

## 美债利率影响中债利率的路径分析及中美利率走势展望

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。

### 一、中美国债利率联动性有多强？

长周期视角下，中美长端利率确有较为明显的联动性。2009 年至今<sup>1</sup>，中美 10 年期国债收益率之间的相关系数为 0.52。而同期 1 年期国债收益率之间的相关系数仅为 0.08，短端利率联动性很弱。

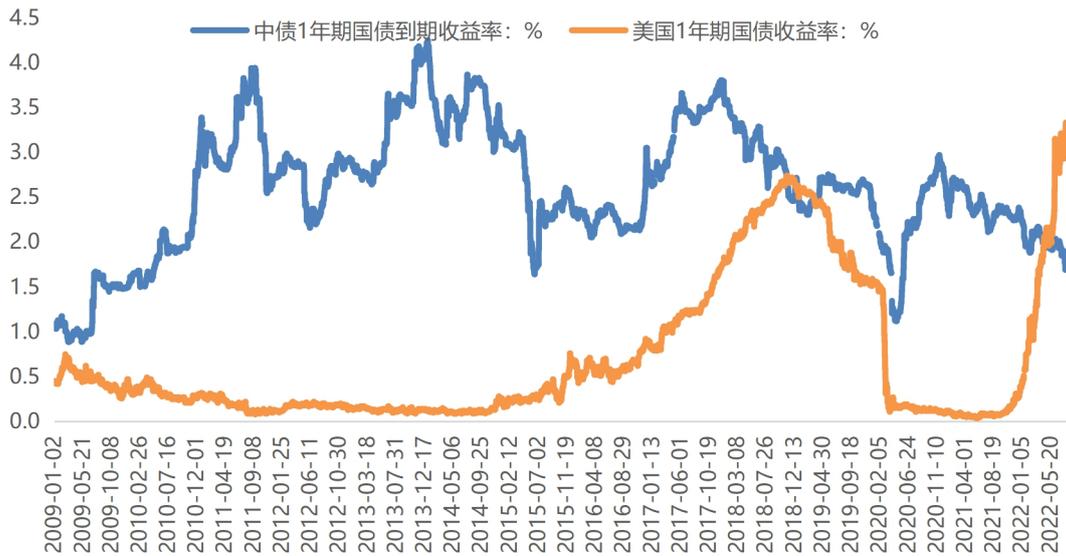
**图 1 长周期视角下，中美 10 年期国债收益率之间的联动性较强**



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**

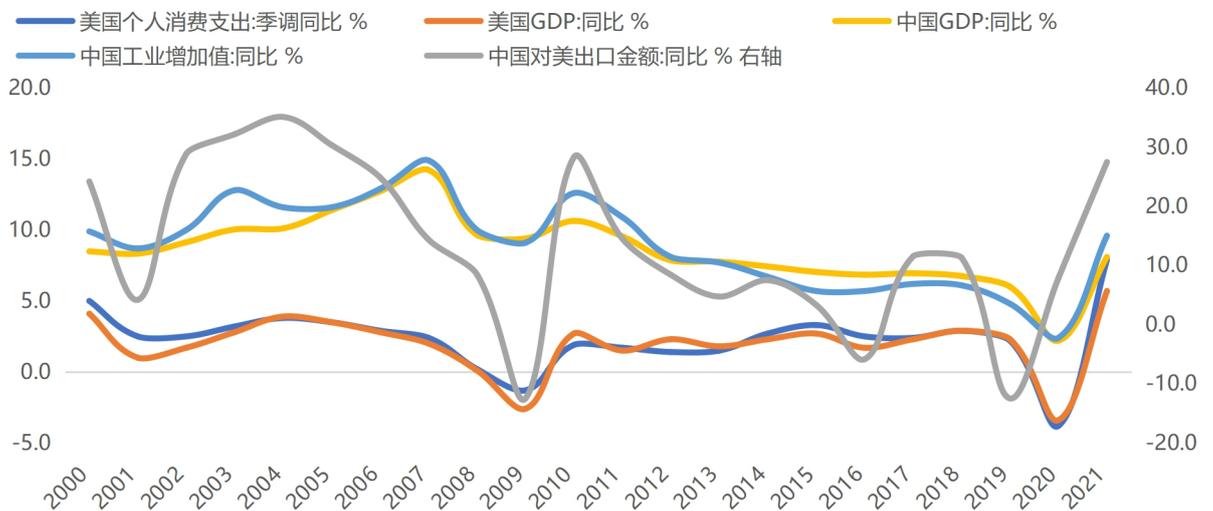
<sup>1</sup> 截至 2022 年 8 月 29 日，下同。



数据来源：Wind，东方金诚

经济基本面是决定长端利率走势的关键因素，因而中美长端利率联动背后的核心逻辑是两国经济周期的共振。经济全球化条件下，美国作为全球第一大经济体和中国最大的国别出口市场，其经济走势通过贸易渠道对中国经济产生较强的外溢效应，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

影响短端利率走势的直接因素是银行间流动性，流动性受诸多因素影响，决定因素是货币政策。理论上讲，由于中美两国经济周期共振，加之美国在全球经济和金融体系中的主导地位以及美元作为全球主要储备和结算货币的地位，使得美国货币政策外溢效应很强，因此，中美货币政策周期应当也具有较强的共振性。但过去十几年，我国央行货币政策却保持了较高的独立性，并未与美联储亦步亦趋，两国货币政策大方向以分化

居多，这也是中美短端利率走出独立走势的根本原因。而长端利率走向虽然也会受货币政策影响，但其走势还是取决于市场对经济基本面的预期。

中美货币政策缘何以分化为主？首要原因在于两国货币政策目标存在差异：美国货币政策的双重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。

**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；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 -2021 年上半年 (以分化为)	国内疫情得到缓解，央行货币政策回归中性。	美联储继续维持疫情后的量化宽松，资产负债表快速扩张，但到 2021 年上半年，随通胀压力聚集，市场对美联储紧缩预期升温。	-0.08	0.39
2021 年下半年至今 (分化)	以 2021 年 7 月全面降准为标志，国内货币政策进入新一轮宽松周期。	美联储货币政策开始转向，并于 2022 年 3 月正式启动加息。	-0.87	-0.59

资料来源：东方金诚整理

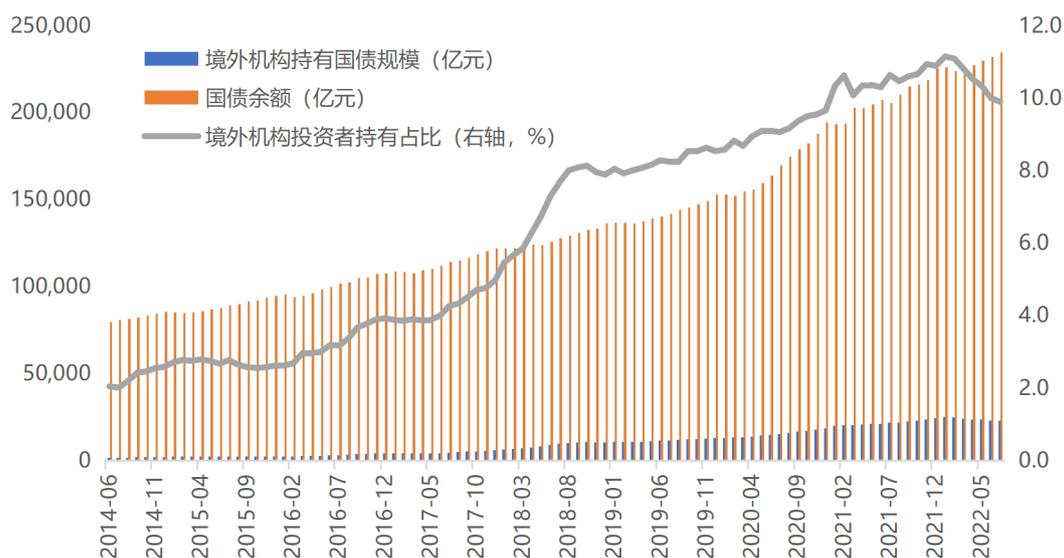
## 二、除经济周期共振外，美债长端利率影响中债长端利率的路径还有哪些？

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。但这两条路径对中债造成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。

### 1. 国际资本流动

近年中国债市加速对外开放，境外机构持债规模和占比出现趋势性抬升，且因风险偏好较低、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。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。

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

注：境外机构持有国债规模采用中债统计口径。

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：中美利差、人民币汇率走势和境外投资者对未来中债利率走势的预期。这些因素均会受到美债利率变动的影响。

从中美利差角度看，理论上说，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或减配中债，外资净流入中国债市的速度会放缓甚至转为净流出。这从历史数据中可以基本得到印证。

图 5 中美利差与外资持债规模环比增速存在正相关关系



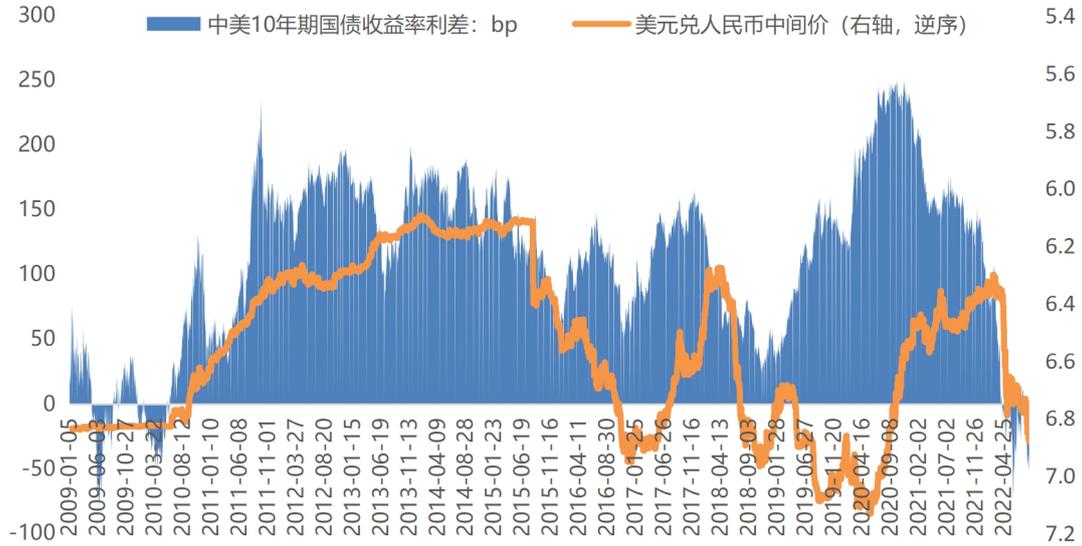
数据来源：Wind, 东方金诚

从汇率角度看，考虑汇兑因素后，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。

按照利率平价理论，中美利差是人民币兑美元远期汇率的决定因素。从这个角度出发，美债利率通过利差和汇率渠道影响国际资本流向，进而影响中债利率的路径可以概

括为：当美债利率上升，中美利差收窄甚至发生倒挂，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，造成国内债市外资流入速度进一步放缓，进而引发国内债市供需关系向着易于推动利率上行的方向演化。

**图 6 中美利差与美元兑人民币汇率走势**



数据来源：Wind, 东方金诚

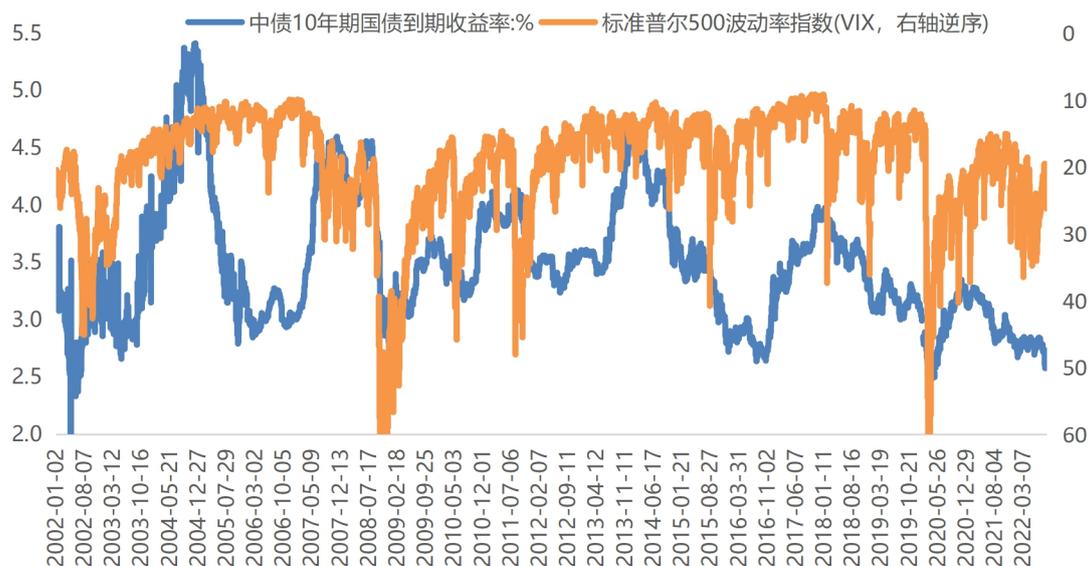
## 2. 市场情绪共振

除通过国际资本流动传导以外，市场情绪共振也是美债长端利率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。

**图 7 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

### 三、如何看待 2021 年下半年以来中美长端利率走势的分化?

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。但 2021 年下半年以来, 中美国债长端利率走势分化, 即美债长端利率大幅走高的同时, 中债长端利率仍震荡下行, 中美利差持续较大幅度收窄, 并自 2022 年 4 月起开始倒挂。中美利差倒挂虽客观上导致部分外资流出中国债市, 并给人民币带来一定贬值压力, 但并未逆转中债长端利率走势。

为什么近两年中债长端利率会脱离美债长端利率走出独立行情? ……

(如需报告全文, 请联系东方金诚投资人服务部杨丽娟。邮箱: yanglijuan-dfjc@coamc.com.cn)