

美联储3月货币政策会议纪要偏鸽

主要结论:

一、美联储3月货币政策会议纪要偏鸽

- 此次会议纪要的重要问题之一，在于讨论近期经济疲软的根源在多大程度上是暂时的。
- 多数与会者表示缩表终止后不久就恢复购买国债，为稳定准备金水平，减少利率波动风险。
- 美联储认为，从经济指标上来看，家庭支出和商业投资的走软是阻碍经济增长的主要原因。
- 会议纪要显示，美联储委员预计第二季度GDP将“稳健地反弹”。
- 对于金融市场来看，与会者认为投资者在风险资产的信心持续改善。
- 但我们需要注意的是，货币纪要中的乐观情绪主要和劳动力市场相关，但劳动力市场通常是经济的滞后指标，这解释了在经济放缓初期就业数据仍然保持相对强劲。

二、美国JOLTS和密歇根消费者信心指数不如预期，通胀好于预期

- 美国2月JOLTS大幅下跌，离职率保持稳定：多行业就业机会减少，其中住宿和食品服务行业减少数量最大。
- 美国3月CPI和PPI同比增速高于预期：受能源价格拉动。
- 英国2月工业产出环比高于预期：受制造业产出拉动。
- 美国2月工厂订单增幅下降：受运输设备订单拖累。
- 美国4月密歇根大学消费者信心指数不如预期：税改的积极影响边际趋弱。

三、本周重点关注美联储公布经济褐皮书、制造业、零售销售和新屋开工

- 财经事件：美联储主席鲍威尔(Jerome Powell)在参议院金融委员会就美国货币政策和经济情况进行证词陈述。
- 财经数据：美国4月纽约联储制造业指数、美国3月工业产出月率(%)、费城联储制造业指数、美国3月零售销售月率(%)、美国4月Markit制造业PMI初值和美国3月新屋开工年化总数(万户)。

风险提示:

- 美联储货币收紧时间过长，导致经济向下压力的累积。
- 美国经济数据显著低于预期，美联储加息周期被迫中断。
- 新兴市场动荡拖累欧元区经济进一步走弱。

边泉水 分析师 SAC 执业编号: S1130516060001
bianquanshui@gjzq.com.cn

段小乐 联系人
(8621)61038260
duanxiaole@gjzq.com.cn

正文如下：

一、美联储3月货币政策会议纪要偏鸽

此次会议纪要的重要问题之一，在于讨论近期经济疲软的根源在多大程度上是暂时的。美联储周三公布的3月货币政策会议纪要重点包括：1) 如果经济状况好转，美联储官员在最近的会议上为年底前加息的可能性留下了空间；2) 部分成员们表示他们认为大部分经济指标预计将在年内有所改善；3) 部分美联储官员认为前景存在重大的不确定性；4) 几位美联储官员担心收益率曲线相当平缓；5) 几位美联储官员指出债务的增加以及杠杆率的上升。“耐心”这个词仍然在此次货币政策纪要中出现，暗示对联邦基金利率的适当目标范围做出的决定将取决于他们对经济前景的持续评估。反过来表明，就业、消费和产出的变化将帮助美联储决定利率是否调整，不应该认为对耐心的描述会限制美联储的选择。在会议纪要公布后，美股美债回落，美元短线反弹，现货黄金抹平部分涨幅。

多数与会者表示缩表终止后不久就恢复购买国债，为稳定准备金水平，减少利率波动风险。美联储发布关于缩表的声明表示，从今年5月起，将每月缩减资产负债表计划的美国国债最高减持规模从当前的300亿美元降至150亿美元，到9月末停止缩表。与会者重申他们支持联邦公开市场委员会长期重新持有美国国债的打算，但不论何合适购买证券，目的都是为了于美联储债务增长的需求保持一致，并不代表货币政策的立场会有变化。会议纪要显示在终止缩表之后进一步降低准备金的幅度可能相对比较有限。与会者还介绍了一项可能的中期计划，将机构债券和机构抵押贷款支持证券（MBS）再投资到美国国债，这样便与长期以来的目标一致，即主要持有长期美国国债。许多与会者就这个组合代替方案的利弊提出来了初步意见，与会者希望在未来的会议上进一步探讨这个项目组合的长期构成。

美联储认为，从经济指标上来看，家庭支出和商业投资的疲软是阻碍经济增长的主要原因。截至去年12月，以PCE衡量的美国总消费价格指数在过去12个月中上涨了1.7%，略低于去年同期，主要由于消费能源价格的小幅回落。扣除消费食品和能源价格变动的核心PCE物价同比上涨1.9%，略高于上年同期。虽然去年的通货膨胀率接近2%，但值得注意的是，劳动力市场状况强劲，名义工资增长上升，以及关税增加对物价造成的短期上行压力，但通货膨胀并没有显示出更强劲的迹象。一些与会者认为，经济中对周期不敏感的部门的价格上涨率较低，是近期通胀趋缓的原因之一。一些与会者指出，去年生产率增长的回升，有助于提振潜在产出，并抑制通胀压力。

美联储认为，劳动力市场状况依然强劲，但工业生产趋弱。近几个月，非农就业总人数平均保持稳定增长，虽然2月份就业仅略有增长，但1月份已强劲增长。全国失业率在过去两个月里净小幅下降，2月份降至3.8%，劳动力参与率和就业人口比总体上略有上升。在截至2月份的12个月中，员工的平均时薪增长了3.4%，明显快于去年同期。从工业生产来看，1月份工业生产下降，2月份仅略有反弹。此外，制造业产出在过去两个月都有所下降，1月份汽车和零部件行业的生产明显萎缩，2月份降幅更大。过去两个月，矿业和公用事业部门的生产净增长。汽车制造商的装配时间表显示，轻型汽车产量近期大致持平。

来自全国和地区制造业调查的新订单指数显示，未来几个月工业生产仅小幅增长。**从家庭支出来看**，家庭支出似乎在今年年初前后开始放缓。核心 PCE 从 12 月开始出现显著回落，同时名义零售销售里面的成分也仅在 1 月份出现反弹，影响消费者支出的关键因素包括低失业率、实际劳动报酬的持续增长，以及家庭净资产指标的持续上升，这些在短期内支撑了消费者支出的稳步增长。此外，密歇根大学消费者信心调查显示，2 月和 3 月初消费者信心上升至乐观水平。**从房地产市场来看**，第一季度实际住宅投资似乎进一步走软，这可能在一定程度上反映出，由于过去一年抵押贷款利率的净上升和房价的持续上涨，住房负担能力有所下降。新单户住宅的建筑许可发放在过去两个月有所下降，而新单户住宅往往是反映此类住宅建设潜在趋势的良好指标。此外，1 月份新屋和成屋销售双双下滑。**从商业投资来看**，今年第一季度，商业设备和知识产权的实际私人支出增长正在放缓。在第四季强劲增长后，第一季运输设备支出减少。非国防资本订单和商业景气指数作为前瞻性指标显示近期增长缓慢。

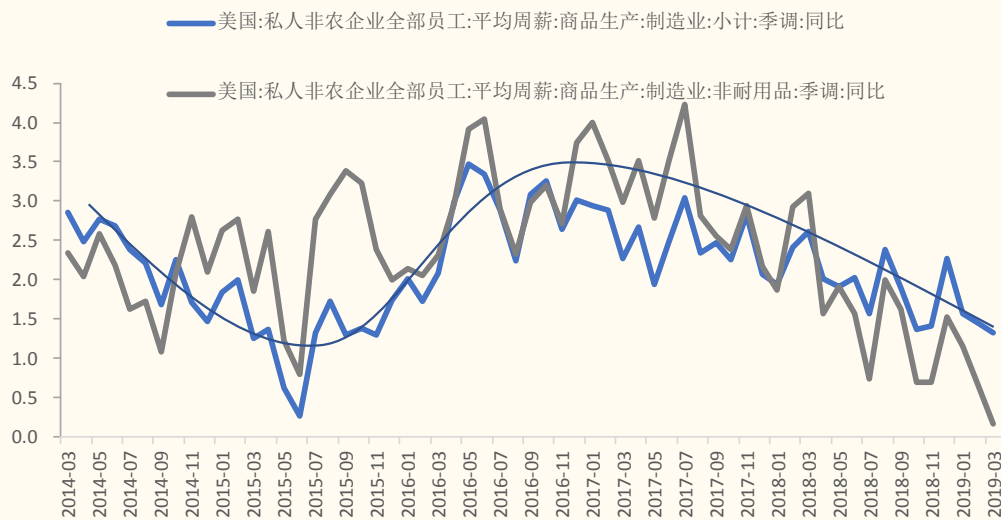
会议纪要显示，美联储委员预计第二季度 GDP 将“稳健地反弹”。工作人员认为，实际 GDP 增长预测和失业率预测的风险大致平衡。从利好的方面看，整体劳动力市场状况依然强劲以及消费者信心乐观的支撑，家庭支出和企业投资的增长速度可能会超过员工的预期。但一些美联储官员担心英国退出欧盟或特朗普政府与中国的贸易谈判引发的并发症可能进一步损害今年的经济增长，其它下行风险包括欧洲和中国经济放缓幅度可能大于预期，美国支出持续疲软，或财政刺激大幅减少，少数官员担心在扩张期间所承担的高额债务可能会加剧美国经济低迷。鉴于这些不确定性以及继续有证据表明通货膨胀压力不大，与会者普遍认为，确定今后调整联邦基金利率目标区间的耐心做法仍然是适当的。

对于金融市场来看，与会者认为投资者在风险资产的信心持续改善。与会者认为宽松的货币政策和对美中贸易协议的乐观态度是推动经济改善的因素，反映出来的是股票价格指数显著上升，公司债券息差收窄，股市波动指标下降。与此同时，企业和家庭的融资条件略有改善，总体上仍支持经济活动。非金融企业的信贷质量继续显现恶化迹象，不过实际违约率总体上仍较低，工商贷款继续走强，小企业信贷市场状况基本没有变化，市政债券市场的信贷状况总体保持宽松。私营部门分析师下调了他们对 2019 年和明年企业盈利的预测。

但我们需要注意的是，货币纪要中的乐观情绪主要和劳动力市场相关，但劳动力市场通常是经济的滞后指标，这解释了在经济放缓初期就业数据仍然保持相对强劲。在经济周期中，在消费支出增率达到峰值后的 6-12 个月，失业率才达到峰值。工人几乎总是在经济状况变糟糕后被解雇，企业通过裁员来应对产量下降，但工人们可能会受到合同的保护，所以不会马上失业。而在经济从低谷回升之后，我们可以看到企业和消费者信心的增长以及 GDP 的增长，但企业找到合适并雇佣新员工可能需要一段时间。**当前作为紧跟着周期反应最明显的制造业和建筑业的新增就业数据表现并不佳。**对于美国制造业工人来说，3 月份正常工作时间和加班时间的总和为 41.1 小时，是 18 个月以来的最低值。较短的一周工作时间使平均每周收入减少了 0.2%，同比增幅为 1.3%，为 40 个月以来最低水平。美国 3 月份平均每小时工资的 3 个月年化增长率为 0.8%，为

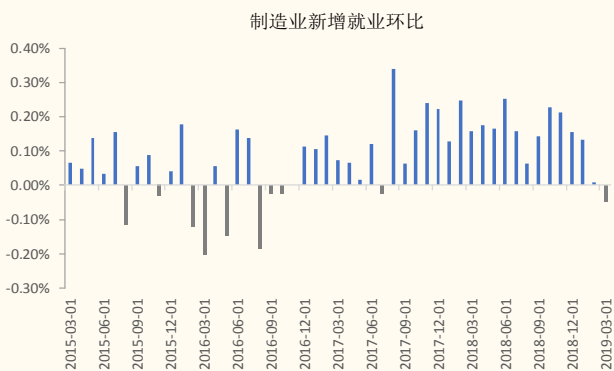
58 个月来最低，而建筑工人和制造业工人的比例分别为 0.4% 和 0.7%，分别为 15 年 9 月和 15 年 7 月以来的最低水平。此外第一季度建筑业和制造业的就业人数是 2016 年以来最低的，从环比数据来看，制造业和建筑业的新增就业环比均在 3 月和 2 月出现负值。从其他整体数据来看，3 月非农的数据显示就业人数的增长完全是由于兼职工人增加了 6 万人，而全职工人减少了 19 万人，这是自 2018 年 8 月以来的最大月度降幅；JOLTS 职位空缺率已经达到 2000 年以来的高点；初次申请失业金人数移动平均值仍接近历史低位；失业率连续几月处于低位以及薪资增幅处于高位均表明经济已经接近充分就业，劳动力市场的改善开始逐步放缓。

图表 1：美国非农制造业和非耐用品制造业的薪资同比增幅回落

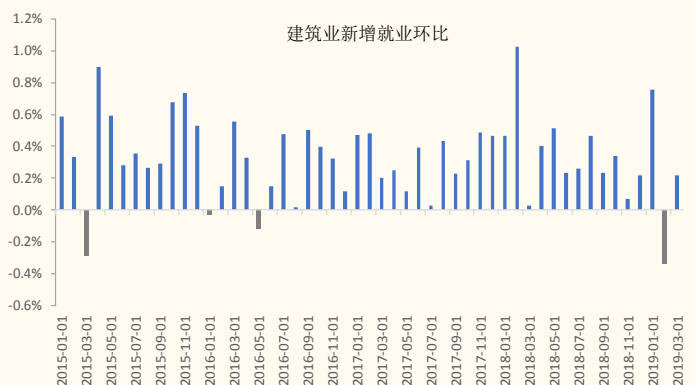


来源：Wind，国金证券研究所

图表 2：制造业新增就业环比 3 月为负值



图表 3：建筑业新增就业环比 2 月为负值



来源：Wind，国金证券研究所

二、美国 JOLTS 和密歇根消费者信心指数不如预期，通胀好于预期

1、美国 2 月 JOLTS 大幅下跌，离职率保持稳定

美国劳动部 4 月 9 日公布的数据显示，美国 2 月 JOLTS 职位空缺数（万）为 708.7 万，大幅低于前值 762.5 万，也低于预期 755 万。2 月招聘和离职人数分别为 570 万和 560 万，变化不大。

多行业就业机会减少，其中住宿和食品服务行业减少数量最大。整体来看，私营企业就业空缺总数有所下降，减少 52.3 万个；而政府部门就业空缺总数基本没有变化。许多行业的就业机会减少，其中住宿和食品服务减少 10.3 万，房地产和租赁减少 7.2 万，运输、仓储和公用事业减少 6.6 万，为降幅最大的三个行业。四大地区中，东北部、南部和中西部地区的就业机会减少。2 月雇佣人数为 570 万，几乎没有变化，雇佣率为 3.8%。总的来说，私人部门的雇佣水平基本没有变化，而政府部门的雇佣水平有所下降（减少 4 万）。分行业来看，建筑业（-7.3 万）、非耐用品制造业（-3.3 万）以及州和地方政府教育（-2.2 万）的雇佣人数下降。四大地区的雇佣人数几乎没有变化。2 月离职人数为 350 万，几乎没有变化，离职率保持在 2.3% 不变。私人和政府部门离职人数几乎没有变化。分行业看，教育服务增加 2.3 万，房地产和租赁下降 1.5 万。四大地区的离职人数几乎没有变化。2 月份的裁员和解雇人数为 170 万人，几乎没有变化，裁员和解雇率为 1.2%。私营和政府部门的裁员和解雇人数变化不大。四大地区的裁员和解雇人数变化幅度均不大。

2、美国 3 月 CPI 同比增速高于预期

美国劳工部 4 月 10 日晚间公布的数据显示，美国 3 月未季调 CPI 年率增长 1.9%，高于预期的 1.8%，也高于前值的 1.5%。3 月未季调核心 CPI 年率增长 2%，低于预期及前值持的增长 2.1%；3 月未季调核心 CPI 月率增长 0.1%，低于预期的 0.2%，高于前值的 0.1%。3 月季调后 CPI 月率为增长 0.4%，与预期持平，高于前值的 0.2%。

美国 3 月 CPI 受能源价格拉动。分项目来看，能源指数上涨 3.5%，约占季调后所有项目月度增幅的 60%，汽油和电力指数都上升，天然气指数有所下降。食品指数同样有所上升，国内食品指数和国外食品指数均继续上升。3 月份，食品和能源价格指数下降 0.1%，与 2 月份持平。住房、医疗、新车、娱乐、教育和烟草等指标在 3 月份有所上升，而服装、二手车和卡车以及机票价格等指标均有所下降。截至 3 月的过去 12 个月中，所有项目指数增长 1.9%，高于截至 2 月的 1.5% 的增幅。在过去的 12 个月里，食品和能源消耗下降的所有项目的指数上升了 2.0%。过去一年，食品价格指数上涨 2.1%，是截至 2015 年 3 月的 12 个月来的最大涨幅，而能源价格指数在过去一年下跌 0.4%。

3、英国 2 月工业产出环比高于预期

英国国家统计局 4 月 10 日公布的数据显示，英国 2 月工业产出环比上升 0.6%，高于预期的上升 0.1%，略低于前值的上升 0.7%。英国 2 月工业产出同比上升 0.1%，高于预期的下降 0.9%，也高于前值的下降 0.3%。制造业产出环比上升 0.8%，高于预期的上升 0.2%，也高于前值的下降 0.7%。制造业产出同比下降 1.1%，高于预期的下降 1.9%，也高于前值的下降 2.1%。

英国工业产出高于预期受制造业产出拉动。英国 2 月制造业产出上升 0.9%，高于预期的上升 0.2%，但低于前值的上升 1.1%。制造业 13 个子行业中有 11 个上涨，基本金属办款的正向贡献最大，上升了 1.6%；在工业产出高于预期情形下，英国 2 月 GDP 环比上升 0.2%，高于预期的 0%，但低于前值的上升 0.5%。

4、美国 2 月工厂订单增幅下降

美国 2 月工厂订单环比减少 0.5%，与预期持平，但低于前值的增加 0.1%，这是 5 个月来工厂订单第四次出现负增长。美国 2 月扣除运输的工厂订单环比增加 0.3%，高于前值的降低 0.1%，结束了连续三个月的月度下滑。

2 月工厂订单下滑受运输设备订单拖累。美国 2 月耐用品订单环比下跌 1.6%，大幅低于前值的增长 0.1%。其中，跌幅最大的是运输设备，下跌 4.5%，远低于前值的上涨 0.4%；机械下跌 0.6%，远低于前值的增长 2.1%；电脑及电子产品下跌 0.5%，高于前值的下跌 1.9%；电子设备增长 1%，略低于前值的增长 1.1%；家具及相关产品下跌 1.9%，远低于前值的增长 0.2%；基本金属订单增长 0.6%，前值下跌 1.8%；金属制品订单增长 0.1%，高于前值的下跌 0.5%。此外，2 月非耐用品订单增长 0.6%，高于前值的下跌 0.1%。

5、美国 2 月 PPI 同比高于预期，环比增幅创近 5 月新高

美国劳工部 4 月 11 日公布的数据显示，美国 3 月 PPI 同比增长 2.2%，高于预期和前值的 1.9%，创去年 12 月以来新高；3 月 PPI 环比增长 0.6%，高于预期的 0.3%，也高于前值的 0.1%，创去年 10 月以来新高。

3 月 PPI 环比大增主要由能源价格上升拉动。剔除波动较大的能源和食品价格，美国 3 月核心 PPI 环比增长 0.3%，仅略高于预期的 0.2%，也略高于前值的 0.1%。3 月份最终商品需求指数环比上涨 1%，创 2015 年 5 月以来最大涨幅；其中能源商品需求环比大涨 5.6%，创有纪录以来的最大涨幅；其中，汽油价格上涨 16%，为商品需求指数贡献了超过 60% 的增长，电力价格也有所上涨，而天然气有所下滑；此外，3 月最终服务需求指数环比上涨 0.3%，同样高于前值的上涨 0%。

6. 美国 4 月密歇根大学消费者信心指数不如预期

4 月 12 日晚间密歇根大学消费者调查显示 4 月密歇根大学消费者信心指数为

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_13126



云报告
https://www.yunbaogao.cn

云报告
https://www.yunbaogao.cn

云报告
https://www.yunbaogao.cn