

基于中美利差倒挂的历史回溯及原因研究

王冠捷

东北财经大学国际商学院, 辽宁 大连 116000

摘要：中美利差倒挂是指中美两国市场利率之差逆转的现象。目前, 市场担忧未来经济前景、中美货币政策差异和外汇市场波动等原因导致中国市场利率超过美国市场利率, 形成中美利差倒挂。本篇文章通过回溯历史上五次中美利差倒挂, 分析中美利差倒挂原因及中美利差倒挂对股市、汇率和货币政策产生影响。

关键词：中美利差; 货币政策; 利率; 人民币汇率

Research on Historical Tracing and Reasons Based on the Inverted Interest Rate Spread between China and the United States

Wang Guanjie

International Business College, Dongbei University of Finance and Economics, Dalian, Liaoning 116000

Abstract: The inverted interest rate spread between China and the United States refers to the phenomenon of the reversal of the difference in market interest rates between the two countries. At present, market concerns about future economic prospects, differences in monetary policies between China and the United States, and fluctuations in the foreign exchange market have led to Chinese market interest rates exceeding those of the United States, resulting in an inverted interest rate spread between China and the United States. This article analyzes the reasons for the inverted interest rate spread between China and the United States and its impact on the stock market, exchange rate, and monetary policy by tracing back five times in history.

Keywords: China US interest rate spread; monetary policy; interest rate; RMB exchange rate

一、中美利差倒挂的概念界定

中美利差指两国的市场利率之差, 通过十年期国债收益率之差来衡量两国的市场利率之差^[1]。中美利差倒挂是中美两国的市场利率差异逆转的现象。目前, 发达国家的市场利率普遍高于发展中国家的利率, 因为发达国家拥有风险较低的更加稳定和成熟的经济体系。但由于市场对未来经济前景的担忧、中国和美国的货币政策存在差异、外汇市场的波动、国际投资者对世界经济和金融市场的看法变化等一系列原因, 市场可能会将更高的风险溢价纳入中国的利率, 中国的市场利率水平超过美国的市场利率水平, 这就是中美利差倒挂。

二、中美利差倒挂历史回溯

从2000年到2023年, 中美利差倒挂共发生五次, 分为两个阶段。2000年至2010年, 中美利差倒挂主要由定价不足、货币政策背离和货币周期分化导致, 出现了三次明显的倒挂。2010年后, 人民币汇率改革和金融市场开放增强了中美利率联动, 利差倒挂减少, 只在2018年底至2019年初短暂出现。但自2022年4月起, 中美十年期国债利差再次倒挂, 反映市场对经济前景的担忧和货币政策调整等因素的影响^[2]。

作者简介: 王冠捷, 出生年月: 2003年9月- , 男, 辽宁省营口市, 汉族, 本科在读, 研究方向: 会计核算与财务管理、货币政策与资本市场。

(一) 2002年第一季度-2004年第二季度

1. 经济基本面

在互联网泡沫破裂后, 美国经济经历了一段调整期, 并逐渐开始复苏。美国实施了一系列经济刺激政策, 包括降低利率和增加财政支出, 以促进经济增长。这导致了美国长期利率的下降, 同时也影响了中美利差^[3]。国内经济自2022年进入了快速上行期, 实际GDP同比增长率从倒挂之初的8.9%逐步上升至11%、12%等高位, 经济的基本面显示出相当强劲的表现。

2. 货币政策

与此同时, 中国经济在2002年至2004年期间也经历了一段增长放缓的时期。中国政府采取了一系列宏观调控措施, 以控制通胀和调整经济结构^[4]。这些措施包括加息、紧缩货币政策等, 导致中国的长期利率上升, 进而导致中美利差倒挂。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^[5]。

所以这一轮中美利差倒挂是以中债收益率更快上升而结束的。而倒挂的根本原因是中债收益率对国内经济基本面的定价不充分, 主要受到通胀联动的影响。随着中债收益率对经济基本面的反应逐渐增强, 中美利差倒挂现象得以结束^[6]。

(二) 2005年第一季度-2007年第三季度

1. 经济基本面

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

收益率向上的倒挂，中债收益率与美债收益率差别较大。中国经济在这段时期保持了高速增长的势头，实际 GDP 同比增速持续保持在较高水平^[7]。这使得市场对中国经济前景的看好推动了中国债券市场的活跃，进而使得中国国债收益率下降。与此同时，美国经济在这段时间内经历了增长放缓的阶段。一些因素包括房地产市场泡沫破裂、金融危机前兆的出现，以及全球经济不确定性的增加，对美国经济造成了一定的压力。这导致了美国长期利率的下降，进而影响了中美利差^[8]。

2. 货币政策

当时中美货币政策阶段性背离。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，进而推动美债利率持续上升，最高升至 5.2 附近，尽管当时国内经济基本面不错，但国内货币政策在 2004 年初提高一次存款准备金率之后，中债利率却跟随公开市场利率一路下行，一直到 2006 年第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^[9]。

这一轮中美利差倒挂的主要原因在于中美货币政策的阶段性背离。虽然通胀表现也存在一定程度的背离，但明显可以看出美国当时的通胀压力相对较小。最终，这一轮倒挂以国内货币政策的大幅收紧、中债收益率更快上行、美联储结束加息政策以及美债收益率高位回落而结束^[10]。

（三）2008 年第四季度 -2010 年第三季度

1. 经济基本面

2008 年金融危机重创全球经济，美联储实施非常规货币政策，降息和量化宽松致美长期利率下降。中国则通过积极财政货币政策稳定经济，吸引投资者，增加对债市需求，推低中债收益率。危机中，中国经济较快触底回升，中债收益率先降后升，结束中美利差倒挂。

2. 货币政策

这一轮倒挂期间实际上中美货币周期基本上是同步的。从货币政策的角度来看，中美货币政策都朝着宽松的方向发展^[11]。在这一期间，美国于 2007 年第四季度率先开启了降息周期，并于 2008 年 11 月开始实施第一轮量化宽松政策。而中国的货币政策虽然在 2008 年第四季度才正式开始宽松，但在这短短的两三个月内，中国已经实施了两次降准和两次降息，力度非常大。直到 2010 年第一季度，中国经济领先于美国完成了经济的填坑，并且出现了一定的通胀压力。这时国内货币政策开始领先进行收紧，于 2010 年 2 月份重新提高存款准备金率。随着中债收益率的领先上行，这一轮中美利差倒挂才得以结束。

（四）中美利差第四轮倒挂（2018 年至 2019 年）

本轮中美利差倒挂的根本原因是中美货币周期的分化。

首先，这一轮倒挂期中美在经济基本上呈现出分化。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 增速放缓。其次，中美两国的货币政策也呈现出分化趋势。美国前期不断推行加息政策导致联邦基金利率上行。而中国并不只是美联储货币政策溢出效应的单边接受者，在探究美联储货币政策冲击对中国资本市场影响的同时，也需要考虑中国央行货币政策，尤其是央行沟通在美联储货币政策溢出效

应中发挥的作用^[12]。反观我国，坚持稳增长的战略，采取降准降息的政策。因此，在整个过程中，中美的货币政策始终呈现背离态势。

（五）中美利差第五轮倒挂（2022 年以来）

10 年期中国国债活跃券收益率报 2.74%，10 年期美国国债收益率上破 2.76%。业内认为，短期来看，10 年期美债收益率或居高难下，中美利差或将延续倒挂^[13]。随着美联储加息缩表靴子落地、经济下行压力显现，10 年期美债利率或将于二季度末开始进入下行周期，届时若国内疫情改善、稳增长政策发力，经济向好预期下，10 年期中债利率仍有回升空间^[14]。

这一轮中美利差倒挂与前几轮倒挂相比，最为接近 2018-2019 年倒挂，主要原因是中美经济、通胀分化下导致的中美货币政策的分化，此轮倒挂，美联储处于加息周期初期，国内稳增长压力较大，货币政策宽松的格局在中短期十分稳定，中美货币政策一松一紧导致了中美利差倒挂，中美利差倒挂可能会持续一段时间^[15]。

三、中美利差倒挂的原因分析

利差是美国国债收益率和人民币汇率的内在联系。目前，美国 10 年期国债收益率处于历史高位，人民币利率处于低位，二者之间存在较大差异。中美利差倒挂的主要原因即中美的货币政策背离与经济周期背离，中国和美国的国内经济状况不同所以央行的货币政策不同^[16]。

美国由于新冠疫情突然爆发导致国内城市经济环境受到较严重的影响，居民收入分配不均衡稳定、普遍生活消费保障意愿低，而美联储为了应对国内经济低迷的现象出台了相应的量化宽松政策，发行约两万亿美元^[17]。而在同时随着流通在美国的美元逐渐变得越来越多，国内的工业与经济也慢慢的进行复苏，由此也而逐渐引发了波动性较强的通货膨胀。过高的通货膨胀导致货币价值的降低，资产购买力减小，国内失业率升高。为了减少高通胀的影响，美国开始协调货币政策，提高银行利率，以减少货币供应。由于到期收益率和市场利率是正相关关系，美国 10 年期国债收益率由 2021 年底的 1.52% 上升至 2022 年 6 月 14 日 3.49% 的高点^[18]。

疫情爆发虽然短期内也的确对中国造成到了一定负面的影响，但是正由于对中国的疫情防控整体严格，国内环境面临伴随着的需求急剧收缩、供给受到冲击和经济预期持续转衰弱的这三重压力，人们面临着经济压力较大，失业率较高，人们普遍有储蓄的想法来应对未来预期的风险。在货币政策方面，央行并侧重将货币政策与财政政策协同发力，发挥出政府“看得见的手”的调节作用，在保证较低的通货膨胀率的前提下进行经济恢复^[19]。

四、中美利差倒挂的影响

（一）对货币产生影响

人民币贬值，短期资本流出；4 月底，美元指数低位反弹，人

民币大跌，跌幅超过6000点。从市场情绪层面，中美利差倒挂或在短期内对人民币形成压力。人民币汇率是经济基本面在资本市场上的映射，另外再有资本和金融账户面临的外资流出压力，人民币的贬值压力在积聚。美元是全球货币，一旦中美利率出现倒挂，那么外资大可能呈现出流出的状态，因此我们的货币兑美元就会出现贬值。

（二）对货币政策产生影响

价格型货币政策操作空间面临掣肘，年内降息可能性下降。

中美两国采取的货币政策截然不同。美国从2015年开始进入了加息周期，到目前为止仍然采取加息的政策。而中国在目前的大环境下，仍然采取“以我为主”的货币政策，而且在国内增速所面临的下行压力有所加大的情况下，我国货币政策有进一步宽松的空间和必要性。如果未来美联储加息缩表的速率和幅度如预期般提升，那么降息降准的政策运作空间就会减小^[20]。总体而言，中美政策和资金利差收窄，对部分货币政策工具会产生一定制约，但货币政策仍然坚持“以我为主”的基调不变。

参考文献

- [1] 吴立元, 赵扶扬, 王仟, 等. 美国货币政策溢出效应、中国资产价格波动与资本账户管理 [J]. 金融研究, 2021, (7).
- [2] 黄赫男. 美联储货币政策变化对国际股票市场的影响 [J]. 技术经济与管理研究, 2020, (2).
- [3] 张坤. 中美货币政策比较与分析 [J]. 现代商业, 2012, (9).
- [4] 王珏, 王盛, 周宏宇. 美债利率上行对我国债券市场的影响及展望 [J]. 债券, 2024, (01): 45-50.
- [5] 管涛, 付万丛. 美联储货币政策调整对我国境内债市的溢出影响 [J]. 中国银行业, 2023, (12): 32-35+6.
- [6] 陈植. 中美利差倒挂幅度大幅走阔人民币汇率缘何逆势平稳波动 [N]. 21世纪经济报道, 2023-10-26(003).
- [7] 钱晓霞. 中美利差变动对我国金融市场的溢出效应研究——基于不同类型市场的异质性分析 [J]. 浙江金融, 2023, (02): 10-22+48.
- [8] 陈植. 美国 CPI 数据超预期回落“多米诺效应”：中美利差倒挂收窄引资本回流人民币资产 [N]. 21世纪经济报道, 2022-12-15(005).
- [9] 邓建平, 陈丽芳. 中美利差倒挂的原因、后果、展望与应对 [J]. 中国财政, 2022, (15): 80-82.
- [10] 卢之旺, 周书杰, 孙明琳. 中美国债利差走势分析、影响及应对建议 [J]. 中国货币市场, 2022, (06): 19-23.
- [11] 芦哲. 倒挂的中美利差会不会制约货币政策空间? [J]. 中国货币市场, 2022, (06): 13-18.
- [12] 明明, 王楠茜. 中美利差波动和政策分化背景下的大类资产配置策略 [J]. 中国货币市场, 2022, (06): 29-34.
- [13] 费天元. 中美利差倒挂如何影响权益市场? [N]. 上海证券报, 2022-04-13(004).
- [14] 周科竞. 中美利差倒挂有利于提升风险偏好 [N]. 北京商报, 2022-04-13(004).
- [15] 以我为主正视中美利差倒挂 [N]. 第一财经日报, 2022-04-13(A02).
- [16] 范子萌. 中美利差12年首次“倒挂” [N]. 上海证券报, 2022-04-12(002).
- [17] 陈植. 美债收益率飙涨成“幕后推手”人民币汇率“以我为主”平稳波动 [N]. 21世纪经济报道, 2022-04-12(002).
- [18] 周艾琳. 中美利差年内或倒挂警惕部分资金流出风险 [N]. 第一财经日报, 2022-03-29(A03).
- [19] 郭栋. “美债陷阱”历史演变、风险传导与中国债市开放启示 [J]. 金融市场研究, 2019, (08): 65-72.
- [20] 许婧琳. 中美利差会倒挂吗 [J]. 债券, 2018, (11): 44-47.