



中国社会科学院金融研究所

金融论坛

2006 年第 44 期(总第 156 期)

2006 年 12 月 25 日

债券市场回顾及展望

中信证券资本市场部 高占军

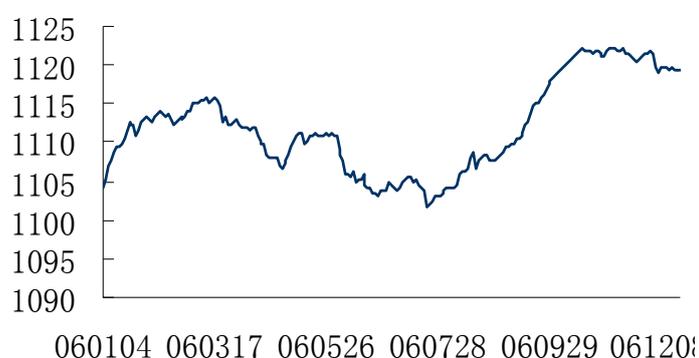
盘点过去一年的债市，首先要回答的问题是：2006 年中国债市涨跌如何？这个问题看似简单，但若分别考察指数涨跌和收益率高低变化，却又很容易使人迷惑：如用指数衡量，债市涨了，而用收益率测度，则债市总体跌了——二者似乎在同时讲述不同的故事。而实际上，对于 2006 年的债市，并不宜单纯以涨跌考量，在经过了“两起两落”之后，全年呈宽幅震荡格局，波动性比较大——这也就是指数和收益率指标之所以反向变动的真正含义所在。影响 2006 年债市的主要因素，大体包括如下几个方面：一是宏观经济预期变化；二是股

票市场走好分流债市资金并影响回报预期；三是国际收支不平衡引致流动性过剩；四是金融机构改制上市后其行为模式因之改变。除此之外，市场的走势也打上了浓重的政策烙印：两次上调存贷款利率、四次上调法定存款准备金率（包括上调外汇存款准备金率）、四次定向发行央行票据、对银行信贷的窗口指导和对投资项目的严格管控等。本文将回顾刚刚过去一年债市的起起落落，分析其运行轨迹及影响因素。展望 2007 年，受多重因素的影响，我们认为债券市场的波动性较之今年，将进一步加大。

一、涨了还是跌了？

比之 2005 年的“波澜壮阔”，2006 年的债市经历了“两起两落”：年初先是惯性上涨，至 3 月中旬达到全年的第一个高点；随后便大幅回落，持续的时间长达 5 个月之多；至 8 月初止住脚步后，又经历了近三个月的反弹；自 11 月初达到年内第二个高点后，开始震荡下行——由此看，全年债市走势可谓阶段分明，两个低点分别为 1 月初和 8 月初，两个高点则分别为 3 月中旬和 11 月初。

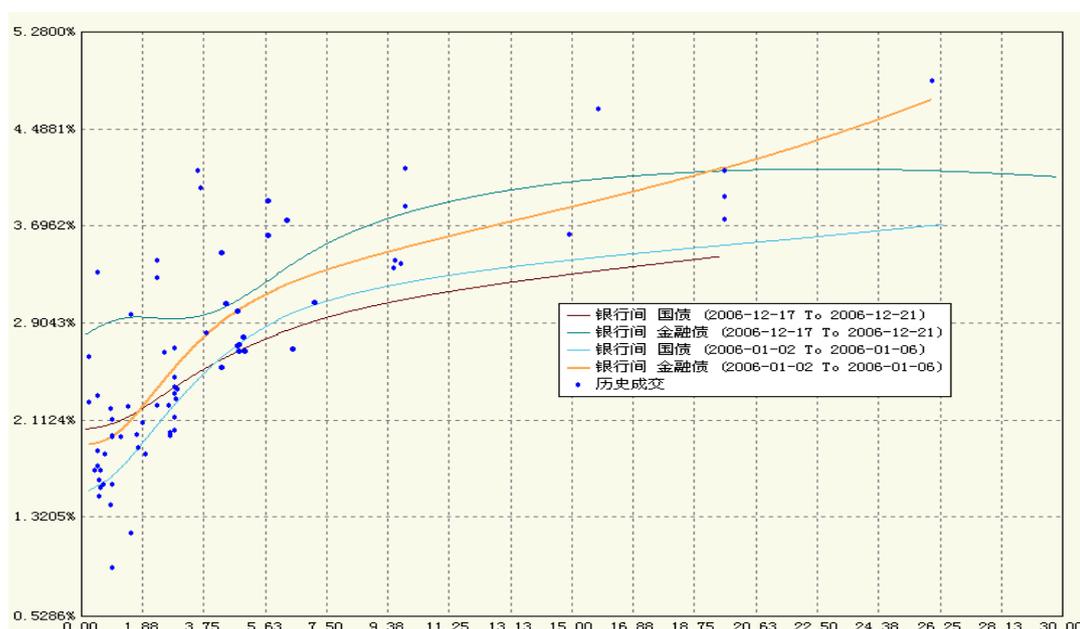
那么总体看，债市涨了还是跌了？若从债券指数的变化看，债市是涨了：中信标准普尔全债指数年初的点位为 1104.11 点，而年底（12 月 20 日）为 1119.51 点，上涨 15.4 点，升幅 1.39%。参见图 1。



资料来源：中信证券数量化证券分析系统。

图 1 2006 年中标全债指数走势图

单看指数，仿佛 2006 年市场走得还不错，若再看收益率，则又不尽然。用指数能够大体描述全年的市场走势，但并不能完全反映利率的期限结构变化，二者呈现出较为明显的不一致性。以银行间国债为例，其收益率曲线头部明显上升，幅度平均达到 35 个 BP，而中后端则有所下降，平均为 11 个 BP，年初和年底的曲线恰在 4 年的期限点上形成交叉；银行间金融债券则是整个收益率曲线的重心均有上升，且上升的幅度较大，前端平均为 55 个 BP，中后端则平均为 20 个 BP。



数据来源：北方之星债券分析系统。

注：本图剔除了个别交易异常点，以客观反映收益率的变化。

图 2 2006 年银行间国债和金融债收益率曲线变化图

这样来看，如果用指数来描述 2006 年债市的表现，是涨的，而若用收益率曲线的变化来揭示，则总体是跌的。指数和收益率指标反向变动的真正含义，实际上是揭示了当年债市宽幅震荡、波动性较大的特点——这也正是我们从全年的债市起落中，所能够清晰观察得到的。

二、债市的“起”与“落”

2006年3月中旬之前的债市上涨，大体可以认为是上年度的市场惯性使然。然而，自3月份达到阶段性的顶点后，债市逐级下跌，利率的期限结构整体上移，并呈现出水平位置大幅提高，倾斜度变小，弯曲度不再明显突出的重要特点；而长期以来存在的一、二级市场利差，经过此番调整后，也逐渐收窄，以至消失。这种状态一直持续到8月初。

归根结底，是主导债市的力量正在发生重大变化。

第一，2006年上半年，货币、信贷和投资等各项指标持续大幅上升。在此背景之下，市场担心经济热度增加，并促使央行采取紧缩的货币政策。实际上，早在2月份，当时公布的1月份相关数据，便已引起部分机构的关注。其时正值市场狂热，众多参与者仍在热衷于抢券，搏取价差。自3月中旬开始，央行开始加大了公开市场业务操作的力度，收缩流动性；而4月下旬上调贷款利率、7月5日提高法定存款准备金率，均可视为此系列调控手段的自然延续。

第二，周边市场表现良好，对债市也产生很大冲击。2006年股票市场一路高歌，吸引了大量资金介入。沪深交易所股票开户数大增，客户交易结算保证金显著提升，以及居民储蓄存款增量迅速减少，均是直接写照。随后，6月5日中工国际上网发行，标志着事隔一年多之后，IPO终于开闸，股票一级市场投资机会再现，促使相当部分原本沉淀在债市的资金，转战新股申购市场。大致算来，去除申购资金成本，连续申购新股的年收益率可达10%，远高于债券市场的收益率水平。结果，股票一、二级市场机会的次第出现，导致大量债市资金分流。

第三，债券收益率曲线的形状变化，则与不同债市主力机构的动向直接相关。在此阶段，债市虽然总体下跌，但中、长期债券下跌的幅度较之短期品种，并不算大。归纳起来，商业银行对中期品种的偏

好以及保险公司对中长期品种的喜爱，帮助债券收益率曲线的中远端，保持了相对稳定；而货币市场基金为应付大规模的赎回压力而被迫减持短债仓位，则对当时债券收益率曲线短端的上移，起到了推波助澜的作用。

进入 8 月中旬，债市终于从此轮下跌行情中缓缓走出，并企稳反弹。在我们看来，债市之所以企稳，主要原因如下：

第一，央行通过对央票发行连续采用数量招标方式，来稳定市场利率。控制流动性和适当引导市场利率水平，是央行公开市场操作的两个主要目标。此前数月，货币市场利率一路攀升，虽系多方原因促成，但央行对流动性的收紧和利率上升的放任，也起了相当作用。至 7 月底，具基准性的 7 天回购利率升至 2.68%，3 个月、6 个月和 1 年期央票利率分别升至 2.38%、2.60% 和 2.90%，1 年期短期融资券发行利率则逼近 4.0%。在此背景下，自 8 月 1 日起，央行在央票发行中，连续对 1 年期品种采取固定价格、数量招标的方式。此种方式在央票发行中，实际上久已搁至未用；其重新启用，被视为突出体现了央行稳定市场利率的强烈意愿。

第二，自 3 月份开始至今，债市收益率连续 5 个月逐级走高，至目前水平后，对部分机构的吸引力开始显现。另外，因资产配置要求，一些机构对债券资产的需求增加；比如，对银行而言，主管部门对其贷款控制增强，但其新增负债资金总要寻找去向，回归债市是必然的选择。

第三，物价指数增幅意外下降。7 月份，因肉禽及其制品、鲜蛋及鲜菜价格大幅下降，7 月份消费物价指数(CPI)同比增长仅为 1.0%，大大低于市场预期；而环比则回落了 0.3%。这对于债券市场而言，不啻为一个惊喜。随后数月的物价走势，也稳定低位运行。

第四，流动性非常充裕。因国际收支盈余持续处于高位，央行被迫投放基础货币以维持汇率基本稳定，导致资金宽松。

需要指出的是，即便央行于8月18日“出其不意”地再次加息，也没能改变债市反弹的势头。此次加息后，债券市场在短暂调整后便迅速恢复，一方面体现出短短数月，市场在连续经历了两次加息、两次上调存款准备金率及多次定向发行央票之后，有利空出尽的心理预期，同时也说明当前市场资金依然非常充裕，机构的配置需求相当旺盛。当然，客观评价，央行此次加息与其此前通过数量招标稳定市场利率的操作，似全然矛盾，前后传递的信息，落差较大，极易使市场产生误解。

为减少流动性过剩的负面影响，巩固宏观调控的成果，央行于11月3日再次上调存款准备金率；此次上调并非差别调整，而是对各类机构均一视同仁。在存款准备金率宣布上调后三周左右的时间里，债券市场收益率变动有限，而货币市场利率却有大幅上升，代表性的银行间7天回购定盘利率由政策宣布前的2.42%，上冲至准备金缴款当天11月15日的3.68%，创下三年来的新高，而整个银行间回购加权平均收益率，则由2.33%提升至3.59%，幅度超过120个基点。

由此，导致债券市场与货币市场利率出现了明显背离。如银行间7年期国债收益率仅为2.72%，比1年期央票二级市场收益率2.80%略低，而较7天回购利率低出的幅度则高达近100个基点。

可能的原因之一，是各机构超额存款准备金率已达到较低水平。据统计，金融机构的超额存款准备金率一直呈下降趋势，6月末平均为3.1%，8月末降至2.34%，9月末为2.52%，10月末又有下降，如上海中资商业银行的超额存款准备金率即较上月下降0.23个百分点。当然，不同行又有区别，一些中小商业银行超额存款准备金率低，其中部分机构通常充当资金净融入方，对这些机构，压力较大，引致短期内对资金的争夺。

可能的原因之二，是股票、债券的集中发行，吸引了大量资金。在准备金上缴当周，有马钢55亿元的分离交易转债和140亿元的铁

道债券簿记申购，有多只国债和政策性金融债招标，同时还有多只新股发行。虽难具体量化，但这些因素对资金头寸的影响，无疑非常显著。

可能的原因之三，是部分市场机构此前较多运用了财务杠杆，为维系资金链条不至断裂，导致出现一时的流动性紧张。

除上述原因外，背后或许也存在某种尚未引起普遍关注的结构性的变化，包括银行体系的脱媒现象开始出现等。

货币市场利率在高位持续了大约三周左右的时间，便回落至正常水平；而在此过程中，受货币市场利率高启、物价指数上涨及市场预期央行可能再次出手收缩流动性等因素的影响，债券市场利率悄然上升，这种态势进入十二月份也未改变。

三、“十二月效应”的启示

历史上，债券市场有一个著名的“十二月效应”，即在每年的十二月份，债券市场一般都会上涨。以美国为例，统计数据显示，在过去的16年里，10年期国债在12月份上涨的次数高达13次之多。反观中国，这种效应也表现得非常明显，2001年以来，债券市场在12月份大都出现上涨，即便是在货币市场利率唯一明显上升的2002年和动荡不定的2003年及2004年，12月份债市的表现也相当平稳。以此来看，债市“十二月效应”确实存在，中外莫不如此，但原因可能有所不同：在美国，机构投资者出于安全考虑，多选择在此时进场购买国债，以锁定全年的收益或止损；而在中国，则是此时头寸宽松，而机构的交易动机减弱。这表明，债市在12月份不幸出现下跌的情况，应该只是小概率事件。

这种小概率事件在2006年是否即将发生，还不得而知。以目前的情况看，在近期资金非常宽松、货币市场利率一路走低的情况下，债券指数却在逐级下跌，当然幅度并不很大——收益率的上升在银行间市场平均为7个BP，在交易所市场则达到15个BP；曲线远端上升

幅度大于前端。非但二级市场收益率上升，在一级市场，债券发行利率也是看高一线；12月13日财政部今年最后一期国债发行，期限3个月的固定利率产品，参考收益率高达2.17%，比预期高出足有20个BP。

债券市场近期出现下跌，是有原因的。一是货币政策预调。央行于12月11日再次使用数量型货币政策工具，向银行间市场的一级交易商定向发行票据，以收缩流动性。这是央行今年第四次定向发行央票，规模为1200亿元，大体相当于上调一次差别存款准备金率。与前三次不同的是，此次定向发行央票，不是惩罚性的，因此利率也随行就市，与公开发行的一年期央票相同，均为2.7961%。在我们看来，此次举措，从时机上看，再次体现出未来货币政策的“预调”特点，值得关注。二是近期新债集中发行，包括国债、政策性金融债、商业银行金融债、银行和保险公司次级债、短期融资券、企业债和资产证券化产品等。此番债券的集中供应，多少有些令投资者迎接不暇。三是有包括广深铁路在内的多只新股发行，共冻结数千亿元资金，而市场预期中国人寿也将于月底开始申购，登陆A股市场。四是受股市上涨行情影响，资金继续分流。明显的迹象之一是新基金发行火爆，如嘉实策略增长基金在两天的时间内，发行规模达到419亿元，创下了中国基金历史上的最高纪录。

因影响资金流向和回报预期，上述因素确实在一定程度上，促成了此轮的债市下跌。但更重要的因素或许在于：各类机构对未来债市走势的判断，仍然趋于谨慎。其结果之一，便是当前真正去做配置的少，而在货币市场做短期融出的多，资金集中在回购与拆借市场，导致货币市场利率一路走低。

慎对债券市场后市，并非毫无理由。归纳起来，如下三点是需要重点关注的：

第一，物价走势。最近的物价走势颇受关注。正如大家看到的，

虽为丰年，但粮价却大幅上涨，11月份CPI同比上升1.9%，即主要因粮油价格上涨而起。粮油价格的上涨，与粮食流通体制现状及主要产粮国粮食减产等因素有关，可能具有一定的短期性特点；但市场对2007年物价的上升预期本来就高于今年，明年压制物价的各类因素的部分释放以及政府为促进消费而采取的具倾斜性的政策举措的出台，客观上均会对物价上升产生一定影响。2006年被债券市场所忽视的物价因素，或许将在2007年的部分时间段里，成为市场关注的焦点——当然，物价上升的幅度，未必非常明显，然而市场心理的变化，大概已经发生。

第二，对2007年初信贷季节性集中发放的预期仍然较强。2006年上半年贷款集中发放后，相当一部分银行的资本充足率出现下降，个别银行甚至跌到8%以下；但自下半年开始，很多银行通过发行股票和次级债券的方式，补充了资本，信用扩张能力大大增强。每年的第一季度集中发放中长期贷款，对于银行而言，效率最高，内在动力最强，在影响其资金配置结构的同时，也对货币供应量和投资的增长，产生推进作用。我们相信，鉴于2006年的经验教训，宏观调控方面对此会有提前应对——实际上，已经开始这么做了，因此，信贷和投资的增长，应当在2007年初，不致发生如今年那样突发性的剧增；但寄希望于产生根本性的变化，也并不现实。

第三，宏观经济政策的“预调”。适当的宏观经济政策，有助于抚平经济与金融运行的波动性，使其不利影响尽可能“收敛”（借用易纲先生语）。从货币政策来看，其在2006年8月份之前的操作，主要是为了控制货币、信贷和投资增长，而在此之后，则主要是为了收紧流动性，以巩固宏观调控的成果。从最近的政策动向看，未来货币政策预调将成为主基调，11月份上调法定存款准备金率以及12月份定向发行央票，其对时机的精心选择，已经清楚地显示出这一特点。若2007年初货币、信贷与投资扩张迹象明显，则价格型与数量型的

货币政策手段，均有可能采用。

总起来看，预计 2007 年债券市场最显著的特点，将是其波动性较之 2006 年，会进一步加大。除以上因素外，股票市场市值的进一步增加和回报预期的变化，银行体系脱媒现象的显著扩大，对外资银行开放人民币业务效应的日益显现，资本账户开放与汇率和利率的市场化进程，全球经济形势的变化与政策预期，债券市场的供求形势以及品种与制度创新，均会在相当程度上，对市场产生影响。

主 办：中国社会科学院金融研究所

主 编：李 扬

副 主 编：王国刚

联 系 人：刘戈平

电 话：010-85195338

电子信箱：ifb@cass.org.cn