



NIFD

国家金融与发展实验室
National Institution for Finance & Development

【2019年年度】

NIFD 季报

主编：李扬

全球金融市场

胡志浩

叶骋 李晓花 董忠云 李重阳

2020年2月

《NIFD 季报》系国家金融与发展实验室集体研究成果之一，旨在定期、系统、全面跟踪全球金融市场、国内宏观经济、中国资金流动、国家资产负债表、财政运行、债券市场、股票市场、房地产金融、金融机构等领域的动态，并对各领域的金融风险状况进行评估。《NIFD 季报》由三个季度报告和一个年度报告构成。NIFD 季度报告于各季度结束后的第二个月发布，并在实验室微信公众号和官方网站同时推出；NIFD 年度报告于下一年度 2 月份发布。

回暖中的金融风险与未来展望

摘 要

过去的一年，国际金融市场总体呈现一种背离，即衰退预期与风险偏好的并存。一方面，出于对经济衰退的预期，收益率水平与收益率斜率均呈下降趋势，主要发达经济体一度还出现收益率曲线倒挂；另一方面，市场对风险资产又存有较高偏好，股市普遍上涨，信用利差维持在低位，杠杆贷款增速较快，且信贷标准有不断降低的迹象。

究其背离的根源，也可以从两个方面来看，一方面，长周期的下行期，资本边际收益不断下降导致利率中枢持续下行；而另一方面，低利率环境与货币当局的流动性救助又使得市场难以断舍对于风险的偏好，市场处于一种高总量水平的流动性紧平衡状况，流动性的松紧状态十分依赖货币当局操作的边际性变化。同时，风险偏好的上升甚至可能会在短期内影响市场对于经济形势的预判。

低利率环境会迫使资本进行收益率追逐，从而 Carry Trade 大行其道。全球非金融企业海外融资结构中债券融资比重上升，使得资产组合的调整很可能成为风险跨市场传导的一个重要渠道。大量资金以 Carry Trade 的形式流入新兴市场，使新兴市场更容易受到外部融资环境变化的冲击。2020 年，需要格外关注信用价格、主要融资货币流动性以及美元流动性的变化。

本报告负责人：胡志浩

本报告执笔人：

● 胡志浩

国家金融与发展实验室
副主任

● 叶骋

国家金融与发展实验室
全球经济与金融研究中心
研究员

● 李晓花

国家金融与发展实验室
全球经济与金融研究中心
研究员

● 董忠云

国家金融与发展实验室
特聘高级研究员、中航
证券研究所所长

● 李重阳

国家金融与发展实验室
全球经济与金融研究中心
研究员

【NIFD 季报】

全球金融市场

国内宏观经济

中国资金流动

宏观杠杆率

中国财政运行

房地产金融

债券市场

股票市场

银行业运行

保险业运行

目 录

一、2019 年市场回顾	1
二、警惕高收益债和 CLO 的信用风险抬头	3
三、低利率环境下的资产组合风险	5
四、EME 国家的外部融资风险	7
五、关注美元流动性的变化	9
六、短期的展望	11
附件一：全球债券市场观察	12
附件二：全球股票市场估值报告	26
附件三：汇率报告	34

一、2019 年市场回顾

2019 年全球金融市场呈现了明显的背离，一方面市场对全球经济出现衰退充满担忧，另一方面市场又对于风险资产存有偏好。

衰退预期直接表现在十年期美国国债收益率的大幅下降，从 2018 年 11 月高点 3.24% 降低至 2019 年最低点 1.47%，并且，在 6 月至 10 月中旬美国国债收益率曲线一度倒挂。市场对经济衰退存有很强的预期，各大经济体的经济增长普遍下滑，工业品价格低迷，收益率曲线充分反映了对于经济下滑的预期。

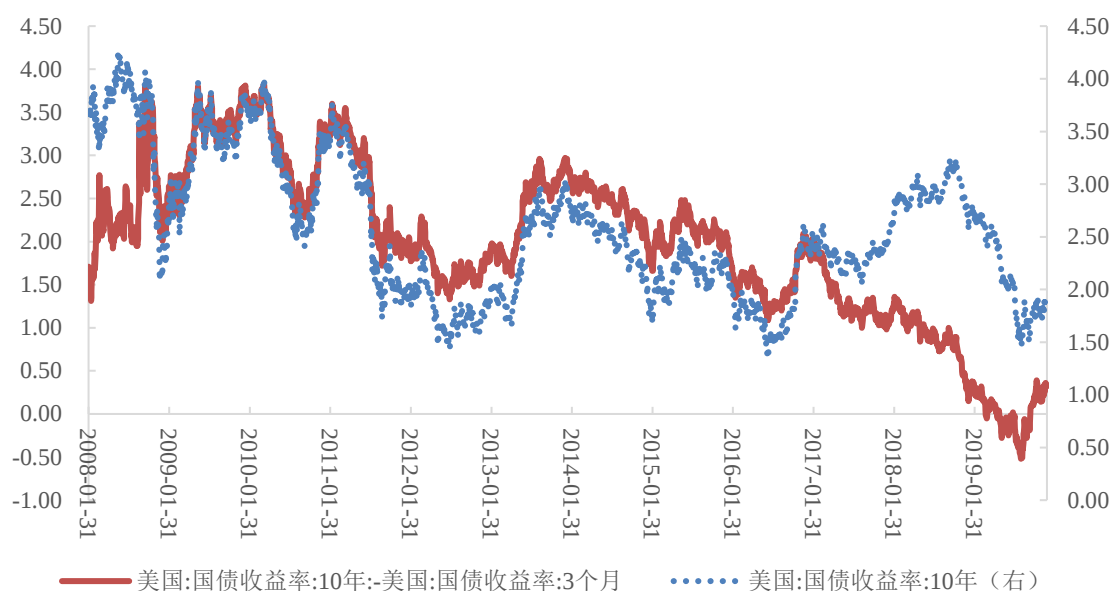


图 1 美国收益率曲线期限溢价与 10 年期美国国债收益率（单位：%）

来源：Wind。

金融市场对风险资产的偏好直接表现为全球主要权益市场的普遍上涨，标普 500 屡创新高，中国上证 50 表现更好，最大涨幅接近 40%。虽然市场对经济存有悲观预期，但权益市场却持续上涨。这一方面是由于 EME 股市估值的均值回归，另一方面更重要的原因是美联储迅速的降息使信用价格维持在低位，从而抑制了严重的风险暴露，进而提振了市场风险偏好。然而近期 VIX 期货净空头持仓不断创下新高，可能意味着权益市场已经过

份透支了短期经济回暖的预期。对于风险资产偏好的另一表现就是信用风险溢价持续保持在低位，因为主要经济体货币当局今年以来一直维持低利率政策，从而使得投资者继续追逐风险资产。

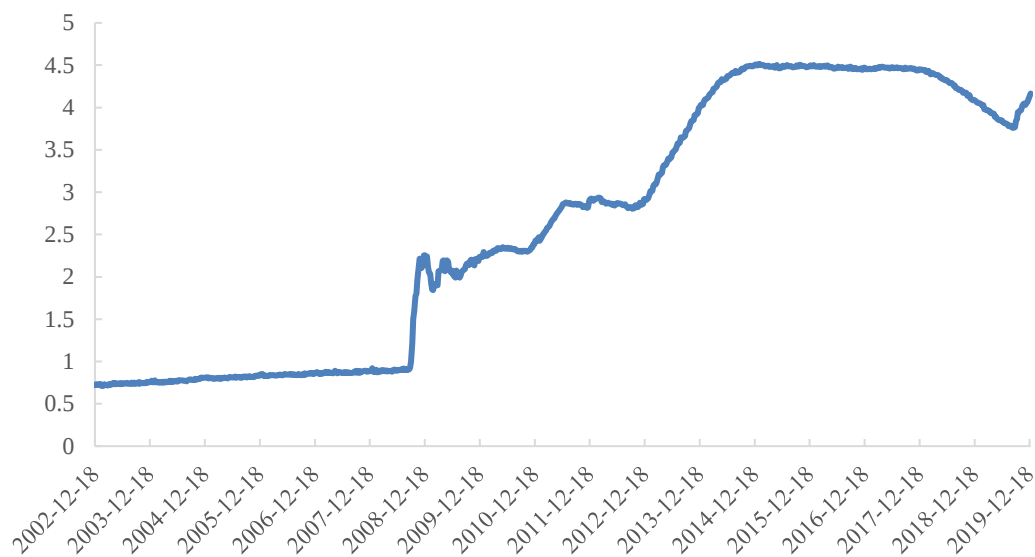


图2 美联储总资产规模（单位：万亿美元）

来源：Fed Reserve St. Louis。

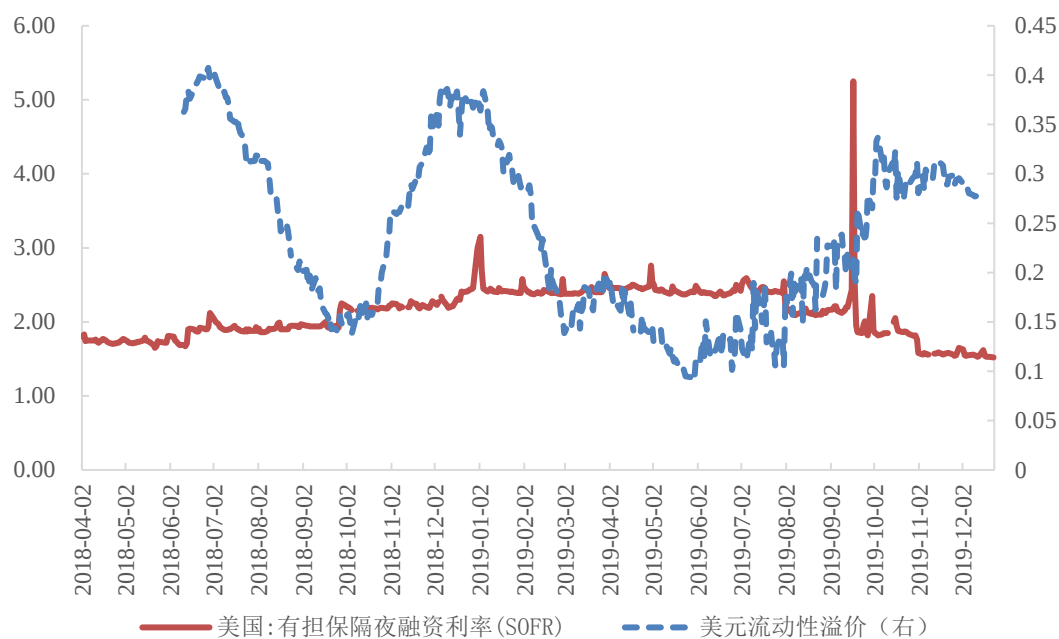


图3 美国隔夜回购利率与美元流动性溢价（单位：%）

来源：Wind。

注：流动性溢价为3个月SOFR与3个月OIS之差计算。

美联储资产负债表重新回到 4 万亿美元（图 2）也是 2019 年金融市场的一个重要事件。直接促使联储扩表的原因是 9 月 17 日美国隔夜回购市场利率突然暴涨（图 3），之前美联储缩表和收益率曲线倒挂导致影子银行的资产负债表扩张受到限制，使得美国资金市场处于一种高总量水平的流动性紧平衡状态。美联储宣布购买短期国债开始重新扩表后，10 月份国债收益率曲线恢复正常，然而 10 年期国债收益率水平依然没有趋势反转的迹象，反映了市场对经济增长的悲观情绪依然存在。12 月 16 日美联储宣布在一个月之内购买 5000 亿美元的短期国债，预计短期内海外美元流动性紧张状况可能会得到缓解。

二、警惕高收益债和 CLO 的信用风险抬头

当前全球市场最大的风险在于美国高收益债的信用风险，以及以这些债务作为底层资产的 CLO 产品，当下 CLO 产品的规模已经超过高收益债券的规模。美联储和欧洲央行的货币宽松——即使是短期的宽松——也给影子银行提供了更大的扩表动力。目前，美国非金融企业债券市值再次创下历史新高，达到 6.5 万亿美元，同时债务增速自 2018 年第四季度触底之后开始回升，其回升速度已超过同期美国企业的税前利润增速。而当前美国企业税前利润同比增速和税前利润总额都低于 2014 年的顶点。（图 4）

全球经济增长放缓和贸易冲突对非金融企业的影响十分明显，在过去的几个季度，全球主要经济体的 GDP 增速都显著下滑。全球经济下行中，信用风险溢价继续保持极低的位置，最重要的原因是主要经济体货币当局推行的低利率政策（图 5，图 6）。根据日本银行年度报告¹的数据，从 2016 年起，发达国家信贷资产的风险显著上升——特别值得注意的是非银行信贷的快速上升。在欧洲，非银行的杠杆贷款市场迅速增长，而贷款标准却不断下降。IMF 的数据显示，欧元区 2019 年新发放的杠杆贷款总量约为 600 亿欧元，相比 2017 年的 800 亿欧元有所下降，但

¹ Chapter 2 in the April 2018 GFSR; Bank of Japan 2019.

是

合约便利贷款（Covenant-Lite，指放宽了放款条件的贷款）的占比从 2017 年的 78% 上升至 98%。在美国，对企业的信贷供应，尤其是高风险企业的信贷供给，更多的由非银行部门提供，而信贷质量却越来越低²。全球杠杆贷款的总规模已经超过危机前的水平，当前私人信贷基金持有了最多的中小企业信贷资产³。对高收益资产的追逐导致了放贷标准的下降。

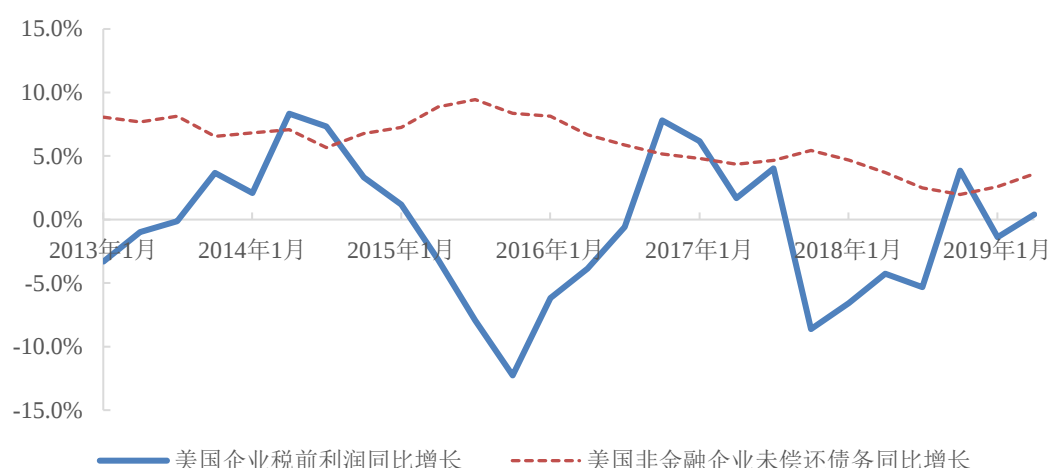


图 4 美国企业税前利润与未偿还债务同比增长

来源：Fed Reserve St. Louis。

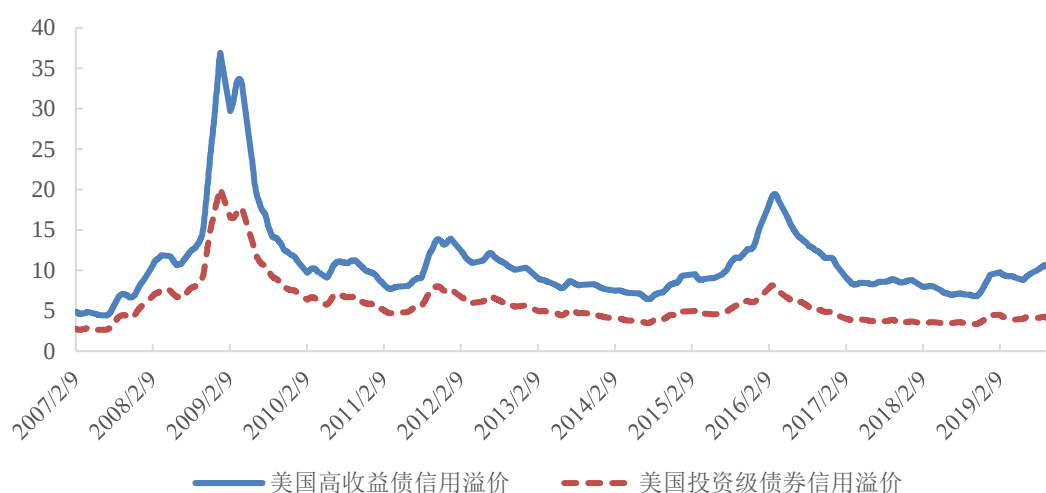


图 5 美国企业债信用溢价

来源：CBOE。

注：经期权调整后信用溢价指数。

² Bank of England 2019.

³ Preqin 2019.

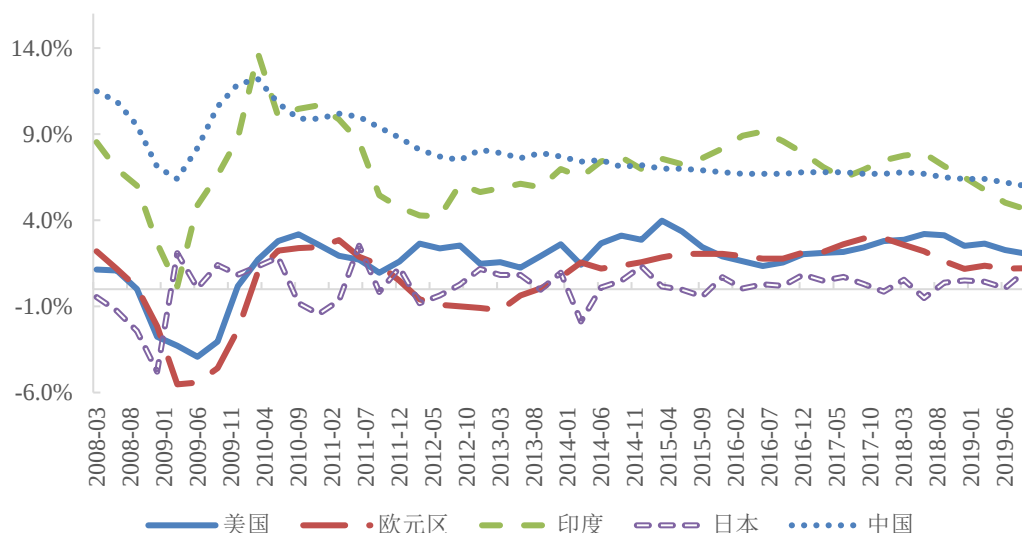


图6 主要国家和地区 GDP 增长（单位：%）

来源：Wind。

在企业税前利润增速低于债务增速且利润总额还不断下降的情况下，债务增长意味着企业的债务融资更多的将被用于债务展期。要维持这样的局面需要满足两个条件——第一是经济增长不出现大幅的下滑；第二是持续的大规模信用宽松。考虑到持续升高的企业杠杆率、持续下行的经济基本面、经济政策和政治的不确定性这三个因素，信用风险溢价很难长期保持在如此低的水平。

三、低利率环境下的资产组合风险

全球负收益率债券规模已经达到了 15 万亿美元，占全球债券总规模的 27%⁴，而该比率 2015 年第四季度仅占 7.5%。几个主要的经济体先后实行了负利率政策，低利率环境改变了金融机构，尤其是非银行金融机构的风险性质，全球普遍的低利率迫使金融机构不得不追逐高收益资产。首先，流动性较差的高风险资产在金融机构资产组合中的比重上升，垃圾债券（CCC 级债券以下）在高收益债券共同基金和 ETF 中的占比由 2015 年的 2.5% 上升到 2019 年的约 20%；其次，长债收益率下降使得很多保险

⁴ IMF 2019 Chapter3.

类机构出现久期错配，尤其是在日本和欧洲，德国保险业平均收益率缺口约 3.3%，日本为 2.3%⁵。因为，通常养老保险基金的负债久期大于其资产久期，因此长债收益率的急剧下降会令其负债端的现值增加幅度大于资产端，因此保险基金不得不通过配置高风险资产以满足未来的偿付需求。第三，收益率追逐行为可能使风险资产的价格进一步上升，进而刺激这些通过风险资产筹集资金的企业提升其杠杆率，增大经济体的潜在风险。

上述的收益率变化还会带来一个问题，即资产组合策略的趋同。在低利率环境下，各类资产的风险收益特征相关性增强，当资产轮动时各个机构可能会在短时间切换资产头寸从而导致资产价格大幅度的波动。对未来货币政策宽松预期会增强金融机构持有流动性较差资产的动机，而这些风险资产大多集中在高收益债券和股票上。一旦出现预期逆转，金融机构对这些高风险资产出现集中抛售，将导致信用溢价超预期升高，并进一步强化市场的波动性。

大型非银行金融机构的跨境资产配置同样会产生新的波动率传导机制。BIS 的数据显示 EME 的海外信贷自 2008 年之后逐渐由基金购买债券的形式取代了传统的银行信贷，这预示着下一次的危机扩散极有可能是通过资产组合来传导。特别是在 2008 年之后 CIP 准则完全崩溃，汇率风险的对冲成本变得更加依赖于美元流动性，并且汇率风险将直接影响资产的收益率，因此，金融市场深度不足的国家在受到冲击时将表现的更脆弱。在跨境资产配置中，日本金融机构的对外资产头寸规模最大。由于日本国内缺乏高收益资产，日本的资金倾向于流向美国以购买高收益资产，其中日本银行是 CLO 产品最大的边际买家，BIS 的数据显示日本银行持有 2019 年发行的 CLO 产品 33% 的头寸规模，因此信用市场将明显受到日本银行头寸规模的影响。波动率的跨境传导具有两个不同的驱动因素：第一，收益率的变化。日本大型机

⁵ IMF 2019.

构投资者在购买美国资产时，需要对冲汇率风险。即使汇率对冲成本不变，如果美国资产收益率持续下降甚至低于日本国内资产回报率，则日本投资者将不得不调整资产组合，抛售 CLO 产品进而直接导致信用利差的上升。第二，汇率对冲成本的冲击。日元兑美元的货币基差互换波动率极不稳定。日元作为国际货币市场的主要融资货币之一，其对冲成本的变化会导致以日元为融资货币的 EME 国家在短期出现偿债压力（相同的机制也体现在以欧元或瑞郎为融资货币的国家，G7 国家的基差互换倾向于同步运动）。日元对冲成本过高会影响日本银行资产组合的最终收益率，而因此产生的资产组合调整同样也会带来信用利差的上升。

四、EME 国家的外部融资风险

2019 年，全球低利率环境和对 EME 国家增长的正面预期支撑了 EME 国家资产价格走高和资金的流入。经历 2018 年年底全球资产的“股债双杀”之后，风险偏好反弹提高了投资者对 EME 债券的需求（图 7），2019 年前三季度通过共同基金和 ETF 流入 EME 债券市场资金累计约 250 亿美元⁶。长期美债利率的大幅度下降是 EME 国债尾部风险降低的主要驱动因素——有研究表明⁷在 1% 的显著性水平下，EME 的国债收益率变化与美国十年期国债收益率变化相关性最高（而其它因素，如通胀预期、期限溢价和通胀风险溢价等在 1% 置信水平下均不显著），美国 10 年期国债收益率每变化 1%，EME 国债收益率变化 0.575%。

外部资金大规模流入 EME 主要是以 Carry Trade 的形式，对于 EME 而言，Carry 是一种短期刺激，长期而言则是慢性毒药——资金流入 EME 国家推动负债端迅速增加，使得 EME 更容易受到美元流动性溢价的变化的冲击。对于这些投资资金而言，他们没有银行那样庞大资产负债表，以便在风险暴露时能用资产负债表吸收部分风险；同时 EME 国家的金融市场深度普遍不足，

⁶ EPFR Flow of Funds Infographic Oct 2019.

⁷ Mehrotra A N, Moessner R, Shu C. Interest rate spillovers from the United States: expectations, term premia and macro-financial vulnerabilities[J]. 2019.

缺乏相应的风险对冲工具和产品，风险暴露时几乎只能以抛售止损的形式进行风险规避。

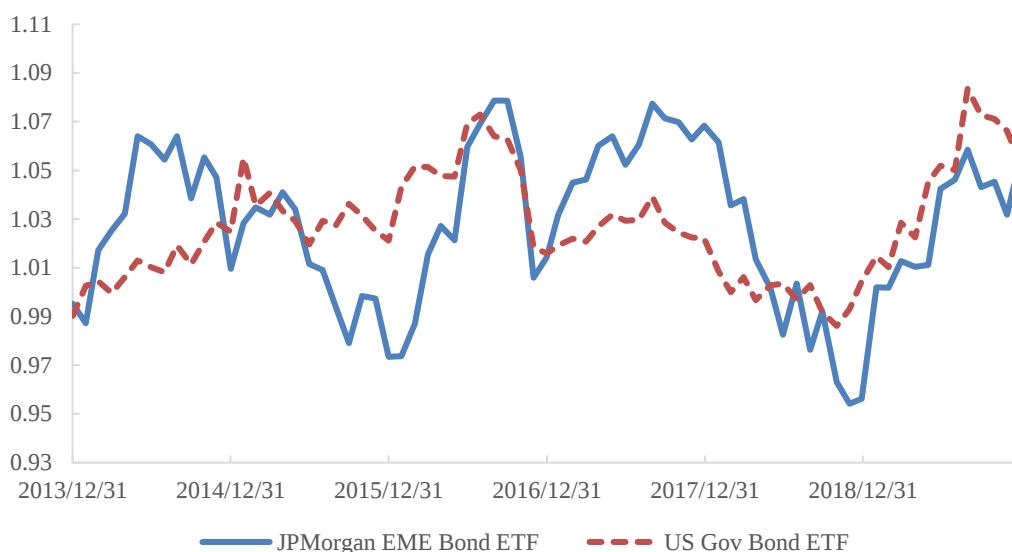


图 7 新兴市场债券 ETF 与美国政府债券 ETF 自 2013 年 11 月以来的增长
来源：Wind。

注：以 2013 年 11 月末为基准的净值曲线。

就中国而言，面对的外部风险点主要有两个：第一，警惕外部资产波动率的传导风险。目前的脆弱点在于发达经济体的高收益债信用风险，波动率会通过跨国资本的资产组合调整形成各个不同国家市场的尾部风险聚集效应——其最直观的表现形式是欧元、英镑与人民币波动率的收敛程度自 2019 年以来越来越高（图 8），这也体现了中国与全球金融市场的挂钩程度持续加强。第二，关注中国持有较大的 EME 国家的信用风险暴露。相关研究对中国的海外信贷地图做了详尽的描述⁸，发现截止 2018 年，中国拥有约 1.6 万亿美元美元的海外放贷，而这些信贷都是以直接贷款和贸易信贷的形式，拥有最优先偿付权，且大部分都有抵押品。而背负此类债务最多的国家往往存在债务可持续的问题，因此，中国对 EME 国家的风险暴露主要存在于两点，一是数据不完整造成对这些国家的风险资产定价构成严峻挑战，国内的放

⁸ Horn S, Reinhart C M, Trebesch C. China's Overseas Lending[R]. National Bureau of Economic Research, 2019.

贷机构进行风险管理时比较困难；二是一旦发生违约，这部分的隐藏风险会对银行的资产负债表管理带来压力。

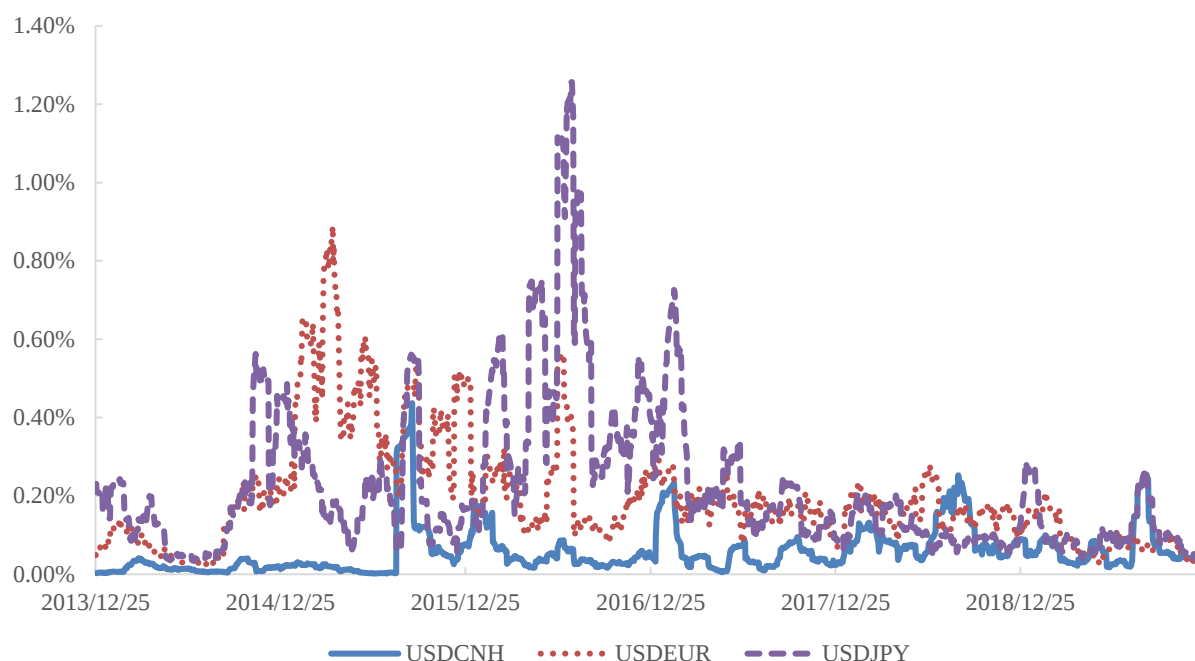


图 8 人民币、欧元和日元兑美元的已实现波动率

来源：国家金融与发展实验室。

注：每 22 日滚动波动率。

五、关注美元流动性的变化

美元在全球经济中具有明显的主导地位，市场普遍以美元计价和普遍使用美元作为全球价值链营运资本的融资货币，两者之间的相互作用也将美元的周转与国际贸易波动紧密联系在一起（图 9）。美元的主导地位和跨境债权的美元化意味着美国的货币政策冲击会从国际金融市场迅速传导到美国境外。美国货币政策的跨国传导主要通过资产价格、风险溢价、信贷创造、信贷流动以及金融杠杆来发生作用。美元扩张机制本质上相当于美国在创造安全资产的同时买入风险资产，而其他国家特别是新兴市场则同时在累计美国国债这一安全资产。由于风险资产与安全资产流动性之间的不对称性，美国相当于在正常时期对世界其他国家收取保费，而在危机时期提供保险，其本质是一种 **Short Gamma**, **Short Volatility** 的行为，进而导致美元汇率的波动率越来越低（见

图 8)⁹。对于安全资产持续的需求使得美国必须不断发行美元资产,这包括美国国债以及其他私人部门的证券(例如次级贷款的 CDO 和杠杆贷款的 CLO),而长期来看,美国经济体量与其债务规模的背离最终可能会令投资者失去对于美元安全资产的信心。

2008 年之后离岸美元市场的结构性变化导致了美元融资成本的上升,包括美国更为严格的流动性监管规定以及大量非银行金融机构参与海外美元市场¹⁰,这些都抑制了美元的套利交易活动,导致了 CIP 准则的失效,最明显的结果是 2008 年以来货币互换基差长期为负值。虽然近年来美国国内美元的供应充足,然而离岸美元融资市场的压力仍然频现。离岸美元融资成本上升可能会提高非美银行的违约风险,从而增加这些银行所在国的金融风险。非美银行可能被迫通过减少跨境信贷的方式缩减资产负债表,这一行为会令金融风险形成外溢。而那些跨境贷款的借入方的 EME 国家,特别是对于高度依赖外部融资的国家来说(例如印度),当美元流动性紧缩时,它们很难找到替代的融资渠道继续吸引跨境贷款;如果此时相应的提高国内收益率,又会进一步加剧国内的紧缩程度,不利于国内金融的稳定。

近年来,影响美元流动性的众多因素中,供给因素始终是更为主要的因素。美元供给受到货币政策和美国货币市场的影响,今年 9 月份美国国债逆回购市场的资金短缺造成了全球金融市场的波动,美联储也被迫重新开始扩表。目前来看,美元流动性的稳定只能通过联储扩表来解决,或者让市场寻找到其他替代性安全资产,而后者短期内根本无法实现。投资者需要密切关注美元流动性变化可能导致的风险。

⁹ Engel C, Lee D, Liu C, et al. The uncovered interest parity puzzle, exchange rate forecasting, and Taylor rules[J]. Journal of International Money and Finance, 2019, 95: 317-331.

¹⁰ Pozsar Z. Shadow banking: The money view[J]. Available at SSRN 2476415, 2014.

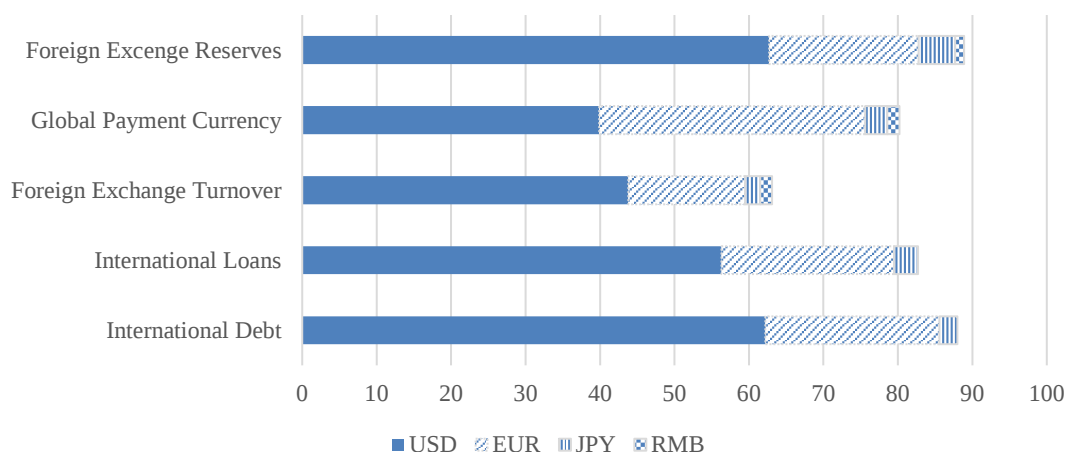


图 9 各个货币在全球金融交易中的占比（单位：%）

来源：BIS。

注：包括外汇和场外衍生品交易。

六、短期的展望

美联储在 2019 年 12 月份表示，将维持资产负债表规模不低于 2019 年 9 月份规模，预计 2020 年第一季度美元流动性逐渐充裕。美联储每周不低于 400 亿美元的债券购买量远高于欧洲央行每周 200 亿欧元的资产购买量，如果政策不发生大幅度变化，预计美元指数将会下跌。我们在第三季度的报告中给出了美联储只能以扩表来解决国债回购市场资金短缺的判断，因此从资产配置的角度而言大体维持上季度的策略不变——依然看好中国的中小盘股票和可转债，调低或规避 DME 和 EME 的债券，继续看好以铜为代表的工业品。

贵金属在经历了 2019 年较大的上涨后，于 2019 年 9 月份开始回调，受到伊朗局势的影响，今年 1 月份再度冲高后回落。贵金属受到美元指数下跌预期的驱动可能会令价格再次上涨，然而黄金投机头寸的拥挤度依然偏高，将贵金属作为对冲手段更合理。

投资者在第二季度以后，需要特别关注日本央行的货币政策是否有重大调整，并关注美联储的货币政策是否随之变化，原因如本文中“低利率环境下的资产组合风险”一节中所述。

附件一：全球债券市场观察

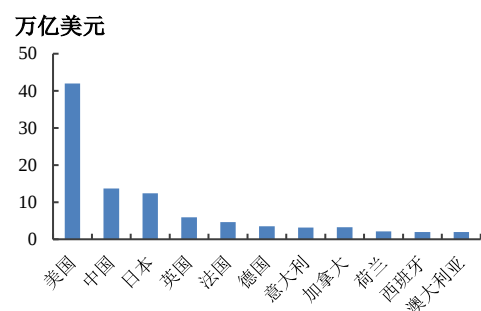
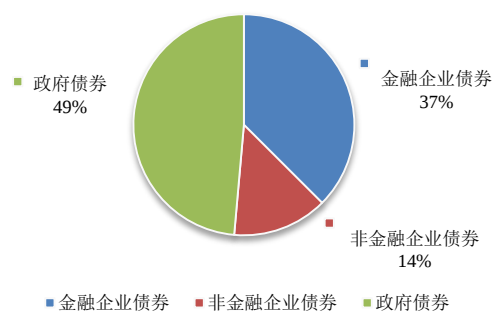
- 截止 2019 年第二季度，全球未偿债券余额为 103.93 万亿美元，同比上升 2.89%。中国自 2018 年底首次超越日本后，继续保持全球第二大债券市场地位。
- 2019 年主要发达经济体国债收益率整体呈现“牛平”态势，但在第四季度转为“熊陡”；除中国外的主要新兴经济体国债收益率水平普遍“下行”，中国则呈现“M”型小幅震荡态势。2019 年，美国国债收益率曲线一度倒挂，逼近 2007 年金融危机时期最低点，预示未来美国经济存在衰退风险；但随着曲线形态逐渐“正常化”，未来美国经济衰退的预期又有所淡化。展望 2020 年，在中美贸易摩擦阶段性缓和、经济基本面改善、投资者风险偏好抬升的条件下，美国国债收益率预计延续“熊陡”态势；即使美国经济出现轻微衰退迹象，在流动性已十分充裕、股市高估值、美国大选的背景下，美联储降息和收益率下行的空间相对有限；中国在经济增速下行趋缓、通胀降低、货币政策保持稳健中性的条件下，收益率曲线或将延续震荡态势。
- 2019 年中美 10 年期国债利差由历史低位迅速拉升至 150BP，逼近历史最高点，在年底有小幅回调。展望 2020 年，在美国国债收益率上行、中国国债收益率保持震荡的条件下，中美 10 年期国债利差或将收窄。
- 2019 年由于货币政策与经济环境的不一致，主要经济体利差水平有上有下。其中，美国利差水平呈“W 型”、中国利差水平持续下行、日本和欧元区则保持小幅震荡。展望 2020 年，考虑到流动性边际收紧以及信用债供给增加的情况，利差水平或将走阔。

一、全球债券市场发展

（一）全球债券市场存量

全球债券市场未偿余额约占世界 GDP 的 121%，其中 39% 的规模在美国；中国自去年年底首次超过日本后，继续保持全球第二大债券市场地位。截止 2019 年第二季度，全球未偿债券余额（含国内、国际债券）为 103.93 万亿美元，同比上升 2.89%，环比下降 0.65%。其中，政府债券占比 49%，金融企业占比 37%，

非金融企业占比 14%。债券市场规模最大的国家依次为美国、中国和日本，其全部债券的未偿余额分别为 40.2、13.8 和 12.8 万亿美元，与 2018 年同期相比中国增加 11.98%，而美国和日本分别减少 0.38% 和 1.63%。美国约占全球债券市场未偿余额的 38.7%，三者之和约占全球债券市场未偿余额整体规模的 64%。

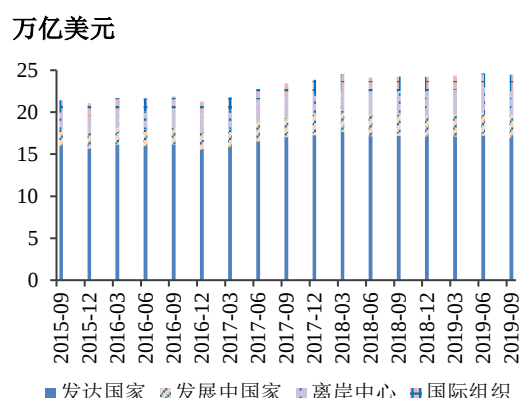


附图 1 全球未偿债券余额结构

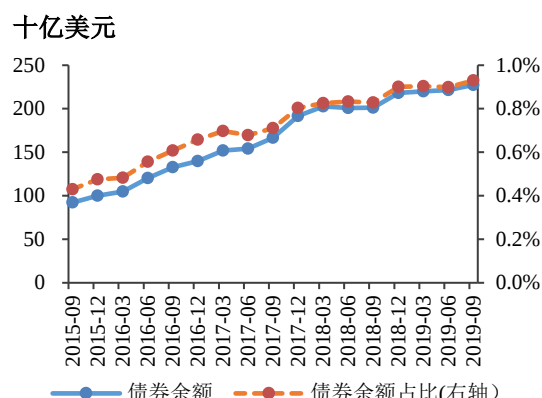
附图 2 全球主要国家未偿债券余额

注：未偿债券包括国内和国际债券，各国未偿债券余额为 2019 年二季度末公布数据。

资料来源：BIS。



附图 3 国际债券未偿余额



附图 4 中国国际债券未偿余额及占比

注：国际债券余额为 2019 年三季度末公布数据。

数据来源：BIS。

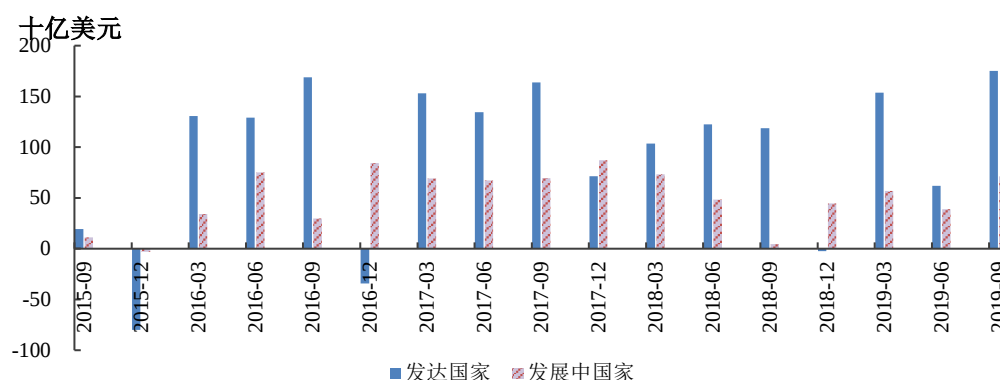
全球债券市场未偿余额中约有 24% 为国际债券¹¹，其中发达国家占国际债券未偿余额的 69.4%。截至 2019 年第三季度末，国际债券未偿余额总体规模为 24.45 万亿美元，约占全部债券未偿余额的 24%。其中，发达国家国际债券未偿

¹¹ 发行人居住地如与证券注册地、发行法规颁布地、挂牌市场所在地三项中的任一项不符，则视为国际债券。

余额始终占据主导地位，其规模约占国际债券未偿总金额的 69.4%。随着经济回暖，发达国家国际债券未偿余额自 2017 年开始触底反弹，2018 年第 1 季度后由于紧缩政策又有所回落。但其占国际债券未偿总金额的比例不断缩小，由 2010 年第一季度的 83.5% 下降为 2019 年第三季度的 69.4%。发展中国家国际债券未偿余额比例较小，但其规模和份额均稳步上升。从 2008 年末的 0.89 万亿美元增长到 2019 年第三季度末的 2.72 万亿美元，占总规模的比例也从 4.7% 上升到 11.1%。其中，截至 2019 年第三季度，中国国债债券余额为 2275 亿美元，占总规模的比例为 0.93%。

（二）全球债券市场发行量

2019 年前 3 季度发达国家和发展中国家国际债券净发行总额较去年同期均有所增加，但各个季度发行分布不均匀。2019 年前 3 季度，发达国家国际债券净发行 3907 亿美元，同比增加 13.4%；发展中国家国际债券净发行 1669 亿美元，同比增加 32.7%。其中，2019 年第二季度，随着全球经济增速的持续放缓，发达国家和发展中国家国际债券发行量较上一季度和去年同期均有所回落。其中，发达国家国际债券净发行 619 亿美元，环比减少 59.7%，同比减少 49.4%；发展中国家国际债券净发行 390 亿美元，环比减少 31.2%，同比减少 19.1%；2019 年第三季度，全球降息浪潮促使发行成本降低，国际债券净发行出现明显回升。其中，发达国家国际债券净发行 1751 亿美元，环比增加 183.0%；发展中国家国际债券净发行 712 亿美元，环比增加 82.4%。

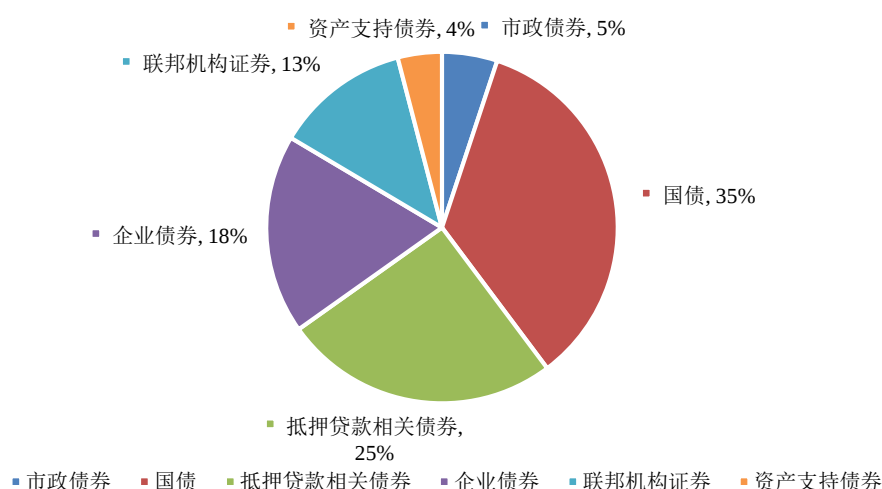


附图 5 国际债券净发行额

数据来源：BIS。

2019 年 1~11 个月美国债券累计总体发行 74318 亿美元，规模较去年同期上

升 6.3%。从结构上看，由于美国财政政策刺激，2019 年 1~11 月政府类债券（包括国债、市政债券和联邦机构债券）发行 38784 亿美元，同比增加 14.9%，占比由去年同期 48.5%升至 52.2%；信用类债券（包括企业债券、抵押贷款相关债券和资产支持证券）发行 35534 亿美元，较去年同期略降 0.9%。



附图 6 2019 年 1~11 月美国债券市场的发行构成

数据来源：WIND。

二、全球债券收益率情况

（一）国债收益率曲线情况

1. 发达国家国债收益率情况

2019 年，全球经济增速持续放缓、需求疲软、通胀走低等因素，促使美日欧发达经济体国债收益率走势基本保持一致，延续了年初以来的“牛平”态势；但在第四季度，在中美贸易摩擦缓和，投资者风险偏好回暖等因素，收益率曲线转为“熊陡”态势。

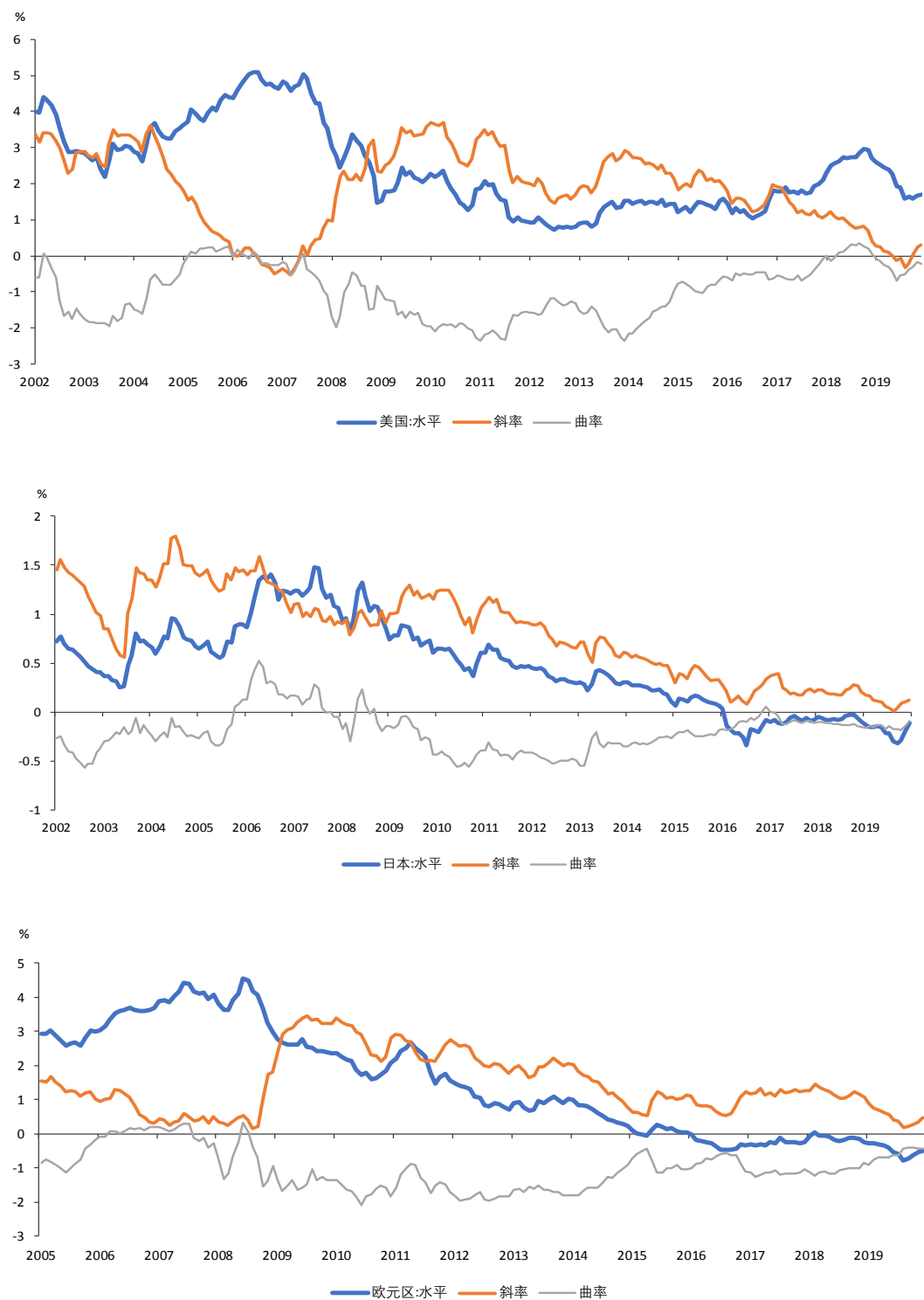
2019 年以来，美国国债收益率整体呈现“牛平”态势，但在第四季度转为“熊陡”。其中，曲线水平由年初 2.58%快速下行，至 2019 年第三季度末已降至 1.59%，下行幅度将近 100BP，之后又反弹至年末的 1.71%；斜率持续变平，5~9 月份进入负区间，逼近 2007 年金融危机时期的最低值，但四季度开始斜率由负转正。在全球经济增速放缓，国内通胀疲软、连续多月低于 2%目标值，美联储 2019 年年内 3 次降息的背景下，美国国债收益率急速下行。之前，2018 年美联储 4 次加息促使收益率曲线的上扬，也为此次收益率曲线的下行提供了足够

空间。收益率曲线持续扁平化甚至倒挂，往往预示着经济步入衰退的风险。此次，收益率曲线斜率的持续变平，一方面是由于市场的降息预期不断增强，而美联储迟迟未采取行动（直至 2019 年 8 月），市场自身提前反应；另一方面市场对未来经济持有的悲观情绪，甚至导致利率曲线倒挂。2019 年第四季度，随着降息预期落地、中美贸易摩擦缓和，收益率曲线水平和斜率触底反弹。

2019 年以来，日本国债收益率曲线跟随美国同样走出先“牛平”后“熊陡”的形态。其中，曲线水平全年位于负区间，由年初-0.15%下行至低点-0.31%，之后又反弹至-0.11%，全年波动 20BP；斜率持续变平，一度逼近负区间，为 2007 年危机以来的最低值。目前日本经济仍处于缓慢复苏阶段，经济增长连续 4 个季度低于 1%，生产和出口出现下跌，自 5 月份以来制造业 PMI 连续 8 个月位于收缩区间；通胀也相对疲软，连续 12 个月低于 1%。在全球普遍降息的环境下，日本年内保持了货币政策稳定，在第四季度，在中美贸易摩擦缓和、投资者风险偏好回暖的情况下，收益率曲线水平和斜率触底反弹。

2019 年以来，欧元区公债收益率曲线同样跟随美国呈现先“牛平”后“熊陡”的形态。其中，曲线水平全年位于负区间，由年初-0.26%下行至低点-0.79%，之后又反弹至-0.49%，全年波动 53BP；斜率持续变平，一度逼近负区间，为 2007 年危机以来的最低值。欧元区经济复苏缓慢，通胀持续疲软，以及英国脱欧的不确定性，叠加美国对欧盟的关税压力，促使欧元区国债收益率下行。目前，欧元区有超过一半国家国债收益率跌为负值。

2019 年，由于全球经济增速放缓、贸易冲突加剧、各个央行普遍降息、投资者情绪悲观的情况下，发达经济体收益率下行幅度已比较充分，进一步下行空间有限。展望 2020 年，在中美贸易摩擦缓和并将签署第一阶段经贸协议、投资者情绪回暖的条件下，发达经济体国债收益率或将保持“熊陡”态势。



附图 7 主要发达经济体国债收益率曲线水平

数据来源：WIND，国家金融与发展实验室。

2. 新兴经济体国债收益率情况

2019 年，在全球经济增速放缓背景下，除中国外的主要新兴经济体国债收益率水平普遍“下行”，中国则呈现“M”型小幅震荡态势。

2019 年以来，印度国债收益率曲线水平持续下行，但斜率则呈“M”型波动。其中，水平下行至 6.16%，与年初相比下行超过 100BP。印度经济增速持续快速下滑，由 2018 年第一季度 7.91%急速降至 2019 年第三季度的 4.33%，为 6 年以来的最低水平。为应对经济增速的快速下滑，印度分别在 2 月、4 月、6 月、8 月、10 月连续降息，目前基准利率为 5.15%。正是由于货币政策的频繁操作，导致国债收益率曲线长、短期限下行幅度的不一致，曲线斜率走势也不断变化。

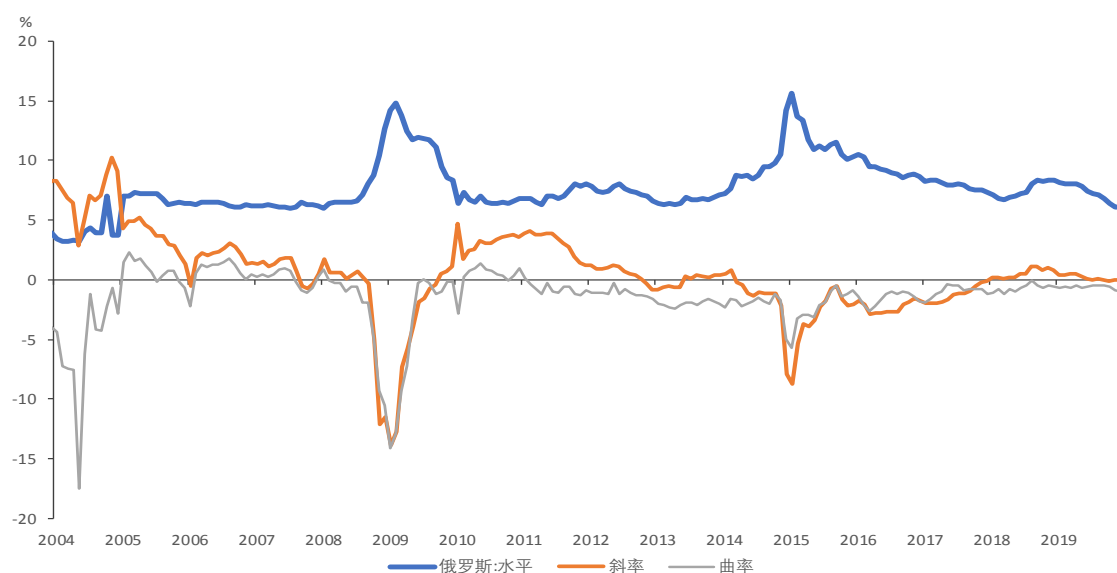
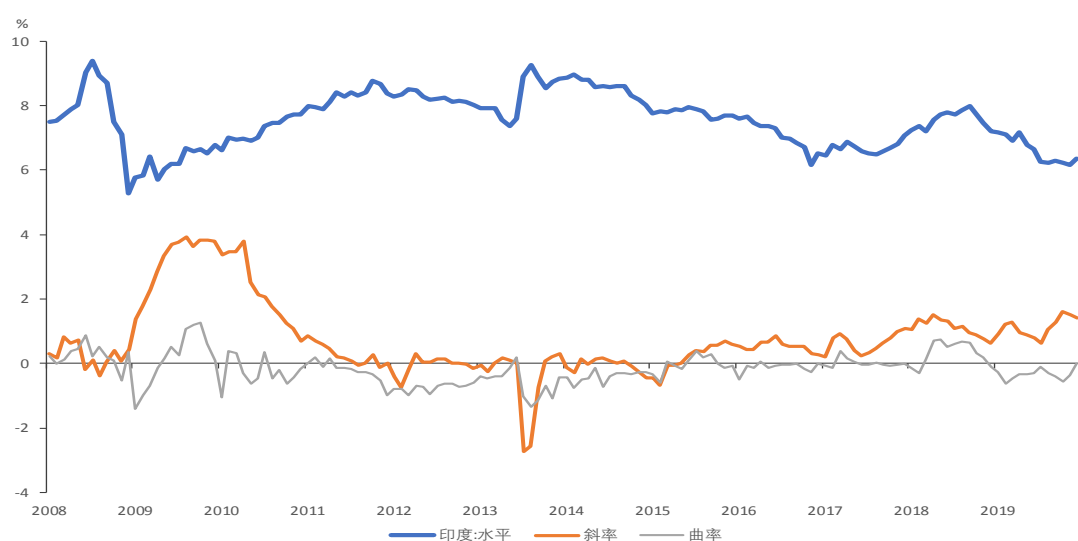
2019 年以来，俄罗斯国债收益率曲线保持“牛平”态势。其中，水平下行至 6.04%，与年初相比下行约 200BP；斜率由持续走平。2019 年，在全球经济增速放缓、油价疲软以及经济制裁仍未放松的条件下，俄罗斯上半年经济增速为 0.7%，较 18 年 2.3%的增长由较大幅度下降。同时，俄罗斯央行在 6 月、7 月、9 月、10 月、12 月连续降息，目前基准利率为 6.25%。因此，收益率曲线水平持续下行，斜率持续变平。

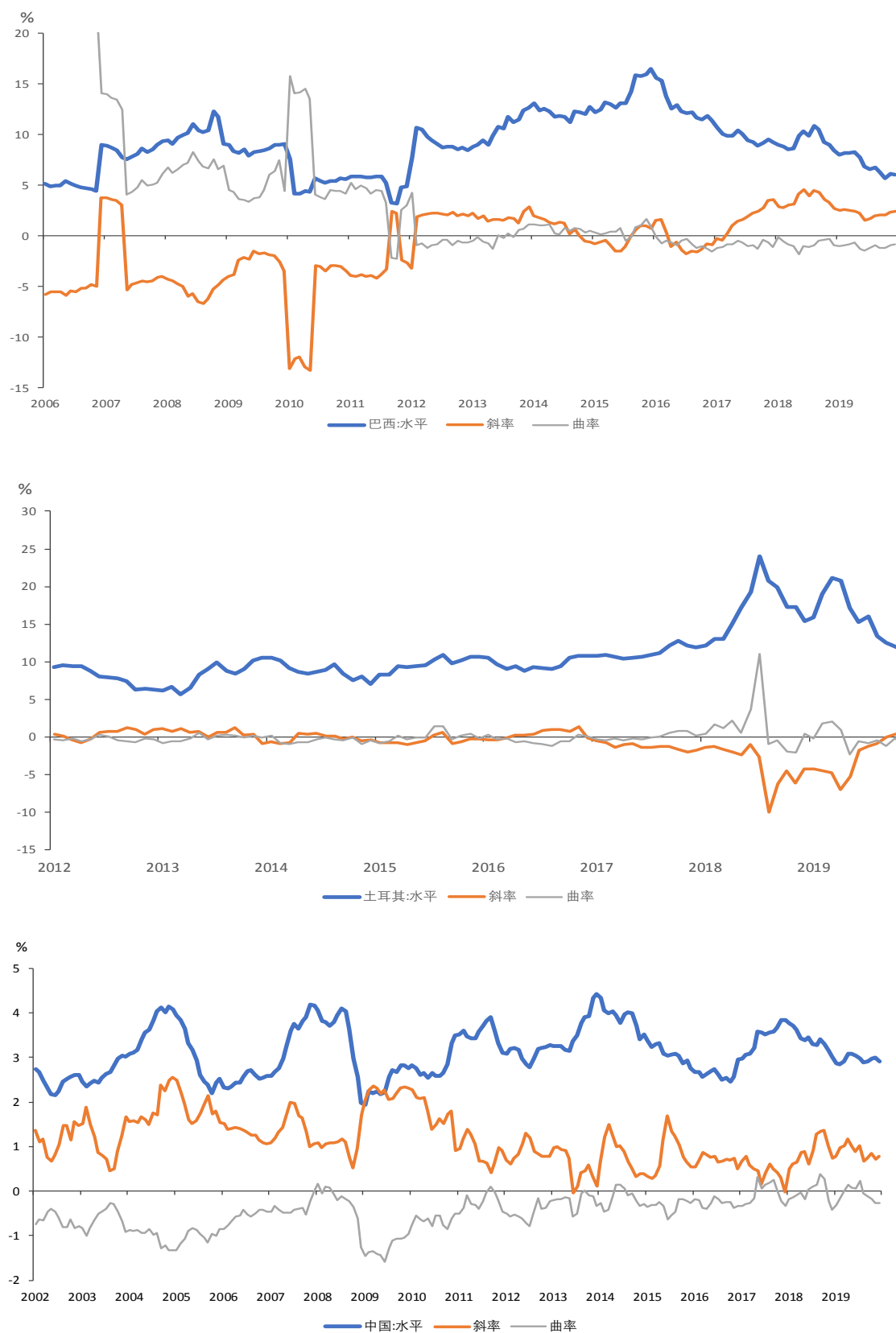
2019 年以来，巴西国债收益率曲线水平持续下行，但斜率由上半年走平转为第 3 季度走陡。其中，水平下行至 5.58%，与年初相比下行约 250BP。2019 年上半年，巴西经济 GDP 增长仅为 0.7%，经济增长预期和通胀预期也有所下调。在币值维持相对稳定后，目前巴西分别于 8 月、9 月、10 月和 12 月分别降息 50BP，目前基准利率为 4.50%，导致斜率在第 3 季度开始走陡。

2019 年以来，土耳其国债收益率曲线呈现由熊平转为牛陡的态势。其中，水平由年初 15.4%升至 4 月份的 21.1%，后又降至 12 月的 11.5%，波动约 960BP；斜率保持负区间，先走平后走陡。2019 年，因与美国政治冲突加剧，土耳其里拉兑美元在 18 年大幅贬值的前提下，年初至 5 月底又贬值近 20%，在通胀维持在高位的情况下，国债收益率水平急剧上升。之后，随着通胀下降及币值的稳定，收益率曲线水平在高位回调。同时，土耳其央行分别在 7 月、9 月、10 月和 12 月连续降息，目前基准利率为 13.5%，斜率随之走陡。

2019 年以来，中国国债收益率曲线水平呈现“M”型小幅震荡，斜率走势与水平保持同向。其中，水平低点位于年初 2.86%，高点位于 4 月的 3.09%，全年小幅波动约 20BP。2019 年，在全球经济增速放缓的大环境下，国内由于减税降费、政府债券放量发行等积极财政政策支持，第一季度 GDP 增长与 18 年第

四季度持平为 6.4%；同时，通胀的持续回暖以及中美贸易谈判的顺利推进，国债收益率曲线水平上行。但随着中美贸易谈判出现裂痕，中美贸易冲突不断升级，国内经济增速下行至第三季度的 6.0%，PMI 指数在 5 月进入收缩区间，收益率水平也跟随全球主要国家开始下行；第四季度，由于通胀的急剧上升以及中美贸易冲突缓和，收益率曲线又扭转上行；年末由于 LPR 改革及降准，引导收益率下行。2019 年，经济基本面主导收益率曲线走势，货币政策保持相对稳定，国债收益率曲线长端相对短端变化更为敏感和剧烈，因此，收益率曲线斜率与水平保持同向变动。





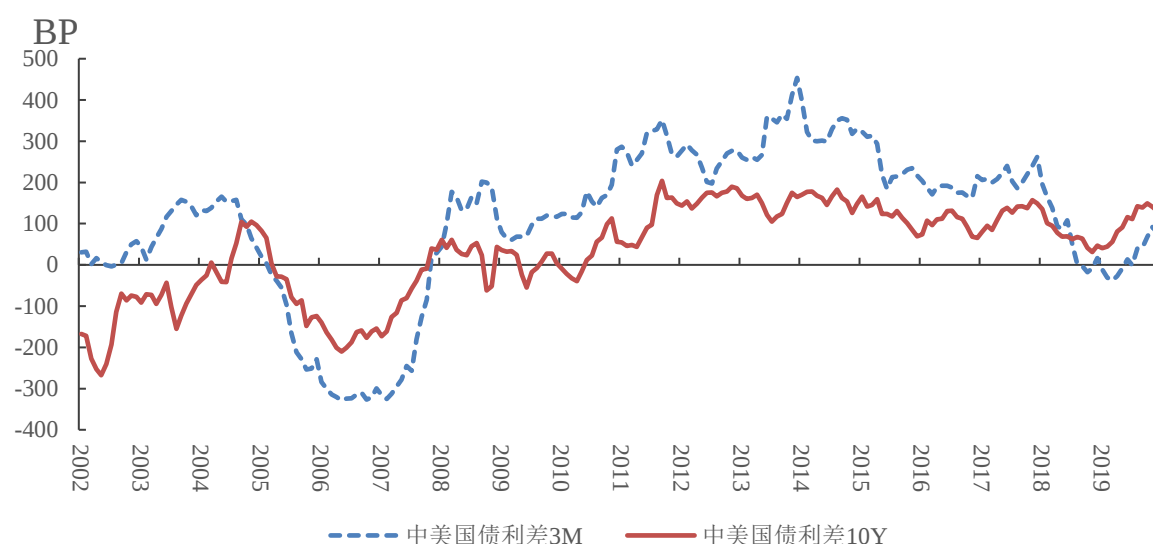
附图 8 部分新兴经济体国债收益率曲线水平

数据来源：WIND，国家金融与发展实验室。

3. 中美国债收益率利差情况

2019 年以来，中美国债 10 年期利差从危机以来低位区间快速走阔；国债 3 年期利差也终于摆脱倒挂，由负区间步入正区间。就收益率曲线短端来看，由于美国 2018 年紧缩货币政策，美国短端国债收益率快速上行，自 2018 年下半年至 2019 年上半年，中美利差基本处于倒挂状态，在 2019 年第三季度终于步入正区间，至年底升至 77BP。就收益率曲线长端来看，2019 年以来中美国债 10 年期收益率走势分化明显，中国小幅震荡，而美国则持续快速下滑，中美利差已由年初的 41BP 急剧上行至 10 月的 149BP，逼近历史最高值；之后则小幅回调。

展望 2020 年，在预期美国收益率曲线上行，中国收益率保持震荡的条件下中美利差平或将继续收窄。



附图 9 中美国债利差情况

注：利差等于中国国债对应期限收益率减去美国国债对应期限收益率。

数据来源：WIND。

（二）利差曲线情况

本文中，利差曲线指同一信用等级、不同期限信用债收益率与对应期限国债收益率曲线的利差组成的一条曲线。通常，利差可以分解为信用风险溢价和流动性风险溢价。其中，经济增速和信用事件影响信用风险；货币政策和信用债供给影响流动性风险。

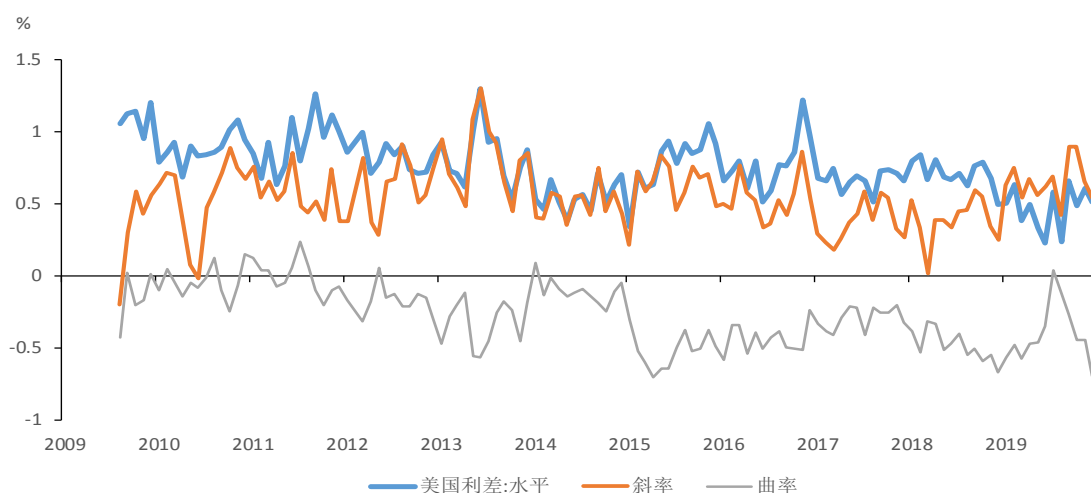
1. 发达经济体利差曲线情况

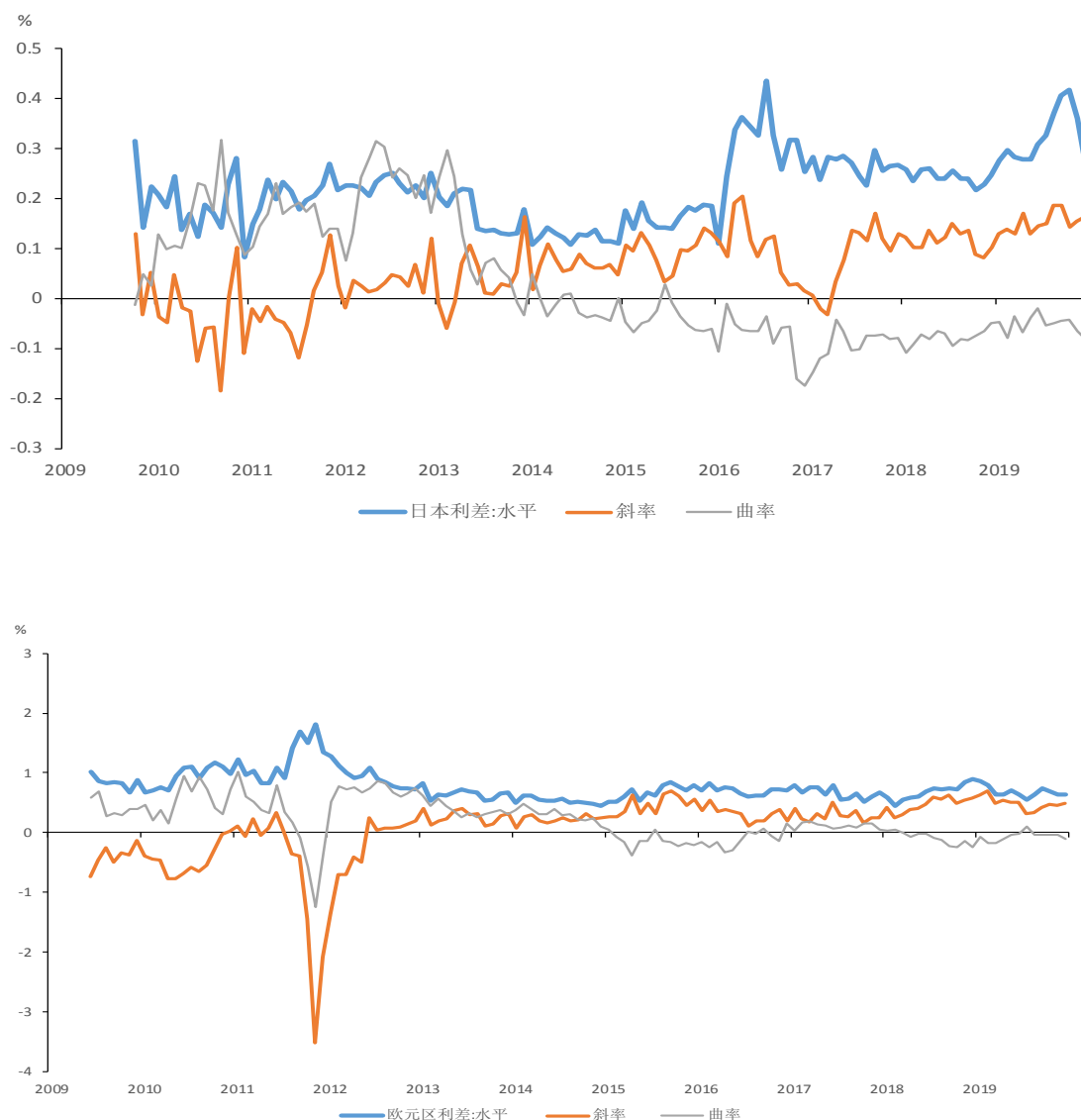
2019 年，由于经济环境和货币政策实施时机的不同，发达经济体利差曲线的走势也不尽相同。

2019 年以来，美国利差水平呈“W”型。2019 年第一季度，中美贸易缓和、美国暂缓加息，在经济增速保持强劲的背景下，美国利差水平有较为明显的下行；进入第二季度，由于全球经济增速放缓，增长预期下调，美国利差水平震荡上行；2019 年第三季度，降息及宽松政策预期对冲经济增速放缓，美国利差水平震荡下行；2019 年第四季度，由于信用债的发行大幅增加，美国利差水平震荡上行。展望未来，美国利差水平或因流动性边际收紧和信用债供给增加而走阔。

2019 年以来，日本利差水平呈倒“V”状，快速上行后又急速下行，一度逼近 2009 年以来最高值。2019 年由于全球经济增速放缓，日本国内通胀持续走低，且货币政策空间有限，导致日本利差水平急剧上升；第四季度由于日本国债收益率触底反弹，导致利差水平急速收窄。目前，日本利差水平位于 16 年以来的平均水平。展望未来，日本利差水平在货币政策保持稳定情况下，或将走阔。

2019 年以来，欧元区利差水平整体保持小幅震荡下行。2019 年上半年由于欧元区继续推行量化宽松政策，利差水平有小幅缓慢下行。2019 年下半年，由于对经济增速放缓的担忧进一步加深，利差水平小幅上行，随着降息落地，利差水平又小幅收窄。展望未来，在欧元区宽松政策空间有限，欧元区利差水平或将走阔。





附图 10 主要发达经济体利差曲线情况

注：利差=(美、日、欧)A 级信用债收益率-国债收益率

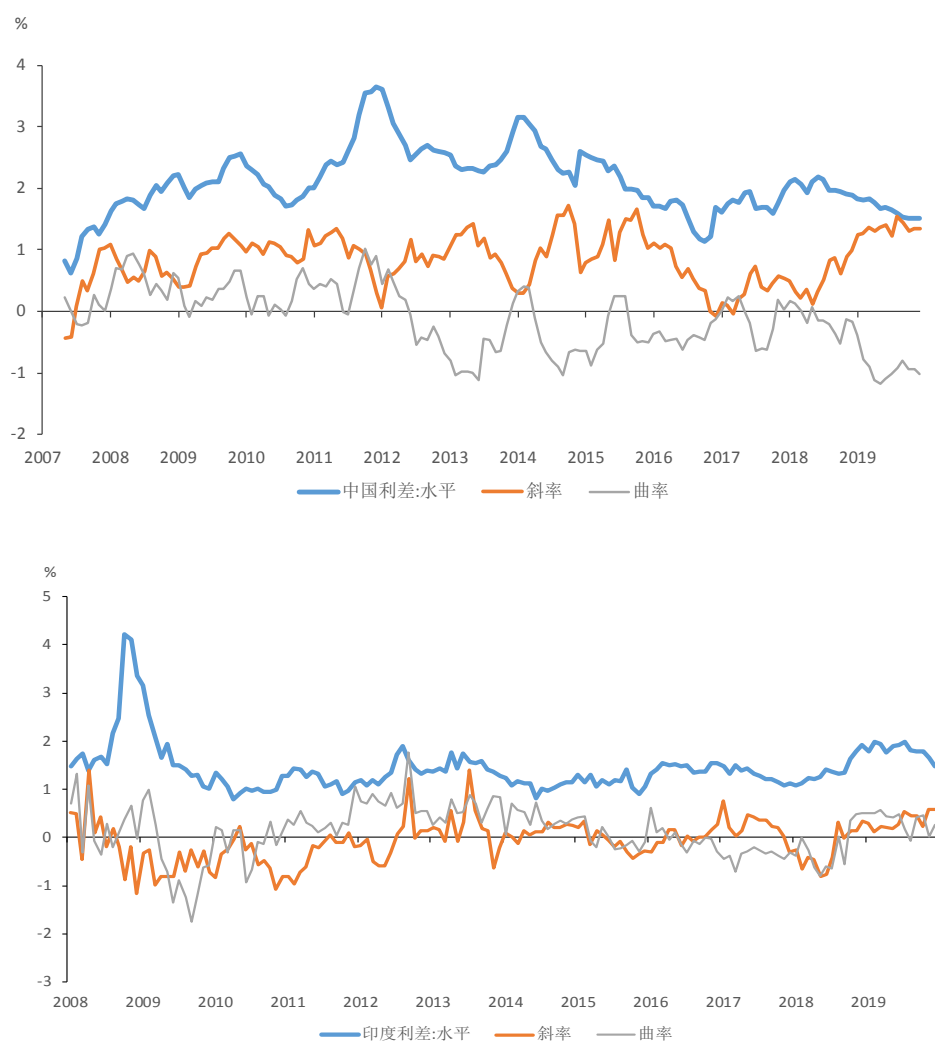
数据来源：Bloomberge、中债信息网、国家金融与发展实验室。

2. 新兴经济体利差曲线情况

2019 年以来，中国利差水平保持下行态势，主要是因为采取了包括降准、创设风险对冲工具在内的一系列纾困政策，“宽货币向宽信用传导”功效逐渐显现，同时流动性保持合理充裕，得以对冲风险事件频发和经济下行。展望未来，在中国经济增长面临下行压力，政策当局加强“逆周期调节”两方面因素的作用下，中国利差水平或将保持震荡态势。

2019 年以来，印度利差水平先小幅震荡上行后震荡下行。19 年上半年印度

经济增速明显下滑，其利差水平小幅上行，达到 2010 年以来最高点。进入 2019 年第三季度，在印度央行采取降息政策影响下，印度利差水平小幅震荡下行。展望未来，在货币政策宽松预期，同时经济增速尚未企稳的情况下，印度利差水平或将保持小幅震荡态势。



附图 11 部分新兴经济体利差曲线情况

注：利差=(中、印)AA 级信用债收益率-国债收益率

数据来源：Bloomberge、中债信息网、国家金融与发展实验室。

附件

本文通过构建三因子模型，刻画收益率曲线的形态特征，即将收益率曲线分解为水平因子、斜率因子和曲率因子。其中，水平因子刻画了当前收益率曲线所处的位置区间；斜率因子，刻画了收益率曲线的陡峭程度；曲率因子，刻画了收益率曲线的弯曲程度。

收益曲线的水平因子是整条收益率曲线的平均。它代表了收益率曲线的整体水平，数学表达式为

$$\text{Level} = \frac{1}{T} \int_0^T y(t) dt \quad (1)$$

对于离散的情形，水平因子是各个期限收益率的加权平均。

$$\text{Slope} = s_{\text{short}} * \Delta T_{\text{short}} + s_{\text{long}} * \Delta T_{\text{long}} \quad (2)$$

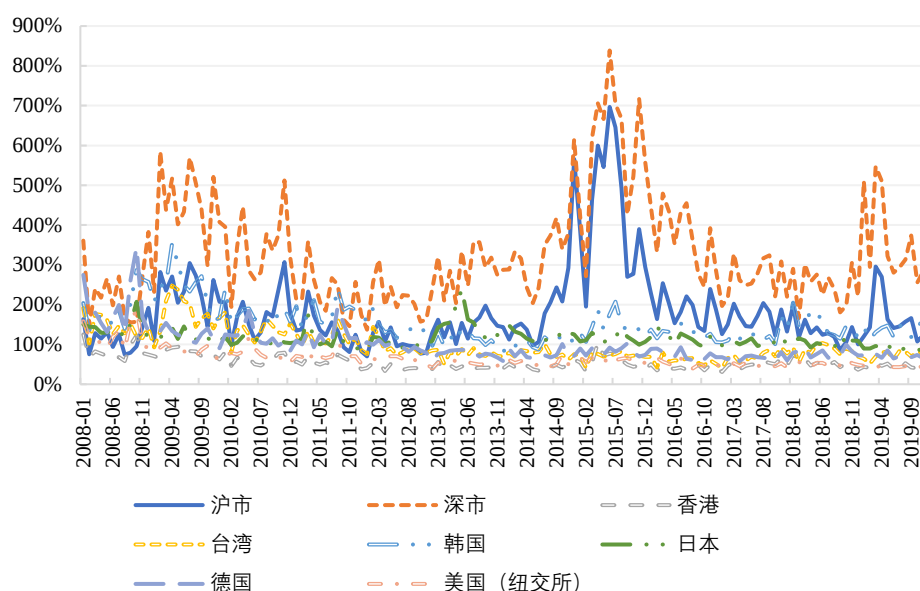
$$\text{Curve} = s_{\text{short}} * \Delta T_{\text{short}} - s_{\text{long}} * \Delta T_{\text{short}} \quad (3)$$

其中， $y(t)$ 表示期限为 t 的收益率， s_{short} 和 s_{long} 分别表示短端和长端的斜率， ΔT_{short} 和 ΔT_{long} 分别表示短端和长端期限长度。根据惯例，短端通常指 2 年期以内，长端通常指 2 年期至 10 年期。

附件二：全球股票市场估值报告

一、换手率

今年前 11 月沪市月均换手率 166.40%，深市月均换手率 362.08%，一改 2015 年以来的下行趋势（沪市 2015、2016、2017、2018 年月均换手率为 437.86%、192.44%、161.60%、129.68%；深市 2015、2016、2017、2018 年月均换手率为 593.25%、374.19%、264.54%、244.20%）。横向来看，与国际化程度较高的美国、德国、日本、香港、台湾和韩国的股市相比，换手率仍较高，美国（纽交所）、德国、日本（东京证券交易所）、香港、台湾和韩国交易所年初以来月均换手率分别为 44.59%、71.21%、89.69%、44.11%、73.13% 和 136.85%。



附图 1 换手率

资料来源：wind，中航证券金融研究所。

二、市场投资价值分析

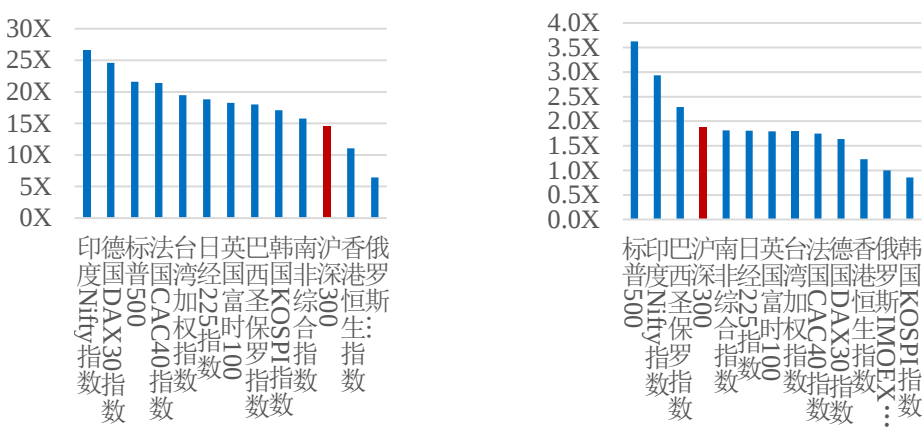
（一）估值水平

我们选取全球 13 个经济体的代表性指数进行对比。截止到 2019/12/31，Bloomberg 数据显示，沪深 300 指数 P/E (TTM, 下同) 为 14.55X，P/B (LF, 下同) 为 1.87X。横向对比全球其他主要市场，我国 P/E 估值低于全球（13 个经济体样本）平均水平（17.96X），P/B 略低于全球平均水平（1.88X）。

与发达市场相比，我国 A 股 P/E 估值低于德国 DAX30 指数（24.58X）、美国 S&P500 指数（21.60X）、法国 CAC40 指数（21.41X）、英国富时 100 指数（18.24X）、日经 225 指数（18.82X）、高于香港恒生指数（11.03X）；我国 A 股 P/B 估值除低于美国 S&P500(3.63X)外，高于英国富时 100 指数（1.79X）、法国 CAC40 指数（1.75X）、日经 225 指数（1.81X）、德国 DAX 指数（1.64），港恒生指数（1.23X）。

与新兴市场相比，我国 A 股 P/E 估值低于印度 Nifty 指数（26.51X）、台湾加权指数（19.45X）、巴西圣保罗指数（18.01X）及南非综合指数（15.78X），高于韩国 KOSPI 指数（17.09X）及俄罗斯 IMOEX 指数（6.45X）；我国 A 股 P/B 估值除低于印度 Nifty（2.93X）、巴西圣保罗指数（2.29X），高于南非综合指数（1.82X）、台湾加权指数（1.79X）、俄罗斯 IMOEX 指数（1.00X）和韩国 KOSPI 指数（0.86X）。

与 2018 年度末相比，我国 A 股 P/E 估值排名下降 1 位，P/B 估值排名均有所上升。上年末 A 股 P/E 为 11.24X，在 13 个经济体中排名第 10 位，2019 年度末排名第 11 位。2018 年末 A 股 P/B 为 1.46X，在 13 个经济体中排名第 8 位，2019 年末提升至第 4 位。



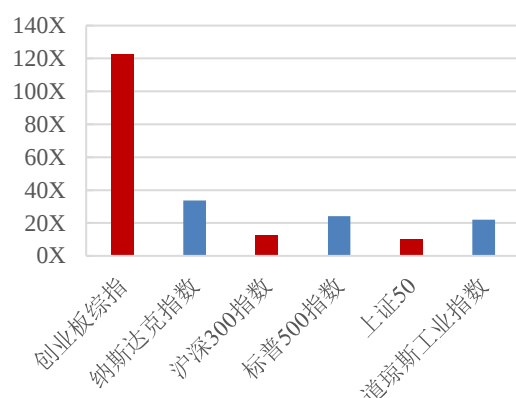
附图 2 全球主要市场 P/E（TTM）估值 附图 3 全球主要市场 P/B（LF）估值

资料来源：Bloomberg，中航证券金融研究所。

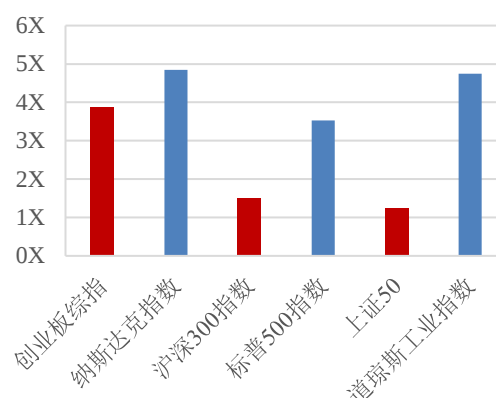
另外，我们重点比较了中美两国不同风格股票指数的估值情况，其中沪深 300 对标 S&P500，上证 50 对标道琼斯工业指数，创业板综指对标纳斯达克综指。根据 Wind 四季度末数据显示，P/E 方面，沪深 300(12.48X)低于 S&P500(24.07X)，上证 50 (10.00X) 低于道指 (21.94X)，创业板综指 (122.63X) 远高于纳斯达

克指数 (33.64X); P/B 方面, 沪深 300 (1.51X) 低于 S&P500 (3.53X), 上证 50 (1.23X) 低于道指 (4.74X), 创业板综指 (3.87X) 低于纳斯达克指数 (4.85X)。同时, 我们对比了不同风格指数相对市场整体的溢价 (折价) 水平, P/E 方面, 创业板综指/沪深 300 (9.83X) 高于纳斯达克指数/标普 500 (1.40X), 上证 50/沪深 300 (0.80X) 低于道指/S&P500 (0.91X); P/B 方面, 创业板综指/沪深 300 (2.57X) 高于纳斯达克指数/标普 500 (1.37X), 上证 50/沪深 300 (0.82X) 低于道指/S&P500 (1.34X)。

总的来看, 我国市场整体估值低于美国, 但存在结构性差异, 无论是从相对估值水平还是相对溢价上看, 我国小盘成长股估值高于美国, 而大盘蓝筹估值低于美国。与 2018 年度末相比, 2019 年度末 P/E 创业板综指/沪深 300 指数增加 142.38%, 纳斯达克指数/标普 500 指数环比增加 4.09%, 上证 50/沪深 300 指数减少 3.80%, 道琼斯工业指数/标普 500 指数减少 9.79%。在两国股市都处于震荡的时期, 中国小盘股相对大盘走势优于美国, 美国大盘股走势下行较为明显, 而中国大盘股下行趋缓。随着两国资本市场估值体系接轨, 不同风格股票估值存在上修 (下调) 空间。



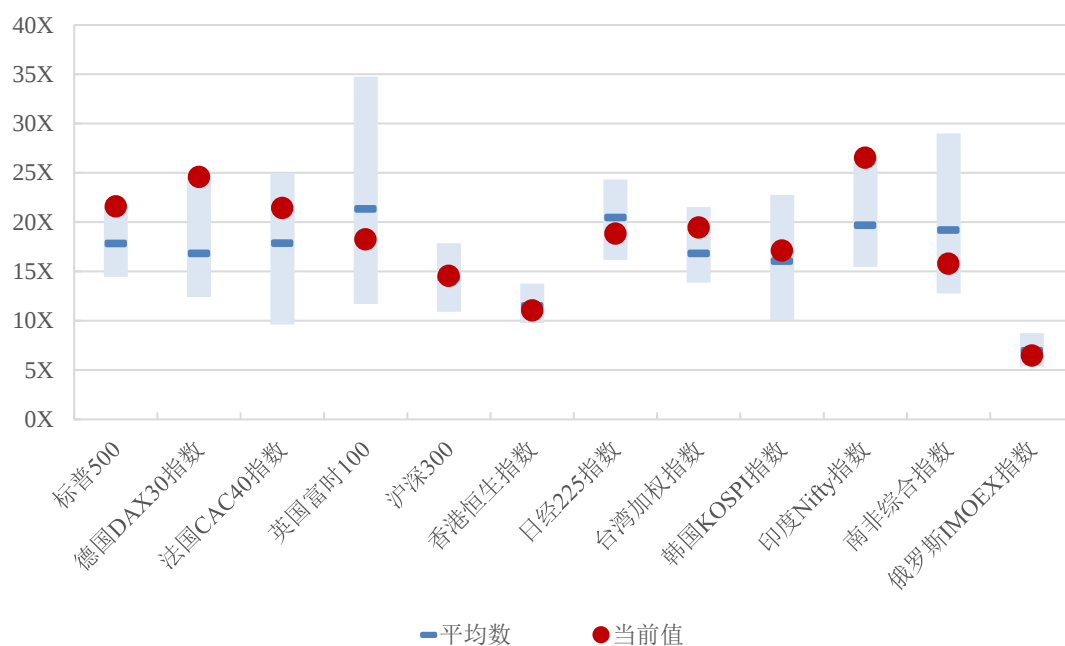
附图 4 中美不同风格指数 P/E 估值



附图 5 中美不同风格指数 P/B 估值

资料来源: Bloomberg, 中航证券金融研究所。

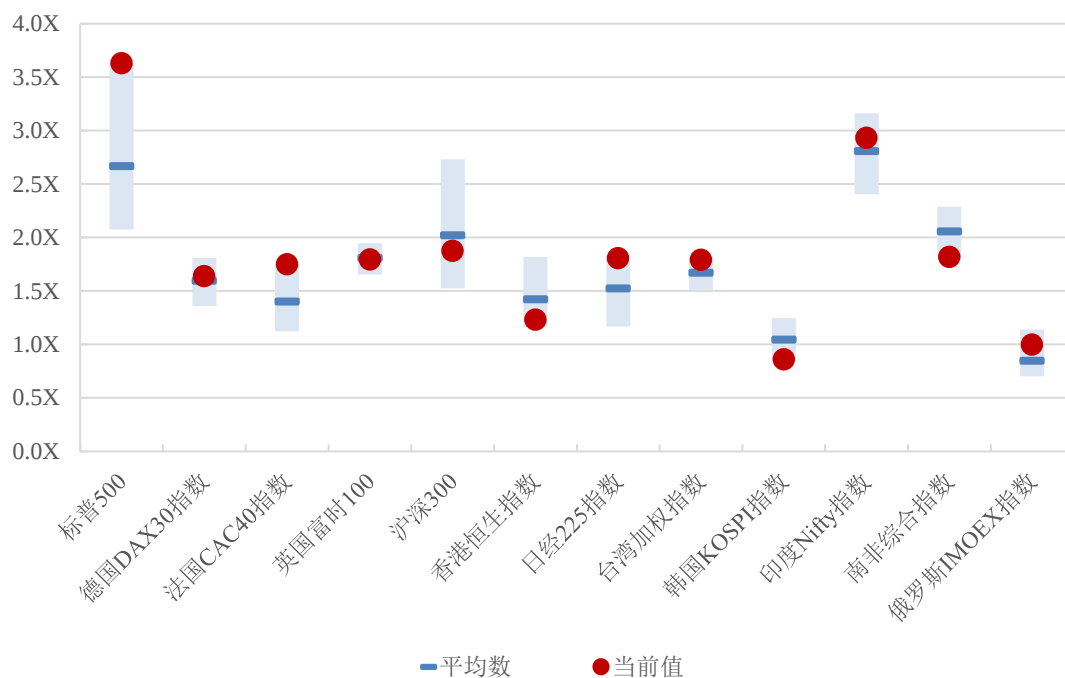
我们对比了全球主要指数 2009/12/31-2019/12/31 估值情况, 观察各指数目前所处历史分位。P/E 方面 (由于巴西估值区间过大, 图中予以剔除), 香港、日本、俄罗斯接近历史低点, 德国、印度接近历史高点; P/B 方面, 香港、韩国、南非接近历史低点, 美国、法国接近历史高点。



附图 6 全球股市 P/E 历史分位

注：长方形区域的顶端为历史九十分位，底端为历史十分位。

资料来源：Bloomberg，中航证券金融研究所。



附图 7 全球股市 P/B 历史分位

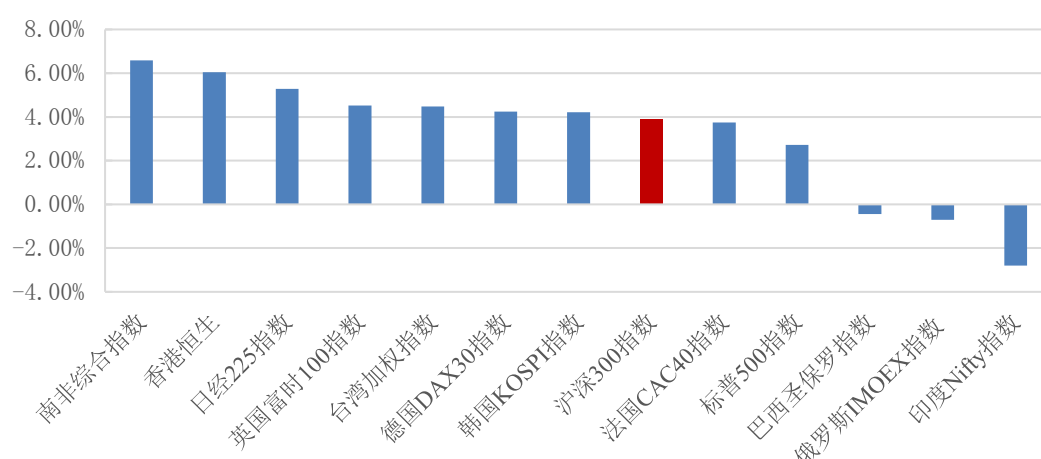
注：长方形区域的顶端为历史九十分位，底端为历史十分位。

资料来源：Bloomberg，中航证券金融研究所。

（二）风险溢价

我们综合全球主要指数的 P/E 估值及各国家及地区十年期国债收益率，对全球主要市场风险溢价水平进行比较。风险溢价越高，反映出权益类资产相对固收类产品预期收益率越高（注：由于不同国家地区数据可得性存在差异，风险溢价计算起终点不同）。我们计算风险溢价的过程遵循以下公式：

$$\text{Risk Premium} = \frac{E}{P} - 10 \text{ Year Treasury Yield}$$



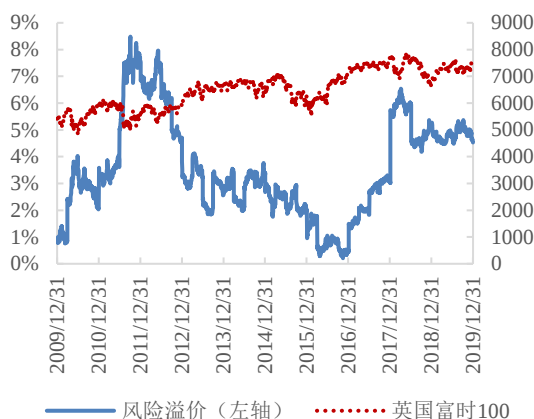
附图 8 全球股市指数风险溢价水平（截至 2019/12/31）

资料来源：Bloomberg，中航证券金融研究所。

目前南非综合指数风险溢价水平较高，反映出股市相对债市的配置吸引力更高。我国风险溢价水平波动较大，自 2016 年中呈下降趋势，2018 年初接近低点，随后由于国债收益率的降低逐渐上升，现又处于高点后的震荡下降趋势。2019 年受中美贸易摩擦影响，国内经济形势存在一定波动，中美进出口关税随着谈判的不断深入而变化，整体风险偏好不断波动。经过中美贸易的多轮谈判，取得第一阶段和解成果，市场出现缓和迹象。但为对冲贸易摩擦对我国进出口的影响，我国汇率不断调整，美元兑人民币汇率前三季度一度持续升高，第四季度回落，黄金作为储值产品其价格也随之波动。印度、巴西、俄罗斯由于通胀和高利率的经济环境，风险溢价为负，股市投资价值相对偏低。美国风险溢价水平在 2019 年逐渐增长，最后一个月开始回落。虽然贸易摩擦对美国市场同样存在压力且大盘波动较大但美联储降息帮助其推动风险溢价水平。英国、香港风险溢价水平总体呈上升趋势，股市配置价值优于债市。总体而言，全球范围内股市配置价值相对债市存在优势，但优势在四季度有所波动。

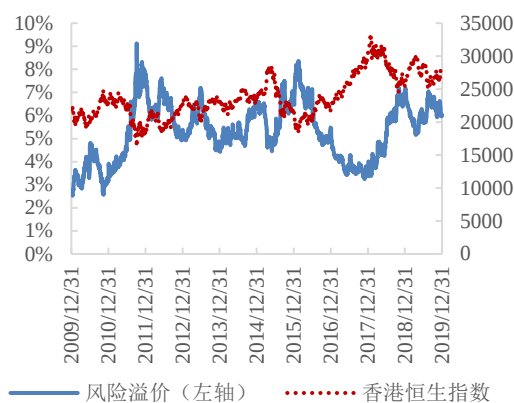


附图 9 美国股市风险溢价水平

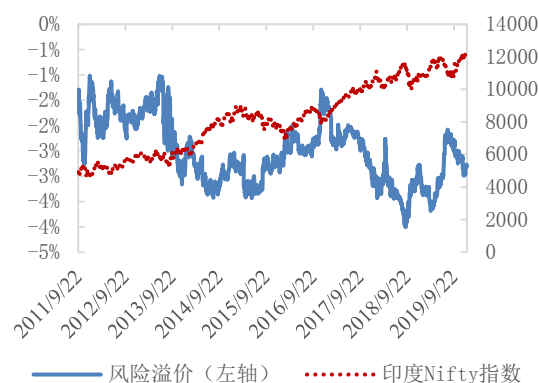


附图 10 英国股市风险溢价水平

资料来源：Bloomberg，中航证券金融研究所。

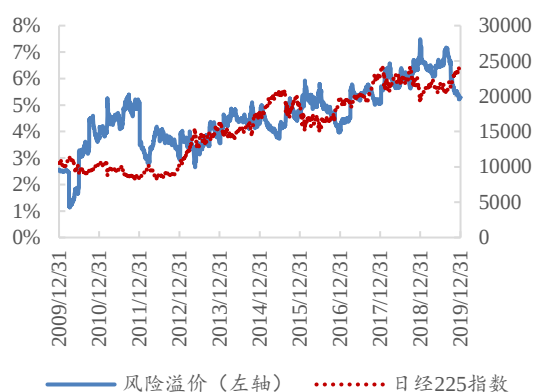


附图 11 香港股市风险溢价水平

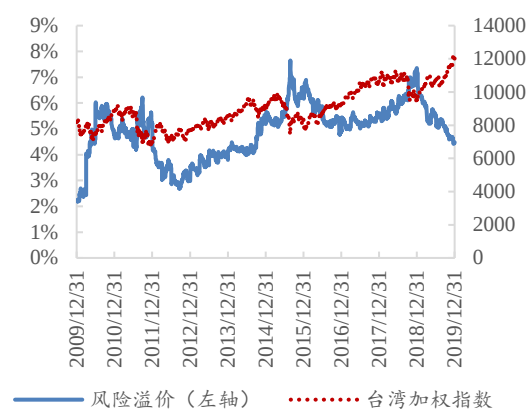


附图 12 印度股市风险溢价水平

资料来源：Bloomberg，中航证券金融研究所。

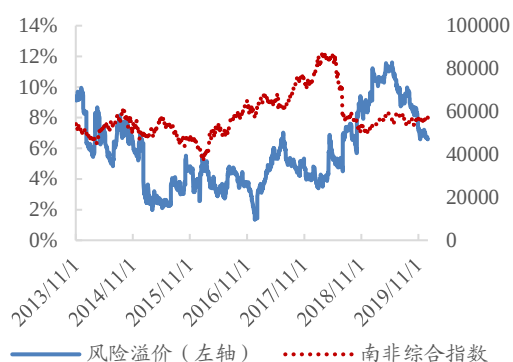


附图 13 日本股市风险溢价水平



附图 14 台湾股市风险溢价水平

资料来源：Bloomberg，中航证券金融研究所。

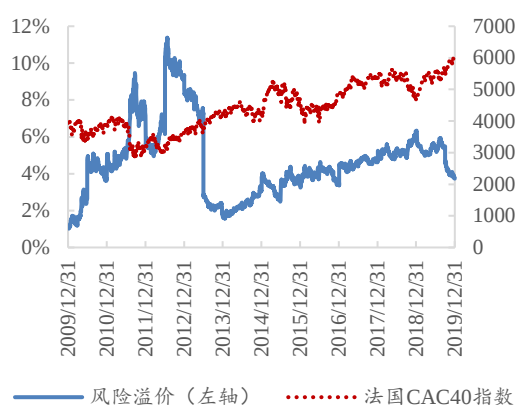


附图 15 南非股市风险溢价水平

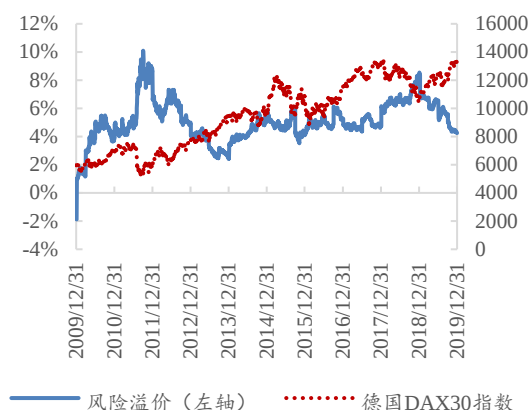


附图 16 韩国股市风险溢价水平

资料来源：Bloomberg，中航证券金融研究所。

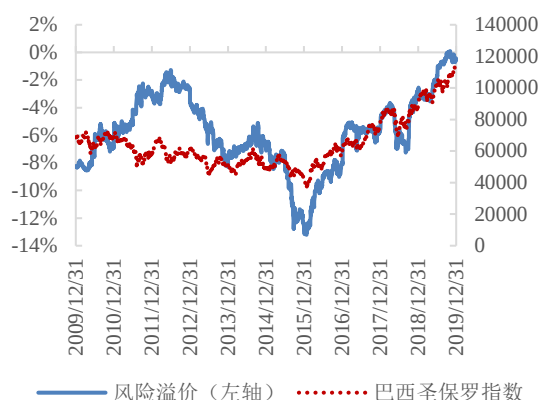


附图 17 法国股市风险溢价水平

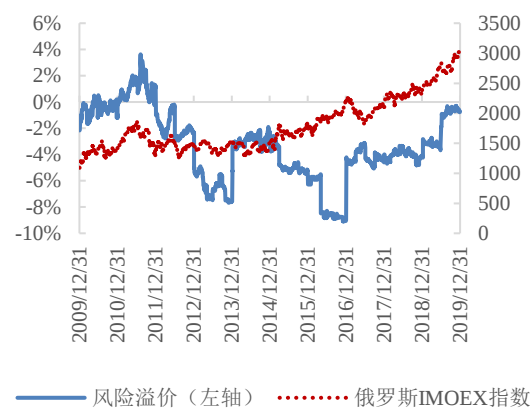


附图 18 德国股市风险溢价水平

资料来源：Bloomberg，中航证券金融研究所。



附图 19 巴西股市风险溢价水平



附图 20 俄罗斯股市风险溢价水平

资料来源：Bloomberg，中航证券金融研究所。



附图 21 中国股市风险溢价水平

资料来源：Bloomberg，中航证券金融研究所。

附件三：汇率报告

外汇市场上，近一年来人民币汇率波折不断，经历了升值、稳定、贬值、缓升、快速贬值、回调、再震荡升值的七个阶段。美元指数走强，欧元兑美元微贬，日元较为平稳，新兴市场国家（和地区）汇率总体平稳，分化显著。这一阶段外部中美关系变化是人民币汇率波动的主导力量，而内在原因则是中国经济下行压力不断增加。政策上，预期管理、逆周期因子与离岸央票等调控工具共同发挥作用；跨境资本流动中，证券投资账户对人民币起到了支撑作用。展望 2020 年，美国经济下行、美联储量化宽松和外部环境不确定性下降可能推动美元走弱；人民币汇率则可能在较高波动的情况下趋势性升值，但要关注中美关系超预期恶化、美伊冲突升级、美联储暂停降息、欧元区经济持续疲弱、英国无协议脱欧等风险事件。

一、人民币外汇市场形势

（一）人民币汇率走势概况

回顾 2019 年，人民币走势跌宕起伏，经历了升值、稳定、贬值、缓升、贬值、回调、再震荡升值共七个阶段：

（1）2019 年年初至 2 月底，人民币呈升值走势，美元兑人民币中间价从 2018 年 12 月 28 日的 6.86 左右攀升至 2019 年 2 月 27 日的 6.69 左右，升值近 2.6%。其主要逻辑是彼时中美贸易摩擦呈现出边际缓和态势。2018 年 12 月 1 日，阿根廷 G20 峰会上，中美两国元首会晤并达成共识，开始了为期 90 天的经贸谈判。这一结果好于预期，缓解了人民币的贬值压力，加之此后“好消息”频传，形成了从 2018 年 12 月开始的一波人民币升值走势。此外，跨境资本流动的改善也起到了助推作用。

（2）2019 年 2 月底到 4 月底，人民币对美元保持较为稳定的币值。这一阶段中美贸易问题进入平静期，国内基本面和外部形势均呈现一定韧性，使得人民币维持区间震荡。

（3）5 月份人民币快速贬值。5 月 5 日，特朗普突然发布推特宣布将 2000 亿美元自中国进口商品关税提升至 25%，中美贸易摩擦再度恶化；5 月 13 日，中国实施反制；5 月 16 日，美国将华为列入“实体清单”，标志着中美摩擦由贸

易领域转向科技领域。一系列超乎预期的动荡导致美元兑人民币从5月6日的6.73一路快速贬值到5月24日的6.90附近，贬值了约2.4%。

(4) 5月底至7月底，人民币币值逐步稳定并有所升值。这一阶段中美贸易问题进入平静期，国内基本面和外部形势均呈现一定韧性，面对上一阶段人民币的快速贬值，政策当局通过预期管理、发行离岸央票、加大逆周期因子调控等方式，显示了维稳汇率的意图。6月末，中美两国领导人在日本大阪G20峰会上表示将重启经贸磋商，随着**中美经贸摩擦再度出现边际缓和**，加之市场对美联储产生了降息预期，人民币小幅升值。

(5) 8月初到9月初，人民币快速贬值。在7月30日和31日的中美经贸高级别磋商未取得实质性进展的背景下，美国总统于8月1日宣布将从9月1日起对中国的300亿美元商品加征10%关税；8月5日，特朗普进一步施压，称加税总额不会局限于10%，甚至超过25%。**受到中美贸易摩擦再度恶化的影响**，人民币汇率大幅贬值，在8月5日突破“7”关口，并于9月2日达到顶峰，离岸和在岸美元兑人民币即期汇率分别报收7.1947和7.1716。

(6) 9月上半月，人民币结束贬值趋势，快速升值，在9月16日一度收复7.07关口。这段时间，**中美贸易谈判氛围边际趋暖**，而人民银行通过中间价、离岸操作等手段打击了海外资本沽空人民币的策略，提振了人民币行情。总体来讲，这一波升值是对前期事件驱动的、超调式贬值的纠偏。

(7) 9月下半月至12月末，人民币汇率重新向基本面回归，走出震荡升值格局。10月12日中美高级别磋商谈判进展顺利，在农产品购买、关税加征、汇率、知识产权、金融服务等方面取得实质性进展；12月13日，中美双方各自召开新闻发布会，第一阶段经贸协议文本达成一致。**虽然年末市场各方交投意愿不强，流动性减弱，产生了较大波动，但是在中美贸易摩擦缓和的背景下**，2019年末人民币汇率在震荡中逐步升值，回归“7”这一整数大关，到2019年12月31日，人民币中间价报收6.9762，**全年贬值1.65%**。



附图 1 2019 年人民币汇率走势

数据来源：WIND。

(二) 人民币汇率均衡的内部环境

中美贸易摩擦是主导 2019 年人民币汇率走势的主旋律，其成因虽然是外在的，但背后的逻辑仍主要落在国内宏观经济层面。贸易摩擦是对我国多年来重要经济组成部分的制造业、以及全球产业链构成的挑战，从而动摇了外向型发展方式和长期经济增长速度的预期。因此，我们首先观察国内经济基本面情况。2017 年二季度以后，中国 GDP 从 6.8% 一路滑落，2018 年全年增速录得 6.6%，而 2019 年前三个季度 GDP 同比增长分别是 6.4%、6.2% 和 6.0%，预计 2019 年四季度可能进一步小幅回落到 5.9%，经济增长下行压力显著。物价方面，以猪价为首的食品价格大幅度上涨导致 CPI 攀升。2019 年 1、2 月，CPI 同比仅为 1.7% 和 1.5%，随后一路上涨，根据最新数据，2019 年 11、12 月，CPI 同比均录得 4.5%，达到本年峰值。虽然目前已经通过进口、增产以及猪瘟疫苗等诸多措施予以缓解，但考虑到生猪生产周期等因素，2020 年上半年 CPI 回落的可能性有限。总体来看，我国基本面未来一段时间经济总体仍将承压。但 2020 年作为全面建成小康社会和“十三五”规划的收官之年，12 月中央经济工作会议强调“稳”字当头，经济企稳应无悬念。

从需求角度来看，内需增长明显乏力。外部需求（出口）方面主要受中美贸易摩擦影响，虽然年内人民币整体贬值，但汇率是次要因素，影响有限。然而进口往往比出口更快跌落，反而导致国际收支方面贸易顺差并未收窄。中美贸易摩擦不仅对我国净出口产生影响，更通过预期效应影响投资需求。在加征关税的达

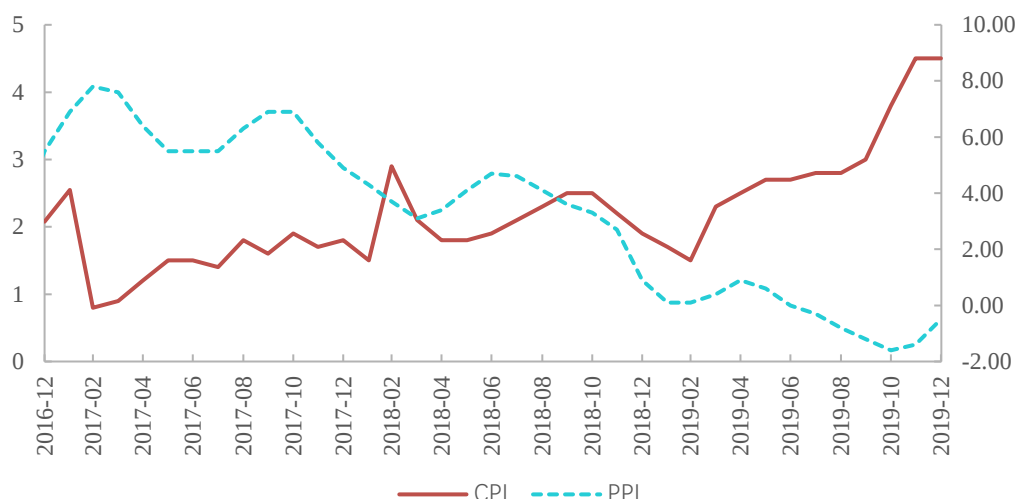
摩克利斯之剑下，以制造业为代表的投资正悄然伴随着全球价值链的改变而出现布局调整。近年来，投资对 GDP 的贡献率在持续下行，2018 年全社会固定资产投资完成额实际同比仅 0.47%。进入 2019 年，固定资产投资有一定触底企稳迹象，第三季度实际同比增长 2.45%，但这主要是受到房地产开发投资的影响，三季度房地产开发投资完成额实际同比增长 7.45%，其占固定资产投资完成额的比重在 2019 年明显增长，对总量拉升效应显著。根据高频数据推测，四季度固定资产投资增长会有所回落，2019 年总体仍处于产能收缩、投资需求疲弱的状态。



附图 2 规模以上工业增加值及采购经理人指数

数据来源：WIND。

近年来工业增加值和制造业 PMI 中枢存在明显下移，2019 年末展露回升迹象。受到中美贸易问题的影响，2019 年 8 月工业增加值同比增长曾一度下探到 4.4%；而制造业 PMI 从 2018 年 5 月份开始调头向下后，在 2018 年 12 月首次突破荣枯分水岭以下，整个 2019 年三季度均低于 50。而 2019 年年尾，工业增加值和 PMI 展露出回升迹象，根据最新数据，2019 年 11 月，工业增加值同比增长 6.2%，而 PMI 则在 11、12 月重新站到荣枯分水岭以上，两月均为 50.20，增加了经济企稳的预期。PPI 方面，2019 年下半年，PPI 同比连续 6 个月录得负值，其中，10、11、12 月分别为 -4.6%、-1.4% 和 -0.5%。考虑到对于工业企业来说，PPI-CPI 可以大致表示其产品价格与劳动力价格之间的剪刀差，目前负向缺口仍然巨大，工业利润回暖尚需时日。



附图 3 CPI、PPI 同比

数据来源：WIND。

在政策层面，根据目前政策的实际执行来看，货币政策的主要目标指向稳定内需，即产出和物价，当国内基本面承压时将采取边际宽松以应对经济下滑。汇率方面，2019 年 5 月和 8 月的两轮人民币快速贬值中，政策当局主要采使用了三类汇率调控工具。其一是预期管理工具，如高层领导多次喊话市场状况平稳、国内经济基本面具有韧性、做空人民币有成本、不允许“出事”等等；其二是通过逆周期因子调整人民币汇率中间价；其三是通过持续有步骤地发行离岸央票等离岸人民币流动性管理工具进行干预，多种调控工具构成的“组合拳”在 5 月和 8 月的两轮人民币汇率贬值中都起到了缓解人民币下跌压力、遏制大规模国际资本做空的有效作用。可以看出，人民银行当前的汇率调控工具较为丰富，对国内外形势的应变能力和管理水平也逐步提升。

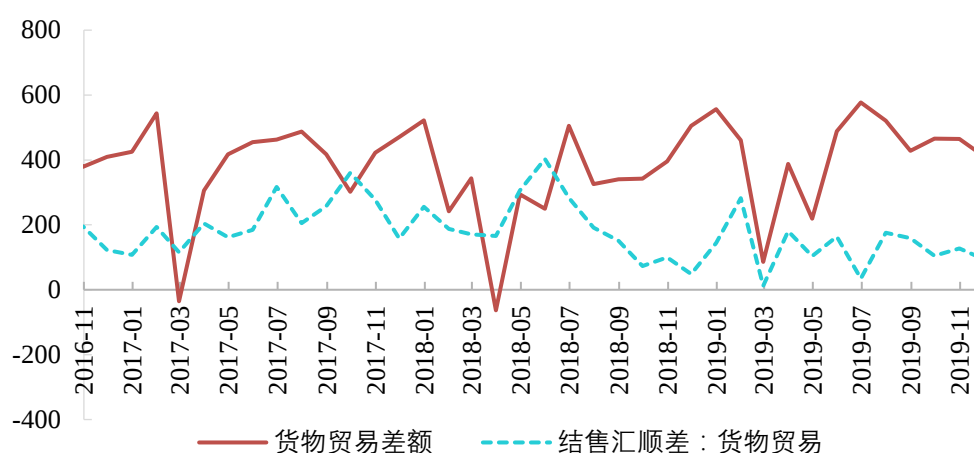
在 2019 年上半年及以前，人民币汇率的“7”点位是市场一个重要的心理点位；而第三季度的“破 7”，以及之后人民币汇率并未势如破竹节节败退，反而在年末收复整数关口，这对市场心理起到了积极的“破立”效应；而在政策层面，则释放了货币政策空间。“降息”与“贬值”的两难困境得以解决，央行在面临外部风险时，有更大的余地真正得以实施“以我为主”。

2019 年 11 月 16 日最新发布的三季度《货币政策执行报告》，央行维持了“保持人民币汇率弹性”的表述，首提“发挥自动稳定器”作用，删除了“必要时加强外汇审慎管理”，新增“稳定市场预期”。考虑到在经济下探的过程中，政策重心向内部均衡倾斜的动力更强，汇率作为外部均衡指标，其重要性相对较低。

且在中美贸易问题上，尽管美方对人民币汇率施加升值要求，但中方淡化了方向性问题，转而以“完善汇率形成机制”应对，使双方在提高汇率透明度及市场化程度方面找到了契合点。因此，在实体经济好转以前，汇率的“稳”不在点位，而在预期，逆周期政策主要起到消除单向预期、避免羊群效应的作用，人民币汇率在一定范围内的双向波动将成为常态。

（三）人民币汇率的国际收支分析

人民币国际收支方面，三季度经常项目顺差 492 亿美元，比二季度回升 30 亿美元，但长期来看，受中美贸易摩擦以及全球主要经济体下滑等外部因素影响，我国经济外部需求降低，经常项目存在长期收窄趋势。2018 年 5 月中美经贸关系恶化后，货物贸易的结售汇顺差从 403.20 亿美元的最高点开始下滑，呈现出收窄趋势。哪怕在 2019 年中货物贸易顺差数据有所抬头的试点，我们也曾指出，结售汇顺差恐怕不会有显著好转。后续的数据证实了我们的预测，最新数据显示，2019 年 11 月，货物贸易差额进一步下探到 412.18 美元，货物贸易结售汇顺差仅 95.22 亿美元，未来出口创汇这一传统且最主要的外汇供给力量仍将存在较大压力。



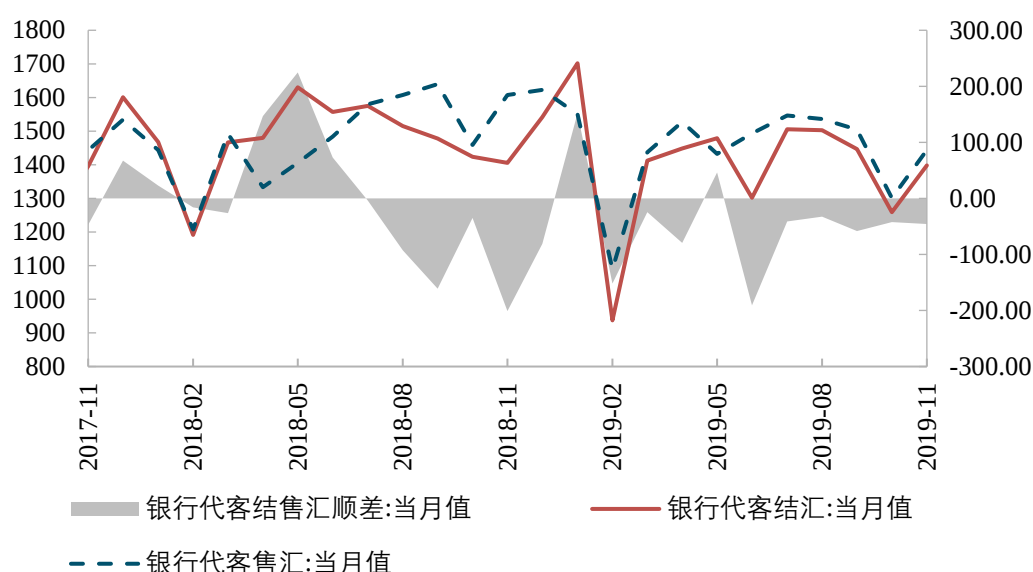
附图 4 贸易顺差与货物贸易结售汇顺差

数据来源：WIND。

外汇供求指标上，结售汇意愿仍然不强。2019 年 1~11 月间，银行结售汇和银行代客结售汇差额¹²在其中 9 个月份均为负值，据此预计尚未出炉的四季度资

¹² 银行结售汇差额是结汇与售汇的轧差数，包括银行自身结售汇与银行代客结售汇，在体量上后者占主体，也是我国目前外汇体制下国际资本流动和外汇持有意愿的重要指标。

本流动数据并不乐观。通常，资本外流与汇率贬值会相互强化，而结汇意愿的萎缩是外汇市场阶段性供小于求的主要原因。

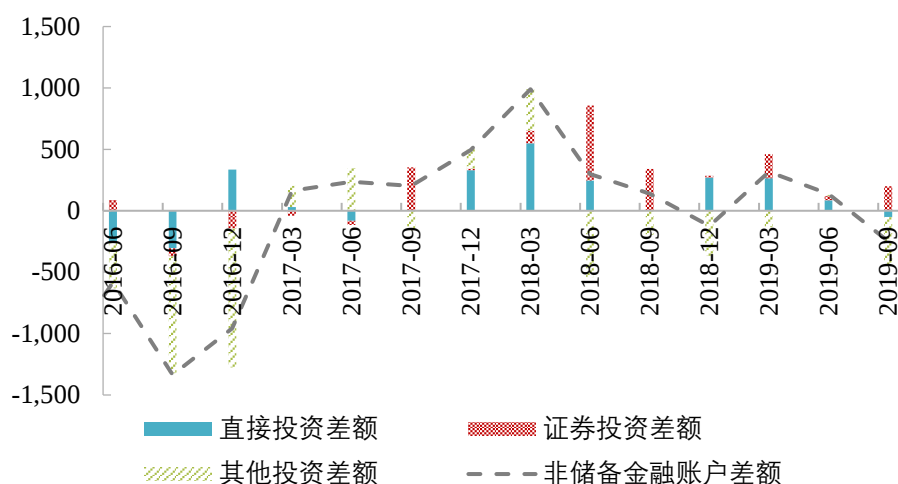


附图 5 银行代客结售汇波动

数据来源：WIND。

短期资本流动方面，关注证券投资和其他投资账户。2019 年一季度，证券投资项起到了稳定外汇供给的作用。这主要得益于我国股票和债券相继纳入重要全球指数，且纳入因子逐步提高，增加了人民币资产的配置需求。另一方面，彼时中国股市表现强于预期，中美利差重新走扩，也促进了短期资本流入，由陆股通（沪股通+深股通）净流入数据可以窥见一斑。然而，由于 2019 年二季度贸易摩擦升级叠加 A 股下挫，中国的跨境资本流动出现一定的恶化，股港通下资金流出明显。但是也要注意，目前 A 股与美股相关性较其他主要股指更低，在全球资产组合中可以起到分散风险的作用；而在我国金融对外开放改革措施不断出台的大背景下，人民币资产对国际投资者仍具有较强吸引力，无论是直接投资还是证券投资向下，外资流入国内市场依然可期。

其中也要关注两方面压力。其一是如果全球经济超预期下行、系统性金融风险蔓延，那么全球配置资金总量将会缩水，导致配置到我国的部分也会减少；其二是主动投资的部分，要关注中国金融市场在整个国际市场的相对价值高低和相对预期。

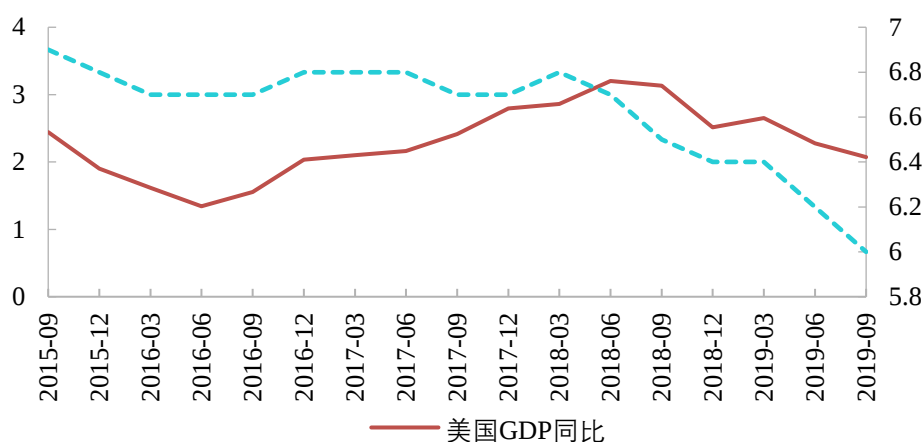


附图 6 国际资本流动情况

数据来源：WIND。

(四) 人民币汇率的外部环境

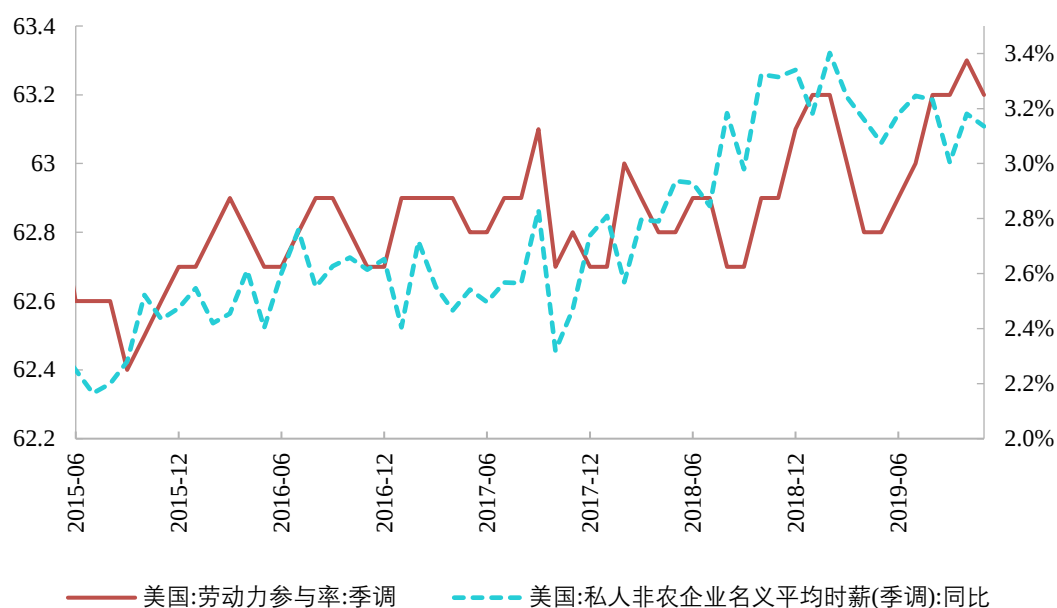
现阶段人民币汇率最重要的外部环境是中美经贸摩擦，但美国经济形势和政策走势也是人民币汇率变化的重要外部因素。基本面方面，数据显示，美国2019年经济增长呈放缓趋势，一~三季度GDP同比增速分别为2.65%、2.28%和2.07%，增速一路向下。通胀有所回升，11月CPI同比录得2.1%，而PPI同比却一路下降，录得1.1%。**2019年，维持美国经济的主要动能仍是消费，其背后的逻辑并非个人收入持续提升或者消费者信心走强，主要是在中美贸易摩擦愈演愈烈的背景下，美国居民提前消费所致。未来随着这一动因逐渐平复乃至消失，零售数据回落，美国经济基本面可能产生动摇。**



附图 7 中美 GDP 同比

数据来源：WIND。

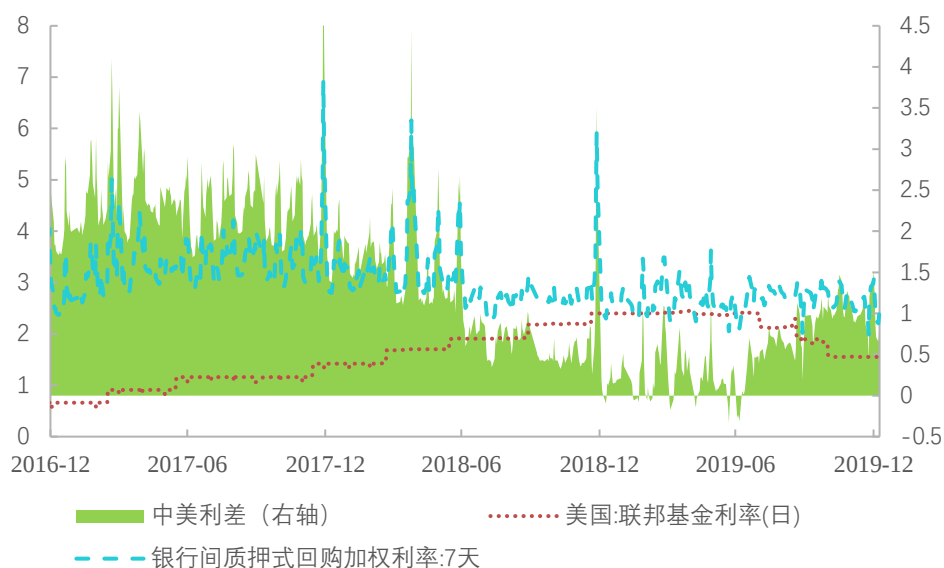
就业方面，美国虽然失业数据很低，但是劳动力市场已经进入较为饱和的状态。美国的劳动参与率已经达到近年来的高点，难于再向上突破，8~11 月均在 63.2%附近徘徊。与此同时，时薪同比增速也比年初有所回落，2019 年 11 月录得 3.14%。这说明，美国劳动力市场已经趋于饱和，劳动者对企业的议价能力已经开始回落，未来一段时间，美国就业指标可能会出现边际恶化。



附图 8 美国劳动力参与率和平均时薪

数据来源：WIND。

货币政策方面，美联储的政策取向在近一年里出现了转向。2019 年上半年以前，中美经济周期的错位招致了货币政策的不一致，两国政策利率利差收窄甚至出现倒挂。而进入 2019 年下半年后，美联储于 7 月、9 月和 10 月连续三次降息，这是自 2008 年 12 月以来美联储首次重启降息。美联储的降息也引领全球其他央行开启了降息之路，以应对经济下行，据不完全统计，2019 年全球已经有近 30 家央行展开了降息举措。展望 2020 年，虽然美联储宣布重回观察期，但是在美国经济基本面温和下行态势的背景下，以及大选年来自现任总统的压力，美联储在 2020 年加息的可能性较小。如果经济超预期恶化，或者特朗普为呵护基本面赢得大选向美联储施压，2020 年仍存在 1~2 次降息的可能。



附图 9 中美货币政策利率趋势对比

数据来源：WIND。

贸易政策方面，美国在中美贸易问题上反复无常，多次采取极限施压的谈判策略，导致人民币汇率几次剧烈波动。2019 年 12 月 13 日，中美双方各自召开新闻发布会，称中美第一阶段经贸协议文本达成一致。协议文本包括序言、知识产权、技术转让、食品和农产品、金融服务、汇率和透明度、扩大贸易、双边评估和争端解决、最终条款九个章节。同时，双方达成一致，美方将履行分阶段取消对华产品加征关税的相关承诺，实现加征关税由升到降的转变。其中，中方增加农产品进口有助于缓解国内食品涨价带来的通货膨胀压力；而美国在 2020 年大选的背景下，这一协议也会为特朗普拉拢农业州的选民。对于 2020 年，我们认为上半年中美摩擦可能会趋于平复，而 2020 年三季度以后则存在较大不确定性，不排除特朗普以此为工具讨好民粹派的可能性。

展望后市，有三点因素可能导致美元在 2020 年趋势性走弱。其一是美国国内经济温和下行；其二是美联储再次出手量化宽松；其三是欧元区经济回暖、英国脱欧风险降低以及中美摩擦趋于缓和，几个外部风险缓释后美元及美国资产的避险需求下降，使美元指数承压。但是如果美伊局势升级，可能引发全球资本避险情绪提升，推涨美元。对应地，如果美元如期走弱，人民币则可能在较高波动的情况下趋势性升值。其中要关注的风险点包括：中美关系超预期恶化、美伊冲突升级、美联储暂停降息、欧元区经济持续疲弱、英国无协议脱欧等。

二、国际外汇市场形势

（一）主要货币对

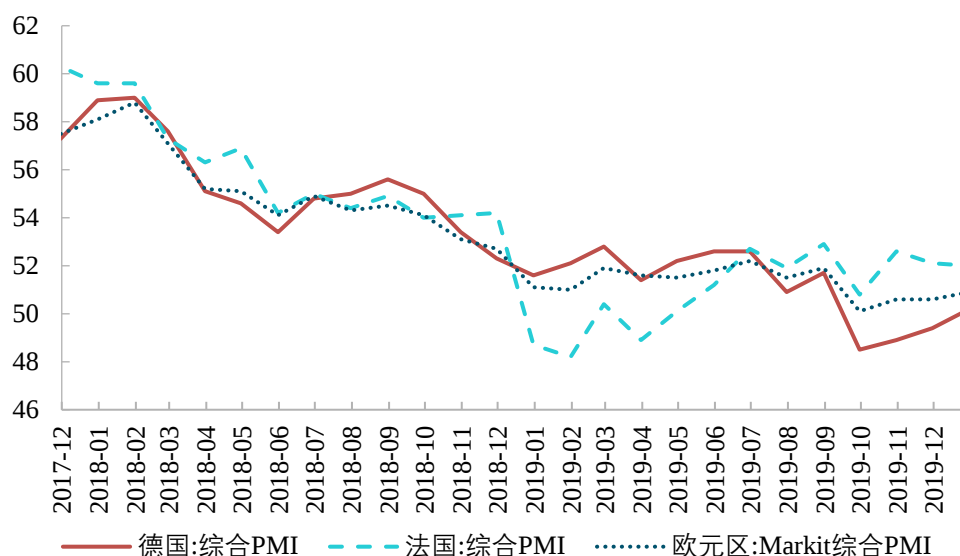
2019 年，欧元兑美元轻微贬值。截止到 2019 年 12 月 31 日，欧元兑美元为 1.1234，比 2018 年末的 1.1450 贬值 1.89%。



附图 10 欧元兑美元汇率走势

数据来源：WIND。

欧元的疲软主要来自于欧元区经济的低迷。根据最新数据，2019 年第三季度欧元区按不变价计算 GDP 同比仅增长 1.5%。欧盟经济主要驱动力德国 2019 年三季度增速 1%，比二季度负增长略有回暖；法国虽然相对稳定，但也仅增长 1.7%，较之 2017 年末 3%的水平相去甚远；意大利三季度经济增速录得 0.63%。**PMI 方面**，欧元区及德国、法国等国家 PMI 有所回弹，最新数据显示，2019 年 12 月，德国、法国和欧元区综合 PMI 分别为 50.2、52.0 和 50.9。总体而言，欧元区经济状况仍然疲弱，欧元区经济高度依赖出口，美国和中国又是其最大的出口对象，考虑到中美贸易摩擦的影响，中美增长预期将牵动欧元区经济。2019 年后半段相比上半年有所回升，尤其是年末 PMI 的反弹给市场注入了一定信心，这主要是得益于全球量化宽松重启，外部市场有所回暖。



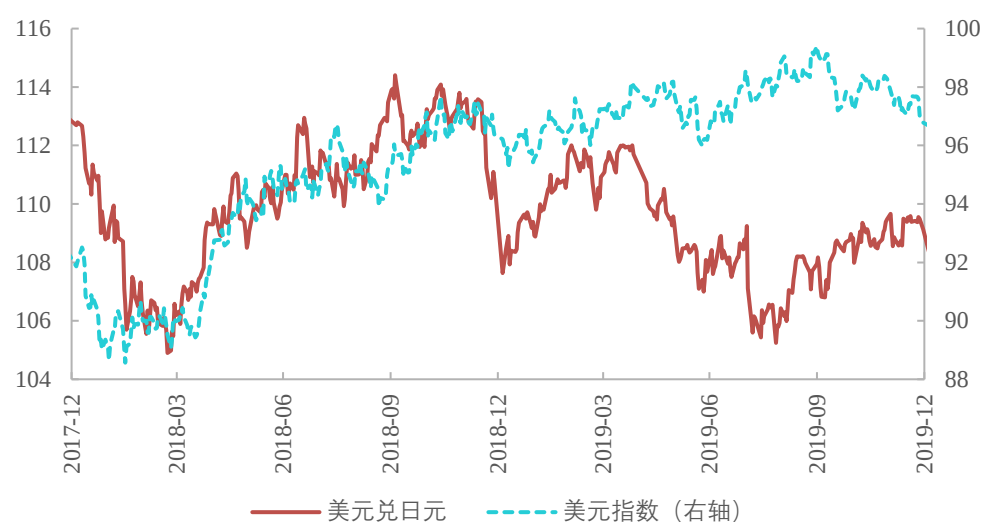
附图 11 欧元区 PMI

数据来源：WIND。

2019 年 9 月份，欧洲央行下调存款利率 10 个基点至 -0.5%，这是 2016 年 3 月以来首次下调；且宣布重启 QE，自 11 月 1 日起，重启资产购买计划，规模为每月 200 亿欧元。我们认为，在提振欧盟经济方面，财政刺激可能比货币政策更为有效，欧央行 QE 长期效果有待验证。财政政策方面，法国和意大利债务水平较高，恐难有财政政策实施空间。在这一背景下，市场原本寄希望于德国能够通过财政政策刺激经济增长，然而德国内部对于财政赤字的严格限制以及德国总理默克尔远不及预期的新政措施却令市场失望，德国财政部表示，将坚持其预算平衡政策，并认为不需要支出计划。根据德国联邦财政部公布的 2020 年-2023 年预算数据显示，德国联邦政府在未来 4 年内将继续保持财政收支平衡，且不会加大财政支出。如果以德国为首的欧元区经济体不扩张财政政策，2020 年欧元区经济回暖之路难以明朗。总体而言，欧元区的大部分风险还是由外部造成的，要关注全球贸易争端、英国脱欧等政治问题。

日元方面，其汇率走势表现出明显的避险特征。日本长期维持低利率，央行持续货币政策宽松，而其债券市场体量巨大，这些使得国际资金可以通过借入低息日元购买其他高息货币并在风险爆发时平盘，达到避险目的。其中，平盘操作时需要购入大量日元，这会推动日元升值。2019 年间，美元兑日元总体较为稳定，年末比年初变化不大，但却经历了如下几个波段：2019 年初，由于国际市

场对日欧经济增长预期的低迷，国际资本持有美元意图强烈，导致日元对美元发生贬值；2019 年二季度，国际市场风险偏好回升，前期积累的基差产生均值回归，日元升值；经过 6、7 月份的震荡，8 月初，日元有一波强烈的升值走势，美元兑日元一度升值到 105 附近，这主要是受到中美贸易摩擦升级的影响，全球资本风险偏好受到打压从而追逐日元的缘故。随着中美贸易磋商取得进展，以及美债收益率有所反弹，日元再度贬值，2019 年末，日元已经基本回到了年初的水平。



附图 12 美元兑日元走势及美元指数

数据来源：WIND。

目前，全球贸易景气度不佳也给日本国内总需求及其经济带来了不利影响。未来，日元的走势主要关注市场对全球经济风险的预期，如果存在超预期的悲观情绪，日元可能发生短线上行。短期来看，日本东京举行夏季奥运会可能有助于日元升值。中长期看，日元走势要关注美联储降息的节奏和幅度。如果美元利率下行空间打开，日美利差扩大，或者美国经济增长乏力，则对日元有利多效应。

（二）新兴市场

针对新兴市场，我们统计了 22 个国家（和地区）的货币情况（如表 1），2019 年，有 12 个国家和地区出现了不同程度的对美元的贬值。单个国家看，年度贬值幅度超过 10% 的有阿根廷和土耳其 2 个国家，其中阿根廷比索大幅度贬值 57.91% 高居榜首；智利比索贬值幅度在 5% 到 10% 之间，处于中游；匈牙利、罗马尼亚、

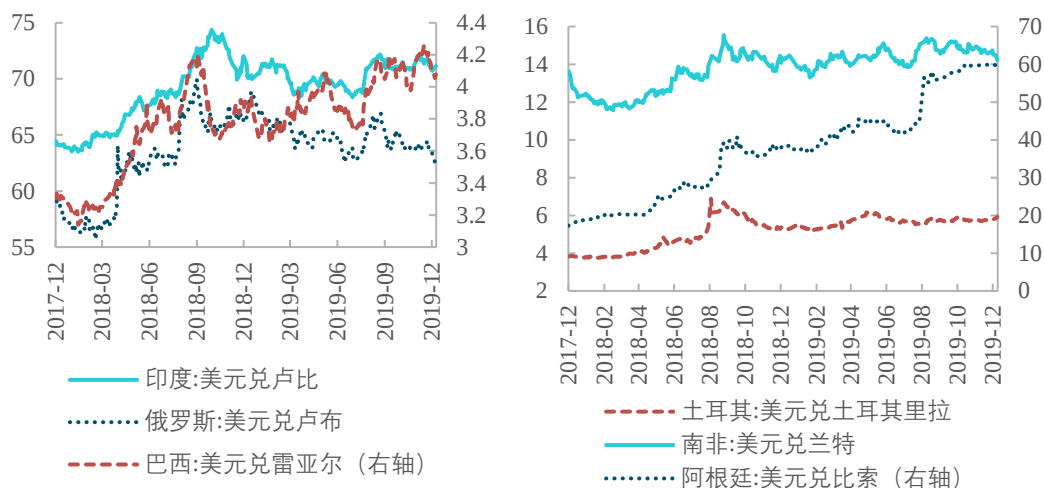
巴西等 9 个国家和地区贬值幅度低于 5%；印尼、墨西哥、菲律宾等 8 个国家和地区有低于 5% 的升值；剩余的俄罗斯和泰国升值幅度高于 5%，俄罗斯达到了 10.95%。在地区上，东南亚新兴市场国家整体币值相对稳定，南美和亚洲国家（和地区）出现较多的贬值情形，而欧洲国家则有贬有升分化较大。

附表 1 新兴市场国家（和地区）三季度汇率变化情况（截至 2019 年末）

货币名称	当前兑美元汇率	年度汇率变动
阿根廷比索	59.9	-57.91%
土耳其里拉	5.94555	-12.48%
智利比索	748.74	-7.77%
匈牙利福林	294.74	-4.62%
罗马尼亚列伊	4.2608	-4.60%
巴西雷亚尔	4.0307	-4.44%
韩元	1156.4	-3.34%
印度卢比	71.274	-2.39%
人民币	6.9762	-1.87%
波兰兹罗提	3.7977	-0.95%
哥伦比亚比索	3277.14	-0.84%
捷克克朗	22.621	-0.12%
马来西亚林吉特	4.0925	1.12%
新加坡元	1.3472	1.38%
秘鲁索尔	3.314571	1.69%
新台币	30.106	2.23%
南非兰特	14.0418	2.72%
菲律宾比索	50.802	3.35%
墨西哥比索	18.8642	3.69%
印度尼西亚卢比	13901	3.90%
泰国泰铢	30.121	6.89%
俄罗斯卢布	61.9057	10.95%

数据来源：WIND，国家金融与发展实验室整理。

新兴市场国家的汇率走势同样可以从外部因素和内部因素两方面考虑。在外因上，共同的主因是美元的持续走强和全球风险偏好的切换。在全球经济低迷、不确定性上升的大背景下，美国经济基本面相对稳定，强势美元导致资本从新兴市场国家和地区回流美国，造成当地货币贬值。在这一背景下，抵御风险的能力决定了新兴市场汇率分化的结果。2019 年有较大幅度升值的俄罗斯卢布和泰铢，两国外汇储备均较为充裕，占 GDP 比重均超 25%；外债余额方面，俄罗斯也仅有 27.4%。



附图 13 主要新兴市场国家汇率走势

数据来源：WIND。

反观阿根廷，内忧叠加外患，而其国内的经济问题是更为根本性的因素。近年来，为应对经济疲软，刺激需求，阿根廷较为宽松的财政政策带来了较高的赤字率，外债规模也不断扩大。国内货币超发与通货膨胀呈现双螺旋的恶性循环，而政治上，马克里总统在任期间向国际货币基金组织贷款总额增至 570 亿美元，然而在新一届总统选举中，费尔南德斯却获得了显著的领先优势，国际社会担心后者一旦获胜，政策断层风险将显著增加，阿根廷对国际货币基金组织的贷款及其主权债务可能存在较大的违约概率，这导致阿根廷比索猛跌。面对国际资本的攻势，阿根廷能够实用的外汇储备又不足，仅占 GDP 的 12.8%，难以稳定汇率市场。上述多重因素叠加导致了 2019 年阿根廷汇率大跌的现状。

总体而言，新兴市场国家汇率的日常波动受到外部影响更大，但爆发主权货币危机的内在原因往往与本国自身的经济、金融风险息息相关，危机爆发总是与高赤字率、高外债规模、高通胀和低外汇储备等不利因素相伴而生。

版权公告：【NIFD 季报】为国家金融与发展实验室版权所有，未经版权所有人许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、上网和刊登，如有违反，版权所有人保留法律追责权利。报告仅反映原文作者的观点，不代表版权所有人或所属机构的观点。

制作单位：国家金融与发展实验室。