

中美利差倒挂持续性、外资行为及其影响

证券研究报告

2022年04月10日

● 核心结论

中美利差快速收窄，令外资持有中债连续两月大幅净流出。历次中美利差快速收窄基本对应外资净流出国内债市。截至4月8日，2Y中美利差已倒挂27BP，10Y中美利差仅3BP。今年2-3月境外机构减持中债规模连创历史新高，净减持规模分别为669.1和981.6亿元。2月外资减持国债、政金债、商业性银行债规模分别为354.2、285.3和16.1亿元，3月外资减持国债、政金债、商业性银行债规模进一步扩大至518.1、396.8和49.1亿元。

中美利差倒挂是否持续？外资会否进一步减持？

1) 以史为鉴：中美利差共出现3轮倒挂，最近一轮持续不到1个月。历史上中美利差共出现3轮倒挂：2004年Q4到2005年Q1，2008年H2到2009年H1，2018年Q4。2010年6月19日二次汇改前，中美利率联动性较差、跨境资本流动受限，2005-2008年中美利率反向变动、利差基本倒挂，可参考性较差。而最近的2018年2Y中美利差倒挂仅持续不到1个月。

2) 怎么看本轮中美利差倒挂持续性？或并不强。短期市场对缩表预期的反应或将继续拉高长端美债收益率，国内经济短期下行压力较大，进而不排除中美利差进一步倒挂的可能性。但往后看，随着缩表靴子落地、中期选举临近、经济下行压力显现，10年期美债收益率或将于Q2末到Q3初进入下行周期。届时若国内疫情改善、稳增长政策发力，经济向好预期下10年期中债收益率亦有可能回升。因此，4-5月中美利差或将继续收窄，但随后有望走阔。

3) 可见，现阶段是外资减持中债的加速期，但持续性或有限。

历次倒挂期内A股和A债具有一定规律。

A股：各轮首次倒挂前后3个月，A股绝对跑输，成长跌幅显著、价值相对抗跌；一旦利差触及区间极小值，在极小值前后A股在所有大类资产中表现数一数二，但随后的市场风格则与经济政策及产业政策方向有关。

A债：各轮中美利差首次倒挂前后3个月，A债在所有大类资产中表现出明显的相对收益。利差触及区间极小值前后国债表现并无显著规律，不过历史经验表明一旦中美利差倒挂结束、开始走阔，国内债市的资金外流压力也将缓解。且经验上，中美利差（逼近）倒挂后，中债仍可阶段性走牛。

人民币汇率：2018年的经验可知利差对汇率的影响并不是线性关系，讨论汇率还需考虑通胀、市场避险情绪等其他因素。

风险提示：中美经济前景超预期；中美货币政策超预期；地缘政治风险超预期。

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、外资持有中债连续两月大幅净流出	3
二、中美利差倒挂还能持续多久？有何影响？	4
（一）中美利差或将继续收窄，但持续性不强	4
（二）历次倒挂期内的资产表现	5
三、风险提示	7

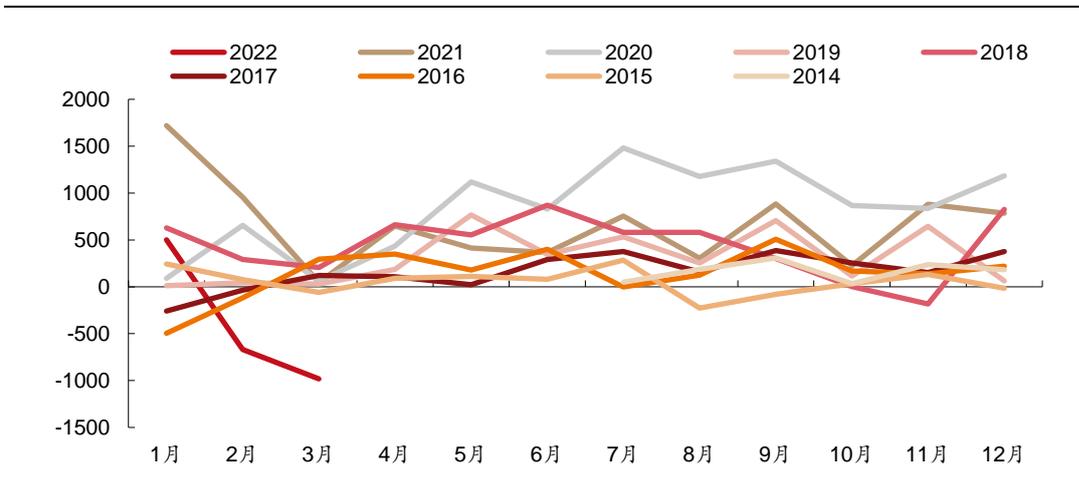
图表目录

图 1：历年各月外资持有国内债券环比变化（亿元）	3
图 2：2022 年 2-3 月外资持有各券种环比变化（亿元）	3
图 3：外资持有国内债券环比变动与中美利差	4
图 4：2 年期中债收益率、2 年期美债收益率和中美利差（%）	4
图 5：10 年期中债收益率、10 年期美债收益率和中美利差（%）	5
表 1：历史上三轮 10Y 中美利差首次倒挂时大类资产表现	6
表 2：历史上二轮 10Y 中美利差触及极小值时大类资产表现	6
表 3：历史上三轮 10Y 中美利差首次倒挂时 A 股宽基指数表现	6
表 4：历史上三轮 10Y 中美利差触及极小值时 A 股宽基指数表现	7

一、外资持有中债连续两月大幅净流出

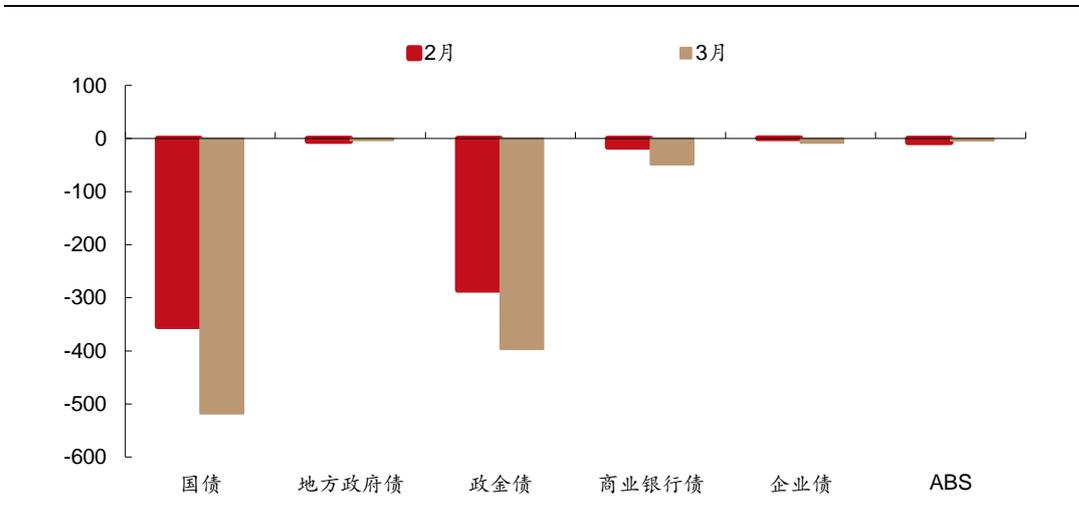
今年2-3月境外机构减持中债规模连创历史新高，净减持规模分别为669.1和981.6亿元。主要券种来看，2月外资减持国债、政金债、商业性银行债规模分别为354.2、285.3和16.1亿元，3月外资减持国债、政金债、商业性银行债规模进一步扩大至518.1、396.8和49.1亿元。

图1：历年各月外资持有国内债券环比变化（亿元）



资料来源：中债登，西部证券研发中心

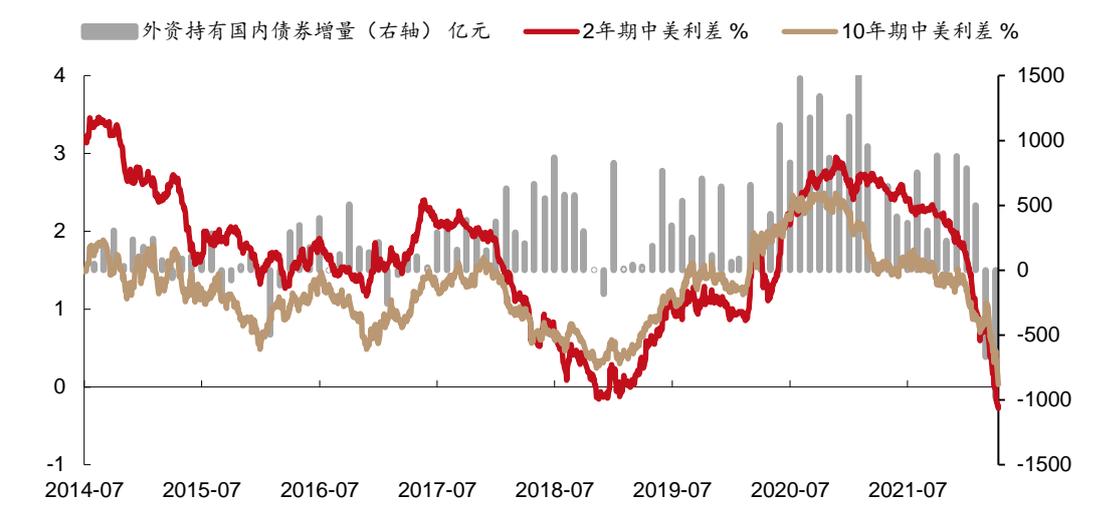
图2：2022年2-3月外资持有各券种环比变化（亿元）



资料来源：中债登，西部证券研发中心

中美利差收窄或为主因。由图3可知，历次中美利差快速收窄基本对应外资净流出国内债市：以10Y中美利差为例，2015年12月29日10Y利差收窄至49BP，2016年1月底外资减持中债495.6亿元；2016年11月23日10Y利差收窄至49BP，2017年1月底外资减持中债258.6亿元；2018年11月8日10Y利差收窄至24BP，2018年11月底外资减持中债182.9亿元。截至4月8日，2Y中美利差已倒挂(-27BP)，10Y中美利差也已逼近倒挂(3BP)。

图3：外资持有国内债券环比变动与中美利差



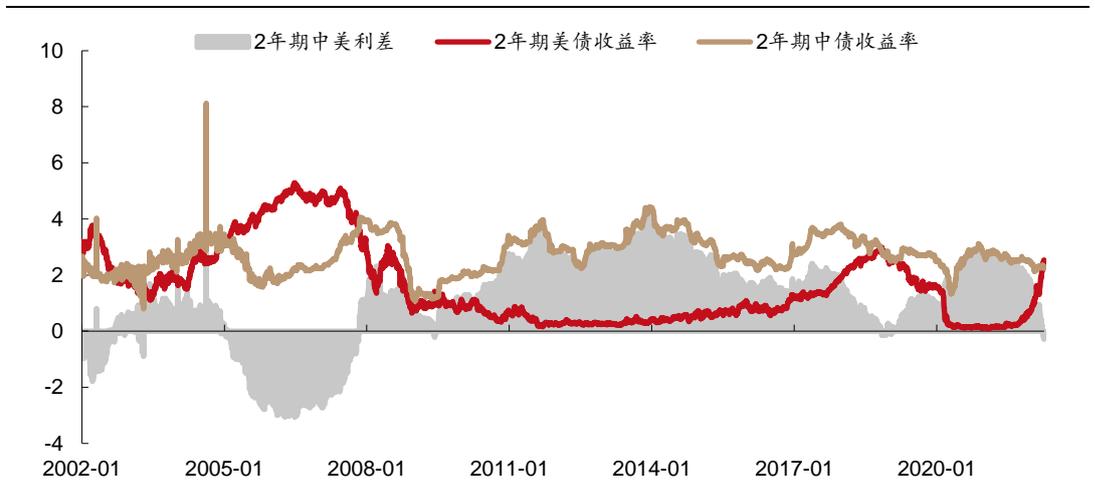
资料来源：中债登，西部证券研发中心

二、中美利差倒挂还能持续多久？有何影响？

（一）中美利差或将继续收窄，但持续性不强

历史上中美利差共出现3轮倒挂，最近一轮持续不到1个月。第一轮：2Y中美利差于2004年12月10日首次倒挂，2006年4月13日触及倒挂极限、开始走阔趋势，10Y中美利差于2005年3月17日首次倒挂，2006年5月12日开始走阔；第二轮：2Y中美利差于2009年6月5日首次倒挂，2009年6月8日开始走阔，10Y中美利差于2008年9月19日首次倒挂，2008年11月13日开始走阔；第三轮：2Y中美利差于2018年11月6日首次倒挂，2018年11月15日开始走阔，10Y中美利差于2018年11月8日逼近(但未)倒挂随后开始走阔。2010年6月19日二次汇改前，中美利率联动性较差、跨境资本流动受限，2005-2008年中美利率反向变动、利差基本倒挂，可参考性较差。此后中美利率联动性增强，利差极少倒挂，最近一轮2Y中美利差倒挂仅持续不到1个月。

图4：2年期中债收益率、2年期美债收益率和中美利差（%）



资料来源：Wind，西部证券研发中心

图5：10年期中债收益率、10年期美债收益率和中美利差（%）



资料来源：Wind，西部证券研发中心

本轮中美利差倒挂持续性或不强。与2018年11月这一轮类似，本轮中美利差快速收窄是美债收益率快速上行的结果。年初至今2Y和10Y美债收益率分别上行180BP和120BP至2.53%和2.72%，同期2Y和10Y中债收益率分别回落12BP和2BP至2.26%和2.75%。3月FOMC会议纪要释放了两点信号：第一，未来或需要单次或多次加息50BP；第二，最早5月开始缩表，每月减持债券最大上限为950亿美元且3个月后可抬高上限。短期市场对缩表预期的反应或将继续拉高长端美债收益率，国内经济短期下行压力较大，进而不排除中美利差进一步倒挂的可能性。但往后看，随着缩表靴子落地、中期选举临近、经济下行压力显现，10年期美债收益率或将于Q2末到Q3初进入下行周期。届时若国内疫情改善、稳增长政策发力，经济向好预期下10年期中债收益率亦有可能回升。因此，4-5月中美利差或将继续收窄，但随后有望走阔。

可见，现阶段是外资减持中债的加速期，但持续性或有限。

（二）历次倒挂期内的资产表现

在3月30日的报告《复盘：中美利差（逼近）倒挂阶段的各类资产》中，我们梳理了各类资产在中美利差倒挂期的表现，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。此外，2018年11月10Y中美利差虽接近倒挂、但并未触及“0”值，因此我们只将其视作“倒挂”、不讨论区间极小值。我们发现A股及A债在三轮10Y中美利差倒挂期内具有一定规律。

A股：各轮首次倒挂前后1个月及3个月，A股表现在所有大类资产中排名靠后，且有负绝对收益，成长跌幅显著、价值相对抗跌；一旦利差触及区间极小值，在极小值前后（但节奏未知）A股在所有大类资产中表现数一数二，但随后的市场风格则与经济政策及产业政策方向有关。

A债：各轮中美利差首次倒挂前后1个月及3个月，A债在所有大类资产中表现都相当可以且十分稳健。利差触及区间极小值前后国债表现并无显著规律，不过正如图3所示，历史经验表明一旦中美利差倒挂结束、开始走阔，国内债市的资金外流压力也将缓解。且经验上，中美利差（逼近）倒挂后，中债仍可阶段性走牛。

人民币汇率：由于2010年6月19日人行进行了二次汇改，此外2015年“8.11”汇改后汇率更具弹性，进而我们仅观察2018年中美利差收窄前后人民币汇率的变化。2018年中美利差迎来低点前人民币汇率就已经兑美元贬值，反而在中美利差倒挂后汇率转升，因此

利差对汇率的影响并不是线性关系，讨论汇率还需考虑通胀、市场避险情绪等其他因素。

表 1: 历史上三轮 10Y 中美利差首次倒挂时大类资产表现

大类资产	第一轮首次倒挂 (2005-03-17)				第二轮首次倒挂 (2008-09-19)				第三轮首次倒挂 (2018-11-08)			
	前 3M	前 1M	后 1M	后 3M	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%	-25.68%	-17.48%	-10.15%	0.84%	-8.37%	-3.24%	0.46%	-0.60%
中债国债总指数	3.47%	1.34%	1.57%	4.57%	5.30%	5.13%	3.41%	8.28%	1.08%	1.26%	1.78%	3.14%
人民币兑美元	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.81%	0.37%	-0.03%	-0.12%	-1.22%	-0.21%	0.73%	3.10%
中证货币基金指数	0.80%	0.28%	0.25%	0.64%	0.78%	0.26%	0.30%	1.17%	0.79%	0.24%	0.23%	0.70%
WTI 原油	27.66%	16.70%	-10.48%	0.32%	-22.34%	-9.07%	-28.98%	-67.60%	-9.19%	-19.06%	-13.28%	-8.92%
上金所黄金	0.31%	4.61%	-3.89%	-3.93%	-7.11%	3.09%	-3.60%	1.04%	2.49%	2.75%	0.57%	4.93%
南华综合指数	11.88%	11.46%	-4.85%	0.35%	-16.21%	-7.48%	-15.77%	-30.66%	-2.90%	-4.84%	-3.74%	1.62%
南华工业品指数	12.36%	7.33%	-2.81%	4.68%	-14.20%	-7.43%	-23.23%	-42.14%	-2.90%	-5.10%	-3.79%	2.35%
南华农产品指数	12.38%	16.33%	-6.44%	-2.56%	-18.85%	-7.62%	-6.82%	-14.33%	-4.45%	-5.25%	-4.01%	-3.38%

资料来源: Wind, Bloomberg, 西部证券研发中心

表 2: 历史上二轮 10Y 中美利差触及极小值时大类资产表现

大类资产	第一轮触及极小值 (2006-05-12)				第二轮触及极小值 (2008-11-03)			
	前 3M	前 1M	后 1M	后 3M	前 3M	前 1M	后 1M	后 3M
万得全 A	27.93%	16.59%	1.52%	2.92%	-24.18%	-2.63%	7.05%	32.15%
中债国债总指数	0.19%	0.29%	-0.64%	-0.71%	12.58%	2.58%	0.11%	-0.89%
人民币兑美元	0.54%	0.05%	-0.10%	0.45%	0.49%	-0.02%	-0.23%	-0.05%
中证货币基金指数	0.46%	0.14%	0.16%	0.47%	0.96%	0.41%	0.40%	0.84%
WTI 原油	16.49%	4.98%	-2.33%	3.21%	-49.36%	-25.93%	-20.54%	-41.66%
上金所黄金	27.78%	20.39%	-15.99%	-11.12%	-12.11%	-13.12%	10.50%	27.88%
南华综合指数	14.09%	14.94%	-6.88%	-11.33%	-30.27%	-12.44%	-9.66%	7.88%
南华工业品指数	36.93%	31.63%	-11.57%	-14.83%	-39.49%	-20.16%	-14.06%	7.95%
南华农产品指数	-3.18%	2.36%	-1.95%	-10.02%	-18.11%	-2.26%	-4.61%	7.86%

资料来源: Wind, Bloomberg, 西部证券研发中心

表 3: 历史上三轮 10Y 中美利差首次倒挂时 A 股宽基指数表现

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_40143

