

2021

金融市场 研究季报

本报告由中国建设银行金融市场部市场研究处发布，数据均为公开数据。本报告不作为投资交易决策依据。未经书面许可，本报告不得以任何形式用于任何商业用途，不得对本报告任何部分进行复制、存储于检索系统，或以任何电子、机械、影印、记录或其他方式进行传输。



目 录

卷首语	3
宏观经济	4
国际重要经济数据图示.....	4
国内重要经济数据图示.....	11
专题一：美债收益率上行对美股的影响.....	14
专题二：A股需要关注因素及后期行情风格	17
专题三：不要低估房地产的韧性.....	20
专题四：金融环境疫后的“软着陆”	25
专题五：美债会不会带崩市场？	28
专题六：从电商数据看居民线上消费特点及变化.....	32
债券市场	37
一季度回顾：利率债收益率曲线平坦化上行	37
二季度展望：债券收益率将区间震荡.....	42
专题一：货币政策走向：急转弯还是暂调整？	49
专题二：2021年美联储将温和扩表	55
专题三：低利率环境下的美国国债投资者行为分析	62
专题四：美债收益率上行对境外投资者人民币债券需求影响分析 ..	69
外汇市场	76
人民币：面临贬值压力.....	76
非美货币走势概览.....	80
专题一：人民币升值背景下的跨境资本流动	85
专题二：金融开放不断深化，跨境资本持续流入	90
专题三：人民币跨境贸易结算的现状 & 展望	98
专题四：新兴市场的三个风险和三只“黑天鹅”	105
贵金属及大宗商品	113
贵金属：美债利率仍有上行空间，金价震荡.....	113
原油：短期略承压，前景仍向好.....	119

钢铁：二季度地产开工偏弱，限产仍将继续，钢价偏强运行	123
铜：供给有望好转，铜价高位回落.....	128
大豆：供给边际好转，美豆弱势震荡.....	134

卷首语

“金融街廿五”



“建行贵金属业务”



3月，美国拜登政府月中刚通过1.9万亿美元的新冠援助计划后，月末又计划推出数万亿美元的基建支出计划。受此影响，美债收益率持续大幅上行，10年期在3月30日盘中最高触及1.78%，为逾14个月以来高位。由此引发了美股大幅波动、美元指数走强、油价下跌。而在新兴市场国家，巴西、俄罗斯、土耳其三国为抑制本币贬值、高通胀和资本外流而不得不饮鸩止渴式地大幅加息。

另一方面，中美3月中旬在阿拉斯加的高层战略对话引发世界瞩目。我国中央外事工作委员会办公室主任杨洁篪和国务委员兼外长王毅向美方严正声明中国立场，坚定捍卫我国的尊严和国家利益，或将载入中国“平视世界”的史册。但拜登政府仍坚持“结盟抗中”的路线，中美之间的竞争博弈牵动市场神经。3月24日，美国证监会通过针对中国公司的《外国公司问责法案》最终修正案，引发中概股大跌，导致重仓中概股的美国对冲基金Archegos Capital爆仓，波及国际几大著名投行。金融风险跨区域、跨市场传染日益显著。

针对未来可能的变化，在本期季报中，我们分别就疫后复苏的金融环境、美债收益率上行对中美股市及境外投资者人民币债券需求的影响、我国居民线上消费、人民币跨境贸易结算、新兴市场国家的风险等热点问题做了专题分析。

宏观经济

国际重要经济数据图示

图 1: G3 经济增速

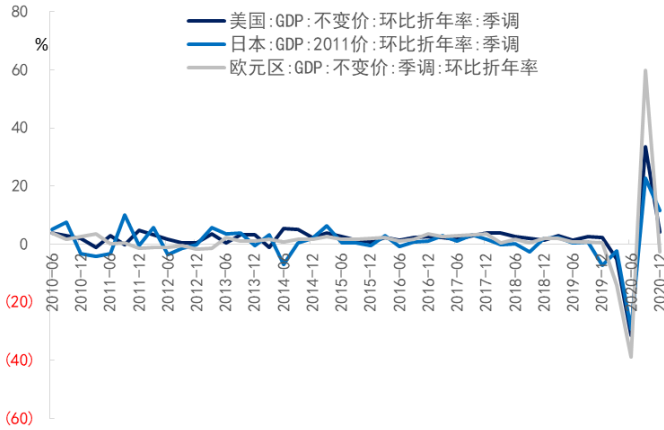


图 2: G3 失业率

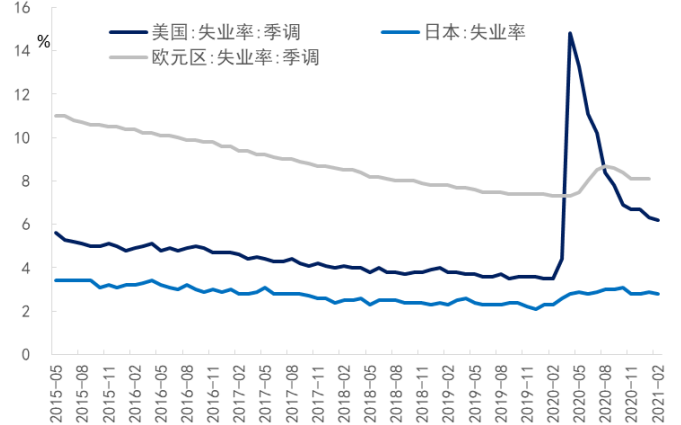


图 3: G3 通胀率

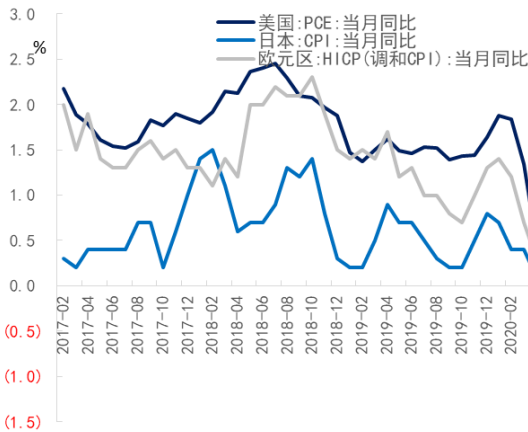


图 4: G3 制造业 PMI

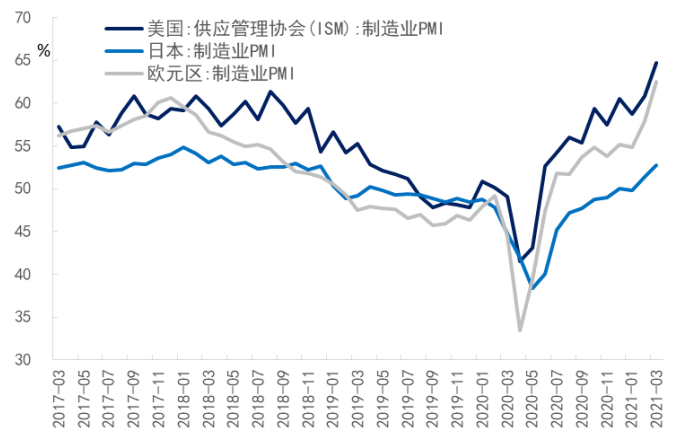


图 5: 主要国家股指变化

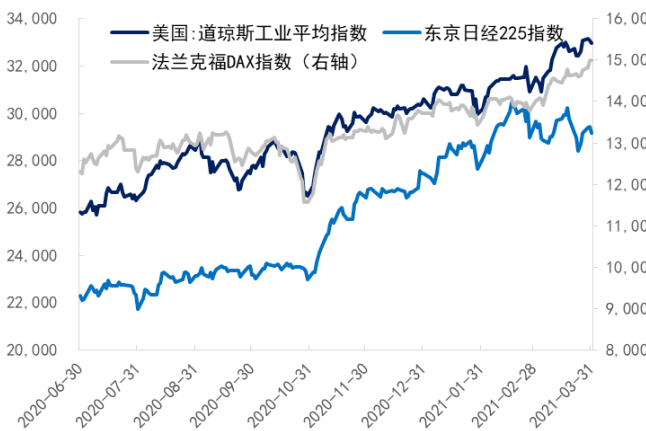
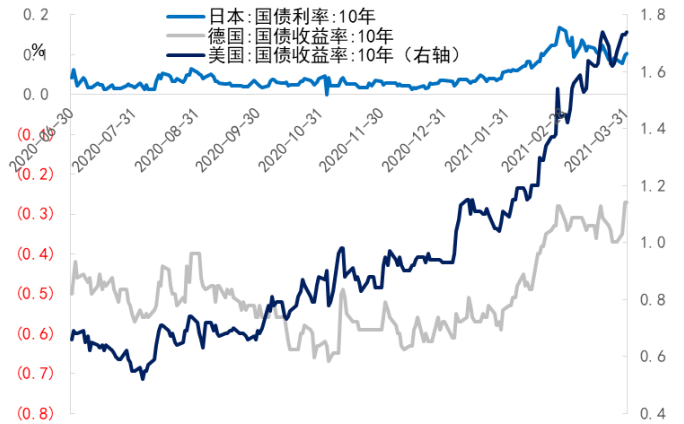


图 6: 主要国家 10 年期国债收益率变化



数据来源: WIND, 中国建设银行金融市场部

全球经济近期的主要关注点，一是变异病毒传播增多，欧洲尤甚，相应**基本面美强欧弱延续、央行取向 3 月暂时呈现欧宽美平特点**。美、英疫情 2 月下旬以来持续回落，欧元区法、德、意等则受到病毒变异影响而抬头，但 3 月中下旬以来，美国变异病毒传播也开始增多，疫情好转趋势明显停滞；巴西、印度等新兴市场国疫情还在发展中。疫苗接种方面，欧美明显领先，特别是拜登政府大力支持下美国接种速度一再提升；亚洲相对落后。二是**大宗商品价格上涨势明显，通胀交易逻辑进一步强化，部分新兴市场率先调整货币政策，也有提防资本流出之意**。全球正逐步走向经济周期中的繁荣阶段共振，叠加主要经济体财政刺激政策，大宗商品需求端仍有韧性，同时伴有主要央行宽松货币政策支撑，通胀预期持续强化，部分国家已开始经受输入型通胀压力。如巴西、俄罗斯、土耳其等央行，已因通胀回升并超出央行目标（2 月通胀率分别达 5.2%、5.7% 和 15.6%），而在 3 月中下旬纷纷宣布加息，打响了货币政策从紧的“第一枪”，或也希望借此在美联储行动前，通过加息巩固疫后大量流入的外资¹，防止美元“回流”。目前市场对于新兴市场政策收紧的预期正在增强，新兴市场是否能够掀起加息潮，大规模资本流出是否会引发金融脆弱性暴露，值得关注。3 月末土耳其国债收益率大幅飙升、里拉大幅贬值、股市大跌，以及土耳其央行相关动作，或是一轮“预演”。三是**美联储和市场的博弈还将继续，需持续密切关注未来经济数据、疫苗推进及基建、增税等政策**。尽管美债收益率大幅上行、通胀数据稳固上升，但美联储截至目前坚持宽松政策，明确 2023 年前不会加息，而市场基于复苏和通胀预期，加息预期却可能提前。考虑到进入下半年，伴随财政政策部分退出、经济强劲复苏，美联储或会释放缩减购债的信号，届时大宗商品将会受到较大冲击，出现回调波动风险。此外，在目前全球经济初步复苏的形势下，美联储对债券收益率的上升也不是无限容忍的，如果通胀超预期、美债收益率持续上升，威胁到经济复苏，不排除美联储提前缩减购债或实施收益率曲线控制的货币政策。注意到 3 月 25 日，鲍威尔在接受美国国家公共电台（NPR）采访时首次释放出鹰派信号，表示随着经济复苏和通胀目标“取得实质性进展”，将逐步减少购债规模。四是**中美实质性竞争进一步加剧，美对中相关金融制裁风险、长臂管辖仍需警惕**。注意到 3 月 17 日美国宣布对 24 名中方官员实施金融制裁，同时从官媒宣传看，3 月 18 日中美高层战略对话“对抗性”十足，叠加抵制疆产棉花等活动，均印证拜登政府在对华方面将比特朗普政府更加强硬、团结和善于伪装，中美关系恐难回正轨。中国央行 3 月 23 日宣布 SWIFT 与 4 家中资机构合资成立金融网关信息服务有限公司，此举有助推动净额结算、降低对美国支付结

¹ 据国际金融协会（IIF）统计，2020 年全年，约有 3130 亿美元流入新兴市场国家。

² 全球海运物流中，苏伊士运河承载海运贸易量的 10%，全球约 25% 的集装箱运输需通过该运河。

³ 根据触线情况不同，分为红、橙、黄、绿四档，对应有息负债规模年增速分别为 0%、5%、10%、15%。

算体系的依赖，促进人民币跨境使用，或也意在提早预防美国忽然切断中国金融机构与境外机构间的清算业务风险。**五是关注苏伊士运河世纪“大堵船”的潜在影响。**从3月23日“长赐号”搁浅而引发的苏伊士运河“大堵船”，料在4月初恢复正常，但影响已经形成，有约450艘船因此航程受阻。作为世界最重要的海运通道之一²，苏伊士运河堵塞，给本就紧张的全球集装箱船舶运力雪上加霜，部分企业在疫情期间确保稳定库存难上加难，其“蝴蝶效应”或渐次显现：集装箱大量搁置（通航后还将造成部分港口拥堵），运输成本上涨；投入品不能按时交付，供应链出现中断，两方面均会对通胀构成进一步支撑。波罗的海干散货运价指数4月初涨至2072点，该指数在今年一季度已涨近50%；海岬型船运价指数涨至2394点的1月26日以来最高。

美国经济复苏节奏平稳。居民消费暂受极寒天气影响，但反弹可期，2月零售销售环比降3%，创2020年4月以来最大降幅，前值升5.3%；其中与GDP之中消费者支出关系密切的核心零售销售（剔除机动车、汽油、建筑材料和食品服务）环比降2.7%，前值升5.9%；2月个人消费支出环比降1%，前值增2.4%。2月消费的下滑，除气候外，还同退税延迟、1月基数受个人刺激性支票提振而较高等因素有关。展望后期，伴随疫苗接种加快和纾困资金（1400美元支票）到位，服务业和零售销售有望重拾强烈升势。3月密歇根大学消费者信心指数84.9，创去年3月以来新高，前值76.8；Markit服务业PMI初值60，略高于前值59.8。**工业受极寒天气影响，短暂中断反弹势头**，2月工业产出环比降2.2%，为去年4月以来最大降幅，前值升0.9%；产能利用率73.8%，前值75.6%；制造业产出环比降3.1%，前值升1%。2月德州暴风雪导致断水断电，直接影响石油开采冶炼产业，而该州是美国最大的天然气和石油生产地；汽车制造业产出跌幅也较大，同时也是六个月内第四次出现下跌，与近期半导体芯片短缺有关。2月耐用品订单环比萎缩1.1%，前值增3.5%，为连升九月后转跌，不含飞机和军用设备、被视为商业投资晴雨表的核心资本品订单萎缩0.8%、前值为增长0.6%。3月Markit制造业PMI59.1，前值58.6；ISM制造业PMI64.7，创1983年12月以来新高，前值60.8。考虑到1.9万亿美元财政刺激及大规模基建计划（BBB，Build Back Better）落地对需求的提振，加之目前较低的库存水平，制造业后期有望大幅反弹。**供应短缺制约房地产销售**，2月成屋销售环比大降6.6%至622万户，主因供应量同比降幅创历史最大，同比仍增9.1%，成屋销售速度升至历史最快，挂牌成屋去库存时间仅1.9个月。2月营建支出环比降0.8%，前值升1.7%，略优于预期。尽管年初以来30年期抵押贷款利率已上升44个基点至3.09%

² 全球海运物流中，苏伊士运河承载海运贸易量的10%，全球约25%的集装箱运输需通过该运河。

(大体相当于去年 7 月水平, 仍处近年低位), 但庞大买需叠加供给不足继续推高价格, 2 月成屋售价中位数同比增 15.8%, 连涨 108 个月, 连续 7 个月录得两位数涨幅。房价上涨未有效刺激成屋供给, 或与疫情扰乱有关, 尽管新屋开工或能补充新屋库存, 但考虑到新屋销售仅约占美国房地产销售的一成多, 新屋开工形成有效成屋供给存在时滞, 短期内房地产市场可能都会受到供给的强烈约束, 销售速度或迎来拐点。但美国地产仍处上升周期, 低库存、高房价、高景气度将继续刺激开工, 相应美国进口需求结构或从房地产行业下游向中上游转移。**就业持续好转**, 3 月 ADP 就业人数增 51.7 万人, 增幅创去年 9 月以来新高, 前值增 17.6 万人; 3 月 27 日当周初请失业金人数意外升至 71.9 万人, 前值 65.8 万人。就业市场虽出现好转, 但仍处疲弱和不稳定状态, 距疫前水平差距仍大。**通胀稳固上升**, 2 月未季调 CPI 同比增 1.7%, 前值增 1.4%, 增速创去年 2 月以来新高, 与疫情风险消退、航空旅行服务需求升温有关; 未季调核心 CPI 同比增 1.3%, 前值增 1.4%, 不及预期, 整体通胀压力仍可控。2 月 PCE 物价指数同比升 1.6%, 前值升 1.5%, 环比升 0.2%, 前值升 0.3%; 核心 PCE 物价指数同比升 1.4%, 前值升 1.5%, 环比升 0.1%, 前值升 0.3%, 体温和。2 月 PPI 同比升 2.8%, 创 2018 年 10 月以来最大, 主要是受汽油价格影响, 前值升 1.70%; 核心 PPI 同比升 2.5%, 略不及预期, 前值升 2%。鉴于就业市场仍较疲软, 企业将成本上涨传递给消费者的难度仍大。3 月密歇根大学 1 年通胀预期 3.1%, 较前值 3.3%略有回落。总体来看, 尽管目前通胀升幅对货币政策的影响有限, 但考虑到由于疫苗加速接种, 以及拜登 1.9 万亿美元刺激计划推出, 大宗商品和非必需品消费需求仍会继续反弹, 市场通胀预期将继续升温, 未来通胀将进一步上升。

拜登正式签署 1.9 万亿美元纾困法案, 美国总统拜登 3 月 11 日正式签署 1.9 万亿美元新冠纾困法案, 使之成为法律。主要内容包括: 为每周失业救济金增加 300 美元额外福利, 扩大失业救济范围并将适用时间延长至 9 月 6 日; 为州和地方政府注入约 3500 亿美元资金; 为学校重新开放提供约 1700 亿美元等。3 月 31 日, 美国总统拜登在宾夕法尼亚州匹兹堡发表讲话, 并公布 2.25 万亿美元的基础设施计划(其大规模基建计划的第一部分)。新一轮财政刺激的落地促使美债收益率再度走高。从经济复苏角度而言, 财政刺激将强烈支撑居民消费和储蓄, 进而对美国制造业和房地产补库存周期产生明显拉动。OECD 认为美国财政刺激将推动全球经济超预期增长。

美联储维持购债规模和联邦基金利率区间不变, 整体态度偏鸽, 美联储 3 月 17 日议息会议决议维持购债规模和联邦基金利率区间、超额准备金利率不变。点阵图显示, 预计将维持利率在当前水平直至 2023 年, 与去年 12 月一致。美联

储同时上调中期经济和通胀预期，调低失业率预期。主席鲍威尔预计通胀升温只是暂时，无需对国债收益率上涨做出反应。此外，3月下旬，美联储决定补充杠杆率(SLR)豁免措施将于3月底到期，未再延长，美债收益率可能面临进一步上行（收益率不高的美债会在银行机构减少风险资产占比的行动中首当其冲）。无论是美联储的议息会议、近期决策，还是鲍威尔表态，均意图释放信号：美联储不会提前改变当前的政策措施，即“无视”近期10年期美债收益率的上行。**我们认为，一是**由于就业市场仍存巨大缺口。**二是**由于本轮10年期美债收益率上行并未冲击美国居民消费（与大规模财政纾困直接派发现金，支撑美国居民可支配收入增长有关）。**三是**金融危机以来，美国菲利普斯曲线大幅平坦化，即低失业率事实上并未带来通胀的上升。**四是**1.9万亿美元刺激计划即将落地，美国政府赤字形成和发债筹集资金的过程，将令美联储被迫跟进配合，需维持当前超级量化宽松不变。由此，美债收益率的上行短期内不会对美联储的宽松构成约束，10年期美债收益率年内有望向上冲击2.2%。

欧元区经济景气度较高，但服务业活跃度仍偏低。1月出口受疫情影响，重新陷入低迷，欧元区1月出口环比自去年5月以来首度萎缩2.8%，同比仍萎缩11.4%；其中德国出口环比增1.4%，连续9个月环比上升，同比仍降8.0%。在内需受到疫情防控约束的情况下，近期出口成为支撑欧元区及德国经济特别是制造业的主要动力。不过与去年同期相比，欧元区跟主要贸易伙伴的进出口普遍受到疫情严重影响，出口额同比下滑仍显著。**工业生产强劲，**欧元区1月工业产出环比升0.8%，前值降1.6%；同比增0.1%，实现微增，前值降0.8%；欧元区一季度制造业产能利用率恢复至79.2%，接近去年一季度的80.8%。尽管工业远超预期，但欧元区疫苗接种进度不及美国和英国，加之病毒变异性较强，导致市场对上半年欧元及欧元区经济相对于英美的复苏时机和程度仍有质疑。**经济景气度创历史新高，**欧元区3月ZEW经济景气指数74，创历史新高，前值69.6；其中德国为76.6，为去年9月以来新高，前值71.2。3月欧元区Sentix投资信心指数回暖至5.0，为疫情爆发以来的最高，反映投资者情绪的大幅改善，前值-0.2；消费者信心指数回升至-10.8，前值-14.8。**制造业PMI大幅跃升，服务业出现改善，**欧元区3月制造业PMI62.5，前值57.9，服务业PMI初值48.8，前值45.7；德国制造业PMI66.6，前值60.7，服务业PMI初值50.8，前值45.7；法国制造业PMI59.3，前值56.1，服务业PMI初值47.8，前值45.6。总体来看，3月欧元区经济超出预期，主要归功于制造业的良好表现，其中德国为引领。服务业仍相对工业疲软，其目前病毒变异导致的第三波疫情导致封锁期限延长，但展望后期，伴随欧盟“疫苗护照”等提振经济举措推出和严厉封锁的结束，有助

加快人口流动，带动旅游和服务业复苏。**总体通胀因油价上涨和德国增值税上调等因素技术性回升**，3月未季调 HICP 初值同比涨 1.3%，前值 0.9%；核心 HICP 初值同比 0.9%，前值 1.1%，则低于预期，显示欧元区经济的修复仍待时日。

欧央行将明显加快 PPEP 购债速度，鸽派回应利率上行。欧央行 3 月政策会议决议维持三大关键利率不变；明确“下季度 PEPP 的购债速度将比年初明显加快”（但未明确具体规模），继续推进总量为 1.85 万亿欧元的 PEPP（大流行资产购买紧急计划）；继续以再融资操作提供充足流动性，用 TLTRO III（定向长期再融资三期）向银行提供有吸引力的资金；APP（资产购买计划）将以每月 200 亿欧元的速度推进。同时，欧央行上调 2021 年经济及通胀预测（年底或达 2%）。欧央行的各种表态，与美联储相似（高通胀只是暂时现象，利率上行源于经济复苏等）。欧央行加快购债速度，也可视为对市场认为欧元区金融状况收紧的强势鸽派回应。

日本经济不容乐观。国内消费活动进一步修复，但工业生产重新下滑，2 月季调后零售销售环比大增 3.1%，前值 -0.5%；同比萎缩 1.5%，前值 -2.4%，均显著优于预期。3 月制造业 PMI 52.7，前值 51.4；服务业 PMI 初值 46.5，前值 46.3。2 月季调后工业产出环比 -2.1%，主因车、电机、通信设备产出下降，同 2 月 13 日福岛东部海域发生强烈地震导致部分工厂临时停产有一定关系，前值增 4.2%，前值曾为三个月来首次增长；同比萎缩 2.6%，前值 -5.2%。**中美两大市场走弱，带动日本出口同比三个月来首次下滑**，2 月出口同比下降 4.5%，为此前两个月连续回升后再现下降，前值增 6.4%，其中对中国出口仍增 3.4%，但增幅较 1 月的 37.5% 显著放缓。考虑到日本政府已基本决定，东京奥运会和残奥会将不接纳海外普通观众，加之其国内消费尚未出现可靠复苏，即便日本维持住出口市场，日元及日本经济前景也不容乐观。**CPI 继续位于通缩区间，通胀风险极小**，2 月 CPI 同比萎缩 0.4%，前值 -0.6%，陷入通缩五个月之久；剔除生鲜食品的核心 CPI 同比萎缩 0.4%，前值 -0.6%，陷入通缩七个月之久。通胀风险极小，2 月的短暂回升或与石油市场复苏有关，相应日央行或更长时间维持宽松货币政策。

日央行维持超宽松货币政策，微调货币政策工具，日央行 3 月政策会议决议维持基准利率在 -0.1% 不变，维持 10 年期国债收益率目标在 0% 附近不变，维持 12 万亿日元的 ETF 购买上限不变，符合预期。具体运营上，将长期利率变动幅度由此前的正负 0.2% 扩展至正负 0.25%，以增加利率弹性，扩大金融机构获益空

间，帮助银行业抵御降息负面冲击；取消每年 6 万亿日元的年度 ETF 购买目标，以采取更具弹性的购买操作。

国内重要经济数据图示

图 7：经济增速

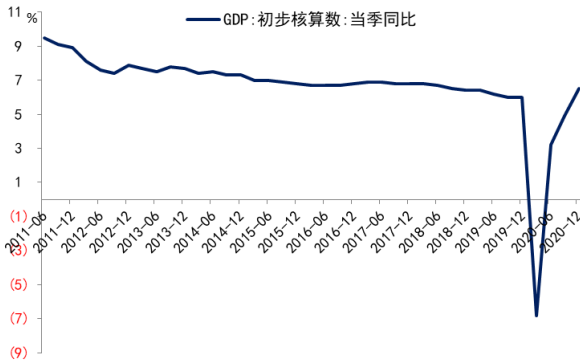


图 8：工业增加值

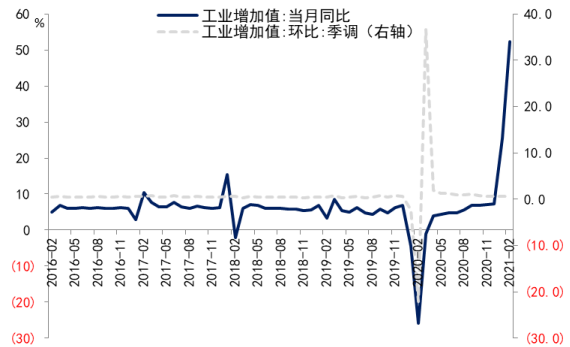


图 9：进出口与贸易差额

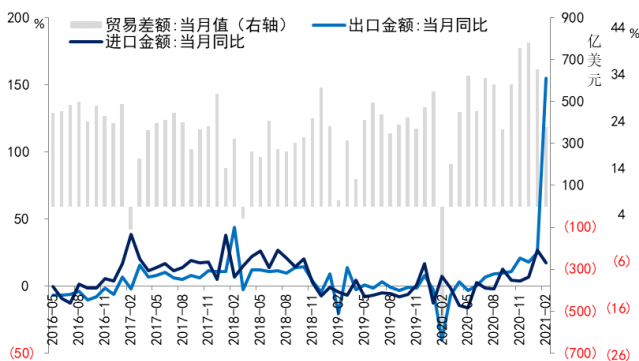


图 10：固定资产投资完成额

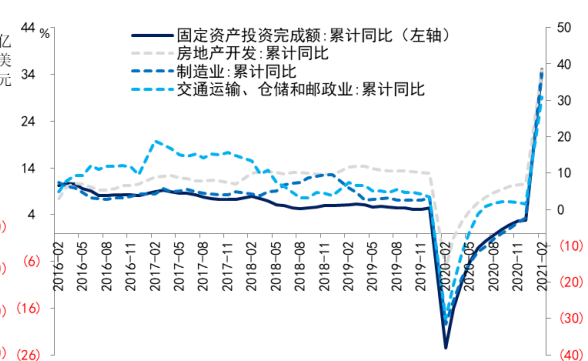


图 11：社会消费品零售总额

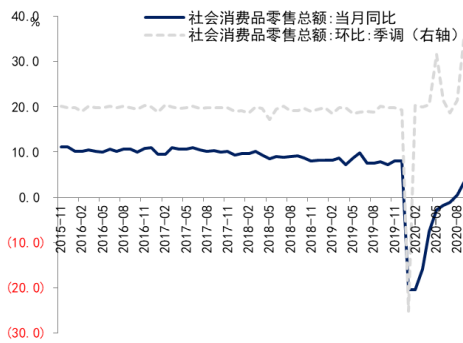


图 12：物价变动情况

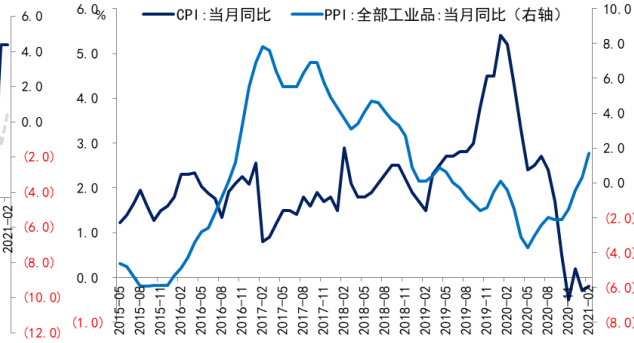


图 13：货币增速变动

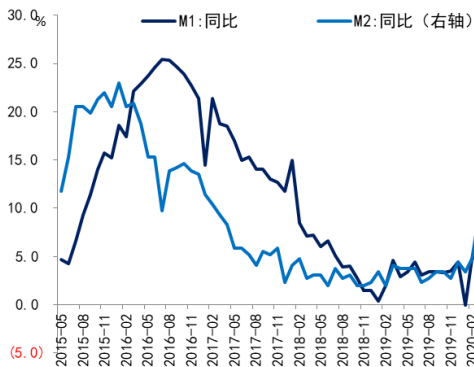
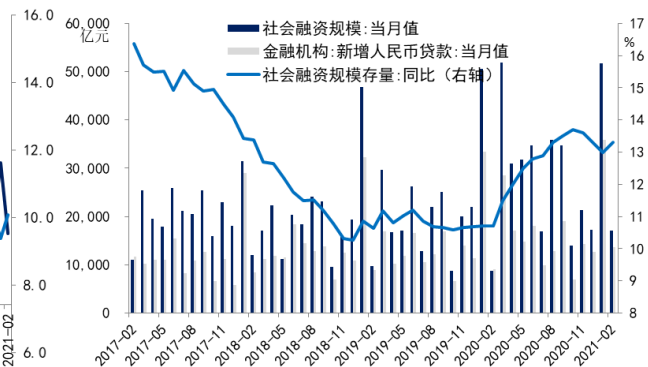


图 14：社会融资和信贷



数据来源：WIND，中国建设银行金融市场部

中国经济的趋势与 12 月相比没有太大变化。1-2 月，全国规模以上工业增加值同比增长 35.1%，比 2019 年 1-2 月增长 16.9%，两年平均增长 8.1%，为近年来同期较高水平；社会消费品零售总额 69737 亿元，同比增长 33.8%，比 2019 年 1-2 月增长 6.4%，两年平均增长 3.2%；1-2 月，全国固定资产投资（不含农户）45236 亿元，同比增长 35.0%，比 2019 年 1-2 月增长 3.5%，两年平均增速为 1.7%；货物进出口总额 54418 亿元，同比增长 32.2%。其中，出口 30588 亿元，增长 50.1%；进口 23830 亿元，增长 14.5%。进出口相抵，贸易顺差 6759 亿元。

总体来看，数据波动较大，但从环比数据来看，经济的趋势与 12 月相比没有太大变化：

地产基建增速高点已过，随着失业率持续回升，基建继续托底的必要性在下降，2021 年前 3 月没有提前发行专项债，**预计 2021 年一季度基建投资增速都将较弱。**

2020 年和 2021 年两年 1-2 月的工业增加值增速均值为 7.2%，较 2019 年也有所提升。分行业来看，下游行业增加值增速明显高于上游行业。上游黑色、有色冶炼行业增加值分别增长 21.6%和 22.7%；下游汽车制造业，铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业，电器机械和器材制造业，计算机、通信和其他电子设备制造业、专用以及通用设备制造业增加值均同比增长 50%-70%左右，除基数效应外，**出口维持高增长也支撑了 1-2 月下游制造业产品的生产。**

1-2 月社会消费品零售总额同比增 33.8%，较 2019 年 1-2 月同比增长 6.4%，从分项数据来看，居民消费结构中必需品增速仍高于可选消费品，可选消费中金银珠宝增速维持高位可能与居民的资产保值需求有关；地产产业链相关消费偏弱，在今年地产调控全面深入的情况下，后面可能也难以明显提升。

通胀方面，中国 2 月 CPI 同比降 0.2%，预期降 0.5%，前值降 0.3%。分项看，CPI 食品项涨幅明显收窄，后续可能仍将季节性回落，非食品项受到国际油价上涨的影响较小，涨幅温和。综合来看，**CPI 年内压力不大。**2 月 PPI 同比升 1.7%，预期升 1.5%，前值涨 0.3%。分项来看，部分中下游价格坚挺，例如纺织品、化纤、纸制品等较强，可能来自海外疫情解封，消费需求带动；但部分中下游价格上升动能有所放缓，表明有上游 PPI 回升压制下游需求的现象；国内黑色价格继续较弱，有色稍强。目前，**全球流动性拐点已出现，上游行业的价格上涨可能出现回调，工业品持续通胀的概率不大。**

金融数据方面，2月M2同比10.1%，前值9.4%；M1同比7.3%，前值14.7%；社会融资规模1.71万亿元，预期1.07万亿元，前值5.17万亿元；新增人民币贷款1.36万亿元，预期增9500亿元，前值增3.58万亿元。2月新增人民币贷款1.36万亿元，大幅超市场预期，且主要贡献来自中长期贷款。信贷的走强，一方面是受去年疫情扰动下低基数影响，另一方面在政策“不急转弯”背景下，逆周期政策的退出更多强调“稳”字当头，因此**信贷规模不会一次性压降下去，而是平缓压缩的同时进行结构调整**。全年来看，考虑到政策兼顾控宏观杠杆，新增信贷总量还是会弱于去年同期，**后续信贷对社融支撑或回落**。

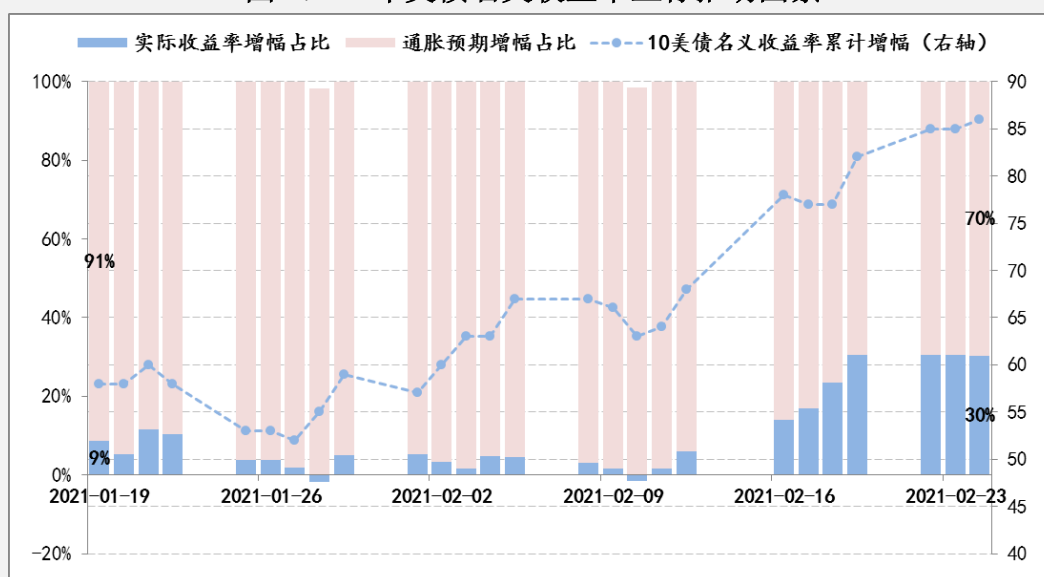
总体来看，1-2月的国内经济依旧处于中国疫情控制后的节奏里，出口带动工业高增长，与内需相关的房地产、制造业投资景气度有所回落，消费恢复缓慢，房价涨势延续。**就地过节继续扩大了生产与内需的分化程度**，利好生产，但对投资和消费的支撑有限。从社会的微观方面看，中小企业景气度、就业、消费等复苏短板没有出现明显改善，现阶段加息的可能性进一步降低，**未来需要关注海外生产恢复、地产管控政策是否会对热度较高的出口、房地产产生明显拖累**。

专题一：美债收益率上行对美股的影响

自去年 8 月下旬，全球商品价格开始快速上涨，CRB 价格指数同比涨幅由负转正，截至目前其累计涨幅已近 20%，同期在通胀和经济前景预期改善下，中长期美债的名义和实际收益率相继上行。以 10 年美国国债为例，2020 年 8 月末至目前，10 年美债名义收益率累计上行了 77 个基点，由 0.63% 升至 1.4%；10 年美债实际收益率累计上行了 29 个基点，由 -1.08% 升至 -0.79%。

按照“名义收益率 = 实际收益率 + 通胀预期”来计算，推动 10 年美债名义收益率上行有 60-70% 是来自通胀预期改善的贡献，30-40% 来自实际收益率的上行。

图 1：10 年美债名义收益率上行推动因素

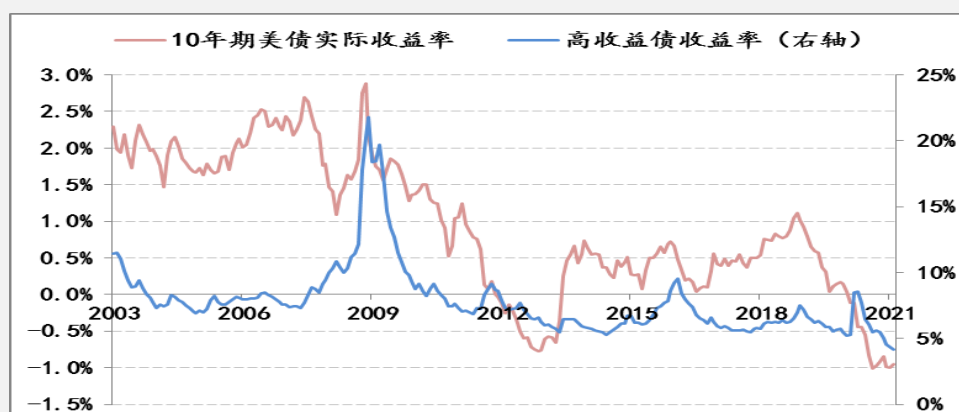


数据来源：Wind

由于实际收益率与企业融资成本高度相关，一旦美债实际收益率的上行最终带动企业融资成本的上升，那将会制约美国上市企业通过发债来募集其股票回购的资金来源，进而对美股产生不利影响。

而若通胀预期顺利兑现，实际通胀得以持续改善，经济运行呈现出典型的经济复苏态势，无疑对美股是利好。

图 2：10 年期美债实际收益率与高收益债收益率走势



数据来源：Wind

因此，美债收益率继续上行对美股的影响，直接取决于后期上行的主因是通胀预期改善，还是实际收益率上行，前者利好美股，后者则推动美股调整。

第一种情景，自去年 8 月下旬以来，通胀预期改善与商品价格回升走势高度一致。若后期商品价格按照目前趋势进一步上涨，那么预计至今年上半年末，CRB 价格同比涨幅将升至 40% 以上，对应通胀预期由目前的 2.2% 升至 2.8%，通胀同差则由目前的 50 个基点扩大至 100 个基点以上。

只要 10 年美债名义收益率能够控制在 2% 以内，对应着 10 年美债实际收益率就能够维持在目前 -0.7% 至 -0.8% 的水平，进而就不会对企业筹融资环境产生实质性冲击，相应美股更容易被通胀环境的改善所利好。

图 3：商品价格指数和通胀预期的变化

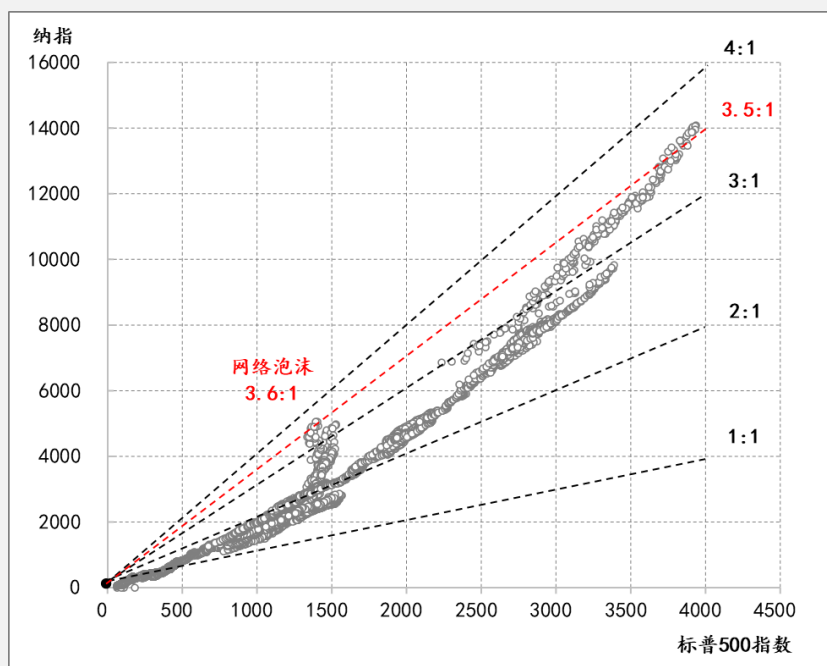


数据来源：Wind

第二种情景，美债名义收益率突破 2%，实际收益率持续上行，那么前期美股被流动性推动的上涨逻辑就会受到影响，相应向下调整的风险就有了兑现的条件，尤其是目前美股内部结构性泡沫特征已经十分明显。

以纳斯达克指数和标普 500 指数为例，目前两指数比值已经超过 3.5: 1，已经具备很明显的结构性泡沫特征。2000 年“网络泡沫”的破裂，两指数比值就是在升至 3.6: 1 之后发生的。按照此经验数据规律，目前美股的调整压力已经很大，而近几日的波动更是显示调整压力有显现的苗头，加之近期比特币价格的大幅下调，更让市场情绪越发敏感。因此一旦“美债实际收益率上行——企业筹融资环境恶化——回购股票和企业并购受阻”，那么不排除纳指率先开始下调。

图 4：纳斯达克指数和标普 500 指数比值变化



数据来源：Wind

不过只要通胀环境能得到实质性修复，经济复苏进程持续推进，那么即便实际收益率上行带来纳指中的高估值股票股价下调，但只要同期标普 500 指数中的价值股在经济基本面改善推动下上涨，那么美债收益率上行带动的美股调整，更多体现为风格转换，而这恰恰是典型经济复苏阶段，股市大概率呈现出的形态。

专题二：A 股需要关注因素及后期行情风格

2021 年开始，A 股表现出了别致的走势。资金在不同的品种切换，导致市场的风格也在不断变化。

春节前，市场表现强势，又出现了极端的机构抱团行情。1 月 25 日，主要股指多数上涨，个股表现却凉凉，全部 A 股中，3000 多只个股下跌，且跌停公司数达 24 家，而白酒板块继续领涨，茅台再创历史新高。这样的行情，也让相应行业的基金表现扬眉吐气。此外，大市值的锂电池个股如天齐锂业等，也都走出了波澜壮阔的行情。

春节后，A 股市场则出现高低切换的趋势，小盘股行情显著跑赢大盘股。2 月 22 日，这一趋势进一步强化，A 股各大指数全线下跌，其中创业板指大跌超 4%。截至收盘，上证指数跌 1.45%，深证成指跌 3.07%，创业板指大跌 4.47%。与此同时，两市仍有超过 2600 股实现上涨，涨停个股也有超 120 家。节前一直暴涨的白酒、光伏、食品、家电等高位板块继续深度回调。

但这种不是“指数跌、多数个股普涨”就是“指数涨、多数个股普跌”的行情，总是看起来多少有些别扭。结构性的牛市如果带不动指数，投资者就总会担心指数下行会拖累个股的上涨行情，而如果只有少数个股上涨并带动指数连创新高，投资者一是可能并没有很好的参与这些少数股票，二是担心快速上涨累积的获利盘出逃风险。

目前 A 股利好因素是比较明确的。主要体现在以下几方面：

一是配置资金量较大。今年 1 月，公募基金发行规模创下历史新高。公募新基金新发募集规模 4901.4 亿元，同比增长 194.6%；混合型基金募集规模更是高达 3897.3 亿元，同比增长 366.7%；债券型基金相比 2020 年 1 月有所下滑，仅募集了 323.1 亿元。从数据就能看出资金对股票市场的偏好，这与前期机构抱团股的暴涨也有很大的关系。此外，由于 A 股纳入了多项重要的国际股票指数，也将有大量的被动型指数基金调仓带来的大规模资金流入。此外，前期基金的大涨也会刺激一部分居民将储蓄转向股市投资。

二是指数点位较外围股市相对偏低。拉长周期看，从 2008 年金融危机以来，美股已经走出了超过 10 年的牛市，就连疫情都没有阻挡其上行的步伐，三大股指连创历史新高。而沪指即便是近期的高点 3731 点，也仅仅是 2015 年 8

月 21 日来的最高点，距离历史高点还有将近一倍的空间。全球范围看，考虑到中国经济的复苏节奏、以及各类政策支持力度，比价效应明显，无论对投资还是投机都具有较大的吸引力。

三是个股的业绩方面。基于顺周期的扩张、政策的倾斜、新技术产品的问世，这些都会通过业绩预期来影响股票的估值。但笔者个人认为，实际上个股业绩也没有什么太大的确定性。就如宏观预期一样，市场总是对基建预期的过于乐观。实际上的基建投资却一直不温不火。而业绩一旦确定，价格总是会很快给资金哄抬到相应的水平。

那么利空的因素又有哪些呢？

首先，美股走势的不确定性已经表现的越来越明显。起初，市场担心美股走弱，主要是认为其涨幅过大和担心美联储收紧货币环境。在美联储确认宽松基调后，美股继续上扬，伴随着市场的担忧，比特币之类的风险资产却继续大幅上涨，一举突破了 5 万美元的关口，甚至连特斯拉的马斯克都开始炒币。笔者并不知道这些风险资产有没有泡沫，毕竟比特币一万美元的时候就有分析称其泡沫巨大，但美联储也在不断警示市场，说明确实可能已经累积了一定的风险。而美股对于全球股市的指标意义，是不容置疑的，若美股大跌，很少能有股票市场独善其身。

其次，全球资产估值锚——美债收益率开始快速上行。疫情冲击下的悲观预期正在消退，随着欧美国家疫苗接种的不断推进，已经各国大规模的刺激计划，未来通胀已经成为共识。自去年 8 月以来，10 年期美债收益率已经出现持续上行，目前已经接近了 1.4%。一方面是美国疫情改善超预期，近期的每日新增曲线已经出现了拐头。另一方面是商品价格上涨引发的美国通胀预期上升，目前的布伦特原油已经到达了 2020 年 1 月的水平，即疫情冲击前的水平，LME 铜价已经创了近 10 年来的新高，一切的迹象都指向了经济过热，带动市场的通胀预期不断上升。此外，1.9 万亿美元的财政刺激，也改善了经济预期。经济复苏和再通胀的交易逻辑，必然会导致长端美债收益率的上行。从历史上看，尽管经常会出现美债收益率和美股同步上涨的节奏，但利率上行对股票估值的影响、以及利率上行对股东融资行为的约束（影响大股东的股票回购行为），均可能对美股造成拖累。招商证券有报告指出，对中国资产而言，应观察“美债利率+美元指数”的组合来判断美元流动性和国际资本流动形势演变。如果美债利率的上行与美元指数显著走强相配合，则可能对包括 A 股在内的新兴风险资产造成一定的估值压

力。

三是中国国内货币政策收紧的可能性。央行曾发声，货币政策不会急转弯，但 2020 年高企的宏观杠杆率、美债收益率走高后的中美利差保护需求、以及股票、商品等风险资产价格涨幅过大过快对宏观决策层造成的压力，都有可能会导致央行货币政策的局部或者阶段性收紧。例如，股票公募基金发行在 2 月大幅回落。这其中春节假期的干扰因素，但也有可能是近期的抱团行情增加了监管层的担忧。一旦真的出现货币环境收紧，流动性趋于紧张，对资产的估值必然大打折扣。

实际上，在中国市场，机构投资者和散户投资者关心的因素并不完全一致。除去股票基本面、宏观经济增长等等这些共性因素，机构投资者更关心的是市场利率对估值的影响、流动性的松紧预期、整个行业的发展前景、以及大类资产价格的趋势和轮动情况；而散户投资者更关心的是个股的涨跌、外围市场的短期表现、以及消息面的刺激。

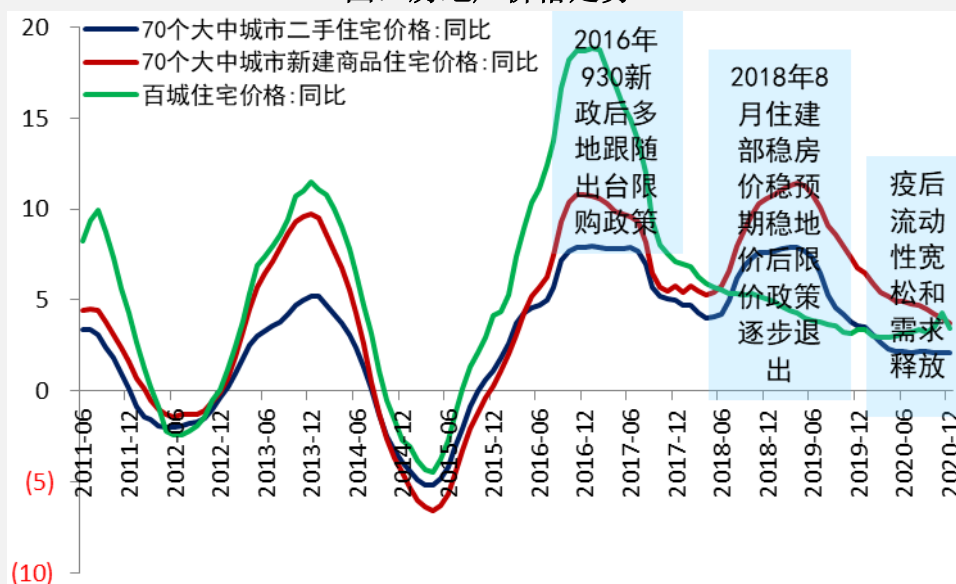
因此，在判断市场中长期走势方面，国债收益率走势是首先需要关注的因素，这关系到机构资金的配置节奏。其次要关注外围市场尤其是美股和比特币的走势，这关系到 A 股投资者的情绪和风险偏好。第三要关注美联储的货币政策态度变化，这可能导致中国央行的态度发生小幅变化，进而影响市场的利率水平。

整体看，从 2020 年下半年开始，A 股还是比较强势的，尤其是机构抱团的行情更为火热。未来随着 A 股散户化向机构化投资风格的转变，抱团的行情可能仍会继续，只是抱团的标的可能会随着估值和环境的变化而发生改变。如年前的白酒、新能源转向了顺周期的有色和化工，如果后期顺周期估值过高，也必然会轮动到其他的板块。

专题三：不要低估房地产的韧性

虽然市场对房地产市场的悲观预期始终存在，但从数据上看，房地产市场在2020年疫后维持高景气度直至年末。12月开发投资同比增9.4%，连续两月回落，但总体维持高位，累计增速较1-11月提升0.2个百分点至7.0%；此外，土地市场方面的土地购置面积（-1.1%）及成交价款（6.7%）累计增速、销售方面的商品房销售额（8.7%）及销售面积（2.6%）累计增速、施工方面的施工面积（3.7%）竣工面积（-4.9%）和新开工面积（-1.2%）累计增速也继续修复。而从房价来看，统计成交价格的百城住宅价格指数在去年二季度以来出现升势，但相对滞后的统计网签价格的70城指数总体平稳，伴随需求修复，新房跟二手房的剪刀差也有所收窄，不过两个统计指标同此前的几轮涨价周期相比，都显示当前房价上涨实属温和，政策进一步全面收紧的说法恐怕有点草木皆兵。

图：房地产价格走势



数据来源：wind

我们梳理了去年四季度以来重要高层会议中有关房地产的提法及相关政策文件（见文末表格）。从宏观的层面看，在疫后经济修复和房地产市场总体稳定的大背景下，房地产调控的基调仍会保持连续性和稳定性，8月以来的调控从紧氛围总体上已缓和。展望后期，“房住不炒”的定位不会改变，“因城施策”也进一步明确，城市对投机性购房的打击和对人才引进、放宽落户及刚需购房的支持将同步推进。需求方面，城市更新、老旧小区改造、区域协调发展、城镇化和户籍改革将继续获得大力推进。供给方面，中央经济工作会议提出了“大城市住房突出问题”，同时近期一系列重要会议对租赁市场着墨明显增多，预计租赁型保

障住房和租赁市场将获得更大支持，包括租购同权、租赁住房土地供应、租金调控将得到更多支持，但**形成有效的住房保障仍需时间。**

另外注意到，12月11日政治局会议首提“**需求侧改革**”，12月18日中央经济工作会议再提“**需求侧管理**”，如何扩大内需，成为疫后经济修复进入第二阶段的主题。一方面购房带来的装修、家电等也是居民消费的重要构成部分，且房价稳步上行引发的财富效应，对居民消费意愿也有一定的刺激作用，所以合理的购房需求仍会得到支持，相应会在强化保障作用的同时，**尊重房地产的合理市场规律作用**。另一方面，房价异常快速上涨、投机性购房则对于其他居民消费有很强挤出作用，所以防范化解金融风险、稳房价仍是政策层关注点，在这种大背景下，房地产市场也不可能过热。

对于房地产金融审慎管理，目前已经在供需两端均推出限制财务杠杆的工具。**供给端**，是2020年8月推出的房企“**三道红线**”³融资规模限制，目前已经在12家企业中试点实施，以及2020年底推出的房地产贷款集中度管理制度中对于房地产贷款的比例限制；**需求端**，则是房地产贷款集中度管理制度中对于个人住房贷款的比例限制。

短期来看，一是过渡期内涉房贷款需要压降的金额不多（据相关机构⁴测算2021年约需压降3000亿元按揭贷款）。二是自压按揭以来，个人住房抵押贷款支持证券（RMBS）发行井喷，去年四季度2440亿元，超过前三季度总量，目前RMBS是否被计入房地产信贷总量中还没有明确，但不排除在监管未明确前，成为银行面对房地产贷款集中度管理政策，通过资产证券化方式“出表”，以腾挪信贷额度的渠道。三是按揭贷款的偿还，也会减轻余额管控的压力（据相关机构测算2021年约偿还按揭贷款3.9万亿元）。而“**三道红线**”当前试点房企有限，根据相关机构⁵对销售排名前100的70家上市房企（市占率约40%）测算，如果全部铺开，则有息负债加权平均增速或仍可达到6.1%，全行业增速中性情景下或在略低的5%左右的水平。而**实际上**，近一两年，这一指标已经下降到5-6%附近的水平，而同期房地产市场表现大体稳健。

但从长期来看影响深远。一是会倒逼房企盈利模式从财务高杠杆转向经营高杠杆和管理红利，加快建设进度及推盘销售，相应**房地产投资增速或向销售增速收敛**，即愈发受需求端的影响，头部房企销售集中度可能进一步增加、资源向

³ 根据触线情况不同，分为红、橙、黄、绿四档，对应有息负债规模年增速分别为0%、5%、10%、15%。

⁴ 兴业证券《贷款集中度管理对按揭影响测算》2021.01.19。

⁵ 兴业证券《房地产行业“三道红线”分析和测算》2020.12.28。

头部房企集中，劣币遭到驱逐；二是要求新增个人住房贷款增速和新增信贷增速大体保持一致，影响较大，这相当于“锁定”了居民部门加杠杆的速度，从而从供需两端共同平抑房价上涨幅度。

表 1：上市房企有息负债增速

指标	2020. Q3 末	2019 末	2018 末	2017 末	2016 末
有息负债增速	6.7%	5.0%	12.5%	29.3%	21.0%
房地产开发投资 累计增速	5.6%	9.9%	9.5%	7.0%	6.9%

注：wind；有息负债取沪深 A 股上市房企财务报表中：短期借款、一年内到期非流动负债、长期借款、应付债券之和做估计。

我们认为，不应低估房地产行业的韧性。事实上，过去几年，房地产发展面临的政策环境均较不利，但总体来看，仍然维持较稳定的增长。

特别是从当前来看，全国性供需两侧的融资限制性政策已出、相关利空出尽，而主要城市限购限售政策已经较严厉、进一步升级的空间不大，**如果房价上涨不脱离基本市场调节规律**，政策更多会是“小修小补”，在尽量不损伤已经受限的刚需和改善性需求的情况下，打击一些投机违规操作行为。比如，深圳房管局 1 月 20 日出台的“居民家庭购买的商品住房，只能登记在具有购房资格的家庭成员名下”，目的就是为打击违规“代持”行为；媒体还报道，深圳市房协前不久发起“房住不炒”征文活动，被评“征文万篇不如实干一把”、“氛围很重要”。再比如，上海于 1 月 21 日出台从严调控政策⁶，但实际上总体力度适中，其中关于假离婚、新房摇号、增值税调增等方面的内容，同去年 7 月以来国内十几个城市楼市政策调控升级措施相比并无新意，更多是“造势”传递从严信号、打击投机炒作骗资，而呵护刚需，似乎并未戳中上涨的根本动力——旺盛的需求。

具体而言，从供给方面，融资“三道红线”的悬顶之剑，加上各地调控的风声鹤唳，去年四季度以来，加快建安投资和施工进度、加速推盘和加强营销，以改善资产负债表，成为支撑房地产产业链的主基调，建安投资也开始为机构所关注。年末土地市场翘尾则同地方政府在财政压力下加大出让有关，而百城数据显示，进入 1 月，成交土地面积已快速回落，溢价率虽波动性较大，但去年四季度以来总体是下降态势。在融资新规压力和流动性收紧的背景下，房企拿地总体趋于谨慎，囤地、拿地王的热情也会降低，而是更会平衡未来去化能力，以保证销售回款，故而土地市场降温的总体趋势不改。预计未来半年内，伴随疫情影响的消退，前期拿地开工施工的建安投资持续推进，竣工增速将回升，开工竣工增速

⁶ 《关于促进本市房地产市场平稳健康发展的意见》2021.1.21，自 1 月 22 日起实施。

的剪刀差收窄，房地产投资或仍具一定韧性。而土地市场趋于理性，最终将带来新开工的温和增长，相应房地产投资会放缓至一定水平并稳定下来。

去年以来，房地产行业的景气度能够整体维持相对高位，**我们更关注也不可忽视的是需求端的韧性**。2020年深圳领涨四大一线城市，而去年底今年初以来，重点城市房地产市场的热度有增无减，一线城市开盘项目去化率达75%-80%，北京虽相对克制，但优质学区房显著上涨，上海更是出现“疯狂摇号”和“现场跳价”。**重点城市在调控政策完全没有任何松动迹象之下的房地产热度及价格上涨，更多是一种市场调节下的顺势而为**。其中，上海房市量价齐升，同一些需求端的个性因素有关，例如①公民同招新政导致学区房需求高涨、②2020年四季度起上海落户全面放宽（人才引进落户、居转户）、③受2016年限购政策⁷制约的刚需社保年限达到后集中释放；也同一些疫后需求端的普遍性变化有关，例如①货币宽松驱动居民加杠杆购房、②信贷资金的一部分违规用于购置房产、③改善营需求长期被政策压抑、④原海外移居及留学需求转化为国内购房需求、⑤疫情过后对医疗资源、住房舒适度、教育资源的要求提升。事实上，对冲疫情的货币宽松（按揭利率显著降低），加上疫后人们对居家办公接受度增高、观念转换，相应居住需求调整，共同催化了房地产需求端的热度，我们看到，**疫后购房需求不仅在我国高涨，在美国、韩国、日本等国家同样如此**。2020年韩国住宅交易价格上涨5.36%，创9年来最大涨幅；美国房地产更是已经远超疫后修复的水平，供需关系高度紧张，房价已升至历史最高水平，且成屋、新屋销售量逐月破纪录，带动营建许可、新屋开工、房地产建筑商信心指数一路走高。

市场目前关注**一是上海如果热度不减，调控在现有基础上，进一步收紧的可能，二是上海房地产市场热度带来的其他城市联动性**。我们认为，上述因素对于部分重点城市仅具有部分适用性，而且就我国情况而言，**部分因素已发生变化**（例如流动性恢复中性，LPR已经连续9个月持平，**部分高热城市银行按揭贷款额度限制、提高贷款利率、严查经营贷违规进入楼市等，对需求是一种直接制约**），未来可能会继续看到重点一线城市局部地区短期内继续维持热度，**但在政策对房价过快上涨高度敏感的背景下，不太可能出现此前上海的全面“疯狂”**。不过总体来看，**需求支撑下，一二线城市将长期强于三四线**。一线城市一向是全国楼市的风向标，一线房市维持一定热度，则二三四线总体景气度也不会过于低迷。相应，我们认为，今年房地产投资仍会维持韧性，保持稳健的增长。

⁷ 2016年3月《关于进一步完善本市住房市场体系和保障体系促进房地产市场平稳健康发展的若干意见》，提高非上海市户籍居民家庭购房缴纳个人所得税或社保的年限，从自购房之日起算的前3年内内上海市累计缴纳2年以上，调整为自购房之日前连续缴纳满5年及以上。

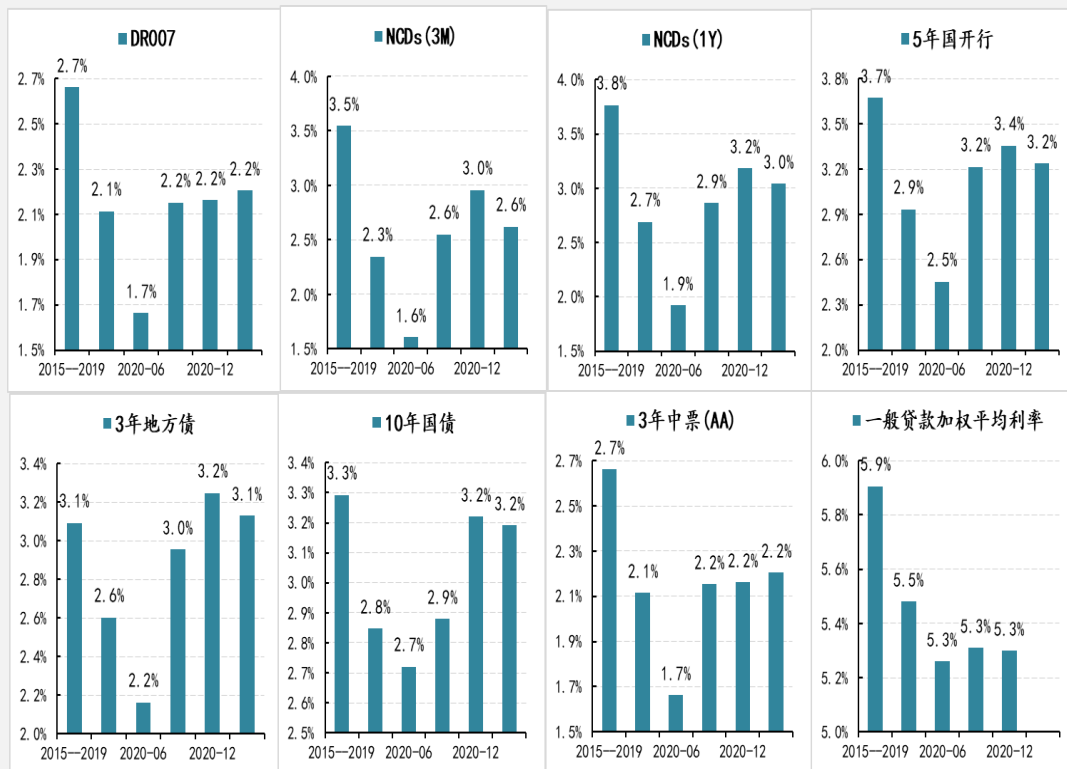
表 2：2020 年末以来重要会议涉及房地产提法及监管政策梳理

日期	会议及文件	重点内容
20.12.31	住房和城乡建设部、人民银行重点房地产企业座谈会	2020 年 8 月 20 日住房和城乡建设部、人民银行重点房地产企业座谈会上明确的重点房地产企业资金监测和融资管理规则（“ 三道红线 ”）试点房企进一步扩围。试点企业从目前的 12 家 扩展至 30 家 。（此前媒体报道称 2021 年 1 月 1 日起全行业将全面推行三道红线相关规则）
20.12.31	人民银行银保监会关于建立银行业金融机构房地产贷款集中度管理制度的通知	明确了房地产贷款集中度管理制度的机构覆盖范围、管理要求及调整机制。综合考虑银行业金融机构的资产规模、机构类型等因素， 分档设置 房地产贷款余额占比和个人住房贷款余额占比两个上限，对超过上限的机构设置过渡期，并建立区域差异化调节机制。
20.12.21	全国住房和城乡建设工作会议	积极发展住房新供给，加快推进“ 新城建 ”；全面推进 城镇老旧小区改造 ，推动物业企业大力发展线上线下服务业；稳妥实施房地产长效机制方案，促进房地产市场平稳健康发展， 牢牢坚持房子是用来住的、不是用来炒的 定位； 大力发展租赁住房 ，解决好大城市住房突出问题。
20.12.18	中央经济工作会议	解决好大城市住房突出问题。坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，因地制宜、多策并举，促进房地产市场平稳健康发展。要高度重视 保障性租赁住房 建设，加快完善长租房政策，逐步使租购住房在享受公共服务上具有 同等权利 ，规范发展长租房市场。 土地供应要向租赁住房建设倾斜 ，单列租赁住房用地计划，探索利用集体建设用地和企事业单位自有闲置土地建设租赁住房。对租金水平进行合理调控。
20.12.11	中央政治局会议	强化反垄断和防止资本无序扩张，促进房地产市场平稳健康发展。
20.12.3	韩正在住房和城乡建设部召开座谈会	牢牢坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位， 不把房地产作为短期刺激经济的手段 ，时刻绷紧房地产市场调控这根弦。促进住房租赁市场健康发展。以保障性租赁住房为着力点，加强住房保障体系建设。要处理好政府和市场的关系， 既强化政府保障作用，也要积极运用市场化手段 。要处理好中央和地方的关系， 坚持不搞“一刀切” ，鼓励和引导城市政府 因地制宜 ，完善住房保障方式，落实好城市主体责任。
20.11.3	中共中央关于制定国民经济和社会发展第十四个五年规划和二〇三五年远景目标的建议	推动金融、房地产同实体经济均衡发展；促进住房消费健康发展；推动区域协调发展；实施 城市更新 行动；加强 城镇老旧小区改造 和 社区建设 ；坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位， 租购并举、因城施策 ，促进房地产市场平稳健康发展；有效增加 保障性住房 供给，完善土地出让收入分配机制，探索支持利用 集体建设用地 按照规划建设租赁住房，完善 长租房 政策，扩大保障性租赁住房供给。

专题四：金融环境疫后的“软着陆”

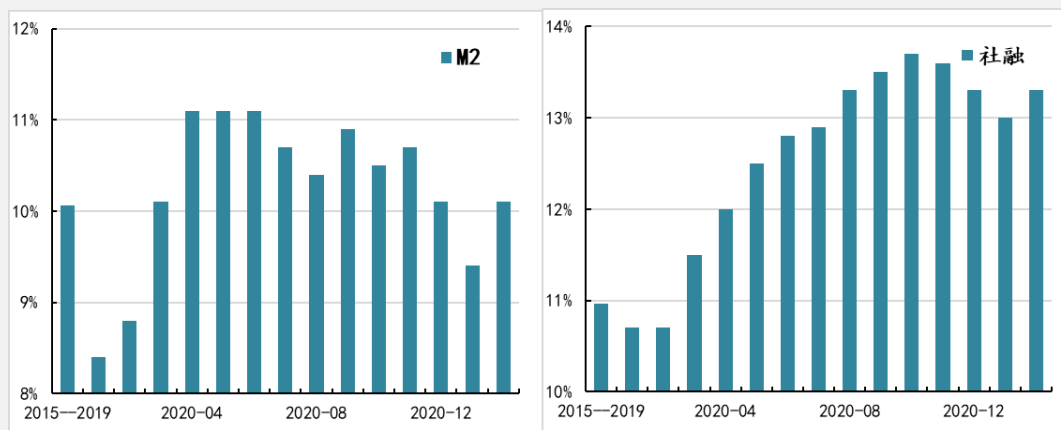
目前利率水平、货币供给和社会融资规模增速的所表现出来的状况，显示我国货币金融环境已经逐渐淡出抗疫对冲状态，但实际的松紧程度仍较疫情前宽松。例如，目前各类主体融资利率基本都处于向疫前常态回归的途中，但除了中央财政和地方政府融资利率水平基本已接近 2015 年至 2019 年的中枢水平之外，货币市场资金，金融机构大额存单、政策性金融债券和实体企业融资等利率依然低于 2015 年至 2019 年的中枢水平。

图 1：各部位的融资利率



再如，2015 年至 2019 年期间，M2 和社会融资的平均增速分别为 10%和 11%，同阶段的中国 GDP 名义平均增速为 9%，符合“货币供应量和社融规模增速同名义经济增速基本匹配”的境况，而截至 2 月末，M2 和社会融资增速分别为 10.1%和 13.3%，虽然较去年峰值有所回落，但依然高于疫情之前的中期平均水平，对利率环境相对应，也处于向常态回归的途中。

图 2：货币攻击和社融资规模增速情况



由此，单就前两个月金融数据而言，本次抗疫政策的淡出明显采取了“软着陆”的方式，这与中央经济工作会议明确的“不急转弯”导向是一致的。不过由于距离常态尚存距离，因此无论是利率环境，还是融资环境还处在持续收敛的过程中，市场在环境边际变化上，感受到较明显的收紧。

另外，在此次政策“软着陆”过程中，国债利率回升速度是最快的(由去年 2.48%回升至 3.3%左右)，并连带着地方政府债利率也快速回升，相应令市场预期出现了明显变化，担忧整体货币金融环境会被无风险利率快速带动起来。实际上无风险利率率先回升是全球疫后市场的共性。例如，美国 10 年期国债利率由去年 4 月的 0.32%历史低点，回升至 1.75%，但同期无论是个人按揭贷款利率，还是企业债利率目前仍处于历史较低水平。

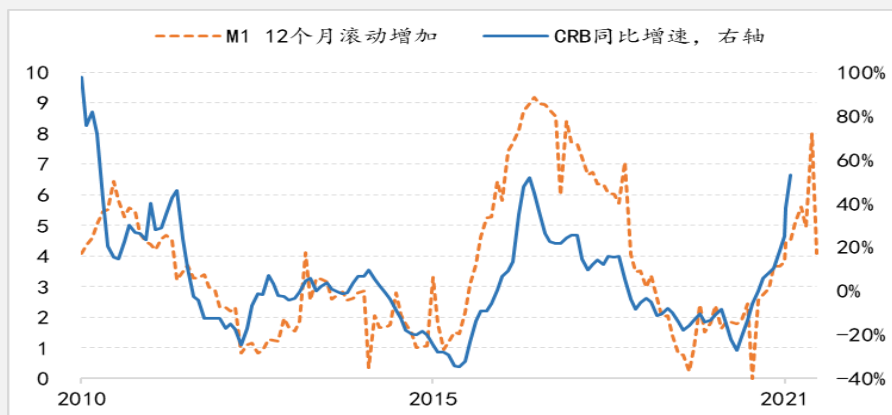
国债利率抬升速度明显快于其他利率，主因就是目前经济运行正处在市场通胀预期回暖与经济复苏持续性尚待确认的交叉点，因此国债利率更早体现出通胀预期的改善，而若经济复苏持续性随后得到确认，政策“软着陆”也基本到位后，整体利率中枢预计会明显上行。

因此，当前对于市场而言，最关心的两个问题：一个是通胀预期继续改善的持续性如何；另一个是美债对于中债的推动效应如何。

首先，本轮通胀预期改善的逻辑是：中国率先复苏下的需求拉动，启动了商品上涨周期，叠加各国刺激政策有增无减，市场通胀预期出现趋势性改善。按照中国 M1 增速领先商品价格 6 个月的相关性判断，上半年商品价格还处于持续上涨状态中，即“通胀预期改善——实际通胀兑现——推动通胀预期改善…”的良

性循环在上半年大体会得到延续和强化。

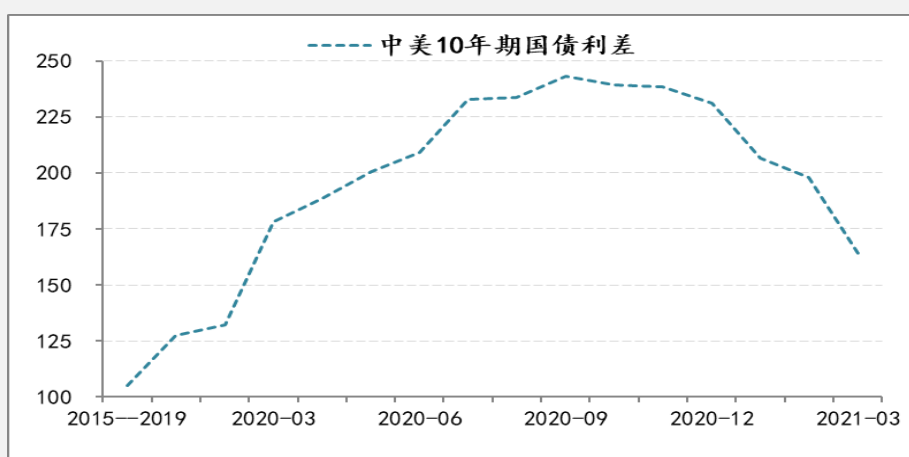
图 3：中国需求与商品价格



其次，按照美债利率周期变化的经验规律和通胀预期的推动，预计在上半年，10 年期美债利率就会触及 2%，但是否会推动中债利率一并走高呢？

疫情前，中美 10 年期的利率均值在 100BPs 左右；疫情以来，美债下降幅度史无前例，由疫前 2.27% 最低降至去年的 0.32%，虽然中债利率去年也明显下降，但降幅远不及美债，因此去年中美利差最高到达 250BPs，目前中美债利率回升后，中美利差收窄至 170BPs，但仍超出疫情平均水平 70BPs。由此，推测即便 10 年期美债利率突破 2%，但也很难将中债利率推升至 3.5% 以上的水平。

图 4：中美利差



本文数据来源：wind。

专题五：美债会不会带崩市场？

3月18日，10年期美债收益率从前一日晚间的1.64%迅速拉升至1.751%，创下14个月新高。而在前一日，美联储3月议息会议决议决定，维持购债规模（继续每月增持至少800亿美元国债和至少400亿美元住房抵押贷款支持证券）和联邦基金利率区间（0%-0.25%）不变，并将超额准备金利率（IOER）维持在0.1%不变。

这波美债收益率的走高是通胀预期走高的结果。而通胀预期的走高是从大宗商品的价格上涨开始发散的。这一轮商品价格的上涨，既有中国疫情率先控制下的经济复苏预期影响，也有全球主要央行无下限宽松刺激的功劳。

经济复苏预期比较容易理解，2020年3月底开始，中国疫情最先得到控制，而海外其他国家疫情反而才大规模爆发伊始，产能降至冰点，大量生产订单，尤其是抗疫物资订单转移到中国，还有中国本身的经济刺激政策，类似于2016年底到2018年那一波大宗商品价格的上涨和PPI的上行，导致进出口数据持续超预期，大宗商品价格也是从那个时候开始启动，此后，伴随着全球疫情的控制，以及疫苗接种的不断推进，海外的产能和需求都开始好转，也加速了大宗商品的价格上行。当然，仅从需求来解释大宗商品的上涨，多少有些牵强。笔者比较赞同敦和资产徐小庆的看法：从去年疫情低点到现在，大宗商品的价格已经涨了80%。而从2008年到2011年次贷危机的三年，商品的累积涨幅也就是80%。也就是说，现在只用了当时不到一半的时间，就已经实现了08年次贷危机之后的三年的涨幅，基本面的情况显然不足以支撑商品80%的涨幅，一定是有大量的金融和流动性的因素在支撑。

再来看看美债收益率的问题。到目前为止，10年期美债收益率的高点是1.75%，已经反弹至了疫情爆发前的水平。而当时，标普500指数是在大概3300点左右的水平，现在标普500指数是在3950点的水平，累计涨幅约18%；道琼斯平均工业指数疫情前是29000的水平，目前是33000左右的水平，累计涨幅约在13%；同期纳斯达克指数的累计涨幅是40%左右，最大涨幅是50%左右，目前距离最高点回调了约10%。如果我们简单以10年期美债收益率代表美股的估值，那么实际上现在的美股估值比疫情前要高大概15%的水平。这15%的增幅，无疑是美联储的宽松刺激推动的，那么这15%的涨幅是不是泡沫呢？

还有一个需要注意的是，疫情前，10年期美债收益率1.7%的水平是在2020

年 1 月中下旬，当时所处的美联储政策周期和目前的情况有一些细微的区别。2018 年底到 2019 年初，为避免美国经济陷入可能衰退，间隔十年之后，美联储于 2019 年重启降息，也是自 2008 年金融危机以来首次降息。2019 年分别进行了 3 次降息，分别为 7 月 10 日，调降 25 个基点；9 月 19 日，调降 25 个基点；10 月 31 日，调降 25 个基点。那段时间，随着市场对美联储放松预期的不断升温，10 年期美债收益率也从 2018 年底 3.23% 的高点，一直下行至 2020 年 1 月底 1.7% 的水平。

随着全球疫情的爆发，2020 年 3 月 3 日和 3 月 15 日，美联储再次分别调降 50 个和 100 个基点，并且美联储一直宣布要持续到 2023 年，但 10 年美债收益率已经从疫情期间 0.52% 的低点回到了疫情前 1.75% 的水平，更直白的解释就是美联储政策对美债收益率的影响已经被疫情控制后经济预期的回暖所抵消。美债收益率走势对美联储的政策基调出现相悖走势，说明美债收益率目前对通胀预期的反应要更加敏感，也意味着一是市场对美国经济的预期变得乐观，二是美联储持续的宽松态度可能会加速通胀的实现。

目前，美国 1 月的 PCE 同比已经达到 1.45%，2 月 CPI 同比也达到了 1.7%（尽管主要可能是油价的功劳），尽管美联储修改了货币政策框架，允许一定时间内的通胀超出 2%，但如果美联储发现他对市场利率的引导没有起到想要的效果，如果美联储发现市场已经是跟着美联储收紧的预期在运行，那么，收紧措施会不会比官宣的要来的更早一些呢？

返回到股票市场的运行上，实际上，市场最怕的是政策超预期，而不是怕政策收紧这个事情本身。投资者更关心的是从 0 到 1 的拐点何时以及以何种方式实现，反而拐点以后，从 1 到 2 还是从 1 到 10 并没有特别大的冲击。从目前的情况来看，市场就是在等美联储收紧的动作落地。

图 1：2015 年 12 月加息后标普 500 指数的走势



上一次美联储加息是在 2015 年的 12 月，从上图就可以看到，加息前市场就在剧烈的波动，加息后的 38 个交易日里，也是大约 2 个月的时间，标普 500 指数完成了 12% 的下跌，随后构筑 W 底后企稳反弹。接下来 2016 年的一次加息和 2017 年的三次加息，市场都没有发生特别显著的波动。

所以，笔者认为，可能现在市场关心的是美联储的收紧何时会来，以及会以什么样的方式出现。而一旦这种信号出现，短期对美股的市场冲击是肯定会有，无非是 10% 还是 20% 或者是 30% 的调整程度的区别。我们可以按照现在的逻辑做个假设，假设美联储要收紧，假设美股的熊市将要到来，那么资金会怎么流动？首先肯定是要从债券市场流出，至少要等债券估值稳定之后再去看票息和点位是否具有投资价值，也要从美股市场流出，因为君子不立于危墙之下。而经济的快速恢复必然伴随着需求的回暖，那么企业的补库存需求就会大增，大宗商品无疑是投资或者投机的首选。而大宗商品的价格上涨会进一步推动 PPI 上行，进而推高整个通胀水平，从而进一步刺激货币政策收紧。从下图 2015 年加息后 LME 铜（黑色）和标普 500 指数（橙色）也能看出，铜的上涨要快于美股。但需求转暖以及通胀上行，必然会改善企业的盈利，进而推高股票的估值。加息后，美股快速杀估值带来的便是股票再次具有了配置的价值，资金便会回流美股。

图 2：2015 年 12 月加息后 LME 铜（黑）和标普 500 指数（橙）走势



有没有泡沫都是相对而言的，在不同的时间点，600 元的茅台股价和 3000 元的茅台股价可能都有泡沫，也可能都被低估。美股也是如此，美股的泡沫一样具有阶段性和结构性的特点。一旦杀估值完成，最先反弹的必然还是那些优秀的

企业。尤其是在以后，头部经济效应可能会愈演愈烈，股价也会跟随表现。

以史为鉴，笔者的结论是美联储收紧政策之前，美股的波动性会显著加大，而收紧政策落地后，美股会在完成快速再估值后震荡筑底。而再估值过程中，可能会伴有比较激烈的跨市场跨国界的市场联动效应，包括 A 股、大宗商品、债券市场也都会受到影响。但后期一旦杀跌完成企稳，还是会有大量的资金回流，毕竟美元资产和美国公司在全球仍有较大的吸引力。也有读者可能会问，那美股就不会有长期的熊市了吗？答案是肯定的，美股会有熊市，但只会出现在美国经济基本面出现了大问题，或者大灾难的情况下。如大型的战争、美国国内的暴乱、美元信用危机等等。

对于国内市场，笔者对股票市场并不担心。首先政策的掌控能力很强，二级市场交易并没有特别大的风险，也很难对一级市场的融资功能造成伤害；其次，出现了散户资金向机构转移的现象，未来机构抱团的现象还会出现，机构抱团瓦解的现象也必须会再出现，只是可能被抱团的股票不同而已。判断一个市场是否崩盘，主要看有没有流动性。在目前的情况下，中国国内的市场，不会出现流动性问题，只会出现局部暂时紧张的情况，毕竟央行的储备工具是非常丰富的。反而笔者更担心的是债券市场的违约情况。今年央行政策不会急转弯，但边际收紧的概率很大，国内微观主体的情况参差不齐，一旦收紧，可能在负债方面的问题会更大一些。

3月19日，美联储宣布不延长补充杠杆率（SLR）豁免措施期限，那么下一个动作会是什么呢？建议读者继续关注美债利率走势、通胀预期以及美联储的最新表态。

本文数据来源：wind

专题六：从电商数据看居民线上消费特点及变化

今年国内经济将由供给端带动的结构性复苏，转向供需协同发力、需求引领的全面复苏，其中消费能否如期恢复是关键要素。持续一年之久的疫情隔离及后续防控举措，在一定程度上加速了线上消费的发展和居民消费生活习惯的改变，当然，居民消费特征的变化并非一日而就，我们这里尝试从数据的中短期变化中寻找一些端倪。

1. 线上消费市场的加速繁荣

统计局公布数据显示，2020年，受疫情影响，社会消费品零售总额同比萎缩3.9%，而其中网上零售额逆势增长10.9%，占比30%；而疫情爆发前的2019年，这一比重大概在25-26%，平均每年的增长幅度在3个百分点左右，显然疫情在一定程度上改变了人们的消费行为，进一步刺激了网络零售份额的提升。

当然，今年前两月这一占比又回落至25.2%，主要与季节性因素有关。春节探亲访友休假，以及夏秋天气适宜，通常在这期间，网络零售的占比会有阶段性下降。另外需要注意的是，线上服务零售额的占比，在2020年期间受疫情防控影响，是有所下降的，虽然伴随疫情消退又有回升，但总体来看，近年来，服务零售的比重提升并不快，基本上线上零售的增长，主要是由实物商品零售所带动。

图 1：线上零售（包括实物和服务）占比在 2020 年加速上升

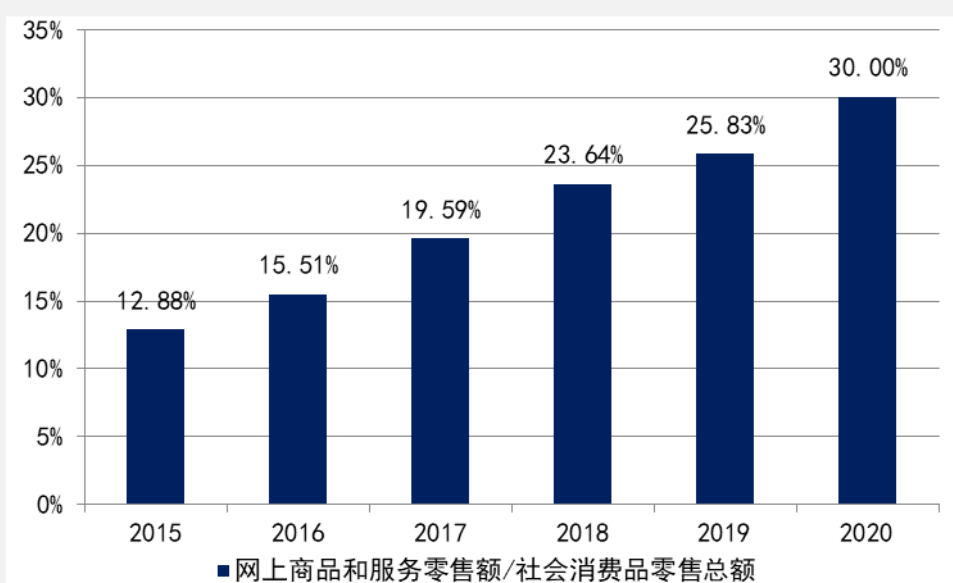
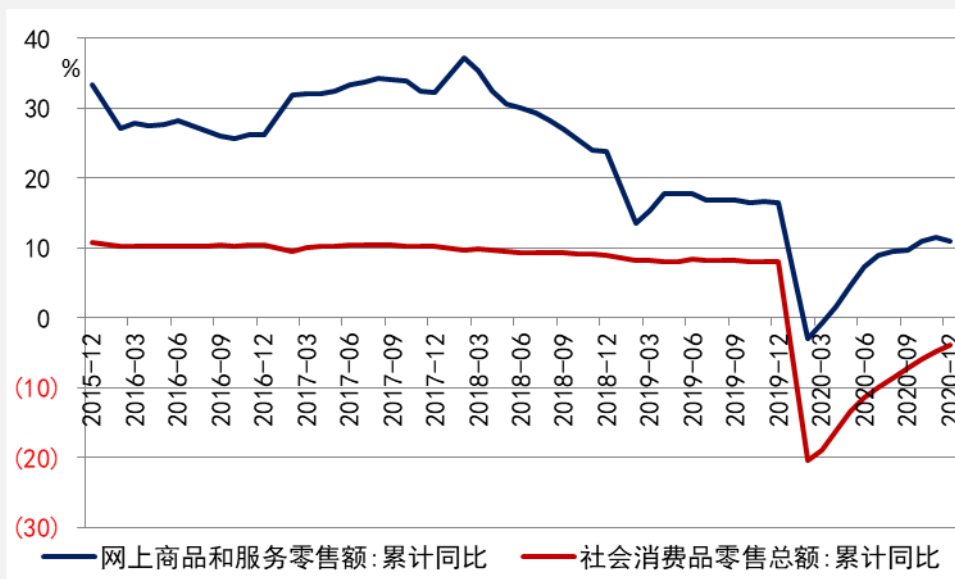


图 2：线上零售增速始终高于社会消费品零售额总体



注：考虑到基数过低，导致今年 1-2 月同比数据的参考价值不大，这里没有绘出。

2. 疫情前后线上消费的大类结构变化

鉴于各电商销售数据的可得性，本文拟采用淘宝和天猫网络销售数据，试图观察居民在疫情前后一段时间的消费变化和探寻新消费的发展趋势。根据独立的第三方电商数据机构魔镜市场情报提供的数据，淘宝和天猫作为阿里巴巴旗下的两大电商平台，市占率大约达到 60%以上，具有一定代表性，我们也通过今年 1-2 月统计局公布的整体数据，印证了这一占比的大体合理性。

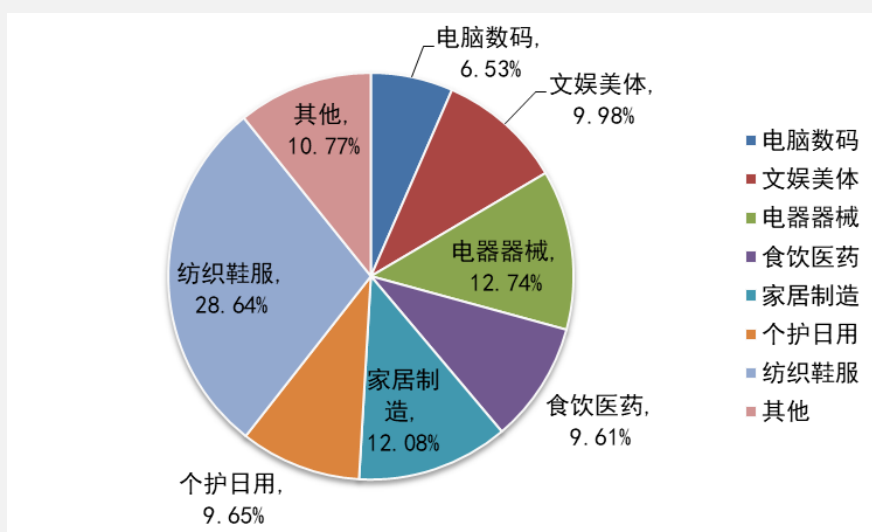
从品类看，网上零售大体可分为电脑数码、文娱媒体、电器器械、餐饮医疗、家具制造、个护日用、纺织鞋服、其他（包括汽车和电动车相关消费、婴童用品、清洁工具、鲜花园艺、居家日用、厨房烹饪用具、本地生活服务、包装、宠物相关、个性定制、收纳整理、餐饮具、军刀眼镜等）这几大类别。考虑到 2020 年上半年消费及物流领域受疫情冲击较大，而且我们可得数据自 2019 年 6 月起，所以这里比较 2019 年下半年同 2020 年下半年的网络消费结构变化。

动态来看，这几个大类的占比排序在两个阶段没有变化，当然，居民消费结构的升级及变化是个长期过程。但具体占比有升有降，仍然反映了疫情前后的一些行为及需求差异。占比上升的有电器器械、餐饮医药、家居制造和其他类，其中家居制造的增长非常明显，其次为电器器械，这同去年疫后房地产市场的热度较高有关，当然居家经济的兴起，也催生了人们对于现有居住环境的改善需求。

而纺织鞋服占比有明显下降，同疫情期间，人们减少社交活动和出行，相关装扮需求有所降低有关，预计伴随疫情调控措施的逐步放松，纺织鞋服销售额将逐步恢复增长。

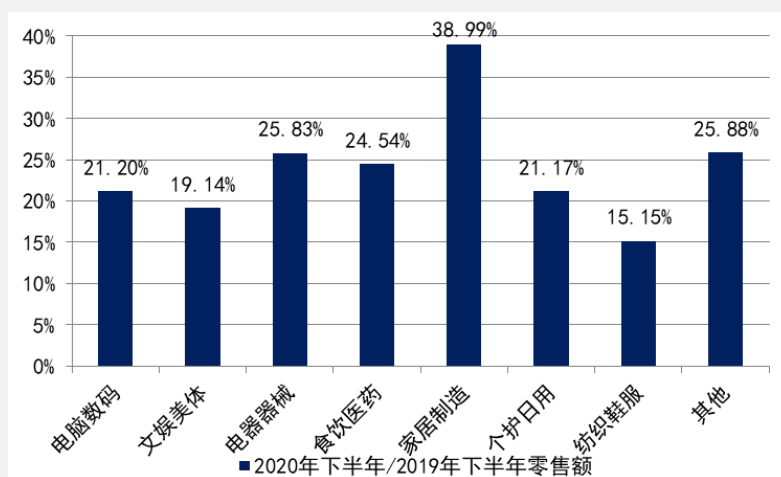
静态来看，占比最高并且绝对领先的为**纺织鞋服**，其次为与房地产行业相关的**电器器械**、**家居制造**，而后为**文娱美体**、**个护日用**。

图 3：淘宝及天猫零售额商品结构（2020 年下半年）



从增速看，2020 年下半年同 2019 年下半年比较，**家居制造**线上零售额增速最高，其次为**电器器械**、**其他类**和**食饮医药**，纺织鞋服的增速依然较低，同份额变化的情况大体一致。

图 4：淘宝及天猫零售额分商品大类增速

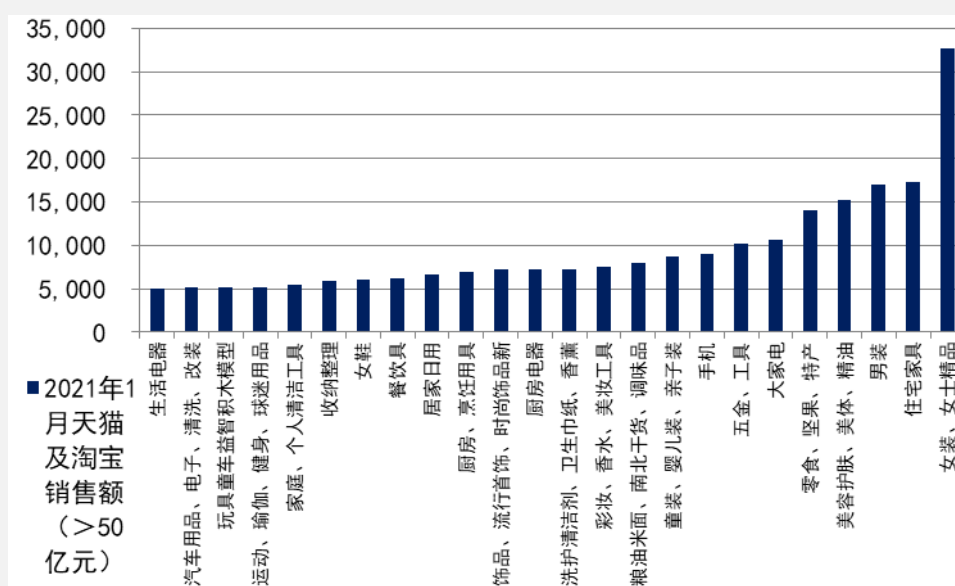


3. 细分品类的线上购买情况

我们进一步看淘宝及天猫各大类中细分品类的销售额情况。考虑到今年2月春节期间物流部分停运，我们运用今年1月的数据来观察。1月销售额在50亿元以上的品类依次为（下图）：女装、住宅家具、男装、美容护肤美体、零食坚果特产、大家电、五金工具、手机、孕婴童装、米面粮油干货等。

结合上文的大类结构数据，可见消费者对于标准化生产且技术成熟的纺织鞋服、生活用品、家电等，倾向于线上采购，而对于两端产品——一是个性化服务、电脑数码等略高层级的商品和服务，二是生鲜粮油等低价值或入口的食饮医药产品，消费者仍倾向于线下采购。从性别来看，女性仍然是线上购买的绝对主力，与其密切相关的孕婴童、个护美容、饰品、女性鞋帽服装、居家日用纺织布品装饰等，销售额均较大。

图 5：淘宝及天猫零售额分细分商品类别销售额

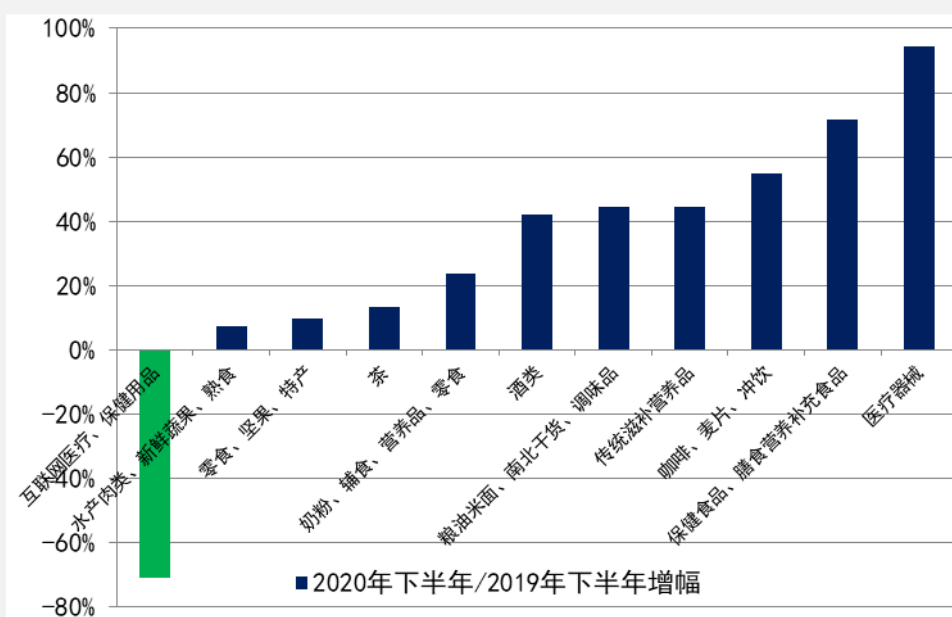


4. 食饮医药细分品类的线上销售情况

我们对比了2019年下半年同2020年下半年食饮医药各细分类别销售情况的变化，发现对于水产肉类、新鲜蔬果、熟食这一类生鲜食品，天猫及淘宝线上销售额的增长并不显著，仅有7%左右，而对于**咖啡麦片冲饮、粮油米面干货、膳食营养品**的购买却有40-50%的增长，对医疗器械的购买增速更快，一是这类商品标准化程度较高，而生鲜食品在此方面难于统一和监管，加之生鲜购买者主要为中老年人，对线上平台的运用能力及信任度不高，当然，在生鲜食品方面，拼

多多为代表的新电商平台市场占比可能更高，而天猫及淘宝等传统电商平台数据的代表性不强；二是体现了疫情过后，人们对于提高身体免疫力的重视度大大提升；三是疫情进一步催化了“宅经济”相关的食品饮料、厨具、文娱、家居日常类需求。此外，我们看到，天猫及淘宝互联网医疗的线上销售大幅锐减，我们认为这可能同疫情催化各类线下医疗结构加速开发线上平台、各类专业线上医疗平台发展较快，分流了天猫及淘宝的相当一部分流量有关。

图 6： 食饮医药细分品类的线上销售情况



本文数据来源：国家统计局，CEIC，作者整理。

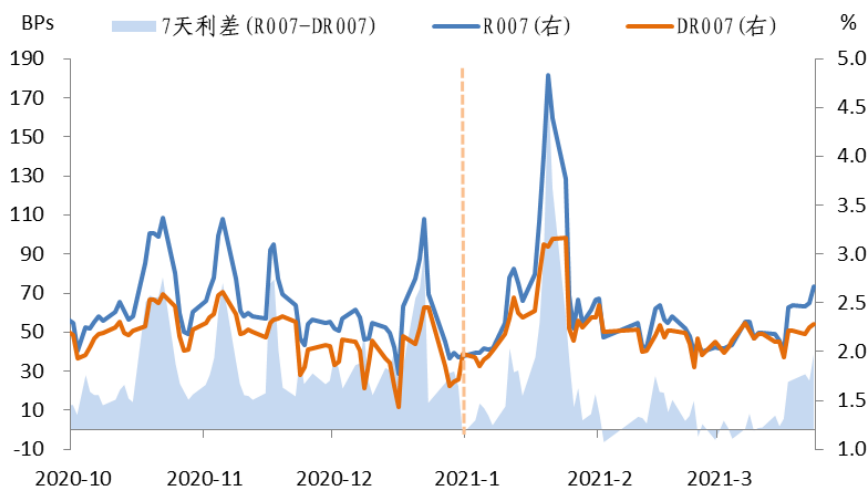
债券市场

一、一季度回顾：利率债收益率曲线平坦化上行

(一) 资金利率均值较去年四季度多上行

一季度，银行间市场 7 天质押式回购利率（R007）中枢较去年四季度下行 9BPs 至 2.41%，但隔夜回购利率中枢则上行 36BPs 至 2.05%，存款类机构的隔夜和 7 天质押式回购利率（DR007）分别上行 31BPs、4BPs 至 1.90%、2.21%。央行为防控加杠杆投资的资产泡沫风险，精准调控流动性在“不缺不溢”的状态，隔夜回购利率中枢从历史低位附近大幅回升。

图 1：DR007 和 R007 走势



数据来源：Wind 资讯，中国建设银行金融市场部。

从季度走势看，资金利率先上后下。年初至 1 月末，由于缴税、基金申购的影响，以及央行 1 月 15 日减量续作 5000 亿元 MLF，1 月最后一周公开市场从此前的净投放转向大额净回笼 5705 亿元，货币政策收紧预期升温。加之春节临近，机构融出心态谨慎，银行间市场资金面趋紧，R007 大幅上行至 1 月 28 日的季度高点 4.83%，为 2018 年 12 月以来新高，DR007 升至 3.17%，接近利率走廊上限——SLF 操作利率 3.20%。2 月份以后，央行为保障春节的现金提取需求而提前投放流动性，重启 14 天逆回购操作，等量续作当月到期的 MLF，释放货币政策中性的信号，加之财政存款投放力度加大，资金利率大幅回落，R007 基本在 2.0%-2.5% 区间震荡，DR007 在 1.8%-2.3% 区间波动。

(二) 利率债收益率曲线平坦化上行

利率债收益率的短端上行幅度明显超过中长端。截至3月末，国债收益率1年期较去年末上行10BPs，3年、5年、10年期上行3-5BPs，7年期持平。口农债2-5年期上行22BPs，1年和7年期上行5-6BPs，10年期下行2BPs；国开债1-3年期上行20-21BPs，5-7年期上行10BPs，10年期上行3BPs。

图2：一季度国债收益率走势

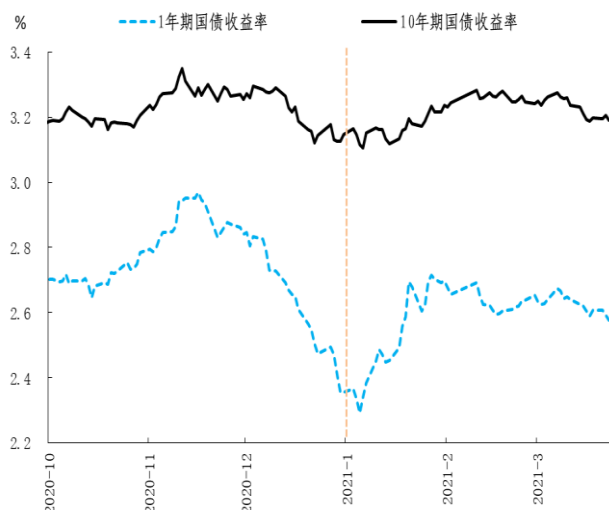


图3：一季度国债收益率变动

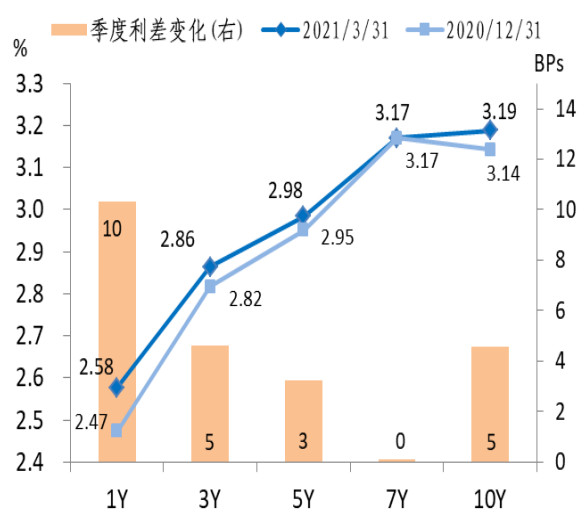


图4：一季度口农债收益率变动

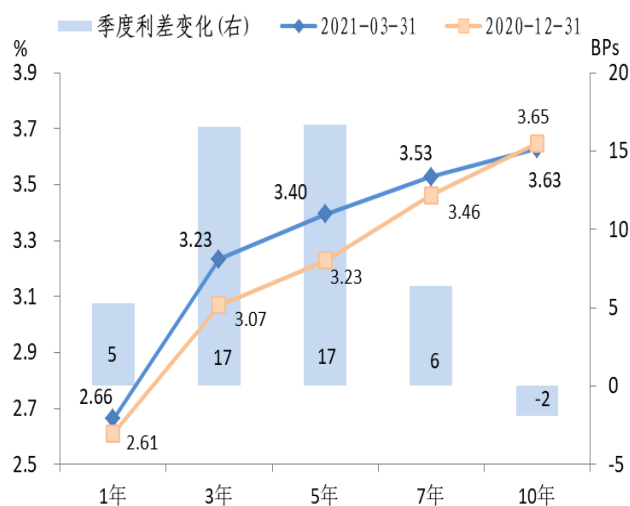
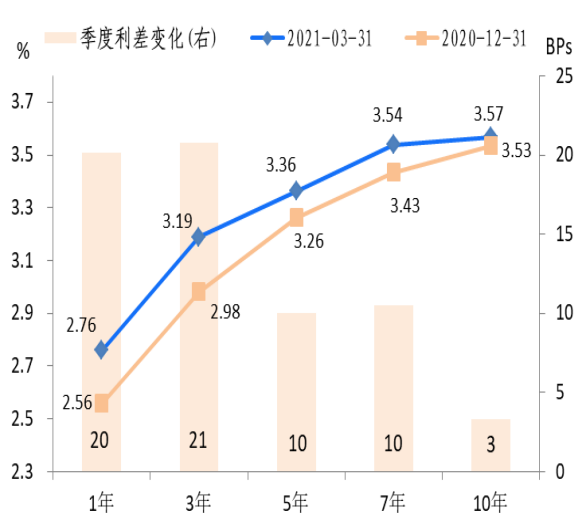


图5：一季度国开债收益率变动



数据来源：Wind 资讯，中国建设银行金融市场部。

从季度走势看，债券收益率的上行主要集中在1月至2月中旬，此后高位震荡。推动收益率前期上行的主要原因在于央行的流动性投放从去年12月的偏松状态转向偏紧，加剧市场对货币收紧的担忧，叠加期间资金面紧张超出预期，债券收益率明显反弹。2月下旬以后，情况有所改观。2月以来，海外市场经济

复苏交易和通胀交易行情盛行，A股受此冲击表现偏弱，加之国内央行货币政策保持中性，中美博弈竞争加剧，提振了投资者对债券的需求，我国债券收益率冲高回落。总体上，一季度，由于央行谨慎调控流动性，隔夜回购利率大幅反弹，债券短端收益率的上行幅度明显超过中长端，曲线形态平坦化。

（三）信用利差和等级利差收窄

1. 非金融企业债发行量减少，净供给增加

2021年一季度广义信用债⁸共发行10.1万亿元，较去年四季度减少2920亿元；净供给1.95万亿元，较去年四季度增加1.1万亿元。与去年四季度相比，一季度一般金融债、企业债、同业存单、政府支持机构债、ABS的发行量减少，短融、中票、公司债、定向工具的发行量呈现不同程度的增加。

表1：2021年一季度广义信用债发行情况

2021年一季度	总发行量	发行只数	总到期量	到期只数	净融资额
短融	14669	1410	12501	1240	2168
中票	5448	536	4322	334	1126
企业债	895	88	1097	26	-202
公司债	8420	992	5593	455	2827
一般金融债	7574	211	3762	133	3812
同业存单	56024	7507	47350	6380	8674
政府支持机构债	300	3	0	0	300
定向工具	2320	341	1473	189	846
ABS	5677	963	5667	208	10
广义信用债汇总	101326	12051	81765	8965	19561
较去年四季度变化					
短融	3716	376	-4045	-334	7762
中票	917	125	29	13	888
企业债	-97	-31	101	-36	-198
公司债	52	76	685	19	-633
一般金融债	-1551	-46	-991	-27	-559
同业存单	-909	-474	-9803	-1381	8894
政府支持机构债	-100	-1	-200	-2	100
定向工具	940	122	-49	-10	989
ABS	-5888	-782	-225	-520	-5663
广义信用债汇总	-2920	-635	-14498	-2278	11579

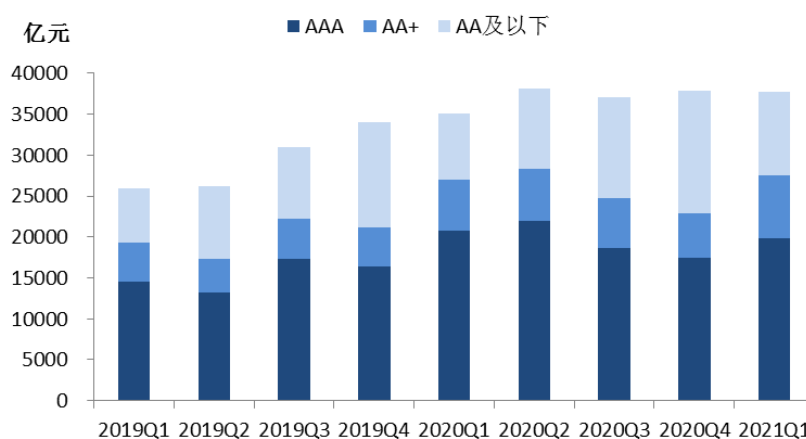
数据来源：Wind 资讯，中国建设银行金融市场部

⁸广义信用债的统计口径包括同业存单、一般金融债、短融、中票、企业债、公司债、定向工具、政府支持机构债和ABS。狭义信用债的统计口径仅包括短融、中票、企业债、公司债、定向工具、政府支持机构债和ABS。

一季度非金融企业信用债发行量减少，净供给增加。体现非金融企业融资的狭义信用债（广义信用债剔除了同业存单、一般金融债后）发行了 3.77 万亿元，较去年四季度减少 460 亿元；但由于一季度到期量有所下降，净供给较去年四季度增加 3244 亿元至 7075 亿元。

分等级看，中高等级信用债供给增加，低等级供给减少。一季度 AAA 等级信用债发行 1.98 万亿元，较去年四季度增加了 2443 亿元；净融资额 3035 亿元，较去年四季度增加 5781 亿元。AA+ 等级发行 7683 亿元，较去年四季度增加 2232 亿元；净融资额 2765 亿元，较去年四季度增加 2214 亿元。AA 及以下等级信用债发行 10168 亿元，较去年四季度减少 4841 亿元；净融资额 1274 亿元，较去年四季度减少 4504 亿元。受去年 11 月受 AAA 级大型国企意外违约事件冲击，市场避险情绪上升，信用分层现象愈演愈烈，中高等级信用债行情较旺，而低等级信用债的需求疲弱，AA 级及以下的发行量和净融资额大幅回落。

图 6：各等级信用债发行情况



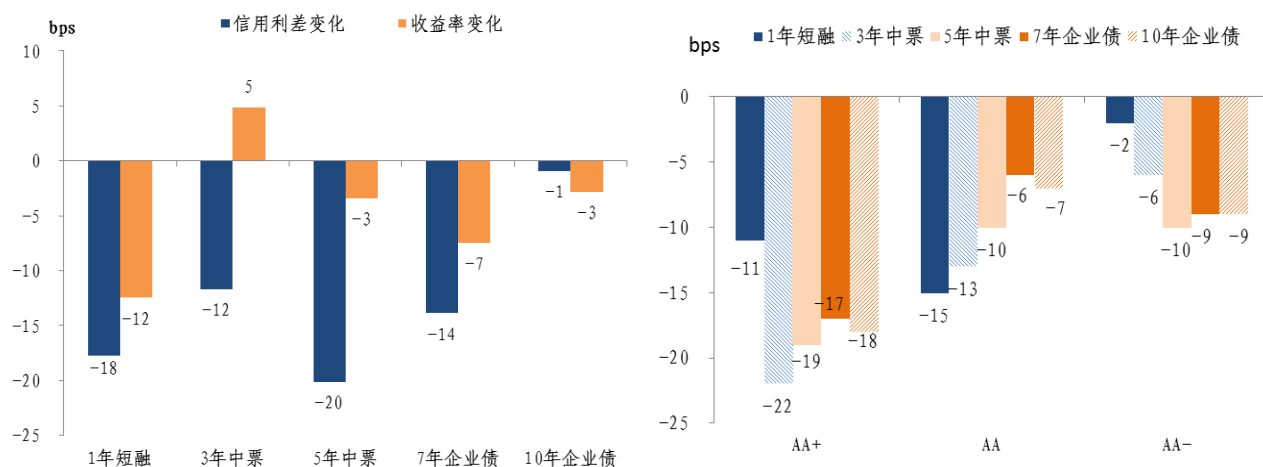
数据来源：Wind 资讯，中国建设银行金融市场部

2. 信用利差和等级利差收窄

2021年一季度高等级信用债收益率多下行。截至一季度末，高等级AAA信用债1、5、7、10年期收益率分别较去年末下行12BPs、3BPs、7BPs、3BPs，3年期拓宽5BPs。信用利差收窄。截至一季度末，AAA级1、3、5、7、10年期利差分别较去年末收窄18BPs、12 BPs、20BPs、14BPs、1BP。一季度A股市场持续调整，固收类产品成为基金发行热点，3月我国新成立债券型基金占比大幅提升。配置盘需求强劲，推动高等级信用债收益率回落，信用利差整体收窄。

等级利差收窄。以AA级为例，截至一季度末，AA级1、3、5、7、10年期等级利差分别收窄15BPs、13BPs、10BPs、6BPs、7BPs。分评级来看，AA+级各期限等级利差收窄幅度大于AA和AA-级。从期限来看，中短久期品种利差收窄幅度更大。伴随货币政策回归常态，信用环境边际收缩，一季度债券违约风险有所抬升，投资者行为趋于谨慎，在保证安全性的前提下适度下沉信用，更偏好等级相对较高与久期相对较短的品种。

图 7：一季度末较去年末 AAA 级信用利差和 图 8：一季度末较去年末等级利差变化
收益率变化



数据来源：Wind 资讯，中国建设银行金融市场部

目前，AA+级的等级利差已回到 1/4 分位数附近，信用利差保护空间不足。但低等级的利差基本位于历史 3/4 分位数以上，安全边际较大。

表 2：等级利差与历史水平比较

等级利差 (BPs)	3 年期中票			10 年期企业债		
	AA+	AA	AA-	AA+	AA	AA-
当前值	26	72	289	28	79	299
历史最大值	71	159	307	104	206	340
历史 3/4 分位值	42	84	246	71	134	306
历史均值	32	68	197	57	113	251
历史 1/4 分位值	23	49	145	42	78	215
历史最小值	8	24	72	30	48	157

数据来源：Wind 资讯，中国建设银行金融市场部

二、二季度展望：债券收益率将区间震荡

（一）资金面：资金利率中枢的上行幅度有限

央行货币政策的态度趋于谨慎。3月25日，人民银行发布货币政策委员会2021年第一季度例会声明。与去年四季度例会的声明相比，删去了“保持货币政策的连续性、稳定性、可持续性”、“保持对经济恢复的必要支持力度”、“不急转弯”、“守住不发生系统性金融风险的底线”等措辞。这意味着二季度央行将加强调控，二季度的流动性宽松条件或较一季度边际趋紧。

从经济基本面来看，我国有力地控制并消弭了第二波疫情的反弹，1-2月出口增速高达60.6%，国内消费需求逐渐恢复，我国经济增长强劲，加之顺利度过3月非金融企业信用债年内到期高峰，企业违约风险虽有反弹，但对市场影响有限，央行货币宽松的前提条件已有所弱化。

影响二季度央行货币政策的因素主要有四个方面：

一是二季度政府债券发行量将较一季度大增，供给压力考验市场，央行或适度超量续作MLF，以平抑政府债券缴款引起的资金利率波动。

二是非金融企业信用债的4月到期量为1.12万亿元，5-6月迅速回落至6800-7400亿元，低于全年平均水平8330亿元。央行在4月还需维系一个相对容易的融资环境，使企业有序借新还旧接续债务，减少违约风险暴露。但到了5-6月，维稳信用债市场的必要性明显下降。

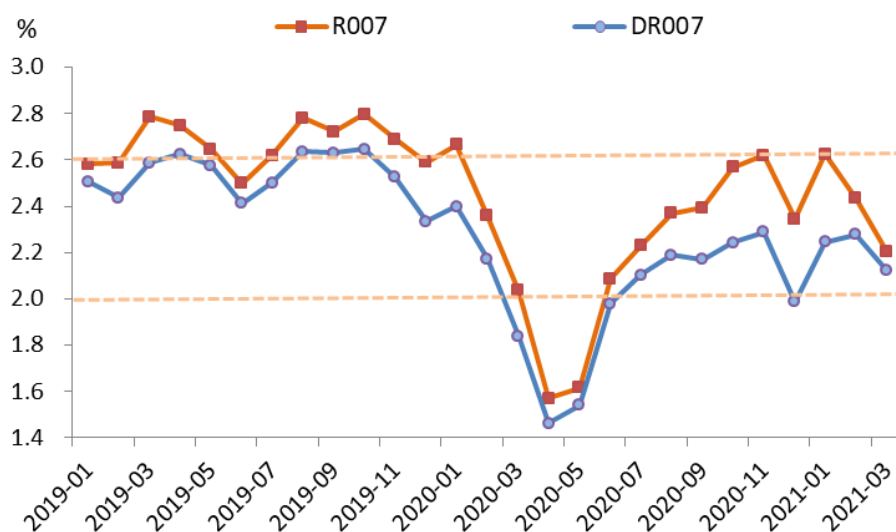
三是季节性因素扰动。4-5月为历年缴税大月，近几年的缴税规模在1.4-1.7万亿元之间，短时间内走款对市场流动性的影响较大，需央行增加短期逆回购投放。

四是中美博弈可能引发市场波动，央行需提前预留政策空间，相机灵活调整流动性投放力度。3月中旬举行的中美高层战略对话，我国中央外事工作委员会办公室主任杨洁篪和国务委员兼外长王毅，向美方严正声明中国立场，彰显了中国“平视世界”、维护自身尊严和正当权益的大国风范。与此同时，拜登上台后拉拢加拿大、澳大利亚、英国、欧盟等盟友，针对中国的“结盟抗中”路线逐渐清晰。中国也与俄罗斯、伊朗等加强了联系和合作。3月24日，美国证监会（SEC）通过针对中国公司的《外国公司问责法案》最终修正案，并征求公众意

见。由此引发中概股大跌，重仓中概股的美国对冲基金 Archegos Capital 爆仓，不得不抛售总金额达 190 亿美元股票，导致相关股票市值一日蒸发 330 亿美元，创造了人类历史上最大的单日亏损。高盛和摩根斯坦利早一步抽身而逃，但多家国际投行如野村控股、瑞士信贷、德意志银行、富国银行等不得不承担了部分爆仓损失。美国股市已成为中美角力的堰塞湖，由于美股的高杠杆化交易盛行，一有风吹草动就可能引发美股大幅波动，金融风险跨区域、跨市场交叉传染性较强。由于不能排除未来中美竞争更趋激烈的可能性，央行需提前预留政策空间，相机灵活调整流动性投放力度，以保障我国经济和金融市场的稳定。

综上所述，预计二季度政府债券供给较一季度明显放量，缴税规模较大，央行可能阶段性增加逆回购投放，适时小幅超额续作 MLF，以免资金利率中枢大幅走升。从月度走势来看，4 月为降低违约风险暴露，央行仍将保持相对友好的融资环境，资金利率中枢或与 3 月差别不大，但在 5-6 月资金利率中枢将可能小幅提升。预计二季度 DR007 的均值将在【2.0%，2.4%】区间波动，R007 均值将处在【2.1%，2.6%】区间，较一季度中枢小幅上行，但幅度有限。

图 9：R007 和 DR007 的月度均值走势



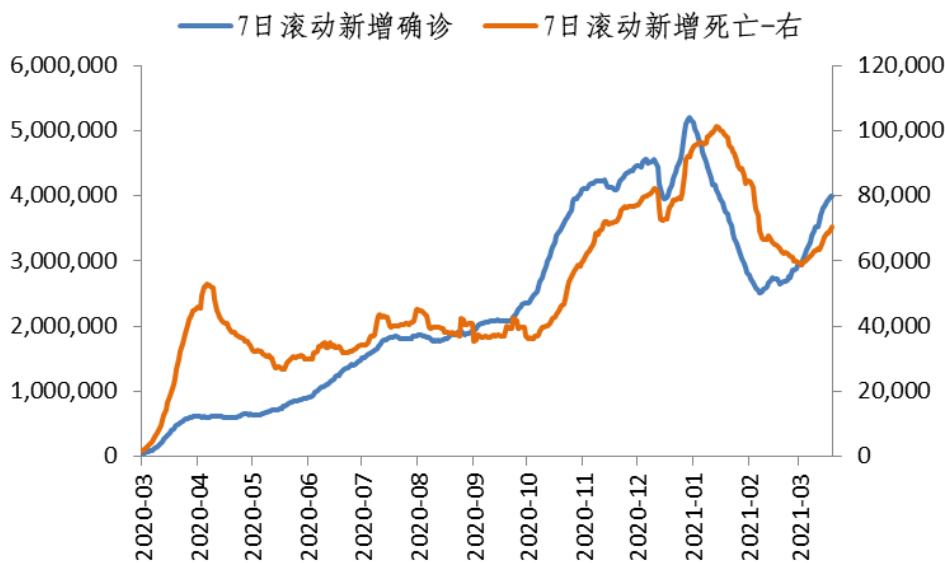
数据来源：Wind。

（二）利率债：债券收益率将区间震荡

国内方面，经济基本面利空我国债市。目前，国外疫情仍在高潮迭起，全球 7 日滚动新增确诊人数在 1-2 月回落后再度大幅上行，欧洲疫情反扑，德国和法国等多国重启防疫封锁措施。唯有我国的疫情防控得力，1-2 月本土病例点状暴发的疫情已逐渐清零。因此，海外产能尚不能完全修复，中国制造的替代作用仍

然较强，加之美国推出 1.9 万亿美元的纾困计划后，酝酿再推数万亿美元的基建计划，外部需求强劲，预计我国上半年出口表现仍然较好。而且，国内消费需求逐渐恢复，政府扩大有效投资，将使我国二季度经济增速不低。物价方面，国际通胀预期交易推升大宗商品价格，3 月我国主要原材料购进价格指数和出厂价格指数分别为 69.4% 和 59.8%，高于上月 2.7 和 1.3 个百分点。我国 PPI 已经率先上行，后续将带动 CPI 上涨，3 月 CPI 将由负转正为 0.3%，4-6 月的 CPI 将可能上行至 1.2%-1.9% 区间。基本面较好，将使债市承压。

图 10: 全球疫情 7 日滚动新增确诊和死亡人数



数据来源: Wind。

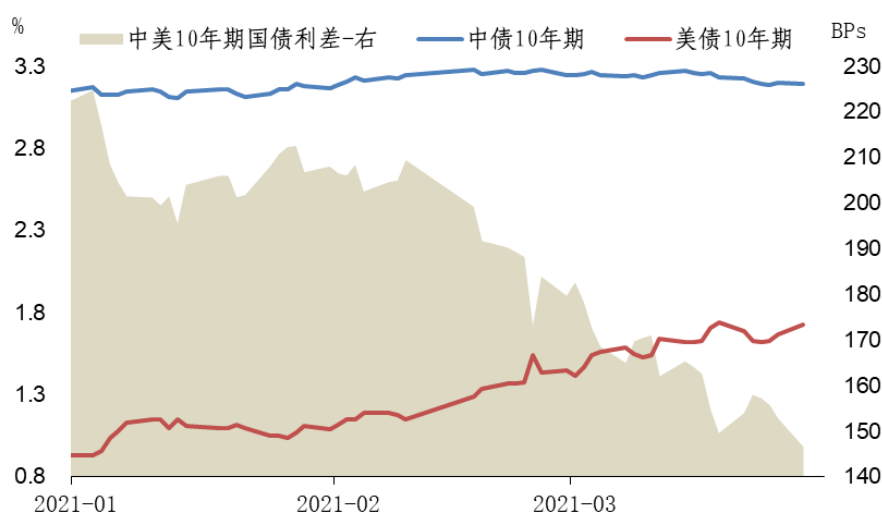
二季度利率债的净供给量将较一季度大幅增加。预计二季度国债将发行 15000 亿元，净供给 5607 亿元，较一季度分别增加 590 亿元、4554 亿元。地方政府债券将发行 25000 亿元左右，净供给约 14336 亿元，较一季度分别增加 16049 亿元、8899 亿元。政策债将发行 16000 亿元左右，净供给为 5097 亿元，较一季度分别减少 34 亿元、814 亿元。总体上，预计二季度利率债的发行量达到 5.6 万亿元左右，净供给合计为 2.5 万亿元，较一季度分别增加 1.66 万亿元、1.26 万亿元。

货币政策方面，央行的态度将由中性偏松转向中性偏紧，资金利率中枢将小幅回升，加之二季度境内机构的配置需求不如一季度，而政府债券供给放量，债市将可能上演供过于求的局面。

国际方面，3 月以来，美债收益率延续上行趋势，由于美国疫苗接种速度加快，美国总统拜登将推数万亿美元的基建支出计划，将大幅增加美国国债的发行

量，10年期美债收益率最高在3月30日盘中一度升至1.78%，为去年1月22日以来新高。随着美债收益率的过快上行，中美10年期国债利差从年初的225BPs大幅收窄80BPs至3月末的145BPs左右。美债收益率的上行也带动美元指数走强，美元指数涨破93关口，3月人民币对美元较2月末贬值1.7%。国际资本正从新兴市场国家流出，巴西、俄罗斯、土耳其三国为抑制本币贬值和高通胀而大幅加息。短期内，中美利差收窄，人民币汇率存在小幅贬值的压力，境外投资者对人民币债券的认购热情预计将较此前有所降温。关于美债收益率上行对境外投资者的人民币债券需求影响分析详见专题一。

图 11：中美 10 年期国债利差走势



数据来源：Wind 资讯，中国建设银行金融市场部。

境外投资者短期或可能减少对我国债券的净增持规模，但长期仍将持续增持趋势。今年3月29日，富时罗素最终确认将自今年10月29日起将中国国债纳入富时罗素的世界政府债券指数（WGBI），将按逐步纳入的方式实施，为期36个月，完成纳入后中国国债的权重为5.25%。至此，中国债券被全球三大主要债券指数——彭博巴克莱全球综合指数、摩根大通旗舰指数、富时罗素世界国债指数——悉数纳入。纳入投资价值较高的中国国债将有助于提升WGBI的收益率，也利好国际投资者。目前在国际上，追踪WGBI的资产规模约在2-4万亿美元，折中为3万亿美元的资产规模，再按权重5.25%计算，预计将为我国债市带来被动型资金流入约1500亿美元，叠加主动型投资资金或有数百亿美元，累计约有2000亿美元的流入，将有助于促进境外投资者长期保持对人民币债券的增持趋势。渣打预计，2021年底外资对中国国债的持有比例可能从上年末的9.1%上升到11.5%-12.0%，届时国际投资者很可能成为中国国债的第二大买家，仅次于银行。

此外，对债市影响不确定性较大的因素则是中美博弈导致的金融市场波动。美国拜登政府使尽浑身解数意图遏制中国崛起，但中美企业关联性较大，而高杠杆交易的美股处在历史最高位附近，泡沫风险大，美国政府易“伤人八百，自损一千”，美国对冲基金 Archegos Capital 因中概股大跌而爆仓就是明证。当前美股受到美债收益率上行、中美相互制裁、中概股受我国产业政策影响较大等多重制约。美股的风吹草动易影响我国股市，在股债跷跷板效应下，我国债市将获得支撑，债券收益率将有阶段性下行的动力。

综上所述，二季度我国经济基本面较好，物价逐步上涨，政府债券的供给量较大，央行货币政策将由中性偏松转向中性偏紧，资金利率中枢小幅上行，境外投资者短期对人民币债券的需求减弱，均可能推动我国债券收益率上行。但中美博弈导致的股票市场大幅波动，易通过股债跷跷板效应提振债市，促使债券收益率回落。预计二季度我国债券收益率将区间震荡，10年期国债收益率将在 3.10%-3.35% 区间波动。

（三）信用利差分化，等级利差小幅拓宽

1. 高等级信用利差分化

供给方面，二季度非金融企业高等级信用债到期量为 1.5 万亿元，较一季度增加 1015 亿元，到期压力加大。一季度高等级信用债收益率震荡回落，融资成本有所下行，有助于提升高等级主体的发债意愿，预计二季度高等级信用债的供给将有所上升。**需求方面**，一季度信用风险有所反弹，市场风险偏好修复仍需时日，高等级信用债因安全性较好受到投资者青睐。预计二季度高等级信用债将呈现供需两旺的格局，信用利差的走势将与利率债收益率的波动方向密切相关，不同期限、品种之间可能出现分化。

2. 等级利差小幅拓宽

信用违约方面，一季度总体违约情况较去年四季度反弹。2021 年一季度，我国债券市场累计有 19 家企业发生违约，较去年四季度增加 3 家；涉券规模 486 亿元，较去年四季度增加 98 亿元。新增违约企业 7 家，较去年四季度减少 1 家；违约涉券规模 236 亿元，较去年四季度减少 90 亿元。

展望后市，以下因素可能导致违约风险上升，使等级利差拓宽。

一是4月份信用债到期规模大，警惕出现超预期违约。今年二季度，非金融企业信用债到期量为2.5万亿元，其中4月份信用债到期量为1.1万亿元，为全年次高水平，企业面临集中兑付压力。此外，今年宏观政策回归常态，预计后续社融增速将有所回落，企业面临较大的再融资压力。

表3：2021年一季度境内债券市场违约情况

时间段	违约企业数量(家)	涉及违约债券规模(亿元)	新增违约主体数量(家)	新增违约主体涉及债券规模(亿元)
2021年一季度	19	486	7	236
2020年四季度	16	388	8	326
2020年一季度	10	467	6	67

数据来源：Wind，剔除重复统计数据。未包括展期兑付的债项。

二是信用分层加剧，“国进民退”格局延续。去年永煤事件以来，市场风险偏好下行，信用分化加剧，民企融资难的问题进一步凸显。去年10月起，民营企业的净融资额持续为负，一季度净融资额为-843亿元，创下历史新低，相比之下中央国企和地方国企的净融资额分别为820亿元和7536亿元。二、三季度民企债券到期规模均在2600亿元以上，其中，主体评级为AA级及以下的占比为60%以上，弱资质民企的信用风险或将加速暴露。

三是地方政府债发行挤出效应。根据2021年《政府工作报告》，今年新增专项债券额度3.65万亿元，较去年下降0.10万亿元，整体供给压力较大。财政部在3月初已经提前下达了其中的17700亿元给地方，要求各地尽快发债。3月末新增地方债发行启动，二季度发行速度加快，三季度可能迎来发行高峰。未来部分机构的配置需求将向地方政府债倾斜，或对信用债融资形成挤出效应。

但总体而言，等级利差拓宽幅度有限。一是随着新冠疫苗的广泛接种，对经济运行平稳恢复构成有力支撑，特别是受疫情压制的消费复苏步伐将继续加快。受需求拉动，企业的经营状况和财务状况逐步改善，信用基本面趋势向好。二是结构性的金融支持力度不减。3月24日，国务院常务会议决定，将普惠小微企业贷款延期还本付息政策和信用贷款支持计划两项直达货币政策工具延续实施至今年年底，有助于减轻中小企业的还本付息压力，对缓解债市风险也具有积极作用。

3. 同业存单利率回落，发行量小幅下降

二季度同业存单到期量为4.6万亿，比一季度增减少768亿元，同业存单滚动发行的压力小幅下降。从供给端来看，今年结构性存款压降任务告一段落，银行负债端压力明显缓解，对同业存单的依赖也有所下降，预计二季度同业存单的发行节奏将有所放缓。从需求端来看，2月托管量数据显示广义基金大幅增持同业存单，货币市场基金规模持续增长也支撑存单的配置需求。供需两方面的共同作用或将推动同业存单利率回落。

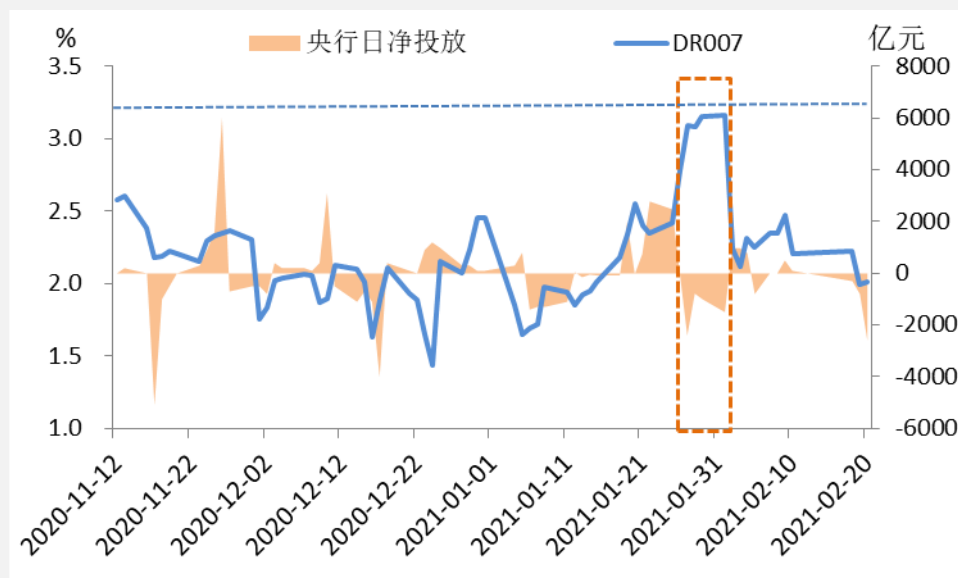
专题一：货币政策走向：急转弯还是暂调整？

1月下旬以来，央行公开市场的投放力度明显低于市场预期，银行间货币市场和债券市场利率阶段性大幅上行，央行货币政策是“急转弯”还是暂时调整？

一、1月下旬以来央行流动性投放和市场利率走势

今年1月最后一周，在存款类机构7天质押式回购利率（DR007）从2.4%快速跃升突破3.0%关口时，央行公开市场连续四日大额净回笼，单日逆回购净回笼规模在780-2400亿元之间。全周逆回购和定向中期借贷便利（TMLF）累计净回笼4705亿元，与前一周净投放5980亿元相比，市场流动性出现重大变化。

图1：央行公开市场日净投放和存款类机构7天质押式回购利率DR007



数据来源：Wind。

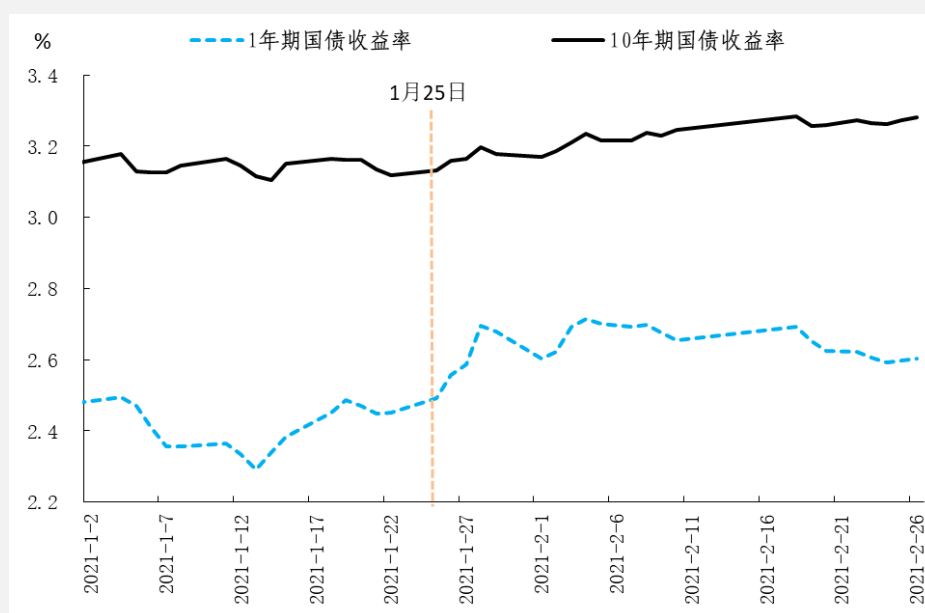
今年央行投放跨节流动性的时间也晚于去年同期。今年春节假期从2月11日开始，根据2020年的经验，央行在春节假期（1月24-30日）前9日开始启用14天逆回购投放跨节流动性，而今年央行自2月4日（春节假期前7日）才重启14天逆回购。投放力度也低于市场预期。2020年1月6日全面降准0.5个百分点，春节前一周和当周的公开市场分别净投放9000亿元和5600亿元（当时疫情刚暴发但尚未封锁，货币政策仍处正常状态）。而今年1月降准预期落空，春节前一周公开市场仅投放960亿元，春节当周净回笼500亿元。

受此影响，DR007自1月25日开始持续上行，在2月1日最高升至3.17%，

接近利率走廊上限——7 天期常备借贷便利（SLF）操作利率（3.20%）。部分银行因流动性趋紧借入了 SLF，导致 1 月 SLF 余额新增 133.3 亿元至 331.7 亿元。2 月 18 日，春节过后的首个交易日，央行等量续作 2000 亿元 MLF，完全对冲 2 月 MLF 到期量，而公开市场考虑了节后现金回流的影响，仅操作 200 亿元逆回购，当日净回笼 2600 亿元，回笼规模明显超出市场预期。

市场资金面趋紧，推动银行间市场国债收益率曲线平坦化上行。10 年期国债收益率从 1 月低点 3.11%（1 月 14 日）大幅上行 18BPs 最高至 3.28%（2 月 18 日），短端上行的幅度更大，1 年期国债收益率从 1 月低点 2.29% 大幅上行 42BPs 最高至 2.72%（2 月 4 日）。

图 2：国债 1 年和 10 年期收益率变化



数据来源：Wind。

二、央行流动性投放少于市场预期的原因

央行流动性的投放力度开始由松转紧，主要发生在 1 月 25 日媒体报道央行货币政策委员会委员马骏的讲话之后。马骏强调了股市和楼市资产价格泡沫风险上升，建议货币政策要适度转向。

1 月以来，以深圳和上海为代表的房地产价格明显上涨。1 月，我国房价最高的前十大城市中有 7 个城市环比上涨，其中上海环比涨 4.8% 排第一位，北京和深圳分别涨 2.7% 和 2.4%，位居第二、第三位。从同比看，深圳同比大涨 37.7%，

其次是杭州涨 16.6%，第三名是广州涨 15.1%。

图 3：全国前十大城市的房价增速

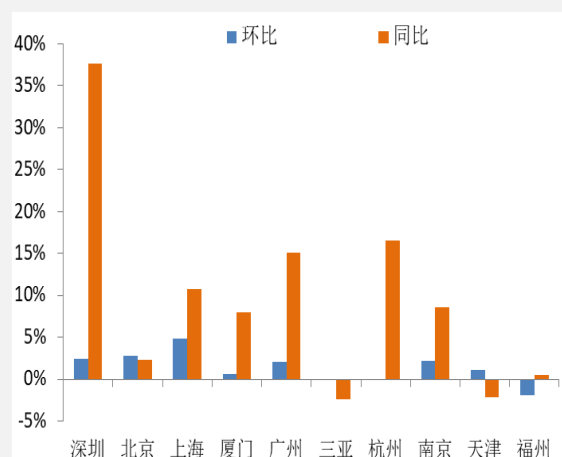
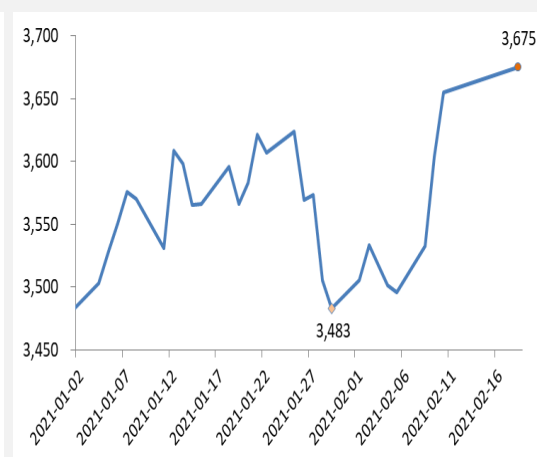


图 4：上证综指走势



数据来源：中国房价行情平台。

数据来源：Wind。

A 股入市热情也高涨，上证综指升至逾五年来高位。今年 1 月我国新成立基金的总发行规模达到 4647 亿元，仅次于去年 7 月份 7982 亿元的发行水平，为历史第二高；平均发行规模达到 45 亿元，超越去年各月的平均发行水平，为 2012 年 5 月以来新高。基民蜂拥入市，推升上证综指在 1 月 25 日升至 3637。央行收紧流动性后，上证综指回落，1 月 29 日累计下跌 3.9% 最低至 3483。但随后震荡上行，2 月 19 日升至 3696，为 2015 年 8 月 20 日以来的高位。

部分一线城市的房地产和股市的资产价格泡沫，促使央行将防范风险提到更高的优先级，因此从 1 月最后一周开始大幅回笼市场流动性，市场资金面超预期收紧，或意在警告市场加杠杆炒作的行为。

另一方面，今年各地倡导就地过年，2 月春节居民的提现需求较以往明显减少，加之 1 月末 2 月初财政存款投放，以及春节过后现金回流，央行的流动性投放力度也随之调整。

三、央行货币政策的未来走向

1 月有多位央行官员表态，均强调了今年货币政策的主要目标是实现经济复苏和防范风险的平衡。央行货币政策委员会委员马骏的表态则着重强调了监管层对宏观杠杆率、股市及房地产泡沫的关注。

表 1：2021 年 1 月央行官员关于货币政策的表态

日期	官员	观点
1 月 13 日	央行货币政策 司司长 孙国峰	下一阶段货币政策，要根据形势变化灵活调节政策力度、节奏和重点，既要避免“大水漫灌”导致经济过热和通胀，也要防止信用收缩，满足经济和社会发展的需要。处理好恢复经济和防范风险关系，保持宏观杠杆率基本稳定。
1 月 25 日	央行货币政策 委员会委员马 骏	去年以来我国股市和楼市的价格涨得不少，未来是否会加剧，取决于今年货币政策要不要适度转向；如果不转向，会导致中长期更大的经济、金融风险。但同时也指出，货币政策转向不能太快。
1 月 26 日	央行行长 易纲	货币政策会继续在支持经济复苏、避免风险中实现平衡，确保采取政策连续性、稳定性，不会过早放弃支持政策。货币政策会继续对经济进行支持，也会非常谨慎地关注相关风险，包括坏账的增长、外部情况所带来的影响。

资料来源：根据公开资料整理。

展望未来货币政策的走向，笔者认为：

1. 货币政策短期内或注重防范金融风险。去年 11 月大型 AAA 级国企接连违约，对金融市场造成较大冲击。因此央行 11-12 月增作 MLF 规模大超市场预期，12 月的 DR007 均值环比下行 30BPs 至 1.99%，存款类机构隔夜回购利率(DR001)下行 79BPs 至 1.04%，为历史第二低水平。市场流动性极为充裕，投资者加杠杆炒作，导致我国股市和部分地区的房地产价格大涨，金融风险凸显，央行不得不对前期过于宽松的流动性纠偏，调整政策节奏。

2 月 8 日，人民银行发布《2020 年第四季度中国货币政策执行报告》，“值得关注的问题和趋势”部分指出，非银行金融机构审慎监管不足，加杠杆行为抬头可能成为重要的潜在风险；在“合理评估居民部门债务风险”的专栏中，强调要高度警惕居民杠杆率过快上升的透支效应和潜在风险，不宜依赖消费金融扩大消费。

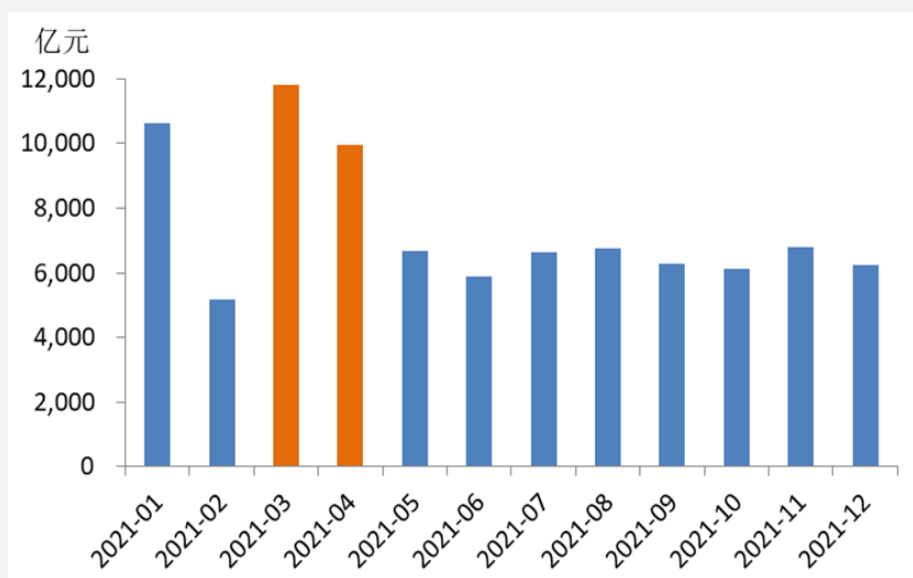
从外部看，美国政府 2020 年先后实施五轮财政刺激计划，规模总计达 3.7 万亿美元，其中包括给美国民众直接发钱纾困，加之美联储持续长时间实施超级宽松的货币政策，导致美国流动性泛滥，1 月美国散户联合起来做多华尔街对冲基金做空的股票，以致香橼资本亏损认输，梅尔文对冲基金亏损 30%，得依靠大基金输血才避免全面爆仓、破产倒闭的危机。后美国散户转战做多白银，其所到

之处市场大幅波动，杠杆投资者面临巨大的爆仓风险，易通过高度发达的衍生品市场，将风险传染到全球其他金融市场。

为防范国内外金融风险的积聚和传染，我国央行需提前预留政策空间，予以应对。

2. 货币政策尚不具备长期大幅收紧的经济基础。一是由于变异新冠病毒的全球肆虐，国内疫情也时有反弹，仍可能使我国经济复苏的基础不稳固。二是非金融企业今年 3-4 月的债券到期量分别为 1.18 万亿元、9973 亿元，为年内最高水平，仍需提供相对较好的市场融资环境，降低企业债务风险暴露。三是 2020 年中央经济工作会议强调了“稳”字当头、不急转弯的政策取向。因此，货币政策尚不宜长时间大幅收紧。

图 5：2021 年我国非金融企业信用债的月度到期量

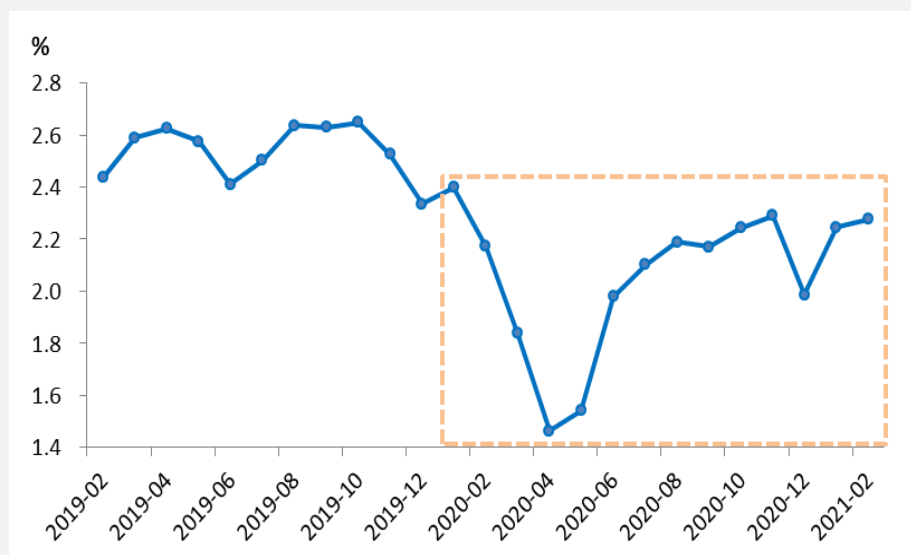


数据来源：Wind。

3. 应重点关注政策利率和 DR007 的变化对货币政策方向的指引。央行《2020 年第四季度中国货币政策执行报告》针对近期市场关注的流动性紧张问题指出，判断短期利率走势主要看央行公开市场 7 天期逆回购操作利率是否变化，而不应过度关注操作数量；在观察市场利率时，重点看市场主要利率指标（DR007）的加权平均利率水平及在一段时期的平均值，而不是个别机构的成交利率或受短期因素扰动的时点值。目前，1 年期 MLF 操作利率、7 天期逆回购操作利率持续保持不变，意味着央行的货币政策“稳字当头”的总基调未发生根本变化，当前市

场流动性的阶段性趋紧尚属短期调整。而 DR007 的 1 月均值为 2.25%，较去年 12 月上行了 26BPs，2 月均值为 2.28%，重回去年 8-11 月中枢的主波动区间【2.15%，2.30%】。后续可重点观测 DR007 的月度均值相对该区间所处的位置，以有效衡量央行货币政策的实际态度。

图 6：存款类机构 7 天质押式回购利率（DR007）走势



数据来源：Wind。

综上所述，受疫情时有反弹、经济基础不稳和企业债务风险的多重因素影响，货币政策尚不具备长期大幅收紧的基础，央行货币政策的从紧状态将较 1 月最后一周有所缓和。但为防控加杠杆投资的资产泡沫风险，加之当前我国疫情得到有效控制，春节假期消费较为活跃，经济增长获得有效支撑，货币政策短期内或偏重于防范金融风险，央行将精准调控，以“保持好正常货币政策空间的可持续性”，资金面将维持紧平衡的状态，DR007 的月度均值或主要在【2.0%，2.4%】区间波动。

专题二：2021 年美联储将温和扩表

——基于开放式 QE 的观察视角

在当前零下限的利率环境下，资产负债表工具将成为判断下一阶段美联储政策变化的关键因素。目前，市场观点在美联储 2021 年资产购买的规模、速度和结构等方面存在较大分歧，主因在于本轮 QE 的开放式特征，政策不确定性较高。本文结合金融危机期间开放式 QE 的政策经验与本轮 QE 的特别之处，分析预测本轮 QE 的调整路径及驱动因素。

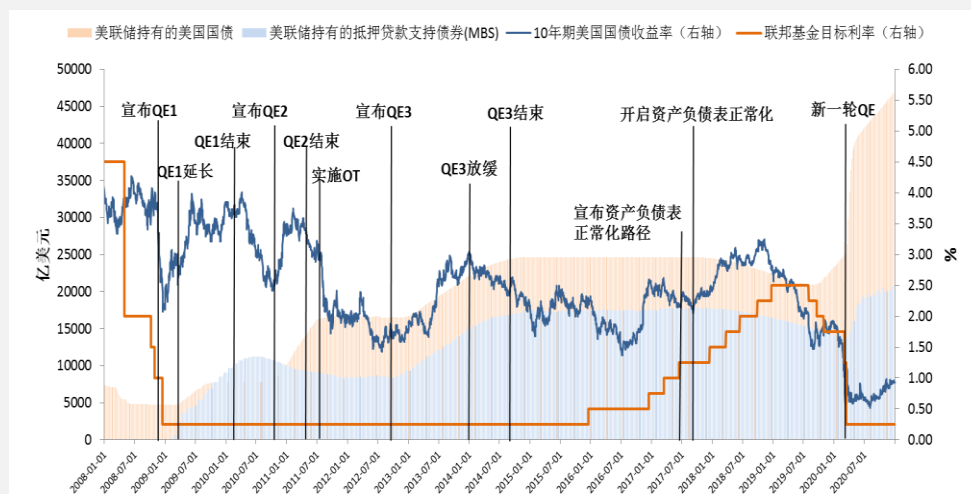
一、开放式 QE 的实施路径与缩减经验

2020 年 3 月，为应对疫情冲击，美联储推出“零利率+无限制 QE”的政策组合，资产购买规模速度最高达到 750 亿美元/天，6 月起维持每月 1200 亿美元（800 亿美元国债和 400 亿美元 MBS）的速度进行资产购买。实际上，本轮“无限制 QE”与 2012 年实施的 QE3 十分类似。美联储 12 月 FOMC 会议纪要中提出，待时机成熟将考虑退出资产购买，做法将与 2013-2014 年类似。回顾 QE3 的实施与退出路径，对分析本轮 QE 具有重要的参考意义。

次贷危机爆发后，美联储于 2008 年、2010 年启动 QE1、QE2，累计购买 1 万亿美元国债和 1.25 万亿美元 MBS。两轮 QE 后，美国经济迈向复苏，但失业率仍维持在 8% 以上。因此，2012 年 9 月美联储宣布实施 QE3，最初每月购买 400 亿美元 MBS，随后扩大至每月购买 400 亿美元 MBS 和 450 亿美元长期国债。

不同于前两轮 QE，美联储承诺 QE3 将持续至“就业市场大幅改善”，但并未明确规定资产购买的规模和执行期限，因此称为开放式 QE。开放式 QE 灵活性较强，美联储可根据经济运行的实际情况及时调整 QE 的节奏和力度，并通过前瞻指引来管理市场预期，传递政策意图。2012 年，美联储引入经济指标的临界值作为加息的触发标准，宣布采取“伊文思规则”，承诺在失业率低于 6.5% 以及通胀率预期高于 2.5% 之前，维持基准利率不变。但这一具体目标针对的是基准利率，而非资产负债表工具。QE3 实施过程中，美联储始终没有明确“就业市场大幅改善”对应的失业率目标。

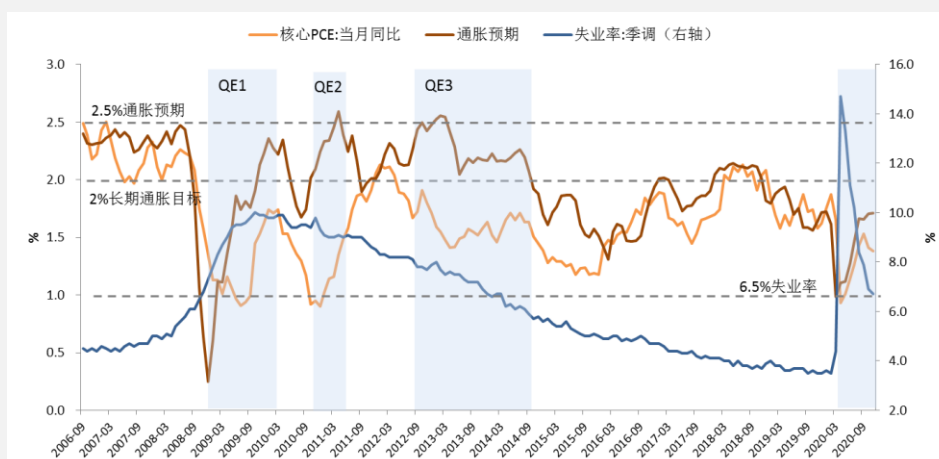
图 1：美联储历次量化宽松



数据来源：Wind

参考 QE3 期间的经济数据，通胀预期仅短暂触及 2.5%，核心通胀率仍然显著低于 2% 的通胀目标。由于通胀低迷，“伊文思规则”强化了美联储对就业的支持，当失业率从 2012 年 9 月的 7.8% 降至 2013 年 12 月的 6.7% 时，美联储开始缩减 QE，以每月 100 亿美元的速度减少购债规模，最终于 2014 年 10 月失业率降至 5.7% 时完全退出 QE3。尽管 QE3 的前瞻指引并未与具体的失业率挂钩，但从实际结果来看，美联储在决策中基本遵循了“伊文思规则”，在失业率降至 6.5% 附近时缩减 QE，而当失业率回到 6% 以下时完全退出 QE。

图 2：历次 QE 期间的通胀及失业情况



数据来源：Wind

二、2021 年美联储将继续温和扩表

尽管美联储在 12 月 FOMC 会议纪要中提及 QE3 的缩减经验，但依据美联储政策新框架目标与当前的经济形势，本轮 QE 尚不具备退出条件，2021 年美联储或将维持当前的资产购买节奏稳步扩表。

（一）新框架确立的中期宽松基调将推迟 QE 退出

2020 年 8 月，美联储宣布实施货币政策新框架，从 2% 的长期通胀目标转为“平均通胀目标制”，即在一段时期的通胀低迷后，货币政策能够容忍一段时间内通胀适度高于 2%，以实现中长期内平均 2% 的通胀水平。同时，对就业缺口的评估由就业人数对最高水平的“偏离（deviations）”变为“不足（shortfalls）”，强化了对充分就业的支持力度。

新框架的实施，将对美联储的利率决策及资产负债表工具的运用带来深远影响。原有的政策框架遵从菲利普斯曲线的指导，美联储会在通胀率未达到 2%、就业未达到充分状态时提升基准利率，前瞻式的调控导致美联储对加息时点预判超前，必然导致 QE3 的提前退出。例如，2012-2015 年，美国的核心通胀率均值仅为 1.56%，且失业率仍有继续下降的空间，但为了防范低失业率可能引发的恶性通胀，美联储仍然选择在 2015 年 12 月启动加息。**新框架的实施放松了对通胀率上限的严格控制，也提升了对就业过热的容忍度，为美联储长期保持低利率环境创造了条件，本轮 QE 的退出时点也会相应推迟。**

（二）本轮 QE 的前瞻指引与经济目标挂钩

美联储在 12 月 FOMC 会议上，将 QE 的前瞻指引由此前的“未来数月（overcoming months）”，修改为“直到充分就业和价格稳定目标取得实质性进展（substantial further progress has been made）”。前瞻指引锚定经济目标的做法与 QE3 类似，不同之处在于，QE3 只关注劳动力市场，而本轮 QE 的前瞻指引同时纳入了就业和通胀目标，不仅与新框架下利率政策前瞻指引的一致性加强，也体现出美联储希望将 QE 作为更长期的经济支持工具。综合前瞻指引与经济预测，新框架提出的“充分就业”状态对应的失业率可能低于 3.7%。**2021 年关键经济指标距离合意目标水平仍有差距，缩减 QE 规模为时尚早。**

表 1: 美联储 2020 年 12 月经济预测

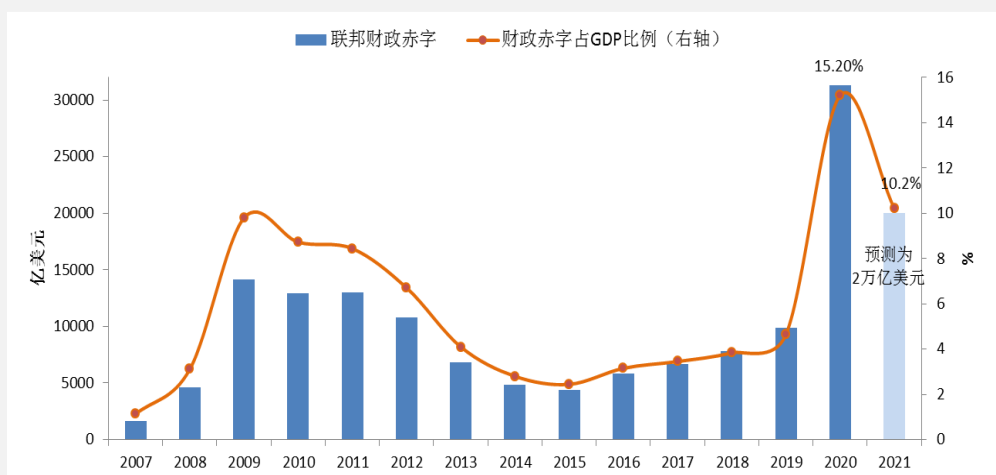
经济指标	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年
实际 GDP 增速 (同比, %)	-2.4	4.2	3.2	2.4
失业率 (%)	6.7	5.0	4.2	3.7
PCE 通胀 (同比, %)	1.2	1.8	1.9	2.0

数据来源: 美联储

(三) 财政部面临较大的融资压力

财政融资压力减轻是美联储缩减 QE 的前提条件。QE3 期间美国财政赤字逐步收窄, 2014 年财政赤字占 GDP 的比重降至 2.8%, 已低于 2008 年的水平。相比之下, 2020 年赤字规模达到史无前例的 3.1 万亿美元, 而市场预计 2021 年赤字仍将超过 2 万亿美元, 占 GDP 的比重超过 10%, 公众持有的联邦政府债务占 GDP 规模将由去年的 98% 进一步升至 104%。鉴于美国国债的供给压力较大, 美联储须维持一定的 QE 规模来支持财政融资。

图 3: 美国联邦政府的财政赤字情况



数据来源: Wind。注: 2021 年数据为预测值。

(四) 本轮货币政策正常化进程可能缩短

参照 QE3, 削减 QE 规模比首次加息提前了大约 2 年。经历了上一轮的货币政策正常化周期, 市场对 QE 退出已有心理准备, 美联储也会提前加强市场沟通,

避免再次出现“缩减恐慌”(tapering tantrum)。因此本轮 QE 退出有望更加顺畅,耗时更短。根据美联储最新公布的点阵图,美联储在 2023 年底前不会考虑加息,由此推断,削减 QE 的举措最早可能出现在 2022 年上半年。

(五) 美联储的信贷支持工具退出影响较小

本轮危机中,美联储联合财政部创设了一系列新的信贷支持工具,直接给金融机构、实体企业、家庭居民、地方政府和海外央行提供资金支持,信贷支持工具的总体可用规模高达 3 万亿美元。但由于美联储的救市手段迅速稳定了金融市场,信贷支持工具的实际使用量较低,目前存量规模约为 1600 亿美元。相比之下,美联储持有的国债和 MBS 增加了 2.89 万亿美元,对本轮美联储扩表的贡献度高达 91%。根据财政部要求,去年成立各类信贷支持工具将在今年一季度全部退出,但对美联储资产规模的影响不大。

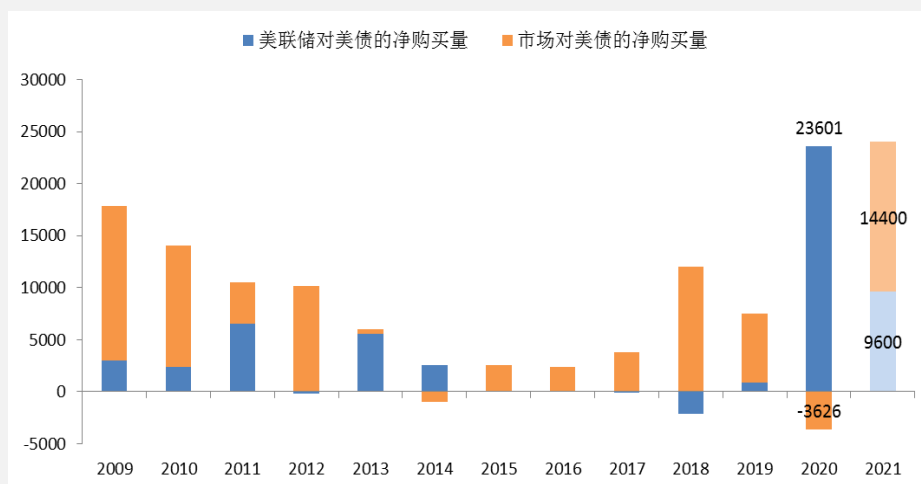
综上,在基准情形下,2021 年美联储有望继续以 1200 亿美元每月的速度进行资产购买,全年 QE 将带来约 1.5 万亿美元的资产规模增长。考虑信贷支持工具的退出和其他资产项波动,2021 年末美联储资产负债表规模或将比 2020 年增加至少 1 万亿美元,至 8.5 万亿美元左右。

三、美债收益率或成为关键的政策变量

去年 3 月以来,美债收益率曲线持续陡峭化,短端利率维持在 0.1% 附近,而 10 年期美债收益率已由 0.5% 回升至 1.15%,(10-2) 年期限利差由 27BPs 攀升至目前的逾 100BPs,创下 2017 年 5 月以来新高。2021 年,美债收益率将在经济复苏、财政刺激和通胀抬升的推动下继续走高。

首先,美国国债净供给将大幅增加。美国总统拜登表示,将推行 1.9 万亿美元的刺激计划,随着民主党全面主导白宫和国会两院,拜登的刺激计划有望顺利推进,财政部将进一步扩大美债供给。同时,财政部的发行国债开始向中长期倾斜,导致债务的平均久期延长。综合多家机构预测,2021 年美国国债净发行量将达到 2.4-2.8 万亿美元,剔除美联储购买的 9600 亿美元,市场投资者还将消化 1.4-1.8 万亿美元的美债供给,而去年市场净卖出了 3600 亿美元美国国债。2021 年美联储的购买量急剧下降,美债供需结构面临巨大变化,将给美债收益率带来上行压力。

图 4：美国国债的市场需求



数据来源：Wind。注：2021 年数据为预测值。

其次，疫苗推广将持续推升通胀预期。伴随新冠疫苗接种推广，美国疫情有望在上半年得到控制，需求回升的预期推动美国周期股和商品价格上涨，相应美国的通胀预期已由 0.5% 的低位回升至 2% 以上。疫情过后，美国的服务业消费将迎来快速反弹，若拜登成功推行数万亿美元的财政救济，将对消费复苏构成强力支撑，进一步改善通胀前景，推动美债长端收益率水平回升。

2021 年美债长端收益率走高已经成为市场共识，但后续还有多少上升空间，美联储是否会对通过调整 QE 进行干预，仍然存在较大不确定性。

金融危机期间的三轮 QE 都经历了长端利率的快速抬升。从绝对水平来看，过去几轮 QE 中，(10-2) 年期限利差最阔达到 280BPs，相比目前的 100BPs 还有充足的上行空间。但从相对水平来看，期限利差变化幅度最高为 117BPs，而本轮 QE 中期限利差已拓宽了 70BPs。考虑到不同经济周期下自然利率水平存在差异，以期限利差的拓宽幅度而非绝对水平作为衡量标准更为合理。因此，静态测算期限利差还有约 50BPs 的上行空间，10 年期美债收益率水平或将升至 1.6% 附近，基本回到疫情前的水平。

表 2：历次 QE 期间美债收益率曲线变化

时间段	(10-2) 年利差最窄水平	(10-2) 年利差最阔水平	利差拓宽幅度
QE1 期间	160BPs	283BPs	117BPs
QE2 期间	216BPs	280BPs	64BPs

QE3 期间	147BPs	256BPs	109BPs
--------	--------	--------	--------

数据来源：Wind

值得注意的是，当前美股处于估值高位，若通胀和利率水平抬升过快，可能引发美股回调，而金融市场稳定也是美联储考虑的重要因素。如果美债收益率曲线的陡峭化程度超过市场承受能力，美联储可能通过调整购买资产的期限结构或者扩大 QE 规模来实施干预。

专题三：低利率环境下的美国国债投资者行为分析

2020年为应对疫情冲击，美国采取了超常规的财政货币政策：美国国会先后通过了5轮财政刺激法案，联邦政府赤字激增，美国国债发行规模大幅攀升；美联储下调基准利率150BPs，重返零利率时代。巨额财政负担和长期的低利率环境，打破了美国国债市场此前的供需平衡，投资者行为也相应发生变化。

一、美国国债投资者结构及疫情影响

按投资者属性划分，美国国债可分为政府持有（Intragovernmental Holdings）和公众持有（Debt Held by the Public）。美国财政部数据显示，2020年末国债余额为27.7万亿美元，同比增长19.6%；占GDP的132%，同比上行25个百分点。其中，公众持有规模为21.6万亿美元，占比78%，剩余约6万亿美元由美国政府机构⁹持有。政府机构的国债需求稳定，受市场利率影响不大，因此本文将分析重点聚焦在公众持有部分，包括货币当局、银行、养老基金、保险公司、共同基金、州和当地政府、海外和国际投资者及其他¹⁰。

美国证券业及金融市场协会（SIFMA）¹¹数据显示，截至2020年三季度，公众持有的美国国债余额为24万亿美元，其中海外投资者持有7.2万亿美元，占比30%；美国国内投资者持有16.8万亿美元，占比70%。在美国国内投资者中，美联储、共同基金和养老基金的持仓体量较大，占比分别为21%、16%和12%。

图 1：政府与公众持有的美国国债

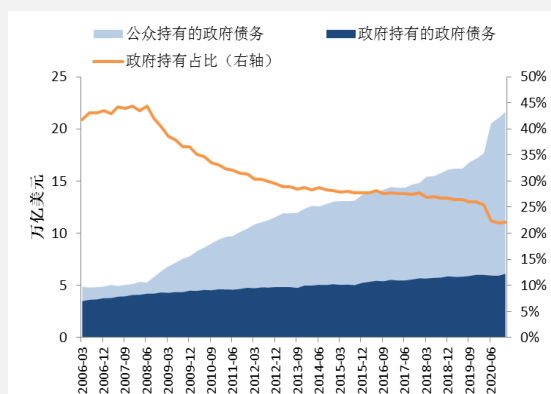
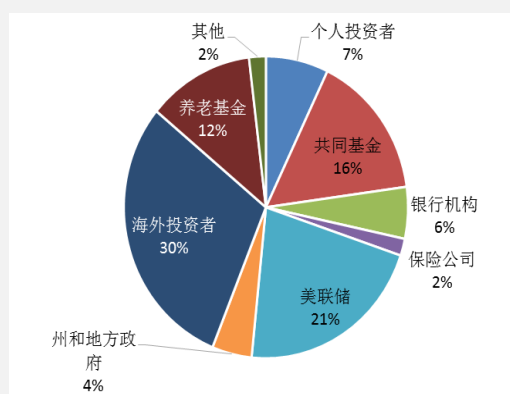


图 2：各类机构持有的美国国债占比



⁹ 主要为政府账户系列证券，背后持有者为政府信托基金、周转基金等。

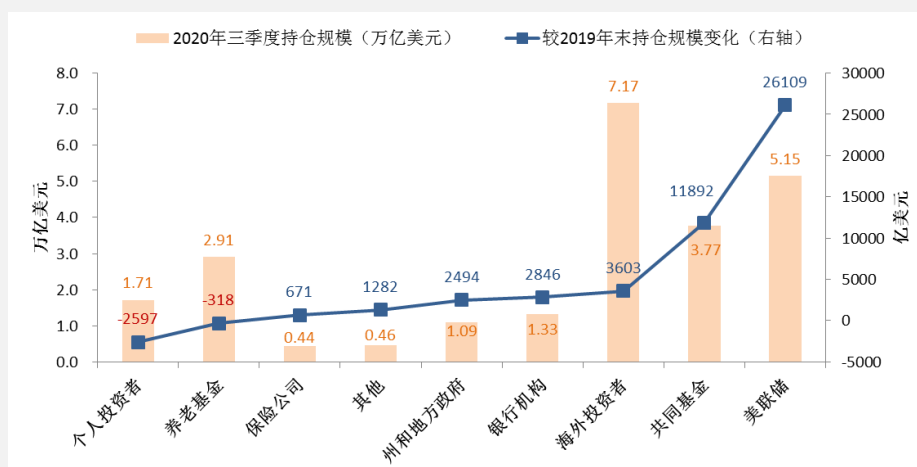
¹⁰ 包括个人、政府支持企业、经纪人和交易商、银行个人信托、企业等。

¹¹ SIFMA 统计口径与美国财政部存在差异。

数据来源：美国财政部，SIFMA

2020年，美联储实施了大规模QE，截至三季度末，美联储累计增持2.6万亿美元国债至5.15万亿美元，较2019年末增长103%。宽松的货币环境推动美债收益率大幅下行，美国10年期国债收益率水平由2019年末的1.92%降至2020年末的0.93%，期间最低触及0.52%。低利率环境下，海外投资者与美国本土金融机构依然大举涌入国债市场。其中，共同基金、海外投资者和商业银行分别较2019年末增持1.2万亿、3600亿和2800亿美元，而个人投资者和养老金则分别减持了2597亿、318亿美元。

图3：2020年各类型投资者的美国国债持仓变化



数据来源：SIFMA。注：数据截至2020年三季度。

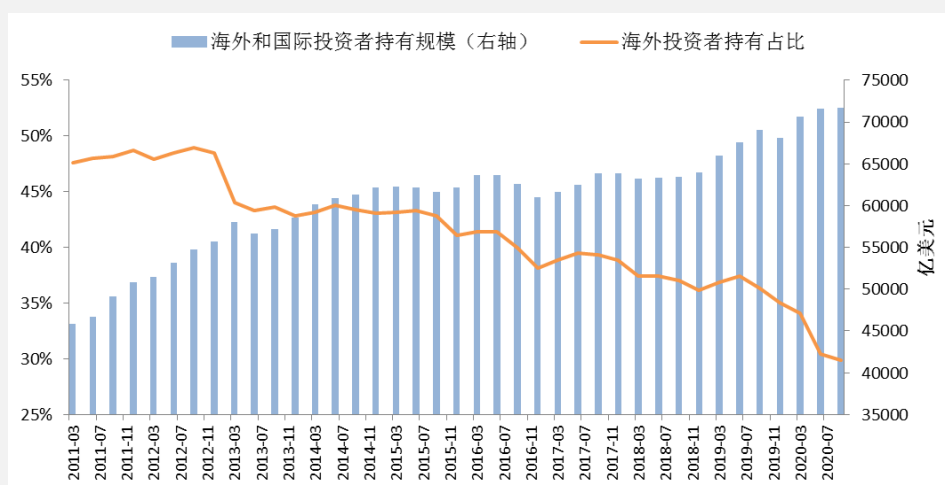
二、美国国债投资者行为分析

低利率环境下，美国国债的投资需求仍然强劲，主要原因在于不同类型的投资者行为特征存在差异。不同类型的投资者具有不同的资金久期、收益要求和风险偏好，杠杆水平和资产配置策略存在差异，对利率变动的敏感程度也不尽相同。对于配置型资金，如养老基金、个人投资者和海外投资者，追求稳定的票息收入，偏好长期品种，倾向于在利率上行阶段加大配置。而以共同基金、银行为代表的交易型机构，策略灵活、换手率高、使用杠杆，对利率波动的敏感性强，以配置中短久期品种为主，倾向于在利率下行的窗口期加仓买入，从波段操作中赚取回报。

（一）海外投资者增持原因：相对收益水平较高

过去 10 年中，海外投资者一直是美国国债的配置主力，但其持有规模占公众持有规模的比重持续下滑。去年三季度末，海外投资者的持有占比较 2019 年末下降 5 个百分点至 30%，为 2004 年以来最低。较其他类型的投资者而言，海外投资者的配置力度有所减弱，主要原因是次贷危机后美国长期保持低利率环境，美国国债的绝对收益水平下降，而美国股市、企业债等风险资产表现良好，分流了部分投资资金。

图 4：海外投资者持有的美国国债



数据来源：Wind

不过，海外投资者的长期增持趋势并未改变。随着欧元区和日本等经济体的负利率程度加深，美国国债在安全性、流动性、投资收益等方面的相对优势突出。受美联储降息影响，2020 年美国国债收益率大幅下行，但与其他发达国家和地区相比仍处在较高水平。同时，美元指数走弱削减了海外投资者的外汇对冲成本。2020 年末，欧元对冲后的美国 10 年期国债回报率为 0.09%，比德国 10 年期国债收益率高 66BPs；日元对冲后的美国 10 年期国债回报率为 0.42%，较日本 10 年期国债收益率高 40BPs。

（二）商业银行增持原因：流动性过剩与低风险偏好

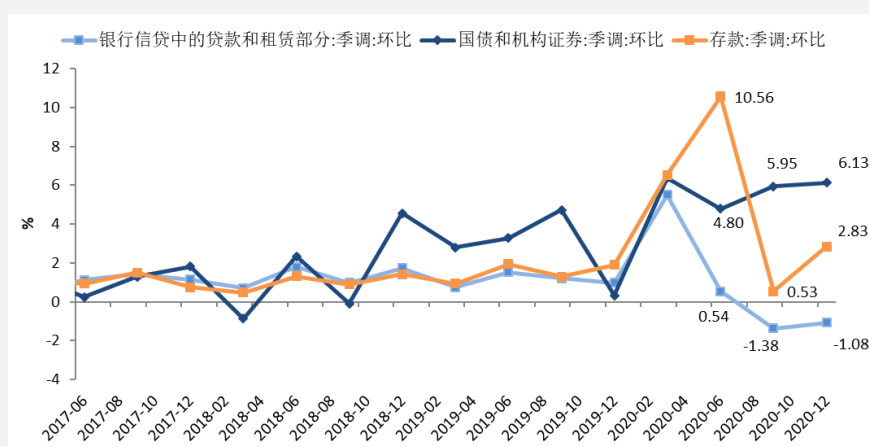
2020 年美国财政部通过多轮救助计划向美国居民发放了大量现金，美国个人储蓄率由疫情前的约 8% 大幅提升至 13.7%，同时美联储在实施 QE 过程中，从非银金融机构手中购买美国国债，导致银行存款大幅增加。2020 年，美国银

行体系准备金由 2019 年末的 1.7 万亿美元攀升至 2020 年三季度末的 2.85 万亿美元。美国财政部估算，纳入银行持有的 1.2 万亿美元高质量流动性资产（HQLA）后，美国银行业实际的 LCR 指标高达 144%，表明银行体系的流动性过剩。

在银行存款快速攀升的同时，贷款规模却出现萎缩。2020 年美国大型银行的贷款季度环比增速连续下滑，三、四季度甚至降为负值。商业银行存贷款余额差距不断扩大，说明对经济前景的悲观预期压抑了企业的投资生产活动，大规模的救助资金直接转化为私人部门储蓄，并未流入实体经济，刺激社会总需求增长。

相比之下，银行持有的债券资产规模稳步上升。2020 年末，商业银行持有的国债与机构债规模较 2019 年末增加了 7580 亿美元至 3.75 万亿美元。疫情冲击导致市场风险偏好降低，银行放贷意愿不足，而国债不仅提供了安全稳定的收益，还能满足流动性监管要求，因此商业银行加大了对美国国债的增持力度。

图 5：美国商业银行存贷款环比增速



数据来源：美联储

（三）共同基金增持原因：资本利得与风险对冲

共同基金¹²在联邦债务融资中扮演了重要角色。2015 年以来美国市场共同基金迅速扩容，一定程度上推动了共同基金增持美国国债。其中，货币市场基金是短期国库券（T-bill）的持有主力，市场占比高达 40%。债券型基金对中长长期限国债需求较高，而股票型和混合型基金在配置权益类资产的同时，通常持有一定比例的无风险资产进行风险对冲，持有国债在分散投资组合风险、降低组合波动

¹² 包括货币市场基金、长期共同基金、开放式基金、封闭式基金等

率等方面发挥了重要作用。

2020年，美联储的一系列宽松举措将资产价格推向历史高位。2020年彭博巴克莱美国国债指数的全年回报率达到7.9%，同期美国债券型基金的净资产规模扩大了5000亿美元。标普500指数和纳斯达克指数的全年回报率分别达到16.3%和43%，美国股票型和混合型基金的净资产规模也分别扩大了1.35万亿美元、400亿美元。银行体系的准备金过剩催生了大量的流动资产需求，带动货币市场基金规模增长。共同基金的资产规模加速扩张，推升了美国国债的配置需求。

图 6：美国共同基金资产规模增长

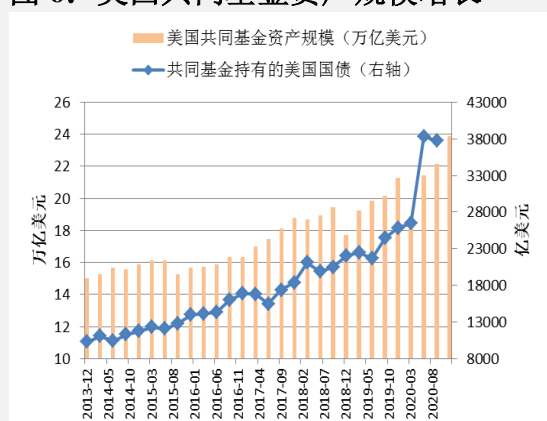
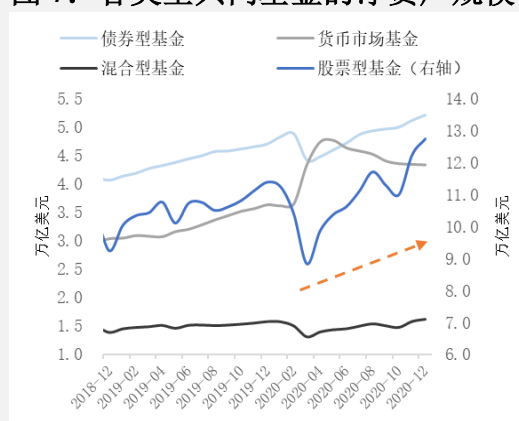


图 7：各类型共同基金的净资产规模



数据来源：Wind

三、后期投资者行为预判

2021年以来，美国国债中长期收益率快速上行。年初美国10年期国债收益率突破1%，并于2月25日触及1.54%，为2020年2月以来最高水平。由于美联储货币政策维持宽松，短端收益率相对平稳，收益率曲线形态持续陡峭化，(10-2)年期限利差已扩大至约130BPs，创2016年12月以来新高。

综合而言，受拜登的新救助方案推动，2021年美国国债净发行规模将大概率超出市场预期，同时在既定的购债计划安排下，美联储的持有占比趋降，叠加通胀预期回升等因素推动美国国债收益率上行，其他类型投资者的行为将出现分化：养老基金、个人投资者、海外投资者有望加大配置力度；商业银行将继续增持；但共同基金的增持力度将边际减弱。

(一) 供给方面

根据美国财政部、一级交易商和美国国会预算办公室（CBO）的预测，2021 财年¹³，财政部国债净发行量将在 1.66 -2.65 万亿美元之间，较 2020 财年大幅减少。但以上预测均未包括拜登政府主导的 1.9 万亿美元救助法案。在“民主党横扫”（Blue Sweep）的政治格局下，更有利于新一轮疫情纾困法案推行。若财政刺激如期落地，2021 财年美国国债净发行量将高于各机构的预测结果。

表 1：2021-2023 财年美国国债的净发行量预测（亿美元）

年份	美国财政部预测	一级交易商预测	CBO 预测
2020 财年实际值	40140	/	/
2021 财年预测值	26520	26000	16610
2022 财年预测值	24960	17000	13890
2023 财年预测值	20020	13250	12000

数据来源：美国财政部。注：CBO 预测时点为去年 9 月。一级交易商预测时点为 1 月 21 日。

（二）需求方面

美联储持有国债规模与其资产购买计划密切相关。美联储 1 月 FOMC 会议宣布将维持当前的购债规模不变，即每月购买 800 亿美元国债和 400 亿美元 MBS。据此，2021 年美联储将增持 9600 亿美元国债，增持规模较 2020 年的 2.3 万亿美元大幅下滑，可能导致美联储的持有占比回落。

除美联储以外，其他类型的投资者配置行为均明显受到美国国债收益率变化的影响。2021 年，美国经济加快复苏、财政刺激增大国债供给、通胀预期升温等因素将共同推动美国国债长端收益率震荡上行，**养老基金、个人投资者、海外投资者等配置型资金有望加大美国国债的配置力度。**

商业银行对美国国债的需求强劲。如表 2 所示，财政部预测 2021 年银行体系的准备金将继续增加 2.1 万亿美元，流动性过剩的局面进一步加剧。而在美国经济复苏初期，企业信用资质缓慢修复，贷款增速难有明显起色，对投资债券的资金分流有限；另一方面，企业债的信用利差处在历史低位，利差保护空间不足，投资风险较高，因此国债仍然是银行资产配置的首选。财政部预测，2021-2022

¹³ 2020 年 9 月-2021 年 9 月

年美国银行业将累计增持 1.8 万亿美元国债。

表 2：美联储资产负债表预测

美联储资产负债表项目	实际规模（亿美元）		财政部预测增量（亿美元）	
	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年
总资产	42140	74110	14410	6180
美国国债	23290	46890	9600	4650
MBS	14200	20390	4810	1530
总负债	42140	74110	14410	6180
流通中的货币	18020	20870	1290	1220
财政部库存现金	3500	16140	-8140	/
存款准备金	16480	31430	21250	4960

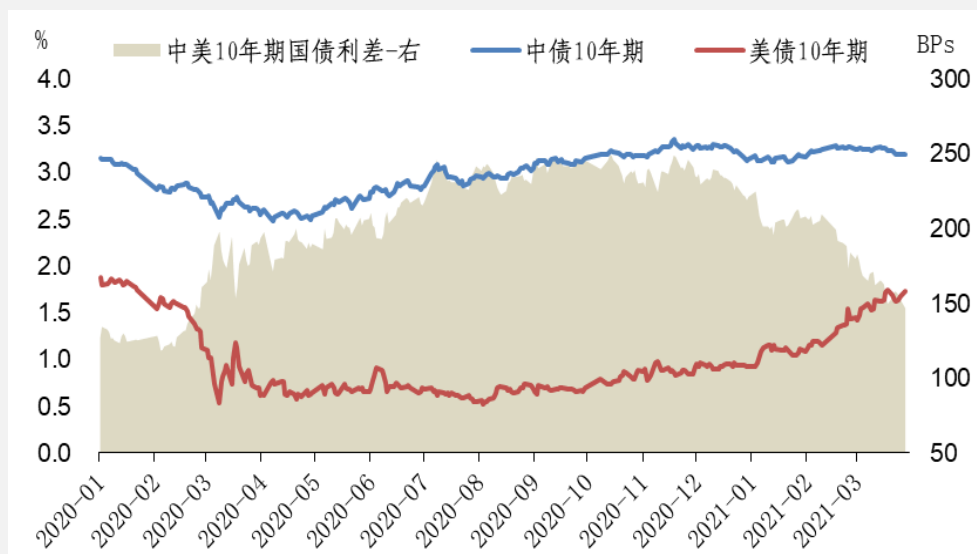
数据来源：美国财政部。

共同基金的投资类型多样化，因此其投资行为与利率环境的关系更为复杂。美联储通过 QE 投放的流动性以及银行体系的超额准备金，将为共同基金特别是货币市场基金提供大规模的增量资金，支撑短期国库券的配置需求。同时，在利率上行阶段，投资企业债特别是高收益债的资金有望回流至相对低风险的品种，如国债、市政债、机构债等。不过，美国国债收益率回升可能带来股票市场估值调整压力，对权益类基金的资产配置形成约束。预计共同基金增持力度将较 2020 年边际减弱。

专题四：美债收益率上行对境外投资者人民币债券需求影响分析

近两年来，境外投资者已大幅超越保险和券商，成为我国银行间市场债券净增持的第三大重要力量，仅次于银行和广义基金。近期，美国国债收益率快速上行，导致中美 10 年期国债利差自年初以来最大收窄 80BPs 至 3 月末的 145BPs 左右。中美利差的快速收窄，这对境外投资者增持我国人民币债券将产生何种影响？本文将重点分析其可能引起境外投资者需求的变化。

图 1：中美 10 年期国债利差走势



数据来源：Wind 资讯。

一、美债收益率上行的原因和空间

近期，美债收益率大幅上行成为国际金融市场交易的焦点。2 月以来，随着美国疫苗接种进程加速，拜登总统签署 1.9 万亿美元经济刺激计划，将促进美国经济复苏，加之美联储 3 月议息会议再度坚持宽松立场、允许通胀超过 2% 目标的鸽派倾向，市场再度提升对美国通胀的预期。3 月 18 日，美国 10 年期通胀保值债券(TIPS)损益平衡通胀率一度攀升至 2.34%，为 2014 年 1 月以来的最高水平。加之美联储对大型银行的补充杠杆率(SLR)的减免措施将于 3 月 31 日到期，部分银行通过减持美债来满足监管要求，推动美国国债收益率再度攀升，10 年期收益率在 3 月 30 日盘中最高触及 1.78%，为逾 14 个月以来高位。

展望后市，美债收益率仍有较大的上行空间。虽然美国疫情可能反复，但今年美国经济复苏是主线，拜登后续将推出 4 万亿美元基建计划，规模远超华

尔街预期，加之美联储“鸽”声嘹亮，宽松立场不变，美元流动性仍将延续极度充裕的态势，市场的通胀预期将居高难下，美债收益率仍处于上行趋势中。如果美债收益率过快上行，易触发机构投资者做多方的止损线，可能引发新一轮的抛售，预计年内 10 年期收益率或升破 2% 关口。

目前，美债收益率的快速上行，一方面导致市场对高估值行业的担忧，美股显著回调；另一方面，带动美元指数走高。而美元走强和股市下跌均给原油带来压力，油价大跌。如果未来美债收益率的上行带动企业融资成本回升，将制约美国上市企业通过发债来募集其股票回购的资金来源，对美股的不利影响将进一步加深。但若通胀预期顺利兑现，大宗商品价格调整后继续上涨，美国经济运行呈现出典型的经济复苏态势，将利好美股。因此，**需重点关注美债收益率的上行态势，提早防范其对美股、美元及新兴市场国家的金融市场可能产生的多米诺骨牌效应。**

二、境外投资者投资人民币债券的发展历程

2010 年 8 月，人民银行发布《关于境外人民币清算行等三类机构运用人民币投资银行间债券市场试点有关事宜的通知》，正式拉开境外机构投资我国银行间债券市场的序幕。

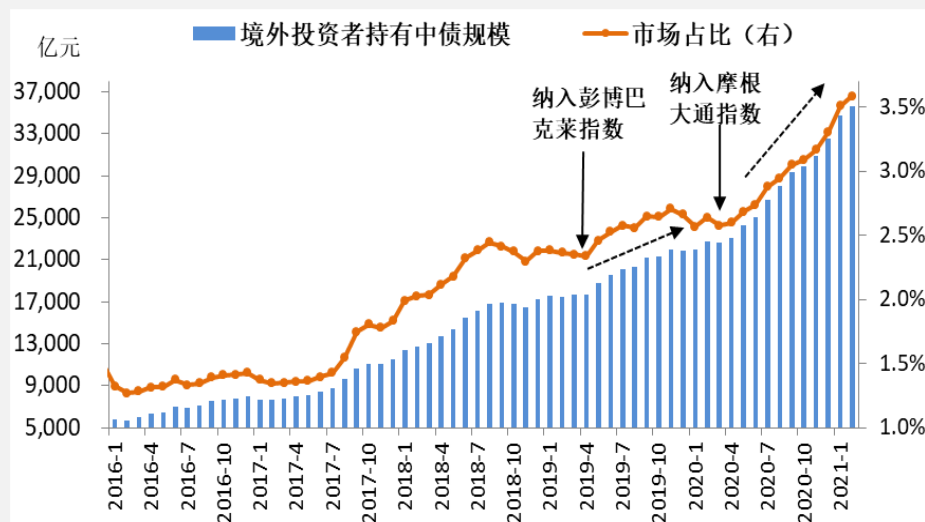
2016 年 2 月，人民银行发布〔2016〕3 号公告，允许各类金融机构投资银行间债券市场，进一步便利境外投资者备案入市，丰富投资品种，取消债券投资额度限制。2017 年 7 月正式开通债券通，境外投资者可直接在境外通过电子交易平台购买我国债券，参与我国债市投资更加得心应手，渐入佳境。

2019 年 4 月 1 日，我国债券被纳入彭博巴克莱全球综合债券指数(BBGA)，2020 年 2 月 28 日被纳入摩根大通旗舰全球新兴市场政府债券指数(GBI-EM)。2020 年 9 月 25 日，富时罗素宣布将中国国债于 2021 年 10 月份纳入富时世界国债指数，并在今年 3 月 29 日获得最终确认。随着我国债券相继被国际三大主流债券指数纳入，境外投资者对人民币债券的投资驶入快车道，持有人民币债券的规模大幅增长。

经过多年的发展，境外投资者在我国债市的参与度日益加深，成为我国银行间市场重要的投资交易机构。2020 年，境外机构在我国银行间债券市场净增持 1.06 万亿元债券，成为仅次于银行和广义基金的第三大力量。截至 2021 年 2 月，境外机构持有中国银行间市场债券余额为 3.57 万亿元，同比大幅增

长 57%，市场占比 3.6%，较上年同期提升 0.9 个百分点。因此，我国债券市场的走势不可避免地受到境外投资者的配置和交易逻辑变化的影响，与国际金融市场的联动性明显提高。

图 2：境外投资者持有人民币债券规模



数据来源：Wind 资讯。

三、影响境外投资者人民币债券需求的主要因素

1. 中美利差和美元兑人民币

市场普遍认为，影响境外投资者投资我国债券的主要因素是中美利差和美元兑人民币汇率。如果中美利差越大，美元兑人民币汇率越低（即人民币相对美元汇率升值越多），则境外投资者将更多的美元兑换成人民币，进而购买人民币债券，可获得汇差和利差更高的双重收益，因此，境外投资者对人民币债券的需求应该与中美利差正相关，与美元兑人民币汇率负相关。

本文分别测算 2016 年 1 月至 2021 年 2 月境外机构对人民币债券的月度净增持规模¹⁴与中美 10 年期国债利差¹⁵（衡量中美利差）、美元兑人民币汇率月度均值的 12 个月滚动相关系数，如图 3 所示。总体上，中美利差和人民币汇率与境外机构人民币债券需求的相关系数随着时间变化，在不同时期的强弱程度有明显差异，正所谓“道可道，非常道”。

除了 2018 年 4-10 月、2020 年 3-4 月外，中美利差多数时间与境外机构净

¹⁴ 数据来源于中央结算公司和上清所。

¹⁵ 本文数据若无特别注明，均来自于 Wind。

增持人民币债券规模成正比，正相关系数最高达 0.77（出现在 2020 年 9 月）。美元兑人民币汇率除了 2018 年 7-8 月、2019 年 6 月至 2020 年 2 月、2020 年 5-8 月外，多数时间与境外机构需求呈现负相关的关系，负相关系数最小为 -0.87（出现在 2017 年 9 月）。

图 3：境外机构月净增持规模与中美利差、人民币汇率的 12 个月滚动相关系数

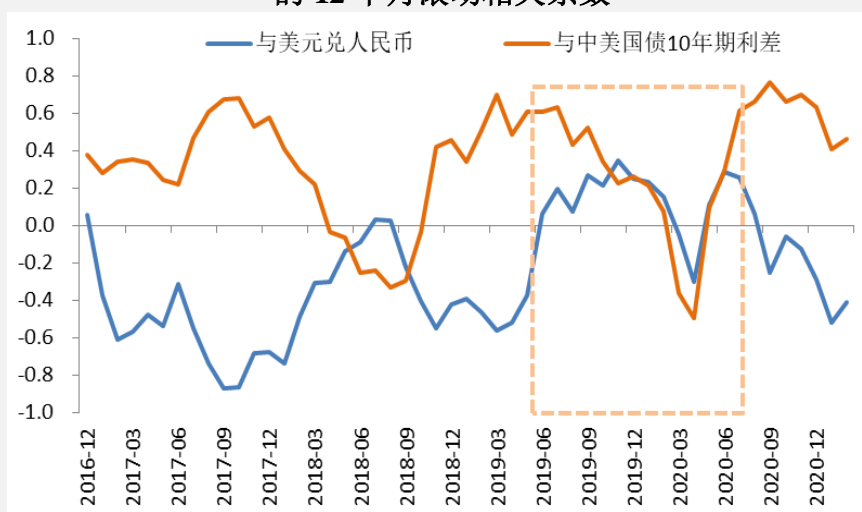


图 4：中美 10 年期国债利差和境外机构净增持人民币债券规模

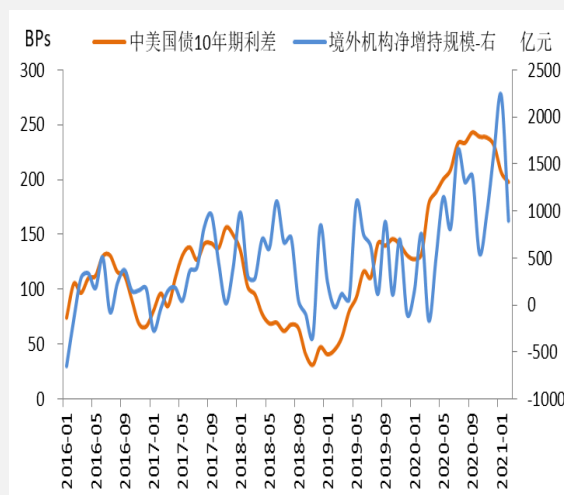
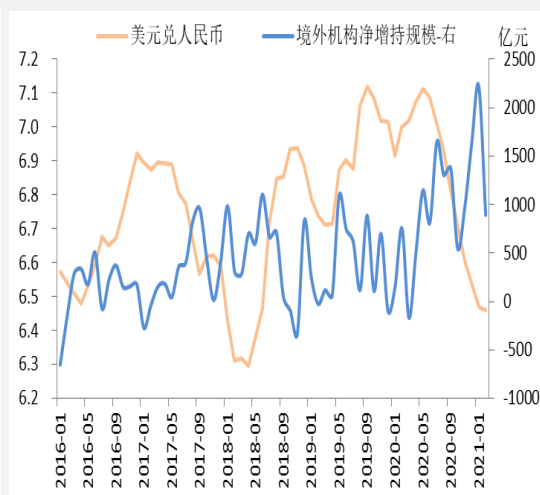


图 5：人民币汇率和境外机构净增持人民币债券规模



数据来源：Wind。

在 2019 年 6 月至 2020 年 8 月期间，中美利差、美元兑人民币与境外机构需求的相关系数，至少有一方处于非常态化区域，要么中美利差正相关（符合常态化）、美元兑人民币也正相关（不同于“负相关”的常态），或者美元兑人民币负相关（常态）、中美利差负相关（非常态）。这段时期，多数时间中美利差是拓宽的，但人民币汇率却遭遇较大的贬值压力，境外机构在投资人民币债

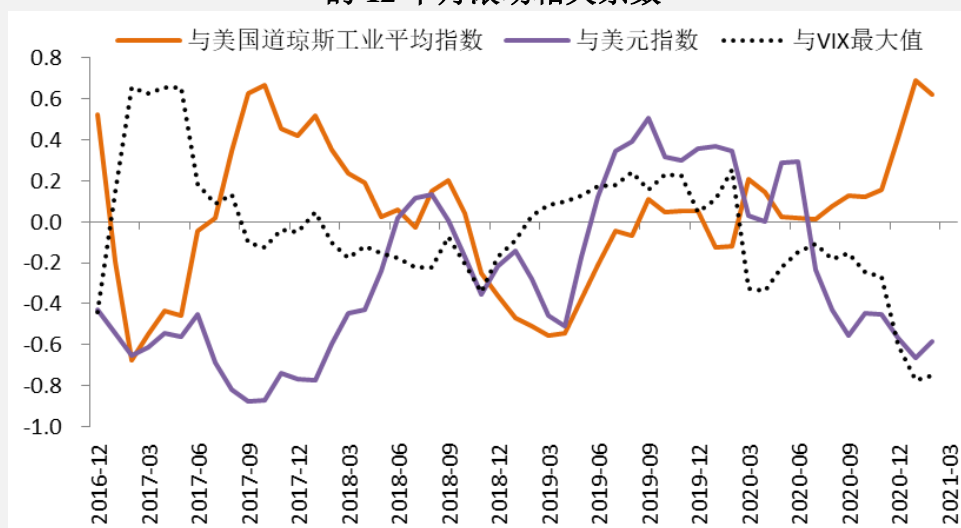
券时需要权衡利差收益是否可以弥补汇兑损失，或是扣除了汇率对冲成本后的收益是否有吸引力，因此该期间境外机构净增持人民币债券的规模波动较大，有两个月甚至出现了净减仓。不过，由于中美 10 年期国债利差从 116BPs 大幅拓宽至 234BPs，境外机构的人民币债券月均增仓规模在 616 亿元，显示了境外投资者对人民币债券的需求强劲，无惧汇率的贬值压力。从这个角度而言，中美利差对境外机构需求的影响明显大于人民币汇率。这或是由于境外机构在入市投资时即可在我国外汇市场通过衍生品套期保值锁定汇率，因此汇兑损失相对可控。

2. 美股和美元指数

实际上，影响境外机构配置人民币债券的因素不仅仅是中美利差和美元兑人民币汇率。对于在全球金融市场配置资产的境外投资者而言，美股和美元指数是其做出投资决策的重要前提。

实际数据（如图 6）表明，境外机构净增持人民币债券的月度规模多数时间与美国道琼斯工业平均指数正相关，与美股恐慌指数 VIX（月度 VIX 取当月最大值）负相关，这种趋势在 2020 年 3 月以来表现日趋显著。境外机构的人民币债券需求多数时间与美元指数负相关，负相关系数最小为 -0.88（出现在 2017 年 9 月），自 2020 年 8 月以来其与美元指数的负相关性明显增强。

图 6：境外机构月净增持规模与美股、VIX、美元指数的 12 个月滚动相关系数



数据来源：Wind。

上述发现具有重要的意义，为我们揭示了境外投资者是如何从更全局的角

度考虑对人民币债券的投资。这主要体现在：

一是美股走势深刻影响境外投资者的风险偏好。一方面，如果美股上涨，通常意味着投资者的风险偏好提升。相应地，境外机构也会增加对新兴市场国家的债券投资。中国作为发展势头最强劲、最具活力的新兴市场国家，中国债券自然成为境外投资者的首选，境外机构净增持人民币债券的规模也随之增加，多与道指呈现正相关关系。另一方面，即使道琼斯指数处于相对高位，但如果美股的 VIX 指数大涨，通常意味着美股投资者的恐慌情绪较高、美股波动较大，采用杠杆化交易的机构投资者易出现爆仓，不得不抛售手中持有的新兴市场国家的债券，以回补流动性，补充美股保证金。因此，这时境外机构对人民币债券的需求会明显萎缩，其与 VIX 多为负相关。比如，在 2020 年 3 月美股大跌、VIX 飙升到 82.7 的历史高位时，境外机构的人民币债券持仓减少了 168 亿元。

二是美元指数的变化趋势决定境外投资者的国别偏好。美元指数贬值时，通常会刺激境外投资者的投资转向新兴市场国家，以获得更高收益，其对人民币债券的需求将明显增加。而美元指数升值时，国际资本通常回流美国，在美国市场投资可以享受更高的收益，境外投资者对新兴市场国家包括中国的债券需求将明显减弱。因此，境外投资者的人民币债券需求与美元指数会表现出负相关的关系。

四、美债收益率上行的影响

综上所述，中美利差、美元兑人民币、美国股指、美股 VIX 指数、美元指数都会影响境外投资者的人民币债券需求。表 1 统计了 2016 年 1 月至 2021 年 2 月期间各变量与境外机构人民币债券月度净增持规模的 12 个月滚动相关系数。结果显示，样本期间，境外机构净增持人民币债券的规模有 82% 的月份（对应 42 个月）与中美利差正相关，正相关系数平均为 0.45；有 69% 的月份（对应 35 个月）与美元兑人民币汇率走势负相关，负相关系数平均为 -0.44；有 63% 的月份（对应 32 个月）与道琼斯指数正相关，正相关系数平均为 0.24；有 57% 的月份（对应 29 个月）与 VIX 指数负相关，负相关指数平均为 -0.24；有 67% 的月份（对应 34 个月）与美元指数负相关，负相关指数平均为 -0.51。从相关系数的绝对值看，美元指数和境外机构的人民币债券需求的相关性最高，其次是中美利差，然后是美元兑人民币汇率，最后是美股（道琼斯指数和 VIX 指数）。这显示了境外投资者确定人民币债券需求框架下各类市场指标的

相对重要性。

**表 1：境外机构净增持人民币债券月度规模与各类市场指标的
12 个月滚动相关系数**

项目	中美国债 10 年期利差	美元兑人民币	美国道琼斯工业平均指数	VIX 最大值	美元指数
相关系数为负					
个数	9	35	19	29	34
平均值	-0.23	-0.44	-0.32	-0.24	-0.51
相关系数为正					
个数	42	16	32	22	17
平均值	0.45	0.16	0.24	0.23	0.23

因此，美债收益率的上行，不仅要考虑其导致中美利差的变化，还需要注意美债收益率上行带动了美元指数走强，进而影响美元兑人民币汇率，同时还对美股走势产生重要影响。从这些角度看，美债收益率上行对境外机构的人民币债券需求影响是全方位的，从境外投资者的风险偏好、国别偏好和收益等角度施加作用，未来境外投资者净增持人民币债券的规模可能因美债收益率的上行而降低。

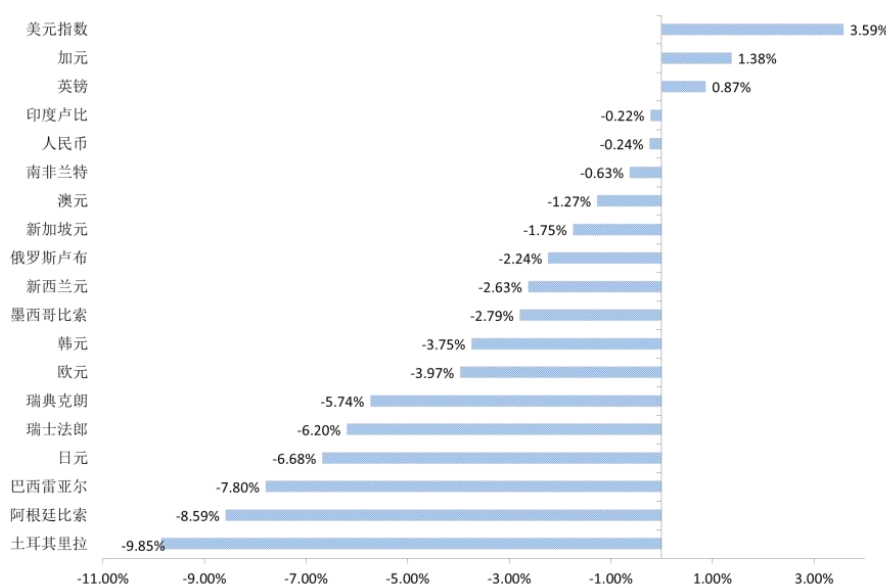
但从长期来看，中国经济最早走出疫情，并恢复政治和社会稳定，经济复苏态势向好，货币政策处于正常化空间，加之当前中美 10 年期国债利差虽有所收窄但仍高达 150BPs 左右，投资安全垫较厚，以及我国债券被国际主流债券指数纳入的范围逐步扩大，带来主动或被动跟踪指数的境外资金流入，境外机构中长期仍有望增加对人民币债券的投资规模。

外汇市场

人民币：面临贬值压力。进入 2021 年，美元指数即跌破 90 关口，在触及约三年低位 89.209 后，美元指数走势企稳，在 1 月和 2 月的大部分时间里横盘整理，筑底走势明显。但自 2 月下旬起，美元指数再获上涨动能，持续走高，主要原因有：一是随着美国疫苗接种工作的快速推进，美国新冠肺炎疫情迎来“拐点”，防控形势出现好转，市场对美国经济复苏前景的乐观预期增加。二是市场对美国通胀的担忧增加，对美联储提前退出货币宽松的预期增加。三是美国政府推出 1.9 万亿财政刺激计划，加之美联储补充杠杆率（SLR）豁免到期不续，投资者抛售长期美国国债，美国国债收益率持续上行，带动美指走高。一季度，美元指数呈现筑底反弹走势，在【89.2，93.5】区间波动，3 月 31 日收盘报 93.232，累计上涨 3.59%。

非美货币普遍承压。美元指数走强，非美货币大多走弱。在发达经济体中货币中，大宗商品价格上涨，带动加元走强，对美元升值 1.38%，领跑非美货币。英国和欧盟达成自贸协议，避免了英国“硬脱欧”局面的发生，加之英国疫苗接种进度在主要经济体中领先，经济复苏前景普遍看好，英镑走强。市场风险偏好上升，避险需求降低，令避险货币日元和瑞郎大幅下挫。新兴市场货币全线承压，土耳其里拉、巴西雷亚尔和阿根廷比索跌幅较大，但印度卢比和南非兰特跌幅较小，在新兴市场货币中表现相对较好。

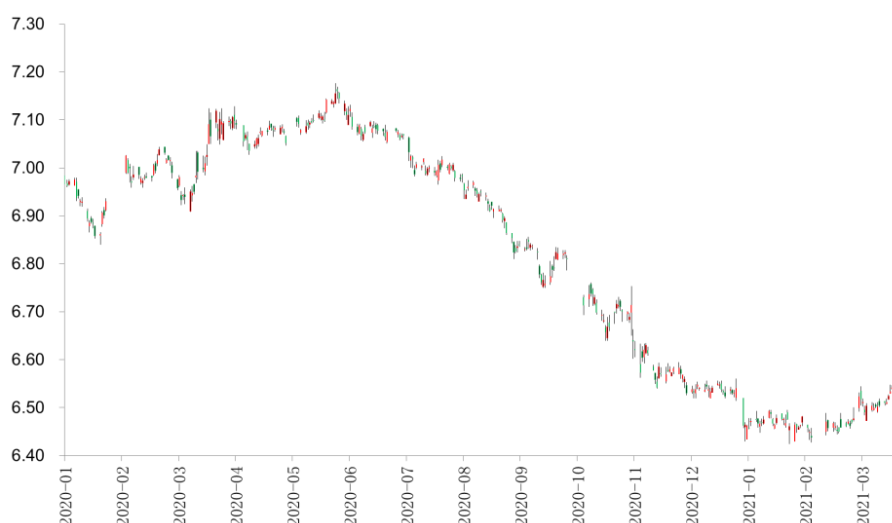
图 1：一季度主要货币涨跌幅



数据来源：Wind，建行金融市场部

人民币震荡走弱。一季度，人民币的走势可以分为两个阶段：1月和2月，在今年首个交易日涨破 6.5 关口后，人民币以 6.45 为中枢，呈现震荡走势，在岸人民币（CNY）最高报 6.4245，为 2018 年 5 月以来最高。3 月，美元指数走强，加之中美关系再生波澜，人民币承压走弱，跌破 6.5 关口。截至 3 月 31 日，人民币对美元收报 6.5566，一季度累计贬值 0.24%。整体来看，在新兴市场货币中，人民币的表现仅次于印度卢比，在美指大幅走高的前提下，对美元贬值幅度较小，人民币汇率韧性十足。

图 2：2020 年至今人民币兑美元走势



数据来源：Wind，建行金融市场部

展望二季度，美元指数将维持强势表现，主要有以下四个方面的考虑：

一是疫苗接种进度加快，美国疫情逐步缓解。美国疫苗接种工作不断推进，截至 3 月末，美国每百人接种疫苗 43 剂，在主要发达经济体中领先。我们预计，美国将在二季度实现全民免疫，即 50% 的人口接种疫苗。随着疫苗的推广，美国单日新增确诊病例从高峰的超 20 万例，已回落到目前的 7 万例左右，疫情防控形势有所缓解。

二是美国经济复苏加快，有望在二季度实现强劲增长。疫情防控形势好转，加之美国政府推出大规模经济刺激计划，美国经济复苏前景看好，美国 ISM 制造业 PMI 已升至历史最高水平。市场普遍预期，美国经济在第二季度将迎来强劲反弹。美国经济基本面逐步向好，为美元指数走强提供了动能。

三是关注美联储货币政策的动向。由于大宗商品上涨明显，加之美国经济复苏加速，市场对美国通胀的担忧加剧，对美联储提前退出货币宽松的预期同步增

加。如果美国经济修复速度超预期，就业市场的修复提速，通胀水平过快上涨，不排除美联储由“鸽”转“鹰”，为美元指数走强提供支撑。

四是市场看空美元的情绪消退，转为看多美元。根据美国商品期货委员(CFTC)公布的数据，美元净空仓持仓规模自2月下旬以来持续回落，并从3月中旬起，转为净多仓。市场看空美元的情绪正在消退，看多美元的情绪正在攀升，市场情绪发生逆转。

综上，美国疫情防控形势好转，经济复苏提速，美联储或将逐步提前退出目前宽松的货币政策，为美元指数走强提供支撑。我们预计美元指数在二季度将迎来反弹，主要波动区间为【90，98】。

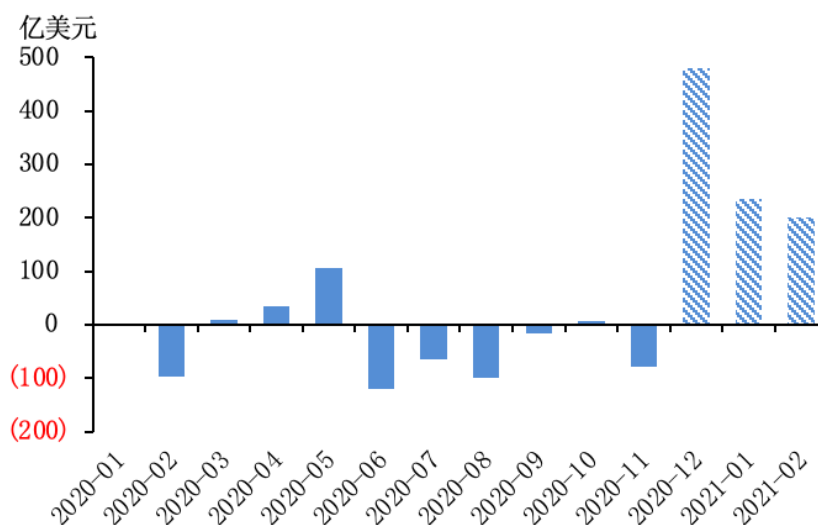
我们认为人民币在二季度面临贬值压力，主要以下四方面考虑：

一是中国经济修复斜率放缓，经济基本面优势缩减。在2020年，中国率先遭受冲击，率先复工复产，率先重启经济，成为2020年主要经济体中唯一实现正增长的国家。中国经济复苏的斜率在2021年内将自然放缓，与此同时，欧美经济体复苏步伐加快，中国经济基本面优势同步缩减，人民币在前期上涨的动能降低，人民币汇率在二季度缺乏走强的支撑。

二是中美利差持续收窄，跨境资金流入趋势或将生变。一季度，美国国债收益率大幅上行，中国和美国10年期国债收益率的差值从2020年10月的历史高点249BPs收窄至147BPs。如果中美利差进一步收窄，跨境资金流入境内市场的趋势将会放缓，甚至转为净流出，将对人民币汇率走势产生拖累。

三是从外汇供求关系来看，需要警惕市场情绪的改变。根据外汇局公布的数据，2021年1-2月，银行结售汇顺差688亿美元，其中自身结售汇逆差54亿美元，代客结售汇顺差742亿美元。分月度来看，剔除掉远期结售汇当月履约额后，银行代客结售汇顺差规模逐月缩减，从2020年12月的480亿美元减少到2021年2月的199亿美元。这一趋势表明，企业结汇的意愿趋弱，购汇的意愿在增强。如果市场情绪发生逆转，人民币汇率走势将面临压力。

图 3：银行代客结售汇



注：已剔除远期结售汇当月履约额。

数据来源：国家外汇管理局，建行金融市场部。

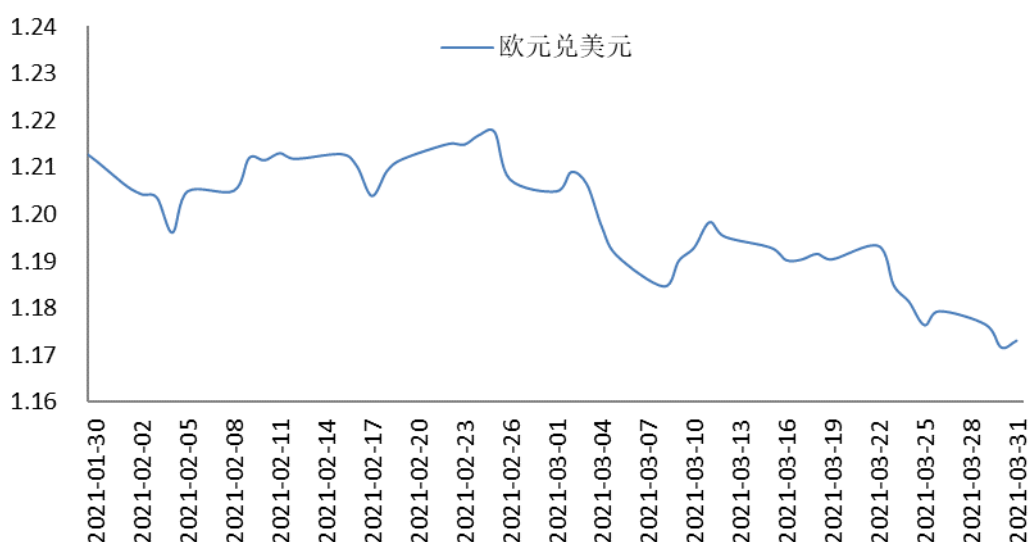
四是中美关系仍是扰动人民币汇率的最大外部因素。3月，中美高层在阿拉斯加的会谈无疾而终，中美紧张的关系并未缓和，美国方面联合盟友对中国实施“围堵”的意图明显，市场对中美关系修复的预期落空。美国视中国为长期的战略竞争对手，中美关系难以在短时间内修复。中美关系变化对人民币汇率的扰动长期存在。

总而言之，从内部来看，支持人民币走强的基础并不牢固，对人民币汇率的支撑作用正在减弱。从外部看，美元指数走强，中国外部环境愈发恶劣，都将使人民币承压。综上，我们认为人民币在二季度存在走贬的可能，主要波动区间为【6.4，6.8】。

非美货币走势概览

欧元：一季度高位回落，预计在下行通道内延续。一季度，疫情冲击和美元走势是影响欧元汇率变化的最主要因素。2021年以来，美国经济复苏预期增强，美债收益率连续上行，美元指数一改去年颓势，跟随美债收益率震荡走高。1-2月，因欧元区复苏预期提升，欧元震荡微跌，但依然处于2018年中旬以来高位，市场对欧元走强的预期依然强烈，期货市场欧元净多头持仓屡创新高；但3月以来，欧洲疫情意外出现反复，德国、法国相继实施封锁政策，相比较而言美英等国疫苗接种顺利，市场对欧元区经济复苏的预期出现逆转，欧元3月加速下跌。截至3月31日，一季度欧元对美元累计贬值3.97%，波动区间为【1.1702, 1.2349】，收盘于1.1728，为2020年11月以来低位。

图 1：欧元对美元走势



数据来源：Wind，建行金融市场部

展望二季度，疫情防控、欧洲央行货币政策走向和美元指数走势仍是影响欧元的关键因素，具体表现为：

一是疫情拖累令欧元区复苏前景蒙阴。经验表明，欧元对美元的走势与欧美经济增速差密切相关。今年年初因接种疫苗速度加快令欧元区经济数据呈现转好势头，在美元指数企稳回升的背景下，欧元整体保持坚韧。但3月阿斯利康疫苗安全问题出现意外而令接种进程暂停，而重启封锁对经济复苏的打击更为直接，各项经济数据改善失去动能，尤其是服务业PMI、零售销售等关键指标持续表现疲软，市场担忧情绪加剧。短期看来，疫苗接种恢复可期，但接种速度和美国等

地差距加大，德法等地结束封锁政策解除需假以时日，或将疫情对经济的拖累延长至下半年甚至更长，抑制经济复苏步伐，欧元或将失去经济基本面支撑。

二是欧央行货币政策料将长期维持低位。一季度欧洲央行维持政策利率在历史低位不变，维持 1.85 万亿欧元的紧急资产收购计划（PEPP），并承诺将使用该计划以维持宽松的市场融资条件。在全球通胀预期增长的背景下，欧洲央行将其通胀预期从去年的 1% 上调至 1.5%，但依然低于 2% 的目标之下，且强调通胀仅是短期现象。虽然市场对于金融条件收紧的预期正在不断酝酿，但主要国家央行不断通过前瞻指引强调延续宽松政策不放松，加之欧洲经济复苏前景不佳，预计欧央行将坚持长期维持货币政策宽松。

三是美元指数走强给欧元带来压力。自 3 月以来，美债收益率加速走高，带动美元指数加速上涨，非美货币普遍承压。近期，美元指数紧密围绕美债收益率波动而上下，我们预计美国 10 年期国债收益率有望达到 2.2% 的水平，这意味着美元指数仍有较大的上行空间，这将对欧元带来压力。另一方面，伴随美债收益率走高，德债收益率随之上行，但因受到疫情反复、多国封锁、经济前景等多因素影响，美德国债收益率利差预计将不断扩大，欧元将因此承压。

由此，我们认为，二季度欧元下行的压力较大，这主要源于对欧洲疫情防控的悲观预计和对美元指数走强的乐观预期。不过，这两个变量仍存在较大的不确定性。

首先，“长痛不如短痛”，封锁政策有利于欧洲在短时间内消除疫情反复带来的不利影响。过去 1 年多的抗疫经验表明，封锁措施是疫情爆发后控制扩散的有效方法，加之疫苗接种的帮助，封锁措施不会长期执行，若防控顺利，德法等国有望早日解除封锁。

其次，疫苗接种的推进不会停滞不前。阿斯利康疫苗存在的风险令多国收紧其使用范围，影响了疫苗接种进程，但一方面多方正在评估该疫苗的风险，预计很快就会有相应结果，另一方面各国除了阿斯利康外有较多替代疫苗的选项，若欧洲国家成功获得其他厂商的疫苗并加快接种，有利于免疫群体的扩张，控制疫情扩散。

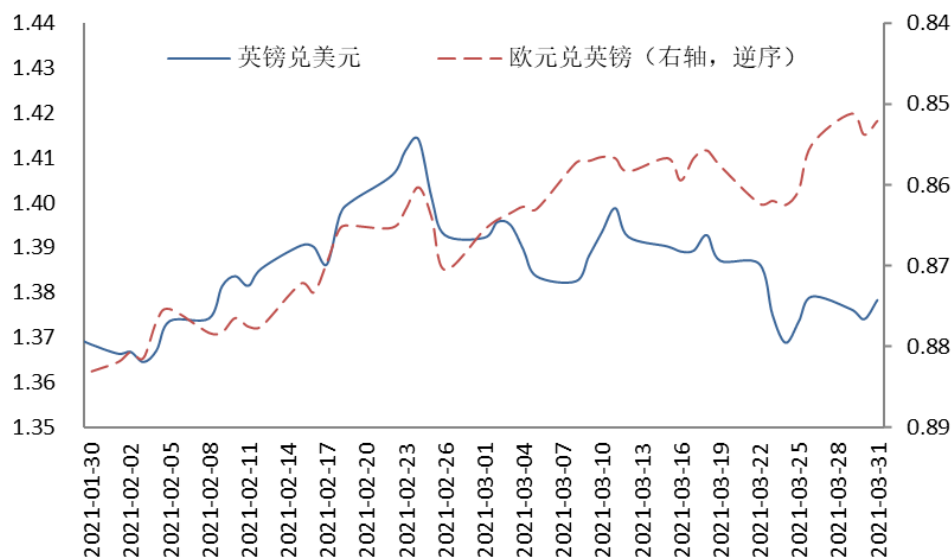
第三，美元指数走强并非一致预期。当前美元指数走强，基于美国经济复苏的强劲势头、非美国家较差的经济表现、美债收益率快速拉升、金融市场风险事件的避险需求等多因素共同推动，上述因素在短期内预计很难被逆转，但美元指

数走强通常会酝酿出新兴市场波动甚至危机。一季度，欧盟委员会推出了旨在刺激欧盟经济和金融开放的战略政策，其中一项内容就是推行强欧元政策，包括促进强势欧元的国际地位、欧元金融市场技术设施和结算系统建设等。一旦美元指数走弱，欧元仍有机会喘息

综上所述，二季度欧元对美元预计将在下行通道中延续，波动区间为【1.10，1.20】。

英镑：一季度保持强势，预计动能延续。今年以来，疫苗接种对英镑走强起到关键作用。年初因英国开始第三次全国封锁令英镑短线承压下行，但很快因疫苗接种速度遥遥领先使市场对英国经济前景转乐观，特别是鲍里斯政府很快制定了放松对经济活动限制的计划并如期实施，令封锁政策解除可清晰预期，英镑对美元和对欧元均快速走高，特别是2月份英镑连续快速走强，接连突破多个关键点位，最高触及1.4235。不过3月以来，因美元指数强势，加之英国通胀数据意外下滑，英镑震荡走弱。截至3月31日，英镑对美元一季度累计升值0.78%至1.3779，波动区间为【1.3449，1.4235】，对欧元一季度累计升值0.18%至1.1746，波动区间为【1.1710，1.1758】。

图 2：英镑对美元和欧元走势



数据来源：Wind，建行金融市场部

展望二季度，在疫情冲击仍是影响欧美国家经济复苏最重要变量的情况下，若英国新冠疫苗接种计划不发生意外，且解封计划如期进行的话，英镑有望继续走高。

一是英镑将继续受益于新冠疫情防控带来的经济复苏预期。截至3月末，英国每百人接种疫苗人数已超过50，即已有超过半数的英国人口接种了第一针疫苗，仅次于以色列、塞舌尔和阿联酋，预计7月底之前为所有成年人接种，速度在主要经济体中遥遥领先。经调查，通过接种疫苗或已感染病毒，当前英国已有超过半数人口拥有了新冠病毒抗体，群体免疫可期。同时，2月英国首相约翰逊已经宣布持续至6月份的解封计划，越来越多的投资者将对英国的眼光放在了“疫情后的世界”。与大多数发达国家类似，英国服务业在三次产业中占比高达70%左右，重启经济活动将直接受益于服务业增长，经济复苏预期将继续推高英镑。

二是英国央行货币政策料将延续。3月英国央行货币政策决议按兵不动，并表示面对市场变化均已做好充分准备。当前，市场对英国货币政策并无明确观点，大概率英国近期仍将维持现有政策路径。同时，关于负利率政策的预期也逐渐弱化。虽然货币走强对冲了宽松货币政策的效果，但英国央行对负利率政策依然保持暧昧。2月，英国央行明确表示，银行可以为可能实施负利率做好准备，但金融市场不应将实施负利率视为板上钉钉。同时，英国央行对银行需要做的准备提出不低于6个月的要求。投资者对英国央行的态度理解为对负利率政策表示谨慎，主要得益于较为乐观的经济前景。不过，这不代表英国央行对负利率政策的否定，如果英镑超预期过快上涨影响经济复苏进程，不排除其实施负利率的可能。

不过，对于英镑的看多情绪也已存在明显的扰动因素：

一方面，疫苗生产遭遇短期阻力。欧洲开始组织疫苗原材料出口给英国，同时英国在印度购买原材料的进展因印度方面的“技术原因”而导致延期，这将影响英国疫苗接种进展。印度方面的“技术问题”可能较容易解决，与欧洲疫苗贸易冲突则需要较长时期的博弈。

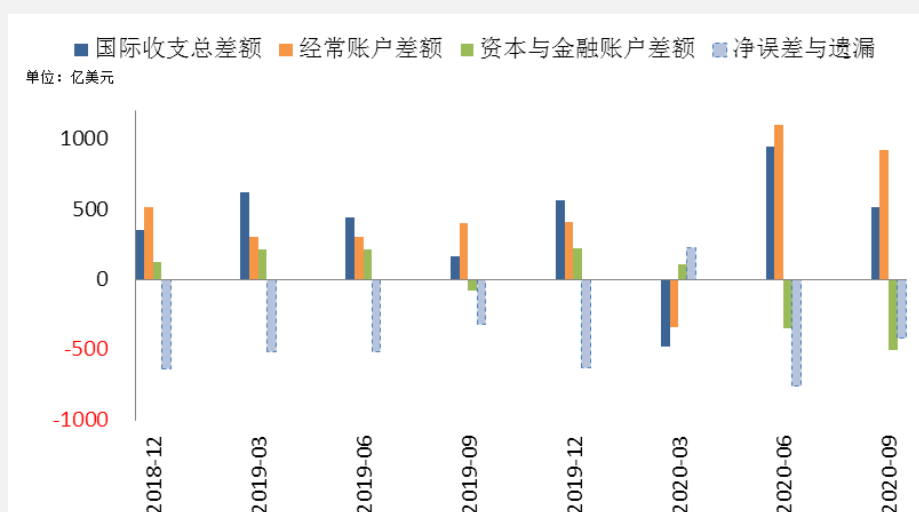
另一方面，英国脱欧的长期影响仍未消散。英国脱欧进程已经结束，市场对于英镑资产是否存在“脱欧折价”看法不一，脱欧对英镑走势的短期压制效应消失，但长期影响不容忽视，现有的协议并未解决英欧之间有关服务业、金融业、渔业、关税等关键问题的分歧，这可能使得英欧之间出现难以调和的矛盾，可能限制英镑的上行空间。

综上所述，大规模疫苗接种令市场对英国经济快速复苏保持乐观，英国分阶段解封也已提上日程，加之负利率预期降温，预计英镑将继续保持坚韧，在美元走强的背景下，二季度波动区间料为【1.35，1.45】。

专题一：人民币升值背景下的跨境资本流动

2020 年末，国家外汇管理局公布 2020 年三季度国际收支情况（图 1）。2020 年三季度我国经常账户顺差 922 亿美元，资本和金融账户逆差 505 亿美元，其中货物贸易顺差 1558 亿美元，服务贸易逆差 403 亿美元。前三季度，我国经常账户顺差 1687 亿美元，资本和金融账户逆差 738 亿美元，其中，货物贸易顺差 3402 亿美元，服务贸易逆差 1168 亿美元。

图 1：国际收支总体情况



数据来源：国家外汇管理局，Wind，建行金融市场部。

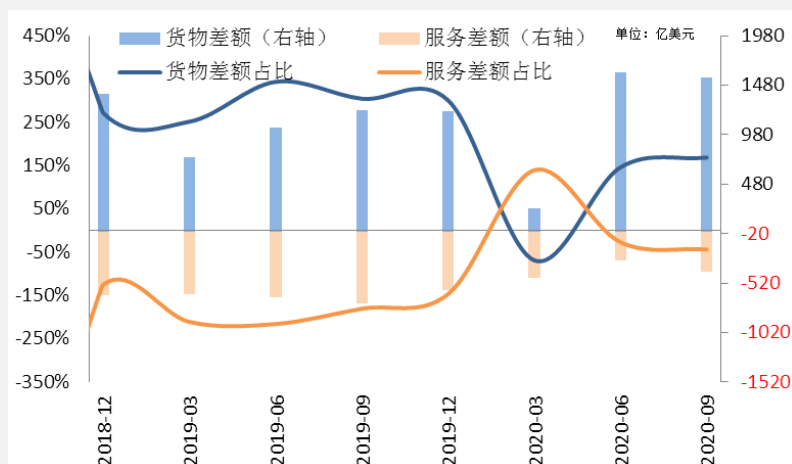
2020 年三季度人民币正值新一轮升值周期中，当季升值幅度达 3.9%，且波动较大。汇率本质是由外汇市场上不同货币的供求关系决定的，因此一国的国际收支情况是影响外汇收支的重要因素。回顾当期的国际收支状况，有利于理解国际资本流动对即期人民币汇率的影响。

一、经常账户顺差维持高位

货物贸易顺差为经常账户项目最大贡献。2020 年三季度，经常项目顺差同比增长 129%，其中货物与服务顺差 1155 亿美元，占经常项目顺差的 125%。其中，货物贸易差额占 168.95%，服务贸易差额占 -43.68%（图 2）。全球新冠疫情仍在肆意蔓延，主要经济体产能未得到恢复的背景下，中国疫情防控形势稳定，率先实现复工复产，继而对海外产能替代，推动中国对外出口快速增长。但从历史数据看，虽然货物差额绝对值处于历史高位，但服务逆差则处于相对历史低位，因此两者所占比重均在下降。这主要由于疫情影响下的国际出行需求断崖，服务贸

易中旅游项逆差大幅减少。这种结构性的变化是 2020 年疫情冲击下的重要特点，在疫情控制难以改善的情况下，预计这一现象在短期内将继续存在。

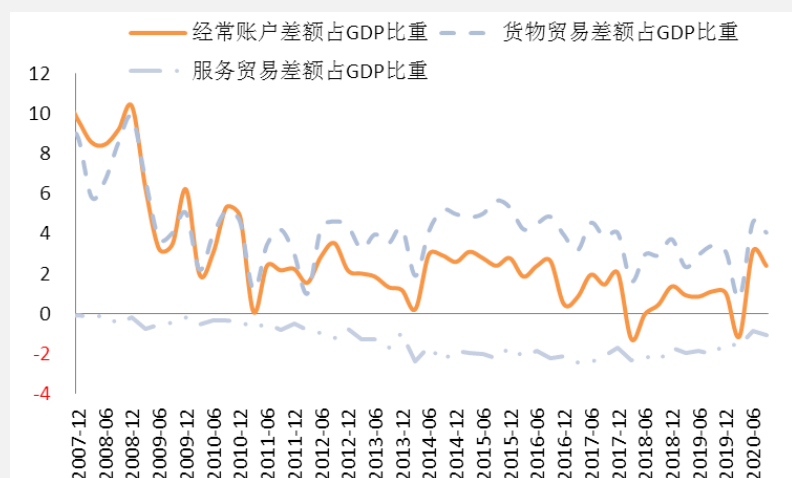
图 2：货物与服务差额及占经常账户差额的比重



数据来源：国家外汇管理局，Wind，建行金融市场部。

出口增长对经济的贡献不可持续。一方面，2020 年的出口增长主要得益于对其他国家生产不足的替代效应，而这一效应是短期的，不可持续的。一旦其他国家生产恢复，货物贸易顺差料将下降。另一方面，2017 年后经常账户占 GDP 比重已经低至 1% 左右，显示出国内经济偏倚重于内需支持，2020 年出口虽有所增长，货物贸易差额走高，但仍远不及 2009 年以前，出口难以承担托起经济增速的大任（图 3）。由此可见，我国超大规模市场优势和内需潜力能够保证国内大循环为主体、国内国际双循环相互促进的“双循环”发展格局的形成。

图 3：经常账户及货物和服务贸易差额占 GDP 比重



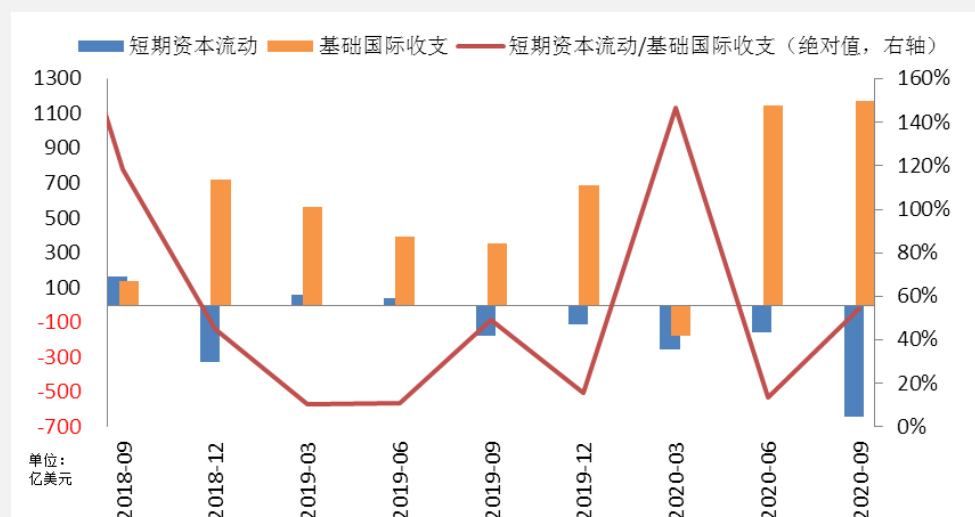
数据来源：国家外汇管理局，Wind，建行金融市场部。

二、资本与金融账户继续维持逆差水平

金融账户逆差进一步扩大。2020年三季度，金融账户逆差504亿美元，环比增加159亿美元，同比增加424亿美元（图1）。从分项看，直接投资顺差小幅增长至251亿美元，证券投资顺差439亿美元，环比较为稳定，其他投资逆差大幅增至1079亿美元。其中，存款、贷款、贸易信贷资产的逆差（资产净增加）明显增大，显示出我国资本对外流动加快，受疫情影响的对外投资活动较热。

短期资本流动占比重回50%以上。短期资本流动是基础国际收支差额的重要对冲项，反应了国际收支差额背景下的跨境投融资的行为方向。疫情在全球蔓延后，各国央行纷纷施行大规模宽松政策。我国央行没有延续2019年行将收紧的货币政策，出台了多项纾困措施以缓解疫情冲击，金融市场流动性宽裕，加之我国证券市场对外开放程度提升，短期资本流动的规模和波动性进一步加大，2020年三季度短期资本流动占基础国际收支的比重再次超过50%。

图4：基础国际收支与短期资本流动差额



数据来源：国家外汇管理局，Wind，建行金融市场部。

注：基础国际收支差额=经常账户差额+直接投资差额，短期资本流动差额=证券投资差额+其他投资差额。

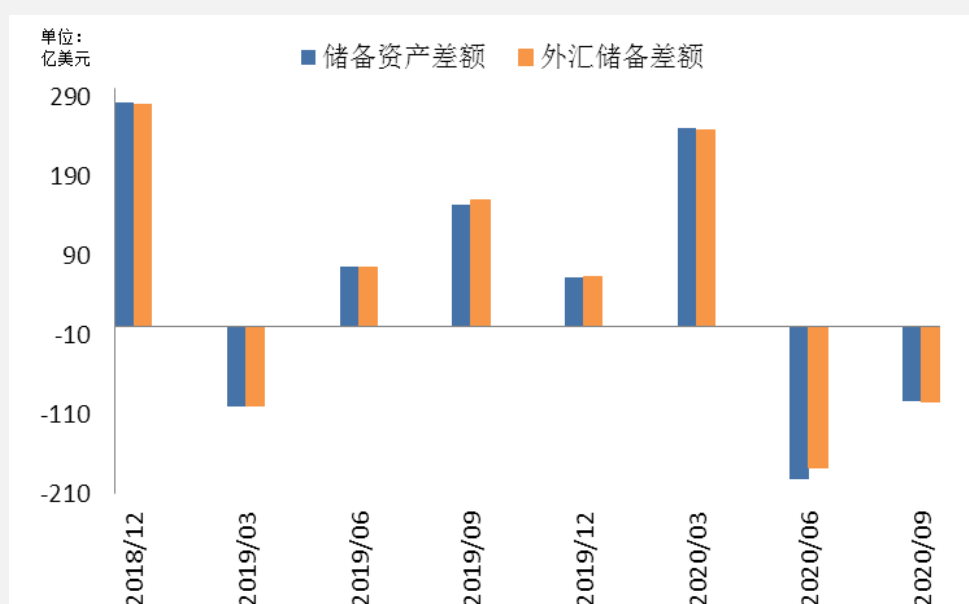
人民币资产属性增大，波动率提升。短期资本流动对国际收支的影响增大，与2020年跨境投融资渠道的开放和便利相适应，意味着人民币汇率资产价格属

性的提升，相应汇率出现波动甚至出现过度升值或贬值的汇率超调可能性增加。伴随短期资本流动规模的扩大，人民币波动率或将进一步提升。

三、储备资产温和增长

2020年三季度，储备资产增加93亿美元，其中外汇储备增加95亿美元，约占经常账户差额的10%（图5）。前三季度，储备资产增加25亿美元，外汇储备增加33亿美元，约占经常账户差额的1.5%。截至三季度末，我国外汇储备共3.14万亿美元。

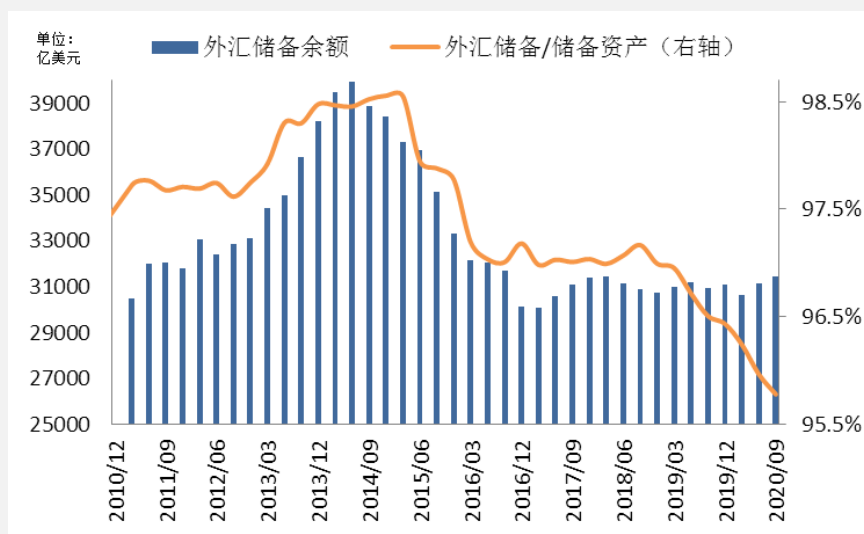
图5：储备资产与外汇储备差额



数据来源：国家外汇管理局，Wind，建行金融市场部。

储备账户变动显示央行对外汇市场干预的退出。首先，在基础国际收支差额大幅走高的情况下，储备资产增长温和，净增长仅占经常账户的10%，显示出资本流出有效对冲了经常项目盈余。其次，外汇储备余额保持稳定，且占储备资产比例仍在缓慢下降，显示出央行基本未动用外汇储备干预汇市（图6）。2020年11月央行公布的货币政策报告中，再次强调了“是人民银行退出常态化干预，人民币汇率主要由市场决定”，人民币汇率形成机制也经受住了市场考验，不断完善。

图 6：储备资产与外汇储备余额



数据来源：国家外汇管理局，Wind，建行金融市场部。

总体而言，在人民币对美元升值的背景下，由于我国疫情防控有力有效，稳步推动复工复产，对外贸易明显好于预期，经常账户顺差增长，受全球疫情影响，服务贸易逆差收窄，同时基础国际收支顺差和短期资本流动逆差同步走高，储备资产温和增长，外储占比稳步下降，显示跨境资本流动与国际收支状况相适应，表明出央行对外汇市场常态化干预的退出，人民币汇率形成机制不断完善。

专题二：金融开放不断深化，跨境资本持续流入

2018年4月10日，习近平主席在博鳌亚洲论坛2018年年会开幕式上发表主旨演讲时宣布，中国将加大金融业开放力度，拓展中外金融市场合作领域。由此，中国金融市场开放步伐持续提速。

一、不断深化的金融市场双向开放

随着中国金融市场双向开放的不断深化，在政策层面、区域层面均推出了重大举措，在通道开放、放宽准入和纳入国际指数方面取得了积极进展。

1. 金融业对外开放政策层面

2018年4月11日，人民银行行长易纲在博鳌亚洲论坛宣布，进一步扩大金融业对外开放的11项具体措施和时间表。2019年7月，国务院金融稳定发展委员会（下称金融委）办公室发布金融业对外开放11条措施，包括外资机构在华开展信用评级业务等内容。2020年5月27日，金融委办公室发布11条金融改革措施，进一步推动金融市场对外开放。2020年10月29日，中共中央在《关于制定国民经济和社会发展第十四个五年规划和二〇三五年远景目标的建议》中指出，建立现代财税金融体制，推进金融双向开放。

2. 区域对外开放层面

在区域层面，有关部门在上海自贸区、粤港澳大湾区、海南自贸港、北京自贸区等对外开放的前沿地区，布局金融业对外开放现先行先试。

上海自贸区对外开放的重点是成为亚太地区金融要素平台，吸引更多境外金融机构在上海落地生根，支持上海建设成为国际金融中心。2020年2月4日，人民银行、银保监会、证监会、外汇局、上海市人民政府联合发布《关于进一步加快推进上海国际金融中心建设和金融支持长三角一体化发展的意见》，扩大外资金金融机构的市场准入，首次提出促进人民币金融资产配置和风险管理中心建设，推动境外人民币和国际资本流入中国资本市场。

粤港澳大湾区的侧重点是推动跨境投融资便利化。2020年5月14日，人民银行、银保监会、证监会、外汇局联合发布《关于金融支持粤港澳大湾区建设的意见》，提出促进粤港澳大湾区跨境贸易和投融资便利化，扩大金融业对外开放，

促进金融市场和金融基础设施互联互通等。

海南自贸港对外开放的重点是促进贸易投资便利化和自由化。2020年6月1日，中共中央、国务院印发《海南自由贸易港建设总体方案》，提出重点围绕贸易投资自由化便利化，分阶段开放资本项目，有序推进海南自由贸易港与境外资金自由便利流动。

北京自贸区发展的重点是服务贸易和数字经济。2020年9月21日，国务院发布《中国（北京）自由贸易试验区总体方案》，提出深化投资领域改革，提升贸易便利化水平；创新服务贸易管理，试行跨境服务贸易负面清单管理模式；扩大金融领域开放，开展本外币一体化试点；促进金融科技创新，建设法定数字货币试验区。

3. 通道开放层面

我国金融市场开放采取渐进式、管道式的模式，通道开放主要体现在两个方面：**一是**境内外市场互联互通，如2014年11月启动的沪港通、2016年12月开通的深港通、2017年3月启动的债券通中的“北向通、”2019年6月启动的沪伦通，为境外投资者通过离岸市场投资境内市场提供了通道。**二是**境外投资者可通过 QFII、RQFII 直接参与市场交易，业绩境外投资者直接进入银行间债券市场（CIBM）。

4. 放宽市场准入方面

取消外资股比限制。2018年8月，中资银行和金融资产管理公司的外资持股比例限制取消，此后，橡树资本成为首家外资 AMC。2020年1月，期货公司外资股比限制取消，同年6月，证监会核准摩根大通期货为我国首家外资全资控股期货公司。2020年4月，基金管理公司外资股比限制取消，同年8月，证监会核准设立贝莱德基金的设立申请，首家外资独资公募基金公司正式亮相。2020年4月，证券公司外资股比限制取消，多家合资券商外资持股比例提升至50%以上，高盛高华更是成为首家外资独资券商。2020年6月，美国运通成为首家获得银行卡清算业务许可证的外卡组织，我国银行卡支付清算对外开放迈出实质性一步。

允许外部评级公司进入中国市场。2019年1月，人民银行对标普信评（中国）予以备案，标普成为第一家获准进入中国信用评级市场的国际评级机构。2020

年5月4日，惠誉成为第二家获准进入的国际评级机构。

扩大外资的投资范围。自202011月起，放宽QFII、RQFII准入条件，新增允许投资全国中小企业股份转让系统挂牌证券、私募投资基金、金融期货、商品期货、期权等，允许参与交易所债券回购、融资融券、转融通证券出借交易等。

5. 中国市场纳入国际指数

随着金融业对外开放的推进，境内资本市场对境外金融机构的吸引力不断增强，中国市场正被全球投资者所关注。A股已被明晟公司、富时罗素和标普道琼斯等主流指数编制机构纳入旗下指数体系，并多次提高纳入因子。截至目前，中国债券被全球三大债券指数中的彭博巴克莱全球指数和摩根大通旗舰全球新兴市场政府债券指数已经正式纳入。2020年9月，富时罗素宣布，计划于2021年10月将中国国债纳入全球国债指数，如最终实施，中国债券将被三大指数全部纳入。

表 1：A 股纳入全球三大指数的进程

时间	纳入情况
2017年6月21日	明晟公司宣布将A股纳入MSCI指数体系，于2018年6月1日起正式实施。随后，MSCI通过4次调整，将A股的纳入因子从2.5%提升至20%。
2018年9月27日	富时罗素宣布将A股纳入富时全球股票指数，于2019年6月24日起正式实施。随后，富时罗素通过2次调整，将A股纳入因子从5%提高至25%。
2018年12月31日	标普道琼斯宣布将A股纳入全球旗舰指数体系，于2019年9月23日正式实施。

表 2：中国债券纳入全球三大主流债券指数的进程

时间	纳入情况
2018年3月23日	彭博宣布将中国国债和政策性金融债纳入彭博巴克莱全球指数，于2019年4月1日正式实施。
2019年9月4日	摩根大通宣布将以人民币计价的高流动性中国政府债券纳入摩根大通旗舰全球新兴市场政府债券指数，于2020年3月1日正式实施。
2020年9月25日	富时罗素决定将中国国债纳入全球国债指数，将于2021年3月最终确认，计划于2021年10月实施。

二、跨境资金持续流入

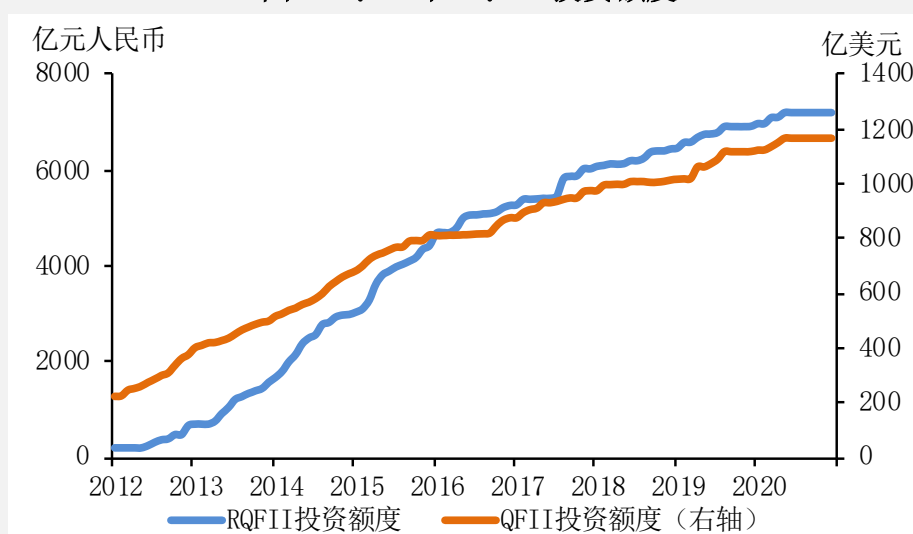
随着中国金融市场对外开放的不断深化，境外投资者参与境内金融市场交易的便利性越来越强，中国金融市场正吸引越来越多的境外投资者参与其中，跨境资金流入的趋势愈发明显。

1、跨境资金参与境内市场的活跃度不断增强

(1) 更多境外投资者参与境内市场，QFII 投资额度明显上升

在我国金融市场对外开放的早期，推出了 QFII、QDII、RQFII 和 RQDII 制度。2019 年 9 月 10 日，外汇局宣布，经国务院批准，取消 QFII 和 RQFII 额度限制。2020 年 5 月 7 日，人民银行和外汇局联合发文，明确并简化境外机构投资者参与境内金融市场要求，便利境外资金投资境内资本市场。随着 QFII 和 RQFII 制度的完善，更多的境外投资者通过 QFII 和 RQFII 参与境内金融市场，QFII 和 RQFII 投资额度明显上升。

图 1：QFII 和 RQFII 投资额度



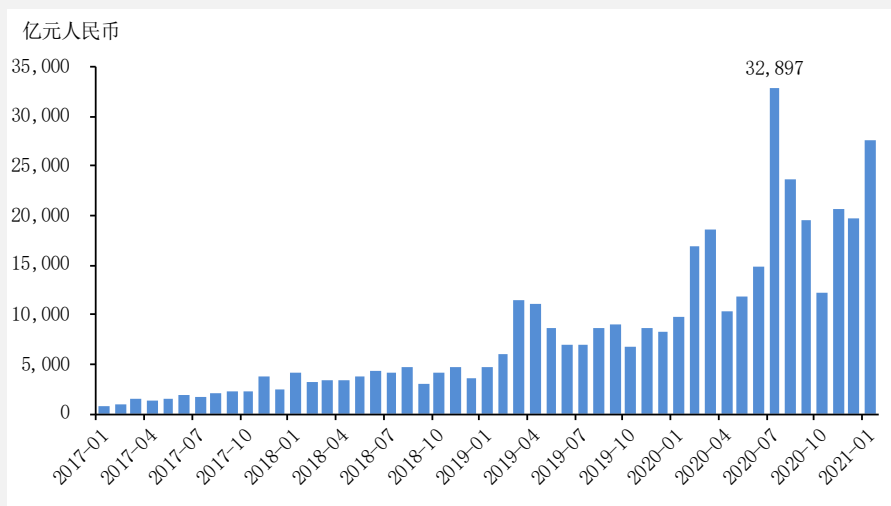
数据来源：Wind，建行金融市场部

(2) 境外资金增加 A 股配置，陆股通成交量不断扩大

在沪股通和深股通的早期，境外资金参与 A 股交易的积极性不高，当月成交量在较长时间内低于 2000 亿元人民币。2019 年以来，中国金融双向开放的步伐不断加快，境外资金参与 A 股交易积极性持续增强，陆股通月成交额持续攀升，

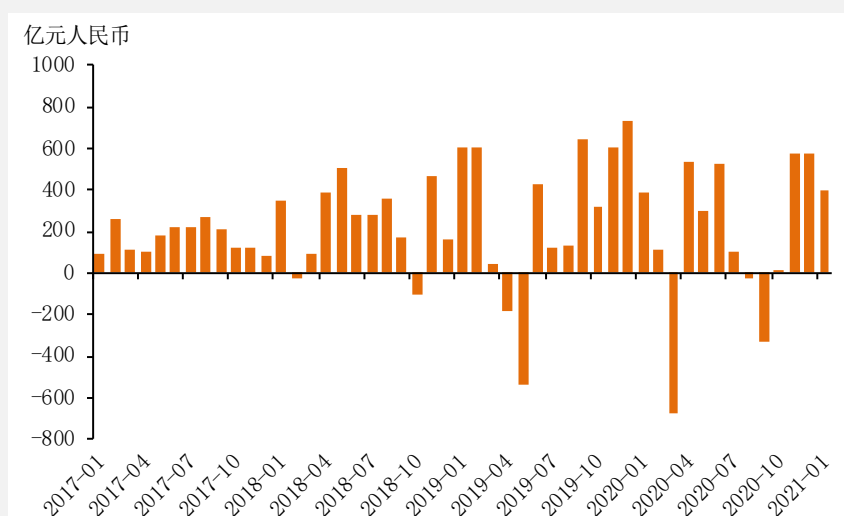
于 2020 年 7 月创出 32897 亿元人民币的历史最高成交量。境外投资者持有 A 股的意愿持续增加，陆股通净买入 A 股的月份显著多于净买入的月份。

图 2：陆股通成交量



数据来源：Wind，建行金融市场部

图 3：陆股通当月净买入额



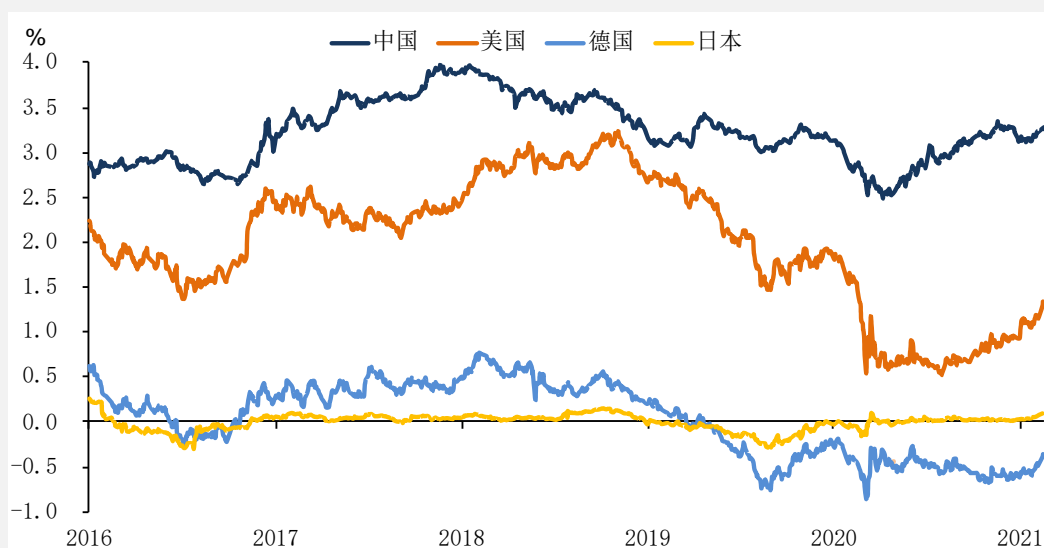
数据来源：Wind，建行金融市场部

(3) 人民币债券吸引力增加，境外投资者加速进入中国债市

近年来，一方面全球进入“低利率时代”，中国国债收益率高于其他主要经济体，人民币债券吸引力不断增强；另一方面，中国金融市场对外开放加速，境外投资者通过债券通和 CIBM 来参与中国债券交易的通道越来越畅通。在以上两

方面因素的影响下，境外投资者加速进入中国债市的趋势愈发明显。

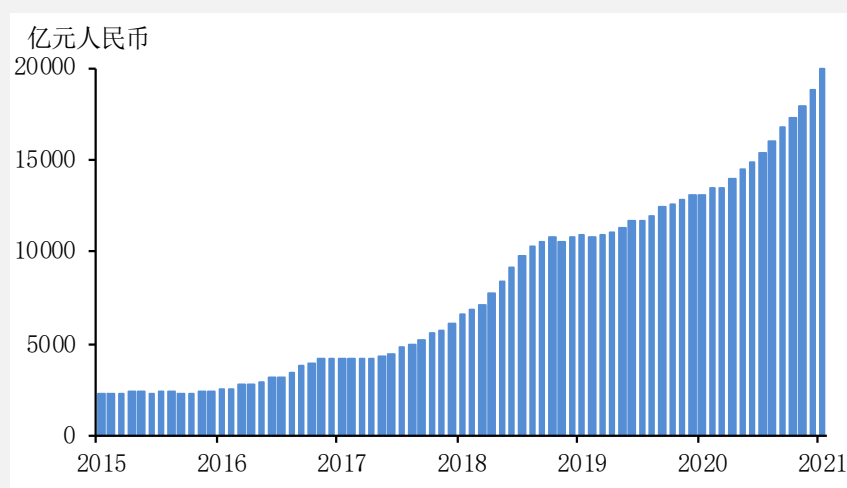
图 4：部分国家 10 年期国债收益率



数据来源：Wind，建行金融市场部

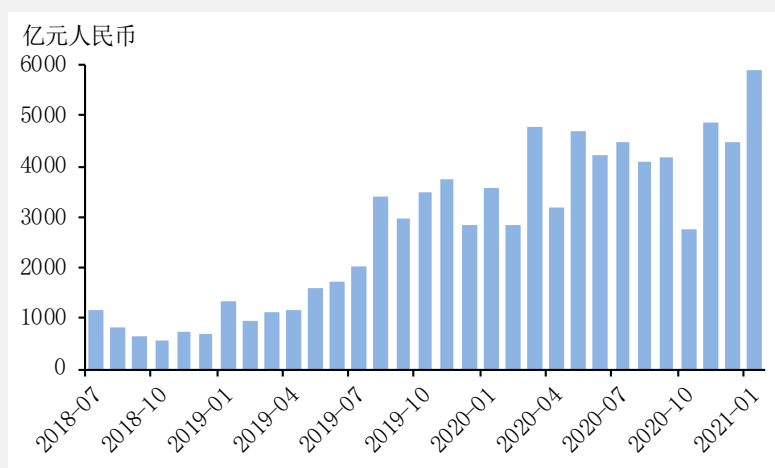
在中国债券市场对开开放不断深化，中国债券被纳三大指数的背景下，境外机构不断增加配置债券的配置，截至 2021 年 1 月，境外机构持有中国国债的规模已近 2 万亿元人民币。与此同时，随着债券通“北向通”的启动，境外机构参与境内债券市场的活跃度不断增加，债券通成交量不断增大，2021 年 1 月全月成交量达 5883 亿元人民币。

图 5：境外机构持有中国国债规模



数据来源：Wind，建行金融市场部

图 6：债券通交易量

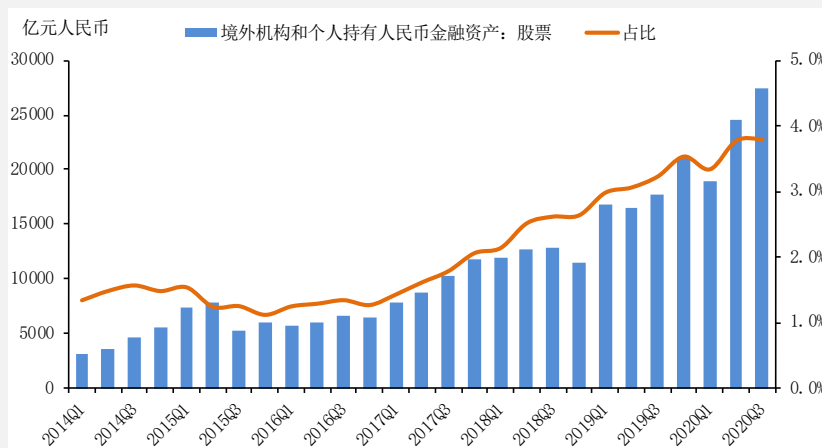


数据来源：Wind，建行金融市场部

2. 境外投资者已成为中国金融市场的重要参与者

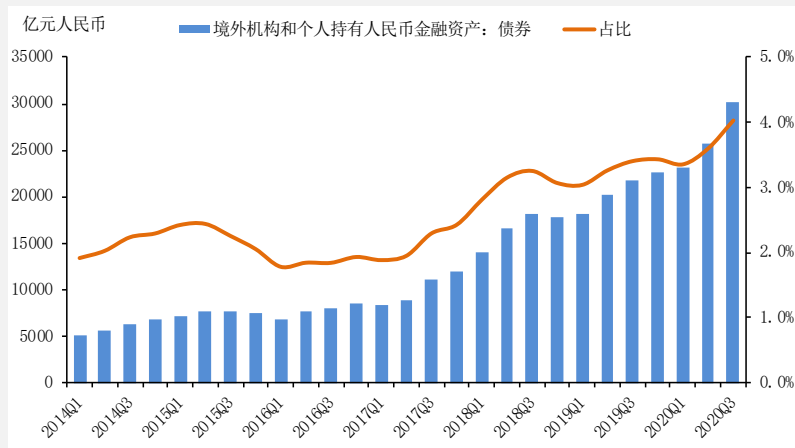
随着跨境资金的持续流入，境外机构持有人民币金融资产的规模同步扩大，根据人民银行发布的数据，截止 2020 年三季度末，境外机构和个人持有 A 股规模已达 27509 亿元人民币，持仓规模占 A 股总市值的 3.8%，双双创历史新高；境外机构和个人持有的人民币债券规模已超过 3 万亿，持仓规模占境内市场债券总市值的 4%，均处于历史最高位。中国金融市场开放的力度不断增加，境外投资者参与境内金融市场的活跃度不断增加，加之人民币资产吸引力不断增强，使得境外机构加速进入境内金融市场，已成为中国金融市场的重要参与者。

图 7：境外机构和个人持有 A 股规模和占比



数据来源：Wind，建行金融市场部

图 8：境外机构和個人持有中国债券规模和占比



数据来源：Wind，建行金融市场部

三、中国金融市场对外开放展望

1. 持续增强境外资金流入境内市场的便利化程度

(1) 将不同区域、不同市场和不同通道的开放模式逐步向统一制度、统一规则开放模式过渡。目前 QFII、RQFII、CIBM、债券通、沪深港通等开放通道存在准入规则、投资范围、交易规则和监管制度很大不同，为境外资金流入境内市场造成了一定障碍。未来，监管层或将推动不同开放通道的统一。

(2) 推进境内衍生品市场的对外开放，适当放宽境外投资者开展境内金融期货交易的限制，为境外投资者更好地使用衍生品市场进行风险对冲提供助力。

(3) 进一步降低境外机构业务准入门槛，拓宽境外金融机构在境内经营范围，为境外机构深度参与境内金融市场运作提供便利。

2. 稳妥有序推进资本项目开放

(1) 推动完善合格境内投资者（QDII）制度。完善各类 QDII 机构额度额度发放规则，适当提高 ODII 总额度，满足境内投资者跨境资产配置需求。

(2) 推动境内资金“走出去”通道适当拓宽。推进债券通“南向通”早日开通；推动跨境理财通在粤港澳大湾区落地实施，并适时向其他区域推广；完善境外机构境内发行“熊猫债”制度安排，健全资金汇兑政策。

专题三：人民币跨境贸易结算的现状与展望

当前，中国与欧美的关系日趋复杂，摆脱美元和欧元在国际支付领域的货币强权日益迫切，这对人民币国际化提出了更高的要求。在跨境贸易结算中使用人民币支付结算，是人民币跨境业务发展的重要形式，是人民币国际化的重要基石¹⁶。2012年起，人民银行组织建设人民币跨境支付系统（CIPS），以满足人民币跨境业务发展的需要。近年来，我国进出口规模不断增加，人民币国际支付占比和排名保持稳定。

一、人民币跨境贸易结算现状

2020年2月，在基于金额统计的全球支付货币排名中，人民币保持了全球第五大最活跃货币的位置，占比2.2%；除欧元区内的支付外，人民币在跨境支付中的份额为1.53%，排名第六。

图 1：全球支付排名

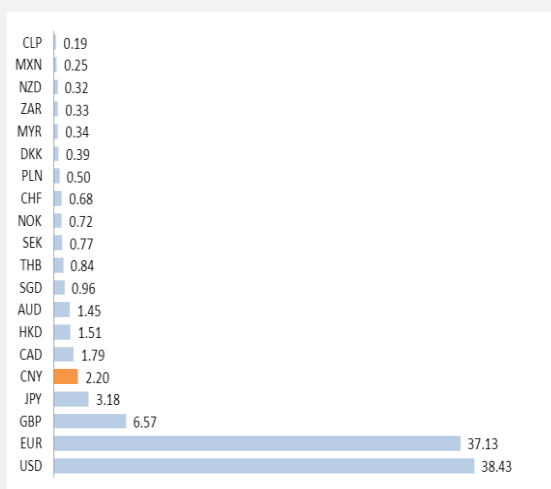
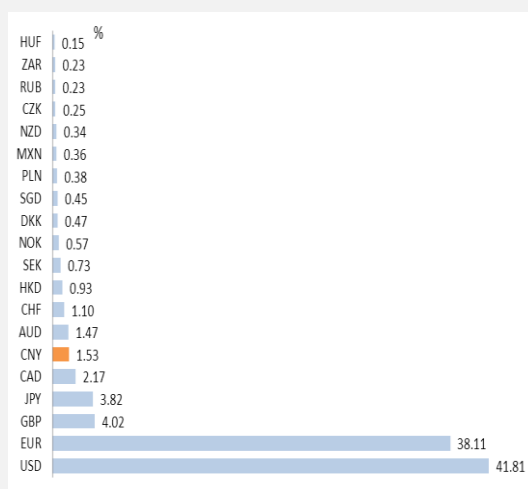


图 2：全球支付排名（除欧元区区内）



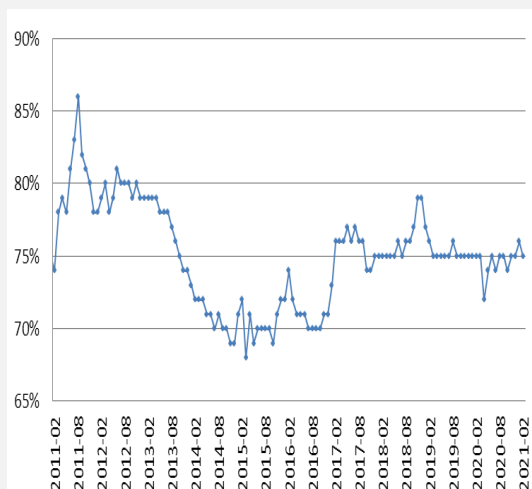
数据来源：SWIFT

注：本排名是通过 SWIFT 实时传送的 MT103 和 202（客户汇款及金融机构间汇款）报文量基于金额的排名，数据截至 2021 年 2 月。

其中，在中国大陆以外，人民币主要以离岸人民币（CNH）形式流通，中国香港地区约占全部离岸人民币国际支付份额的 75%，且份额已基本稳定。

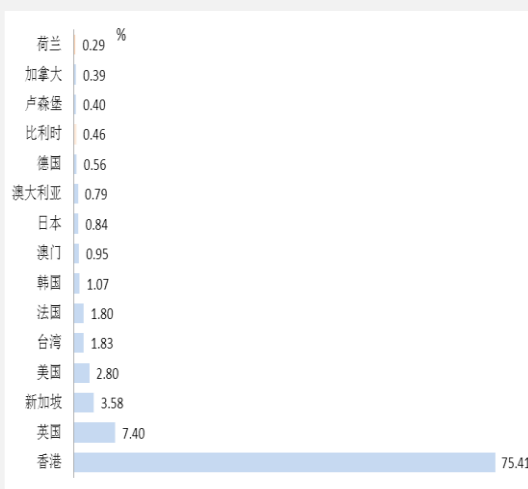
¹⁶ 人民币国际化意味着人民币在国际货币体系中具备以下四种功能：支付货币功能、投融资货币功能、储备货币功能和计价货币功能。其中，支付货币功能和其他三项功能得以稳定的基础，主要应用于经常项目的支付结算。

图 3: 人民币国际支付(香港地区比重)



数据来源: SWIFT

图 4: 使用 CNH 最多的 15 个经济体



注: 数据是基于金额的权重份额, 包括 MT103 和 202 (客户汇款及金融机构间汇款)。其中, 除了荷兰和比利时, 其他国家 (地区) 均为离岸人民币清算中心, 数据截至 2021 年 2 月。

根据人民银行的统计, 2020 年跨境贸易人民币业务结算金额为 6.8 万亿元, 约占全年跨境人民币收付总额的 23.94%。SWIFT 统计显示, 2021 年 2 月, 人民币在全球跨境贸易金额中排名第四, 占比 1.30%, 其中美元占 87.06%。

图 5: 人民币在全球跨境贸易金额中排名第四



数据来源: SWIFT

总体而言, 人民币国际支付占比已稳定在国际前列, 占比份额逐步提升, 跨

境贸易结算业务中的份额和权重与之相当。其中，香港地区在人民币国际支付领域发挥着重要作用。

二、何种货币更易被用于跨境贸易结算？

按照国际贸易理论，在跨境贸易行为中，支付结算货币通常有三种选择：一是选择出口国货币，二是选择进口国货币，三是选择第三国货币，或称为关键货币。关于跨境贸易结算货币的选择，除了选择美元、欧元等关键货币结算外，选择出口国货币或进口国货币的偏好一般有以下几种情况：

一是贸易大国的货币更容易被用于贸易结算。首先，在全球贸易中占较大份额国家的货币更可能作为结算货币，市场份额的提高能够增加贸易谈判中的议价能力，且贸易大国的大企业更可能以本国货币结算，以避免汇率波动风险。其次，出口国货币比进口国货币更易被选择结算货币。在国际贸易中，出口商在货币选择方面通常较进口商强势，在合同谈判中具有较大的议价能力。第三，异质性商品贸易更偏好于以出口国货币结算，因为产品差异化越大，进口商对价格的敏感度降低，出口商则享有的市场权力更大；相反，同质商品倾向于以低交易成本的关键货币结算。

二是经济大国的货币更容易被用于贸易结算。一方面，发达国家与发展中国家的贸易谈判中，发达国家较发展中国家更具话语权，更偏好选择本国货币或交易成本较低的关键货币作为结算货币，以规避风险。另一方面，除了交易媒介，货币具备价值储藏职能，经济偏弱的国家，通胀率和通胀波动率相对较高。高通胀率意味着货币的实际贬值，高通胀波动意味着货币币值波动的风险。企业选择低通胀率和低通胀波动国的货币作为结算货币，可以有效规避货币贬值带来的风险。

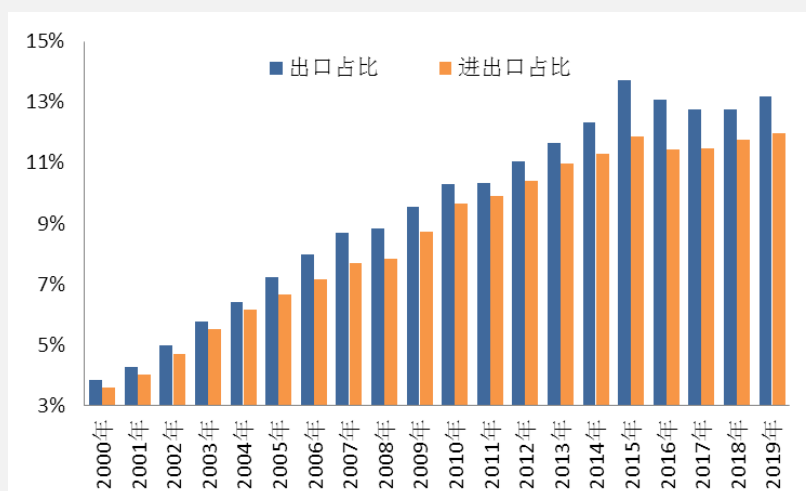
三是金融大国的货币更容易被用于贸易结算。金融市场完善程度对贸易结算货币的选择很重要。相对成熟的金融市场一方面其外汇市场能提供较多的汇率风险规避工具，另一方面该国银行体系的货币兑换的交易成本通常较低。同时，金融市场的完善有利于该国货币的稳定甚至强势，通常意义而言，出口商更倾向于以升值货币结算，进口商则倾向于使用本国货币，但考虑到出口商在货币选择中的强势地位，加之进口商的价格敏感性相对较弱，强势货币通常更容易被选为结算货币。

三、人民币跨境贸易结算展望

（一）中国是全球贸易大国但非贸易强国

自 2008 年全球金融危机后，中国逐渐取代美国成为世界许多国家主要贸易伙伴，2013 年中国成为世界第一货物贸易大国。目前全球一共有 120 多个国家和地区的最大贸易伙伴是中国。根据 WTO 统计，入世以来，中国外贸快速增长，市场占比逐步稳定，截至 2019 年，中国货物出口总量占全球 13.2%，货物进出口总额占全球贸易总量的 11.99%，均为全球第一。

图 6：中国出口和进出口额占全球比重



数据来源：WTO，Wind。注：该数据仅包含货物进出口。

庞大的贸易体量已使中国成为重要的贸易大国，在全球经济体系中举足轻重。但目前中国只是贸易大国，而非贸易强国。衡量是否为贸易强国，除了贸易规模，还有贸易结构，特别是服务贸易在世界范围内的水平；国际市场竞争力，包括国际知名品牌、出口产品的附加值、出口企业的国际竞争力和企业管理水平；话语权标准，即国际规则制定的参与度；跨国公司总数等。

对此，我国的“十四五”规划提出“立足国内大循环，协同推进强大国内市场和贸易强国建设”，并辟专节就“推动进出口协同发展”作出部署。因此，落实“加快转变对外贸易增长方式”“优化对外贸易结构”“培育出口新优势”等要求，其核心是要提高国内企业的创新能力，提高高技术、高附加值等异质性商品的出口能力，同时要努力创造良好的国际营商环境，让开放的大门越开越大。

（二）中国经济增长良好但仍是发展中国家

改革开放以来，我国经济持续高速增长，2020 年我国 GDP 超过 100 万亿元，

经济总量和经济增长速度均处于世界领先水平。同与我国贸易相对密切的亚洲、非洲及部分欧美国家来说，我国经济体量较大。同时，我国通胀水平常年保持在2%左右的稳定区间。结合前文的分析，理论上我国作为“市场提供者”，人民币在国际贸易中相对占优。

不过相对于全世界范围内而言，中国仍然是发展中国家。按照世界银行对不同发展水平国家的分类标准，我国人均国民总收入（GNI）已超过中等收入国家平均水平，但暂未达到全球平均水平，与高收入国家相比还有很长的差距。按照联合国的人类发展指数（HDI）的标准，中国的 HDI 已经超过全球平均，与“高人类发展”水平相当，但距离超高人类发展水平还有不小的差距。此外，我国地区发展不平衡问题较突出，东部和西部、沿海和内陆、城市和农村等二元差异还较为明显。

图 7：人均国民总收入（GNI）

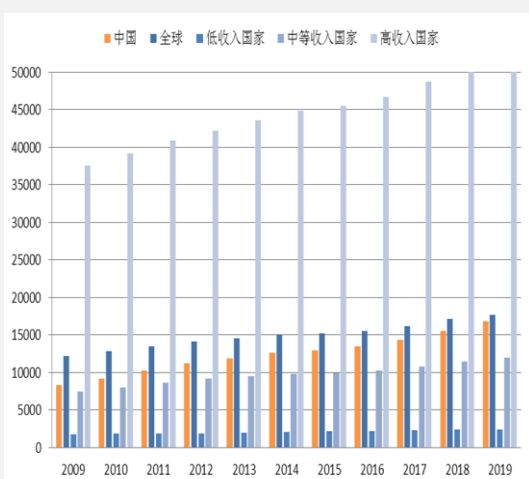
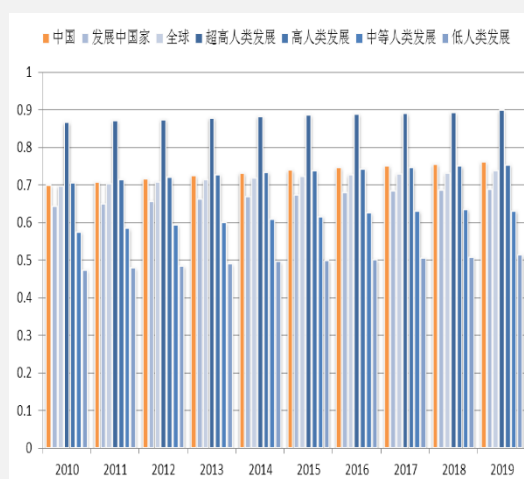


图 8：世界银行人类发展指数（HDI）



数据来源：World Bank, UNDP

总体而言，我国虽然经济总量庞大，经济增速较快，已是“经济大国”，但在全球范围内与发达经济体仍有较大的差距。中国当下的发展水平与人民币在跨境贸易支付中第四的排名相当。进一步提高人民币在跨境贸易支付中的排名，还有待我国经济总量和发展质量的进一步提升。2021 年政府工作报告对下一阶段我国经济高质量发展提出了明确且详细的要求，在做大经济蛋糕的同时，对发展质量、创新能力、区域布局、环境可持续等都做了详细的部署。

（三）我国金融市场发展迅速但仍待进一步开放

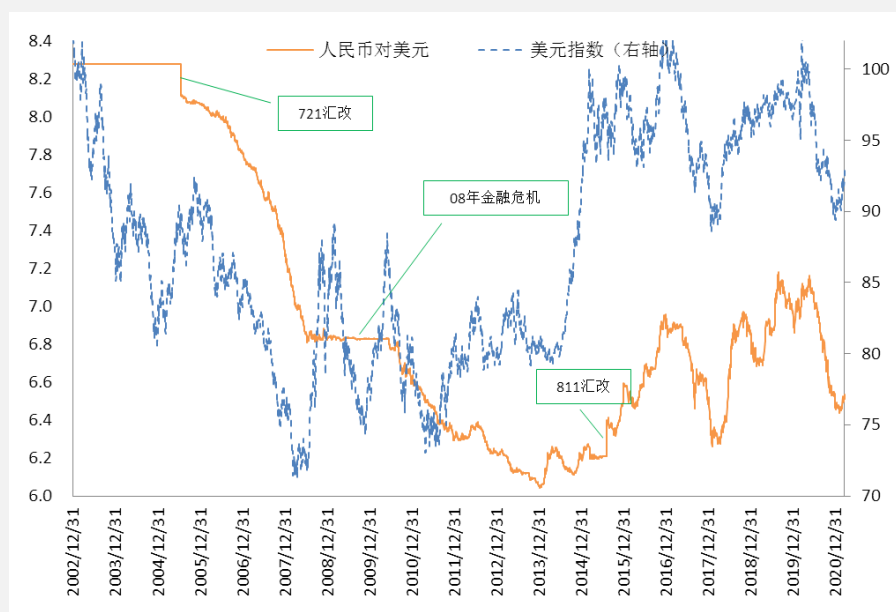
改革开放以来，我国金融业伴随市场主体需求不断丰富和发展，其中银行业

资产规模不断壮大，市场竞争日益激烈。从资产规模看，截至 2020 年末，我国银行业资产规模已达到 312.67 万亿元。银行业机构体系不断丰富，中小银行业金融机构数量 and 市场份额持续上升。截至 2020 年末，共有城商行 133 家、农商行 1539 家、农村合作银行 27 家，中小银行业金融机构资产规模市场份额达到 52.79%。

外汇市场方面，我国外汇市场持续活跃，人民币可直接兑换货币比重丰富。截至 2020 年末，银行间外汇市场共成交 46 万亿美元，其中外汇即期成交 12 万亿美元，外汇衍生品成交 34 万亿美元。人民币可以直接兑换货币共计 27 种。

双向波动的市场化人民币汇率制度已基本形成。2005 年和 2015 年我国先后进行了两次重要汇率制度改革，推出“CFETS 人民币汇率指数”，配套一系列后续汇改政策，人民币汇率形成机制的市场化进程明显加快，已经初步形成了“收盘汇率+一篮子货币汇率变化”的人民币中间价形成机制，人民币汇率双向波动明显，与美元指数逐渐呈现出反向相关性。

图 9:2003 至今人民币汇率与美元指数走势



数据来源：Wind

银行业金融机构规模丰富与壮大为外汇市场发展提供了强大的基础。银行间外汇市场成为外汇交易最重要的场所，也为外汇市场改革提供了良好基础。虽然当前人民币中间价形成机制的市场化程度大幅提升，但流程中仍有诸多缺乏透明度的环节，使市场力量在人民币汇率形成中起到何种程度的作用尚不明确，汇率问题也多次成为国际争端的重要讨论话题之一。

四、总结

人民币在国际支付和跨境贸易结算中的全球排名逐渐稳固。按照国际贸易理论，跨境贸易结算是国际货币功能的基础，而贸易大国、经济大国、金融大国的货币在跨境贸易结算中更占优势。近年来，中国在国际贸易、经济增长、金融发展等方面取得了举世瞩目的成就，但“大而不强”的问题实际存在，制约着人民币在国际贸易和跨境支付领域的进一步扩张。当前，美元、欧元仍主导着国际支付体系，其中美元在跨境贸易中的支付占比占据绝对优势。在中国与欧美国家关系日益复杂的背景下，摆脱其在国际支付领域的货币强权需求迫切。因此，夯实人民币国际化的基石，需要建设更高水平的开放型经济新体制，推动进口和出口的有效协同，着力提升国内经济发展质量和效益，持续推进金融改革和创新，为人民币国际化提供保障和动能。

专题四：新兴市场的三个风险和三只“黑天鹅”

进入 2021 年 3 月，美国经济复苏加速，通胀预期不断增加，市场对美联储缩减 QE 规模，提前加息的预期不断增加。就在市场在讨论美联储何时退出宽松的货币政策之时，新兴市场国家央行“抢跑”，发出三只“响箭”，先是巴西央行上调基准利率，随后土耳其央行和俄罗斯央行也相继加息，新兴市场加息的大幕就此拉开。

一、新兴市场加息的三支“响箭”

3 月 17 日，为抑制通胀水平的持续上行和维持本币币值的稳定，巴西央行宣布上调基准贷款利率 75BPs 至 2.75%，高于市场预期的 50BPs。此次加息，为巴西央行自 2015 年 9 月以来首次加息。

3 月 18 日，土耳其央行宣布将关键利率上调 200BPs 至 19%，远高于市场预期的 100BPs。2020 年，土耳其成为 G20 国家中除中国外唯一一个实现正增长的国家，土耳其央行认为该国经济活动正处于强劲的轨道上，考虑到通胀上行的风险，决定提前收紧货币政策。3 月 20 日，因央行加息的行动与其意见相左，土耳其总统埃尔多安免去该国央行行长 Agbal 的职务，引发了市场对土耳其央行货币政策的信任危机，导致土耳其金融市场“股债汇”三杀。

3 月 19 日，为应对不断上升的通胀水平，并维持卢布币值稳定，俄罗斯央行宣布将基准利率提高 25BPs 至 4.5%，超出了市场的预期。此次加息为 2018 年底以来俄罗斯央行的首次加息。

新兴市场加息大幕的拉开，可以归结为三个方面的原因：**一是**通胀水平持续攀升，超过央行政策目标；**二是**美债收益率上行，引发资金撤离新兴市场的隐患；**三是**主权债务状况恶化，激发新兴市场国家本币币值维稳的需求。以上三个方面方面，也是新兴市场国家当前面临的三大风险。

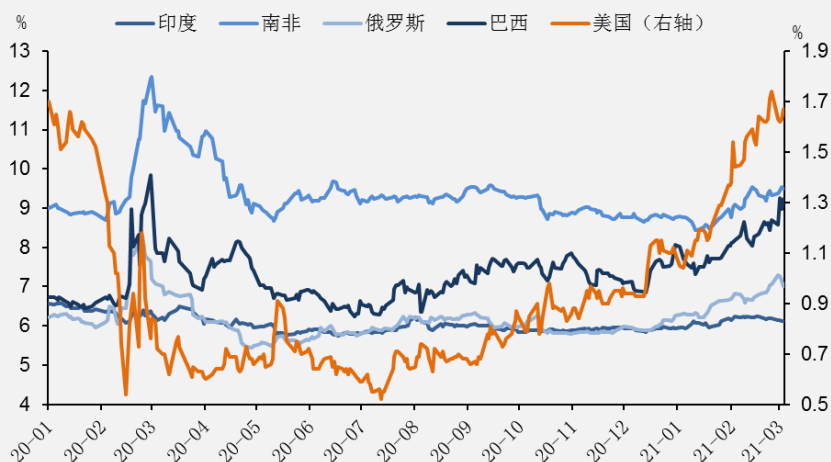
二、新兴市场面临的三个风险

风险一：美债收益率抬高，资金外流趋势形成

随着全球投资者对美国经济复苏前景的乐观预期日益增加，加之对全球通胀预期的增加，美国长端国债收益率不断上行，但新兴市场国家长端国债收益率上

行幅度不大，进而导致新兴市场国家与美国利差不断收窄。

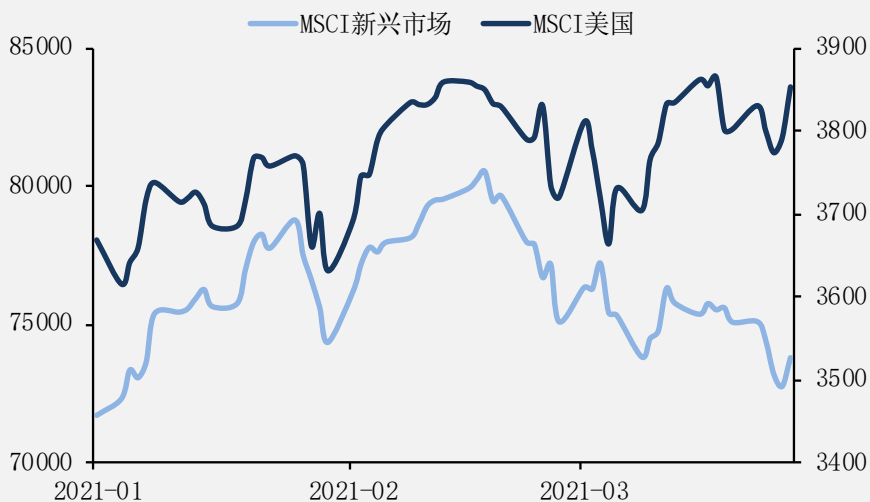
图 1：美国和部分新兴市场国家国债收益率



数据来源：Wind，建行金融市场部

随着利差的不断收窄，投资者开始抛售新兴市场国家资产，转而购买美元资产，从新兴市场和美国股市的表现可以看出，进入 2021 年 3 月，MSCI 新兴市场指数的表现要明显逊色于 MSCI 美国指数的表现，资金从新兴市场撤离，回流美国市场的趋势愈发明显。

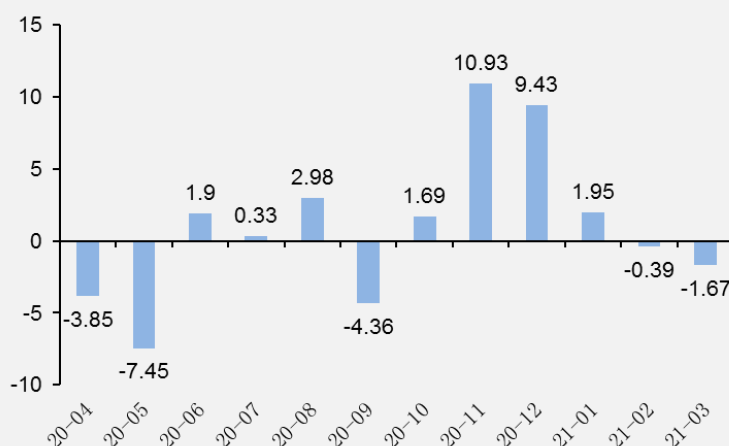
图 2：MSCI 新兴市场指数和美国指数变动情况



数据来源：Wind，建行金融市场部

根据彭博的数据显示，流入新兴市场国家的资金从 2020 年 11 月的 27.8 亿美元已经回落到 2021 年 3 月的 7 亿美元。但如果剔除流入中国和印度两大经济体的资金，其他新兴市场国家已经连续两个月呈现资本净流出的状态。

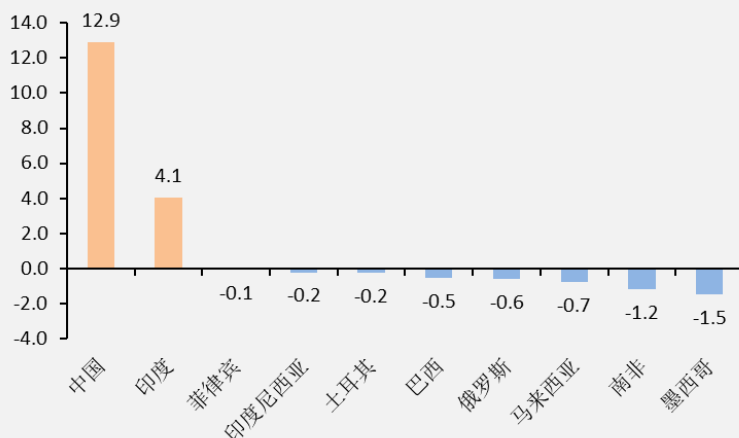
图 3：新兴市场国家资金净流入情况（不含中国和印度）



注：3月数据截至3月26日。数据来源：彭博，建行金融市场。

分国家来看，中国和印度资本流入规模居前，2021 年至今资金净流入分别为 12.9 亿美元和 4.1 亿美元，但其他主要新兴市场国家均为净流出，其中墨西哥、南非和马来西亚净流出量居前。

图 4：新兴市场国家资金流动情况（单位：亿美元）



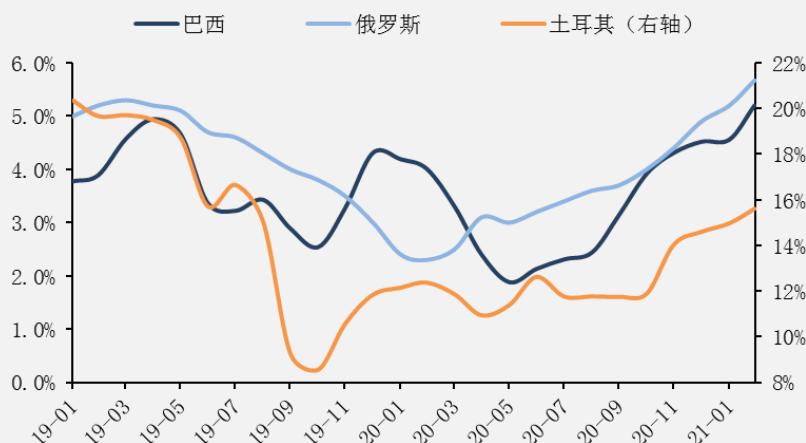
数据来源：彭博，建行金融市场部。

风险二：通胀水平不断攀升，接近或超过各国央行目标上限

为应对疫情对经济的冲击，全球央行纷纷采取宽松的货币政策，新兴市场国家亦不例外。新兴市场国家央行“大放水”，加之全球粮食和能源价格不断上涨，新兴市场国家通胀水平自 2020 年第四季度以来不断攀升。其中，土耳其 2 月 CPI 同比上涨 15.6%，涨幅创 2019 年 8 月以来新高；俄罗斯 2 月 CPI 同比上涨 5.7%，

涨幅创 2016 年 11 月以来新高，已远超该国央行 4% 的政策目标。巴西 2 月广义消费者物价指数 (IPCA) 同比上涨 5.2%，已接近巴西央行通胀目标容忍度上限的 5.25%。新兴市场国家通胀高企，各国央行不得不通过加息的方式，以抑制通胀风险的上升。

图 5：巴西、俄罗斯和土耳其通胀水平变化

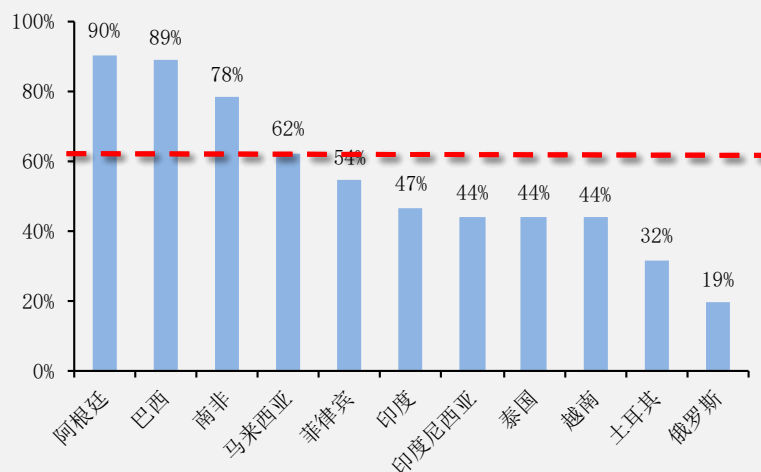


数据来源：Wind，建行金融市场部

风险三：外债规模膨胀，债务违约风险增加

为应对疫情的冲击，各国政府纷纷推出大规模财政刺激政策，新兴市场国家债务不断积累。与此同时，疫情对各国经济造成严重冲击，各国经济陷入深度萎缩，政府财政收入减少，新兴市场国家主权债务状况恶化。2020 年，在主要新兴市场国家中，阿根廷、巴西、南非和马来西亚债务 GDP 比率超过 60% 的国际公认警戒线，其中阿根廷和巴西债务率在 90% 左右，偿还压力较大。

图 6：部分国家债务占 GDP 比例



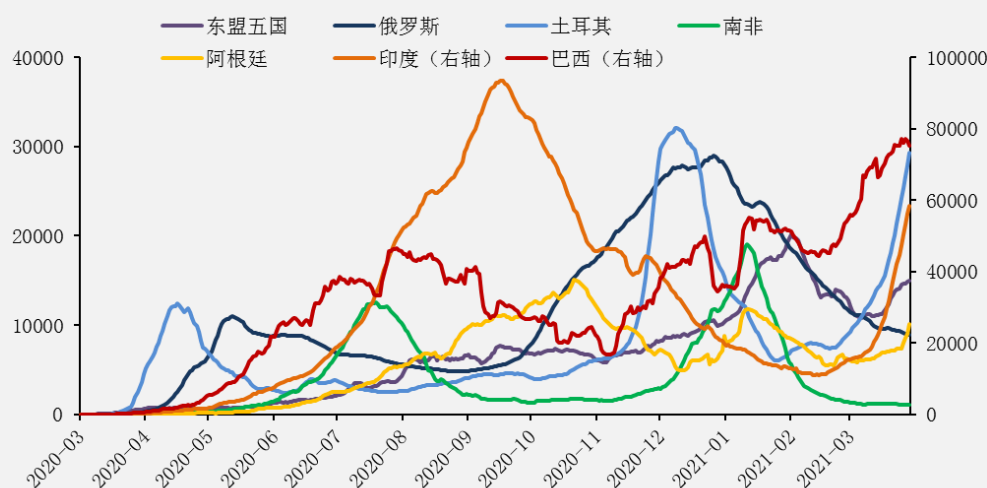
数据来源：路孚特，建行金融市场部

三、警惕新兴市场的三只“黑天鹅”

1. 警惕新兴市场国家疫情持续肆虐，经济再受打击

新冠肺炎疫情在新兴市场国家中持续蔓延，其中巴西、印度和土耳其新增确诊病例数量的7天移动均值高于2万例。其中，巴西新增确诊病例数量屡创新高，单日新增确诊病例近8万例；印度正迎来第二轮疫情，单日新增超过4万例；土耳其正面临第三波疫情，单日新增确诊病例数量超过6万例。总的来看，多数新兴市场国家疫情已经缓解，但巴西、印度和土耳其疫情却迎来新一轮高峰，特别是巴西即将进入秋冬流感季，疫情防控形势严峻。

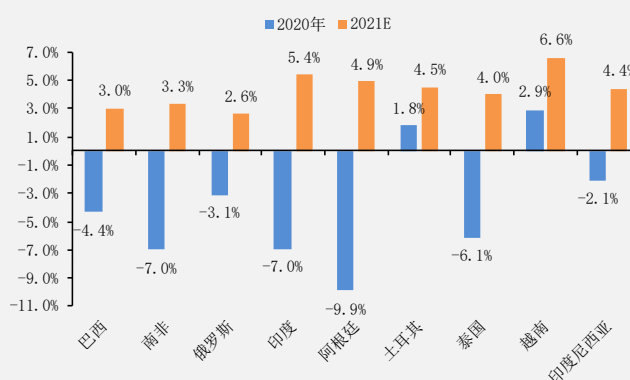
图 7：新兴市场国家单日新增确诊病例 7 天移动平均值



数据来源：Wind，建行金融市场部。

疫情对新兴市场国家经济造成严重打击，除越南、土耳其等外，其他国家经济均出现负增长，其中阿根廷遭受到的打击最为严重，2020年GDP同比萎缩9.9%，印度、南非和泰国经济遭受的冲击也较大。随着全球疫情防控形势逐步向好，发达经济体复苏提速，但新兴市场经济复苏出现分化。如果一国经济在本年度出现X%的萎缩，则需要在下一年度实现2X%的增长，才能实现经济的完全复苏。从世界银行2021年1月的预测来看，只有印度尼西亚可以在2021年完成经济“填坑”的过程，实现经济的完全复苏，新兴市场国家经济复苏前景不容乐观。

图 8：新兴市场国家经济增速



数据来源：Wind、世界银行，建行金融市场部

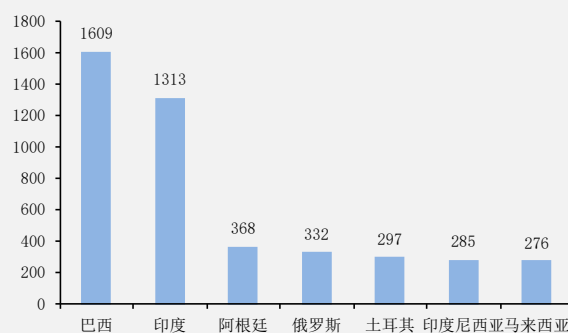
如果疫情新兴市场国家持续肆虐，将会危及新兴市场本已脆弱的复苏，将为新兴市场经济发展带来更为严重的打击，财政状况将更为严峻，债务违约风险继续上升。需特别关注巴西疫情的发展，关注其经济基本面和财政收支的变化，谨防巴西爆发经济危机，蔓延到其他新兴市场国家。

2. 警惕新兴市场国家主权债务违约，引发债务危机

当美债收益率上行，美元汇率走强时，往往靠美元融资来支持经济增长的新兴市场国家存量债务负担加重，借新还旧成本上升违约风险增加。经过我们的测算，阿根廷（81%）、马来西亚（66.4%）土耳其（60.7%）和南非（51.6%）三季度末外债占 2020 年 GDP 比例超过 50%，外债偿还压力很大，此外墨西哥（40%）、印度尼西亚（38.6%）、俄罗斯（33.1%）和泰国（34.3%）也超过 30%，外债偿还压力较大。

从短期外币债务来看，2021 年内，巴西待偿付外币债务压力达 1609 亿美元，规模为新兴市场国家中最高，印度以 1313 亿美元的规模位居次席。

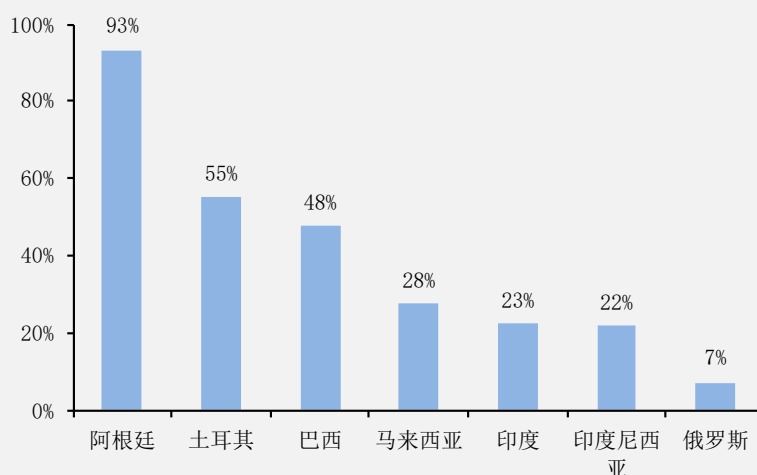
图 9：部分新兴市场国家 2021 年内待偿还外币债务



数据来源：路孚特，建行金融市场部

从短期外币债务与外汇储备的比值来看，阿根廷这一比值达 93%，外债偿债压力非常大。土耳其和巴西的比值分别为 55%和 48%，外债偿债压力很大。

图 10：部分新兴市场国家外币债务与外汇储备比值



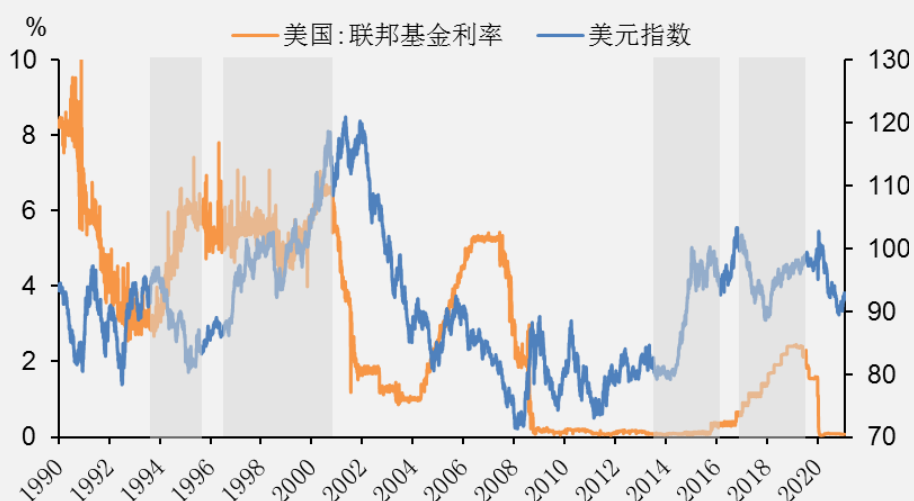
数据来源：路孚特、CEIC，建行金融市场部

总的看来，巴西、土耳其和阿根廷主权债务风险较高。进入 2021 年，巴西 5 年期主权信用违约互换（CDS）飙升 84BPs 至 225，土耳其 5 年期主权信用违约互换（CDS）上涨 160BPs 至 465。阿根廷的情况更为糟糕，3 月 25 日，阿根廷副总统表示，不能按期偿其向国际货币基金组织（IMF）450 亿美元的贷款，阿根廷债务风险一触即发。如果个别国家爆发主权债务危机，并蔓延到其他新兴市场国家，将会在新兴市场掀起“债务风暴”。

3. 警惕新兴市场货币币值大幅波动，引发货币危机

回顾历史，当美债收益率进入上行通道，美联储进入加息周期，美元指数进入上涨通道，往往会引发新兴市场货币危机，新兴市场货币大幅贬值。1994 年的墨西哥货币危机、1997-1998 年的东南亚金融危机、1998 年的俄罗斯卢布危机、1999 年巴西货币危机、2014 年的资源国货币危机、2018 年的土耳其里拉危机均由此特点。造成这一现象的主要原因有：一方面国际资本撤离新兴市场，回流美国本土，造成流动性紧张；另一方面，新兴市场经济体外币融资成本上升，外债偿付压力增大，债务违约风险上升。

图 11：美国联邦基金利率、美元指数走势



数据来源：Wind，建行金融市场部

当新兴市场资本外流趋势建立，债务风险上升，本币贬值出现波动，外债偿还压力上升，资本加速外流，本币大幅贬值，外汇储备大幅缩水，外债违约风险大增。新兴市场国家就此陷入恶性循环，货币危机由此爆发。进入 2021 年，美元指数在第一季度上涨了 3.59%，在新兴市场货币中，贬值幅度超过美元指数上涨幅度的货币中，巴西雷亚尔、阿根廷比索和土耳其里拉贬值幅度较大，也反映出这些国家央行维持本币币值稳定的压力较大，最容易发生货币危机，进而蔓延到其他新兴市场国家。在货币危机方面，需要特别关注巴西、土耳其和阿根廷。

综上所述，新兴市场面临着资本外流压力增加、通胀水平攀升和主权债务违约等三大风险，为应对资本加速外流和通胀快速攀升两大风险，新兴市场央行拉开了加息的大幕。但加息又会带来借贷成本的升高，债务偿还压力同步增加，对于经济遭受严重打击的新兴市场国家来说已是雪上加霜，或将引爆债务违约风险。我们认为，当前新兴市场存在着三只“黑天鹅”，谨防其从个别国家飞起，引爆新兴市场的全面危机，需特别关注巴西、土耳其和阿根廷三国的动向。

贵金属及大宗商品

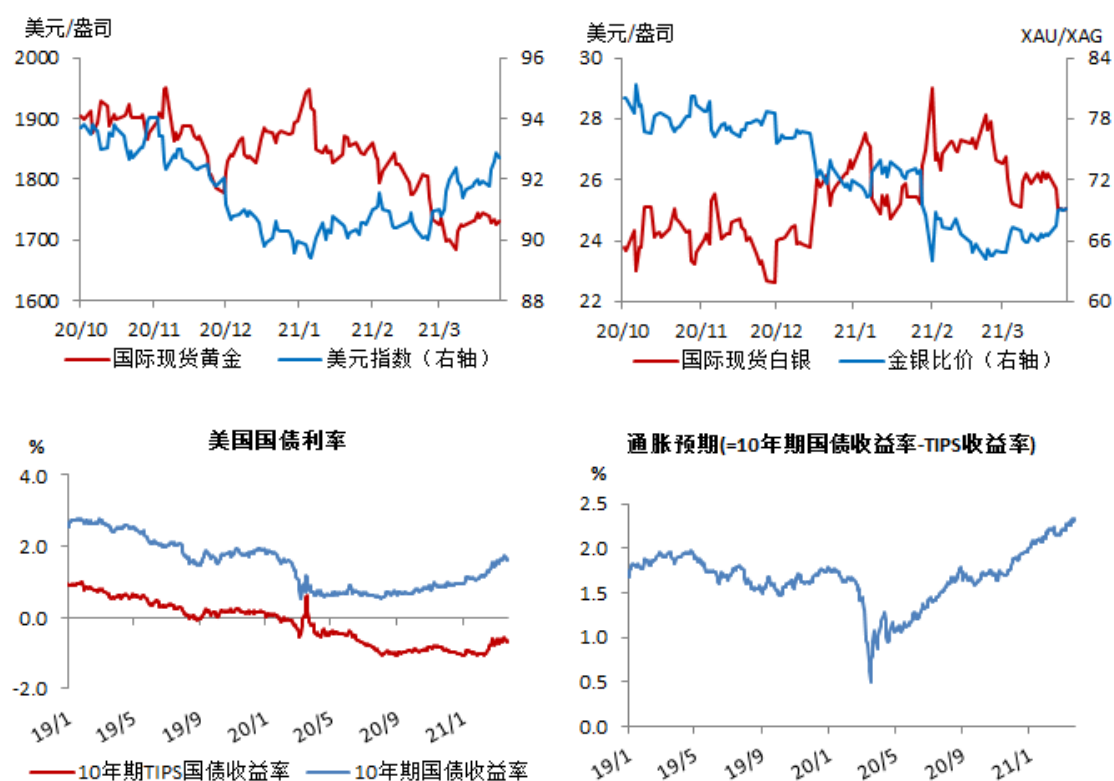
一、贵金属：美债利率仍有上行空间，金价震荡

(一) 走势回顾

1. 美财政政策落地，金价触底反弹

3月，美财政政策落地，美债利率上行势头放缓，通胀预期升温，实际利率转入震荡，金价触底反弹。月初，美经济指标强劲，叠加财政政策落地预期，美债利率继续上行，金价下跌，3月8日最低跌至1676美元/盎司；此后，通胀预期快速升温，以通胀指数国债（TIPS）收益率度量的实际利率转入震荡，金价触底反弹，最高至1755美元/盎司；下旬，利率上行预期压制下，金价回落至1700美元/盎司附近波动。

图 1：国际现货贵金属走势



数据来源：Wind、CCB

3月，国际现货金价收于1707.52美元/盎司，下跌1.55%；上海黄金交易所AU9999收于356.79元/克，下跌3.11%。

2. 银价走势偏弱，金银比价回升

3月，白银走势偏弱。尽管通胀预期升温，但有色金属涨势停滞，也令白银价格受到压制；前期走势偏强的白银补跌，整体走势弱于黄金。金银比价止跌回升，由65升至69上方。

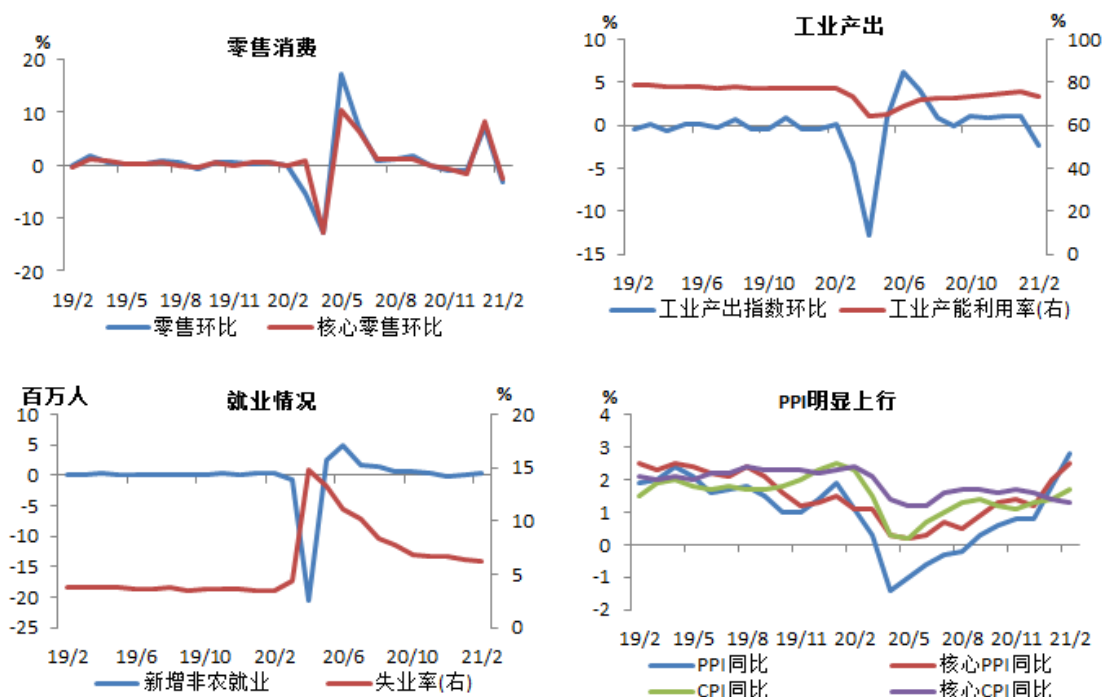
3月，国际现货白银收于24.39美元/盎司，下跌8.50%。上海金交所白银T+D收于5010.00元/千克，下跌8.44%。

(二) 主要影响因素分析

1. 美国：财政政策落地，强劲复苏势头延续

1) 经济形势：疫情改善叠加财政刺激落地，天气影响不改复苏势头

图 2：美国经济形势



数据来源：Wind、CCB

3月，美国疫情继续向好发展，对经济的负面影响加速消退。每日新增确诊病例数稳步下降，目前已降至10万例/日以下。疫苗接种有序推进，当前每百人接种剂数已达36剂。

零售和工业数据回落。受暴风雪天气等临时性因素影响，2月美国零售数据超预期下滑，零售总额和核心零售总额环比分别降3.0%和2.7%；工业总体产出指数环比降2.2%，产能利用率降1.8%。

就业数据强劲，2月季调后非农就业人数增加37.9万人，远超预期；失业率下降至6.2%，持续创疫情以来新低。新增就业主要来自休闲、酒店等行业，显示疫情改善促进服务业恢复。

通胀符合预期，保持温和上行。2月CPI同比增速1.7%，核心CPI同比增速1.3%，均与预期持平；受国际油价等商品价格上涨影响，PPI同比大幅上行，2月PPI同比增2.8%，核心PPI同比增2.5%。

景气指标强劲：PMI维持高景气，消费者信心大幅回升，前景展望强劲。2月，美国ISM制造业PMI升至60.8，创2018年8月以来新高，其中新订单指数和产出指数分别升至64.8和63.2，显示制造业供需两旺；物价指数升至86，为2008年7月以来最高，与PPI高增速相互印证。暴风雪天气拖累2月ISM非制造业PMI降至55.3，但订单积压指标显示服务业活动放缓可能只是暂时现象。3月美国Markit制造业PMI升至59，维持强劲势头；服务业PMI升至60，创2014年8月以来新高。强劲就业数据叠加1.9万亿财政刺激落地，3月密歇根大学消费者信心指数初值升至83，远优于预期。

2) 财政政策：1.9万亿美元财政刺激落地，短期难有额外动作

3月11日，1.9万亿美元经济刺激计划正式落地，直接支付给个人的金额（一次性的转移支付和额外期限的失业救济）占总金额的一半以上，对美国消费将有显著提振作用，利好经济增长。此轮刺激计划落地后，拜登政府已多次就基建与加税政策表态，但预计最早下一财年（2021年10月开始）才有望落地。短期内美国财政方面难有额外刺激。

财政政策将大幅增加美国赤字和国债发行规模，美债利率有上行压力。近期，美国国债拍卖面临需求低迷的局面，海外投资者认购意愿偏低，供需因素助推利率上行。

3) 货币政策：对通胀和利率上行保持容忍，SLR 不续做加剧美债收益率波动

3 月 FOMC 会议维持不变，延续鸽派风格，基本符合市场预期。从近期表态来看，美联储更关注就业不足的问题，对通胀上升容忍度较高；针对通胀预期超出 2% 临界值，认为即使二季度通胀过高也可能是临时性因素，持续性存疑；更关注实际经济数据情况，不急于对短期利率端的一些现象采取措施；对于缩减购债，将提早与市场沟通。

3 月 19 日，美联储宣布 SLR 豁免将于 3 月 31 日照常到期，不再续做。在当前流动性相对充裕的环境下，美联储此举主要意在限制金融机构扩表，由此引发的美债抛压不会过大，但会减少银行系统的做市活动，增加美债市场脆弱性，加剧美债收益率波动。

2. 欧元区：复苏迟缓，3 月景气指标向好

欧元区疫情反弹，经济不确定性增加。3 月，多国新增确诊病例数再次反弹，法国、意大利、德国、匈牙利、波兰和捷克等多国均宣布不同程度延长或重新封锁，疫苗接种进度也出现放缓迹象。

1 月欧元区零售数据低迷，1 月零售销售同比和环比均出现大幅负增长。

2 月通胀改善，2 月调和 CPI 和核心 CPI 同比分别增 0.9% 和 1.1%，环比也均录得正值。

3 月欧元区景气指标创新高，制造业景气程度显著优于服务业。3 月，欧元区制造业 PMI 升至 62.4，创历史新高，服务业 PMI 升至 48.8，显示疫情影响下，服务业恢复相对缓慢；综合 PMI 升至 52.5。Sentix 投资者信心指数和消费者信心指数均显著改善。景气指标的优异表现表明，尽管疫情出现反弹趋势，但疫苗接种的持续推进，保持了企业和个人的经济恢复信心。

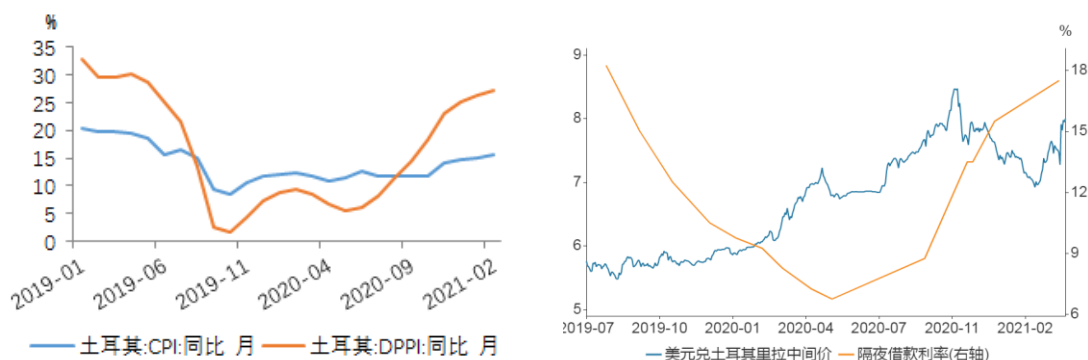
货币政策方面，欧央行 3 月会议维持利率不变；下个季度紧急抗疫购债计划（PEPP）项下购债速度将显著加快，以遏制欧债利率上行，避免对经济复苏的不利影响；对 2021 年增长预估略上调为 4%，通胀预期从 1% 上调至 1.5%。

3. 巴西、土耳其等被动加息，部分发展中经济体经济金融风险加剧

通胀上行叠加美债利率上行，巴西、土耳其相继宣布加息。3月17日，巴西央行宣布，将基准利率从2%上调至2.75%，为2015年7月以来首次加息，加息幅度高于预期；央行货币政策委员会称，5月份下一次会议，将再次加息相同幅度，除非通胀预测或风险平衡出现重大变化。此前，巴西央行的报告预计年内通胀水平将达4.6%，高于央行3.75%的通胀目标中值。

3月18日，土耳其央行宣布将基准回购利率从17%上调至19%。自时任央行行长阿格巴尔2020年11月上任以来，土耳其央行多次大幅加息，对抗持续上涨的通胀和货币贬值。3月19日，反对加息的土耳其总统宣布解除央行行长职务，引发市场动荡，土耳其里拉大幅贬值。

图 3：土耳其的通胀和利率



数据来源：Wind、CCB

部分发展中经济体经济金融风险上升。发展中经济体居民消费中能源和食品占比较大，原油和粮食等大宗商品依赖进口的国家，如土耳其、巴西，价格上涨引发的通胀压力相对较大。同时，美债利率上行吸引美元回流，引发资本外流、本币贬值压力，进一步加大通胀影响。央行为对抗上述压力加息，又可能伤害本就困难的经济复苏，陷入两难困境。由于全球疫苗分配不均衡，多数发展中经济体年内难以摆脱疫情影响，在美元利率上行周期中，可能面临外汇储备持续失血、本币持续贬值的恶性循环，甚至发生外债危机、经济金融危机，经济风险上升。

4. 资金看空后市，空头大幅加仓

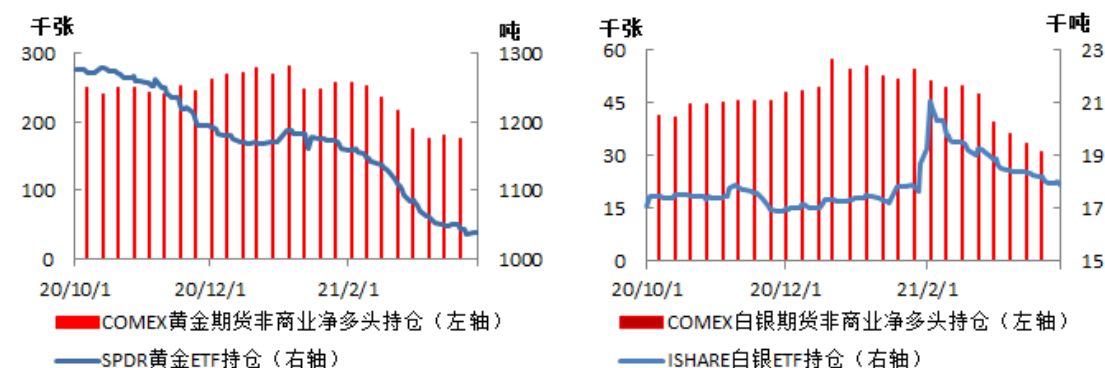
截至3月26日，SPDR黄金ETF持仓1,036.62吨，较上月末减少5.20%；ISHARE白银ETF持仓17,996.63吨，较上月末减少6.06%。

COMEX金银期货持仓方面，截至3月23日，黄金非商业净多头持仓17.4万张，较2月23日减少19.3%；白银非商业净多头持仓3.1万张，减少34.8%。结

构上，黄金投机性多头持仓减少 7.5%，空头持仓增加 29.8%；白银投机性多头持仓减少 10.7%，空头持仓增长 26.1%。

资金面，由于市场预期美债利率仍将继续上行，金银走势继续承压，近期反弹幅度较小，投资者整体看空后市，ETF 和期货多头均减仓，空头加仓。

图 4：金银 ETF 和期货持仓情况



数据来源：Wind、CCB

（三）后市展望：美债利率仍有上行空间，金价震荡

二季度，在财政政策支持下，美国经济有望维持强劲复苏，实际通胀指标趋于上行，名义和实际的美债利率仍有上行空间，金价短期继续承压，延续震荡，二季度走势取决于利率和通胀的预期兑现情况。

技术面，金价在 3 月的 1680 美元/盎司左右获支撑后，弱反弹至 1760 美元/盎司阻力位下方回落，反弹动能较弱。后续，预计 4 月内大概率延续窄区间内波动。

4 月金价波动区间为[1680, 1780]美元/盎司或[355, 375]元/克，白银为 [23, 28]美元/盎司或[4850, 5900]元/千克。

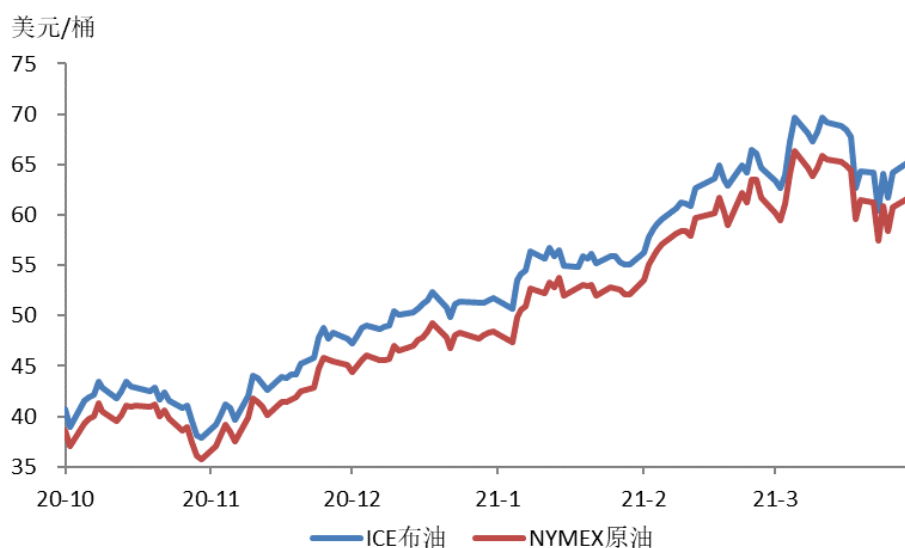
二、原油：短期略承压，前景仍向好

（一）走势回顾：多重因素刺激，油价冲高回落

3月初，沙特表示4月将继续额外减产100万桶/日，减产幅度超出市场预期，疫苗推进速度加快，美国1.9万亿财政刺激进一步改善市场预期，油价冲高。中下旬，欧洲部分地区重启封锁，对疫苗副作用的担忧降低了需求复苏前景，油价大幅下挫。

截至3月31日，WTI收于59.43美元/桶，跌3.62%；Brent收于63.07美元/桶，跌2.41%；国内原油期货收于399.7元/桶，跌1.53%。

图 1：国际油价走势



数据来源：Wind、CCB

（二）影响因素分析：供给受减产支撑，需求弱于预期

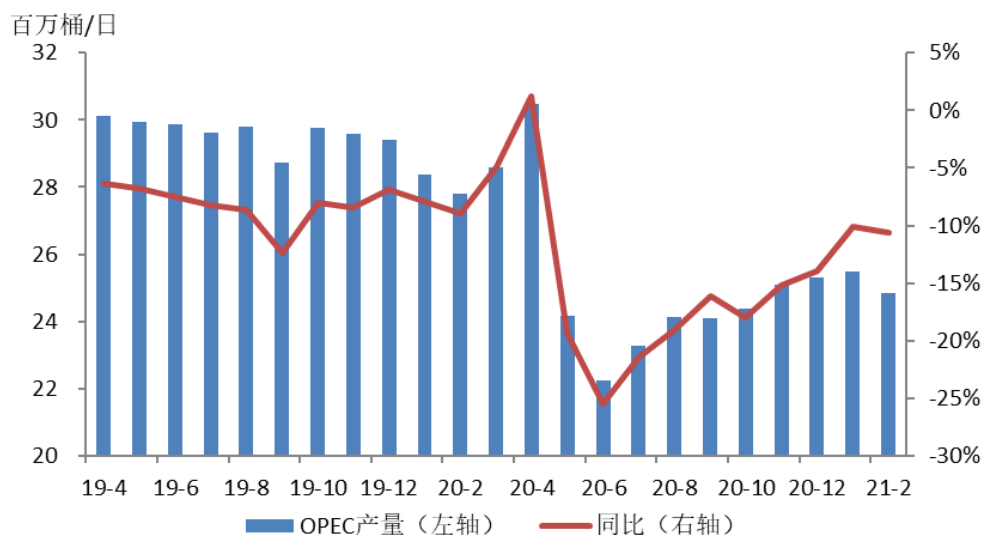
1. 供给端逐步恢复

OPEC+减产效果较好。3月4日，OPEC+部长级会议达成决议，将3月份的减产水平延续到4月，俄罗斯和哈萨克斯坦分别增加13万桶/日和2万桶/日，沙特继续额外减产100万桶/日。当前减产计划下，各成员国减产执行率超100%，继续保持高位。4月1日，OPEC+将再次讨论后续减产计划，因当前部分地区再次封锁，油价大幅回调，且美国增产能力有限，OPEC减产意愿较强，预计OPEC+退出当前减产规模的节奏不会过快，5月起沙特可能缩减额外减产数量，其他国

家小幅增产。值得注意的是，近期有消息称伊朗出口增加，或削弱 OPEC 减产效果。

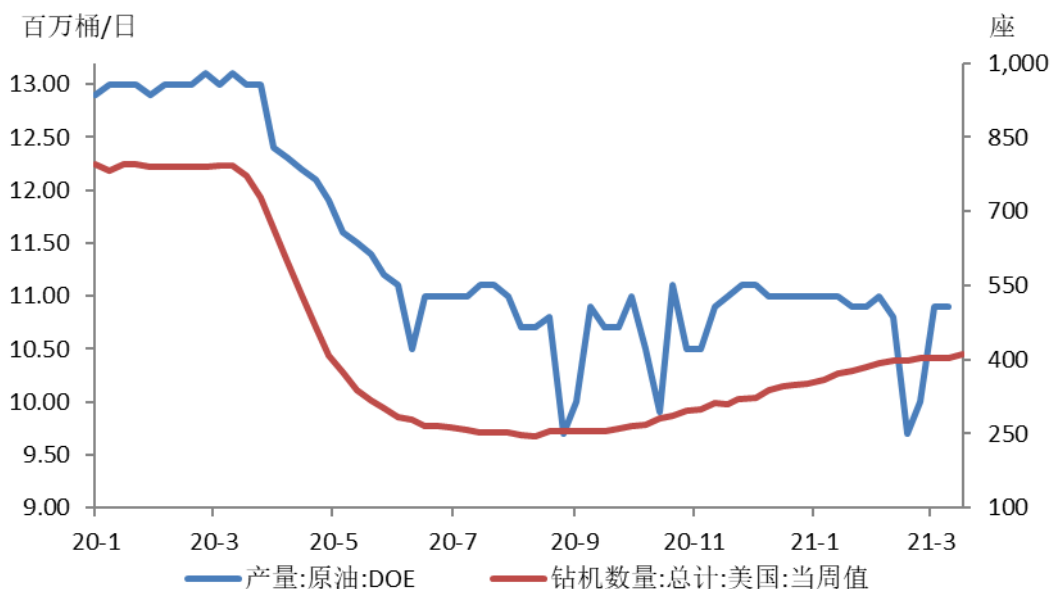
美国产量稳定。截至 3 月 12 日当周，活跃钻机数 402 座，美国原油产量 1090 万桶/日，2 月受极寒天气影响产量曾锐减 100 万桶/日，现已基本恢复。

图 2：OPEC 减产力度减弱



数据来源：WIND、CCB

图 3：美国供给稳定



数据来源：OPEC、CCB

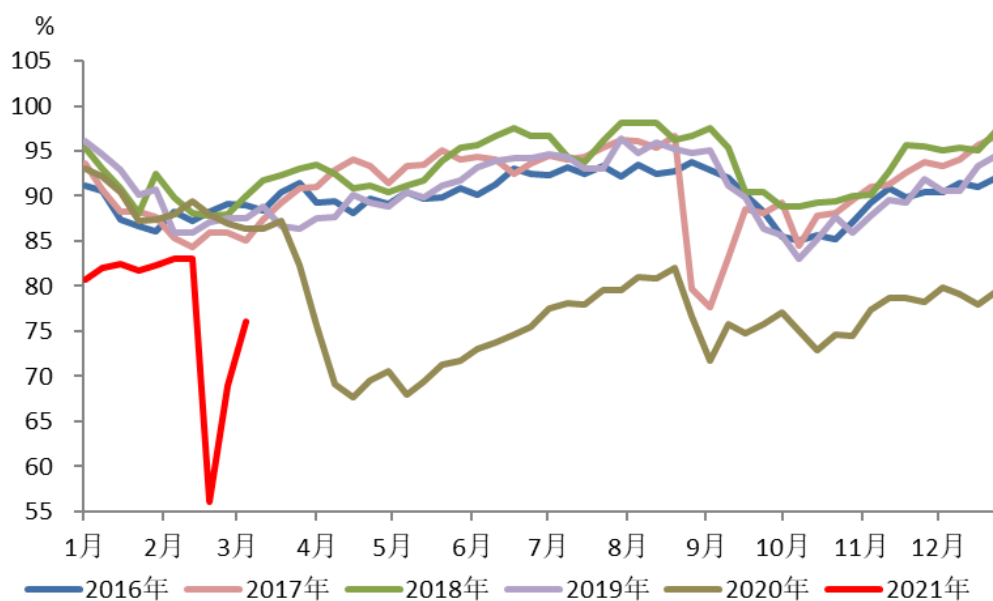
2. 需求前景总体仍乐观

下调上半年需求预测，下半年需求更乐观。IEA 最新报告认为，受到寒冷天气和美国其他地区工业活动改善影响，2021 年原油需求强于年初预测，四季度较一季度将增长 530 万桶/日，全年较 2020 年增长 550 万桶/日，预计 2023 年可恢复至 2019 年水平。OPEC 最新报告显示，因欧洲部分地区限制措施和美国失业率上升，下调 2021 年上半年原油需求预测，但预计随着疫苗推广，经济将强劲复苏，上调了下半年需求预测。

炼厂开工率恢复较慢。美国炼厂开工率已走出极寒天气影响，但仍未完全恢复。欧洲开工率稳步回升，速度总体较慢。欧洲部分地区重启限制措施，拖累出行需求复苏。

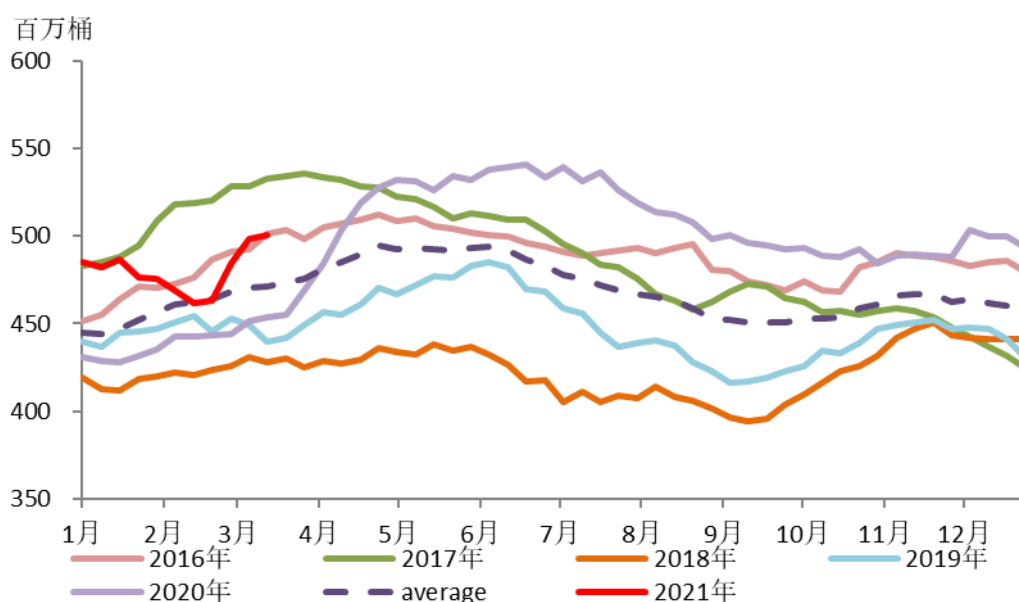
美库存上升。美国原油库存再次回升至五年均值以上，汽油库存大幅下降后出现反弹，近期库存受极寒天气影响，出现较大变化，需保持关注。

图 4：美国炼厂开工率仍远低于往年同期



数据来源：WIND、CCB

图 5：美国原油库存持续高于往年



数据来源：WIND、CCB

(三) 后市展望：短期略承压，前景仍向好

展望二季度，OPEC+减产力度不会大幅放松，美国产量相对稳定，供给端压力较小；全球经济逐步恢复，原油需求总体保持复苏态势。短期内，需求复苏受疫情拖累；下半年，预计疫苗接种效果显现，需求较为乐观。综上，原油短期承压，长期前景仍向好。

未来关注以下风险：

- 一是 OPEC+后续增产节奏。
- 二是苏伊士运河堵塞，需关注疏通时间。
- 三是疫情发展情况。

4月，Brent 和 WTI 原油价格波动区间预计分别为[56, 68]和[54, 65]美元/桶。

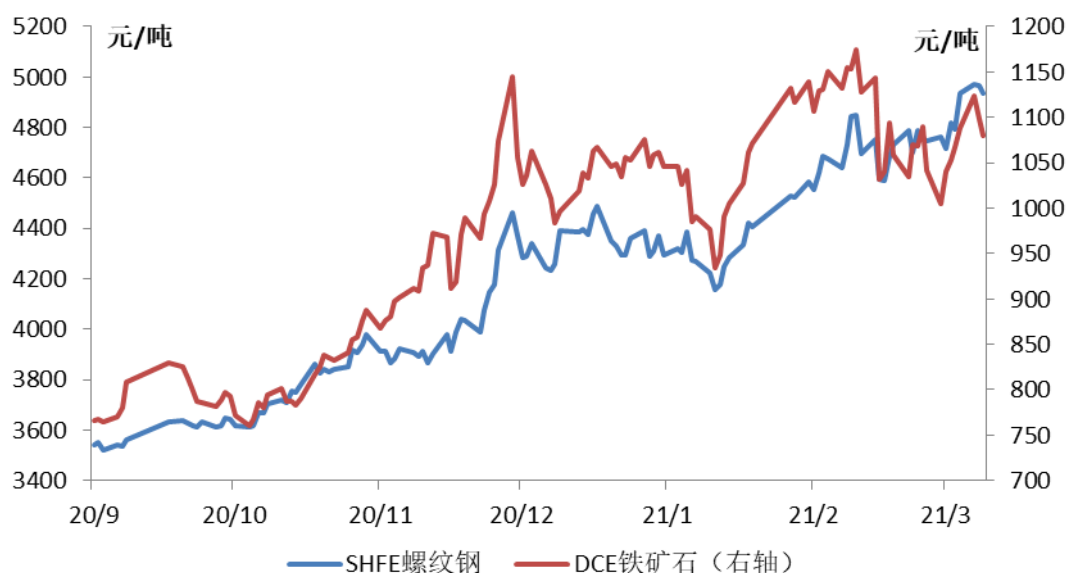
三、钢铁：二季度地产开工偏弱，限产仍将继续，钢价偏强运行

（一）走势回顾：唐山地区限产政策频出，钢强矿弱格局显现

3月，两会召开，唐山地区环保限产政策频出，钢价维持强势，矿价有所调整。月初，唐山发布3月大气污染综合治理攻坚月方案，钢价应声上涨，3日盘中突破4900元/吨，直逼十年高位，后有所回落。月中经济数据发布，1-2月地产销售维持强势，但土拍和新开工较2019年大幅下滑。19日唐山发布限产减排措施，钢价下旬维持强势，铁矿石相对偏弱。

3月，国内螺纹钢和铁矿石期货活跃合约分别收于4935元/吨和1079.5元/吨，较2月底涨幅分别为5.52%、-6.21%。

图 1：螺纹钢铁矿石走势



数据来源：Wind、CCB

（二）影响因素分析：土拍市场降温，唐山限产频出

1. 地产降温趋势显现，基建汽车预期向好

地产销售有韧性，新开工、土拍降温。前2月房地产投资开发完成额同比增长38.3%，近两年平均增速7.6%，低于2019年10%以上水平；受今年就地过年政策影响，地产销售具有韧性，近两年前2月平均增速11%；新开工面积增速明显下滑，近两年平均增速-4.9%。土地供应收缩，叠加集中供地政策影响，前2

月 100 大中城市土地成交建筑面积 1.34 亿平方米，两年平均增速-15%，土拍市场降温。

地产政策方面，土地供应和严查购房资金来源双管齐下，防范楼市过热。2 月末，青岛、天津等地发布 2021 年集中供地政策：全年分三批次集中发布住宅用地出让公告和集中实施招拍挂，引导市场理性竞争，“两集中”供地政策推广有利于地价降温，引导房企合理增加土地储备。3 月深圳、北京、上海等多地严查购房资金来源，地产需求端资金有所收紧。

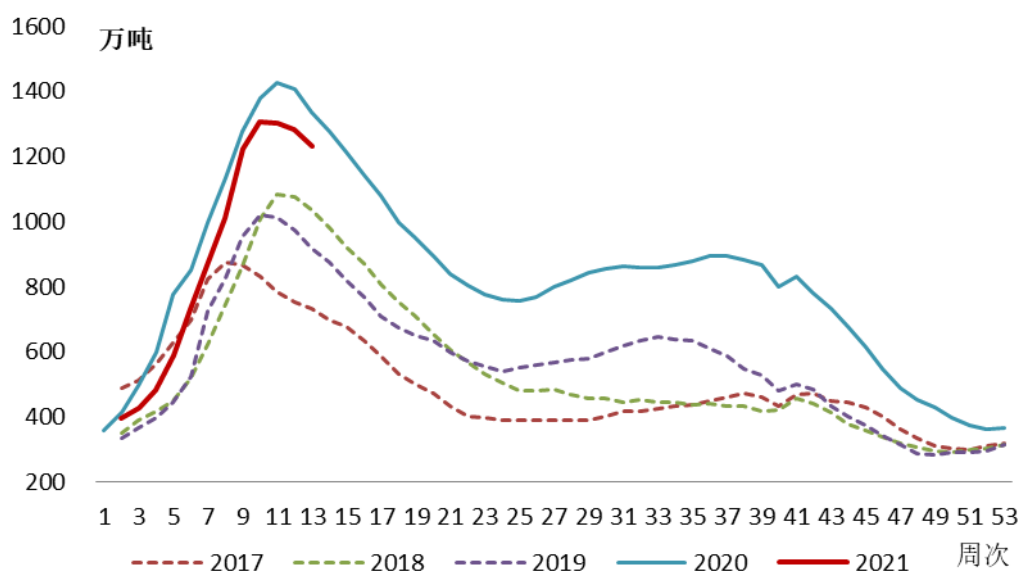
财政支持力度好于预期。基础设施建设投资近两年前 2 月平均增速-0.7%，3 月底地方债发行开闸，基建投资有望加速。两会公布 2021 年计划赤字率 3.2%，地方政府专项债新增限额 3.65 万亿元，均略低于 2020 年，好于预期。

汽车产销大幅反弹。汽车产量近两年前 2 月平均增速 1.8%。《政府工作报告》提出“稳定增加汽车、家电等大宗消费”，年内汽车消费增速有望提升。

2. 累库幅度偏高，节奏正常化

节后第四周达到累库峰值，接近正常年份；由于钢价高企，累库幅度略高。截至 3 月 26 日钢材社会库存 1229 万吨，较 2019 年同期高 26%。

图 2：螺纹钢累库幅度高于 2019 年，下旬拐点出现



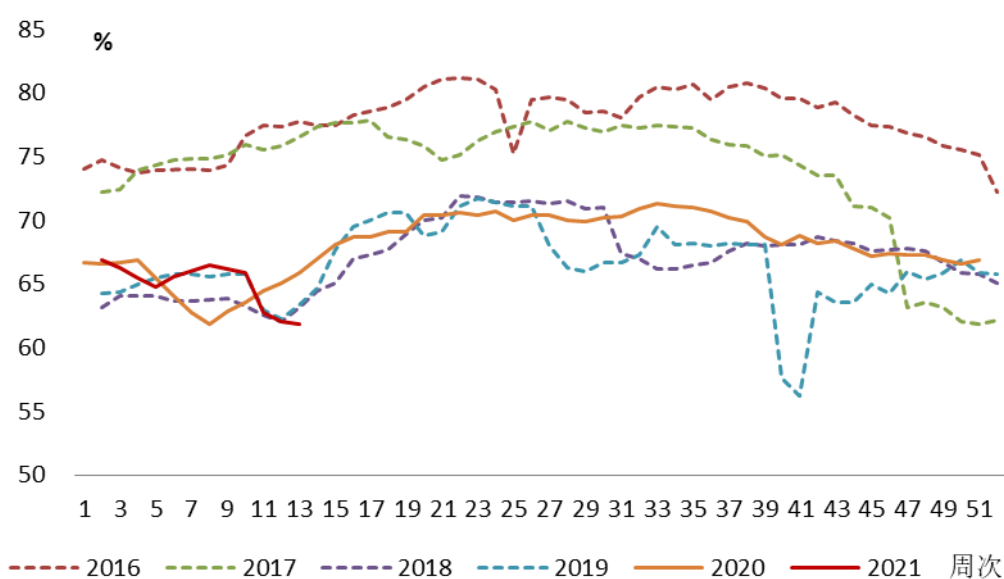
数据来源：Wind、CCB

3. 唐山限产政策频出，盘面利润快速修复

3月初唐山市发文要求关停7座高炉，月中生态环境部部长暗访并处罚问题钢企，19日唐山发布《钢铁行业企业限产减排措施的通知》，除首钢迁安、首钢京唐外，全市全流程钢铁企业限产30%-50%，时限至年底。

3月，全国高炉开工率下降三个百分点至62%，预计3月钢材产量小幅下降。随着铁矿石、焦炭价格回调，钢企盘面利润快速修复至1000元/吨左右。

图3：高炉开工率下降3个百分点

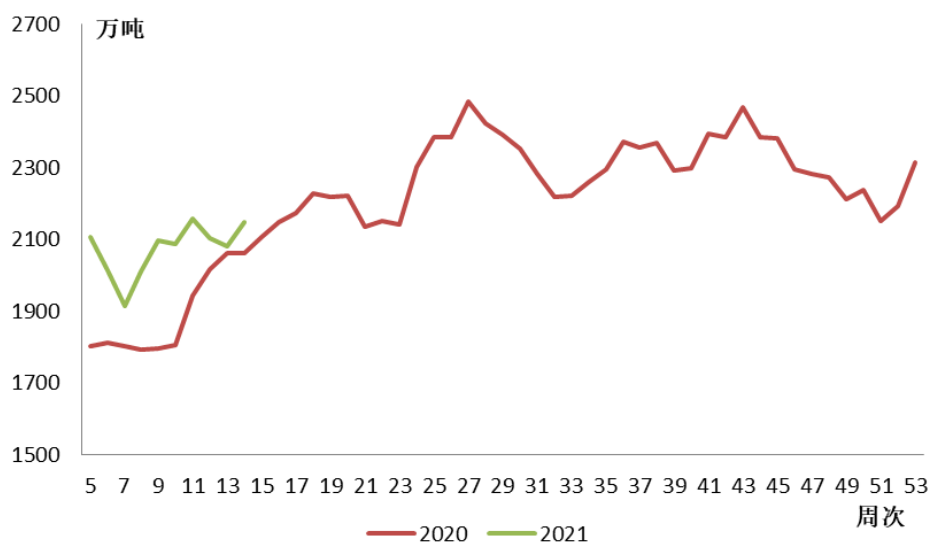


数据来源：Wind、CCB

4. 铁矿石：发运大幅修复，港库小幅上浮

截至3月21日，澳、巴合计发运量2.5亿吨，同比增加11%，其中巴西累计发运量大幅回升28%，澳洲累计发运量同比增加6%，一季度铁矿石供给恢复态势良好。强劲的供给和国内钢厂减产导致铁矿石港口库存小幅上浮，3月26日库存1.3亿吨，接近去年最高水平。

图 4：澳、巴铁矿石合计发货量大幅修复



数据来源：Wind、CCB， 图为 4 周移动平均值

图 5：国内铁矿石港口库存小幅回升



数据来源：Wind、CCB

(三) 后市展望：二季度地产开工偏弱，限产仍将继续，钢价偏强运行

展望二季度，需求端短期具有较强韧性。随着两集中供地城市迎来年内第一轮集中供地，今年土地供应基调将逐步明朗，金三银四传统旺季下，地产销售仍有韧性，但土地供应和新开工增速拐点已现，维持年初对地产周期的判断，预计

二季度地产新开工将继续弱于 2019 年。随着专项债 3 月底启动发行，预计基建投资增速逐步提高，汽车、家电需求在促消费政策下加快回暖，提振钢材需求。

供给端，预计略微偏紧。唐山严格限产政策将持续，但铁矿石和焦炭大幅下跌打开了钢厂利润空间，全国其他地区钢厂有增产动力，产能向资质良好的头部钢企进一步集中。预计二季度全国高炉开工继续低位运行，粗钢产量同比将小幅下降。

综上，短期影响走势的关键因素：一是 4 月第一轮集中供地带来土拍小高峰提振地产用钢需求预期；二是唐山限产令开工率持续低于去年；三是库存大幅高于往年压制钢价上涨。预计 4 月钢价维持偏强运行，矿价或继续向下调整，螺纹钢和铁矿石波动区间分别为[4400, 5200]元/吨和[900, 1200]元/吨。

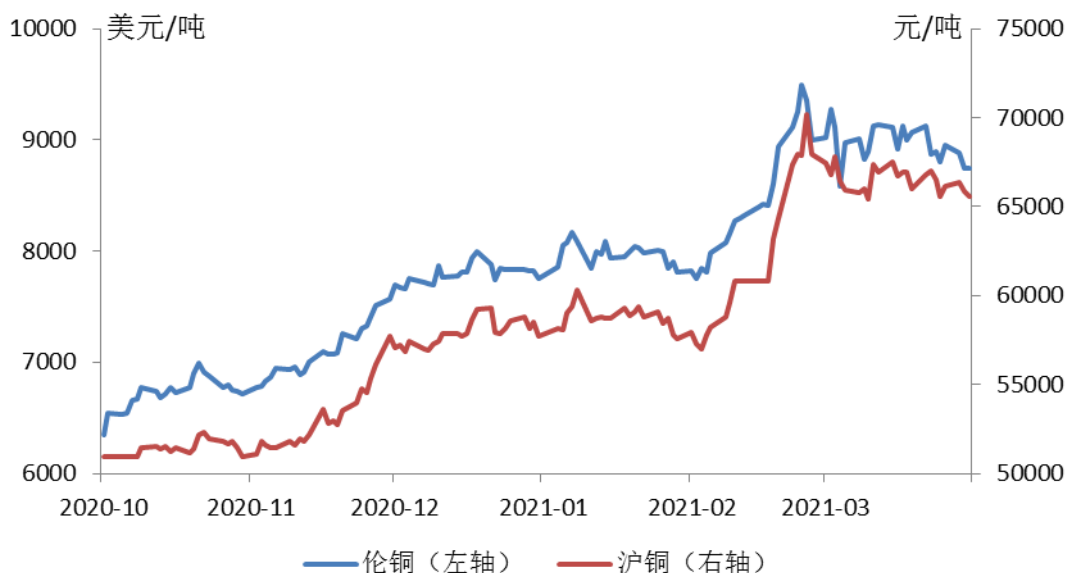
四、铜：供给有望好转，铜价高位回落

（一）市场回顾：供求格局维持，铜价高位震荡

3月，铜价维持高位震荡。需求端，国内生产消费活动持续恢复，各项经济数据好转；供给端，铜矿生产仍未彻底恢复，冶炼费维持低位。供求维持紧平衡格局，铜价高位运行。

截至3月31日，伦铜收于8809.5美元/吨，跌2.12%；沪铜收于65600元/吨，跌3.46%。沪伦比7.45，较上月有所回落。

图1：LME3月期铜与沪铜主力合约走势



数据来源：Wind、CCB

（二）影响因素分析：全球复苏态势延续，货币环境总体宽松

1. 国外：美国复苏延续，欧洲再陷疫情

美国方面，疫情继续好转，财政保持较大支持力度，货币政策基本维持当前宽松基调，经济延续复苏态势。

欧洲方面，第三波疫情袭来，法、意、德等多国均宣布不同程度延长或重新封锁，疫苗接种进度不佳，经济不确定性增加。

2. 国内：经济增势平稳，保持恢复性增长

最新数据显示，1-2月国内经济主要呈现出工业增长加快、服务业逐步恢复、消费升级加快、投资稳定增长的局面。

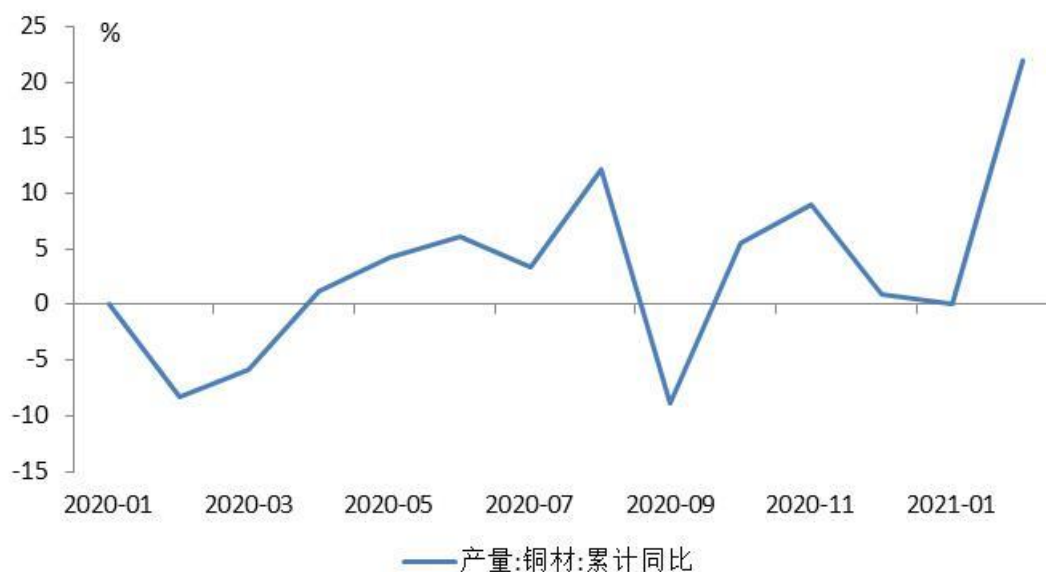
工业生产方面，规模以上工业增加值过去两年平均增长8.1%，处于近年来较高水平；全国服务业生产指数平均增速6.8%，商业活动处于扩张区间；社会消费品零售总额平均增长3.2%；固定资产投资两年平均增速1.7%，其中基础设施投资下降1.6%，制造业投资下降3.4%，房地产开发投资增长7.6%，全国商品房销售面积两年平均增长11.0%。

相比往年同期，今年前2月国内经济影响因素主要有三方面区别。一是疫情防控对经济发展的稳定器作用；二是外部需求改善对出口的拉动作用，前2月出口同比增长50.1%；三是就地过年对工业生产的提振作用，2021年春节期间工业企业平均放假天数7.5天，明显少于正常年份。因此，随着超常因素消退，未来增速可能有所回落。

3. 供求：需求延续修复态势，供给偏紧格局难改

国内经济持续复苏带动铜需求继续回升，反应在铜材产量数据上，前2月同比增长22.0%，过去两年平均增幅为5.8%，总体仍处于恢复过程中，但距离往年同期水平仍有一定差距。

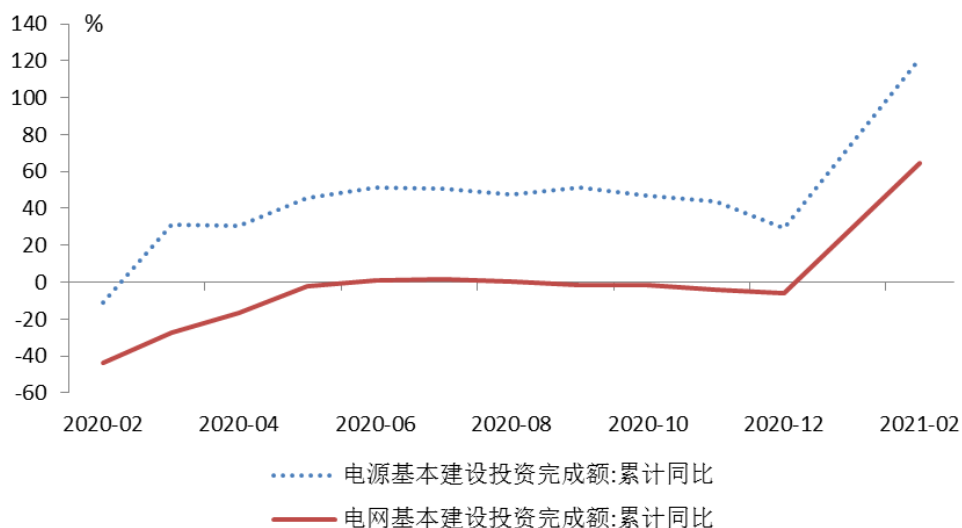
图 2：铜材产量累计同比



数据来源：Wind、CCB

铜需求的几个主要领域中，在碳达峰、碳中和的战略指引下，电源投资高歌猛进，1-2月同比增幅达到惊人的121.2%，两年平均增幅也有40.4%；电网投资则稳中回落，同比增幅64.5%，两年平均为-3.6%，电网建设基本完成后，该领域预计不会是未来投资重点。

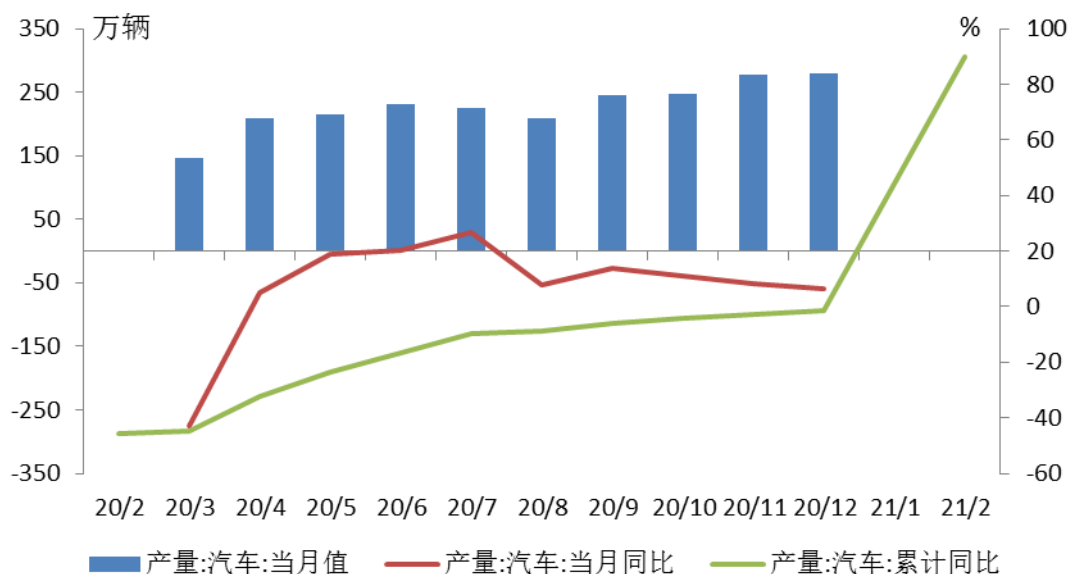
图 3：中国电力行业基本情况



数据来源：Wind、CCB

汽车行业方面，前2月汽车产量同比增长89.9%，两年平均增长1.5%，目前仍处于稳步恢复态势中，年内仍有增长空间。

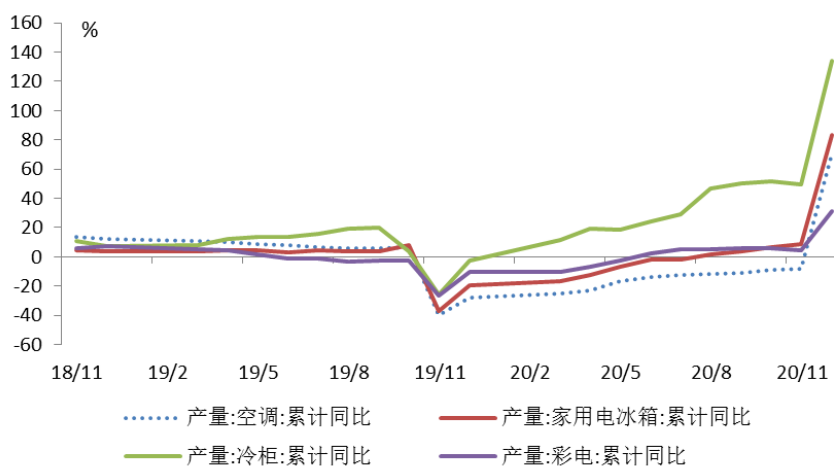
图 4：中国汽车产量增速情况



数据来源: Wind、CCB

家电行业方面,空调、冰箱、冷柜和彩电同比增速较高,两年的平均增速分别为1.1%、7.0%、31.9%和-1.8%。除了冷柜外,其他家电消费需求仍处于修复过程中。

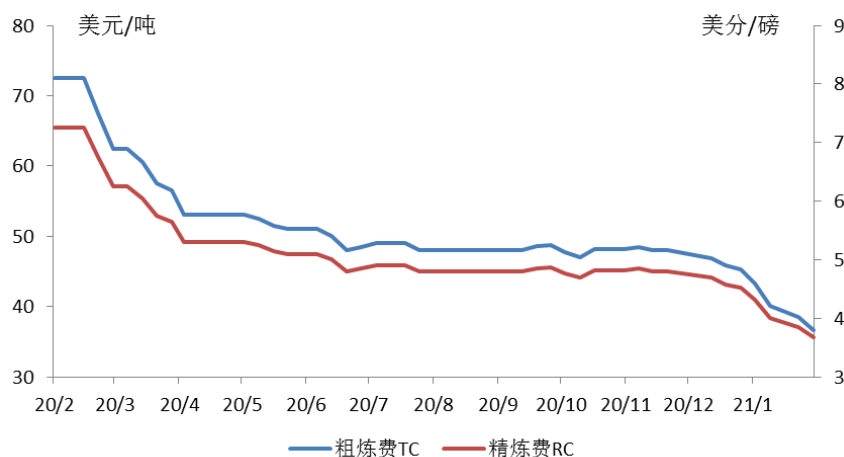
图 5: 主要家电产量情况



数据来源: Wind、CCB

供给方面,海外铜矿供给偏紧格局延续。从疫苗接种情况来看,南美主要铜矿供给国接种进度不一。截至3月底,智利接种比例已超50%;秘鲁接种比例仅2%左右。另外,智利矿业就业人数大幅回升。预计智利未来铜矿产量将有明显改善。此外,若秘鲁疫苗接种工作全面启动,铜矿供给回升将明显提速。作为铜矿供给松紧的重要指标,冶炼费持续走低也反映出供给偏紧的状态。TC/RC在低位横盘一年后再度下行,截至3月26日当周,中国铜冶炼厂现货铜粗炼费(TC)和精炼费(RC)分别将至36.7美元/吨和3.67美分/磅的新低。

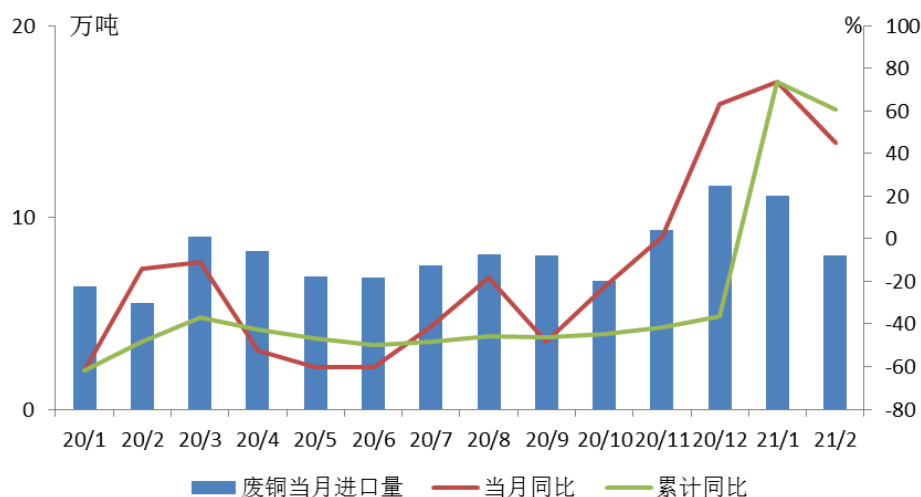
图 6: 铜冶炼费用(TC/RC)走势



数据来源：Wind、CCB

废铜进口方面，随着我国相关法律法规趋于完善，叠加海外市场生产和消费的恢复，废铜进口今年开始大幅增长，一改去年持续负增长的局面，前2月累计同比增幅达到60.4%，对国内铜供给起到较好补充作用。

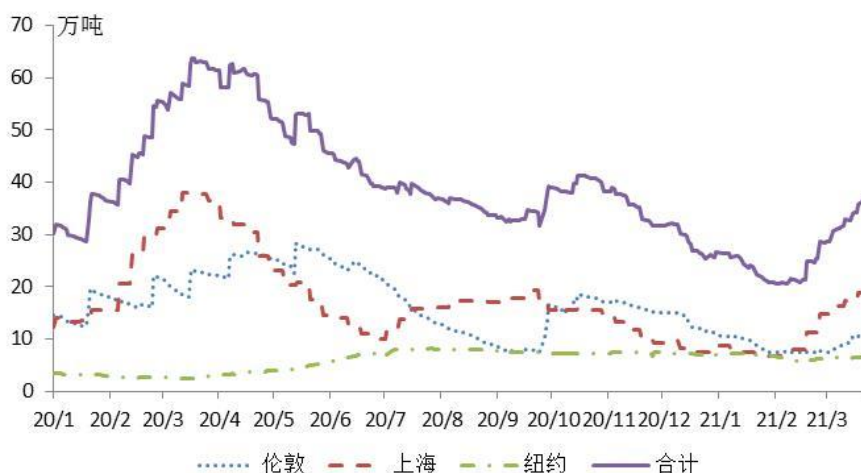
图7：废铜进口大幅增长



数据来源：Wind、CCB

库存方面，季节性累库因素影响下，一季度国内库存持续攀升，截至3月24日当周，上期所铜库存攀升至18.7万吨。但与往年相比，处于较低水平，不仅远低于2020年同期的37.7万吨，也低于2019年同期的25.9万吨的水平。从库存水平也能看出，当前铜供给依然偏紧。

图8：全球交易所铜库存情况

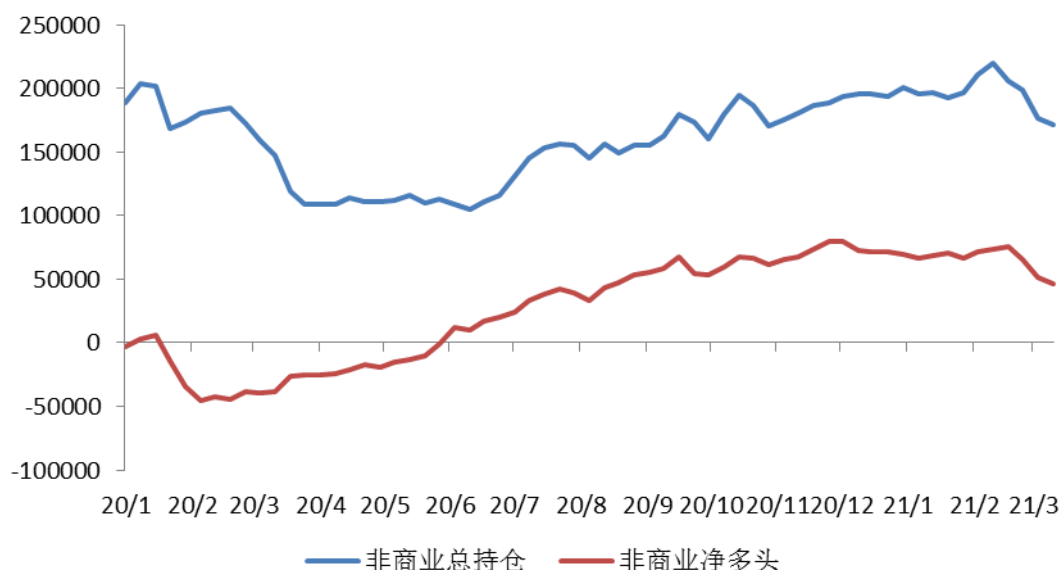


数据来源：Wind、CCB

4. 资金面：非商业头寸总持仓与净多头同步下降

CFTC 持仓情况显示，截至 3 月 16 日当周，非商业总持仓 17.2 万张，非商业净多头 4.6 万张。与 2 月底相比，非商业总持仓下降 4.8 万张，非商业净多头下降 2.8 万张，显示市场前期看涨情绪和投机情绪均有明显回落，多空双方对后市趋于谨慎。

图 9：CFTC 铜持仓情况



数据来源：Wind、CCB

(三) 后市展望：供给有望好转，铜价高位回落

需求方面，美国 1.9 万亿财政刺激政策落地后，短期虽有加税和基建方面计划，但离方案落地仍有相当长时间，而欧洲和中国方面短期内无直接大规模宏观政策刺激计划。总体来看，短期内铜需求端扰动因素较少。

供给方面，铜矿主产国之一智利的疫苗接种情况较好，矿业就业人数明显回升，预计将缓解铜矿供给紧张局面。另外，今年废铜进口有望增加，对紧张的供给端起到一定舒缓作用。综合来看，铜供给端有好转可能。

综上分析，4 月铜价大概率维持高位回落，预计伦铜、沪铜波动区间分别为 [8200, 9200] 美元/吨、[60500, 68200] 元/吨。

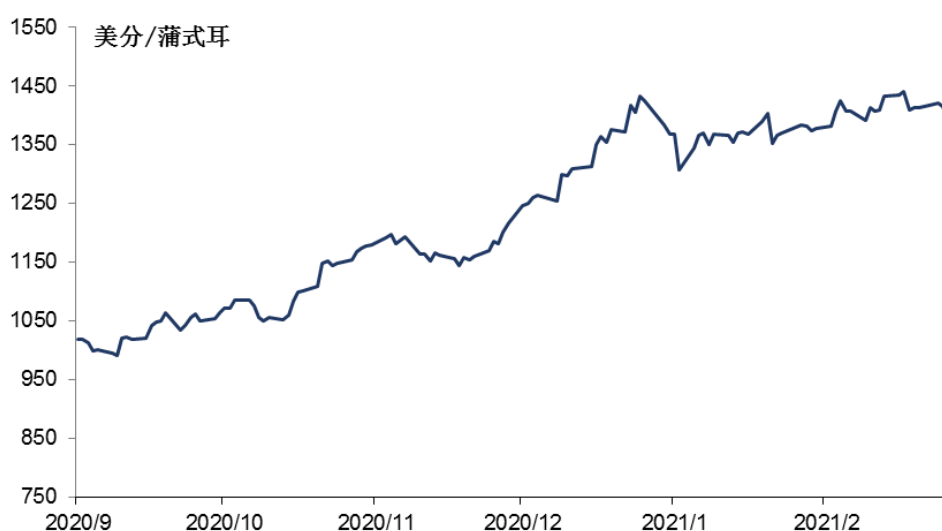
五、大豆：供给边际好转，美豆弱勢震荡

（一）市场回顾：供需两弱，美豆偏强震荡

3月，巴西大豆产区降水影响大豆质量和收割进度；阿根廷干旱天气降低大豆产量预期；美国出口数据下滑。供需两弱格局下，美豆偏强震荡。

截至3月31日，CBOT大豆期货活跃合约收于1436.75美分/蒲式耳，涨幅2.06%。

图 1：CBOT 大豆活跃合约走势



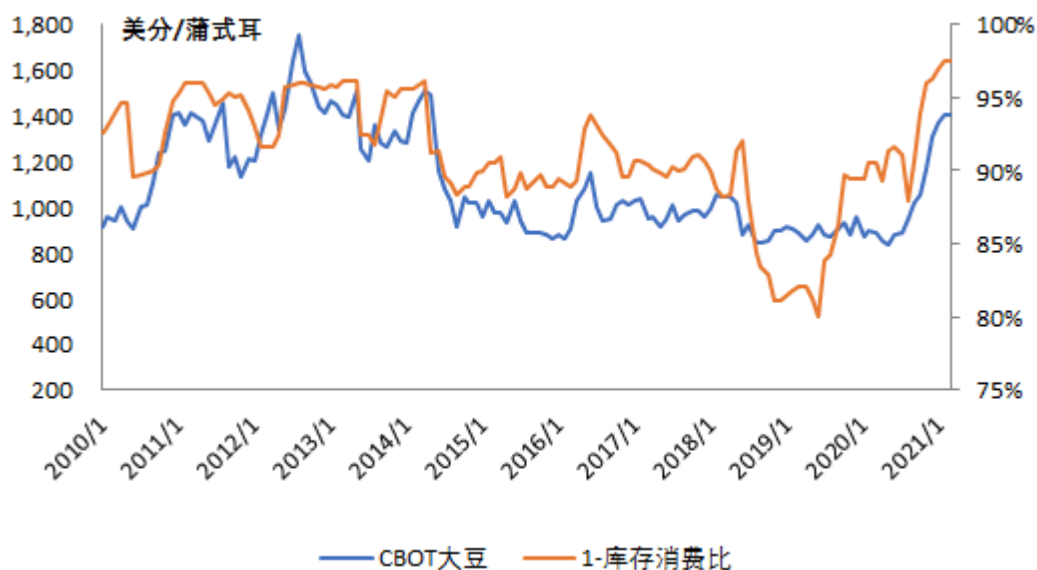
数据来源：Wind, CCB

（二）影响因素分析：美豆库存仍紧张，南美供给或边际好转

1. 美国供给：库存消费比持续降低

一季度，全球经济复苏推升美豆出口需求，持续消化美豆库存。USDA 两次下调美豆期末库存至 3250 万吨，库存消费比随之下降至 2.54%，创历史最低。目前美豆库存处于危险水平，为美豆价格带来强劲支撑。二季度，新作美豆播种开启，美国农业部展望论坛上预计新作美豆种植面积 9000 万英亩，高于 2020 年的 8308 万英亩。关注 3 月 31 日发布的 USDA 季度库存报告和种植意向报告，前者直接影响美豆市场供需平衡，后者将带来情绪扰动。

图 2：美豆库存消费比创历史最低

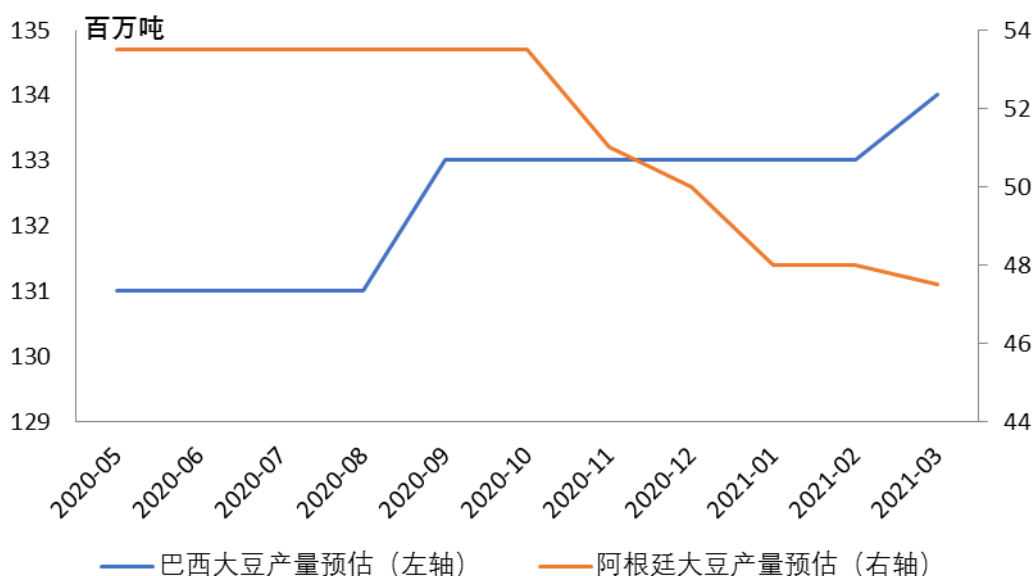


数据来源：USDA、WIND、CCB

2. 南美供给：预计供给边际好转

预计南美天气好转提振供给。巴西方面，USDA3月供需报告预估为1.34亿吨的历史最高水平，但高产量预期并未转化为高供给。一季度降雨令巴西收获和装船进度持续低于往年。

图 3：2020/21 年度南美大豆产量预估



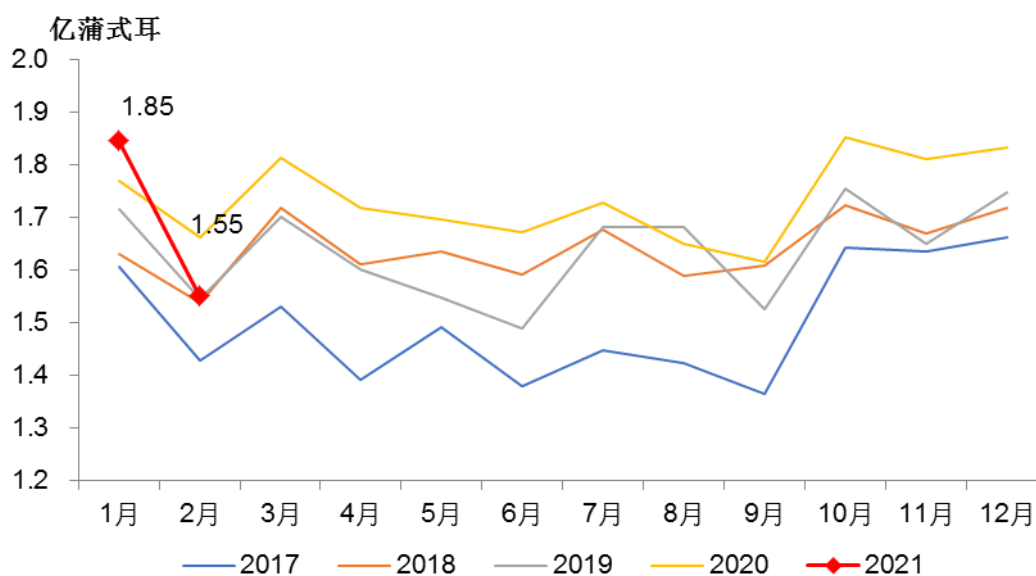
数据来源：USDA、CCB

截至3月19日当周，巴西大豆收割进度为59.5%，远低于去年同期的68.4%和历史平均62.5%。预计二季度天气好转后，收割和装船出口进度将加速。相比巴西饱受降雨之苦，阿根廷却遭干旱之痛。2-3月阿根廷天气偏干影响大豆生长，USDA屡次下调阿根廷大豆产量预期至4750万吨，目前尚难认为阿根廷大豆生长有明显好转。

3. 需求：压榨利润维持高位，出口需求处于淡季

美国压榨利润回暖，需求稳定。美国全国油籽加工商协会（NOPA）月报显示，2月美豆压榨量1.55亿蒲式耳，与2018和2019年持平。2020年压榨量远超常年主要是高库存下的被动去库，2021年低库存水平下的压榨量已是较高水平。二季度疫情好转推动餐饮消费回升，将支撑压榨需求，但受制于低库存，压榨量预计将低于去年同期。

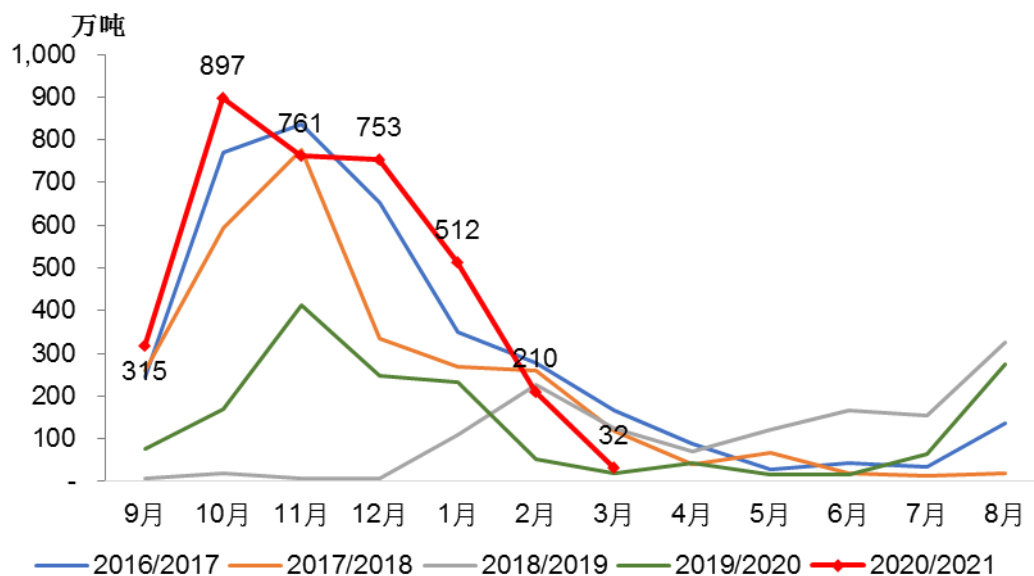
图4：NOPA大豆压榨同期对比情况



数据来源：Wind, CCB

二季度美豆出口规模或不及往年。1月，中国进口美豆512万吨，远超往年；2月起，中国开始缩减美豆进口。受三因素影响，二季度美豆出口规模不容乐观，一是受库存制约，二季度为美豆销售淡季，往年出口量一直维持低位；二是巴西大豆出口将在二季度释放，各国倾向于进口物美价廉的南美大豆；三是中国部分省份再度发生猪瘟，养殖企业出栏多、补栏少，饲料需求下降。预计二季度美豆出口规模将是历史较低水平。

图 5：美国大豆出口情况（已装船，按月统计，截至 2021-3-18）



数据来源：Wind, CCB

（三）后市展望：供给边际好转，美豆弱势震荡

供给方面，巴西天气好转推动收获和对外出口放量，全球供给边际好转。内需方面，经济复苏、压榨利润维持高位，美国压榨需求仍将相对强势。出口需求方面，受低库存、中国需求下滑和巴西大豆竞争三重因素影响，料将相对疲弱。综上，供需紧张有所缓解，但在美豆历史低库存背景下难以出现大幅下跌。影响4月走势的关键因素为南美天气及其对出口节奏的影响。

预计4月美豆弱势震荡，波动区间为[1300, 1500]美分/蒲式耳。