

2013年将成为我国债券市场发展史上值得纪念的一年。
无论是风起云涌的债市核查风暴，还是创近十年新高的银行间资金利率，都使得今年的债券市场不同寻常。

债市雨中的探戈

张骏超



当老虎爱上笼子

齐平

对于没几个钱的人来说，“等我有钱了”的接龙游戏既怡情又励志，一向有很高的参与度。“等我有钱了，买两辆宝马，一辆在前面开道，一辆在后面护驾，我在中间骑自行车”；“等我有钱了，一条短信给你发两次，让你存一条，删一条。”

凭经验看，这些超常规拉动内需的承诺，也就是说说而已。只有一条比较靠谱：“雇几百个人分成两组，一半给我存钱，一半给我取钱，让你想不排队都难！”

手有余钱立刻存进银行，几乎是中国人多年来形成的理财习惯。今年6月底，我国人民币储蓄存款余额历史性地突破了百万亿元。而央行随后进行的储户问卷调查报告显示，46.2%的居民仍倾向于“更多储蓄”。

上世纪80年代末，不到1万亿元的储蓄存款曾被视作“笼中虎”严防死守，惟恐它破笼而出，引发抢购风潮；而现在，眼望着这只老虎的个头长大了100倍，却像温顺可爱的Hello Kitty，任凭外面怎么晓之以理、诱之以利，轻易不出笼子半步。

不是不知道“中国老太太和美国老太太”哪种人生更精彩，也不是不明白“穷爸爸和富爸爸”区别就在于资产理念。经济学家分析说，穷人将钱存到银行，实际上是补贴了富人和大企业。但似乎什么也不能阻挡我们补贴富人的决心。

各方看着高达52%的储蓄率，都在算计还有多大的空间可以激活内需。可这个52%是包括政府、企业存款在内计算的，这两者近年的增速明显高过居民储蓄。百万亿元储蓄存款余额中，除去企事业单位存款和财政性存款，按13.5亿人口计算，城乡居民人均存款3.2万多元。曾有人用“盒饭指数”测算退休后生活质量：假设一个盒饭20元，一天3个盒饭，平均每位居民的存款够吃一年半的盒饭。可人不能只靠吃盒饭活着，要养老、要供小、要防备分分钟出现的万一，多乎哉？不多也。

即使这3.2万元，也有很多“被平均”的成分。有专家分析，居民存款上的不均甚至超出了“二八定律”，20%储户占有86%的银行存款。按此计算，相当大一部分人只有数千元存款，这倒印证了一次抽样调查的结论：中国人的存款平均够3.9个月开销。多乎哉？不多也。

再凶悍的老虎，拔去了购买力的尖牙利爪，也就与猫无异。也许是一个手术，也许是一个“小升初”，这点蚂蚱腿上的肉立刻就化作实实在在的内需了；又或者投资？今年上半年A股市值缩水1.74万亿元，平均每个账户不多不少刚好亏损了3.2万元，“笼中虎”误闯股市的结果，怕要赔得当掉身上的皮草。

储蓄是收入的函数。多年来相比于GDP的高歌猛进，居民收入增长称得上蜗速爬行，劳动报酬率一路下滑至40%左右。党的十八大提出了“居民收入增长和经济发展同步、劳动报酬增长和劳动生产率提高同步”的要求，在实际中做到并不容易。日前国家统计局新闻发言人坦承，今年上半年城乡居民收入跑输GDP，而且增收难度在加大。

看来至少在眼下，普通居民的“老虎”还是会选择趴在笼子里。盘活存量还要从那些趴在账上的财政资金入手。如果能让百姓在教育、医疗等公共产品上的开销减少，能有更健全的社保体系遮风挡雨，也许居民储蓄还是愿意出笼子看看的。

本刊执行主编 刘 涇
编辑 谢慧 常艳军
联系邮箱 jjrbml@live.cn

回顾上半年的债券市场走势，可谓一波三折。一季度，在流动性宽松及经济下行预期的推动下，债券市场走出一波行情。但4月份之后，随着债券市场监管政策趋严和市场资金面收紧，市场氛围开始转变，市场走势出现方向性变化。总体来看，政策面因素主导了市场环境的变化，进而影响了走势。

4月中下旬，随着多家大型金融机构固定收益部门人员被捕或接受调查，一场债市核查风暴袭来。在接下来的几个月里，人民银行、发改委及相关市场中介服务机构，相继出台多项监管政策和业务规则，规范银行间市场的交易和托管结算行为，包括人民银行要求商业银行进行自查、发改委要求券商自查债券项目、中央结算公司暂停基金专户等三类机构开立银行间账户、全国同业拆借中心禁止同一金融机构债券账户之间进行交易、中央结算公司禁止通过第三方过券方式逃避关联交易禁令等。所有这一系列的监管新政的推出，旨在切断债券交易中存在的利益输送链条，但也影响了债券供需对比及整个市场的交易情绪。债市因此经历了一波剧烈的震荡调整。

除了债市核查风暴，今年以来的银监会“8号文”、规范中小金融机构票据业务等系列政策，都在推动金融机构去杠杆，促使资金流向有利于经济转型的领域。在这个过程中，代持、养券及其他同业业务的资金成本大幅提高，市场流动性局面出现扭转。

随着美国QE3退出预期的逐渐强化以及外管局打击虚假贸易的监管措施推出，外汇占款在二季度出现高位回落，一季度那种因外资流入而给市场带来充足资金的局面难以为继。进入6月份，在银行补缴准备金、股市分红、节日效应以及企业税款上缴以及外围因素的共同作用下，国内资本市场流动性出现异常紧张局面，银行间市场隔夜拆借利率曾盘中升至30%的历史高位。期间，央行坚守稳健货币政策，适时向个别“符合宏观审慎要求”的金融机构注入流动性，反映出其加强对金融机构流动性管理、延续对影子银行关联交易管理以及对商业银行信贷增长过快和信贷空转的担忧，如此种种都使市场对流动性的预期发生转变。

◎债券也有过山车

在监管压力增大和资金面趋紧的市场环境下，今年上半年我国债券市场整体出现较大波动。

2013年上半年，债券市场累计发行各类债券4.35万亿元，较上年同期增长21.74%。从构成来看，信用债(含短期融资券、中期票据、企业债、公司债)唱主角，发行量占比为49.97%；金融债、国债发行量退居第二。6月份，资金利率大幅上涨推高了债券发行利率，部分发行主体推迟发行计划，当月债券发行量大幅减少，仅发行5493.29亿元，同比减少35.77%，环比减少40.43%。

受4月份以来的监管政策影响，债券市场交易活跃度明显降低。债券二级市场5月份以来出现大幅萎缩，日均成交量严重缩水。5月份，债券市场现券交易量2.7万亿元，同比下降61.42%，环比下降59.71%；6月份，债券市场现券交易量1.2



万亿元，同比下降80.39%，环比下降54.96%。1至6月，债券市场现券交易累计成交32.02万亿元，同比下降3.98%。

2013年上半年债券市场表现为大起大落。4月中旬以来，监管部门对债市代持、养券等违规行为展开大规模清查，迫使机构降杠杆，导致债市出现暴跌，信用债波动幅度尤为明显。6月份，受资金面异常紧张的影响，债券市场再次全面暴跌，不少低评级个券收益率显著攀升50BP以上。整体来看，6月底债券二级市场收

益率与上年末相比，有涨有跌，中短端上行幅度较大，长端下行，但波动幅度较小。

◎考验舞技的时候到了

当前，全球经济依旧疲弱，惟有美国在重重压力之下持续复苏。国内经济下行的压力仍然较大，经济结构转型之路还很漫长。短期来看，经济增长速度、监管政策变化、CPI回升预期、资金面因素、债券供求、投资者心态等诸多因素，都对债

券市场产生重要影响。在各项因素中，监管政策推动下的机构“去杠杆”正在稳步推进，成为影响包括资金面在内的市场环境的首要因素。展望下半年，政策面仍将是市场走势的主要推动力。

“用好增量、盘活存量”将是接下来金融和货币政策的总基调。6月19日，国务院常务会议提出，要优化金融资源配置，用好增量、盘活存量，更有力地支持经济转型升级，为上半年的金融机构“去杠杆”提供了依据，也为下一阶段我国的金融调控定下了基调。这意味着实体经济调结构、金融机构去杠杆的进程仍将稳步推进，金融机构的资产结构将进一步调整，“货币空转”问题将得到缓解。

对于债券市场而言，这种去杠杆趋势可能产生两方面影响：短期内，流动性偏紧将减少债券市场需求，并推高发行利率；但长期内，盘活金融资源存量和化解潜在金融风险又势必要求用标准化债务融资工具对非标准化融资产品进行替代。因此，长期来看债券市场将受益于金融资源存量的盘活。但实现这种积极作用的前提是，在有关管理部门渐进式措施的诱导下，金融体系可以平缓地消化目前的潜在风险。

可以预见，过度宽松的资金面将难以再现。从影响资金面的各项因素来看，6月份以来外汇占款的快速下降限制了流动性源头，而银行超储率处于偏低位置也限制了银行间市场的资金充裕程度。综合来看，下半年的流动性情况主要取决于央行的公开市场操作。不过，应当看到，央行认为目前“市场流动性总量并不短缺”，将继续实施稳健货币政策。因而，资金存在的问题主要是结构性错位，虚拟经济钱多和实体经济缺钱并存。随着金融去杠杆的持续推进，监管部门将加强对影子银行监管，将部分资金挤压到实体经济中去，金融机构大量依靠宽松资金面进行的同业业务将收缩。

不过，最终资金成本必将回归经济大背景。流动性的持续紧张将使资金成本逐步传导到信贷、债券融资等业务上，进而对实体经济融资需求产生影响。为了保证金融支持实体经济作用的有效发挥，资金面过度紧张的局面长期持续的可能性较小，更多可能体现为一种紧平衡。

与此同时，债券市场监管政策将逐步完善。今年上半年，央行与同业拆借中心、中央结算公司、上海清算所先后发布了多项监管政策和业务规则，规范银行间市场的交易、结算行为，对银行间市场债券交易形成了明显冲击。目前，债券市场已经逐渐归于平静。下半年，随着监管思路的逐渐明晰，一些临时性的管理措施，如暂停基金等三类机构开户，或将被统一完善的法律法规所取代，在保证债券交易行为规范、有序的同时，债券投资者的积极性和债券市场交易的活跃度也将有所提高。

在上述政策环境和资金面背景下，下半年债券市场的波动幅度或将小于上半年。但同时也应当注意到，下半年在经济增长乏力的背景下，随着金融去杠杆的持续推进，流动性风险和信用风险仍然不容忽视。此时看2013年的债券市场，如同一曲雨中的探戈，激昂中带着忧伤，却永远不失希望。对市场机构而言，考验舞技的时刻到了。

理财达人从“小”处积累

兴业银行 叶逸天

又省力。

我的一位同事小王，只身在上海工作，家在浙江，和家人朋友间常有转账的需求。转来转去，同城、异地、本行、跨行，不少银行都要收取手续费，积少成多，也是一笔开销。最近，小王注意到一些银行的手机客户端的转账功能居然无论同城、异地、本行、跨行，全都免费，他敏锐地改变转账方式，按按手机就节省了不少手续费和时间。

我的一位大学同窗，他就更擅长利用

金融服务了。虽然他家境殷实，工作收入也算丰厚，但看到他微博上时常出现世界各地旅游的旅游帖，也不免让我诧异他哪里来这么多的闲钱。他告诉我说：“出游可不用自己的钱，那多浪费，要用银行的钱。”

后来他给我算了笔账。因为他工作很忙，偶有闲时就想办法凑假期，出去放松心情。但要到国外旅行，保证金加上旅游费用少说也要好几万元，人可以说走就走，要凑足这么一大笔资金就没那么容易

了。如果平时保持大量活期存款，收益少得可怜，临时变现定期存款、理财产品、股票，又可能损失很多收益。所以，他的方法是申请银行推出的旅游贷款产品，一般最快2天时间钱就能批下来，金额高的能到30万元。这样就足够支付保证金、旅游等费用，回来再分期还上。

所以我发现，要想成为理财达人，一点一滴从“小”处积累很关键，所谓积少成多，养成良好的理财观念，生活品质就能有“大”的提升。(本报记者 钱奇旋整理)



随着经济发展、财富的积累以及金融市场的持续完善，一批新时代的理财达人逐渐涌现，他们可能并不是像我这样的金融行业从业者，但他们能够聪明地将金融服务为其所用，实现财务自由，提升生活品质。

当然我自己也算得上其中一员，我过去都是去银行网点缴纳各种水电等费用，暂不说往来银行的麻烦，排队叫号也耽误不少宝贵时间。现在改通过网上银行、手机银行客户端等渠道办理这些业务，省时