

中美利差倒挂对市场短期有冲击，中期影响有限

——4 月 11 日中美利差倒挂点评

事件：4 月 11 日，中美 10 年期国债收益率出现近 12 年以来的首次倒挂，同日 A 股跌幅较大，上证综指下跌超 2.5%，在岸、离岸人民币汇率也均出现贬值。

对此我们评论如下：

（一） 以史为鉴：本轮中美利差倒挂不同于以往

按照通常的逻辑来理解，中美利差倒挂对中国不利，可能引发跨境资本外流，进而冲击股、债、汇等市场。中美利差在 2011 年以前曾出现过 5 轮倒挂，不过今时不同往日，本轮中美利差倒挂所处的宏观环境与以往不同。

一方面，中国的资本项下开放是持续推进的过程，2011 年以前国内资本管制较目前更为严格，跨境资金难以大进大出，外资通过 QFII 投资 A 股的额度有限，投资银行间债券市场更是从 2013 年才得以获批。也就是说，当时的国内股债市场仍处于对外开放的初期，外资占比不大，资本外流对资本市场的影响较小。

另一方面，彼时人民币汇率市场化定价不足，多数时间处于政策驱动的单边升值阶段，中美利差倒挂对汇率基本没有构成影响。

但是，随着中国资本项下的不断开放，以及外资在内地股债市场占比的不断提高，我们认为本轮利差倒挂对国内资本市场的影响应会大于 12 年前。



（二）中美利差展望：倒挂的持续时间、幅度应有限

尽管宏观环境已有所不同，但我们认为本轮中美 10 年期国债利差维持倒挂的时间、幅度均应有限，这对限制负面影响的发酵来说是有利的。

首先，对于美债来说，美债利率仍有上行空间，但考虑到美国通胀大概率将先升后落，预计美联储的货币政策收紧也将呈现“短平快”的节奏，因此，美债长端利率的上行将主要集中于上半年，下半年存在回落可能。

其次，对于中债来说，当前利率相对平稳，这将加大中美利差倒挂的压力。但考虑到稳增长的急迫性和必要性，稳增长落地产生效果预计只是时间问题，今日公布的 3 月金融数据，信贷与社融均显著好于预期和前值，宽信用似乎已开始见到效果。预计后续中债利率整体将稳中有升，但整体难有大的波动，中债利率的波动空间预计将明显小于美债。

因此，在美债利率上半年快速冲高的驱动下，预计二季度中美利差大概率继续倒挂，且幅度将走阔，倒挂幅度可能达到 20-30BP 左右，但下半年随着美债利率的回落以及中债利率稳中有升，中美利差倒挂将趋于缓和，甚至不排除消失。

（三）资本市场影响：短期存在情绪冲击，中期影响可控

短期而言，由于此次中美利差倒挂时隔 12 年后才再次出现，宏观环境与 12 年前也不尽相同，市场对资本外逃的担忧将有所加重，这将不可避免地对市场心理层面产生冲击。如果外资在短期内集中于股、债



市场继续卖出资产，那么担忧情绪可能会进一步发酵，股、债、汇市场短期波动进一步加大的风险值得关注。

不过中期而言，考虑到中美利差倒挂的时间、幅度均相对有限，因此应不会对资产价格产生持续性的、决定性的影响。债券市场仍需关注宽信用落地情况，A 股则更易受到美债利率上行的影响，汇率则需要关注资本外流以及贸易情况的变化。

对于 A 股来说，中美利差收窄可能使得资本外流，引发股票市场微观流动性阶段性承压。事实上，相比于中美利差倒挂，美债实际利率飙升对 A 股影响更大，A 股自 2016 年后随着外资不断流入，对外围环境的敏感度越来越强，美债实际利率飙升时 A 股往往是下跌的，两者相关系数高达-0.85，尤其是对成长股的影响更大。

对于汇率来说，中美利差的倒挂的确会引发资本项下的资金外流风险，对汇率将有负面冲击。但是，由于目前我国出口仍然偏强，贸易顺差较高，实体部门的结汇力量对汇率构成了巨大的支撑，因此人民币虽有所贬值但幅度始终有限。如若未来能够看到出口增速的明显放缓，资本外流对人民币汇率构成的贬值压力预计才会逐渐显性化。

（评论员：陈峤、石武斌、刘东亮）