

证券研究报告 / 宏观数据

## 美联储表态偏鸽而行动偏鹰

——海外宏观周度观察（2021年第11周）

### 报告摘要：

美国纽约与费城联储制造业指数大幅回升。纽约联储制造业指数达到疫情爆发以来的最高点，而费城联储制造业指数则创历史新高。表明当前美国经济活动改善的步伐加快。2月消费短暂下滑，主要原因在于1月份在9000亿财政刺激的支票发放下基数较高。此外，美国2月极寒天气对大部分地区造成影响也导致需求暂时下滑。随着拜登纾困法案的实施，政府将向符合补助资格的家庭发放新一轮疫情救助资金，预计零售销售数据将会在未来再度走高。欧元区2月CPI年率终值录得0.9%，与前值、预期持平。服务价格上涨对欧元区2月CPI影响最大，反映出服务业复苏给价格带来的提振。欧元区3月ZEW经济景气指数上升至74，前值为69.6，连续四个月保持上涨，并达到有记录以来的最高点，反映出欧洲经济复苏步伐的加快，市场对欧洲经济的乐观预期持续升温。

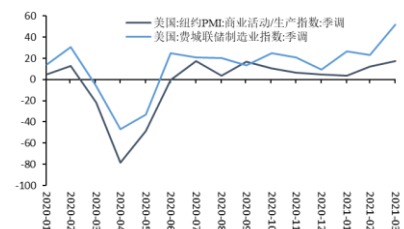
北京时间2021年3月18日，美联储发布了2021年3月FOMC利率决议，宣布维持零利率及QE规模不变。美联储上调了对于美国经济和通胀的预测，不过本次会议前，市场已经对这一调整有了充分预期，所以美联储的乐观态度并未造成市场对货币收紧的过度担忧。随着疫情的逐步缓解，我们认为美国经济前景的不确定性大大下降，经济复苏的动能将在三季度达到最高。美联储此次会议表态依旧偏鸽，淡化通胀并且没有试图提前加息。但美联储实质性的动作是偏鹰的。首先，美联储并未有压制长端债券收益率的意图，没有表露出采取扭曲操作或收益率曲线控制的意愿。其次，美联储并有延期SLR豁免，使得银行有出售国债等资产的压力，促使美债收益率进一步上升。英国及日本央行会议也维持宽松的货币政策取向不变。

据彭博社报道，拜登总统计划自1993年以来首次大幅提高联邦税收，以帮助支付作为1.9万亿美元冠状病毒救助计划后续而设计的以基础设施建设计划为核心的长期经济项目，其规模可能高达数万亿美元，并且将通过提高高收入者的企业税率和个人税率来支付。其目标是为基础设施和气候变化等关键项目提供资金。增税是民主党上台后反复强调的一项计划，虽然今年年内难以推行，但未来必然会被提上日程，而增税方案一旦实施，制约美国基建最大的难题——财政来源也将有所保障。接下来一段时间内基建和增税计划可能会进入两党博弈的范畴，由此带来的美债收益率上行风险值得关注。

本周全球股市大多下跌。主要债券收益率涨跌不一。工业品涨跌不一，农产品大多下跌。

风险提示：美债收益率过快上升。

### 相关数据



### 相关报告

《资金面平稳背景下，基本面对债市的利空效应钝化》

--20210321

《不急转弯，具体怎么转？》

--20210317

《Q1高增格局已定，预计全年GDP增速超8%》

--20210316

《海外经济逐步回暖》

--20210314

《“茅”与“锚”的对决之“锚”篇》

--20210313

### 证券分析师：沈新风

执业证书编号：S0550518040001

021-20361156 shenxf@nesc.cn

### 证券分析师：尤春野

执业证书编号：S0550520060001

021-20361033 youcy@nesc.cn

## 目 录

|      |                            |   |
|------|----------------------------|---|
| 1.   | 下周海外重点数据及事件预警 .....        | 3 |
| 2.   | 美国制造业复苏加快，欧洲经济景气指数向好 ..... | 3 |
| 2.1. | 美国制造业复苏加快，消费暂时性回落 .....    | 3 |
| 2.2. | 欧元区通胀温和，经济景气指数创历史新高 .....  | 4 |
| 3.   | 美英日三国公布利率决议 .....          | 5 |
| 3.1. | 美联储表态偏鸽但动作偏鹰 .....         | 5 |
| 3.2. | 英国央行维持货币政策不变 .....         | 5 |
| 3.3. | 日本央行维持货币政策立场 .....         | 6 |
| 4.   | 拜登计划增税用于基础设施建设 .....       | 6 |
| 5.   | 全球市场表现 .....               | 7 |
| 5.1. | 全球股市大多下跌 .....             | 7 |
| 5.2. | 债券收益率涨跌不一 .....            | 7 |
| 5.3. | 工业品涨跌不一，农产品大多下跌 .....      | 8 |

## 图表目录

|       |                       |   |
|-------|-----------------------|---|
| 图 1:  | 美国制造业指数走高 .....       | 3 |
| 图 2:  | 美国 2 月零售销售大幅下滑 .....  | 4 |
| 图 3:  | 欧元区通胀符合预期 .....       | 4 |
| 图 4:  | 欧元区经济景气指数达历史最高点 ..... | 4 |
| 图 5:  | 全球股市大多下跌 .....        | 7 |
| 图 6:  | 美债收益率 .....           | 8 |
| 图 7:  | 欧债收益率 .....           | 8 |
| 图 8:  | 日债收益率 .....           | 8 |
| 图 9:  | 工业品涨跌不一 .....         | 9 |
| 图 10: | 农产品大多下跌 .....         | 9 |
| 表 1:  | 下周海外重点数据及事件预警 .....   | 3 |

## 1. 下周海外重点数据及事件预警

表 1: 下周海外重点数据及事件预警

| 日期         | 国家        | 数据/事件                  |
|------------|-----------|------------------------|
| 2021/03/23 | 英国        | 2 月失业率                 |
| 2021/03/24 | 英国        | 2 月 CPI 月率             |
| 2021/03/24 | 美国        | 3 月 Markit 服务业、制造业 PMI |
| 2021/03/24 | 美国        | 2 月耐用品订单月率             |
| 2021/03/24 | 欧元区、德国、法国 | 3 月制造业 PMI             |
| 2021/03/25 | 美国        | 至 3 月 20 日当周初请失业金人数    |
| 2021/03/26 | 美国        | 2 月核心 PCE 物价指数         |
| 2021/03/26 | 美国        | 2 月个人支出月率              |
| 2021/03/26 | 美国        | 3 月密歇根大学消费者信心指数终值      |
| 2021/03/26 | 德国        | 3 月 IFO 商业景气指数         |

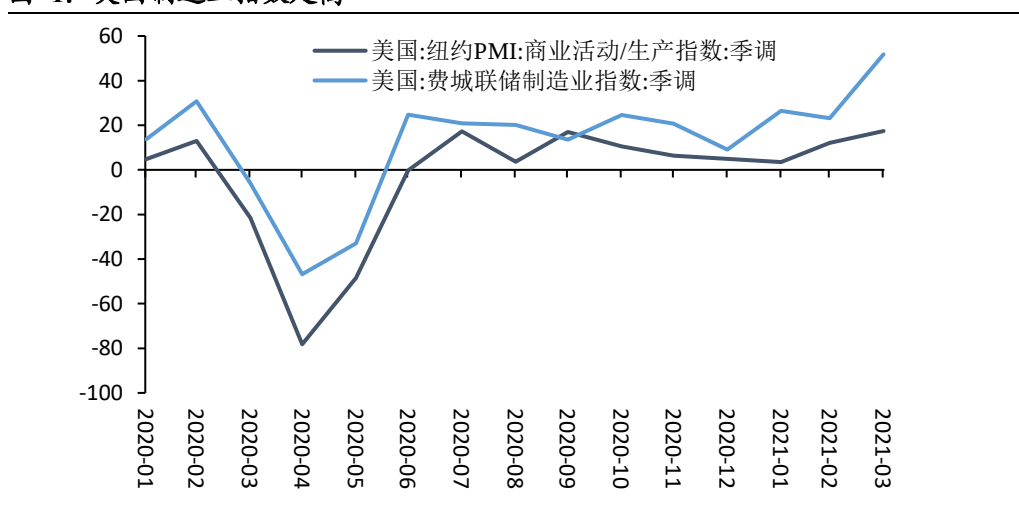
数据来源：东北证券整理

## 2. 美国制造业复苏加快，欧洲经济景气指数向好

### 2.1. 美国制造业复苏加快，消费暂时性回落

美国纽约与费城联储制造业指数大幅回升。3 月份纽约联储制造业指数为 17.4，预期 14.5，前值 12.1；费城联储制造业指数为 51.8，预期 23，前值 23.1，大幅超出市场预期。纽约联储制造业指数达到疫情爆发以来的最高点，而费城联储制造业指数则创历史新高。表明当前美国经济活动改善的步伐加快。

图 1: 美国制造业指数走高

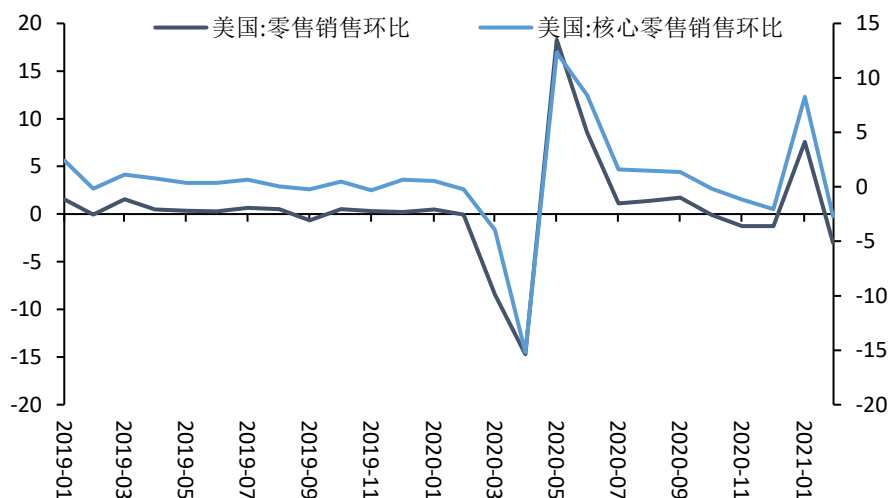


数据来源：东北证券，Wind

美国 2 月消费短暂下滑。零售销售月率录得-3.0%，预测值-0.5%，为近一年以来最大跌幅，前值修正后为 7.6%。零售销售数据环比大幅下跌，主要原因在于 1 月份在 9000 亿财政刺激的支票发放下基数较高。此外，美国 2 月极寒天气对大部分地区造

成影响也导致需求暂时下滑。我们认为美国消费的下滑是短期现象，随着拜登纾困法案的实施，政府将向符合补助资格的家庭发放新一轮疫情救助资金，预计零售销售数据将会在未来再度走高。

图 2：美国 2 月零售销售大幅下滑



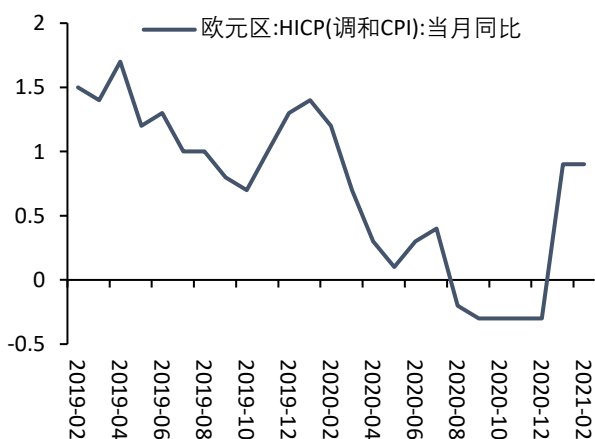
数据来源：东北证券，Wind

## 2.2. 欧元区通胀温和，经济景气指数创历史新高

欧元区 2 月 CPI 年率终值录得 0.9%，与前值、预期持平。CPI 月率录得 0.2%。欧元区 2 月 CPI 温和增长，符合预期。服务价格上涨对欧元区 2 月 CPI 影响最大，反映出服务业复苏给价格带来的提振。食品、酒精和烟草贡献 0.29 个百分点，非能源产品贡献 0.26 个百分点。

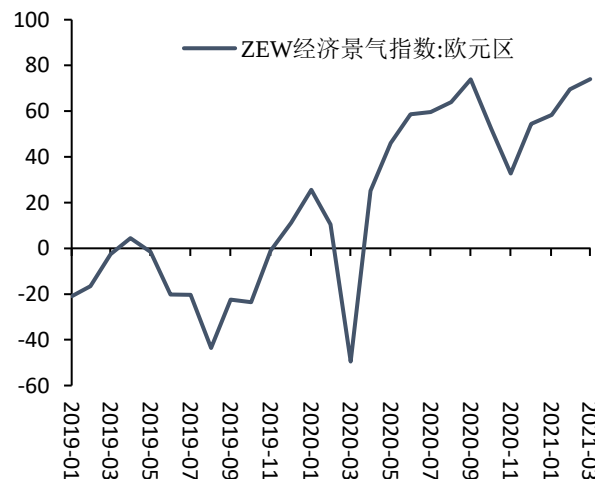
欧元区 3 月 ZEW 经济景气指数上升至 74，前值为 69.6，连续四个月保持上涨，并达到有记录以来的最高点，反映出欧洲经济复苏步伐的加快，市场对欧洲经济的乐观预期持续升温。

图 3：欧元区通胀符合预期



数据来源：东北证券，Wind

图 4：欧元区经济景气指数达历史最高点



数据来源：东北证券，Wind

### 3. 美英日三国公布利率决议

#### 3.1. 美联储表态偏鸽但动作偏鹰

北京时间 2021 年 3 月 18 日，美联储发布了 2021 年 3 月 FOMC 利率决议，美联储主席鲍威尔随后召开了发布会。美联储宣布，维持联邦基金基准利率在 0%-0.25% 不变，同时维持每月 1200 亿美元的资产购买规模。议息会议后，市场表现偏鸽，三大股指均转跌为涨，10 年期美债收益率走低，美元指数走低，黄金价格上涨。

**美联储上调了对于美国经济和通胀的预测。**其中，美联储对于 2021 年实际 GDP 增长预测上调至 6.5%。对于 2021 年失业率的预测下调至 4.5%。对 2021 年的 PCE 预测上调至 2.4%，核心 PCE 预测上调至 2.2%；长期通胀预测维持在 2% 左右的水平。2021 年的经济预测的上调反映出联储对美国的经济前景较为乐观，不过本次会议前，市场已经对这一调整有了充分预期，所以美联储的乐观态度并未造成市场对货币收紧的过度担忧。

随着疫情的逐步缓解，我们认为美国经济前景的不确定性大大下降。从疫苗接种的情况来看，美国每日平均接种疫苗数于 3 月起 200 万，且速度仍在不断提升。从疫苗供应的情况来看，随着拜登政府对辉瑞和莫德纳疫苗的追加以及强生疫苗的批准使用，市场较为担忧的疫苗供应问题基本得到保障。我们认为，随着经济活动的开放，经济复苏斜率或于第三季度达到最高。此外，本轮 1.9 万亿财政刺激的影响应该能辐射至第三季度，而第四季度或有财政退坡的压力。

**美联储此次会议表态依旧偏鸽。**第一，美联储依旧在淡化通胀。鲍威尔在新闻发布会上表示，短期通胀或面临进一步走高，但不会持续下去，并称其希望看到通胀在一段时间内适度高于 2%，短期通胀高于 2% 不能作为提高利率的标准。第二，美联储没有试图提前加息。从点阵图中位数来看，美联储基调仍然是 2023 年之前不加息。

**但美联储实质性的动作是偏鹰的。**首先，美联储并未有压制长端债券收益率的意图，没有表露出采取扭曲操作或收益率曲线控制的意愿。这导致美债“熊陡”的特点更加明显。其次，美联储并有延期 SLR 豁免，使得银行有出售国债等资产的压力，促使美债收益率进一步上升。

我们认为美国经济和通胀决定了美债收益率的趋势，今后仍将继续上升；美国财政政策决定了美债收益率波动的节奏，预计上半年斜率更高，下半年可能趋缓；美联储货币政策决定了美债收益率波动的区间，我们认为今年高点可能在 1.9%-2% 之间。

#### 3.2. 英国央行维持货币政策不变

北京时间 3 月 18 日，英国央行公布利率决议，将关键利率维持在 0.1%。同时，英国央行维持资产购买总规模在 8950 亿英镑不变。英国央行货币政策委员会一致同

意维持基准利率在 0.1% 不变。以上均符合此前市场预期。

**关于通胀。**英国央行表示，在通胀取得良好进展之前，不会收紧货币政策。央行预计，CPI 将会在今年春天迅速回升至 2% 左右的目标水平。然而目前经济预期仍然异常不确定，如果通胀预期减弱，英国央行将会采取额外行动。

**关于资产购买的速度。**英国央行表示购买速度短期不会改变，但可能在以后放慢购买的速度。如果市场情况恶化，央行会加快购买速度。

此外，英国央行认为目前仍存在很大程度的闲置产能。疫情恢复期间的供需相对变动仍然不明朗。

总体来说，英国央行认为目前的货币政策依然是适当的。英国央行将保持目前的宽松的货币政策。

### 3.3. 日本央行维持货币政策立场

北京时间 3 月 19 日，日本央行公布 3 月利率决议，会议主要调整了当前货币政策工具，使其在应用中更为灵活，但仍然维持宽松政策的立场。

本次决议决定保持利率前瞻性指引不变，日本央行以 8 票赞成、1 票反对的结果决定维持利率在 -0.10%、维持十年期国债收益率目标在 0.00% 不变，目标范围扩大至正负 0.25% 之间。这与市场预期相符。同时，日本央行也表示，在必要时会加大货币政策宽松的力度。

此外，本次会议取消了 2016 年以来，每年 6 万亿日元 ETF 购买目标。日本央行表示在不稳定时期大量购买 ETF 是有效的。由于股市整体上涨降低了日央行入市的必要性，央行将继续以每年 1800 亿日元的速度购买 REITs。本次会议决保持了 12 万亿日元 ETF 的购买上限，并且承诺在 9 月底之前购入 20 万亿日元规模的企业债券和商业票据。

## 4. 拜登计划增税用于基础设施建设

据彭博社报道，拜登总统计划自 1993 年以来首次大幅提高联邦税收，以帮助支付作为 1.9 万亿美元冠状病毒救助计划后续而设计的以基础建设计划为核心的长期经济项目，其规模可能高达数万亿美元，并且将通过提高高收入者的企业税率和个人税率来支付。其目标是为基础设施和气候变化等关键项目提供资金。

据称，白宫预计提出一系列与拜登竞选时的提案相呼应的增税方案，目前正在考虑五项方案：

- 1、提高年收入超过 40 万美元的人群的个人所得税税率。
- 2、提高年收入超过 100 万美元的人群的资本利得税。
- 3、将公司税率从 21% 提高至 28%。
- 4、削减所谓的直通企业（如有限责任公司或合伙企业）的税收优惠，并修订法律，

阻止美国公司将工作岗位和利润转移到海外。

## 5、扩大遗产税的范围。

目前，美国财政部长耶伦正与世界各国合作，计划就跨国公司的“全球最低税收”达成协议，以此来协助拜登的国内议程筹集资金。

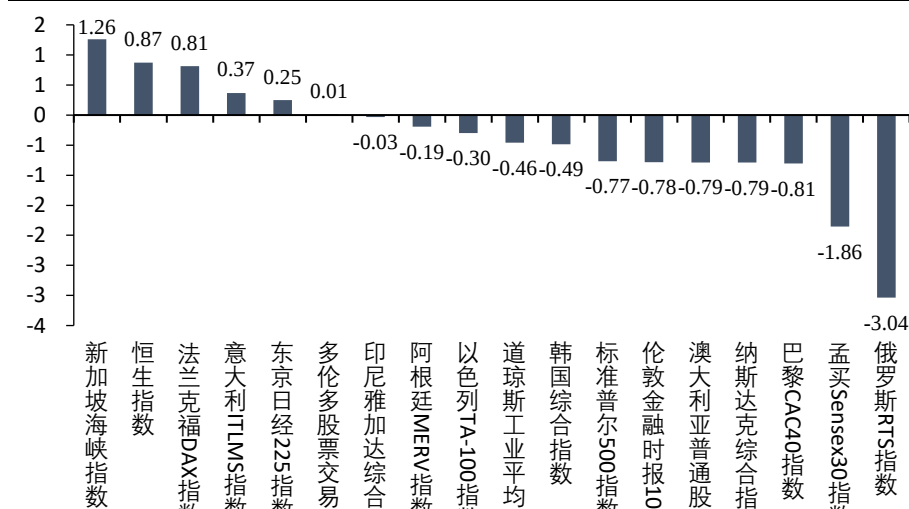
增税是民主党上台后反复强调的一项计划，虽然今年年内难以推行，但未来必然会被提上日程，而增税方案一旦实施，制约美国基建最大的难题——财政来源也将有所保障。接下来一段时间内基建和增税计划可能会进入两党博弈的范畴，由此带来的美债收益率上行风险值得关注。

## 5. 全球市场表现

### 5.1. 全球股市大多下跌

本周全球股市大多下跌。欧洲方面，俄罗斯股指领跌 3.04%，巴黎指数跌 0.81%。美国股市全线下跌，道琼斯指数跌 0.46%，纳斯达克指数跌 0.79%，标普 500 跌 0.77%。亚洲方面，孟买指数本周跌 1.86%，为本周最大跌幅。

图 5：全球股市大多下跌



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\\_18822](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_18822)

