



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

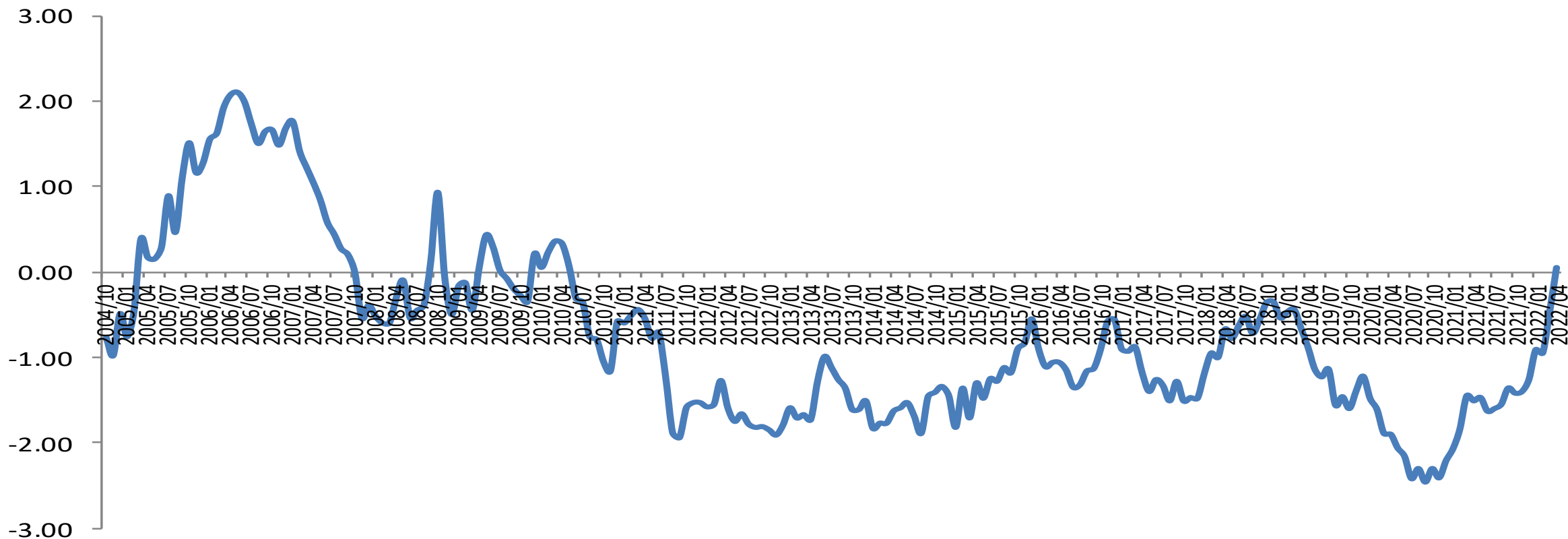
1. 中外利率走势差异进程
2. 中外通胀形势差异分化
3. 西方货币宽松和金融脆弱



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）



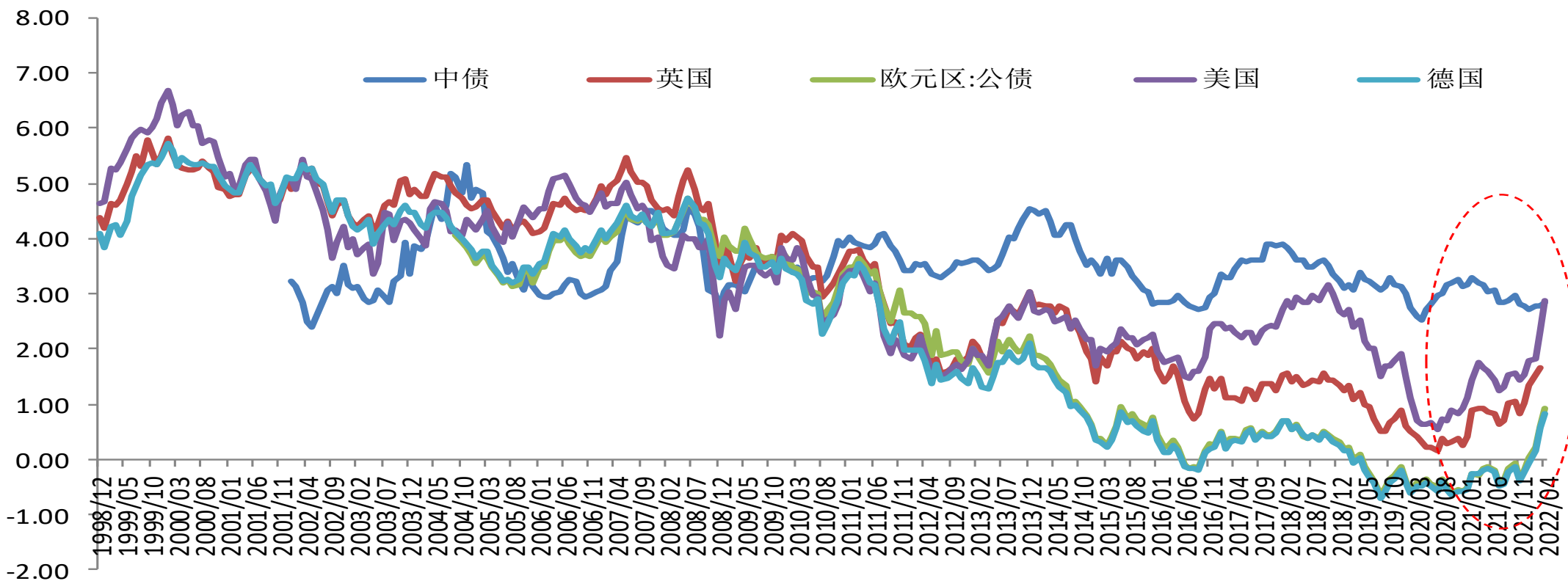
资料来源：wind，上海证券研究所



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/%）

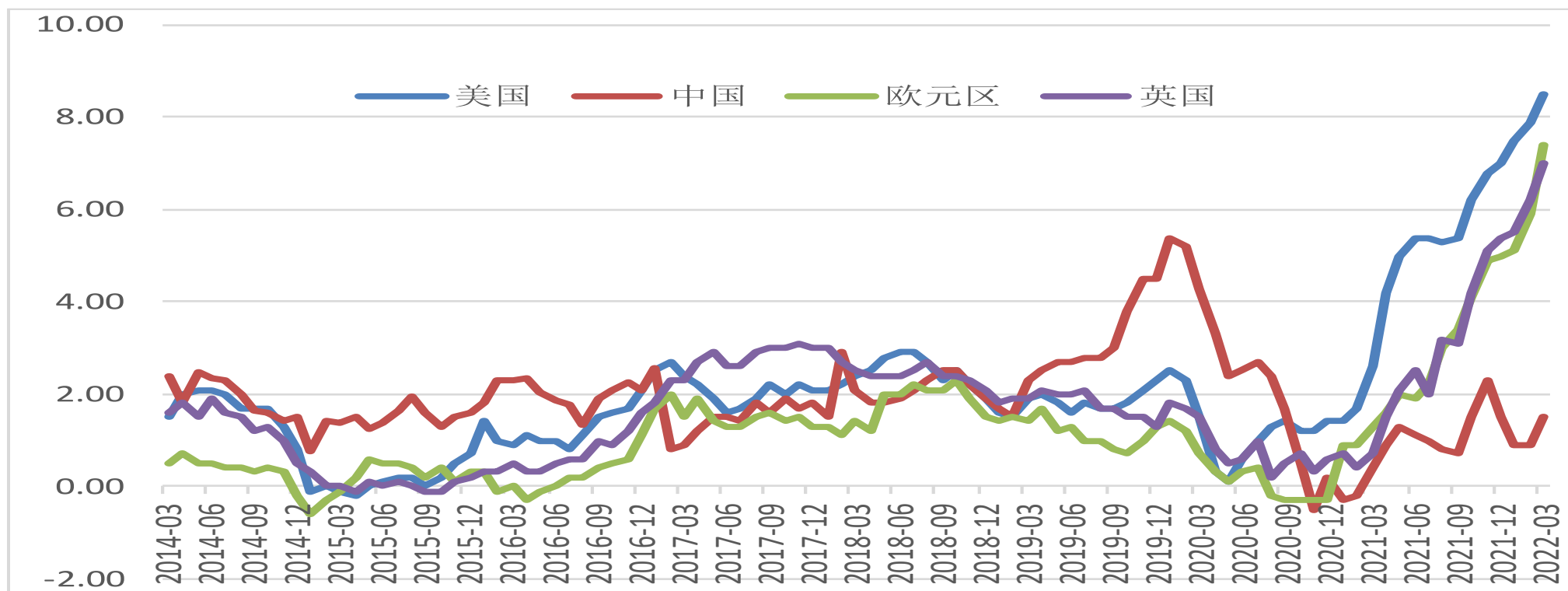


资料来源：wind, 上海证券研究所

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，%）



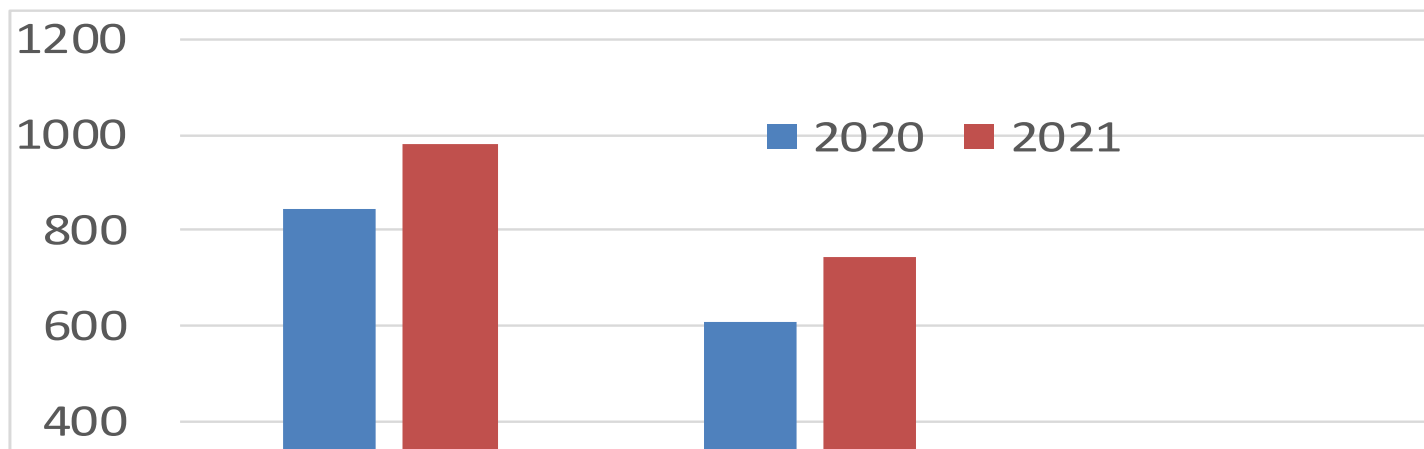
资料来源：wind，上海证券研究所

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）



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_41343

