

中美利差倒挂或为中短期现象，国内货币政策仍有条件“以我为主”

研究发展部 白雪 王青

事件：4月11日上午，美国10年期国债收益率上行5.5bp至2.76%，中国10年期国债收益率持平为2.75%，中美10年期国债利差自2010年以来首次出现倒挂。

对此，东方金诚解读如下：

中美利差出现倒挂，直接原因在于美债利率在政策加速收紧预期的催化下再次冲高，根本原因在于疫后中美两国经济复苏节奏与货币政策的分化。

4月以来，美债利率加速上行。尤其是美联储在上周四（4月7日）公布的3月货币政策会议纪要中，强化了未来一次或更多次加50个基点的可能性；更重要的是，本次会议纪要同时基本明确了市场更为关心的缩表路径，而这一路径与此前市场预期相比显然更为鹰派：即最早将在5月开启缩表，并将在3个月或更长一些的时间内将缩表规模增加至每月950亿美元的上限——而相比2017-19年上一轮缩表耗时15个月将缩减量提高至每月500亿美元，本轮缩表上限规模几乎翻倍，速度也显著快于上一轮。就连一直以来被视为宽松和低利率政策支持者的“大鸽派”、美联储副主席布雷纳德都在上周的讲话中明确表示“美联储需要迅速采取行动以控制持续高企的通胀率”。布雷纳德表态转鹰，更加凸显了美联储在上半年收紧货币政策的急迫性。由此，会议纪要与主要美联储官员释放的鹰派收紧信号，叠加月初发布的3月非农就业数据保持强劲，令市场对货币政策加速收紧的预期进一步升温，从而推升10年期美债利率不断突破高位：从最新的联邦基金利率期货隐含的加息预期来看，市场认为在5、6月议息会议上，至少一次会加息50个基点的概率已达到100%，两次加息合计至少100个基点的概率也提升至87.4%。

但实际上，我们也认为，疫情以来中美两国无论是经济修复节奏，还是通胀走势方面都存在较大差异，导致两国货币政策出现分化，也就是所谓的“内松外紧”。这一背景下，中美利差不断收窄、甚至出现倒挂，在一定程度上来说是必然趋势。

后续走势来看，我们认为，本轮中美利差倒挂或为中短期现象，可持续性不强，下半年有望“回正”。

未来 1-2 个月内，美债方面，市场对美联储加息缩表预期的继续消化可能仍存在一定“惯性”，叠加 3、4 月美国 CPI 数据仍将大概率保持高位，通胀预期可能继续推升长端美债利率；而中债方面，考虑到近期国内疫情大幅反弹、房地产仍处下行过程这一背景下，国内经济在短期内，尤其是二季度仍将面临较大下行压力，宽信用的推进仍需宽货币“保驾护航”，央行进一步降准降息的可能性较大，中债利率仍有一定下行空间。因此，中美利差在未来 1-2 个月仍有进一步倒挂的可能性。但再往后看，美债方面，随着加息缩表靴子落地、经济下行压力显现，10 年期美债利率或将于二季度末开始进入下行周期，而届时若国内疫情改善、稳增长政策发力，经济向好预期下，10 年期中债利率仍有回升空间。因此，总体来看，未来 1-2 个月中美利差可能继续倒挂，但下半年有望“回正”。

中美利差倒挂带来的资本外流压力可控，人民币贬值压力有限，国内货币政策仍将有条件“以我为主”。

我们认为，中美利差出现倒挂带来的资本外流压力可控。近期债市、股市资金出现净流出，很大程度上是地缘政治紧张局势加剧后，国际资本普遍流出新兴市场所致，不必从中美利差收窄角度过度解读。这意味着目前证券投资项下的跨境资金波动仍在正常、可控范围之内，无需政策面做出过度反应。展望未来，考虑到我国经济将保持中高速增长水平，金融市场会进一步对外开放，以及人民币资产正在展现出一定避险属性，在经历短期波动后，未来海外证券投资持续流入仍是大方向。

汇率方面，中美利差收窄带来的贬值压力有限。数据显示，2015 年“811 汇改”以来，中美利差变化与人民币兑美元汇价波动之间的相关性很低——相关系数仅为 0.1，远低于统计意义上的显著水平。这意味着人民币汇率受到多重因素驱动，其中我国出口态势、中美关系等更具影响力。退一步而言，即使中美利差倒挂会对人民币兑美元汇价形成阶段性贬值压力，这一压力也相对有限；必要时，监管层有充分的政策工具进行调控，包括重启逆周期调节因子、强化跨境资金流动宏观审慎监管等措施。我们判断，今年只要人民币兑美元贬值幅度控制在 5% 左右，国内货币政策就有充分条件“以我为主”。

权利及免责声明：

本研究报告及相关的信用分析数据、模型、软件、研究观点等所有内容的著作权和其他相关知识产权均归东方金诚所有，东方金诚保留一切与此相关的权利，任何机构及个人未经东方金诚书面授权不得修改、复制、逆向工程、销售、分发、储存、引用或以任何方式传播。未获书面授权的机构及人士不应获取或以任何方式使用本研究报告，东方金诚对本研究报告的未授权使用、超授权使用和非法使用等不当使用行为所造成的一切后果均不承担任何责任。

本研究报告中引用的标明出处的公开资料，其合法性、真实性、准确性、完整性均由资料提供方或/及发布方负责，东方金诚对该等资料进行了合理审慎的核查，但不应视为东方金诚对其合法性、真实性、准确性及完整性提供了任何形式的保证。

本研究报告的结论，是在最初发表本报告日期当日按照东方金诚的研究流程及标准做出的独立判断，遵循了客观、公正的原则，未受第三方组织或个人的干预和影响。东方金诚可能不时补充、修订或更新有关信息，也可能发出其他与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但没有义务和责任更新本报告并通知报告使用者。

本研究报告仅用于为投资人、发行人等授权使用方提供第三方参考意见，并非是对某种决策的结论或建议；投资者应审慎使用本研究报告，自行对投资行为和投资结果负责，东方金诚不对其承担任何责任。

本声明为本研究报告不可分割的内容，任何使用者使用或引用本报告，应转载本声明。并且，相关引用必须注明来自东方金诚且不得篡改、歪曲或有任何类似性质的修改行为。