

2021年03月28日

固定收益研究

研究所

证券分析师:
021-68930187
联系人:
021-60338175靳毅 S0350517100001
jinyi01@ghzq.com.cn
吕剑宇 S0350119010018
lvjy@ghzq.com.cn

加息涟漪将如何演绎?

——海外宏观周报(20210322-20210328)

投资要点:

相关报告

《债市日报(20210326): 央行持续稳流动性, 各期限利率普遍上行》——2021-03-27

《债市日报(20210325): 隔夜回购利率上行, 关注跨季流动性压力》——2021-03-26

《债市日报(20210324): 资金面依然宽松, 债市情绪偏暖》——2021-03-25

《债市日报(20210323): 资金面延续宽松, 关注地方债供给》——2021-03-24

《债市日报(20210322): LPR 继续持稳, 资金面稳中偏松》——2021-03-23

■ 加息涟漪将如何演绎?

3月中旬, 巴西、土耳其、俄罗斯央行纷纷宣布加息。我们认为主要原因有二: 一方面, 新兴市场均面临不同程度通胀压力; 另一方面, 美国长端利率上行使得新兴市场货币存在一定程度贬值压力, 进而加剧通胀。

回顾 2000 年以来的两轮金融危机, 在全球放水的背景下, 新兴市场中的资源依赖型国家更容易较早出现通胀压力进而采取加息进行抑制, 而制造型国家加息略微滞后。从加息幅度上来看, 资源型国家加息幅度普遍较大, 而制造型国家加息幅度较缓; 从加息频率上来看, 资源型国家加息短、频、快, 而制造型国家加息周期较长。

类比次贷危机后各大新兴市场的第一轮加息, 海外方面, 未来 1-2 个季度将看到更多制造型新兴市场为应对通胀而开启加息。然而, 由于本轮整体经济环境, 较前两轮金融危机更为脆弱, 本轮各大新兴市场在加息上将显得更加谨慎, 在具体操作上可能会呈现出幅度小, 频率高的模式。国内方面, 短期之内, 新兴市场的加息将不会成为影响我国货币政策转向的核心因素。

■ 上周新公布重要数据

欧盟 3 月制造业 PMI 录得 62.4, 较上月增加 4.5。

美国 2 月新房销售录得 6.4 万套, 较上月下降 0.9 万套; 3 月 20 日当周初次申请失业金人数录得 68.4 万人, 较上周下降 9.7 万人; 个人消费支出录得 14.79 万亿美元, 较上月下降 0.15 万亿美元; 2 月核心 PCE 同比增加 1.41%, 较上月下降 0.07 个百分点; 2 月人均可支配收入折年数录得 53408 美元, 较上月下降 4635 美元。

- 美联储基准利率预期 截至 3 月 28 日, 联邦基金基准利率期货隐含加息预期有所下降, 今年 4 月份、6 月份、9 月份、11 月份、12 月份加息至 25-50BP 的概率分别为 2.20%、2.20%、2.20%、2.20%、6.60%。

■ **疫情方面** 德国单日确诊有所上升。疫苗接种方面，以色列和阿联酋接种完成率最高，分别达 54.8%和 36.3%。美国和英国接种完成率紧随其后，分别达 21.0%和 24.2%。

■ **风险提示** 经济刺激不及预期、新冠疫情变化。

1、加息涟漪将如何演绎？

1.1、三大新兴市场为何纷纷加息？

3月17日、18日、19日，巴西、土耳其、俄罗斯央行纷纷宣布加息。三大新兴市场为何纷纷开始加息？我们认为主要有两方面的因素：

1、新兴市场通胀高企。疫情以来，以美国为代表的各大经济体采取了宽松的货币政策和财政政策，全球需求端恢复较快叠加在流动性宽松的环境下，部分新兴市场率先出现了不同程度的通胀压力；

2、新兴市场货币贬值压力加大。由于目前各大新兴市场已经呈现一定的通胀压力，而美国目前通胀尚处低位，短期内，新兴市场货币存在一定贬值压力，未来或将进一步加剧国内通胀。

图 1：三大新兴市场通胀压力显现

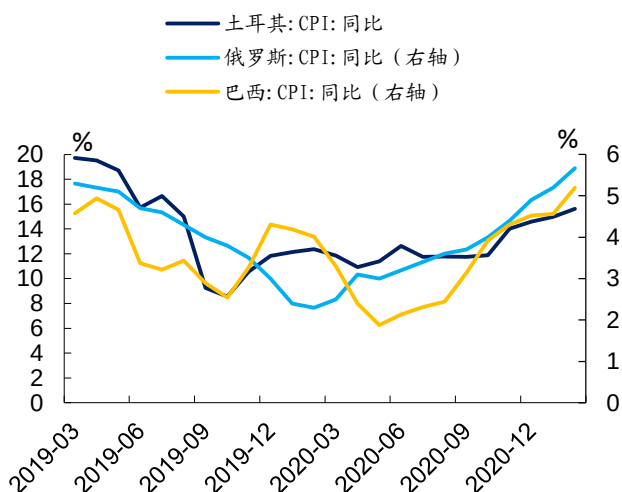


图 2：里拉、卢布贬值幅度较大



资料来源：WIND、Fed St Louis、国海证券研究所

资料来源：WIND、国海证券研究所

1.2、新兴市场加息的涟漪将如何传导？

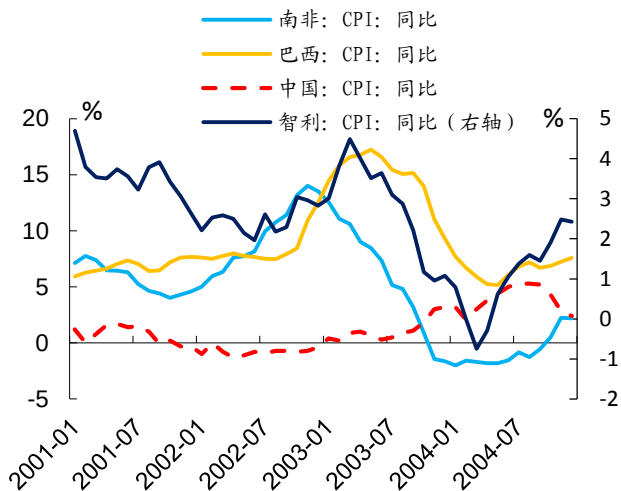
回顾 2000 年以来的两轮金融危机，通胀永远是讨论新兴市场避不开的问题。在全球放水的背景下，新兴市场中的资源依赖型国家更容易较早出现通胀压力进而采取加息进行抑制，而制造型国家加息略微滞后。从加息幅度上来看，资源型国家加息幅度普遍较大，而制造型国家加息幅度较缓；从加息频率上来看，资源型国家加息短、频、快，而制造型国家加息周期较长：

1、科网泡沫破灭后：

以南非、智利、巴西为代表的资源依赖型国家国内产生了较严重的通胀问题，

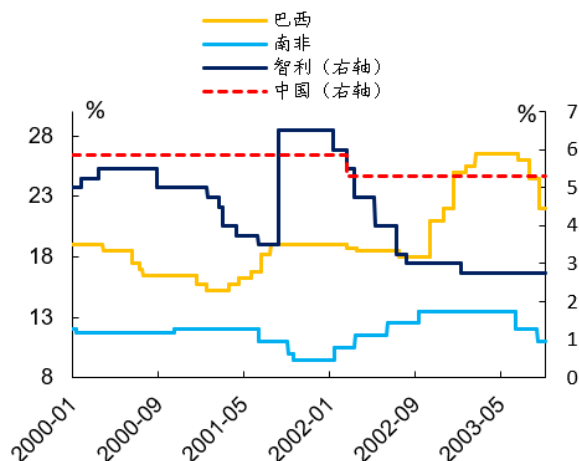
率先开启加息。其中，巴西从 2001 年 3 月起开始加息，持续到 2003 年 3 月，期间曾短暂降息 3 次，但由于通胀问题始终得不到控制，随后又进入加息周期，总共加息 10 次，共计 1125BP；智利于 2001 年 7 月进行一次 300BP 的加息；南非于 2002 年 1 月开始加息，一直持续到 2002 年 9 月，期间共加息 4 次，总计 400BP。

图 3：2001 年资源型国家通胀压力大



资料来源：WIND、Fed St Louis、国海证券研究所

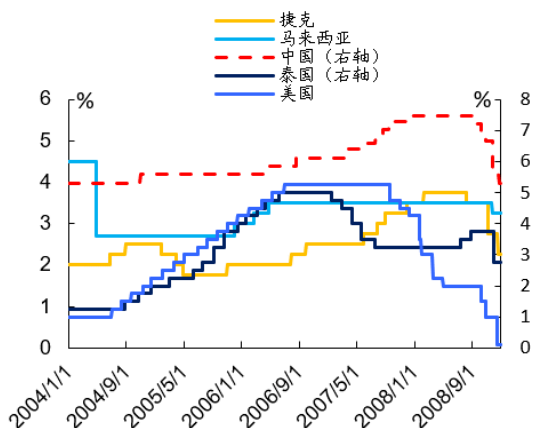
图 4：2001 年资源型国家以及中国基准利率走势



资料来源：WIND、BIS、国海证券研究所

2004 年，由于美国地产周期的迅速开启，美联储开始逐渐加息，紧接着以捷克、马来西亚、泰国为代表的制造型新兴市场也纷纷开始加息。其中，泰国与美国加息节奏和幅度上较为一致，中国前期加息节奏较慢，在美国加息期间只进行了 2 次总计 54BP 的加息。

图 5：2004 年起制造型新兴市场、中国以及美国基准利率走势



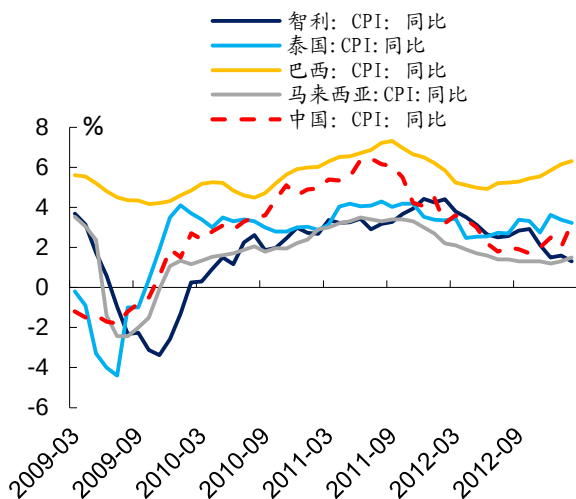
资料来源：WIND、BIS、国海证券研究所

2、次贷危机后：

次贷危机后，全球各大经济体纷纷放水，各大新兴经济体国内都呈现出不同程度的通胀压力，并且本轮通胀问题上，各国节奏较为一致，因此，在加息操作上，

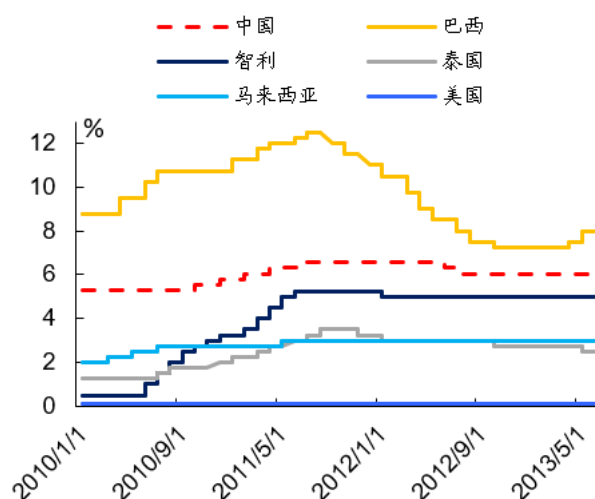
各国节奏也比较一致。其中，马来西亚、巴西分别于 2010 年 3、4 月率先开启加息，分别进行加息 3 次和 8 次，共 75BP 和 375BP；泰国、智利于 2010 年 6 月和 7 月，分别开始加息，分别进行加息 8 次和 12 次，共计 225BP 和 512.5BP；中国开启加息较晚，于同年 10 月份开启加息，总计 5 次，共 125BP。

图 6：次贷危机后各大新兴市场通胀抬头



资料来源：WIND、Fed St Louis、国海证券研究所

图 7：2010 年起各国基准利率走势

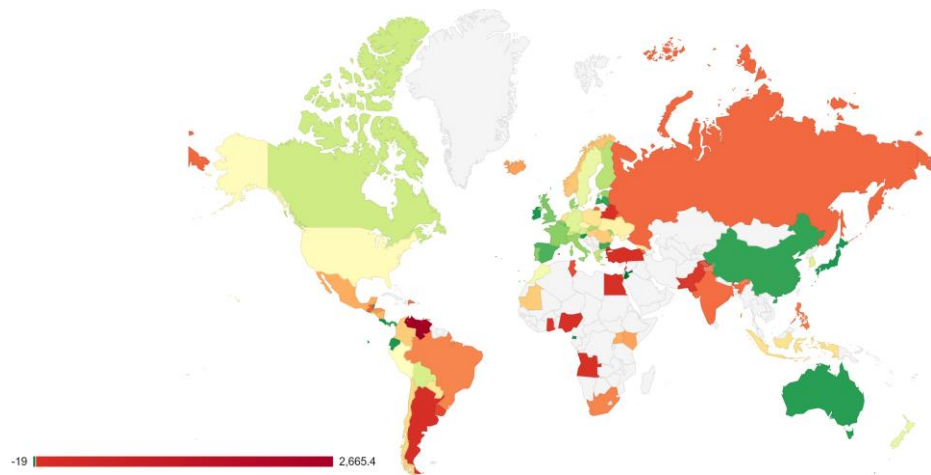


资料来源：WIND、BIS、国海证券研究所

1.3、本轮新兴市场加息涟漪将如何演绎？

在全球放水的刺激下，目前除了以巴西、俄罗斯为代表的资源型新兴市场国家，许多制造业新兴市场国家，如菲律宾、印度、马来西亚等东南亚国家，也均出现了不同程度的通胀问题，与此同时，在美国利率走高的预期下，未来各大新兴市场将有一定的贬值压力，进而加剧国内通胀问题。

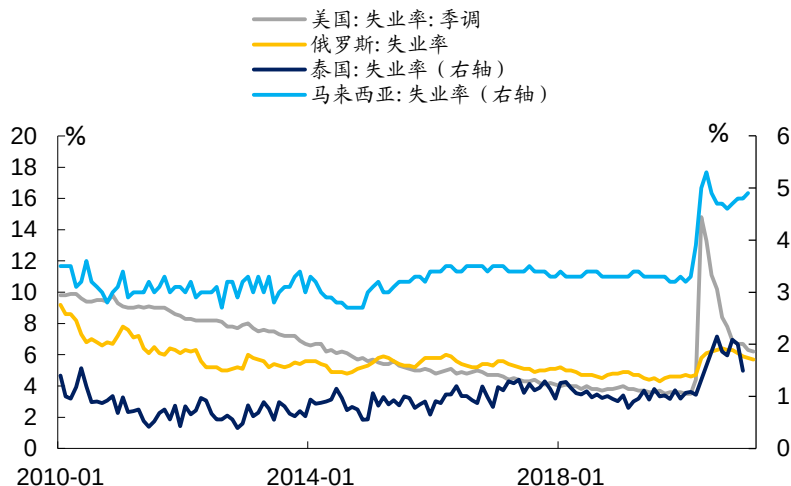
图 8：全球通胀水平热力图



资料来源：CountryEconomy、国海证券研究所

整体而言，本轮经济环境与次贷危机后更相似，全球放水下，各国通胀回升节奏较一致。然而，由于新冠疫情的肆虐，本轮经济环境较次贷危机后更为脆弱。虽然，随着疫苗的广泛接种，各国失业率有所回落，但整体水平显著高于疫情前水平。

图 9：目前失业率整体较高



资料来源：WIND、国海证券研究所

因此，我们认为，类比次贷危机后各大新兴市场的第一轮加息：

海外方面，未来 1-2 个季度将看到更多制造型新兴市场为应对通胀而开启加息。然而，由于本轮整体经济环境，较前两轮金融危机更为脆弱，本轮各大新兴市场在加息上将显得更加谨慎，在具体操作上可能会呈现出幅度小，频率高的模式。

国内方面，由于央行货币政策调控机制丰富，平息通胀能力强，叠加产业链完整，受海外市场影响较小。所以，短期之内，新兴市场的加息将不会成为影响我国货币政策转向的核心因素。

2、全球经济指标追踪

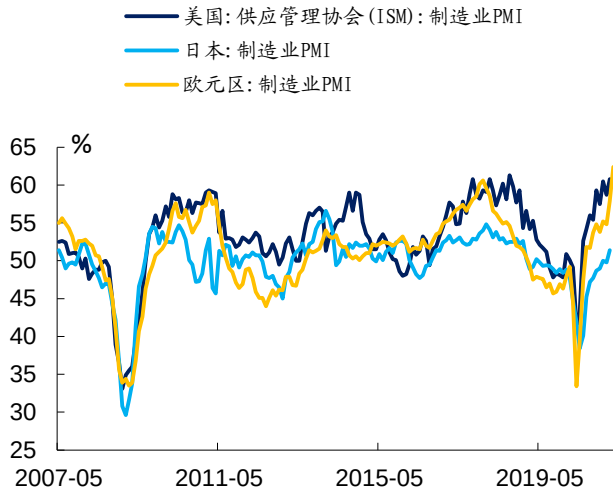
2.1、生产情况

2 月美国制造业 PMI 录得 60.80，较上月增加 2.10；3 月欧元区制造业 PMI 录得 62.40，较上月增加 4.50；2 月日本 PMI 录得 51.40，较上月增加 1.60。

2 月美国工业总产值同比减少 2.54%，增速较上月减少 2.60 个百分点，环比减

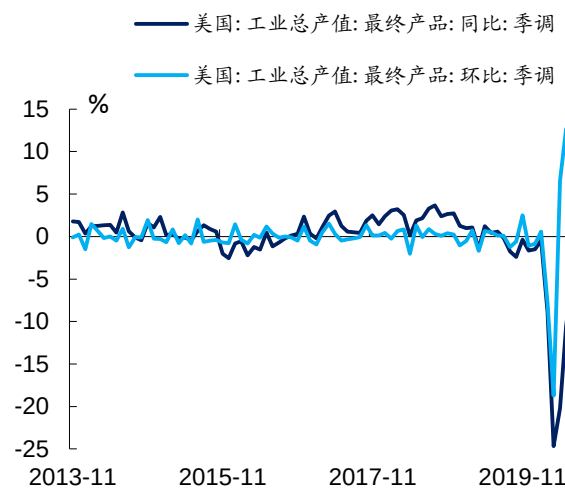
少 2.03%

图 10: 美、日、欧制造业 PMI



资料来源: WIND、国海证券研究所

图 11: 美国工业总产值情况



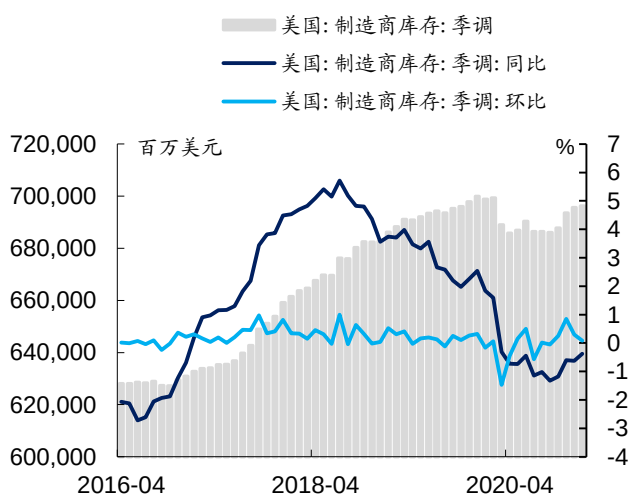
资料来源: WIND、国海证券研究所

2.2、库存情况

1 月份, 美国制造商库存录得 6962.67 亿美元, 同比降低 0.37%, 较上月同比增速增加 0.25 个百分点, 环比增速录得 0.09%。

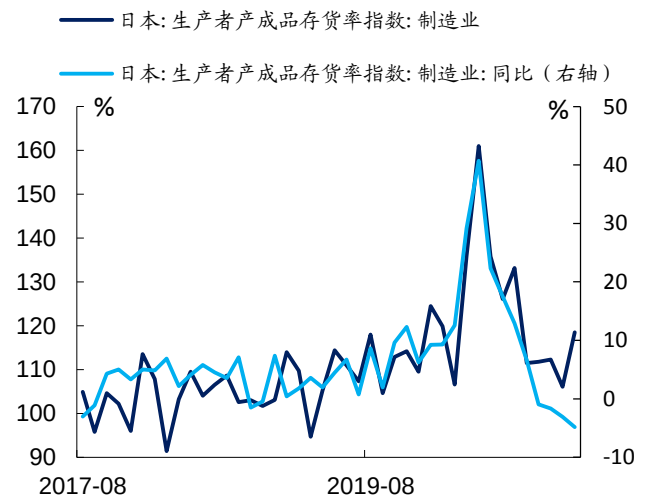
1 月份, 日本生产者产成品存货率指数方面, 录得 119.10, 较上月增加 13, 同比增速为-4.34%, 较上月下降 1.23 个百分点。

图 12: 美国制造商库存情况



资料来源: WIND、国海证券研究所

图 13: 日本生产者产成品存货率情况



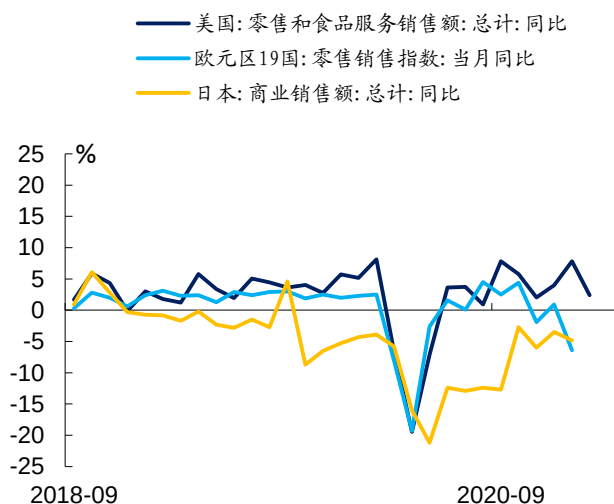
资料来源: WIND、国海证券研究所

2.3、需求与消费情况

2 月份，美国零售和食品服务销售额同比增速录得 2.39%，较上月下降 5.44 个百分点；1 月份，欧元区零售销售指数同比增速录得-6.40%，较上月下降 7.30 个百分点；1 月份，日本商业销售额同比增速录得-4.80%，较上月下降 1.30 个百分点。

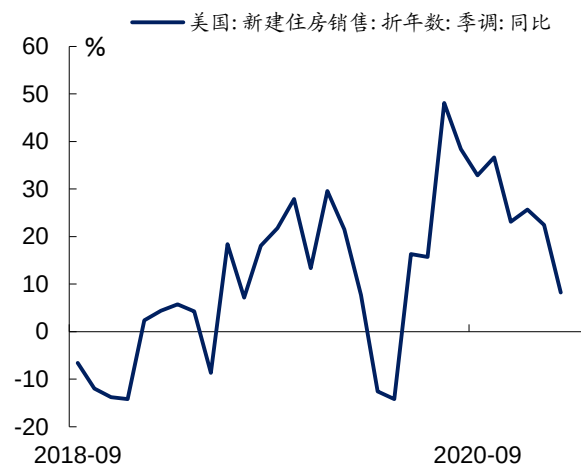
2 月份，美国新建住房销售同比增速录得 8.24%，同比增速较上月下降 14.24 个百分点。

图 14: 美、日、欧零售和食品服务销售同比增速



资料来源：WIND、国海证券研究所

图 15: 美国新建住房销售同比增速



资料来源：WIND、国海证券研究所

2.4、就业情况

3 月 13 日，美国持续领取失业金人数录得 387 万人，较上周减少 26.4 万人次。

2 月美国 ADP 新增就业人数录得 11.71 万人，较上月减少 7.75 万人；新增非农就业人数 37.9 万人，较上月增加 33 万人。

图 16: 美国持续领取失业金人数情况

图 17: 美国新增就业人数

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_18705

