证券研究报告

全球货币政策的比较研究

——希望我们不一样

证券分析师：李勇

执业证书编号：S0600519040001
联系邮箱：liyong@dwzq.com.cn

2020年12月16日

目录



1. 美联储“放水”特征

2. 日央行“放水”特征

3. 欧央行“放水”特征

4. 中国货币政策特征

5. 中、美、日、欧“放水”特征的异同

6. 中、美、日、欧利差分析

7. 风险提示

图1：美、欧、英政策性利率持续走低，且趋同于日本（单位：%）

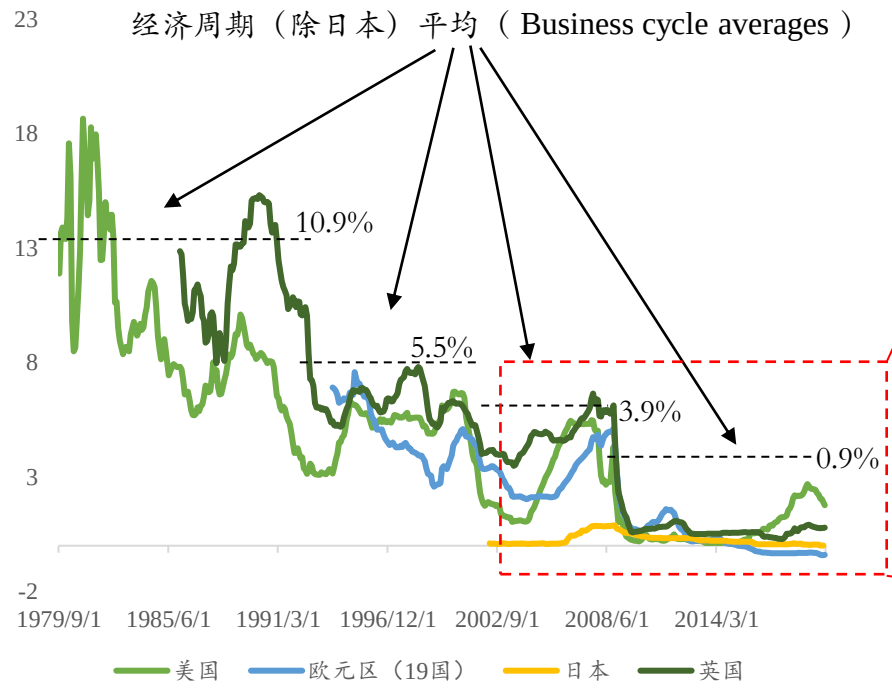
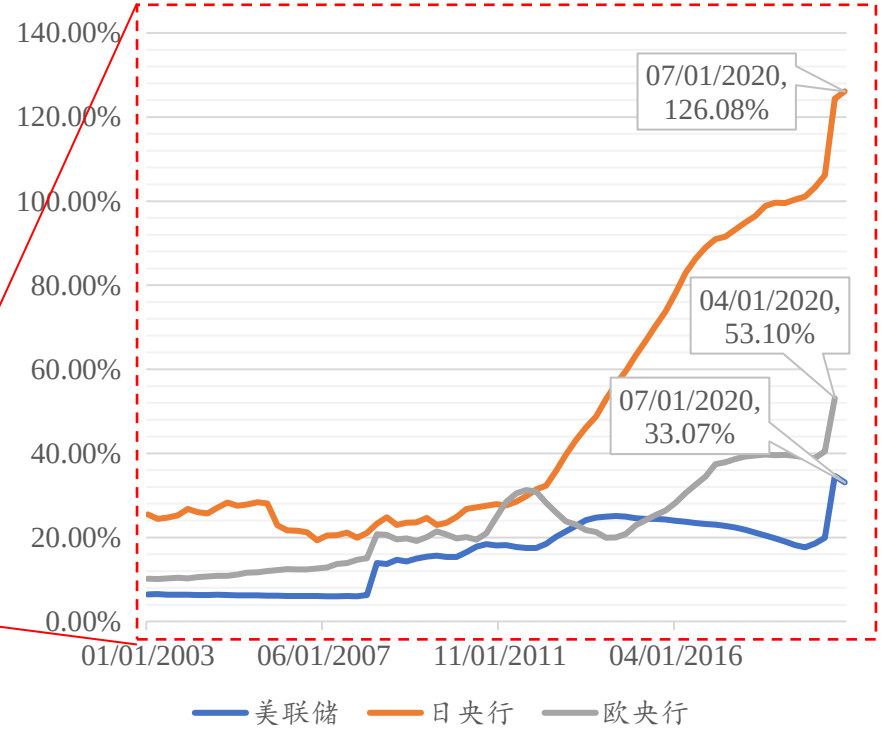


图2：美、日、欧资产负债表规模占季度GDP比



数据来源：FRED，BOJ，ECB，东吴证券研究所

1.美联储“放水”特征

图3：美联储资产负债表（单位：十亿美元）

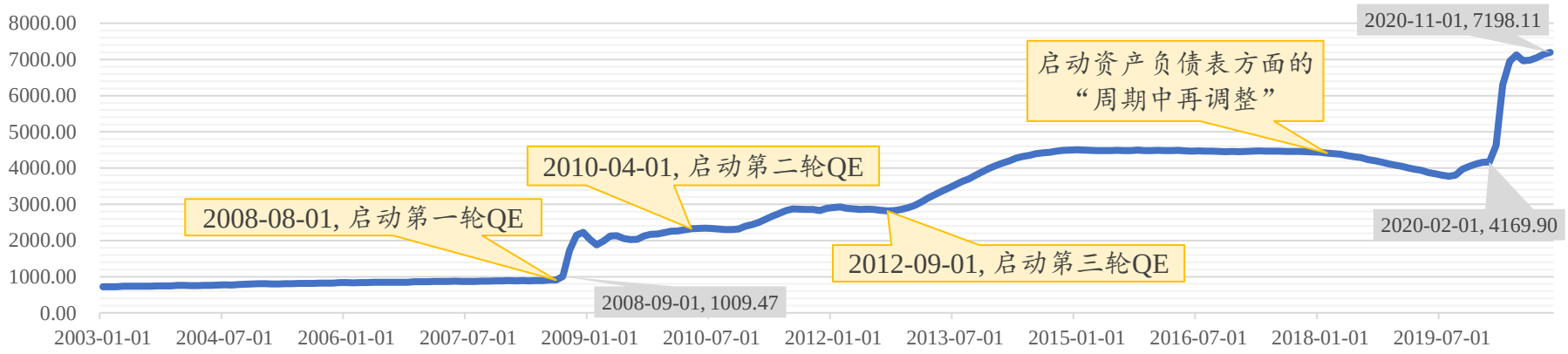
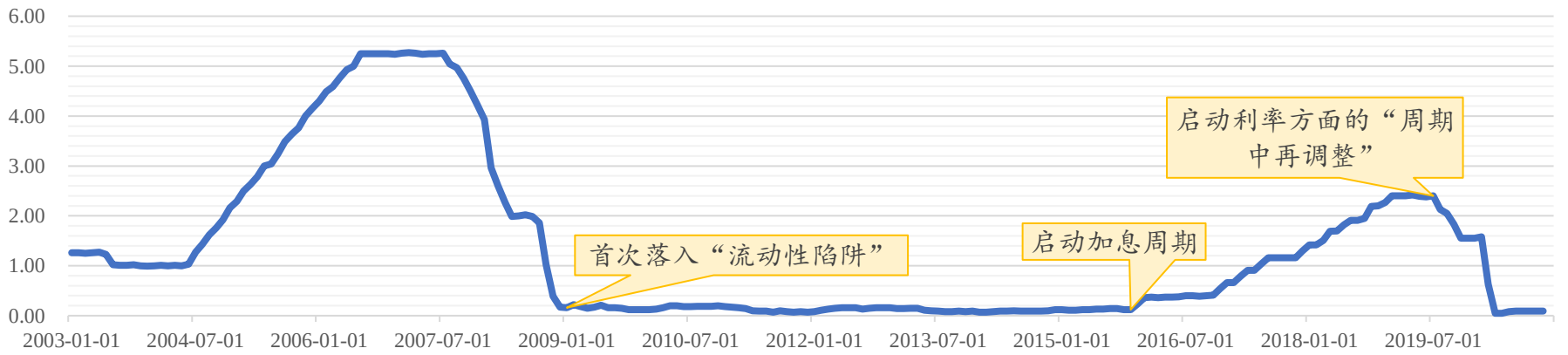


图4：美国有效联邦基金利率（单位：%）



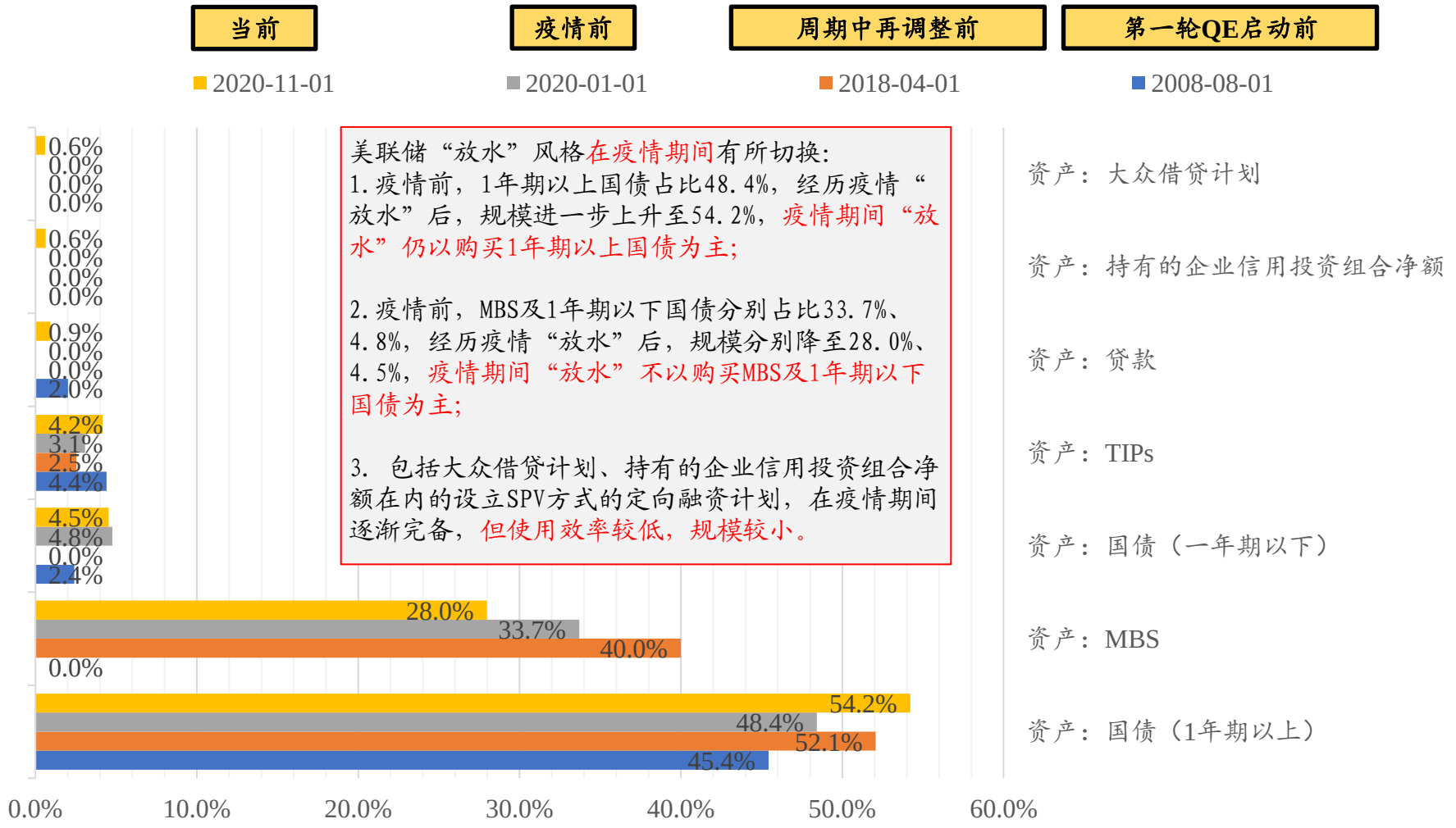
数据来源：FRED，东吴证券研究所

图5：联储资产负债表分项绝对量变动（仅包含量级>百亿美元）（单位：万亿美元）



数据来源：FRED，东吴证券研究所

图6：联储资产负债表分项占比变动（仅包含量级>0.1%）



数据来源：FRED，东吴证券研究所

图7：联储资产负债表分项贡献率（十年QE期间）

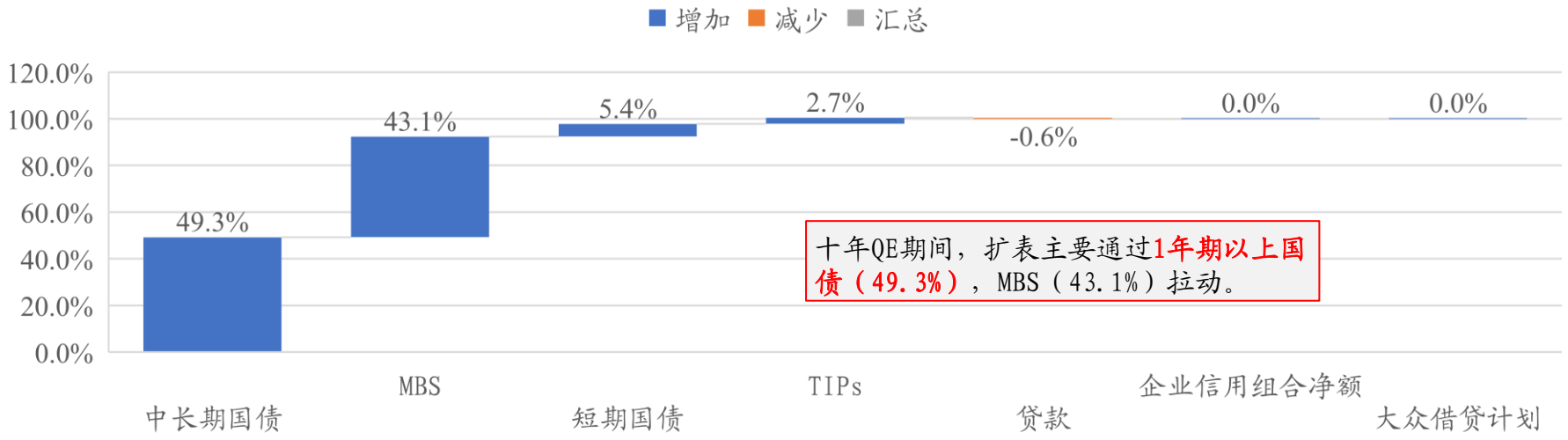
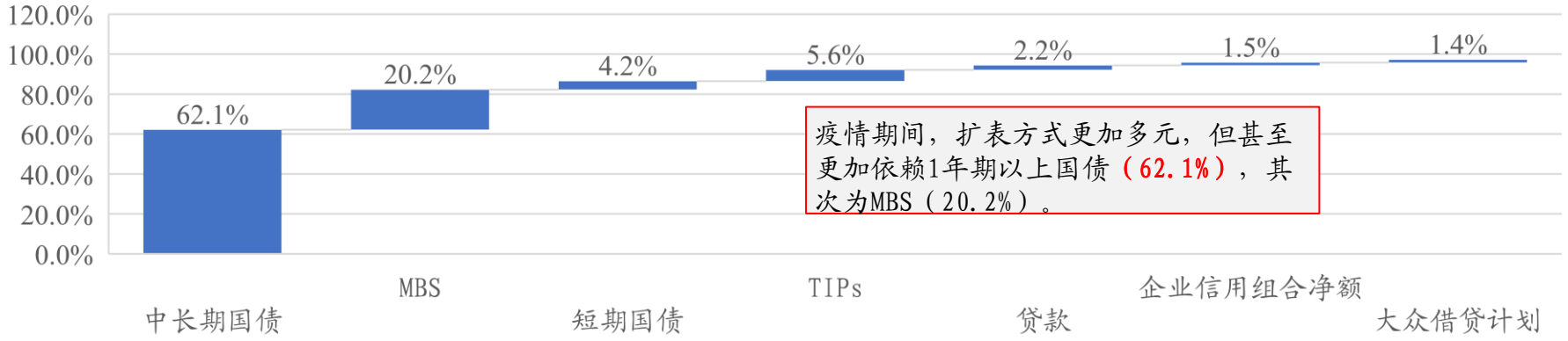


图8：联储资产负债表分项贡献率（疫情期间）



数据来源：FRED，东吴证券研究所

2.日央行“放水”特征

图9：日央行资产负债表（单位：亿日元）

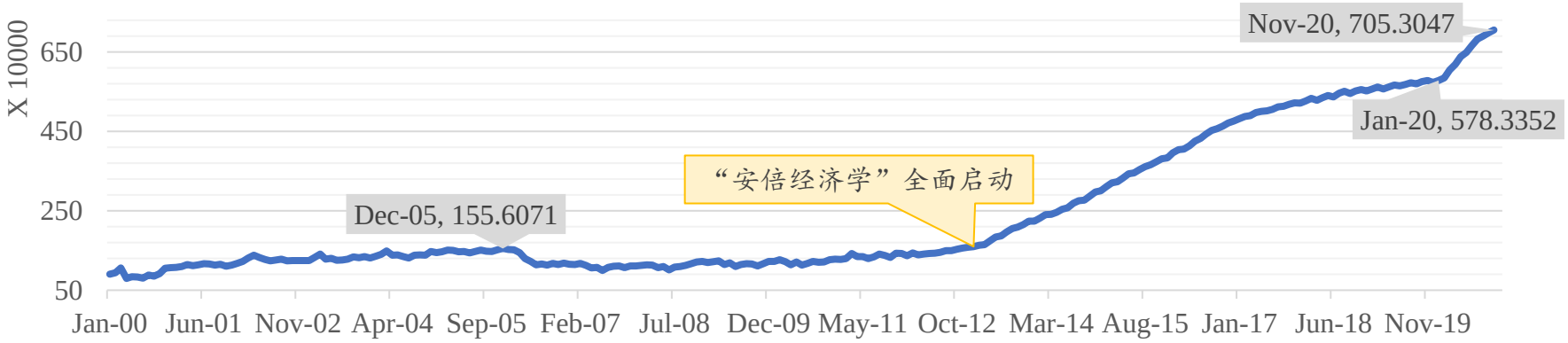
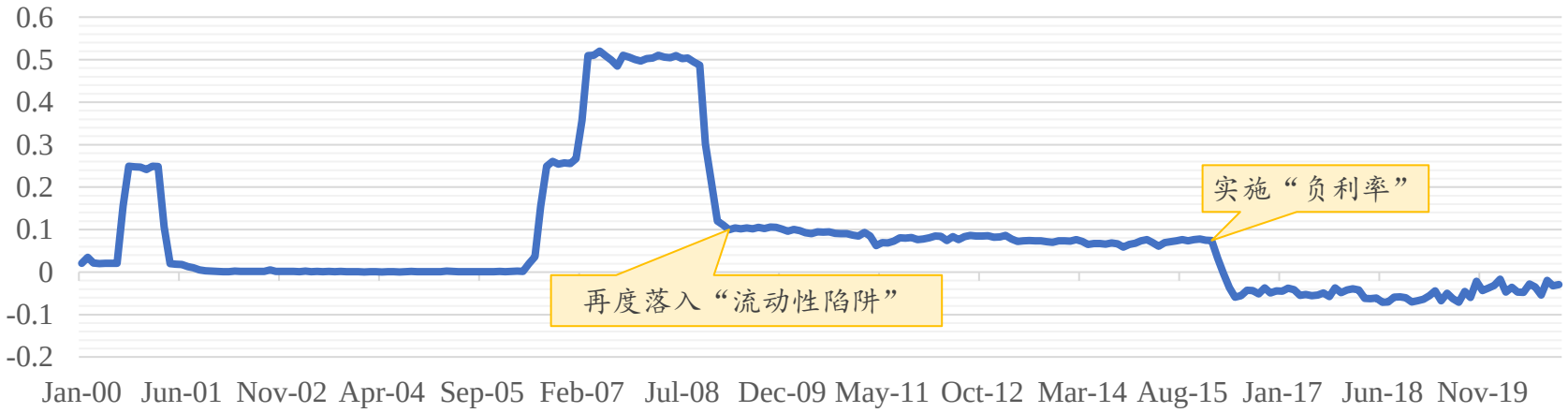
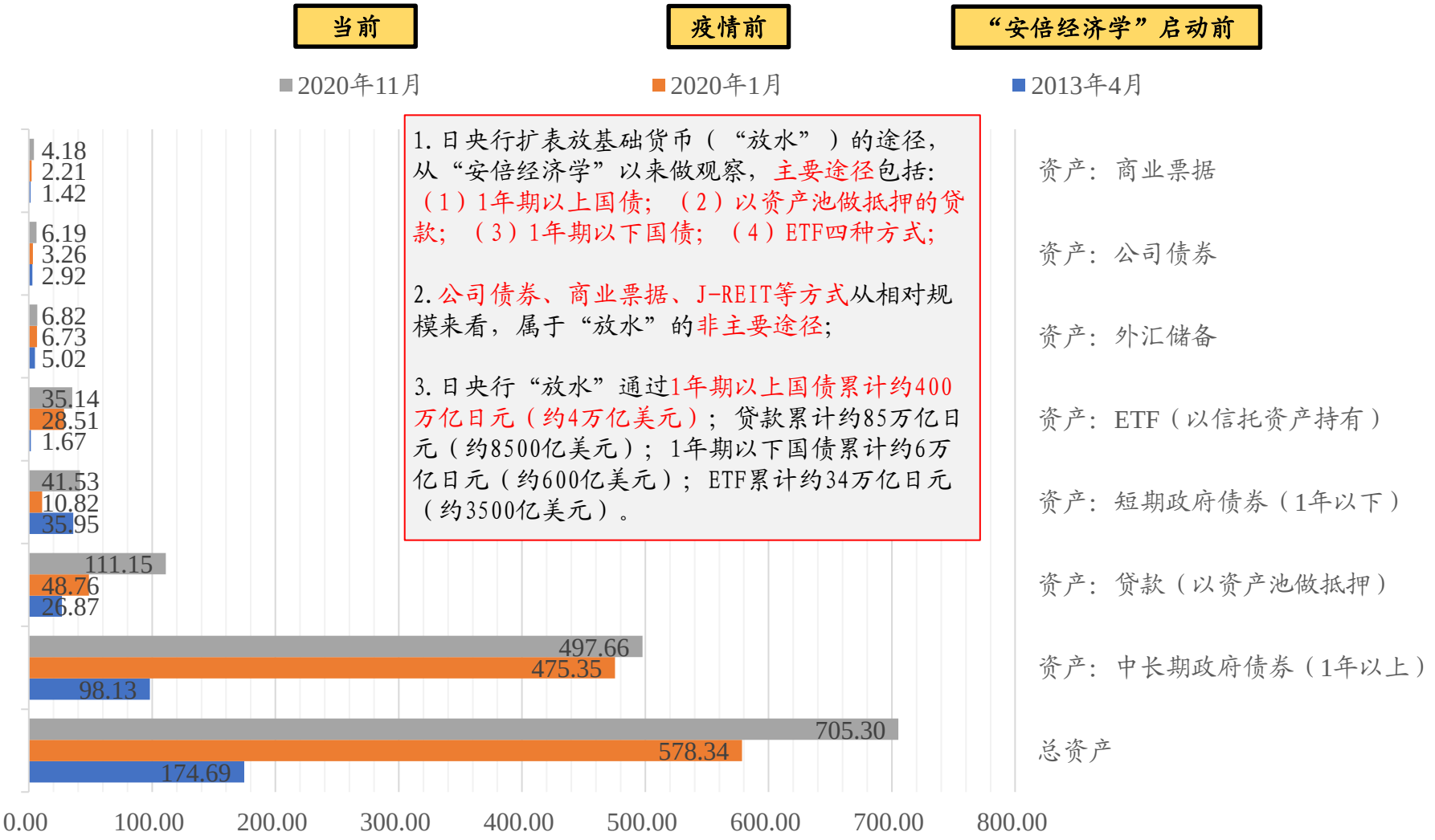


图10：日本无担保隔夜拆借利率（单位：%）



数据来源：BOJ，东吴证券研究所

图11：日本央行资产负债表分项绝对量变动（仅包含量级>万亿日元）（单位：万亿日元）



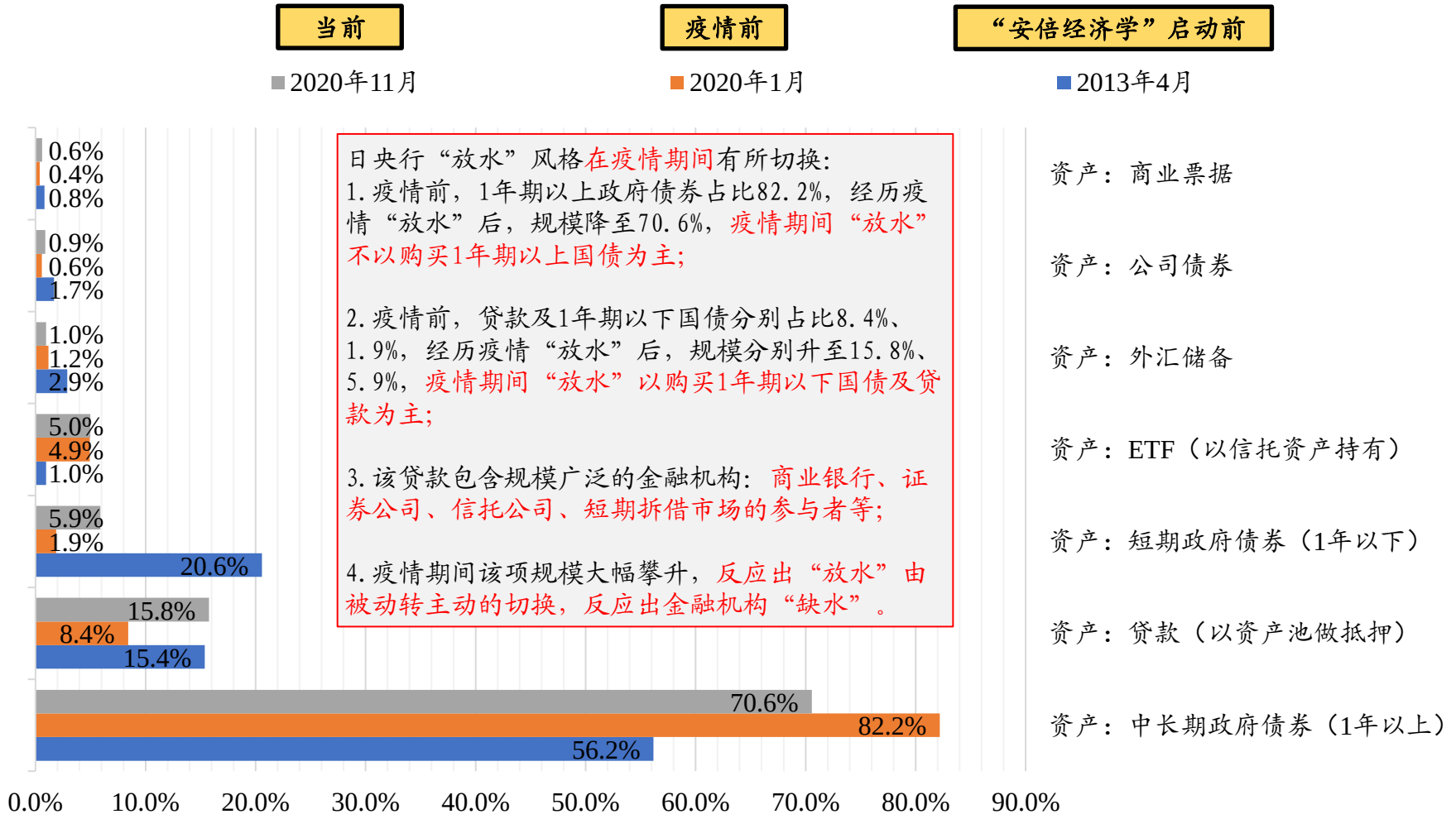
1. 日央行扩表放基础货币（“放水”）的途径，从“安倍经济学”以来做观察，主要途径包括：（1）1年期以上国债；（2）以资产池做抵押的贷款；（3）1年期以下国债；（4）ETF四种方式；

2. 公司债券、商业票据、J-REIT等方式从相对规模来看，属于“放水”的非主要途径；

3. 日央行“放水”通过1年期以上国债累计约400万亿日元（约4万亿美元）；贷款累计约85万亿日元（约8500亿美元）；1年期以下国债累计约6万亿日元（约600亿美元）；ETF累计约34万亿日元（约3500亿美元）。

数据来源：BOJ，东吴证券研究所

图12：日本央行资产负债表分项占比变动（仅包含占比>0.1%）



数据来源：BOJ，东吴证券研究所

图13：日本央行资产负债表分项贡献率（“安倍经济学”期间）

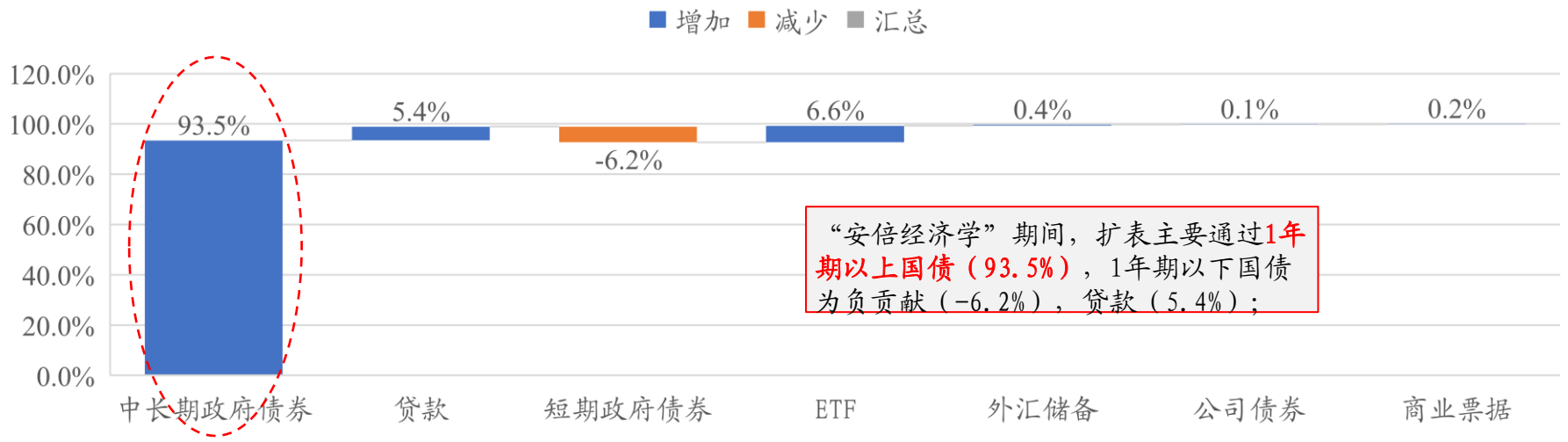
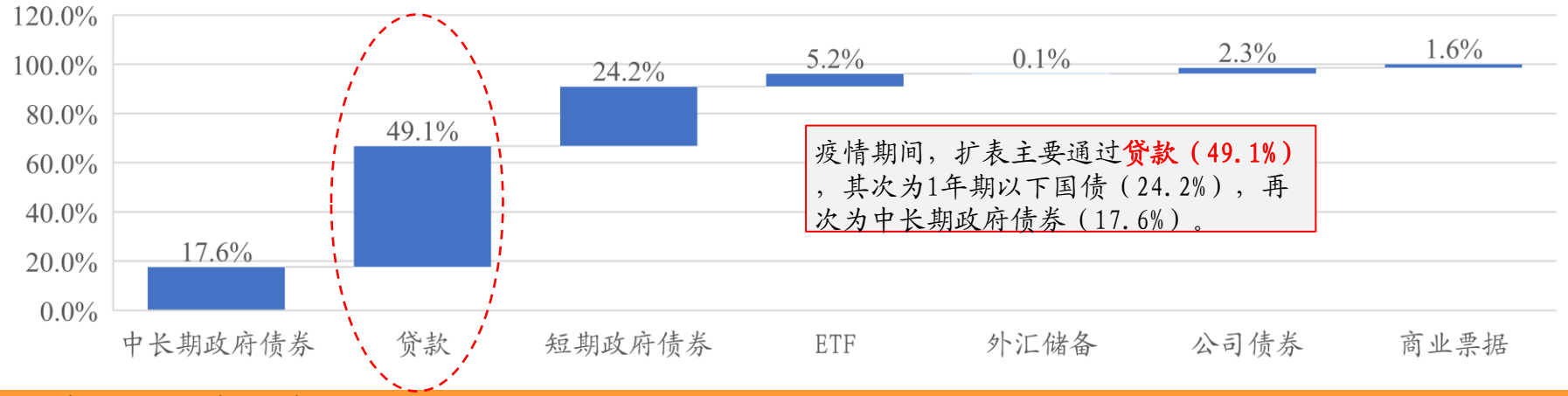


图14：日本央行资产负债表分项贡献率（疫情期间）



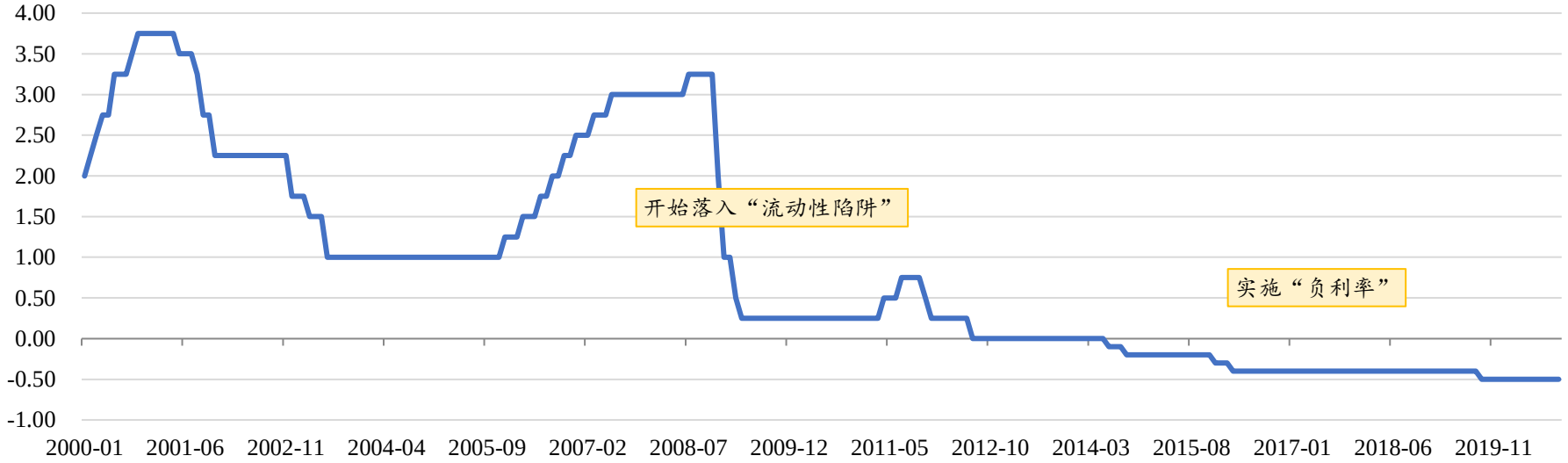
数据来源：BOJ，东吴证券研究所

3.欧央行“放水”特征

图15：欧央行资产负债表（单位：亿欧元）

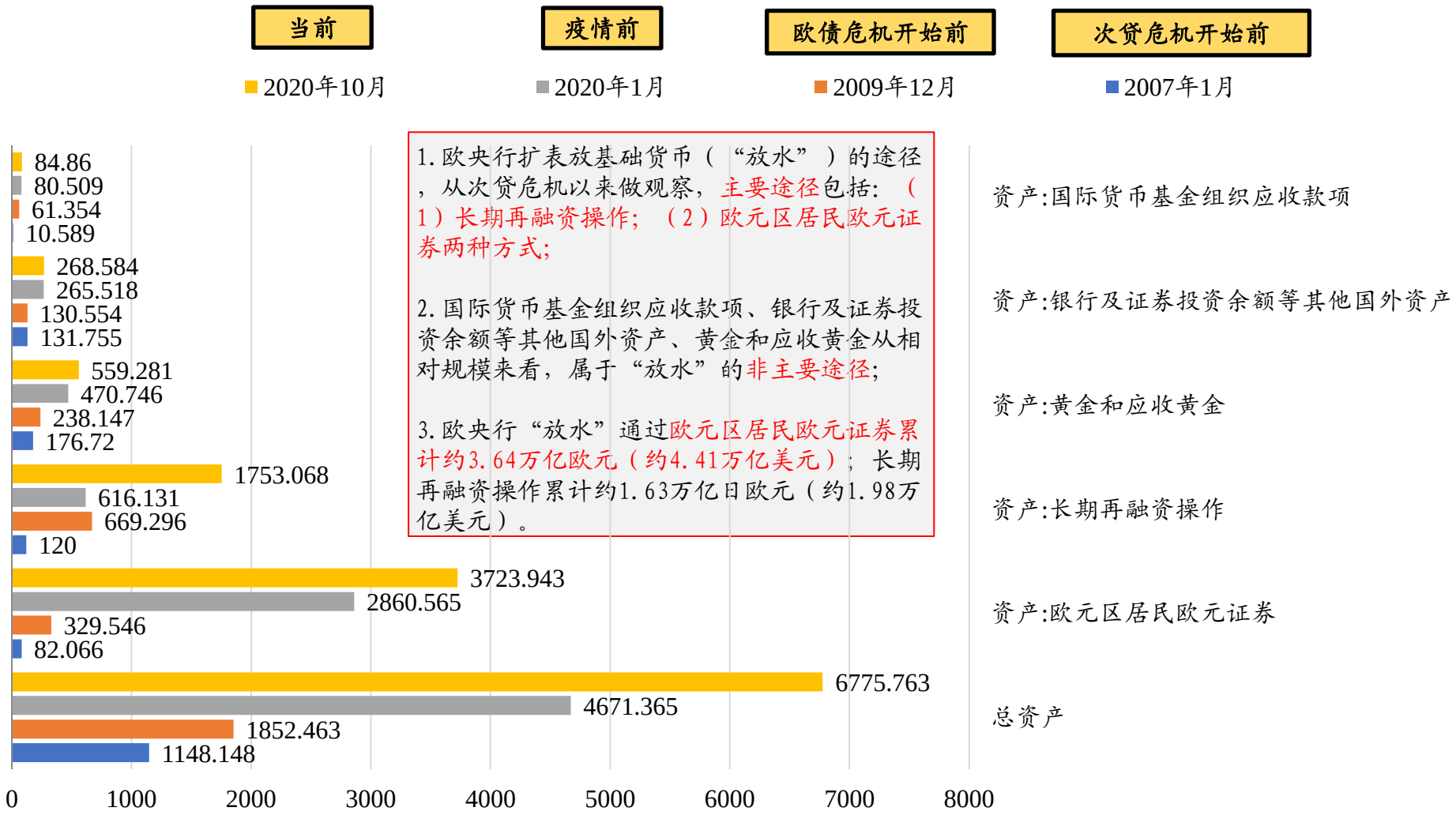


图16：欧央行存款利率决策（单位：%）



数据来源：ECB，东吴证券研究所

图17：欧央行资产负债表分项绝对量变动（仅包含量级>50亿欧元）（单位：十亿欧元）



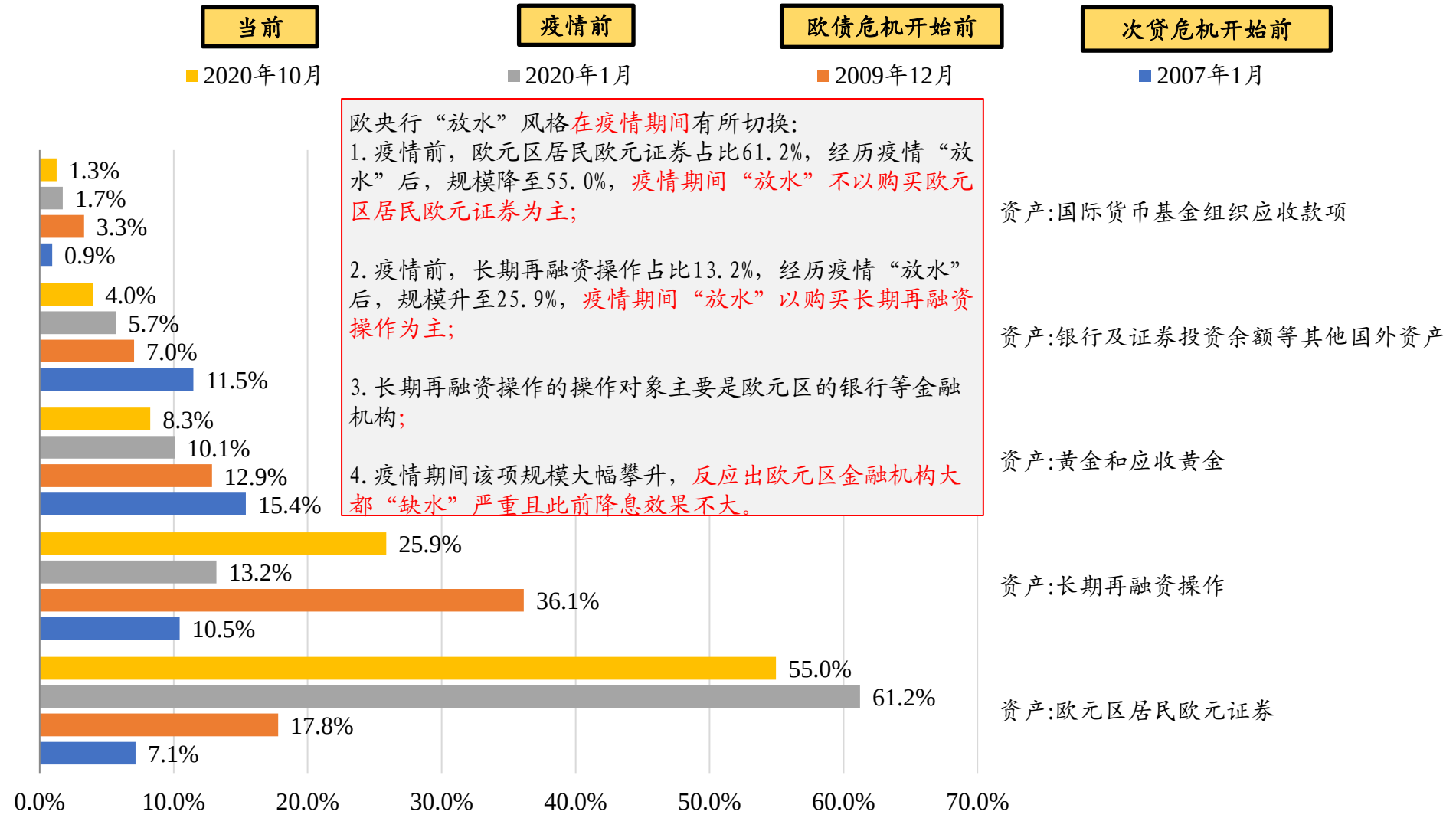
1. 欧央行扩表放基础货币（“放水”）的途径，从次贷危机以来做观察，主要途径包括：（1）长期再融资操作；（2）欧元区居民欧元证券两种方式；

2. 国际货币基金组织应收款项、银行及证券投资余额等其他国外资产、黄金和应收黄金从相对规模来看，属于“放水”的非主要途径；

3. 欧央行“放水”通过欧元区居民欧元证券累计约3.64万亿欧元（约4.41万亿美元）；长期再融资操作累计约1.63万亿日欧元（约1.98万亿美元）。

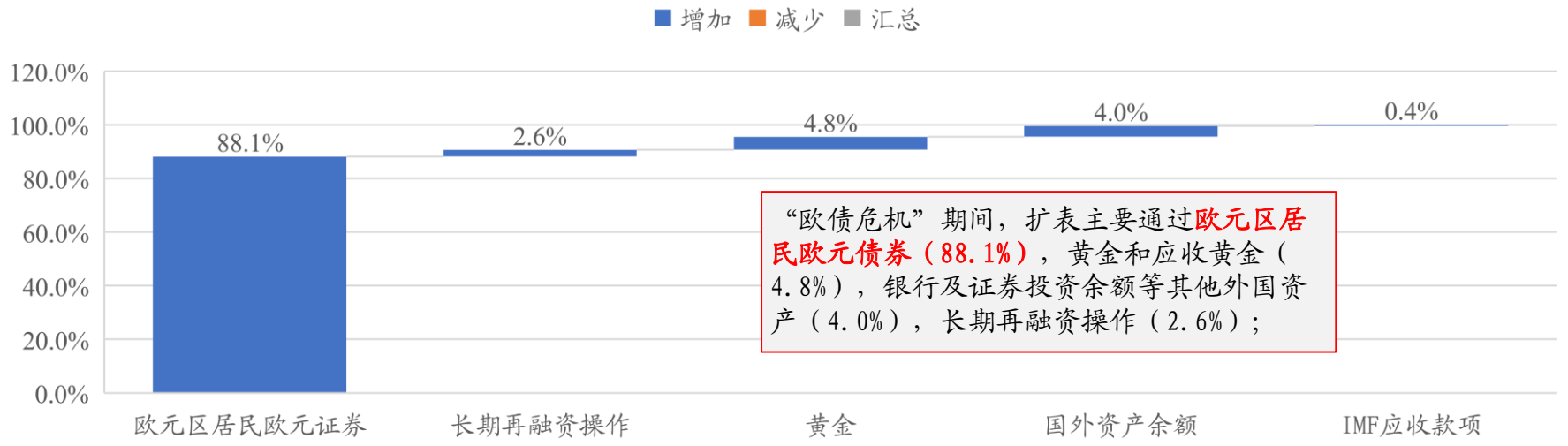
数据来源：ECB，东吴证券研究所

图18：欧央行资产负债表分项占比变动（仅包含占比>0.1%）



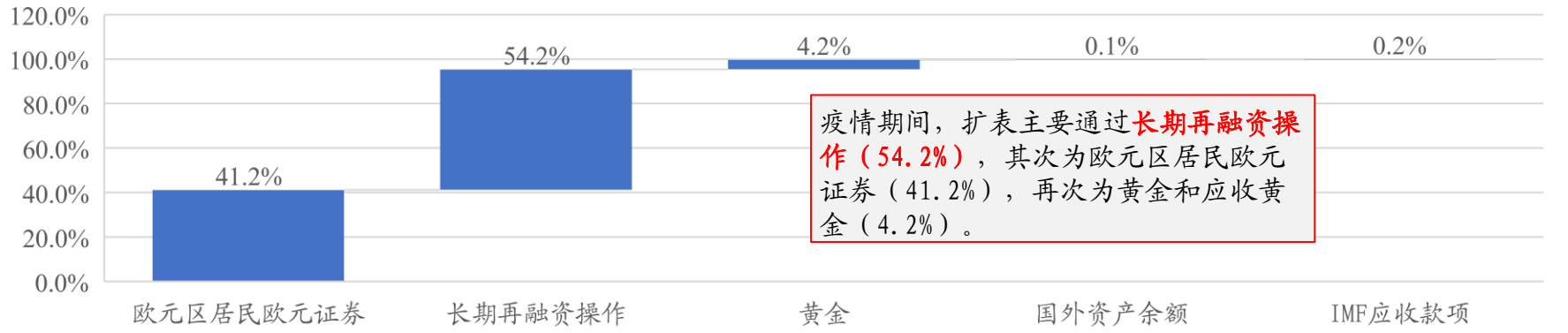
数据来源：ECB，东吴证券研究所

图19：欧央行资产负债表分项贡献率（“欧债危机”期间）



“欧债危机”期间，扩表主要通过**欧元区居民欧元债券（88.1%）**，黄金和应收黄金（4.8%），银行及证券投资余额等其他外国资产（4.0%），长期再融资操作（2.6%）；

图20：欧央行资产负债表分项贡献率（疫情期间）



疫情期间，扩表主要通过**长期再融资操作（54.2%）**，其次为欧元区居民欧元证券（41.2%），再次为黄金和应收黄金（4.2%）。

数据来源：ECB，东吴证券研究所

4.中国货币政策特征

✓ **我国目前货币政策中介目标和最终目标在1996年利率市场化正式启动时已经基本确立。**1998年政策工具的实践改变了旧有的信贷计划操作方式，变为信贷额度控制和指导的选择性货币政策工具，同时选用一般性政策工具为主、选择性政策工具为辅的国际操作框架。

表1：建国以来我国货币政策框架演变

制度背景		利率管制		利率市场化	
调控方式		直接调控			双轨调控
政策工具	时间段	1949-1979	1979-1996	1996-1997	1998-
	主要的工具	信贷计划	信贷计划		利率政策
			中央银行贷款		存款准备金率
					公开市场操作
					再贴现
					中央银行贷款
	辅助的工具	信贷政策	利率政策		信贷政策
		利率政策	信贷政策		窗口指导
		行政手段	再贴现		指导性信贷计划
			公开市场操作		
			特种存款		
操作目标			贷款规模		基础货币
中介目标		四大平衡	贷款规模		**货币供应量**
最终目标		发展经济	从发展经济、稳定物价到维持货币币值稳定，并以此促进经济增长		**维持人民币币值稳定，并以此促进经济增长**

数据来源：《中国货币政策工具研究》、《中国货币政策工具的选择》、东吴证券研究所

4.2 货币供应转“被动”为“主动”

- ✓ 2002-2015.2：长期贸易顺差、有管理的浮动汇率制度和强制结售汇制度三重因素叠加，导致外汇占款激增
- ✓ 2015.3-2015.12：出口贸易筑顶回落、人民币贬值压力大、央行降准、股市泡沫四重因素叠加，央行缩表
- ✓ 2016.1-至今：央行温和扩表
- ✓ **2016年前，受外汇占款刚性增长的影响，货币调控主动权受到一定限制。随着央行逐渐退出外汇干预，外汇占款规模逐渐平稳，对基础货币变动的影响也逐渐减弱，目前央行资产负债表的变动主要由对其他存款性公司债权贡献。**

图21：外汇占款增加曾经导致央行资产负债表被动扩张（单位：亿元）

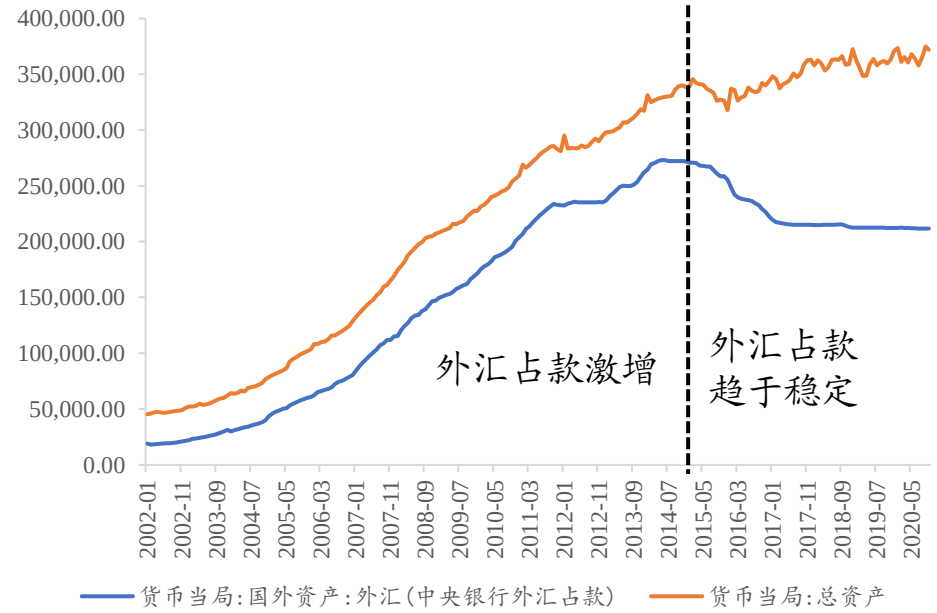
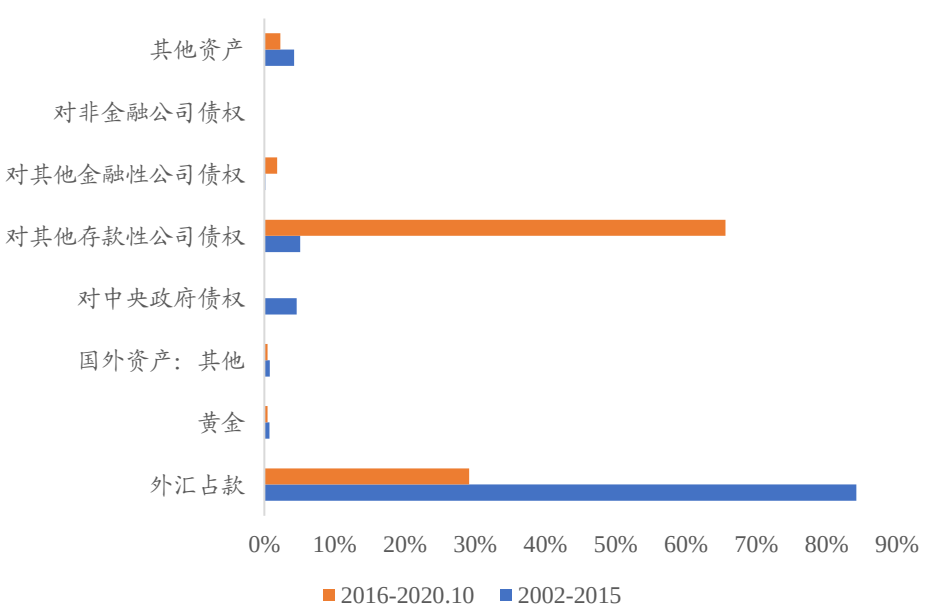


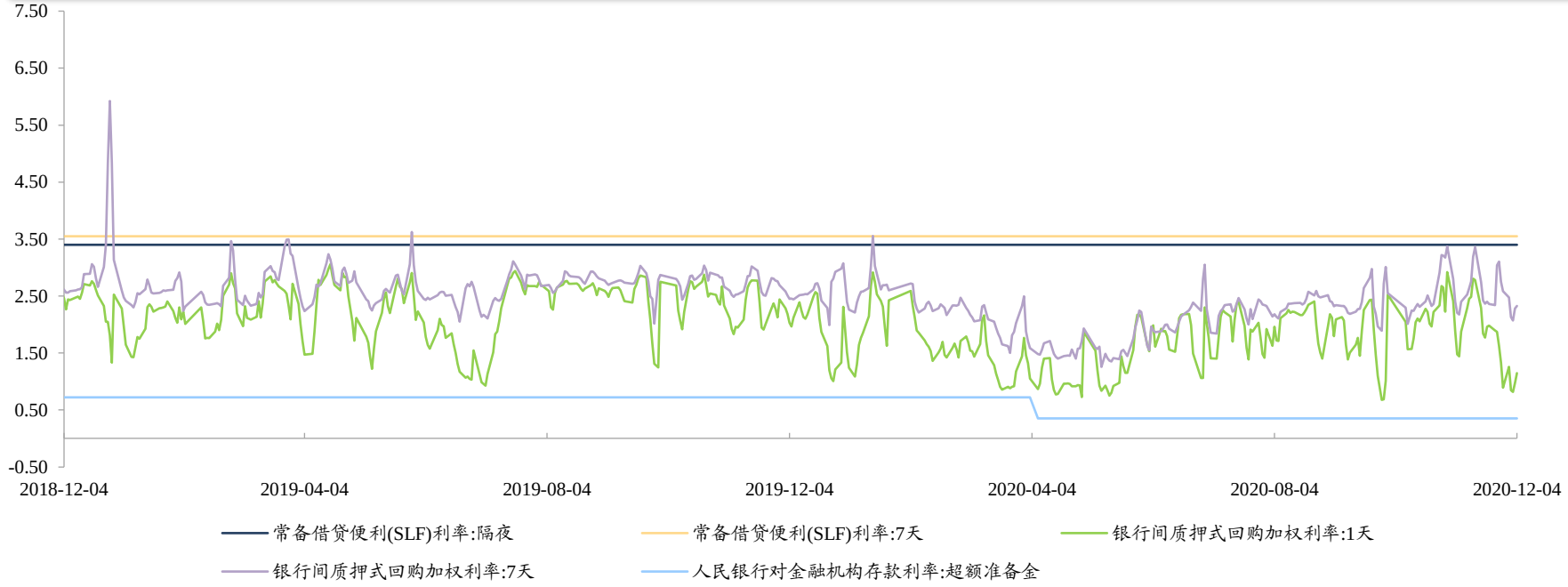
图22：各类资产变动占资产负债表变动量比例（单位：%）



数据来源：Wind资讯，东吴证券研究所

- ✓ **利率市场化**是指将利率的决策权交给金融机构，最终形成以中央银行基准利率为基础，以货币市场利率为中介，由市场供求决定金融机构存贷款利率的市场利率体系和利率形成机制。
- ✓ 我国利率市场化进程可概括为“先外币、后本币；先贷款、后存款；先长期大额、后短期小额”。
- ✓ 在我国，货币市场利率变动后，无法有效带动存贷款利率的同向变动，存在**利率两轨制**的情况。
- ✓ **2019年8月LPR改革：**要求报价行以MLF利率加点形成的方式进行报价，这样一来MLF利率将很容易反映在信贷市场。

图23：“利率走廊”调控机制逐渐建立（单位：%）



数据来源：Wind资讯，东吴证券研究所

4.4 货币政策阶段变化

- ✓ **2001年以来，货币政策基调经历了“稳健—适度从紧—从紧—适度宽松—稳健—稳健中性—稳健—稳健的货币政策更加灵活适度”八个阶段。**

- ✓ 阶段一：2001年至2007一季度——实施稳健的货币政策。
- ✓ 阶段二：2007年二季度至四季度——货币政策逐步从“稳健”转为“适度从紧”。
- ✓ 阶段三：2008年一季度——实施从紧的货币政策。
- ✓ 阶段四：2008年二季度至2010年——实施适度宽松的货币政策。

表2：2001-2010年货币政策基调

时间段	货币政策基调
2001-2007Q1	实施稳健的货币政策。
2007Q2-Q4	针对银行体系流动性偏多、货币信贷扩张压力较大、价格涨幅上升的形势，央行坚持把遏制经济增长由偏快转向过热作为当前宏观调控的首要任务，货币政策逐步从“稳健”转为“适度从紧”，2007年以来十次上调存款准备金率共5.5个百分点，六次上调金融机构人民币存贷款基准利率。
2008Q1	为防止经济增长由偏快转为过热、防止价格由结构性上涨演变为明显通货膨胀，执行了从紧的货币政策。2008年以来4次上调存款准备金率共2个百分点，引导货币信贷合理增长和信贷结构优化。
2008Q2-2010Q4	2008年国际金融危机急剧恶化，对我国经济冲击加大，央行实行了适度宽松的货币政策，综合运用多种工具，采取一系列灵活、有力的措施，及时释放确保经济增长和稳定市场信心的信号。2009-2010年继续贯彻适度宽松的货币政策，保持银行体系流动性充裕。随着经济平稳较快发展势头逐步巩固，央行着力提高政策的针对性和灵活性，处理好保持经济平稳较快发展、调整经济结构和管理通胀预期的关系，逐步引导货币条件从反危机状态向常态水平回归。

数据来源：中国人民银行官网，东吴证券研究所

- ✓ **阶段五：**2011年至2016年——实施稳健的货币政策
- ✓ **特点：适时适度进行预调微调-主动性2014年后（外汇减少）**
- ✓ **新工具：MLF，PSL，MPA宏观审慎评估体系**

表3：2011-2016年货币政策基调

时间段	货币政策基调
2011-2016年	**实施稳健货币政策，适时适度进行预调微调。**
2011年	前三季度，面对通胀压力不断加大的形势，央行围绕保持物价总水平基本稳定这一宏观调控的首要任务，综合运用多种货币政策工具，加强宏观审慎管理，先后6次上调存款准备金率共3个百分点，3次上调存贷款基准利率共0.75个百分点。10月份以后，着力提高政策的针对性、灵活性和有效性，适时适度进行预调微调，暂停发行三年期央票，下调存款准备金率0.5个百分点。
2012年	前几个月加强预调微调，2次下调存款准备金率各0.5个百分点，灵活开展公开市场双向操作，2次下调存贷款基准利率，发挥差别准备金动态调整机制的逆周期调节作用。下半年以来央行连续开展逆回购操作，保持流动性合理适度和市场利率平稳运行。
2013年	坚持稳中求进的工作总基调，创新调控思路和方式，保持定力，精准发力，不放松也不收紧银根，适时适度预调微调。
2014年	面对全球经济增长动力不足，国内经济处于增速换挡期、结构调整阵痛期、前期政策消化期三期叠加的复杂情况，既保持定力又主动作为，不断补充和完善货币政策工具组合，瞄准经济运行中的突出问题，通调结构的方式适时适度预调微调。创设中期借贷便利（MLF）和抵押补充贷款工具（PSL），非对称下调存贷款基准利率，2次定向降准。
2015年	加强预调微调，进一步增强调控的针对性和有效性。5次下调人民币存贷款基准利率，9次引导公开市场逆回购操作利率下行，实施下调MLF、PSL利率，定向降准。
2016年	央行主动适应经济发展新常态，保持货币政策的审慎和稳健，尤其是注重根据形势变化把握好调控的节奏、力度和工具组合，加强预调微调，为供给侧结构性改革营造适宜的货币金融环境。在年初普降存款准备金率0.5个百分点补充长期流动性缺口的基础上，更多运用公开市场操作、MLF、SLF、PSL等工具灵活提供不同期限流动性。

数据来源：中国人民银行官网，东吴证券研究所

4.6 货币政策阶段变化

- ✓ **阶段六：2017年至2018年三季度——实施稳健中性的货币政策**
- ✓ **特点：为供给侧结构性改革和高质量发展营造适宜的货币金融环境**
- ✓ **新工具：MPA宏观审慎推进**

表4：2017-2018年三季度年货币政策基调

时间段	货币政策基调
2017-2018Q3	**实施稳健中性的货币政策，为供给侧结构性改革和高质量发展营造适宜的货币金融环境。**
2017Q1	调节好货币闸门，加强与市场沟通和预期引导，为供给侧结构性改革营造适宜的货币金融环境。与宏观经济基本面变化以及去杠杆、抑泡沫、防风险的要求相匹配，银行体系流动性中性适度，货币信贷和社会融资规模合理增长，利率水平总体适度，人民币汇率平稳运行。
2017Q2	注重根据形势变化加强预调微调和预期管理，为经济稳定增长和供给侧结构性改革营造良好的货币金融环境。银行体系流动性保持中性，货币信贷和社会融资规模合理增长，利率水平总体适度，人民币汇率预期稳定。
2017Q3	密切关注流动性形势和市场预期变化，加强预调微调和与市场沟通，为稳增长、调结构、促改革、惠民生、去杠杆、抑泡沫、防风险营造了适宜的货币金融环境。银行体系流动性中性适度，货币信贷和社会融资规模平稳增长，利率水平总体适度，人民币对美元双边汇率弹性进一步增强，双边浮动的特征更加明显，人民币汇率预期总体平稳。
2017Q4	货币政策和宏观审慎政策双支柱调控框架初见成效，为供给侧结构性改革和高质量发展营造中性适度的货币金融环境。取得了较好效果，在有效抑制金融体系杠杆的同时，保持了经济平稳较快增长。银行体系流动性中性适度，货币信贷和社会融资规模平稳增长，利率水平总体适度，人民币对美元双边汇率弹性进一步增强，双边浮动的特征更加明显，人民币汇率预期总体平稳。
2018Q1	适时调整和完善宏观审慎政策，注重根据形势变化把握好调控的节奏、力度和工具组合，加强预调微调和预期管理。银行体系流动性合理稳定，货币信贷和社会融资规模适度增长，市场利率基本平稳，金融体系控制内部杠杆取得阶段性进展，为服务实体经济、防控金融风险发挥了重要作用。
2018Q2	根据经济金融形势变化，加强前瞻性预调微调，适度对冲部分领域出现的信用资源配置不足，引导和稳定市场预期，加大金融对实体经济尤其是小微企业的支持力度，为供给侧结构性改革和高质量发展营造适宜的货币金融环境。银行体系流动性合理充裕，市场利率中枢有所下行，货币信贷和社会融资规模适度增长，宏观杠杆率保持稳定。
2018Q3	进一步疏通货币政策传导机制，继续强化政策统筹协调，前瞻性的采取了一系列有力措施，加大金融对实体经济尤其是小微企业和民营企业的支持力度，为供给侧结构性改革和高质量发展营造适宜的货币金融环境。银行体系流动性合理充裕，商业银行和金融市场的流动性结构优化，货币市场利率中枢整体下行，货币信贷和社会融资规模平稳增长，宏观杠杆率趋于稳定。

数据来源：中国人民银行官网，东吴证券研究所

4.7 货币政策阶段变化

- ✓ **阶段七：2018年四季度至2019年四季度——实施稳健的货币政策**
- ✓ **特点：逆周期为主线——前瞻采取》适时适度》加强调节**
- ✓ **新工具：TMLF，CBS**

表5：2018年四季度-2019年四季度货币政策基调

时间段	货币政策基调
2018-2019年	**坚持稳中有进工作总基调，坚持金融服务实体经济的根本要求，实施稳健的货币政策，加强逆周期调节。**
2018Q4	主动作为、创新操作、精准发力，前瞻性的采取了一系列逆周期调节措施，激励引导金融机构加大对实体经济尤其是小微企业和民营企业的支持力度，着力缓解资本、流动性和利率等方面的约束，疏通货币政策传导，并把握好内部均衡与外部均衡之间的平衡，为供给侧结构性改革和高质量发展营造适宜的货币金融环境。银行体系流动性合理充裕，贷款同比大幅多增，广义货币（M2）和社会融资规模存量增速与名义GDP增速基本匹配，宏观杠杆率保持稳定。
2019Q1	深化金融供给侧结构性改革，适时适度逆周期调节，疏通货币政策传导，着力解决融资难、融资贵问题，为供给侧结构性改革和高质量发展营造适宜的货币金融环境。创设并按季开展定向中期借贷便利操作（TMLF），创设央行票据互换工具（CBS）并开展首次操作。
2019Q2	保持宏观调控定力，主动作为、精准发力，保持货币信贷和社会融资规模平稳增长，促进信贷结构优化，扭转局部性社会信用收缩态势，缓解民营和小微企业融资难融资贵问题，稳妥化解中小银行局部性、结构性流动性风险，深化金融供给侧结构性改革，为实现“六稳”和经济高质量发展营造了适宜的货币金融环境。银行体系流动性合理充裕，货币市场利率保持平稳；货币供应量、社会融资规模适度增长；金融机构贷款增长较快，信贷结构继续改善。构建“三档两优”存款准备金率框架。
2019Q3	加强逆周期调节，加强结构调整，将改革和调控、短期和长期、内部均衡和外部均衡结合起来，用改革的办法疏通货币政策传导，促进降低社会综合融资成本，为实现“六稳”和经济高质量发展营造了适宜的货币金融环境。调节闸门，保持流动性合理充裕，引导货币供应量和社会融资规模合理增长。
2019Q4	加强逆周期调节，在多重目标中寻求动态平衡，保持货币信贷合理增长，推动信贷结构持续优化，以改革的办法疏通货币政策传导，千方百计降低企业融资成本，为实现“六稳”和经济高质量发展营造了适宜的货币金融环境。保持银行体系流动性合理充裕，既稳总量又优结构。

数据来源：中国人民银行官网，东吴证券研究所

4.8 货币政策阶段变化

- ✓ **阶段八：2020年一季度至今——稳健的货币政策更加灵活适度**
- ✓ **特点：灵活适度，精准导向**
- ✓ **新工具：普惠小微企业贷款延期支持工具+信用贷款支持计划**

表6：2020年货币政策基调

时间段	货币政策基调
2020年一季度至今	**稳健的货币政策更加灵活适度**
2020Q1	迅速行动，主动作为，把疫情防控作为最重要的工作来抓，并把支持实体经济恢复发展放到突出位置，综合运用多种工具有效应对疫情冲击。保持流动性合理充裕，加大对冲新冠肺炎疫情影响的货币信贷支持力度。3次降低存款准备金率释放了1.75亿元长期资金，春节后投放短期流动性1.7万亿元。
2020Q2	根据疫情防控和复工复产的阶段性特点，灵活把握调控的力度、节奏和重点，坚持以总量政策适度、融资成本明显下降、支持实体经济三大确定性应对高度不确定的形势，支持经济增长向潜在增速回归，为做好“六稳”“六保”工作营造了适宜的货币金融环境。引导MLF和公开市场操作中标利率下行30个基点，带动LPR下行。
2020Q3	稳健的货币政策更加灵活适度、精准导向。坚持以总量政策适度、融资成本明显下降、支持实体经济三大确定性应对高度不确定的形势，根据疫情防控和复工复产的阶段性特点，灵活把握调控的力度、节奏和重点，维保市场主体稳就业营造了适宜的货币金融环境，为疫情防控、经济恢复增长提供了有力支持。
下一阶段	稳健的货币政策更加灵活适度、精准导向，更好适应经济高质量发展的需要，更加注重金融服务实体经济的质量和效益。完善货币供应调控机制，把好货币供应总闸门，根据宏观形势和市场需要，科学把握货币政策操作的力度、节奏和重点，既保持流动性合理充裕，不让市场缺钱，又坚决不搞“大水漫灌”，不让市场的钱溢出来。保持广义货币供应量和社会融资规模增速同反映在产出的名义国内生产总值增速基本匹配。

数据来源：中国人民银行官网，东吴证券研究所

表7：央行行长易纲相关言论

时间	言论
2018年3月26日	货币政策将继续保持稳健中性，为供给侧结构性改革和高质量发展营造适宜的货币金融环境。总体上要松紧适度、管好货币供给的总闸门，维护银行体系流动性合理稳定，保持M2、信贷和社会融资规模的合理增长。
2019年3月10日	稳健的货币政策是一个非常内容丰富的政策取向，现在强调稳健的货币政策，和以前比较没有提中性，这样更简洁，但实际上稳健货币政策的内涵还没有变。稳健的货币政策体现在货币政策要体现一个逆周期的调节，同时货币政策在总量上要松紧适度，今年的松紧适度就是要把广义货币M2和社会融资规模的增速，大体上和名义GDP的增速保持一致，这就是一个松紧适度的概念。同时，要求货币政策在结构上要更加的优化，也就是进一步加强对小微企业和民营企业的支持。最后，稳健的货币政策还要兼顾内外平衡，因为中国的经济已经深度的融入了世界经济，所以考虑货币政策的时候，当然要以国内的经济形势为主来考虑，但是同时要兼顾国际和中国在全球经济关系中的地位和我们外向型经济的方面。
2019年9月24日	中国是一个大型经济体，货币政策主要服务于国内经济，要坚持“以我为主”的取向，综合考虑国内经济形势和物价走势等多方面因素来进行预调和微调。综合分析国内形势和国际背景，中国的货币政策应当保持定力，坚持稳健取向。一方面要稳当前，加强逆周期调节，保持广义货币M2和社会融资规模的增长速度与名义GDP增长速度大体上匹配，坚决不搞“大水漫灌”。同时也要注意保持杠杆率稳定，使整个社会的债务处于可持续水平。另外，还要考虑到长远，加大结构调整的力度，下大力气疏通货币政策传导机制，以改革的方式降低企业融资成本，推动经济高质量发展。
2020年10月21日	货币政策要把握好稳增长和防风险的平衡，既不让市场缺钱，也不让市场的钱溢出来，保持货币供应与反映潜在产出的名义国内生产总值增速基本匹配。尽可能长时间实施正常货币政策，保持正常的、向上倾斜的收益率曲线。今年以来，人民银行通过降低存款准备金率、再贷款再贴现、创新直达实体经济的货币政策工具等方式，出台了规模可观的宏观对冲措施。

数据来源：中国人民银行官网，东吴证券研究所

表8：央行货币政策司司长孙国峰相关言论

时间	言论
2018年7月4日	今年以来，央行坚持稳健中性的货币政策，前瞻性预调微调，管好货币供给总闸门，既在打好防范化解重大金融风险攻坚战中发挥了重要作用，又推动了经济高质量发展。
2019年5月29-30日	货币政策调控要围绕供给侧结构性改革这条主线，抓住完善金融服务、防范金融风险这个重点，增强金融服务实体经济的能力，推动经济高质量发展。人民银行将继续实施好稳健的货币政策，根据经济增长和价格形势变化及时预调微调，保持流动性合理充裕，用好和创新有中国特色的货币政策工具箱，疏通政策传导机制，强化落实支持实体经济和六稳的要求，不断深化金融供给侧结构性改革，切实增强金融服务实体经济的能力，推动稳健货币政策，增强微观主体活力和发挥资本市场功能之间形成三角良性循环，促进国民经济整体良性循环。
2020年1月16日	2020年稳健的货币政策要灵活适度，继续加强逆周期调节、结构调整和改革的力度，疏通货币政策传导，提高货币政策效果。
2020年11月6日	下一阶段，稳健的货币政策将更加灵活适度、精准导向，根据形势变化和市场需求及时调节政策力度、节奏和重点，一方面特殊时期出台的政策将适时适度调整，另一方面对于需要长期支持的领域进一步加大政策支持力度。人民银行将搞好跨周期政策设计，创新和完善结构性货币政策工具体系，精准设计激励相容机制，引导金融机构加大对符合新发展理念相关领域的支持力度，持续增加小微企业首贷、信用贷、无还本续贷，以创新驱动高质量供给引领和创造新需求，加快构建以国内大循环为主体、国内国际双循环相互促进的新发展格局。

数据来源：中国人民银行官网，东吴证券研究所

5.中、美、日、欧“放水”特征的异同

表9：美、日、欧“放水”特征的异同

	美、日、欧“放水”相同处	美、日、欧“放水”不同处	中“放水”特征
资产负债表规模方面	先后迈入“流动性陷阱”后，资产负债表开始明显扩张，疫情期间迅速攀升		外汇占款增加曾经导致央行资产负债表迅速扩张，目前规模趋于稳定
资产端方面	1.美、日、欧在疫情期间“放水”风格均有所切换	1.美、欧以购买中长期资产为主，日本短中长期均有涉及	1. 2016年前，资产端的外汇占款刚性增长，央行被动投放流动性
	2.美、日、欧疫情期间均推出定向融资或贷款计划	2.日、欧疫情前以非定向“放水”为主，疫情期间以“定向”放水为主，美国没有类似规律	2.2016年后，外汇占款趋于稳定，资产端变动主要由对其他存款性公司债权贡献
政策性利率方面	均陷入过“流动性陷阱”	1.美国政策性利率仍为正值，日、欧均迈入负区间	利率调控仍有操作空间，“利率走廊”和LPR改革逐步推进利率市场化
		2.美国存在加息周期和“周期中再调整”，日、欧不存在类似期间	

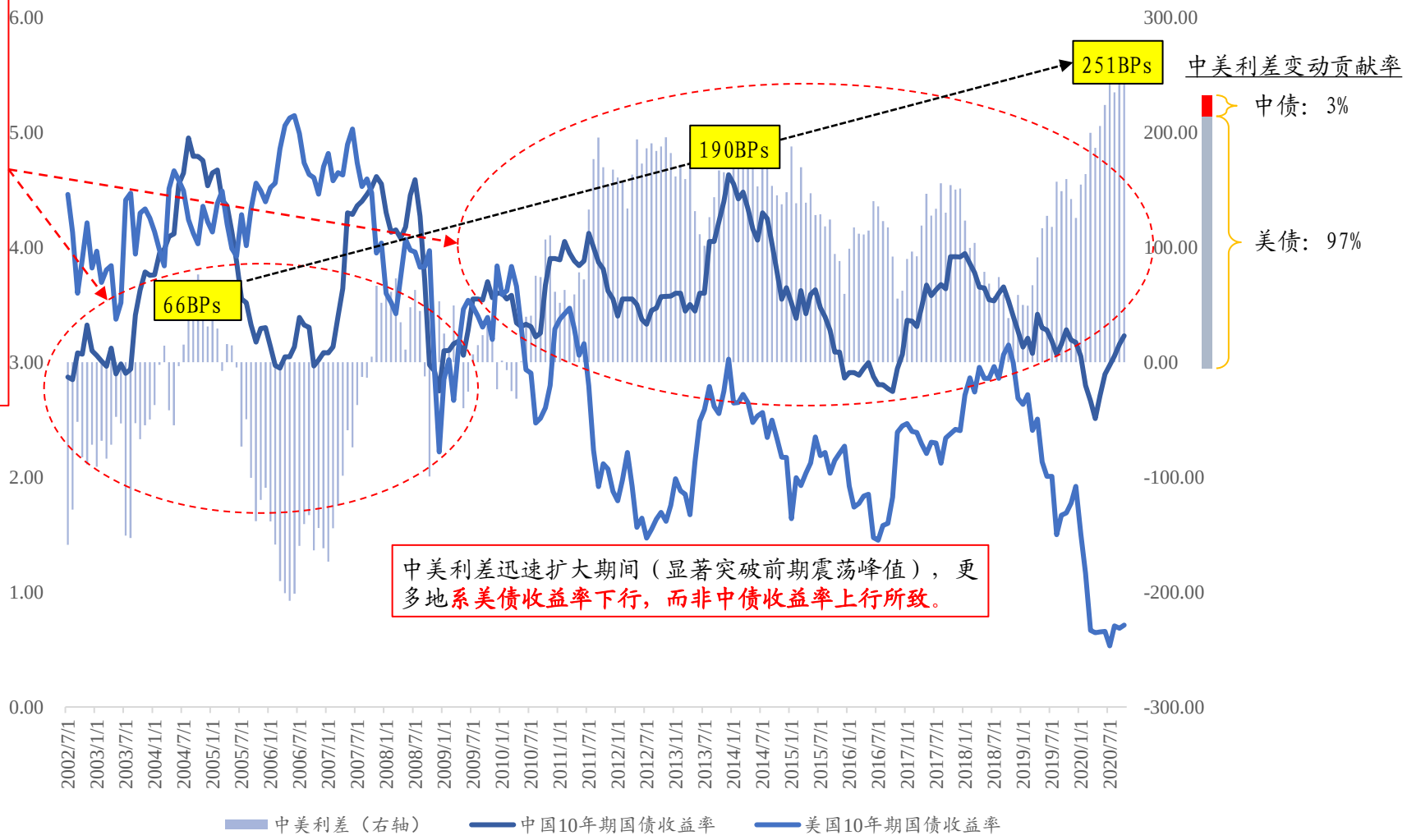
数据来源：FRED，BOJ，ECB，中国人民银行，东吴证券研究所整理

6.中、美、日、欧利差分析

图24：中美利差自次贷危机后维持高位震荡，近期频创历史新高（单位：%，BPs）

1. 中美利差以次贷危机为界，震荡中枢明显抬升，呈现走扩趋向；

2. 2002年至2009年中美利差均值为-51BPs，2009年至今中美利差均值为117BPs。

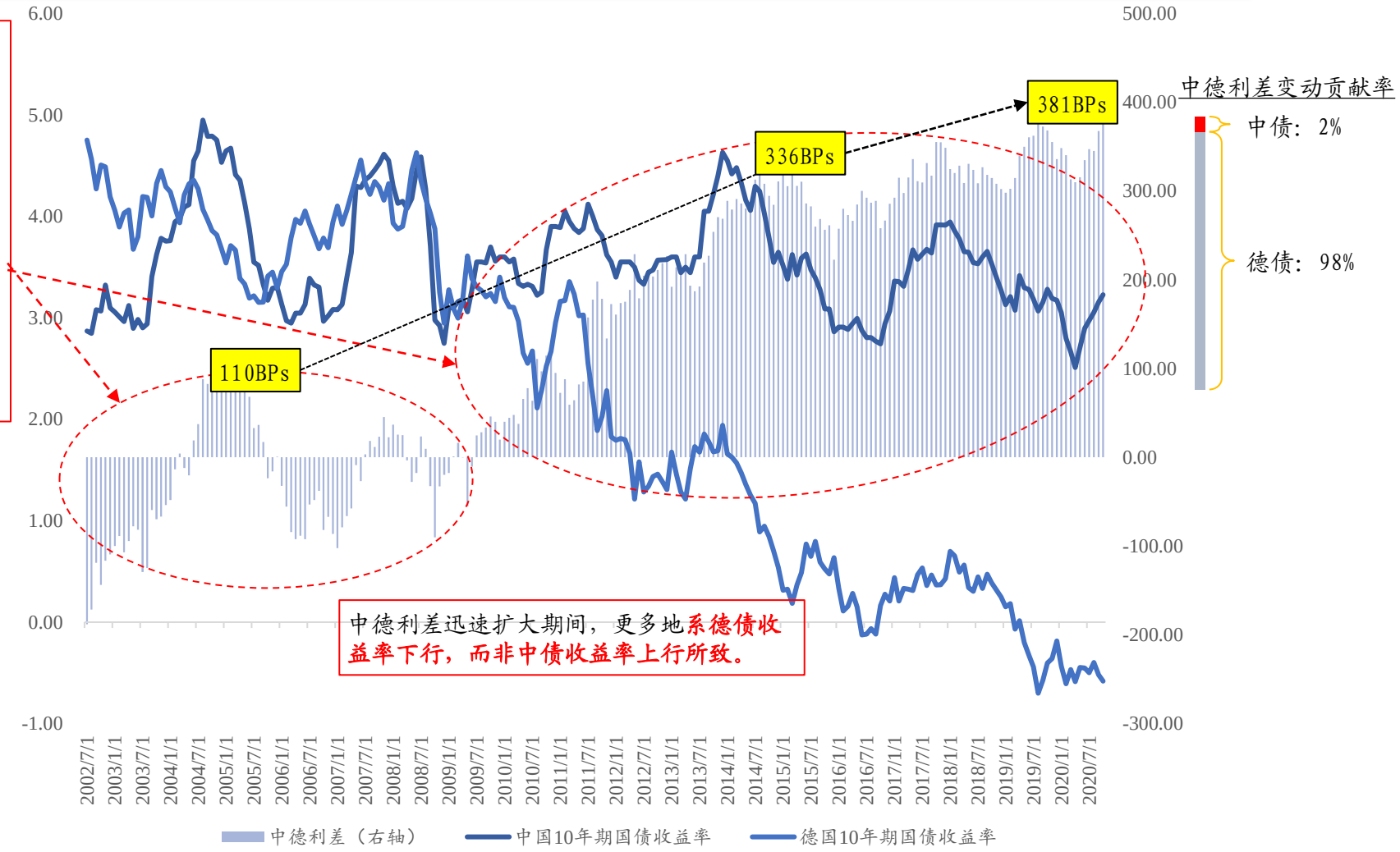


数据来源：Wind资讯，东吴证券研究所

图25：中德利差同样自次贷危机以来一改周期性震荡，单边大幅走扩（单位：%，BPs）

1. 中德利差以次贷危机为界，从周期性震荡，转化为**明显的**单边扩大趋势；

2. 2002年至2009年中德利差均值为-26BPs，2009年至今中德利差均值236BPs。

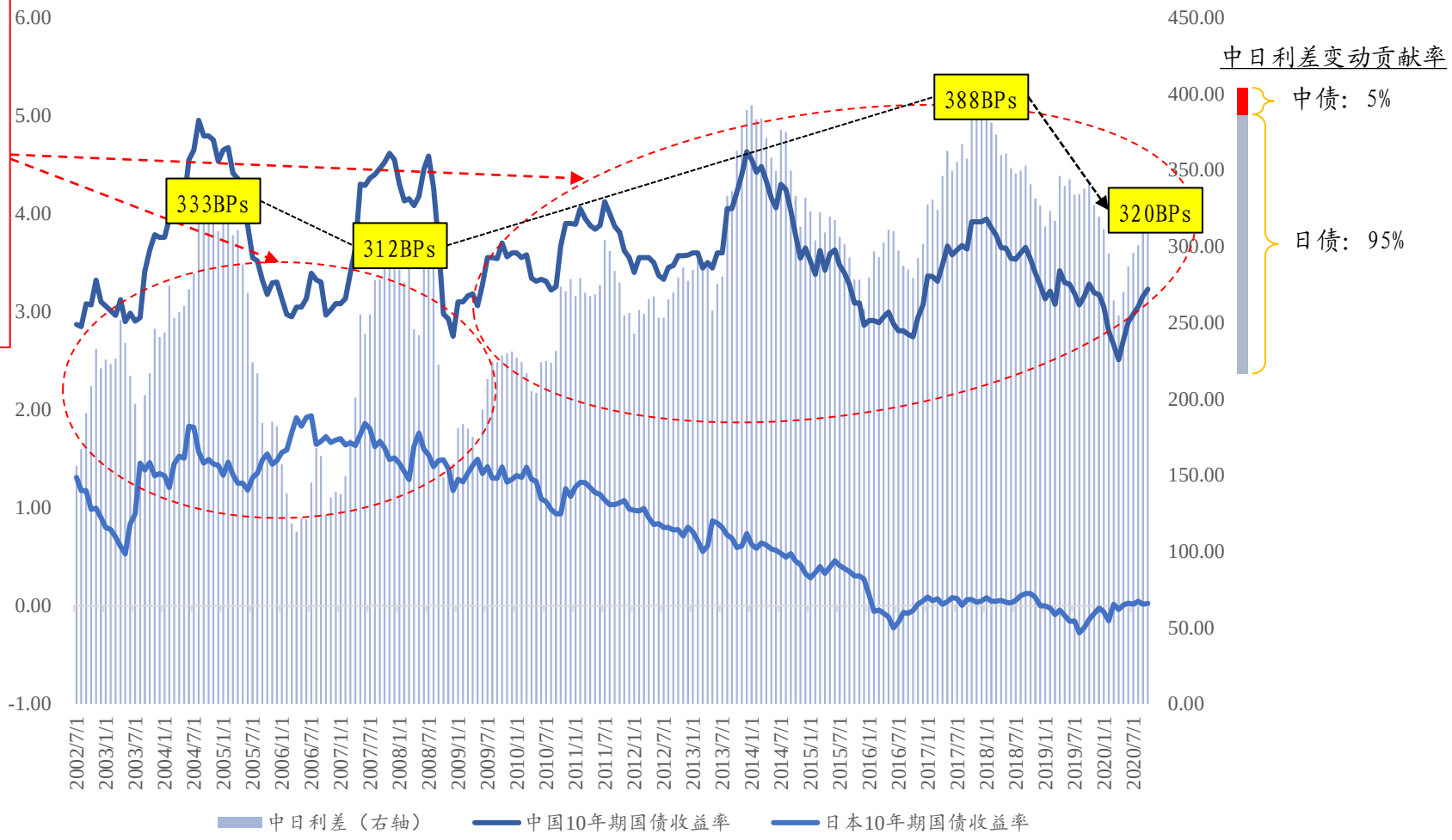


数据来源：Wind资讯，东吴证券研究所

图26：中日利差同样自次贷危机以来一改周期性震荡，单边小幅走扩（单位：%，BPs）

1. 中日利差以次贷危机为界，从周期性震荡，转化为单边扩大趋势；

2. 2002年至2009年中日利差均值为225BPs，2009年至今中日利差均值299BPs。



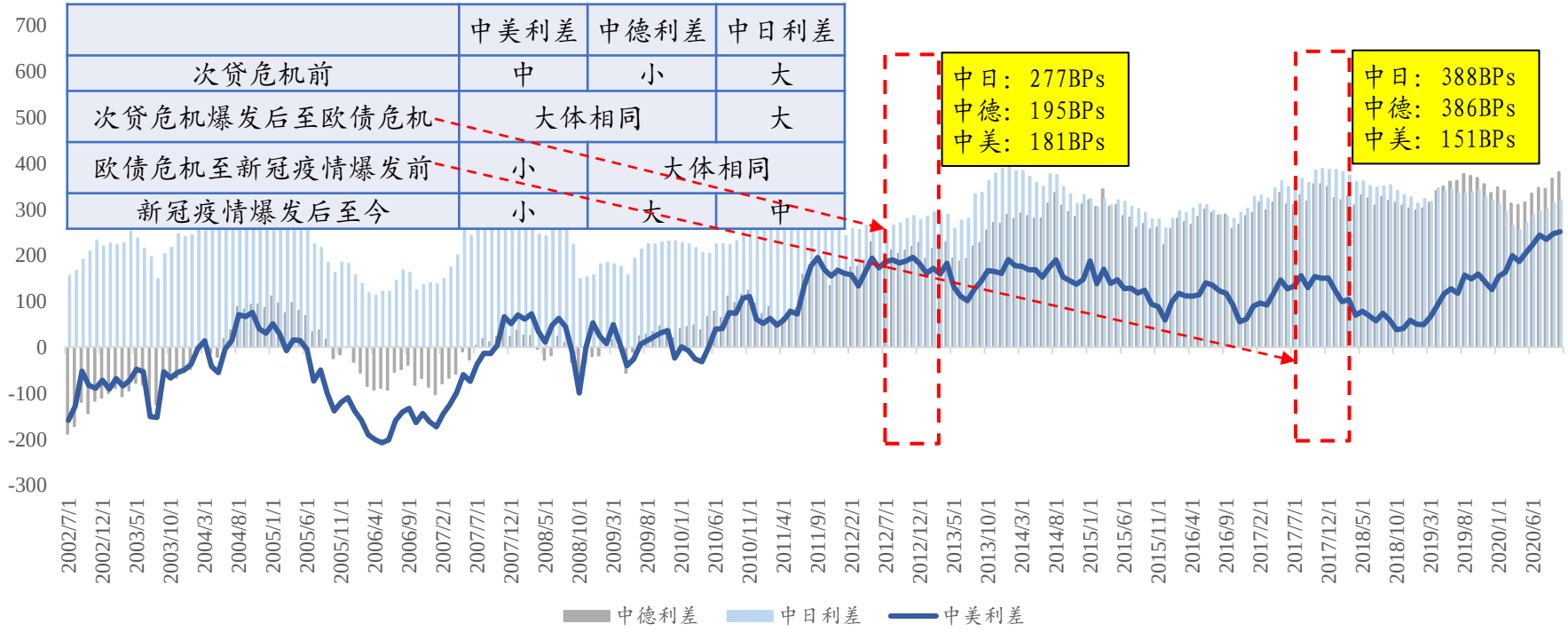
数据来源：Wind资讯，东吴证券研究所

6.4 中X利差表现出来的若干特征

- ✓ 中X利差表现出来的共同特征：
  - ✓ 特征1：以次贷危机为界，中X利差呈现趋势性扩大趋向；
  - ✓ 特征2：中美、中德、中日利差迅速走扩期间，更多系美、德、日债收益率走低，而非中债收益率走高；
  - ✓ 特征3：（1）*相对大小*的比较，次贷危机前：中日>中美>中德利差；近期：中德>中日>中美利差；
    （2）*绝对大小*的比较，中德利差、中美利差近期达到历史高位；中日利差也接近阶段性高位。

图27：中美、中德、中日利差可划分为四个阶段（单位：BPs）

	中美利差	中德利差	中日利差
次贷危机前	中	小	大
次贷危机爆发后至欧债危机	大体相同		大
欧债危机至新冠疫情爆发前	小	大体相同	
新冠疫情爆发后至今	小	大	中



数据来源：Wind资讯，东吴证券研究所

7.风险提示

- ✓ 疫情影响超预期;
- ✓ 全球经济环境不确定性超预期;
- ✓ 民粹反弹超预期。

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准:

公司投资评级:

买入：预期未来6个月个股涨跌幅相对大盘在15%以上;

增持：预期未来6个月个股涨跌幅相对大盘介于5%与15%之间;

中性：预期未来 6个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与5%之间;

减持：预期未来 6个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间;

卖出：预期未来 6个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

行业投资评级:

增持： 预期未来6个月内，行业指数相对强于大盘5%以上;

中性： 预期未来6个月内，行业指数相对大盘-5%与5%;

减持： 预期未来6个月内，行业指数相对弱于大盘5%以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街5号

邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址： http://www.dwzq.com.cn

东吴证券 SOOCHOW SECURITIES

东吴证券　财富家园