



2021 年金融关键词： 自主



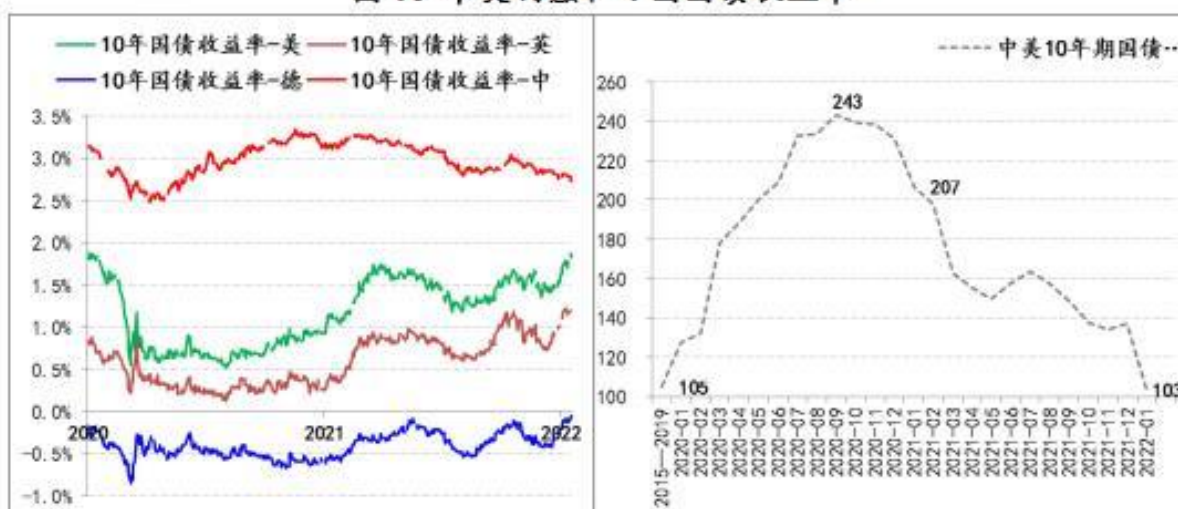
每年笔者都要给金融找一个关键词,例如2019年关键词是“空间”,2020年关键词是“节奏”,2021年的关键词,我给的是“自主”,原因有三:

一是政策自主。2021年以来,包括英国、韩国在内的16家货币当局上调了政策利率,且不少国家已摆脱了低利率环境,而美联储、加拿大央行、澳洲联储等货币当局相继收紧资产负债表工具,缩减购债规模(Taper),加之美联储已明确表态将大幅提前加息和缩表的启动,相应全球货币政策环境退出抗疫宽松状态的趋势已初步确立。

疫情以来,中国货币政策则始终坚守“正常空间”和“以我为主”的安排,且从2020年下半年就较早地开始逐步退出抗疫宽松状态,并持续强化跨周期调节。正是得益于政策较强的自主性和相对大的政策空间,针对2021年下半年经济下行风险的显化,货币政策较为顺畅地加大逆周期调控力度。

由于货币政策的错位,从2021年下半年以来,与发达国家国债收益率回升不同,中国10年国债收益率则明显下行,由3%以上降至2.75%附近,中美利差也较2021年初期大幅回落,体现出中国货币政策较强的自主性。

图 1：中美利差和 4 国国债收益率



数据来源：Wind

二是政策着力点不同。各国大力度对冲疫情的结果基本都表现为宏观杠杆率的大幅提升，例如，发达经济体宏观杠杆率由疫情前的 273% 提升至 320%，升幅为 47%，分别为政府部门升 23%、实体企业升 13% 和居民升 7%。中国也不例外，宏观杠杆率由 263% 升至 290%，累计升幅 27%，分别为政府部门升 10%、实体企业升 13% 和居民升 7%，不过与发达经济体侧重政府支出不同（政府部门杠杆率升幅最大），中国更侧重对实体企业的融资支持（企业杠杆率升幅最大）。也正因此，在本次疫后复苏中，中国的供应端修复最快，发达国家则是在财政刺激下，居民消费需求不仅得以保护，甚至已有过热表现。

图 2：发达经济体和中国杠杆率



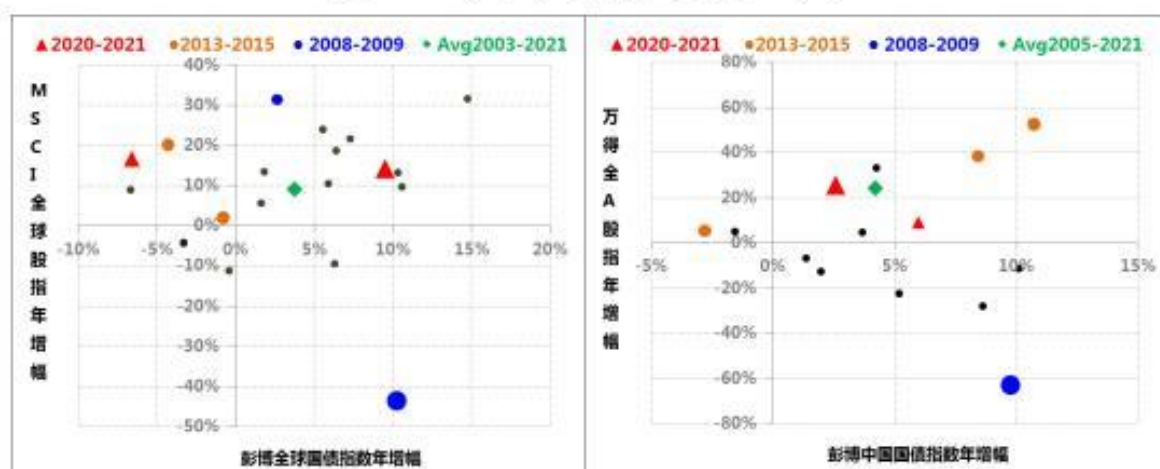
数据来源：BIS

也正因抗疫政策着力点的差异，伴随 2021 年经济复苏，中国能够继续通过“稳杠杆”来稳经济，而发达国家则面临更大的去杠杆压力，尤其是政府部门债务持续性的问题更为棘手。

三是金融市场表现不同。从一般意义而言，股市表现与利率环境呈现反向变化，即利率环境收紧，股市下跌，利率环境放松，股市上涨，但 2021 年全球却呈现出“债跌股涨”罕见组合行情，彭博全球国债指数下跌了 6.6%（债券指数下跌意味着债券价格下跌或债券收益率上升，即利率环境收紧），MCSI 全球股指上涨了 16.8%，之所以出现此局面，一方面是由于美联储等主要发达国家的货币政策开始转向推升债券收益率，另一方面多数采取量化宽松的国家，仅降低量宽规模，但流动性充裕的环境并没有逆转，股市在流动性推动下保持了上涨势头。2021 年的中国则是股债双牛的组合行情，万得全 A 股指上涨了 9.2%，彭博中国国债指数上涨了 6.0%。

之所以出现此种差别，主因各国货币政策状态的差异。至今中国货币政策还处于正常区间内，没有搞“大水漫灌”，利率政策的实施空间也相对充裕，政策利率既可上，也可下，而发达国家则较早地就落于零利率或负利率的处境，不得以只能依靠量化宽松操作持续注入流动性，令“大水漫灌”成为常态。

图 3：全球和中国股市与债市的表现



数据来源：彭博

另外，2021 年人民币汇率还首次出现“双脱钩”，即与美元指数脱钩和一篮子货币指数脱钩。背后的主因是出口持续高增长、居民境外用汇量的下降（中国居民境外用汇的规模每年约有 2000 亿美元左右）与境外资金的持续流入（截至 2021 年末境外投资者持有境内债券规模已升至 4 万亿人民币，持有境内股票规模升至 6 万亿人民币）。因此 2021 年即便是美元指数由 90 涨至 96 上方，人民币汇率自 2021 年下半年还是持续走强，人民币兑美元汇率最高升至 6.3400，CFETS 人民币汇率指数则已经升至 102.98，

预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_36480

