

# 宏观周报 20220119

## 还需关注中美利差吗？

2022年01月19日

- 2022年开年以来中美债市“冰火两重天”。中债方面，经济下行压力下央行重启降息，并且明确表示要“充足发力、精准发力、靠前发力”、“走在市场曲线的前面”，10年期国债收益率进一步下行至2.7%附近。而另一方面，在油价持续上涨、美联储紧缩周期不断升温的影响，10年期美债收益率站上1.8%，回到了疫情爆发前的水平，中美利差则重回100bp以下（图1）。
- 油价创7年新高是本周（2022年1月17日以来）美债收益率上涨推波助澜的因素。一方面油价上涨会影响通胀预期，另一方面油价与美国通胀密切相关，通胀压力加剧则会推动美联储加速紧缩。
- 油价大涨凸显供需偏紧，而这一格局在短期可能无法改变。伊拉克——土耳其一输油管道爆炸导致供需偏紧的原油市场“火上浇油”，布伦特油价站上88美元/桶，创近7年新高。从库存上看，EIA的数据显示库存处于2018年9月以来的低位；而更令市场担忧的是OPEC产出尚未恢复至疫情前，剩余可用产能却已经捉襟见肘，2022年油价仍有上涨空间。
- 尽管如此，我们认为近期市场对于美联储紧缩预期可能存在“矫枉过正”的现象。2022年开年以来市场对于美联储紧缩出现了巨大变化，从去年末对2022年3次加息的将信将疑，到3次加息（首次加息时点提前至3月）+2022年内开缩表，再到2022年至少4次加息+缩表，而本周甚至出现了3月加息50bp的言论（上一次加息50bp还要追溯到2000年5月）。下周（1月27日）美联储将召开议息会议，本周则是联储官员的静默期，市场肆意的想象力使得预期差出现的概率在上升，短期内继续加仓做空美债的风险在上升。
- 我们对于2022年内10年期美债收益率仍有上涨空间的判断并没变，但这并不意味着1个月走完1年的行情。我们在之前的报告（《缩表提前，美债收益率能站上2%吗？》）从短端利率（2年期）和期限利差（10年期减2年期）来分析2022年10年期美债收益率上涨的空间，高点很可能在2%以上：一方面短端美债收益率站上1%已经兑现，而且还将继续上涨（图），另一方面如果缩表提前落地，期限利差的收敛会明显放缓。除此之外，从中观看美国商业银行在本轮QE中持有的国债数量明显增加，而缩表本质上会减少银行准备金的数量、同时增加国债供给，银行资产端调整的压力很可能会助推长端美债收益率上涨。但我们对短期内10年美债收益率继续上涨的空间存在一定疑虑，触及1.90%至1.95%后可能出现阶段性调整。
- 尽管如此，中美10年期国债利差收窄至100bp以下是2022年绕不过去的问题。从历史上看，2015年汇率改革以来，有三个时间段出现过中美利差收窄至100bp之下：2015年10月至2016年3月；2016年10月至2017年4月和2018年2月至2019年5月24日。其中第一段和第三段中美货币政策分化，第二段人民银行虽然开始收紧，但节奏和力度都不如美联储。
- 汇率一定会贬值吗？从三段历史看，人民币相对于美元在利差收窄的情况下均出现了贬值，但不应忽视的一个重要背景是从2015年至2019年我国国际收支持续恶化，商品贸易盈余萎缩，服务贸易赤字扩大。我们预计2022年随着出口增速放缓和刺激政策加码，商品贸易盈余将缩小，服务贸易则取决于全球防疫政策，但短期内难以回到疫情前的情况，我们预计人民币汇率会有一定贬值压力但不如2015年至2019年的历史。
- “以我为主”下，应对利差收窄央行还有什么招式？随着央行越来越重视汇率的“自动稳定器”作用，我国货币政策更加注重以我为主、中美货币政策分化可能会越来越常见，面对利差收窄，央行可能采取的措施除了加息（2017年）外，增加重要货币市场利率的波动性也是重要方式。这意味着对于债市加杠杆行为而言，可能要密切关注中美利差的表现。
- 股债表现如何？我们可以从“量”、“价”两个角度来分析，根据境内金融市场对外开放的节奏（沪港通始于2014年11月，债券通始于2017年7月）调整考察区间。债市方面，海外资金更容易受到中美利差的影响，但是节奏并不能精确对应；债券收益率的变化与国内货币政策密切相关，当货币市场利率波动性开始明显放大，往往意味着里债券收益率的底部不远了。股市方面则更加微妙，中美利差回落至100bp之下后，A股往往会迎来阶段性调整，不过值得注意的是股市的主要跌幅不是发生在利差下降的阶段而是发生在利差反弹的时期，而最终随着中美利差重回趋势性走阔，A股也会重回上涨行情（图13-15）。
- 风险提示：疫情扩散超预期，国内外政策超预期

证券分析师 陶川

执业证号：S0600520050002

taoch@dwzq.com.cn

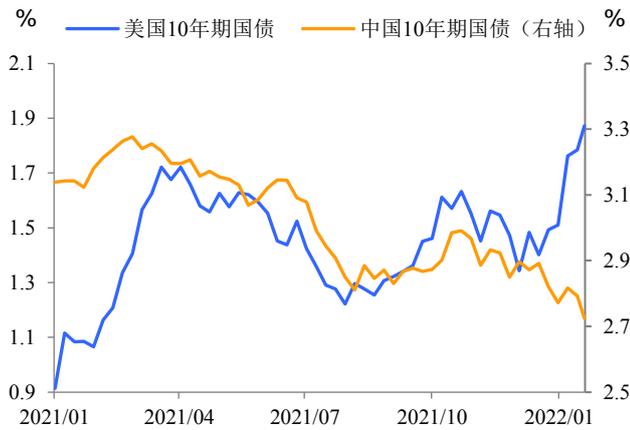
研究助理 邵翔

shaox@dwzq.com.cn

### 相关研究

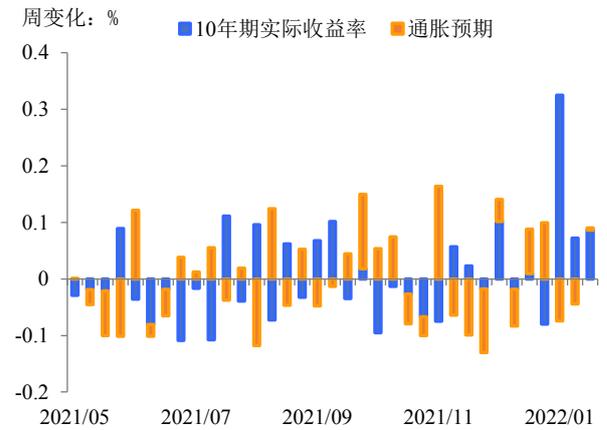
- 1、《宏观周报 20220118：2021年四季度为何制造业投资逆势回升？》2022-01-18
- 2、《宏观月报 20220117：GDP 4%背后的降息逻辑与演绎》2022-01-17
- 3、《宏观周报 20220116：三个线索透视基建发力》2022-01-16
- 4、《宏观月报 20220114：2021年出口份额为何中国和韩国回升，越南回落？》2022-01-14
- 5、《宏观月报 20220112：从2021到2022，通胀“风险”将如何演绎？》2022-01-12

图 1: 10 年期中美国债收益率



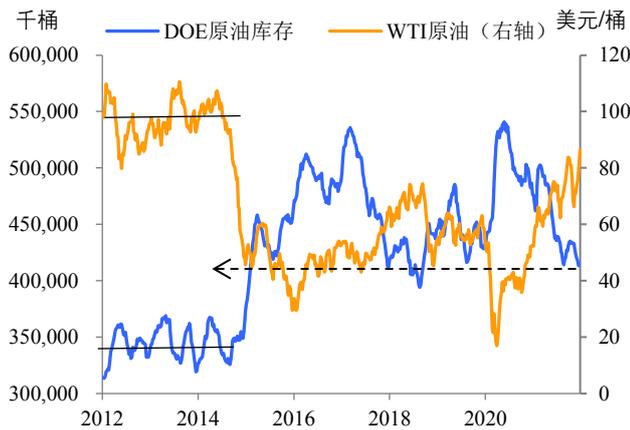
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图 2: 10 年期美债收益率周变化拆分



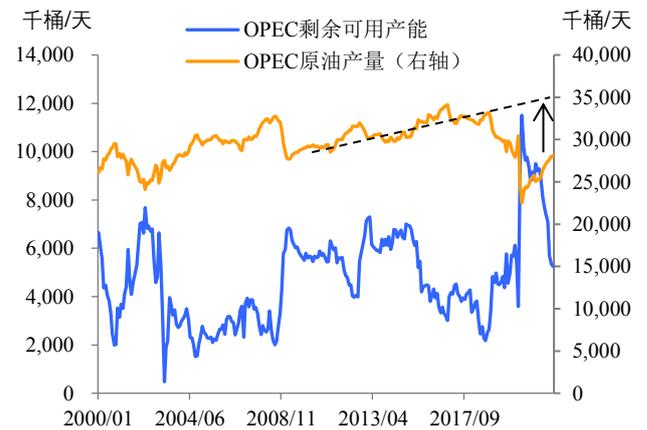
数据来源: Bloomberg, 东吴证券研究所

图 3: 原油库存和油价



数据来源: Bloomberg, 东吴证券研究所

图 4: OPEC 剩余产能可能不足



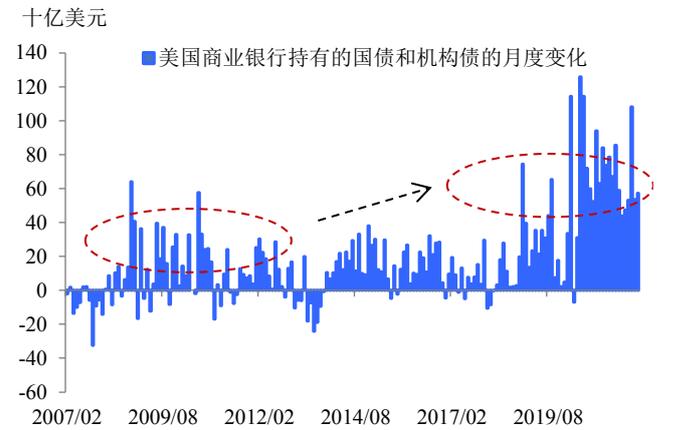
数据来源: Bloomberg, 东吴证券研究所

图 5: 短端美债收益率还有上涨空间



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图 6: 美国商业银行本轮国债购买量大增



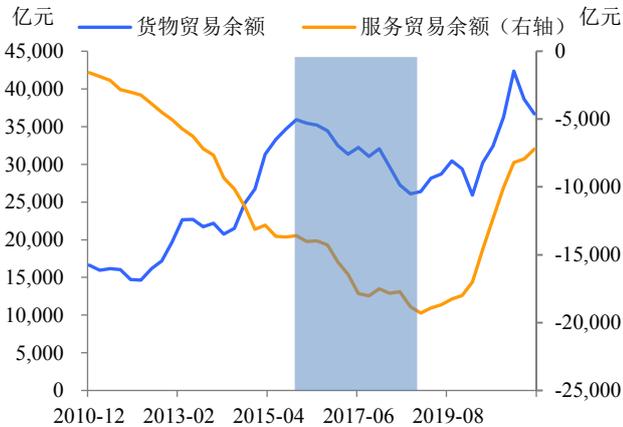
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图 7: 中美 10 年期国债利差收窄至 100bp 之下



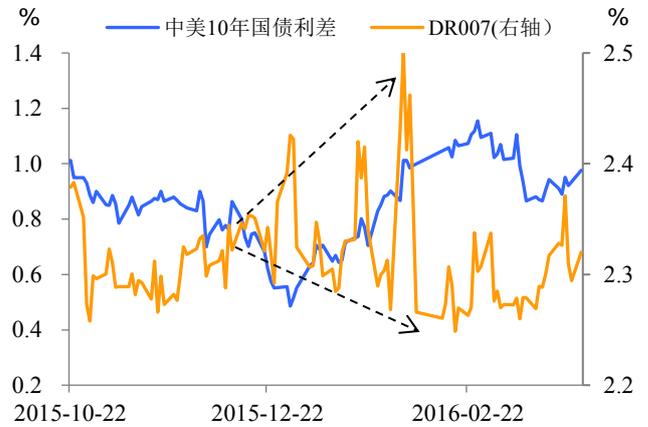
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图 8: 2015 至 2019 年中国货物和服务贸易恶化



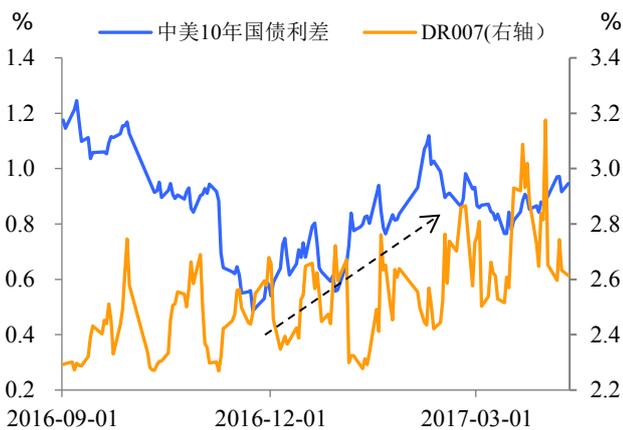
数据来源: Wind, 东吴证券研究所预测

图 9: 中美利差和 DR007:2015-2016



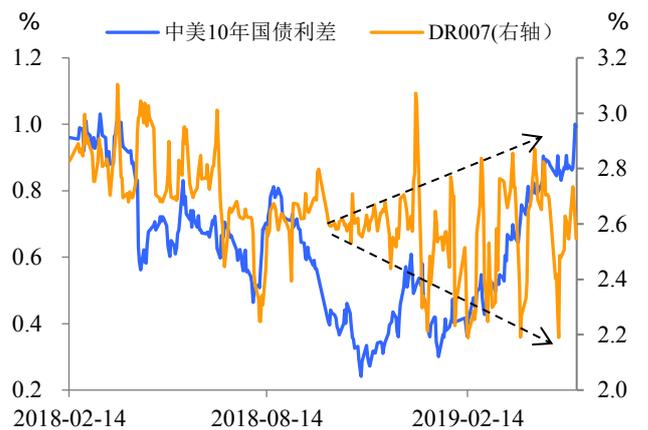
数据来源: Wind, 东吴证券研究所预测

图 10: 中美利差和 DR007:2016-2017



数据来源: Wind, 东吴证券研究所预测

图 11: 中美利差和 DR007:2018-2019



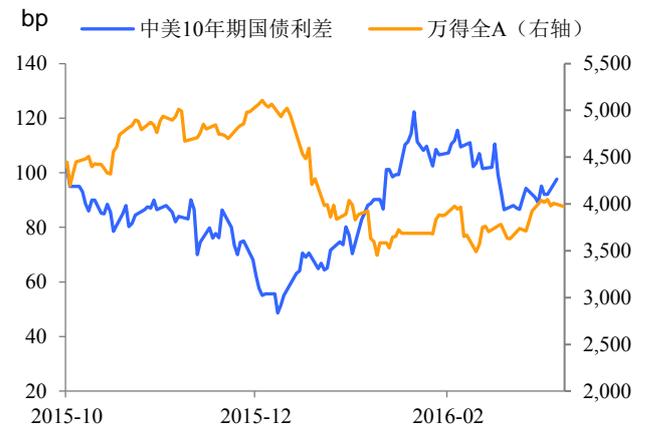
数据来源: Wind, 东吴证券研究所预测

图 12: 外资持有国内债券变化和中美利差



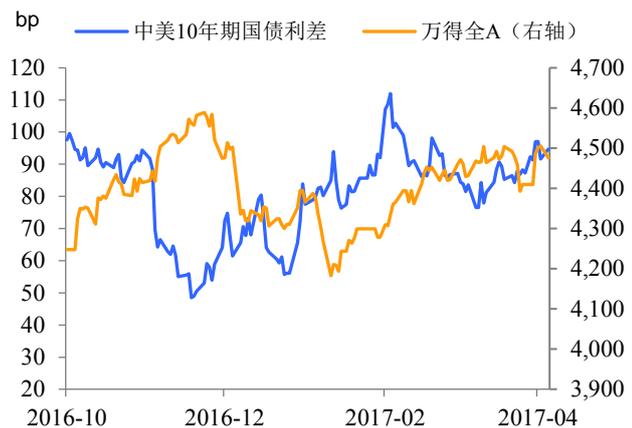
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图 13: 中美利差和万得全 A 指数: 2015-2016



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图 14: 中美利差和万得全 A 指数: 2016-2017



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图 15: 中美利差和万得全 A 指数: 2018-2019



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

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\\_36324](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_36324)



云报告  
https://www.yunbaogao.cn

云报告  
https://www.yunbaogao.cn

云报告  
https://www.yunbaogao.cn