新华社中国经济信息社

作者:黎轲 朱嘉林

电话: 010-58352867 邮箱: like@xinhua.org

编辑: 杜少军

审核: 张 骐

官方网站: cnfic.com.cn

客服热线: 400-6123115



循道而行 ——2021年债券与汇率展望

2020年,面对新冠肺炎疫情和复杂严峻的内外部发展环境, 党中央、国务院统筹部署新冠肺炎疫情防控和经济社会发展工 作,国内疫情在短期内得到了较好的控制,中国经济长期向好 的基本面未变,经济增长中枢仍然处于稳定运行通道。

2021年,随着疫情得到有效控制,顺周期力量有望接替逆 周期调节成为经济修复的主要推动,货币政策、财政政策将重 回常态,货币政策由偏宽松状态向稳健中性回归,债市操作不 确定性增大。

受中国经济复苏、美元持续走弱等因素影响,2020年下半年人民币汇率升值较快,全年整体呈现先贬后升走势。中长期来看,人民币汇率仍有升值空间。



目 录

_	, 1	中国经济发展基本面保持长期向好	3
_	, 1	货币政策回归稳健中性,2021年债市投资需谨慎	3
三	, j	丘期人民币汇率升值较快,中长期仍有升值空间	7
		图表目录	
图表	1:	2020 年主要类型国债收益率走势	. 5
图表	2:	主要期限利差统计(单位: bp)	. 6
图表	3:	各类型信用利差及债券收益率	. 6
图表	4:	2014-2020 年不同所有制类型企业违约数量统计	. 7
图表	5.	人民币即期汇率与 12 个月 NDF 走垫	q



循道而行

——2021 年债券与汇率展望

2020年,面对新冠肺炎疫情和复杂严峻的内外部发展环境,党中央、国务院统筹部署新冠肺炎疫情防控和经济社会发展工作,国内疫情在短期内得到了较好的控制,中国经济长期向好的基本面未变,经济增长中枢仍然处于稳定运行通道。

2021年,随着疫情得到有效控制,顺周期力量有望接替逆周期调节成为经济修复的主要推动,货币政策、财政政策将重回常态,货币政策由偏宽松状态向稳健中性回归,债市操作不确定性增大。

而受中国经济复苏、美元持续走弱等因素影响,2020年下半年人民币汇率升值较快,全年整体呈现先贬后升走势。中长期来看,人民币汇率仍有升值空间。

一、中国经济发展基本面保持长期向好

2020年,新冠肺炎疫情对中国经济社会发展带来前所未有的冲击,尤其是国际疫情持续蔓延,世界经济严重衰退,产业链供应链循环受阻,国际贸易投资萎缩,中国经济面临的不稳定、不确定因素显著增多。

可喜的是,国内新冠肺炎疫情在短期内得到了较好的控制,疫情影响并未冲击到中国经济长期向好的基本面,中国经济的长期增长中枢仍然处于稳定运行通道。国际货币基金组织最新报告预测,2020年中国经济将增长1.9%,是全球唯一实现正增长的主要经济体。

党中央提出中国经济要"加快形成以国内大循环为主体,国内国际双循环相互促进的新发展格局"。双循环格局的构建有助于中国优化产业结构和供应链结构,通过供给侧结构性改革与要素市场化改革提振产能活力。

二、货币政策回归稳健中性,2021年债市投资需谨慎

海外疫情反复,债市处于牛市和熊市的转换期。中国经济稳步恢复,外需持续向好,基本面对债市整体不利;资金面面临挑战,结构性存款压降压力仍大;债券市场面临较多不利因素。第三季度人民银行在公开市场上累计净投放资金3723亿元,货币市场流动性合理充裕;MLF、LPR及逆回购利率与上季度相比均无变动。货币市场资金面较为平稳,短期利率逐



渐走升,前三季度整体走出较为对称的"V"型。季末,短期货币市场利率已恢复至年初水平。疫情冲击过后,货币政策持续向常态化回归,货币不会立刻收紧,总体来看货币政策仍将维持中性。货币政策重心由宽货币渐移至宽信用,政策虽不至转向,但将注重避免资金空转。同时,6月中旬以来疫情反复,短期避险情绪带动全球利率有所回落。整体来看,下半年的10年期国债到期收益率经历了四阶段行情。

第一阶段,2020年7月份,7月以来股债"跷跷板"效应十分明显,股债之间的资金流动增强,随着理财产品净值化转型,资金轮动效应强化债市调整。央行货币政策委员会二季度例会显示货币政策正在从"宽信用宽货币"向"宽信用防风险"转移,央行连续两个月公开市场净回笼,资金利率中枢继续抬升,带动债市短端快速调整。一年期、三年期、五年期、十年期国债到期收益率开始缓慢上升。

第二阶段,2020年8月份,货币维持中性,由于超储率偏低、缴税缴款因素导致资金面偏紧,央行公开市场净投放规模创年内新高。市场资金面偏紧,资金利率中枢继续抬升,经济复苏持续、社融稳中略升,十年国债利率震荡上行,收益率曲线呈现熊平走势。

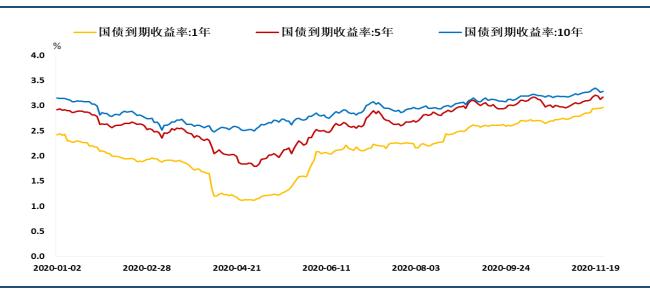
第三阶段,2020年9月份,央行加大公开市场投放力度,净释放6100亿元跨季资金,结构性存款压降压力暂缓,存单量缩价升,利率债供给回落,季末财政投放加快,以及我国国债将被纳入WGBI指数等利好债市情绪,但经济稳步恢复,社融大超预期,消费增速首次转正。整体来看,债市熊市延续,总体震荡下跌。国债曲线熊平,国开曲线变陡。截至9月30日,1年期国债收益率环比上行13bp,10年国债环比上行13bp;1年期国开债环比上行1BP,10年期国开债环比上行14BP。

第四阶段,多空因素交织,债市震荡收跌。十一黄金周后一整周,由于经济持续复苏、股市反弹、央行资金净回笼,债市小幅下跌;随后一周,基本面利好增多,央行重新净投放,叠加利率债供给回落,债市回暖;最后一周,受缴税冲击影响,债市震荡下跌。5年期品种表现最佳,1年、10年期国债收益率环比分别上行8BP和3bp;1年、10年期国开债收益率环比分别上行1bp、下行6bp。

在11月6日召开的国务院政策例行吹风会上,央行副行长刘国强表示,"特殊时期的政策也不能长期化""退出是迟早的,也是必须的,但是退出的时机和方式需要进行认真评估,主要是根据经济恢复的状况进行评估"。因而,预计未来在经济稳步恢复下,短期内降息、降准概率极低,中性货币政策仍将维持,LPR利率将继续走平,基本面利好增多,供需格局和债市情绪改善。



2020年,为了维持经济稳定,采取了宏观政策积极应对疫情冲击;而2021年,预计将由顺周期力量接替逆周期调节推动经济修复,货币政策、财政政策重回常态,货币政策回归中性,操作空间有限。基于对经济基本面的判断,明年债券收益率面临压制,全年的走势仍然主要取决于政府政策。货币政策预计将保持稳健中性,保持流动性的合理充裕和持续推动LPR改革降低实体企业成本是主要任务,中性货币政策会压制利率下行空间,而供求矛盾边际缓解等也制约利率的上行空间。总体而言,预计2021年10年期国债到期收益率在3.0%-3.4%之间运行。



图表 1: 2020 年主要类型国债收益率走势

来源:新华财经

从10年-1年期的期限利差来看,期限利差已经收窄至40bp附近,期限利差处于较低水平,反映出市场资金的紧张程度。一方面,商业银行资金紧张,DR007已经回升至2.20%左右,1年期商业银行AAA同业存单收益率已经超过MLF利率30bp左右达到3.28%;另一方面,永煤违约导致的市场恐慌情绪一定程度对流动性造成冲击。11月第三周央行明显加大0M0投放量,但市场收益率仍冲上了年内新高。

总体来看,10年-1年、10年-3年和20年-3年的期限利差在2020年经历了先走阔后收缩的变化。过去的这一年,债券市场表现较差。当前受信用事件的冲击,市场收益率已经接近2019年的高点,偏离了当前基本面和政策面的实际情况。11月21日,金融委会议要求地方政府从讲政治的高度遵守市场规则,严禁逃废债行为。管理层的这一表态有助于稳定市场情绪,推动市场收益率的回落。



期限利差	3y-1y	10y-1y	10y-3y	20y-10y	20y-3y
最新利差	17	42	25	53	78
历史均值	35	98	63	46	109
与均值偏离	-18	-56	-38	7	-31
当前分位数点	18%	12%	12%	68%	34%
25%分位数点	20	57	33	34	70

51

91

45

57

96

141

83

134

图表 2: 主要期限利差统计(单位: bp)

来源:新华财经

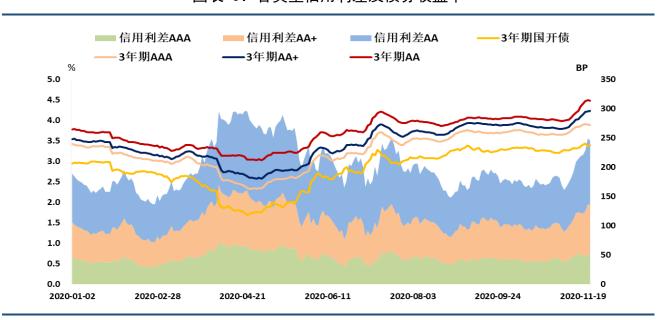
50%分位数点

75%分位数点

32

44

2020年信用利差跌宕起伏,经历了牛市走阔和熊市压降两个阶段。第一阶段,2020年1-5月,由于疫情冲击以及央行连续多次降准、降息等释放流动性的货币政策,信用债收益率走势与基准利率基本相符,呈波动下行趋势,但节奏上呈现出明显的慢半拍特征,导致信用利差被动走阔。这主要是因为疫情对经济的冲击较为严重,尤其是对实体企业造成了巨大的冲击,导致投资者对风险的偏好程度下降。无风险利率降低和风险偏好下降,共同导致了信用利差的走扩。第二阶段,5月至今,疫情防控进入常态化,经济逐渐好转,央行货币政策收紧,基准利率出现拐点,转而开始增加,市场预期流动性收紧,对利率债的需求转向能提供相对稳定利差和票息空间的信用债需求增加,从而使得信用利差开始收窄。但从全年来看,信用债收益率与信用利差变动都较小。



图表 3: 各类型信用利差及债券收益率

来源:新华财经



2020年新增首次违约减少,但总体违约规模增加。从规模看,年内合计新增违约债券数量137只、规模1551.66亿元,略高于2019年同期的1377.38亿元;分结构来看,国企违约率明显增加,民企违约率则有所下降。首次违约主体数量较往年也有明显下降,新增首次违约主体26家,较2019年新增42家有显著的减少。值得注意的是,近期信用事件频发且多为地方国企,尤其是11月12日永煤事件持续发酵,引发信用债市场悲观情绪及连锁反应,市场对部分弱国企担忧加深,市场风险偏好进一步下降。



图表 4: 2014-2020 年不同所有制类型企业违约数量统计

来源:新华财经

预计2021年信用收紧,信用债投资仍需谨慎。2020年由于疫情的影响,为了防止企业资金链断裂,融资环境较为宽松,但伴随着疫情防控常态化,经济逐渐重启,逆周期刺激放缓,融资环境趋紧。目前3年期信用利差已经压至疫情前,而由于今年上半年货币超发,明年面临再通胀风险,流动性有进一步收紧可能性。考虑到货币政策回归稳健中性,建议明年信用债投资仍以高票息中短久期为主。城投债需要防范监管政策边际收紧、流动性收缩带来的估值风险。产业债关注疫情后修复较快的主体机会,民企市场风险偏好无明显改善,边缘国企的弱化与僵尸企业的逐步出清仍在持续,投资应避免盲目标签化,回归主体信用研究。地产债融资的"三条红线"限制了企业长期杠杆的增长,关注企业降杠杆效果。

三、近期人民币汇率升值较快,中长期仍有升值空间

全年来看,今年人民币对美元的中间价呈现出先贬值后升值的变化。上半年,受疫情等因素影响,人民币对美元中间价从年初的6.9614贬值至5月29日最低点7.1316,累计贬值



2.44%, 即期汇率从6.9631贬值至7.1455, 累计贬值近2.62%。下半年, 人民币大幅升值, 中间价升至当前的6.5362(12月7日), 较年初升值6.11%, 即期汇率达到6.5302, 累计升值6.22%。

下半年人民币汇率升值主要是受到中国经济复苏、美元持续走弱等因素影响。随着国内疫情得到有效控制,中国经济逐渐从疫情的冲击中恢复过来,第三季度的GDP增长4.9%,前三季度同比增长0.7%,GDP增速由负转正,中国成为目前全球主要经济体中唯一实现正增长的国家,市场对人民币的预期增强。国际疫情形势依然严峻,特别是美国疫情二次暴发,美元指数贬值,导致人民币对美元中间价被动上调。政策方面,为应对疫情,美联储施行零利率、推行实质上的赤字货币化,而中国人民银行保持正常货币政策操作,"稳货币宽财政"配合良好,导致中美利差攀升至历史极高水平,9月中美10年期国债利差已升至240bp。同时,今年二季度以来,中国国际收支顺差显著扩大,经常账户由逆差转为顺差,直接投资持续净流入,市场对人民币需求增加,进而使人民币升值。除此之外,中美博弈局势的缓和也带动了人民币的升值。

中期来看,我们认为,后续人民币汇率仍有升值空间,但存在较大的不确定性。目前中国经济的修复趋势明确,稳定向好的基本面会带动人民币汇率走强。汇率的不确定性主要是来自于疫情演变,一方面,若美国疫情继续加重可能会增大经济差距,而为应对疫情采取的宽松货币政策会进一步加大利差,使得美元走弱;另一方面,若有效的新冠疫苗能够上市,美债收益率可能会上行更快,使得利差收窄,美元走强,人民币贬值。除此之外,美国大选和后续经济政策的不确定性也会深度影响美元和美债,全球地缘政治风险的扰动亦会导致美元升值和人民币汇率走低。

长期来看,人民币升值有较强支撑。首先,中国经济相对于全球来说仍具有增长优势。中国经济增长先后经历了劳动力驱动、资本驱动的阶段,未来将进一步走向技术驱动的模式。同时,随着劳动力市场分配均匀带来的劳动生产率上行,叠加科技创新带动全要素生产率上行,能为未来潜在增长率的相对优势打下基础,也对人民币汇率形成支撑。其次,人民币国际化仍在继续推进过程中,央行在《2020年人民币国际化报告》中表示,人民币继续保持在全球货币体系中的稳定地位,人民币国际化已再上新台阶,成为国际化货币会给人民币带来一定的溢价。整体看,预计2021年人民币对美元汇率中枢为6.5。



-即期汇率:美元兑人民币 ----USDCNY:NDF:1年 7.4 7.2 7.0 6.8 6.6 6.4 6.2 6.0 202008-06 202004.06 2020-06-06 202009.06 2020-2006 2020-21.06 2020-2206

图表 5: 人民币即期汇率与 12 个月 NDF 走势

来源:新华财经

重要声明

新华财经研报由新华社中国经济信息社发布。报告依据国际和行业通行准则由新华社 经济分析师采集撰写或编发,仅反映作者的观点、见解及分析方法,尽可能保证信息的可 靠、准确和完整,不对外公开发布,仅供接收客户参考。未经书面许可,任何机构或个人 不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用。