



**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

2021年8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。

## 摘要

全球金融市场二季度最大的转变就是再通胀交易的平复。即使面临经济复苏和物价增长的局面，美联储依然更为关注总需求复苏的可持续性，并未对货币政策退出给出任何实质性的指引，市场逐渐接受这一观点，继续等待新的信号出现。次贷危机以来的政策行动加上本次疫情的救助，能让我们更加清晰地认识到，财政政策将取代货币政策成为更为关键的政策变量。本轮美国的财政刺激计划自公布以来金额持续缩小，两党以财政为筹码进行政治博弈极有可能导致刺激手段远远低于预期，这也是影响美联储判断总需求恢复持续性的重要考量之一。

为了预防未来可能面临的流动性冲击，美联储在7月底，创设了两个常设的政策工具，这对于稳定美元流动性市场、改变美联储货币政策实施框架与强化美元霸权，都将产生重大影响。新工具的创设是为了防止未来出现流动性问题而进行的机制性变化，这种工具不仅可以有助于美元流动性市场的稳定，同时还会进一步提升美债的吸引力，并且强化美元霸权。

美联储政策转向等待期中的各种信号变化，无疑会加大市场波动的强度。一旦市场确认政策转向的预期，不待政策实施，市场一定会提前反应，这将对市场估值形成巨大冲击，届时，新兴经济体面临的压力也同样值得关注。

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  
证券首席经济学家
- 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

人民币汇率

国内宏观经济

中国宏观金融

地方区域财政

宏观杠杆率

中国财政运行

中国金融监管

房地产金融

债券市场

股票市场

银行业运行

保险业运行

特殊资产行业运行

## 目 录

一、市场预期美联储年内继续维持政策宽松，财政刺激计划可能低于预期.....	1
二、关注引发美元流动性变化的相关风险，以及美联储新设工具带来的深远影响.....	3
三、展望.....	5
附件一：全球债券市场.....	7
附件二：指数和行业估值分析.....	26
附件三：数字货币.....	30

## 一、市场预期美联储年内继续维持政策宽松，财政刺激计划可能低于预期

### 通胀交易的平复

2021 年一季度以来，市场中出现了针对再通胀交易的风潮——做多长债收益率与做多价值股。短时间内美国长期债券收益率快速上升进一步强化了通胀预期，市场一时间甚至出现了关于美联储将在第三季度开始实施 Taper 的讨论。但与再通胀交易相反的是，美联储却多次强调通胀是短期的。第二季度开始，中长期美债收益率开始迅速下降，纳斯达克指数重新跑赢道琼斯指数。从二季度的市场表现来看，权益和利率市场的定价最终显示出市场接受了美联储的观点，认为通胀是短期冲击。截至 2021 年 7 月 13 日，美国失业率依然高达 5.9%，远低于疫情前 3.6% 的平均水平，职位空缺率居高不下。

二季度，许多大宗商品价格大幅度上涨，其主要原因是全球供应链遭遇了挤压。由于全球需求恢复快于供给的恢复，这种不平衡的经济复苏使得通胀的压力短期内迅速上升。首先，全球疫情仍未结束，日本、欧洲正面临着第三次乃至第四次的疫情冲击，同时，疫苗紧缺使得除中国外的新兴经济体将面对更加严重的疫情威胁。这种情形下，由于政府管制和个人原因，许多人无法重返劳动力市场，导致经济的总供给能力不足；其次，自疫情爆发以来，全球海运能力受到极大影响，海运价格持续上涨，这也推动了商品价格的上涨。全球海运价格指数（WCI）自去年五月以来大幅上涨 381%，中国出口集装箱（CCFI）运价以及细分项下的对欧洲航线的运价涨幅也超过 200%。同期，BDI 干散货运价指数也大涨 728%，并刷新了 2010 年 4 月以来的新高。随着欧美需求逐渐恢复，对全球运输的需求进一步提升，然而海员数量持续减少，新增运力不足。同时，由于欧美地区制造业产能未能完全恢复，大量邮轮不能满载返回中国港口，进而使得全球海运成本显著提高；第三，美国和欧洲的财政刺激计划推高了劳动者的最低工资要求，直接给居民发放支票和现金使得居民容易形成仍将持续获得现金补贴的预期，从而使得劳动者返回工作岗位的迫切性不强，延缓了生产活动的正常化。

但上述的供给冲击并未能从根本上动摇全球价值链的完备性，随着疫苗接种率不断提高，产能将逐渐恢复，这将成为压制通胀水平进一步上升的重要力量。

## 财政难达预期，货币仍将宽松

回顾 2010 年下半年，当时美国经济开始逐渐好转，一些猛烈抨击过量货币投放将带来通胀压力的观点不断浮现，甚至联储内部对于这一问题也展开了争论。当时也同样面临着大宗商品价格飞速上涨，不少市场参与者认为 QE 已经严重损害了美国经济，并且开始讨论 QE 退出的路径问题，这与今年二季度之初的情况有些相似。

而事后看，当时的市场参与者过于片面的关注金融资产价格波动，而忽略了美联储货币政策目标的多重性，因为除通胀以外，充分就业是一个更为关键的目标。早在 2010 年时，虽然次贷危机带来的市场冲击已经平复，但美国的失业率依然高达 9% 以上，远未能恢复到金融危机之前 4.5% 左右的水平。因此，伯南克坚持认为企业层面的复苏仍然非常脆弱，进而继续进行了后续的两次 QE。但由于伯南克在 2013 年面临卸任的压力，个人声誉和政治角力带来的压力都迫使他在 2013 年仓促搭建了一个 Taper 的框架。而当时美国的失业率依然高达 8.3%，首次 Taper 预期引导就引发了市场的极度混乱（Taper Tantrum）。

回到当下，鲍威尔在 2022 年获得连任的概率很大。因为，如果总统有更换美联储主席的想法，一般会提前半年以上开始物色合适的人选，而当前没有丝毫迹象。并且，各方面的消息表明，目前鲍威尔与拜登财经团队之间的关系融洽。由于鲍威尔偏鸽派的立场，在拜登计划大规模财政刺激和疫情未完全控制的情况下，选择一个偏鸽派的联储主席应该更加符合拜登政府的倾向。

如果美联储计划 Taper，那么参考 2013 年的经验来看，我们可以估计到：美联储至少需要两次 FOMC 会议来明确的描绘出退出的路径，在今年 6 月的 FOMC 会议上，鲍威尔再次重申了经济复苏依然高度不确定这一观点，7 月底的 FOMC 会议上，美联储仍然继续维持原有观点。美国当前的失业率依然远远高于疫情前的水平，且失业率的下降速度出现了放缓的迹象，根据 2008 年的经验来看，就业的恢复是相对而言非常缓慢的。在退出宽松时，美联储必然会参考 2013 年的经验，提前为市场描绘出清晰的图景以避免 Taper Tantrum，结合近期鲍威尔的表态与就业状况，美联储在 9 月议息会议上态度突然转向的概率不大。因此，在 2021 年年内形成明确 Taper 路径的概率依然较低。

次贷危机以来的政策行动加上本次疫情的救助，能让我们更加清晰地认识到，

财政政策将取代货币政策成为更为关键的政策变量。本轮美国的财政刺激计划自公布以来金额持续缩小，两党以财政为筹码进行政治博弈极有可能导致刺激手段远远低于预期。并且，在 10 月 1 日新财年开始前很可能无法达成一致。回顾 2012 年，同样是由于两党斗争导致财政紧缩，美国经济增长出现下滑，而为了平滑财政紧缩，伯南克不得不再次施以货币政策刺激。我们认为，即使接下来美国经济恢复到疫情前的水平，在技术突破缓慢、持续人口老龄化的背景下，经济的长期增长潜力依然不足。缺乏有效财政刺激的情况下，如果后续三至四个季度经济增长重新出现下滑，美联储可能被迫继续加大货币政策宽松来提振经济。

总体来看，美联储会更多依据失业率，而不是当期的通胀数据来进行货币政策调控。在美国 6 月 CPI 高达 5.8% 远超 4.9% 的预期的情况下，鲍威尔仍然在国会听证会上坚持通胀会回落，并对紧缩政策采取谨慎，表明联储对于总需求的可持续性仍然更为担忧。因此，除非看到就业和经济数据持续性的改善，否则仅以通胀为出发点预判美联储实施边际紧缩政策还为时过早。

## 二、关注引发美元流动性变化的相关风险，以及美联储新设工具带来的深远影响

2021 年，有两个重要因素可能会对美元流动性产生较大影响。第一是美联储隔夜逆回购用量的大幅上升，第二是全球最低税率协定的推进。前一个因素的影响时间相对较短，后一个因素将会在更长时间内对离岸美元体系形成紧缩压力。为了预防未来可能面临的流动性冲击，美联储在 7 月底，创设了两个常设的政策工具，这对于稳定美元流动性市场、改变美联储货币政策实施框架与强化美元霸权，都将产生重大影响。

### 流动性市场结构的又一变化——联储隔夜逆回购大幅上升

从今年 4 月以来，美联储隔夜逆回购工具用量大幅度上升，最高到达了 9900 亿美元（7 月 15 日为 8600 亿美元）。强监管使得银行吸收准备金占用的资本不堪重负，加上美联储每月 1200 亿美元的资产购买，导致整个银行体系已无法容纳如此巨量的准备金。大量的资金涌入货币基金，而在缺乏短期安全资产的情况下，美联储被迫提高了与货币基金进行隔夜逆回购操作的额度，最终导致了隔夜逆回购用量的大幅度上升。

6月的FOMC会议上，美联储为了防止货币市场出现负利率，技术上把隔夜逆回购利率（ONRRP）和准备金利率（IOR）的区间从0%~0.1%提高至了0.05%至0.15%。ONRRP是广义利率的下限，在政策操作之后，ONRRP已经高于一个月期限的短期国债收益率（扣除交易成本之后），这就使得短期国债利率被迫提升到和ONRRP相同的水平，从而导致先前持有短期国债的投资者处于浮亏状态。而这部分短期国债（大概4600亿）将于今年8月中旬到期，投资者的最佳策略就是持有这部分国债至到期，然后再转投到货币基金中。8月份美国财政部约有4000亿（另外900亿长债）美元的短期国债发行计划，当短期债券到期的同时财政部发行新债券，相关金融机构的资产负债表将会有如下变化：财政部TGA余额大体不变，ONRRP规模持续上升，且上升的幅度将明显快于美联储总资产的增长速度，这将导致银行在美联储的准备金总量出现收缩，同时投资人将承接更多的短期国债。目前预计，近期流入到ONRRP工具内的资金规模可能就会达到1.5万亿美元。虽然目前还无法准确估计流动性市场遭受冲击的力度，但需要密切关注相关变化，以评估其对金融市场带来的影响。

#### **全球最低税率协定的影响**

由美国主导的全球最低15%税率政策，如果在各国立法最终获得通过，将会对全球金融市场产生重大冲击。目前，美国大量跨国企业注册在爱尔兰等零税率国家，全球税率提高首当其冲的是这些企业财务报表中的净利润减少，这将直接影响权益市场和信用债市场的净现金流贴现估值（DCF）。另外，我们认为这一政策还将对整个离岸美元体系带来重大影响。当前，跨国企业在低税率国家的美元现金存款是离岸美元体系中重要的融资来源之一（大约一万亿美元），最低税率会直接导致企业的离岸美元存款减少，并且部分企业可能会把利润转移至国内。因此，离岸美元市场的大规模收缩极有可能引发全球系统性风险。美元融资成本上升会推高美元汇率，这一方面会抑制全球的贸易活动，另一方面会使得依赖美元融资国家的信用风险将大幅度上升，这就对各国的货币和财政政策提出更大的挑战。这一状况导致未来可能出现两种路径，第一是美联储被迫整合离岸和在岸货币市场，被动承担起全球央行的角色；第二是各国探索出一条新的全球货币路径。目前看来第一种可能性的概率在增大，并且，美联储充当全球央行的动机一定是对冲外部冲击对美国经济金融的影响，这就会使得其他经济体将更为被动的



面对美国金融政策的调整。如果美元流动在 9 月份出现紧缩，且欧洲央行传达了降息的预期，届时美元将有很大概率走强，而股市可能会面临估值调整的压力，同时，更需要密切注意新兴经济体（除中国外）在美元升值后的信用状况变化。

### 为预防流动性危机美联储新设两项政策工具

在 7 月的 FOMC 会议上，美联储设置了常备回购便利(Standing Repo Facility, SRF) 和货币当局常备回购便利 (Standing Repo Facility for Foreign and International Monetary Authorities, SFIMA) 两项工具。前者是针对一级交易商和银行的流动性投放工具，后者是针对海外货币当局的流动性投放工具，报价都是 25 个 BP。而且，这二者都是申请使用，即美联储不会主动动用这两个工具，只是当一级交易商、银行或其他货币当局在缺乏美元流动性时主动申请，美联储才会提供回购融资便利。在这些工具下，申请者把手中的美国国债抵押给美联储，以获得美联储的流动性支持，相当于把长久期的安全资产进行了货币化。从规模来看，SRF 总共可以投放 5000 亿美元，SFIMA 单一对手方 600 亿美元上限，那么美联储最多可一次性投放超过 1 万亿美元的隔夜流动性。

在当前美元流动性极度宽松的情况下设置这些工具，意义不同寻常，我们认为主要有以下几个原因：第一，设置常备流动性工具是为了缓解银行准备金流向 ONRRP 可能造成的冲击；第二，为了未来退出宽松的路径设置平滑工具，防止出现 Taper Tantrum；第三，希望彻底解决货币市场钱荒的机制性问题（类似 2019 年 9 月的情况），让美联储的流动性干预机制直接面对关键市场主体；第四，降低离岸美元市场发生流动性枯竭的概率。这两个工具看似简单，但产生的影响可能会十分深远。第一，为了防止未来出现流动性问题，各大金融机构——包括海外货币当局，可能会选择扩大美国国债的持有量，这将对美债收益率上升形成更多的压力；第二，将进一步强化美元霸权，并扩大美联储政策影响的外溢性。但其他经济体的经济金融运行常常无法与美国保持同步，这也意味着全球经济将会更多的受到美国金融政策的干扰；第三，在利率上下限都是有抵押利率的情况下，货币政策目标利率仍定为 EFFR 的框架可能会面临更多调整。

## 三、展望

展望未来，我们认为第三季度的宏观金融环境将变得更为复杂。首先，主要经济体的总需求复苏是否符合预期是十分关键的变量，美联储面临总需求复苏不

确定性的情况下，Taper 的引入期将被动延后。疫情的再次反复，令经济复苏又蒙上了一层阴影。美国财政刺激退潮之后美国居民名义收入将会突然减少，而名义价格具有粘性，当前较高的名义价格可能会对美国整体消费产生负面冲击，进而传导至企业的营收增长。当前股票市场估值非常高，名义价格对消费的侵蚀对股市的冲击可能会非常大。

第二，关注美元流动性冲击的影响。三季度美元流动性如果面临冲击，需要观察美联储的应对策略，尤其是新设工具的使用情况。

第三，全球供应链的恢复情况。继续关注疫情对于生产恢复的影响，在供应链逐步恢复的情况下，部分受到运输价格扭曲的大宗商品可能会出现调整。

第四，产业链单一的新兴市场国家（除中国），特别是资源输出国，在第三季度美元走强的情况下，物价和资本流出的压力会进一步加大。而这些国家的央行政策框架陈旧，应对手段也十分单一，简单的以加息来应对输入性通胀或者是资本流出，不仅无法解决通胀问题，反而可能会使信用系统崩溃加剧输入性通胀和进一步恶化资本外逃。

## 附件一：全球债券市场

- 2021 年第二季度，全球经济复苏呈现不均衡特征，在政策宽松力度不减、疫情反复干扰、通胀预期下降等因素的影响下，美日国债收益率曲线呈现“牛平”态势；欧元区得益于疫苗接种加快和重新开放速度超过市场预期、投资者对欧元区复苏信心增强，欧元区公债收益率温和上升，整体呈现“熊陡”态势。展望未来，在经济持续复苏和政策收紧预期下，仍存在疫情反复、就业修复不及预期、地缘政治冲突加剧等风险，发达经济体国债收益率或将继续保持上行，但上行幅度有限，呈现波动性。
- 2021 年第二季度，由于大宗商品价格反弹和出口提振，新兴经济体面临“复苏+通胀”格局，俄罗斯和巴西延续加息政策，国债收益率曲线呈现“熊陡”态势；印度经济受疫情拖累，国债收益率曲线呈现“牛平”态势；土耳其保持超高基准利率，国债收益率曲线水平保持高位震荡，斜率延续“倒挂”。中国在“宽货币+紧信用”政策组合下，经济复苏动能有所减弱，国债收益率整体呈现“牛平”态势。未来，在美国政策收紧背景下，新兴经济体面临滞胀、资本外流、货币贬值等一系列风险；中国在经济增速继续回归常态化水平过程中，国债收益率或将延续下行，但财政发力将抑制下行空间。
- 2021 年第二季度，中美 10 年期国债利差上行 18BP 至 163BP。未来，由于中美经济走势和宏观政策不同，中美国债利差或将收窄。
- 2021 年第二季度，主要发达经济体和新兴经济体信用利差处于历史低位，有小幅下行，主要得益于全球经济复苏和流动性保持宽松。展望未来，若市场流动性发生变化或政策收紧，信用利差或将有所抬升。相对发达经济体，新兴经济体经济复苏更具不确定性，信用利差抬升的概率和幅度也相对更大。
- 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）。2021 年第二季度，持有 10 年期中国国债相对其他期限来说，收益最高。
- 外国投资者一直是持有美国国债份额最大的。2020 年，外国投资者持有份额为 29.26%，较去年有明显下降；货币当局持有份额为 21.68%，比

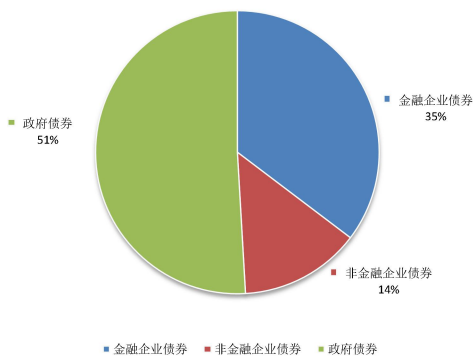
去年同期大幅飙升 8.6 个百分点。

- 中期国债在美国国债中占据主导地位。2020 年，美国短期国债占比显著上升，中期和长期国债占比均有下降。美国国债期限结构主要受量化宽松政策和利率水平的影响。当经济金融遭遇危机，开启量化宽松政策时，短期国债占比急剧上升；其余期间，当利率上行时，中长期国债发行成本抬升，占比下降；当利率下行时，中长期国债发行成本下降，占比上升。

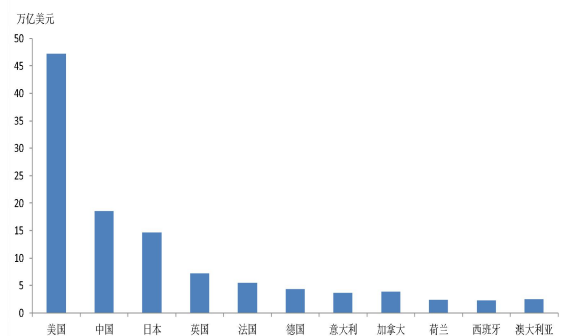
## 一、全球债券市场发展

### （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 161%，其中 35% 的规模在美国；前四大债券市场中，美国、日本和英国债券余额占 GDP 比重均超过 200%。截至 2020 年第四季度，全球未偿债券余额（含国内、国际债券）为 136.51 万亿美元，同比上升 15.70%，环比上升 4.37%。其中，政府债券占比 51%，金融企业占比 35%，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 47.2、18.6 和 14.7 万亿美元，与 2019 年同期相比分别增加 14.56%、26.01% 和 14.45%。美国约占全球债券市场未偿余额的 34.6%，三者之和约占全球债券市场未偿余额整体规模的 59.0%。



附图 1 全球未偿债券余额结构

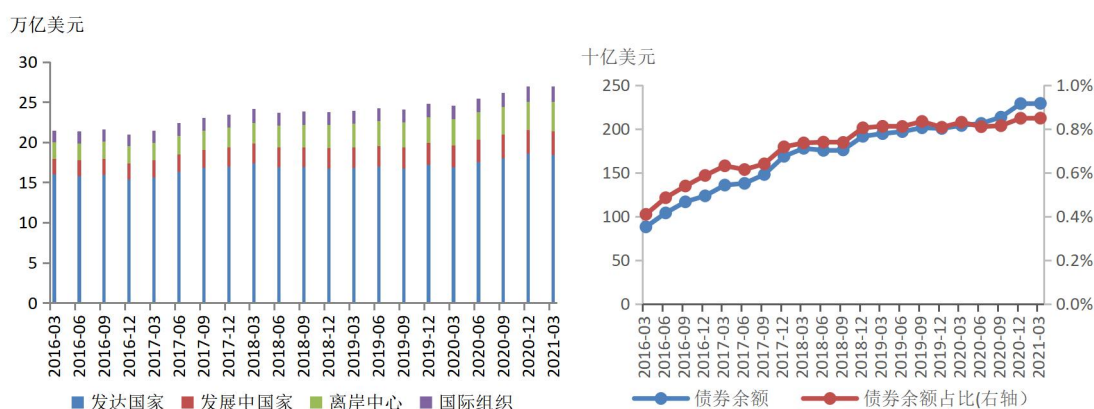


附图 2 全球主要国家未偿债券余额

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 20% 为国际债券<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。其中发达国家占国际债券未偿余额的 68.2%。截至 2021 年第一季度，国际债券未偿余额总体规模为 26.99 万亿美元，约占全部债券未偿余额的 19.77%。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 68.2%，其占国际债券未偿总金额的比例由 2010 年第一季度的 83.5% 逐步下降为 2019 年第三季度的 69.5%，之后稳定在 69% 左右。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 2021 年第一季度末的 3.00 万亿美元，占总规模的比例也从 4.7% 上升到 11.1%。其中，截至 2021 年第一季度，中国国际债券余额为 2292 亿美元，占总规模的比例为 0.85%，与上个季度持平。



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

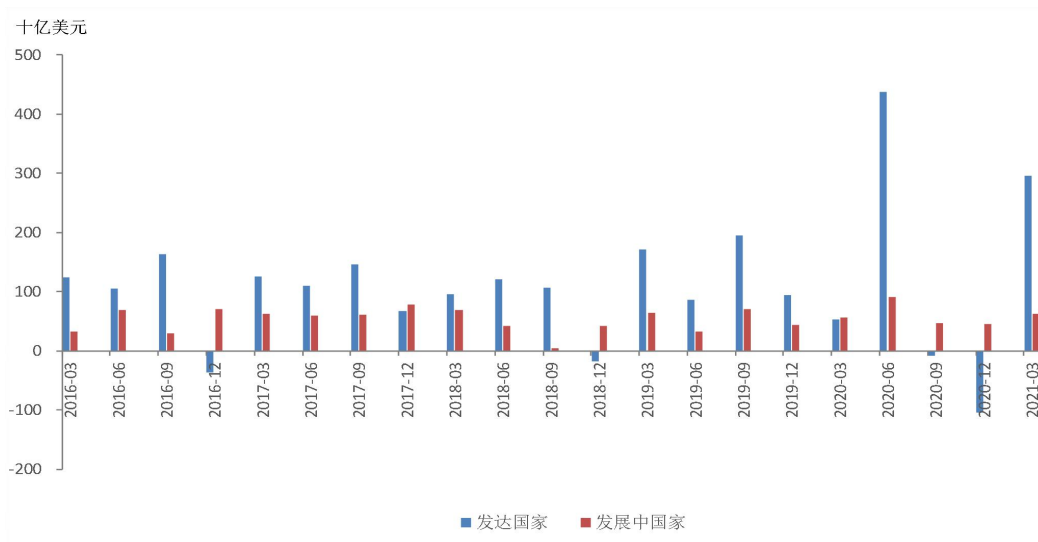
注：国际债券余额为 2020 年第四季度公布数据。

数据来源：BIS。

## (二) 全球债券市场发行量

2021 年第一季度发达国家和发展中国家国际债券净发行均有所抬升，尤其是发达国家增长明显，由负转正。随着全球经济复苏，2021 年第一季度国际债券净发行显著增加。其中，主要发达经济体净发行由上季度-1044 亿美元转为 2950 亿美元，发展中国家净发行 629 亿美元，环比增加 38.0%。

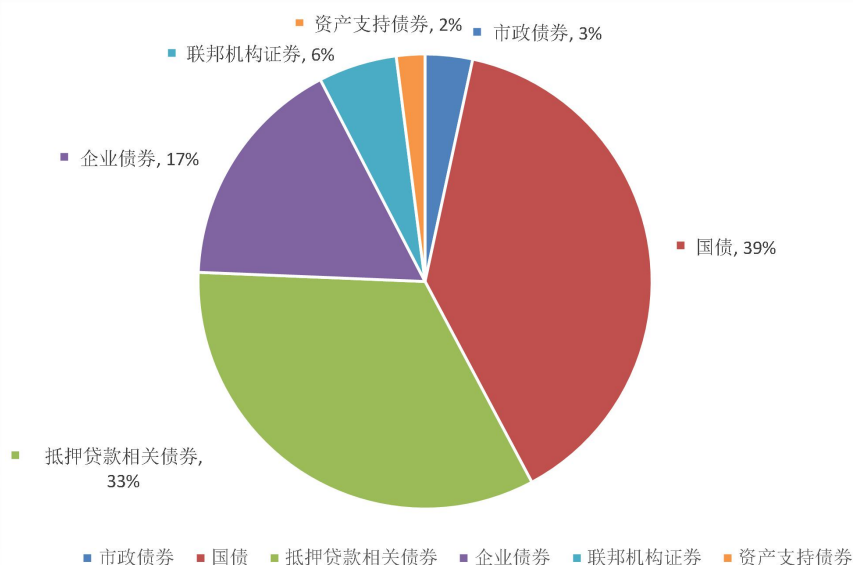
<sup>1</sup> 发行人居住地如与证券注册地、发行法规颁布地、挂牌市场所在地三项中的任一项不符，则视为国际债券。



附图5 国际债券净发行额

数据来源：BIS。

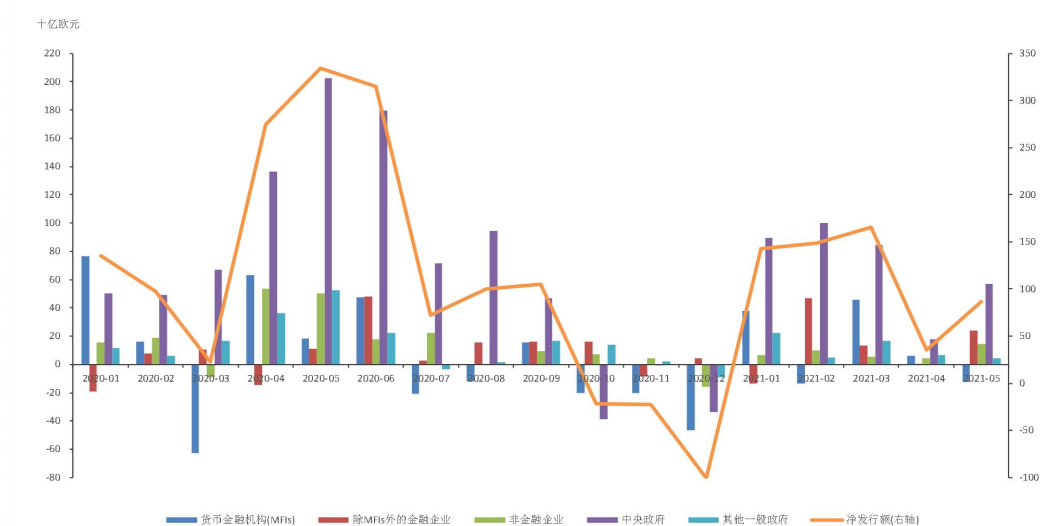
2021年1-6月美国债券总体发行6.76万亿美元，规模较2020年同期上升19.6%。2021年上半年，美国仍实施宽松货币政策，保持每月1200亿美元的购债计划(包括800亿美元国债和400美元MBS)，美国债券发行仍处于历史高位，总发行规模为6.76万亿美元，同比上升19.6%。从结构上看，国债和抵押贷款相关债券发行量最高，分别为2.63万亿和2.26万亿美元，同比增加58.9%和47.3%；市政债券和资产支持证券也小幅增加8.4%和6.8%；企业债券和联邦机构证券同比小幅下降。



附图6 2021年1-6月美国债券市场的发行构成

数据来源：WIND。

2021年1-5月欧元区债券净发行5791亿欧元，同比下降33.03%，但仍处于历史高位。其中，中央政府债券净发行占净发行总额比重为60.2%。2021年1-5月，欧元区财政和货币政策继续实施，包括每月200亿欧元APP（资产购买计划，比去年疫情期间每月减少120亿欧元）和总额1.85万亿欧元的PEPP（抗疫购债计划），每月各类债券净发行额基本保持正值。同时疫苗接种助力欧元区经济开始恢复，欧元区债券净发行相对2020年下半年有明显增加，2021年1-5月净发行额5791亿欧元。其中，政府类债券净发行4031亿欧元，占比近70%，中央政府债券和其他一般政府债券分别占比60.1%和9.5%；非金融企业债券和金融机构债券净发行转正，但两者同比下滑，显示欧元区经济缓慢复苏。



附图7 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

2021年第二季度，在通胀预期回落、新冠变种病毒干扰和货币政策保持宽松的背景下，发达经济体国债收益率水平基本保持下行态势；欧元区得益于疫苗接种加快和重新开放速度超过市场预期，投资者对欧元区复苏信心增强，欧元区公债收益率温和上升。同时，在各国基准利率保持不变，压制国债短端利率，国债收益率曲线斜率随水平同向波动。

2021年第二季度，美国国债收益率曲线呈现“牛平”态势。其中，收益率曲线水平在第二季度迅速降至0.81%，下行8BP；与此同时，曲线斜率走平。2021年第二季度，美国经济复苏不均衡以及流动性过剩主导国债利率走势，引导美国10年国债收益率下行29BP，至1.45%。首先，从基本面上看，制造业和非制造业PMI虽然处于荣枯线以上，但二季度数据大都低于3月份，表明经济复苏的强度有所弱化；美国通胀连续三个月超预期，但美联储多次强调高通胀只是暂时的，导致通胀预期不断下行；在高通胀的同时，美国就业不容乐观，6月份失业率为5.9%，比3月份仅仅降低0.1个百分点。从政策面来看，货币政策保持稳定，基准利率和购债规模保持不变，但拜登政府数万亿美元的财政刺激计划面临阻力。从市场交易面看，在QE基础上，财政存款由2021年2月份1.6万亿美元缩减至6月份的8000亿美元左右，释放资金约8000亿美元，导致美元流动性过剩，美联储“技术性上调”IOER与ONRRP。在上述因素的综合影响下，美国国债收益率曲线呈现“牛平”态势。进入2021年7月份，在变种病毒和财政存款支出形成的美债供需缺口的影响下，美国国债收益率加速下行，最低跌至1.19%。展望未来，美国债务上限问题短期内料将解决，美债供需缺口改善，财政存款回升或将触发流动性拐点；同时，随着失业救济金停止发放和学校复学推动家长返岗，美国就业市场或将修复，在美联储货币政策转向的预期下，美国国债收益率或将扭转上行。在货币、财政政策纷纷退潮，新的财政刺激政策面临阻力的条件下，美国经济复苏的乐观程度较难超越3月末，美债收益率也将难以突破前期高点。

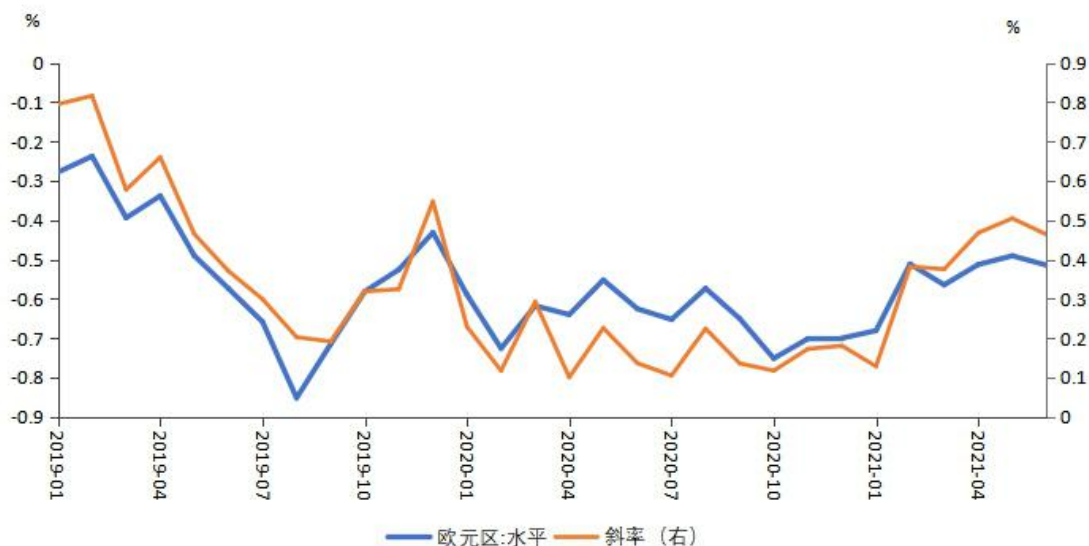
2021年第二季度，日本国债收益率整体呈现“牛平”走势。其中，水平仍处于负区间，在二月份小幅下行2BP，至-0.07%；斜率随水平同向波动。2020年第二季度，受疫情影响，日本经济复苏形势依然严峻，复苏势头疲软，主导国债利率走势，引导日本10年期国债收益率下行至0.07%。首先，从基本面上来看，日本进出口恢复明显，但是投资和消费疲软，制造业和服务业PMI均低于3月；通胀仍处于低位，6月CPI同比为0.2%。从政策面来看，日本仍保持基准利率不变，同时继续开展收益率曲线控制，10年期国债维持在0%附近。进入2021年7月份，日本首都圈疫情再次升级，日本东京都第四次进入紧急状态，经济下行压力加大，10年期国债收益率跌至0.01%。展望未来，受疫情反复影响，日本



经济恢复势头有所减弱。在日本通胀预期上调，以及美联储货币收紧的背景下，日本国债收益率或呈现震荡小幅上行态势。

**2021年第二季度，欧元区公债收益率曲线与美日不同，整体呈现“熊陡”走势。其中，水平仍处于负区间，温和上行5BP，升至-0.51%；斜率随水平同向小幅波动。2021年第二季度，得益于疫苗接种加快和经济重现开放，欧元区经济温和复苏，主导公债收益率走势，引导10年期公债收益率上行10BP，至-0.20%。从基本面来看，2021年第二季度，欧元区制造业和非制造业PMI持续回升，在6月份分别达到62.6和60.40；Sentix投资者信心指数由3月份13.10升至6月份29.80；同时，欧元区通胀持续回升，高于市场预期。从政策面来看，欧元区财政和货币政策继续实施。展望未来，在疫情影响逐渐弱化，欧元区财政金融政策持续实施，欧元区经济复苏或将加快，收益率也将随之上行。**





附图 8 主要发达经济体国债收益率曲线情况

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

2021 年第二季度，由于大宗商品价格反弹以及全球经济复苏提振出口，部分新兴经济体经济步入复苏进程，但同时普遍面临高通胀风险，俄罗斯和巴西继续采取加息政策，国债收益率整体呈现“熊平”态势；印度由于疫情对经济的拖累，对加息政策保持谨慎，收益率小幅震荡，整体呈现“牛平”态势；土耳其保持超高的基准利率，国债收益率在高位震荡，同时曲线保持“倒挂”状态。未来，新兴经济体持续面临高通胀的压力，或将出现“滞涨”；若美联储开启货币紧缩政策，新兴经济体资本外流、货币贬值压力或将进一步凸显。而中国在“宽货币+紧信用”政策组合下，经济复苏动能有所减弱，国债收益率整体呈现“牛平”态势。

2021 年第二季度，印度国债收益率曲线整体呈现“牛平”态势，但在三月份有小幅回调。其中，水平由 3 月末 5.44% 跌至五月末 5.30%，三月末又小幅回调至 5.41%；斜率随水平同向波动。2021 年第二季度，印度经济深受疫情和通胀的影响，主导国债收益率走势。4 月，印度日增新冠确诊病例数连创新高，重新实施封锁；在食品和燃料成本上升推动下，5 月份和 6 月份印度通胀水平均超过 6%，连续两个月高于央行设立的 6% 通胀上限。2021 年第二季度，印度制造业和服务业 PMI 连续下降，6 月份已分别降至 48.10 和 41.20。在疫情影响下，印度 10 年期国债收益率由 3 月末的 6.18% 降至 5 月底的 5.97；之后在通胀的驱

动下，又升至6月底6.05%。同时，印度基准利率保持不变，国债收益率曲线短端保持相对稳定，曲线斜率随水平同向波动。未来疫情变化和通胀高企仍是印度经济复苏面临巨大挑战。

**2021年第二季度，俄罗斯国债收益率曲线延续“熊平”态势。其中，水平上行54BP，至6.94%。**2021年第二季度，俄罗斯国债收益率由高通脹所引发的加息政策主导。由于石油价格大幅反弹，俄罗斯经济不断好转，经济已经在二季度达到疫情前水平，但迅速增长的需求和产能扩张速度不足正在持续推升通胀，6月CPI同比已升至6.5%，创2016年8月以来最高。为了抑制高通脹风险，年初以来，俄罗斯央行已加息四次（3月、4月、6月和7月），累计加息225BP。加息政策对收益率的影响，一方面，直接影响短端利率持续上升；另一方面，通过收益率曲线传导至长端，驱动长端上行，同时，加息通过影响经济复苏强度，抑制长端上行幅度。综上，2021年第二季度，俄罗斯国债收益率曲线呈现“熊平”态势。同时，需要关注俄罗斯与美欧之间的地缘政治冲突，2021年4月美国对俄罗斯制裁升级，宣布“封锁”俄罗斯经济任何领域，具体包括一系列的做法，例如，自6月14日起，美国将禁止该国任何金融机构参与以卢布计价的俄罗斯主权债券一级市场。未来俄罗斯经济面临的高通胀，以及与美欧间的地缘政治紧张关系将为俄罗斯经济复苏的风险所在。

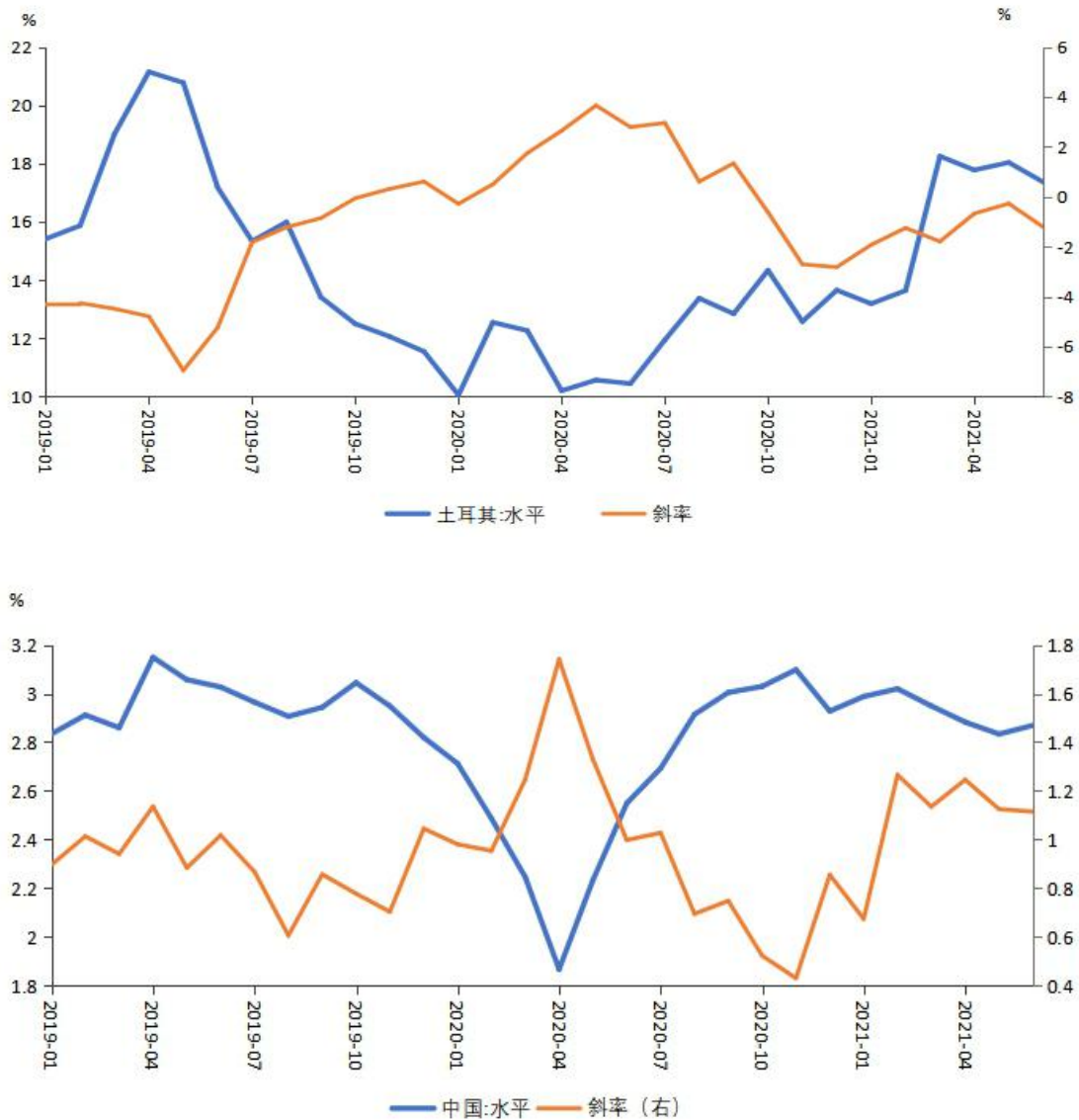
**2021年第二季度，巴西国债收益率曲线整体延续“熊平”态势。其中，水平上行12BP，至8.00%。**2021年第二季度，巴西国债收益率走势主要受通胀和货币政策影响。由于大宗商品价格上涨以及世界经济复苏提振巴西出口，巴西二季度经济逐步复苏。其中，制造业和服务业PMI分别上涨至56.40和53.90，工业生产指数同比也保持两位数增长。但是通胀持续高涨，6月份CPI同比升至9.22%，远高于通胀率管理目标中值3.75%，同时失业率仍保持高位（一季度失业率为14.7%）。为抑制持续的高通胀，年初以来，巴西央行已加息三次（3月、5月和6月），累计加息225BP，驱动国债收益率呈现“熊平”态势。未来，疫情变化、通胀攀升、失业率高企以及发达经济体复苏负外溢性增加巴西经济复苏难度。

**2021年第二季度，土耳其国债收益率曲线水平在18%的高位震荡，同时曲线延续“倒挂”状态。**2021年第二季度，土耳其仍面临持续超高通胀的影响，

2021 年以来，土耳其 CPI 同比基本保持在 15%以上，6 月份甚至飙升至 17.53%，为抑制通胀，土耳其基准利率在 3 月份上调至 19%。在此背景下，土耳其国债收益率水平基本保持在 18%，同时，曲线斜率保持负值。此外，需关注土耳其里拉兑美元在前期大幅贬值的基础上，第二季度又进一步贬值 4%。未来，疫情变化、高通胀以及货币贬值是巴西经济面临的重大挑战。

2021 年第二季度，中国国债收益率小幅下行，整体呈现“牛平”态势。其中，曲线水平保持在 2.80%和 2.90%之间波动。2021 年第二季度，在“宽货币+紧信用”政策组合下，经济复苏动能有所减弱，主导利率走势。首先，从基本面上来看，指标表明二季度中国经济持续复苏，尤其是外贸保持强劲态势，进出口同比每月均超过 30%，但多数指标均弱于 3 月份，表明经济动能方向不变，但反弹斜率有所弱化。例如，制造业和非制造业 PMI 处于荣枯线以上，但均低于 3 月份。社会消费品零售总额、固定投资额、社会融资规模和 M2 增速，均呈现相同的特征。市场对于经济增长预期由 3 月份的过度乐观有所降温，引导收益率水平下行；从物价水平来看，由于大宗商品价格强劲反弹，PPI 同比飏至次贷危机以来的最高水平，最高达 9%，CPI 同比则在 1%左右波动，对通胀的担忧也引导收益率水平在 4 月一度反弹；从政策面来看，当局采取“宽货币+紧信用”的政策组合，一方面，保持市场流动性合理充裕，资金面偏松；另一方面，宏观降杠杆的政策要求下，防范地产泡沫和政府债务风险，地产和基建投资放缓，债市出现资产荒。展望未来，随着海外供给修复，海外需求下降，叠加国内需求受地产和基建拖累，未来经济仍面临较大下行压力。同时，在 PPI 高企和最终需求较弱的背景下，下游企业，尤其是中小微企业经营压力凸显，央行在 7 月降准 0.5 个百分点，释放 1 万亿长期资金，未来货币政策可能仍持宽松，以配合中央降低实际经济融资成本的要求。在经济下行，货币宽松预期下，未来中国国债收益率或将保持下行。同时，应关注制约利率下行的因素：为对冲经济下行，下半年财政发力，政府债券供给增加；海外尤其是美国收紧货币政策等。在考虑到，7 月降准后，10 年期国债利率已快速下行 24BP，至 7 月底的 2.84%，未来下行空间有限。





附图9 部分新兴经济体国债收益率曲线情况

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

2021年第二季度，中美国债利差短端延续收窄，长端则反弹上行。其中，中美国债3月期利差下降16BP，至183BP；10年期利差上行18BP，至162BP。就收益率曲线短端来看，第二季度由于中国宽松资金面，3月期国债利率保持下行，而美国3月期国债利率则保持稳定中美3月期国债利差下降16BP；就收益率曲线长端来看，第二季度，中国10年期国债收益率下行幅度低于美国，中美利差上行18BP。展望未来，中美经济基本面和政策走势不同，中美国债利差或将收窄。



附图 10 中美国债利差情况

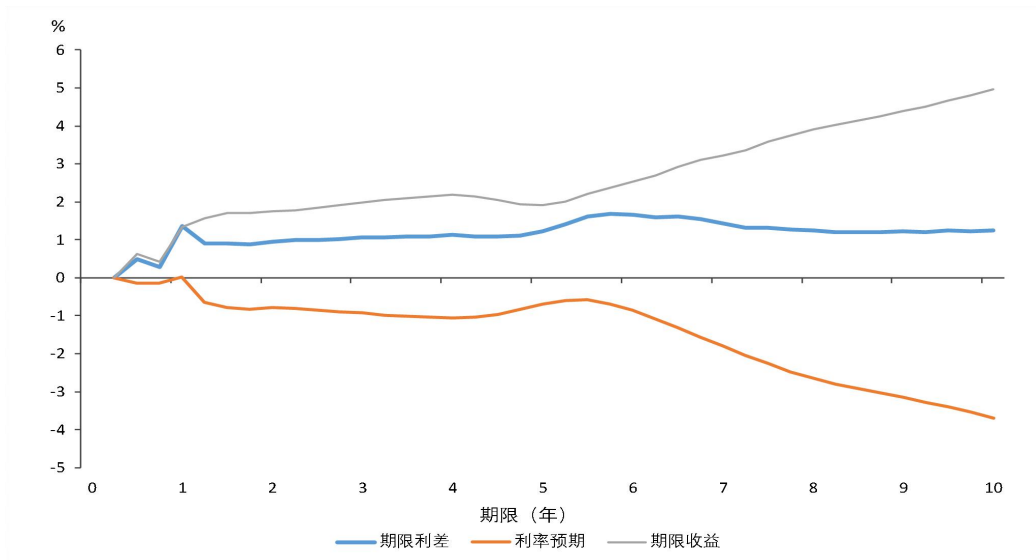
注：利差等于中国国债对应期限收益率减去美国国债对应期限收益率。  
数据来源：WIND。

#### 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 2021 年 3 月末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 2021 年 3 月末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，由于持有期利率下行，利率预期部分为负，期限收益部分为正。在 2021 年第二季度期间，持有 10 年期国债的收益相对其他期限来说，收益最高。



附图 11 2021 年 3 月末期限利差分解情况

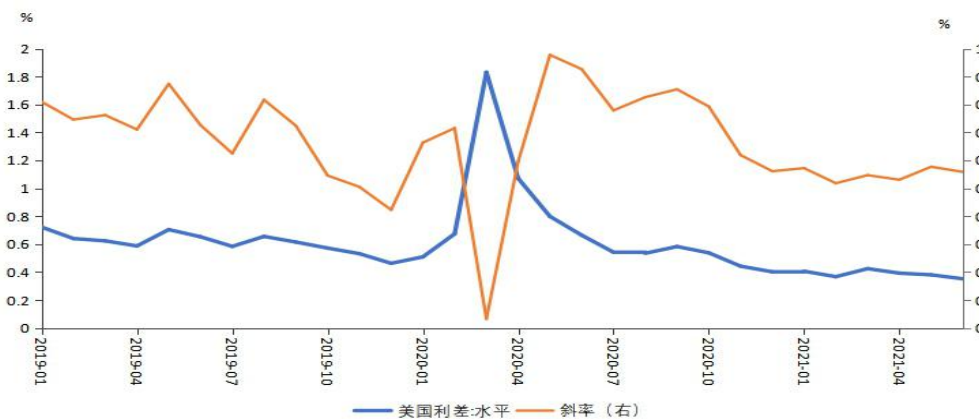
数据来源：中债估值中心、国家金融与发展实验室。

## (二) 信用利差曲线情况

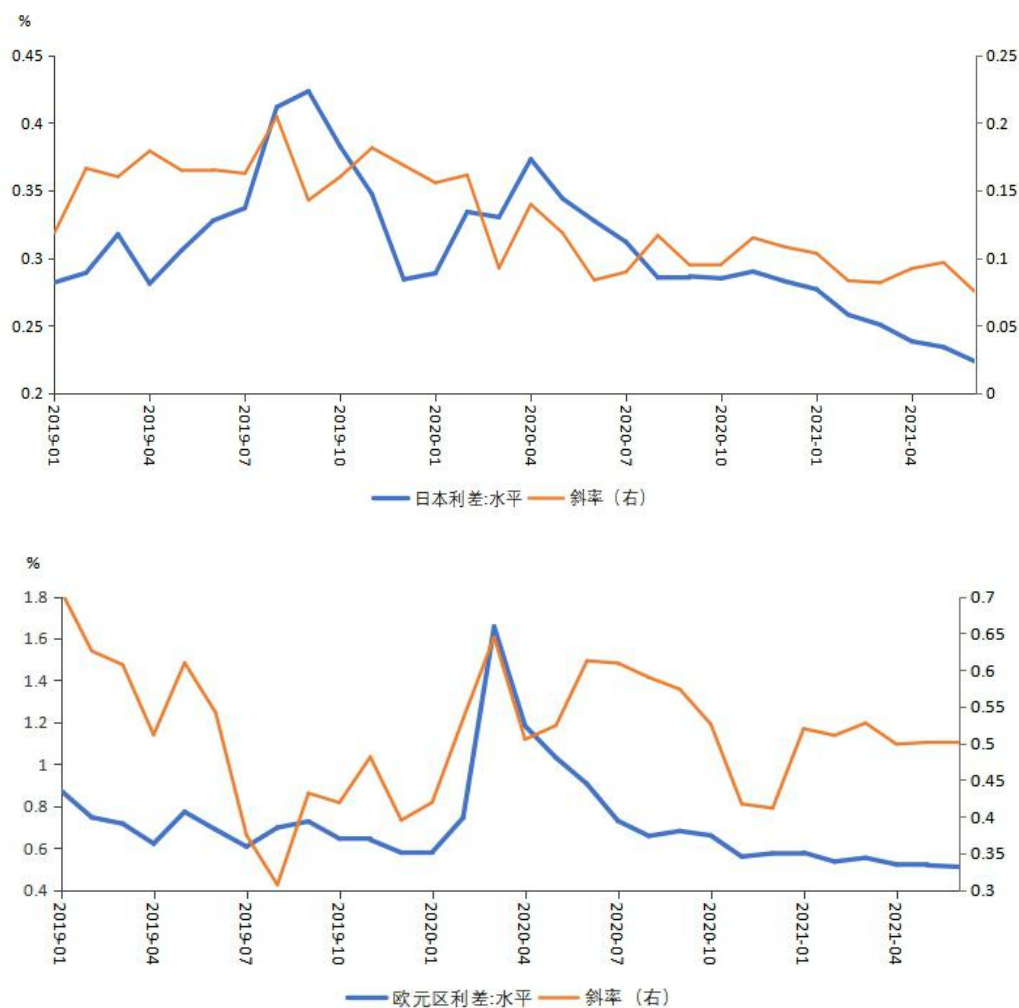
本文中，信用利差曲线指同一信用等级、不同期限信用债收益率与对应期限国（公）债收益率曲线的利差组成的一条曲线。

### 1. 发达经济体信用利差曲线情况

2021 年第二季度，主要发达经济体信用利差处于历史低位，保持小幅下行。其中，美国信用利差水平由 0.42% 降至 0.35%，日本信用利差水平由 0.25% 降至 0.22%，欧元区信用利差水平由 0.55% 降至 0.51%。2021 年第二季度，发达经济体经济延续复苏态势，市场流动性保持宽裕，信用利差水平在历史低位保持震荡下行。展望未来，在市场流动性保持宽裕的情况下，发达经济体信用利差或将保持稳定；若流动性收紧，信用利差水平或将抬升。







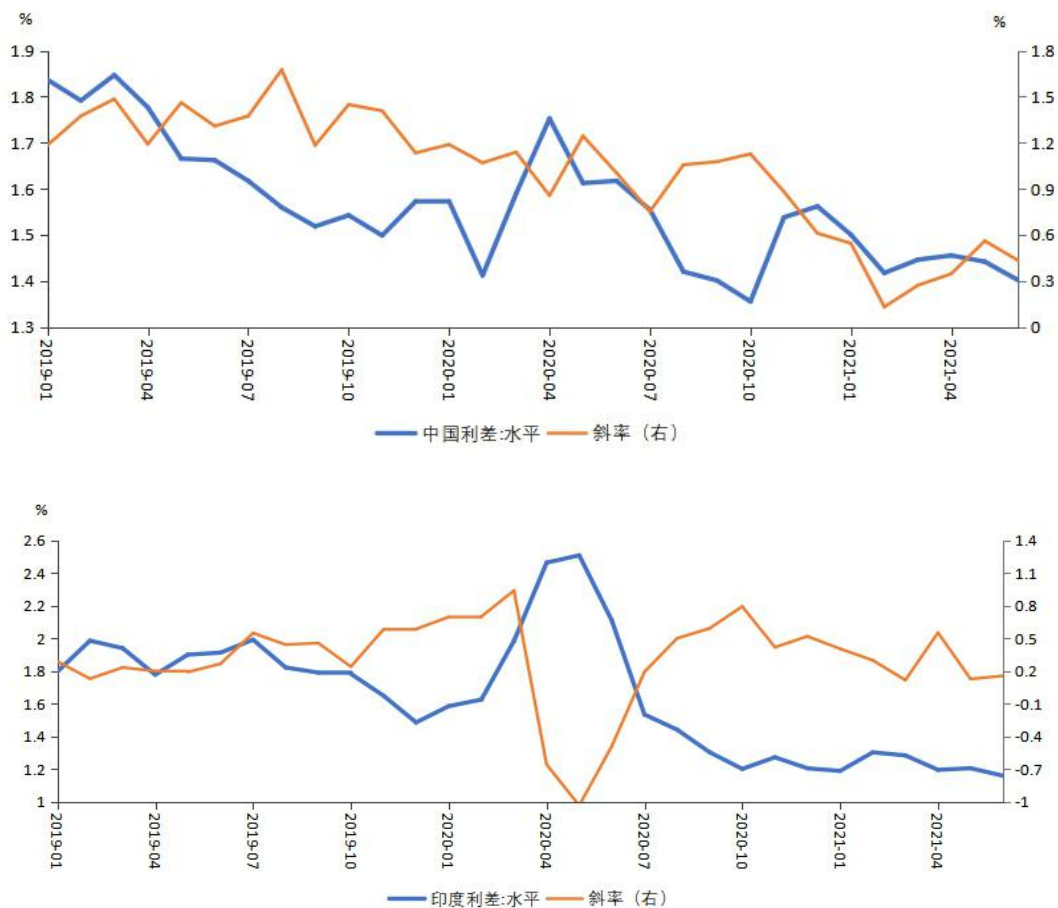
附图 12 主要发达经济体利差曲线情况

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

2021 年第二季度，中国和印度信用利差处于历史低位，有小幅下行。其中，中国信用利差水平由 1.45% 降至 1.40%；印度信用利差水平由 1.28% 降至 1.15%。2021 年第二季度，中国紧信用、宽货币的政策组合，造成一定程度的资产荒，在市场流动性保持宽裕的条件下，引导信用利差收窄。全球经济复苏提振印度出口，同时在基准利率保持低位条件下，印度信用利差水平也小幅下行。展望未来，中国信用利差走势将由市场流动性和基本面主导，在流动性边际调整或经济增速明显下行的条件下，信用利差或将有所抬升。同时，新兴经济体面对疫情冲击和高通胀，经济复苏压力加大，政策空间进一步被压缩的背景下，信用利差或将有所抬升。



附图 13 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

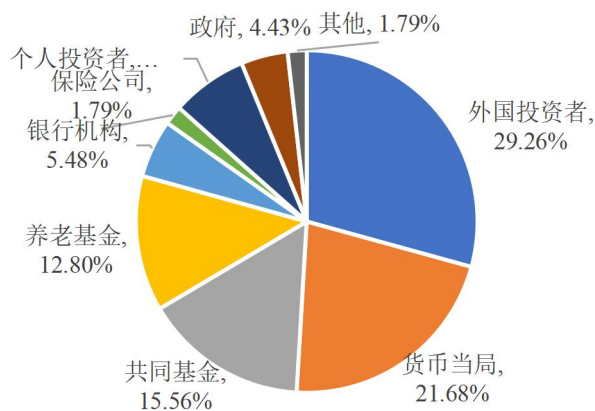
中美经济复苏节奏不同，政策调控应坚持“以我为主”。随着美国经济复苏和通胀高企，市场上对美联储货币政策回归正常化的预期也在提升。当前，我国经济增速基本回落至新常态水平，未来经济下行压力较大。主要体现在：第一，上半年亮眼的外贸数据难以持续。由于全球经济复苏和海外供给尚未完全修复，上半年中国进出口数据保持强劲的增长。但新出口订单指数进入二季度以来，持续回落，该指标领先出口数据 1-2 个季度，显示未来外需下降，原因在于海外供给修复和欧美等国的宏观扩张政策的收敛（如拜登基建计划面临重重阻力）。第二，内需仍显不足。经测算，2021 年上半年社会消费品零售总额季调环比、实际增速平均值低于疫情前。同时，上半年降杠杆和防风险的背景下，基建和地产

投资放缓进一步拖累内需。第三，中小微企业压力凸显。今年上半年，PPI 平均上涨 5.1%，二季度 PPI 同比涨幅明显在扩大，对中下游行业的成本形成了很大压力，挤压了企业的利润空间。在需求疲软条件下，中小微企业经营和融资压力凸显。此外，疫情反复和美国对中国的持续打压，也影响经济复苏持续性。面临上述挑战，中国应进一步完善促消费政策，扩大内需，降低实体经济综合融资成本，这就需要加大财政支持力度，同时辅以偏松的货币政策。同时，基数效应会增大今年宏观经济金融指标的波动性，政策应立足当前、着眼长远，做好跨周期调节，应对好可能发生的周期性风险。

#### 四、专题：美国国债持有者结构和期限结构

##### (一) 美国国债持有者结构

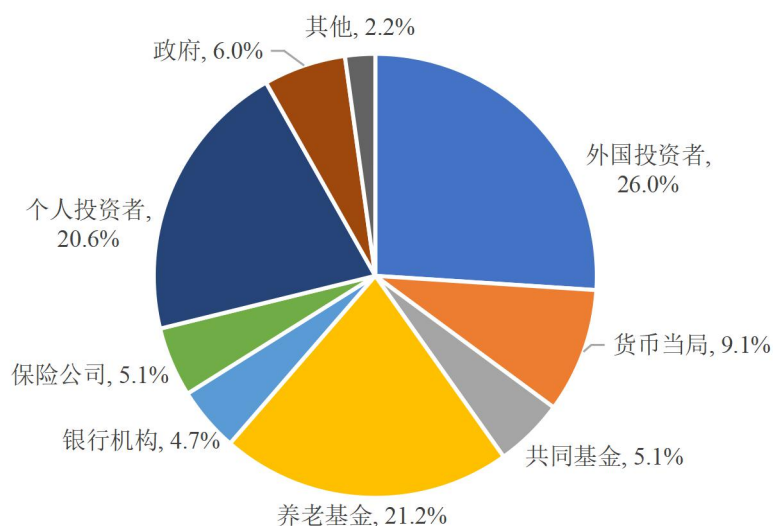
2020 年末，持有美国国债份额最多的为外国投资者，占比为 29.26%，持有规模同比略有上升，但份额有明显下降；其次为货币当局，占比为 21.68%，比去年同期大幅飙升 8.6 个百分点。2020 年，美国是全球疫情最严重的国家，为应对疫情，财政部发行海量国债，存量余额 19.4 万亿美元大幅增至 24.5 万亿。同时，美联储开启“无限量”的量化宽松政策，大肆购买美国国债和 MBS，资产负债表规模由年初 4.17 万亿美元，大幅扩张至年末 7.36 万亿美元。其中，持有的美国国债由 2.54 万亿美元，增长至 5.31 万亿美元，增幅超过一倍，份额由 13.08% 增至 21.68%。与此同时，国外投资者持有美国国债由 6.81 万亿美元，仅仅增加 0.36 万亿至 7.17 万亿美元，份额由 35.07% 降至 29.26%。



附图 14 2020 年末美国国债持有者结构

数据来源：美国证券业及金融市场协会。

1996年开始有美国国债持有者结构数据。1996年末，美国国债规模为4.3万亿美元。其中，持有份额最大的为外国投资者，规模为1.1万亿美元，占比为26.0%；其次养老金(9000亿美元、占比21.2%)和个人投资者(8990亿美元、20.6%)；后面依次为货币当局(3910亿美元、9.1%)、政府(2570亿美元、占比6.0%)，以及保险公司(2190亿美元、占比5.1%)、共同基金(2180亿美元、占比5.1%)以及银行机构(2030亿美元、占比4.7%)。



附图 15 1996 年末美国国债持有者结构

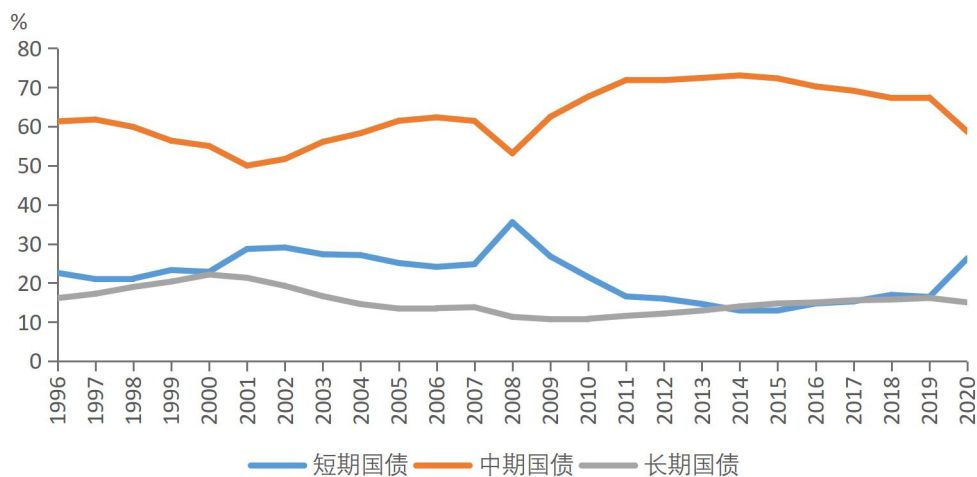
数据来源：美国证券业及金融市场协会。

## (二) 美国国债期限结构

2020年美国短期国债占比显著提升，由16.4%升至26.3%；同时，中期国债占比有明显下降，长期国债占比小幅下降。2020年，为应对疫情，美国国债规模飙升，各个期限国债规模均有不同程度的增加。其中，短期适销国债由2.41万亿增至4.97万亿美元，增幅达105%，占比由16.4%升至26.3%；中期适销国债由9.93万亿增至11.10万亿美元，同比增加12%，占比由67.4%降至58.7%；长期适销国债由2.38万亿增至2.84万亿美元，同比增加19%，占比由16.2%降至15.0%。需要说明，数据来源于美国证券业及金融市场协会，只考虑适销国债，且剔除了TIPS和浮动利率国债部分。

纵向来看，国债期限结构主要受量化宽松政策和利率走势的影响。在经济金融面临重大危机，需要借助宏观政策刺激，开启量化宽松政策时，政府通常会急

剧增加短期国债发行，使得短期国债占比飙升，比如 2008 年次贷危机和 2020 年新冠疫情冲击。此后，短期国债占比逐渐恢复正常。其余期间，国债期限结构主要受利率政策的影响，当利率下行时，中长期国债发行成本相对下降，占比通常上升，如 2001—2005 年/2009—2014 年；当利率上行时，中长期国债发行成本相对抬升，占比通常下降，如 2015—2018 年。



附图 16 美国国债期限结构

注：只考虑适销国债，且剔除 TIPS 和浮动利率国债。

数据来源：美国证券业及金融市场协会。

## 附件二：指数和行业估值分析

2021 年第二季度，中美股市普遍上涨。在第一季度的“再通胀交易”退潮之后，成长股和价值股继续分化。其中纳斯达克指数和创业板指数继续新高。

我们通过计算指数收益率与无风险收益率的差值，对比了沪深 300 指数、创业板指、标普 500 指数和纳斯达克指数包含未来净利增速预期的风险溢价。我们使用整体法，即指数整体市盈率的倒数代表指数的预期收益率，使用过去五年平均十年期国债收益率作为无风险收益率。风险溢价越低意味着投资该指数的收益风险比较低，从计算结果来看，创业板指的风险溢价处于相对低位，而沪深 300 指数的投资性价比最高，美国标普 500 指数和纳斯达克指数的投资性价比居中。

Q1:

	2021 E	2022 E	2023 E
沪深 300	4.52%	5.31%	6.03%
创业板指	-1.25%	-0.76%	-0.24%
SP500	2.63%	2.95%	3.47%
NASDAQ	1.24%	1.59%	2.15%
沪深 300 EPS 增速	20.20%	30.05%	25.94%
创业板指 EPS 增速	57.57%	30.05%	25.94%
标普 500 EPS 增速	36.55%	7.13%	10.48%
纳斯达克 EPS 增速	270.98%	10.59%	15.97%
中国十年国债收益率	3.29%		
美国十年国债收益率	1.98%		

Q2: 行业净资产收益率和净利增速汇总及行业展望

➤ 申万 28 个行业净资产收益率汇总 (%)

板块	ROE 2018	ROE 2019	ROE 2020	三年平均 ROE
SW 食品饮料	20.55	20.55	21.10	20.73
SW 建筑材料	17.56	16.16	15.86	16.53
SW 家用电器	14.71	16.98	16.07	15.92
SW 农林牧渔	4.39	15.22	16.91	12.17
SW 房地产	13.54	12.49	10.09	12.04
SW 银行	12.64	11.90	10.60	11.71
SW 钢铁	16.08	8.34	7.90	10.77
SW 非银金融	8.28	11.83	9.28	9.80
SW 建筑装饰	10.12	9.21	8.77	9.37
SW 医药生物	9.37	8.48	9.58	9.14
SW 化工	10.11	6.20	7.35	7.89

SW 汽车	9.29	6.73	6.38	7.47
SW 公用事业	6.64	6.81	8.44	7.30
SW 电子	6.80	7.06	7.71	7.19
SW 采掘	7.80	7.43	5.44	6.89
SW 轻工制造	5.47	6.07	8.37	6.64
SW 休闲服务	9.58	9.33	0.50	6.47
SW 商业贸易	8.58	6.96	2.43	5.99
SW 机械设备	4.50	5.06	8.42	5.99
SW 电气设备	3.69	5.36	8.12	5.72
SW 交通运输	7.96	8.08	0.93	5.66
SW 纺织服装	5.67	4.36	3.40	4.48
SW 有色金属	3.93	2.25	5.87	4.02
SW 计算机	3.72	3.67	4.35	3.92
SW 综合	4.13	2.96	1.20	2.76
SW 国防军工	0.82	2.68	4.12	2.54
SW 通信	1.84	-0.42	3.19	1.54
SW 传媒	-4.36	-1.78	0.20	-1.98

(注：三年平均净资产收益率为报告期净资产收益率的算术平均值)

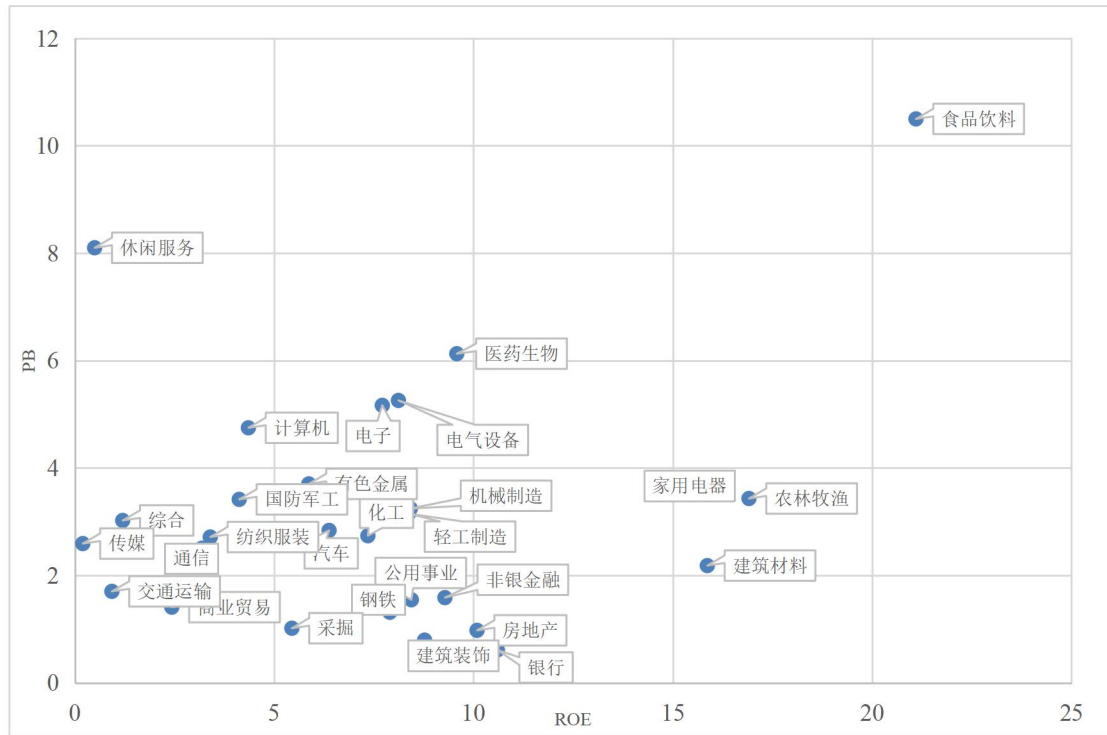
➤ 申万 28 个行业净利增速 (%)

板块	净利增速 2018	净利增速 2019	净利增速 2020	三年平均净利增速
SW 农林牧渔	-49.47	191.27	46.82	62.87
SW 建筑材料	53.58	15.24	18.87	29.23
SW 电气设备	-51.08	45.59	67.64	20.72
SW 食品饮料	20.16	11.26	23.86	18.42
SW 有色金属	-50.78	-46.89	151.21	17.84
SW 非银金融	-28.51	62.49	4.35	12.78
SW 机械设备	-33.76	-1.17	71.90	12.33
SW 电子	-32.28	22.14	39.12	9.66
SW 公用事业	-4.98	1.85	30.91	9.26
SW 家用电器	-13.46	14.30	14.80	5.21
SW 银行	0.53	5.19	7.64	4.45
SW 建筑装饰	0.29	1.22	11.26	4.26
SW 国防军工	-29.16	6.70	34.81	4.12
SW 医药生物	-17.46	-11.41	39.24	3.46
SW 房地产	5.32	7.34	-5.89	2.26
SW 化工	11.18	-40.00	34.06	1.75
SW 采掘	33.83	-5.31	-23.82	1.57
SW 钢铁	26.88	-46.68	8.63	-3.73
SW 轻工制造	-49.20	2.75	29.15	-5.77
SW 传媒	-166.15	35.21	110.85	-6.70
SW 汽车	-28.31	-27.95	5.27	-17.00

SW 计算机	-54.44	-14.54	6.45	-20.85
SW 商业贸易	12.27	-16.47	-65.69	-23.30
SW 通信	-69.59	-252.33	248.14	-24.59
SW 纺织服装	-38.71	-24.90	-19.60	-27.73
SW 综合	20.30	-27.58	-83.58	-30.28
SW 交通运输	-19.47	1.40	-90.82	-36.29
SW 休闲服务	1.24	-10.48	-102.56	-37.27

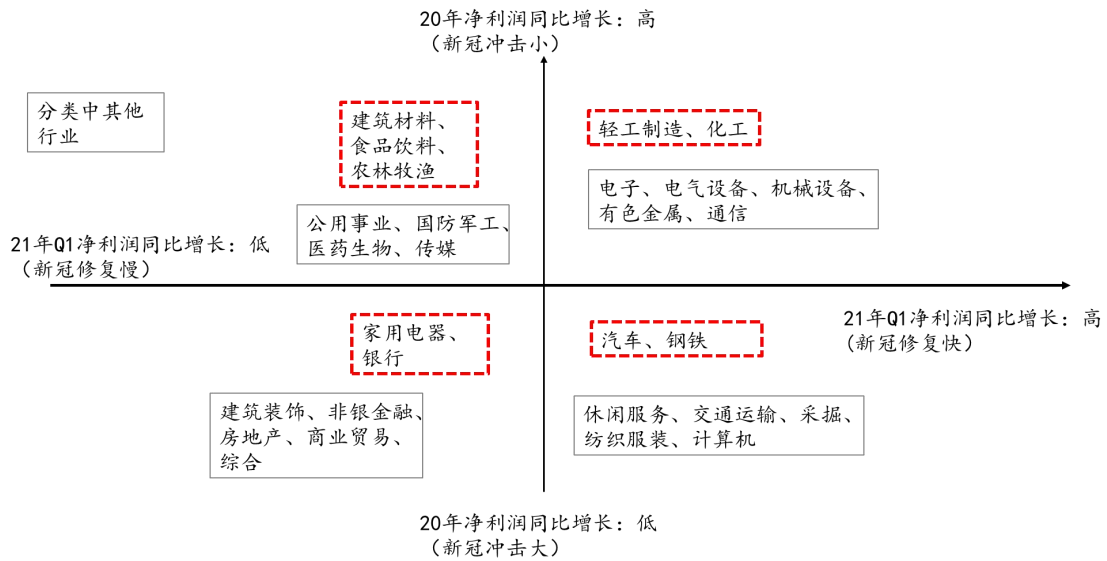
(注：三年平均净利增速为报告期净资产增速的算术平均值)

我们汇总了申万 28 个行业过去三年的净资产收益率 (ROE) 和净利增速，其中三年平均净资产收益率排名前三的行业为食品饮料、建筑材料和家用电器行业；三年平均净利增速排名前三的行业为农林牧渔、建筑材料和电气设备。我们进一步比较了申万 28 个行业的 PB-ROE 分布，图表显示，相对盈利能力强，且净资产溢价相对较低的行业分布主要集中在家用电器，农林牧渔和建筑材料行业。



为分析当下行业在经济复苏周期的景气度，我们用 2020 年净利润同比增速衡量该行业受疫情的影响程度，用 2021 年一季度和 2020 年一季度净利润同比增速来判断行业疫情后利润的修复情况，按序分入四个象限。





第一象限：该象限内的行业 2020 年净利润同比增速高，且 2021 年 Q1 净利润同比增长高，表明该象限内的行业受新冠冲击小且新冠后修复快，业绩韧性较强。这类行业包括轻工制造、化工、电子、电气设备、机械设备、有色金属和通信。其中 2020 年 ROE 较高的为轻工制造和化工；

第二象限：该象限内的行业 2020 年净利润同比增长高，但 2021 年 Q1 净利润同比增长低，表明该象限内的行业受新冠冲击小但新冠后修复慢，抑或行业本身业绩弹性较大。这类行业包括建筑材料、食品饮料、农林牧渔、公用事业、国防军工、医药生物和传媒。其中 2020 年 ROE 较高的为建筑材料、食品饮料和农林牧渔；

第三象限：该象限内的行业 2020 年净利润同比增长低，且 2021 年 Q1 净利润同比增长低，表明该象限内的行业受新冠冲击大且新冠后修复慢，在全市场中相对不景气。这类行业包括家用电器、银行、建筑装饰、非银金融、房地产、商业贸易和综合。其中 2020 年 ROE 较高的为家用电器和银行；

第四象限：该象限内的行业 2020 年净利润同比增长低，但 2021 年 Q1 净利润同比增长高，表明该象限内的行业受新冠冲击大但新冠后修复快。这类行业包括汽车、钢铁、休闲服务、交通运输、采掘、纺织服装和计算机。其中 2020 年 ROE 较高的为汽车和钢铁；

总的来看，受新冠疫情冲击较小，修复动能较快，当前最具景气的板块为化工和轻工制造。往后看，轻工制造和块将更加受益于海外疫情恢复，经济转好下需求端的提振。

## 附件三：数字货币

二季度至今，CBDC 继续快速发展的同时，美联储对 CBDC 的冷淡和对稳定币的青睐使得数字经济时代下的货币竞争赛道仍不清晰。与此同时，巴塞尔委员会提出了一套简洁且精巧的加密资产分类方法以及相应的监管框架，这将影响未来加密资产市场的发展，尤其可能提升稳定币的竞争力。我国应对此保持足够的关注。7月初，滴滴赴美上市风波再次引发国际国内对于科技巨头垄断以及数据资产安全性的担忧。对于数据资产的商业化应用，我们指出，没有非排他性的非竞用性，可能导致更快、更大范围的垄断；同时数据还具有公共属性，可能会造成深远的社会影响，因此应该对数据及相关平台、服务商进行管控。

### 一、数字货币领域的竞争赛道仍不清晰

7月13日，国际清算银行（BIS）年度报告发布。而早在6月23日，该报告的第三部分就已经提前发表，着重讨论了中央银行数字货币（CBDC）的发展，并称其为“货币体系的一次机遇”。BIS 认为，CBDC 作为以数字形式提供央行货币的独特优势。第一，“央行公共产品”是货币体系的基础；第二，CBDC 作为央行的直接债权，不会给支付系统参与者带来任何额外的信用风险；第三，生息的 CBDC 将为央行提供更为直接的货币政策工具，加强货币传导能力。BIS 特别提到，私人部门提供的数字化方案并不一定具有效率优势：当科技巨头进入支付市场时，他们从旗下数字业务条线获得的用户数据可能使他们取得垄断地位，导致其费率最终高于目前信用卡和借记卡公司收取的水平。7月14日，欧洲央行执委会委员发表短文，扼要阐述了数字欧元迄今的进展及未来发展安排，表示其目标是在这两年结束时做好准备，开始开发数字欧元，并以必要程度的审慎推动这一项目。

7月16日，中国人民银行发布《中国数字人民币的研发进展白皮书》（下称《白皮书》），《白皮书》阐明了人民银行在数字人民币研发上的基本立场，阐释了数字人民币体系的研发背景、定义和目标愿景、设计框架及相关政策考虑。《白皮书》对数字人民币进行了明确的定义，即它“是人民银行发行的数字形式的法定货币，由指定运营机构参与运营，以广义账户体系为基础，支持银行账户松耦合功能，与实物人民币等价，具有价值特征和法偿性。”同时，还明确了7点设

计特性，包括兼具账户和价值特征、不计付利息、低成本、支付即结算、可控匿名、安全性和可编程性。此外，我们发现，《白皮书》在研发背景方面的表述值得注意。人民银行除了提及数字经济发展、金融普惠、现金替代、国际竞争等其他央行经常提到的动机以外，还特别表达了对加密货币迅速发展的关注。一方面，人民银行指出了比特币等加密货币缺乏价值支撑、价格波动剧烈、交易效率低下、能源消耗巨大等问题；另一方面，认为商业机构计划推出的全球稳定币“将给国际货币体系、支付清算体系、货币政策、跨境资本流动管理等带来诸多风险和挑战”。

目前，对于比特币等缺乏价值支撑的加密资产，各国货币当局的态度较为一致，都将之作为高风险的投机资产；而对于稳定币和 CBDC 这两条赛道的选择，各国央行的态度却不尽相同，比如美联储对 CBDC 的态度就始终相对冷淡。6 月 28 日，美联储副主席奎尔斯发表演讲，认为基于美联储当前的支付体系，CBDC 对美国来说并非必需品。奎尔斯认为，当前的美元已经高度数字化，并且美联储和银行间的支付服务已经能够提供了一系列有效的支付方式。推行 CBDC 非但不能带来切实的益处，甚至还有可能带来更多的风险。一方面，他并不同意 CBDC 支持者总结的三项益处，即维护美元地位、增强金融普惠和推动数字创新。特别地，奎尔斯指出稳定币的使用甚至还可以降低跨境支付的成本，进一步强化美元的国际地位。另一方面，奎尔斯认为，美联储发行 CBDC 可能带来冲击银行体系和影响银行收益等额外风险，同时，保证 CBDC 的安全性、合法性以及管理 CBDC 都非常昂贵和困难。

总体而言，在当前阶段，全球主要经济体对 CBDC 的研发并未形成难以追赶的绝对差距。虽然我国在落地试点层面先行一步，但比较人民银行发布的《白皮书》、BIS 与美联储等 7 家央行发布的《中央银行数字货币：基础原则与核心特征》和欧央行发布的《数字欧元报告》，数字人民币在内容与技术路线选择方面并未超出其他主要经济体货币当局的考虑范畴——这并非是说数字人民币创新不足，而正是因为它作为全球领跑者，其优点与经验很容易被其他央行学习和追赶。因此，在 CBDC 的赛道上，我国应该继续进行技术研发和应用场景探索，不断完善相关法律基础，保持在这一领域的领先优势，成为事实上的标准制定者。而对于稳定币的赛道，美国强大的私人科技巨头可能会以之为突破口，在货币数

字化方面与中国的 CBDC 路线错位竞争，并主导相关国际规则 and 标准。由于稳定币由私人部门发行，其天然地带有完善的商业网络和扩张激励，可能会在更短的时间内完成基础设施的铺设和场景应用。对于这一趋势，我们应当保持足够的关注。

## 二、巴塞尔委员会对加密资产分类方法和监管框架

6 月 10 日，巴塞尔委员会发布《对加密资产风险敞口的审慎对待》的讨论文件（下称《审慎对待文件》），提出了一套加密资产分类标准，以及对各类加密资产的监管要求，并对其征求利益相关方的意见。我们认为，巴塞尔委员会的《审慎对待文件》提供了一个非常简洁且精巧的加密资产分类方法，而建立在这一分类之上的监管框架则将影响未来加密资产市场的发展。

在分类方面，《审慎对待文件》根据是否有传统资产作为加密资产的价值支撑，将加密资产分为第 1 组和第 2 组两个大类，进而根据在获得与传统资产直接所有权相同的法律权利之前是否需要赎回或转换为传统资产，在第 1 组内区分了 1a 组和 1b 组两个子类。由此，1a 组加密资产被定义为通证化的传统资产（Tokenised Traditional Assets），即通过使用加密、分布式分类账技术(DLT)或类似技术（而不是通过中央证券托管（CSD）或托管人的账户）来记录所有权的传统资产。1b 组是具有稳定机制的加密资产（Cryptoassets with Stabilisation Mechanisms），即“稳定币”。它们可以被兑换或赎回为传统资产，如现金、债券、大宗商品、股票等，且寻求通过稳定机制将加密资产的价值与传统资产或传统资产池的价值联系起来。其中，稳定机制的有效性要求其价值差值不得超过标的传统资产价值的 10 个基点，在一年内不得超过三倍；而引用其他加密资产作为基础资产或者“基于算法的稳定币”不包含在第 1 组加密资产之列。除了上述第 1 组加密资产外，所有其他类型均被划入第 2 组加密资产，其中包括比特币、以太等。此外，中央银行数字货币（CBDC）则不在该文件讨论范围之内。

在监管框架设计上，巴塞尔遵循“相同的风险、相同的活动、相同的处理方式”原则。对于第 1 类加密资产，如果它们与传统资产相比，提供相同的经济功能并构成相同的风险，应受到与传统资产相同的资本、流动性和其他要求。在这以外，由于 1a 组纳入了通证化过程、1b 组涉及兑换与赎回机制，这些与直接持有传统资产的差异，可能产生额外的信用风险和流动性风险。因此《审慎对待文

件》指出，应考虑对这些额外风险进一步追加资本。对于第 2 组加密资产，《审慎对待文件》要求对其多头及空头仓位的最大值适用 1250 风险权重，这意味着，100 美元的风险敞口将产生 1250 美元的风险加权资产，乘以当前 8% 的最低资本要求后，将产生 100 美元的最低资本要求。这是巴塞尔规则中仅次于“不允许持有”外最为严厉的监管标准，且如果考虑到额外的交易对手方信用风险或流动性风险，最终的风险权重可能还要高于 1250%。具体的分类及监管框架如附表 1 所示。

**附表 1 《审慎对待文件》对加密资产的分类及监管框架**

审慎性条件	第 1 组加密资产 (满足分类条件)		第 2 组加密资产 (不满足分类条件)	不在讨论 范围
	1a 组:通证化的 传统资产	1b 组:具有稳定 机制的加密资产 (即稳定币)	不属于第 1 组的加密资 产(如比特币)	中央银行 数字货币
信用和市场风险 要求	资本要求至少相 当于传统资产的 资本要求(进一 步考虑追加资 本)	适用现行规则以 捕捉与稳定机制 有关的风险的新 指引(并进一步 考虑追加资本)	对其多头及空头仓位 的最大值适用基于 1250 风险权重的新的保守审 慎对待	N/A
其他最低要求 (杠杆率、大额风 险敞口、流动性 比率)	适用现有的巴塞尔框架要求和附加指导			N/A
监督审查	确保在最低(第 1 支柱)要求下未捕获的风险得到评估、管理和 适当减轻(包括通过资本附加)的附加指导			N/A
披露	要求银行定期披露有关加密资产敞口的信息的新要求			N/A

《审慎对待文件》作为一份监管框架指引，并未落入甄别加密资产的法律嵌套结构或者技术特征等细节之中，而是直接穿透其资产实质，考虑其价值（从而风险）来源。在这样的分类基础上，形成了逻辑清晰、简明的监管原则。未来，如果这一监管原则转化为巴塞尔体系正式规则的一部分，则它将成为各成员国银行监管的重要标准。对于加密资产市场来说，《审慎对待文件》表现了监管者对这一细分市场的认可和重视，加密资产可能在更多法域内实现合法化，从而扩大市场规模，成为大类资产配置的重要组成部分。而三种分类的不同监管对待，则可能使加密资产的发展产生结构性分化。由于大量的资本占用，包括比特币和以太在内的第 2 类加密资产可能会逐渐失去对银行的吸引力；而通证化的传统资产和稳定币则可能迎来新的发展。

对于我国来说，如第一节中所言，稳定币（即 1b 组加密资产）是一条有别于 CBDC 的货币数字化赛道，包括美国、英国在内的很多国家已经采取开放的态度推进对稳定币的监管立法，比如后者就于 6 月 7 日发布了《新形势的数字货币》讨论文件，其中包含了对稳定币相当“友善”的段落。为此，我国有必要加快推进对加密资产的研究和立法，以更好地应对数字化时代的货币竞争。

### 三、数据资产的公共属性引发安全性担忧与反垄断讨论

2021 年 7 月 2 日，在滴滴赴美上市后第二天，中央网信办发文，对“滴滴出行”实施网络安全审查，同时停止“滴滴出行”新用户注册。事件的发生引起了网络上的广泛热议，曾具有美国军方背景的独立董事以及“为赴美上市将数据交给美国”等说法不断传出并被讨论。不过很明显的是，虽然滴滴在网约车领域占据了绝对优势的市场份额，但民意几乎完全没有被其裹挟，“大而不能倒”并没有发生，数据安全的重要性已经深入人心。

无独有偶，7 月 9 日，美国总统拜登签署了一项促进美国各行业竞争的行政命令，明确要求采取法律措施限制不良垄断行为，加强对互联网科技企业并购的调查，并制定针对大公司的数据监管规定。拜登政府重点关注的问题包括：一方面，许多大型平台的商业模式都依赖于大量敏感个人信息和相关数据积累，已经威胁用户隐私；另一方面，科技巨头凭借在行业内的垄断优势，以所谓的“杀手级收购”将较小的竞争对手排除在外，导致了私人部门创新的下降。

不可否认，数据是未来发展的重要生产要素，也是推动创新的重要源动力。但是，数据的特点却可能使其更容易引发垄断问题。大数据的拥护者经常会提出的一个立论是，数据资产具有非竞用性，通过数据共享，可以极大地发挥数据价值、降低相关成本。然而近年来科技巨头的发展证明：没有非排他性的非竞用性，只会导致数据在科技巨头生态圈内部“共享”，而对其他外部相关方则是“数据护城河”，从而可能产生更快、更大范围的垄断问题。因此，在面对用户的产品市场中，通过介入不同行业获得数据，科技巨头利用自身大数据优势“杀熟”的现象频发；而在私人部门的企业竞争中，数据一方面被视为核心商业资产，进行排他性使用；另一方面科技巨头不断通过收购等方式进入新产业、排挤中小竞争者；更为重要的是，在要素市场尤其是劳动力市场上，数据似乎也发挥了一些负面作用。7 月 13 日，人民政协报刊文称，要坚决防止和避免平台经济无休无限

地榨取剩余劳动及其高额剩余价值，甚至“把员工不顾命的飞骑奔跑的分分秒秒都与精准计算的 KPI 挂钩，已经威胁到了劳动力的基本权益和生命安全”。这种将大数据方法运用在劳动力市场、以“内卷”式竞争的方式压榨剩余劳动的行为，与劳动人民的美好生活需要背道而驰，其对幸福感的剥夺将可能加剧贫富分化矛盾。事实上，越来越大的权柄正集聚与大数据资产中。目前，数据和计算机技术已经让分析个体的行为成为可能；未来，随着大数据的快速积累和数据处理能力的不断提升，模拟和推演企业的决策乃至一个国家的政治、经济、社会的重大发展趋势也是有可能的。

总之，大数据资产具有垄断性的同时也具有公共属性，可能会造成深远的社会影响。在中美博弈的背景下，资本的垄断性扩张和社会割裂已是美国避无可避的症结，7月9日拜登政府的行动也说明，美国已经意识到：没有政府管控的大数据可能会导致更快、更大范围的跨领域垄断。我国也应高度重视附着在大数据上的公共权力与国家安全问题，应尽快做出应对。不仅要防止大数据垄断和警惕数据直接外流，更要防止其通过数据平台和服务商间接外泄。

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。