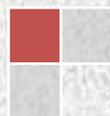


2021

# 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.....	8
专题一：美债收益率上行对美股的影响.....	11
专题二：A股需要关注因素及后期行情风格.....	14
专题三：解析CPI权重的“主动”调整和“被动”变化 ——2021年CPI基期轮换的几点关注.....	17
债券市场.....	23
2月回顾：利率债收益率曲线陡峭化.....	23
3月展望：债券收益率将高位回落.....	26
专题一：货币政策走向：急转弯还是暂调整？.....	33
专题二：低利率环境下的美国国债投资者行为分析.....	39
外汇市场.....	46
人民币：震荡微升.....	46
非美货币走势概览.....	49
专题一：中美关系修复对人民币汇率走势的影响.....	53
专题二：金融开放不断深化，跨境资本持续流入.....	58
每月精选.....	66
孙国峰：2020年货币政策回顾与2021年展望.....	66
附 表.....	72

## 本期执笔人：

## 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

胡珊珊

010-67595304

hushanshan.zh@ccb.com

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”



## 卷首语

2月，我国春节假期期间，国际市场风行雷动。由于美国新冠日新增确诊病例数从高位回落，公布的经济数据多好于预期，加之投资者预计美国政府1.9万亿美元的新冠援助计划有望在国会通过，以及美联储坚守货币宽松立场，市场对美国经济复苏和通胀的预期升温。美股因此迭创历史新高，美国国债收益率快速攀升。24日，美债10年期收益率盘中升破1.40%关口，加剧了全球国债的抛售潮。25日，美债10年期盘中升破1.60%关口。随着美债收益率的大幅上行，美国上市企业通过发债来募集资金回购股票的渠道受阻，美股因此大跌。美国股债市场“双杀”，并辐射影响全球其他国家的市场。

国内，人民银行的姿态耐人寻味。春节前央行的流动性投放力度低于市场预期，节后第一周公开市场净回笼累计3400亿元，超出市场预期。这导致债市投资者的小心脏砰砰地跳，我国10年期国债收益率一跃升上3.28%。人民银行发布《2020年第四季度中国货币政策执行报告》强调“价重于量”，应从DR007的均值而非公开市场操作量的变化来观察货币政策倾向。

针对未来可能的变化，在本期月报中，我们分别就美债收益率上行对美股的影响、美债投资者行为、中美关系修复对人民币汇率的影响、我国A股走势、CPI的权重变化、人民银行货币政策走向、我国金融市场对外开放等热点问题做了专题分析。

为了帮助大家深刻领悟央行货币政策的调控思路，本期精选文章为《中国金融》2021年第3期刊登的人民银行货币政策司司长孙国峰撰写的“2020年货币政策回顾与2021年展望”。

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

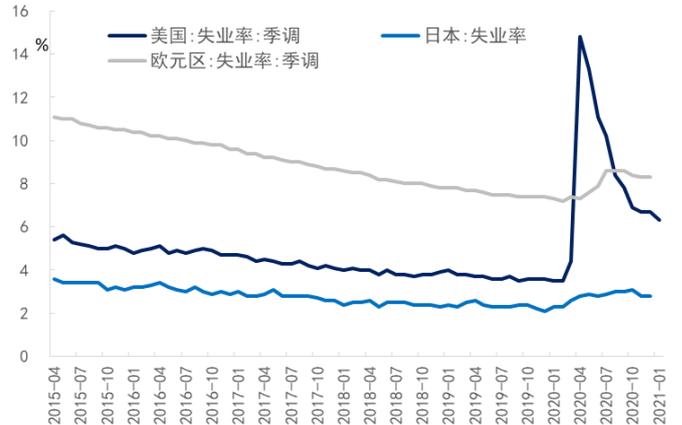


图 3: G3 通胀率

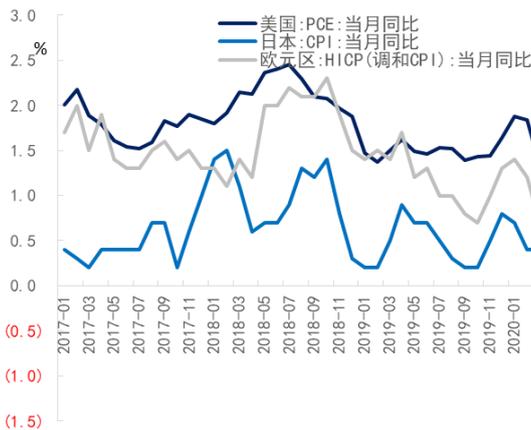


图 4: G3 制造业 PMI

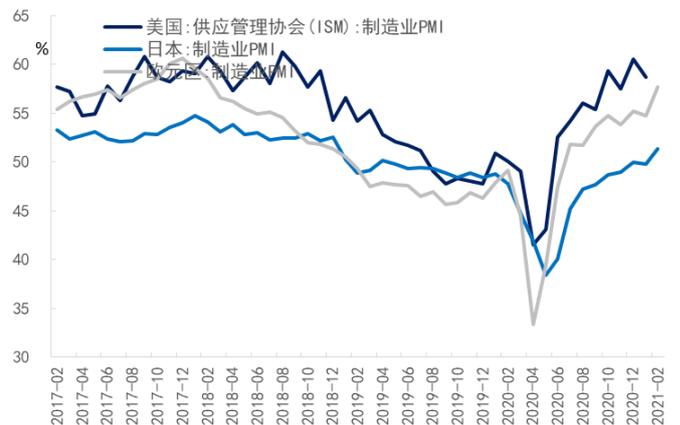


图 5: 主要国家股指变化

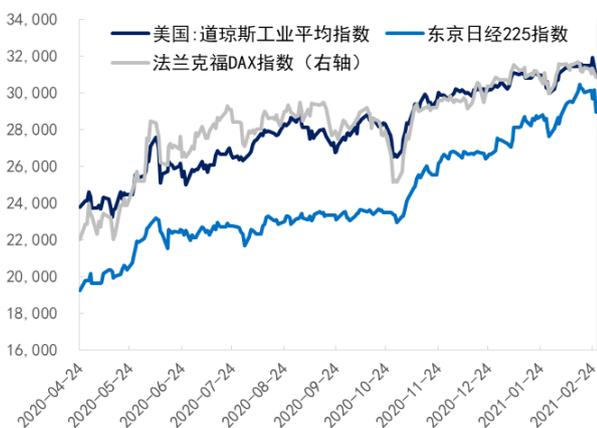
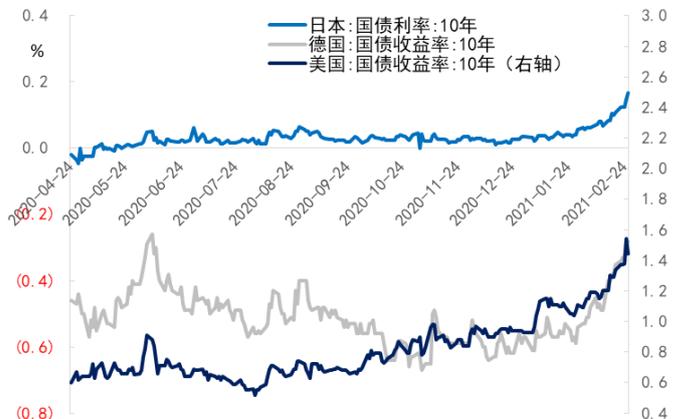


图 6: 主要国家 10 年期国债收益率变化



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，一是欧美疫情改善明显且疫苗接种速度加快，“复苏交易”提振风险情绪，美欧日国家日新增确诊人数锐降，各国新增已基本回到本轮疫情爆发之前的水平；同时英美疫苗接种覆盖继续保持领先，印度、巴西、土耳其等新兴市场国的接种速度也提升明显。总体来看，伴随北半球气温回暖，近期疫情再度反复的概率不高，疫情负面因素当是消退趋势，市场对经济复苏的大方向相对坚定。但疫苗有效性、病毒变异等因素的短期扰动仍客观存在。二是主要央行继续维持宽松，“政策交易”特别是“拜登交易”支持全球风险资产表现乐观，2月美欧日央行均未召开货币政策会议，但美欧央行均在发布的1月会议纪要中强调持续宽松的必要性，欧美日央行主要官员言论多暗示继续维持宽松政策，欧央行亦透露在通胀压力加大的背景下效仿美联储平均通胀目标制的考虑；美总统拜登上任后快速施政，优先对待疫情防控、大规模财政刺激计划快速推进、中长期发展规划明确（大搞基建、“Buy American”、应对气候变化）、国际合作正常化（WTO最高岗位-总干事在拜登政府支持下顺利任职，结束长达半年的空缺状态）、对华相对“友好”（拜登同习主席除夕通话、暂停对TikTok及微信海外禁令、商务部重新审查特朗普时期决定、纳斯达克总裁表示对中美支持、明晟公司新增23只个股到MSCI ACWI指数）等，支撑了市场乐观预期，而且“拜登交易”可能同以往的“新总统交易”仍然是存在区别的，有超预期的迹象。但同时，需要关注各国复苏可能出现的分化态势，考虑到美国的刺激模式（欧元区政策受到更多约束）和疫苗接种进度，后续美国的复苏节奏或在主要经济体中 fastest。三是今年以来再通胀预期成为市场主旋律，“通胀交易”盛行，主要是受到疫情改善、疫苗接种加快和拜登大规模财政刺激方案进入快车道提振，油价、工业金属价格创新高，美债长端收益率跃升，金价下跌。未来一两个季度内（今年上半年），通胀回升的速度和力度可能超出预期，主因疫情影响下居民资产负债表受损较少，一旦疫情防控解除，相关储蓄和需求可快速释放，而供给端受到企业破产的影响，修复可能是缓慢的，供需矛盾短期内继续显著。但从中长期内，大宗商品恐怕无力维持新的所谓超级周期，仍要盯住基建和房地产热度、汽车行业发展等因素（碳中和、能源革命对于传统的石油行业、汽车行业都是负面影响居多），而非短期的供需失衡、投机热情和游资流入。四是全球合作体系有望得到恢复，拜登政府对华释放了较为友好的信息，加之其或推行“全球卫生外交”策略，有助于全球疫苗分配、疫情控制和经济修复。综上，我们认为，短期内主要风险来自通胀压力的超预期走高（超出货币政策容忍范围）和由此带来的美联储货币政策风向转变（特别是二季度末）。

**美**国经济开局强劲，消费大幅回升，1月零售销售环比反弹5.3%，创去年6月以来新高，前值降1.0%，同比增7.4%，创2011年9月以来最高，前值2.5%；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）同比增11.8%，为历史最快增幅，但餐饮同比仍降16.6%，尚有较大恢复空间。1月个人消费支出环比增2.4%，前值降0.2%。2月密歇根大学消费者信心指数初值76.2，前值79.0；2月Markit服务业PMI初值58.9，略高于前值58.3。消费者支出在继去年11月、12月疲软后强劲反弹，主要得益于疫苗接种的希望、额外的财政刺激举措（1月初发放了600美元财政刺激个人支票）和经济部门的重新开放，后期伴随经济继续摆脱疫情限制，消费者支出及信心有望进一步回升。**工业继续稳步反弹**，1月工业产出环比增0.9%，前值1.3%，维持相对较高水平且高于预期；1月工业部门和制造业产能利用率分别升至75.6%和74.6%，均创去年3月以来新高；1月耐用品订单环比增3.4%，为六个月来最大增幅，前值增0.5%，其中飞机和国防硬件订单大幅增长，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增长0.5%、前值为增长1.5%；2月Markit制造业PMI58.5，弱于前值59.2，同供应短缺导致交货时间延长有关；2月ISM制造业PMI60.8，创约三年来最大扩张速度，前值58.7。**房地产市场高度短缺**，1月新屋开工年化总数158万户，环比降6%，前值升5.8%，总体仍处于高位；1月成屋销售环比增0.6%至669万户，同比增23.7%，为2006年4月以来次高速。1月营建许可总数188.1万户，为2007年以来新高，环比升10.4%，前值升4.5%；而1月美国新屋开工户数158万，环比降6%，五个月来首次下滑，前值升5.8%。需求强劲叠加供给不足（现有房屋供应仅能供1.9个月销售，创20年来最低），继续推高价格，1月成屋售价中位数同比增14.1%，连涨107个月，连续6个月录得两位数涨幅；1月成屋签约销售指数环比降2.8%，前值降0.3%，或与供给不足有关。低利率有效支撑了房地产市场，使之成为美国整体经济薄弱之际表现最好的市场之一。若疫情得到控制，加之财政刺激前景光明，房地产市场将继续稳健，繁荣态势得以巩固。**家庭债务规模破纪录**，2020年第四季度家庭债务增加2060亿美元，达创纪录的14.56万亿美元，年增幅3%；其中住房抵押贷款债务首次突破10万亿美元大关，增幅5%，创2006年第四季度以来最快。主因在于疫情引致的宽松政策，刺激房主利用低利率进行再融资，以及居家需求增多，此外，对拖欠行为的宽容准则也刺激了债务激增。**就业仍受疫情影响，尚存修复空间**，1月新增非农就业人数反弹至4.9万人，但剔除政府就业后新增仅0.6万人；1月失业率较上月稍有下降至6.3%；2月20日当周初请失业金人数73万人，前值84.1万人，四周均值80.775万人。伴随疫情传染率下降和疫苗接种加快，就业岗位削减速度开始放缓。**通胀**

压力开始显现，1月未季调CPI同比增1.4%，前值增1.4%，未季调核心CPI同比增1.4%，前值增1.6%，不及预期；不过1月核心PCE物价指数同比升1.5%、前值升1.5%，环比升0.3%、前值升0.3%，高于预期；1月PPI同比也大超预期走高至1.7%，前值0.8%，核心PPI同比2.0%，前值1.2%。2月密歇根大学1年通胀预期初值3.3%，创2014年7月以来新高，前值3.0%；2月Markit综合PMI物价分项指数也创2009年有数据记录以来最高。此外，注意到1月非农时薪同比增5.38%，快于疫情前水平且显著快于PPI增幅，或与财政刺激和现金发放下居民就业意愿受到抑制，导致薪资上涨较快有关。工资上涨、生产成本增加、居民收入上升、消费需求高涨、商品价格走高，可能形成自我强化的循环，导致通胀水平进一步升高。

**欧元区去年第四季度经济放缓幅度低于预期**，欧元区2020年第四季度GDP修正值同比降5%，初值降5.1%；英国2020年第四季度GDP同比初值降7.8%。此外，欧元区2020年12月零售销售同比升0.6%，前值降2.9%，环比升2%，前值降6.1%；工业生产指数同比降0.8%，仅较11月微幅回落，保持恢复态势。去年四季度欧元区主要国家虽经历疫情高峰下的封锁重启，但经济增长放缓幅度低于预期。**经济景气度在疫情高峰过后持续上行**，欧元区2月ZEW经济景气指数69.6，创2017年1月以来新高，前值58.3；其中德国为71.2，前值61.8，均显著优于预期。2月欧元区Sentix投资信心指数在1月转正后，再次降至-0.2，但仍保持在近十一个月以来较高水平；消费者信心初值-14.8，前值-15.5。**德法制造业PMI大幅优于预期，制造业和服务业继续分化**，欧元区2月制造业PMI初值57.7，前值54.8，服务业PMI初值44.7，前值45.4；德国制造业PMI初值60.6，前值57.1，服务业PMI初值45.9，前值46.7；法国制造业PMI初值55，前值51.6，服务业PMI初值43.6，前值47.3。总体来看，服务业持续疲软，高频数据显示很大一部分服务业仍处关闭状态或受到防疫限制措施的干扰，其对经济的负面影响继续被制造业由出口驱动的强劲增长所抵消，但展望后期，疫苗接种和疫情逐步受控，有助释放被压抑的需求，下半年欧元区经济仍有望出现强劲复苏。**就业市场有所改善**，2020年12月欧元区失业率降至8.3%，为7月以来最低。**通胀出现持续回升势头**，1月HICP同比涨0.9%，前值-0.3%；核心HICP同比1.4%，前值0.2%。通胀在连续四个月维持同一低位后大幅回升，除复苏预期外，也受到德国增值税税率提高、HICP权重调整等因素的扰动。

**日本** 去年第四季度经济增速优于预期，2020 年第四季度日本实际 GDP 环比折年率初值增 12.7%，连续第二个季度增长，前值增 22.9%。考虑到 1 月起，东京等部分都府县再次进入紧急状态，消费部门再次受到抑制，一季度日本经济或重新出现负增长。不过 3 月初起，日本政府正式解除除首都圈之外 6 个府县紧急事态宣言，而东京都等首都圈内主要地点人流也明显增加。**国内经济活动有所修复**，1 月季调后工业产出环比增 4.2%，前值-2.6%，为三个月以来首次增长，主因电子零部件和通用机械生产大幅增长，以及汽车产量小幅增长；同比萎缩 5.3%，前值-1.0%。1 月季调后零售销售环比降 0.5%，前值-0.8%；同比萎缩 2.4%，略优于预期，前值-0.3%。2 月制造业 PMI 51.4，前值 49.8，回到荣枯线上方；服务业 PMI 初值 45.8，前值 46.1。**出口受益于中国需求而加速增长**，1 月出口同比增长 6.4%，连续第 2 个月上升，前值 2.0%，其中对中国出口同比大增 37.5%。持续的出口复苏，有助于抵消日本国内经济活动放缓的负面影响。**通胀有所回升但仍位于通缩区间**，1 月 CPI 同比萎缩 0.6%，前值-1.2%，陷入通缩四个月之久；核心 CPI 同比萎缩 0.6%，前值-1.0%，陷入通缩半年之久。

国内重要经济数据图示

图 7：经济增速



图 8：工业增加值

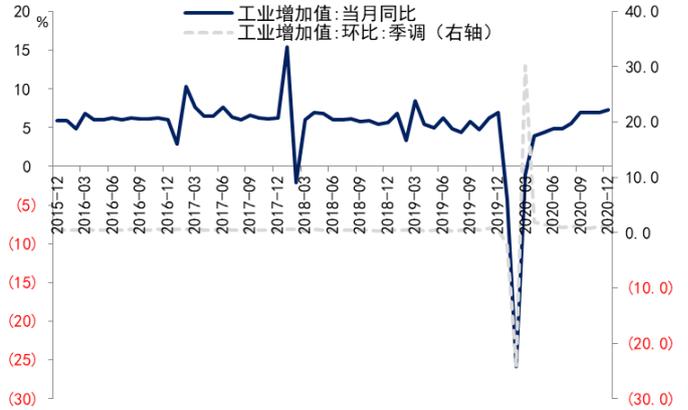


图 9：进出口与贸易差额

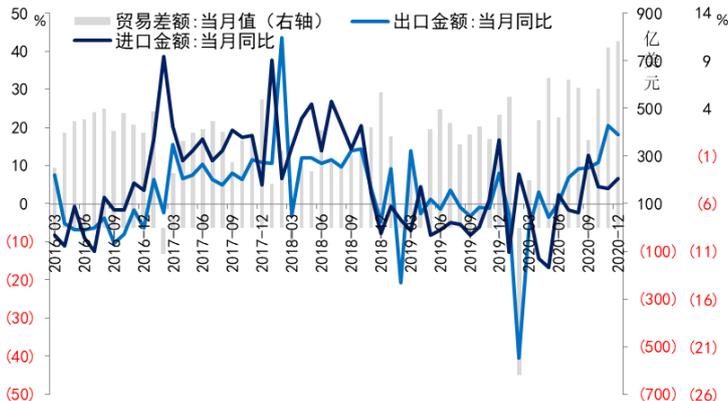


图 10：固定资产投资完成额

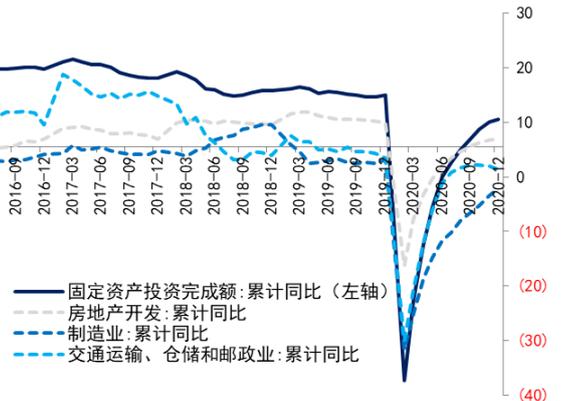


图 11：社会消费品零售总额

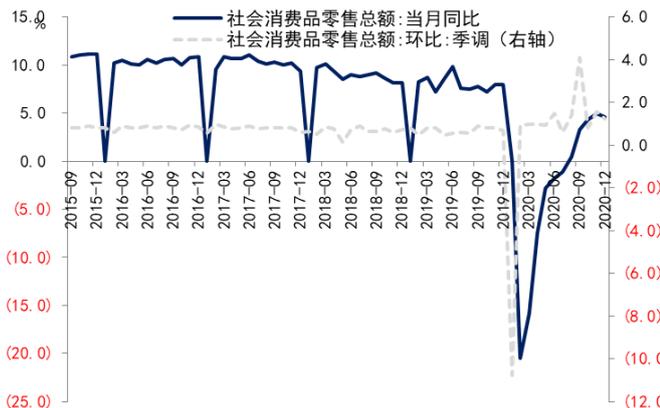


图 12：物价变动情况

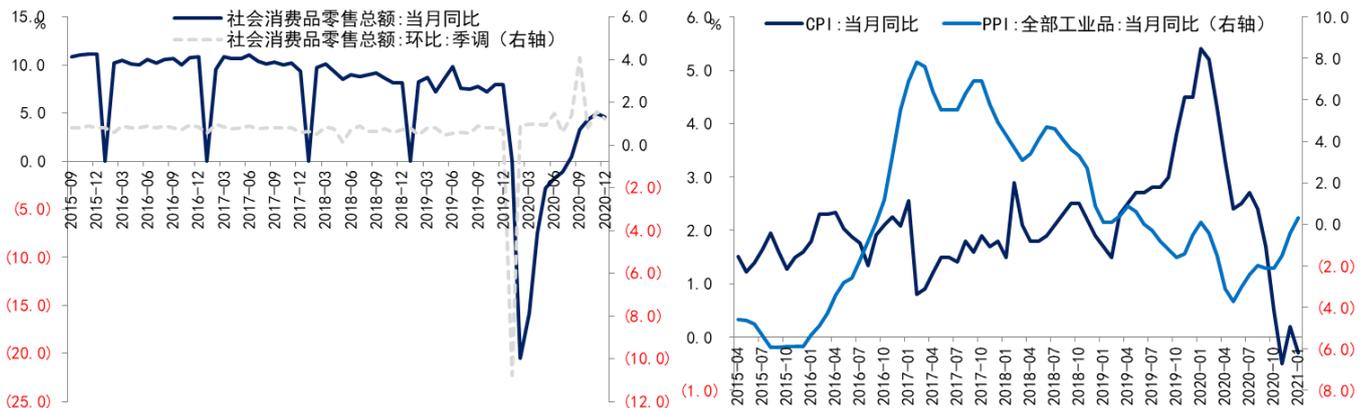


图 13: 货币增速变动

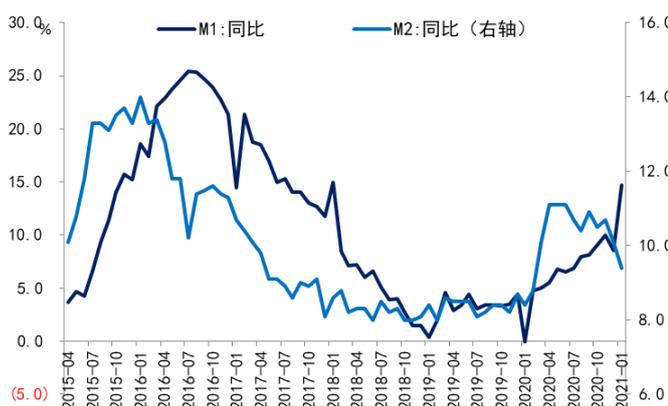
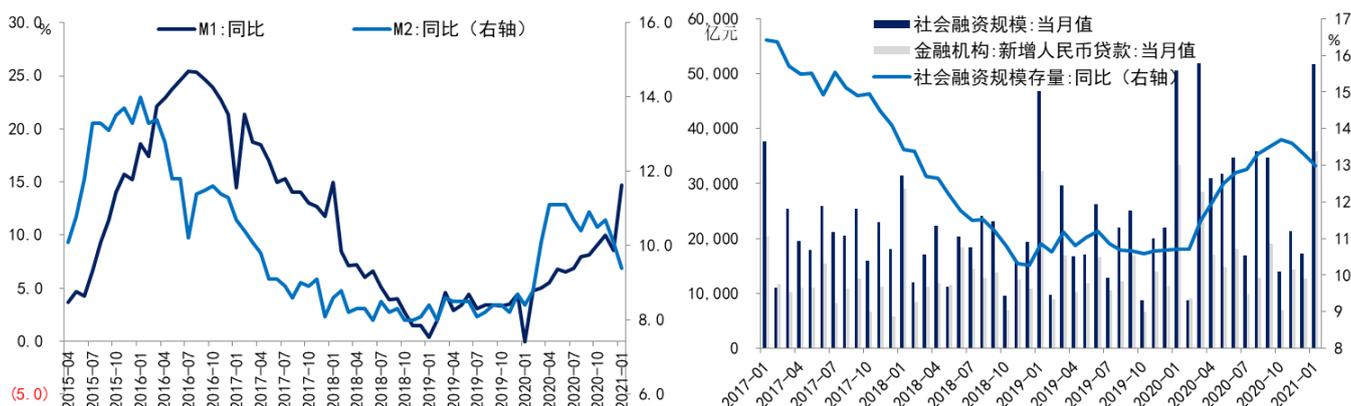


图 14: 社会融资和信贷



数据来源: WIND, 中国建设银行金融市场部

**中**国经济 2 月最大的影响因素是“就地过年”。生产方面，从交通、开工率、工业用电等高频数据看，春节工业生产大概率明显好于 2019 年水平。北京、上海等一线城市的交通指数来看，春节后两个工作日的上班出行强度已接近正常水平，而往年参考发电耗煤走势，要待正月十五才逐步恢复正常。工业用电是反映工业生产的较好指标。数据显示，2021 年春节，覆盖云南、贵州、广西、广东、海南等五省的南方电网，春节期间工业用电量较 2020 年增长 34%，但 2020 年春节期间疫情影响已经显现，因此 2021 年 34% 的用电增速剔除基数后可能没有预期的高。

**消费方面**，商务部公布信息显示，春节全国重点零售餐饮企业销售额 8210 亿元，较 2020 年增长 28.7%，较 2019 年增长 4.9%，4.9% 的增速仍然显著低于往年 10% 左右的正常水平，显示疫情对消费的拖累还未消退，但也没有造成额外的拖累。

**整体看**，“就地过年”对工业生产的影响偏正面，对消费影响大体中性，总体对经济的影响可能趋于中性偏好（受影响的主要是交运和旅游）。对应一季度 GDP 增速会达到或突破 18% 的水平。

**通胀方面**，1 月 PPI 和 CPI 走势有所分化，1 月 CPI 环比涨幅继续扩大至 1%，但同比下跌 0.3%。1 月核心 CPI 环比上涨 0.1%，同比下跌 0.3%。受节前因素影响，1 月 CPI 环比季节性走强，但同比出现走弱，核心 CPI 同比创新低，主要因为服务项受到春节错位和原地过年影响，拖累了 CPI。就地过年政策下，1 月工业生产强于季节性，生产耗电提升较多、煤炭价格上涨；中下游补库需求也很旺盛，反映在中下游 PPI 开始回升，PPI 同比仍然在上行通道。

**金融数据方面**，中国 1 月社会融资规模增量 5.17 万亿元，远高于预期的 44650 亿元，主要来自于信贷(1 月信贷支撑主要依靠居民端和企业中长期贷款) 投放超预期，同比小幅多增 1207 亿元。社融存量同比增速 13.0%，由于高基数原因，同比增速较上月的 13.3%继续回落 0.3 个百分点，增速仍在下滑趋势当中。而从央行公布的 2020 年四季度货币政策执行报告来分析，由于去年宏观杠杆率的提升，央行对这些流动性流入地产并推高房价也有所警惕，因此 1 月以来不少政策已开始针对地产进行调控。预计今年对宏观杠杆率是要进行适度调控，主要进行信贷额度的管控，全年信贷额度可能会略低于去年水平，以使 M2 和社融增速回落到跟名义 GDP 接近的水平。因此，后期货币市场资金面还是会维持在一个边际略微收紧的状态。

由于 1 月很多重要经济数据并不公布，因此，对于数据的分析，可能需要把 1-2 月作为一个整体看，才更有代表性和说服力。此外，由于市场对后期通胀的预期已提高，市场利率水平波动的幅度相应增大，金融市场的波动幅度可能要显著高于宏观经济的波动幅度，尤其是要关注经济数据超预期引发的国内外市场共振。

## 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

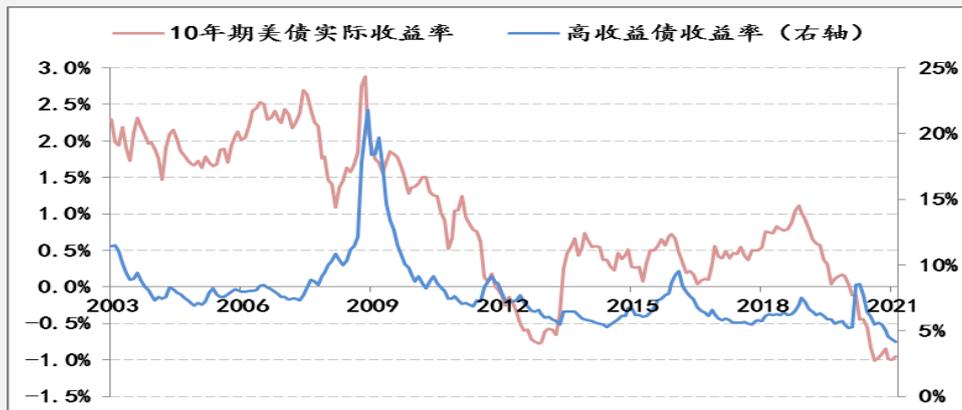


数据来源：Wind

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

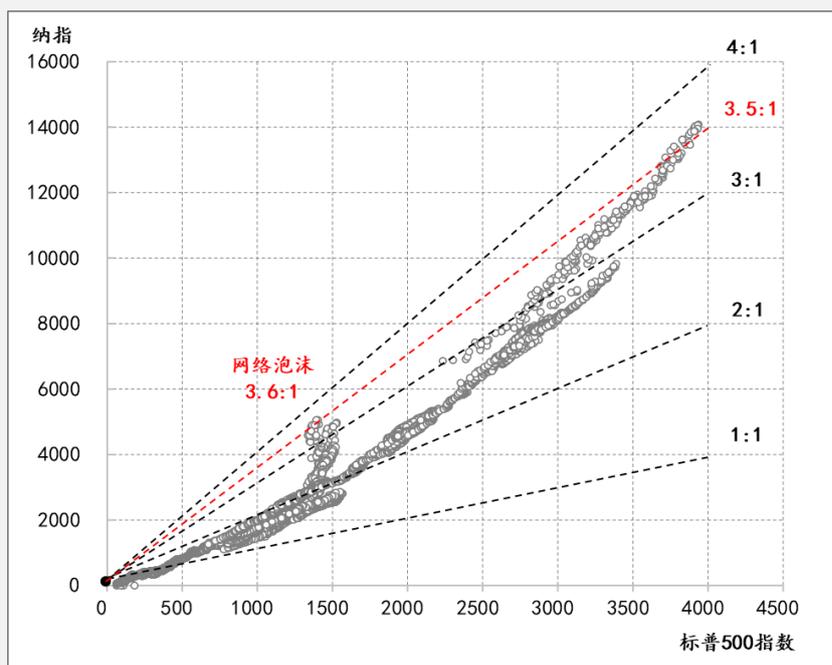


数据来源：Wind

**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。这其中有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：解析 CPI 权重的“主动”调整和“被动”变化

### ——2021 年 CPI 基期轮换的几点关注

2021 年 1 月，我国 CPI 迎来五年一次的基期轮换。基期轮换，就是调整 CPI 调查的“固定篮子”，使其组合更接近居民消费结构，从而反映真实的物价水平变动。

我国 CPI 将逢“5”和“0”的年份作为基期，在基期年选取“一篮子”商品和服务，五年保持不变，换言之，2021-2025 年，国家统计局将编制和发布以 2020 年为基期的 CPI。

#### 一、基期轮换的简单数学说明

在 2016-2020 年，以 2015 年的平均物价作为 100，如果 2016 年价格同比上涨 5%，则定基指数为  $100 * (1+5\%) = 105$ ，如果 2017 年价格同比再上涨 5%，则定基指数为  $105 * (1+5\%) = 110.25$ ，以此类推，假设每年增长 5%，到了 2020 年，定基指数为 127.63，较 2015 年累计增长了 27.63%。而到了 2021 年，要进行新一轮基期轮换了。假设价格又同比上涨了 5%，因为新的基期已经调整到了 2020 年，则以 2020 年的平均价格作为 100，2021 年的定基指数又回到了  $100 * (1+5\%) = 105$ ；对于此前的价格，则需要进行等比例倒算调整：例如 2015 年的物价应当为  $100 / 127.63 = X / 100$ ，求解  $X = 78.35$ ，则 2020 年的物价 100，依然较 2015 年的 78.35 累计增长了 27.63%；2016 年的物价为  $100 / 127.63 = X / 105$ ，求解  $X = 82.27$ ，依然较 2015 年的 78.35 增长了 5%。这样看，基期轮换似乎不会对同比数据产生影响。

但是，由于 CPI 篮子不同的商品有不同的权重，而且其涨价速度也不同，同样将基期调整为 100，即便表面上未对权重作调整，但实际上权重却发生了变化。为简单化问题，仅分为食品、非食品两大类，假设食品占两成、非食品占八成。在 2016-2020 年，以 2015 年的平均物价作为 100，如果 2016 年食品价格同比上涨 10%、非食品价格上涨 5%，则总体涨幅为  $10\% * 20\% + 5\% * 80\% = 6\%$ ，定基指数为  $100 * (1+10\%) * 20\% + 100 * (1+5\%) * 80\% = 106$ ，其中食品定基指数变为 110，非食品定基指数变为 105。以此类推，假设每年食品价格同比上涨 10%、非食品价格上涨 5%，到了 2020 年，总定基指数为 134.31，其中食品定基指数为 161.05，非食品定基指数为 127.63。而到了 2021 年，要进行新一轮基期轮换了。假设食

品、非食品年涨幅不变，因为新的基期已经调整到了 2020 年，则以 2020 年的平均价格作为 100，食品、非食品的定基指数同时回到 100，则 2021 年的定基指数重新回到  $100 * (1+10%) * 20% + 100 * (1+5%) * 80% = 106$ ，较 2020 年的同比涨幅为 5%；而如果不调整基期，则食品定基指数变为  $161.05 * (1+10%) = 177.16$ ，非食品定基指数变为  $127.63 * (1+5%) = 134.01$ ，总定基指数为  $177.16 * 20% + 134.01 * 80% = 142.64$ ，可算出较 2020 年的同比涨幅为  $142.64 / 134.31 - 1 = 6.20%$ ，这就较基期调整下的涨幅多了 0.2 个百分点。因为食品价格涨幅较快，轮换基期后，食品、非食品基数同时回归 100，相当于食品的权重被自然调低了。**这也就是统计局所谓“基期轮换对同比指数的影响”的含义。**当然，统计局五年一次的基期轮换时，必然会调整权重，这就令分析难度进一步增加了。

总体而言，五年一次的基期轮换，意味着篮子构成商品服务项目和权重的双重和较大调整，因而会对 CPI 未来的预估产生重要影响，须引发重视和持续观测其影响。

## 二、同一基期内权重变化的原因

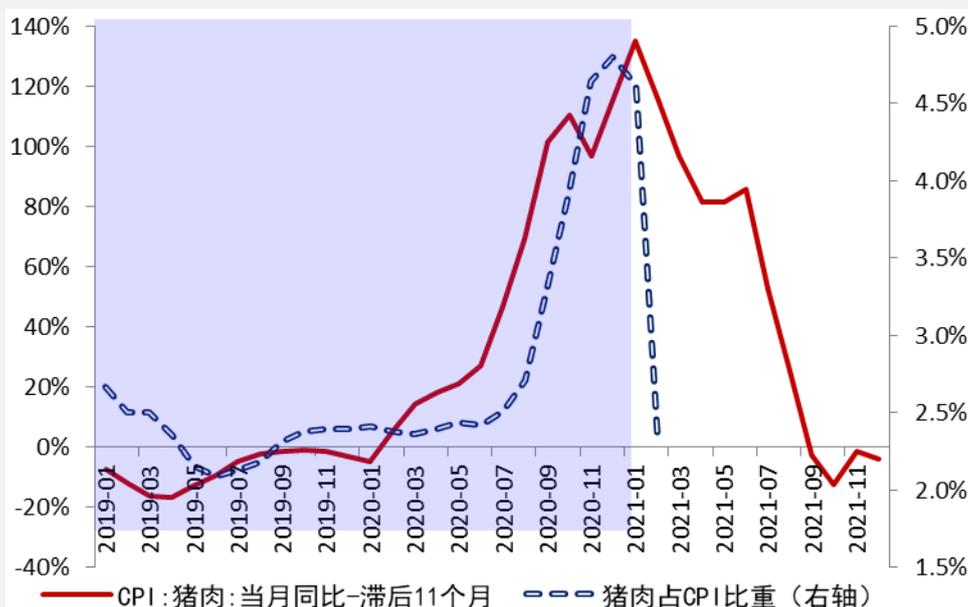
细心的读者还会发现，即便是在同一基期内，通过统计局公布的“月度居民消费价格变动情况”包含的信息，利用“同比或环比贡献度 ÷ 同比或环比涨幅”所推算出的食品内部各商品的权重，每月也都在变化。

这是由于我国 CPI 编制采用链式拉式指数法。链式拉式指数的分项权重是基期内（对环比而言，指的是上一期；对同比而言，指的是上年同期，即滞后环比 11 个月）该商品消费支出（商品价格 × 消费数量）占总消费支出的比重，其中，商品消费数量为**同度量因素**，保持基年水平不变（例如 2015 年、2020 年）。相当于消费者购买同样一篮子商品服务所需花费的金额指数。相应，同比权重就受到同比价格变化的影响；环比权重就受到环比价格变化的影响。按此含义，则**环比权重会大致领先同比权重 11 个月**，我们就可以利用目前的环比权重，推测未来 11 个月的同比权重变化。例如，猪肉价格 2019 年下半年以来的环比大幅上涨，就导致 2020 年下半年猪肉同比权重从 2.3%-2.5% 的水平逐步被动升高至 4.6%-4.8% 的高位，这势必引发 CPI 受猪肉价格大涨大跌的影响进一步放大。不过，也不能排除统计局出于通胀预期管理的目的，对近期涨价或跌价较快的商品权重进行微调。

这种因同一基期内的价格变化而引发的被动权重变动，可以理解为权重的

“名义”变化，理论上是逐月变化的；而五年一度的基期轮换时，统计局进行的主动调整，则可以理解为根据新基期消费量变化对权重进行的“实际”调整。<sup>1</sup>

图 1：猪肉涨幅与同比权重领先关系



数据来源：Wind，国家统计局，作者整理

### 三、对本次基期轮换的几点关注

一般，统计局对基期轮换涉及的权重调整不会有非常明确和全面的信息披露。我们主要根据统计局相关新闻稿（《国家统计局城市司负责人就价格指数基期轮换接受中国信息报专访》<sup>2</sup>）及其例行公布的当年“1月居民消费价格变动情况”进行分析。几个关注点如下：

1. 大类未变（而 2016 年基期轮换时，是对大类进行了较大调整的）。仍为八大类，食品和烟酒、衣着、生活用品及服务、医疗保健、交通通信、教育文娱、居住、其他用品和服务。但大类下的基本分类从 262 个增加至 268 个，在对部分消费项目删减、合并的基础上，增加了外卖、母婴护理服务、新能源小汽车、可穿戴智能设备、网约车费用等新兴商品和服务。

2. 权重调整总体呈现食品调降、非食品调增的趋势。具体而言，与上轮基期（2016-2020 年）相比，食品烟酒、衣着、教育文化娱乐、其他用品及服务权

<sup>1</sup> 实际上，由于我国居民消费支出每年调查，统计局在 5 年定基期间内，每年也会根据调查结果对权重进行主动微调，这也属于“实际”权重的调整。

<sup>2</sup> [http://www.stats.gov.cn/tjsj/sjjd/202102/t20210210\\_1813306.html](http://www.stats.gov.cn/tjsj/sjjd/202102/t20210210_1813306.html)

重约比上轮分别下降了 1.2、1.7、0.5 和 0.4 个百分点，居住、交通通信、医疗保健权数约比上轮分别上升了 2.1、0.9 和 0.9 个百分点，生活用品及服务权数变动不大。食品、衣着调降幅度最大，反映中国居民恩格尔系数的下降；而居住调增，反映近年租金上涨较快的现象。但我们没有看到有关居住价格统计改革的相关信息披露，看来将资产价格纳入通胀指标考量仍需等待相当长时日。考虑到今年降价压力主要体现在食品（猪肉）、涨价压力主要体现在非食品，非食品权重的调增，可能导致此前机构对今年 CPI 涨幅的预测存在小幅低估。

**表 1：中国 CPI 篮子权重推算**

原基期：2016-2020 年 <sup>3</sup>									
类别	食品和烟酒 <sup>4</sup>		衣着	生活用品及服务	医疗保健	交通和通信	教育文化和娱乐	居住	其他用品及服务
权重	30.5%		8.5%	4.7%	10.3%	10.5%	14.1%	20.0%	2.2%
	21.0%	9.5%							
新一轮基期：2021 年起 <sup>5</sup>									
类别	食品和烟酒 <sup>6</sup>		衣着	生活用品及服务	医疗保健	交通和通信	教育文化和娱乐	居住	其他用品及服务
权重	29.3%		6.8%	4.7%	11.2%	11.4%	13.6%	22.1%	1.8%
	18.8%	10.5%							

数据来源：Wind，国家统计局，作者整理

**3. 猪肉权重折半，有助平抑 CPI 波动。**根据统计局公布的“2021 年 1 月居民消费价格变动情况”，可推算猪肉占比重新被调降至 2.3% 的“正常水平”<sup>7</sup>，而此前的 2020 年 12 月，猪肉权重为 4.62%，几乎折半。考虑到猪肉当前并且今年

<sup>3</sup> 参见《CPI 构成项目权重估算及 2016 年走势预测》，《债券》（2016(000)，004）。统计局每月公布食品（烟酒）涨幅及其对 CPI 整体涨幅贡献度，故可据此估计和了解食品（烟酒）权重的逐月变化。但就其他七大类商品服务，统计局仅在基期轮换时，对其权重调整幅度做介绍，我们只能据此估计其大体权重水平。故本栏数据（除食品烟酒外）为 2016 年 1 月作者就 CPI 篮子权重的推算，食品烟酒为 2020 年（新一轮的基年）各月当月光重值的平均。相应合计值达到 100.8%，高于 100%。

<sup>4</sup> 为我们根据统计局每月公布的“月度居民消费价格变动情况”，对 2020 年（新一轮的基期）各月当月光重值的算术平均，其中 11 月食品烟酒合计权重测算为 34.3%，作为异常高值剔除。

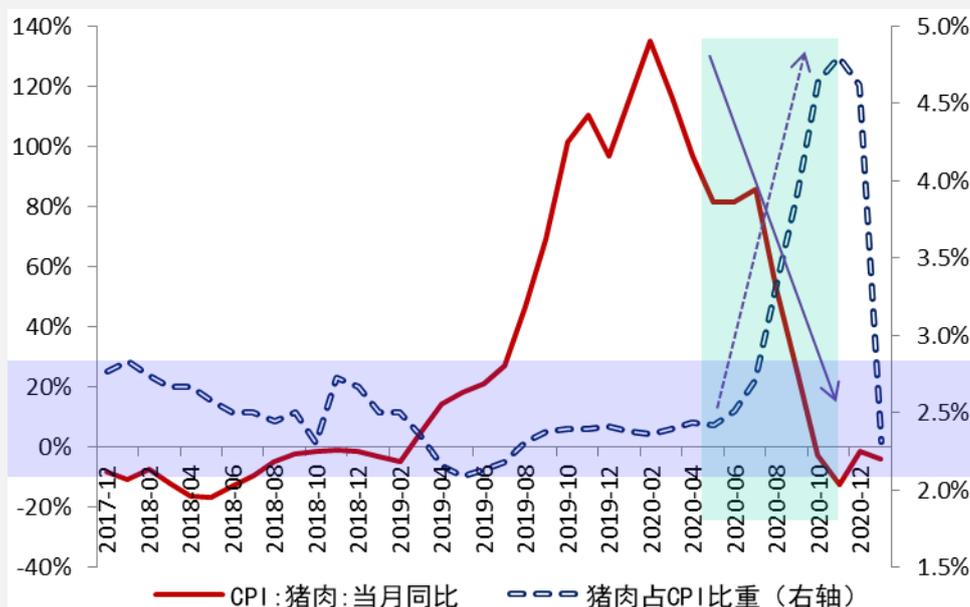
<sup>5</sup> 合计值达 100.9%，高于 100%，除小数点四舍五入因素外，原因见脚注 3。

<sup>6</sup> 为统计局公布的“2021 年 1 月居民消费价格变动情况”进行推算的结果。经验证，食品烟酒合计权重恰好同 2020 年基期下调了 1.2 个百分点，符合《国家统计局城市司负责人就价格指数基期轮换接受中国信息报专访》中所述的调整情况。

<sup>7</sup> 同比权重。除受猪肉价格下跌对链式拉式指数权重的自然影响外，恰逢基期轮换，统计局应是也主动对猪肉权重进行了下调。

大概率仍处于下跌态势，对 CPI 是下拉作用，其权重的大幅下调，是今年 1 月 CPI 同比略超预期的原因之一，也会对年内 CPI 同比有一定抬高作用。

图 2：猪肉权重在 1 月重回平均水平



数据来源：Wind，国家统计局，作者整理

4. 食品篮子其他可测算商品占 CPI 整体权重<sup>8</sup>的变化分别为：（1）粮食权重较 2020 年 12 月调降 0.12 个百分点至 1.88%；（2）畜肉权重调降 1.67 个百分点至 5.00%（其中猪肉权重折半至 2.31%）；（3）鲜菜权重调降 0.42 个百分点至 2.20%；（4）蛋类权重调增 0.18 个百分点至 0.83%；（5）鲜果权重调降 0.14 个百分点至 0.14%。由于上述商品的权重每月均会变化（且增、降均有发生），单月环比变化的说明度并不高，从 2017 年迄今的整体趋势看，粮食、鲜果、畜肉、鲜菜都是下降的，蛋类是上增的。考虑到畜肉、菜、果价格波动较大、占比相对较高，其比重的调低助于 CPI 的平稳运行。

5. 国家统计局表示，经测算，本次基期轮换对 CPI 各月同比指数的影响平均约为 0.03 个百分点。我们根据此前数据的测算，计算出 2021 年 1 月 CPI 翘尾因素为-1.22%，但统计局实际披露的翘尾因素为约-1.3%，可见基期调整对 1 月 CPI 翘尾因素的影响可能达到了-0.08 个百分点，这意味着通过环比定基测算的 CPI 同比误差会变大。我们猜测今年 1 月翘尾因素被高估的原因，是由于去年 2 月食品价格受春节需求和疫情供给冲击的双重影响而涨势凶猛，而 2021 年基期

<sup>8</sup> 同比权重。

轮换后调低了食品权重，导致今年 1 月翘尾因素降低。但后续各月食品价格环比涨幅显著回落，我们后续会持续观察以修正预测。

根据上述分析，我们将 2021 年 CPI 同比涨幅预测区间上调至 1%-2%，中枢约在 1.5%左右。

最后，需要说明的是，我们对食品权重的变化估测已做验证（脚注 6），而就其他七大类商品服务，统计局仅在基期轮换时，对其权重调整幅度做介绍，因此我们对其权重的估计存在累计误差<sup>9</sup>。我们后续将根据统计局公布的今年 2 月权重及各大类涨幅，进一步测算我们本次对其他七类非食品大类新权重的测算是否合理。如果  $\Sigma$ （八大类各类 2 月同比\*各类新权重估值）与统计局公布的 2 月总同比涨幅较为接近，则可验证本次估计的准确性。

---

<sup>9</sup> 还包括本文“二、同一基期内权重变化的原因”中所述由于价格变动引发的被动权重调整。

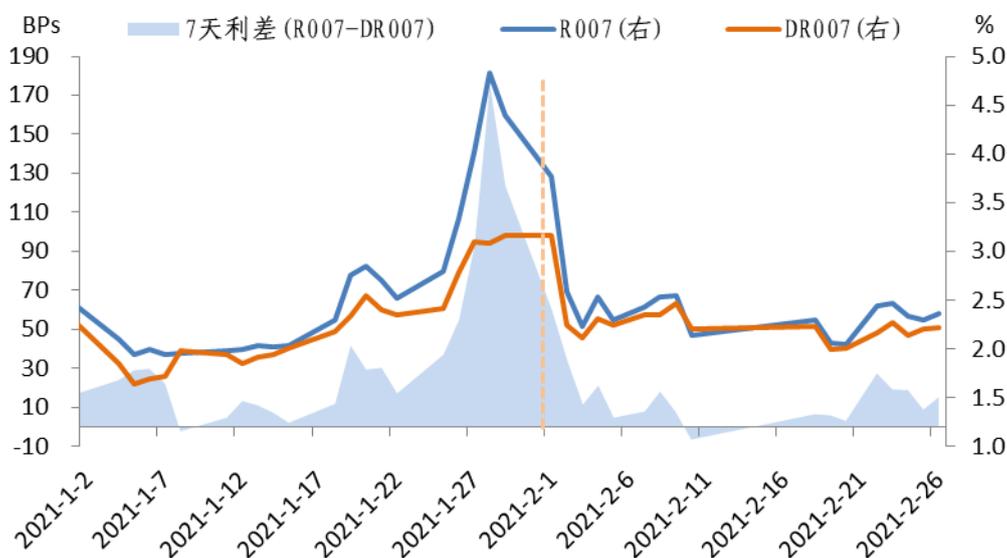
## 债券市场

### 一、2月回顾：利率债收益率曲线陡峭化

#### (一) 资金利率月度均值较1月回落

2月，银行间市场隔夜和7天回购利率中枢较1月分别下行30BPs、19BPs至1.95%、2.43%，主要因央行为保障春节顺利跨年而较1月增加流动性投放。2月初，市场资金需求少，且央行为保障春节的现金提取需求而提前投放流动性，2月1-8日公开市场累计净投放1560亿元，并重启14天逆回购操作，资金利率大幅回落。春节后首个交易日2月18日，央行等量续作2000亿元MLF，完全对冲2月MLF到期量，公开市场仅操作200亿元逆回购，当日净回笼2600亿元，回笼规模大超市场预期，但由于节后现金回流，资金利率仍持续下行，并于2月20日降至月内低点2.04%。

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。

#### (二) 利率债收益率曲线陡峭化

利率债收益率短端下行，中长端上行。截至2月末，国债收益率1年期较1月末下行8BPs，3年期则上行2BPs，而5-10年期上行8-10BPs。口农债1年期

下行 14BPs，3 年期持平，而 5-10 年期上行 2-6BPs；国开债 1 年期下行 11BPs，3-10 年期上行 6-16BPs。

图 2：2 月国债收益率走势

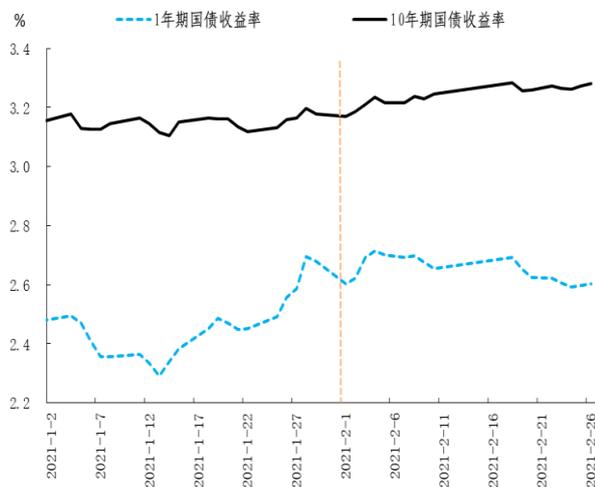


图 3：2 月国债收益率变动

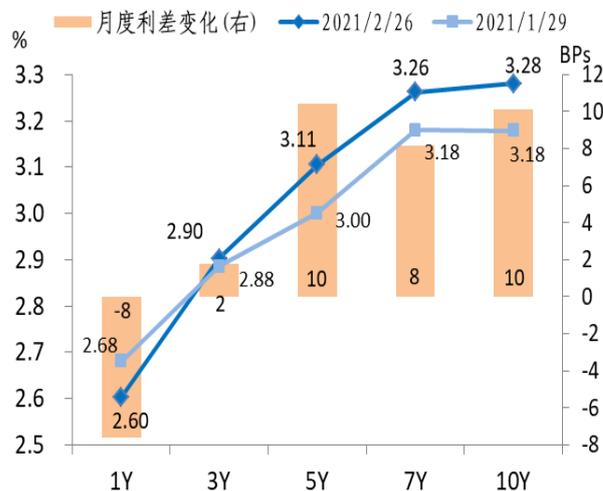


图 4：2 月口农债收益率变动

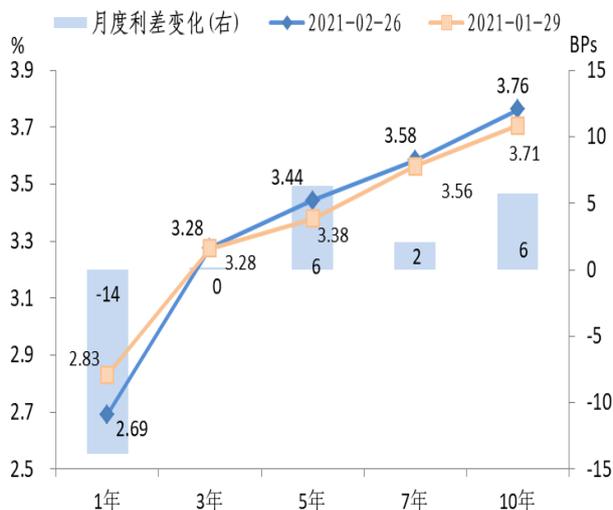
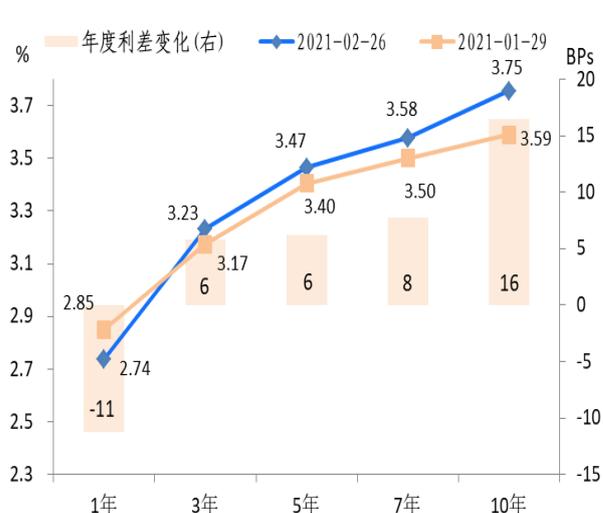


图 5：2 月国开债收益率变动



数据来源：Wind 资讯，中国建设银行金融市场部。

从月度走势看，债券收益率短端震荡整理，中长端明显上行。由于今年 2 月央行跨春节资金投放晚于去年同期，投放力度也弱于预期，春节后央行在公开市场大额净回笼，规模超过市场预期，加之受春节假期海外市场“通胀交易”行情的影响，以及国内春节期间消费数据好于预期，A 股表现偏强，股债跷跷板效

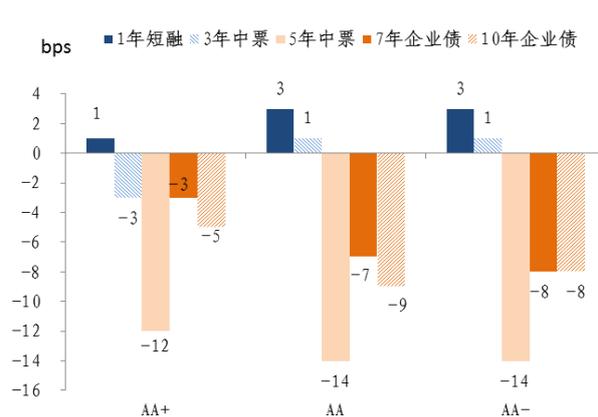
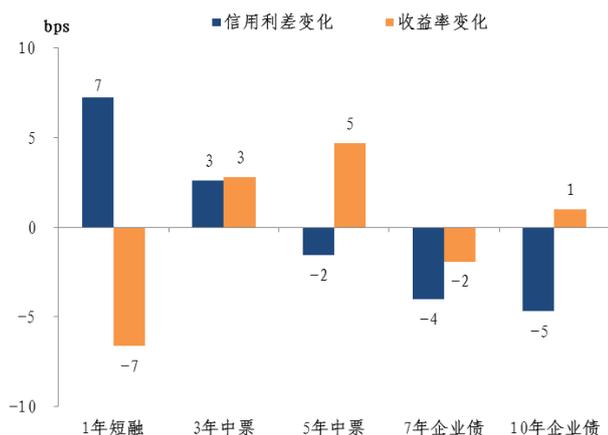
应下，投资者对债券的需求明显减弱，债券中长端收益率明显上行。债券短端收益率在1月的上行幅度较大，2月随着资金面的缓和而有所回落。

### （三）信用利差分化，等级利差多收窄

**高等级信用债收益率波动。**截至2月末，高等级AAA信用债1年、7年期分别较1月末下行7BPs、2BPs，3年、5年、10年期分别上行3BPs、5BPs、1BP。  
**信用利差分化。**截至2月末，AAA级1年和3年期信用利差分别较1月末拓宽7BPs、3BPs，5年、7年和10年期分别收窄2BPs、4BPs、5BPs。春节前央行公开市场流动性投放不及预期，资金面急剧收紧，无风险利率明显反弹，信用债收益率跟随走高。节后资金面紧张态势有所缓和，信用债收益率有所回落，全月呈震荡走势，对应期限的信用利差也表现分化。

**等级利差多收窄。**以AA级为例，截至2月末，1年、3年期等级利差分别拓宽3BPs、1BP，5年、7年和10年期等级利差分别收窄14BPs、7BPs、9BPs。从期限角度看，短期限的利差小幅拓宽，中长期品种明显收窄。年初银行理财和保险开门红的资金配置需求旺盛，且伴随永煤事件的影响淡去，投资者风险偏好有所修复，加之前期中低等级的利差保护空间较大，为增厚收益，投资者适度信用下沉和拉长久期，等级利差普遍收窄，且长期限利差收窄幅度更大。

图 6: 2021 年 2 月较 1 月末 AAA 级信用利差和 图 7: 2021 年 2 月较 1 月末等级利差变化  
收益率变化



目前 AA+级、AA 级的等级利差已降至历史 1/4 位数水平附近，风险溢价较前期有所下降，相比之下低等级的信用利差保护空间仍然较大。

**表 1：2021 年 2 月 26 日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	24	71	288	27	74	296
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、3 月展望：债券收益率将高位回落

### (一) 资金面：资金利率中枢或较 1 月小幅下行

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》。对下一阶段的货币政策提及“稳健的货币政策要灵活精准、合理适度，坚持稳字当头，不急转弯，把握好政策时度效，处理好恢复经济和防范风险的关系，保持好正常货币政策空间的可持续性”、“保持宏观杠杆率基本稳定，同时根据形势变化灵活调整政策力度、节奏和重点”。具体措施包括“综合运用中期借贷便利、公开市场操作、再贷款、再贴现等多种货币政策工具，满足金融机构合理的短期、中期、长期流动性需求，操作上精准有效，既保持流动性合理充裕，也不搞大水漫灌。完善中央银行调节银行货币创造的流动性、资本和利率约束的长效机制，把好货币供应总闸门，将经济保持在潜在产出附近。引导市场利率围绕公开市场操作利率和中期借贷便利利率波动。”

《报告》的措辞和 1 月多位央行官员表态一致，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。虽然政策“不急转弯”，但“弯”还是要转的，因此要“保持好正常货币政策空间的可持续性”。在转弯的过程中，“根据形势变化灵活调整政策力度、节奏和重点”，因此央行在不同阶段的货币政策执行的侧重点将相机抉择，因此需重点把握央行货币政策的边际变化。

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，央行公开市场大额净回笼累计5705亿元。2月春节后第一周，央行公开市场的净回笼规模累计3400亿元，回笼规模超出市场预期。这是否意味着央行仍是持续偏紧的态度？

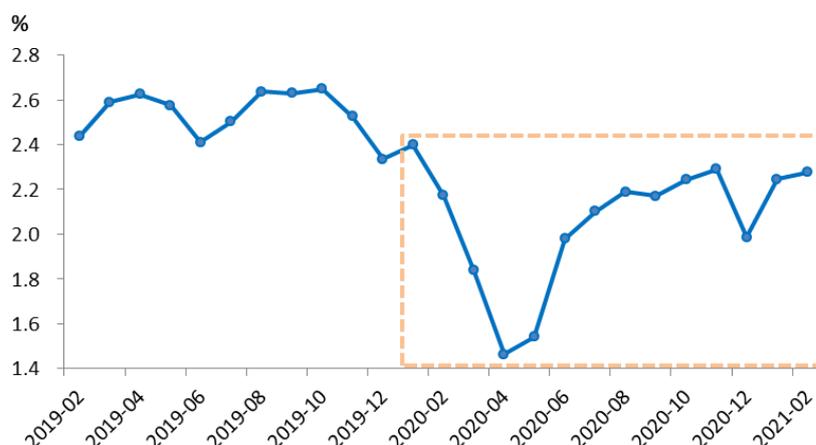
《报告》曾针对近期市场关注的流动性紧张问题指出，**判断短期利率走势主要看央行公开市场7天期逆回购操作利率是否变化，而不应过度关注操作数量；在观察市场利率时，重点看市场主要利率指标（DR007）的加权平均利率水平及在一段时期的平均值，而不是个别机构的成交利率或受短期因素扰动的时点值。**

一般地，央行的公开市场操作量需要综合考虑税款收缴、财政存款投放、外汇占款、市场资金需求等变化来确定边际流动性的投放量，由于上述数据多是滞后一个月公布，因此市场投资者仅从央行公开市场操作量来判断央行的态度，或有“管中窥豹”之嫌。央行强调价重于量，应从DR007的均值变化来看货币政策的倾向。

2月春节后（18-26日）的DR007的均值为2.16%，较1月均值2.25%而言相对偏低，较1月最后一周的均值2.91%已有大幅回落。因此，**从DR007的阶段均值看，虽然节后央行公开市场大额净回笼，但考虑现金回流因素的影响，DR007的价格仍相对偏低，显示央行此前货币政策从紧的态度已有明显缓和。**

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，此前市场流动性的阶段性趋紧尚属短期调整。具体到3月，由于两会的召开，加之3月非金融企业债券的到期量高达1.2万亿元，为全年最高水平，为降低企业债务风险暴露，央行货币政策的重心或向维稳倾斜，适当增加流动性投放。但为防控加杠杆投资的资产泡沫风险，以及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，央行将精准调控，资金面维持紧平衡的状态，预计3月DR007的均值将较1-2月小幅回落，中枢的主波动区间在【2.0%，2.3%】。相应地，7天回购利率月度均值将处在2.1%-2.5%区间。对未来央行货币政策走向的具体分析详见专题一。

图 8：存款类机构 7 天质押式回购利率（DR007）月度均值走势



数据来源：Wind。

## （二）利率债：债券收益率将高位回落

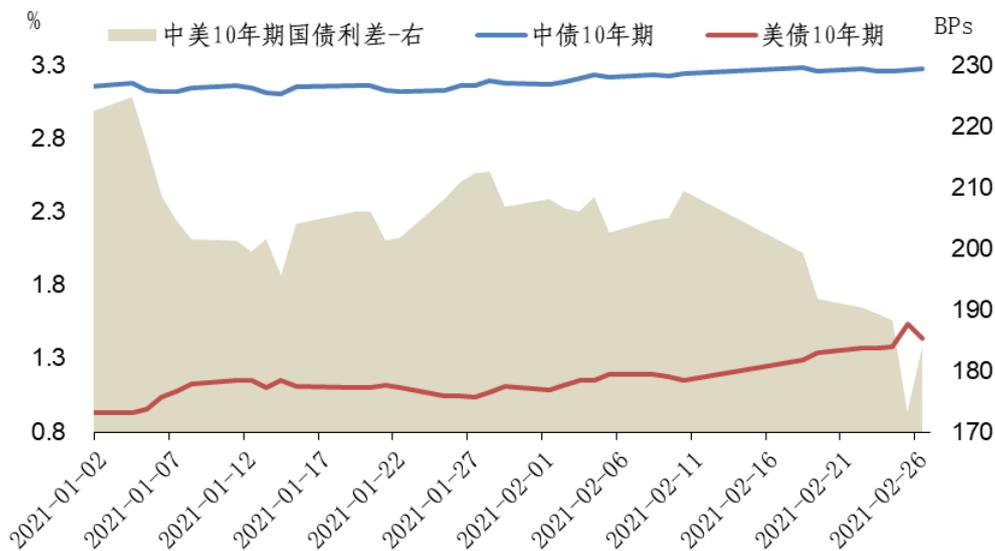
国内方面，3月利率债的净供给量较2月明显增加。预计3月国债将发行5300亿元，净供给1586亿元，较2月分别增加1770亿元、1281亿元。预计地方政府债券发行3500亿元左右，净供给约616亿元，较2月分别增加2943亿元、2144亿元。政策债将发行5500亿元左右，净供给为3276亿元，较2月分别增加2144亿元、3905亿元。总体上，预计3月利率债的发行量达到1.43万亿元左右，净供给合计为5478亿元，较2月分别增加6857亿元、5844亿元。虽然利率债的供给量较大，但央行将适度增加流动性投放，降低资金利率中枢，稳定债券市场。

国际方面，2月以来，全球新冠日新增确诊病例数从高位回落，加之疫苗加快接种，投资者的经济复苏预期和通胀预期升温，全球债券市场受到冲击。同期，美国经济数据多好于预期，加之投资者预计美国政府1.9万亿美元的新冠援助计划有望在国会通过，美国经济复苏前景向好，市场对美债需求明显减少，叠加通胀预期升温，推动美国国债收益率大幅上行。美债10年期在2月24日升至1.38%，较1月末上行27BPs。美股也受到追捧，尤其美联储坚守货币政策的鸽派态度，令美股更加“火上浇油”，2月截至24日道琼斯工业平均指数较1月末上涨6.6%至31962，频创历史新高。随着美债收益率的大幅上行，美国企业的融资成本跟随上升，必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，进而弱化美股上涨的重要支柱。果然，由于美债收益率的上行速度过快，近期突破

了美国多种策略基金的止损线，美国国债期货多头头寸被迫平仓，同时 MBS 持有者出售长期美债来降低组合久期，以对冲利率风险。由于美债投资者集中大规模抛售，2 月 25 日各期限美债收益率飙升，美债 10 年期盘中升破 1.60% 关口。美国上市企业通过发债来募集资金回购股票的成本由此大幅提升，动摇了美股的根基，美国道琼斯工业平均指数当日大跌 1.75%。美国股债市场“双杀”，并辐射影响到全球其他国家的市场。**如果后续美股的风险继续暴露，加之通胀预期未被兑现，将可能推动美债收益率从高位回落。**

**境外投资者仍将延续增持我国债券的趋势。**由于前期美债收益率的大幅上行，2 月截至 25 日，中美 10 年期国债利差由 1 月末的 207BP 大幅收窄 34BP 至 173BP，为去年 4 月 9 日以来最低，但仍处于历史较高水平。由于中国疫情防控得力，政治和社会较其他国家更为稳定，而且人民币汇率升值趋势尚未完全结束，人民币债券仍具投资价值，境外投资者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。

**值得注意的是，还有一个潜在的重大黑天鹅风险，那就是疫情。**虽然 3 月气温更加暖和，按理将抑制新冠病毒的活跃度，疫情对全球的影响减弱。但是，华尔街日报 2 月 20 日报道，科学家们表示，当前全球疫情已经达到了一个危险时刻，那就是出现更多变异毒株的条件已经成熟，较高的病毒传播率和部分人口获得免疫将可能导致出现更具传染性或更致命的变异毒株，从而使结束疫情的努

力变得更复杂。2月21日，印度多家媒体报道，印度权威医学研究和临床机构全印医学科学研究所主任兰迪普·古雷利亚20日公开表示，截至目前，在印度各地已发现多达240种新冠病毒毒株的新型变种，需采取积极应对措施。大量的变异新冠毒株在温度较高的热带国家印度出现，或意味着新冠毒株已进化到不惧温度对其的限制作用了。虽然近期全球新冠感染人数下降，但仍需谨防变异毒株的进化迭代对人类社会的再次冲击。如果疫情再掀新高潮，对避险债券的需求将报复性增加。

综上所述，虽然3月我国利率债的供给量较大，但央行将适度增加流动性投放，降低资金利率中枢，加之目前国际市场对全球经济复苏和通胀的预期已过度乐观，后续如果疫情再起波澜，市场预期修正，将提振债市，预计3月我国债券收益率将高位回落，10年期国债收益率将在3.05%-3.30%区间波动。

### （三）信用利差分化，等级利差拓宽

#### 1. 高等级信用利差分化

**供给方面**，受春节假期及融资成本上行影响，2月份非金融企业债券发行活跃度下降，取消发行增多，发行量和净融资额分别为6510亿元和515亿元，较1月大幅回落。3月高等级信用债到期量为7394亿元，较2月大幅上升4190亿元，到期再融资压力较大，预计3月份高等级信用债供给量将大幅回升。**需求方面**，从1月的托管数据来看，年初存在早配置早收益的季节性特点，商业银行增持信用债640亿元，广义基金增持信用债281亿元，预计该趋势有望在一季度延续。总体而言，3月份高等级信用债有望呈现供需两旺的格局。年初以来，资金面的变化加大了利率债的波动，信用债收益率变化虽然存在一定滞后，但基本跟随利率债走势，信用利差受同期利率债波动影响较大。因此，预计高等级信用利差将出现分化。

#### 2. 等级利差拓宽

**信用违约方面**，2月信用违约较1月有所反弹。2月有4家企业发生违约，与上月持平，涉券规模约38亿元，较上月减少18亿元。新增债券违约企业1家，较上月增加1家；涉券规模约14亿元，较上月增加14亿元。

**表 2： 2021 年 2 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)	新增违约主体涉及违约的债券规模(亿元)
2021 年 2 月	4	38	1	14
2021 年 1 月	4	56	0	0
2021 年 1-2 月	8	94	1	14
2020 年 1-2 月	5	394	2	34

数据来源：Wind，剔除重复统计数据。未包括展期兑付的债项

2 月违约的企业中，1 家企业发行时主体评级为 C 级，涉券规模 5 亿元；1 家为 AA 级，涉券规模 10 亿元；2 家为 AA+ 级地方国有企业（天津房地产集团有限公司与海南航空控股股份有限公司），涉券规模合计 23 亿元。1 月 29 日，海航集团发布声明称“相关债权人因我集团不能清偿到期债务，申请法院对我集团破产重整”。作为海航集团核心资产的海航控股也进入相关司法程序，其发行的“11 海航 02”提前到期并停止计息，为实质性违约。

#### 后期以下风险因素可能导致等级利差拓宽：

一是 3-4 月信用债到期规模大，企业再融资压力突出。2 月份，中低等级信用债平均发行利率明显抬升，AA+ 级、AA 级 3 年期中票的平均发行利率分别较 1 月末上行 17BPs、31BPs 至 4.98%、5.49%。年初以来，央行公开市场精准调控，保持流动性“不缺不溢”，预计后续资金面将维持紧平衡态势，可能导致企业融资渠道收窄。同时，非金融企业债券 3 月到期量高达 1.2 万亿元，为全年最高水平，4 月到期量为 1.03 万亿元，为全年第三高，企业偿债压力较大，信用风险上升。

二是弱资质的地方国企面临较大偿付压力。去年永煤事件对“国企信仰”造成冲击，投资者对弱资质地方国企的信用风险担忧上升。2021 年国有企业债券到期量为 7.28 万亿元，其中，中央国企 2.6 万亿元，地方国企 4.7 万亿元。而 2020 年国有企业利润总额仅为 3.4 万亿元，其中，中央国企 2.1 万亿元，地方国企 1.3 万亿元。整体来看，国企整体利润总额仅占债券总偿还量的约 47%，特别是地方国企占比仅为 28%，预计 2021 年国企仍需依赖借新还旧的方式来确保债务滚续，再融资压力显著。

**三是警惕房地产企业信用风险加速暴露。**目前房地产企业面临融资渠道全面收紧的局面。去年8月以来，境内房地产信用债净融资额持续为负，房地产信托融资也持续下滑，去年三季度末房地产信托贷款余额达到2.38万亿元，比2019年末减少3262亿元。信贷方面，2020年四季度房地产开发贷余额为12万亿元，环比下降2500亿元，同比增速仅为6.1%，较前期大幅下滑。今年3月份，境内地产信用债到期规模为875亿元，中资美元债到期量126亿美元，均为全年最高水平，兑付压力集中，信用风险或将加速暴露。

**四是信贷和非标市场的信用风险向债券市场传导。**截至2020年末，商业银行不良贷款总额为2.70万亿元，同比增长11.93%。2021年3月底，中小微企业贷款延期还本付息的政策即将到期，或对信用债市场造成负面影响。同时，非标违约事件持续发酵，特别是城投平台的风险暴露明显增多，加之融资类信托业务等非标融资的监管趋严，非标违约风险可能继续上升，并进一步向债券市场传导。

### 3. 同业存单发行量增加，发行利率震荡

3月同业存单的到期规模约为2万亿元，较2月增加5367亿元，同业存单到期压力增大，预计3月同业存单发行量将继续回升。受资金面波动影响，2月份同业存单发行利率上行，加之同业存单流动性较好，广义基金的投资热度有望提升，供需力量趋于平衡，3月份同业存单利率将继续震荡。

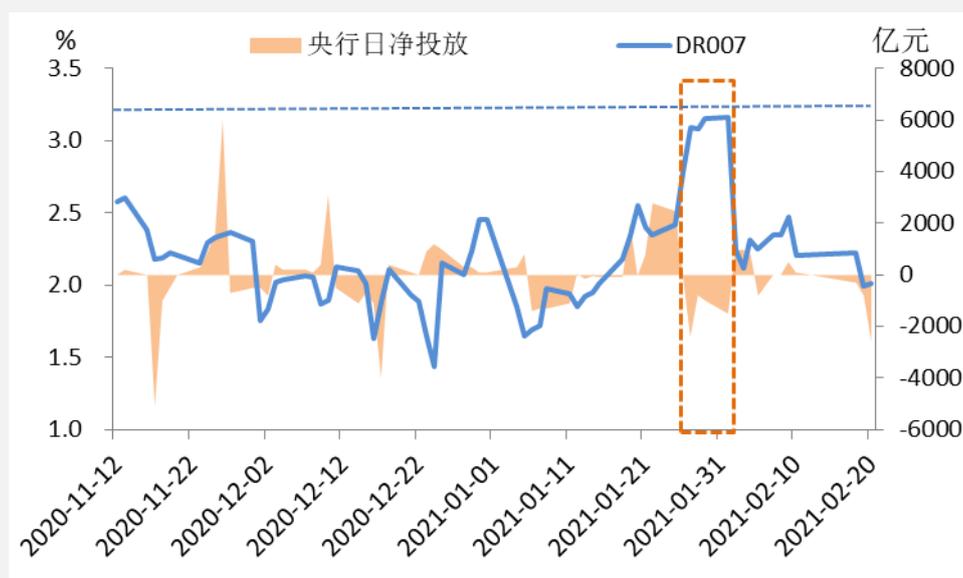
## 专题一：货币政策走向：急转弯还是暂调整？

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。

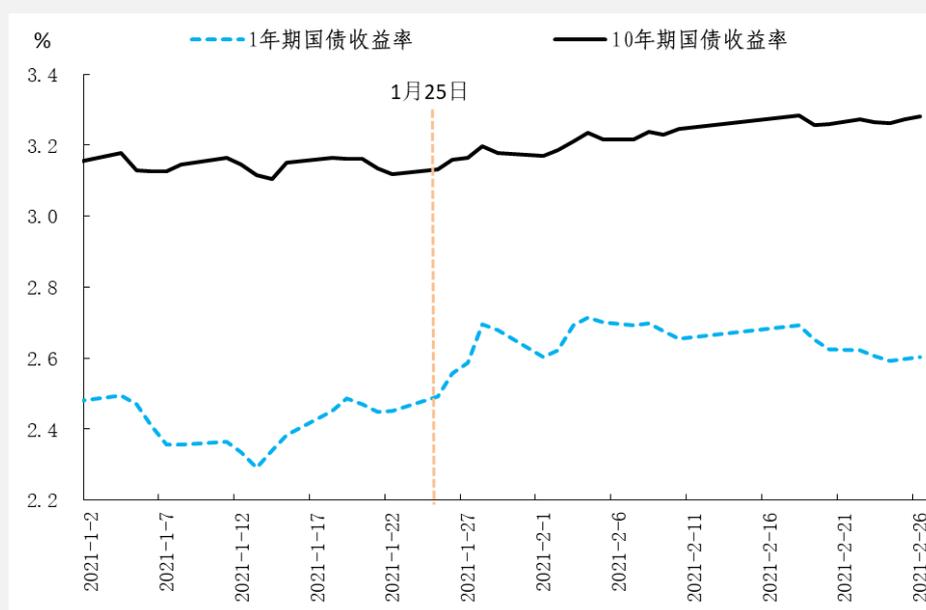
今年央行投放跨节流动性的时间也晚于去年同期。今年春节假期从2月11日开始，根据2020年的经验，央行在春节假期（1月24-30日）前9日开始启用14天逆回购投放跨节流动性，而今年央行自2月4日（春节假期前7日）才重启14天逆回购。投放力度也低于市场预期。2020年1月6日全面降准0.5个百分点，春节前一周和当周的公开市场分别净投放9000亿元和5600亿元（当时疫情刚暴发但尚未封锁，货币政策仍处正常状态）。而今年1月降

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



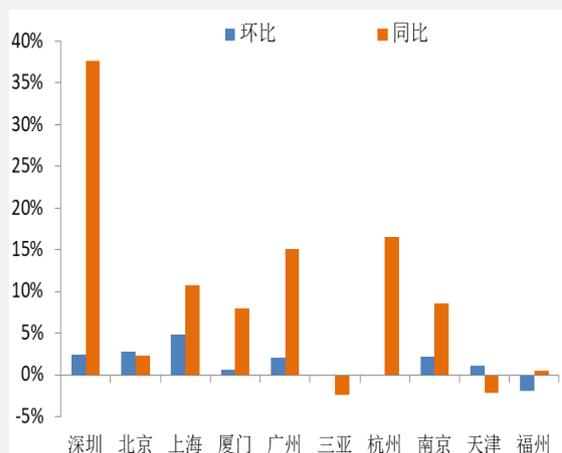
数据来源：Wind。

## 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。

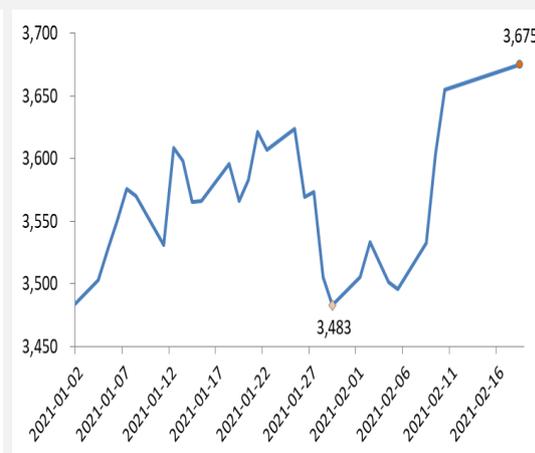
1月以来，以深圳和上海为代表的房地产价格明显上涨。1月，我国房价最高的前十大城市中有7个城市环比上涨，其中上海环比涨4.8%排第一位，北京和深圳分别涨2.7%和2.4%，位居第二、第三位。从同比看，深圳同比大涨37.7%，其次是杭州涨16.6%，第三名是广州涨15.1%。

图 3：全国前十大城市的房价增速



数据来源：中国房价行情平台。

图 4：上证综指走势



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。

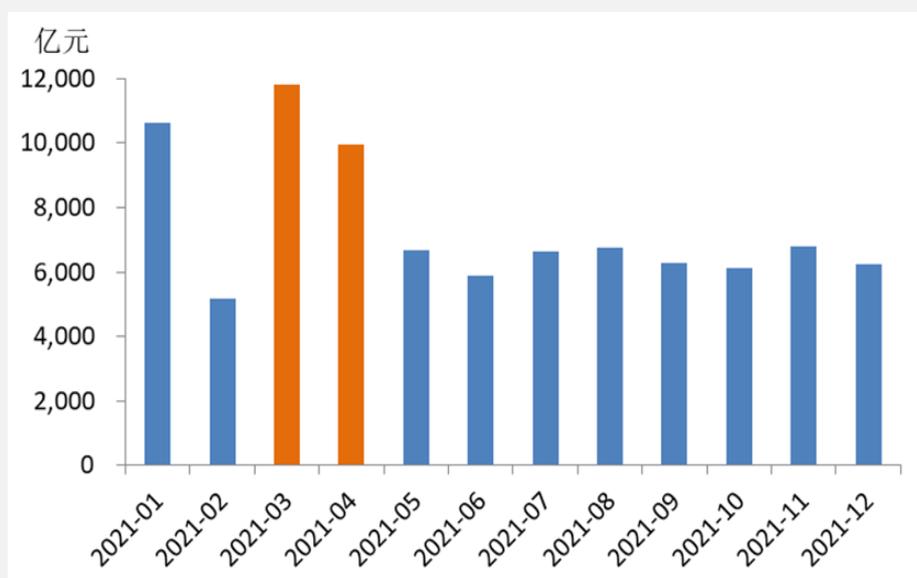
从外部看，美国政府 2020 年先后实施五轮财政刺激计划，规模总计达 3.7

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

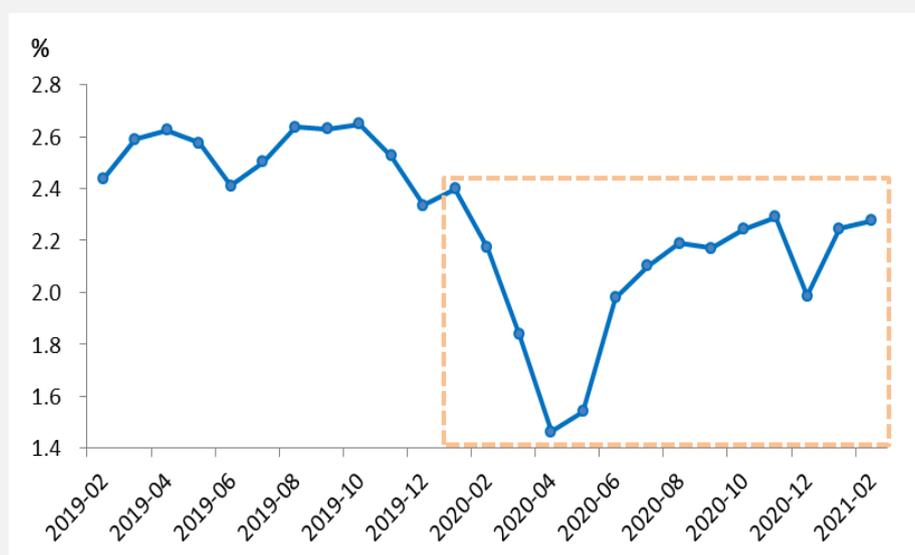


数据来源：Wind。

**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：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<sup>10</sup>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<sup>11</sup>。

美国证券业及金融市场协会（SIFMA）<sup>12</sup>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

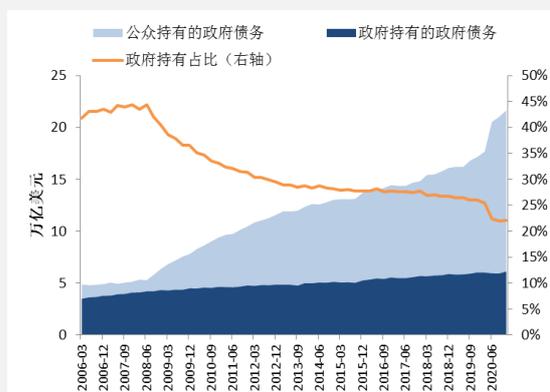
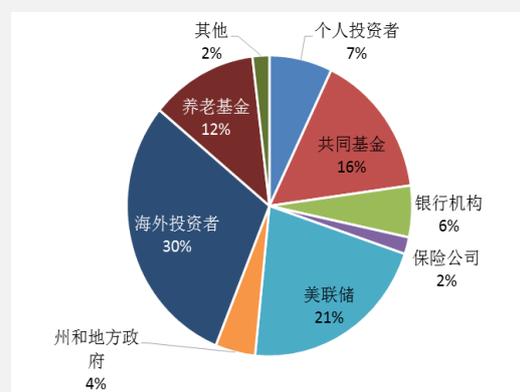


图 2：各类机构持有的美国国债占比



<sup>10</sup> 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。

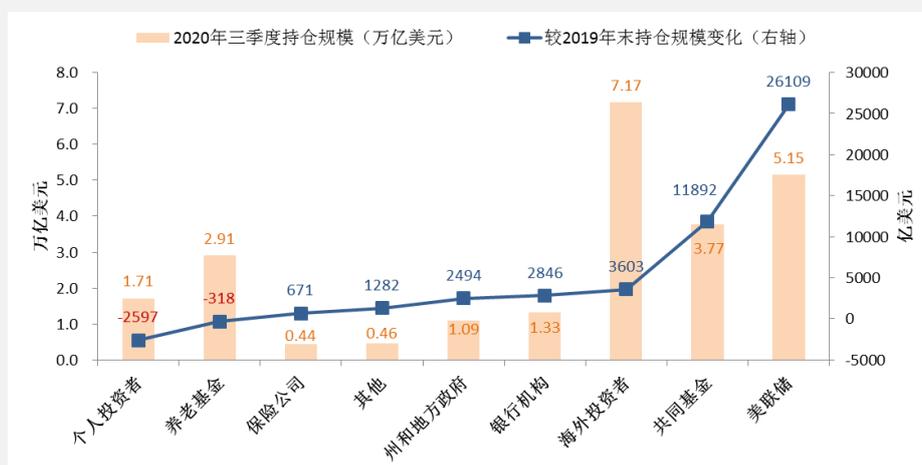
<sup>11</sup> 包括个人、政府支持企业、经纪人和交易商、银行个人信托、企业等。

<sup>12</sup> 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。

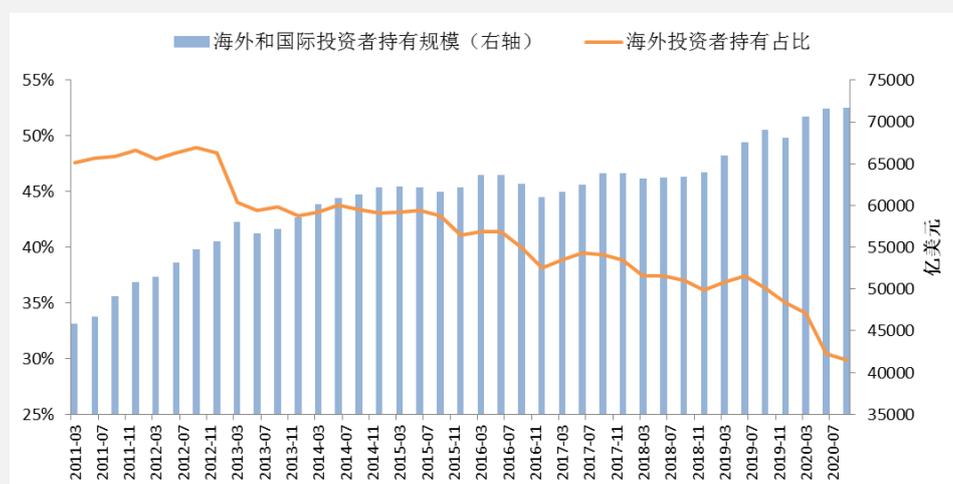
## 二、美国国债投资者行为分析

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

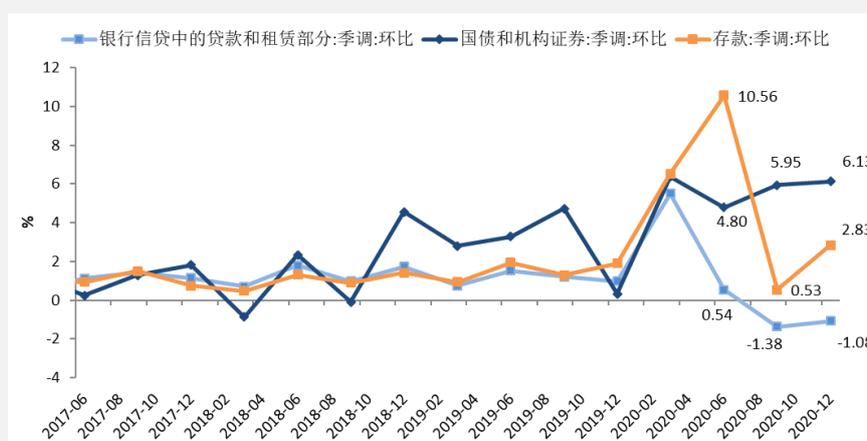
2020 年美国财政部通过多轮救助计划向美国居民发放了大量现金，美国个人储蓄率由疫情前的约 8% 大幅提升至 13.7%，同时美联储在实施 QE 过程中，从非银金融机构手中购买美国国债，导致银行存款大幅增加。2020 年，美国银

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

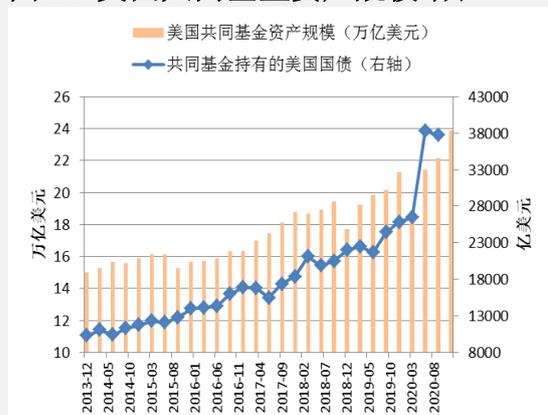
共同基金<sup>13</sup>在联邦债务融资中扮演了重要角色。2015 年以来美国市场共同基金迅速扩容, 一定程度上推动了共同基金增持美国国债。其中, 货币市场基金是短期国库券(T-bill)的持有主力, 市场占比高达 40%。债券型基金对中长期

<sup>13</sup> 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

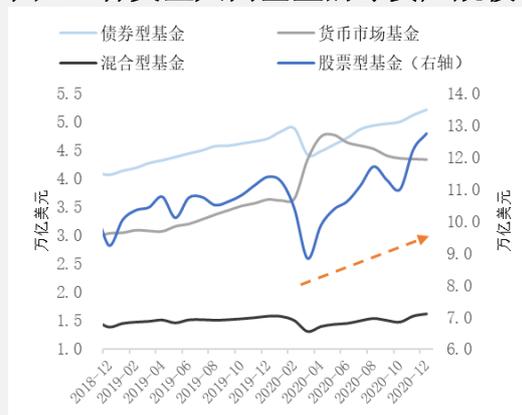
限国债需求较高，而股票型和混合型基金在配置权益类资产的同时，通常持有一定比例的无风险资产进行风险对冲，持有国债在分散投资组合风险、降低组合波动率等方面发挥了重要作用。

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<sup>14</sup>，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

<sup>14</sup> 2020 年 9 月-2021 年 9 月

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 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。

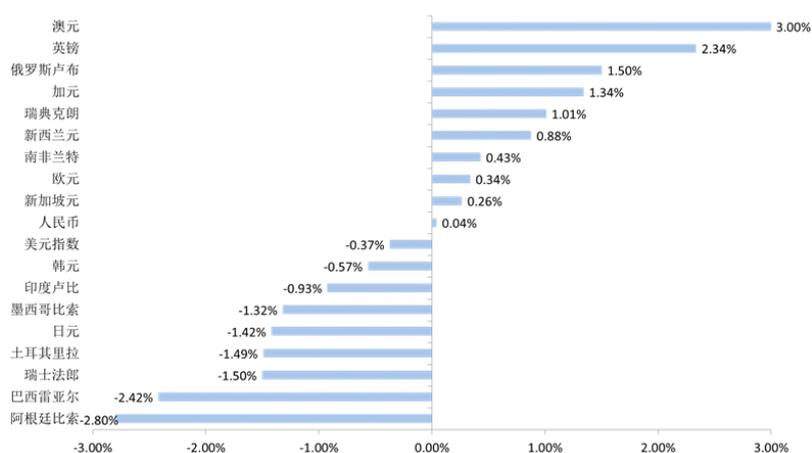
共同基金的投资类型多样化，因此其投资行为与利率环境的关系更为复杂。美联储通过 QE 投放的流动性以及银行体系的超额准备金，将为共同基金特别是货币市场基金提供大规模的增量资金，支撑短期国库券的配置需求。同时，在利率上行阶段，投资企业债特别是高收益债的资金有望回流至相对低风险的品种，如国债、市政债、机构债等。不过，美国国债收益率回升可能带来股票市场估值调整压力，对权益类基金的资产配置形成约束。预计共同基金增持力度将较 2020 年边际减弱。

## 外汇市场

**人民币：震荡微升。**2月，美元指数呈现震荡走势，主要原因有：一是美国1月零售销售数据表现亮眼，大幅好于预期，令市场对美国经济乐观预期增加，但初请失业金人数仍处于高位，1月非农就业数据不及预期，美国就业市场复苏缓慢，显示出美国经济复苏并不“均衡”。二是通胀预期的上升，令市场对美联储提早退出宽松货币政策的预期增加，美债收益率大幅提升，但美联储主席鲍威尔在国会的证词维持“鸽派”，市场情绪得到安抚。2月，美元指数在【89.6, 91.6】区间波动，2月末收盘报90.94，当月累上涨0.44%，连涨两月。

**非美货币涨跌不一。**美元指数震荡之时，非美货币表现出现分化。在发达经济体货币中，澳元、加元、新西兰元等与大宗商品相关的货币表现强势，其中澳元对美元升值3%；受益于疫苗接种进度在主要经济体中领先，加之英国政府计划分阶段解除封锁，英镑走强，对美元升值幅度超过2%。新兴市场货币中，俄罗斯卢布对美元上涨1.5%，阿根廷比索、巴西雷亚尔贬值幅度较大，对美元贬值超过2%。

图 1：2 月主要货币涨跌幅

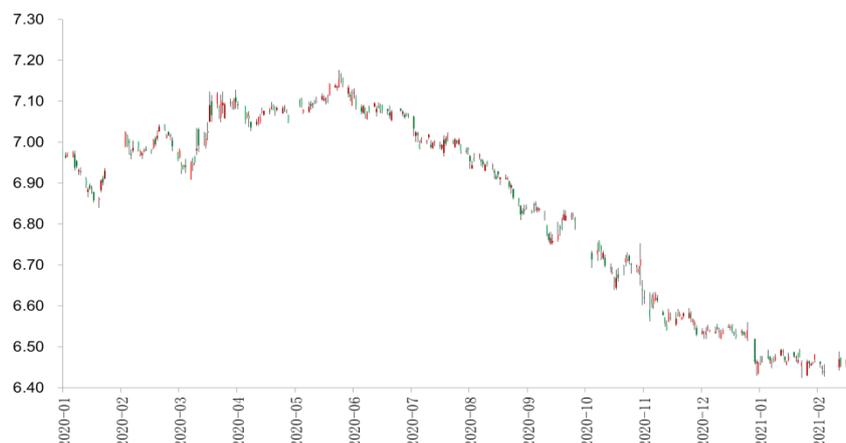


数据来源：Wind，建行金融市场部

**人民币维持震荡走势。**2月上半月，客盘购汇需求不减，加之中美领导人通话，中美关系缓和预期增加，人民币震荡走强，在岸人民币(CNY)创逾两年半新高，离岸人民币(CNH)一度接近突破6.4关口；后半月，虽然购汇需求减少，

但美元指数维持弱势表现，加之市场对人民银行货币政策收紧的预期升温，人民币维持区间震荡。2月，人民币对美元在【6.4271, 6.4890】区间波动，2月末收盘报6.4590，当月累计升值0.04%。

**图 2：2020 年以来人民币对美元走势**



数据来源：Wind，建行金融市场部

展望 3 月，美元指数预计维持弱势，主要有以下三个方面的考虑：

**一是关注美国经济基本面变化情况。**随着美国大规模接种新冠疫苗工作的推进，美国新增确诊病例持续降低，因感染新冠肺炎病毒住院人数也大为减少，美国疫情防控形势正走向缓和。如果美国疫情得到有效控制，美国经济复苏速度将加快，经济基本面将不断改善，利好美元走势。

**二是关注美联储货币政策的变化。**进入 2021 年以来，随着通胀预期的增加，投资者对美联储缩减 QE 规模或提前进入加息周期的预期增加，美债收益率上行，一度带动美指反弹。但在通胀预期上升的背景下，美联储鸽派的立场并未改变。2 月末，美联储主席鲍威尔在出席国会听证会时表示，美国经济离美联储的就业和通胀目标还有很长的路要走，将继续以接近零利率和大规模资产购买来支持经济，直到经济复苏有实质性进展为止，这可能需要“一段时间”才能实现。短期内，美联储将维持目前宽松的货币政策，这将对美元指数的走势形成拖累。

**三是看空美元的情绪并未改变。**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仍旧处于十年高位附近，市场看空美元的情绪依旧高涨。短期内，美元指数维持弱势表现已成为市场的共识。

综上，在美联储维持宽松货币政策的前提下，美元指数的弱势走势仍将持续，但下跌的空间并不大。未来，如果美联储货币政策由鸽派转向鹰派，美国经济复苏加快，美元指数或将迎来反弹。我们预计，美元指数在 3 月呈现弱势筑底表现，主要波动区间为【89，93】。

人民币方面，我们认为人民币将维持震荡走势，主要以下三方面考虑：

**一是中国经济基本面良好，为人民币汇率稳定提供了支撑。**中国疫情防控形势稳定，前期多点散发的疫情并未扩散，已被完全控制，并未对中国经济产生冲击。中国经济基本面持续向好的趋势没有改变，这为人民币汇率的稳定提供了良好的支持。

**二是中美利差持续收窄，关注跨境资金的流向变化。**2 月，美债收益率大幅上行，中国和美国 10 年期国债收益率从 1 月末的 207BPs 收窄至 184BPs。至此，中美利差已连续 2 个月收窄，较去年 10 月中旬的历史高点 249BPs 回落 65BPs。随着中美利差持续收窄，跨境资金流入境内市场的趋势如放缓，甚至转为净流出，将对人民币汇率走势产生拖累。

**三是“竞争+合作”格局形成，关注中美关系的走向。**2 月，中美领导人通话，使得中美关系缓和的预期增加。我们关注到，中美在气候变化问题上拥有共同利益，但在台海、南海、香港、新疆、新冠病毒溯源等问题上的摩擦不断，中美战略竞争的格局难改。中美大概率将维持“竞争+合作”的关系，中美关系对人民币汇率走势的扰动将会持续。

总而言之，中国经济基本面良好，为人民币提供了很好的支撑，但中美利差持续收窄，跨境资金持续流入的趋势或将放缓。与此同时，中美关系缓和的预期增加，中美关系“竞争+合作”的格局逐步形成，但中美关系对人民币汇率的扰动犹存。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：先低后高，高位震荡。**2月，欧元对美元维持在【1.1950, 1.2242】区间高位震荡。2月初，因美国多项就业数据超预期良好，且拜登政府持续推进新一轮财政刺激计划，投资者对美国经济复苏预期良好，美债长端收益率走高带动美元指数走强，欧元对美元连续下行，2月4日触及月内低点1.1957。但2月5日美国非农就业报告令市场失望，欧元对美元当日反弹近百点，随后几日在1.21附近稳步缓升。2月17日美国较好的经济数据再次拉高美元指数，当日欧元对美元下跌65个基点，但欧洲地区疫情防控逐渐转好，德国、法国等主要欧元区国家制造业PMI数据和经济景气指数均超预期蹿升，市场看空美元情绪持续酝酿并回归，加之欧洲多国长债收益率走高，欧元对美元再度连续走强，但2月最后一个交易日美元指数因美债收益率大幅抬升而快速上行，欧元兑美元当日下挫0.84%。截至2月末，欧元对美元贬值0.53%至1.2072。

图 1：欧元对美元走势



数据来源：Wind，建行金融市场部

展望3月，在欧美地区疫情防控形势转好，市场风险偏好已然改善，虽然美债收益率带动美元指数上行，但预计3月美元指数仍将弱势筑底，欧元对美元维持高位并震荡走升。

一是**欧洲疫情转好提振经济复苏前景**。经验表明，欧元对美元的走势与欧美经济增速差密切相关。疫情防控方面，虽不及美英两国，但欧元区新冠疫苗接种速度明显加快，接种人数稳定提升。经济方面，受需求提升影响，德法等国制造业有所起色，有关经济指标超预期走高，但大部分国家制造业仍较为低迷；服务业则因疫情影响，多数地区仍处于封锁之中，数据变现不佳。整体而言，虽然当期经济数据仍显示欧洲饱受疫情影响，但疫苗接种进度令市场预期逐渐转好，未来经济复苏前景预计将逐渐乐观，欧元因此受益。

二是**美元指数低迷支撑欧元维持高位**。从市场情绪看，当前美元空头持仓数高居不下，加之全球通胀预期推高大宗商品价格，市场看空美元的情绪依然高涨。虽然投资者对美国经济复苏的前景同样乐观，且美国疫苗接种速度相对较快，但非美国家会很快追赶上来，加之美联储转变货币政策方向的可能性极小，预计美元仍在是弱势驻地走势，有利于支撑欧元对美元汇价维持高位。

三是**欧洲央行货币政策存在不确定性**。虽然经济复苏前景乐观，但欧央行依然保持谨慎。上月下旬欧央行行长拉加德表示，欧洲央行正密切关注欧债长期收益率走高的影响，同时强调疫情的发展存在不确定性。截止 2 月末，10 年期德债收益率较上月末上行 27BPs 至-0.27%。对于现有 QE 计划，拉加德表示肯定，并提出对未来将继续研究货币政策的传导和面对不确定性的政策调整。对于复杂的环境，欧央行适时调整政策的可能性很高，较强势欧元同样面临不确定性，有必要予以重点关注。

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经济复苏等方面的新变化，欧元对美元预计将继续保持高位，3 月波动区间为【1.18，1.25】。

**英**镑：2 月快速走高，预计保持强势。2 月初，因市场对美国经济复苏乐观情绪升温，美元指数强势，非美货币普遍走弱，英镑对美元连续走弱，最低触及 1.3566 的月内地位。但 2 月 5 日起，英镑对美元连续快速走强，接连突破多个关键点位，最高触及 1.4235，截至 2 月末英镑对美元收涨 1.68% 至 1.3932，刷新 2018 年 5 月以来新高；对欧元升值 2.06% 至 0.8670。令英镑快速走高主要源于双重因素的持续发酵，一是英国快速推进疫苗接种令经

济复苏预期不断增强，二是政府计划放松对经济活动的封锁限制让英镑投资者感到振奋鼓舞。此外，全球风险偏好改善使与情绪起伏挂钩的英镑涨势加剧。

图 2：英镑对美元走势



数据来源：Wind，建行金融市场部

展望 3 月，在疫情冲击仍是影响欧美国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 2 月末，英国每百人接种疫苗人数达到 30.13，已有超过 30%的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 月底完成全民接种，速度在主要经济体中遥遥领先。加之英国首相约翰逊已经宣布为期约 4 个月的解封计划，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。

**二是负利率预期进一步弱化有利于英镑维持强势。**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，

对此 10 年期英国国债和英镑汇率双双走高。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。

**三是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，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，预计英镑对美元将继续走强，3 月波动区间料为【1.37，1.45】。

## 专题一：中美关系修复对人民币汇率走势的影响

中国农历除夕（2月11日）上午，国家主席习近平同美国总统拜登通电话，互道新春祝福。这是拜登入住白宫后中美两国元首的首次通话，标志着中美两国领导人直接沟通的新起点，向全世界发出了积极的信号。当日，在岸人民币市场休市，离岸人民币对美元短线大幅走高超 150 个基点，最高触及 6.4175。2018 年 4 月开始的中美贸易争端令此后的人民币汇率出现了多次跳跃性波动，人民币对美元大幅贬值。当前中美贸易争端悬而未决，若中美关系得到修复，人民币汇率将如何演绎？

### 一、中美关系对人民币汇率影响回顾

#### （一）“汇率牌”长期以来是中美争端的重要组成部分

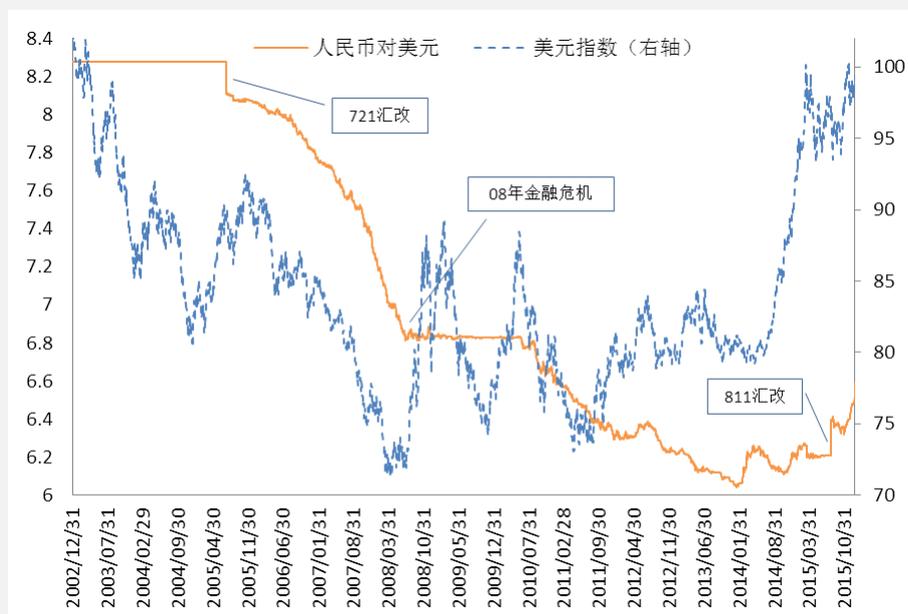
美国长期予以人民币汇率升值压力。1997 年亚洲金融危机后，中国外汇储备快速增加，中美贸易顺差持续拉大，2003 年起，美国多次指责人民币严重低估。2003 年 9 月，美国国会提出《舒默议案》，要求重估人民币汇率，威胁将对中国商品加征 27.5% 的汇率税。2005 年，该法案改为《舒默-格雷厄姆修正案》，并相继提出《中国货币法案》《格拉斯利-鲍克斯法案》等，要求人民币升值。金融危机后，2008 年经济学家保罗·克鲁格曼公开批评人民币汇率被操控；2009 年奥巴马公开要求人民币汇率制度改革；2010 年美国众议院通过《货币改革促进公平贸易法案》要求人民币升值；2011 年再次通过《货币汇率监督改革法案》要求调查中国是否存在人为压低汇率行为。随后几年，美国政府多次公开场合打出“汇率牌”，对人民币汇率表示“密切关注”。

**人民币汇率制度改革稳步推进。**与此同时，我国国际贸易地位不断提升，国际收支持续顺差，外汇储备大幅增长，国内面临通胀压力和人民币有效汇率的持续下降。多重压力下，2005 年我国实行了“721 汇改”，人民币对美元一次性升值 2%，2005 年 7 月至 2008 年 8 月期间，人民币对美元累计升值幅度达到了 17.4%；金融危机后，2010 年 6 月我国重启汇率制度改革，人民币对美元重新进入升值轨道。

**双向波动的市场化人民币汇率制度已基本形成。**虽然“721 汇改”人民币汇率弹性加大，但基本上仍处于盯住美元的状态，人民币汇率改革制度受到美国对华“汇率牌”的较大压力。2015 年再次我国启动“811 汇改”，推出“CFETS 人

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，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 1:2003 至 2015 年人民币汇率与美元指数走势



## （二）中美贸易争端令人民币跳跃式波动

自“811 汇改”后，2018 年中美关系的变化令此前单边升值为主的人民币汇率走势出现了扭转，人民币汇率在中美贸易摩擦中呈现跳跃式波动，具体呈现以下三个特点：

**一是人民币汇率对中美贸易谈判进程敏感。**中美贸易谈判期间，负面消息居多，往往令人民币加速贬值；不确定性增加时，人民币坚挺并修复；消息落地后，人民币汇率则快速反弹。

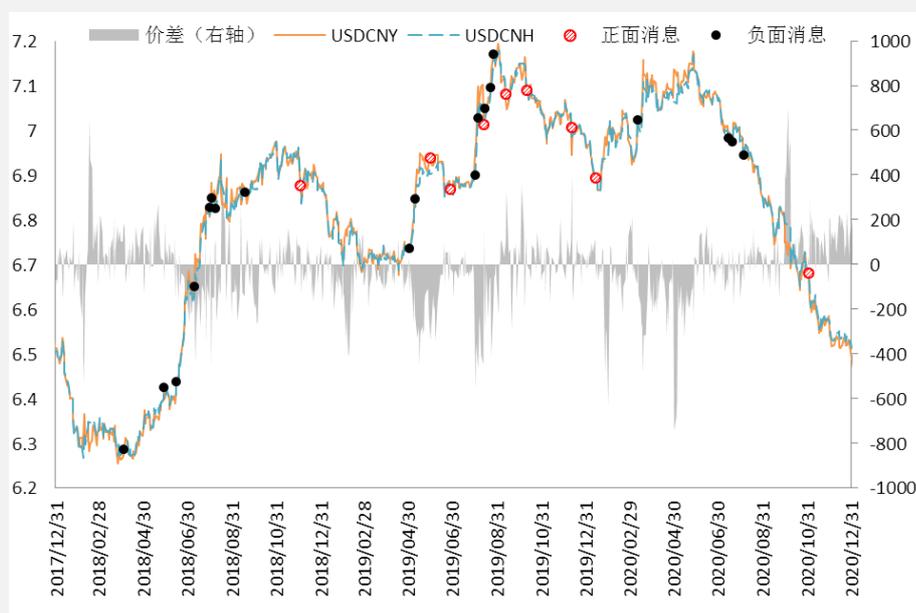
**二是离岸人民币反应更为敏锐。**对于消息的反应，离岸人民币要早于在岸，且波动幅度更大，一方面是因为离岸人民币交易属性更强，对事件反应更敏感，另一方面负面消息多发生于美国时间，离岸人民币 24 小时连续活跃交易，反应更为迅速。

**三是汇率变动对消息的消化较快。**随着时间推移，中美贸易消息对人民币汇率的持续影响减弱。消息公布的后 5 个，尤其是后 10 个交易日内，人民币汇率波动幅度出现趋势性收窄。且 2020 年随着新冠疫情冲击和美国大选的推进，中

美贸易消息对人民币汇率的影响愈发微弱。

整体而言，中美贸易摩擦期间，人民币汇率短期内受到中美关系的进展影响较大，事件驱动导致的汇率波动频繁。不过，这一反应从侧面表明人民币汇率制度改革令人民币的汇率弹性明显增强。人民银行在此期间为对冲市场情绪的顺周期波动，引入了“顺周期因子”等多项宏观审慎调节工具，有序退出了常态化汇率干预，人民币汇率制度在中美贸易摩擦期间仍不改市场化前行方向。

图 2：中美贸易摩擦对人民币汇率的影响



## 二、本次通话发出中美关系改善的积极信号

中美建交 40 多年来，两国关系总体保持稳定向前的势头，两国在政府、社会、商贸、文化、教育等方面的交往持续扩大，但因上届政府的极端做法而遭遇严重挫折。1 月 20 日拜登正式宣誓就职美国总统，新一届政府虽不会改变对华遏制的战略方向，但中美关系有望得到修复。

**一是拜登政府执政团队呈现精英化特点。**拜登政府执政团队以奥巴马时期的行政班底为主，多数成员在奥巴马任期结束后离开政府，在核心智库从事国家安全、亚洲战略等领域的研究，提倡缩小贫富差距、提高社会福利、包容宽待移民等新自由主义理念，呈现精英化、多元化特点，代表了全球化和自由贸易的受益者。

二是拜登政府对华政策逐渐明确。拜登团队对华态度基本一致，强调自由、规则与竞争，不冷战、不脱钩。拜登曾明确表示，中美需要的不是对抗，而是非常激烈的竞争。当前，美国两党已就对华战略遏制的强硬态度达成共识，但两党执政理念上的差异决定其对华手段存在差异。

三是元首通话发出了改善的积极信号。一方面，在中国农历春节前夕互致新春祝福，本身蕴含着善意，标志着两国直接沟通的新起点，也印证了拜登总统“不会延续特朗普政府的对华政策，专注于国际规则”的观点和承诺。另一方面，本次通话表达了沟通和合作的意愿。过去几年，中美两国关系遭遇了前所未有的困难，对国际社会造成了深远的影响。通话中，中美双方同意就两国关系和共同关心的问题保持密切联系，并表示将在广泛领域开展合作。

### 三、中美关系修复后人民币汇率走势研判

自去年6月连续升值以来，人民币对美元已突破2018年6月以来高位。当前中美贸易摩擦实质上并未结束，若中美关系的得到修复，人民币汇率有望进一步走强。

一是中美合作共赢有利于疫后经济复苏。中美两国是全球最大的两大经济体，其经济关系是世界上相互交融最深、合作领域最广、共同利益最大的双边关系之一。2020年双边贸易、双边双向投资总额近2400亿美元。伴随美国新一届政府的成立，预计中美贸易摩擦将进入新的阶段，双方或将在非核心利益方面暂且退让。同时，1月13日，美国财政部取消了去年8月对中国“汇率操纵国”的认定，收起了已经打出的“汇率牌”。这都有利于中美双方集中精力修复受疫情冲击的经济增长，风险偏好有望抬升，人民币作为新兴风险货币的属性有望进一步增强。

二是整体偏弱美元支持人民币维持强势。虽然2021年美元指数较此前表现较为坚韧，但并没有改变其短期内偏弱的趋势。一方面，市场看空美元的情绪依然高涨，美元空头持仓数高居不下，短期内出现方向性反转的可能性较小。另一方面，美联储不断通过前瞻性指引强化宽松预期，预计在较长的时间内其转变货币政策方向的可能性极小，不支持美元指数走强。同时，在全球通胀预期不断增强的情况下，以美元计价的大宗商品价格走高将从侧面抑制美元汇价。在人民币汇率与美元指数反向相关性不断增强的情况下，持续较弱的美元将支持人民币走高。此外，人民币对一篮子货币指数有望进一步强势。

三是经常账户顺差为人民币升值提供支持。2020年，货物贸易顺差处于历史高位，出口超预期良好为我国经济增长提供了强大的支持。2021年海外生产恢复或将替代部分出口产能，但若中美关系修复，美方订单增长或将继续支撑经常项目顺差走高，为以平衡贸易收支和抑制通胀而升值的人民币提供支持。

综上所述，中美关系已出现边际改善的积极信号，但美国对华战略遏制的强硬态度没有改变，中美之间的摩擦具有长期性和不稳定性，中美两国对有关具体问题的态度仍存在明显差异，人民币汇率整体升值动能或不如预期中强烈，且更容易出现宽幅震荡走势。

## 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

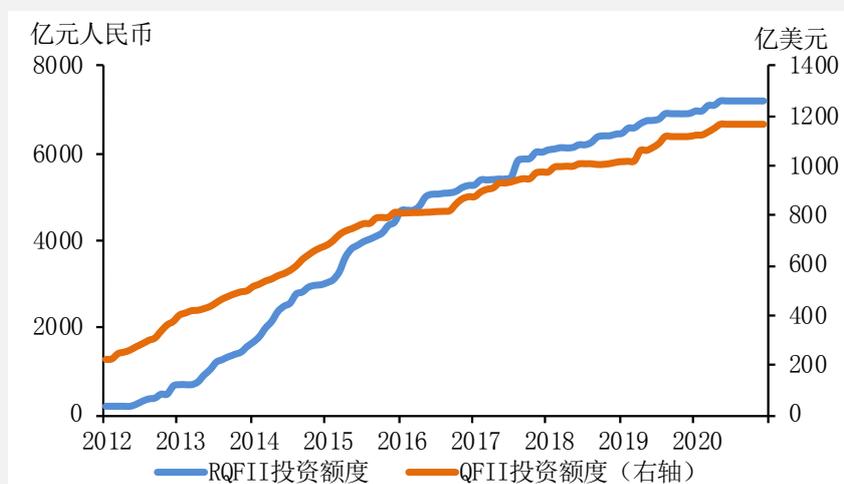
随着中国金融市场对外开放的不断深化，境外投资者参与境内金融市场交易的便利性越来越强，中国金融市场正吸引越来越多的境外投资者参与其中，跨境资金流入的趋势愈发明显。

### 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



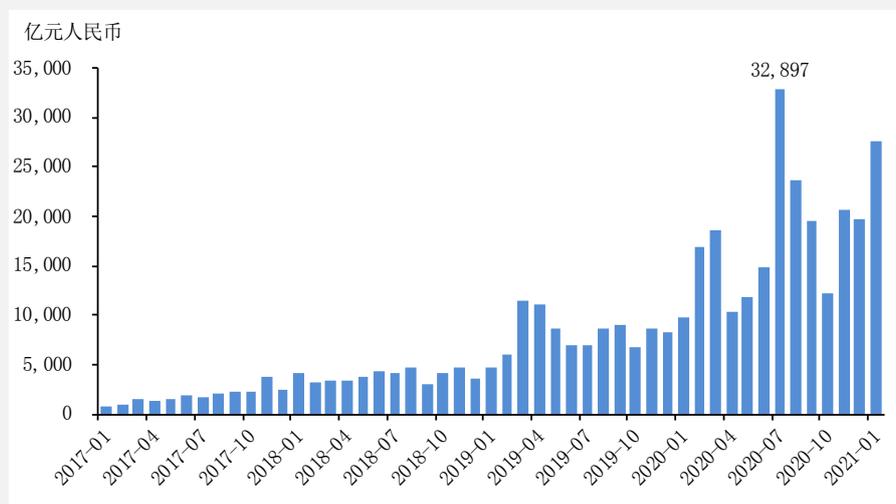
数据来源：Wind，建行金融市场部

#### (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，

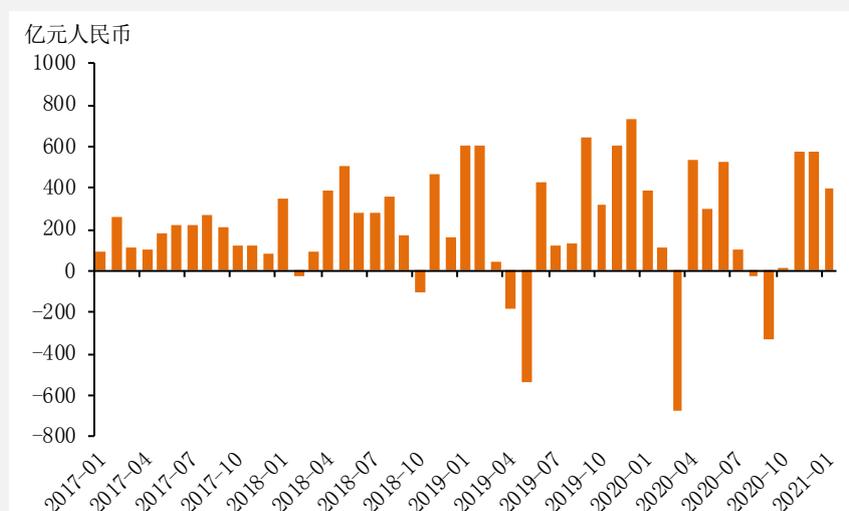
于 2020 年 7 月创出 32897 亿元人民币的历史最高成交量。境外投资者持有 A 股的意愿持续增加，陆股通净买入 A 股的月份显著多于净买入的月份。

**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。

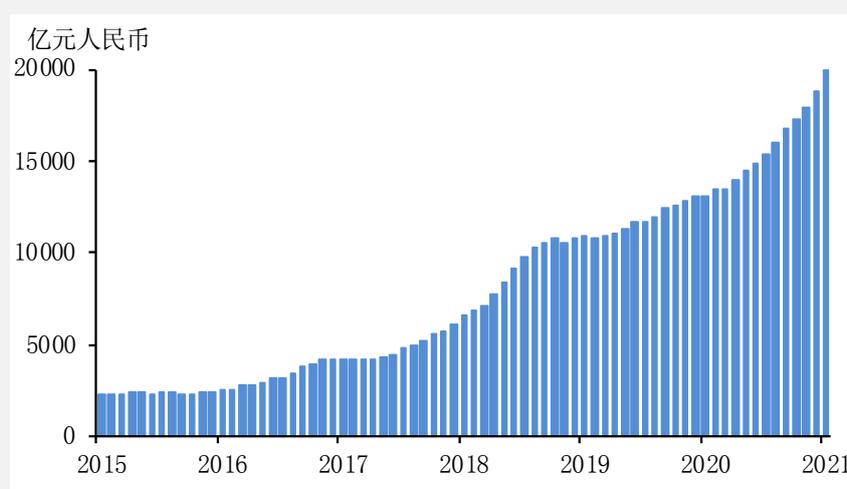
图 4：部分国家 10 年期国债收益率



数据来源：Wind，建行金融市场部

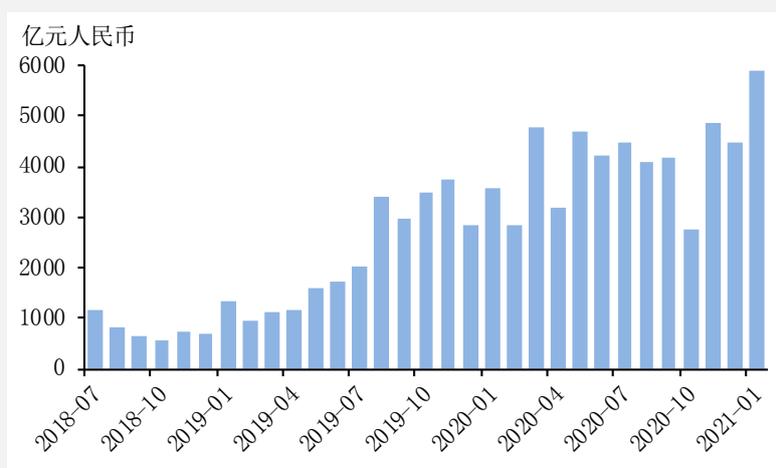
在中国债券市场对开开放不断深化，中国债券被纳三大指数的背景下，境外机构不断增加配置债券的配置，截至 2021 年 1 月，境外机构持有中国国债的规模已近 2 万亿元人民币。与此同时，随着债券通“北向通”的启动，境外机构参与境内债券市场的活跃度不断增加，债券通成交量不断增大，2021 年 1 月全月成交量达 5883 亿元人民币。

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：境外机构和个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，监管层或将继续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。

## 每月精选

### 孙国峰：2020年货币政策回顾与2021年展望

2020年，面对突如其来的新冠肺炎疫情冲击，人民银行以习近平新时代中国特色社会主义思想为指导，按照党中央、国务院部署，坚持科学决策和创造性应对的根本方法，稳健货币政策更加灵活适度、精准导向，以总量适度、融资成本明显下降和支持实体经济的三大确定性应对高度不确定的形势，做好“六稳”工作、落实“六保”任务，支持统筹推进疫情防控和经济社会发展，为决胜全面建成小康社会营造了适宜的货币环境。

#### 疫情冲击百年不遇，货币政策应对科学有力

年初疫情突如其来，全力支持打赢疫情防控阻击战。面对内外部不确定因素，人民银行于2020年1月4日开年伊始下调存款准备金率0.5个百分点，为实体经济提供长期资金。疫情突如其来使得经济形势更加复杂严峻，人民银行于春节期间的1月31日紧急出台3000亿元专项再贷款政策，实行名单制管理，支持主要银行向7597家重点医疗物资和生活必需品企业提供优惠利率贷款，有力促进了抗疫保供。2月3日和4日，超预期投放1.7万亿元流动性，引导公开市场操作中标利率下降10个基点，中期借贷便利（MLF）操作中标利率和1年期贷款市场报价利率（LPR）随之下降10个基点，稳定了市场预期，有力地支持了疫情应对和金融市场如期开市。

支持统筹疫情防控和经济社会恢复发展，及时切换货币政策重点。根据党中央、国务院决策部署，按照重点控制疫情、统筹疫情防控和有序复工复产、促进经济社会恢复发展三个阶段，有针对性地加大货币政策支持力度。2020年2月底出台5000亿元再贷款再贴现政策，切实解决了59万家企业复工复产面临的债务偿还、资金周转和扩大融资等迫切问题。疫情防控阶段性成效进一步巩固后，4月下旬又出台1万亿元再贷款再贴现政策，支持金融机构以优惠利率向158万户中小微企业提供贷款，强化普惠性金融支持，统筹推进疫情防控和经济社会发展。同时，通过降准降息，满足企业合理融资需求，促进降低企业融资成本。3月1日如期启动存量浮动利率贷款定价基准转换，3月与4月连续定向降准，多次适时下调政策利率，公开市场操作中标利率、MLF操作中标利率、1年期LPR均再次下降20个基点，再贷款利率累计下降50个基点。

经济逐步恢复，灵活把握货币政策力度和节奏。2020年2月至4月，应对疫情期间金融机构贷款投放力度较大。5月以来，随着经济加快恢复，货币信贷投放逐步回到常态。6月初，人民银行创设两项直达实体经济的货币政策工具，精准帮助小微企业做好稳企业保就业工作。应对疫情的特殊工具适时退出，3000亿元和5000亿元再贷款再贴现政策上半年实施完毕，1万亿元政策年底前执行完毕。克服困难把握住时间窗口推动利率市场化改革，8月末顺利完成存量浮动利率贷款定价基准转换，全年引导金融系统向实体经济让利1.5万亿元。增强人民币汇率弹性，10月人民币汇率中间价报价模型中的“逆周期因子”淡出，加强外汇市场宏观审慎管理，下调远期售汇业务的外汇风险准备金率和跨境融资宏观审慎调节参数，引导企业和金融机构树立“风险中性”理念，促进内部均衡和外部均衡的平衡。

总的来看，在党中央的坚强领导下，我国不仅成为2020年全球唯一实现经济正增长的主要经济体，还是少数保持正常货币政策的主要经济体。这主要体现在以下几个方面。一是利率水平保持在合理区间，没有像其他主要经济体那样实施零利率甚至负利率。二是中央银行资产负债表规模基本稳定，银行货币创造的正常市场化功能充分发挥，没有像其他主要经济体那样靠大幅扩张中央银行资产负债表来“印票子”。2020年人民银行资产负债表扩张4%左右，而同期美联储、欧洲中央银行和日本银行资产负债表规模分别扩张了77%、50%和23%。三是货币信贷增幅远低于上次应对2008年国际金融危机时期。2020年新增贷款为19.6万亿元，比2019年新增贷款（16.8万亿元）增加2.8万亿元，增幅约17%，货币信贷的增幅是比较合理的。四是宏观杠杆率增幅低于主要经济体，也低于上次应对2008年国际金融危机时期。2020年第二季度末我国宏观杠杆率较2019年末上升21个百分点左右，低于美国、日本和欧元区同期32.5个、26.6个和22.5个百分点的增幅。2020年我国宏观杠杆率上升幅度明显低于应对2008年国际金融危机时期，且增幅逐季收敛。这些效果的取得，主要缘于以下几方面因素。

一是坚持跨周期设计，保持总量适度。保持货币供应量和社会融资规模增速同名义经济增速基本匹配，是现代货币政策框架的重要内容，有利于跨越经济周期稳住货币总量。在操作上，综合考虑了名义经济增速、潜在产出和经济增速目标。受疫情影响，2020年我国经济增速大幅偏离潜在产出，货币供应量和社会融资规模增速参照反映潜在产出的名义经济增速，

2020年12月末M2增速为10.1%，社会融资规模增速为13.3%，支持经济向潜在产出回归。

**二是坚持创造性应对，精准直达支持稳企业保就业。**疫情引发供给中断和需求萎缩双重冲击，对此，货币政策在做好需求侧管理的同时，更加注重在供给侧发力，从支持作为供给主体的企业入手带动经济社会恢复循环。应对疫情期间，三批次再贷款再贴现政策分层次、有梯度出台，创新直达实体经济的货币政策工具，有序响应疫情防控和经济社会恢复不同阶段的需要，结构性货币政策工具成效显著。小微企业融资“量增、价降、面扩”。2020年12月末，普惠小微贷款余额同比增长30.3%，比2019年末提高7.2个百分点；12月新发放普惠小微贷款平均利率为5.08%，比2019年12月下降0.80个百分点；12月末，普惠小微贷款支持小微经营主体3228万户，同比增长19.4%。制造业中长期贷款保持多增，12月末投向制造业的中长期贷款余额同比增长35.2%，增速连续14个月上升。

**三是坚持以改革开放为根本动力疏通传导，深化利率汇率市场化改革。**市场化的利率汇率形成和传导机制，是提高货币政策传导效率的重要条件。如果没有在2019年8月以LPR改革为抓手，深入推进利率市场化改革，打通贷款利率隐性下限这一传导“堵点”，2020年的货币政策传导效率将大打折扣。2020年企业综合融资成本明显下降，12月末企业贷款利率为4.61%，较上年末下降0.51个百分点，超过同期LPR的降幅，为2015年有统计以来最低。同时，我国作为大国开放经济体，宏观政策的溢出效应逐渐显现，把握好内部均衡和外部均衡的平衡十分重要，必须增强人民币汇率弹性，发挥好宏观经济自动稳定器作用。2020年人民币汇率双向浮动，表明市场供求在人民币汇率形成中发挥了决定性作用，为自主实施正常货币政策创造了条件。2020年末，人民币对美元汇率中间价较上年末升值6.9%，波动幅度没有超过历史最高水平，全年人民币对美元平均汇率与2019年均值持平。衡量人民币对一篮子货币汇率的中国外汇交易中心（CFETS）指数为94.84，较上年末升值3.8%，在历史水平中处于中游。

**四是坚持主动作为，引导市场预期。**在各种不确定条件下，货币政策要走在市场曲线前面，通过加强沟通和提高透明度的更大确定性来减少市场的不确定性，提升货币政策的有效性。健全常态化货币政策操作，按日开展公开市场操作，按月开展MLF操作，提前宣布有关操作安排，稳定市场预期。完善机制化的货币政策沟通方式，每季度初月份召开金融统计数

据媒体吹风会，季度中月份发布《中国货币政策执行报告》，季度末月份发布货币政策委员会例会新闻公告，定期化、机制化释放货币政策信号，回应市场关切。在每次政策出台后及时发布新闻稿，帮助市场更好地理解政策意图。货币政策确定性与市场预期之间形成良性循环，为货币政策有效实施和金融市场平稳运行营造良好的环境。

### 经济形势确定性和不确定性并存，货币政策面临挑战

2021年我国经济基本面好转的大趋势是确定的。从国际看，尽管近期全球疫情继续蔓延，但疫苗研发和接种正积极开展，全球疫情最坏阶段正在过去，加上宏观政策支撑和低基数效应，主要经济体经济指标持续改善总体是确定的。从国内看，经济内生动力增强，微观主体资金供给充足，宏观形势总体向好。国际货币基金组织预测2021年全球经济增速为5.5%，中国经济增速为8.1%。

同时，也要综合考虑基数效应、经济恢复基础尚不牢固和疫情不确定性的影响。一是2021年第一季度经济同比数据的基数扰动较大。2020年第一季度基数较低，受统计数值扰动，2021年第一季度GDP增速可能较高，容易导致“基数幻觉”。二是经济恢复基础尚不牢固。外部环境存在诸多不确定性，世界经济形势仍然复杂严峻，复苏进程不稳定不平衡。同时，我国发展不平衡不充分问题仍然突出，重点领域和关键环节改革任务仍然艰巨。三是疫情仍存在不确定性影响。全球疫情仍在蔓延，近期国内疫情零星散发对经济增长有一定影响。疫情冲击导致的各类衍生风险不容忽视，疫情后逆全球化趋势更加明显，全球产业链、供应链面临冲击，全球经济可持续增长存在挑战。

合理把握实体经济与金融的关系。在经济低基数效应下，2021年特别是第一季度的经济数据同比增速比较高。而2020年货币政策发力较早，因此第一季度可能出现高基数基础上的金融数据同比增速回落与低基数基础上的经济数据同比增速走高的背离。对此，应当看到，金融数据是在高基数基础上的增长，贷款、货币供应量、社会融资规模的增量并不少，金融对实体经济的支持力度依然是稳固的。

### 2021年货币政策思路

2021年是我国进入“十四五”时期，开启全面建设社会主义现代化国家新征程的开局之年，是我国现代化建设进程中具有特殊重要性的一年。人民银行将以习近平新时代中国特色社会主义思想为指导，全面贯彻党的十九届五中全会和中央经济工作会议精神，根据党中央、国务院部署，坚持稳中求进工作总基调，立足新发展阶段，贯彻新发展理念，构建新发展格局，稳健的货币政策要灵活精准、合理适度，坚持系统观念，搞好跨周期政策设计，操作上更加精准有效，不急转弯，把握好政策时度效，保持好正常货币政策空间的可持续性，以高质量发展为“十四五”开好局，推动构建新发展格局迈好第一步，见到新气象。

做好2021年货币政策工作，重点是要深入理解稳健货币政策要灵活精准、合理适度的取向。一是稳字当头。2021年国内外形势依旧十分复杂，货币政策面临的挑战并不少。货币政策要坚持稳健的总体取向，坚持“稳字当头”，保持战略定力，不左不右。二是灵活调整。要根据经济发展的实际情况，灵活调整货币政策的力度、节奏和重点，平滑经济波动，应对诸多不确定性。三是操作精准。紧紧围绕供给侧结构性改革的主线，抓好中央经济工作会议确定的八项重点任务，继续发挥结构性货币政策工具体系的作用，精准加大对重点领域和薄弱环节的金融支持，贯彻新发展理念，构建新发展格局。四是量价合适。保持货币供应量和社会融资规模增速同名义经济增速基本匹配，保持利率在合适水平，保持宏观杠杆率基本稳定，处理好恢复经济和防范风险关系。

**一是灵活保持总量合理适度。**保持政策的连续性、稳定性和可持续性，既要保持对经济恢复的必要支持力度，也要避免“大水漫灌”。要完善货币供应调控机制，完善中央银行调节银行货币创造的流动性、资本和利率约束的长效机制。综合运用存款准备金率、再贷款、再贴现、MLF、公开市场操作等多种货币政策工具，保持流动性合理充裕，多渠道补充银行资本金，发挥好宏观审慎评估（MPA）的激励约束作用，保持货币供应量和社会融资规模增速同名义经济增速基本匹配。

**二是构建金融有效支持实体经济的体制机制。**完善结构性货币政策工具体系，精准滴灌，把更多金融资源配置到经济社会发展的重点领域和薄弱环节。一方面，稳妥调整和接续特殊时期出台的应急政策，延续实施普惠小微企业贷款延期支持工具和普惠小微企业信用贷款支持计划。另一方面，创新和运用好结构性货币政策工具，发挥普惠性再贷款再贴现政策作

用，加大对科技创新、小微企业、绿色发展等重点任务的金融支持，做好脱贫攻坚与乡村振兴金融服务的有效衔接。特别是要落实碳达峰和碳中和的重大决策部署，完善绿色金融政策框架和激励机制，引导金融资源向碳减排项目倾斜。

**三是健全市场化利率形成和传导机制。**进一步畅通 LPR 向贷款利率的传导，巩固贷款实际利率水平下降成果，促进企业综合融资成本稳中有降。引导金融机构更好地将 LPR 内嵌入内部资金转移定价（FTP）中，落实各类贷款主体明示贷款年化利率要求，保护金融消费者合法权益。通过深化 LPR 改革推动存款利率逐步市场化，打击各种不规范的变相存款创新产品，维护存款市场公平竞争秩序，引导地方法人银行回归本地、回归本源。健全政策利率体系和货币市场基准利率，完善以公开市场操作利率为短期政策利率和以 MLF 利率为中期政策利率的中央银行政策利率体系，引导市场利率围绕政策利率波动，健全利率走廊机制，推动货币市场基准利率改革。

**四是深化人民币汇率市场化改革，把握好内部均衡和外部均衡的平衡。**在关注发达经济体宏观政策溢出效应的同时，发挥好我国宏观政策的正向溢出效应，在国际宏观政策协调中把握主动。坚持让市场在人民币汇率形成中发挥决定性作用，发挥好宏观经济和国际收支自动稳定器作用，增强人民币汇率弹性，人民币汇率有升有贬、双向浮动成为常态，同时要注重预期引导，引导企业树立“风险中性”理念，金融机构为基于按需原则和风险中性原则的进出口企业提供汇率风险管理服务，加强跨境资本流动宏观审慎管理，保持人民币汇率在合理均衡水平上基本稳定。

**附表**
**国内主要宏观经济指标：**

指标	2020年								2021年
	5月	6月	7月	8月	9月	10月	11月	12月	1月
GDP	3.20%		4.90%			6.50%			
CPI	2.40%	2.50%	2.70%	2.40%	1.70%	0.50%	-0.50%	0.20%	-0.3%
工业增加值	4.40%	4.80%	4.80%	5.60%	6.90%	6.90%	7.00%	7.30%	
固定资产投资	-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	-2.80%	-1.80%	-1.10%	0.50%	3.30%	4.30%	5.00%	4.60%	
进口同比增速	-16.70%	2.30%	-1.60%	-2.30%	12.70%	4.40%	3.90%	6.50%	
出口同比增速	-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%	10.70%	10.40%	10.90%	10.50%	10.70%	10.10%	9.40%
新增人民币贷款(万亿)	1.5	1.8	1.0	1.3	1.9	0.7	1.4	1.3	3.6
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		2月实际值	3月预测值
资金面	7天回购月度均值(%)	2.43	2.10-2.50
利率债	1年期国债收益率月度均值(%)	2.65	2.50-2.80
	10年期国债收益率月度均值(%)	3.24	3.05-3.30
信用债(bps)	1年AAA短融信用利差月度均值(bps)	48	35-55
	3年AAA中票信用利差月度均值(bps)	38	35-55
	5年AAA中票信用利差月度均值(bps)	40	35-55
	7年AAA企业债信用利差月度均值(bps)	40	40-60
	10年AAA企业债信用利差月度均值(bps)	40	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	6.45	6.40	6.30	6.30
EUR/CNY	7.80	7.81	7.88	8.06
100JPY/CNY	6.14	6.21	6.18	6.30
HKD/CNY	0.83	0.83	0.81	0.81
GBP/CNY	8.79	9.79	10.79	11.79
CNY/MYR	0.62	0.63	0.63	0.63
CNY/RUB	11.38	11.41	11.51	11.46
AUD/CNY	5.16	5.25	5.23	5.36
CAD/CNY	4.96	4.96	4.92	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	
	5月	6月	7月	8月	9月	10月	11月	12月	1月	2月	
美国	GDP	-31.40%		33.40%			4.10%				
	个人消费支出 (PCE)	-33.20%		41.00%			2.40%				
	制造业 PMI (Markit)	39.80%	49.80%	50.90%	53.10%	53.20%	53.40%	56.70%	57.10%	59.20%	58.50%
	CPI	0.10%	0.60%	1.00%	1.30%	1.40%	1.20%	1.20%	1.40%	1.40%	
	核心 CPI	1.20%	1.20%	1.60%	1.70%	1.70%	1.60%	1.60%	1.60%	1.40%	
	PCE	0.54%	0.92%	1.01%	1.24%	1.35%	1.21%	1.15%	1.26%	1.45%	
	核心 PCE	1.01%	1.14%	1.26%	1.43%	1.53%	1.42%	1.37%	1.45%	1.53%	
	失业率	13.30%	11.10%	10.20%	8.40%	7.90%	6.90%	6.70%	6.70%	6.30%	
	联邦基金利率	0.05%	0.08%	0.09%	0.10%	0.09%	0.09%	0.09%	0.09%	0.09%	0.08%
	3 个月 LIBOR	0.40%	0.31%	0.27%	0.25%	0.24%	0.22%	0.22%	0.23%	0.22%	0.19%
10 年期国债收益率	0.67%	0.73%	0.62%	0.65%	0.68%	0.79%	0.87%	0.93%	1.08%	1.26%	
欧元区	GDP	-39.20%		59.90%			-2.40%				
	制造业 PMI	39.40%	47.40%	51.80%	51.70%	53.70%	54.80%	53.80%	55.20%	54.80%	57.70%
	CPI	0.10%	0.30%	0.40%	-0.20%	-0.30%	-0.30%	-0.30%	-0.30%	0.90%	
	核心 CPI	0.90%	0.80%	1.20%	0.40%	0.20%	0.20%	0.20%	0.20%	1.40%	
	失业率	7.70%	7.90%	8.70%	8.60%	8.50%	8.40%	8.30%	8.30%		
	3 个月 EURIBOR	-0.27%	-0.38%	-0.44%	-0.48%	-0.49%	-0.51%	-0.52%	-0.54%	-0.55%	-0.54%
	德国 10 年期国债收益率	-0.49%	-0.40%	-0.48%	-0.50%	-0.50%	-0.59%	-0.59%	-0.59%	-0.56%	-0.43%
日本	GDP	-29.30%		22.70%							
	制造业 PMI	38.40%	40.10%	45.20%	47.20%	47.70%	48.70%	49.00%	50.00%	49.80%	51.40%
	CPI	0.10%	0.10%	0.30%	0.20%	0.00%	-0.40%	-0.90%	-1.20%	-0.60%	
	核心 CPI	-0.20%	0.00%	0.00%	-0.40%	-0.30%	-0.70%	-0.90%	-1.00%	-0.60%	
	失业率	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%	0.03%	0.03%	0.04%	0.03%	0.03%	0.03%	0.02%	0.04%	0.09%

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。