

## 鲍威尔为何不提收益率曲线控制？

### 主要结论：

#### 一、鲍威尔为何不提收益率曲线控制？

- 上周四鲍威尔对美债收益率曲线陡峭化阐述了两个观点：1) 美联储关注的重点不是美债收益率，而是更广泛的金融状况；2) 近期的通胀是短暂的并不可持续，就业的整体恢复仍然需要一定的时间。鲍威尔演讲结束之后，美债收益率盘中飙升，美股加速下跌，尤其估值相对较高的科技股急剧杀跌，黄金价格大幅回落；另外 OPEC 出乎市场意料并未决定 4 月增产，带动原油和能源股大涨。
- 我们认为，其隐藏的含义是：对通胀不必过于担忧、还需要耐心等待就业的复苏，但是如果金融市场风险发生了实质性变化，美联储将使用工具。首先，我们认为鲍威尔应该已经完全考虑到了近期原油大涨对通胀的影响，OPEC 决定延长减产推动油价大涨对通胀肯定是起到了一定推波助澜的作用，但是鲍威尔认为原油对 1-2 季度通胀的影响和服务业复苏的错位能够使得通胀控制一定的范围内，至少不会存在滞涨的风险，原油占通胀的比重远小于服务业，所以即使短期通胀超过 2% 也是在美联储可以忍受的范围内，毕竟美联储现在更将货币政策转向的矛头针对劳动力市场。其次，美债收益率的飙升对金融市场的影响现在还可控，“扭曲操作”作为重要的“子弹”还没有到他发挥作用的时候，但是如果后续金融市场波动超过美联储预期的话，那么该救市的时候还是会果断运用该工具。
- 那么何时美联储才会使用“扭曲操作”来压低长端收益率曲线？从 08 年之后的金融危机来看，虽然短期量化宽松通过主动持有流动性较差的资产，通过改变央行资产负债表的结构来对市场注入流动性，但是影响并不能持久，特别是针对结构性的微调。所以后续美联储提出了“扭曲操作”，和量化宽松不同，“扭曲”操作是买入和卖出双向的，即通过抛售短期债券买入长期债券进而来压低长期利率抬高短期利率，进而促使资金投向长期贷款等领域；另外从 11 年 9 月美联储采取扭曲操作来看，扭曲操作比起压低长端利率，更是抬升短端利率，主要是因为当时长端利率在 1.9% 左右，比起短端利率上行的空间，长端利率下行空间较少，所以我们认为本轮如果要使用“扭曲操作”，可能需要同时满足以下两点：1) 仅是从阈值来的话，美债收益率至少要等攀升到 1.8% 左右，不然扭曲操作对长端利率的影响也有限；2) 金融市场波动加剧，从目前来看，债券收益率隐含波动率 (ICE Bofa ML Option Volatility Estimate Index) 已经高于美股波动率 (VIX)，说明市场的投资组合已经发生了转变，但美股股息率仍然高于美债收益率，所以波动仍然相对可控，但是若后续出现反转，VIX 会出现大幅飙升，那么届时不排除美联储会使用扭曲操作或者加大货币宽松的程度来平复市场情绪。

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

杨一凡 联系人  
yangyifan@gjzq.com.cn

边泉水 分析师 SAC 执业编号: S1130516060001

### 风险提示：

- 1、疫情疫苗的不确定性上行；
- 2、政府应对措施和方法不当，恐慌性情绪蔓延；
- 3、货币政策收紧超预期，风险资产波动加剧。

正文如下：

图表 1：主要经济体 Markit 制造业 PMI 指数一览

经济体	当月值	前值	差值	有调查以来最高	有调查以来最低
美国	58.6	59.2	-0.6	59.2	36.1
欧元区	57.9	54.8	+3.1	60.6	33.4
德国	60.7	57.1	+3.6	63.3	32.0
法国	56.1	51.6	+4.5	58.8	31.5
英国	55.1	54.1	+1.0	61.5	32.6
日本	51.4	49.8	+1.6	56.2	29.6
俄罗斯	51.5	50.9	+0.6	54.7	31.6
印度	57.5	57.7	-0.2	57.7	30.8

来源：Markit，国金证券研究所

### 1. 美国 2 月 ISM 制造业继续扩张

美国供应管理协会 3 月 1 日公布的数据显示，美国 2 月 ISM 制造业 PMI 为 60.8，高于前值的 58.7，整体经济连续第九个月实现扩张。**新订单指数增长和生产稳步上升。**新订单指数录得 64.8，较 1 月的 61.1 上升了 3.7 个百分点；生产指数录得 63.2，与 1 月的 60.7 相比上升了 2.5 个百分点；积压订单指数为 64，比 1 月的 59.7 高出 4.3 个百分点；就业指数为 54.4，较 1 月的 61.1 高出 3.7 个百分点；供应商交货指数为 72，较 1 月的 68.2 上升了 3.8 个百分点；库存指数为 49.7，比 1 月的 50.8 低 1.1 个百分点；物价指数为 86，比 1 月的 82.1 上升 3.9 个百分点；新出口订单指数为 57.2，较 1 月的 54.9 上升了 2.3 个百分点；进口指数为 56.1，比 1 月的 56.8 下降了 0.7 个百分点。委员会的乐观情绪增加，主要由于：1) 需求持续扩大，在新出口订单指数较快扩张的支持下，新订单指数出现强劲增长；2) 客户存货指数仍处于过低的区间；3) 积压订单指数较 1 月增长 4.3 个百分点。六大行业中，有五个行业报告了适度或强劲的扩张。就业指数连续第三个月增长，但调查显示，企业和供货商设施在吸引和保留劳动力方面仍存在重大困难，投入品限制了生产扩张，存货指数重回收缩区间，而供货商交付量也再次放缓。从价格来看，2 月份价格指数连续第九个月扩大，显示供应商定价能力持续增强。另外，Markit 公布的 2 月美国制造业 PMI 指数为 58.6，低于前值的 59.2。

### 2. 欧元区 2 月制造业 PMI 加速扩张

3 月 1 日 Markit 公布的数据显示，欧元区 2 月制造业 PMI 终值为 57.9，高于前值 54.8。投资品部门表现出 2018 年 1 月以来最强劲的增长，中间产品紧随其后，消费品的增长相对温和。

**德国 2 月制造业扩张加速。**德国 2 月制造业 PMI 为 60.7，大幅高于前值的 57.1。在新订单持续回升的情况下，产量急剧上升。数据显示，德国制造业 2 月的产量增长率达到三个月来最高水平；新订单方面，来自亚洲（尤其是中国）、美国 and 整个欧洲的需求增加，出口销售增长达到 2017 年 12 月以来的最大幅度，

成品库存连续第九个月下降；制造业就业方面，情况趋于稳定，结束了近两年的裁员。投资品部门的劳动力增加，抵消了消费品和中间品部门的削减。此外，严重的供应延迟情况导致价格上涨和库存减少。调查显示，64%的受访企业面临供应延误，出现运输能力以及钢材、塑料和电子零件等关键投入品的短缺。对投入品周转时间增加的担忧和更高的生产要求，导致制造商的采购量急剧上升，达到2018年1月以来最大增幅。库存方面，出现连续第十个月下降。**从价格方面来看**，投入品成本通胀率上升，达到2011年4月以来最高水平。与成本趋势一致，制造商的平均价格涨幅较大。生产商对未来的生产水平上升抱有强烈信心，乐观程度达到2012年中以来新高，反映出随着疫情限制的放松和客户信心的改善，需求有望进一步恢复。

**法国2月制造业持续改善。**2月法国制造业PMI为56.1，高于前值51.6，数据显示制造业法国制造业健康状况为三年来最快速度改善，**产出与新订单的增长均加快**。新订单的增长幅度为三年来最快，国内外需求状况均有所改善。然而，供应商表现恶化，出现了严重的供应中断，原材料短缺导致投入品交付时间大幅延长。在产出增加的情况下，就业人数达到2019年11月以来最强劲的增幅。**从价格方面来看**，投入品价格以2011年5月以来最快的速度上涨，获得钢铁和铝等材料尤其困难，收费通胀率加速至2019年5月以来的最快水平。展望未来，制造商对12个月活动前景的乐观程度在最新调查期内大幅上升，由于客户将目光投向疫情，需求状况得到改善，乐观程度程度为2012年7月开始收集数据以来第二高。

**欧元区2月制造业表现强劲。**除了希腊的PMI略微回落至50.0以下外，2月份欧元区制造业取得普遍的扩张增长。德国和荷兰的出口增长尤为强劲，继续领跑整体增长；奥地利取得三年来最佳表现；意大利和法国的增长为2018年年初以来最佳；西班牙和爱尔兰的增速相对温和。产出和新订单大幅上升，均达到去年10月以来最佳表现，出口上升是推动新订单增加的关键因素，新出口贸易的涨幅为2018年1月以来最强劲。产量面临压力，未完成工作量连续第七个月增加。就业方面，员工人数近两年来首次整体上升，只有西班牙的就业人数出现净下降。从价格方面来看，投入品的交货时间持续拉长，投入品成本随之急剧上升，德国、荷兰和奥地利制造商的成本压力尤其严重，但随着市场需求的改善，企业总体上能够将一部分较高的费用转嫁给客户，产出价格以2018年4月以来最强劲的速度上涨，通货膨胀率达到近十年来的最高纪录。库存方面，欧元区制造商的采购活动明显增加，采购活动的增加幅度达到三年多来最大，原材料和半制成品的存货连续25个月下降。总体来看，受益于国内和出口市场对商品的需求复苏，欧元区制造业稳健扩张，但与此同时，投入需求尚未得到供应的满足，运输延误和材料短缺导致的供应链延误几乎达到创纪录的水平，暗示未来几个月消费价格通胀将进一步上升。企业对未来的信心继续增强，由于对增长的预测与疫苗接种计划的成功推广和未来几个月疫情缓解的前景，企业乐观情绪达到有数据统计以来的历史最高水平。**欧元区主要国家2月制造业PMI如下：**希腊49.4（2个月低点），荷兰59.6（29个月高点），爱尔兰52.0（2个月低点），西班牙52.9（7个月高点），奥地利58.3（36个月高点），法国56.1（37个月高点），意大利56.9（37个月高点），德国60.7（37个月高点）。

### 3. 英国 2 月制造业 PMI 继续扩张

3 月 1 日 Markit 公布数据显示，英国 2 月份制造业 PMI 为 55.1，高于前值的 54.1。英国制造业的上升势头受到供应链中断和成本压力上升的制约，**尽管新订单入库情况略有改善，但产出增长仍只保持边际增长。**产出增速为本轮九个月增长序列中最弱，由于国内需求改善，新出口业务微升，新订单在 1 月小幅下降后有所扩大，但疫情的持续影响、脱欧的复杂性和运输困难制约了出口订单的增长。行业数据显示，投资品是 2 月份表现最好的行业，在调查所涉及的三个行业中，产出、新订单、新出口业务和就业增长最快。中间产品的产量和新业务量也有所增长，与消费品生产企业的持续低迷形成鲜明对比。就业方面，就业人数连续第二个月增长，产出、新订单和未完成的业务与制造商的情绪改善相结合，鼓励进一步创造就业机会。**从价格来看**，投入价格通胀连续 10 个月上升，产出价格以 2018 年 1 月以来最快的速度上涨。由于供应链中断和原材料短缺，成本上升，成品库存进一步大幅减少。企业的乐观情绪升至 77 个月高点，这与疫情持续复苏、中国大陆的经济复苏、脱欧的不确定性减少等因素有关。

### 4. 日本 2 月制造业 PMI 进入扩张区间

3 月 1 日 Markit 公布数据显示 2 月日本制造业 PMI 为 51.4，前值为 49.8，经营状况自 2019 年 4 月以来首次实现增长。**制造业的增长主要依靠产出和新订单小幅扩张的支持。**产出量自 2018 年 12 月以来首次增加，且速度为同期以来最快。新订单连续第二个月增加，新出口销售 4 个月来首次增加，因为主要外部市场特别是中国的需求改善。就业方面，2 月份的就业水平继续下降，但降幅比上月有所放缓，疫情导致的产能需求下降是裁员的主要原因。尽管新订单增加，但 2 月份未完成业务量进一步下降，但下降幅度是 26 个月以来最小的。由于疫情的限制，原材料采购持续困难，交货时间进一步恶化。**从价格方面来看**，投入成本通胀率升至两年来最快水平，由于疫情造成的供应链中断导致投入价格大幅上涨。制造商通过收购价格将部分成本负担转嫁到客户身上，价格连续 3 个月上升。尽管生产和新订单均有上升，但采购活动已连续 26 个月下降，不过降幅是其中最小的。展望未来，企业对未来一年依然乐观，正面情绪达到 2017 年 7 月以来最强烈的程度。

### 5. 俄罗斯 2 月制造业保持扩张

3 月 1 日公布的数据显示，俄罗斯 2 月制造业 PMI 终值为 51.5，高于前值 50.9。**产出和新订单的扩张速度加快，支持整体升幅达到为 2019 年 4 月以来最高水平。**然而，由于外部需求条件的挑战性，出口继续下降，不过降幅较 1 月份有所缓和。新订单流入量回升，并以 2020 年 8 月以来最快速度上升。就业方面，就业岗位增速加快，为 2018 年 12 月以来最快。虽然积压工作继续下降，但收缩速度是自去年 9 月以来最慢的。供应商业绩明显恶化，达到 2020 年 5 月以来最大的一次。**从价格来看**，由于供应商的产能压力，2 月份成本负担大幅上升，制造业企业通过收费将部分较高的成本转嫁给了客户，产出通胀速度加快至六年来最剧烈。随着交货期的延长，制造商利用库存来补充生产。采购和制成品存货进一步减少，前者降幅为三个月来最大。投入品购买量自 2020 年 8 月以来首次增加，因为企业寻求满足更大的生产需求。未来，2 月份俄罗斯制造业企业

的商业信心依然乐观，积极情绪水平提高到 2020 年 1 月以来最强。

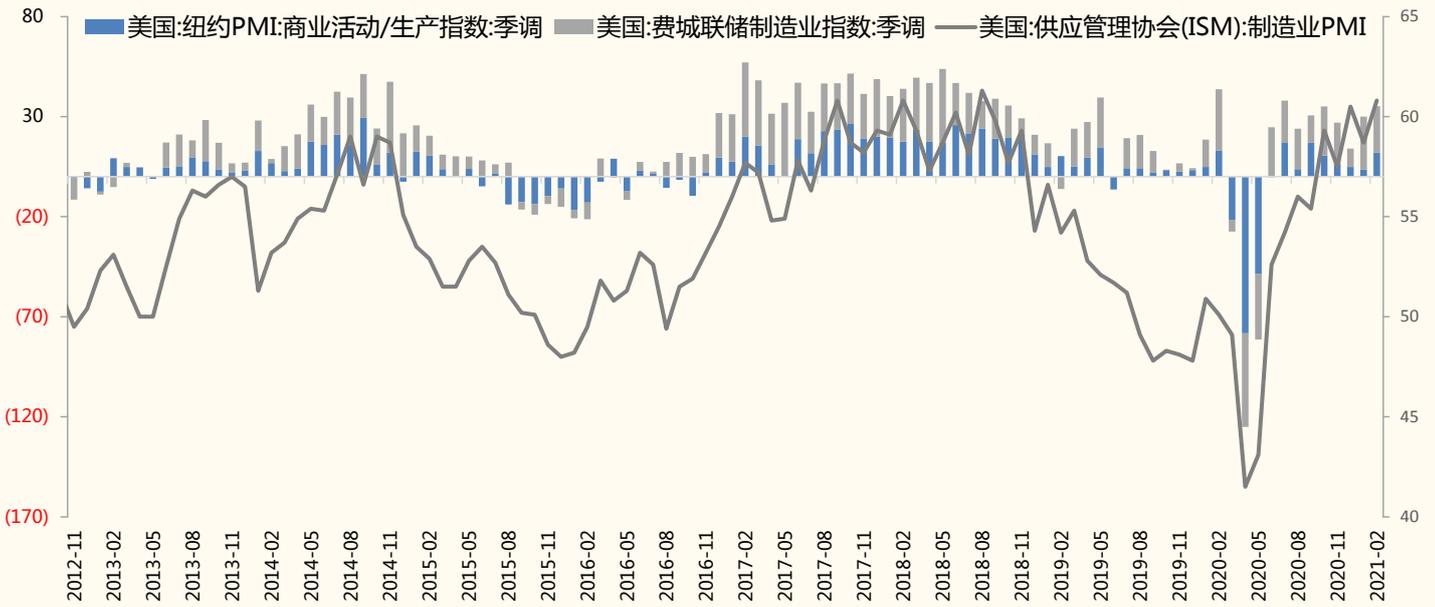
## 6. 印度 2 月制造业 PMI 扩张放缓

3 月 1 日 Markit 公布的数据显示，2 月印度制造业 PMI 终值为 57.5，低于前值 57.7，**更好的需求条件和成功的营销活动支撑了 2 月份新订单的进一步增加，尽管较 1 月份有所放缓。**印度制造业的健康状况再次改善，企业通过提高生产、投入购买和采购库存来应对新增工作的强劲增长，且为了应对新订单总量 2 月份的产量再次提高，虽然较 1 月份增速有所放缓，但是由于 2019 冠状病毒病 (COVID-19) 限制工作，就业进一步下降，这是连续第 11 个月的下降。**从价格来看**，原材料和半成品需求增强，给投入成本通胀带来上行压力，化学品、金属、塑料和纺织品等许多项目的价格存上行动力，导致该指数升至 32 个月高位。工厂出厂费也出现了上涨，尽管涨幅不大。最新数据显示，商品生产商的产能压力加大，积压工作数量以 3 个月来最快的速度增长。商品生产商预计，未来 12 个月的产出将增加，整体乐观情绪水平将与 1 月份持平。**从其他东南亚地区来看**，各国表现参差不齐，**缅甸出现大幅回落。**数据显示，越南 51.6（扩张区间加速），印尼 50.9（扩张放缓），马来西亚 47.2（萎缩区间内加剧收缩），菲律宾 52.5（持平于前值），泰国 49.0（萎缩区间内加剧收缩），缅甸 27.7（萎缩区间内收缩加剧）。

## 7. 全球 2 月制造业 PMI 增长回升

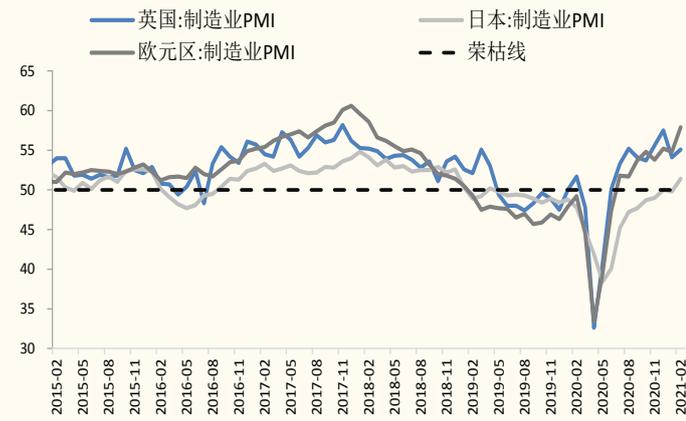
3 月 1 日 Markit 公布数据显示，2 月 JPMorgan 制造业 PMI 终值 53.9，高于前值 53.6，升至 3 年以来的高点。**产出和新出口订单持续加速，新订单指标小幅回落。**在可获得 2 月份数据的 29 个国家中，有 23 个国家的 PMI 高于 50.0。只有希腊、哈萨克斯坦、马来西亚、泰国、墨西哥和缅甸出现了收缩。增长最快的是德国，其次是荷兰、美国和巴西。尽管新订单增长放缓至 5 个月低点，但 2 月份全球制造业产出增速略快。尽管国际贸易趋势仍然相对低迷，但新出口业务的扩张速度却加快。按行业细分的数据显示，消费、中间产品和投资产品行业的产出和新订单均出现增长。生产扩张速度最快的是投资类商品，而消费品生产商的扩张速度相对较慢。积压的工作连续第七个月增加，加之企业乐观情绪的改善，鼓励了 2 月份进一步创造就业，乐观情绪触及 81 个月高点。2 月份，员工人数连续第四个月上升。尽管就业增长速度并不高，但这是自 2019 年 3 月以来最快的，分国别来看，美国(77 个月高点)、欧元区(两年高点，22 个月来首次出现增长)、英国和巴西等国均出现了增长，相比之下中国、日本和印度的就业率都较低。全球制造业仍受到供应链中断、交货延迟和成本通胀压力不断上升的困扰。**从价格来看**，由于投入物需求不断上升，而供应受限，投入物平均价格连续第九个月上涨，成本上升的一部分通过提高收费转嫁给了客户。两项价格指标的通胀率均达到近 10 年来的高点，其中发达国家(平均而言)的涨幅均高于新兴市场。数据显示，1 月产出指数为 54.2，高于前值 54.1；新订单指数为 53.8，低于前值 54.2；新出口订单指数为 51.1，高于前值 50.2；就业指数为 50.6，高于前值 50.3；投入价格为 64.9，高于前值 62.5；产出价格 55.6，高于前值 55.0。

图表 2: 美国 2 月 ISM 制造业扩张加速



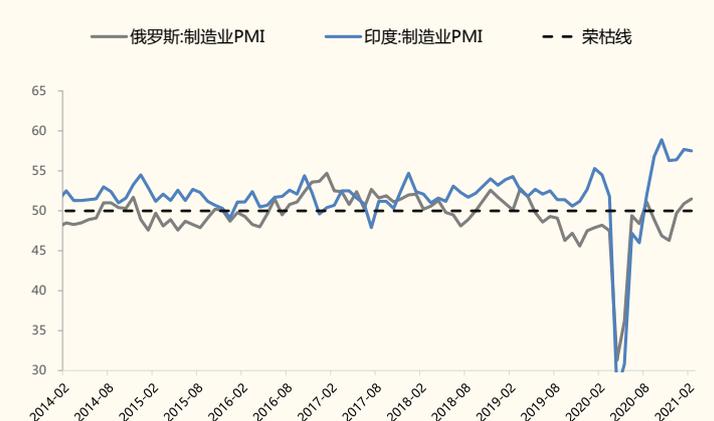
来源: Wind, 国金证券研究所

图表 3: 2 月英国和欧元区制造业扩张加速



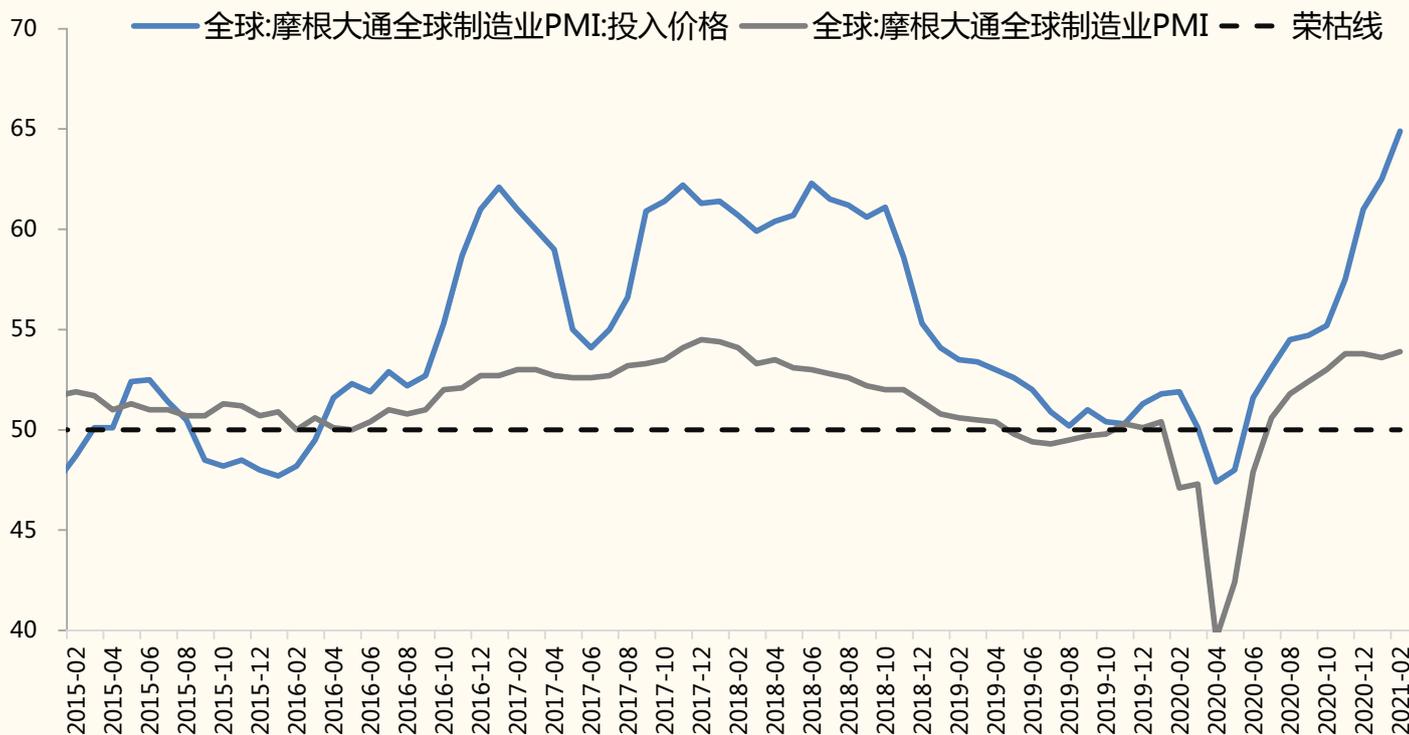
来源: Wind, 国金证券研究所

图表 4: 2 月印度制造业扩张回升但是印度扩张放缓



来源: Wind, 国金证券研究所

图表 5：全球 2 月制造业扩张加速



来源：Wind，国金证券研究所

## 二、美国 1 月工厂订单超预期、美国 2 月非农新增就业持续恢复

### 1、美国 1 月工厂订单月率创去年 7 月以来新高

3 月 4 日，美国商务部公布数据显示美国 1 月工厂订单月率为 2.6%，此前市场预估为 2.1%，前值为 1.1%。美国 1 月扣除运输的工厂订单月率为 1.7%，前值为 1.4%。

1 月份制成品的的新订单连续九个月增长，增长了 131 亿美元至 5,094 亿美元,增幅

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\\_17651](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_17651)



云报告  
https://www.yunbaogao.cn

云报告  
https://www.yunbaogao.cn

云报告  
https://www.yunbaogao.cn