



李湛：中美利差倒挂后，股 债汇如何表现



文/意见领袖专栏作家 李湛



本轮利差倒挂对于股债汇影响将比较有限，当前出口仍有韧性、中美通胀差显著、中美实际利差仍厚，这使得央行对中美名义利差收窄的容忍度有所提高。

历史上中美利差倒挂阶段

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 年 3 月 17 日~2007 年 10 月 18 日）中，美联储于 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，随即央行加息。该阶段倒挂深度最深，曾达到-187 BP，持续时间也最长，超过 2 年半。

第二阶段为金融危机期间(2008 年 9 月 19 日~2008 年 11 月 24 日)，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 年 4 月 30 日~2009 年 9 月 18 日)，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。

表 1：中美利差倒挂阶段以及各阶段持续时间

	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					

资料来源：Wind

表 2：中美利差收窄阶段以及各阶段持续时间

	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					

资料来源：Wind

历次倒挂之后央行采取的措施

三轮利差倒挂阶段，中国货币政策大多“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。

第一阶段，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 2008 年 10 月 15 日、12 月 5 日、12 月 25 日共降准 200 BP，在 10 月 30 日、11 月 27 日、12 月 23 日共降息 159 BP。

第三阶段央行并没有任何降准降息操作，但其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 万亿元。

除了利差倒挂外，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 50 BP 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~2012 年 3 月期间, 利差虽然收窄, 但始终维持在 120 BP 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 50 BP 全面降准。

2012 年 12 月~2013 年 7 月, 利差收窄 80 BP 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 63 BP, 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 49 BP, 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 24 BP, 国内稳增长压力较大, 央行只进行降准但始终未降息, 在人民币汇率达到 6.87~6.89 时引

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_41025

