

历史上的中美利差倒挂，成因及影响？

核心观点：

1、2002 年以来，中美利差出现 4 次倒挂。2010 年以前中美利差大幅倒挂较为常见，总共有三轮，分别是 2002 年 Q1-2004 年 Q2，2005 年 Q1-2007 年 Q3，2008 年 Q4-2010 年 Q2，2010 年以来只有 2018 年 Q4-2019 年 Q1 出现了短暂倒挂。

2、这一轮中美利差倒挂与前几轮倒挂相比，最为接近 2018 年-2019 年的这一波倒挂，主要原因也是中美经济、通胀分化下导致的中美货币政策分化，但与 2018 年所不同的是，当时美联储通胀压力并不大，而且美联储也处于加息的末期，但是这一波倒挂下，美联储加息周期刚刚开启，国内稳增长压力较大，货币政策宽松的格局在中短期也是不会变化的，中美货币政策一松一紧导致了中美利差的倒挂，所以目前来看中美利差的倒挂估计还要持续一段时间，关键变量要取决于中国国内疫情控制的进展以及美国通胀的表现。

风险提示：疫情不确定性 美国通胀超预期

Bigger mind, Bigger future™
智慧创造未来

南华期货研究所

马燕 0571-87839259

mayan@nawaa.com

投资咨询资格证号

Z0012651

戴朝盛 0571-87839255

daichaosheng@nawaa.com

投资咨询资格证号

Z0014822

目录

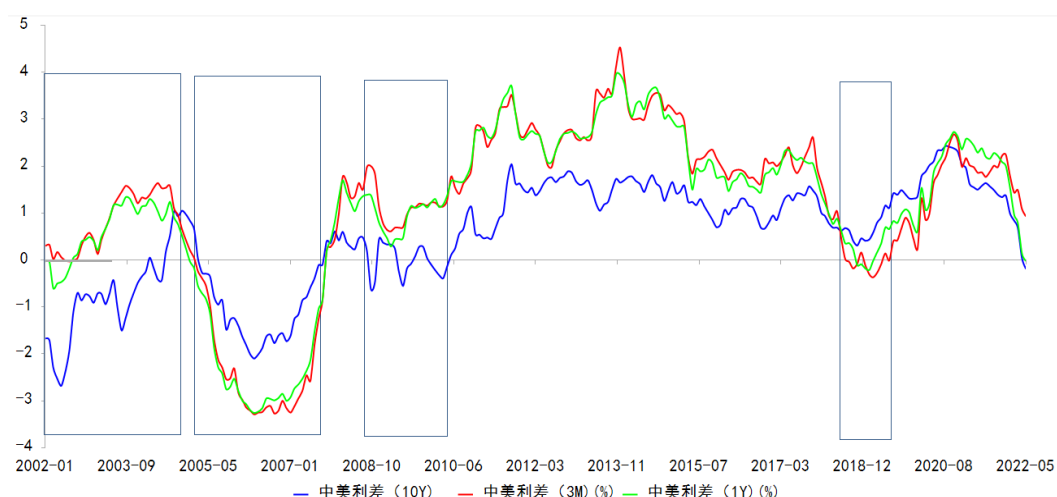
第 1 章	历史上的四轮中美利差倒挂（2002 年以来）	3
1.1.	第一轮（2002Q1——2004Q2）——中债收益率与通胀联动，对基本面定价不充分	3
1.2.	第 2 轮（2005Q1——2007Q3）——中美政策分化	4
1.3.	第 3 轮（2008Q4——2010Q2）——中美货币周期基本同步	6
1.4.	第 4 轮（2018Q4——2019Q1）——中美货币政策分化	7
第 2 章	本轮利差倒挂的原因及影响	9
2.1.	倒挂原因：中美经济、通胀分化决定货币政策分化	9
2.2.	倒挂影响	9
	免责声明	12

第1章 历史上的四轮中美利差倒挂（2002 年以来）

2002 年以来，中美利差出现 4 次倒挂。2010 年以前中美利差大幅倒挂较为常见，总共三轮，分别是 2002 年 Q1–2004 年 Q2，2005 年 Q1–2007 年 Q3，2008 年 Q4–2010 年 Q2，2010 年以来只有 2018 年 Q4–2019 年 Q1 出现了短暂倒挂。

从倒挂时长来看，前两轮倒挂持续时间基本在 2–3 年之间，基本属于长期倒挂，第三轮倒挂其实可以拆分为三个小周期，我们将其合并处理后合计倒挂持续时间为 9 个月，和第四轮的倒挂时长基本一致。

图 1：历史上自 2002 年以来总共出现 4 次中美利差倒挂



资料来源：Choice 南华研究

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。所以我们在中美利差复盘中也主要从经济基本面、货币政策以及通胀表现这几个方面来进行逐一剖析。

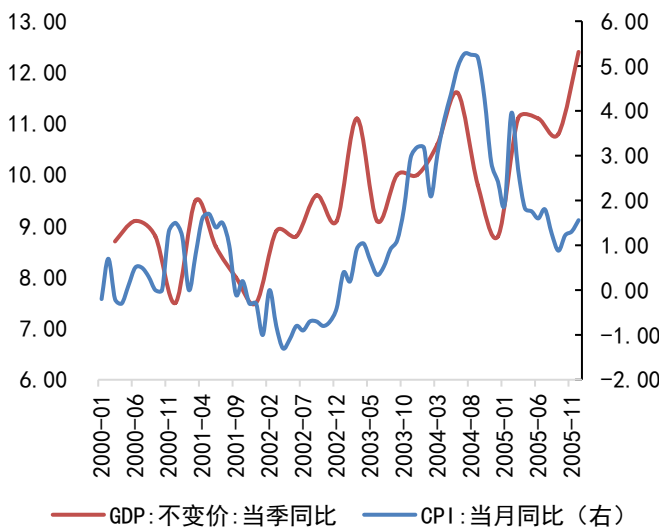
1.1. 第一轮（2002Q1——2004Q2）——中债收益率与通胀联动，对基本面定价不充分

经济基本面：就国内来看，2002 年其实是国内一轮经济周期的起点，从 2002 年一季度倒挂以来，国内经济处于快速上行期，实际 GDP 同比从倒挂之初的 8.9%一路上涨到 11%、12%之高，经济基本面表现相当强劲。与此同时，美国经济在结束了互联网泡沫危机的冲击之后，经济也逐渐从底部回升。

通胀：从通胀表现来看，尽管国内经济表现相当强劲，但是国内当时的 CPI 同比其实是处于一个通缩的区间，我们可以看到，中债收益率并没有随着经济快速上行而大幅上涨，相反则是跟随 CPI 同比的走势明显下探，所以这个阶段出现了中债收益率跟随 CPI 同比下探、美债收益率跟随美国经济回升而逐步上涨的走势，因此出现了中美利差倒挂。

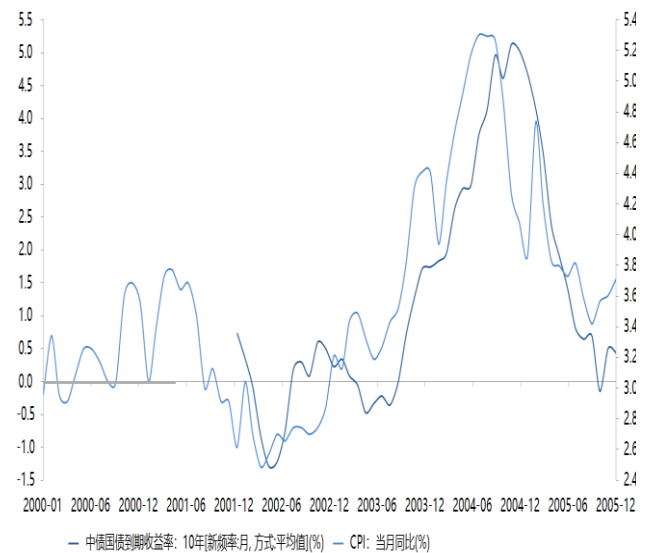
货币政策：在这一轮倒挂期间货币政策虽有分化，但整体来看中美货币政策都波动不大。中美货币政策在这期间都是从宽松走向收紧，但在节奏上是国内领先进入紧缩周期。本轮国内货币政策的拐点出现于 2003 年三季度，2003 年 9 月和 2004 年 4 月央行两次提高存款准备金率，而同期美国仍处在降息周期中，直至 2004 年 6 月才进入加息周期。所以这一轮中美利差倒挂是以中债收益率更快上行而结束的倒挂，倒挂最根本的原因是由于中债收益率对国内经济基本面的定价不充分，中债收益率围绕通胀联动所致。

图 1.1.1：第一轮倒挂期间国内经济处于快速上行期



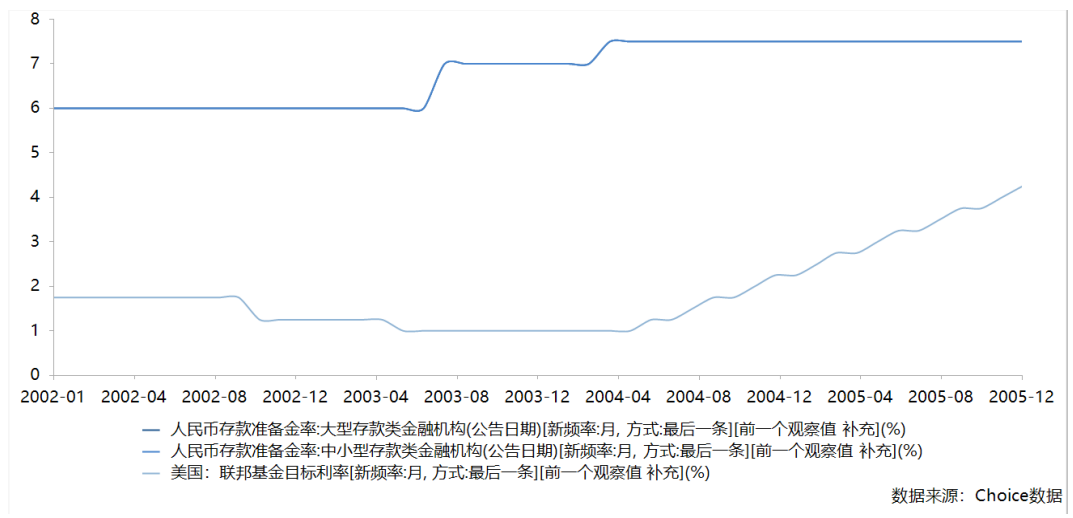
数据来源：Choice 南华研究

图 1.1.2：中债收益率主要跟随通胀联动（%）



数据来源：Choice 南华研究

图 1.1.3：货币政策虽有分化，但变动不明显



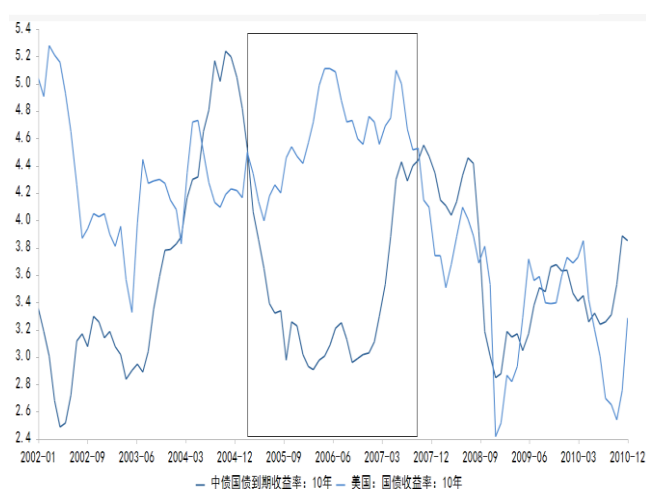
资料来源：Choice 南华研究

1.2. 第 2 轮（2005Q1——2007Q3）——中美货币政策分化

经济基本面：2005 年至 2007 年期间的这一轮中美利差倒挂从表面上来看是中债收益率向下、美债收益率向上而出现的倒挂。从经济基本面来看，当时国内经济处于快速上行期，经济基本面较为强劲，实际 GDP 同比在 11% 以上强势增长，当时美国经济整体运行平稳。

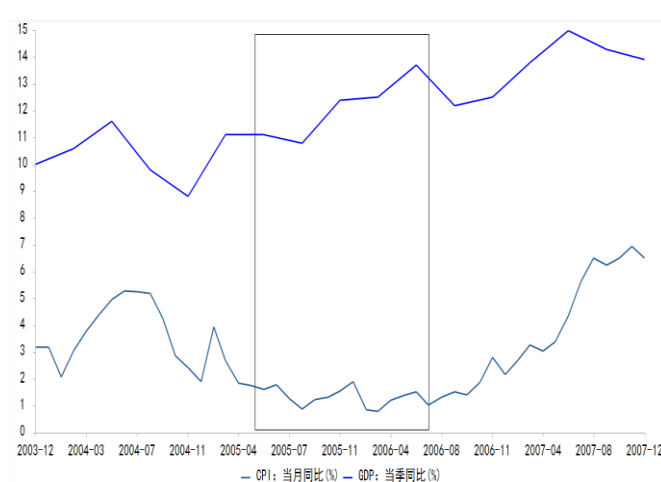
通胀：从通胀来看，国内当时的通胀表现较为健康，通胀压力较小，所以当时国内其实是处于高增长、低通胀的黄金时期。但放眼美国，美国当时的 CPI 同比中枢基本上在 4.0% 左右，因此在通胀表现上当时中美是分化的。

图 1.2.1：利差倒挂因中债利率下行、美债利率上行（%）



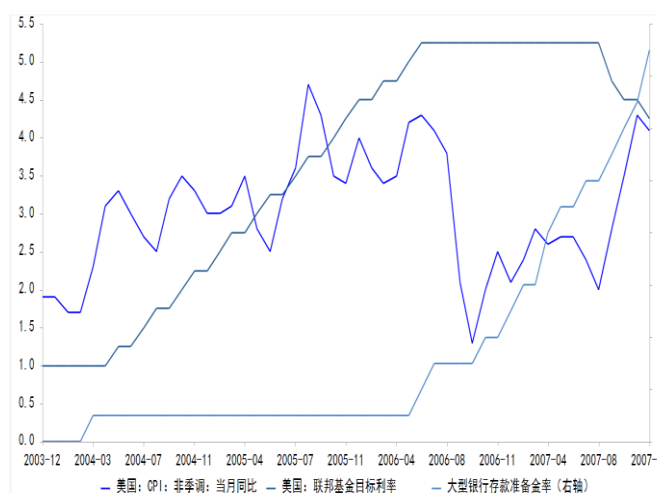
数据来源：choice 南华研究

图 1.2.2：第二轮倒挂期中国呈现高增长、低通胀



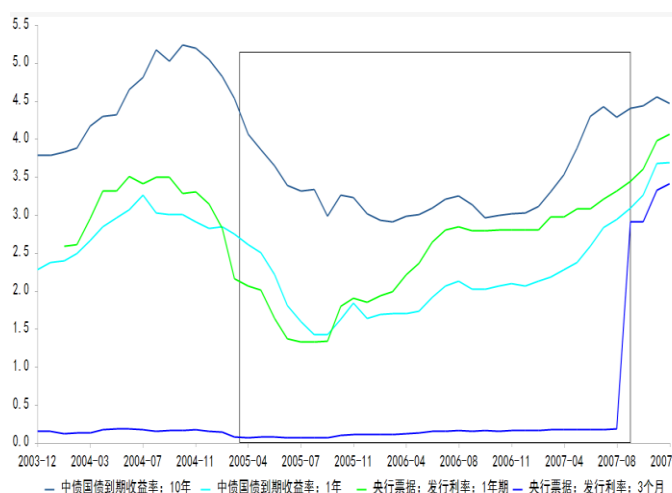
数据来源：choice 南华研究

图 1.2.3：为对抗通胀，美联储密集加息（%）



数据来源：choice 南华研究

图 1.2.4：公开市场操作利率带动中债收益率快速下行



数据来源：choice 南华研究

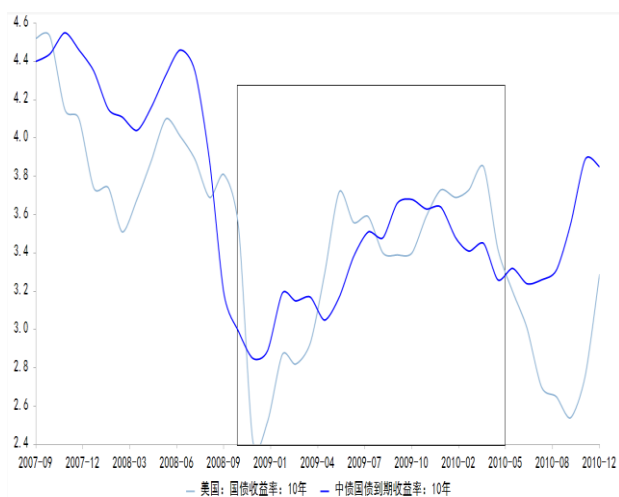
货币政策：而且在货币政策上来看，当时的中美货币政策也是阶段性背离的。为打压高通胀以及房地产泡沫，美联储在 2004 年至 2006 年期间进行了连续 17 次的密集加

息，联邦基金利率由 1.25% 上升至 5.25%，推动美债利率持续上升，最高升至 5.2 附近，而与此同时，尽管当时国内经济基本面不错，国内货币政策在 2004 年初提高一次存款准备金率之后，在此次利差倒挂期间基本保持稳健，但中债利率却跟随公开市场利率一路下行，可以看出在这期间 1 年期的央票发行利率牵动着 1 年期中债利率快速下行，并带动 10 年中债收益率一同下行，一直到 2006 年二季度央行开始提高存款准备金率，中债收益率才触底回升，最终以中债收益率的快速上行而结束这一轮倒挂。

总结：这一轮中美利差倒挂主要缘于中美货币政策的阶段性背离，尽管通胀表现也有背离，但美国当初的通胀压力显然明显小于当下。最终以国内货币政策大幅收紧、中债收益率更快上行、美联储结束加息、美债收益率高位回落而结束了这一轮倒挂。

1.3. 第 3 轮（2008Q4——2010Q2）——中美货币周期基本同步

图 1.3.1：中美国债收益率基本同步（%）



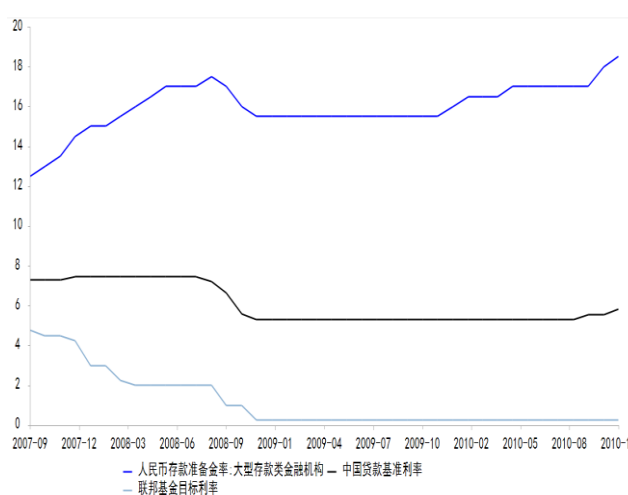
数据来源：choice 南华研究

图 1.3.2：此轮倒挂期间中美经济均处于下行期



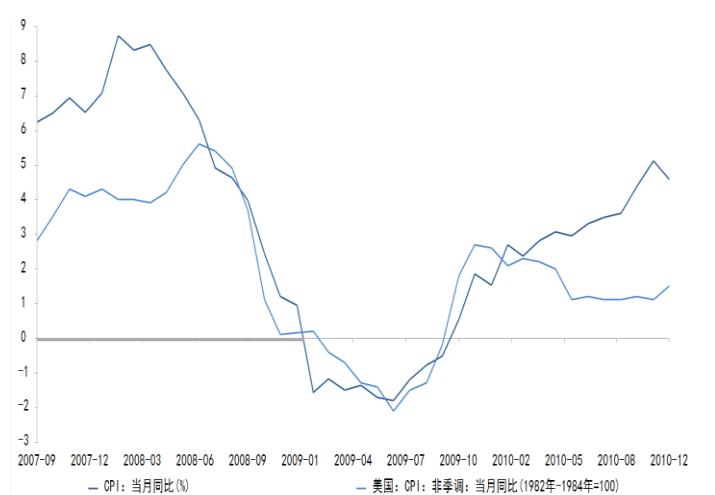
数据来源：choice 南华研究

图 1.3.3：中美货币周期基本同步（%）



数据来源：choice 南华研究

图 1.3.4：中美通胀表现基本同步



数据来源：choice 南华研究

2008 年-2010 年期间的这一轮倒挂发生在金融危机之后，从中美国债收益率走势来看，虽然在此期间出现倒挂，但是中美国债收益率基本同步的，中美利差倒挂缘于中债收益率的更快下行，但是这一轮倒挂其实是断断续续的，而且倒挂程度也不深。

经济基本面：从经济基本面表现来看，当时中美两国都受到金融危机的冲击，经济都处于下行期，在拐点上是美国更快下行、更快触底回升。所以表现在国债收益率上也是中债收益率下行速度更快出现倒挂，中债到期收益率领先出现上行拐点，结束了中美利差的倒挂。

通胀：从通胀来看，中美两国通胀在此期间也是高度同步的，两国通胀水平相当、步调也是基本一致。

货币政策：这一轮倒挂期间其实中美货币周期也是基本同步的。从货币政策上看，中美货币政策同向宽松，本轮美国于 2007 年四季度先行开启降息周期，并于 2008 年 11 月开启首轮量化宽松。国内货币政策虽然于 2008 年四季度才正式开始宽松，但是在 2008 年四季度短短两三个月内两次降准、两次降息，力度也是非常大的。一直到 2010 年一季度，中国经济领先完成填坑并且相对于美国出现一定的通胀压力时，国内货币政策领先开始收紧，在 2010 年 2 月份重新提高存款准备金率，中债收益率领先上行才结束了这一轮中美利差倒挂。

1.4. 第 4 轮（2018Q4——2019Q1）——中美货币政策分化

经济基本面：从经济基本面来看，这一轮倒挂期中美在经济基本面上呈现出分化。受前期贸易摩擦频发及实体经济融资环境收紧的影响，我国经济下行压力逐步加大，GDP 增速，2018 年 Q4 我经济增速由年初的 6.9%下行至 6.5%，而且进一步下探的迹象也很明显。受到贸易摩擦的影响，当时的新出口订单也是收缩的很严重，而且不止出口，消费和投资的表现也不太好。相对而言，美国当时的经济逐渐进入到修复后期，在倒挂初期，美国的制造业 PMI 还是处于 60%附近的过热区间，一直到 2018 年 12 月，我们可以看到美国制造业 PMI 一下子从过热区间回落到 54%附近，美国经济在这个过程中回落的较快，倒挂后期中美经济从分化趋于收敛。

通胀：这一轮倒挂期间，美国通胀整体表现相当健康，CPI 同比持续处于 2%以下，通胀压力较小。中国也是如此，中美通胀走势基本上是同步的，中国的 CPI 同比也是持续运行在 1%-3%之间，彼时通胀压力并不大。

货币政策：这一轮中美利差倒挂最主要的原因还是中美货币政策的分化。就美国来

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_41943

