

2022 年 01 月 20 日

过往与未来：中美政策分化下的资产表现

评级及分析师信息

宏观首席分析师：孙付
邮箱：sunfu@hx168.com.cn
SAC NO：S1120520050004
联系电话：021-50380388

宏观助理分析师：丁俊菴
邮箱：dingjs@hx168.com.cn
联系电话：021-50380388

投资要点：

► 经济周期错位，中美政策分化；二季度后才会缓解

1) 中国经济面临“三重压力”，货币政策转向宽松。在信用恢复之前（我们判断“短到 4 月份，长到 6 月份”），中国货币政策将会处于持续加力宽松的窗口期中。

2) 美国通胀创阶段性历史新高，加息预期升温。2021 年 12 月美国 CPI 同比 7%，创下 1982 年 6 月以来新高。通胀的进一步抬升使得市场对于美联储的加息预期不断升温。

预计美国经济基本面（增长和通胀）将在 4 月以后弱化，美联储在 3 月加息后，后续加息节奏可能会有所调整（放慢）。

► 以史为鉴：过往中美政策分化，资产表现如何？

第一次分化（2014, 11-2015, 12）：1) 宽松环境叠加“改革牛预期”催化，A 股迎来牛市；美联储结束 QE 并酝酿加息，美股处于震荡状态。2) 10 年期中债收益率震荡下行，10 年期美债收益率维持震荡，中美利差逐步收窄至 50-60BP。3) 美元震荡上行，人民币承受较大贬值压力。

第二次分化（2018, 4-2019, 1）：1) 受中美贸易战、金融去杠杆等因素影响，A 股下行；而减税政策刺激以及美债快速攀升，使得美股整体前高后低。2) 10 年期中债收益率震荡下行，10 年期美债收益率震荡上行，中美利差也收窄至 30-50BP。3) 美元大幅上行，人民币贬值明显。

► 本轮政策分化，资产将如何演绎？

1) 一季度：美债利率持续上行，美股承压，美元指数走强；二季度后：美债利率回落，美股企稳（或上行），美元转弱。一季度，在通胀仍处高位，对美联储加息预期强化下，10 年期美债收益率升破 1.9%，后续可能会触及 2%。美债的快速抬升对于美股科技成长板块带来一定压力，进而带动美股回调。美元指数将进一步走强。

二季度后，美联储加息预期将会逐步弱化，实际加息次数可能不及市场预期，美债利率回落，美元指数亦转向弱势，美股有望企稳反弹。

2) 宽信用见效前，中国 10 年国债利率下行并在 2.6% 附近徘徊；A 股回调后逐步企稳；人民币汇率面临一定贬值压力。央行降息兑现及宽松窗口期的存在将引导利率下行，预计 10 年期国债利率回落至 2.6% 附近；宽信用见效后，利率将有所反弹。

A 股在过去几年权重结构和估值发生明显变化（新兴行业比重上升、估值上行）：一季度美联储加息预期下，全球股市受抑制，A 股亦将承压。二季度后，伴随宏观面因素变化，有望企稳回升。

中美政策分化将使人民币面临贬值压力；但是，目前中国出口仍然较为稳定、总体向好，经常账户下的持续顺差会减弱贬值程度。

风险提示

宏观经济、产业政策出现超预期变化。

正文目录

1. 经济周期错位，中美分化加剧.....	3
2. 以史为鉴：过往中美政策分化，资产如何表现？.....	3
2.1. 2014-2015：中国开启降息，美国结束QE.....	4
2.2. 2018-2019：中国启动降准，美国延续加息.....	6
3. 本轮政策分化，资产将如何演绎？.....	8
4. 风险提示.....	9

图表目录

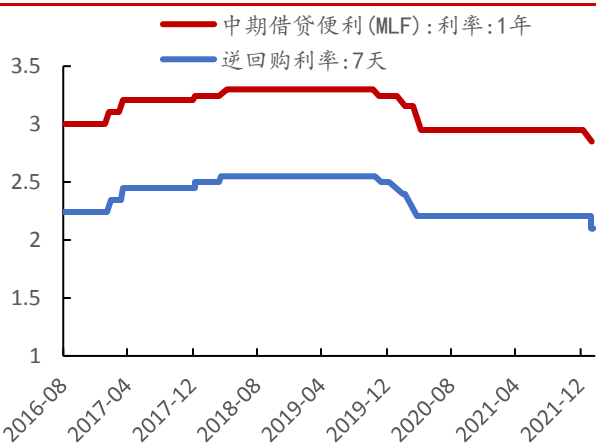
图 1 MLF、逆回购利率调降 (%)	3
图 2 12 月 FOMC 会议点阵图预计 2022 年或有三次加息	3
图 3 中美货币政策变动.....	4
图 4 2014-2015 年美国经济上升势头好于中国	5
图 5 2014-2015 中美通胀均处于低位	5
图 6 A 股迎来牛市，美股维持震荡.....	6
图 7 10 年期国债震荡下行，10 年期美债维持震荡.....	6
图 8 美元指数震荡上行.....	6
图 9 美元兑人民币中间价开启上行.....	6
图 10 2018 年中国经济下行明显，美国经济复苏强劲	7
图 11 2018 年中美通胀均处于较低水平.....	7
图 12 A 股震荡下行，美股震荡上行	8
图 13 10 年期国债震荡下行，10 年期美债震荡上行	8
图 14 美元指数大幅上行	8
图 15 美元对人民币中间价大幅上行	8
表 1 回顾历史，中美共有两次货币政策分化.....	4

1. 经济周期错位，中美分化加剧

中国经济面临“三重压力”，货币政策转向宽松。自 2021 年 12 月中央经济工作会议提出当下中国经济发展面临“需求收缩、供给冲击、预期转弱”三重压力以来，央行货币政策明显转松，先是 2021 年 12 月 15 日下调存款准备金率 0.5 个百分点，12 月 20 日 1 年期 LPR 调降 5BP；随后 2022 年 1 月 17 日 MLF、逆回购利率调降 10BP，1 月 20 日 1 年期 LPR 调降 10BP，5 年期 LPR 调降 5BP。2022 年 1 月 18 日，央行负责人在 2021 年金融数据新闻发布会上表示，货币政策要更加主动有为，更加积极进取，要充足发力、精准发力、靠前发力，意味着在信用恢复之前（从宽货币到宽信用时间周期看，我们判断“短到 4 月份，长到 6 月份”），货币政策仍会处于持续加力宽松的窗口期中。

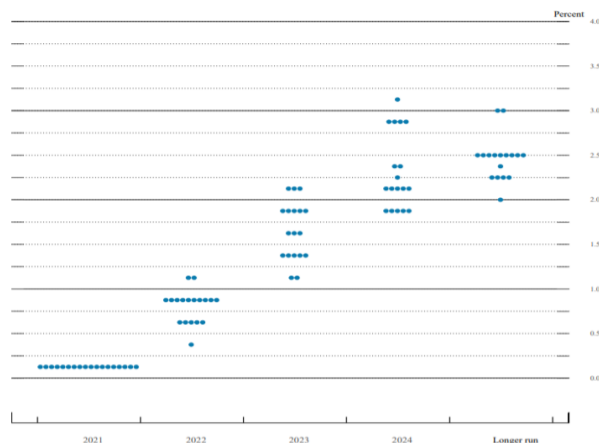
美国通胀创阶段性历史新高，加息预期升温。最新公布的数据显示，2021 年 12 月美国 CPI 同比 7%，创下 1982 年 6 月以来新高。通胀的进一步抬升使得市场对于美联储的加息预期不断升温，2021 年 12 月美联储议息会议点阵图预计 2022 年或有三次加息。同时 2022 年 1 月 6 日公布的 2021 年 12 月 FOMC 会议纪要表明美联储官员认为货币政策正常化的节奏可能快于从前，缩表的时间也会离加息时间更近。

图 1 MLF、逆回购利率调降 (%)



资料来源：WIND，华西证券研究所

图 2 12 月 FOMC 会议点阵图预计 2022 年或有三次加息



资料来源：WIND，华西证券研究所

2. 以史为鉴：过往中美政策分化，资产如何表现？

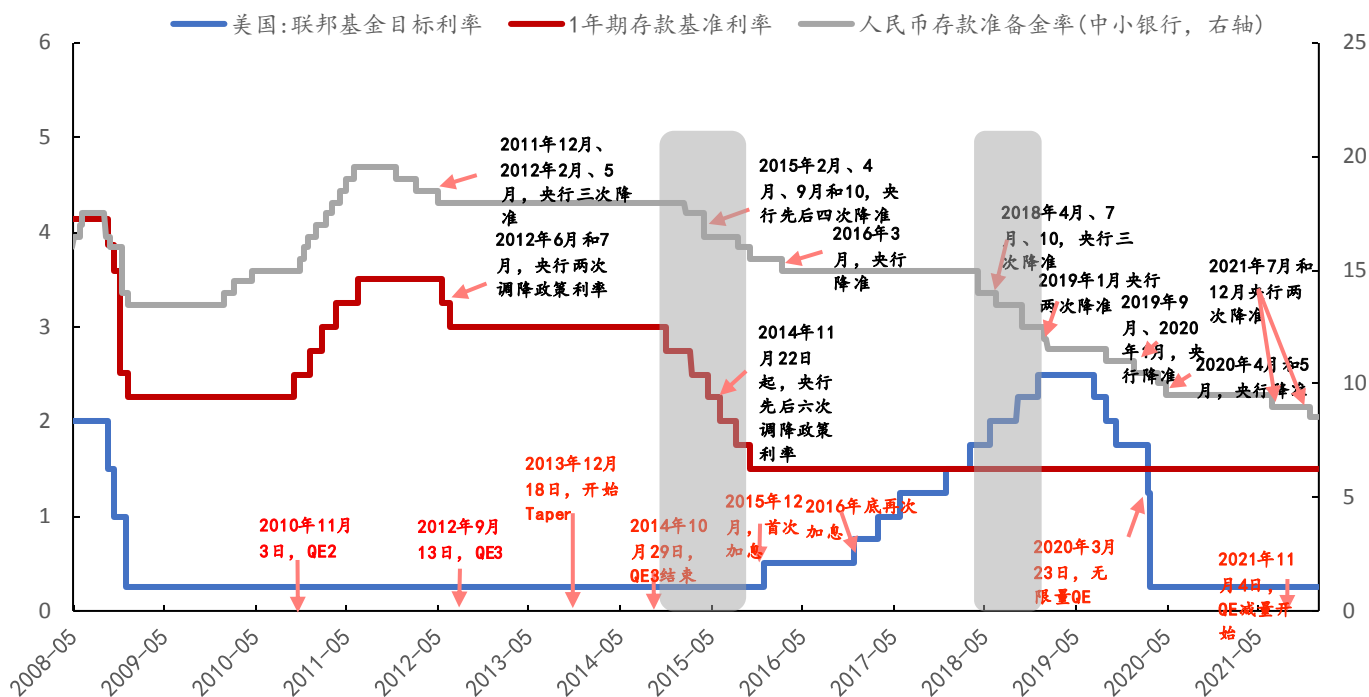
回顾过往，中美货币政策分化共出现过两次。

1) 第一次是 2014 年 11 月-2015 年 12 月，在此期间，中国降息、降准（中国自 2014 年 11 月 22 日起，先后六次降息，四次降准），美国结束 QE、酝酿加息（美国 2014 年 10 月 29 日结束 QE，2015 年 12 月 16 日首次加息）。

2) 第二次是 2018 年 4 月-2019 年 1 月，在此期间，中国连续降准（中国在 2018 年 4 月 25 日起，先后 3 次降准，2019 年 1 月再度两次降准），美国延续加息。

(美国自 2018 年 3 月 21 日起, 先后 4 次加息, 最后一次加息是在 2018 年 12 月 20 日)。

图 3 中美货币政策变动



资料来源: WIND, 华西证券研究所

表 1 回顾历史, 中美共有两次货币政策分化

	第一次 (2014 年 11 月-2015 年 12 月)	第二次 (2018 年 4 月-2019 年 1 月)
中国货币政策	自 2014 年 11 月 22 日起, 先后六次降息, 四次降准	自 2018 年 4 月 25 日起, 先后 5 次降准
美国货币政策	自 2014 年 10 月 29 日结束 QE, 2015 年 12 月 16 日首次加息	自 2018 年 3 月 21 日起, 先后 4 次加息

资料来源: WIND, 华西证券研究所

2.1. 2014-2015: 中国开启降息, 美国结束 QE

2014-2015 年中国面临“三期叠加”, 经济下行压力增大, 而美国经济持续修复, 从而引致中国开启降息、降准, 美国结束 QE、酝酿加息。

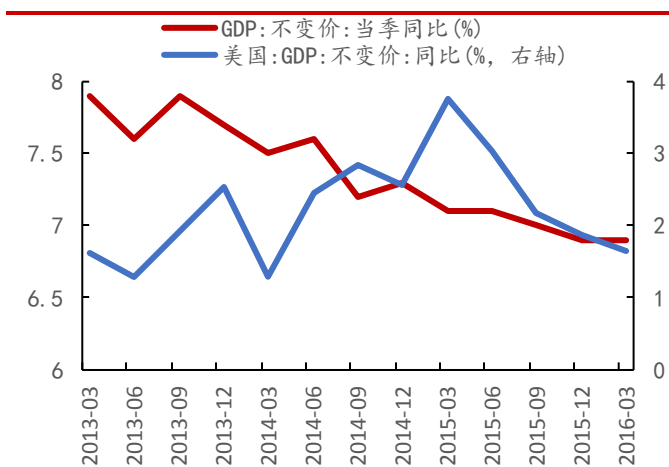
2014 年 2 月 22 日, 新华社发表《十八大以来习近平同志关于经济工作的重要论述》, 文章提及当前中国处于“增长速度换挡期, 结构调整阵痛期, 前期刺激政策消化期”三期叠加时期, 经济面临的下行压力增大。

GDP 同比增速由 2014 年 Q2 的 7.6%, 一路下行至 2015 年 Q4 的 6.9%, 通胀也保持了震荡下行态势, CPI 由 2014 年的 5 月的 2.48%, 最低降至 2015 年 1 月的 0.76%, 为了托底经济, 中国人民银行自 2014 年 11 月 22 日起, 先后六次降息, 四次降准, 货币政策转向宽松。

而美国经济则持续修复, GDP 同比增速由 2014 年 Q1 的 1.29% 大幅提升至 2015 年 Q1 的 3.76%, 与此同时美国通胀维持低位, 2015 年 1 月同比转负, 在这一

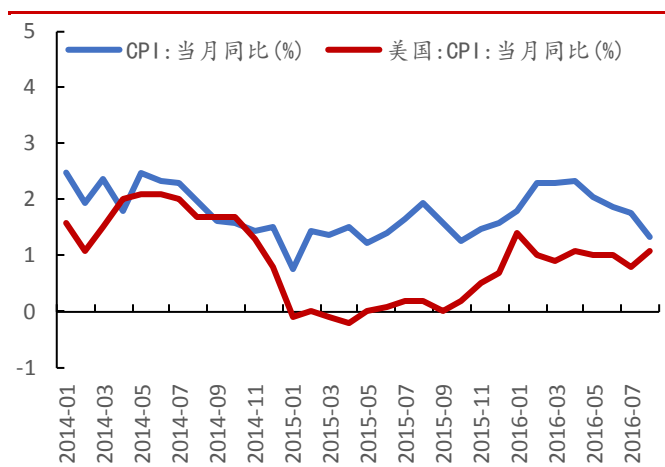
背景下，美联储在 2014 年 10 月 29 日结束 QE，酝酿加息，并于 2015 年 12 月开启首次加息。

图 4 2014-2015 年美国 GDP 上升势头好于中国



资料来源：WIND，华西证券研究所

图 5 2014-2015 中美通胀均处于低位



资料来源：WIND，华西证券研究所

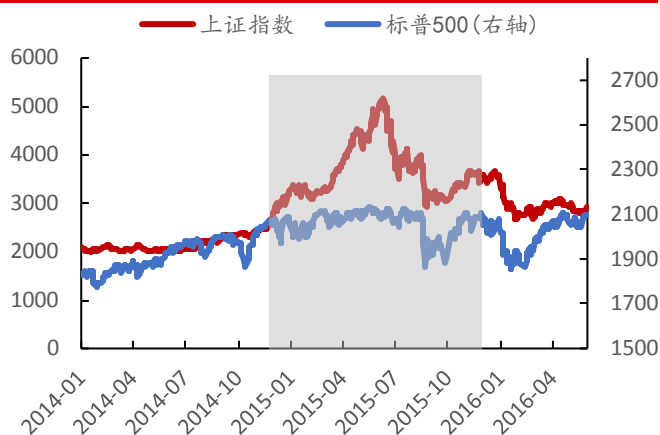
2014 年 11 月-2015 年 12 月中美货币政策分化期间，中美两国股票、债券市场受本国货币政策影响更大，美元指数震荡上行，人民币承受较大贬值压力。

股票市场方面，中国央行连续宽松政策叠加“改革牛预期”催化，中国股市迎来了一波牛市，上证指数最高冲至 5166 点，不过后续随着监管层对于场内外配资的清理，指数开始下探，但整个分化期间上证指数仍有近 42% 的涨幅；美国股市方面，受美联储结束 QE 并酝酿加息影响，整体处于震荡状态，区间涨幅 0.46%。

债券市场方面，10 年期中债国债到期收益率震荡下行，从 2014 年 11 月的 3.65% 下行至 2015 年 12 月的 2.80%；10 年期美债到期收益率则维持震荡，中美利差逐步收窄至 50-60BP 附近。

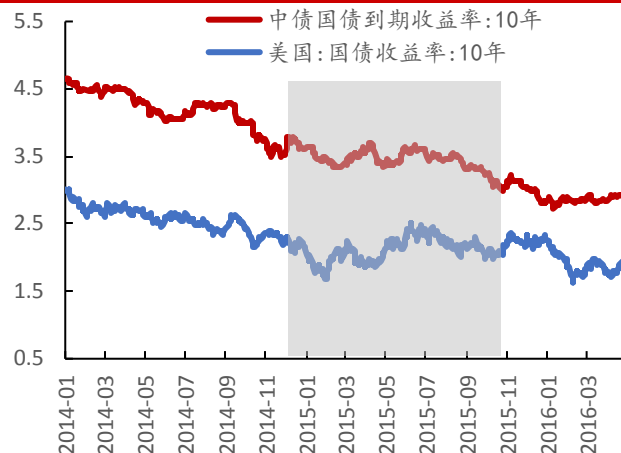
美元及人民币汇率方面，受美联储结束 QE 并酝酿加息影响美元指数震荡上行，最高达 100.15，当然欧洲央行自 2015 年 3 月开启的新一轮 QE 也成为助推美元指数走强的重要因素，人民币汇率则面临较大贬值压力，整个分化期间人民币贬值幅度约 3700BP。

图 6 A 股迎来牛市，美股维持震荡



资料来源：WIND，华西证券研究所

图 7 10 年期国债震荡下行，10 年期美债维持震荡



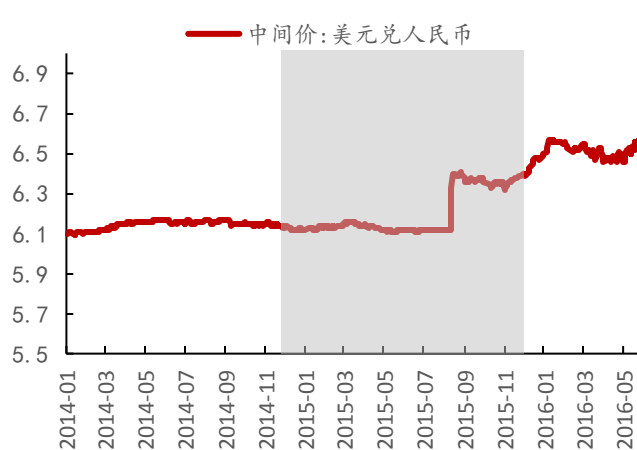
资料来源：WIND，华西证券研究所

图 8 美元指数震荡上行



资料来源：WIND，华西证券研究所

图 9 美元兑人民币中间价开启上行



资料来源：WIND，华西证券研究所

2.2. 2018-2019：中国启动降准，美国延续加息

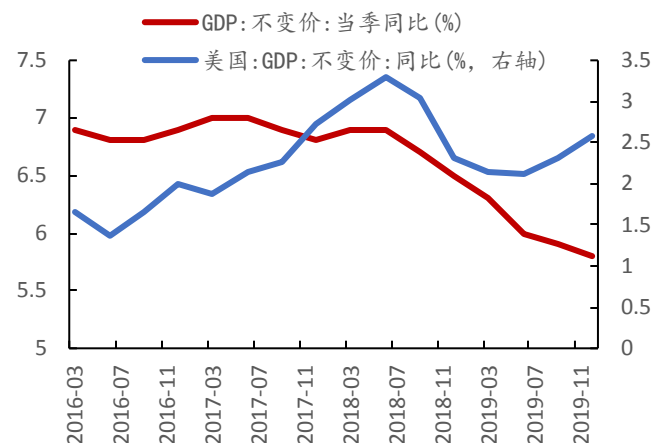
2018-2019 年受中美“贸易战”以及去杠杆影响，中国经济下行压力增大，而美国在特朗普减税政策的刺激下，经济复苏强劲，从而引致中国开启降准，美国连续加息。

2018 年 3 月 22 日，美国总统特朗普宣布对从中国进口的约 600 亿美元商品加征关税，正式拉开中美“贸易战”序幕，同时 2018 年 4 月 27 日《关于规范金融机构资产管理业务的指导意见》（简称“资管新规”）正式印发，去杠杆仍在继续，贸易战叠加去杠杆导致中国经济下行压力明显增大，2018 年 7 月的中央政治局会议指出“当前经济运行稳中有变，面临一些新问题新挑战，外部环境发生明显变化”，GDP 同比增速由 2017 年 Q2 的 7.0% 震荡下行至 2018 年 Q4 的 6.5%，CPI 由 2018 年 2 月 2.9% 逐步回落，为了托底经济，中国人民银行自 2018 年 4 月 25 日起，先后五次降准，货币政策逐渐转向宽松。

美国经济则在特朗普的减税政策刺激下，复苏强劲。2017 年 12 月 22 日，特朗普签署《减税和就业法案》，个人所得税起征点标准大幅提高，联邦企业所得税税率

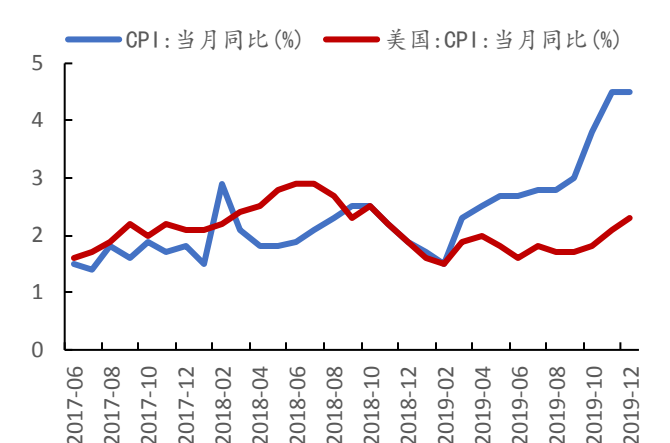
明显下降，这一政策的刺激下，美国经济复苏强劲，GDP 同比增速由 2017 年 Q1 的 1.88% 大幅提升至 2018 年 Q2 的 3.30%，通胀也由 2018 年 7 月的 2.9% 一路下行，失业率连续 6 个月低于 4%。在这一背景下，美联储自 2018 年 3 月 21 日起，先后 4 次加息，货币政策继续收紧。

图 10 2018 年中国经济下行明显，美国经济复苏强劲



资料来源：WIND，华西证券研究所

图 11 2018 年中美通胀均处于较低水平



资料来源：WIND，华西证券研究所

2018 年 4 月-2019 年 1 月中美货币政策分化期间，中美两国股票、债券市场同样受本国货币政策影响更大，美元指数大幅上行，人民币贬值压力抬升。

股票市场方面，虽然中国央行连续降准，货币政策转为宽松，但是受中美贸易战、资管新规出台带动金融领域去杠杆等不利因素影响，中国股市震荡下行，分化期间上证指数整体跌幅 16.8%。美国股市整体前涨后跌，2018 年 9 月之前，受减税政策刺激，美国基本面和企业盈利数据强劲反弹，股市也持续上行，市场对于美联储 3 月、6 月的加息反应平淡；不过 9 月之后美股开始出现回调，其中一个原因是 10 年期美债的快速攀升，10 年期美债到期收益率从 8 月的低点 2.82% 一路上行至 10 月的 3.23%，标普 500 在整个政策分化期间微涨 1.2%。

债券市场方面，10 年期中债国债到期收益率在相对宽松的货币政策环境以及国内基本面走弱的带动下震荡下行，从 2018 年 11 月的 3.70% 下行至 2019 年 1 月的 3.12%；10 年期美债到期收益率则在美联储持续加息操作下整体呈现震荡上行态势，尤其是 2018 年 8 月到 10 月，10 年期美债到期收益率从低点 2.82% 一路上行至 3.23%，中美利差也收窄至 30-50BP 附近。

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_36401

