

换个角度看中美利差

一、换个角度看中美利差

■ 8月以来，人民币逐步贬值，人民币兑美元即期汇率由6.90贬至7.15，但与此同时，以10年期国债收益率衡量的中美利差由125bp扩大至156bp，**汇率的贬值与利差的扩大似乎是一对矛盾**。我们通常使用的从利差角度考虑汇率，实际上是利率平价的简化版，即两国汇率与利差存在相关关系。利差扩大，汇率升值；利差收窄，汇率贬值。那如果考虑即期、远期汇率与利率之间的相互关系以后，真实利差会是什么样子的呢？**我们这里利率平价出发，构造利率平价偏离来换个角度看中美利差**。根据利率平价理论，在资本完全流动的情况下，如果两国资金收益率存在差异，就会产生套利资金的流动，而套利资金的流动会导致高利率货币远期贴水，进而使得资金在两国投资的收益相等。在利率平价的基础上可以构建利率平价偏离指数，即货币在国内外投资的收益率之差。我们计算得到了2009年以来利率平价偏离指数，可以看到，**虽然利率平价偏离指数与中美利差在数值上存在差异，但在趋势上基本是一致的**，中美利差收窄时期，利率平价偏离收窄，中美利差扩大时期，利率平价偏离也相应扩大。2019年以来，利率平价偏离由-67bp升至-2bp，10年期中美国国债收益率差值由51bp升至156bp。虽然利率平价偏离回升幅度较10年期国债利差小，但总体趋势是回升的。**因此，当换个角度看中美利差后，即便考虑即期、远期汇率与利率之间的相互关系，中美利差也是回升的**。从利率平价角度来看，人民币并不存在进一步贬值压力。此外，**当前跨境资本流动也是边际改善的**。从短期资本流动来看，短期资本流出最多的时期是2015-2016年，也是人民币汇率贬值压力最大的时期。2018年短期资本流动再次呈现流出状态。2019年以来，5月短期资本流出相对较大，为1259亿美元，近两个月已经开始收窄，7月收窄至420亿美元，当前跨境资本流动实际也是**边际改善的**。同样，**从银行结售汇角度来看，人民币汇率预期也是相对稳定的**。从银行结售汇来看，2014-2016年是结售汇逆差最大的时期，2019年以来银行代客结售汇、代客远期净结汇额总体呈现顺差，意味着居民和企业对人民币汇率预期也是相对稳定的，资金流动也相对稳定。总体来看，**近期人民币汇率的贬值主要是由于中美贸易摩擦的阶段性升温，导致了风险偏好的回落**。人民币相对美元属于风险资产，风险溢价的上升压制了人民币汇率的表现。从中期来看，汇率作为一种相对价格，由两个国家经济体基本面决定，当前我国经济虽然存在下行压力，但经济不会失速，下行斜率相对较小，美国来看，私人投资逐步走弱，经济下行斜率将明显大于我国。中美经济将由去年的分化，走向今年的收敛。从基本面对人民币汇率有支撑，**我们预计年底来看，人民币汇率预计将小幅升值至6.9-7.0附近**。

边泉水 分析师 SAC 执业编号：S1130516060001
bianquanshui@gjzq.com.cn

段小乐 联系人
(8621)61038260
duanxiaole@gjzq.com.cn

邱鼎荣 联系人
didingrong@gjzq.com.cn

二、全球央行观察

- **中国央行：提高LPR的市场化程度，发挥好对贷款利率的引导作用。**
- **美联储：部分官员支持进一步降息。**
- **欧央行：部分官员认为利率工具还有空间。**
- **日本央行：部分官员认为维持长期货币宽松是必要的。**
- **其他央行：冰岛央行降息，韩国、以色列央行维持利率不变。**

三、文献推荐

- 为什么负的名义利率对银行业绩影响如此小？（FED）。

风险提示：贸易摩擦加剧造成全球经济增速大幅放缓；英国无协议脱欧造成全球经济不确定性的增加。

正文如下：

一、换个角度看中美利差

8月以来，人民币逐步贬值，人民币兑美元即期汇率由 6.90 贬至 7.15，但同时，以 10 年期国债收益率衡量的中美利差由 125bp 扩大至 156bp，**汇率的贬值与利差的扩大似乎是一对矛盾**。我们通常使用的从利差角度考虑汇率，实际上是利率平价的简化版，即两国汇率与利差存在相关关系，利差扩大，汇率升值，利差收窄，汇率贬值。那如果考虑即期、远期汇率与利率之间的相互关系以后，真实利差会是什么样子的呢？**我们这里利率平价出发，构造利率平价偏离来换个角度看中美利差。**

根据利率平价理论，在资本完全流动的情况下，如果两国资金收益率存在差异，就会产生套利资金的流动，而套利资金的流动会导致高利率货币远期贴水，进而使得资金在两国投资的收益相等。根据利率平价，有：

$$i_{t,t+1} = F_{t+1}(1 + i'_{t,t+1})/S_t - 1$$

其中， $i_{t,t+1}$ 为本币国内利率， F_{t+1} 为远期汇率， S_t 为即期汇率， $i'_{t,t+1}$ 为外币利率。参考谭小芬¹的研究，**在利率平价的基础上可以构建利率平价偏离指数**，即货币在国内外投资的收益率之差，利率平价偏离指数 Y_t 可表示为：

$$Y_t = i_{t,t+1} - [F_{t+1}(1 + i'_{t,t+1})/S_t - 1]$$

考虑套利之间的期限匹配，我们这里的利率没有采用常用的 10 年期中债、美债收益率，而采用了 1 年期中债收益率、1 年期美债收益率，即期与远期汇率分别采用美元兑人民币即期汇率和 1 年期美元兑人民币 NDF。

我们计算得到了 2009 年以来利率平价偏离指数，可以看到，**虽然利率平价偏离指数与中美利差在数值上存在差异，但在趋势上基本是一致的**，中美利差收窄时期，利率平价偏离收窄，中美利差扩大时期，利率平价偏离也相应扩大。2019 年以来，利率平价偏离由 -67bp 升至 -2bp，10 年期中美国债收益率差值由 51bp 升至 156bp，虽然利率平价偏离回升幅度较 10 年期国债利差小，但总体趋势是回升的。因此，**当换个角度看中美利差后，即便考虑即期、远期汇率与利率之间的相互关系，中美利差也是回升的**。从利率平价角度来看，人民币并不存在进一步贬值压力。

¹ 谭小芬,高志鹏. 中美利率平价的偏离:资本管制抑或风险因素? ——基于 2003-2015 年月度数据的实证检验[J]. 国际金融研究, 2017 (4) : 86-96

图表 1: 利率平价偏离与中美利差走势基本一致 (单位: bp)



来源: Wind, 国金证券研究所整理

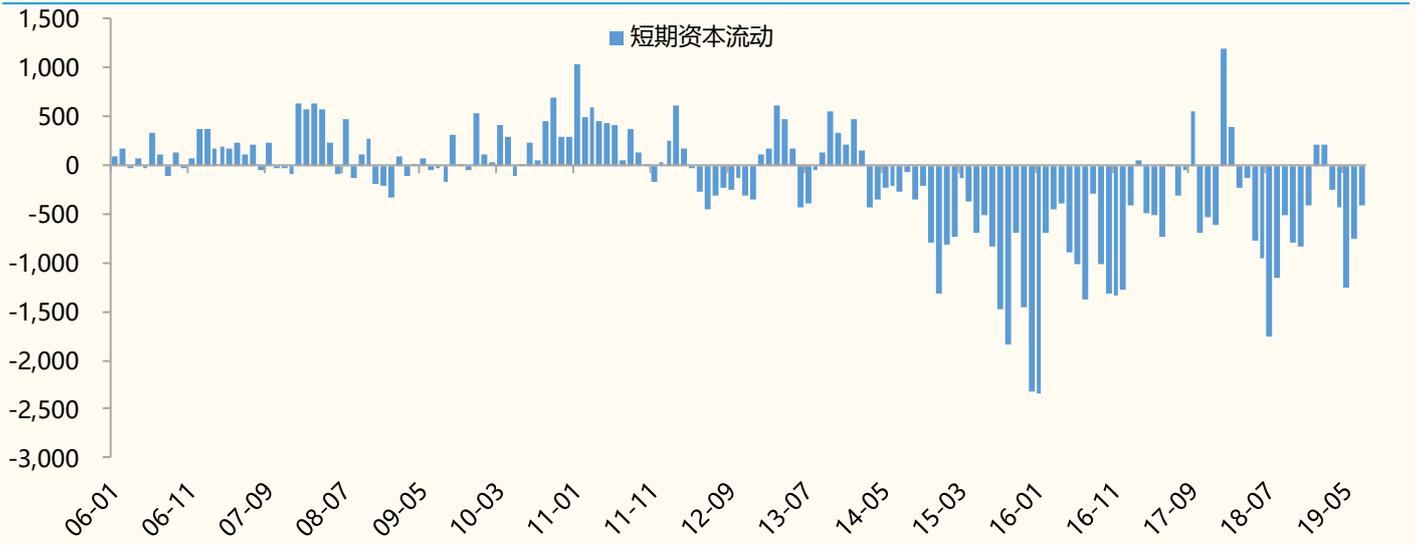
此外, 当前跨境资本流动也是边际改善的。步参考张明²研究, 我们用以下口径衡量短期资本流动: 中央银行外汇资产月度增量 + 商业银行外汇资产月度增量 - 月度货物贸易顺差 - 月度实际利用 FDI 规模。从短期资本流动方向来看, 当短期资本流动大于 0 为流入, 小于 0 的情况下为流出。短期资本流出最多的时期是 2015-2016 年, 也是人民币汇率贬值压力最大的时期。2018 年短期资本流动再次呈现流出状态。2019 年以来, 5 月短期资本流出相对较大, 为 1259 亿美元, 近两个月已经开始收窄, 7 月收窄至 420 亿美元, 当前跨境资本流动实际也是边际改善的。

同样, 从银行结售汇角度来看, 人民币汇率预期也是相对稳定的。从银行结售汇来看, 2014-2016 年是结售汇逆差最大的时期, 2019 年以来银行代客结售汇、代客远期净结汇额总体呈现顺差, 意味着居民和企业对人民币汇率预期是相对稳定的, 资金流动也相对稳定。

总体来看, 近期人民币汇率的贬值主要是由于中美贸易摩擦的阶段性升温, 导致了风险偏好的回落, 人民币相对美元属于风险资产, 风险溢价的上升压制了人民币汇率的表现。从中期来看, 汇率作为一种相对价格, 由两个国家经济体基本面决定, 当前我国经济虽然存在下行压力, 但经济不会失速, 下行斜率相对较小, 美国来看, 私人投资逐步走弱, 经济下行斜率将明显大于我国。中美经济将由去年的分化, 走向今年的收敛。从基本面对人民币汇率有支撑, 我们预计年底来看, 人民币汇率预计将小幅升值至 6.9-7.0 附近。

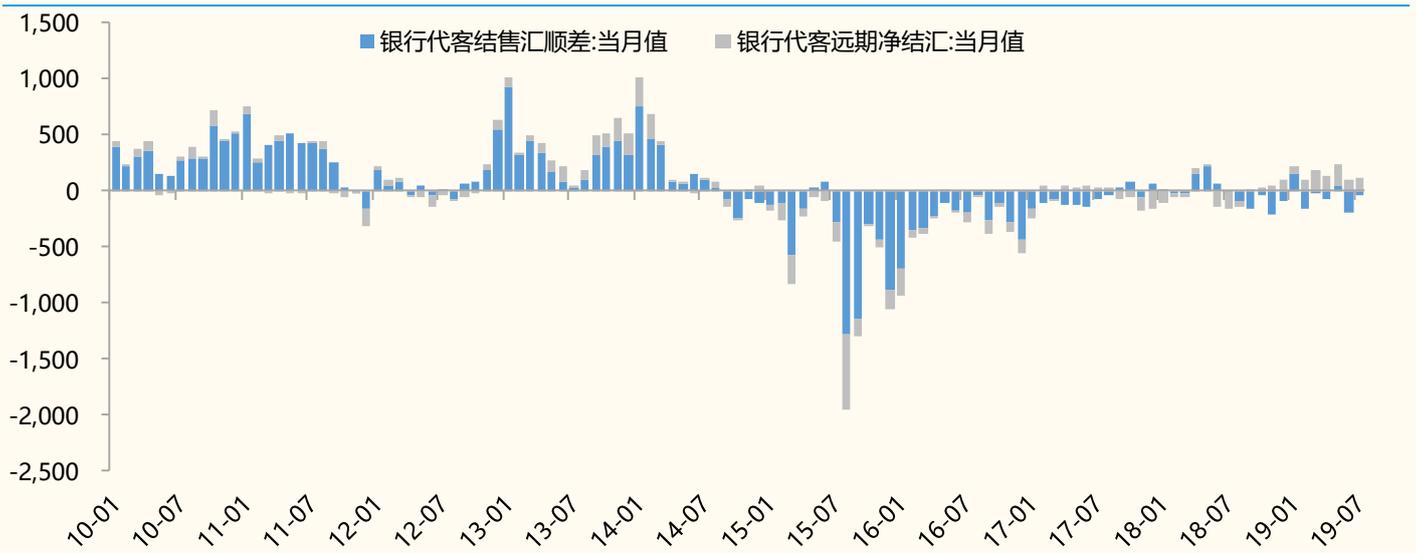
² 张明, 谭小芬. 中国短期资本流动的主要驱动因素: 2000-2012[J]. 世界经济, 2013 (11): 93-116

图表 2: 今年 6 月以来短期资本流出收窄 (亿美元)



来源: Wind, 国金证券研究所整理

图表 3: 今年银行结售汇相对稳定 (亿美元)



来源: Wind, 国金证券研究所整理

二、全球央行观察

1. 中国央行: 提高 LPR 的市场化程度, 发挥好对贷款利率的引导作用

国内货币市场利率回落。8 月 30 日, R007、DR007、Shibor3M 分别较上周 (8 月 23 日) 上升 9bp、3bp、1bp 至 2.81%、2.67%、2.70%。下周有 1400 亿逆回购到期。

26 日, 央行召开金融机构贷款市场报价利率 (LPR) 工作会议。会议指出, 这次改革完善 LPR 形成机制, 是深化利率市场化改革的重要一步。**要提高 LPR 的市场化程度, 发挥好 LPR 对贷款利率的引导作用**, 增强利率传导效率, 以改革的办法推动降低企业融资成本。金融部门要做好改革完善 LPR 形成机制各项工作, 报价行要健全报价机制, 确保报价的科学性和真实性, **各金融机构要抓紧**

推动 LPR 运用，尽快实现新发放贷款主要参考 LPR 定价，坚决打破贷款利率隐性下限，推动贷款实际利率进一步下降。要深入研判经济金融形势，进一步加大对实体经济的金融支持，并保持其商业可持续性，同时优化信贷结构，将更多金融资源用于对小微企业、民营企业、制造业、服务业贷款提供支持，为培育经济增长新动能做贡献。

香港货币市场利率上升，Libor-Hibor 利差小幅下降。8 月 30 日，Hibor 隔夜、1 周、3 个月较上周（8 月 23 日）分别波动 46bp、19bp、-2bp 至 1.31%、1.58%、2.33%；1 周 Libor-Hibor 利差回落至 61bp。

2. 美联储：部分官员支持进一步降息

达拉斯联储主席 Kaplan 表示，对再次降息持开放态度。

旧金山联储主席 Daly 表示，美国经济稳步增长，企业投资减少，但整体经济在增长；密切关注高企的企业债务水平；担忧通胀长期低于 2% 的目标。

里奇蒙特联储主席 Barkin 表示，经济状态良好但全球经济呈现走弱态势，贸易政策不确定性有所上升；正密切关注此前降息对经济活动的影响。

3. 欧央行：部分官员认为利率工具还有空间

欧洲央行管委 Lautenschläger 表示，在考虑像资产购买计划这样的非标准政策之前，应当先考虑降息。

欧洲央行管委 Knot 表示，当前不需要重启 QE；传统政策工具仍有空间；预计 9 月的经济预期会有小幅的调整。

4. 日本央行：部分官员认为维持长期货币宽松是必要的

日本央行委员铃木人司表示，长时间维持有力的宽松政策是重要的；日本央行将努力适当引导货币政策来维持经济实现通胀目标的动能，同时也将关注各种风险。

5. 其他央行：冰岛央行降息，韩国、以色列央行维持利率不变

8 月 30 日，韩国央行维持 7 天回购利率在 1.5% 不变，韩国央行上月实行 3 年来首次降息。

8 月 28 日，以色列央行维持基准利率在 0.25% 不变。

8 月 28 日，冰岛央行降低基准利率，从 3.75% 降至 3.50%。

三、文献推荐

为什么负的名义利率对银行业绩影响如此小？

Jose A. Lopez, Andrew K. Rose, Mark M. Spiegel

（来源：FED，地址：

<https://www.frbsf.org/economic-research/files/wp2018-07.pdf>）

我们使用 27 个国家超过 5,100 家银行的跨国面板数据检验了负的名义利率对银行盈利能力和行为的影响。我们的数据集包括 2010 年至 2016 年期间日本和欧洲银行的年度观察，涵盖了所有经历过负名义利率的发达经济体，包括货币联盟成员以及固定和浮动汇率国家。当我们将负名义利率与低的正利率进行比较时，银行的利息收入的损失几乎完全被存款支出的节余和非利息收入的收益所

抵消，包括证券和费用的资本利得。我们发现了负利率的异质效应：浮动汇率，小银行和存款比的高低均影响了最终结果。低利率银行在非利息收入方面取得了特别显著的增长，可能来自证券的资本利得。高低存款利率银行的利息支出变化只有微小的差异；高额存款银行似乎不容易受到负利率的影响。总体而言，结果表明迄今为止负利率对商业银行影响相对较小。

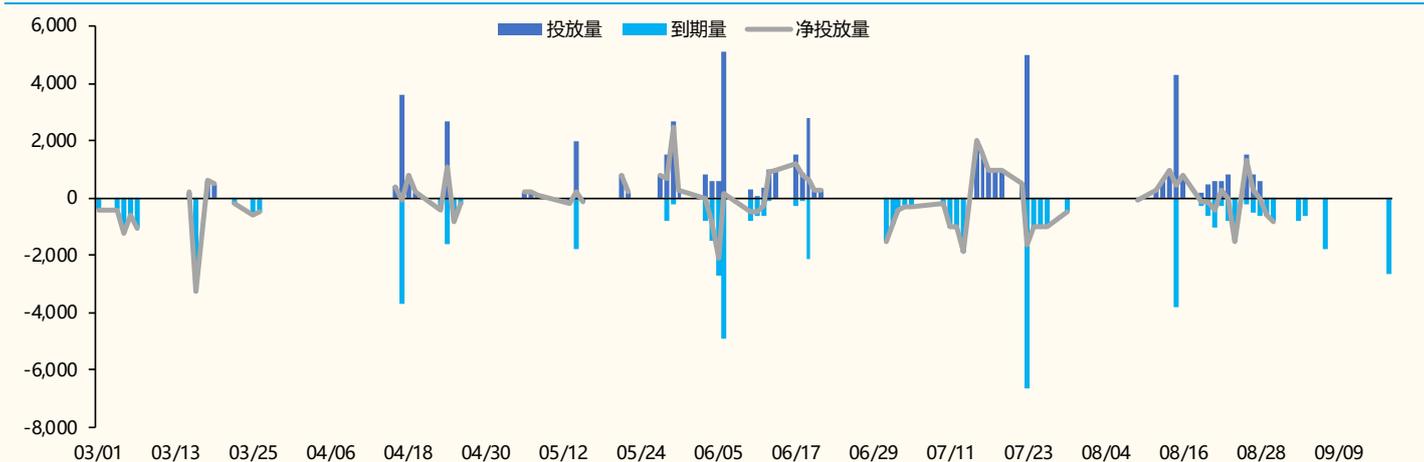
图表 4：2019 年以来全球主要央行政策利率的调整³ (%)

| | 国家 | 19-01 | 19-02 | 19-03 | 19-04 | 19-05 | 19-06 | 19-07 | 19-08 | 当前利率 |
|-----|--------------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-----------|
| 降息 | 美国:联邦基金目标利率 | | | | | | | | -0.25 | 2.00-2.25 |
| | 巴西:隔夜利率 | | | | | | | | -0.50 | 6.00 |
| | 泰国:隔夜利率 | | | | | | | | -0.25 | 1.50 |
| | 中国香港:贴现窗基本利率 | | | | | | | | -0.25 | 2.50 |
| | 土耳其:一周回购利率 | | | | | | | -4.25 | | 19.75 |
| | 韩国:基准利率 | | | | | | | -0.25 | | 1.50 |
| | 马来西亚:隔夜利率 | | | | | -0.25 | | | | 3.00 |
| | 菲律宾:隔夜借款利率 | | | | | -0.25 | | | -0.25 | 4.25 |
| | 印尼:基准利率 | | | | | | | -0.25 | -0.25 | 5.50 |
| | 印度:基准回购利率 | | -0.25 | | -0.25 | | -0.25 | | -0.35 | 5.40 |
| | 南非:再回购利率 | | | | | | | -0.25 | | 6.50 |
| | 俄罗斯:关键利率 | | | | | | | -0.25 | -0.25 | 7.25 |
| | 澳大利亚:隔夜利率 | | | | | | | -0.25 | -0.25 | 1.00 |
| | 新西兰:基准利率 | | | | | -0.25 | | | -0.50 | 1.00 |
| | 冰岛:基准利率 | | | | | -0.50 | -0.25 | | -0.25 | 3.50 |
| | 乌克兰:贴现利率 | | | | -0.50 | | | | -0.50 | 17.00 |
| | 智利:隔夜利率 | +0.25 | | | | | | -0.50 | | 2.50 |
| | 墨西哥:基准利率 | | | | | | | | -0.25 | 8.00 |
| | 埃及:贴现利率 | | -1.00 | | | | | | -1.50 | 14.75 |
| 无变化 | 日本:政策目标利率 | | | | | | | | | -0.10 |
| | 欧元区:存款便利利率 | | | | | | | | | -0.40 |
| | 英国:再回购利率 | | | | | | | | | 0.75 |
| | 中国台湾:担保放款融通利率 | | | | | | | | | 1.75 |
| | 加拿大:隔夜目标利率 | | | | | | | | | 1.75 |
| | 瑞士:3 个月 LIBOR 目标利率 | | | | | | | | | -0.75 |
| | 丹麦:贴现利率 | | | | | | | | | 0.05 |
| | 保加利亚:基本利率 | | | | | | | | | 0.01 |
| | 匈牙利:基准利率 | | | | | | | | | 0.90 |
| | 波兰:28 日再回购利率 | | | | | | | | | 1.50 |
| | 以色列:基准利率 | | | | | | | | | 0.25 |
| 加息 | 挪威:银行同业存款利率 | | | +0.25 | | | +0.25 | | | 1.25 |
| | 瑞典:再回购利率 | +0.25 | | | | | | | | -0.25 |
| | 捷克:2 周再回购利率 | | | | | +0.25 | | | | 2.00 |

来源：Wind，国金证券研究所整理

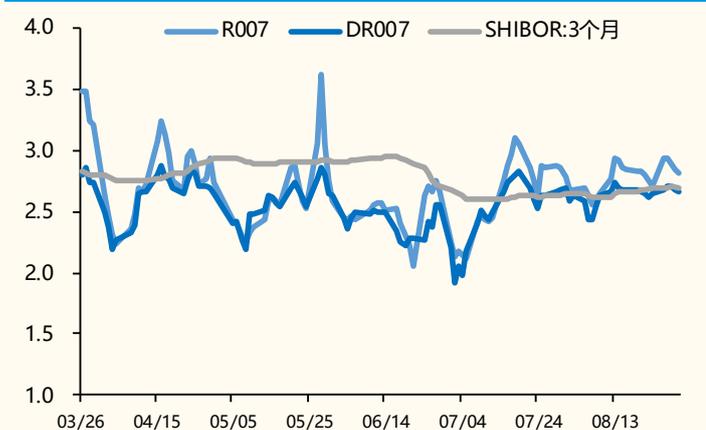
³ 截至 2019 年 8 月 31 日

图表 5: 近几个月中国央行公开市场资金净投放概览 (亿元)



来源: Wind, 国金证券研究所

图表 6: 国内货币市场利率上升 (%)



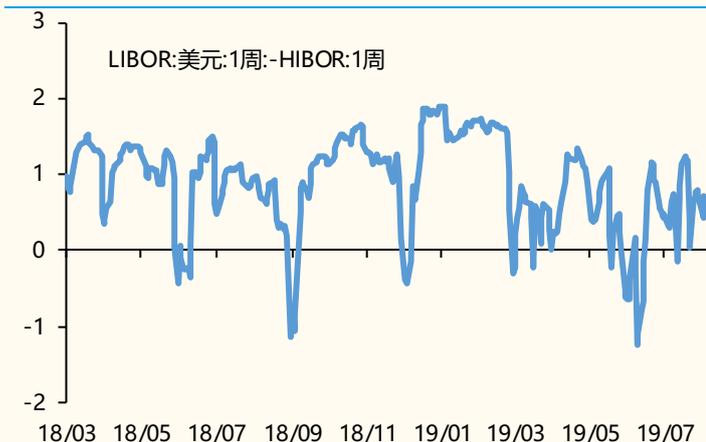
来源: Wind, 国金证券研究所

图表 7: 香港货币市场利率上升 (%)



来源: Wind, 国金证券研究所

图表 8: Libor-Hibor 利差小幅下降 (%)



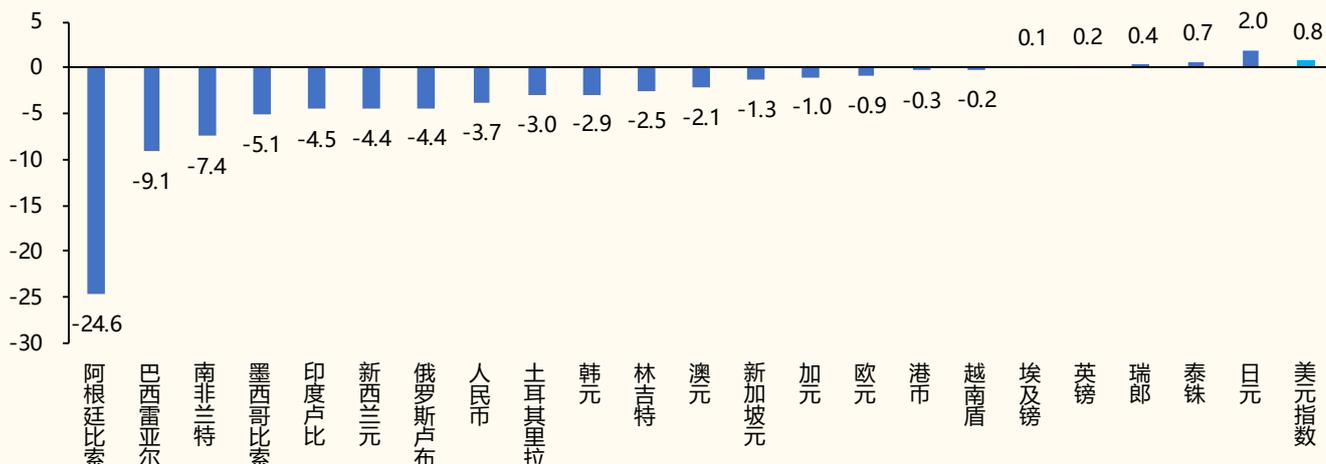
来源: Wind, 国金证券研究所

图表 9: CME 数据显示的美联储降息概率 (8.31)

| FOMC 会议时间 | 联邦基金利率 (当前为 200-225bp) | | | | |
|------------|------------------------|---------|---------|---------|---------|
| | 100-125 | 125-150 | 150-175 | 175-200 | 200-225 |
| 2019/9/18 | | | 0.0% | 96.9% | 3.1% |
| 2019/10/30 | 0.0% | 0.0% | 55.9% | 42.8% | 1.3% |
| 2019/12/11 | 0.0% | 29.7% | 48.9% | 20.7% | 0.6% |
| 2020/1/29 | 16.1% | 40.1% | 33.6% | 9.8% | 0.3% |
| 2020/3/18 | 24.1% | 38.0% | 25.7% | 6.6% | 0.2% |

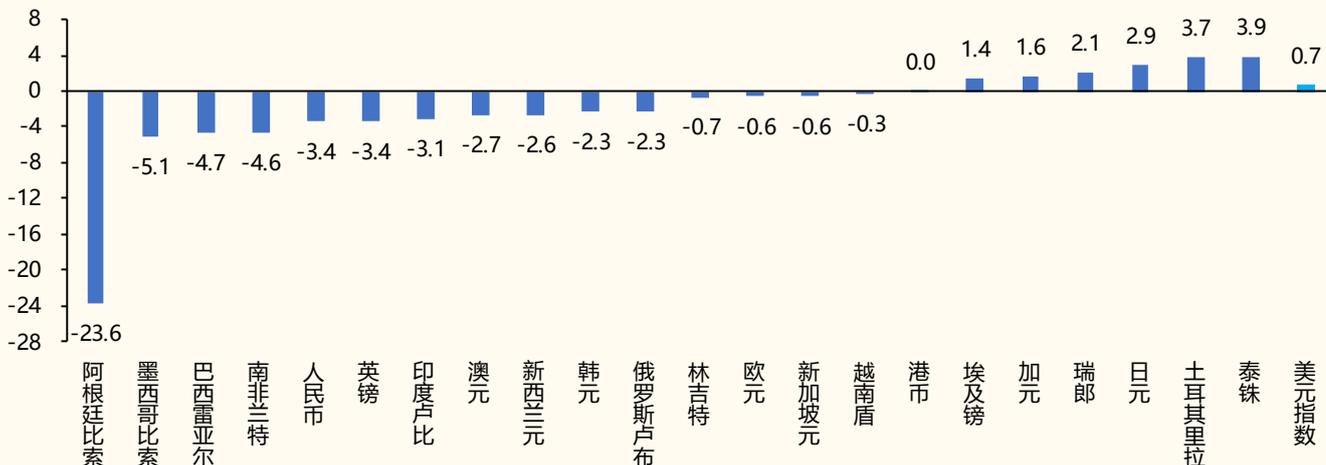
来源: CME, 国金证券研究所

图表 10: 近一个月主要货币汇率相对美元变动幅度 (%)



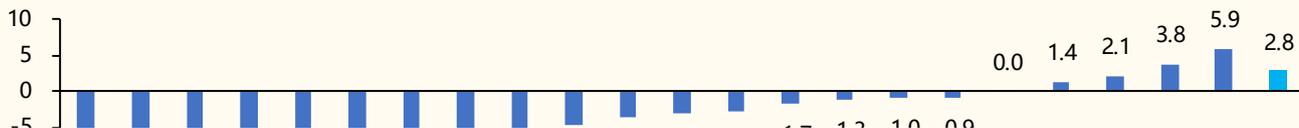
来源: Wind, 国金证券研究所

图表 11: 近三个月主要货币汇率相对美元变动幅度 (%)



来源: Wind, 国金证券研究所

图表 12: 近半年主要货币汇率相对美元变动幅度 (%)



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_10397



云报告
https://www.yunbaogao.cn

云报告
https://www.yunbaogao.cn