

2021 年 03 月 21 日

美债利率上行的国别影响

——宏观经济专题

宏观研究团队

赵伟（分析师）

zhaoweil@kysec.cn

证书编号：S0790520060002

徐骥（分析师）

xuji@kysec.cn

证书编号：S0790520070008

曹金丘（联系人）

caojinqiu@kysec.cn

证书编号：S0790120080057

10Y 美债利率大幅上行的同时，多个新兴经济体“被迫”启动加息。内中逻辑何在，美债利率上行的国别影响，本文论证可供参考。

● 10Y 美债大幅上行之际，多个新兴经济体“被迫”加息

伴随美国疫情加速改善、经济修复显著加快，10Y 美债快速升破 1.7%，并带动美元进入强势通道。截至 3 月 18 日，美国疫苗日均接种量升破 250 万剂，累计接种量超过 1.16 亿剂。疫苗的大规模推广及疫情加速改善，推动美国工业生产、服务消费等修复显著加快。受此支撑，10Y 美债利率快速上行、并带动美元走强。

土耳其、巴西等新兴经济体虽然疫情形势严峻，但为抗击通胀、“被迫”启动加息。相比美国，新兴市场的疫情形势仍然严峻，土耳其、巴西等疫情更是在最近 2 个月出现大幅反弹。然而，尽管疫情反弹、以及国内经济表现疲软，巴西、土耳其央行为了遏制国内物价过快上涨，分别于 3 月 17 日、18 日加息 50、200bp。

● 美债利率上行，对部分新兴经济体的影响需密切关注

10Y 美债利率上行，是对美国经济的客观反应；相较而言，其他除中国之外的大部分新兴经济体，疫情防控、经济修复等要差一些。2020 年疫情爆发以来，美国政府先后实施了 4 轮大规模财政刺激，合计规模超 5 万亿美元，为全球之首；美联储也快速重启 QE，资产规模由 4.2 万亿美元扩张至 7.7 万亿美元。与此同时，新任总统拜登上任后不断加快疫苗推广速度，美国经济的正常化过程亦在加速。

历史规律显示，美债利率上行、美元进入“强势通道”，往往会带动资金回流美国，部分新兴经济体的“尾部风险”容易暴露。由于普遍存在外债压力较大、国际收支失衡的问题，新兴经济体经常会在美元走强阶段，因资金回流美国而暴露尾部风险。此时，为了遏制资本外流或本币贬值引发的通胀抬升，新兴经济体往往会“被迫”启动加息，进而对国内基本面产生伤害、进一步加大资本外流风险。

● 外债偿付压力大、杠杆率高、股市估值高的新兴市场，更容易受冲击

美元走强、资本外流冲击下，警惕土耳其、马来西亚等外债偿付压力较大的新兴经济体暴露尾部风险。疫情爆发以来，部分新兴经济体大举外债，在美元走强的背景下，或因外债偿付压力抬升而暴露尾部风险，以土耳其、马来西亚等为代表。其中，土耳其、马来西亚的外债占 GDP 比重分别由 56%、62% 升至 60%、67%，衡量短期偿债压力的短期外债占外汇储备比重分别达到历史峰值的 315%、91%。

菲律宾、巴西、韩国等杠杆高企、估值已达历史高位的市场，面临的调整压力也需要留意。疫情爆发后的全球“大放水”，推动了部分新兴经济体的股市估值大幅提升，以菲律宾、巴西、韩国、印尼等为代表。随着美元走强、资本回流美国本土，这些估值已达历史高位的市场或将面临调整压力。最新数据显示，菲律宾、巴西股市已较前期高点下跌 12%、7%，韩国股市的回调幅度也超过 5 个百分点。

● 风险提示：病毒频频突变，导致新冠疫苗失效。

相关研究报告

目 录

1、 周度报告：美债利率上行的国别影响	4
1.1、 10Y 美债大幅上行之际，多个新兴经济体“被迫”加息	4
1.2、 美债利率上行，对部分新兴经济体的影响需密切关注	5
1.3、 外债偿付压力较大、杠杆率过高、股市估值较高的新兴市场，更容易受到冲击	8
2、 大类资产回溯：10Y 美债利率升破 1.7%	11
3、 重点关注：美国 2 月核心 PCE 物价指数	13
4、 数据跟踪：美国 2 月零售销售弱于预期	13
4.1、 美国数据	13
4.1.1、 美国 2 月零售销售环比、工业产出环比双双弱于预期	13
4.1.2、 美国 3 月 NAHB 房产市场指数、2 月地产开工数据均不及预期	14
4.1.3、 当周 EIA 原油库存增幅低于预期，当周初请失业金人数增加	14
4.2、 欧洲数据	14
4.2.1、 欧元区、德国 3 月 ZEW 经济景气指数双双创新高	14
5、 风险提示	15

图表目录

图 1： 10Y 美债利率已升破 1.7%	4
图 2： 10Y 美债利率大幅上行，带动美元指数止跌反弹	4
图 3： 美国疫苗接种速度持续加速攀升	4
图 4： 伴随疫情改善，美国餐饮消费快速回暖	4
图 5： 伴随疫情改善，美国粗钢生产量加速增长	5
图 6： 经济领先指标 WEI 指数加速逼近疫情爆发前水平	5
图 7： 巴西和土耳其疫情形势依然严峻	5
图 8： 巴西和土耳其央行双双启动加息	5
图 9： 上世纪 80 年代，拉美主要经济体爆发债务危机	6
图 10： 债务危机爆发前后，墨西哥比索大幅贬值	6
图 11： 上世纪 90 年代，亚洲主要经济体爆发金融危机	6
图 12： 金融危机爆发前后，泰铢、印尼卢比大幅贬值	6
图 13： 新兴市场暴露尾部风险的外部环境，均是美元走强、资金回流美国本土	6
图 14： 亚洲金融危机爆发前，主要经济体外债压力高企	7
图 15： 拉美债务危机爆发前，主要经济体外债压力高企	7
图 16： 美国实施的财政刺激力度在全球范围内首屈一指	7
图 17： 财政刺激支持下，美国居民收入不降反升	7
图 18： 美国疫苗接种速度快于大部分新兴经济体	7
图 19： 年初以来，美国疫情形势快速改善	7
图 20： 印度、印尼、墨西哥与美国利差持续收窄	8
图 21： 土耳其、巴西与美国利差持续收窄	8
图 22： 美元已进入强势通道	8
图 23： 疫情爆发后，新兴市场杠杆率大幅抬升	9
图 24： 疫情爆发后，主要新兴经济体外债/GDP 抬升	9
图 25： 土耳其、马来西亚外债偿付压力高企	10

图 26: 美元走强下, 土耳其、马来西亚本币加速贬值.....	10
图 27: 前期宽松流动性环境下, 新兴市场估值升至高位.....	10
图 28: 伴随美元走强, 大部分新兴经济体本币开始贬值.....	10
图 29: MSCI 新兴市场指数已较前期高点持续回落.....	10
图 30: 菲律宾、巴西、韩国股市出现较大调整	10
图 31: 当周, 美元上涨, 欧元、英镑下跌	11
图 32: 当周, 美元指数震荡上涨	11
图 33: 当周, 主要国家 10Y 国债收益率多数上行.....	12
图 34: 当周, 10Y 美债收益率持续上行	12
图 35: 当周, 全球主要股指多数下跌	12
图 36: 当周, 纳斯达克、恒指双双下跌	12
图 37: 当周, 原油价格大幅下跌	12
图 38: 当周, COMEX 黄金价格上涨.....	12
图 39: 美国 2 月零售销售环比弱于预期	13
图 40: 美国 2 月工业产出环比增速低于预期	13
图 41: 美国 3 月 NAHB 房产市场指数不及预期	14
图 42: 美国 2 月地产开工数据不及预期	14
图 43: 美国当周 EIA 原油库存增幅低于预期.....	14
图 44: 美国当周初请失业金人数增加	14
图 45: 欧元区 3 月 ZEW 经济景气指数创历史新高.....	15
图 46: 德国 3 月 ZEW 经济景气指数创近半年新高.....	15
表 1: 主要新兴经济体外债偿付压力情况	9
表 2: 海外重点数据发布日期情况	13

1、周度报告：美债利率上行的国别影响

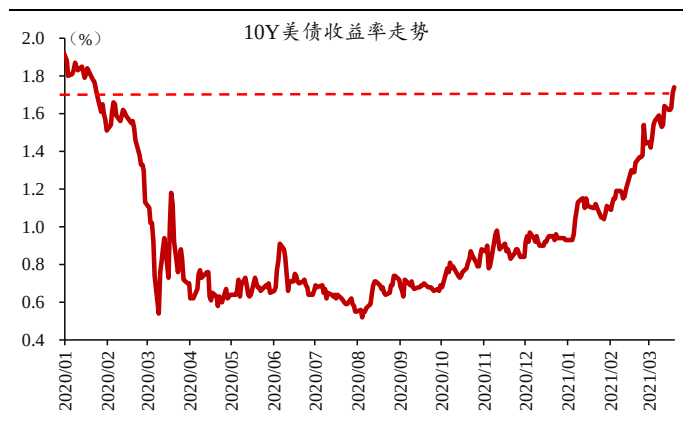
事件：3月17日、18日，巴西、土耳其央行分别启动加息。

资料来源：巴西央行、土耳其央行

1.1、10Y 美债大幅上行之际，多个新兴经济体“被迫”加息

近期，10Y 美债利率快速升破 1.7%，并带动美元指数进入强势通道。在 1.5% 上下短暂“停留”后，10Y 美债利率先后于 3 月 12 日升破 1.6%、3 月 18 日升破 1.7%，刷新 2020 年 1 月以来新高。截至 3 月 19 日，10Y 美债利率已较年初大幅上行 81bp。10Y 美债利率的快速、大幅上行，也带动了美元指数止跌反弹，后者已升至 91.94，较年初上涨了 2.8%。

图1：10Y 美债利率已升破 1.7%



数据来源：Wind、开源证券研究所

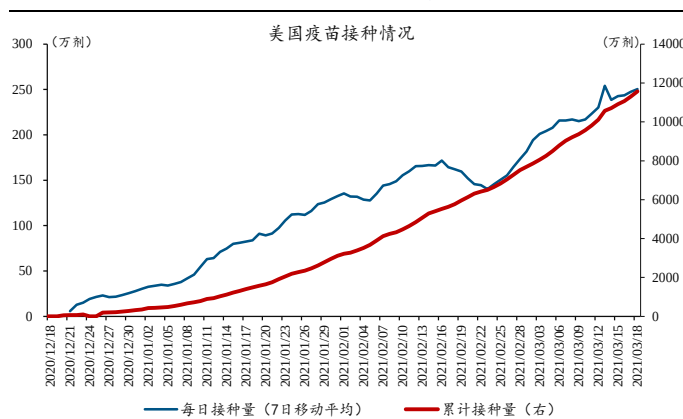
图2：10Y 美债利率大幅上行，带动美元指数止跌反弹



数据来源：Wind、开源证券研究所

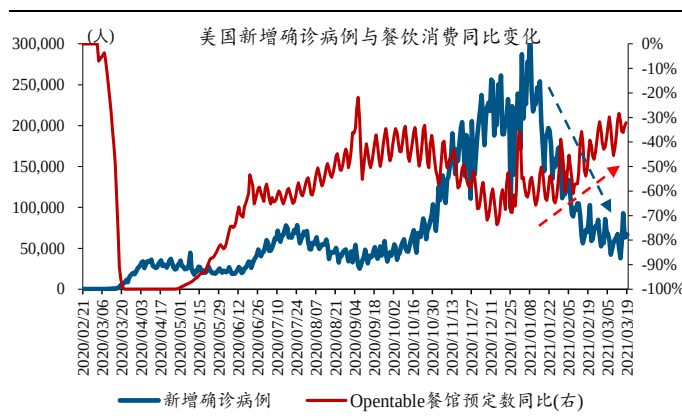
10Y 美债利率快速上行背后，是美国疫情加速改善、经济修复显著加快。截至 3 月 18 日，美国日均新冠疫苗接种量升破 250 万剂/日，累计接种量超过 1.16 亿剂，每百人接种量达到 35 剂。疫苗的大规模推广，带动美国疫情持续、加速改善。美国前期受疫情拖累较为严重的工业生产、餐饮消费等线下经济活动纷纷快速回暖，经济领先指标 WEI 指数加速逼近疫情爆发前水平。

图3：美国疫苗接种速度持续加速攀升

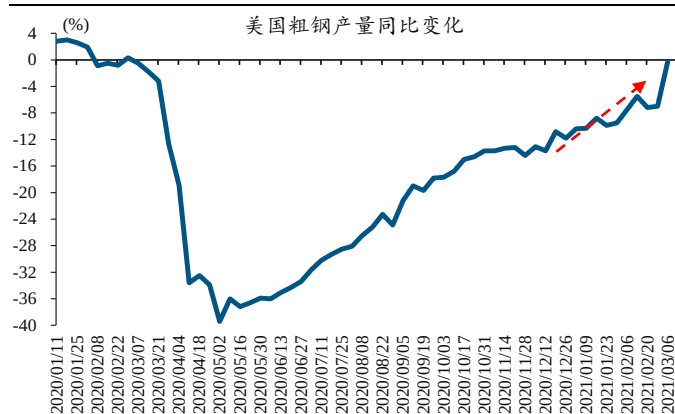


数据来源：Our Data In World、开源证券研究所

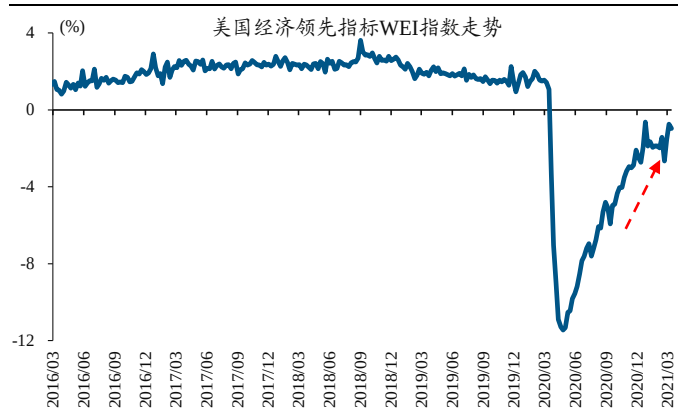
图4：伴随疫情改善，美国餐饮消费快速回暖



数据来源：Wind、Opentable、开源证券研究所

图5：伴随疫情改善，美国粗钢生产量加速增长


数据来源：Wind、开源证券研究所

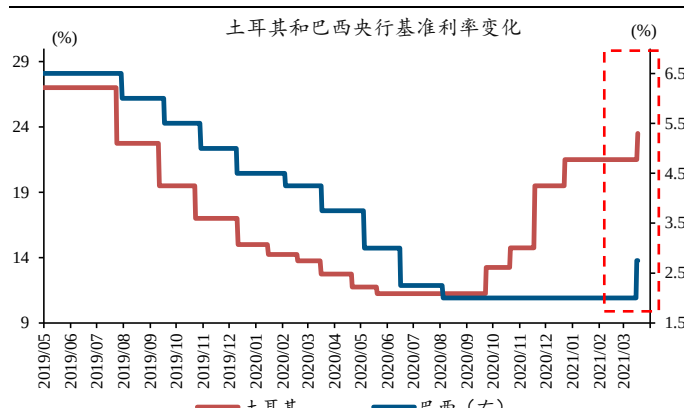
图6：经济领先指标 WEI 指数加速逼近疫情爆发前水平


数据来源：NY Fed、开源证券研究所

与美国不同，土耳其、巴西等新兴经济体疫情形势严峻，并为了抗击通胀、“被迫”启动加息。不同于美国，新兴经济体疫情形势依然严峻，土耳其、巴西等新增确诊病例更是在最近2个月出现大幅反弹。尽管如此，为遏制国内物价大幅上涨、以及抑制资本外流等，巴西央行于3月17日宣布加息50bp，土耳其央行紧随其后，于3月18日宣布加息200bp。

图7：巴西和土耳其疫情形势依然严峻

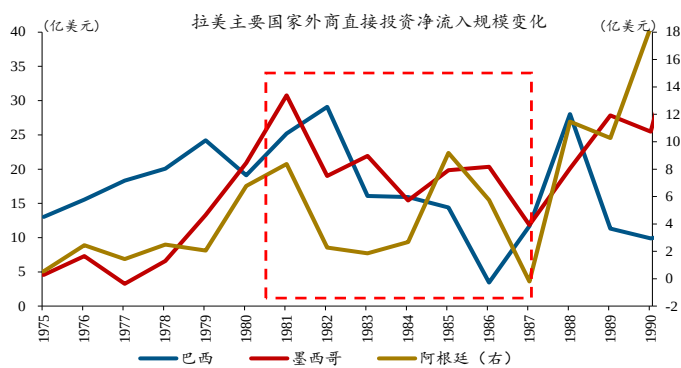

数据来源：Wind、开源证券研究所

图8：巴西和土耳其央行双双启动加息


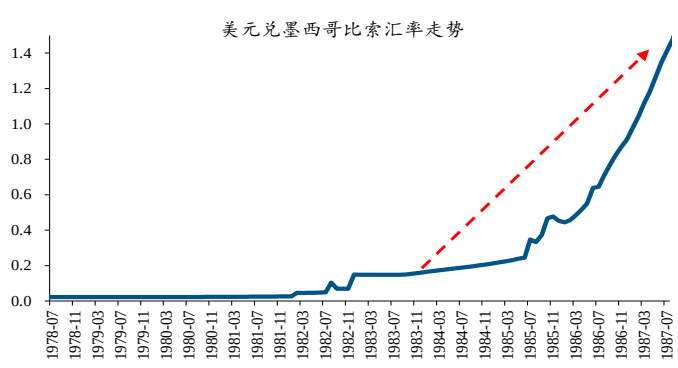
数据来源：Wind、开源证券研究所

1.2、美债利率上行，对部分新兴经济体的影响需密切关注

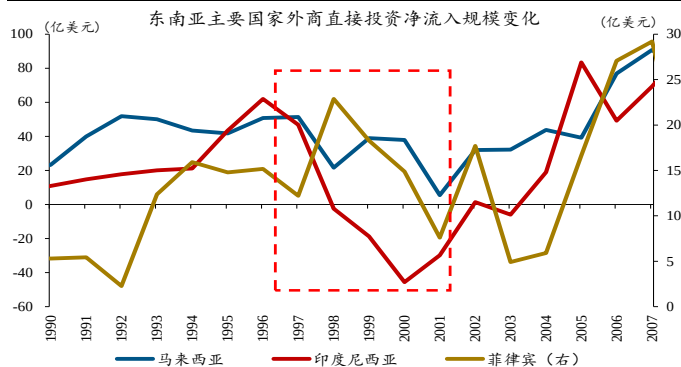
以史为鉴，相较美国，新兴经济体更容易暴露尾部风险。回溯历史，新兴经济体爆发经济危机的次数，远远多于美国。较为“著名”的包括，上世纪80年代的拉美债务危机，以及90年代的亚洲金融危机。其中，1982年至1984年，墨西哥、巴西和阿根廷等拉美新兴经济体集体爆发债务危机，经济增速大幅下滑、通胀水平飙升、本币汇率恶性贬值。与拉美债务危机相似，1996年至1999年，泰国、马来西亚、印尼、韩国等亚洲新兴经济体，陷入“滞胀”泥沼，并出现资本大幅外流。

图9：上世纪80年代，拉美主要经济体爆发债务危机


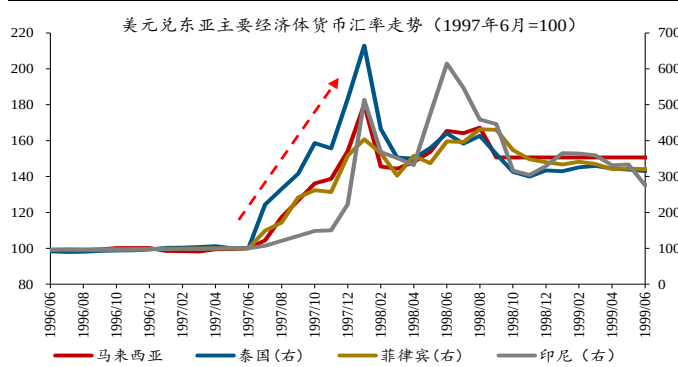
数据来源：Wind、开源证券研究所

图10：债务危机爆发前后，墨西哥比索大幅贬值


数据来源：Wind、开源证券研究所

图11：上世纪90年代，亚洲主要经济体爆发金融危机


数据来源：Wind、开源证券研究所

图12：金融危机爆发前后，泰铢、印尼卢比大幅贬值


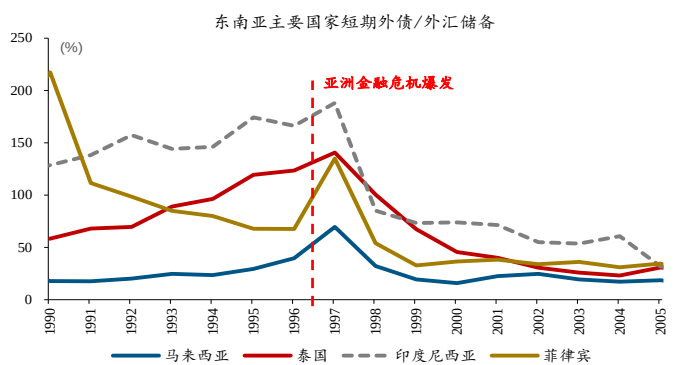
数据来源：Wind、开源证券研究所

“新兴尾部风险”的产生，与美元走强、资金回流美国下，国际收支平衡表的脆弱性有关。由于国内资本相对匮乏，新兴经济体为发展经济，一般借入大量外债，尤其是短期外债。经济高速增长时期，不断累积的外债对新兴经济体来说负担不大；但经济增速放缓后，庞大的外债，尤其是短期外债，将导致新兴经济体偿债压力激增。若同时遭遇美元走强、资本外流冲击，新兴经济体很可能面临外汇资产缩水、无法偿还到期外债局面，即爆发外债危机。回顾拉美债务危机及亚洲金融危机，危机爆发时的外部环境都是美元走强，内部情况也都对应新兴经济体自身国际收支严重失衡。

图13：新兴市场暴露尾部风险的外部环境，均是美元走强、资金回流美国本土

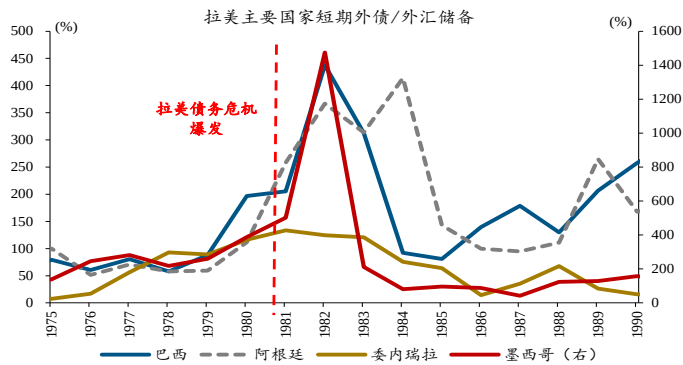

数据来源：Wind、开源证券研究所

图14: 亚洲金融危机爆发前, 主要经济体外债压力高企



数据来源: Wind、开源证券研究所

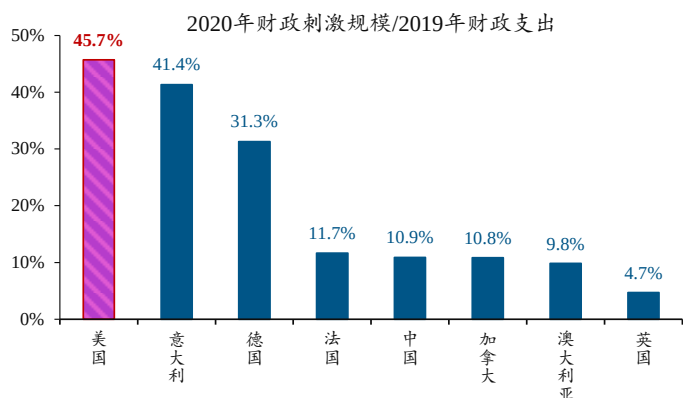
图15: 拉美债务危机爆发前, 主要经济体外债压力高企



数据来源: Wind、开源证券研究所

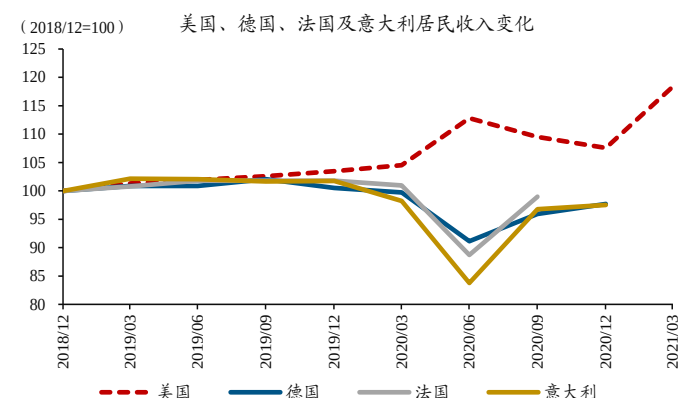
本轮疫情防控, 美国相比除中国以外的大部分新兴经济体, 无论是政策托底、还是疫苗推广的效果, 都要更好, 经济基本面也更加健康。连续多轮的大规模财政刺激, 使美国私人部门资产负债表受到的疫情影响非常有限。同时, 充足的疫苗供应及持续提升的接种速度, 推动美国疫情形势快速改善。从各类经济数据的最新表现来看, 美国的经济基本面, 比除中国以外的大部分新兴经济体都要健康。

图16: 美国实施的财政刺激力度在全球范围内首屈一指



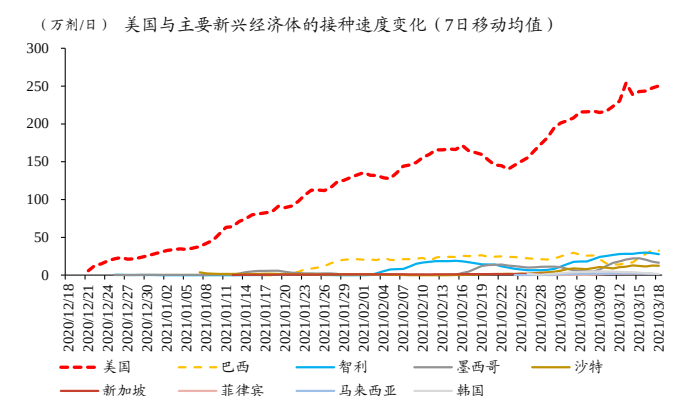
数据来源: Wind、开源证券研究所

图17: 财政刺激支持下, 美国居民收入不降反升



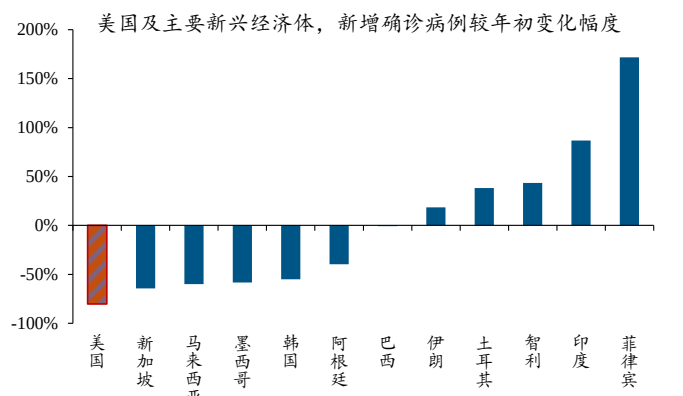
数据来源: Wind、开源证券研究所

图18: 美国疫苗接种速度快于大部分新兴经济体



数据来源: Wind、开源证券研究所

图19: 年初以来, 美国疫情形势快速改善



数据来源: Wind、开源证券研究所

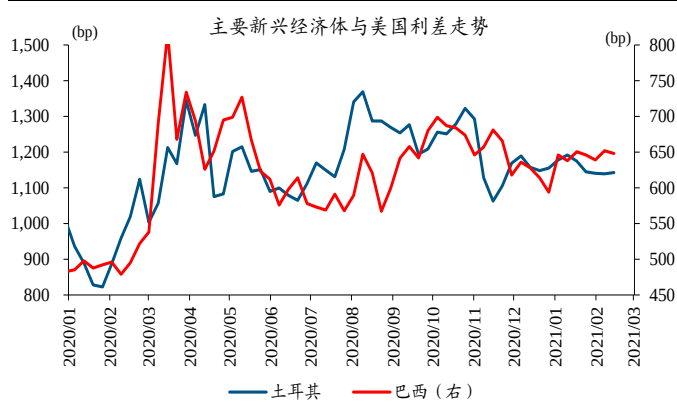
随着美元已进入强势通道、资金开始回流美国，新兴市场受美债上行的影响需密切关注。此轮美债利率的上行，带动了美元进入强势通道，加大新兴市场的资本外流压力。同时，资本外流及本币贬值等引发的通胀抬升，又容易倒逼新兴经济体加息，“伤害”后者依旧疲弱的经济基本面。综合考虑来看，新兴市场受 10Y 美债利率上行的影响不容忽视。（关于美元走势详细分析，请参考报告《美元看空“陷阱”再论》）

图20: 印度、印尼、墨西哥与美国利差持续收窄



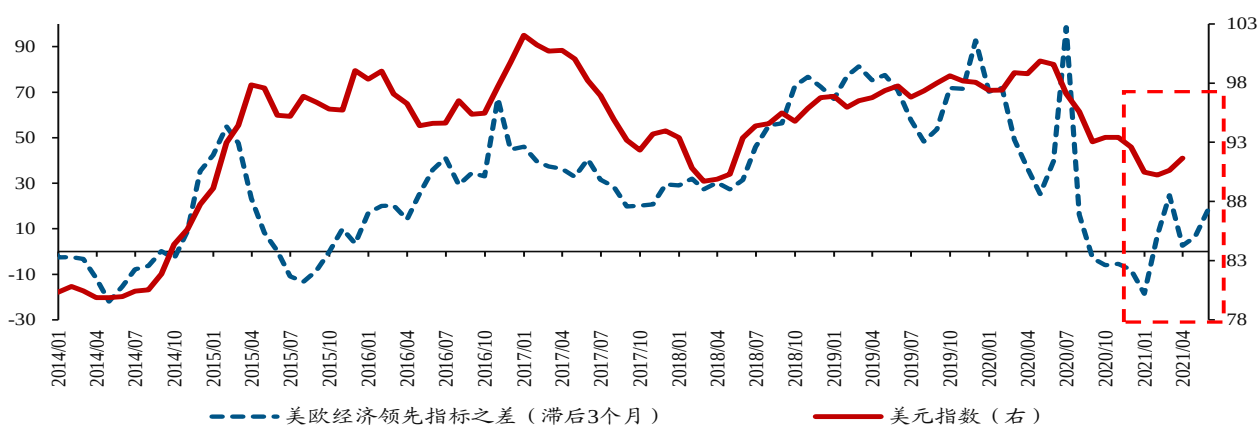
数据来源: Wind、开源证券研究所

图21: 土耳其、巴西与美国利差持续收窄



数据来源: Wind、开源证券研究所

图22: 美元已进入强势通道



数据来源: Wind、开源证券研究所

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_18864

