

近期中美国债收益率差扩大是因为稳汇率的需要吗?

5 月中下旬以来，中美国债收益率差走阔，主要因为中美两国货币政策力度和节奏不同，以及两国通胀差异，可能并非出于汇率政策的考虑。

- 自 2019 年人民币汇率破 7 之后，人民币汇率双向波动增强、市场化程度提高。新冠疫情暴发以来，人民币兑美元双边汇率偏弱，但多边汇率稳中趋升，成为吸收内外部冲击的减震器和国际收支调节的稳定器。
- 人民币汇率波动并未成为中国货币政策的掣肘。近期中美国债收益率差走阔主要是因为中美货币政策力度和节奏不同，以及两国通胀差异，可能并非出于汇率政策的考虑。市场研判中国货币政策走向，应该更多基于国内实体经济的运行状况。

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

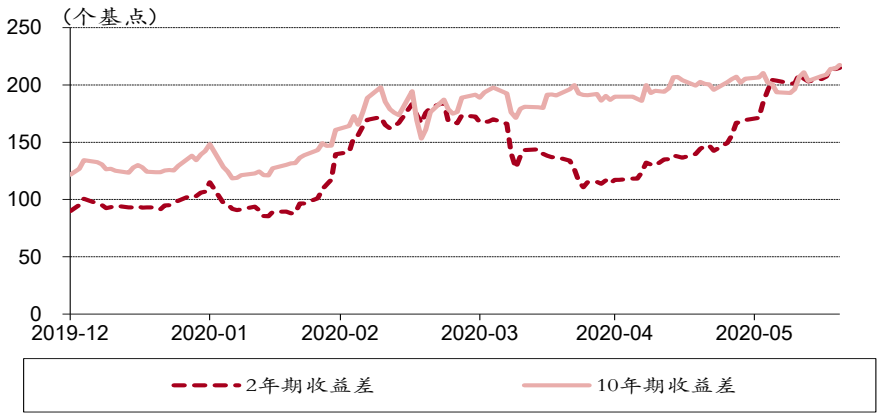
宏观经济及策略：宏观经济

证券分析师：朱启兵
(8610)66229359
qibing.zhu@bocichina.com
证券投资咨询业务证书编号：S1300516090001

联系人：管涛
(8610)66229136
tao.guan@bocichina.com
一般证券业务证书编号：S1300120030020

5 月中下旬以来，中美国债收益率差重新扩大。6 月份（截止 6 月 19 日），2 年期和 10 年期中美国债收益率差均为 200 个基点以上，为近年来新高，也高于今年初日均 100 个基点左右的水平（见图表 1）。有观点认为，这是因为疫情暴发以来人民币汇率持续承压，为了稳汇率的需要而维持较大的中美利差，以吸引外资流入（如吸引境外机构增持人民币国债）。然而，如果摆数据而非讲故事，上述结论值得商榷。

图表 1. 中美 2 年期和 10 年期国债收益率差



资料来源：中债登，美联储，万得，中银证券

一、破 7 之后人民币兑美元汇率围绕 7 上下波动

去年 8 月 5 日，受中美经贸磋商进程反复的影响，人民币兑美元汇率（以下如非特指，人民币汇率均指该双边汇率）在 2016 年底、2018 年底和 2019 年 5、6 月份三次遇 7 不过之后，终于跌破了 7 比 1 这个重要的心理关口。在一般人看来，这是人民币汇率贬值，而于业内人士看来，却是机制比水平重要。破 7 之后，人民币汇率打开了可上可下的空间，汇率市场化程度提高。

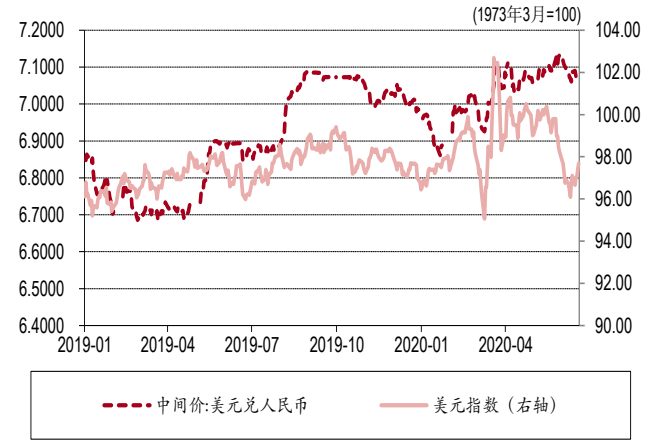
今年初，突如其来的新冠肺炎疫情冲击，正是破 7 之后人民币汇率遭遇的一次大考。

1 月 20 日之前，国内经济初步企稳、中美经贸冲突降级提振了市场信心，人民币汇率中间价和境内银行间外汇市场下午四点半收盘价（下同）重新升破 7。然而，1 月 21 日之后，随着中国经济进入“抗疫”模式，人民币汇率转而下跌。迄今为止，虽然中国疫情防控取得重大战略成果，但人民币兑美元汇率走势总体依然偏弱（见图表 2）。

疫情暴发以来，人民币汇率随着内外部形势发展变化，继续双向波动。3 月初，曾经因本土疫情传播基本阻断、海外疫情蔓延加速、美元指数回落，一度重新升破 7。之后，又因美股熔断、美指飙升，再度跌破 7，延续至今（见图表 2）。尽管如此，今年上半年，人民币汇率最大振幅仅有 4.0%，在八种主要储备货币中排名最后，且远低于八种货币的平均最大振幅 10.6%（见图表 3）。

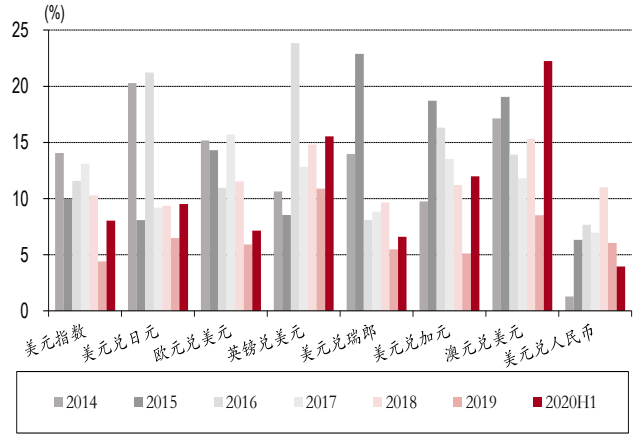
全球大流行、经济大停摆背景下，美元继续扮演传统的避险货币角色，大部分非美货币兑美元汇率均呈现弱势。但年初至 6 月 19 日，中国外汇交易中心公布的 24 种外币人民币交易的汇率中间价中，人民币对外贬值的有 8 种，幅度最大的也仅有 3.3%（兑日元）（见图表 4）。同期，中国外汇交易中心口径的人民币汇率指数累计升值 0.6%（最多到 3 月 20 日升了 4.7%）。国际清算银行编制的人民币名义和实际有效汇率指数，前 5 个月分别累计上涨 1.9%和 1.0%。由此可见，人民币汇率在主要货币中表现依然较为坚挺，不存在“竞争性贬值”。

图表 2. 人民币汇率中间价与美元指数走势



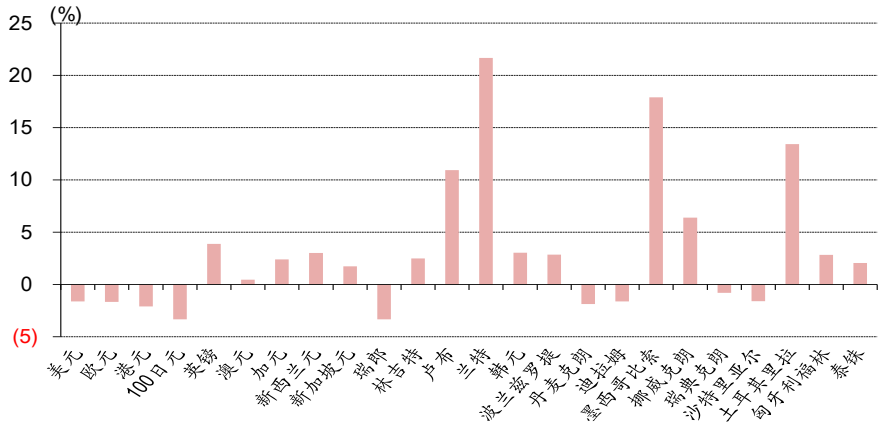
资料来源：中国外汇交易中心，万得，中银证券

图表 3. 主要储备货币的汇率最大振幅



资料来源：美联储，中国外汇交易中心，万得，中银证券

图表 4. 中国外汇交易中心公布的外币人民币汇率中间价最大振幅



资料来源：中国外汇交易中心，万得，中银证券

二、人民币汇率波动成为吸收内外部冲击的减震器

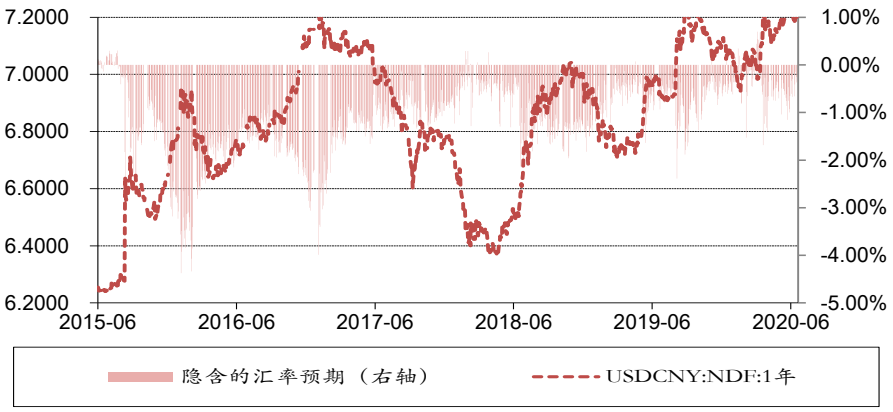
传统的观点以为，人民币汇率贬值，代表贬值压力大，贬值预期强。其实，这两点在汇率越来越市场化的情况下均不成立。因为人民币汇率随行就市，有助于贬值压力的释放，避免贬值预期的积累。

从 1 年期无本金交割远期（NDF）人民币兑美元交易隐含的汇率预期看，以中间价或收盘价跌破 6.90 为标志，可以观察到：第一次遇 7 不过的 2016 年 11 月 24 日至 2017 年 1 月 13 日期间，日均贬值预期为 2.63%；第二次遇 7 不过的 2018 年 10 月 8 日至 12 月 3 日期间，日均贬值预期为 1.35%；第三次遇 7 不过的 2019 年 5 月 17 日至 6 月 19 日，日均贬值预期为 0.79%；破 7 初期的 2019 年 8 月 2 日至 12 月 25 日期间，日均贬值预期为 0.74%；疫情暴发以来的 2020 年 1 月 21 日至 6 月 19 日，日均贬值预期为 0.43%（见图表 5）。由此可见，破 7 对于汇率预期的逐次减弱。

另一方面，外汇市场低（升值）买高（贬值）卖的汇率杠杆调节作用正常发挥，汇率波动成为国际收支调节的稳定器。今年前 5 个月，市场结汇意愿增强，购汇动机减弱：银行代客收汇结汇率平均为 67.4%，较去年 12 月份上升了 5.9 个百分点；付汇购汇率为 62.7%，回落了 0.9 个百分点。同期，银行即远期（含期权）结售汇顺差各月均为顺差，累计顺差 774 亿美元，同比增加 1.12 倍（见图表 6）。

这表明人民币汇率承压并非因为境内外汇供不应求，而是各种消息面利空造成的市场情绪偏空。年初至 1 月 20 日，收盘价相对于当日中间价偏强的交易日占比为 61.5%，1 月 21 日至 6 月 19 日该项占比降至 32.3%（见图表 7）。

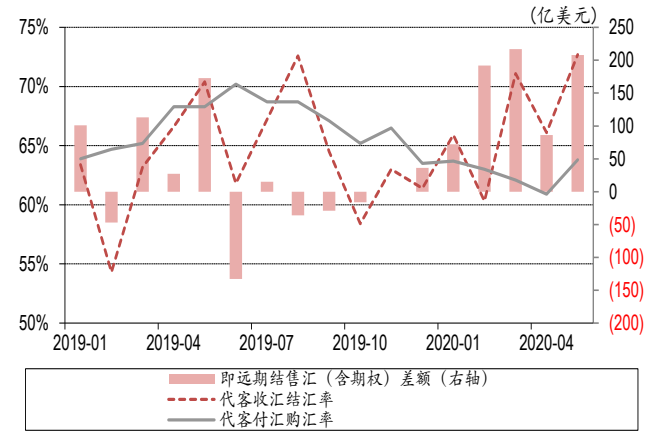
图表 5. 1 年期 NDF 隐含的人民币汇率预期



资料来源：中国外汇交易中心，万得，中银证券

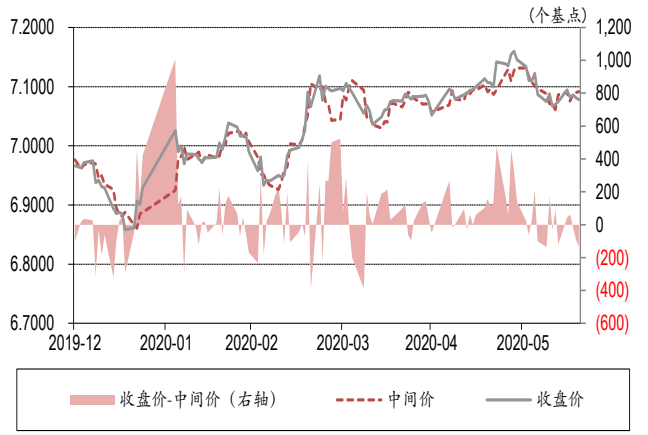
*注：（1）隐含的汇率预期= 中间价/(1 年期 NDF-1 年期人民币美元掉期报价*0.0001)-1；（2）为负值表明人民币贬值预期，为正值表明人民币升值预期。*

图表 6. 境内市场结售汇意愿和银行即远期结售汇差额



资料来源：国家外汇管理局，万得，中银证券

图表 7. 人民币汇率收盘价与当日中间价的偏离



资料来源：中国外汇交易中心，万得，中银证券

注：偏离为负值表明收盘价偏强，为正值表明偏弱。

三、 当前中美利差扩大主要因两国货币政策力度和节奏的差异

易纲行长 2018 年 10 月 15 日回应美联储加息央行为何不跟时曾对外明确表示，目前全球经济一体化，金融市场是互联互通的，国际主要央行的动作对中国肯定有影响。不过，在权衡、取舍和考虑这些外部因素的时候，央行的原则是国内优先，以国内经济为主来考虑货币政策，关注的重点是如何使中国经济高质量地发展，同时控制住金融风险。当然，任何选择都是有利有弊的。做一个选择，就要接受这一选择带来的后果和变化，包括对汇率的影响。2018 年，美联储加息四次，中国央行为应对国内经济下行压力，不仅没有跟随加息，反而四次降准（含年初普惠金融定向降准）。

去年 8 月份，人民币汇率破 7 之后，汇率灵活性进一步增加，进一步增强了央行货币政策独立性。因疫情率先在中国集中暴发，故今年 2 月份起，中国央行就进入了疫情应对状态，迎着人民币汇率下行压力，采取数量型和价格型的手段（见图表 8），保持市场流动性合理充裕，引导市场利率走低。2 月 3 日至 3 月 3 日，隔夜上海银行间同业拆借利率（Shibor）日均水平较年初至 1 月 31 日回落了 28 个基点，7 天存款类机构质押式回购加权利率（DR007）回落了 24 个基点（见图表 9）。而美联储第一次闪电降息是在 3 月 3 日，比我们晚了整一个月时间。

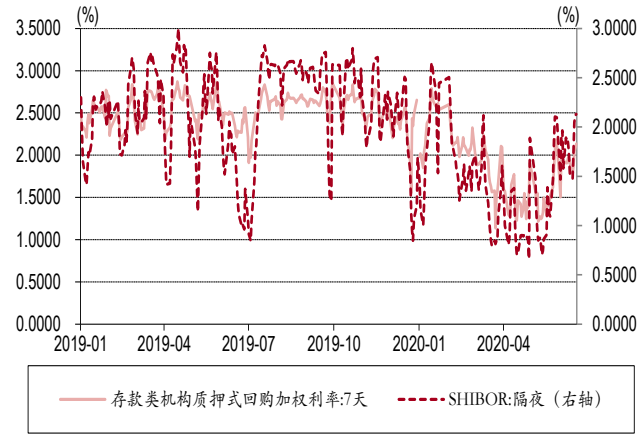
10 年期中美国债收益率差自 3 月份以来明显走阔，到 6 月份（截止 6 月 19 日，下同），日均收益率差为 206 个基点；2 年期中美国债收益率差在 3 月份短期冲高至日均 168 个基点，4、5 月份短暂回落，6 月份又扩大至日均 202 个基点，远高于 4、5 月份分别日均 135 和 140 个基点的水平（见图表 10）。这难免让市场将此与 3 月中旬以来人民币汇率持续走弱联系起来，但以下事实和数据可能并不支持这种结论。

图表 8. 2020 年以来中国央行抗疫主要采取的货币政策

时间	货币政策内容
2 月 7 日	设立 3000 亿元抗疫专项再贷款
2 月 17 日	下调 MLF 利率 10 个基点至 3.15%
2 月 26 日	新增再贷款、再贴现额度 5000 亿元，同时下调支农支小再贷款利率 0.25 个百分点
3 月 16 日	实施普惠金融定向降准，同时对符合条件的股份制商业银行额外定向降准 1 个百分点
4 月 3 日	对中小银行定向降准 1 个百分点，分 4 月 15 日和 5 月 15 日两次实施
4 月 7 日	将金融机构在央行超额存款准备金利率从 0.72%下调至 0.35%
4 月 15 日	下调 MLF 利率 20 个基点至 2.95%

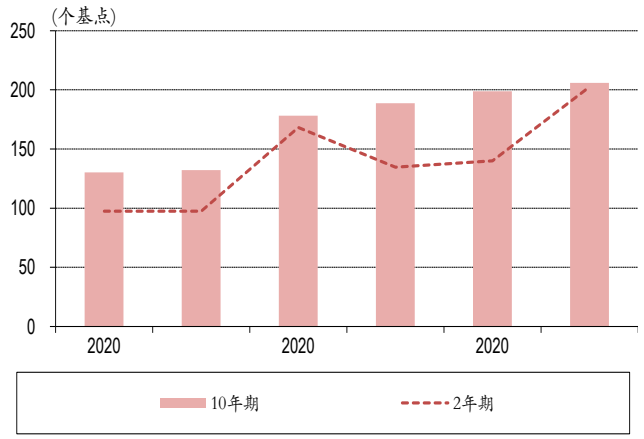
资料来源：中国人民银行，中银证券

图表 9. 境内货币市场利率走势



资料来源：全国银行业同业拆借中心，中国货币网，万得，中银证券

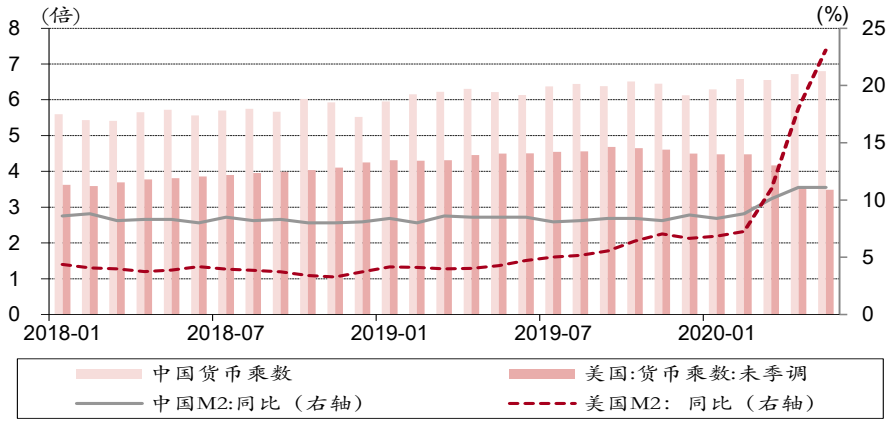
图表 10. 2 年期和 10 年期中美国债收益率差（日均）



资料来源：中债登，美联储，万得，中银证券

首先，这是美联储货币政策较中国更为激进的客观反映。两国央行均在疫情应对中采取了价格和数量型工具。从价格型工具看，疫情暴发以来，中国央行自 2 月 20 日以来两次下调贷款市场报价利率（LPR），累计达 30 个基点，而美联储自 3 月 3 日两次下调联邦基金利率至零，累计达 150 个基点。2 月 3 日至 6 月 19 日，2 年期和 10 年期中国国债收益率日均分别较年初至 1 月 31 日回落了 57 个基点和 38 个基点，超出了同期 LPR 的降幅。而 3 月 3 日至 6 月 19 日，2 年期和 10 年期美国国债收益率分布较年初至 3 月 2 日回落了 117 和 91 个基点，低于同期联邦基金利率的幅度（见图表 1）。从数量型工具看，中国央行主要通过再贷款、再贴现、降准及定向降准等工具，引导银行加大对抗疫工作和企业复工复产的信贷支持。而美联储的无限量化宽松主要是通过资产购买和企业信贷支持计划来实现，且在 5 月份之前主要是通过购买国债和抵押贷款支持债券（MBS）来实现。今年前 5 个月，美联储扩表近三万亿美元，其中购买国债占到 61%（各类中长期国债占 55%），这有效压低了美债特别是中长期国债收益率。到 5 月底，中美两国广义货币供应 M2 同比增长分别为 11.1%和 23.1%。两国 M2 增速均显著提升，且美国 M2 的增速远高于中国。但美国主要靠美联储扩表 70%来实现，而中国央行同期缩表 1%，主要靠降准提高货币乘数（见图表 11）。从对国债收益率的影响看，美联储的操作更加直接，中国央行则更加市场化，效果也不确定。

图表 11. 中美货币乘数和 M2 增速

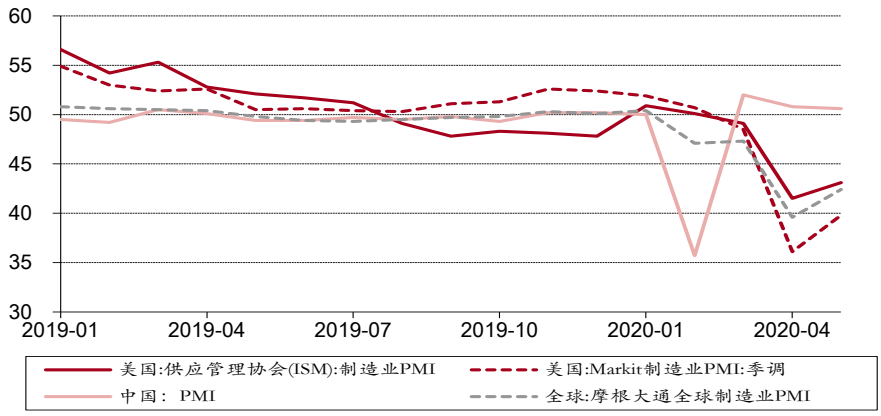


资料来源：中国人民银行，美联储，万得，中银证券

当然，这也与两国金融市场结构不同，货币政策传导渠道不同有关。美国是直接融资为主，国债收益率是金融市场定价的基准。国债收益率下行意味着无风险收益下行，有助于推升市场风险偏好，避免股灾引发的市场恐慌演变成为全面的流动性紧缩、金融危机。而中国是间接融资为主，央行主要关注银行信贷的传导效率。

其次，中美疫情防控和经济重启所处阶段不同，也导致了央行货币调控节奏的差异。中国自 3 月底就基本阻断了本土疫情传播，经济社会秩序加速恢复正轨，3 月份起制造业采购经理指数（PMI）重新在荣枯线以上，5 月底两会顺利召开。美国 3、4 月份疫情大暴发，5 月份各州才分阶段开始经济重启，3 至 5 月份 ISM 和 Markit 的制造业 PMI 指数都还在荣枯线以下（见图表 12）。所以，5 月中下旬以来，中国央行边际上调整货币政策，重点整顿市场出现的资金空转套利行为，引导金融回归本源。而 5 月份，美联储才刚刚逐步减少国债和抵押贷款支持债券（MBS）的购买，正式启动企业信贷和资产购买支持计划。

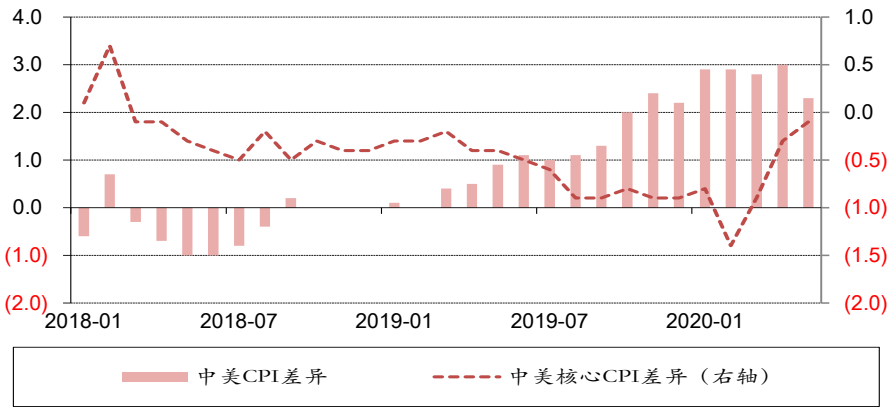
图表 12. 中美和全球制造业景气状况



资料来源：国家统计局，万得，中银证券

最后，如果经过通胀调整后，中国国债相对美国国债收益率的优势并不显著。从消费物价指数看，前 5 个月，中美通胀差异平均为正 2.8 个百分点，目前中美国债正向收益率差约 200 个基点，低于两国通胀差。从剔除能源和食品的核心消费物价指数看，同期，中美核心通胀差异平均为-0.7 个百分点，加上中美国债正向利差，有助于提高人民币债券资产的吸引力（见图表 13）。但如果出现风险事件，经过风险溢价调整后，这部分正利差的缓冲作用也较为有限。

图表 13. 中美通胀差异



资料来源：国家统计局，美国经济分析局，万得，中银证券

此外，中国作为成长中的新兴经济体，且在全球经济衰退中仍有望维持经济正增长，成为主要经济体中唯一增速为正的经济体，国债收益率相对较高也是情理之中的。因为高经济成长本身就意味着高投资回报，这也是人民币资产有望成为全球新兴避险资产的魅力所在。

四、主要结论

人民币汇率破 7 后，双向波动增强、市场化程度提高。疫情暴发以来，人民币兑美元双边汇率偏弱，但多边汇率稳中趋升，成为吸收内外部冲击的减震器和国际收支调节的稳定器。

人民币汇率波动并未成为中国货币政策的掣肘。近期中美国债收益率差走阔主要是因为中美货币政策力度和节奏不同，以及两国通胀差异，可能并非出于汇率政策的考虑。市场研判中国货币政策走向，应该更多基于国内实体经济的运行状况。

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

公司投资评级：

买　　入：预计该公司股价在未来 6 个月内超越基准指数 20%以上；

增　　持：预计该公司股价在未来 6 个月内超越基准指数 10%-20%；

中　　性：预计该公司股价在未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在-10%-10%之间；

减　　持：预计该公司股价在未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10%以上；

未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

行业投资评级：

强于大市：预计该行业指数在未来 6 个月内表现强于基准指数；

中　　性：预计该行业指数在未来 6 个月内表现基本与基准指数持平；

弱于大市：预计该行业指数在未来 6 个月内表现弱于基准指数。

未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券股份有限公司
中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构：

中银国际研究有限公司
香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话:(852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打：10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打：10800 1521065
新加坡客户请拨打：800 852 3392
传真:(852) 2147 9513

中银国际证券有限公司
香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话:(852) 3988 6333
传真:(852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处
中国北京市西城区
西单北大街 110 号 8 层
邮编:100032
电话: (8610) 8326 2000
传真: (8610) 8326 2291

中银国际(英国)有限公司
2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司
美国纽约市美国大道 1045 号
7 Bryant Park 15 楼
NY 10018
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司
注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371