债市“跷跷板效应”如何演绎

本报记者 曹力水

很多人都听说过“股债跷跷板效应”。这其实是风险偏好改变所引起的资金流动：股市行情好的时候，资金从低风险、低收益的资产中流出进入股市博取更高收益；股市行情不确定性较大时，部分风险承受能力较低的资金就会回流债市。

这一规律在今年也得到应验：今年上半年，受股市行情的影响，市场资金的风险偏好大幅提升，债市一度走弱；在随之而来的股票市场波动中，大量资金回流到固定收益类产品，推动债券利率下行；8月中旬以来，在新增资金趋紧的背景下，债券市场转入区间震荡。

□ 多方：风险偏好依旧，持续走牛可期

一般来说，资金的波动是导致债券市场震荡的重要因素。

招商证券债券研究主管孙彬彬说，前段时间由于市场对资金流出的预期较强，小幅抬升了债券收益率。而近期央行通过降息、降准和市场公开操作，流动性紧张得到缓解，债券收益率出现下行。他认为，整体而言，目前债券收益率已经处于历史较低水平。资金从股市流出的高峰期已过，未来一段时间流向债市资金的增速或会减少。

专家看好债市行情的理由是：在当前经济面临下行压力、资本市场短期走势难料的情况下，风险偏好发生逆转的可能性不大，资金仍会流向债市，投资机构对债券资产的配置需求将进一步提升。

国泰君安首席债券分析师徐寒飞分析，目前资金从股市流向债市的结构性转移过程仍在持续，债市的流动性较为可观。他表示，在人民币国际化有序推进的背景下，海外投资者投资人民币资产已颇具规模，随着债市对外开放的提速，将引入更多增量资金。中长期看，随着越来越多的国家将人民币纳入外汇储备体系，境外投资者将会更关注整体资产收益水平而不是短期汇率波动，债市对境外投资者吸引力将加大。

至于已经降至较低水平的收益率，海通证券宏观分析师姜超表示，未来保持低位徘徊的可能性较大。9月6日执行的新一轮降准预计释放资金约7000亿元，有利于近期债券利率的下行。孙彬彬认为，双降导致利率债需求明显增加，长端利率有下行趋势。目前利率大幅抬升的可能性不大。

□ 空方：利率已达低位，信用风险需防

专家提醒，尽管近期债券市场表现相对较好，投资者仍需保持风险意识。债券市场的风险主要来自两个方面：一是价格风险，利率上升会导致债券价格下降；二是信用风险，企业经营困难，可能造成还款困难。

从利率方面分析，湘财证券固定收益总部分析师宋鹏奇认为，债市继续大幅波动空间有限。短期来看，本月初10年期国债收益率曲线已创年内新低，从银行资金成本等角度考虑，其配置价值已不高。与此同时，10年期国开债等收益率不断向年内低点探近，从近期收益率降幅进一步收窄来看，续降动能逐渐减弱。

对于个别的信用债，尤其需要密切关注其经营的基本面。姜超说，受制于制造业去产能、去库存的影响，企业盈利能力有所下滑，行业分化有所加剧。尤其是产能过剩行业如钢铁、建筑、机械等盈利状况表现较差，长期偿债能力也处于较低水平，资质较差的主体所发行的信用债风险可能会上升。

孙彬彬建议投资者，首先考虑选择具有业绩和现金流安全垫的发行主体，在新券挑选上向流动性好的品种倾斜，保持一定的流动性空间和余地，不建议用高杠杆去操作。

□ 普通投资者如何投资债市

在这样的市况下，作为普通投资者，应不应该投资债市、又该如何投资债市呢？

目前，债券的交易场所主要有三个，分别是银行间债券市场、交易所债券市场和商业银行柜台市场。其中，银行间市场一般是机构投资者参与的，普通投资者能够参与的主要是后两个。

在交易所市场，投资者可以像买卖股票一样购买债券，通常最少购买“一手”，大约需要1000元。不过，供个人投资者参与的品种比较少，只有“AAA”级的高等级信用债才向个人投资者开放。商业银行柜台市场就是商业银行的营业网点，交易的品种主要是国债和政策性金融债等，个人投资者可以在柜台自行购买。

作为个人投资者，通过购买各种各样的债券型产品，比如债券型基金、银行理财类产品等，可以间接分享债市的行情。目前大多数债券型基金和股票型基金、混合型基金一样，几乎不设门槛；银行理财产品通常5万元起。需要注意的是，债券型基金是以投资债券为主，但有的也会参与一些股票市场的投资。投资者要根据自己对债市、股市行情的判断，做出理性的选择。

陶教授来了

★茶座

【快乐的折现率】

如果有人对你说，你有两种选择，一种是9天后给你一块糖，还有一种是10天后给你两块糖，你很可能会说，10天后给我。但如果这个人说，是马上给你一块糖还是明天给你两块糖，你也许就会犹豫了，可能选择现在就先吃一块糖。随着时间的流逝，人们会改变自己的选择，把未来的收益折合成今天的价值。

【想要钱包“饱”，先得习惯好】

①将意外之财存起来；②只留一张信用卡；③记下开支情况；④避免盲目购物；⑤利息和股利再投资；⑥延长物品的使用寿命；⑦选择面积小些的住房；⑧每到发薪时便叮嘱自己拿出15%至25%的钱用于投资；⑨降低不必要的生活需求。

【月收入分成5份】

第1份用来做生活费；第2份用来交朋友，坚持一年，你的朋友圈就会为你产生价值；第3份用来感恩，每月给父母、爱人送一份礼物；第4份用来学习，每个月买一本好书读；第5份用来投资，培养自己的理财意识。

★课堂

使用信用卡注意少花冤枉钱

现在申请信用卡越来越方便，但使用信用卡也得小心以下这些费用，少花冤枉钱。

有些纪念版信用卡会收取一定的开卡费，申请前记得问清楚；大部分信用卡只要刷够次数就能免年费，但也有例外；信用卡不像储蓄卡可以随意取现，会有取现费，而且只要取现了，还会即刻产生利息，并按月计收复利；如果只还最低还款额，也会有利息，且按当月账单全额计息，直到欠款全部还清为止；如果连最低还款额都没还够，最低还款额未还的那部分还得支付滞纳金；若是还款时多存入了资金或是在信用卡账户内存放了资金，想取出这部分溢缴款也得支付一定费用。

或许你会选择信用卡分期付款来买喜欢的商品，但这得向银行额外支付一定的手续费，最好多方比较，选个最划算的。信用卡到国外交易也会产生费用，假如你去欧洲旅行，带了一张人民币—美元双币卡，那么所消费的欧元在入账时就需要换成美元，会产生货币兑换手续费。此外，信用卡挂失、补办等也有费用。

（上述内容摘自经济日报法人微博）

豆粕弱势难改

上海中期研究所 朱 罡

8月份美豆期价再度下挫7%。对豆类产品市场来说，9月仍是易跌难涨的月份，豆类产品期价低位弱势运行的概率较大。

今年北美大豆产量偏乐观，偏宽松的供给令美豆期价难有起色，豆粕价格也受拖累。在10月份美国农业部的北美定产报告公布之前，全球豆类产品市场交易的焦点是北美大豆新作物的供应情况。连续3周的美国农业部作物生长报告显示，美豆新作物优良率持续在63%的水平，高于优良率长期均值，可以判断产量较为乐观。虽然今年北美大豆的生长呈现一定的差异化，但受负面影响的种植范围约在20%以内，改变不了北美大豆新作物产量预期较为乐观的大格局。

当下美豆期价主动下探以提升压榨环节的利润，因此，作为大豆榨取豆油后的副产品，也是制作饲料主要原料的豆粕，受成本端美豆价格下行的影响仍将承压运行。

国内市场方面，猪肉价格上行，但养殖利润的恢复难以提升四季度的豆粕消费。今年农产品市场的变化在于新一轮猪周期的到来。但自2014年年初开始的能繁母猪存栏量下滑情况仍在持续，短时间内难以实现生猪存栏量的迅速恢复，今年四季度到明年一季度，国内生猪养殖存栏量仍将处于相对低位。而且，在杂粕（棉子粕、菜子粕等）替代告一段落和进口酒糟蛋白饲料量再度止跌回升的当下，四季度国内豆粕消费难有亮点。此外，国内大豆港口库存的高点或在10月出现，之后才会转向消化库存，而11月后美豆新作物将陆续到港，大豆供应上仍偏宽松。

乐观的供给和悲观的需求仍在压制豆粕价格。因此，如果本周五美国农业部月度供需报告不出现利多因素，国内豆粕走势难言改善。

财经阅读

“好通缩”与“坏通缩”

许余洁

通胀一直是经济学研究中的理论焦点，其成因、后果以及成本收益都被重点研究过，而通缩在许多货币理论或者金融教科书中基本被忽略了。直到近10年，主流经济学家们才意识到，通缩正在成为比通胀更为严重的威胁。在这种背景下，作者菲利普·巴格斯通过《通缩之问》一书，认真审视了有关通货紧缩的主要经济学理论，考察了形成通货紧缩的原因，分析价格通缩会造成的各种结果，并结合历史上最有影响力的两次通缩案例，批驳了有关通货紧缩的各种误解与偏见。

书中详细剖析了通货紧缩的几种类型，比如增长型通缩，技术创新、劳动分工深化以及净储蓄的提升，都可以引起商品市场上生产力的提升和竞争的加剧，产品产量的大幅提升会使得产品供大于求、价格下跌；再如现金积聚型通缩，多种货币因素引发的货币购买力增强，使得货币需求大于供给，引起物价下跌；又如银行信用型通货紧缩，信用紧缩过程中，流通信用和银行存款将会减少，这些作为现金或者说货币的替代品相应减少了货币供应量，对应了货币通缩，等等。一般认为，生产力提高造成的通货紧缩才是“好的通缩”。

笔者认为需要关注信用紧缩问题。在政府和私人债务水平持续累积时，有必要高度关注债务通缩。这是因为，价格下跌时，借款人的实际债务负担增加，会引发消费者或企业开支的削减以及债务违约可能性的增加。在经济出问题之前，杠杆水平在“债务是安全的”观念中提升了，而高杠杆会导致经济不稳定。在经济趋于下行通道时，投资回报率会逐年递减，负债人通过出售资产、削减开支等方式减少债务，这些去杠杆化的行为会导致价格全面下跌。信用紧缩可能演变为一个恶性循环，使得债务问题变得更加糟糕。简单总结就是，我们很难阻挠经济繁荣时期的信用扩张，但需要防范危机时的过度信用紧缩。

对于企业而言，价格通缩会给深陷债务困境的企业带来问题，尤其是高度依赖资产价格的大型企业。所以，过度负债的企业会渴望通胀。与那些因债务负担而陷入困境的大企业相比，一些小企业反而具有一定优势，新企业和小企业可能在通缩中获得发展的机会。一定条件下适度通缩，有助于淘汰落后产能与企业。

总之，《通缩之问》这本书，有助于人们认识当前各种货币与金融政策的效果，对理解当今全球货币宽松的理论，理解金融周期及其应对等，有重要的理论价值和实践意义。

（作者系清华大学五道口金融学院博士后）

会计师谈投资

估一估“期望报酬率”

彭 江

一个项目的投资回报决定着投资者是否愿意掏出真金白银进行投资。为了相对科学地计算出项目的投资回报率，财务管理中有一个综合考虑各种可能性的投资回报率估算方法，就是期望报酬率法。

利用期望报酬率法估算项目投资回报率时，需考虑不同市场环境中具体项目的投资回报情况。市场环境一般可分为火热、平淡和冷清，不同市场环境下，具体投资项目的回报率也会不同。所以，在估算投资项目的期望报酬率时，首先要估算未来处于何种市场环境的可能性；其次是估算出不同市场环境中，投资项目不同的投资回报率；第三是加权计算项目的平均期望报酬率。

举个例子：预计未来一段时期市场变热的概率为30%，处于平淡期的概率为50%，市场趋冷的概率为20%；某个项目在市场火热时的投资回报率预计为90%，在平淡期的投资回报率为15%，在市场冷清时的投资回报率为-50%。此时，该项目的期望报酬率计算方法为，（30%×90%）加上（50%×15%）再加上（20%×-50%），答案是24.5%。如果投资者觉得这个回报率符合心理标准，就可考虑进行投资。当然，如果投资者面临投资多个项目，也可以通过计算每个项目的期望报酬率，比较哪个项目的期望报酬率更高，以此作为投资决策的依据。

这个方法同样适用于项目投资以外的领域，比如证券投资。投资者可将股市分为牛市、平常市和熊市。通过对国家政策以及宏观经济环境的分析，先判断未来证券市场是牛市、平常市还是熊市的概率。然后，根据历史数据，估算将要购买的股票不同市场情况下的投资回报率，比如，投资者可以统计该股票过去在牛市、平常市和熊市中的回报率的具体数值，然后估算出该股票的投资回报率。最后，加权平均计算出该股票的期望报酬率。这种方法能帮助投资者进行选股决策，不过需要注意的是，新股因为没有历史数据，就只能通过别的方法进行估算了。

也许有人会质疑，市场环境的变化无法准确判断，具体项目在不同市场环境下的投资回报率也无法准确估计，那以此为基础测算的期望报酬率有用吗？笔者想说的是，期望报酬率不仅是一个评估指标，更是一种思维方式。它不是从单个层面分析，而是综合考虑不同市场环境下的各种可能，分析更为全面。在投资中，没人能绝对准确地进行预判，但只要你能比别人相对准确地进行预判，就可能会面对比别人低的风险而获取更多收益。

8月A股增减持市值同降

资料来源：wind、西南证券

风险提示：本刊数据、观点仅供参考，入市投资盈亏自负