

## 中美利差是否延续收窄？对期债影响几何？

中期研究院

[www.cifco.net](http://www.cifco.net)

宏观金融研究团队

### 要点提示：

近期美国 10Y 国债收益率有所回落，中国 10Y 国债收益率也因 3-4 月较为宽松的资金下行约 10bp。在年初极速收敛的中美利差因近期两国利率下行幅度差距，有小幅回弹之势。后续中美基差是否延续收窄？对期债又有什么影响？

我们通过历史数据探究美债与中债收益率的形态与规律，剖析中美利差的影响因素，通过定性发现中美利差的走势与两国经济基本面，如当时的货币政策、通胀预期，与进出口贸易、汇率，和国债供应量相关。除了定性分析外，我们也从定量的角度发现中美利差的变化更多由两国的经济基本面、货币政策、汇率共同影响，而美国国债的发行量与贸易差额在统计学上对利差没有显著性影响。

基于以上结论，从经济基本面与货币政策来看，中国债券收益率后续或继续震荡下行，下行过程中或受扰动，美国收益率大概率易涨难跌。从供给面看，中美国债发行预期都有增量，而中国国债超预期放量可能性较小。当前中美利差已缩小至 150bp，若以市场多数认为的美债利率能上行至 2%~2.3%，中债收益率能回落至 3%，利差虽仍继续走弱，但可收缩范围或也不大。

若以中美利差缩至 100bp 为条件，此程度不足以让宏观政策调节提升中债收益率，100bp 的利差对期债价格影响有限，期债上方仍有空间。在中美利差缩窄的预期下，做空美国国债而做多中国国债具有套利空间。

近期美债10Y收益率有所回落，从高点1.7%下行至1.5%左右，中国10Y国债收益率也因3-4月较为宽松的资金下行约10bp。在年初极速收敛的中美利差因近期两国利率下行幅度差距，有小幅回弹之势。后续中美利差是否继续收敛？收窄的安全边际是多少？美债收益率若持续上行是否会影响政府出手引导国内利率，从而传导至国债与期债价格变动？

## 一、中美利差历史走势

我们选取2009年1月5日至2021年3月29日为研究区间。从统计区间内整体来看，美债收益率波动较大，样本方差为0.54，平均收益率中枢偏低，均值约2.33%；而中债收益率波动较为稳定，样本方差为0.18，中枢偏高，均值达到3.47%左右。特别是在2011年之后，由于美债收益率维持低位而中债收益率中枢较高，中美利差全位于0轴上方，整体区间内中美利差平均差值为1.14%。

由于当前wind数据库中国国债收益率最早数据只到2008年7月1日，所以这之前的数据我们引用了海通证券2017年《中美利差走向何方？》报告里的数据。2002年-2008年期间利差较大，两条利率曲线走势似乎也没有什么规律，在2008-2011年期间，两条利率曲线较为粘合，利差较小，2010年后，中美利差明显走阔，并且在11年之后两条曲线可以明显的观察到有同增同减的情况。后面我们再详细剖析中美利差时，会发现2010年前后中美债收益率曲线相关性是一个增长的过程。

2020年5月开始，中美利差在中债YTM上行，美债YTM维持低位的情况下持续走高至历史高位，直至2021年开年美债收益率快速攀升，利差开始明显回落。那么美债与中债在2020年全年至今都是如何运行的，其背后驱动力又是什么呢？让我们以10Y国债为例，来回顾一下美债与中债收益率的大体走势。

图1：中美利差历史走势

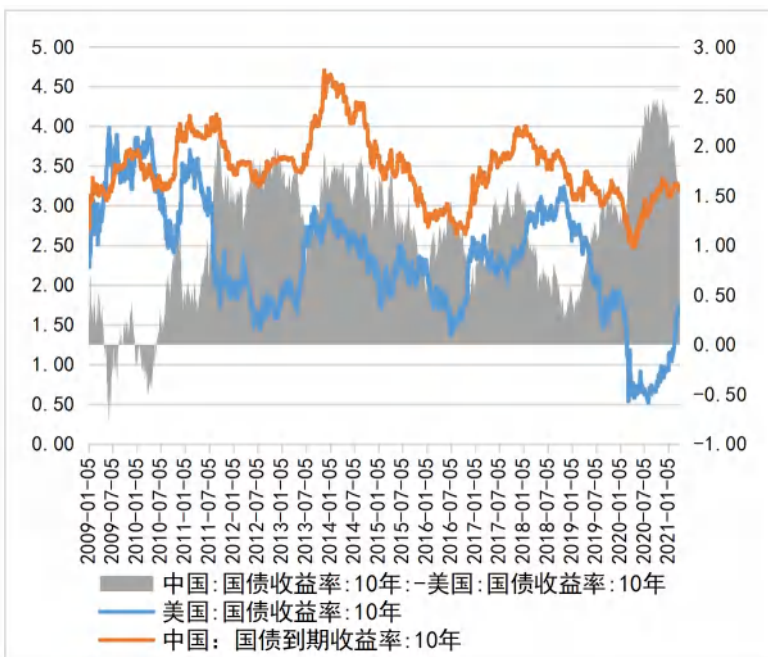
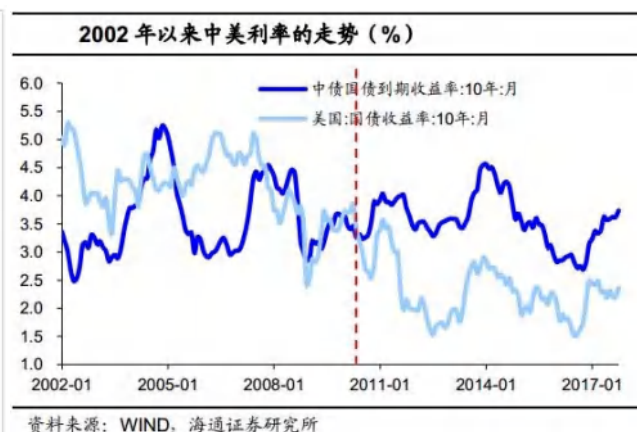


图2：2017年前中美利率走势



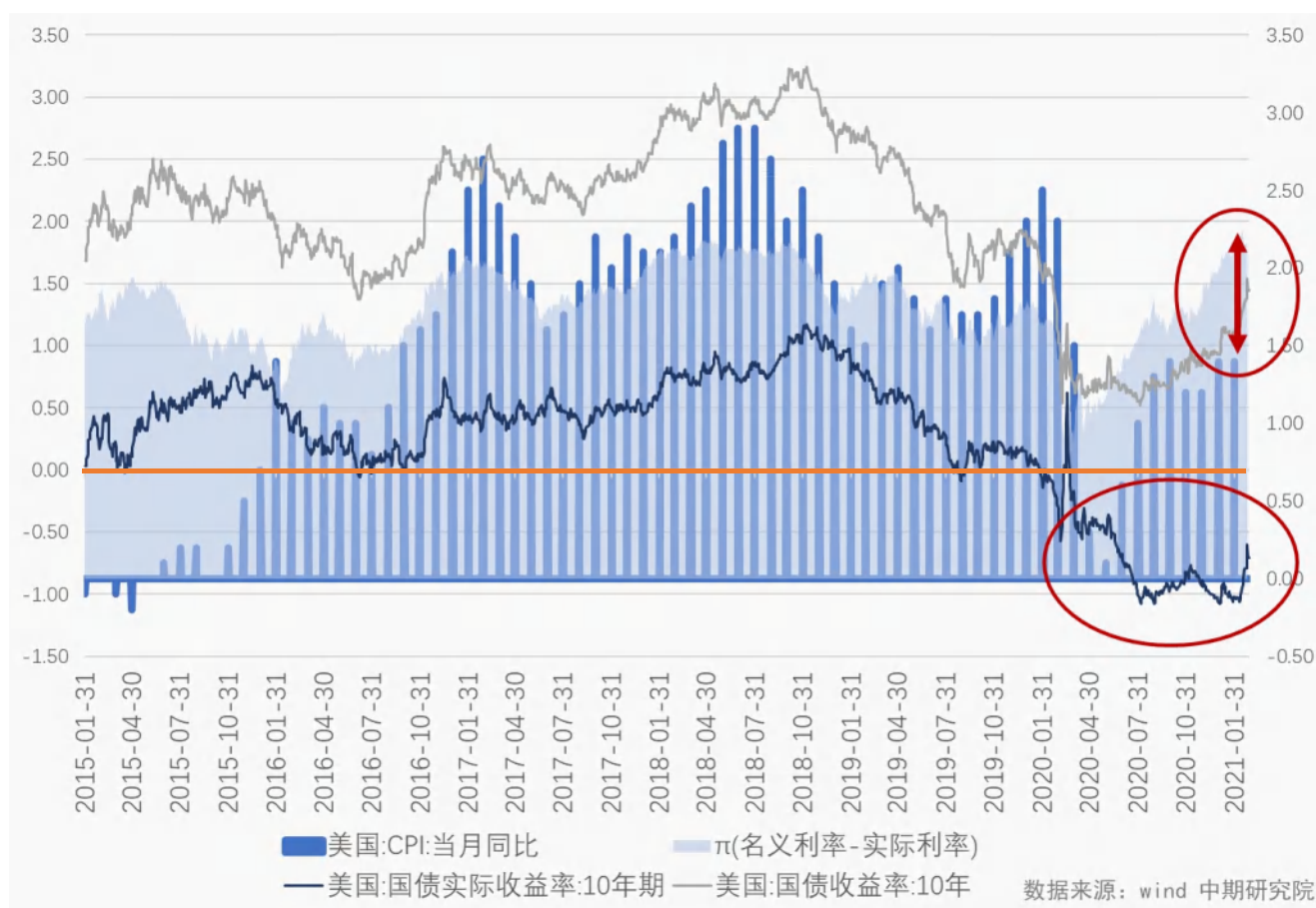
资料来源：WIND，海通证券研究所

数据来源：Wind，中期研究院

## 1.1 美债 YTM 走势回顾

2020年美国为对冲疫情带来的经济危机，连续2次下调其基准利率至0.25%并随之开启无限量QE政策。超宽松货币政策下十年期美债收益率随之直线下滑并近十个月处于1%以下。由于去年全年美国疫情并未得到有效控制，经济复苏较中国也明显落后，2021年2月会议纪要上重申保持货币宽松政策，预计基准利率依然保持低位。2020年6月11日美联储发布会上鲍威尔发言“预计经济在今年下半年复苏”，而在11月6日时会上表明“经济复苏已超基线预期，但离目标还很远”，经济复苏的疲软使得基准利率缺乏上行动力。那么今年开始的美债收益率爬升的驱动力是什么呢？10Y美债收益率等于预期实际利率加上预期通胀率，我们分析此次上行来自通胀预期与实际利率的共振上涨。拆开来看，10Y美债实际收益率从2020年至今均为负，但从2021年1月4日至3月1日上行了37bp，通胀预期在2021年开始逐步走高，同时间段上行0.15%，占比来看实际利率的上行是主要驱动力。值得注意的是，通胀预期并非实际通胀。两个收益率相减后的通胀预期 $\pi$ 在1月已突破2%，而1月实际通胀即美国CPI仅为1.4%。美国CPI虽在各项宽松政策的刺激下重启回暖，但美联储本来预计在2020年上半年要达到的通胀接近2%的目标，直至2021年3月才达到，现报2.6%。美国CPI从去年12月到今年1月持平，核心CPI在今年连降两月后在3月终于迎来反弹，上涨至1.6%。

图3：10Y美债YTM走势回顾



数据来源：Wind，中期研究院



## 1.2 中债 YTM 走势回顾

同时期中国为应对疫情冲击，也在2020年连续2次下调基准利率，但随着中国经济强劲复苏，货币政策在5月转向收敛，致使十年期国债收益率在10月末上行至3.2%左右。11月“永煤事件”引发信用债违约风险升级，收利率突破3.33%，随后为稳定市场恐慌情绪叠加维护年末资金，货币政策略放宽松，收益率回落，至今央行整体态度维稳为主，十年期国债收益率回落并维持在3%-3.3%区间震荡，年初受通胀预期影响，收益率再次上行走高至3.29%，但并未突破3.3%阻力位，然后随着市场消化回落约3bp。虽然央行在公开市场上一直保持零净投放零净回笼，但3月资金面整体较为宽松，收益率回落至3.2%左右。4月虽有缴税扰动，但因有财政资金支持，且地方债发行滞后，整体流动性依然维持稳定，债市做多情绪较暖，10Y国债收益率继续下行，在3.15%~3.2%区间波动。

图4：10Y美债YTM走势回顾



数据来源：Wind，中期研究院

## 二、中美利差剖析及未来走势

### 2.1 中美利差近年来大幅波动背后的运行逻辑

聚焦2020年可以看出中美利差的快速走阔与两国的经济形势分不开。由于疫情爆发时点不同，一季度，中美两国经济出现分化，我国经济受疫情冲击CPI与GDP极速下滑，经济呈现负增长，而美国经

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、美国疫情急转直下，经济差异导致中美利差走阔；四季度至今年年初，随着疫苗面世、政治稳定后，美国经济加速修复，中国经济稳步复苏，中美利差转向收窄。

退至2019年，此时中美利差主逻辑为逐步升级的中美贸易摩擦。2019年5月6日，美国时任总统特朗普宣布上调中国商品关税，将从5月10日起对中国原征收10%关税的2000亿美元的进口商品加征关税至25%，且短期内将对另外3250亿美元商品征收25%的关税。中国对美贸易额同比、环比增速双双走低。出口承压，人民币贬值，利差走阔。

2017年至2018年，中美利差走出了前高后低的运行形态，该阶段主受两国货币政策节奏差异引起的利差波动。2017年间中国在宏观去杠杆的大背景下货币环境较为收敛、监管趋严，10Y中债收益率飙升，而此时美国经济相对预期边际走弱，叠加7-8月加息预期降低，美债收益率下行。2018年中国3次降准，10Y中债收益率随之下行，而同年美联储4次加息，美国联邦基金利率从1.42%上调至2.4%，增加了198bp，美债收益率突破3%。中美收益率一跌一涨，利差快速缩窄。

图5：中美利差近年来大幅波动背后的运行逻辑



数据来源：Wind，中期研究院

## 2.2 中美利率相关性分析

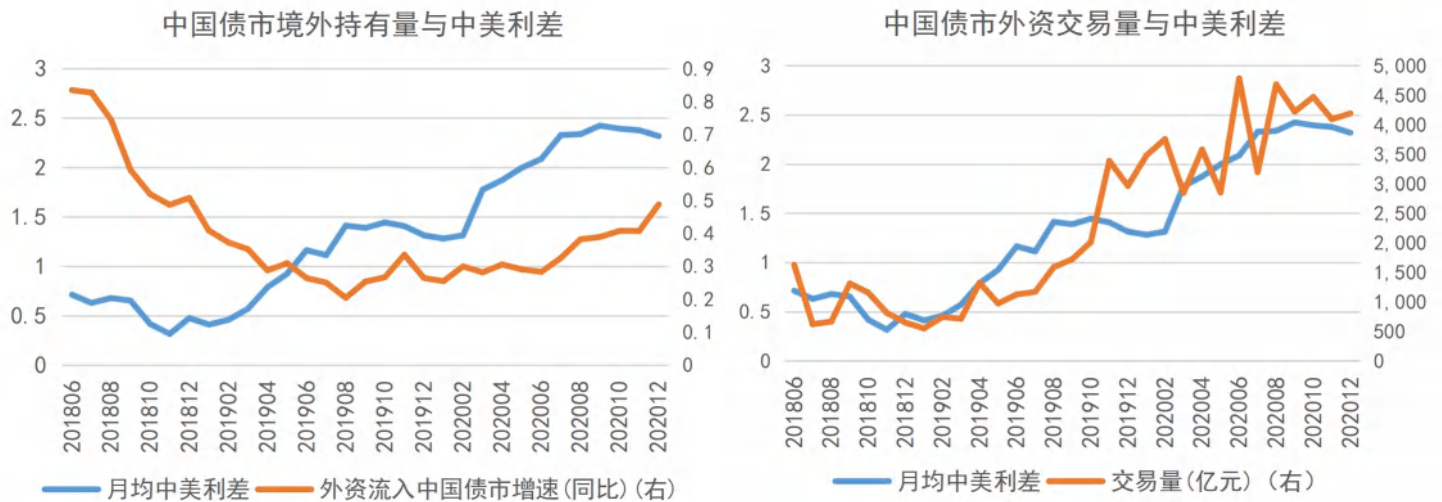
前面我们有提到2010年前后中美债收益率曲线相关性是一个增长的过程，海通证券报告中表明2010年前相关性仅为0.02，我们更新至2021年数据后，发现2010年后至今相关性为0.56，中美国债收益率相关性明显提高，与报告的结论一致。在分析其原因中，海通证券的报告里认为“2010年前中美国债利差与CPI同比增速差之间的走势十分相近，相关性非常明显”“2010年后中美利率的相关性上升，与中美货币政策目标的转变和我国银行间债券市场的对外开放有关”。中国债市的对外开放，使外资可以进场交易，其配置力量对中国债券价格产生一定影响。我们通过数据发现，在2019年、2020

## 专题报告

年中中美利差持续抬升下，外资持续流入中国债市，持有量与交易量显著上行，从而支撑中美利差进一步上行。2018年美联储加息使得美债配置价值体现，中国债市境外持有量明显下滑，但19年下半年随着利差上行，外资对中国债市的投资兴趣回暖，持有量稳步回升。下右图外资的交易活性也随着中美利差的上行波动上行。

图6：中国债市境外持有量与中美利差

图7：中国债市外资交易量与中美利差



数据来源：Wind，中期研究院

基于上述的分析，我们进一步猜想，中美收益率相关性的显著提升是否与日益频繁的中美贸易相关？中美利差是否受中美贸易影响？

## 2.3 贸易差额与中美利差

通过下图可以看出，统计区间内，同中美利差相关性趋势一致，贸易量整体呈上升趋势。特别是在2020年下半年，由于中国经济先于美国得到修复，贸易差额升至高位，而此时中美利差也达到历史高位。2018-2019年中美贸易摩擦升级，但中国对美国出口仍保持高位，18年更是同比增长至2006年以来最高点。其原因一是政策延迟性，二是中国出口商抢先在政策生效前先出口，三是中国对美国出口的部分商品也确实存在不可替代性。贸易战产生的效果通过2019年贸易差额同比回落显现。进出口商需要时间来反应和调整订单，而中美利差反应则相对迅速，人民币在18至19年贬值明显，中美利差走出“V”型，在18年11月达到7年以来低点。

我们对中美利差与贸易差额进行相关性分析发现，二者的皮尔森相关性系数约0.4。中美利差与贸易差额也有比较明显的季节性波动，特别是受国内春节假期影响，出口减少，贸易差额一般在2月降至低位，但中美利率低点似乎没有这样的规律。贸易差额多在下半年达到高位，中美利差一年中的高点在年中与下半年出现的概率更大。当我们把曲线平滑至年均，贸易差额在上行时，中美利差也多上行，但在在14年-18年期间出现背离。那么去除时间影响下的两组数据是否有关系呢？我们对二者进行时间序列分析时发现，贸易差额为零阶单整序列，中美利差经过一次差分后变成平稳序列，两组时间序列并未存在协整关系，从而也不存在格兰杰因果关系，即贸易差额的变化无法决定中美利差的走势，反向亦然。定量上并未发现中美利差与贸易差额有统计学上显著的线性关系。定性来看，纵观历史，中美利差受多方因素影响，在18-19年间表现出受贸易战影响较大，中美利率的相关性明显因

两国的外交提升。由此我们可以认为，贸易差额对中美利差影响有限，可以看做一个驱动因子，但利差反应时间不同步，且受其影响的程度需根据实时情况而定。

图8：贸易差额与中美利差（月化）

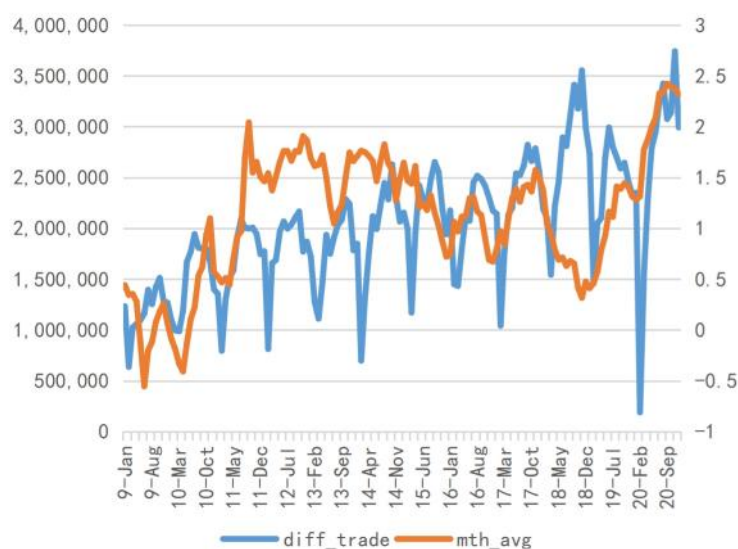


图9：贸易差额与中美利差（年化）



数据来源：Wind，中期研究院



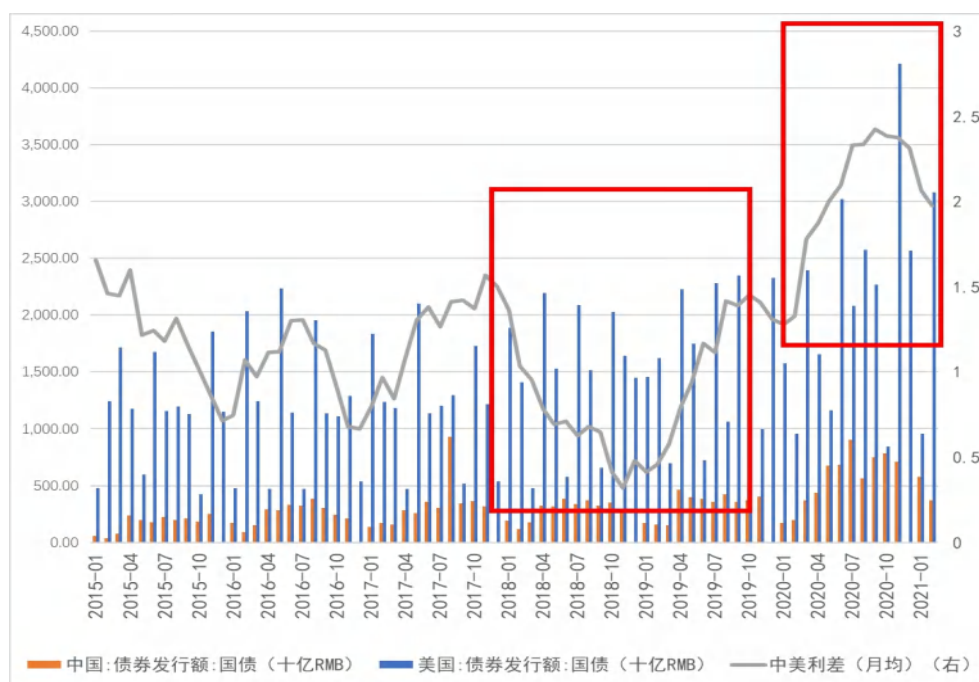
## 2.4 国债发行量与中美利差

综上所述我们可以看出，中美利差的走势与两国经济基本面，如当时的货币政策、通胀预期，与进出口贸易、汇率相关。此外，我们可以考虑到的其它因素还有供给，即两国国债的发行规模。

2018年-2019年美国国债发行量大幅提升，2018年发行额较上一年同比增长20.7%，10Y美债收益率一路上扬，在下半年突破3%，上一次达到3%则在2013年。2019年发行额同比增长9.34%，增速回落，美债收益率快速下行。同期，2018年中国国债发行量较上一年减少13%，全年收益率震荡下行，一减一增使中美利差在2018年快速收敛，并在11月左右达到低点。2019年中国国债发行量转降为增，同比增长约15%，中债利率企稳止跌。中债收益率箱体运行，美债收益率开始下行，中美利差在2019年转向走阔。

2020年受疫情影响，中美两国均大幅发行国债支持经济恢复。美债在2020年的发行规模较上一年大增32.71%，增长幅度大于2018年同比，仅8月15日当周，美国财政部就会发行规模高达1120亿美元的中长期国债。后续发债计划中，短中长期国债规模也在增加。但2020全年美债收益率整体变动未超50bp，而在2018年其上行幅度大于50bp。中金固收分析认为，“虽然供给增加，但美国国债的需求也不弱，至今为止，美国国债供给量的上升，都被货币市场基金、美联储和金融机构所消化”。由于有市场吸收供给，因此美债收益率并未出现大幅上行。相比于美债供求两旺，2020年中国国债收益率受国债发行规模增长较大（同比扩大71%），且于5月开始货币政策转向收敛，收益率增速上行。特别是在2020年6-7月间，中国发行抗疫特别国债，实现发行总额1万亿元，期间10Y国债收益率继货币政策收敛转向后进一步爬升。在美债利率长期处于低位，中债利率逐步攀升至高位的进程中，中美利差走阔，突破新高。

图10：国债发行规模与中美利差



数据来源：Wind，中期研究院



总体来看，中美利差的影响因素较多，相互交叉协同，两国经济基本面决定两国当期的货币政策，货币政策决定当期的财政、货币供给与国债收益率。而货币政策的制定又要参考通胀、国际收支平衡表、汇率等因素。除了定性分析外，接下来我们将从定量的角度来看一下各影响因子对中美利差在数量上是否有显著性影响，影响程度有多大。

## 2.5 中美利差的影响因素——定量

我们通过定性可以看出解释变量间存在普遍的相关关系，也就是说我们的自变量因子之间不是线性无关的关系，为了解决多变量共线性问题，我们通过逐步回归法中的反向法（Stepwise Backward）来决定采用哪些自变量。这个方法的核心是先将所有变量都放入模型（full model），然后尝试将某一变量进行剔除，比较剔除后的模型与原模型的优良性决定是否保留该变量。优良性的评判标准在这里选用的AIC（Akaike information criterion），即赤池信息准则，它权衡所估计模型的过度拟合程度和准确度，越小AIC的模型表现更优。

图11: Stepwise Backward 筛选结果

```
> step.model$anova
Stepwise Model Path
Analysis of Deviance Table

Initial Model:
int_diff_mth ~ US_GDP + CN_GDP + US_PMI + CN_PMI + US_CPI + CN_CPI +
US_M2 + CN_M2 + diff_trade + RMB.USD + US_vol + CN_vol

Final Model:
int_diff_mth ~ US_GDP + CN_GDP + US_PMI + US_CPI + US_M2 + CN_M2 +
RMB.USD + CN_vol
```

|   | Step         | Df | Deviance   | Resid. Df | Resid. Dev | AIC       |
|---|--------------|----|------------|-----------|------------|-----------|
| 1 |              |    |            | 55        | 3.168857   | -182.4973 |
| 2 | - US_vol     | 1  | 0.00153656 | 56        | 3.170393   | -184.4643 |
| 3 | - CN_CPI     | 1  | 0.01985109 | 57        | 3.190245   | -186.0399 |
| 4 | - diff_trade | 1  | 0.07834288 | 58        | 3.268587   | -186.3902 |
| 5 | - CN_PMI     | 1  | 0.07587919 | 59        | 3.344467   | -186.8296 |

图12: 多元线性回归模型

```
> summary(lm1)

Call:
lm(formula = f1, data = df2)

Residuals:
    Min       1Q   Median       3Q      Max
-0.56334 -0.14180 -0.01513  0.15195  0.60005

Coefficients:
            Estimate Std. Error t value Pr(>|t|)
(Intercept)  6.1537784   1.8523137   3.322  0.00154 **
US_GDP        0.0060842   0.0038264   1.590  0.11717
CN_GDP       -0.0328919   0.0108770  -3.024  0.00369 **
US_PMI       -0.0401126   0.0153904  -2.606  0.01157 *
US_CPI       -0.1739978   0.0615935  -2.825  0.00644 **
US_M2        0.0586374   0.0071010   8.258 2.01e-11 ***
CN_M2       -0.0626973   0.0249834  -2.510  0.01485 *
RMB.USD     -0.3718102   0.1809704  -2.055  0.04436 *
CN_vol       0.0004453   0.0002464   1.807  0.07579 .
---
Signif. codes:  0 '***' 0.001 '**' 0.01 '*' 0.05 '.' 0.1 ' ' 1

Residual standard error: 0.2381 on 59 degrees of freedom
Multiple R-squared:  0.8078,    Adjusted R-squared:  0.7817
F-statistic: 30.99 on 8 and 59 DF, p-value: < 2.2e-16
```

数据来源: Wind, 中期研究院

通过程序结果我们可以看出，经过Stepwise Backward筛选，美债发行量、中国CPI与PMI数据和贸易差额这些变量被剔除。中美GDP、美国PMI与CPI，中美货币供应量指标M2，美元兑人民币汇率与中债发行量被保留了下来。

接下来我们对中美利差与保留下的变量做个简明的多元线性回归，通过程序输出结果我们可以看到，中国GDP、美国PMI和CPI、中美M2与汇率的系数具有统计学显著性。调整了和其他预测因子对中美利差的共同线性影响后，中国GDP、美国PMI和CPI、中国M2与美元兑人民币每变化一单位，中美利差反向变化对应的系数单位。而经调整后，美国M2每变化一单位，中美利差平均正增长约0.06%。与利差系数呈正。模型的 $R^2$ 为80.78%，调整后 $R^2$ 为78.17%，表示78%的因变量（中美利差）变动能被该模型解释。由此可以得出结论，中美利差的变化更多由两国的经济基本面、货币政策、汇率共同影响，美国国债的发行量与贸易差额在统计学上对利差没有显著性影响。

## 2.6 中美利差未来走势

近期10年期美债与10年期中债收益率均处于震荡区间，特别是美债一路上行突破1.7%后失去了上行惯性，转而回落至1.6%附近震荡。而长期处于3.1%-3.3%的10Y中债收益率是否如预期般，在广义流动性拐点确认后继续下行？

**从经济基本面与货币政策来看：**中国与美国的经济、货币政策呈现两种进度。得益于中国疫情管控得当，中国经济已于去年提前美国进入复苏期，当前虽仍处恢复期且保持较高景气，但宏观经济动能已经在衰减，伴随着结构性复苏，中国的货币政策在支持经济稳固恢复与防控风险之间找寻平衡。随着广义流动性拐点的再次确认，市场达成统一预期利率后期也将进入下行通道，只是磨顶阶段长短难以确定，下行过程或也曲折。美国当前正处复苏上升期，前段时间又新增新的基建计划，美联储在华盛顿经济俱乐部的线上访谈中直接表示在2022年底之前加息的可能性非常小。并且根据美联储近期表态，当前通胀率符合其预期，目前并没有过多担心，货币宽松政策或将继续持续。对于市场对海外输入型通胀压力的担忧，一季度国内CPI证明当前输入通胀仍然可控，在春节收假一周内盘面价格对此预期已体现。市场分析大多认为输入性通胀更多是脉冲的、非持续的、结构性的，在结构性通胀转为全局性之前，货币政策或不会因此有太大动作。其次，央行未雨绸缪早在去年二季度便开始控制与调节，我们对后期宏观调节仍有信心，国内的通胀或为健康温和上涨。在此基础上，中国债券收益率后续或继续震荡下行，下行过程中或有国债及地方债发行、短期资金缺口等产生的扰动。美国方面对于货币宽松或更在意什么时候收紧，收益率大概率易涨难跌，中美利差或有继续压缩空间。

表1：中美经济基本面数据

| 经济基本面             |        |     | GDP (季) |       | 制造业     | CPI (月) | 固定资产投资<br>累计同比(月) | 工业增加值<br>同比(月) | 社消<br>同比(月) | 外贸(出口)<br>同比(月) | 外贸(进口)<br>同比(月) | 失业率<br>(月) |
|-------------------|--------|-----|---------|-------|---------|---------|-------------------|----------------|-------------|-----------------|-----------------|------------|
|                   |        |     | 环比      | 同比    | PMI (月) |         |                   |                |             |                 |                 |            |
| 经济<br>基<br>本<br>面 | 中<br>国 | 本期  | 2.6     | 6.51  | 51.9    | 0.4     | 35                | 52.34          | 33.8        | 154.9           | 17.3            | 5.5        |
|                   |        | 上一期 | 3       | 4.95  | 50.6    | -0.2    | 2.9               | 25.4           | 4.6         | 24.8            | 26.6            | 5.4        |
|                   | 美<br>国 | 本期  | 4.3     | -2.39 | 59.1    | 2.6     |                   |                |             | (货物)-6.24       | (货物)8.71        | 6.2        |
|                   |        | 上一期 | 33.4    | -2.85 | 58.6    | 1.7     |                   |                |             | (货物)-0.88       | (货物)4.29        | 6.3        |

数据来源：Wind，中期研究院

**从中美债券供需来看：**美债方面，从供给来看，二季度中长期国债的净增规模环比提升，约148亿美元，短+长国债净融资预期增量为950亿美元，与潜在的财政支出正好相抵。但根据美国第二轮财政刺激的资金需求（共1.9万亿），后续仍有缺口，国债发行规模或继续增量。预期第三季度乃至全年美国国债供给压力都不低。需求方面，根据近期招标倍数观察，随着美债利率一路上行并接连突破1.6%、1.7%，对配置力量的吸引力也逐步显现。招标倍数虽仍处同期低点，但环比已有所上升。中金固收研究发现7Y美债竞拍倍数在熊市环境中与10Y美债利率变动往往是同向的，7Y美债招标情绪可作为美债配置需求的晴雨表，根据目前7Y美债的竞拍倍数情况，目前美债市场需求有边际向好的迹象。但需求是以利率高低作为先决条件，需求若持续高昂则将带动利率回落，配置力量从而减弱。

中国方面，我们仍主要从国债供需来分析，地方债发行也会影响资金面的波动，但在这里不做主要分析。根据2021年3月6日财政部发布的2021年中央预算草案，2021年中央财政赤字27500亿元，比2020年减少300亿元。据测算，国债净发行（剔除特别国债）从2009年至2020年，平均覆盖中央财政赤字约95%，根据今年财政赤字反推，国债净发行或达到有26260亿元。华创固收报告《国债净融资可以超过赤字规模吗？》表明：1. 通常情况下国债净发行规模不超过中央财政赤字规模，但也有超过的例子；2. 我国采取余额管理方式管理国债发行，而非发行额度管理，即人民代表大会不具体限定中央政府当年国债发行额度，而是通过限定一个年末不得突破的国债余额上限以达到科学地管理国债规模。根据此结论，我们了解到2021年中央财政债务余额年末余额限额预算数为240508亿元，《2020年和2021年中央财政国债余额情况表》中2020年末国债余额实际数约20.9万亿元，那么可以测算出2021年国债净融资规模应不超3.1万亿元。此前我们按95%财政赤字测算出的2.6万亿元净发行，不超此规模。一季度结束国债净融资额1052.3亿元，环比上一季度减少约14573亿元，与测算出的净融资额相比仍有较大的资金缺口，后续中国国债发行规模我们预计也有增量。需求方面，同样按中金以7Y国债竞拍倍数为参考，当前国债需求维持强劲，市场情绪较暖。市场认为3.2%-3.3%的10Y国债收益率为优质的配置区间，后续若收益率进入下行，配置力量或也随之减弱。

图13：中国国债发行与到期

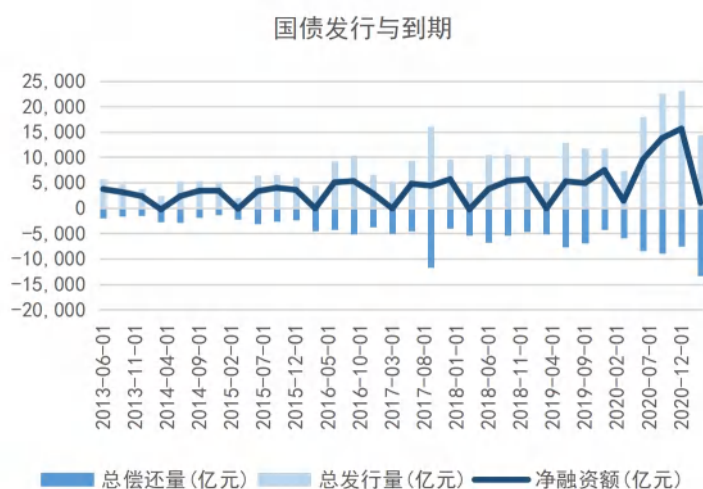
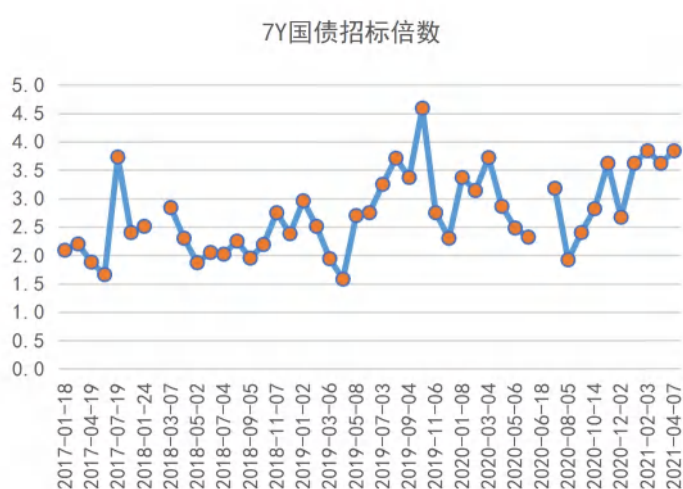


图14：7Y国债招标倍数



数据来源：Wind，中期研究院



综上，中美国债发行预期都有增量，两国债市一方随着美债收益率上行需求边际回暖，一方因当前利率仍有配置价值需求保持强劲。但是中国整体货币政策方针主要围绕经济增速，早于去年就逐步退出宽松的货币政策，因此我们认为中国国债超预期放量可能性较小。相反美国正值经济复苏期，是否能如预期修复等待现实验证，当前多为偏“鸽”发言，是否有第三轮、第四轮财政刺激也无法确认，美债发行规模更难以估计，但就根据当前的资金缺口情况，全年美国国债供给压力都不小。

总体而言，中国国债收益率下行空间已经打开，3月整体资金面宽松，4月维持中性偏松，后续若无太多利空扰动，中债收益率或延续回落。美债利率易涨难跌，较大概率维持上行趋势，中美利差或将继续收窄。但基于当前中美利差已缩小至150bp，若以市场多数认为的美债利率能上行至2%~2.3%，中债收益率回落至3%，利差虽仍继续走弱，但可收缩范围或也不大。

### 三、中美利差对国债期货的影响

我们对统计区间内的10Y中美利差与10Y期债收盘价进行相关性测算得出，二者的皮尔森系数约为0.2。二者的关系或许并不是直接的。根据天风固收报告《美债3%，中国国债该多少？》表明，中美利差的背后关键是汇率，或者说是资本流动。中信证券报告《利率债专题报告—中美利差与汇率的相互制约，迎接利率倒挂的“新常态”》测算得出，美元对人民币汇率不是中美10Y国债利差的格兰杰原因，但中美10Y利差是美元兑人民币的格兰杰原因。因此，中美利差会引起人民币价格的变动，从而左右资本在两国之前的流转。来自美债收益率上行导致的中美利差适当收窄，能在一定程度上缓解人民币的升值压力，从而维护人民币汇率合理均衡稳定。但是当中美利差缩小至一定程度后，即人民币具有贬值压力，资本从中国流出，人民币遭到抛售，本币投放将减少，本币利率承压上行，国债期货将随之下跌。当前中美10年期国债收益率之差位于150BP上下，我们选择十年期国债期货上市之日起，在统计区间内150BP位于分位数约77%，处于偏后的位置，对于期债而言，中美利差仍有较厚的下行空间。

历史来看，2015与2016年底当中美利差触及50bp时，利差多反弹，10年期债的价格也迎来下行拐点。但利差与期债的此规律在2018、2019年并未出现，不过利差在跌破50bp后存在震荡回升。因此若按先前中美利差继续缩窄至100bp左右，此程度不足以让宏观政策调节提升中债收益率，100bp的利差对期债价格影响有限，期债上方仍有空间。在中美利差缩窄的预期下，做空美国国债而做多中国国债具有套利空间。

图15：中美利差与10年期国债期货



数据来源：Wind，中期研究院

#### 参考文献：

海通证券 2017 年《中美利差走向何方？》

中金固收 2020 年《美国国债供给上升会推升美债收益率么？》

天风固收 2018 年《美债 3%，中国国债该多少？》

华创固收 2020 年《国债净融资可以超过赤字规模吗？》

中信证券 2018 年《利率债专题报告—中美利差与汇率的相互制约，迎接利率倒挂的“新常态”》

## 分析师承诺

本人(或研究团队)以勤勉的职业态度,独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人(或研究团队)的研究观点。本人(或研究团队)不曾因,不因,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到任何形式的报酬。

## 免责声明

客户不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户,不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况,以及(若有必要)咨询独立投资顾问。

在任何情况下,本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下,本公司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。

若本报告的接收人非本公司的客户,应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

## **CIFCO** 中国国际期货股份有限公司 CHINA INTERNATIONAL FUTURES CO., LTD.

|     | 北京                                | 深圳                                   | 香港                    |
|-----|-----------------------------------|--------------------------------------|-----------------------|
| 地址: | 北京市朝阳区光华路14号中国中期大厦A座6层(邮编:100020) | 深圳市福田区益田路6003号荣超商务中心A座15层(邮编:518031) | 香港上环干诺道西3号亿利商业大厦23层B室 |
| 电话: | 010-65807827                      | 0755-23818333                        | 00852-25739399        |
| 客服: | 95162                             | 400-8888-160                         |                       |
| 网址: | www.cifco.net                     |                                      |                       |

## **CIFCO** 中期研究院 CIFCO Research Institute

|     | 北京                     | 上海                                 |
|-----|------------------------|------------------------------------|
| 地址: | 北京市朝阳区光华路14号中国中期大厦A座6层 | 上海市浦东新区世纪大道1589号长泰国际金融大厦2003-2004室 |
| 电话: | 010-65807827           | 021-68401905                       |
| 网址: | www.cifco.net          |                                    |