

中美利差缩窄及倒挂：复盘、成因与后续影响

报告日期：2022-04-27

分析师：何宁

执业证书号：S0010521100001

电话：15900918091

邮箱：hening@hazq.com

相关报告

- 1.《华安证券_宏观研究_宏观点评_一季度经济数据的喜和忧》2022-04-19
- 2.《华安证券_宏观研究_宏观点评_滞胀的内核是通缩，仍可能小步慢跑地宽松》2022-04-17
- 3.《华安证券_宏观研究_宏观点评_“内弱外扰”对我国贸易的非对称影响》2022-04-13
- 4.《华安证券_宏观研究_宏观点评_地缘冲突下的通胀加速—美国3月CPI数据点评》2022-04-13
- 5.《华安证券_宏观研究_宏观点评_持续改善的就业，更快加息的联储—美国3月非农数据点评》2022-04-02
- 6.《华安证券_宏观研究_宏观点评_荆棘丛生的加息之路—美国3月FOMC会议点评》2022-03-17
- 7.《华安证券_宏观研究_宏观点评_欧美制裁对俄欧经济和产业链的几点影响》2022-02-28
- 8.《华安证券_宏观研究_宏观专题_转型、回归与再平衡——2022年宏观经济展望》2021-11-01

主要观点：

近期，中美利差急剧收窄，其中10年期中美国债利差从年初的112bp快速缩小至4月19日的-10bp，出现倒挂，2年期与5年期中美国债利差则更早一步出现倒挂，引发市场关注。本文对过去历次中美利差收窄及倒挂进行复盘，并对当前倒挂的成因及后续影响进行推演。

● 历次中美利差收窄及倒挂复盘

1) 2010年之前中美利差倒挂较为常见。在2010年前中美2年期、10年期国债利率倒挂较为常见，其中2002—2003年、2005—2007年更是长期处于倒挂状态，但是2010年之后，中美利差逐步走阔，并极少出现倒挂。2010年前中美利差与通胀差值高度相关，在2002年与2005年两轮倒挂中体现较为明显。2010年之后，受全球金融危机影响，美国经济遭受重创，美联储采取了量化宽松等超常规货币政策，并使用扭曲操作，带动美国国债利率不断降低，而中国则保持了较为正常的货币政策，中美利差开始走阔，倒挂现象基本消失。不过，有些年份中美利差仍然会发生倒挂，总体分两种情况：一是中美国债利率反向变动，即中国国债利率向下变动，美国国债利率向上抬升；二是中美国债利率曲线同向变动，但是美国国债利率向上抬升或者中国国债利率下降速度更快。

2) 历次中美利差收窄的宏观背景：考虑到本次中美利差收窄是由中国国债利率下行和美国国债利率上行导致，以及我国债券市场在2010年后才逐步向外资开放，本文选取2011年、2015年以及2017年三次中美利差收窄进行复盘：

- 2011年：2011年6月份，美联储结束QE2，10年期美债利率出现了一定程度的反弹。中国经济也受到了欧债危机的影响，叠加国内经济增速放缓、价格回落，央行于2011年12月开始两次下调0.5个百分点的存款准备金率，推动中国国债收益率下行；
- 2015年：2014年10月美联储正式结束QE3，10年期美国国债利率小幅震荡上行。同时，中国经济发展步入新常态，面临“三期叠加”影响，下行压力较大。央行分别于2015年4月20日下调存款准备金率，后续累计降息75bp，10月24日再次下调存款准备金率0.5个百分点。中国10年期国债利率不断下行，累计下行将近90bp；
- 2017年：2017年10月美联储正式开始缩表，2017年和2018年累计加息7次，幅度合计175bp。在加息和缩表的双重作用下，10年期美债利率迅速提升，累计抬升90bp。国内方面，2017年后中国经济步入下行周期，2018年实体经济去杠杆叠加中美贸易摩擦扰动，经济面临较大压力。央行于2018年1月、4月、6月、10月进行四次降准，10年期国债利率随之下行，累计下行47bp。

● 本次中美利差收窄及倒挂分析

1) 中美经济和货币周期错位导致此轮中美利差收窄及倒挂：2020年初新冠疫情在全球流行，各国疫情防控存在较大差异，使得中美两国经济周期发生错位。我国快速对疫情进行了有效控制，率先复工复产，相关经济

刺激政策也最早退出。2021年中国经济如期恢复。但到了2021年底，受地产快速下行等影响，经济面临需求收缩、供给冲击、预期转弱三重压力，外部环境也更趋复杂。货币政策稳字当头、稳中有松，带动中国国债利率下行。而美国经济目前复苏较好，但通胀高企迫使美联储采取更加强硬的姿态来进行加息，带动美国国债利率不断抬升。

2) 后续中美利差进一步走低空间不大：此轮中美利差走向更取决于美国国债利率的走向，预计利差进一步走低空间已经不大。一方面，美国通胀预计将在2季度筑顶，后续美联储的加息以及缩表节奏大概率将会放缓，美国经济增长动能也将会逐步降低，10年期美国国债利率将面临一定的下行压力。另一方面，我国经济目前受疫情、地产承压、消费低迷等影响，下行压力较大；但随着疫情逐步受控、宽货币、宽财政、扩基建、促消费、稳地产、稳外贸等政策出台后，信用将逐步走宽，稳增长效果也将逐渐显现。因此10年期中国国债收益率后续将趋上行。综合看，10年期美国国债利率短期将保持高位运行，中期来看下行压力较大；而10年期中国国债利率后续将趋上行，在两者共同作用下，10年期中美国国债利差进一步走低空间不大。一旦美联储紧缩幅度变缓，两者之间的利差预计将会重新走阔。

● 本次中美利差收窄有何影响？

1) 对人民币汇率影响较小：理论上而言，中美国债利差不断收窄甚至倒挂，会引发一部分外资出于资产配置的需要卖出中国国债，买入美国国债，外资的流出会给人民币带来一定的贬值压力。但这是建立在资本跨国流动完全不受限制的前提之下，事实上，我国人民币汇率主要受供求影响，其中又以经常项目下的资金往来为主导，中美利差变动对于人民币汇率变化的影响相对较小，两者之间走势在疫情发生以来已经背离。近期人民币快速贬值，中美利差缩窄只能解释一部分，更多应是受出口走弱预期和国内疫情反复等影响。往后看，我们认为人民币汇率短期仍有贬值压力，但幅度不会很大，后续将保持双向波动。短期受出口下行、疫情扰动等影响，人民币汇率总体仍将承压，但预计后续人民币汇率将趋于稳定：一方面随着我国疫情得到控制，经济逐步恢复，市场风险偏好有望修复，同时进出口也将迎来一波修复式的回升，缓解人民币贬值压力；另一方面人民币汇率走低也有利于我国相关产品出口，从而对出口形成一定的托底作用。

2) 对资本市场有何影响？对债券市场存在一定扰动，但总体可控，债券市场走势主要取决于本国基本面。目前外资在我国债券市场的投资占比约3%，中美利差的收窄乃至倒挂，会引发境外资金进行相关资产的重新配置，从而对我国债券市场形成一定扰动。但是总体来看，我国债券主要还是由国内投资者持有，决定债券市场变动的最主要因素仍是我国经济基本面和央行货币政策。展望后续，我们认为在疫情压制下，货币政策偏向于疫情纾困、直达实体和宽信用，其他诸如宽财政、扩基建、稳地产、促消费、稳外贸等各项政策的出台，宽信用继续在路上，稳增长效果也将逐渐显现，后续国内债券收益率将趋回升。**权益方面，中美利差收窄期间，A股表现较差，但利差重新走阔后，A股大多迎来反弹。**历史上看，过去三轮中美利差收窄期间，除去2015年创业板指与中证500上涨外，A股大多处于下跌状态。利差重新走阔后，A股大多迎来上涨，且大多提前反应。细究本质，A股的变动主因中美利差与我国经济基本面存在较大关联，即利差收窄时我国经济较弱，利差走阔时我国经济向好。展望后续，我们认为国内

看，短期我国经济仍面临需求收缩、供给冲击、预期转弱三重压力，稳增长政策仍在发力之中，上海等地疫情反复尚未完全受到控制；海外仍有美联储加息缩表加速等风险扰动，A股仍将面临调整压力，或将保持低位震荡趋势。但随着相关稳增长政策逐步发挥作用，疫情受控后快速复工复产，我国经济基本面将会逐步改善，届时中美利差也会重新逐步走阔，A股将迎来反弹。

● 风险提示

- 1、国际局势紧张引发通胀超预期：俄乌冲突持续导致国际大宗商品价格持续上涨，推动全球物价上涨。
- 2、新冠疫情形势大幅恶化：病毒新变种出现导致全球经济体出现新一轮封锁，造成经济活动大幅放缓。

正文目录

1 中美利差收窄及倒挂历史复盘	6
1.1 历次中美利差收窄及倒挂回顾	6
1.2 历次中美利差收窄宏观背景	8
2 本次中美利差收窄及倒挂分析	10
2.1 中美经济和货币周期错位导致此轮中美利差收窄及倒挂	10
2.2 后续中美利差进一步走低空间不大	10
3 本次中美利差收窄有何影响	11
3.1 对人民币汇率影响较小	11
3.2 对资本市场有何影响?	12
风险提示:	13

图表目录

图表 1 2 年期、10 年期中美国债利差水平	6
图表 2 中美两国通胀水平差异	7
图表 3 10 年期中美国债收益率曲线	7
图表 4 欧债危机扰乱了美国经济复苏	8
图表 5 中国经济受到较大影响	8
图表 6 金融危机后美联储资产负债表	9
图表 7 “三期叠加”影响下中国经济下行压力较大	9
图表 8 2017 与 2018 年美联储较快加息	9
图表 9 中国央行多次降准	9
图表 10 2021 年以来美国通胀快速抬升	10
图表 11 中国经济面临较大压力	10
图表 12 美国实际利率快速上升	11
图表 13 3 月份以来上海等地疫情反复	11
图表 14 近期外资持债减少	12
图表 15 人民币汇率与中美利差走势近期发生偏离	12
图表 16 A 股在中美利差收窄时大多下跌	13
图表 17 中美利差走阔后 A 股大多上涨	13

1 中美利差收窄及倒挂历史复盘

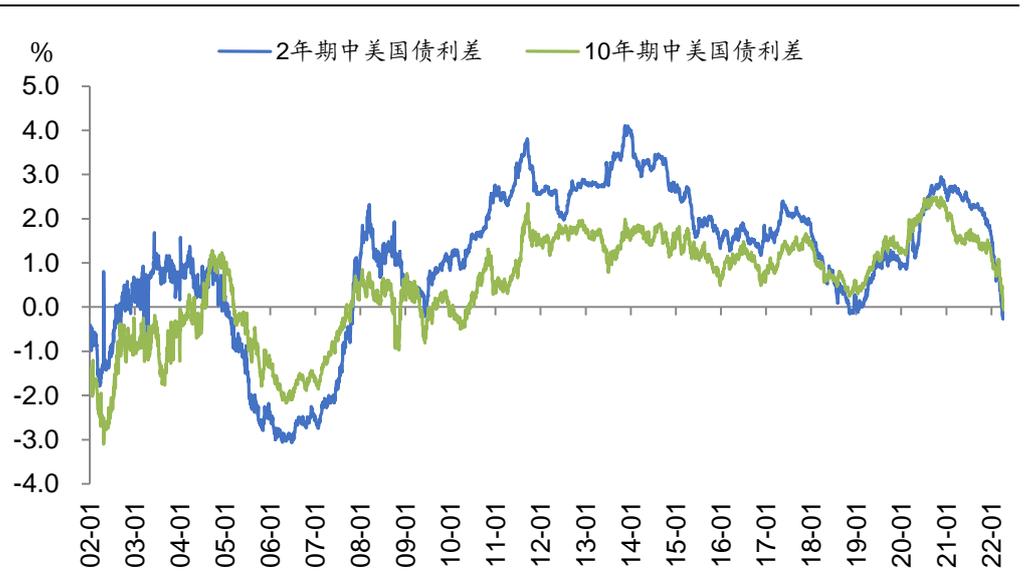
1.1 历次中美利差收窄及倒挂回顾

从经济学的角度而言，一国的利率与本国经济基本面以及央行的货币政策息息相关，其中短期国债利率受到央行的货币政策影响较大，长期国债利率水平影响因素更多，除短期利率水平外，还受到经济体的潜在增长水平、通胀水平以及期限溢价等影响。从这个角度出发，中美两国的经济基本面以及央行相应的货币政策是中美利差的决定性因素。

1) 2010 年之前中美利差倒挂较为常见

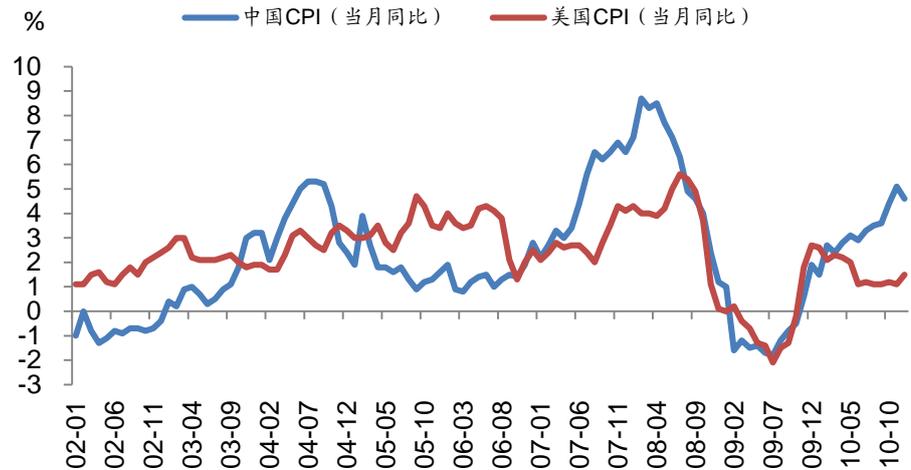
从历史上来看，在 2010 年前中美 2 年期、10 年期国债利率倒挂较为常见，其中 2002—2003 年、2005—2007 年更是长期处于倒挂状态，但是 2010 年之后，中美利差逐步走阔，极少出现倒挂。以 10 年期中美国国债利差来看，2010 年之后虽然经历了 6 轮收窄，但一直没有出现倒挂，直至 2022 年 4 月份。事实上，在 2010 年中国人民银行发布《关于境外人民币清算行等三类机构运用人民币投资银行间债券市场试点有关事宜的通知》之前，中国债券市场相对封闭，外资较少参与我国债券市场，此时的中美利差与两国之间的通胀差值高度相关，在 2002 年与 2005 年两轮倒挂中体现较为明显。其中 2002 年我国在经历亚洲金融危机后，通胀不断走低，有将近一年时间里处于通缩状态；而美国经济则在美联储降息的刺激下逐步复苏，通胀水平也开始逐步抬升，中美通胀之差保持在 2% 以上，成为主导当时中美利差倒挂的原因。2005 年中美利差倒挂原因也相似，彼时美国由于地产繁荣，带动通胀水平一路上行，美联储亦加息至 5.25%；中国由于通胀迅速走高，央行开始采取紧缩政策，导致通胀发生较大幅度下跌，两国的通胀差值拉大，利差也随之进一步倒挂。2010 年之后，由于全球金融危机，美国经济遭受到较为严重的伤害，美联储采取了量化宽松等超常规货币政策，带动美国国债利率不断降低；而中国经济蓬勃发展，央行保持了较为正常的货币政策，中美利差开始走阔，倒挂现象基本消失。

图表 1 2 年期、10 年期中美国国债利差水平



资料来源：Wind，华安证券研究所

图表 2 中美两国通胀水平差异

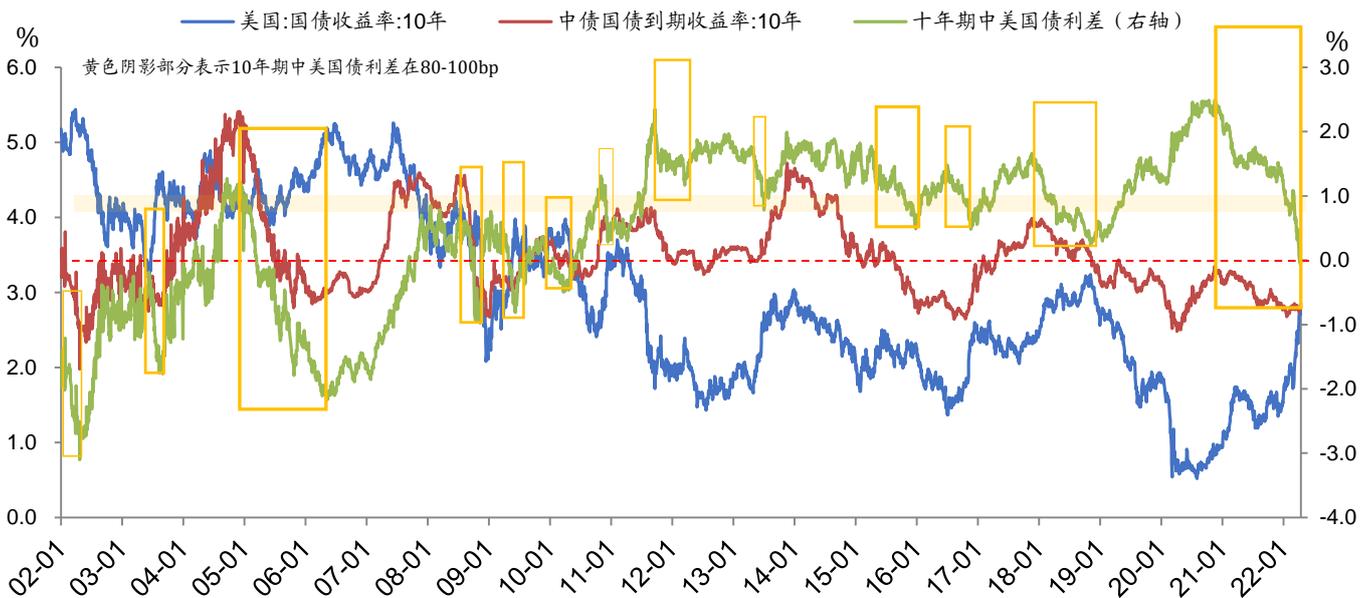


资料来源: Wind, 华安证券研究所

2) 中美利差收窄及倒挂有两种类型

从中美国债收益率曲线变化的角度进行分析, 中美利差倒挂发生的类型分为两种: 一是中美国债利率反向变动, 即中国国债利率向下变动, 美国国债利率向上抬升; 二是中美国债利率曲线同向变动, 但是美国国债利率向上抬升或者中国国债利率下降速度更快。2003 年、2004-2006 年、2011 年、2015 年、2017 年以及本次中美利差缩窄主要由中国国债利率下行、美国国债利率上行导致, 而 2002 年、2008 年则是由中国国债利率下行速度更快导致, 2009 年、2010 年、2012、2013 年、2016 年是由于美国利率上行速度较快。

图表 3 10 年期中美国债收益率曲线



资料来源: Wind, 华安证券研究所

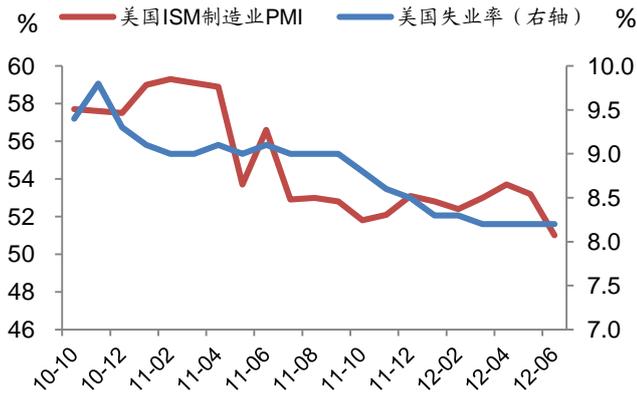
1.2 历次中美利差收窄宏观背景

考虑到本次中美利差收窄由中国国债利率下行和美国国债利率上行导致，以及我国债券市场在 2010 年后才逐步向外资开放，我们选取 2011 年、2015 年以及 2017 年三次中美利差收窄进行复盘，并分析当时中美经济基本面情况。

1) 第一轮收窄（2011.09-2012.03）

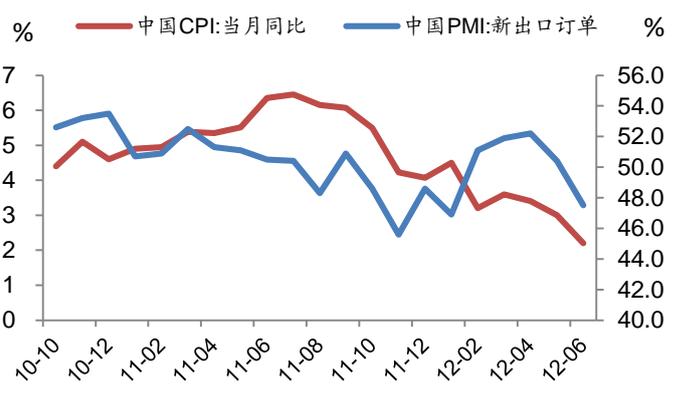
本轮中美利差开始收窄时，中美利差超过 200bp，但在 8 个月时间内迅速回落至 110bp 左右。2011 年 6 月，美联储结束了总量达 6000 亿美元的 QE2，此时美国经济在量化宽松的刺激下稳步恢复，通胀持续走高，失业率也开始下降。但是伴随着欧债危机的影响持续蔓延，美国经济复苏受到较大干扰，美联储在 2011 年 9 月宣布实施扭曲操作（Operation Twist），通过买入 10 年期以上的长期国债、出售短期国债，推低长期利率，从而降低与长期利率挂钩的贷款利率，以支持经济复苏。但是由于此时美国 10 年期国债利率已经低于 2%，在没有更大规模的货币宽松刺激下，10 年期美债出现了一定程度的反弹。此时，中国经济也受到了欧债危机的影响，叠加国内经济增速放缓、价格回落，央行于 2011 年 12 月 5 日、2012 年 2 月 24 日分别下调了 0.5 个百分点的金融机构存款准备金率，推动中国 10 年期国债利率下行。

图表 4 欧债危机扰乱了美国经济复苏



资料来源：Wind，华安证券研究所

图表 5 中国经济受到较大影响



资料来源：Wind，华安证券研究所

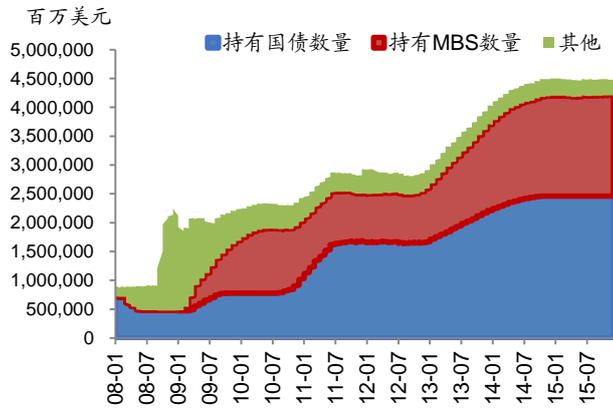
2) 第二轮收窄（2015.04-2015.12）

本轮中美利差收窄幅度超过 120bp，最低时利差仅 48bp，远低于中美利差“舒适区间” 80bp 的下限。2014 年 10 月美联储正式结束 QE3，期间总计购买了约 1.6 万亿美元的国债和 MBS。此时美国经济恢复尚不稳定，美联储在结束 QE 之后，并没有马上进行加息或者缩表，但是由于流动性不再扩张，10 年期美国国债利率小幅震荡上行。同时，中国经济发展步入新常态，面临“三期叠加”¹的影响，房地产也经历持续调整，经济下行压力持续加大，通胀较为低迷。为支持经济可持续发展，央行于 2015 年 4 月 20 日下调金融机构人民币存款准备金率 1 个百分点，同时，有针对性地实施定向降准，对农信社、村镇银行等农村金融机构额外降低人民币存款准备金率 1 个百分点。后续，又分别在 5 月 11 日、8 月 26 日、10 月 24 日各下调人民币贷款和存款基准利率 25bp，累计降息 75bp。10 月 24 日同时下调金融机构人民币存款准备金率 0.5 个百分点，为加大金融支持“三农”和小微企业的正向激励，对符合标准的金融机构额外降低存款准备金率 0.5 个

¹ 增长速度换挡期、结构调整阵痛期、前期刺激政策消化期。

百分点。受此影响，中国 10 年期国债利率不断下行，累计下行将近 90bp。

图表 6 金融危机后美联储资产负债表



资料来源：Wind，华安证券研究所

图表 7 “三期叠加”影响下中国经济下行压力较大

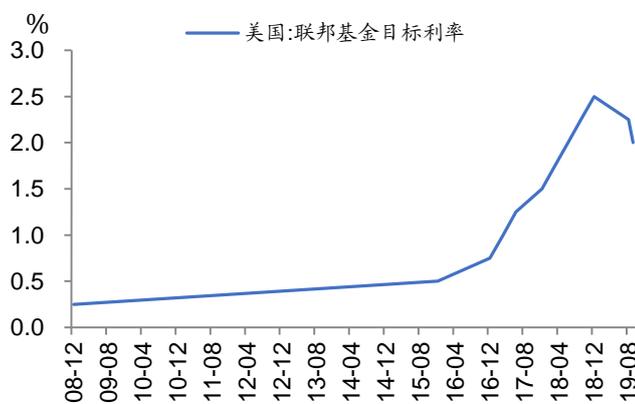


资料来源：Wind，华安证券研究所

3) 第三轮收窄 (2017.11-2018.11)

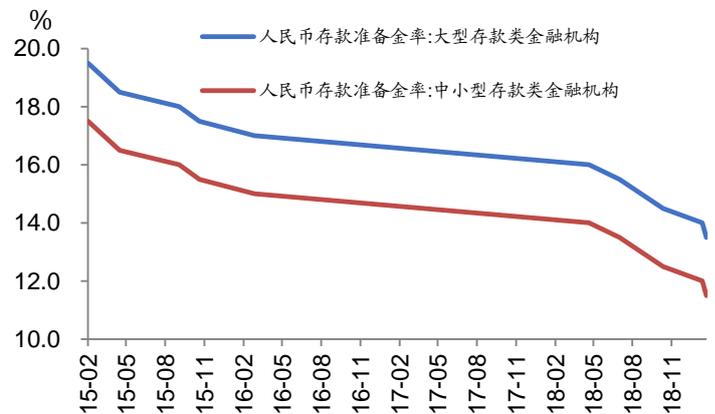
2017 年 10 月美联储正式开始缩表，初始计划每月减持 60 亿美元国债、40 亿美元 MBS，国债缩减规模每 3 个月增加 60 亿美元、MBS 缩减规模每 3 个月增加 40 亿美元，国债和 MBS 每月缩减规模上限分别为 300 亿、200 亿美元。此外由于美国经济恢复较好，美联储于 2017 年和 2018 年累计加息 7 次，幅度合计 175bp。在加息和缩表的双重作用下，10 年期美债利率迅速提升，累计抬升 90bp。国内方面，2017 年后中国经济步入下行周期，2018 年经历实体经济去杠杆以及中美贸易摩擦的发生让经济发展遇到的压力进一步加大。在此情况下，央行于 2018 年 1 月 25 日，全面实施普惠金融定向降准，正式开始货币政策宽松。后续在 2018 年 4 月 25 日、6 月 24 日、10 月 15 日分别下调大型商业银行、股份制商业银行、城市商业银行、非县域农村商业银行和外资银行人民币存款准备金率 1、0.5、1 个百分点，以支持经济发展，中国 10 年期国债随之下行，累计下行 47bp。

图表 8 2017 与 2018 年美联储较快加息



资料来源：Wind，华安证券研究所

图表 9 中国央行多次降准



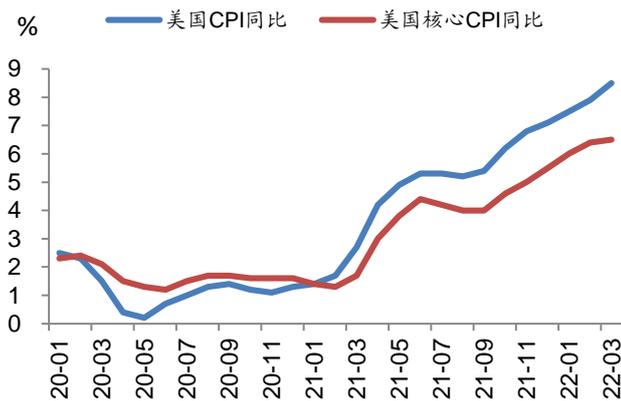
资料来源：Wind，华安证券研究所

2 本次中美利差收窄及倒挂分析

2.1 中美经济和货币周期错位导致此轮中美利差收窄及倒挂

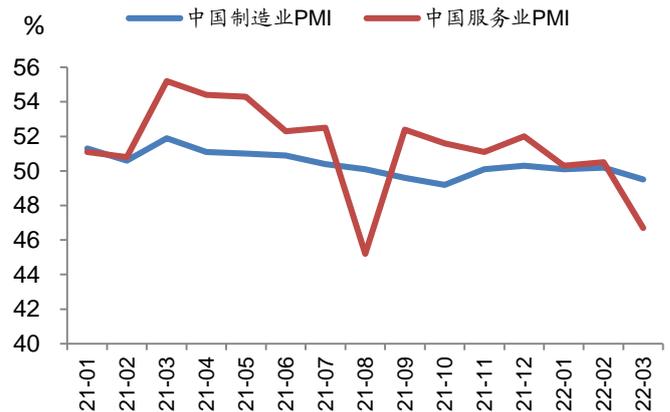
2020年初新冠疫情在全球流行，各国在疫情防控上存在较大差异，使得中美两国经济周期发生错位。我国由于率先对疫情进行了有效防控，最早复工复产，相关非常规经济刺激政策也最早退出。2021年中国经济如期恢复。但到了2021年底，受地产快速下行等影响，中国经济发展面临需求收缩、供给冲击、预期转弱三重压力，外部环境也更趋复杂。2022年2月下旬以来上海、吉林等地疫情发生反复，经济下行压力进一步加大，货币政策稳字当头，稳中有松，带动中国国债利率下行。美国方面，由于疫情使得经济遭遇巨大冲击，美国财政部和美联储采取了强力的经济刺激政策，推动居民总需求迅速恢复，甚至远超前于疫情前。在旺盛的需求推动下，美国经济快速恢复。与此同时，由于全球供应链受阻等因素，美国通货膨胀水平自2021年开始逐步走高，并在今年3月份达到8.5%的高位。高企的通胀迫使美联储采取更加强硬的姿态来进行加息，从而带动美国国债利率不断抬升。在美国国债利率快速提升以及中国国债利率下行的情况下，中美10年期国债利差不断收窄，并于4月发生倒挂。

图表 10 2021 年以来美国通胀快速抬升



资料来源：Wind，华安证券研究所

图表 11 中国经济面临较大压力



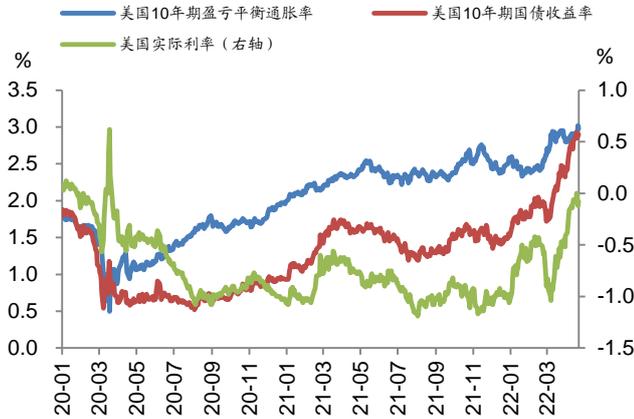
资料来源：Wind，华安证券研究所

2.2 后续中美利差进一步走低空间不大

从历史上来看，过去三轮中美利差收窄平均时间为8个月左右，利差重新走阔一般都是由于美债利率持续下行，反映的是两国经济基本面的走势分化。我们认为此轮中美利差走向依旧取决于美国国债利率的走向，且利差进一步走低的空间已经不大。一方面，中美利差倒挂时美国10年期国债利率已经达到2.9%，更曾一度突破3.0%，这背后的驱动因素是实际利率不断上行和通胀高位运行，反映市场预期美联储将会更快加息以及通胀水平难以快速回落。后续来看，在基数效应以及核心通胀不断走弱的共同作用下，美国通胀预计将在2季度筑顶，同时美国经济增长动能也将会逐步降低，届时美联储的加息以及缩表节奏大概率将会放缓，10年期美国国债利率将面临一定的下行压力。短期来看，10年期美国国债利率或将高位运行，但是中期来看，大概率将会迎来下行；另一方面，我国经济目前受疫情、地产承压、消费低迷等影响，下行压力较大；但随着疫情逐步受控、宽货币、宽财政、扩基建、促消费、稳地产、稳外贸等政策出台后，信用将逐步走宽，稳增长效果也将逐渐显现。因此10年期中国国债收

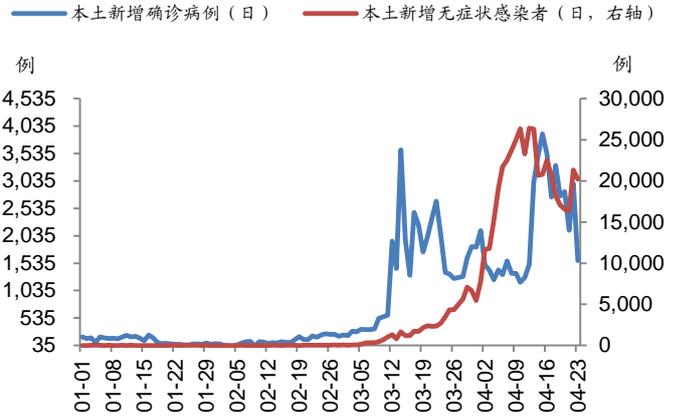
益率后续将趋上行。综合来看，10年期美国国债利率短期将保持高位运行，中期来看下行压力较大；而10年期中国国债利率后续将趋上行，在两者共同作用下，10年期中美国债利差进一步走低空间不大。一旦美联储紧缩幅度变缓，两者之间的利差预计将会重新走阔。

图表 12 美国实际利率快速上升



资料来源：Wind，华安证券研究所

图表 13 3 月份以来上海等地疫情反复



资料来源：Wind，华安证券研究所

3 本次中美利差收窄有何影响

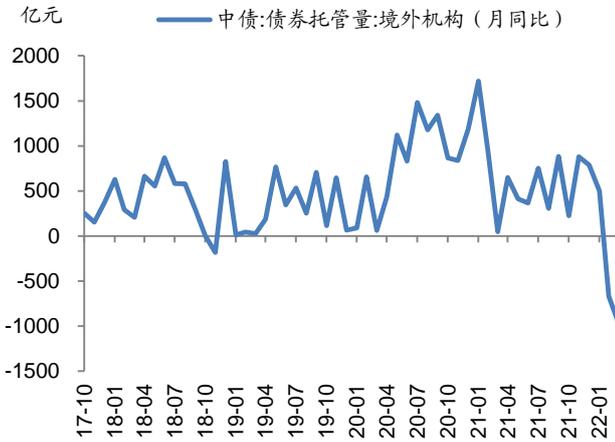
3.1 对人民币汇率影响较小

理论上而言，中美国债利差不断收窄甚至倒挂，会引发外资出于资产配置的需要卖出中国国债，买入美国国债，外资的流出会给人民币带来一定的贬值压力。2021年6月份以来，外资不断减配中国债券，人民币近期也出现了一定程度的贬值，似乎印证了此点。但这是建立在资本跨国流动完全不受限制的前提之下，事实上，在我国以市场供求为基础、参考一篮子货币进行调节、有管理的浮动汇率制度下，人民币汇率主要受供求影响，其中又以经常项目下的资金往来为主导，中美利差变动对于人民币汇率变化的影响相对较小，两者走势在疫情发生以来已经背离。2020年新冠疫情后，我国率先控制住疫情，经济开始恢复，特别是出口快速增长，经济相对于美国始终保持强势状态，经常项目的盈余带动人民币不断升值，此时中美利差也发生了一定幅度的收窄，但是并没有改变人民币不断升值的趋势。

我们认为，4月份以来人民币贬值主要是以下原因：**一是出口走弱预期。**过去两年我国出口较为强劲，对经济增长贡献了重要力量。但是由于很多海外国家目前已选择了与病毒共存的防控策略，且在高通胀的压力下纷纷选择较为激进的加息，我国出口面临外需收缩与出口替代双重压力，全年预计将保持韧性下滑的走势，下半年下行压力可能加大，经常项目顺差或将持续收窄，对人民币形成贬值压力；**二是近期上海等地疫情发生反复，对我国经济运行造成较大压力。**一方面，此次疫情发生地上海在我国经济运行中处于较为重要的节点位置，并波及到江苏、浙江等经济强省，江浙沪经济占比为20%左右，预计对4月经济造成较大拖累，影响外资风险偏好，使其有流出的动机；另一方面，疫情封控使得相关企业生产受到影响，并波及上海等重要港口，预计对4月份进出口产生较大冲击，使得短期内对结汇的需求大减，带动人民币汇率较快贬值。**往后看，我们认为人民币汇率短期仍有贬值压力，但幅度不会很大，后续将保持双向波动。**短期受出口下行、疫情扰动等影响，人民币汇率总体仍将承压，但预计后续人民币汇率将趋

于稳定：一方面随着我国疫情得到控制，经济逐步恢复，市场风险偏好有望修复，同时进出口也将迎来一波修复式的回升，缓解人民币贬值压力；另一方面人民币汇率走低也有利于我国相关产品出口，从而对出口形成一定的托底作用。

图表 14 近期外资持债减少



资料来源：Wind，华安证券研究所

图表 15 人民币汇率与中美利差走势近期发生偏离



资料来源：Wind，华安证券研究所

3.2 对资本市场有何影响？

1) 对债券市场存在一定扰动，但总体可控，债券市场走势主要取决于本国基本面。

截至 2022 年 2 月末，境外机构持有银行间市场债券 3.99 万亿元，约占银行间债券市场总托管量的 3.4%，占比仍较低。中美利差的收窄乃至倒挂，将引发境外资金进行相关资产的重新配置；叠加俄乌冲突等地缘政治影响，一部分资金出于避险需求去购买美国国债，因此会有相当一部分境外资金从我国债市中流出，从而对我国债券市场形成一定扰动。但是总体来看，我国债券主要还是由国内投资者持有，决定债券市场变动的最主要因素仍是我国经济基本面以及央行的货币政策。展望后续，我们认为在疫情压制下，货币政策偏向于疫情纾困、直达实体和宽信用，其他诸如宽财政、扩基建、稳地产、促消费、稳外贸等各项政策出台，宽信用继续在路，稳增长效果也将逐渐显现，后续国内债券收益率将趋回升。

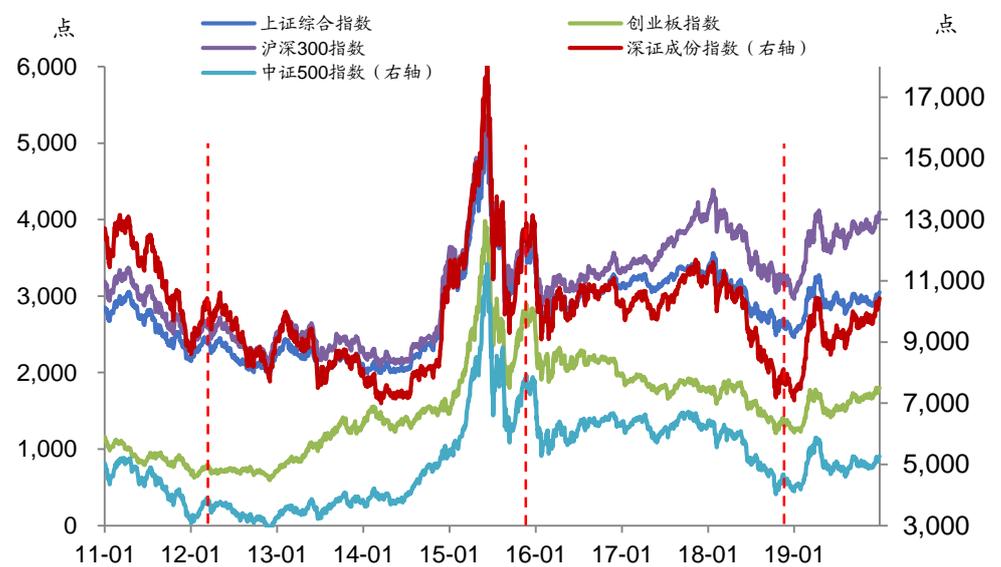
2) 中美利差收窄期间，A 股表现较差，但利差重新走阔后，A 股大多迎来反弹。从历史上来看，在过去三轮中美利差收窄期间，除去 2015 年创业板指与中证 500 上涨外，A 股大多处于下跌状态，其中创业板指、中证 500 跌幅较大，上证综指相对跌幅较小。在利差重新走阔后，A 股大多迎来上涨，且大多提前反应。我们认为，A 股在过去几轮利差收窄时的表现主要是受到国内经济基本面的影响，一方面中美利差收窄时我国经济大多处于下行周期，经济基本面较差带动企业盈利受到负面影响，投资者信心也大多会转向悲观，导致权益市场表现较差；另一方面，在中美利差重新走阔时，中国经济已基本进入新一轮上行阶段，企业盈利预期不断改善，投资者转为乐观，甚至在利差重新走阔之前出现抢跑的情况，A 股也会迎来上涨。展望后续，我们认为国内看，短期我国经济仍面临需求收缩、供给冲击、预期转弱三重压力，稳增长政策仍在发力之中，上海等地疫情反复尚未完全受到控制；海外仍有美联储加息缩表加速等风险扰动，A 股仍面临调整压力，或将保持低位震荡趋势。但随着相关稳增长政策逐步发挥作用，疫情受控后的快速复工复产，我国经济基本面将会逐步改善，届时中美利差也将重新逐步走阔，A 股也会迎来反弹。

图表 16 A 股在中美利差收窄时大多下跌

时段	上证综指	深圳成指	创业板指	沪深 300	中证 500
2011.09-2012.03	-11.47%	-17.11%	-26.07%	-13.39%	-22.26%
2015.04-2015.12	-7.12%	-5.45%	12.85%	-9.53%	2.59%
2017.11-2018.11	-23.79%	-32.32%	-29.01%	-20.62%	-33.21%
平均涨跌幅	-14.12%	-18.29%	-14.08%	-14.51%	-17.63%

资料来源：Wind，华安证券研究所

图表 17 中美利差走阔后 A 股大多上涨



资料来源：Wind，华安证券研究所

风险提示：

- 1、国际局势紧张引发通胀超预期：俄乌冲突持续导致国际大宗商品价格持续上涨，推动全球物价上涨。
- 2、新冠疫情形势大幅恶化：病毒新变种出现导致全球经济体出现新一轮封锁，造成经济活动大幅放缓。

分析师与研究助理简介

分析师：何宁，华安证券宏观首席分析师，中国社会科学院经济学博士（定向在读），华东师范大学经济学硕士。2018-2021 年就职于国盛证券研究所宏观团队，2019 年新财富入围（第六），2020 年、2021 年新财富、水晶球、新浪金麒麟最佳分析师团队核心成员。

重要声明

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国（不包括香港、澳门、台湾）提供。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构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中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内，证券（或行业指数）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A 股以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克指数或标普 500 指数为基准。定义如下：

行业评级体系

- 增持—未来 6 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%以上；
- 中性—未来 6 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上；

公司评级体系

- 买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；
- 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
- 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至；
- 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
- 无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。