

2019-11-06
宏观研究报告

中、美、欧利率联动性：过去、现在和未来

——太平洋证券货币政策系列之六

宏观研究报告

证券分析师：杨晓

电话：010-88325259

E-MAIL: yangxiao@tpyzq.com

执业资格证书编码：S1190518090004

相关研究：

《货币政策的一个动态判断机制：从央行和商行角度——太平洋证券货币政策系列之一》

《央行是否降息：需要关注的指标和时点——太平洋证券货币政策系列之二》

《中国央行货币政策工具箱：基于欧央行与英格兰央行的经验——太平洋证券货币政策系列之三》

《美、日、欧利率并轨工具、效果及货币政策转型——太平洋证券货币政策系列之四》

《利率预测模型：基于景气和经济指标——太平洋证券货币政策系列之五》

核心观点：全球利率存在联动性吗？利率传导的机制是什么？中美欧经济增长、通胀及货币政策等如何影响利率的联动性？如何运用利率联动关系判断我国利率走势？本文将试图回答这些问题。

（一）、美欧利率联动性较强，但近两年联动的稳定性减弱

美欧利率在大部分时间内都有很强的联动性，只有在如金融危机、经济周期和货币政策大幅背离等特殊时期才会有短暂的背离现象。2017 年至今，美欧经济增长、通胀和货币政策等都有明显分化，利率联动的稳定性减弱。

（二）、中美利率联动性规律和应用

中美利率只有在相对严格条件下才能保持联动，如在经济增长、通胀和货币政策相对协调的情况下可以维持一定时长的联动。

1、中美利率联动性规律

（1）中美利率大部分时间存在正向联动性。

（2）中美经济同步性相对于美欧同步性差，因此中美利率分化时候较多。

（3）中美增长的分化解释了大部分中美利率的分化。

（4）当中美增长、景气、通胀和货币政策同时出现分化的时候，中美利率会出现长期、大幅背离。

（5）当中美景气、通胀单独背离的时候，中美利率背离时间相对较短。

2、中美利率联动性应用

首先，判断中美经济是否存在联动性。若未来中美利率存在联动性，则可以通过美国未来（一定期数）利率走势判断未来中国利率走势。

2013 年之前，美国利率领先中国利率，之后变为中国利率领先美国利率。中美利率联动发生转换后，二者的领先/滞后时长拉长。目前中债利率领先美债利率大概 2-2.5 个月，未来中债利率依然大概率领先美债利率。

（二）、中欧利率联动性规律和应用

中、美、欧利率联动性：过去、现在和未来

中欧利率联动性与中美利率联动性不同,中欧利率联动性时段时长相对较短,但中欧利率联动性频次较高,且中欧利率在联动时段内拟合度相对更高,更具同步性。

1、中欧利率联动性规律

(1) 中欧利率大部分时间存在正向联动性,相对于美国拟合度更高。

(2) 中欧经济增长、景气和通胀的分化现象较中美分化更多,因此中欧利率分化的频率也较中美分化频率高。

(3) 相对于中美来说,中欧经济、通胀等分化对于中欧利率的分化解释力度稍差。这与欧洲本身经济、组织等结构有关,且欧洲政治风险(如英国脱欧)等较多,对市场扰动较大。

(4) 中欧货币政策分化对中美利率联动产生的影响并不如中美货币政策分化对利率联动的影响大。中欧货币政策与利率联动性的关系也受到美国影响。

(5) 中欧利率联动时段内领先/滞后时长较短,联动性时段内并不存在明显的领先/滞后时长的变化,且中欧利率联动时段内拟合度较高。

2、中欧利率联动性应用

首先,判断未来中欧利率是否存在联动性。

中欧利率联动性转换也出现在2013年左右,2013年之前欧债利率领先中债利率。2013年后,中债利率领先/同步欧债利率,领先时长约0-30天左右。

中欧利率联动时段内领先/滞后时长较短,联动性时段内并不存在明显的领先/滞后时长的变化,且中欧利率联动时段内拟合度较高,因此中欧利率联动时段内,欧债利率对判断中债利率存在较大参考性。

风险提示: 各国货币政策不达预期

目录

一、全球利率存在不稳定的联动性.....	5
(一)、美欧利率联动性较强	5
(二)、中美利率存在阶段性联动性	5
(三)、中欧利率存在短暂而高频的联动性	6
二、中美利率联动规律及应用	7
(一)、中美经济增长对利率联动的影响	7
(二)、中美经济景气对利率联动的影响	8
(三)、中美通胀对利率联动的影响	9
(四)、中美货币政策对利率联动的影响	10
(五)、中美经济增长、通胀和货币政策对利率联动的综合影响	12
(六)、中美利率联动性启示和应用	13
三、中欧利率联动规律及应用	14
(一)、中欧货币政策对利率联动的影响	14
(二)、中欧经济增长、通胀和货币政策对利率联动的影响	15
(三)、中欧利率联动性启示和应用	16
四、总结	17
(一)、美欧利率联动性较强，但近两年联动的稳定性减弱	17
(二)、中美利率联动性规律和应用	17
(二)、中欧利率联动性规律和应用	18

图表目录

图 1 美欧利率联动性.....	5
图 2 中美利率联动性.....	6
图 3 中欧利率联动性.....	6
图 4 中美欧增长趋势-HP	7
图 5 中美欧增长趋势-BP.....	7
图 6 中美欧经济增长.....	7
图 7 中美经济周期分化时的利率联动性	8
图 8 中美 PMI 分化时的利率联动性	9
图 9 中美通胀分化时的利率联动性	10
图 10 中国货币政策逐步脱离外汇占款影响，独立性增强	10
图 11 中美货币政策分化对利率联动影响	12
图 12 综合情况下的中美利率联动	13
图 13 中欧货币政策对中欧利率联动影响	15
图 14 综合情况下的中欧利率联动	16
表 1 中美经济增长和利率联动	7
表 2 中美 PMI 走势及利率联动	8
表 3 中美通胀走势与利率联动	9
表 4 中美货币政策分化	11
表 5 中美利率领先滞后关系	14
表 6 中欧利率领先滞后关系	16

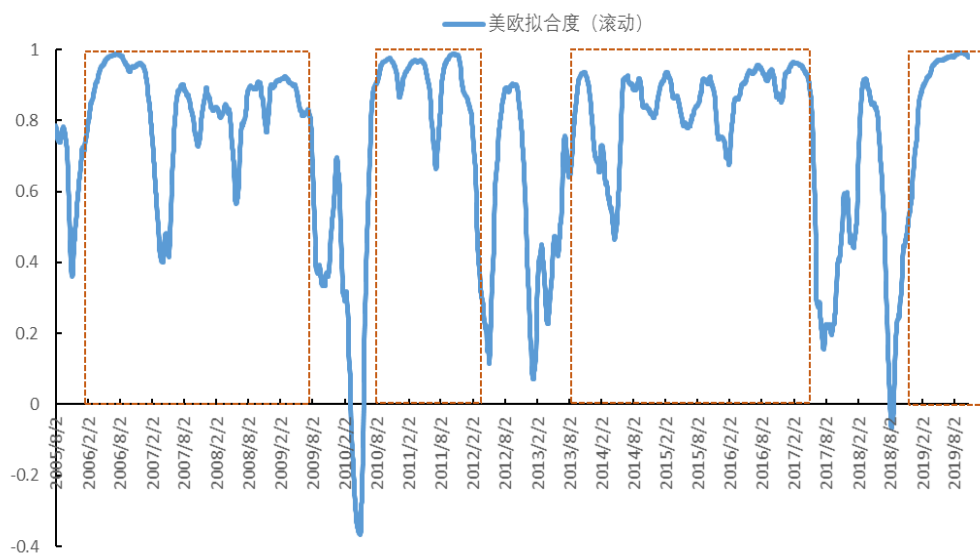
全球利率存在联动性吗？利率传导的机制是什么？中美欧经济增长、通胀、预期及货币政策等如何影响利率的联动性？如何运用利率联动关系判断我国利率走势？本文将试图回答这些问题。

一、全球利率存在不稳定的联动性

(一)、美欧利率联动性较强

美欧利率联动性较强，但近两年联动的稳定性减弱。我们选取美欧 10 年期国债利率，检测了 2005 年至今十几年美欧利率的滚动的联动性（滚动可以避免时间序列不能反映结构性改变问题），发现美欧利率在大部分时间内都有很强的联动性，只有在如金融危机、经济周期和货币政策大幅背离等特殊时期才会有短暂的背离现象。2017 年至今，美欧利率联动的稳定性减弱，此时段内，经济增长、通胀和货币政策等都有明显分化。

图 1 美欧利率联动性

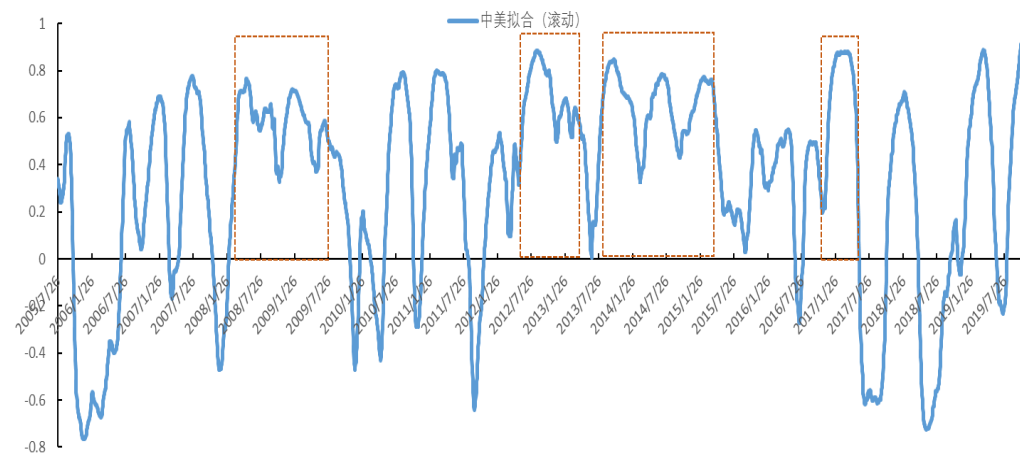


资料来源：wind，太平洋证券研究院

(二)、中美利率存在阶段性联动性

中美利率有阶段性的联动性。我们选取中美 10 年期国债利率，发现中美利率只有在相对严格条件下才能保持联动，如在经济增长、景气度、通胀、预期和货币政策相对协调的情况下可以维持一定时长的联动，其中增长是最重要因素。

图 2 中美利率联动性

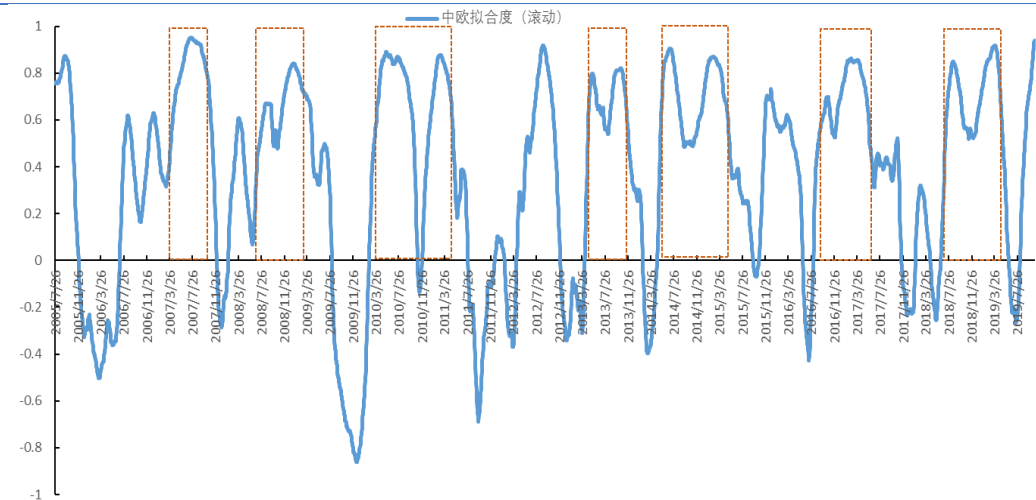


资料来源: wind, 太平洋证券研究院

(三)、中欧利率存在短暂而高频的联动性

中欧利率存在短暂而高频的联动性。我们选取中欧 10 年期国债利率，中欧利率联动时段也需要增长、景气和通胀等多因素协调。中欧利率联动性与中美利率联动性不同，中欧利率联动性时段时长相对较短，但中欧利率联动性频次较高，且中欧利率在联动时段内拟合度相对更高，更具同步性。

图 3 中欧利率联动性



资料来源: wind, 太平洋证券研究院

接下来我们分别分析中美和中欧在增长、通胀、货币政策同步及分化时候利率的联动性，总结利率联动的经验，以期找到中国和美欧利率的联动规律。

二、中美利率联动规律及应用

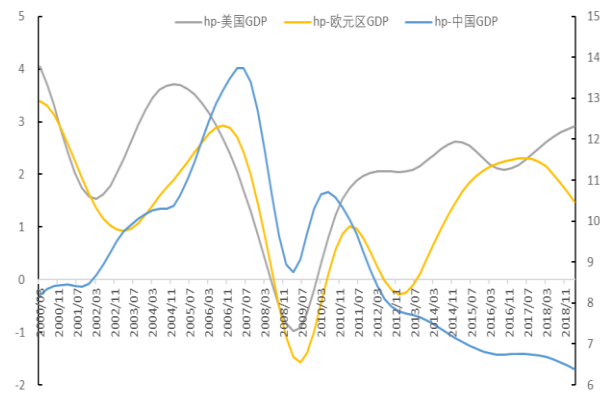
(一)、中美经济增长对利率联动的影响

首先，我们选择中美增长分化时间段。采用两种滤波方法以及原始数据进行交叉印证，得到中美经济增长分化的具体时间段。

其次，求得中美利率滚动的联动性。

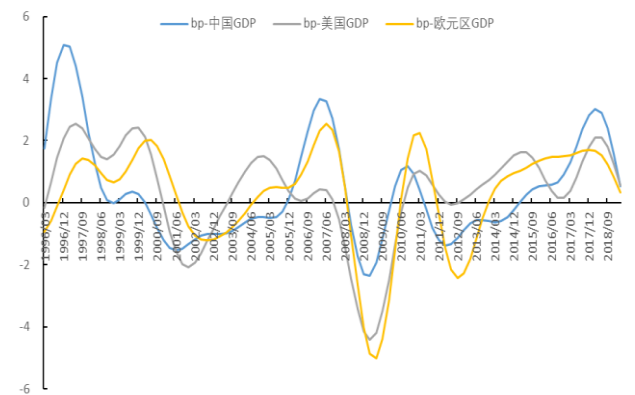
最后，检验中美增长分化时间利率联动性。

图 4 中美欧增长趋势-hp



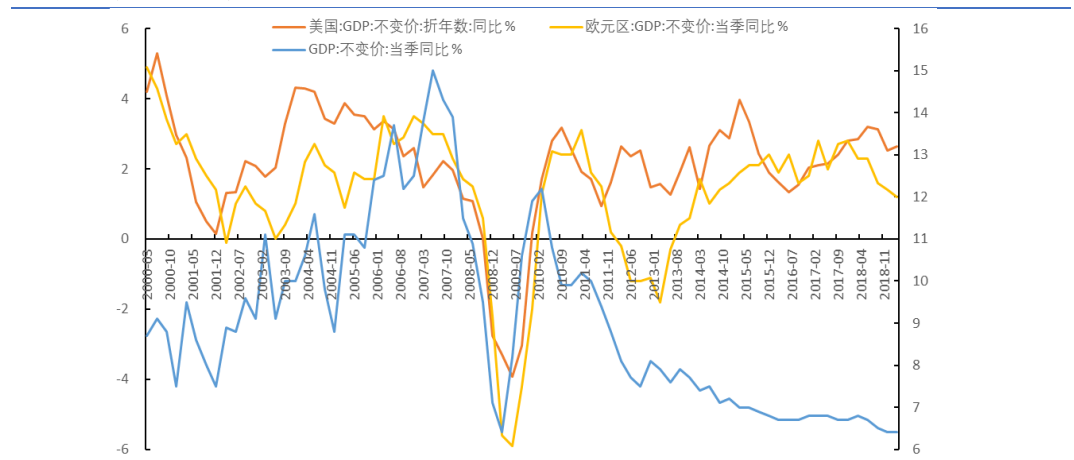
资料来源: Wind, 太平洋研究院整理

图 5 中美欧增长趋势-bp



资料来源: Wind, 太平洋研究院整理

图 6 中美欧经济增长



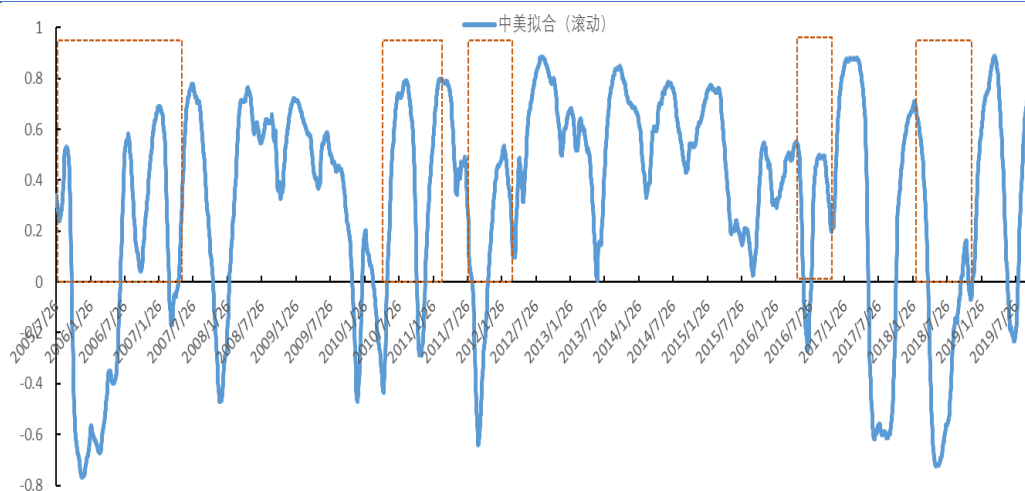
资料来源: wind, 太平洋证券研究院

表 1 中美经济增长和利率联动

中美分化开始	中美分化截止	美国增长	中国增长	美10年国债	中10年国债	中美利率联动性	备注
2005-01	2007-06	下	上	升	降	$[-0.8, 0.7]$	V型
2010-06	2011-03	上	下	降	升	$[-0.3, 0.8]$	M型
2011-09	2012-06	上	下	平-降	降-平	$[-0.3, 0.6]$	V型
2016-06	2016-12	上	下	降-升(早)	降-升	$[-0.3, 0.4]$	W型
2018-01	2018-12	上	下	升	降	$[-0.7, 0.7]$	V型

数据来源：Wind，太平洋证券研究院

图 7 中美经济周期分化时的利率联动性



资料来源：wind，太平洋证券研究院

结果显示，在中美经济周期分化的时候，中美利率基本不存在联动性。但是，中美经济周期分化并不能完全解释中美利率联动性问题，也存在经济周期同步但利率联动性失效的时候。接下来，我们运用景气度指标进行再次验证，之后再检测通胀等其他变量影响。

(二)、中美经济景气对利率联动的影响

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_9181

