

土耳其再掀波澜

报告摘要

- 当前全球市场的核心矛盾，一是对全球经济下行、甚至走向衰退的担忧，二是全球央行的竞相宽松的预期（本周新西兰央行也释放了降息信号）。上周土耳其再度上演“股债汇三杀”，英国脱欧再度陷入困局，给市场增添了波动，但并未带来大的震动，市场延续了“股债双牛”的格局，货币宽松的影响仍占上风。目前海外风险尚且不大，中国股债仍面临良好的外部环境。

● 海外重点事件追踪：

- **土耳其再度上演“股债汇三杀”。**土耳其为阻止里拉在大选前夕贬值人为制造钱荒，这加剧了投资者对土耳其债券和股票资产的抛售。我们认为，本次土耳其危机主要在于自身过高的外债依赖度和对汇率贬值压力的粗暴应对，而不代表新兴市场的整体性承压。
- **英国脱欧方案全部被否，英镑调整幅度有限。**英国脱欧危机深化，议会第三次否决了首相的脱欧方案。尽管英国脱欧困局深化，但本周英镑并未失速下跌，市场依然看淡无协议脱欧可能性，大概就是“前景是光明的，道路是曲折的”。
- **美联储官员对“降息”存较大分歧。**本周多位美联储官员对降息发表看法，最极端的是白宫经济顾问称美联储应该“立即”降息50个基点。周五美债10年-3个月收益率曲线结束倒挂，有助于缓解经济衰退预期。目前，联邦基金期货反映的美联储年内降息概率已达42%，显著高于不加息概率；全球负利率债券总量又回到10万亿美元，流动性宽松预期进一步加深。

● 大类资产走势回顾：

- **汇率：新兴市场并未整体恶化。**上周美元指数显著上涨0.66%，收于97.25，主要受到全球经济下行（比烂模式下一枝独秀）驱动。目前美元指数看涨情绪有所上升，但考虑到美国经济已现疲态，美元进一步上涨突破98的难度较大。受土耳其危机拖累，MSCI新兴市场货币指数回落，但仍处年初以来的高位波动区间，MSCI新兴市场指数走低后，周五收回跌幅，新兴市场并未整体恶化。
- **商品：油铜上涨，金价下挫。**尽管特朗普施压油价，但供应趋紧前景抵消了对全球增长放缓的担忧。上周黄金价格显著下跌，主要因美联储结束加息的利好落地，以及美元反弹，黄金价格缺乏上行动能；铜价反弹，投资者关注铜的供应短缺因素，风险偏好有所抬升。
- **股债：继续体现流动性放松。**上周美股、欧股同步上涨，新兴市场股指下跌后周五反弹收回跌幅。欧美日10年国债收益率皆进一步走低，10年期中美利差保持在66bp的较高水平。

研究部

钟正生

zhongzhengsheng@cebm.com.cn

张璐

lzhang@cebm.com.cn



目录

一、海外重点事件追踪	3
1、土耳其再度上演“股债汇”三杀	3
2、英国脱欧方案全部被否，英镑调整幅度有限	3
3、美联储官员对“降息”存较大分歧	4
5、通俄门调查结果出炉，特朗普“被放过”	4
三、大类资产走势回顾	5
1、汇率：新兴市场并未整体恶化	5
2、商品：油铜上涨，金价下挫	5
3、股债：继续体现流动性放松	6

图表目录

图表 1：上周美欧经济差距收敛削弱美元上涨动能	3
图表 2：美国按揭贷款利率加速回落支撑地产销售	4
图表 3：市场预期美联储年内即会开启降息	4
图表 4：上周英镑及新西兰元跌幅较大	5
图表 5：上周新兴市场货币指数有所回落但未失速	5
图表 6：上周原油价格延续上涨态势	6
图表 7：上周金价下跌、铜价反弹	6
图表 8：上周全球股指普涨，仅日股下跌	6
图表 9：上周欧、美、日利率皆进一步下行	6



一、海外重点事件追踪

1、土耳其再度上演“股债汇三杀”

因3月31日土耳其将举行地方选举，这对里拉构成潜在风险，摩根大通3月22日发布报告建议投资者做空土耳其里拉/美元，当日里拉兑美元跌幅一度达到6%，创下去年八月以来的最大单日跌幅。土耳其为阻止里拉在大选前夕贬值人为制造钱荒（当地银行受到施压，不能向意欲做空里拉的外国投资者提供流动性），3月27日周三，土耳其里拉隔夜互换利率暴涨至1200%，这一利率此前一周还保持在22%水平左右。这加剧了投资者对土耳其债券和股票资产的抛售。近两周土耳其5年期信用违约掉期（CDS）涨幅超过100个基点；股市则暴跌超过10%，波动性升至去年11月以来最高水平（图表1）。

本次危机与2018年8月的土耳其危机原因基本相同，主要根源于土耳其经济下滑。土耳其经济从2003年开始高歌猛进，历时近十多年的快速增长，曾为其赢得了“中东明星”的称号，但这主要是靠猛印钞、大基建、高房价拉动。从2003年至今，土耳其M2整整增加了24倍，在货币宽松的同时，土耳其大量借入外债，2018年上半年土耳其外债总额达4570亿美元，占国内生产总值的51.8%，是其外汇储备785亿美元的近6倍。这种发展模式不可持续，生产要素价格的快速上涨将导致双逆差，进而导致资本外流和经济下滑。根据土耳其国家统计局3月11日公布的数据，2018年四季度土耳其GDP同比下滑3%，与2017年四季度同比7.3%涨幅相比出现了巨大反差。我们认为，本次土耳其危机主要在于自身过高的外债依赖度和对汇率贬值压力的粗暴应对，而不代表新兴市场的整体性承压。

图表 1：上周土耳其再现股债汇三杀



来源：Wind，莫尼塔研究

2、英国脱欧方案全部被否，英镑调整幅度有限

英国议会3月27日对脱欧替代方案进行投票，否决了所有脱欧代替方案，英国首相梅称将在3月29日就脱欧议案再进行一轮投票，并称若议案通过，自己将辞去首相职务；3月29日英国再次否决脱欧议案，不过表决结果的票差是58票，已比1月份时230票的差距缩小很多。下周一（4月1日），议员们将有机会在有关B计划的一系列投票中选择自己支持的方案，其中可能包括与欧盟的全面关税同盟和批准最终脱欧协议的全民公投，希望这个缩小选择范围的过程可以产生议会支持的路线图。欧洲领导人将于4月10日举行紧急峰会，以寻求脱欧前进的方向。而在3月21日的欧盟峰会上，欧盟曾提出，如果本周英国议会的第三次投票依然没能通过，英国必须在4月12日之前再做出新抉择（主要是决定是否参

加欧洲议会选举)。尽管英国脱欧困局深化,但本周英镑并未失速下跌,市场依然看淡无协议脱欧可能性,大概就是“前景是光明的,道路是曲折的”。

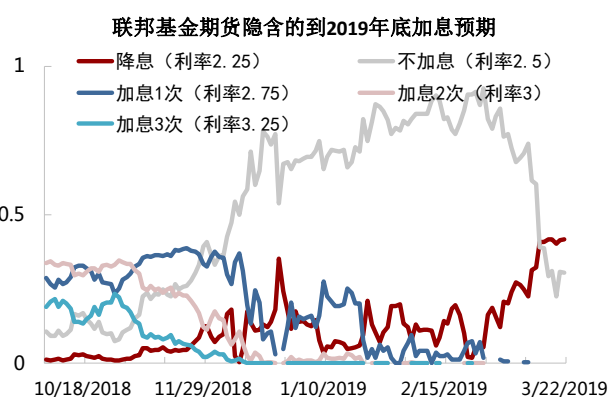
3、美联储官员对“降息”存较大分歧

本周多位美联储官员对降息发表看法,支持降息的观点如下。美国白宫经济顾问Kudlow:美联储应该“立即”降息50个基点,美联储不应当将隔夜利率设定在2%上方。美联储理事提名人Moore:我肯定会考虑逆转美联储2018年12月份的加息行动,我并不一定会倾向于降息50个基点,美联储可能在加息问题上一直都“大错特错”。耶伦评收益率曲线倒挂:可能意味着需要降息,但并非经济衰退。反对降息的观点如下。美国明尼阿波利斯联储主席Kashkari(2020年有投票权):现在谈论FOMC降息前景还显得“操之过急”,如果我发现美国经济增速实质性地放缓,那我将支持FOMC降息。美国圣路易斯联储主席布拉德(票委):预计经济可能在二季度和今年余下时间反弹,现在考虑降息是不成熟的。美联储二、三把手回应:可保持耐心,近期不可能经济衰退。

本周美国公布的经济数据仍延续了温和走弱的趋势,降息的迫切性尚不太强。2月美国营建许可、新屋开工数据、成屋签约销售指数均弱于预期,但新屋销售数据好于预期,或与按揭贷款利率下行关联较大(图表2);3月谘商会消费者信心指数显著低于预期,但密歇根大学消费者信心指数终值好于预期。1月美国贸易逆差收窄规模创近十年最大(去年四季度,美国经常账户赤字为十年最大),对华出口创八年新低,大豆出口增加9000万美元。周五美债10年-3个月收益率曲线结束倒挂,有助于缓解经济衰退预期。目前,联邦基金期货反映的美联储年内降息概率已达42%,显著高于不加息概率(30%)(图表3);全球负利率债券总量又回到10万亿美元,流动性宽松预期进一步加深。我们认为,从纠正收益率曲线倒挂的角度,美联储下半年可能降息(详见《美债收益率倒挂另有成因》)。

图表2:美国按揭贷款利率加速回落支撑地产销售

图表3:市场预期美联储年内即会开启降息



来源: Wind, 莫尼塔研究

5、通俄门调查结果出炉,特朗普“被放过”

在历时22个月的通俄门调查后,特别检察官罗伯特·米勒3月22日向美国司法部长提交了最终调查报告,24日美国司法部长巴尔向国会提交了报告的摘要。报告中共有四点结论:1、特别检察官未发现特朗普阵营与俄罗斯勾结的证据;2、穆勒未对特朗普是否妨碍司法作出结论;3、全案没有后续起诉,该案被起诉的34人的罪名,大多与“通俄门”无直接关联;4、虽然这份报告没有断定总统犯了罪,但也不能确定他无罪。需要注意的是,巴尔向国会提交的仅仅是摘要,并没有提交全文。对于是否会公布完整版的报告,巴尔称,报告中含和大陪审团有关的信息,根据联邦法律属于限制公开,在处理完报告后,将进一步决定哪些部分将可公开。

而这也成为了民主党怀疑这份报告的主要原因,怀疑的点主要包括:前几个月才获特朗普提名上位的司法部长巴尔立场是否中立?对完整版报告内容是否有所隐瞒?特朗普团队究竟有没有妨碍司法?目前,由民主党掌控的众议院已宣布对特朗普生活各层面展开多起调查,调查内容包括:特朗普

就职委员会捐款来源、是否不当使用经费、税务问题等。与这次事件直接相关的便是美国大选，2020年美国将进行大选，2019年下半年两党将开始推举候选人，目前来看特朗普连任的可能性是非常高的，民主党如果想取得大选胜利，势必要在通俄门调查上做文章。因此，虽然通俄门的调查结束了，但后续事件也许还没有结束。如果特朗普顺利连任，贸易战可能会在2021年卷土重来，需要对此做好足够的警惕。

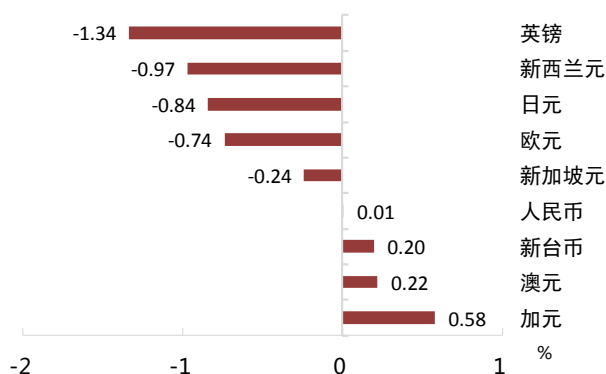
三、大类资产走势回顾

1、汇率：新兴市场并未整体恶化

上周美元指数显著上涨0.66%，收于97.25，主要受到全球经济下行（比烂模式下的一枝独秀）驱动。目前美元指数看涨情绪有所上升，但考虑到美国经济已现疲态，美元进一步上涨突破98的难度较大。上周英镑和新西兰元下跌幅度最大：英镑收脱欧困局拖累，但并未失速下跌，体现市场仍谨慎看好英国不会无协议脱欧；新西兰联储维持基准利率1.75%不变，但表示未来降息可能上升，导致新西兰汇率和期债急跌（图表4）。离岸人民币对美元汇率并未相应贬值，呈强势状态，商务部本周称中美双方团队正全力以赴进行认真谈判，中国代表团将在4月3日再次访问美国，中美谈判进展依然积极；期权市场上反映的人民币贬值预期仍处低位。上周受土耳其危机拖累，MSCI新兴市场货币指数回落，但仍处年初以来的高位波动区间，MSCI新兴市场指数走低后，周五收回跌幅，新兴市场并未整体恶化（图表5）。

图表 4：上周英镑及新西兰元跌幅较大

图表 5：上周新兴市场货币指数有所回落但未失速



来源：Wind，莫尼塔研究

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_13285

