

复盘：中美利差（逼近）倒挂阶段的各类资产

证券研究报告

2022 年 03 月 30 日

● 核心结论

3 月 28 日 2 年期中美国债利差自 2018 年 11 月以来首次倒挂。此前，中美 2Y 和 10Y 利差显著收窄大致出现在 3 个时点：2004 年 Q4 到 2005 年 Q1，2008 年 H2 到 2009 年 H1，2018 年 Q4。本文回顾了過去三轮中美利差显著收窄乃至倒挂时的资产表现。我们关注 2 个时间窗口：1) 中美利差首次由正到负的切换期，2) 中美利差倒挂后的极限，即触及区间极小值。对这 2 个时间窗口分别计算前后 1 个月和 3 个月的资产表现。

第一轮（2004-2006 年）中美利差显著收窄时资产表现。

大类资产：利差显著收窄前后 A 股领跌，工业品和国债表现稳健；利差倒挂至极限前后 A 股领涨，工业品表现极强。

A 股宽基指数：利差显著收窄前后价值更抗跌，利差倒挂至极限前后成长跑赢价值。

A 股行业指数：以 2Y 为例，利差首次显著收窄前 3 个月 TOP3 为传媒、计算机、煤炭，后 3 个月 TOP3 为社会服务、通信、钢铁；利差倒挂至区间极小值前 3 个月 TOP3 为美容护理、有色金属、食品饮料，后 3 个月 TOP3 为国防军工、非银金融、机械设备。

第二轮（2008-2009 年）中美利差显著收窄时资产表现。

大类资产：10Y 利差显著收窄前后 A 股领跌，国债大涨、商品全线回落；倒挂至极限后 A 股表现偏强，商品偏弱。

A 股宽基指数：利差倒挂至极限后成长跑赢价值。

A 股行业指数：以 2Y 为例，利差首次显著收窄前 3 个月 TOP3 为煤炭、有色金属、房地产，后 3 个月 TOP3 为美容护理、食品饮料、国防军工；利差倒挂至区间极小值前 3 个月 TOP3 为煤炭、有色金属、房地产，后 3 个月 TOP3 为美容护理、食品饮料、国防军工。

第三轮（2018 年末）中美利差显著收窄时资产表现。

本轮 2Y 利差显著收窄后 3 日 10Y 利差显著收窄，且 2Y 利差显著收窄后 9 日便触及极小值，因此各时间窗口资产表现很相似。

大类资产：利差首次显著收窄前后 A 股表现均偏弱，国债和黄金表现突出，原油表现最差。

A 股宽基指数：利差显著收窄前后价值优于成长。

A 股行业指数：利差首次显著收窄前 3 个月 TOP3 为非银金融、银行、煤炭，后 3 个月 TOP3 为食品饮料、家用电器、农林牧渔。

风险提示：中美经济超预期；中美货币政策超预期；疫情发展超预期。

分析师



张静静 S0800521080002



13716190679



zhangjingjing@research.xbmail.com.cn

联系人



王砾宾



18810513200



wangluobin@research.xbmail.com.cn

相关研究

索引

内容目录

一、中美利差显著收窄乃至倒挂区间统计	4
二、第一轮（2004-2006 年）中美利差显著收窄时资产表现	5
（一）大类资产：利差显著收窄前后 A 股领涨，倒挂至极限前后 A 股领涨	5
（二）A 股宽基指数：利差倒挂至极限前后成长跑赢价值	6
（三）A 股行业指数	7
三、第二轮（2008-2009 年）中美利差显著收窄时资产表现	8
（一）大类资产：10Y 利差显著收窄前后 A 股领涨，倒挂至极限后 A 股表现偏强	8
（二）A 股宽基指数：利差倒挂至极限后成长跑赢价值	9
（三）A 股行业指数	10
四、第三轮（2018 年末）中美利差显著收窄时资产表现	13
（一）大类资产：利差显著收窄前后 A 股表现均偏弱	13
（二）A 股宽基指数：利差显著收窄前后价值优于成长	13
（三）A 股行业指数	14
五、风险提示	16

图表目录

图 1：2 年期美债收益率、2 年期中债收益率和 2 年期中美利差（%）	4
图 2：10 年期美债收益率、10 年期中债收益率和 10 年期中美利差（%）	4
表 1：中美利差显著收窄及倒挂相关时点统计	5
表 2：第一轮 2Y 中美利差显著收窄时大类资产表现	5
表 3：第一轮 10Y 中美利差显著收窄时大类资产表现	5
表 4：第一轮 2Y 中美利差显著收窄时 A 股宽基指数表现	6
表 5：第一轮 10Y 中美利差显著收窄时 A 股宽基指数表现	6
表 6：第一轮 2Y 中美利差显著收窄时 A 股行业指数表现	7
表 7：第一轮 10Y 中美利差显著收窄时 A 股行业指数表现	8
表 8：第二轮 2Y 中美利差显著收窄时大类资产表现	9
表 9：第二轮 10Y 中美利差显著收窄时大类资产表现	9
表 10：第二轮 2Y 中美利差显著收窄时 A 股宽基指数表现	10
表 11：第二轮 10Y 中美利差显著收窄时 A 股宽基指数表现	10
表 12：第二轮 2Y 中美利差显著收窄时 A 股行业指数表现	11
表 13：第二轮 10Y 中美利差显著收窄时 A 股行业指数表现	12
表 14：第三轮 2Y 中美利差显著收窄时大类资产表现	13

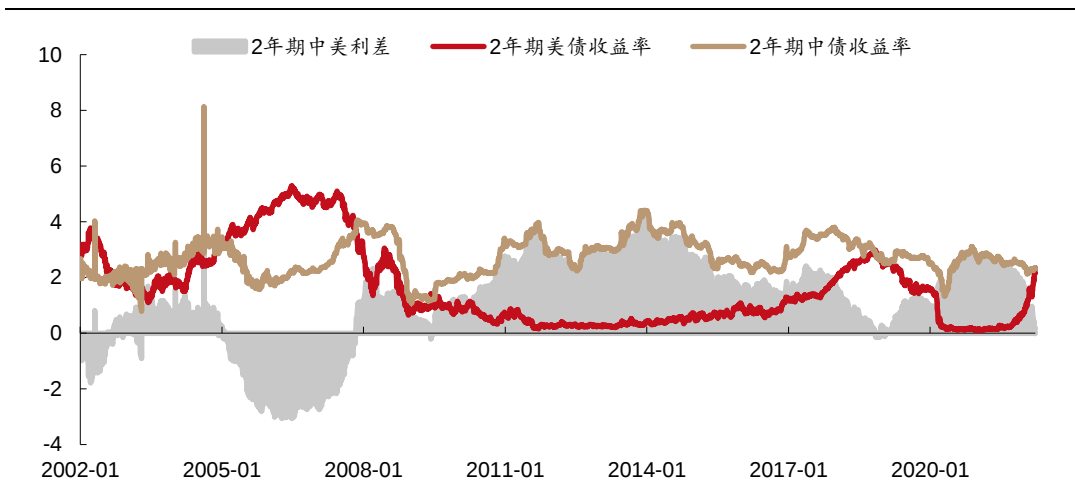
表 15: 第三轮 10Y 中美利差显著收窄时大类资产表现	13
表 16: 第三轮 2Y 中美利差显著收窄时 A 股宽基指数表现	14
表 17: 第三轮 10Y 中美利差显著收窄时 A 股宽基指数表现	14
表 18: 第三轮 2Y 中美利差显著收窄时 A 股行业指数表现	15
表 19: 第三轮 10Y 中美利差显著收窄时 A 股行业指数表现	16

3月28日2年期美国国债收益率连续上行至2.35%，2年期中国国债收益率录得2.33%，中美2年期国债利差自2018年11月以来首次出现倒挂。本文回顾了过去三轮中美利差显著收窄乃至倒挂时的资产表现。

一、中美利差显著收窄乃至倒挂区间统计

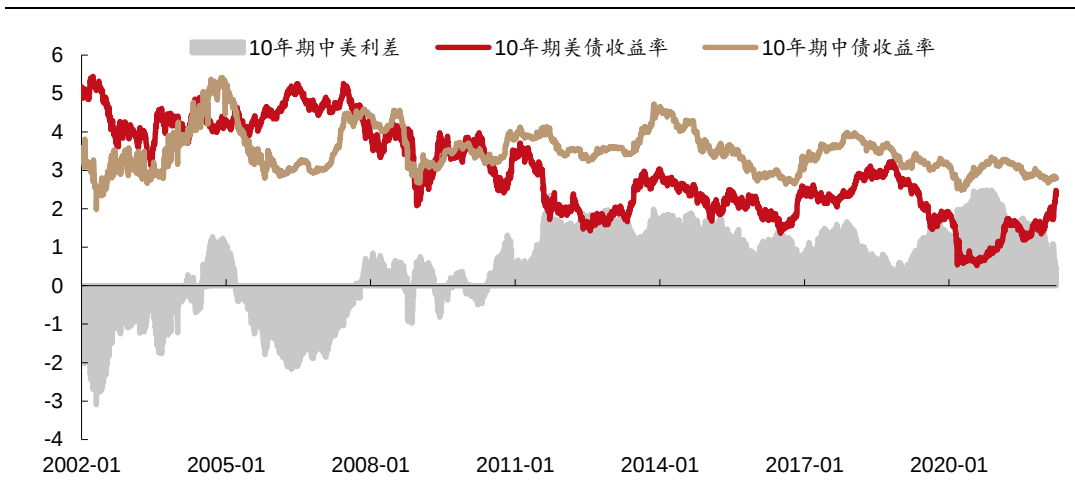
美债收益率曲线中用得比较多的是2年期和10年期，前者反映市场对美国基准利率的预期，后者反映市场对美国未来经济基本面的预期。因此，我们用2年期和10年期中美利差作为代表期限进行分析。历史上，中美2Y和10Y利差显著收窄大致出现在3个时点：2004年Q4到2005年Q1，2008年H2到2009年H1，2018年Q4。我们主要关注2个时间窗口：1) 中美利差首次由正到负的切换期，2) 中美利差倒挂后的极限，即触及区间极小值。对这2个时间窗口，我们分别计算其前后1个月和前后3个月的资产表现。此外，2018年Q4 10年期中美利差虽接近显著收窄，但并未触及“0”值，因此我们只讨论区间极小值。

图1：2年期美债收益率、2年期中债收益率和2年期中美利差（%）



资料来源：Wind，西部证券研发中心

图2：10年期美债收益率、10年期中债收益率和10年期中美利差（%）



资料来源：Wind，西部证券研发中心

表 1：中美利差显著收窄及倒挂相关时点统计

首次倒挂时点	时间窗口	2 年期中美利差	10 年期中美利差
第一轮（2004Q4~2005Q1）	首次显著收窄	2004/12/10	2005/3/17
	区间极小值	2006/4/13	2006/5/12
第二轮（2008H2~2009H1）	首次显著收窄	2009/6/5	2008/9/19
	区间极小值	2009/6/8	2008/11/13
第三轮（2018Q4）	首次显著收窄	2018/11/6	未触 0
	区间极小值	2018/11/15	2018/11/8

资料来源：Wind，西部证券研发中心

二、第一轮（2004-2006 年）中美利差显著收窄时资产表现

（一）大类资产：利差显著收窄前后 A 股领跌，倒挂至极限前后 A 股领涨

2Y 中美利差：利差首次显著收窄前 3 个月 A 股在所有资产中表现尚可，此后表现都是最差，工业品和国债整体表现稳健，原油波动极大；利差倒挂至区间极小值时 A 股收复失地，无论是前后 1 个月还是 3 个月基本领涨，工业品表现极强，其次是黄金、原油，农产品、国债表现偏弱。

10Y 中美利差：利差首次显著收窄前后 A 股表现均极差，工业品和国债整体表现稳健，原油大幅波动；利差倒挂至区间极小值前后 A 股表现均较为突出，但涨幅随时间推移逐渐收敛，工业品和黄金在利差触及极小值前涨幅居前，触及极小值后大幅回落。

表 2：第一轮 2Y 中美利差显著收窄时大类资产表现

资产	首次显著收窄（2004-12-10）				极小值（2006-04-13）			
	前 3M	前 1M	后 1M	后 3M	前 3M	前 1M	后 1M	后 3M
万得全 A	3.31%	-2.13%	-5.25%	-3.82%	11.87%	9.55%	20.22%	29.53%
中债国债总指数	0.35%	0.16%	-0.25%	2.31%	0.38%	-0.24%	0.30%	-0.28%
人民币兑美元	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.54%	0.28%	0.21%	0.38%
中证货币基金指数	0.68%	0.24%	0.26%	0.80%	0.46%	0.15%	0.14%	0.46%
WTI 原油	-4.91%	-16.68%	11.35%	33.70%	8.41%	9.86%	3.92%	10.65%
上金所黄金	8.66%	1.17%	-3.16%	1.09%	8.64%	8.60%	20.62%	8.69%
南华综合指数	-1.52%	-0.36%	0.14%	9.05%	4.78%	3.76%	14.83%	5.30%
南华工业品指数	4.34%	-0.87%	0.74%	11.13%	18.15%	12.61%	30.95%	15.37%
南华农产品指数	-5.69%	0.56%	-0.13%	8.08%	-6.25%	-3.15%	2.62%	-4.47%

资料来源：Wind，Bloomberg，西部证券研发中心

表 3：第一轮 10Y 中美利差显著收窄时大类资产表现

资产	首次显著收窄（2005-03-17）				极小值（2006-05-12）			
	前 3M	前 1M	后 1M	后 3M	前 3M	前 1M	后 1M	后 3M
万得全 A	-5.64%	-1.33%	-4.21%	-14.36%	27.93%	16.59%	1.52%	2.92%

中债国债总指数	3.47%	1.34%	1.57%	4.57%	0.19%	0.29%	-0.64%	-0.71%
人民币兑美元	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.54%	0.05%	-0.10%	0.45%
中证货币基金指数	0.80%	0.28%	0.25%	0.64%	0.46%	0.14%	0.16%	0.47%
WTI 原油	27.66%	16.70%	-10.48%	0.32%	16.49%	4.98%	-2.33%	3.21%
上金所黄金	0.31%	4.61%	-3.89%	-3.93%	27.78%	20.39%	-15.99%	-11.12%
南华综合指数	11.88%	11.46%	-4.85%	0.35%	14.09%	14.94%	-6.88%	-11.33%
南华工业品指数	12.36%	7.33%	-2.81%	4.68%	36.93%	31.63%	-11.57%	-14.83%
南华农产品指数	12.38%	16.33%	-6.44%	-2.56%	-3.18%	2.36%	-1.95%	-10.02%

资料来源：Wind，Bloomberg，西部证券研发中心

(二) A股宽基指数：利差倒挂至极限前后成长跑赢价值

2Y 中美利差：利差首次显著收窄前成长跑赢价值，显著收窄后大盘下跌但价值相对抗跌；利差倒挂至区间极小值时 A 股收复失地，前后 1 个月和 3 个月成长表现均优于价值。

10Y 中美利差：利差首次显著收窄前后 A 股表现均极差，价值更抗跌；利差倒挂至区间极小值前后 A 股都是表现较为突出，前后 1 个月和 3 个月成长均跑赢价值。

表 4：第一轮 2Y 中美利差显著收窄时 A 股宽基指数表现

资产	首次显著收窄（2004-12-10）				极小值（2006-04-13）			
	前 3M	前 1M	后 1M	后 3M	前 3M	前 1M	后 1M	后 3M
万得全 A	3.31%	-2.13%	-5.25%	-3.82%	11.87%	9.55%	20.22%	29.53%
沪深 300	2.80%	-3.04%	-4.76%	-1.55%	11.20%	7.43%	18.50%	23.05%
上证 50	1.93%	-3.27%	-4.08%	-1.67%	6.64%	3.63%	17.80%	17.92%
上证 180	3.20%	-2.75%	-4.50%	-1.92%	8.61%	5.47%	20.44%	22.63%
中证 100	2.14%	-3.34%	-3.86%	0.39%	8.52%	5.07%	16.49%	17.98%
中证 500					14.59%	14.06%	20.80%	37.37%
中证 1000					6.73%	7.20%	11.02%	36.87%
中小板指					8.09%	12.52%	21.94%	36.92%

资料来源：Wind，西部证券研发中心

表 5：第一轮 10Y 中美利差显著收窄时 A 股宽基指数表现

资产	首次显著收窄（2005-03-17）				极小值（2006-05-12）			
	前 3M	前 1M	后 1M	后 3M	前 3M	前 1M	后 1M	后 3M
万得全 A	-5.64%	-1.33%	-4.21%	-14.36%	27.93%	16.59%	1.52%	2.92%
沪深 300	-3.91%	-3.00%	-1.89%	-11.44%	25.57%	16.04%	0.11%	-1.59%
上证 50	-4.65%	-5.57%	-1.16%	-8.38%	22.21%	15.62%	-1.55%	-3.74%
上证 180	-4.27%	-3.74%	-2.33%	-11.02%	25.69%	17.85%	-1.40%	-2.97%
中证 100	-2.67%	-4.01%	-0.64%	-9.91%	21.68%	14.57%	-0.56%	-3.48%
中证 500		-0.14%	-5.94%	-17.20%	30.88%	17.18%	5.37%	8.91%
中证 1000		0.13%	-8.23%	-17.59%	15.25%	8.09%	13.66%	18.29%
中小板指					29.90%	18.56%	10.97%	1.29%

资料来源：Wind，西部证券研发中心

(三) A股行业指数

2Y 中美利差：利差首次显著收窄前 3 个月资产表现前 3 名为传媒、计算机、煤炭，后 3 个月资产表现前 3 名为社会服务、通信、钢铁；利差倒挂至区间极小值前 3 个月资产表现前 3 名为美容护理、有色金属、食品饮料，后 3 个月资产表现前 3 名为国防军工、非银金融、机械设备。

10Y 中美利差：利差首次显著收窄前 3 个月资产表现前 3 名为社会服务、食品饮料、传媒，后 3 个月资产表现前 3 名为非银金融、银行、食品饮料；利差倒挂至区间极小值前 3 个月资产表现前 3 名为有色金属、非银金融、商贸零售，后 3 个月资产表现前 3 名为国防军工、轻工制造、汽车。

表 6：第一轮 2Y 中美利差显著收窄时 A 股行业指数表现

资产	首次显著收窄 (2004-12-10)				极小值 (2006-04-13)			
	前 3M	前 1M	后 1M	后 3M	前 3M	前 1M	后 1M	后 3M
基础化工	2.76%	-2.29%	-8.52%	-4.30%	12.40%	7.73%	16.02%	23.95%
钢铁	5.35%	2.40%	-3.44%	3.67%	10.13%	3.56%	6.30%	13.97%
有色金属	5.54%	-1.42%	-9.02%	-1.69%	29.81%	18.75%	55.91%	42.94%
建筑材料	-3.79%	-2.82%	-7.43%	-7.43%	14.43%	7.14%	11.97%	24.51%
建筑装饰	-1.21%	-1.88%	-2.79%	-1.09%	18.68%	17.79%	23.85%	34.76%
电力设备	7.04%	-1.81%	-6.28%	-7.45%	15.47%	17.22%	27.04%	38.34%
机械设备	4.48%	-0.32%	-7.93%	-6.07%	17.77%	12.32%	29.54%	52.62%
国防军工	-1.24%	0.40%	-6.52%	-9.40%	15.21%	17.57%	28.24%	84.36%
汽车	-9.86%	-0.89%	-9.14%	-7.41%	13.83%	5.37%	13.48%	39.18%
家用电器	0.29%	-3.38%	-10.33%	-9.31%	7.95%	4.91%	4.59%	16.97%
纺织服饰	-2.81%	-3.51%	-4.93%	-7.33%	2.13%	3.82%	13.05%	25.53%
轻工制造	6.74%	-0.74%	-5.59%	-10.52%	5.20%	7.98%	9.13%	24.14%
商贸零售	0.70%	-3.58%	-4.08%	-0.85%	19.56%	13.28%	29.88%	43.94%
农林牧渔	-2.02%	-1.66%	-6.21%	-7.98%	8.88%	9.24%	21.58%	33.98%
食品饮料	7.24%	-4.55%	-3.05%	2.36%	22.33%	7.04%	33.10%	45.63%
社会服务	4.03%	-1.44%	-1.84%	5.95%	16.56%	15.84%	7.90%	19.54%
医药生物	5.03%	-2.26%	-4.15%	-2.76%	7.40%	9.02%	15.89%	26.91%
公用事业	-0.85%	-6.22%	-5.80%	-5.32%	-0.43%	3.12%	16.26%	19.85%
交通运输	11.04%	-4.30%	-1.69%	1.97%	1.16%	3.12%	12.17%	24.50%
房地产	1.48%	-1.03%	-0.31%	0.48%	20.75%	13.73%	3.35%	14.07%
电子	13.29%	0.23%	-7.15%	-8.29%	4.77%	8.93%	17.61%	22.69%
计算机	18.70%	-5.89%	-2.23%	-4.37%	5.73%	9.28%	15.85%	13.93%
传媒	21.61%	-1.10%	6.26%	2.52%	2.63%	9.57%	28.75%	20.03%
通信	4.30%	-2.10%	-1.19%	3.99%	-0.13%	1.67%	0.81%	-0.11%
银行	-8.98%	-3.72%	-5.17%	-4.14%	6.09%	5.06%	12.63%	8.09%
非银金融	-1.49%	-5.10%	-4.37%	-8.97%	20.89%	16.87%	51.92%	72.41%
综合	2.38%	-0.10%	-5.14%	-4.15%	6.73%	8.76%	16.56%	31.02%
煤炭	15.48%	-4.70%	-9.11%	-5.25%	13.03%	7.82%	19.64%	17.96%
石油石化	2.74%	-3.00%	-9.01%	-7.43%	17.43%	7.15%	29.47%	17.37%
环保	-5.87%	-1.78%	-4.31%	-5.92%	0.94%	2.77%	13.81%	20.27%
美容护理	-1.05%	-2.26%	-4.68%	-8.93%	32.29%	23.16%	18.84%	29.78%

资料来源：Wind，西部证券研发中心

表 7：第一轮 10Y 中美利差显著收窄时 A 股行业指数表现

资产	首次显著收窄（2005-03-17）				极小值（2006-05-12）			
	前 3M	前 1M	后 1M	后 3M	前 3M	前 1M	后 1M	后 3M
基础化工	-6.94%	0.44%	-0.20%	-17.16%	24.70%	14.11%	2.16%	5.57%
钢铁	-0.27%	-4.27%	-2.83%	-14.21%	10.22%	6.78%	8.32%	2.21%
有色金属	-4.85%	2.12%	-4.05%	-19.64%	76.81%	49.31%	-20.39%	-19.98%
建筑材料	-8.62%	-1.91%	-5.86%	-21.50%	18.89%	9.37%	6.77%	5.36%
建筑装饰	-2.86%	2.53%	-4.98%	-12.77%	40.58%	20.00%	3.68%	6.14%
电力设备	-10.45%	-1.65%	-3.60%	-14.08%	44.43%	24.03%	-6.07%	0.76%
机械设备	-6.10%	-0.07%	-3.85%	-18.67%	41.14%	23.93%	-2.29%	5.90%
国防军工	-9.17%	1.11%	-3.81%	-9.28%	46.65%	22.21%	29.46%	28.46%
汽车	-11.26%	-8.16%	-6.94%	-11.19%	19.30%	10.55%	10.94%	11.63%
家用电器	-11.66%	-2.19%	-3.85%	-7.54%	9.17%	1.95%	5.90%	8.91%
纺织服饰	-9.28%	-1.70%	-6.92%	-20.50%	12.75%	10.42%	6.77%	8.97%
轻工制造	-11.57%	-3.48%	-3.70%	-14.19%	11.53%	5.41%	6.29%	12.31%
商贸零售	-0.85%	2.24%	-4.14%	-9.63%	49.33%	25.90%	5.43%	5.97%
农林牧渔	-8.89%	0.97%	-6.22%	-17.05%	25.52%	19.32%	2.81%	7.10%
食品饮料	4.10%	2.92%	-0.71%	-6.43%	47.61%	30.59%	1.46%	3.94%
社会服务	4.69%	4.64%	-2.02%	-17.82%	24.44%	4.52%	3.88%	4.73%
医药生物	-3.80%	1.04%	-3.55%	-12.61%	21.43%	12.81%	4.57%	5.00%
公用事业	-8.79%	-2.77%	-2.63%	-8.68%	12.89%	14.19%	1.01%	-0.31%
交通运输	0.71%	1.14%	0.26%	-8.95%	12.05%	9.43%	10.12%	5.16%
房地产	-3.98%	-8.44%	-4.27%	-15.62%	17.27%	0.30%	0.48%	10.83%
电子	-9.86%	-3.08%	-10.17%	-20.64%	21.64%	14.94%	-1.88%	-0.71%
计算机	-5.32%	0.56%	-10.94%	-19.26%	17.37%	12.27%	-6.03%	-4.08%
传媒	4.02%	3.00%	-13.55%	-23.13%	30.81%	24.01%	-11.36%	-11.66%
通信	2.23%	-3.84%	-11.06%	-18.42%	0.13%	0.28%	-2.87%	-2.89%
银行	-6.68%	-8.52%	5.42%	5.57%	17.04%	9.88%	-6.81%	-5.42%
非银金融	-13.79%	-9.48%	-0.67%	9.46%	67.64%	48.33%	6.27%	-0.77%
综合	-5.46%	1.00%	7.12%	10.02%	10.02%	12.07%	0.65%	0.51%

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_39866