

## 海外宏观周报

### 新兴市场为全球加息“打前站”

#### ■ 核心摘要

**1、全球央行动态：新兴市场为全球加息“打前站”。**美欧日等发达经济体央行仍在唱“鸽”，然而，巴西、土耳其和俄罗斯三国央行却宣布加息。为什么新兴经济体有提前加息的冲动？一方面，部分新兴经济体物价上涨明显，央行不得不出手抑制通胀。巴西2月通胀率为5.2%，土耳其2月通胀率为15.6%，俄罗斯2月通胀率为5.7%。另一方面，在美国加息预期提前背景下，新兴经济体或希望通过加息，以巩固疫情后大量流入的外资。2020年，约有3130亿美元流入新兴市场。2021年以来，美国经济复苏预期整体增强，美债利率持续走高、美元指数亦有上行趋势，美元资产的吸引力有所回升。近期，其他国家主权债与美债的利差正在缩窄，利差的持续收窄，可能触发国际资本新一轮 Carry Trade（套息交易），或者说使前期在新兴市场的 Carry Trade 减弱。新兴市场是否能够（像发达国家带头降息那般）掀起加息潮，值得关注。

**2、美国经济跟踪：生产、消费、就业数据均不及预期。**近期拜登政府正在酝酿增税措施，一方面旨在解决不平等问题，另一方面有助于确保财政可持续性。美国2月零售销售环比创2020年4月以来最大跌幅。但同比看，零售销售仍显著正增长（高于疫情前水平）。美国2月工业产出指数环比出人意料地负增长，制造业对总指数形成拖累。近一周美国初请失业金人数超预期反弹，连续申请失业金人数虽然保持连续下降，但仅减少1.8万人，目前该数字仍是疫情前（约170万人）的2.5倍。近一周财政部一般账户（TGA）大幅缩减引发市场关注。

**3、海外疫情与疫苗跟踪：欧洲疫情抬头。**截至3月20日，全球新冠累计确诊超过1.23亿人，近一周累计确诊增长3.1%，高于前值2.8%。累计确诊增长最明显的国家是法国（5.9%）、意大利（5.7%）和巴西（5.2%）。欧洲多国将实施新一轮封锁，以应对第三波疫情冲击。截至北京时间3月21日，全球已经有133个国家接种了近4.3亿剂疫苗，全球平均每天接种约1000万剂（前一周为874万剂），疫苗接种不断提速。美国接种速度维持稳定，目前已经注射超过1.21亿剂疫苗，近一周平均每日接种225万剂（前一周约230万剂），覆盖人口比例为18.6%。德法意等多个欧洲国家计划恢复使用阿斯利康疫苗。

**4、全球资产表现：全球股市——中俄市场领跌，其余主要股指走平，2020年以来中美成长仍领先。**近一周，美股价值板块继续跑赢大盘和成长板块。近一段时间A股市场下跌，或在经历2020年疫情后急涨后的阶段性回调与盘整。2020年以来，A股创业板指累计涨48.6%、仍然领先全球；创业板指与纳指的涨幅、以及沪深300和标普500的涨幅非常接近。**全球债市——10年美债利率再探新高，亚洲债市继续回暖。**3月19日，10年期美债收益率收于1.74%，整周上涨10bp，由实际利率与通胀预期共同驱动（各5bp）。3个月内的美债利率已跌至0.01%，创2015年以来新低。美债利率上行幅度或不及市场所担心的那样大。3月19日美联储宣布银行补充杠杆率（SLR）松绑措施将于3月31日到期（而不是像市场期待的延期）。此前市场认为，SLR豁免政策到期，或迫使银行出售部分美债以满足调整后的准备金要求。但美联储相信，目前银行资本金仍然充足、或不需要大量抛售美债。近一周美债拍卖结果显示，美债需求有所改善。**商品市场——油价大跌，商品看涨情绪正在褪去。**近一周，WTI原油和布伦特原油期货分别跌6.4%和6.8%，金银价格小幅上涨、铜价小幅下跌。油价下跌的原因包括：原油需求（预期）受打击、美油库存连续处于高位、IEA称原油市场不会出现超级周期、美油期货非商业多头占比处于低位、美债收益率上行、美元指数走强等。**外汇市场——美元走强，欧元走弱，比特币仍高企。**

**风险提示：病毒变异与影响超预期，疫苗效用与推广不及预期，美联储货币政策变化超预期，新兴市场货币政策超预期等。**

## 一、海外重点跟踪

### 全球央行动态：新兴市场为全球加息“打前站”

美欧日等发达经济体央行仍在唱“鸽”，然而，巴西、土耳其和俄罗斯三国央行却宣布加息。新兴经济体正为全球加息“打前站”，无论是抑制实际通胀的真实需求，还是预防美元回流的“未雨绸缪”，都可能是其加息的理由。新兴市场是否能够（像发达国家带头降息那般）掀起加息潮？加息潮是否会成为全球经济复苏的阻碍？值得关注。

美联储“按兵不动”、维持鸽派，但大幅上调经济和通胀预期，继而市场可能对通胀预期加强、对加息预期提前。3月17日，美联储公布3月FOMC会议声明，货币政策基本“按兵不动”，维持政策利率与购债节奏；鲍威尔的采访发言继续保持鸽派；显著上调美国经济和通胀预测，2021年实际GDP增长预测的中位数值由4.2%大幅提高至6.5%，对2021年的PCE和核心PCE同比预测的中位数值由1.8%分别上修至2.4%和2.2%；最新点阵图显示，预计2022年和2023年加息的委员人数显著增加（参考报告《平均通胀目标制即将“受考”——2021年3月美联储议息会议点评》）。

欧洲和日本央行近日表态亦偏鸽。3月18日，欧洲央行拉加德表示，尽管欧元区物价上涨，但该行将不会对“昙花一现”的通胀作出回应。欧洲央行预计未来几个月通胀会波动，预计2021年的通胀率为1.5%，2022年的通胀率为1.2%。3月19日，日本央行公布利率决议，维持基准利率在-0.1%不变；维持10年期国债收益率目标在0附近；将10年期国债收益率目标范围扩大至正负0.25%之间；正式删除6万亿日元年度ETF购买目标，但维持12万亿日元的ETF购买上限；反对做出收益率曲线控制（YCC）的决定。

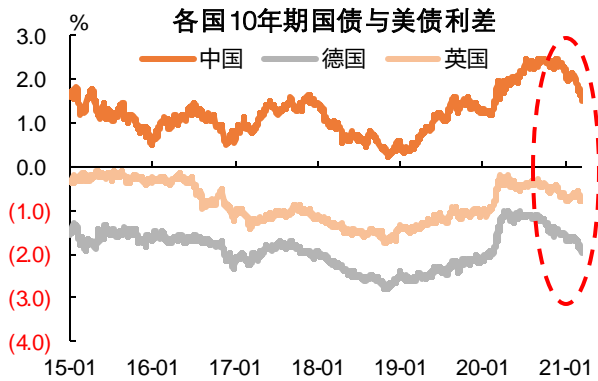
巴西、土耳其和俄罗斯三国央行先后宣布加息。3月17日，巴西央行决定上调基准贷款利率75个基点，至2.75%，为2015年7月以来首次加息，市场预期为加息50个基点；3月18日，土耳其央行也宣布加息，将关键利率上调200个基点至19%，市场预期上调100个基点至18%。3月19日，俄罗斯央行宣布加息25个基点至4.50%，预期为维持4.25%。

此外，目前印度、马来西亚、泰国等新兴市场的市场指标均显示，市场对于政策收紧预期正在增强。除新兴经济体外，部分发达经济体的加息预期也在提前。例如，3月18日，挪威央行在宣布议息决议时指出，政策利率极有可能在2021年下半年上调。

为什么新兴经济体有提前加息的冲动？我们认为有两方面原因。一方面，部分新兴经济体物价上涨明显，央行不得不出手抑制通胀。最新数据显示，巴西2月通胀率为5.2%，土耳其2月通胀率为15.6%，俄罗斯2月通胀率为5.7%，印度2月通胀率为5.03%。而挪威1月通胀率为1.1%（虽然绝对水平不算高，但这是2010年12月以来首次高于1%）、2月通胀率为0.9%，均高于预期。新兴市场物价上涨的原因，包括疫情冲击下供应链受阻、以及疫情后全球货币宽松下的溢出效应。

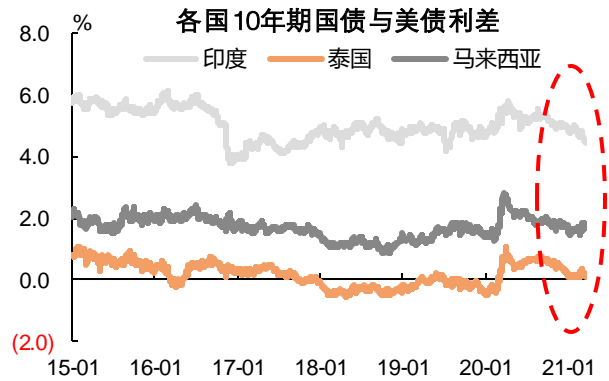
另一方面，在美国加息预期提前背景下，新兴经济体或希望通过加息，以巩固疫情后大量流入的外资。据国际金融协会（IIF）统计，2020年全年，约有3130亿美元流入新兴市场国家。美欧等发达市场的低利率、充裕的美元流动性，加上2020年美元贬值预期强烈，使新兴市场受到国际资本青睐。然而，2021年以来，美国经济复苏预期整体增强，美债利率持续走高、美元指数亦有上行趋势，美元资产的吸引力有所回升。近期，其他国家主权债与美债的利差正在收窄，中债、德债、英债等与美债利差均出现明显收窄（图表1），而在印度、泰国、马来西亚等新兴市场，其国债与美债利差缩窄的节奏虽有不及，但仍保持缩窄趋势（图表2）。如果两个市场的利差持续收窄，则更可能触发国际资本新一轮Carry Trade（套息交易），或者说使前期在新兴市场的Carry Trade减弱。因此，对新兴市场而言，美国加息预期提前、美债利率攀升，均意味着美元回流风险加大。在此背景下，新兴市场或有提前出手的冲动，以巩固疫情以来的“胜利果实”。

图表1 近期中债和欧洲债与美债利差较快下滑



资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表2 近期部分新兴市场国债与美债利差亦有收窄



资料来源: Wind, 平安证券研究所

### 美国经济跟踪：生产、消费、就业数据均不及预期

近期拜登政府正在酝酿增税措施，一方面旨在解决不平等问题，另一方面有助于确保财政可持续性。3月16日，美国白宫经济顾问表示，拜登总统的税改计划将对大型企业和富人加税。如果税改通过，这将是1993年以来首次重大联邦加税计划。3月17日，拜登面对媒体采访时表示，任何年收入超过40万美元的人都将面临增税、年收入40万以下则不需多交任何一分钱。此外，据《华盛顿邮报》报道，美国财长耶伦希望改革全球企业税，目前正在积极与其他国家讨论设立全球最低企业税税率。

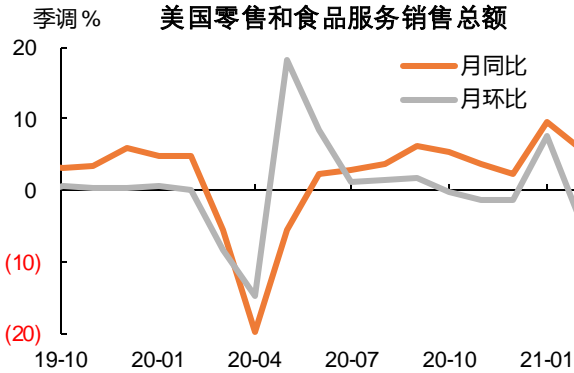
**美国2月零售销售环比创2020年4月以来最大跌幅。**3月16日，美国商务部发布数据显示，美国2月零售销售环比为-3%，不及预期的-0.5%，前值5.3%；同比为6.3%，前值9.5%（图表3）。环比值较低的主要原因可能是前值过高，此外连续的暴风雪天气等原因亦可能减弱消费活动。但同比看，零售销售仍显著正增长（高于疫情前水平）。但自3月开始，由于低基数，环比数据将更有信息含量。目前，对于美国消费的判断，市场出现一定分歧。有观点认为，在退税和财政刺激落地背景下，3月开始消费数据有望显著加强；另外的观点认为，美国实现群体免疫前，由于消费活动仍受抑制，恢复速度可能是缓慢的。

**美国2月工业产出指数环比出人意料地负增长。**3月16日，美联储发布数据显示，美国2月工业产出总指数环比-2.2%，同样创2020年4月以来最大跌幅，远不及预期的0.3%和修正后的前值1.1%；同比-4.25%，前值-1.95%（图表4）。此外，2月全部工业部门产能利用率为73.76%，环比下滑2.25%（图表5图表4）；制造业产出环比分别为-3.06%，对总指数形成拖累，而消费品、最终产品与非工业物料和建筑产出环比分别为-0.57%、-1.19%和-2.24%（图表6）。

**近一周美国初请失业金人数超预期反弹。**截至3月13日的一周里，美国首次申请失业金人数为77万人，预期70万人，前值71.2万人（图表7）。截至3月6日的一周里，连续申请失业金人数为412.4万人，前值为414.2万人，虽然仍保持连续下降，但仅减少1.8万人，目前续请失业金人数仍是疫情前（约170万人）的2.5倍，任重而道远。

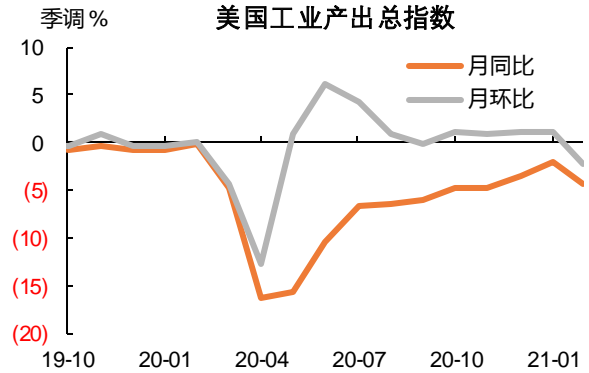
**近一周财政部一般账户（TGA）大幅缩减引发市场关注。**3月17日，美国财政部披露数据显示，其在美联储的财政部一般账户（TGA）资金量在一周内锐减，持有现金余额从前值1.31万亿美元降至1.09万亿美元，至2020年4月以来最低。2020年美国财政部融资了约4万亿美元以应对疫情，但支出节奏较为缓慢，截至2021年2月TGA余额仍有1.6万亿，该数字在疫情前仅4000亿美元。2021年2月1日，美国财政部公布了新的TGA缩减计划，预计3月底缩减至8000亿美元，6月底缩减至5000亿美元。TGA账户缩减的9000亿主要用于两方面：一是偿还到期美债（1年内的短期美债为主、约4200亿），二是用于财政刺激支出。不过观察到，联储银行储备余额在TGA缩减的同时大幅跃升，由前值3.65万亿升至3.87万亿（图表8），这说明美联储短期持债规模未大幅改变。

图表3 美国 2月零售销售环比大幅下滑



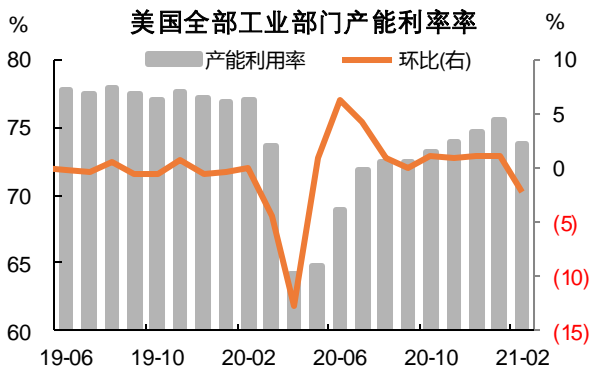
资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表4 美国 2月工业产出环比负增长



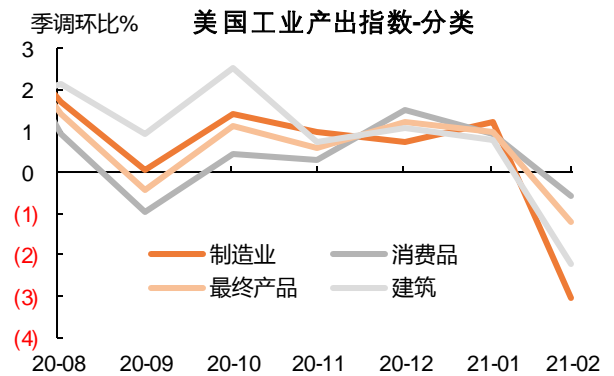
资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表5 美国 2月工业部门产能利用率明显下滑



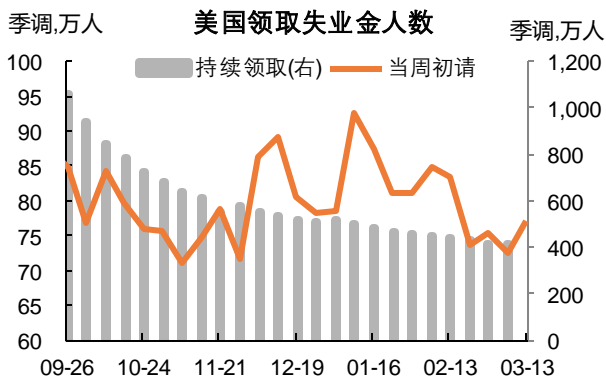
资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表6 制造业是工业产出下滑的最大拖累



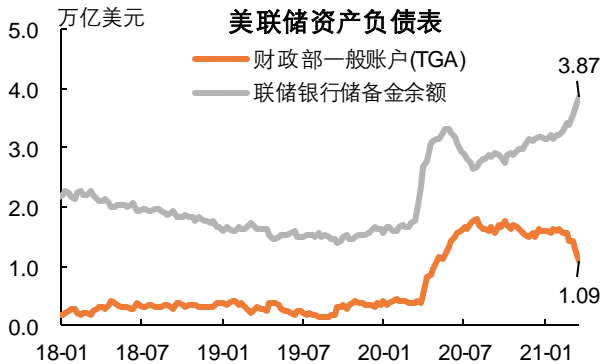
资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表7 近一周美国初请失业金人数再抬头



资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表8 近一周美联储 TGA 规模大幅缩减



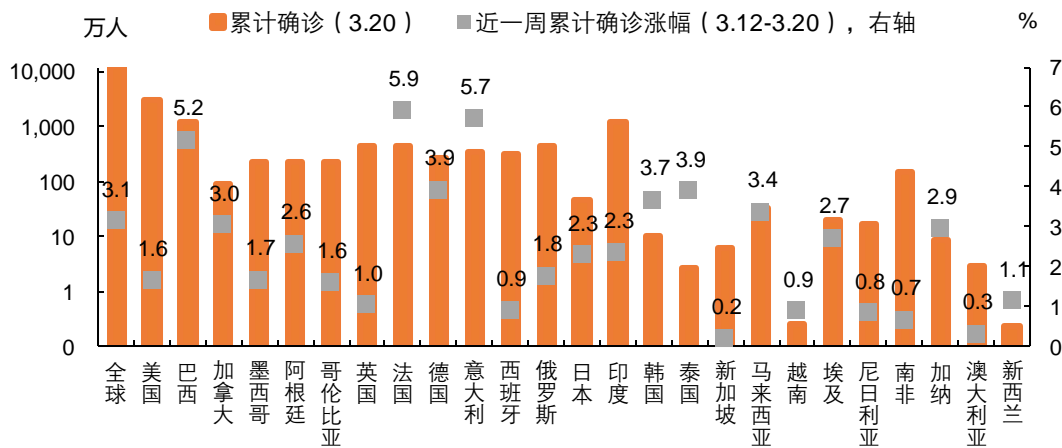
资料来源: Wind, 平安证券研究所

### 海外疫情与疫苗跟踪：欧洲疫情抬头

截至 3 月 20 日，全球新冠累计确诊超过 1.23 亿人，近一周全球累计确诊增长 3.1%，前值 2.8%。累计确诊增长最明显的国家是法国（5.9%，前值 4.7%）、意大利（5.7%，前值 5.9%）和巴西（5.2%，前值 5.3%），德国在欧洲疫情抬头的情况下，本周累计确诊进一步增加（3.9%，前值 2.9%）；马来西亚本周继续好转（3.9%，前值 4.2%）；英国和美国受益于疫苗的快速推广，累计确诊增速分别为 1.0%和 1.6%，与上周基本持平，与欧洲疫情反弹形成对比（图表 9）。

**欧洲多国将实施新一轮封锁，以应对第三波疫情冲击。**法国从 3 月 19 日起对包括巴黎在内的 16 个省份实施持续一个月的新一轮封锁；意大利自 3 月 15 日起实施全国性的封锁；德国目前已决定将新一轮封锁时间延长至 3 月 28 日。

图表 9 近一周各国新冠疫情发展情况一览（截至 3 月 20 日）

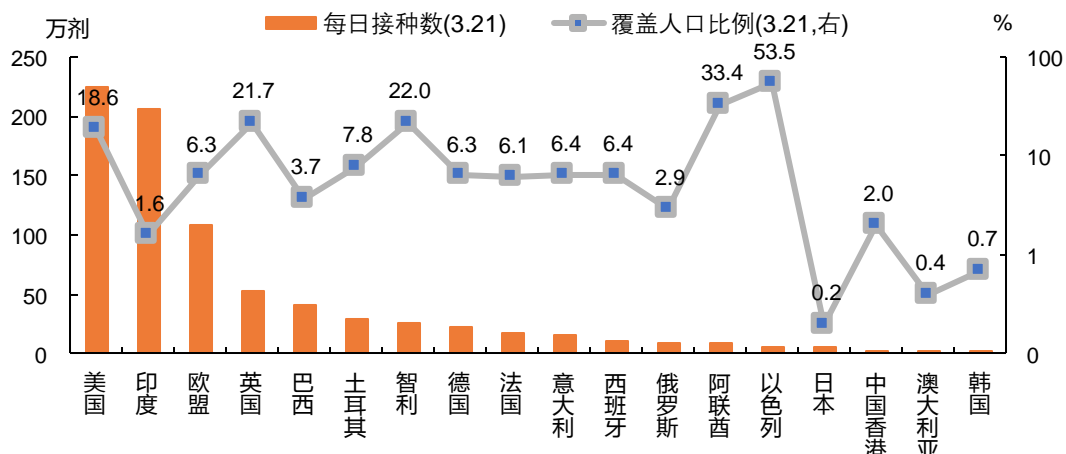


资料来源: Wind, 平安证券研究所

据 Bloomberg 统计,截至北京时间 3 月 21 日,全球已经有 133 个国家接种了近 4.3 亿剂疫苗,全球平均每天接种约 1000 万剂(前一周为 874 万剂),全球疫苗接种不断提速。其中,美国接种速度维持稳定,目前已经注射超过 1.21 亿剂疫苗,近一周平均每日接种 225 万剂(前一周约 230 万剂),覆盖人口比例为 18.6%。根据美国 CDC 数据,在已经注射的 1.21 剂疫苗中,约有 216 万疫苗为强生公司推出的单剂型疫苗。欧盟累计接种达 5613 万剂、覆盖人口比例为 6.3%,英国累计接种 1899 万剂,覆盖人口比例超过 20%,达到 21.7% (图表 10)。

此前,欧洲部分国家曾有人在接种阿斯利康疫苗后出现血栓问题。随后,包括德国、法国、意大利等在内的至少 24 个国家已经宣布停止使用或分发相关疫苗,其中部分国家甚至停用部分批次。3 月 18 日,欧盟药管局公布研究结论,认为阿斯利康疫苗安全有效,与栓塞或血栓的风险上升无关。随后,德法意等多个欧洲国家计划恢复使用该疫苗。

图表 10 海外新冠疫苗接种进度一览（截至 3 月 21 日）



资料来源: Bloomberg (数据获取日为北京时间 3 月 21 日), 平安证券研究所

请务必阅读正文后免责条款

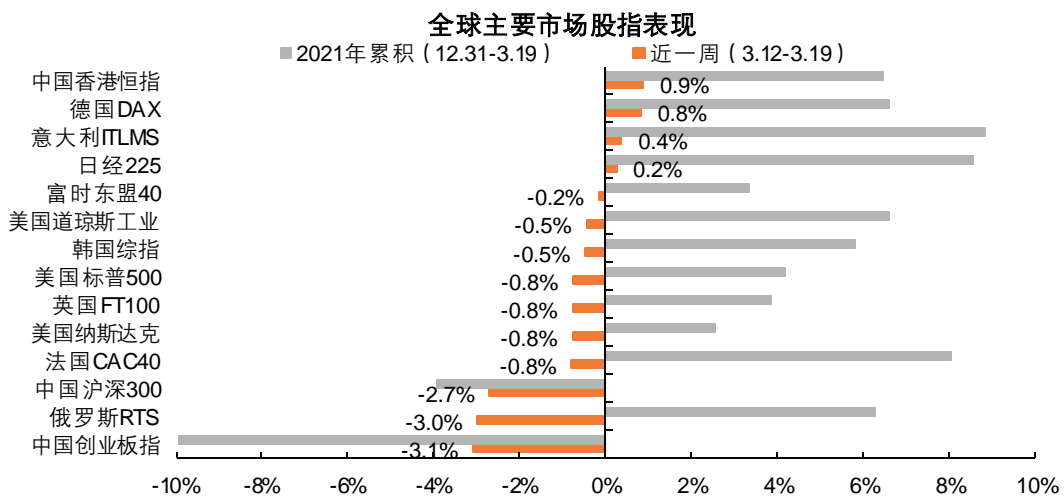
## 二、全球资产表现

### 全球股市——中俄市场领跌，其余主要股指走平，2020年以来中美成长仍领先

近一周(截至3月19日),除中国和俄罗斯股指外,其余主要市场股指涨跌幅均不超过1%,其中香港恒指、德国DAX、意大利ITLMS和日经225取得正增长(图表11)。美股价值板块(道指,-0.5%)继续跑赢大盘(标普500,-0.8%)和成长板块(纳指,-0.8%)。近一周,俄罗斯股市的下跌主要受国际油价下跌的扰动,俄股与油价有很强的相关性。

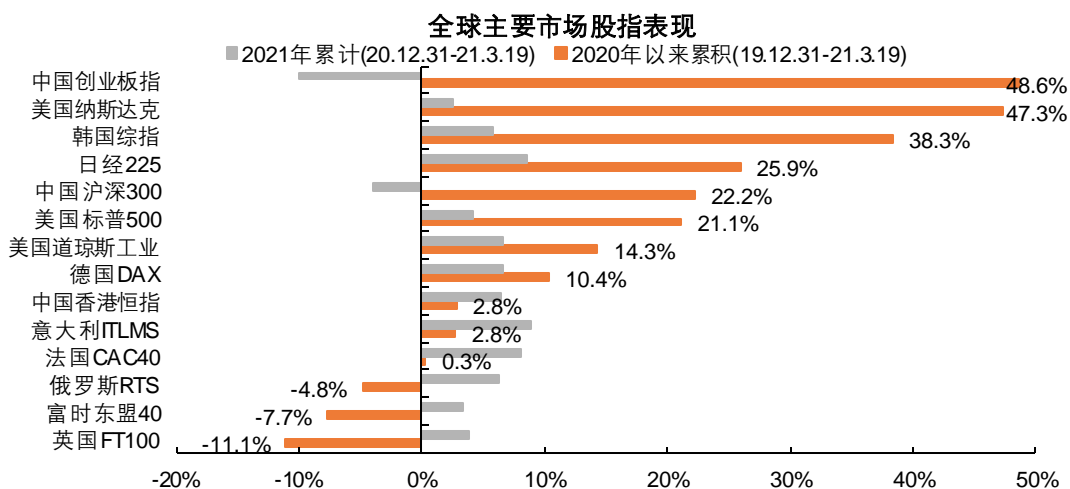
近一段时间A股市场的下跌,与其说是受美债收益率上行的扰动,不如认为是在经历2020年疫情后急涨后的阶段性回调与盘整。注意到,2021年以来,A股沪深300与创业板指分别累计跌3.9%和9.9%,在全球其他股市普遍上涨的背景下,确实略显逊色。然而,如果看2020年以来的表现,截至目前,A股创业板指累计涨48.6%、仍然领先全球;中美成长板块累计涨幅仍超过大盘涨幅的2倍;创业板指与纳指(47.3%)的涨幅、以及沪深300(22.2%)和标普500(21.1%)的涨幅非常接近(图表12)。因此,为理解近期A股与全球股市的镜像表现、以及中美股市“风格切换”的现象,除了关注美债利率影响外,亦需要关注2021年以前的股市表现。

图表11 近一周中俄市场领跌，其余主要股指走平、涨跌幅均不超过1%



资料来源:Wind,平安证券研究所

图表12 2020年以来，A股指数累计涨幅不输美股，中美成长板块仍遥遥领先



资料来源:Wind,平安证券研究所

## 全球债市——10 年美债利率再探新高，亚洲债市继续回暖

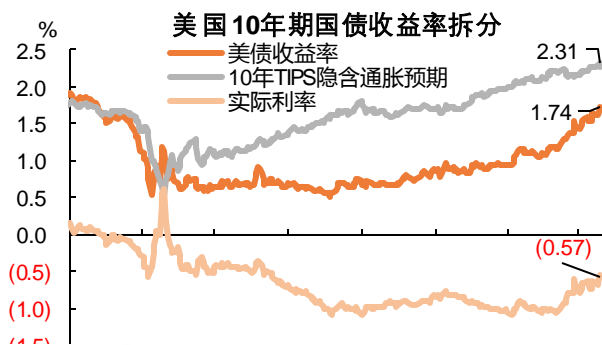
近一周，10 年期美债收益率继续探新高，3 月 19 日收于 1.74，整周上涨 10bp（图表 13）。10 年美债利率的上涨由实际利率与通胀预期共同驱动，其中 10 年期 TIPS 利率（实际利率）涨 5bp 至 -5.7%，为 2020 年 6 月以来新高；相应隐含通胀预期涨 5bp 至 2.31%，创 2013 年以来的新高。近一周，1 年期以内的短端美债利率继续下行，目前 3 个月以内的短端利率已跌至 0.01，创 2015 年以来新低（图表 14）。2021 年以来，长端利率上行、短端利率下行，使美债收益率曲线显著趋于陡峭（图表 15）。

虽然 10 年期美债利率再度上行，但幅度或不及市场所担心的那样大。注意到，本周美联储的一系列决策与表态，均表达出对美债利率走高的“漠视”：1) 在 3 月议息会议声明中未提及 OT（扭曲操作）、YCC（收益率曲线控制）或加大购债规模等“救市”措施；2) 鲍威尔被问及美债时回答，“无需对过去一个月的美债收益率大幅上涨做反应”；3) 在 3 月 19 日宣布的 SLR（银行补充杠杆率）松绑措施将于 3 月 31 日到期（而不是像市场期待的延期）。此前市场认为，SLR 豁免政策到期，或迫使银行出售部分美债以满足调整后的准备金要求，美债的抛售或使收益率跳升。这些消息传出后，10 年期美债利率盘中曾突破 1.75%，但最终回落，暂未延续涨势。

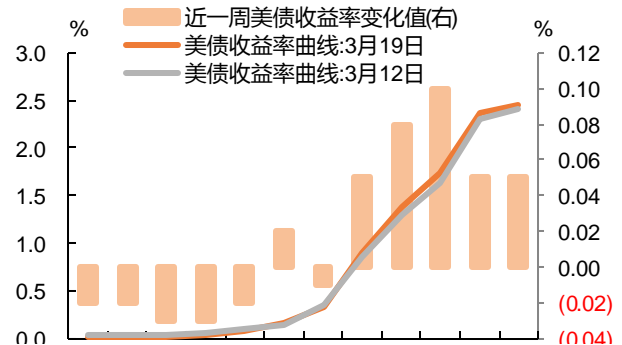
美联储大幅上调经济和通胀预期，经济基本面的快速恢复，或对美债利率提供较为牢固的支撑。此外，美联储相信，目前银行资本金仍然充足、或不需要大量抛售美债，因此 SLR 政策到期不会大幅削弱美债流动性。近一周美债拍卖结果显示，美债需求有所改善。3 月 16 日，美国财政部拍卖了 240 亿美元的 20 年期美国国债，得标利率 2.29%，比预发行收益率 2.31% 低 2bp；同日，美国财政部还拍卖了 42 天期现金管理票据，得标利率 0.015%，上周为 0.030%；3 月 18 日，美国财政部拍卖了 130 亿美元的 10 年期 TIPS（通胀保值国债），得标利率 -0.58%，比预发行收益率 -0.56% 低 2bp。

比较全球 10 年期主权债，近一周欧美债走弱，亚洲债自前一周开始继续回暖（图表 16）。3 月 16 日，桥水创始人达利欧发表题为《Why in the World Would You Own Bonds When...》的文章称，美欧债市只能提供“荒谬的”低收益率；通货膨胀率上升可能迫使美联储提前加息，预计经济状况和通货膨胀调整速度将比市场和美联储预期的都要快；任何以美元计价的资产现在都是糟糕的赌注，成熟发达的储备货币国家的资产会跑输包括中国在内的亚洲新兴市场。

图表 13 美债利率上涨由实际利率与通胀预期共同驱动



图表 14 美债长端利率上行，短端利率跌至 0.01



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\\_18835](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_18835)

