

2021

金融市场 研究月报

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	2
宏观经济	3
国际重要经济数据图示.....	3
国内重要经济数据图示.....	9
专题一：影响 2021 中国金融环境的三个变量	14
专题二：如何看待央行缩量续作 MLF?	18
专题三：不要低估房地产的韧性.....	20
债券市场	25
1 月回顾：利率债收益率曲线平坦化上行	25
2 月展望：债券收益率将震荡下行	28
专题一：2020 年银行间债市投资者的投资策略变化	36
专题二：2021 年美联储将温和扩表	44
外汇市场	51
人民币：维持震荡走势。.....	51
非美货币走势概览.....	54
专题一：人民币升值背景下的跨境资本流动	57
专题二：美元指数走势将迎来反转吗?	62
每月精选	68
正确认识和把握中长期经济社会发展重大问题	68
附 表	74

本期执笔人：

卷首语

宏观经济

路思远

010-67595303

lusi yuan.zh@ccb.com

郭强

010-67595642

guoqiang.zh@ccb.com

张涛

010-67595309

zhangtao2.zh@ccb.com

国内债券市场

郑葵方

010-67596344

zhengkuifang.zh@ccb.com

李思琪

010-67595396

lisiqi1.zh@ccb.com

外汇市场

曹誉波

010-67595719

caoyubo.zh@ccb.com

刘猛

010-67595400

liumeng1.zh@ccb.com

敬请关注中国建设银行

金融市场部微信公众号

“金融街廿五”



2021 辛丑年开局，全球疫情再度来势汹汹，疫苗接种进度不及预期，有效性待考证。比疫情来得更猛烈的是美国政治、金融的乱象丛生。在特朗普的支持下，部分美国民众 1 月 6 日攻占国会山，拜登 1 月 20 日就任总统如临大敌，一上任就筹谋要推出 1.9 万亿美元的经济刺激计划。美联储继续释放鸽派信号，极度宽松的货币政策催生了美国股市散户抱团逼空华尔街对冲基金的罕见戏码，美国正从社会分裂、政治分裂发展到金融分裂。

中国的疫情也出现了明显反弹，各地倡导就地过年。而深圳、上海楼市的“疯牛”，使央行货币政策委员马骏疾呼货币政策要适度转向。1 月 15 日央行缩量续作 MLF，最后一周公开市场大额净回笼，货币条件收紧力度大超市场预期，资金和债券利率扶摇直上，人民币汇率震荡走强。央行货币政策如何平衡稳经济和防风险的目标？未来的节奏如何把握？这是当前债市投资者急需厘清的关键问题。

针对未来可能的变化，在本期月报中，我们分别就影响中国金融环境的因素、央行缩量续作 MLF、我国房地产走势、中国债市投资者的组合策略变化、人民币升值和跨境资本流动、美联储本轮 QE 调整路径、美元指数走势等热点问题做了专题分析。

2021 年是我国“十四五”规划的开局之年，帮助大家深刻领会规划谋篇布局的战略思路，本期精选文章为 1 月 16 日《求是》发布的习近平主席 2020 年 8 月 24 日在经济社会领域专家座谈会上的讲话《正确认识和把握中长期经济社会发展重大问题》。

宏观经济

国际重要经济数据图示

图 1: G3 经济增速

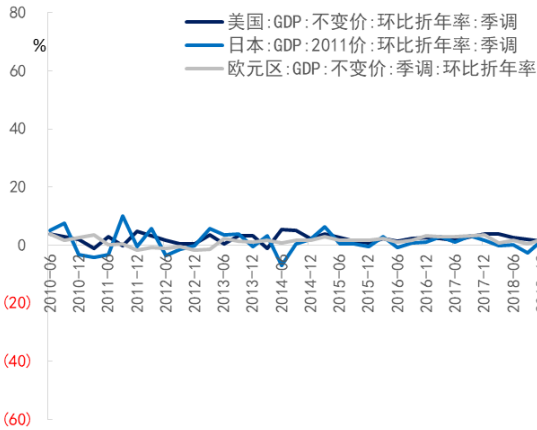


图 2: G3 失业率

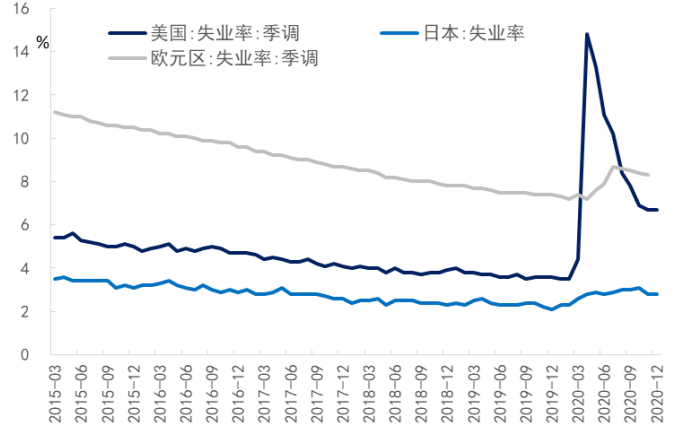


图 3: G3 通胀率

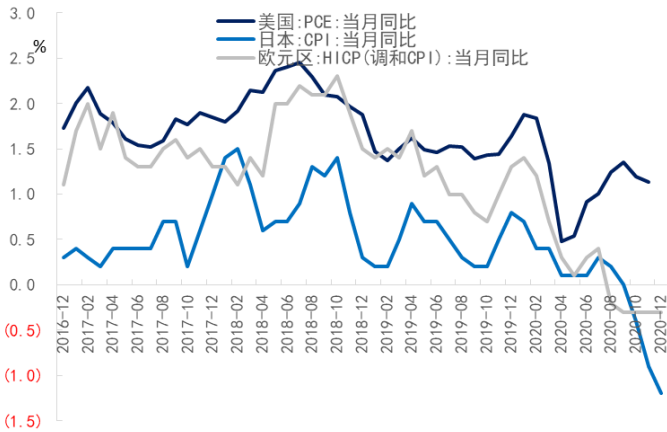


图 4: G3 制造业 PMI

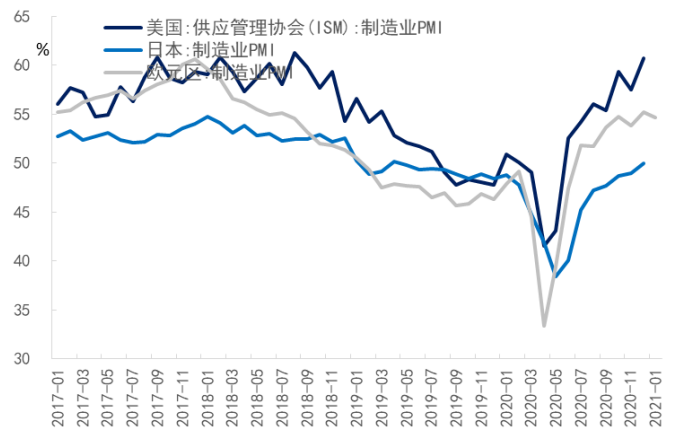
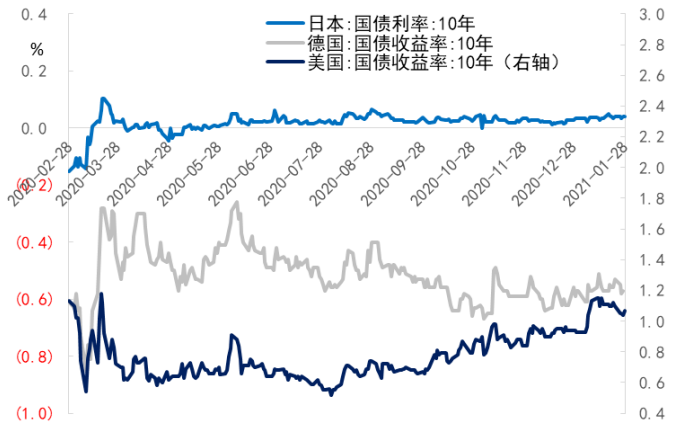


图 5: 主要国家股指变化



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，一是疫情发展方面，去年底今年初是新一波高峰，进入1月下旬，似乎开始出现拐点。其中，美国疫情出现一定回落趋势，日新增确诊跌破20万；日本疫情也初现回落，日新增降至4千下方；但欧洲除英国自高位有明显回落外，法意德西均未见明显好转。总体看，全球医疗资源占用仍在相对高点，未见回落趋势，其中美国、英国、巴西、俄罗斯、墨西哥是新增确诊病例数最多的五国。相应地，1月欧、日防疫政策明显收紧，截至目前，主要经济体英法德意美日的严格防疫政策延续。疫情对经济的影响在所难免，但好在其季节规律性也很明确，伴随北半球气温回升，主要经济体的疫情料在冬末春初收敛，当然彻底摆脱仍取决于疫苗接种。二是疫苗推进进度方面，当前总体不及预期，并且有效性（病毒变异）、安全性、实现群体免疫需要的接种数量仍有待考证。从产能方面，今年年底产能或达到近130亿支，按人均两针计算，机构测算年底接种量覆盖率或达全球总人口的近半，但恐受原材料和供应链因素限制。而且从目前看，地区分布非常不均匀，中东富裕国家、英美接种比例较高，而多数新兴和发展中经济体至今未进行疫苗订购，即便按计划顺利推进，发达国家今年年底或完成基本覆盖，新兴市场国家恐怕仅能过半。当然，对于中低收入国家，还有“新冠肺炎疫苗实施计划（COVAX）”的支持。三是对经济的影响方面，海外经济体制造业PMI由抬升转为平缓或小幅下降，整体修复速度放慢，但修复方向并未改变，总体维持高位；服务业和消费领域受到疫情复燃的阶段性影响还更明显。但与第一波疫情不同，在全球刺激性政策支撑下，目前整体需求并不弱。地区分布上，欧元区数据保持强劲，预计在一季度美强欧弱的格局淡化，但后期美国财政发力可期，而欧元区在财政方面存在桎梏。四是政策方面，去年底今年初，欧、美等主要经济体追加政策支持，迄今各主要经济体的央行都未表现出退出宽松政策的态度，目前货币政策退出言之尚早，但今年下半年，可能需关注主要央行态度转向苗头。疫苗推进和政策追加对经济修复的支撑下，1月IMF最新上调对今年全球GDP增速预测0.3个百分点至5.5%。

总体来看，今年海外经济的主题将是“重启”和“分化”。疫苗接种已经让我们初步看到，未来全球将面临更大的公共服务供给压力，包括抗疫、经济修复、社会救助等；各国政策似乎更侧重于“当务之急”，而暂时牺牲长期均衡，相应财政收支压力加大，或更依赖于货币当局为债务“埋单”，现代货币理论（MMT）或进一步走入实践，迎来“高光时刻”，但其对财政秩序的副作用、包括针对供给侧冲击引发的通胀压力，也需要进一步应对；中国需求带动的商品价格上涨、美联储宽松推动下的美股上涨、大规模财政刺激下的基建，令“通胀”成为今年全球金融市场交易的核心主题，但实际在兑现中仍存在很多不确定性，相应市场

也面临预期突变后的调整风险；拜登上台不改中美竞争强化趋势，全球政治经济格局的深刻变化将继续，只是形式上不同于特朗普时期的直接对立，更侧重**孤立主义**下的“美国领先”和美国主导下的“**中西脱钩**”；各国的复苏势头预计出现**明显分化**，这取决于医疗干预程度、政策支持力度、跨国溢出效应的复杂性、危机前经济结构性特征等因素；从长期来看，疫情对老年人的生命威胁更严峻（所谓 Boomer Remove）、也导致一些人返贫，加之抗议带来的高速扩张的债务，由此产生的人口结构变化、代际福利透支和阶层差距拉大，将对经济和社会发展构成复杂而长久的影响。

美国经济复苏受疫情抑制而放缓。2020 年第四季度美国实际 GDP 环比折年率 4.0%，略低于预期，前值 33.4%；全年 GDP 萎缩 3.5%。其中个人消费支出增速 2.5%，前值 41.0%。目前市场对一季度经济增长的预测较为悲观，但预计从二季度起，疫情的缓和将会带来经济增长的重新加速。**疫情复燃导致消费在去年 11 月和 12 月急剧放缓**，2020 年 11 月商业库存环比增 0.5%，预期增 0.5%，前值增 0.7%；12 月零售销售环比降 0.7%，前值降 1.4%，核心零售销售环比降 1.4%，前值降 0.9%；12 月个人消费支出环比降 0.2%，前值降 0.4%；1 月密歇根大学消费者信心指数初值 79.2，前值 80.7；1 月 Markit 服务业 PMI 初值 57.5，前值 54.8。美国总统拜登已公布 1.9 万亿美元纾困计划，计划直接向个人发放 1400 美元（连同去年 12 月的 600 美元，救济总额将达 2000 美元），或直接刺激消费支出。**就业受疫情影响而放缓**，2020 年 12 月非农就业人数减少 14 万人，主要受休闲住宿行业拖累；12 月失业率持稳于 6.7%，但永久性失业由 372 万人降至 337 万人；1 月 23 日当周初请失业金人数为 84.7 万人，前值 91.4 万人。预计新一轮刺激计划的推行，可在一定程度上支撑就业。**工业仍然强劲，并已修复疫情以来大部分损失，且在消费和就业放缓的背景下为经济复苏提供主要动力**，2020 年 12 月工业产出环比增 1.6%，为 7 月以来最快，同比仍低 3.6%；12 月制造业产出环比增 0.9%，连续八个月反弹，同比仍低 2.8%；12 月耐用品订单环比升 0.2%，前值升 1%，扣除飞机非国防资本耐用品订单环比升 0.6%，前值升 0.5%，显示在低借贷成本环境下，设备投资仍强劲，低库存水平将在未来数月内进一步推动制造业表现。1 月 Markit 制造业 PMI 初值 59.1，前值 57.1。**房地产市场在旺盛需求的推动下继续超预期强劲**，2020 年 12 月新屋开工年化总数 166.9 万户，环比增 5.8%，前值增 3.1%；12 月营建许可总数 170.9 万户，环比增 4.5%，前值增 5.9%，新屋开工和营建许可数目均超预期，有助于缓解房地产高度繁荣下的供应持续紧张局面。12 月成屋销售季调后年化环比增 0.7%，至 676 万户，远超市场预期，同比涨 22%；全年销售 564 万户，创 2006 年以来新高，

显著高于 2018 和 2019 年；12 月成屋售价中位数同比增 12.9%，同比连涨 106 个月。**通胀预期升温**，2020 年 12 月 PPI 同比微升至 0.8%；CPI 同比升至 1.4%，核心 CPI 同比稳定在 1.6%；核心 PCE 物价指数环比增 0.3%，前值持平，同比增 1.5%，创去年 9 月以来新高，前值增 1.4%；1 月密歇根大学消费者 1 年期和 5 年期通胀预期均有回升，其中 1 年期升至 3%。

货币政策方面，美联储主席持续释放鸽派信号。1 月 14 日，鲍威尔出席普林斯顿大学线上活动讲话中，重申鸽派立场，表示现在还不是谈论退出宽松政策的时候。美联储 1 月 28 日议息会议按兵不动，下调经济复苏表述，并重申货币宽松立场，强调相比通胀回暖，更担忧经济复苏。预计今年四季度疫苗接种覆盖率达到较高程度前，美联储宣布缩减 QE 计划的概率都较低。

拜登政府平稳交接，未来各项政策或稳步推进。1 月 8 日，佐治亚州参议院终选结束，民主党掌控两院的“蓝潮”格局正式形成，意味着民主党施政阻力将大大降低。1 月 14 日，美国当选总统拜登公布总计 1.9 万亿美元的经济刺激计划。1 月 19 日，提名为财政部长的耶伦在国会听证会上就关键问题表态，包括支持重大财政刺激方案；将不以压低本币汇率来获取相对优势；支持增税计划，但将在疫情受控后再做考虑。1 月 20 日，拜登就任第一天即签署 17 项行政令，包括：启动“100 天口罩计划”，重新加入世卫组织，延长多项救助计划期限，重返《巴黎协定》，停止建造美国与墨西哥边境墙等。这些举措预计会恢复奥巴马时期的很多政策，而较特朗普时期有直接转向。在这个关键时间点，拜登选择回归《巴黎协定》、世卫组织，实际上也是在对外传递美国将逐步重回多边主义、修复同盟友关系的信号。后期关注点在于：**一是**美国防疫力度或明显加强，但料不会绝对封锁，因而对经济的直接冲击有限；**二是**从拜登政府上台后的财政路径看，首先还是加大财政刺激，对冲疫情冲击，当然 1.9 万亿美元的规模能否悉数落地仍具有不确定性，之后才会考虑加税事项，可能至少要在 2022 年；**三是**中期看，增税计划通过的概率也大大增加，加税叠加赤字货币化，相应美国基建可期，而这些均会指向通胀预期的抬升；**四是**关注中美关系变化，以及对第一阶段经贸协议的重新评估，但拜登上台初期，中国可能暂非其施政的核心议题。

欧元区机构投资者情绪进一步乐观，欧元区 1 月 ZEW 经济景气指数 58.3，前值 54.4；德国 1 月 ZEW 经济景气指数 61.8，前值 55，均录得去年 9 月以来新高，且均高于预期；欧元区 1 月 Sentix 投资信心指数 1.3，为去年 3 月以来首次回归正值。**制造业和服务业均受疫情抑制，尤其服务业更甚**，欧元区 1 月制造业 PMI 初值 54.7，前值 55.2，服务业 PMI 初值 45，前值 46.4；

德国 1 月制造业 PMI 初值 57，前值 58.5，服务业 PMI 初值 46.8，前值 47。此外，德国 1 月 IFO 商业景气指数 90.1，创去年 6 月以来新低，前值 92.1；2 月 Gfk 消费者信心指数-15.6，为 2020 年 6 月以来新低。尽管受疫情封锁措施的影响，但总体来看，截至目前，欧元区特别是德国经济表现出韧性，制造业景气度高于预期，服务业也基本稳定，如果封锁举措伴随疫苗的应用铺开，能够逐步取消，欧元区及德国经济应能实现更为稳健的复苏；如果疫情持续恶化，继续加大封锁力度，则经济前景仍面临较大不确定性。**德法第四季度 GDP 增速超预期。**2020 年第四季度，德国 GDP 不变价季调环比增长 0.1%，前值为增长 8.5%；法国当季 GDP 不变价季调环比降 1.4%，前值为升 18.5%。但考虑到防疫限制措施进一步收紧及延长，一季度经济恐陷入衰退。**前期就业市场有所改善**，2020 年 11 月欧元区和欧盟 27 国失业率均小幅回落，分别降至 8.3%和 7.5%。**通胀低位稳定**，2020 年 12 月 HICP 同比-0.3%，核心 HICP 同比 0.2%，两者均自 9 月以来不变；11 月 PPI 环比升 0.4%，同比-1.9%，较上月略有回升。

货币政策方面，欧央行出现轻微鹰派转向。1 月 21 日，欧央行公布利率决议，维持三大关键利率不变，符合预期；将依据资产购买计划每月购债 200 亿欧元，紧急抗疫购债计划（PEPP）将至少持续至 2022 年 3 月底，规模保持在 1.85 万亿欧元不变；也将重新投资到期的 PEPP 债券，至少持续至 2023 年底，与此前一致；将通过定向长期再融资操作（TLTRO）提供足够流动性。欧央行还指出，如果资产购买流可以维持有利的融资条件，且不会在 PEPP 净购买期限内耗尽限额，那么就不需要使用全部额度；如需维持有利的融资条件，以帮助应对疫情对通胀路径的负面冲击，则可以重新校准额度。欧央行行长拉加德近期对经济形势的表态偏乐观，不使用全部资金的承诺或被视为欧央行一个细微的鹰派转向。而承诺在必要时重新校准额度，可能是为了让声明的鹰鸽程度显得平衡。但疫情再次爆发导致更严格的封锁，以及欧洲地区缓慢的疫苗接种速度，正在考验欧央行最新的刺激措施是否足以支撑欧元区复苏。同时，欧元的走强可能会抑制通胀进一步反弹。

日本出口持续向好，2020 年 12 月出口金额出现 25 个月来的首次同比增长，增幅 2%；进口额则减少 11.6%，为连续 20 个月同比下降。日本出口近期在中国及亚洲需求复苏的带动下显著修复，支撑日本经济修复。而定于今年夏季举行的东京奥运会能否顺利成行，或者带来的经济效益是否会大打折扣，仍具有高度不确定性。**内需仍然低迷。**2020 年 12 月零售销售环比-0.8%，低于预期，前值-2.0%；1 月服务业 PMI 初值为 45.7，前值 47.7。工

业产出继续萎缩。2020年12月工业产出环比萎缩1.6%，前值-0.5%，同比仍萎缩3.2%；1月制造业PMI初值49.7，前值50，再度跌落荣枯线。**通胀更加低迷，**2020年12月CPI同比萎缩1.2%，创2010年9月以来最大降幅，前值降0.9%；核心CPI同比萎缩1%，前值降0.9%。**就业市场基本稳定。**2020年12月失业率持稳于2.9%。

货币政策方面，日央行继续按兵不动。日央行1月21日议息会议重申不限制购买日本国债数量，但委员片冈刚士反对控制收益率曲线的决定；日央行调增今明两年经济预期。日央行去年曾两次放宽政策，包括加大资产购买力度，并建立新的基础设施，通过金融机构将资金转移到受到疫情冲击而现金短缺的公司。总体来看，日央行可能认为目前已提供足够的刺激措施来缓解疫情冲击，目前进一步宽松的意愿和空间较小。

国内重要经济数据图示

图 7：经济增速

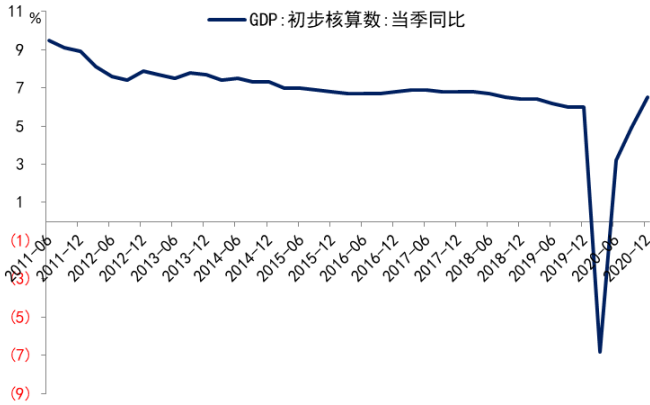


图 8：工业增加值

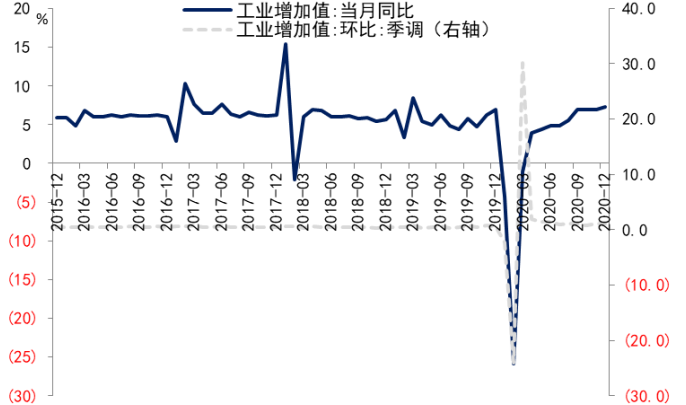


图 9：进出口与贸易差额

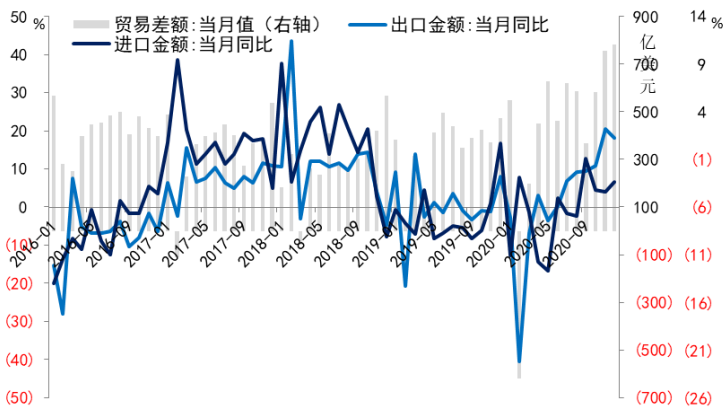


图 10：固定资产投资完成额

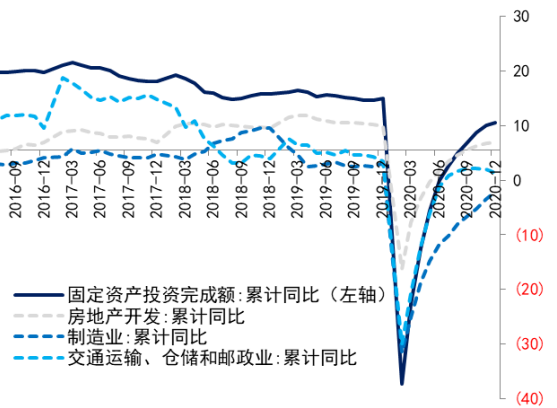


图 11：社会消费品零售总额

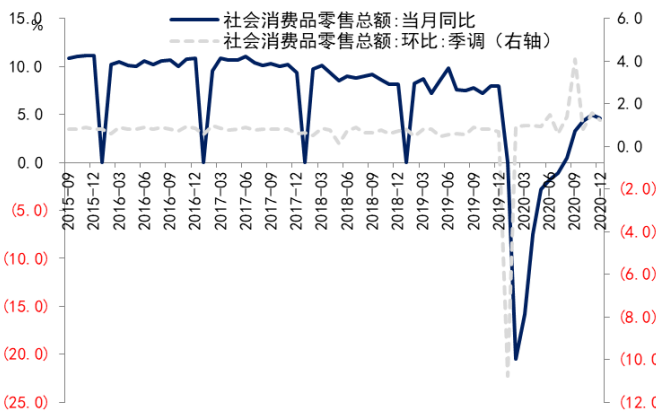


图 12：物价变动情况

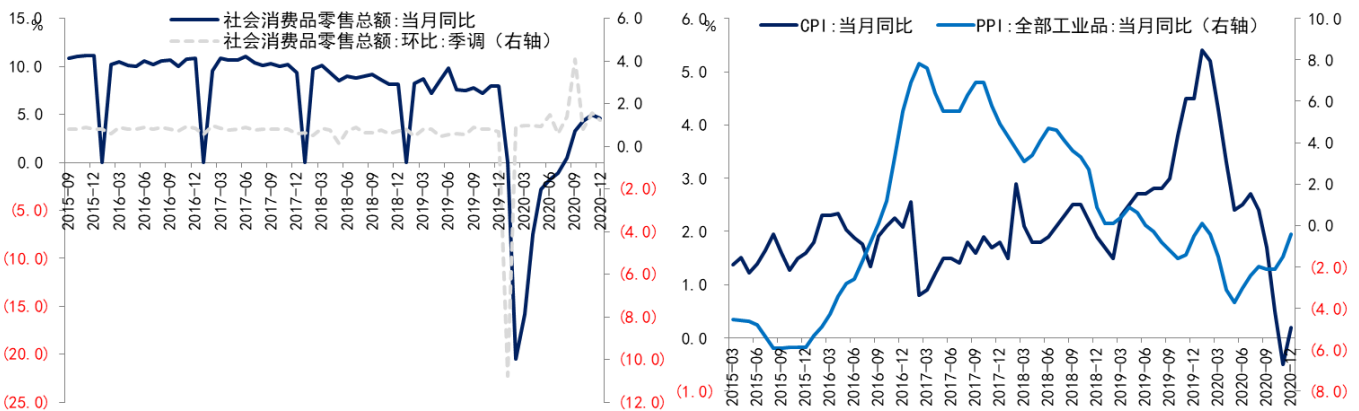


图 13: 货币增速变动

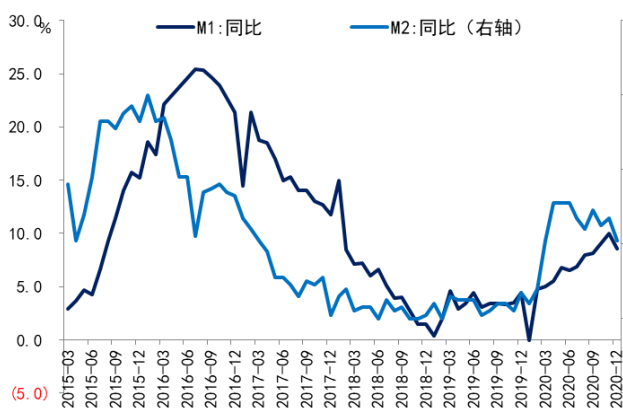
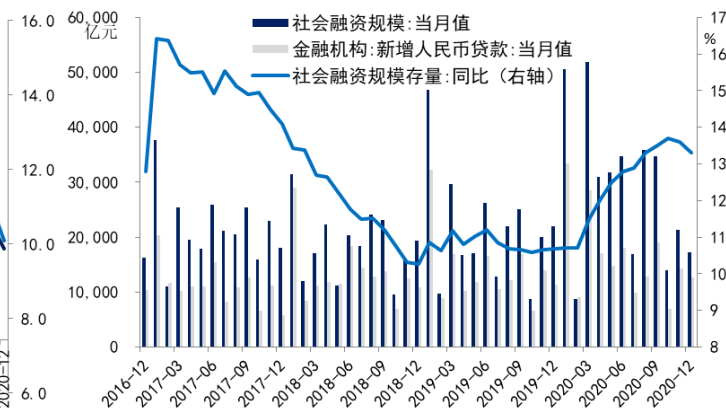


图 14: 社会融资和信贷



数据来源: WIND, 中国建设银行金融市场部

中国经济在疫情冲击的背景下，2020 年的实际表现彰显了国内需求的韧性，也体现出中国对全球的贡献。2020 年全年国内生产总值 1015986 亿元，按可比价格计算，比上年增长 2.3%。其中，一季度同比下降 6.8%，二季度增 3.2%，三季度增 4.9%，**四季度增 6.5%**。12 月份，社会消费品零售总额同比增长 4.6%，增速比上月回落 0.4 个百分点，全年增速比上年下降 3.9%。12 月份，规模以上工业增加值同比实际增长 7.3%，增速比上月加快 0.3 个百分点。全年增速比上年增长 2.8%。1-12 月份，全国固定资产投资（不含农户）比上年增长 2.9%，增速比 1-11 月份提高 0.3 个百分点。其中，制造业投资下降 2.2%；基础设施投资（不含电力、热力、燃气及水生产和供应业）增长 0.9%，增速比 1-11 月份回落 0.1 个百分点；全国房地产开发投资增长 7.0%，增速比 1-11 月份提高 0.2 个百分点。

经济增长数据超出预期。2020 年四季度，GDP 同比增长 6.5%，比上年同期高 0.7 个百分点，全年国内生产总值已经突破了 100 万亿元大关。2020 年全国城镇新增就业 1186 万人，超额完成了全年目标任务。全国城镇调查失业率全年平均 5.6%，低于 6%左右的预期目标。2020 年 CPI 同比上涨 2.5%，低于 3.5%左右的预期目标。政府工作报告提出的宏观调控的主要目标已经实现，好于预期，从需求看，出口、投资是支撑经济增长的主要动力。

出口支撑生产维持强势，但持续性有待观察。12 月工业生产增速继续加快，同比增长 7.3%。行业层面，消费和制造业投资增速高位小幅回落，医药制造业

和通信电子行业表现较为亮眼，成为当月工业生产继续走高的主要拉动力。后续关注国内疫情反复及就地过年政策对生产扰动、美国新一轮财政刺激进展及其他国家生产恢复。韩国 12 月出口增长 12.6%，其中芯片出口激增 30%，创 2018 年 8 月以来最大增幅，其产能回升或制约我国电子设备产品投资扩张的空间，对我国出口产业链产生影响。

制造业投资延续强势，基建投资低于预期。1-12 月制造业投资累计同比下降 2.2%，除食品、电子设备外，各行业普遍改善，设备制造业改善明显。去年制造业累计投资负增长，在需求逐步恢复背景下，客观上需要补足产能，叠加企业利润改善，制造业投资趋势回升符合预期，未来或延续。**同期基础设施投资（不含电力、热力、燃气及水生产和供应业）同比增长 0.9%**，年末基建乏力，一是因存续项目问题压制资金拨付进度；二是年底财政工作聚焦债务风险和杠杆问题，导致加码基建必要性下降。

房地产投资缓步回落。1-12 月房地产开发投资累计同比增 7%，地产投资逐步走弱，但近期地产销售热度依然较高，是支撑投资韧性的的重要因素。去年底房地产贷款集中度管理制度出台，可能抑制后续地产销售增长过快，但鉴于政策提供较长过渡期，短期冲击可能有限。**预计地产投资的高点已经出现**，目前开发商的拿地节奏能够支撑投资**短期不会出现快速滑落**，但中长期来看，**房地产投资仍会下行。**

消费整体增速放缓。12 月社会消费品零售总额同比增 4.6%，回落 0.4 个百分点，主要原因：一是双十一透支 12 月消费需求；二是地产销售火热对消费形成抑制，体现资金分流影响；三是汽车销量增速明显放缓，对整体消费造成拖累。汽车销售同比增速仅为 6.4%，较 11 月的 11.8%降幅较大，拖累名义社会消费品零售额 0.65 个百分点，是消费下降的主要因素。四是国内散发疫情对线下消费活动带来扰动。但家电与装潢同比增速升至两位数，与近期地产竣工加快、地产销售火热均有关系。

通胀方面，近期受节日需求、运输养殖成本等短期因素扰动，12 月食品价格普涨，带动 12 月 CPI 涨幅回到了 0.2%的正区间，符合预期。展望 2021 年的 CPI，猪肉价格仍是影响总体通胀中枢的核心因素。伴随猪价回落，CPI 中枢进一步下行。**预计 2021 年 CPI 全年涨幅降至 1.0%左右**，各月走势先低后稳，一至四季度的波动中枢或分别在[-0.4%，-0.2%]、[1.3%，1.5%]、[1.1%，1.3%]、[2.1%，2.3%]附近。其中 1 月 CPI 涨幅受翘尾拖累（1 月翘尾因素约为-1.22%），或再度

跌落至-0.3%至-0.5%的负区间。2月份我们要重点关注统计局相关发布会上透露的有关信息，作为后续预测的基础。

金融数据方面，12月，**人民币贷款**增量1.26万亿元，前值1.43万亿元，同比多增1170亿元；全年增加19.63万亿元，同比多增2.82万亿元。12月，**社融**增量1.72万亿元，前值2.13万亿元，同比减少4813亿元；全年增加34.86万亿元，同比多增9.19万亿元；年末增速13.3%，比上月末低0.3个百分点。近期制造业在地产和出口产业带动下，资本开支动力增强，带动融资需求走强；银行抗疫期间信贷扩张较快，囿于MPA考核压力，年末倾向于选择收益率更高的中长期贷款。社融显著低于预期，拐点特征明显，其中非标融资是最大拖累项，同融资类信托监管新规导致的年底整改压力大有关；信用债违约事件继续拖累企业债券融资。近期高层一再向市场传达政策“不急转弯”的信息。**预计2021年流动性或略有收紧，而社融12个月滚动增量或继续稳定在目前35万亿元左右的水平，相应今年社融增速会自然、逐月回落1-2个百分点到年底近12%的水平。**

综上，从全年来看，主线条将是**疫后效应、政策淡出和出口替代消失下，经济增速向中期中枢回归**，疫情影响淡化后，更关注**高质量发展、稳杠杆、双循环**等方面的进展；需求恢复继续滞后于供给，CPI和PPI表现将继续分化。其中，一季度主要关注**就地过年对于经济的影响**。考虑到去年一季度经济基数偏低，今年的数据会在“异常”的基础上变得更“异常”。去年疫情隔离防控的推出接近春节假期，很多人已返乡，被滞留在“消费”地；而今年举措的推出距春节较远，可能很多人会留在“生产”地，增加有效生产时间。据交通运输部预计，**2021年全国春运期间发送旅客较2019年下降四成多，较2020年增加一成多**。所以下一阶段生产端的恢复将进一步快于需求端，预计企业的库存水平也将继续走高。1-2月工业生产可能明显偏强、固定资产投资活动也是同理。但**消费的修复**，由于春节走访旅行出行的减少，**会受到明显抑制**，餐饮、酒店、旅游行业压力尤甚，线下购物短期也会受到抑制，所以消费的修复可能会中断，春节后或恢复，当然线上消费和物流继续受益。但考虑到短期内，国外疫情仍然处于高峰，生产端向好搭配外需强劲，将减弱以往春节效应对出口的季节性冲击，1-2月出口将继续表现较好，从而对冲部分经济下行风险。**供需的这种落差之下，价格会有一些的回落压力**。另外，需要关注库存压力，如果生产端没有需求的持续匹配，可持续性会比较差。特别是近期海外产能恢复较快，会挤压对中国商品的替代需求。我们已看到1月PMI数据反映出这种趋势。1月官方制造业PMI为51.3%，比上月回落0.6个百分点，其中新订单指数回落1.3个点至52.3、新出口订单回落

1.1 个点至 50.2；非制造业 PMI 为 52.4%，较上月大幅回落 3.3 个百分点，回落更为明显。总体上，就地过年对经济的正面影响或更多，此外我们还要关注一些新的商业模式、商业形态的加速催化。

专题一：影响 2021 中国金融环境的三个变量

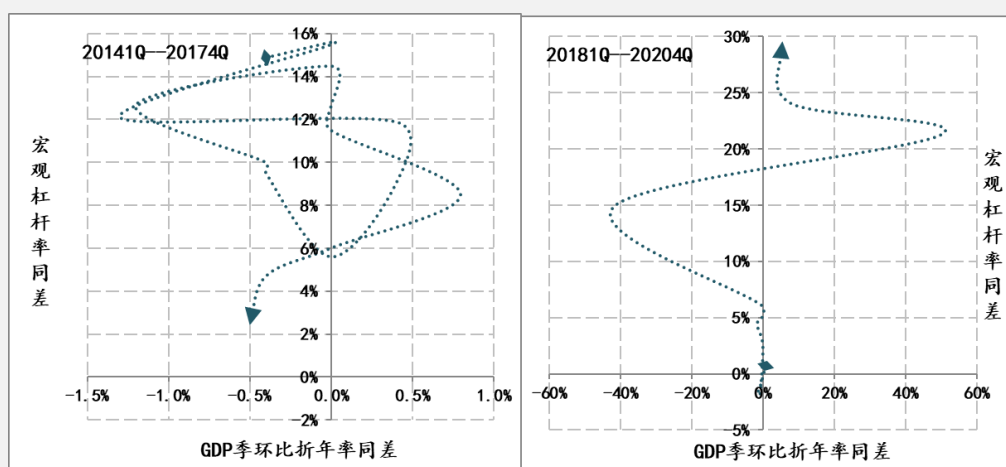
去年末中央经济工作会议再次重申“保持宏观杠杆率基本稳定”，此宏观诉求是决策层于 2019 年末召开的中央经济工作会议上首次明确的，而在疫情冲击下，经济下行压力巨大，尤其是微观市场主体面临阶段性的经营困难，为此政策部门加大了逆周期调控力度，相应包括政府、企业和居民在内的各部类杠杆率出现了阶段性的上升，截至去年末，整体的宏观杠杆率将由 2019 年末的 245% 升至 275%。而伴随疫情因素的消退，“恢复经济和防范风险”的平衡重新成为宏观调控主要目标之一，相应稳杠杆就成为影响今年金融环境的核心变量。

一、宏观杠杆率上升速度将大幅收敛

鉴于之前宏调已有“稳杠杆”和“去杠杆”的经验，无疑为 2021 年稳杠杆的宏调提供了重要借鉴。例如，伴随 2014 年经济发展进入新常态，经济增长由高速向中高速转变，宏观调控进一步向经济结构性调整和发展方式转变侧重，虽然当时尚未对杠杆率有明确宏调指引，但已明确“化解以高杠杆和泡沫化为主要特征的各类风险将持续一段时间”，因此该阶段的宏调重点之一就是“去杠杆”。就实际情况而言，该阶段去杠杆更多体现为抑制宏观杠杆率上升速度，即宏观杠杆率同差下降但继续保持正值，由期初 15% 以上的水平降至 2% 左右。

但由于该阶段政策转弯过急，不仅触发了局部风险，还给经济运行形成巨大的下行压力，2014 年至 2017 年期间，曾有 6 个季度 GDP 季环比折年率同差为负值。

图 1：新常态阶段和新时代初期宏观杠杆率变化情况



2018 年以来，经济运行已由新常态转入新时代，转向高质量发展模式的方向也得以确认，为此决策层确立三年打赢三大攻坚战的宏调主线，“防范化解重大风险”位列三大攻坚战之首，其重点是“防范金融风险”，相应宏观杠杆率同差一度连续三个季度降至负值，宏观杠杆率最低降至 2018 年的 239%，之后就稳定在 245% 附近。宏观杠杆率由 2014 年初的 215% 升至 2019 年末 245%，耗时 6 年，同期经济完成二次探底，2018 年至 2019 年期间，只有三个季度 GDP 环比折年率同差处在正值，GDP 季环比折年率最低于 2019 年三季度降至 4.1%。

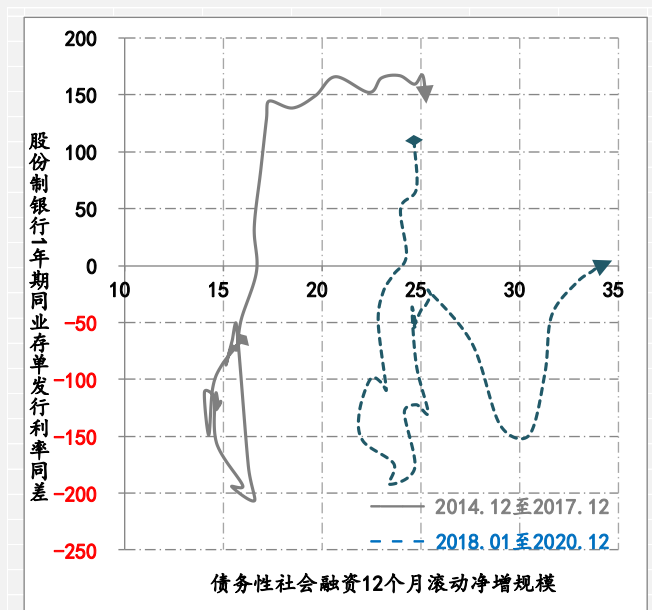
为应对本次疫情，宏观杠杆率仅用一年的时间，就上升了 30 个百分点，由此可见稳杠杆的急迫性，但鉴于之前政策急转弯的经验教训，而且本次中央经济工作会议也强调了“保持对经济恢复的必要支持力度，政策操作上更加精准有效，不急转弯”，因此在兼顾经济恢复的要求下，预计 2021 年宏观杠杆率的上升速度会大幅收敛，但绝对水平还将有 5%-10% 的升幅，即至年末宏观杠杆率进一步升至 280%-285% 左右。

二、融资环境不会大起大落

与上述宏观杠杆率过快上升一致，2020 年为了应对疫情，剔除股票融资后的纯债务性社会融资 12 个月滚动净增量由 2019 年末的 25 万亿升至 2020 年末的 35 万亿，而在新常态阶段，纯债务性社会融资扩张速度由 2014 年的 15 万亿/年升至 2017 年末的 25 万亿/年，即扩张速度耗时 6 年才增长了 10 万亿，反映出应对疫情期间融资环境出现了大幅放松，同期商业银行的长期资金利率也出现了明显的下降，以股份制银行为例，其 1 年同业存单发行利率同差一度降至 -150BPs（同业存单发行利率同差 = 当期同业存单发行利率 - 上年同期同业存单发行利率），目前该指标刚刚回升至 0 以上，即同业存单发行利率恢复至疫情前的水平。

若按照新常态时期，稳杠杆操作的经验（社融稳定同时，商业银行长期资金利率上升，当社融重返扩张之后，资金利率才得以稳定），预计 2021 年纯债务性社会融资 12 个月滚动净增量将稳定在目前 35 万亿左右的水平，以确保金融对实体的支持力度不减。

图 2：新常态阶段和新时代初期流动性及融资的变化情况



三、人民币的内外价格条件不会大幅收敛

除了上述政策诉求和融资环境的变化之外，影响 2021 年金融环境的重要因素，还包括人民币的内外价格条件，即人民币利率（内部价格条件）和汇率（外部价格条件）的组合方式。

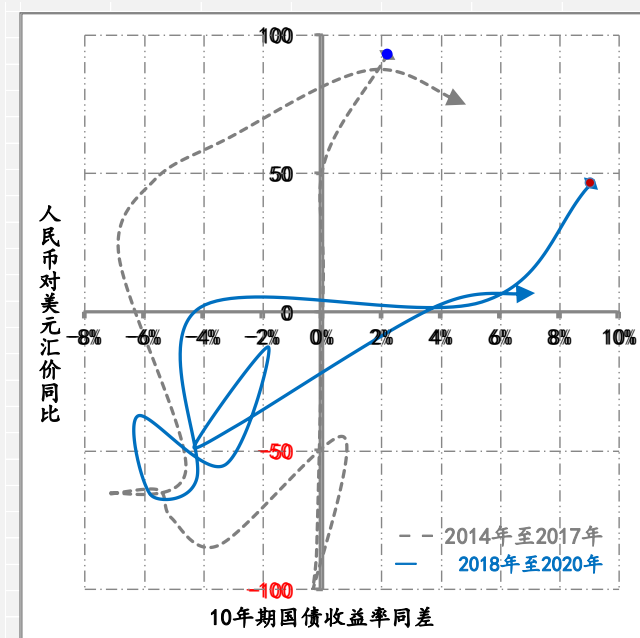
观察新常态时期（2014 年至 2017 年）的经验数据，伴随宏观调控对于杠杆率政策诉求的变化，人民币内外价格条件同步由“升值+加息”转为“贬值+降息”，随后在稳杠杆的诉求下，再次向“升值+加息”组合状态回归。升值表现为人民币对美元汇价同比为正，贬值则为负；加息表现为 10 年国债收益率同差为正，降息则为负值。

2018 年新时代以来，人民币内外价格条件的变化呈现出类似的路径，由去杠杆诉求下的“升值+加息”组合（2018 年前三季度），到稳杠杆诉求与应对疫情的“贬值+降息”，2020 年三季度以来，稳杠杆诉求持续回升，人民币内外价格条件重返“升值+加息”组合。但本次重返，汇率回调幅度和速度明显要快于利率（2014-2017 期间是利率快于汇率），其中很重要的原因就是美元的弱势，即美国因素外溢性影响的体现。

按照“美元指数拐点的出现滞后于全球经济增长的拐点”的经验数据规律，2021 年全球经济增长的疫后反弹反而不会给美元提供很强的走弱动力，相应弱

美元的外溢性影响会大幅减弱，同时伴随海外慢复苏效应的逐渐显露，疫情期间中国的生产替代效应也会削弱，两因素叠加已不支持较快的汇率升值速度。与此同时，在“政策不急转弯”的诉求下，利率进一步回升的动力也在趋弱。

图 3：新常态阶段和新时代初期汇率及利率条件变化情况



综上，2021年人民币内外价格条件虽然会在收敛区间内（人民币汇价同比和10年国债收益率同差均为正值），但进一步收敛的空间有限，2021年很可能的组合是“汇率在目前位置保持基本稳定+利率在目前位置窄幅震荡”。

专题二：如何看待央行缩量续作 MLF？

1月15日，央行网站公告，为维护银行体系流动性合理充裕，当日人民银行开展5000亿元中期借贷便利（MLF）操作（含对1月15日MLF到期和1月25日TMLF到期的续做）和20亿元逆回购操作。

最近，市场对于央行的公开市场操作保持着持续的关注热度。这主要基于几方面的原因：一是新年伊始，市场更想看清央行对货币政策的态度，以便制定今年的投资计划和操作策略；二是临近春节假期，加之国内疫情再起，投资者也希望通过最近的央行操作发现央行的当前思路；三是近期易纲行长和孙国锋司长均对货币政策发表了看法，市场更希望通过央行的操作来验证对央行的货币政策思路是否理解正确。

先来说说央行对货币政策的态度。单靠1月15日一次的操作分析，其实并不能解释或者表现央行松紧的态度。MLF的缩量续作，一般都是有特定的背景，如11月的债券市场违约产生的流动性冲击，如9月底以来同业存单发行利率上行，如需要引导LPR利率下行等等，在这些情况下，央行都有可能从调整MLF的数量或者价格，来完成对市场的呵护或者对市场预期的引导。关于央行的态度，本文从目前的价格和数量方面来揣测一下央行的意图。

2020年2月17日，一年期MLF利率降10BPs至3.15%，4月15日再降20BPs至2.95%，一直持续到现在，这是应对疫情冲击的必然选择。而疫情前，10年期国债利率大概是在3.1%左右的水平，现在，10年期国债利率大概也是3.1%的水平。也就是说目前10年期国债的利率水平已经回到了疫情前。而10年期国债利率和1年期MLF的利差（国债-MLF）却从疫情前的-15BPs变为15BPs，变动幅度为30BPs。我们来回顾一下人民银行货币政策司孙文峰司长署名文章《健全现代货币政策框架》里的所说的“完善以公开市场操作利率为短期政策利率和以中期借贷便利（MLF）利率为中期政策利率的央行政策利率体系，有效实现操作目标。”也就是说，央行的目标是要实现中长端利率钉住MLF利率。而在10年期国债利率和MLF利差已经扩大的情况下，要在价格方面引导，有两个可能：一是继续调低MLF的利率，二是通过引导市场来促使市场利率向MLF靠拢。这两种手段，后者无疑更加合理和温和。从这个方面来看，那么目前的10年期国债利率还是略高，应该还有进一步下行的空间。

我们知道，融资难融资贵的问题一直没有彻底解决，市场利率的走高，会加

剧实体经济融资的难度，提高融资的成本。那么现阶段是不是市场利率越低越好呢？实际上也不是。现在可以看到，隔夜回购利率从12月23日以来大部分时间均在1%以下运行，直到近几天才回升至1.5%左右的水平。与此同时，商业银行的短期存款量出现大幅波动。具体的原因可能是多重的，但机构用隔夜回购融资，再到商业银行存款套利的行为并不罕见。且即便出现这样的现象，央行仍在公开市场不间断的操作，尽管数量很少，百亿以下的操作量，对市场资金面根本不会有影响。这可以看出，首先，市场近期的资金面是非常宽松的，表明央行对市场的呵护并未淡出；其次，央行“刻意”延续公开市场操作，目的在于不断强化公开市场操作对市场预期的引导作用。

再从银行的负债成本考虑，1年同业存单发行利率自12月初以来持续下行，已从高点的3.35%下行至当前的2.77%，这个利率明显要低于MLF2.95%的水平。如果从成本的角度来看，显然商业银行对于MLF的需求并不会很强烈，毕竟要多支付20BPs的利息。

回到1月15日的MLF操作上来。实际上，这个数值是略低于预期的。在前几天，市场已经有了超量续作的预期。春节前后共有三笔MLF/TMLF到期，分别是1月15日3000亿MLF到期、1月23日2405亿TMLF到期、2月17日2000亿元MLF到期，而其中2月17日处于春节假期，MLF将顺延至2月18日到期。那么5000亿的逆回购，相当于比5405亿的到期量还要缩了约400亿。

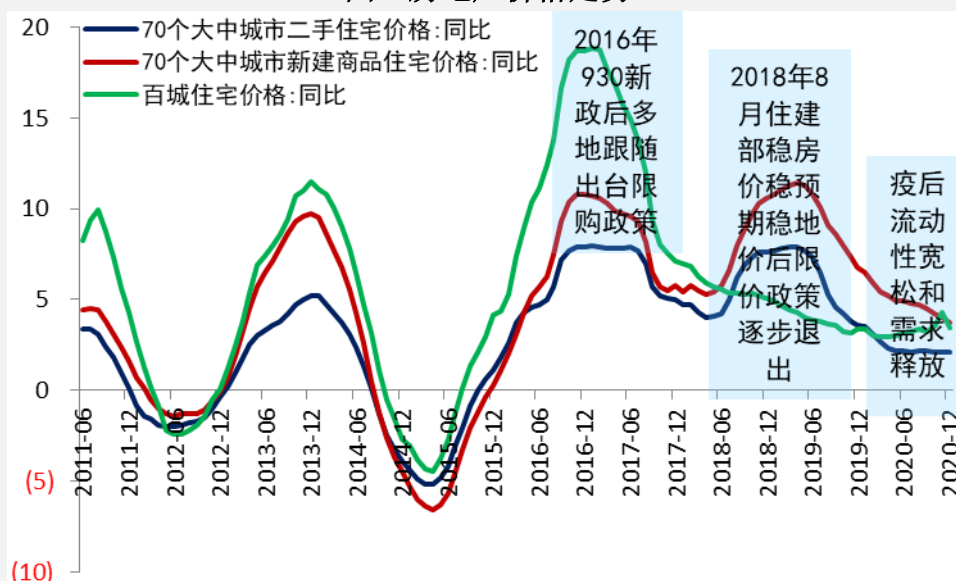
但这次的缩量并不能直接解读为央行政策的收紧。笔者基于如下考虑：首先，尽管隔夜利率有所上升，但仍低于2%，从实际货币市场上的交易情况来看，资金面还是非常宽松，央行继续放水的必要性在下降；其次，尽管往年受春节取现、缴税、缴款等因素扰动，春节前都有流动性缺口，算上2月即将到期的3000亿MLF，节前的确是需要比较大的流动性投放。所以，正常情况下，在春节前央行应该还会提前做公开市场操作来熨平流动性波动，不排除使用超量逆回购操作和临时降准工具。把流动性投放分开在1月和2月，有利于扭转市场的宽松预期，表达出央行更注重稳定中性的态度；再次，目前国内疫情又开始点状爆发，后续防控的态势如何还不确定，若对经济再次造成冲击，有利于央行释放更多的刺激政策；最后，近期的股票市场尽管主要是机构抱团大市值蓝筹的推动，但已经对市场情绪形成了一定的刺激，央行维持稳健的政策也有利于金融风险的防控。

总体上而言，央行还是在向市场传达“稳”的政策态度。后续还是继续关注国内疫情的防控进展、信用债的违约情况、以及部分高频经济数据的表现。

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”¹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²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³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**

¹ 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%。

² 兴业证券《贷款集中度管理对按揭影响测算》2021.01.19。

³ 兴业证券《房地产行业“三道红线”分析和测算》2020.12.28。

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⁴，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

⁴ 《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。

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⁵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

⁵ 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。

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。

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。

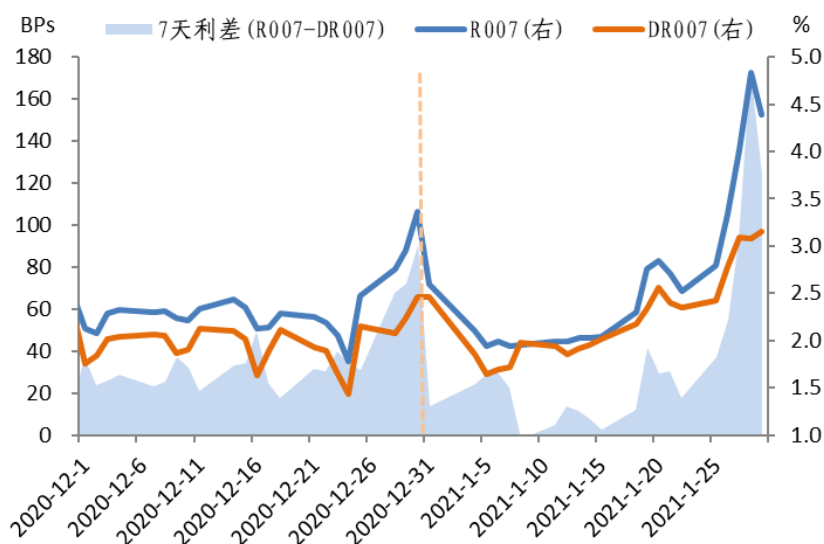
债券市场

一、1月回顾：利率债收益率曲线平坦化上行

(一) 资金利率月度均值大幅上行

1月，银行间隔夜回购利率中枢较去年12月大幅上行111BPs至2.25%，7天回购利率R007中枢上行28BPs至2.62%；存款类机构的隔夜和7天回购利率中枢分别上行86BPs、26BPs至1.90%、2.25%。

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。

从月内走势看，资金利率呈先下后上态势。月初，市场资金需求少，且银行类机构融出资金增多，央行大额净回笼无碍资金面宽松，资金利率大幅回落，7天回购利率月内最低在1月5日降至1.94%。后随着缴税、基金申购的影响，以及央行1月15日减量续作5000亿元MLF，考虑TMLF后当月MLF净回笼405亿元，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，7天回购利率大幅上行，于1月27日升破4%关口，28日升至月内高点4.83%，创2018年12月以来新高；隔夜回购利率1月29日升至6.59%，为2013年6月25日以来高位。

(二) 利率债收益率曲线平坦化上行

利率债收益率曲线平坦化上行。截至1月末，国债收益率1年期较去年12月末上行21BPs，上行幅度相对较大，其次是3-5年期上行5-7BPs，7-10年期上行1-4BPs。口农债1-3年期上行21-22BPs，5-7年期上行10-15BPs，10年期上行6BPs；国开债1年期大幅上行29BPs，3-5年期上行14-19BPs，7-10年期上行6BPs。整体上，国债的表现相对好于政策债。

图 2：1 月国债收益率走势

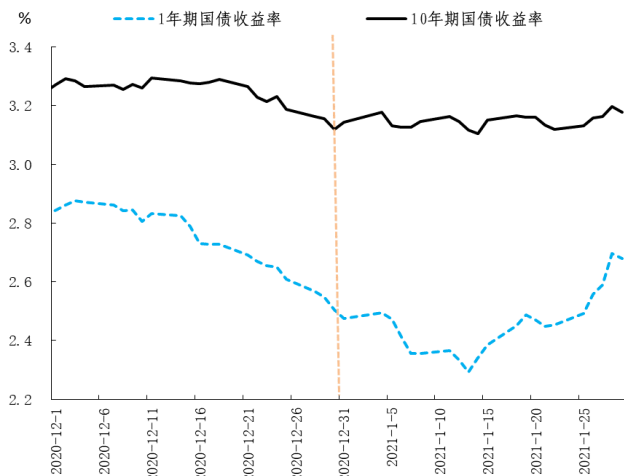


图 3：1 月国债收益率变动

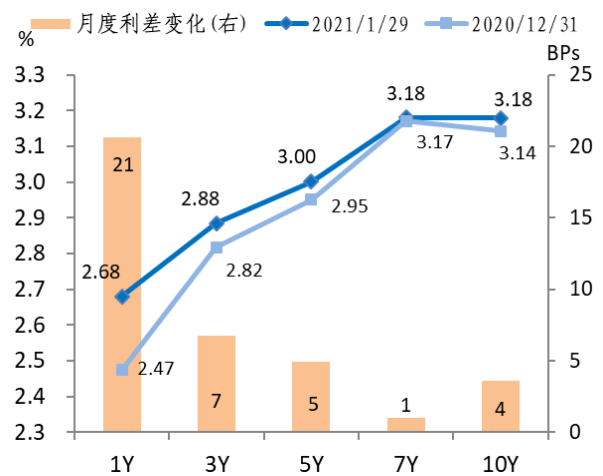


图 4：1 月口农债收益率变动

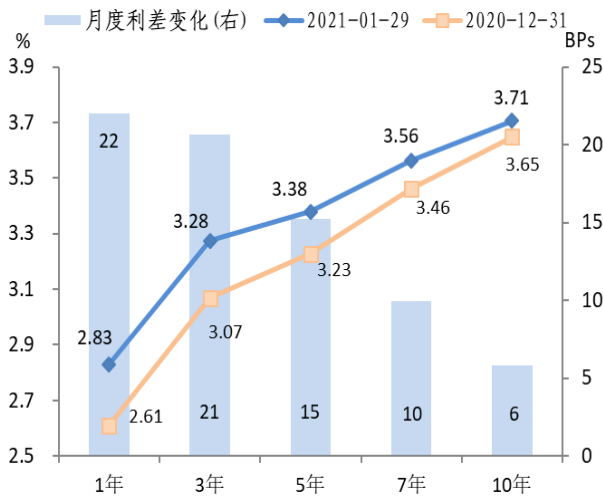
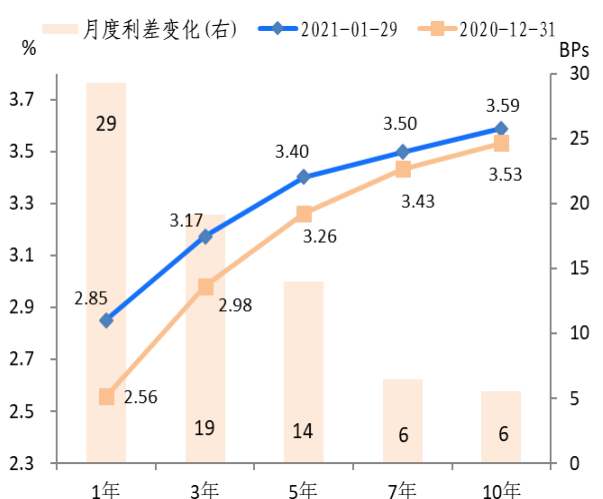


图 5：1 月国开债收益率变动



数据来源：Wind 资讯，中国建设银行金融市场部。

从月度走势看，1月利率债收益率先抑后扬。月初，资金面宽松，机构配置需求旺盛，加之央行货币政策委员会四季度例会强调了政策“稳字当头，不急转弯”，市场宽松预期强化，一级市场利率债中标收益率低于中债估值，带动二级市场债券收益率下行，10年期国债收益率月内最低在1月14日下行至3.11%，1年期国债在13日最低下行至2.29%。此后，央行1月15日缩量续作MLF，释放中性的政策信号，央行公开市场由大额净投放转向大额净回笼，央行货币政策委员马骏也提及货币政策应适度转向，加剧市场对货币收紧的担忧，叠加资金面紧张超出预期，债券收益率明显反弹。短债收益率由于前期下行幅度较大，后期反弹的幅度也明显大于长债，1月28日1年期国债收益率升至月内高点2.70%，较月内低点大幅上行39BPs，10年期国债升至月内高点3.20%，仅较月内低点上行8BPs。

（三）信用利差收窄，等级利差多收窄

高等级信用债收益率多上行。截至1月末，高等级AAA信用债1年、3年、5年、10年期收益率分别较去年末上行11BPs、13BPs、2BPs、4BPs，7年期持平。信用利差收窄。截至1月末，AAA级1年、3年、5年、7年和10年期收益率分别较去年末收窄11BPs、8BPs、13BPs、10BPs和2BPs。1月上旬资金面整体宽松，无风险利率下行，叠加机构建仓，信用债二级市场的需求旺盛。中下旬资金面大幅收紧，利率债收益率明显上行，各期限信用债收益率上行幅度小于同期限利率债，信用利差被动收窄。

图6: 2021年1月较去年末AAA级信用利差和收益率变化

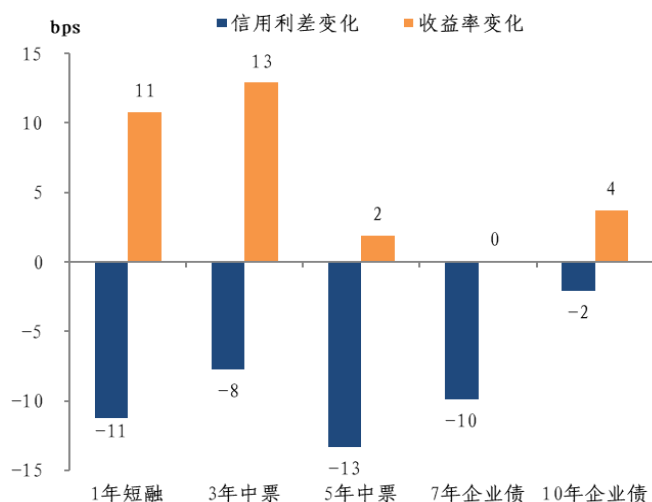
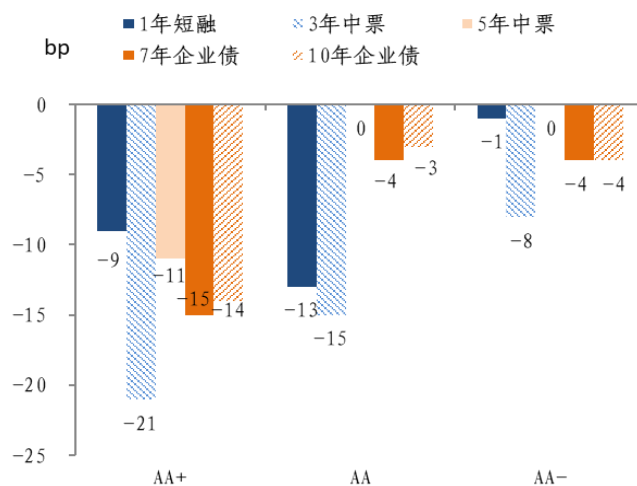


图7: 2021年1月较去年末等级利差变化



等级利差多收窄。以 AA 级为例，截至 1 月末，1 年、3 年、7 年、10 年期等级利差分别收窄 13BPs、15BPs、4BPs、3BPs，5 年期持平。从评级角度看，AA+ 级等级利差收窄幅度更大，而 AA- 级等级利差收窄幅度小。从期限角度看，短期限的利差收窄幅度更大，中长期品种的利差收窄幅度小，说明去年末的信用违约事件余波未平，市场风险偏好整体较低，投资者对信用下沉和拉长久期的策略较为谨慎。

目前 AA+ 级、AA 级的等级利差已降至历史均值水平以下，信用利差补偿不足。低等级的利差保护空间较大，短久期的 AA- 级等级利差已经超过历史 3/4 分位数。

表 1：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	27	70	287	32	83	304
历史最大值	120	159	307	104	206	340
历史 3/4 分位值	43	85	243	71	138	306
历史均值	35	68	189	57	115	243
历史 1/4 分位值	23	50	133	42	83	186
历史最小值	8	24	72	30	48	115

数据来源：Wind 资讯，中国建设银行金融市场部

二、2 月展望：债券收益率将震荡下行

(一) 资金面：资金利率中枢或较 1 月小幅下行

影响市场资金面最关键的因素是央行的货币政策。针对下一阶段货币政策，央行货币政策司司长孙国峰 1 月 13 日在央行网站“政策研究”栏目发表了题为《健全现代货币政策框架》的署名文章。孙国峰认为，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。

央行货币政策委员马骏建议货币政策应适度转向。1月25日，据媒体报道，人民银行货币政策委员会委员马骏在近日举办的“中央经济工作会议解读与当前经济形势分析”专题研讨会上表示，去年我国几个主要的股市指数都大幅上升接近30%，加之近期上海、深圳等地房价涨得不少，都与流动性和杠杆率的变化有关。未来这种情况是否会加剧，取决于今年货币政策要不要适度转向。如果不转向，这些问题肯定会继续，导致中长期更大的经济、金融风险。但马骏也指出，货币政策转向不能太快。

央行行长易纲表示，不会过早放弃支持政策，但也谨慎关注相关风险。人民银行行长易纲1月26日在世界经济论坛达沃斯议程会视频会议上表示，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。

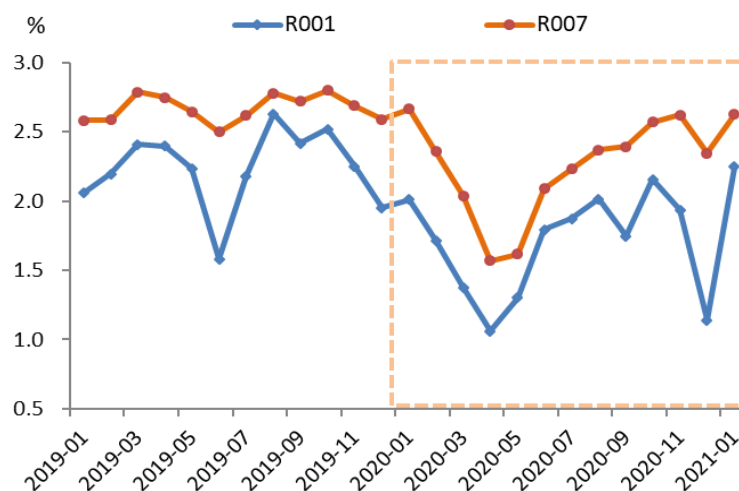
总体上，央行相关官员的表态均强调了今年货币政策的主要目标是实现经济复苏和防范风险的平衡。由于两者的矛盾相对立，央行需要精准调控流动性投放，维持“不缺不溢”的微妙状态。在不同的阶段，还需根据当时的主要矛盾，辨证施治，调剂市场资金余缺，来引导金融机构的预期和行为，进而实现央行的政策意图。

从1月份央行的货币政策操作看，月初市场资金面极为宽松，隔夜回购利率在1月6日仍处在0.69%的历史极低位置，央行因此当周净回笼5050亿元，资金利率逐步回升，尚属正常操作。在中旬缴税期间，央行还加大了逆回购投放力度。但是自1月25日媒体报道马骏讲话当日起，在隔夜回购利率升至2.60%左右时，央行公开市场仍连续四日大额净回笼，单日回笼规模在780-2400亿元之间，银行间市场资金利率大幅上升，存款类机构的隔夜回购利率1月29日升至3.33%，明显超过利率走廊上限——隔夜SLF操作利率（3.05%）。个别一线城市的房地产泡沫，已使央行把防范加杠杆风险提到更高的优先级，市场资金面超预期收紧，或意在警示市场的加杠杆推高资产价格的行为。

本次马骏的表态，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，货币政策短期内或更加注重防范金融风险。但由于变异新冠病毒的全球肆虐仍可能使我国经济复苏的基础不稳固，国内疫情也未完全消除，加之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，央行货币政策尚不具备长期大幅收紧的经济基础。

今年各地倡导就地过年，2月春节的提现需求较以往将明显减少，加之财政存款的投放，央行的流动性投放力度或因此而适度减弱。1月的隔夜和7天回购利率中枢已基本回升到甚至超过疫情前的水平。但由于受疫情的影响，经济复苏基础不稳，预计2月央行货币政策的从紧状态将有所缓和，资金利率中枢将较1月小幅下行，7天回购利率月度均值将处在2.1%-2.5%区间。

图 8：隔夜和 7 天回购利率的月度均值



数据来源：Wind 资讯，中国建设银行金融市场部。

(二) 利率债：债券收益率将震荡下行

疫情对我国经济的影响仍存在较大的不确定性。去年 12 月，英国、南非、智利、巴西等地报告发现不同种类的变异新冠病毒毒株，相比早期的新冠病毒，变异毒株的特点突出表现为：**一是潜伏期更长**，可长达 21 天以上，国内已有多起入境人员经过 14 天集中隔离后返回国内住地后病发的病例。**二是传染性更强，致死率更高**。英国首相约翰逊 1 月 22 日表示，英国报告出现的变异新冠病毒“可能有更高致死率”，最早在英国发现的变异新冠病毒不但传播更快，还可能与较高的病亡率相关。最新研究数据证实，英国发现的新变异毒株的扩散速度比原病毒快 30%-70%，而且年轻人、儿童更加易感。**三是变异病毒可以人畜共患，带来长期重大风险**。英国出现的变异病毒已被证明可以感染小鼠，今年年初，荷兰、丹麦等地发现人工养殖的数百万水貂感染了新冠病毒。随着全球多地出现动物感染新冠病毒病例，要在人类社会中彻底消灭新冠病毒的难度大大提高。我国的疫情也因外来输入的影响而出现了明显的反弹。由于病毒变异的速度快于疫苗研发的速度，将可能削弱新疫苗的防护效果，我国经济复苏的基础尚不稳固。即使我

国 1 月的经济数据表现相对较好，但疫情对未来的经济前景产生了负面作用，将对我国债市构成重要支撑。

通胀较低，利好债市。由于去年基数较高，以及今年我国各地倡导就地过年，春节前企业库存备货需求减少，消费相对疲弱，1 月 CPI 同比预计将自 2009 年 11 月以来首度出现负增长，为-0.5%，较去年 12 月的 0.2%增幅进一步回落，相对利好债市。

2 月利率债的净供给量较 1 月明显减少。预计 2 月国债将发行 4000 亿元，较 1 月减少 1540 亿元，净供给 775 亿元，较 1 月明显增加 1654 亿元。预计地方政府债券发行 2500 亿元左右，净供给约 1901 亿元，较 1 月分别减少 1123 亿元、1692 亿元。政策债将发行 3500 亿元左右，净供给为-485 亿元，较 1 月分别减少 2664 亿元、2736 亿元。总体上，预计 2 月利率债的发行量达到 1 万亿元左右，净供给合计为 2191 亿元，较 1 月分别减少 5382 亿元、2774 亿元。

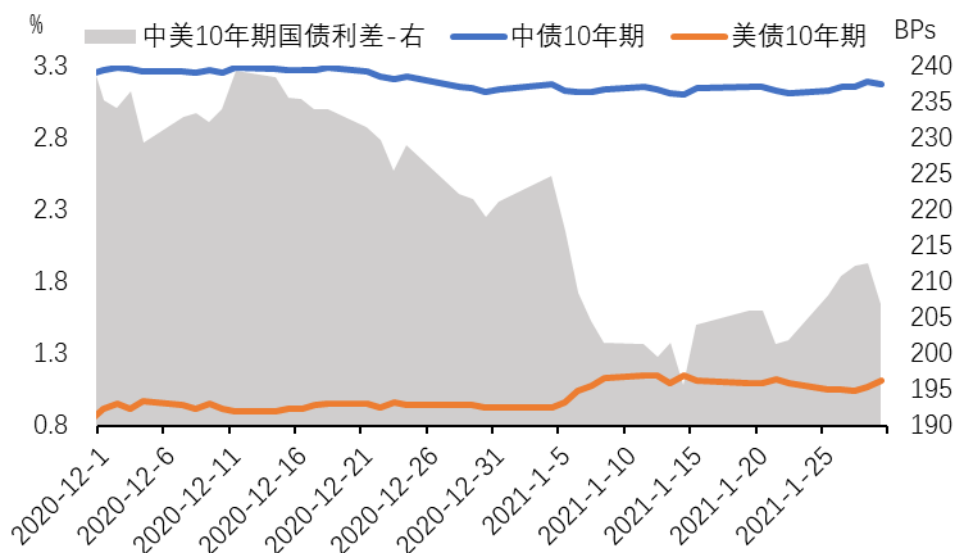
如前所述，1 月末资金利率水平已经较为紧张。预计 2 月央行货币政策的从紧状态或将有所缓和，呵护节前流动性安全将置于更高优先级，但资金面仍将维持紧平衡状态，资金利率将小幅下行，市场预期将有所修正，债券收益率或将震荡下行。

国际风险事件频发，避险需求仍将持续支撑我国债市。美联储 1 月议息会议声明维持量化宽松力度不变，但担忧疫苗供给和接种速度迟缓将对美国上半年经济造成负面影响，短期宽松态势不变。然而，市场上的美元流动性超级宽松，美股散户抱团逼空华尔街对冲基金的戏码罕见地在 1 月上演，美股因此大幅波动，突显美联储超级量化宽松政策带来资产价格泡沫风险的后遗症。美股资金市的特征尤为明显，波动性大幅升高，或可能引发外围市场跟随波动。美国社会的分裂不仅体现在一些州筹谋独立，民众示威暴乱此起彼伏，也体现在金融市场上。此外，美国已发现多种变异新冠病毒，疫情死亡人数截至 1 月 28 日已大幅增加至 44.4 万人。美国约翰斯·霍普金斯大学统计数据显示，美国 1 月截至 27 日新增新冠死亡病例近 8 万例，刷新疫情暴发以来单月新增死亡病例数最高纪录。而辉瑞疫苗的有效性和副作用却受到国际社会的广泛质疑，疫情对经济和风险资产市场的负面冲击作用可能被低估。这些风险事件的激化或暴露，将提振债券需求。

境外投资者对我国债券的需求仍然不减。1 月，拜登将推 1.9 万亿美元经济刺激计划以救助受新冠疫情冲击的经济，美债供给压力大增，推升了市场通胀预

期，美债 10 年期盈亏平衡通胀率上行突破 2%，投资者预期美联储或开始考虑缩减购债规模，美债收益率扶摇直上，10 年期收益率最高升至 1 月 11 日的 1.15%，较去年末大幅上行 22BPs，中美 10 年期国债利差因此缩窄 20BPs 至 201BPs。但此后美债收益率有所回落，基本在 1.04%-1.11% 区间震荡。综合起来，1 月中美 10 年期国债利差的月度均值为 207BPs，虽较去年 12 月末收窄了 25BPs，但仍处于历史较高水平。由于美国疫情形势严峻和美联储依然维持宽松政策，2 月美债收益率的上行空间相对有限，中美国债利差仍将维持在较高水平，加之中国疫情防控得力，人民币汇率升值趋势尚未结束，境外投资者仍将继续增持我国人民币债券，利率债是其重点配置品种。

图 9：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。

综上所述，疫情对经济的影响或逐渐显现，2 月公布的 1 月通胀数据较低，以及利率债的净供给量较 1 月明显减少，加之央行货币政策有所缓和，资金利率中枢将小幅下行，市场预期有所修正，以及国际风险事件频发，境外投资者的需求不减，预计 2 月债券收益率或将震荡下行，10 年期国债收益率将在 3.05%-3.25% 区间波动。

(三) 信用利差将小幅收窄，等级利差分化

1. 高等级信用利差将小幅收窄

供给方面，1月份高等级信用债一级市场较去年12月有所回暖，但由于到期量较大，净融资额仍明显低于往年同期水平。目前来看，一季度利率债供给压力较小，对信用债的挤出效应减弱，加之2月高等级信用债到期量为3119亿元，较1月大幅减少2621亿元，预计2月高等级信用债净融资额将有所回升，但受春节假期影响，回升幅度有限。**需求方面**，资管新规过渡期将在2021年底结束，仍有近10万亿元存量产品有待整改，非标转标可能加速，预计银行理财将发行更多新产品进行承接，广义基金对高等级信用债的配置需求将稳中有升。**总体而言**，高等级信用利差走势仍主要取决于利率环境，短期内高等级信用债的需求可能稍强于供给，高等级信用利差将小幅回落。

2. 等级利差分化

信用债违约方面，1月违约情况较去年12月有所改善。1月有4家企业发生违约，较上月减少2家，涉券规模约56亿元，较上月减少59亿元。当月无新增债券违约企业，而上月则新增2家违约企业、涉券规模30亿元。

从评级结构看，1月违约的企业中，2家企业发行时主体评级为AA级，规模合计15亿元；1家为AA+级，规模32亿元；1家为AAA级国企紫光集团，涉券规模合计9亿元。紫光集团发行的“17紫光集团PPN005”和“18紫光04”两只债券已分别于去年11月、12月发生违约，本次债券违约在市场预期之内。截至1月末，紫光集团境内存续债券共10只，余额合计156.5亿元，年内到期及回售规模约为135亿元；存续美元债共4只，余额合计24.5亿美元，短期内的债务兑付压力大，年内或将继续违约。

表2：2021年1月境内债券市场违约情况

时间	违约主体数量(家)	涉及违约债券规模(亿元)	新增违约主体数量(家)	新增违约主体涉及的债券规模(亿元)
2021年1月	4	56	0	0
2020年12月	6	115	2	30
2020年1月	3	25	1	10

数据来源：Wind，剔除重复统计数据。未包括展期兑付的债项。

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：

一是社融增速连续下滑，信用边际收缩。12月份社会融资规模增量为1.72万亿元，比上年同期少4821亿元，社融存量增速为13.3%，继续呈现下滑态势，意味着2020年启动的信用扩张周期已经进入尾声。尽管2021年货币条件相对稳健，但企业融资环境难再回到2020年的宽松程度。目前国内疫情出现反复，经济复苏基础尚未稳固，若企业信用资质的修复速度滞后于信用环境回归常态的节奏，可能加速风险暴露。

二是信用分层现象严峻，弱资质企业偿付风险大。今年一季度非金融企业信用债的到期量高达2.66万亿元，为全年最高峰，其中AA级及以下的到期量约为6600亿元，债务滚续压力较大。受去年11月永煤事件冲击，市场风险偏好下降，信用分层的现象加剧。从一级市场来看，主体评级为AAA、AA+、AA及以下的发行人信用债发行量分别为7051亿元、3250亿元和3842亿元，净融资额分别为1311亿元、1691亿元和573亿元。从二级市场来看，低等级的信用利差明显走阔，而中高等级信用利差普遍收窄，截至1月末，AAA级和AA+级3年期信用利差分别较去年11月末收窄14BPs、7BPs，而AA和AA-级的信用利差分别拓宽了8BPs、16BPs。弱资质企业的再融资与流动性压力边际上升，兑付风险增大。

三是关注房地产行业的信用风险。去年以来，房地产行业调控压力持续加大，中央层面推出了针对房企融资的“三道红线”和房地产贷款集中度管理政策，地方层面多个城市出台区域性的限售、限购政策。融资端和销售端同时承压，部分房地产企业出现现金流紧张、资金链断裂等问题。1月初，由于华夏幸福业绩不及预期，对赌协议无法完成，引发市场对其信用状况的担忧，其发行的境内债券和存续美元债大幅下跌。如1月12日“18华夏01”收盘报68.15元，跌幅高达14.8%。近期房企风险事件频发，反映出高杠杆经营、盈利能力下滑等行业普遍问题，在监管趋严的背景下，弱资质地产企业的信用风险上升。

不过，经济基本面和政策面也存在一定的有利因素。去年12月，国务院会议决定将两个创新直达实体的货币政策工具（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）延期至2021年3月31日，体现了政策的连续性、稳定性和可持续性，有助于支持中小企业生产经营和就业稳定。同时，虽有疫情扰动，我国四季度GDP增速好于预期，显示出经济恢复动力强劲，企业信用基本面有望继续改善。

总体而言，在信用分层的趋势下，等级利差出现结构性分化的可能性较大。中高等级利差上行风险相对有限，低等级利差可能继续走阔，不同行业、不同资质个券的差异将进一步扩大。

3. 同业存单发行量回升，发行利率维持震荡

2月同业存单的到期规模为1.5万亿元，较1月增加3489亿元，同业存单到期压力增大，预计2月同业存单发行量将有所回升。不过，由于银行结构性存款压降任务告一段落，银行负债端压力缓解，存单发行量增幅有限。由于此前存单利率上行至高位，加之市场对信用债的态度趋于谨慎，广义基金加大了同业存单的配置力度，需求带动1月份存单利率明显回落。预计2月份同业存单利率将在1年期MLF的水平附近震荡。

专题一：2020 年银行间债市投资者的投资策略变化

2020 年，我国债市跌宕起伏，全年债券收益率整体呈先抑后扬态势。年初至 4 月，因疫情、超宽松的货币政策和股市大跌的影响，10 年期国债收益率大幅下行至近 18 年新低。5-11 月，由于我国经济向好、政府债券巨量发行、货币政策回归正常化、股市反弹，以及多家大型国企信用债意外违约冲击，债券收益率大幅反弹。12 月，央行货币政策边际放松，隔夜回购利率刷新历史新低，以及 A 股走势偏弱，刺激债市做多情绪，债券收益率大幅下行。

在债市牛熊转换、大幅波动的行情下，我国银行间债券市场各类主要投资者的风险偏好有什么变化？将如何影响其投资组合的结构？本文基于中央结算公司和上海清算所的债券托管数据分析上述问题，将有助于理解各类机构新的投资逻辑，为投资者寻找合适类型的交易对手提供重要参考。

从银行间市场的债券净发行量来看，2020 年信用债新增 5.35 万亿元，市场占比最高，为 33% 左右，其次是地方政府债券新增 4.33 万亿元，占比 27%，国债新增 4.13 万亿元，占比 26%；政策性金融债（简称政策债）新增 2.35 万亿元，占比最低，约 15% 左右。

分机构来看，2020 年各机构的投资策略呈现出如下明显的特征：

一、银行和保险等配置型机构超配政府债券，减配信用债

银行全年累计增持 8.04 万亿元债券，新增投资组合中有 42.2% 配置了地方政府债，28.5% 投向国债，分别较 2019 年提升 7.4 和 12.6 个百分点（2019 年开始，中央结算公司公布地方政府债券的托管量及其投资者结构数据，因此无法计算 2019 年 1 月较 2018 年 12 月的增量变化数据，计算 2019 年银行持有的地方政府债券组合占比数据包括的是 2-12 月数据）。为了支持政府的积极财政政策，银行大幅增加了对政府债券的认购，同时为腾挪资金，明显挤压了对信用债的需求。2020 年银行信用债投资的规模仅增加了 1.63 万亿元，较 2019 年增幅减少了 1.24 万亿元，信用债在组合中的净持仓占比较上年大幅回落 21.6 个百分点至 20.3%。政策债的投资规模净增加 7292 亿元，净持仓占比较 2019 年小幅上升 1.6 个百分点至 9.1%。整体上，银行在 2020 年新增债券投资中增加了利率债的权重，降低了信用债的比重。

表 1：2020 年各类机构的债券投资净增量及其在投资组合的占比

净增规模	总托管量	商业银行	保险机构	证券公司	广义基金	境外机构
国债	41,304	22,874	1,167	2,225	4,078	5,709
地方政府债	43,343	33,925	4,151	241	3,778	8
政策债	23,458	7,292	-136	22	11,438	4,208
信用债	53,461	16,286	258	861	24,759	705
合计	161,565	80,376	5,439	3,349	44,054	10,630
增量占比（即净持仓占比）						
国债	25.6%	28.5%	21.5%	66.4%	9.3%	53.7%
地方政府债	26.8%	42.2%	76.3%	7.2%	8.6%	0.1%
政策债	14.5%	9.1%	-2.5%	0.6%	26.0%	39.6%
信用债	33.1%	20.3%	4.7%	25.7%	56.2%	6.6%

数据来源：Wind，笔者整理。

保险机构超配政府债券，低配政策债和信用债。2020 年保险债券投资组合中高达 76.3% 的新增资金配置了地方政府债、21.5% 的新增资金投在了国债，较 2019 年分别提升 45.1 和 9.9 个百分点；同时卖出组合中占比达 2.5% 的政策债，导致政策债的净持仓占比较 2019 年回落 5.2 个百分点，信用债的净持仓占比也较 2019 年大幅下降 49.8 个百分点至 4.7%，由此腾出的资金用于认购政府债券。保险机构也呈现了与银行类似的特征，但比银行表现更为突出。

两类配置型机构如此偏好政府债券，主要是因为银行和保险机构的债券投资以长期配置、持有到期为主，地方政府债券和国债在考虑了免税效应、资本占用后的实际收益率高于其他券种，因此受到配置型机构的偏爱。

相对而言，银行对债券的需求远远大于保险机构，因此对债市的影响举足轻重。从银行重点配置品种——国债和地方政府债券的月度增持规模看，基本上与当月市场的净供给量同步，银行全年认购了 55.4% 的国债和 78.3% 的地方政府债。国债和地方政府债的月度净发行量也呈现出明显的错峰效应，显示财政部考虑市场容量统筹把握两者的发行节奏，以免对市场造成较大冲击。值得注意的是，11 月大型 AAA 级国企信用债意外违约后，银行在 12 月大幅减持 3479 亿元信用债，同时配合 12 月国债发行增持 3388 亿元国债，显示了银行较强的风险规避情绪。

图 1：银行增持国债和地方债的规模

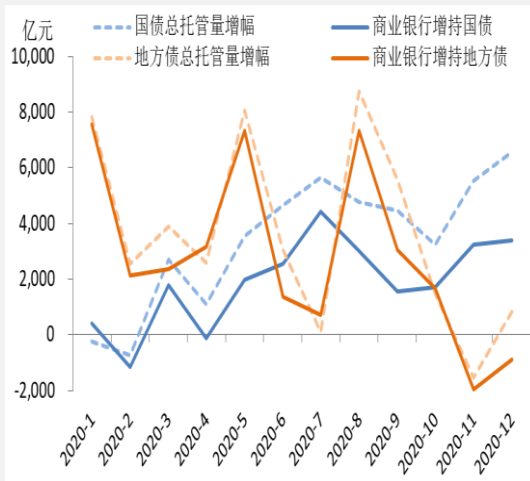
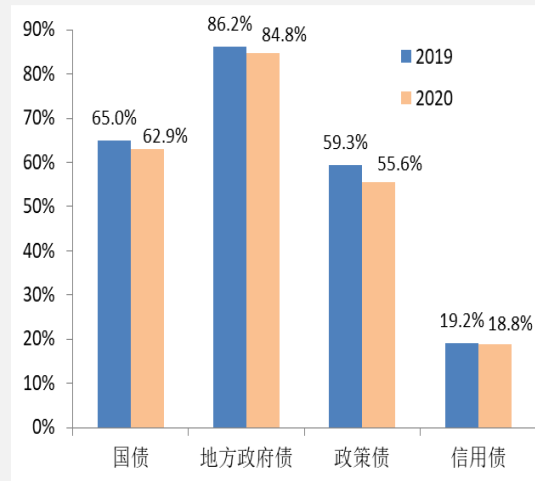


图 2：银行持仓各类券种市场占比变化



数据来源：Wind，笔者整理。

虽然 2020 年银行增配各类债券的规模高达 8.04 万亿元，较上年增加 1.18 万亿元，但银行持有各类券种余额的市场占比却较 2019 年全面回落。其中，银行持有政策债余额的市场占比较 2019 年下滑 3.7 个百分点至 55.6%，下滑幅度相对较大，其次是国债余额的市场占比下滑 2 个百分点至 62.9%，地方政府债余额的市场占比下滑 1.3 个百分点至 84.8%。这说明银行整体债券投资组合的资金增幅（1.18 万亿元）小于银行间债券市场新增规模的增幅（4.53 万亿元）。

其中，2020 年为对冲疫情的影响，我国财政赤字从上年的 2.8% 提升至 3.6%，全年银行间市场国债的净融资规模为 4.13 万亿元，地方政府债净融资额高达 4.33 万亿，分别较上年大幅增加 2.46 万亿元和 1.54 万亿元，同期银行的资金增幅分别为 1.20 万亿元和 1.01 万亿元，明显低于上述债券的净融资增量，导致银行持仓的市场占比下降。但这也意味着原来政府债券投资过度依赖于银行的情况有所改善，政府债券的投资者结构更趋多元化。

二、券商组合超配国债，低配信用债，更注重安全性

证券公司的债券投资组合主要增持国债和信用债，2020 年两者分别净增持 2225 亿元和 861 亿元，新增持仓的占比分别为 66.4% 和 25.7%。国债虽然收益率低，但流动性好、安全性高；信用债的绝对收益率最高，但信用风险较高，流动性明显弱于利率债，券商通过对两者的组合，兼顾了收益性、流动性和安全性。

相对而言，券商在 2020 年新增组合中赋予国债的权重是信用债的 2.6 倍，

国债增仓规模较 2019 年大幅增加 1982 亿元，新增持仓占比较 2019 年提升 51.2 个百分点，而信用债的新增持仓占比却萎缩了 78.5 个百分点，显示**券商更注重流动性和安全性**。2020 全年，券商仅在 7 月股市大涨时减持了国债，以将更多资金投资股票，其他时间均在增持国债，在 11 月信用违约事件冲击时明显增加国债持仓。信用债方面，券商全年信用债增持规模较 2019 年减少 802 亿元，其中有 5 个月均在减持信用债，尤其是 11-12 月违约事件冲击下，券商月度信用债减持规模均处在年内最高水平。

图 3：券商月度增持规模

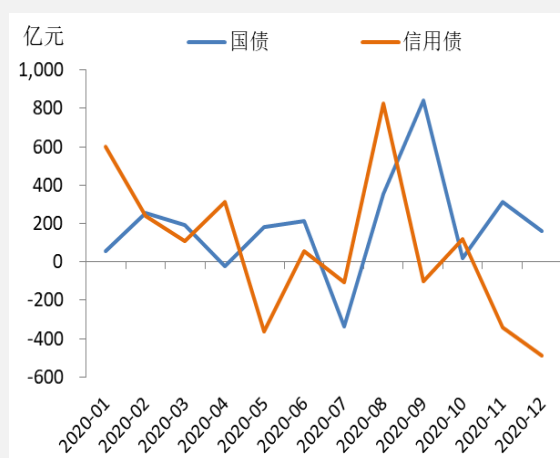
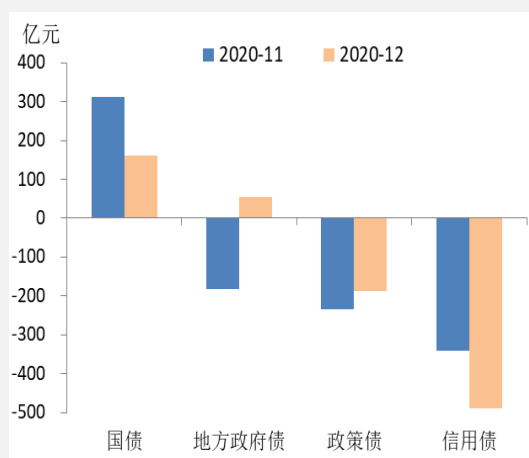


图 4：2020 年 11-12 月券商持仓变化



数据来源：Wind，笔者整理。

三、广义基金重仓信用债和政策债，追求名义收益率最高

广义基金（含银行理财产品）明显以名义收益率最高作为追求目标，2020 年新增债券组合中有高达 56.2% 投资于名义收益率最高的信用债，净增持规模达到 2.48 万亿元；利率债中主要选择名义收益率相对较高、流动性较好的政策债进行投资，全年净增持 1.14 万亿元政策债，净持仓占比较上年提升 4.9 个百分点至 26.0%，全年各月均在持续增持政策债。由于负债成本相对刚性，广义基金不得不提升风险偏好，下沉信用，以获取更高收益。

广义基金投资更侧重于通过市场波段操作搏取收益。11 月大型 AAA 级国企意外违约，信用债收益率大幅上行，导致广义基金的债券投资账户出现不小的估值损失，加之又遭遇投资者赎回，因此主要以市场价值计量损益的广义基金不得不抛售信用债，缩减投资规模，以减少亏损，同时小幅增持流动性最好的政策债和国债，以随时应对赎回要求。但到了 12 月，随着央行货币政策边际宽松，市

市场环境明显好转，信用债收益率跟随利率债大幅下行，信用利差收窄，广义基金因此加大了对信用债的投资，12月增持3183亿元信用债，逆转了此前3个月的减持状态，可获得明显的收益。

图 5：广义基金的月度增持规模

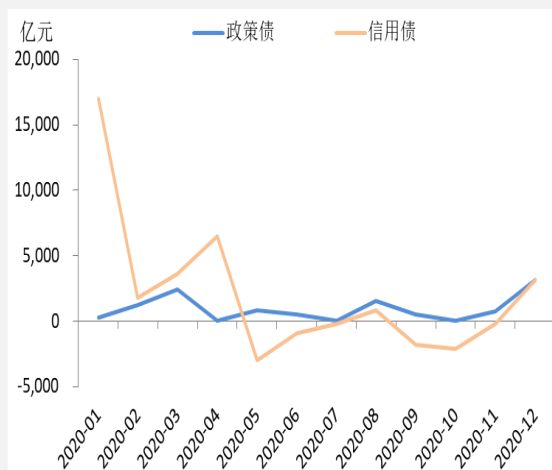
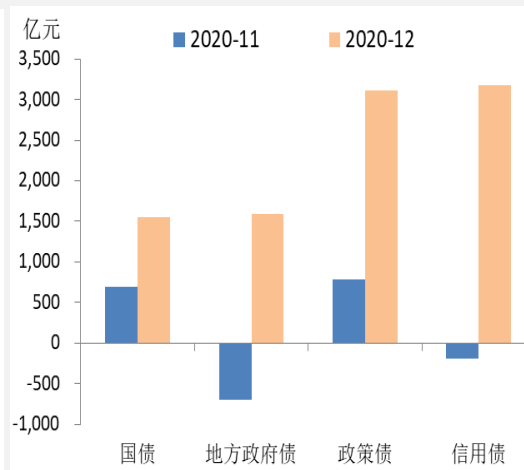


图 6：11-12 月广义基金持仓变化



数据来源：Wind，笔者整理。

由于去年 12 月股市相对低迷，以震荡下行为主，同期债市相对牛市，银行间市场流动性充裕，因此 12 月广义基金债券投资组合新增规模较 11 月大幅增长 8843 亿元至 9448 亿元，仅次于年初 1 月建仓时水平。由此，广义基金除了增持信用债外，也明显加大了对政策债、地方政府债和国债的投资力度，其中政策债和国债的增持规模为其年内月度最高水平。

四、境外机构超配国债和政策债，注重安全性和追踪国际指数

2020 年境外机构净增持 5709 亿元国债和 4208 亿元政策债，较上年分别增加 3400 亿元和 2412 亿元；两类债券在其人民币债券组合中的占比分别为 53.7% 和 39.6%，较上年分别提升 11.1 和 6.4 个百分点。全年信用债仅增持了 705 亿元，较上年减少了 607 亿元，净持仓占比为 6.6%，较上年大幅回落 17.6 个百分点，其中，境外机构主要增持的是中票，全年增持了 408 亿元，而同业存单仅增持了 16 亿元。

总体上，境外机构偏爱国债和政策债，2020 年增仓最为明显，尤其是国债的月度增持趋势较政策债更为显著，这主要是因为：

一是我国国债和政策债的安全性高，且相对其他国家债券具有较高的投资价值。得益于我国疫情管控得力，经济在全球国家中率先恢复，相对全球其他国家经济复苏态势良好，社会和政治稳定，加之中美 10 年期国债利差大幅拓宽至历史高位，以及人民币对美元汇率自 2020 年 6 月以来进入大幅升值通道，国际投资者投资人民币债券，资产安全性高的同时，还可获得利差和汇差双重丰厚的收益。

图 7：境外机构的月度增持规模

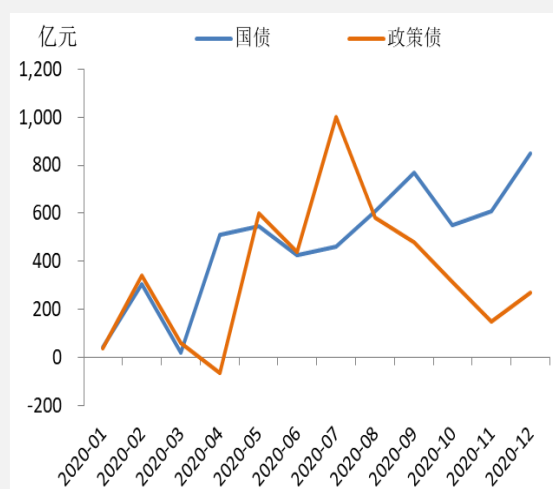


图 8：境外机构持仓的市场占比变化

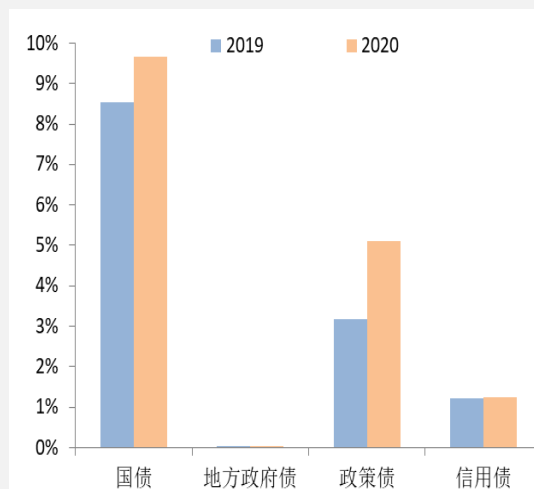


图 9：中美国债利差升至历史高位

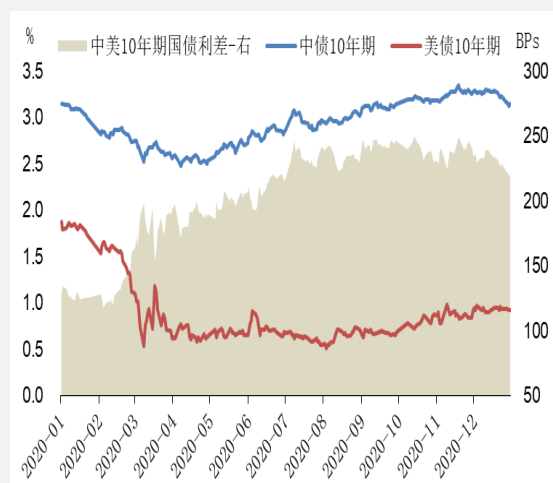
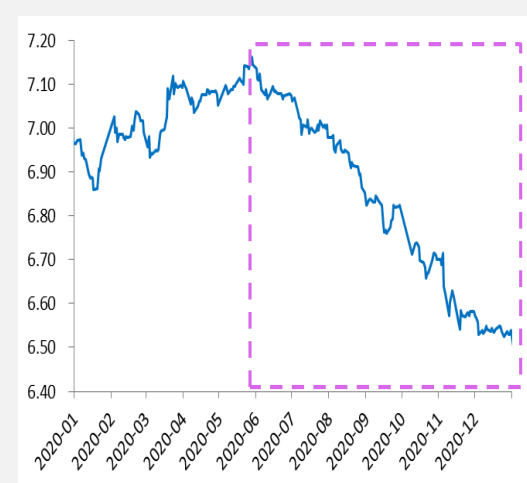


图 10：人民币对美元汇率走势



数据来源：Wind，笔者整理。

二是我国的国债和政策债相继被纳入国际主流债券指数，吸引主动或被动跟踪指数的境外资金明显增加对我国国债和政策债的配置力度。随着对外开放程度的不断加深，我国债市获得国际越来越广泛的认可，人民币国债相继被纳入

彭博巴克莱全球综合债券指数、摩根大通旗舰全球新兴市场政府债券指数、富时世界国债指数，政策债则被纳入彭博巴克莱全球综合债券指数。虽然政策债的名义收益率高于国债，境外投资者的投资利息收入也处于免税的红利期，但由于更多的国际主流债券指数优先选择纳入我国国债，导致境外机构对国债的需求仍明显高于政策债。

表 2：我国债券被纳入国际三大主流债券指数

指数	被纳入的 债券类型	宣布时间	纳入时间	跟踪指数 资管规模
彭博巴克莱全球综合债券指数（BBGA）	中国国债和政策性金融债券	2018-3-23	2019-4-1，在 20 个月内分步纳入	2-3 万亿 美元
摩根大通旗舰全球新兴市场政府债券指数（GBI-EM）	9 支高流动性的中国国债	2019-9-4	2020-2-28，在 10 个月内分步纳入	2260 亿 美元
富时世界国债指数（WGBI）	中国国债	2020-9-25	2021 年 10 月，待 2021 年 3 月确认	2-4 万亿 美元

随着外资加码布局我国债券市场，境外机构持有国债余额的市场占比从 2019 年的 8.5% 上升 1.1 个百分点至 2020 年的 9.7%，持有政策债余额的市场占比从 2019 年的 3.2% 上升 1.9 个百分点至 5.1%，**外资对我国国债和政策债市场的影响力明显增强。**

五、结论和启示

通过剖析 2020 年银行间债券市场各类投资者的投资策略特征变化，我们可以获得如下启示：

1. 银行、保险、券商和境外机构都倾向于超配利率债，低配信用债，而广义基金则大幅增持信用债。纵向比较各机构投资者自身的风险偏好变化，2020 年银行、保险、券商、境外机构对国债情有独钟，银行和保险也喜欢配置地方政府债券，广义基金、境外机构较为偏好政策债，信用债则是广义基金债券投资的“主菜”。相较 2019 年而言，2020 年银行、保险、券商和境外机构的信用债增持规模明显减少，大幅增持了国债、地方政府债或政策债；广义基金则大幅增持

信用债。由于广义基金 2020 年整体债券组合规模较上年大幅增长，其对各类券种的需求都较上年更为旺盛。

2. 各类券种的前三大买方机构。横向比较各机构投资者的净增持规模，对国债需求最大的前三大机构依次是银行、境外机构和广义基金。地方政府债的主要买方是银行、保险和广义基金。对政策债的需求较大的前三大机构依次是广义基金、银行和境外机构。信用债方面，广义基金的投资占据市场近“半壁江山”；其次是银行，出于提高组合收益率或维护客户关系的角度考虑，对信用债的增持规模位居市场第二；风险偏好较高的券商的信用债需求排在第三位。与 2019 年相比，差别主要体现在：保险机构对地方政府债的需求从上年第三位跃升至第二位，广义基金因此跌至第三位；广义基金对信用债的需求由上年的第二位跃升至第一位，银行因此跌至第二位。

总体上看，银行仍是债市最大的投资者，2020 年的债券净增持规模达到 **8.04** 万亿元，高居榜首。其次是广义基金，2020 年净增持 **4.41** 万亿债券，占据债市第二把交椅。境外机构后来者居上，大幅超越保险和券商，成为银行间市场债券净增持的第三大重要力量。

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。

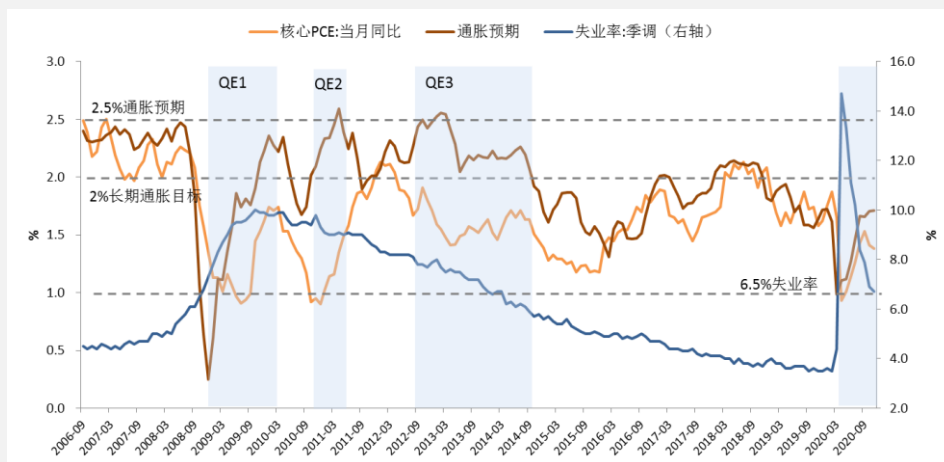
图 1：美联储历次量化宽松



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

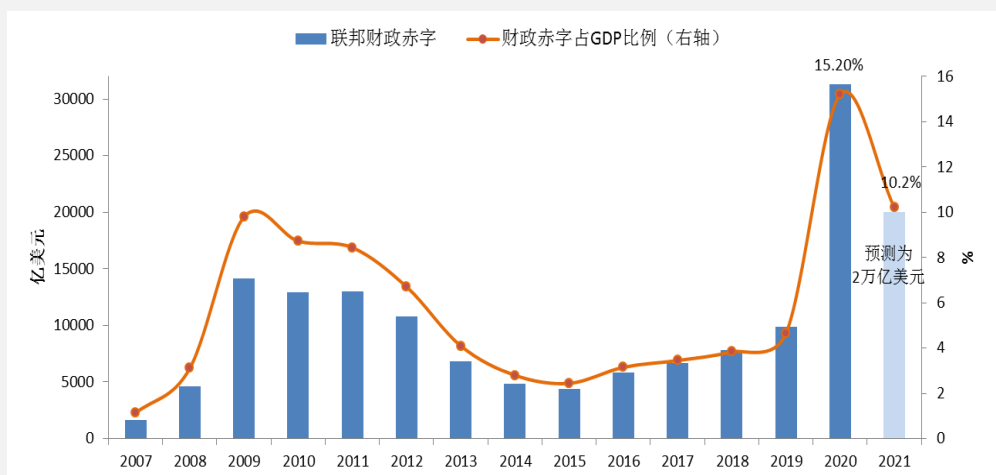
经济指标	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年
实际 GDP 增速（同比，%）	-2.4	4.2	3.2	2.4
失业率（%）	6.7	5.0	4.2	3.7
PCE 通胀（同比，%）	1.2	1.8	1.9	2.0

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，去年成立的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。

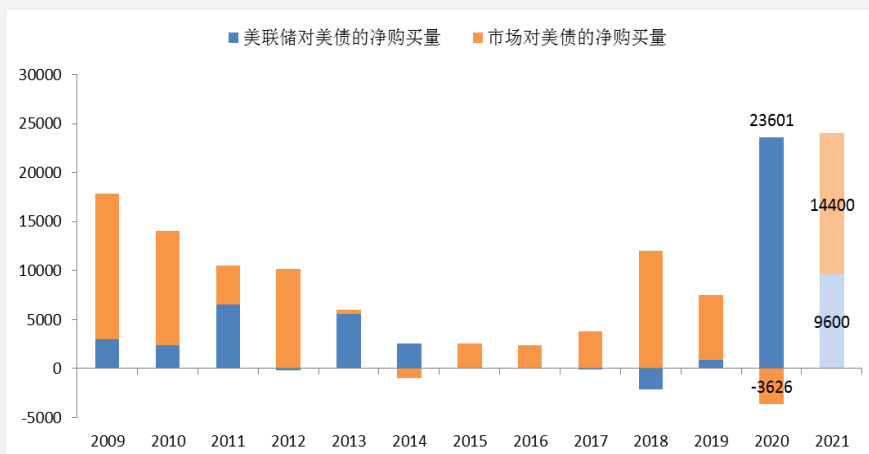
综上，在基准情形下，2021 年美联储有望继续以 1200 亿美元每月的速度进行资产购买，全年 QE 将带来约 1.5 万亿美元的资产规模增长。考虑信贷支持工具的退出和其他资产项波动，**2021 年末美联储资产负债表规模或将比 2020 年增加至少 1 万亿美元，至 8.5 万亿美元左右。**

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

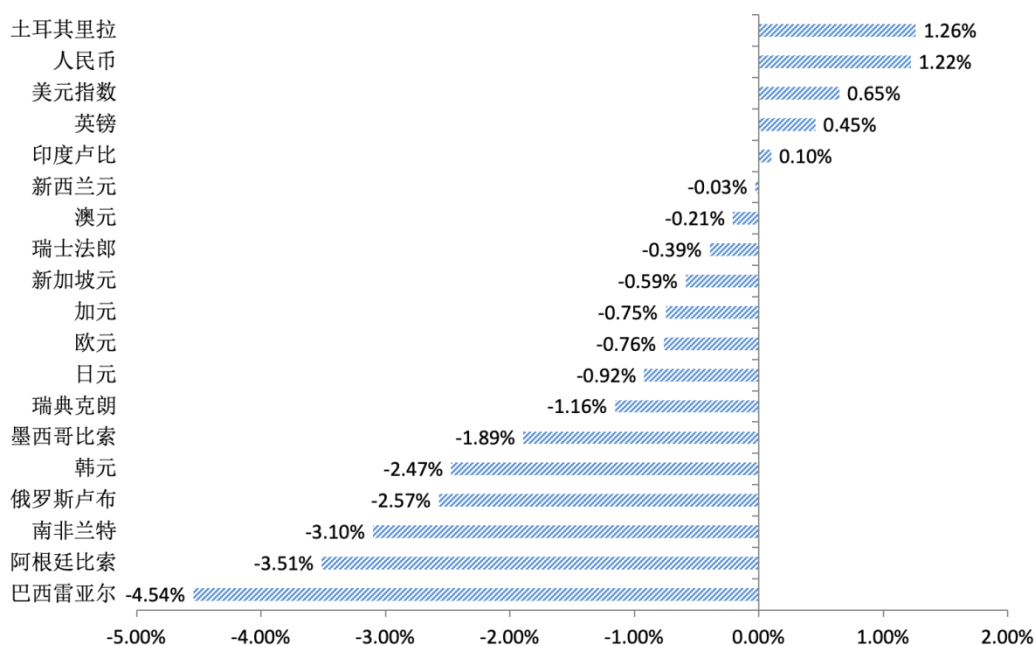
值得注意的是，当前美股处于估值高位，若通胀和利率水平抬升过快，可能引发美股回调，而金融市场稳定也是美联储考虑的重要因素。如果美债收益率曲线的陡峭化程度超过市场承受能力，美联储可能通过调整购买资产的期限结构或者扩大 QE 规模来实施干预。

外汇市场

人民币：维持震荡走势。1月，美元指数在月初延续弱势表现，一度触及近三年低位 89.206。随后，美元指数企稳反弹，站稳 90 关口。美元指数企稳回升的原因主要有三个方面：**一是**美国大选尘埃落定，民主党人拜登宣誓就任新一届美国总统，民主党同时控制国会参众两院，政治不确定性消除，加之市场对拜登政府推出新一轮大规模刺激计划以支持经济增长的预期增加，提振了美指走势；**二是**在大规模刺激计划即将推出的背景下，市场预期美国国债供给量增加，抛售美债，导致美债收益率上行，带动美指上涨；**三是**美国通胀预期升温，市场担忧美联储提前缩减量化宽松规模，推升美指。1月，美元指数在【89.2,90.6】区间波动，1月29日收盘报 90.545，当月累计上涨 0.65%，结束两月连跌。

非美货币普遍走弱。美元指数触底反弹，非美货币普遍承压。在发达经济体货币中，英欧协议顺利达成，英国脱欧迎来终局，“硬脱欧”的阴霾散去，英镑上涨，除英镑外，其他货币全线走弱。新兴市场货币表现分化，土耳其里拉升值幅度在主要货币中领跑，印度卢比也小幅上涨，但俄罗斯卢布、南非兰特、阿根廷比索和巴西雷亚尔对美元贬值幅度较大。

图 1：1 月主要货币涨跌幅



数据来源：Wind，建行金融市场部

人民币震荡走高。1月，国内经济复苏态势延续，中国2020年GDP同比增长2.3%，成为唯一实现正增长的主要经济体，经济基本面持续向好，为人民币走强提供了充足动能。同时，人民币资产吸引力不减，跨境资金持续流入人民币市场，推动人民币汇率走强。月初，人民币表现强势，收盘价一度创30个月新高，但随着美指企稳反弹，人民币逐步转为震荡走势。1月，人民币对美元在【6.42，6.52】区间波动，1月29日收盘报6.4612，当月累计升值1.22%。

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2月，美元指数将维持震荡走势，主要有以下四个方面的考虑：

一是关注美国复苏趋势的变化。美国疫情尚未得到有效控制，虽然疫苗接种在全球处于领先地位，但疫苗的效果短期内难以显现。从近期公布的数据里看，美国经济复苏的趋势有所放缓，美联储在今年首份货币政策声明中也提到了这一点。如果美国经济基本面恶化，对美元指数走势将产生拖累。但如果美国新一届政府推出大规模财政刺激计划，将对美国经济增长起到很好的促进作用，美国经济复苏将加快，也将利好美元走势。

二是美联储仍将维持宽松政策。1月，由于通胀预期的上升，市场对美联储着手改变目前宽松政策的讨论甚嚣尘上，推升了美指。但在美联储今年首次议息会议上，美联储选择维持目前宽松的货币政策，维持美国1200亿美元的资产购买计划不变，打消了市场对美联储提前缩减量化宽松规模的疑虑，短期内美联储料将延续目前的宽松政策。

三是看空美元的情绪依旧高涨。根据美国商品期货委员（CFTC）公布的最新数据，美元净空仓持仓规模位于 2011 年 3 月以来的高位，看空美元的情绪依旧高涨，美元在短期内走强的可能性较小。

四是关注市场风险偏好的变化。近期，美国股市震荡加剧，市场风险偏好降低，避险需求的增加，推动美指走强。2 月，如果全球金融市场动荡持续、病毒变异使得全球疫情防控形势更加严峻或其他风险事件发生，将刺激避险需求的增加，也将推动美指走强。

综上，美元指数在 2 月将呈现震荡走势，主要波动区间为【89，93】。

人民币方面，我们认为人民币升值将趋缓，将维持目前的震荡走势，主要原因有：

一是中国经济复苏态势延续，但需警惕疫情反复带来的短期冲击。2020 年，中国率先控制住新冠肺炎疫情，率先实现复工复产，经济稳步复苏，经济同比增长 2.3%，成为唯一实现正增长的主要经济体。国际货币基金组织（IMF）发布的预测显示，2021 年，中国经济增速将达 8.1%。中国经济复苏态势延续，经济基本面良好，为人民币汇率走强提供了支撑。但自 2020 年 12 月，国内疫情呈现多点散发的态势，需要警惕疫情反复对人民币汇率的短期影响。

二是中美利差高位回落，但跨境资金流入的趋势不改。中国和美国 10 年期国债收益率之差从历史高位 249BPs 回落至 200BPs 左右，但仍处在历史较高水平。中美利差虽较历史高位收窄，但人民币资产的吸引力不减，外资机构连续 9 个月增持中国债券，沪股通和深股通连续 4 个月净流入，跨境资金流入的趋势并未改变，为人民币汇率提供了支撑。

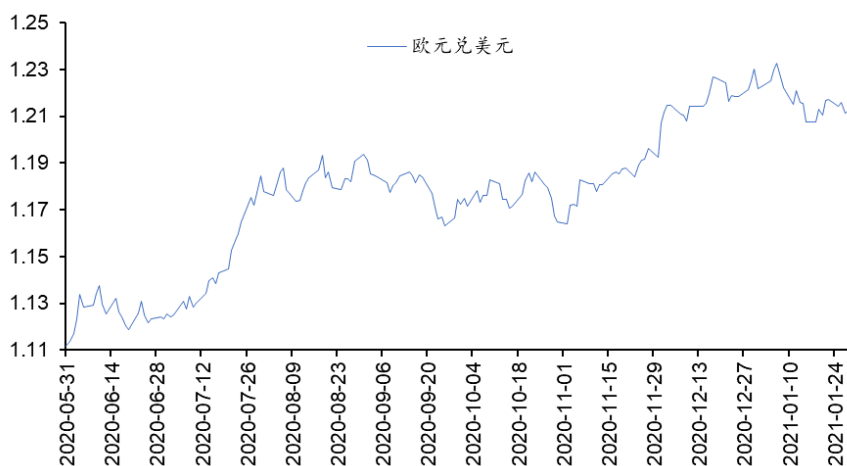
三是中美关系的走向仍是人民币汇率的最大外部压力。1 月，民主党人拜登就任新一届美国总统，民主党控制美国国会参众两院，美国政治局势落定。但中美战略竞争的局面并不会改变，民主党政府上台后，对华政策面临重构。随着美国新一届政府对华政策逐步清晰，中美关系的变化将继续对人民币汇率产生扰动。

总而言之，中国经济基本面持续改善，跨境资金持续流入人民币市场，为人民币汇率走强带来支撑。但中国疫情出现反复的风险增加，疫情的短期影响也不容小视。此外，中美关系的变化，也将对人民币汇率带来扰动。综上所述，人民币将维持震荡走势，主要波动区间为【6.30，6.60】。

非美货币走势概览

欧元：维持高位震荡。2021年1月，欧元高位震荡，欧元对美元小幅走弱。1月初，欧元对美元延续2020年涨势，最高触及1.2350的2018年4月以来高位，随后因美国政府权力交接和美国经济数据转好，美元指数再度走强，带动欧元对美元下行。截至1月末，欧元对美元贬值0.64%至1.2138。

图 1：欧元对美元走势



数据来源：Wind，建行金融市场部

展望 2 月，受疫情影响，欧洲区经济可能持续低迷，但不确定性逐步降低，在美元指数料将低位盘整的情况下，预计欧元或继续保持高位震荡。

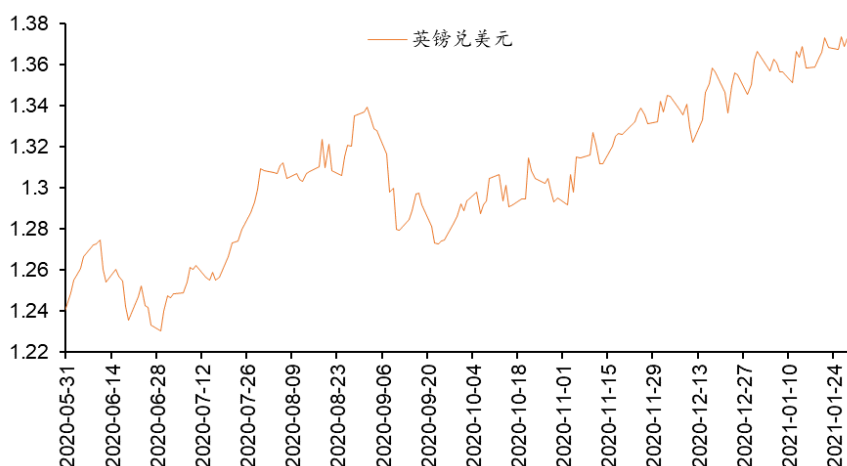
一方面，欧央行货币政策或适时调整。1 月末欧央行的货币政策会议按兵不动，但欧央行主席拉加德暗示货币政策将更为灵活，为了保证通胀朝向欧洲央行的目标水平回升，可能调整一切工具，PEPP 额度的使用将取决于金融条件，即现有的资产购买可以维持有利的融资条件，则不会用尽额度，但如果疫情冲击增大，则提高购买额度。从现有情况看，欧洲受疫情冲击依然严重，经济数据持续低迷，且疫苗接种速度远不及预期，但欧央行对经济前景谨慎乐观，包括英国脱欧落地、美国总统选举完成、财政刺激计划达成共识、疫苗接种加快等，整体而言，未来经济复苏的不确定性正在降低。需持续关注欧央行货币政策变动对欧元的影响。

另一方面，**欧盟委员会或将推进强欧元政策**。1月19日欧盟委员会推出旨在刺激欧盟经济和金融开放的战略政策，该政策基于三个相互加强的支柱，包括促进强势欧元的国际地位和第三国的合作伙伴推广使用、发展欧盟金融市场基础设施和欧元结算系统、推进欧盟自身制裁的统一等。以上三大措施，均旨在提高欧元对投资者的吸引力，加强欧元作为交易和结算货币的深度和流动性。如该政策顺利推行欧元或将摆脱现有颓势。

综上所述，疫情冲击仍是影响欧元区经济基本面的最重要因素，在美元指数持续偏弱的情况下，综合考虑到欧央行货币政策和欧盟经济政策的新变化，欧元对美元预计将继续保持高位，2月波动区间为【1.20，1.25】。

英镑：预计震荡上行。2021年1月，英镑震荡走强，英镑对美元月中触及2018年5月以来高位1.3748。月初因疫情进一步恶化，英国开启第三次全国封锁，1月上旬英镑连续走低。但英国的疫苗接种速度超过欧洲任何一个国家，同时英国央行表示对负利率保持谨慎，对经济前景乐观，尽管月底多项经济数据均不及预期，市场乐观情绪延续，加之美元指数总体偏弱，英镑大幅走强，截止1月末，英镑对美元升值0.25%至1.3698，对欧元升值0.94%至1.1289。

图 2：英镑对美元走势



数据来源：Wind，建行金融市场部

展望2月，预计英镑继续震荡上行。

一方面，英国央行货币政策的不确定性增强。当前英国央行已降息至 0.1% 的历史低位，但英国央行行长贝利 1 月公开表示，实施负利率将会带来很多问题，将与监管机构就如何实施负利率进行合作，令市场对英国央行实施负利率的预期降低。2 月 4 日英国央行将召开 2021 年首次货币政策会议。如果英国央行实行负利率，英镑料将走弱，但这种可能性目前看不大。

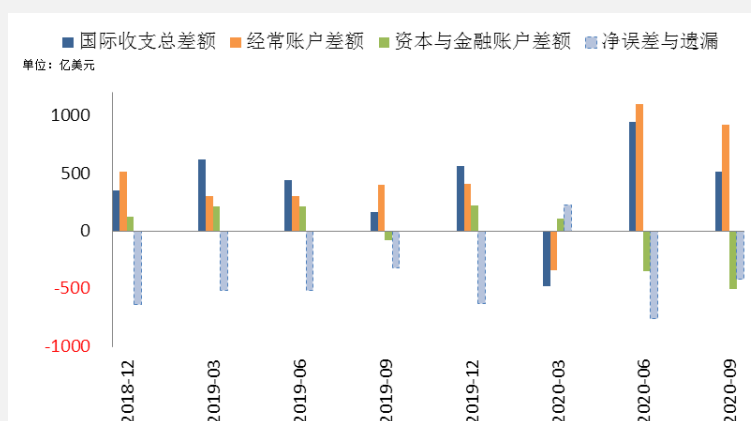
另一方面，英国脱欧对英镑的长期影响不容忽视。英国脱欧进程已经结束，市场对于英镑资产是否存在“脱欧折价”看法不一，脱欧对英镑走势的短期压制效应消失，但长期影响依存。现有的协议并未解决英欧之间有关服务业、金融业、渔业、关税等关键问题的分歧，这可能使得英欧之间出现难以调和的矛盾，这将限制英镑的上行空间。

综上所述，当前英国仍处于全国封锁中，新冠疫情依然是影响英国宏观经济基本面的关键因素，如果大规模疫苗接种能如期令英国经济如英国央行所言“以极快的速度”复苏，英国或将不会执行负利率政策，则英镑将继续走强，但脱欧的后续影响不容忽视。预计 2 月英镑对美元波动区间为【1.35，1.40】。

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。

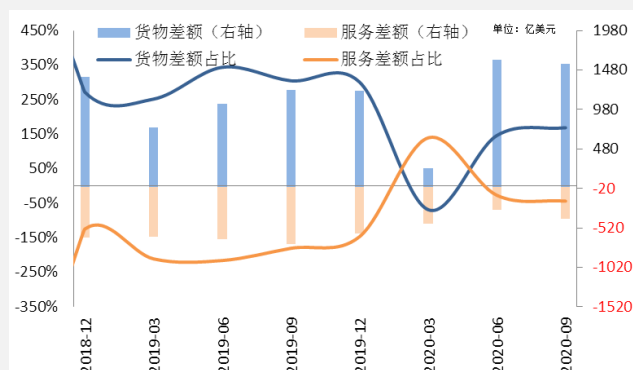
2020 年三季度人民币正值新一轮升值周期中，当季升值幅度达 3.9%，且波动较大。汇率本质是由外汇市场上不同货币的供求关系决定的，因此一国的国际收支情况是影响外汇收支的重要因素。回顾当期的国际收支状况，有利于理解国际资本流动对即期人民币汇率的影响。

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。

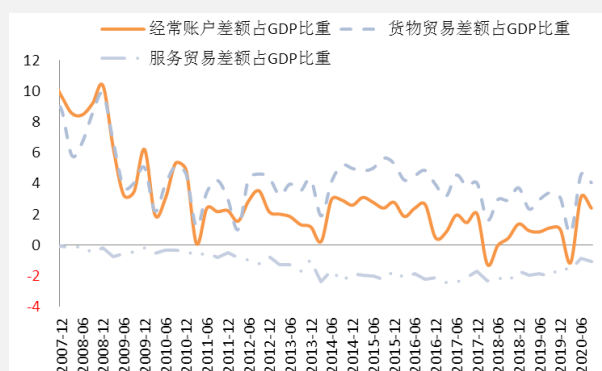
图 2：货物与服务差额及占经常账户差额的比重



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。

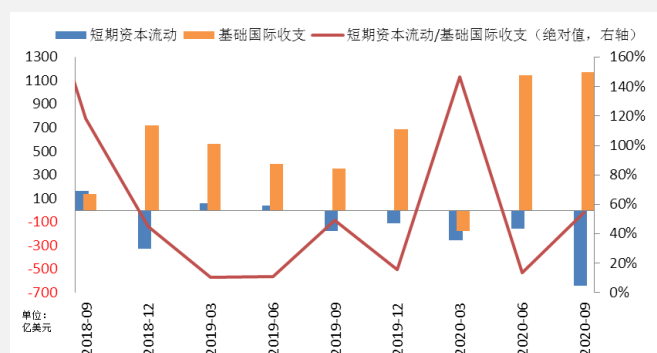
二、资本与金融账户继续维持逆差水平

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。

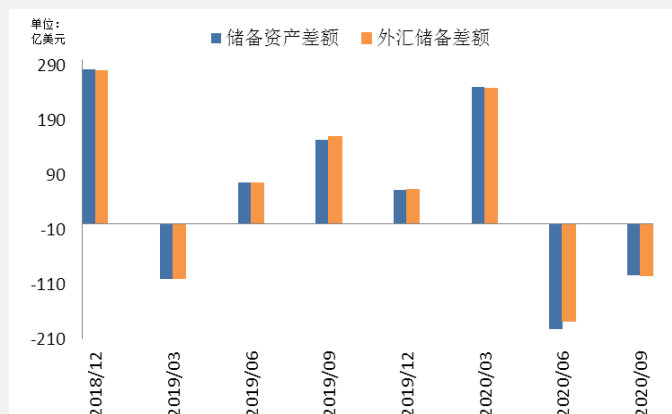
人民币资产属性增大，波动率提升。短期资本流动对国际收支的影响增大，与 2020 年跨境投融资渠道的开放和便利相适应，意味着人民币汇率资产价格属性的提升，相应汇率出现波动甚至出现过度升值或贬值的汇率超调可能性增加。伴随短期资本流动规模的扩大，人民币波动率或将进一步提升。

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。

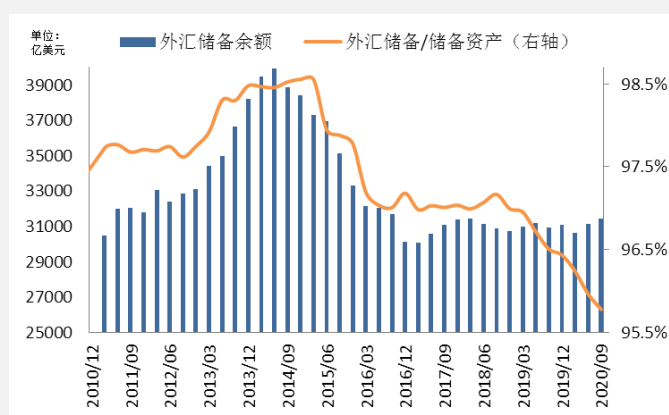
图 5: 储备资产与外汇储备差额



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。

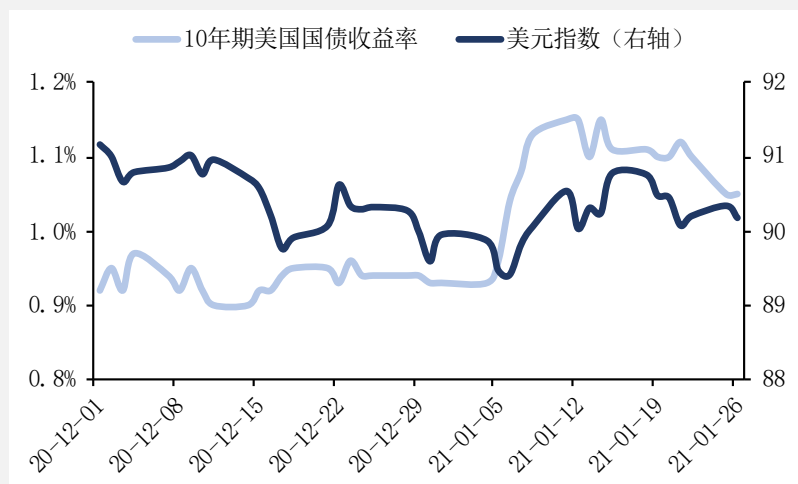
专题二：美元指数走势将迎来反转吗？

2021 年伊始，美元指数从近三年低位反弹，站稳 90 关口，各大机构纷纷收回看空美元的观点，市场对美元指数即将走出下跌通道的判断愈发增多。即便美元指数迎来了阶段性的反弹，但美元指数的走势真的迎来反转了吗？美元指数今年要走向何方？

一、近期美元指数的原因分析

美元指数在 1 月出现反弹的主要原因有三个方面：一是美国政局的不确定性消散，民主党控制白宫和美国国会参众两院，市场对美国新一届政府即将推出的大规模经济刺激计划促进美国经济增长持乐观预期，提振了美元指数的走势。二是美国新一届政府扩大财政刺激规模，美国国债供应量将会增加，投资者抛售美国国债，推升了美国国债收益率，带动美元指数走强。三是美债 10 年期盈亏平衡通胀率⁶升至 2% 以上，市场通胀预期上升，投资者对美联储提前加息和缩减 QE 的预期增加，美元指数上涨。三重因素叠加，推动美元指数在 1 月企稳回升。

图 1：美国国债收益率和美元指数变动情况



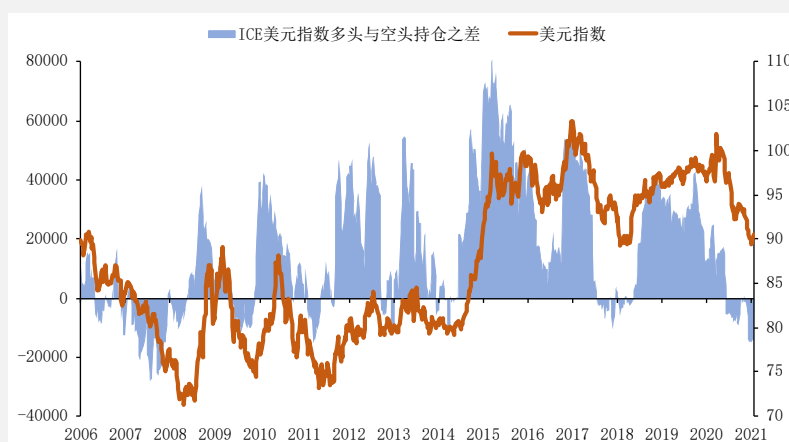
数据来源：Wind，建行金融市场部

⁶ 美国 10 年期国债收益率与 10 年期国债通胀指数 (TIPS) 的差值

二、市场看空美元的情绪依旧看涨

从历史数据来看，美元指数走势与美元期货持仓变动具有高度一致性：当美元期货多头持仓规模持续增加之时，美元指数呈现走强走势；当美元期货空头持仓规模不断增加时，美元指数呈现走弱走势。从美国商品期货委员（CFTC）公布的数据显示，美元净空仓持仓规模处于 2011 年 3 月以来的高位，显示出市场看空美元的情绪处于近十年的高位。由此可见，美元指数短期内仍将维持弱势表现。

图 2：美元指数净空仓持仓规模和美元指数变动情况



数据来源：Wind，建行金融市场部

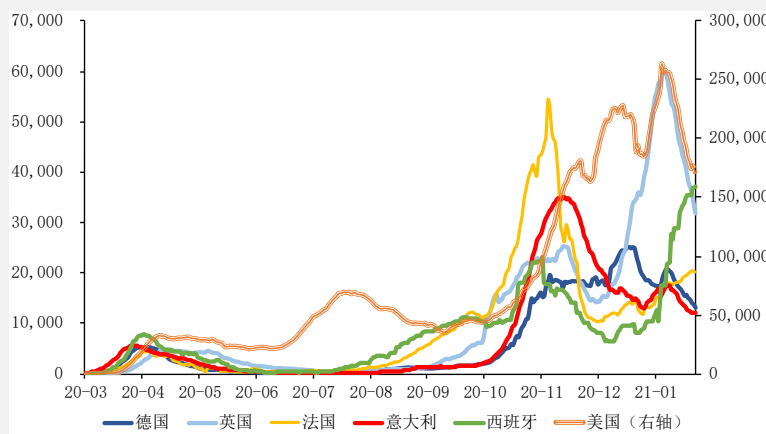
三、美国和欧洲经济复苏的相对速度，与美元指数的走势具有高相关性

由于欧元在美元指数的一篮子货币中占比达 57.5%，欧元兑美元走势决定了美元指数的走向，因此欧美经济基本面之差，对美元指数走势的影响最大。在疫情笼罩在全球经济上空的背景下，美国和欧洲经济复苏的相对速度，决定了美元指数的走向。

1. 美国疫情防控形势严峻，但疫苗接种进度领先欧洲

新冠肺炎疫情在美国持续蔓延，单日新增确诊病例一度突破 30 万例，虽然近期美国单日新增确诊病例数量有所下降，但美国新增确诊病例 7 天移动平均值依旧维持在 15 万例以上，美国疫情防控压力仍未有效缓解。与欧洲主要国家相比，美国疫情防控形势仅好于西班牙和英国，美国疫情防控压力要大于德国、法国和意大利。

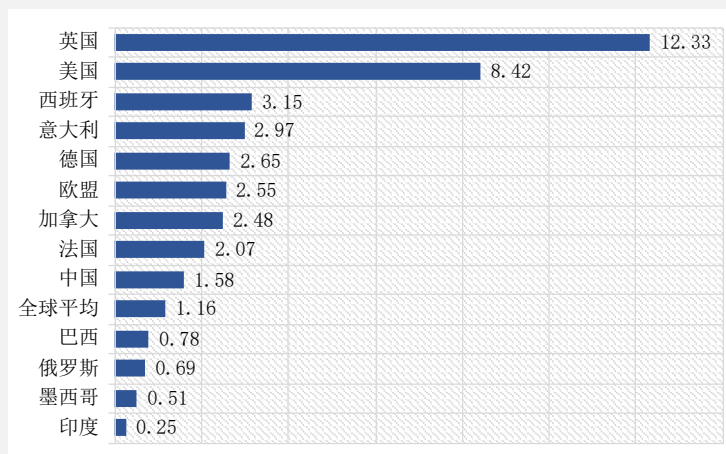
图 3 部分国家新增确诊病例 7 天移动平均值



数据来源：Wind，建行金融市场部

从疫苗接种进度来看，截至 1 月 29 日，美国每 1000 人接种疫苗 8.42 剂，疫苗接种进度远高于全球平均水平，高于欧盟的 2.55 剂/100 人，仅低于英国的 12.33 剂/100 人，美国疫苗接种进度在主要经济体中领先。

图 4：部分国家疫苗接种进度（单位：剂/100 人）



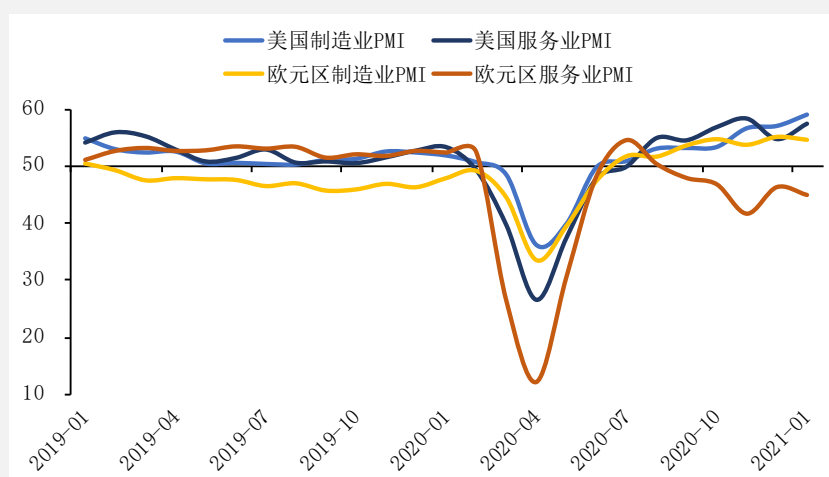
数据来源：Ourworldindata，建行金融市场部

由此可见，美国疫情防控形势严峻，防控压力总体上要大于欧洲国家，但疫苗接种进度在包括欧元区在内的主要经济体中领先。如果疫苗能起到很好的保护效果，随着疫苗接种进度的加快，美国有望在欧洲之前走出疫情的阴霾，美国经济复苏的步伐将早于欧洲。

2.美国和欧洲经济复苏的相对趋势正在发生改变

新冠肺炎疫情对美国 and 欧元区经济均造成了严重冲击，美国 and 欧元区 PMI 在 2020 年 4 月均跌入了谷底。在 2020 年 8 月前，欧元区服务业 PMI 和制造业 PMI 的反弹幅度均高于美国，显示出欧元区经济的修复速度要快于美国，这也是同期美元指数走弱的主要原因。但自 2020 年 11 月起，美国制造业 PMI 和服务业 PMI 均高于欧元区，显示出美国经济复苏的势头正在加快，相应地欧元区经济复苏的势头相对放缓，欧美经济复苏的步伐出现改变。如果这一势头持续下去，美国经济复苏的速度超过欧元区，将为美元指数的走强积蓄动能。

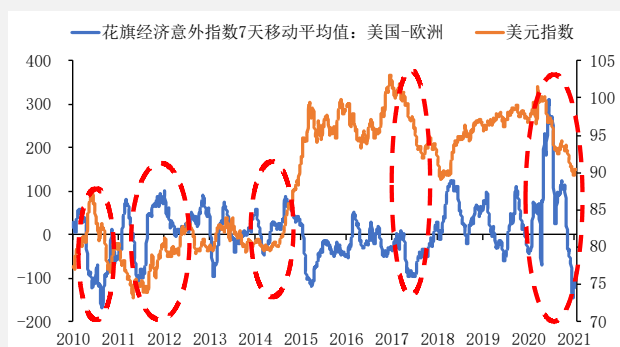
图 5：美国和欧元区 PMI 变动情况



数据来源：Wind，建行金融市场部

美国相对欧元区经济基本面的优势正在积累，正在积累的上涨动能是否带动美元指数的走势出现反转？我们使用花旗经济意外指数来寻找答案，将美国和欧元区的花旗经济意外指数的差值做 7 天移动平均，通过与美元指数走势的比照，可以发现美元指数走势的每次反转，大多伴随着美国与欧洲花旗经济意外指数差值变化趋势的改变。从目前的数据来看，这一数值并未发生变化趋势的明显改变，显示美元指数走势在短期内发生反转的信号并未发生。但从中长期看，如果美国经济复苏速度快于欧元区的趋势延续下去，美元指数将迎来上涨。

图 6：欧美花旗经济意外指数差值和美元指数走势



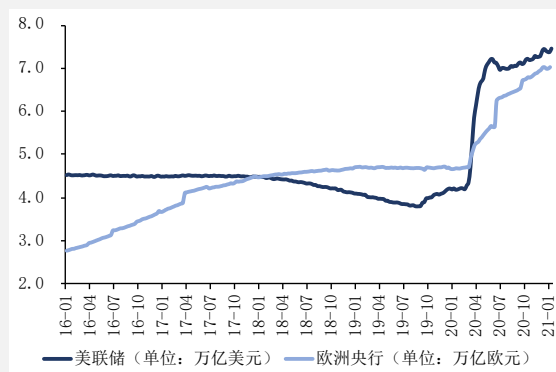
数据来源：路孚特，建行金融市场部

四、美联储与主要央行货币宽松的步伐，影响着美元指数的走势

为应对疫情对经济的冲击，全球央行大兴“宽松之风”，除降低基准利率外，主要央行更是祭出大规模量化宽松，其中美联储推出无限量 QE，欧央行推出规模为 1.85 万亿欧元的紧急抗疫购债计划（PEPP），英国央行将资产购买规模提升至 8950 亿英镑，日本央行亦扩大资产购买规模。

从美联储和欧央行资产负债表规模的扩张速度和力度来看，美联储扩表的速度和力度均高于欧央行。从欧央行的最新的利率决议来看，欧央行紧急抗疫购债计划（PEPP）至少持续到 2022 年 3 月底，PEPP 到期证券本金的再投资将至少持续到 2023 年底。从美联储最新发布的货币政策声明来看，预计美联储在 2023 年前都将维持目前的联邦利率水平不变，在 2022 年前不会缩减量化宽松规模。

图 7：美联储和欧央行资产负债表规模变动情况



数据来源：Wind，建行金融市场部

美联储与欧央行量化宽松退出的步伐差，将决定美元指数的走向。如果美联储先于欧央行缩减或退出量化宽松，美元指数走势将发生转向，转为走强走势。反之，欧央行先于美联储缩减或退出量化宽松，美元指数将维持在目前的下跌通道中，进一步走弱。

五、“强美元政策”并不等于美元指数的上涨预期增加

近期市场对美元指数走出下跌通道的讨论增加的一个重要原因，来自于市场对新任美国财政部长耶伦实施“强美元政策”的预期在增加。耶伦在参加美国国会参议院提名听证会时表示，美国不会采取压低美元汇率的方式来获取贸易竞争优势，美元相对其他货币的价值应由市场来决定。市场认为，耶伦的这一表态，显示出其将实施“强美元政策”，推动美元汇率上升，使得美元指数走强

我们认为，美元汇率并不是美国经济政策的目标，美元汇率的变化反映的是美国经济基本面的变化，美国经济强，则美元强，美国经济弱，则美元弱，美元汇率是美国经济政策的效果。如果美国新一届政府实施“强美元政策”，并不是在要推升美元汇率，而是要强化美元在全球货币体系中的地位，增强市场对美国金融体系的信心。从这方面讲，不应过度解读强美元政策对美元汇率的影响，要更加关注美国经济基本面对美元汇率的影响。

综上所述，虽然美元指数在 1 月迎来了阶段性反弹，然而市场看空美元的情绪依旧高涨，美元指数短期内难以摆脱弱势表现，但下跌的幅度没有市场此前预期的那么大。从中长期看，如果美联储退出宽松政策的步伐先于主要央行，美国经济复苏速度快于欧元区，美国相对于欧元区经济基本面的比较优势不断积累，美元指数的走势或将迎来反转。总而言之，讨论美元指数走势在短期内迎来反转还为时尚早，但随着美联储货币政策的改变和欧美经济复苏相对步伐的调整，美元指数走势在 2021 年内迎来反转的可能性持续存在。

每月精选

正确认识和把握中长期经济社会发展重大问题⁷

今天，我们召开经济社会领域专家座谈会，听听大家对“十四五”规划编制的意见和建议。出席今天座谈会的，既有经济学家，也有社会学家。刚才，专家学者们做了很好的发言。大家从各自专业领域出发，对“十四五”时期发展环境、思路、任务、举措提出了很有价值的意见和建议，听了很受启发，参会的其他专家提交了书面发言，请有关方面研究吸收。下面，我就正确认识和把握中长期经济社会发展重大问题讲点意见。

用中长期规划指导经济社会发展，是我们党治国理政的一种重要方式。从1953年开始，我国已经编制实施了13个五年规划（计划），其中改革开放以来编制实施8个，有力推动了经济社会发展、综合国力提升、人民生活改善，创造了世所罕见的经济快速发展奇迹和社会长期稳定奇迹。实践证明，中长期发展规划既能充分发挥市场在资源配置中的决定性作用，又能更好发挥政府作用。

“十四五”时期是我国全面建成小康社会、实现第一个百年奋斗目标之后，乘势而上开启全面建设社会主义现代化国家新征程、向第二个百年奋斗目标进军的第一个五年，我国将进入新发展阶段。凡事预则立，不预则废。我们要着眼长远、把握大势，开门问策、集思广益，研究新情况、作出新规划。

第一，以辩证思维看待新发展阶段的新机遇新挑战。党的十九大以来，我多次讲，当今世界正经历百年未有之大变局。当前，新冠肺炎疫情全球大流行使这个大变局加速变化，保护主义、单边主义上升，世界经济低迷，全球产业链供应链因非经济因素而面临冲击，国际经济、科技、文化、安全、政治等格局都在发生深刻调整，世界进入动荡变革期。今后一个时期，我们将面对更多逆风逆水的外部环境，必须做好应对一系列新的风险挑战的准备。

⁷ 本文为习近平总书记2020年8月24日在经济社会领域专家座谈会上的讲话，发表于《求是》杂志2021年第2期。

国内发展环境也经历着深刻变化。我国已进入高质量发展阶段，社会主要矛盾已经转化为人民日益增长的美好生活需要和不平衡不充分的发展之间的矛盾，人均国内生产总值达到1万美元，城镇化率超过60%，中等收入群体超过4亿人，人民对美好生活的要求不断提高。我国制度优势显著，治理效能提升，经济长期向好，物质基础雄厚，人力资源丰厚，市场空间广阔，发展韧性强大，社会大局稳定，继续发展具有多方面优势和条件。同时，我国发展不平衡不充分问题仍然突出，创新能力不适应高质量发展要求，农业基础还不稳固，城乡区域发展和收入分配差距较大，生态环保任重道远，民生保障存在短板，社会治理还有弱项。

总之，进入新发展阶段，国内外环境的深刻变化既带来一系列新机遇，也带来一系列新挑战，是危机并存、危中有机、危可转机。我们要辩证认识和把握国内外大势，统筹中华民族伟大复兴战略全局和世界百年未有之大变局，深刻认识我国社会主要矛盾发展变化带来的新特征新要求，深刻认识错综复杂的国际环境带来的新矛盾新挑战，增强机遇意识和风险意识，准确识变、科学应变、主动求变，勇于开顶风船，善于转危为机，努力实现更高质量、更有效率、更加公平、更可持续、更为安全的发展。

第二，以畅通国民经济循环为主构建新发展格局。今年以来，我多次讲，要推动形成以国内大循环为主体、国内国际双循环相互促进的新发展格局。这个新发展格局是根据我国发展阶段、环境、条件变化提出来的，是重塑我国国际合作和竞争新优势的战略抉择。近年来，随着外部环境和我国发展所具有的要素禀赋的变化，市场和资源两头在外的国际大循环动能明显减弱，而我国内需潜力不断释放，国内大循环活力日益强劲，客观上有着此消彼长的态势。对这个客观现象，理论界进行了很多讨论，可以继续深化研究，并提出真知灼见。

自2008年国际金融危机以来，我国经济已经在向以国内大循环为主体转变，经常项目顺差同国内生产总值的比率由2007年的9.9%降至现在的不到1%，国内需求对经济增长的贡献率有7个年份超过100%。未来一个时期，国内市场主导国民经济循环特征会更加明显，经济增长的内需潜力会不断释放。我们要坚持供给侧结构性改革这个战略方向，扭住扩大内需这个战略基点，使生产、分配、流通、消费更多依托国内市场，提升供给体系对国内需求的适配性，形成需求牵引供给、供给创造需求的更高水平动态平衡。

当然，新发展格局决不是封闭的国内循环，而是开放的国内国际双循环。我国在世界经济中的地位将持续上升，同世界经济的联系会更加紧密，为其他国家提供的市场机会将更加广阔，成为吸引国际商品和要素资源的巨大引力场。

第三，以科技创新催生新发展动能。实现高质量发展，必须实现依靠创新驱动的内涵型增长。我们更要大力提升自主创新能力，尽快突破关键核心技术。这是关系我国发展全局的重大问题，也是形成以国内大循环为主体的关键。

我们要充分发挥我国社会主义制度能够集中力量办大事的显著优势，打好关键核心技术攻坚战。要依托我国超大规模市场和完备产业体系，创造有利于新技术快速大规模应用和迭代升级的独特优势，加速科技成果向现实生产力转化，提升产业链水平，维护产业链安全。要发挥企业在技术创新中的主体作用，使企业成为创新要素集成、科技成果转化的生力军，打造科技、教育、产业、金融紧密融合的创新体系。基础研究是创新的源头活水，我们要加大投入，鼓励长期坚持和大胆探索，为建设科技强国夯实基础。要大力培养和引进国际一流人才和科研团队，加大科研单位改革力度，最大限度调动科研人员的积极性，提高科技产出效率。要坚持开放创新，加强国际科技交流合作。

2020年11月12日至13日，中共中央总书记、国家主席、中央军委主席习近平在江苏考察。这是13日下午，习近平在扬州市江都水利枢纽展厅，了解南水北调东线工程规划建设 and 运行情况。新华社记者 谢环驰/摄

第四，以深化改革激发新发展活力。改革是解放和发展社会生产力的关键，是推动国家发展的根本动力。我国改革已进行40多年，取得举世公认的伟大成就。社会是不断发展的，调节社会关系和社会活动的体制机制随之不断完善，才能不断适应解放和发展社会生产力的要求。

随着我国迈入新发展阶段，改革也面临新的任务，必须拿出更大的勇气、更多的举措破除深层次体制机制障碍，坚持和完善中国特色社会主义制度，推进国家治理体系和治理能力现代化。我们要守正创新、开拓创新，大胆探索自己未来发展之路。要坚持和完善社会主义基本经济制度，使市场在资源配置中起决定性作用，更好发挥政府作用，营造长期稳定可预期

的制度环境。要加强产权和知识产权保护，建设高标准市场体系，完善公平竞争制度，激发市场主体发展活力，使一切有利于社会生产力发展的力量源泉充分涌流。

第五，以高水平对外开放打造国际合作和竞争新优势。当前，国际社会对经济全球化前景有不少担忧。我们认为，国际经济联通和交往仍是世界经济发展的客观要求。我国经济持续快速发展的一个重要动力就是对外开放。对外开放是基本国策，我们要全面提高对外开放水平，建设更高水平开放型经济新体制，形成国际合作和竞争新优势。要积极参与全球经济治理体系改革，推动完善更加公平合理的国际经济治理体系。

当前，在推进对外开放中要注意两点：一是凡是愿意同我们合作的国家、地区和企业，包括美国的州、地方和企业，我们都要积极开展合作，形成全方位、多层次、多元化的开放合作格局。二是越开放越要重视安全，越要统筹好发展和安全，着力增强自身竞争能力、开放监管能力、风险防控能力，练就金刚不坏之身。

第六，以共建共治共享拓展社会发展新局面。事实证明，发展起来以后的问题不比不发展时少。我国社会结构正在发生深刻变化，互联网深刻改变人类交往方式，社会观念、社会心理、社会行为发生深刻变化。“十四五”时期如何适应社会结构、社会关系、社会行为方式、社会心理等深刻变化，实现更加充分、更高质量的就业，健全全覆盖、可持续的社保体系，强化公共卫生和疾控体系，促进人口长期均衡发展，加强社会治理，化解社会矛盾，维护社会稳定，都需要认真研究并作出工作部署。

一个现代化的社会，应该既充满活力又拥有良好秩序，呈现出活力和秩序有机统一。要完善共建共治共享的社会治理制度，实现政府治理同社会调节、居民自治良性互动，建设人人有责、人人尽责、人人享有的社会治理共同体。要加强和创新基层社会治理，使每个社会细胞都健康活跃，将矛盾纠纷化解在基层，将和谐稳定创建在基层。要更加注重维护社会公平正义，促进人的全面发展和社会全面进步。

以上我重点讲了几个问题，以及中长期经济社会发展涉及的其他问题，希望大家深入思考，取得进一步的研究成果。

2015年11月23日，我在主持十八届中央政治局第二十八次集体学习时专门就马克思主义政治经济学研究作了讲话，最近《求是》杂志发表了这篇讲话。恩格斯说，无产阶级政党的“全部理论来自对政治经济学的研究”。列宁把政治经济学视为马克思主义理论“最深刻、最全面、最详尽的证明和运用”。我们要运用马克思主义政治经济学的方法论，深化对我国经济发展规律的认识，提高领导我国经济发展能力和水平。

理论源于实践，又用来指导实践。改革开放以来，我们及时总结新的生动实践，不断推进理论创新，在发展理念、所有制、分配体制、政府职能、市场机制、宏观调控、产业结构、企业治理结构、民生保障、社会治理等重大问题上提出了许多重要论断。比如，关于社会主义本质的理论，关于社会主义初级阶段基本经济制度的理论，关于创新、协调、绿色、开放、共享发展的理论，关于发展社会主义市场经济、使市场在资源配置中起决定性作用和更好发挥政府作用的理论，关于我国经济发展进入新常态、深化供给侧结构性改革、推动经济高质量发展的理论，关于推动新型工业化、信息化、城镇化、农业现代化同步发展和区域协调发展的理论，关于农民承包的土地具有所有权、承包权、经营权属性的理论，关于用好国际国内两个市场、两种资源的理论，关于加快形成以国内大循环为主体、国内国际双循环相互促进的新发展格局的理论，关于促进社会公平正义、逐步实现全体人民共同富裕的理论，关于统筹发展和安全的理论，等等。这些理论成果，不仅有力指导了我国经济发展实践，而且开拓了马克思主义政治经济学新境界。

时代课题是理论创新的驱动力。马克思、恩格斯、列宁等都是通过思考和回答时代课题来推进理论创新的。现在，在波涛汹涌的世界经济大潮中，能不能驾驭好我国经济这艘大船，是对我们党的重大考验。面对错综复杂的国内外经济形势，面对形形色色的经济现象，学习领会马克思主义政治经济学基本原理和方法论，有利于我们掌握科学的经济分析方法，认识经济运动过程，把握经济发展规律，提高驾驭社会主义市场经济能力，准确回答我国经济发展的理论和实践问题。新时代改革开放和社会主义现代化建设的丰富实践是理论和政策研究的“富矿”，我国经济社会领域理论工作者大有可为。这里，我给大家提几点希望。一是从国情出发，从中国实践中来、到中国实践中去，把论文写在祖国大地上，使理论和政策创新符合中国实际、具有中国特色，不断发展中国特色社会主义政治经济学、

社会学。二是深入调研，察实情、出实招，充分反映实际情况，使理论和政策创新有根有据、合情合理。三是把握规律，坚持马克思主义立场、观点、方法，透过现象看本质，从短期波动中探究长期趋势，使理论和政策创新充分体现先进性和科学性。四是树立国际视野，从中国和世界的联系互动中探讨人类面临的共同课题，为构建人类命运共同体贡献中国智慧、中国方案。

附表
国内主要宏观经济指标：

指标	2020年								
	4月	5月	6月	7月	8月	9月	10月	11月	12月
GDP	3.20%			4.90%			6.50%		
CPI	3.30%	2.40%	2.50%	2.70%	2.40%	1.70%	0.50%	-0.50%	0.20%
工业增加值	3.90%	4.40%	4.80%	4.80%	5.60%	6.90%	6.90%	7.00%	7.30%
固定资产投资	-10.30%	-6.30%	-3.10%	-1.60%	-0.30%	0.80%	1.80%	2.60%	2.90%
社会消费品零售总额	-7.50%	-2.80%	-1.80%	-1.10%	0.50%	3.30%	4.30%	5.00%	4.60%
进口同比增速	-14.40%	-16.70%	2.30%	-1.60%	-2.30%	12.70%	4.40%	3.90%	6.50%
出口同比增速	3.10%	-3.50%	0.20%	6.80%	9.10%	9.40%	10.90%	20.60%	18.10%
广义货币供给增速(M2)	11.10%	11.10%	11.10%	10.70%	10.40%	10.90%	10.50%	10.70%	10.10%
新增人民币贷款(万亿)	1.7	1.5	1.8	1.0	1.3	1.9	0.7	1.4	1.3
1年期贷款利率	4.35%	4.35%	4.35%	4.35%	4.35%	4.35%	4.35%	4.35%	4.35%
1年期存款利率	1.50%	1.50%	1.50%	1.50%	1.50%	1.50%	1.50%	1.50%	1.50%

债券市场关键指标预测：

指标	1月实际值	2月预测值	
资金面 7天回购月度均值(%)	2.62	2.10-2.50	
利率债 1年期国债收益率月度均值(%)	2.45	2.30-2.55	
	10年期国债收益率月度均值(%)	3.15	3.05-3.25
信用债(bps)	1年AAA短融信用利差月度均值(bps)	43	35-55
	3年AAA中票信用利差月度均值(bps)	39	35-55
	5年AAA中票信用利差月度均值(bps)	43	40-60
	7年AAA企业债信用利差月度均值(bps)	42	40-60
	10年AAA企业债信用利差月度均值(bps)	38	40-60

注：信用利差为相对于口行债的利差。

汇率预测：

货币对	3月	6月	9月	12月
EUR/USD	1.21	1.22	1.25	1.28
USD/JPY	105	103	102	100
USD/CNY	6.50	6.40	6.30	6.30
EUR/CNY	7.87	7.94	7.88	8.06
100JPY/CNY	6.19	6.57	6.18	6.30
HKD/CNY	0.84	0.91	0.88	0.85
GBP/CNY	8.79	8.68	8.76	8.32
CNY/MYR	0.62	0.63	0.61	0.63
CNY/RUB	11.43	9.76	11.59	11.43
AUD/CNY	4.94	4.85	4.87	5.36
CAD/CNY	5.00	5.17	5.09	5.00

注：3月、6月、9月、12月均为预测值。

国际主要宏观经济指标：

指标	2020年										2021年
	4月	5月	6月	7月	8月	9月	10月	11月	12月	1月	
美国	GDP	-31.40%			33.40%			4.00%			
	个人消费支出 (PCE)	-33.20%			41.00%			2.50%			
	制造业 PMI (Markit)	36.10%	39.80%	49.80%	50.90%	53.10%	53.20%	53.40%	56.70%	57.10%	59.10%
	CPI	0.30%	0.10%	0.60%	1.00%	1.30%	1.40%	1.20%	1.20%	1.40%	
	核心 CPI	1.40%	1.20%	1.20%	1.60%	1.70%	1.70%	1.60%	1.60%	1.60%	
	PCE	0.48%	0.54%	0.92%	1.01%	1.24%	1.35%	1.19%	1.12%	1.28%	
	核心 PCE	0.93%	1.01%	1.14%	1.26%	1.43%	1.53%	1.41%	1.37%	1.45%	
	失业率	14.70%	13.30%	11.10%	10.20%	8.40%	7.90%	6.90%	6.70%	6.70%	
	联邦基金利率	0.05%	0.05%	0.08%	0.09%	0.10%	0.09%	0.09%	0.09%	0.09%	0.09%
	3 个月 LIBOR	1.17%	0.40%	0.31%	0.27%	0.25%	0.24%	0.22%	0.22%	0.23%	0.23%
	10 年期国债收益率	0.66%	0.67%	0.73%	0.62%	0.65%	0.68%	0.79%	0.87%	0.93%	1.08%
欧元区	GDP	-39.20%			59.90%						
	制造业 PMI	33.40%	39.40%	47.40%	51.80%	51.70%	53.70%	54.80%	53.80%	55.20%	54.70%
	CPI	0.30%	0.10%	0.30%	0.40%	-0.20%	-0.30%	-0.30%	-0.30%	-0.30%	
	核心 CPI	0.90%	0.90%	0.80%	1.20%	0.40%	0.20%	0.20%	0.20%	0.20%	
	失业率	7.20%	7.70%	7.90%	8.70%	8.60%	8.50%	8.40%	8.30%		
	3 个月 EURIBOR	-0.25%	-0.27%	-0.38%	-0.44%	-0.48%	-0.49%	-0.51%	-0.52%	-0.54%	-0.55%
	德国 10 年期国债收益率	-0.42%	-0.49%	-0.40%	-0.48%	-0.50%	-0.50%	-0.59%	-0.59%	-0.59%	-0.56%
日本	GDP	-29.20%			22.90%						
	制造业 PMI	41.90%	38.40%	40.10%	45.20%	47.20%	47.70%	48.70%	49.00%	50.00%	
	CPI	0.10%	0.10%	0.10%	0.30%	0.20%	0.00%	-0.40%	-0.90%	-1.20%	
	核心 CPI	-0.20%	-0.20%	0.00%	0.00%	-0.40%	-0.30%	-0.70%	-0.90%	-1.00%	
	失业率	2.80%	2.90%	2.80%	2.90%	3.00%	3.00%	3.10%	2.80%	2.80%	
	10 年期国债收益率	0.00%	0.00%	0.03%	0.03%	0.04%	0.03%	0.03%	0.03%	0.02%	0.04%

本报告中的信息均来源于已公开的资料，本期作者对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，报告中的观点或意见仅代表作者个人看法，仅供参考。本报告的版权仅为我公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表或引用。