



王涵：此倒挂非彼倒挂



意见领袖 | 王涵、卓泓等

投资要点

近期，中美利差快速收窄、甚至倒挂引起市场对于资金流出压力、人民币汇率走势和人行货币政策前景等方面的广泛讨论。在此，我们也提出几点想法：

美元走强：不仅有联储收紧的因素。2022 年初以来，美元指数从 96 左右的水平不断上行，在 4 月 8 日日内一度突破 100。除了联储收紧对美元的支撑外，美元指数的上行可能还有美日货币政策差（日央行持续购债来控制收益率曲线），及基本面差（俄乌争端下欧洲经济走弱）对日元和欧元的影响。1) 美日货币政策反向下，美日利差走扩，日元兑美元汇率自 3 月 17 日以来累计贬值 4.6%左右；2) 3 月欧元区 PMI 较 2 月下降，而美国则上升，欧元兑美元自 2 月 21 日以来累计贬值 4.0%左右。



前期人民币与美元同强的格局，背后或隐含美元信用的走弱。美元指数是美元兑六个主要货币的汇率指数，受到欧元、日元的影响较大。扣除欧日影响之后，美元兑其他货币的上行幅度并不大——广义美元名义有效汇率的升值幅度显著小于美元指数，特别是前期人民币兑美元汇率还在升值。这背后可能显示，美国近期对俄罗斯持续的金融制裁，正在引发市场对美元信用的担忧——由于美元全球货币的避险属性，大多数国家会选择储备美元以应对国际支付风险，但美国近期持续加码的金融制裁（尤其是对俄罗斯美元外汇储备的冻结），使得美元的储备价值不确定性明显抬升，这可能降低了其他经济体官方或私人部门持有美元资产的意愿。从这个角度来看，中美利差收窄甚至倒挂，不一定必然引起资金回流美国，也不必然触发人民币兑美元贬值。

展望：人民币走势或更多受到国内自身情况影响。3 月境内区域性的疫情反复下，中国经济下行压力阶段性增大，PMI 制造业下滑至 2015 年以来同期最低水平，而对服务业的冲击则更为显著。出于对经济增长的担忧，也出现部分资金外流和人民币走弱。对于央行来说，一方面，经济下行压力增大，意味着对宽松的诉求是有所上升的；但另一方面，货币政策宽松并不能完全解决当前中国经济下行的痛点，且不排除可能会带来跨境资金的压力。因此，短期来看，央行大概率仍然会维持宽松的态度，但是否会使用释放信号意义更强的工具，可能会阶段性谨慎。

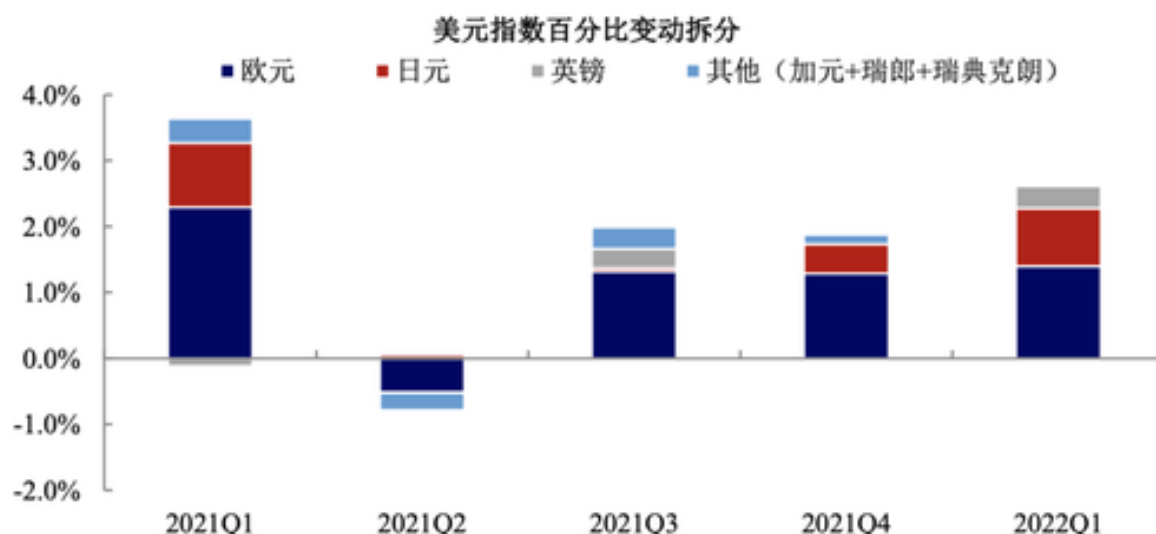
风险提示：国内外通胀持续性超预期，联储货币政策收紧超预期。

图表 1：2021 年以来中美利差收窄，并一度倒挂



数据来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

图表 2: 美元指数上升近期受到日元、欧元影响较大



数据来源: Wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

图表 3: 近期美元广义名义有效汇率升值幅度低于美元指数



数据来源: Bloomberg, 兴业证券经济与金融研究院整理

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_40259