



管涛：中美利差倒挂会影响人民币汇率、A 股股票资产吗？



意见领袖 | 管涛

疫情爆发时和当下的恢复期，中美两国货币政策分别背向而行，如今，两国利差终于出现了多年未见的倒挂现象。这一现象，会不会影响到人民币汇率和 A 股市场的走向？

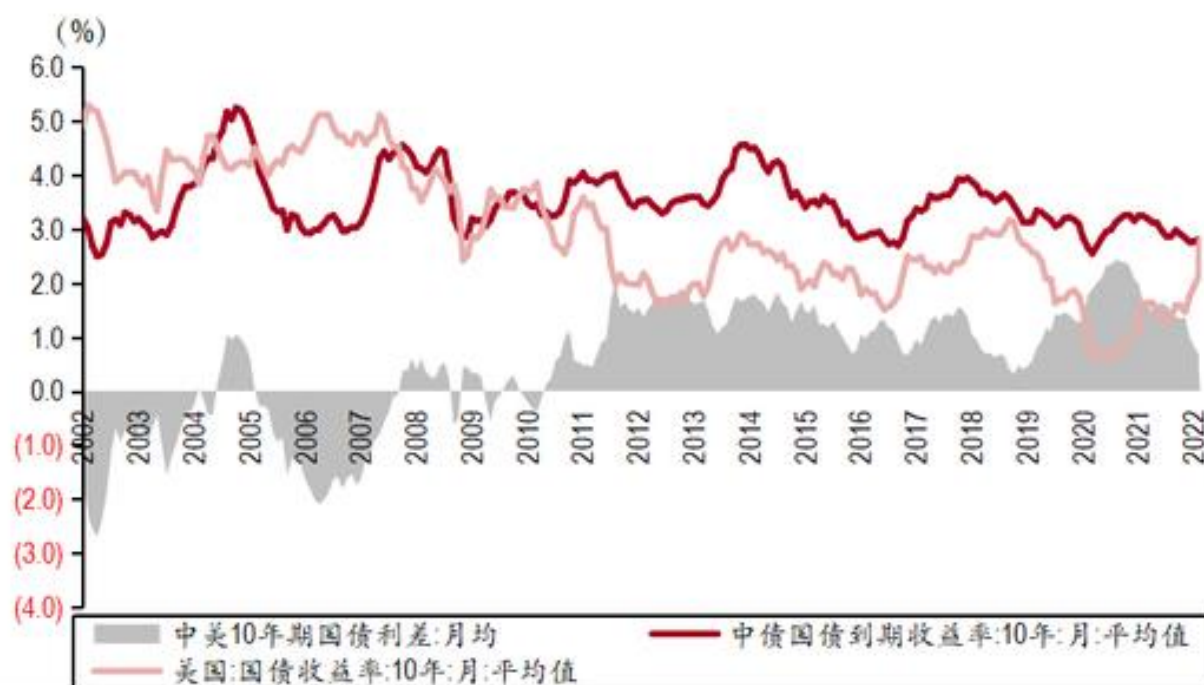
中银证券全球首席经济学家管涛认为，此次利差倒挂的背后主要是中美通胀周期的差异，而倒挂应该只是暂时现象。中美利差倒挂会降低人民币资产吸引力，但却不是近期外资流出背后的主因。管涛表示，中国汇市无惧中美利差收敛甚至倒挂，也影响不了中国货币政策的走向。



新冠疫情下半场，中美利差快速收敛乃至倒挂。2020 年新冠疫情暴发初期，中国选择积极抗疫，政策相对克制，经济率先走向复苏，而美国面

对疫情逐渐“躺平”，推出空前的财政货币双刺激，这导致中美利差不断走阔。到2020年底，月均10年期中美国债收益率差为231BP，较2019年底上升近100BP。去年3月份开始，中美利差快速收敛，到年底月均10年期中美国债收益率差较上年同期收窄94BP。今年以来，两国利差进一步缩窄。3月28日，短端2年期中美国债收益率差首先倒挂；4月11日，长端10年期中美国债收益率差倒挂2BP，为2010年5月份以来首次，较上年底回落了135BP，12、13日又恢复小幅正利差（见图1）。

图1：10年期中美国债收益率及其差值（单位：%）



资料来源：中债登；美联储；WIND；中银证券

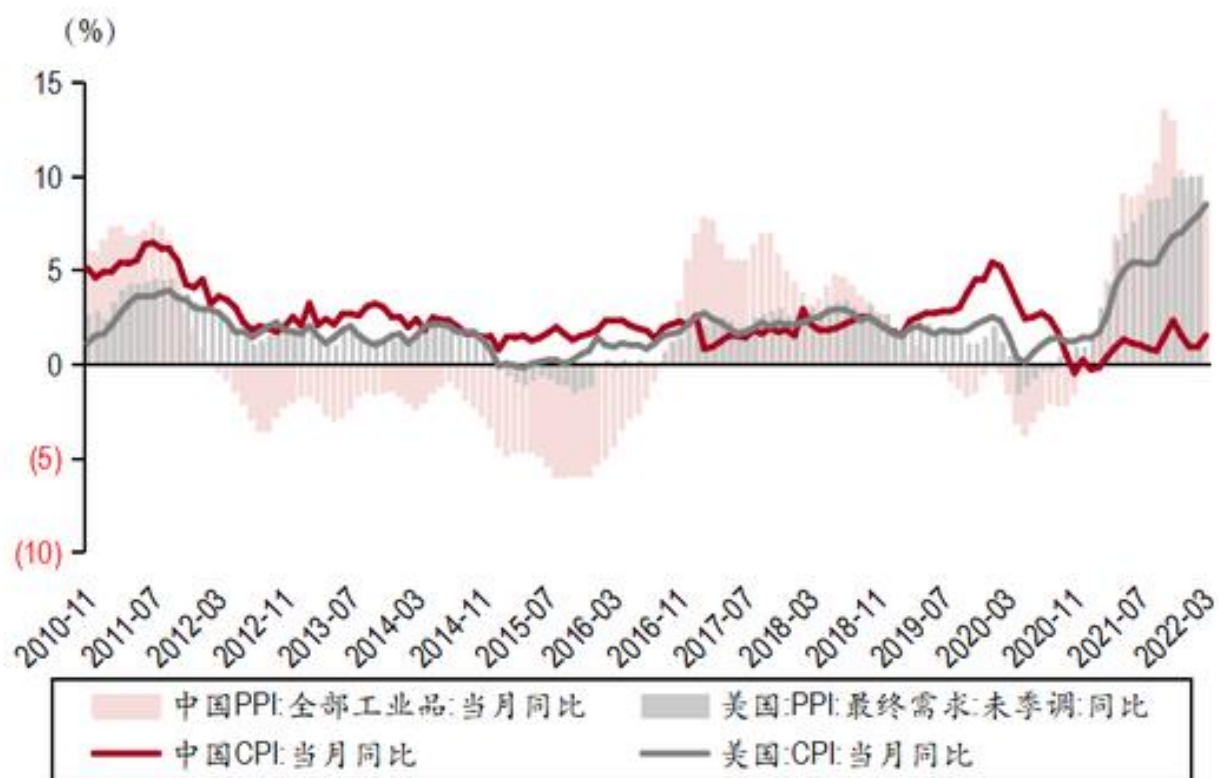
注：2022年4月前为月均数据，4月为日度数据，截至4月13日。

通胀走势和货币政策分化导致中美利差阶段性倒挂

近期，由于美联储多位官员密集做出鹰派表态，决心控制通胀，货币紧缩预期持续发酵，10年期美债收益率接连飙升。自3月初到4月11日，累计上行107BP至2.79%。而中债收益率在稳增长的货币政策靠前发力，市场流动性合理充裕的情况下稳中趋降，由3月初的2.8%小幅降至4月11日的2.77%。由此，中美利差也由3月初的108BP迅速收窄至-2BP。

此次利差倒挂的背后主要是中美通胀周期的差异。去年以来，受到全球供应链中断、大宗商品价格持续上行等供给因素扰动，上游原材料涨幅显著，各国PPI均处于高位。美国3份最终需求PPI同比上涨11.2%，中国PPI上涨8.3%。但是，由于两国疫情期间需求侧政策刺激力度的差异以及经济结构的不同，消费者通胀水平明显分化。美国自去年4月份起，CPI同比一路上扬至今年3月的8.5%，而中国的CPI一直在1%左右徘徊，3月份最新数据也仅为1.5%，通胀整体温和可控（见图2）。有鉴于此，美联储政策重心在“控通胀”，在中国则围绕“稳增长”发力，两国货币政策周期重新错位。

图2：中美CPI和PPI同比增速（单位：%）



资料来源：国家统计局；美国劳工部；WIND；中银证券

美国此轮 10 年期美债利率上升主要是实际收益率贡献。自 3 月初到 4 月 11 日，美国 10 年期 TIPS 债券衡量的实际收益率上行 78BP，隐含通胀预期上升 29BP。由于美联储此前落后于通胀形势，政策转向后加速收紧，市场预期先行于美联储，驱动实际收益率接近转正，低至 11 日的-0.12%，ICE 美元指数也站了上 100 的关口。而中国剔除 CPI 后的实际收益率则一直为正，使用 3 月 CPI 数据调整的 10 年期国债实际收益率，至 4 月 11 日为 1.27%（见图 3）。

图 3：10 年期中美国债实际收益率及其差值（单位：%）



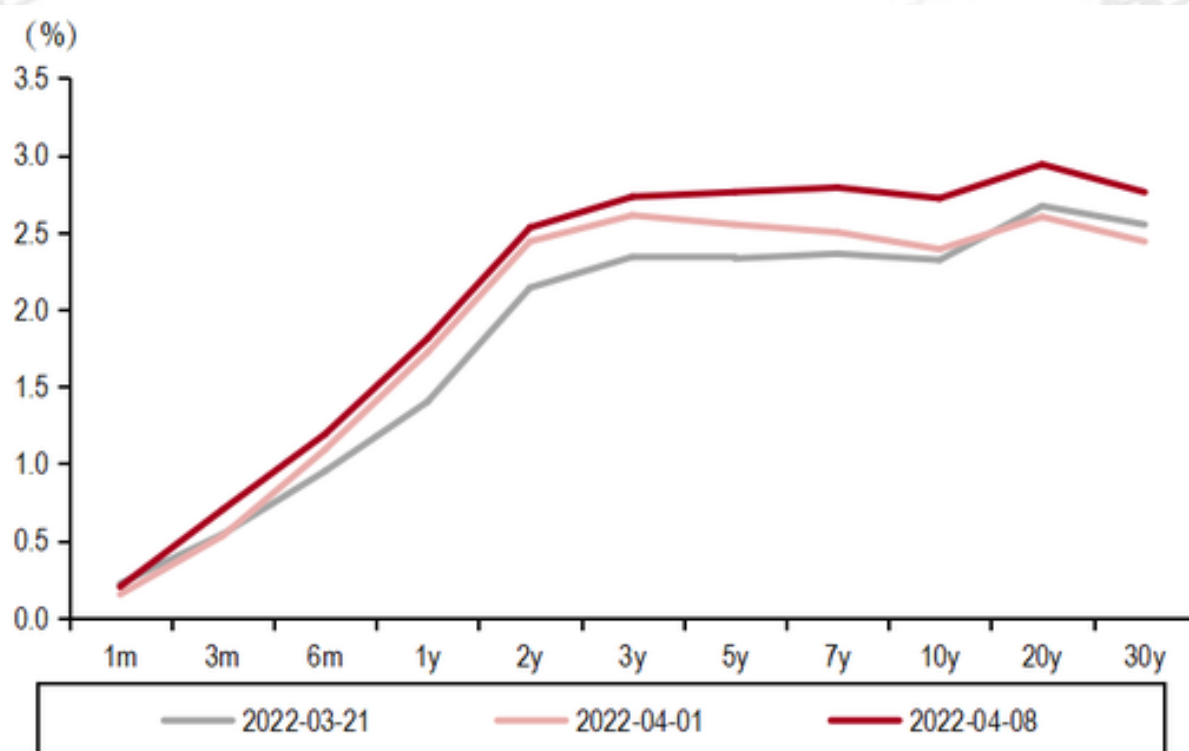
资料来源：国家统计局；美国财政部；WIND；中银证券

注：1) 美国实际收益率使用 10 年期美国通胀保值债券 (TIPS) 收益率；2) 中国实际收益率使用 10 年期中债月均收益率减去当月 CPI 同比增速，4 月数据使用 3 月 CPI 同比调整；3) 2022 年 4 月前为月均数据，4 月为日度数据，截至 4 月 12 日。

中美利差的倒挂应该只是暂时现象。近期美国长短国债收益率也出现倒挂，预示着美国经济滞胀的风险。自 3 月 21 日以来，5 年期和 10 年期美债收益率首次倒挂，持续到 4 月 8 日。4 月 1 日，2 年期和 10 年期倒挂，美债收益率曲线中长端逐渐趋平（见图 4）。市场预期，现在美联储尽快把利率加上去，一旦经济衰退，再把利率降下来。所以，中美利差倒挂应该

只是阶段性的。中国是成长型经济体，无风险收益率高于美国才是正常现象。

图 4：美国国债收益率曲线（单位：%）



资料来源：美联储；WIND；中银证券

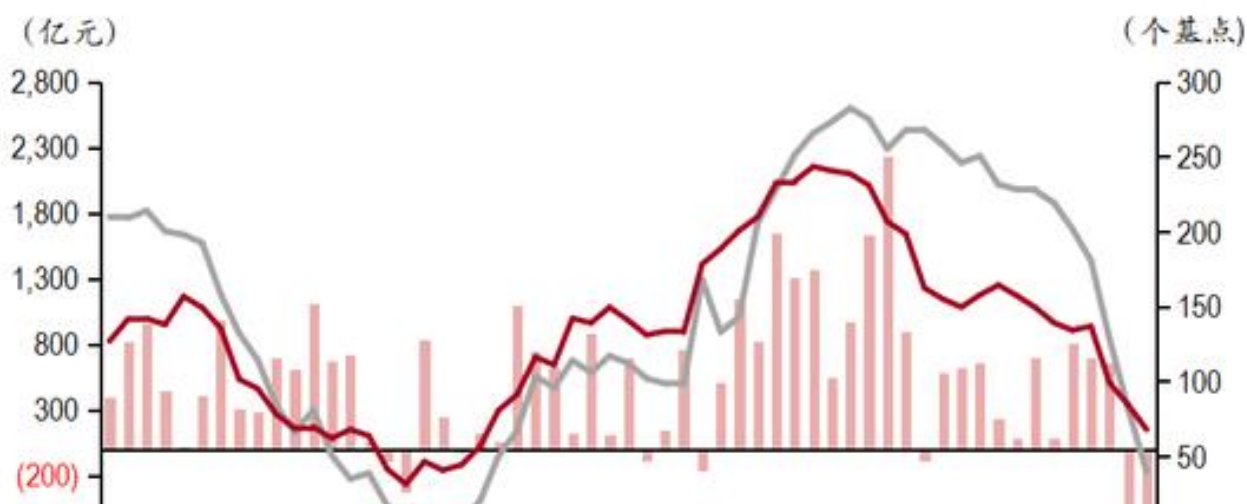
中美利差倒挂恐非近期外资减持人民币债券和股票的主要原因

中美利差倒挂会降低人民币资产吸引力。今年 2、3 月份，外资连续净减持人民币债券 803 亿和 1125 亿元，其中分别净减持人民币国债 354 和 518 亿元，均连创新高（见图 5）。但这可能不完全是利差因素所致。

今年 1 月份，月均 10 年期中美国国债收益率差环比缩窄 38BP，外资净增持人民币债券 662 亿元，而 2、3 月份月均利差分别环比缩窄 17BP 和

13BP，收敛速度明显放缓。2018年11月份，短端2年期中美国债利差首先出现倒挂，并一直持续至年底，平均差值为-10个基点，同期长端10年期利差也缩窄至最低24个基点，而外资仅在当年10、11月分别减持96亿和333亿元，12月恢复净增持838亿元。全年，在中美经贸摩擦升级、货币政策错位的背景下，外资净增持人民币债券5825亿元（见图5）。最近这波外资流出背后的原因或是，2月份俄乌冲突不断升级，地缘政治风险外溢，以及3月中下旬以来国内疫情多点散发，经济复苏前景不明，市场避险情绪上升。

图5：债券通境外持有变动及中美利差（单位：亿元；个基点）



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_40443

