

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.....	7
专题一：当前我国货币环境新变化及后期政策重点.....	10
专题二：从 A 股市场表现看监管思路变化.....	13
债券市场.....	16
一、4 月回顾：利率债收益率曲线陡峭化.....	16
二、5 月展望：债券收益率将震荡上行.....	20
专题一：我国通胀传导效率及其对债市的影响分析.....	27
专题二：美股灰犀牛：从股份回购到债务杠杆.....	35
外汇市场.....	42
人民币：4 月企稳回升，但仍有贬值压力。.....	42
非美货币走势概览.....	46
专题一：人民币储备货币份额提升未来可期.....	49
专题二：中国资本项目开放现状与展望.....	54
每月精选.....	60
推动亚洲区域合作 共促绿色金融发展.....	60
附 表.....	63

本期执笔人：

卷首语

宏观经济

路思远

010-67595303

lusi yuan.zh@ccb.com

郭强

010-67595642

guoqiang.zh@ccb.com

张涛

010-67595309

zhangtao2.zh@ccb.com

国内债券市场

郑葵方

010-67596344

zhengkuifang.zh@ccb.com

李思琪

010-67595396

lisiqi1.zh@ccb.com

外汇市场

曹誉波

010-67595719

caoyubo.zh@ccb.com

刘猛

010-67595400

liumeng1.zh@ccb.com

敬请关注中国建设银行

金融市场部微信公众号

“金融街廿五”



4月，全球疫情再度恶化，印度、巴西和土耳其的疫情较为严重，日本在全国实施第一轮紧急状态，疫情仍在肆虐，全球经济复苏在颠簸中前行。美联储4月议息会议仍维持宽松的货币政策，主席鲍威尔表示，虽然美国经济复苏势头强劲，但现在还不是讨论缩减资产购买规模的时候。美联储坚持鸽派立场，推动美股股指再创历史新高，通胀预期升温，国际大宗商品价格上涨，给我国带来了输入性通胀的压力。

国内，人民银行货币政策司司长孙国峰公开表示“为政府债券发行提供适宜的流动性环境”。4月地方政府债券的发行量虽较3月明显增加，但低于市场预期。而前期财政支出力度较大，使得银行间市场资金面宽松程度好于预期，加之A股区间震荡，提振了债市，国债1年期收益率较3月末下行19BPs最低至2.39%，10年期从3.22%下行7BPs最低至3.15%。

针对未来可能的变化，在本期月报中，我们分别就我国货币金融环境新变化、A股监管思路变化、我国通胀传导效率及对债市影响、人民币储备货币地位、中国资本项目对外开放、美股回购和企业债风险等热点问题做了专题分析。

为了帮助大家理解金融在我国碳达峰、碳中和战略中应如何作为，本期精选文章为人民银行易纲行长4月20日在博鳌亚洲论坛2021年年会“金融支持碳中和”圆桌会议的主旨演讲“推动亚洲区域合作，共促绿色金融发展”。

宏观经济

国际重要经济数据图示

图 1: G3 经济增速

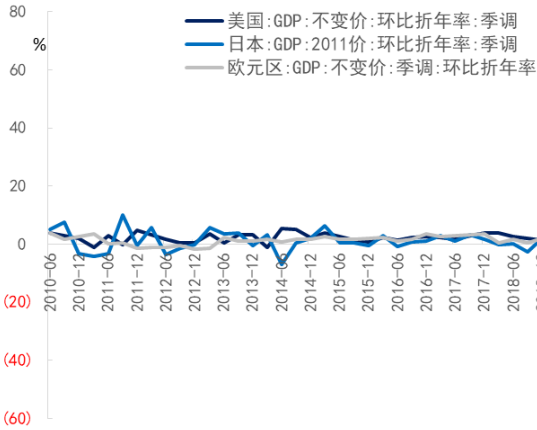


图 2: G3 失业率

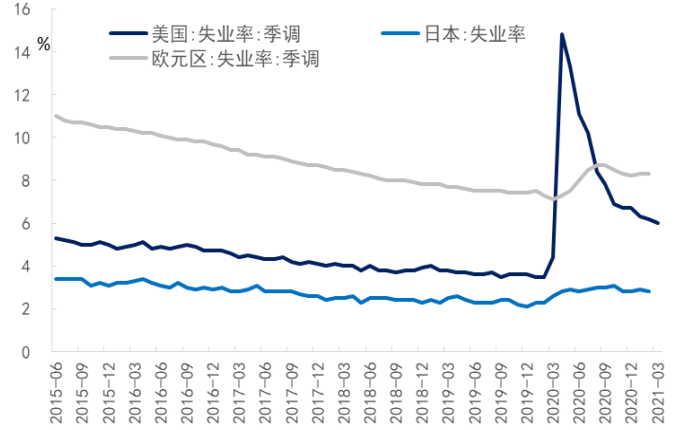


图 3: G3 通胀率

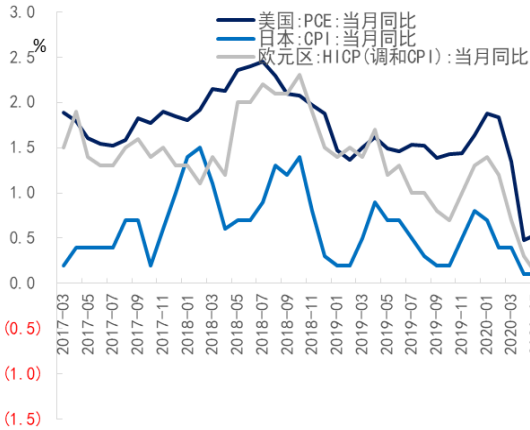


图 4: G3 制造业 PMI

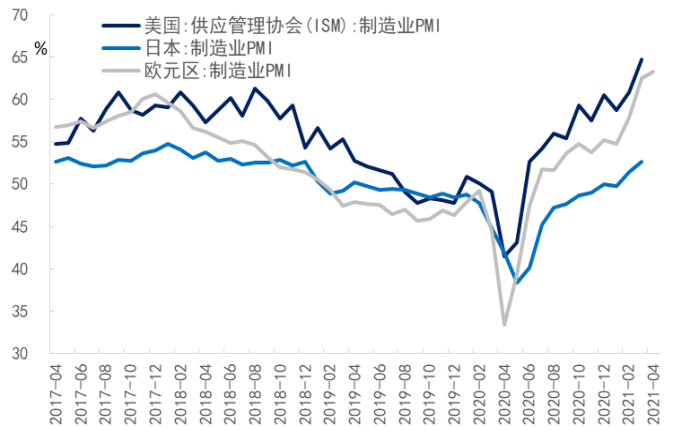


图 5: 主要国家股指变化

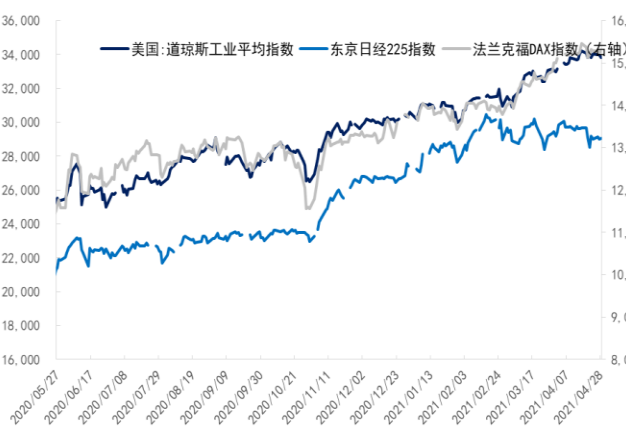
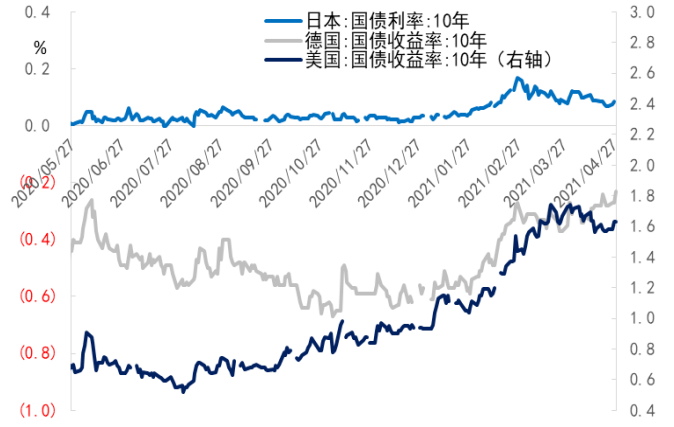


图 6: 主要国家 10 年期国债收益率变化



数据来源: WIND, 中国建设银行金融市场部

全球经济仍在持续复苏当中。主要是因为发达经济体前景有所改善。特别是美国经济今年预计增长 6.4%，相较之前的预测大幅上调了 1.3 个百分点。这使美国成为唯一一个将在 2022 年超过疫情前 GDP 预测水平的大型经济体。包括欧元区在内的其他发达经济体今年也将实现经济回升，但步伐要慢一些。在新兴市场和发展中经济体，中国今年预计将增长 8.4%。尽管中国经济已在 2020 年恢复到疫情之前的水平，但许多其他国家预计仅将到 2023 年才能回到疫情前水平。

美国经济在今年以来持续处于强势复苏的态势。消费方面，3 月美国零售销售环比上升 9.8%，创下去年 5 月以来的最大涨幅。向个人发放的 1400 美元纾困支票、疫苗接种的加快和对防疫限制的放松也会支撑销售，尤其是受社交距离限制影响最大的零售类别。4 月消费者信心指数 86.5，也创下了疫情流行以来的新高，说明消费者对经济复苏前景较为乐观。**通胀方面**，美国 3 月 CPI 同比增长 2.6%，前值增长 1.7%，创下 2018 年 8 月以来的最高水平。核心 CPI 同比增长 1.6%，前值增长 1.3%。细分数据看，推动 CPI 增长的最大驱动力是能源价格的上涨：在过去 12 个月中，能源指数上涨了 13.2%。目前来看，在美国疫情不出现明显大幅恶化的情况下，美国通胀上行的推动力仍将持续，预计后续核心 CPI 走强可能会接替能源项成为支撑 CPI 的主要因素。**就业方面**，失业率从去年 5 月起逐步回落至 2021 年 3 月的 6%，虽然仍高于新冠疫情爆发前 3.5%-4% 的水平，但较 2020 年 4 月 14.8% 的高点已大幅回落；新增非农就业人数在经历了去年末今年初的短暂回落之后，3 月新增非农就业人数再次上升至 91.6 万人，明显高于新冠疫情爆发之前每月 20 万的平均水平。从失业率和新增非农就业来看，美国的就业情况持续回暖，这也印证了核心通胀上行的基础正在增强。**货币政策方面**，美联储近期已经释放了提前开始缩减 QE 的信号。美联储主席鲍威尔在华盛顿经济俱乐部主办的线上活动中发言称“将等到通胀持续达到 2% 且就业完全恢复后再考虑加息，这两个条件不太可能在 2022 年底全部满足”。意味着美联储的加息时点可能将此前市场预期的明显提前，而在加息之前，美联储首先要做的是缩减并逐步退出 QE。此前圣路易斯联储布拉德在讲话中提到“美联储已经制定了缩减 QE 的路线图。成功让 75% 的美国人接种疫苗是新冠危机即将结束的信号，也是美联储考虑缩减购债计划的必要条件”。目前美国的疫苗接种速度依然在加快，预计在 6 月就可以达到 75% 的疫苗接种率，而在 7-8 月就可以完成 100% 的疫苗接种率。由此可见，美联储可能最快在 6 月就将开始考虑缩减 QE 规模。考虑到拜登政府的财政刺激和

经济重新开放，预计美国 GDP 增长可能在第二季度到达最高峰，预计二季度可能会大幅增长 10.5%。

欧元区复苏步伐加快，经济回暖速度超出市场预期。IHS Markit 公布的欧元区综合采购经理指数（PMI）达到 53.7，而 3 月为 53.2，创 2020 年 8 月以来新高。尽管服务业仍受封锁措施的严重打击，欧元区经济显示出了令人备受鼓舞的势头。此外，意大利于当地时间 4 月 26 日开放部分经济，法国正在考虑从 5 月中旬开始谨慎地重新开放，希腊也有同样的计划。预计二季度欧元区经济将恢复增长。**通胀方面**，欧元区 3 月调和 CPI 同比终值 1.3%，预期 1.3%，初值 0.9%，核心调和 CPI 同比终值 0.9%，预期 0.9%，初值 0.9%。数据基本符合预期。2021 年以来，欧元区通胀水平持续上涨，主要原因是能源等大宗商品价格上涨的影响，当然，服务业的恢复也为通胀做了一定的贡献。**货币政策方面**，欧央行仍会维持当前宽松的政策态度。从欧洲央行公布 3 月货币政策会议纪要来看，欧央行管理委员会认为，尽管欧元区经济前景的风险在中期内变得更加平衡，但近期融资环境收紧对欧元区而言为时尚早。委员会表示，由于新冠感染率持续高水平、突变病毒的传播和疫苗接种的缓慢速度，欧元区的不确定性仍然很高。尽管全球需求的反弹和额外的财政支持措施正在支持全球和欧元区经济活动，但短期欧元区经济前景仍具有挑战性。委员会认为，除了短期的疲软之外，欧元区的经济活动有望在今年获得动力。从中期来看，有利的融资条件、扩张性的财政立场以及随着遏制措施逐步取消而出现的需求复苏，都应该为欧元区经济的复苏提供支持。在强有力的财政支持下，劳动力市场仍保持弹性，但一些指标表明，未来还会出现脆弱性。委员会重申，随时准备适当地调整其所有手段，以确保通货膨胀以持续的方式朝向其最终目标发展。委员会成员普遍认为，最近无风险利率和 GDP 加权主权债券收益率上升，需要在紧急抗疫购债计划（PEPP）下加大购买力度。预计复苏在未来两年将非常依赖财政支持。**就外部环境而言，欧洲的前景有所提升。**

日本经济再次遭受考验。受疫情影响，日本去年 4 月初开始在东京等地实施第一轮紧急状态，同月中旬扩大至全国，去年 5 月底前陆续解除。第二轮紧急状态今年 1 月初开始，陆续覆盖东京、大阪等地，3 月下旬完全解除。第一轮紧急状态实施后，日本去年第二季度经济按年率计算萎缩 29.3%，创历史纪录。今年第一季度经济数据预定 5 月发布，预计日本经济可能再度萎缩。但也有部分数据较为乐观，3 月份日本家庭的通胀预期较 3 个月前有所上升，对经济前景的信心则改善至 8 年高点，表明新冠病毒大流行的最初

痛苦正在消退。衡量家庭对一年后经济信心的动向指数为-8.5，较去年12月的-23.1大幅回升，为2013年6月以来的最高水平。日本央行的另一项调查显示，今年一季度日本企业信心恢复至大流行前水平，因经济从强劲的全球需求中受益。但病例的重新增加和工资增长疲软还是给消费前景蒙上了阴影。日本央行在4月27日的货币政策会议上，决定维持应对新冠疫情的大规模货币宽松政策，继续维持使短期利率降至-0.1%、作为长期利率指标的10年期国债利率降至0%的收益率曲线控制。也就是意味着日本央行决定继续“大放水”货币政策。此外，日本央行2021财年GDP增速预期为4.0%，此前为3.9%。但在疫情影响下，日本经济的实际复苏程度还有较大的不确定性。

国内重要经济数据图示

图 7: 经济增速

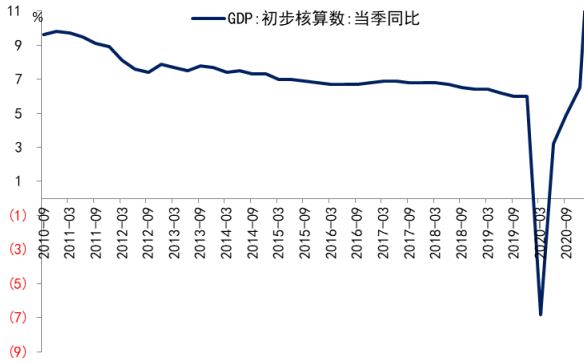


图 8: 工业增加值

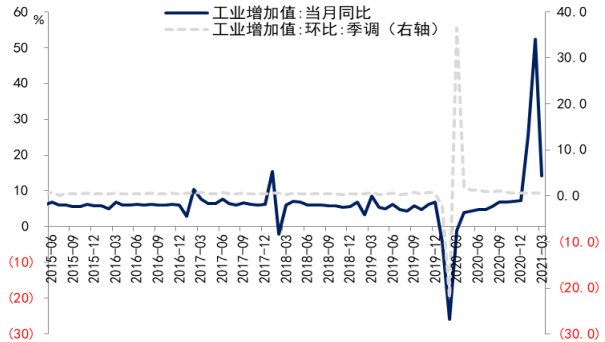


图 9: 进出口与贸易差额

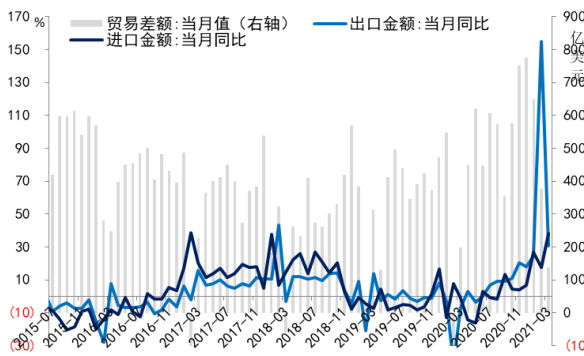


图 10: 固定资产投资完成额

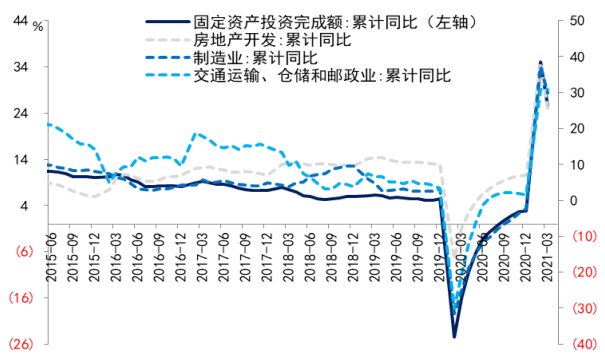


图 11: 社会消费品零售总额

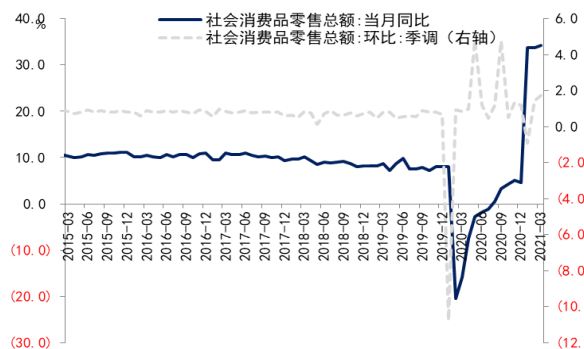


图 12: 物价变动情况

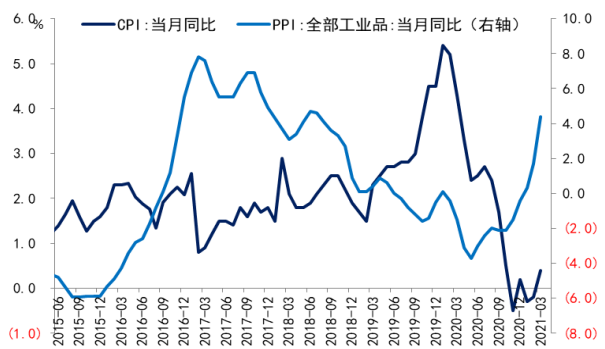


图 13: 货币增速变动

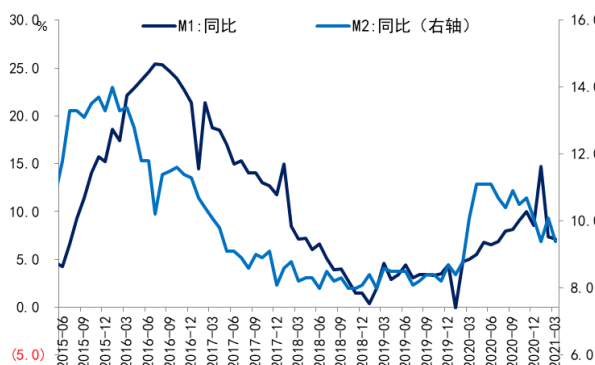


图 14: 社会融资和信贷



数据来源: WIND, 中国建设银行金融市场部

中国 2021 年一季度实际 GDP 当季同比增长 18.3%，两年平均同比增速为 5.0%，两年平均同比增速较去年四季度的 6.5% 回落 1.5 个百分点，回落幅度较大。从季调后环比来看，2021 年一季度 GDP 季调后环比为 0.6%，明显低于 2017-2019 年同期 1.8% 左右的环比，更明显低于 2020 年四季度 3.2% 的环比水平。因此，无论从两年平均同比增速还是季调后环比增速来看，2021 年一季度国内经济增长景气度均较去年四季度明显回落。

从 3 月的数据来看，3 月工业增加值两年平均同比增速为 6.2%，较 1-2 月 8.1% 的两年平均增速下降 1.9 个百分点，表明 3 月国内工业生产热度有所降温。其中，3 月制造业增加值两年平均同比 6.4%，回落 2.0 个百分点，是拖累整体增加值的主要因素。

3 月固定资产投资两年平均同比增 4.0%，较 1-2 月回升 3.0 个百分点。其中房地产开发投资两年平均同比为 7.8%，上升 0.2 个百分点；制造业 -0.3%，上升 2.7 个百分点；基建投资 5.8%，上升 6.5 个百分点，基建投资反弹幅度最大。

3 月社会消费品零售总额两年平均同比增速为 6.3%，较 1-2 月两年平均同比上升 3.1 个百分点。分消费类型来看，3 月商品零售两年平均同比增速为 6.9%，较 1-2 月上升 3.1 个百分点；餐饮 1.0%，较 1-2 月上升 3.0 个百分点，再次转正。从环比来看，今年 3 月社会消费品零售总额环比 1-2 月为 -48.7%，明显高于 2017-2019 年同期环比，可以判断，在冬季疫情影响逐渐消退后，今年 3 月国内消费迎来较强的景气修复。

3月中国进口两年平均同比增速较1-2月明显上升，出口有所回落但仍处于2018年以来较高水平。3月中国进口两年平均同比增速为14.1%，较1-2月同比上升8.5个百分点；出口两年平均同比增速为7.8%，下降4.5个百分点。从环比来看，2021年3月进口环比明显高于2017-2019年这三年同期环比，表明2021年3月进口景气度很高；但3月出口环比却低于2017、2019年两年同期环比，表明2021年3月出口景气度有所减弱。

通胀方面，3月CPI同比0.4%，较2月继续上行0.6个百分点。3月CPI环比-0.5%，基本持平季节性水平。其中3月食品价格环比低于季节性，非食品价格环比高于季节性。从高频数据来看，预计4月食品价格环比仍然低于季节性水平，而非食品环比或继续高于季节性水平，预计4月CPI同比或至1.3%左右。

3月PPI同比为4.4%，较上月上升2.7个百分点；环比为1.6%，较上月上升0.8个百分点，明显高于过去三年历史均值-0.4%。在需求推动下，4月上旬工业品价格继续明显上涨，预计2021年4月PPI环比继续维持正值，PPI同比或继续明显上升至6.1%。

展望二季度，鉴于芯片紧缺仍会造成中下游制造业生产放缓，出口也能也会因为海外对耐用品需求下降而下行，同时地产调控趋严可能造成地产销售和 investment 有所回落，总体来看，二季度动能可能也不强甚至回落。从环比动能来看，高点可能就在一二季度，下半年经济动能无论环比还是同比都会走弱。

专题一：当前我国货币环境新变化及后期政策重点

货币金融环境的四个变化

一是短期资金利率重返政策利率水平附近。为了对冲疫情冲击，去年一季度央行将7天逆回购利率大幅由2019年末的2.5%下调至2.2%，相应市场资金情绪出现超预期宽松，DR007平均利率在去年二季度降至1.66%的历史最低水平，之后伴随经济的恢复，央行的货币政策操作同步回归正常，今年前4个月的DR007平均利率为2.18%，与当前2.2%的政策利率保持一致。

二是与经济同步，10年国债利率回升至疫情前水平。与短期资金利率变化节奏一致，去年四季度GDP同比增速为6.5%，显示经济基本恢复至疫情前的趋势水平（2019年GDP同比增速为6%），与经济恢复同步，10年国债的平均利率也由去年二季度的2.68%回升至3.2%，与去年四季度的平均水平相当。

三是企业实际贷款利率继续下行。2019年LPR改革以来，由MLF利率到LRP利率最终到企业贷款利率的传导机制逐渐成型，去年央行将1年期的MLF利率由3.25%下调至2.95%，1年期LRP利率同步由4.15%降至3.85%、5年期LPR利率同步由4.8%降至4.65%，受此带动，企业贷款利率由去年四季度的5.12%降至4.56%，企业贷款利率的降幅高于政策利率和LPR利率的降幅。

四是逆周期调控告一段落，M2和社会融资规模增速向名义经济增速回归。去年针对疫情，阶段性实施了力度很大的逆周期调控，M2和社会融资规模增速均出现明显上升，去年下半年经济恢复趋势形成之后，逆周期调控相应告一段落，今年一季度末，M2增速由去年二季度末的11.1%降至9.4%，社会融资规模增速由去年三季度末的13.5%降至12.3%。

后期货币政策的重点

去年为了对冲疫情，政策层面的逆周期调控力度很大，相应宏观杠杆率上升的很快，仅一年宏观杠杆率就上升了近24个百分点，是仅次于2009年32个百分点的次高幅度，伴随疫情平稳和经济恢复趋势的确立，“保持宏观杠杆率基本稳定”已转为今年宏观调控中最重要的政策诉求之一。

在政策回归引导下，实体部门的债务增速在今年2月份达到34.87万亿/年后，3月份回落至32.97万亿/年，其中企业债务增速则由去年10月份峰值的18.75万亿/年回落至16.33万亿/年，政府的债务增速由去年底的8.34万亿/年回落至7.42万亿/年，但居民债务增速则由去年2月的6.73万亿/年一路攀升，目前已升至9.22万亿/年，一年的时间增速扩大了近2.5万亿/年。

鉴于居民债务融资的主要取向就是进入了房市，而去年的经济增长有超过三分之一是来自于金融和房地产，因此，要实现“保持宏观杠杆率基本稳定”的目标，除了对银行信贷结构进行优化之外（2021年3月22日，人民银行在北京召开全国24家主要银行信贷结构优化调整座谈会），**针对宏观杠杆率结构的引导调控必要性相应上升**（2021年3月26日，中国银保监会办公厅、住房和城乡建设部办公厅、中国人民银行办公厅联合印发了《关于防止经营用途贷款违规流入房地产领域的通知》），此应该是后期政策的重点之一。

货币调控的变化

去年12月中旬召开的中央经济工作会议，首度明确了“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”，之前在去年10月份召开的十九届五中全会还提出“搞好跨周期政策设计”，表明我国货币调控正在发生变化：

一是**货币政策框架的“锚”得以确立**。目前M2和社会融资是货币政策的中介目标，将其增速与名义经济增长锚定起来，实际就意味着货币政策框架有了一个清晰的“锚”，而央行依此在实施各类政策工具，更容易管理好货币，保证好货币跨时空配置资源的积极作用。

二是**宏观杠杆率的稳定内嵌于货币政策框架**。自2008年全球金融危机以来，针对经济运行的周期性波动，尤其是针对下行周期，宏观政策的逆周期调控发挥了重要作用，但结果是宏观杠杆率与经济增速基本呈现反向关系。目前我国宏观杠杆率已升至280%左右的水平，继续上升必将带来较大的潜在风险。因此，“保持宏观杠杆率基本稳定”就成为了一项长期政策诉求。我国是银行主导间接融资为主的融资体系，伴随货币政策框架“锚”的确立，宏观杠杆率的稳定也就自然内嵌于货币政策框架，由此M2、社会融资规模与债

务的增速走势基本就内生的保持一致，从而在机制上初步体现了跨周期政策设计理念。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。

专题二：从 A 股市场表现看监管思路变化

从春节以来，A 股投资者就持续着冰火两重天的表现。前有各种基金抱团股的跌跌不休，后有“碳中和”概念的如火如荼。

春节以来截至 4 月 9 日收盘，上证综指累计下跌 5.59%；深圳成指下跌 13.46%；创业板指下跌 18.47%，振幅高达 26%；抱团核心股贵州茅台同期下跌 22.3%。与之相反的，是题材炒作的疯狂，牛年妖股顺控发展从 3 月 16 日的第一个自然涨停板开始，完成了创造 A 股历史的 15 连板壮举。“碳中和”概念板块也是整体大涨，股价翻翻的股票更是数不胜数，带动了环保、风电、光伏、火电、煤炭、钢铁等多个相关板块的个股表现。

顺控发展自 2021 年 3 月 8 日上市起，至 4 月 6 日收盘，累计涨幅为 869.80%，累计换手率为 581.05%，股价从 7.03 涨至 56.8；仅 15 个自然涨停板的累计涨幅就高达 318%。4 月 6 日，公司终于在 4 月 6 日收盘后发布公告停牌喝茶。这是春节以来的第二例因为涨幅过大而停牌核查的股票（第一例是仁东控股，但仁东控股只是 9 个交易日 8 个涨停板，且前期跌幅巨大）。

顺控发展能够出现如此劲爆的行情，和“碳中和”概念的热度以及次新股的属性是有很大关系的。前期的热点股票中，顺控发展并没有引起很大的关注，“碳中和”概念里，中材节能、长源电力、菲达环保、顺博合金等都是前期热点人气股，但随着这些股票的内部资金出现分歧，顺控发展才在犹豫中被资金追成了龙头妖股。而上一轮次新股这么高潮的炒作，还要追溯到 2017 年 8 月的中科信息。但中科信息的非一字板涨幅达到了 161% 的时候，就开始了为期 6 个交易日的停牌核查，2017 年 9 月 1 日核查结束开盘，仅过了 3 个交易日（3 天 2 个涨停板）后，再次开始了长达 10 个交易日的停牌核查，监管对其炒作的态度可见一斑。

之后 2017 年年底 2018 年初，次新股再次出现了妖股贵州燃气，但也在连续 6 个涨停后开始停牌。

2018 年 3 月，次新妖股万兴科技的周期来临，但仅仅在 5 个涨停板之后，2018 年 3 月 9 日便开始了 5 个交易日的停牌核查，之后同年 3 月 16 日

开盘，经历了 8 个交易日 5 个涨停板的上涨后，再次于 3 月 28 日开始了 5 个交易日的停牌核查。

反观顺控发展，一直持续到第 15 个涨停后，公司才发布了停牌核查的公告。

看着只是一次例行的停牌，但从一个市场观察者的角度看，可能这次停牌的出发条件能让市场参与者感觉到一些不一样的东西。

一个独特事件的形成，总是天时地利人和一样都不能少。“碳中和”概念的火热，并不只是简单的题材炒作。“碳中和”之所以成为热点，必然首先是消息的刺激，政策面上，“碳中和”的消息在不断的轰炸，刚开始市场对他的接受度并不高，第一波龙头中材节能几乎没有开盘就大单封死一字涨停板的时候。但随着各类政策的刺激，以及媒体和机构的解读，“碳中和”的涉及面越来越广，战略地位越来越高，题材拥有了足够的宽度，必然也能够激发足够的深度。一个题材的爆发，无非是两种情况，一种是开始只有一两只股票不断的上涨，引发市场关注，最后带动整个板块，另一种就是一开始整个板块就出现大面积普涨，而后从中出现高度人气股。“碳中和”概念却是两者的结合，一开始的大面积涨停，然后龙头股不断的更换，又带动相关板块的上涨。这种相互强化的情绪传导模式，能够让题材的周期走的更长。

其次，就是“碳中和”概念出现的时机恰到好处。春节以来的抱团蓝筹杀跌，让整个市场的氛围都陷入了冰点，明星基金动辄 20% 的下跌，让投资者怀疑是否市场又要入熊。物极必反对于股票市场来说更加适用。市场里活跃的资金总是在不断的寻找可以赚钱的热点，经历了较长时间的低迷后，刚好迎来一个大级别的题材，必然会导致资金激进的入场博弈。此外，国外股票市场的持续走暖，也带动了国内市场的风险偏好。氛围总是静悄悄的酝酿，行情也是在沉默中爆发。

第三，就是监管态度的微妙变化。在 A 股市场，投机并不是被监管认可的行为。毕竟对于很多在市场涉世未深的散户来说，投机资金的引导可能会让一些追高的散户赔钱。但从国际市场来看，投机资金也带来了充足的流动性，尤其是作为套保资金的对冲盘，确实有存在的意义。普通的热点题材，连续涨停也就是五六个交易日，多一点的七八个交易日，然后就会自然结束，监管层一般不会主动干预，会通过实时监控或者窗口指导的方式来降

温。而这次的顺控发展，从第 10 个涨停板开始，市场就预期会结束，或者会停牌。但实际上，一直持续到了 15 个涨停板，这种监管细节的变化，会让市场资金对于类似的监管底线有了更加乐观的预期。在易会满主席上任以后，确实是乘着“敬畏市场”的态度来监管市场的，在可容忍的情况下，尽量不干扰市场主体的自发行为。而这次顺控发展的创历史连续涨停天数以及监管的相应动作，都让市场对于监管的容忍度有了进一步的理解。同时，也对今年整体的监管环境、监管态度以及监管思路充满期待。

从整个全球股票市场来看，疫情的冲击已经修复，尤其是美股，三大股指除了纳斯达克指数以外，道琼斯工业指数和标普 500 指数都在持续创出历史新高。德国、韩国股指也创出了历史新高。相对而言，在疫情防控最好的中国，股票市场却总是表现的差强人意。在这样的对比下，实际上场外资金对 A 股今年的表现是有所期待的。同时，在美债收益率不断走高的情况下，中美 10 年期国债的利差已经从 250 个基点收窄至目前的 150 个基点，中国债券市场对外资的吸引力出现了一定程度的下降；而随着国外产能的恢复，中国的出口可能会被挤压，人民币有可能面临贬值压力。所有这些因素都可能会造成资金外流，股票市场的表现就显得至关重要。

对于顺控发展此次的表现，笔者综合消息面、政策面以及市场情绪的反应，做出了如下几点猜想：第一，今年的题材股表现可能要强于核心蓝筹，鉴于当前的表现，今年有可能是一个妖股横飞的 A 股时代；第二，监管的重点不在市场行为，而在资本市场的基础设施建设和基本制度完善方面，对于制度套利的问题，会通过完善制度来解决；第三，从目前重大会议释放的信号来看，金融市场改革的重点是资本市场，今年还会有更多有分量的制度红利出台；第四，由于通胀数据较为强劲，加上宏观稳杠杆的要求，人民银行的货币政策态度不会特别宽松，今年 A 股出现单边上涨的概率也不大，可能仍主要表现为震荡下的核心中枢上行。

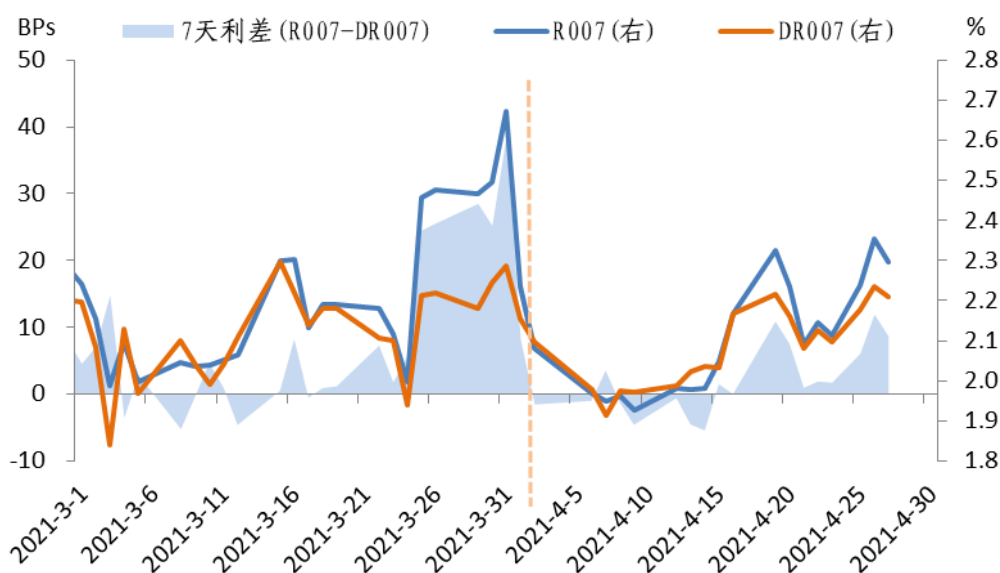
债券市场

一、4月回顾：利率债收益率曲线陡峭化

(一) 资金利率均值较3月下行

4月，银行间市场隔夜和7天质押式回购利率（R007）中枢较3月分别下行4BPs、9BPs至1.92%、2.11%，存款类机构的隔夜和7天质押式回购利率（DR007）分别下行2BPs、4BPs至1.88%、2.09%，市场资金面较预期更为宽松。

图1：DR007和R007走势



数据来源：Wind 资讯，中国建设银行金融市场部。

从月度走势看，月初资金需求少，市场资金充裕，R007在4月9日降至月内低点1.93%。央行于4月15日开展1500亿元1年期MLF操作，含对4月15日1000亿元MLF和4月25日561亿元TMLF到期的续做，净回笼61亿元，加之恰逢税期走款和地方政府债券发行缴款高峰，资金利率明显上行。但由于前期财政支出力度较大，财政部提前开展了700亿元国库现金定存操作，补充了市场流动性，加之税期对资金面扰动力度明显低于预期，资金利率的上行幅度有限。税期过后，资金利率短暂回落，后由于临近月末和“五一”假期，资金利率再度反弹，R007最高升至4月26日的2.35%。

(二) 利率债收益率曲线陡峭化

利率债收益率中短端下行，长端上行。截至4月末，国债收益率1年期较3月末下行15BPs，3年期下行7BPs，7年期持平，5年、10年期上行2BPs。口农债1-3年期下行8-10BPs，5-7年期下行3-4BPs，10年期持平；国开债1年期大幅下行23BPs，其次是7年期下行8BPs，3-5年期下行2-4BPs，10年期上行2BPs。政策债的表现整体好于国债。

图 2：4 月国债收益率走势

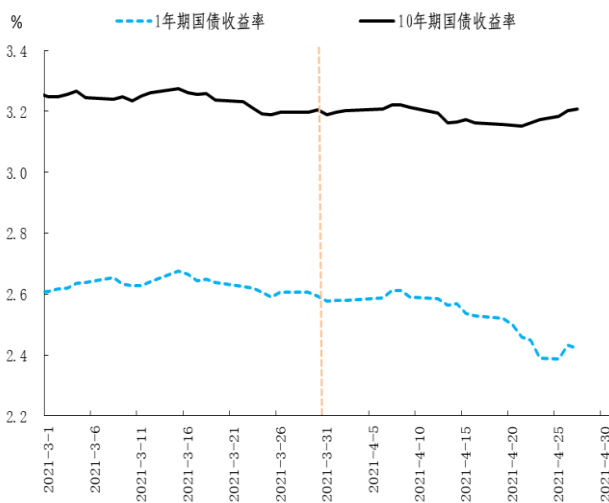


图 3：4 月国债收益率变动

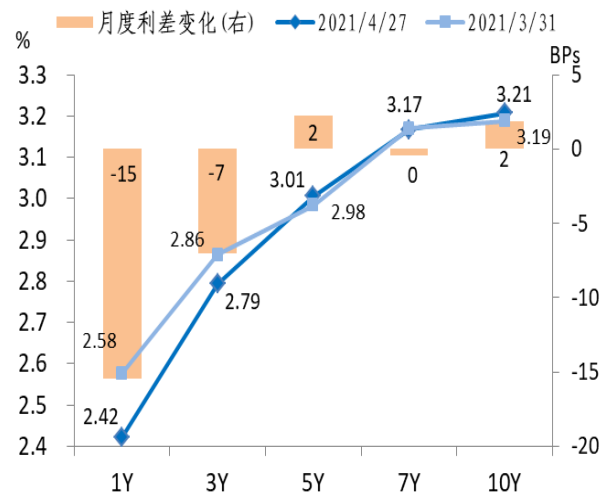


图 4：4 月口农债收益率变动

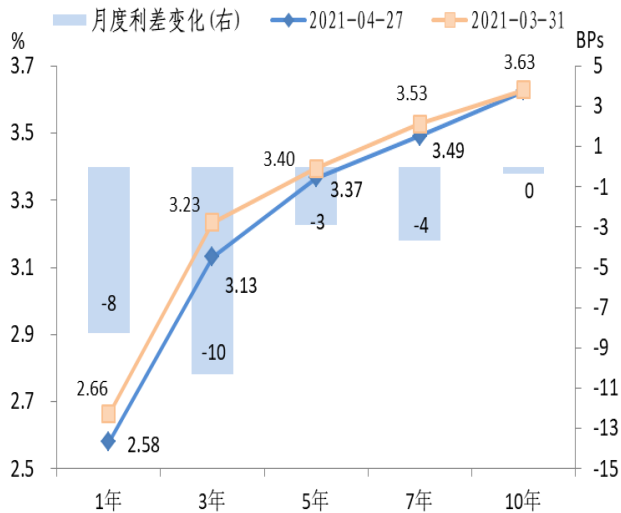
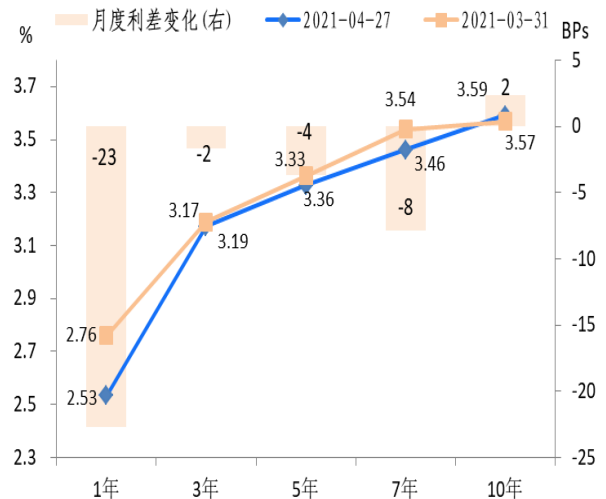


图 5：4 月国开债收益率变动



数据来源：Wind 资讯，中国建设银行金融市场部。

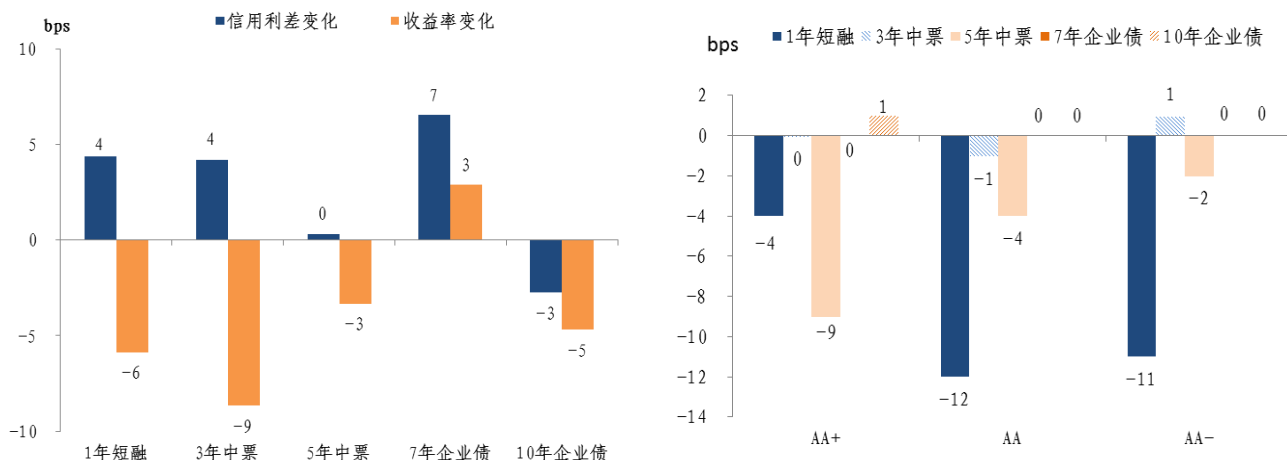
3月利率债收益率走势以震荡下行为主，原因在于：央行货币政策司司长孙国峰表示“为政府债券发行提供适宜的流动性环境”，加之地方政府债券的发行节奏放慢，债券供给量增幅低于预期，导致资金面较为宽松，市场债券需求旺盛，推动债券收益率下行。由于资金面较好，债券收益率短端以震荡下行为主，1年期国债收益率较3月末下行19BPs最低至2.39%，长端10年期国债收益率从3.22%下行7BPs最低至3.15%，此后反弹升至3.20%附近，曲线形态趋于陡峭化。

（三）信用利差分化，等级利差多收窄

高等级信用债收益率多下行。截至4月末，高等级AAA信用债1年、3年、5年、10年期收益率分别较3月末下行6BPs、9BPs、3BPs、5BPs，7年期上行3BPs。**信用利差分化。**截至4月末，AAA级1年、3年和7年期信用利差分别较3月末拓宽4BPs、4BPs、7BPs，10年期收窄3BPs，5年期持平。4月资金面超预期宽松，利率债收益率陡峭化下行，信用债收益率跟随利率债下行，但由于短端下行幅度不及同期限利率债，短端利差被动走阔，长端利差小幅收窄。

等级利差多收窄。以AA级为例，截至4月末，1年、3年和5年期等级利差分别较上月末收窄12BPs、1BP、4BPs，7年和10年期等级利差与上月末持平。从期限角度看，中短久期的等级利差多收窄，长期品种利差持平或拓宽。4月虽然是非金融企业债到期高峰，但并未出现投资者担忧的超预期违约事件，山西煤炭重组与华融美元债风波的影响可控，市场情绪边际改善，投资者适度下沉信用，但对拉长久期较为谨慎，配置需求集中在收益率曲线的短端。

图 6：2021 年 4 月较 3 月末 AAA 级信用利差 和收益率变化 图 7：2021 年 4 月较 3 月末等级利差变化和收益率变化



目前各期限 AA-级的等级利差均处在历史均值或 3/4 分位数附近，风险溢价较高，可适度挖掘“错杀”的个券。3 年期 AA+级、AA 级的等级利差也从前期低位回到历史均值附近，利差保护空间有所修复，相比之下 10 年期品种的利差空间不足，拉长久期的策略风险较大。

表 1：2021 年 4 月 27 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	26	71	290	29	80	300
历史最大值	71	159	307	104	206	340
历史 3/4 分位值	42	84	243	71	134	306
历史均值	33	68	189	57	113	243
历史 1/4 分位值	23	49	133	42	78	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、5月展望：债券收益率将震荡上行

（一）资金利率中枢将小幅上行

4月12日，人民银行举行2021年第一季度金融统计数据新闻发布会。货币政策司司长孙国峰表示，今年以来，由于地方专项债额度下达时间较晚等原因，地方债的发行进度比前两年慢一些，后续发行速度可能加快，加之4月份税款入库的规模也比较大，均会减少银行体系流动性。但由于一季度末财政支出较多，可在一定程度上吸收其影响。人民银行将按照稳健货币政策灵活精准、合理适度的要求，密切关注4月份财政收支和市场流动性供求变化，综合运用公开市场操作等多种货币政策工具，对流动性进行精准调节，**保持银行体系流动性合理充裕，为政府债券发行提供适宜的流动性环境。**

央行官员表态“为政府债券发行提供适宜的流动性环境”，使市场对未来流动性的预期乐观，支撑4月债市回暖。今年1-4月，我国地方政府债券发行了16709亿元，较上年同期减少2263亿元；净融资9433亿元，同比大减7898亿元，发行节奏相对较慢。从月度看，4月地方政府债券发行7758亿元，净融资3995亿元，分别较3月增加2988亿元、2108亿元，但仍较市场预期的偏少。市场机构原预留投资地方政府债的资金出现富余，表现为银行间市场资金面相对宽松，并支撑债市做多情绪，推动4月利率债收益率明显陡峭化下行，短端下行幅度较大。

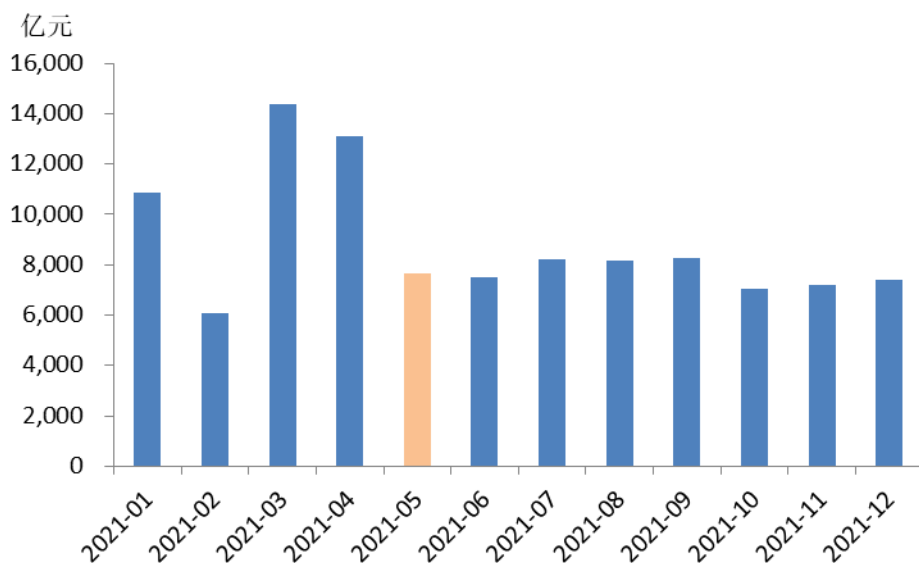
具体到5月，对资金面影响较大的因素主要有以下四方面：

一是5月地方政府债券供给量较4月明显增加。预计5月地方政府债券发行量有望升至1万亿元左右，净供给约7120亿元，较4月分别增加2242亿元、3125亿元。这将吸收当前银行间市场较为充裕的流动性。

二是5月缴税规模略低于4月，但仍然较大。5月也是缴税大月，根据近5年经验，5月的税收收入多较4月小幅减少500亿元左右，规模估计有1.4万亿元上下，可能引起资金扰动。

三是非金融企业信用债的5月到期量为7632亿元，低于今年平均水平8825亿元，违约风险暴露将可能减少，央行维系宽松融资环境的必要性下降。

图 8：2021 年非金融企业信用债月度到期量



数据来源：Wind 资讯，中国建设银行金融市场部。

四是国际大宗商品价格大涨，全球通胀预期升温，资本市场投机炒作的行为可能再度显著，央行需精准调控流动性，以免资金过于宽松带来资产价格泡沫，进而加剧国内物价的上涨。

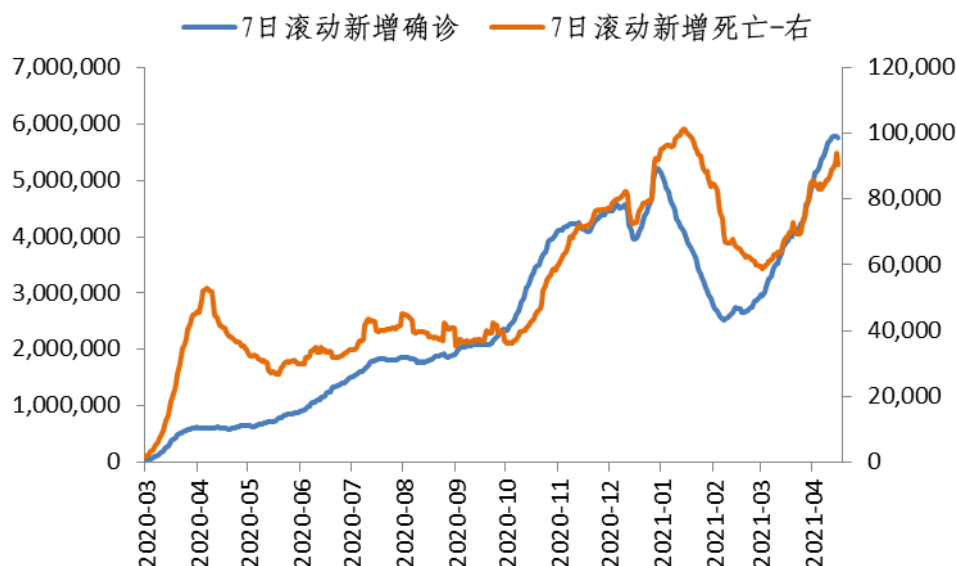
综上所述，预计 5 月政府债券供给较 4 月明显放量，缴税规模仍然较大，将吸收市场的流动性，加之非金融企业信用债的违约风险降低，以及通胀预期升温，央行将适度严控流动性，资金利率中枢将小幅抬升，预计 DR007 的均值将在【2.1%，2.4%】区间波动，R007 均值将处在【2.2%，2.5%】区间波动。

（二）利率债收益率将震荡上行

国内方面，经济基本面利空我国债市。目前，印度、巴西和土耳其的疫情较为严重，日新增确诊人数分别为逾 30 万人、7 万人和 4 万人，美国的日新增确诊人数在 5-6 万人左右徘徊，疫情形势仍较为严峻。全球来看，7 日滚动新增确诊人数突破历史新高至 578 万人左右，死亡人数最高至 9.4 万人，接近今年 1 月 21 日创下的历史高峰 9.8 万人。疫情仍在肆虐，全球经济复苏在颠簸中前行，中国出口的替代效应仍在发挥作用，预计我国经济增长情况仍然较好。物价方面，国际大宗商品价格持续上涨，给我国带来了输入性通胀的压力，我国 PPI 已经率先上行，并将逐步传导至 CPI，预计 4 月 CPI 同比将从 3 月的

0.3%升至1.2%，物价压力有所抬头，将限制债券收益率的下行幅度。关于我国通胀传导效率及其对我国债市的影响分析详见专题一。

图9：全球疫情发展情况



数据来源：Wind 资讯，中国建设银行金融市场部。

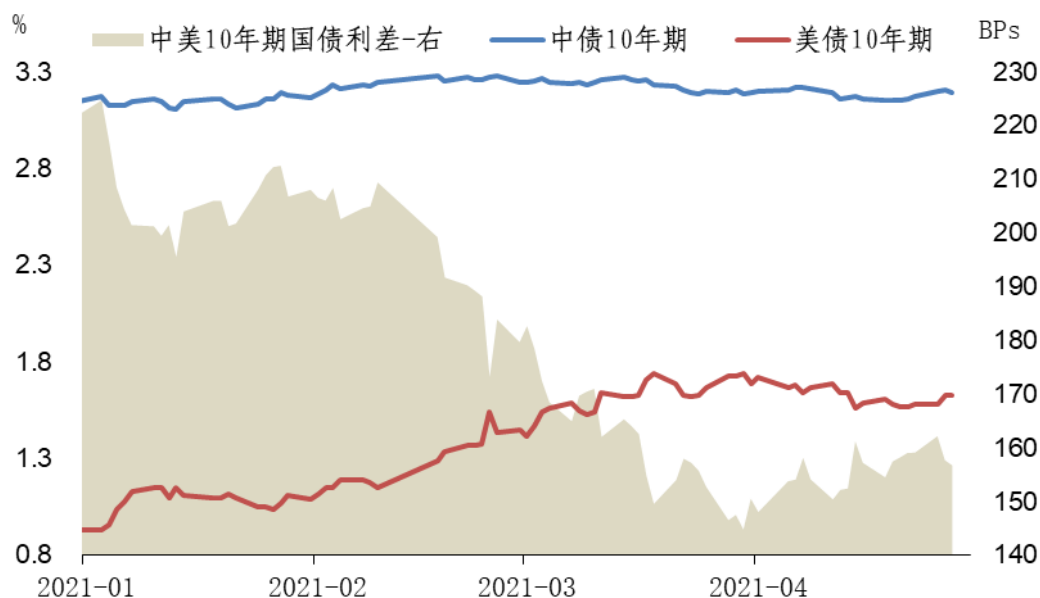
5月利率债的净供给量将较4月明显增加。预计5月国债将发行5500亿元，净供给3797亿元，较4月分别增加542亿元、4100亿元。地方政府债券将发行10000亿元左右，净供给约7120亿元，较4月分别增加2242亿元、3125亿元。政策债将发行5000亿元左右，净供给为3217亿元，较4月分别增加28亿元、4131亿元。总体上，预计5月利率债的发行量达到2.05万亿元左右，净供给合计为1.41万亿元，较4月分别增加2811亿元、1.14万亿元。

今年一季度，结构性存款整治压力下降，加之企业大量结汇，银行负债端明显改善，但由于市场风险偏好较低，地方政府债发行节奏偏慢，加之信贷投放规模较高，银行的债券配置偏低。**5月随着信贷需求开始回落，地方政府债放量发行，银行配债需求有望释放。**

境外投资者对中债的需求可能有所恢复。由于全球疫情再度恶化，加之美债收益率3月上行至高位，吸引欧洲和日本投资者增持美债，4月美债收益率较3月末下行18BPs最低至1.56%，中美10年期利差因此拓宽16BPs至161BPs。短期美债收益率或进入区间震荡态势，加之我国国债将自今年10月

29日起将纳入富时罗素的世界政府债券指数（WGBI），境外投资者或可能适度恢复对我国债券的净增持规模。

图 10：中美 10 年期国债利差走势



数据来源：Wind 资讯，中国建设银行金融市场部。

综上所述，5 月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，资金利率中枢小幅上行，均可能推动我国债券收益率上行。但银行的配置需求释放，加之境外投资者需求恢复，将使债券收益率上行幅度有限。预计 5 月我国债券收益率将震荡上行，10 年期国债收益率将在 3.10%-3.35% 区间波动。

（三）信用利差与等级利差分化

1. 高等级信用利差分化

供给方面，4 月 AAA 级非金融企业债券发行量和净融资额分别为 8380 亿元和 1019 亿元，较 3 月有所回落。5 月高等级信用债到期量为 5054 亿元，较 4 月大幅下降 2307 亿元，到期再融资压力明显缓和，预计 5 月份高等级信用债供给量将回落。**需求方面**，一季度非银存款较往年同期明显增多，说明非银机构资产端潜在的配置需求较大。4 月份债市情绪较为乐观，交易盘和配置盘热情升温，债券市场的投资需求将继续平稳释放。但 5 月新增地方政府债发行净增

量可能达到 7120 亿元，金融资源可能更多向地方政府债倾斜，或对非金融企业信用债造成一定的挤出效应。

总体而言，5 月份高等级信用债可能出现供给与需求的双重回落，其中需求可能略强于供给。除供需因素外，高等级信用利差还受到相应期限利率债波动的影响，预计各期限高等级信用利差的表现可能出现分化。

2. 等级利差分化

信用违约方面，4 月信用违约较 3 月有所改善。4 月共有 7 家企业发生违约，较上月减少 4 家，涉券规模约 95 亿元，较上月减少 139 亿元。新增债券违约企业 1 家，较上月减少 2 家；涉券规模约 4 亿元，较上月减少 59 亿元。

表 2： 2021 年 4 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 4 月	7	95	1	4
2021 年 3 月	11	234	3	63
2021 年 1-4 月	22	581	8	240
2020 年 1-4 月	13	486	7	87

数据来源：Wind，剔除重复统计数据。未包括展期兑付的债项

4 月非金融企业债到期量高达 1.3 万亿元，为全年次高水平，企业到期再融资压力较大，但违约企业数量和涉券规模反而有所下降，主要得益于资金面相对宽松，带动债市回暖，企业融资成本下降。4 月份，AAA 级和 AA 级 3 年期中短期票据平均发行利率分别较 3 月下行 9BPs、28BPs 至 3.91%、4.95%。

4 月违约主体中仅有 1 家新增违约企业，表明信用风险得到有效控制，主要原因在于国内经济复苏态势良好，企业盈利持续改善，以及政府加强国有企业债务风险管控成效初显。4 月国企债券到期量高达 1.1 万亿，其中地方国企债券到期量约 6600 亿元，偿付压力较大，但各级政府对地方国企债务风险的重视程度显著提高，有效遏制了信用风险暴露。

后期以下风险因素的演化可能导致等级利差拓宽：

一是部分违约企业存续债券规模较大。4月发生违约的主体中，紫光集团债券余额高达134亿元，年内还将有5只债券到期，规模合计127亿元；康美药业债券余额为139亿元，年内还将有4只债券到期，规模合计59亿元。以上存续债券陆续到期将增加后续月份的违约规模。

二是中资美元债信用风险或传导至境内债市。4月1日，中国华融宣布延迟发布2020年度业绩，并发布有关停牌公告。华融公告引发市场恐慌抛售，多只华融系境外债券价格断崖式下跌。4月16日，中国华融宣称将如期足额兑付4月27日到期的6亿新加坡元境外债券，银保监会强调当前几家资产管理公司经营情况稳定，提振市场信心，随后华融债券价格有所反弹。中国华融境内债券余额约2245亿元，境外债余额约226亿美元，存量规模较大。目前华融尚未公布审计进度细节和预期审计完成时间，其后续处置与兑付情况备受关注。关注中资美元债的信用风险演化及其向境内债市传导的可能性。

三是房地产行业到期压力较大。2021年房地产境内债券到期量为5733亿元，较去年增加约800亿元。融资环境收紧叠加偿债高峰，房企资金链压力突出。中小房企的经营与融资能力有限，面临更为严峻的流动性压力。目前境内已有9家房地产企业发生违约，其中仅泰禾集团属于第一梯队。虽然大型房企实质性违约不多，但恒大、富力、阳光城等龙头房企已接连发生负面事件，需警惕个别超预期风险事件对市场的冲击。

四是城投区域分化加剧。在中央坚决遏制隐性债务增量、防范化解隐性债务风险的政策引导下，今年以来城投平台融资环境边际收紧。城投区域分化加剧，投资者出现核心资产抱团现象，江苏、浙江等优质区域的城投债信用利差持续收窄，而东北、西南等经济欠发达、财政压力大的地区信用利差明显拓宽。在城投信用分化的背景下，金融资源将继续向优质区域、高评级的城投公司倾斜，而地方政府债务负担较重、净融资额连续为负的区域城投企业再融资难度较大。

但5月份债市也有部分积极因素可能推动等级利差收窄。5月份，评级为AA+级及以下的非金融企业信用债到期量为2540亿元，较4月大幅下降约3100亿元，弱资质企业的兑付压力明显减轻，信用风险整体可控。加之4月违约情况好于预期，投资者信心有所恢复，等级利差有收窄的动力。

总体而言，多空因素交织下，等级利差的变化方向难以确定，由于不同久期、不同行业板块及个券的差异较大，预计等级利差可能出现分化。

3. 同业存单发行量持稳，发行利率小幅上行

5月同业存单的到期规模约为1.6万亿元，较4月份下降约600亿元，同业存单到期压力不大。加之今年不存在结构性存款压降的硬性指标，年初企业大量结汇也对银行存款形成支撑，银行负债端压力明显减轻，对同业存单的依赖程度下降，预计5月同业存单发行量或将维持在1.8万亿元左右。需求方面，年初以来货基规模持续增长，但市场风险偏好尚未完全修复，同业存单具备流动性高、风险较低的优势，广义基金和券商自营的存单配置力度大幅上升。5月预计资金面边际收紧，可能推动同业存单发行利率上行，但票息收益增加将进一步推升配置需求，限制发行利率的上行空间。

专题一：我国通胀传导效率及其对债市的影响分析

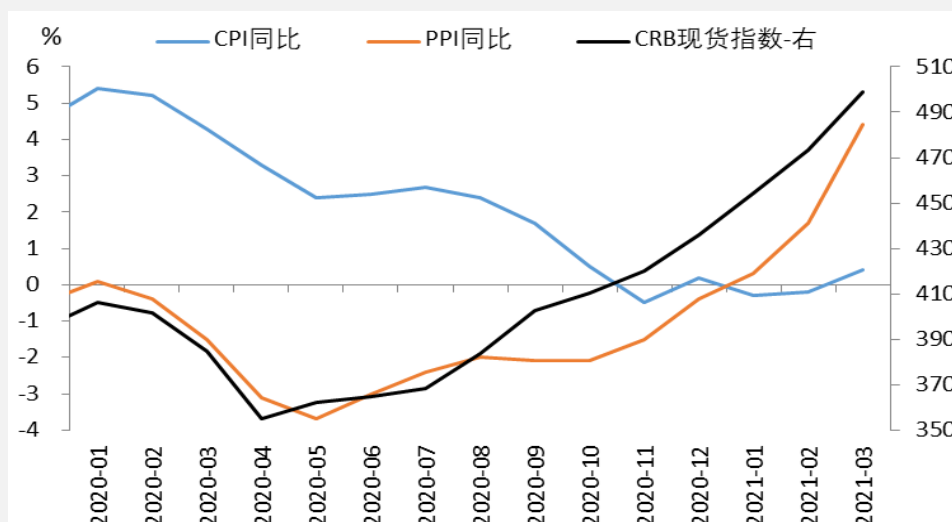
今年以来，由于全球市场通胀预期升温，美债收益率大幅上行，大宗商品价格牛气冲天。4月8日，我国金融委第五十次会议强调要保持物价基本稳定，特别是关注大宗商品价格走势。4月9日，国务院总理李克强主持召开经济形势专家和企业家座谈会提出，加强原材料等市场调节，缓解企业成本压力。

那么，问题来了：我国的PPI走势会如何受到全球大宗商品价格上涨的影响？PPI对CPI的传导效率如何？央行货币政策会如何应对？对我国债券收益率走势又有何种影响？这四个问题是当下投资者把握市场走势需回答的核心问题。

一、我国的输入性通胀压力有多大？

自去年4月以来，大宗商品价格触底反弹后快速上行，截至今年3月末，CRB现货指数月度均值较去年4月大幅上涨40.5%至498.7。相应地，我国PPI从去年4月的同比萎缩3.1%升至今年3月的同比增长4.4%。从走势上来看，CRB现货指数明显领先于PPI同比，两者多呈同向变化关系。

图 1：大宗商品价格上涨拉动我国 PPI、CPI



数据来源：Wind 资讯。

对 2000 年 1 月—2021 年 3 月的 PPI 同比和 CRB 同比涨幅（以 RCRB 表示）数据（均通过平稳性检验），建立回归模型（1）测算发现：

$$PPI_t = 0.56 + 0.205 * RCRB_t + \varepsilon_t \quad (1)$$

注：RCRB 的估计系数为 0.205，对应的样本方差为 0.014，T 统计量为 14.54，在 1%水平下统计显著。方程拟合优度为 0.46。

模型（1）的估计结果表明，从长期统计规律来看，**2000 年以来国际大宗商品价格的同比上涨，平均约有 21% 的涨幅会传导给我国 PPI**，意味着外部因素对我国 PPI 同比涨幅的输入效率约为 21%。**外部对我国输入性通胀的传导效率会有波动，有 99% 的概率（置信度为 99%）落在【0.17，0.24】区间。**

举个例子说，今年 3 月，国际 CRB 指数同比上涨 29.7%，导致我国 PPI 同比平均上涨 6.1%（=0.205*29.7%），外部输入性通胀导致我国 3 月 PPI 的同比涨幅在 5.0%—7.2%（99% 的概率）区间波动。模型（1）的拟合优度为 0.46，表明外部输入性通胀只能解释我国 PPI 同比涨幅 46% 的变化，还有其他因素也会影响 PPI。公布的我国今年 3 月 PPI 同比涨幅为 4.4%，说明有其他因素作用部分抵消了外部输入性通胀对我国 PPI 的传导压力。

二、我国 PPI 对 CPI 的传导效率

虽然我国 PPI 跟随以 CRB 为代表的大宗商品价格走势大幅回升，但是 CPI 同比自去年 10 月以来一直在零轴附近波动，区间为（-0.5%，0.5%）。而从今年 2-3 月的走势看，CPI 同比已从负值区间升至 3 月的 0.4%，高于预期 0.3%，显示了物价上涨的速度有点超预期。**后续我国 CPI 是否会受大宗商品和 PPI 的走高而“放飞自我”呢？**

从传导链条看，PPI 体现的是生产环节的价格水平，而 CPI 反映了消费环节的价格水平。PPI 调查八大类商品的价格，分别是燃料、动力类，有色金属类，有色金属材料类，化工原料类，木材及纸浆类，建材类，农副产品类和纺织原料类。PPI 按用途可以分为生活资料价格和生产资料价格，两者的比重三七开。生活资料出厂价格直接影响 CPI 变化，而生产资料的出厂价格影响生产消费品的企业的生产成本，两者均导致消费品出厂价格

变化。但最终产品的售价（体现在 CPI）还取决于市场的供需关系、政府的价格调控等。此外，CPI 不仅包括消费品价格，还包括服务价格。因此，PPI 和 CPI 的统计口径有相互交叉衔接的部分，也有各自不同的内容和涵义。

为衡量 PPI 对 CPI 的传导效率，笔者对我国 2000 年 1 月—2021 年 3 月的 CPI 和 PPI 同比数据（均通过平稳性检验）通过建立回归模型（2）测算发现：

$$CPI_t = 1.88 + 0.257 * PPI_t + \varepsilon_t \quad (2)$$

注：PPI 的估计系数为 0.257，对应的样本方差为 0.026，T 统计量为 9.97，在 1% 水平下统计显著。方程拟合优度为 0.28。

PPI 的估计系数约为 0.26，意味着 2000 年以来我国 PPI 的价格上涨平均有 26% 向同期的 CPI 传导，剩下 74% 的价格上涨需要企业自我消化。根据模型（2）的测算，我国 PPI 向 CPI 的传导效率有 99% 的概率在 **【0.19, 0.32】** 区间波动。拟合优度为 0.28，表明 PPI 同比涨幅只能解释 CPI 同比涨幅 28% 的变化。

同法计算美国 PPI 向 CPI 的传导效率为 0.57，即美国生产环节的 PPI 平均有 57% 向同期消费环节的 CPI 传导，充分体现了美国是个高度市场化的国家，加之美国居民的消费需求十分旺盛，生产者易通过产品涨价来转嫁原材料上涨带来的成本压力。特别是疫情以来，美国政府先后推出六轮总计 5.6 万亿美元的财政刺激计划支持居民消费，加之疫情控制不力，生产恢复速度明显慢于中国，产品供给不足，导致 PPI 向 CPI 高效传导，而且美国 PPI 的同比涨幅可以解释 CPI 同比涨幅高达 84% 的变化（模型拟合优度为 0.84）。美国的通胀压力已显著升温，纽约联储最新调查显示，美国 3 月的未来一年期通胀预期中值已上涨至 3.2%。

我国 PPI 向 CPI 传导效率低于美国，原因主要在于：一是我国产品供给充足，消费需求相对疲弱，企业难以涨价转移成本压力。疫情以来，我国财政刺激重在补贴企业而非居民，企业复工复产速度快，供给充足，需求端恢复相对较慢。由于我国消费弱于预期，企业的原材料上涨成本不易

通过终端产品涨价转嫁，而更多需要依靠企业自我消化，挤压了下游企业的利润空间。

二是我国货币政策自去年5月开始回归正常化，人民银行适度回收流动性，多措并举遏制加杠杆投资的资产泡沫风险，稳定物价。反观美联储，由于疫情在美国尚未得到完全控制，未来疫情是否会反复尚存不确定性，在此之前，美联储都将保持宽松的货币政策不变。为了扶助美国经济，帮助美国政府实施大规模的财政刺激，保证就业市场彻底改善，稳定美国社会，美联储仍将持续实施极度宽松的货币政策。为此，美联储可以容忍更大的不平衡，因此于去年8月对货币政策框架进行重大调整，提出平均通胀目标制，允许通胀同比涨幅在一段时间内高于2%，只要长期平均在2%即可。当前通胀高涨是美联储一手助推，并早已预见到的。

三是与我国政府对公共产品价格的管控能力强大有关，这是社会主义制度的优势。较为鲜明对比的是，美国今年2月得克萨斯州的寒潮危机导致当地电力公司的电价暴涨360倍，而我国在疫情期间政府要求稳定商品供应，不得借机囤货居奇，大幅哄抬物价，并处罚乱涨价的行为。

三、央行对通胀的应对和债市反应

表1归纳总结了2000年以来我国五轮物价上行期央行货币政策的应对和债市的反应。

从通胀来看，时期1-3的CPI和PPI同步上涨，而时期4-5均是PPI冲高回落、CPI有所抬头。从经济增速来看，时期1-2均是经济增速冲高回落，时期3和5均是经济增速放缓，时期4的经济增速持稳。相对而言，**未来我国的经济特征与时期3更为相似，均有CPI和PPI明显上涨、经济增速放缓的特点。**在时期3，央行大幅提准加息，我国金融条件指数最低从-0.85最高升至2.00，说明货币条件明显收紧。相应地，10年期国债收益率从3.24%上行80BPs最高至4.04%，然后在3.8%-4.0%区间震荡。

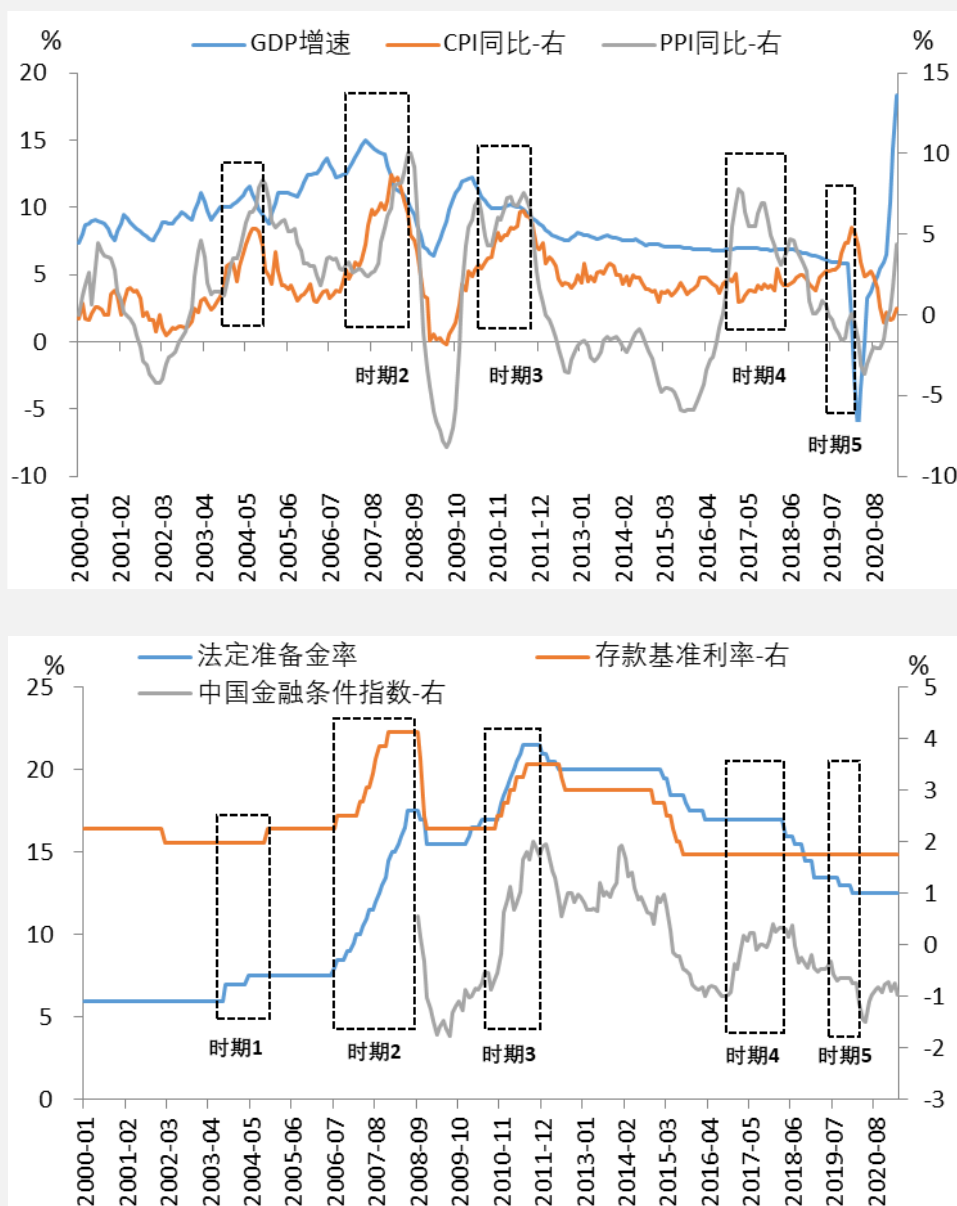
表 1：2000 年以来物价上行期央行应对和债市反应

时间段	时期 1 (2003-10 至 2004-9)	时期 2 (2006-10 至 2008-8)	时期 3 (2010-6 至 2011-10)	时期 4 (2016-11 至 2018-3)	时期 5 (2019-6 至 2020-1)
GDP 增速	从 10.0%最高 升至 11.6%， 后回落至 9.8%	从 12.3%最高 升至 15.0%，后 逐步降至 10.0%	从 10.8%降至 9.2%	6.8%-7.0% 区间 波动	增速从 6%降至 1.6%
CPI 同比	从 1.8%最高 升至 5.3%	从 1.4%最高升 至 8.7%	从 2.9%最高升至 6.5%	从 0.8%最高升 至 2.9%	从 2.7%最高升 至 5.4%
PPI 同比	从 1.2%最高 升至 7.9%	从 2.9%最高升 至 10.0%	最低 4.3%，最高 升至 7.5%	从 3.3%最高升 至 7.8%，后逐步 回落至 3.1%	从 0%最低降至 -1.6%
CRB 现货 指数	从 274 最高 涨 11%至 305	从 348 最高涨 36%至 474	从 421 最高涨 37%至 576	从 412 最高涨 8%至 444	从 412 最低跌 6%至 386
央行货币 政策	存准率上调 50BPs 至 7.5%。	存准率上调 900BPs 至 17.5%。存款利 率上调 162BPs 至 4.14%	存准率上调 450BPs 至 21%。 存款利率上调 125BPs 至 3.50%。	存准率和存款 利率不变。分别 上调 7 天逆回 购、1 年期 MLF 利率 30BPs、 25BPs 至 2.55%、 3.25%。	降准 100BPs 至 12.5%。下调 7 天逆回购、1 年 期 MLF 利率 5BPs 分别至 2.50%、3.25%。
中国金融 条件指数	-	-	最低从 -0.85 最 高升至 2.00	从 -0.91 升至 0.35	从 -0.33 最低 降至 -0.74
10 年期国 债收益率 月度均值	从 3.35%上行 182BPs 最高 至 5.17%	从 2.96%上行 159BPs 最高至 4.55%	从 3.24% 上行 80BPs 最高至 4.04%，后在 3.8%-4.0%震荡	从 2.83% 上行 111BPs 最高至 3.94%	从 3.24% 下行 19BPs 最低至 3.05%

数据来源：Wind，笔者整理。注：存款利率为 1 年期存款基准利率。法定准备金率为大型金融机构的准备金率。季度 GDP 按照递增方式分拆为月度数据，衡量经济增速的变化。中国金融条件指数（月度）由第一财经研究院编制发布，衡量中国融资条件、融资可得性，以及宏观金融综合松紧程度，更为全面地反映全社会融资条件和情况的变化，统计起点为 2008 年 9 月，0 代表指数运行均值，指数越高代表金融环境越紧缩，指数越低代表金融环境越宽松。-表示无数据。

从央行货币政策应对的角度看，当 CPI 和 PPI 同步上涨时，即使经济增速从高位回落，央行仍会实施力度较大的提准、加息政策，货币政策显著收紧，以平抑通胀（如时期 1-3）。如果 CPI 和 PPI 一涨一跌，方向各异，则央行不会采取上调存款准备金率和存款基准利率等信号性强的政策，至多温和上调政策利率来向市场传递信号（如时期 4）。期间如果经济增速降至低位时，稳增长任务将提至最高优先级，央行甚至会采取宽松的货币政策，包括降准、下调政策利率等，相应地我国的金融条件指数跟随降低，金融环境趋于宽松（如时期 5）。

图 2：我国五轮通胀期央行的货币政策应对情况



数据来源：Wind。

从债市的反应看，通胀上涨，导致央行收紧货币政策，金融环境趋紧，推升了我国债券收益率中枢（如时期 1-4）。但央行货币收紧的程度与国债收益率中枢的上行幅度并不成正比，主要是因为除了经济基本面和央行货币政策外，还有市场风险偏好、投资者需求变化、监管政策等其他因素也影响我国债券收益率走势。如果通胀的上行已到了强弩之末，CPI 和 PPI 的变化趋势不一致，央行未必会收紧货币政策，如果这时的经济增速陷入停滞状态，央行可能放松货币，债券收益率中枢将掉头下行。

四、后市展望

预计后市大宗商品价格仍有较大的上涨空间。虽然今年全球疫情再起波澜，但随着疫苗的推广普及，各国经济复苏仍是主线。在美国两党的博弈下，美国上万亿美元的基建计划所需资金将可能较多来自于发行美债，而非加税。这需要美联储的 QE 购债计划鼎力支持，美联储退出 QE 的时间会比市场预期更晚。加之美国基建计划对大宗商品的需求将使价格“火上浇油”，再考虑各国为应对气候变化或将对生产施加环保约束，上述因素将导致本轮通胀不是一个短期现象，大宗商品价格仍处于上行趋势。未来美联储宣布开始削减 QE 购买规模，将进一步验证美国经济强劲复苏，通胀将在美国需求的推动下获得进一步上行的动力。

全球大宗商品价格上涨将增加我国 PPI 的输入性通胀压力。兴业研究测算我国 PPI 涨价核心驱动产品（原油、铁矿石及铜）价格后发现，今年二至四季度我国输入型通胀的幅度分别为 4.0%、1.4%和 1.0%。我们预计，PPI 同比涨幅未来几个月可能加快，二季度或达到阶段性峰值，全年 PPI 平均同比涨幅在 4.0%左右。相应地，CPI 同比涨幅将明显扩大，二季度 CPI 的同比均值将从一季度的 0%升至 1.8%，三季度回落至 1.5%，四季度中枢再度上行至 2.6%左右。

虽然我们预计的全年 CPI 平均同比涨幅不高，约在 1.5%左右，但是央行货币政策调控更看重的是未来通胀上行的势头，进行前瞻性调节，而非以全年平均水平为准绳来操作。根据本文模型测算，国际大宗商品价格对我国 PPI 的传导效率是 21%，而 PPI 对我国 CPI 的传导效率约为 26%，表 2 计算了国际大宗商品 CRB 指数月度同比涨幅对我国 PPI 和 CPI 的平均传导作用。

表 2： CRB 指数月度同比涨幅对我国 PPI 和 CPI 同比的平均传导作用

CRB 同比涨幅	30%	40%	50%	60%	70%	80%
对 PPI 同比的 传导作用 (输入性通胀)	6.2%	8.2%	10.3%	12.3%	14.4%	16.4%
对 CPI 同比的 传导作用	1.6%	2.1%	2.6%	3.2%	3.7%	4.2%

由于受国际大宗商品价格大幅上涨的影响，中国面临输入性通胀的压力，PPI 同比涨幅在未来几个月可能加快，对 CPI 的传导会滞后一些，四季度我国 CPI 将可能升至 2% 上方。预计到下半年，尤其是四季度，如果我国 CPI 超预期上涨，央行货币政策或将趋紧（届时国内经济增速是从高位而非低位回落，因此对央行货币政策约束不大，抑制通胀的优先级将高于稳增长），我国债券收益率获得上行的动力。需密切关注央行公开市场操作的 7 天期逆回购和 1 年期 MLF 等政策利率变化，以准确把握央行政策走向。

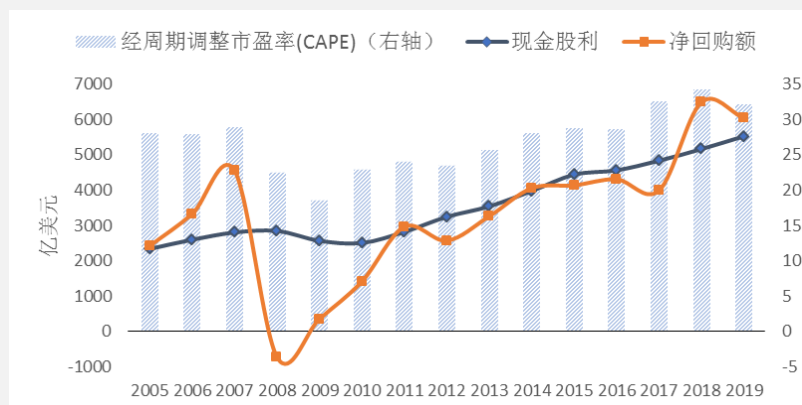
专题二：美股灰犀牛：从股份回购到债务杠杆

市场普遍认为，美国上市公司发债回购的模式铸就了过去十年的美股长牛行情，但疫情期间的证据表明，在货币环境极为宽松的阶段，股份回购对美股走势的影响明显削弱。当前美股估值处于高位，美国企业债市场也同样危若累卵，展望后市，美股面临的核心风险或许不在于回购力度下降，而在于上市公司日益沉重的债务负担，美国企业债市场理应成为观测美股走势的重要着眼点。

一、美国上市公司股份回购的背景及成因

2008 年次贷危机过后，美国股市走出史上持续时间最长的牛市行情，期间美国上市公司返还股东的现金规模迅速攀升。2010-2020 年，美国上市公司累计向股东分红 4.5 万亿美元，并进行了约 6.5 万亿美元的股份回购。

图 1：美国上市公司回购规模持续攀升



数据来源：BIS

相比发放现金股利，股份回购具有诸多优势。首先，股份回购能直接增加公司股票的市场需求，释放股价被低估的积极信号，改善公司的 EPS、ROE 等盈利指标，进而推升股价。其次，股份回购能够调节上市公司的资本结构，帮助企业提升财务杠杆，提升大股东的控制权。对上市公司而言，现金股利需要持续稳定发放，而股份回购具有更高的灵活性。对投资者而言，由于资本利得的税率普遍低于现金分红，股份回购还能够帮助股东合理避税。

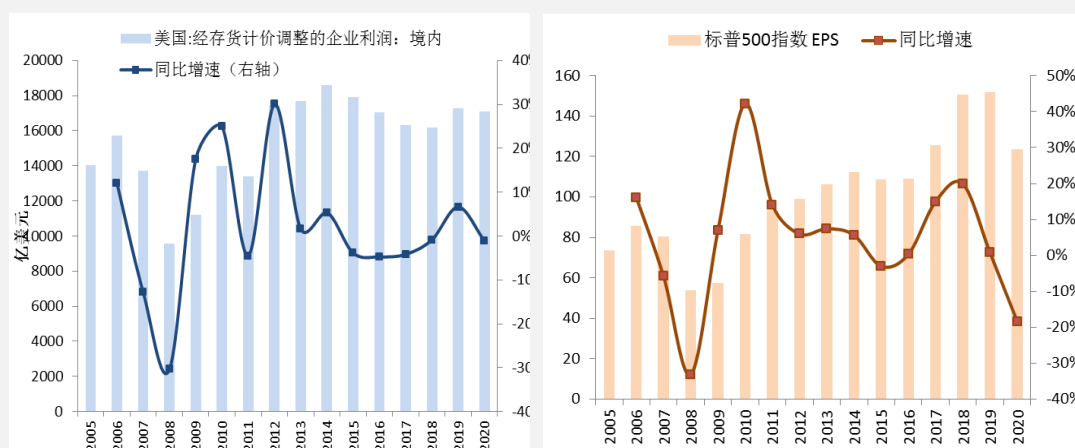
过去 15 年，现金股利规模平稳增长，而股份回购规模与股票估值波动高

度一致，呈现明显的顺周期性。次贷危机过后，伴随上市公司股份回购净额（扣除股票发行后的回购规模）大幅攀升，美股估值逐步修复，步入长期牛市。2019年美国上市公司回购总规模超过8000亿美元，扣除股票发行后的回购净额高达6000亿美元，连续两年超过现金股利的发放规模。据此，诸多研究观点认为，上市公司股份回购是驱动美股长牛的重要力量。

美国上市公司股份回购的资金主要来源于以下三个方面

一是上市公司在美国国内的经营性盈利。2008年以来，美国企业利润快速增长，2012年以后企业利润总额一直维持在1.6万亿美元以上，为股份回购提供了资金基础。2008-2019年，美国企业利润规模累计上涨81%，年复合增速为5.5%，而同期标普500指数的EPS累计上涨182%，年复合增速高达9.9%，说明股份回购导致了约4%的业绩“虚增”。

图 2：美国企业与上市公司利润增长情况



数据来源：Wind

二是特朗普政府减税政策推动海外利润回流。2017年末，特朗普政府的税改计划正式实施。税改前，美国跨国企业汇回离岸利润的税率高达35%，出于避税考虑，跨国企业将利润留存海外。截至2017年末，美国跨国企业在海外持有的现金总额约为1万亿美元。税改实施后，汇回现金的税率降至15.5%，汇回非流动资产的税率降至8%，跨国企业汇回海外留存收益的动力加强，仅2018年一季度美国跨国企业的回流资金就超过了3000亿美元。

三是低利率环境下上市公司的债务融资。次贷危机爆发后，美联储迅速将

联邦基金利率降至零附近，直至2015年末才重启加息。低利率环境下，美国企业债务融资成本大幅下降，投资级企业债收益率由次贷危机前的约6%震荡下行至2019年末的约2.5%，推动美国企业债务加速扩张。2005年以来，非金融部门企业的债券净融资额连续攀升，而股权净融资额持续为负，表明新股发行规模远远低于股份回购和并购交易。2009-2019年间，股权与债券净融资呈现出明显的负相关关系，意味着大量上市公司将发债募集资金用于股份回购和企业并购。国际清算银行（BIS）的报告显示，在进行了股份回购的上市公司中，仅通过发债融资的公司比例由2009年的8%持续上升至2019年的26%，仅通过股权融资的公司比例由35%下滑至22%。

图3：非金融企业的净融资情况

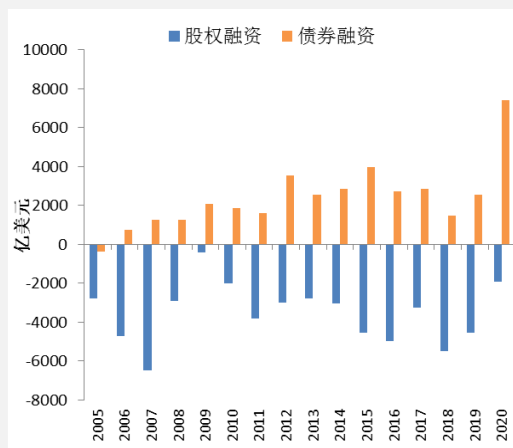
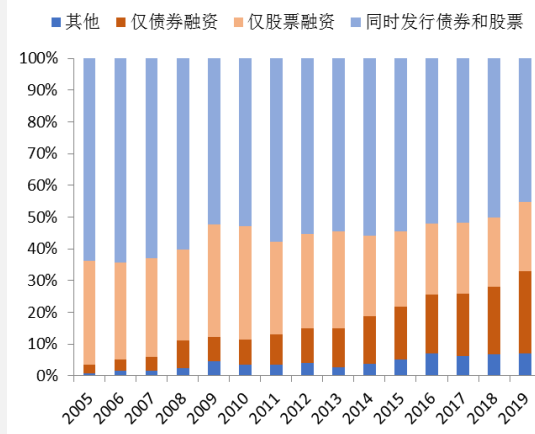


图4：回购股份的上市公司发债比例持续上升



数据来源：Fed, BIS

二、疫情期间美股回购的特征变化

疫情期间，美国上市公司股份回购表现出了一些新特征，与过去总结的经验规律明显不同。

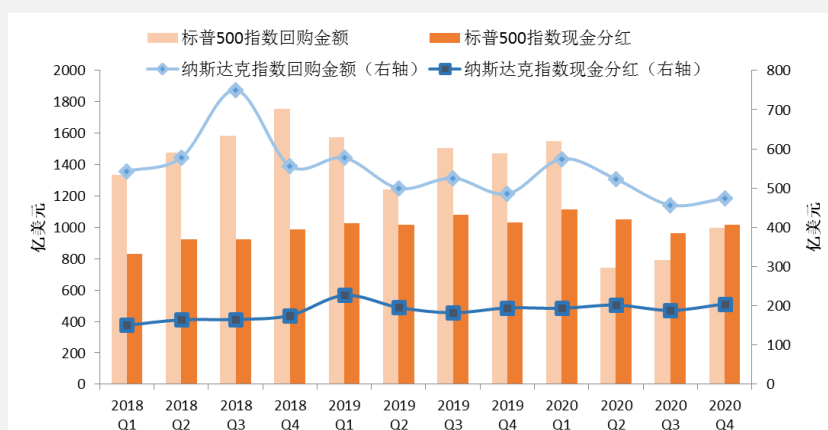
（一）股份回购规模下降，但美股逆势上涨

2020年受疫情冲击，美国经济陷入衰退，企业经营面临困境，消费服务、交通运输、能源等行业大幅亏损，打击了上市公司的派息和回购意愿。2020年美国上市公司回购总金额由2019年的8117亿美元大幅下降至4629亿美元，扣除股票发行量后，回购净额由2019年的6052亿美元下降至1278亿美元。其中，标普500指数成分公司的回购金额由去年一季度的1551亿美元大幅回落，二、三、

四季度的平均回购金额约为850亿美元，为2014年以来的最低水平。纳斯达克指数的回购主力科技公司受疫情影响有限，因此回购规模的降幅相对较小。

上市公司股份回购大幅萎缩，但美股依然在力度空前的政策刺激下逆势上涨。美联储重返零利率并推出大规模量化宽松，市场流动性极度充裕。低利率环境下，市场风险偏好提升，增量资金涌向回报率更高的风险资产，推动美股三大股指屡创新高，标普500指数和纳斯达克指数全年回报率分别达到16%和43%。2020年美股回购规模与股价走势背离，表明在货币宽松时期，上市公司的股份回购并非影响美股涨跌的决定性因素。

图 5：2020 年美国上市公司回购金额回落



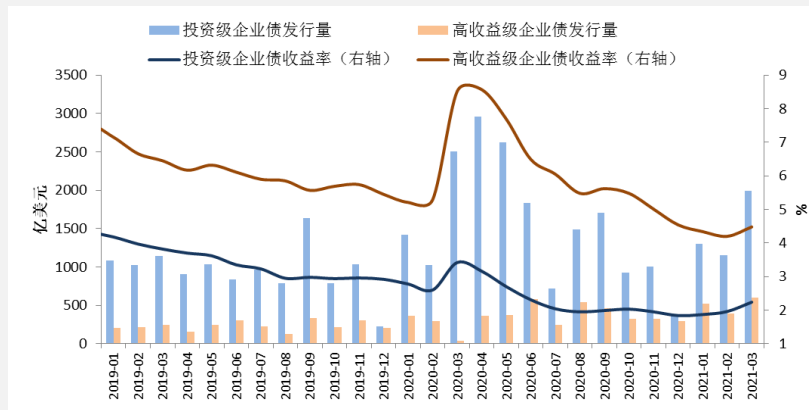
数据来源：Bloomberg

（二）美国企业债融资与美股回购规模反向变动

去年3月，美联储创设了PMCCF、SMCCF等信用支持工具，直接购买企业债券和ETF，推动企业债收益率持续下行，2月份高收益债平均收益率突破4%，创下历史新低。融资成本下降推升企业发债需求，2020年美国企业债券发行规模高达2.28万亿美元，较2019年增长60%，净融资额为9828亿美元，约为2019年的2.8倍。其中，投资级企业债发行量较2019年增长7170亿美元至1.86万亿美元，高收益级发行量较2019年增加1426亿美元至4216亿美元。由于疫情发展存在不确定性，企业发债募集的资金多用于现金储备而非股份回购。2020年美国非金融企业的资产负债表中，负债端公司债券增加了7415亿美元，而资产端现金增加了5217亿美元。由于利率水平极低，债权融资对

股权融资的替代性上升，股份回购不再是企业债务扩张的主要原因。

图 6：美国企业债券发行量与收益率走势

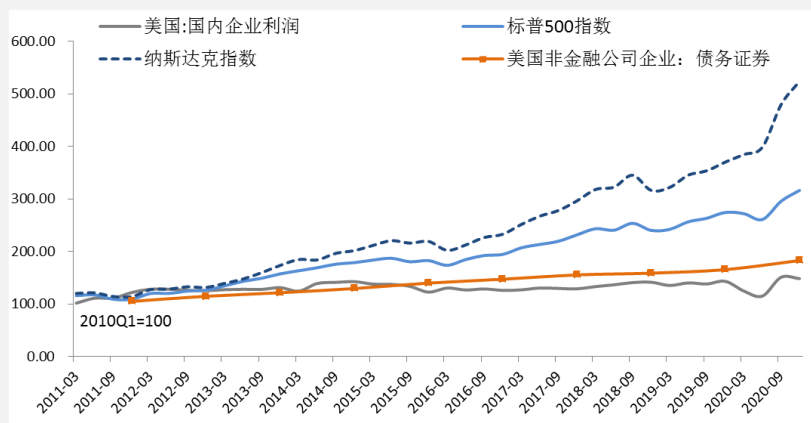


数据来源：Wind

三、关注美国企业债市场的风险隐患

由于疫情冲击导致的政策环境变化，过去将股份回购作为美股牛市主要动力与潜在风险的经典分析范式需要重新审视。当前阶段，美股大幅调整的导火索不在于股份回购力度减弱，而在于上市公司日益沉重的债务负担。

图 7：美国股市和信用债市场均已脱离经济基本面



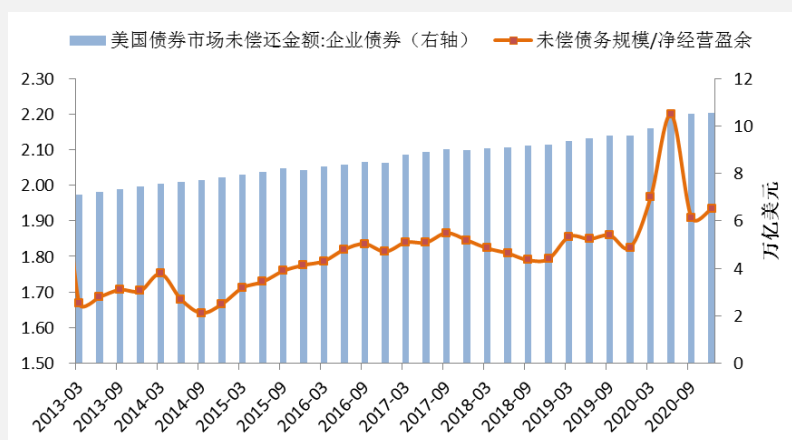
数据来源：Wind

次贷危机后长期宽松的货币环境与上市公司发债回购的资金链条，催生了美国股市与企业债市场的孪生泡沫。2010-2020 年，标普 500 指数累计涨幅约

237%，纳斯达克指数累计涨幅约 468%，美国非金融公司负债端的债务证券规模增长了 83%，而企业利润仅增长了 48%，表明美国股市和信用债市场均已脱离了经济基本面。

去年美联储的超宽松政策加剧了这一趋势，特别是企业债务加速膨胀，进一步放大了上市公司的财务脆弱性。宏观层面，2020 年三季度，美国非金融企业部门的杠杆率较 2019 年末抬升约 8%至 83.5%，创下历史新高，且显著高于次贷危机时期的峰值 72.5%。公司层面，2020 年二季度，在疫情冲击下，美国企业债未偿还余额/当季企业净经营盈余达到 2.2 倍的历史峰值，四季度回落至 1.93 倍，但仍显著高于往年同期水平。同时，投资级和高收益级企业债的总债务/EBITA 已分别高达 6 倍和 4 倍，接近历史最高水平，表明企业偿债能力正在恶化。由于上市公司大量举债，股债间的风险联动日益加强，一旦企业的融资条件收紧，债务续接难度加大，企业流动性压力上升，信用违约风险将加快暴露并迅速蔓延至股票市场。

图 8：美国企业偿债能力正在恶化



数据来源：Wind

长期来看，美股能否维持强势，主要取决于疫情过后美国经济基本面及相应的企业盈利修复程度。但短期来看，随着美国企业债务泡沫越吹越大，企业债的市场波动随时可能触发美股调整，以下两方面风险因素值得关注。

一是拜登政府计划推出的加税政策可能侵蚀企业利润。为缓解大规模财政刺激造成的财政压力，缩小美国社会的贫富差距，美国总统拜登出台了 1993 年以来的首次一揽子加税措施，包括将企业税率从 21%提高到 28%；削减有限责

任公司、合伙企业等公司的税收优惠；将年收入 100 万美元以上的人所适用的资本利得税率由当前的 20% 提高至 39.6%，加上现有的投资收入附加税，投资者面临的联邦资本利得税率可能高达 43.4%。短期来看，加税计划将为基建投资提供资金，从而促进美国经济增长。但长期来看，边际税率提升将侵蚀企业利润，抑制企业的投资意愿。高盛预计，拜登的税收计划将使 2022 年标普 500 指数成分股公司的 EPS 下降约 9%。尽管目前拜登的加税计划尚未最终落地，但仍需关注其可能对企业信用基本面造成的负面冲击。

二是警惕美债收益率上行与企业债信用利差走阔。年初以来，美债收益率快速攀升。4 月份美债 10 年期收益率最高触及 1.74%，较 2020 年末大幅上行 81BPs。伴随利率中枢上行，美国企业的融资成本将相应走高。若市场对企业偿付能力的担忧上升，将推动企业债信用利差拓宽，并进一步抬升企业融资成本。历史经验表明，高收益级企业债信用利差的趋势性拓宽可视作美股回调的前瞻信号（详见图 9 的阴影部分）。疫情以来，美国企业债信用利差持续压缩，4 月份高收益级企业债信用利差平均为 327BPs，已明显低于 2000 年至今的历史 1/4 分位数。投资级企业债的信用利差也收窄至 95BPs，距离 2005 年创下的历史低位 79BPs 仅剩 16BPs，继续收窄的空间严重不足。需警惕后续美国企业债信用利差走阔导致美股承压。

图 9：美国高收益级企业债信用利差与标普 500 指数

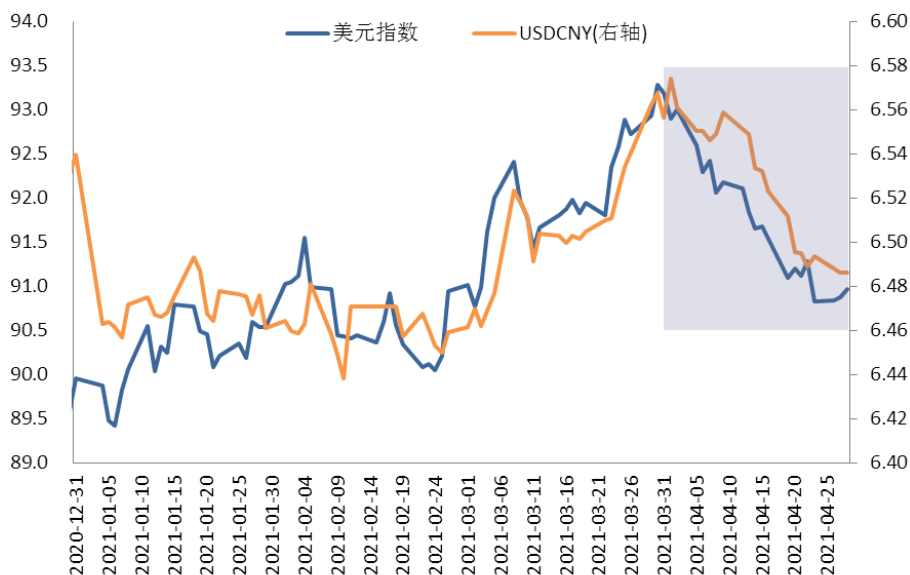


数据来源：Wind

外汇市场

人民币：4月企稳回升，但仍有贬值压力。4月，美元指数高位回落，月初因超预期非农就业数据大幅走强，站上93高点，但随后一路下滑，回吐今年以来的大部分涨幅。4月美元指数走跌主要有两方面的因素。一是**欧洲疫苗接种超预期改善，经济复苏有望加快，欧元上行导致美元指数被动走软。**今年早些时候，因美国疫苗接种速度领先，疫情控制形势良好，经济复苏预期上升，同时欧洲第三波疫情再起，封锁政策令经济复苏蒙阴，市场看空欧元情绪浓烈，推升美元指数走高。4月以来，尽管美国国内疫苗接种和经济复苏态势延续，但欧洲的状况明显改善，疫苗接种大幅增加，经济数据屡超预期，因欧元兑美元占美指约60%份额，欧元走强令美元指数被动走软。二是**美联储多次强调宽松政策不变，紧缩预期回落，叠加全球风险偏好上行，令美债收益率走低，带动美指下行。**尽管本月美联储货币政策决议仍按兵不动，但经济复苏态势迅猛，通胀水平明显上升，市场判断美联储提前退出宽松政策的观点频发。但美联储主席鲍威尔及其他官员在多种场合屡次重申其宽松货币政策，并强调对通胀升温的容忍度，市场对美联储缩减购债计划的预期有所降温，带动美债收益率高位回落。同时，印度、南美等地病毒变异问题频发，疫情面临失控，加之地缘政治问题再起，风险事件频发，市场风险偏好上行，美债得到追捧，收益率走低，美元指数随之下行。截至4月29日，美元指数收报90.6140，当月累计下跌2.81%，波动区间为【90.6090，93.0220】。

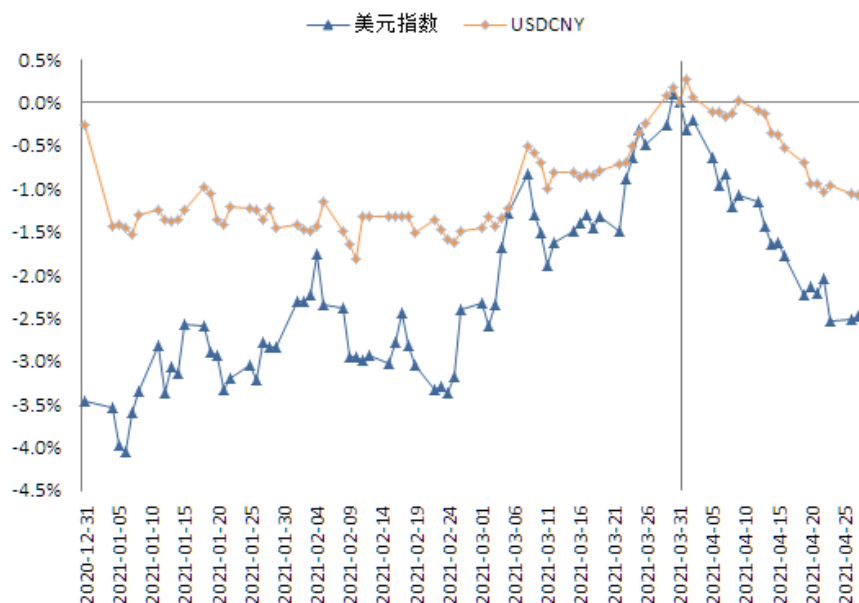
图1：美元指数和美元兑人民币汇率走势



数据来源：Wind，建行金融市场部。注：阴影部分为 4 月走势。

人民币企稳回升至 6.50 上方。受美元指数下跌影响，4 月非美货币普遍走强。但人民币无论从即期在岸汇率还是离岸汇率看，升值幅度均不及美元指数的下跌速度。究其原因，一方面，企业购汇需求上升限制人民币涨幅。短期人民币供需主要基于客盘刚需。通过银行结售汇占境内银行代客收付款比重测算企业的结汇购汇意愿，结果表明，出口保持优势强势情况下，企业结汇意愿不减，但因美元走弱企业购汇意愿明显有所上升，从而减缓了人民币升值速度。另一方面，中美经济增速差缩窄限制人民币涨幅。自“8·11”汇改后中美经济增速之间的差距与人民币兑美元即期汇率中枢具有很高的相关性，4 月以来中国经济整体稳健，而美国经济复苏强劲，增速差收窄限制了人民币汇率的涨幅。截至 4 月 29 日，人民币兑美元收报 6.4652，较上月末上涨 1.3%，波动区间为【6.4652, 6.5779】。

图 2：美元指数和美元兑人民币汇率变化情况



数据来源：Wind，建行金融市场部。注：以 2021 年 3 月 31 日为基点计算的变化率。

展望 5 月，美元指数料将走强，主要有以下四方面原因：

一是美国财政刺激持续推进有助于美国经济复苏利好美元。疫情爆发以来，美国两届政府共推出了三轮财政刺激计划，分别是特朗普任期内的 2.2 万亿美元

和 9000 亿美元，以及今年 3 月拜登签署的 1.9 万亿美元纾困法案，总规模已达 5 万亿美元，远超欧日等发达经济体。目前拜登政府正在大力推行总金额超 4 万亿美元的新一轮刺激计划，一旦落地将进一步提振经济增速。近期，美国公布的各项经济数据均表现强劲，3 月零售销售环比增长 9.8%（远超预期值 5.8%），创 10 个月最高；4 月第三周初领失业金人数创下疫情以来新低；4 月消费者信心指数录得 86.5，创疫情以来新高。与此同时，美国疫苗接种正在加速推进，并取得“惊人的进展”，根据美国联邦疾控中心（CDC），美国已有超过半数成人至少完成第一剂疫苗接种，疫情对经济复苏的影响有望进一步减小。

二是美债收益率仍有上行空间，美元资产配置需求较大。4 月美债收益率震荡回落带动美元指数下行。美债收益率高位回落一方面在于市场对于美联储货币政策预期的边际转宽，另一方面也因市场交易行为导致的动力衰竭。4 月美联储货币政策决议宽松政策延续，但美国经济复苏明显强劲，同时通胀预期仍在高位震荡。预计美债收益率将保持震荡上行的态势。美债收益率上行将进一步吸引资本流入美国，从而支撑美元。

三是看多美元的情绪依旧，但边际略有降温。根据美国商品期货委员（CFTC）公布的最新数据，截至 4 月 20 日，美元净多头持仓量已连续六周为正，但持仓规模出现边际下降；欧元净多头有所增加，但仍为 2020 年 5 月底以来低位，市场对美元看涨情绪依旧。

四是新冠疫情仍是最大的不确定性因素。仅从新冠肺炎疫情的蔓延情况来看，经济的复苏和增长仍存在较多不确定性因素，这也是今年以来外汇市场大幅波动的重要原因之一。当前印度巴西等国疫情面临失控，变异病毒存在较多未知性，疫苗安全问题仍未解决等，欧洲经济复苏能否如期实现亦未可知，任何一项数据如果没有达到或超出预期，都有可能令全球风险偏好调整，欧元等货币的汇率走势或将出现逆转。

综上，美元指数在 5 月预计将震荡走强，主要波动区间为【89，93】。

人民币方面，今年以来，人民币汇率走势表现出明显弹性，预计 5 月人民币将大致保持稳定，若美指如期反弹，人民币仍有贬值压力。

一是人民币汇率弹性增强料将保持惯性，人民币汇率整体维持稳定。今年以来，全球外汇市场波动较大，但人民币汇率总体稳定，展现窄幅波动、双向波动的特征。一季度美元指数累计上涨 3.59%，新兴市场货币普遍大幅贬值，但人民

币兑美元仅微贬 0.5%，成为全球表现最佳的货币之一；4 月以来美元指数大幅走低，但人民币升值幅度有限。这一方面基于进出口贸易增长背景下的人民币外汇市场供需深度均衡，另一方面表明人民币汇率弹性增强能有效释放市场压力，防止单边预期。

二是人民币汇率总体仍围绕美元指数波动。在人民币汇率弹性增强的背景下，美元指数走势对人民币兑美元汇率方向影响较大。如果美元指数超预期走强，人民币兑美元也可能承压。不过，受到篮子货币的叠加影响，人民币汇率指数有可能继续走高。

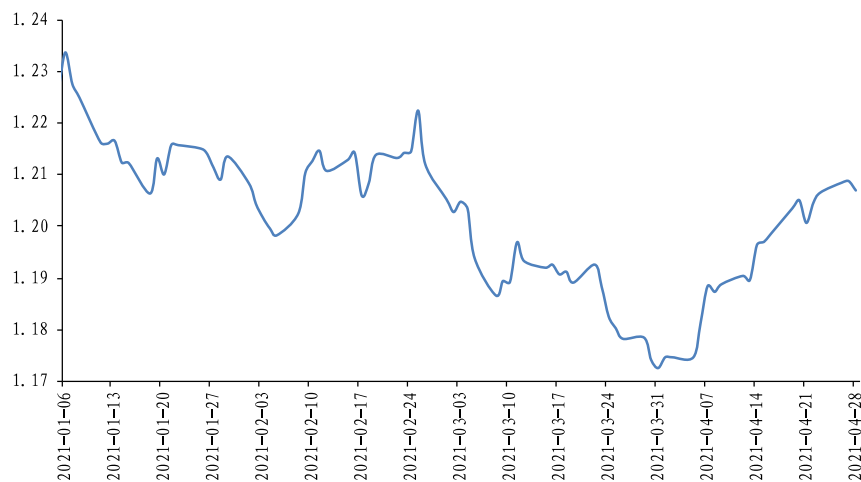
三是部分支撑人民币汇率的因素正在弱化。当前中美利差已较此前明显收窄，跨境资本流入，特别是境外投资者配置中国国债的速度已出现边际下降趋势。同时，世界各国都在积极抵抗疫情，除部分区域外，复苏预期仍在夯实，海外生产恢复可能会抑制对国内产品的需求，经常账户顺差预计缩小。此外，中国和欧美国家之间的关系日益复杂。以上因素都将令人民币汇率支撑弱化。

综上所述，人民币汇率弹性的增强能有效释放市场压力，但外部环境的变化可能对人民币汇率走势产生较大扰动，5 月人民币汇率整体保持稳健，若美元指数反弹，人民币兑美元有一定的贬值压力，预计主要波动区间为【6.45，6.60】。

非美货币走势概览

欧元：强势反弹。4月，欧元对美元从3月末创下的近五个月低位强势反弹，主要原因有：**一是欧元区经济数据好于预期，经济复苏态势良好。**欧元区4月PMI均好于预期，服务业PMI重回50荣枯线以上，制造业PMI更是创有此项统计以来最高水平；欧元区4月投资者信心指数亦大幅攀升，创一年半新高；良好的经济数据显示出欧元区经济复苏韧性十足，支撑欧元走强。**二是疫苗接种进度加快，提振了市场对欧元区经济复苏的信心。**4月，欧盟疫苗接种工作显著加快，接种至少1剂的居民比例从3月末的12%提升至4月的22%，欧盟方面预多次表示，在7月前实现全民免疫，这也提振了市场对欧元区经济复苏的信心。**三是美债收益率回落，带动美元汇率走弱。**美联储重申“鸽派”政策立场，美债收益率回落，带动美元汇率走弱，欧元顺势走强。截至4月28日收盘，欧元对美元收于1.2118，月内上涨3.33%，在【1.1730, 1.2150】区间波动。

图 1：欧元对美元走势



数据来源：Wind，建行金融市场部

展望 5 月，欧元或将转为震荡走势，主要原因有：

一是疫苗接种继续加快，疫情防控形势好转，经济复苏态势延续。欧盟方面表示，将在未来两年内购买至多 18 亿剂辉瑞/Biotech 疫苗，满足欧盟 4.5 亿人的接种需求。随着疫苗供应的增加，欧洲国家疫苗接种进度将继续加快，疫情防控压力或将得到缓解，封锁措施逐步解除，欧元区经济复苏的动能进一步增强，对欧元走势形成很好支撑。

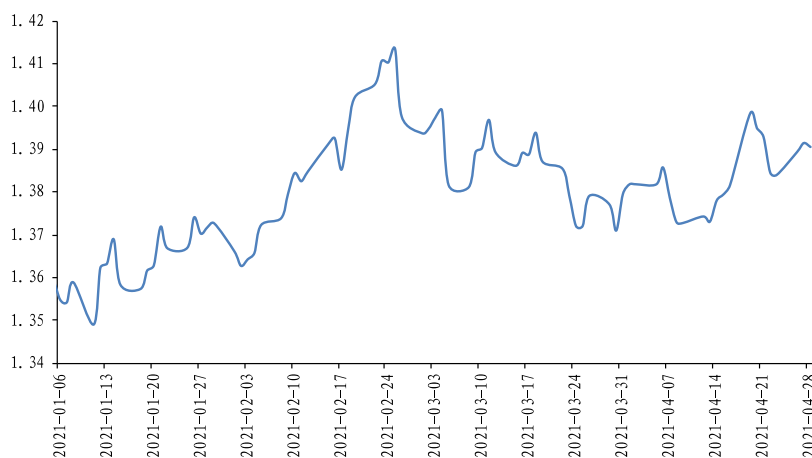
二是美德利差走阔，施压欧元走势。近期，市场对美国经济复苏的乐观预期增加，加之对通胀预期的担忧加重，推动美债收益率上行，美德利差走阔，对欧元的走势形成压力。进入 4 月，美债收益率虽有所回落，但美德利差仍维持在 180BPs 以上。展望后市，美债收益率仍有上行空间，美德利差如果走阔，将对欧元走势造成压力。

三是欧洲央行重申宽松的政策立场。欧洲央行在 4 月的货币政策会议上，选择“按兵不动”，并未如市场预期的缩减紧急抗疫购债计划（PEPP）的购买规模，并表示在二季度将加快 PEPP 购买速度。总的来看，欧洲央行认为欧元区经济复苏仍面临不确定性，维持目前宽松的政策立场，对欧元走势产生拖累。

综上，疫苗接种进度加快，欧元区经济复苏提速，经济基本面持续向好，对欧元走势提供了支撑。但如果美德利差走阔，美元指数走强，加之欧洲央行维持宽松的货币政策，施压欧元走势。预计欧元在 5 月呈现震荡走势，主要波动区间为【1.18, 1.23】。

英镑：震荡走强。4 月，英镑整体维持震荡走强走势，月初，英国 3 月服务业 PMI 和制造业 PMI 终值超预期，强劲的经济数据提振了英镑的走势，英镑走强。但英镑遭遇获利了结行情，随后出现回落。月末，英国 4 月服务业 PMI 和制造业 PMI 初值再创新高，英国零售数据同样好于预期，市场对英国经济复苏的信心增加，英镑重拾上涨动能，一度升至六周高位。截至 4 月 29 日收盘，英镑对美元收于 1.3940，月内上涨 1.17%，在【1.37, 1.40】区间波动。

图 2：英镑对美元走势



数据来源：Wind，建行金融市场部

展望 5 月，我们认为英镑将维持震荡走势，主要原因有：

一是英国疫情好转，经济复苏提速，支撑英镑汇率。英国疫苗接种进度在主要经济体中领先，英国疫情蔓延趋势逐步得到遏制，正分阶段解除封锁，英国经济复苏提速，英国零售销售数据连涨两月，英国 4 月服务业 PMI 创近七年新高，4 月制造业 PMI 更是创逾 10 年新高。英国良好的经济基本面，为英镑走强提供了支撑。如果英国疫苗供应下降，疫情卷土重来，英国经济复苏速度放缓，慎防对英国经济的预期差拖累英镑走势。

二是英国央行延续宽松的货币政策，负利率仍是选项。在最近一次货币政策会议上，英国央行将基准利率维持在 0.1% 的水平不变，维持目前的资产购买规模不变，重申了宽松的政策立场。在英国经济复苏提速，以加拿大央行为代表的主要央行讨论逐步缩减 QE 的背景下，英国央行大概率不会实施此前多次提到的负利率，并有可能在近期的会议上讨论缩减资产购买规模。但如果英国经济出现超预期恶化，不排除英国央行再提负利率和增加 QE 的可能。英国央行货币政策的动向，是影响英镑走势的重要因素。

三是英欧协议获得批准，但英国脱欧的长期影响值得关注。4 月 28 日，欧洲议会通过英欧贸易协议，英国脱欧的所有流程均已走完，脱欧对英镑走势的扰动就此散去。但英国脱欧的长期影响不容忽视，英国离开欧盟单一市场后，与欧盟贸易大幅下滑，英国 1-2 月对欧盟出口同比下降 47%，自欧盟进口同比下降 20%。英国脱欧对英国经济的长期影响值得关注。

四是关注英国政局走势。近期，英国国内对首相约翰逊批评不断增加，涉及其疫情防控政策、首相官邸装修等问题，约翰逊的执政面临压力。同时，英国将在 5 月 6 日举行地方选举，预计苏格兰将选举出支持独立派别掌控的政府，苏格兰独立问题将会升温。总的来看，英国国内政局面临一定的困局，如果政治风波发酵，将对英镑走势产生拖累，需密切关注。

总而言之，英国经济复苏提速，英国脱欧进程正式结束，这都有利于英镑的走势。但英国经济复苏仍存不确定性，英国政局出现动荡，对英国经济的预期差，都将给英镑走势带来扰动。预计英镑在 5 月维持震荡走势，主要波动区间为【1.37, 1.43】。

专题一：人民币储备货币份额提升未来可期

2021年初，英国央行发布的半年度外汇交易量调查报告称，在全球最大外汇交易中心伦敦，人民币期权的日均交易量已超过日元和英镑，这是历史首次。芝加哥商品交易所旗下的外汇即期交易平台 EBS 称，2015-2020 年，人民币日均交易量在其伦敦和纽约的平台上的增幅分别达到 90%、131%。全球外汇市场交易量是 IMF 考察储备货币的重要参考之一。人民币在国际外汇市场的优异表现，令市场对人民币的货币地位充满期待，人民币作为储备货币的份额有望增加。

外汇储备是全球外汇市场的重要组成部分，成为储备货币是人民币在国际化进程中的重要目标之一。布雷顿森林体系瓦解后，IMF 于 1976 年统筹建立了储备货币多元化、汇率安排多元化、国际收支调节渠道多元化的牙买加体系。与布雷顿森林体系下的国际储备结构单一、美元地位十分突出的情形相比，在牙买加体系下，美元虽然仍是主导的国际货币，但地位明显削弱，由美元垄断外汇储备的情形不复存在，国际储备货币日趋多元化，英镑、欧元、日元等陆续成为重要国际储备货币。

2016 年是人民币成为储备货币的元年。2015 年 11 月 30 日，IMF 决定将人民币纳入特别提款权（SDR）篮子，2016 年 10 月 1 日生效，人民币正式成为继美元、欧元、英镑和日元之后，加入 SDR 货币篮子的第五种货币，所占权重为 10.92%，排名第三，成为第一个被纳入 SDR 篮子的新兴市场国家货币。

表 1：SDR 货币篮子构成

货币	权重 (%)	兑换价格 (1SDR=)
美元	41.75	0.58252
欧元	30.93	0.38671
人民币	10.92	1.0174
日元	8.33	11.900
英镑	8.09	0.085946

数据来源：IMF。注：最新货币篮子权重为 2015 年调整结果，货币转换价格为 2016 年 10 月 1 日起的五年期固定价格。

一、储备货币分布与各国经济实力并不匹配

根据 IMF 公布的数据，截止 2020 年 12 月末，全球外汇储备构成¹（COFER）中，人民币占比 2.25%，排名第五，其他超 2%的货币分别为美元 59.02%，欧元 21.24%，日元 6.03%，英镑 4.69%，加元 2.07%。美元储备占比虽持续震荡减少，但始终占全球外汇储备的最大部分，日元、人民币等所占比例持续上涨，而人民币占比增幅明显。主要外储货币背后的经济体也均为全球经济大国。

图 1：外汇储备份额变化

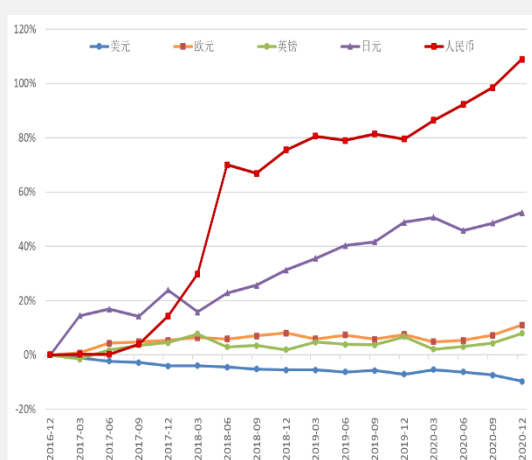
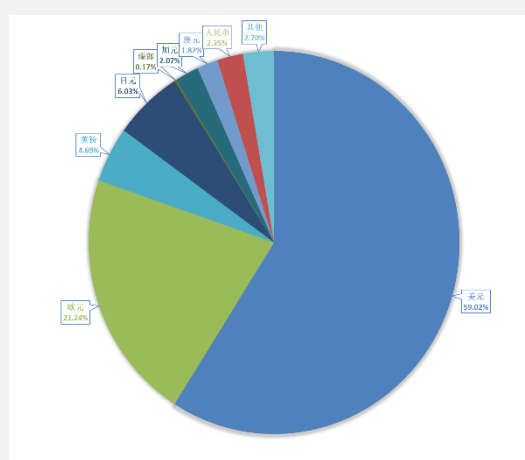


图 2：2020 年末外汇储备份额



数据来源：Wind。注：2016 年 12 月起 IMF 开始公布人民币外汇储备份额，因此左图以 2016 年 12 月份额为基准计算，数据频率为季度。

不过，现有外汇储备中各货币占比并不与所在国经济规模占比对应。美元是全球第一大外汇储备货币，占比 59%，对应的经济总量占比 24%；欧元是全球第二大外汇储备货币，占比 21%，对应的经济总量占比约 20%；日元是全球第三大储备货币，占比 6%，对应的经济总量占比约 6%；英镑是第四大储备货币，占比 4.69%，对应的经济总量占比约 3.23%；人民币是第五大储备货币，占比 2.25%，对应经济总量占比 17.6%；加元是全球第六大储备货币，占比 2.07%，对应经济总量占比 1.96%。总的来说，欧元、日元、加元在外汇储备中的占比与其对应经

¹ 值得注意的是，IMF 的 COFER 数据由各国自愿申报后统计，且 IMF 对该数据的具体构成不做披露，仅区分发达国家和新兴经济体公布其外汇储备总额。当前仍有部分国家尚未申报，因此该比例并不是全球外汇储备的准确比例。

济体的总量相当，美元、英镑占比远超美英经济实力，而人民币占比明显不及中国的经济总量份额。

二、提高储备货币占比需要“天时地利人和”

理论上讲，储备货币地位与其货币信用相对应，其条件与跨境贸易支付结算货币的条件基本一致，即货币东道国需要满足贸易水平、经济规模、金融发展等方面较强的基本要求。但经济条件仅仅是储备货币的基本条件，可谓“天时”，现实中储备货币与经济实力并不成比例。与结算和交易货币不同的是，储备货币的持有者不是私有部门，而是中央银行等政府部门，储备货币更强调安全和稳定，因此储备货币的选择还需要“地利”因素和“人和”两大因素。

（一）国际货币惯性是储备货币选择的历史因素，可谓“地利”

关于储备货币的研究普遍强调其持久性或惯性。国际货币惯性是指一旦特定货币称为国际货币，该货币外部交易网络和规模效应会逐步形成，即使未来该国经济实力和货币地位不匹配，但只要网络效应和转换成本足够大，投资者就不会转换货币，该货币也就能在较长时间内继续发挥国家货币职能。欧系货币和美元自储备货币诞生起就占据了最大优势。一战前，英镑、法郎和德国马克是最重要的储备货币；两次世界大战后，美国代替英国成为世界头号强国，美元代替英镑成为最大储备货币；欧元建立后，欧元代替了法郎、马克等欧系货币，在储备货币体系中占据重要份额。

货币储备是为交易需求而存在，其转换成本是影响投资者转换意愿的关键。美元在全球经济和金融体系中仍扮演最重要的角色，例如贸易结算、国际支付、资本市场、跨境贷款等；欧洲区域经济共同体的存在令欧元和英镑的贸易结算需求难以消减。客观存在的强劲交易需求支撑了美元、欧元的储备货币地位。与美元和欧元相比，弱势货币若想取得储备货币份额，其转换面临较高的成本。

一是资产收益率是影响储备货币选择的主要因素。一国货币计价资产的收益率与该国的经济实力和金融环境相关，但与经济增长和贸易规模并不同步，储备国对货币发行国的资产收益率的认知转变可能滞后于经济发展和经贸交流本身。

二是交易成本是影响较大的转换门槛。弱势货币若想成为储备货币，需迈过一定的转换门槛。从客观意义上来讲，一方面需保证弱势货币的交易需求足够大，另一方面则需要弱势货币收益率足够高，从而使转换货币的机会成本相对弱化。

从主观意义上讲，转换货币的门槛还取决于储备资产决策者对储备资产结构政策调整的需要，期间的时间窗口和交易成本难以量化。

三是储备货币转换需要额外动力。美国长期存在的贸易赤字，令很多国家对美元的贸易顺差额持续扩大，美元储备被动增加，一旦超过最佳储备额，需要额外的动力进行调整，这加剧了交易需求变动到储备需求变动的滞后。

（二）政治影响因素是储备货币选择的人为因素，可谓“人和”

除了经济方面的考量，政治因素在储备货币的选择中发挥着重要作用。国际储备货币中美元、英镑占比远超美英经济实力有着其重要的历史原因。影响储备货币选择的政治因素包括外交、战争、国际地位等。

有关研究表明，军事联盟在特定时期内可将伙伴国货币在储备中的份额提高30%，例如二战后的国防协议令日本、德国、沙特阿拉伯、韩国等国家持续保持着较高的美元储备水平，相比较而言中国、印度、俄罗斯等核武器持有国家倾向于持有较少的美元储备¹；又例如19世纪英国的扩张殖民战略促进英镑在外汇储备中的使用，而两次世界大战和美联储的建立推动了储备货币向美元为主的转变。

三、提高人民币储备货币份额未来可期

基于上述分析，交易需求是储备货币的基础，非经济因素同样发挥较大作用。权衡转换储备货币收益率和成本，从投资者行为结果来看，人民币当前的货币地位并不完全反应中国在世界经济中的权重。当前人民币作为储备货币的份额稳步增长，且中国进出口规模和人民币跨境支付结算份额保持稳健，人民币储备货币占比的提高，未来可期，无须操之过急。

首先，不断夯实人民币跨境贸易结算货币职能。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，人民币在国际支付和跨境贸易结算中的

¹ 由于大部分国家的官方储备资产结构属于高度敏感和机密数据，因此关于储备资产结构的数据样本较难建立。加州大学伯克利分校学者 Eichengreen、欧央行官员 Chitu 和 Mehl 筛选出 19 个国家在 1890-1913 年的外汇储备数据对政治因素于外汇储备的影响进行了分析，认为政治因素在外汇储备分布中发挥着非常重要的作用。

全球排名逐渐稳固，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。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。

其次，持续推进高水平开放和高质量发展，提高人民币资产吸引力。虽然储备货币具备国际货币惯性，结构相对固化，但并非一成不变。在“双循环”新发展格局下，中国已经就人民币国际化做出了持续努力，除了经济领域的不断开放，资本领域开放也取得了诸多进展，人民币资产越来越多被纳入全球主要债权和股票市场指数。进一步的人民币国际化需要更大程度的资本项目开放，提高人民币资产的可获得性和交易性，提高国际社会吸引力。

第三，稳定的经济社会基本面是人民币国际化的强力支撑。美元资产占全球外汇储备资产占比的边际下降可能印证了美国可能脱离全球地缘政治事务影响的趋势。如今，世界各国仍在对抗新冠疫情，中国作为全球唯一有效抗疫的国家，应把握这一历史机遇。当前，中国经济持续保持高速增长，人民币是全球最稳定的货币之一，经济社会基本面的持续稳定为人民币保持提供了坚实支撑，世界也需要中国在国际货币体系多元化格局中扮演稳定角色。

专题二：中国资本项目开放现状与展望

近年来，国内各方面正稳步推进资本项目开放，上海计划在十四五期间推进人民币可自由使用和资本项目可兑换先行先试。2020年发布的《海南自由贸易港建设总体方案》提出，在海南进行分阶段开放资本项目。资本项目开放成为近期中国金融市场的焦点话题，资本项目的开放具有重要意义。

一、推进更高水平的资本项目开放具有重要意义

1.资本项目开放对我国经济结构升级和高水平发展具有重要意义。更高水平的资本项目开放，使得境内企业可以更好、更多地利用境内外金融资源，推动技术创新和技术升级，提升劳动生产率，助力我国经济高水平发展。

2.资本项目开放有助于我国金融市场高水平开放和高质量发展。一方面，资本项目的开放，可以使得我国更好地融入全球金融体系，推动境内金融机构提升服务能力和管理水平，提升境内金融市场效率。另一方面，资本项目的开放，吸引更多的境外资金进入境内金融市场，为境内金融市场的稳定发展提供助力。

3.资本项目开放有助于推进人民币国际化。资本项目开放和人民币国际化相辅相成，在推进资本项目更高水平开放的过程中，增加金融市场的开放程度，提供更多的人民币产品，加强境内外金融市场的互联互通，服务于人民币国际化和实体经济发展。

二、中国资本项目开放的过程

1996年，中国接受了国际货币基金组织第八条款，实现了经常项目账户的完全可兑换，并同时开启了资本项目开放的进程。1997年，亚洲金融危机爆发，国内对无管制下跨境资本流动对经济发展造成影响的担忧加剧，搁置了资本项目的开放进程。

进入21世纪后，中国对外贸易规模迅速扩大，这对经常账户可兑换和资本项目开放提出了更高的要求。2002年，国家外汇管理局（下称外汇局）公布《合格境外机构投资者境内证券投资管理暂行办法》，中国开始试点QFII，允许符合条件的境外机构投资境内资本市场。2007年，外汇局公布了《合格境内机构投资者境外证券投资管理试行办法》，允许国内机构投资者以QDII的身份

参与境外资本市场的投资。QDII 的推出意味着中国开始逐步放宽国内资本的流出限制，中国投资者可以参与境外资本市场的交易。

2007 年，全球金融危机爆发，大规模的资本流动，扩大了危机的负面影响，中国政府因此放缓了资本项目的开放进程。2010 年，随着危机影响的退去，中国资本项目开放的步伐再度加速，中国政府将“逐步实现资本项目可兑换”列入“十二五规划”，在简化跨境资本审批、简化资本项目外汇管理规定等方面推进资本项目开放进程。随后，中国金融市场不断开放，沪港通、深港通分别在 2014 年和 2016 年开通，沪伦通于 2018 年开通，债券通（北向通）于 2019 年开通，金融市场开放的大门逐渐打开，资本项目开放也稳步推进。

二、中国资本项目开放现状

根据国际货币基金组织（IMF）最新公布的《2019 年汇兑安排和汇兑限制年报》，在七大类 40 项资本项目子项中，中国有 37 项实现了不同程度的开放，有 3 项未开放，尚未出现完全开放的项目。根据 Chinn-Ito 资本开放指数¹，如果以美国的资本开放水平为 1，中国的开放程度仅为 0.16。总的来看，中国资本项目的开放仍有很长的路要走。

表 1：中国资本项目开放情况

项目	完全可兑换	基本及部分可兑换	不可兑换	小计
对资本和货币市场工具的管制		14	2	16
对衍生品及其他工具的管制		3	1	4
对信贷操作的管制		6		6
对直接投资的管制		2		2
对直接投资清算的管制		1		1
对不动产交易的管制		3		3
对个人资本交易的管制		8		8
合计	0	37	3	40

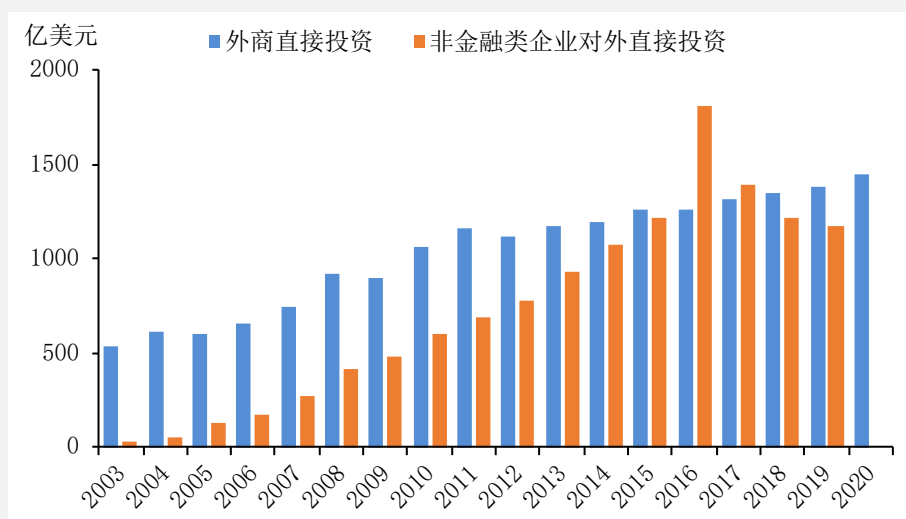
¹ Chinn-Ito 金融开放指数（KAOPEN）是基于 IMF《汇兑安排与汇兑限制》年报对各国跨境金融交易限制的评估编制而成。

资本项目的开放主要包含四大领域：直接投资和不动产、证券投资、对外债权与债务以及个人交易。中国资本项目开放现状分领域具体来看：

1. 直接投资与不动产

(1) 直接投资的可兑换程度显著提高。我国直接投资项目的开放流程可总结为“先放开流入，再放开流出；先控制额度，后改为登记”。直接投资可分为外商来华直接投资和中国企业境外投资两个方面，主要服务于实体经济，属于稳定性较高的跨境资本流动，开放时间最早、开放速度最快。外商来华直接投资方面，中国已经大幅简化管理程序，取消外汇登记核准要求，直接投资清算购汇已不必经过外汇局审查。外商来华直接投资快速增长，自 2015 年起始终维持在 1200 亿美元以上，其中，2020 年外商直接投资达 1440 亿美元，为市场最高水平。中国非金融企业境外直接投资方面，自 2006 年起，逐步取消了境外直接投资购汇额度限制，对外投资规模迅速扩张，非金融企业对外直接投资在 2016 年达到 1812 亿美元的高峰，随后虽有回落，但仍维持在每年 1100 亿美元以上的规模。

图 1：外商来华投资和中国企业度外直接投资变动情况



数据来源：Wind，建行金融市场部

(2) 不动产交易项目基本可兑换。根据住建部 2006 年颁布的《关于规范房地产市场外资准入和管理的意见》，中国对境外资金投资中国房地产进行了约束，这也打消了外资对中国房地产市场的兴趣。但自 2015 年起，有关部门

对外资投资境内房地产的限制逐步放开，外资流入中国房地产市场的渠道基本放开，相关的外汇管制也随之解除。

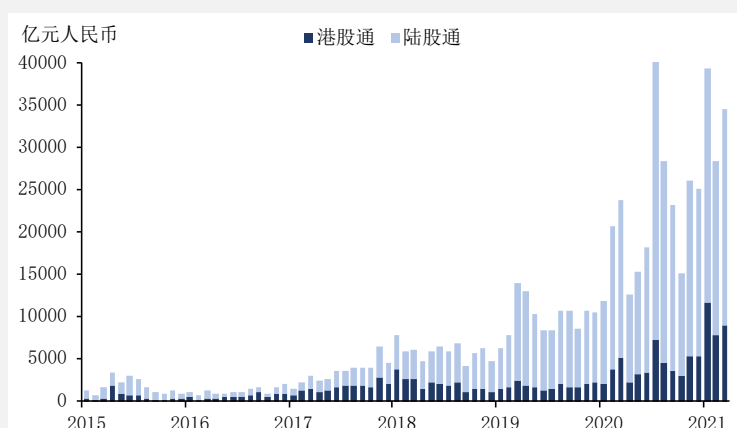
2. 证券投资

证券投资项目下，资本流动的波动性较大，开放的过程也需稳步推进，证券项目的开放要晚于直接投资。自 2012 年起，中国证券投资项目下的开放不断推进。中国证券市场跨境投资的开放，是从投资者和交易所层面来推进。

投资者层面，合格机构投资者成为跨境证券投资的主要渠道，但投资额度仍存在限制。截至 2021 年 4 月，外汇局共批准合格境外机构投资者（QFII）投资额度 1162.59 亿美元，人民币合格境外机构投资者（RQFII）投资额度 7229.92 亿元人民币，合格境内机构投资者（QDII）投资额度 1345.69 亿美元。

交易所层面，通过境内外交易所互联互通，实现境内外市场间资本的双向自由流动。目前已开通沪港通、深港通、沪伦通、债券通（北向通）。2014 年 11 月 17 日，沪港通正式开通，中国股票市场开放正式开启。深港通、沪伦通相继于 2016 年、2019 年开通，交易量不断增加，活跃度不断提升，债券通（南向通）将在 2021 年内开通，中国资本市场开放向纵深推进。

图 2：沪深港通交易量



数据来源：Wind，建行金融市场部

股票类项目部分实现可兑换。一级市场方面，境内企业在境外股票交易所上市基本不受限制，香港联交所和纽约证券交易所成为境内企业上市的主要目的地。但境外企业在境内交易所发行以人民币计价的股票仍未实现突破。二级

市场方面，境内外双向投资可通过合格机构投资者（QFII、RQFII、QDII）实现。而沪港通、深港通和沪伦通的开通，使得境内外双向投资的参与者扩大至普通机构投资者和合格个人投资者。

债券类项目已基本实现可兑换。2005年，首批境外机构投资人进入中国银行间债券市场。从2015年开始，随着中国债券市场开放的步伐加快，境外机构投资者范围逐步扩大，境外机构投资者不断增加，截至2020年末，共有905家境外法人机构投资者参与银行间债券市场。

集体投资类证券项目部分实现可兑换。2015年7月，内地与香港公开募集证券投资基金互认工作正式实施，中国迈出境内外集体投资类证券项目双向开放的第一步，投资额度仍受限制。但目前，境外机构在境内发行集体投资类证券子项目的开放程度仍然较低。

衍生品项目的开放程度较低。2015年以前，境外投资者只能投资股指期货一种衍生品。此后，衍生品项目的开放逐步展开，2015年8月，中国证监会发文允许境外交易者和境外经纪机构从事境内特定品种商品期货交易，原油期货成为首个开放品种。2015年9月，人民银行发布公告，允许境外央行类机构参与银行间外汇市场，开展外汇衍生品交易。从境内投资者角度来看，国有企业可进行境外期货套期保值，保险公司可运用衍生品进行风险对冲，金融机构经批准后方可购买境外衍生品。

3.对外债权与债务

对外债权与债务已实现部分可兑换。境内机构向境外实体提供借款的渠道比较畅通。境内银行对境外实体发放贷款基本不受限制，境内非银企业向境外实体放款采取余额管理制度。境内企业境外借债目前有两种模式：一是投注差¹模式；二是全口径跨境融资宏观审慎管理²模式。对于境内外商投资企业境外借债额度的管理，两种模式均可采用。对于境内中资企业，只能采用模式二。

4.个人交易方面

¹ 即投资总额与注册资本之间的差额

² 跨境融资风险加权余额 \leq 资本或净资产*融资杠杆率*宏观审慎调节参数

个人交易项目实现部分可兑换。资本交易项下，资产转移、礼品捐赠受到个人年度购汇额度限制，移民类引发的大额资产转移仍需外汇局审批。金融交易方面，直接投资、个人贷款和证券投资仍存在限制。

三、更高水平资本项目开放的关注点及建议

自 2018 年以来，中国金融市场双向开放不断深化，在投资渠道开放、放宽准入条件和纳入国际指数方面取得了积极进展，境外投资者参与境内资本市场的积极性和活跃度不断提高，跨境资本不断流入境内市场，同时也为境内投资者参与境外市场的交易提供了良好的条件。中国金融市场开放的大门逐步打开，为人民币资本项目的开放提供了契机。

1.警惕资本项目开放带来的风险，审慎推进资本项目开放进程。从历史上来看，部分国家资本项目过快、过度开放，导致资本市场剧烈波动，经济出现动荡，甚至引发经济危机。随着我国资本项目高水平开放的推进，由于跨境资金具有大规模、短期、投机等特点，可能会放大境内资本市场的波动，影响金融稳定和宏观经济运动。在资本项目开放的过程中，应时刻警惕开放带来的风险，防范跨境资本流动风险，强化对跨境资金流动的监测与预警，审慎推进资本项目的开放。

2.加强金融体系建设，护航资本项目的有序开放。一方面要不断完善金融服务体系，为境内外投资者提供良好的营商环境和金融生态，提升境内金融市场的规范化程度，保护境内外投资者的合法权益。另一方面，要建立全面的风险管理体系，加强跨境资本流动检测与预警，维护境内金融市场的稳定。

3.个人资本项目的开放值得关注。近年来，我国资本项目的开放稳步推进，但个人资本项目的开放略显缓慢。外汇局资本项目司司长叶海生在年初时表示，外汇局 2021 年将研究有序推进个人资本项下业务限制，包括包括修订境内个人参与境外上市公司股权激励计划的管理规定，取消年度购付汇额度限制，优化管理流程；研究论证允许境内个人在年度 5 万美元便利化额度内开展境外证券、保险等投资的可行性；配合人民银行做好粤港澳大湾区“理财通”试点。下一阶段，个人资本项目的开放值得关注。

每月精选

推动亚洲区域合作 共促绿色金融发展¹

女士们、先生们、各位来宾：

很高兴今天以视频方式参加博鳌亚洲论坛组织的金融支持碳中和圆桌会。我今天主要想谈三方面内容，一是如何更好地动员资金支持低碳转型，二是如何管理好因气候变化引起的金融风险，三是国际协调与合作，特别是 G20 等平台可发挥重要作用。

一、动员各方资金，支持经济可持续转型

在党中央、国务院的正确领导下，人民银行联合相关部门不断完善绿色金融顶层设计，主要开展了以下几方面工作：

促进资金流入绿色行业和领域。首先是完善绿色金融标准体系。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。其次是强化信息报告和披露。金融机构目前需要披露银行间市场绿色金融债、报告绿色信贷的资金使用情况和投向，未来我们还将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。三是构建激励机制。我们已将绿色债券和绿色贷款纳入央行贷款便利的合格抵押品范围，并将创设碳减排支持工具，激励金融机构为碳减排提供资金支持。人民银行还将通过商业银行评级、存款保险费率、宏观审慎评估等渠道加大对绿色金融和碳减排的支持力度。

促进跨境绿色资金流动。一方面，我们将尽快制定绿色金融共同分类标准。目前，我们正与欧盟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，供国际投资者参考，促进国际绿色金融协同发展。另一方面，我们将继续扩大金融业开放，便利国际投资者参与中国绿

¹ 本文为 2021 年 4 月 20 日人民银行行长易纲在博鳌亚洲论坛 2021 年年会“金融支持碳中和”圆桌会议上的主旨演讲实录。

色金融市场。我们将在全面实施准入前国民待遇加负面清单管理制度的基础上，不断扩大外资金融机构业务范围，扩大资本市场双向开放，增强中国绿色金融市场对国际投资者的吸引力。

二、管理气候相关的金融风险

与发达国家相比，中国等亚洲发展中国家仍处于工业化、城镇化进程中。目前中国宣布的从碳达峰到碳中和的时间较欧美发达地区要短得多，碳中和曲线斜率更陡峭，因此我们要付出更加艰苦的努力、提前做好应对，也要督促金融机构尽早转型。

在央行层面，我们将及时评估气候变化对金融稳定和货币政策的影响。我们正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。我们还将在外汇储备中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因素。

在金融机构层面，我们将鼓励金融机构早做准备，积极应对气候挑战。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，正在探索建立全国性的碳核算体系，已按季评价银行绿色信贷情况，正在研究对金融机构开展绿色信贷、绿色债券等的业绩评价体系。

当然，我们目前的绿色金融发展也还存在一些问题。例如部分资产的价格未充分体现环境的负外部性，这一方面是由于一些企业的环境信息还没有有效披露，另一方面是许多行业还没有纳入碳定价。我们将要求金融机构做好有序、渐进绿色转轨。在转型过程中，安全第一，节能优先，在充分考虑现有基础设施设计使用寿命和折旧的前提下，加快绿色转型。

三、加强国际协调，共同推动绿色发展

亚洲区内对经济绿色转型有广泛共识。主要经济体已积极行动，韩国政府于去年推出“绿色新政”，印尼、马来西亚、菲律宾、新加坡等均提出了减排目标，日本已颁布《绿色债券指引》。区域层面的合作也在有序推进。在东亚及太平洋中央银行行长会议组织下，各方正探讨通过亚洲债券基金投资本地区绿色债券。在东盟与中日韩财金合作机制下，各方正研究绿色和可持续基础设施投资。近期，东盟财长和央行行长决定设立绿色

分类标准委员会，制定符合本地区需求的多层次绿色金融分类体系。可见，亚洲经济体对绿色转型有需求，合作潜力巨大。

加强国际合作，有助于共促亚洲绿色金融发展。今年，在 G20 主席国意大利的积极推动下，G20 可持续金融研究小组得以重启并升级为工作组。

从人民银行的角度，我认为有两项重要工作要持续推进。一是继续落实绿色投资原则。2018 年底提出的《“一带一路”绿色投资原则》，鼓励金融机构在参与“一带一路”建设中充分了解环境、社会和治理（ESG）风险、做好环境信息披露、运用绿色金融工具等，已有 39 家中外金融机构加入。人民银行将继续鼓励金融机构在“一带一路”投融资中深化落实，特别是要评估环境和气候风险，加强信息披露。二是多渠道加强绿色发展能力建设。人民银行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。我们也支持多边开发机构发挥专长，为有需要的发展中国家提供绿色金融相关能力建设。

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。亚洲国家普遍重视绿色金融与经济转型，我们可以一道积极作为，同世界各国加强绿色金融方面的交流合作，为促进全球可持续发展贡献“博鳌智慧”，共同实现碳达峰、碳中和目标。

谢谢大家！

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	3月
GDP	3.20%	4.90%			6.50%			18.3%		
CPI	2.50%	2.70%	2.40%	1.70%	0.50%	-0.50%	0.20%	-0.30%	-0.20%	0.40%
工业增加值	4.80%	4.80%	5.60%	6.90%	6.90%	7.00%	7.30%	25.40%	52.34%	14.10%
固定资产投资	-3.10%	-1.60%	-0.30%	0.80%	1.80%	2.60%	2.90%	35.00%		25.60%
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%		34.20%
进口同比增速	2.76%	-1.30%	-2.21%	12.80%	4.37%	3.89%	6.46%	26.60%	17.40%	38.10%
出口同比增速	0.18%	6.80%	9.08%	9.36%	10.94%	20.57%	18.14%	24.80%	154.90%	30.60%
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%	9.40%
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	2.7%
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%	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%	1.50%

债券市场关键指标预测：

指标		4月实际值	5月预测值
资金面	7天回购月度均值(%)	2.12	2.20-2.50
利率债	1年期国债收益率月度均值(%)	2.51	2.40-2.70
	10年期国债收益率月度均值(%)	3.19	3.10-3.35
信用债(bps)	1年AAA短融信用利差月度均值(bps)	37	35-50
	3年AAA中票信用利差月度均值(bps)	36	35-50
	5年AAA中票信用利差月度均值(bps)	38	35-50
	7年AAA企业债信用利差月度均值(bps)	42	40-60
	10年AAA企业债信用利差月度均值(bps)	42	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	1.17	1.21	1.18	1.20
USD/JPY	110	110	112	111
USD/CNY	6.55	6.52	6.60	6.55
EUR/CNY	7.66	7.89	7.79	7.86
100JPY/CNY	5.95	5.93	5.89	5.90
HKD/CNY	0.84	0.84	0.85	0.85
GBP/CNY	9.04	9.13	9.37	9.50
CNY/MYR	0.63	0.64	0.63	0.64
CNY/RUB	11.56	11.63	11.52	11.45
AUD/CNY	4.98	5.02	4.95	4.98
CAD/CNY	5.20	5.17	5.20	5.20

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				
	7月	8月	9月	10月	11月	12月	1月	2月	3月	4月	
美国	GDP	33.40%			4.30%			6.40%			
	个人消费支出 (PCE)	41.00%			2.30%			10.70%			
	制造业 PMI (Markit)	50.90%	53.10%	53.20%	53.40%	56.70%	57.10%	59.20%	58.60%	59.10%	60.60%
	CPI	1.00%	1.30%	1.40%	1.20%	1.20%	1.40%	1.40%	1.70%	2.60%	
	核心 CPI	1.60%	1.70%	1.70%	1.60%	1.60%	1.60%	1.40%	1.30%	1.60%	
	PCE	1.01%	1.24%	1.35%	1.20%	1.12%	1.23%	1.41%	1.55%		
	核心 PCE	1.26%	1.43%	1.53%	1.40%	1.34%	1.41%	1.48%	1.41%		
	失业率	10.20%	8.40%	7.90%	6.90%	6.70%	6.70%	6.30%	6.20%	6.00%	
	联邦基金利率	0.09%	0.10%	0.09%	0.09%	0.09%	0.09%	0.09%	0.08%	0.07%	
	3 个月 LIBOR	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	0.62%	0.65%	0.68%	0.79%	0.87%	0.93%	1.08%	1.26%	1.61%	
欧元区	GDP	59.90%			-2.70%						
	制造业 PMI	51.80%	51.70%	53.70%	54.80%	53.80%	55.20%	54.80%	57.90%	62.50%	63.30%
	CPI	0.40%	-0.20%	-0.30%	-0.30%	-0.30%	-0.30%	0.90%	0.90%	1.30%	
	核心 CPI	1.20%	0.40%	0.20%	0.20%	0.20%	0.20%	1.40%	1.10%	0.90%	
	失业率	8.70%	8.60%	8.50%	8.40%	8.10%	8.10%	8.10%	8.30%		
	3 个月 EURIBOR	-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	-0.48%	-0.50%	-0.50%	-0.59%	-0.59%	-0.59%	-0.56%	-0.42%	-0.33%	
日本	GDP	22.80%			11.70%						
	制造业 PMI	45.20%	47.20%	47.70%	48.70%	49.00%	50.00%	49.80%	51.40%	52.70%	53.60%
	CPI	0.30%	0.20%	0.00%	-0.40%	-0.90%	-1.20%	-0.60%	-0.40%	-0.20%	
	核心 CPI	0.00%	-0.40%	-0.30%	-0.70%	-0.90%	-1.00%	-0.60%	-0.40%	-0.10%	
	失业率	2.90%	3.00%	3.00%	3.10%	2.80%	2.80%	2.90%	2.80%	2.70%	
	10 年期国债收益率	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。