

2018年2月8日

分析員 劉雅瑩

## 美債長息與美元走勢的背離及其影響

年初以來，10年期美債長息持續攀升至近三年最高點，從去年底的2.4%升至2月初的2.84%，上升幅度達40BP，美元指數則從94跌至89，兩者走勢明顯背離。與此同時，內地10年期中債收益率維持在3.9%附近。在此背景下，中美利差從去年底高位160BP持續收窄50BP至106BP，市場亦開始關注中債收益率會否受海外因素影響而跟隨走升。雖美債美元等海外因素一定程度上會影響內地債息走勢，但內地的基本面因素亦不容忽視。因此，釐清海內外各關鍵要素變化的邏輯是判斷中美利差走勢的重要前提。

### 一、美債收益率和美元走勢背離的探析

#### 1、通脹預期和美國債務負擔加重推動美債收益率持續攀升

年內通脹預期的抬升是美債長端收益率此次走高的原因。先是美聯儲在1月份的FOMC會議聲明中表達了對新增就業、居民消費支出和商業投資的樂觀態度，並對未來的通脹看法作出更新，美聯儲預計通脹將於年內出現抬升。由於美聯儲對通脹前景的判斷偏積極，使得美國3月加息概率進一步增加，聲明公佈後10年期美國國債收益率大幅走高。此後公佈的1月非農就業數據大超預期，薪資增速成為最大亮點。美國1月份平均每小時工資同比2.9%，較上月回升0.2個百分點，並創2009年以來最大增幅。薪資數據公佈後，市場的通脹預期有所升溫，不少投資者甚至上調年內美聯儲加息次數至4次。美國1月份的薪資數據確實與美聯儲對通脹的樂觀預期相吻合，這也成為推動美債長息持續攀升的重要因素。

另一方面，市場對美國國債供應量將顯著增加的預期也是導致美債收益率走升的一個因素。美國財政部近日的一份文件稱，2018年聯邦政府預計新增債務9550億美元，達到6年來的最高水平，大幅超過2017財年的5190億美元。該文件背後的理據是，大規模減稅和經濟刺激計畫都可能造成政府不得不加大發債規模。目前，美國政府的債務總額已經高達20.6萬億美元，占GDP之比為104%。此前，美國聯邦預算委員會

(CFRB) 測算顯示，稅改在未來 10 年將直接導致財政赤字增加 1.49 萬億美元，使得 2018 年美國財政赤字在 GDP 中占比升破 4%，遠超 3% 的警戒線水平。可見，特朗普有關稅改、基建等政綱會對其財政預算有較大影響，美國聯邦政府加杠桿行為會增加美債供給壓力。但同時，美國政府債券的重要買家美聯儲卻已將縮表計畫擺上日程，美債供需關係的改變或使美國長債收益率維持高位。

## 2、全球經濟復蘇和美國財赤增加壓制美元表現

近期美元的走弱有外生因素和內生因素的共同作用。

外生因素方面，儘管美國經濟復蘇進程良好，勞動力市場表現緊俏。但歐洲和日本的經濟復蘇亦十分可觀，尤其是歐洲經濟的超預期回暖使市場預期歐央行將提早退出 QE，進而帶動歐元走強。另一方面，海外經濟向好也會促使國際資本回流新興經濟體，導致對美元需求的下降。在美國與其他發達國家經濟基本面和貨幣政策差異邊際收斂的背景下，美元指數面臨一定壓力。

內生因素方面，特朗普政綱的實質是以寬鬆財政政策刺激經濟增長，其表現在大規模的減稅和 1.5 萬億的基建投入方面。然而，特朗普稅改和基建項目的推行會造成政府稅收的下降和財政支出增加，最終將擴大財政赤字和推動美國聯邦政府債務負擔加重。美國財政部指出，2017 財年預算赤字為 6657 億美元，創 2013 年以來的財年新高。CFRB 在其最新報告中估計，美國聯邦預算赤字將在 2019 年突破 1 萬億美元。由於美國政府赤字的上升會使美元供給增加，因此這亦是導致美元貶值的原因之一。

## 3、美債美元走勢的前景判斷

經分析可見，未來美債美元走勢背離的情況會否持續，主要取決於美國通脹前景和特朗普財政政策的落地情況。

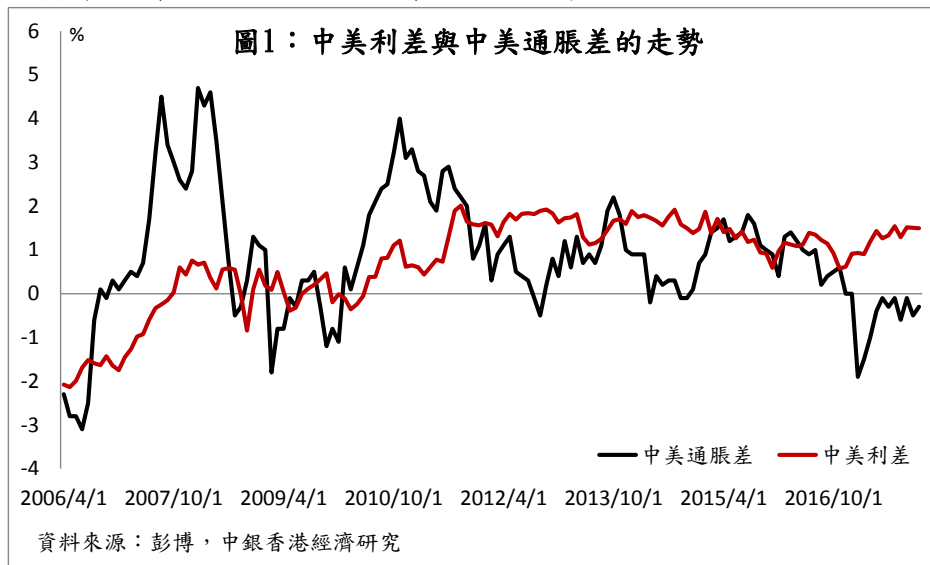
近日美債長息走升主要是因為通脹預期的升溫，支撐通脹預期的是美國核心通脹的改善和 1 月薪資增速的超預期上行。但需要注意的是，目前這些數據的變化主要由短期因素所致。例如，薪資增速上行是受暴風雪天氣導致美國工人工時的減少和特朗普稅改落地後部分企業一次性增發獎金等因素影響。因此，美債長息的上升空間主要還是取決於通脹預期能否持續上行。若通脹預期抬升只是由於暫時性因素導致，那麼美債長息也難以持續走高。

美元的走弱則是歐元走強所致，背後的邏輯是主要發達國家與美國經濟基本面和貨幣政策差異的收窄。因此，美元未來的走勢或將取決於特朗普的減稅措施能否有效提振美國長期經濟表現，若美國經濟和通脹的表現超出市場預期，則有望提振美元。若特朗普財政政策使美國財政狀況顯著惡化和債務負擔加重，則會打擊市場對美元的信心，從而對美元造成壓力。

## 二、美債長息走高對內地債息影響

### 1、中美通脹差縮窄支持中美利差適度收斂

在基本面方面，國債利率對於通脹的敏感度較高。如果觀察中美利差和 CPI 通脹之差的關係，在次貸危機之前，兩者走勢高度相關。次貸危機之後，中美利差與通脹差的相關性似乎有所減弱，這主要是因為當時內地並未效仿發達國家使用低利率政策和量化寬鬆等“超常規”的貨幣政策，使得中美政策利差不斷被動走高。



隨著美國於 2014 年宣佈退出量寬和開展貨幣政策正常化的進程，相信中美利差的走勢會逐步向基本面收斂，對中美通脹差的敏感度會重新上升。展望 2018 年，中國方面，在目前國內需求較為平穩，以及貨幣政策維持中性穩健的背景下，2018 年通脹壓力有限。而美國方面，美聯儲對通脹的預期較去年更為樂觀，年內通脹走勢或溫和向上。總的來說，在全球經濟同步復蘇的基調下，中美通脹走勢難以出現大幅背離，因此中美利差適度收斂亦是合理的。

### 2、雙支柱調控框架下內地貨幣政策靈活度增加

以短端政策利率量化中美貨幣政策差異，是決定中美利差的一個重要因素。就目前情況來看，今年內地跟隨美國加息的必要性並不大。

這主要是因為，隨著雙支柱調控框架的逐步確立和有效運作，人行貨幣政策的調度空間增加。

2017年，人行曾通過貨幣政策推進金融去杠杆進程，如在2月份和3月份分別兩次調升貨幣政策工具利率10BP，維持資金面整體偏緊，以進一步降低債券市場和金融市場的內部杠杆。而今年以來，相關監管政策相繼出臺，監管層開始推進防範金融風險的全面佈局，央行依靠抬升資金面繼續去杠杆的動力已逐步弱化，量化監管指標約束和行為監管成為金融去杠杆的主要推動力。

過去數月，內地監管層通過出臺《資管辦法（徵求意見稿）》、《商業銀行流動性風險管理辦法（修訂徵求意見稿）》、《商業銀行大額風險管理辦法》、《關於規範銀信類業務的通知》、《商業銀行委託貸款管理辦法》等一系列文件，從金融機構的資金來源和投向入手進行監管，全面覆蓋金融鏈條，反映出雙支柱調控框架中的宏觀審慎政策正在發揮作用。隨著宏觀審慎政策強化資本計提、弱化同業業務以及壓縮通道業務，將能引導資金從表外通道回流表內，有助防範緩解金融風險。最終能使內地金融市場更透明、健康和規範，有利增強國際投資者對內地資產的信心。

在宏觀審慎政策逐漸發揮作用的背景下，內地加強貨幣政策靈活性來維持資金面和流動性的穩定，以配合實體經濟融資需求的結構性轉移。這主要包括：第一、人行在1月份一次性超額續發1085億規模MLF，較2017年下半年月均操作規模有所增加，體現出人行繼續“削峰填谷”地在公開市場進行資金投放。第二、人行啟動普惠金融定向降準，將資金引導至有實際融資需求的實體經濟領域。第三、今年人行採取臨時準備金動用安排（CRA）的新型資金投放形式，該安排允許銀行動用兩個百分點的準備金來應對春節期間的資金面波動，而且成本較去年的TLF為低。市場預計CRA的流動性釋放最多可接近3萬億元，足以覆蓋春節取現高峰的流動性衝擊。

### 3、人民幣貶值預期扭轉 堅挺的人民幣匯率有助改善流動性環境

年初以來，人民幣升值幅度達3%，最直接和主要的原因是美元的走弱。從購買力平價的角度出發，弱美元可對沖美國長息走高對內地債息的影響，因儘管投資美債的收益率增加，但美元走弱會侵蝕一部分投資收益，進而減少對內地債息的壓力。但除美元走弱外，人民幣表現堅挺的背後還有多個因素的支撐。長期而言，這些因素對增強國際投資者對人民幣信心和改善內地流動性環境更為重要。



首先，中國經濟基本面韌性較強，增加了國際資本對人民幣及相關資產的信心。

2017 年前兩個季度經濟增速均達到 6.9%，為近 6 個季度新高。目前中國處於新舊動能轉換階段，在先進製造業和高端服務業的支援下，內地結構性轉型升級步伐不斷加快。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至同比增長均在 11% 以上，比整體工業快近一倍。另一方面，隨著現代服務業的迅猛發展，服務業在 GDP 比重占比從 2012 年的 44.6% 升至 2017 年的 51.6%，成為中國經濟發展的主要推動力。隨著先進製造業、高端服務業和消費成為經濟增長的主要推動力，內地經濟結構有望進一步優化。

其次，國際收支狀況繼續改善，跨境資本流動轉為基本平衡。

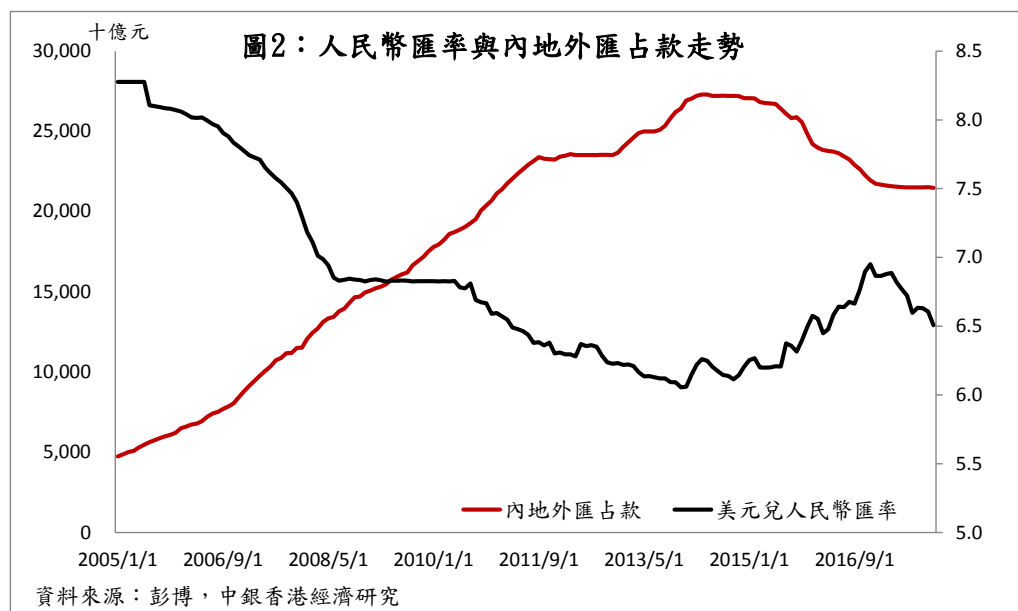
資料顯示，外匯儲備餘額連續十個月回升，2017 年銀行代客結售匯逆差僅為 690 億美元，較 2016 年減少 2505 億美元，同比收窄 78.4%。此外，2017 年內地對外直接投資下降約三成，非理性對外投資得到有效遏制。在此背景下，2017 年前三季度直接投資項下跨境資本由淨流出 798.3 億美元轉為淨流入 228 億美元，跨境資本流動形勢改善支撐人民幣匯率企穩。

最後，金融風險管理的有效性亦穩定了市場對人民幣匯率預期。

一方面，中央經濟工作會議將防範金融風險放在了三大攻堅戰的首位，內地監管者同時出臺相關文件規範資管業務和解決影子銀行的問題。由於影子銀行是地方政府舉債的主要途徑之一，對通道業務的監管實際上是加強地方債務管理的手段之一，其有助抑制地方政府隱性債務規模的擴張，人民幣資產系統性風險的緩和有助穩定市場對人民幣匯率的預期。另一方面，內地監管者的匯率管理工具箱更加完備，從早期的直接入市干預、窗口指導等手段拓展至徵收遠期購匯風險準備金率、調整逆週期因子、“擴流入、限流出”政策等手段，有效提高了人民幣匯率的預期管理效果。

從歷史數據看來，自 2005 年匯改以來，美元兌人民幣中間價變動與內地外匯占款變動存在極強的負相關性，相關係數為 -0.96，即美元兌人民幣中間價下降，則外匯占款會相應增長。這主要是因為人民幣匯率的變動以及市場對人民幣的預期會影響企業和個人結售匯意願，進而影響外匯占款。從流動性的角度看來，隨著內地經濟基本面的改

善和金融風險管理的提高有效扭轉了人民幣的貶值預期，個人和企業的結匯意願將會增加，例如自 2017 年 8 月以來，結匯率已有 4 個月超過購匯率。外匯占款的回升會為市場帶來廣泛低成本的流動性，這也一定程度上降低海外債息對內地債息的影響程度。



綜上，海內外因素均會影響內地債息走勢和中美利差。從海外因素來看，目前美債長息能否持續上行仍不確定，而弱美元也一定程度上對沖了美債長息走高對內地債息的壓力。而從內地基本面方面看，內地貨幣政策靈活性的增加，人民幣匯率企穩以及流動性環境的改善均能降低內地債息對海外因素的敏感度。就目前情況來看，內在因素似乎是內地債息走勢及中美利差的主導力量。