

美国加息时，逆势降息的结局都好吗？ 美联储加息系列（2）

美国加息，新兴市场是否只能被动跟随？回顾历史，选择逆势降息的例子并不罕见，且政策分化并不一定带来股债的额外压力。

1999年美国加息周期：巴西放松汇率限制，日本延续低利率环境。相对其他新兴市场，巴西货币表现更弱，但股市在短期冲击后较快修复。

2004年美国加息周期：初期韩国、南非小幅降息，后期巴西趋势性降息。韩国、巴西和南非的货币和股市均未跑输新兴市场整体，甚至有更强表现。南非和韩国的债市也并不差。

2015年美国加息周期：多国政策周期与美错位，新兴市场整体保持宽松。金砖多国汇率承压，但股市韧性。利率整体走低，与美债分化。

有哪些启示？

（1）逆势降息的案例并非罕见，近几轮美国加息周期中，均有代表型新兴经济体走上政策分化的道路，来应对国内经济下行压力，“以我为主”并非我国独创。

（2）美国加息周期中，新兴市场货币整体并不算差，但逆势降息的国家的货币走势相对较弱，甚至有贬值压力。选择逆势降息的一个主要成本或风险，可能来自汇率的压力。

（3）美国加息周期启动初期，新兴市场股市容易出现短期调整，但很快恢复，逆势降息国家并未出现额外压力，甚至表现更好。整体看，新兴市场股市只在加息周期晚期趋势性下跌（可能更多反应经济的走弱），逆势降息反而会本国股市带来更多支撑。

（4）债市方面，逆势降息过程中，收益率受美国影响并不明确，下行趋势经常出现。国内债市利率多由本国货币政策的取向决定，债牛并非不可期待。

（5）回到国内今年的走势，美联储加息确实是外部约束，但也不必过分强调其制约，如若稳增长效果不理想，通胀压力可控，货币政策仍有宽松空间，这一过程中，债市和股市的冲击不宜高估，二者走势或更取决于市场对国内政策的理解。

宏观经济

黄文涛

huangwentao@csc.com.cn

010-85130608

SAC: S1440510120015

钱伟

qianwei@csc.com.cn

010-86451673

SAC: S1440521110002

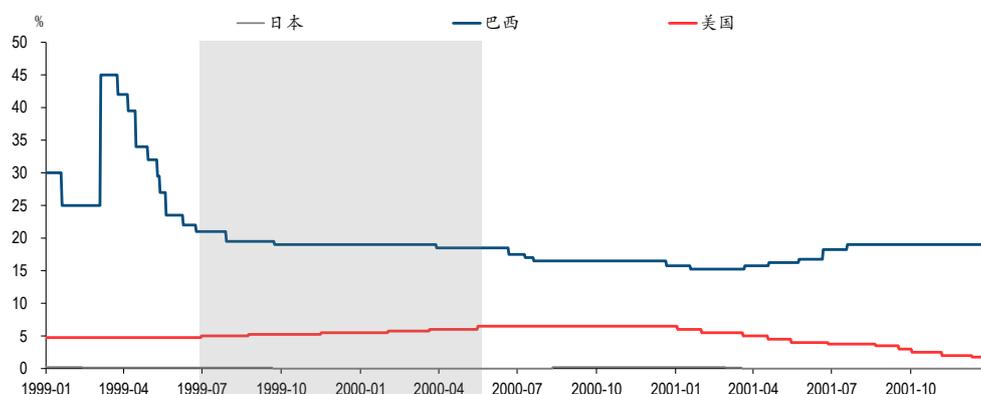
发布日期：2022年03月04日

2022 年国内存在稳增长压力，需要货币政策宽松予以配合。在美联储加息的背景下，一般认为新兴市场面临着资本外流压力，很难实施宽松货币政策，只能被动跟随。今年国内宽松的空间到底有多大，是市场关心的问题。美联储紧缩系列第二篇，我们回顾历史上几次美国加息周期中，其他新兴市场国家逆势降息的例子，观察效果到底如何。

一、1999 年美国加息周期：巴西大幅宽松

巴西放松汇率限制，日本延续低利率环境。代表性国家中，巴西和日本明确选择进入降息周期。此前，巴西进行金融自由化改革，为吸引外资流入，将基准利率提高到惊人的 43%，此后，在东南亚金融危机、国际资本流动和巴西国内债务危机下，央行放弃超高利率货币政策，1999 年 1 月，中央银行放弃了自 1995 年 3 月起实行的鼓励在规定范围内小幅度货币贬值的汇率浮动区间机制，允许雷亚尔兑美元自由浮动，开启降息宽松以应对危机，在此期间迅速降息至 15.25%。一个有意思的点是，在美国加息开始前，巴西已开始降息周期，有类似提前应对的情况。20 世纪 90 年代以来日本始终面临低通胀、低增长的经济环境。日本方面，央行在全球范围内率先采取较为激进的零利率政策。这一时期，日本政策利率从 0.25% 微降至 0。

图 1：1999-2001 年美国加息周期中，巴西和日本基准利率下降

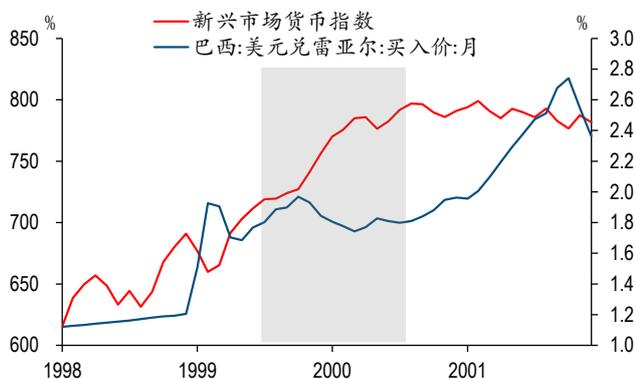


资料来源：Wind，中信建投

逆势降息下，相对其他新兴市场，巴西货币表现更弱，但股市在短期冲击后较快修复。美联储加息周期中，新兴市场肯定存在负面的汇率、零利率、股市等冲击，相对新兴市场整体的走势，一定程度上可以评估巴西逆势降息的额外影响。汇率方面，联储本轮加息周期中，新兴市场货币整体走势较强，并未出现趋势性贬值情况。但是，巴西雷亚尔走势整体偏弱，在美国加息初期明显贬值，后期有所修复。相比而言，巴西股市韧性更足。加息初期，新兴

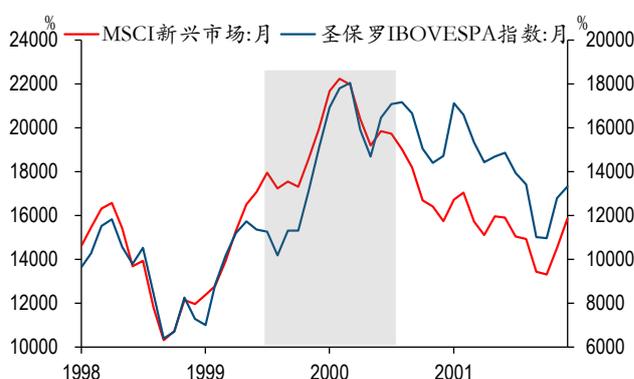
市场和巴西股市均出现短期回调，巴西股市回调幅度更大，但随后均收复失地回归趋势，巴西股市反弹幅度更大。

图 2：巴西汇率相对新兴市场整体较弱



资料来源：Wind，中信建投

图 3：巴西股市短期冲击更大，但随后完全修复

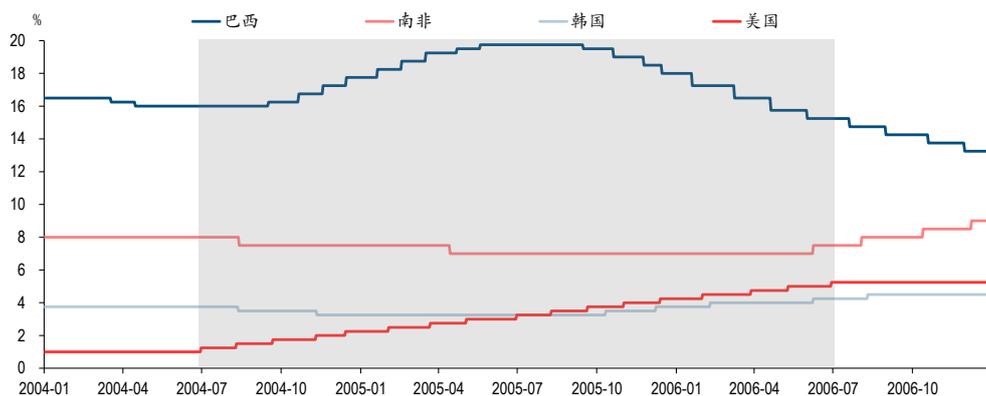


资料来源：Wind，中信建投

二、2004 年美国加息周期：南非、韩国短暂性降息

初期韩国、南非小幅降息，后期巴西趋势性降息。本轮美国加息的早期，南非和韩国均选择了两次小幅降息进行试探，但持续时间并不长。南非在 2004 年-2005 年，基准利率从 8% 降至 7%。韩国由于经济走势低迷，消费不振，大宗商品价格上涨带来 GDP 增长压力，而 CPI 保持温和，同样在 2004-2005 年降息 50 个 bp 至 3.25%。2006 年两国相继结束降息操作，转而开始加息。巴西情况恰好相反，2004 年巴西顺应美国加息周期，连续调高基准利率。2005 年底，为缓解政府债务压力，应对经济持续下行，巴西开始连续降息，基准利率从 20% 降至 15%。

图 4：2004 年加息周期中部分国家基准利率走势

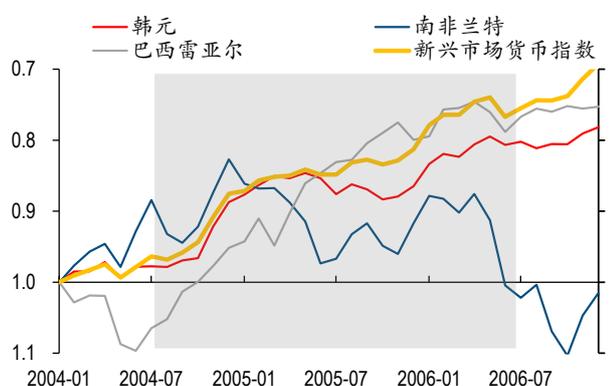


资料来源：Wind，中信建投

逆势降息阶段，韩国、巴西和南非的货币和股市均未跑输新兴市场整体，甚至有更强表现。2004 年美国加息周期中，新兴市场货币和股市未出现趋势性下行趋势，而是整体向上，甚至大规模的调整都没有看到。初期选择逆势降息的韩国和南非，货币走势不输新兴市场整体，倒是后期降息时南非兰特反而大幅走低。后期降息

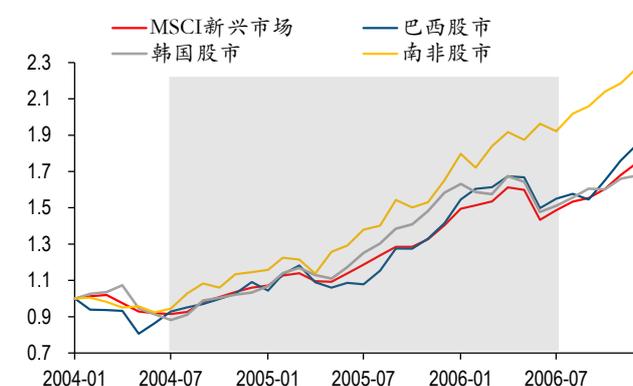
的巴西雷亚尔也出现了止跌修复的行情，在其之前的加息过程中，汇率走势反而很差。股市也有类似的情况出现，整个加息周期中，三国股市整体均跑赢新兴市场整体。

图 5：逆势降息阶段，三国货币并未出现较弱走势



资料来源：Wind，中信建投

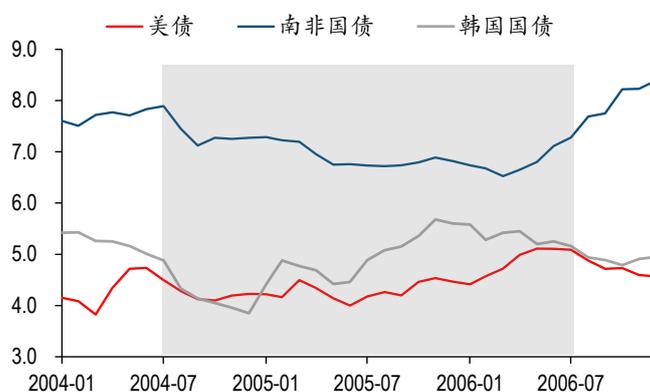
图 6：三国股市也并未出跑输新兴市场整体



资料来源：Wind，中信建投

南非和韩国在逆势降息阶段，国债表现并不差。另一个大家更为关心的话题，则是债市如何表现。以南非和韩国为例，二者均在美国加息的前半段进行逆势操作。这一阶段，首先美债整体较为平稳，加息落地后大幅上冲不明显。其次，韩国和南非国债收益率均明显下行，幅度均在 100 个 bp 以上。因此，国债的走势这个阶段仍整体由国内货币政策决定。

图 7：南非和韩国国债走势也与美债有分化



资料来源：Wind，中信建投

三、2015 年美国加息周期：金砖国家集体宽松

多国周期发生错位，新兴市场整体保持宽松。由于经济增长乏力和通胀持续下行，且新兴市场国家利率处在相对高位，尽管美联储进入加息周期，但新兴市场国家多数仍选择继续降息以刺激经济。代表性的金砖多国均在美国加息最激进的 2017-2018 年期间持续降息。巴西在 2015 年底至 2018 年初，基准利率从 14.25% 降至 6% 左右；俄罗斯在 2016 年中至 2018 年中，基准利率从 11% 降至 7% 左右；印度在 2015 年底至 2018 年中，基准利率 6.5% 降至 6%。此外，韩国、澳大利亚等国家也保持利率在低位，并未跟随美国加息。

图 8：2015 年加息周期中部分国家基准利率走势



资料来源：Wind，中信建投

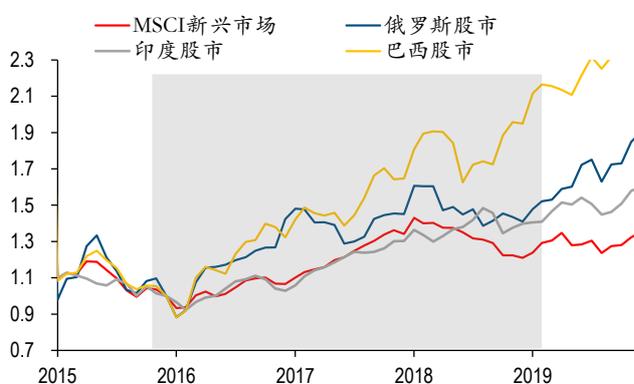
汇率承压，股市韧性。与两轮相同的一点是，新兴市场货币整体仍趋于上行，美国加息并没有带来系统性的贬值压力。但是，几个逆势降息的国家，汇率走势并不算理想。俄罗斯在 2016 年降息初期阶段，卢布升值幅度明显高于新兴市场整体，但好景不长，随后明显跑输。巴西雷亚尔同样在一开始大幅升值，但在降息开启后，贬值压力陡增。印度的情况类似，整个区间卢比走势都明显弱于整体。股市则是另一番情景，整体看三国指数均跑赢新兴市场整体。

图 9：汇率普遍走势较弱



资料来源：Wind，中信建投

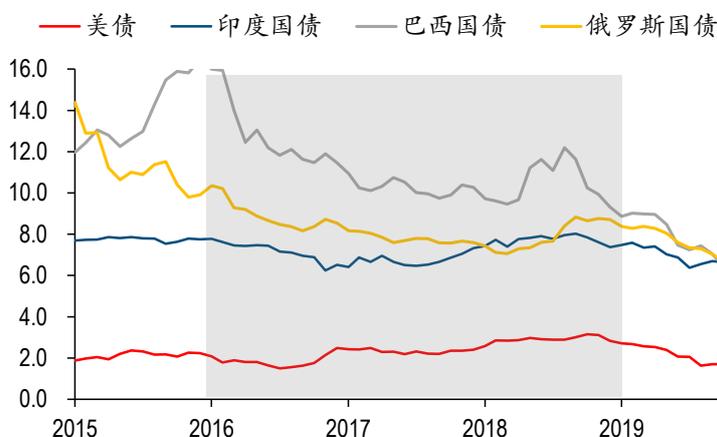
图 10：股市并未受到太多额外冲击



资料来源：Wind，中信建投

利率整体走低，与美债分化。除了印度国债利率从 2017 年开始走高外，其余时间三国的国债利率整体以下行为主，且与美债利率的走势一致性不高。美债利率自 2016 年中开始震荡上行，但随后一年半巴西和俄罗斯债券收益率仍趋势性下行，印度上行幅度也不算高。

图 11：国债走势整体受美债的影响并不明显



资料来源：Wind，中信建投

四、启示：逆势降息并不罕见，股债的额外冲击不必高估

对此前几段新兴市场逆势降息的情况进行梳理，我们大致有以下一些启示：

(1) 逆势降息的案例并非罕见，近几轮美国加息周期中，均有代表型新兴经济体走上政策分化的道路，来应对国内经济下行压力，“以我为主”并非我国独创。

(2) 美国加息周期中，新兴市场货币整体并不算差，但逆势降息的国家货币走势相对较弱，甚至有贬值压力。选择逆势降息的一个主要成本或风险，可能来自汇率的压力。

(3) 美国加息周期启动初期，新兴市场股市容易出现短期调整，但很快恢复，逆势降息国家并未出现额外压力，甚至表现更好。整体看，新兴市场股市只在加息周期晚期趋势性下跌（可能更多反应经济的走弱），逆势降息反而会给本国股市带来更多支撑。

(4) 债市方面，逆势降息过程中，收益率受美国影响并不明确，下行趋势经常出现。国内债市利率多由本国货币政策的取向决定，债牛并非不可期待。

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_39046

