

货币政策、中美利率、与人民币汇率

报告要点

贸易结售汇支撑有限，中美利差对人民币的指引意义大幅抬升。国债收益率倾向下行，第一目标位 2.80%，第二目标位 2.75%。美债收益率倾向上行，第一目标位 3.64%，第二目标位 3.90%。中美利差倾向进一步倒挂，人民币第一目标位 6.95，第二目标位 7。

摘要：

3月，中国出口录得高增速，但并未转化为强劲的结售汇顺差。经验来看，每逢货物结售汇差额快速走低至 200 亿美元以下时，美元兑人民币和中美利差的联动性都会快速抬升。

考虑到美国制造业仍处于去库周期、美联储实际利率抬升压制贸易品价格，中国出口大概率仍处在量价均弱的位置，中美利差对人民币汇率的指引意义大幅抬升。

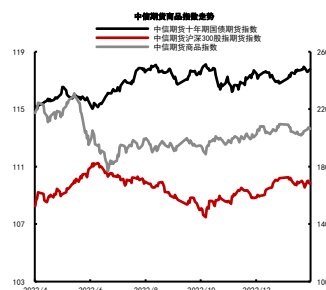
关于国债，核心在于货币政策 - 信用周期 - 居民消费 - 国债收益率的反馈循环，给收益率带来下行压力：货币政策无意进一步推动社融扩张 -> 房地产 + 基建投资增速见顶回落 -> 居民消费信心反弹乏力 -> 货币政策难以进入紧缩周期 -> 配置力量和居民消费信心协同效用推动国债收益率下行。如果 10Yr 国债收益率若能有效向下突破 2.80%，下一目标位在 MLF 利率 2.75%。

关于美债，核心在于美联储货币政策重心从金融稳定向治理通胀转移，给收益率带来上行压力：如果说 3 月以来美联储的货币政策重心在金融稳定，那么在目前美国金融压力缓解 + 经济前景韧性 + 通胀反弹风险的组合下，货币政策重心将向治理通胀转移。这将驱动利率预期项推升美债 10Yr 收益率，第一目标位在 3.64%，第二目标位在 3.90%。

关于美债的最大风险因子来自欧央行货币政策转向早于美联储，以及日本银行加大资产购买力度：如果欧央行受制于金融压力提前转向，或日本银行面对通缩前景加大扩表力度，会通过跨国资本流动给美债收益率的期限溢价以下行压力。

上述合计，中美利差倾向于进一步倒挂，给人民币施加贬值压力，第一目标位在 6.95、第二目标位在 7。

风险因子：美国爆发更大规模信用紧缩；中国房地产脉冲超预期；中国财政政策超预期。



固定收益团队

研究员：
张菁
021-80401729
zhangjing@citicsf.com
从业资格号 F3022617
投资咨询号 Z0013604

目 录

摘要:	1
一、货物结售汇顺差支撑有限下，中美利差对人民币汇率的指引意义	4
二、国债收益率的下行压力：货币政策 - 信用周期 - 居民消费 - 国债收益率的反馈循环	8
三、美债收益率的上行压力：美国经济和通胀前景与外部风险情绪的角力	15
四、人民币的贬值压力：中美利差倾向于进一步倒挂	26
免责声明	28

图目录

图表 1: 3 月出口高增并未转化为强劲的结售汇顺差，资本项拖累整体结售汇转为逆差	5
图表 2: 每逢货物结售汇差额快速走低至 200 亿美元以下时，美元兑人民币和中美利差的联动性都会快速抬升	6
图表 3: 出口趋弱表征国内经济承压，投机类需求会根据利差所表征的经济和货币政策前景交易，阶段性成为市场主导力量	7
图表 4: 美联储实际利率抬升压制贸易品价格	8
图表 5: 考虑到美国制造业仍处于去库周期、美联储实际利率抬升压制贸易品价格，中国出口大概率仍处在量价均弱的位置	8
图表 6: 中国人民银行的货币政策周期和居民消费信心愈发同步	9
图表 7: 10Yr 国债收益率和货币政策感受指数基本同步，表征无论牛熊，国债收益率的根本驱动都来自货币政策周期的轮动	10
图表 8: 社融扩张和房地产 + 基建投资同比增速走势基本同步	10
图表 9: 房地产 + 基建投资同比增速领先于居民消费信心同比增速	11
图表 10: 这一观点亦可以从建筑业、制造业、服务业 PMI 的领先滞后关系上得到印证	11
图表 11: 随着消费信心触底反弹，货币政策边际收敛、国债收益率上行	12
图表 12: 滚动 12 个月求和的社融增量同比增速和居民消费信心的同步反向关系	12
图表 13: 滚动 12 个月求和的社融增量同比增速和居民消费信心的同步反向关系	13
图表 14: 44 城商品房成交仅高于 2022 年年同期	13
图表 15: 螺纹表需和水泥出货位于季节性低位	14
图表 16: 在信用派生边际放缓、资金流动速度趋慢的背景下，配置力量将和居民消费信心协同效用，推动国债收益率下行	14
图表 17: 从周期位置和阻力位来看，10Yr 国债收益率若能有效突破 2.80%，下一目标位在 2.69%	15
图表 18: 3 月 9 日硅谷银行事件以来，美债 10Yr 收益率从 3.99% 跌至 3.44%，其中利率预期贡献 44bp、期限溢价贡献 11bp	16
图表 19: 美联储流动性支撑工具用量进一步下行	17
图表 20: 美国 FCI 进一步走低	17
图表 21: 商业银行居民消费信贷继续扩张，商业地产贷款和工商业贷款触底反弹	18
图表 22: 通胀下行幅度大于名义薪资下行幅度带动实际薪资增速抬升，居民实际购买力抬升	19
图表 23: 实际收入抬升、耐用品购买景气抬升，推高居民消费信心	19
图表 24: 根据 Cleveland FED 预测，今年四个季度美国实际 GDP 同比增速分别为 3.76%、4.19%、0.99%、-0.56%	21

中信期货研究|固定收益（美债）专题报告

图表 25: 近三个月的 headline CPI 同比增速下行中, 主要负向贡献来自供给情况缓解、其次来自需求有所收缩, 而货币政策项贡献持续为正	22
图表 26: 货币政策贡献项自去年 11 月转正, 与之对应的是当时美联储做出加息幅度由 75bp 降至 50bp 的前瞻指引, 实际政策利率上行速度放缓, 金融环境指数触顶下行	22
图表 27: 4%以上的高通胀在 CPI 内部进一步扩散	23
图表 28: 低波动组贡献的持续抬升和高波动组贡献的触底反弹值得警惕	23
图表 29: 1Yr 通胀预期标准差由 9.5%抬升至 11.1%, 为 1980 年以来最高水平; 5 - 10 年的通胀预期标准差由 7.4%抬升至 8.1%, 连续第三个月抬升	24
图表 30: 利率预期项推升美债 10Yr 收益率, 第一目标位在 3.64%, 第二目标位在 3.90%	25
图表 31: 随着 USD/JPY 的不断上涨, 日本的输入性通胀和通胀预期将进一步下行, 推动日本银行更激进的资产购买规模	26
图表 32: 中美利差倾向于进一步倒挂, 给 人 民 施 加 贬 值 压 力	27
图表 33: 第一目标位在 6.94、第二目标位在 7.	27

我们曾在季度报告《美联储二轮紧缩有兑现概率》中指出，中国出口下行周期，经常项对人民币的支撑不再，分析人民币的侧重点在海外央行。

3 月，强劲的中国出口数据使市场对后续出口的预期有所上修，与之对应，对人民币汇率的预期似乎也上修。

然而，最新发布的 3 月银行代客货物贸易结售汇顺差有限，整体结售汇差额录得逆差，似乎并不支撑上述逻辑。与此同时，美元兑人民币汇率和中美利差之间的联动性反而大幅抬升。

我们认为，在货物结售汇顺差支撑、资本项拖累整体结售汇差额的背景下，中美利差成为人民币走势的主要驱动力量，进而在本篇报告中深入研究后续中美利差的走势。

一、货物结售汇顺差支撑有限下，中美利差对人民币汇率的指引意义

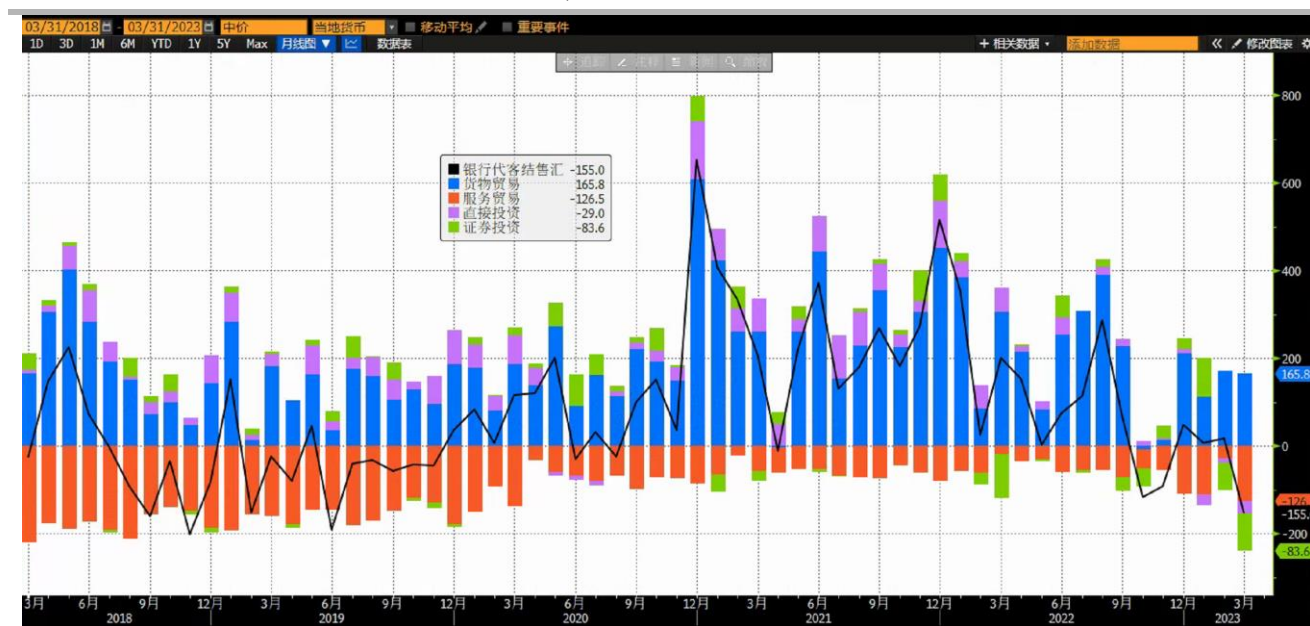
3 月，中国出口录得高增速，但并未转化为强劲的结售汇顺差，资本项拖累整体结售汇转为逆差。因此，人民币并未受到出口超预期增长的利好，这一现象和我们在季度报告《美联储二轮紧缩有兑现概率》的观点一致：经常项对人民币的支撑不再，分析人民币的侧重点在海外央行。

3 月，中国以美元计价出口同比增速 14.8%，美元计价进口同比增速-1.4%，贸易差额 881.91 亿美元，去年 3 月贸易差额为 443.22 亿美元。

3 月，银行代客结售汇差额-155 亿美元（去年同期 199.5 亿美元，下同），其中货物贸易项差额 165.8 亿美元（306.4 亿美元）、服务贸易项差额-126.5 亿美元（-17.9 亿美元）、直接投资项-29 亿美元（55 亿美元）、证券投资项-83.6 亿美元（-100.8 亿美元）。

也即，虽然 3 月中国进出口创汇金额是去年同期的 2 倍左右，但并未转化为强劲的结售汇顺差，且资本项对整体结售汇进一步形成拖累。

图表1：3月出口高增并未转化为强劲的结售汇顺差，资本项拖累整体结售汇转为逆差



资料来源：BLOOMBERG 中信期货研究所

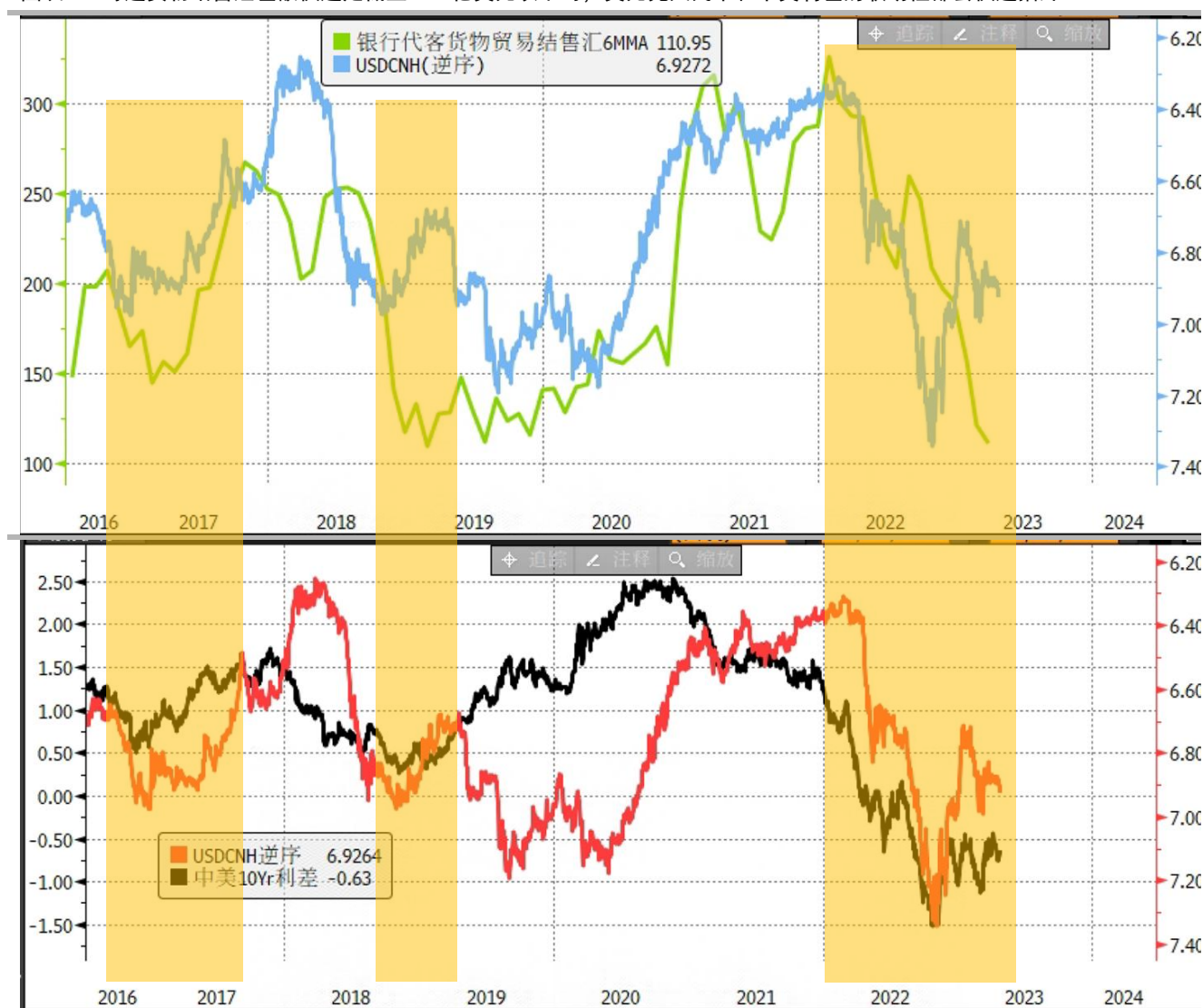
经验来看，每逢货物结售汇差额快速走低至 200 亿美元以下时，美元兑人民币和中美利差的联动性都会快速抬升：2016Q4 - 2017Q3、2018Q4 - 2019Q2、2022Q1 - 至今，皆是如此。

2016 年 10 月 - 2017 年 9 月，货物贸易项结售汇差额（6MMA）由 207.9 亿快速走低至 144.6 亿后，反弹至 247.5 亿，中美利差由 60bp 走阔至 164bp，离岸人民币由 6.97 升至 6.49；

2018 年 10 月 - 2019 年 4 月，货物贸易项结售汇差额（6MMA）由 200.05 亿快速走低至 128.34 亿，中美利差由 26bp 走阔至 91bp，离岸人民币由 6.97 升至 6.68；

2022 年 1 月 - 至今，货物贸易项结售汇差额（6MMA）由 325.42 亿快速走低至 110.95 亿，中美利差由 156bp 收敛至 -63bp，离岸人民币由 6.31 贬至 6.94。

图表2：每逢货物结售汇差额快速走低至 200 亿美元以下时，美元兑人民币和中美利差的联动性都会快速抬升



资料来源：BLOOMBERG 中信期货研究所

这一定价范式的阶段性切换，是出口动能趋弱和人民币市场生态相结合的必然结果：人民币是典型的客盘驱动市场，出口动能趋弱一方面表征结售汇刚需走弱，不再成为人民币汇率的主导力量；另一方面表征国内经济承压，投机类需求会根据利差所表征的经济和货币政策前景进行交易，阶段性成为市场的主导力量。

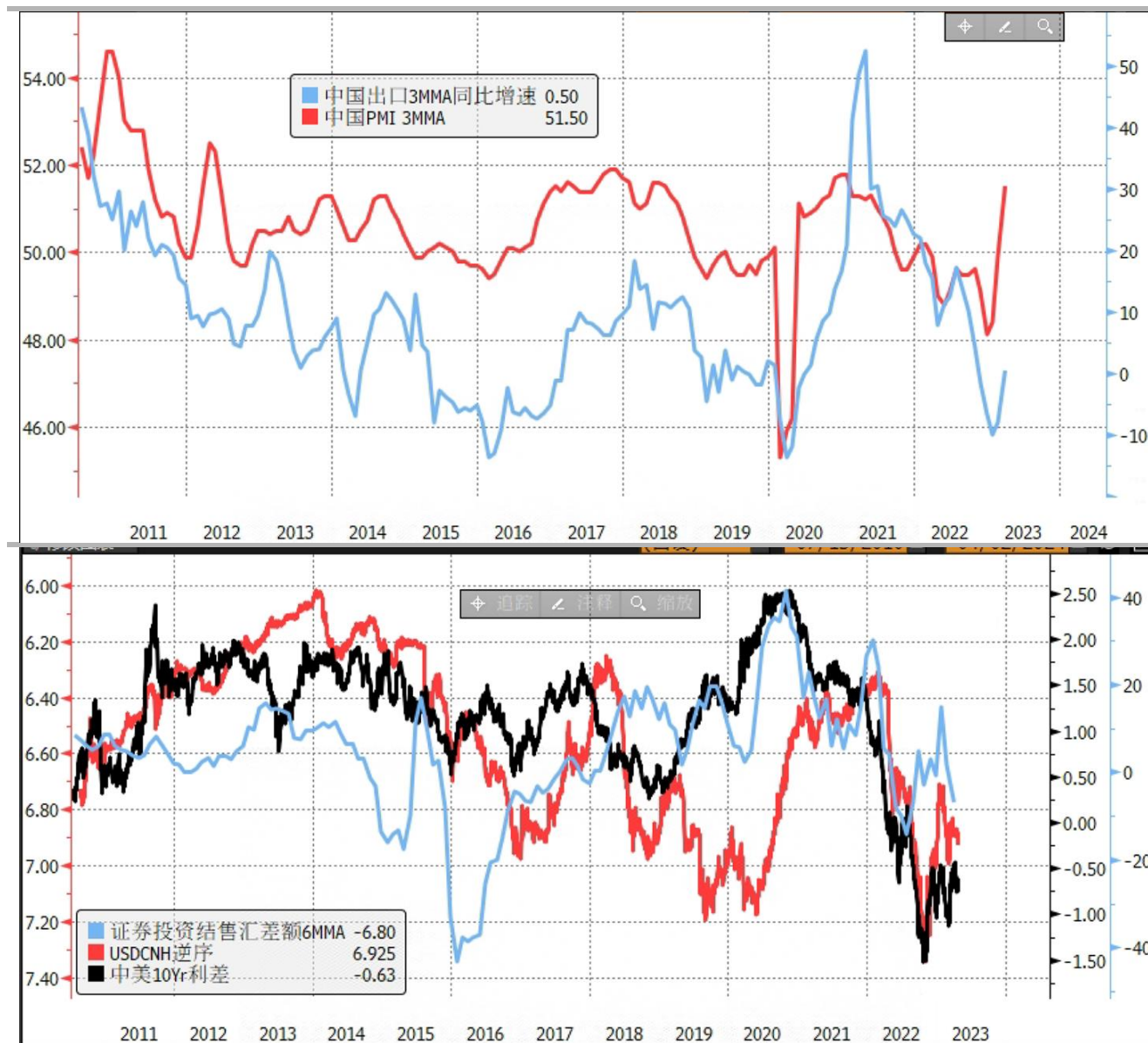
我们曾在专题报告《人民币为何突破 6.9？》总结过人民币的分析框架：第一，人民币交易呈现典型的客盘驱动属性，这背后是中国广大的私人部门进出口带来结售汇需求的客观结果；第二，除贸易项下的人民币供需关系外，货币政策前景差异是决定人民币汇率的第二大关键因素，而货币政策前景的本质是基本面前景；第三，在判断短期行情和极端位置时，还要考虑市场情绪和风险偏好。

从数据上来看，2019 年以来，银行代客证券投资项下的结售汇差额和中美 10Yr 利差之间的走势愈发同步，这表征在中国出口创汇趋弱背景下，利差项对人

民币走势的影响正起着越来越大的作用。

与此同时，中国人民银行行长易纲在 4 月 15 日 PII 的演讲中表示，利率平价（Interest Rate Parity）在解释利率 - 汇率相互作用方面是令人信服的。

图表3：出口趋弱表征国内经济承压，投机类需求会根据利差所表征的经济和货币政策前景交易，阶段性成为市场主导力量



资料来源：BLOOMBERG 中信期货研究所

对于今年而言，考虑到美国制造业仍处于去库周期、美联储实际利率抬升压制贸易品价格，中国出口大概率仍处在量价均弱的位置，分析人民币需重点考虑中美利差。

图表4：美联储实际利率抬升压制贸易品价格



资料来源：BLOOMBERG 中信期货研究所

图表5：考虑到美国制造业仍处于去库周期、美联储实际利率抬升压制贸易品价格，中国出口大概率仍处在量价均弱的位置



资料来源：BLOOMBERG 中信期货研究所

二、国债收益率的下行压力：货币政策 - 信用周期

- 居民消费 - 国债收益率的反馈循环

无论牛市或是熊市，国债收益率的根本驱动都来自货币政策周期的轮动。而货币政策周期的靶点对内在物价稳定、对外在汇率稳定。从 2015 年国内货币政

策调控框架转型以来的经验来看，中国人民银行的货币政策周期和居民消费信心愈发同步，这和物价稳定、汇率稳定的目标是一枚硬币的两面。

中国人民银行行长易纲在 2023 中国金融学术年会暨中国金融论坛年会上的讲话中指出“货币政策目标是保持货币币值的稳定，并以此促进经济增长”，“币值稳定有两重含义，一是物价稳定，二是汇率基本稳定。物价稳定和汇率基本稳定，最终都是为了守护好老百姓的“钱袋子”，不让老百姓手中的钱变“毛”，从根本上说，这是以人民为中心，维护最广大人民群众的利益”。

以 2015 年为分界线，中国人民银行货币政策调控框架发生了根本性转变：2015 年之前，外汇占款是我国基础货币投放的主要渠道。2015 年之后，人民银行创设了一系列流动性工具来主动投放基础货币，并在 2015 年第一季度《中国货币政策执行报告》首次正式提出利率走廊，指出：“探索常备借贷便利利率发挥货币市场利率走廊上限的功能”。自此中国人民银行的货币政策调控框架不断完善，我们曾在报告《读懂央行的“眼色”系列》中有过系统性阐述。

以中国人民银行调查问卷中的货币政策感受指数表征货币政策周期，以国家统计局发布的消费者信心指数表征居民消费信心，2015 年以来，两者高度同步：居民消费信心触底同步于货币政策边际收敛，居民消费信心触顶同步于货币政策转松。

图表6：中国人民银行的货币政策周期和居民消费信心愈发同步



资料来源：BLOOMBERG 中信期货研究所

如何理解货币政策和居民消费信心之间的传导路径和反馈机制？居民消费信心走弱 → 货币政策宽松，国债收益率下行 → 社融通过强信用部门（房地产 + 基建）扩张 → 居民就业好转、收入抬升、消费信心触底回升 → 货币政策转向、国债收益率上行。

上述传导路径可以通过数据之间的领先滞后关系得到验证：

一则 10Yr 国债收益率走势和货币政策感受指数基本同步，表征无论牛市或是熊市，国债收益率的根本驱动都来自货币政策周期的轮动；

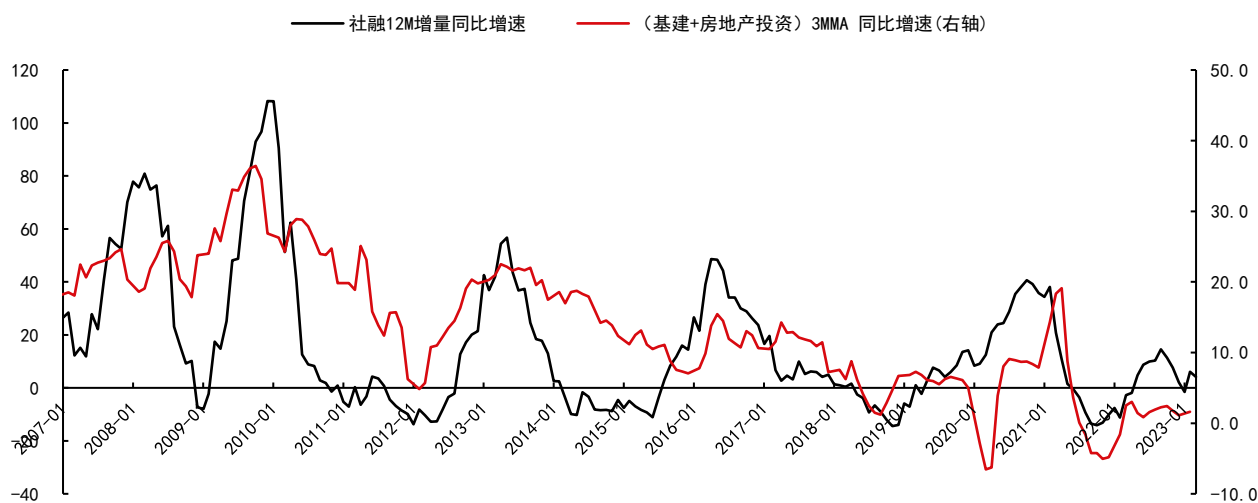
图表7：10Yr 国债收益率和货币政策感受指数基本同步，表征无论牛熊，国债收益率的根本驱动都来自货币政策周期的轮动



资料来源：BLOOMBERG 中信期货研究所

二则以滚动 12 个月求和的社融增量同比增速表征信用周期，以房地产 + 基建投资同比增速表征强信用部门扩张强度，两者走势基本同步，也即金融层面的信用扩张对应实体层面的强信用部门扩张；

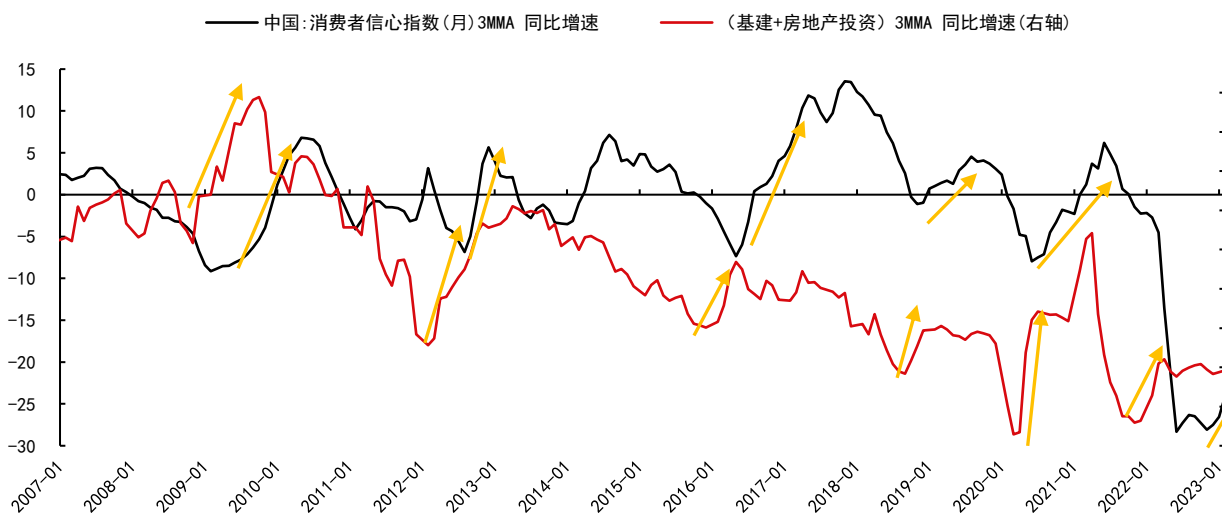
图表8：社融扩张和房地产 + 基建投资同比增速走势基本同步



资料来源：BLOOMBERG 中信期货研究所

三则经验来看，房地产 + 基建投资同比增速领先于居民消费信心同比增速约 1 - 2 季度，即居民的就业、收入、消费信心的改善需要强信用部门的拉动，这一观点亦可以从建筑业、制造业、服务业 PMI 的领先滞后关系上得到印证。

图表9： 房地产 + 基建投资同比增速领先于居民消费信心同比增速



资料来源: BLOOMBERG 中信期货研究所

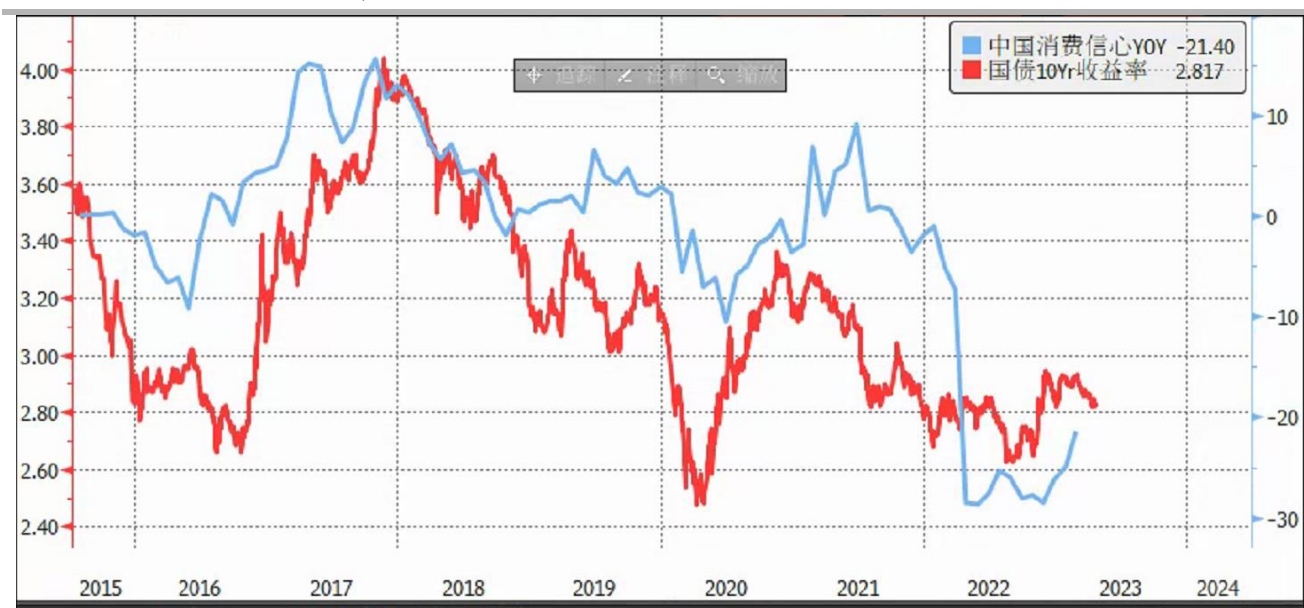
图表10： 这一观点亦可以从建筑业、制造业、服务业 PMI 的领先滞后关系上得到印证



资料来源: BLOOMBERG 中信期货研究所

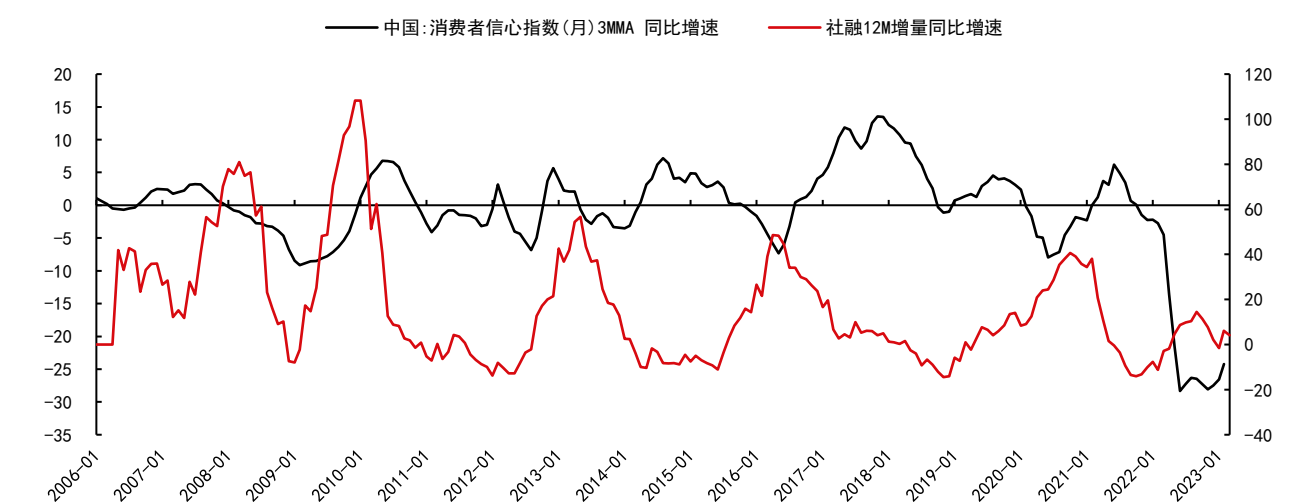
四则随着消费信心触底反弹，货币政策边际收敛、国债收益率上行，这一链条亦体现在滚动 12 个月求和的社融增量同比增速和居民消费信心的同步反向关系上。

图表11：随着消费信心触底反弹，货币政策边际收敛、国债收益率上行



资料来源：BLOOMBERG 中信期货研究所

图表12：滚动 12 个月求和的社融增量同比增速和居民消费信心的同步反向关系



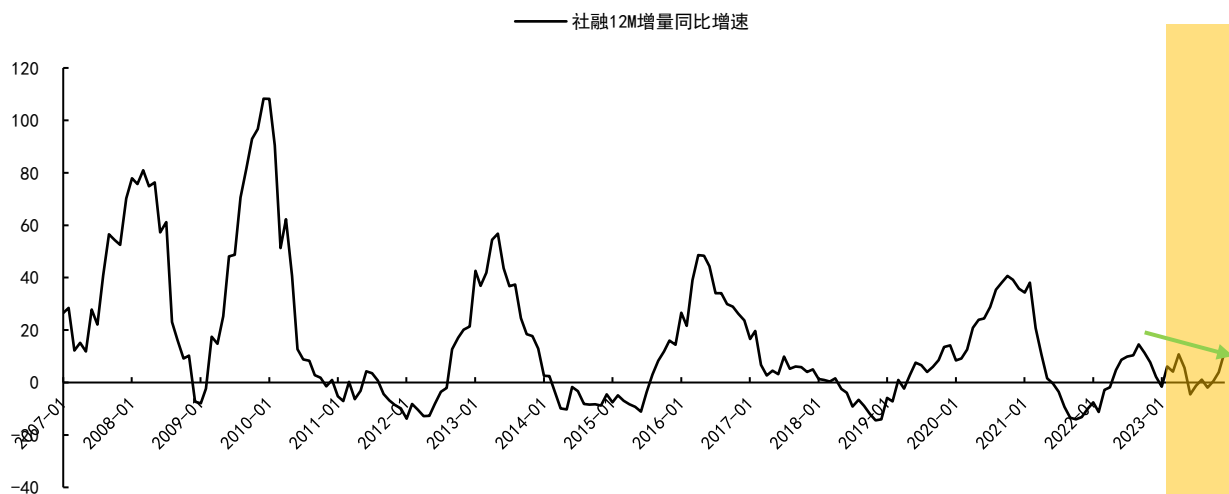
资料来源：BLOOMBERG 中信期货研究所

沿着这一链条去理解后续的国债收益率走势：货币政策无意进一步推动社融扩张 → 房地产 + 基建投资增速见顶回落 → 居民消费信心反弹乏力 → 货币政策难以进入紧缩周期 → 配置力量和居民消费信心协同效用推动国债收益率下行。

中国人民银行在 2023 年一季度货币政策委员会例会上表示“保持信贷合理增长、节奏平稳”、“推动企业综合融资成本和个人消费信贷成本稳中有降”、“保持货币供应量和社会融资规模增速同名义经济增速基本匹配”。

我们曾在报告《2023 年主要央行货币政策展望》中指出，根据目前“基本匹配”的中介目标和 2018 - 2019 年的经验，全年社融增速的中性假设在 10.2% 附近。根据 2019 年 4 月 - 12 月的社融增量节奏来测算今年滚动 12 个月求和的社融增量同比增速，则社融周期的拐点已在去年 9 月出现，今年进入社融周期的下行期，但回落速度较慢。

图表13：滚动 12 个月求和的社融增量同比增速和居民消费信心的同步反向关系

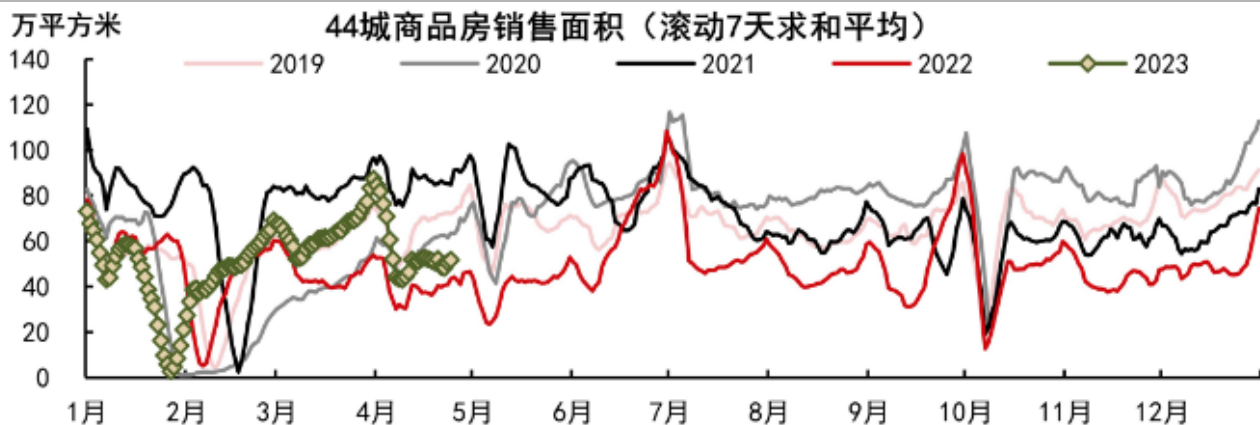


资料来源：BLOOMBERG 中信期货研究所

如果社融周期和强信用部门投资周期的经验关系依旧有效，则房地产 + 基建投资增速可能也缺乏进一步走高的动能，与之对应的是居民消费信心反弹乏力。

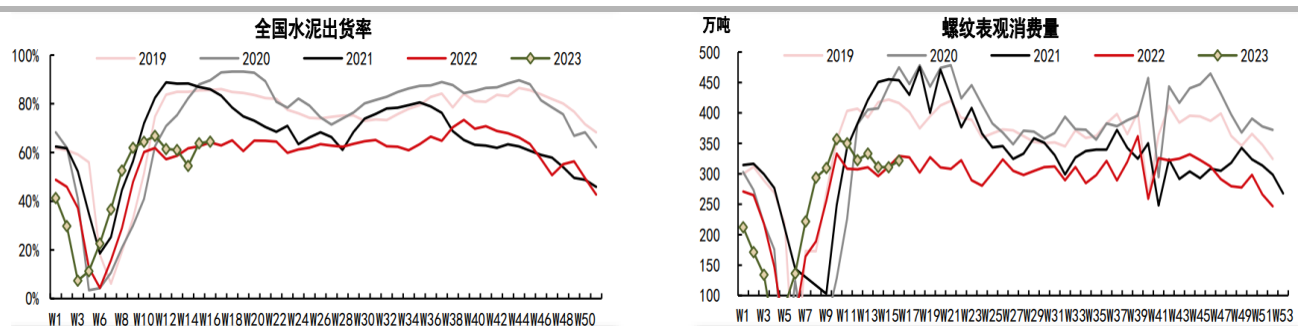
这似乎也和高频数据指向一致：螺纹表需和水泥出货位于季节性低位、44 城商品房成交仅高于 2022 年年同期，强信用部门呈现出淡季更淡的特点。

图表14：44 城商品房成交仅高于 2022 年年同期



资料来源：BLOOMBERG 中信期货研究所

图表15：螺纹表需和水泥出货位于季节性低位



资料来源：BLOOMBERG 中信期货研究所

居民消费信心反弹乏力的背景下，中国人民银行货币政策难以实质性转向，在信用派生边际放缓、资金流动速度趋慢的背景下，配置力量将和居民消费信心协同效用，推动国债收益率下行。

图表16：在信用派生边际放缓、资金流动速度趋慢的背景下，配置力量将和居民消费信心协同效用，推动国债收益率下行



资料来源：BLOOMBERG 中信期货研究所

从周期位置和阻力位来看，10Yr 国债收益率若能有效突破 2.80%，下一目标位是 MLF 利率 2.75%。

国债 10Yr 收益率的走势大致遵循 3 年半左右的周期，2009 年 1 月、2012 年 7 月、2016 年 11 月、2020 年 5 月分别是前三轮周期的底部位置。以此推算，本轮周期收益率底部的位置应在 2023 年 10 - 11 月，而非去年 11 月。

技术上来讲，目前国债 10Yr 收益率将在 2.814% 的位置明显受阻。考虑到 2.80% 的整数阻力位效力，如果 10Yr 国债收益率若能有效向下突破 2.80%，下一目标位是 MLF 利率 2.75%。

图表17：从周期位置和阻力位来看，10Yr 国债收益率若能有效突破 2.80%，下一目标位在 2.75%



资料来源：BLOOMBERG 中信期货研究所

三、美债收益率的上行压力：美国经济和通胀前景与外部风险情绪的角力

自 3 月 9 日硅谷银行事件以来，美债 10Yr 收益率从 3.99% 跌至 3.44%，其中利率预期贡献 44bp、期限溢价贡献 11bp。这种贡献比例体现了市场对经济前景相对乐观和预期美联储快速降息的矛盾。

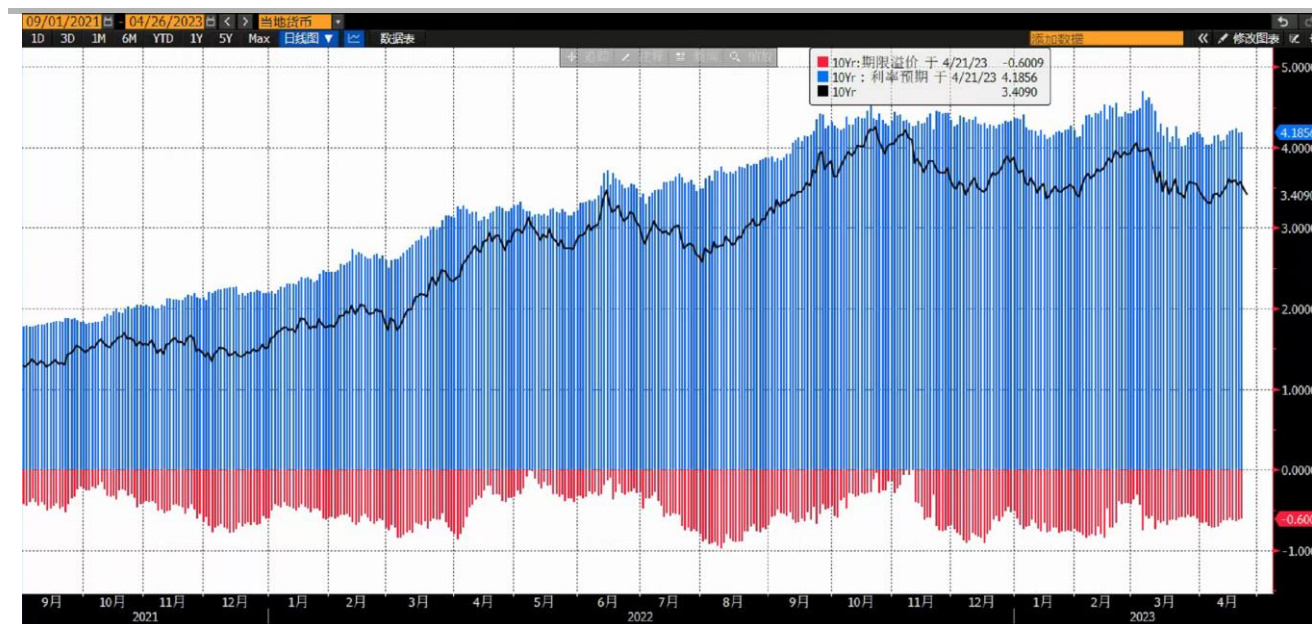
我们曾在报告《美债收益率的下行可持续吗？》介绍过美债收益率的拆分框架，其中利率预期定价美联储的货币政策前瞻指引，期限溢价定价市场对未来美联储货币政策的分歧程度，锚定的其实是经济前景。

因此，定价逻辑的先后顺序上，加息末期市场会先对经济前景形成一致的衰退预期，进而分歧程度降低，期限溢价率先下行；随后美联储对未来的货币政策路径开启鸽派指引，利率预期随之补跌。

上述逻辑可以得到历史经验的佐证：每一轮加息末期，美债收益率下跌的驱动因素都是期限溢价先行下跌带动美债名义收益率下行，随后利率预期接续跌势，进一步确认美债名义收益率的下行趋势。

然而，3月9日硅谷银行事件以来，驱动美债收益率下行的主要因素是利率预期，期限溢价保持相对稳定，这一则和经验规律相悖；二则市场定价体现出其矛盾的预期：一方面市场对经济前景的衰退预期并未加深；另一方面却加注对美联储降息的定价。

图表18：3月9日硅谷银行事件以来，美债 10Yr 收益率从 3.99% 跌至 3.44%，其中利率预期贡献 44bp、期限溢价贡献 11bp



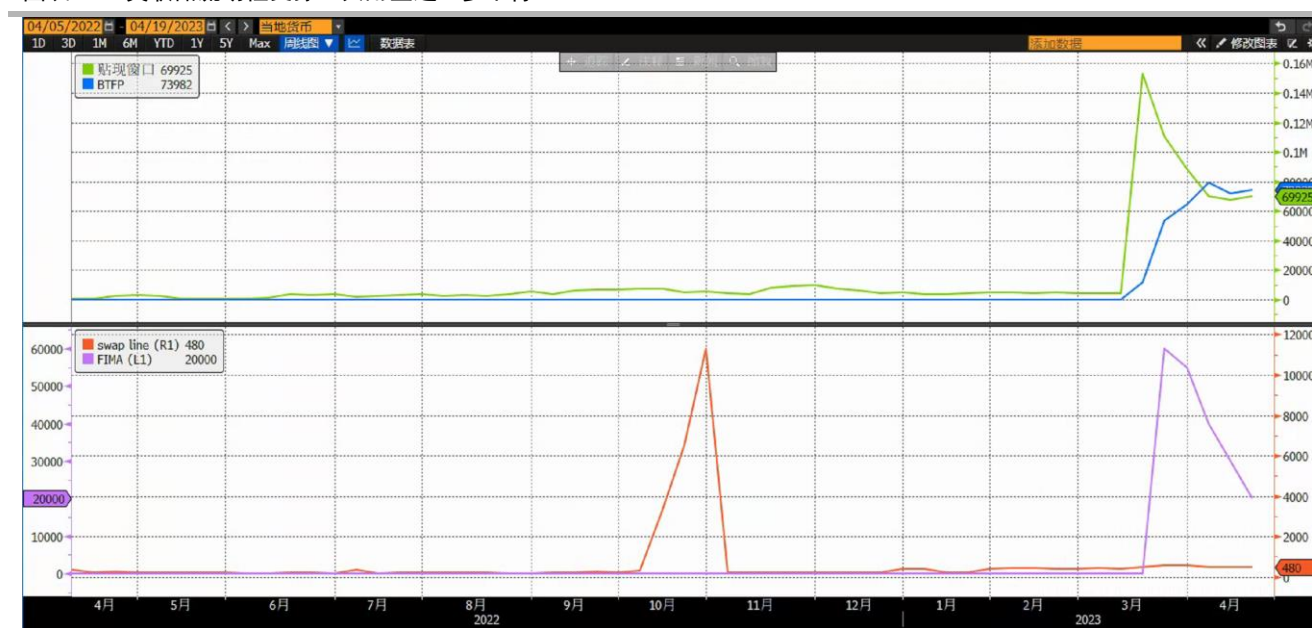
资料来源：BLOOMBERG 中信期货研究所

进一步观测美联储的货币政策前景，从美联储的三大政策目标来看，金融稳定和信贷紧缩压力有序缓解，经济前景受益于美国居民实际薪资增速转正和消费信心反弹，核心通胀正在酝酿越来越大的反弹压力。美联储的货币政策重心将向治理通胀转移。

金融稳定方面，美联储流动性工具用量下降、影子银行信用供给扩张、商业银行信贷投放触底回升，均指向流动性紧张的有序缓解和信贷紧缩的效力不足。

截至4月21日当周，美联储贴现窗口由高点1530亿降至676亿，BTFP由高点790亿降至740亿，央行流动性掉期由高点5.9亿降至4.8亿，FIMA由高点600亿降至200亿；

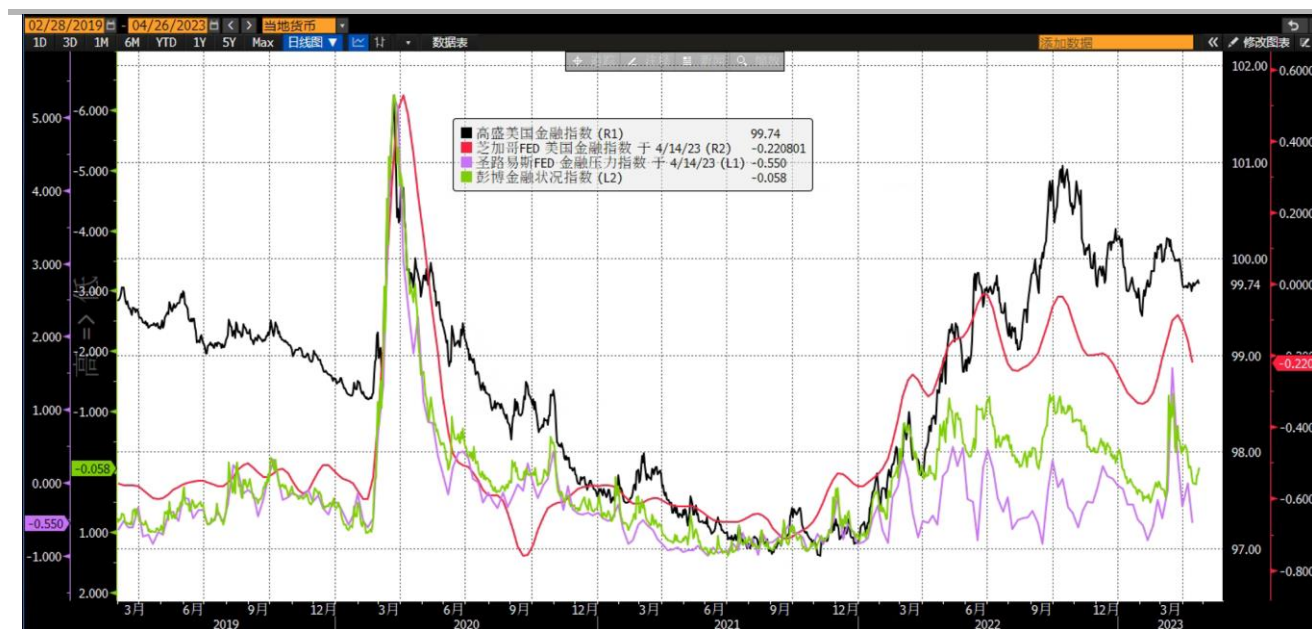
图表19：美联储流动性支撑工具用量进一步下行



资料来源：BLOOMBERG 中信期货研究所

截至4月25日，高盛美国 FCI 为 99.74，回到2月初水平，3月份 FCI 峰值为 100.21；截至4月14日，芝加哥联储美国 FCI 为-0.22，3月 FCI 峰值为-0.09；

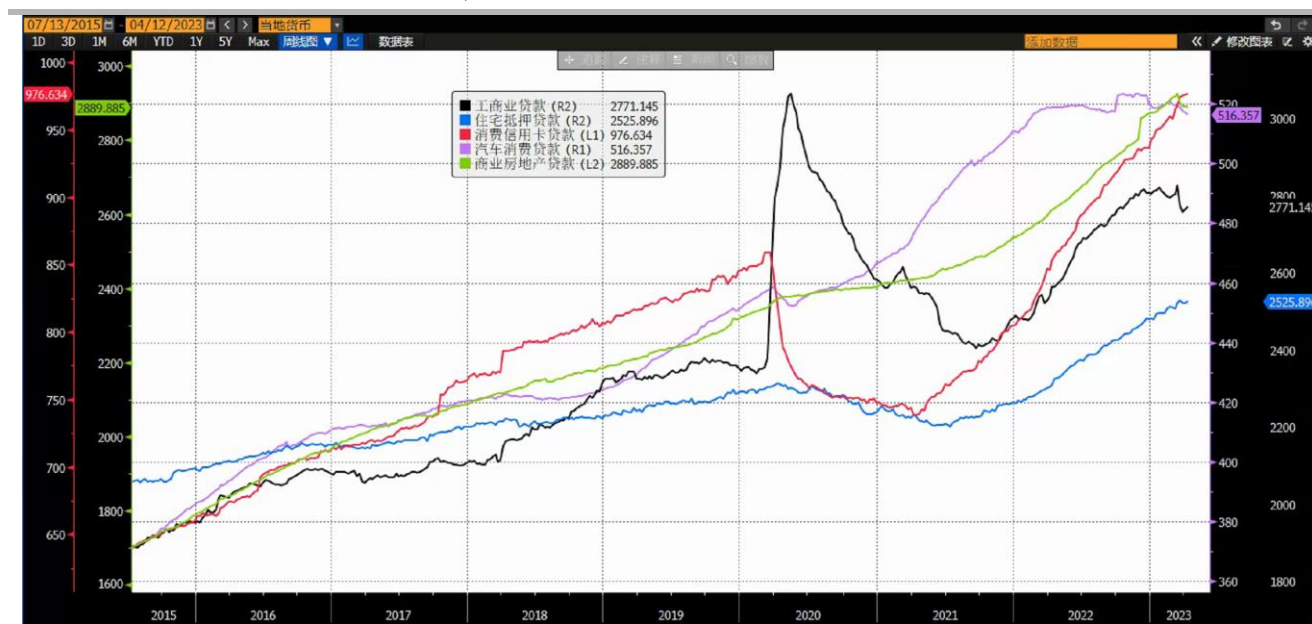
图表20：美国 FCI 进一步走低



资料来源：BLOOMBERG 中信期货研究所

截至4月14日当周，美国商业银行消费者信用消费贷款由前值 9761 亿升至 9766 亿，商业地产贷款持平于 2.89 万亿，工商业贷款由前值 2.76 万亿升至 2.77 万亿。

图表21：商业银行居民消费信贷继续扩张，商业地产贷款和工商业贷款触底反弹



资料来源：BLOOMBERG 中信期货研究所

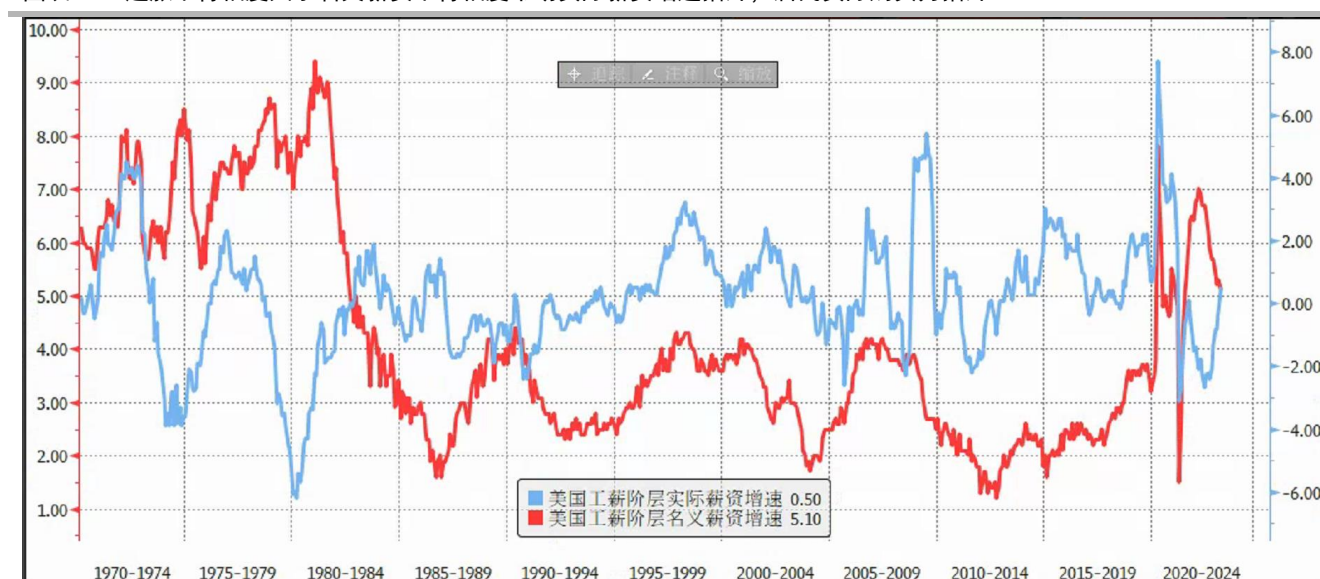
经济增长方面，对于名义通胀快速下行的理解不能停留在表面，对于目前支撑美国经济韧性的就业 - 收入 - 支出循环来说，通胀下行幅度大于名义薪资下行幅度带动实际薪资增速抬升，居民实际购买力抬升，美国居民消费信心反弹且高于预期。此外，4 月的消费者信心数据恰逢美国银行业风险事件爆发后的首月数据，从调查结果来看，银行业问题对美国消费者情绪的负面影响相当有限。上述共同指向美国经济前景的韧性，至少在今年前 3 个季度，美国不存在明显的衰退压力。

美国 3 月名义 CPI 同比增速 5.1%，低于前值 6%；核心 CPI 同比增速 5.6%，高于前值 5.5%；

美国非农 3 月名义薪资增速 4.2%、前值 4.6%，其中生产与非管理类人员名义薪资增速 5.1%、前值 5.3%；

由于通胀增速下行速度快于名义薪资增速，实际薪资增速抬升：美国非农 3 月实际薪资增速-0.7%、前值-1.3%，其中生产与非管理类人员实际薪资增速 0.5%、前值-0.3%。

图表22：通胀下行幅度大于名义薪资下行幅度带动实际薪资增速抬升，居民实际购买力抬升



资料来源：BLOOMBERG 中信期货研究所

4月密歇根美国消费者信心指数初值63.5，高于预期的62和前值的62。低收入群体信心向好，高收入群体信心偏弱。但由于耐用品价格下跌，消费者认为自己的财务状况和耐用品购买景气抬升。

图表23：实际收入抬升、耐用品购买景气抬升，推高居民消费信心



资料来源：BLOOMBERG 中信期货研究所

消费者信心报告指出“硅谷银行(Silicon Valley Bank)倒闭后一个月的数据证实，金融动荡对整体消费者情绪几乎没有可衡量的影响。尽管如此，最近的事态发展还是给一小部分消费者带来了压力。4月份，15%的消费者(主要是高收

入和大学学历的消费者)在采访中自发地提到银行倒闭,高于3月份的8%。此外,初步证据表明,与去年秋季相比,对银行的信心明显恶化。这些因素可能导致高收入消费者相对于低收入消费者对12个月经济前景的看法相对悲观。不过,从长远来看,不同收入水平的消费者都有相似的预期。事实上,提到银行倒闭的消费者比没有提到的消费者对长期经济前景更看好。此外,那些担心银行倒闭的人对自己的个人财务状况有更强的看法,可能觉得自己有更好的准备来抵御任何即将到来的经济衰退。总体而言,无论是否提及银行破产,市场情绪水平都是相似的”

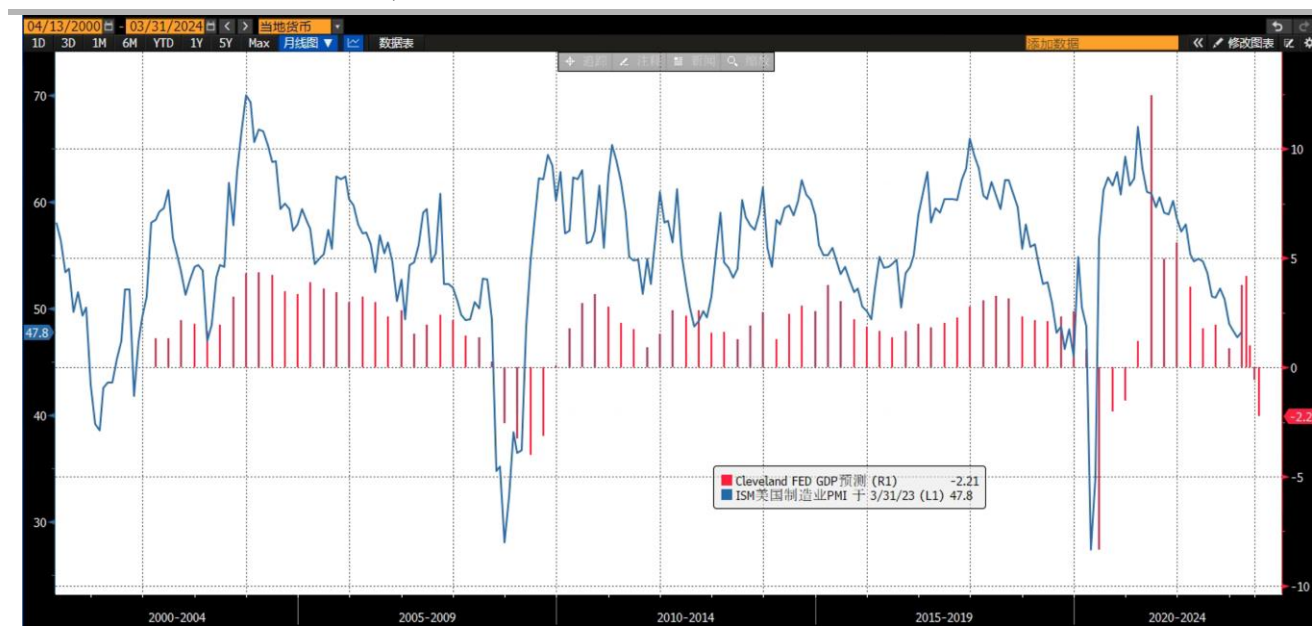
“The month of data now available following the collapse of Silicon Valley Bank confirms that the financial turbulence that ensued had little measurable impact on overall consumer sentiment. That said, the recent developments have weighed on a small subset of consumers. In April, 15% of consumers, primarily those with higher-incomes and college degrees, spontaneously mentioned bank failures during their interviews, up from 8% in March. Furthermore, early evidence suggests that confidence in banks deteriorated markedly compared with last fall. These factors have likely contributed to the relatively pessimistic views about the 12-month economic outlook for higher-income consumers relative to lower-income consumers. For the long run, though, consumers of all income levels hold similar expectations. In fact, consumers mentioning bank failures had more favorable long-run economic outlooks than those who did not. Furthermore, those concerned about bank failures have stronger views of their personal finances and may feel better equipped to weather any economic downturn to come. On net, sentiment levels were similar whether or not bank failures were mentioned” .

根据 Cleveland FED 预测,今年四个季度美国实际 GDP 同比增速分别为 3.76%、4.19%、0.99%、-0.56%。

4月11日,IMF 发布全球经济展望,上调美国今年 GDP 增速预测 0.2%至 1.6%,接近美国潜在 GDP 增速 1.7%。

也即,至少在今年前 3 个季度,美国不存在明显的衰退压力。

图表24：根据 Cleveland FED 预测，今年四个季度美国实际 GDP 同比增速分别为 3.76%、4.19%、0.99%、-0.56%



资料来源：BLOOMBERG 中信期货研究所

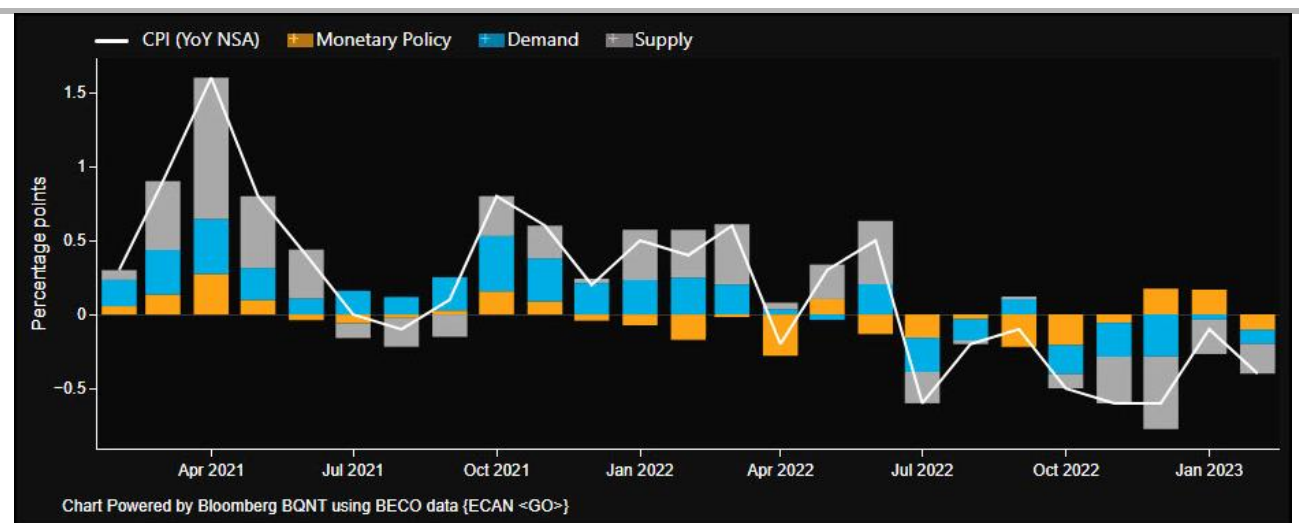
物价稳定方面，CPI 同比增速下行的贡献因素有反转可能，CPI 内部的高通胀扩散指数不断走高，CPI 低波动分项的通胀压力持续上行，美国居民的通胀预期分歧不断拉大，上述证据指向通胀面临越来越大的反弹风险。

第一，彭博研究将 headline CPI 同比增速的月度变动拆分为需求、供给、和货币政策贡献，近三个月的 headline CPI 同比增速下行中，主要负向贡献来自供给情况缓解、其次来自需求有所收缩，而货币政策项贡献持续为正。

货币政策贡献项自去年 11 月转正，与之对应的是当时美联储做出加息幅度由 75bp 降至 50bp 的前瞻指引，实际政策利率上行速度放缓，金融环境指数触顶下行。

在 OPEC+宣布石油减产后，供给因素能否继续给 CPI 同比增速带来负向贡献将决定 headline CPI 同比增速的后续走势。

图表25：近三个月的 headline CPI 同比增速下行中，主要负向贡献来自供给情况缓解、其次来自需求有所收缩，而货币政策贡献持续为正



资料来源：BLOOMBERG 中信期货研究所

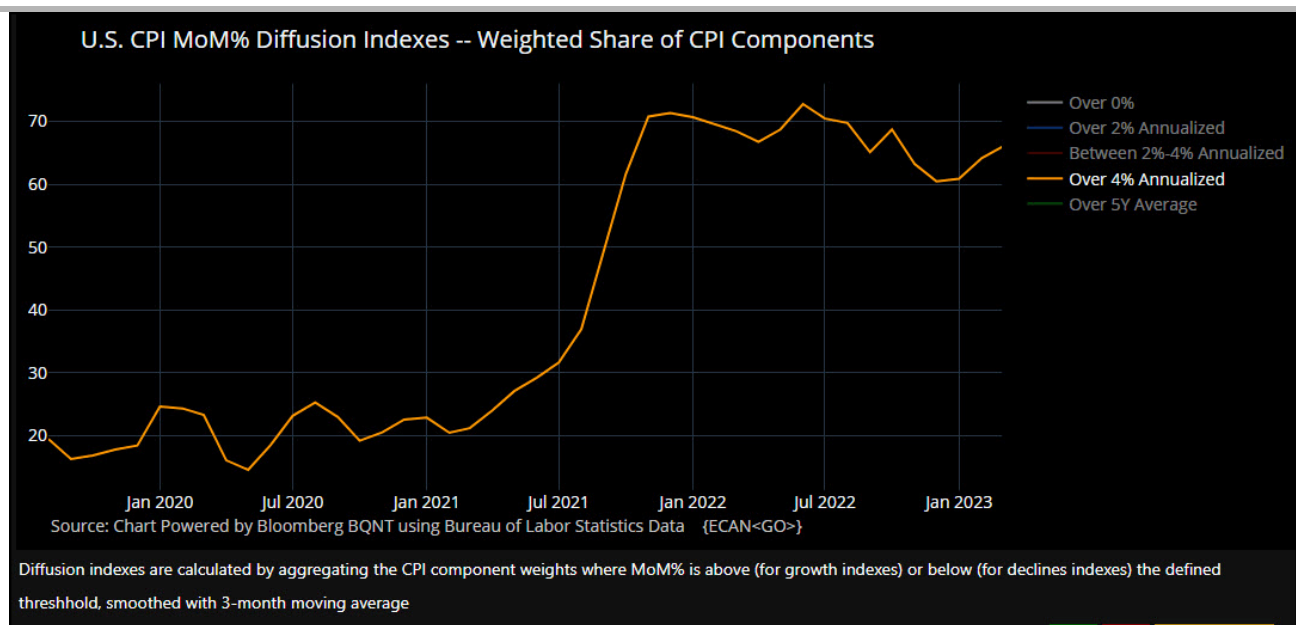
图表26：货币政策贡献项自去年 11 月转正，与之对应的是当时美联储做出加息幅度由 75bp 降至 50bp 的前瞻指引，实际政策利率上行速度放缓，金融环境指数触顶下行



资料来源：BLOOMBERG 中信期货研究所

第二，将近 3 个月环比变动折年率超 4%的分项加权平均后形成 CPI 扩散指数，以表征高通胀在 CPI 中的扩散效应，3 月 CPI 该扩散指数已是连续第 4 个月走高，4%以上的高通胀在 CPI 内部进一步扩散。

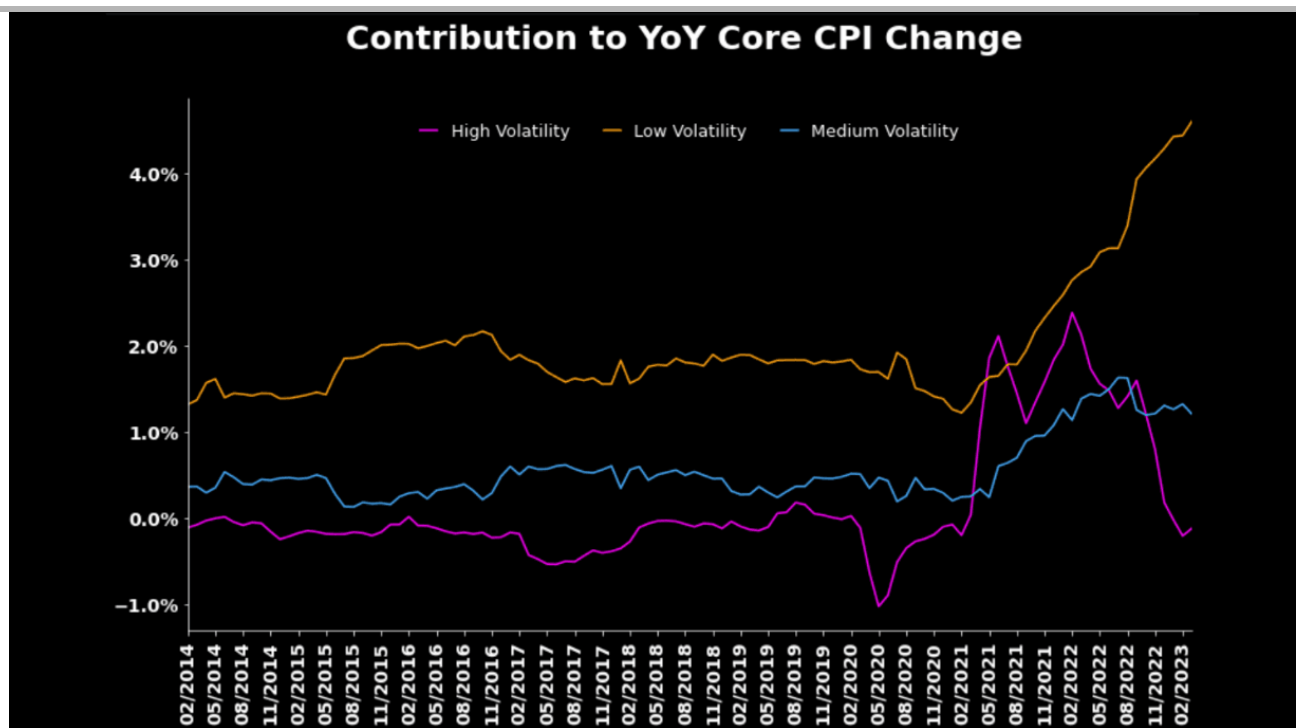
图表27：4%以上的高通胀在 CPI 内部进一步扩散



资料来源：BLOOMBERG 中信期货研究所

第三，将 CPI 中各分项分为高波动组、中波动组、低波动组，3 月的最新 CPI 数据显示，低波动组对 CPI 的贡献进一步抬升、高波动组贡献触底反弹、中波动组贡献下降。低波动组贡献的持续抬升和高波动组贡献的触底反弹值得警惕。

图表28：低波动组贡献的持续抬升和高波动组贡献的触底反弹值得警惕

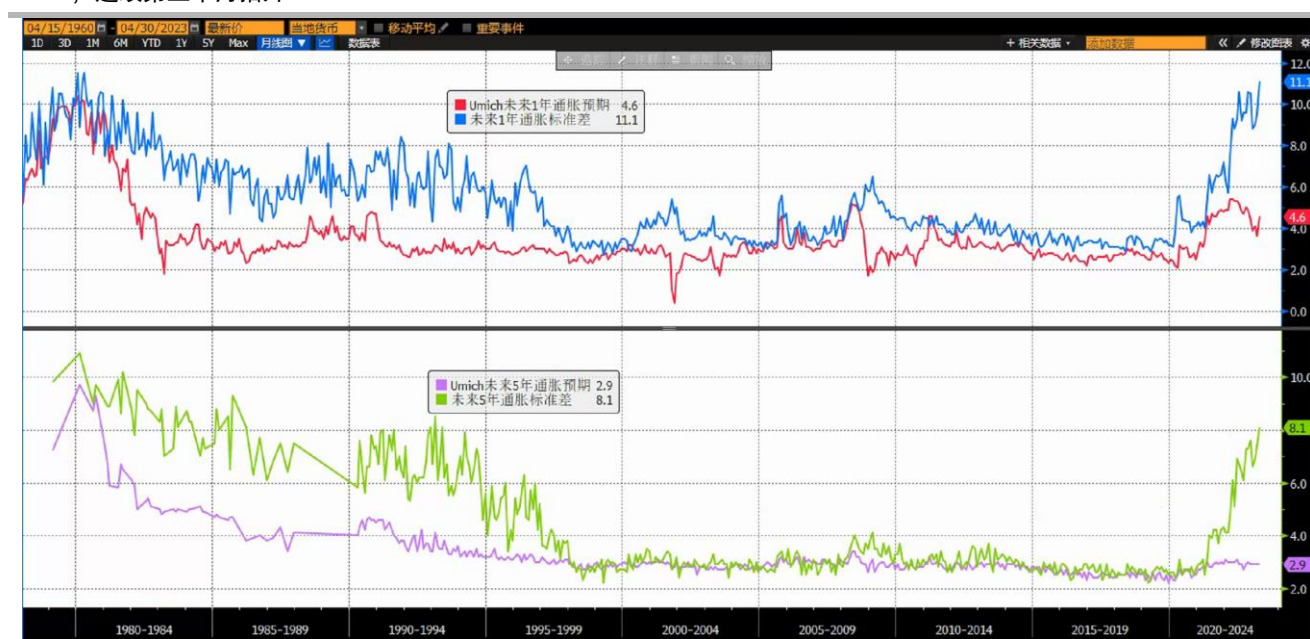


资料来源：BLOOMBERG 中信期货研究所

第四，由于汽油价格上涨，居民 1 年通胀预期中值由 3.6% 抬升至 4.6%、标准差由 9.5% 抬升至 11.1%，为 1980 年以来最高水平，表征居民对未来 1 年通胀预期的分歧程度快速走高

无独有偶，虽然 5 - 10 年的通胀预期中值维持在 2.9%，但 5 - 10 年的通胀预期标准差由 7.4% 抬升至 8.1%，连续第三个月抬升，表征居民对中长期通胀前景的分歧扩大。经验来看，通胀预期分歧领先于通胀预期脱锚。

图表29：1Yr 通胀预期标准差由 9.5% 抬升至 11.1%，为 1980 年以来最高水平；5 - 10 年的通胀预期标准差由 7.4% 抬升至 8.1%，连续第三个月抬升



资料来源：BLOOMBERG 中信期货研究所

如果说 3 月以来美联储的货币政策重心在金融稳定，那么在目前美国金融压力缓解 + 经济前景韧性 + 通胀反弹风险的组合下，货币政策重心将向治理通胀转移。这将驱动利率预期项推升美债 10Yr 收益率，第一目标位在 3.64%，第二目标位在 3.90%。

图表30： 利率预期项推升美债 10Yr 收益率，第一目标位在 3.64%，第二目标位在 3.90%



资料来源：BLOOMBERG 中信期货研究所

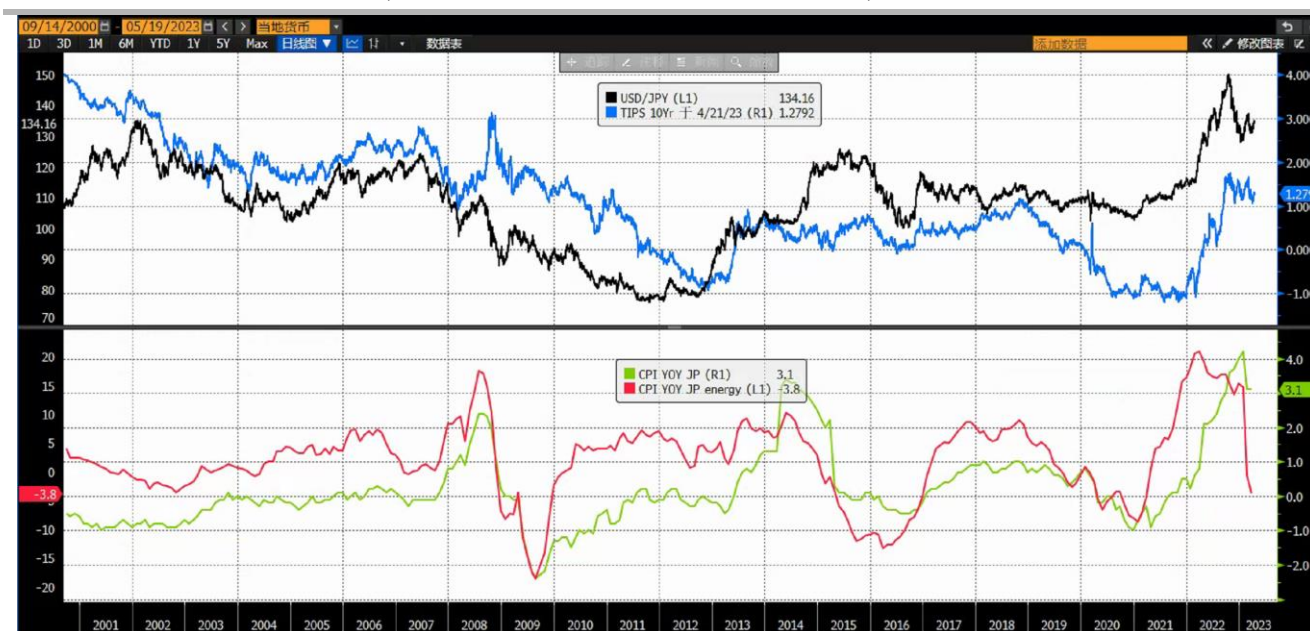
上述推演的最大风险因子来自欧央行货币政策转向早于美联储，以及日本银行加大资产购买力度。如果欧央行受制于金融压力提前转向，或日本银行面对通缩前景加大扩表力度，会通过跨国资本流动给美债收益率的期限溢价以下行压力。

我们曾在报告《瑞士信贷 VS 硅谷银行，金融环境不同决定货币政策思路不同》中指出，欧央行需考虑的是在欧元高估抬升金融压力、银行体系杠杆水平偏高、居民部门信用偿付能力偏弱的三重挤压下，如何放松货币政策以对冲通胀下行后的金融条件被动收紧。

我们亦曾在报告二季度策略报告《美联储二次紧缩逻辑有兑现概率》和报告《等待美指突破均线阻力》中指出，日本的薪资 - 通胀良性循环难以形成，随着 USD/JPY 的不断上涨，日本的输入性通胀和通胀预期将进一步下行，推动日本银行更激进的资产购买规模。

如果上述判断能够兑现，跨国资金流入美债将会压低美债收益率的期限溢价。

图表31：随着 USD/JPY 的不断上涨，日本的输入性通胀和通胀预期将进一步下行，推动日本银行更激进的资产购买规模



资料来源：BLOOMBERG 中信期货研究所

四、人民币的贬值压力：中美利差倾向于进一步倒挂

综上，考虑到美国制造业仍处于去库周期、美联储实际利率抬升压制贸易品价格，中国出口大概率仍处在量价均弱的位置，货物贸易结售汇顺差对人民币的支撑有限，中美利差对人民币汇率的指引意义大幅抬升。

关于国债，核心在于货币政策 - 信用周期 - 居民消费 - 国债收益率的反馈循环，给收益率带来下行压力：货币政策无意进一步推动社融扩张 -> 房地产 + 基建投资增速见顶回落 -> 居民消费信心反弹乏力 -> 货币政策难以进入紧缩周期 -> 配置力量和居民消费信心协同效用推动国债收益率下行。如果 10Yr 国债收益率若能有效向下突破 2.80%，下一目标位在 2.75%。

关于美债，核心在于美联储货币政策重心从金融稳定向治理通胀转移，给收益率带来上行压力：如果说 3 月以来美联储的货币政策重心在金融稳定，那么在目前美国金融压力缓解 + 经济前景韧性 + 通胀反弹风险的组合下，货币政策重心将向治理通胀转移。这将驱动利率预期项推升美债 10Yr 收益率，第一目标位在 3.64%，第二目标位在 3.90%。

关于美债的最大风险因子来自欧央行货币政策转向早于美联储，以及日本银行加大资产购买力度：如果欧央行受制于金融压力提前转向，或日本银行面对通缩前景加大扩表力度，会通过跨国资本流动给美债收益率的期限溢价以下行压力。

上述合计，中美利差倾向于进一步倒挂，给人民币施加贬值压力，第一目标

位在 6.95、第二目标位在 7。

图表32：中美利差倾向于进一步倒挂，给人民币施加贬值压力



资料来源：BLOOMBERG 中信期货研究所

图表33：第一目标位在 6.95、第二目标位在 7



资料来源：BLOOMBERG 中信期货研究所

免责声明

除非另有说明，中信期货有限公司拥有本报告的版权和/或其他相关知识产权。未经中信期货有限公司事先书面许可，任何单位或个人不得以任何方式复制、转载、引用、刊登、发表、发行、修改、翻译此报告的全部或部分材料、内容。除非另有说明，本报告中使用的所有商标、服务标记及标记均为中信期货有限公司所有或经合法授权被许可使用的商标、服务标记及标记。未经中信期货有限公司或商标所有权人的书面许可，任何单位或个人不得使用该商标、服务标记及标记。

如果在任何国家或地区管辖范围内，本报告内容或其适用与任何政府机构、监管机构、自律组织或者清算机构的法律、规则或规定内容相抵触，或者中信期货有限公司未被授权在当地提供这种信息或服务，那么本报告的内容并不意图提供给这些地区的个人或组织，任何个人或组织也不得在当地查看或使用本报告。本报告所载的内容并非适用于所有国家或地区或者适用于所有人。

此报告所载的全部内容仅作参考之用。此报告的内容不构成对任何人的投资建议，且中信期货有限公司不会因接收人收到此报告而视其为客户。

尽管本报告中所包含的信息是我们于发布之时从我们认为可靠的渠道获得，但中信期货有限公司对于本报告所载的信息、观点以及数据的准确性、可靠性、时效性以及完整性不作任何明确或隐含的保证。因此任何人不得对本报告所载的信息、观点以及数据的准确性、可靠性、时效性及完整性产生任何依赖，且中信期货有限公司不对因使用此报告及所载材料而造成的损失承担任何责任。本报告不应取代个人的独立判断。本报告仅反映编写人的不同设想、见解及分析方法。本报告所载的观点并不代表中信期货有限公司或任何其附属或联营公司的立场。

此报告中所指的投资及服务可能不适合阁下。我们建议阁下如有任何疑问应咨询独立投资顾问。此报告不构成任何投资、法律、会计或税务建议，且不担保任何投资及策略适合阁下。此报告并不构成中信期货有限公司给予阁下的任何私人咨询建议。

深圳总部

地址：深圳市福田区中心三路8号卓越时代广场（二期）北座13层1301-1305、14层

邮编：518048

电话：400-990-8826