

# 美联储货币政策调整对中国境内外汇和债券市场的溢出影响

2023年以来，美联储货币政策调整进入深水区，美债利率大幅上升引发全球金融动荡。作为一个大型开放的新兴市场经济体，中国依然会受到冲击。本文在此前一系列研究基础上补充外汇框架，并尝试分析美联储货币政策调整对境内债券市场的传导机制。

- 汇率是境内金融市场绕不开的传导渠道。理论上，人民币汇率市场化改革既可以提高货币政策自主性，以此降低美联储货币政策调整的溢出影响，也可能会增加新的风险点。一方面，汇率市场化改革需要金融开放配合，跨境资本流动和利差交易对人民币汇率的影响逐渐上升；另一方面，投资者可以从汇率价格双向波动读取更多的经济基本面和政策信息。如果仅是货币政策立场差异引发汇率波动，美联储的溢出影响相对可控；如果更多是经济前景变化，美联储的溢出影响反而可能更大。
- 美联储货币政策调整可能会从跨境资本流动、汇率、货币政策和风险偏好四种渠道影响境内利率债。由于金融双向开放和利率市场化改革不断推进，利率债对美联储货币政策调整的反应有所下降。跨境资本流动和利差交易更为突出，而汇率市场化程度上升，提高了货币政策自主性，从而降低了美联储对利率债的溢出影响。不过，当美联储货币政策调整映射的更多是经济前景变化时，境内利率债的反应会明显上升。这可能与中国货币政策优先稳增长、金融市场避险需求上升、中国涉外部门不惧美元流动性紧缩等因素有关。中国信用债市场依然处于市场化改革进程中，长期存在“名债实贷”的问题，因而与货币政策和国内经济基本面更为贴近。
- 实证结果逐一验证四种渠道对外汇市场和境内债市的传导影响。汇率弹性上升能够起到吸收外部冲击的作用，提高货币政策自主性，降低美联储货币政策调整对债市的影响。人民币中间价与美元的跷跷板更多发生在美联储货币政策立场调整时，FOMC会议隐含的经济前景变化可能会出现人民币中间价与美元同涨同跌的情形。同时，美联储货币政策映射的经济前景对中债影响更大。当美联储紧缩导致经济前景恶化、而不是“软着陆”被动紧缩时，“股债跷跷板”效应凸显。此外，境内银行间流动性变化和离岸人民币利率与美联储货币政策调整不存在稳定规律。
- **风险提示：美联储货币政策调整超预期；全球经济结构性转变；地缘政治风险。**

中银国际证券股份有限公司  
具备证券投资咨询业务资格

宏观经济

证券分析师：管涛

(8610)66229136

tao.guan@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300520100001

联系人：付万丛

wancong.fu@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300522030001

## 目录

一、美联储货币政策对境内人民币外汇市场的传导和影响分析 .....	5
二、美联储货币政策调整对境内债市的传导和影响分析 .....	9
三、美联储货币政策对境内汇市和债市的影响分析 .....	14
四、主要结论 .....	16

## 图表目录

图表 1. 每 100 个基点 10 年期美债收益率上升对新兴市场金融资产的溢出影响(个基点, 百分数) .....	4
图表 2. 2022 年 3 月初至 2023 年 9 月底美国与部分新兴市场的国债和汇率变化....	5
图表 3. 短期外债、经常账户和外储占名义 GDP 比重 .....	6
图表 4. 美联储加息对不同种新兴市场国家的溢出影响.....	7
图表 5. 中国外需依赖度.....	7
图表 6. 人民币中间价和美元指数.....	8
图表 7. 美联储货币政策对中债的影响传导路径.....	9
图表 8. 外资持有中国债券结构 (2023 年 9 月) .....	10
图表 9. 外资持有债券规模及其占比.....	10
图表 10. 2020 年前后的外资持债变化与中美利差 (10 年期中债-美债) 相关性 ...	10
图表 11. 10 年期中债收益率与人民币中间价.....	11
图表 12. CNH-HIBOR、DR007 与人民币中间价.....	11
图表 13. 10 年期中债和美债收益率及中美利差.....	12
图表 14. 2002 年至 2022 年逐年 10 年期中美国债收益率的相关性.....	12
图表 15. 联邦基金基准利率、一财金融指数和银行贷款审批指数.....	13
图表 16. 10 年期中债收益率与美股 VIX 指数 .....	13
图表 17. FOMC 期间 (T±2) 关键金融资产的价格表现 (单位: 个基点或%) ...	15

由于美元国际储备货币的特殊地位，美联储货币政策调整对其他开放型经济体都会产生不同程度的溢出影响。近年来，中国金融市场加速开放，涉外金融风险愈发得到重视。尤其是，在实施了多年超宽松货币政策后，美国通胀最终“觉醒”并持续“爆表”，包括国际货币基金组织（IMF）等在内的大部分机构认为低利率时代可能已经结束。2023年8月，前美国财长萨默斯在接受彭博采访时表示，作为“全球资产定价之锚”的10年期美债收益率的涨势可能还会持续下去，并远远超过过去二十年的水平。这将显著影响未来的全球金融资产价格定价逻辑。此前，我们在2023年4月5日《如果美股调整，A股能否独善其身？》中分析了美联储货币政策可能通过风险偏好、跨境资本流动和汇率等渠道影响A股。此次，我们尝试分析美联储货币政策调整对人民币外汇市场和境内债券市场（利率债为主）的传导机制和溢出影响，进一步完善股债汇三大金融市场的研究框架。值得注意的是，虽然本文对各个市场的分析是相对独立的，但是各类资产再平衡的逻辑会贯穿始终。2022年6月，Hoek, Yoldas 和 Kamin 在美联储官网上发布一篇 FEDS Notes<sup>1</sup>，其研究发现美联储联邦公开市场委员会（FOMC）会议和非农报告隐含的货币政策前景对新兴市场的信用利差、国债收益率、股票和汇率具有较强的溢出效应，高风险新兴市场更甚；而隐含的经济前景则具有相对温和的溢出效应（见图表1）。

图表 1. 每 100 个基点 10 年期美债收益率上升对新兴市场金融资产的溢出影响（个基点，百分数）

		信用利差	本币国债	权益资产	汇率	
FOMC 会议	货币政策	高风险新兴市场	219	251	-19	-20
		低风险新兴市场	110	167	-12	-10
	经济前景	高风险新兴市场	0	102	11	5
		低风险新兴市场	-9	67	8	7
非农报告	货币政策	高风险新兴市场	100	211	-17	-11
		低风险新兴市场	-5	86	-2	-7
	经济前景	高风险新兴市场	-27	71	-2	0
		低风险新兴市场	-51	32	2	-1

资料来源：Jasper Hoek, Emre Yoldas, and Steve Kamin(2022),

<https://www.federalreserve.gov/econres/notes/feds-notes/are-rising-u-s-interest-rates-destabilizing-for-emerging-market-economies-20210623.html>, 中银证券

注：FOMC 会议和非农报告的立场偏向取决于美债和美股在公布日期前后 2 个交易日的表现，若美债和美股同向涨跌，则为紧缩或宽松的货币政策预期，若美债和美股反向涨跌，则为经济预期。

<sup>1</sup> 全文于 2022 年发布在 *Journal of International Economics*。

## 一、美联储货币政策对境内人民币外汇市场的传导和影响分析

相较于发达国家成熟的外汇市场，人民币外汇市场具有两个重要的特殊差异：一是境内外汇市场（也称在岸外汇市场）上，贸易相关外汇交易占比较高；二是存在离岸和在岸两个人民币外汇市场。虽然美元也有离岸（欧洲美元市场）和在岸之分，但是只有一个汇率，人民币则不同。结果是，虽然人民币汇率与境内其他金融资产受共同宏观因子影响，但程度不尽相同，且具有一定的特殊性。此部分不仅分析美联储货币政策对境内人民币外汇市场的三种传导途径，也会讨论外汇变量的差异和选取，为后面的债市做铺垫。

1990年代以来，中国经历了1994年初汇率并轨并实行以市场供求为基础的有管理的汇率制度、2005年“7.21”汇改重归真正有管理浮动两次重要的汇率市场化改革，直到“8.11”汇改后美元兑人民币汇率数据才有波动性，因而分析通常会结合使用人民币名义有效汇率指数和美元兑人民币汇率。一般情况下，学术界惯用人民币名义有效汇率指数，既是因为多边汇率更适合分析国际间贸易竞争力变化，也是因为人民币名义有效汇率指数有更长的时间处于双向波动。而市场更关注美元兑人民币的双边汇率，主要是因为美元既是中国贸易计价结算的主要货币，也是外资来华投融资使用的最主要货币。学术研究表明，模型使用美元主导货币（dominant currency paradigm）或生产者货币定价（producer currency pricing）的不同种货币定价假设对结果产生较大影响。本文并未使用过往研报的统计模型分析，因而遵循市场方法统一使用美元兑人民币汇率中间价<sup>2</sup>。美联储货币政策可能从利差、涉外金融风险、经济基本面和美元指数四种渠道影响人民币外汇市场。

**一是利差渠道。**根据无抛补利率平价理论，美国国债收益率作为全球资产定价之锚，投资者在美联储加息期间需要非美元资产更高的回报率（或者以更高的利率融入美元），否则就会回流美国市场。从2022年3月初至2023年9月底，10年期美债收益率上升276个基点，美联储的美元对新兴市场国家名义汇率上涨4.3%。其中，除了越南盾缺乏弹性以外，美元对印尼卢比上涨了8.1%，同时对巴西雷亚尔和墨西哥比索下跌了1.4%和14.7%，主要是因为印尼和巴西的10年期国债收益率已经明显高于美债收益率和墨西哥跟随美联储加息。墨西哥的经济状况也好于巴西和印尼。尽管南非持续收紧货币政策，但是南非兰特受特殊因素影响大幅贬值。菲律宾比索、印度卢比、泰铢和人民币中间价在与美利差扩大的情况下均有不同程度的下跌。此外，美元兑人民币即期汇率（为境内银行间市场下午四点半收盘价，下同）与美中利差（10年美债-10年中债）的正相关性也有明显提升。2016年初至2022年底，两者日度数据的相关性为0.17；2023年初至2023年8月底，两者相关性为0.95，基本上只要美中利差走阔，美元兑人民币就会上涨。

图表 2. 2022 年 3 月初至 2023 年 9 月底美国与部分新兴市场的国债和汇率变化

	美国	中国	巴西	印尼	印度	越南	泰国	菲律宾	南非	墨西哥
10 年国债收益率 (BP)	276	(10)	39	40	44	50	102	129	137	207
与美利差 (BP)	-	(286)	(237)	(236)	(232)	(226)	(174)	(147)	(139)	(69)
美元兑本币 (%)	4.3	13.3	(1.4)	8.1	10.6	3.9	12.5	10.7	26.2	(14.7)
汇率制度	浮动	有管理的浮动	浮动	浮动	浮动	有管理的浮动	浮动	浮动	浮动	浮动

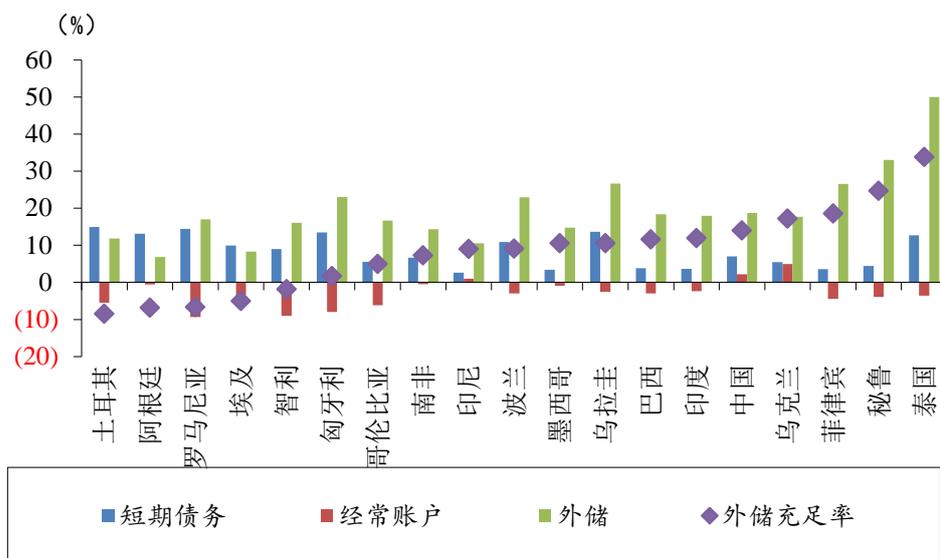
资料来源：彭博，万得，中银证券

不过，美中利差走阔的原因既可以是外部紧缩，也可以是内部宽松。参考图表 1 美联储溢出影响的方法，我们分析 2022 年 3 月至 2023 年 9 月之间的 12 次 FOMC 会议和 19 次非农数据公布前后两个交易日的中债和人民币汇率发现，此期间的美债收益率平均上涨 3.3 个基点，中债收益率基本没有变化，美元兑人民币中间价平均下跌 0.03%；当美国金融市场反映美联储货币政策紧缩预期时，美债收益率平均上涨 5.9 个基点，中债收益率仅上涨 0.5 个基点，美元兑人民币中间价仅下跌 0.1%；当美国金融市场反映美国经济前景时，美债收益率平均上涨 1.2 个基点，中债收益率下跌 0.4 个基点，美元兑人民币中间价也仅上涨 0.1%。实际上，人民币汇率和中债收益率调整大部分发生在国内经济数据公布和政策调整以后。

<sup>2</sup> 中间价既具备市场价格属性，也具备政策面信息。

二是**涉外金融风险**。自布林顿森林体系解体和美元本位形成后，金融全球化、自由化和美联储货币政策周期转换接连引发了一系列新兴市场国家的货币危机，包括上世纪八十年代拉美货币危机、九十年代墨西哥债务危机和亚洲金融危机。1999年，前美联储主席格林斯潘提出了一个著名的涉外金融安全规则，即一个国家的外汇储备规模可以覆盖一年内的到期外币债务和经常项目差额。基于此项规则，达拉斯联储研究发现，截至2022年四季度，大部分新兴市场国家在此轮美联储货币紧缩周期均有能力应对涉外金融风险。其中，中国短期外债占名义GDP比重为7.0%，经常项目盈余为2.2%，外储为18.8%，充足率达到14.0%，排名较为靠前（见图表3）。

图表3. 短期外债、经常账户和外储占名义GDP比重



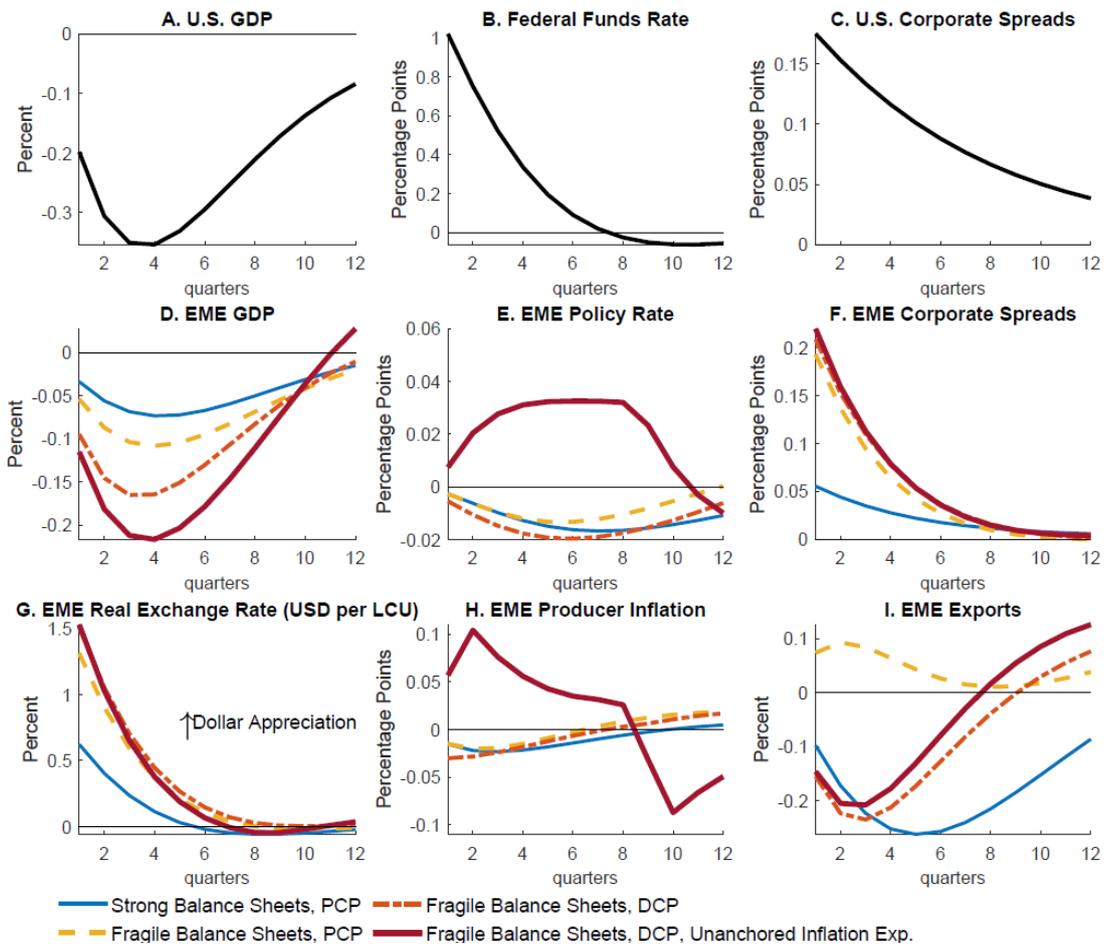
资料来源：达拉斯联储，中银证券

注：外汇储备充足率=外汇储备余额/GDP-短期外债余额/GDP+经常账户差额/GDP。

对于外资来说，人民币资产依然具有风险资产的属性。但是，相较于其他新兴市场经济体，中国对外风险敞口有限，民间对外负债有所改善。截至2023年二季度末，我国民间对外净负债（不含储备资产）6091亿美元，环比减少2046亿美元，与年化名义GDP之比为-3.6%，负值环比回落了1个百分点，且较2015年6月末（“8.11”汇改前夕）减少17642亿美元、回落18.2个百分点。民间货币错配改善、对外金融韧性增强，是近年来人民币汇率宽幅震荡、境内外汇市场保持平稳运行的重要微观基础。同时，这也充分印证了，只有经济金融体系健康才能充分享受汇率浮动带来的好处。

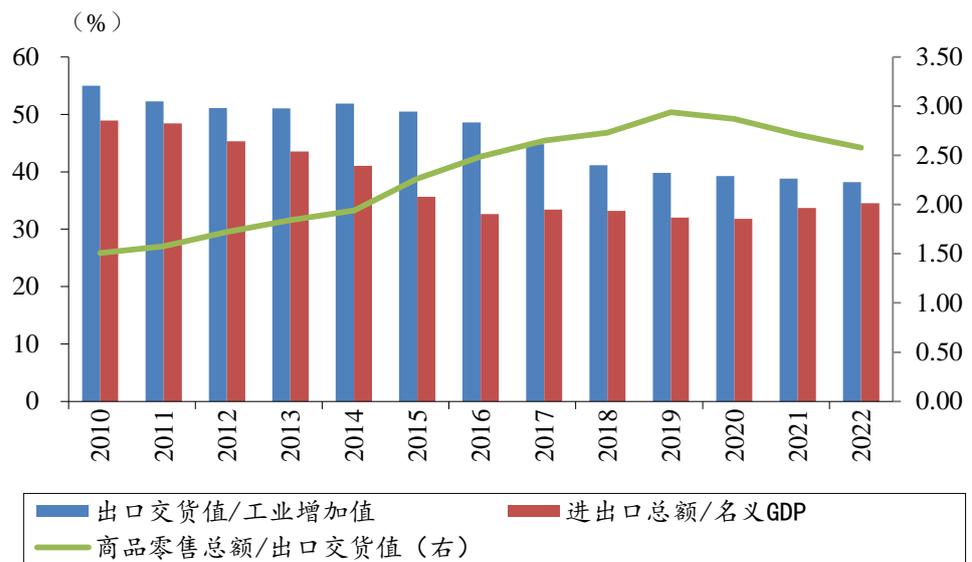
三是**经济基本面冲击**。美联储货币政策紧缩导致美国经济下滑和总需求下降。Ahmed, Akinci 和 Querato (2021) 构建了美国和新兴市场国家的开放经济均衡模型，美联储加息100个基点将导致美国经济下降0.35%，而国际收支状态较好的新兴市场国家仅“损失”0.05%的GDP和0.2%的出口，明显好于国际收支较差的国家，主要来自这些新兴市场国家能够下调利率刺激需求，且银行和企业资产负债表不惧怕本币对美元贬值，即美元融资收缩的影响较低。中国显然符合该模型中的“优秀”新兴市场国家。同时，还要考虑一个国家对外需的依赖度。不管是出口交货值/工业增加值、出口交货值/商品零售额还是贸易总额/名义GDP，中国对外依赖度在30%左右，剩余的70%需求来自国内（见图表5）。按照该模型测算，此轮美联储加息500个基点造成的1.75%左右外需损失，中国只要在内需找到0.75%的提升就能弥补损失。

图表 4. 美联储加息对不同种新兴市场国家的溢出影响



资料来源: Ahmed, Akinci 和 Querato (2021), 《U.S. Monetary Policy Spillovers to Emerging Markets: Both Shocks and Vulnerabilities Matter》, 中银证券

图表 5. 中国外需依赖度

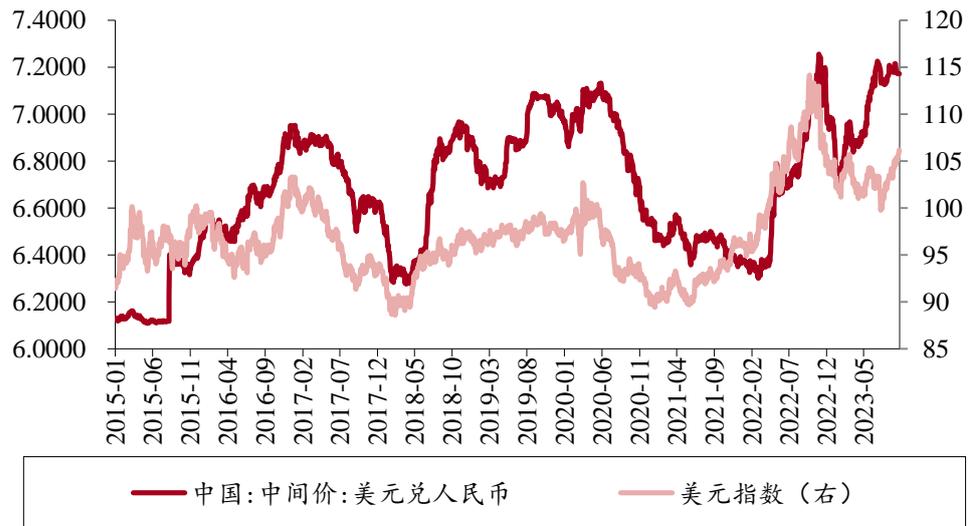


资料来源: 达拉斯联储, 中银证券

不过，理想状态（模型）与现实往往有出入。首先，美联储存在过度紧缩风险。一般均衡模型都是基于理性预期假设，美联储可以完全掌握经济节奏并做适当的货币政策调整，同时经济主体也会预见政策和经济的协调变化。简单点说就是“美联储看跌期权”。但是，超调的风险不仅发生在金融市场，也会出现在实体经济。当经济某个领域达到临界点出现失速下行，牵一发而动全身，经济可能陷入衰退。美联储也无法做到面面俱到，有时甚至“装聋作哑”，避免释放危机信号。其次，其他经济体追随美联储货币政策调整。虽然模型证明了新兴市场国家可以通过下调利率和汇率贬值对冲美联储货币政策紧缩，但现实中新兴市场国家很少这么做，主要是因为全球化带动下经济和通胀走势趋同（见图表 2）。再次，中国存在内部周期性下行的压力。典型的例子就是房地产周期。全球大放水期间，经济处于上行，房地产周期走强属于正常现象，中国也曾数次出台控制房价政策。但是，“经济下行-房地产放松-房价上行-债务积累”的周期重复使得中国房地产从未经历深度调整。2008 年和 2016 年，中国尝试了两次大力刺激内需对冲外需下行，同时也积累了一定的金融风险。房价不可能无限上涨，早晚会脱离可承受的范围。现在，需要找到房地产以外的领域能够起到 0.75% 的 GDP 需求提升来对冲美联储紧缩的溢出影响<sup>3</sup>。

**四是美元指数通道。**在 2015 年“8.11”汇改后，人民币中间价定价机制隐含了美元涨、人民币跌的镜像关系。从 2016 年初至 2023 年 9 月，中间价与美元的日度数据相关性达到 0.64，呈现较高的正相关。但是，镜像关系并不稳定，2021 年和 2023 年两者相关性分别为-0.47 和 0.14。除了传统的汇率影响因子造成“背离”外，人民币外汇市场容易出现羊群效应，需要依靠政策调控外汇市场的单边行为。这也是使用中间价而非即期汇率的原因之一。

图表 6. 人民币中间价和美元指数



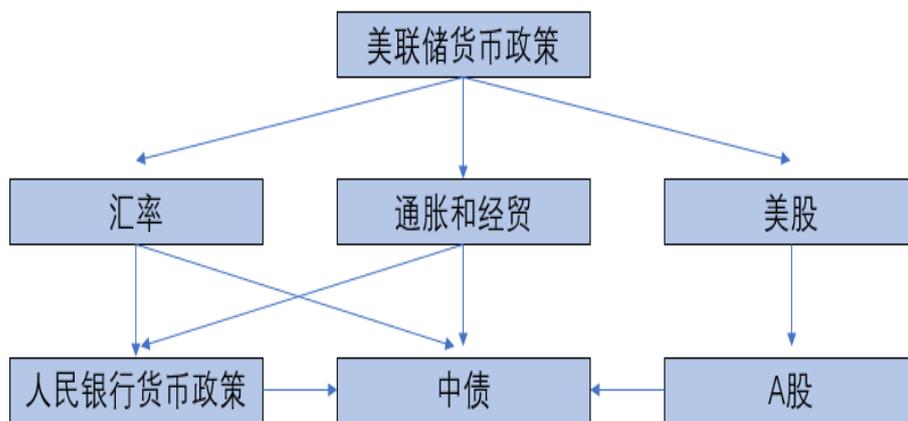
资料来源: 万得, 中银证券

<sup>3</sup> 从各国经验看，房地产危机和金融危机是并存的，任何资产价格的大幅调整都是系统性风险，尤其是中国居民财富高度集中在房地产上。

## 二、美联储货币政策调整对境内债市的传导和影响分析

中国境内的债市投资者深谙“不可能三角”理论，即一个国家不可能同时实现货币政策独立、汇率固定和资本自由流动。同时，风险偏好变化的影响下，债市与股市呈现跷跷板效应（见图表 7）。近年来，人民币汇率弹性上升，央行逐步退出常态化干预。虽然债市投资者依然关注美联储货币政策调整，但是一般不会有较大反应。而且，与美联储的“物价稳定、就业最大化”双重法定目标不同，经济增长一直是国内宏观政策的首要任务。不过，市场共识是，人民币汇率与货币政策独立性可能存在极限。例如，当人民币汇率接近或突破某些关键点位时，媒体渲染和外资“怂恿”可能会造成人民币外汇市场羊群效应，进而影响境内金融稳定。而且，随着金融双向开放不断深入，跨境资本流动的干预和监管难度显著上升。即便国内监管层有较多干预措施，不必动用货币政策工具，但是市场仍会有汇率掣肘货币政策的担忧。2022 年 8 月杰克逊霍尔会议上，韩国央行行长就表示，没有央行能够完全独立于美联储。而且，中国央行的决策函数包含了内外均衡。因而，仍有必要从跨境资本流动、汇率、货币政策和风险偏好四种渠道分析美联储货币政策对中国债市的溢出影响。

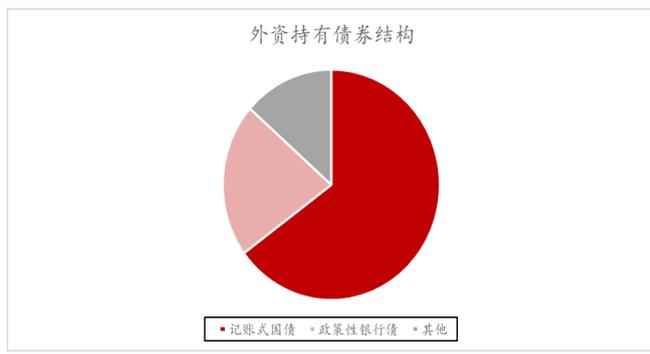
图表 7. 美联储货币政策对中债的影响传导路径



资料来源：中银证券

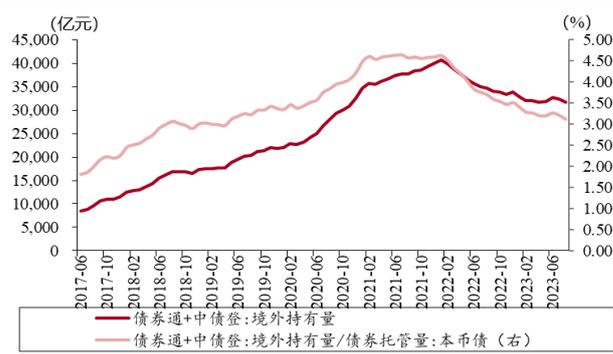
**一是资本流动渠道。**外资主要配置境内利率债和金融债。据中债登和上清所数据显示，截至 2023 年 9 月末，境外机构债券组合中，国债占比 64.9%（2.07 万亿元），政策性银行债占比 21.6%（0.69 万亿元），其他债券占比 13.5%（0.43 万亿元）（见图表 8）。但是，中国的境外机构持有规模占比明显低于发达国家。2022 年底，美债的境外投资者持有占比为 23%，日本的境外投资者持有占比为 14%。2021 年 7 月，外资持有债券规模在中国本币债托管余额的占比达到最高的 4.63%，2023 年 8 月降至 3.12%；最高持有规模为 2022 年 1 月的 4.07 万亿元，2023 年 8 月降至 3.18 万亿元（见图表 9）。随着近年来金融开放加速和中美负利差走阔，利差交易在外资投资策略的影响逐渐显现。分组回归结果显示，2017 年 7 月至 2019 年 12 月，中美利差扩大（缩小）1 个基点，外资流入（流出）2.2 亿元，拟合度仅为 0.05；2020 年 1 月至 2023 年 8 月，中美利差扩大（缩小）1 个基点，外资流入（流出）4.4 亿元，拟合度高达 0.46（见图表 10）。

图表 8. 外资持有中国债券结构 (2023 年 9 月)



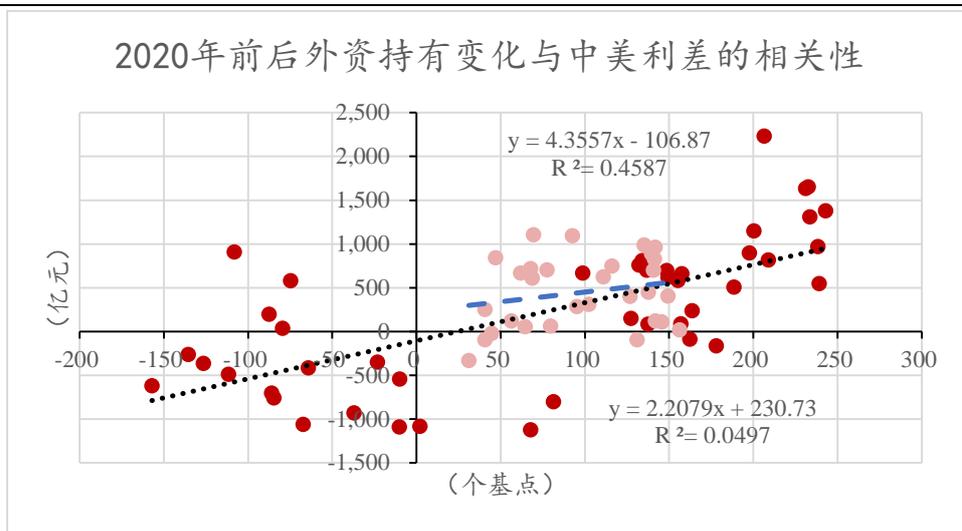
资料来源：万得，中银证券

图表 9. 外资持有债券规模及其占比



资料来源：Wind，中银证券

图表 10. 2020 年前后的外资持债变化与中美利差 (10 年期中债-美债) 相关性



资料来源：万得，中银证券

注：红点为 2020 年 1 月至 2023 年 8 月数据，粉点为 2017 年 7 月至 2019 年 12 月数据。

**二是汇率渠道。**与跨境资本流动的利差交易相似，汇率是两种货币的比价关系，需要分辨主导因素是来自内部还是外部。理论上，汇率升贬值对债市的影响没有明确的方向。当汇率贬值来自内部因素时，“股弱债强”的股市跷跷板效应和避险需求上升，推动债市形成降息预期，表现为收益率下行、价格上涨（负相关），例如 2023 年 2 月至今；当汇率贬值来自外部因素（美元流动性危机）时，债市也会出现收益率上升、价格下跌，例如 2020 年 3 月 9 日至 3 月 19 日“美元灾”期间。当汇率升值主要来自内部因素时，债市会形成货币紧缩预期，表现为收益率上升、价格下跌，例如 2020 年下半年；当汇率升值主要来自外部因素（美元疲软）时，债市并不一定认为汇市是正确的，典型的是 2020 年 11 月至 2022 年 3 月。此外，中债收益率拐点领先于汇率变化，可能与中国货币政策坚持对内优先，“预调微调”领先美联储货币政策有关（见图表 11）。不过，与上述跨境资本的低频数据不同，汇率是实时数据，尤其是当人民币汇率接近关键点位时，可能会从心理上影响到境内债市投资者。

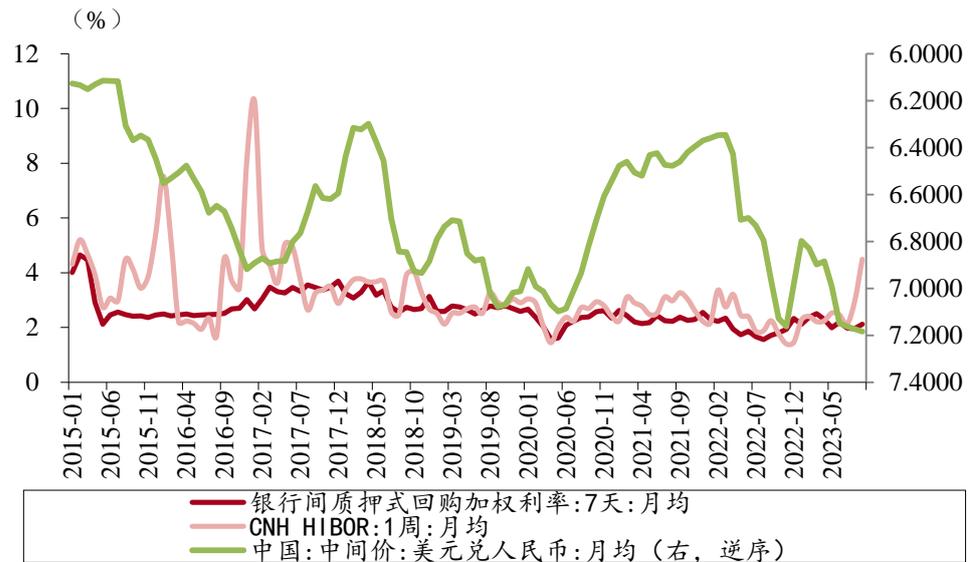
实际上，稳汇率政策并不会改变利率趋势。外汇工具更多是从技术层面缓解“不可能三角”。典型的例子是 2018 年 8 月起实施的一系列稳汇率政策，包括重启逆周期因子、发行央票吸收离岸人民币流动性和恢复对远期购汇征收外汇风险准备等。2018 年 9 月至 10 月，7 日期离岸人民币拆借利率（CNH-HIBOR）均值环比分别上升了 145 和 12 个基点，合计上升了 157 个基点，较同期 DR007 分别高了 118 和 138 个基点。虽然同期 DR007 均值合计上升了 10 个基点至 2.65%，但是依然大幅低于前 7 个月的 3.21% 均值，说明离岸人民币利率上升、流动性收紧并不会影响到境内银行间市场（见图 12）。这一次“如法炮制”，但离岸利率上升更多。2023 年 8 月至 9 月，CNH-HIBOR 均值环比分别上涨了 82 和 155 个基点，合计 237 个基点，但 DR007 仅上升了 14 个基点。虽然 10 年期中债收益率在 2018 年三季度经历了一波调整，但是随后在四季度出现了一波近 60 个基点的上涨行情（见图 11）。这说明稳汇率可能也是美联储过度紧缩、国内稳增长信号。

图表 11. 10 年期中债收益率与人民币中间价



资料来源: 万得, 中银证券

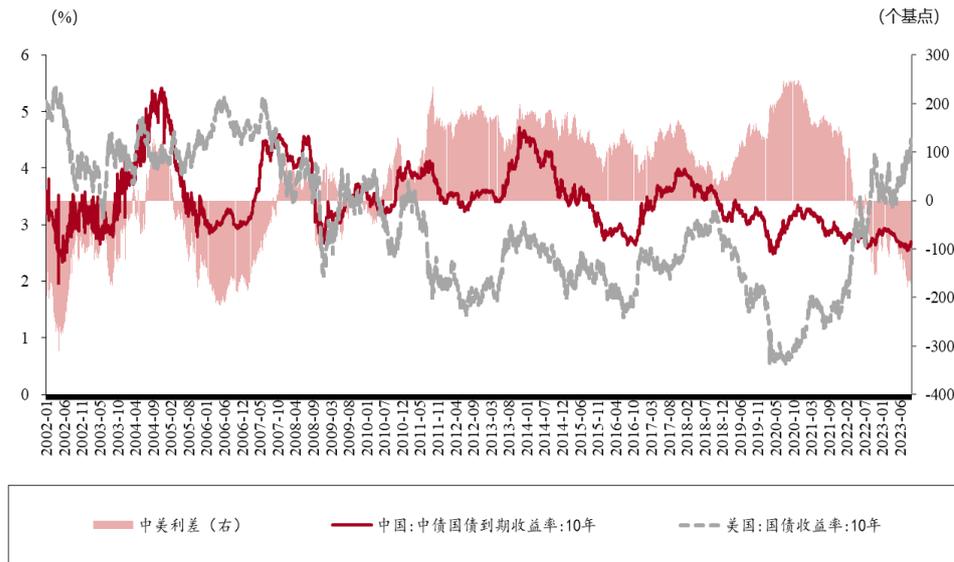
图表 12. CNH-HIBOR、DR007 与人民币中间价



资料来源: 万得, 中银证券

**三是货币政策渠道。**不管是传统的“三元悖论”还是近年来流行的“二元悖论”，在开放经济环境下，没有央行能够完全独立于美联储，中国央行也不例外。国内所谓的中美利差“安全垫”更多是一种货币政策预期引导，即脱离区间意味着政策空间缩小或扩大。2018年4月，易纲行长在博鳌亚洲论坛上首次提出中美利差“舒适区间”的概念，自此开始 80-100BP 似乎成为市场的“心理锚”。实际上，在此之前的 2018年5月至 2019年4月，中美利差持续低于舒适区，2018年四季度接近倒挂，但中国货币政策依然坚持宽松（见图表 13）。与之相对的是，2020年下半年中美正利差一度突破 200 个基点，但中国央行不再跟随美联储继续放松货币政策，同时市场也确有“进可攻、退可守”的舒适感。

图表 13.10 年期中债和美债收益率及中美利差



资料来源：万得，中银证券

但这不代表货币政策会在特殊时期失去自主性。实际上，中美国债收益率相关性不大。基于对 2002 年以来中美 10 年期国债收益率走势的分析，发现两者整体的相关系数只有 0.20，并且接近 1/3 的年份里呈现负相关，正相关性超过 0.50 的年份均在 2017 年前，分别为 2009 年(0.62)、2012 年(0.54)、2013 年(0.80)、2014 年(0.85)和 2016 年(0.64)（见图表 14）。2017 年至今，中美国债收益率相关性一直处于低位，两者相关性下降至 0.14。这可能与中国日渐成熟的“跨周期调节”有关。

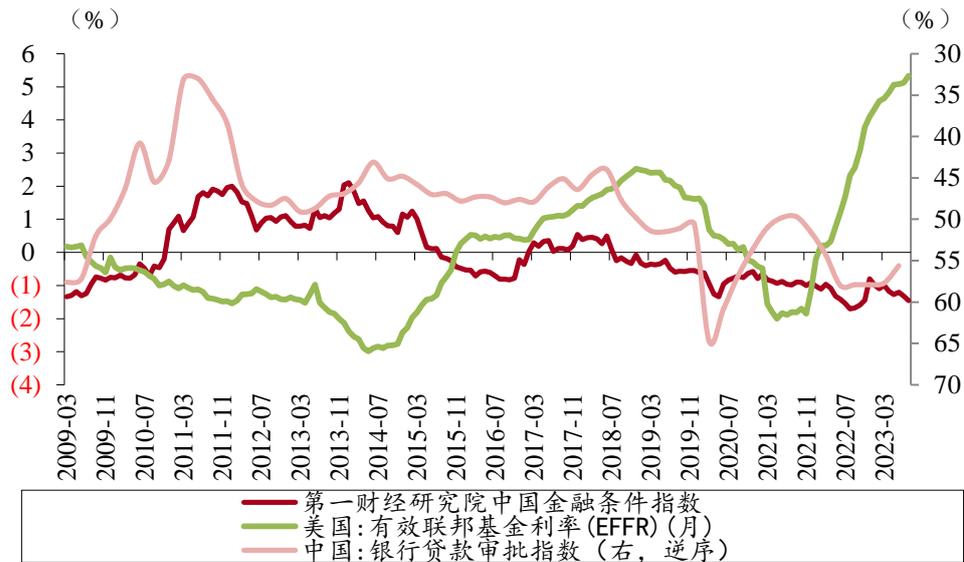
图表 14. 2002 年至 2022 年逐年 10 年期中美国债收益率的相关性

年份	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
中美国债相关性	-0.49	0.39	0.05	-0.16	0.41	-0.21	<b>0.67</b>
年份	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
中美国债相关性	<b>0.62</b>	0.08	0.45	<b>0.54</b>	<b>0.80</b>	<b>0.85</b>	-0.18
年份	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
中美国债相关性	<b>0.64</b>	-0.18	-0.46	0.28	0.17	0.16	-0.12

资料来源：万得，中银证券

另一方面，与美联储主要以价格工具为主不同，中国货币政策兼具价格和数量工具。更宽的利率走廊和以商业银行为主导的金融系统，导致有时数量工具在中国的作用更大。从联邦基金基准利率和银行信贷审批指数上看，至少有三轮明显的“背离”：2010 年至 2011 年，“四万亿”投资导致国内经济有过热风险，银行信贷收紧，而美联储正处于第一轮量化宽松；2013 年下半年至 2015 年，国内经历了一轮整顿“影子银行”和稳增长的轮动，而美联储则是第三轮量化宽松向货币正常化过渡；2020 年下半年至今，中国逐渐完善跨周期调节，而美联储则是从无限量化宽松转向四十年来最为激进的货币紧缩（见图表 15）。中国金融条件指数主要看银行态度，因而两者较为同步。同时，这也造成了国内金融条件指数与联邦基金基准利率存在较大的负相关。2009 年 1 月至 2023 年 8 月，一财金融条件指数与联邦基金基准利率相关系数为-0.59，呈现较高负相关。

图表 15. 联邦基金基准利率、一财金融指数和银行贷款审批指数

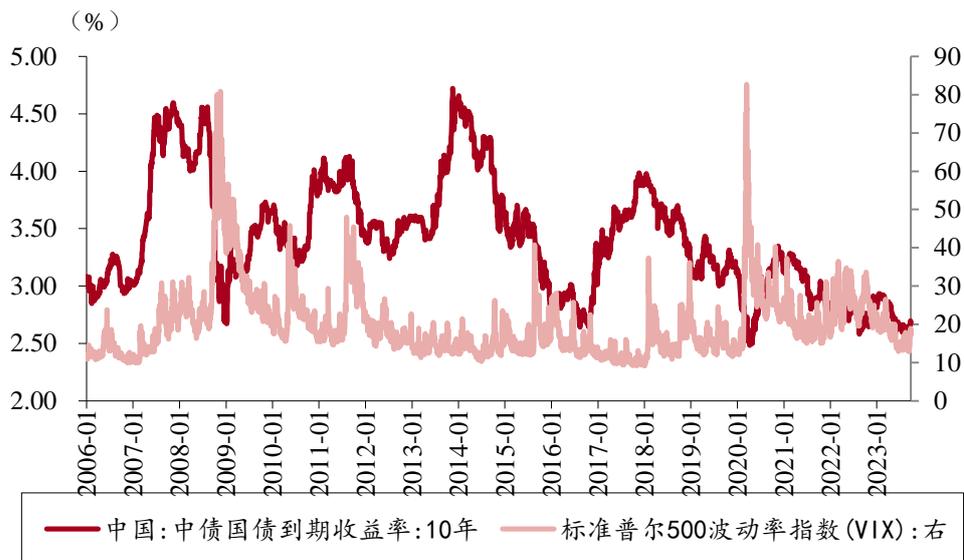


资料来源: 万得, 中银证券

注: 银行贷款审批指数读数越高, 金融条件越宽松; 2009年7月至2022年2月采用吴-夏影子联邦基金基准利率。

**四是风险偏好渠道。**利率债具有避险属性, 只要A股风险偏好低, 利率债便会受益。历史经验显示, 美联储货币政策是主导全球风险偏好的重要因素。风险偏好代表性指标之一是股指期货波动指数。虽然大部分时间A股波动指数受内部因素影响, 但是关键时期依然受美联储货币政策调整的影响。当美联储过度紧缩导致美股VIX指数大幅上升时, 全球股市会阶段性共振, A股也不例外。债市投资者却不用像海外市场担忧美元流动性紧缩, 往往会有一波不错的行情(见图表16)。反而是, 当VIX指数骤降和美联储快速放松货币政策时, 境内债市易跌难涨。虽然信用利差也是风险偏好的一个观察指标, 但是境内信用债长期存在“名债实贷”的问题, 即配置力量主要来自商业银行。中国信用债低违约率也是银行敢于配置的重要原因。2014年才有第一例公开债券违约, 2015年才有第一例国企债券违约。而且, 当经济压力出现时, 不管是信用利差还是违约率都会有所下降。因而, 信用债的风险偏好与股市存在较大差异。

图表 16. 10 年期中债收益率与美股 VIX 指数



资料来源: 万得, 中银证券

### 三、美联储货币政策对境内汇市和债市的影响分析

借鉴 Hoek, Yoldas 和 Kamin (2022) 对美联储货币政策立场的分析方法，我们对 2015 年“8.11”汇改后 FOMC 会议期间 (T±2) 中债、美债、标普 500、人民币汇率中间价、VIX 指数、沪深 300、DR007 和 7 日 CNH-HIBOR 进行比较分析 (见图表 17)。“8.11”汇改以来一共开了 62 次 FOMC 会议，这一轮经济周期 (剔除新冠疫情初期的“异常”时期，2020 年 4 月至 2023 年 9 月) 一共开了 28 次会议。结果有三点发现：

**一是汇率弹性上升提高了货币政策自主性。**汇率方面，2015 年“8.11”汇改以来，美元指数在 FOMC 会议期间的涨跌幅方差为 0.91%，同期人民币中间价的涨跌幅方差为 0.20%；自 2020 年以来，美元指数涨跌幅方差为 0.90%，变化不大，而同期人民币中间价的涨跌幅方差为 0.25%，提升了 25%。对比四个情形的美元指数和人民币中间价可以发现，两者跷跷板主要发生在美联储货币政策立场调整期间。当美联储货币政策暗示经济前景变化时，两者可能会同涨同跌。进一步看，当美联储政策指向经济前景改善时，尽管中美利差 (10 年中债-10 年美债) 明显较其他三种情形走阔更多，但人民币中间价却依然能够升值。国债收益率方面，虽然中债收益率与美债收益率在 FOMC 会议期间变动方向一致，但是幅度明显小于美债。当 FOMC 指向经济前景恶化时，中债上行幅度为美债的 53%；当 FOMC 指向经济前景改善时，两者比率为 19%；当 FOMC 指向货币紧缩时，比率为 24%；当 FOMC 指向货币宽松时，比率为 13%。尤其是，在这一轮经济期间，中债依然保持与美债变动同向，但两者变动幅度的比率大幅下降，甚至可以忽略不计。这离不开人民币汇率的市场化程度提升。当美债收益率“上蹿下跳”和美联储货币政策“快进快出”时，中国央行选择不跟，依靠人民币中间价调整吸收外部冲击 (美元兑人民币中间价上涨、人民币贬值)。这一轮经济周期更为突出，FOMC 会议期间人民币中间价调整方向更加偏向贬值。例如，当 2020 年以来 FOMC 会议指向美联储紧缩立场时，美元指数升值幅度不及全部样本的表现，但是人民币中间价调整幅度却较全部样本更多。

**二是经济因素对汇率和利率的影响强于货币政策因素。**理论上，经济和货币政策可以形成四个组合 (紧缩不衰退、紧缩衰退、衰退宽松和复苏宽松)。尽管中债和沪深 300 与美债、美股变动方向一致，但是 FOMC 指向经济因素时，中债和沪深 300 变动更大，VIX 指数依然保持与美股的负相关，但由于人民币中间价依然受到美元指数的“牵引”，而且美元指数更多反映金融属性，导致人民币中间价在政策立场和经济前景的调整幅度差别明显小于中债和沪深 300。对比 FOMC 货币宽松和经济恶化，可以发现中债避险属性 (“股债跷跷板”) 主要来自经济前景恶化。正如前文所述，中国有充足手段应对美联储货币政策立场变动，但难以改变全球美元体系下美联储货币政策引发的经济变动。值得注意的是，本文分析是将美联储货币政策立场和经济前景根据美债和美股表现相互独立开来。实际上，投资者可能认为市场会出现“货币紧缩、经济恶化”的共振情景，人民币调整可能承受双重压力。如果美联储过度紧缩导致全球经济衰退，人民币资产难以独善其身。

**三是境内银行间流动性不受美联储货币政策影响。**FOMC 会议期间，境内 DR007 变动并不大，而且与中债利率变动没有规律可言。虽然 CNH-HIBOR 变动幅度较大，但是也没有规律可言。在离岸市场干预人民币汇率与 FOMC 会议的关系不大，主要是发生在汇率单边变动较大或接近关键点位。此外，人民币资产价格越来越“以内为主”，中国经济数据和重要会议均与 FOMC 会议及美国经济数据错开，可能是影响结果的重要原因之一。值得注意的是，事件性分析主要是为了区分开美联储货币政策的不同组合影响，不足以构成趋势分析。正如美债一样，中债趋势分析既要考虑中长期实际利率和通胀预期走势，也要考虑中性利率和期限溢价的合理水平。如果美联储货币政策调整了中性利率和长期通胀展望，这可能会产生更大的影响，涉及到海外宏观经济结构性改变。

图表 17. FOMC 期间 (T±2) 关键金融资产的价格表现 (单位: 个基点或%)

中债	美债	美元	美股	人民币中 间价	VIX	沪深 300	DR007	HIBOR	立场	次数
<b>2015 年“8.11 汇改”以来</b>										
-4.30	-8.11	-0.01	-2.07	0.12	14.82	-1.89	-0.77	43.15	经济恶化	17
2.10	11.09	0.06	1.85	-0.19	-9.96	2.01	-2.48	1.11	经济改善	11
-1.50	-6.18	-0.31	1.33	-0.05	-5.40	0.06	-5.23	19.69	货币宽松	22
<b>1.26</b>	<b>9.75</b>	<b>0.54</b>	<b>-2.31</b>	<b>0.23</b>	<b>18.88</b>	<b>-0.41</b>	<b>-0.10</b>	<b>13.17</b>	<b>货币紧缩</b>	<b>12</b>
<b>2020 年 4 月至 2023 年 9 月</b>										
-1.01	-3.75	0.25	-2.46	0.15	10.73	-1.76	1.04	40.34	经济恶化	4
0.75	12.86	0.02	2.10	-0.11	-8.58	2.97	-2.10	-5.75	经济改善	7
-0.37	-12.14	-0.51	2.44	-0.16	-5.46	0.39	1.19	-11.78	货币宽松	7
<b>0.19</b>	<b>10.70</b>	<b>0.39</b>	<b>-2.12</b>	<b>0.27</b>	<b>8.22</b>	<b>-0.32</b>	<b>-1.02</b>	<b>-16.17</b>	<b>货币紧缩</b>	<b>10</b>

资料来源: 万得, 中银证券

注: 中债、美债、DR007 和 CNH-HIBOR 单位为个基点; 美元指数、美元兑人民币中间价、美股、VIX 和沪深 300 为百分数。

#### 四、主要结论

汇率作为实现内外均衡的关键变量仍有必要单独分析。在此前的研究基础上，本文对美联储货币政策的四种传导渠道做了进一步补充。由于金融双向开放不断提速和外汇市场化程度持续提升，人民币的资产价格属性有超越商品贸易属性的迹象，越来越靠近国际主要货币。但是，中国可能依然存在新兴市场国家对汇率“喜涨厌跌”的不对称反应。由于涉外敞口可控和政策资源充足，中国有足够能力通过适当干预降低美联储货币政策调整对汇率的溢出影响。事件性分析结果显示，美联储货币政策指向经济前景变化时，人民币中间价与美元指数可能会同涨同跌，而当美联储货币政策指向政策立场变化时，人民币中间价与美元指数可能更多出现跷跷板效应。此外，这一轮经济周期，人民币汇率在 FOMC 会议期间弹性更大，一定程度上吸收了美联储政策调整的溢出影响。

外资在中债的市场占比较为有限，远低于发达国家的外资持有份额。理论上，债市跨境资本流动影响可以忽略不计。但是，境内债市投资者深谙“不可能三角”理论，普遍认同人民币的货币政策存在边界，不可能完全无视美联储的货币政策。随着人民币汇率市场化程度提升和金融对外开放加速，外资买债愈发重视中美利差的变化。中债市场一直流传所谓的汇率“安全墙”概念，即汇率在合理区间运动不会掣肘货币政策，但过快升值或贬值至某个位置可能触发央行的干预。此外，美联储紧缩性货币政策对中债的影响在多数时候利好的作用大于利空的作用。不过，近年来，在跨周期调控的概念提出以后，中债对美联储货币政策的反应明显有所下降。事件性分析结果显示，货币政策自主性明显有所增强，银行间市场流动性并不会受到明显影响，而美联储货币政策折射的经济因素对境内债券和股票市场影响更大，存在“股债跷跷板”效应。

**风险提示：美联储货币政策调整超预期；全球经济结构性转变；地缘政治风险。**

## 披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

## 评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

### 公司投资评级：

- 买入：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 20% 以上；
- 增持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 10%-20%；
- 中性：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数变动幅度在-10%-10% 之间；
- 减持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数跌幅在 10% 以上；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

### 行业投资评级：

- 强于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现强于基准指数；
- 中性：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现基本与基准指数持平；
- 弱于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现弱于基准指数；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

## 风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担任何由此产生的任何责任及损失等。

本报告期内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自转载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

## 中银国际证券股份有限公司

中国上海浦东  
银城中路 200 号  
中银大厦 39 楼  
邮编 200121  
电话: (8621) 6860 4866  
传真: (8621) 5888 3554

## 相关关联机构:

### 中银国际研究有限公司

香港花园道一号  
中银大厦二十楼  
电话: (852) 3988 6333  
致电香港免费电话:  
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065  
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065  
新加坡客户请拨打: 800 852 3392  
传真: (852) 2147 9513

### 中银国际证券有限公司

香港花园道一号  
中银大厦二十楼  
电话: (852) 3988 6333  
传真: (852) 2147 9513

### 中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区  
西单北大街 110 号 8 层  
邮编: 100032  
电话: (8610) 8326 2000  
传真: (8610) 8326 2291

### 中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury  
London EC2R 7DB  
United Kingdom  
电话: (4420) 3651 8888  
传真: (4420) 3651 8877

### 中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号  
7 Bryant Park 15 楼  
NY 10018  
电话: (1) 212 259 0888  
传真: (1) 212 259 0889

### 中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z  
新加坡百得利路四号  
中国银行大厦四楼(049908)  
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587  
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371