

## 美债利率如何影响中债利率？

分析师 冯琳 白雪

### 核心观点：

- 国内债市有“看美债做中债”的说法，反映市场普遍认为美债利率对中债利率有波动溢出效应。从长周期视角看，一方面，中美国债长端利率之间确实有较为明显的联动性，我们认为背后的核心原因是中美两国经济周期的共振——经济全球化条件下，美国经济通过贸易渠道对中国经济产生较强的外溢效应，同时，10年期美债收益率作为全球资产定价锚，其波动也会通过利差、汇差、市场情绪等渠道向国内长端利率传导；另一方面，中美国债短端利率则走出独立走势，原因在于过去十几年来，中美经济周期较强的共振性并未同步引发货币政策周期的共振，两国货币政策反而以分化居多。
- 2021年下半年以来，中美经济周期错位，货币政策分化，在此背景下，中美长端利率和短端利率均呈负相关性。我们判断，尽管美联储很有可能在今年3月启动加息，但考虑到当前我国经济下行压力仍未得到根本性缓解，宽信用的持续演进仍需宽货币保驾护航，因此，货币政策“以我为主”导向下，国内货币政策仍处在宽松的窗口期，这也意味着短期内债市长端利率的调整仍然上行有顶。
- 当前中美利差仍在80bp左右，我国出口高增带来的结汇需求也对人民币汇率形成有力支撑，使得中美货币政策分化给我国带来的外部平衡压力尚不明显，这也给国内政策宽松提供了宝贵的窗口期。但需关注的是，随着我国金融开放程度加深，外资在中国国债市场持仓占比提升，理论上讲美债利率会更易通过汇差、利差和市场情绪渠道对中债利率产生波动溢出效应。因此，随着中美利差安全垫变薄、人民币贬值预期相对升值预期放大，后续美债利率对中债利率的溢出效应可能会更为显化，从而加剧国内债市长端利率的波动性；更为重要的是，后续若国内经济下行压力得到缓解，受外部平衡压力驱动，可能存在国内货币政策比市场预期更快转向收紧的风险。

报告正文：

### 中美国债利率联动性有多强？

中美国债长端利率的联动性较强，短端利率走势独立。从历史数据来看，在长周期视角下，中美国债长端利率确实表现出较为明显的同步性，2009年至今，中美10年期国债收益率之间的相关系数为0.52（见图1）。但同期中美1年期国债收益率之间的相关系数仅为0.08，换言之，从长周期视角看，中美国债短端利率之间并没有明显的相关性（见图2）。

图1 长周期视角下，中美10年期国债收益率之间的同步性较强



数据来源：Wind，东方金诚

图2 长周期视角下，中美1年期国债收益率之间的联动性很弱

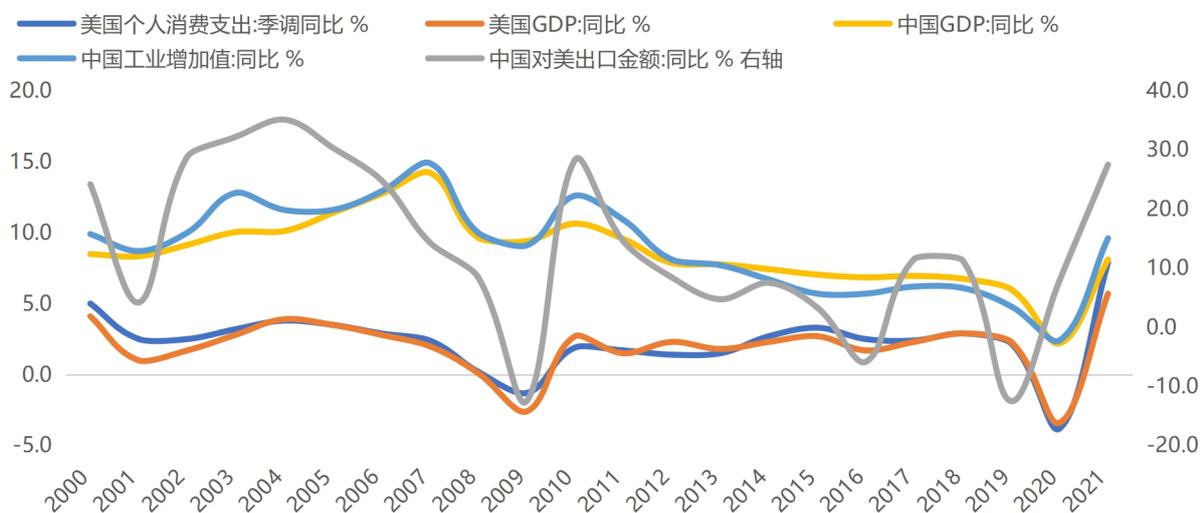


数据来源：Wind，东方金诚

### 为何长端利率联动而短端利率走势独立？

从利率影响因素来看，经济基本面是决定长端利率走势的首要因素，因而中美国债长端利率联动背后的核心逻辑是两国经济周期的共振。在经济全球化条件下，作为全球第一大经济体以及中国最大的国别出口市场，美国经济对全球和中国经济都具有较强的外溢效应，其对中国的影响主要通过贸易渠道来实现（见图3），基本传导路径为：美国消费/产出波动→中国对美出口波动→中国产出波动。

图3 美国经济对中国经济的影响主要通过贸易渠道来实现



数据来源：Wind，东方金诚

债券短端利率变化则主要受货币政策影响。理论上讲，中美两国货币政策周期应当也具有较强的共振性，从而驱动中美短端利率走势保持同步。这一推测的依据是：第一，货币政策作为调控宏观经济的工具，理论上经济周期共振会引发货币政策共振；第二，由于美国在全球经济和金融体系中的主导地位，且美元是全球最主要的储备和结算货币，美国货币政策应当对全球以及中国货币政策具有较强的溢出效应，可能的传导路径有二，一是通过贸易渠道影响中国的产出和通胀，进而影响中国货币政策，二是通过引发人民币汇率波动和改变中美利差，影响国际资本流动方向，进而给国内货币政策施加同方向操作（尤其是收紧）的压力。

但实际上，过去十几年来，中美经济周期较强的共振性并未同步

引发货币政策周期的共振，两国货币政策大方向反而以分化居多。总体上，我国央行货币政策保持了较高的独立性，并未与美联储亦步亦趋，这也是中美国债短端利率走出独立走势的根本原因。

表 1 金融危机以来中美货币政策对比梳理

	中国货币政策	美国货币政策	1Y 国债 利率相关性	10Y 国债 利率相关性
2008 年 9 月至 2009 年上半年 (协同)	2018 年 9 月起，央行开始连续降准降息；2009 年上半年继续实行扩张性货币政策，增加货币和信贷投放量。	2007 年 9 月-2008 年 12 月美联储连续降息；2008 年 11 月，美联储宣布实施大规模资产购买计划，并在 2009 年 3 月正式启动 QE1。	0.95	0.48
2009 年下半年 至 2011 年前三 季度 (以分化 为主)	2009 年 7 月央行重启央票发行，释放货币政策边际转向信号，四季度加速货币回笼；2010 年-2011 年前三季度，央行连续升准加息。	美联储自 2009 年 8 月起态度转鹰，9 月议息会议上确定将在 2010 年 1 季度末结束 QE1，此间市场对美联储紧缩预期升温；2010 年 3 月 QE1 结束后，美国经济二次探底，2010 年 11 月至 2011 年 6 月，美联储实施 QE2。	-0.81	-0.23
2011 年四季度 至 2012 年 (协 同)	2011 年四季度央行加大流动性投放，并于 11 月底降准；2012 年央行两次降息、两次降准。	2011 年 9 月美联储宣布实施 OT (扭曲操作)，以此压制长端利率；2012 年 9 月美联储开始实施 QE3	-0.33	0.66
2013 年-2016 年三季度 (分 化)	2013 年央行货币政策从宽松向中性回归，通过公开市场操作收紧流动性，但 2014 年起，我国货币政策再度转向宽松，至 2016 年 3 月连续降准降息。	2013 年美联储继续实施 QE3，但在 12 月美联储缩减资产购买规模，至 2014 年 10 月 QE3 结束；2015 年 12 月启动金融危机后的首度加息。	-0.72	0.81
2016 年四季度 至 2017 年 (协 同)	2016 年四季度起货币政策转紧，此后央行连续上调 OMO 和 MLF 利率。	美联储持续加息并于 2017 年 10 月启动缩表。	0.91	0.39
2018 年至 2019 年 (以分化为 主)	2018 年 1 月，央行开展普惠金融定向降准，2019 年多次实施降准，并在 11 月下调 MLF 利率。	2018 年-2019 年 9 月，美联储继续加息并实施缩表，但于 2019 年 9 月重启回购工具，美联储资产负债表再度扩张。	-0.14	0.66
2020 年上半年 (协同)	央行降准、降息以对冲疫情冲击。	美联储将联邦基金利率降至零，并再度实施 QE。	0.61	0.80

2020年下半年至今（分化）	国内疫情得到缓解，央行货币政策回归中性，通过公开市场操作收紧流动性。	美联储继续维持疫情后的量化宽松，资产负债表快速扩张。	-0.67	0.84
2021年至今（以分化为主）	2021年以来，国内货币政策稳中偏松，且以7月全面降准为标志，进入新一轮宽松周期。	2021年上半年通胀压力开始聚集，但美联储在调整货币政策方面保持耐心；下半年以来，美联储货币政策开始转向，经历了与市场沟通Taper、Taper落地、释放加快加息和缩表信号等阶段。	-0.68	-0.18

资料来源：东方金诚整理

我们认为，中美货币政策分化的原因首先在于两国货币政策目标存在差异：美国货币政策目标是保持物价稳定和促进充分就业，而我国货币政策目标除物价与就业外，还包括配合财政政策以促进经济增长、稳定人民币汇率、维护金融市场稳定等，且不同时期货币政策的侧重点也有所不同。另一个重要原因是，我国实施有管理的浮动汇率制度，央行对外汇的干预和冲销手段较多，同时资本账户并未完全可兑换，这在较大程度上抵御了美联储货币政策调整通过汇率和利率渠道给中国货币政策造成的压力。

### 美债长端利率影响中债长端利率的路径还有哪些？

除经济周期共振这一主线外，美债长端利率还会通过影响国际资金流动方向和市场情绪共振两条路径对中债长端利率产生波动溢出效应。不过，美债利率通过这两条路径对中债利率产生的影响往往是短期扰动，难以定调中债长端利率的中长期走势。值得一提的是，随着近年来中国债市对外开放程度不断加深、境外资金持债规模及占比加速增长，以及人民币汇率形成机制市场化程度不断提高，美债利率通过这两条路径对中债利率造成短期冲击的风险加大。

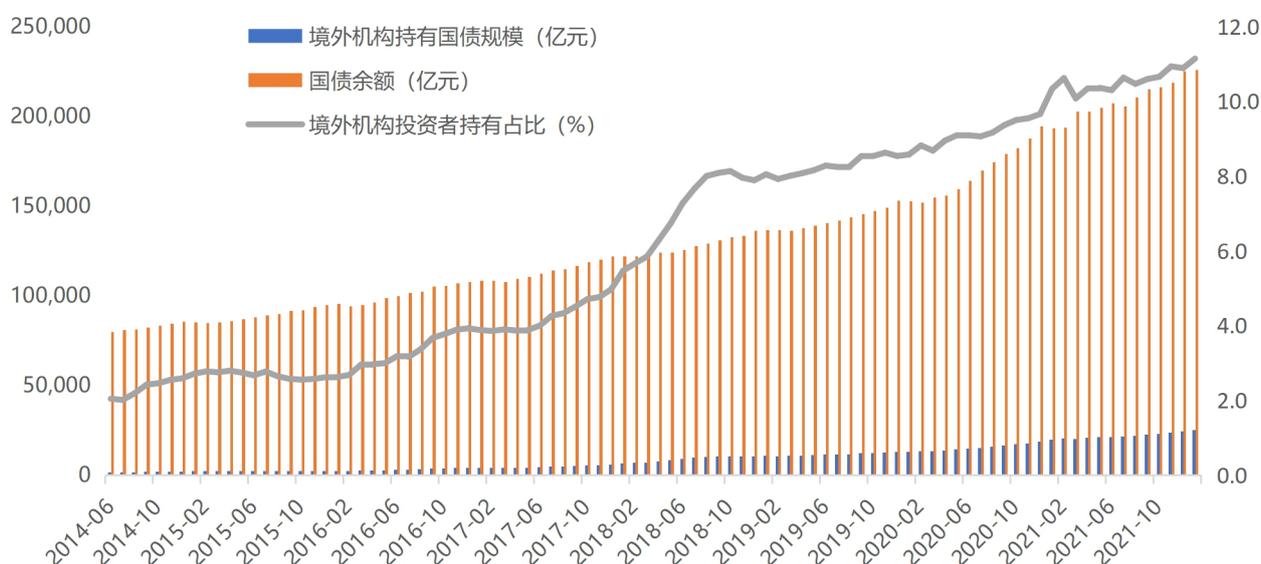
#### 1. 国际资金流动

2017年以来，中国债市加速对外开放，在境外投资者范围、额度管理、投资渠道、税收制度安排等多方面取得明显进展，叠加全球三大债券指数已将中国债券悉数纳入，共同推动境外资金加速流入中国

债市。近年境外机构持债规模和占比出现趋势性抬升，逐渐成为中国债市的重要参与者。

由于风险偏好较低、对流动性要求较高，境外机构持有的人民币债券以国债为主（截至 2022 年 1 月末，境外机构合计持有债券中的国债占比达 67.9%）。从图 4 可以看出，近年来，境外机构持有我国国债的规模及占比均显著提升。2014 年至 2022 年初，外资所持国债在国债余额中的占比从仅为 2% 迅速提升至 11% 左右——11% 的持债占比也意味着外资流动已具备了对国债利率造成较大边际影响的能力。

图 4 境外资金持有国债规模与占比显著提升



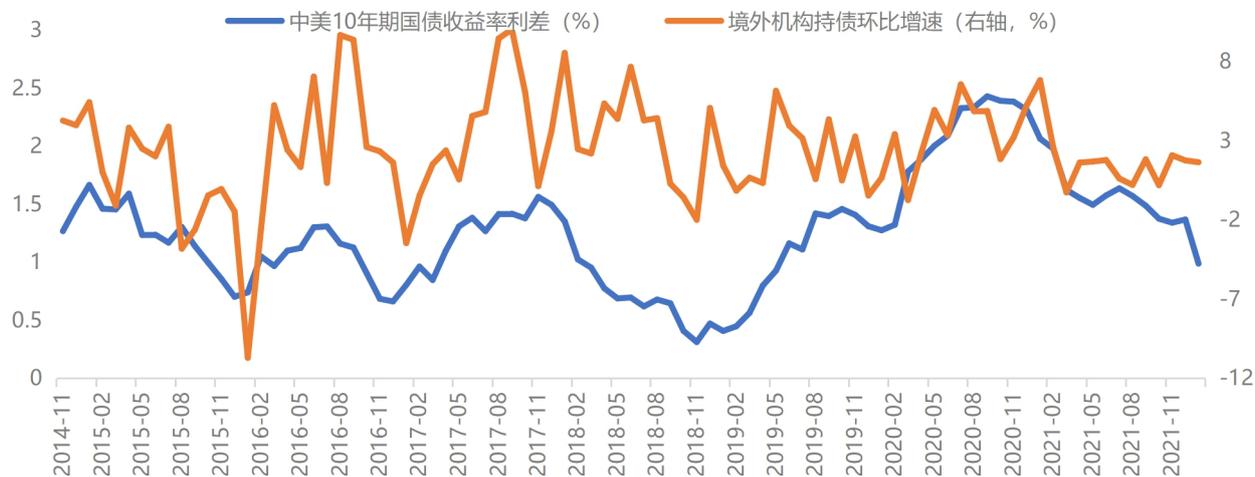
数据来源：WIND，东方金诚

外资投资中国国债的收益主要来自于票息收入、人民币汇率变动带来的汇兑损益以及债券价格变动带来的资本利得收入，这也相应决定了影响境外资本对国内债市资金流向的因素主要有三，即中美利差、人民币汇率走势和对未来中债利率走势的预期。这些因素，尤其是中美利差，均会受到美债利率变动的影响。

从中美利差角度看，理论上讲，若美债长端利率走高，而中债长端利率上行幅度较小或者逆向走低，会驱动中美利差收窄，导致中债对外资的收益吸引力下降，引发境外机构减弱对中债的增配力度甚至

是减配，外资净流入中国债市的速度会放缓甚至转为净流出。这从历史数据中得到基本印证，由图 5 可见，中美利差和境外机构持债规模环比增速之间存在一定的正相关关系。

图 5 中美利差与外资持债规模环比增速存在正相关关系



数据来源：WIND, 东方金诚

不过，中美利差与外资持债规模环比增速在 2021 年 12 月之后出现背离。由于美债长端利率快速上行而中债长端利率走低，中美利差由 2021 年 12 月的 120bp 以上大幅收窄至当前的 80bp 左右，而同期外资流入增速却呈现上行趋势——截至 2022 年 1 月末，境外机构合计持有我国主要品种债券超 3.7 万亿，较上年末净增持约 500 亿。

我们分析认为，近期中美利差快速收窄背景下，外资仍然增持中债，除因当前利差水平徘徊于舒适区间下沿以外，也源于人民币汇率在中美货币政策分化下贬值压力仍不明显（见图 6），以及国内货币政策宽松，流动性总体充裕，中债对外资交易盘而言仍有一定安全边际。这两方面因素抵御了中美利差收窄给债市带来的资金外流压力。

图 6 2021 年下半年以来，尽管美元指数走强，但人民币汇率仍保持强势

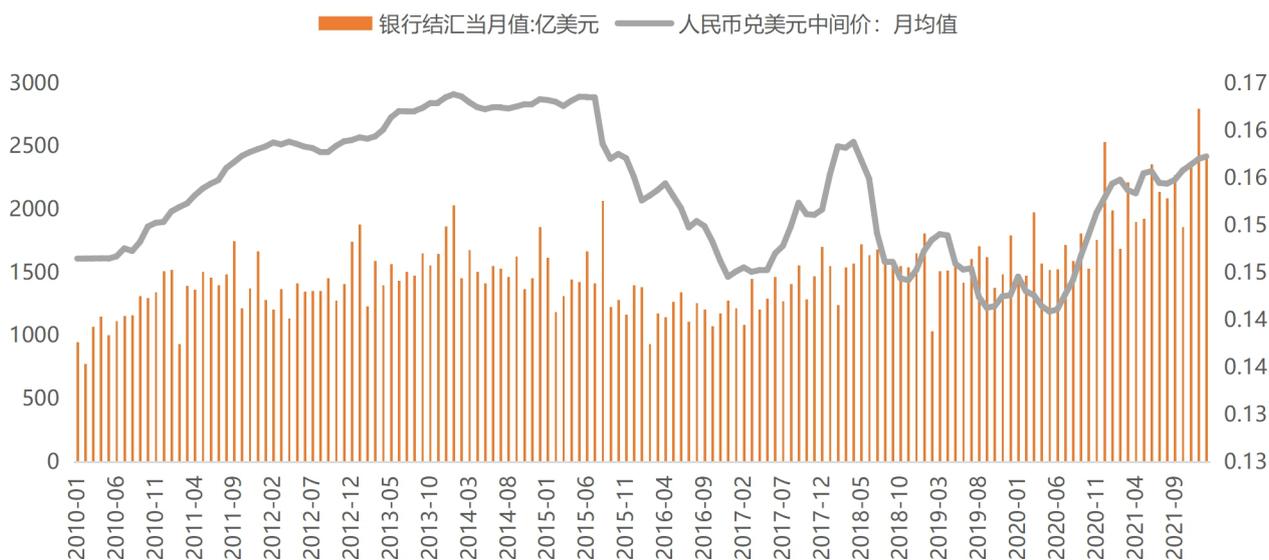


数据来源: WIND, 东方金诚

从汇率角度看, 考虑到汇兑因素, 境外投资者持有中国国债到期的最终收益率 =  $(1 + \text{票面利率}) * (1 + \text{人民币汇率波动率}) - 1 \approx \text{票面利率} + \text{人民币汇率波动率}$ 。因此, 如果市场预期人民币升值 (由于境外投资者是在所持债券到期或未来交易时才有将人民币兑换为美元的需求, 因而相对人民币汇率即期走势, 外资会更加关注市场对未来人民币汇率走势的预期), 投资者会倾向于增配中债, 以获取人民币升值带来的附加收益; 反之如果预期人民币贬值, 可能会影响到外资投资中债的积极性。基于此, 美债利率通过汇率渠道影响中债利率的路径为: 当美债利率上升, 往往导致美元回流, 推动美元升值, 此时市场容易出现人民币贬值预期, 进而导致国内债市外资流入速度放缓。

但如前文所述, 近期美债利率的飙升、美元指数的走强并未带来人民币贬值预期的明显升温, “美债利率上升 → 人民币贬值预期积累 → 外资流入放缓或流出”这一传导逻辑被阶段性打破。我们认为, 这主要得益于中国疫情控制全球领先并率先实现产业链复苏, 因而在出口替代效应下, 出口持续高增并带来企业结汇需求的增加, 支撑人民币汇率保持强势 (见图 7)。同时, 近期受俄乌地缘政治风险驱动, 欧洲资管机构的避险资金进入离岸人民币市场, 也对稳定人民币汇率预期起到积极作用。

图 7 2020 年以来, 结汇需求增加推动人民币汇率走强



数据来源：WIND, 东方金诚

## 2. 市场情绪共振

除通过资金流动传导以外，市场情绪共振也是美债长端利率波动影响中债利率的重要传导路径，这种情绪的共振源自两个方面：

一是“看美债做中债”的投资思路。由于在长周期视角下，中美国债利率同步性较强，这一“历史经验”令国内债市存在“看美债做中债”的投资思路，即当美债长端利率上行时，市场会担忧中债长端利率将跟进上行，进而引发国内债市短期调整。

二是“风险偏好驱动”的情绪传导路径，即美债长端利率变动的动因所反映的海外市场风险偏好变化会引发国内债市情绪共振，进而给中债长端利率造成阶段性扰动。美债作为全球主要避险资产，海外市场避险情绪升温会带动资金流入美债，从而压制美债利率；反之海外风险情绪走高时，资金会从美债回流风险资产，给美债利率带来上行压力。随着中国经济和金融开放程度加深，国内风险情绪受海外市场影响增大，情绪共振会带来中债利率和美债利率的同向波动。由图8可见，当反映市场避险情绪的VIX指数显著走强时，中债长端利率往往会出现显著下行，表明全球市场风险情绪的剧烈波动对中债利率也会产生较为明显的扰动。

图8 全球市场风险情绪的剧烈波动对中债长端利率的扰动较为明显



数据来源：FRED, Wind, 东方金诚

### 如何看待 2021 年下半年以来中美长端利率走势的分化？

如前所述，长周期视角下，中美国债长端利率之间具有较为明显的正相关性，且随着国内资本账户和金融市场逐步开放，以及人民币汇率形成机制市场化程度不断提高，美债长端利率变动通过资金流动、市场情绪等渠道对中债利率产生的外溢效应正在增强。然而 2021 年下半年以来，中美国债长端利率走势出现分化，截至 2022 年 2 月 23 日，这一阶段中美 10 年期国债收益率的相关性为-0.41。我们认为这是由于历史上中美长端利率同步性较强的核心原因是中美经济周期的共振，但受疫情周期错位等因素影响，近期中美两国经济周期发生错位并导致两国货币政策取向背道而驰。

首先，当前美国经济仍处于消化疫后红利阶段，服务消费正在接力商品消费为消费回升和经济复苏提供韧性支撑，而在房地产市场走弱、居民消费恢复乏力背景下，我国经济正面临“需求收缩、供给冲击、预期较弱”三重压力，宏观政策稳增长需求较为迫切。

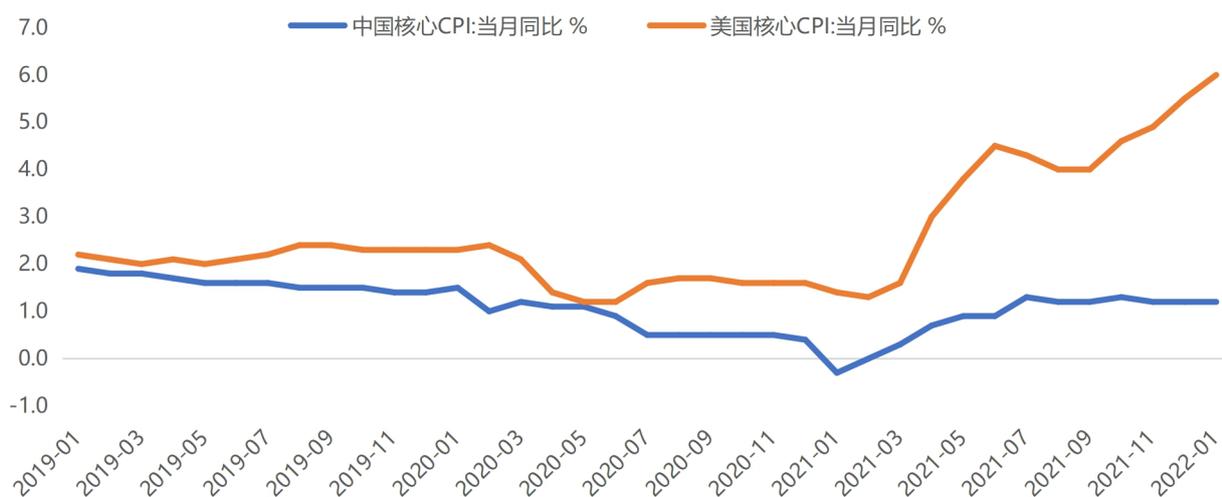
**图 9 2021 年下半年以来，国内社零增速持续弱于疫情前水平，美国零售销售额则保持高增**



数据来源：Wind，东方金诚

其次，受供应链瓶颈、油价上涨以及通胀预期走高影响，2021 年以来，美国通胀高烧不退，CPI 涨幅已创下近 40 年最高，这也是迫使美联储加快政策紧缩步伐的主要原因，而我国 PPI 高增势头在保供稳价政策引导下已得到缓和，CPI 尤其是核心 CPI 涨势持续偏弱，通胀并非当前阶段货币政策关注的主要矛盾；最后，近期美国就业市场表现强劲，并出现“工资-通胀”互相助推现象，而在经济下行压力下，我国就业压力总体增大，需要政策放松以强化对小微企业等市场主体的支持力度。

图 10 2021 年以来，美国核心 CPI 居高不下，而同期中国核心 CPI 涨势持续偏弱



数据来源：Wind，东方金诚

后续中债利率是会追赶美债利率还是继续“独自精彩”？

春节之后，国内债市陷入调整行情，这一定程度上受到海外通胀高企，以美联储为代表的发达经济体央行紧缩态度明确，引发美债利率大幅上扬影响，但更为重要的原因是1月国内社融信贷超预期，宽信用得到阶段性印证，以及近日房地产相关政策利好频传，加剧市场宽信用担忧。

我们认为，在中美经济周期错位、货币政策分化背景下，“内因”——宽信用的持续性、稳增长的效果——仍为牵动国内利率走势的主线，美债利率波动仅起到“推波助澜”作用。我们判断，尽管美联储很有可能在今年3月启动加息，但考虑到当前我国经济下行压力仍未得到根本性缓解，宽信用的持续演进仍需宽货币保驾护航，因此，货币政策“以我为主”导向下，国内货币政策仍处在宽松的窗口期，这也意味着短期内国内债市长端利率的调整仍然上行有顶。

但需关注的是，随着我国金融开放程度加深，外资在中国国债市场持仓占比提升，理论上讲美债利率会更易通过汇差、利差和市场情绪渠道对中债利率产生波动溢出效应。而因当前中美利差仍在80bp左右、我国出口高增带来的结汇需求对人民币汇率仍有支撑，这使得中美货币政策分化给我国带来的外部平衡压力仍较为有限，也给国内维持货币宽松以稳定经济运行提供了宝贵的窗口期。但随中美利差安全垫变薄、人民币贬值预期相对升值预期放大，后续美债利率对中债利率的溢出效应可能会更为显化，从而加剧国内长端利率的波动性；更为重要的是，后续若国内经济下行压力得到缓解，受外部平衡压力驱动，可能会存在国内货币政策比市场预期更快转向收紧的风险。

#### 权利及免责声明：

本研究报告及相关的信用分析数据、模型、软件、研究观点等所有内容的著作权和其他相关知识产权均归东方金诚所有，东方金诚保留一切与此相关的权利，任何机构及个人未经东方金诚书面授权不得修改、复制、逆向工程、销售、分发、储存、引用或以其他方式传播。未获书面授权的机构及人士不应获取或以其他方式使用本研究报告，东方金诚对本研究报告的未授权使用、超授权使用和非法使用等不当使用行为所造成的一切后果均不承担任何责任。

本研究报告中引用的标明出处的公开资料，其合法性、真实性、准确性、完整性均由资料提供方或/及发布方负责，东方金诚对该等资料进行了合理审慎的核查，但不应视为东方金诚对其合法性、真实性、准确性及完整性提供了任何形式的保证。

本研究报告的结论，是在最初发表本报告日期当日按照东方金诚的研究流程及标准做出的独立判断，遵循了客观、公正的原则，未受第三方组织或个人的干预和影响。东方金诚可能不时补充、修订或更新有关信息，也可能发出其他与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但没有义务和责任更新本报告并通知报告使用者。