

2021 年 01 月 17 日

中美利差收窄，大势所趋

宏观研究团队

——宏观经济专题

赵伟（分析师）

zhaoweil@kysec.cn

证书编号：S0790520060002

徐骥（分析师）

xuji@kysec.cn

证书编号：S0790520070008

杨飞（分析师）

yangfeil@kysec.cn

证书编号：S0790520070004

近期，中美利差从前期持续走阔转向收窄，引发关注。本文对中美利差驱动逻辑、演绎趋势做了系统梳理。我们分析认为，中美利差收窄大势所趋，幅度或被低估。

● **中美利差从走阔到收窄，本质上反映了疫情影响下，中美经济从错位到收敛**随着中债收益率下行、美债收益率上行，中美利差从前期大幅走阔转向收窄。2020 年 11 月中旬以来，以中美 10 年期国债收益率之差表示的中美利差，由前期持续大幅走阔转向收窄，从 11 月中旬历史最高点的 249BP 收窄超 50BP 至 1 月 14 日的 196BP。中美利差收窄是中债下行、美债上行的结果，10 年中债收益率从高点 3.35% 下行至 1 月 14 日的 3.11%，而 10 年期美债上行近 30BP 至 1.15%。从 2020 年 2 月中旬以来，中美利差从走阔到收窄，本质上反映了疫情影响下，中美经济从错位到收敛的过程。中美利差，归根结底取决于中美经济形势差异。疫情影响下，一季度，中国经济显著负增长、美国经济小幅正增长，中美利差出现全年低点；二、三季度，中国率先走出疫情、美国疫情恶化下，中美经济差异扩大、中美利差持续走阔；四季度，随着美国经济加速修复，中美利差转向收窄。

● **伴随中美经济表现逐步收敛，中美利差收窄大势所趋，幅度或被显著低估**伴随中美经济表现逐步收敛，中美利差回归中枢的动能较强，我们预计可能从目前 200BP 附近回落至 100BP 左右。2012 年以来，中美利差中枢水平在 130BP 左右、波动区间缓步下移。“后疫情”时代，中美经济逐步收敛过程中，中美利差回归中枢的动能较强；综合考虑中美经济驱动逻辑的不同，我们认为，中美利差收窄大势所趋、幅度或被显著低估，2021 年中美利差最低或收窄至 100BP 左右。**中美利差的收窄，或以美债收益率的显著上行、中债收益率下行共同推动。**随着疫苗大规模接种、前期刺激政策效果滞后显现等，美国库存周期启动将会非常强，通胀上升较快，我们推测，2021 年 10 年美债或上行至 2% 左右。同时，中国政策“退潮”较早、决心更强，信用“收缩”已经开启；“宽货币”对冲“紧信用”下，中债下行趋势确定性较强，2021 年 10 年中债收益率低点或回到 3% 以下。

● **综合中美经济、中美利差、资金流动等，我们认为人民币升值或已接近尾声**中美利差逐步收窄过程中，海外资金流入动能或有所减弱，有助于缓解人民币升值压力。历史经验显示，中美利差水平等因素，会影响人民币资产的相对性价比；中美利差水平较高时，外资往往加快流向人民币资产，进而对人民币汇率产生一定影响。例如，2020 年中美利差大幅抬升下，外资持续、大幅流入中国债市。**综合中美经济、中美利差、资金流动等形势演绎，及政策最新表态等因素，我们认为，人民币升值或已接近尾声。**2020 年，中美利差创新高，与人民币兑美元汇率大幅升值，都是疫情影响下，中美经济错位的结果。2021 年，中美经济将逐步收敛，中美利差大幅收窄、资金流入动能减弱，而美元指数或逐步走强。我们预计，人民币兑美元汇率升值或已接近尾声，未来将在市场机制下加大双向波动。

● **风险提示：**疫情反复，债务风险加速暴露。

相关研究报告

《宏观经济专题-10Y 美债利率走势研判》-2021.1.16

《宏观经济点评-相比总量，出口结构的变化更值得关注》-2021.1.14

《宏观深度报告-流动性“新知”系列之三：银行“表”与“里”，二十年之大变局》-2021.1.13

目 录

1、 一问：中美利差映射的宏观逻辑	3
2、 二问：中美利差走势后续演绎	6
3、 三问：中美利差趋势收敛带来的影响	8
4、 研究结论	10
5、 风险提示	11

图表目录

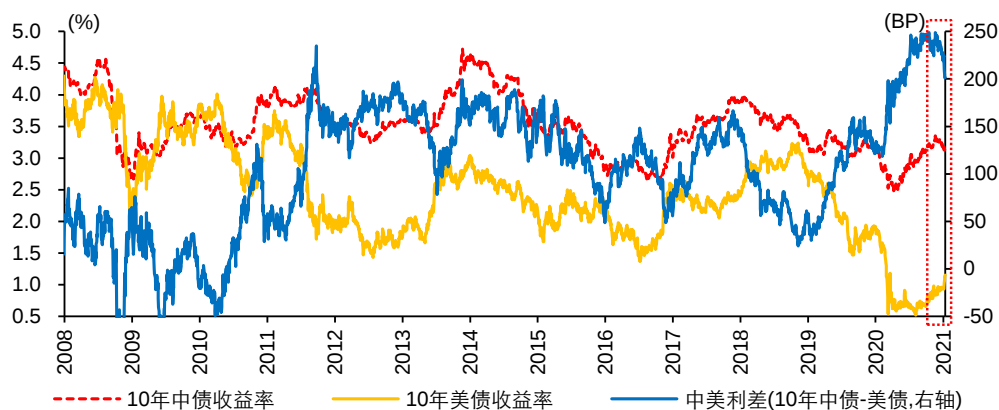
图 1： 2020 年底以来，中美利差高位回落	3
图 2： 2020 年 11 月中旬开始，隔夜利率大幅回落	4
图 3： 经济修复最快的阶段早已过去，社融增速见顶回落	4
图 4： 美联储释放政策信号后，市场担忧更快加息	4
图 5： 美联储释放政策信号后，美债曲线持续陡峭化	4
图 6： 美国经济领先指标 WEI 指数持续抬升	5
图 7： 油价大涨带动美国通胀预期快速抬升	5
图 8： 中美利差中枢由中美货币环境差异决定	5
图 9： 中美利差波动受中美经济形势差异影响	5
图 10： 疫情影响下，中美经济从错位到收敛	6
图 11： 中美货币政策节奏、力度不同	6
图 12： 中性情景下，社融增速或回落至 10% 左右	6
图 13： “紧信用”环境，多对应“宽货币”	6
图 14： 社融顶部拐点领先长端收益率拐点	7
图 15： 社融领先经济 2 个季度左右	7
图 16： 美国库存增速止跌反弹，库存领先指标大幅抬升	7
图 17： 美国有望在年中前后接近全民免疫目标	7
图 18： 美国经济景气改善及 CPI 同比高于 2% 阶段，10Y 美债利率均上行至 2% 以上	8
图 19： 2012 年以来中美利差逐步下移，2020 年明显走阔	8
图 20： 随着中美经济收敛，中美利差开始收窄	8
图 21： 2020 年，中美利差创新高、人民币汇率大幅升值	9
图 22： 疫情影响下，中美经济一度明显错位	9
图 23： 2020 年 9 月来，美欧经济领先指标之差止跌反弹	9
图 24： 随着疫情形势改善，美元指数中短期或已见底	9
图 25： 与发达经济体相比，中国债券收益率水平较高	10
图 26： 中美利差较高背景下，外资持续、大幅增持中债	10
图 27： 美元兑人民币汇率与美元指数走势高度正相关	10
图 28： 汇率趋于贬值时，结售汇美元净敞口扩大	10

近期，中美利差从前期持续走阔转向收窄，引发关注。本文对中美利差驱动逻辑、演绎趋势做了系统梳理。我们分析认为，中美利差收窄大势所趋，幅度或被低估。

1、一问：中美利差映射的宏观逻辑

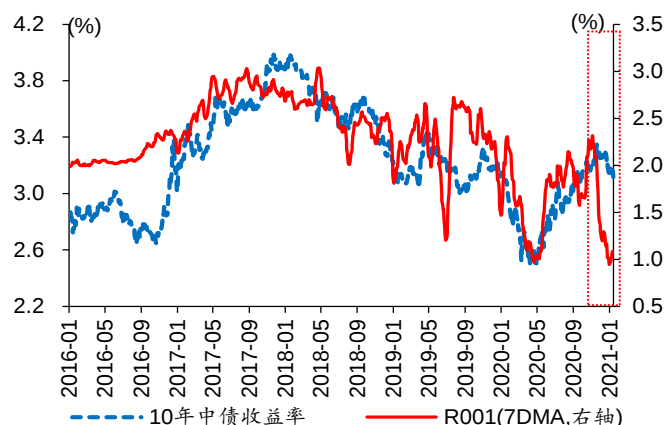
随着中债收益率下行、美债收益率上行，中美利差从前期大幅走阔转向收窄。2020年11月中旬以来，以中美10年期国债收益率之差表示的中美利差，由前期持续大幅走阔转向收窄，从11月中旬历史最高点的249BP收窄超50BP至1月14日的196BP。中美利差收窄是中债下行、美债上行的结果，10年中债收益率从高点3.35%下行至1月14日的3.11%，而10年期美债上行近30BP至1.15%。

图1：2020年底以来，中美利差高位回落

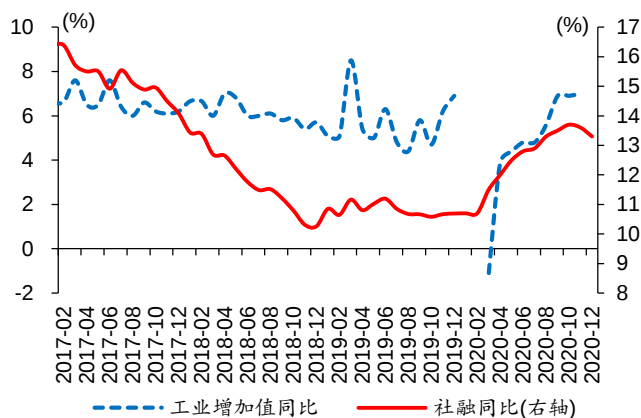


数据来源：Wind、开源证券研究所

近期中国债市震荡走强，直接得益于永煤事件后的流动性宽松，信用“收缩”强化了债市走强的基本面逻辑；反观经济本身，需求或已见顶。2020年11月中旬开始，为缓解永煤事件的冲击，央行加大公开市场和MLF操作，货币市场利率快速下行，R001由2.8%回落至1%附近，带动中债长端收益率下行。信用“收缩”的开启，强化了债市走强的基本面逻辑，社融增速在11月见顶回落、12月加速下滑；反观经济本身，经济修复最快的阶段早已过去，需求或已见顶。

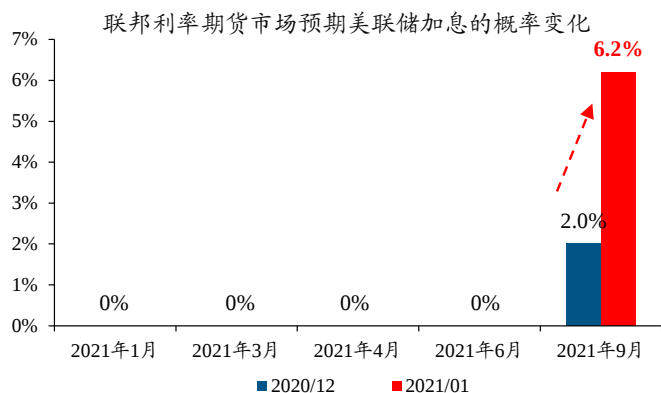
图2：2020年11月中旬开始，隔夜利率大幅回落


数据来源：Wind、开源证券研究所

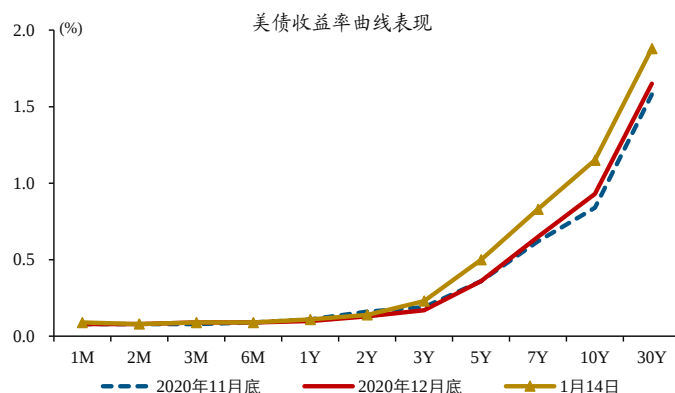
图3：经济修复最快的阶段早已过去，社融增速见顶回落


数据来源：Wind、开源证券研究所

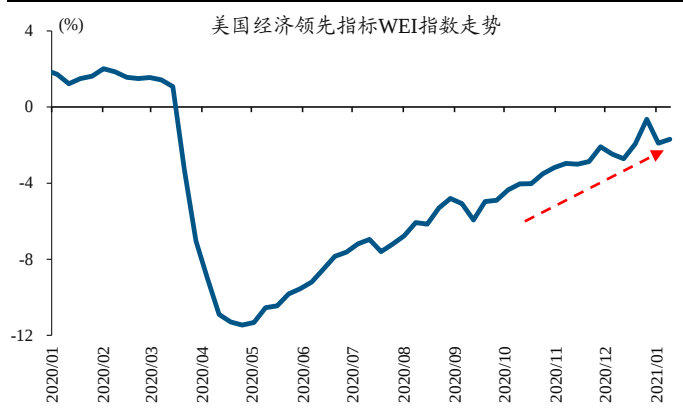
美债收益率快速上行的触发因素是美联储鹰派表态，背后本质是美国经济前景向好。1月以来，美联储公布的FOMC会议纪要及多位官员讲话，频频提及“缩减QE规模”，引发市场对美联储政策转向的担忧。美联储鹰派表态背后，是疫苗推广及民主党统一国会后、拜登有望加码财政刺激等，使美国经济前景进一步向好。近期油价大幅上涨、带动美国通胀预期持续升温，也推动了美债收益率的上行。

图4：美联储释放政策信号后，市场担忧更快加息


数据来源：CME、开源证券研究所

图5：美联储释放政策信号后，美债曲线持续陡峭化


数据来源：Wind、开源证券研究所

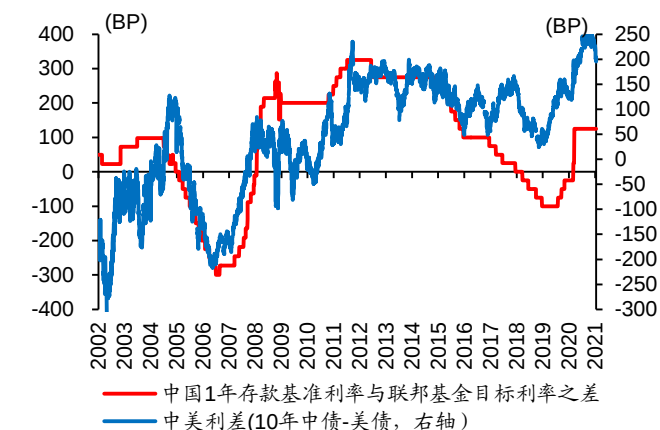
图6：美国经济领先指标WEI指数持续抬升


数据来源：St Fed、开源证券研究所

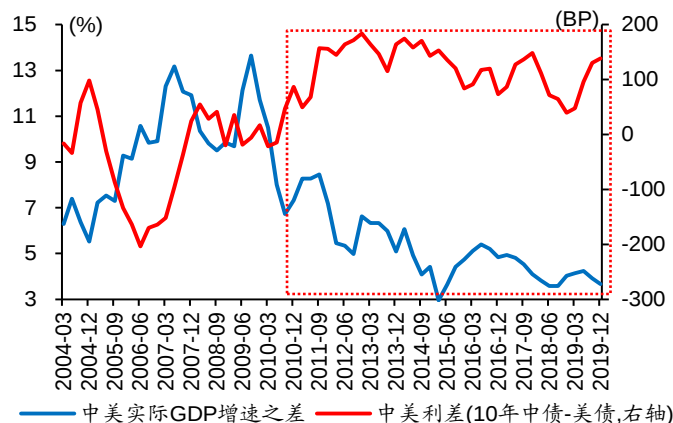
图7：油价大涨带动美国通胀预期快速抬升


数据来源：Wind、开源证券研究所

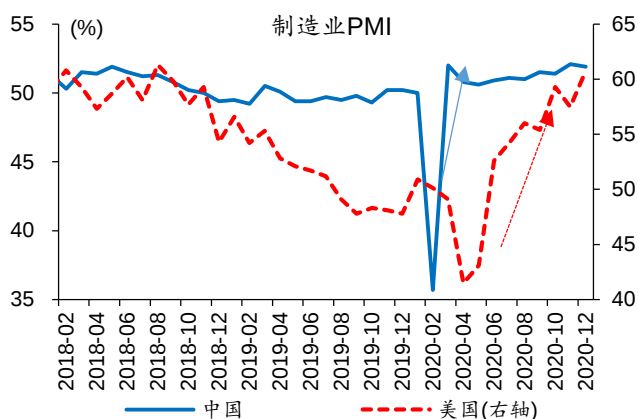
中、美债券收益率变化，带动中美利差从走阔到收窄，本质上是疫情影响下，中美经济从错位到收敛的过程。不论中债还是美债，主要受基本面和流动性影响，而中美利差取决于中美经济、货币政策差异。疫情错位下，中国经济在2020年一季度显著负增长，而美国经济小幅正增长，导致中美利差在一季度出现全年低点。为缓解疫情冲击，中美均采取货币宽松，但美国力度更大；而中国率先从疫情走出、美国疫情恶化下，二、三季度中美经济差异扩大，共同推动中美利差持续走阔。随着美国经济加速修复带动中美经济收敛，中美利差在四季度开始收窄。

图8：中美利差中枢由中美货币环境差异决定


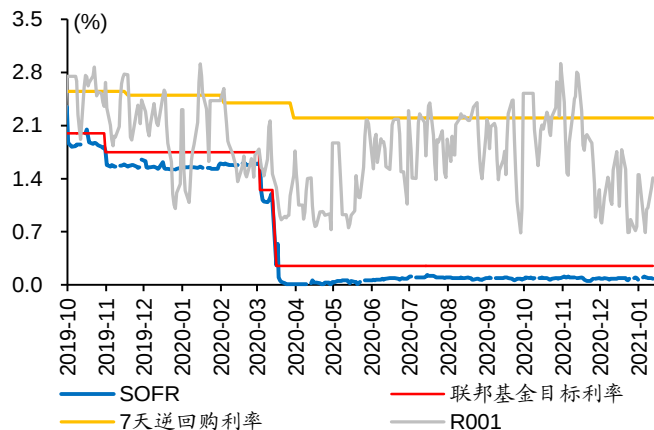
数据来源：Wind、开源证券研究所

图9：中美利差波动受中美经济形势差异影响


数据来源：Wind、开源证券研究所

图10: 疫情影响下, 中美经济从错位到收敛


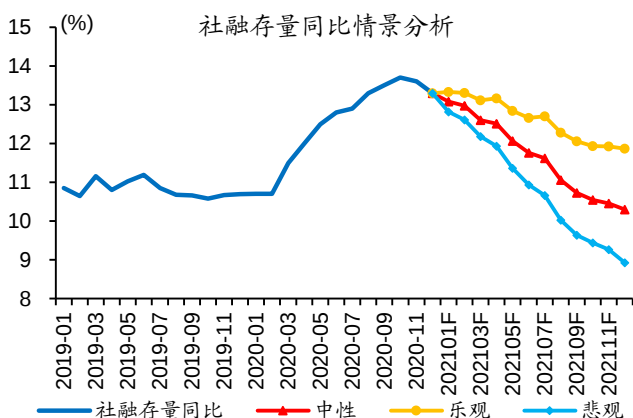
数据来源: Wind、开源证券研究所

图11: 中美货币政策节奏、力度不同


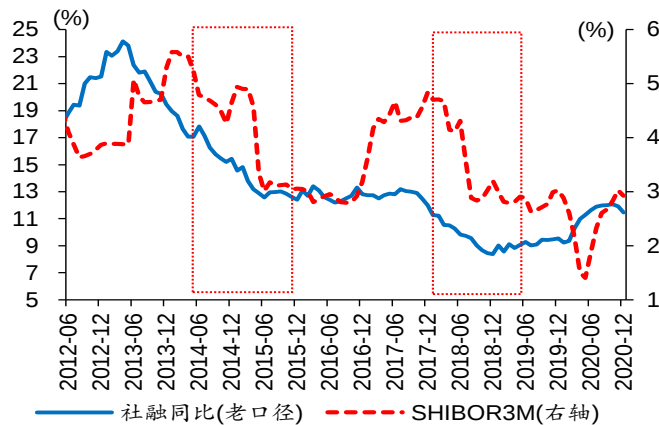
数据来源: Wind、开源证券研究所

2、二问：中美利差走势后续演绎

2021年, 中国信用“收缩”之年。财政“退潮”、货币对冲, “紧信用”与“宽货币”搭配。政策托底加码下, 实体杠杆率大幅抬升, 导致债务风险进一步累积、资金利用效率越来越低。随着疫情逐步平复, 疫情期间的非常态托底措施, 尤其是低效率“加”杠杆, “退潮”乃大势所趋, 信用“收缩”已然开始。中性情景下, 2021年社融增速或回落至10%左右。信用“收缩”背景下, 传统增长动能回落, 企业再融资压力上升、信用风险加速暴露, 货币流动性环境不宜收紧、甚至需要采取适度宽松的对冲措施 (详细分析参见《“不急转弯”的政策内涵》)。

图12: 中性情景下, 社融增速或回落至10%左右


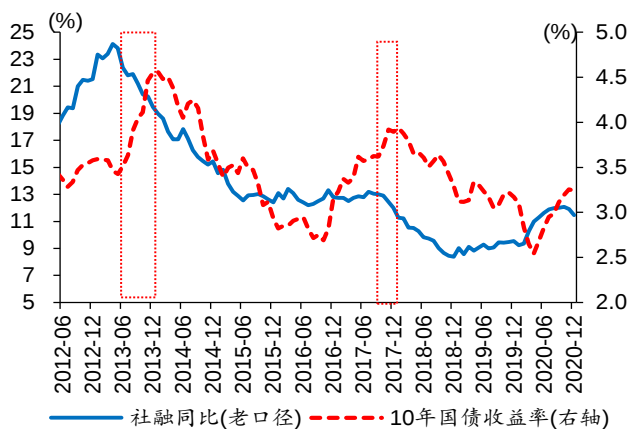
数据来源: Wind、开源证券研究所

图13: “紧信用”环境, 多对应“宽货币”


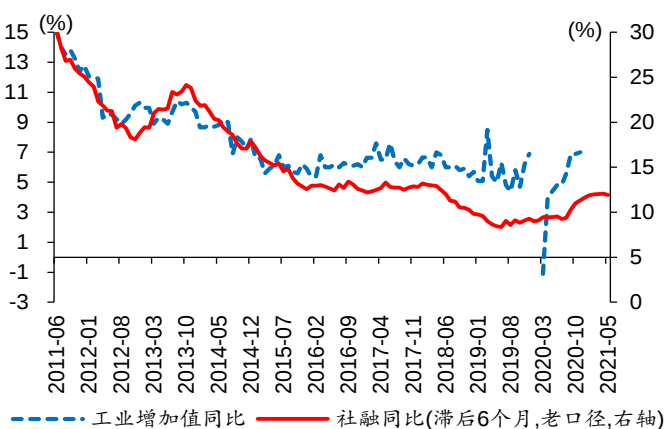
数据来源: Wind、开源证券研究所

“紧信用”与“宽货币”搭配下, 中债长端收益率下行趋势确定性较强。经验显示, 社融增速见顶领先长端收益率1-2个季度左右, 时滞与流动性变化相关; “紧信用”与“宽货币”搭配下, 长端收益率一般趋于下行, 2014年至2015年、2018年即为典型。不同以往, 永煤事件使得流动性转向宽松, 出现在信用“收缩”开始不久,

长端收益率即开启下行趋势。随着国内需求见顶回落，经济基本面对债市支持显现。我们预计，2021年10年中国国债收益率低点或回到3%以下。

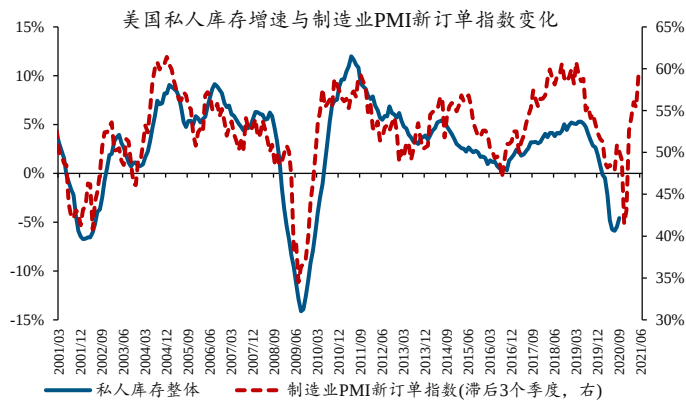
图14：社融顶部拐点领先长端收益率拐点


数据来源：Wind、开源证券研究所

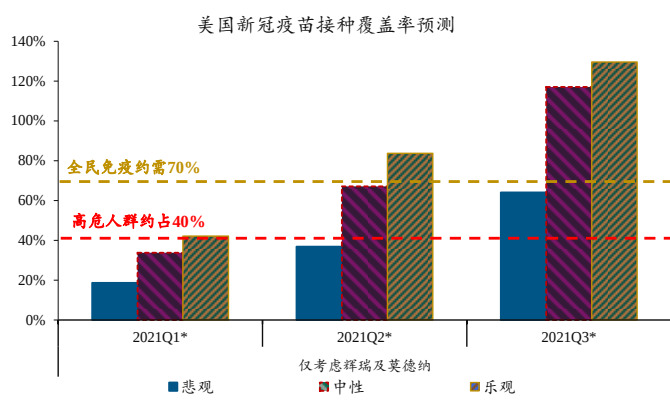
图15：社融领先经济2个季度左右


数据来源：Wind、开源证券研究所

美国库存周期已然启动，经济与通胀形势综合考量下，美债长端收益率上行空间或被低估。自2020年8月起，美国库存增速止跌反弹，私人部门开始补库。同时，新一轮财政刺激落地，及疫苗的大规模推广等，让美国经济具备了更快释放增长动能的能力。伴随美国经济复苏，油价等的上涨可能使美国CPI同比在二季度前后升至2%。回溯历史，美国经济景气改善及CPI同比高于2%阶段，10年美债均上行至2%以上；参照2013年政策退出经验，美联储转向越早，10年美债破2%速度或越快（详细分析参见《10Y美债利率走势研判》）。

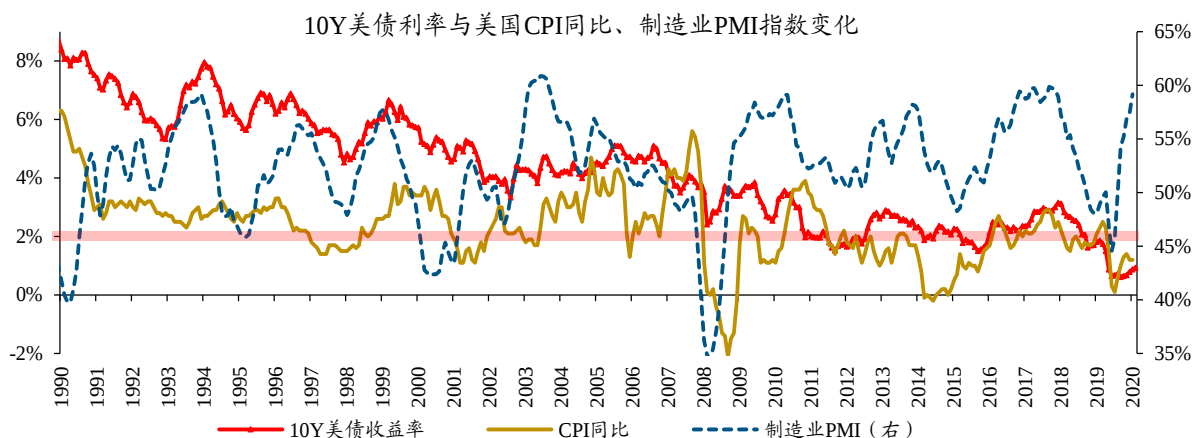
图16：美国库存增速止跌反弹，库存领先指标大幅抬升


数据来源：Wind、开源证券研究所

图17：美国有望在年中前后接近全民免疫目标


数据来源：各大疫苗生厂商、开源证券研究所

图18: 美国经济景气改善及 CPI 同比高于 2% 阶段, 10Y 美债利率均上行至 2% 以上



数据来源: Wind、开源证券研究所

伴随中美经济表现逐步收敛, 中美利差回归中枢的动能较强, 我们预计可能从目前 200BP 附近回落至 100BP 左右。2012 年以来, 中美利差中枢明显下移, 由 2012 年年均近 170BP 下降至 2018 年的约 70BP, 2019 年中枢回升至近五年均值的 100BP 左右。疫情影响下, 中美经济错位, 推动 2020 年中美利差中枢大幅抬升至 200BP 以上; 随着中美经济逐步收敛, 中美利差收窄趋势仍将延续。

图19: 2012 年以来中美利差逐步下移, 2020 年明显走阔

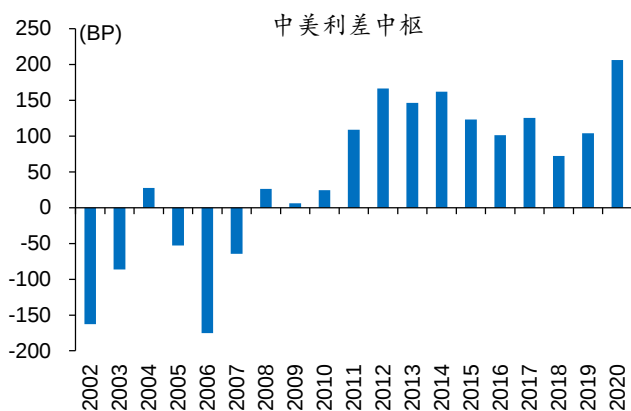
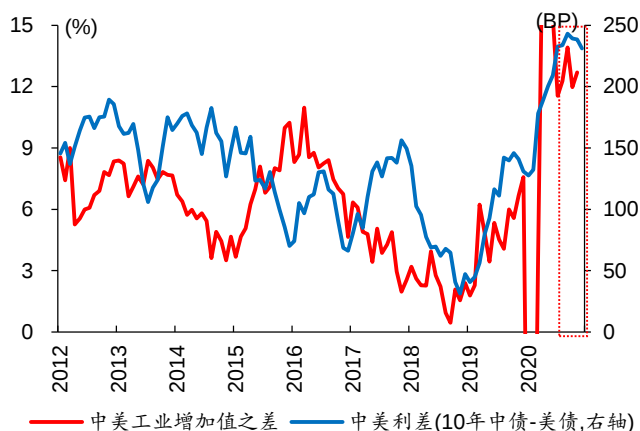


图20: 随着中美经济收敛, 中美利差开始收窄



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_159

