



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 10 月

《NIFD季报》是国家金融与发展实验室主要的集体研究成果之一，旨在定期、系统、全面跟踪全球金融市场、国内宏观经济、中国宏观金融、国家资产负债表、财政运行、债券市场、股票市场、房地产金融、银行业运行、保险业运行、特殊资产行业运行、财富管理市场等领域的动态，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。

摘要

主要发达经济体 2020 年三季度出现企稳复苏迹象，疫情冲击的边际影响明显下降，国际金融市场总体表现平稳。而在政策空间愈发有限的情况下，基本面成为三季度金融市场变化的主导因素。发达国家收益率水平仍处于历史低位，且斜率十分扁平。中国经济复苏势头明显强于其他发达国家，货币政策转向常规操作，由于短期利率上升的速度更快，收益率斜率出现下降。部分新兴经济体疫情形势依然严峻，但疫情对经济边际影响在减弱。由于部分新兴经济体面临高通胀原因，制约货币当局进一步降息，土耳其由于汇率冲击甚至出现加息情况，新兴经济体国债收益率曲线水平总体上行。

三季度末出现做空美元与做空美债强烈预期的高度重叠，这种重叠本身就是一种背离，预期美国利率上升又出现美元贬值，这除非发生在非美发达经济体出现更为强劲的增长时。只有在美国经济强劲复苏、通胀预期明显上升或者是财政大规模发债而美联储不配合购买时，美国利率才会持续大幅上升。虽然目前没有大幅升息的基础，但当前收益率定价明显滞后于复苏，利率水平的提升将对现有金融市场结构产生重大影响。当下美国复苏势头明显强于欧洲和日本，且再次扩大 QE 和实施负利率政策均无迹象，看跌美元的预期极可能接下来出现反转。

自 2015 年以来，海外投资者持有美国国债比例持续下降，新冠疫情期间这一比例更是呈现断崖式下降。

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

中国宏观金融

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

财富管理市场

特殊资产行业运行

随着全球贸易更趋于平衡而不断减少，美国国债收益率趋势性下行推升风险偏好，离岸美元市场流动性紧张，以及无限制量化宽松损害美国的主权信用，这些都导致全球对美国国债需求下降的原因。而这一局面又导致全球美元流动性平衡更依靠美国国内金融市场，美联储的重要性更为突出，且令美国货币政策回归常态的难度进一步增加。

美国住宅市场受疫情冲击后迅速恢复，并创下次贷危机以来的新高。低利率与疫情催生的生活空间改善需求是推动房地产市场复苏的重要动力。随着利率逐步走高，住宅市场仍能维持强势，则意味着美国住宅市场可能将重启一轮周期。

三季度美元指数先降后稳，整个季度下跌 4.24%左右，欧元、日元相应升值，新兴经济体汇率分化。三季度中美利差再创新高，接近 250BP，人民币明显走强。汇率走势与复苏格局高度相关，但预计中美利差接下来仍将维持在相对高位，即使四季度美元指数出现反弹，也难以改变人民币相对强势的地位。

目 录

一、全球金融市场总体趋于平静	1
二、关注做空美债与美元的强烈预期高度重叠.....	3
三、美债海外需求下降	6
四、关注美国住宅市场回暖	8
五、对中国的影响	10
附件一：全球债券市场观察	13
附件二：全球股票市场估值分析	28
附件三：汇率报告	36

一、全球金融市场总体趋于平静

2020 年第三季度，在政策空间压缩殆尽后，基本面成为了决定发达经济体利率的主导因素，收益率曲线水平和斜率同向波动。三季度，疫情对经济的影响边际减弱，发达经济体呈现弱复苏迹象，美国经济复苏相对强于欧洲和日本。但由于货币政策空间有限，且经济不确定性仍存，全球主要发达经济体国债收益率水平仍在历史低位徘徊，且收益率斜率也持续维持偏平态势。

三季度，部分新兴经济体疫情形势依然严峻，但疫情对经济的边际影响在减弱。全球新兴经济体国债收益率水平总体保持上行，但收益率斜率变化则表现不同，俄罗斯、巴西因为通胀预期呈现“熊陡”，土耳其为抑制通胀果断实施加息导致收益率曲线“熊平”，滞胀风险也让印度收益率水平持续走高。

美元指数 7 月份有一轮明显下跌，8 月份至今呈现震荡整理的格局。虽然 9 月份受到美国国内经济温和复苏及避险情绪升温的影响，美元指数有所回调，但未能收复全部失地，截至 2020 年 10 月 9 日，美元指数报收 93.04，相比季度初下降 4.24%（图 1）。相应，欧元、英镑三季度对美元升值达到 5% 左右，日元对美元也有 1.6% 的升值。受到美元指数下行的影响，多数非美新兴经济体货币对美元有所升值（表 1）。从地区来看，亚洲国家和地区升值情况较多，而南美国家贬值情况较多，欧洲则存在明显分化。

本季度内，主要经济体股市总体呈小幅上升趋势，隐含波动率指数也基本处于 25 左右，虽然仍高于历史正常水平，但波动的幅度已大为降低。三季度美元流动性总体充裕（图 2），虽然从二季度开始美联储流动性支持工具的使用已经显著下降，其中回购协议使用量在第二季度降至零（图 3），但美联储前瞻性指引传达出将在今后很长一段时期内保持低政策利率的态度，并反复强调不会加息。因此，我们预计美联储的政策工具箱在今后较长一段时间内会保持开放，即当市场有流动性需求时市场主体可以随时调用这些工具以获得流动性支持。

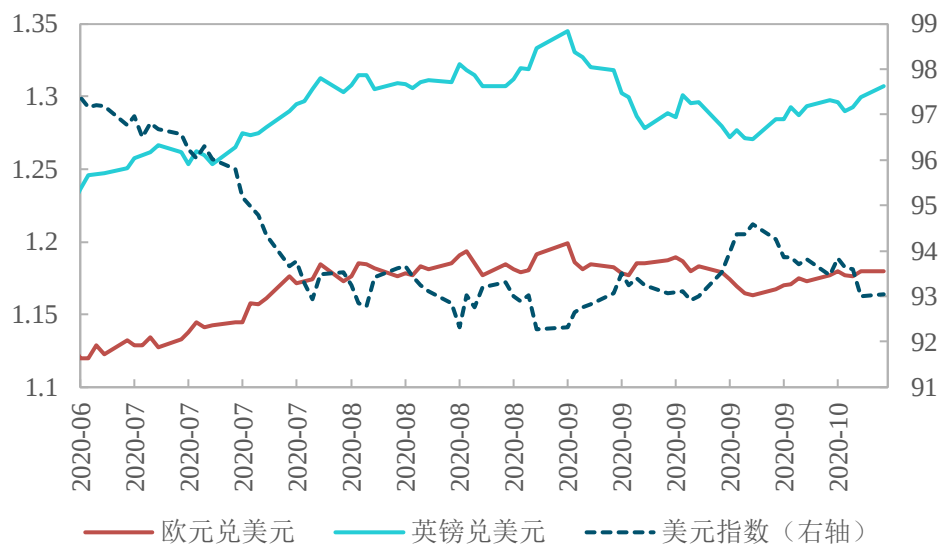


图1 美元、欧元和英镑汇率走势

数据来源：Wind。

表1 新兴市场国家（和地区）三季度汇率变化情况（截至2020年10月9日）

货币名称	当前兑美元汇率	汇率变动
土耳其里拉	7.9002	-15.34%
俄罗斯卢布	77.9157	-10.61%
阿根廷比索	77.11	-9.34%
巴西雷亚尔	5.5393	-3.25%
印度尼西亚卢比	14737	-2.76%
哥伦比亚比索	3839.73	-2.22%
秘鲁索尔	3.572667	-1.04%
泰国泰铢	31.12	-0.54%
新台币	28.909	2.37%
新加坡元	1.3565	2.68%
菲律宾比索	48.377	2.84%
智利比索	797.25	2.92%
马来西亚林吉特	4.1475	3.13%
印度卢比	73.2103	3.14%
捷克克朗	22.983	3.47%
匈牙利福林	302.34	3.97%
人民币	6.7796	4.12%
罗马尼亚列伊	4.1304	4.20%
波兰兹罗提	3.7913	4.24%
南非兰特	16.4729	4.56%
韩元	1146.8	4.70%
墨西哥比索	21.1822	7.13%

数据来源：Wind，国家金融与发展实验室整理。

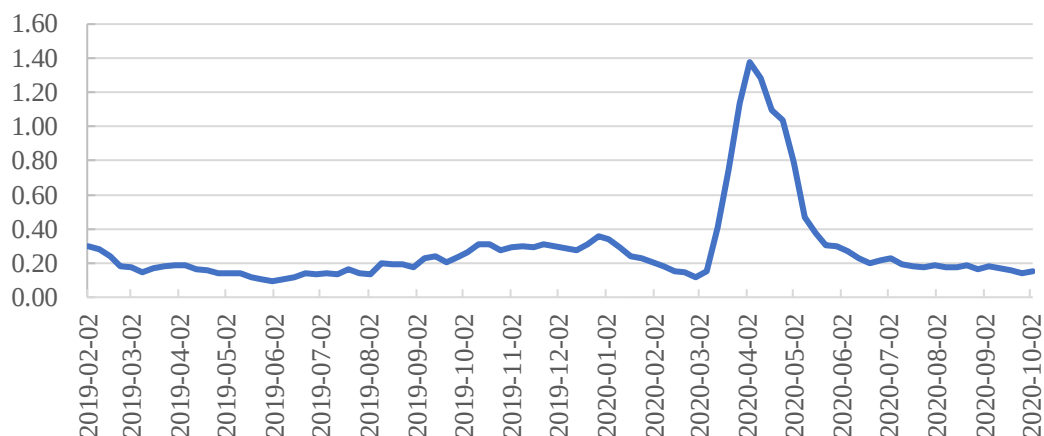


图2 美元流动性溢价（单位：%）

来源：Wind。

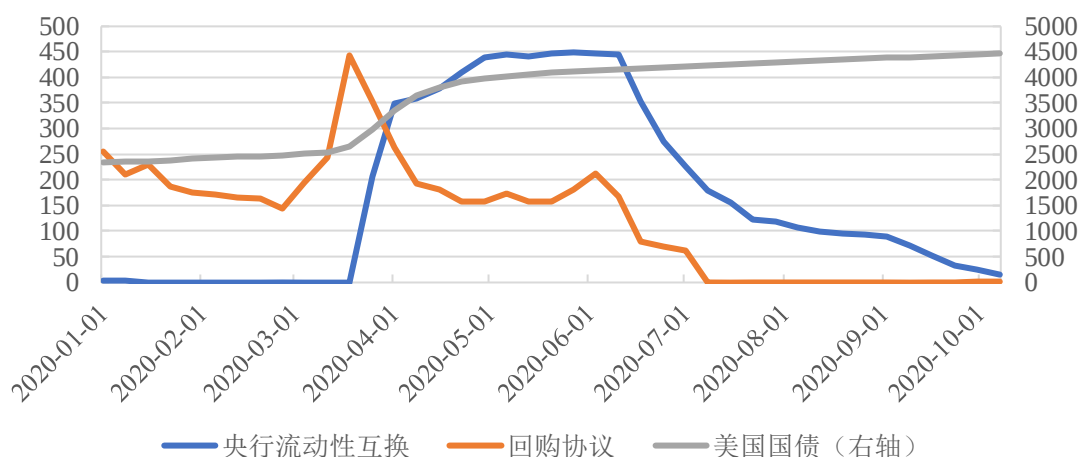


图3 美联储流动性工具使用量（单位：万亿美元）

来源：美联储。

二、关注做空美债与美元的强烈预期高度重叠

虽然三季度全球金融市场趋于平静，但仍有一个不寻常的现象值得关注，这就是做空美债与做空美元的预期极其强烈且高度一致。当前，做空美债的非商业净持仓头寸已达到近三十年的最高水平，同时做空美元的非商业净持仓头寸也处于次贷危机之后的高点（图4）。一般情况下，预期美国收益率上升的同时很难产生美元贬值的预期，如果出现这种预期重叠，往往意味着美国之外的收益率增速将快于美国，美元才会出现相对贬值的预期。历史上，这种状况的出现往往是全球经济同步复苏，且非美经济

体呈现更强劲增长的时期。

随着欧洲在第三季度期间疫情抬头，经济前景的不确定性增加，美元指数已基本企稳，但做空美元的头寸依然拥挤。当前，美国经济复苏的势头强于欧洲和日本，且当前美联储加大购债和实行负利率均无可能，这就意味着做空美元的预期缺乏基本面和政策面的支撑，交易行为过于拥挤。而美联储近期的政策申明已经表明，政策利率将在较长时期内维持在超低水平上，这种情况下做空美债就是和美联储进行对赌，除非经济进一步强劲复苏，通胀明显上升，或者财政部大量发行国债而美联储并不进行宽松政策的配合，美债才有大幅下跌的可能，但目前看，上述趋势均未出现苗头。目前，美国经济已显示出持续复苏的迹象，虽然远未恢复到疫情之前的水平，但当前的长债利率定价相对于复苏的节奏来说明显偏低，经济存在内在的升息动力。而美联储承诺的长期零利率反而使得做空美债的预期过于膨胀，最终导致做空美债的行为过于拥挤。

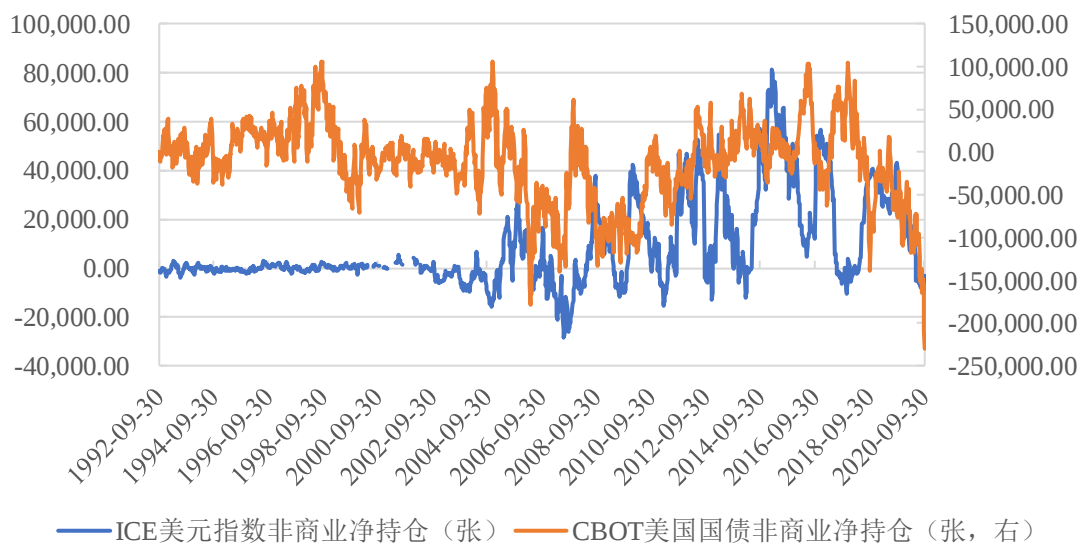


图4 美元指数与美国国债净持仓

来源：Wind。

近期美债长端收益率出现小幅上升，收益率曲线整体呈现略微的熊陡状态。通胀预期持续上升，已经恢复到疫情前的水平(图5)。第二季度数据显示，中美库存周期确认回升(图6)，但目

前是否恢复到疫情之前的水平，仍需要第三季度最新数据的佐证。虽然中美利率持续提升的幅度仍有待观察，但利率提升带来的冲击可以事先进行评估，贵金属和权益资产两个市场尤其值得关注。



图 5 美国 5 年期通胀互换 (%)

来源：美联储。

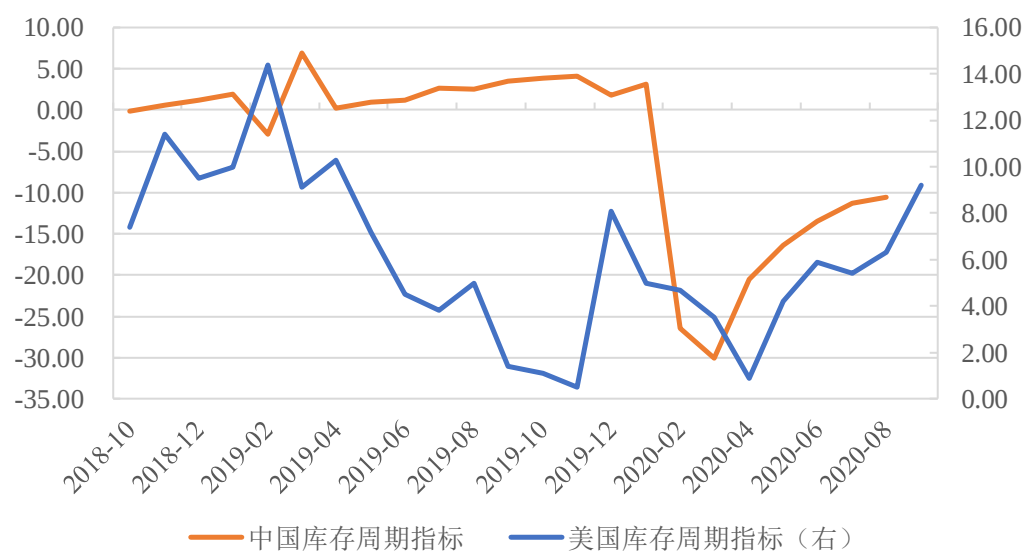


图 6 中美库存周期

来源：国家金融与发展实验室。

一方面，实际利率过低导致当前贵金属高定价，利率升高将抑制贵金属的表现。今年以来贵金属价格的上升主要受益于实际利率的持续下降。美联储大规模 QE 使长债收益率上行受到极大

限制，而通胀预期持续上升导致实际利率预期不断下降，进而导致黄金大幅走高。但接下来，经济持续复苏，过低的利率定价开始修复，实际利率将开始上升。如果是另外一条路径，经济复苏受到抑制，则通胀预期可能会更加明显的下降，仍然是实际利率预期继续上升，这两种可能都将抑制贵金属定价的上涨。

另一方面，美国长债利率上升将使得美股成长股和价值股结构面临全面重估。美国自 2018 年降息以来，长债收益率于 2019 年二季度开始总体稳定在 2% 左右，疫情的爆发令美债收益率再次回到超低水平，因此，我们可以将 2% 大致视为美债收益率反弹的阈值。一旦美债收益率突破阈值，成长股长久期的特征将促使资金抛售缺乏业绩支撑的成长股，转而投入久期更短的价值股板块，这将使得美国股市风格发生重大切换，进而对全球市场流动性产生重大影响。虽然目前美国经济已开始脱离疫情冲击逐步复苏，但离完全恢复还有较大差距，短期内美债利率突破阈值的概率依然偏低，权益市场估值全面提升的概率依然较低。但在利率出现上升趋势的早期，具有高景气度、高业绩确定性的行业将拥有更高的预期收益率。

三、美债海外需求下降

自 2015 年以来，海外投资者持有美国国债比例持续下降(图 7)，在 2020 年疫情期间这一比例更是呈现断崖式下降。背后的主要原因有：第一，输入美国的净储蓄随着全球贸易更趋于平衡而不断减少，而美国国债是原有净储蓄输入的重要形式之一，加上近来美国国债的大量发行，海外投资占比必然显著下降。第二，美国国债收益率趋势性下行，海外长期投资者，尤其是主权基金和保险基金等转而配置部分更高收益的新兴市场国债。同时，部分追逐收益率的资金在无风险收益率持续下降的情况下，配置债券资产的意愿较低，可能会抛出债券资产转而配置股票和企业债等高风险资产。第三，美联储 2016 年开始缩表，逐渐导致了离岸美元市场流动性紧张，提高了金融机构的货币互换融资成本和

对冲成本，同时欧洲央行资产购买计划结束后，从欧洲流向美国的资金自 2016 年起逐渐减少，相应的资产购买量也逐步减少。第四，疫情期间美联储的无限制量化宽松政策不可避免的损害了美国的主权信用，减少对美国国债的风险暴露转而寻找其他安全资产是自然的选择。

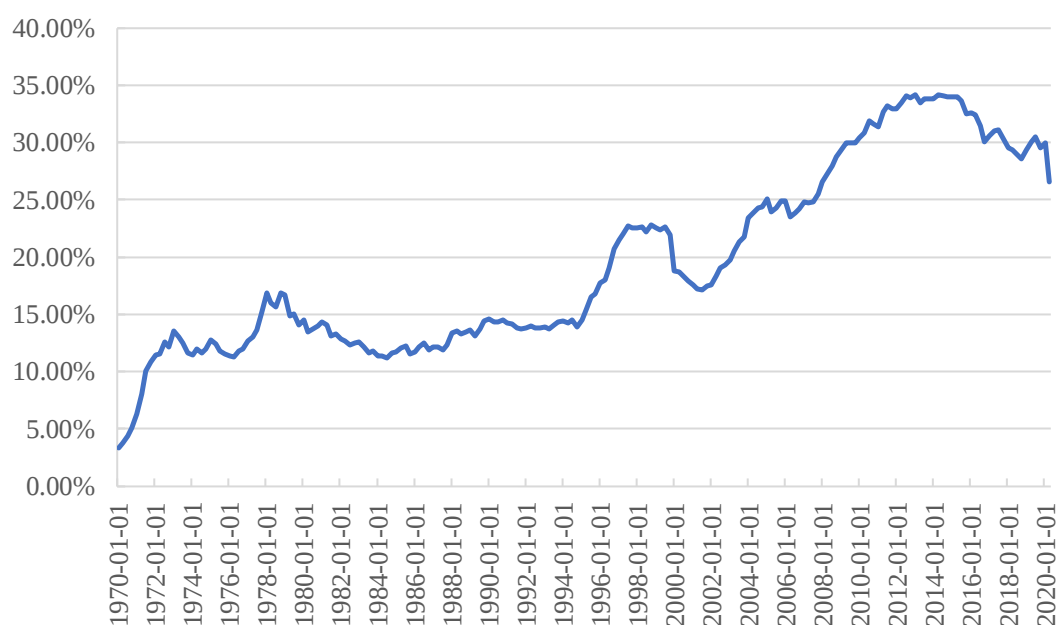


图 7 海外投资者持有联邦债券（Federal Debt Securities）比例

来源：美联储。

海外投资者对美国国债需求的减少将会对美元流动性体系造成深远影响，后疫情时期这一影响将会更加明显。一方面，美联储缩表的流动性冲击会更加明显。如果未来美联储实施缩表策略，美国的货币市场将承担极大的短期流动性压力，市场主体出于对流动性的追逐而抛售美债资产，这将使得海外投资者加大抛售美债的力度，流动性紧缩的螺旋在这一状况下将加速上升。另一方面，美国财政部的债务融资将更多依赖本国金融体系，其中美联储的支撑将尤为关键。在美国财政部持续加大债务融资的环境下，海外投资者的美债需求下降会把债券发行的压力转移至本国金融体系，一个直接的效应就是会导致更强的股债转换效应——在货币市场流动性收缩时金融机构压缩股票头寸而把资金投入货币市场收取无风险收益，或者一些金融机构需要抛售股票

来填补流动性短缺。而这种流动性的困局很难由金融机构自身来平衡，这时，美联储的流动性救助将显得十分关键。因此，海外投资者对美债需求的减少将会使美联储实施货币政策回归常态更加艰难。

四、关注美国住宅市场回暖

次贷危机之后，美国的住宅市场呈现持续复苏的迹象，2017年成屋销售量已经恢复到了历史正常水平。新冠疫情冲击令住宅市场短期受到巨大冲击，但2020年三季度开始美国住宅市场强劲增长，不仅在三季度收复失地，还创出了次贷危机之后的新高。市场认为导致这一因素出现主要有两点：第一，极低利率政策让住宅信贷成本大幅降低，加之财政救助的积极干预，居民的收入并未断流，之前持续复苏的住宅市场被再次点燃；第二，疫情使得居民改善居住空间、增加活动范围的意愿进一步增强。

美国房屋销售和新建数据在今年第三季度都出现大幅度增长（图8），同时房屋空置率达到了从二十世纪七十年代以来的最低点（图9），这充分表明住宅市场的繁荣是需求驱动特征。从住房贷款占比来看，次优级和次级贷款占比总共4%（图10），贷款结构的质量较高，因此住宅市场存在泡沫的可能性较低。从相关的大类资产收益率来看，木材是2020年收益最好的大类资产，超过所有股票指数和贵金属；房屋建造企业ETF（XHB）自3月份以来涨幅达到140%。

如果美国住宅市场长周期真正启动，这将对全球金融市场和全球经济产生长期影响，其很有可能拉高长期通胀预期和助推信贷扩张。但这一趋势当前尚不能被确定，是否真是一轮住宅周期启动还有待观察。如果美国利率有效突破2%，且美国住宅市场仍然能够持续繁荣，则基本可以判断美国新一轮住宅周期已经启动。



图8 美国住房销售（千套）

来源：Wind。

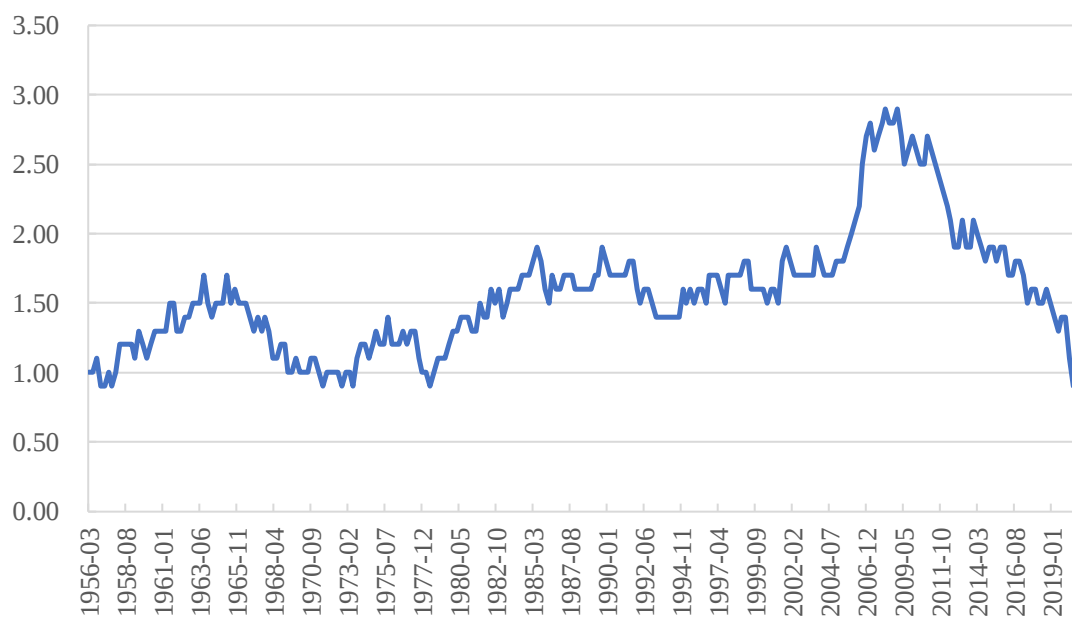


图9 美国房屋空置率（%）

来源：Wind。

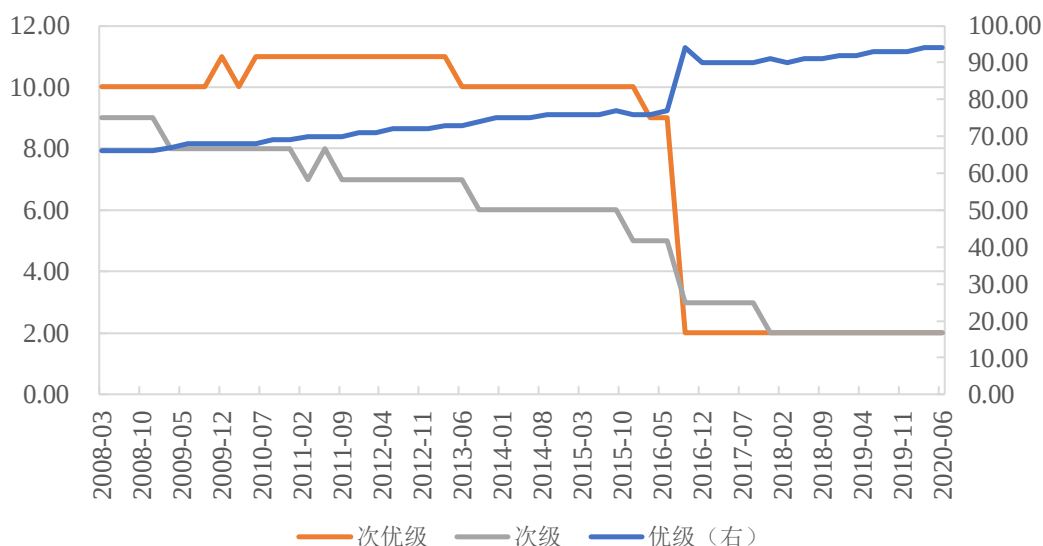


图 10 美国住房抵押贷款结构 (%)

来源：Wind。

五、对中国的影响

2020 年三季度中国国债收益率曲线延续“熊平”态势。其中，收益率曲线水平上行 45BP，至 3.00%；斜率则持续走平。三季度以来，中国疫情已得到有效控制，本土病例基本保持零新增状态，全国复工复产稳步推进，在一系列财政货币政策的支持下，经济呈现持续复苏特性。其中，三季度制造业 PMI 均处于荣枯线以上、社会消费品零售总额和 PPI 同比降幅均有所收窄，尤其是进出口表现抢眼，远超预期。其次，中国货币政策逐渐转向常规操作，政策由宽货币转为宽信用，资金市场整体流动性边际收紧。此外，由于猪肉价格回落影响通胀，抑制长端利率上行幅度。总体来看，三季度中国国债收益率走势受政策面和基本面的双重影响。未来，中国处于前期政策落地消化期，尤其是直达实体经济的政策的实施，基本面或将成为利率走势主导。在中国经济持续复苏的条件下，利率恐继续上行，且以长端为主，但通胀继续回落会抑制长端利率上行的空间。同时，由于中国货币政策多目标特征，利率走势主导因素的切换也将更加频繁和复杂。

三季度中美国债利差持续拉升。其中，中美国债 10 年期利差拉升 30BP，继续创新高至 246BP；3 月期利差上升 64BP，至

222BP（图 11）。就收益率曲线短端来看，由于美国基准利率不变，中国资金面边际收紧，中美 3 月期国债利差上升；收益率曲线长端来看，美国经济缓慢复苏，中国经济持续修复，美国 10 年期国债收益率保持震荡态势，而中国长债收益率持续上行，中美利差继续创历史新高。展望未来，在中美两国利率均难以下行，而双方上行幅度都有限的情况下，中美国债利差或将保持高位震荡。

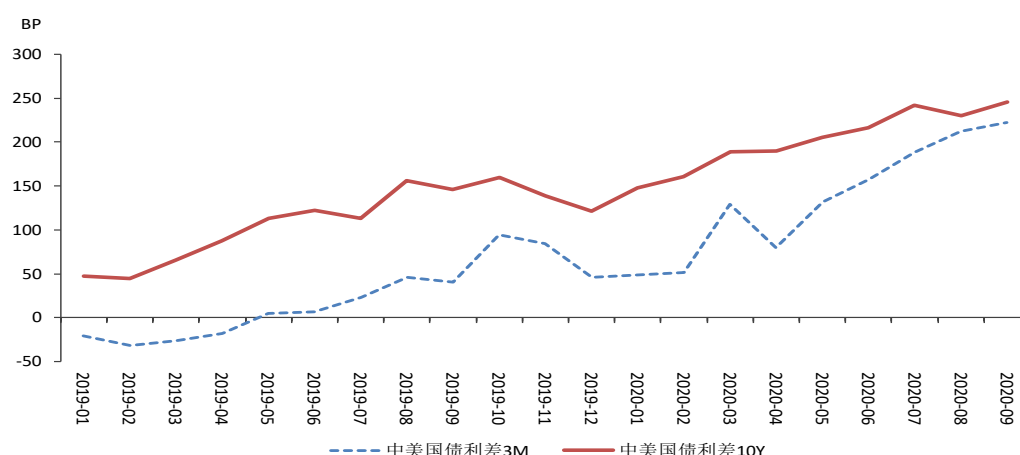


图 11 中美国债利差情况

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。

2020 年三季度，人民币汇率总体呈升值态势。2020 年 7 月 1 日至 10 月 9 日，人民币相对美元升值 4.92%，创造了 12 年来单季度最大升值幅度（图 12）。

虽然在 9 月下旬，由于受到国内股市波动和美国经济复苏、大选不确定性等因素影响，人民币出现了一小波回调，但整体而言，三季度人民币持续保持升势，这主要受到以下因素影响：第一，我国经济基本面保持韧性，在全球主要经济体仍遭受疫情影响的背景下，我国疫情防控成效显著，经济复苏快于预期；第二，政策层面金融开放持续深化，尤其是资本进入的条件放松和渠道改善，资本流入加大推动人民币升值；第三，跨境资金流动方面，我国国债被纳入富时罗素全球政府债指数，增加了资金持续流入的动能；第四，外部因素上，三季度美元指数下降，7 月 1 日至

10月9日，降幅达4.27%，与此同时，中美利差也保持在高位，这增加了人民币资产的相对吸引力。

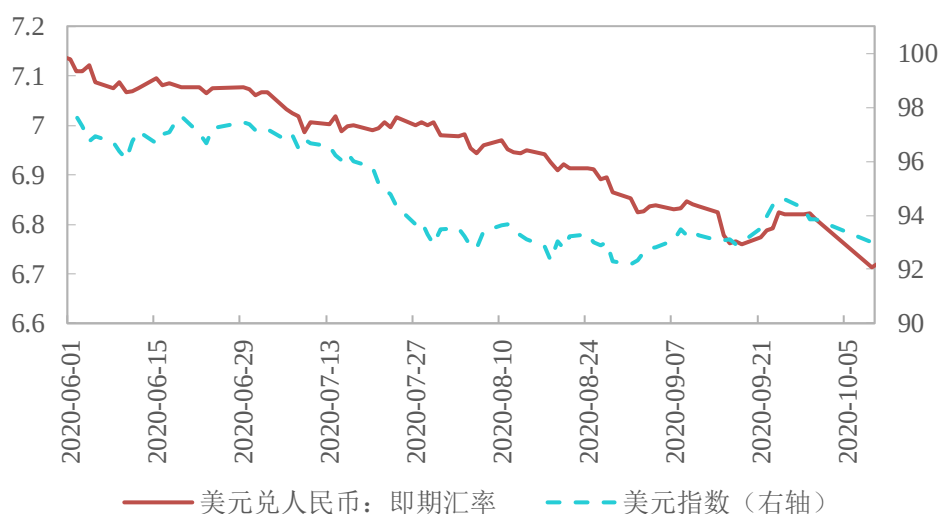


图 12 人民币和美元汇率走势

数据来源：Wind。

目前，展望四季度，外部因素可能发生一定变化：如果美元指数上行，则会阶段性施压人民币。但预计四季度国内经济复苏和开放的政策红利释放仍对全球资本具有较高吸引力，这将在接下来一段时间继续支撑人民币汇率走强。

随着海外资金流入的增加，我们需要更为密切地关注国际资本流动对于国内金融市场流动性带来的影响，更大的开放势必会增加国际金融市场流动性变化对于国内市场的传导效应。另外，我们还需要关注新兴经济体市场的变化，新兴经济体目前仍深受疫情影响，同时部分新兴经济体国内还面临滞胀风险，但其政策空间却被不断压缩。若欧美等发达经济体逐渐修复，则这部分新兴经济体极易遭遇资本外流，需要警惕这一局面对中国形成的外溢性负面影响。

附件一：全球债券市场观察

- 截至 2020 年第一季度，全球未偿债券余额为 117.44 万亿美元，同比上升 3.35%。中国继续保持全球第二大债券市场地位，未偿债券余额同比上升 9.11%。
- 2020 年第三季度，全球主要发达经济体国债收益率处于低位水平且小幅震荡；在政策空间压缩殆尽后，基本面渐成主导因素，收益率曲线水平和斜率同向波动。三季度，疫情对经济影响边际减弱，发达经济体呈现弱复苏迹象，美国经济复苏相对强劲，但由于货币政策空间有限，且经济不确定性仍存，全球主要发达经济体国债收益率在历史低位徘徊。随着新的财政刺激政策实施和经济的持续修复，未来发达经济体国债收益率或将反弹上行。然而，仍需关注美国大选、中美冲突常态化、欧洲疫情反弹的影响。
- 2020 年第三季度，全球新兴经济体国债收益率水平基本保持上行，斜率走势则表现不同。其中，中国呈现“熊平”态势。三季度，部分新兴经济体疫情形势依然严峻，但疫情对经济边际影响在减弱。由于部分新兴经济体面临高通胀原因，制约货币当局进一步降息，土耳其由于汇率冲击甚至出现加息情况，国债收益率曲线水平上行。而中国在疫情有效控制下，经济呈现稳步复苏特征；同时，由于货币政策逐渐转向常规操作，由宽货币转为宽信用，中国国债收益率曲线延续“熊平”态势。未来新兴经济体需警惕滞胀风险以及欧美经济体率先复苏对其的冲击。中国处于前期政策落地消化期，基本面或将成为利率走势主导。在中国经济持续复苏的条件下，利率或将继续上行，且以长端为主。同时，通胀继续回落限制利率上行幅度。
- 2020 年第三季度，中美 10 年期国债利差继续创新高，达到 246BP。未来进一步走阔的空间较小，或将维持高位震荡。
- 2020 年第三季度，由于财政金融政策支持，全球主要经济体遏制了经济的进一步衰退，逐渐出现复苏的迹象，在经历二季度大幅收窄后，信用利差整体呈现震荡小幅下行态势。展望未来，政策支持以及经济持续修复，发达经济体和中国信用利差或将保持稳定；其他主要新兴经济体经

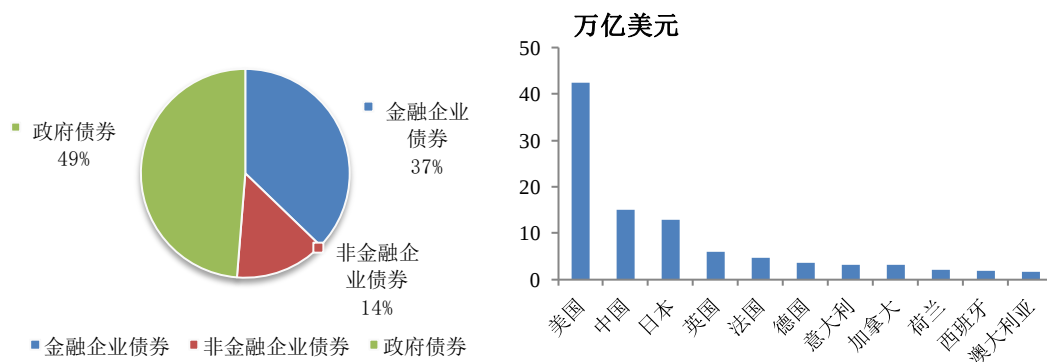
济发展面临内外压力，信用利差或将有所抬升。

- 收益率曲线的斜率（期限利差）主要包含两个部分：利率预期和期限收益（持有长债相对于短债的超额收益）。2020 年第三季度，持有长期中国国债的超额收益为负，且期限越长，持有收益负值越大，其主要原因在于长期债券收益率上行幅度超过预期理论所蕴含的利率上行幅度。

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 134%，其中 36% 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。截至 2020 年第一季度，全球未偿债券余额（含国内、国际债券）为 117.44 万亿美元，同比上升 3.35%，环比下降 0.46%。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 42.4 万亿、15.0 万亿和 12.9 万亿美元，与 2019 年同期相比分别增加 6.06%、9.11% 和 4.03%。美国约占全球债券市场未偿余额的 36.1%，三者之和约占全球债券市场未偿余额整体规模的 59.9%。



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

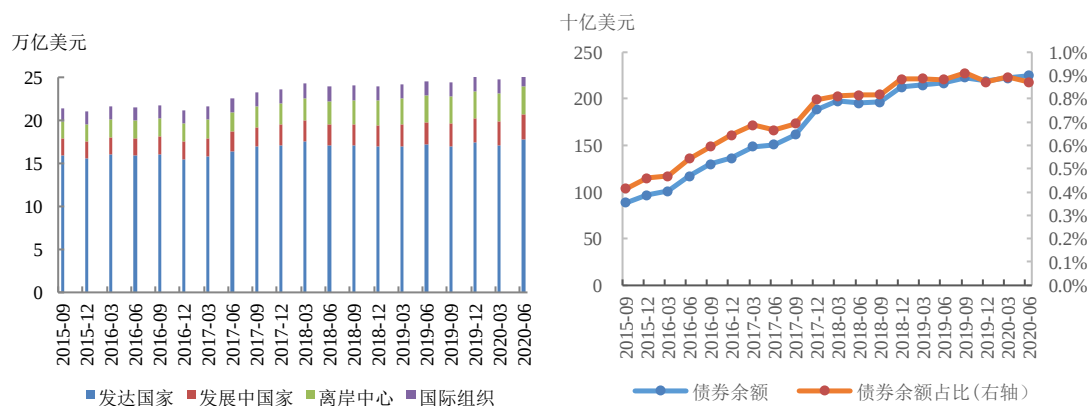
注：未偿债券包括国内和国际债券，各国未偿债券余额为 2020 年一季度末公布数据。

资料来源：BIS。

全球债券市场未偿余额中约有 22% 为国际债券¹，其中发达国家占国际债券未偿余额的 69.0%。截至 2020 年第二季度，国际债券未偿余额总体规模为

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。

25.78 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 69.0%，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 2020 年第二季度的 69.0%。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 2020 年第二季度末的 2.90 万亿美元，占总规模的比例也从 4.7% 上升到 11.2%。其中，截至 2020 年第二季度，中国国债债券余额为 2250 亿美元，占总规模的比例为 0.87%。



附图 3 国际债券未偿余额

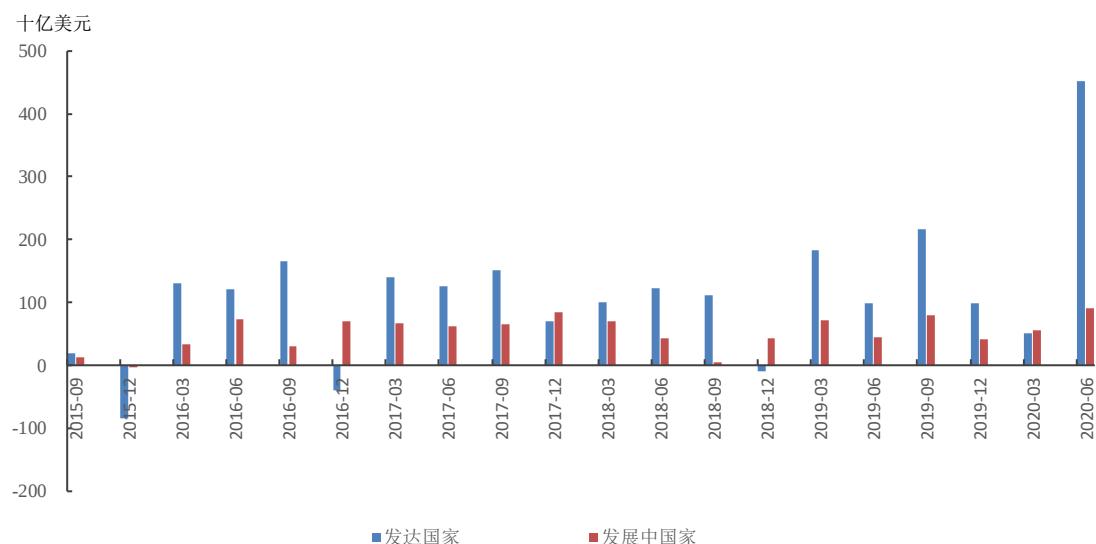
附图 4 中国国际债券未偿余额及占比

注：国际债券余额为 2020 年第二季度公布数据。

数据来源：BIS。

(二) 全球债券市场发行量

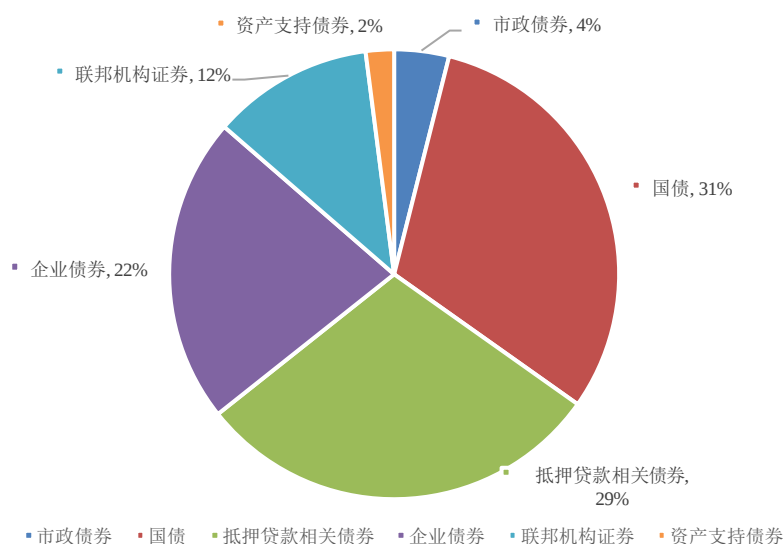
2020 年第二季度发达国家和发展中国家国际债券净发行均创历史新高。一方面，由于发达国家宽松货币政策，以及美国以货币互换协议方式为多国央行提供美元流动性，国际市场货币流动性一度宽裕；另一方面，政府采取财政刺激政策，企业为缓解债务压力，各个发行主体融资需求旺盛，2020 年第二季度国际债券净发行量创历史新高。其中，发达国家国际债券净发行 4524 亿美元，环比增加 784.7%；发展中国家国际债券净发行 907 亿美元，环比增加 62.7%。



附图 5 国际债券净发行额

数据来源：BIS。

2020 年前三季度美国债券累计总体发行 8.82 万亿美元，规模较 2019 年同期上升 46.6%。为应对新冠疫情，美国采取了超宽松货币政策和规模无上限的经济刺激政策，创设多种新型货币工具，救助的对象覆盖市政和州政府、企业和居民，为债券市场发行提供流动性。从结构上看，抵押贷款相关债券和企业债券大幅增加 81.7%和 70.0%，发行占比仅次于国债；国债、市政债券和联邦机构证券发行也有明显增加，同比增幅分别为 24.9%、23.7%和 40.2%；资产支持证券同比小幅下降 0.28%。



附图 6 2020 年前三季度美国债券市场的发行构成

数据来源：WIND。

2020 年前八个月欧元区债券净发行同比上升 162.4%，但在二季度迅速增加后逐渐回落。其中，中央政府债券净发行占净发行总额比重为 63.0%。2020 年前八个月，欧元区债券净发行额为 13486 亿欧元，同比大幅上升 162.4%。其中，政府类债券净发行额增幅最大，其他一般政府债券同比上升 423.0%，中央政府债券同比上升 378.5%；其次，为非金融企业债券净发行额同比上升 131.8%。由于财政货币政策支持，欧元区债券净发行在第二季度迅速增加，但由于经济尚未因政策支持出现反弹，实体经济融资需求下降，债券净发行在七、八月份逐渐回落。



附图 7 2020 年欧元区前八个月债券发行情况

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

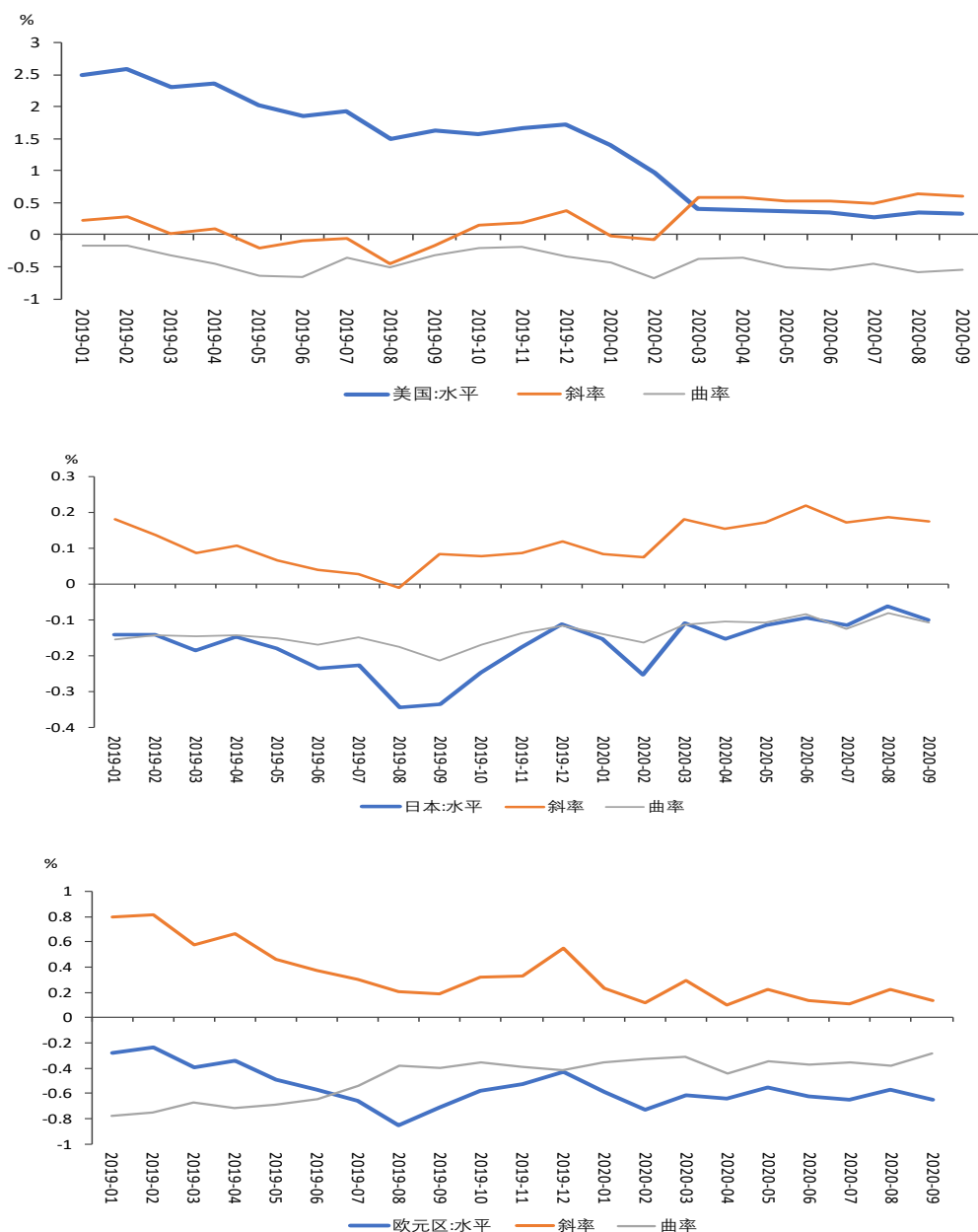
2020 年第三季度，在经济受疫情影响尚未明显复苏、货币政策依旧宽松的背景下，主要发达经济体国债收益率在历史低位呈现低波动状态。

2020 年第三季度，美国国债收益率在历史低位呈现震荡态势。其中，收益率水平始终处于 0.25%至 0.40%之间，波动小于 15BP；斜率与水平保持同向小幅波动。在政策利率逼近零下限且继续实施量化宽松的背景下，基本面变化成为利率走势的主导因素。进入 7 月份，美国经济下行压力仍然严峻，二季度 GDP 萎缩幅度预期创历史新低，美国国债收益率水平持续小幅下行；随着 8 月份公布

的经济数据持续改善，包括就业、通胀、PMI 等持续回暖且好于预期，美国国债收益率水平有所反弹。由于市场前期对美联储政策框架调整尤其是“平均通胀政策”的预期，收益率水平在 8 月 27 日美联储主席鲍威尔宣布新政策框架当日达到季度最高点；随着新政策框架更加明晰，新政策框架预示美联储将更长时间保持宽松政策，超低利率水平将维持至 2023 年末，之后收益率水平呈震荡下行。纵观三季度，美国经济基本面呈现持续缓慢复苏迹象，在经济数据发布后，收益率水平通常会有小幅上行；但由于政策空间有限，使得市场更加关注未来增长的不确定性、美联储表示将长时间维持超低利率的宽松政策，收益率水平又随之下行。未来，需更加关注美国经济复苏进程以及美联储货币政策边际变化倾向。美联储 9 月议息会议已上调美国经济预期，更加强调财政刺激，且货币宽松政策决心也不如以前。展望未来，在美国经济持续复苏，大选后新一轮财政刺激方案达成落地的前提下，美国国债收益率大概率或将上行。

2020 年第三季度，日本国债收益率也呈震荡态势。其中，水平仍处于负区间。2020 年第三季度，日本经济基本面和政策基本保持稳定，处于预期范围内。其中，日本经济形势依然严峻，公布的 2020 年二季度 GDP 增速为-9.9%，2020 财年 GDP 增速预期为-4.7%，通胀水平依旧处于 0.5 以内，制造业和服务业 PMI 有所反弹但仍处于荣枯线以下；同时，日本央行继续保持量化宽松货币政策，政策利率维持-0.1%。展望未来，日本经济仍将处于缓慢复苏阶段，收益率或保持震荡态势。

2020 年第三季度，欧元区公债收益率在历史低位呈震荡态势。其中，水平处于负区间，斜率处于历史低位，与水平保持同向小幅波动。2020 年第三季度，欧元区经济在货币财政政策支持下，遏制经济的进一步下滑，但依然脆弱，失业率继续抬升，通胀跌至负区间，IMF 预期 2020 年欧元区 GDP 增速为-8.3%。为应对经济持续下滑，2020 年 7 月 21 日，欧盟通过了 7500 亿欧元的复苏基金。由于疫情的不确定性，未来欧元区或将在持续衰退和艰难走出衰退之间徘徊，收益率仍将保持低位和震荡态势。



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 年第三季度，部分新兴经济体疫情形势依然严峻，但疫情对经济边际影响在减弱。其中，印度单日新增感染病例不断创新高，累计确诊人数仅次于美国。由于部分新兴经济体面临高通胀原因，制约货币当局进一步降息，土耳其由于汇率冲击甚至出现加息情况，国债收益率曲线水平上行。而中国在疫情有效控制下，经济呈现稳步复苏特征；同时，由于货币政策逐渐转向常规操作，由宽货

币转为宽信用，中国国债收益率曲线延续“熊平”态势。

2020 年第三季度，印度国债收益率曲线水平整体呈现上行态势，斜率则保持小幅震荡。其中，收益率曲线水平上行 24BP，至 5.27%。截至三季度末，印度累计确诊病例超过 600 万，且每日新增病例屡创新高，二季度印度 GDP 同比下降 23.9%，为 24 年以来的最差水平。三季度，由于受粮食危机以及供应链断裂，印度通胀水平连续超过 6% 的目标值。印度面临滞涨风险，国债收益率水平上行。

2020 年第三季度，俄罗斯国债收益率曲线呈现“熊陡”态势。其中，收益率曲线水平上行 22BP，至 5.38%。截至三季度末，俄罗斯累计确诊病例超过 100 万，每日新增较为平稳，二季度俄罗斯 GDP 同比下降 8%。三季度，由于俄罗斯卢布的持续贬值，俄罗斯央行只在 7 月 27 日降息 25BP。在国内通胀预期高企的情况下，俄罗斯国债收益率曲线呈现“熊陡”态势，水平上行，斜率走陡。

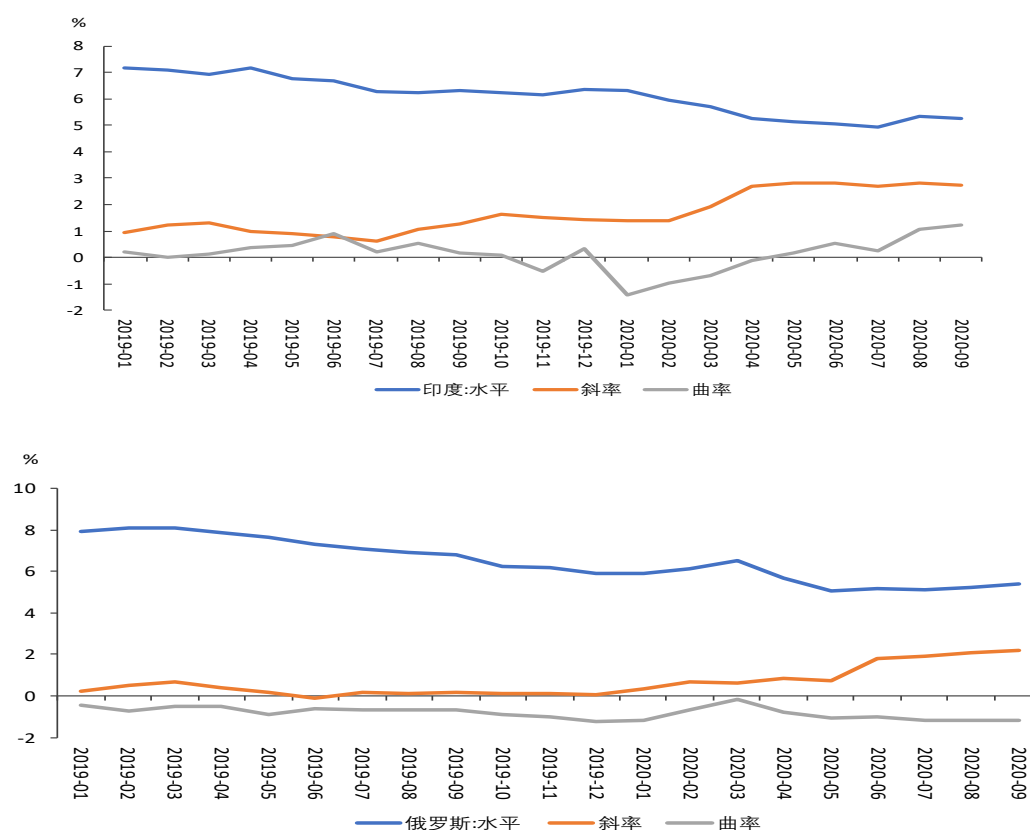
2020 年第三季度，巴西国债收益率曲线整体呈现“熊陡”态势。其中，收益率曲线水平触底上行 64BP，至 5.85%，斜率也随之走陡。截至三季度末，巴西累计确诊病例超过 400 万，每日新增病例达到最高后呈现减缓趋势，二季度巴西 GDP 同比下降 11.4%，创历史新低。三季度，巴西克雷亚尔对美元贬值 3.2%，巴西央行只在 8 月 6 日降息 25B 至 2.00%。在通胀高涨的情况下，巴西国债收益率曲线水平上行，斜率走陡。

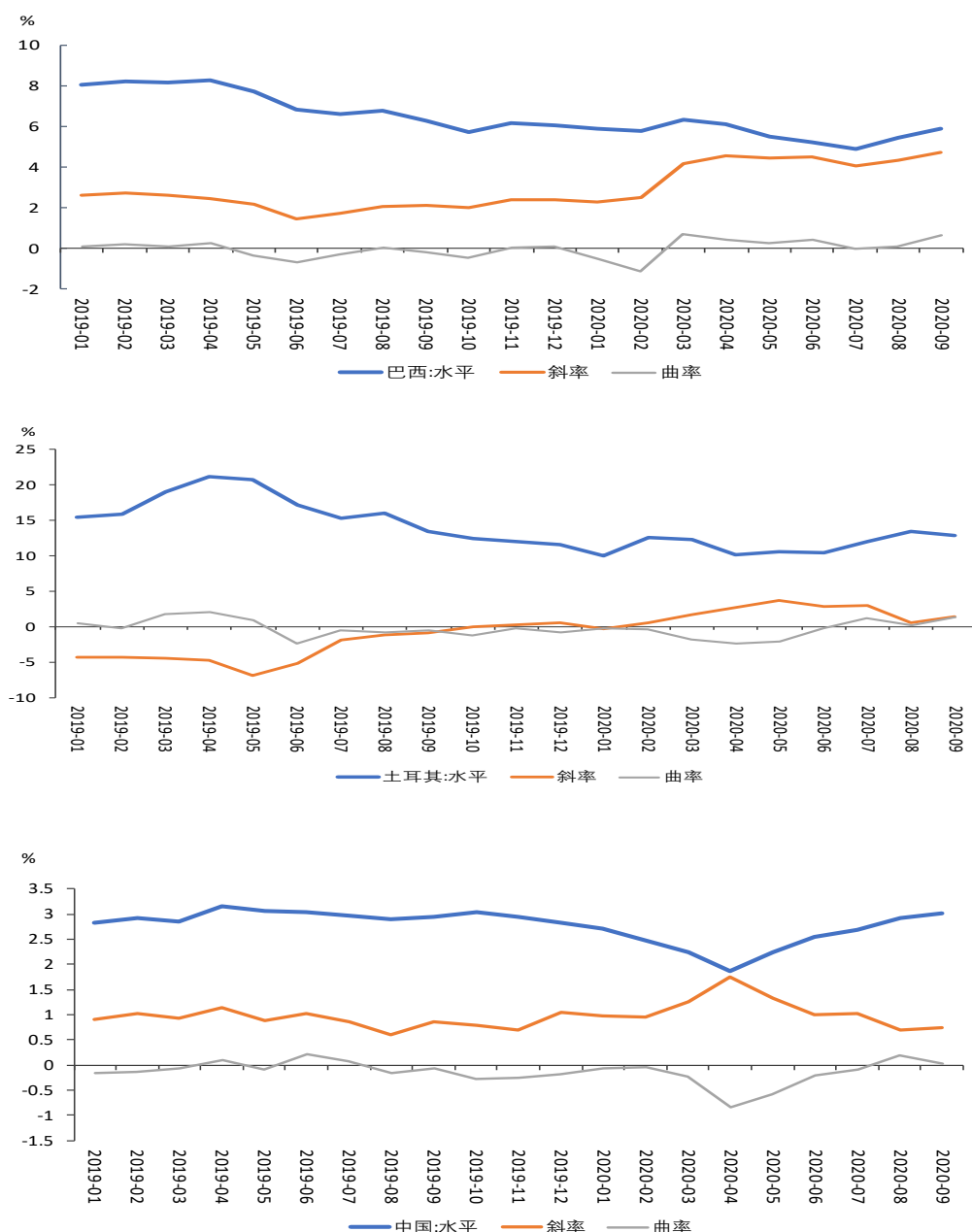
2020 年第三季度，土耳其国债收益率曲线整体呈现“熊平”态势。其中，收益率曲线水平触底上行 250BP，至 12.84%，斜率则逐渐走平。过去两年，与美国紧张关系和制裁威胁是土耳其里拉持续暴跌的主要原因。近期，土耳其卷入一系列地缘政治冲突，包括利比亚、东地中海资源争端以及购买俄罗斯 S-400 导弹防御系统，叠加疫情对其至关重要的旅游业的影响，2020 年第三季度，土耳其里拉兑美元进一步贬值 12.4%。同时，面临不断膨胀的经常账户赤字、两位数的通胀和不断上升的失业率。面对此种情形，土耳其央行于 9 月 25 日调升隔夜贷款利率 200BP 至 11.25%。基于通胀高企、汇率贬值以及隔夜利率抬升，2020 年第三季度，土耳其国债收益率曲线呈现“熊平”态势。

2020 年第三季度，中国国债收益率曲线延续“熊平”态势。其中，收益率曲线水平上行 45BP，至 3.00%；斜率则持续走平。三季度以来，中国疫情已得到

有效控制，本土基本保持零新增状态，全国复工复产稳步推进，在一系列财政货币政策的支持下，经济呈现持续复苏特性。其中，三季度制造业 PMI 均处于荣枯线以上、社会消费品零售总额和 PPI 同比降幅均有所收窄，尤其是进出口表现抢眼，远超预期，8 月份贸易差额超过 589 亿美元。其次，中国货币政策逐渐转向常规操作，由宽货币转为宽信用，整体流动性边际收紧。此外，由于猪肉价格回落影响通胀，抑制长端利率上行幅度。总体来看，三季度中国国债收益率走势受政策面和基本面的双重影响。未来，中国处于前期政策落地消化期，尤其是直达实体经济的政策的实施，基本面或将成为利率走势主导。在中国经济持续复苏的条件下，利率或将继续上行，且以长端为主。但需注意，通胀继续回落对利率影响。同时，由于中国货币政策多目标特征，利率走势主导因素的切换也将更加频繁和复杂。

展望未来，新兴经济体仍深受疫情影响，在政策空间逐渐压缩，新兴经济体国内面临滞胀等风险；若欧美等发达经济体逐渐修复，则容易造成资本外流，恶性通胀等不利情况。目前，土耳其已显露出此类特征。因此，后续需特别关注发达国家率先复苏对发展中国家的冲击。





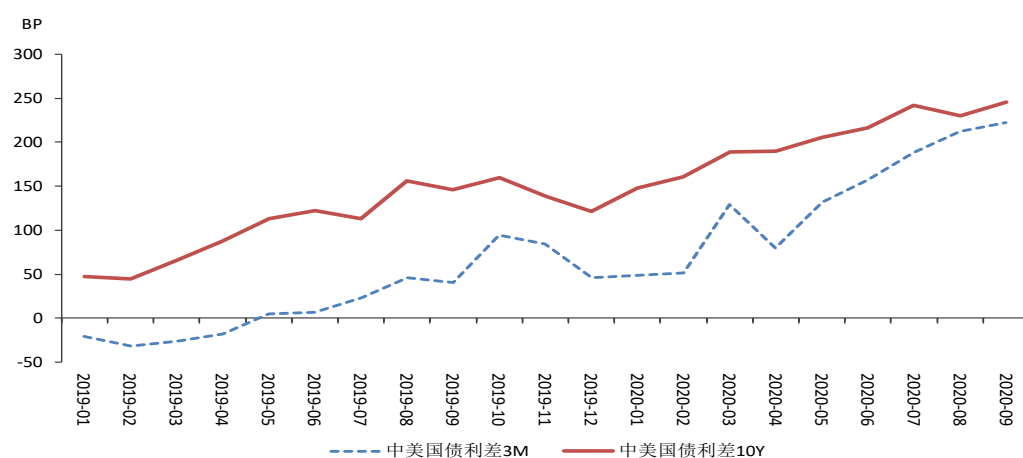
附图 9 部分新兴经济体国债收益率曲线水平

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 年第三季度，中美国债利差持续拉升。其中，中美国债 10 年期利差拉升 30BP，继续创新高至 246BP；3 月期利差上升 64BP，至 222BP。就收益率曲线短端来看，由于美国基准利率不变，中国资金面边际收紧，中美 3 月期国债利差上升；就收益率曲线长端来看，美国经济缓慢复苏，中国经济持续修复，美国 10 年期国债收益率保持震荡态势，而中国则上行，中美利差继续创历史新高。展

望未来，在中美利率难以下行，而上行幅度有限的情况下，中美国债利差或将保持高位震荡。



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。

4. 中国国债期限利差情况

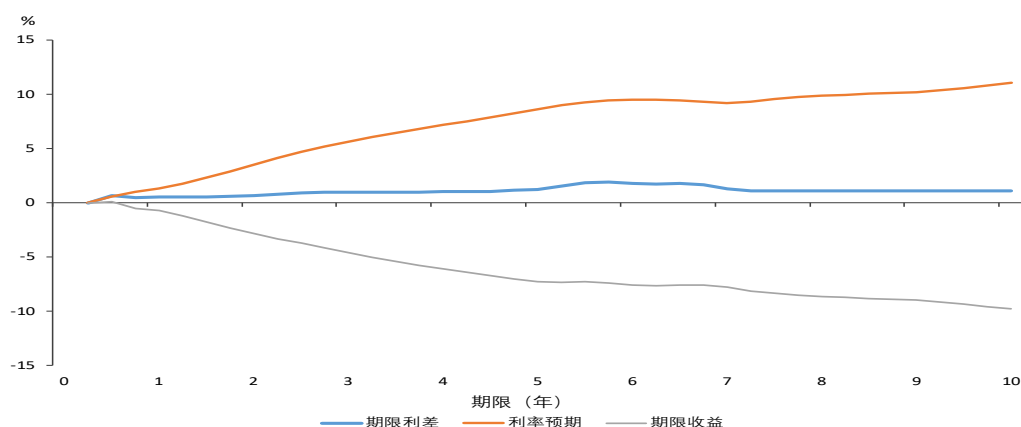
经过严格推导，收益率曲线的斜率（期限利差）可以分解为三个部分：利率预期、期限收益（持有长债相对于短债的超额收益）以及凸度偏差（价格与收益率的非线性部分）。其中，凸度偏差通常较小，期限利差主要包含前两个部分。通俗可以理解：陡峭的收益率曲线，预示未来利率上行或正的期限收益；倒挂的收益率曲线，预示未来利率下行或负的期限收益。

本文以一个季度为频率，短债设期限为 3 个月的国债收益率，持有期也设为 3 个月，重点考察中国国债市场。

附图 11 展示了 2020 年 6 月底持有各个期限中国国债 3 个月后，期限利差分解情况。其中，蓝色表示 2020 年 6 月底收益率曲线期限利差；红色表示利率预期，即 3 个月后，各个期限收益率变化部分；灰色线表示期限收益，即持有各个期限债券相对于 3 个月期国债的超额收益部分。图中可以看出，利率预期部分超出了曲线利率（期限利差），即利率上行幅度超过预期利率蕴含的利率上行幅度，导致期限收益为负，且期限越长，负值越大。

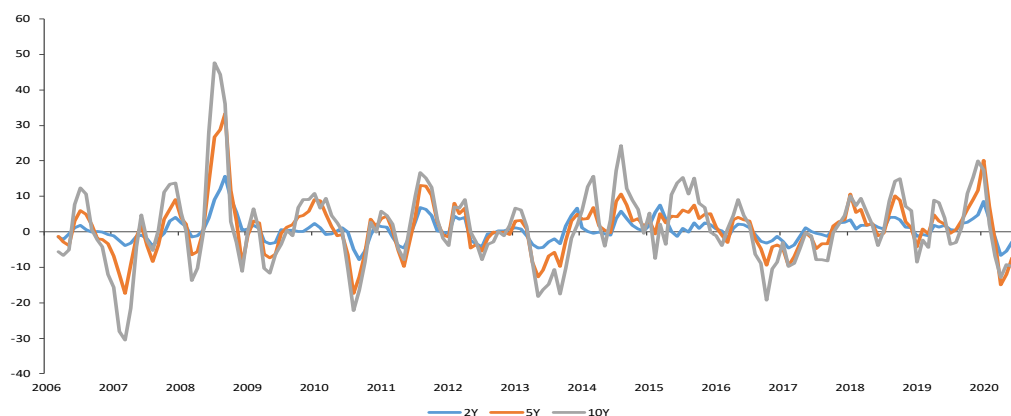
附图 12 展示了中国国债 2 年期、5 年期和 10 年期的期限收益情况。从图中可以看出，期限收益可为正、可为负，其中，正期限收益出现次数略大于负期限

收益的次数。同时，正期限收益通常出现在收益率下降期间（如 2008 年下半年）或斜率较陡期间（如 2009 年下半年）；同理，负期限收益通常出现在收益率上升期间（如 2007 年）或斜率较平期间（如 2006 年下半年）。同时，若曲线较陡，且水平位于历史高位（上行空间较小），则期限利差更多反映的是正期限收益（如 2014 年）；若曲线较平，且水平位于历史低位（下行空间较小），则期限利差更多反映的是负期限收益（如 2016 年下半年）。



附图 11 2020 年二季度末期限利差分解情况

数据来源：中债估值中心，国家金融与发展实验室。



附图 12 中国国债期限收益时间序列

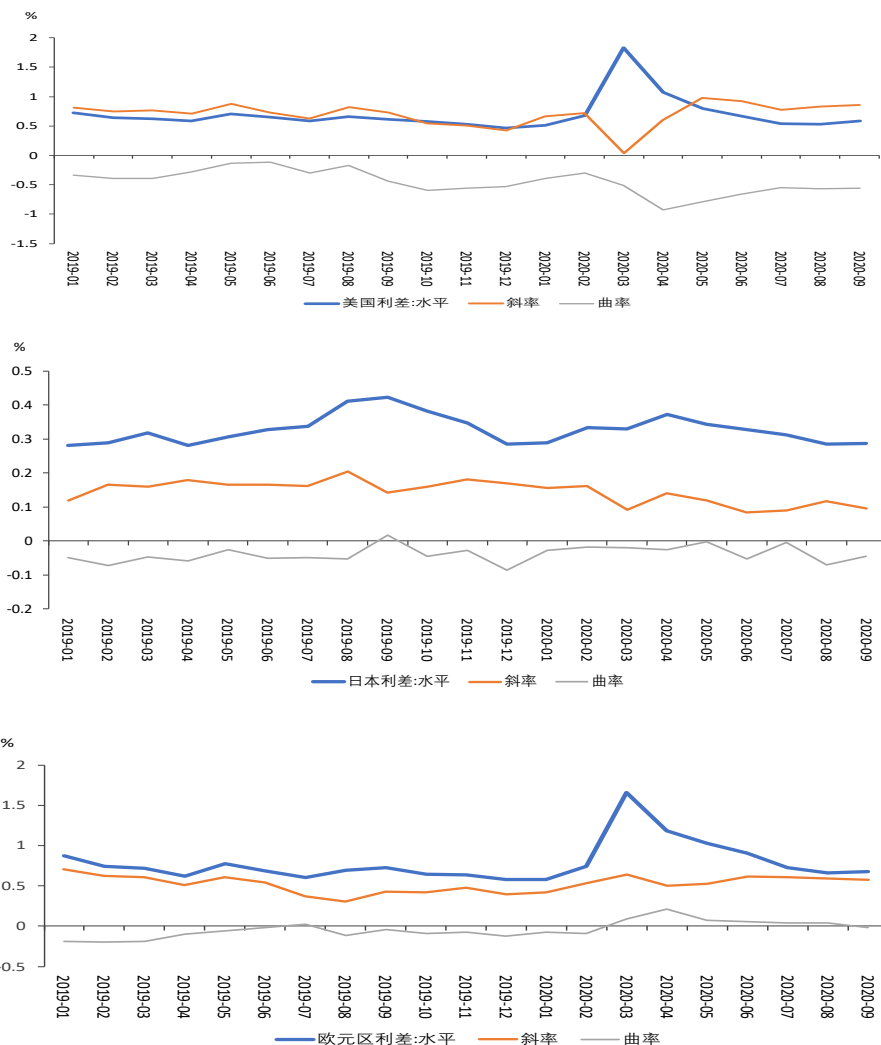
数据来源：中债估值中心，国家金融与发展实验室。

（二）信用利差曲线情况

本文中，信用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。

1. 发达经济体信用利差曲线情况

2020 年第三季度，由于财政金融政策支持，发达经济体遏制了经济的进一步衰退，逐渐出现复苏的迹象，在经历二季度大幅收窄基本恢复至疫情前水平后，发达经济体信用利差保持震荡，整体小幅下行。其中，美国利差水平下行 8BP，至 0.58%；日本利差水平下行 4BP，至 0.29%；欧元区下行 22BP，至 0.68%。展望未来，政策仍将支撑经济衰退风险，发达经济体信用利差或将保持稳定。



附图 13 主要发达经济体利差曲线情况

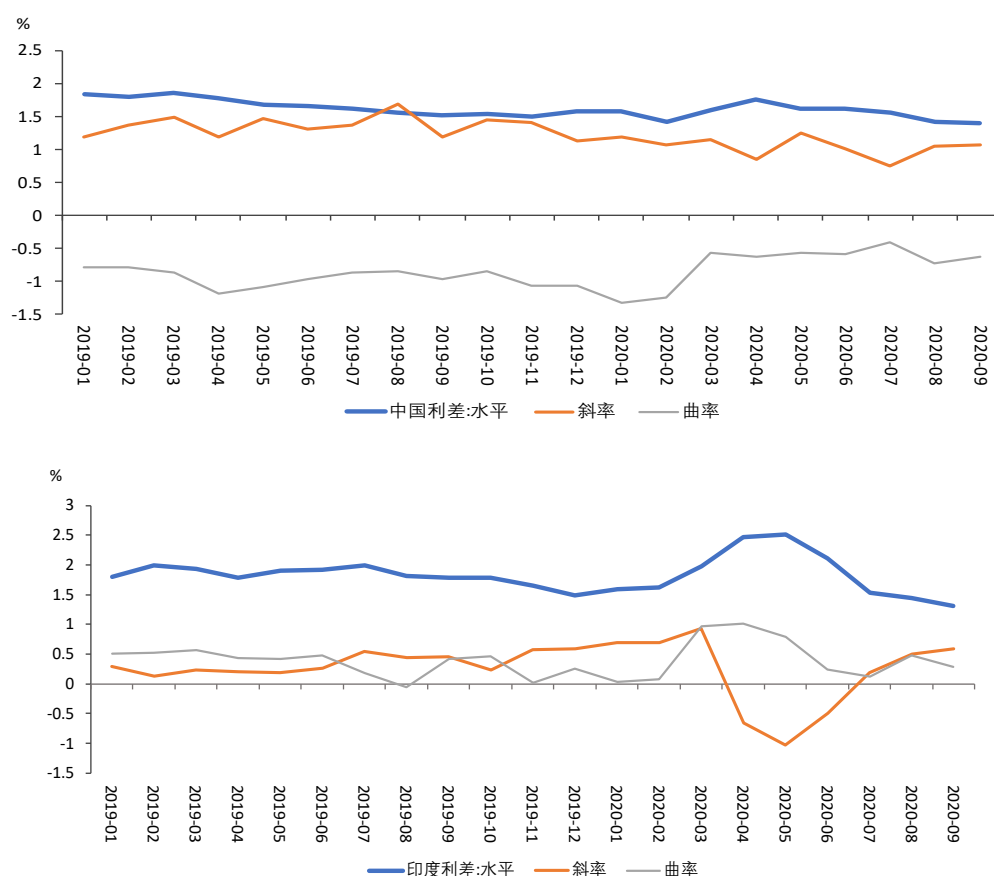
注：利差 = (美、日、欧) A 级信用债收益率 - 国债收益率

数据来源：Bloomberge，中债估值中心，国家金融与发展实验室。

2. 新兴经济体信用利差曲线情况

2020 年第三季度，中国和印度信用利差水平有所收窄。其中，中国信用利差水平下行 21BP，至 1.40%，印度下行 70BP，至 1.30%。2020 年第三季度，疫

情控制下的中国，信用利差水平保持小幅下行，一方面得益于中国有效的疫情防控措施，疫情基本保持零新增状态；另一方面由于中国货币政策由宽货币逐渐转为宽信用，政策上金融向实体经济让利，中国经济持续修复。印度由于疫情恶化对经济冲击，信用利差有较明显上行，随着进一步降息等宽松政策落地，加大对实体经济支持，信用利差又小幅收窄。展望未来，中国信用利差或将保持稳定；同时，在新兴经济体持续面对疫情冲击，政策空间将进一步被压缩，信用利差或将进一步抬升。



附图 14 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，中债估值中心，国家金融与发展实验室。

三、政策启示

2020 年第三季度，全球经济在强有力财政金融政策支持下，基本遏制经济的进一步下滑，全球经济呈现不同程度的复苏迹象。中国由于疫情控制方法和政策实施有效，在第二季度实现率先复苏。目前，发达经济体，尤其是美国类似于

中国二季度情形，呈现弱复苏迹象。对比中美疫情应对和复苏的过程，有两点需要注意：一是应对危机，政策实施要及时有效，同时要注意实施节奏，留有政策空间。犹记今年3月份，面对疫情冲击，美国直接将联邦利率降至零下限，利率政策空间完全消耗殆尽，引发金融市场剧烈动荡。对于后续疫情的救助显得极为被动。二是应对危机，货币政策和财政政策要相互配合，协调实施。在疫情初期，中国从学界、政府部门到金融市场，对货币财政政策实施，尤其是财政赤字化问题进行深入讨论，为政策实施提供建议，保障经济迅速复苏。美联储主席鲍威尔在7月和9月议息会议上，多次强调需要更多的财政刺激，提到就业由货币政策以外众多因素决定，仅仅是货币政策的无限宽松难以真正纾困实体经济，假如进一步的财政刺激迟迟不能出台，货币政策宽松或许已经到达边界。

附件二：全球股票市场估值分析

一、市场投资价值分析

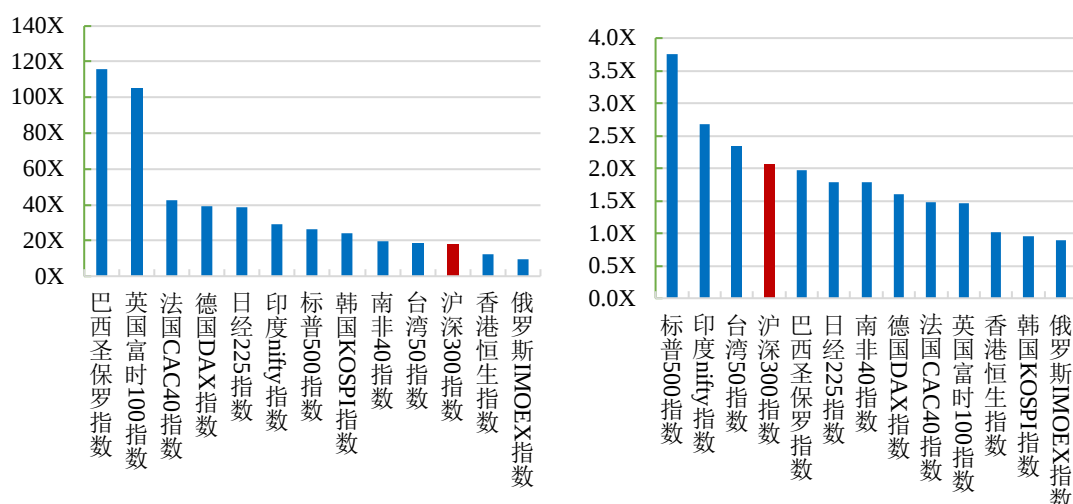
（一）估值水平

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。截至 2020 年 9 月 30 日，Bloomberg 数据显示，沪深 300 指数 P/E（TTM，下同）为 17.95X，P/B（LF，下同）为 2.07X。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）偏低水平（38.41X），P/B 略高于全球平均水平（1.8X）。

与发达市场相比，我国 A 股 P/E 估值低于德国 DAX30 指数（39.34X）、美国 S&P500 指数（26.07X）、日经 225 指数（38.36X）、英国富时 100 指数（105.33X）、法国 CAC40 指数（39.34X），高于香港恒生指数（12.49X）；我国 A 股 P/B 估值低于美国 S&P500（3.75X），高于日经 225 指数（1.79X）、英国富时 100 指数（1.46X）、法国 CAC40 指数（1.48X）、德国 DAX 指数（1.60X），香港恒生指数（1.01X）。

与新兴市场相比，我国 A 股 P/E 估值低于韩国 KOSPI 指数（24.20X）、印度 Nifty 指数（29.15X）、台湾 50 指数（18.79X）及巴西圣保罗指数（115.96X）、南非 40 指数（19.47X）高于俄罗斯 IMOEX 指数（9.5X）；我国 A 股 P/B 估值除低于印度 Nifty（2.68X）、台湾加权指数（2.34X），高于南非综合指数（1.78X）、俄罗斯 IMOEX 指数（0.90X）和韩国 KOSPI 指数（0.95X）。

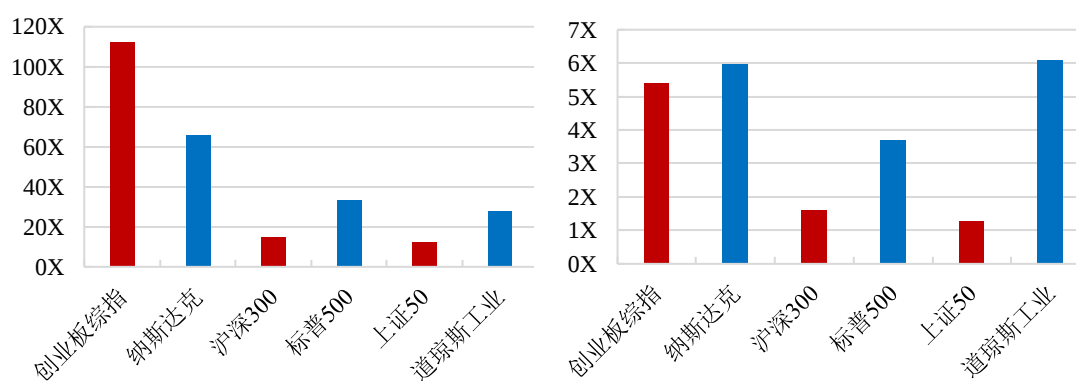
与 2020 年二季度相比，2020 年 9 月末我国 A 股 P/E 估值排名不变，P/B 估值排名上升。2020 年第二季度沪深 300 指数 P/E 为 12.69X，在 13 个经济体中排名第 11 位，2020 年 9 月末排名第 11 位。2020 年第二季度 A 股 P/B 为 1.88X，在 13 个经济体中排名第 5 位，而 2020 年 9 月末上升至第 4 位。



附图 1 全球主要市场 P/E (TTM) 估值 附图 2 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。

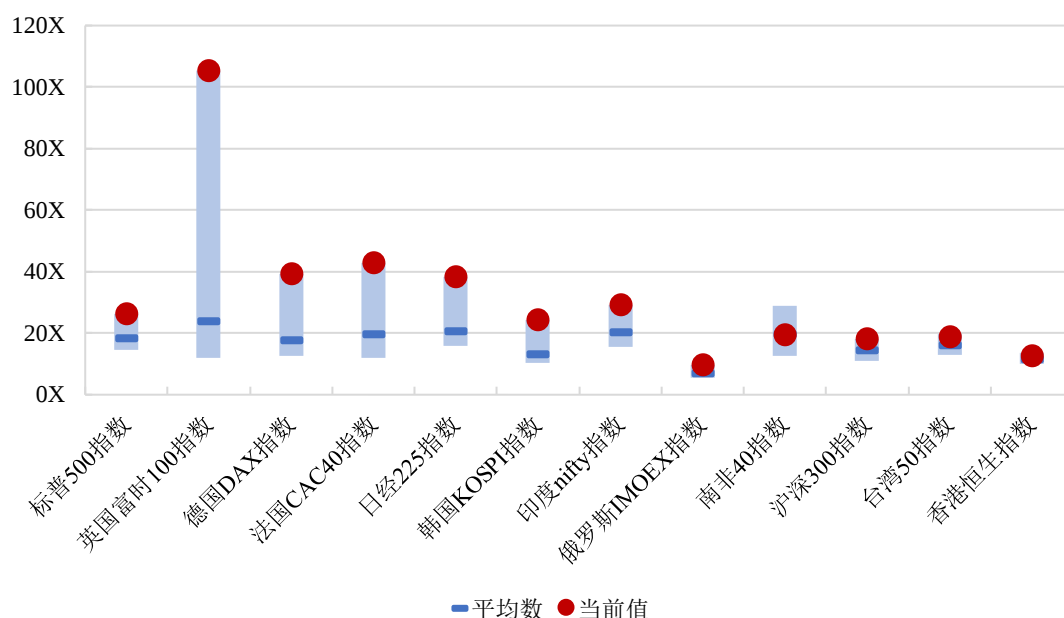
另外，我们重点比较了中美两国不同风格股票指数动态市盈率（TTM）的估值情况，其中沪深 300 对标 S&P500，上证 50 对标道琼斯工业指数，创业板综指对标纳斯达克综指。Wind 2020 年三季度末数据显示，P/E 方面，沪深 300(14.63X) 低于 S&P500(32.85X)，上证 50(11.80X) 低于道指(27.43X)，创业板综指(112.05X) 远高于纳斯达克指数(65.53X)；P/B 方面，沪深 300(1.57X) 低于 S&P500(3.67X)，上证 50 (1.25X) 低于道指 (6.08X)，创业板综指 (5.37X) 略低于纳斯达克指数 (5.95X)。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 (7.66X) 高于纳斯达克指数/标普 500 (1.99X)，上证 50/沪深 300 (0.80X) 低于道指/S&P500 (0.84X)；P/B 方面，创业板综指/沪深 300(3.42X) 高于纳斯达克指数/标普 500(1.62X)，上证 50/沪深 300(0.80X) 低于道指/S&P500 (1.65X)。



附图3 中美不同风格指数 P/E 估值 附图4 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。

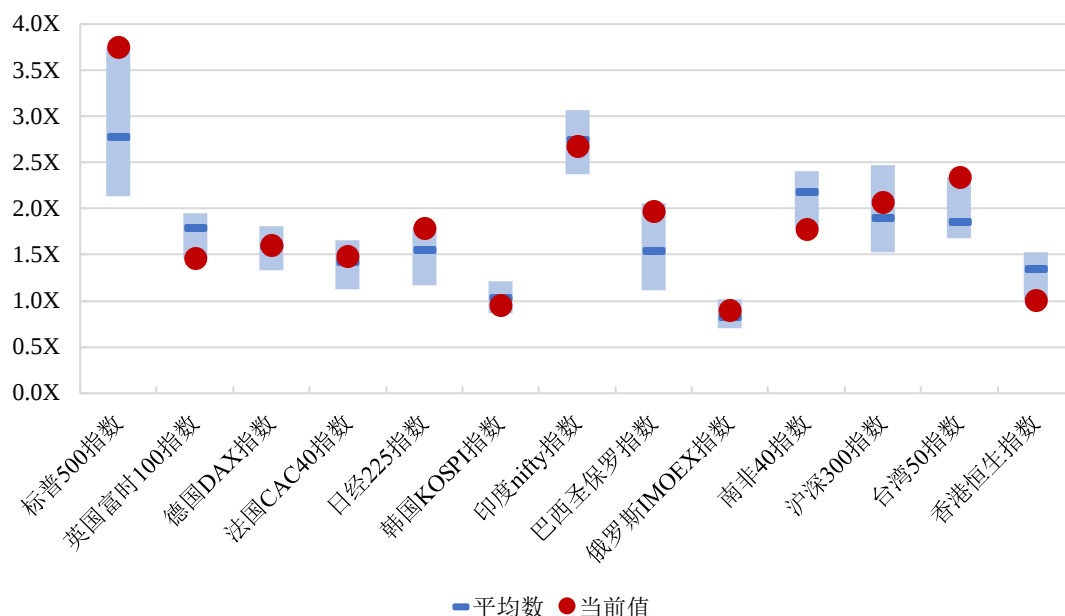
因此，我国市场整体估值略低于美国，但存在结构性差异，无论是从相对估值水平还是相对溢价上看，我国小盘成长股估值高于美国，而大盘蓝筹股估值低于美国。与2020年6月相比，2020年三季度末P/E创业板综指/沪深300指数下降32.96%，纳斯达克指数/标普500指数上升25.82%，上证50/沪深300指数上升1.15%，道琼斯工业指数/标普500指数下降4.05%。由于2020年7月中旬起市场开启震荡行情，风险整体回落；三季度创业板表现弱于大盘，创业板与沪深300估值差异缩小。而上证50成分股中银行、地产等周期股在今年三季度走势有所反弹，但整体依然处于低估值区间。美国三季度期间，微软、亚马逊等龙头科技股创新高，而后开始回落，但纳斯达克表现总体优于标普500和道琼斯指数，纳斯达克估值与大盘股估值差距逐渐缩小。而沃尔玛、强生、宝洁等消费股及波音等制造业股票依然相对较弱，住宅建筑类股票表现强势。在两国股市都处于估值修复的时期，中国小盘股估值修复的效应明显，美国价值股走势较为疲软，而中国大盘股价值股反弹力度大于美国。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5 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 6 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。

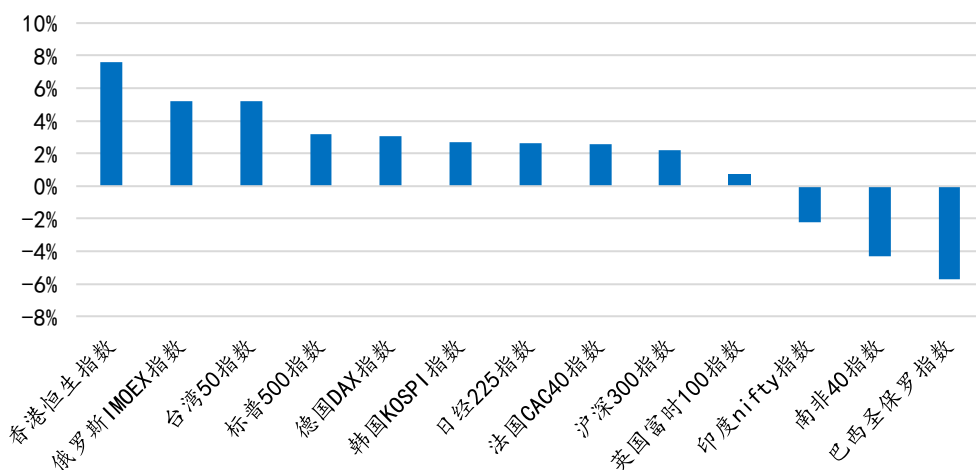
资料来源：Bloomberg，中航证券金融研究所。

我们对比了全球主要指数 2010/06/30~2020/09/30 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），除俄罗斯、中国香港、南非估值处于历史区间底部之外，其余各国 PE 估值都接近历史顶部；P/B 方面，英国、中国香港、韩国、南非均处于历史区间底部，巴西、中国台湾和标普 500 估值偏高，印度、德国、法国和中国 A 股接近历史中值。

（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：

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

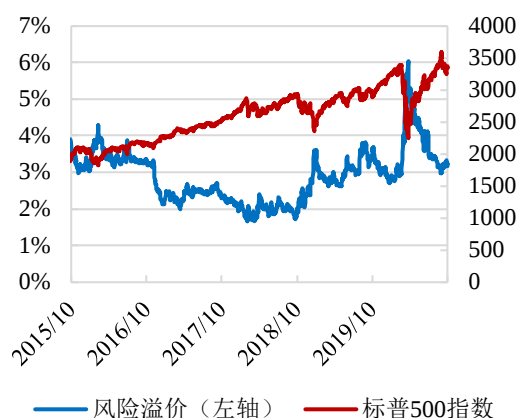


附图 7 全球股市指数风险溢价水平（截至 2020/09/30）

资料来源：Bloomberg，中航证券金融研究所。

2020 年三季度全球股市风险溢价水平大幅下降，9 月份全球主要国家市场风险溢价下降至阶段性低点，其中沪深 300 指数风险溢价下降至 2017 年水平。三季度欧洲二次疫情爆发的担忧引发了市场的调整，欧美市场出现估值调整。新兴市场方面，俄罗斯 IMOEX 指数、沪深 300 和韩国风险溢价水平依然为正值，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。3 月份以后全球股市开始大幅度反弹，风险溢价大幅度缩小，纳斯达克指数市值创出新高，各主要市场风险溢价水平开始下降。俄罗斯和中国香港股市风险溢价水平依然较高，前者依然受到国内经济增长的负面压制，后者主要由估值水平较低所导致。7 月份 A 股到达阶段性顶部，部分业绩预期难以兑现的个股出现较大下跌，受行业景气度提升的影响，光伏、新能源车和消费电子板块市场给与了较高的估值。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。此外，港股的估值优势明显，如果全

球资金面宽松状态不变，港股将呈现明显的配置优势。

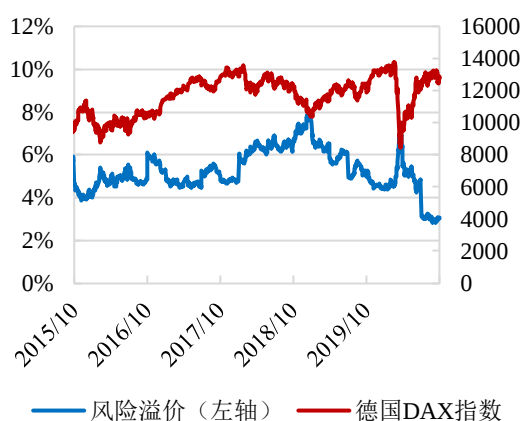


附图 8 美国股市风险溢价水平

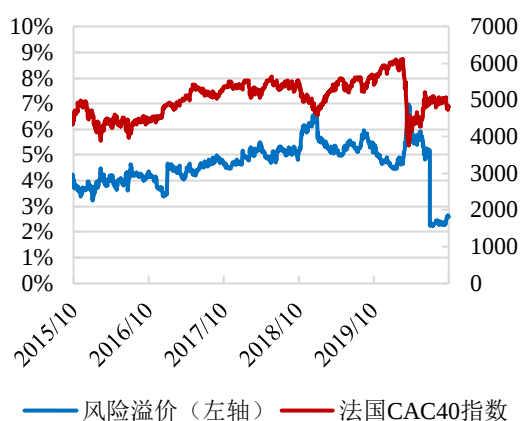


附图 9 英国股市风险溢价水平

资料来源：Bloomberg，中航证券金融研究所。

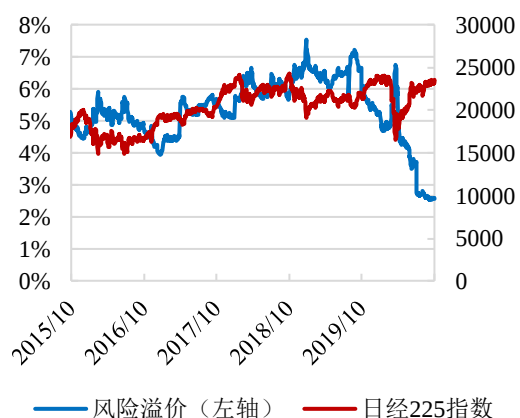


附图 10 德国股市风险溢价水平



附图 11 法国股市风险溢价水平

资料来源：Bloomberg，中航证券金融研究所。

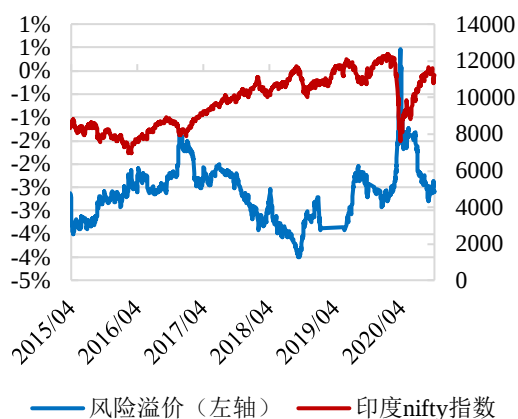


附图 12 日本股市风险溢价水平



附图 13 韩国股市风险溢价水平

资料来源：Bloomberg，中航证券金融研究所。

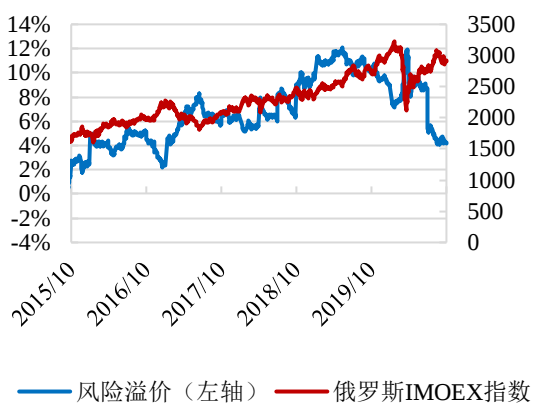


附图 14 印度股市风险溢价水平

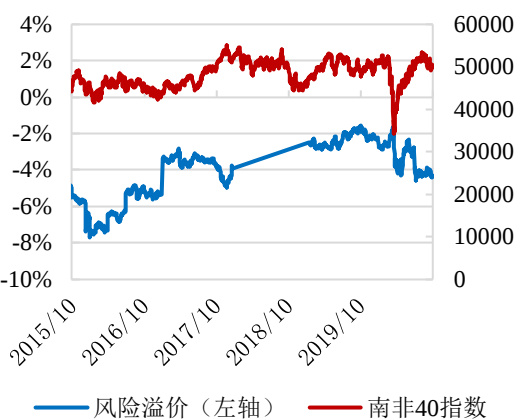


附图 15 巴西股市风险溢价水平

资料来源：Bloomberg，中航证券金融研究所。

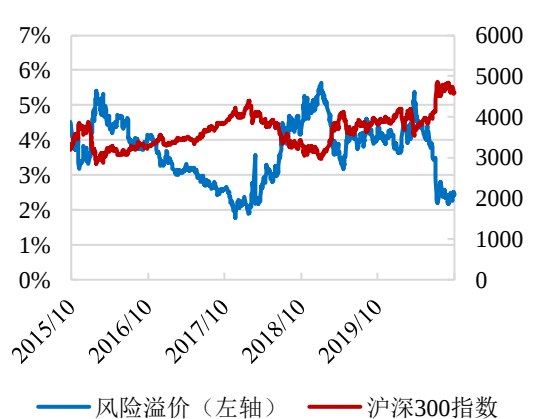


附图 16 俄罗斯股市风险溢价水平

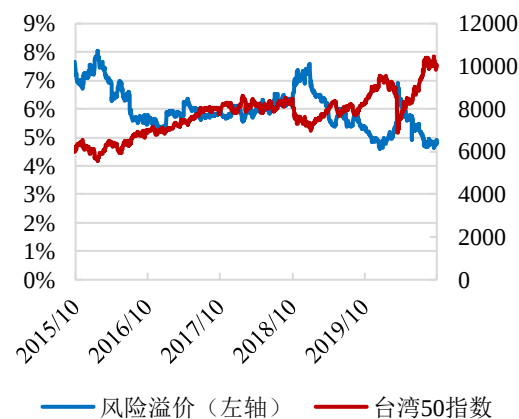


附图 17 南非股市风险溢价水平

资料来源：Bloomberg，中航证券金融研究所。

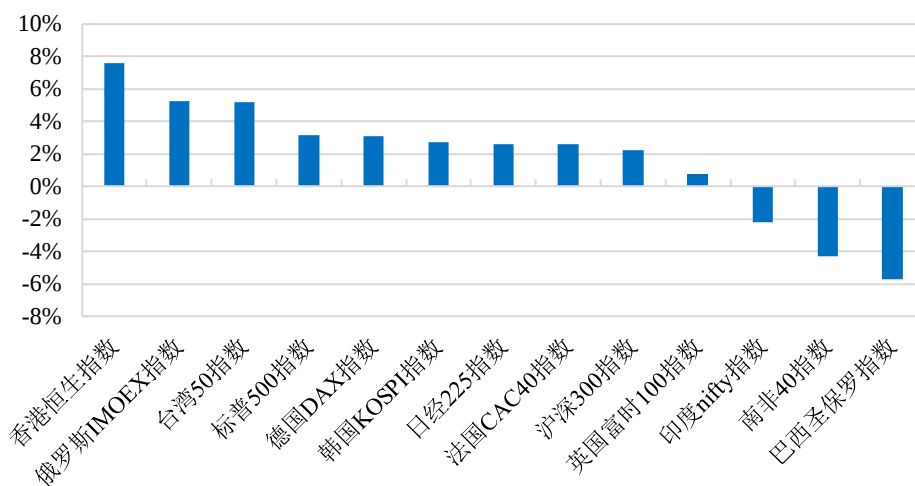


附图 18 中国台湾股市风险溢价水平



附图 19 中国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 20 主要指数股风险溢价水平

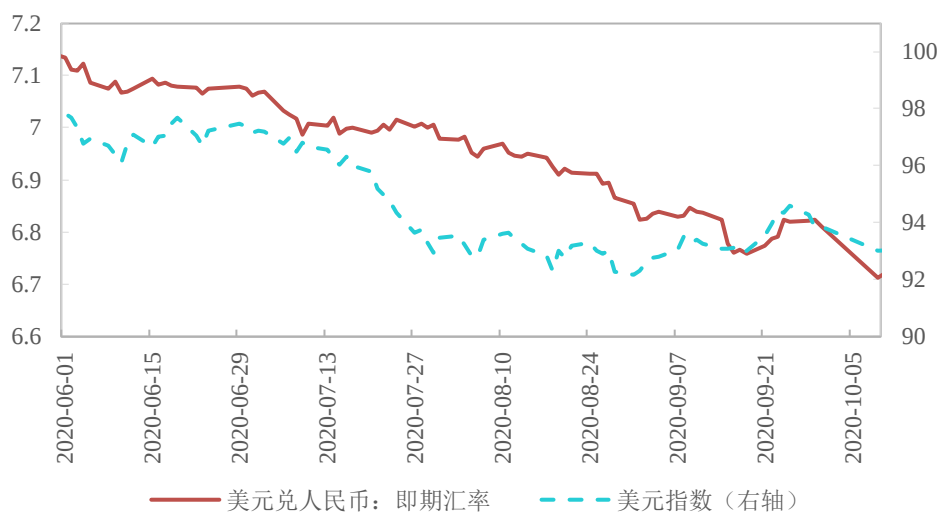
资料来源：Bloomberg，中航证券金融研究所。

附件三：汇率报告

- 2020 年三季度，人民币汇率总体呈升值态势，这主要受到美元指数下行、国内基本面保持韧性、金融开放持续深化、跨境资金流入动能提升等因素影响。三季度美元指数走弱，欧元、英镑和日元均有不同幅度的升值。展望四季度，疫情与基本面的走向将继续主导汇率的变动。美国国内经济温和回升、欧洲疫情反复以及避险情绪的作用可能会使美元小幅回升。人民币三季度升值因素除美元指数外基本难见反转，料能够在中期继续支撑人民币汇率升值。欧元、英镑和日元可能存在贬值压力。四季度需要关注以下两方面风险：一是美国大选与中美摩擦的不确定性；二是北半球冬季到来，疫情复发拖累经济复苏。

一、外汇市场回顾

2020 年三季度，人民币汇率总体呈升值态势。7 月 1 日至 10 月 9 日，人民币相对美元升值 4.92%，创造了 12 年来单季度最大升值幅度。



附图 1 人民币和美元汇率走势

数据来源：WIND。

虽然在 9 月下旬，由于受到国内股市波动和美国经济复苏、大选不确定性等因素影响，人民币出现了一小波回调，但整体而言，三季度人民币持续保持升势，这主要受到以下因素影响：

- （1）我国经济基本面保持韧性。在全球主要经济体仍遭受疫情影响的背景

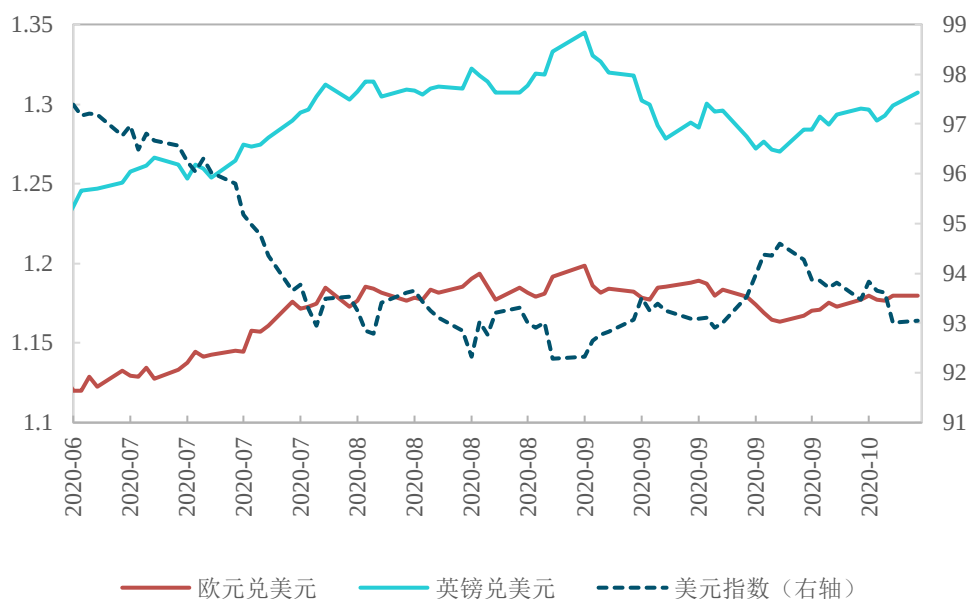
下，我国疫情防控成效显著，经济复苏快于预期。

(2) 政策层面，金融开放持续深化。尤其是资本进入的条件放松和渠道改善。

(3) 跨境资金流动方面，我国国债纳入富时罗素全球政府债指数，增加了资金持续流入的动能。

(4) 外部因素上，受美联储持续宽松的货币政策影响，三季度美元指数持续下降。自7月1日至10月9日，降幅达4.27%。与此同时，中美利差也保持在高位，增加了人民币资产的相对吸引力。

美元方面，随着三季度全球经济重启和风险偏好的修复，美元指数下行较多。虽然9月份受到美国国内经济温和复苏及避险情绪升温的影响，美元指数有所回调，但并不足以收复全部失地。截至10月9日，美元指数报收93.04，相比季度初下降4.24%。



附图2 美元、欧元和英镑汇率走势

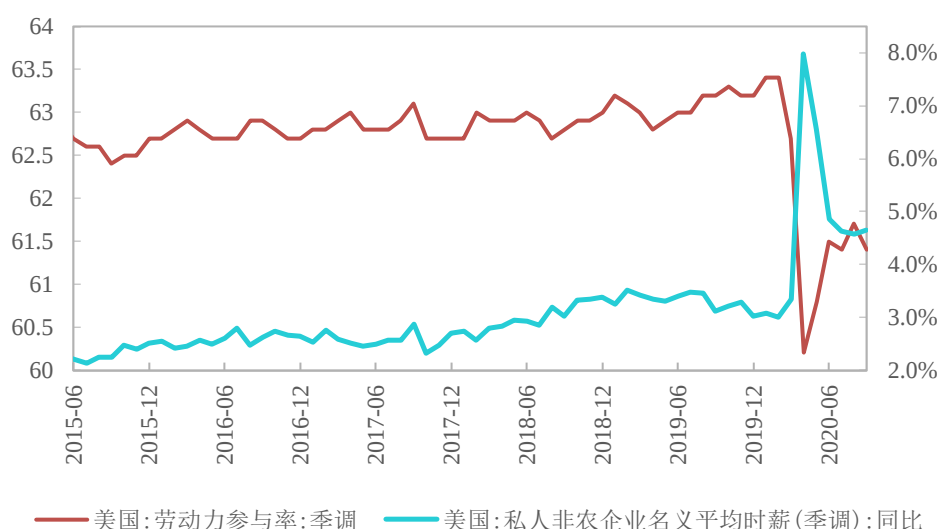
数据来源：WIND。

欧元与英镑基本与美元反向而行。截至10月12日，欧元兑美元较季度初升值5.35%，这主要得益于此前欧洲经济复苏的预期；英镑虽然同享欧洲经济重启红利，但由于脱欧协议的不确定性，其涨幅次之，本季度升值4.91%。此外，截至10月9日，日元相较三季度初也对美元升值1.6%。

二、汇率走势分析

（一）基本面因素

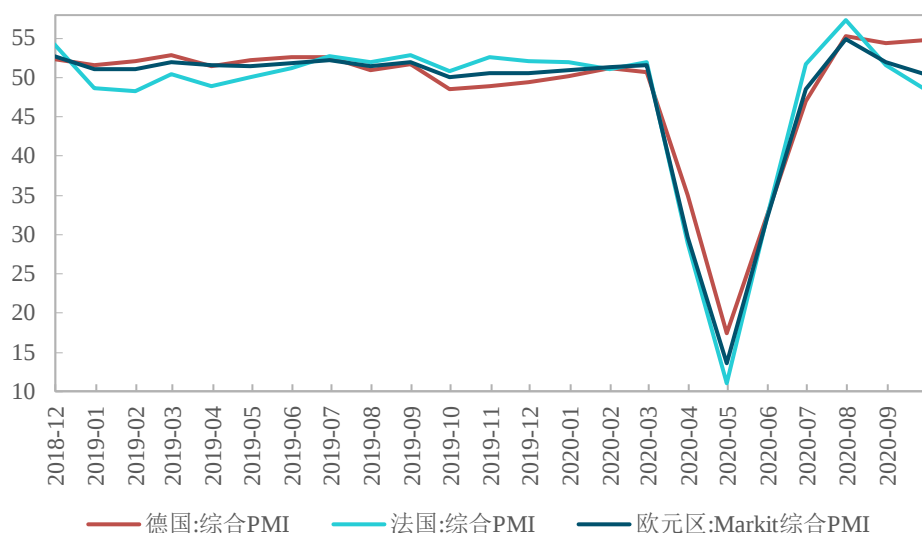
基本面是汇率中枢和长期走势的决定因素。就业方面，最新出炉的美国 9 月非农就业数据不及预期，新增 66.1 万人，预期 85 万人。同时，失业率连续 5 个月下降，为 7.9%，预期为 8.2%。在劳动参与率和名义时薪增速方面，这两项指标在二季度曾强势回归，然而三季度却走势平平，9 月份经季调的劳动参与率为 61.4%，比 6 月份还下降一个百分点；私人非农名义时薪增速为 4.65%，距疫情前的水平仍有一段距离。失业率降低而新增非农就业人数却边际减少，以及参与率的下降，都反映了美国永久性失业人数的增加。受到疫情影响，美国诸多企业停业甚至倒闭，导致这部分工作机会可能在很长一段时间无法恢复，从而拖累就业。数据显示，美国 9 月永久性失业人数已增至 450 万人，环比增加近 40 万人。



附图 3 美国劳动市场边际改善乏力

数据来源：WIND。

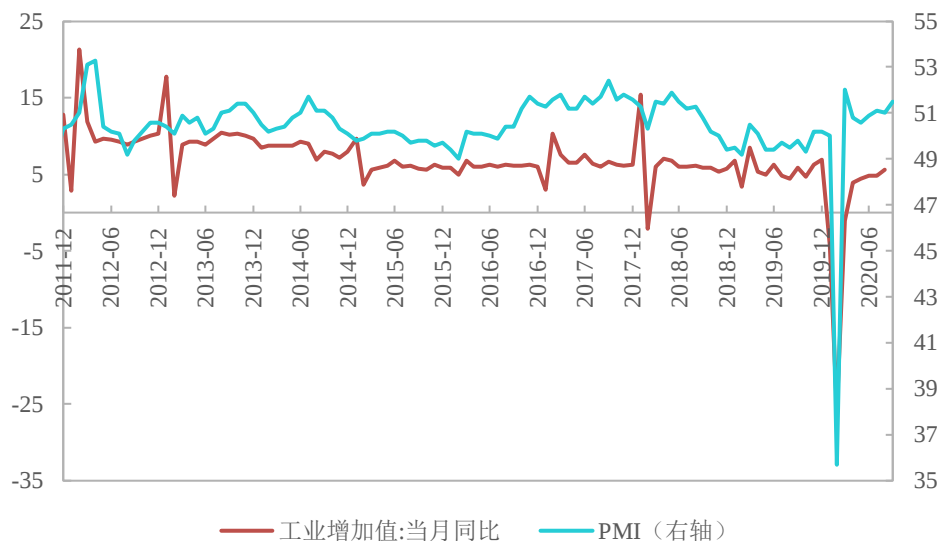
美欧日等经济体 PMI 有所分化。9 月份，美国 ISM 制造业 PMI 录得 55.4，较 8 月下降 0.6，较 6 月上升 2.8，总体仍处于年内高位。相比而言，欧洲和日本在三季度则持续回升，9 月份欧洲制造业 PMI 为 53.7，比 6 月时的 47.4 显著扩张，站上荣枯分水岭；日本则从 6 月份的 40.1 扩张至 47.7。在欧洲内部，经历了二季度的 V 型反弹之后，其 PMI 也有所分化。总体而言，德国仍表现更优，而法国综合 PMI 已回落到荣枯分水岭下方。



附图 4 欧洲 PMI 有所分化

数据来源：WIND。

国内方面，工业增加值及 PMI 均已企稳。最新数据显示，8 月份工业增加值同比增长 5.6%，9 月 PMI 为 51.5，比上季度增加 0.6，且自 3 月以来已连续 7 个月维持在荣枯分水岭上方。



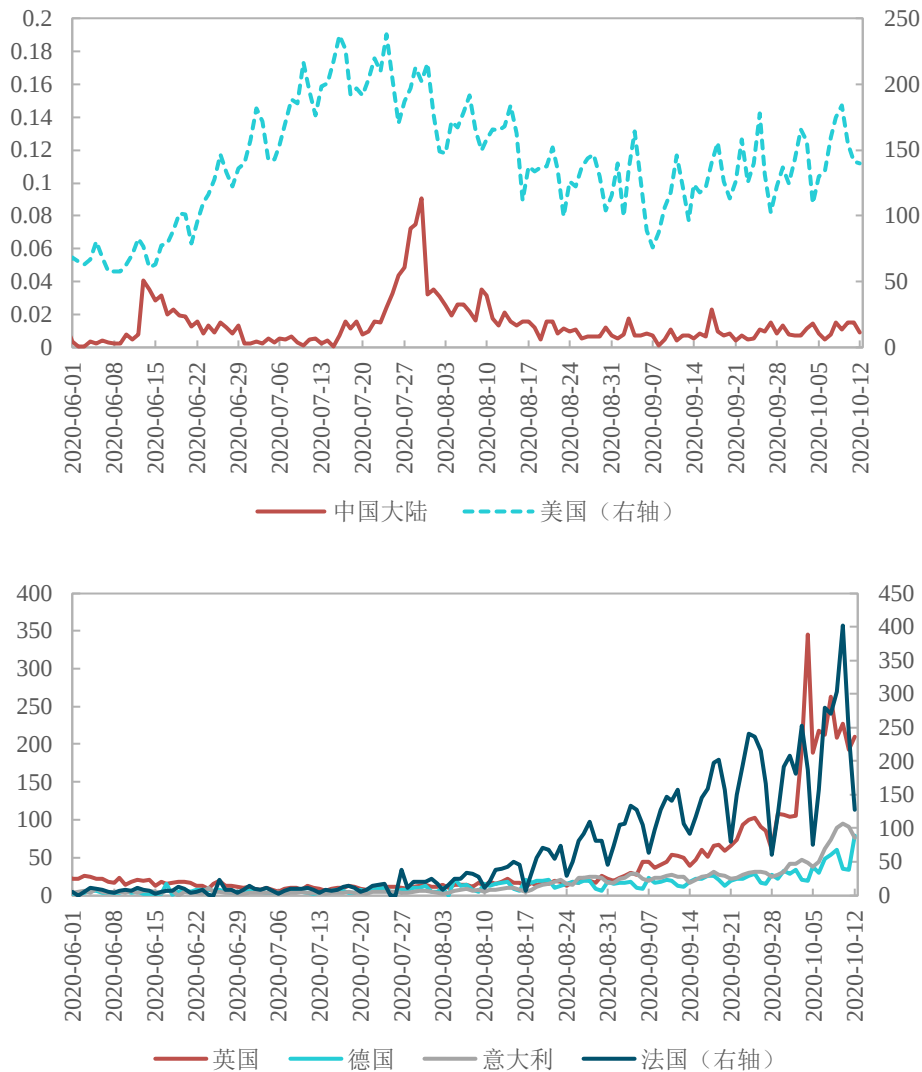
附图 5 中国工业增加值及 PMI

数据来源：WIND。

在全球经济复苏的道路上，疫情仍然给全球复苏笼罩了一层不确定的迷雾。这次新冠疫情与以往的危机不同，过去的危机往往内生于经济和金融本身，故可以通过经济和金融的政策解决。然而疫情是公共卫生层面的问题，是典型的外生

冲击。中短期内，疫情防控仍是基本面的重要影响因素。

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，形成每百万人口每日新增确诊病例这一横向可比指标。8月以来，包括英国、法国、意大利在内的欧洲部分国家疫情再度抬头，近期甚至有些国家的每百万人每日新增病例突破了前期高点。与此同时，美国虽然没有大幅度反弹，每日新增病例数依然稳定在较高水平。



附图 6 新冠疫情发展形势

数据来源：WIND。

展望四季度的疫情发展，北半球寒冬渐行渐近，对各国疫情防控提出了严峻的考验。然而出于经济和政治考量，欧美等国家可能不会出台更严格的封锁措施，未来一段时间可能会呈现疫情与经济复苏同行的情况。在这种情景下，我国外需

可能会在短期内从两方面受益。一方面是海外疫情防控增加对我国防疫物资等工业制成品的需求；另一方面是全球经济整体复苏带来的出口恢复。事实上，9月份国内 PMI 新出口订单指数已年内首次回到荣枯线以上，录得 50.8。

（二）政策面因素

政策面是影响汇率中短期走势的重要因素。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。货币政策方面，美联储仍保有充足的流动性工具，美元流动性在中期内料不会出现过紧的状况。财政政策方面，随着美国大选的进行，财政刺激谈判也一波三折，几天内多次反转。考虑到四季度，民主党与共和党的竞争将愈发白热化，而目前两党分别掌握参众两院，财政刺激政策在大选前达成一致的可能性降低，预计新任总统会在“新官上任”以后出台力度更强的刺激政策。

近期，面对人民币持续单边升值行情，10月10日，人民银行决定自2020年10月12日起，将远期售汇业务的外汇风险准备金率从20%下调为0。所谓远期售汇业务的外汇风险准备金率，即通过影响汇率远期价格，调节外汇市场的工具。一般而言，上调该外汇风险准备金率，有利于应对人民币贬值预期；反之则为了应对人民币升值预期。在三季度人民币较快升值的背景下，人民银行此举释放出减少干预、让人民币汇率由市场决定形成合理均衡的信号。同时，也减少了银行远期售汇业务成本，便于实体企业更好地利用相关产品对冲汇率风险。

（三）政治风险

政治风险方面，美国总统选情依然是四季度最大的不确定性。由于特朗普一贯摆出一副即便拜登当选也不会轻易移交权力的态度，这恐怕会令大选的影响时间更长。美国大选日是11月3日，此后如果出现选举争议，需要在12月8日前解决，进而选举团于12月14日投票、新总统于2021年1月20日宣誓就职。因此在12月8日以前，都需要谨防美国大选引发的黑天鹅事件。

此外，三季度末，在南高加索地区，亚美尼亚和阿塞拜疆军队在毫无征兆的情况下再次爆发了激烈武装冲突。两国背后分别有俄罗斯和土耳其的支持，在该地区还有伊朗的利益。多方势力角逐下，地缘政治风险不可小觑。

三、新兴市场概览

针对**新兴市场**，我们统计了 22 个国家（和地区）的货币情况（如附表 1），2020 年三季度，受到美元指数下行的影响，许多非美货币对美元有所升值。在我们的统计中，有 14 个国家和地区出现了不同程度的对美元的升值。在个体层面上，墨西哥比索本季度升值最多，达 7.13%；包括人民币、韩元、南非兰特、印度卢比在内的 10 种货币有小于 5% 的升值。而土耳其里拉、俄罗斯卢布、阿根廷比索则出现了较大程度的贬值，其中土耳其里拉贬值最多，为 15.34%；巴西雷亚尔、印尼卢比等 5 种货币则有 5% 以内的贬值。从地区来看，亚洲国家和地区升值情况较多，南美贬值情况较多，而欧洲则分化较为明显。

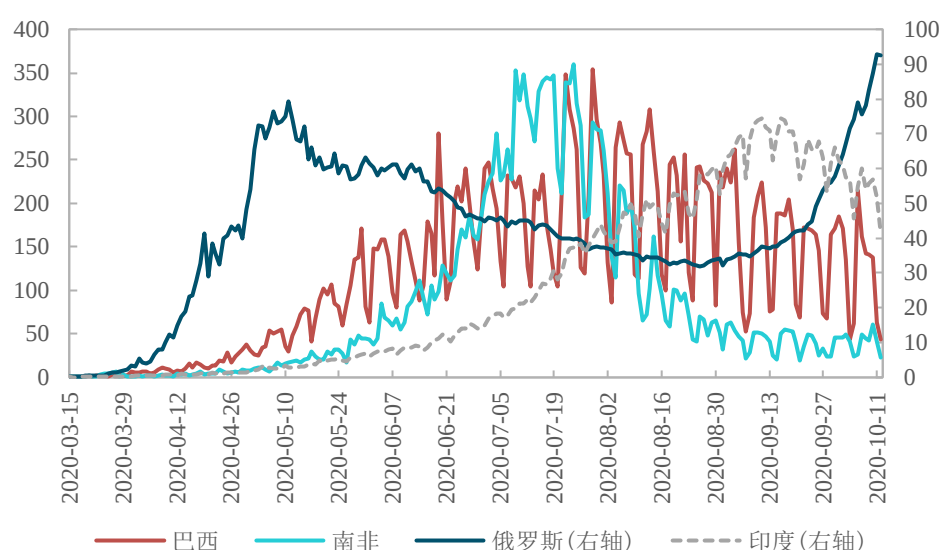
附表 1 新兴市场国家（和地区）三季度汇率变化情况（截至 2020 年 10 月 9 日）

货币名称	当前兑美元汇率	汇率变动
土耳其里拉	7.9002	-15.34%
俄罗斯卢布	77.9157	-10.61%
阿根廷比索	77.11	-9.34%
巴西雷亚尔	5.5393	-3.25%
印度尼西亚卢比	14737	-2.76%
哥伦比亚比索	3839.73	-2.22%
秘鲁索尔	3.572667	-1.04%
泰国泰铢	31.12	-0.54%
新台币	28.909	2.37%
新加坡元	1.3565	2.68%
菲律宾比索	48.377	2.84%
智利比索	797.25	2.92%
马来西亚林吉特	4.1475	3.13%
印度卢比	73.2103	3.14%
捷克克朗	22.983	3.47%
匈牙利福林	302.34	3.97%
人民币	6.7796	4.12%
罗马尼亚列伊	4.1304	4.20%
波兰兹罗提	3.7913	4.24%
南非兰特	16.4729	4.56%
韩元	1146.8	4.70%
墨西哥比索	21.1822	7.13%

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，在外因上，共同的主因是美元指数走弱，这使得

三季度新兴市场汇率总体波幅不大。在跌幅比较大的几个国家和地区中，土耳其饱受地缘政治与经济双重困扰。除了利比亚问题、纳卡军事冲突、东地中海资源争端之外，其准备测试俄罗斯 S-400 防空导弹系统遭受了美国措辞严厉的指责。经济方面，土耳其高失业率与高通胀并存，同时经常账户逆差也在快速增加。在这样的国内基本面环境上，如果不能较快地平息外部争端，未来四季度的情况同样堪忧。俄罗斯方面情况类似，国内新冠疫情抬头，每日新增病例已经突破上一阶段高点；同时也卷入了亚美尼亚与阿塞拜疆的冲突，拖累了卢布汇率。



附图 7 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，俄罗斯每日新增创出第二个高峰，巴西、印度虽有回落趋势，但尚不能确认。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，如果美元指数回调，其将面临一定的贬值压力。

四、四季度展望

在上个季度的报告中我们预测，随着二季度风险偏好的重塑，三季度汇率的主要逻辑将切换到疫情与基本面的因素上来，风险资产将逐步受到青睐。展望四季度，我们维持这一总体逻辑判断。美元方面，欧洲疫情反弹，美国名义增速相对更好，基本面和外部环境利好美元指数；同时美国 10 年期国债收益率也开始筑底回升，这可能结束美元指数持续下行的趋势；避险情绪上，选情的不确定性可能会使部分投资者风险偏好有所回升；流动性层面，美联储的宽松政策仍将持

续，流动性工具较为充足。因此，我们判断美元指数会小幅回升。

人民币方面，注意到三季度推动人民币升值的几个因素，国内基本面、政策面、流动性以及外部因素，目前来看外部因素可能发生一定变化：如果美元指数上行，则会阶段性施压人民币。但是四季度，国内经济复苏的基本面和改革开放的政策红利释放仍会对全球资本具有较高吸引力，料能够在中期继续支撑人民币汇率升值。

欧洲方面，在二季度快速复苏以后，三季度欧洲疫情反弹、制造业数据也出现分化，其基本面改善情况可能会弱于预期。此外，英国脱欧的不确定性和欧洲财政约束问题仍在，如果美国持续复苏，四季度不看好欧元和英镑汇率。

日元方面，日本国内消费、工业生产出现好转，基本面呈现边际复苏态势。但在疫情冲击下，日元的避险属性褪色，美元兑日元与美元指数走势趋同性较高。如果四季度美元指数上行，日元面临贬值压力。

展望四季度，需要关注以下两方面风险：一是美国大选与中美摩擦的不确定性。在第一场辩论后，拜登取得的优势扩大，而特朗普又检测出新冠阳性。虽然特朗普很快出院，但也错过了几场重要的拉票活动。从拜登提出的纲领来看，其曾宣布取消对华关税的立场，贸易战的压力有望缓解。但需要注意的是，将中国作为长期战略对手已经是美国两党的共识，对中国市场开放与准入、知识产权等方面的打击料不会停止。近期，虽然对腾讯微信和华为等中国企业的禁令有所松动，但是在特朗普劣势的情况下，不排除其在选举期间推出更为极端政策的可能。**第二方面的风险来自疫情，北半球寒冬将至，国际和国内疫情防控形势愈发严峻。**虽然社会对疫情的恐慌程度可能不会像一季度那样剧烈，但其仍可能拖慢经济复苏的进程。

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。