



中美利差倒挂：大类资产表现及央行对策



自 2004 年以来，中美利差共经历 10 轮收窄，其中 2010 年之前曾有过三次倒挂，倒挂阶段分别为 2005 年 3 月 17 日至 2007 年 10 月 18 日，持续 31.5 个月；2008 年 9 月 19 日至 2008 年 11 月 24 日，持续 2.2 个月；2009 年 4 月 30 日至 2009 年 9 月 18 日，持续 4.7 个月。

第一阶段（2005.3.17-2007.10.18）中，美联储与 2004 年 6 月开启加息周期，8 月国内央行下调央票利率和正回购利率。在央行再次下调 OMO 操作利率时，中美利差转负，随即央行于 4 月升息。该阶段倒挂深度最深，曾达到-187BP，持续时间也最长，超过 2 年半。

第二阶段为金融危机期间（2008.9.19-2008.11.24），两国货币政策同步宽松，但中债利率在 2008 年四季度下行更快，导致中美利差短暂出现倒挂，维持仅 2.2 个月。

第三阶段为金融危机中后期（2009.4.30-2009.9.18），2009 年二三季度，中美货币政策均在大幅宽松后边际上向中性回归，但美国整体宽松比中国更为明显。该阶段持续时间为 4.7 个月，但仍属于第二阶段的大环境中，整体可以归属于中美利差正负震荡徘徊的大阶段。

	时间	时长 (月)	中美10Y利差 (bp)	中美10Y利差变 动(bp)	中债10Y变 动(bp)	美债10Y变 动(bp)	中债贡献	美债贡献
第一段	2005-03-17	31.5	-1.27	-4.7	0	5	-6%	106%
	2007-10-18		-6					
第二段	2008-09-19	2.2	-9	-20	-63	-43	319%	-219%
	2008-11-24		-28.62					
第三段	2009-04-30	4.7	-5.3	4	37	33	992%	-892%
	2009-09-18		-1.6					

	时间	时长 (月)	中美10Y利差 (bp)	中美10Y利差变 动(bp)	中债10Y变 动(bp)	美债10Y变 动(bp)	中债贡献	美债贡献
第一段	2004-09-22	19.9	127	-344	-225	119	65%	35%
	2006-05-12		-217					
第二段	2008-01-22	9.9	85	-183	-150	32	82%	17%
	2008-11-13		-98					
第三段	2009-01-15	4.9	76	-157	18	175	-11%	111%
	2009-06-10		-81					
第四段	2010-11-11	1.1	130	-101	-14	88	14%	87%
	2010-12-15		29					
第五段	2011-09-22	6.0	235	-117	-51	66	44%	56%
	2012-03-20		118					
第六段	2012-12-06	7.0	197	-119	-5	114	4%	96%
	2013-07-05		78					
第七段	2013-11-18	25.9	199	-136	-179	-43	132%	-32%
	2016-01-04		63					
第八段	2016-07-05	4.7	148	-99	0	99	0%	100%
	2016-11-24		49					
第九段	2017-11-23	11.7	167	-143	-50	92	35%	64%
	2018-11-08		24					
第十段	2019-10-04	4.2	162	-43	-30	13	70%	30%
	2020-02-06		119					

三轮利差倒挂阶段，货币政策大多“以我为主”，根据国内通胀、经济运行来调整货币政策松紧立场。除 2005-2007 年倒挂期间货币政策加速转向收紧外，其余两轮货币政策均仍保持宽松。

在第一阶段（2005.3.17-2007.10.18），倒挂刚出现时货币政策并没有明显转向，甚至在 2005 年 3 月 17 日的倒挂当日还下调了银行的超储利率。但由于国内通胀逐步走高，央行于 2006 年 4 月 28 日首次加息，8 月再次加息，在 6、7 月升准 1 个百分点；2007 年 CPI 达到 4.8%，2007 年三四季度货币政策执行报告明确指出实行从紧的货币政策，央行连续快速提升法定准备金率，并且进行加息和央票发行。汇率政策方面，央行在倒

挂之前以及倒挂期间曾三次上调外汇存款准备率，分别于 2005 年 1 月 15 日、2006 年 9 月 15 日、2007 年 5 月 15 日上调了外汇存款准备金率 1 个百分点。

第二阶段（2008.9.19-2008.11.24）倒挂正值金融危机，发生倒挂之后并没有影响国内货币政策持续宽松，央行仍以稳增长为首要目标，在 10 月 15 日、12 月 5 日、12 月 25 日共降准 200BP，在 10 月 30 日、11 月 27 日、12 月 23 日共降息 159BP。

第三阶段（2009.4.30-2009.9.18）央行并没有任何降准降息操作，但期间仍然保持适度宽松，并且鼓励金融机构扩大信贷投放，2009 年新增信贷达到此前历史的最高规模 9.6 万亿。

除了利差倒挂外，在 2010 年之后中美利差快速收窄，但尚未至倒挂阶段，央行同样主要根据国内经济运行确立货币政策立场，降准空间一般不受利差收窄的制约，但降息在利差收窄至 50BP 以内时常会暂缓。在 2010 年 11-12 月的短暂收窄期间，央行因为国内通胀压力而升准加息，致使利差很快恢复。2011 年 9 月至 2012 年 3 月期间，利差虽然收窄，但始终维持在 120BP 左右，央行并无收紧操作，反而因国内经济压力在 2011 年 12 月 5 日进行 50BP 全面降准。2012 年 12 月-2013 年 7 月，利差收窄 80BP 以内，央行停止 2011-2012 年的降准降息周期。2013 年 11 月-2016 年 1 月，利差收窄至 63BP，央行在 2015 年 10 月结束降息周期，但国内稳增长压力仍在，央行仍在 2016 年 3 月进行降准。2016 年 7 月-2016 年 11

月，利差收窄至 49BP，央行在此期间并无降准降息操作。2017 年 11 月-2018 年 11 月，利差收窄至 24BP，国内稳增长压力较大，央行只进行降准但始终未做降息，在人民币汇率达到 6.87-6.89 时引入了逆周期因子。2019 年 10 月-2020 年 2 月，央行也并无收紧操作，同样因国内疫情爆发于 2020 年 1 月降准、2 月降息。

三轮利差倒挂，A 股表现涨跌参半，主要跟随国内基本面运行。

第一阶段（2005.3.17-2007.10.18）虽然利差倒挂，但国内基本面较好，A 股延续上涨；第二阶段（2008.9.19-2008.11.24）国内受金融危机影响，企业盈利受到冲击，利差倒挂伴随着 A 股小幅下跌；第三阶段（2009.4.30-2009.9.18），国内在政策刺激下经济逐渐企稳回暖，A 股也出现止跌回升。而在中美利差重新走扩回正之后，若基本面保持稳定向好，则前期由于利差倒挂冲击的股市会出现短暂反弹，比如第二阶段（2008.9.19-2008.11.24）利差回正后 1 周、后 1 个月，A 股均出现上涨。这背后既有利差回正带来的资本流入效应，也有政策刺激落地的提振。在第三阶段（2009.4.30-2009.9.18），国内社融加速回升，经济随之改善，

预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_40720

