

中美利差：走向倒挂还是拐点将至？

2022 年 03 月 23 日

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

- **中美 10 年期国债利差又收窄至 0-50bp 这一“非舒适”区间。**从金融危机后的历史来看，每当中美利差进入这一区间后往往会重新走阔，并未出现市场所担心的倒挂，其背后的原因大多是美债利率的见顶回落（图 1）。然而这一次，由于美联储的激进加息叠加了中国稳增长乏力，中美利差是继续走向倒挂？还是拐点将至？
- **我们认为今年主导中美利差走势的因素更多在美国而非中国。**从中国来看，由于疫情冲击和房企违约制约了整体中小企业融资成本的下行，因此年内的宽信用相对历史明显偏弱，这也意味着中国的国债利率在年内很难有显著的上行空间。从美国来看，2022 年 3 月议息会议后越来越多的美联储官员转鹰，尤其是鲍威尔明确表示“有必要在一次或多次会议上把加息幅度提高到 25bp 以上”后，美债利率已经迎来了一波飙升，其未来的走势无疑是左右中美利差的关键。
- **美债利率还会继续飙升吗？我们不这么认为。**目前美联储全面转鹰的确意味着其很可能在 2022 年 5 月和 6 月的议息会议上各加息 50bp，但如图 3-图 4 所示，市场已经基本对这两次激进的加息行为进行了定价。我们在此前的报告《还需关注中美利差吗？》中曾指出，10 年期美债利率往往跟随市场预期未来一年的加息幅度。2022 年 3 月加息 25bp 后，市场预期美联储 2022 年还要加息接近 200bp，相当于在 5 月和 6 月连续加息 50bp 后，在剩余的每一次议息会议上都加息 25bp。我们认为无论是相对于 2022 年的美国通胀还是经济增长，这一加息预期已经打得足够满，很难有进一步上调的空间。
- **此前（1994 年）美联储连续加息 50bp 时的美债利率走势也表明了这一点。**如图 5 所示，1994 年也曾有过连续大幅的加息，美债利率也曾因消化这一激进的加息预期而飙升，但随着 5 月、8 月两次加息 50bp 的靴子落地，美债利率陷入震荡，但随后的又一波飙升则是对接下来加息 75bp 的反应。由此可见，在市场已经基本消化 5 月、6 月加息 50bp 的预期下，除非美联储在这之后也更加激进地加息，否则 10 年期美债利率难有进一步飙升。
- **因此，我们预计 2022 年内 10 年期美债利率的高点就在 2.5% 附近，很可能在二季度出现，并且在下半年趋于回落。**对于中美利差而言，进一步下探的空间十分有限，并不会出现倒挂。
- **值得注意的是，中美利差的拐点对于股市企稳有重要的指示意义。**从历史上看中美利差的持续收窄往往会加大 A 股阶段性调整的压力，而中美利差领先于股市企稳，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，背后反映的是国内经济基本面的企稳反弹，这一行情特点在 2016 至 2017 年和 2018 年底至 2019 年初都曾上演。
- **有趣的是，市场倾向于把 2022 年 3 月 16 日召开的金融稳定委员会专题会议与 2018 年 11 月 1 日召开的民企座谈会对标。**2018 年 11 月中旬中美利差触底，A 股则在 2019 年 1 月二次触底后拐头向上。这一次中美利差处于“非舒适区间”的时间可能会更长，但是“长夜”之后依旧是“黎明”。
- **风险提示：**疫情扩散超预期，政策对冲经济下行力度不及预期

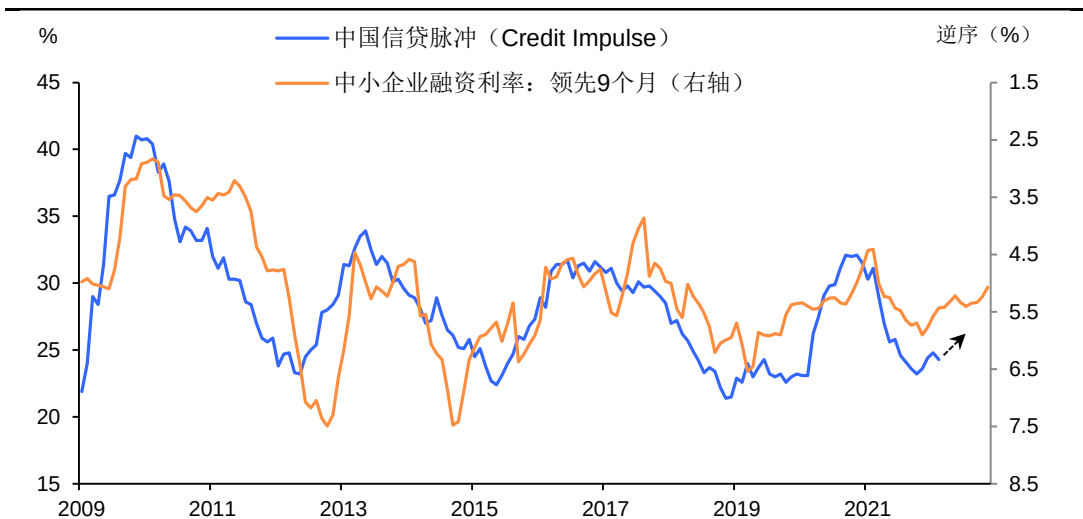
- 1、《宏观周报 20220320：ESG 系列研究 3：海内外评级体系——治理因素及先进案例》2022-03-20
- 2、《宏观周报 20220319：中美元首会晤的经济和市场影响》2022-03-19
- 3、《宏观月报 20220316：50bp 变 25bp，美联储加息还有哪些风险？》2022-03-16
- 4、《宏观周报 20220316：那些年，增长数据意外跳升对当前有何借鉴？》2022-03-16
- 5、《宏观周报 20220315：美元和大宗商品同涨会如何收场？》2022-03-15

图 1：金融危机以来，中美利差收窄至 50bp 以内后往往会走阔



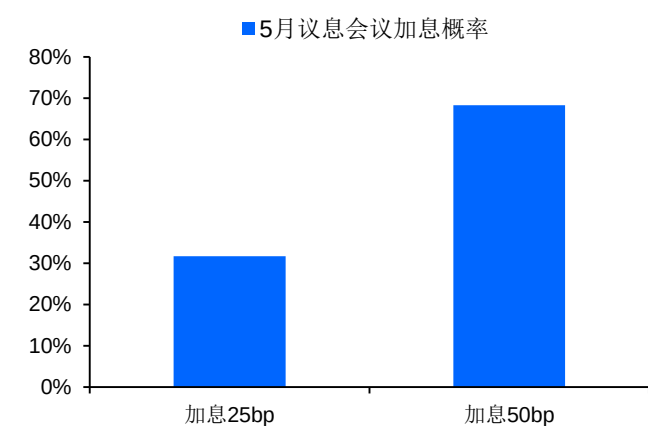
数据来源：Bloomberg，东吴证券研究所

图 2：领先指标预示 2022 年中国的宽信用偏弱



数据来源：Bloomberg，东吴证券研究所

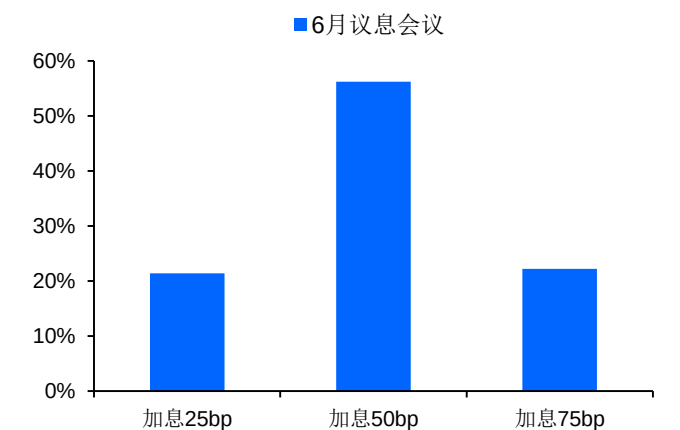
图 3: 市场预期美联储 2022 年 5 月加息 50bp 概率接近 70%



注: 截至 2022 年 3 月 23 日, 下同。

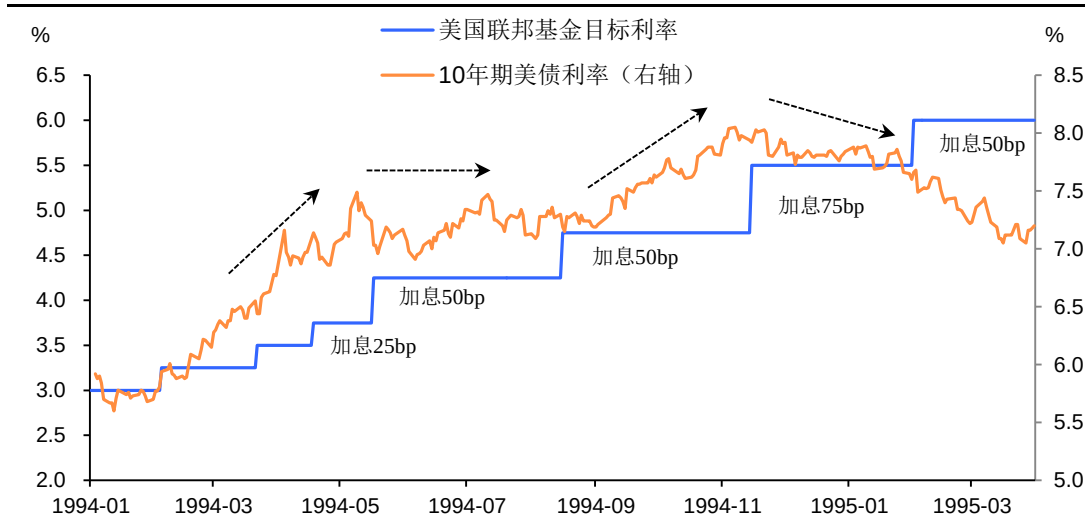
数据来源: Bloomberg, 东吴证券研究所

图 4: 市场预期美联储 2022 年 6 月加息 50bp 以上概率接近 80%



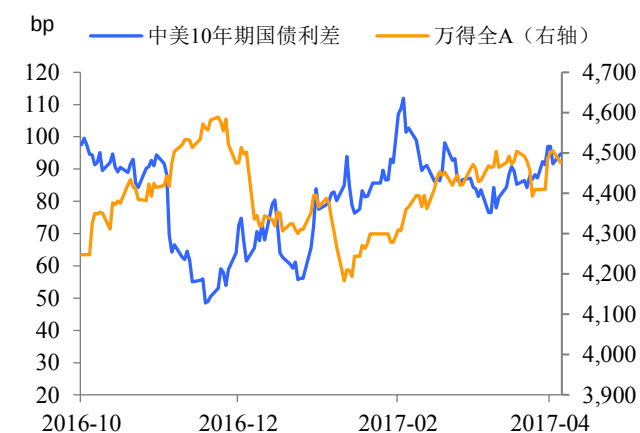
数据来源: Bloomberg, 东吴证券研究所

图 5: 1994 年美联储连续大幅加息下的美债利率走势



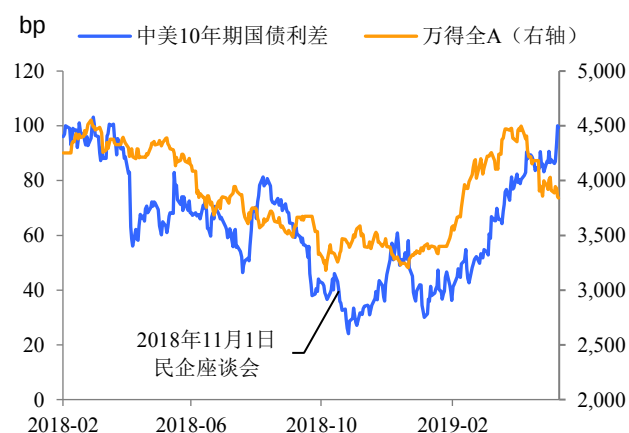
数据来源: Bloomberg, 东吴证券研究所

图 6: 中美利差和 wind 全 A 指数: 2016-2017



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图 7: 中美利差和 wind 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_39714

