

## 海外宏观周报

### 不宜过度解读美联储“鹰派”发言

#### ■ 核心摘要

**1、美联储动态：不宜过度解读美联储“鹰派”发言。**3月25日，美联储鲍威尔接受NPR采访时，提到货币政策的转向（在美国经济复苏和通胀目标“取得实质性进展”之后，美联储将逐步减少美国国债和抵押贷款支持证券（MBS）的购买规模），该发言被（国内）市场认为是“鹰派”。

我们认为，将其解读为“鹰派”发言、甚至解读为美联储已经开始讨论“缩减”QE，是不够准确的。第一，鲍威尔的发言是透过媒体采访发布的，属于非正式媒介。且鲍威尔的发言主要是回应主持人非常有针对性的提问，而非主动提及。第二，鲍威尔的表述是非常谨慎和克制的。鲍威尔并未使用“Taper”（紧缩）一词，而是用“Gradually Roll Back”，旨在传递“不急转弯”的信号。更不用说，其一直强调要看到“实质性进展”才会撤回非常规政策。且其在前一日的发言，对于通胀是看淡的，认为美国通胀率偏低是一种长期性现象。第三，3月25、26日美国三大股指维持涨势，其发言并未造成股市“恐慌”。

对于美联储货币政策“急转弯”或者“过早转弯”的担忧，尚无必要。一方面，美国经济基本面（尤其是就业）距离疫情前水平仍有差距，美联储至少需要“按兵不动”以维持对经济的支持。另一方面，美联储愈发重视与市场的沟通，叠加“平均通胀目标制”又为政策转向提供了一层缓冲，有理由相信美联储会尽可能做到温和、缓慢、透明，以维护自身的信誉、杜绝市场“恐慌”及其造成的金融风险。后续，在美联储政策转向的判断上，我们建议关注三大因素：疫苗、就业和通胀。

**2、美国经济跟踪：基建计划呼之欲出，2月经济数据弱于预期。**拜登基建计划预计于3月26日亮相，市场预期规模在2-4亿美元。美国近一周初请失业金人数创疫情以来新低，但不宜盲目乐观，目前初请失业金人数仍为疫情前水平的3倍、续请失业金人数仍为疫情前水平的2倍。美国2月PCE同比增速温和，同比为1.55%，核心PCE同比为1.41%。美国2月耐用品需求转弱、但3月消费信心提升；美国2月房屋销售超预期转差；美国2020年四季度经常项赤字激增。

**3、海外疫情与疫苗跟踪：欧洲疫情继续反弹，拜登再提“小目标”。**德国总理默克尔表示一度宣布延长复活节封锁，但仅一天后就在多重压力下取消了封锁令。3月25日，拜登宣布，将在上任100天内（4月30日）完成2亿剂疫苗接种。

**4、全球资产表现：全球股市——全球市场涨跌互现，A股创业板指反弹。**创业板指涨幅达到2.8%，领跑全球市场，标普500、道指分别涨1.6%和1.4%，纳指跌0.6%，价值板块继续跑赢成长板块。**全球债市——美债收益率曲线有所放平，主要国家10年期国债利率普降。**10年期美债收益率3月26日收于1.67，整周下降7bp。10年TIPS隐含通胀预期创2013年以来新高。全球债市整体需求走强，但土耳其、巴西等相较脆弱的新兴市场除外。**商品市场——苏伊士运河堵塞引关注，国际油价连续4日大幅波动。**一方面，欧洲等国疫情反扑、需求预期走弱，以及全球风险偏好回落，叠加近期美油库存连续三周维持高位，形成对油价的掣肘。另一方面，苏伊士运河意外堵塞，可能短期推高油价。苏伊士运河堵塞，还可能抬升集装箱运价、以及引发基础金属价格上涨。LME铝价创2018年6月以来新高。**外汇市场——美元指数创4个月以来新高，比特币在争议中维持高位。**3月26日，美元指数收于92.725，比特币收5.51万美元。

**风险提示：病毒变异与影响超预期，疫苗效用与推广不及预期，美国经济和通胀变化超预期，美联储货币政策变化超预期等。**

## 一、海外重点跟踪

### 1、美联储动态：不宜过度解读美联储“鹰派”发言

3月25日（周四），美联储主席鲍威尔接受美国国家公共广播电台（NPR）采访，其中一段发言被（国内）市场认为是“鹰派”：随时间推移，在美国经济复苏和通胀目标“取得实质性进展”之后，美联储将逐步减少美国国债和抵押贷款支持证券（MBS）的购买规模。就较长期来看，美联储已经制定了一项将能够使其加息的测试（原文：Over time, we will, as the economy recovers and we've provided guidance to the public about this, as we make substantial further progress toward our goals, we will gradually roll back the amount of Treasury and mortgage-backed securities we're buying. And then in the longer run, we've set out a test that will enable us to raise interest rates.）。

我们认为，将其解读为“鹰派”发言、甚至解读为美联储已经开始讨论“缩减”QE，是不够准确的。

**第一，鲍威尔的发言是透过媒体采访发布的，属于非正式媒介。**且鲍威尔的发言，主要是回应主持人非常有针对性的提问：美联储是否有能力从美国经济中撤回（前期释放的）钱，这么做是否有影响？（Are you able to draw that money back out of the economy any time soon? And does it matter if you do?）面对此提问，鲍威尔自然需要提到未来货币政策的转向与退出（参考NPR报道《Transcript: NPR's Full Interview With Fed Chairman Jerome Powell》）。

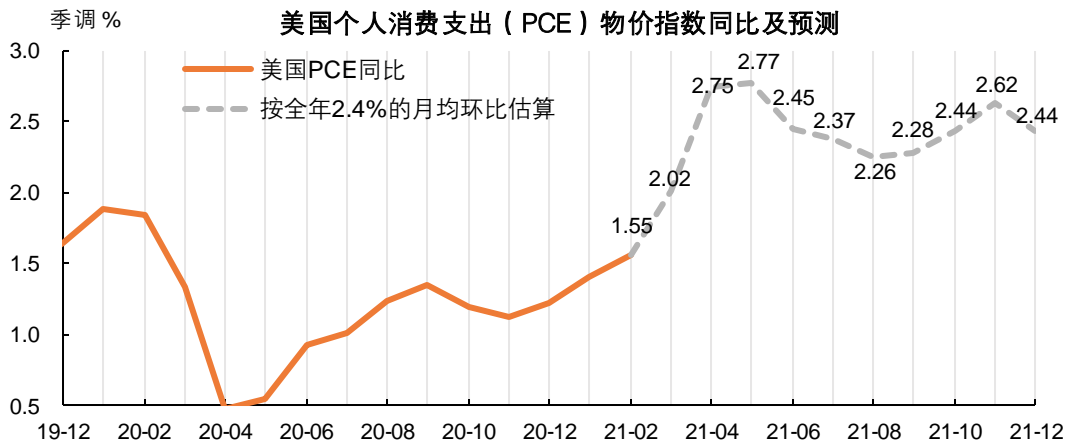
**第二，鲍威尔虽然提到政策转向，但其表述是非常谨慎和克制的。**首先，其并未使用“Taper”（紧缩）一词，而是用“Gradually Roll Back”，旨在传递“不急转弯”的信号。更不用说，其一直强调要看到“实质性进展”、“经济几乎完全恢复”，才会撤回非常规政策，并且一定会提前释放大量信号。且鲍威尔前一日发言对于通胀是看淡的，认为美国通胀率偏低是一种长期现象，很可能延续。

**第三，从美国市场表现看，**这段在3月25日美股早盘前发布的采访，虽然使美股三大指数低开，但当日尾盘集体拉升转涨，且26日三大股指维持涨势。鲍威尔的发言并未能造成股市的“恐慌”。

我们认为，对于美联储货币政策“急转弯”或者“过早转弯”的担忧，尚无必要。一方面，美国经济基本面（尤其是就业）距离疫情前水平仍有差距，美联储至少需要“按兵不动”以维持对经济的支持。另一方面，美联储愈发重视与市场的沟通，叠加“平均通胀目标制”又为政策转向提供了一层缓冲，我们有理由相信美联储会尽可能做到温和、缓慢、透明，以维护自身的信誉，杜绝市场“恐慌”及其造成的金融风险。

**后续，在美联储政策转向的判断上，我们建议关注三大因素：疫苗、就业和通胀。**关于疫苗，我们在报告《美国离“群体免疫”还有多远？》中指出，按美国当前疫苗接种能力与潜力，美国在2021年8-9月或能实现“群体免疫”，而7月就有可能“恢复常态”。关于就业，美联储对2021年失业率预测的中位数值为4.5%，美国2月失业率为6.2%，需要关注未来失业率下降的速度、以及与4.5%的差距。关于通胀，美联储对2021年的PCE同比预测的中位数值为2.4%，我们据此估算，预计3月PCE同比或达2%，4-5月PCE同比或至全年高点的2.7%以上（图表1）。这样看，如果PCE同比短期走高（3%以内），则短期通胀偏高的现象，或仍处于美联储的“忍受”范围内。但假如通胀率过快走高（如3月就达2.5%以上）或上升过高（如3%以上），美联储“出手”抑制通胀的概率会加大，而市场对政策转向的怀疑与恐惧亦会加剧，风险资产容易经历较明显的波动与调整。

图表1 预计 4-5月美国 PCE 同比或至全年高点



资料来源: 平安证券研究所

注: 美联储在 2021 年 3 月最新预测 2021 年 PCE 同比的预测中值为 2.4%

近一周, 美联储的表态整体仍然偏鸽, 特别是提到拟针对 SLR 政策进行调整、计划提前取消银行的股息和股票回购限制等, 一定程度上为市场提供了新的乐观预期, 后续进展值得关注。

3月23日, 美联储主席鲍威尔参加众议院金融服务委员会听证会, 重点信息包括: 1) 美国经济复苏的进展比市场预期的要快, 而且这一势头似乎正在加强, 但距离完成还很遥远。因此, 只要美国经济需要, 美联储将继续为经济提供支持。2) 承认美国有通胀上行压力, 但否认 1.9 万亿美元的大规模经济刺激会产生不受欢迎的通胀问题, 重申联储有工具应对。3) 美联储将“明显提前”就可能的缩减债券购买力度进行沟通, 联储已经学会沟通, 并在加息得到保障时缓慢地行动。4) 美联储将在补充杠杆率 (SLR) 问题上保持透明度, 将“相对迅速地”针对 SLR 政策调整征求意见。

3月23日, 达拉斯联储卡普兰接受 CNBC 采访, 其发言 (相较其他委员) 偏“鹰”: 1) 不支持用货币政策来影响收益率曲线, 预计美国 10 年期国债收益率将进一步升至 1.75%-2%; 2) 预计美联储将在 2022 年开始加息; 3) 预测 2021 年美国的经济增长率为 6.5%, 失业率将降至 4.5%, 通胀率将在 2.25%至 2.5%之间, 并将对通胀风险非常“警惕”; 4) 随着美联储在实现其就业和通胀双重目标方面取得进展, 他将尽快倡议取消某些非常规货币措施。

3月24日, 美联储主席鲍威尔 (和美国财长耶伦) 出席参议院银行业委员会问询, 重点信息包括: 1) 看淡美债利率上行。“前景已经改善, 市场对此有基本的感知。”“如果 (美债收益率上行) 不是一个有序的过程, 或者 (金融状况) 条件趋紧到可能威胁经济复苏的地步, 我将感到担忧。” 2) 仍然看淡通胀。“从长期来看, 我们认为, 过去 25 年在全球范围内观察到的通胀动态基本上没有改变, 即我们的世界供过于求, 通胀率非常低。我们认为, 这种动态不会在一夜之间消失, 而且不会消失。”

3月25日, 美联储发表声明, 计划在 6 月 30 日之后, 取消对大多数美国银行的股息和股票回购限制, 这适用于在压力测试当中表现良好的金融机构。需要注意的是, 取消限制并不等于全面放开, 美联储要求银行在今年的压力测试中满足所有基于风险的最低资本要求, 否则相关限制仍会在原定的 9 月 30 日到期。如果届时仍不达标, 相关银行在资本方面所受限制将会自动收紧。3月24日, 美国财长耶伦在出席参议院听证会时表示, 银行已经改善资本状况, 应被允许继续回购自己的股票。

## 2、美国经济跟踪：基建计划呼之欲出，2 月经济数据弱于预期

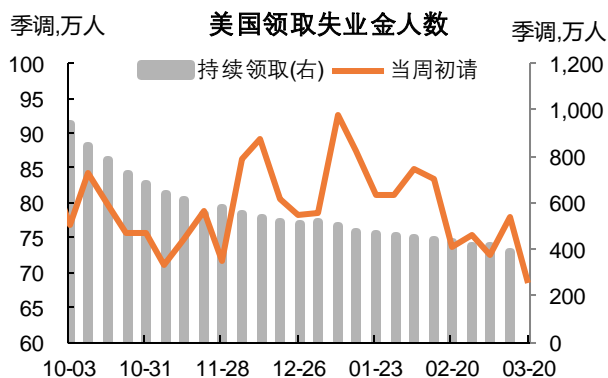
拜登基建计划预计于 3 月 26 日亮相，市场预计规模在 2-4 亿美元。3 月 22 日，据外媒报道，美国总统拜登的顾问们正在筹备一项总额多达 3 万亿政府的支出，旨在提振经济、削减碳排放、缩小贫富差距。这个刺激方案将包括一项规模庞大的基础设施方案，还有教育、提高劳动力素质和应对气候变化等内容。此前高盛预计，下一轮建设方案规模至少在 2 万亿美元，如果基建方案扩大到其他政策（如扩大儿童看护福利、延长儿童税收抵免等），总金额或达 4 万亿美元。其预计 5 月开始立法程序，若顺利，或于 8-9 月通过。

3 月 25 日，拜登召开了其就任后以来的第一场正式新闻发布会，共回答了 10 个提问，重点信息包括：1) 美国和中国尽管存在激烈竞争，但双方不该寻求对抗，应实现公平贸易以进行有效竞争。拜登预计将于 3 月 26 日在匹兹堡宣布重建基础设施的重要计划。2) 有计划参与 2024 年的美国总统大选以寻求连任。3) 宣布了新的升级版新冠疫苗接种目标：在其履新的头 100 天内，美国要完成 2 亿支疫苗注射。

美国近一周初请失业金人数创疫情以来新低，但不宜盲目乐观。截至 3 月 20 日当周，美国首次申请失业救济人数为 68.4 万，好于预期 73 万、前值 77 万，为至疫情以来首次低于 70 万人。截止 3 月 13 日当周，美国持续申领失业金人数为 387 万人，继续减少 26.4 万人（[错误未找到引用源。](#)）。不过，不宜盲目乐观，近一周初请人数较低的背景是上一周人数大幅走高，且目前初请失业金人数仍为疫情前水平的 3 倍、续请失业金人数仍为疫情前水平的 2 倍。

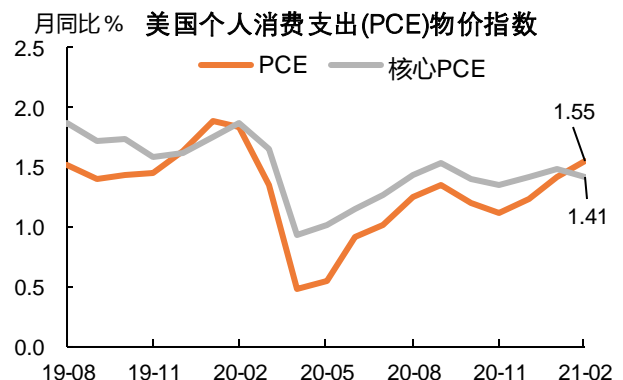
美国 2 月 PCE 同比增速温和。美国 2 月个人消费支出（PCE）物价指数同比为 1.55%，较上月温和上升；核心 PCE 同比为 1.41%，小幅下滑（[错误未找到引用源。](#)）。美国 2 月个人消费支出表现比预期偏弱，一方面是美国许多地区受到寒潮影响，另一方面是美国第二轮刺激措施对中低收入家庭的刺激作用减弱。

图表2 美国单周初请失业金人数创疫情以来最低



资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表3 美国 2 月 PCE 同比温和



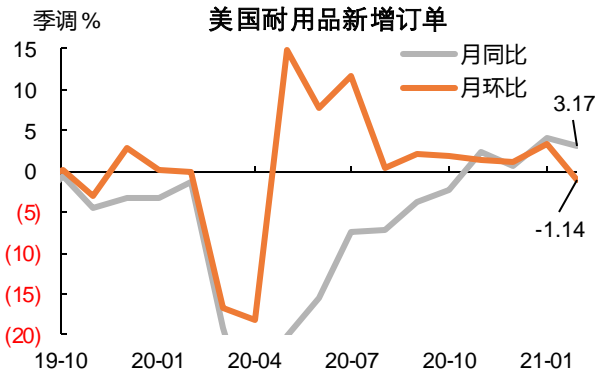
资料来源: Wind, 平安证券研究所

美国 2 月耐用品需求转弱、但 3 月消费信心提升。美国 2 月耐用品订单初值环比减少 1.1%，结束此前连续 9 个月的上涨；同比增长 3.2%（图表 4）。美国 3 月密歇根大学消费者信心指数为 84.9，创疫情以来新高（图表 5）。

美国 2 月房屋销售超预期转差。美国 2 月成屋销售年化降至 622 万套，创 2020 年 8 月份以来新低，降幅超预期，前值为 669 万套；美国 2 月新屋销售 77.5 万套，前值（修正后）为 94.8 万套（图表 6）。抵押贷款利率上升、以及房价上涨均可能会抑制房屋销售的反弹。此外，极寒天气亦可能抑制相关经济活动。

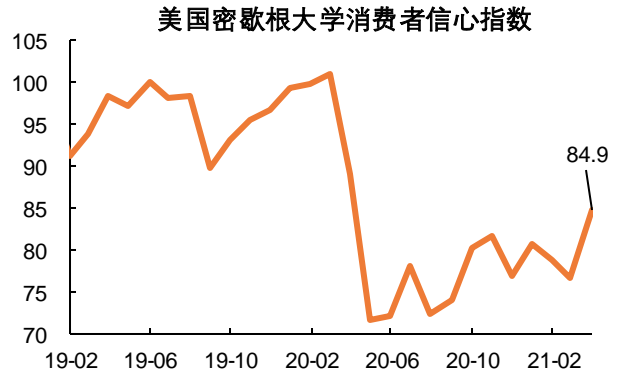
美国 2020 四季度经常项赤字激增。3 月 23 日美国商务部发布数据，2020 年第四季度，美国经常帐赤字扩大 4.2%，录得 1885 亿美元，创下 2007 年第二季度以来最高，季度同比扩大 80.7%（图表 7）。分项来看，主要数据均出现负向发展，其中，货物收支赤字从 2475 亿美元扩大至 2530 亿美元，服务收支盈余从 561 亿美元收窄至 530 亿美元。

图表4 美国2月耐用品订单环比转负



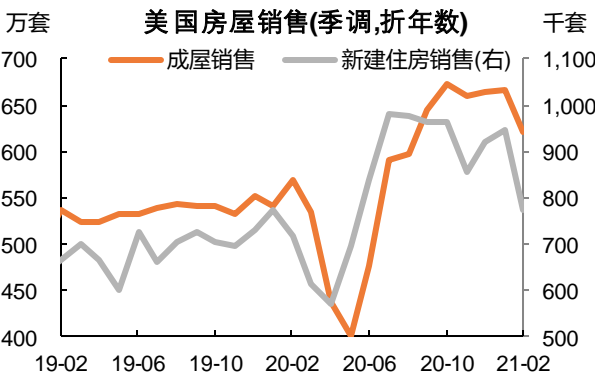
资料来源: Wind,平安证券研究所

图表5 美国3月消费者信心指数创疫情以来新高



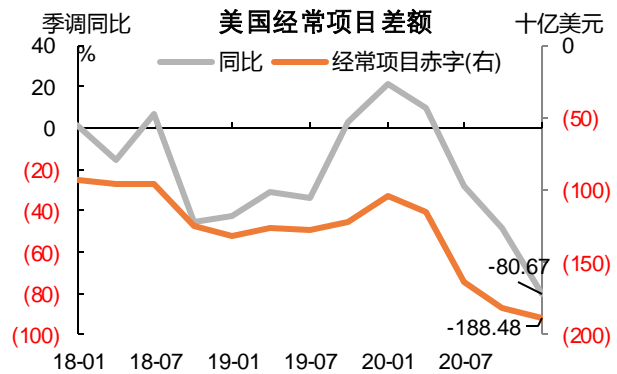
资料来源: Wind,平安证券研究所

图表6 美国2月房屋销售超预期转差



资料来源: Wind,平安证券研究所

图表7 美国2020四季度经常项目赤字激增



资料来源: Wind,平安证券研究所

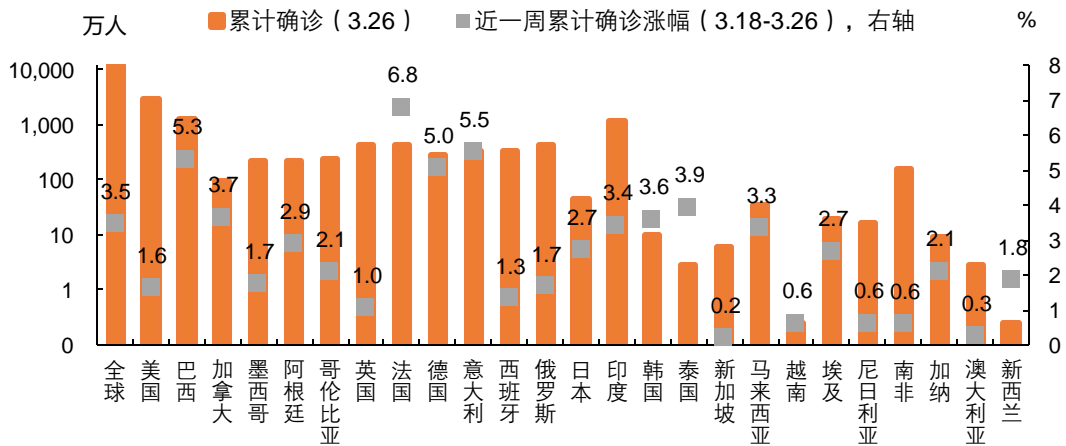
### 3、海外疫情与疫苗跟踪：欧洲疫情继续反弹，拜登再提“小目标”

截至3月26日，全球新冠累计确诊接近1.27亿人，近一周全球累计确诊增长3.5%，前值3.1%（图表8）。

**欧洲方面**，本周欧洲疫情未见好转，法国（6.8%，前值5.9%）和德国（5.0%，前值3.9%）的累计确诊有明显增长；英国受益于疫苗的快速推广，累计确诊增速与上周持平（1.0%，前值1.0%），与欧洲疫情反弹形成对比。当地时间23日，德国总理默克尔表示，将封锁时间延长至4月18日，并呼吁人们在复活节假日（4月1日-5日）居家5天。但仅1天后，默克尔在多重压力下取消了复活节封锁令，未来疫情防控形势仍面临压力。**美国方面**，本周累计确诊涨幅仍保持平稳（1.6%，前值1.6%）。

**亚洲方面**，印度累计确诊涨幅明显（3.4%，前值2.3%），当地时间3月26日晚，印度西部马哈拉施特拉邦将于3月28日起实施宵禁，以抑制疫情反弹趋势；日本疫情稍有反弹（2.7%，前值2.3%）；韩国（3.6%，前值3.7%）、泰国（3.9%，前值3.9%）和马来西亚（3.3%，前值3.4%）基本维持上周状态。**其他国家方面**，巴西累计确诊涨幅未能好转（5.3%，前值5.2%）。多位专家表示，变异病毒B.1.1.7和P.1分别是本轮欧洲和巴西疫情持续蔓延的主要原因。

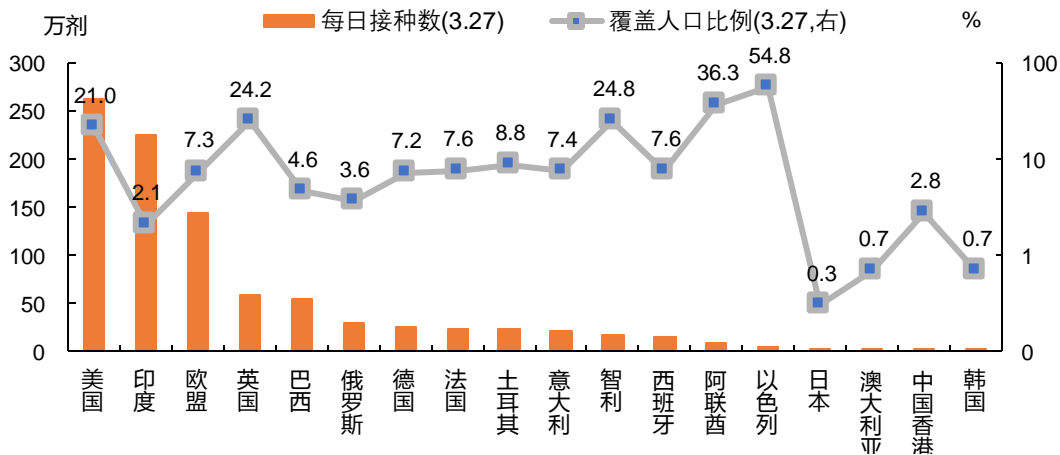
图表8 近一周各国新冠疫情发展情况一览 (截至3月26日)



资料来源: Wind, 平安证券研究所

据 Bloomberg 统计,截至北京时间 3 月 27 日,全球已经有 140 个国家接种了近 5.2 亿剂疫苗,全球平均每天接种约 1310 万剂 (前一周约为 1000 万剂),全球疫苗接种不断提速。**美国方面**,目前美国已经注射超过 1.37 亿剂疫苗,覆盖人口比例为 21.0%。根据美国 CDC 数据,在已经注射的 1.37 剂疫苗中,约有 286 万疫苗为强生公司推出的单剂型疫苗,占比超过 2%,在本周新接种的疫苗中,强生占比已提高至 4.4%左右。**欧洲方面**,欧盟累计接种达 6524 万剂、覆盖人口比例为 7.3%;英国累计接种 3233 万剂,覆盖人口比例达到 24.2% (图表 9)。

图表9 海外新冠疫苗接种进度一览 (截至3月27日)



资料来源: Bloomberg (数据获取日为北京时间3月27日),平安证券研究所

**拜登再提“小目标”——100亿援助+2亿剂疫苗。**拜登此前已经分别提出了“疫苗目标 1.0” (上任 100 天内完成 1 亿剂疫苗接种,已在 3 月 12 日提前实现),以及“疫苗目标 2.0” (7 月 4 日前让美国“恢复常态”)。3 月 25 日,拜登政府再提新目标:白宫宣布将拨出 100 亿美元,用于扩大受疫情影响最严重的低收入、农村和少数族裔社区的疫苗接种机会,其中大部分资金来自 1.9 万亿美元的救助计划。同日,拜登在就任后的首场新闻发布会上称,将在上任 100 天内 (4 月 30 日) 完成 2 亿剂疫苗的接种任务,即“疫苗目标 3.0”上线。

我们在报告《美国离“群体免疫”还有多远?》中指出,美国若要在 7 月 4 日实现大范围接种,需要将接种速度提高至 300-350 万剂/日 (约为目前速度的 1.3-1.5 倍)。而如果完成“疫苗目标 3.0”,日均接种速度只需达到 250 万剂左右即可。因此,“疫苗目标 3.0” (看似较目标 1.0 “翻倍”) 实际并不困难,新目标将大概率按时完成、还有可能提前完成。

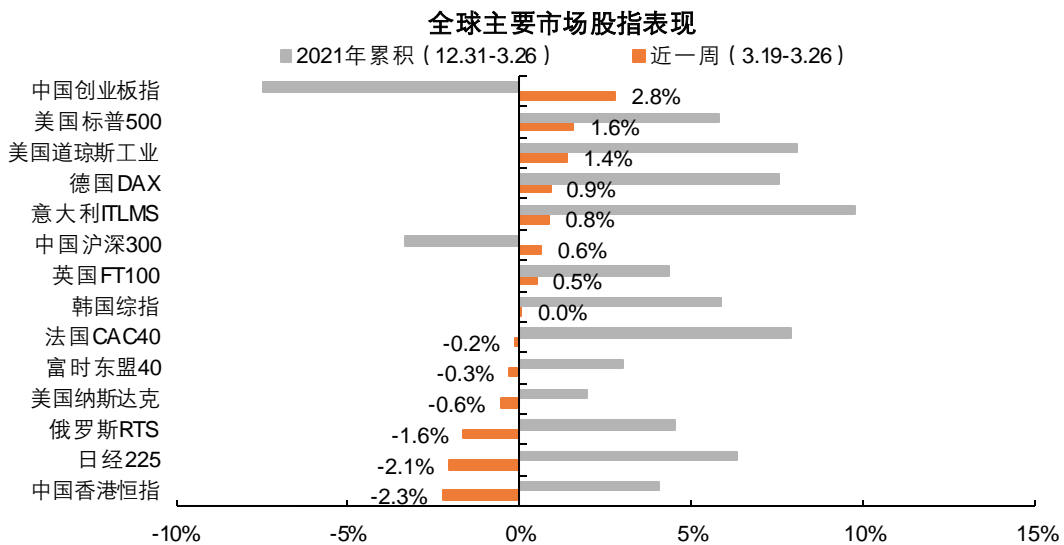
此外，近一周阿斯利康公布了其新冠疫苗在美国有效性的最新数据（预防有症状新冠肺炎的有效性为 76%，对严重及住院重症患者的有效性为 100%，对 65 岁及以上成年人的有效性为 85%），并计划 4 月初向美国食品和药物管理局（FDA）申请新冠疫苗紧急使用授权。阿斯利康疫苗对运输条件的要求较辉瑞更为宽松，若能顺利投入使用，疫苗目标 3.0 的完成时间有望进一步提前。

## 二、 全球资产表现

### 1、 全球股市——全球市场涨跌互现，A 股创业板指反弹

近一周（截至 3 月 26 日），全球市场涨跌互现，A 股创业板指反弹，美股价值板块继续跑赢成长板块。亚洲市场涨跌不一，创业板指反弹，涨幅达到 2.8%，领跑全球市场，中国香港恒指（-2.3%）、日经 225（-2.1%）和俄罗斯 RTS（-1.6%）领跌。美股方面，标普 500、道指分别涨 1.6% 和 1.4%，纳指跌 0.6%，价值板块继续跑赢成长板块。欧洲方面，德国 DAX 和意大利 ITLMS 分别上涨 0.9% 和 0.8%，法国 CAC40 小幅下跌 0.2%，今年以来，欧洲股指成绩斐然，意大利（9.8%）、法国（7.9%）和德国（7.5%）股指涨幅领先全球多数市场。（图表 10）

图表 10 全球主要股票市场普跌，亚洲市场更显脆弱



资料来源: Wind, 平安证券研究所

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\\_18724](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_18724)



云报告  
https://www.yunbaogao.cn

云报告  
https://www.yunbaogao.cn