

# 全球通胀压力加剧 “资产定价之锚”飙升

本报记者 郝亚娟 张荣旺  
上海 北京报道

号称“资产定价之锚”的10年期美国国债利率(以下简称“美债利率”),近段时间快速上行逼近

## 名义收益率飙升

除了美债收益率有过度反应嫌疑而出现显著上涨之外,市场流动性、风险溢价补偿均没有出现实质性的变化。

一直以来,10年期美债收益率被视为无风险利率,其在近段时间的大幅走高引起全球资本市场高度关注。

2022年3月上旬以来,10年期美债收益率由1.8%左右持续攀升,截至4月20日,10年期美债收益率盘中一度冲上2.93%。

植信投资研究院研究员董澄溪告诉《中国经营报》记者,3月初以来,10年期美债收益率的上升主要是由实际利率驱动的。“3月1日至4月19日,10年期美债的名义收益率的上行幅度为118个基点,其中实际利率上升贡献了90个基点,通胀预期仅贡献了28个基点。”他指出。

美国劳工部公布的数据显示,3月美国CPI同比上涨8.5%,创40

3%。与此同时,美元指数已经连续多个交易日破100大关。

受访人士指出,美债收益率上行将从流动性收紧和资产价格大幅调整两个维度影响全球资本市场,这也是市场担忧所在。

受访人士表示,为控制通胀,美联储多次加息预期的影响是美债收益率显著上涨的重要原因。

董澄溪也提到,近期名义利率上行的主要动力来自于美联储紧缩预期的增强,在3月召开的FOMC会议上,美联储面对居高不下的通胀数据,做出鹰派表态,暗示市场可能调大加息幅度、提早开始缩表,并且在4月初公布的会议纪要中进一步强化该表态,导致金融市场将更加强缩预期计入资产价格,联邦基金利率期货价格显示,交易者将美联储7月前将再加息100个基点纳入预期。

中国人民大学经济学院党委常务副书记王晋斌发表文章指出,从目前美国金融市场的情况来看,

平安证券首席经济学家钟正生分析称,2022年3月以来,10年美债收益率(尤其实际利率)蹿升由四股力量共同推动:通胀预期维持高位、经济预期边际好转、加息预期发生剧变,以及缩表将至

引发的美债供给预期变化等。而且,这些力量之间可能相互作用,如通胀预期与经济预期走强,共同强化加息和缩表预期,使这段时间美债实际利率以罕见的速度上行。



美联储多次加息预期的影响是美债收益率显著上涨的重要原因。人民视觉/图

除了美债收益率有过度反应嫌疑而出现显著上涨之外,市场流动性、风险溢价补偿均没有出现实质性的变化。可以预计,未来美国金融市场流动性会逐步收紧,风险溢价补偿也会逐步上涨,通过金融条件收紧来抑制投资和消费,给美国的高通胀降温。

中国银行研究院高级研究员王有鑫在接受采访时指出,近期美债收益率快速走高源于美国通胀预期上涨。美联储货币政策紧缩压力增大,将加速收紧货币政策,可能在下次议息会议上一次性加息50个基点,并正式启动缩表,带动长端收益率快速上行。

## 短期、长期收益率倒挂

美国国债利差倒挂是美国经济形势和美联储货币政策共同作用下,不同期限国债利率的反应程度不同所造成的。

年期国债利率也曾出现短暂倒挂。

王有鑫指出,美债短期和长期收益率倒挂,一方面是由于联邦基金利率实际上是短端的同业拆借利率,所以对于短端利率的抬升效果更强,传导更直接。另一方面,随着美国财政、货币刺激政策回落,市场普遍预计,未来美国经济将回归到常态化的趋势水平,高增速不可持续。另外,从通胀角度看,当前由供需失衡导致的通胀上涨可能会在短期持续,所以短期的通胀预期要比长期更高。基于上述因素,由于市场预期美国中长期经济增长前景回落、通胀下行,使得目前美债收益率曲线出现了趋平甚至倒挂。

展望美债利率未来走势,董澄溪认为,短期来看,10年期美债收益率走高的趋势仍将继续,但上涨节奏可能放缓。3月美国CPI数据显示,美国通胀持续突破新高,美联储有很大可能在5月加息50个基点,并为了抑制通胀进一步向市场发出强烈的紧缩信号,推动实际利率上行。

从中长期看,董澄溪分析,美债收益率会出现回调。一方面,目前市场计入的紧缩预期已经过强,美联储货币政策收紧的空间受到金融风险等一系列因素的制约,前期放

出的前瞻性指引都留有一定模糊性,市场预期的超强紧缩未必会真正兑现,假如6月美联储未能如市场预期加息50个基点,美债收益率的走势可能就会逆转。另一方面,美国经济的前瞻指标不佳,消费者信心受高通胀打击已经连续几个月走低,10年~2年期国债利差在4月初出现倒挂,市场对于美国经济增长的前景有疑虑,美债收益率在中长期内缺少持续走强的基础。

不过,钟正生提示道,要注意两种局面:一是加息和缩表预期对实际利率的扰动或将消退。由于美联储已经基本明确“快加息+缩表”的政策组合,未来市场加息预期或难进一步升温。二是通胀预期与实际利率很难持续同步上行,因二者之间存在相互抑制作用,即实际利率继续走高,通胀预期或受压制(预计这种情形概率较大);通胀预期更加顽固,经济预期可能转弱,实际利率可能下行。

# 期货和衍生品领域迎来“基本法”

本报记者 陈嘉玲 北京报道

我国期货和衍生品市场的“基本法”正式出台。

## 期货市场法治建设里程碑

经过三十多年的发展,我国期货市场已经颇具规模。中国期货业协会最新数据显示,截至2022年3月底,我国期货市场保证金规模达1.29万亿元,同比增长33.85%,环比增长2.53%。今年前3个月,全国期货市场累计成交量为15.33亿手,累计成交额为128.61万亿元,同比分别下降17.07%和9.02%。

事实上,作为金融资本市场重要的组成部分,期货市场一直缺一部“基本法”。

制定《期货和衍生品法》自上世纪90年代以来分别列入第八、十、十一、十二、十三届共5届全国人大常委会工作计划,此前定位为“期货法”,历时近三十年,立法

2022年4月20日,十三届全国人大常委会第三十四次会议表决通过《中华人民共和国期货和衍生品法》(以下简称《期货和衍

生品法》),自2022年8月1日起施行。

据了解,《期货和衍生品法》补齐了我国期货和衍生品领域的

法律“短板”,为促进规范行业和市场发展,保护投资者权益,推动市场功能发挥,更好地服务实体经济提供强有力的法律保障。

过程艰辛。2021年4月,期货法案首次亮相,经过第一次审议后,于4月29日公开向社会征求意见。2021年10月,经过初次审议的期货法在草案二审时,将名称正式改为《期货和衍生品法》。最终于今年4月经第十三届全国人大常委会第三十四次会议审议通过并出台。

中国证监会表示,《期货和衍生品法》的制定,以服务实体经济、防控金融风险、深化金融改革为出发点和落脚点,坚持市场化、法治化、国际化方向,全面系统规定了期货市场和衍生品市场各项基础制度,为打造一个规范、透明、开放、有活力、有韧性的资本市场提供了坚强的法治保障,具有非常重

要而又深远的意义。

“《期货和衍生品法》的出台,有效填补了资本市场法治建设的空白,资本市场法治体系的‘四梁八柱’基本完成,对期货市场法治建设具有里程碑的意义,将开启我国期货市场发展的新篇章。”南华期货董事长罗旭峰在接受《中国经营报》记者采访时表示,《期货和衍生品法》从法律意义上明确了期货交易的合法性和重要性,明确了期货市场和经营机构的法律地位,为投资者未来开展期货及衍生品相关业务奠定了法律基础,也为司法机关未来审理期货交易相关案件明确了法律依据。

新湖期货副总经理、董秘,研究所所长李强也表示:“《期货和衍

生品法》将成为期货市场和衍生品市场效力等级最高的规则,从法律层面对我国期货市场与国际接轨做好顶层设计,明确期货市场上各类主体的法律定位及各类关系,提升期货市场的法治化程度,促进期货市场高质量规范发展。”

“《期货和衍生品法》对我国期货市场高质量发展有着非常重要的意义,可以说是里程碑式的。”宝城期货金融研究所所长程小勇认为,《期货和衍生品法》对于期货行业的制度建设(或顶层设计)、对于金融市场的制度完善都有重大意义,其与证券法、证券投资基金管理法、保险法、信托法等组成完整的金融法律制度体系,补齐目前金融法律尚不齐全的短板。

侧结构性改革,为实体经济发展更好地保驾护航。”据悉,我国是全球大宗商品的主要购买国,但在大宗商品的国际定价权上话语权较弱,这与我国期货市场的国际化程度不高,期货市场在国际上的竞争力不足有较大关系。罗旭峰分析道,《期货和衍

生品法》设专章规定了跨境交易与监管,对期货市场跨境互联互通提供了法律保障,为打造中国价格、形成中国声音创造了有利条件。该法的出台将有利于我国期货市场逐步扩大开放步伐,建立国际定价中心的地位。

下转 B2

三十余年来,我国期货市场从无到有、从小到大、从乱到治,逐步成为助力实体经济发展、有效管理价格风险的重要手段。罗旭峰认为,“《期货和衍生品法》的出台,有利于深化金融服务实体经济的能力。近年来,随着贸易保

金融政策支持实体经济“稳增长”

## 监管鼓励大型银行调拨备

本报记者 杨井鑫 北京报道

在经济“稳增长”的主基调下,银保监会在近一周内频频出台各项金融政策支持实体经济。其中,鼓励拨备水平较高的大型银行有序降低拨备覆盖率的政策导向,成为市场关注的焦点。

据《中国经营报》记者了解,在商业银行不良率持续下行的情况下,监管已经释放出明确信号要求金融机构加大对实体经济的

### 拨备覆盖率逻辑

随着监管的喊话,近期银行拨备覆盖率成了一个热门关键词。

4月13日,国务院常务会议指出,针对当前形势变化,鼓励拨备水平较高的大型银行有序降低拨备覆盖率,适时运用降准等货币政策工具,推动银行增强信贷投放能力,进一步加大金融对实体经济特别是受新冠肺炎疫情严重影响行业和中小微企业、个体工商户的支持力度,向实体经济合理让利,降低企业综合融资成本。

4月15日,银保监会首席检查官、办公厅主任、新闻发言人王朝弟表示,鼓励拨备较高的大型银行及其他优质上市银行将实际拨备覆盖率逐步回归合理水平。同时,支持推动地方政府发行专项债,拓宽中小银行补充资本渠道,提高金融机构抵御风险和服务实体经济的能力。

按照银保监会统计数据,截至一季度末,银行业不良贷款余额3.7万亿元,不良贷款率1.79%,较年初略有下降。银行业金融机构拨备余额7.3万亿元,拨备覆盖率199.5%。

事实上,银行拨备覆盖率是衡量银行金融机构风险抵御能力的一项重要指标。在很长的一段时间,监管持续要求银行机构增强风险抵御能力,体现在关键指标上则是不良率和拨备覆盖率两项。对于银行而言,风控能力与两项指标挂钩,在很普遍的范围内形成了不良率“越低越好”和拨备覆盖率“越高越好”的认知。

从目前公布的年报数据看,提升信贷能力

在打破银行拨备覆盖率越高越好的固有思维之后,该项指标的合理区间到底在哪?

据记者了解,银行拨备覆盖率是2004年原银监会首提的考核标准,当前的政策要求是100%以上。自2018年以来,原银监会发布了相关规定,明确要求拨备覆盖率从150%调整至120%~150%。

一家国有大行人士称,银行根据每项业务的风险会进行风险损失减值的计提。在相关业务没有出现相应风险时,该计提通常就进入到拨备项目中。“不同银行的业务风险情况不同,拨备覆盖率合理水平也就有所差异。但是,总体来看上市银行的风险抵补能力是相当强的。”

记者在采访中了解到,部分机构将银行拨备覆盖率的合理水平区间置于150%~250%之间。也有一些机构表示动态的水平更客观,建议以行业平均水平为基准。

“在监管对于银行拨备覆盖率喊话之后,大型银行的拨备大概率是进入了下行区间。”上述国有大行人士称,这可以看作是金融支持实体经济的一项重要措施。在经济下行和稳增长压力较大的背景下,下调拨备覆盖率有助于缓解拨贷比等监管要求的压力,提升商业银行信贷投放能力。释放的一部分拨备既可以用来自核销商业银行的不良贷款,也有助于提升商业银行自我资本补充能力,在信贷中减小资本束缚。

据了解,不良贷款会占用有限的信贷资源,导致实体经济无法获得有效的信贷支持。因此,监管层鼓励银行降低拨备率,实际上是希望银行将不良贷款加速核销处置,在这个过程中会消耗拨备,降低贷款拨备率,将不良贷款处置后腾挪出的信贷资源再投向实体经济,银行信贷投放能力也会明显增强。

针对监管的该项措施,宁波银行、瑞丰农商行等银行机构纷纷进行了回应,称具体的做法需要一些细则和指导性意见,同时也需要一个过程和时间。

对于降低银行拨备能够释放的流动性,东吴研究所的一份报告指出,其撬动的信贷规模在3.3万亿元至10万亿元。该报告指出,根据2021年数据测算,当前国有行和股份行拨备率若降至200%、170%、150%、120%四种情形下,将相应合计释放0.47万亿元、0.96万亿元、1.28万亿元、1.77万亿元拨备资金。预估释放0.47万亿元~0.96万亿元贷款拨备准备金。如果按70%计入资本,可补充资本金0.33万亿元~0.67万亿元,再按10倍杠杆可撬动3.3万亿元~6.7万亿元信贷规模。如果监管有意压降,预计拨备率将降至120%~150%的现行监管底线,补充资本金0.90万亿元~1.24万亿元,撬动10万亿元左右信贷规模。

4月19日,央行和银保监会联合召开了金融支持实体经济座谈会,要求抓好近期各项金融政策的落地工作,强化对重点消费、新市民和有效投资的金融服务,及时在信贷资源配置、内部考核、转移定价等方面出台配套措施。