

2022年04月09日

专题研究

策略研究

研究所

证券分析师: 胡国鹏 S0350521080003

hugp@ghzq.com.cn

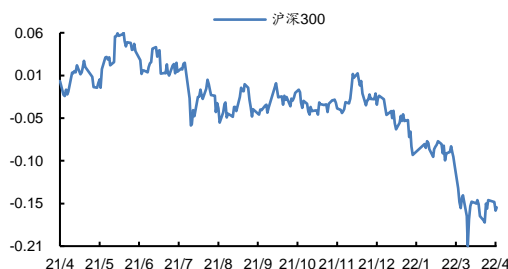
证券分析师: 袁稻雨 S0350521080002

yuandy@ghzq.com.cn

中美利差倒挂影响几何?

——策略专题研究报告

最近一年走势



相关报告

《二季度宏观政策及股票市场展望*胡国鹏, 袁稻雨》——2022-04-01

《——央行一季度货政例会简评: 内外困境交织, 宽松取向不变*胡国鹏, 袁稻雨》——2022-03-31

《——策略专题研究报告: 政策底到市场底如何演绎? *胡国鹏, 袁稻雨》——2022-03-27

《——策略专题研究报告: 从历次外资流出行为看当前配置思路*胡国鹏, 袁稻雨》——2022-03-20

《——策略专题研究报告: 市场调整后的性价比如何? *胡国鹏, 袁稻雨》——2022-03-12

投资要点:

■ 核心要点:

- 1、2002年以来中美利差共出现4次显著收窄甚至倒挂, 分别发生在2002年Q1-2004年Q2、2005年Q1-2007年Q3、2008年Q4-2010年Q2和2018年Q4-2019年Q1。由于前三次中美利差倒挂的成因与当前有较大差异, 且当时中国金融市场开放程度低、与海外联动偏弱, 因此仅有2018年存在一定借鉴意义。
- 2、2018年11月-2019年2月两年期中中美利差出现3个月的倒挂, 十年期中中美利差大幅远离80-100BP的舒适区间, 倒挂之前汇率和股市走势同中美利差基本趋同, 即随着2018年7月-11月利差的持续收窄, 汇率贬值, 市场震荡走低, 外资流入趋缓。但随着2019年初中国经济阶段性企稳、美国货币政策由鹰转鸽, 中美利差筑底, 和汇率、股市同步反弹, 外资更是会先行流入。
- 3、本轮各期限中美利差收窄、甚至倒挂的直接导火索是美联储加速收紧下美债利率的快速飙升, 但根本原因也是疫情后两国经济周期的错位与政策周期的反向。尽管当下美债利率上行斜率最陡峭的阶段大概率已经过去, 但后续仍有一定向上惯性, 最大阈值在3%, 更多期限的中美利差出现倒挂是确定性事件。
- 4、当前中美利差收窄对国内流动性环境的制约体现在两方面, 一是价格型工具的操作空间将面临多重掣肘, 二是人民币计价资产的吸引力回落以及跨境资本净流出压力的持续放大。后续数量型工具将成为主导结构性宽松的重要抓手, 通过降准、MLF超额续作来保持流动性的合理充裕是应有之义, 而外资重回大规模的净流入则需要看到美债利率的见顶回落。
- 5、中美利差倒挂并不意味着市场将再次面临大幅回调, 当前A股处于磨底期, 结构性机会建议关注三条线索, 一是疫情影响下阻力最小的稳增长板块, 包括政策边际放松预期较强的地产、基建, 以及受益于地产链条企稳的银行等。二是滞后于经济周期变化并能反映通胀的后周期品种, 包括煤炭、石油石化、农林牧渔

等。三是前期调整较充分、当前性价比已经开始显现的低估值成长板块，包括医药生物等。

■ 摘要:

1、2002 年以来中美利差共出现 4 次显著收窄甚至倒挂，分别发生在 2002 年 Q1-2004 年 Q2、2005 年 Q1-2007 年 Q3、2008 年 Q4-2010 年 Q2 和 2018 年 Q4-2019 年 Q1。由于前三次中美利差倒挂的成因与当前有较大差异，且当时中国金融市场开放程度低、与海外联动偏弱，因此仅有 2018 年存在一定借鉴意义。本轮中美利差收窄主要源于经济周期明显错位所导致的货币政策背离，2002 年以来前三次中美利差倒挂的成因与当前均有较大差异，因此借鉴意义相对较低。2002 至 2004 年，中美经济均处于上行周期，且国内货币政策先行收缩，当时国内债券市场对经济基本面定价的不充分是导致中美利差倒挂的主要原因，与当前情形差异较大。2005 至 2007 年，虽然此轮中美利差转负的主因是中美货币政策的阶段性背离，但当时国内经济处于快速上行期，与当前国内经济环境亦有较大差异。2008 年至 2010 年，在金融危机的冲击下，中美货币政策与经济周期基本同步，利率走势趋同，中美利差在 0 值上下波动，对当前的参考意义也相对有限。

2、2018 年 Q4-2019 年 Q1 两年期中美利差出现 3 个月的倒挂，十年期中美利差大幅远离 80-100BP 的舒适区间。中美政策的不同步是导致两国各期限利差快速下降的关键，而中国经济的阶段性企稳、美国货币政策的由鹰转鸽是 2019 年中美利差再度走扩的主要原因。本轮中美利率倒挂期间美国经济逐渐步入繁荣尾声，美国货币政策先鹰后鸽。而国内经济处于下行尾声，国内稳增长政策持续加码，中美货币政策周期确认背离。中美利率倒挂期间，人民币汇率止贬回升，主要原因在于美元指数拐点显现、中美贸易摩擦局部缓和及国内基本面企稳。外资整体处于流入状态，主动增持消费和金融的迹象明显。而从大类资产表现来看，债券市场在中美长端利率同时下行的环境下表现整体占优，商品市场中金属与工业品表现相对占优，美股与 A 股表现相对落后。此时 A 股正经历政策底至市场底的磨底阶段，在季报不及预期背景下市场普跌迹象明显，外资主动增持的消费板块相对占优。

3、本轮各期限中美利差收窄、甚至倒挂的直接导火索是美联储加速收紧下美债利率的快速飙升，但根本原因也是疫情后两国经济周期的错位与政策周期的反向。尽管当下美债利率上行斜率最陡峭的阶段大概率已经过去，但后续仍有一定向上惯性，最大阈值在 3%，更多期限的中美利差出现倒挂是确定性事件。无论是 2018 年 Q4 还是本轮 2 年期中美利差的倒挂，直接导火索都是美联储加速收紧导致的美债利率快速飙升，而同期中债利率的波动相对较小，从而造成了中美利差的收窄甚至倒挂。而更深层次的原因则是中美两国经济周期的错位与政策周期的反向，当前中国更着眼于抑“滞”，通过政策宽松刺激有效需求以实现稳增长，而美国更着眼于防“胀”，通过退坡 2020 年以来的超常规政策以解决经济过热和高通胀问题。判断后

续中美利差的走势关键在于对美债利率的判断，尽管当下美债利率上行斜率最陡峭的阶段大概率已经过去，但后续随着加息 50BP 与缩表的并行而至，仍有一定向上空间，最大阈值在 3%。中期内中美两国的货币政策方向高度确定，一紧一松的格局难以改变，所以更多期限的中美利差出现倒挂是确定性事件。

4、当前中美利差收窄对国内流动性环境的制约体现在两方面，一是价格型工具的操作空间将面临多重掣肘，二是人民币计价资产的吸引力回落以及跨境资本净流出压力的持续放大。后续数量型工具将成为主导结构性宽松的重要抓手，通过降准、MLF 超额续作来保持流动性的合理充裕是应有之义，而外资重回大规模的净流入则需要看到美债利率的见顶回落。中美利差收窄只是当前两国货币政策一紧一松格局的具体体现，当前我国货币政策已进入纠结期，需要平衡好稳增长诉求和抑制中美政策背离负面冲击等多重目标。中美政策背离对国内流动性环境的制约体现在两方面，一是价格型工具的操作空间将面临多重掣肘，年内再次降息的可能性在下降。在美联储加息周期中，我国央行从未下调过政策利率，只有观望和跟随两种选择。二是人民币计价资产的吸引力回落，以及跨境资本净流出压力的持续放大。3 月外资在 A 股大幅净流出 450 亿元，结束了之前连续 17 个月净流入的态势，而受外资持股比例较高的沪深 300 指数已从去年 2 月的高点回调接近 30%，长周期来看，2017 年至今沪深 300 指数同中美利差走势高度正相关，疫后创业板指同美国实际利率呈现较强的负相关性。

5、中美利差倒挂并不意味着市场将再次面临大幅回调，当前 A 股处于磨底期，结构性机会建议关注三条线索。尽管美联储加息周期对新兴经济体的冲击相对较大，但中美利差的倒挂并不意味着市场将再次面临大幅回调。同 2018 年 Q4 类似，当前 A 股也处于政策底到市场底的磨底期，尽管这一时期的宽基指数收益大概率仍为负，且伴随着强势行业补跌情形的出现，但市场下跌斜率最大的阶段已经过去，结构性机会开始逐步显现，政策预期明确、业绩最具有确定性的板块是这一时期的领涨主线。后续 A 股建议关注三条线索，一是疫情影响下阻力最小的稳增长板块，包括政策边际放松预期较强的地产、基建，以及受益于地产链条企稳的银行等。二是滞后于经济周期变化并能反映通胀的后周期品种，包括煤炭、石油石化、农林牧渔等。三是前期调整较充分、当前性价比已经开始显现的低估值成长板块，包括医药生物等

- 风险提示：流动性收紧超预期，经济失速下行，中美摩擦加剧，疫情超预期恶化，历史数据仅供参考，标的公司未来业绩的不确定性等。

内容目录

1、中美利差收窄影响几何？	6
1.1、2002年以来前三次中美利差倒挂的背景	6
1.2、2018年中美两年期利率倒挂	9
1.3、本轮中美利差收窄有何影响	15
2、三因素关键变化跟踪及首选行业	17
2.1、经济、流动性、风险偏好三因素跟踪的关键变化	17
2.2、4月行业配置：银行、农林牧渔、医药生物	17
3、风险提示	20

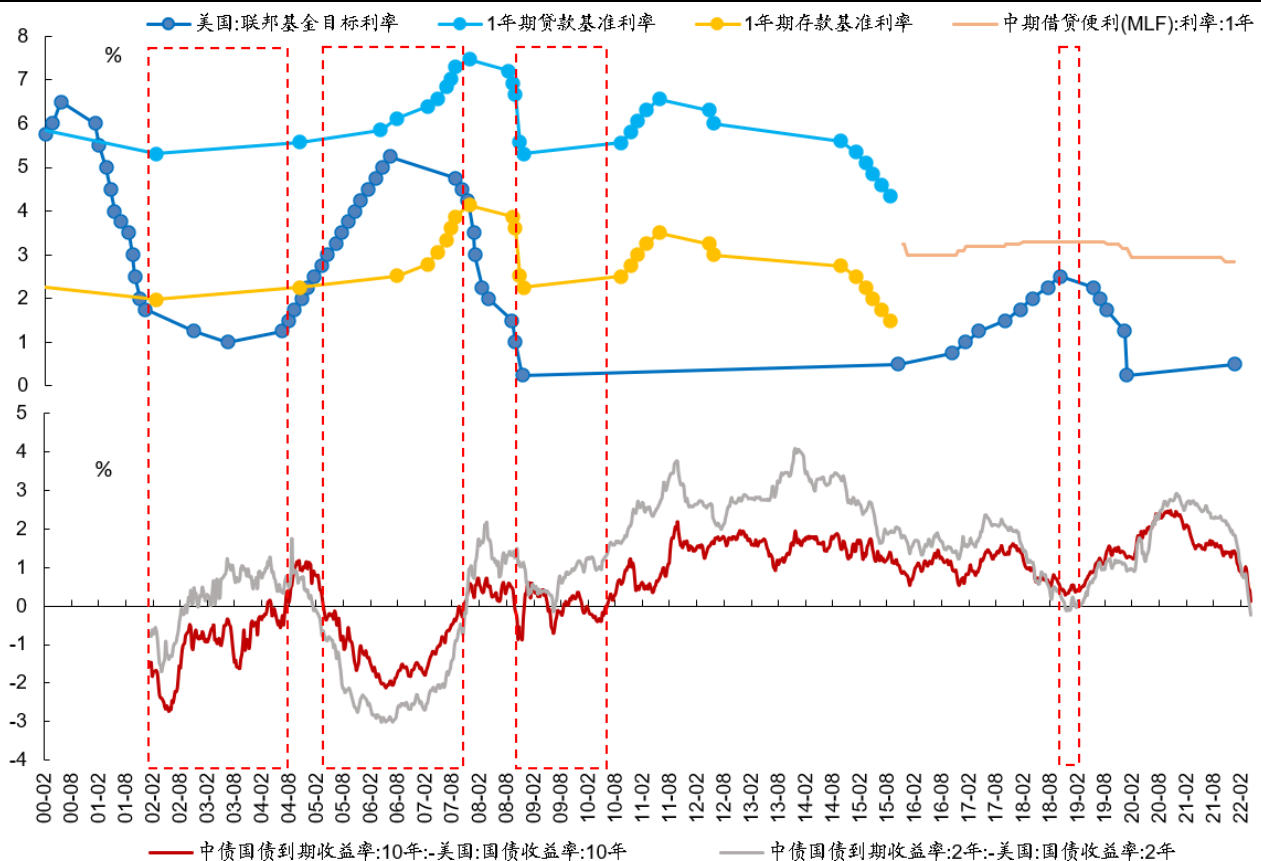
图表目录

图 1: 2002 年以来中美利差收窄共发生过 4 次.....	6
图 2: 2002 年以来前三次中美利差倒挂时期中美利率走势.....	8
图 3: 2002 年国内长端利率对经济基本面定价不够充分.....	8
图 4: 2005 年长端利率在公开市场利率的牵引下持续回落.....	8
图 5: 2008 年至 2010 年中美货币政策与经济周期基本同步.....	9
图 6: 本次 2Y 中美利差倒挂期间美国经济逐渐步入繁荣尾声.....	11
图 7: 本次 2Y 中美利差倒挂期间, 国内经济阶段性企稳.....	12
图 8: 本次 2Y 中美利差倒挂期间, 中美货币政策出现背离.....	12
图 9: 本次 2Y 中美利差倒挂期间, 人民币汇率先贬后升, 美元指数持续回落.....	12
图 10: 本次中美利率倒挂前期人民币汇率快速贬值, 正式倒挂后人民币汇率止贬回升.....	13
图 11: 本轮 2Y 中美利差倒挂期间大类资产表现中债>商品>股市.....	13
图 12: A 股在本轮中美利率倒挂期间整体下跌, 仅消费取得正收益.....	13
图 13: 2018 年底三季报整体不及预期导致 A 股进一步下跌.....	13
图 14: 本次 2Y 中美利率倒挂期间外资整体处于流入状态.....	14
图 15: 本次 2Y 中美利率倒挂期间外资主动加仓消费和金融.....	14
图 16: 沪深 300 指数成分股受外资持股比例较高.....	16
图 17: 2017 年至今沪深 300 指数同中美利差呈现出高度正相关的走势.....	16
图 18: 疫后创业板指同美国实际利率呈现较强的负相关性.....	16
表 1: 4 月重点看好行业及标的.....	19
表 2: 4 月行业配置表.....	19

1、中美利差收窄影响几何？

中美政策背离是 2022 年全球宏观的主线之一，一方面美联储加息周期已然开启，且后续加息 50BP 与缩表大概率将并行而至，另一方面国内在稳增长的政策基调下，货币信用环境始终保持宽松态势，流动性内松外紧的格局持续强化。在此背景下，今年以来中美利差持续收窄，当前 10 年期国债的中美利差仅为 3BP，而 2 年期国债的中美利差从 4 月初开始就已经倒挂。2002 年以来中美利差收窄（倒挂）共发生过 4 次，分别出现于 2002 年 Q1 至 2004 年 Q2、2005 年 Q1 至 2007 年 Q3、2008 年 Q4 至 2010 年 Q2、2018 年 Q4 至 2019 年 Q1。中美利差收窄对宏观经济、资本流动以及大类资产配置影响几何？本轮中美利差收窄与之前有何异同？本次周报我们将复盘与展望过去几轮中美利差收窄乃至倒挂时的情形，并推演后续中美货币政策走向，以启迪投资者如何理解当下的投资风险与机会。

图 1：2002 年以来中美利差收窄共发生过 4 次



资料来源：Wind、国海证券研究所

1.1、2002 年以来前三次中美利差倒挂的背景

本轮中美利差收窄主要源于经济周期明显错位所导致的货币政策背离，2002 年以来前三次中美利差倒挂的成因与当前均有较大差异，因此借鉴意义相对较低。2002 至 2004 年，中美经济均处于上行周期，且国内货币政策先行收缩，当时国内债券市场对经济基本面定价的不充分是导致中美利差倒挂的主要原因，与当前

情形差异较大。2005至2007年，虽然此轮中美利差转负的主因是中美货币政策的阶段性背离，但当时国内经济处于快速上行期，与当前国内经济环境亦有较大差异。2008年至2010年，在金融危机的冲击下，中美货币政策与经济周期基本同步，利率走势趋同，中美利差在0值上下波动，对当前的参考意义也相对有限。具体来看：

2002年至2004年中美利差倒挂主要源于国内债券市场对经济基本面的定价不充分。2002年是国内新一轮经济上行周期的起点，GDP增速在2001年12月触及7.50%后持续回升，并于2003年升至10%以上，经济基本面表现强劲。但当时国内债券市场的定价更为关注经济运行的滞后指标CPI，对于所谓的GDP分析以及其与CPI的关系认识并不深刻，因此在经济逐步回升但CPI水平仍处负值区间的情况下，2002年国内长端利率维持低位。与此同时，2002年上半年美国经济增速由底部回升，10年期美债利率逐步上行，在此背景下中美10年期国债利差出现了-270bp的极端情况。随后，虽然2003年CPI同比增速转正，但在“非典”疫情的影响下市场对经济基本面信息的敏感度仍然较弱，在2003年8月前国债利率仍维持低位震荡。货币政策方面，本轮中美货币政策均由宽松走向收紧，但节奏上是国内货币政策更早进入紧缩周期。本轮国内货币政策的拐点出现于2003年三季度，2003年9月和2004年4月央行两次提准，而同期美国仍处在降息周期中，直至2004年6月才进入加息周期，在此期间国债利率快速上行，并在2004年逐步追赶上美债利率。整体而言，2002年至2004年中美经济均处于上行期，且国内货币政策先于美国收紧，本轮中美利差倒挂主要源于国内对经济基本面的定价不充分，与当前情形有较大差异。

2005年至2007年中美利差倒挂主要源于货币政策的阶段性背离，但当时国内经济处于快速上行期，与当前国内经济环境差异较大。2005年至2007年中美利差再度落入负值区间，主要原因来自中美货币政策的阶段性背离。一方面，为打压高通胀以及房地产泡沫，美联储在2004年至2006年期间进行了连续17次的密集加息，联邦基金利率由1.25%上升至5.25%，其中2005年累计加息200bp，推动美债利率持续攀升。另一方面，2005年国内公开市场利率一路下行，1年期中央银行票据利率由年初的3.40%回落至1.33%，牵引国内长端利率显著回落。在此背景下，2005年至2006年中美利率走势明显背离，短端利率倒挂程度更深，2年期中美利差降至-300bp的历史低点。但从经济基本面来看，2005年至2007年中国经济处于“低通胀、高增长”的黄金时期，与当前内“滞”外“胀”的环境有较大差别。因此，虽然此阶段中美货币政策亦有背离，但对当前的参考意义仍然有限。

2008年至2010年在金融危机的冲击下中美货币政策与经济周期基本同步，利率走势趋同，中美利差在0值上下波动。2008年至2010年中美利率的倒挂发生于金融危机的大背景之下，受大规模经济刺激政策的影响，中美两国利率在短期内同降同升，且两国利率水平基本相同，利差在0值上下波动。从货币政策上看，中美货币政策同向宽松，本轮美国于2007年四季度先行开启降息周期，并于2008年11月开启首轮量化宽松。国内货币政策虽然于2008年四季度才正式转宽，但在三个月内1年期基础存款与贷款利率下调162bp，中小型与大型存款类金融机构准备金分别下调300和200bp，力度空前。从经济基本面上看，2009年之后中美经济均由衰退走向复苏，通胀水平同步上行，期间中国经济修复斜率更高，经济增速于2010年已恢复至两位数水平。期间，虽然中美利率水平互有高低，但

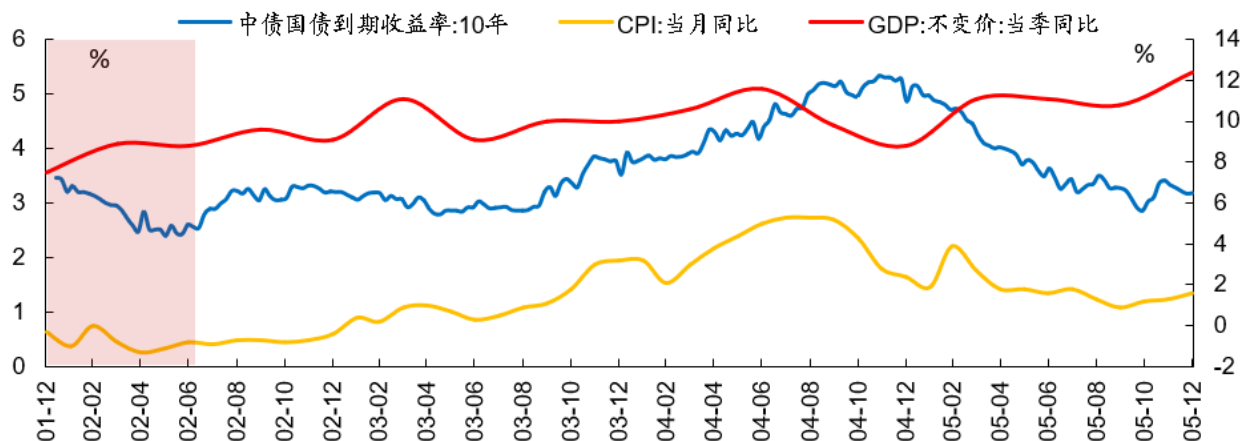
整体维持相同水平，中美利差的波动亦非市场的主因矛盾。2010年下半年，国内货币政策先行收缩，中美利差转正并在此后逐步扩大。整体而言，2008年至2010年中中美利差虽有倒挂，但整体处于同一水平，期间中美货币政策与经济周期基本同步，与当前情形差异较大，因此可参考性也相对较弱。

图 2：2002 年以来前三次中美利差倒挂时期中美利率走势



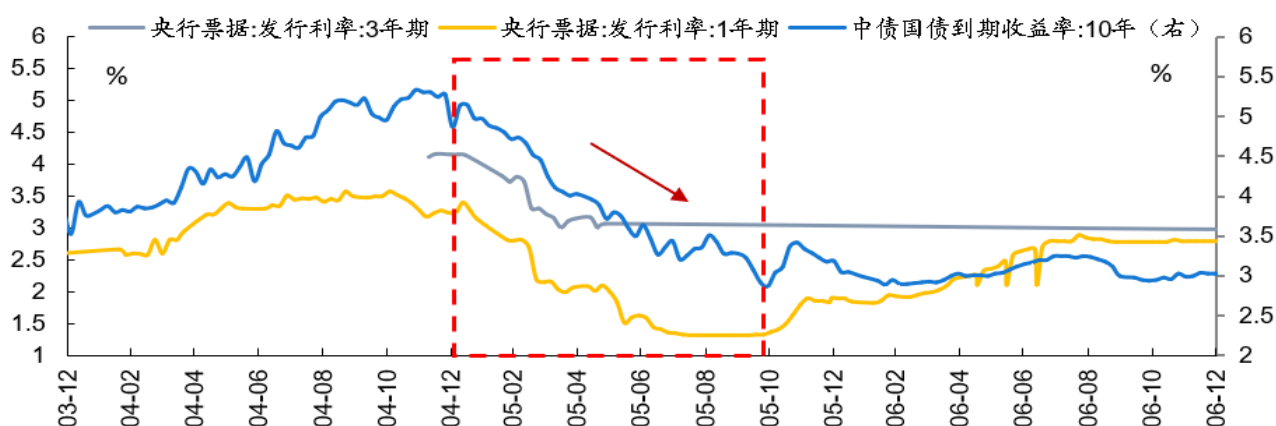
资料来源：Wind、国海证券研究所

图 3：2002 年国内长端利率对经济基本面定价不够充分



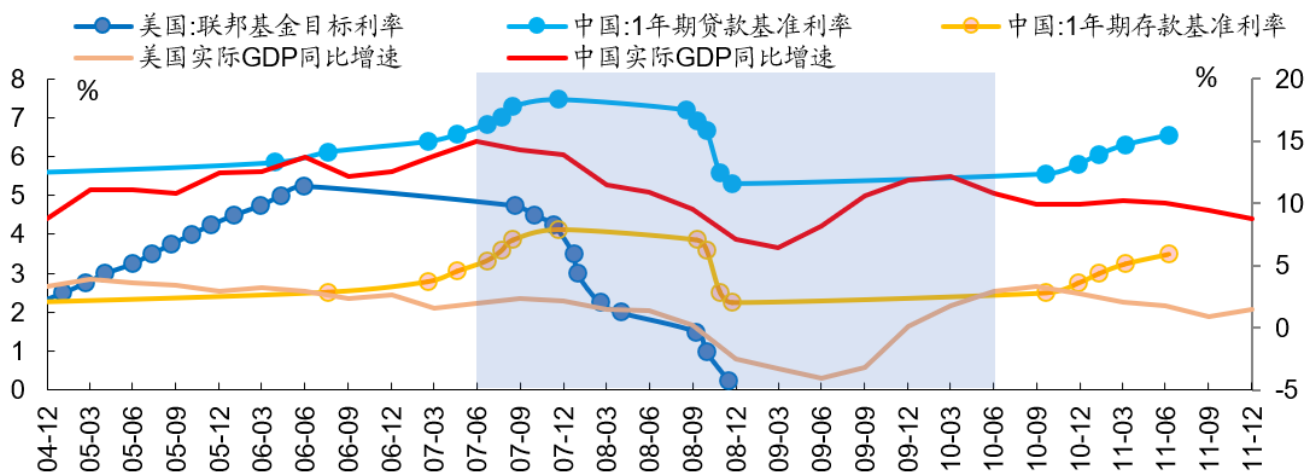
资料来源：Wind、国海证券研究所

图 4：2005 年长端利率在公开市场利率的牵引下持续回落



资料来源: Wind、国海证券研究所

图 5: 2008 年至 2010 年中美货币政策与经济周期基本同步



资料来源: Wind、国海证券研究所

1.2、2018 年中美两年期利率倒挂

本次 2Y 中美利率倒挂期间美国经济逐渐步入繁荣尾声，美国货币政策先鹰后鸽。本次 2Y 中美利率倒挂初期，美国在年初税制改革效果显现的提振下，仍维持强劲表现。2018 年 Q3 美国 GDP 增速达到 3.5%，明显超出 2017 年同期水平，经济表现持续强劲。其中，11 月美国个人可支配收入增速及个人消费增速分别达到 2.8%、5.1%。但值得注意的是，11 月美国建筑投资、住宅投资、固定资产投资环比增速相较于二季度出现明显回落，投资数据的下行表明投资者对未来经济增长信心出现下滑。12 月美国 ISM 制造业指数由 11 月的 59.3 大幅下行至 54.3，美国经济拐点初现端倪。政策端来看，前期基本面持续强劲推动美联储加息节奏提速，2018 年初市场对于全年加息次数的估计仍在 2-3 次左右，而 9 月美联储已完成年内的第三次加息，同时按照 9 月的美联储议息会议指引，12 月再次加息 25BP 概率较高。2018 年全年加息 4 次、联邦基金利率抬升 100BP 的水平显然超过了此前预期的加息节奏，美国 2 年期及 10 年期债券收益率持续抬升，于 2018 年 11 月 8 日分别触及 3.24%、2.98% 的阶段高点。尽管 12 月美联储加息如期落地，但加息后美联储下调了经济增长与通胀的操作，体现其对未来经济的担忧；1 月底美联储议息会议表态明显偏鸽，没有出现进一步渐进加息的措辞，在经济预期回落、美联储表态偏鸽的背景下，美国长短端利率于 2018 年 11 月进入下行区间，2019 年 2 月已回落至 2.52%、2.7%。

本次 2Y 中美利率倒挂期间国内经济处于下行尾声，国内稳增长政策持续加码，中美货币政策周期确认背离。本次 2Y 中美利率倒挂初期，受前期贸易摩擦频发及实体经济融资环境收紧的影响，我国经济下行压力逐步加大，2018 年 Q4 我国经济增长由年初的 6.9% 下行至 6.5%。其中，“三架马车”动能明显减弱，受到前期金融去杠杆政策的压制，2018 年 11 月消费、投资同比增速已经由一季度的 10.1%、7.5% 回落至 8.1%、5.9%；而在全球经济增速回落、新兴经济体货

币大幅贬值以及贸易摩擦频发的背景下，我国新出口订单指数持续收缩。随着稳增长力度加码，2018年12月以来，消费和投资增速触底回升，2019年一季度基本面企稳迹象显现。从政策端来看，本次2Y中美利率倒挂初期，国内政策关注点已转向稳增长，10月央行宣布年内第四次降准，进一步确认了中美货币政策的背离。截至11月初，国内2年期及10年期国债收益率已回落至2.94%和3.55%，相较于年初分别回落76BP、35BP，中美短端利率出现倒挂，10Y利差也在11月初收窄至30BP以内。随着12月国家领导人及主要经济部门负责人针对民企纾困密集表态、2019年1月初全面降准，我国长短端债券收益率延续下行态势，2Y中美利率持续倒挂至2月初，10年期中美利差在40BP上下浮动。

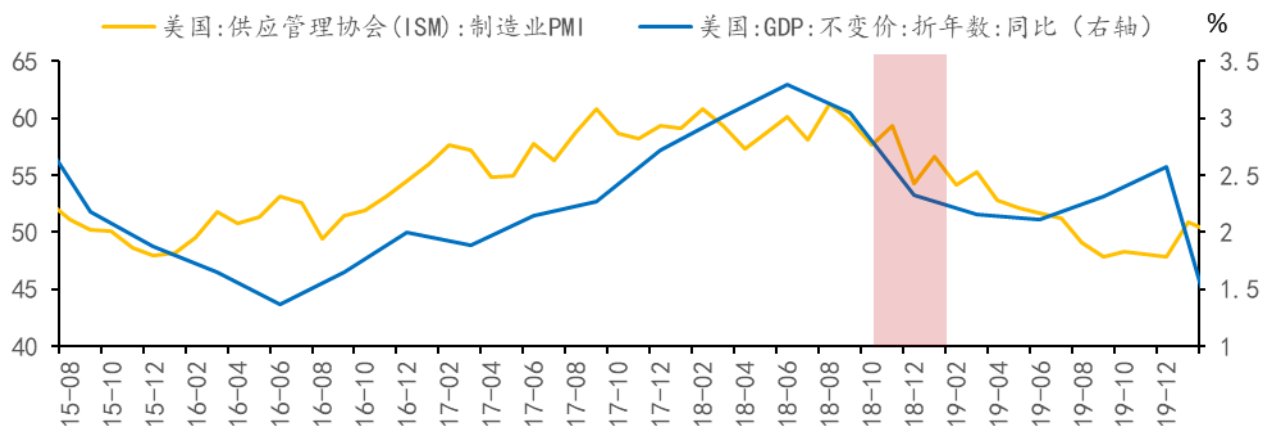
本次中美利率倒挂前期，人民币汇率正处快速贬值通道，两年期中美利率正式倒挂后，人民币汇率止贬回升。2018年三季度以来，受到美国经济维持强劲、美国中期选举结果不确定导致全球避险情绪升温影响，美元指数持续走强，一路突破96、97重要管卡，同期新兴经济体货币汇率对美元持续走弱。11月两年期中美利率倒挂前一个季度，人民币汇率正处于快速贬值通道，7月至10月人民币贬值幅度达到4.9%。2018年11月2Y中美利率倒挂后，人民币汇率止贬于6.9附近徘徊。进入12月，人民币汇率止贬反弹，随后延续升值态势，主要受到美元指数拐点出现、中美贸易摩擦边际缓和及国内基本面企稳的提振。首先，随着2019年1月美联储议息会议表态明显偏鸽，印证了前期市场对美联储放缓货币正常化步伐的预测，美元指数由12月末的97下行至2月初的95左右。其次，2018年12月初G20峰会上中美元首会谈取得一定成果，全球避险情绪出现回落；随后2019年1月初中美重启贸易谈判，1月末双方同意进一步加强知识产权及技术转让方面的合作，进一步缓释了中美局势不确定性对人民币汇率的压力；最后，2019年年初全面降准将国内稳增长阶段推向高潮，经济阶段性企稳迹象初步显现，对人民币汇率形成支撑。本次2Y中美利率倒挂尾声，人民币汇率相较于2018年12月初已升值2.1%。

本轮2Y中美利率倒挂期间的大类资产表现来看，债券市场在中美长端利率同时下行的环境下表现整体占优，商品市场中金属与工业品表现相对占优，美股与A股表现相对落后。在此期间，中国10年期国债收益率和美国10年期国债收益率正处于同时下行的阶段，期间下行幅度分别达到44和52BP，特别是国内在两次降准催化下债券市场表现亮眼，中证全债指数涨幅达到2.86%，中证国债和转债指数涨幅分别达到3.41%和4.46%。商品市场在此期间表现分化，南华金属和工业品指数涨幅分别达到6.91%和1.52%，其中铁矿石在巴西Vale矿难影响下供应短缺，价格涨幅达到了21.62%。同时，南华能化与农业品指数跌幅分别达到-2.13%和-3.59%，能化价格的下跌主要受油价下跌带动，多重事件导致原油价格结束长达2年半的上行周期并见顶回落，主要包括11月美国豁免伊朗向部分国家出口原油，以及在12月宣布发现新油气田，储量包括463亿桶的原油和281万亿立方英尺的天然气，原油供应增加预期不断发酵，导致油价率先见顶回落。股票市场来看，美股在12月19日议息会议发出加息放缓信号后实现V型反转，整体中美利差倒挂期间道琼斯工业指数、纳斯达克指数和标普500指数跌幅分别为-0.82%、-1.27%和-0.61%。国内方面，A股宽基指数震荡磨底，市场情绪在三季报业绩不及预期的背景下维持疲弱，期间万得全A、沪深300和创业板指跌幅分别达到-1.45%、-1.30%和-5.71%。随着2019年初中国经济阶段性企稳、美国货币政策由鹰转鸽，中美利差筑底，和汇率、股市同步反弹。

本次 2Y 中美利率倒挂期间的外资在美债收益率见顶回落背景下处于流入状态，主动增持消费和金融的迹象明显。从 2018 年 11 月初至 2019 年 2 月初的 14 周内，12 周获得外资净流入，其中 6 周外资流入超过百亿，两周外资流入超过 200 亿，外资流入单周值最高达到 346.3 亿。外资在这一期间大幅流入的主要原因是美联储的长达两年的快速加息已进入尾声，10 年期美债收益率在这一期间冲顶回落，由 2018 年 11 月 8 日的 3.24% 降至 2019 年 1 月 31 日的 2.63%，下行幅度达到 61BP。此外，国内 10 月中旬国务院及一行两会、四大报接连喊话 A 股，提振市场信心，10 月中下旬各地的民企纾困政策接连出台，国内政策底初显，吸引外资持续流入。从外资行业流向来看，外资此前重仓的食品饮料、银行和家用电器在这一期间获得大幅增持，净流入金额分别达到 198.2、182.0 和 117.6 亿元，占行业总市值的比例变化分别为 1.73%、0.86% 和 0.72%。

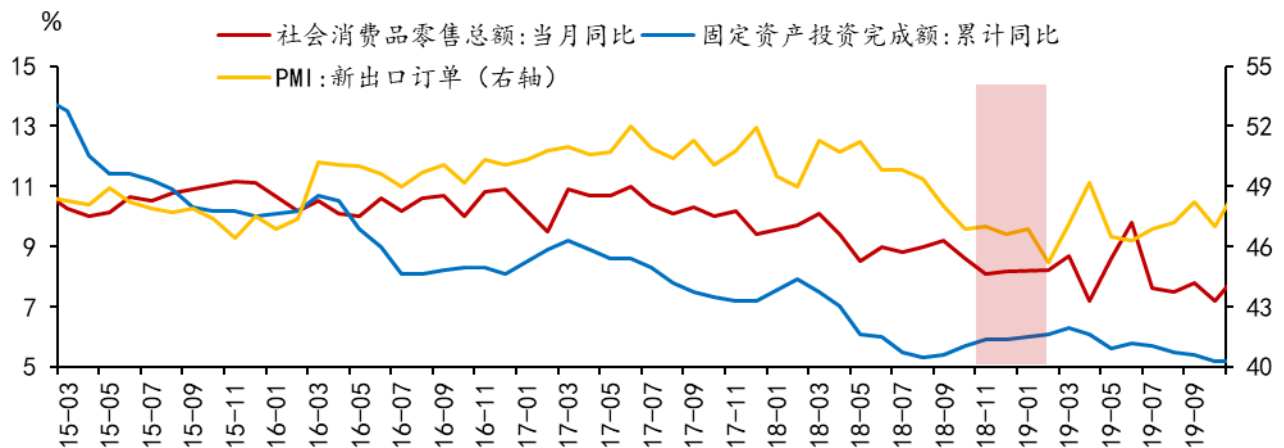
从 A 股市场表现来看，此时 A 股正经历政策底至市场底的磨底阶段，在三季报不及预期背景下市场普跌迹象明显，外资主动增持的消费板块相对占优。具体来看，市场各大宽基指数在此期间均出现下跌，风格方面仅消费存在正收益。普跌的主要是受三季报整体不及预期的影响。从主要指数 2018 年 Q3 净利润增速来看，均较 Q2 出现明显下滑，特别是前期涨幅较好的消费和金融板块，净利增速分别从 Q2 的 20.41% 和 9.28% 大幅回落至 3.00% 和 1.32%。消费方面除白酒外，医药业绩预期也出现落空，医药生物指数净利增速由 Q2 的 13.52% 下降至 Q3 的 -12.03%，金融板块中非银行业利润增速也出现明显下滑，由 Q2 的 3.84% 降至 Q3 的 -38.42%。总的来看，在企业盈利大幅回落以及经济失速下行尚未企稳的背景下，市场情绪依旧悲观。直至 2018 年 12 月中美双方停止并取消当年加征的关税，经济数据呈现企稳迹象，市场底部自此与经济底同步确立。行业表现来看，31 个行业中仅 7 个取得正收益，其中包括外资主动增持的食品饮料和家用电器，以及三季报业绩大幅改善的农林牧渔和通信行业，涨幅分别达到 8.84%、6.16%、8.70% 和 5.22%。

图 6： 本次 2Y 中美利率倒挂期间美国经济逐渐步入繁荣尾声



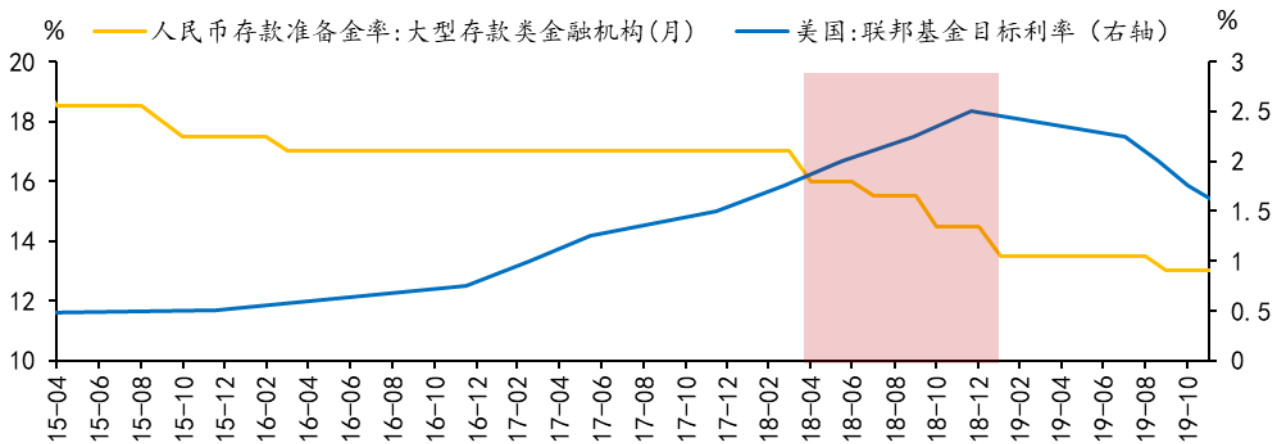
资料来源: Wind、国海证券研究所

图 7： 本次 2Y 中美利差倒挂期间，国内经济阶段性企稳



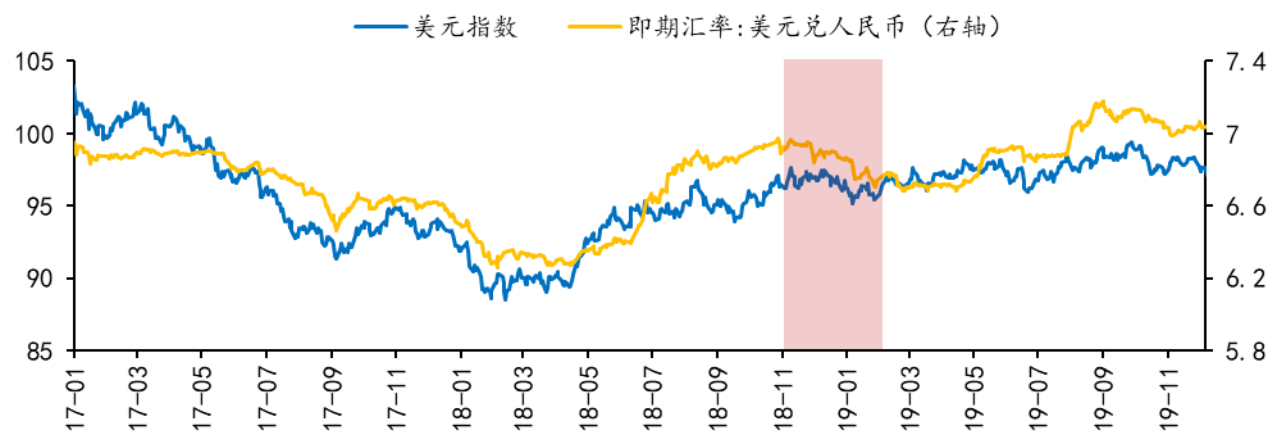
资料来源：Wind、国海证券研究所

图 8： 本次 2Y 中美利差倒挂期间，中美货币政策出现背离



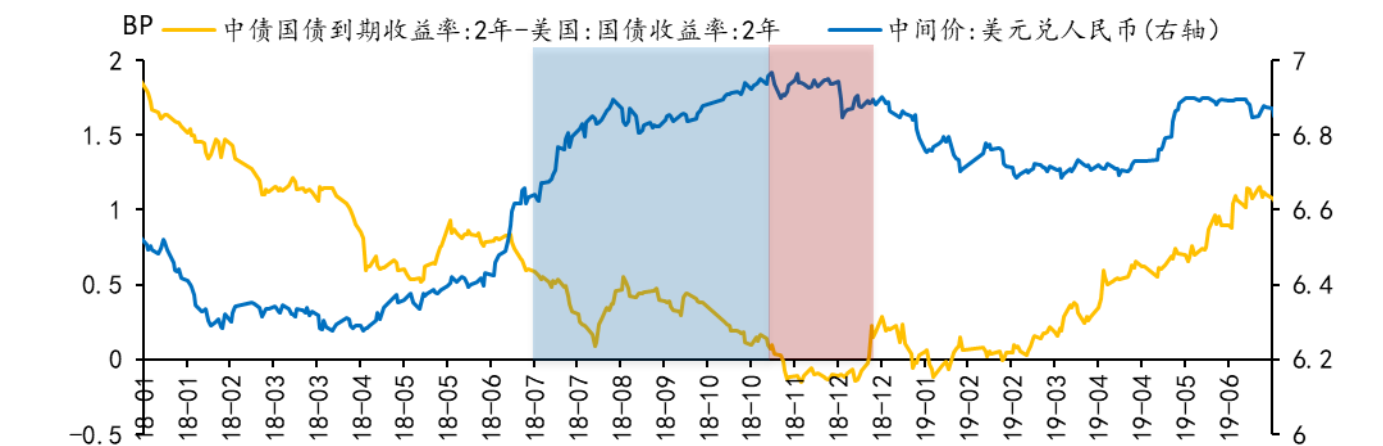
资料来源：Wind、国海证券研究所

图 9： 本次 2Y 中美利差倒挂期间，人民币汇率先贬后升，美元指数持续回落



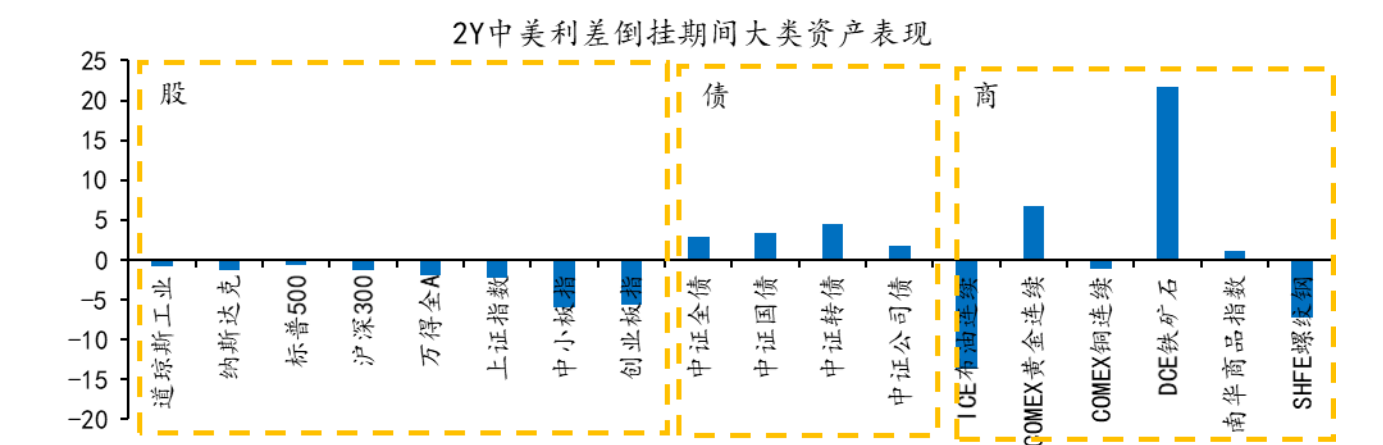
资料来源：Wind、国海证券研究所

图 10: 本次中美利率倒挂前期人民币汇率快速贬值, 正式倒挂后人民币汇率止贬回升



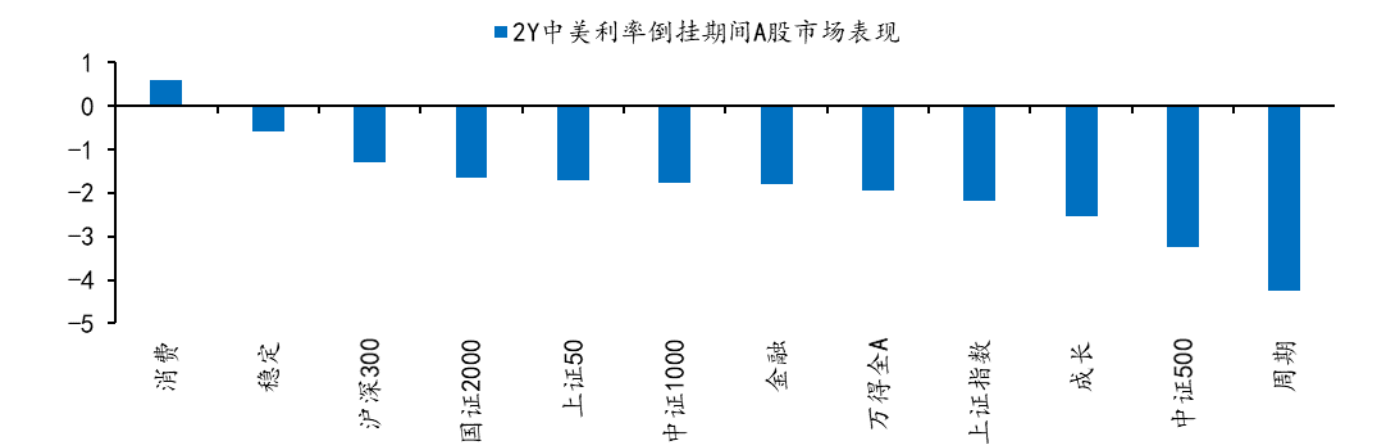
资料来源: Wind、国海证券研究所

图 11: 本轮 2Y 中美利差倒挂期间大类资产表现中债>商品>股市



资料来源: Wind、国海证券研究所

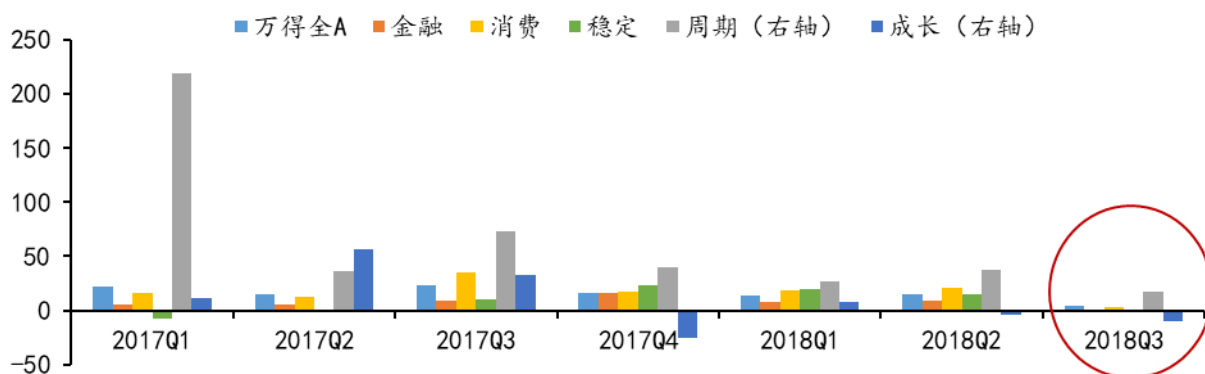
图 12: A 股在本轮中美利率倒挂期间整体下跌, 仅消费取得正收益



资料来源: Wind、国海证券研究所

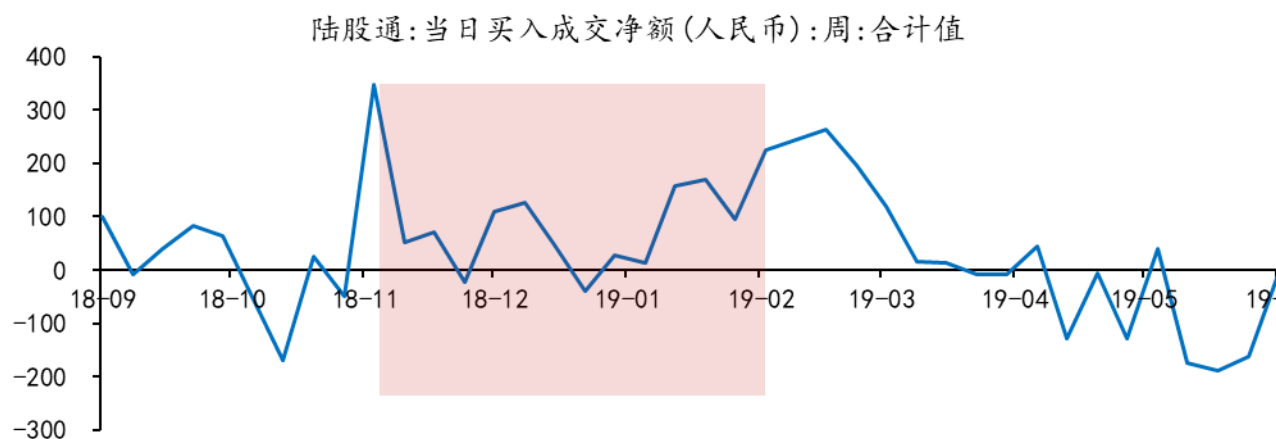
图 13: 2018 年底三季报整体不及预期导致 A 股进一步下跌

主要指数单季度归母净利增速



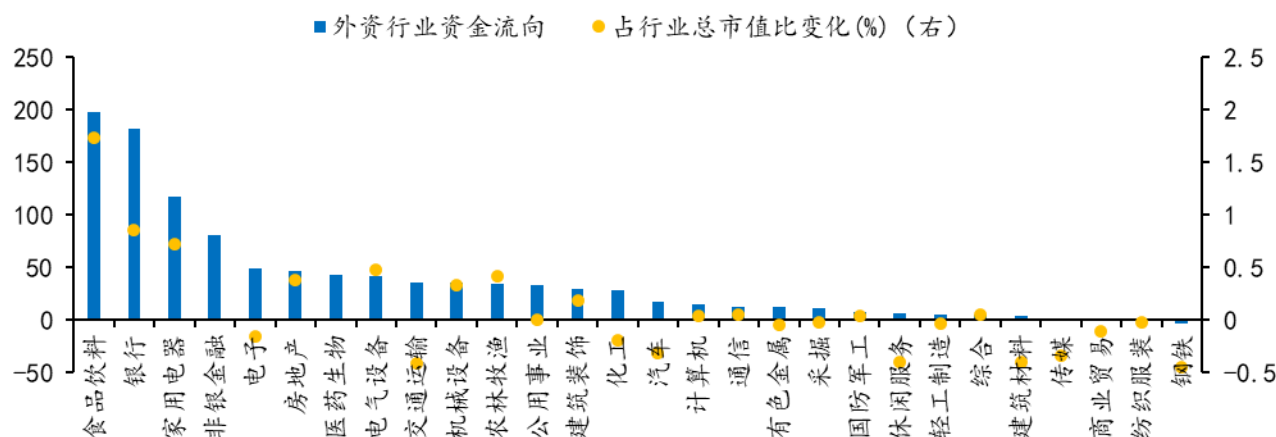
资料来源: Wind、国海证券研究所

图 14: 本次 2Y 中美利率倒挂期间外资整体处于流入状态



资料来源: Wind、国海证券研究所

图 15: 本次 2Y 中美利率倒挂期间外资主动加仓消费和金融



资料来源: Wind、国海证券研究所

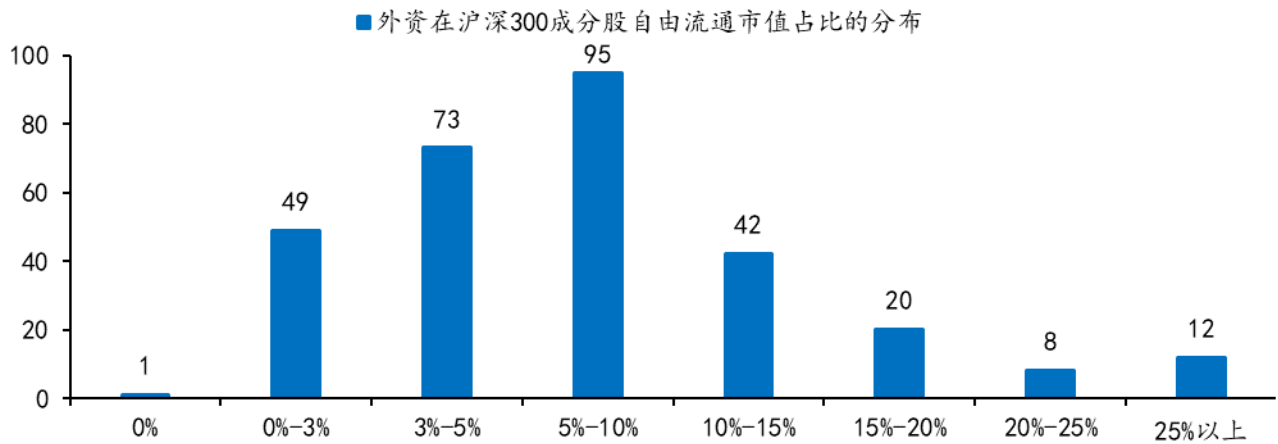
1.3、本轮中美利差收窄有何影响

本轮各期限中美利差收窄、甚至倒挂的直接导火索是美联储加速收紧下美债利率的快速飙升，但根本原因也是疫情后两国经济周期的错位与政策周期的反向。尽管当下美债利率上行斜率最陡峭的阶段大概率已经过去，但后续仍有一定向上惯性，最大阈值在 3%，更多期限的中美利差出现倒挂是确定性事件。无论是 2018 年 Q4 还是本轮 2 年期中美利差的倒挂，直接导火索都是美联储加速收紧导致的美债利率快速飙升，而同期中债利率的波动相对较小，从而造成了中美利差的收窄甚至倒挂。而更深层次的原因则是中美两国经济周期的错位与政策周期的反向，当前中国更着眼于抑“滞”，通过政策宽松刺激有效需求以实现稳增长，而美国更着眼于防“胀”，通过退坡 2020 年以来的超常规政策以解决经济过热和高通胀问题。判断后续中美利差的走势关键在于对美债利率的判断，尽管当下美债利率上行斜率最陡峭的阶段大概率已经过去，但后续随着加息 50BP 与缩表的并行而至，仍有一定向上空间，最大阈值在 3%。中期内中美两国的货币政策方向高度确定，一紧一松的格局难以改变，所以更多期限的中美利差出现倒挂是确定性事件。

当前中美利差收窄对国内流动性环境的制约体现在两方面，一是价格型工具的操作空间将面临多重掣肘，二是人民币计价资产的吸引力回落以及跨境资本净流出压力的持续放大。后续数量型工具将成为主导结构性宽松的重要抓手，通过降准、MLF 超额续作来保持流动性的合理充裕是应有之义，而外资重回大规模的净流入则需要看到美债利率的见顶回落。中美利差收窄只是当前两国货币政策一紧一松格局的具体体现，当前我国货币政策已进入纠结期，需要平衡好稳增长诉求和抑制中美政策背离负面冲击等多重目标。中美政策背离对国内流动性环境的制约体现在两方面，一是价格型工具的操作空间将面临多重掣肘，年内再次降息的可能性在下降。在美联储加息周期中，我国央行从未下调过政策利率，只有观望和跟随两种选择。二是人民币计价资产的吸引力回落，以及跨境资本净流出压力的持续放大。3 月外资在 A 股大幅净流出 450 亿元，结束了之前连续 17 个月净流入的态势，而受外资持股比例较高的沪深 300 指数已从去年 2 月的高点回调接近 30%，长周期来看，2017 年至今沪深 300 指数同中美利差走势高度正相关，疫后创业板指同美国实际利率呈现较强的负相关性。

中美利差倒挂并不意味着市场将再次面临大幅回调，当前 A 股处于磨底期，结构性机会建议关注三条线索。尽管美联储加息周期对新兴经济体的冲击相对较大，但中美利差的倒挂并不意味着市场将再次面临大幅回调。同 2018 年 Q4 类似，当前 A 股也处于政策底到市场底的磨底期，尽管这一时期的宽基指数收益大概率仍为负，且伴随着强势行业补跌情形的出现，但市场下跌斜率最大的阶段已经过去，结构性机会开始逐步显现，政策预期明确、业绩最具有确定性的板块是这一时期的领涨主线。后续 A 股建议关注三条线索，一是疫情影响下阻力最小的稳增长板块，包括政策边际放松预期较强的地产、基建，以及受益于地产链条企稳的银行等。二是滞后于经济周期变化并能反映通胀的后周期品种，包括煤炭、石油石化、农林牧渔等。三是前期调整较充分、当前性价比已经开始显现的低估值成长板块，包括医药生物等。

图 16: 沪深 300 指数成分股受外资持股比例较高



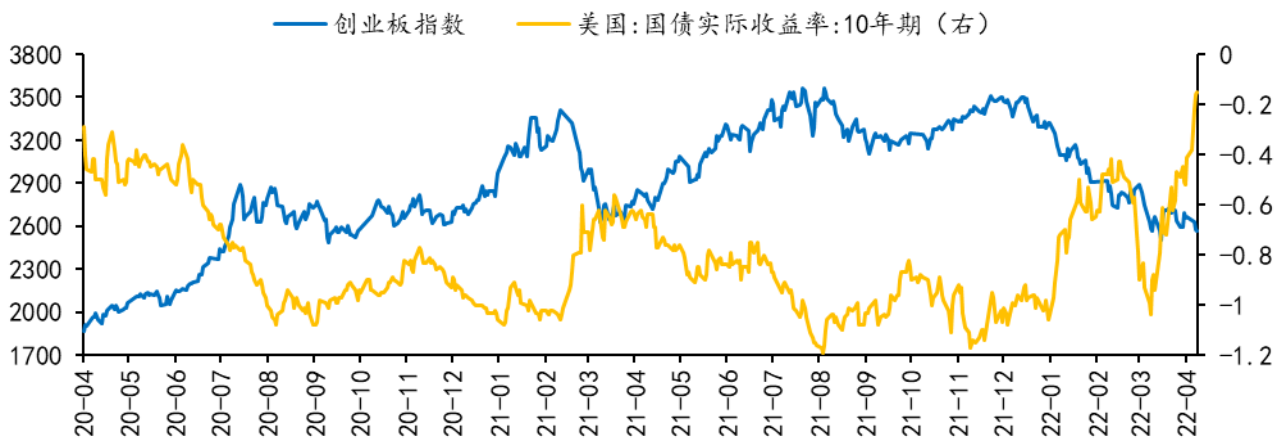
资料来源: Wind、国海证券研究所

图 17: 2017 年至今沪深 300 指数同中美利差呈现出高度正相关的走势



资料来源: Wind、国海证券研究所

图 18: 疫后创业板指同美国实际利率呈现较强的负相关性



资料来源: Wind、国海证券研究所

2、三因素关键变化跟踪及首选行业

3月PMI显著下行，经济高频数据显示生产恢复尚可，但需求端仍旧低迷。国内利率保持震荡，美债实际利率加速上行，中美利差持续收窄。本周市场显著分化，风险偏好依然低迷，俄乌局势的影响逐步淡化，后续关注业绩窗口期以及一季度政治局会议。

2.1、经济、流动性、风险偏好三因素跟踪的关键变化

3月PMI显著下行，经济高频数据显示生产恢复尚可，但需求端仍旧低迷。3月PMI读数出现明显下行，自去年10月份以来首次回落至50以内，主要受国内点状疫情加剧的影响。从3月经济高频数据来看，生产端的各项开工率延续了春节之后上升的态势，唐山高炉开工率恢复至去年较高水平，轮胎开工率也恢复至去年的平均水平。需求端依然较为低迷，其中3月30大中城市商品房成交面积同比下滑近50%，下行幅度较1-2月进一步放大，楼市小阳春的开局不利。汽车销售受到3月下旬以来的疫情影响，3月的零售日均为4.8万辆，日均同比下降15%。从外需来看，从领先指标韩国出口来看，3月韩国出口增速为18.2%，和2月20.6%的出口增速相比基本持平，保持较高增速，后续需要关注供应链扰动对出口的后续影响。

国内利率保持震荡，美债实际利率加速上行，中美利差持续收窄。从各项利率水平来看，十年期国债收益率在2.7%-2.8%附近震荡，DR007处于逆回购利率下方，流动性环境整体较为充裕，从当前的时点来看，价格型工具的操作空间确实已面临多重掣肘，数量型工具将成为主导结构性宽松的重要抓手。从市场流动性来看，近期外资流出势头有所趋缓，但北向资金流入的力度并不强，流出的交易日占比较大。从海外流动性来看，美债利率持续上行，主要体现为实际利率的陡峭上行，中美利差持续收窄。同2015-2018年的加息周期不同，本轮美联储加息周期“前快后慢”，紧缩高潮将出现在二季度，二季度美债利率仍有上行空间，2.8%是下一个关键点位，需警惕中美利差倒挂带来的负面冲击。

本周市场显著分化，风险偏好依然低迷，俄乌局势的影响逐步淡化，后续关注业绩窗口期以及一季度政治局会议。本周A股显著分化，价值跑赢成长，风险偏好仍较为低迷，国内点状疫情加剧之后，稳增长的诉求进一步加强，金融委会议后政策支持的方向主要集中在地产领域，包括部分城市个人房贷额度宽松、放款周期缩短以及房贷利率下降等举措。成长风格主要受美联储紧缩预期以及美债收益率上行影响持续下跌。海外方面，俄乌局势的影响逐步走向平稳，对于市场的影响逐步淡化。市场交易的重心将逐步过渡到年报、一季报的窗口期以及4月份的一季度政治局会议上。

2.2、4月行业配置：银行、农林牧渔、医药生物

行业配置的主要思路：展望4月，我们认为市场进入政策底确认后的磨底阶段，信用回升和经济底正式确认前存在结构性机会。股票市场在一季度估值明显收

缩的背景之下，演绎从政策底到市场底的磨底阶段。上市公司业绩在二季度面临下行压力，估值变化受到美联储紧缩的影响，后续估值扩张源于信用回升以及经济确认底部。结构性的机会在稳增长、后周期以及景气成长细分领域等三条线索。具体包括，1) 稳增长在疫情持续影响下是阻力最小的方向，板块中重点关注政策边际放松预期较强的地产、基建，以及受益于地产链条企稳的银行等大金融板块；2) 滞后于经济周期变化并能反映通胀的后周期品种，包括煤炭、石油石化、农林牧渔等；3) 景气成长板块中重点关注强产业周期催化的高景气细分领域，如光伏、医疗服务、绿电等，其中医药生物板块在过去一年整体表现落后，估值当前已经位于绝对底部，随着医药集采已成常态化事件，对行业的业绩冲击也逐步明确，多重利空因素逐渐出清，超跌反弹已具雏形。4 月首选行业银行、农林牧渔、医药生物。

➤ 银行

支撑因素之一：年报期银行板块业绩确定性强，国有银行去年业绩披露表现亮眼，资产质量稳中向好。3 月 30 日，工商银行披露 2021 年集团营业收入 8609 亿元，同比增长 7.6%；农业银行披露其 2021 年营收 7217 亿元，较上年增加 9.5%；建设银行 2021 年全年净利润 3025 亿元，同比增长 12%；中国银行 2021 年全年净利润 2165.6 亿元，同比增长 12.28%。

支撑因素之二：当前疫情扰动下经济增长压力增大，稳增长目标明确，政策有望持续发力，宽信用环境有望持续强化。政府工作报告指出对跨周期和逆周期调节进行强化，保持国内具备充足流动性。流动性总量进一步释放，利好银行业信贷扩张。

支撑因素之三：房地产政策边际放松，银行信用风险有所缓释。据贝壳研究院数据，2022 年 3 月份监测的全国 103 个城市主流首套房贷利率为 5.34%，二套利率为 5.60%，均较 2 月回落 13 个基点。地产政策的放松有望缓释银行信用风险，不良资产生产压力可控，资产质量和信贷业务有望稳中向好。

标的：光大银行、建设银行、兴业银行、交通银行等。

➤ 农林牧渔

支撑因素之一：生猪板块产能去化已持续较长时间，当前既具安全边际，又有向上弹性。产能从去年 7 月份以来连续八个月环比下降，产能下行保持着高强度，去化方向保持着高稳定性，且在供需和成本等多重因素之下有望加速，猪价处在底部区域，且往下空间非常小，头部企业对应 2022 年估值处在底部，具备了足够的防御性，也为猪价上行期带来了较大的弹性。

支撑因素之二：农业农村部及财政部明确 2022 年粮食生产重点工作并给予一揽子政策支持。3 月 25 日，两部门联合明确今年度粮食生产重点工作及一揽子支持政策，主要内容包括向农民发放一次性补贴、新建 1 亿亩高标准农田、适当提高稻谷与小麦最低收购价、加大农业防灾减灾救灾资金投入、稳住农业基本盘等。

支撑因素之三：央行将加大对大豆、油料等重要农业品的供给金融支持。3 月 30

日，人民银行印发《关于做好 2022 年金融支持全面推进乡村振兴工作的意见》，提出将加大对大豆、油料等重要农业品的供给金融支持。该意见将围绕大豆和油料增产，“菜篮子”产品供给，优化信贷资源配置，持续加大信贷投入。

标的：温氏股份、牧原股份、新希望、傲农生物等。

➤ 医药生物

支撑因素之一：辅助生殖技术服务纳入北京医保，纳入价格与此前价格一致。2月21日，北京市多部门发布通知，在全国率先将16项辅助生殖技术服务纳入医保。新政策将于3月26日起执行。价格方面，16项技术价格均无调整，表明此前辅助生殖技术定价较为合理。

支撑因素之二：集采常态化制度化机制形成，医药行业在经历阵痛期后进入良性调整阶段。2021年，国家药品集采政策逐渐由试点转向常态化运行，重塑着整个市场格局。当前集采已成功进入常态化阶段，医药板块投资逻辑也在经过一年的估值调整下重塑，集采长期将深化带量采购改革，促进整个产业的转型升级。

支撑因素之三：中药新药审批加速，政策支持中医药传承创新发展。2017年至2021年中药审批上市速度明显加快，由3600天缩短至300天左右，叠加2021年底国家中医药管理局网站公布《关于医保支持中医药传承创新发展的指导意见》，在价格、医保等领域支持中医药创新传承发展，中药领域加速发展态势明确。

标的：华润三九、同仁堂、羚锐制药、普洛药业等。

表 1：4 月重点看好行业及标的

最看好的行业	主要标的
银行	光大银行、建设银行、兴业银行、交通银行等
农林牧渔	温氏股份、牧原股份、新希望、傲农生物等
医药生物	华润三九、同仁堂、羚锐制药、普洛药业等

资料来源：国海证券研究所

表 2：4 月行业配置表

行业名称	沪深 300 权重	配置建议	行业名称	沪深 300 权重	配置建议
食品饮料	12.17%	标配	农林牧渔	1.83%	超配
银行	12.01%	超配	基础化工	1.8%	标配
电力设备	11.05%	标配	建筑装饰	1.78%	标配
非银金融	9.98%	标配	国防军工	1.5%	标配
医药生物	8.71%	超配	石油石化	1.38%	标配
电子	7.6%	标配	建筑材料	1.28%	标配
计算机	3.73%	标配	商贸零售	1.19%	低配
有色金属	3.72%	标配	通信	1.03%	标配
家用电器	3.36%	标配	传媒	0.85%	标配

汽车	3.2%	标配	煤炭	0.75%	标配
交通运输	2.78%	标配	钢铁	0.71%	标配
公用事业	2.49%	标配	社会服务	0.32%	标配
机械设备	2.29%	标配	美容护理	0.29%	低配
房地产	1.97%	标配	轻工制造	0.26%	低配

资料来源：Wind、国海证券研究所

3、风险提示

流动性收紧超预期，经济失速下行，中美摩擦加剧，疫情超预期恶化，历史数据仅供参考，标的公司未来业绩的不确定性等。

【策略研究小组介绍】

袁稻雨，策略联席首席分析师，5年策略研究经验，约翰霍普金斯大学硕士，侧重市场趋势研判与产业专题研究，国别比较等。

胡国鹏，研究所副所长，策略组首席分析师，11年策略研究经验，十四届新财富策略研究入围，西南财经大学金融学硕士，金融界《慧眼识券商》行业配置榜连续5年前五。2010-2014年策略高级分析师，2014-2021年首席分析师、所长助理。侧重经济形势分析、市场趋势研判和行业配置。

陈婉妤，伦敦政治经济学院硕士，侧重行业比较，国别比较以及消费板块研究等。

于方波，康奈尔大学商业管理硕士，侧重专题研究、行业比较、流动性与投资者分析等。

陈鑫宇，帝国理工学院风险管理与金融工程硕士，侧重专题研究、行业比较等

崔莹，对外经济贸易大学硕士，侧重政策跟踪与分析、产业专题研究等。

【分析师承诺】

胡国鹏、袁稻雨，本报告中的分析师均具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观的出具本报告。本报告清晰准确的反映了分析师本人的研究观点。分析师本人不曾因，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收取到任何形式的补偿。

【国海证券投资评级标准】

行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深300指数；

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深300指数；

回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深300指数。

股票投资评级

买入：相对沪深300指数涨幅20%以上；

增持：相对沪深300指数涨幅介于10%~20%之间；

中性：相对沪深300指数涨幅介于-10%~10%之间；

卖出：相对沪深300指数跌幅10%以上。

【免责声明】

本报告的风险等级定级为R3，仅供符合国海证券股份有限公司（简称“本公司”）投资者适当性管理要求的客户（简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户及/或投资者应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料及合法获得的相关内部外部报告资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证其中的信息已做最新变更，也不保证相关的建议不会发生任何变更。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。报告中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。

【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。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。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议。

任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

【郑重声明】

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。