



宏观专题

证券分析师

芦哲

资格编号: S0120521070001

邮箱: luzhe@tebon.com.cn

联系人

王洋

资格编号: S0120121110003

邮箱: wangyang5@tebon.com.cn

相关研究

《如何定量评估 2022 年“宽信用”——流动性创造系列专题之一》

《2022 年流动性缺口有多大？——宏观年度展望之货币与信用篇》

《降息又降准，股市何时上涨？——流动性创造系列专题之三》

《央行反复强调“超储率”有何深意？——流动性创造系列专题之四》

《Flight-to-Quality、信用债策略应如何变——流动性创造系列之五》

《股债市场的外资流出压力有多大》

倒挂的中美利差会不会制约货币政策空间？

投资要点：

- **中美利差的重要性在于能够反映经济主体在持有美元资产和持有人民币资产之间的利弊权衡选择。**中美利差对货币政策的干扰是通过增强人民币汇率、跨境资金流动两条外部均衡的约束条件来实现的，通过回溯从 2002 年至 2022 年中美利差“倒挂”和“正常化”的历史，在中美利差收窄趋势中，如果出现国际收支恶化（资金外逃）和人民币汇率贬值共振的情形，外部均衡会施压货币政策，以我为主继续宽松的空间会受到制约，但是只要人民币汇率维持稳定、或国际收支基本平衡任何一个条件出现，中美利差收窄均不会掣肘货币政策空间。

➢ **人民币汇率：**2020 年以来人民币汇率以实际利差定价，汇率波动对利差、货币政策的变化已经不敏感，人民币汇率在寻找“中美实际利差”的拐点，也即“中美通胀之差”的拐点。

➢ **跨境资金流动：**从中美利差变化到影响外汇占款波动，中间最核心的传导机制是企业、居民和金融机构等部门进行资产负债行为的调整，结汇和售汇的变动直接影响外汇占款的波动，2020 年以后主动结汇率持续高于主动售汇率，并且外汇存款规模持续创新高，形成调节国际收支的第二层防护。

- **利差“倒挂”下中国央行怎样操作：**当经济下行和信用紧缩等内部均衡问题需要货币宽松，而美联储加息等外部约束较强时，货币政策需要在内部均衡为主兼顾外部均衡来寻找平衡点。

➢ **处于高位的人民币实际汇率和实际利率抑制经济总需求，决定货币政策需要维持宽松。**中美名义利差收窄在没有见到中美通胀率之差的拐点之前，反过来制约货币政策宽松的概率不高。

➢ **中美政策基准利率之差时显示，DR007 和联邦基准利率之差还保持有 160 多 BP 的空间，能够经受 2 季度美联储至少 75 个 bp 的加息。**从打破实际利率和实际汇率走高的紧缩困局来看，“降息”依然是政策的可选项。

- **风险提示：**（1）美联储货币政策紧缩路径更加陡峭化；（2）全球通胀水平继续上行、经济衰退和“滞胀”风险加大；（3）中国 3 月份以来疫情形势的发展，以及当前防疫政策调整的风险。

内容目录

1. 复盘中美利差的历史演化	3
1.1. 利差重心的变迁：2002 年-2022 年	3
1.2. 中美利差存不存在合理区间？	6
2. 中美利差怎样制约货币政策空间？	9
2.1. 汇率定价：实际利差 V.S. 名义利差	9
2.2. 资金流动：基础货币 V.S. 资金流出	10
3. 利差“倒挂”下中国央行怎样操作？	13
4. 风险提示	15

图表目录

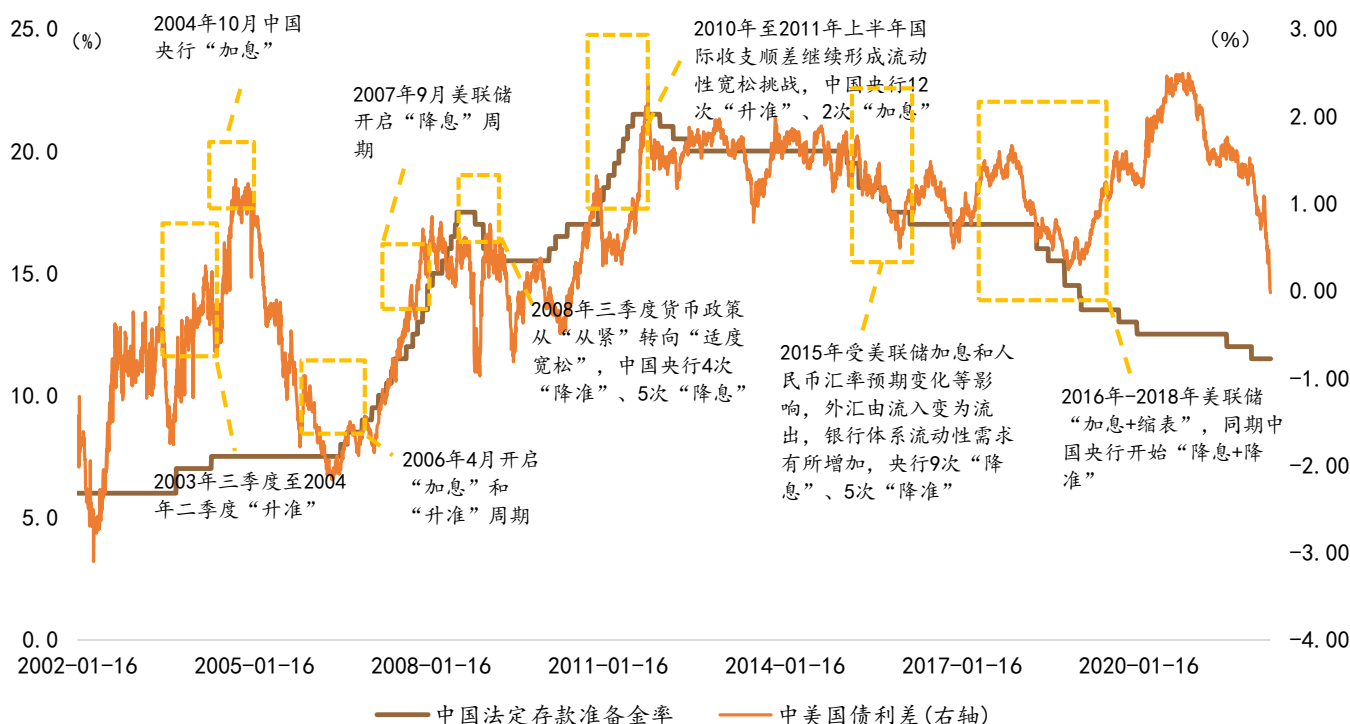
图 1：10 年期中美利差的波动重心切换及与法定存款准备金率的关系	3
图 2：2002 年至 2007 年中美通胀之差是驱动中美利差倒挂的主要因素	4
图 3：2002 年至 2022 年中美短端利差和长端利差走势	5
图 4：中美基准利率之差更能反映货币政策变化	7
图 5：1Y 期短债利差和 10Y 长债利差波动较大	7
图 6：2020 年以来人民币汇率以中美实际利差定价	9
图 7：2020 年以来中美名义利差对汇率影响淡化	9
图 8：以中美资产比价度量，当前人民币汇率水平高估	10
图 9：中美利差收窄和倒挂的压力体现在 A 股估值上	10
图 10：2015 年-2016 年之后外汇占款波动下降	11
图 11：2020 年之后累积的美元存款规模提供了防护	11
图 12：2020 年以来主动售汇率持续低于主动结汇率	11
图 13：2020 年之后累积的美元存款规模提供了防护	11
图 14：人民币实际汇率和名义汇率高企	13
图 15：人民币汇率实际利率维持高位	13
图 16：2020 年以前中美利差收窄时国内流动性溢价下降	14
图 17：2022 年以来人民币汇率和 R007 走势背离	14

在通胀率走高、美联储加息路径陡峭化等因素的作用下，10 年美债收益率快速上行，仅在 4 月前 10 天就上涨 40 个 BP，4 月 11 日中债市场早盘，10 年期美债收益率上行 5.5bp 到 2.764%，10 年期中债活跃券 22 附息国债 03 收益率当时暂报 2.7525%，导致 10 年期名义利差出现 2010 年以来的倒挂。我们认为，中美利差“倒挂”固然是中美货币政策周期背离的结果，但是中美货币政策周期则体现的是两个经济体分化的通胀率差异。作为通胀率的映射，2022 年收窄的中美利差和走强的人民币汇率均是其直接反映。

1. 复盘中美利差的历史演化

1.1. 利差重心的变迁：2002 年-2022 年

图 1：10 年期中中美利差的波动重心切换及与法定存款准备金率的关系



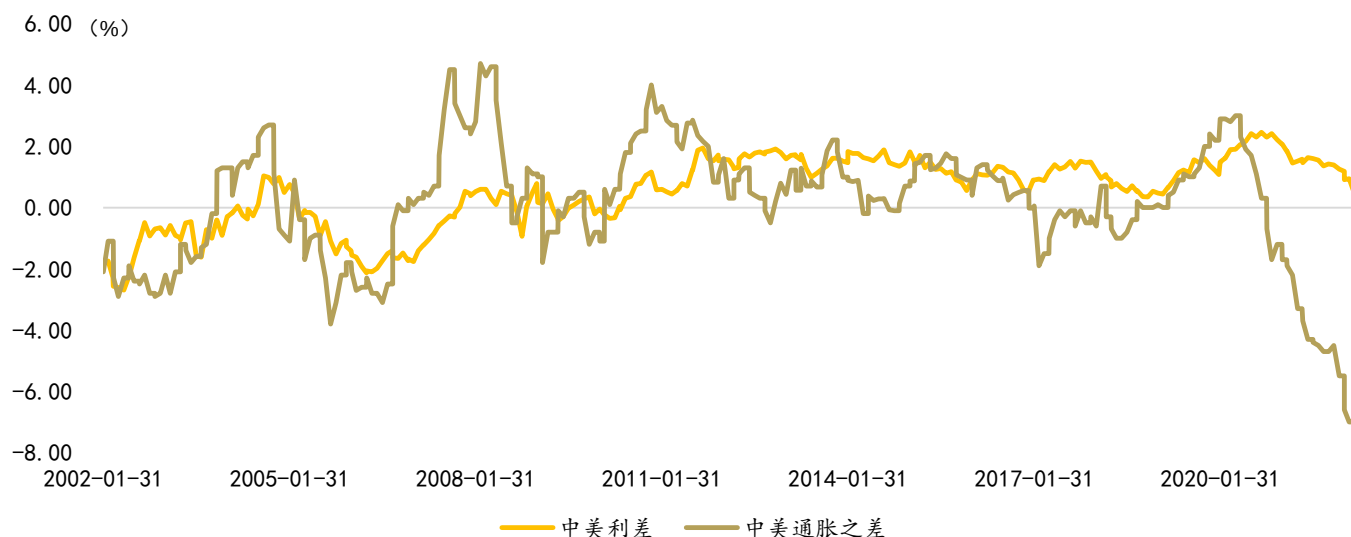
资料来源：Wind，德邦研究所

从 2002 年至 2010 年频繁“倒挂”到 2011 年至 2021 年持续扩张。在过去的 20 年中，以 2010 年至 2011 年为界限，可以把中美利差划分为截然不同的前后两个 10 年。在前一个 10 年，2002 年至 2010 年，由于中国刚刚加入 WTO，全球化红利带动经常账户与资本和金融账户长期保持“双顺差”，彼时中国实施盯住美元的固定汇率制，外汇占款成为基础货币的主动投放渠道，同时“热钱”连续涌入也给外部均衡提供了较高的挑战。在此情形下，中美利差保持“倒挂”可以分化“热钱”流入的预期、缓解人民币汇率潜在的升值压力。但是在 2010 年至 2011 年，由于国际收支从“双顺差”的不平衡状态向均衡状态回升，对外汇占款对国内流动性被动投放的传导机制减弱，中美利差顺势抬升至 100 个 BP 上方并持续扩张，在此之后就基本没有再出现中美利差倒挂的情形，前 10 年和

后 10 年中美利差的定价出现了相反的现象，在 10 年期中美利差长周期起伏涨跌的过程中，中美利差保持了以法定存款准备金率为锚的关系。

2002 年 1 月-2004 年 6 月中美利差“倒挂”：中美通胀之差持续走低。在此期间推动中美利差持续走低的主要因素是中美之间的通胀率差异，网络股泡沫破灭以及亚洲金融风暴的余波，导致全球经济面临通货紧缩的压力，美联储从 2002 年四季度开始，从中性货币政策转向宽松的货币政策，大幅推低美债收益率，但由于美国通胀水平依旧高于中国，导致美债收益率高于中债，中美利差维持倒挂，在此期间中美利差最深倒挂达到 310 个 BP。(1) 从通胀周期对比来看，当时中国还是受到亚洲金融危机余波的影响，通货紧缩压力增大，1997 年之后中国 CPI 同比增速维持在零值上下，2002 年全年 CPI 同比连续负增长长达 10 个月，央行刺激经济增长、推动经济摆脱通缩泥潭，在 2002 年一季度调降存贷款利率，但是 2002 年中美通胀率之差最深达到 -2.70 个百分点的倒挂；(2) 2003 年似乎是 2020 年的另一个镜像，上半年经历美伊战争和 SARS 疫情的冲击之后，2003 年下半年全球经济进入复苏周期，国际贸易以更高弹性的增长加大外汇占款流入国内的速度，中国央行恢复对冲性货币政策操作，在 2003 年 9 月-2004 年 4 月连续“升准”，同时 2003 年 12 月下调超额利率以保证信贷总量增长，在公开市场操作方面发行央票等对冲外汇占款增加、控制基础货币增长，与之相伴的是中美通胀差值从负转正，并驱动中美利差在 2004 年 6 月结束“倒挂”。

图 2：2002 年至 2007 年中美通胀之差是驱动中美利差倒挂的主要因素

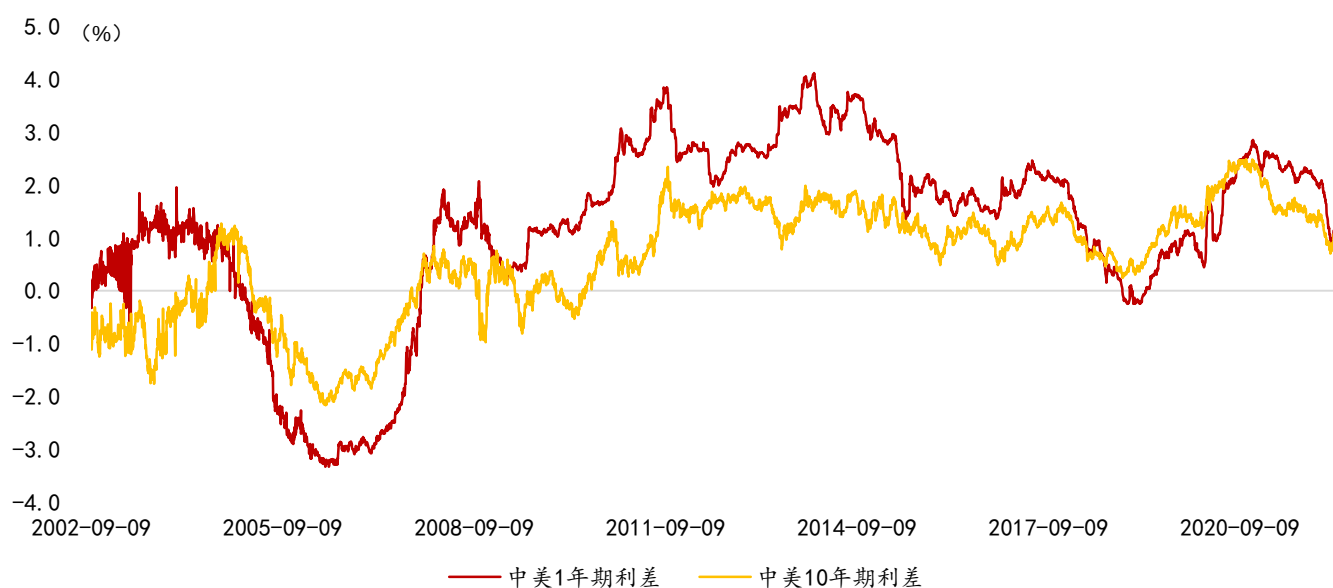


资料来源：Wind，德邦研究所

2005 年 3 月-2007 年 10 月中美利差“倒挂”：全球经济过热环境下中美通胀率之差再度走低。2004 年全球经济增长和通货膨胀开始上行，并逐步走向“过热”，从后视镜来看，彼时美国次级贷款发放吹起房地产泡沫，正在酝酿 2007 年至 2008 年的风险。在此期间，为了对抗经济过热和通胀率，中国和美国两个经济体先后进入紧缩周期，期间中美利差再度“倒挂”。(1) 2004 年 6 月至 2007 年 9 月美联储进入加息周期，累计调升联邦基金利率达到 425 个 BP，而中

国央行从 2004 年 6 月至 2004 年 10 月还保持货币政策稳定，维持流动性宽松状态，导致 10 年期国债收益率大幅下行，中美利差倒挂最深幅度为-217 个 BP。从 2004 年 10 月开始，中国央行启动紧缩货币政策之路¹，2005 年人民币汇率改革之前，保持流动性宽松、债券收益率有所下行，在人民币汇率改革之后重新紧缩，并在 2006 年进行了 2 次“加息”和 3 次“升准”，在 2007 年进行了 6 次“加息”和 10 次“升准”。（2）2005 年 7 月份央行进行了人民币汇率机制改革，将原本的固定汇率制调整为“有管理的浮动汇率制”²，人民币汇率改革成为联动中美债券收益率的一个渠道，在 2005 年之前，中债收益率仅仅反映通货膨胀和中国货币政策的变化，并且在人民币固定汇率制之下，央行等于是“放弃”了货币政策独立性，选择冲销流动性和稳定汇率；在 2005 年之后，中债收益率的变动就不得不考虑美联储等国际市场的变化，中美之间的利率走势出现同向波动，但是由于此时在岸银行间市场对外开放程度不高，中美两个经济体之间货币政策的联动是以人民币汇率渠道的传导为主。由于中国当时“双顺差”的国际收支失衡带来大量流动性，并引起“热钱”蠢蠢欲动，中国货币政策不得不考虑维持中美利差不会扩张太多，在此期间时任中国人民银行行长助理的易纲，表示中美存在大约 3.0% 的利差是保持“热钱”预期和人民币汇率升值预期相对稳定的基础³。从 2005 年至 2007 年的中美利差倒挂，随着 2007 年三季度，美国显现次贷危机的阴影，美联储开启“降息”以拯救危机，导致中美利差结束“倒挂”。

图 3：2002 年至 2022 年中美短端利差和长端利差走势



资料来源：Wind，德邦研究所

¹ 回顾这段历史的时候，我们发现此时中国央行担心的并不是中美利差收窄，而是中美利差扩张，《2005 年四季度货币政策执行报告》曾经这样描述当时为何收紧：2005 年“9-12 月份，鉴于新的人民币汇率形成机制总体运行平稳，**美联储连续加息后中美利差进一步扩大，中国人民银行适时加大公开市场操作力度，控制货币供应量增长速度，促进货币市场利率合理回升。**”也就是说，2005 年下半年央行在完成汇率改革之后，是以“抑制中美利差扩大”为背景进行的紧缩政策。

² 至于为何会选择在美联储加息周期启动人民币汇率改革，央行认为“主要经济体央行持续加息，会使人民币与外币利差发生变化，在一定程度上加大了我国货币政策调控的空间。此外，加息减少了国际市场上的流动性，在某种程度上减弱了国际热钱向我国的流入，为我国汇率改革赢得了时间。”（《2005 年四季度货币政策执行报告》）

³ 《中美利差 3% 考验热钱判断力》载于 2005 年 12 月 19 日上海证券报。

2007 年 11 月-2017 年 11 月：中美利差稳定在 100 个 BP 的中枢区间。2007 年三季度至 2008 年从次贷危机演化为全球金融危机之后，中国和美国货币政策同向宽松，两个经济体利率均同向下行，中美利差也从 30 个 BP 的正值达到 160 个 BP 的高位，在此期间：（1）2010 年至 2011 年上半年成为国际收支的拐点，中国渐渐从 2010 年以前国际收支双顺差的不平衡状态慢慢调整，在 2011 年四季度之后，欧美债务危机、市场预期变化和以“减顺差、促平衡”为导向的外汇管理政策调整的综合影响，使得跨境资金净流入速度趋缓，个别月份银行代客结售汇出现逆差，也正在此之后，外汇占款就渐渐地不再是中国基础货币创造的主要机制；（2）2015 年“8.11”人民币汇率改革一次性释放了人民币汇率累积的贬值压力，在汇率改革的 2015 年，正逢美联储加息周期，而中国央行出于稳增长考虑，连续 5 次降准和 9 次降息，此时引致跨境资金流出压力增大，央行在宽松货币政策的同时，也运用公开市场操作工具对冲外汇占款下滑的影响，导致 2015 年 12 月 10 年期中美利差收窄至 48 个 BP 的低点。随着 2016 年 2 月份 PPI 见底回升，经济下行和通货紧缩周期结束，中国央行也在 2016 年结束本轮宽松筑起，2016 年仅仅做了一次 0.5 个百分点的降准操作。2016 年三季度全球经济共振复苏，成为 2008 年金融危机之后经济增长前景最好的岁月，债券被抛售的同时，股票大幅上涨，白马股领衔的“价值投资”之声不绝于耳。

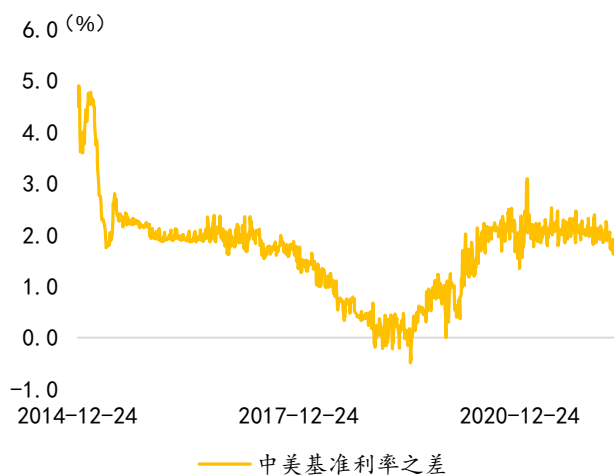
2018 年 11 月-2019 年 3 月：中美货币政策周期分化促成中美利差收窄、短端利差出现倒挂。2018 年至中美货币政策周期和经济周期背离，导致中美利差收窄，10 年期中美利差最低达到 2018 年四季度的 24 个 BP，险些“倒挂”，但是短端 3 个月期限中美利率却倒挂了 3 个 BP。在此期间人民币汇率在中美货币政策周期背离的情形下也出现大幅贬值，可由于 2015 年“8.11”汇改导致人民币一次性贬值，2015 年至 2016 年外资流出的压力也基本释放到位，2016 年开始中国央行完善跨境资金流动监测体系，宏观审慎政策和货币政策形成“双支柱”框架体系，全年也维持国际收支双顺差，没有重现 2015 年至 2016 年外汇占款大幅下降的局面，因此 2018 年中美利差收窄、人民币汇率贬值没有制约货币政策宽松空间的条件，期间中美利差“80-100 个 BP 舒适区间”出炉，形成普遍的市场记忆，当中美利差收窄到舒适区间之下时，市场恐慌资金会大幅流出。不过随着 2019 年美联储结束紧缩周期，中美利差也回归至 100 个 BP 的范围。

1.2. 中美利差存不存在合理区间？

2002 年至 2007 年期间中美两个经济体的跨境资金流动、人民币汇率渠道刚刚搭建，中美利差紧跟两个经济体的通胀率之差变化，而货币政策的松紧都是针对通胀率做出的反应，在此期间中美利差保持在 -60 个 BP 至 -100 个 BP 的区间内波动；2007 年至 2017 年中中美利差在中美货币政策周期保持同向之下维持在 100 个 BP 的中枢范围内波动，由此形成市场的“肌肉记忆”，当 2021 年 10 年期中美利差的绝对值回落至接近 100 个 BP 时，市场即开始担忧收窄的中美利差引致外资流出和人民币汇率贬值之间形成螺旋，其出发点是中美利差存在一个“合理区间”，而合理区间的估计是基于 2018 年和 2020 年中国人民银行的官员在不同

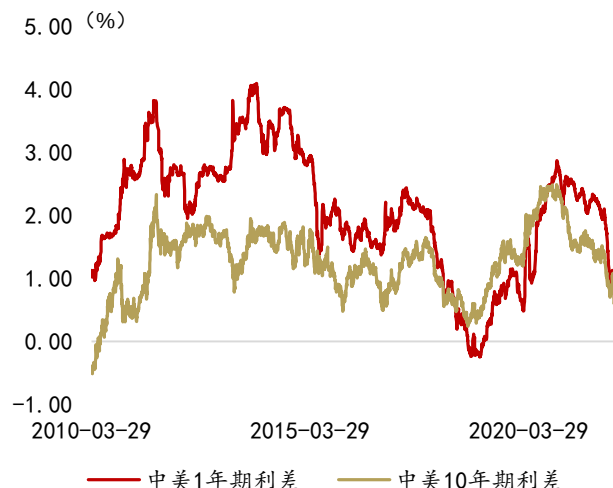
场合对中美利差做出的表态：(1)“舒服区间”。央行 2018 年 4 月 11 日发布了《易纲行长在博鳌亚洲论坛 2018 年年会分论坛“货币政策正常化”的问答实录》官网通稿，在通稿中易纲行长阐述道：“目前，中国十年期国债收益率约为 3.7%，美国十年期国债收益率约为 2.8%，中美利差处于比较舒服的区间。包括货币市场的隔夜利率和七天利率，中美利差也在舒适的范围内”⁴，以及“人民币的收益率曲线还是一直比美元收益率曲线高 80-100 个基点，保持了稳定的利差”⁵，市场根据当时 90 个 BP 的中美利差和 80-100 个 BP 的稳定高度，推断中美利差的“舒服区间”是如此的范围；(2)“相对合适水平”。2020 年 4 月 10 日，在央行召开的 2020 年一季度金融统计数据发布会上，央行货币政策司司长孙国峰表示，“比较中美之间的利差，目前还是处在相对合适的水平，我们可以看到人民币汇率在最近这几个月以来，特别是疫情出现以来双向波动，市场预期是很平稳的。即使在 3 月份全球美元流动性很紧张的状态下，人民币汇率预期还是比较平稳的，和其他货币相比较，人民币是强势货币”⁶，当时中美 10 年期利差为 177 个 BP，中美 1 年期利差和基准利率利差则分别是 102 个 BP 和 133 个 BP，然而当时面临的基本面背景是疫情冲击拖累美国经济进入衰退、美联储宽松货币纾困非政府部门资产负债表，同时疫情席卷全球，美元流动性收紧形成对资产价格的挤兑，而中国则处于摆脱疫情之后经济复苏的起点和货币政策宽松周期的尾声，对比美元流动性挤兑式收紧的流动性背景和中美经济周期差异，170-190 个 BP 的中美利差无疑给人民币汇率提供了跨境资金净流入的获利空间和弹性，屏蔽了美元流动性紧缩对跨境流动性的冲击，但是疫情期间的非常时期已经在后疫情复苏时代的 2022 年很难再现，“相对合适”不意味着绝对。

图 4：中美基准利率之差更能反映货币政策变化



资料来源：Wind，德邦研究所
注释：此处选取 DR007 作为中国政策基准利率

图 5：1Y 期短债利差和 10Y 长债利差波动较大



资料来源：Wind，德邦研究所

如同易纲行长在 2018 年 4 月所言，当我们考量中美利差时，不仅需要考虑 10 年期长端利差和 1-2 年期短端利差，政策基准利率之差也更加重要，“包括货

⁴ <http://www.pbc.gov.cn/goutongjiaoliu/113456/113469/3518129/index.html>

⁵ <http://www.pbc.gov.cn/goutongjiaoliu/113456/113469/3518129/index.html>

⁶ <http://www.pbc.gov.cn/goutongjiaoliu/113456/113469/4005810/index.html>

币市场的隔夜利率和七天利率，中美利差也在舒适的范围内”。2018 年 4 月份，当中债 10 年期 3.70%和美债 10 年期 2.80%之间保持 90 个 BP 的水平时，中债 1 年期 3.22%和美债 1 年期 2.09%之间对应的是 113 个 BP，中国 DR007 当时 2.72%的水平和美国联邦基金利率 1.69%的水平之间则是 103 个 BP 的差值，如果将 90 个 BP 视为 10 年期中美利差的“舒服区间”，那么 100 个 BP 左右的水平也应是中美短端收益率差和政策基准利率之差的舒服区间。截止 4 月 11 日，中美 10 年期利差和 1 年期利差出现“倒挂”，但是以 **DR007 和美国联邦基准利率之差度量的中美政策利差还保持在 160 个 BP**。较厚的中美基准利率之差既是人民币汇率升贬值回旋的空间，也是中国央行货币政策的“舒服空间”。

因此我们认为实际上并不存在一个绝对的中美利差“合理区间”，在中国资本和金融账户部分可自由兑换的情况下，中美利差对人民币汇率波动的实际影响较小。2018 年 4 月时处于中国央行宽松货币政策的起点和美联储加息周期的末端，经过 2015 年末至 2018 年一季度的 6 次加息之后，中美利差各期限利差基本维持在 80-100 个 BP，而 2022 年则是中国央行宽松货币政策的中继和美联储加息周期的起点，尽管长端和短端收益率利差已经先后压缩至倒挂的水平，但是政策基准利率之差还未完全反应，显示中美利差的绝对水平变化还有限制货币政策继续维持宽松的空间。

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_40265

