

中美利差倒挂，人民币贬值压力上升？

近期，中美利差快速收窄的背景下，权益与债券市场上外资大幅流出，两者皆由利差驱动？外资流出会加剧人民币贬值压力吗？本文分析，可供参考。

赵伟 分析师 SAC 执业编号：S1130521120002
zhaow@gjzq.com.cn

段小乐 分析师 SAC 执业编号：S1130518030001
(8621)61038260
duanxiaole@gjzq.com.cn

李欣越 联系人
lixinyue@gjzq.com.cn

➤ 一问：中美利差为何快速收窄？货币周期错位，通胀预期扰动

近期，中美利差快速收窄，10年期国债收益率临近倒挂。2020年11月至12月间，不同期限国债收益率的中美利差相继见顶，随后开始不断缩窄。2021年12月以来，中美利差收窄速度显著加快，4个月间，10年期与2年期国债的中美利差已分别收窄138bp和223bp。当前，2年期与5年期国债的中美利差已经倒挂，而10年期也收窄至3.3bp，离倒挂仅一步之遥。

中美两国货币周期的错位是主因，通胀形势的分化也对中美利差构成扰动。历史上，中美利差主要由中美两国货币周期的分化决定。去年12月至今，美联储完成缩表、开启加息，加速货币政策正常化进程；而我国央行则进行了一次全面降准、两次LPR调降，中美货币周期显著分化。此外，美国通胀高企，我国CPI仍维持低位，通胀形势的分化也影响了中美利差的波动。

➤ 二问：历史上，中美利差如何影响跨境资本流动？冲击债市，扰动股市

2015年以来，套利交易对跨境资本流动影响有所增强，其中离岸市场资金对中美利差的敏感性更高。随着2015年811汇改后人民币汇率弹性的提高，套汇交易对跨境资本流动的影响趋弱，而中美利差的影响有所提高。其中，在岸市场上，银行结售汇的资本项目差额对中美利差的敏感性较低；离岸市场上，近四轮中美利差收窄的中后期，均出现了一定规模的外资流出。

债券市场的外资流向对中美利差更为敏感，而权益市场上外资更多受中美资产价格影响，利差对交易型资金也有扰动。历史上，外资持债与中美利差的相关性较高，2016年2月、2017年1月、2018年10月三次境外持债净流出，均发生于中美利差拐点出现后，以政金债减持为主。权益市场上，中美资产收益率之差对北上资金流向解释力更强，交易盘会受到中美利差扰动。

➤ 三问：本轮中美利差倒挂，跨境资本对汇率影响如何？短期冲击，中期无虑

短期，中美利差倒挂对利率债与北上资金仍有扰动，但汇率受冲击程度或有限。历史上来看，人民币汇率会受证券市场外资流出的扰动，但随着外资净流出结束，汇率将再度企稳。本轮，中美利差倒挂或会对外资交易型资金造成冲击，进而扰动汇率。当前北上资金中交易型资金占比13.7%，外资持有的3.4万亿国债、政金债中，交易型占比同样较低，外资冲击或相对有限。

无论中美利差还是人民币汇率，均是中美经济基本面的映射，基本面分化叠加高位实际利率，将对人民币汇率提供支撑。两国基本面是驱动中美利差、资产价格、人民币汇率的共同因素。从PMI来看，美国经济修复最快的阶段已然看到，而中国PMI正由去年11月底回升。回归基本面后，汇率仍有支撑。此外，剔除通胀后当前实际利差仍居高位，也将对人民币形成支持。

风险提示：美联储货币政策收紧超预期、外资流出超预期、全球需求和供应链中断恢复不及预期

内容目录

一、周度专题：中美利差倒挂，哪些外资可能流出？	4
1.1、中美利差为何快速收窄？货币周期错位，通胀预期扰动	4
1.1、历史上中美利差如何影响跨境资本流动？冲击债市，扰动股市	5
1.3、本轮中美利差倒挂，跨境资本对汇率影响如何？短期冲击，中期无虑	8
二、数据跟踪：发达国家市场股债双杀，美元指数继续走强	11
2.1、权益市场追踪：发达国家市场普跌，恒生指数回落	11
2.2、债券市场追踪：发达国家 10 年期债券收益率普遍上行	12
2.3、外汇市场追踪：美元指数走强，人民币兑美元汇率走平	13
2.4、大宗商品市场追踪：原油价格小幅回落，贵金属价格上涨	14

图表目录

图表 1: 近期，10Y 和 2Y 国债中美利差快速缩窄	4
图表 2: 当下，2 年期和 5 年期中美利差已经倒挂	4
图表 3: 中美利差与中美两国货币周期密切相关	4
图表 4: 近期，中美两国货币政策再度分化	4
图表 5: 2021 年 12 月以来，美联储不断削减购债规模	5
图表 6: 存款准备金率下调多会驱动国债利率下行	5
图表 7: 通胀走势分化，进一步加剧了中美利差的分化	5
图表 8: 能源价格高涨大幅推高当前美国通胀水平	5
图表 9: 2015 年前，利差与短期资本流动关联度较低	6
图表 10: 2015 年来，利差与短期资本流动拐点较一致	6
图表 11: 2015 年前，汇率预期的变化影响资本流动	6
图表 12: 2015 年来，汇率预期与资本流动关联度下降	6
图表 13: 银行结售汇资本项目差额对利差敏感性较低	6
图表 14: 伴随中美利差持续收窄，证券市场外资流出	6
图表 15: 北上资金净流入与中美利差关系较弱	7
图表 16: 中美权益资产价格变化与北上资金有相关性	7
图表 17: 配置盘资金流出更多受风险事件扰动	7
图表 18: 中美利差对交易盘资金流向有一定影响	7
图表 19: 外资持债规模受中美利差影响	8
图表 20: 历次债市流出中，各券种的流出结构	8
图表 21: 本轮债市外资流出中，各券种占比	8
图表 22: 彭博中国国债及政策性银行债指数期限占比	8

图表 23: 北上资金配置盘与交易盘流入情况.....	9
图表 24: 短期外资流出对人民币汇率有扰动.....	9
图表 25: 境外机构持有的各类型债券结构.....	9
图表 26: 中国债券被纳指数后, 带来大量被动资金.....	9
图表 27: 短期跨境资本流出的主要驱动因素.....	10
图表 28: PMI 来看, 中美经济所处的阶段明显不同.....	10
图表 29: 猪周期对国内 CPI 形成显著拖累.....	10
图表 30: 中美实际利率的利差仍维持高位.....	10
图表 31: 本周, 发达国家股指普遍下跌.....	11
图表 32: 本周, 新兴市场股指走势分化.....	11
图表 33: 本周, 美股行业涨跌互现.....	11
图表 34: 本周, 欧元区行业涨跌互现.....	11
图表 35: 本周, 恒生指数下跌.....	12
图表 36: 本周, 恒生行业涨跌互现.....	12
图表 37: 主要发达国家 10Y 国债收益率普遍上行.....	12
图表 38: 本周, 美英德 10Y 利率均上行.....	12
图表 39: 主要新兴市场国家 10Y 国债收益率多数上行.....	13
图表 40: 本周, 土耳其国债 10Y 收益率继续大幅上行.....	13
图表 41: 本周, 发达国家货币兑美元普遍贬值.....	13
图表 42: 本周, 美元指数走强, 欧元兑美元贬值.....	13
图表 43: 本周, 主要新兴市场兑美元普遍贬值.....	13
图表 44: 本周, 土耳其里拉、雷亚尔、韩元贬值.....	13
图表 45: 本周, 主要发达国家兑人民币普遍贬值.....	14
图表 46: 本周, 美元兑人民币走平.....	14
图表 47: 本周, 大宗商品价格涨跌互现.....	14
图表 48: 本周, WTI 原油与布伦特原油继续下跌.....	15
图表 49: 本周, 动力煤价格下跌、焦煤价格微涨.....	15
图表 50: 本周, 铜价上涨, 铝价下跌.....	15
图表 51: 本周, 通胀预期继续回升.....	15
图表 52: 本周, 黄金和白银均上涨.....	15
图表 53: 本周, 黄金价格上涨, 美债实际收益率回升.....	15

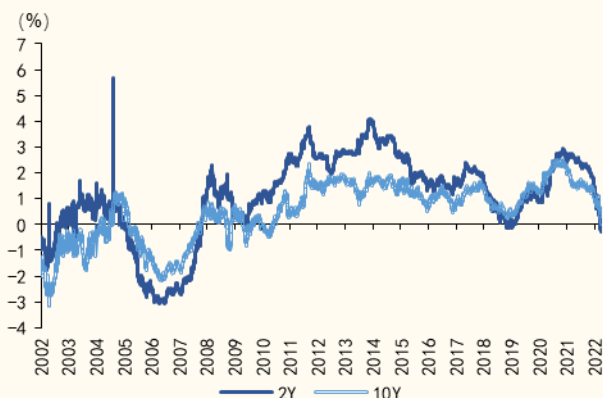
一、周度专题：中美利差倒挂，哪些外资可能流出？

近期，中美利差快速收窄的背景下，权益与债券市场上外资大幅流出，两者皆由利差驱动？外资流出会加剧人民币贬值压力吗？本文分析，可供参考。

1.1、中美利差为何快速收窄？货币周期错位，通胀预期扰动

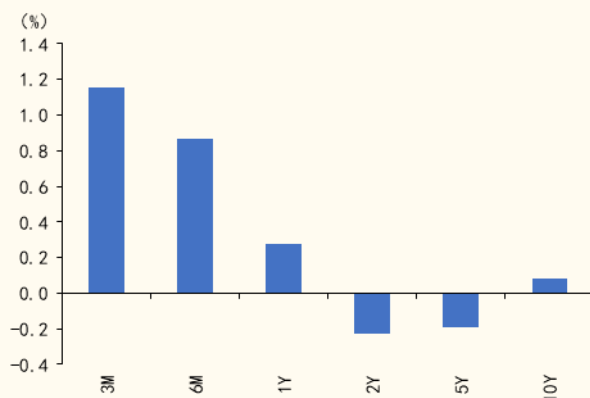
近期，中美利差快速收窄，10年期国债收益率临近倒挂。2020年11月至12月间，不同期限国债收益率的中美利差陆续见顶，随后开始不断缩窄。2021年12月以来，中美利差收窄速度显著加快，此前1年间，10年期与2年期中美利差分别收窄108bp和100bp；而近4个月间，两者已分别收窄138bp和223bp。当前，2年期与5年期中美利差已经倒挂，而10年期也收窄至3.3bp。

图表 1：近期，10Y 和 2Y 国债中美利差快速缩窄



来源：Wind，国金证券研究所

图表 2：当下，2 年期和 5 年期中美利差已经倒挂



来源：Wind，国金证券研究所

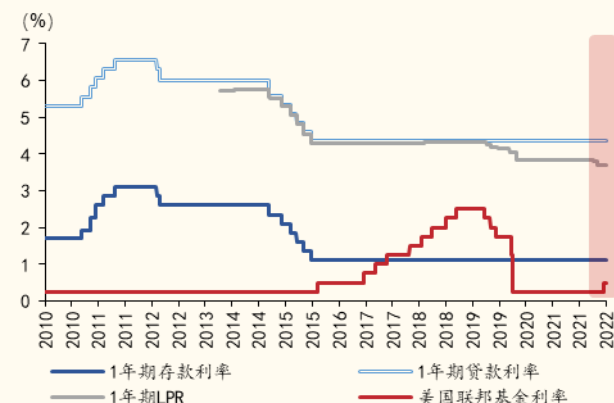
中美两国货币周期的错位是本轮中美利差快速收窄的主因。历史上，政策利率的中美利差与 10 年期国债收益率的中美利差走势较为一致，中美利差主要由中美两国货币周期的分化决定。美国方面，美联储正加速货币政策正常化进程，去年 12 月以来，美联储不断削减购债规模，并于今年 3 月 17 日正式加息 25bp。紧缩性货币政策下，美国 10 年期国债收益率由去年 12 月 1 日的 1.44% 快速上行至 1.72%；而国内方面，面对稳增长的压力，我国货币政策更加主动有为、积极进取，2021 年 12 月 15 日，央行降准 0.5%，并于随后两次调降 LPR，10 年国债收益率也由去年 12 月 1 日的 2.84% 下行至 2.75%。

图表 3：中美利差与中美两国货币周期密切相关



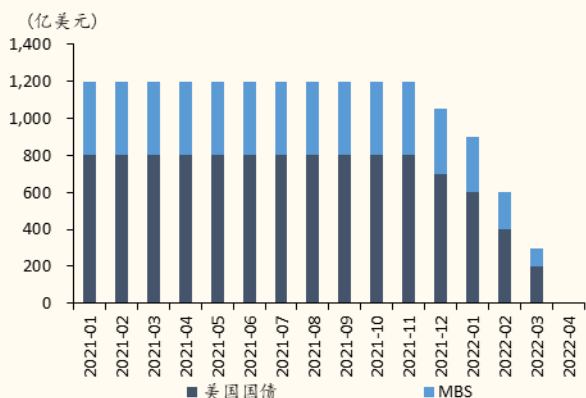
来源：Wind，国金证券研究所

图表 4：近期，中美两国货币政策再度分化



来源：Wind，国金证券研究所

图表 5: 2021 年 12 月以来, 美联储不断削减购债规模



来源: Federal Reserve, 国金证券研究所

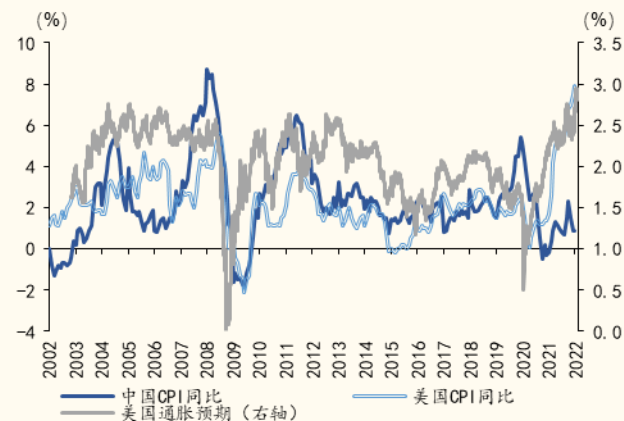
图表 6: 存款准备金率下调多会驱动国债利率下行



来源: Wind, 国金证券研究所

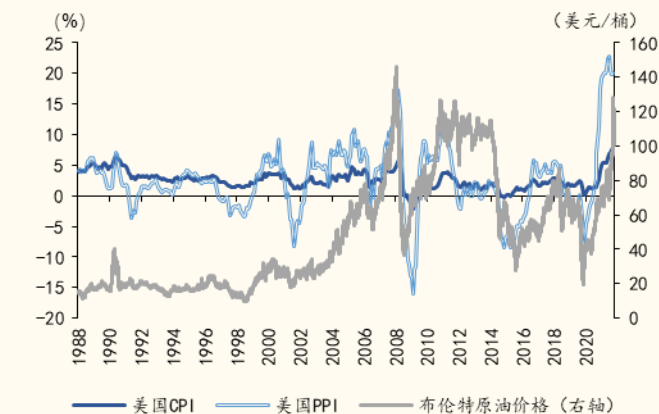
通胀形势的分化对中美利差也构成了扰动。去年以来, 以原油为代表的能源价格大幅攀升, 叠加疫情对供应链的扰动, 美国通胀形势快速恶化。美国 CPI 同比由去年年初的 1.4% 飙升至今年 2 月的 7.9%, 十年期国债收益率中隐含的通胀预期也由 2.01% 上升至 2.87%。而国内方面, 煤炭等能源价格在保供稳价的推进下逐步趋稳, 猪周期的拖累下, 2 月国内 CPI 同比上升 0.9%, 仍维持相对低位。通胀形势的分化同样影响了中美利差的波动。

图表 7: 通胀走势分化, 进一步加剧了中美利差的分化



来源: Wind, 国金证券研究所

图表 8: 能源价格高涨大幅推高当前美国通胀水平

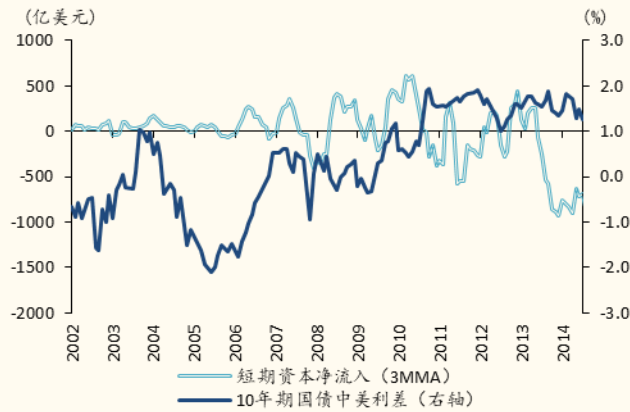


来源: Wind, 国金证券研究所

1.1、历史上, 中美利差如何影响跨境资本流动? 冲击债市, 扰动股市

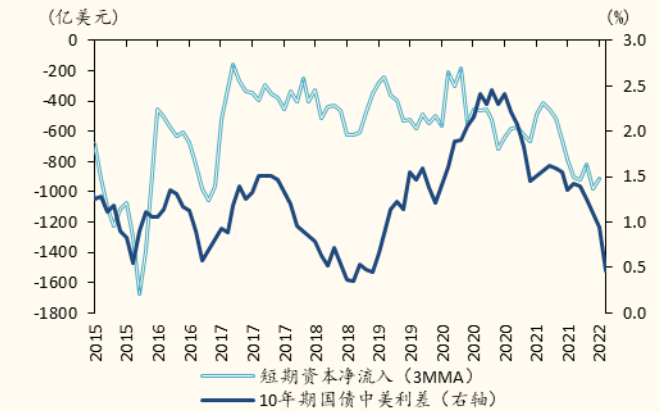
2015 年以来, 随着 811 汇改后人民币汇率弹性的提高, 套利交易对跨境资本流动影响有所增强。根据世界银行口径, 短期跨境资本流动=外汇储备净增加-FDI 净流入-贸易顺差, 利差、汇率预期、资产价格变动等因素均会对短期资本流动产生影响。811 汇改前, 由于人民币汇率长期单边波动, 升值预期的边际变化对资本流动的影响较为明显, 而中美利差与资本流动的相关性较低。随着 811 汇改后汇率弹性的提高, 套汇交易逐步减少, 以 1 年期 NDF 表征的汇率预期与资本流动间的负相关性明显趋弱; 利差与资本流动的相关性则有所提高。

图表 9: 2015 年前, 利差与短期资本流动关联度较低



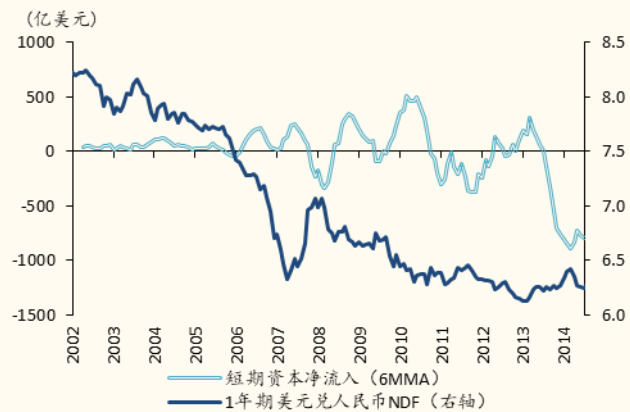
来源: Wind, 国金证券研究所

图表 10: 2015 年来, 利差与短期资本流动拐点较一致



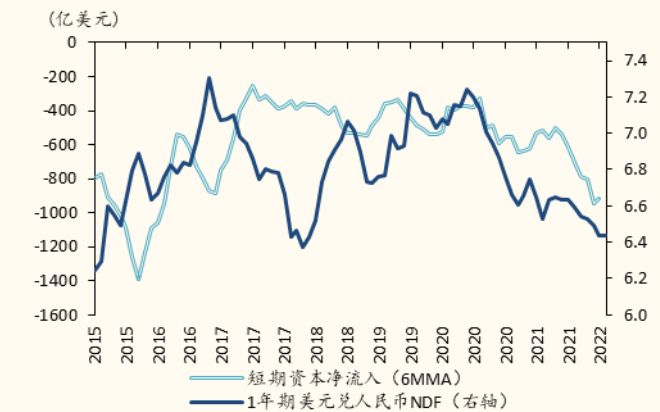
来源: Wind, 国金证券研究所

图表 11: 2015 年前, 汇率预期的变化影响资本流动



来源: Wind, 国金证券研究所

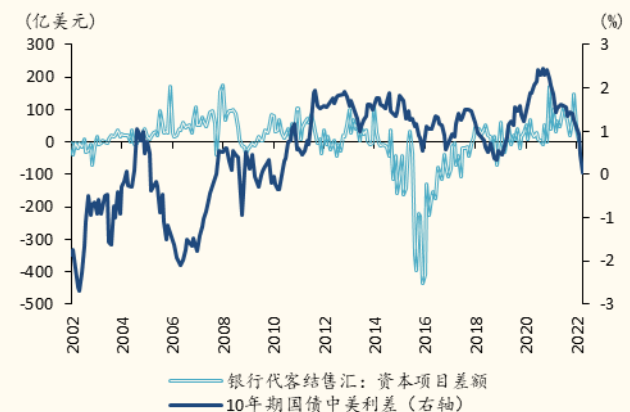
图表 12: 2015 年来, 汇率预期与资本流动关联度下降



来源: Wind, 国金证券研究所

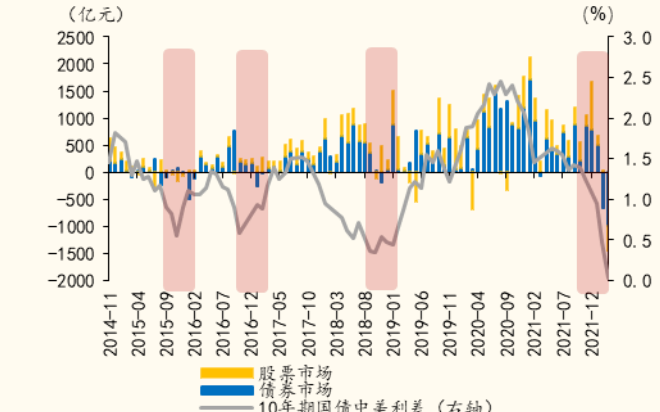
相较于在岸市场, 离岸市场资金对中美利差的敏感性更高。由于“北上资金”、“债券通”等资金在离岸市场上进行结售汇, 因而银行结售汇的资本项目差额通常被用来刻画在岸市场的短期跨境资本流动。从历史上来看, 在岸市场的短期跨境资本流动对中美利差的敏感性较低。而从北上资金和外资持债规模数据的变动来看, 2015 年 8 月、2016 年 7 月、2017 年 11 月和本轮, 中美利差持续收窄的中后期, 均出现了一定规模的短期跨境资本流动。

图表 13: 银行结售汇资本项目差额对利差敏感性较低



来源: Wind, 国金证券研究所

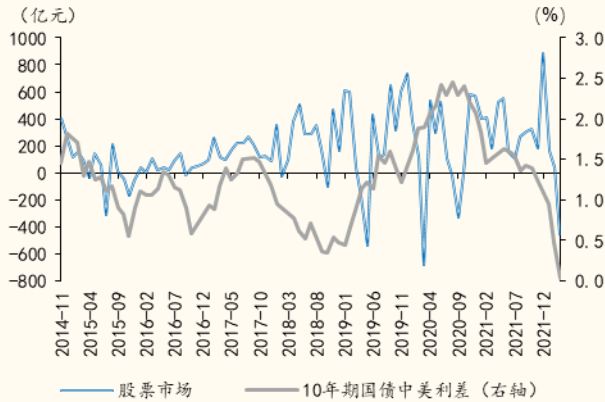
图表 14: 伴随中美利差持续收窄, 证券市场外资流出



来源: Wind, 国金证券研究所

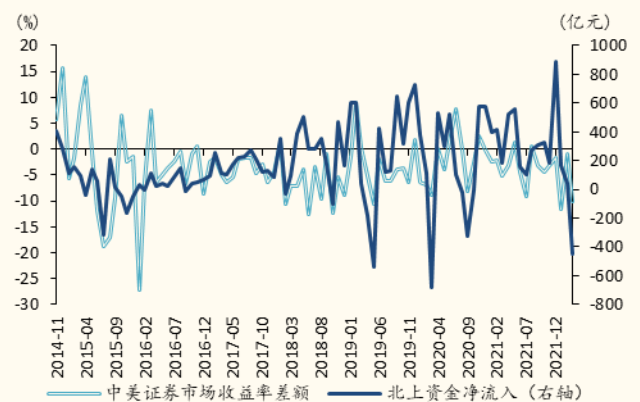
权益市场上外资更多受中美资产价格影响，中美利差对交易型资金也有扰动。整体来看，北上资金净流入与中美利差的关联性并不明显，上证指数和标普500的月收益率之差对北上资金流向的解释力更强。根据港交所中央结算系统持股商类型进行拆解，2019年以来，配置盘资金整体持续流入，仅在19年5月、19年9月、20年3月和今年3月风险冲击下才出现净流出，与利差关联度较弱；而交易盘资金则会受到中美利差一定程度的扰动。随着俄乌冲突的缓和，配置盘资金已企稳，而交易盘在资产价格与中美利差影响下仍在流出。

图表 15: 北上资金净流入与中美利差关系较弱



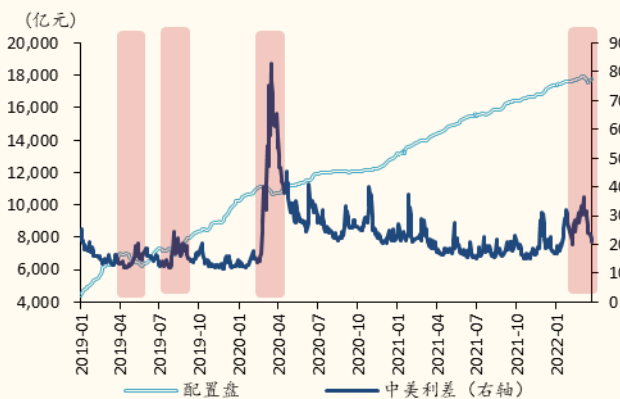
来源: Wind, 国金证券研究所

图表 16: 中美权益资产价格变化与北上资金有相关性



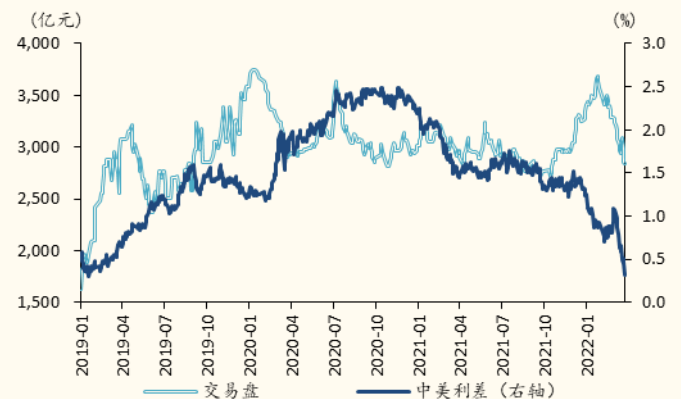
来源: Wind, 国金证券研究所

图表 17: 配置盘资金流出更多受风险事件扰动



来源: 港交所, 国金证券研究所

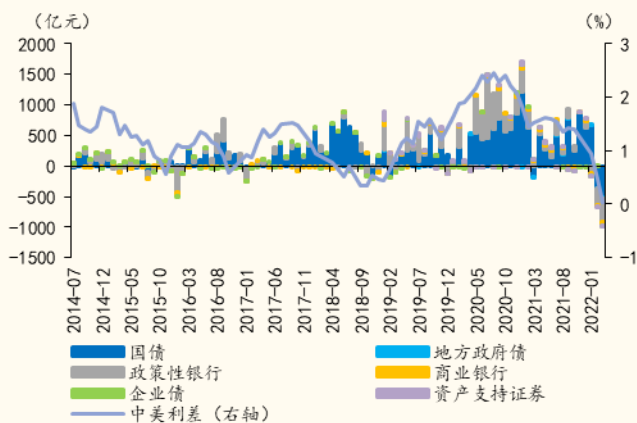
图表 18: 中美利差对交易盘资金流向有一定影响



来源: 港交所, 国金证券研究所

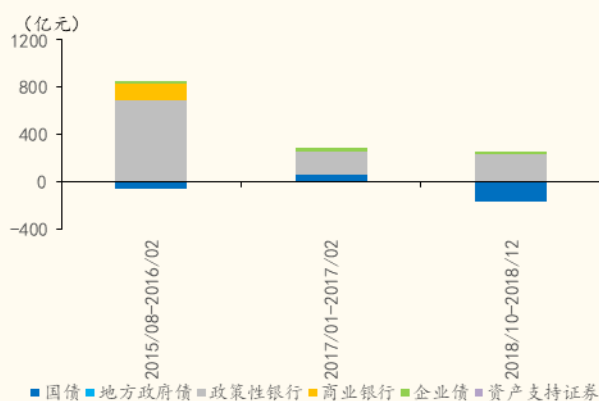
债券市场的外资流向对中美利差更为敏感，本轮中，国债流出占比更高。相较于权益市场，外资持债规模与中美利差的相关性更高。历史上，2015年8月至2016年2月、2017年1月至2017年2月、2018年10月至2018年12月曾出现过三次境外机构持债的快速净流出，三轮分别减持795亿元、287亿元和90亿元。其中，减持普遍发生于中美利差拐点出现后的几个月，以政金债为主。区别于历史上前三轮，今年2-3月，债券市场上外资累计流出1648亿元，其中国债占比达53%。期限结构来看，减持更多发生于1-5年期国债与政金债。

图表 19: 外资持债规模受中美利差影响



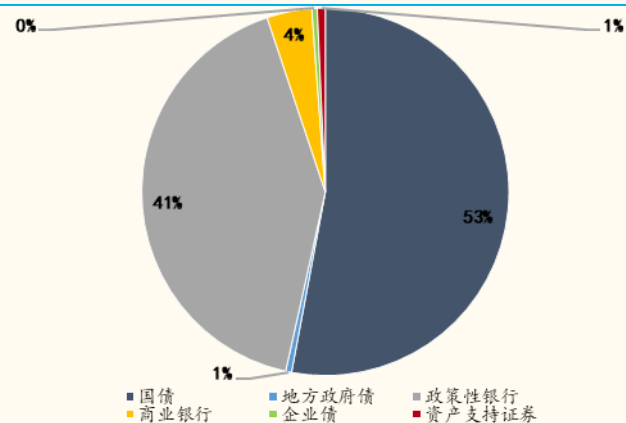
来源: 中债登, 国金证券研究所

图表 20: 历次债市流出中, 各券种的流出结构



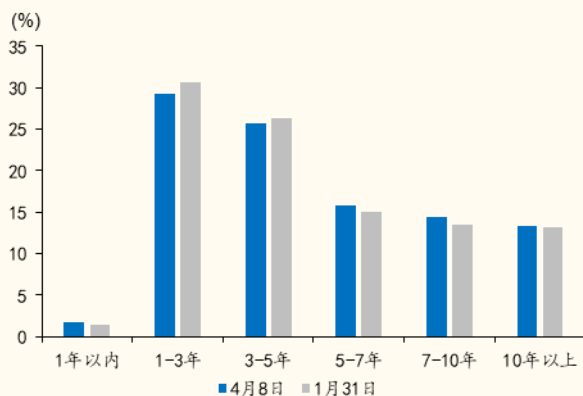
来源: 中债登, 国金证券研究所

图表 21: 本轮债市外资流出中, 各券种占比



来源: 中债登, 国金证券研究所

图表 22: 彭博中国国债及政策性银行债指数期限占比



来源: Bloomberg, 国金证券研究所

1.3、本轮中美利差倒挂, 跨境资本对汇率影响如何? 短期冲击, 中期无虞

短期, 中美利差倒挂对利率债与北上资金仍有扰动, 汇率或将受到一定冲击。根据利率平价理论, 中美利差收窄会引起套利资金外流, 进而冲击人民币汇率。从历史上来看, 2016年2月、2017年1月、2018年10月、2020年3月, 汇率均受到证券市场外资流出的扰动, 随着外资流出结束, 汇率再度企稳。本轮中, 中美利差倒挂或将对外资中交易型资金造成一定扰动。当前北上资金中交易型资金占比 13.7%, 外资持有的 3.4 万亿利率债中, 仅追踪三大债券指数

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_40235



云报告
https://www.yunbaogao.cn

云报告
https://www.yunbaogao.cn