



靳毅：汇率的涟漪





核心观点

出于对资本外流风险的担忧,年初以来央行谨慎宽松。部分观点认为,随着人民币贬值进入中期,汇率风险部分缓释,外资会重新流入,对央行政策宽松及债市均形成利好。但我们认为,拥有套保工具的外资,理论上可以规避汇率风险,因此购买境内债券更多考虑中美名义利差。所以随着下阶段中美利差延续倒挂,资本外流压力将持续存在,央行很难大幅宽松。

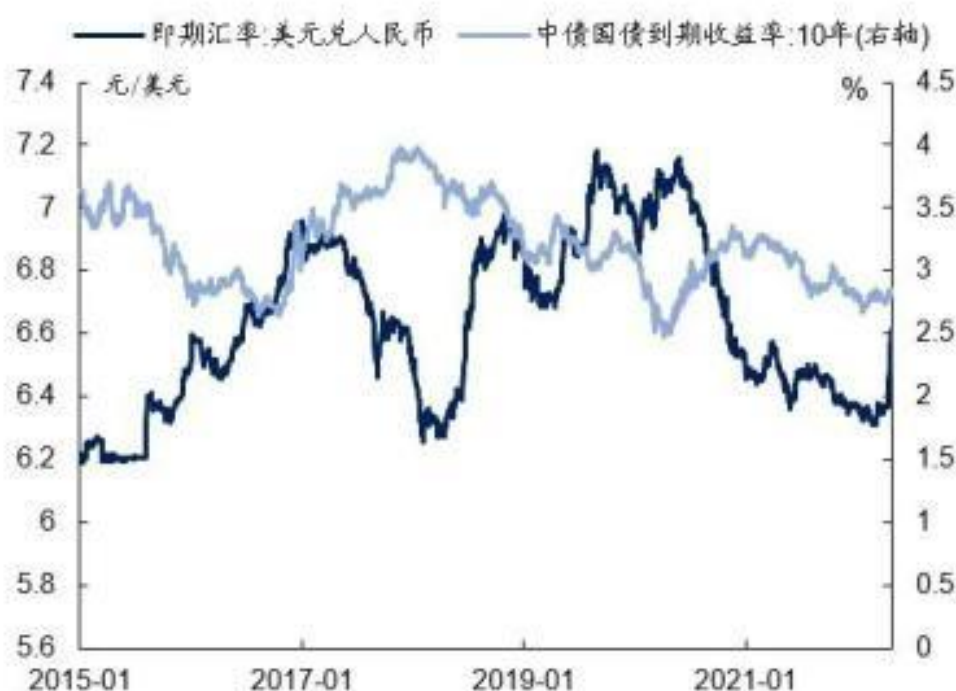
而在经历了一轮牛市之后,当前利率债配置价值一般。在央行难以大幅宽松的前提下,利率债收益率下行空间,远小于可比的 2018 年人民币贬值时期。

与此同时，有部分投资者担忧人民币贬值带来输入型通胀风险。但我们发现，人民币贬值的背后，外需与出口通常同步下降。无论是出口商品转内销增加国内商品供给，还是外需疲软导致国内经济下行压力加大，均对国内通胀有更明显的抑制作用。因此输入型通胀，不太可能成为下阶段央行的主要考量与债市交易主线。

1、汇率的涟漪

4 月下半月，人民币开启快速贬值阶段后，债市投资者对于汇率走势的关注明显升温。但是汇率与“宽货币”、“宽信用”等因素不同，对于债市的传导机制，似乎并不明朗。

图 1：人民币汇率与国债利率的关系并不明显



资料来源：Wind、国海证券研究所

因此，我们试图探讨当前人民币贬值，对于债市究竟意味着什么，它在债市会泛起怎样的涟漪？为了使探讨过程更清晰，我们选取了当前市场上三个有关汇率的观点，进行针对性的分析，最后总结结论。它们分别是：

- (1) 人民币贬值周期中，债市多牛市；
- (2) 外资卖债行为，仅在汇率贬值初期出现；
- (3) 人民币大幅贬值，会带来输入型通胀压力；

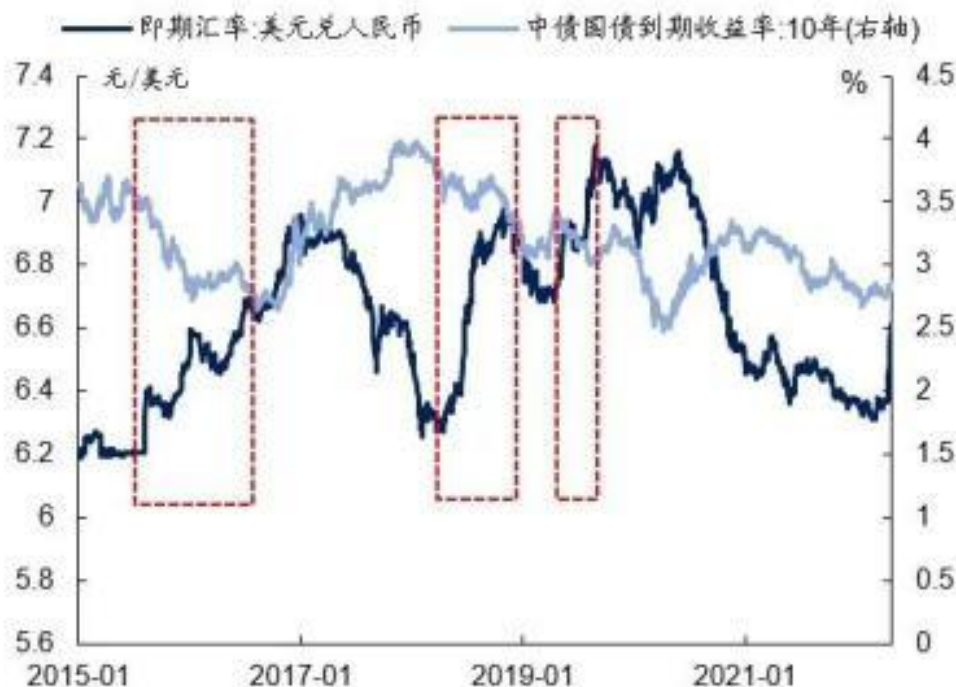
1.1

人民币贬值多“债牛”？

目前市场上有一种观点认为，人民币贬值期间，经济下行压力通常加大。为对冲经济下行，央行往往实施宽松的货币政策，并为利率提供下行动力。

此种观点的证据是：回顾 2015 年“汇改”以来汇率与利率的联动，就会发现汇率下行期间，债市多出现牛市。例如：2015 年 6 月至 2016 年 7 月、2018 年 4 月至 2018 年 11 月、2019 年 4 月至 2019 年 8 月。

图 2: 红框内汇率贬值期间, 利率明显下行



资料来源: Wind、国海证券研究所

但如果进一步分析当前的债市我们就会发现, 本轮人民币贬值周期中, 债市环境与历史不同, 不同点有 2 个:

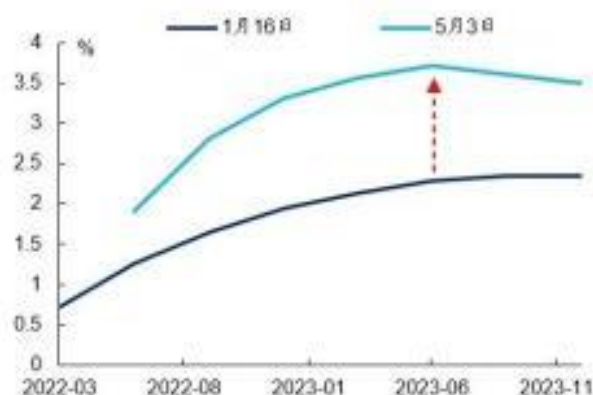
不同点一: 美联储的货币紧缩力度, 达到了 2015 年“汇改”以来之最。受全球大宗商品价格上行, 以及美国通胀持续超预期的影响, 年初以来美联储紧缩表态与市场预期不断升温。

1 月 FOMC 会议前夕, 海外投资者预计 2023 年 6 月美联储加息顶部在 2.5% 以下。而到了 5 月初, 市场预计 2023 年 6 月美联储加息顶部已经提升至 3.5%-3.75%。

美联储加息预期的大幅升温, 带来了美债利率的快速上行, 并导致目

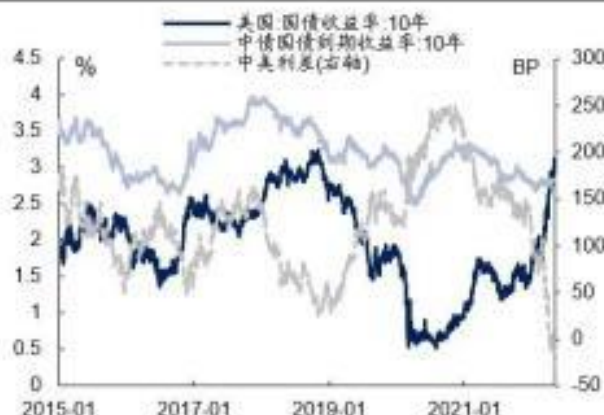
前中美国债利差已经倒挂——这是“汇改”以来从来没有出现过的情况。

图3：1月至5月，欧洲美元期货隐含联邦基金利率大幅抬升



资料来源：CME、国海证券研究所

图4：“汇改”以来，中美利差首次为负值



资料来源：Wind、国海证券研究所

中美利差倒挂带来的资本外流压力，显然已经引起了央行及相关决策者的警惕。

例如1月降息后，全球通胀环境升温、美联储加速紧缩，导致央行并未在2月份连续降息。

而3月底，上海疫情爆发以来，尽管疫情严重影响经济增长与就业稳定，但

央行仅降准0.25个百分点。

当前央行的操作也符合历史的惯例，即“中国央行从未在美联储加息周期中，进行过降息”（具体内容请参考1月18日报告《还会有下一次降息么？》）。目前，央行“稳增长”主要依靠结构性货币工具，例如近期推出科技创新再贷款、普惠养老再贷款等。

表 1: 年初以来, 各项会议高度关注汇率、外资流动变化

时间	会议或文件	汇率相关表述
2021 年 12 月 24 日	央行四季度例会	深化汇率市场化改革, 增强人民币汇率弹性, 引导企业和金融机构坚持“风险中性”理念, 加强预期管理, 把握好内部均衡和外部均衡的平衡, 保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定。
2022 年 2 月 21 日	四季度货币政策执行报告	新增表述: 加强跨境资金流动宏观审慎管理;
2022 年 2 月 28 日	货币政策司文章《稳健的货币政策支持高质量发展》	在应对疫情冲击时, 我国坚持实施正常货币政策, 既不搞量化宽松, 也不搞零利率或负利率, 而是坚守币值稳定这个根本目标。这既避免了严重通货膨胀干扰经济增长, 又使得我们在经济遇到下行压力时有条件、有空间采取适当措施及时应对。事实证明, 币值稳定是保持经济运行在合理区间最根本的货币金融环境。
2022 年 3 月 30 日	央行一季度金融统计数据发布会	下一步人民银行将坚持以我为主, 主要根据国内经济形势把握好稳健货币政策实施的力度和节奏……同时密切监测国际宏观经济金融形势, 稳妥应对外部环境变化的冲击。
2022 年 4 月 22 日	易纲博鳌论坛演讲	当前国际形势充满不确定性, 地缘政治紧张局势进一步加剧全球通胀压力。近期中国金融市场出现了一些波动, 这既有外部冲击因素, 也有国内疫情散发、经济下行压力加大等内部因素的影响。
2022 年 4 月 29 日	政治局会议	要坚持扩大高水平对外开放, 积极回应外资企业来华营商便利等诉求, 稳住外贸外资基本盘。

资料来源: 央行官网、共产党员网、国海证券研究所

不同点二: 经过 2021 年一轮债牛之后, 当前长债利率下行空间较往年更小。同样是美联储加息期间人民币贬值, 2018 年 4 月份, 10 年期国债利率高于 MLF 操作利率 30BP 以上, 在这个点位利率债具有较高的配置价值。因此尽管 2018 年全年央行并未降息, 仅实施了降准等数量型操作, 债市利率也能下行。而当前, 10 年期国债利率却略低于 MLF 利率, 配置

/ 人 生 如 梦

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_41409

