



中国债券论坛
China Bond Market Forum
—CBMF—

DUAL CIRCULATION NEW LANDSCAPE NEW OPPORTUNITIES
双循环 新格局 新机遇

直播时间 2021年1月12日

09:00-12:30

扫描二维码 观看直播



主办



承办

第一创业债券研究院

第六届中国债券论坛

双循环：新格局 新机遇

国家金融与发展实验室

2020年1月12日

张明

中国社科院金融研究所

副所长

国家金融与发展实验室

副主任

张明：

各位网友，大家上午好！非常高兴来参加“中国债券论坛”，谢谢李扬老师的邀请。我今天想讲三个问题，都与美国和中国有关系。第一，2021年美国经济复苏的速度可能超出预期，而中国经济增长面临一些风险点，增长可能不及预期。第二，美国十年期国债收益率预计会继续上行，今年可能超过1.5%，而中国十年期国债收益率可能围绕3.0%做双向盘整，这就意味着中美国债收益率之差在2021年倾向于收窄。第三，关于汇率，我的判断是自2020年6月以来的人民币兑美元单边快速升值的趋势很难持续，在未来一段时间内，无论美元指数还是人民币兑美元汇率都将趋向于双向波动。下面我就一一论证我的上述观点。

第一个问题，我想讲的是全球经济与中国经济均面临的不平衡复苏。2020年，受疫情影响，全球经济萎缩4.4%。根据IMF的预测，2021年全球经济增速会反弹到5%以上。从图形来看，这无疑是一个V型反弹。但是，由于疫情演进的不确定性，以及国际经贸、政治关系的不确定性，越来越多的人开始怀疑2021年全球经济增速能不能反弹到5%。有观点认为，V型反弹将会

变为“耐克型”反弹，也即下跌很短很猛烈，但反弹可能渐进而温和。

我个人认为，2021年的全球经济复苏更可能是一种K型复苏。说到K型复苏，大家的印象通常是指在一国国内，高收入高技能人群的收入与财富快速增长，而中低收入家庭的收入与财富增长缓慢甚至缩水，从而加剧了该国内部的收入财产分布不平衡。但我这里想讲的K型复苏，是指未来几年内发达国家和新兴市场国家的经济复苏可能呈现出两条路径，也即以美国为代表的发达国家复苏得更快，而除中国之外的其他新兴市场国家复苏得更慢。

关于这种K型复苏背后的原因，我觉得主要有两个。第一个原因是，在新冠疫情爆发后，几乎所有发达国家都实施了极其宽松的财政货币政策，这些反周期政策在短期内很好地稳定住了金融市场，也提升了实体经济。但是，很多新兴市场国家并没有能力或空间实施大规模财政货币救市政策。比如，有些新兴市场国家政府债务已经很高，政府再举债就可能严重导致严重通胀。又如，如果新兴市场国家央行连续降息，该国就可能面临大规模资本外逃和本币大幅贬值。换言之，与发达国家相比，新兴市场国家实施反周期宏观政策的能力较弱、空间较小，这会导致本轮疫情冲击之后他们的复苏更慢。

第二个原因与疫苗有关。尽管目前疫苗的推出与大规模注射依然存在不确定性，但大概率事件是发达国家更有可能更加及时地获得大规模疫苗注射，而除中国之外的其他新兴市场国家得到大规模疫苗注射的时间可能更晚，由此会导致K型复苏格局进一步深化。

更具体地来看，美国在2021年的经济复苏速度可能较快。首先，疫情爆发后，美国财政货币救市政策的出台非常及时，规模都很大，对稳定市场与提振

经济发挥了很好的作用。其次，美国在疫苗研制方面也是全球领先的，因此很可能是最早一批大规模注射疫苗的国家。再次，拜登上台之后，跟特朗普政府不一样，一方面，他会出台更加严格的疫情防控政策；另一方面，在民主党拿下参议院之后，今年他们会出台更大规模的财政刺激政策。综上所述，美国经济在 2021 年的复苏速度会比较快。

中国在去年已经是全球大国中唯一一个实现正增长的经济体，这非常不容易。2020 年中国经济增速大概在 2%-3% 之间。目前市场普遍预测，2021 年中国经济增速在 8%-9% 左右。然而，究竟 2021 年中国经济增速是否能达到这一预期水平，目前来看还是存在一些风险的。

在 2020 年，中国经济复苏是一种典型的不平衡复苏，出口增速很快，基建与房地产投资复苏很快；但是消费复苏比较慢，制造业增速复苏也比较慢。

为什么 2020 年中国出口增速能不断上升，最终几乎打破所有人预期呢？我觉得主要有三个原因，其一是全球疫情爆发导致中国医疗板块和远程办公板块的出口额创下历史新高；其二是由于疫情冲击的不同步和各国应对疫情的力度不一样，导致从去年二季度开始，中国企业在全球生产链上的重要性不降反升。中国出口占全球进口的比重长期以来在 14% 左右，去年一度升到 18%，就是中国企业地位在短期内不降反升的证明；其三是从去年下半年开始，全球需求开始复苏。上述三方面因素的叠加，导致中国出口增速在 2020 年非常强劲。但是在 2021 年，恐怕这种多重利好因素相互叠加的状况很难再发生，所以我的判断是 2021 年中国出口增速会好于去年上半年，但是会弱于去年下半年。

去年中国的房地产投资非常有韧性，但考虑到去年 8 月份中国政府实施了房地产新规，也即开始实施“三道红线”的新风险控制制度，2021 年房地产投资增速难以继续强劲反弹。基建投资去年也很强劲，但今年基建投资的力度取决于两点，一是中央财政政策的刺激力度，二是地方政府融资的难易程度，这两点都面临着一定的不确定性。

为什么去年至今消费增速恢复得比较慢呢？这是因为中小企业与中低群体收入受疫情冲击比较严重，这个问题迄今为止没有得到根本性解决，所以消费增速在今年依然会延续缓慢复苏势头。制造业投资也是如此，因为它受制于内外需求的影响。当内外需求没有非常强劲的复苏时，制造业企业更倾向于利用现有产能，而不会新增产能投资。

综上所述，我认为今年中国经济增速能否超过 8%还面临着一些不确定性，这是我讲的第一个问题。

第二个问题，我想讲的是 2021 年中美长期利差可能倾向于收敛。当前美国十年期国债收益率在 1.0%左右，中国十年期国债收益率在 3.0%左右，两者之间的利差为 200 个 BP。在去年最高的时候，中美利差是 250 个 BP，这吸引了大量短期资本流入中国债券市场套利，助推了人民币对美元的快速升值。

今年看美国长期利率走向，我觉得应该考虑以下三个因素。第一个因素是在拜登上台之后美国政策的大调整。这大致包括三点，一是更大力度的防疫政策；二是新一轮大规模财政刺激；三是“重新入群”。这些政策对提升美国经济增速都是有帮助的。第二个因素是疫苗的大规模注射。从目前来看，今年下半年美国推行大规模疫苗注射是大概率事件。第三个因素是美国的核

前美国的核心 CPI 高于中国，位于 1% 以上。1% 的十年期国债收益率和超过 1% 的核心 CPI 这两者之间形成了鲜明反差。基于上述三个因素，我觉得在 2021 年美债十年期国债收益率上升到 1.5% 以上恐怕是个大概率事件。这意味着和当前水平相比，还有 40-50 个基点的上升空间。

再看中国的十年期国债收益率，我觉得也要考虑三个问题。一是当前通胀的格局。截止到去年 11 月份，中国的 CPI 和 PPI 同比增速都是负增长。尤其值得注意的是，我们的 PPI 同比增速从去年 2 月份到 11 月份出现了连续 10 个月的负增长。展望 2021 年的 CPI，我的判断是 2021 年 CPI 和 PPI 增速都会由负转正，全年 CPI 增速可能在 0-1% 之间，PPI 增速可能在 1%-2% 之间。今年下半年 PPI 单月增速个别月份可能超过 4%，但是全年依然在 2% 以内。这就意味着与通胀相比，当前 3% 的 10 年期国债收益率已经不低了。

二是货币政策和财政政策之间的搭配。从去年 5 月份以来，中国货币政策的边际收紧非常明显，为什么中国政府有底气收紧货币政策呢？原因之一，是我们去年实行了非常宽松的财政政策。2020 年的广义财政政策是多年以来最宽松的。但在 2021 年，我认为财政政策大概率会边际收紧，比如中央财政赤字占 GDP 的比率可能会从 3.6% 下调到 3.0%，又如 1 万亿的抗疫特别国债可能会没有了，再如去年那么大幅的地方专项债增量在今年恐怕很难重演。在财政政策边际收紧的前提下，再考虑到我之前讲的经济复苏本来就不均衡，如果货币政策再沿着去年下半年的轨迹继续收紧的话，这种财政货币政策的双双收紧，在我个人看来可能就是一个政策急转弯。这种政策急转弯对经济复苏与金融稳定都可能产生负面影响。

三是去年下半年中国企业债市场出现了一轮违约浪潮，这轮违约以地方国企产业债为主体。地方国企产业债违约加剧有很多原因，但去年以来企业真实融资利率不断上升恐怕也是原因之一。去年十年期国债收益率大概从 2.5% 上到 3.3%，PPI 增速由正转负且不断加深，这就意味着企业真实融资成本上升非常快。从维护债券市场稳定出发，十年期国债收益率也不宜像去年那样继续快速上升。

基于上述三点，我认为今年中国十年期国债收益率可能围绕 3.0% 的当前水平做双向波动。下限可能在 2.7%-2.8% 附近，上限可能到 3.3%-3.4% 附近。

如果美国与中国十年期国债收益率的运动趋势均符合我们的判断，这就意味着 2021 年中美十年期国债收益率之差会进一步收窄。当前中美十年期国债收益率之差是 200 个基点，2021 年可能下行到 150 个基点附近，这是第二个问题。

第三个问题，我想讲一下对 2021 年汇率的看法。首先看一下美元指数，美元指数去年年初是 96，去年 3 月份疫情高峰期上到 103，前段时间降到 89，美元指数在去年是一个前升后降的过程。现在大家对 2021 年美元指数走势有些不同看法，有人觉得会显著下跌，可能跌到 80 附近；有人觉得会稳在 90 附近。我的看法是，由于美元指数衡量的是美国跟 6 个发达国家之间的有效汇率，因此我们看美元指数走势，要看美国相对于欧元区、英国、日本等国家的经济基本面。从这个角度来看，美国经济本轮复苏要比欧元区、英国、日本更好。所以，即使美元指数从长周期来讲可能将会进入一个长期下行阶段，但考虑到短期内美国经济的相对强劲程度，我认为 2021 年美元指数不会单边下行，目前我的判断是，2021 年的美元指数可能会在 85-91 的区间内盘整，中枢水平在 88 左右。

再看人民币兑美元汇率，人民币兑美元汇率去年是先降后升，去年 1-5 月份人民币兑美元贬值了 2%，6-12 月份人民币兑美元升值了 8%，全年是 6%左右的升值。我梳理了一下，大概有四个原因助推了去年人民币兑美元的强劲升值。

第一个原因是去年 3 月份以后，美元指数从 103 下到 89，美元指数的贬值导致了人民币兑美元的升值。其实，去年人民币兑美元的升值幅度要低于美元指数的贬值幅度以及欧元兑美元的升值幅度。换句话说来讲，去年人民币兑美元汇率升值不是因为人民币太强，而是因为美元太弱。

第二个原因是由于去年中美疫情冲击的不同步，以及中美应对疫情的力度不同，导致中美增长差在去年二季度显著拉大，进而导致中美利差显著拉大，从去年年初的 160 个基点左右上升至最高的 250 个基点，吸引了大量短期资本流入，由此导致外汇市场供求关系发生转变，推动了人民币兑美元的快速升值。

第三个原因是近年来中国政府加大了国内金融市场对外国机构投资者的开放力度。尤其是前年 9 月份，我们取消了 QFII 和 RQFII 的投资额度限制。在利差驱动下，外国机构投资者大量增持中国的债券和股票，这也是推动人民币升值的重要因素。

第四个原因是去年出口超预期。去年疫情冲击导致中国服务贸易进口显著下降，货物贸易顺差的膨胀和服务贸易逆差的收缩，导致中国的经常账户顺差在去年二、三季度达到了一个周期的峰值，这是 2008 年以后经常账户顺差最高的两个季度。这自然也会推动人民币兑美元升值。

今年看人民币兑美元的走势如何，就要看去年的四个故事会不会发生变化。第一个故事，去年美元指数的单边大幅贬值，今年我们看不到了，更可能转为双向盘整。第二个故事的基础不复存在了，中美利差会从当前的 200 个基点收缩到 150 个基点。中美利差缩小，将不再鼓励人民币兑美元快速单边的升值。第三，国内金融市场开放的红利短期内也会下降，这种开放的短期红利已经实现得差不多了，未来的短期资本流动将更多取决于内外多重因素的相对变化。第四，2021 年的出口增速可能好于去年上半年疫情期间，但是可能弱于去年下半年。如果疫情防控取得一定成效，今年中国的出口增速和经常账户顺差高位回落是大概率事件。基于以上四个因素，我的判断是，今年人民币兑美元汇率将重新进入双向盘整阶段，上限可能在 6.2 左右，下限可能在 6.7、6.8 左右，中枢水平就在当前的 6.4、6.5 左右。去年下半年那种 7 个月内升值 8% 的单边快速升值格局恐怕很难重演。

最后再总结一下我的三个观点。第一，在 2021 年，美国经济复苏在全球范围内可能是领先的，而中国经济一枝独秀的格局将会发生一些变化。第二，美国十年期国债收益率可能会温和上升，而中国十年期国债收益率可能会双向波动，因此中美长期利差可能会趋向于收敛；第三，美元指数和人民币兑美元的汇率都不会重演去年的单边快速贬值或快速升值的趋势，重返双向波动是大概率事件。

我就讲到这里，谢谢各位。