



NIFD

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

【2019年3季度】

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

2019年11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 3 月份发布。

摘要

全球经济延续 2018 年的下行趋势，但金融市场之间的背离却日趋明显。一方面，收益率曲线更为明显体现出衰退预期——美国国债收益率水平快速下行，2019 年第 3 季度末相比于 2018 年 10 月高点的收益率水平已下行将近 130BP，日本和欧元区同期国债收益率水平也分别下行近 30BP 和近 70BP；同时，美国国债收益率斜率进入负区间，逼近 2007 年危机时的最低点，日本和欧元区国债收益率斜率均接近负区间，已经为 2007 年危机以来的最低点。但另一方面，无论从市盈率还是市净率的角度看，欧美股市估值都处于历史高点，并且，欧元区和美国的信用利差尚处于较低水平。这种衰退预期与较高风险偏好同时存在的背离必然会被修复，并且背离的时间越长，修复的势能越大。但背离的出现并不意味着修复即将会发生，究其根源，还是宽松的货币环境为衰退提供了喘息的机会，整个发达经济体对于次贷危机以来的宽松货币环境已形成极度的依赖。

在收益率总体下降的趋势中，第三季度的美国国债收益率水平曾出现过短暂反弹，但这并不能改变利率水平总体下行的趋势。贸易战扭转了美元输出和回流的渠道，同时美国国内实施的减税等财政补贴政策又迫使国债发行力度加大，双重因素叠加导致了美国的一级交易商不得不占用庞大的现金储备购买美国国债，传导至货币市场，进而引发隔夜回购利率的大幅升高，收益率曲线更为平坦。美联储紧急通过购买短期国债补充流动性，这可以被认为是一种预期管理行为而非重启 QE，目的是尽可能结束收益率曲线倒挂。除非信用风险大面积暴露，美联储才会适应性地迅速启动快速降息周期。当前美国信用风险较多集中在中小企业的债务上，如果信用风险暴露，美联储将被迫重启 QE。

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

当前中美短期利差预期为正且有持续走阔的趋势，海外资金近期持续买入中国资产。综合来看，中国资产有较高的预期收益，这有利于维持人民币汇率的强势。人民币汇率波动率从“破 7”后的高点持续下降，近年来人民币汇率波动率与中国股市波动率高度相关，人民币汇率低波动环境将有利于中国国内权益市场。虽然经济减速的长期趋势已被市场充分预期，但先行指标显示，中国总需求短期或将面临企稳，相应的国内风险偏好短期内将有所提升。

目 录

一、中国股市相对于美股具有更高的配置价值	1
二、做空贵金属短期将获更高赔率	5
三、中美收益率水平均有短期反弹，但长期下行趋势不改	7
四、美国信用溢价较低，但需要关注反转风险，尤其是中小企业的信用风险	9
五、中国总需求领先指标短期企稳，部分工业品或有短期配置价	10
附件一：全球债券市场	12
附件二：2019 年二季度股市估值水平分析报告	25
附件三：全球外汇市场	33

一、中国股市相对于美股具有更高的配置价值

经过第一季度和第二季度的上涨，第三季度全球权益市场基本处于震荡调整阶段。上证指数和标普 500 都在 3000 点左右受阻。对比中美权益资产，我们主要有以下结论：

1. 美股估值过高、风险溢价低，EPS 增速可能开始下滑，且当前处于高位的美元指数抑制海外投资者购买美国股票的需求。总体而言，美股是典型的风险收益比极低的资产（低赢率、低赔率）。2019 年第一和第二季度的上涨主要是由于利率的大幅下降，三季度以来全球主要股票市场都进入了调整阶段。中国大盘股票估值当前依然处于中位区间，相对于美国而言中国股市预期收益较高。

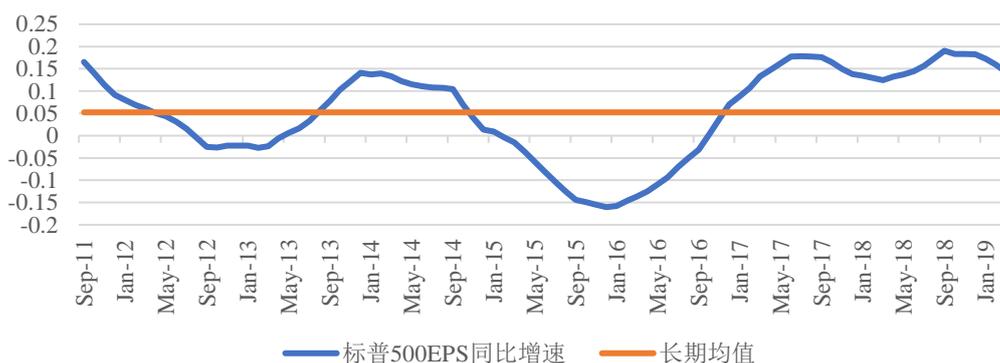


图 1 标普 500EPS 增速

资料来源：Bloomberg，国家金融与发展实验室



图 2 标普 500 风险溢价

指标说明：标普 500 预期收益率减去无风险收益。标普 500 风险溢价接近危机前的水平。

资料来源：Bloomberg，国家金融与发展实验室



图3 沪深300预期收益率

指标说明：当前买入资产6个月之后的预期收益率，用指数的估值与波动率计算得出。

资料来源：Wind，国家金融与发展实验室



图4 标普500预期收益率

指标说明：当前买入资产6个月之后的预期收益率，用指数的估值与波动率回归计算得出。

资料来源：Bloomberg，国家金融与发展实验室

2. VIX 指数回到低位区间，然而美国经济基本面难以支持长期低波动率牛市的持续。2012 年以来，市场量化和自动化交易日趋盛行，目前在这种模式下做空 VIX 指数的交易方向极为拥挤。在 VIX 指数较低时买入波动率类 ETN 资产是一种较好的风险对冲和增强收益的手段。

3. 中美短周期可能出现分化。美国的总需求领先指标下降，而中国的总需求指标显示出了短期企稳特征（从 2019 年

1 月起持续回升)，若辅以政策刺激，中国总需求有望短期企稳；且制造业 PMI 在 2019 年三个季度的连续回升也提振了市场情绪。美国总需求自 2016 年回升以来，于 2019 年 3 月份左右开始出现下行，预计美股 EPS 增速将会随着总需求的下行而逐渐回归均值。



图 5 中国总需求领先指标



图 6 美国总需求领先指标

指标说明：总需求用制造业收入与库存的相对价值结合计算，长期均值为算数平均。

资料来源：Bloomberg，国家金融与发展实验室

4. 从产成品库存周期来看，中国依然处于主动去库存的阶段；从原材料库存来看，主动去库存阶段短期内或有调整的迹象，这与工业品原材料价格期限结构总体平坦保持一致。从图 7 中可以看出，原材料库存周期拐点领先产成品库存拐点 2 至 3 个季度，总需求领先指标先于原材料库存 1 至 2 个季度。目前绝对数值显示原材料库存连续 7 个月上升。虽然更长的周期上总需求仍然承压，但我们认为短期内中国总需求或将出现趋稳迹象。

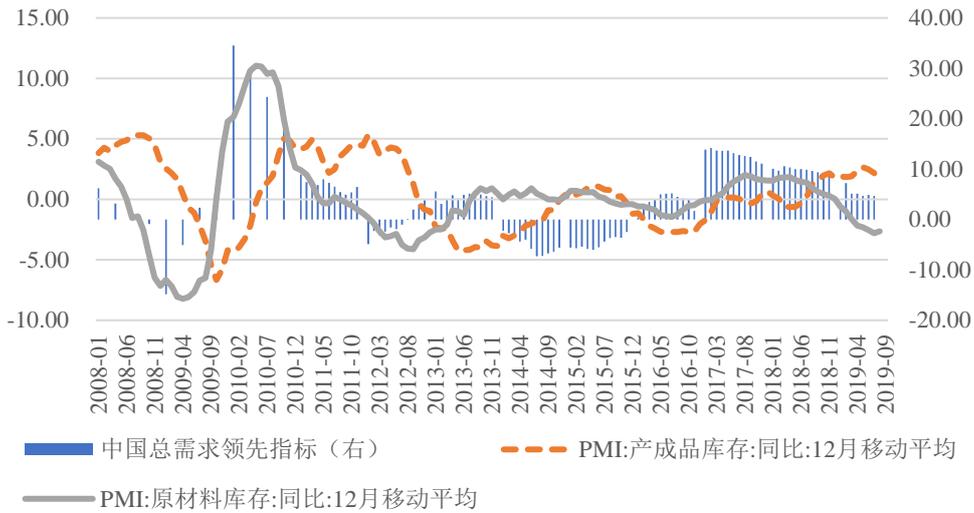


图7 原材料和产成品库存、中国总需求领先指标

资料来源：Wind，国家金融与发展实验室

5. 中美短期利差预期为正且有持续走阔的趋势，海外资金持续买入中国资产——其中 2019 年陆股通累计北向资金流入 2000 亿元，从 6 月起累计流入 1500 亿元（为陆股通单月平均流入量最高值），外资购买中国债券资产规模持续上升，2019 年累计购买量为 3000 亿元；综合来看中国资产有较高的预期收益，人民币有升值压力。人民币汇率波动率从“破 7”后的高点下滑，其波动率与中国股市波动率高度相关，人民币汇率低波动环境将有利于中国国内权益市场。

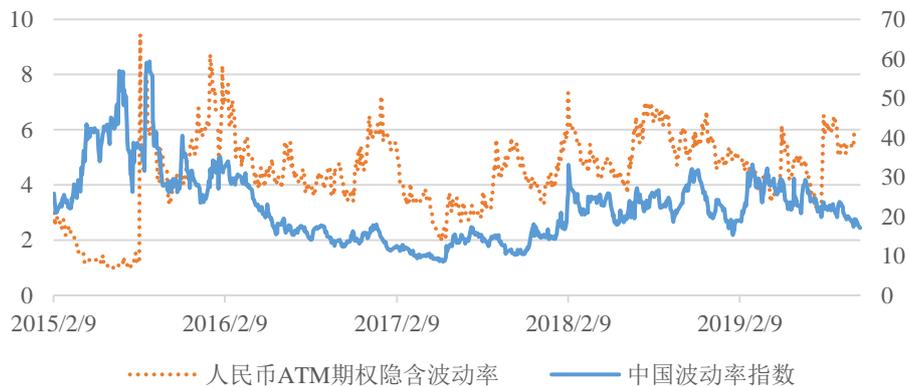


图8 中国波动率指数（右）与人民币隐含波动率

资料来源：Bloomberg，国家金融与发展实验室



图9 人民币汇率（左）与中美短期利差预期

指标说明：短期利差预期为中美短期 IRS 利差

数据来源：Wind，国家金融与发展实验室

二、做空贵金属短期将获更高赔率

市场回顾：黄金在第二和第三季度受到实际收益率大幅上升的影响，产生了高额收益——沪金8月涨幅达11%。上季度报告中指出了白银相对于黄金有较高的潜在收益，上两个季度白银资产收益率远高于其它贵金属资产，达到15%。针对当前的宏观和微观市场环境，我们对贵金属资产有以下观点：

1. 贵金属由于前两个季度实际利率的大幅度下滑从而获得超额收益。当前实际利率反弹主要是名义利率反弹所致，目前通胀预期依然较低。而美国总需求领先指标开始下行，受到总需求的影响，通胀预期上升仍然受到压制。预期实际利率短期低位震荡，长期下行趋势不变。但短期收益率水平的反弹将对贵金属价格形成抑制。



图10 实际利率与通胀预期（%）

指标说明：实际利率为 TIIPS 利率，通胀预期为 Inflation Swap Rate

数据来源：FRED，国家金融与发展实验室

2. 美元指数可能维持高位震荡。海外美元流动性偏紧，流动性溢价是 2012 年以来的最高点；同时欧洲信用利差远低于美国，跨国企业在海外发债再通过货币基差互换换回美国的动机较强；美国与欧洲主要国家（主要为德国）名义利差仍然为正值，导致做空美元成本较大；欧洲经济基本面数据相对美国更为疲软。上述四个原因将支撑美元指数维持在相对高位。



图 11 美元流动性溢价（右）与美元兑主要货币基差互换（加权平均）

指标说明：Basis Swap Rate 越低表示对冲美元汇率的成本越高；美元流动性风险溢价越高说明对美元需求越大。流动性溢价为 LIBOR 与 OIS 之差。

数据来源：Bloomberg，国家金融与发展实验室

3. 贵金属短期的做多头寸十分拥挤。综合来看，贵金属是风险较低（赢率高）而预期收益也较低（赔率低）的资产。换言之，做空贵金属将获得较高的赔率。

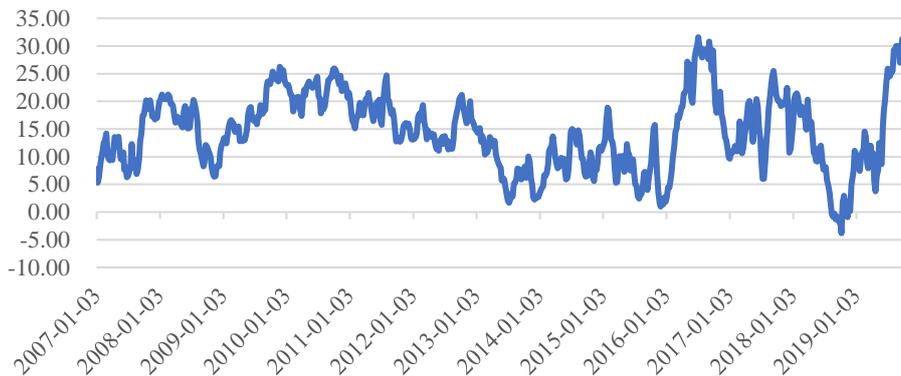


图 12 黄金投机情绪指标

指标说明：投机情绪指标用期货非商业持仓比值计算。数字越大说明多头投机情绪越重，越小则说明空头投机情绪越重。

数据来源：Wind，国家金融与发展实验室

三、中美收益率水平均有短期反弹，但长期下行趋势不改

市场回顾：第三季度美国 10 年期的国债收益率快速反弹，最高到 1.9%附近，主要是急速下跌之后的价格修正。通胀预期和总需求领先指标显示收益率转为上升趋势的可能性较小。我们预期美国 10 年期国债收益率或将反弹至 2%左右，后继续下行趋势不变：

1. 货币政策预期指标显示市场仍然预期美联储将进一步降息。由于美国金融机构超额准备金短缺，美国隔夜 Repo Rate 在 9 月中旬突然暴涨（从 2.3% 涨至 7% 左右）。从宏观层面上而言，贸易战逐渐扭转了美元输出和回流的渠道，同时美国国内进行减税等财政补贴政策迫使国债发行力度加大，双重因素叠加导致了美国的一级交易商不得不占用庞大的现金储备购买美国国债，传导至货币市场导致了隔夜回购利率的大幅升高。这样的压力预计会持续存在，美联储只有重启 QE 才能解决这一问题。

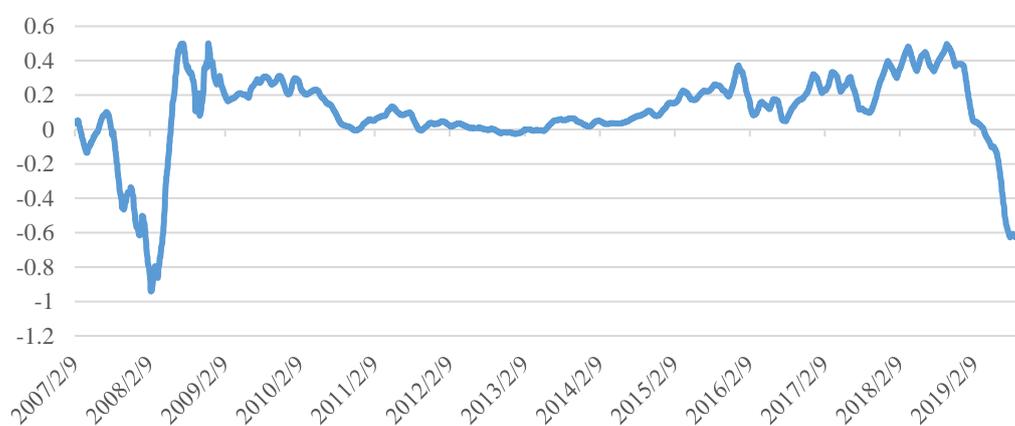


图 13 美国货币政策预期指标

指标说明：以 OIS 期限差计算得出。指标为负则说明市场对降息的预期强烈。

数据来源：Bloomberg，国家金融与发展实验室

2. 当前，美联储购买短期国债更可能是一种预期管理行为而非重启 QE（QE 期间美联储购买的是长期国债），目的是结束

收益率曲线倒挂。然而总需求领先指标显示美国的需求周期开始回落，经济下滑的预期一直存在，长债收益率依然会受到总需求下滑的压制。基于上述两点，我们认为当前美国的长债收益率上升只是反弹，下降趋势不变。



图 14 美国国债收益率曲线期限利差（10 年减 3 个月）

数据来源：Wind，国家金融与发展实验室

3. 中国国债资产当前长期收益率依然有 3.2%，相比欧洲日本的负利率以及美国长期国债的收益率（1.7%）而言，具有明显的利差。由于对冲久期的需求，海外的保险类机构会偏好中国国债资产，同时国内市场也存在收益率进一步下行预期，长期推动债券价格上涨，利好中国国债资产。

4. 从图 11 中也可以看出，美元流动性溢价极高，市场预期经济下滑的大环境下信用资产风险很高，投资者会更偏好美国国债类的低风险资产。

5. 存在美国 10 年期国债收益率转为负的可能性，但这需要强大的动因——致使美联储再次大规模购买长债，释放货币以刺激经济。结合近期的政策会议来看美联储对于政策目标的关注（就业和通胀）：当前通胀预期持续降低，失业率处于历史最低位置，美联储大规模扩表购买长债的意愿不强。虽然美国的贸易和财政政策导致金融机构超额准备金不足，然而这似乎不足以使得美联储实行非常规货币政策。除非信用风险大面积暴露，美联

储才会适应性地迅速启动快速降息周期。当前美国信用风险较多集中在中小企业的债务上，如果信用风险暴露，美联储可能被迫重启 QE。

四、美国信用溢价较低，但需要关注反转风险，尤其是中小企业的信用风险

由于利率的大幅度下降，北美的信用风险溢价总体处于极低的位置。然而高收益债券与投资级债券信用溢价从 2019 年 6 月开始出现了小幅度分化，说明美国的大公司资金充沛而小公司开始出现融资压力。主要原因是全球经济下滑导致需求减弱。考虑到美国中小企业的债务规模已经超过了危机之前的水平，信用利差如果均值回归可能导致新一轮的金融风险，需要密切关注。如果美国的总需求明显下滑且美联储不重新开始扩表，积压的风险可能导致信用利差均值回归。其中，需要密切注意原油价格，由于高收益债券中近 15% 的债券与页岩油行业相关，如果原油价格暴跌则可能通过页岩油行业传导至信用市场。总体而言，美国信用资产配置价值较低，而中国的信用资产的 BETA 收益特征与权益资产同步（股市向好则信用债向好），可通过可转债来配置，但需要注意单个企业的违约风险。



图 15 信用利差与原油价格

数据来源：Wind，国家金融与发展实验室

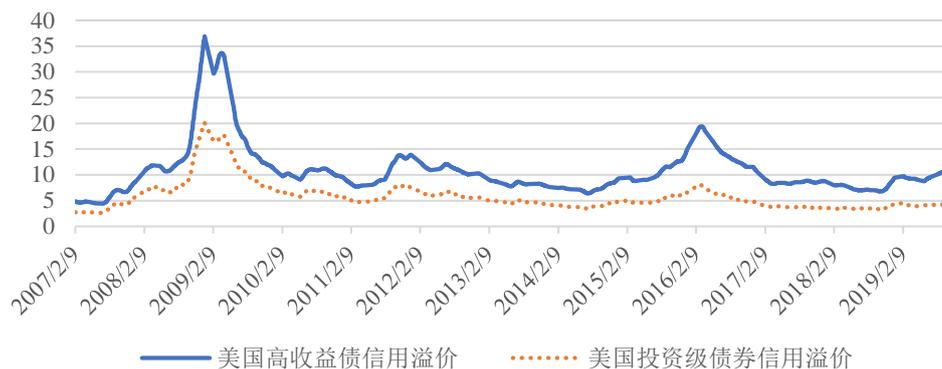


图 16 美国企业债信用溢价

指标说明：企业债券信用利差采用经期权调整后的收益率与无风险债券利差计算。值越大说明信用风险越高。

数据来源：FRED，国家金融与发展实验室

五、中国总需求领先指标短期企稳，部分工业品或有短期配置价值

市场回顾：原油和工业品价格依然处于下跌之后的震荡中，受到市场经济下滑预期的压制。沙特被空袭事件已被视为一个短期影响，其原油产能并没有受到根本上的影响，原油价格依然主要受到经济基本面驱动；而期限的倒挂显示短期供应偏紧。WTI 原油价格前三季度总体在 45 至 55 美元之间波动。

以铜和原油为代表的工业品自 2016 年以来受到中国 GDP 增速下降的影响，价格持续下降。从跨期价差来看，工业品期限结构曲线总体平坦，原油的期限倒挂。这表明，供给上市场预期短期工业品的供应偏紧；同时，需求不足又对绝对价格形成压制。并且，当前市场空头的投机行为已十分拥挤。工业品价格同比与中国 PMI 指数高度重合，总需求领先指标显示中国总需求开始显现短期企稳，若叠加一定的刺激政策，工业品（特别是铜）的风险收益特征正在转变（由低赢率高赔率转换为高赢率高赔率）。工业品期货现货价差目前偏低，中国总需求企稳有利于制造业企业和工业品价格。

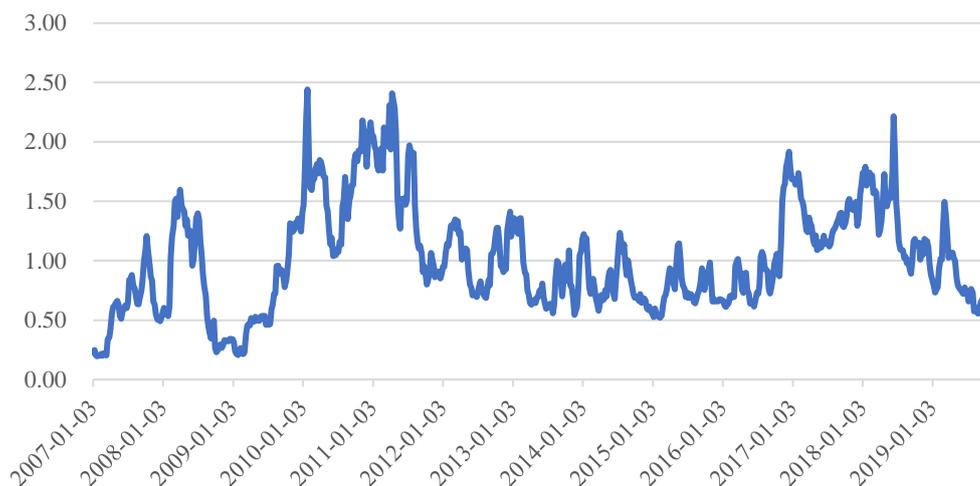


图 17 工业品投机情绪指标

指标说明：以工业品多空持仓比值计算。数字越大说明多头投机情绪越重，越小则说明空头投机情绪越重。

数据来源：Wind，国家金融与发展实验室



图 18 工业品期限价差指标

指标说明：采用中国工业品价格指数与中国 PPI 两者相对价值计算。值越高则说明期货现货价差越大，越小说明期货现货价差越小。

数据来源：Wind，国家金融与发展实验室

附件一：全球债券市场

截止 2019 年第 1 季度，全球未偿债券余额为 104.61 万亿美元，同比上升 1.37%。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 第 3 季度，在全球经济增速整体放缓，需求疲软、通胀走低、宽松政策预期强化的背景下，主要发达经济体和新兴经济体国债收益率普遍呈现“牛平”态势；美国国债收益率曲线持续走平且进一步倒挂，已逼近 2007 年危机时期最低点，美国经济再次步入衰退风险的可能性进一步变大。未来，全球国债收益率或将延续下行态势，但下行空间有限。同时，伴随宽松政策预期的落地，收益率曲线或将呈现短期小幅反弹。

2019 年以来，中美 10 年期国债利差由历史低位迅速拉升至 143BP，逼近历史最高点，未来进一步走阔的空间较小。

2019 年以来，由于货币政策与经济环境的差异，主要经济体利差水平（包含流动性溢价和信用溢价）呈现分化。其中，美国及中国的利差水平保持下行，日本和欧元区则保持上行。在全球经济增速放缓放大信用风险、但货币政策预期宽松释放流动性的情况下，利差取决于政策宽松与经济放缓之间的赛跑。

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 120%，其中 40% 的规模在美国；中国自去年年底首次超过日本后，保持全球第二大债券市场地位。截至 2019 年第 1 季度，全球未偿债券余额（含国内、国际债券）为 104.61 万亿美元，同比上升了 1.37%，环比上升 1.77%。其中，政府债券占比 47%，金融企业占比 39%，非金融企业占比 14%。债券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 42.0、13.1 和 12.4 万亿美元，与 2018 年同期相比美国和中国有所增加，而日本有所减少。美国约占全球债券市场未偿余额的 40.1%，三者之和约占全球债券市场未偿余额整体规模的 65%。

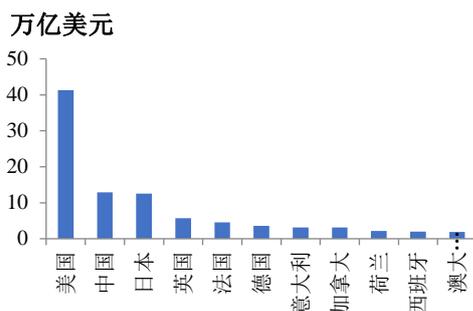
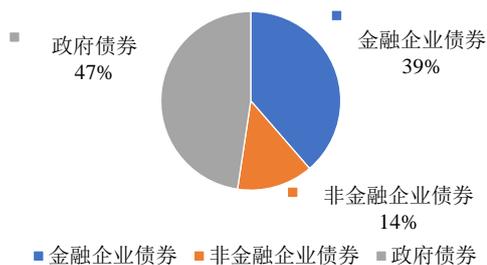


图1 全球未偿债券余额结构

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1季度末公布数据。

资料来源：BIS。

全球债券市场未偿余额中约有24%为国际债券¹，其中发达国家占国际债券未偿余额的69.5%。目前国际债券未偿余额总体规模为24.63万亿美元，约占全部债券未偿余额的24%。其中，发达国家国际债券未偿余额始终占据主导地位，截至2019年第2季度末，其规模约占国际债券未偿总金额的69.5%。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2季度的69.5%。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2季度末的2.66万亿美元，占总规模的比例也从4.7%上升到10.8%。其中，截止2019年第2季度，中国国债债券余额为2202亿美元，占总规模的比例为0.89%。

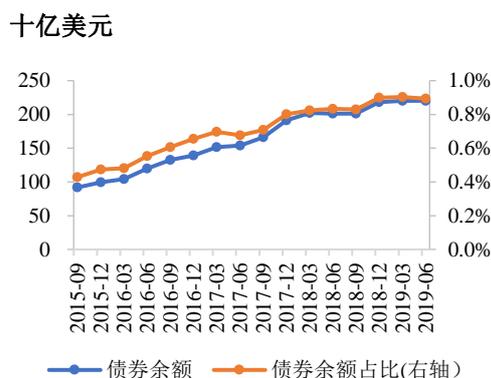
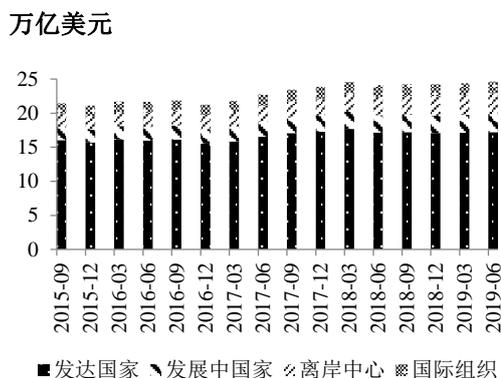


图3 国际债券未偿余额

图4 中国国际债券未偿余额及占比

数据来源：BIS。

¹ 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。

（二）全球债券市场发行量

2019年第2季度发达国家和发展中国家债券净发行环比有明显回落。2019年以来，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有明显回落。其中，2019年第2季度发达国家国际债券净发行556亿美元，环比减少64.0%；发展中国家国际债券净发行371亿美元，环比减少34.5%。

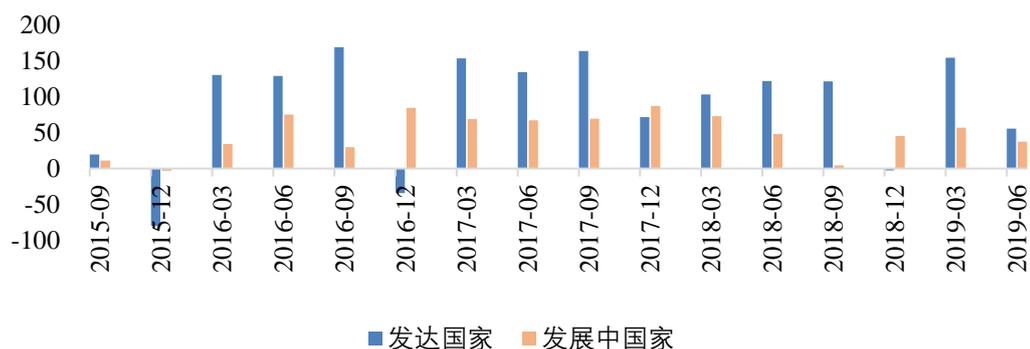


图5 国际债券净发行额

数据来源：BIS。

2019年前3季度美国债券累计总体发行59170亿美元，规模较去年同期略有上升。从结构上看，由于美国财政政策刺激，2019年前3季度政府类债券发行量（包括国债、市政债券和联邦机构债券）较2018年同期有较大幅度上升。其中，美国国债同比增加15.0%，占比升至37%；由于经济增速放缓，除政府债券之外的其他类型债券的发行量则同比下降。

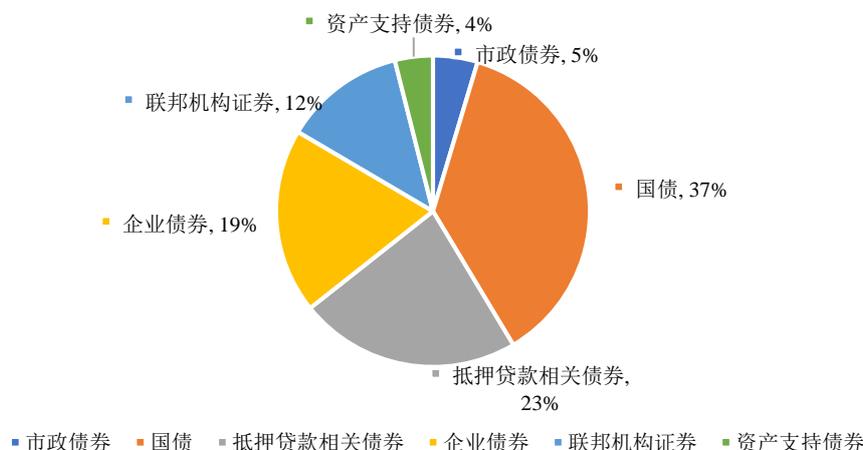


图6 2019年上半年美国债券市场的发行构成

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 年第 3 季度，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；但在季末出现小幅反弹的迹象。

2019 年以来，美国国债收益率曲线保持牛平走势。其中，水平快速下行，至 2019 年第 3 季度末已降至 1.68%，与 2018 年 10 月高点相比下行幅度将近 130BP；斜率持续变平进入负区间，逼近 2007 年危机时期的最低值。在全球经济增速放缓，货币政策宽松预期升温，以及国内通胀疲软，连续多月低于 2% 目标值，美联储降息的背景下，美国国债收益率急速下行。而 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，是由于美联储对市场的降息预期不断增强；更重要的一方面是市场对未来经济持有的悲观情绪。但市场目前已经较为充分地吸收了经济下滑地预期，随着时间的进一步推移，在降息预期落地的情况下，收益率曲线斜率或将面临一定的反弹。

2019 年以来，日本国债收益率曲线跟随美国，延续牛平走势。其中，水平下行至-0.31%，与 2018 年 10 月高点相比下行近 30BP；斜率持续变平，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，但经济增长连续 4 个季度低于 1%，生产和出口出现下跌，9 月制造业 PMI 为 48.9，跌至收缩区间；通胀也相对疲软，连续 10 个月低于 1%，在货币政策维持宽松的情况下，收益率曲线也难言上行。

2019 年以来，欧元区公债收益率曲线跟随美国，延续牛平走势。其中，水平下行至-0.85%，与 2018 年 10 月高点相比下行近 70BP；斜率持续变平，接近负区间，是 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不断下行。目前，欧元区有超过一半国家国债收益率跌为负值。

展望下半年，由于对全球经济增速放缓以及贸易摩擦和地缘政治等诸多不确定因素的担忧，再叠加货币宽松预期的进一步升温，发达经济体国债收益率水平有望延续下行态势。但市场对于增长下滑及降息预期定价已较为充分，进一步下行空间有限；且美国国内就业市场依旧强劲，核心 CPI 依旧坚挺的背景下，待市场预期落地，或不及预期时，收益率曲线或将扭转上行。

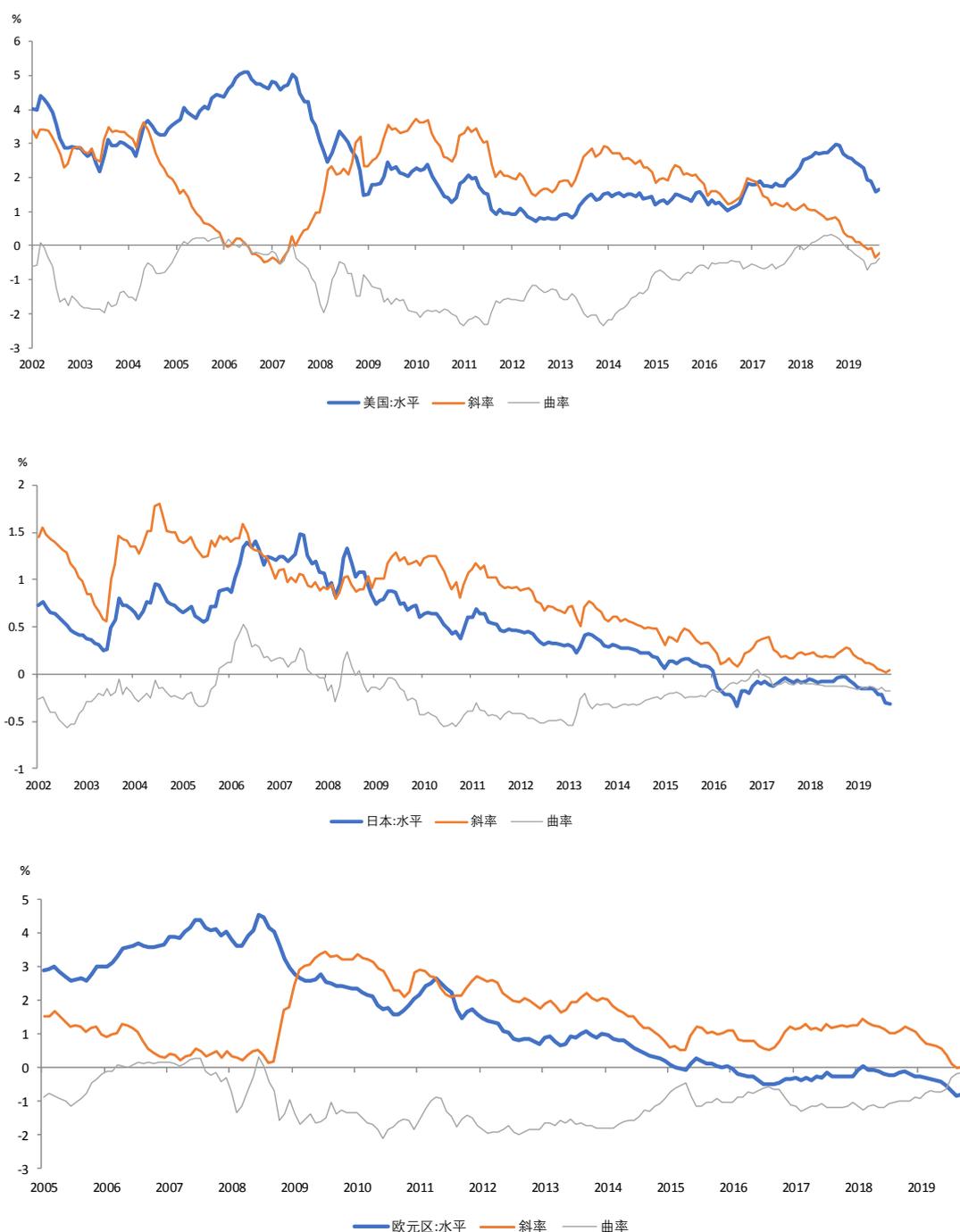


图7 主要发达经济体国债收益率曲线水平

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 年第 3 季度，新兴经济体国债收益率曲线水平整体呈现下行态势，但斜率走势则不同。其中，印度、巴西和土耳其国债收益率曲线走平，而中国国债收益率曲线则走陡。

2019 年以来，印度国债收益率曲线水平持续下行，但斜率由第 1 季度走陡转为第 2 季度走平后又 在第 3 季度转为走陡。其中，水平下行至 6.24%，与 2018 年 9 月高点相比下行超过 140BP。印度经济增速持续快速下滑，由 2018 年第 1 季度 8.93% 急速降至 2019 年第 2 季度的 5.00%，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 月连续降息，目前基准利率为 5.40%。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 6.79%，与 2018 年 9 月高点相比下行约 150BP；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 月和 9 月分别降息 25BP，目前基准利率为 7.00%。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 6.29%，与 2018 年 9 月高点相比下行约 450BP。2019 年上半年，巴西经济 GDP 增长仅为 0.7%，经济增长预期由最初的 2.5% 降为 0.81%，同时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 月和 9 月分别降息 50BP，目前基准利率为 5.50%，导致斜率在第 3 季度走陡。

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 9 月份的 13.4%，波动约 770BP；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 月和 9 月降息 350BP，目前基准利率为 18%，斜率随之走陡。

2019 年以来，中国国债收益率曲线整体呈现先熊陡后牛平态势。其中，水平由年初 2.86% 升至 4 月的 3.09%，后又降至 9 月的 2.91%，波动约 20BP；斜率则随之先走陡后走平。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 1 季度 GDP 增长与 18 年第 4 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 3 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。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，先走陡后走平。



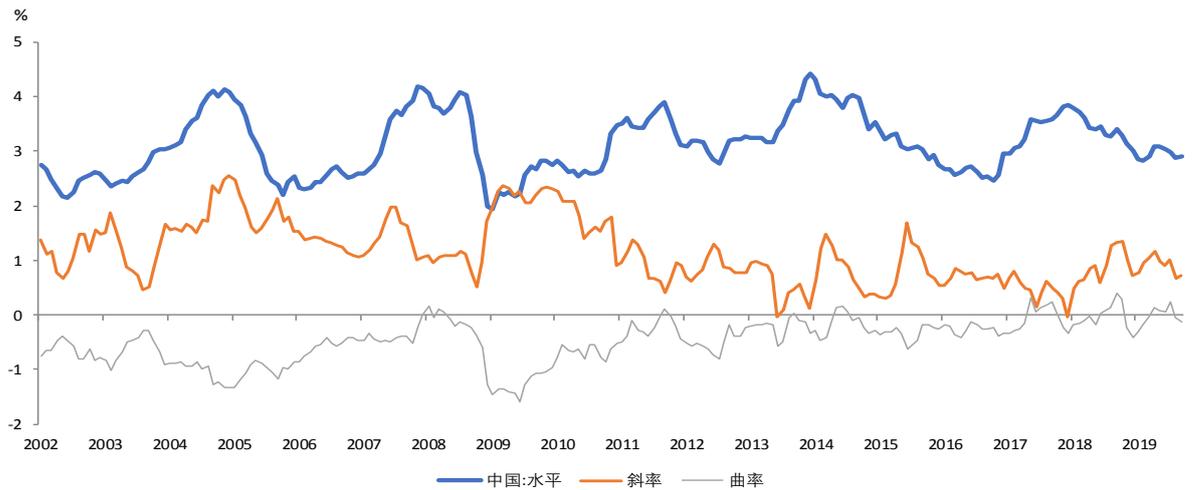
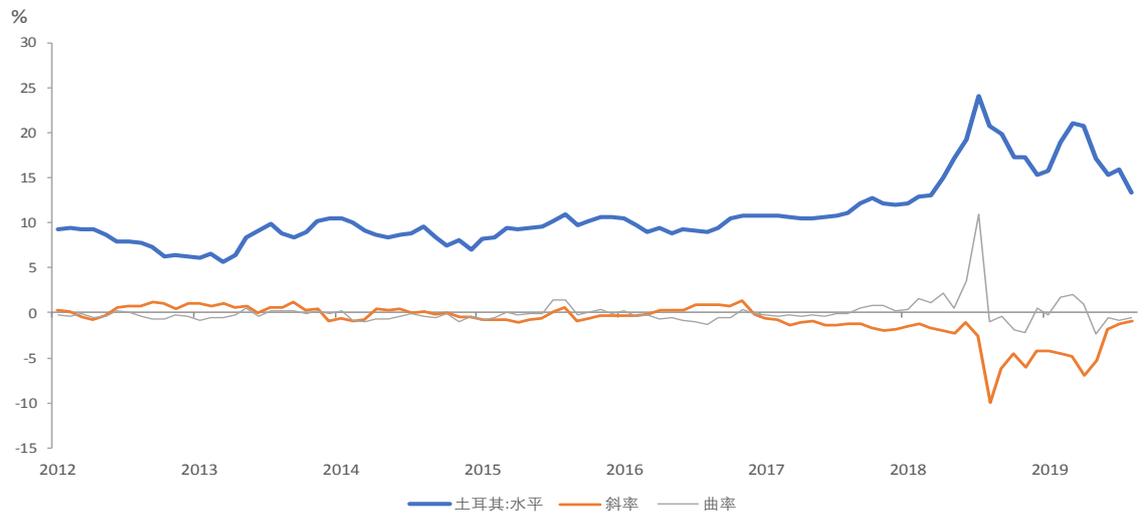


图8 部分新兴经济体国债收益率曲线水平

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个月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3个月期利差基本处于倒挂状态，在2019年第3季度终于步入正区间，为42BP。就收益率曲线长端来看，2019年以来美国10年期国债收益率持续快速下滑，中美利差已由年初的41BP急剧上行至9月的139BP，逼近历史最高值。

展望未来，在预期美国降息，中国保持稳健中性货币政策的前提下，中美利差将进一步扩大。但考虑到市场对美国降息预期定价较为充分，中美利差继续走阔的空间不大，中美利差或将在目前水平保持高位震荡。由于当前中国国债收益率水平处于历史中性区间，较美国有较大的下行空间，若中国货币政策由于国内经济环境变化而发生转变，则中美利差水平或将扭转收窄。



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) 信用利差曲线情况

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。

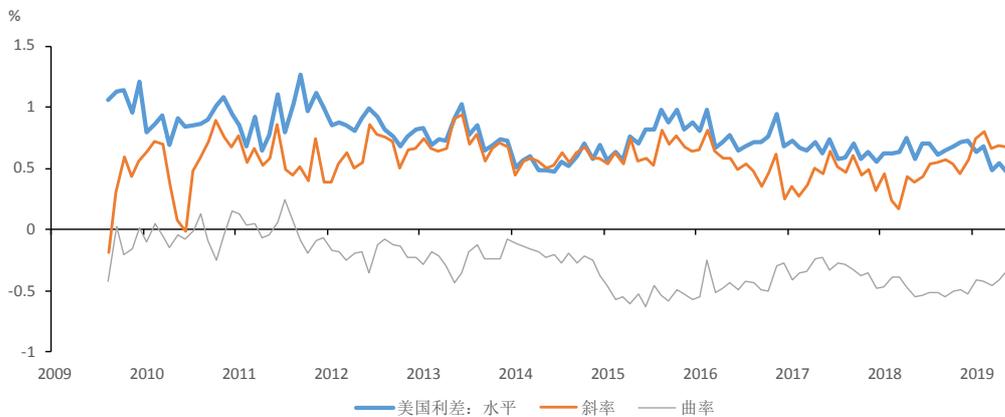
1. 发达经济体利差曲线情况

2019 年第 3 季度，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。其中，美国利差整体下行，日本利差整体上行，欧元区整体保持小幅震荡。

2019 年以来，美国利差水平先下行后保持小幅震荡。2019 年第 1 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 2 季度，由于全球经济增速放缓，增长预期下调，美国利差水平小幅震荡上行；2019 年第 3 季度，降息及宽松政策预期对冲经济增速放缓，美国利差水平小幅震荡下行。目前，美国利差水平已逼近 2009 年以来最低值，进一步下行的空间不大。

2019 年以来，日本利差水平先小幅下行后大幅上扬，逼近 2009 年以来最高值。2019 年第 1 季度，受国内外环境影响，日本经济增长有小幅反弹，利差水平小幅下行。进入第 2 季度后，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。目前，日本利差水平已逼近 2009 年以来最高值，进一步上行的空间不大。

2019 年以来，欧元区利差水平整体保持小幅震荡。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，利差水平小幅震荡上行。展望未来，在欧元区宽松政策空间有限，经济增速进一步下滑的情况下，欧元区利差水平或将进一步上行。



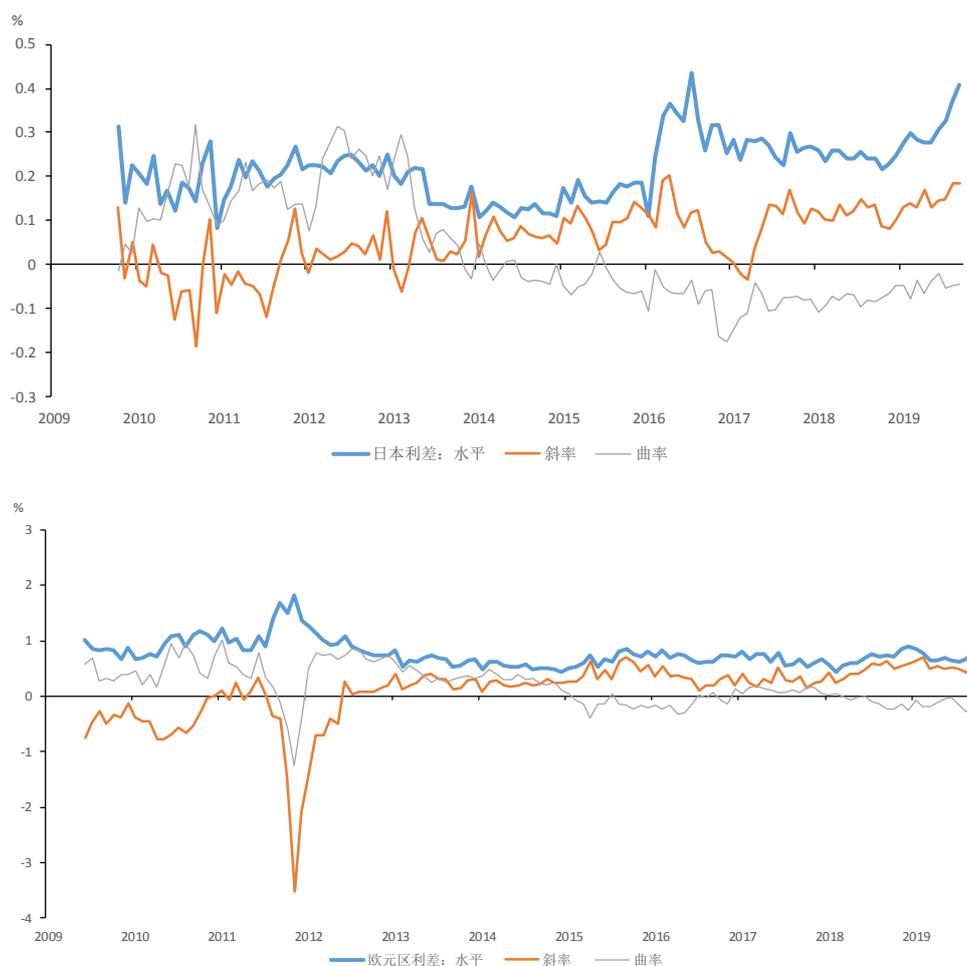


图 10 主要发达经济体利差曲线情况

注：利差 = (美、日、欧) A 级信用债收益率 - 国债收益率

数据来源：Bloomberg、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 年第 3 季度，中国和印度利差水平整体下行。

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稳定。

2019 年以来，印度利差水平先小幅震荡上行后再次下行。2019 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 3 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基本稳定。

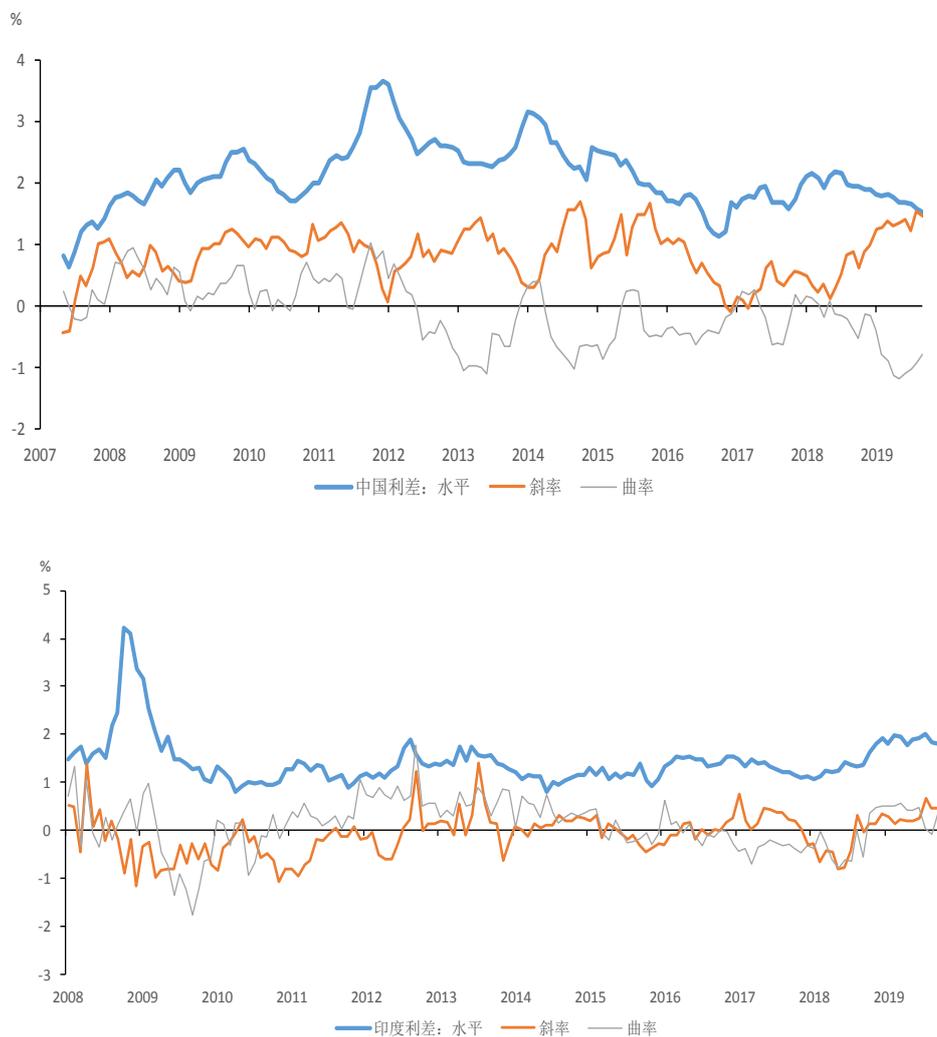


图 11 部分新兴经济体利差曲线情况

注：利差 = (中、印) AA 级信用债收益率 - 国债收益率

数据来源：Bloomberg、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_{short} 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。

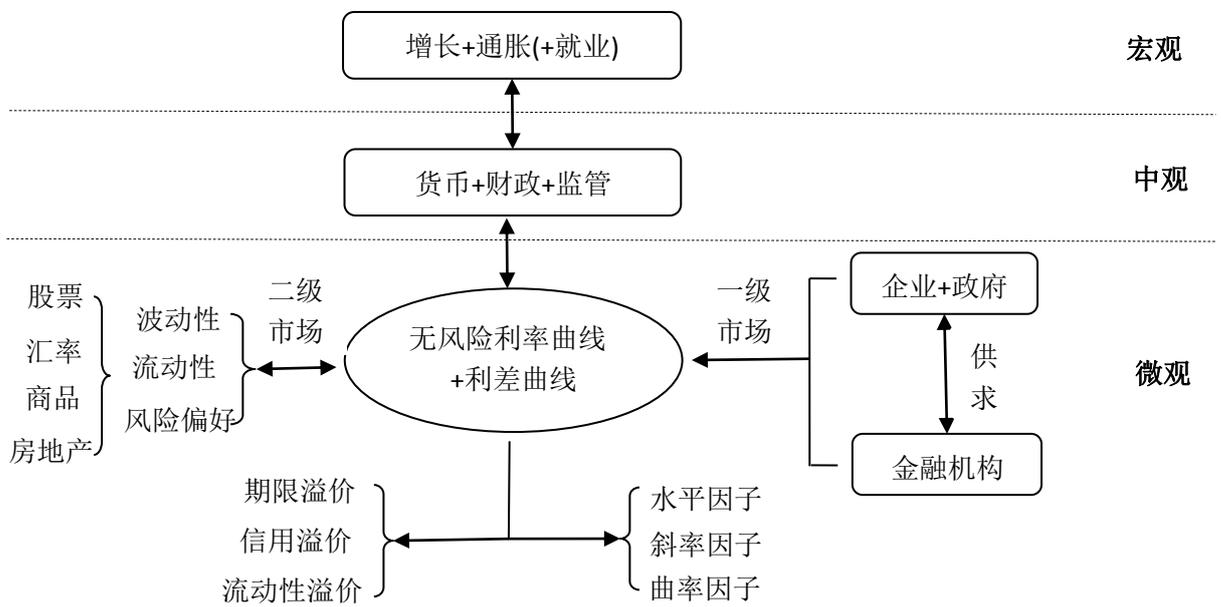


图 12 本文研究框架

附件二：全球股市估值水平

一、换手率

今年前 8 月沪市月均换手率 179.31%，深市月均换手率 383.88%，一改 2015 年以来换手率的下行趋势(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，换手率较高，流动性较大，美国（纽交所）、德国、日本（东京证券交易所）、香港、台湾和韩国交易所今年月均换手率分别为 44.68%、72.11%、90.57%、45.43%、71.72%和 135.32%。

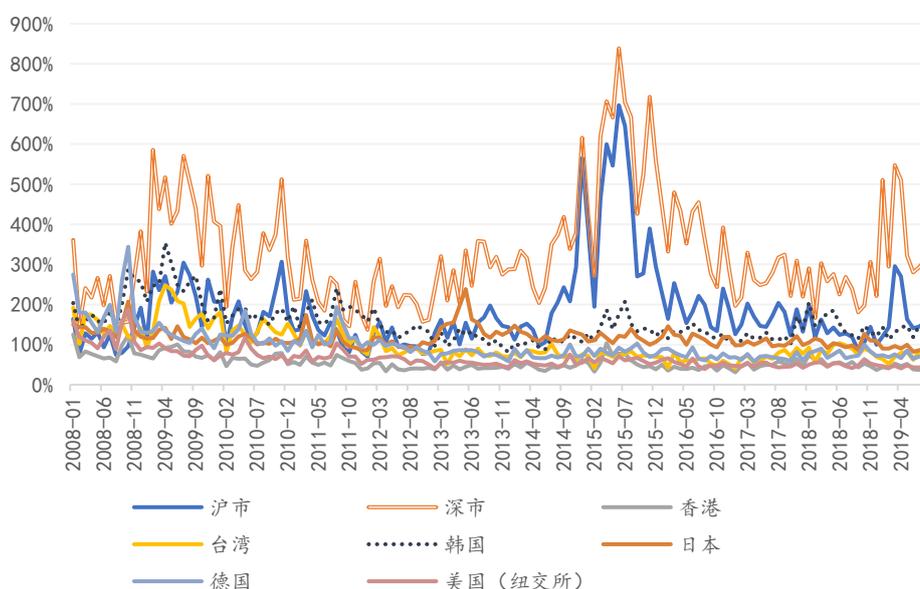


图 1 换手率

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

为更加全面地反映我国 A 股估值水平，我们选取全球 13 个经济体的代表性指数进行对比。截止到 2019/9/30, Bloomberg 数据显示，沪深 300 指数 P/E (TTM, 下同) 为 13.76X, P/B (LF, 下同) 为 1.77X。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（16.02X），P/B 略低于全球平

均水平（1.78X）。

与发达市场相比，我国 A 股 P/E 估值低于德国 DAX30 指数（20.13X）、美国 S&P500 指数（19.58X）、法国 CAC40 指数（19.47X）、英国富时 100 指数（17.97X）、日经 225 指数（15.45X）、高于香港恒生指数（10.16X）；我国 A 股 P/B 估值除低于美国 S&P500(3.41X)，高于英国富时 100 指数（1.76X）、法国 CAC40 指数（1.68X）、日经 225 指数（1.65X）、德国 DAX 指数（1.63），港恒生指数（1.15X）。

与新兴市场相比，我国 A 股 P/E 估值低于印度 Nifty 指数（24.58X）、台湾加权指数（17.49X）、巴西圣保罗指数（16.21X）及南非综合指数（14.35X），高于韩国 KOSPI 指数（13.44X）及俄罗斯 IMOEX 指数（5.66X）；我国 A 股 P/B 估值除低于印度 Nifty（2.84X）、巴西圣保罗指数（2.17X），高于南非综合指数（1.72X）、台湾加权指数（1.68X）、俄罗斯 IMOEX 指数（0.91X）和韩国 KOSPI 指数（0.82X）。

与上年度末相比，我国 A 股 P/E 估值排名未变，P/B 估值排名有所上升。上年末 A 股 P/E 为 11.24X，在 13 个经济体中排名第 10 位，今年三季度末名次未变。上年末 A 股 P/B 为 1.46X，在 13 个经济体中排名第 8 位，今年三季度末提升至第 4 位。

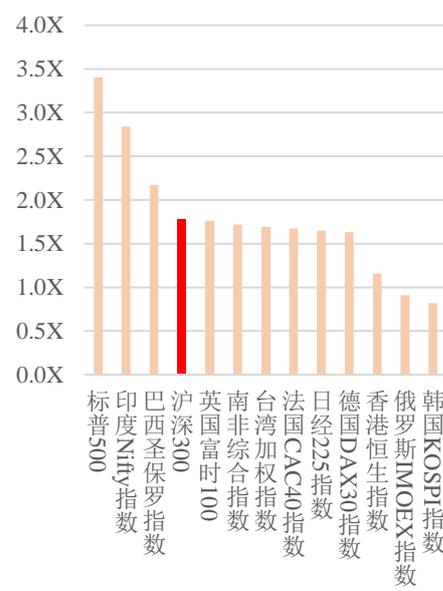
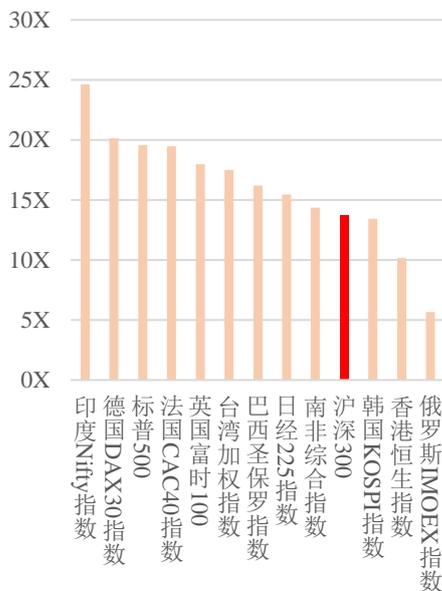


图 2 全球主要市场 P/E (TTM) 估值 图 3 全球主要市场 P/B (LF) 估值

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三季度末数据显示，P/E方面，沪深300(11.90X)低于S&P500(21.65X)，上证50(9.53X)低于道指(19.81X)，创业板综指(138.55X)远高于纳斯达克指数(31.41X)；P/B方面，沪深300(1.45X)低于S&P500(3.32X)，上证50(1.20X)低于道指(4.30X)，创业板综指(3.68X)低于纳斯达克指数(4.39X)。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(11.64X)高于纳斯达克指数/标普500(1.45X)，上证50/沪深300(0.80X)低于道指/S&P500(0.92X)；P/B方面，创业板综指/沪深300(2.53X)高于纳斯达克指数/标普500(1.32X)，上证50/沪深300(0.82X)低于道指/S&P500(1.29X)。

因此，我国市场整体估值略低于美国，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。与去年末相比，今年三季度末P/E创业板综指/沪深300指数增加187.10%，纳斯达克指数/标普500指数增加8.07%，上证50/沪深300指数减少3.82%，道琼斯工业指数/标普500指数减少9.45%。总体来看，我国小盘股与大盘股与美国差距在逐渐拉大。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。

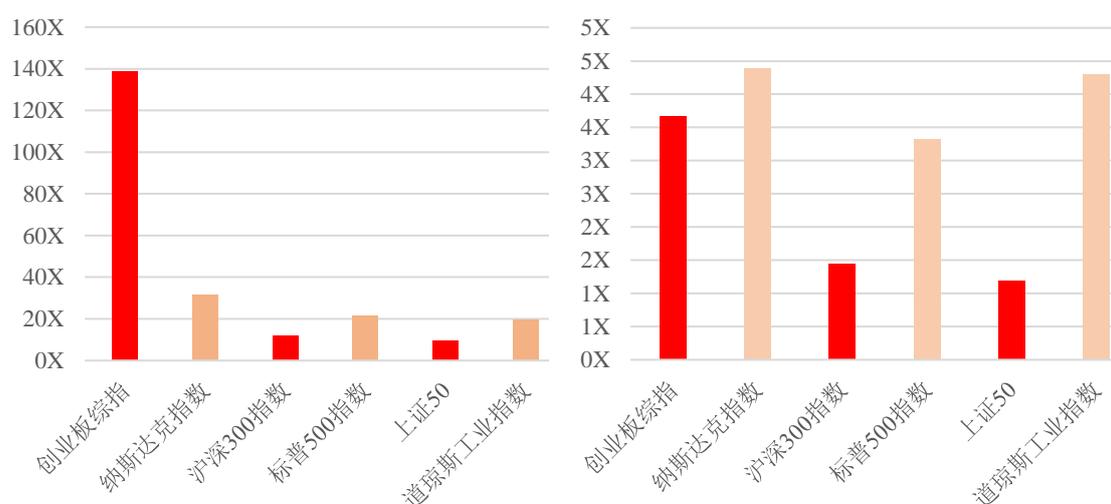


图4 中美不同风格指数 P/E 估值 图5 中美不同风格指数 P/B 估值

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 2009/9/30-2019/9/30 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。

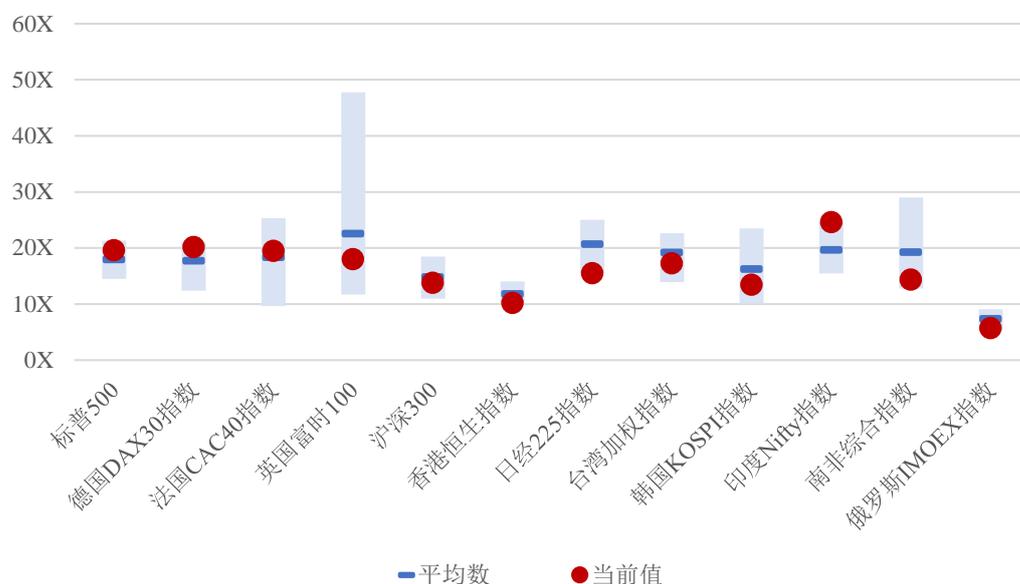


图 6 全球股市 P/E 历史分位

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

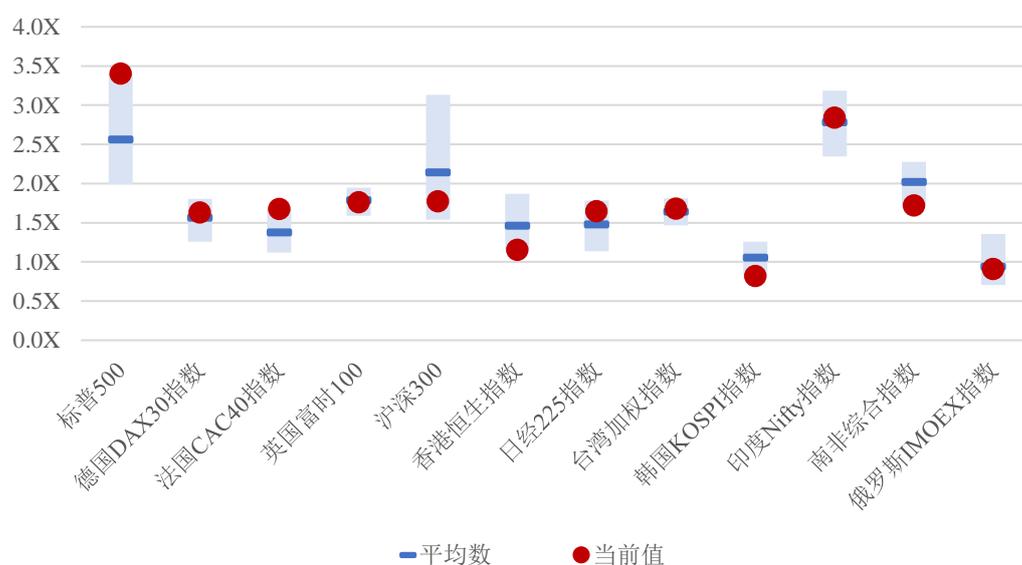


图 7 全球股市 P/B 历史分位

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：

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

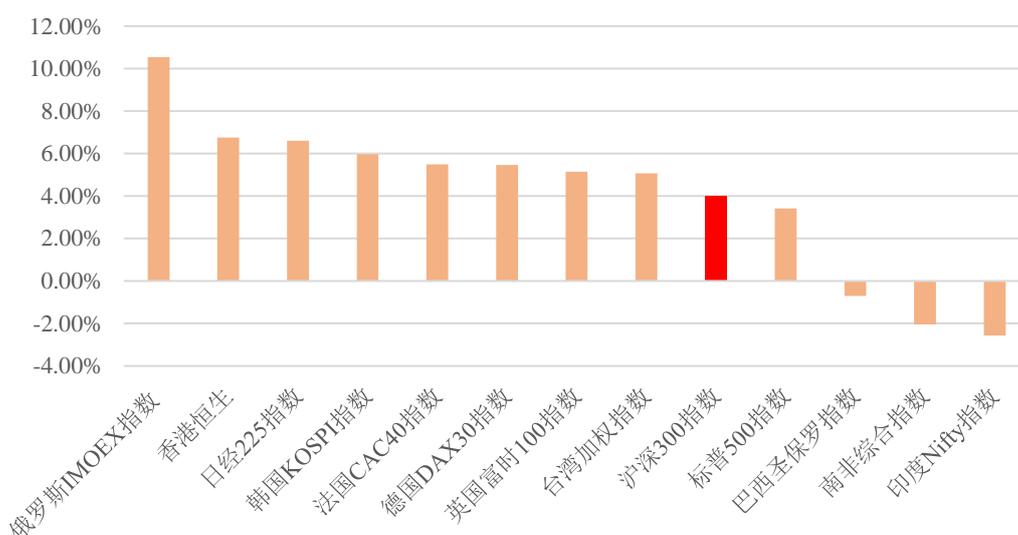


图 8：全球股市指数风险溢价水平（截至 2019/9/30）

资料来源：Bloomberg, 中航证券金融研究所

目前俄罗斯 IMOEX 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，中美关税范围不断加大，美国对华政策趋严也对中国企业的贸易造成很大影响，叠加股票质押率不断升高，市场整体风险偏好受到一定压制。经过中美贸易的多轮谈判，近期得到初步贸易和解结果，市场出现缓和迹象。为对冲贸易摩擦的影响，我国汇率在不断调整，美元兑人民币汇率一度持续升高，黄金作为储值产品其价格也在不断升高。由于指数的快速调整，沪深 300 风险溢价水平打破 2018 年的上扬趋势，逐渐下行。印度、南非、巴西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上一年年中逐渐增长，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、日本、法国、香港风险溢价水平呈上升趋势，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仍在上升，但趋势有所放缓。



图9 美国股市风险溢价水平



图10 英国股市风险溢价水平

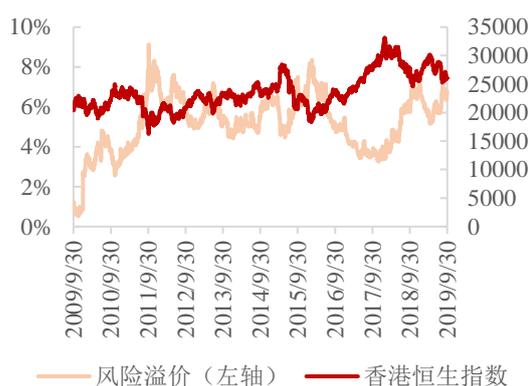


图11 香港股市风险溢价水平

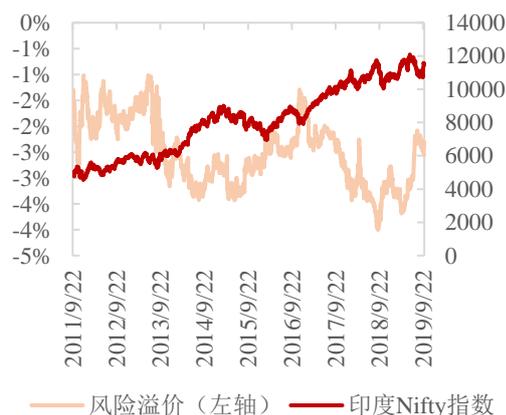


图12 印度股市风险溢价水平



图13 日本股市风险溢价水平



图14 台湾股市风险溢价水平



图 15 南非股市风险溢价水平



图 16 韩国股市风险溢价水平



图 17 法国股市风险溢价水平



图 18 德国股市风险溢价水平

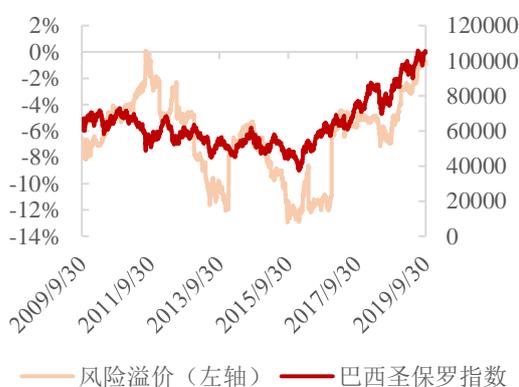


图 19 巴西股市风险溢价水平



图 20 俄罗斯股市风险溢价水平



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：全球外汇市场

外汇市场上，2019年三季度，人民币走出了一波“过山车”式的行情，先快速贬值，而后有所回升。内部环境上，基本面承压较大，面临滞胀风险；政策上，逆周期因子、离岸央票以及金融对外开放带来的资本流入，都对人民币起到了支撑作用。外部中美关系变化是这一时期汇率变动的主导力量，美元指数走强，欧元区经济难见曙光，日元则主要关注全球风险偏好变化。未来，美元可能会维持强势震荡格局，人民币汇率主要受到中美正式书面协议签署进程影响，同时关注国内经济减速超预期、英国无协议脱欧、欧元区经济下挫等风险事件。

一、人民币外汇市场形势

(一) 人民币汇率走势概况

2019年三季度，人民币走出了一波“过山车”式的行情，大致可以分为四个阶段：

(1) 2019年6月初至7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，没有趋势性升值或贬值的因素接入，人民币维持区间震荡。

(2) 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。

(3) 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。

(4) 9月下半月，人民币过山车走势结束，重新向基本面回归，在7.10上下形成震荡格局。

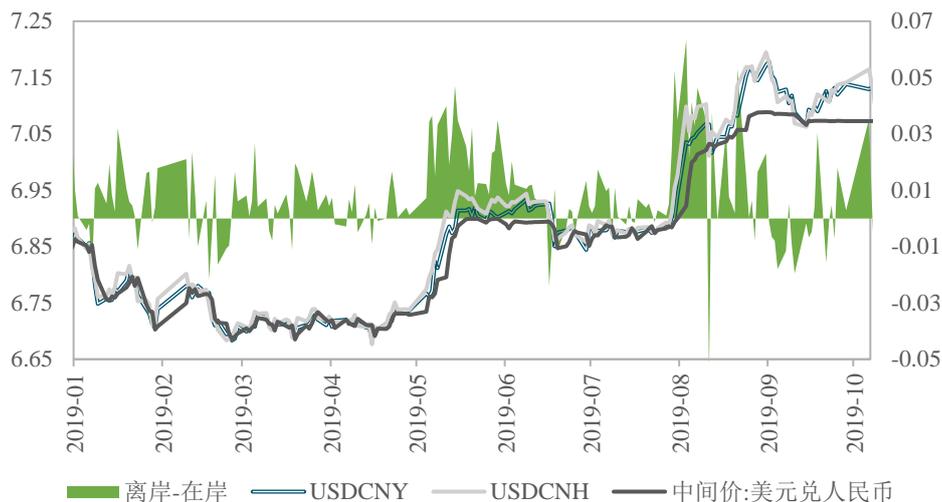


图1 2019年人民币走势情况

数据来源：WIND。

（二）内部环境：人民币汇率均衡分析

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%，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。根据最新数据，2019年7、8、9三个月，CPI同比增长了2.8%、2.8%和3.0%，比2019年初不到2%的水平明显抬升。总体来看，我国基本面与国际上其他经济体相比虽然具有一定韧性，但面临一定“滞胀”风险，预计未来较长时期经济总体仍将承压，但相关预期在金融市场已得到充分反映。

从需求角度来看，方兴未艾的中美贸易摩擦，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改变全球投资布局。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市场的影响，房地产开发占固定资产投资完成额的比重在2019年明显增长。

近年来工业增加值和制造业PMI中枢存在明显下移。根据最新数据，受到中美贸易问题的影响，2019年8月，工业增加值同比仅增长4.4%；而制造业PMI从2018年5月份开始调头向下后，在2018年12月首次突破枯荣分水岭以下，

整个 2019 年三季度均低于 50。2019 年三季度以来，PPI 同比连续三个月录得负值，分别为 -0.3%、-0.8% 和 -1.2%，呈现连续下滑的趋势。这其中虽然有基数效应造成的影响，但是对于工业企业来说 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，猪价引导的 CPI 高企和 PPI 的低迷，可能加剧工业利润的下滑。



图 2 规模以上工业增加值及采购经理人指数

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。而汇率方面，2019 年 8 月份人民币快速贬值后，政策当局主要采使用了**两类汇率调控工具和改革开放同步的“组合打法”**。在调控工具上，其一是通过逆周期因子调整人民币汇率中间价；其二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，遏制了人民币下跌压力。值得注意的是，预期管理工具作为以往人民币大幅贬值时的常用干预手段，在本季度的贬值走势中并没有发力，甚至人民银行有关负责人强调“破 7”的合理性。在改革方面，政策层通过加大金融市场对外开放对冲新的资本流出压力，同时 LPR 形成机制的改革也事实上起到了降息的作用。这一系列的组合拳，使沽空人民币的海外资本不得不调整其套利策略，有效打击了人民币空头。

要注意到，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。且根据 10 月 10 日和 11 日中美经贸

高级别磋商的声明来看，目前美国财政部对我国的汇率操纵指控仍在，要在评估后决定是否撤销指控。随着中美双边摩擦进入常态化，美方势必对我国外汇体制的市场化程度施压，央行料不会进行长期大规模的汇率干预。因此，在实体经济好转以前，央行不会强硬地将汇率固定在某个点位，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）内部环境：人民币国际收支分析

人民币国际收支方面，二季度经常项目顺差 462 亿美元，比一季度进一步下降 28 亿美元。虽然外管局尚未发布三季度国际收支数据，但是高频数据显示，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。在上一篇报告的写作时点，货物贸易顺差数据有所抬头，但当时我们就曾指出，上半年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，2019 年 6 月，货物贸易结售汇顺差仅 34.88 亿美元，7 月、8 月则分别为 175.61 亿美元和 158.41 亿美元，颓势仍在，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。



图 3 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**。银行结售汇和银行代客结售汇差额²在 6、7、8 月份均为负值，据此预计尚未出炉的三季度资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**。

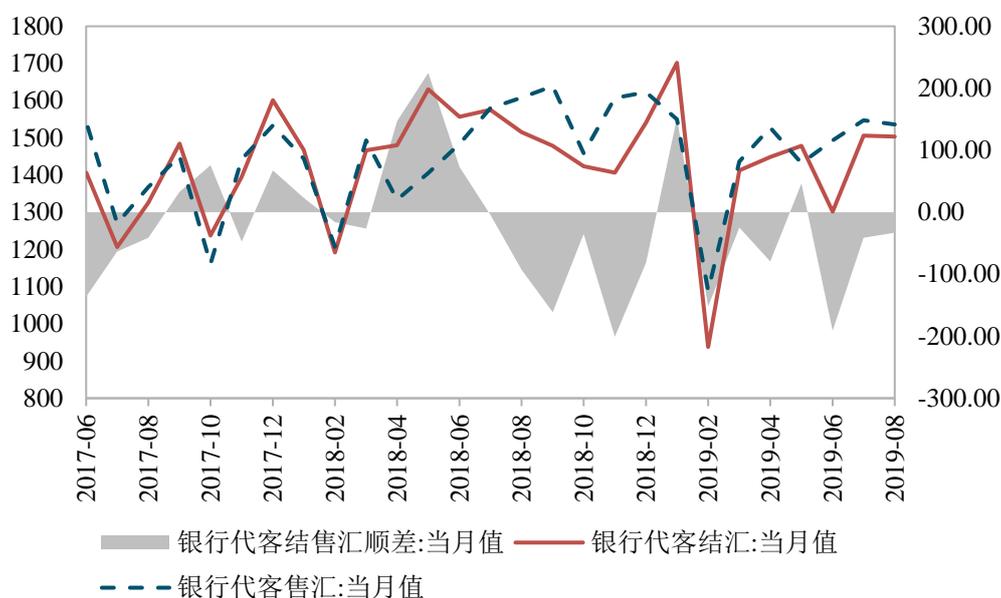


图 4 银行代客结售汇波动

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。此前，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。随后出炉的短期国际资本流动数据也印证了我们的观点。但是也要注意，自次贷危机以来，由于中美经济周期错位，A 股与美股相关性较其他主要股指更低，A 股在全球资产组合中可以起到分散风险的作用；加之我国股债市场接连纳入全球重要指数，人民币资产存在一定的刚性配置需求。根据陆股通（沪股通+深股通）净流入数据，我们猜测三季度的情况当有所回暖。预计未来一段时间内，证券投资账户下的资金流入仍将作为平衡我国国际收支的重要稳定器。

² 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。

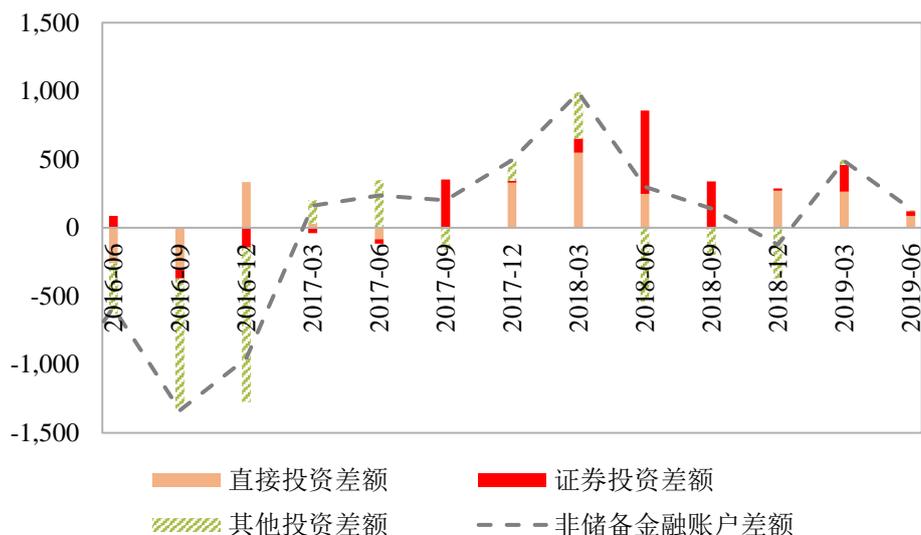


图5 短期国际资本流动情况

数据来源：WIND。

其中也要关注两方面压力。其一是如果全球经济下行、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。目前，国际投资机构对人民币资产存在一定的配置需求，如果全球风险偏好有所回升、中国股市收益率提高或者中美利差走扩，可能会促进短期资本流入，从而给人民币带来升值动能。



图6 陆股通下资金流入情况

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美国经济和政策走势，而中美经贸摩擦超预期的变幻也主导了 2019 年三季度人民币的“过山车”走势。

基本面方面，数据显示，美国二季度经济增长有所放缓，GDP 同比增速仅 2.28%，实际增长放缓程度比预期更大，表明中美贸易战对美国经济也造成了较大的压力。根据物价方面的最新数据，美国 9 月 CPI 同比录得 1.7%，而 PPI 同比为 1.4%，均不及预期。PPI 环比录得-0.3%，是近半年以来最大跌幅。PPI 通过生产环节价格变通向产业链下游传导，最终可能波及消费领域，通胀的低迷亦可能成为美联储进一步放松货币政策的理由。

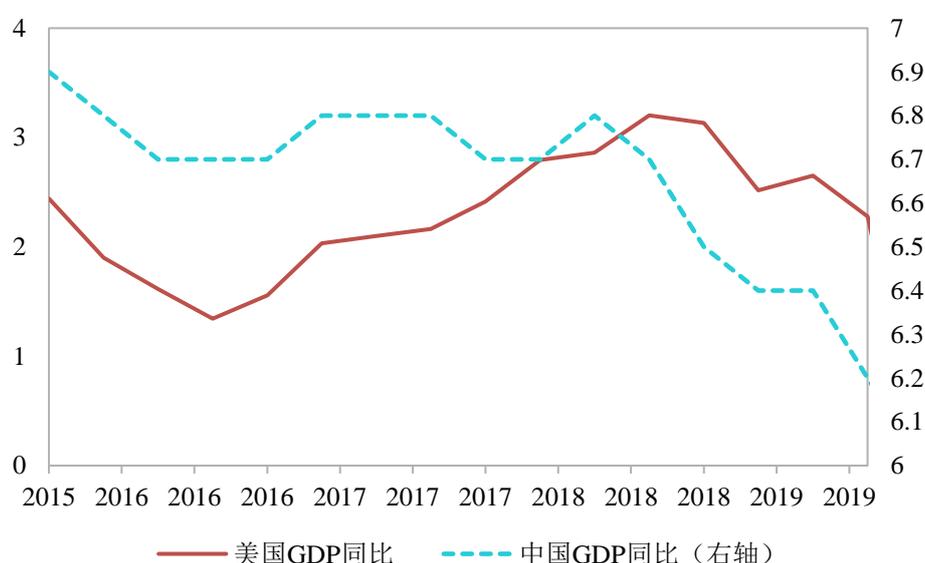


图 7 中美 GDP 同比

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。与此同时，时薪同比增速已经回落到 3% 以下，2019 年 9 月录得 2.89%。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。

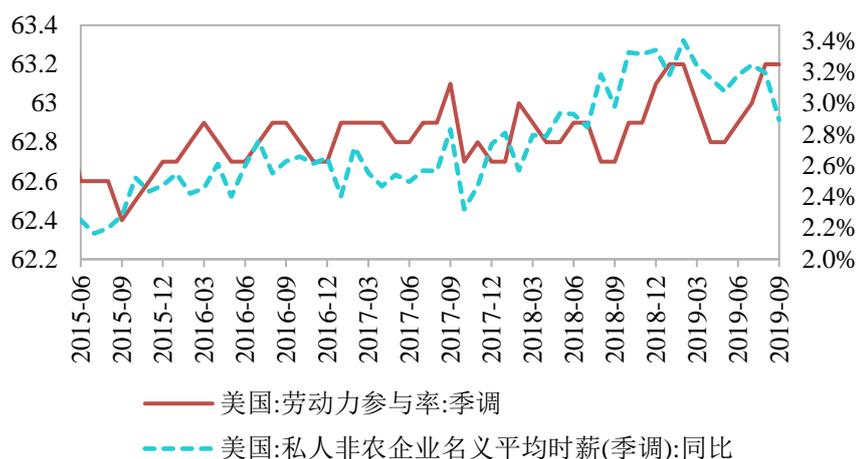


图 8 美国劳动力参与率和平均时薪

数据来源：WIND。

货币政策方面，三季度，美联储分别于 7 月和 9 月降息两次，这是自 2008 年 12 月以来美联储首次重启降息。尽管如此，9 月中下旬，美国货币市场利率飙升，美国版“钱荒”促使美联储重启回购操作，而根据 10 月 11 日的消息，美联储将于 10 月 15 日起启动每月购买 600 亿美元的美债计划，这一行动将延续到 2020 年 6 月。我们认为，美联储接连释放流动性，主要是弥合 9 月钱荒以及经济贸易多重不确定性带来的压力和创伤，以尽快回复金融市场信心。此外，在全球范围内也开启了一波货币政策宽松的潮流，2019 年以来，全球已有近 30 家央行宣布降息。在这一背景下，中美货币政策利差已重新回正，此前的货币政策分化压力有所纾解，这也为中国国内货币政策带来更充裕的腾挪空间。

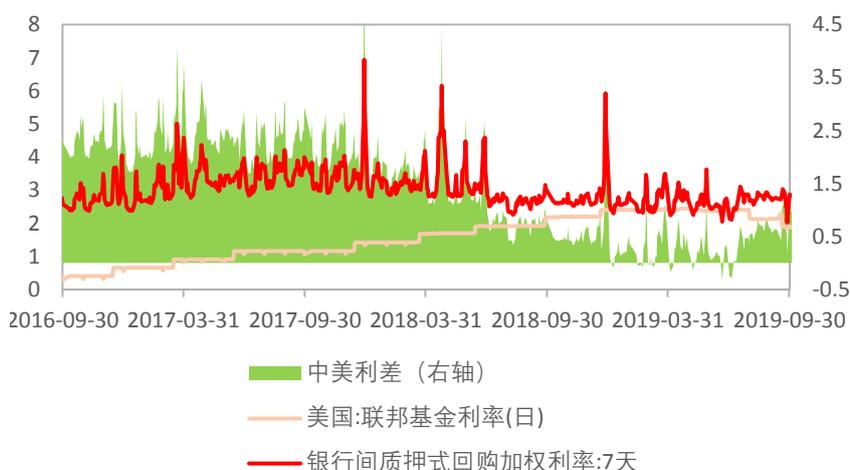


图 9 中美货币政策利率趋势对比

数据来源：WIND。

贸易政策方面，10月10日至11日，刘鹤与美国贸易代表莱特希泽、财政部长姆努钦进行了新一轮中美经贸高级别磋商，双方在农业、知识产权保护、汇率、金融服务、扩大贸易合作、技术转让、争端解决等领域取得了实质性进展，并讨论了后续磋商安排，同意共同朝最终达成协议的方向努力。白宫方面指出，在这一口头协议达成的5周内可能会有书面协议完成。需要注意的是，虽然原定于10月15日的关税上调计划已取消，但12月15日对部分3000亿美元商品加征15%关税的计划并未取消，美方汇率操纵指控的计划也并未取消，这些都为书面协议的拟定和签署带来了不确定性。

展望后市，预计美元指数仍会维持高位震荡，而中美贸易协议的落实情况是人民币最主要的影响因素。我们在此做一个简单的情景推演：在中美正式书面协议签署前，人民币很难有大的趋势性走势；如果中美能够进入文本协议阶段，国际市场风险偏好将得到修正，美元、美债乃至日元、黄金等避险资产的吸引力将下降，同时触发人民币升值；如果中美关系再次出现逆转，那么9月上旬的修正性升值很可能回吐，甚至出现进一步贬值。其他要关注的风险点包括：国内经济超预期下跌、楼市泡沫破灭、英国无协议脱欧、欧元区经济下挫等。

二、国际外汇市场形势

（一）主要货币

2019年三季度，欧元兑美元总体稳定，轻微贬值。2019年9月30日，欧元兑美元为1.0889，比五月末的1.1151贬值2.35%。

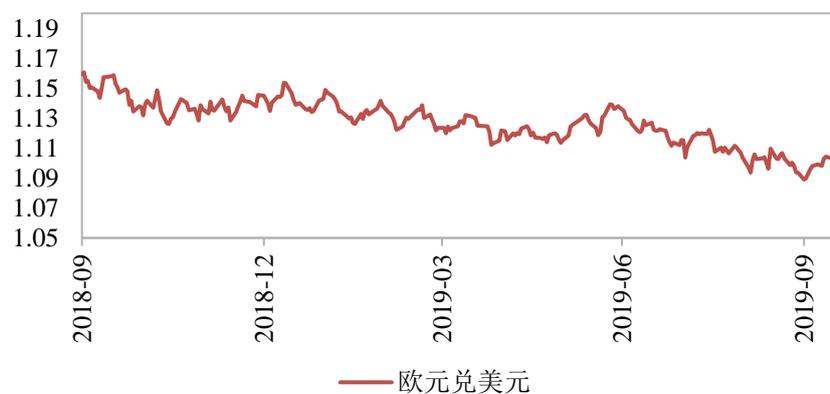


图 10 欧元兑美元汇率走势

数据来源：WIND。

根据最新数据，2019 年第二季度欧元区 GDP 经季调后同比仅增长 1%，这是 2015 年以来的最低点。英国二季度 GDP 不变价经季调后环比负增长 0.8%，同比仅增 1.31%；德国通胀低迷，9 月份 CPI 仅录得 1.2%；而德国、法国、欧元区公布的 PMI 数据未能如愿回弹，反而进一步走弱，德国综合 PMI 甚至跌落到枯荣分水岭以下。最新数据显示，2019 年 9 月，德国、法国和欧元区综合 PMI 分别为 48.5、50.8 和 50.1。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策措施却令市场失望，欧元区经济回暖之路尚不明朗。

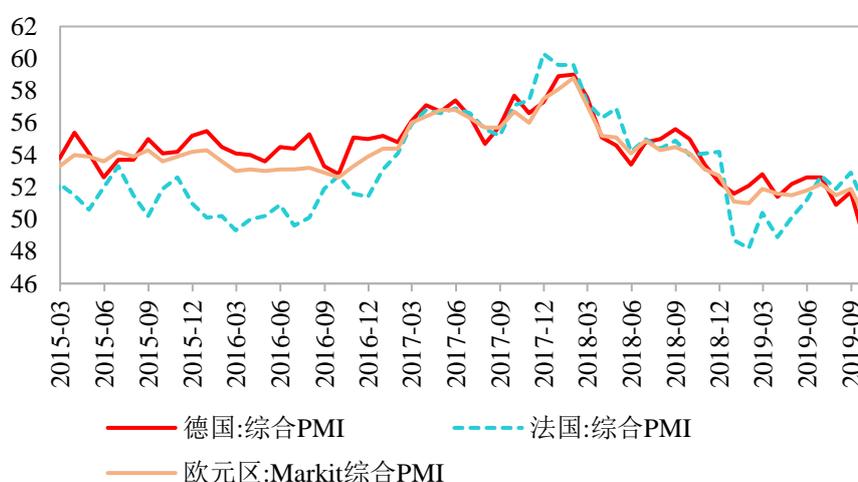


图 11 欧元区 PMI

数据来源：WIND。

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。

政治方面，近期最大的焦点当属英国脱欧问题上。如果能够达成脱欧协议，私人部门消费和投资的复苏可能提振英国和欧洲的经济；如果无协议脱欧，势必会对总体需求产生巨大打击，导致经济下滑；如果脱欧最后时间被再次推后，欧元和英镑料会继续保持弱势震荡态势。

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以获取套利收益，但在风险爆发时避险情绪上升，套利

资金进行平盘。这时，平盘操作时需要购入大量日元，这会推动日元升值。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。随着中美贸易磋商取得进展，以及美债收益率有所反弹，三季度末日元已经基本回到了 6 月初的水平。

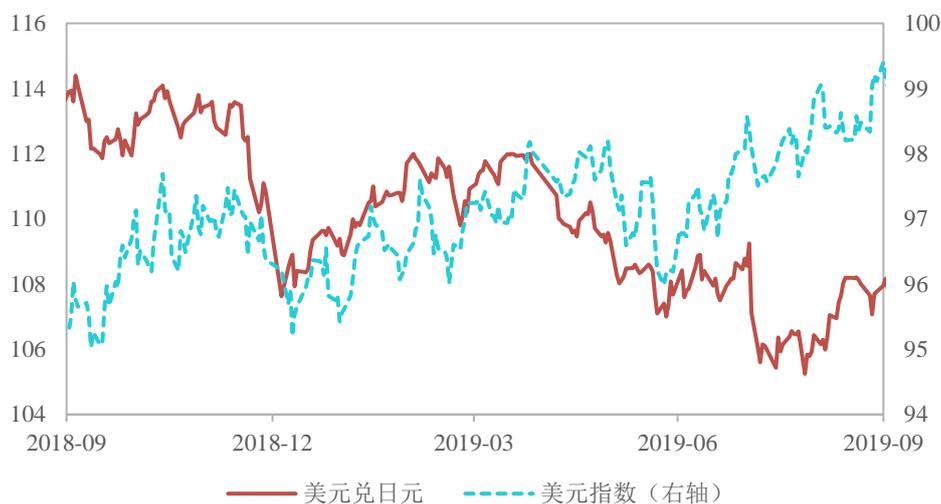


图 12 美元兑日元走势及美元指数

数据来源：WIND。

日本国内方面，四季度起日本消费税将正式从 8% 提升至 10%，这可能对总需求产生不利影响，给日本经济带来负面冲击。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。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，或者美国经济增长乏力，则对日元有利多效应。

(二) 新兴市场

针对新兴市场的情况，我们统计了 22 个国家（和地区）的货币情况（如表 1），2019 年三季度，有 20 个国家和地区出现了不同程度的对美元的贬值。在个体层面上，三季度贬值幅度超过 10% 的只有阿根廷 1 个国家，截止到 2019 年 9 月 30 日，与 7 月 1 日相比阿根廷比索贬值达 36.59%；巴西、哥伦比亚、南非、匈牙利、波兰、智利和捷克贬值幅度在 5% 到 10% 之间，处于中游；罗马尼亚、墨西哥等 12 个国家和地区贬值幅度低于 5%。泰国和土耳其则有轻微的升值。在地区上，东南亚新兴市场国家整体币值相对稳定，南美和欧洲国家则出现较多的贬值情形。

表 1 新兴市场国家（和地区）三季度汇率变化情况（截至 2019 年 9 月 30 日）

货币名称	当前兑美元汇率	年度汇率变动
阿根廷比索	57.56	-36.59%
巴西雷亚尔	4.1644	-9.04%
哥伦比亚比索	3462.01	-8.00%
南非兰特	15.1971	-7.72%
匈牙利福林	306.06	-7.45%
波兰兹罗提	4	-6.87%
智利比索	725.68	-6.85%
捷克克朗	23.707	-5.58%
罗马尼亚列伊	4.3488	-4.03%
墨西哥比索	19.7345	-3.45%
韩元	1196.2	-3.23%
人民币	7.0729	-2.93%
秘鲁索尔	3.383143	-2.83%
印度卢比	70.685	-2.49%
俄罗斯卢布	64.4156	-2.12%
新加坡元	1.3813	-2.10%
菲律宾比索	52.042	-1.58%
马来西亚林吉特	4.187	-1.29%
印度尼西亚卢比	14174	-0.40%
新台币	31.042	-0.13%
泰国泰铢	30.575	0.01%
土耳其里拉	5.6642	1.67%

数据来源：WIND，国家金融与发展实验室整理。

三季度新兴市场国家如此大范围的贬值主要受到中美贸易摩擦升级的影响，由图 13 可以看到，贬值幅度最大、最集中的时间区间均为 8 月初，对世界政治经济前景的不乐观导致美元、日元资产和贵金属等避险资产受到偏好，资金从新兴市场国家流出。未来，如果中美贸易谈判能够取得进一步实质性进展，资金可能重新转向新兴市场国家及其股市。

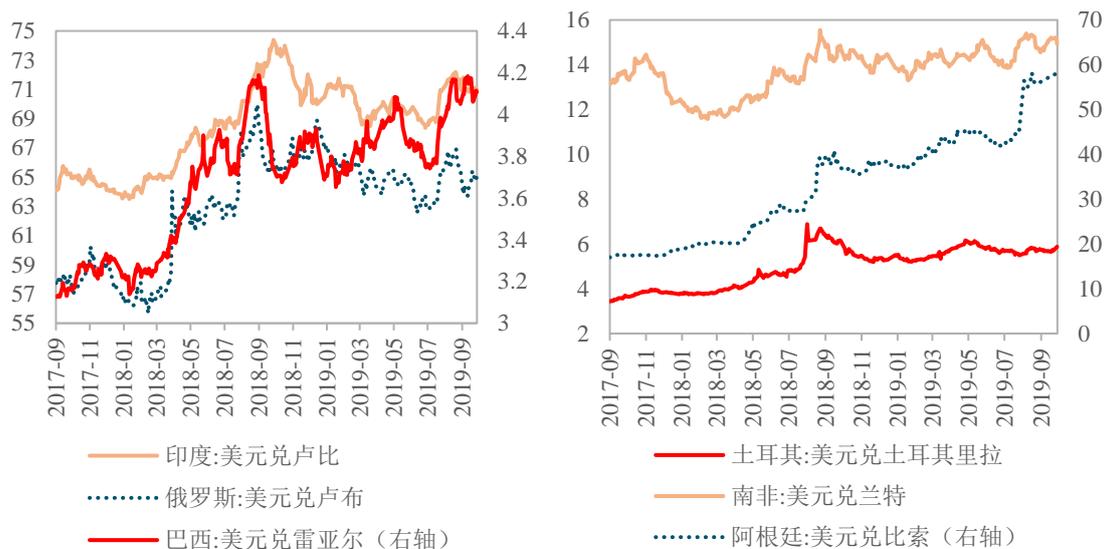


图 13 主要新兴市场国家汇率走势

数据来源：WIND。

本季度除阿根廷以外，其他新兴市场国家的贬值幅度都在正常范围内，而阿根廷在一个季度内超过 36% 的贬值则是内忧与外患齐飞的结果。除了外部风险偏好降低的影响以外，阿根廷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，费尔南德斯目前却获得了显著的领先优势，国际社会担心后者一旦获胜，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，难以稳定汇率市场。上述多重因素叠加导致了三季度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情形则必然与本国自身的经济、金融风险息息相关，这往往与高赤字率、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。