



管涛：中美利差收窄不是货币政策的掣肘



意见领袖 | 管涛（中银证券全球首席经济学家）

□ 美国正遭遇 40 年一遇的高通胀，而当前中国通胀水平温和，这是中美货币政策重新错位的重要背景。鉴于美国货币政策的重心在“防胀”，中国货币政策正在围绕“稳增长”发力，未来中美国债收益率差将进一步收窄甚至可能出现倒挂。

□ 如果未来美联储紧缩叠加地缘政治风险，虽然可能会放大中国遭遇的资本流动冲击，但是前期民间积累的外汇资产可以发挥“蓄水池”功能，更好地调节国际收支平衡。况且，即便出现更坏的情景，凭借前些年央行、外汇局在应对资本外流、汇率贬值方面积累的丰富经验和树立的良好市场信誉，应对潜在的人民币汇率过度或异常波动可以更加游刃有余。

□ 国内疫情多点散发拖累经济恢复，4 月份一季度经济数据发布前后，央行或许会再次出台全面降准或降息的措施，以体现主动作为、靠前发力，对冲疫情冲击，提振市场信心。

□ 货币政策要用在刀刃上。坚持实施灵活的汇率政策，是央行兑现货币政策“以我为主”的关键。大国货币政策对内优先，就是主要服务于国内增长、就业和物价稳定目标，汇率政策负责对外经济平衡，成为吸收内外部冲击的减震器。强势人民币应该基于“经济强、货币强；中国好、世界好”。



去年 3 月份以来，由于通胀上行、货币紧缩预期，美国国债收益率震荡走高，中美利差快速收敛。到去年年底，月均 10 年期中美国债收益率差较上年同期收窄 94BP。进入新的一年，随着美联储货币紧缩步伐加快，中美利差进一步缩小。到 3 月份，月均 10 年期中美国债收益率差降至 68BP，跌破所谓“舒适区”的下限，到季末更是跌至 40BP 左右，接近 2018 年底的水平。这会不会引起中国大规模资本外流？会不会掣肘未来中国货币政策操作？本文拟对此进行探讨。

外资净减持人民币债券的主因恐非中美利差收窄

从债券通数据看，今年 2 月份，月均 10 年期中美国债收益率差为 84BP，环比回落 15BP；境外投资者净减持境内人民币债券 803 亿元，其中减持

人民币国债 354 亿元，均创下单月减持最大规模。这导致当月银行代客证券投资涉外收付、代客人民币涉外收付，以及代客证券投资结售汇由上月顺差转为逆差，银行即远期（含期权）结售汇反映的境内外汇供求关系由上月净卖超 149 亿美元转为净买超 65 亿美元。

从今年头两个月的情况看，外资持有人民币债券的增减变化难用利差来解释。1 月份，月均 10 年期中美国债收益率差环比缩小 38BP，外资净增持人民币债券 662 亿元，其中净增持人民币国债 657 亿元人民币。然而，到 2 月份，中美利差仅仅再收敛了逾 10 个 BP，外资净减持人民币债券就创下了单月最大规模，一增一减之间出现了上千亿元规模的巨大变化。究其原因，或是 2 月份俄乌紧张局势不断升级，到月底演变为军事冲突，刺激了市场避险动机。当月，月均 VIX（恐慌指数）环比上升 11%。2 月 24 日俄乌紧张局势全面爆发以来，美指、美债以及黄金等传统避险资产价格大涨。

2 月份，外资减持人民币债券推高了中债收益率。当月，月均 7 天存款类机构质押式回购利率（DR007）环比下降 1BP，月均 10 年期中债收益率上升 2BP。3 月份，月均 DR007 环比基本持平，表明银行体系的流动性保持基本稳定。同期，月均 10 年期中债收益率环比上升 3BP。根据前述高频数据的信号逻辑类推，不排除外资可能延续了上月的操作。3 月份，西方对俄金融制裁不断升级，并且还就此事对中国连续施压，地缘政治风险外溢的金融影响逐步加大。

外资减持人民币股票也是受累于地缘政治风险外溢

10 年期美国国债收益率是全球无风险资产定价之锚，美债收益率飙升通常会触发杀估值，造成美股下跌。而美股作为全球风险资产价格的“风向标”，一旦出现巨幅震荡将会降低市场风险偏好，酿成全球风险资产集体抛售。去年 3 月份，美债收益率飙升就引发了美股暴跌，进而拖累 A 股市场。今年 1 月份，又是因为美债收益率飙升引发的外围市场动荡，令 A 股市场再次作出调整。

去年，月均 10 年期中美国债收益率差收窄，是美债收益率上行和中债收益率下行共同作用的结果，全年分别贡献了中美利差降幅的 56% 和 44%。今年一季度，月均中美利差进一步缩小 69BP，其中美债收益率上行作出了最主要贡献。到 3 月份，月均 10 年期美债收益率累计上行 66BP，贡献了中美利差降幅的 96%；10 年期中债收益率下行 3BP，仅贡献了 4%。但是，市场利率下行在边际上利好 A 股。

2020 年 10 月以来，随着中美利差见顶回落，沪深 300 指数有涨有跌，到今年 1 月末较 2020 年 9 月末累计仅下跌 0.5%。同期，沪深港股通项下，外资连续 16 个月累计净买入，月均净买入 353 亿元。2 月份，受俄乌局势紧张、全球股市震荡、避险动机增强等因素影响，沪深港通净卖出交易日的占比环比上升 18.4 个百分点，全月沪深 300 指数累计上涨 0.4%，沪深港通累计净买入 40 亿元，环比下降 76%，同比下降 90%。

进入 3 月份，随着月初全球主要指数宣布将俄罗斯股票从中剔除，以

及当地时间 3 月 10 日美方宣布将 5 家中概股公司纳入预退市名单，加之国内疫情出现反弹，外资抛售人民币股票。3 月初至 15 日，沪深港通累计净卖出 645 亿元，其中 11 日至 15 日累计净卖出 355 亿元。3 月 16 日，国务院金融稳定发展委员会召开专题会议后，市场信心回暖，外资重新回流。全月，沪深 300 指数下跌 8%，沪深港通累计净卖出额降至 451 亿元。

中美利差可能出现倒挂

美国正遭遇 40 年一遇的高通胀，而当前中国通胀水平温和，这是中美货币政策重新错位的重要背景。鉴于美国货币政策的重心在“防胀”，中国货币政策正在围绕“稳增长”发力，未来中美国债收益率差将进一步收窄甚至可能出现倒挂。这在历史上并非没有先例。十多年前，中美国债收益率经常出现倒挂，甚至长端收益率倒挂的历史一直持续到了 2010 年上半年。当时正值人民币汇率面临较大升值压力，对外经济失衡较为严重。

中国今时不同于往日，经常账户收支不仅依然盈余，而且更加趋于平衡，人民币汇率依然强势但也趋于均衡合理水平。当前，中国拥有的最大金融优势在于，民间部门货币错配明显改善，市场对汇率波动的适应性和

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_40060

