

中美息差收窄的原因及影響

美國債息和美元指數自 4 月以來不斷上行，10 年期美債債息從 4 月初的 2.73% 升至 5 月初的 3% 附近，帶動中美息差從 4 月初的 90bp 上方迅速收窄至 60bp 以下，降至 2011 年以來的最低水平。與此同時，美元指數從 4 月初的 90 升至 5 月初的 93，上漲了 3%。美國債息和美元的走強已對部分新興市場的貨幣和流動性造成壓力，市場擔心中美息差收窄會否對內地造成同等程度的衝擊。筆者認為，由於近年人民幣對美元彈性顯著增加，內地經濟結構持續優化，以及內地金融風險管理有效性的提升，目前人民幣貶值和資本外流的風險仍然可控。

劉雅瑩
分析員
Tel: 28266585
yyliu@bochk.com



歡迎關注「中銀香港研究」公眾號，經濟金融深度分析盡在掌握



一、中美息差壓縮原因

今年以來較為寬鬆的流動性環境和貨幣政策的邊際放鬆是推動中債債息近期走低主要因素。今年初人行一次性超額續發 MLF、啟動普惠金融定向降準、採取臨時準備金動用安排（CRA）等一系列操作，均呵護了市場的流動性，為中債債息下行提供了空間。今年 4 月份，人行通過降準置換 MLF，釋放約 4000 億元資金，使得內地各個品種、各期限債券收益率全面下行，其中 10 年期國

聲明：
本文觀點僅代表作者個人判斷，不反映所在機構意見，不構成任何投資建議。

債收益率最多下行達到 25bp。

同期美債債息卻快速上行。但從數據來看，經濟預期改善的推動並非美債收益率上升主因，本輪美債收益率上行可能更多的反映了通脹預期的上行。一方面，美國第一季度實際 GDP 年化季率初值錄得 2.3%，雖好於預期的 2%，但不及 2017 年四季度的 2.9%。其中占全美經濟活動超 2/3 的消費者支出僅增長 1.1%，增幅大幅低於前值的 4.0% 且為 2013 年第二季度以來最低。另一方面，4 月以來 10 年期美債名義利率上行 22bp 左右，而 10 年期 TIPS 收益率僅上行 6bp。由於國債名義收益率=TIPS 實際收益率+通貨膨脹預期+風險溢價，這反映出通脹預期上行是推升美債債息的主要原因。

事實上，近期美國的通脹數據亦有所改善。一季度美國薪資環比增長 0.9%，私營部門的薪資同比增長 2.9%，均為近十年來最大增幅。3 月 PCE 物價指數同比增長 2%，為一年以來首次觸及美聯儲 2% 的目標。相信近來油價的顯著上升和中美貿易衝突升級均對美國通脹造成支持。除了通脹預期外，美債供過於求也推升美債收益率。美國縮表加息週期的持續和特朗普的稅改政策吸引全球美元回流，離岸美元流動性收緊影響了海外機構配置美債的能力，同時美國財政赤字的擴大增加了美債供應。

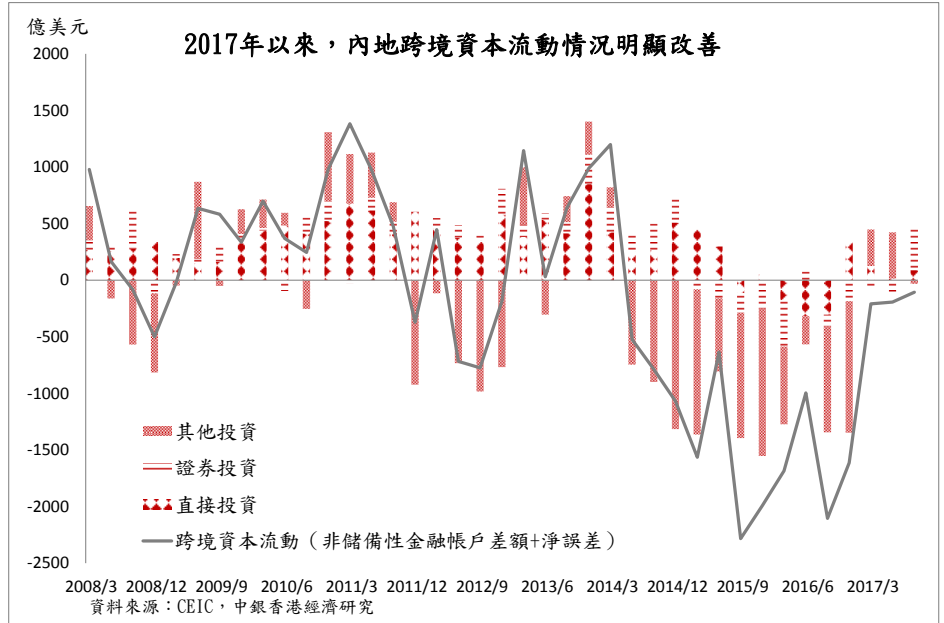
二、中美息差下行空間有限

第一、跨境資本流動明顯改善

當前內地跨境資金流動形勢較為平穩，外匯市場繼續呈現供求平衡格局，中美息差影響範圍有限。

截止 4 月末，內地外匯儲備規模為 31249 億美元，較 3 月末下降 180 億美元，降幅為 0.57%。但這主要是由於 4 月份美元指數升值下的匯兌變化因素所致。若剔除匯兌因素，4 月份外匯儲備應該是小幅增加。其次，自去年 3 月以來外匯占款一直處於穩定水平。2018 年一季度銀行結售匯逆差 183 億美元，同比下降 55%，說明資本外流壓力明顯緩解。事實上，2017 年內地的資本帳戶資本外流已從 2016 年的 6397 億美元縮窄至 804 億美元。

從兩會和博鰲論壇上內地監管層的講話中可見，今年內地對外開放新格局將繼續有序推進，金融市場雙向開放程度亦會逐漸加深。隨著 MSCI 和國際主流債券指數將逐步納入中國市場，將能夠吸引海外機構投資者萬億人民幣級別的資本流入，有利於內地跨境資金保持雙向流動的格局。



第二、人民幣單邊貶值預期打破 雙向波動增加

過去兩年，中美利差之所以維持在 100BP 附近主要是因為當時人民幣匯改導致人民幣貶值預期的升溫。而同期美聯儲開始貨幣正常化進程，並步入緊縮週期。因此，當時穩定並保持一個較高水平的美中利差有重要意義。去年以來，在內地經濟基本面改善和金融風險管理有效性提升的背景下，人民幣單邊貶值預期被打破。

目前內地經常帳戶順差占 GDP 比重已從 2016 年的 1.8% 降至 2017 年的 1.3%，在內地政府提出“主動擴大進口”和“持續擴大內需”的背景下，預計該占比會進一步下降。但與此同時，2017 年以來內地資本帳戶逆差已明顯縮小，在經常帳戶維持小額順差和資本帳戶有小額逆差的基礎上，國際收支將維持總體平衡狀態，這將使人民幣雙向波動增加，因而維持中美利差的必要性下降。

第三、貨幣政策將維持穩健中性 中債債息下行空間有限

內地目前仍強調將三大攻堅戰置於首位，其中防風險是重要任務之一。在此基調下，監管和貨幣政策難以全面放鬆。

經驗表明，過度寬鬆的貨幣政策和大規模的簡單放水的容易造成貨幣貶值、金融空轉、資金外流等負面作用，難以實際提振實體經濟。近期資管新規和《商業銀行大額風險暴露管理辦法》相繼落地，反映出內地引導金融去槓桿和提升金融機構流動性和資產負債管理能力的目標依然明確。而 4 月份的置換性降准更多是出於降低企業融資成本和調整銀行信貸結構角度考慮，貨幣政

策將繼續維持穩健中性。

自 2017 年以來，人行通過調整公開市場操作利率，跟隨美聯儲加息節奏，該做法很可能在年內得以延續。由於中美國債息差和中美政策利差相關性較高，中債債息進一步下行空間有限，中美債息倒掛的可能性不大。

三、中美息差收窄對內地的影響分析

由於美債收益率升高，美元走強，新興市場貨幣承壓。部分新興國家採取加息或買入本幣的方式穩定匯率。經分析後可見，中美息差收窄對內地的影響程度有限，不會造成內地宏觀經濟和金融市場的劇烈波動。

第一、內地經濟增速可觀，經濟結構持續優化

一方面，2017 年中國 GDP 增速為 6.9%，2018 年一季度 GDP 增速雖小幅降至 6.8%，但整體上仍然平穩。另一方面，內地經濟結構進一步優化。2017 年內地裝備製造業、高技術產業和戰略性新型產業的增加值同比增長均在 11% 以上，比整體工業快近一倍。先進製造業、高端服務業和消費成為經濟增長的主要推動力。

第二、中國對外債的依存度較低

截止 2017 年，內地外債占 GDP 比率為 14%，大幅低於國際公認的預警線。由於內地償債能力較強，因此美債債息攀升和美元走強不會對經濟產生較大的衝擊。

第三、內地金融風險管理的有效性在提升

一方面，內地政府通過資管新規等一系列監管政策推進金融去杠杆進程，通過拆解金融鏈條消除金融風險，一定程度上解決債務快速積累和金融體系相對脆弱等問題。另一方面，內地資本項目管制尚未完全解除，這為資本流動提供了一定的緩衝空間。

總的來看，由於近年人民幣對美元彈性顯著增加，內地經濟結構持續優化，以及內地金融風險管理有效性的提升，當前人民幣貶值和資本外流的風險仍然可控。就目前來看，市場對美債債息和美元上行的可持續性存在疑慮，但若美債債息和美元持續超預期上漲，或會對人民幣及資金流向產生一定壓力。而未來美債債息和美元走勢將取決於發達經濟體經濟相對形勢的變化，中美貿易摩擦的演進，以及地緣政治因素的發展。

近期報告

1.	A 股 CDR 漸行漸近, 市場發展與防風險並重	蘇傑	05.09
2.	香港加息週期一旦啟動對銀行業的影響	戴道華	05.09
3.	主要央行貨幣政策分歧支持美元轉強	卓亮	05.08
4.	美國十年期債息升穿三厘的真正意義	卓亮	04.30
5.	外資持有人民幣證券資產的重要性	戴道華	04.30
6.	內地小微企及“三農”融資環境探析	張文晶	04.25
7.	置換性定向降准有助改善市場流動性結構	劉雅瑩	04.20
8.	製造業生產鏈全球化 雙邊貿易差額參考價值減弱	卓亮	04.16
9.	2018年人民幣國際化漸入平穩發展階段	應堅	04.12
10.	外貿外資新舉措將進一步改善中國內地營商環境	劉雅瑩	04.12
11.	深化金融業開放的內涵與影響	劉雅瑩	04.12
12.	中美貿易和投資的實際結構	蔡永雄	04.12
13.	滬深港通每日限額提升將產生積極影響	蘇傑	04.11
14.	內地擴大金融開放, 投資機會值得期待	蘇傑	04.11
15.	中美貿易相互制衡 爭端還需談判化解	卓亮	04.09
16.	全民就業下的香港勞工市場	蔡永雄	04.04
17.	貿易摩擦靜水深流 溝通對話仍有空間	鄂志寰	03.29
18.	如果美國貿易和國際收支改善其影響如何?	戴道華	03.29
19.	參與原油期貨互聯互通 推動石油人民幣發展	應堅	03.28
20.	貿易戰硝煙起 市場警號不容忽視	卓亮	03.26