2020 年 10 月 19 日

美国经济基本面持续修复，宽松的弱美元格局或将持续

国际宏观分析及市场展望

分析师　孙杨
执业证号：BOI804
852-25105555
yang.sun@cricsec.com

联系人　徐佳鹏

xu979474962@163.com

相关报告

1 《宏观经济向好，地产融资收紧，估值趋于谨慎-中资地产债市 9 月回顾》 2020-10-15

2 《指数走势略下行，港股地产板块成交仍低位-克而瑞内房股领先指数 9 月监测》 2020-10-07

3 《境内地产融资收紧、境外估值持续下行-中资地产债市 8 月回顾》 2020-09-11

核心观点

- **美国经济基本面持续修复，斜率放缓。**八月消费者支出与新增非农就业人数等高频指标均保持正增长，虽然较前值略有下降，但不改复苏态势，预计三四季度或实现环比正增长。

- **近期美元指数下行的主要原因及后续展望。**（1）美联储降息叠加敞口供应美元，导致美元贬值压力增大。（2）逐渐背离的美欧经济增长预期差对欧元形成提振，施压美元指数。（3）全球经济复苏态势确定，风险偏好随之抬升，美元避险需求下降。但由于全球疫情后续走势、美国大选的不确定性以及地缘政治摩擦事件的频发都可能导致风险偏好的再次下降。因此预计后续美元指数短期或将持续保持低位，但不排除不确定性事件导致美元指数阶段性上行的可能性。

- **流动性危机以来，美联储货币政策总结及美元流动性现状分析。**3 月以来联邦基金目标利率的下调、无限量 QE、创新型政策工具的使用以及海外流动性互换使得美联储的总资产从 2 月 26 日的 4.16 万亿美元迅速扩张至 9 月 23 日的 7.09 万亿美元，共计增加 2.93 万亿美元，美联储向市场全方位输送流动性，美元供给大幅增加。同时，美国国债利率、LIBOR-OIS 利差、TED 利差、交叉货币互换基差等流动性指标显示美元流动性已经大幅缓解。预计宽松的弱美元格局或将长期持续。

- **海外配置资金或将持续流入我国债券市场。**在中美利差持续保持历史高位、我国金融市场不断开放以及中国国债纳入富时全球政府债券指数（WGBI）的大背景下，我国债市对境外资金的吸引力不断上升，预计将持续引入一系列境外配置资金。

- **中资美元债或将持续受益于宽松的弱美元格局。**在当前流动性维持宽松、增长预期逐渐企稳的大环境下，中资美元债不仅能享受到低利率水平和流动性宽松环境的红利，还有较好的经济增长预期做支撑。但考虑到中资美元债经过此前连续多月的上涨，收益率以及利差已降到历史中位数以下，叠加四季度美国大选、中美摩擦、秋冬季二次疫情等不确定性因素，市场波动率可能会有所上行，因此预计短期内中资美元债收益率或保持震荡趋势。

- **风险提示：**美国二次疫情超预期、中美政治摩擦、美国大选

内容目录

国际宏观：受疫情二次影响，美国经济修复斜率放缓 4
疫情反复导致消费复苏动力减弱 4
九月份美国非农就业人数继续修复，失业率持续回落 5
美元指数：美元总体偏弱的格局或将持续 7
美联储降息叠加扩表，导致美欧利差抹平、美元供给增加，压制美元指数 7
美国疫情反弹、欧盟复苏基金落地导致欧美经济复苏出现预期差 8
全球经济复苏态势确定，风险偏好随之上升 8
美元流动性：宽松的弱美元格局或将长期持续 10
流动性危机以来，美联储货币政策总结 10
美元流动性现状如何？ 12
市场展望：宽裕的弱美元持续助力全球经济复苏 15
债券市场：海外配置资金或将持续流入 15
中资美元债：宽松的弱美元格局下的中资美元债 16
风险提示 18
评级指南及免责声明 19

图表目录

图 1：美国二季度环比折年率-31.4%，消费成最大拖累项 4
图 2：服务、非耐用品下滑明显，疫情对消费产生结构性影响 4
图 3：受疫情二次影响，消费者支出与消费者信心指数再次下降 5
图 4：增加的可支配收入未完全转化为消费支出 5
图 5：九月新增非农就业人数 66.1 万人，复苏态势延续 5
图 6：九月失业率继续降为 7.9% 6
图 7：自三月流动性危机以来，美元指数持续下跌 7
图 8：美联储降息使得美欧利差下跌 8
图 9：美联储总资产大幅增加 8
图 10：标普 500 波动率指数（VIX）创下历史新高 9
图 11：美联储自 3 月 3 日起快速降息 10
图 12：2020 年以来美国 3 年、10 年期国债收益率 12
图 13：2020 年以来 LIBOR-OIS 利差及 TED 利差 13
图 14：欧元、英镑、日元兑美元货币互换基差 14
图 15：中美利差持续保持历史高位 15
图 16：境外机构国债和证金债增持量较去年明显增加 15
图 17：彭博巴克莱中资美元债指数持续上行 16
图 18：克而瑞中国地产债券领先指数稳健上行 16

图 19：标准普尔 500 指数等指标自三月下旬起逐步上升.....17
图 20：中资美元债收益率及利差已降至中位数以下 17

表 1：美联储总资产结构及近期变化.....11
表 2：创新型货币政策工具简介.....12

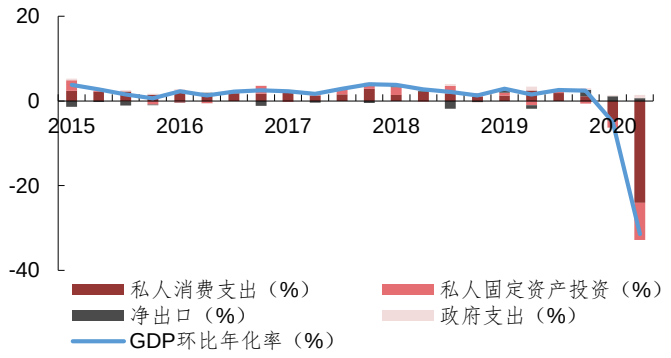
国际宏观：受疫情二次影响，美国经济修复斜率放缓

今年以来，新冠病毒疫情构成了全球各类资产价格走势的主导者，各国疫情演绎节奏的错位，不仅导致了经济基本面的显著变化，也导致了全球金融市场的震荡，进而导致了各大类资产的不同表现。而经济基本面的后续的走势也对之后全球货币政策的变化、国际资本的流动以及大类资产价格的走势起着决定性的作用。

疫情反复导致消费复苏动力减弱

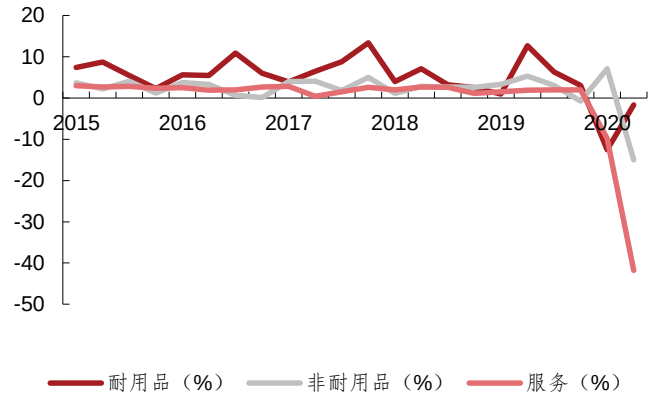
根据美国经济分析局二季度 GDP 数据，实际 GDP 环比年化率为-31.4%，初值为-32.9%，虽有上调，但仍为美国有记录以来最大的单季度经济下滑。分项来看，消费、投资、净出口、政府支出对 GDP 的环比拉动率分别为-24.01%、-8.77%、0.62%、0.77%。其中私人消费环比下降 33.2%，连续成为一、二季度 GDP 增长的最严重拖累项。从构成上来看，服务类消费额环比下降 41.8%，拖累 GDP 增速 21.95%；商品类消费降幅相对较小，环比下降 10.8%，拖累 GDP 增速 2.06%。这与疫情的封锁对依赖人与人接触的服务业影响更大的逻辑相符，疫情对消费产生结构性影响。

图 1：美国二季度环比折年率-31.4%，消费成最大拖累项



数据来源：U.S. Bureau of Economic Analysis (BEA) 克而瑞证券研究院

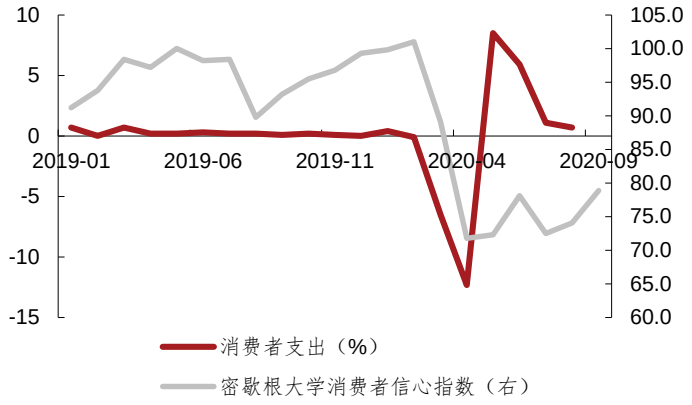
图 2：服务、非耐用品下滑明显，疫情对消费产生结构性影响



数据来源：U.S. Bureau of Economic Analysis (BEA) 克而瑞证券研究院

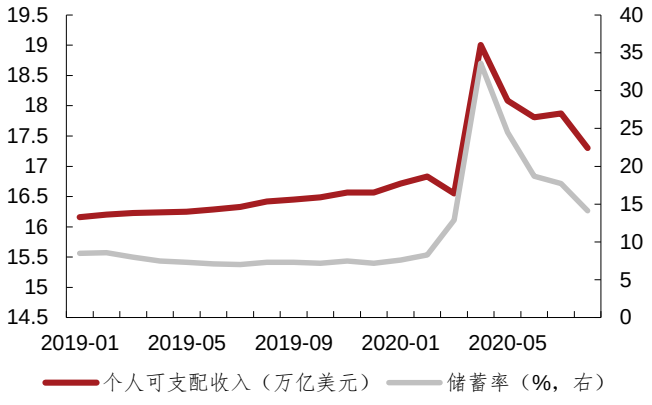
9 月密歇根大学消费者信心指数最新数据为 78.9，较 8 月的 74.1 持续抬升。自 6 月以来，该指数再次下滑，从 78.1 下降至 7 月的 72.5，显示出疫情二次爆发的影响。这一趋势与消费者支出相同，7 月消费者支出同前值 5.9%大幅下降 4.8%至 1.1%，居民消费复苏速度已经放缓。同时，相对于二季度消费的大幅下滑，在财政转移支付的推动下，美国个人可支配收入反而大幅攀升，但是当前并未完全转化为消费支出，而是更多地以储蓄形式存在，从而使美国储蓄率大幅攀升。产生这一现象的主要原因是疫情的严重影响令居民担忧经济前景而不敢急于消费，另一方面，疫情本身对消费仍存在诸多限制，如居家令等。因此，未来消费的增长将主要依靠于疫情的发展、居民对经济增长的预期以及居家令对人们出行的限制。

图 3：受疫情二次影响，消费者支出与消费者信心指数再次下降



数据来源：U.S. Bureau of Economic Analysis (BEA) Wind 克而瑞证券研究院

图 4：增加的可支配收入未完全转化为消费支出

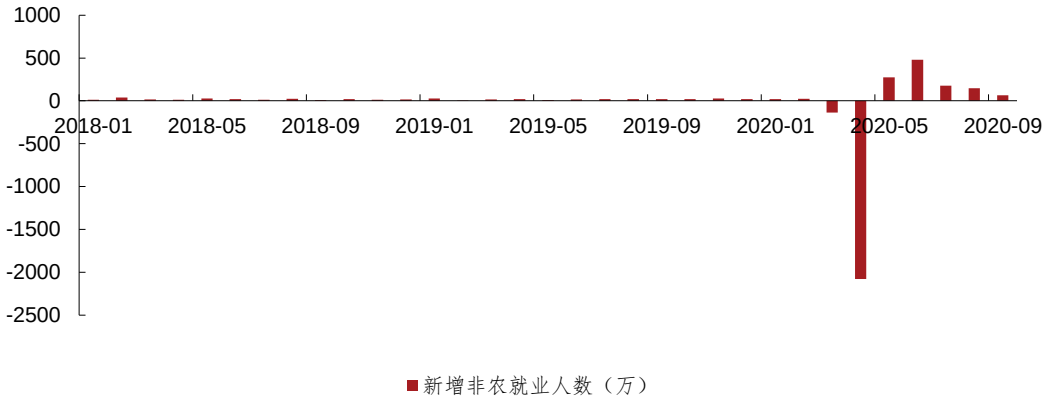


数据来源：U.S. Bureau of Economic Analysis (BEA) 克而瑞证券研究院

九月份美国非农就业人数继续修复，失业率持续回落

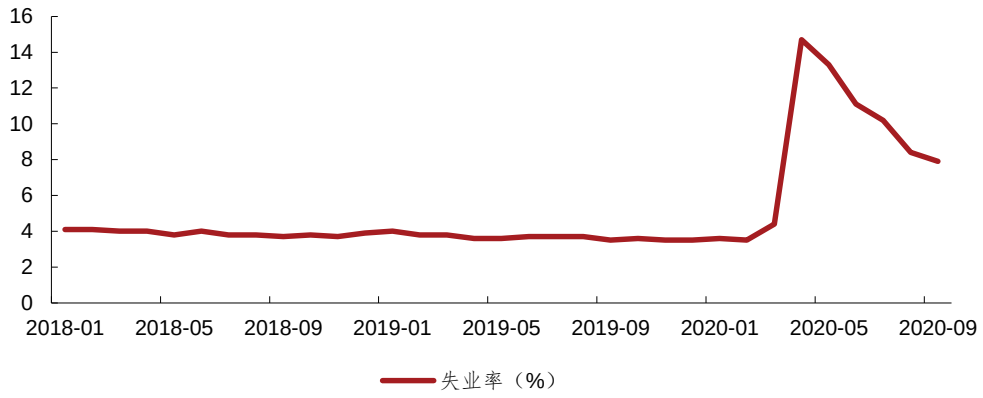
美国劳工统计局 10 月 2 日公布 2020 年 9 月就业情况，数据显示 9 月非农就业人数新增 66.1 万人，相比前值的 148.9 万人持续回落，反映出疫情对美国就业市场的二次影响，但改善趋势仍然延续，为连续五个月增加。此前 3~4 月封锁期间，美国共有 2216 万人失业，而解封后的 5~9 月，就业共回升 1207.8 万人，显示疫情导致的失业已有超过一半得到修复。9 月失业率继续降为 7.9%，相对前值的 8.4%继续修复。失业率自 4 月达到最高点 14.7%之后，5 月回落至 13.3%，6~9 月则延续了这一回落趋势。新增非农就业人数与失业率持续修复，显示复苏态势延续，但节奏持续放缓。

图 5：九月新增非农就业人数 66.1 万人，复苏态势延续



数据来源：U.S. Bureau of Labor Statistics 克而瑞证券研究院

图 6：九月失业率继续降为 7.9%



数据来源：U.S. Bureau of Labor Statistics 克而瑞证券研究院

展望后续，对于一个由服务业占据主导地位的经济体，就业和消费后续的走势对美国的经济修复更具有参考意义。由于美国疫情对经济的的影响集中在二季度显现，经济压力最大的四月份已经过去，5 月与 6 月数据已经大幅回升,即使因为疫情的二次爆发，高频数据阶段性回落，但后续随着疫情的缓解和人们出行的恢复，私人消费支出与就业预期会进一步上涨，整体趋势仍然是继续修复，3~4 季度 GDP 有望重回环比正增长。

美元指数：美元总体偏弱的格局或将持续

自新冠疫情爆发以来，在全球经济不确定性逐渐凸显的背景下，国际市场进入“极度避险偏好”模式，导致美股等一系列资产遭到抛售，美元作为避险工具，在全球经济的不确定下持续走强，美元流动性危机由此产生，美元指数一度冲高到102.6881的高位。3月以来，美联储采取了一系列货币政策，包括降息、无限量量化宽松以及央行流动性互换等，开启了美元指数的下行通道。截止9月24日，美元指数最低录得92.1711，已从高点回落了超10%。那么导致此次美元指数持续下行的主要原因是什么？之后美元指数又将如何演绎？以及对市场有着怎样的影响？

图7：自三月流动性危机以来，美元指数持续下跌

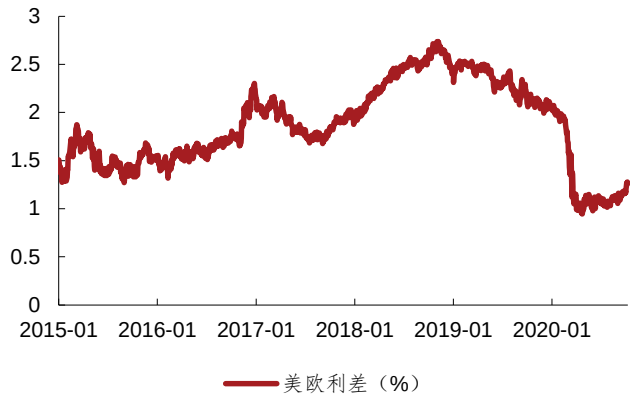


数据来源：Wind 克而瑞证券研究院

美联储降息叠加扩表，导致美欧利差抹平、美元供给增加，压制美元指数

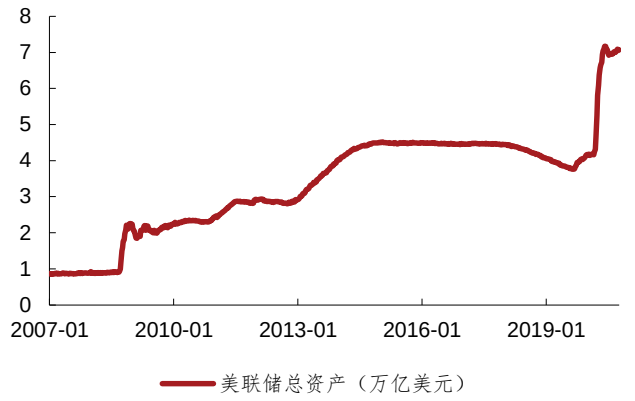
自美元流动性危机爆发以来，美联储采取了一系列措施来稳定市场和经济。价格型政策方面，3月15日，美联储下调联邦基准利率100BP至0.00%-0.25%，使得美国相对于欧元区的利差优势逐渐抹平。根据利率平价理论，当一国相对其他国家的利差走高时，往往会吸引国际资本流入，从而抬升该国汇率；反之，当利差走低时，往往会导致国际资本流出，汇率倾向于走弱，因此美元指数承压。数量型政策方面，美联储3月15日开启7000亿美元QE，随后再次升级至无限量QE，按需购买国债和MBS，以及与加拿大银行、英格兰银行、日本银行、欧洲中央银行和瑞士国家银行实施流动性互换，随后再次扩大其流动性互换央行的范围与频率。美联储此次大幅扩表，不仅为本国流动性提供支持，并且作为“全球央行”，为离岸美元市场提供流动性。最终美元流动性危机有所缓解，但根据货币数量论，迅速增加的美元供给也加剧了其贬值的压力。

图 8：美联储降息使得美欧利差下跌



数据来源：Wind 克而瑞证券研究院

图 9：美联储总资产大幅增加



数据来源：美联储 克而瑞证券研究院

美国疫情反弹、欧盟复苏基金落地导致欧美经济复苏出现预期差

决定汇率最主要因素是经济基本面的相对走势。当一国经济基本面相对另一国走强时，无论是该国资产对国际资金的吸引力，还是国际市场对该国经济的信心程度，都会提升，从而使得该国汇率走强。而 ICE 美元指数自 1973 美联储编制以来，仅于 1999 年在欧元区国家中实行统一货币政策之后变更过一次组成货币和权重，此后没有再发生过变化，保持欧元、日元、英镑、加元、瑞典克朗和瑞士法郎 6 种货币和 57.6%、13.6%、11.9%、9.1%、4.2%、3.6%的权重，其中欧元占比最大，将近达到六成。因此，美欧经济基本面的差异对于美元指数的走势有着显著的影响。而此次美元指数下跌一方面源于美国在疫情未完全得到控制的情况下急于复工复产导致疫情二次爆发，从而使基本面的修复进程受拖累。另一方面则是由于欧盟此前出台的规模为 7500 亿欧元的复苏基金。此基金将用于资助成员国的疫后重建，而市场普遍认为此次的复苏基金刺激力度较强，援助意义也较大，预计将会实质性的推动欧洲的经济复苏。市场预期欧美经济复苏差距将会进一步拉大，提振欧元信心，施压美元。

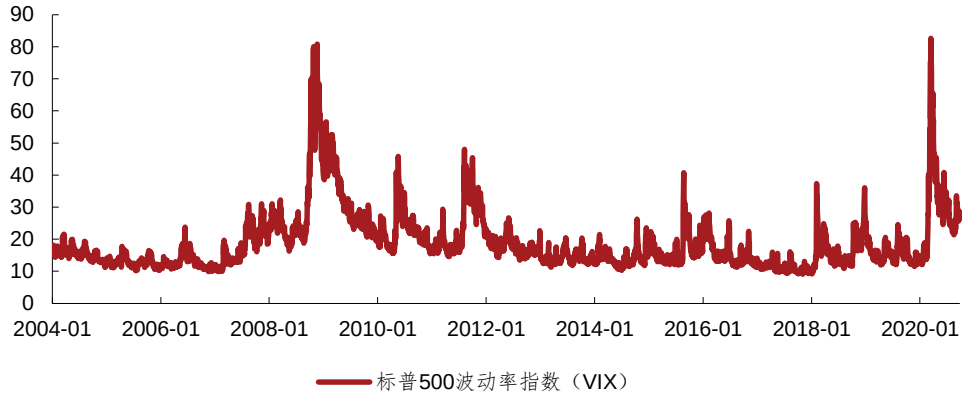
但近期随着欧洲疫情二次反弹，叠加欧洲各项经济数据较为疲软，美元阶段性反弹可能性显现，后续需继续关注欧洲疫情走势。

全球经济复苏态势确定，风险偏好随之上升

在此次美元指数的下跌中，美元所表现出的避险属性是不容忽视的。在疫情爆发的最初，流动性危机曾导致全球风险偏好快速降低，全球避险情绪升温，VIX 恐慌指数在 3 月 16 日曾达到创纪录的 82.69，股票、债券、黄金等资产均遭受到抛售，以换取流动性更强的美元。随后，全球经济陷入停滞，地缘政治风险事件不断发生，美元维持高位震荡。但随着疫情逐渐缓和，各国的复工复产有序推进，全球经济逐渐走出最低点，即使部分国家出现第二波疫情，但从整体来看，全球经济复苏的态势已经确定，当前全球市场的风险偏好已明显高于疫情最严重的时期，美元作为避

险的需求大幅缓解，市场风险偏好得到修复。

图 10：标普 500 波动率指数（VIX）创下历史新高



数据来源：Chicago Board Options Exchange 克而瑞证券研究院

对于后续美元的走势，我们应结合上述影响美元指数走势的因素来看。首先从货币政策的角度来看，在经济修复的压力下，短期内美联储宽松的货币政策不会改变，零利率政策将会继续保持。其次，从美国的基本面来看，二次疫情虽导致高频数据阶段性回调，但未使美国经济显著停摆，因此整体来看虽然当前美国经济恢复的斜率有所放缓，但仍处于缓慢改善的过程当中，叠加欧洲疫情二次反弹，因此长期来看，美元指数或有一定的支撑。最后，从风险偏好来看，自流动性危机以来，VIX 恐慌指数回归正常显示风险偏好已得到大幅提升。但由于全球疫情后续走势、美国大选的不确定性以及地缘政治摩擦事件的频发都可能导致风险偏好的再次下降。因此预计后续美元指数短期或将持续保持低位，但不排除不确定性事件导致美元指数阶段上行的可能性。

美元流动性：宽松的弱美元格局或将长期持续

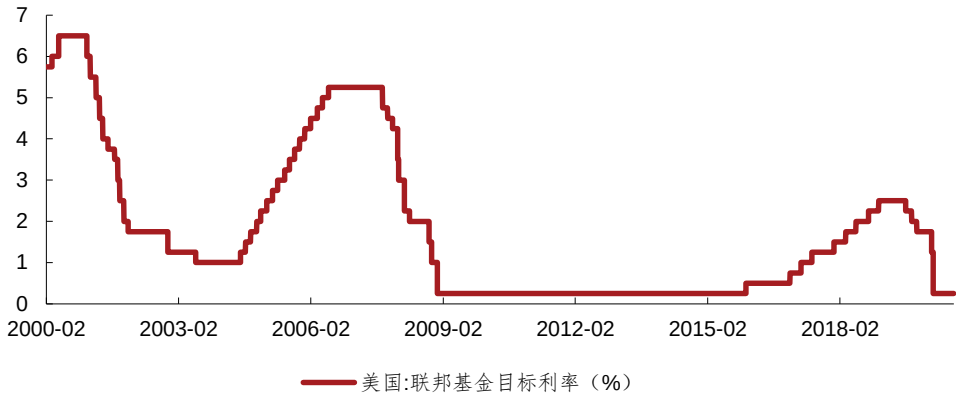
3 月以来，疫情迅速蔓延至国外并集中爆发，各国纷纷开始实施封锁措施导致经济停摆。美股在十天之内四次熔断（分别为 3 月 9 日、3 月 12 日、3 月 16 日、3 月 18 日），市场恐慌情绪升温，抛售行为加剧，即使黄金、债券等避险资产也遭到抛售，美元成为市场投资者的首选，导致美元需求极度紧张，美元指数快速上涨，进而导致了这次的美元流动性危机。为了应对此次疫情导致的全球经济衰退和流动性危机，各国政府和央行均采取了一系列货币政策和财政政策。

流动性危机以来，美联储货币政策总结

3 月以来，美联储快速宣布一系列货币政策，包括降息、无限量 QE、海外央行流动性互换、创新型流动性便利工具等，推动美联储总资产快速扩张，从 2 月 26 日的 4.16 万亿美元扩张至 6 月 10 日最高的 7.17 万亿美元。

价格型政策方面，美联储 3 月 3 日下调联邦基金目标利率从 1.75%至 1.25%，并且在 3 月 16 日进一步下降至 0%-0.25%，在 14 天内降低 150 个 BP，并且在 6 月议息会议中声明预计预计 2 年内不会加息。

图 11：美联储自 3 月 3 日起快速降息



数据来源：Wind 克而瑞证券研究院

数量政策方面，美联储 3 月 15 日宣布重启第四轮 7000 亿美元的大规模量化宽松计划，分别增持 5000 亿美元的国债和 2000 亿美元的住房抵押贷款支持证券（MBS）。随后，3 月 23 日 FOMC 再次发布声明称为了确保市场平稳运行和货币政策对广泛金融环境和经济的有效传导，美联储将不限量按需买入美国国债和 MBS，即无限量 QE。

创新型政策工具方面，美联储实施一级交易商信贷工具（PDCF）、货币市场共同基金流动性工具（MLFF）、薪资保护项目流动性工具（PPPLF）、商业票据融资工具（CPFF）、公司信贷工具（CCF）、公众商业信贷工具（MSLF）、市政债流动性工具（MLF）、资产支持证券贷款工具（TALF），其中一部分 2008 年应对次贷危机时创立的，另一部分是应对此次流动性危机新设立的。通过此次货币政策工具的使用，

美联储几乎可以全方位的向市场输送流动性。

离岸美元流动性方面，3 月 15 日，美联储协同加拿大央行、英国央行、日本央行、欧洲央行、瑞士央行，宣布通过美元流动性互换增加离岸美元的流动性。以上所说的流动性互换是指央行之间相互以本币或者可自由兑换货币，按约定的汇率、期限和利率进行互相调换。3 月 19 日，美联储再次与澳大利亚、巴西、韩国、墨西哥、新加坡、瑞典、丹麦、挪威和新西兰 9 家央行建立了临时的美元流动性互换安排，总计 4500 亿美元，持续时间至少为六个月，并同意将 7 天到期操作频率从每周增加到每天。

截止 9 月 23 日当周，美联储总资产共达到 7.09 万亿美元，而在 2 月 26 日美联储仅有 4.16 万亿美元，共计增加 2.93 万亿。目前持有最多的资产是美国国债 4.43 万亿美元，占美联储总资产 62.48%。一般情况下，美联储扩表的方式是购买美国国债、MBS，回购以及与海外央行的流动性互换，而此次美联储还通过 2008 年金融危机时采用过的或者新设置的的创新型流动性便利工具来扩大其资产负债表。

表 1：美联储总资产结构及近期变化

资产：（百万美元）	9 月 23 日	2 月 26 日	至 9 月 23 日变化
黄金、硬币及特别提款权	17,704	18,007	-303
国债	4,431,523	2,474,060	1,957,463
联邦机构债券	2,347	2,347	0
住房抵押贷款支持证券（MBS）	2,024,868	1,371,843	653,025
回购协议	0	143,440	-143,440
央行贷款	3,400	13	3,387
一级交易商信贷工具（PDCF）	233	0	233
货币市场共同基金流动性工具（MLFF）	7,344	0	7,344
薪资保护项目流动性工具（PPPLF）	67,254	0	67,254
商业票据融资工具（CPFF）	8,588	0	8,588
公司信贷工具（CCF）	44,972	0	44,972
公众商业信贷工具（MSLP）	39,355	0	39,355
市政债流动性工具（MLF）	16,546	0	16,546
资产支持证券贷款工具（TALF）	11,431	0	11,431
中央银行流动性互换	31,950	44	31,906
外币计价资产	21,510	20275	1,235
其他	364,135	128,608	235,527
总资产	7,093,161	4,158,637	2,934,524

数据来源：美联储 克而瑞证券研究院

表 2：创新型货币政策工具简介

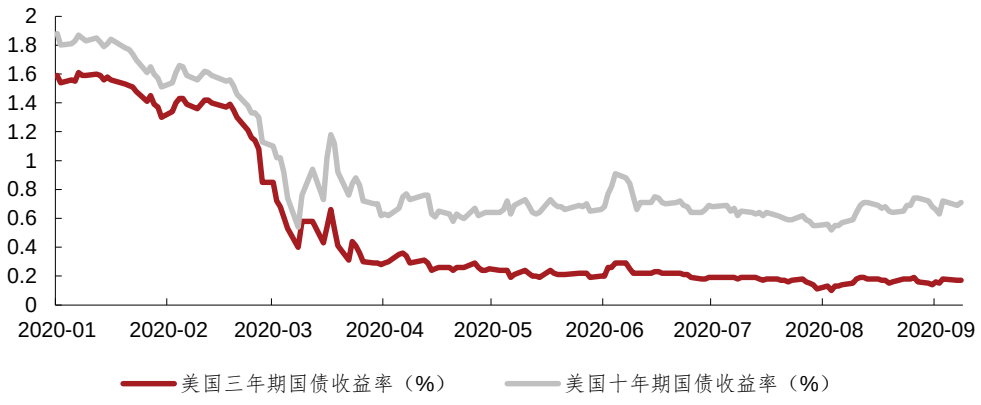
创新型货币政策工具：	简介：
一级交易商信贷工具（PDCF）：	通过 PDCF，美联储向拥有合格的抵押物的一级交易商提供最长 90 天的贷款。
货币市场共同基金流动性工具（MLFF）：	通过 MLFF，波士顿联储将给合格的金融机构提供贷款，担保品为该金融机构从货币市场共同基金收购的高级别资产
薪资保护项目流动性工具（PPPLF）：	通过 PPPLF，美联储给发放 PPP 贷款的合格金融机构提供信贷支持
商业票据融资工具（CPFF）：	通过 CPFF，美联储会向合格的发行商购买三月期的商业票据，直接为家庭和企业短期融资需求提供流动性。
公司信贷工具（CCF）：	公司信贷工具（CCF）由一级市场公司信贷便利（PMCCF）和二级市场公司信贷便利（SMCCF）组成。通过（PMCCF），美联储会直接向具有投资级评级的公司提供贷款以便其在疫情期间能够维持商业运营与生产力。而通过（SMCCF），美联储会通过在二级市场中购买具有投资级评级的公司债来为市场提供流动性。
公众商业信贷工具（MSLP）：	通过 MSLF，美联储将为中小型盈利企业以及非营利组织提供贷款
市政债流动性工具（MLF）：	通过 MLF，美联储购买高达 5000 亿美金的州政府或地方政府的短期票据以便其更好的管理现金流压力从而为其社区内的家庭与企业提供服务。
资产支持证券贷款工具（TALF）：	通过 TALF，美联储会为向持有 AAA 评级的以学生贷款、汽车贷款、信用卡贷款或其他特定资产做抵押的资产抵押债券的企业提供贷款来满足消费者和小型企业的信贷需求

数据来源：美联储 克而瑞证券研究院

美元流动性现状如何？

从债券市场流动性来看，由于零利率的回归以及一系列的货币政策的实施，美国十年期国债收益率从 1 月 2 日最高点的 1.88%下降至 8 月 4 日的最低点 0.52%。而三年期国债收益率从 1 月 8 日最高点的 1.61%下降至 8 月 4 日的最低点 0.1%。

图 12：2020 年以来美国 3 年、10 年期国债收益率

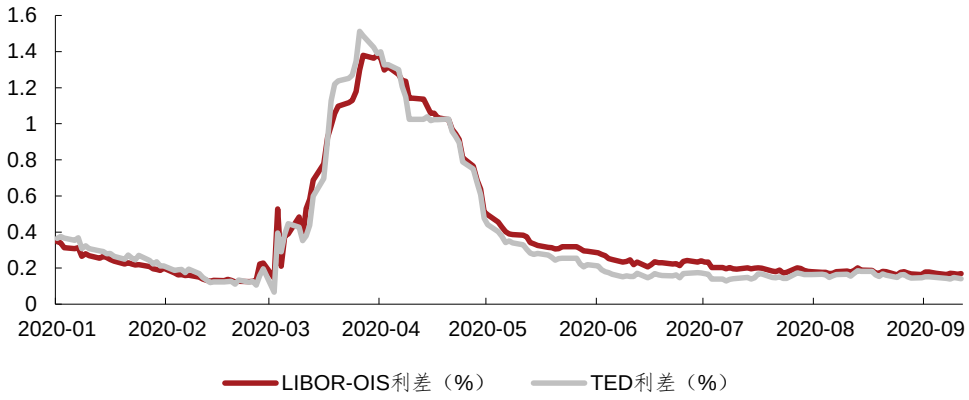


数据来源：美联储 克而瑞证券研究院

从金融机构间拆借市场流动性来看，LIBOR-OIS 利差以及 TED 利差在三月份大幅

攀升之后都再次回落。其中 LIBOR-OIS 利差从 3 月 31 日的最高点 137.95BP 下降到了 8 月 24 日目前的最低点 16.18BP，TED 利差从 3 月 26 日的最高点 151.18BP 下降到了 7 月 7 日目前的最低点 12.85BP，两项指标均回到正常水平。LIBOR-OIS 利差（3 个月伦敦银行间市场利率 LIBOR 减去隔夜指数互换利率 OIS）与 TED 利差（3 个月伦敦银行间市场利率 LIBOR 减去 3 个月美国国债利率）均是反应货币市场流动性的关键指标。在国际金融市场上，隔夜指数互换利率 OIS 以及美国国债利率被近似地作为无风险利率。因此，利差扩大意味着风险溢价的扩大，市场上的不确定性增加，风险偏好降低，这时金融市场中资金的拆出方往往会对市场的借贷活动要求更高的回报，导致市场资金供应趋于紧张。反之，在市场前景较好的情况下，资金的拆出方愿意以较低的利率出借资金，利差缩小。

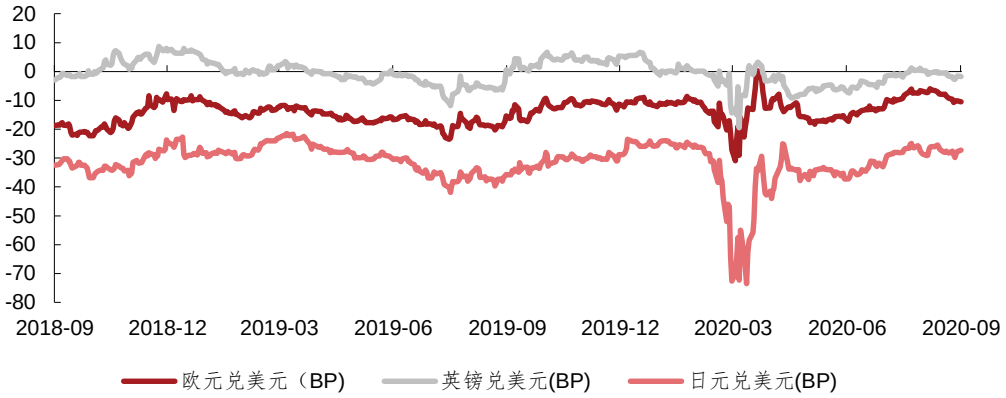
图 13：2020 年以来 LIBOR-OIS 利差及 TED 利差



数据来源： Bloomberg 克而瑞证券研究院

同时，交叉货币互换基差在三月大幅走阔之后逐渐收窄，其中日元兑美元互换基差在 3 月 25 日最高值达到了-73.5BP。在金融市场上，交叉货币互换基差（Cross-Currency Basis）通常用来衡量市场中美元的短缺程度，基差负值越大，说明美元短缺就越严重。这是因为在交叉货币互换的过程中，互换的双方需要向对手方偿付对方货币产生的利息。而在金融市场的实际操作层面上，美元的拆出方往往会要求一部分溢价，而这部分溢价就被称为“交叉货币互换基差”。因此，交叉货币互换基差就能够体现两种货币之间的供求关系，即在市场对美元需求不变的情况下，美元供给越少，基差在负值区间就会陷得更深。

图 14：欧元、英镑、日元兑美元货币互换基差



数据来源： Bloomberg 克而瑞证券研究院

因此，从目前的数据来看，在美联储采取了一系列广泛的政策措施之后，美元的流动性已经出现改善，表明政策开始见效，流动性再次回归。

市场展望：宽裕的弱美元持续助力全球经济复苏

在全球流动性紧张逐步缓解，美国国债收益率持续保持低位，以及下半年美联储继续通过向市场注入流动性背景下，宽松的货币与弱势的美元将继续维持，有助于海外资金重回新兴市场以及美元信贷的扩张。

债券市场：海外配置资金或将持续流入

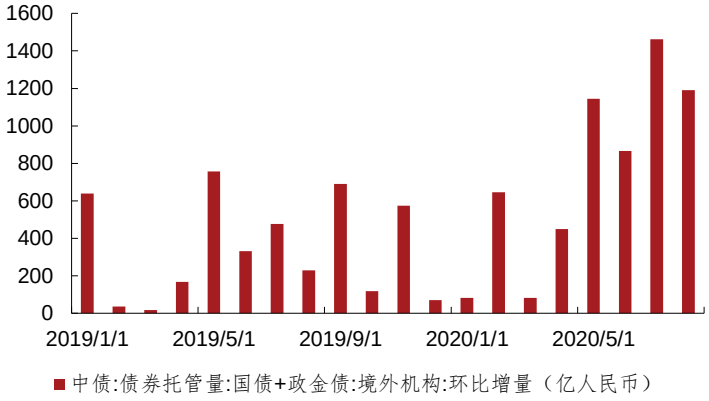
从利差角度来看，截止 9 月 24 日，中美 10 年期国债利差为 2.41%，维持历史高位，再加上人民币汇率稳中有升，吸引了外资资金不断流入我国债券市场。从中债登托管数据来看，境外机构国债和证金债增持量较去年有明显增加，且在 5 月后对我国债市增持速度有所加快。8 月份境外机构在中债的国债和政金债托管量环比上升约 1190.61 亿元。在低利率的大环境之下，中国国债相比全球其他政府债券的收益率更具有吸引力。以 10 年期国债为例，截止 9 月 24 日，德国国债的收益率是-0.54%，日本为 0.019%，美国国债收益率为 0.67%，但中国国债却拥有高达 3.08%的收益率。而中美利差扩大的根本原因则是中美经济基本面差异的扩大，高效的疫情防控以及率先开启复工复产不仅使得我国基本面在疫情后持续修复，更使得我国央行在全球货币大放水的环境下，可以实行审慎的货币政策，不断推高中美利差，增强人民币资产的吸引力，从而使得境外资金对于中国债券资产的配置意愿也有所提高。

图 15：中美利差持续保持历史高位



数据来源：Wind 克而瑞证券研究院

图 16：境外机构国债和证金债增持量较去年明显增加



数据来源：Wind 克而瑞证券研究院

从政策的角度来看，在推进人民币国际化、逐步开放中国金融市场的大环境下，9 月 15 日中央结算中心、上清所以及全国银行间同业拆借中心宣布为进一步推动银行间债券市场开放发展，便利境内外投资者交易银行间债券，从而对银行间债券市场交易时间的延长，在一定程度上也展示了监管层面对于境外资金的积极态度。

叠加此次富士罗素如期宣布将中国国债纳入其旗舰指数“富时世界国债指数（WGBI）”，或为我国债券市场带来可观的配置资金。富时世界国债指数自 1986 年

起编制，目前覆盖逾 20 个国家，是当前市场中颇受欢迎、参考性较强的债券指数产品之一。中国债券在去年 4 月起纳入彭博-巴克莱全球综合指数，又在今年 2 月底进入摩根大通的旗舰指数，此次富士罗素的顺利纳入意味着全球三大债券指数悉数收纳中国。根据过往的经验来看，债券指数成分的变动对于新纳入债券市场的资金流入有非常明显的影响。根据高盛研究部估计，中国国债纳入“富时世界国债指数”之后将有 5.7%的权重，而目前追踪富时指数的被动指数型基金约有 2.5 万亿美元，因此届时约有 1400 亿美元的资金将会流入中国债市。

中资美元债：宽松的弱美元格局下的中资美元债

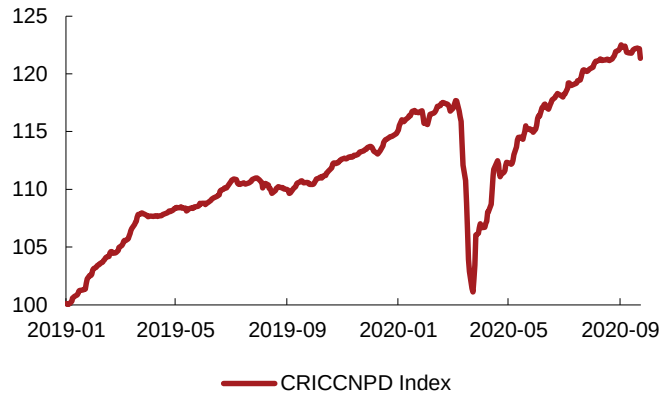
受三月流动性危机影响，全球市场遭遇巨幅波动，同许多大类资产相同，中资美元债也一度遭遇抛售，二级市场中资高收益美元债收益率迅速攀升，除此之外，一级市场的融资同样受到了极大的冲击。但随着美联储超常规的货币政策出台后，一级市场融资在五月以来逐渐回暖，在六月发行量明显上涨。与此同时，二级市场收益率在流动性缓解后同样逐渐恢复。

图 17：彭博巴克莱中资美元债指数持续上行



数据来源：Bloomberg 克而瑞证券研究院

图 18：克而瑞中国地产债券领先指数稳健上行



数据来源：Bloomberg 克而瑞证券研究院

由于中资美元债是由中资企业在离岸债券市场发行的以美元计价的债券，因此中资美元债的定价逻辑与境内的人民币债券就不尽相同。从基本面与流动性这两大方面来看，中资美元债的信用基本面锚定于境内，同时又受全球美元流动性的影响。

从美元流动性来看：美国 3 月期 LIBOR-OIS 息差与 TED 息差等流动性指标均从三月末的高点回落，已初步恢复至正常水平。同时，标准普尔 500 指数等指标自三月下旬起逐步上升，显示各风险资产均从流动性危机走出，流动性压力得到一定的缓解。而美联储短期内预计不会变更当前宽松的货币政策，下半年将继续为全球美元市场提供保障，宽裕的弱美元格局将会保持。

图 19：标准普尔 500 指数等指标自三月下旬起逐步上升

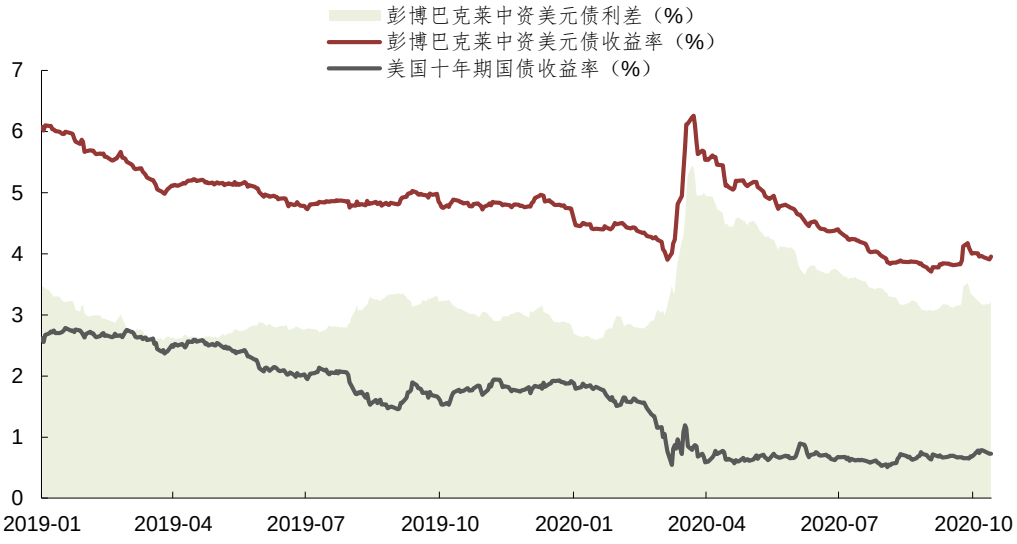


数据来源：Bloomberg 克而瑞证券研究院

从境内基本面来看：在国际上，由于中国率先控制疫情，经济增长稳步推进，增长预期在全球经济主体中鹤立鸡群，逐渐形成国内率先复苏，国际逐步复苏的格局。由于中资美元债的发行主体的收入部分主要产生于境内，因此中国经济增长的预期和趋势将会显著的影响境内融资主体的业务和信用资质。对于国内，8 月最新经济数据普遍向好，地产投资保持高位增长，制造业投资与消费当月增速首次转正，展望后续，9 月及四季度中国经济内生动力仍存，向好态势不会发生转变。

因此，在基本面向好和货币政策偏鸽派的背景下，中资美元债不仅可以受益于低利率水平和流动性宽松环境的红利还可以受到境外资金的持续净流入的支撑。但考虑到中资美元债经过此前连续多月的上涨，收益率以及利差已降至历史中位数以下，叠加四季度美国大选、中美摩擦、秋冬季二次疫情等不确定性因素，市场波动率可能会有所上行，因此预计短期内中资美元债收益率或保持震荡趋势。

图 20：中资美元债收益率及利差已降至中位数以下



数据来源：Bloomberg 克而瑞证券研究院

风险提示

系统性风险：由外部因素引起的，例如：战争、政权更迭、自然灾害、经济周期、通货膨胀、能源危机等不可抗力因素，对市场所有参与者造成的不可分散风险。

1) 美国秋冬季二次疫情超预期

2) 其他系统性风险

政策风险：因有关国家宏观政策(如货币政策、财政政策、行业政策、地区发展政策等)发生变化，从而导致的市场波动风险。

1) 美联储基于其他考量过早收紧货币政策

2) 中美政治摩擦超预期

3) 美国大选期间政策的不确定性

数据风险:

本研究采用了第三方数据，存在第三方数据公布不及时或数据公布不全面，影响分析结果的风险。

评级指南及免责声明

行业评级说明

以报告日起 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准（恒生指数）的表现为标准：
推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数，10%以上
中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数，-10%到 10%之间
回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数，10%以上

披露事项

本文件由克而瑞证券有限公司(“克而瑞”)编制。克而瑞及其子公司，母公司和/或关联公司跟在本文件中所提及过的公司及其子公司，母公司和/或关联公司之间有正常业务关系和/或股权关系。

免责声明

本文件基于我们认为可靠的信息，但克而瑞证券有限公司并未独立验证本文件的内容。本文件所述的事实，以及其中所表达的意见，估计，预测和推测，截至本报告日期，如有变更，恕不另行通知。对于本文件所含信息，意见，估计，预测和推测的公正性，准确性，完整性或合理性，不作任何明示或暗示的陈述或保证，也不应依赖于这些信息，意见，估计，预测和推测的公正性，准确性，完整性或合理性，而且克而瑞证券有限公司，公司，其股东，或任何其他人，对于因使用本文件或其内容或与之相关的其他原因而造成的任何损失，均不承担任何责任。

本文件不构成认购或购买任何证券的要约，邀请或要约招揽或构成认购或购买任何证券的要约，邀请或要约招揽的一部分，本文作或本文件中的任何内容均不构成任何合同或承诺的基础，也不作为任何合同或承诺的依据。任何在任何发售中购买或讲购证券的决定，必须仅以招股说明书或公司发布的其他发售通函中包含的与该发售有关的信息或其他重要信息为依据。

本文件之内容不是为任何投资者的投资目标，需要及财政状况而编写。在签订任何投资协议之前，投资者应审慎考虑自身状况，并在必要时寻求专业意见后再进行投资决策。本文件内所载之资料乃得自可靠之来源，惟并不保証此等数据之完整及可靠性，亦不存有招揽任何人参与证券或期货等衍生产品买卖的企图。本文件内之意见可随时更改而无须事先通知任何人。在任何情况下，克而瑞及所有其关联方一概不就任何第三方因依赖本文件内容的作为或不作为而直接，间接，附带或偶然产生的任何损失承担或负上任何责任，即使克而瑞在有关作为或不作为发生时而知悉该等作为或不作为。

本文件在香港只向专业投资者(定义见<证券及期货条例>(香港法律第 571 章)及在香港颁布的任何法规)以及不违反香港证券法的情况下分发。

本文件乃属于克而瑞之财产，未经克而瑞事前书面同意，任何人仕或机构均不得复制，分发，传阅，广播或作任何商业用途，而克而瑞亦不会就此承担任何第三方因复制或分发本文件内的全部或部分内容而引起的任何责任。

投资涉及风险，过往业绩并非未来业绩的指标。投资者应进一步了解指数详情，包括指数产品特征及风险因素。克而瑞(CE No. BAL779)，为香港证券及期货事务监察委员会持牌人，获批准从事香港法例第 571 章《证券及期货条例》界定的第 1 类（证券交易）、第 4 类（就证券提供意见）及第 9 类（提供资产管理）受规管活动。