

美债收益率持续上行 中债跟不跟

——每周一图之经济系列


申港证券
SHENGANG SECURITIES

投资摘要：

目前中美利差处于历史底部，经验规律上，中美利差处于低位后会常有回升，市场愈发关心如果美联储继续鹰，美债收益率继续上行，那么中债收益率是否也会跟随上行，本篇报告从历史经验上给出分析与预测。

2010 年是中美利差的分水岭，2010 年以前两者相关性较弱。2010 年以前中美利差走势的相关性较差（2002 年到 2010 年 8 年内，两者相关系数为负），之后中美利率走势更为相关，同时中美利差整体震荡区域走扩（2010 年至今相关系数为 0.6），因而我们以 2010 年以来数据分析回溯。

回顾利差的五次走扩，其中有三次由于美债收益率的下行（2010 年、2016 年、2019 年），另两次（2013 年、2017 年）由于中债收益率的上行。

五次中美利差走扩的区别在于三次靠美债收益率的下行（第一次、第三次、第五次），及两次靠中债收益率的上行（第二次、第四次）。这种差异背后的主要原因是中美两国的经济基本面，只有中美经济均回升的宏观背景下，中债收益率上行才是中美利差走扩的原因，否则，美债收益率的下行才是主要原因。

由上，通过总结五次中美利差的走阔表现，在美国经济回落阶段，中债收益率受美债影响上行压力有限。随着 2022 年美联储持续收紧的货币政策与财政补贴退坡，只要美国需求回落风险较大，随经济回落，美债收益率持续陡峭上行受阻，中债收益率同步大幅上行以实现利差的修复可能性不大。

风险提示：地缘冲突升级、疫情反复及大规模复发、海外关系变动等

2022 年中国主要经济指标预测

指标 (%)	2018A	2019A	2020A	2021A	2022E
实际 GDP	6.7	6.1	1.6	8.1	5.2
名义固定资产投资	5.9	5.4	2.9	4.9	4
名义社会零售总额	8.16	8	-3.5	12.5	6
CPI	2.1	2.9	2.5	0.9	1.9
PPI	3.54	-0.32	-1.5	8.1	4
出口	7	5	4	29.9	10
利率（1 年期存款）	1.5	1.5	1.5	1.5	1.5
汇率	6.89	7.01	6.5	6.37	6.2

资料来源：WIND，申港证券研究所

2022 年 04 月 18 日

曹旭特

分析师

SAC 执业证书编号：S1660519040001

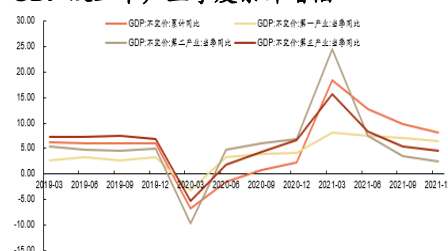
刘雅坤

研究助理

SAC 执业证书编号：S1660120080015

liuyakun@shgsec.com

GDP 及三个产业季度累计增幅



资料来源：Wind，申港证券研究所

- 1、《总量强 结构弱：3 月金融数据点评》2022-04-12
- 2、《短期要素推高通胀：3 月通胀数据点评》2022-04-11
- 3、《等到经济底出现才有市场扭头向上么：——复盘 A 股市场历次大跌系列二》2022-04-11
- 4、《经济隐患仍在：每周一图之经济系列》2022-04-06
- 5、《中美利差持续收敛：——每周一图之经济系列》2022-03-27

内容目录

1. 中美利差走扩及成因	3
--------------------	---

图表目录

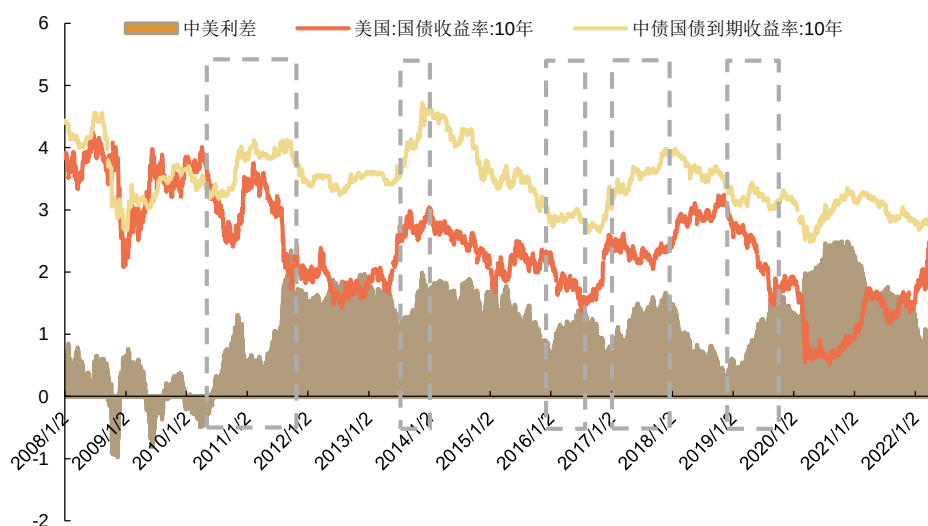
图 1：五次 10 年期中美利差走扩（单位：%）	3
图 2：中美 GDP 增速（%）	4

1. 中美利差走扩及成因

目前中美利差处于历史底部，经验规律上，中美利差处于低位后会常有回升，市场愈发关心如果美联储继续鹰，美债收益率继续上行，那么中债收益率是否也会跟随上行，本篇报告从历史经验上给出分析与预测。

2010 年是中美利差的分水岭，2010 年以前两者相关性较弱。2010 年以前中美利差走势的相关性较差（2002 年到 2010 年 8 年内，两者相关系数为负），之后中美利率走势更为相关，同时中美利差整体震荡区域走扩（2010 年至今相关系数为 0.6），因而我们以 2010 年以来数据分析回溯。

图1：五次 10 年期中中美利差走扩（单位：%）

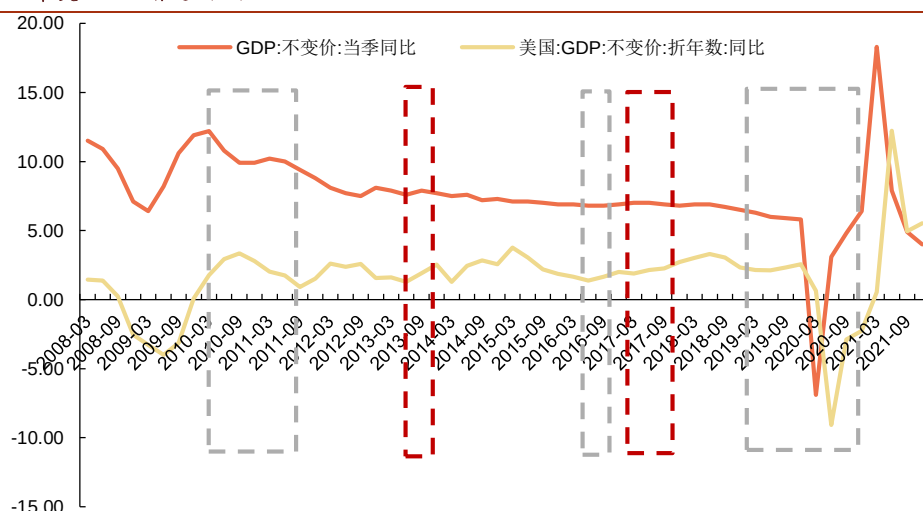


资料来源：Wind，申港证券研究所

回顾利差的五次走扩，其中有三次由于美债收益率的下行，另两次由于中债收益率的上行。

- ◆ 第一次 2010 年 6 月至 2011 年底，美债收益大幅下行、中债收益率高位震荡导致利差走扩，其后利差震荡收窄；
- ◆ 第二次 2013 年 6 月至年底，中债、美债收益大幅上行，但中债收益率上行幅度远高于美债，其后利差趋窄至 2015 年末；
- ◆ 第三次发生在 2016 年上半年，由于美债收益率下行导致利差趋扩；
- ◆ 第四次在 2017 年，中债收益率大幅上行导致了中美利差走扩；
- ◆ 第五次 2019 年初至 2020 年末，中债、美债收益率下行，但美债收益率下跌幅度更大，致使利差走扩。

图2：中美 GDP 增速 (%)



资料来源：Wind，申港证券研究所

五次中美利差走扩的区别在于三次靠美债收益率的下行（第一次、第三次、第五次，上图黑框），及两次靠中债收益率的上行（第二次、第四次，上图红框）。这种差异背后的主要原因是中美两国的经济基本面，只有中美经济均回升的宏观背景下，中债收益率上行才是中美利差走扩的原因，否则，美债收益率的下行才是主要原因。

表 1：五轮中美利差走阔原因及背景

	时间	原因	中国宏观背景	美国宏观背景
第一轮	2010.06-2011.12	美债收益率下行	中国 2010 年央行加息、经济企稳	美国 GDP 震荡回落幅度较大，PMI 一度由 2011 年初的 59 跌至年底 53.1
第二轮	2013.06-2013.12	中债收益率上行	中国经济整体稳中向好，2013 年 GDP 同比增长 7.77%，高于预期	美国经济继续温和复苏趋势，量化宽松政策（QE）迎来转折点。
第三轮	2016.01-2016.06	美债收益率下行	2016 年上半年中国经济保持平稳发展，GDP 同比增长 6.7%	美国 PMI 指数持续位于荣枯线下，经济增速下滑，市场对美国经济衰退预期加强，美债收益率快速下行
第四轮	2017.1-2017.12	中债收益率上行	中国经济增长显著，GDP 同比增长 6.9%，实现七年来首次提速	2017 年，特朗普推行扩张财政政策，包括万亿基建及税改政策，持续刺激经济复苏，美国连续 4 季度增长，全年 GDP 同比增速为 2.3%
第五轮	2019.01-2020.12	美债收益率下行	全球经济受疫情冲击，中国得益于有效的疫情防控，GDP 同比增长 2.34%	美国受疫情冲击较大，2020 年 GDP 同比下降 3.5%。中美两国国债收益率均大幅回落，美国降幅较大

资料来源：Wind，申港证券研究所

由上，通过总结五次中美利差的走阔表现，在美国经济回落阶段，中债收益率受美债影响上行压力有限。随着 2022 年美联储持续收紧的货币政策与财政补贴退坡，

只要美国需求回落风险较大，随经济回落，美债收益率持续陡峭上行受阻，中债收益率同步大幅上行以实现利差的修复可能性不大。

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_40457

