

上海证券
SHANGHAI SECURITIES

中美利差倒挂，影响几何？

胡月晓

(CIIA:29001385)

S0870510120021

2022年5月7日

本期视点（2022年5月）

■ **中美利差倒转的背景和特征。**首先中国和欧美经济体间利率走势相向而行的态势早已形成，2021年下半年后，尽管西方货币当局强调通胀的暂时性，但在市场预期下欧美利率已开始进入上涨通道。虽然西方各国高通胀持续的表象相同，但原因各异；美国通胀在西方主要经济体中最为严重，不仅是货币长期宽松的结果，更是社会变化带来“大涨薪”等结构变动的结果。当前西方货币环境仍然处在相当宽松的状态，金融体系机能仍未从疫情后的脆弱状态中恢复。

■ **中美利差倒转的原因分析。**本轮高通胀将结束美国物价长期处于稳定偏低的状态，绝对价格水平将提升，美元的绝对购买力水平（PPP）将下降；受经济和金融市场制约，美元加息或低于当前市场预期（2022年底联邦基金利率达2.75）。中美通胀走势将分化，中国PPI下行态势不变。中美经济增长变化方向也将相向而行，走出疫情影响的美国经济将从底部状态缓慢抬升，中国则延续增速换挡。中美货币政策导向差异，美国以强美元为核心，中国以调结构为导向，因而对政策工具选择不同。中国货币环境是存量过多，增量不足；而美国则是央行过大，商行体系信用创造能力不足。

■ **中美利差倒转的市场影响分析。**在俄乌冲突叠加疫情影响下，中美利差倒转加剧了人民币对美元汇率的波动性，人民币汇率波动幅度将加大，或再贬之（6.75-6.80）后再回升。债券境外投资外流影响已过半，外流进程短暂延续中进度放缓。中国资本市场先抑后扬的总体进程不受中美利差倒转的影响，但当前“抑”阶段的深度和长度，将受中美利差倒转影响而加大、延长。



目录

- 中美利差变化：背景与特征
- 中美利差倒挂的原因分析
- 中美利差倒挂的市场影响



一、中美利差变化：背景与特征

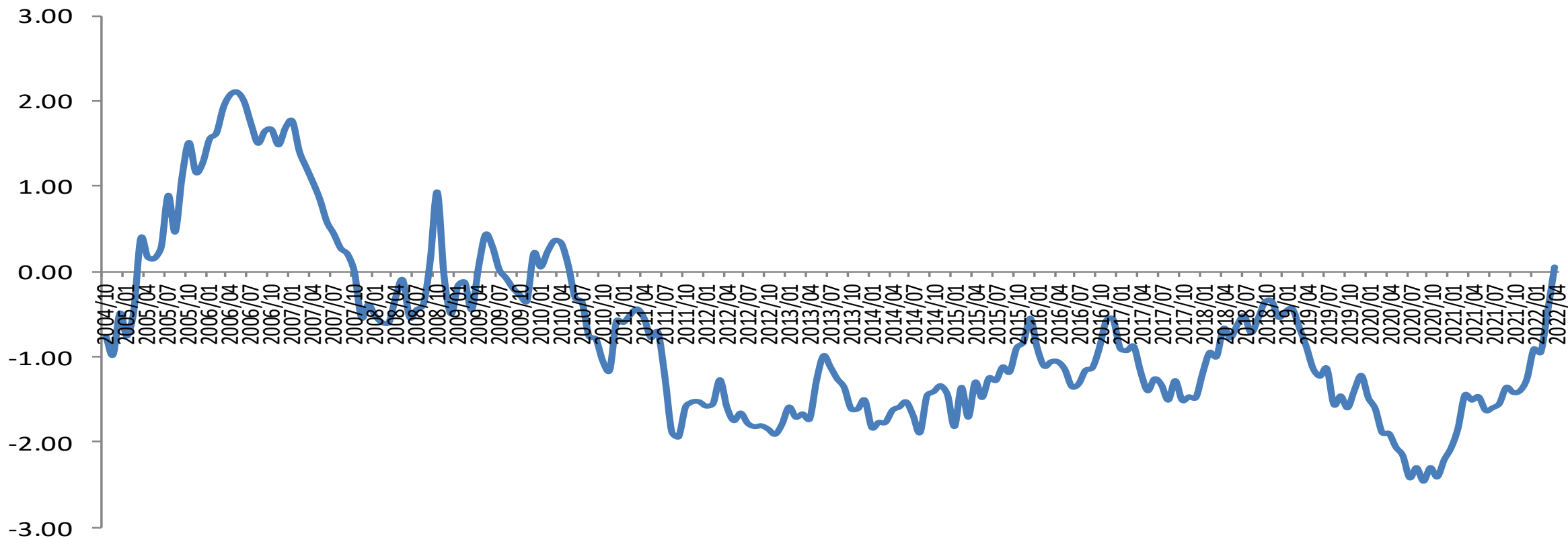
1. 中外利率走势差异进程
2. 中外通胀形势差异分化
3. 西方货币宽松和金融脆弱



中美利率差14年后倒转

- 2022年4月，以国债10年到期收益率差衡量的中美利差，在14年6个月后倒转。
- 2007年10月，金融危机初期之时，美国指标利率开启了低于中国指标利率的进程

图1 中美利差走势（国债YTM/%，月）



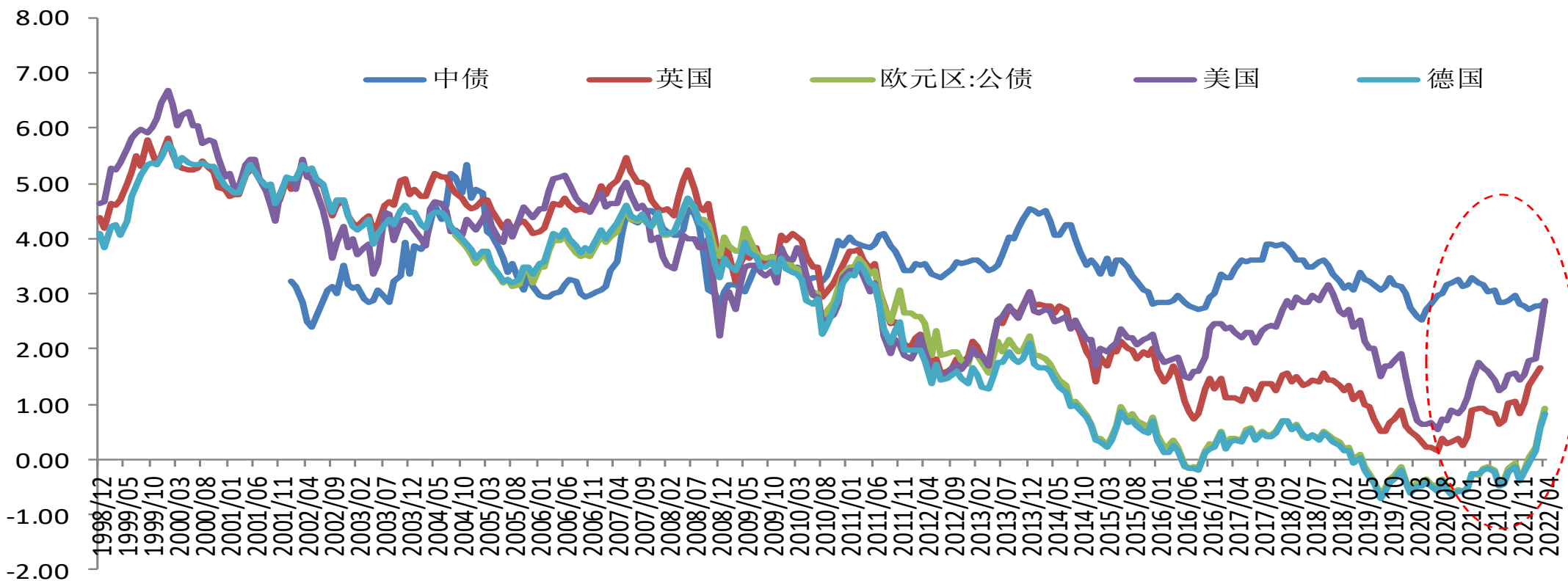
资料来源：wind，上海证券研究所



国际金融领域变化：东西利率相反走势已超1年

- 2021年后，中国和欧美间利率就呈现了相向而行的态势；
- 直至2021年末，西方货币当局仍努力弱化加息预期。

图2 中国和欧美主要经济体利率走势比较（国债10年YTM，月/%）

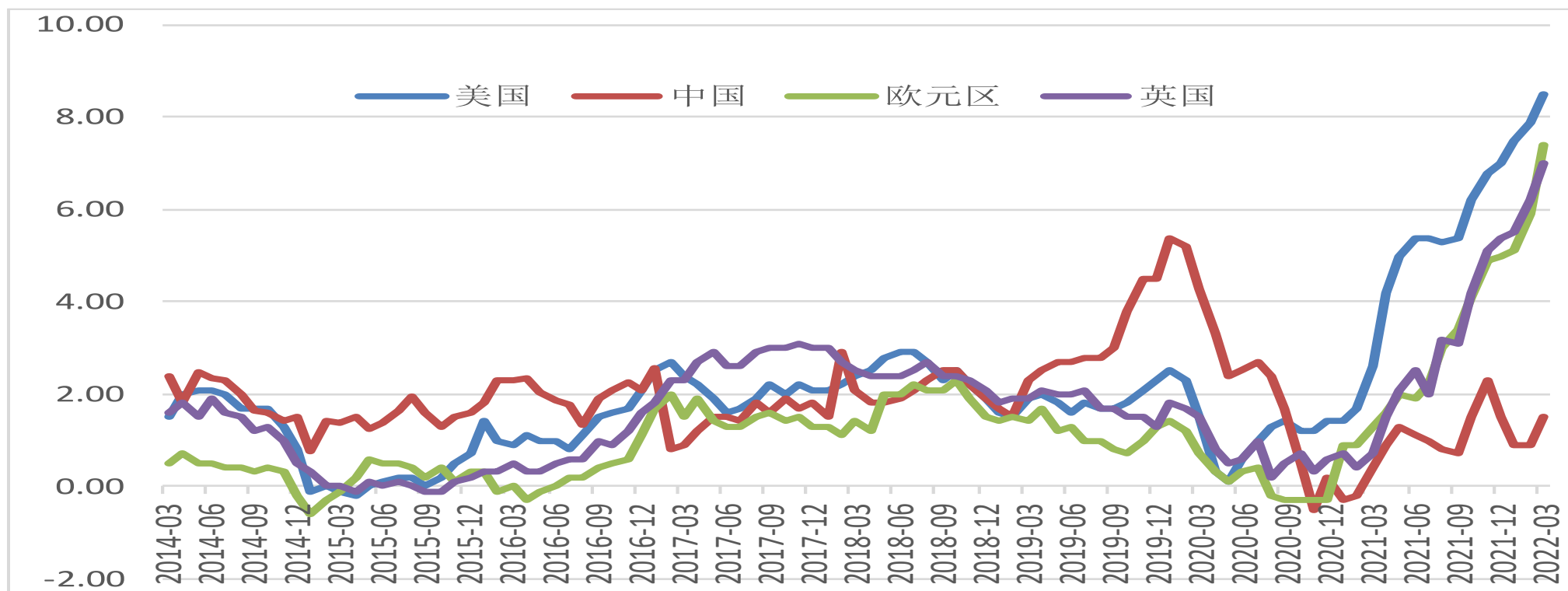


资料来源：wind, 上海证券研究所

中外利率走势的差异主要在于通胀

- 2021年后，西方主要经济体通胀加速回升，但彼时政策决策者并不认为通胀具有持续性；但市场却相反。
- 中国通胀呈现了别样场景，通胀主角CPI→PPI。

图3 中国和欧美主要经济体通胀走势（CPI, 月度同比，%）

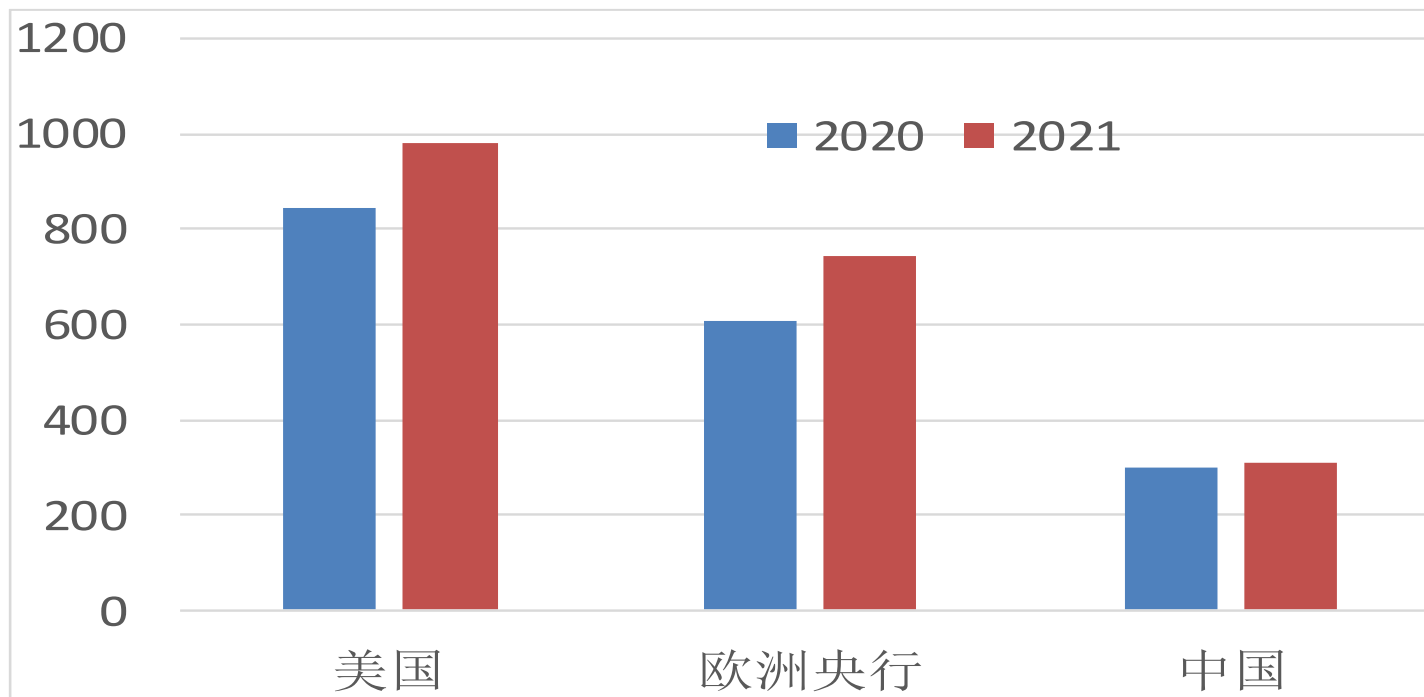


资料来源：wind，上海证券研究所

欧美央行2021年延续宽松

- 2020和2021年，ECB规模为7.0和8.6万亿欧元，增长12.2%；
- 2020和2021年，FED规模为7.7和8.9万亿美元，增长16.1%；而中国几无扩张。

图4 央行规模的变化（2006=100，年）

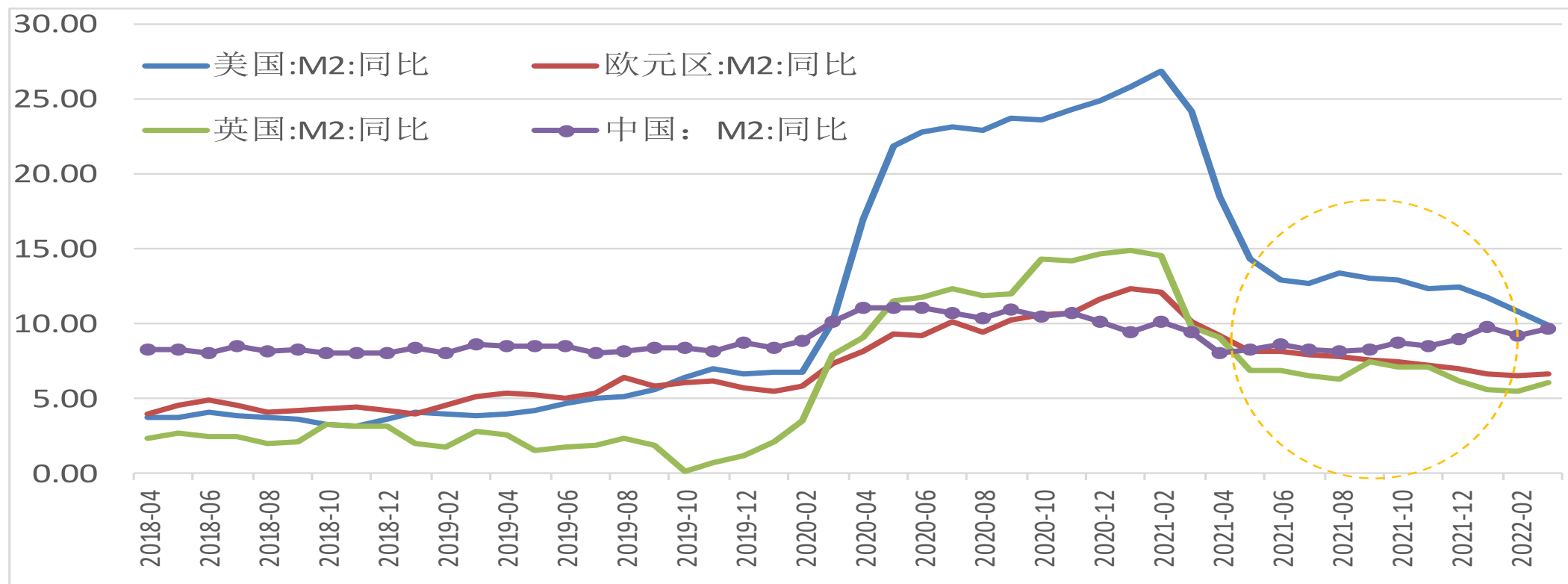


资料来源：Wind，上海证券研究所

2021年以来欧美和中国货币增长趋势差异

- 欧美广义货币增长2021年以来缓慢下降；
- 2021年以来中国货币增长呈现稳中偏升态势。

图5 中国和欧美主要经济体货币增长走势（月，%）



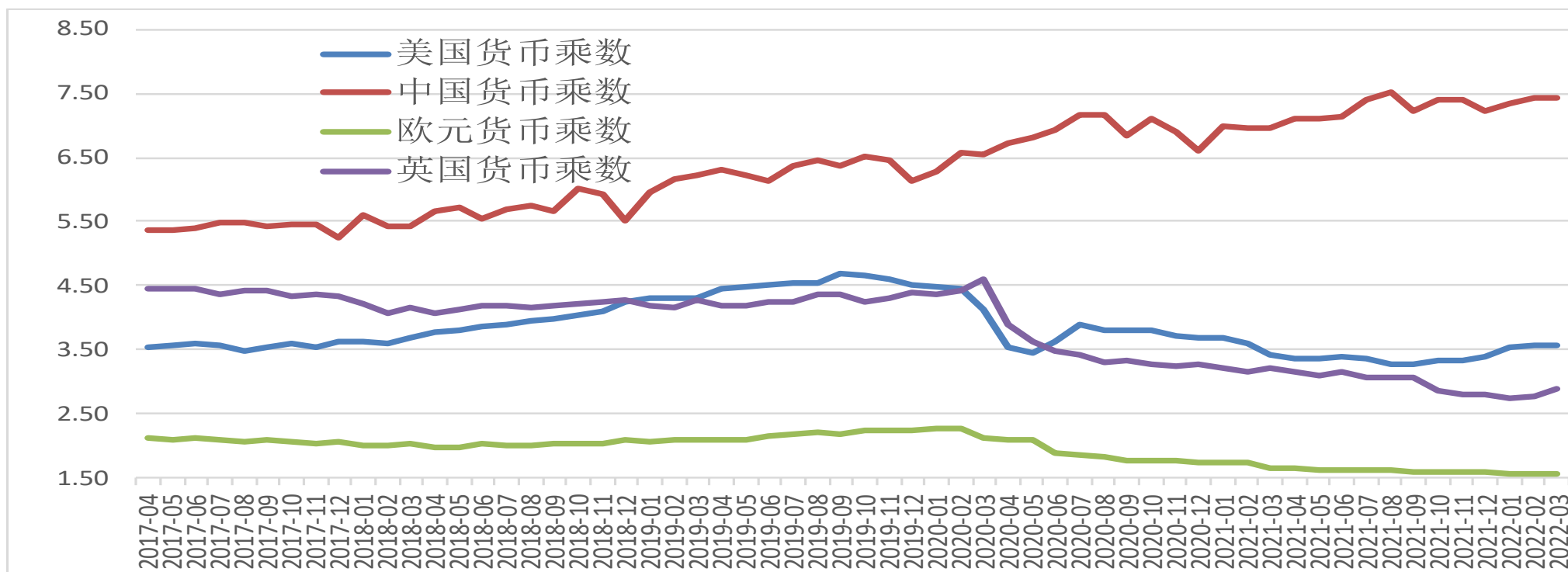
资料来源: Wind, 上海证券研究所



金融体系比较：欧美仍未复原

- 2008金融危机、2010欧债危机、2020疫情，欧美金融体系“身体机能”步步下台阶；
- 2021年欧美货币乘数仍然底部趋降，表明金融机能未能复苏。

图6 欧美金融体系仍未复原



资料来源：Wind，上海证券研究所



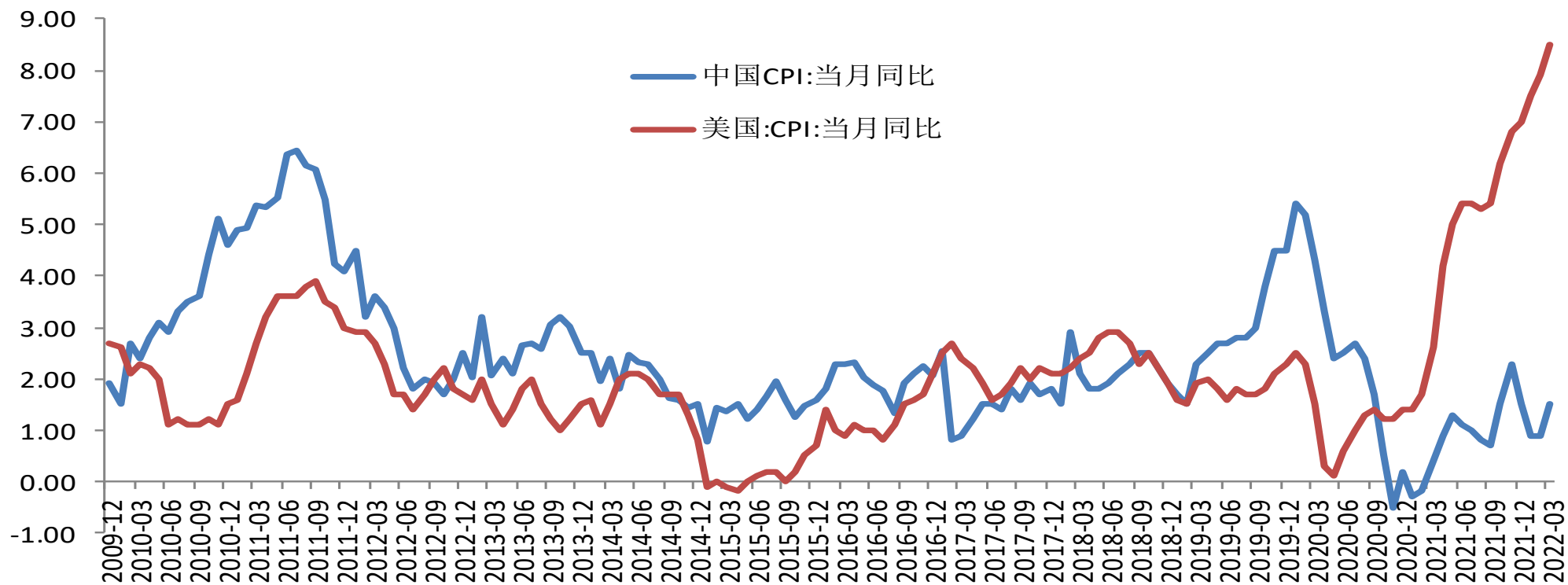
二、中美利差倒挂的原因分析

1. 中美通胀差异是直接动因
2. 中美经济增长变化方向是基础
3. 中美货币环境差异决定未来波动态势

中美通胀现状和发展前景差异

- 2021年以来，中国通胀虽然波动增加，但水平较低，未来平稳趋势明显；
- 2021年以来，美国通胀持续上行，且有高位持续态势。

图7 中美通胀的变化比较（月，%）

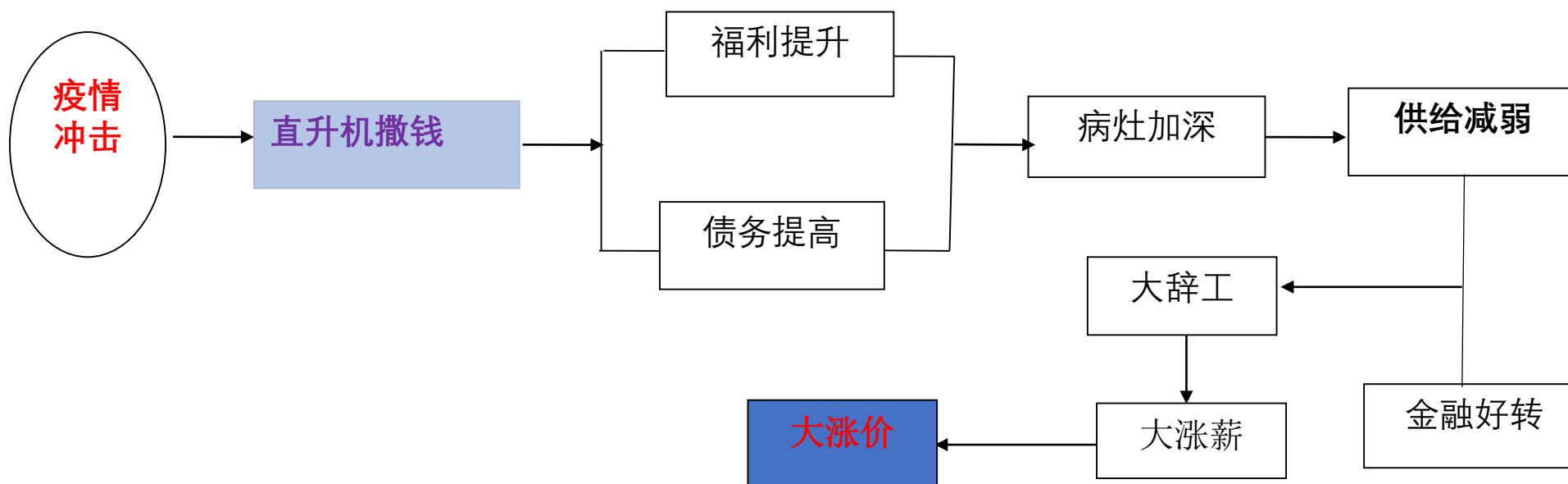


数据来源: wind, 上海证券研究所

美国通胀本质的变化：社会现象VS货币现象

- 西方发达国家的通胀上涨，既是西方长期实行货币宽松的结果，更是一种社会变化现象；
- 全社会发钱模式，带来了经济低迷下需求的增长，加剧供求矛盾，使得通胀水平压力持续上升。

图8 西方本轮通胀属性为供给冲击

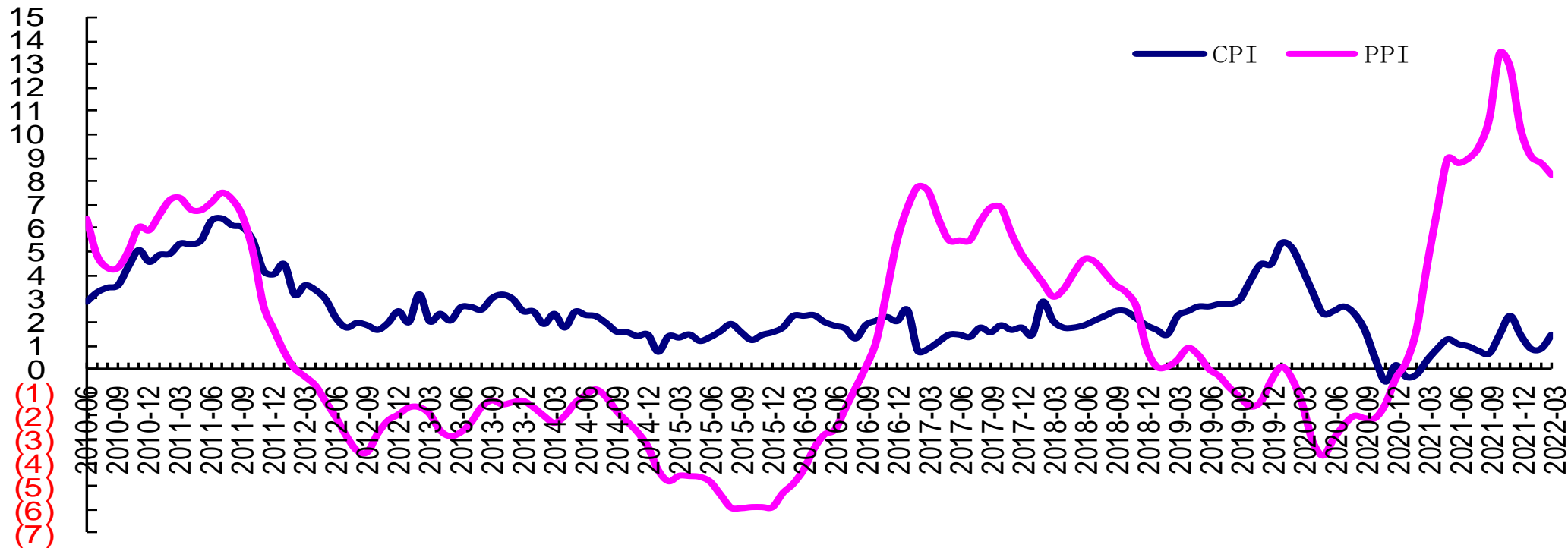


资料来源：上海证券研究所

中国通货膨胀的高位回落态势

- 中国经济当前通胀主要体现为PPI；主要受煤炭和钢铁工业品价格影响，而这2大类品种价格都有下降趋势。
- CPI的关键商品是猪肉，养猪行业正经历产能放大后的薄利稳定发展期。

图9 中国通货膨胀的变化（同比/月，%）



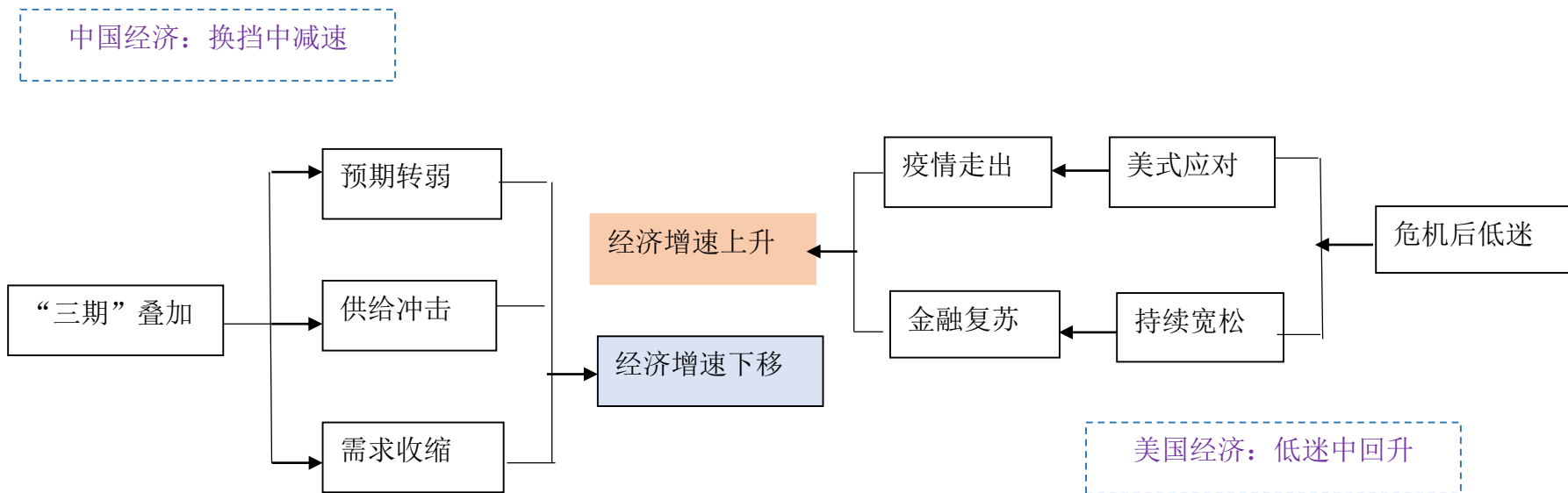
数据来源：wind，上海证券研究所



中美经济增速前景差异：变化的相反走势

- 中国经济增速逐渐下台阶：债务约束、楼市违约风险等；
- 美国经济增速自底部回升：市场或已出清、金融修复完成。

图10 中美经济增速变化相向而行

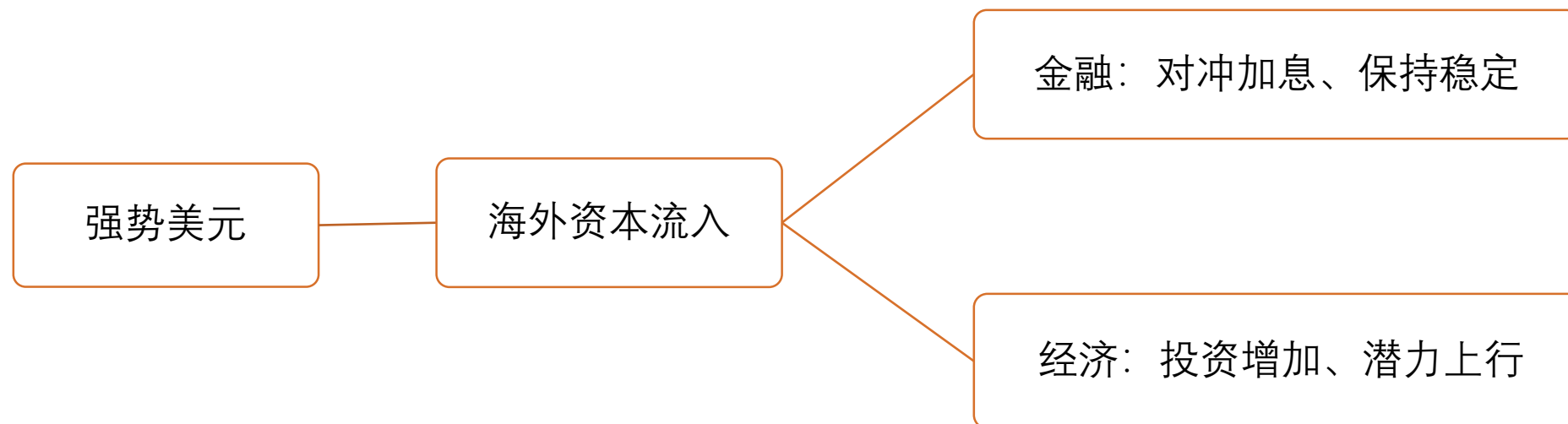


资料来源：上海证券研究所

中美货币政策导向差异：强势美元是美首选

- 强势美元最符合美当前宏观和金融形势，是美当前宏观调控体系的核心。

图11 强美元对美国经济、金融的影响效应

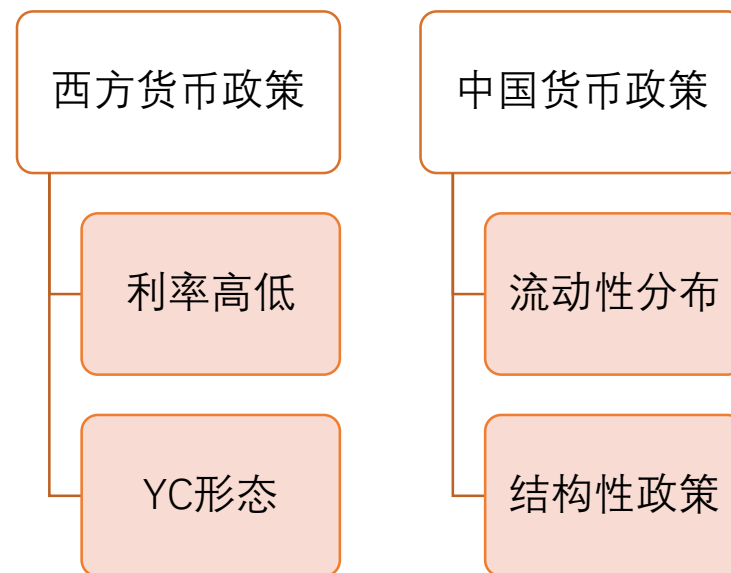


资料来源：上海证券研究所

中国货币政策：结构内容拓展

- 经济也进入了债务经济时代，货币体系已由外生转内生。
- 结构性货币政策内容变化：普惠→普惠+绿色。

图12 中外货币政策着眼点差异



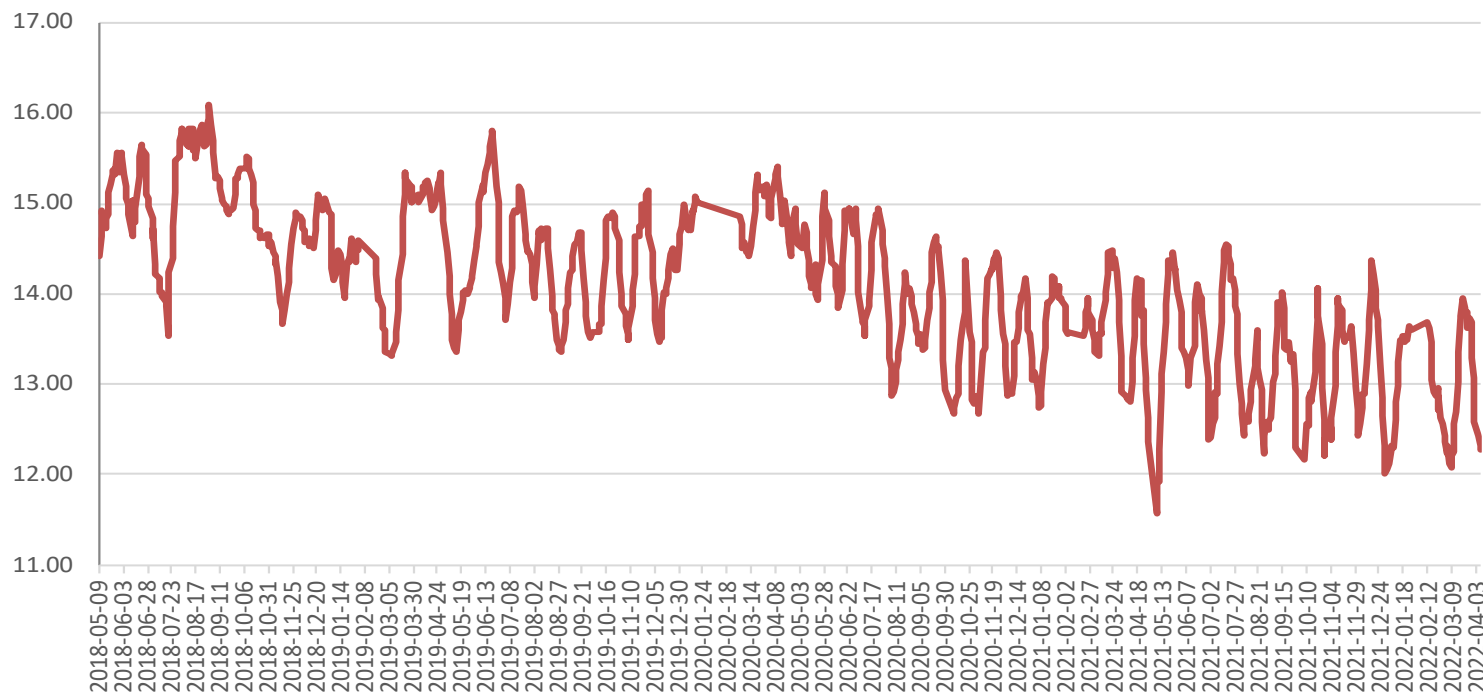
资料来源：上海证券研究所



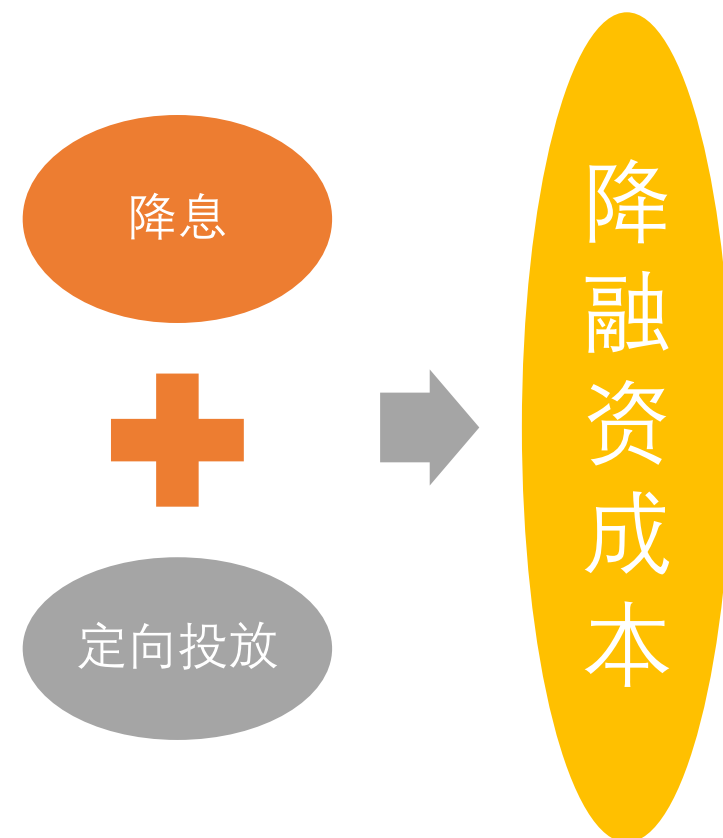
中国货币政策导向：引导融资利率下行

- 利率定价体系调整、结构化政策的最终目的，都是降低融资利率；
- 随着楼市政策环境的改变，以及央行直达实体工具的推出，中小企业融资利率已有所下降。

图13 温州民间借贷利率趋向下行 (%)



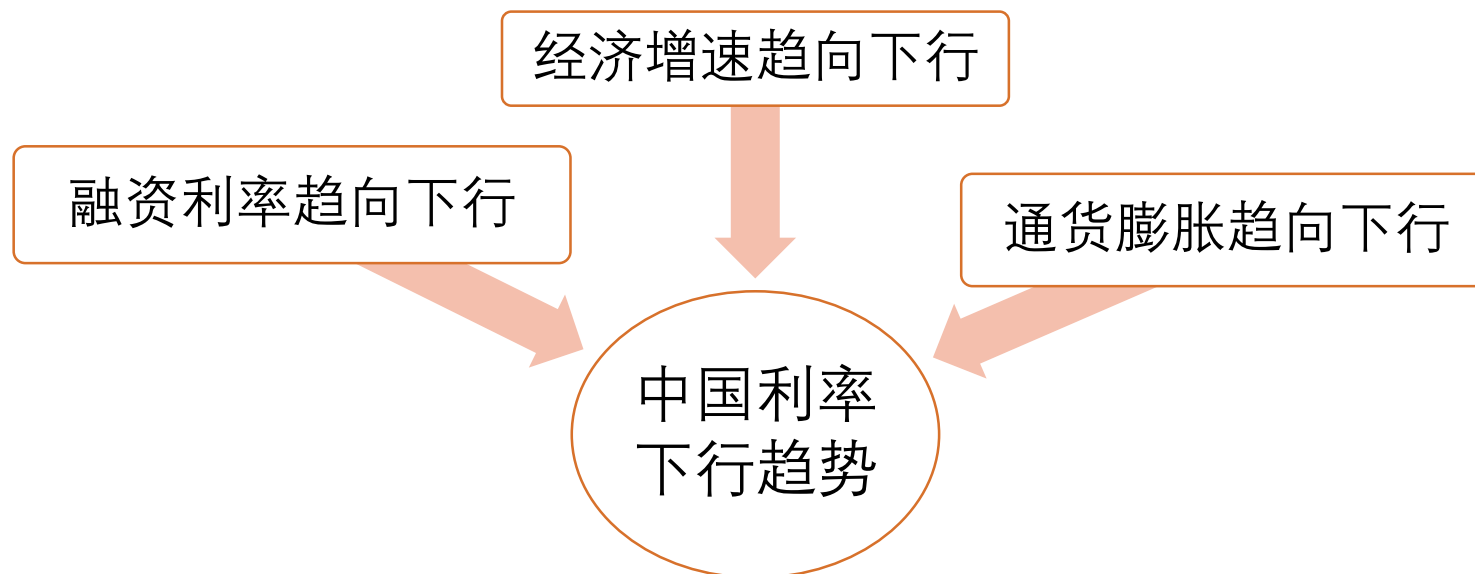
资料来源：Wind，上海证券研究所



中国利率水准存在下降总趋势

- 中国货币政策重心早已由数量调控转向结构调整，推动融资利率下行为重要政策目标。
- 发挥资本市场功能使得金融功能壮大，货币乘数持续提高，流动性总量充裕。

图14 中国利率变化动力合成体系

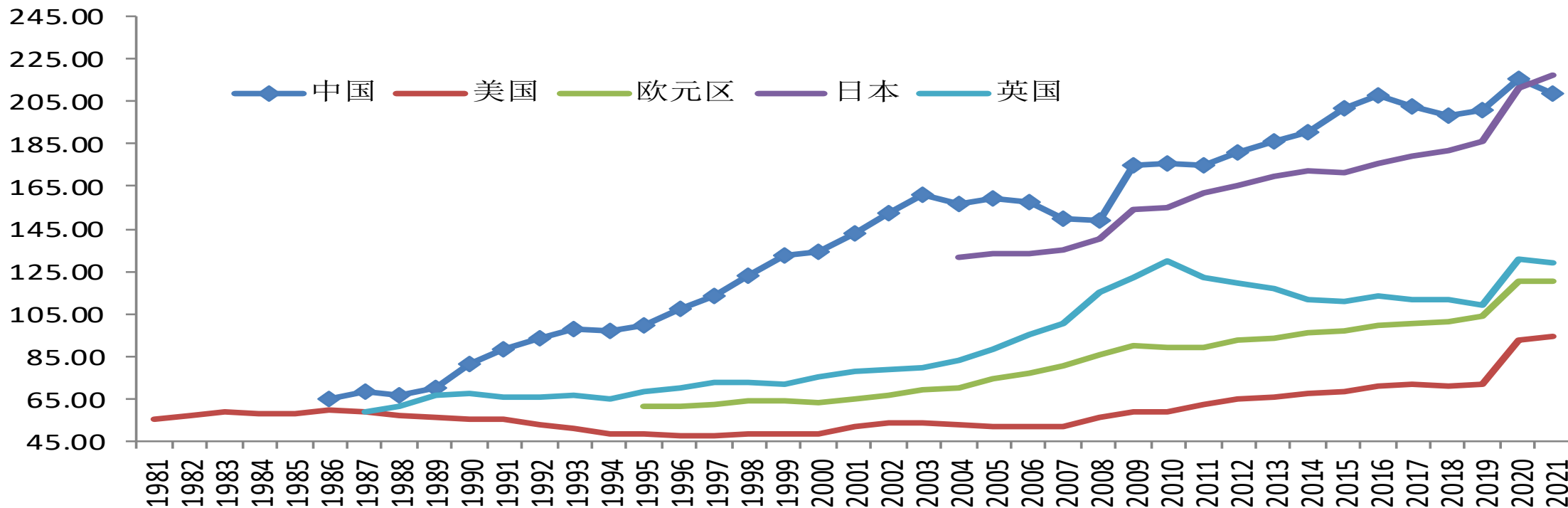


资料来源：上海证券研究所

中美货币环境差异

- 中国货币环境：存量过多，增量不足。
- 美国货币环境：央行上阵，商行退缩。

图15 主要经济体货币深化 (M2/GDP) 度的比较 (%，年)



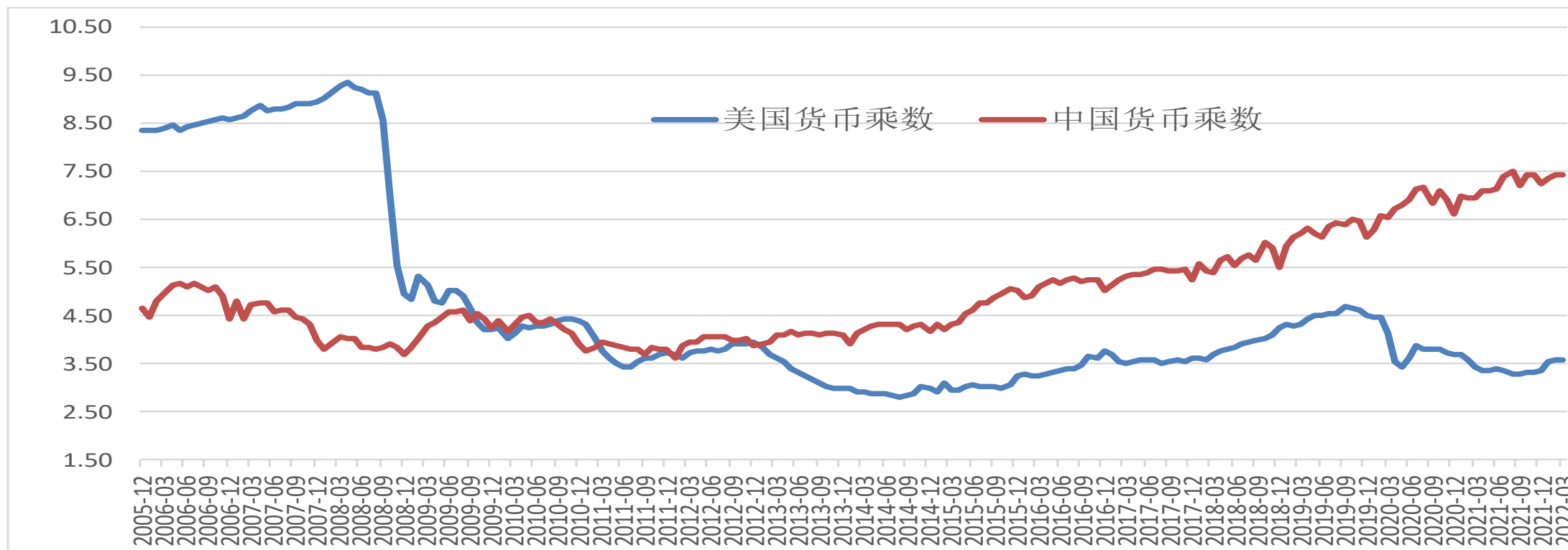
资料来源：Wind，上海证券研究所



中美金融体系信用创造能力前景差异

- 中国金融体系信用扩张能力接近成熟拐点。
- 美国金融体系机能复苏带来信用扩张能力提高。

图16 中美货币乘数变化比较 (M2/基础货币, 月)



资料来源: Wind, 上海证券研究所



上海证券

SHANGHAI SECURITIES

百联集团成员企业

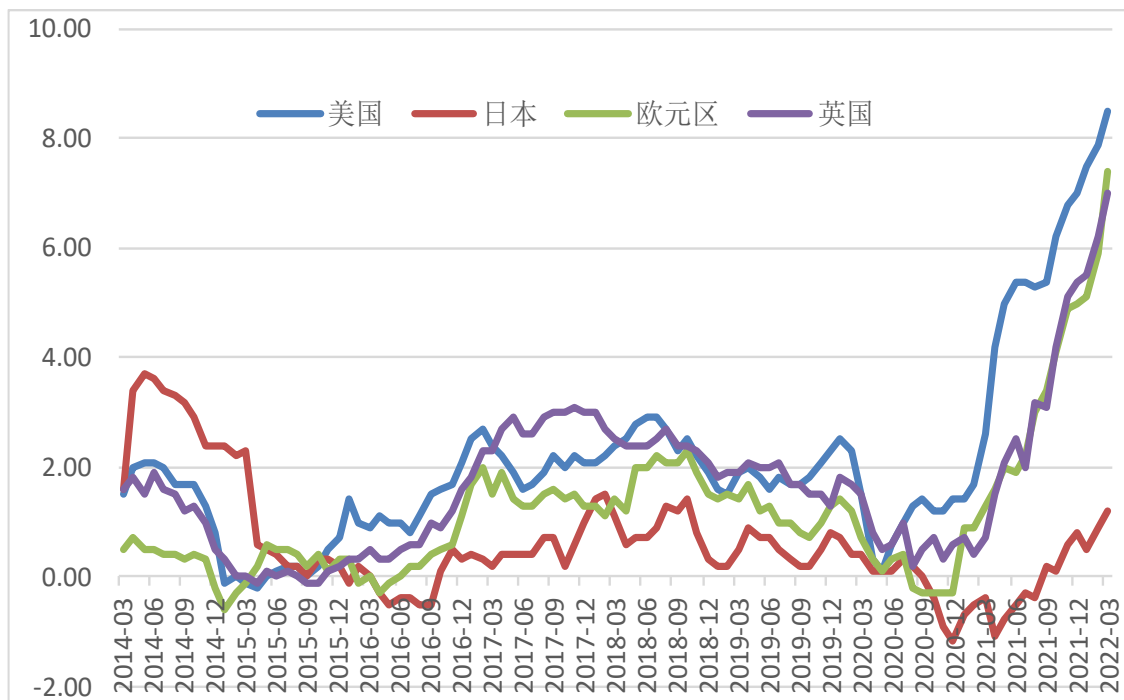
三、中美利差倒挂的影响

1. 中美利差倒转后将先加大后缩小
2. 中美利差倒转导致资轻微本外流
3. 中美利差倒转加剧人民币汇率波动
4. 中美利差倒转不改中国资本市场先抑后扬态势

通胀高企下无奈以加息应对

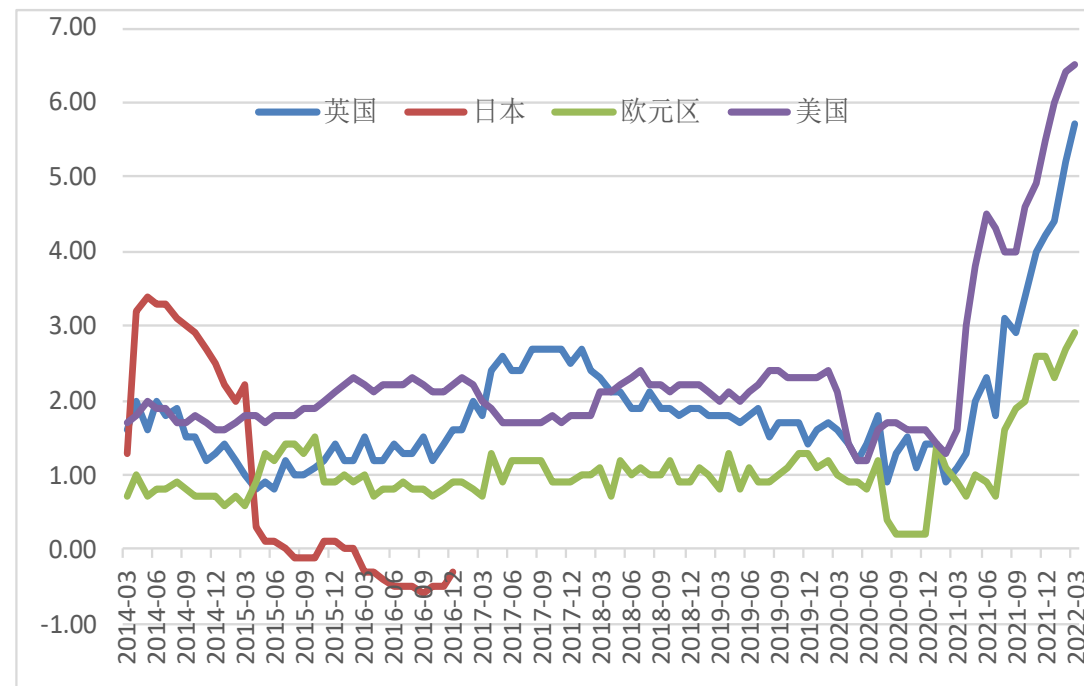
- 欧美国家通胀的持续上升，核心CPI也持续上涨，通胀已有全面扩展态势；
- 出台加息政策以顺应民意和预期，副作用或很快制约其持续。

图17 发达国家CPI水平的变化 (%)



资料来源: Wind, 上海证券研究所

图18 发达国家核心CPI的变化 (%)

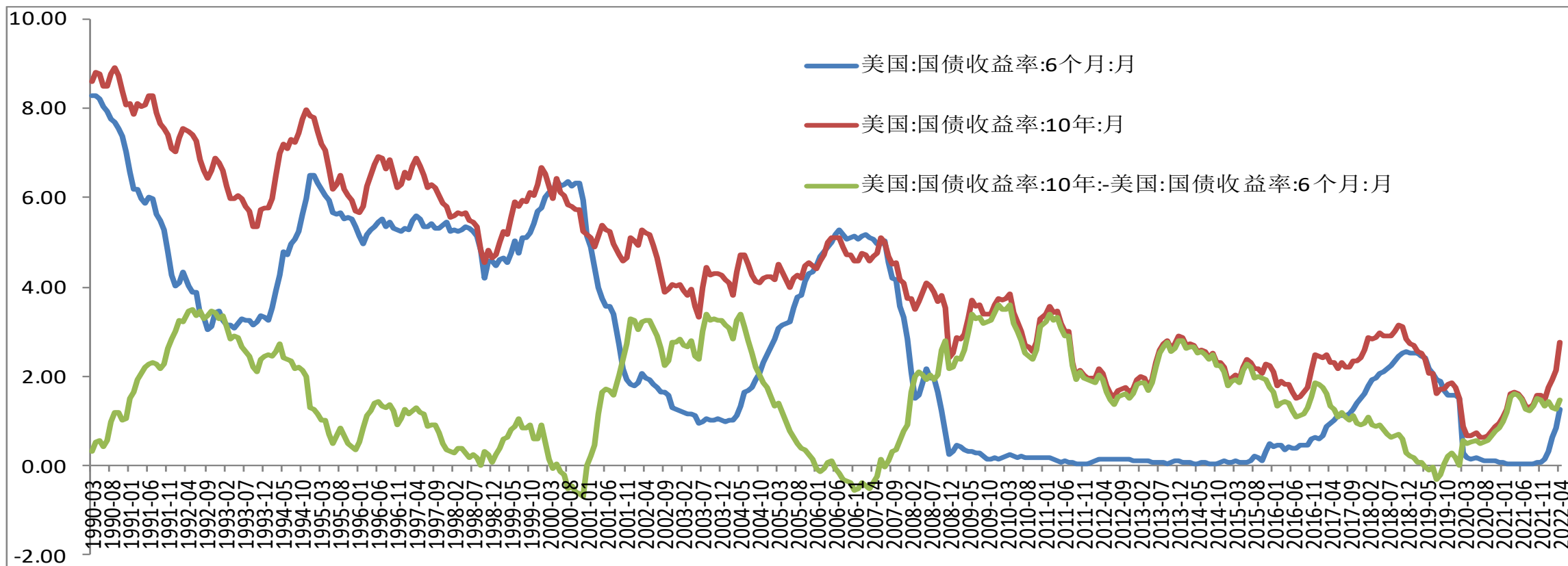


资料来源: Wind, 上海证券研究所

美国经济暂时能承受美元加息

■ 期限利差 (YTM10Y-6M) 保持在零上方较多, 且平稳, 表明市场对美国经济前景预期较好。

图19 美国国债期长短期利率走势 (% , 月)



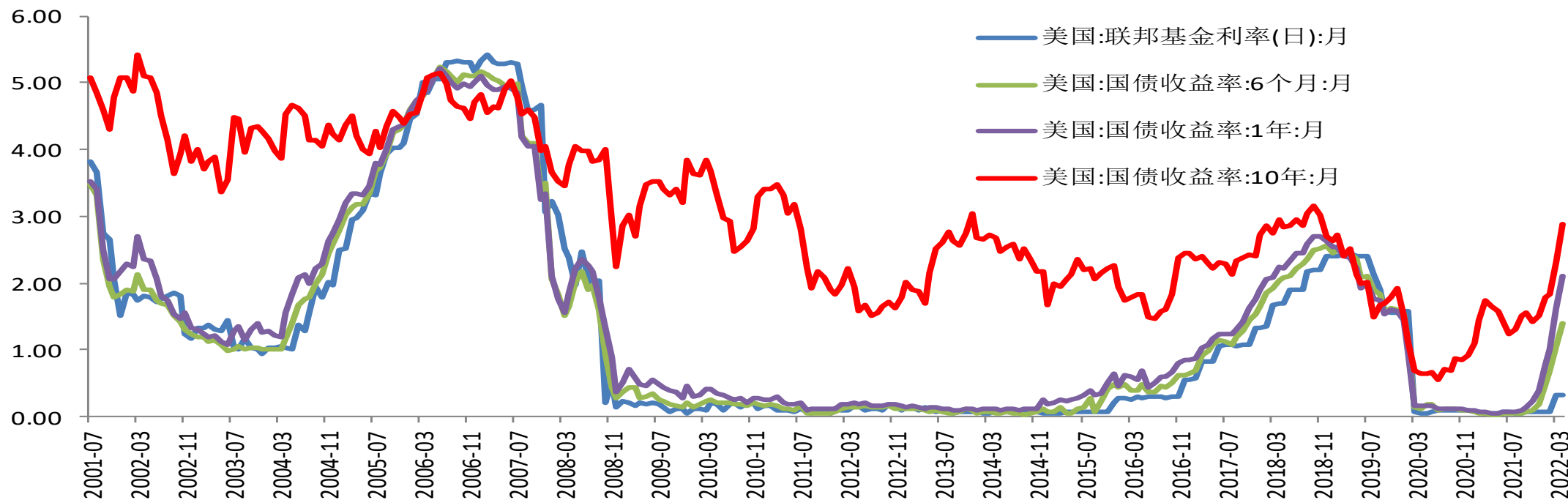
资料来源: Wind, 上海证券研究所



美元加息或不及预期

- 美国债长期利率反映经济前景预期，短期利率则体现政策；
- 当前美国债长期收益率回升和经济前景预期偏差加大，美加息制约逐渐加强。

图20 美国各期限国债利率走势 (%)

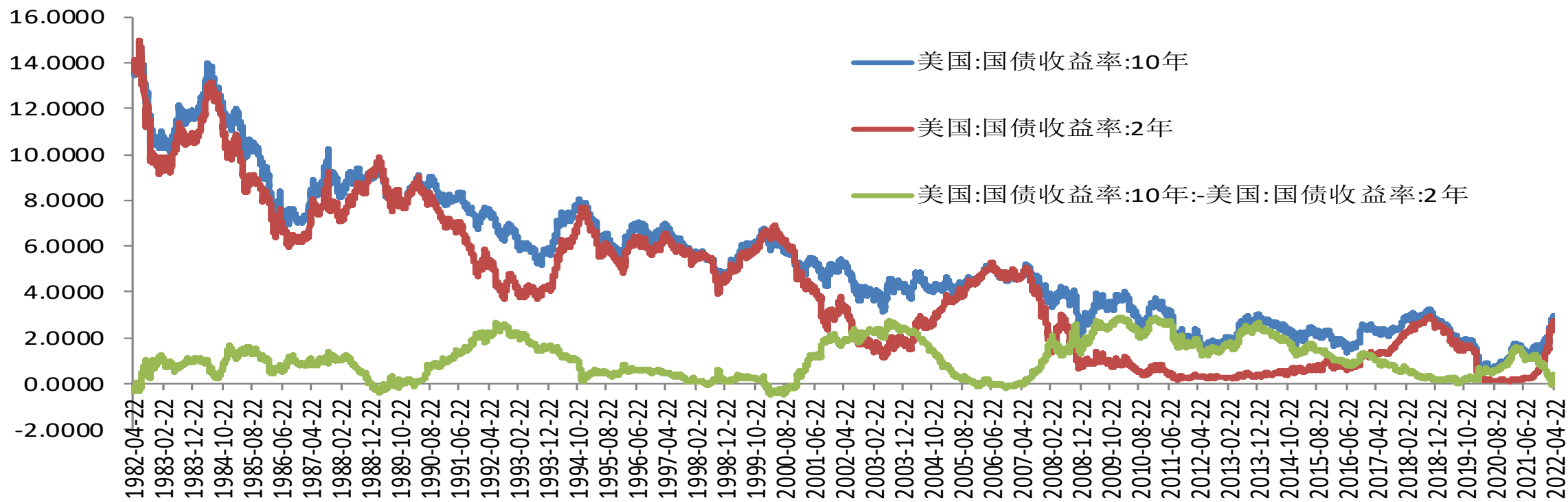


资料来源: Wind, 上海证券研究所

金融市场已不支持美元再加息

- 美国货币政策或转向YCC，即着重压制远期利率的收益率曲线控制策略；
- 通过压低长端利率，以期激发企业的长期投资，（10Y-2Y）的利差先行指标已再度趋向0。

图21 美国国债中长期限利率走势（%，月）



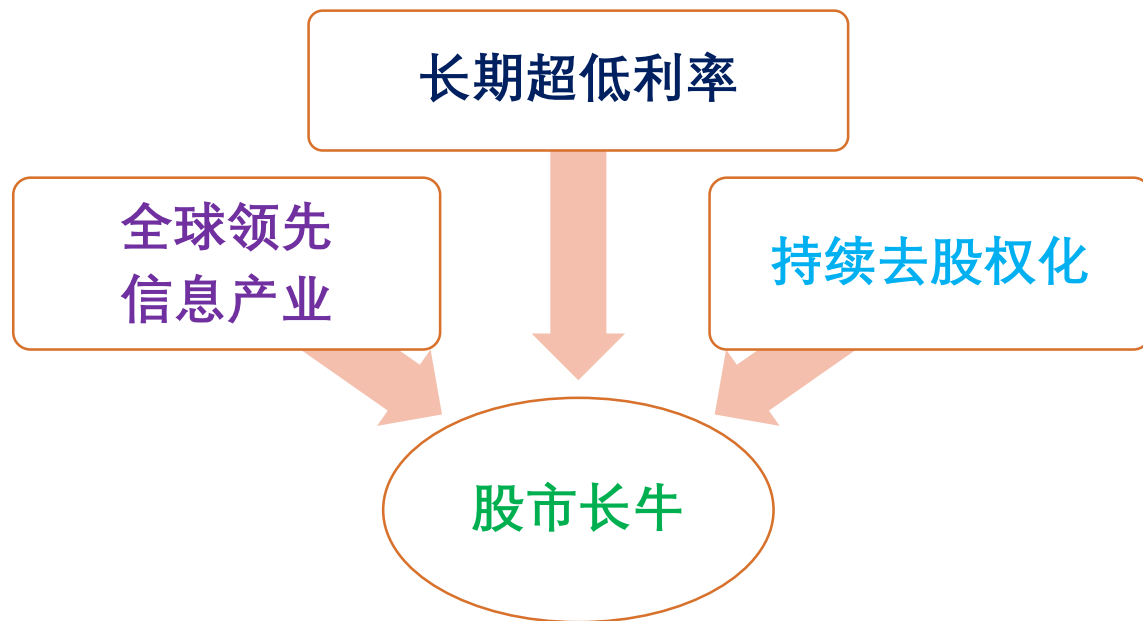
资料来源: Wind, 上海证券研究所

FED收紧或低于预期（机会、预期差）

- 美股具有一定的社会财富效应，股市是很多养老基金的投资对象。
- 在经济低迷期股市调整，对美国是个重大挑战。

$$P = \sum_{t=1}^n \frac{CF_t}{(1+r)^t} \approx CF \frac{1}{r}$$

图22 美国股市持续上涨的基础

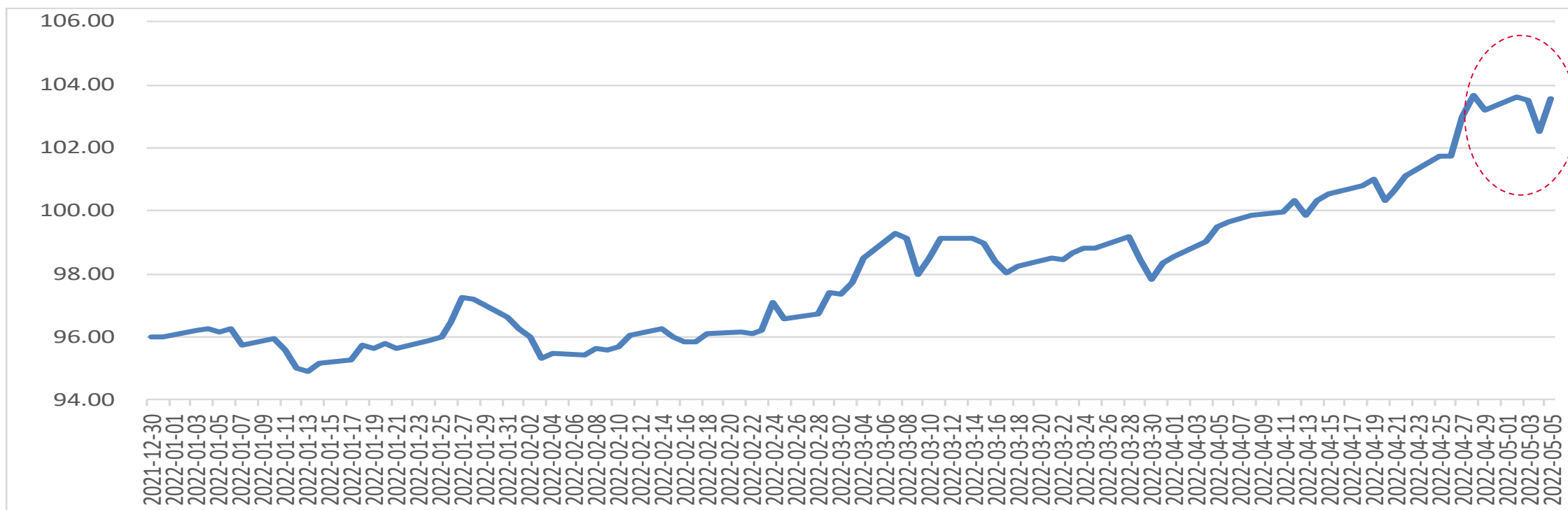


资料来源：上海证券研究所

美元指数上涨也有到顶趋势

- 西方自2000年进入债务经济时代以来，货币体系全面转向内生，经济成为决定美元方向的基础；
- “911”-2008金融危机间，美元指数持续向下，美利率持续高于欧，危机后西方经济进入比“烂”时代；
- 加息对美经济的损害前景，或带来美元指数见顶。

图23 美元指数走势（1973年10月=100，日）



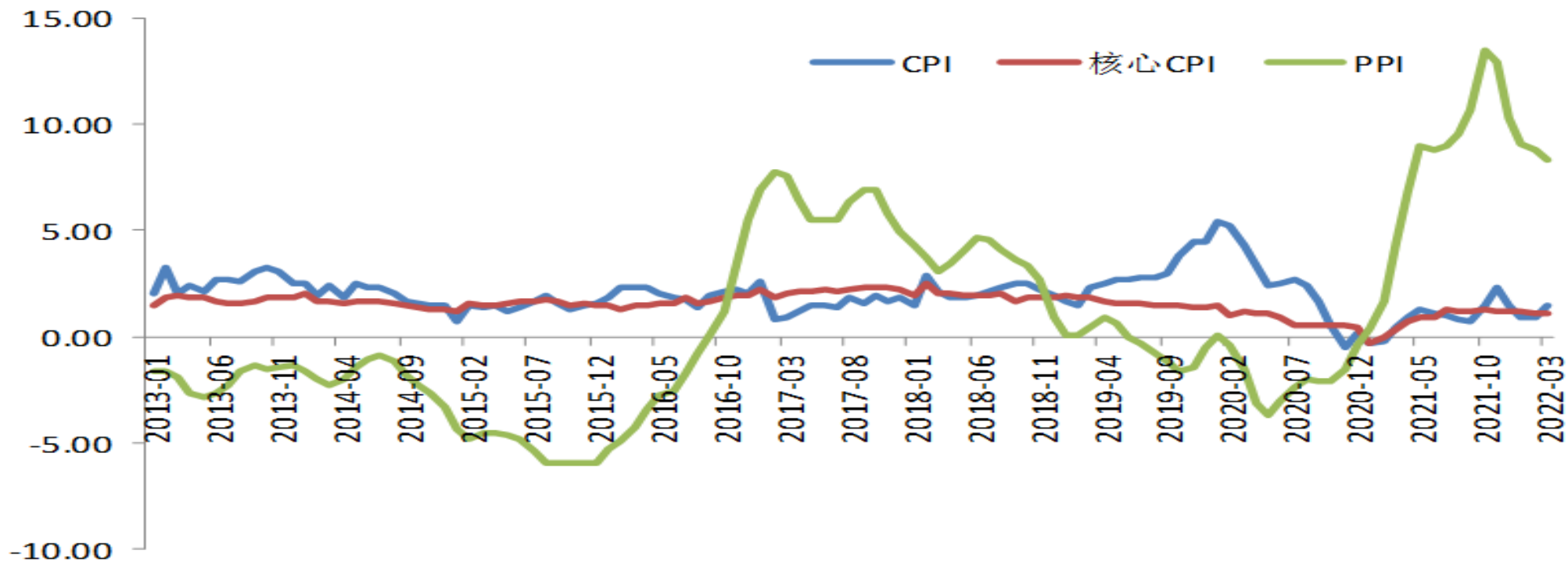
资料来源：Wind，上海证券研究所



中国经济通胀下行趋势不变

- 经济低迷时期物价风险主要在于通缩，因此通胀管理的主要方向应在于“防通缩”
- 核心CPI稳定，关键商品猪肉低位，CPI长期趋势保持低位，甚至下行
- PPI中，煤炭和钢铁价格基本上就决定整体工业价格状况

图24 中国物价的变化形势 (%)



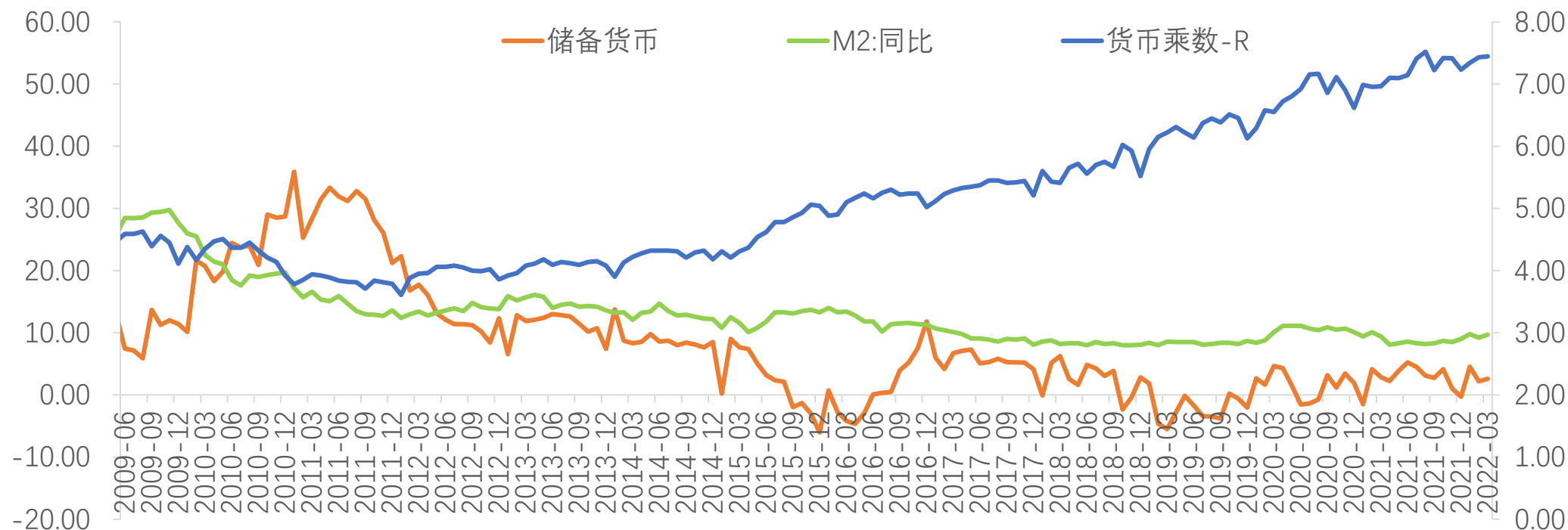
资料来源：Wind，上海证券研究所



政策展望：降准之后有降息

- 中国货币环境：总量过多，增量不足；基本问题：投放能力不足。
- 在降准带来的货币市场利率下降趋势下，降息也将提速，年中前后或会发生

图25 中国基础货币与货币乘数增长 (%)

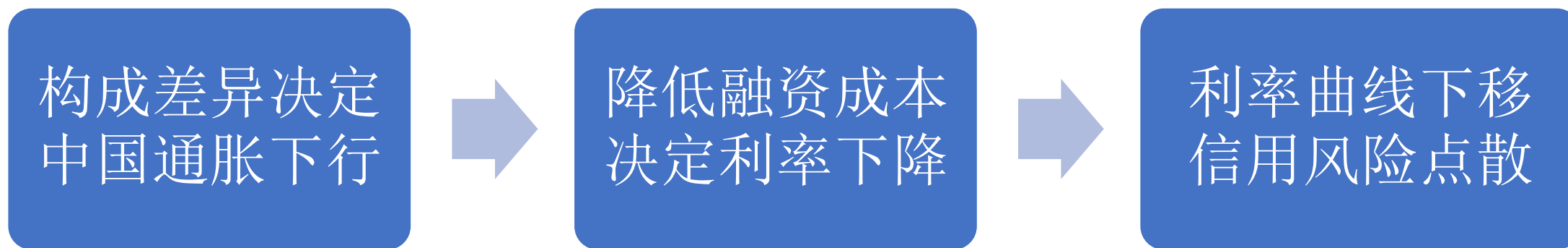


资料来源：Wind，上海证券研究所

中国债券市场波动中上行趋势不变

- 债券市场是2022年资本市场中上行确定性较高的市场。
- 上行中有波动，平稳中缓慢上行，上行中充满疑虑：中美利差、通胀忧虑、大宗商品等。

图26 中国债市变化趋势逻辑

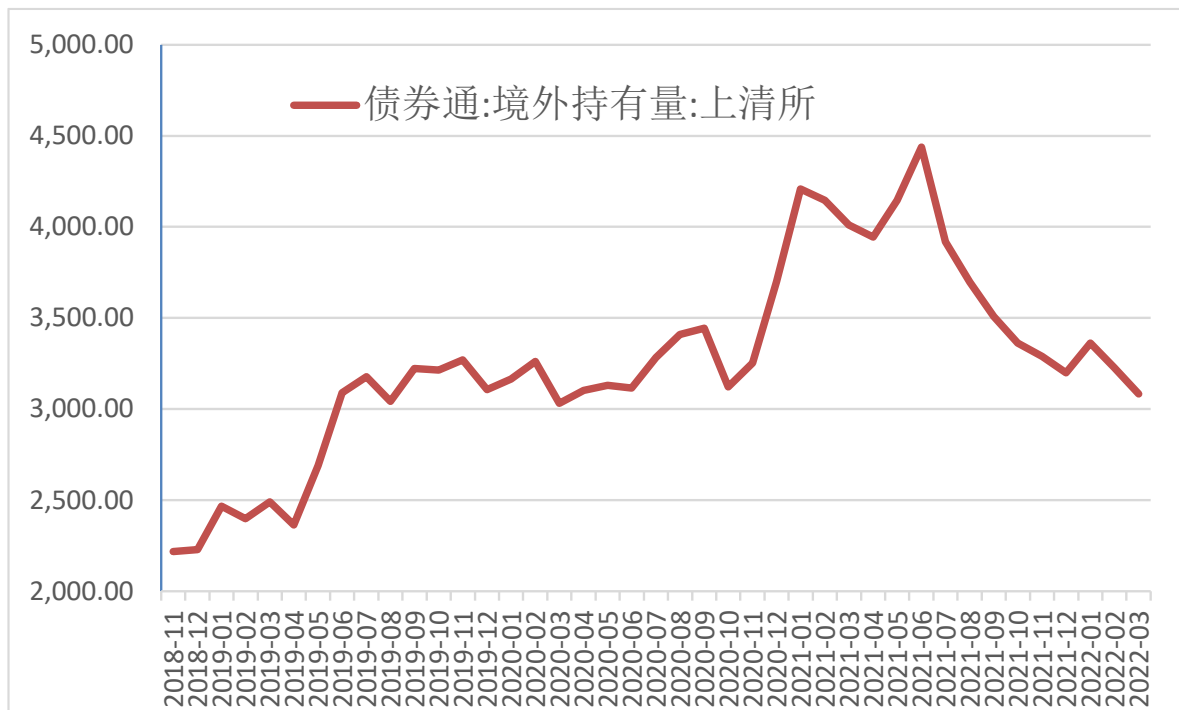


资料来源：上海证券研究所

中美利差逆转引发境外债券投资下降

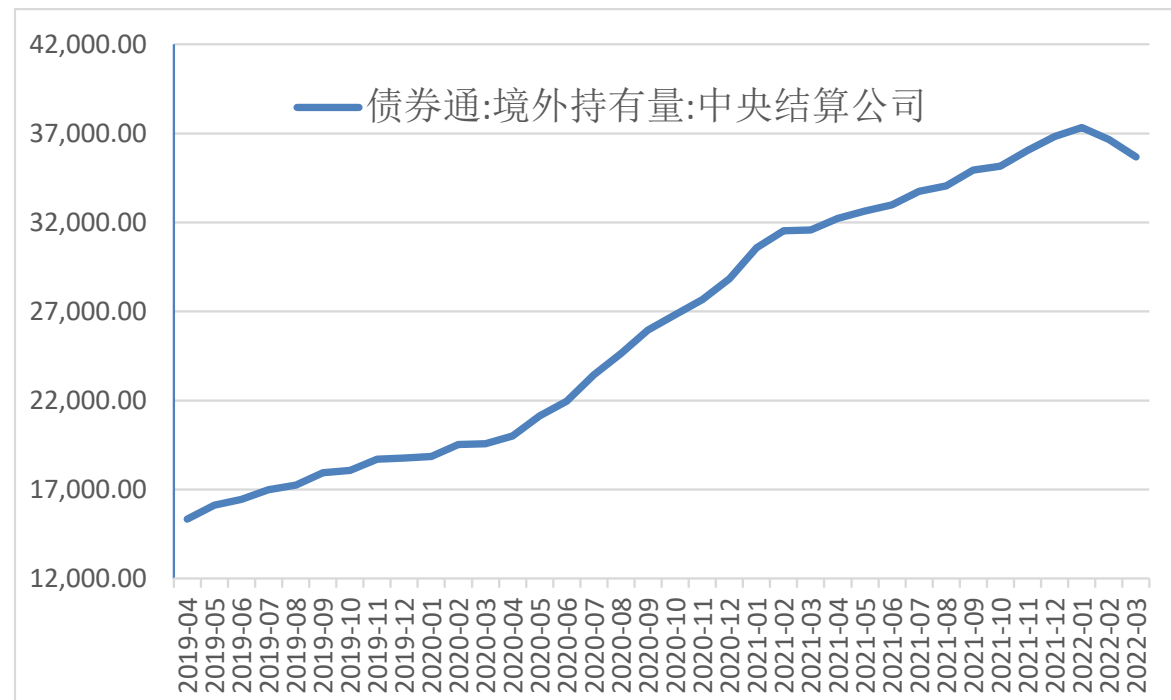
- 国际金融领域的资本流动主要体现为跨国债券投资变化；2-3月，中债市场减少外资1650.68亿元。
- 短期品种流出在更早就已发生，2021年7月后上清所外资持有量就转为下降，下半年减少1238亿元。

图27 境外短期债券持有量变化（亿元，月）



资料来源: Wind, 上海证券研究所

图28 境外债券持有量变化（亿元，月）

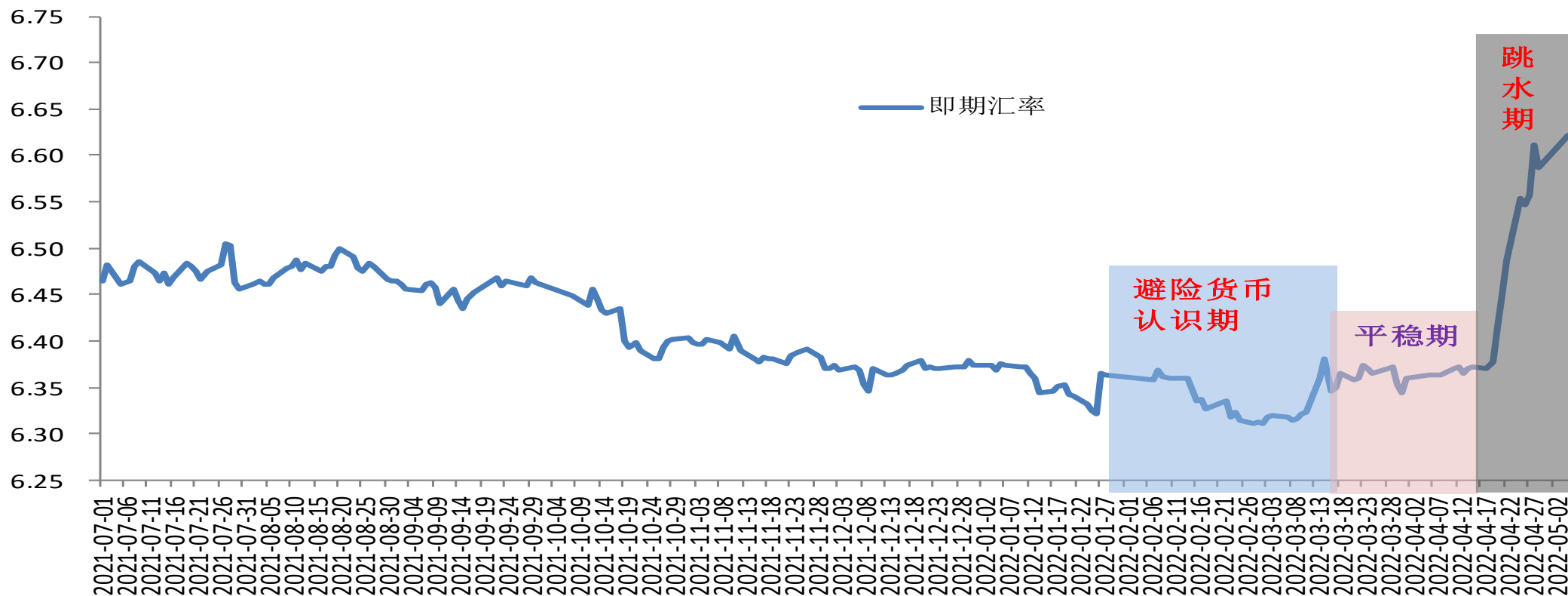


资料来源: Wind, 上海证券研究所

人民币兑美元汇率波动将加剧

- 是中国经济前景信心转弱带来人民币贬值，而非利差变化；
- 疫情受控后经济信心恢复将带来人民币汇率的回升。

图29 人民币兑美元即期汇率走势的变化（日）

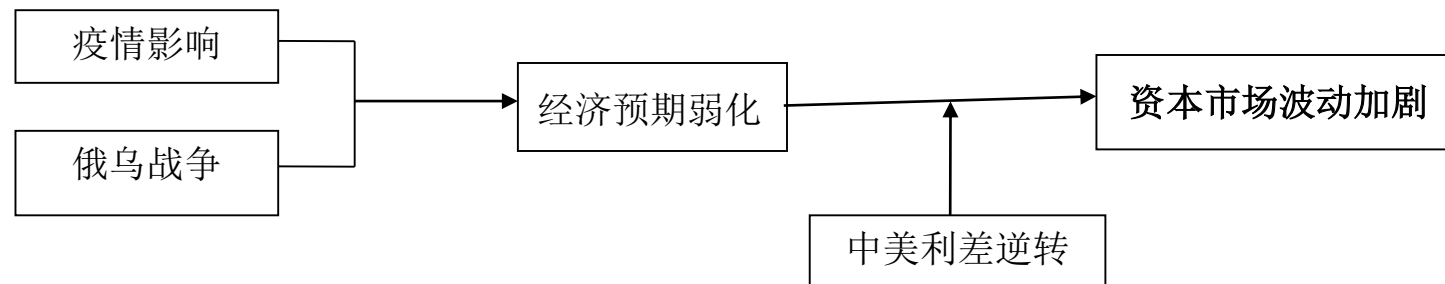


资料来源：wind，上海证券研究所

延长了中国资本市场“抑”阶段的深度和长度

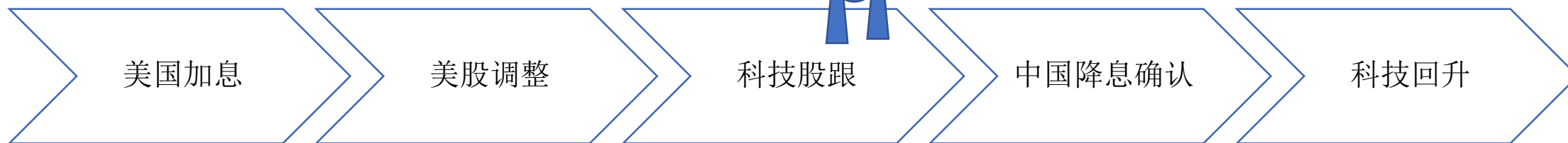
- 经济和金融形势的变化，中国资本市场或呈现先抑后扬的态势；
- 中美利差逆转加大了经济信心转弱对资本市场的影响。

图30 当前中国资本市场运行波动加剧态势



资料来源：上海证券研究所

图31 中国资本市场先抑制后扬态势



资料来源：上海证券研究所

- **疫情延续时间超出预期：**对经济冲击面进一步加大，全球供应链紧张局面延续时间，再度超出预期。
- **中国债务问题压力和楼市违约风险面进一步扩展：**使得楼市政策突变转向力度超出预期，引发经济运行节奏改变。
- **俄乌冲突扩大化，国际金融形势改变：**俄乌冲突已升级为两国之间的战争，西方对俄罗斯实施制裁或引致国际大宗商品市场动荡，并对国际金融市场产生扰动。
- **中国通胀超预期上行，中国货币政策超预期变化：**由于大宗商品价格持续高位，以及疫情反复，通货膨胀和经济运行前景的不确定性提高，或许带来中国货币政策的超预期改变。



分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询资格或相当的专业胜任能力，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告，并保证报告采用的信息均来自合规渠道，力求清晰、准确地反映作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响。此外，作者薪酬的任何部分不与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

公司业务资格说明

本公司具备证券投资咨询业务资格。

免责声明

本报告仅供上海证券有限责任公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告版权归本公司所有，本公司对本报告保留一切权利。未经书面授权，任何机构和个人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。如经过本公司同意引用、刊发的，须注明出处为上海证券有限责任公司研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

在法律许可的情况下，本公司或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券或期权并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供多种金融服务。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见和推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值或投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见或推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中的内容和意见仅供参考，并不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负责，投资者据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或关联机构无关。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为投资决策的唯一参考因素，也不应当认为本报告可以取代自己的判断。