

# 新兴市场通胀拉响加息警报？

## ——再通胀系列研究之十八

### 报告导读/核心观点

近期新兴市场国家掀起加息浪潮，主要源自通胀压力。新兴市场的通胀压力主要源于消费品供需缺口和油粮价格上行。当前存在于新兴市场的通胀风险在我国较难发生，我国年内CPI不会突破3%的压力位，我国央行不会因此而加息。

#### □ 进入3月以来，新兴市场国家掀起加息浪潮

3月以来新兴市场国家掀起加息潮。3月18日，土耳其央行将基准利率上调2%至19%，主要目的是应对国内日益显著的通胀压力。巴西央行3月18日将基准利率从2%的历史低点上调75个基点至2.75%。此外还给出前瞻指引可能在5月份的货币政策会议中再次加息相同幅度。3月19日俄罗斯央行将基准利率上调25BP至4.50%并指出：“虽然经济正在复苏，但通胀风险却在增加，将开始恢复中性货币政策”在此情况下，年内俄罗斯央行可能加息75BP及以上。

#### □ 通胀压力是新兴市场加息的主因，主要源于消费品供需缺口和油粮价格上行

土耳其、巴西和俄罗斯在进入2021年后面临较大的通胀压力，通胀水平持续超过央行阈值目标，这也是推动加息的主因。从通胀成因上看，一方面源自消费品供需缺口，此类国家在上游原材料端生产能力强；下游消费品端生产能力强。疫情冲击使得下游消费品端薄弱的供给能力雪上加霜，供需缺口对CPI影响较大。疫苗广泛应用是逐渐弥合供需缺口的过程，上半年新兴市场国家受限于疫苗供给无法广泛推进疫苗注射导致疫情修复缓慢，缺口短期难以弥合抬升通胀中枢。此外，土耳其、巴西等国在疫情期间推行的免税、失业补助金、家庭补助金等直面居民的需求端刺激政策也强化消费品供需矛盾，各国央行也直言存在供需缺口压力。另一方面是全球商品价格尤其是石油和食品价格快速上行增加了新兴市场国家的输入性通胀压力。新兴市场国家消费结构中商品消费占比高，2020年3季度以来以原油和食品为代表的商品价格的持续性上涨给此类新兴市场国家带来了输入性通胀压力。新兴市场国家有恶性通胀历史，本国央行对通胀的潜在风险较为关注，本国居民也容易产生对通胀预期的自我实现。因此当前的通胀风险容易引发本国央行警惕继而加息。

#### □ 新兴市场国家的通胀风险容易和货币贬值预期叠加，提前加息可预防资本外流

3月美债收益率快速上行后，可能吸引部分资金从新兴市场撤出，俄罗斯、巴西以及土耳其的货币均在3月下旬持续贬值。新兴市场国家普遍存在货币政策风险，恶性通胀和货币贬值预期容易互相叠加。伴随美国疫情的逐渐平复，加息预期逐渐提前，我们认为新兴市场提前加息预防跨境资本流出，防止通胀与货币贬值的负螺旋也是新兴市场国家逐渐启动加息潮的原因之一。除已加息的土耳其、俄罗斯和巴西外，南非、尼日利亚、泰国等新兴市场国家同样有跟进加息的可能。

#### □ 当前存在于新兴市场国家的通胀风险在我国较难发生

新兴市场国家通胀压力主要源于油粮上行和消费品供需缺口。从第一个渠道看，一方面由于我国CPI结构原因，国际粮食价格对我国粮食项价格的传导被阻断。粮食项在我国CPI中的权重约为2.3%，其中大米和小麦合计权重为2.2%。当前我国口粮（稻谷、小麦）价格大幅上涨的可能性不大，粮食项难以带动CPI大幅上行。另一方面，从我国历史通胀周期回顾，猪肉和原油价格的影响最关键。国际原油价格虽然于近期上行但其对通胀带来的压力被猪周期下行所对冲。从第二个渠道看，受供需缺口和原油价格上涨影响，我国年内PPI仍有较大上行空间（我国下游生产能力强，供需缺口对PPI影响更大），二季度或突破5%，但二者之间的相互传导关系核心基于需求的有效复苏，在缺乏需求侧刺激的前提下，预计今年PPI向CPI传导力度较弱。

#### □ 我国货币政策主要关注CPI而非PPI，年内无加息压力

对于物价稳定问题，我国货币政策核心关注的指标仍是CPI而非PPI。根据我们预测，2021年CPI同比增长1.4%，全年高点为2.5%，都没有触及3%的阈值，实现CPI目标难度较小，居民消费价格暂时无忧。虽然近期PPI连续大幅修复，但若PPI上行并没有带动CPI超预期上行的话，物价不会成为政府的主要关注点，我国央行也不会因此而加息。

**风险提示：美国财政刺激力度超预期加大带动通胀超预期；疫苗注射进度不及预期导致供需缺口弥合不及预期。**

分析师：李超

执业证书编号：S1230520030002

邮箱：lichao1@stocke.com.cn

联系人：林成炜

执业证书编号：S1230120080050

邮箱：linchengwei@stocke.com.cn

### 相关报告

报告撰写人：李超

## 正文目录

|  |   |
|--|---|
| 1. 进入3月以来，新兴市场国家掀起加息浪潮.....              | 3 |
| 2. 通胀压力是新兴市场启动加息的主因.....                 | 3 |
| 3. 虽然新兴市场国家启动加息潮，但我国年内无加息压力.....         | 5 |
| 3.1. 国际粮价由于CPI结构原因被阻断，油价上行被猪周期下行所对冲..... | 6 |
| 3.2. 我国供需缺口短期内将推高PPI，但对CPI的传导不足.....     | 6 |
| 3.3. 我国货币政策主要关注CPI而非PPI，年内无加息压力.....     | 7 |
| 风险提示.....                                | 8 |

## 图表目录

|  |   |
|--|---|
| 图 1: 俄罗斯、巴西、土耳其三国通胀快速上行(%, 土耳其右轴).....             | 3 |
| 图 2: 三国疫情未实质性平复, 巴西疫情严重持续爆发.....                   | 4 |
| 图 3: 新兴市场国家整体疫苗注射进程较慢.....                         | 4 |
| 图 4: 俄罗斯家庭支出结构中服务消费占比不足30%.....                    | 5 |
| 图 5: 土耳其的商品+交通在整体消费结构中超过50%.....                   | 5 |
| 图 6: 2020年3季度以来原油和食品价格的持续性上涨给新兴市场国家带来了输入性通胀压力..... | 5 |
| 图 7: 布伦特原油年初至今上涨26%.....                           | 6 |
| 图 8: 年初至今猪肉价格回落13%(元/千克).....                      | 6 |
| 图 9: PPI二季度高点或破5%.....                             | 7 |
| 图 10: 我国央行最终目标比较多.....                             | 7 |
| 图 11: 预计2021年CPI同比+1.4%.....                       | 8 |

## 1. 进入 3 月以来，新兴市场国家掀起加息浪潮

进入 3 月以来，新兴市场国家掀起加息潮。3 月 18 日，土耳其央行将基准利率上调 2% 至 19%，这也是土耳其央行自 2020 年 9 月以来的第四次加息，主要目的是应对国内日益显著的通胀压力。

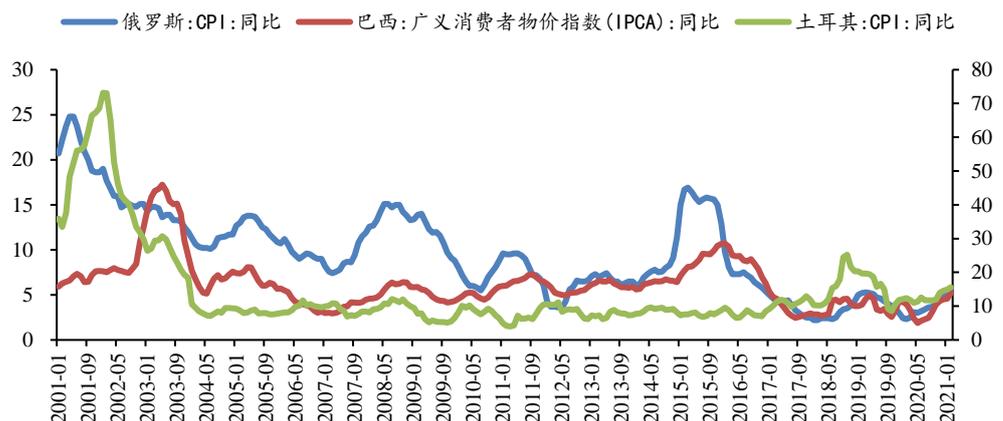
巴西中央银行于 3 月 18 日宣布，将基准利率从 2% 的历史低点上调 75 个基点至 2.75%，高于此前市场一致性的 50 个基点的加息预期。此外，巴西央行还给出前瞻指引：“除非通胀预测或风险平衡出现重大变化，否则可能在 5 月份的货币政策会议中再次加息相同幅度。”

3 月 19 日，俄罗斯央行宣布将基准利率上调 25BP 至 4.50%，同样超出市场预期。俄央行行长纳比利纳在解释利率决定时明确指出：“虽然经济正在复苏，但通胀压力和通胀风险却在增加。在这种情况下，将开始恢复中性货币政策(中性利率位于 5%-6% 之间)。”在此情况下，4 月会议俄罗斯央行可能进一步加息 25BP，年内可能加息 75BP 及以上(俄央行行长曾于上周采访中提出希望在 2021 年重返中性货币政策)。

## 2. 通胀压力是新兴市场启动加息的主因

通胀是新兴市场国家启动加息潮的主要原因，以上国家均在进入 2021 年后面临较大的通胀压力，通胀水平持续超过央行阈值目标，这也是推动上述国家加息的主要原因。俄罗斯 2 月 CPI 同比增速达 5.67%，为 2016 年以来最高水平，超过俄罗斯央行 4% 的通胀目标；土耳其 2 月 CPI 同比 15.61%，为 2019 年 3 季度以来最高水平，远高于土耳其央行 5% 的目标；巴西 2 月广义消费者物价指数同比增速达 5.2%，同样是 2016 年以来最高水平，超过巴西央行今年 3.75% 的通胀目标；巴西央行调查收集的 2021 年、2022 年和 2023 年的通货膨胀预期分别约为 4.6%，3.5% 和 3.25%，即超过管理目标的高通胀可能维持 2021 年全年。

图 1：俄罗斯、巴西、土耳其三国通胀快速上行(%，土耳其右轴)



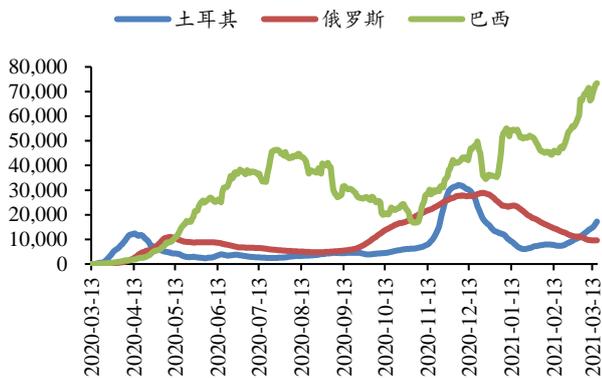
资料来源：Wind, 浙商证券研究所

从通胀的成因上来看：

一方面是源自消费品供需缺口：不同于我国的是，此类新兴市场国家在上游原材料端生产能力相对较强，但在下游消费品端的生产能力相对较弱。疫情的冲击使得下游消费品端原本薄弱的供给能力雪上加霜，供需缺口对 CPI 的影响较大。我们曾于《疫苗广泛应用是推动还是抑制全球通胀》中指出：疫情过后(疫苗注射以前)需求的修复速度明显快于供给，疫苗的注射对供给的修复作用强于需求，因此疫苗的广泛应用实质上是逐

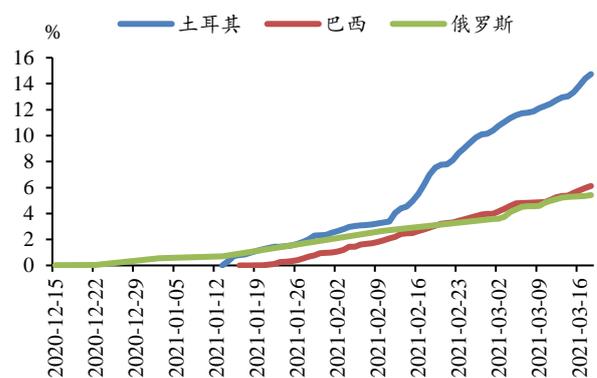
渐弥合供需缺口的过程。而上半年新兴市场国家受限于疫苗供给原因无法广泛推进疫苗注射，可能需下半年起方能逐步推进。如我们此前预期，土耳其、俄罗斯、巴西等新兴市场国家上半年疫苗注射推进缓慢，土耳其注射覆盖率相对较高达到 14.74%、巴西注射覆盖率仅 6.12%、俄罗斯覆盖率仅 5.42%。当前上述三国的疫情均未实质性平复，俄罗斯最近 7 日平均新增确诊病例仍然接近 1 万例；土耳其 7 日平均新增确诊超过 17000 例，2021 年以来整体处于抬升趋势；巴西近期更是迎来疫情的第三轮爆发，7 日平均新增确诊已达到 73000 例以上，为疫情爆发以来最高。在此情况下，疫苗推进不利导致疫情修复缓慢，消费品的供需缺口短期内难以弥合抬升通胀中枢。俄罗斯在利率决议发布时指出“通货膨胀的影响可能会在消费者需求相对于产出能力不匹配的背景下更加持久化和表达出来。价格的进一步上涨压力可能源自生产和供应链的暂时中断”。土耳其央行同样在利率声明中指出“需求复苏但某些部门的供应限制加剧”。此外，土耳其、巴西等国在疫情期间推行的免税、失业补助金、家庭补助金、提前发放养老金等直面居民的需求端刺激政策也强化了供需矛盾。

图 2：三国疫情未实质性平复，巴西疫情严重持续爆发



资料来源：Wind，浙商证券研究所

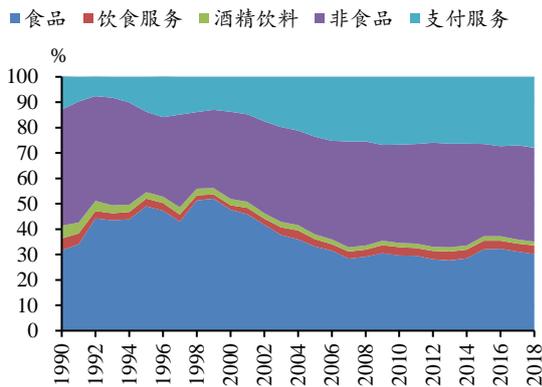
图 3：新兴市场国家整体疫苗注射进程较慢



资料来源：Our World In Data，浙商证券研究所

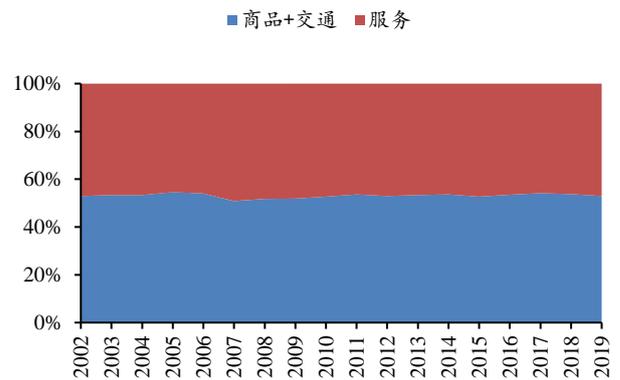
另一方面是全球商品价格尤其是石油和食品价格的快速上行增加了新兴市场国家的输入性通胀压力。新兴市场国家消费结构中商品消费占比较高，如俄罗斯家庭支付结构中服务消费占比不足 30%；土耳其的商品和交通支出在整体消费结构中占比超过 50%。2020 年 3 季度以来以原油和食品为代表的商品价格的持续性上涨给此类新兴市场国家带来了输入性通胀压力。如土耳其央行认为国际食品价格的快速上涨对通胀前景产生了不利影响；俄罗斯央行认为全球商品价格的快速上行将产生通胀风险；巴西央行认为燃料价格的上行对通胀产生了压力。

图 4：俄罗斯家庭支出结构中服务消费占比不足 30%



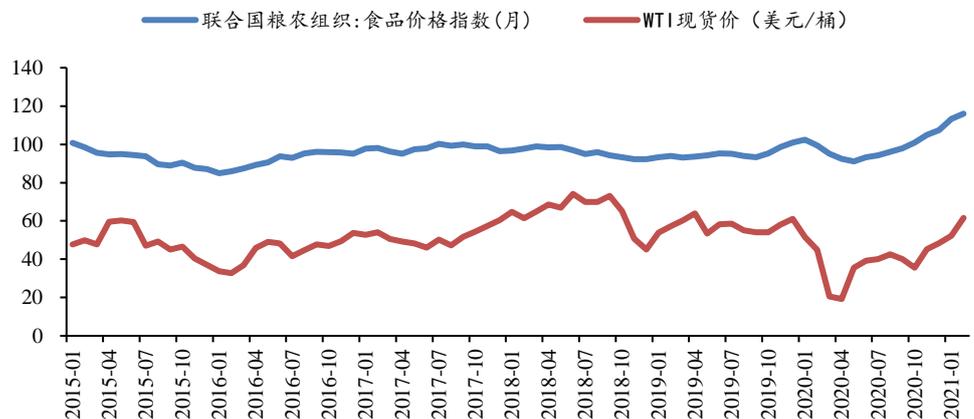
资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 5：土耳其的商品+交通在整体消费结构中超过 50%



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 6：2020 年 3 季度以来原油和食品价格的持续性上涨给新兴市场国家带来了输入性通胀压力



资料来源：Wind，浙商证券研究所

俄罗斯、巴西、土耳其等国在 2000-2003 年间、2008 年金融危机前后、2014-2015 年间均曾有过恶性通胀的历史，本国央行对通胀的潜在风险较为关注，本国居民也容易产生对通胀预期的自我实现。因此当前的通胀风险容易引发本国央行警惕继而加息。

此外，自 3 月美债收益率快速上行后，可能吸引部分资金从新兴市场撤出，俄罗斯、巴西以及土耳其的货币均在 3 月下旬持续贬值。卢布自 3 月高点贬值 1.2%，土耳其里拉自 3 月高点贬值 2.4%，巴西雷亚尔自 3 月高点贬值 5%。新兴市场国家普遍存在货币政策风险，恶性通胀和货币贬值预期容易互相叠加。伴随美国疫情的逐渐平复，加息预期逐渐提前（详细请参考我们前期报告《美联储确认通胀源自供需缺口》），我们认为新兴市场提前加息预防跨境资本流出，防止通胀与货币贬值的负螺旋也是新兴市场国家逐渐启动加息潮的重要原因。除已加息的土耳其、俄罗斯和巴西外，南非、尼日利亚、泰国等新兴市场国家同样有跟进加息的可能。

### 3. 虽然新兴市场国家启动加息潮，但我国年内无加息压力

如上文所述，当前新兴市场国家通胀压力的来源主要有两个方面，分别是以粮食和原油为主的价格上行输入的通胀压力，其次是消费品供需缺口导致的通胀压力。

### 3.1. 国际粮价由于 CPI 结构原因被阻断，油价上行被猪周期下行所对冲

从第一个渠道看，一方面，由于我国 CPI 的结构原因，国际粮食价格对我国粮食项价格的传导被阻断。粮食项在我国 CPI 中的权重约为 2.3%，其中大米和小麦合计权重为 2.2%。当前我国口粮（稻谷、小麦）价格大幅上涨的可能性不大，在稻米和小麦价格保持稳定的情况下，粮食项难以带动 CPI 大幅上行。一方面，极寒天气对国内粮食生产影响小。寒冷天气对小麦生长影响较小，只有严重冻害才会造成冬小麦减产。以 2008 年雪灾期间为例，全国冬小麦受灾面积 876 万亩，其中成灾 285 万亩，绝收 26 万亩，但其仅占全国冬小麦播种面积的 0.1%。另一方面，我国小麦、稻谷等对外依存度较低，且库存较为充足，因此受全球价格影响较小，在近期全球价格上涨的背景下这些粮食品种的国内价格依然保持稳定。

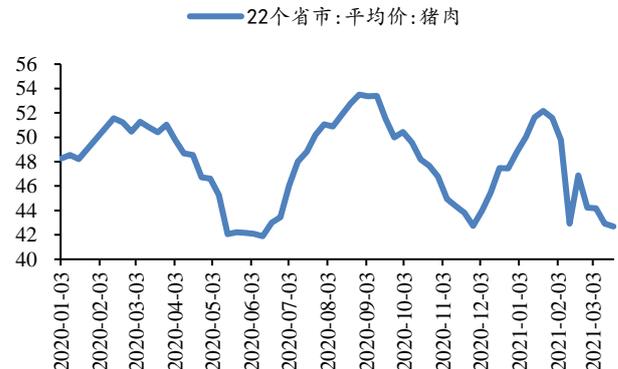
另一方面，从我国历史通胀周期回顾，猪肉和原油价格的影响最关键。国际原油价格虽然于近期上行但其对通胀带来的压力被猪周期下行所对冲。年初至今，布油价格上涨超过 26%；猪肉价格下行超过 13%，自 1 月中旬的高点下行超过 18%。我们曾于前期报告中指出（详细请参考前期报告《大国博弈与跨周期调节》），以 2018 年 6 月为本轮超级猪周期的起点，预计 2022 年 5、6 月份将是生猪价格的底部，当前正处于猪周期下行阶段，预计 2021 年底生猪价格将跌至 20~23 元，对应的猪肉价格约为 33~36 元。猪价下行将在年内持续对冲原油价格上涨带来的压力。

图 7：布伦特原油年初至今上涨 26%



资料来源：Wind, 浙商证券研究所

图 8：年初至今猪肉价格回落 13% (元/千克)



资料来源：Wind, 浙商证券研究所

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\\_18826](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_18826)



云报告  
https://www.yunbaogao.cn

云报告  
https://www.yunbaogao.cn