

## 土耳其“股债汇”三杀，会传导至其他市场吗？

### 主要结论：

#### 一、土耳其“股债汇”三杀，会传导至其他市场吗？

- 土耳其近期“股债汇”三杀，再次成为新兴市场的风暴点。
- 土耳其的“休克疗法”是导致金融市场出现较大波动的主因。
- 土耳其外汇储备大幅下滑+经济数据不景气+市场预期转向悲观均对里拉形成贬值压力。
- 短期来看，政治风险对里拉汇率形成一定威胁；长期来看，土耳其金融体系的脆弱性，也会对欧元区和其他新兴市场产生影响。
- 土耳其的风险会部分抵消新兴市场受益于美国和欧央行带来的流动性修复。

#### 二、德国 IFO 商业景气指数以及美国成屋销售高于预期，美国新屋开工和核心 PCE 物价指数不及预期

- 德国 IFO 商业景气指数高于预期和前值：除了制造商的乐观情绪下滑，其他行业均有所上升。
- 美国新屋开工和营建许可均不及预期：东北、西部以及南部地区新屋动工的下滑拖累整体新屋开工。
- 美国 2 月新屋销售增至 11 个月以来最高值：2 月，除美国西部地区以来，美国四大地区新屋销售都有所增长。
- 美国 1 月核心 PCE 物价指数同比增速不及预期：商品和服务业的支出对 1 月个人消费支出环比值形成拉动。

#### 三、本周重点关注美国零售销售和劳动力市场指数

- 财经数据：2 月零售销售月率(%)、美国 2 月耐用品订单月率初值(%)、美国 3 月 ADP 就业人数(万)、美国 3 月季调后非农就业人口变动(万)。

#### 风险提示：

- 美联储货币收紧时间过长，导致经济向下压力的累积。
- 美国经济数据显著低于预期，美联储转向宽松时间节点滞后。
- 新兴市场动荡拖累欧元区经济进一步走弱。

边泉水 分析师 SAC 执业编号：S1130516060001  
bianquanshui@gjzq.com.cn

段小乐 联系人  
(8621)61038260  
duanxiaole@gjzq.com.cn

正文如下：

土耳其近期股债汇三杀，再次成为新兴市场的风暴点。数据显示，3月27日晚间，土耳其股指 ISE National-100 日内一度暴跌 7%，创去年 8 月以来新低，抹平年内所有涨幅；土耳其两年期债券收益率周三跃升至 20.32% 以上；汇率方面，里拉兑美元汇率不断跳水，跌幅扩大超过 5%，负面影响已经开始蔓延到其他新兴市场，阿根廷比索兑美元跌 1.9%，创历史新低，今年以来已累计跌超 15%；南非兰特、巴西亚雷尔、墨西哥比索兑美元均跌超 1%，俄罗斯卢布兑美元跌 0.6%，土耳其里拉的一周隐含收益率收盘价从上周四的 24.1% 飙升至 69.5%，几乎翻了去年土耳其里拉危机时的高点 39.5% 一倍。

图表 1：土耳其股指暴跌



来源：Wind，国金证券研究所

图表 2：土耳其 2 年国债收益率大幅上升



来源：Wind，国金证券研究所

图表 3：土耳其 CDS 跳升



来源：Bloomberg，国金证券研究所

土耳其的“休克疗法”是导致金融市场出现较大波动的主因。上周三，里拉隔夜互换利率从周二的 330% 跳涨至 1200%，七天期互换利率也从一周前的 24% 飙升到的 280%。原因在于，土耳其央行提高银行间拆借利率，通过制造里拉流动性不足、投资者无法轻松进出的局面，以减少里拉的做空力量，并决定暂停为期一周的回购标售。这其实等于大幅加息，虽然短期可以保护货币，但它对经济的负面影响也相当大。与此同时，央行暂时停止了每日外汇掉期拍卖，这使得出售里拉和购买海外资金变得更加困难。如果每日拍卖没有在周末之前恢复，那么商业银行将不得不将所有短期资金转换为更昂贵的隔夜贷款利率，而同时商业银行面临当局的压力，要求尽可能降低企业的贷款利率，但现在他们的短期融资成本已进入“平流层”。数据显示，土耳其大型银行 Akbank TAS 的股票自 3 月 22 日以来下跌超过 12%。“休克疗法”激进式的反经济危机措施意味着迫使短期里拉飙升，但这种突然紧缩的货币政策的影响开始已经消退，投资者通过转而抛售其他土耳其资产。

图表 4: USDTRY 回落后上升



来源: Bloomberg, 国金证券研究所

土耳其外汇储备大幅下滑+经济数据不景气+市场预期转向悲观均对里拉形成下行压力:

首先，截至 3 月 15 日的两周内土耳其央行净国际储备净减少 63 亿美元，是自 2014 年 1 月以来的最大跌幅，此次外汇储备的回落主要由于能源进口企业的汇率损失和支付外债引起的，总价值 53 亿美元左右。

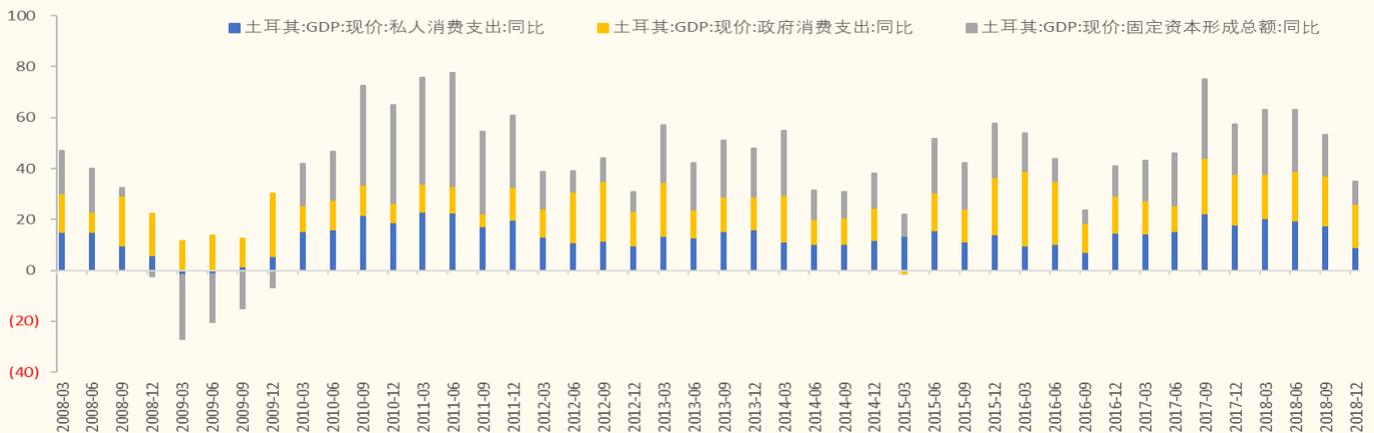
图表 5: 土耳其近两周的外汇储备出现大幅回落



来源: Wind, 国金证券研究所

其次, 土耳其国家统计局 3 月 11 日公布数据表示土耳其去年第四季度国内生产总值同比下滑 3%, 萎缩幅度高于经济学家预期值-2.7%, 也创下了 2009 年来的最差表现; 第四季度 GDP 环比下降 2.4%, 这是继第三季度萎缩 1.6%后, 连续第二季度经济增速出现下滑, 符合技术性衰退的标准, 原因是家庭消费和固定资产投资下降, 而政府支出增速放缓。“断崖式下跌”的私营部门信贷数据不由得让人担心出现信贷泡沫破裂。分部门来看, 长期受益于土耳其宽松信贷推动的建筑行业第四季度较上年同期萎缩 8.7%, 工业部门萎缩 6.4%, 家庭消费支出上季度下降约 9%, 显示出国内需求不断大幅回落的迹象, 去年下半年土耳其经济突然放缓, 在很大程度上是由于土耳其与美国的分歧, 导致美国对土耳其实施关税和制裁, 以及埃尔多安要求削减借贷成本的公开压力, 这些都加剧了投资者对土耳其央行独立性的担忧。

图表 6: 土耳其四季度消费政府支出以及固定投资同比增速均下滑



来源: Wind, 国金证券研究所

第三, 在上周五里拉兑美元一度暴跌超过 6%之后, 部分外资投行发布报告称里拉可能进一步贬值, 加强了市场的看空情绪。

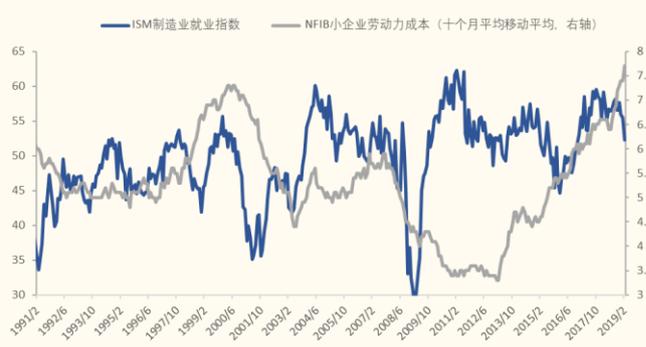
短期来看，政治风险对里拉汇率形成一定威胁；长期来看，土耳其金融体系的脆弱性，也会对欧元区和其他新兴市场产生影响。短期来看，通胀和失业率的不断上升，叠加经济增速大幅放缓，给即将到来的土耳其地方选举再笼罩上一层阴霾。3月31日，土耳其总统埃尔多安的政党将在伊斯坦布尔和安卡拉等关键城市争夺权力，这也是潜在的风险事件，一旦选举出现僵持，对于土耳其里拉来说雪上加霜，同时可能加剧了金融风险。从长期来看，过去几年土耳其的企业和金融外币债务不断积累，这些债务现在占其经济的70%；同时，该国的经常账户赤字处于历史最高水平；这些债务的债权人主要是欧元区国家和美国。如果土耳其在偿还贷款方面遇到困难，可能会导致主权债务违约风险上升，从而将风险扩散到其他国家的银行，如UniCredit、BBVA和法国巴黎银行都是土耳其的主要贷款方。当前意大利和西班牙已经是欧盟最薄弱的经济体之一，其中一个赤字支出预算高，另一个失业率接近15%，土耳其的债务问题这会对欧洲经济产生重大的负面影响。另外，美国投资者拥有近25%的土耳其债券和超过一半来自土耳其的公开交易股票，股票价值的急剧下跌可能对大量美国投资者产生负面影响。

土耳其的风险会部分抵消新兴市场受益于美国和欧央行带来的流动性修复。对于新兴市场来说，土耳其的风险有虽然有一定的传染性，但仍然相对有限。如今美国经济产出缺口上升的空间的已经较小，劳动力市场的紧缺和成本上行导致企业利润难以进一步上行，减税的边际效应正在下降。随着美国经济的回落，以及中美贸易长时间的拖延，分子端美股企业盈利则会不断下调，从而导致股市出现大幅回调，导致资本流入新兴市场。所以，尽管土耳其股债汇三杀，全球新兴市场其他地方的反应仍然很平静。自上周发生动荡以来，MSCI新兴市场货币指数下跌不到1%。不过，这部分削弱了发达经济体转向宽松对新兴市场资本流动方面的利好程度。

图表 7: 美国名义 GDP 产出缺口上行有限



图表 8: 劳动力市场的紧缺和成本上行



来源: Wind, 国金证券研究所

## 二、德国 IFO 商业景气指数以及美国成屋销售高于预期，美国新屋开工和核心 PCE 物价指数不及预期

### 1. 德国 3 月 IFO 商业景气指数高于预期和前值

IFO Institute 报告在 3 月 25 日傍晚公布的数据显示，德国 3 月 IFO 商业景气指数为 99.6，高于预期和前值的 98.5；德国 3 月 IFO 商业现况指数为 103.8，高于预期的 102.9 和前值的 103.4；德国 3 月 IFO 商业预期指数为 95.6，高于预期的 94 和前值的 93.8。

除了制造商的乐观情绪下滑，其他行业均有所上升。制造业的商业环境再次疲软，制造商对他们目前的业务的评估不那么乐观，前景也在恶化，预期分项指数跌至 2012 年 11 月以来的最低水平。随着需求下降，企业几乎不指望产量会有更多增长。服务业指数明显上升，服务供应商对他们本已有利的业务状况给予了更积极的评价。在贸易方面，商业环境有所改善，对当前形势的评估升至 2018 年 5 月以来的最高水平，此外，企业的预期也有所改善，特别是零售商目前的报告情况非常好。在建筑业，商业景气指数在经历了过去几个月的疲软趋势后有所上升。这是目前业务状况明显改善的结果。前景基本保持不变。

### 2. 美国 2 月新屋开工和营建许可均不及预期

美国人口调查局 3 月 26 日公布的数据显示，美国 2 月新屋开工 116.2 万户，不及预期值 121 万户，也不及前值的从 123 万户上修至 127.3 万户；美国 2 月新屋开工年化月率(%)为-8.7%，远低于预期的-1.6%和前值的 11.7%。

东北、西部以及南部地区新屋动工的下滑拖累整体新屋开工。分地区来看，美国东北部、西部、南部地区新屋动工数分别下滑 29.5%、18.9%及 6.8%，仅中西部地区新屋建造情况较为乐观，增幅为 26.8%。另外独栋住宅为拖累新屋开工的主要情况，数据显示独栋住宅的新动工数环比下滑 17%至 80.5 万户，为 2017 年 5 月以来的最低水平。美国 2 月营建许可 129.6 万户，不及预期值 130.5 万户，也不及前值从 134.5 万户下修至 131.7 万户，营建许可的回落这反映出新住房的开发进度再未来也将有所放缓。

### 3. 美国 2 月新屋销售增至 11 个月以来最高值

美国商务部 3 月 29 日公布的数据显示，美国 2 月新屋销售季调后环比增长 4.9%，创 2018 年 3 月份以来最高值。前值由下跌 6.9%上调为增长 8.2%。美国 2 月新屋销售年化总数为 66.7 万户，高于预期额 62 万户和前值 60.7 万户。

2 月，除美国西部地区以来，美国四大地区新屋销售都有所增长。分地区来看，

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\\_13388](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_13388)

