



# 靳毅：中美利差压缩，对债市有什么影响？



意见领袖 | 靳毅

截止 3 月 25 日, 10 年期美债利率已上行至 2.48% , 同期中美 10 年期国债利差压缩至 32BP, 为 2011 年以来的最低值。当前如此低的中美利差, 会对中国央行的货币决策、乃至债市带来什么影响?

从 (1) 货物贸易 (2) 服务贸易 (3) 跨境资本流动三个角度分析出发, 当前中美利差压缩至历史低值, 显然推升了人民币汇率贬值预期。出于防范汇率与跨境资金流动风险的角度, 我们认为: 中期内央行很难再进行降息, 但可能会降准。这也是央行在美联储加息周期中, 托底经济的惯性操作。

对于债市而言, 即使有降准, 当前短端流动性继续宽松的空间不足、压缩期限利差的空间不足。在此背景下, 长债的配置价值一般, 不太可能重新走出 2018 年 9 至 11 月的“债牛”行情, 下阶段长债的风险将大于机会。

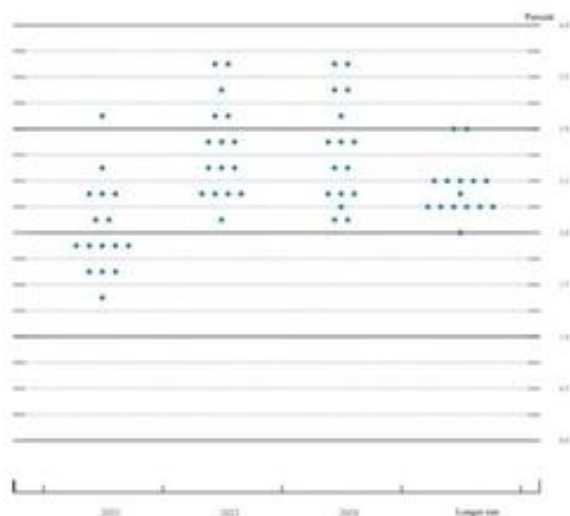


### 1、中美利差降至历史低位

自 3 月 15 日美联储公开市场委员会 (FOMC) 议息会议以来, 受美联储委员 “2023 年加息至 2.75%” 的鹰派表态影响, 最近两周美债利率大幅上升。截止 3 月 25 日, 10 年期美债利率已上行至 2.48%, 同期中美 10 年期国债利差压缩至 32BP, 为 2011 年以来的最低值 (与 2018 年 11 月最低点基本持平)。



图 1: 2022 年 3 月 FOMC 会议加息点阵图



资料来源: 美联储官网, 国海证券研究所

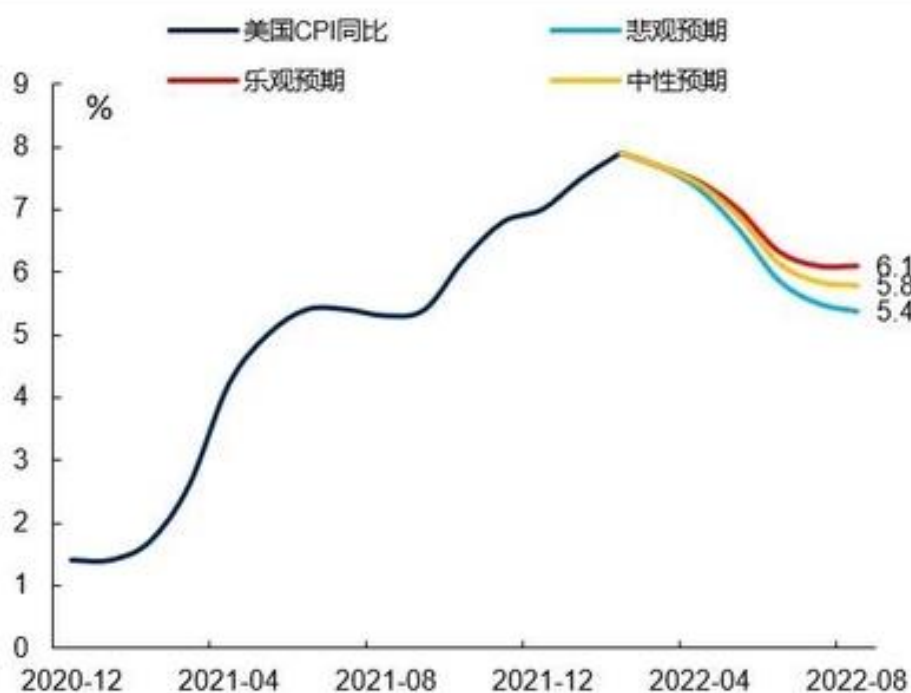
图 2: 近 2 周中美利差快速收敛



资料来源: Wind, 国海证券研究所

在近期报告《海外通胀, 涨到何时?》中, 我们曾对中期内美国通胀形势做出预测, 发现四季度前美国 CPI 增速将较为顽固地保持在 6%附近位置, 远高于美联储的通胀目标增速。

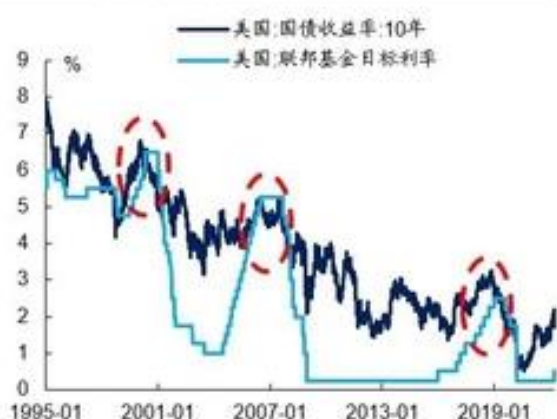
图 3: 美国 CPI 增速预测



资料来源: Wind, 国海证券研究所

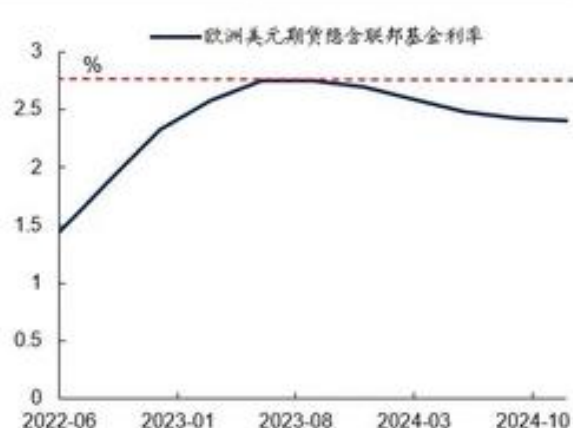
在此情况下，未来半年美联储官员很难软化当前鹰派的加息预期，同时推动美债利率进一步上行。在历史上，10年期美债利率水平通常提前半年左右，上行至每轮美联储加息顶部位置，意味着今年四季度10年期美债利率有可能上行至2.7%以上，并由此带来中美利差进一步压缩、乃至倒挂的可能性。

图4：10年美债利率通常提前上行至每轮加息顶部



资料来源：Wind、国海证券研究所

图5：市场预期2023年6月美联储加息至本轮顶部



资料来源：CME、国海证券研究所

那么当前如此低的中美利差，会对中国央行的货币决策、乃至债市带来什么影响？有一种观点认为：尽管当前中美名义利差较低，但考虑通胀因素之后，中美实际利差仍高，因此无需担忧利差压缩导致汇率贬值及跨境资金外流风险，中国央行仍有进一步降息的空间。

图 6：考虑通胀因素，中美实际利差仍高



资料来源：Wind、国海证券研究所

但我们认为此种观点值得商榷——中美利差大幅压缩，带来汇率贬值及资本外流的风险是不容忽视的。为管控金融风险，中国央行大幅的降息空间不大，中期内长债的风险大于机会。

## 2、中美利差压缩，是否会影响人民币汇率？

从两国货币供需的角度，影响人民币汇率的因素主要有三个：（1）货物贸易；（2）服务贸易；（3）跨境资本流动；我们将逐一分析下阶段三个因素对于人民币汇率的影响。

### 2.1

#### 货物贸易



从历史数据来看，中美利差压缩与中国货物贸易顺差的收敛是基本同步的。

其根源在于，中美利差变动的背后，是两国基本面的相对变化。美联储加息、美债利率上行时，海外需求会受到抑制，拖累中国出口。而在中国降息、中债利率下行时，中国需求会得到提振，导致中国进口扩大。由此一来，中美利差在趋势上与中国“出口-进口”增速差变得一致。

图 7：中国“出口-进口”增速差与中美利差基本一致



资料来源：Wind、国海证券研究所

本轮中美利差大幅压缩的背景也是类似。在美国一边，疫情以来美国政府通过慷慨的财政补贴，过度刺激居民消费，部分导致当前美国通胀形势严峻。因此，美联储试图通过快速加息抑制需求，近期美国居民消费、房地产建筑开支增速均显现出下行势头。

而在中国一边，今年政府“稳增长”目标明确，并通过鼓励制造业/基建投资，托底房地产投资等诸多方式提振内需。当前全国疫情消退后，若“宽信用”真正开始起步，对进口将产生边际提振。

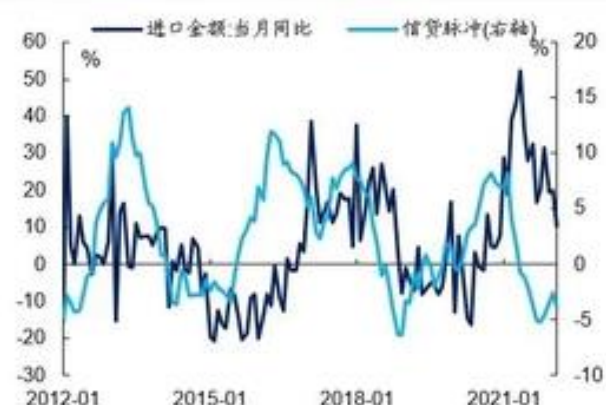
因此从货物进出口的角度，当前中美利差收敛背后的基本面变化，将给人民币带来一定的贬值压力。

图 8：美国居民消费、房地产支出正在边际走低



资料来源：Wind、国海证券研究所

图 9：“宽信用”将提振后续进口增速



资料来源：Wind、国海证券研究所

## 2.2

### 服务贸易

中国服务贸易常年维持逆差，其中“旅行”是逆差项目的最大来源。

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\\_39818](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_39818)

