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）	徐骥（分析师）	曹金丘（联系人）
zhaowei1@kysec.cn	xuji@kysec.cn	caojinqiu@kysec.cn
证书编号：S0790520060002	证书编号：S0790520070008	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

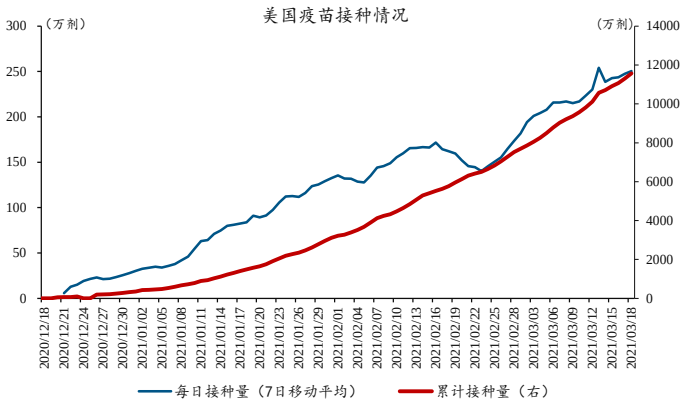
图2：10Y 美债利率大幅上行，带动美元指数止跌反弹



数据来源：Wind、开源证券研究所

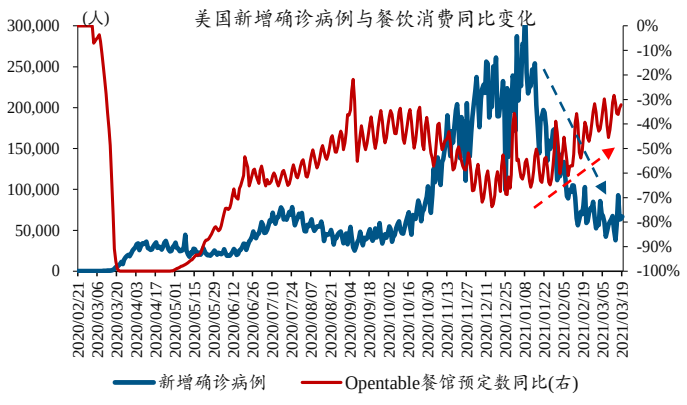
10Y 美债利率快速上行背后，是美国疫情加速改善、经济修复显著加快。截至 3 月 18 日，美国日均新冠疫苗接种量升破 250 万剂/日，累计接种量超过 1.16 亿剂，每百人接种量达到 35 剂。疫苗的大规模推广，带动美国疫情持续、加速改善。美国前期受疫情拖累较为严重的工业生产、餐饮消费等线下经济活动纷纷快速回暖，经济领先指标 WEI 指数加速逼近疫情爆发前水平。

图3：美国疫苗接种速度持续加速攀升



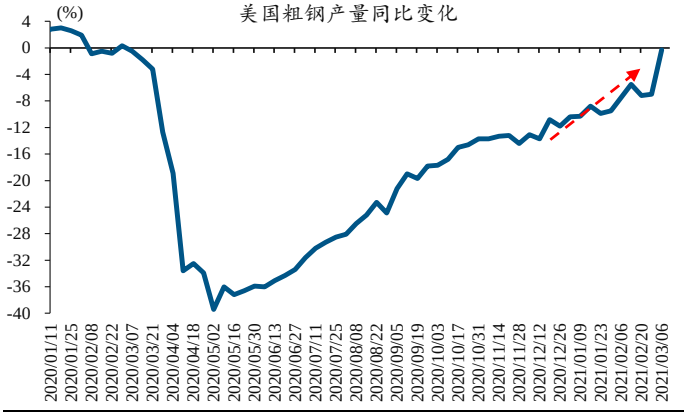
数据来源：Our Data In World、开源证券研究所

图4：伴随疫情改善，美国餐饮消费快速回暖



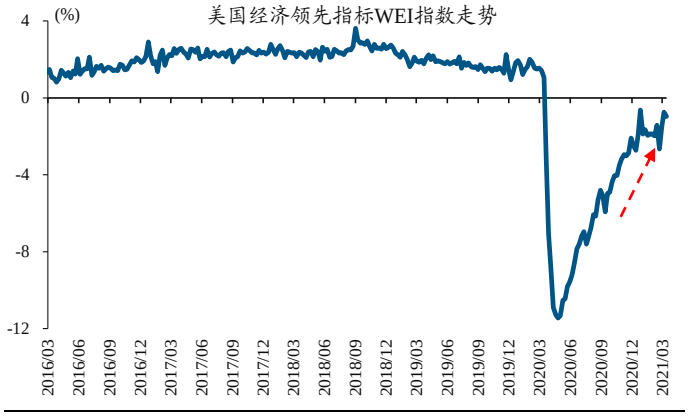
数据来源：Wind、Opentable、开源证券研究所

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

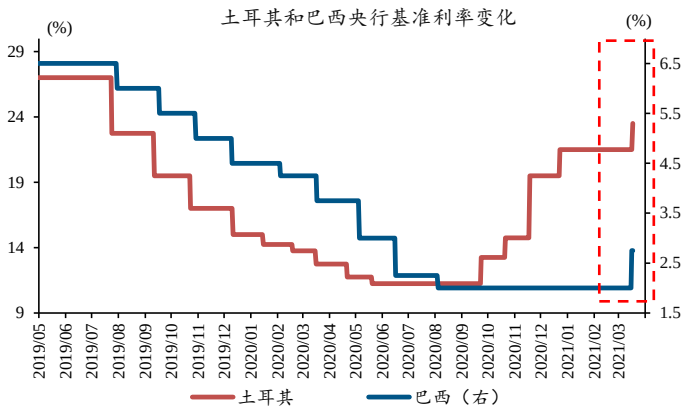
与美国不同，土耳其、巴西等新兴经济体疫情形势严峻，并为了抗击通胀、“被迫”启动加息。不同于美国，新兴经济体疫情形势依然严峻，土耳其、巴西等新增确诊病例更是在最近 2 个月出现大幅反弹。尽管如此，为遏制国内物价大幅上涨、以及抑制资本外流等，巴西央行于 3 月 17 日宣布加息 50bp，土耳其央行紧随其后，于 3 月 18 日宣布加息 200bp。

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

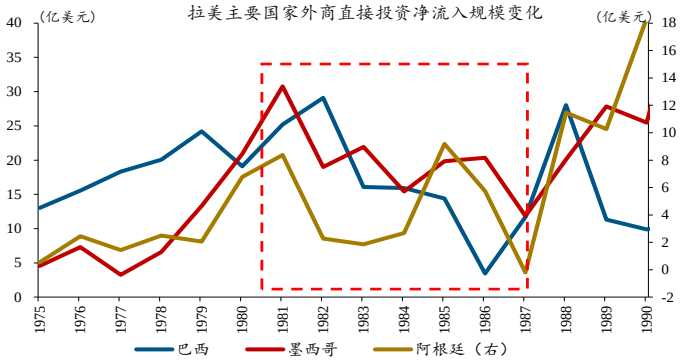


数据来源：Wind、开源证券研究所

1.2、美债利率上行，对部分新兴经济体的影响需密切关注

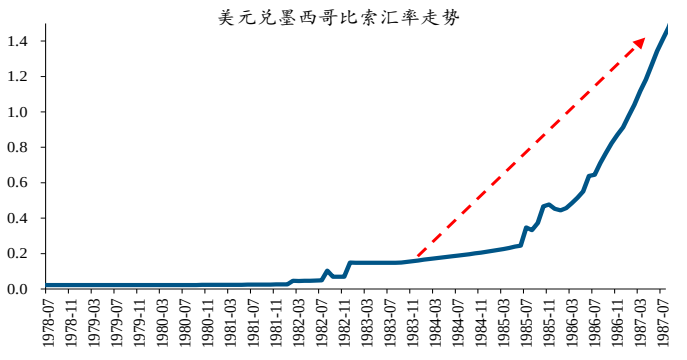
以史为鉴，相较美国，新兴经济体更容易暴露尾部风险。回溯历史，新兴经济体爆发经济危机的次数，远远多于美国。较为“著名”的包括，上世纪 80 年代的拉美债务危机，以及 90 年代的亚洲金融危机。其中，1982 年至 1984 年，墨西哥、巴西和阿根廷等拉美新兴经济体集体爆发债务危机，经济增速大幅下滑、通胀水平飙升、本币汇率恶性贬值。与拉美债务危机相似，1996 年至 1999 年，泰国、马来西亚、印尼、韩国等亚洲新兴经济体，陷入“滞胀”泥沼，并出现资本大幅外流。

图9：上世纪 80 年代，拉美主要经济体爆发债务危机



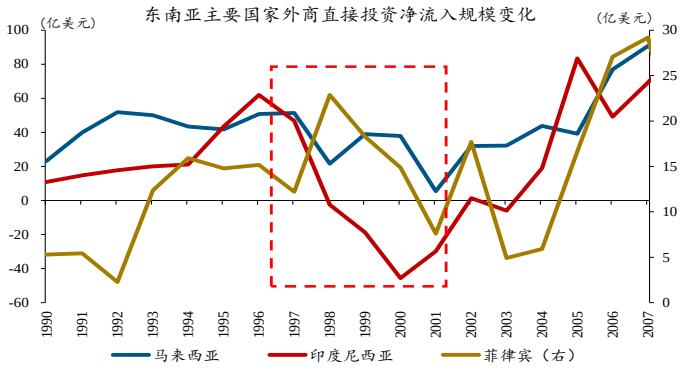
数据来源：Wind、开源证券研究所

图10：债务危机爆发前后，墨西哥比索大幅贬值



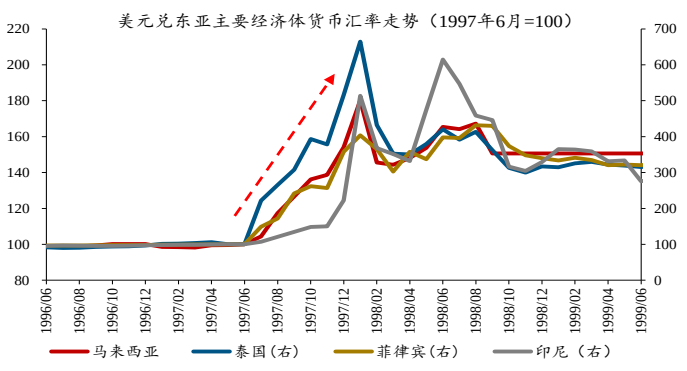
数据来源：Wind、开源证券研究所

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

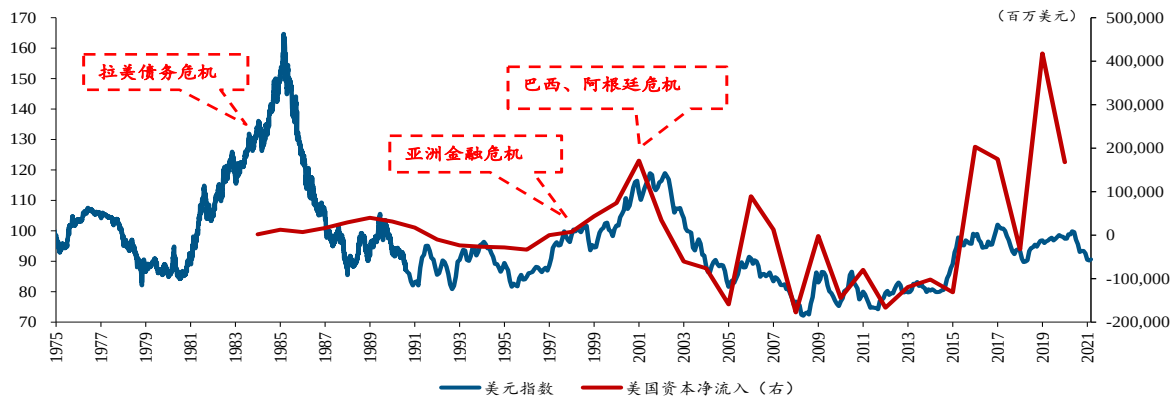
图12：金融危机爆发前后，泰铢、印尼卢比大幅贬值



数据来源：Wind、开源证券研究所

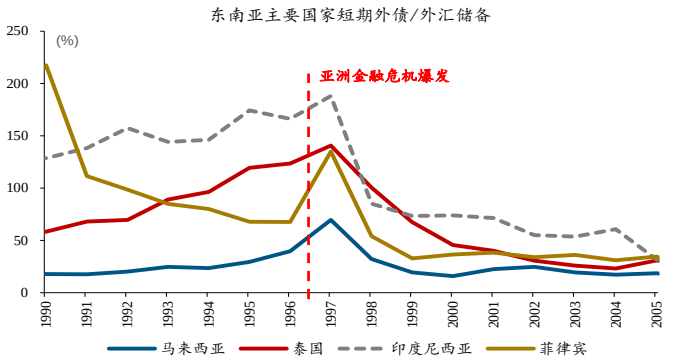
“新兴尾部风险”的产生，与美元走强、资金回流美国下，国际收支平衡表的脆弱性有关。由于国内资本相对匮乏，新兴经济体为发展经济，一般借入大量外债、尤其是短期外债。经济高速增长时期，不断累积的外债对新兴经济体来说负担不大；但经济增速放缓后，庞大的外债、尤其是短期外债，将导致新兴经济体偿债压力激增。若同时遭遇美元走强、资本外流冲击，新兴经济体很可能面临外汇资产缩水、无法偿还到期外债局面，即爆发外债危机。回顾拉美债务危机及亚洲金融危机，危机爆发时的外部环境都是美元走强，内部情况也都对应新兴经济体自身国际收支严重失衡。

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



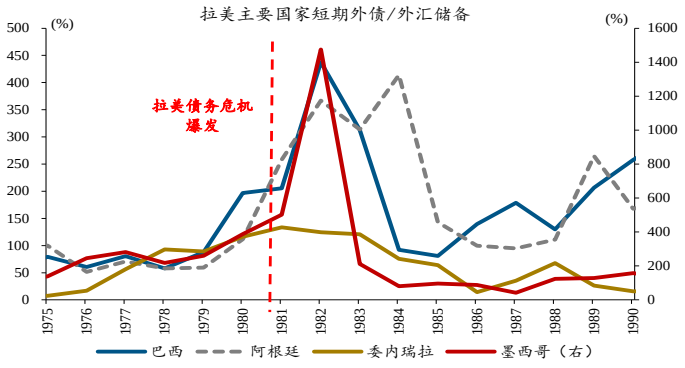
数据来源：Wind、开源证券研究所

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

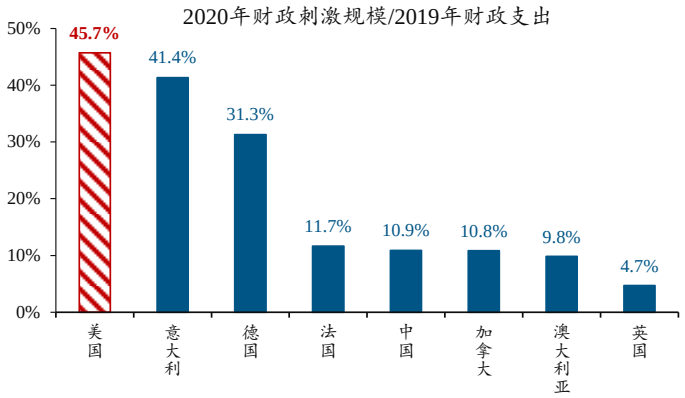
图15：拉美债务危机爆发前，主要经济体外债压力高企



数据来源：Wind、开源证券研究所

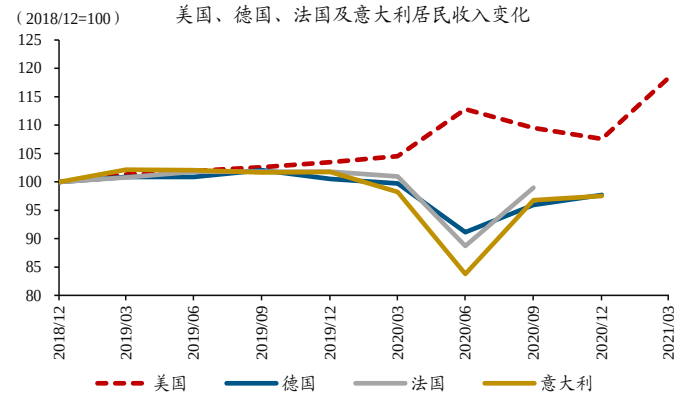
本轮疫情防控，美国相比除中国以外的大部分新兴经济体，无论是政策托底、还是疫苗推广的效果，都要更好，经济基本面也更加健康。连续多轮的大规模财政刺激，使美国私人部门资产负债表受到的疫情影响非常有限。同时，充足的疫苗供应及持续提升的接种速度，推动美国疫情形势快速改善。从各类经济数据的最新表现来看，美国的经济基本面，比除中国以外的大部分新兴经济体都要健康。

图16：美国实施的财政刺激力度在全球范围内首屈一指



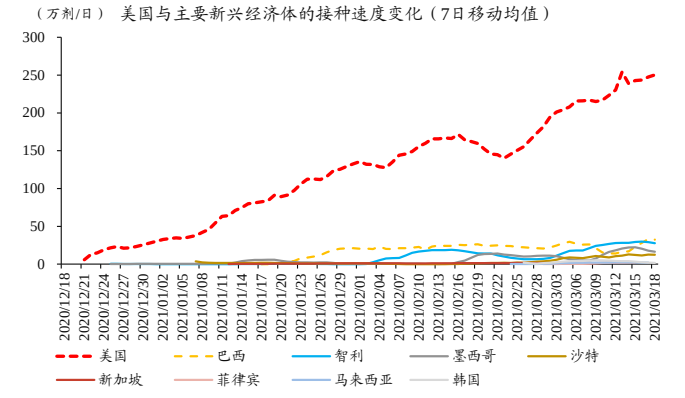
数据来源：Wind、开源证券研究所

图17：财政刺激支持下，美国居民收入不降反升



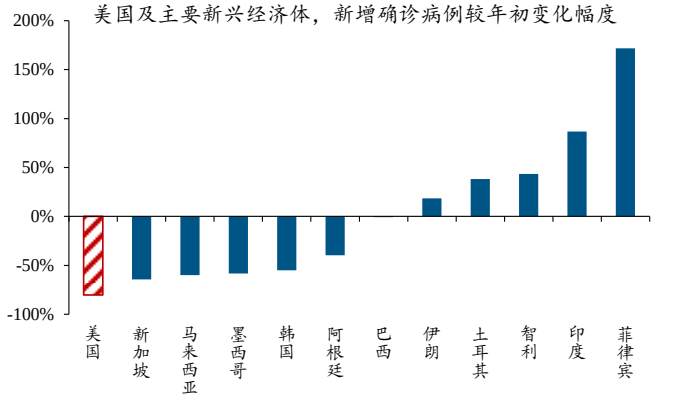
数据来源：Wind、开源证券研究所

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

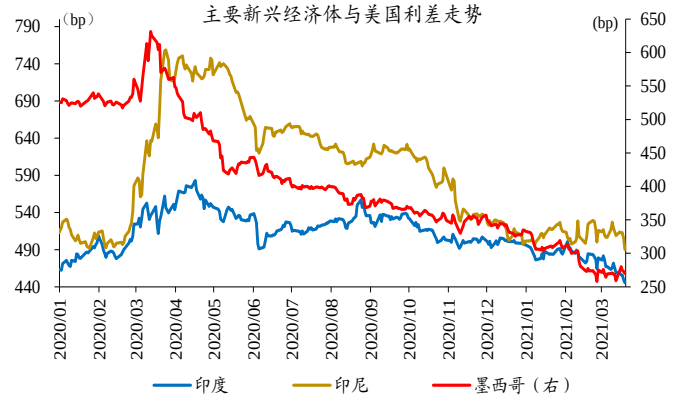
图19：年初以来，美国疫情形势快速改善



数据来源：Wind、开源证券研究所

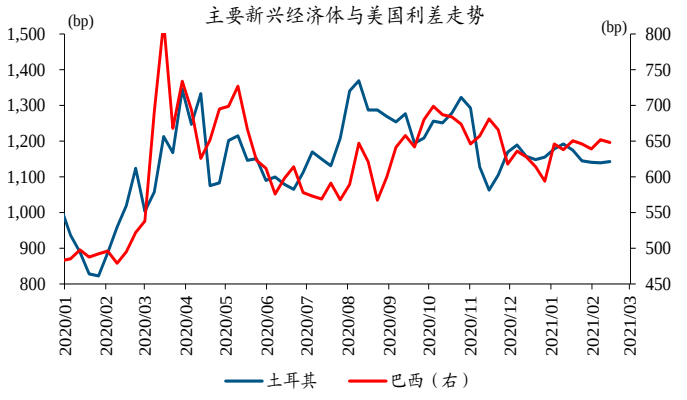
随着美元已进入强势通道、资金开始回流美国，新兴市场受美债上行的影响需密切关注。此轮美债利率的上行，带动了美元进入强势通道，加大新兴市场的资本外流压力。同时，资本外流及本币贬值等引发的通胀抬升，又容易倒逼新兴经济体加息，“伤害”后者依旧疲弱的经济基本面。综合考虑来看，新兴市场受 10Y 美债利率上行的影响不容忽视。**（关于美元走势详细分析，请参考报告《美元看空“陷阱”再论》）**

图20：印度、印尼、墨西哥与美国利差持续收窄



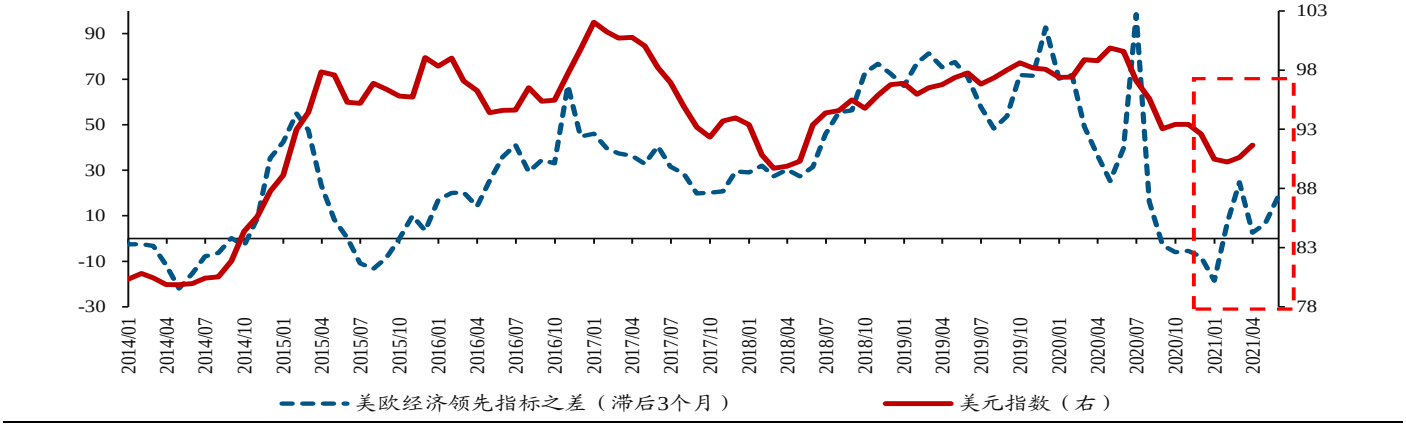
数据来源：Wind、开源证券研究所

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

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

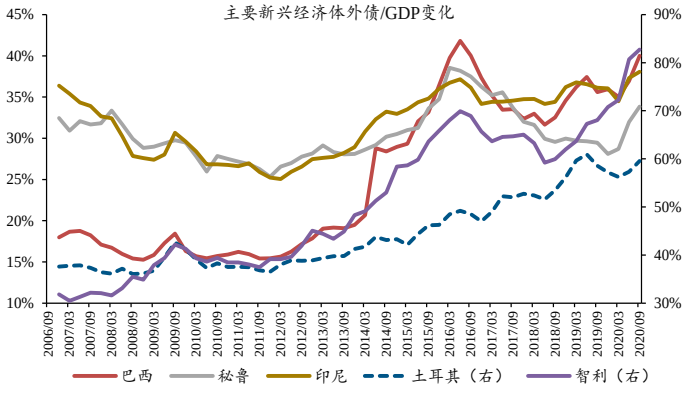
2020 年疫情爆发以来，为托底经济，新兴经济体内外大举债务。BIS 公布的数据显示，新兴经济体的杠杆率在疫情爆发后上升了 26 个百分点，绝对值水平高达 225%、刷新历史新高。新兴经济体的新增债务，有一大部分由外债“贡献”。具体来看，无论是亚洲的马来西亚、印尼，还是南美的巴西、秘鲁、智利，以及欧洲的土耳其等，外债占 GDP 比重在疫情爆发后均出现大幅抬升。

图23：疫情爆发后，新兴市场杠杆率大幅抬升



数据来源：BIS、Wind、开源证券研究所

图24：疫情爆发后，主要新兴经济体外债/GDP 抬升



数据来源：BIS、Wind、开源证券研究所

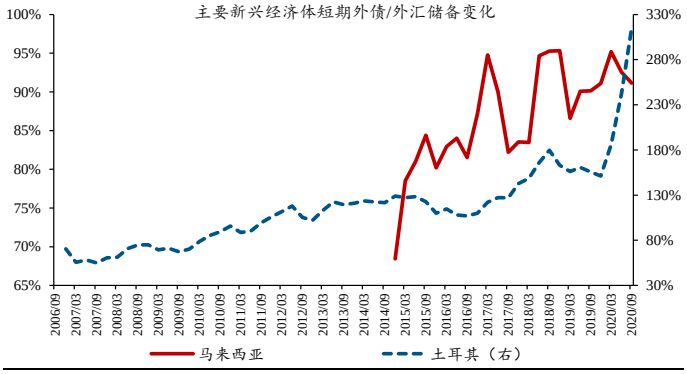
美元走强、资本外流冲击下，警惕土耳其、马来西亚等外债偿付压力大的新兴经济体暴露尾部风险。经历对外大举债务后，土耳其、马来西亚的外债占 GDP 比重已分别高达 60%、67%，衡量短期偿债压力的短期外债占外汇储备比重分别高达 315%、91%。伴随美元走强、资本外流压力累积，警惕土耳其、马来西亚因遭遇外债偿付困难而暴露尾部风险，步阿根廷的“后尘”（阿根廷 2020 年 4 月宣布无力偿付外债、“国家破产”）。与土耳其、马来西亚等新兴经济体不同，中国因为外债压力非常小，受到的影响十分有限。

表1：主要新兴经济体外债偿付压力情况

洲	国家	债务/GDP	外债/GDP	短期外债/总外债	短期外债/外汇储备	经常帐余额/GDP
美洲	巴西	179%	40%	12%	21%	-0.7%
	阿根廷（已违约）	**126%**	**74%**	**19%**	**125%**	**1.7%**
	墨西哥	89%	43%	11%	26%	1.1%
	秘鲁		34%	12%	12%	0.5%
	智利	207%	40%	12%	21%	1.3%
	哥伦比亚	132%	53%	11%	31%	-3.4%
	委内瑞拉（已违约）		**27%**	**26%**	**294%**	
欧洲	**土耳其**	**136%**	**60%**	**31%**	**315%**	**-5.1%**
	俄罗斯	128%	30%	11%	9%	2.7%
亚洲	中国	285%	13%	56%	26%	4.8%
	韩国	257%	32%	30%	37%	4.4%
	印度	178%	21%	19%	20%	1.3%
	马来西亚	**209%**	**67%**	**42%**	**91%**	**4.4%**
	印尼	78%	38%	12%	35%	-0.5%
	泰国	170%	34%	29%	20%	5.7%
	菲律宾		25%	12%	11%	2.5%
	伊朗			52%		

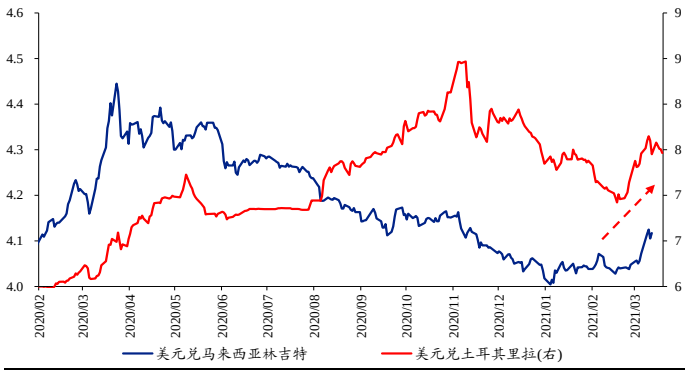
资料来源：World Bank、BIS、Wind、开源证券研究所

图25：土耳其、马来西亚外债偿付压力高企



数据来源：Wind、开源证券研究所

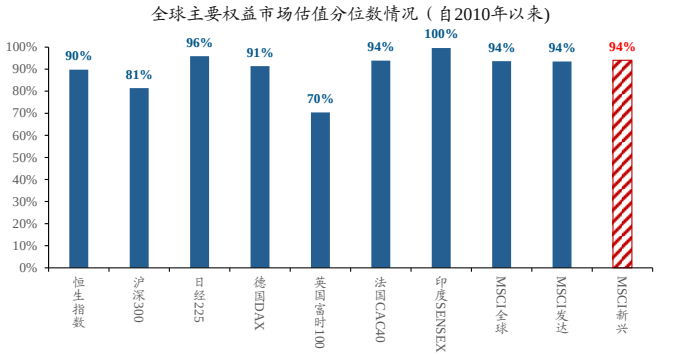
图26：美元走强下，土耳其、马来西亚本币加速贬值



数据来源：Wind、开源证券研究所

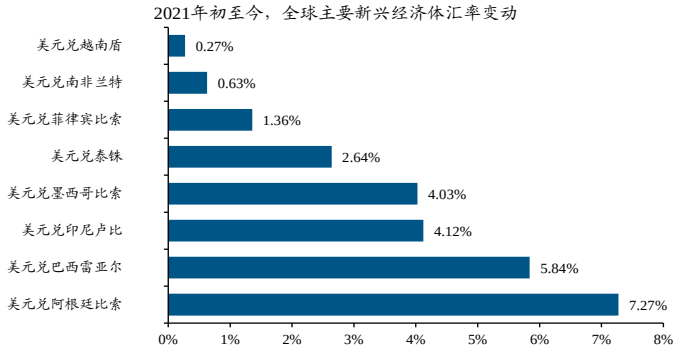
菲律宾、巴西、韩国等杠杆高企、估值已达历史高位的市场，遭遇资本外流冲击后，面临的调整压力也需要留意。疫情爆发后的全球“大放水”，使菲律宾、巴西、韩国、印尼等股市的估值大幅提升，驱动股市大涨。但随着美元已进入强势通道、带动资本回流美国本土，上述新兴经济体的资本市场或将面临调整压力。最新数据显示，菲律宾、巴西的股市已较前期高点分别下跌 11.9%、7.1%，韩国股市的调整幅度也超过了 5 个百分点。

图27：前期宽松流动性环境下，新兴市场估值升至高位



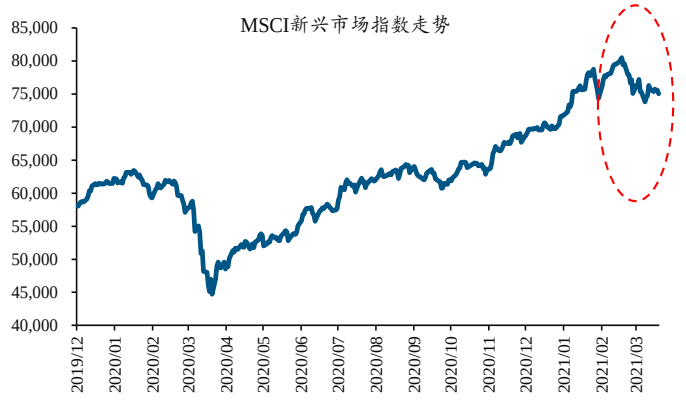
数据来源：Wind、开源证券研究所

图28：伴随美元走强，大部分新兴经济体本币开始贬值



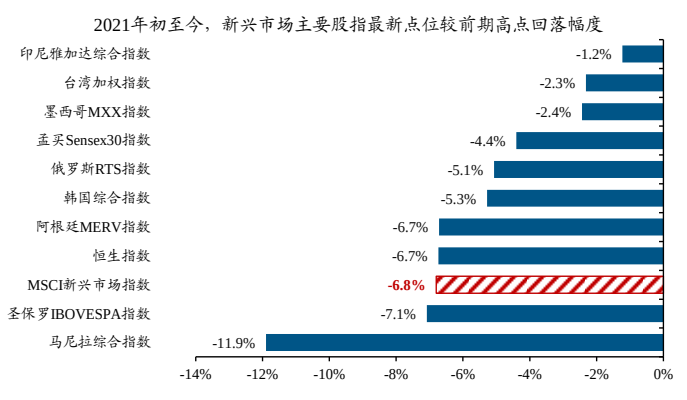
数据来源：Wind、开源证券研究所

图29：MSCI 新兴市场指数已较前期高点持续回落



数据来源：Wind、开源证券研究所

图30：菲律宾、巴西、韩国股市出现较大调整



数据来源：Wind、开源证券研究所

经过研究，我们发现：

（1）截至 3 月 18 日，美国疫苗日均接种量已升破 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。

（2）与美国不同，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、国内经济表现疲软，巴西、土耳其央行为了遏制国内物价上涨等，分别于 3 月 17 日、18 日加息 50、200bp。

（3）本轮疫情防控，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。同时，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冲击非常有限。从各类经济数据的表现来看，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。

（4）不同于美国，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。

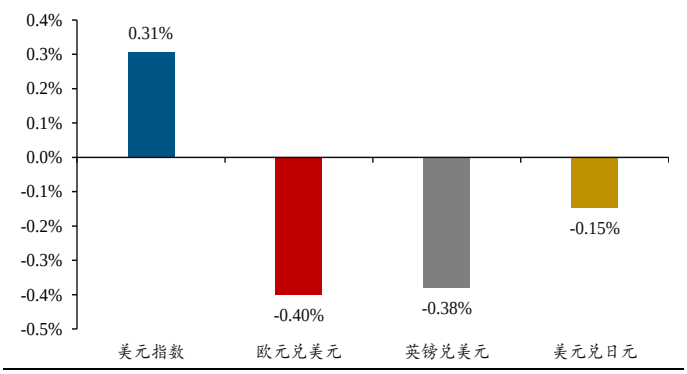
（5）疫情爆发以来，部分新兴经济体大举外债，在美元走强的背景下，或因外债偿付压力抬升而暴露尾部风险，以土耳其、马来西亚等为代表。其中，土耳其、马来西亚的外债占 GDP 比重分别由 56%、62%升至 60%、67%，衡量短期偿债压力的短期外债占外汇储备比重分别达到历史峰值的 315%、91%。

（6）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。

2、 大类资产回溯：10Y 美债利率升破 1.7%

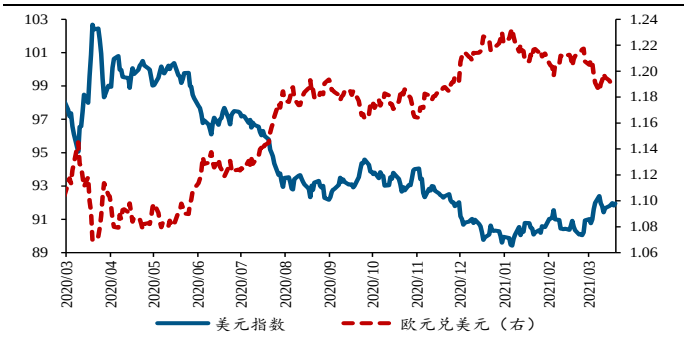
当周（3 月 15 日-3 月 19 日），美元上涨，欧元、英镑下跌。美元指数上涨 0.31%至 91.95。其他货币方面，欧元、英镑兑美元分别下跌 0.4%、0.38%至 1.19、1.39；日元汇率上涨，美元兑日元下跌 0.15%至 108.88。

图31：当周，美元上涨，欧元、英镑下跌



数据来源：Wind、开源证券研究所

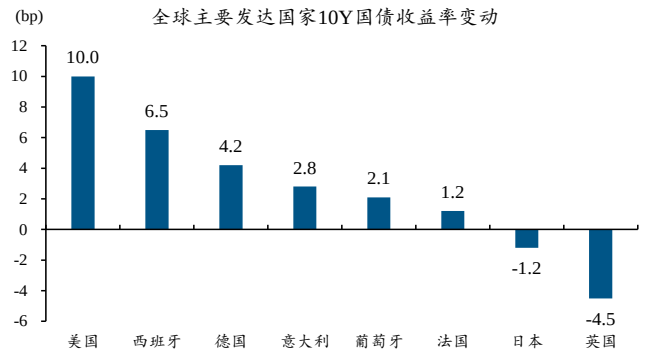
图32：当周，美元指数震荡上涨



数据来源：Wind、开源证券研究所

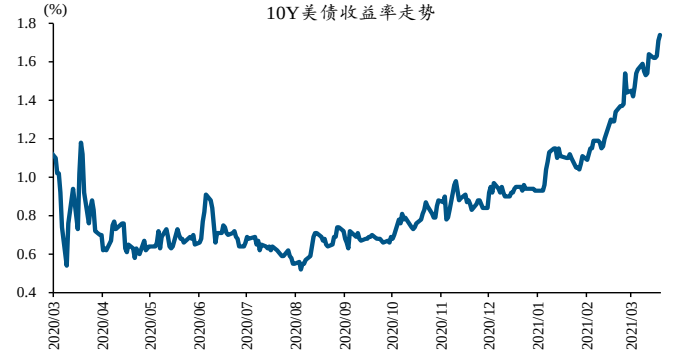
当周（3 月 15 日-3 月 19 日），主要国家 10Y 国债收益率多数上行。10Y 美债收益率上行 10bp 至 1.74%。其他债市方面，10Y 德、意、法债收益率分别上行 4.2bp、2.8bp、1.2bp 至-0.29%、0.67%、-0.04%。

图33：当周，主要国家 10Y 国债收益率多数上行



数据来源：Wind、开源证券研究所

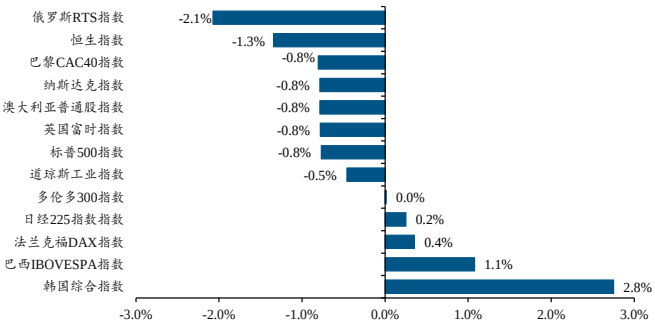
图34：当周，10Y 美债收益率持续上行



数据来源：Wind、开源证券研究所

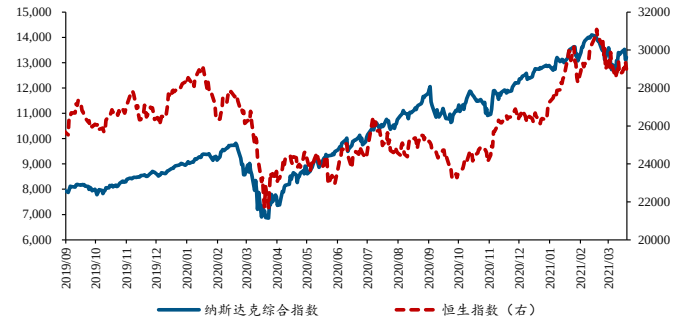
当周（3 月 15 日-3 月 19 日），全球主要股指多数下跌。美股方面，纳斯达克、标普 500、道琼斯工业指数分别下跌 0.8%、0.8%、0.5%。亚洲股指方面，日经 225、恒指分别上涨 0.2%、下跌 1.3%。欧洲股指方面，法国 CAC40、英国富时分别下跌 0.8%、0.8%。

图35：当周，全球主要股指多数下跌



数据来源：Wind、开源证券研究所

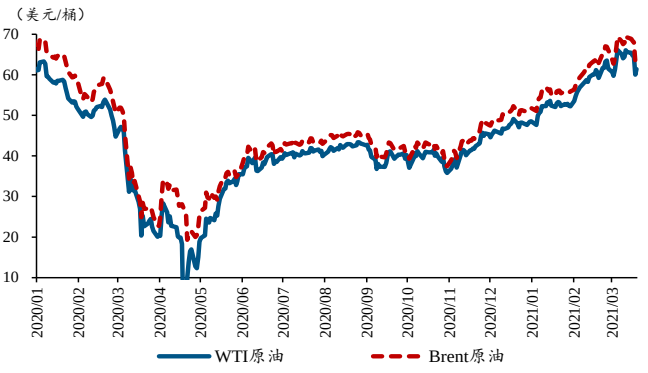
图36：当周，纳斯达克、恒指双双下跌



数据来源：Wind、开源证券研究所

当周（3 月 15 日-3 月 19 日），原油大跌，黄金上涨。原油方面，Brent、WTI 原油分别下跌 6.78%、6.39%至 64.53 美元/桶、61.42 美元/桶。黄金方面，COMEX 黄金上涨 0.64%至 1733.6 美元/盎司。

图37：当周，原油价格大幅下跌



数据来源：Wind、开源证券研究所

图38：当周，COMEX 黄金价格上涨



数据来源：Wind、开源证券研究所

3、 重点关注：美国 2 月核心 PCE 物价指数

表2：海外重点数据发布日期情况

地区	日期	经济指标	期间	预测值	前值
美国	3/22	成屋销售总数年化(万户)	2 月	667	651
	3/23	新屋销售总数年化(万户)	2 月	88.5	92.3
	3/24	当周 EIA 原油库存(万桶)	3 月 19 日	--	239.6
		耐用品订单月率	2 月	1%	3.4%
		当周初请失业金人数(万人)	3 月 13 日	70	72.5
	3/25	实际 GDP 年化季率终值	4 季度	4.1%	4.1%
	3/26	核心 PCE 物价指数年率	2 月	1.50%	1.50%
欧盟	3/22	1 月季调后经常帐(亿欧元)	3 月	--	367
	3/24	制造业 PMI 初值	3 月	57.5%	57.9%
英国	3/23	3 个月 ILO 失业率	1 月	5.2%	5.1%
	3/24	制造业 PMI	3 月	55%	55.1%
日本	3/24	货币政策会议纪要	1 月	--	--

资料来源：Wind、开源证券研究所

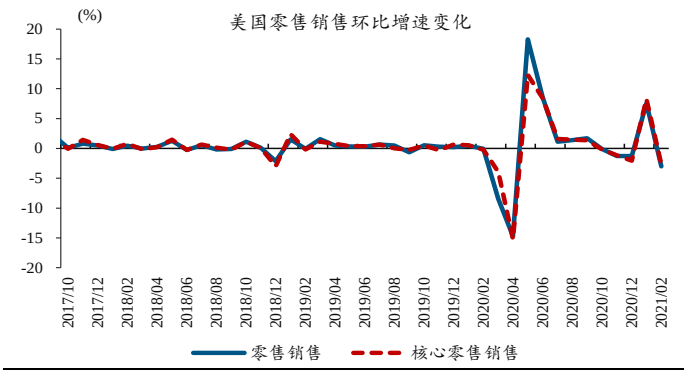
4、 数据跟踪：美国 2 月零售销售弱于预期

4.1、 美国数据

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

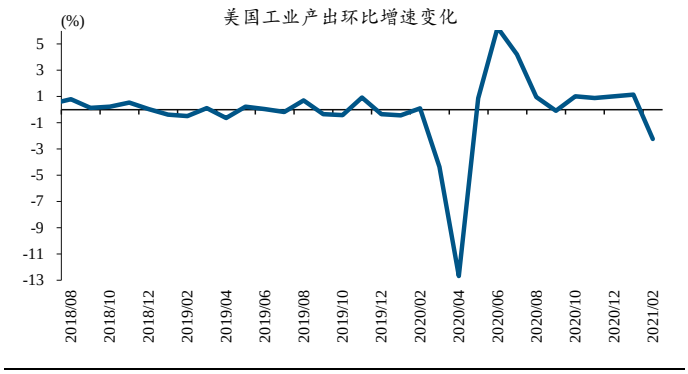
当周（3 月 15 日-3 月 19 日），美国公布了 2 月零售销售和工业产出数据。其中，美国 2 月零售销售环比降 3%，创 2020 年 4 月以来最大降幅；核心零售销售环比降 2.7%，预期降 0.1%，前值升 5.9%。美国 2 月工业产出环比下降 2.2%，为 2020 年 4 月来最大降幅；制造业产出环比下降 3.1%，低于预期的下降 0.1%。

图39：美国 2 月零售销售环比弱于预期



数据来源：Wind、开源证券研究所

图40：美国 2 月工业产出环比增速低于预期

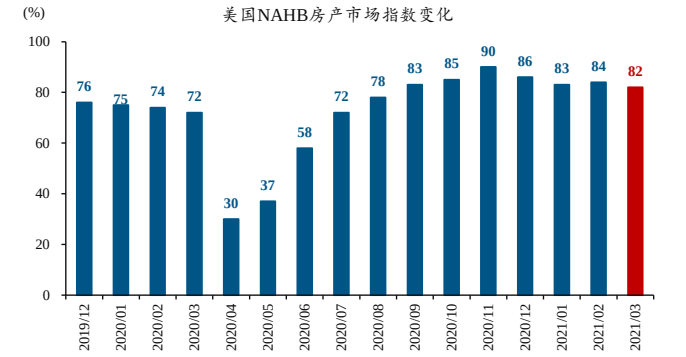


数据来源：Wind、开源证券研究所

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

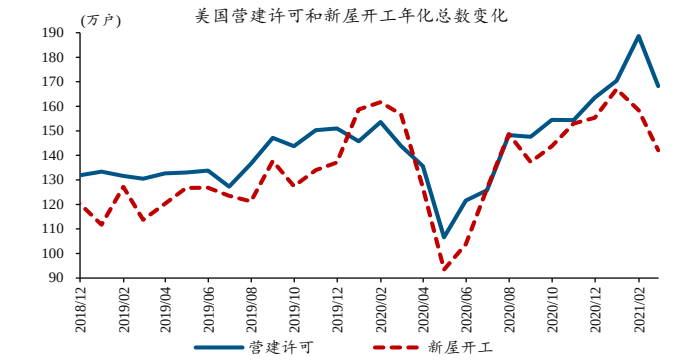
当周（3 月 15 日-3 月 19 日），美国公布了 3 月 NAHB 房产市场指数及 2 月地产开工数据。美国 3 月 NAHB 房产市场指数为 82%，创去年 8 月以来新低。地产开工方面，美国 2 月新屋开工年化总数为 142.1 万户，低于预期的 156 万户、前值的 158 万户；2 月营建许可总数 168.2 万户，高于预期的 175 万户、前值的 188.1 万户。

图41：美国 3 月 NAHB 房产市场指数不及预期



数据来源：Wind、开源证券研究所

图42：美国 2 月地产开工数据不及预期

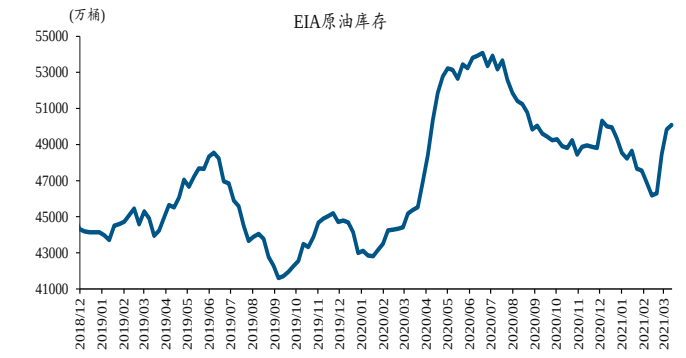


数据来源：Wind、开源证券研究所

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

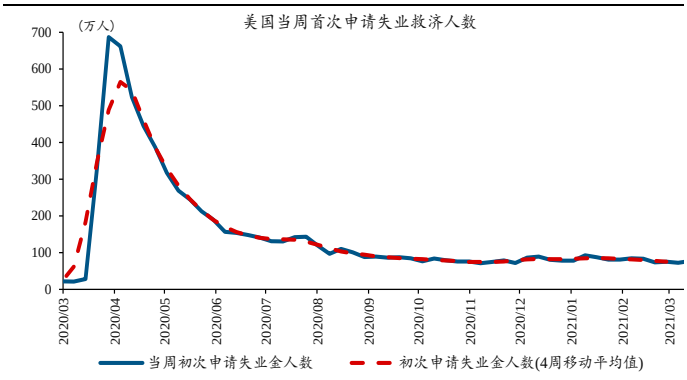
当周（3 月 15 日-3 月 19 日），美国公布了 3 月 12 日当周 EIA 原油库存数据、3 月 13 日当周初请失业金人数。其中，当周 EIA 原油库存增加 239.6 万桶，前值为增加 1379.8 万桶，预期为增加 296.4 万桶，增幅低于预期。当周初请失业金人数增加 5.5 万至 77 万。

图43：美国当周 EIA 原油库存增幅低于预期



数据来源：Wind、开源证券研究所

图44：美国当周初请失业金人数增加



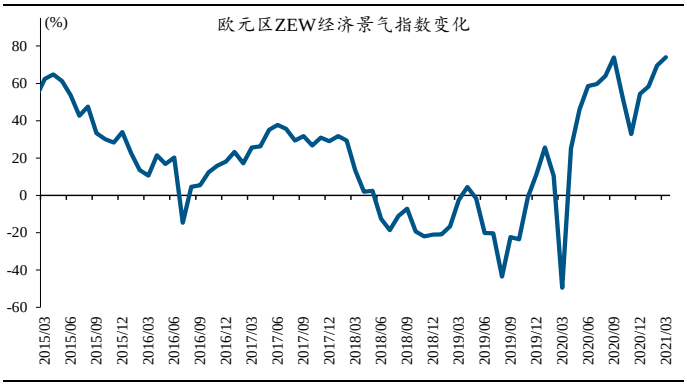
数据来源：Wind、开源证券研究所

4.2、 欧洲数据

4.2.1、 欧元区、德国 3 月 ZEW 经济景气指数双双创新高

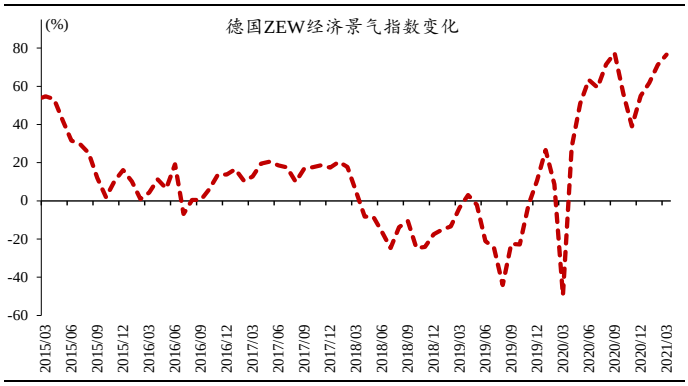
当周（3 月 15 日-3 月 19 日），欧元区、德国公布了 3 月 ZEW 经济景气指数。其中，欧元区 3 月 ZEW 经济景气指数为 74%，创历史新高；德国 3 月 ZEW 经济景气指数为 76.6%，创近半年新高，预期为 74%。

图45：欧元区 3 月 ZEW 经济景气指数创历史新高



数据来源：Wind、开源证券研究所

图46：德国 3 月 ZEW 经济景气指数创近半年新高



数据来源：Wind、开源证券研究所

5、 风险提示

病毒频频突变，导致新冠疫苗失效。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R2（中低风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C2、C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C2、C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。
因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%～20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在－5%～＋5%之间波动；
	减持	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡	预计行业弱于整体市场表现。
备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。		

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于机密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海
地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳
地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京
地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座16层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安
地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn