

怎么看中美利率倒挂？

事件概述

受美债利率持续上行影响，中美 10 年期国债利率逼近并将倒挂。

核心观点

- ▶ 中美长端利率倒挂的直接驱动因素是中美货币政策分化，基础因素是基本面（增长与通胀）差异与错位。
- ▶ 大危机以后，中美 10 年期国债利率在 2009,12,20-2010,6,10 出现倒挂，倒挂最大幅度 50BP（2010,4,5）。在上一轮美国加息+缩表周期中，受中国货币政策宽松影响，中美 10 年期国债利差出现三次显著收窄（2015,6-2016,1；2016,8-2016,12；2017,12-2019,3）。
- ▶ 本轮中美利率倒挂时段可能为 2022 年二季度和三季度，四季度后有望改变。逻辑：
 - 1) 美国：充分就业下，为了抗击通胀，美联储在二季度和三季度将连续加息，且 5 月启动缩表，10 年美国国债利率将继续上行，有可能回升至 3% 以上；三季度后，加息对经济的抑制效应将显现，特别利率敏感领域（房地产、耐用消费品），美国经济将放缓，通胀有望较显著回落，加息预期与节奏将放慢，引导长端利率下行。
 - 2) 中国：上半年，稳增长较为紧迫，货币政策保持宽松，10 年中国国债利率将维持相对低位（预计 2.7%-2.9%）；下半年，伴随宏观经济扰动因素有所弱化，前期稳增长政策效果显现，经济企稳迹象更加明显，长端利率有望稳中略升。

本轮中美利率倒挂最大幅度可能在 40BP 左右。

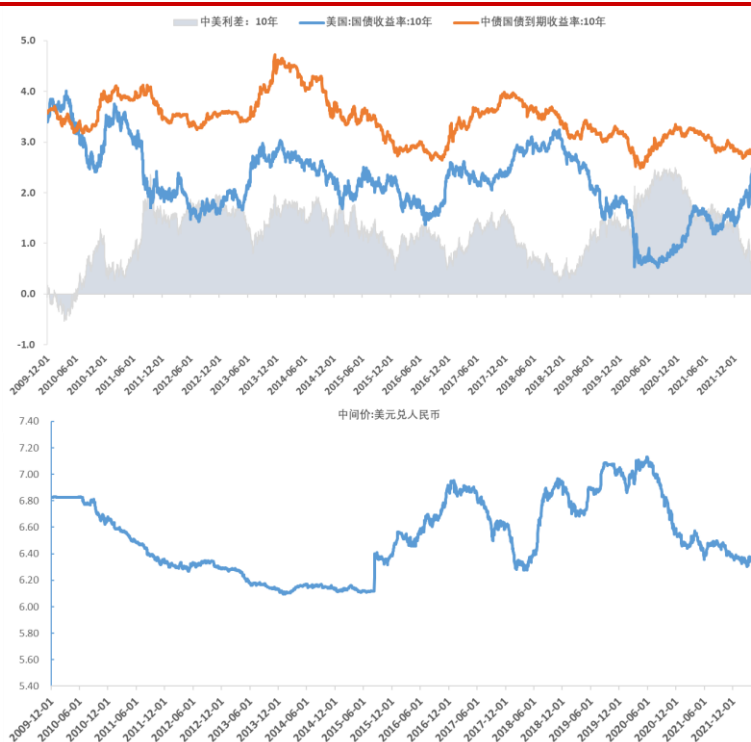
▶ 历史回顾：中美利率倒挂或收窄下的人民币汇率及资金流动

2009,12,20-2010,6,10，虽然中美利率倒挂，但仍呈现“双顺差”，资金持续流入，政策干预下汇率固定。在 2015,6-2019,3 的三次中美利差收窄过程中，汇率均出现贬值，资金外流程度逐次减弱。

▶ 本轮中美利率倒挂影响：预计汇率有所贬值，资金流出可控，货币政策仍具独立性。逻辑：

- 1) 过去两年，在出口良好、储备消耗较弱下，金融系统外汇储备显著增加（新增近万亿美元），缓冲垫较为厚实；
- 2) 在经历 2015 年 6 月以后汇率市场显著波动后，政策层完善了资金流动管理制度和预期引导机制；
- 3) 2022 年初以来，美联储“加息+缩表”已被市场较为清晰预期，美元指数亦较明显反映，后续对人民币汇率的影响显著超预期概率不大；
- 4) 汇率的弹性波动将给国内利率政策提供独立空间。

图 1 中国与美国 10 年期国债利率及人民币汇率（%，人名币/美元）



资料来源：WIND，华西证券研究所

风险提示

经济活动超预期变化。

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：丁俊菘

邮箱：dingjs@hx168.com.cn

联系电话：021-50380388

分析师与研究助理简介

孙付，毕业于复旦大学世界经济系，华西宏观首席分析师，专注于经济增长、货币政策与利率研究，完成“蜕变时期：杠杆风险与增长动能研究”和“逆风侵袭：冲击与周期叠加”两部宏观经济研究专著，诸多成果被“金融市场研究”、“新财富”等收录刊发。

丁俊菘，复旦大学经济学博士，2021年7月加入华西证券研究所，专注于就业、通胀以及流动性等方面的研究，在《金融研究》、《财经科学》、《Grow and Change》等一流期刊发表学术论文多篇。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

| 公司评级标准 | 投资评级 | 说明 |
|--------------------------------|------|--------------------------------|
| 以报告发布日后的6个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。 | 买入 | 分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过15% |
| | 增持 | 分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在5%—15%之间 |
| | 中性 | 分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间 |
| | 减持 | 分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数5%—15%之间 |
| | 卖出 | 分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过15% |
| 行业评级标准 | | |
| 以报告发布日后的6个月内行业指数的涨跌幅为基准。 | 推荐 | 分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过10% |
| | 中性 | 分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间 |
| | 回避 | 分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过10% |

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园11号丰汇时代大厦南座5层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

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_40110

