

全球债市走势分化

未来几个月，影响全球债券市场主要有三方面的因素：一是美联储继续缩减购债规模，二是俄罗斯与乌克兰之间的地缘政治危机，三是新兴市场政治局势的变化。

文/魏强 匡可可 肖立晟 编辑/张美思

2014年开年以来，在美联储逐步缩减购债规模，部分新兴市场经济体基本面表现较差，以及地缘政治动荡的情况下，发达国家和新兴市场的资金流动情况呈现出明显的两极分化。整体而言，发达国家长期债券收益率下行，而新兴市场收益率经过一季度的大幅上涨之后，进入4月份略有回调，但是仍在高位震荡徘徊（见图1）。那么，这种分化格局是否会延续呢？

发达国家：收益率整体平稳

EPFR的最新季度报告显示，今年一季度，发达国家市场股票基金吸引到956.08亿美元资金净流入。由于经济稳步复苏，国际资本持续流入欧、美、日等发达国家市场，在流动性略微宽松的情况下，美、日国债收益率表现相对平稳，欧元区在通缩的风险下长端收益率出现较大下降。

美国方面，一季度初，由于恶劣天气的影响，美国经济走势表现不佳，债券市场收益率有所波动；但由于经济复苏的整体态势并未终结，债券收益率仍是趋势下行。整体而言，美债收益率整体走势平稳，长端收益率由于去年12月份涨幅过大，1、2月份持续回调。一季度末，美联储会议不断释放紧缩的信号，导致短端收益波动较大，长端收益率在3月中旬之后又重新回升。

欧元区方面，由于欧元区面临通缩的风险，长端收益率下行幅度较大，10年期欧元公债曾从1月初的2.2461下降

到1.8369的历史低点。尤其是重债国家的融资成本仍在下降，西班牙和意大利的国债收益率继续下行。3月中旬，希腊通过谈判获得了新一轮的贷款援助，德国法院也裁定欧洲稳定机制(ESM)合法，这有利于重铸资本市场的信心，也意味着欧洲金融市场的稳定性并没有受到实体经济低迷和新兴经济体危机的过大冲击，有利于拉低欧债的到期收益率。从欧洲近期公布的CPI数据来看，通缩的风险依然存在，这就为债券市场提供了流动性宽松的预期环境。因此，4月份欧债的收益率延续了下行态势。

日本方面，为了刺激经济增长和通胀预期，日本央行承诺继续以每年60万亿~70万亿日元的规模扩大基础货币，同时采取延长一年的两项特殊的借贷计划。此外，国际金融市场的动荡增加了资本对日元资产的避险需求。这些都有利于日本维持较低的资金成本。因此，1-3月份，日本3个月和10年期的国债收益率均小幅下降，4月份虽然结束了下行态势，但是仍在低位徘徊。

新兴市场：收益率高位震荡

今年以来，受美联储缩减购债规模以及国际地缘政治风险的影响，资金从新兴市场大幅流出。EPFR的数据显示，今年一季度，亚洲新兴市场股票和债券基金资金净流出249亿美元。巴西、印度、韩国资本大幅外流的情况尤为明显；乌克兰和俄罗斯更由于乌克兰

危机以及美、日、欧对俄罗斯的制裁而出现资金大量出逃。

面对美联储政策的冲击，在通胀和货币贬值的双重压力下，大部分新兴市场国家通过加息、限制资本外流等方法持续收紧货币政策，导致债券收益率不断攀高。但是，基本面脆弱的巴西、印度等新兴市场国家的流动性危机还会间歇式地不断发生。比如，巴西为了应对高通胀和资本外逃，1月和2月两次上调基准利率至10.75%，其1年期国债收益率也从10.66上升到11.5，且直到4月份仍在高位震荡徘徊（见图2）；而印度的3月期国债收益率则从8.49上升到了8.86，甚至高于10年期8.79，一度出现了期限结构的倒挂。期限结构收窄或者倒挂意味着短期流动性不足、融资成本较高、偿债压力较大，会进一步恶化实体经济的增长环境。虽然3月中旬之后，印度3个月短期收益率有所下降，但是进入4月份，又接近10年期的水平。

为了维持物价稳定，并抑制货币贬值，土耳其1月底将主要利率大幅上调，其中的隔夜贷款利率从7.75%上调到12%。政局动荡的风险，导致标普下调了土耳其的主权债信用评级，由原来的“稳定”下调为“负面”；资本外逃则进一步加剧了流动性紧张。在这些负面因素的综合作用下，土耳其10年期国债收益率大幅上涨了116个基点。3月下旬之后，随着政治风险的趋缓，土耳其国债收益率开始见顶回落，而且4

月份延续了缓慢下行的态势。

全球债市继续分化

预计未来的几个月，随着发达国家经济稳步复苏，各国的周期性政策分化局面将会变得更加明朗。预计发达国家的债券市场将会维持相对平稳，其中美、英的收益率小幅上升，欧、日的收益率则稳中有降。

一方面，美国经济在寒冷天气后已开始提速，这将增加投资者的信心，市场对美元的需求将会随之上升。与此同时，除了美国，英国的经济复苏势头也十分良好。可以说，美英两国已经进入退出量宽的通道，2015年有望加息的预期将会不断冲击发达国家的长期债券市场。预计接下来的几个月美国和英国长期公债收益率可能会有所上升。

另一方面，3月欧元区日益严峻的通货紧缩数据无疑增加了欧央行进一步宽松的压力，并对欧元产生贬值压力。预计欧洲央行最终会扩大量化宽松，但可能还需要等待一段时间。对日本而言，短期内，提高消费税带来的负面影响暂不明显，预计其扩大资产购买规模和力度的时间将会推迟。但若日后上调消费税的负面影响逐渐显现，日本央行可能会继续增加宽松规模。目前看来，欧日的长期国债收益率将会维持稳定，略有下浮。

与此同时，新兴市场国家的债券市场收益率，在接下来的几个月里的波动性依然较高。量宽退出将继续对新兴市场产生影响，不过，与东南亚金融危机和墨西哥金融危机期间相比，当前新兴市场经济整体相对富有弹性，量宽退出无法在新兴市场国家触发系统性风险，前期市场对新兴市场基本面的判断存在修正的可能。但整体而言，新兴市场资金净流入持续减少的前景仍不容乐观，预计未来债券市场波动率较高的依

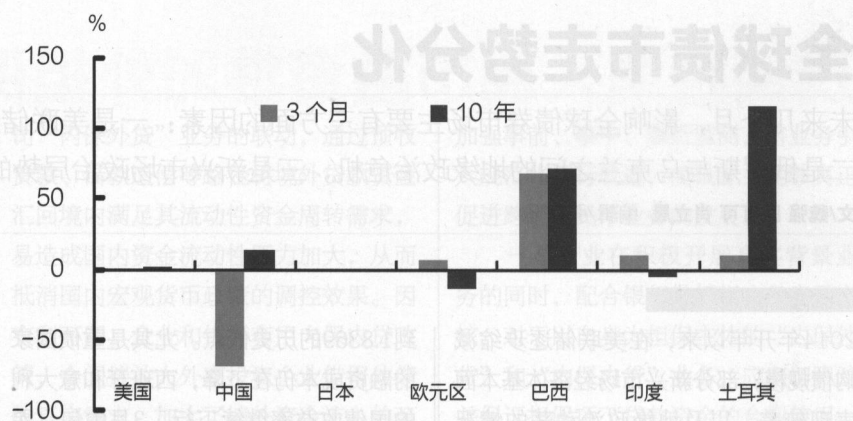


图1 主要国家国债收益率涨跌对比 (2013.4Q-2014.1Q)

资料来源: CEIC, 世界经济预测与政策模拟实验室



图2 巴西国债收益率震荡上行

资料来源: CEIC, 世界经济预测与政策模拟实验室

然是经济增长最糟糕和经常账户赤字较高的国家，例如俄罗斯、土耳其和南非。此外，乌克兰危机和其他地缘政治风险，以及印度5月的大选结果是否会威胁金融稳定，导致债券市场信用风险上升，也值得关注。

总之，未来几个月，影响全球债券市场主要有三方面的因素：一是美联储继续缩减购债规模，二是俄罗斯与乌克兰之间的地缘政治危机，三是新兴市场政治局势的变化。对于发达国家而言，债券市场会相对平稳，美、英收益

率上升，欧、日收益率稳中有降。投资者的风险偏好总体上升，对发达国家的“安全债券资产”的需求正处于下降通道。而乌俄危机对其他国家的传染性相当有限，并不能形成系统性危机。但是，未来仍需要警惕俄罗斯与欧盟或美国爆发更大规模冲突。届时，全球资金流动将会产生新的避险需求，并会使新兴市场的债券收益率继续攀升，甚至出现剧烈波动。

作者单位: 中国社会科学院

世界经济与政治研究所