



靳毅：汇率破7，如何影响债市？





1、汇率破 7，如何扰动债市？

近期美债利率上行、人民币贬值压力加大，扰动国内债市情绪。

受美债利率上行、美元走强影响，9月16日，盘中人民币汇率一度突破“7”这个关键心理关口。由于担忧人民币贬值背后的资本外流压力，制约中国央行降息决策，债市利率在9月初以来震荡上行。

但在另一边，在美联储加息途中，8月份中国央行依然进行了MLF降息操作。反映出资本外流似乎又不是央行降息的“瓶颈”。这又该如何理解？

我们认为，关键在于中美利差倒挂的幅度大小，决定了资本流出的压

力。中国央行需要将倒挂幅度，控制在一定区间之内。随着目前美债利率攀升至 3.4% 以上，中美 10 年期国债利差倒挂幅度达到 78BP，相对应的资本外流压力，或许已经引起央行重视。

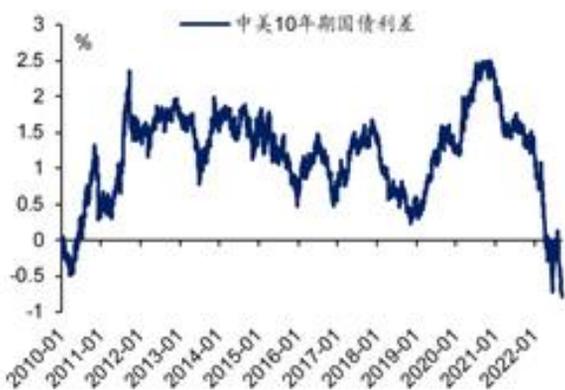
接下来，我们将用 3 个问题，分析中美利差对央行货币政策、及债市的影响，回答债市投资者普遍关心的话题：

(1) 为什么美联储加息尚未结束、8 月份中美利差仍有倒挂，中国央行却依然敢于降息？

的确，2022 年以来的中美利差倒挂形势，是近 10 年来我们未曾看到过的现象。但在另一方面，由于中国具有独特的防疫优势，生产、供应链保持顺畅，使得我们的通胀水平较低，并带来商品价格优势。所以 2022 年以来，中国出口始终保持韧性，并带来了高于过去 10 年历史平均水平的出口顺差。

经常项目顺差水平较高，使得我们能够容许中美利差出现倒挂，并忍受更高的资本项目逆差。数据上来看，尽管二季度中美利差即进入倒挂区间，但由于经常项目顺差构成外汇“安全垫”，中国储备资产季度环比仅净减少 190 亿美元，资本流出幅度相对可控。因此大额经常项目顺差，成为了 8 月份中国央行敢于逆势降息的“底气”。

图 1: 2022 年中美利差近 10 年来首次倒挂



资料来源: Wind、国海证券研究所

图 2: 大额经常项目顺差构成外汇“安全垫”



资料来源: Wind、国海证券研究所

但需要注意的是，中美利差倒挂幅度越大，金融账户中资本外流压力通常越大。因此即使经常账户顺差高于历史水平，也不能支撑中美利差倒挂幅度无休止地扩大。

那么，中国央行能容忍的利差倒挂区间，在什么位置呢？

(2) 目前中美利差倒挂幅度，对应的资本外流压力有多大？

在金融账户中，“境外机构与个人持有的境内债券与股票”项目，对于中美利差最为敏感，且数量型关系相对明确。

从 2018 年以来的数据对比上来看，中美利差每减少 10BP，每月外资

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_46273

