美债收益率上行折射美国金融市场的近忧与远虑

去年3月初，美国新冠肺炎疫情蔓延之势露出苗头。为防止经济衰退，美联储在一个月内祭出金融危机期间的全部工具，并针对性地创造了多项流动性支持工具。资产价格率先作出反应，作为全球风险资产定价之锚，美国国债收益率曲线全面下沉，10年期美国国债收益率一度低至0.5%。零利率和无限量宽松助力美股实现V型反弹。彼时，经济基本面尚处危机泥潭，资本市场尚无政策退出之忧。如今，经济复苏形成一致预期，通胀压力预期明显抬头，政策退出预期已被摆上台面。美联储开始考虑如何在平衡经济复苏、金融稳定与货币政策走向方面与市场沟通。

● 中银证券全球首席经济学家 管涛

新华社图片 制图/王春燕

美债收益率飙升引发市场震荡

今年3月17日美国联邦公开市场委员会（FOMC）会议后，美联储主席鲍威尔再次向市场喊话：短暂的通胀压力和较高失业率会让货币政策继续维持宽松状态；目前距离削减资产购买计划仍有较长时间；会持续关注美国国债收益率上升的情况。

鲍威尔言语的“鸽派”难掩FOMC委员逐渐偏向加息的倾向。“点阵图”显示，FOMC的18名成员中，有4人希望在2022年加息，而去年12月会上只有1人；有7人认为在2023年加息，而去年12月份只有5人。隔日（3月18日），经市场消化信息后，纳斯达克指数跌3.02%，10年期美国国债收益率升至1.71%。

今年以来，10年期美国国债收益率上升速度逐月加快，1月底升破1.1%，2月底升至1.44%。到3月19日，较上年底上升了80个基点。随着美国国债收益率加速上行，加上疫苗接种、财政刺激等利好支持，市场风格呈现典型的再通胀交易。年初至今（本文数据均截至3月19日），以制造业企业为主的道琼斯指数上涨6.6%，标普500指数上涨4.2%，以科技企业为主的纳斯达克指数上涨2.5%。虽然道琼斯指数处于历史高点附近，但标普500指数较年内高点下跌1.5%，纳斯达克指数更是下跌6.2%。美元指数累计上涨1.6%。

总体上，长期利率上行和经济向好并行。只不过，已经习惯了流动性泛滥的市场能否承受货币政策边际收敛，众说纷纭。有观点认为，营收改善有望对冲利率上行；也有观点认为，历史经验表明利率上行导致股市调整难以避免。

作为全球风险资产的风向标，美股回调引发了全球连锁反应。同期，明晟（MSCI）全球股票指数、发达国家股票指数和新兴市场股票指数分别较前高回落了1.4%、1.1%和6.8%。美国利率上行会加速美元回流，对尚处在疫情中的新兴经济体尤其不利。

美联储货币政策调整难度加大

进一步拆解今年以来的10年期美国国债名义收益率、实际利率和通胀预期（盈亏平衡通胀率），可以发现其由通胀预期上升至货币政策预期边际收敛的两阶段演变规律。

第一阶段为年初至2月9日，美国国债名义收益率上升主要贡献来自通胀预期上升，实际利率仅上涨2个基点。此阶段，1月份FOMC延续其宽松立场，不会对“短暂”的通胀上升做出反应。市场似乎认为当前经济形势符合美联储的“平均通胀目标”之意，即货币政策不会立刻对通胀适当上行做出反应。纳斯达克指数也在随后的2月12日创下历史新高。

第二阶段为2月10日至今，通胀预期在2.2%至2.3%区间窄幅震荡，而实际收益率上行49个基点，基本上贡献了全部的名义收益率上升幅度。此阶段，1.9万亿美元财政刺激计划顺利通过，进一步强化经济复苏加速的预期。市场开始争论美联储是否需要收益率曲线控制或扭曲操作来压制长端利率上行或压低实际利率。3月4日，前纽联储主席比尔·达德利直指美国国债低收益率不可持续。另外，大宗商品价格上涨气势如虹，铜价已创下十年新高，市场“警觉”这一次通胀会不会真的成为“脱缰野马”，美联储对经济的预测是否过于保守。

美联储的政策逻辑是用宽松货币政策配合积极财政政策提振通胀预期，进而刺激经济增长，帮助受到疫情破坏的美国经济爬出深坑。然而，超宽松的经济政策会助长金融过热，一旦市场通胀的预期加强，美国国债收益率上行过快，可能威胁由宽松流动性吹起来的美股资产泡沫的可持续性。因而，美联储一再强调自己处于“等等看（wait and see）”状态，通胀预期不可怕，实质性通胀才会动手。但这种逻辑的漏洞在于市场总会抢跑，尤其是当前美股估值处于历史第二高位，仅次于2000年互联网泡沫时期。无序的退出最终都将是“一地鸡毛”。

当前，市场和美联储对于通胀上行并无分歧，去年低基数作用和今年财政刺激大概率会让下半年通胀处于较高位置，而且市场也认可美联储会接受国债利率上行。只不过，美联储对通胀的判断更多是基于长期视角，理由大致归为三点：一是需求端复苏尚不完全，真实失业率较高，货币政策对需求端的关注度要高于供给端；二是抑制潜在通胀的结构性因素没有逆转，如人口老龄化、就业人数萎缩和高债务压力等；三是上一轮经济周期表明劳动力市场过热并不会引发持续性的高通胀，就业优先比通胀更重要。而美国市场只认一点，即通胀显著上升后，货币政策能保持定力吗？

这种观点可能会演变出三种路径：第一种是通胀上行压力加大，美国国债收益率过快上行，金融条件先于美联储货币政策而收紧，金融市场剧烈动荡，造成经济转冷，随后美联储采取扭曲操作或收益率曲线控制进一步宽松；第二种是通胀上行压力加大，美联储不得不动手，金融市场剧烈动荡，导致金融条件收紧，双管齐下压制通胀；第三种是通胀走势符合美联储预期，美联储缓慢退出，金融市场稳定度过政策转换期。三种情况中，第三个才是双方乐意看到的结局。但当利率上行时，市场的敏感性和放大器作用会更加突出，导致美联储在沟通上更为困难。

考验美联储定力

超宽松货币政策是金融不稳定的根源之一。2001年至2005年的美国低利率政策和信贷泡沫历历在目。巴菲特曾说过，利率在低位，股票就会在高位，反之亦然。现在的美股就像失去引力一样飘在高位，一旦利率过快上行，飘得越高就会摔得越疼。

近期美国国债收益率上行，市场尚能承受。尽管标普500指数波动率指数（VIX）最高跳升至29附近，但仅高于长期趋势值约1.4个标准差；衡量市场流动性状况的泰德利差（即3个月LIBOR与3个月美国国债收益率之差）仍只有约17个基点，远低于47个基点的长期趋势值。而且，目前金融市场融资利率仍低于去年3月底宣布无限量宽松以来的水平，有的利率甚至还低于去年底水平。

虽然美联储货币政策的法定义务是物价稳定和就业最大化，但美联储一再强调金融稳定对实体经济的重要性。如果说货币是血液，金融系统就是心脏，要将血液输送到实体经济的各个位置。美国直接融资占比较高，保护资本市场就是保护美国财富。干不干预美股的短期波动确实考验美联储的定力，但更让美联储纠结的可能是未来货币政策退出如何既不刺破资产泡沫，也不刺破债务泡沫。

2008年金融危机后，持续的货币放水一定程度上削弱了美国企业出清的能力，勉强支付利息的僵尸企业比比皆是，这也导致美国企业部门和政府部门债务高企。如果是温和的通胀加上较高的收入，有助于稳定企业部门的杠杆率。但是，如果是高通胀逼迫利率加速上行，企业部门的债务压力将难以承受。

上世纪八十年代，沃尔克主政下的美联储“奇迹般”地通过高利率压住了高通胀，同时使得经济增长加速回升。这一次，美联储或许是无视通胀上行，寄希望于通胀如预期设想那样自然回落，最终成功锚定在略高于目标值2%的位置。毕竟，美国总统拜登致力于大搞投资拉动增长，需要维持低利率环境，而国会也不希望看到债务泡沫破裂和大量失业现象出现。正如美联储主席鲍威尔所说，利率上行并不代表金融条件收紧，宽松货币环境仍将延续。

完善配套机制 构建数字人民币支付生态

● 中国电子信息产业发展研究院 高婴劭 刘丽超

自2020年以来，数字人民币加速落地，在深圳、苏州、北京、成都等地相继开展多轮试点，形成“十地一场景”的试点应用格局。从试点情况来看，数字人民币参与试点城市数量持续增多，试点场景多样化、融合化趋势明显，多主体参与、多要素协同的数字人民币应用生态建设进程不断加快。北京、上海、广东等地2021年政府工作报告更进一步提出打造数字货币创新试验区、深入推进数字人民币试点应用。可以预计，数字人民币将迎来加速普及、应用深化、快速创新的成长突破期。

应用试点提速

随着数字人民币多轮试点的相继开展和覆盖人群的持续增长，数字人民币的应用场景不断拓展。

试点渠道从线下商铺向“线上平台+线下商铺”并行拓展。2020年10月，深圳举行的全国首次数字人民币试点活动覆盖罗湖区3389家指定线下商户，且仅限于线上近程支付。相关商家的POS机经过改造，支持数字人民币扫码收款。2020年12月，苏州数字人民币红包试点活动中引入电商场景，允许消费者在特许电商平台使用数字人民币进行支付。

试点领域从高频消费向便民服务延伸。数字人民币早期试点覆盖餐饮、零售、生活缴费等日常高频支付领域，并逐步拓展至教育培训、便民出行、视频网站、汽车养护等消费场景。此外，2021年1月，深圳龙华区面向春节留深务工人员发放数字人民币红包，在数字人民币应用于定向补贴方面进行了初步探索。

支付手段从智能手机在线支付向“双离线”支付扩展。苏州“双12苏州购物节”数字人民币红包试点上线“碰一碰”功能，还实现了无网络状态下通过“碰一碰”完成“双离线”支付。北京数字人民币试点活动引入了基于芯片的数字人民币“硬钱包”的“双离线”支付新形式，还配套发行了搭载数字人民币芯片支付功能的智能手套、智能手表、徽章等特色产品。

多个环节有待优化

当前，在数字人民币应用推广方面，仍有多个环节亟待优化。一是设计环节，发行方案仍需规划布局。数字人民币作为法定货币，其推广应用会对传统货币的发行、流通和交易产生影响。一方面，数字人民币的发行和流通也会产生货币乘数效应，影响市场货币总量供给决策。另一方面，数字人民币跨境支付结算涉及跨境支付基础设施、汇率兑换互认机制、技术安全保障等多环节，需要构建完善的配套体系。

二是推广环节，大众意识有待提升。由于第三方支付与货币基金紧密关联，在“T+0”实时赎回机制下可实现即时支付、闲时计息。但数字人民币存于电子钱包或硬钱包中无法计息，与支付宝、微信支付等兼顾便利支付和投资收益的方式相比，缺少足够的吸引力。此外，数字人民币使用很大程度上依赖人群的数字素养，多数老年人、偏远地区人群等缺少数字技能的群体使用数字人民币意识有待提升。

新华社图片

三是应用环节，支付场景仍需持续优化丰富。在各地的试点中，数字人民币均采用红包赠与方式进行推广，难以从根本上改变用户的支付习惯，缺乏足够的应用场景支持，用户使用黏性有待进一步加强。同时，数字人民币试点应用主要集中在商超、便利店等具备终端收付设备的线下小额零售场景，而面对菜场小商贩、个体经营户、老龄消费者、偏远地区消费人群等不依赖终端收付的潜在用户群体，数字人民币应用场景打造尚需进一步下沉。

四是支撑环节，支付生态仍需各主体协同。数字人民币广泛涵盖发行、流通、应用、服务、结算等多环节，涉及政府部门、商业银行、信息技术服务企业、商户、消费者等多主体，其与现有货币流通机制、电子支付体系、网络金融监管等方面的衔接仍存在问题。

发力应用推广

为进一步加快推进数字人民币的应用推广，笔者建议从三方面发力。一是完善配套组织机制，保障数字人民币有序流通。加强数字货币对货币体系、金融体系和实体经济运行影响的理论研究，建立覆盖发行、流通、交易、维护等全环节的数字人民币组织运营体系。探索建立相关的监管制度，加强数字人民币安全技术创新应用，为数字货币大规模、安全稳定的应用推广提供保障。

二是打造多元支付场景，深化数字人民币应用推广。发挥政府主导作用，率先在财政补助、公共交通等方面推行数字人民币应用。建立数字人民币与第三方支付的协同机制，引导餐饮、零售等小额高频消费场景实现数字人民币的普遍应用。探索发展个性化场景下的数字人民币特色应用，如在北京冬奥会、国际服务贸易交易会等场景下推广数字人民币支付。

三是促进各类主体协同，构建数字人民币支付生态。深化政府部门与研究、金融、科技和第三方支付机构等的合作，加强技术、研发、标准、评测、设备等能力建设。加强银行、用户、商户等之间的联动协同，构建多元主体参与、线上线下融合、服务广泛细微的支付应用生态，提升数字人民币对不同应用场景的适配性。

多角度看待A股市场震荡

● 中国农业大学经济管理学院 郑忠良

春节后A股市场并没有迎来预期中的上涨，相反市场进入了调整行情。其中一个令人瞩目的现象是由于部分白马股股价调整幅度较大，带动股指出现大幅调整。部分白马股回撤幅度一度超过40%，贵州茅台股价也从最高位下跌。上证指数从前期高点3731点下跌到最低3328点，跌幅较大。

短短一个月，这些白马股从“香饽饽”变成了“烫手的山芋”，演绎了一场过山车行情，出乎很多投资者的意料。究竟应该如何看待和理解这种现象？笔者认为，可以从价值回归、预期变化、核心竞争力和心理因素等方面找到答案。

一是价值回归。关于价值和价格之间的关系，马克思有过经典的描述：价值决定价格，价格围绕价值上下波动。诺贝尔经济学奖获得者尤金·法玛也认为，资本市场短期波动不可避免，造成价格偏离价值，但从长期来看，资本市场是有效的。白马股由于强大的品牌效应和优良的盈利能力，受到投资者的青睐本是水到渠成、顺理成章的事情，但如果在一段时间内由于投资者形成共识不断推高股价，则容易使价格短期内大幅偏离价值，从而产生价格泡沫。一旦有先知先觉的投资者开始撤离，极易诱发股价下跌，股价下跌又会造成基金净值减少，基民赎回意愿和行动增多，造成股价继续大幅下跌。如贵州茅台是市场公认的白马股，但其股价达到最高2627.88元时对应的PE高达72倍，让人“感觉高处不胜寒”。

二是预期变化。由于经济、社会环境等因素的变化，某些行业获得了快速发展机会。这些行业里的“佼佼者”抓住难得机遇，顺势而为，在短时间内业务快速扩张，业绩大幅提升，股价一飞冲天。比如受益于新冠肺炎疫情的英科医疗，其股价则从2020年年初的10元左右上涨到2021年初的299.99元，涨幅接近30倍。但自2021年年初以来，由于疫苗研发的进展，全球疫情得到初步有效控制，市场对公司的主要产品医用手套等的需求预期发生了变化，认为公司过去的高增长在未来难以为继。英科医疗的股价也步入下降通道，股价出现大幅调整。

三是核心竞争力。企业价值的大小最终取决于核心竞争力的强弱。在全球分工不断细化的背景下，很多企业成为产业链条上的重要一环。这些企业主要为产业链上游的核心企业生产产品和提供服务。客观而言，这些企业的核心竞争力并不稳固，一旦上游企业有风吹草动，这些企业的业务、收入和利润将受到波及，从而影响股价。

四是心理因素。发端于心理学的行为金融学认为，人的行为受到诸多因素影响，特别是心理活动的影响，人即便是理性的，其理性也是有限的。在资本市场中由于“羊群效应”的存在，个人的心理容易受到他人影响而做出错误决策。诺贝尔经济学奖获得者罗伯特·席勒在其经典著作《非理性繁荣》中对此进行了生动描述。一般而言，公司的基本面在短期内不会出现根本性变化，但投资者由于心理波动和情绪变化导致在不同时间对同样的公司做出完全相反的判断。人们的是非判断往往大于事实判断，因此导致股价很多时候都不能反映内在价值。这也印证了巴菲特的那句名言：“别人恐惧的时候我贪婪，别人贪婪的时候我恐惧。”

笔者认为，那些真正的白马股凭借其信誉卓著的品牌、精细优质的产品和服务构筑了又宽又深的“护城河”，在经历时间的考验后将迸发出更加旺盛的生命力，终将穿越牛熊，给坚定的投资者带来持续稳定的回报。