

债市中长期向好，年底前温和乐观

张妍 2006年11月

近两年的债市很有意思。2004年10月底的加息，不仅没有造成债市下跌，反而打响了债市大涨的发令枪。今年在犹疑和观望中，债市经历高位整理后不改升途。特别是8月份加息后，债市不仅没有像人们担忧地那样掉头下跌，反而在短暂调整后继续攀升，中国债券总指数、银行间债券指数及上证国债指数连创新高。

实际上，债市如同股市，在宏观经济、金融发展和企业制度的催化下，虽不免波动，但难改长期向好趋势。经济强劲增长趋势、复杂矛盾下经济协调发展趋势、外围经济可能放缓的趋势，支撑债市中长期向好。年底前温和乐观。

（一）经济持续强劲增长推动债市长期向好

首先，宏观调控目前已经初见成效，固定资产投资、贷款增长速度、货币供应量等都有了较大幅度的回落，很大程度上降低了经济硬着陆的风险，缓解了紧缩政策对债市阶段性的负面作用。

其次，人民币升值压力下，复杂矛盾中经济协调发展趋势，决定了外贸顺差短期内难以逆转。例如：外汇占款持续增加是“资金水涨，债市船高”的根本原因，而形成外贸顺差的主要原因大多是长期因素，包括：国际间产业转移的趋势；中国超高储蓄率和强势美元下的美国与中国经济结构失衡；国内既有加工生产能力和持续就业压力，难改加工贸易、外商投资企业、低成本竞争为主的贸易格局；内需增长缓慢、贸易壁垒制约下，进口增幅有限等。

再有，2006年密切反映美国经济基本面的诸多指标出现回落迹象，美联储已停止加息，引发世界经济放缓的忧虑，可能令投资需求再度成为拉动经济增长的主要动力，在一定程度上弱化了国内宏观调控的紧迫性，利好债市。

（二）衍生工具改善赢利模式

2006年批准试点的利率互换展示了债市避险套利的新模式。例如：在5-7月份的债市调整中，5年左右的国开浮动债利差水平从3月底“06国开02”发行时的48个基点，直接跳升到5月中旬“06国开08”发行时的70个基点。如果在二级市场上卖出，利差损失超过30个基点，价格损失超过1元；但如果做一个5年期限浮动利率换入固定利率的互换交易，就构建出一个5年期限，年收益率为3.62%的固定现金流，远高于当时银行间市场5年期金融债3.35%左右的收益率水平，能令持券机构扭亏为盈。7月份，这类5年期互换组合的收益率更是高达4.5%，比同期固定债高25%，比国债高50%。目前国开行和中行作为做市商，

以 7 天回购利率为互换基准，每日在彭博系统连续报价和交易。尽管受交易主体和市场流动性等因素制约，互换交易还处于发展初期，但随着债券市场快速发展，互换交易能在子市场之间带来的套利机会将越来越多。

另外，继股指期货后，利率期货也是明年有望推向市场的重要衍生工具，将在挑战投资人风险管理能力的同时，提供更多赢利空间。与股指期货类似，利率期货将提供“双向赢利”模式（即使债市阶段性单边下跌，同样可以赚钱），分散和转移利率风险，降低交易成本，提高市场信息利用效率和价格发现效率。

（三）信用产品发展潜力巨大，开辟新的赢利方向

目前债券市场发行成本远低于银行贷款利率，对企业的大量资金需求形成强大吸引力，构成了信用产品快速发展的巨大潜在空间，因而为投资人开启了信用风险溢价收益的机会。

06 年上半年，短期融资券迅速增长，发行规模已接近去年全年水平。其间发行人的行业背景更加多样化，信用风险溢价明显。1 年期短期融资券信用息差加大分化，06 年 9 月中旬，短期信用评级次之的“A-1”比短期信用评级最好的“A-1+”平均溢价 45 个基点左右；整体发行利率约为 3.55%-4.00%，明显高于同期限央票 75-120 个基点。因而，在控制信用风险的基础上，即使考虑税收因素，依然可以获得较高收益。

另外，正在研究试点中的资产支持商业票据(即 ABCP, asset-backed commercial papers)，与短期融资券一样，仅需央行审批，不需要发改委的审批，但期限可长达 10 年。预计结束观察期推向市场后，将同短期融资券一样快速发展。

再有，企业债发行频率加快，上半年发行量比去年末增长 77.06%；其中新增了地方企业债品种，发行量超过了同期中央企业债。

同时，资产支持证券也在积极试点和培育中，未来持续发展空间巨大。

（四）债市年底前温和乐观

在非常充足的资金支持下，宏观调控初见成效、通货膨胀水平仍然较低、美联储停止加息，缓冲了后续的紧缩政策，令年底前的债市温和乐观。

首先，宏观调控目前已经初见成效，固定资产投资、贷款增长速度、货币供应量等都有了较大幅度的回落，与此同时，发改委等部委通过项目清查等形式进行的调控仍在继续，则就大大降低了四季度货币紧缩的必要性。

其次，通货膨胀水平仍然较低，1~8 月份的 CPI 只有 1.6%，低于许多研究机构的预测值，预计在四季度通货膨胀仍十分温和。

第三，从资金供给来看，存款快速增长，贷款受到抑制的状况在四季度不会明显改变，

商业银行的资金仍然不得不投资于债券市场。同时，尽管国家采取多种措施降低贸易顺差，但是在 3 季度贸易顺差仍然创出了新高，导致外汇储备增长迅速，从而带来更多地外汇占款，资金供给非常充足。

第四，随着美联储停止加息，央行为保持必要的中美利差，将仍然采取措施稳定市场利率水平。