



夏春：中美利差倒挂，这四个问题需要想明白！



文/意见领袖专栏作者胡玮砾、夏春



4月11日，A股大跌，上证综指收跌2.61%，沪深300收跌3.09%，创业板收跌4.20%。造成大跌的一个可能原因是《加快建设全国统一大市场的意见》的发布；另一个可能的原因是10年期美债利率升破2.75%，与中国10年期国债利率持平。中美利差倒挂在即，这引发了投资者对于资本外流的担忧。但我们认为倒挂并非股市下跌的信号，本文将就您可能关心的四个问题作出回答。

1、倒挂意味着什么

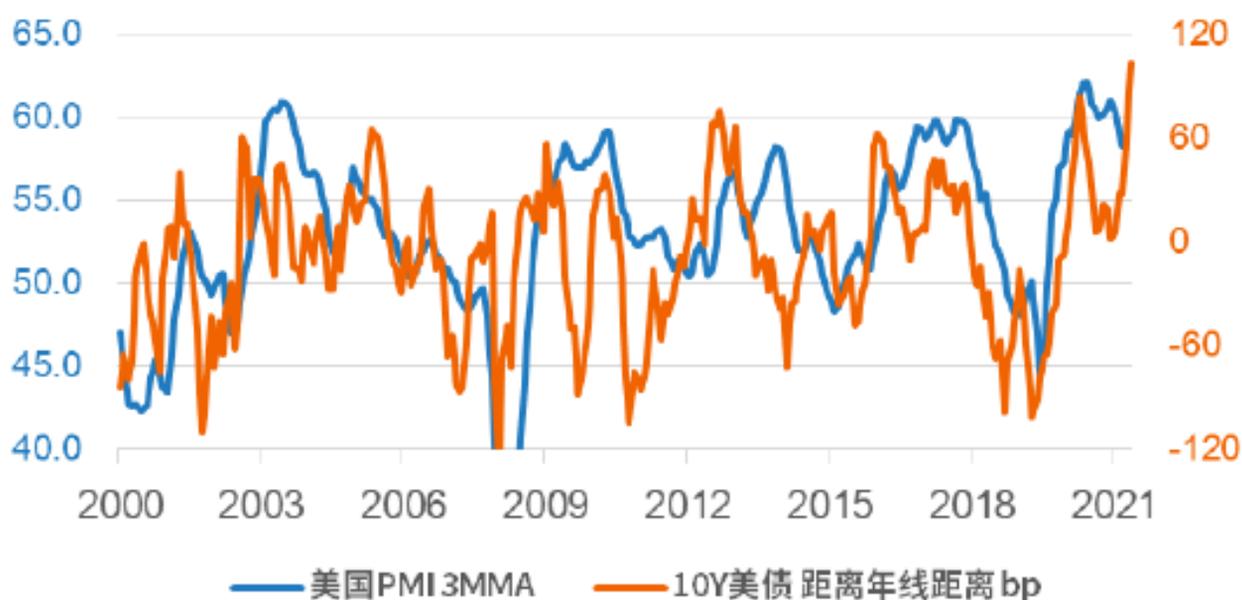
对投资者来说，10年期国债利率非常非常重要，因为它既反映了货币政策的松紧（在一定程度上），又反映了商业银行对未来经济的看法。在经

济预期稳定的情况下,货币越宽松,则10年期国债利率越低;反之则反是。

在资金利率一定的情况下,如果商业银行对经济比较乐观,那它们就会愿意承担风险去放贷款,国债需求就会下降,价格下跌、利率上行;反之如果商业银行对经济比较悲观,它们会增配国债,价格上涨、利率下行。

而中央银行和商业银行对经济的影响力是巨大的,因此国债利率非常重要,中美利差相应也备受关注。

美国长债利率与经济



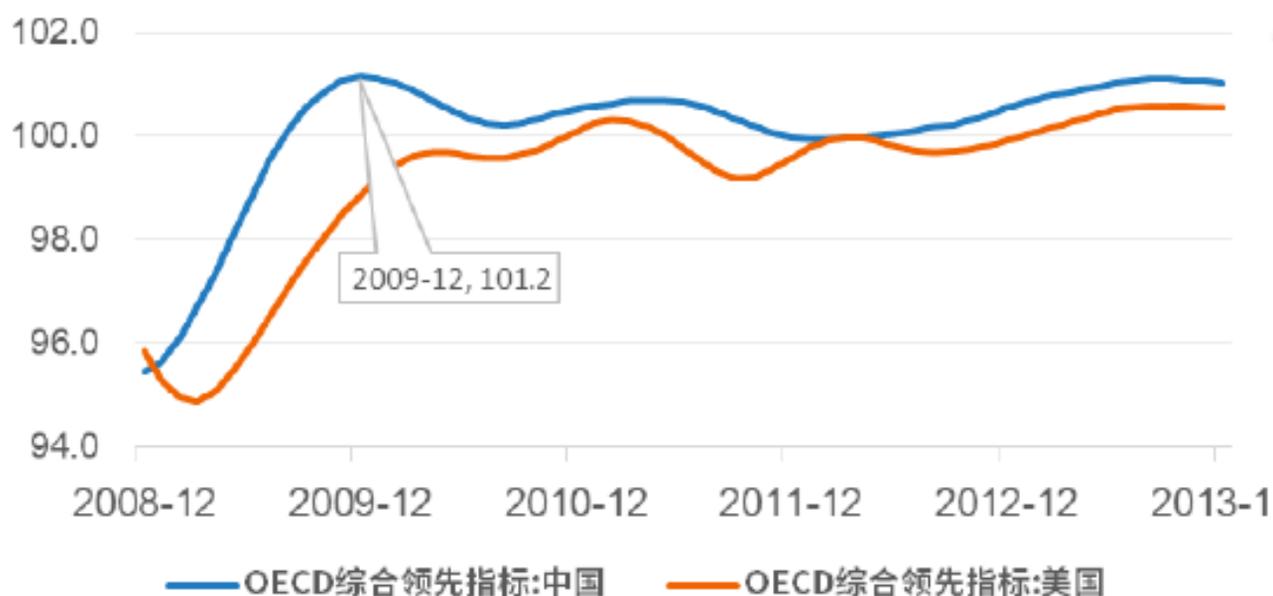
来源: Wind, 银科金融研究院

从历史经验来看,利率在一两年内的波动主要受国内经济形势的影响。把我们前面说的两个方面结合起来,不难想明白:经济越好,货币收紧+国债需求下降,10年期国债利率上行;经济越差,货币宽松+国债需求上

升，10年期国债利率下行。

中国利率与经济的关系也是同样。

2010的倒挂：中国经济率先开始放缓



来源：Wind，银科金融研究院

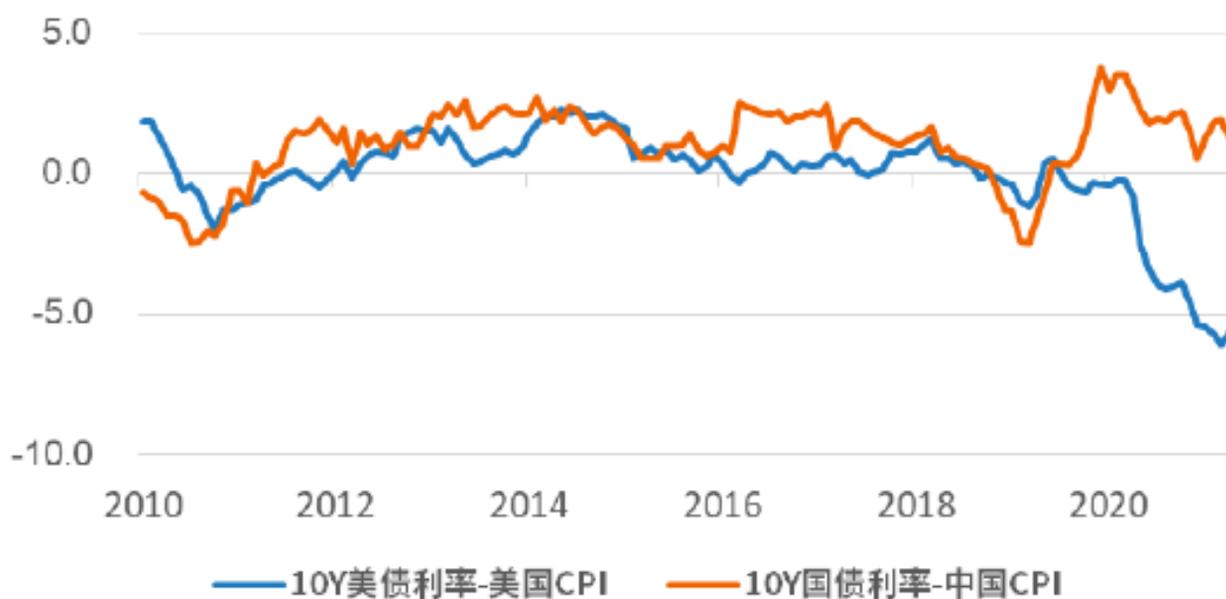
所以当前两国长债利率的倒挂本质上只说明了一件事：中美经济周期背离了。

上一次中美利差的倒挂出现于 2010 年初，当时也是中国经济周期领先美国，率先开始放缓，而彼时美国经济仍在复苏；同时，倒挂从 2010 年初持续到 2010 年 6 月，也正是中国经济快速下行的半年，

2、资本会外流吗

很多人担忧：既然倒挂发生，那么相对于在中国买 10 年期国债，去美国买 10 年期国债可以获得更高的收益率，资本的逐利性可能导致资本外流。

中美实际利率对比



来源：Wind，银科金融研究院

但我们认为这种情况只有在两国通胀水平接近的情况下才有可能成立。资本流动本质上是持有资产的调整，当前美国通胀高企，将资产从中国资产换成美国资产必须承受相对更高的通胀，而这种通胀将来可能会导致汇率损失。如图所示，受到通胀影响，中美实际利率在疫情后发生巨大背离，名义利率的倒挂对资本流动的影响更小。

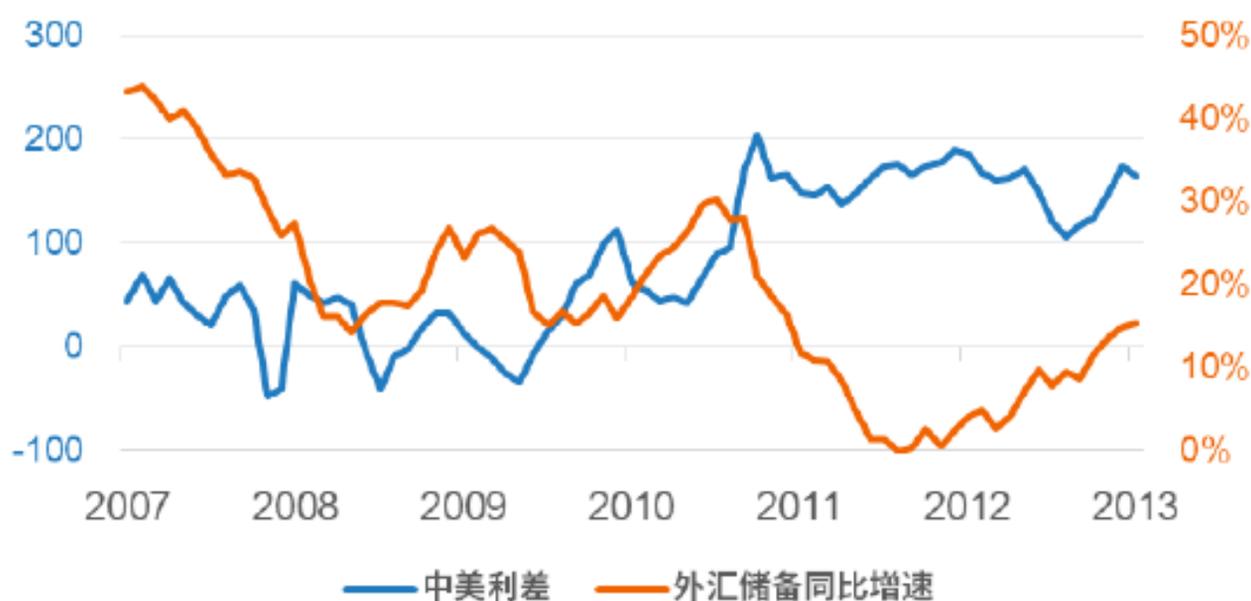
中美利差变化与北向资金



来源：Wind，银科金融研究院

另外，对比“中美利差相比 60 个交易日前的变动”与“北向资金过去 60 个交易日的净买入情况”可以发现，两者之间并不存在稳定的同步或先后的同步关系。

上一次中美利差倒挂，也未见资本外流



来源：Wind，银科金融研究院

而 2010 年的倒挂也没有带来资本外流的发生，那时中国的外汇储备增速始终保持在 10% 以上。

所以，从逻辑和经验上，我们都无法得出“倒挂将导致资本外流”的结论。我们还相信随着中国经济的复苏和美国经济的下行，中国的资产将更具有吸引力。

3、是否会影响降息降准（的预期）

既然倒挂不会导致资本外流，那么投资者目前对货币宽松的期待就不会受到影响。不过我们还想向您强调两个另外的原因。

也许，资本越外流，货币越需要宽松



来源：Wind，银科金融研究院

第一，假设有一天资本外流发生，中国央行可能反而更需要宽松货币。因为资本外流意味着货币大量的“消失”（货币创造的反面），中国的货币供给可能因此不足，此时央行要做的不是“收紧货币、提高利率、吸引外资”（如前所述，这么做也未必真能吸引外资），反而是“尽快宽松、帮助实体”。我们可以对比1年期国债利率和外汇储备增速，虽然两者之间大

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_40254

