

中美利差缩窄及倒挂：复盘、成因与后续影响

报告日期：2022-04-27

分析师：何宁

执业证书号：S0010521100001

电话：15900918091

邮箱：hening@hazq.com

主要观点：

近期，中美利差急剧收窄，其中 10 年期中美国债利差从年初的 112bp 快速缩小至 4 月 19 日的 -10bp，出现倒挂，2 年期与 5 年期中美国债利差则更早一步出现倒挂，引发市场关注。本文对过去历次中美利差收窄及倒挂进行复盘，并对当前倒挂的成因及后续影响进行推演。

● 历次中美利差收窄及倒挂复盘

1) 2010 年之前中美利差倒挂较为常见。在 2010 年前中美 2 年期、10 年期国债利率倒挂较为常见，其中 2002—2003 年、2005—2007 年更是长期处于倒挂状态，但是 2010 年之后，中美利差逐步走阔，并极少出现倒挂。2010 年前中美利差与通胀差值高度相关，在 2002 年与 2005 年两轮倒挂中体现较为明显。2010 年之后，受全球金融危机影响，美国经济遭受重创，美联储采取了量化宽松等超常规货币政策，并使用扭曲操作，带动美国国债利率不断降低，而中国则保持了较为正常的货币政策，中美利差开始走阔，倒挂现象基本消失。不过，有些年份中美利差仍然会发生倒挂，总体分两种情况：一是中美国债利率反向变动，即中国国债利率向下变动，美国国债利率向上抬升；二是中美国债利率曲线同向变动，但是美国国债利率向上抬升或者中国国债利率下降速度更快。

2) 历次中美利差收窄的宏观背景：考虑到本次中美利差收窄是由中国国债利率下行和美国国债利率上行导致，以及我国债券市场在 2010 年后才逐步向外资开放，本文选取 2011 年、2015 年以及 2017 年三次中美利差收窄进行复盘：

- 2011 年：2011 年 6 月份，美联储结束 QE2，10 年期美债利率出现了一定程度的反弹。中国经济也受到了欧债危机的影响，叠加国内经济增速放缓、价格回落，央行于 2011 年 12 月开始两次下调 0.5 个百分点的存款准备金率，推动中国国债收益率下行；
- 2015 年：2014 年 10 月美联储正式结束 QE3，10 年期美国国债利率小幅震荡上行。同时，中国经济发展步入新常态，面临“三期叠加”影响，下行压力较大。央行分别于 2015 年 4 月 20 日下调存款准备金率，后续累计降息 75bp，10 月 24 日再次下调存款准备金率 0.5 个百分点。中国 10 年期国债利率不断下行，累计下行将近 90bp；
- 2017 年：2017 年 10 月美联储正式开始缩表，2017 年和 2018 年累计加息 7 次，幅度合计 175bp。在加息和缩表的双重作用下，10 年期美债利率迅速提升，累计抬升 90bp。国内方面，2017 年后中国经济步入下行周期，2018 年实体经济去杠杆叠加中美贸易摩擦扰动，经济面临较大压力。央行于 2018 年 1 月、4 月、6 月、10 月进行四次降准，10 年期国债利率随之下行，累计下行 47bp。

● 本次中美利差收窄及倒挂分析

1) 中美经济和货币周期错位导致此轮中美利差收窄及倒挂：2020 年初新冠疫情在全球流行，各国疫情防控存在较大差异，使得中美两国经济周期发生错位。我国快速对疫情进行了有效控制，率先复工复产，相关经济

相关报告

- 1.《华安证券_宏观研究_宏观点评_一季度经济数据的喜和忧》2022-04-19
- 2.《华安证券_宏观研究_宏观点评_通胀的内核是通缩，仍可能小步慢跑地宽松》2022-04-17
- 3.《华安证券_宏观研究_宏观点评_“内弱外扰”对我国贸易的非对称影响》2022-04-13
- 4.《华安证券_宏观研究_宏观点评_地缘冲突下的通胀加速—美国 3 月 CPI 数据点评》2022-04-13
- 5.《华安证券_宏观研究_宏观点评_持续改善的就业，更快加息的联储—美国 3 月非农数据点评》2022-04-02
- 6.《华安证券_宏观研究_宏观点评_荆棘丛生的加息之路—美国 3 月 FOMC 会议点评》2022-03-17
- 7.《华安证券_宏观研究_宏观点评_欧美制裁对俄欧经济和产业链的几点影响》2022-02-28
- 8.《华安证券_宏观研究_宏观专题_转型、回归与再平衡——2022 年宏观经济展望》2021-11-01

刺激政策也最早退出。2021 年中国经济如期恢复。但到了 2021 年底，受地产快速下行等影响，经济面临需求收缩、供给冲击、预期转弱三重压力，外部环境也更趋复杂。货币政策稳字当头、稳中有松，带动中国国债利率下行。而美国经济目前复苏较好，但通胀高企迫使美联储采取更加强硬的姿态来进行加息，带动美国国债利率不断抬升。

2) 后续中美利差进一步走低空间不大：此轮中美利差走向更取决于美国国债利率的走向，预计利差进一步走低空间已经不大。一方面，美国通胀预计将在 2 季度筑顶，后续美联储的加息以及缩表节奏大概率将会放缓，美国经济增长动能也将会逐步降低，10 年期美国国债利率将面临一定的下行压力。另一方面，我国经济目前受疫情、地产承压、消费低迷等影响，下行压力较大；但随着疫情逐步受控、宽货币、宽财政、扩基建、促消费、稳地产、稳外贸等政策出台后，信用将逐步走宽，稳增长效果也将逐渐显现。因此 10 年期中国国债收益率后续将趋上行。综合看，10 年期美国国债利率短期将保持高位运行，中期来看下行压力较大；而 10 年期中国国债利率后续将趋上行，在两者共同作用下，10 年期中美国国债利差进一步走低空间不大。一旦美联储紧缩幅度变缓，两者之间的利差预计将会重新走阔。

● 本次中美利差收窄有何影响？

1) 对人民币汇率影响较小：理论上而言，中美国债利差不断收窄甚至倒挂，会引发一部分外资出于资产配置的需要卖出中国国债，买入美国国债，外资的流出会给人民币带来一定的贬值压力。但这是建立在资本跨国流动完全不受限制的前提之下，事实上，我国人民币汇率主要受供求影响，其中又以经常项目下的资金往来为主导，中美利差变动对于人民币汇率变化的影响相对较小，两者之间走势在疫情发生以来已经背离。近期人民币快速贬值，中美利差缩窄只能解释一部分，更多应是受出口走弱预期和国内疫情反复等影响。往后看，我们认为人民币汇率短期仍有贬值压力，但幅度不会很大，后续将保持双向波动。短期受出口下行、疫情扰动等影响，人民币汇率总体仍将承压，但预计后续人民币汇率将趋于稳定：一方面随着我国疫情得到控制，经济逐步恢复，市场风险偏好有望修复，同时进出口也将迎来一波修复式的回升，缓解人民币贬值压力；另一方面人民币汇率走低也有利于我国相关产品出口，从而对出口形成一定的托底作用。

2) 对资本市场有何影响？对债券市场存在一定扰动，但总体可控，债券市场走势主要取决于本国基本面。目前外资在我国债券市场的投资占比约 3%，中美利差的收窄乃至倒挂，会引发境外资金进行相关资产的重新配置，从而对我国债券市场形成一定扰动。但是总体来看，我国债券主要还是由国内投资者持有，决定债券市场变动的最主要因素仍是我国经济基本面和央行货币政策。展望后续，我们认为在疫情压制下，货币政策偏向于疫情纾困、直达实体和宽信用，其他诸如宽财政、扩基建、稳地产、促消费、稳外贸等各项政策的出台，宽信用继续在路上，稳增长效果也将逐渐显现，后续国内债券收益率将趋回升。**权益方面，中美利差收窄期间，A 股表现较差，但利差重新走阔后，A 股大多迎来反弹。**历史上看，过去三轮中美利差收窄期间，除去 2015 年创业板指与中证 500 上涨外，A 股大多处于下跌状态。利差重新走阔后，A 股大多迎来上涨，且大多提前反应。细究本质，A 股的变动主因中美利差与我国经济基本面存在较大关联，即利差收窄时我国经济较弱，利差走阔时我国经济向好。展望后续，我们认为国内

看，短期我国经济仍面临需求收缩、供给冲击、预期转弱三重压力，稳增长政策仍在发力之中，上海等地疫情反复尚未完全受到控制；海外仍有美联储加息缩表加速等风险扰动，A 股仍将面临调整压力，或将保持低位震荡趋势。但随着相关稳增长政策逐步发挥作用，疫情受控后快速复工复产，我国经济基本面将会逐步改善，届时中美利差也会重新逐步走阔，A 股将迎来反弹。

● 风险提示

- 1、国际局势紧张引发通胀超预期：俄乌冲突持续导致国际大宗商品价格持续上涨，推动全球物价上涨。
- 2、新冠疫情形势大幅恶化：病毒新变种出现导致全球经济体出现新一轮封锁，造成经济活动大幅放缓。

正文目录

1 中美利差收窄及倒挂历史复盘	6
1.1 历次中美利差收窄及倒挂回顾	6
1.2 历次中美利差收窄宏观背景	8
2 本次中美利差收窄及倒挂分析	10
2.1 中美经济和货币周期错位导致此轮中美利差收窄及倒挂	10
2.2 后续中美利差进一步走低空间不大	10
3 本次中美利差收窄有何影响	11
3.1 对人民币汇率影响较小	11
3.2 对资本市场有何影响?	12
风险提示:	13

图表目录

图表 1 2 年期、10 年期中美国债利差水平	6
图表 2 中美两国通胀水平差异	7
图表 3 10 年期中美国债收益率曲线	7
图表 4 欧债危机扰乱了美国经济复苏	8
图表 5 中国经济受到较大影响	8
图表 6 金融危机后美联储资产负债表	9
图表 7 “三期叠加”影响下中国经济下行压力较大	9
图表 8 2017 与 2018 年美联储较快加息	9
图表 9 中国央行多次降准	9
图表 10 2021 年以来美国通胀快速抬升	10
图表 11 中国经济面临较大压力	10
图表 12 美国实际利率快速上升	11
图表 13 3 月份以来上海等地疫情反复	11
图表 14 近期外资持债减少	12
图表 15 人民币汇率与中美利差走势近期发生偏离	12
图表 16 A 股在中美利差收窄时大多下跌	13
图表 17 中美利差走阔后 A 股大多上涨	13

1 中美利差收窄及倒挂历史复盘

1.1 历次中美利差收窄及倒挂回顾

从经济学的角度而言，一国的利率与本国经济基本面以及央行的货币政策息息相关，其中短期国债利率受到央行的货币政策影响较大，长期国债利率水平影响因素更多，除短期利率水平外，还受到经济体的潜在增长水平、通胀水平以及期限溢价等影响。从这个角度出发，中美两国的经济基本面以及央行相应的货币政策是中美利差的决定性因素。

1) 2010 年之前中美利差倒挂较为常见

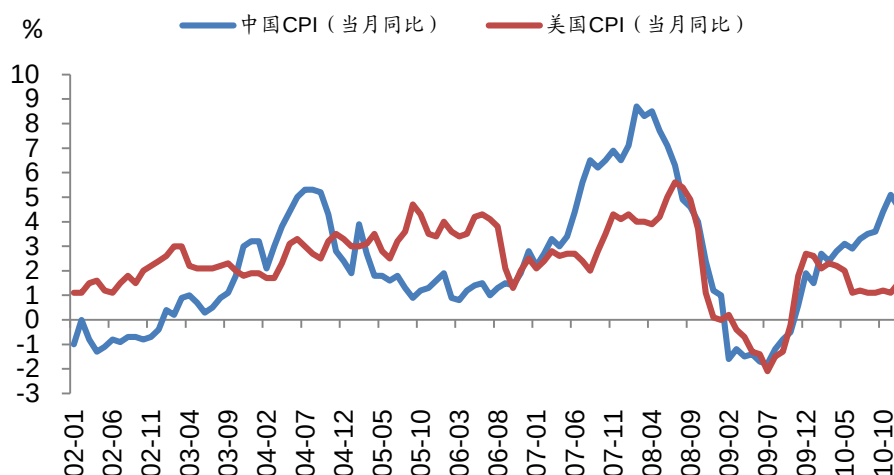
从历史上来看，在 2010 年前中美 2 年期、10 年期国债利率倒挂较为常见，其中 2002—2003 年、2005—2007 年更是长期处于倒挂状态，但是 2010 年之后，中美利差逐步走阔，极少出现倒挂。以 10 年期中美国国债利差来看，2010 年之后虽然经历了 6 轮收窄，但一直没有出现倒挂，直至 2022 年 4 月份。事实上，在 2010 年中国人民银行发布《关于境外人民币清算行等三类机构运用人民币投资银行间债券市场试点有关事宜的通知》之前，中国债券市场相对封闭，外资较少参与我国债券市场，此时的中美利差与两国之间的通胀差值高度相关，在 2002 年与 2005 年两轮倒挂中体现较为明显。其中 2002 年我国在经历亚洲金融危机后，通胀不断走低，有将近一年时间里处于通缩状态；而美国经济则在美联储降息的刺激下逐步复苏，通胀水平也开始逐步抬升，中美通胀之差保持在 2% 以上，成为主导当时中美利差倒挂的原因。2005 年中美利差倒挂原因也相似，彼时美国由于地产繁荣，带动通胀水平一路上行，美联储亦加息至 5.25%；中国由于通胀迅速走高，央行开始采取紧缩政策，导致通胀发生较大幅度下跌，两国的通胀差值拉大，利差也随之进一步倒挂。2010 年之后，由于全球金融危机，美国经济遭受到较为严重的伤害，美联储采取了量化宽松等超常规货币政策，带动美国国债利率不断降低；而中国经济蓬勃发展，央行保持了较为正常的货币政策，中美利差开始走阔，倒挂现象基本消失。

图表 1 2 年期、10 年期中美国国债利差水平



资料来源：Wind，华安证券研究所

图表 2 中美两国通胀水平差异

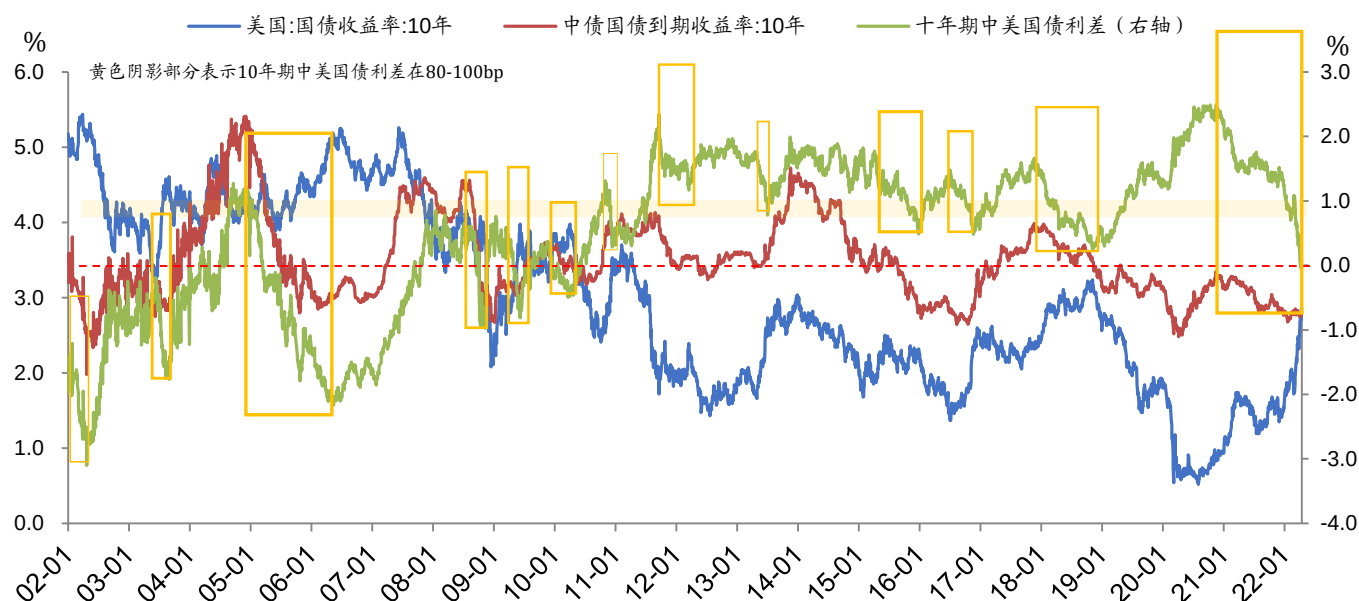


资料来源：Wind，华安证券研究所

2) 中美利差收窄及倒挂有两种类型

从美国国债收益率曲线变化的角度进行分析，中美利差倒挂发生的类型分为两种：一是中美两国国债利率反向变动，即中国国债利率向下变动，美国国债利率向上抬升；二是中美两国国债利率曲线同向变动，但是美国国债利率向上抬升或者中国国债利率下降速度更快。2003 年、2004-2006 年、2011 年、2015 年、2017 年以及本次中美利差缩窄主要由中国国债利率下行、美国国债利率上行导致，而 2002 年、2008 年则是由中国国债利率下行速度更快导致，2009 年、2010 年、2012、2013 年、2016 年是由于美国利率上行速度较快。

图表 3 10 年期中美国国债收益率曲线



资料来源：Wind，华安证券研究所

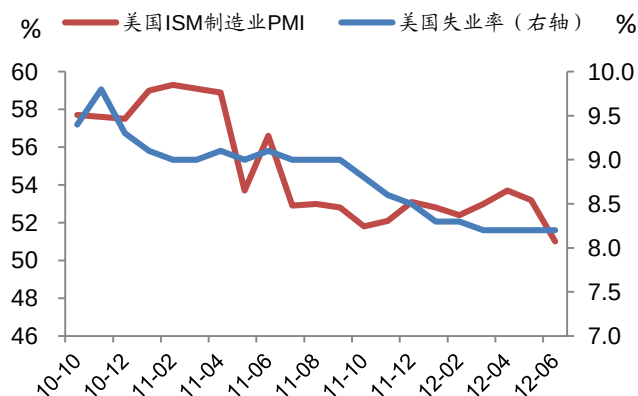
1.2 历次中美利差收窄宏观背景

考虑到本次中美利差收窄由中国国债利率下行和美国国债利率上行导致，以及我国债券市场在 2010 年后才逐步向外资开放，我们选取 2011 年、2015 年以及 2017 年三次中美利差收窄进行复盘，并分析当时中美经济基本面情况。

1) 第一轮收窄（2011.09-2012.03）

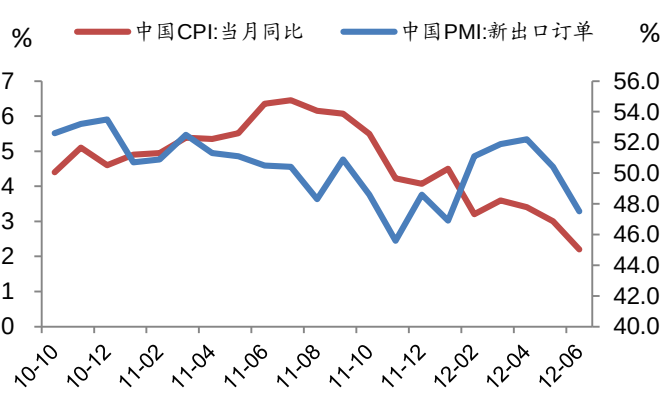
本轮中美利差开始收窄时，中美利差超过 200bp，但在 8 个月时间内迅速回落至 110bp 左右。2011 年 6 月，美联储结束了总量达 6000 亿美元的 QE2，此时美国经济在量化宽松的刺激下稳步恢复，通胀持续走高，失业率也开始下降。但是伴随着欧债危机的影响持续蔓延，美国经济复苏受到较大干扰，美联储在 2011 年 9 月宣布实施扭曲操作（Operation Twist），通过买入 10 年期以上的长期国债、出售短期国债，推低长期利率，从而降低与长期利率挂钩的贷款利率，以支持经济复苏。但是由于此时美国 10 年期国债利率已经低于 2%，在没有更大规模的货币宽松刺激下，10 年期美债出现了一定程度的反弹。此时，中国经济也受到了欧债危机的影响，叠加国内经济增速放缓、价格回落，央行于 2011 年 12 月 5 日、2012 年 2 月 24 日分别下调了 0.5 个百分点的金融机构存款准备金率，推动中国 10 年期国债利率下行。

图表 4 欧债危机扰乱了美国经济复苏



资料来源：Wind，华安证券研究所

图表 5 中国经济受到较大影响



资料来源：Wind，华安证券研究所

2) 第二轮收窄（2015.04-2015.12）

本轮中美利差收窄幅度超过 120bp，最低时利差仅 48bp，远低于中美利差“舒适区间” 80bp 的下限。2014 年 10 月美联储正式结束 QE3，期间总计购买了约 1.6 万亿美

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_41279

