



**NIFD**

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

# 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4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。

# 难以回头的深度金融化

## 摘要

受新冠病毒疫情影响，2020年1季度的全球金融市场遭遇了前所未有的冲击。美国国债作为国际资本追逐的最安全资产，在3月中旬也由于市场流动性挤压而出现了抛售；美联储与其他14国央行的互换和回购也未能平息海外美元的流动性紧缺；发达经济体信用市场紧缩；权益市场普遍下跌，且波动压力一直存在；大宗商品价格暴跌。

面对疫情的冲击，美联储积极实施政策应对，通过降息、量化宽松、参与财政纾困基金、与其他央行互换和回购等手段为全球的金融体系提供流动性，以期维持美国金融市场与经济体系的稳定。但次贷危机以来的结构性矛盾一直未能化解，而此次危机却进一步加深了全球经济的金融化程度，在这一格局下，央行能否对冲因衰退带来的风险偏好下降，货币政策如何与财政政策有效配合，以及未来宽松政策将如何退出，都成为了难解之题。

未来需要关注的短期市场风险为：疫情的扩散，油价下跌引致的风险偏好下降，股市有可能越跌越贵，新兴市场的流动性压力，波动率倒挂带来的冲击。而长期来看，国际资本流动趋势性变化、美国滑入负利率时代、通胀预期的抬升、地缘政治与民粹主义逆全球化等问题，将给全球经济金融体系带来更深远的影响。

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

地方政府债务

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、近期全球金融市场回顾.....	1
(一) 极端流动性冲击已传导至美国国债市场.....	1
(二) 海外美元流动性依然存压.....	3
(三) 美国信用市场压力陡增.....	4
(四) 全球权益市场普遍下跌.....	6
(五) 原油和其他工业品价格暴跌.....	7
二、政策干预令全球经济深度金融化.....	8
(一) 面对疫情冲击的政策应对.....	8
(二) 深度金融化将使全球经济陷入泥沼.....	10
三、需要关注的短期和中长期风险.....	11
(一) 短期的市场风险.....	11
(二) 中长期的市场风险.....	12
附件一：全球债券市场观察.....	15
附件二：全球股票市场估值报告.....	29
附件三：汇率报告.....	37

## 一、近期全球金融市场回顾

### (一) 极端流动性冲击已传导至美国国债市场

2020年2月28日，世界卫生组织把新冠疫情危险级别调整至“非常高”，全球金融市场开始对全球价值链的负面冲击进行重新定价，受到供给和需求的双重剧烈冲击，几乎所有高风险金融资产同时下跌，投资者涌入美国国债市场。然而在3月中旬，全球金融市场出现了无风险资产（国债）与风险资产同时下跌的情况，10年期国债收益率与收益率曲线期限利差同时上升（图1），这表明美元出现系统性短缺，投资人甚至开始抛弃最后的安全资产——美国国债，以弥补流动性的短缺。这直接导致了美联储后续的一系列流动性投放政策，大幅扩张资产负债表以支持市场流动性。我们认为造成此次美国国债市场流动性短缺的原因大致有以下几点：

第一，非美金融机构遭受损失，被动削减国债回购市场做市规模。美国国债回购市场中，最大的流动性提供者是非美金融机构。其中以英、日、法、加这四个国家金融机构做市规模占比最高，总共占比超过70%。由于这些金融机构还持有其他风险资产，疫情冲击对需求和供给端造成了双重打击，大部分金融资产收益率相关系数接近于1。由于风险控制的需要，这些金融机构不得不削减总资产头寸规模以满足在险价值（VAR）的要求，因此，这些机构的回购市场做市规模被动大幅削减。做市规模的大幅下降极大地影响国债市场的流动性，我们认为这就是导致国债市场流动性短缺的最主要因素。

第二，优先型货币市场基金（Prime Money Market Fund，以下简称PMMF）遭到赎回，被迫抛售资产换取现金。美国回购市场参与者中，PMMF投资范围较大，截至2020年1月，PMMF的资产敞口中约40%投资于金融机构/非金融机构商业票据和资产支持证券，33%资产为现金和固定期限存款，剩下为国债资产。

由于全球贸易和生产活动的停滞，投资者大量赎回转而投资于政府型货币基金，迫使 PMMF 必须抛售国债资产换取现金来满足赎回需求，造成了流动性的突然短缺。2020 年 1 月和 2 月期间，PMMF 国债敞口资金净流出约 500 亿美元，投资者进行了大量的赎回，当前 3 月份数据缺乏，然而可预期 3 月势必存在更大的资金流出规模。

第三，国债期现货利差缩小，国债期现货套利的高杠杆投资者被迫去杠杆抛售国债。国际清算银行（BIS）认为，对冲基金的期现货套利策略爆仓是导致流动性短缺的主要因素。在疫情发生之前，市场已经普遍存在经济周期下行的预期，美联储在 2019 年的政策调整强化了市场的降息预期，因此收益率长期趋势性下行的预期较强，表现在国债期货市场上则是期货价格高于现货（基差为负），在这种情况下做多基差的策略能获得稳定收益。但市场上基差一般较小，套利交易者往往通过加大杠杆希望获取更大收益。不曾想，疫情的冲击使得大量资金迅速涌入国债期货市场，进而导致基差重新走阔，套利交易者由于无法抵御盘中的剧烈波动而爆仓，从而导致了流动性短缺。但我们对上述逻辑持保留意见，我们认为对冲基金爆仓的现象存在但可能并不是导致流动性短缺的最主要因素，从 CFTC 国债期货持仓数据上看，净持仓变化波动属于正常范围，爆仓可能并不是普遍现象（图 2）。



图 1 近期美国国债收益率曲线变化（单位：%）

来源：Wind。

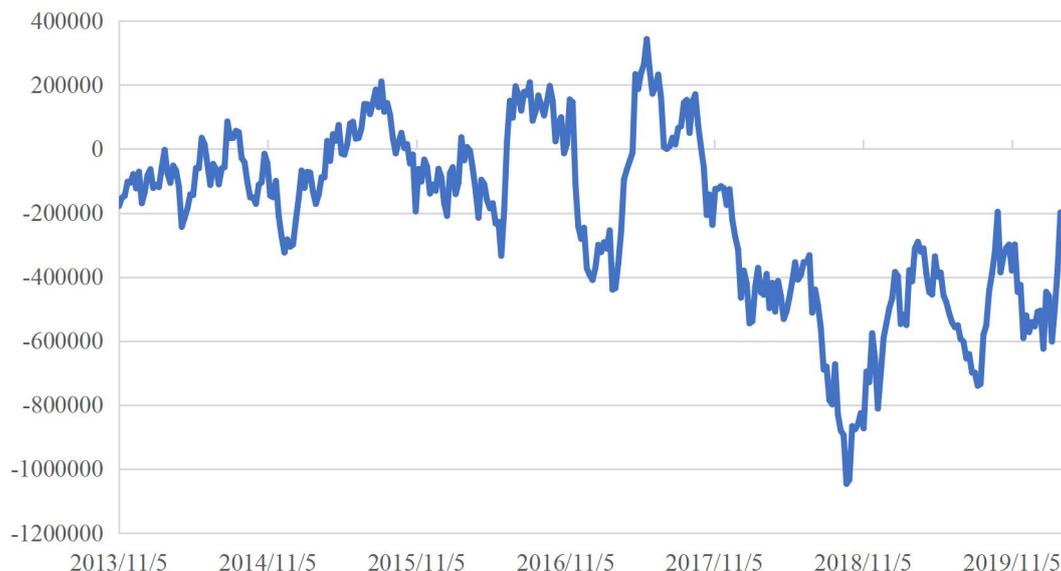


图2 CFTC 国债期货净持仓变化（单位：张）

来源：CFTC。

## （二）海外美元流动性依然存压

疫情冲击下，离岸美元的流动性出现了严重的短缺，美联储向市场和各国央行提供了一系列的工具试图恢复美元流动性。从供给端来看，在岸美国金融机构在危机期间转向保守，收紧海外美元的流动性投放；离岸金融机构资产头寸遭受严重损失，使得其不得不缩减美元的供给。从需求端来看，疫情冲击使得企业的美元负债由于经营活动停滞而受到较大的偿付压力；同时，非美金融机构所持有的美元资产头寸遭受损失，在 VAR 的约束下抛售美元资产进一步加剧了离岸美元的流动性短缺；另外，PMMF 一直是离岸美元市场的重要参与者，在危机期间遭到赎回导致其难以补充美元的流动性。这些因素共同导致了海外美元的流动性短缺，进而导致流动性指标（FX Basis Swap 和 LIBOR-OIS）在 3 月中旬的严重恶化。（图 3、图 4）

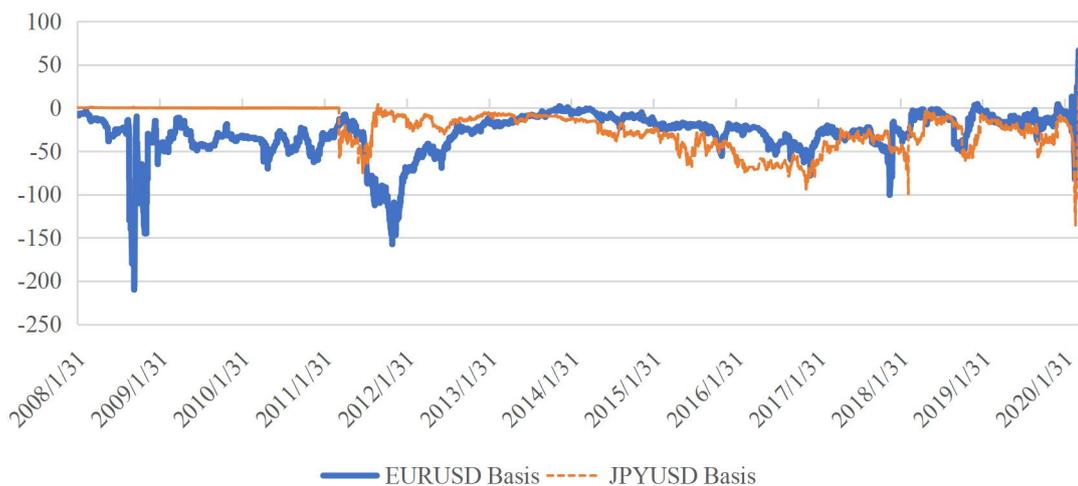


图3 欧元和日元货币基点（单位：BP）

来源：Bloomberg。

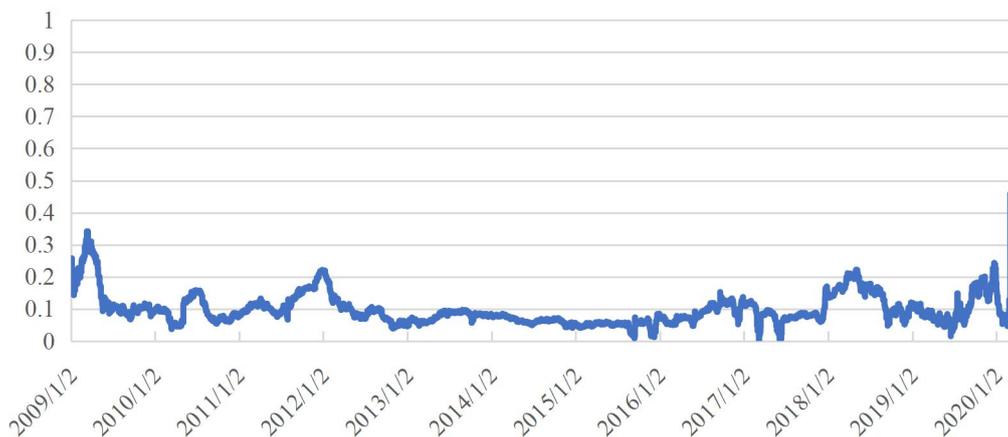


图4 LIBOR-OIS 利差（单位：%）

来源：Bloomberg。

### （三）美国信用市场压力陡增

受疫情的影响，北美高收益和投资级信用利差大幅上升。在前几个季度的报告中，我们着重分析了北美高收益债券市场是当前全球金融市场风险积压最严重的区域。疫情初期高收益债券市场表现平稳，利差有所上升但是幅度不大。在长期内美国高收益债券信用利差与油价高度相关，高收益债券中约有 30% 的债券成分为页岩油相关行业。俄罗斯与沙特阿拉伯突然联合增产导致油价突然暴跌，致使大量的高收益债券遭到抛售，信用利差大幅上

升。疫情对总需求的冲击进一步导致了油价的下跌，再次反馈至信用市场形成循环反馈。

美联储为稳定信用市场，扩大了资产购买的范围，除了国债以外还直接购买投资级企业债，4月10日晚甚至直接宣布间接购买BBB级以下的高收益债券（仅限于 Fallen Angles，即被降级的投资级债券，且规模不超过发行规模的10%）。当前信用市场的流动性有所缓和，然而远没有恢复到疫情之前的水平。（图

5）



图5 北美企业债信用利差（单位：BP）

来源：Fed Reserve St.Louis。

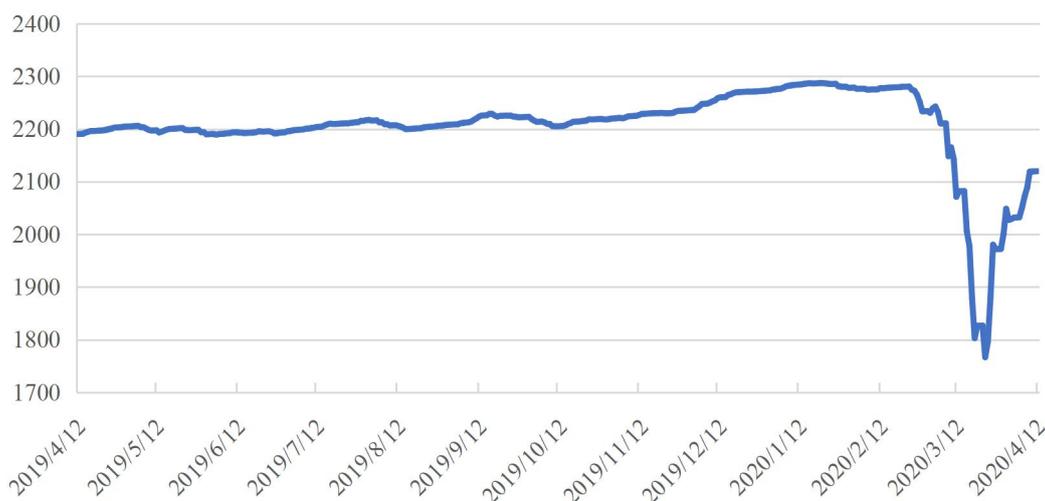


图6 S&P 美国杠杆贷款 100 指数 (LSTA)

来源：S&P。

此外，CLO 市场也承受了较大的压力。LSTA 杠杆贷款指数（图 6）最多下跌超过 20%，为 2010 年以来最大的下跌幅度。由于美联储的政策支持，杠杆贷款市场有较大幅度的反弹，但是同样也没有恢复到疫情之前的水平。

#### （四）全球权益市场普遍下跌

此次危机对经济和金融造成的冲击十分剧烈，不少金融机构将其与上世纪 30 年代的大萧条相比。由于在新冠疫情爆发以前美股已经估值过高，被动投资和量化投资占主导的市场资产集中度较高，危机期间所有机构同时抛售资产，导致了市场在短期之内剧烈下跌，甚至触发了四次熔断。股票市场的剧烈下跌还导致了 VIX 指数和 VIX3M 指数的严重倒挂（图 7），VIX 指数自 2019 年底的低点上涨超过 800%，距离 2008 年的最高点仅差 3 个点。VIX 指数的常态是近期指数低于远期指数，只有在市场发生剧烈动荡时才会出现远期低于近期的倒挂。波动率指数倒挂会带来两个问题，第一是倒挂令反向跟踪 VIX 指数（类似做空 VIX）的 ETF/ETN 每天进行移仓会产生亏损，导致这些产品产生较大的赎回压力，进而使得做空 VIX 的资金越来越少，过高的 VIX 一时难以得到平抑；第二是波动率指数倒挂会使做空远期波动率产生负的 Carry 收益，导致投资者不愿意做空远期波动率，使波动率水平整体居高不下。

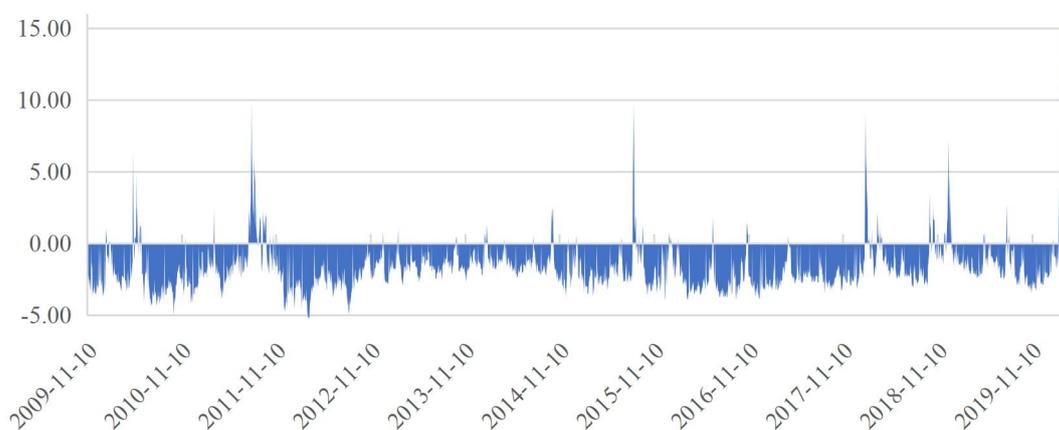


图 7 VIX 指数期限结构（VIX-VIX3M）

来源：CBOE。

## （五）原油和其他工业品价格暴跌

以铜为代表的工业品以及原油的价格经历了大幅下跌，幅度皆超过 20%（图 8）。2020 年 1 月中国疫情爆发时，二者价格开始下跌，主要是市场对需求下滑进行了定价。疫情全球扩散之后铜和原油价格加速下跌，除去全球需求降低的预期以外，油价还受到供给突然增长的影响。铜和原油价格的剧烈下跌导致了三月上旬到中旬通缩预期大幅提升（图 9）。我们认为铜价可以作为需求预期企稳回升的重要风向标，而原油价格受政治因素的影响会越来越大。



图 8 WTI 现货原油与伦敦现货铜价格（单位：美元）

来源：Wind。



图 9 5 年通胀预期（单位：%）

来源：Fed Reserve St.Louis。

## 二、政策干预令全球经济深度金融化

### （一）面对疫情冲击的政策应对

为应对疫情带来的经济金融冲击，美联储“义无反顾”的充当了全世界的“最后贷款人”角色。2020年3月15日美联储宣布降低利率下限至零，但此后金融市场依然剧烈震荡。3月23日美联储向市场提供了一系列的政策工具，旨在稳定金融市场的流动性。总的来看，美联储的政策干预分为四大类：降息；通过量化宽松为金融机构提供流动性；参与财政的纾困基金；通过互换和回购为海外美元提供流动性支持。

3月3日美联储紧急降低联邦基金指导利率50个BP，3月16日美联储再次紧急降低联邦基金指导利率100个BP至0~0.25%。法定准备金利率和超额准备金利率于3月16日已降至0.1%，同一天，联储贴现窗口利率也降至0.25%。

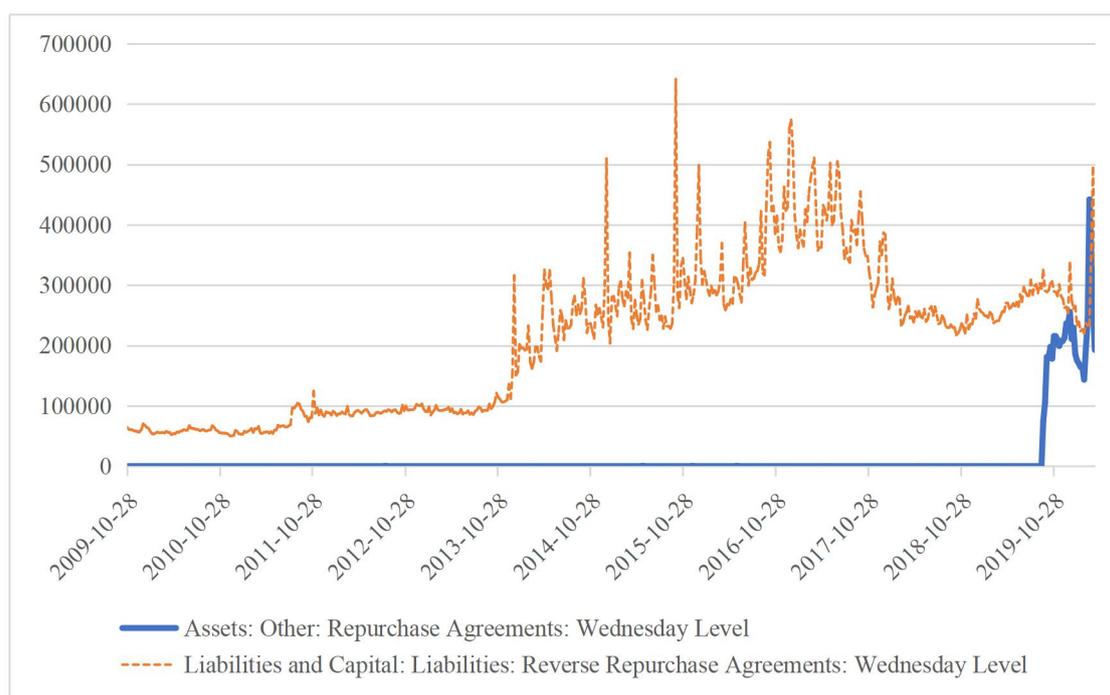


图 10 美联储正/逆回购操作规模（单位：百万美元）

美联储通过对金融机构实施量化宽松来缓解金融机构和实体经济的流动性压力。一方面，美联储通过对市场进行大规模的回购操作，提供流动性。从实际结果来看，美联储表内的正回购

和逆回购规模相当（图 10），但这一过程美联储却通过回购协议为市场大量补充了流动性；另一方面，美联储通过各种融资便利工具（CPFF、PMCCF、MMLF 等）大规模购买美债、MBS 等资产。并且，后续资产购买范围延展到了投资及债券和被降级的垃圾债（Fallen Angles），无限制 QE 的本质是让美联储成为所有市场风险资产卖方的交易对手。

3 月 27 日特朗普签署了 2.2 万亿美元的财政纾困计划，其中 4540 亿美元由财政部转由美联储提供给金融体系、企业、州和地方政府，这部分资金可作为资本金，再配套美联储其他资金共同用于企业和地方财政的纾困安排。

与其他十四个国家的央行直接进行回购操作和外汇互换，频率从 3 月下旬的一周一次提高到了了一天一次，旨在缓解海外金融机构在本外币互换市场的压力，稳定美元资产的需求（避免海外金融机构为了换取美元而大规模抛售美债）。其中日本央行使用额度较大。从效果上看，外汇互换市场的压力大幅度减轻，主要货币兑美元的基点互换甚至转为正值。

美联储大规模量化宽松有效的缓解了各金融市场的流动性紧张，提振了市场的风险偏好，信用利差从 4 月份起有所降低。然而离岸美元流动性指标——Cross Currency Basis Swap 与 LIBOR-OIS——出现严重的背离（图 3、图 4）。互换市场的供给方主要为银行、货币基金以及各国的央行；需求方主要是对冲基金、社保基金和一些主权基金等。互换基点反映的是外汇互换市场上融入短期美元的难度和对冲成本，此次危机期间，绝大部分金融资产同时下跌导致了互换市场上美元供给减少、需求增加，进而诱发美国回购市场流动性紧张，海外市场上抛售资产换取美元的动力更为强劲。互换基点回正反映了美联储与各国央行之间的互换协议和回购操作大大缓解了美元紧张的状态，甚至到了美元过剩的程度；但 LIBOR 反映的是离岸美元市场中银行间的信用风险，这与银行的资产健康程度有关。疫情期间，生产经营活

动停止，银行进行信贷投放的意愿极低，且企业有破产违约的风险，银行的信贷质量难以保证，因此交易对手存在较大风险，进而引发 LIBOR-OIS 利差居高不下。

## （二）深度金融化将使全球经济陷入泥沼

我们在之前的几期季度报告已经提到，本次疫情爆发之前，全球金融体系就已经存在着一种明显的背离，一方面是金融市场存在较高的风险偏好，表现为高股价和低的信用溢价；另一方面市场却存有越来越强烈的衰退预期，表现为收益率水平持续下降，欧元区和日本甚至出现负利率，同时收益率曲线的斜率愈发扁平，甚至出现倒挂。究其根源，就是次贷危机以来，以发达国家为主的货币当局一直维系宽松的货币环境，全球经济体系已经被迫高度金融化。

高度金融化使得经济体系的运转无法摆脱对于宽松金融环境的依赖，但同时金融体系的流动性却由于结构的扭曲呈现一种内生性收敛的特征，这就使得宽松货币政策的退出成为了困局。当这一困局又突然遭遇疫情冲击时，本已无法退出的政策干预不得不再次升级。

深度金融化将使全球经济面临困境：货币当局将在较长时期内充当市场风险资产卖方的交易对手，央行的资产负债表易扩难缩，加之实体经济下行压力日渐增大，货币当局凭一己之力未必能长期抑制住风险偏好的不断下降；面对衰退，尤其是疫情下的衰退，货币政策的纾困和刺激效果有限，而财政政策才是更为有效的政策手段，货币政策如何为宽松的财政政策提供好适合的金融环境，但又不至于滑入无止境的赤字货币发行，这将是一个极难平衡的挑战；当经济开始逐渐恢复正常时，宽松货币政策的退出将是另一个挑战，一旦经济运行适应了深度金融化的环境，任何边际条件的改变，都将对实体经济运行产生重大影响，本次疫情爆发之前的全球金融市场的背离特征就是实证。

### 三、需要关注的短期和中长期风险

#### (一) 短期的市场风险

第一，疫情的冲击尚未结束，尤其是医疗资源和检测能力不足的国家，疫情的冲击还未充分暴露。当前金融市场主要聚焦于中国和发达经济体的疫情发展情况，对于许多新兴经济体和欠发展经济体的定价可能并不完全。疫情很有可能已经在许多新兴经济体中大规模扩散，由于多种因素信息不完整导致市场定价偏差。然而疫情对生产活动的影响难以避免，加之当前许多主要产粮国限制粮食出口，可能导致在一些新兴市场国家爆发严重的危机，造成全球市场的第二次动荡。

第二，低油价将不断拉低市场风险偏好。油价可能难以在短期内反弹，俄罗斯和沙特的增产决策很难在短期内改变。油价与北美高收益信用利差高度相关（图 11），持续低油价可能导致大量投资级能源债被降低评级进而导致大量页岩油企业破产，且能源债中本身就是垃圾债的债券占比较大而这部分债券并不在美联储的购买清单中，有所缓和的高收益债券市场可能再次受到抛售压力。



图 11 WTI 现货原油价格与北美高收益债券信用利差

来源：Fed Reserve St.Louis。

第三，股市的风险依然较高，经济衰退的预期尚未被权益市场充分反映。当前市场对标普 500 第一季度 EPS 下降的幅度预测为 10%（来源：标普公司预测数据），结合债券、离岸美元市场严重的流动性短缺来看，股票市场的定价可能严重偏离实际，股票市场大概率将二次探底。

第四，新兴市场海外美元债务压力可能爆发。根据 BIS 的数据，截至 2019 年 9 月，新兴市场和发展中经济体的海外债务合计约 2.7 万亿美元。自 2008 年之后国际债务融资从信贷主导转向债券主导，债券的定价基本上以 LIBOR 为基准，当前 LIBOR 利率较高，新兴市场的企业会面临着较大的偿债压力。如果无法得到资金补充，在生产活动停滞的情况下只能选择违约甚至破产，从而严重影响本国的经济基本面，同时海外投资者撤出资金会导致汇率受到巨大的贬值压力，进一步加深债务负担。如果新兴市场出现大规模的债务危机，势必会通过全球价值链对全球金融市场产生外溢影响。中国在全球价值链中处于核心地位，必须高度关注这一风险变化。

第五，截止 4 月 10 日 VIX 指数依然处于倒挂状态，说明市场依然存在较强的短期不确定性，这种短期不确定性可能来源于对疫情持续时间和经济前景不确定性的预期。美联储大规模的流动性投放主要的目标是挽救金融机构，但疫情持续期间实体经济的信贷需求总体下降，同时基于风险的考量银行也不愿意提供信贷。因此，美联储流动性的投放对实体经济的支撑作用相对有限。并且，在需求和供给双重冲击下，流动性投放的“格林斯潘看跌期权”效果将大打折扣，例如，美联储并不直接干预的商品市场，就出现了大幅下挫。要结束短期的不确定性真正需要的是疫情发生根本的变化（如疫苗问世），或者依赖更激进的政策干预（如购买股票 ETF）。

## （二）中长期的市场风险

第一，警惕国际资本流动趋势性变化带来的影响。美国国债

收益率继续新低，美联储史无前例的资产购买计划将进一步压低美元资产的预期收益率，且预期长债收益率上升的空间不大。本次 QE 后长期收益率过低必然导致 Carry Trade 的转向，过低的久期会促使配置型国际投资者寻找收益率更高的资产以匹配久期风险。自 2016 年起，美日、美德之间的对冲后国债收益率转为负，此后美国长债收益率继续下行，进一步压缩利差。虽然当前货币基点互换回正，对冲成本很低，然而这是美联储短期的紧急流动性投放的效果。从长期来看，在缺乏其他安全资产替代的情况下，美元在可预期的未来依然会处于相对紧缺的状态。在名义利差极低的情况下，对冲后收益率可能低于本国的国债收益率。国际资金流向的转变可能会加剧全球金融系统的不稳定性。

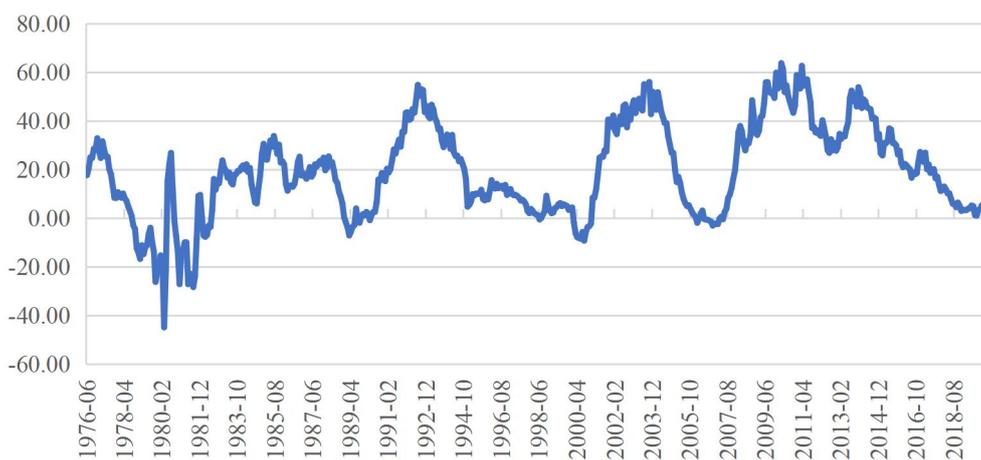


图 12 美国国债收益率曲线期限利差 (10 年减 2 年, 单位: BP)

来源: Wind。

第二，美国大概率将滑入负利率，但仍将面临长期信用紧缩。美国国债收益率曲线过于平坦，严重制约金融机构扩表，压制了信贷扩张的动力。从历史经验来看，收益率曲线重新陡峭化是走出危机的必要非充分条件（图 12）。之前的分析中认为长端债券收益率上升的空间不大，那么要使收益率曲线陡峭化，只能使短端利率为负。如果美联储后续实行负利率政策，则会面临着顺序不合理的问题——即先 QE 买走金融机构手中的资产，再降息压缩金融机构的边际收益，使金融机构无法获得利率降低资产价值

提升的好处。因此负利率和 QE 的叠加可能使美国进入如同欧洲一些国家和日本的情形——政策利率低于反转利率（Reversal Interest Rate），导致长期的信用紧缩，扭曲经济的运行。

第三，关注短期通缩预期向长期通胀预期的切换。疫情爆发前发达经济体普遍处于周期拐点处的下滑阶段，经济恢复速度很可能慢于预期。同时，美国与俄罗斯、欧佩克关于原油的谈判虽然在 4 月 12 日达成了短期一致，但是原油期限结构曲线却更加陡峭（图 13），说明市场对认为需求下滑的幅度远大于供给下滑的幅度，且考虑到过去各国在减产协议中的表现，很难达到减产目标，预计低油价还会持续一段时间。如果长时间维持低油价的状态，页岩油企业将会遇到严重的财务困境，这些企业大规模破产会严重影响全球的原油产能，导致未来原油价格上升。高油价会影响消费，从而进一步压低总需求，抑制经济增长，形成滞胀的局面，4 月以来通胀预期的回升可能也反映了这一预期（图 9）。



图 13 NYMEX 原油期货期限价差（远月减近月）

来源：Wind。

第四，关注地缘政治风险和民粹主义逆全球化风险。疲沓的经济增长加上收入与财富分配格局的失衡，全球民粹主义与逆全球化趋势近年来不断抬头，疫情导致的衰退势必会加深这一趋势。大宗商品价格长期低迷，这将极大地影响商品出口国的财政状况，尤其是油价的长期低迷，会对北非、西亚和中东的能源出口国造成巨大冲击，地缘政治风险未来将明显上升。

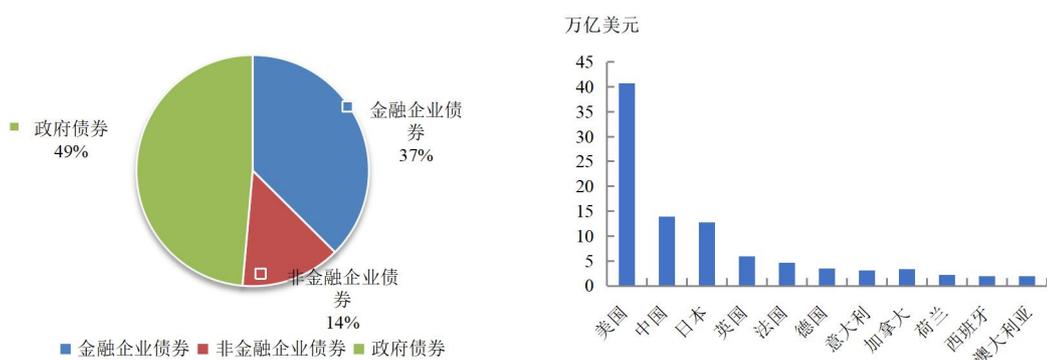
## 附件一：全球债券市场观察

- 截止 2019 年第三季度，全球未偿债券余额为 114.95 万亿美元，同比上升 2.41%。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。
- 2020 年第一季度，全球主要经济体国债收益率基本呈现“牛陡”态势，但在三月份部分新兴经济体转为“熊陡”。2020 年伊始，一场席卷全球的“新冠疫情”使得原本放缓的全球经济雪上加霜，全球或将步入“大萧条”以来最严重的衰退；以美国为代表的发达经济体纷纷祭出前所未有的财政金融救助政策，全球主要经济体国债收益率水平急剧下降，尤以短端为甚，收益率曲线普遍呈现“牛陡”态势；但在三月份，由于美元流动性的急剧收缩，交易活跃的美国长期国债遭遇抛售，美国国债收益率曲线短期内呈现“双向波动”态势；与此同时，由于避险情绪的急剧升温以及美元流动性的收紧，部分新兴经济体资产遭遇抛售，收益率曲线转为“熊陡”。
- 未来收益率的走势仍将取决于疫情对经济基本面的冲击以及各国政府的应对政策。若疫情持续蔓延，收益率曲线长端或将进一步下行，呈现“牛平”态势；尤其需要关注，疫情向亚非拉美等发展中国家蔓延，对其经济金融造成的冲击；短期内需求快速下滑导致通缩预期仍是市场的主导方向，但更长时期上，需关注全球供应链断裂对生产效率和产出的影响，以及产粮国粮食出口禁令等因素诱发通胀预期的抬升，进而令市场担忧“滞胀”风险。
- 2020 年第一季度，中美 10 年期国债利差迅速攀升至 178BP，达到历史最高点，未来进一步走阔的空间有限；随着中国宽松政策加码，中美国债利差或将收窄。
- 2020 年第一季度，由于疫情的蔓延和避险情绪升温，全球信用市场遭受冲击，主要经济体信用利差急剧上升，进入历史高位区间；但中国由于强有力的疫情防控措施及稳步推行的金融财政政策，国内信用市场受冲击较小，信用利差基本维持不变。若疫情持续蔓延，国内信用市场也难以幸免，信用利差或将走阔。

## 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 133%，其中 35% 的规模在美国；中国自 2018 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 年第三季度，全球未偿债券余额（含国内、国际债券）为 114.95 万亿美元，同比上升 2.41%，环比下降 0.03%。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 40.7、13.9 和 12.8 万亿美元，与 2018 年同期相比中国和日本分别增加 11.74% 和 6.72%，而美国减少 0.23%。美国约占全球债券市场未偿余额的 35.5%，三者之和约占全球债券市场未偿余额整体规模的 58.7%。



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 年三季度末公布数据。

资料来源：BIS。

全球债券市场未偿余额中约有 22% 为国际债券<sup>1</sup>，其中发达国家占国际债券未偿余额的 69.4%。截至 2019 年第四季度，国际债券未偿余额总体规模为 25.25 万亿美元，约占全部债券未偿余额的 22%。其中，发达国家国际债券未偿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 年第四季度的 69.4%。发展中国家国际债券未偿余额

<sup>1</sup> 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。

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年第四季度末的2.78万亿美元,占总规模的比例也从4.7%上升到11.0%。其中,截至2019年第四季度,中国国债债券余额为2241亿美元,占总规模的比例为0.89%。



附图3 国际债券未偿余额



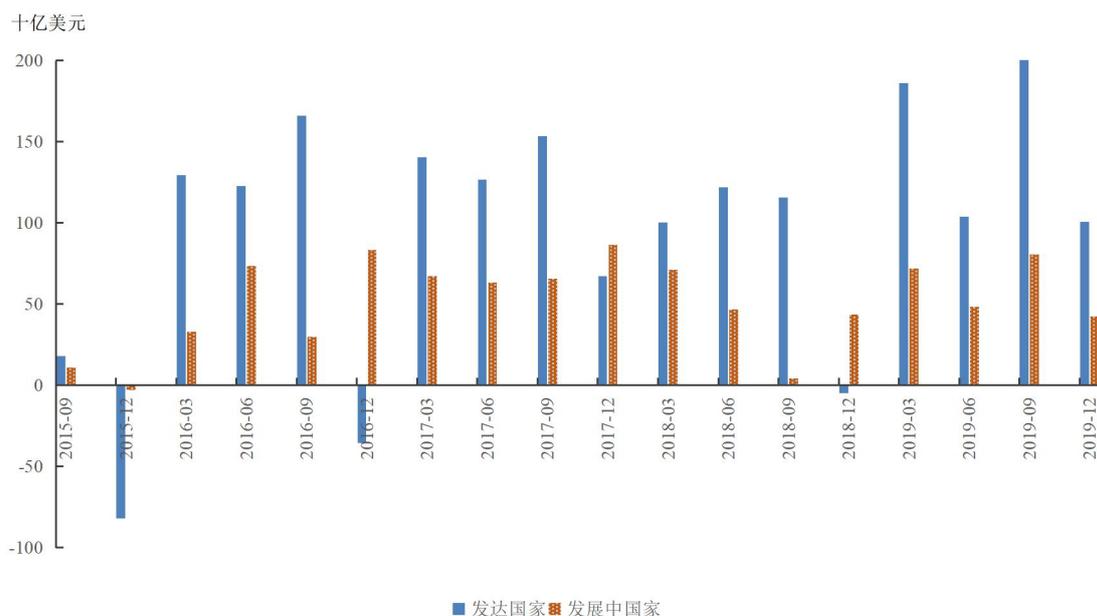
附图4 中国国际债券未偿余额及占比

注:国际债券余额为2019年第四季度公布数据。

数据来源: BIS。

## (二) 全球债券市场发行量

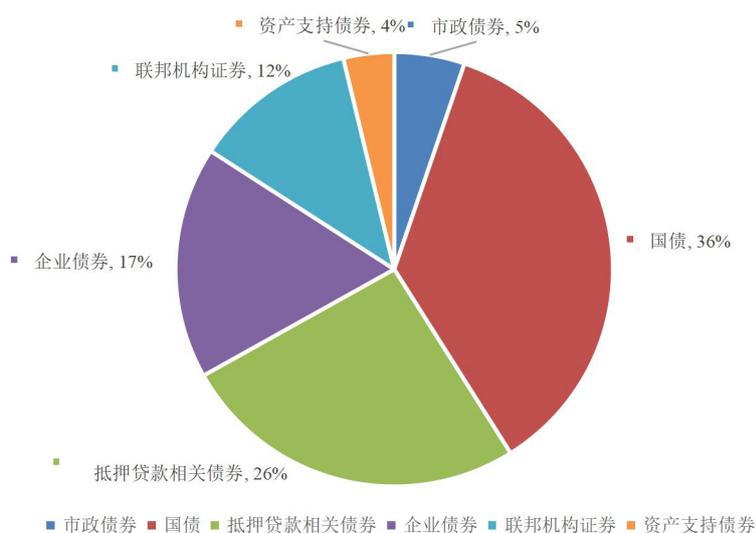
2019年第四季度发达国家和发展中国际债券净发行环比有明显回落。随着全球经济增速的持续放缓和融资需求的减少,发达国家和发展中国家国际债券发行量较上一季度有明显回落。其中,2019年第四季度发达国家国际债券净发行1008亿美元,环比减少54.2%;发展中国家国际债券净发行426亿美元,环比减少47.3%。



附图5 国际债券净发行额

数据来源：BIS。

2019年美国债券累计总体发行81831亿美元，发行规模较2018年上升9.04%。从结构上看，由于美国财政政策刺激，2019年全年政府类债券发行量（包括国债、市政债券和联邦机构债券）较2018年有较大幅度上升。其中，美国国债同比增加9.3%，占比升至36%；联邦机构债同比增加52.4%，占比升至12%。此外，抵押贷款相关债券同比增加12.5%，占比升至26%。由于经济增速放缓，资产支持证券的发行量同比下降40.7%。



附图6 2019年美国债券市场的发行构成

数据来源：WIND。

2019年欧元区金融机构和企业债券净发行额增加迅猛，中央政府债券净发行规模下滑。2019年全年全部债券净发行额为5307亿欧元，同比上升66.9%。随着欧央行QE规模减少，金融机构债券净发行逐渐替代中央政府，是债券净发行最重要的主体，占全部债券净发行额的62%，净发行总额为3330亿欧元，同比增长102%；非金融企业债券净发行741亿欧元，同比增长77.7%；中央政府债券净发行1116亿欧元，同比下滑20.9%。



附图7 2019年欧元区债券发行情况

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

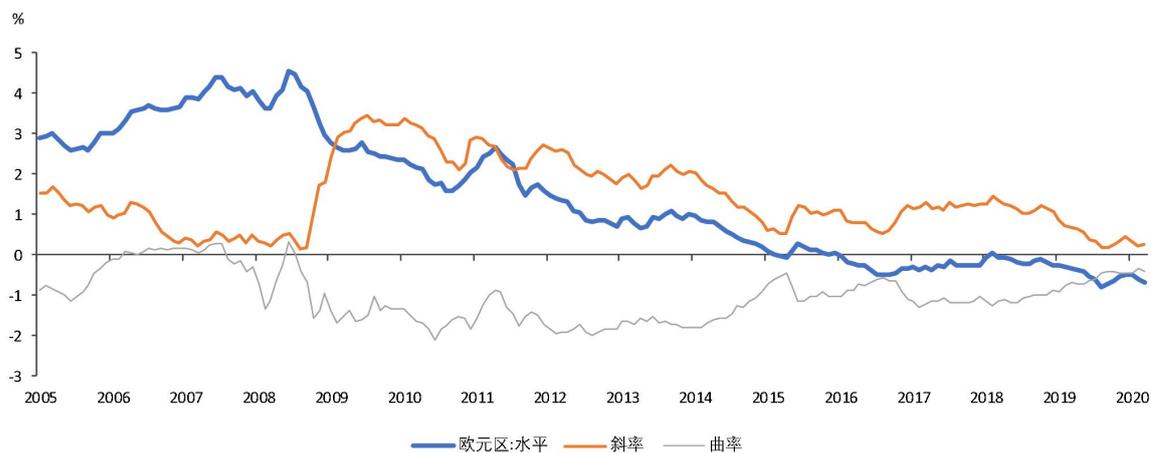
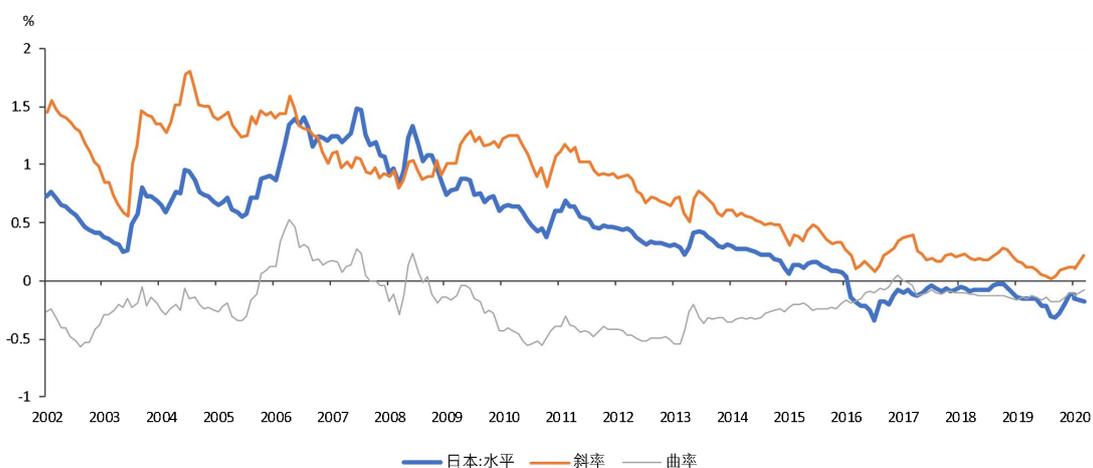
2020年第一季度，全球经济面临新冠疫情冲击，主要发达经济体相继“封锁”，经济活动大面积停滞、增速跌入负区间基本已成共识；各国纷纷制定前所未有的财政金融救助措施，国债收益率曲线呈现“牛陡”态势。

2020年第一季度，美国国债收益率曲线整体呈现“牛陡”态势。其中，曲线水平快速下行至0.62%，季度内下行109BP，与2018年10月阶段性高点相比累计下行幅度超过230BP；斜率由负区间急速拉回至正区间。截止2020年3月31日，美国新冠感染确诊超过18万，死亡人数超过3600人，美国历史上首

次全国进入“重大灾难状态”；经济活动受抑制，失业率急速上升，单周初次申请失业金人数已超过 600 万人；为应对疫情冲击，美国采取大幅降息和规模无上限的经济刺激政策：3 月 3 日和 3 月 15 日两次降息累计达 150BP，联邦基金利率已接近零区间；3 月底白宫签署 2 万亿美元经济刺激方案后，4 月初美联储又祭出 2.3 万亿美元的纾困计划，救助对象包括家庭、企业和州政府在内的一切主体。在经济增长让位疫情防控，降息纾困政策的背景下，美国国债收益率急速下降，尤其以短端为甚，呈现“牛陡”态势。但在 3 月份也出现了收益率水平回调的情况，究其原因是因为风险资产大跌导致美元流动性急剧收缩，为获取美元，交易活跃的美国长期国债被迫遭遇短期抛售，进而收益率水平上升。在疫情发展尚不明朗，美元流动性改善的前提下，短期内美国国债收益率长端或将进一步下行，曲线呈现“牛平”态势。**2020 年第一季度，日本国债收益率曲线与美国相似，也呈现“牛陡”态势。其中，曲线水平仍处于负区间，保持下行；斜率则逐渐走陡。**2020 年第一季度，处于缓慢复苏阶段的日本经济，又遭遇新冠疫情冲击，经济前景黯淡。为应对疫情，日本政府加码宽松政策，并计划推出规模达 108 万亿日元的紧急经济对策。在此背景下，收益率曲线水平在负区间继续保持下行。在货币政策维持宽松的情况下，短期内收益率曲线也难言上行。

**2020 年第一季度，欧元区公债收益率曲线水平下行，斜率小幅震荡。其中，水平处于负区间，下行至-0.66%，季度内下行约 18BP；斜率处于历史低位区间，保持小幅震荡。**2020 年第一季度，欧元区主要国家均遭受疫情的严重冲击，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。

展望未来，由于疫情对全球经济冲击仍在持续，短期内经济增速大幅下滑至负区间基本已成事实，国债收益率曲线或将进一步下行，大概率以长端下行为主导。从中长期看，由于疫情对全球供应链的冲击导致经济效率和产出的下降，以及大规模的刺激纾困计划可能导致的货币超发，未来通胀预期或有抬升的可能。



附图 8 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

2020 年第一季度，面对新冠疫情和全球资本市场动荡的冲击，由于应对冲击能力不同，新兴经济体国债收益率曲线走势也不尽相同，大部分经济体国债收

益率整体呈现“牛陡”态势。然而，土耳其则呈现“熊陡”态势；同时，在进入3月份后，俄罗斯和巴西收益率水平也开始扭转上行。

**2020年第一季度，印度国债收益率曲线呈现“牛陡”态势。其中，曲线水平下行至5.70%，季度内下行66BP，与2018年9月高点相比下行超过200BP。疫情前，印度经济增速持续快速下滑至4.71%，为6年以来的最低水平。为应对疫情对经济的进一步冲击，印度央行采取降息+降准+QE的紧急经济刺激措施，其中，回购利率下降75BP至4.4%，印度国债收益率水平下行，斜率走陡。**

**2020年第一季度，俄罗斯国债收益率曲线整体呈现“牛陡”态势，但在3月份水平扭转上行。其中，曲线水平下行至5.76%，与2018年9月高点相比下行约250BP，斜率缓慢走陡。受疫情影响，2020年2月10日，俄罗斯央行降息25BP，国债收益率曲线下行。但步入3月份，疫情冲击叠加国际油价暴跌，美元回流，俄罗斯卢布兑美元暴跌约30%，卢布资产遭抛售，俄罗斯国债收益率扭转上行。**

**2020年第一季度，巴西国债收益率曲线与俄罗斯相似，整体呈现“牛陡”态势，但在3月份水平扭转上行。其中，曲线水平下行至5.74%，与2018年9月高点相比下行约500BP。为应对疫情冲击，巴西分别于2020年2月6日和3月19日降息25BP和50BP，目前基准利率为3.75%，国债收益率曲线下行。但步入3月份，由于全球美元流动性收紧，美元回流，巴西克雷尔兑美元暴跌约25%，巴西国债收益率扭转上行。**

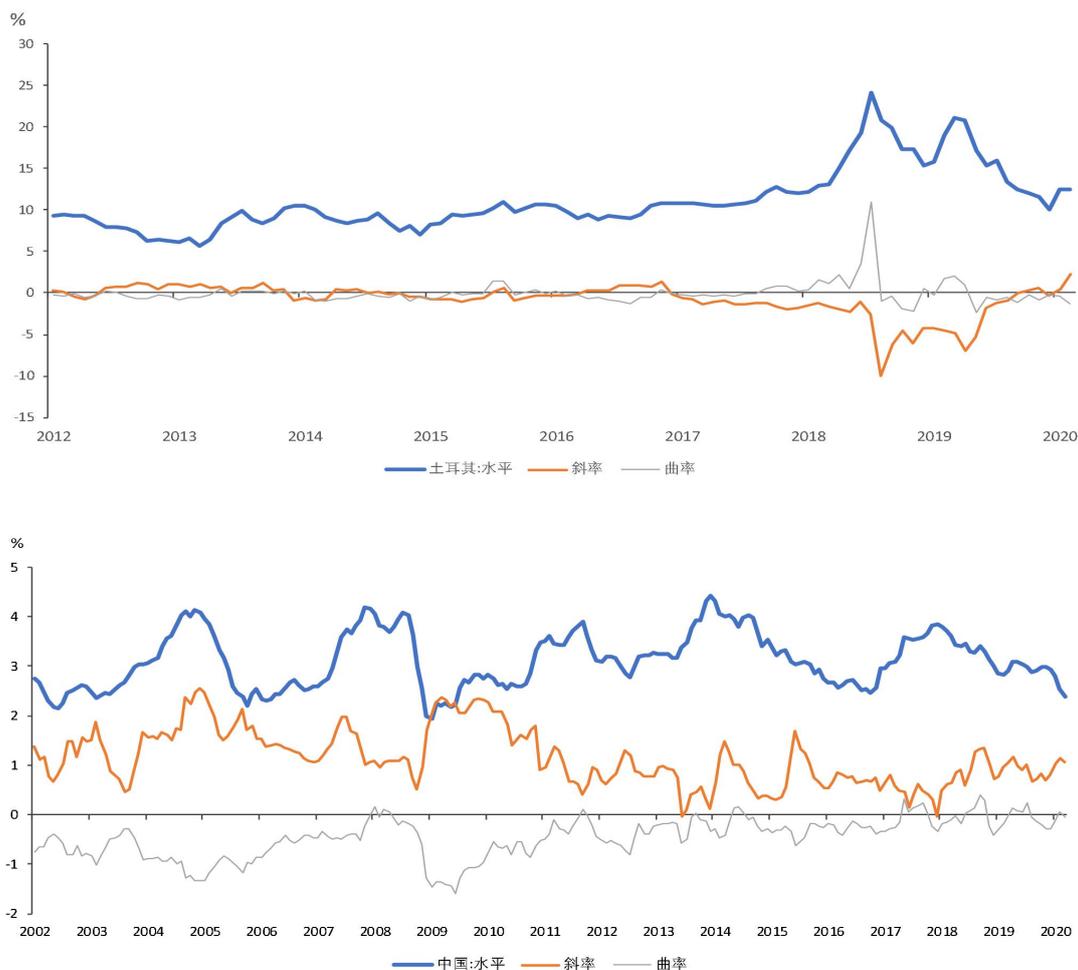
**2020年第一季度，土耳其国债收益率曲线呈现“熊陡”态势。其中，曲线水平由年初10.05%升至季度末的12.54%，上行249BP；斜率由负区间步入正值。因2019年第四季度土耳其GDP的强劲反弹及持续的通胀，土耳其国债收益率保持上行；2020年3月，为应对疫情，土耳其降息1%，但由于全球美元流动性收紧，美元回流，土耳其国债收益率在3月份依然保持小幅上行。**

**2020年第一季度，中国国债收益率曲线呈现“牛陡”态势。其中，曲线水平由年初2.92%降至季度末的2.38%，下行约54BP；斜率则持续走陡。2020年春节前，国内疫情爆发，中国政府立即采取“封城”等一系列强有力措施，率先控制疫情；同时，为应对疫情对经济金融的冲击，中央政府适时采取降低LPR、定向降准、公开市场操作、专项贷款等一系列措施，充分发挥逆周期调节作用，**

保证金融市场流动性合理充裕。在此背景下，国债收益率曲线持续下行，由于政策对曲线短端影响显著，短端下行幅度较大，斜率走陡。

展望未来，疫情的震中可能由发达经济体转移至新兴经济体。由于发展中国家，医疗条件和金融体系相对薄弱，应对冲击的能力较弱。因此，需特别关注后续疫情的变化对发展中国家的冲击。





附图9 部分新兴经济体国债收益率曲线水平

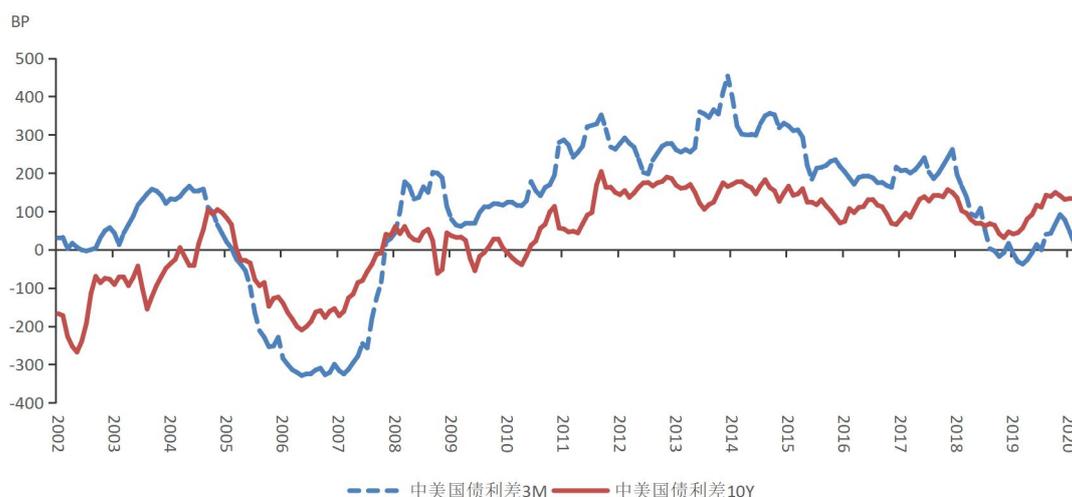
数据来源：WIND，国家金融与发展实验室。

### 3. 中美国债收益率利差情况

2020年第一季度，中美国债利差迅速拉升。其中，中美国债10年期利差在高位区间继续拉升57BP，创新高至178BP；3月期利差急剧上升82BP，至131BP。就收益率曲线短端来看，由于美国降息幅度远超中国，美国短端国债收益率快速下行，中美3月期国债利差急剧上升；在经济增速下滑，政策主导阶段，收益率曲线长端跟随短端波动，2020年第一季度，中国10年期国债收益率小幅下行，而美国则快速下滑，中美利差已由年初的131BP急剧上行至季末的178BP，创历史新高。

展望未来，在美国经济尚未企稳之前，基准利率或将保持在零区间附近；在内外需尚未企稳的情况，中国为促进经济反弹和高质量发展，同时为特别国债发行创造条件，或将继续稳步推行降低市场利率或降准，也不排除降息等政策，收

益率或有进一步的下行空间，未来中美利差或将从高位反转收窄。



附图 10 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。

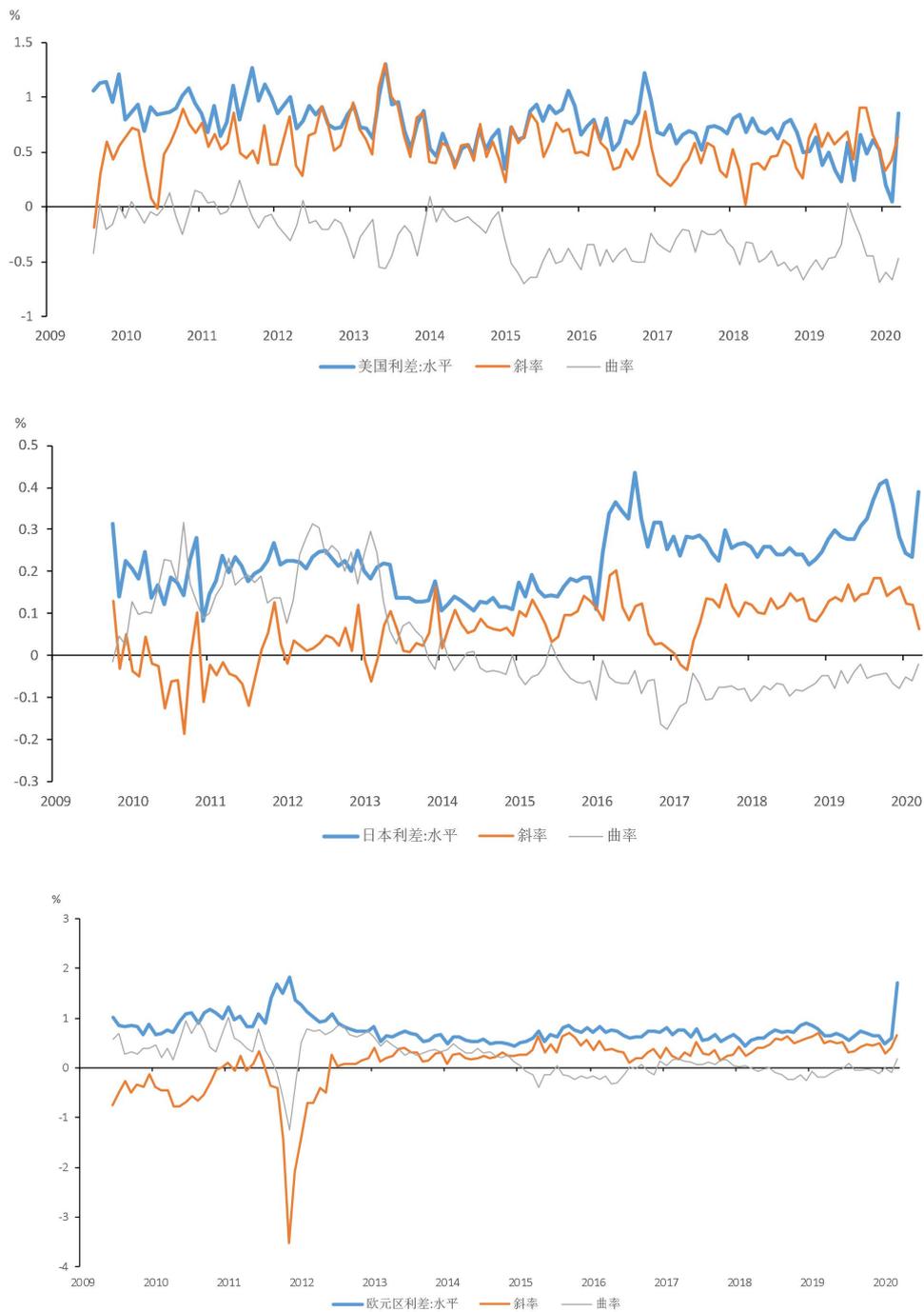
数据来源：WIND。

## （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（公）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；货币政策影响流动性风险。

### 1. 发达经济体利差曲线情况

2020 年第一季度，受疫情蔓延和资本市场的剧烈震荡，市场避险情绪升温，美元流动性收紧，信用风险和流动性风险溢价抬升，发达经济体信用市场遭受冲击，利差水平都有较大幅度上行。其中，美国利差水平由年初的 19BP 升至季末的 85BP；日本利差水平由 24BP 升至 38BP；欧元区由 48BP 升至 170BP，利差上行幅度与疫情的冲击正相关。展望未来，在政府经济刺激政策覆盖信用债市场的背景下，利差走阔的情况或将改善。若疫情蔓延难以控制，利差或将进一步走阔。



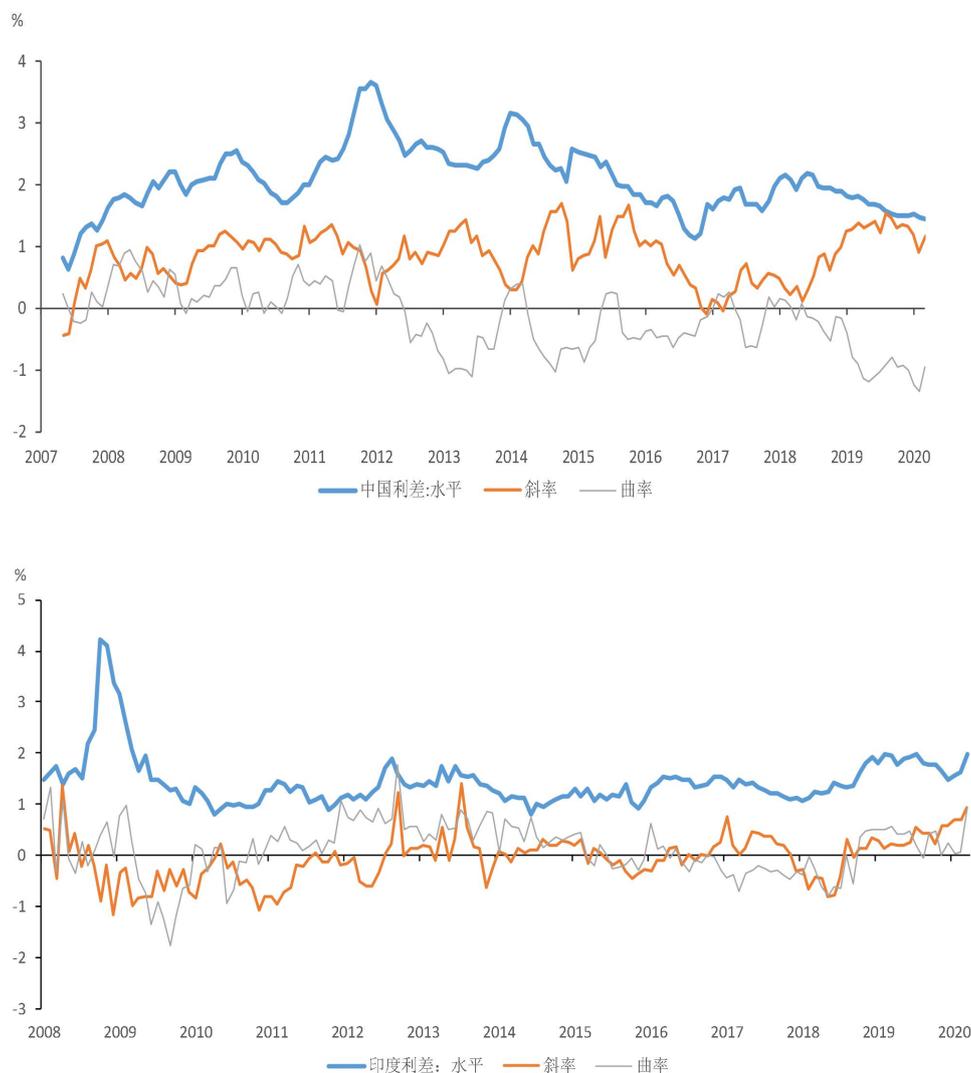
附图 11 主要发达经济体利差曲线情况

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

2020 年第一季度，中国利差水平保持小幅震荡；印度利差水平上行。疫情对中国信用市场的尚未造成重大冲击，中国利差水平保持小幅震荡，一方面得益

于中国强有力的疫情防控措施，率先控制住疫情；另一方面得益于中国经济韧性以及货币当局有条不紊的应对之策。但随着疫情蔓延对全球供应链及外需的持续冲击，中国信用市场也难以独自幸免，未来需关注中国信用市场违约风险。



附图 12 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。

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

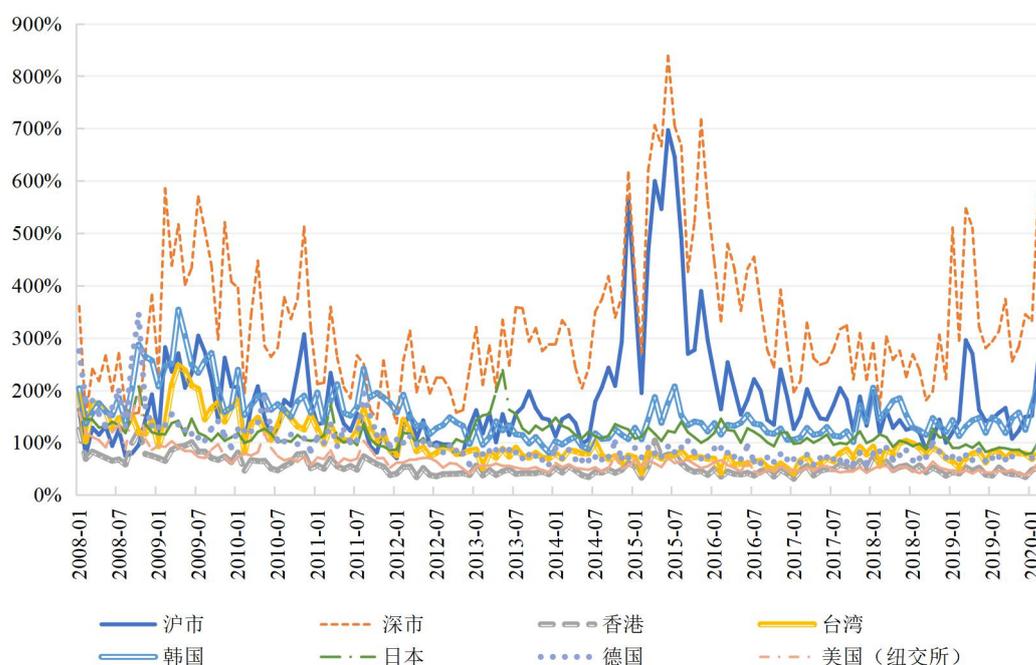
$$\text{Curve} = s_{\text{short}} * \Delta T_{\text{short}} - s_{\text{long}} * \Delta T_{\text{short}} \quad (3)$$

其中， $y(t)$ 表示期限为  $t$  的收益率， $s_{\text{short}}$ 和 $s_{\text{long}}$ 分别表示短端和长端的斜率， $\Delta T_{\text{short}}$ 和 $\Delta T_{\text{long}}$ 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、市场换手率

2020年前2月沪市月均换手率206.31%，深市月均换手率456.48%，近五年以来仅次于2015年，高于其他年份（沪市2015、2016、2017、2018、2019年月均换手率为437.86%、192.44%、161.60%、129.68%、164.96%；深市2015、2016、2017、2018、2019年月均换手率为593.25%、374.19%、264.54%、244.20%、360.65%），横向来看，换手率显著高于其他国家，今年前2月，美国（纽交所）、德国、日本（东京证券交易所）、香港、台湾和韩国交易所月均换手率分别为54.05%、82.14%、91.10%、50.42%、74.24%和191.52%。



附图1 全球主要市场月度换手率

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

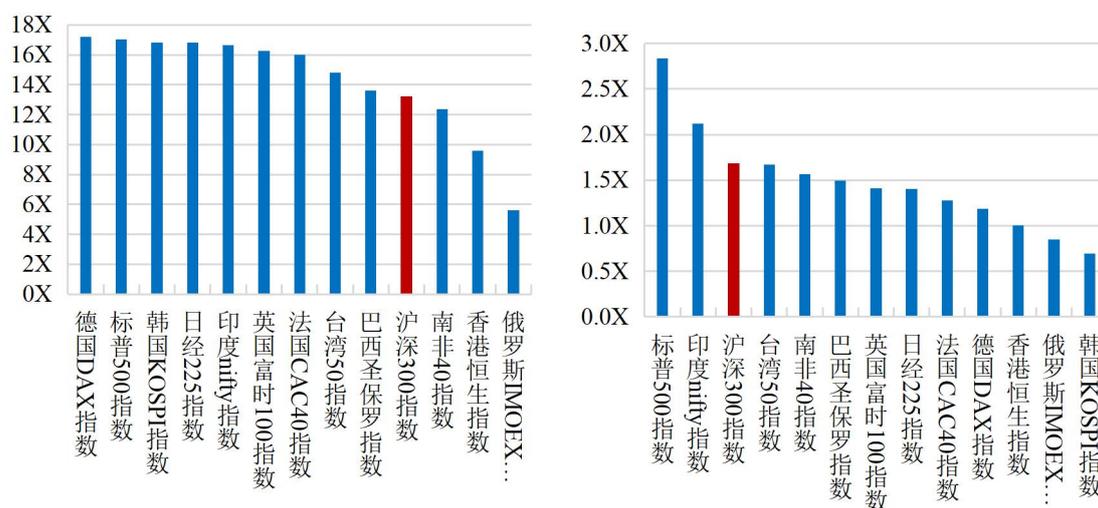
为更加全面地反映我国A股估值水平，我们选取全球13个经济体的代表性指数进行对比。截止到2020/03/31，Bloomberg数据显示，沪深300指数P/E(TTM，下同)为13.22X，P/B(LF，下同)为1.69X。横向对比全球其他主要市场，我

国 P/E 估值低于全球（13 个经济体样本）平均水平（14.37X），P/B 略高于全球平均水平（1.45X）。

与发达市场相比，我国 A 股 P/E 估值低于德国 DAX30 指数（17.21X）、美国 S&P500 指数（17.04X）、日经 225 指数（16.74X）、英国富时 100 指数（16.22X）、法国 CAC40 指数（16.01X），高于香港恒生指数（9.59X）；我国 A 股 P/B 估值除低于美国 S&P500（2.84X）外，高于日经 225 指数（1.41X）、英国富时 100 指数（1.41X）、法国 CAC40 指数（1.28X）、德国 DAX 指数（1.19X），香港恒生指数（1.00X）。

与新兴市场相比，我国 A 股 P/E 估值低于韩国 KOSPI 指数（16.80X）、印度 Nifty 指数（16.64X）、台湾 50 指数（14.78X）及巴西圣保罗指数（13.60X），高于南非 40 指数（12.38X）及俄罗斯 IMOEX 指数（5.62X）；我国 A 股 P/B 估值除低于印度 Nifty（2.12X），高于巴西圣保罗指数（1.49X）、台湾加权指数（1.43X）、南非综合指数（1.40X）、俄罗斯 IMOEX 指数（0.85X）和韩国 KOSPI 指数（0.69X）。

与 2019 年度末相比，2020 年 3 月末我国 A 股 P/E 估值排名、P/B 估值排名均上升 1 位。2019 年末 A 股 P/E 为 14.55X，在 13 个经济体中排名第 11 位，而 2020 年 3 月末排名第 10 位。2019 年末 A 股 P/B 为 1.87X，在 13 个经济体中排名第 4 位，而 2020 年 3 月末提升至第 3 位。

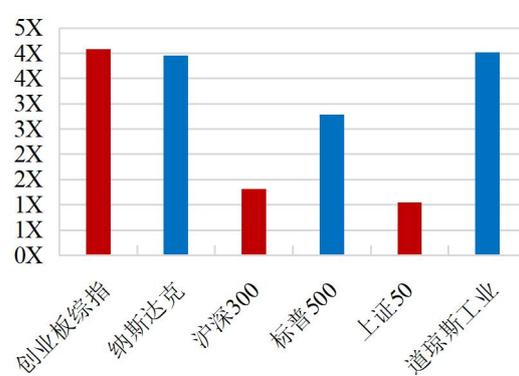
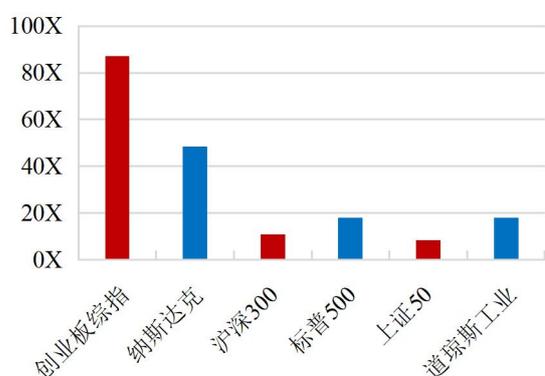


附图 2 全球主要市场 P/E (TTM) 估值 附图 3 全球主要市场 P/B (LF) 估值

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。

Wind2020 年一季度末数据显示，P/E 方面，沪深 300（11.00X）低于 S&P500（18.11X），上证 50（8.57X）低于道指（18.16X），创业板综指（87.04X）远高于纳斯达克指数（48.56X）；P/B 方面，沪深 300（1.32X）低于 S&P500（2.78X），上证 50（1.05X）低于道指（4.02X），创业板综指（4.08X）略高于纳斯达克指数（3.96X）。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（7.91X）高于纳斯达克指数/标普 500（2.68X），上证 50/沪深 300（0.78X）低于道指/S&P500（1.00X）；P/B 方面，创业板综指/沪深 300（3.09X）高于纳斯达克指数/标普 500（1.42X），上证 50/沪深 300（0.80X）低于道指/S&P500（1.44X）。



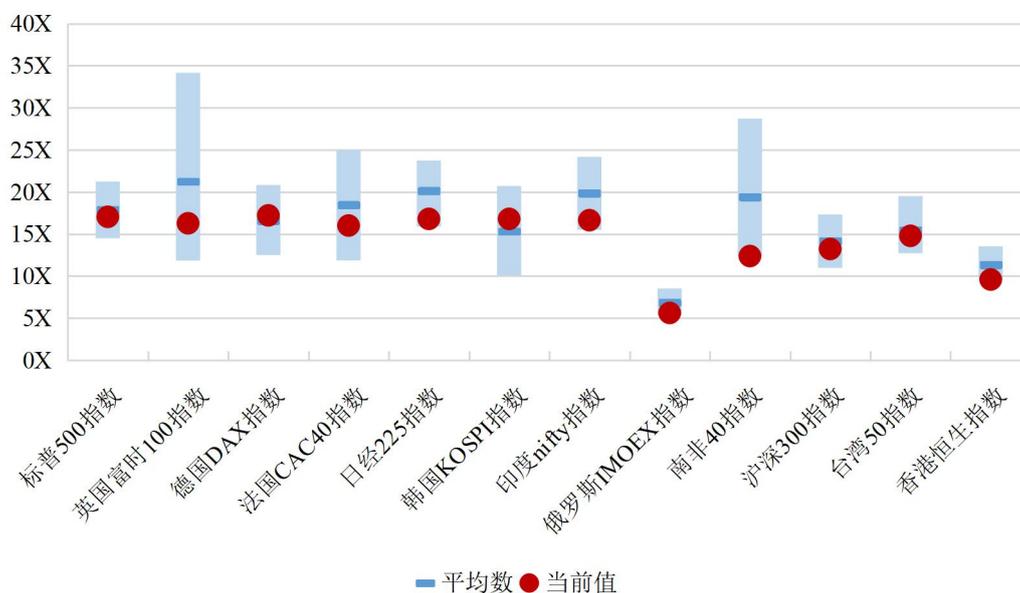
附图 4 中美不同风格指数 P/E 估值

附图 5 中美不同风格指数 P/B 估值

资料来源：Wind，中航证券金融研究所。

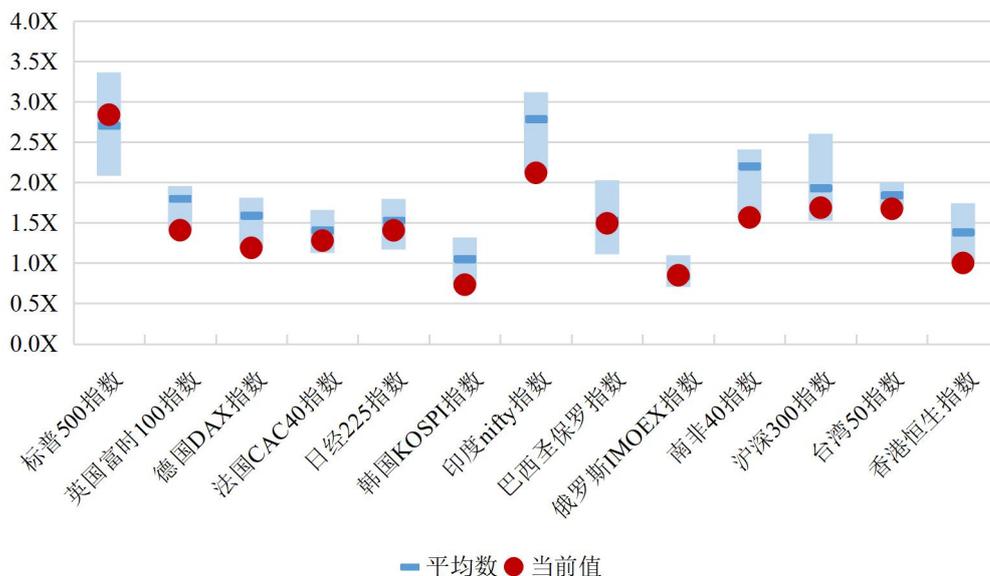
因此，我国市场整体估值略低于美国，但存在结构性差异，无论是从相对估值水平还是相对溢价上看，我国小盘成长股估值高于美国，而大盘蓝筹估值低于美国。与 2019 年度末相比，2020 年一季度末 P/E 创业板综指/沪深 300 指数下降 19.5%，纳斯达克指数/标普 500 指数增加 16.0%，上证 50/沪深 300 指数下降 2.8%，道琼斯工业指数/标普 500 指数增加 10.0%。由于去年年报创业板整体盈利出现大幅改善，导致市盈率明显回落，缩小了与大盘蓝筹股的市盈率估值差异；一季度创业板表现远远强于大盘，导致市净率提升明显，创业板与沪深 300 估值差异较去年末扩大 20.5%。而上证 50 成分股中银行地产等周期股在今年一季度走势较弱，估值扩张落后于沪深 300 与创业板。美国一季度市场大幅回调过程中，微软、英特尔等龙头科技股相对抗跌，纳斯达克表现优于标普 500 和道琼斯指数，纳斯达克估值与大盘股估值差距在逐渐拉大。而沃尔玛、强生、宝洁等消费股相对较强，是推升道琼斯指数估值的主要因素。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 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

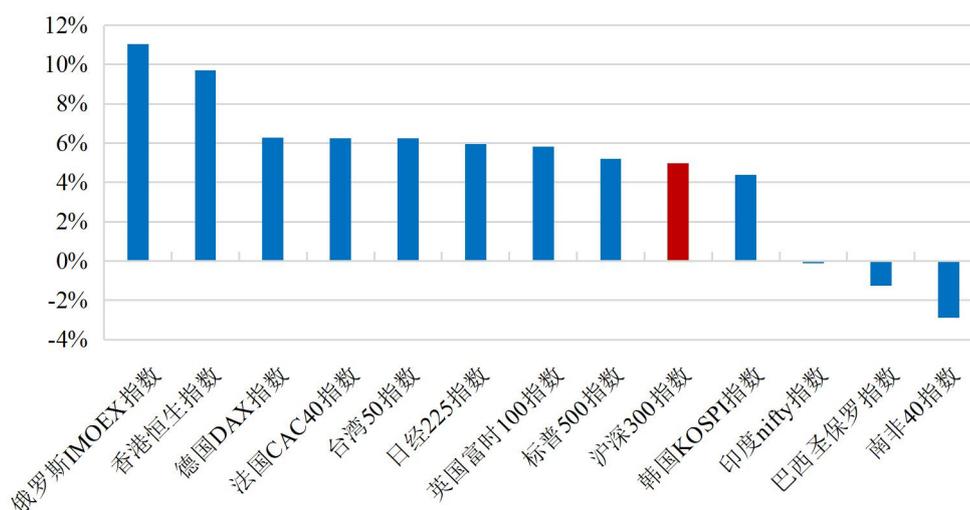
注：长方形区域的顶端为历史九十分位，底端为历史十分位。  
资料来源：Bloomberg，中航证券金融研究所。

我们对比了全球主要指数 2010/03/31-2020/03/31 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、南非估值处于历史区间底部，日本、印度、俄罗斯接近历史底部；P/B 方面，德国、英国、香港、韩国、印度、南非均处于历史区间底部，法国、日本、台湾、中国 A 股接近历史底部。今年一季度市场大幅震荡之后，欧美发达市场高估值明显改善。

## （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。我们计算风险溢价的过程遵循以下公式：

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

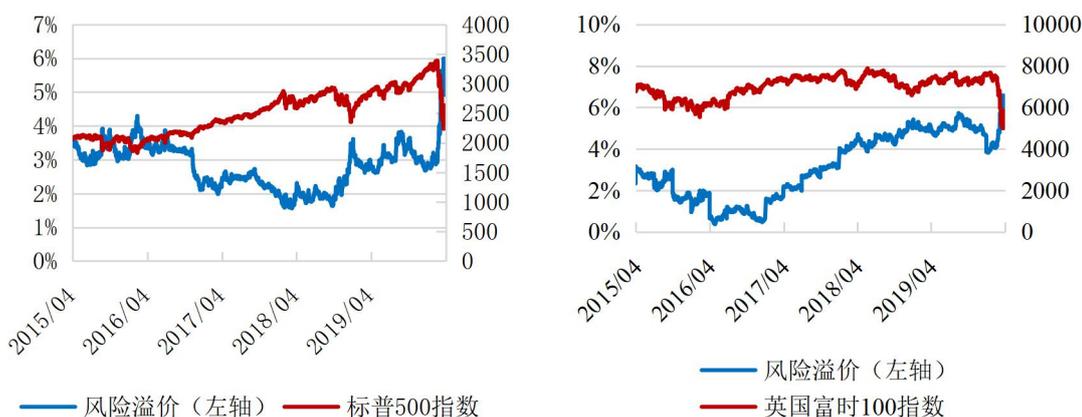


附图 8 全球股市指数风险溢价水平（截至 2020/03/31）

资料来源：Bloomberg，中航证券金融研究所。

2020 年一季度疫情冲击下全球股市风险溢价水平大幅上升。2 月 19 日开始，新冠疫情在全球加速蔓延，美债收益率快速下行，美股开启第一轮下跌，股市风险溢价水平上行。3 月油价冲击经济基本面，股市持续暴跌并进一步引发市场流动性问题，股市风险溢价水平飙升。美国联邦政府出台疫情纾困法案提供财政支持，美联储通过多重流动性支持加码宽松，3 月下旬美股市场开始企稳，风险溢价出现见顶回落。一季度欧洲、亚洲发达市场股市均出现大幅下跌，股市风险溢

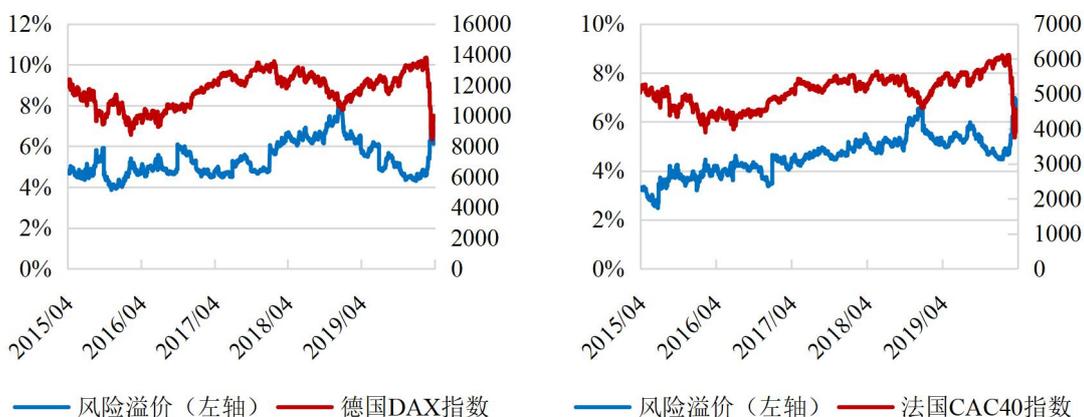
价水平总体呈上升趋势，股市配置价值优于债市。新兴市场方面，俄罗斯 IMOEX 指数风险溢价水平较高，反映出股市相对债市的配置吸引力更高。印度、巴西、南非由于通胀和高利率的经济环境，风险溢价为负。我国风险溢价相较其他新兴市场波动较小，2019 年受中美贸易摩擦等海外不确定性压制风险偏好，国内经济下行压力加剧，上市公司盈利探底，指数估值与风险溢价反复震荡。2020 年 1 月下旬开始，市场担忧疫情冲击经济与企业生产，A 股指数出现连续下跌，估值收缩导致股市风险溢价上升。2 月“一行两会”打响金融战“疫”，国债收益率快速下行。3 月以来，海外疫情扩散导致冲击外需，市场对需求的担忧引发市场补跌，随着市场二次探底 A 股风险溢价水平快速上行。总体而言，全球范围内股市配置价值相对债市存在优势，而国内对外开放与资本市场改革不断推进，要素市场化配置将显著改善 A 股风险溢价，A 股的中长期稳健走势可期。



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

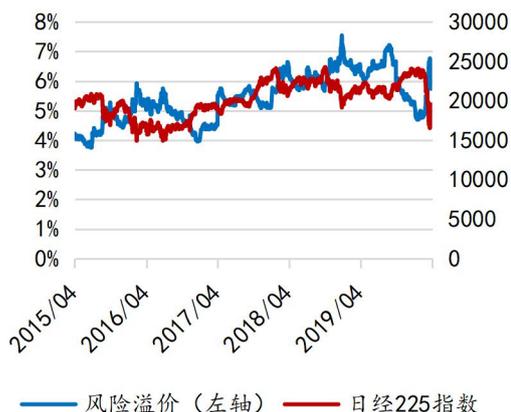
资料来源：Bloomberg，中航证券金融研究所。



附图 11 德国股市风险溢价水平

附图 12 法国股市风险溢价水平

资料来源：Bloomberg，中航证券金融研究所。

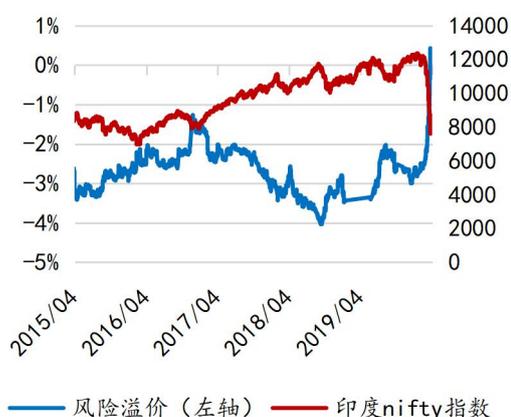


附图 13 日本股市风险溢价水平



附图 14 韩国股市风险溢价水平

资料来源：Bloomberg，中航证券金融研究所。

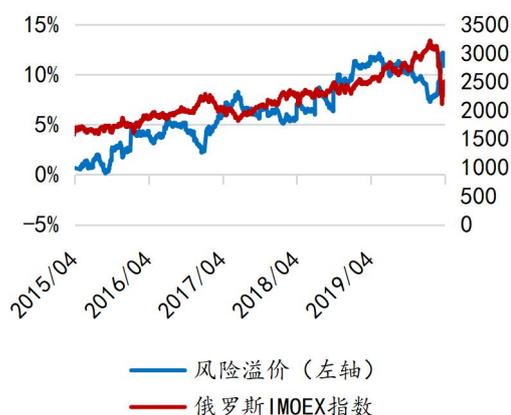


附图 15 印度股市风险溢价水平



附图 16 巴西股市风险溢价水平

资料来源：Bloomberg，中航证券金融研究所。



附图 17 俄罗斯股市风险溢价水平



附图 18 南非股市风险溢价水平

资料来源：Bloomberg，中航证券金融研究所。



附图 19 台湾股市风险溢价水平



附图 20 香港股市风险溢价水平

资料来源：Bloomberg，中航证券金融研究所。



附图 21 中国 A 股风险溢价水平

资料来源：Bloomberg，中航证券金融研究所。

### 附件三：汇率报告

- 一场突如其来的疫情让外汇市场的走势跌宕起伏，人民币汇率在一季度经历了两轮升值、贬值、震荡回调的走势。美元流动性紧张导致美元指数走强，欧元、英镑、日元以及新兴市场国家（和地区）货币对美元均贬值。未来，基本面、政策面、利差、风险偏好与资金流动、以及地缘政治等几个关键点仍是汇率决定的主线，而新冠疫情的发展以及由此引发的美国金融市场动荡又成为贯穿其中的主旋律。
- 下一步，疫情走向将继续主导汇率的变动。我们以疫情长期持续为基础情景，该状态下美元会继续高位震荡，而人民币由于经济先一步修复、人民币资产吸引力提升等因素可能会出现小幅升值；如果疫情较快得到控制，风险偏好回升可能首先利好美元和美元资产，接下来一些经济预期较好的新兴经济体可能受益，人民币和人民币资产将受青睐；而如果疫情以及世界经济出现新的风险点，则避险情绪的上升可能会令美元进一步走强，而对其他货币尤其是新兴经济体将造成巨大冲击。除了疫情失控，同时还要关注的风险点包括：美元流动性冲击重现、中美经贸摩擦再起、通缩预期反转、地缘冲突爆发等。

#### 一、外汇市场回顾

2020年一季度，一场突如其来的疫情让外汇市场的走势跌宕起伏，人民币汇率经历了升值、贬值、震荡、升值、贬值、再震荡回调共六个阶段：

(1) 2020年初至1月17日，人民币呈升值走势，美元兑人民币即期汇率从2020年1月2日的6.96左右攀升至1月17日的6.86左右，升值1.5%。彼时中美贸易关系缓和，中美第一阶段经贸协议达成是这轮升值的主要推动力。

(2) 1月20日新冠疫情在中国爆发，到2月3日，美元兑人民币即期汇率一路贬至7.0257，跌幅超2.4%。新冠疫情这一全球金融市场始料未及的黑天鹅事件，是人民币汇率由升值转向贬值的主要原因，亦将成为此后相当长一段时期的关键变量。

(3) 2月4日至2月20日，人民币在7.0附近呈震荡态势，中国政府应对疫情手段较为及时且严格，而日韩则暴露出疫情问题。这一阶段，受到避险情绪的影响，美元持续升值，美元指数涨幅超过2.1%。

(4) 2月21日至3月9日，疫情在全球蔓延，市场恐慌情绪升级，使得风险偏好迅速下行。其间，美股历史性熔断暴跌，美元指数下跌4.8%。由于这一阶段国内疫情已迈过拐点，国内股市亦走出独立行情，人民币汇率逆势升值，最高涨幅1.4%。

(5) 3月10日至3月23日，随着疫情在国际的进一步蔓延，信用链条断裂风险剧增，风险偏好再次下行。美元流动性迅速衰竭，风险资产甚至传统意义上的避险资产一齐被抛售，各类资产反常地出现同步下跌的现象，流动性追逐导致美元出现“挤兑”，美元指数上涨7.8%。在这一阶段，人民币贬值超2%，由于国内疫情得到有效控制，这一幅度在众多非美货币中较小。

(6) 3月23日至今，疫情方面，各国政府对疫情的管控措施升级；经济方面，多国政府和央行出台了宽松的财政和货币政策，尤其美联储宣布的开放式购买计划、与多国央行的货币互换以及美国的财政刺激计划等，在一定程度上抚平了恐慌情绪、缓解了美元短缺的风险，美元指数见顶回落，人民币亦在震荡中有所回调。截至4月10日，较3月23日，美元指数回落2.9%至99.52，美元兑人民币即期汇率升值1.2%至7.04。



附图1 人民币和美元汇率走势

数据来源：WIND。

## 二、汇率走势分析

影响汇率的因素很多也很复杂，但基本面、政策面、利差、风险偏好与资金流动、以及地缘政治等几个关键点构成了汇率决定的主线；在不同的时点和不同

同的期限跨度下，又会有其中某个或者某几个因素成为左右汇率的主要矛盾。而近期，在这条主线上，新冠疫情的发展以及由此引发的美国金融市场动荡又成为贯穿其中的主旋律。

### （一）利差、风险偏好与资金流动

国际市场的风险偏好是市场响应的直接因素，刚刚过去的3月份，美元流动性紧缺和相伴而生的美元指数上涨、其他货币贬值等现象都受这一因素驱动。事实上，美联储在3月较早的时候已经祭出了降息和资产购买计划等一系列流动性工具，但是美元流动性问题依然严峻，究其原因，是在疫情全球蔓延且各国控制不力的情况下，风险偏好急剧下降，信用利差高企，产生恐慌性抛售，资金大量从风险资产转移至避险资产、从其他国家和地区流入美国。然而越是在抛售的阴影下，金融机构越惜贷，信用溢价越高，使这种恐慌情绪进一步加强。这也是为何在美联储提供大量流动性的情况下，市场依旧感觉缺乏美元的原因。

之前的一波情绪问题已逐渐平息，信用利差也有所收窄，风险偏好有所回升。虽然中美利差保持在高位，人民币资产仍具有相对的吸引力，但要警惕的是，利差结合风险偏好导致的资金流入是不稳定的，一旦未来疫情发展出现风吹草动，突如其来的变化就会引起资金流动逆转，带动国内市场恐慌情绪，引发羊群效应和踩踏事件。

### （二）政策面因素

政策面是影响汇率中短期走势的重要因素，也是当下时点和未来一段时间的主导力量。在全球经济受到新冠疫情影响的背景下，美国的政策面无疑是其中的关键。3月以来，美联储分别动用了降息、零利率、QE4、开放式资产购买、与其他央行进行货币互换等诸多重拳。4月9日，美联储进一步扩大了此前三大流动性工具的TALF、PMCCF、SMCCF的规模和范围，由原来的总规模3000亿美元增加至8500亿美元。其中，TALF由1000亿美元增加至2500亿美元，旨在满足消费者和小企业的信贷需求。此前的合格抵押品限定为最高投资级的ABS，而此次则增加了存量的商业地产抵押贷款支持证券（CMBS）和新发行的贷款抵押证券（CLO）中获AAA评级的部分。分别在一、二级市场为债券发行人提供流动性的PMCCF和SMCCF则由2000亿美元扩充至8500亿美元，后者

能够购买不低于 BBB-/Baa3 的企业债和以 ETF 形式存在的企业债投资组合，这将使美联储在历史上首次购买 ETF。

除美联储以外，美国政府也推出了超两万亿美元的财政刺激计划；同时，英国、欧洲、日本、加拿大、澳大利亚、韩国、印度等诸多国家和地区的央行采取了降息、流动性支持和资产购买等计划。中国央行也下调了政策利率并采取了定向降准以及下调超额存款准备金利率等措施。

总体上看，各国央行及政府的刺激政策确实在短期内抚平了恐慌情绪，**但要注意的是，一些货币政策工具的宣布与实际生效存在时滞。**据统计，美联储近期推出的 PDCF、MMLF、CPFF、TALF、PMCCF 和 SMCCF 等工具中，仅前两种已经实施，而财政政策则更加受制于制度流程、资金到位情况、具体操作的设计等因素。

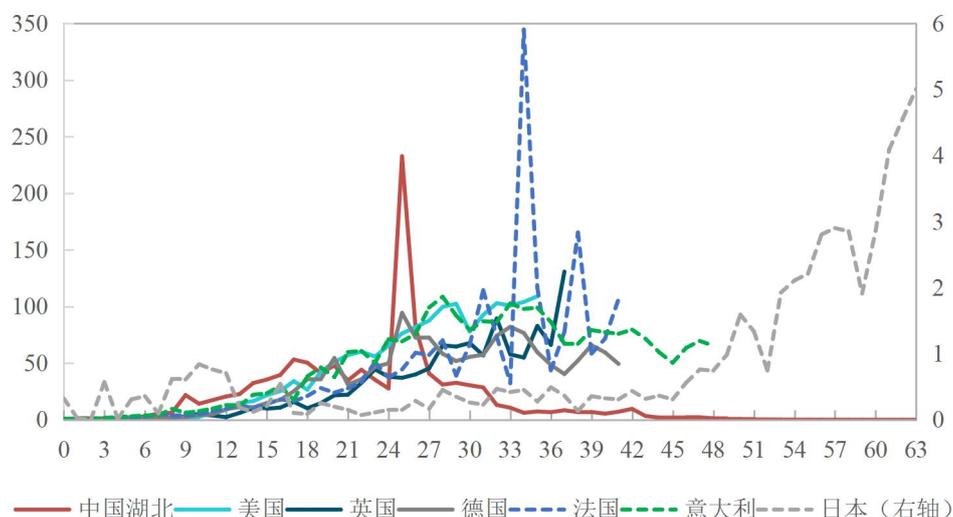
事实上，美国的货币政策和财政政策既是对美元国际本位货币地位的一种利用，在一定程度上也是对该地位的一种巩固（尤其是货币互换工具）。但这种巩固发生在短期，**长期来看，“特里芬难题”似的困境将始终困扰着美元**——近期美联储释放了如此巨量的流动性，如果疫情能够比较快速地得到控制，美联储如何从宽松中抽身以避免通胀抬头是一大挑战；如果考虑到美国政府财政扩张的不可持续性，这势必会在长期损害美元自身的信用基础。我们认为，**新冠疫情可能是长期美元国际地位下降的催化剂，未来这一缺位可能会由其他主权货币填补，亦或给类似 Libra 的网络社区性质的支付手段带来新的发展机遇。**

### （三）基本面因素

这次新冠疫情与以往的危机不同，过去的危机多内生于经济周期本身，而此次疫情之前，全球经济已经显现出衰退的迹象，**叠加疫情的外生冲击，宏观经济政策只能缓解痛楚，但对公共卫生问题却束手无策。**下一步，**疫情的防控成为经济基本面的决定因素，也是影响未来汇率走势的关键变量。**

中国在疫情防控和复工复产方面走在世界其他地区之前，这为我们提供了新冠病毒从爆发到遏制的比较基础。我们以每日新增病例作为观察的依据，并用总人口数将之标准化。考虑到新冠病毒的传播性，当一天内每百万人中出现 0.3 例新增病例时，疫情的爆发将难以控制，此后每日新增病例会经历一个快速增长的阶段。如果管控得当（如中国的情况），新增病例大约在 20 天左右达到高峰，随

后迎来拐点，逐步回落。因此，我们将各国每百万人中每日新增病例首次突破 0.3 例的日子为原点进行对齐，将相位差异消除，放在同一张图中进行比较，便如附图 2 所示。



附图 2 各国新冠疫情发展形势

数据来源：WIND。

从图中可以看到，由于其他各国在新冠疫情的管控方式上差别较大，所以新增病例的最高峰往往比中国来得更晚<sup>1</sup>。到目前为止，上述几个主要国家除了德国和意大利似乎已经跨过拐点外，其他国家都尚不足以确认疫情拐点的出现。随着停工和居家令的措施愈发严格，申请失业的人数激增，经济大面积停摆。长期与疫情斗争的大趋势很可能将全球经济拖入衰退，而疫情的走向和基本面的颓势可能触动新的风险点，引发新一轮风险偏好-政策-基本面的冲击。因此，虽然现有政策可能会使美元在高位盘整，但在不确定性高企的大背景下，要防范美元再度走高的可能性。

回看国内，复工复产稳步推进，最新数据显示，3 月份 PMI 录得 52.0，已经回升至荣枯分水岭上方，但要确认趋势尚需更多时间。目前，国内基本面仍面临较大不确定性，首先是外防输入、内防反弹压力仍存；其次，中国货物贸易出口的主要市场迅速萎缩，外需冲击下滑会在二季度开始显现并可能影响全年，虽然货物贸易顺差缩小可以经由服务贸易逆差收缩补偿（境外旅游贡献了大多数服务贸易逆差，疫情阴云下旅游需求将极大萎缩），但对制造业的结构性冲击仍不容

<sup>1</sup> 我国每百万人新增病例的最高尖峰与调整统计口径有关，实际的曲线应该更平滑一些。

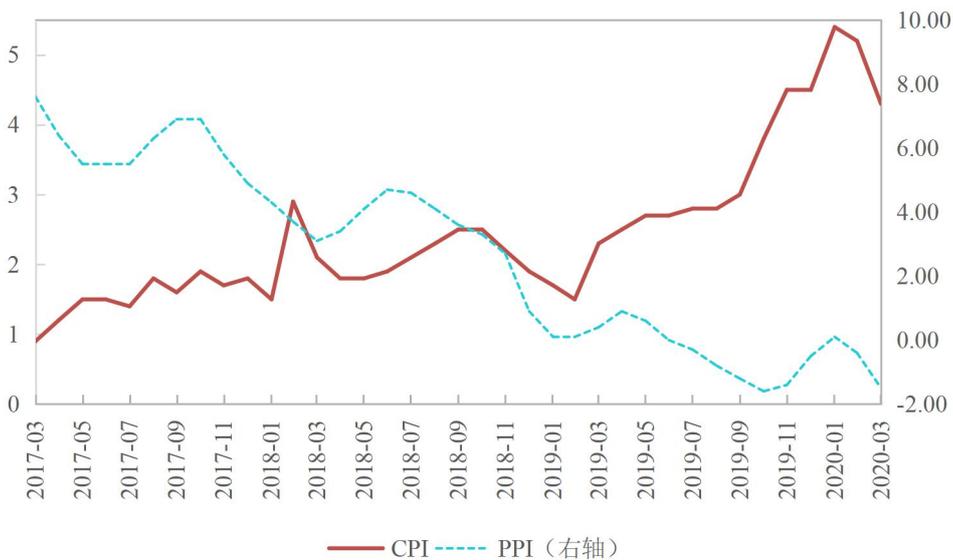
小覷；第三，疫情将破坏全球产业链，并反过来影响国内。



附图3 中国工业增加值与 PMI

数据来源：WIND。

通胀方面，3 月份 PPI 同比负增长 1.5%，为经济笼罩了通缩的乌云。CPI 则从 2 月 5.2 的高点回落，3 月同比增长 4.3%。结构上，受到一些粮食生产国禁止粮食出口的影响，食品价格存在一定上涨预期。但是考虑到我国三大主粮的自给程度较高，我们认为食品价格不会改变二季度整体的通缩预期。



附图4 中国 CPI、PPI 走势

数据来源：WIND。

## （四）地缘政治风险

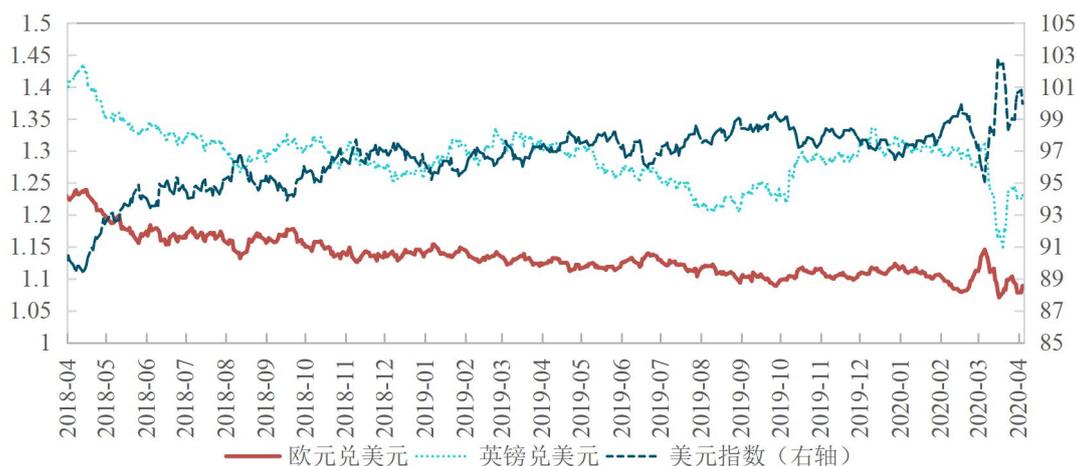
在新冠疫情蔓延的大背景下，一些地缘政治问题可能存在升级的风险。一方面粮食禁止出口造成短缺，可能会引发局部摩擦；但就最新消息来看，一些粮食助产国的禁令已经有所松动。另一方面，疫情、金融冲击和油价战叠加，给中东地区带来了较大不安定因素。比如3月29日，也门胡塞武装再次对沙特本土发起大规模导弹袭击。如果中东问题进一步升级则可能使本已饱受公共卫生问题困扰的世界经济雪上加霜。此外，一些国家借新冠源头问题大做文章，企图将国内矛盾转嫁给他国，甚至会引发经贸争端升级。

总体来看，刚刚过去的一季度，国际市场已经针对疫情的态势基本完成了情绪层面上的调整，以美国为代表的主要经济体政策频发。展望二季度，疫情走向将继续主导汇率的变动。我们以疫情长期持续为基础情景，该状态下美元会继续高位震荡，而人民币由于经济先一步修复、人民币资产吸引力提升等因素可能会出现小幅升值；如果疫情较快得到控制，风险偏好回升可能首先利好美元和美元资产，接下来一些经济预期较好的新兴经济体可能受益，人民币和人民币资产将受青睐；而如果疫情以及世界经济出现新的风险点，则美元可能进一步走强，对其他货币尤其是新兴经济体将造成巨大冲击，中国经济与人民币也将遭受波及。除了疫情失控，同时还要关注的风险点包括：通缩预期反转、中美经贸摩擦再起、美元流动性冲击重现。

## 三、国际外汇市场形势

### （一）主要货币对

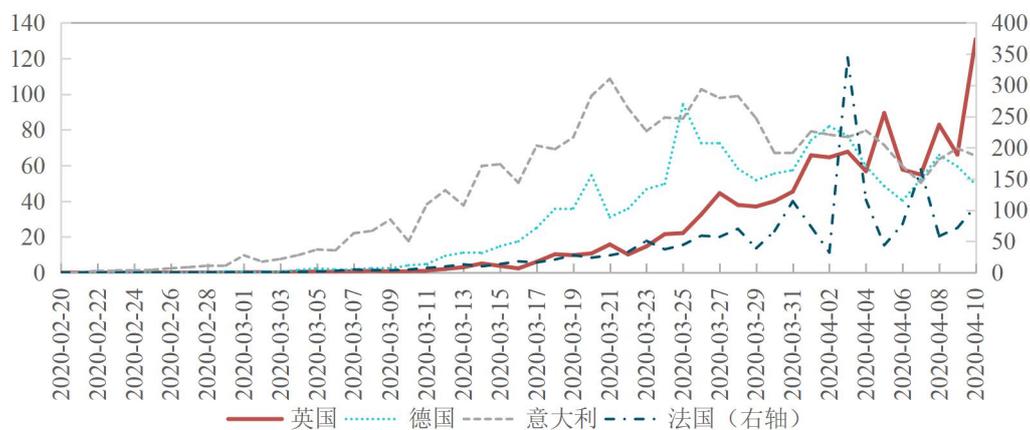
截至2020年4月8日，欧元兑美元一季度总体贬值2.88%，英镑则贬值6.14%。在2月20日~3月9日和3月10日~3月23日的两波相反美元行情中，欧元和英镑基本与美元反向，呈现被动升/贬值的状态。



附图5 欧元兑美元、英镑兑美元汇率走势

数据来源：WIND。

疫情方面，欧洲疫情蔓延较为迅速，诸多国家相继大规模爆发。根据中国的经验，德国和意大利似乎已经度过了新增病例的高峰期，然而英国和法国情势仍不容乐观。在政策层面，欧洲央行推出了疫情紧急购买计划(PEPP)，将使用 7500 亿欧元购买包括主权债务在内的资产，并特别取消了购买单个债券发行人不超过其存量 33% 的限制，从而使其能更好地支持遭受疫情冲击更严重的国家。而德国则打破成规，终于使用了财政刺激手段，批准了 7500 亿欧元的一揽子财政计划。但总体而言，欧元区其他疫情国家债台高筑，且财政政策并不统一，财政刺激无法与美国这种单一主权国家相比，欧元区二季度经济负增长应无悬念，未来欧元仍会震荡走弱。英国在疫情管控方面公开宣称推行群体免疫策略，其疫情拐点可能更晚到来。在美元流动性紧张仍可能重现的情况下，英镑波动风险较大。



附图6 欧洲主要国家每日每百万人新增确诊病例数

数据来源：WIND。

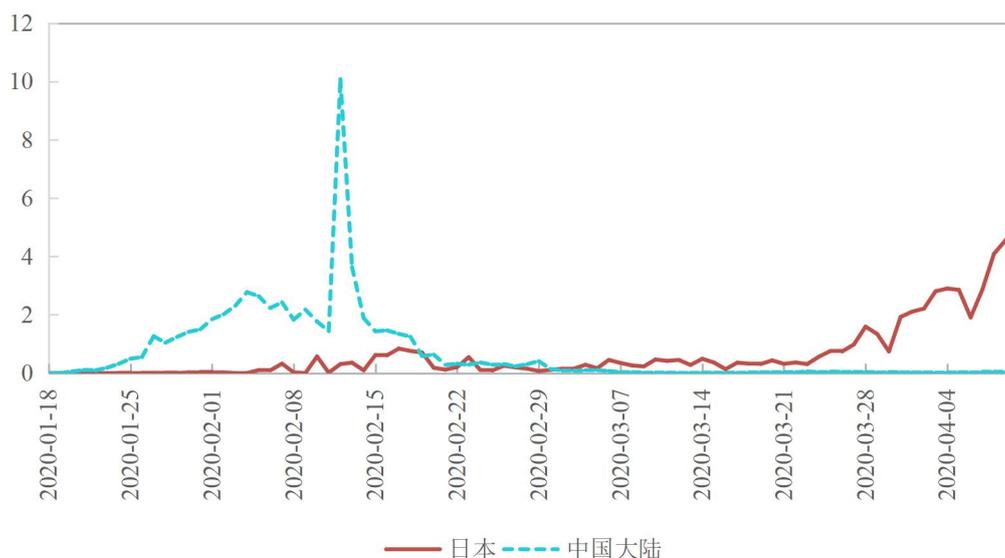
日元方面，一季度总体轻微贬值 0.75%。在 2 月 20 日~3 月 9 日和 3 月 10 日~3 月 23 日的两波相反的美元行情中，日元和其它非美货币一样未能独善其身，在前一阶段被动升值 8.18%，而后又贬值 8.84%。作为传统意义上的避险货币，为何此次避险功能失效？究其原因，日元避险的逻辑在于：日本长期维持低利率，央行持续货币政策宽松，而其债券市场体量巨大，这些使得国际资金可以通过借入低息日元购买其他高息货币并在风险爆发时平盘，达到避险目的。其中，平盘操作时需要购入大量日元，这会推动日元升值，呈现出避险属性。但是在新冠疫情和美元流动性紧张的情况下，日元也和其它资产一样受到冲击而出现大幅波动，但避险属性总体令日本汇率保持稳定。目前，美元短缺问题已经有所缓解，而日本央行也与美联储达成了货币互换协议以保证美元流动性，并创设了流动性投放工具，允许银行以企业贷款为抵押向日本央行换取零利息流动性。这一系列措施将对日元有升值助益。



附图 7 美元兑日元走势及美元指数

数据来源：WIND。

疫情方面，日本每日每百万人新增确诊病例占比虽然不高，但趋势不容乐观。日本疫情爆发前期受东京奥运会如期举办的承诺拖累，估计确诊病例未能得以充分揭示，可以看到，在 3 月 24 日以前，日本疫情似乎波澜不惊。而国际奥组委确认奥运会延期以后，每百万人新增确诊病例便显著增长，目前尚未出现见顶迹象。如果说美元流动性改善对日元是利多因素的话，那么疫情从基本面看则利空日元。如果二季度国际其他主要经济体确认度过疫情拐点，而日本仍然疲弱，则日元将面临更多贬值压力。



附图8 日本新冠疫情发展形势及与中国大陆对比

数据来源：WIND。

## (二) 新兴市场

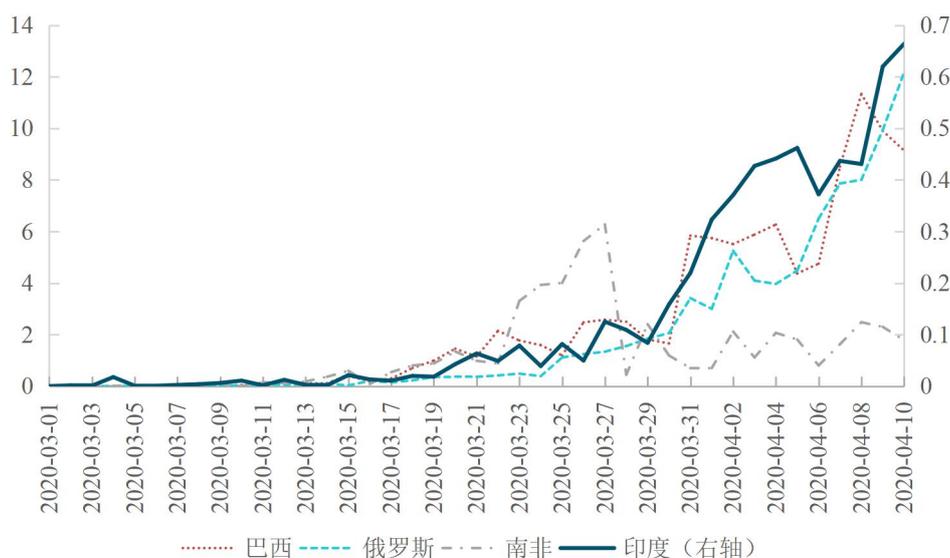
针对新兴市场，我们统计了 22 个国家（和地区）的货币情况（如表 1），2020 年一季度，有 21 个国家和地区出现了不同程度的对美元的贬值。在个体层面上，年度贬值幅度超过 10% 的有南非、哥伦比亚、印尼、土耳其等 11 个国家，其中南非兰特大幅度贬值 31.52% 高居榜首；泰国、阿根廷、印度、马来西亚、新加坡和韩国的货币贬值幅度在 5% 到 10% 之间，处于中游；罗马尼亚列伊、秘鲁索尔、人民币和新台币贬值幅度低于 5%；菲律宾比索则轻微的升值。在地区上，东南亚和亚洲新兴市场国家整体币值相对稳定，南美、欧洲和非洲国家（和地区）出现较多的贬值情形。

新兴市场国家的汇率走势，在外因上，共同的主因是美元流动性紧张和全球风险偏好的转换。在疫情肆虐、全球经济预期下行、美元流动性风险增加的大背景下，资本从新兴市场国家和地区回流美国，造成当地货币贬值。此外，如南非国内经济的疲弱、巴西股市与美股的共振、俄罗斯遭受油价下跌影响等因素，则为特定国家或地区的货币雪上加霜。目前，美元升值幅度较大，一些外债较多的国家其违约风险也随之上升；加之美元流动性紧张并未完全平息，仍存二次爆发的可能，新兴市场汇率压力较大。

表 1 新兴市场国家（和地区）一季度汇率变化情况（2020/1/2 至 4/8）

货币名称	当前兑美元汇率	季度汇率变动
南非兰特	18.4033	-31.52%
巴西雷亚尔	5.2123	-29.62%
墨西哥比索	24.0925	-27.60%
俄罗斯卢布	75.455	-21.89%
哥伦比亚比索	3910.15	-19.32%
印度尼西亚卢比	16245	-16.91%
土耳其里拉	6.74355	-13.43%
智利比索	842.05	-12.46%
匈牙利福林	330.59	-12.23%
捷克克朗	25.021	-10.21%
波兰兹罗提	4.1801	-10.00%
泰国泰铢	32.818	-8.99%
阿根廷比索	65.16	-8.87%
印度卢比	76.0867	-6.65%
马来西亚林吉特	4.3398	-6.20%
新加坡元	1.4287	-6.08%
韩元	1220.9	-5.42%
罗马尼亚列伊	4.4477	-3.62%
秘鲁索尔	3.372833	-2.11%
人民币	7.0483	-1.25%
新台币	30.16	-0.15%
菲律宾比索	50.701	0.20%

数据来源：WIND，国家金融与发展实验室整理。



附图 9 主要新兴市场国家每日每百万人新增确诊病例

数据来源：WIND。

**疫情方面**，新兴市场金砖国家中，南非看似度过了疫情新发高峰期，但却有反复迹象；俄罗斯和巴西均未迎来拐点，而世界第二大人口国印度已经于4月1日超过了我们的单日每百万人新增确诊病例0.3的临界点，考虑到印度的公共卫生和医疗条件，恐有疫情失控的危险。目前，新兴经济体疫情发生的时间点落后于欧美发达国家，如果在欧美国家迈过疫情拐点以后形成大规模流行，这种滞后性的错位预计会对新兴经济体产生严重的影响。

总体而言，新兴市场国家汇率受到外部影响更大，疫情蔓延背景下贬值压力较大。一旦新兴经济体主权货币遭受冲击，要防止风险传导波及人民币汇率。

**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。