资增长。尽管自宏观调控以来投资增速有所下降，但依然保持较高的增长水平，并且将与“十一五”规划的起始年耦合，因此政府在宏观经济上采取什么样的政策将极为重要。虽然各部委都强调要结构调整，但政治因素极有可能带动民营资本掀起一轮新的投资热。投资增速将成为央行重点考虑的一个方面。

CPI将成为隐性因素

CPI在10月份的变化主要原因是蔬菜价格同比增幅达到17.5%，重复了7月份CPI的突变。从历史经验来看，后两个月的环比都会保持一定水平，因此预期年底前CPI同比都会有略微上升，目前这已经成为市场的共识。因此，只要CPI没有较大的变动，年底前市场走向将会淡化这一因素，而更多地会受到央行政策、市场主体行为以及汇率预期等因素的影响。

市场机会需要耐心寻找

我国债市目前已经较为清晰地形成了三个细分市场：短端市场，主要投资主体为货币市场基金、短债基金及一些短期配置的保险资金；中端市场，主要是5年左右的，符合商业银行的需求；长端市场，寿险资金及其他长期投资机构的长期配置需要。

在一个基础因素将被市场明确预期的市场，机会将在不同细分市场中产生，也就是说，不同的细分市场将有可能确定自己的参照系，并围绕参照系上下浮动。当然不排除投机者进行一些利差操作。

就短端市场而言，由于短期市场的投资者主要目的在于获得比存款利率更高的收益，因此当短端利率上升到足够吸引这些稳健型投资者时，货币市场基金和短债基金将会积极介入，因此可以以一年期存款利率为参照系，判断投资价值。一年期存款税后利率为1.8%，一年期央票利率1.6%左右，两年期国债利率接近2.6%，已经达到较短期限债券基金构建投资组合的要求。可以说目前的短端收益率将会形成比较大地支撑。

中端市场方面，商业银行的需求集中于五年左右的中期债，从利率期限结构上来看，形成了一个明显的凹形，商业银行的需求决定了中端债券的投资价值，参照系将视乎商业银行的资金成本和资金充裕程度，需要关注他们的底线。

至于长端市场，由于长端风险较大，因此除了作为长期投资以及负债匹配外，应积极寻求收益率相对较高的品种。

总体策略上，预计主导因素将是美国经济增长率---美国利率---我国经常项目顺差---央行回笼投放力度---商业银行行为，因此关注美联储的升息以及我国经常项目顺差将是一个提前指标，并以央行货币回笼速度来进行验证。从目前来看，10月份经常项目顺差又创历史新高，进一步加大人民币升值压力，预计央行的净回笼将会减缓，对债市形成较大支撑。

文章出处：《上海证券报》

[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