

海外宏观周报

思考美联储的下一步

■ 核心摘要

1、主题评论：思考美联储的下一步。4月28日美联储4月FOMC议息会议将至，美联储会不会开始讨论政策转向？

3月议息会议以来，有四方面变化或使美联储承压。一是，3月经济数据显著好于2月，如鲍威尔所说，美国或位于经济复苏的“拐点”(inflection point)。二是，3月以来国际大宗商品价格走强，再度加剧通胀压力。近一周媒体报道了宝洁、可口可乐等零售商巨头正在酝酿涨价。鲍威尔4月8日的信件表示，不会允许通胀大幅超过2%，也不会允许通胀长时间超过2%。三是，近期美债利率和美元指数下行，为政策转向创造了更大空间。四是，他国央行近期在政策转向上更积极，可能制造一些“同辈压力”。4月21日加拿大央行宣布开始缩减资产购买规模，且加息预期提前到2022年下半年。4月23日俄罗斯央行加息幅度超预期。欧洲央行政策转向的路线图比美联储更清晰，其明确表示PEPP或持续至2022年3月。

不过综合考虑，我们认为，美联储4月议息会议大概率仍会选择“按兵不动”(不讨论削减QE)。首先，3月经济数据发展势头不错，但绝对值或仍不足以支撑政策转向。3月非农就业总人数仍有800万缺口；“小非农”(ADP就业)缺口约为900万人；近一周初请失业金人数和续请人数，分别仍为疫情前水平的2.5倍和2倍。其次，近期全球疫情反扑，或为美国经济复苏再添变数。3月下旬欧洲疫情抬头，多国在封锁中度过复活节；近两周，亚洲地区疫情反扑，印度、日本等大型经济体受到更明显的冲击。鲍威尔在4月11日的采访中表示，疫情重现是经济复苏前景面临的主要风险。最后，从美联储近期释放的信号看，讨论缩减QE时点未至。圣路易斯联储布拉德在4月7日表示，对缩减QE的讨论可能将在疫苗接种率达到75%时提上日程。根据我们的测算，美国实现75%人群接种需要到7月以后。此外，值得注意的是，未来一段时间美联储议息会议的频率较高，4月、6月和7月分别有三次会议。因此，美联储在6月或7月议息会议开始讨论缩减QE，或是更合理的选择。

2、美国经济跟踪：拜登“美国家庭计划”即将出炉，可能提议将资本利得税从20%提高至39.6%。拜登发布美国历史上首个国际气候融资计划，或扩大对发展中国家的气候融资、结束高碳领域的国际投资。拜登承诺到2030年温室气体排放量比2005年减少50-52%，2050年之前实现净零排放。美国初请失业金人数为54.7万人，继续创去年3月以来新低。美国3月成屋销售再降温，新屋销售升温。3月成屋和新屋销售共703.1万套，创半年以来新低，但仍高于疫情前水平(600万套左右)。

3、海外疫情与疫苗跟踪：印度疫情持续恶化，或与更具传染性的双重突变毒株B.1.617有关；疫苗短缺成为印度当前难题，全国多家接种点已经因为疫苗断货而关闭。美两机构解除暂停接种强生疫苗的禁令，将恢复强生疫苗的接种。

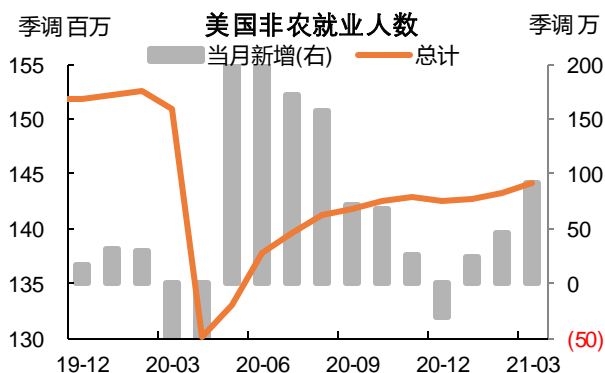
4、全球资产表现：全球股市——A股市场表现亮眼，创业板指大涨7.6%。美股市场较为平稳，欧洲市场小幅调整。全球债市——美债利率走平，各期限美债利率变动均在1bp以内。10年期美债利率小幅下跌1bp至1.58，实际利率上涨1bp，隐含通胀预期下跌2bp。主要国家10年期国债利率波动均在5bp以内。商品市场——铜、食品、木材等价格大涨。WTI原油、布伦特原油价格环比上周分别跌1.6%、1.0%。油价回落或因疫情打压，印度和日本分别是第三、四大原油进口国。COMEX铜大涨4.0%，近期投机情绪回落，铜价上涨或由真实需求驱动。CME木材期货价格急涨，主要受美国基建以及住房的强劲需求带动。外汇市场——美元走弱仍是近一周外汇市场的“主旋律”。美元持续走弱的原因中，最重要的是欧元反弹；而欧元反弹的原因中，最显著的可能是欧元区疫情防控与经济复苏的“迎头赶上”。美元指数非商业多头持仓近期有所释放，也为美元的走弱推波助澜。美元在今年阶段性走强的逻辑，尚未发生显著变化。比特币价格近一周明显受挫。

一、主题评论：思考美联储的下一步

美国时间 4 月 28 日（北京时间 4 月 29 日凌晨），美联储 4 月 FOMC 议息会议将至。在这之前，不妨对现阶段美国与国际经济环境、以及美联储正在承受的“压力”，做一些思考。虽然距离 3 月议息会议仅过去一个多月，但期间美国与全球经济环境又生变化。具体有四方面变化，可能使维持宽松的美联储承受更大压力。

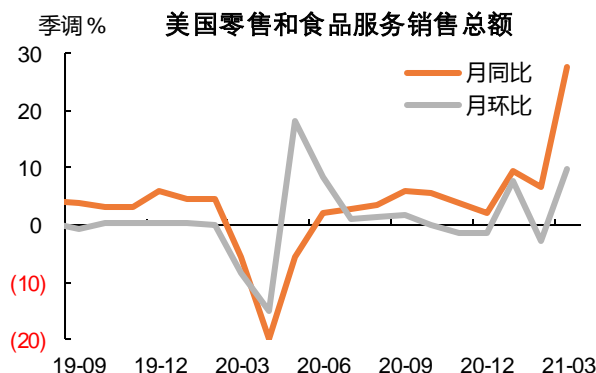
一是，3 月经济数据显著好于 2 月，美国或位于经济复苏的“转折点”。截至目前，美国 3 月重点经济数据（如非农就业、PMI、零售销售、CPI/PPI 等）均已公布，环比和同比均显著增长。美国 2 月和 3 月的经济数据差距明显，2 月受极寒天气扰动、经济数据再度低迷，而 3 月数据普遍乐观，表现美国经济复苏之路重回正轨。而在低基数的“衬托”下，还难免让市场产生对美国经济恢复“过快”的怀疑。4 月 11 日鲍威尔在 CBS 采访中表示，美国经济正处于一个“拐点”（inflection point），“我们感觉我们正处在一个经济增长速度将大大加快、就业机会将大大增加的阶段。”

图表1 美国 3 月非农就业数据大增



资料来源: Wind, 平安证券研究所

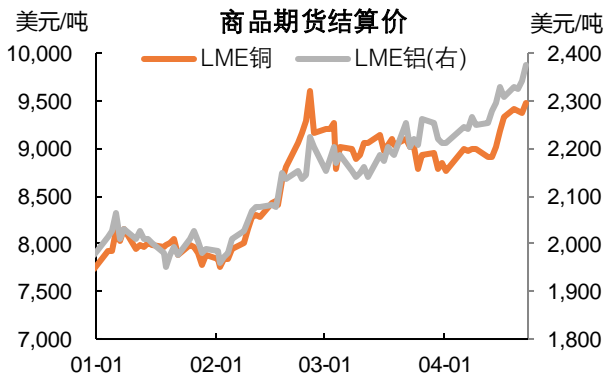
图表2 美国 3 月零售销售环比和同比均显著增长



资料来源: Wind, 平安证券研究所

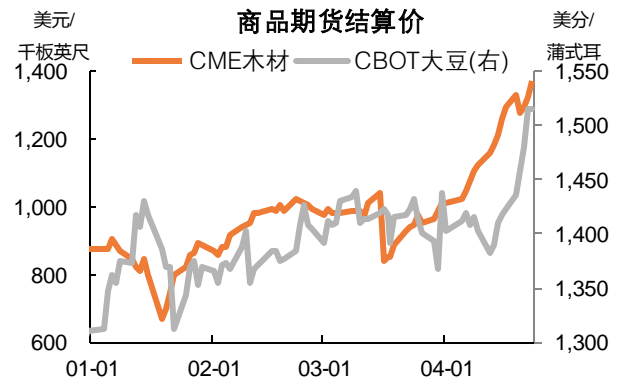
二是，3 月以来国际大宗商品价格走强，再度加剧通胀压力。近期大宗商品价格继续走高，例如 3 月以来伦铜和伦铝的价格比 2 月上了一个“台阶”，而 4 月以来食品、木材等基础商品涨价更明显，它们与大众消费品价格有较为直接的关联。微观层面，近一周媒体报道了宝洁、可口可乐等零售商巨头正在酝酿涨价，原料价格向终端消费品价格的传导得以印证。在此背景下，大众对美国通胀的判断容易陷入分歧：是正如美联储多次强调的“暂时走高”，还是供需矛盾将客观持续，又或者（由于“价格粘性”）物价上涨可能具有长期性。近一周媒体公布了鲍威尔在 4 月 8 日致参议员的信件，信中表示，不会允许通胀大幅超过 2%，也不会允许通胀长时间超过 2%，其言论似乎对通胀多了几分谨慎、少了几分此前的“淡定”。

图表3 3月以来伦铜和伦铝价格维持高位、近期仍涨



资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表4 4月以来木材、大豆等商品价格急涨



资料来源: Wind, 平安证券研究所

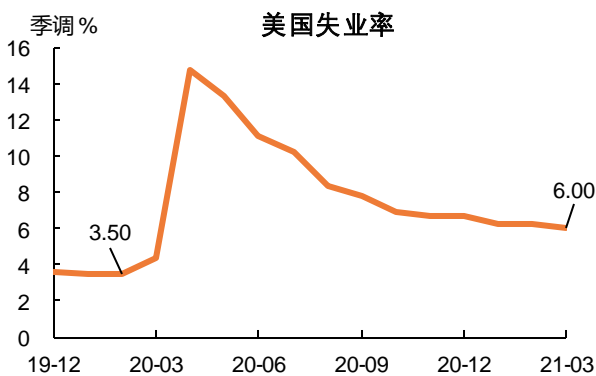
三是，近期美债利率和美元指数下行，为政策转向创造了更大空间。3月议息会议前，10年美债利率骤然攀升并引发股市震荡调整，当时市场还在期待美联储通过扭曲操作（OT）来救市，或至少宣布SLR延期。但4月以来，美债利率和美元指数均呈现下行走势，股市表现强劲。反而微观层面上，近期加密货币“大行其道”、瑞银受对冲基金爆仓拖累等事件，或反映出金融风险可能正在升温。无论如何，现阶段美联储政策转向所受束缚，至少比上月要小。

四是，他国央行近期在政策转向上更积极，可能制造一些“同辈压力”。3月17-19日巴西、土耳其和俄罗斯央行已为全球加息“打前站”。4月21日加拿大央行宣布开始缩减资产购买规模，且对加息时点的预期从2023年提前到2022年下半年。4月23日俄罗斯央行继续加息50bp至5%，加息幅度超预期的25bp。欧洲央行政策转向的路线图比美联储更清晰，其明确表示紧急抗疫购债计划（PEPP）或持续至2022年3月底。事实上，美国疫苗推广领跑全球，经济复苏的势头不比其他经济体弱，美联储比“同行”们更加温和，或容易引起质疑。

不过综合考虑，我们认为，美联储4月议息会议大概率仍会选择“按兵不动”（不讨论削减QE）。

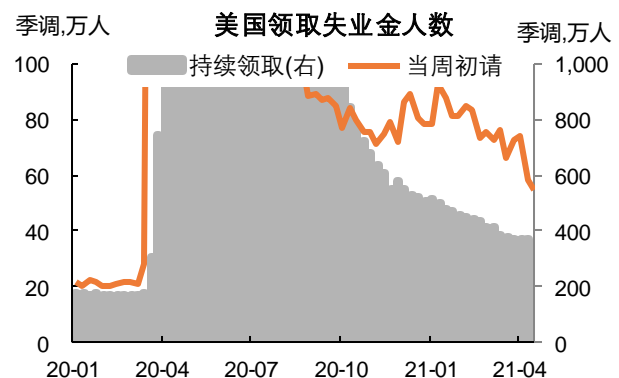
首先，3月经济数据发展势头不错、但绝对值或仍不足以支撑政策转向。就业方面，3月失业率（6%）与疫情前（3.5%）仍有较大差距；非农就业总人数（约14400万人）与疫情前（约15200万人）相比，仍有800万人的缺口；3月“小非农”（ADP就业）缺口约为900万人；近一周初请失业金人数和续请人数，分别仍为疫情前水平的2.5倍和2倍。

图表5 美国3月失业率为疫情前仍有较大差距



资料来源: Wind, 平安证券研究所

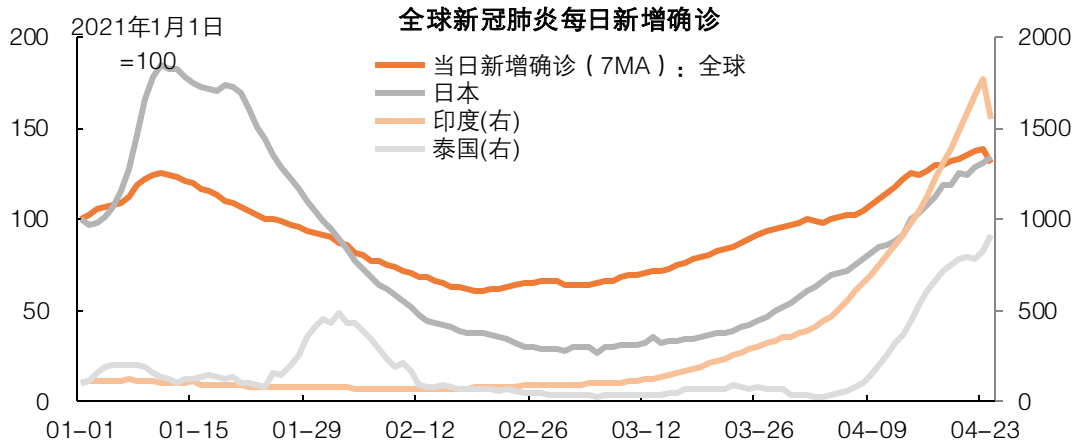
图表6 美国失业金申请人数仍为疫情前2倍以上



资料来源: Wind, 平安证券研究所

其次，近期全球疫情反扑，或为美国经济复苏再添变数。3月下旬欧洲疫情抬头，多国在封锁中度过复活节；4月以来、尤其近两周，亚洲地区疫情反扑，印度、日本等大型经济体受到更明显的冲击，全球经济复苏进程可能又被拖缓，美国或难独善其身。同时，美联储近期也表达出对疫情风险的关注。鲍威尔在4月8日的IMF春季会议上表达对全球疫苗接种不同步的担忧；其在4月11日的采访中表示疫情重现是经济复苏前景面临的主要风险。在全球疫情反复的背景下，经济复苏势头的可持续性仍存变数，美联储的信心可能受限。

图表7 近期全球疫情反扑，日本、印度和泰国等经济体受到更明显的冲击



资料来源: Wind, 平安证券研究所

最后，从美联储近期释放的信号看，讨论缩减QE时点未至。吸取了2013年伯南克的经验，鲍威尔多次表示削减QE前将释放大量信号，但近期的信号十分有限（仅达拉斯联储卡普兰在4月8日发表了“鹰派”言论）。圣路易斯联储布拉德在4月7日表示，对缩减QE的讨论可能将在疫苗接种率达到75%时提上日程。根据我们的测算，美国实现75%人群接种需要到7月以后。此外，值得注意的是，未来一段时间美联储议息会议的频率较高，4月、6月和7月分别有三次会议。因此，美联储在6月或7月议息会议开始讨论缩减QE，或是更合理的选择。

二、海外重点跟踪

1、美国经济跟踪：个税计划将至，房屋销售降温

拜登“美国家庭计划”即将出炉，或大幅提高资本利得税。4月22日媒体报道，美国总统拜登下周将公布“美国家庭计划”，可能提议将富人（收入超过100万美元）的边际个人所得税从37%提高到39.6%，将资本利得税从20%提高近一倍至39.6%。

拜登在绿色经济方面又有新动作。4月22日白宫发布美国历史上首个国际气候融资计划，内容包括：计划到2024年将适应性融资的规模扩大两倍；考虑到2024年将面向发展中国家的气候融资规模翻倍；将结束高碳能源领域的国际投资等。4月22日拜登承诺到2030年将美国的温室气体排放量相对于2005年的水平减少50-52%，并在2050年之前实现净零排放。

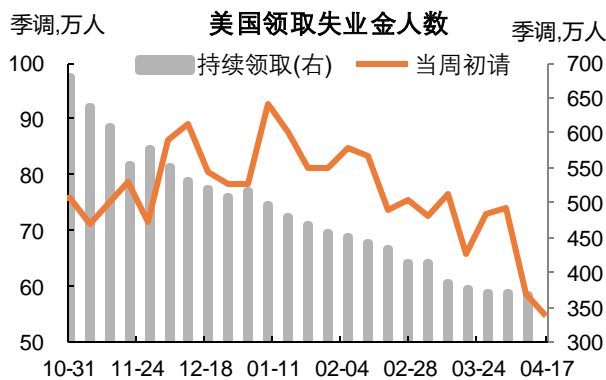
美国初请失业金人数再下降。截至4月17日当周，初请失业金人数为54.7万人，继续创去年3月14日当周以来新低，低于预期的61.7万人和前值57.6万人。截至4月10日当周，续请失业金人数为367.4万人，前值由373.1万人修正为370.8万人，继而续请失业金人数保持了1月以来持续下滑的走势。

美国3月成屋销售再降温，新屋销售升温，但总销售量仍下降。美国3月季调后年化成屋销售为601万套，环比下降3.7%，连续第二个月出现下降，同时创下了近7个月以来的新低。3月成屋价格中位数达到329100美元，刷新历史新高。

高；同比上升 17.2%，同比增幅也创历史新高。美国 3 月新屋销售季调之后为年化 102.1 万套，创 2006 年以来最高水平，环比增长超 20%，同比上升 66.8%。3 月成屋和新屋销售总和为 703.1 万套，仍环比下降，且创 2020 年 9 月以来新低；但该数字仍然高于疫情前水平（600 万套左右）。

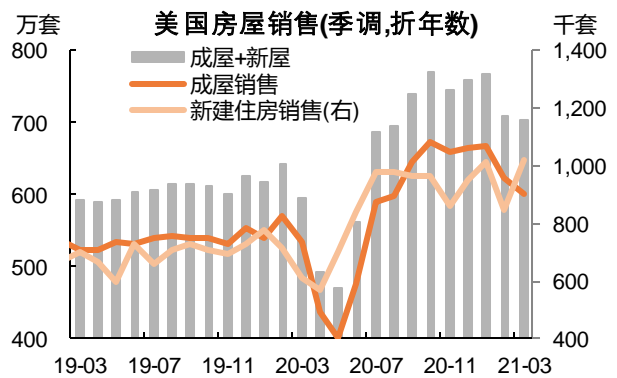
美国 4 月 Markit 制造业和服务业 PMI 均强劲，价格指数创新高。4 月 23 日 IHS Markit 公布，Markit 美国制造业 4 月 PMI 初值为 60.6，预期 61，前值 59.1，创 2007 年 5 月开始收集数据以来的纪录最高；服务业商业活动指数 4 月初值为 63.1，预期 61.5，前值 60.4，创 2009 年 10 月开始数据以来的纪录最高；综合 PMI 初值升至 62.2，前值 59.7；IHS Markit 综合价格指数在今年 3 月升至创纪录新高。

图表8 美国初请失业金人数继续下降



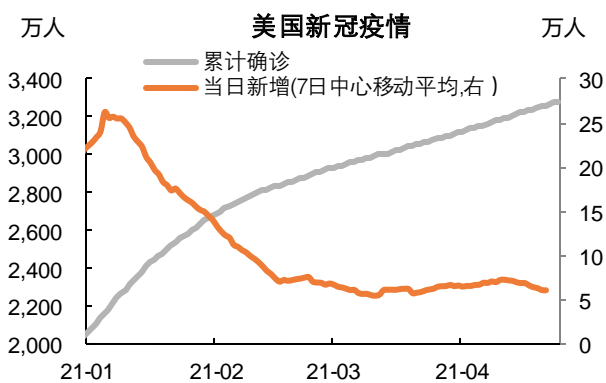
资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表9 美国 3 月成屋房屋销售再降温



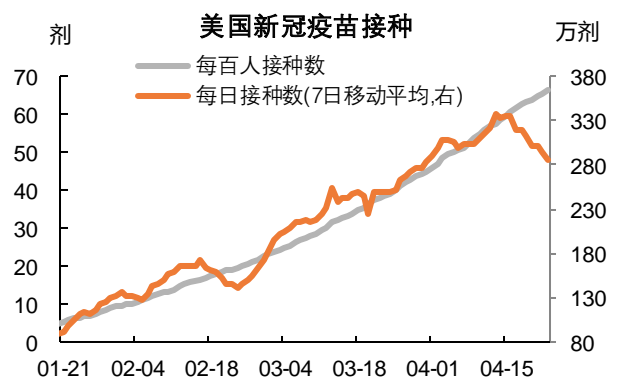
资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表10 美国每日新增确诊维持在 6-7 万人



资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表11 近一周美国疫苗接种速度有所放缓



资料来源: Wind, 平安证券研究所

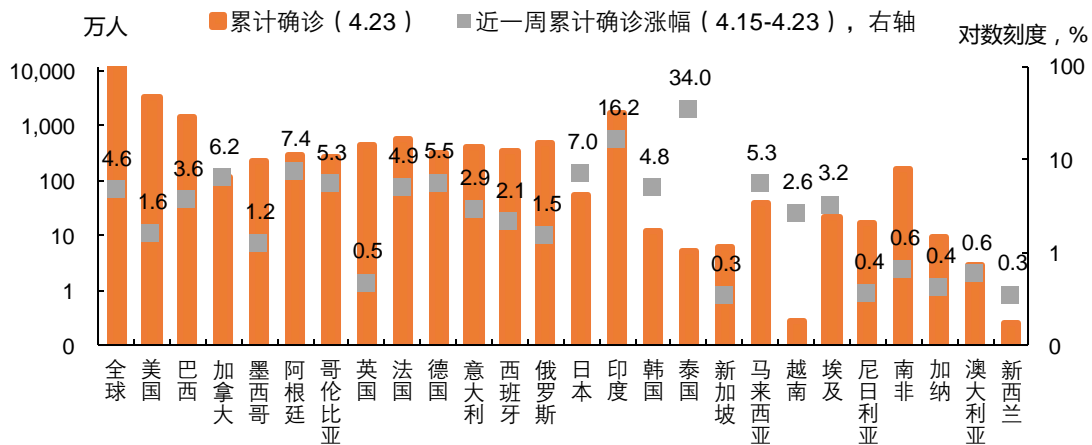
2、海外疫情与疫苗跟踪：全球疫情显著反扑，印度疫情持续恶化

全球疫情未见好转，截至4月23日，全球新冠累计确诊1.46亿人，近一周全球累计确诊增长4.6%，前值4.2%。

亚洲方面，印度疫情持续恶化，或与新变种有关。印度本周累计涨幅达到16.2%（前值11.2%），当地时间4月23日，印度单日新增新冠确诊病例超30万例，创疫情以来新高。世卫组织称，印度发现的双重突变毒株B.1.617可能更具传染性，印度疫情传播或与病毒新变种有关。据印度疾控项目负责官员辛格（Sujeet Singh）透露，在人口超过2000万的德里地区，有一半的确诊病例感染了该变异毒株，其中不乏大量年轻感染者。目前，英国、加拿大等至少10个国家和地区已对印度采取限制入境或断航措施。泰国累计确诊病例涨幅依然领跑全球（34%，前值28%），据泰国朱拉隆功医师表示，泰国第三轮疫情收集的毒株样本中，98%均为英国B.1.1.7毒株，其传播速度为普通毒株1.7倍，且部分病例要经过多次检测才能真正确诊，给泰国病毒检测机制带来了压力。

欧美方面，美国本周累计确诊涨幅依然维持平稳（1.6%，前值1.9%）；阿根廷新增病例居高不下，累计确诊涨幅为7.4%（前值7.5%），阿根廷卫生部长表示，目前阿根廷正处于疫情以来疫情最严峻的时期，国内24个省级行政区中有23个已拉响疫情红色警报，涉及全国近75%的市镇。欧洲多国累计确诊人数涨幅继续回落，法国（4.9%，前值5.8%）和意大利（2.9%，前值3.3%）均有所改善，法国已于22日公布了解封的初步计划，确认将从5月3日起放宽出行限制。

图表12 近一周各国新冠疫情发展情况一览（截至4月23日）



资料来源: Wind, 平安证券研究所

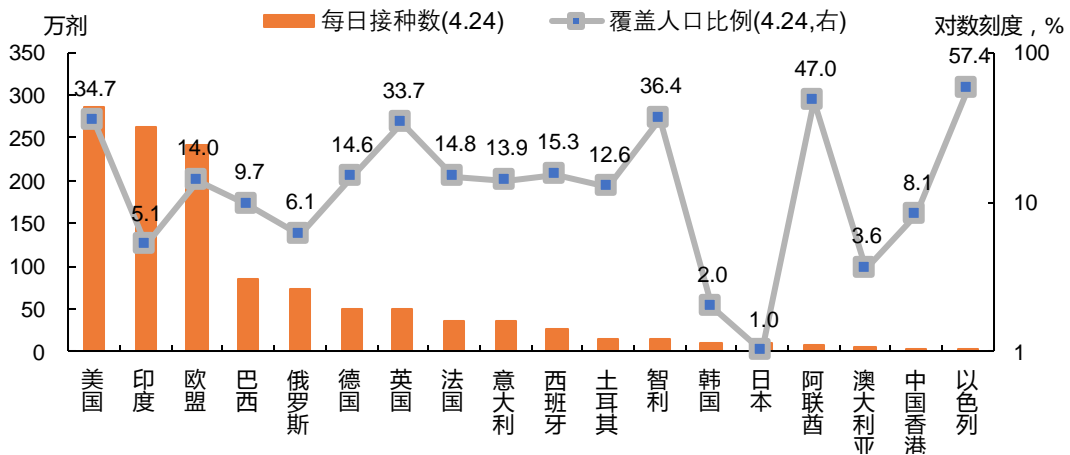
全球疫苗接种量将近10亿剂，据Bloomberg统计，截至北京时间4月24日，全球已经有172个国家接种了9.93亿剂疫苗，全球平均每天接种约1780万剂（前一周约为1740万剂）。

欧洲方面，英国累计接种4501万剂，覆盖人口比例达到33.7%。欧盟的疫苗接种工作有望明显提速，累计接种量达到1.24亿剂，上周平均接种速度再创历史新高，达到242万剂/天（前值239万剂/天），按此速度，有望实现此前欧盟官员对群体免疫时间的估计，即到7月中旬左右欧洲大陆形成群体免疫。

亚洲方面，印度近一周平均接种速度再度下降，目前为263万剂/天（此前两周分别为313万剂/天、389万剂/天），覆盖人口比例仅为5.1%，疫苗短缺成为印度当前难题，全国多家接种点已经因为疫苗断货而关闭。《经济学者》报道指出，如果美国不解除对37种关键原材料的出口限制，印度的新冠疫苗生产线将在数周内停工。印度血清研究所（全球最大的疫苗生产商）首席执行官于4月16日在社交媒体上发文，“恳请”拜登政府解除对印度出口疫苗原材料的禁令，以提高印度的疫苗产量。

美国方面，目前美国已经注射超过2.22亿剂疫苗，41.5%的人口接种了至少1剂疫苗，近一周平均接种速度为286万剂/天。美两机构解除暂停接种强生疫苗的禁令。美国疾控中心（CDC）、食品和药物管理局（FDA）在本周五的联合声明中表示，将恢复强生疫苗的接种；欧洲药管局（EMA）本周也表示，接种强生疫苗的益处仍然大于风险。强生公司同意在疫苗标签上增加关于血栓风险的警示语。

图表13 海外新冠疫苗接种进度一览（截至4月24日）



资料来源: Bloomberg (数据获取日为北京时间4月24日), 平安证券研究所

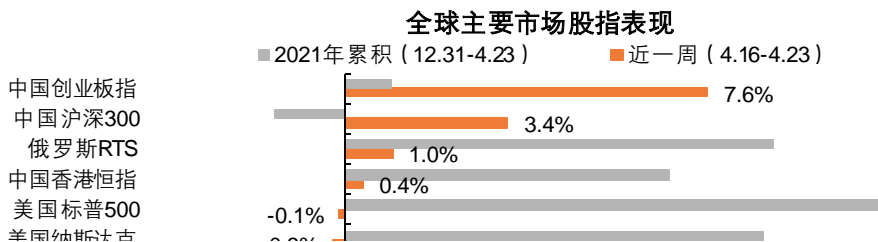
三、全球资产表现

1、全球股市——A股强势反弹，美股表现平稳

近一周(截至4月23日), A股市场表现亮眼, 创业板指大涨 7.6%、沪深 300 涨 3.4%。亚洲方面, 俄罗斯 RTS 涨 1.0%; 日本受疫情反弹影响, 股市表现欠佳, 日经 225 下跌 2.2%。美股市场较为平稳, 标普 500、纳指和道指在分别微跌 0.1%、0.3%和 0.5%。欧洲市场小幅调整, 法国 CAC40、德国 DAX 和意大利 ITLMS 三大股指分别下跌 0.5%、1.2%和 1.3%。

2021 年以来, 创业板指已由跌转涨 (1.0%), 沪深 300 跌幅缩窄 (-1.5%), 法国 CAC40 表现强势, 涨幅达 12.7%。2020 年疫情以来, 中美成长板块依然领跑全球, 2020 年以来中国创业板指、美国纳指分别涨 66.5%、56.2%。

图表14 近一周 A股表现亮眼，创业板指大涨 7.6%



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_19398



云报告
https://www.yunbaogao.cn

云报告
https://www.yunbaogao.cn

云报告
https://www.yunbaogao.cn