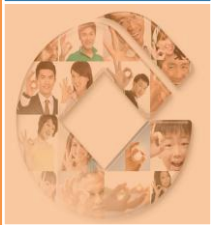


2021

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。

金融市场部市场研究处
中国建设银行
2021-4-2



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：金融环境疫后的“软着陆”.....	12
专题二：美债会不会带崩市场？.....	15
专题三：从电商数据看居民线上消费特点及变化.....	19
债券市场.....	24
一季度回顾：利率债收益率曲线平坦化上行.....	24
二季度展望：债券收益率将区间震荡.....	29
专题一：美债收益率上行对境外投资者人民币债券需求影响分析... ..	36
专题二：信用违约出现反弹.....	43
外汇市场.....	48
人民币：面临贬值压力.....	48
非美货币走势概览.....	52
专题一：人民币跨境贸易结算的现状与展望.....	57
专题二：新兴市场的三个风险和三只“黑天鹅”.....	64
每月精选.....	72
构建新发展格局 金融支持区域协调发展.....	72
易纲：用好正常货币政策空间 推动绿色金融发展.....	87
附 表.....	90

本期执笔人：

宏观经济

路思远

010-67595303

lusiyan.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

zhengkui.fang.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”



卷首语

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

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

针对未来可能的变化，在本期月报中，我们分别就疫后复苏的金融环境、美债收益率上行对中美股市及境外投资者人民币债券需求的影响、我国居民线上消费、一季度信用债违约风险、人民币跨境贸易结算、新兴市场国家的风险等热点问题做了专题分析。

为了帮助大家洞察央行货币政策的调控逻辑和微妙变化，本期精选文章为国务院新闻办公室新闻发布会“构建新发展格局 金融支持区域协调发展”文字实录和易纲行长在中国发展高层论坛圆桌会议上的讲话。

宏观经济

国际重要经济数据图示

图 1: G3 经济增速

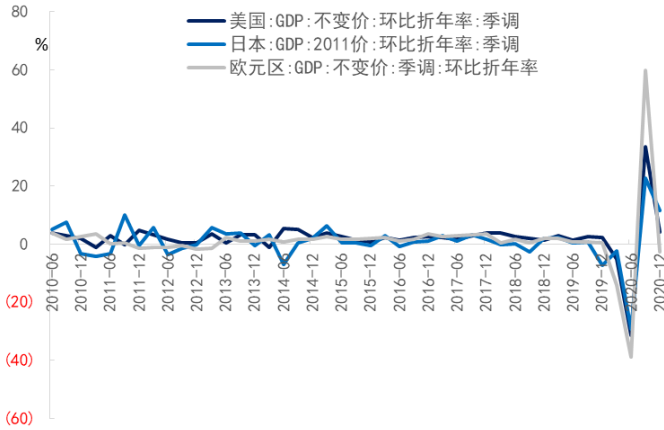


图 2: G3 失业率

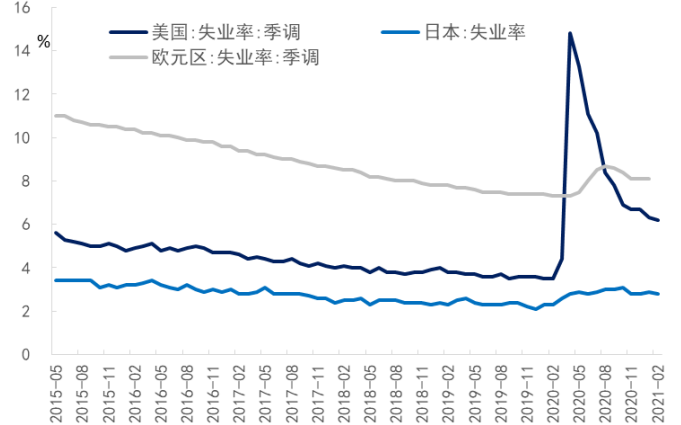


图 3: G3 通胀率

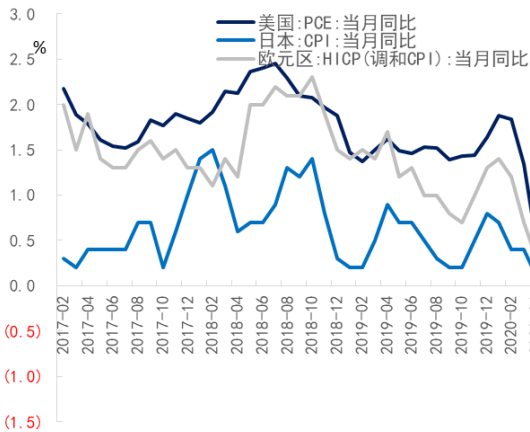


图 4: G3 制造业 PMI

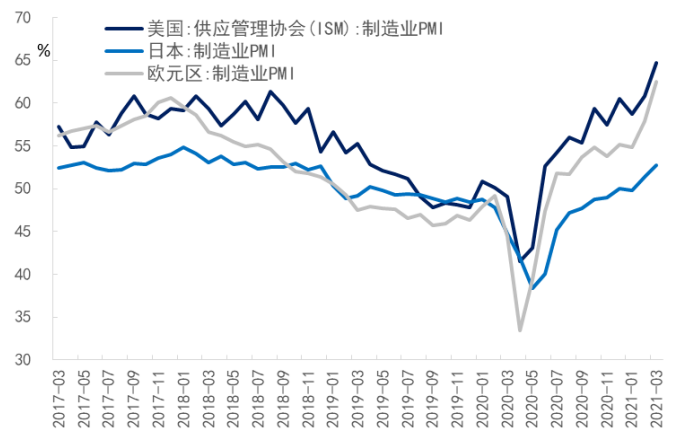
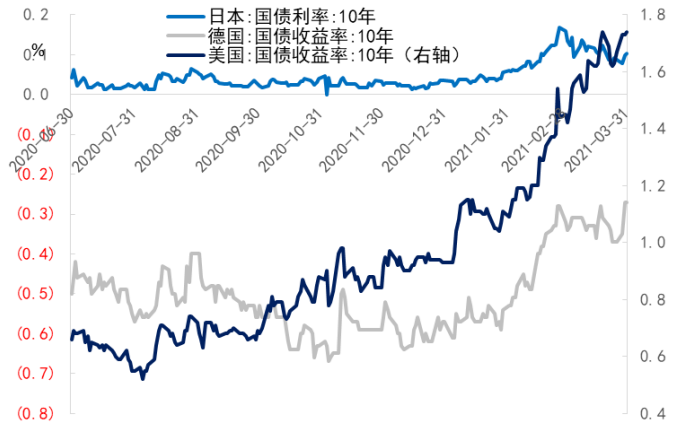


图 5: 主要国家股指变化



图 6: 主要国家 10 年期国债收益率变化



数据来源: WIND, 中国建设银行金融市场部

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

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

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

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

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

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

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

美联储维持购债规模和联邦基金利率区间不变，整体态度偏鸽，美联储3月17日议息会议决议维持购债规模和联邦基金利率区间、超额准备金利率不变。点阵图显示，预计将维持利率在当前水平直至2023年，与去年12月一致。美联储同时上调中期经济和通胀预期，调低失业率预期。主席鲍威尔预计通胀升温只

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

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

等因素技术性回升，3月未季调 HICP 初值同比涨 1.3%，前值 0.9%；核心 HICP 初值同比 0.9%，前值 1.1%，则低于预期，显示欧元区经济的修复仍待时日。

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

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

日央行维持超宽松货币政策，微调货币政策工具，日央行 3 月政策会议决议维持基准利率在-0.1%不变，维持 10 年期国债收益率目标在 0%附近不变，维持 12 万亿日元的 ETF 购买上限不变，符合预期。具体运营上，将长期利率变动幅度由此前的正负 0.2%扩展至正负 0.25%，以增加利率弹性，扩大金融机构获益空间，帮助银行业抵御降息负面冲击；取消每年 6 万亿日元的年度 ETF 购买目标，以采取更具弹性的购买操作。

国内重要经济数据图示

图 7：经济增速



图 8：工业增加值

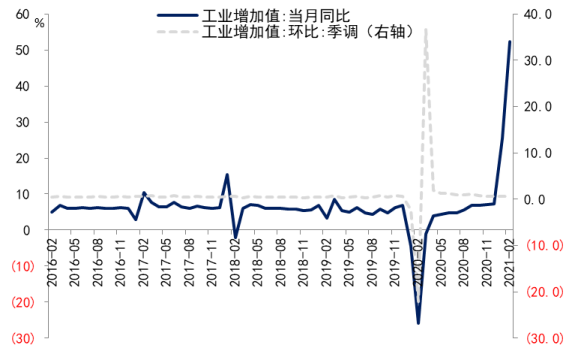


图 9：进出口与贸易差额

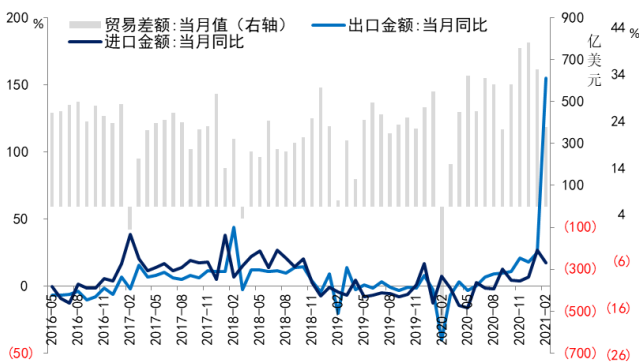


图 10：固定资产投资完成额

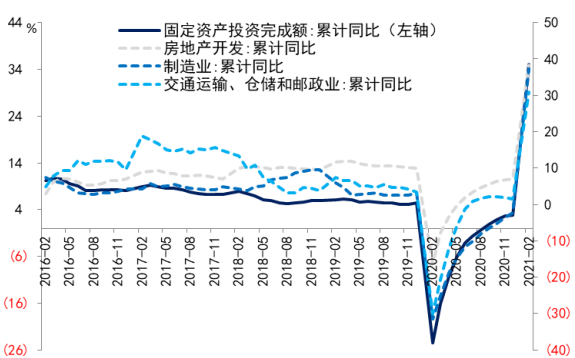


图 11：社会消费品零售总额

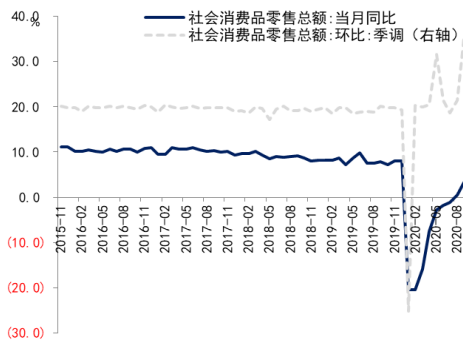


图 12：物价变动情况

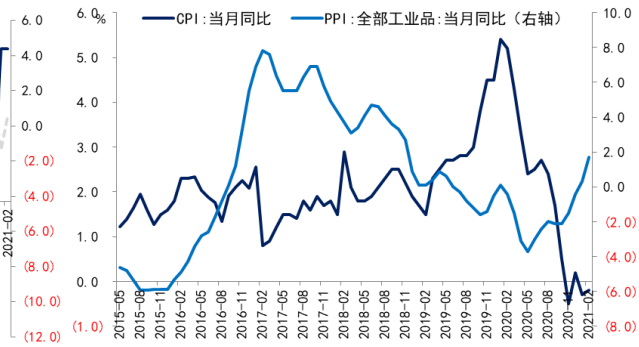


图 13：货币增速变动

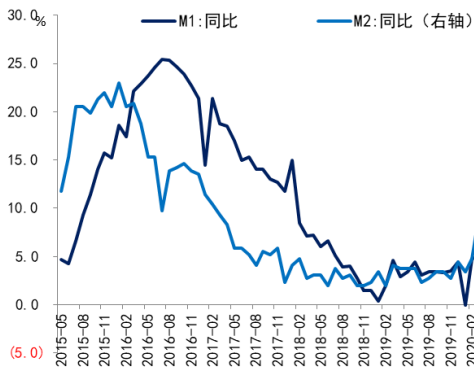


图 14：社会融资和信贷



数据来源：WIND，中国建设银行金融市场部

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

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

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

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

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

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

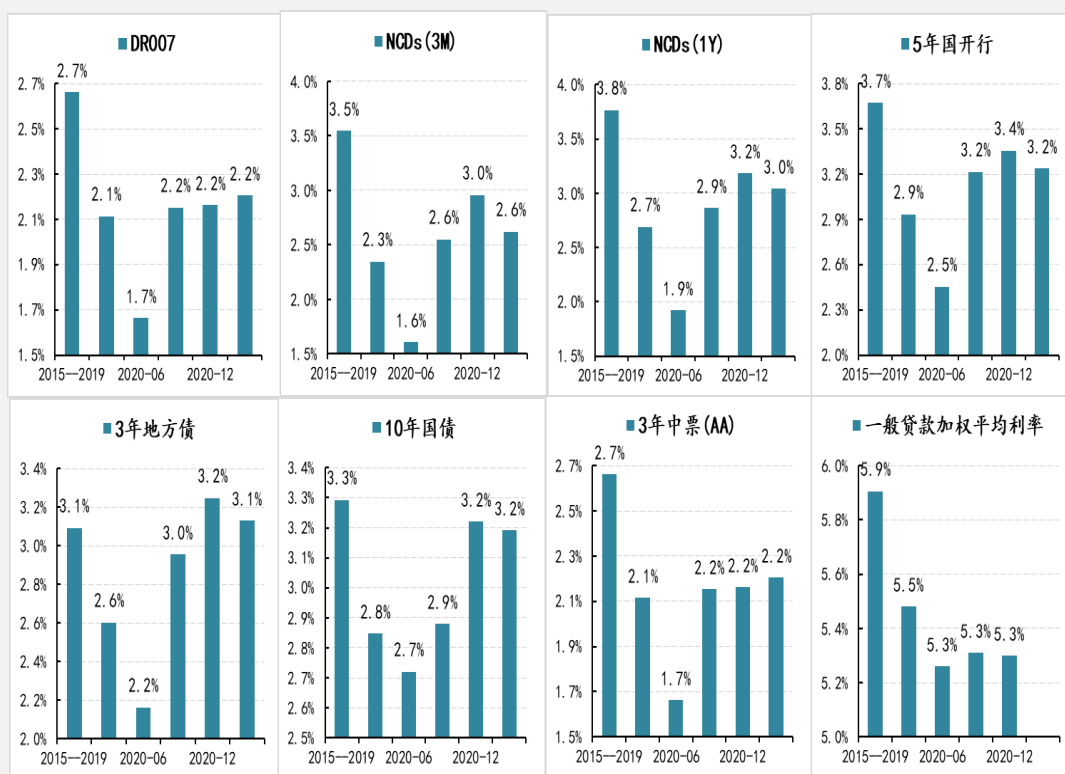
金融数据方面，2月M2同比10.1%，前值9.4%；M1同比7.3%，前值14.7%；社会融资规模1.71万亿元，预期1.07万亿元，前值5.17万亿元；新增人民币贷款1.36万亿元，预期增9500亿元，前值增3.58万亿元。2月新增人民币贷款1.36万亿元，大幅超市场预期，且主要贡献来自中长期贷款。信贷的走强，一方面是受去年疫情扰动下低基数影响，另一方面在政策“不急转弯”背景下，逆周期政策的退出更多强调“稳”字当头，因此**信贷规模不会一次性压降下去，而是平缓压缩的同时进行结构调整**。全年来看，考虑到政策兼顾控宏观杠杆，新增信贷总量还是会弱于去年同期，**后续信贷对社融支撑或回落**。

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

专题一：金融环境疫后的“软着陆”

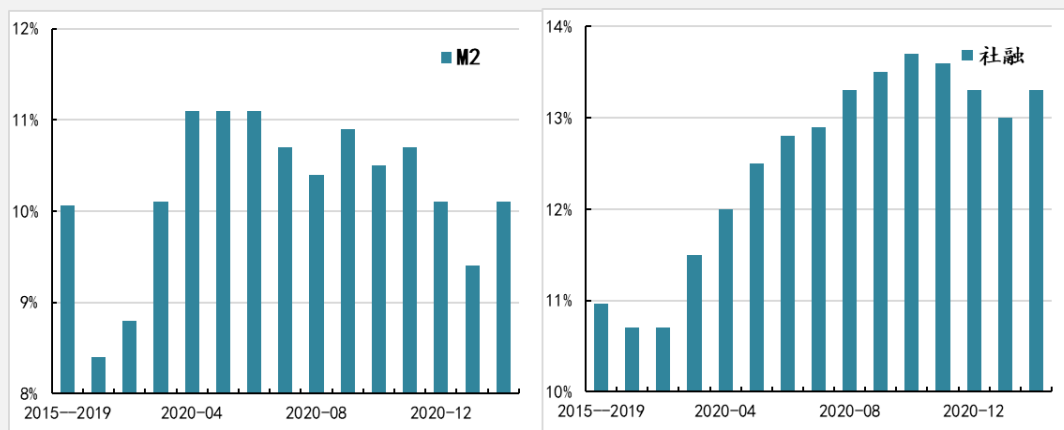
目前利率水平、货币供给和社会融资规模增速的所表现出来的状况，显示我国货币金融环境已经逐渐淡出抗疫对冲状态，但实际的松紧程度仍较疫情前宽松。例如，目前各类主体融资利率基本都处于向疫前常态回归的途中，但除了中央财政和地方政府融资利率水平基本已接近 2015 年至 2019 年的中枢水平之外，货币市场资金，金融机构大额存单、政策性金融债券和实体企业融资等利率依然低于 2015 年至 2019 年的中枢水平。

图 1：各部位的融资利率



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

图 2：货币攻击和社融资规模增速情况



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

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

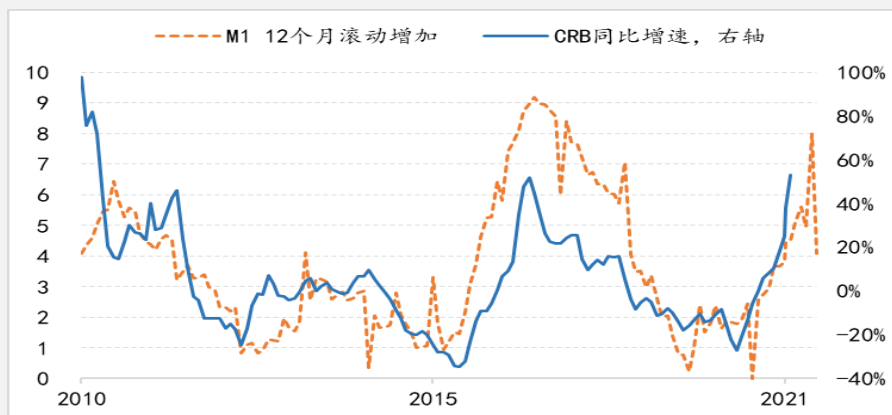
国债利率抬升速度明显快于其他利率，主因就是目前经济运行正处在市场通胀预期回暖与经济复苏持续性尚待确认的交叉点，因此国债利率更早体现出通胀预期的改善，而若经济复苏持续性随后得到确认，政策“软着陆”也基本到位后，整体利率中枢预计会明显上行。

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

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

性循环在上半年大体会得到延续和强化。

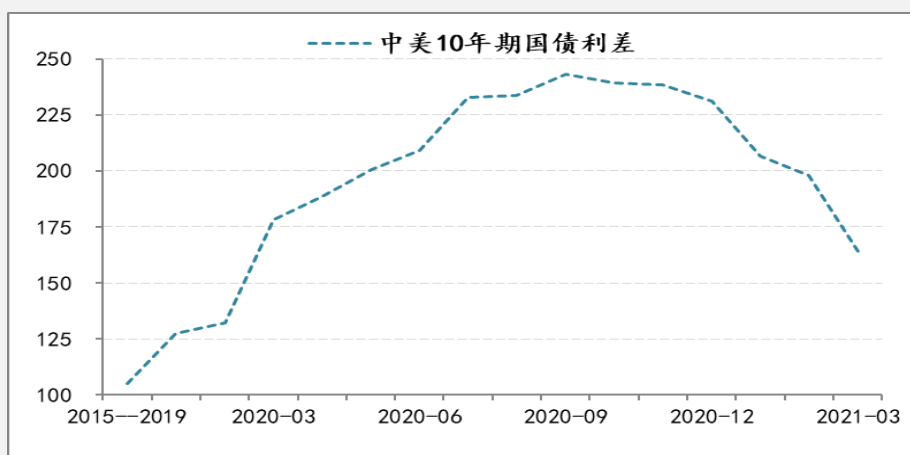
图 3：中国需求与商品价格



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

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

图 4：中美利差



本文数据来源：wind。

专题二：美债会不会带崩市场？

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

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

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

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

还有一个需要注意的是，疫情前，10年期美债收益率1.7%的水平是在2020

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

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

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

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

图 1：2015 年 12 月加息后标普 500 指数的走势



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

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

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



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

企业。尤其是在以后，头部经济效应可能会愈演愈烈，股价也会跟随表现。

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

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

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

本文数据来源：wind

专题三：从电商数据看居民线上消费特点及变化

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

1. 线上消费市场的加速繁荣

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

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

图1：线上零售（包括实物和服务）占比在2020年加速上升

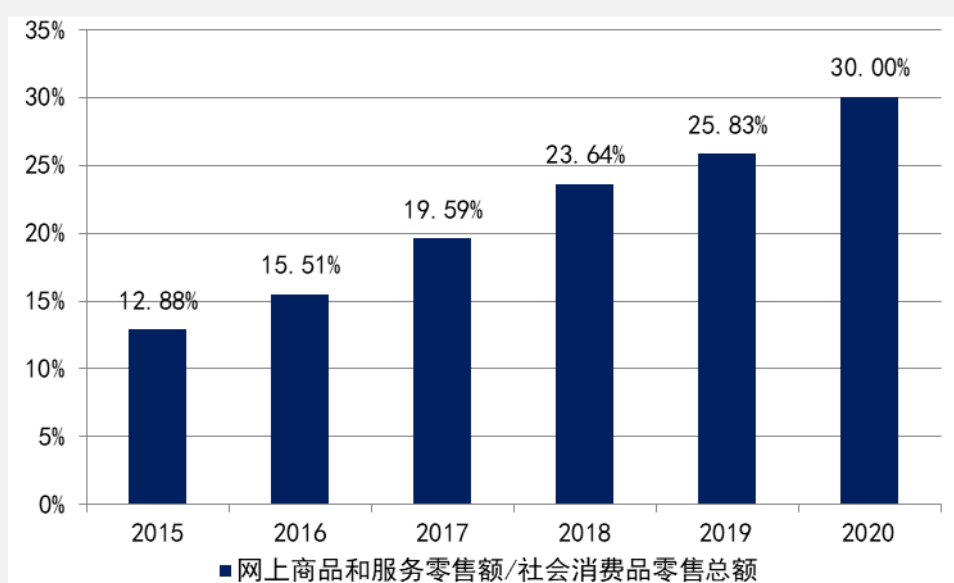
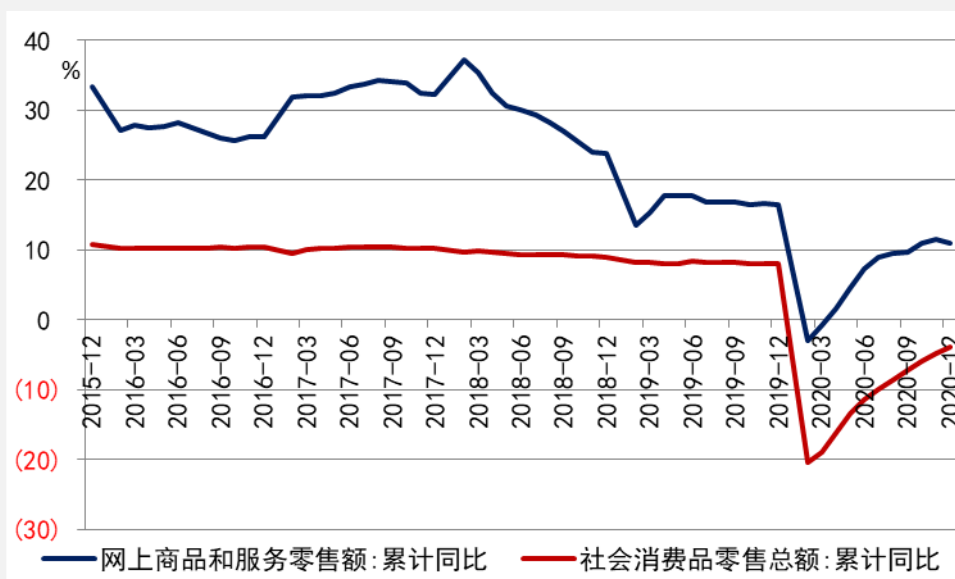


图 2：线上零售增速始终高于社会消费品零售额总体



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

2. 疫情前后线上消费的大类结构变化

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

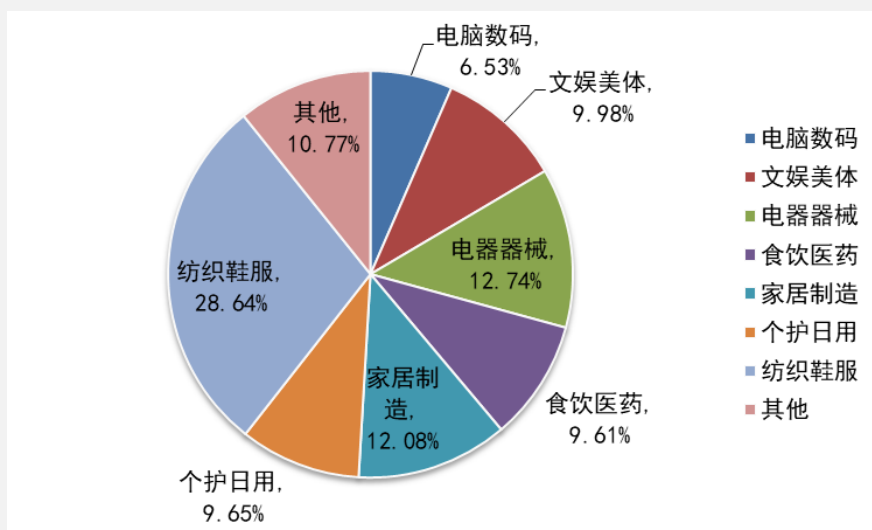
从品类看，网上零售大体可分为电脑数码、文娱媒体、电器器械、餐饮医疗、家具制造、个护日用、纺织鞋服、其他（包括汽车和电动车相关消费、婴童用品、清洁工具、鲜花园艺、居家日用、厨房烹饪用具、本地生活服务、包装、宠物相关、个性定制、收纳整理、餐饮具、军刀眼镜等）这几大类别。考虑到 2020 年上半年消费及物流领域受疫情冲击较大，而且我们可得数据自 2019 年 6 月起，所以这里比较 2019 年下半年同 2020 年下半年的网络消费结构变化。

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

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

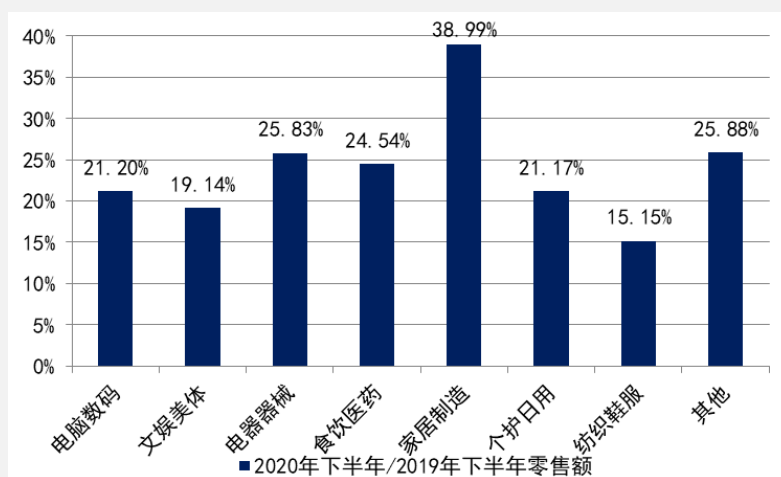
静态来看，占比最高并且绝对领先的为**纺织鞋服**，其次为与房地产行业相关的**电器器械**、**家居制造**，而后为**文娱美体**、**个护日用**。

图 3：淘宝及天猫零售额商品结构（2020 年下半年）



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

图 4：淘宝及天猫零售额分商品大类增速

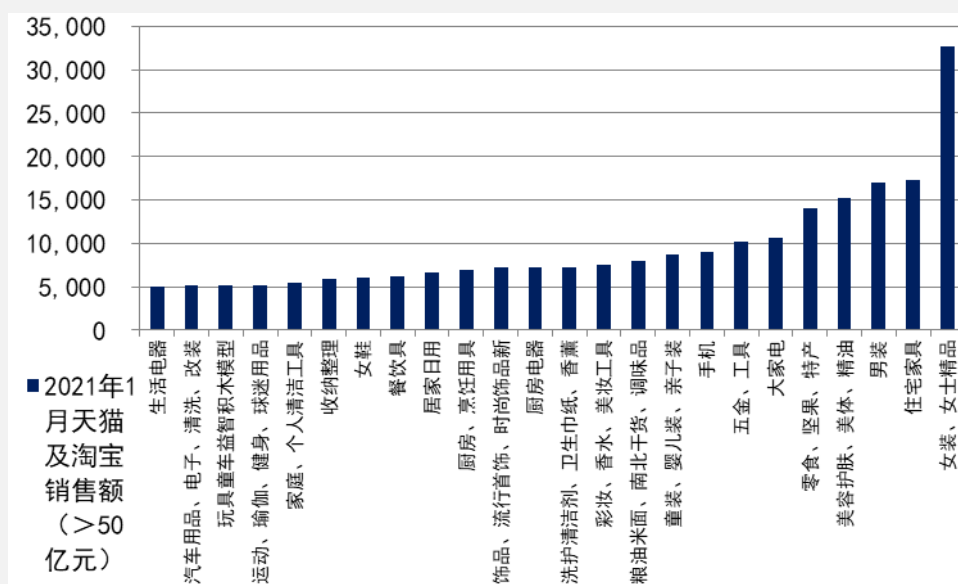


3. 细分品类的线上购买情况

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

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

图 5：淘宝及天猫零售额分细分商品类别销售额

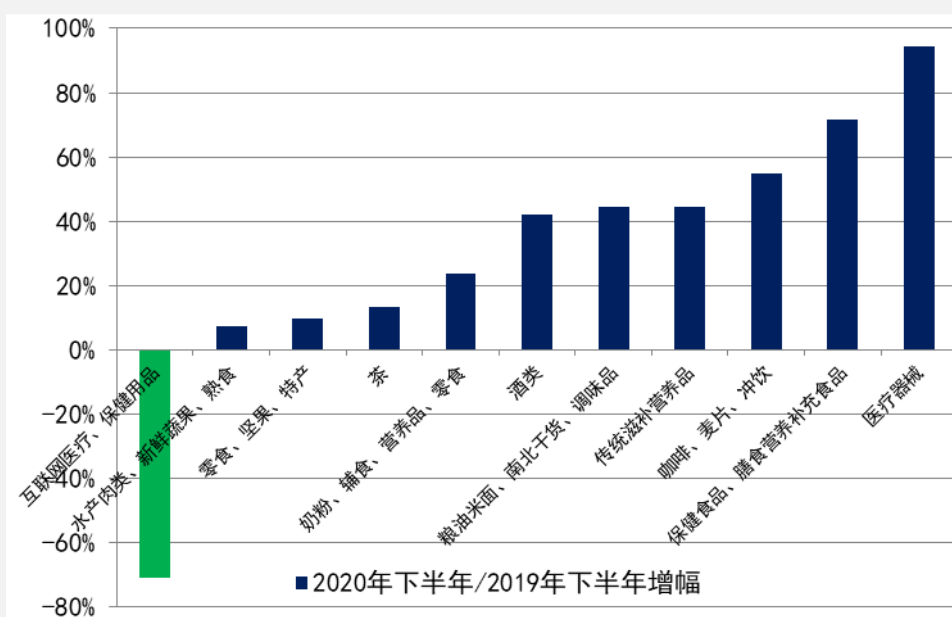


4. 食饮医药细分品类的线上销售情况

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

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

图 6： 食饮医药细分品类的线上销售情况



本文数据来源：国家统计局，CEIC，作者整理。

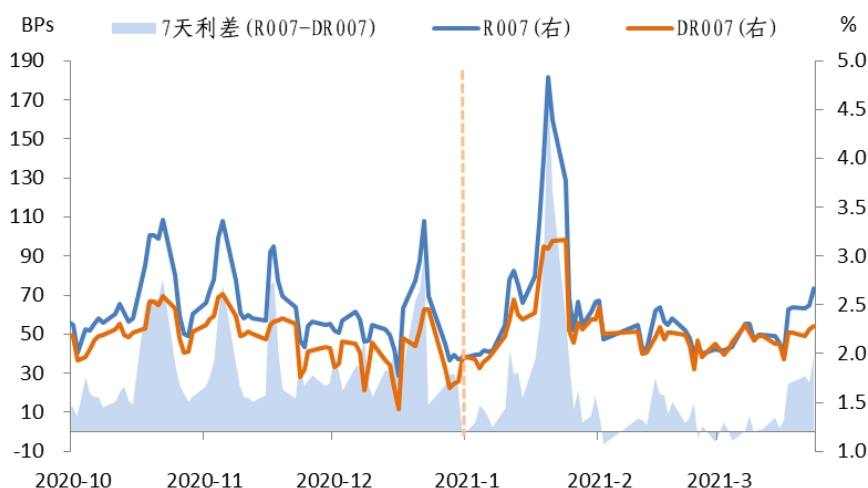
债券市场

一、一季度回顾：利率债收益率曲线平坦化上行

(一) 资金利率均值较去年四季度多上行

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

图 1：DR007 和 R007 走势



数据来源：Wind 资讯，中国建设银行金融市场部。

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

(二) 利率债收益率曲线平坦化上行

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

图2：一季度国债收益率走势

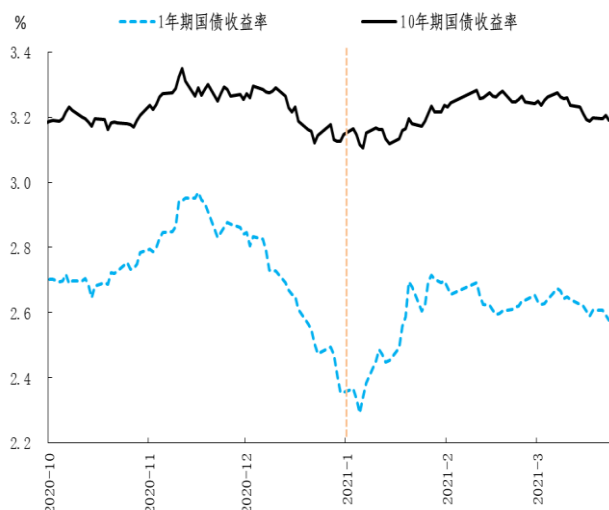


图3：一季度国债收益率变动

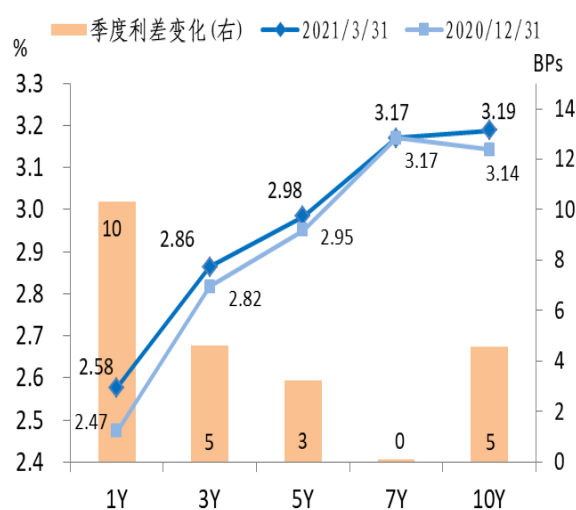


图4：一季度口农债收益率变动

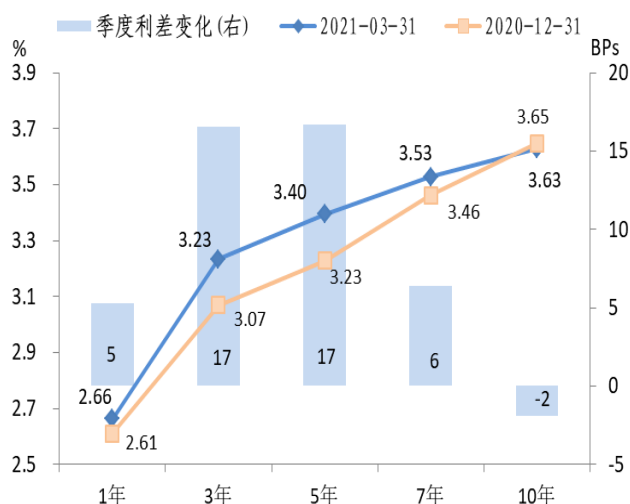
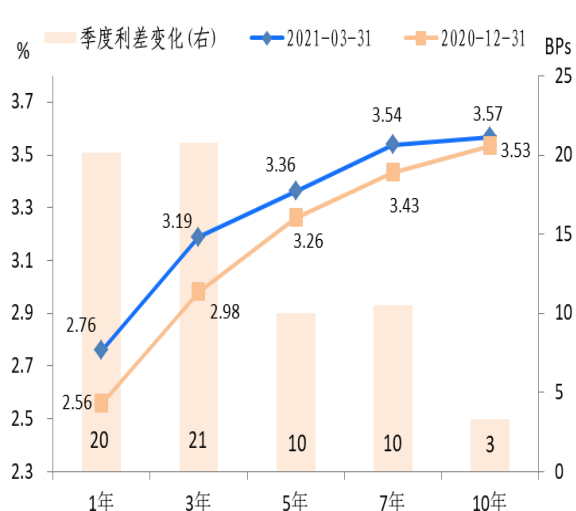


图5：一季度国开债收益率变动



数据来源：Wind 资讯，中国建设银行金融市场部。

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

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

（三）信用利差和等级利差收窄

1. 非金融企业债发行量减少，净供给增加

2021年一季度广义信用债³共发行10.1万亿元，较去年四季度减少2920亿元；净供给1.95万亿元，较去年四季度增加1.1万亿元。与去年四季度相比，一季度一般金融债、企业债、同业存单、政府支持机构债、ABS的发行量减少，短融、中票、公司债、定向工具的发行量呈现不同程度的增加。

表1：2021年一季度广义信用债发行情况

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

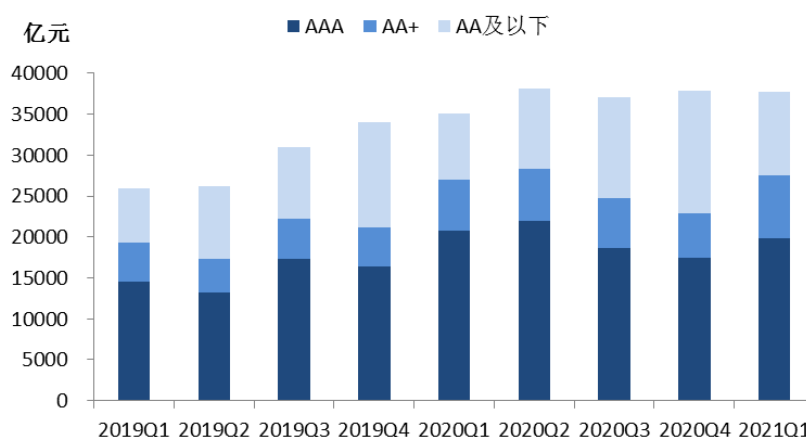
数据来源：Wind 资讯，中国建设银行金融市场部

³广义信用债的统计口径包括同业存单、一般金融债、短融、中票、企业债、公司债、定向工具、政府支持机构债和ABS。狭义信用债的统计口径仅包括短融、中票、企业债、公司债、定向工具、政府支持机构债和ABS。

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

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

图 6：各等级信用债发行情况



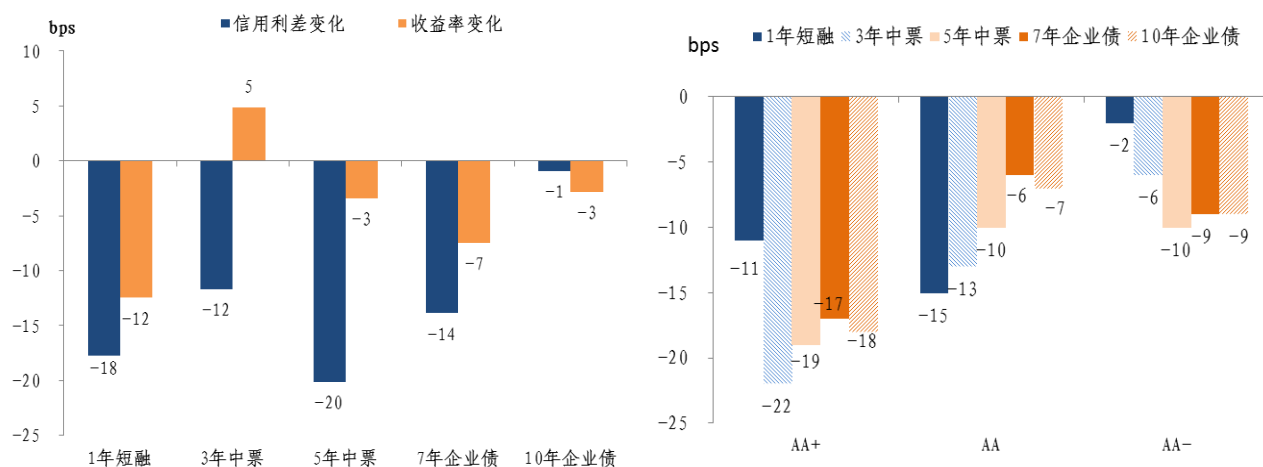
数据来源：Wind 资讯，中国建设银行金融市场部

2. 信用利差和等级利差收窄

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

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

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



数据来源：Wind 资讯，中国建设银行金融市场部

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

表 2：等级利差与历史水平比较

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

数据来源：Wind 资讯，中国建设银行金融市场部

二、二季度展望：债券收益率将区间震荡

（一）资金面：资金利率中枢的上行幅度有限

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

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

影响二季度央行货币政策的因素主要有四个方面：

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

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

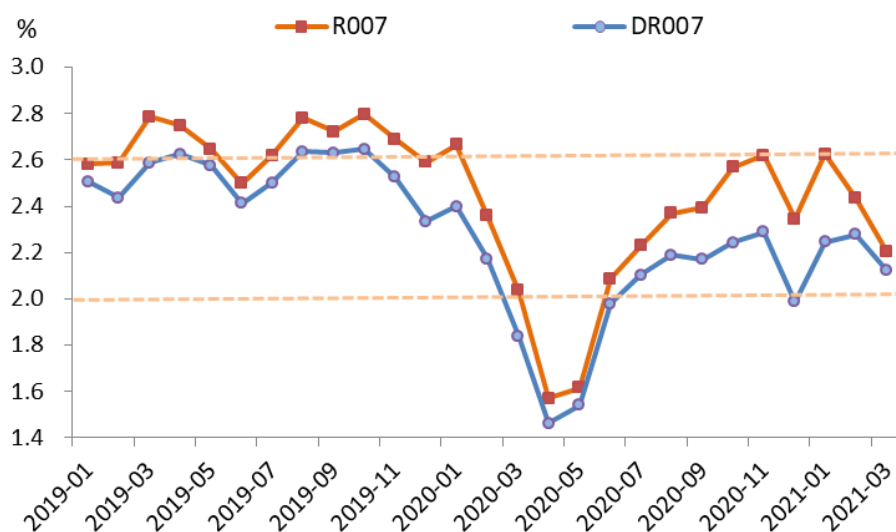
三是季节性因素扰动。4-5月为历年缴税大月，近几年的缴税规模在1.4-1.7万亿元之间，短时间内走款对市场流动性的影响较大，需央行增加短期逆回购投放。

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

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

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

图 9：R007 和 DR007 的月度均值走势



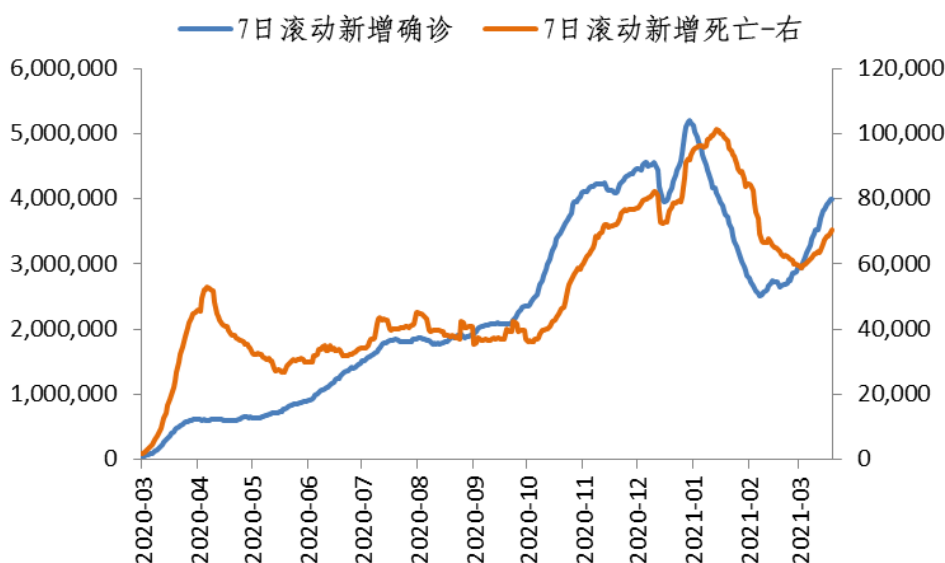
数据来源：Wind。

（二）利率债：债券收益率将区间震荡

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

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

图 10: 全球疫情 7 日滚动新增确诊和死亡人数



数据来源: Wind。

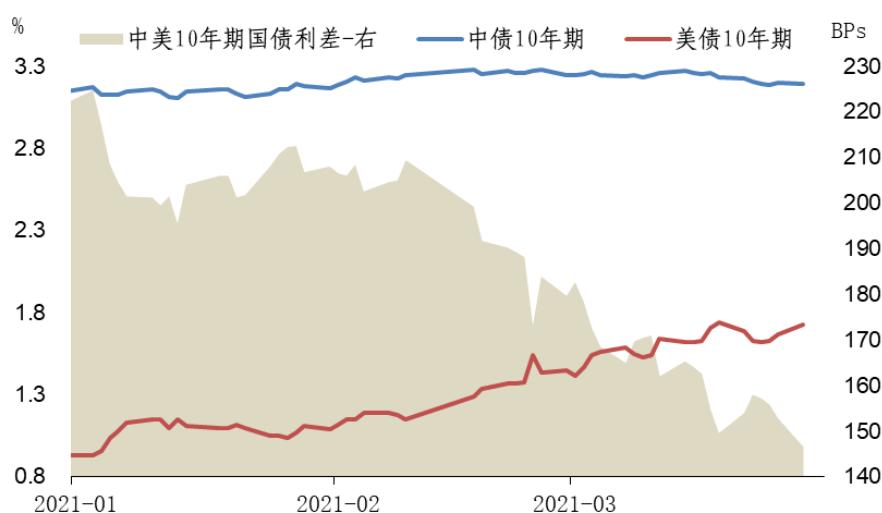
二季度利率债的净供给量将较一季度大幅增加。预计二季度国债将发行 15000 亿元，净供给 5607 亿元，较一季度分别增加 590 亿元、4554 亿元。地方政府债券将发行 25000 亿元左右，净供给约 14336 亿元，较一季度分别增加 16049 亿元、8899 亿元。政策债将发行 16000 亿元左右，净供给为 5097 亿元，较一季度分别减少 34 亿元、814 亿元。总体上，预计二季度利率债的发行量达到 5.6 万亿元左右，净供给合计为 2.5 万亿元，较一季度分别增加 1.66 万亿元、1.26 万亿元。

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

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

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

图 11：中美 10 年期国债利差走势



数据来源：Wind 资讯，中国建设银行金融市场部。

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

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

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

（三）信用利差分化，等级利差小幅拓宽

1. 高等级信用利差分化

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

2. 等级利差小幅拓宽

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

展望后市，以下因素可能导致违约风险上升，使等级利差拓宽。

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

表3：2021年一季度境内债券市场违约情况

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

数据来源：Wind，剔除重复统计数据。未包括展期兑付的债项。

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

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

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

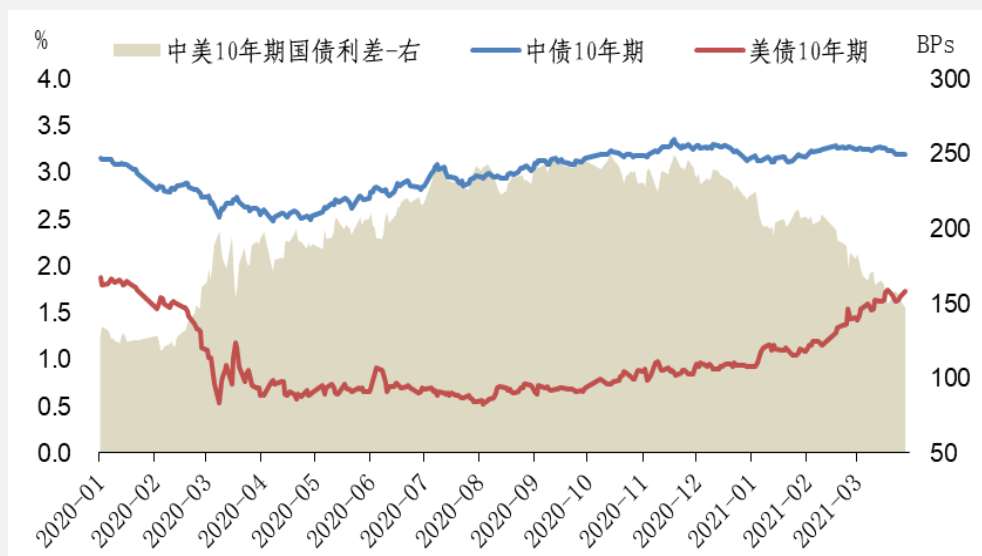
3. 同业存单利率回落，发行量小幅下降

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

专题一：美债收益率上行对境外投资者人民币债券需求影响分析

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

图 1：中美 10 年期国债利差走势



数据来源：Wind 资讯。

一、美债收益率上行的原因和空间

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

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

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

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

二、境外投资者投资人民币债券的发展历程

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

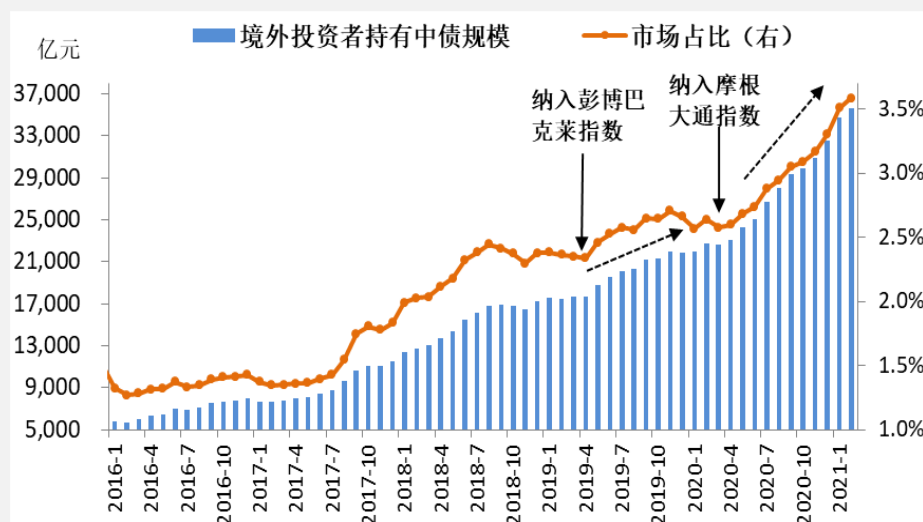
2016 年 2 月，人民银行发布〔2016〕3 号公告，允许各类金融机构投资银行间债券市场，进一步便利境外投资者备案入市，丰富投资品种，取消债券投资额度限制。2017 年 7 月正式开通债券通，境外投资者可直接在境外通过电子交易平台购买我国债券，参与我国债市投资更加得心应手，渐入佳境。

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

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

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

图 2：境外投资者持有人民币债券规模



数据来源：Wind 资讯。

三、影响境外投资者人民币债券需求的主要因素

1. 中美利差和美元兑人民币

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

本文分别测算 2016 年 1 月至 2021 年 2 月境外机构对人民币债券的月度净增持规模⁴与中美 10 年期国债利差⁵（衡量中美利差）、美元兑人民币汇率月度均值的 12 个月滚动相关系数，如图 3 所示。总体上，中美利差和人民币汇率与境外机构人民币债券需求的相关系数随着时间变化，在不同时期的强弱程度有明显差异，正所谓“道可道，非常道”。

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

⁴ 数据来源于中央结算公司和上清所。

⁵ 本文数据若无特别注明，均来自于 Wind。

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

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

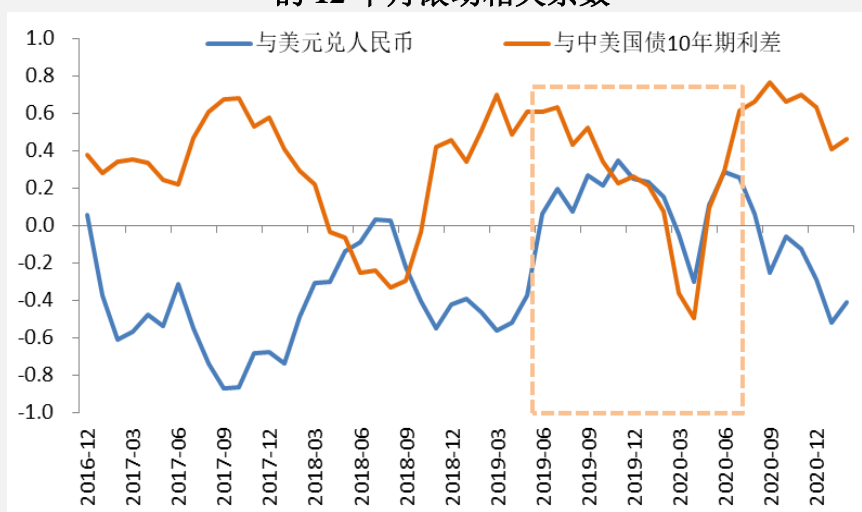


图 4：中美 10 年期国债利差和境外机构净增持人民币债券规模

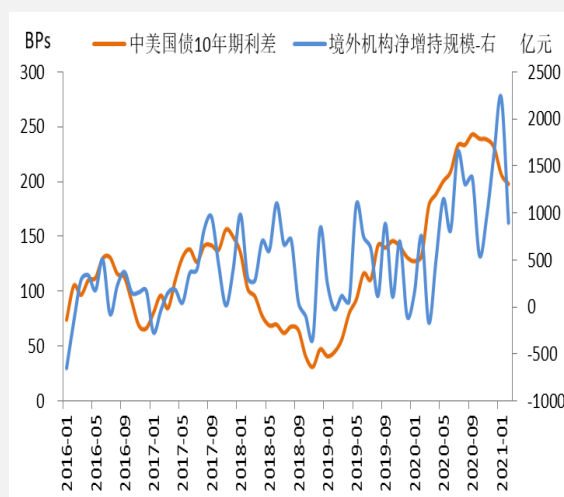
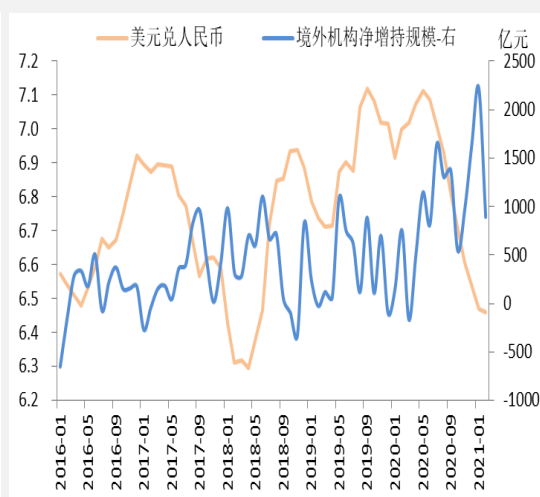


图 5：人民币汇率和境外机构净增持人民币债券规模



数据来源：Wind。

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

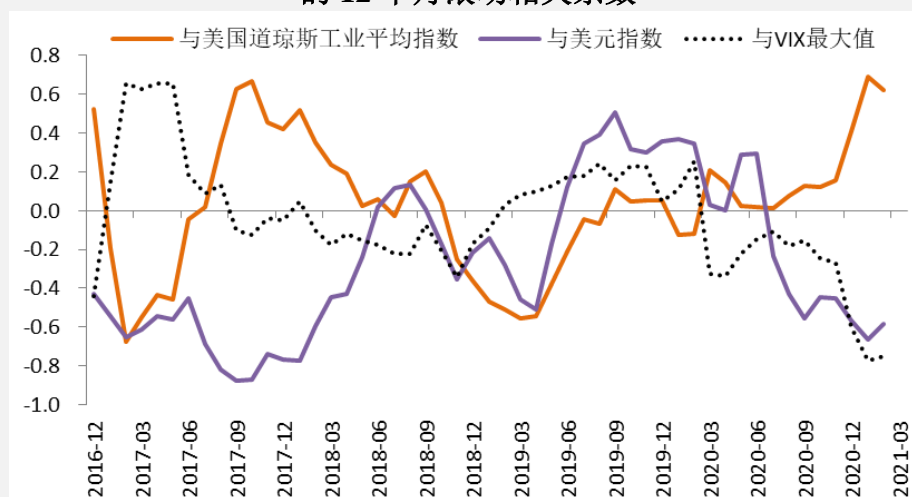
券时需要权衡利差收益是否可以弥补汇兑损失，或是扣除了汇率对冲成本后的收益是否有吸引力，因此该期间境外机构净增持人民币债券的规模波动较大，有两个月甚至出现了净减仓。不过，由于中美 10 年期国债利差从 116BPs 大幅拓宽至 234BPs，境外机构的人民币债券月均增仓规模在 616 亿元，显示了境外投资者对人民币债券的需求强劲，无惧汇率的贬值压力。从这个角度而言，中美利差对境外机构需求的影响明显大于人民币汇率。这或是由于境外机构在入市投资时即可在我国外汇市场通过衍生品套期保值锁定汇率，因此汇兑损失相对可控。

2. 美股和美元指数

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

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

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



数据来源：Wind。

上述发现具有重要的意义，为我们揭示了境外投资者是如何从更全局的角

度考虑对人民币债券的投资。这主要体现在：

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

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

四、美债收益率上行的影响

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

相对重要性。

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

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

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

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

专题二：信用违约出现反弹

——2021 年一季度债券市场违约分析

一、今年一季度违约情况出现反弹

今年一季度违约总体情况较去年同期有所反弹。2021 年一季度，中国债券市场累计有 19 家企业（含 3 家上市公司）的 42 只债券出现违约，其中 9 家民企（含 2 家上市公司）、1 家中央国有企业、8 家地方国有企业，违约企业数量较去年同期增加 9 家；违约涉及债券规模总计约 486 亿元，较去年同期增加 19 亿元。新增违约企业 7 家，同比增加 1 家，违约涉券规模 236 亿元，同比增加 169 亿元。

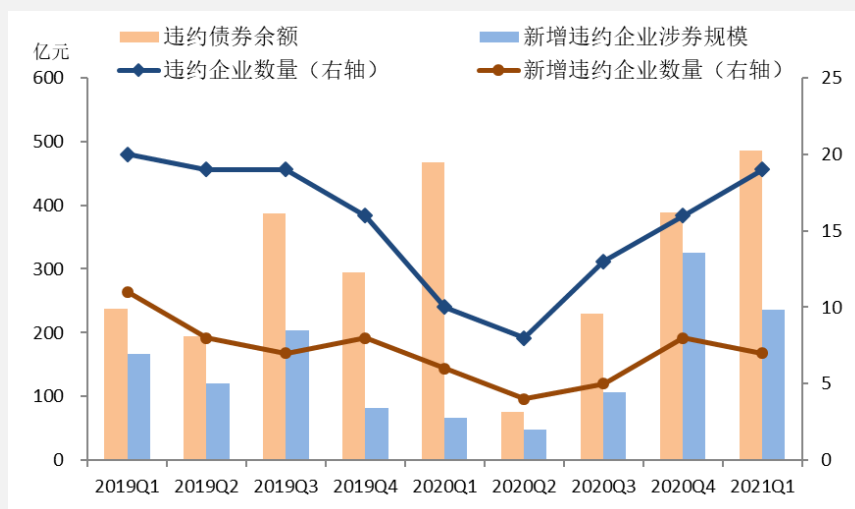
表 1：2021 年一季度境内债券市场违约情况

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

数据来源：Wind，剔除重复统计数据。未包括展期兑付的债项。

逐季来看，债券市场整体违约规模持续扩大。去年二季度以来，伴随针对疫情的应急系列政策逐渐淡出，货币宽松力度边际减弱，债券市场信用风险逐渐释放，总体违约企业数量和违约债券余额逐季上升。虽然一季度新增违约企业数量和涉券规模较去年四季度有所回落，但仍处在历史高位。

图 1：各季度债券违约情况



数据来源：Wind，剔除重复统计数据。未包括展期兑付的债项。

逐月来看，今年1-3月总体违约企业数量和规模呈现递增趋势。3月份违约企业数量11家，较2月增加3家；涉券规模234亿元，较2月份增加37亿元。新增违约方面，3月新增违约主体数量和涉券规模较2月份有所回落，但仍处于过去几个月的较高水平。不过，3月非金融企业信用债到期量高达1.4万亿元，为全年最高水平，企业借新还旧压力较大，或是整体违约规模上升的重要原因。

表 2： 债券市场月度违约情况

时间段	违约企业数量(家)	涉及违约债券规模(亿元)	新增违约主体数量(家)	新增违约主体涉及债券规模(亿元)
2021年3月	11	234	3	81
2021年2月	8	197	4	155
2021年1月	4	56	0	0
2020年12月	6	115	2	30

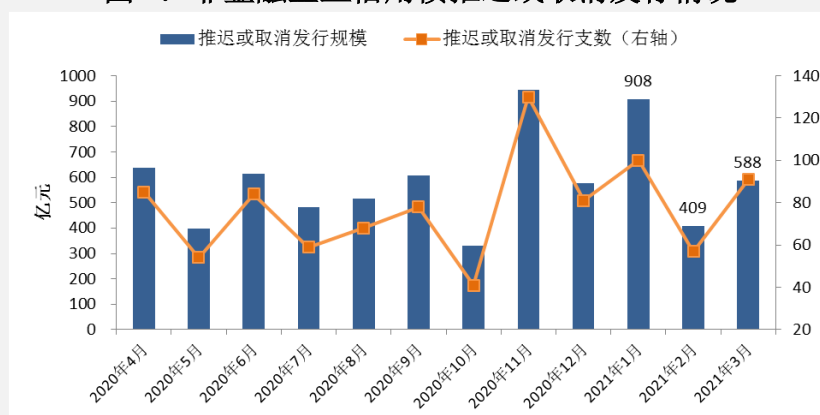
数据来源：Wind，剔除重复统计数据。未包括展期兑付的债项。

二、一季度违约原因及特征分析

今年以来，疫情对我国经济的影响逐渐消退。在经济稳定复苏、企业经营改善的背景下，一季度债券市场信用风险持续暴露，主要原因在于目前企业盈利仍在修复阶段，对外部融资的依赖性较强，而去年永煤事件过后投资者信心脆弱，加之货币政策回归常态，**多重因素影响下，企业融资难度明显提升。**

同时，信用分化格局进一步凸显。信用风险事件相关地区的融资功能尚未恢复，一季度河南省、河北省、辽宁省的债券发行金额分别较去年同期下滑了66%、74%、77%。同时，市场整体的推迟或取消发行的债券数量和规模也处于较高水平。

图 2： 非金融企业信用债推迟或取消发行情况



数据来源：Wind

具体而言，一季度我国债券市场的信用违约表现出以下特征：

一是地方国有企业违约频发。由于地方政府财力受限，对于产能落后、经营不善的地方国企，政府救助意愿和能力有所下滑，地方国企信用风险持续释放。去年四季度共有3家地方国企发生违约，涉券规模190亿元。今年一季度这一趋势有所强化，共有8家地方国有企业发生违约，较去年同期增加7家；占企业违约总数的42%，较去年同期上升22%。涉券规模282亿元，较去年同期增加266亿元；占违约总规模的58%，较去年同期上升55%。

二是上市公司的违约规模和占比上升。2021年一季度共有3家上市公司发生违约，较去年同期持平。上市公司违约债券规模为135亿元，较去年同期增加95亿元，占总规模的28%，较去年同期上升20个百分点。上市公司债券发行规模大，影响范围广，债务违约容易引发连锁反应。

三是中高评级企业成为违约主体。去年以来，高信用等级发行人违约数量激增。今年一季度，发行时主体评级为中高等级（AA+和AAA级）的违约企业数量共有13家，较去年四季度增加4家，涉券规模增加108亿元至442亿元，创下历史新高。中高评级的违约企业数量占比环比提升13个百分点至68%，涉券规模占比提升3个百分点至91%，违约数量和规模均超过AA级及以下的企业。

表 2：各评级债券违约情况汇总

发行时 主体评级	2021 年一季度		2020 年四季度	
	违约主体数量 (家)	涉及违约债券 规模(亿元)	违约主体数 量(家)	涉及违约债券规 模(亿元)
AAA	4	177	2	259
AA+	9	265	7	75
AA 及以下	6	44	7	45

数据来源：Wind，剔除重复统计数据。未包括展期兑付的债项。

四是违约企业集中在房地产业与航空业。一季度共有4家房地产企业发生违约，涉券规模112亿元，占总规模的23%；共有5家航空企业发生违约，涉券规模198亿元，占总规模的41%。其中，航空业受疫情冲击严重，在居民出行需求恢复正轨前，行业或面临持续的业绩亏损，信用资质承压。房地产行业受政策调控影响较大，伴随监管收紧，房企融资端明显受限，面临较大的债务续接压力。

三、后市展望

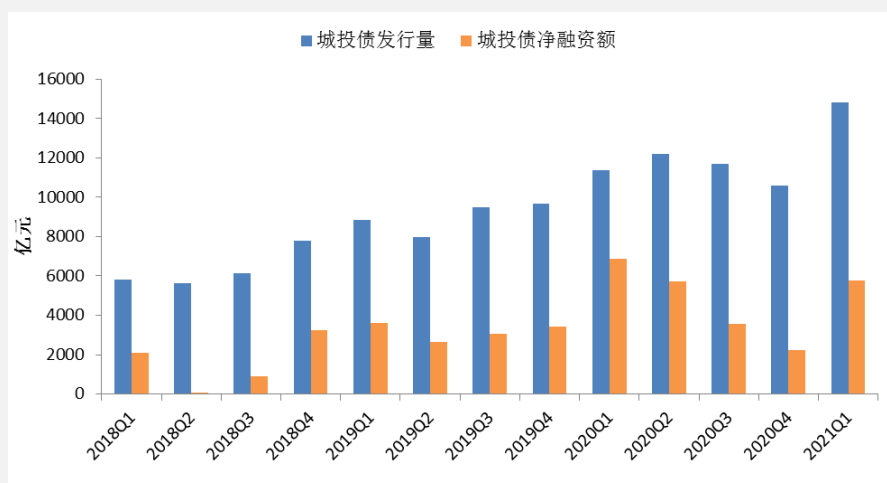
展望二季度，我国债券市场违约形势仍然严峻。后期需重点关注下列风险

因素的影响：

一是4月份信用债到期规模大，警惕出现超预期违约。今年二季度，非金融企业信用债到期量为2.5万亿元，较一季度的3.1万亿元有所下降，但仍高于三、四季度的到期规模。其中，4月份信用债到期量为1.1万亿元，为全年次高水平，企业面临集中兑付压力。此外，今年信用扩张整体减速，一季度非金融企业债券净融资额为7350亿元，明显低于去年一季度的1.7万亿元。在保持宏观杠杆率基本稳定的政策基调下，预计后续社融增速将有所回落，企业面临较大的再融资压力。

二是城投债过度融资存在风险隐患。去年四季度以来，产业债备受风险事件困扰，投资者对产业债态度相对谨慎，对城投债的配置力度则明显加大。一季度产业债的净融资额为1897亿元，为历史较低水平，其中受信用事件冲击较大的行业资金持续净流出，煤炭、钢铁和地产板块的净融资额分别为-615亿元、-123亿元和-547亿元。相比之下，城投债发行规模持续扩容，一季度发行量达1.48万亿元，占信用债总发行量的38%，净融资高达5747亿元。尽管城投债表现相对稳健，但城投非标产品的延期兑付和违约事件并不罕见。部分城投平台自身缺乏造血功能，地方财政支持有限，可能累积风险隐患。

图3：城投债发行融资情况

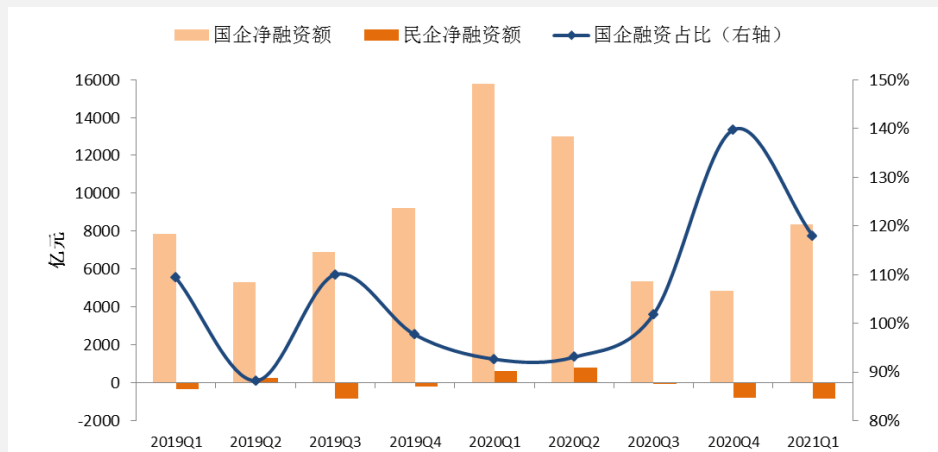


数据来源：Wind

三是信用分层加剧，“国进民退”格局延续。去年永煤事件以来，市场风险偏好下行，信用分层加剧，民企融资难的问题进一步凸显。去年10月起，民营企业的净融资额持续为负，一季度净融资额为-843亿元，创下历史新低，相比之下中央国企和地方国企的净融资额分别为820亿元和7536亿元。二、三季度民企债

券到期规模均在2600亿元以上，其中，主体评级为AA级及以下的占比为60%以上，弱资质民企的信用风险或将加速暴露。

图4：民企债券净融资额连续三个季度为负



数据来源：Wind

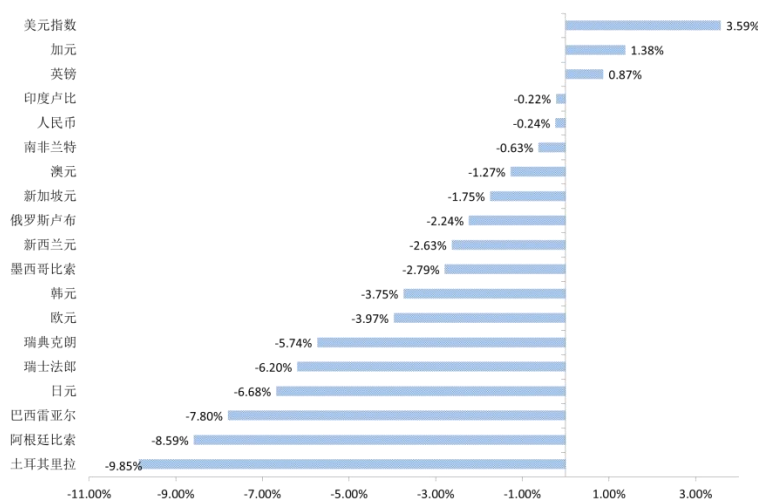
四是地方政府债发行挤出效应。根据2021年《政府工作报告》，今年新增专项债券额度3.65万亿元，较去年下降0.10万亿元，整体供给压力较大。财政部在3月初已经提前下达了其中的17700亿元给地方，要求各地尽快发债。3月末新增地方债发行启动，二季度发行速度有望加快，三季度可能迎来发行高峰。未来随着供给增多，部分机构的配置需求将向地方政府债倾斜，或对信用债融资形成一定的挤出效应。

外汇市场

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

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

图 1：一季度主要货币涨跌幅



数据来源：Wind，建行金融市场部

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

图 2：2020 年至今人民币兑美元走势



数据来源：Wind，建行金融市场部

展望二季度，美元指数将维持强势表现，主要有以下四个方面的考虑：

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

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

三是关注美联储货币政策的动向。由于大宗商品上涨明显，加之美国经济复苏加速，市场对美国通胀的担忧加剧，对美联储提前退出货币宽松的预期同步增加。如果美国经济修复速度超预期，就业市场的修复提速，通胀水平过快上涨，不排除美联储由“鸽”转“鹰”，为美元指数走强提供支撑。

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

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

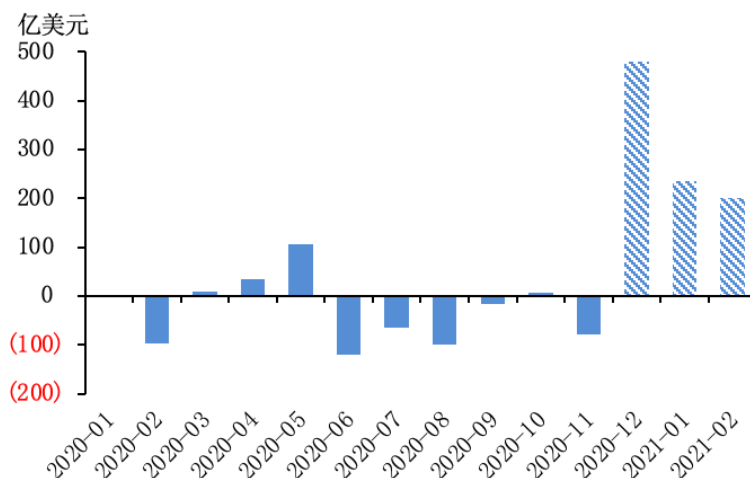
我们认为人民币在二季度面临贬值压力，主要以下四方面考虑：

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

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

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

图 3：银行代客结售汇



注：已剔除远期结售汇当月履约额。

数据来源：国家外汇管理局，建行金融市场部。

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

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

非美货币走势概览

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

图 1：欧元对美元走势



数据来源：Wind，建行金融市场部

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

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

疲软，市场担忧情绪加剧。短期看来，疫苗接种恢复可期，但接种速度和美国等地差距加大，德法等地结束封锁政策解除需假以时日，或将疫情对经济的拖累延长至下半年甚至更长，抑制经济复苏步伐，欧元或将失去经济基本面支撑。

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

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

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

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

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

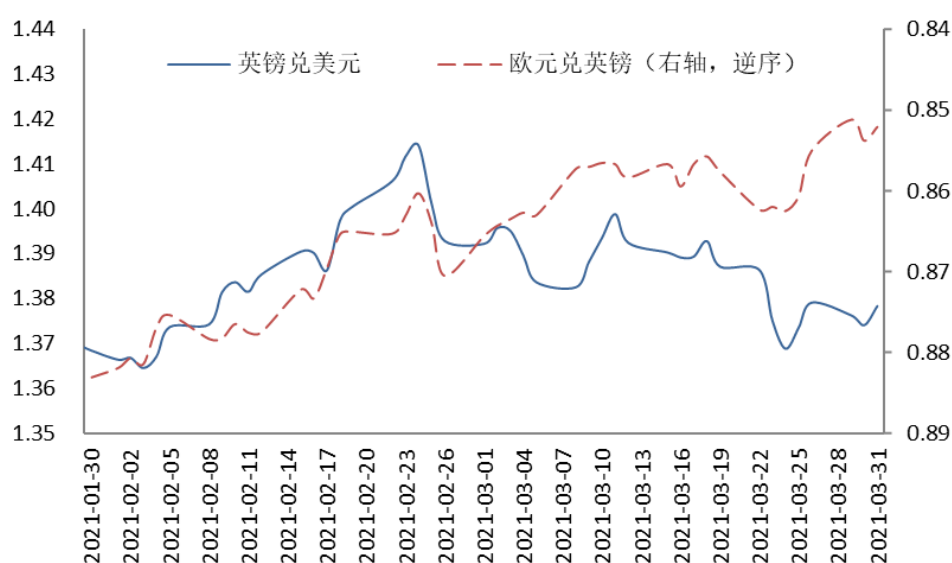
第三，美元指数走强并非一致预期。当前美元指数走强，基于美国经济复苏的强劲势头、非美国家较差的经济表现、美债收益率快速拉升、金融市场风险事

件的避险需求等多因素共同推动，上述因素在短期内预计很难被逆转，但美元指数走强通常会酝酿出新兴市场波动甚至危机。一季度，欧盟委员会推出了旨在刺激欧盟经济和金融开放的战略政策，其中一项内容就是推行强欧元政策，包括促进强势欧元的国际地位、欧元金融市场技术设施和结算系统建设等。一旦美元指数走弱，欧元仍有机会喘息

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

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

图 2：英镑对美元和欧元走势



数据来源：Wind，建行金融市场部

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

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

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

不过，对于英镑的看多情绪也已存在明显的扰动因素：

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

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

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

专题一：人民币跨境贸易结算的现状与展望

当前，中国与欧美的关系日趋复杂，摆脱美元和欧元在国际支付领域的货币强权日益迫切，这对人民币国际化提出了更高的要求。在跨境贸易结算中使用人民币支付结算，是人民币跨境业务发展的重要形式，是人民币国际化的重要基石⁶。2012年起，人民银行组织建设人民币跨境支付系统（CIPS），以满足人民币跨境业务发展的需要。近年来，我国进出口规模不断增加，人民币国际支付占比和排名保持稳定。

一、人民币跨境贸易结算现状

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

图 1：全球支付排名

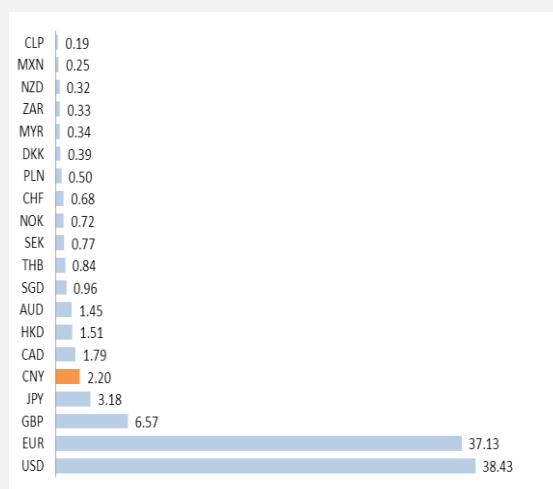
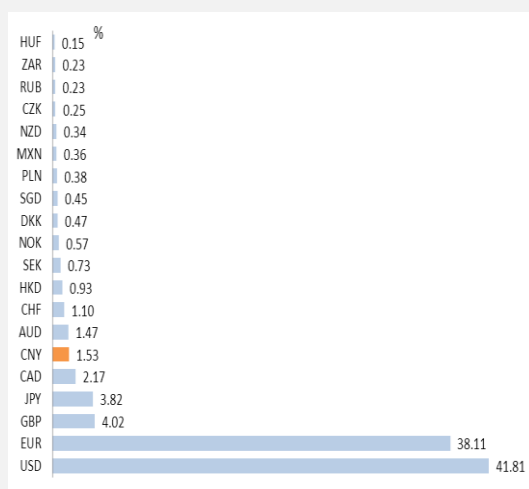


图 2：全球支付排名（除欧元区区内）



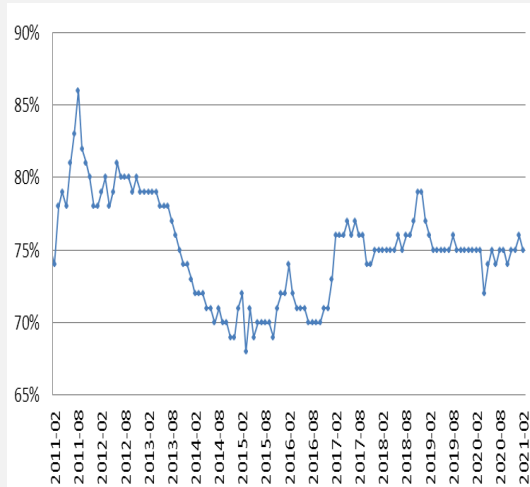
数据来源：SWIFT

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

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

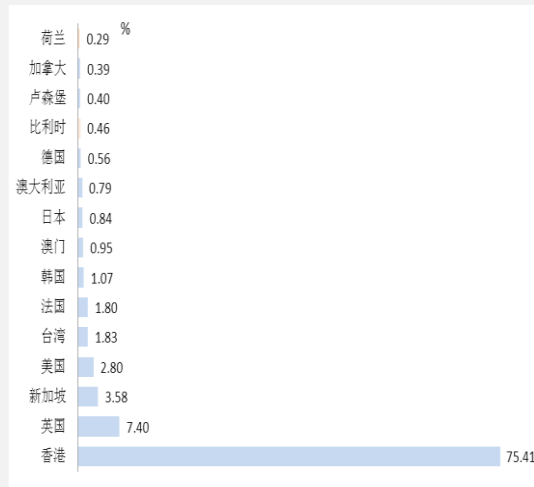
⁶ 人民币国际化意味着人民币在国际货币体系中具备以下四种功能：支付货币功能、投融资货币功能、储备货币功能和计价货币功能。其中，支付货币功能和其他三项功能得以稳定的基础，主要应用于经常项目的支付结算。

图 3: 人民币国际支付(香港地区比重)



数据来源: SWIFT

图 4: 使用 CNH 最多的 15 个经济体



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

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

图 5: 人民币在全球跨境贸易金额中排名第四



数据来源: SWIFT

总体而言, 人民币国际支付占比已稳定在国际前列, 占比份额逐步提升, 跨境贸易结算业务中的份额和权重与之相当。其中, 香港地区在人民币国际支付领域发挥着重要作用。

二、何种货币更易被用于跨境贸易结算？

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

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

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

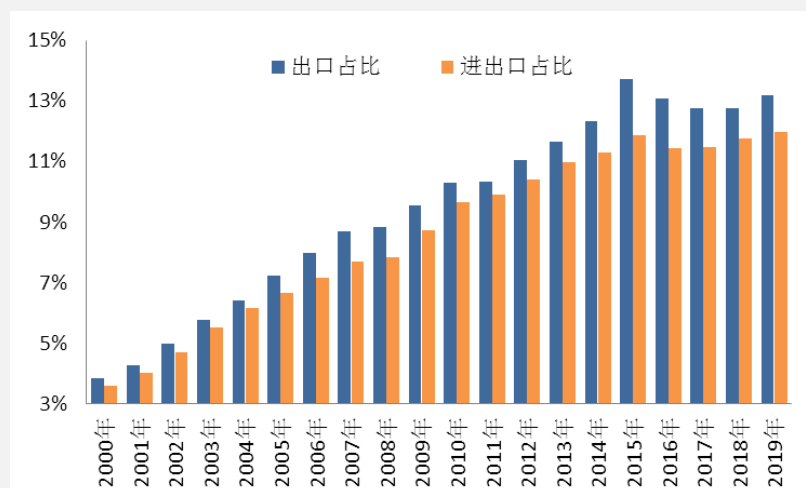
三是金融大国的货币更容易被用于贸易结算。金融市场完善程度对贸易结算货币的选择很重要。相对成熟的金融市场一方面其外汇市场能提供较多的汇率风险规避工具，另一方面该国银行体系的货币兑换的交易成本通常较低。同时，金融市场的完善有利于该国货币的稳定甚至强势，通常意义而言，出口商更倾向于以升值货币结算，进口商则倾向于使用本国货币，但考虑到出口商在货币选择中的强势地位，加之进口商的价格敏感性相对较弱，强势货币通常更容易被选为结算货币。

三、人民币跨境贸易结算展望

（一）中国是全球贸易大国但非贸易强国

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

图 6：中国出口和进出口额占全球比重



数据来源：WTO，Wind。注：该数据仅包含货物进出口。

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

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

（二）中国经济增长良好但仍是发展中国家

改革开放以来，我国经济持续高速增长，2020 年我国 GDP 超过 100 万亿元，经济总量和经济增长速度均处于世界领先水平。同与我国贸易相对密切的亚洲、

非洲及部分欧美国家来说，我国经济体量较大。同时，我国通胀水平常年保持在2%左右的稳定区间。结合前文的分析，理论上我国作为“市场提供者”，人民币在国际贸易中相对占优。

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

图 7：人均国民总收入（GNI）

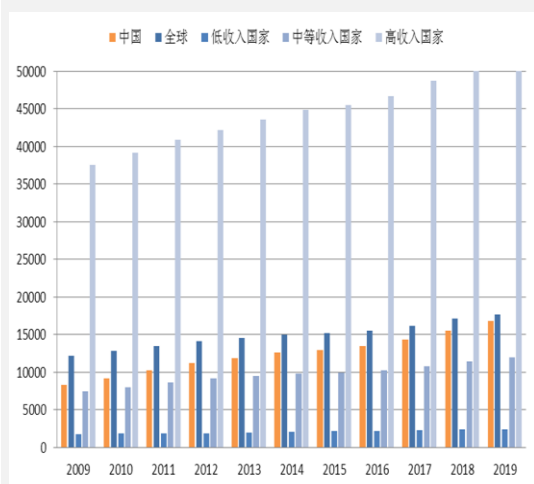
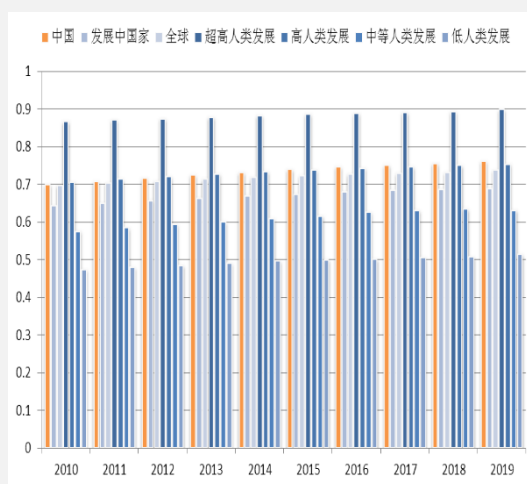


图 8：世界银行人类发展指数（HDI）



数据来源：World Bank, UNDP

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

（三）我国金融市场发展迅速但仍待进一步开放

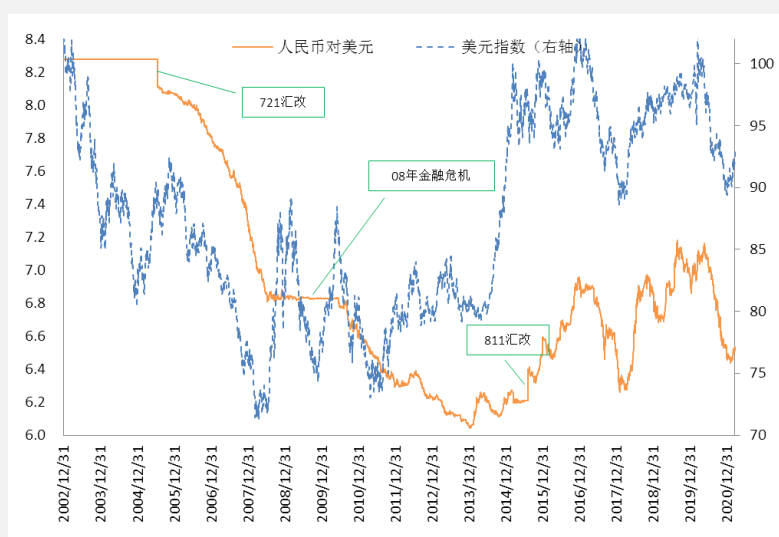
改革开放以来，我国金融业伴随市场主体需求不断丰富和发展，其中银行业资产规模不断壮大，市场竞争日益激烈。从资产规模看，截至 2020 年末，我国

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

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

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

图 9:2003 至今人民币汇率与美元指数走势



数据来源: Wind

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

四、总结

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

专题二：新兴市场的三个风险和三只“黑天鹅”

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

一、新兴市场加息的三支“响箭”

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

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

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

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

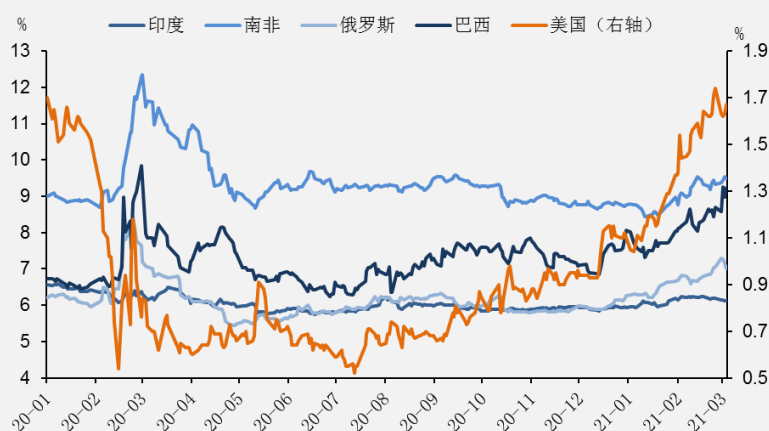
二、新兴市场面临的三个风险

风险一：美债收益率抬高，资金外流趋势形成

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

行幅度不大，进而导致新兴市场国家与美国利差不断收窄。

图 1：美国和部分新兴市场国家国债收益率



数据来源：Wind，建行金融市场部

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

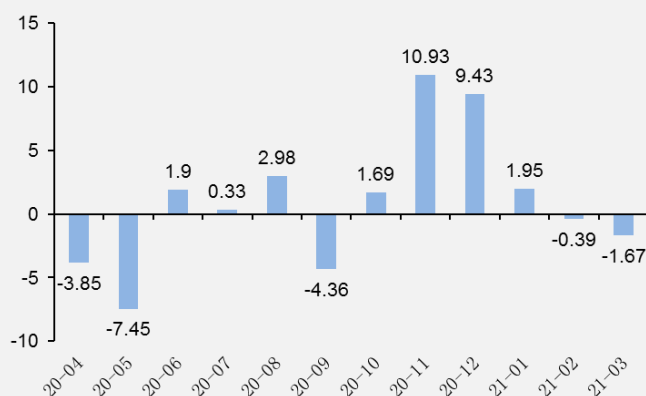
图 2：MSCI 新兴市场指数和美国指数变动情况



数据来源：Wind，建行金融市场部

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

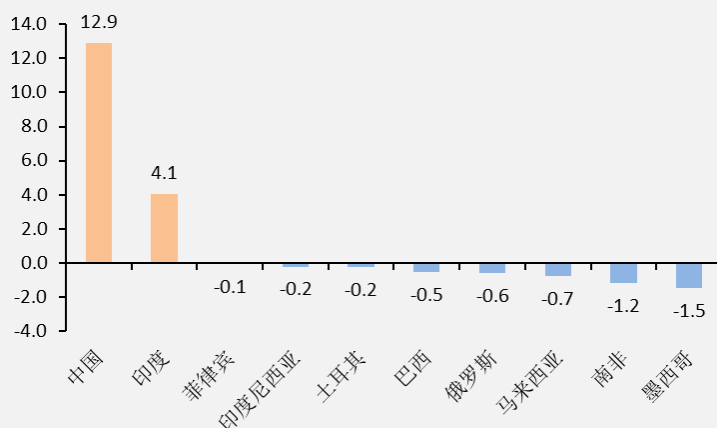
图 3：新兴市场国家资金净流入情况（不含中国和印度）



注：3月数据截至3月26日。数据来源：彭博，建行金融市场。

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

图 4：新兴市场国家资金流动情况（单位：亿美元）



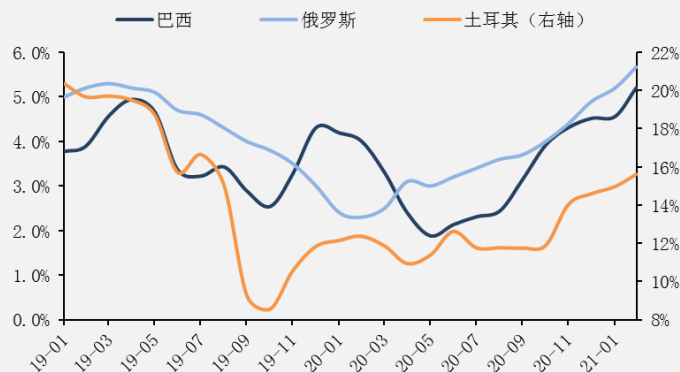
数据来源：彭博，建行金融市场部。

风险二：通胀水平不断攀升，接近或超过各国央行目标上限

为应对疫情对经济的冲击，全球央行纷纷采取宽松的货币政策，新兴市场国家亦不例外。新兴市场国家央行“大放水”，加之全球粮食和能源价格不断上涨，新兴市场国家通胀水平自 2020 年第四季度以来不断攀升。其中，土耳其 2 月 CPI 同比上涨 15.6%，涨幅创 2019 年 8 月以来新高；俄罗斯 2 月 CPI 同比上涨 5.7%，涨幅创 2016 年 11 月以来新高，已远超该国央行 4% 的政策目标。巴西 2 月广义消费者物价指数 (IPCA) 同比上涨 5.2%，已接近巴西央行通胀目标容忍度上限的

5.25%。新兴市场国家通胀高企，各国央行不得不通过加息的方式，以抑制通胀风险的上升。

图 5：巴西、俄罗斯和土耳其通胀水平变化

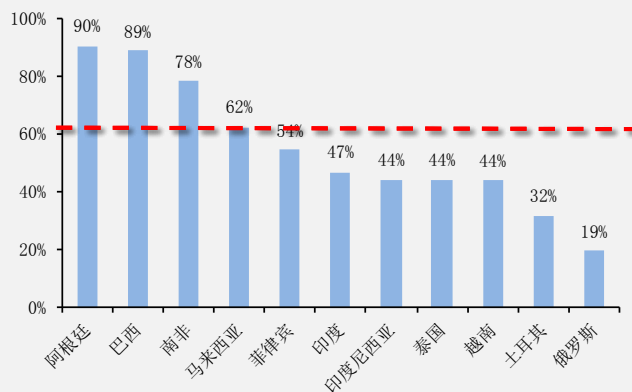


数据来源：Wind，建行金融市场部

风险三：外债规模膨胀，债务违约风险增加

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

图 6：部分国家债务占 GDP 比例



数据来源：路孚特，建行金融市场部

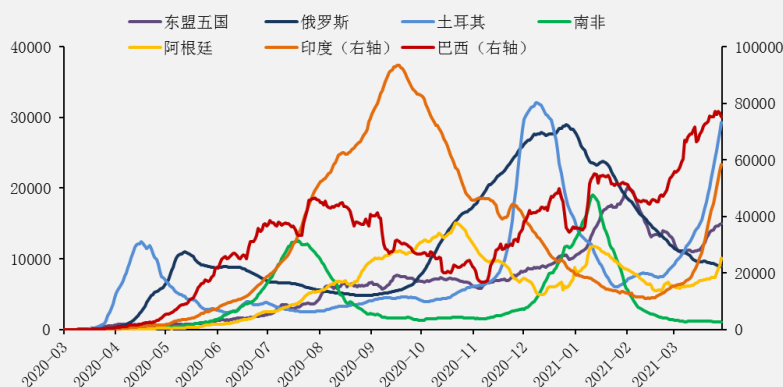
三、警惕新兴市场的三只“黑天鹅”

1. 警惕新兴市场国家疫情持续肆虐，经济再受打击

新冠肺炎疫情在新兴市场国家中持续蔓延，其中巴西、印度和土耳其新增确

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

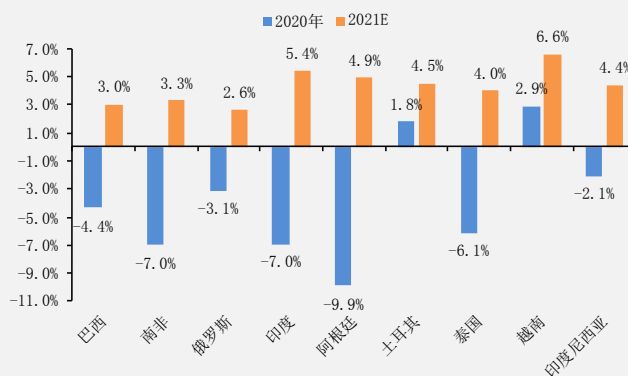
图 7：新兴市场国家单日新增确诊病例 7 天移动平均值



数据来源：Wind，建行金融市场部。

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

图 8：新兴市场国家经济增速



数据来源：Wind、世界银行，建行金融市场部

如果疫情新兴市场国家持续肆虐，将会危及新兴市场本已脆弱的复苏，将为

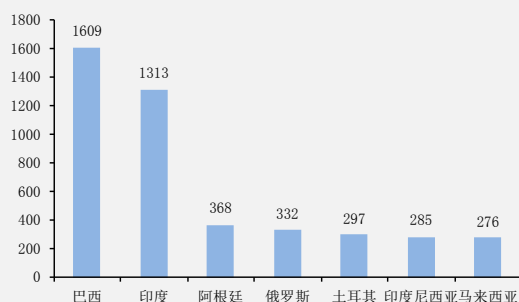
新兴市场经济发展带来更为严重的打击，财政状况将更为严峻，债务违约风险继续上升。需特别关注巴西疫情的发展，关注其经济基本面和财政收支的变化，谨防巴西爆发经济危机，蔓延到其他新兴市场国家。

2. 警惕新兴市场国家主权债务违约，引发债务危机

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

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

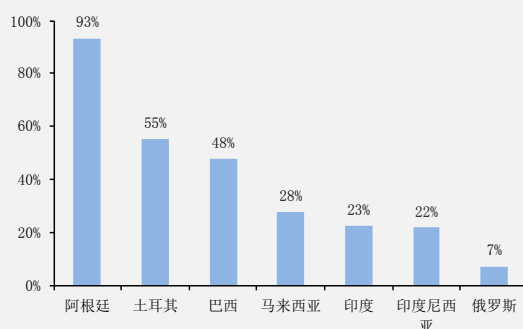
图 9：部分新兴市场国家 2021 年内待偿还外币债务



数据来源：路孚特，建行金融市场部

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

图 10：部分新兴市场国家外币债务与外汇储备比值



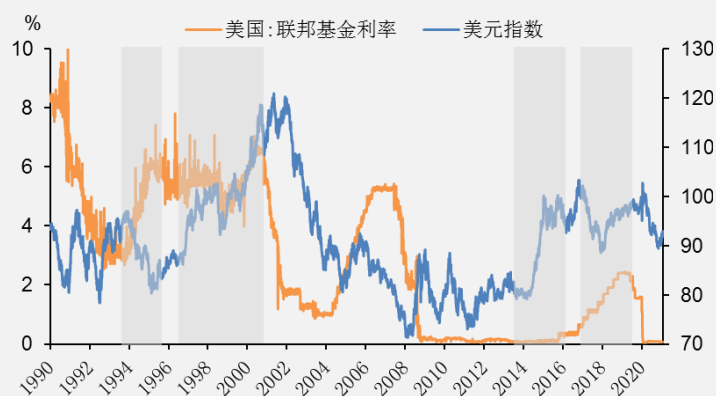
数据来源：路孚特、CEIC，建行金融市场部

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

3. 警惕新兴市场货币币值大幅波动，引发货币危机

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

图 11：美国联邦基金利率、美元指数走势



数据来源：Wind，建行金融市场部

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

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

每月精选

构建新发展格局 金融支持区域协调发展

国务院新闻办公室于2021年4月1日（星期四）下午3时举行新闻发布会，中国人民银行副行长刘桂平、研究局局长王信、货币政策司司长孙国峰、金融市场司司长邹澜介绍构建新发展格局，金融支持区域协调发展有关情况，并答记者问。以下为文字实录。

国务院新闻办新闻局局长、新闻发言人陈文俊：女士们、先生们，下午好！欢迎大家出席国务院新闻办新闻发布会，党的十九届五中全会对区域协调发展作出了全面的总体的部署，全会精神已经贯彻到“十四五”规划纲要之中，金融在构建新发展格局，支持区域协调发展这项工作当中发挥着十分重要的作用。今天我们请中国人民银行副行长刘桂平先生出席发布会与大家见面，介绍有关情况，并回答各位关心的问题。与刘行长一起出席今天发布会的还有几位司局长，他们是中国人民银行研究局局长王信先生、货币政策司司长孙国峰先生、金融市场司司长邹澜先生。

下面我们先请刘桂平先生介绍情况。

中国人民银行副行长刘桂平：女士们、先生们，各位媒体的朋友们大家下午好！党的十九届五中全会明确提出加快构建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，这是以习近平同志为核心的党中央根据我国发展阶段、环境、条件变化，特别是基于我国比较优势变化，审时度势做出的重大决策。

经济大循环能够畅通的必要条件是供给与需求相互适配、区域以及城乡之间相互协调、国内与国际双循环相互促进。其中，推进区域协调发展是加快形成新发展格局的重要基础，也是社会和谐、政治稳定和经济可持续发展的重要保障。“十三五”时期，人民银行坚持以习近平新时代中国特色社会主义思想为指导，坚决贯彻落实党中央、国务院决策部署，深入贯彻新发展理念，会同有关部门，完善区域金融政策体系，积极推动金融支持国家重大区域发展战略，不断增强区域发展协调性。

一是坚持辩证思维，推动形成优势互补、高质量发展的区域经济布局。习近平总书记多次强调，不平衡是普遍的，要在发展中促进相对平衡，这是区域协调发展的辩证法。一方面，人民银行以服务国家重大区域发展战略为抓手，充分发挥中央银行职能，运用金融手段支持京津冀协同发展、长江经济带发展、粤港澳大湾区建设、长三角一体化、黄河流域生态保护和高质量发展、成渝双城经济圈建设，引导金融机构提升金融服务创新水平，推动形成以城市群为主要形态的增长动力源。另一方面，灵活运用货币信贷政策工具，充分利用金融科技手段，积极开展现代普惠金融和绿色金融改革创新试点，构建完善现代普惠金融体系和绿色金融体系，带动农村地区和欠发达地区补短板、强弱项，推动经济绿色低碳高质量发展。

二是坚持问题导向，制定差异化政策，因地制宜、分类指导、靶向施策。根据不同地区的特点和比较优势，有针对性地开展区域金融改革试点，在普惠金融、绿色金融、科技金融等领域，取得了积极成效，探索总结了一批可复制可推广的经验和做法。

三是坚持内外统筹，用好国际国内两个市场、两种资源。自由贸易试验区是新时代改革开放新高地，是金融高水平开放的试验田，同时也是用好国际国内两个市场两种资源的重要连接点。在国务院批复的21个自贸试验区和海南自由贸易港的建设实践中，金融开放创新是其中浓墨重彩的一笔，涵盖了跨境投融资便利化、金融制度供给优化、跨境金融服务创新等重要内容。

下一步，人民银行将积极贯彻落实十九届五中全会和中央经济工作会议精神，紧紧围绕立足新发展阶段、贯彻新发展理念、构建新发展格局、实现高质量发展的要求，持续加大金融支持区域协调发展力度，推动形成错位发展、各具特色、精彩纷呈的区域金融改革格局。

一是继续加大金融支持国家重大区域发展战略力度。因地制宜，持续推动金融支持京津冀协同发展、长江经济带发展、粤港澳大湾区建设、长三角一体化、黄河流域生态保护和高质量发展、成渝双城经济圈建设的各项举措落地，提升金融服务实体经济和区域协调发展的质量和效能。

二是继续统筹抓好区域金融改革试验区试点。加强区域特色金融改革与创新，选择符合条件的地区推动科创金融、普惠金融、绿色金融等试点，

深入探索金融服务科技创新、乡村振兴、绿色发展等高质量发展的有效途径。

三是继续推动自贸试验区金融开放创新，促进国内国际双循环良性互动。以服务实体经济、促进贸易投资自由化便利化为出发点，以金融支持自由贸易试验区、自由贸易港建设为重点，推动全面落实准入前国民待遇加负面清单制度，实现高水平对外开放。谢谢大家！

陈文俊：谢谢刘桂平副行长，下面欢迎各位提问，提问之前请通报一下自己所代表的新闻机构。

中央广播电视总台央视记者：我的问题是，近年来我们看到人民银行在粤港澳大湾区、长三角等热点地区，以及绿色金融、普惠金融等重点领域推出了众多区域金融改革的试点，我们比较关心的是这些试点现在取得了哪些进展？形成了什么样的经验可以向全国推广？谢谢。

刘桂平：非常感谢您的提问，刚才我在开场白里面已经做了简要的介绍，结合您提的问题，我愿意做更详细的一个介绍。

人民银行作为中央银行，我们一直以来都坚持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、国务院的重大决策部署，有序地根据我们央行的职能和宏观经济发展的要求以及区域发展战略的部署来推进相关的工作。

我刚才在介绍有关区域发展的几大战略，可能我们的记者朋友也都注意到了，我说的顺序就是党中央、国务院部署的几大战略的顺序，包括京津冀、长江经济带、粤港澳大湾区、长三角一体化、黄河流域生态保护和高质量发展以及成渝双城经济圈，我们要介绍近年来在区域发展中所推进的相关工作，我想从习近平总书记给我们明确的贯彻五大新发展理念的角度给各位记者朋友、新闻界的朋友们进行介绍。

一是贯彻创新发展理念。推动了科创金融改革创新试点，积极探索了金融支持科技创新的有效模式。比方说在湖北武汉城市圈，就以构建服务科技企业全生命周期的投融资渠道为核心，在武汉东湖的高新区探索了六个专项的发展模式，这六个专项是，机构设立、经营机制、金融产品、信息平台、直接融资、金融监管，相关探索经验已经在全国复制推广。

二是贯彻协调发展理念。积极推动支持国家重大区域发展战略，比如，加快推进像上海国际金融中心建设和长江三角洲区域高质量一体化发展，充分地发挥上海国际金融中心的龙头辐射和带动作用。在金融“放管服”改革、征信机构协同监管、经济金融信息共享等方面成效明显。同时，我们在金融支持粤港澳大湾区建设方面创新了内地与港澳金融合作的路径和模式，推动跨境移动支付便利化、代理见证开户试点、跨境理财通（现在正在推进的过程中），提升粤港澳大湾区金融服务的水平，在民生金融、跨境投融资的便利化、金融市场的互联互通方面也取得了积极的成效。

三是贯彻绿色发展理念。推动六省（区）九地绿色金融改革创新试验区建设。这六个省区是浙江、江西、广东、贵州、甘肃和新疆，有的省区有两个，其中新疆我们还选择了三个地方在探索绿色金融的发展。到去年年末，这六省（区）九地绿色金融改革创新试验区的状况给各位媒体的朋友们介绍两组数据。一组数据就是这六省（区）九地绿色贷款的余额已经达到 2368.3 亿，占六省（区）九地全部贷款余额的 15.1%，比全国的平均水平高了 4.3 个百分点。第二组数据是六省（区）九地的绿色债券余额达到 1350 亿，同比增长 66%。江西赣州新区成功发行了全国首单经认证的绿色市政专项债券。广州市花都区创新了碳排放权抵质押融资等金融产品

四是贯彻开放发展理念。推动自贸试验区金融开放创新，打造金融创新的新格局。现在全国已经有 21 个自由贸易试验区，现在探索在全国复制推广的经验主要有本外币一体化的全口径跨境融资宏观审慎管理、跨国企业集团跨境双向人民币资金池、简化经常和直接投资项下人民币结算流程等 10 余项本外币创新业务。

五是贯彻共享发展理念。推动普惠金融小微金融改革创新试点，显著地提升了金融服务的覆盖面和可获得性。浙江台州和河南兰考充分利用金融科技有效地破解了“三农”和小微企业信息不对称、融资难和融资贵的问题。浙江台州市形成了以专注实体，深耕小微，精准供给，稳健运行的小微金融服务经验；河南兰考县探索出了以数字服务平台为核心的普惠金融发展模式。谢谢。

中国财经报记者：加快推进上海国际金融中心建设和长三角一体化发展是党中央确定的重大发展战略，请问人民银行在这方面做了哪些工作，谢谢？

刘桂平：感谢您的提问，这个问题我想请我们研究局长王信先生回答。

中国人民银行研究局局长王信：谢谢您的问题。上海和长三角区域是中国经济最有活力的、发展程度最高、开放程度最高的区域，加快推进上海国际金融中心建设和做好金融支持长三角一体化发展是建设高水平对外开放新高地的一个重要的举措。去年 2 月份，正是在新冠疫情对中国社会冲击比较严重的时候，人民银行经过国务院的批准，会同银保监会、证监会、外汇局和上海市政府出台发布了《关于进一步加快推进上海国际金融中心建设金融支持长三角一体化发展的意见》，这是一个非常重要的文件，里面涉及到 30 条重要举措，涵盖方方面面金融改革开放的内容。里面的一些重点、亮点包括绿色资产配置，就是金融机构增加绿色资产的配置，因为现在金融机构增加绿色金融资产、履行社会责任、可持续投资这些方面都是非常重要的课题。《意见》还涉及推动长三角绿色金融服务平台一体化建设、推动长三角征信一体化发展，这作为基础性工作，对于长三角经济金融一体化发展非常重要。《意见》还包括构建长三角普惠金融指标体系，金融消费纠纷非诉解决机制等。此外，上海和长三角地区作为金融和科技都非常发达的地方，在科创领域也是走在全国前列，例如对于科创板上市，不管是企业申请方面，还是科创板最终上市方面，长三角地区在全国的占比都接近 50%，这是一个很大的数字，可以看出来长三角包括上海经济金融的重要性。

下一步，人民银行将继续推动《意见》落地，里面有很多措施需要我们花大功夫进一步加快落地。在推进长三角绿色金融发展、长三角征信一体化、长三角普惠金融指标体系建设、金融消费纠纷非诉解决机制等方面进一步发力，推动长三角一体化发展。谢谢。

美国国际市场新闻记者：我想问一下央行如何去解决区域信贷资源分布不平衡的这种现象？另外一个问题是，现在中国的企业中长期贷款不断攀高，但是制造业的投资却是持续低迷的状态，请问分化的主要原因是什么？如何去应对这个问题？

刘桂平：感谢您对这个问题的关注，这个问题请金融市场司司长邹澜先生来回答。

中国人民银行金融市场司司长邹澜：谢谢你的问题。我们也关注到了制造业投资低迷的现象，2020 年制造业投资同比下降 2.2%，我们觉得这里

面存在多方面的原因，一是受外部经济环境和疫情影响，制造业企业的流动资金紧张，贷款主要用于满足流动性资金需求，企业的投资能力和投资信心还有待恢复。

第二是与产业结构调整有关。在国家政策的大力支持下，高技术制造业的投资增速比较快，但是这些制造业在整个制造业里面所占的比重还比较有限。

第三是制造业企业向轻资产方向发展，自身的投资需求发生了一些变化。制造业企业厂房设备由购买改为租赁，共享制造新业态也在逐步发展，这使得企业对投资的需求跟以前也是发生了比较大的变化。为了支持制造业高质量发展，近年来人民银行按照党中央、国务院的部署，强化宏观审慎评估，加强政策协调配合，与其他的金融管理部门一道，多措并举推动了制造业的中长期贷款大幅增长。2021年2月末，制造业中长期贷款余额是5.62万亿，同比增长了38.8%，增速连续16个月保持了增长，逆转了前期制造业中长期贷款增速一直低迷的态势，金融支持制造业的效果正在逐步显现，我们相信对于制造业的投资能够起到一定的带动作用。

关于区域信贷投放平衡的问题，我们也关注到了，也在对相关的问题做更加深入的分析，也会相应采取一些措施来改善这种状况，谢谢。

界面新闻记者：十九届五中全会提出了建设现代中央银行制度，现代货币政策框架是现代中央银行制度的一个重要内容，请问“十四五”期间在健全现代货币框架支持高质量发展方面央行有哪些考虑？谢谢。

刘桂平：谢谢您的问题，这个问题请货币政策司司长孙国峰先生来回答。

中国人民银行货币政策司司长孙国峰：谢谢您的提问，十九届五中全会提出，“十四五”规划以推动高质量发展为主题，为此必须保持币值稳定，为高质量发展提供良好的货币金融环境，货币政策要按照中国人民银行法规定的最终目标，“保持货币币值的稳定，并以此促进经济增长”。货币币值稳定有对内和对外两方面的涵义，对内的涵义需要保持物价稳定，必须管好货币总闸门。2020年中央经济工作会议、“十四五”规划和2035年远景目标纲要”明确货币政策的中介目标是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，从而明确了货币政策框架的“锚”。

近年来，人民银行推动贷款市场报价利率，就是 LPR 改革，货币政策传导效率明显提升，作为信贷市场的基准利率，LPR 发挥了调节信贷供求，进而影响货币供应的重要作用，保持 LPR 在合理水平有利于稳住货币供应的“锚”。因此 LPR 既是市场化利率形成和传导机制的重要一环，也是货币供应调控机制的关键组成部分。LPR 基于政策利率报价形成，人民银行通过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利率为中期政策利率的政策利率体系，引导以 DR007 为代表的市场利率围绕政策利率为中枢上下波动，健全从政策利率到 LPR 再到贷款实际利率的市场化利率形成和传导机制，和完善货币供应调控机制形成有机整体，共同构建了现代货币政策框架。

货币币值稳定对外的涵义是保持人民币汇率在合理均衡水平上基本稳定，为此要增强人民币汇率弹性，加强跨境资本流动宏观审慎管理，引导社会预期，把握好内部均衡和外部均衡的平衡，谢谢。

香港经济导报记者：请问央行与香港金管局共同推动的“数字货币”跨境项目进展如何？还有“十四五”期间央行在支持香港稳固国际金融中心地位时有哪些举措？谢谢。

刘桂平：这个问题请王信局长回答。

王信：谢谢你的问题。我国数字人民币的设计主要是用于国内零售的支付，但是在条件成熟的时候，如果市场有这样的需求，利用数字人民币进行跨境交易，这也是可以实现的。前期，人民银行数字货币研究所与香港金管局就数字人民币在内地和香港地区的跨境使用进行了技术测试，这是人民币试点的一次常规性研发测试工作。在国内，数字人民币在多个地区正在试用，包括在冬奥会的场景下使用，数字人民币的测试的场景越来越多、越来越丰富。与此同时，我们也在与香港金管局一道合作，在跨境使用方面进行了一些技术测试。近期，在国际清算银行香港创新中心的支持下，人民银行数字货币研究所和香港金管局、泰国中央银行、阿拉伯联合酋长国，联合发起了多边央行数字货币桥的研究项目，旨在探索利用分布式账本技术实现央行数字货币对的跨境交易全天候同步交收，也就是 PVP 结算。央行数字货币在国际上是一个热点话题，很多央行在进行研究和探索，不同的央行之间也有类似的合作项目，所以人民银行也在探索数字人民币的可行性。谢谢。

第一财经记者：我们看到最新的美联储的会议显示，现在货币政策还是偏鸽派的，但是美债收益率持续攀升，而且美国的通胀预期也是非常的强烈，现在其实不少人士认为美联储加息或者缩表的动作可能会提前到来，也有人担心是不是会产生一定的溢出效应，会有什么样的影响？请问您怎么看？谢谢。

刘桂平：谢谢您的问题，你这个问题现在是很热门的，这个问题请货币政策司长孙国峰先生回答。

孙国峰：谢谢！2020年我国是全球唯一实现正增长的主要经济体，也是少数实施正常货币政策的主要经济体，带动了全球经济的恢复，对其他主要经济体货币政策正常化进程也起了支持作用。我们也注意到，近期美债收益率出现上行，一度突破1.75%，推动美元升值，美元指数年初至今上涨了3.6%左右，受此影响，部分新兴经济体债务偿付和再融资风险上升，货币贬值压力加大，一些经济体加息，金融市场出现一定波动。我国一直坚持正常货币政策，去年2月到4月，我们采取了力度较大的应对措施，5月以后货币政策操作回归正常，既有力支持疫情防控和经济社会发展，又没有搞“大水漫灌”式的过度刺激，我们可以看到中国的国债收益率水平在那个时候回升之后一直保持平稳，人民币汇率双向浮动成为常态，发挥了宏观经济和国际收支自动稳定器的作用。因此无论是去年美联储推出大规模货币刺激措施，还是未来美联储调整货币政策，对中国金融市场的影响都是比较小的。事实上在近期全球金融市场特别是新兴经济体金融市场大幅波动的情况下，我国金融市场运行平稳，人民币汇率双向浮动，十年期国债收益率目前在3.2%附近，较前期还有所下降。我国实施正常货币政策的积极作用正在显现，下一步，关键是把自己的事办好，货币政策要稳字当头，保持定力，珍惜正常的货币政策空间，同时密切关注国际经济金融形势变化，增强人民币汇率弹性，以我为主开展国际宏观政策的协调，保持好宏观政策的领先态势，我们也乐见其它经济体寻求回到正常货币政策的努力，这将有助于促进全球经济长期健康发展，谢谢。

CNBC 记者提问：我有两个问题，第一个是关于中国目前面对的金融领域挑战更多在房地产债务还是股票市场，会有什么应对措施？第二个是关于今年在北京还有成都发放了一些数字货币，请问使用中有什么成绩或者是需要调整的地方？谢谢。

刘桂平：谢谢您的问题，您问了两个问题，第一个问题关于有关的挑战，涉及到相关市场的一些问题，我请我们金融市场司的司长邹澜先生来回答。关于数字货币，一会儿请我们研究局的王信局长来回答。

邹澜：谢谢您的问题。过去三年，按照党中央、国务院的决策部署，在金融委的统筹协调下，金融系统认真贯彻落实防范化解重大金融风险攻坚战的各项任务部署，取得了阶段性的成果，金融风险总体是趋向收敛的。我国金融风险是多年长期积累形成的，是体制性、机制性、周期性和行为性等因素叠加的一个结果，尤其当前疫情影响不确定性较大，宏观环境依然复杂严峻，国际资本流动的波动比较大，外部冲击引发境内金融市场波动，股市、债市和大宗商品市场面临振荡的风险，少数的大型企业集团目前还处在风险的暴露期，中低资质的企业还面临融资困境，债务违约的风险比较高。部分热点城市房价上涨的压力仍然比较大，高杠杆的中小房企的债务违约等潜在风险也是值得持续关注的。

面对这些风险，下一步，防范化解金融风险进入常态化的阶段，金融管理部门还将继续聚焦重点领域，全力做好存量风险的化解工作，同时不断完善体制机制建设，健全金融风险预防预警体系，提升金融风险防控的前瞻性、全局性和主动性，牢牢守住不发生系统性金融风险的底线，为经济持续恢复和高质量发展营造良好的金融环境，谢谢。

王信：关于数字人民币，市场上的兴趣非常浓厚，大家非常关注。一方面，这和世界上越来越多的中央银行参与研发本国数字货币的队伍中有关。另一方面，这可能也与前一段时间比特币价格大幅度上涨有关。人民银行稳步推进数字人民币的研发和测试工作，测试地区、测试场景越来越多、越来越广泛，积累了很好的经验。总体上来讲，参与机构和参与地区的反映是正面的、积极的。比如说，春节期间的数字人民币红包就是一个很好的例子。数字人民币越来越走近我们，需要我们进一步丰富相关的场景，积累更多的经验。下一步，我们会进一步推动数字人民币试点，积累更多的经验。谢谢。

彭博新闻记者：我有两个问题，第一，美国国债收益率持续上升，中方是否担心外资包括国内的一些资本会撤离中国资本市场，中国人民银行是否有应对的方案。第二个问题，中国政府最近提出要降低政府的杠杆率，货币政策如何来配合去实现这一目标？谢谢。

刘桂平：这两个问题我分别请我们两位司长来回答，关于国债收益率降低对我们整个市场的有关影响的一些考虑，请我们市场司的邹澜司长回答。关于后一个问题，请货币政策司的孙国峰先生回答。

邹澜：关于债券市场，在不断开放的情况之下，我们对债券市场运行的情况，包括境外投资者投资中国债券市场的情况是一直保持密切关注的。过去这些年，中国债券市场发展比较快，2月末的余额已经达到了118万亿元，从规模上说居全球第二位，债券品种比较丰富，交易工具比较齐全，市场的深度和广度也在不断拓展过程中，而且随着对外开放，我们借鉴国际市场的规则，对债券市场的交易、结算这些机制不断进行完善，为境外的投资者提供了更加友好、便捷的投资环境。

所以基于这种情况，我们感觉中国的债券市场还是表现出了比较强的韧性和一定的避险特征，从数据上我们也观察到，到了今年的2月末，境外机构在境内的持债规模达到了3.7万亿人民币，同比增长了62%，而且由于境外的投资者主要是央行、主权基金等中长期配置型的投资者，他们持有中国债券是比较稳定的。另外，外资持债占债券市场的比重也并不高，现在也就是3.1%，这跟国际的成熟市场相比还是算比较低的。

我们想正因为这些特点，前几天我们注意到富时罗素也最终确认将中国的债券纳入富时世界政府债券指数，下一步我们还会积极完善相关政策制度安排，持续推动债券市场的对外开放。我就回答这些，谢谢。

孙国峰：第二个问题我来回答。刚才我在介绍现代货币政策框架的时候谈到2020年中央经济工作会议、“十四五”规划和2035年远景目标纲要明确货币政策的中介目标是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，这是货币政策框架的一个“锚”。我们应当看到货币供应量、社会融资规模增速与债务增速的走势基本上是一致的，所以货币政策框架的这一锚定方式实际上将稳定宏观杠杆率的机制内嵌进了货币政策框架之中，是十九届五中全会提出的跨周期政策设计理念的体现，有利于实现稳增长和防风险的长期均衡，也就是说货币政策实现中介目标，保持了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，就能够保持宏观杠杆率的基本稳定，谢谢。

红星新闻记者：当前成渝正在加快西部金融中心建设，在下一步区域金融改革进程中，人民银行是否会对成渝双城经济圈作出新部署，是否会

有一些区域金融政策支持的出台？同时，我还关注到近期中小银行被曝出“彩礼贷”、“墓地贷”等消费贷变种模式，请问央行是否会对中小银行的变种贷款行为进行规范，会如何规范？谢谢。

刘桂平：实际上你也提了两个问题，第一个问题是关于成渝双城经济圈建设的有关考虑，我请我们研究局的王信局长来回答。后一个也是最近比较热的一个话题，涉及到相关信贷产品的创新的一些看法，我请市场司的邹澜先生回答。

王信：谢谢您的问题，成渝双城经济圈建设是以习近平总书记为核心的党中央作出的重大战略部署，是一个重大的区域发展战略。刚才刘行长也介绍了若干重大区域发展战略，包括粤港澳、长三角、京津冀、雄安新区等，成渝双城经济圈是又一个重大的区域发展战略，对于进一步促进西部大开发，加快西部经济金融发展具有重要的意义。人民银行在成渝双城经济圈的建设中做了大量的工作，根据党中央、国务院的部署，首先是积极参与《成渝地区双城经济圈建设规划纲要》的起草、编制，深入研究金融相关内容。同时，现在我们也正在会同相关部门，以及四川省、重庆市，进一步研究金融支持成渝双城经济圈、支持成渝共建西部金融中心的重大战略部署。重庆市和成都市有不同的发展特点，在金融方面也各有特色，所以我们在研究和制定金融支持政策时，将在共性的基础上、在一体化发展的基础上更好地发挥各自特色，进一步探索金融改革开放的创新举措，更好促进成渝双城经济圈的发展。谢谢。

邹澜：我来回答您的第二个问题。“彩礼贷”、“墓地贷”这件事情引起了社会的热议，我们认为个别银行打着所谓金融创新的旗号，挑战社会痛点，引导居民过度负债，触及社会公序良俗的底线，脱离了金融服务实体经济的本职。但同时，这类贷款本质其实就是居民消费贷款，通过制造噱头的方式来宣传获客，这也反映出部分中小银行自身服务能力的不足，以及金融发展面临的一些困境。所以，尽管是个别银行，我们觉得也应该引起足够的重视，针对这个问题，我们有三方面的考虑。

第一，要继续督促银行业金融机构调整优化信贷结构，把资金更多的投向中小微企业等实体经济，坚持服务实体经济的本分。

第二，人民银行会配合银保监等部门对中小银行的产品创新和业务准入实施有效的监管和指导。支持银行在风险可控、审慎合规的前提下结合

实体经济的实际需要来创新针对性的产品服务，对于有悖公序良俗，与国家大政方针背道而驰的做法，及时予以纠正。

第三，多措并举切实提升中小银行服务实体经济的能力，还是要让他们做到能贷、愿贷、会贷。我就回答这些。

刘桂平：关于后面这个问题我也补充说两句，我也非常感谢媒体朋友们对金融服务以及金融创新方面提供的有关监督和报道，也有利于我们了解相关的信息，更好的来创新产品，为实体经济、为广大的城乡居民提供有效的高质量的服务。谢谢。

中国日报记者：我们也比较关心金融支持实体经济发展的的问题，在现在构建双循环新发展格局的背景下，请问我国的金融部门还会出台哪些措施来支持我国高端制造业的发展，特别是推动我国整体制造业水平的提升，这方面有什么新的举措？谢谢。

刘桂平：这个问题我想还是请我们市场司的邹澜司长，把刚才前面有一位记者朋友提的问题再继续深入地给这位记者朋友做一个解读。

邹澜：谢谢您的问题。大家都知道，制造业是国民经济的主体，提升制造业的整体实力对于构建双循环新发展格局是一个重要的基础，这些年来人民银行和其他的金融监管部门一起按照党中央、国务院的部署，多措并举推动制造业中长期贷款大幅增长，刚才我也简单地介绍了一些新的数据。

下一步，大家也知道政府工作报告明确提出了要“提高制造业贷款比重”这一要求，为落实好这一要求，我们初步打算从三个方面来开展工作。

第一，督促指导金融机构优化制造业的信贷结构，明确“提高制造业贷款比重”和“保持高技术制造业中长期贷款合理增速”的目标和任务，引导金融机构加大对高新技术制造业、战略性新兴产业的信贷投放，同时也要支持传统制造业的设备更新和技术改造。

第二，加强和改进高技术制造业金融服务水平，引导金融机构根据高技术制造业的轻资产、重智力，高风险、高收益的这些特征，要培养行业的分析和风险评估能力，加大投贷联动、知识产权质押贷款、供应链金融等产品服务创新；优化内部管理机制，推动信贷资源向高技术制造业倾斜。

第三，做好关键核心技术攻关的金融服务。按照市场化和法治化原则，对于承担国家重大科技创新任务的企业，做好金融服务。谢谢。

刘桂平：刚才您提的问题里面实际上前面还有一个大问题，我没有漏掉你这个大问题，所以我想先请市场司司长回答您这个问题。关于人民银行对于区域发展战略已经出台的政策和未来可能出台的政策，我简要地用几句话来回答您这个问题。

一方面，根据党中央、国务院的整体战略部署，我们已经会同相关部门出台专项金融政策支持区域发展，涉及京津冀协同发展和雄安新区建设、长三角一体化、粤港澳大湾区、海南自贸港建设等。另一方面，我们正在会同相关部门研究关于金融支持成渝双城经济圈发展以及成渝共建西部金融中心的有关政策举措，相关工作正在推进。

总之，人民银行会按照立足新发展阶段、贯彻新发展理念、构建新发展格局、实现高质量发展的总体要求，根据国家已经明确制定的区域发展战略来有效履行央行职能，把区域发展战略支持好、并推动其有效落地落实，特别是有效推动以国内经济循环为主体，国内国际双循环相互促进的新发展格局形成，更好造福于中国人民，也更好惠及全世界。谢谢。

中央广播电视总台央广经济之声记者：十八大以来，我国的绿色金融体系建设取得了积极成效，在落实碳达峰、碳中和目标方面也被寄予厚望，下一步将如何更好地发挥绿色金融的作用，助推碳达峰、碳中和目标的实现？谢谢。

刘桂平：谢谢您的问题。关于发展绿色金融，践行习近平总书记提出来的“绿水青山就是金山银山”理念和生态文明思想，人民银行一直高度重视这方面工作。刚才我在介绍总体情况的时候，向大家提到了我们在绿色金融发展方面所做的一些探索，特别是六省（区）九地绿色金融改革创新试验区方面的工作。结合您刚才提的问题，我想再总体介绍一下已经做的和准备开展的工作。

已经做的工作我们主要是围绕金融支持绿色低碳发展的三大功能来开展的。一是资源配置功能；二是风险管理功能；三是市场定价功能。到目前为止，我们已经形成了绿色金融五大支柱，这五大支柱是绿色金融标准

体系，金融机构监管和信息披露要求，政策激励约束体系，绿色金融产品和市场体系，以及绿色金融国际合作。

下一步，按照习近平总书记去年 9 月参加有关国际活动提出来的碳达峰、碳中和目标，我们考虑开展以下几项工作。

一是把碳达峰、碳中和工作做到位，逐步开展碳核算。其中最核心、最基础也是难度比较大的一项工作就是要探索建立全国性的碳核算体系。这项工作我们已经启动。

二是以信息披露为基础，强化约束机制。在这方面我们已经对绿色金融改革创新试验区下发了通知，鼓励金融机构披露环境信息。我们也积极推动上市公司、金融机构、发债主体，重点排放单位实现环境信息共享。

三是发挥市场作用。刚才说绿色金融有三大功能，其中一个很重要的功能是价格发现功能。要实现价格发现功能，就必须构建一个全国统一的碳排放权交易市场，而这个交易市场的构建应该更多体现金融属性，金融也应该加大支持和配合力度。

四是以能源结构调整为核心，创设直达实体经济的碳减排政策支持工具。这方面我们相关的司局也已经开始探索和研究，成熟后我们会对外发布相关消息。

另外，人民银行为了更好地推动绿色金融发展，已经对金融机构开展了绿色金融业绩评价。我们正在完善这个评价体系，希望能够建立一个更好的机制，推动金融机构有效、有力、有序的支持绿色低碳发展，推动碳达峰、碳中和目标的实现。

五是做好风险防控。我们已经决定要逐步将气候变化相关风险纳入宏观审慎政策框架。

六是进一步加深国际合作。今年我国再次成为 20 国集团可持续金融研究小组的联席主席。我们将发挥这个作用，与美国财政部共同牵头，推动 20 国集团在可持续金融方面开展更多的工作。我们希望争取在今年内与欧盟共同完成《绿色金融共同分类标准》。我们将进一步落实《“一带一路”绿色投资原则》，严控海外新建煤电项目投资。媒体朋友们也已经注意到，

我国绿色贷款余额全球第一，绿色债券的市场规模全球第二，并且质量比较好，到目前为止没有出现一例违约案例。

七是进一步推进绿色金融改革创新试验区建设。在六省（区）九地绿色金融改革创新试验区的基础上，我们会选更多的地区进行绿色金融改革的创新的试点。希望通过这些工作，有效支持我国实现碳达峰、碳中和目标。

绿色金融工作需要做的事情还很多，需要探索研究的问题也很多。我们会加强国际合作，体现中国特色，更好地践行习近平生态文明思想，真正把“绿水青山就是金山银山”理念落地落实。谢谢。

易纲：用好正常货币政策空间 推动绿色金融发展

很高兴来到中国发展高层论坛，首先我要感谢卢迈秘书长的邀请，感谢他在过去二十年来对中国发展高层论坛做出的贡献。今天我主要就中国货币政策和绿色金融和大家分享一些观点和看法。

首先我来讲讲近年来中国实施稳健的货币政策、支持实体经济的高质量发展的做法。**第一，我们较大的货币政策调控空间。中国货币政策始终保持在正常区间，工具手段充足，利率水平适中。我们需要珍惜和用好正常的货币政策空间，保持政策的连续性、稳定性和可持续性。当前广义货币（M2）同比增速在10%左右，与名义GDP增速基本匹配，10年期国债收益率约为3.2%，公开市场7天逆回购利率为2.2%。2020年居民消费价格指数（CPI）同比上涨2.5%。从上述数字可以看出，中国的货币政策处于正常区间，在提供流动性和合适的利率水平方面具有空间。****第二，货币政策既要关注总量，也要关注结构，加强对重点领域、薄弱环节的定向支持。**在保持流动性总体合理充裕的基础上，货币政策能在国民经济重点领域、薄弱环节和社会事业等方面发挥一定程度的定向支持作用。新冠肺炎疫情以来，人民银行实施了多项措施，有效帮助中小企业维护就业稳定。**第三，货币政策需要在支持经济增长与防范风险之间平衡。**中国的宏观杠杆率基本保持稳定，在为经济主体提供正向激励的同时，抑制金融风险的滋生和积累。**第四，货币政策需要为深化金融改革开放营造适宜的环境。**总体看，当前，我们要实施好稳健的货币政策，支持稳企业保就业，持续打好防范化解重大金融风险攻坚战，进一步深化金融改革开放。

绿色金融方面，近年来，人民银行积极践行绿色发展理念，大力发展绿色金融，取得了积极成效。2020年末，中国本外币绿色贷款余额约12万亿元（约合2万亿美元），存量规模居世界第一；绿色债券存量约8000亿元（约合1200亿美元），居世界第二，为支持绿色低碳转型发挥了积极作用。

中国提出2030年碳达峰和2060年碳中和目标，对我们的工作提出了新的更高要求。我认为，在碳中和约束条件下，有两个方面的任务格外紧迫。

第一，实现碳中和需要巨量投资，要以市场化的方式，引导金融体系提供所需要的投融资支持。对于实现碳达峰和碳中和的资金需求，各方面有不少测算，规模级别都是百万亿人民币。这样巨大的资金需求，政府资金只能覆盖很小一部分，缺口要靠市场资金弥补。这就需要建立、完善绿色金融政策体系，引导和激励金融体系以市场化的方式支持绿色投融资活动。

第二，气候变化会影响金融稳定和货币政策，需要及时评估、应对。国际研究普遍认为，气候变化可能导致极端天气等事件增多、经济损失增加；同时，绿色转型可能使高碳排放的资产价值下跌，影响企业和金融机构的资产质量。一方面，这会增加金融机构的信用风险、市场风险和流动性风险，进而影响整个金融体系的稳定。另一方面，这可能影响货币政策空间和传导渠道，扰动经济增速、生产率等变量，导致评估货币政策立场更为复杂。这是在维护金融稳定、实施货币政策上面临的新课题。

围绕这两个方面的要求，人民银行已经把绿色金融确定为今年和“十四五”时期的一项重点工作。我想重点提以下几个方面。

一是完善绿色金融标准体系。绿色金融标准是识别绿色经济活动、引导资金准确投向绿色项目的基础。人民银行在2015年、2018年分别制定了针对绿色债券和绿色信贷的标准，即将完成修订《绿色债券支持项目目录》，删除化石能源相关内容。同时，我们正在与欧方共同推动绿色分类标准的国际趋同，争取年内出台一套共同的分类标准。我们在G20下也将讨论这一问题。

二是强化信息报告和披露。目前，银行间市场绿色金融债已经要求按季度披露募集资金使用情况，同时金融机构需要报送绿色信贷的资金使用情况和投向。下一步，我们将推动在已有试点的基础上，分步建立强制的信息披露制度，覆盖各类金融机构和融资主体，统一披露标准。

三是在政策框架中全面纳入气候变化因素。金融稳定方面，我们正在研究在对金融机构的压力测试中，系统性地考虑气候变化因素。货币政策方面，正在研究通过优惠利率、绿色专项再贷款等支持工具，激励金融机构为碳减排提供资金支持。外汇储备投资方面，将继续增加对绿色债券的配置，控制投资高碳资产，在投资风险管理框架中纳入气候风险因素。

四是鼓励金融机构积极应对气候挑战。中国金融机构在积极行动。工商银行把环境与社会风险合规要求纳入投融资全流程管理。中国银行正在研究开展环境风险压力测试。此外，近期银行间债券市场成功发行了碳中和债，募集资金专项用于具有碳减排效益的清洁能源等项目。人民银行已经指导试点金融机构测算项目的碳排放量，评估项目的气候、环境风险；已按季评价银行绿色信贷情况，正在研究评价金融机构开展绿色信贷、绿色债券等的业绩。

五是深化国际合作。2016年，人民银行在我国担任G20主席国期间，发起G20可持续金融研究小组并担任联合主席，为凝聚绿色金融国际共识发挥了积极作用。今年G20主席国意大利重启研究小组，人民银行和美国财政部共同担任联合主席。我们将与意大利、美国和其他G20成员加强协调，讨论制定推进可持续金融的总体路线图，推动各方就信息报告和披露、绿色分类标准等需要加强国际协调的重点议题进行讨论。

同时，人民银行将继续在央行与监管机构绿色金融网络（NGFS）、可持续金融国际平台（IPSF）等多边机制下深化国际合作。我们将继续帮助发展中国家加强绿色金融能力建设，增强他们支持自身绿色转型、应对气候变化的能力。

总体看，金融体系可以在支持绿色转型、管理气候相关风险上发挥积极作用。下一阶段，人民银行将更加积极主动作为，落实新发展理念，支持经济绿色、低碳、高质量发展，服务实现碳达峰、碳中和目标。

（此文为中国人民银行行长易纲2021年3月20日在中国发展高层论坛圆桌会的讲话）

附表
国内主要宏观经济指标：

指标	2020年							2021年	
	6月	7月	8月	9月	10月	11月	12月	1月	2月
GDP	3.20%	4.90%			6.50%				
CPI	2.50%	2.70%	2.40%	1.70%	0.50%	-0.50%	0.20%	-0.30%	-0.20%
工业增加值	4.80%	4.80%	5.60%	6.90%	6.90%	7.00%	7.30%	25.40%	52.34%
固定资产投资	-3.10%	-1.60%	-0.30%	0.80%	1.80%	2.60%	2.90%	35.00%	
社会消费品零售总额	-1.80%	-1.10%	0.50%	3.30%	4.30%	5.00%	4.60%	33.80%	
进口同比增速	2.76%	-1.30%	-2.21%	12.80%	4.37%	3.89%	6.46%	26.60%	17.30%
出口同比增速	0.18%	6.80%	9.08%	9.36%	10.94%	20.57%	18.14%	24.80%	154.90%
广义货币供给增速 (M2)	11.10%	10.70%	10.40%	10.90%	10.50%	10.70%	10.10%	9.40%	10.10%
新增人民币贷款 (万亿)	1.8	1.0	1.3	1.9	0.7	1.4	1.3	3.6	1.4
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	3月实际值	4月预测值	
资金面 7天回购月度均值 (%)	2.20	2.10-2.60	
利率债 1年期国债收益率月度均值 (%)	2.63	2.50-2.80	
	10年期国债收益率月度均值 (%)	3.23	3.10-3.35
信用债 (bps)	1年AAA短融信用利差月度均值 (bps)	38	30-45
	3年AAA中票信用利差月度均值 (bps)	36	30-45
	5年AAA中票信用利差月度均值 (bps)	39	30-45
	7年AAA企业债信用利差月度均值 (bps)	36	35-50
	10年AAA企业债信用利差月度均值 (bps)	40	35-50

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	1.17	1.15	1.18	1.20
USD/JPY	110	115	112	108
USD/CNY	6.55	6.60	6.50	6.40
EUR/CNY	7.66	7.59	7.67	7.68
100JPY/CNY	5.95	5.74	5.80	5.93
HKD/CNY	0.84	0.85	0.84	0.83
GBP/CNY	9.04	9.24	9.36	9.60
CNY/MYR	0.63	0.64	0.64	0.65
CNY/RUB	11.56	11.82	11.69	11.72
AUD/CNY	4.98	5.28	5.33	5.44
CAD/CNY	5.20	5.16	5.12	5.08

注：3月为实际值，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			
		6月	7月	8月	9月	10月	11月	12月	1月	2月	3月
美国	GDP	-31.40%	33.40%			4.30%					
	个人消费支出 (PCE)	-33.20%	41.00%			2.30%					
	制造业 PMI (Markit)	49.80%	50.90%	53.10%	53.20%	53.40%	56.70%	57.10%	59.20%	58.60%	59.10%
	CPI	0.60%	1.00%	1.30%	1.40%	1.20%	1.20%	1.40%	1.40%	1.70%	
	核心 CPI	1.20%	1.60%	1.70%	1.70%	1.60%	1.60%	1.60%	1.40%	1.30%	
	PCE	0.92%	1.01%	1.24%	1.35%	1.20%	1.12%	1.23%	1.41%	1.55%	
	核心 PCE	1.14%	1.26%	1.43%	1.53%	1.40%	1.34%	1.41%	1.48%	1.41%	
	失业率	11.10%	10.20%	8.40%	7.90%	6.90%	6.70%	6.70%	6.30%	6.20%	
	联邦基金利率	0.08%	0.09%	0.10%	0.09%	0.09%	0.09%	0.09%	0.09%	0.08%	0.07%
	3 个月 LIBOR	0.31%	0.27%	0.25%	0.24%	0.22%	0.22%	0.23%	0.22%	0.19%	0.19%
	10 年期国债收益率	0.73%	0.62%	0.65%	0.68%	0.79%	0.87%	0.93%	1.08%	1.26%	1.61%
欧元区	GDP	-38.80%	59.90%			-2.60%					
	制造业 PMI	47.40%	51.80%	51.70%	53.70%	54.80%	53.80%	55.20%	54.80%	57.90%	62.50%
	CPI	0.30%	0.40%	-0.20%	-0.30%	-0.30%	-0.30%	-0.30%	0.90%	0.90%	1.30%
	核心 CPI	0.80%	1.20%	0.40%	0.20%	0.20%	0.20%	0.20%	1.40%	1.10%	0.90%
	失业率	7.90%	8.70%	8.60%	8.50%	8.40%	8.10%	8.10%	8.10%		
	3 个月 EURIBOR	-0.38%	-0.44%	-0.48%	-0.49%	-0.51%	-0.52%	-0.54%	-0.55%	-0.54%	-0.54%
	德国 10 年期国债收益率	-0.40%	-0.48%	-0.50%	-0.50%	-0.59%	-0.59%	-0.59%	-0.56%	-0.42%	-0.33%
日本	GDP	-29.30%	22.80%			11.70%					
	制造业 PMI	40.10%	45.20%	47.20%	47.70%	48.70%	49.00%	50.00%	49.80%	51.40%	52.70%
	CPI	0.10%	0.30%	0.20%	0.00%	-0.40%	-0.90%	-1.20%	-0.60%	-0.40%	
	核心 CPI	0.00%	0.00%	-0.40%	-0.30%	-0.70%	-0.90%	-1.00%	-0.60%	-0.40%	
	失业率	2.80%	2.90%	3.00%	3.00%	3.10%	2.80%	2.80%	2.90%	2.80%	
	10 年期国债收益率	0.03%	0.03%	0.04%	0.03%	0.03%	0.03%	0.02%	0.04%	0.09%	0.11%

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。