

## 美联储会议按兵不动，中国投资初现企稳

### 一、 综述

总体上看，1 季度尤其是 2 月国内经济再现企稳迹象。从 2 月数据上看，PMI 指数继续小幅走弱，出口同比大幅回落。CPI 显著上升，PPI 继续反弹。前期走强的金融数据，包括 M2 增速、社会融资、金融机构新增人民币贷款均出现回落。由于美元走弱导致人民币继续小幅升值，同时 2 月外汇储备降幅低于预期。我们前期曾预测地产可能出现阶段性企稳，这一情况目前正在显现，房屋价格、销售量不断上涨的同时，房地产投资终于速度终于回升，并且带动总体投资回升。然而，工业增加值增速等指标仍未出现好转。我们要强调的是，投资带动经济阶段性企稳目前来看只是一个短期现象，中长期房地产行业仍不免面临衰落。此外，目前短期来看通胀尚无忧虑，但是前期超发货币和商品价格反弹的情况持续下去，中期通胀仍有上升的可能性。货币政策空间仍受压缩，警惕结构性通胀变为总体通胀。事实上，决策层已经在某种程度上意识到这个问题，而今年以来反复提到的“供给侧”改革中的一项重要内容，就是宽松的财政政策提到主要地位，货币政策“退居二线”。两会中确立了今年政府工作的目标，财政赤字的增加，以及未来宽松政策的落实情况值得关注。在经济数据出现好转，商品市场经历一波上涨后，利好基本被消化，后期仍需要更多数据确认，以及关注去产能过程中供给端的变动，以判断后期局势变动。国内利率仍可能下行，但空间亦收窄，警惕美联储升息预期炒作时人民币汇率走弱。

美国经济继续复苏，房地产数据持续回升，就业情况则保持一贯的强势，制造业有回稳的迹象。虽然国际原油价格震荡导致通胀水平出现反复，但核心 CPI 已经升破 2% 目标，虽然通胀预期仍保持低位。美联储在 3 月会议中出乎市场意外的表达出鸽派态度，关注通胀预期的同时，强调对外部风险的防范。但是会后，多位票委立即转变为鹰派，令市场产生较大波动。目前来看 4 月升息的可能性较小，上半年如有升息更可能位于 6 月会议上。

欧洲方面的数据显示，去年年底至今年年初欧洲经济情况不甚乐观，欧央行关注的通胀甚至在某种程度上降为负值，而此前欧央行 QE 的力度或低于其承诺。在欧央行 3 月会议中，加息和扩大 QE 预期如期兑现，但德拉吉暗示后期将停止降息，更多的采用“非传统货币政策”。我们认为，货币宽松为欧洲争取了更多的改革空间，但基于人口问题，已经财政政策与货币政策协调性问题，欧元区经济仍看不到复苏的动力。

我们认为，未来一段时间美联储鹰派力量将会逐步占有主导地位，4 月升息的可能较小，但市场对 6 月升息的预期会逐步加强。欧洲持续宽松，美欧经济政策的边际差异在缩小之后会再次放大，美元仍有走强的动力，非美资产或将受到压制。中国经济虽然阶段性复苏，但在结构调整完成之前，缺乏新的增长动力，长期看经济仍有压力。后期关注中国经济数据，投资阶段性反弹高点或位于二季度，美联储 6 月升息的可能仍存，因此商品市场二季度可能面临方向性选择。

## 二、 中国：地产带动投资企稳，能否持续有待检验

总体上看，1 季度尤其是 2 月国内经济再现企稳迹象。从 2 月数据上看，PMI 指数继续小幅走弱，出口同比大幅回落。CPI 显著上升，PPI 继续反弹。前期走强的金融数据，包括 M2 增速、社会融资、金融机构新增人民币贷款均出现回落。由于美元走弱导致人民币继续小幅升值，同时 2 月外汇储备降幅低于预期。我们前期曾预测地产可能出现阶段性企稳，这一情况目前正在显现，房屋价格、销售量不断上涨的同时，房地产投资终于速度终于回升，并且带动总体投资回升。然而，工业增加值增速等指标仍未出现好转。我们要强调的是，投资带动经济阶段性企稳目前来看只是一个短期现象，中长期房地产行业仍不免面临衰落。此外，目前短期来看通胀尚无忧虑，但是前期超发货币和商品价格反弹的情况持续下去，中期通胀仍有上升的可能性。货币政策空间仍受压缩，警惕结构性通胀变为总体通胀。事实上，决策层已经在某种程度上意识到这个问题，而今年以来反复提到的“供给侧”改革中的一项重要内容，就是宽松的财政政策提到主要地位，货币政策“退居二线”。两会中确立了今年政府工作的目标，财政赤字的增加，以及未来宽松政策的落实情况值得关注。在经济数据出现好转，商品市场经历一波上涨后，利好基本被消化，后期仍需要更多数据确认，以及关注去产能过程中供给端的变动，以判断后期局势变动。国内利率仍可能下行，但空间亦收窄，警惕美联储升息预期炒作时人民币汇率走弱。

### （一） 景气度指标探底，未来企稳值得期待

2 月中国官方制造业 PMI 继续下滑 0.4 至 49，财新制造业 PMI 下滑至 48。具体来看官方 PMI 中生产、新订单下降，新出口订单回升，产成品和原材料库存双双回升，但仍位于荣枯线之下，大的去库存方向没有改变。此外，我们看到原材料库存已经连续 3 个月回升，表明实体企业对未来一段时间内的生产情况还是相对看好，积累原材料库存备产的意愿上升。此外，由于国际大宗商品价格持续反弹，主要原材料进口价格上升至荣枯线之上，生产经营活动预期大幅飙升至 57.9，显示出企业对短期内的信心显著增强。按照企业规模看，大型企业指数跌破荣枯线，中型企业指数未变，小企业指数继续下跌。官方非制造业数据方面，商务活动指数小幅回落至 52.7。总体上看，虽然本期数据不尽人意，前期持续走高的建筑业从业人员指数也有回落，但预测的房地产商有企稳已经出现。结合库存变动，我们认为 PMI 指标季节性探底已经结束，未来可能随经济一起出现阶段性企稳。

图 1: 官方PMI与财新PMI背离均下行

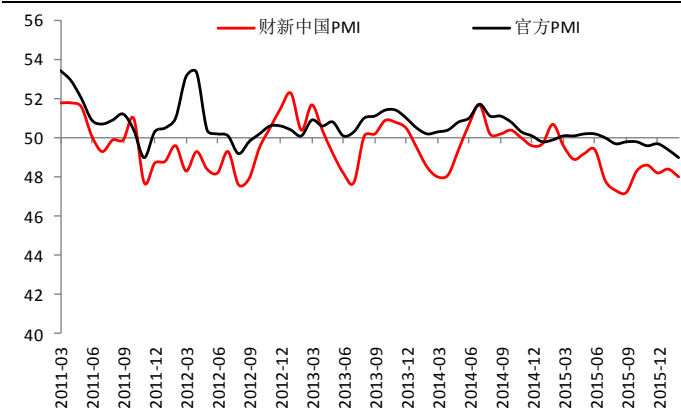
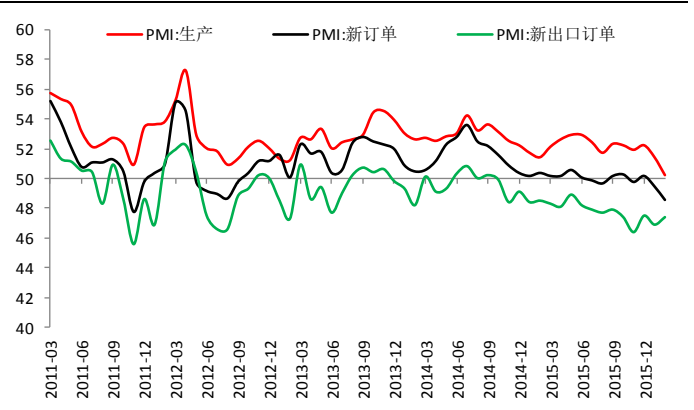


图 2: 新出口订单回升



资料来源:WIND 资讯 银河期货研究中心

图 3: 原材料库存、产成品库存全面回升

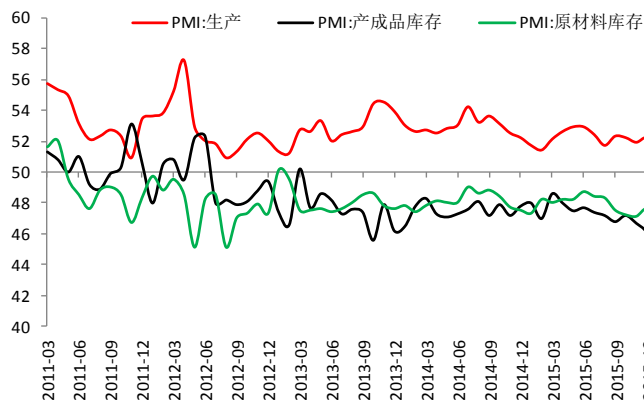
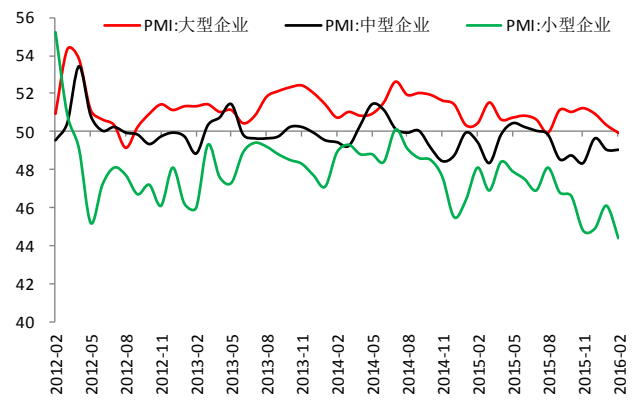
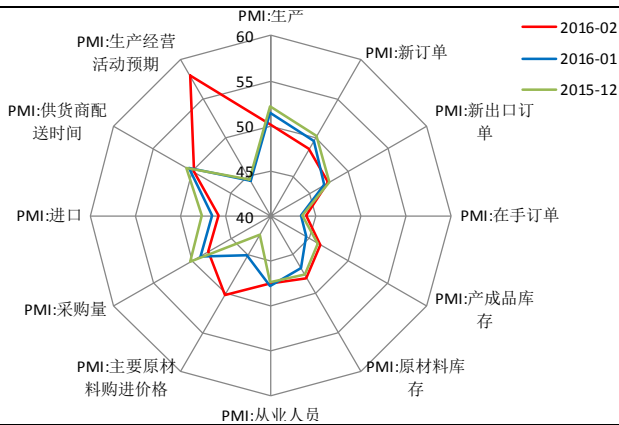


图 4: 大企业PMI指标跌破荣枯线



资料来源: WIND 资讯 银河期货研究中心

图 5: 经营预期明显好转



资料来源: WIND 资讯 银河期货研究中心

## (二) 外贸增长大幅回落，外需持续疲弱

外贸数据继 1 月出现大跌之后，2 月再次回落。以美元计价出口同比负增长 25.3%，进口同比负增长收窄至 13.8%，贸易顺差回落至 325.92 亿美元，以人民币计价的出口和进口金额分别下滑 20.6%和 8%，季调之后的进出口同比增速也低至-5.6%和-11.3%。出口降幅显著，进口下跌幅度收窄，春节村委和外需疲弱是主要影响因素。分地区来看，对主要发达经济体出口增速全面回落，对美国、欧盟、日本出口分别下滑 23.1%、19.75%、20.08%；新兴市场国家中，对印度、巴西、俄罗斯、南非出口分别下降 16.65%、55.67%、13.98%、39.87%，其中对印度出口下降较为明显；亚太地区中对香港地区、台湾地区、韩国、东盟出口下降 24.69%、12.67%、19.2%、33.44%，增速较此前出现较大的回落。按产品类型看，劳动密集型产品、高新技术和机电产品分别同比下降 30.19%和 21.53%。由于 2 月份人民币与前期相比整体出现较大幅度的升值，对出口造成不利影响。另外由于去年春节较晚，使得 2 月初仍保有一定出口而抬高基数。贸易顺差收窄也是主要受到季节因素影响，往年 1 季度尤其是 2 月或 3 月的贸易差额通常会缩小。后期来看，出口暴跌的情况预计不会持续，贸易情况改善之后顺差仍将保持高位。

图 6: 出口同比大跌

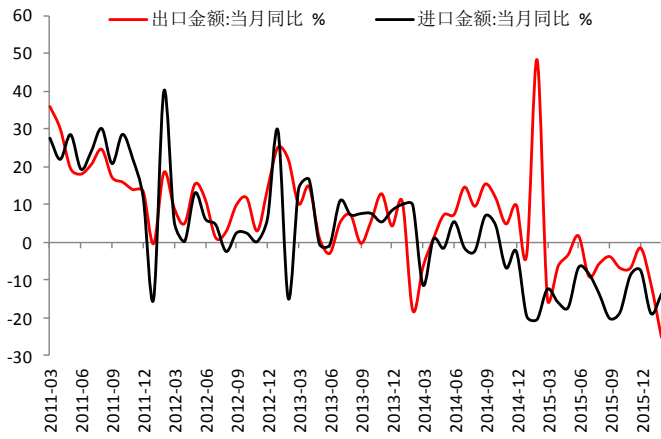
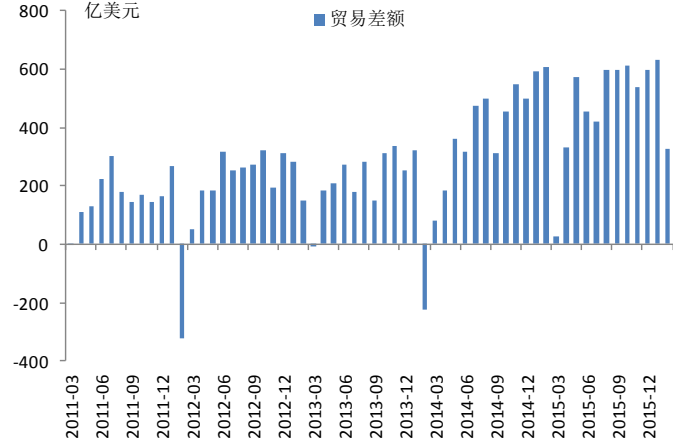


图 7: 贸易顺差季节性回落



资料来源:WIND 资讯 银河期货研究中心

### (三) CPI 结构性走高，短期尚无通胀忧虑

2月CPI同比增长2.3%，较1月涨速加快0.5个百分点，并且再次大幅高于去年同期水平。分项来看，食品价格同比上涨7.3%为主要因素，非食品价格上涨1%；消费品上涨2.6%，服务上涨1.8%。核心CPI下降至1.3%。食品中，由于存在部分季节性因素，猪肉、鲜菜价格连续第二个月上涨，分别暴涨25.4%和30.6%。居住项上涨1.3%其中房租上涨2.6%。车用燃料及零配件在国际油价持续反弹的环境下，跌幅进一步收窄至6%。PPI方面，工业品总体跌幅收窄至4.9%，生产资料和生活资料分项分别同比下降6.5%和0.4%，PPIRM下降5.8%，PPI减PPIRM为0.9%。生产资料中，采掘业分项同比下降18.2%仍是重灾区，石油和天然气开采业PPI降幅达36.1%，与相应的油价回升幅度有一定差距。

总体来看，本期CPI中非食品分类涨速缓慢，核心CPI甚至出现下跌，总体出现较大回升的主要原因是受到食品中的猪肉和鲜菜价格带动，而这两项部分受到节日因素影响，持续性影响较弱。后期看，猪粮比虽在高位，但是生猪存栏数量仍然下降，能繁母猪也持续减少，这意味着猪肉产能在短期内仍无法迅速扩张，肉价或仍将保持较高增速。猪肉引发了结构性通胀，但总体通胀目前尚无需忧虑。而从中长期看，由于货币增速超预期，后期如果大宗商品价格持续走高，则中期通胀有走强的可能。而工业方面，PPI仍有反弹的动力，这意味着国内工业品价格通缩的情况可能将会继续得到缓解。

图 8: CPI攀升，PPI跌幅继续收窄

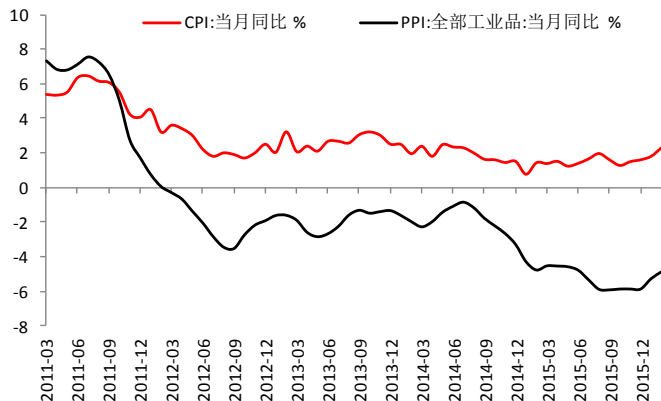
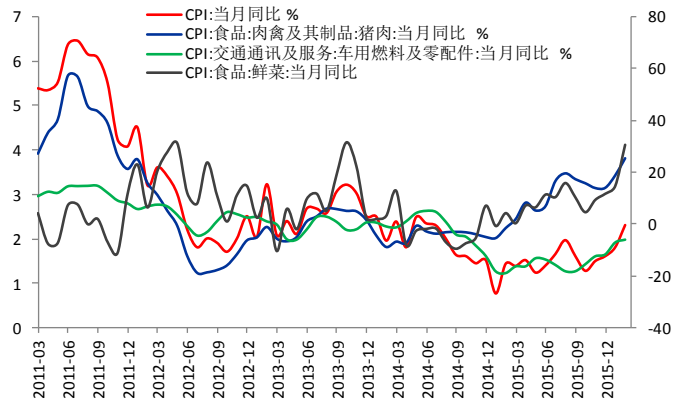


图 9: 肉价、菜价是带动CPI上行的主因



资料来源:WIND 资讯 银河期货研究中心

图 10: 猪粮比位于多年的高位

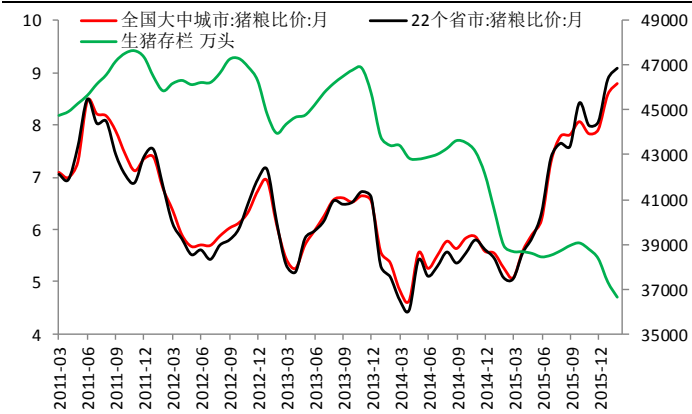
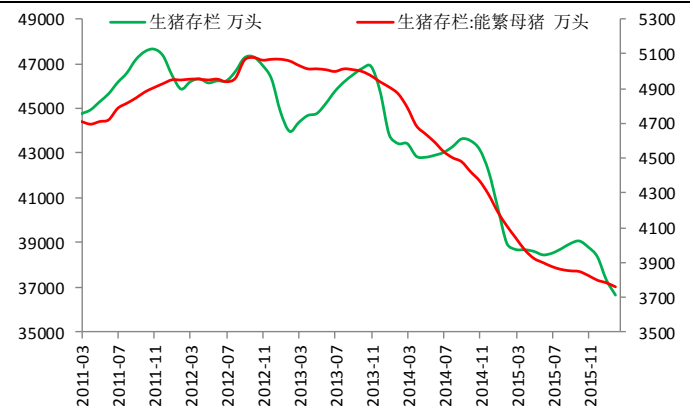


图 11: 猪肉产能不足仍制约肉价回落



资料来源:WIND 资讯 银河期货研究中心

#### (四) 房地产带动投资反弹, 短期内或仍有上升空间

实体经济方面, 2月工业增加值继续回落, 累计同比增长5.4%, 环比增长0.38%。投资方面看, 出现了本期最重要的亮点, 固定资产投资完成额累计同比增长出现加速至10.2%; 房地产、基建、制造业投资分别累计增长3%、15.71%、7.5%。房地产投资增速出现了我们此前预期中的回升, 并带动总体投资走强。具体到房地产看, 下游销售累计增速暴涨至28.2%; 2月70个大中城市新建住宅价格指数同比增长恢复至正增长1.9%, 环比增长0.4%, 其中一线城市同比涨幅高达25.6%, 环比增速也再次加快。上游指标中, 房屋新开工面积从去年年末同比下降14%飙升至同比增长13.7%, 显著高于近两年同期水平; 购置土地面积负增长程度也大幅减小。可以说, 整个房地产行业正在面临阶段性反弹, 也正是因此造成市场近期相对乐观的情绪。后期房价尤其是一线房价, 仍有继续上涨的可能性, 城市间的结构性差异可能会拉大。此外我们想要强调的是, 地产行业中长期来看仍然面临去库存等压力制约, 投资的反弹时间是关键, 后期数据需要继续密切跟踪关注。

图 12: 工业增加值回落

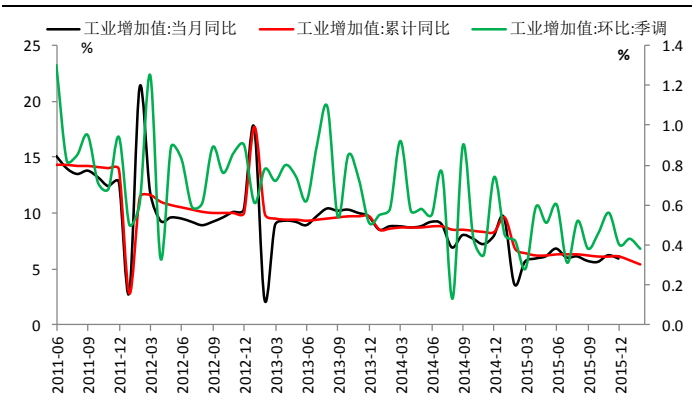
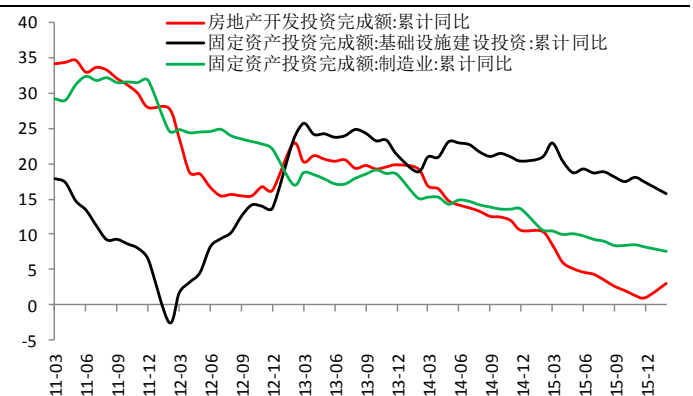
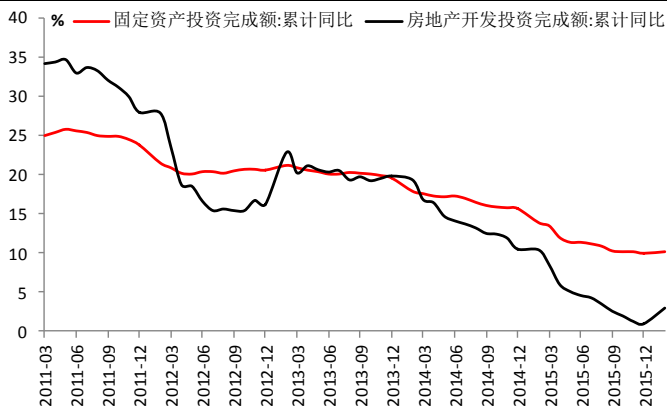


图 13: 三大投资中房地产投资回升



资料来源:WIND 资讯 银河期货研究中心

图 14: 房地产带动固定资产投资小幅企稳



资料来源: WIND 资讯 银河期货研究中心

图 15: 房地产销售火爆

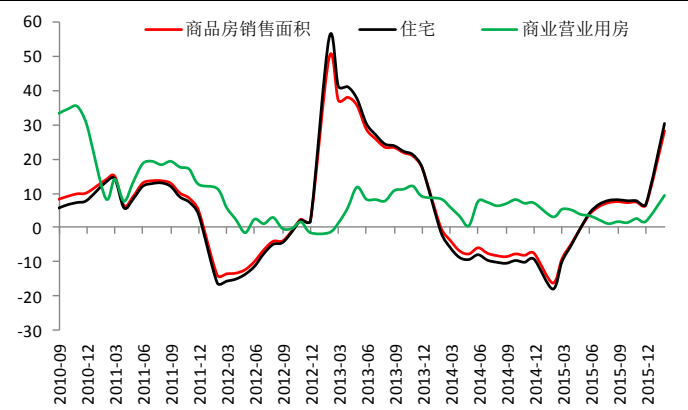
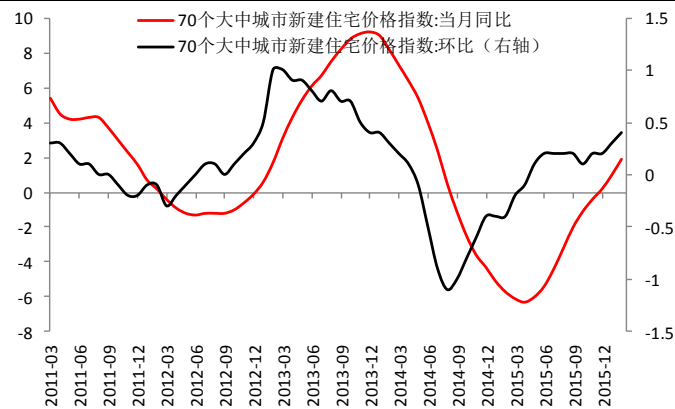
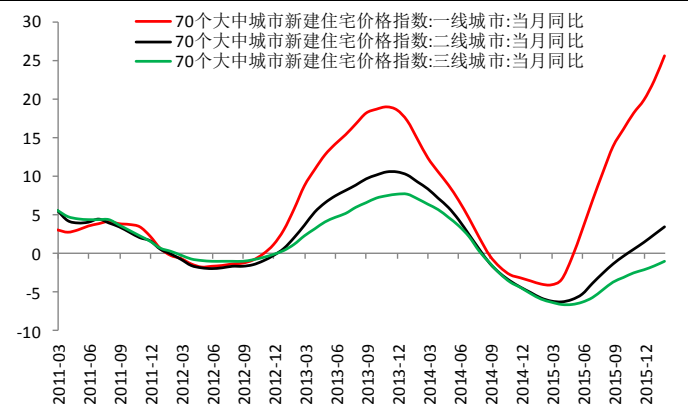


图 16: 总体房价继续上涨



资料来源: WIND 资讯 银河期货研究中心

图 17: 结构性因素导致一线城市房价涨幅拉大

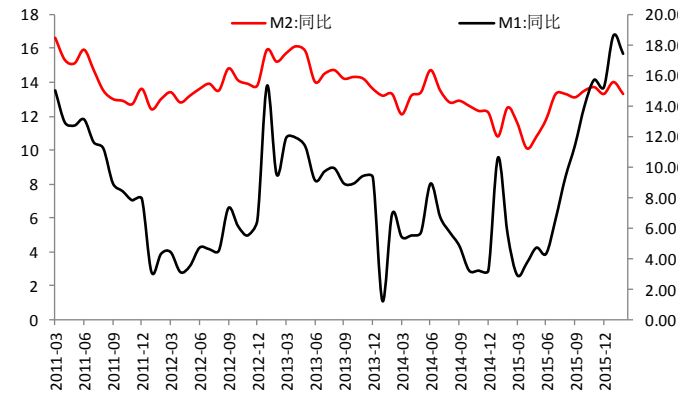


### (五) 金融数据回落，但仍保持一定增速

2月M2同比增长13.3%，比1月出现回落。社会融资规模回落至7802亿元，其中新增人民币贷款回落至8105亿元，企业债券融资和非金融企业境内股票融资分别为867亿元和810亿元；新增委托贷款、新增信托贷款、新增未贴现银承分别增加1650亿元、308亿元、-3707亿元。金融机构口径下，新增人民币贷款7266亿元。分期限看，短期贷款及票据融资为858亿元，中长期贷款6842亿元。分部门看，居民户减少65亿元，非金融性公司及其他部门新增8107亿元，非银行业金融机构减少722亿元。再具体看，较前月总口径下短期少增较多，居民户减少为主要原因，企业少增幅度较小。中长期居民和企业均有少增。此外，在人民币升值的背景之下，外币贷款减少幅度下降。

总体来看，本期金融数据大幅少增，超出市场预期。但实际上，往年2月也通常是新增融资和贷款的低谷，如果将1月和2月的数据合并计算，则社会融资规模为41975亿元，金融机构新增人民币贷款为32366亿元，这两项的去年同期数值则分别为34033亿元和24907亿元。可以看出在季节性因素之外，今年前两个月社会融资仍保持一定增长。但从央行政策上来看，由于货币政策空间限制，以及宏观调控思路向财政政策为主的供给侧改革转变，预计后期金融数据增速难以再出现大幅上升。

图 18: M2增速小幅回落



资料来源:WIND 资讯 银河期货研究中心

图 19: 社会融资大幅回落

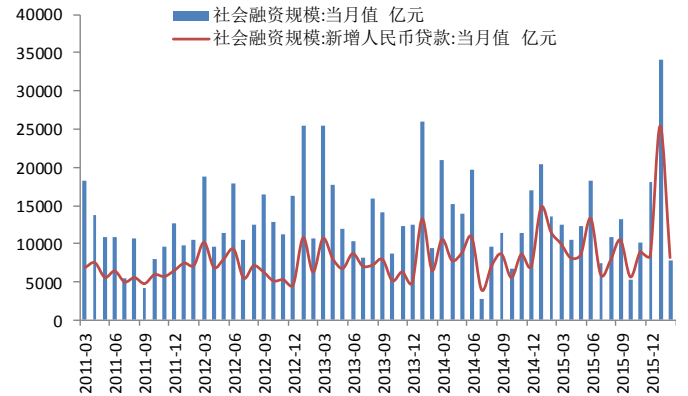
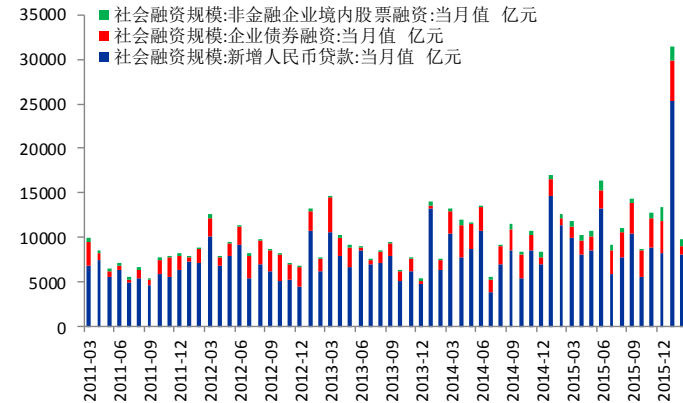


图 20: 社融口径下的新增人民币贷款减少



资料来源:WIND 资讯 银河期货研究中心

图 21: 主要表外融资项目回落

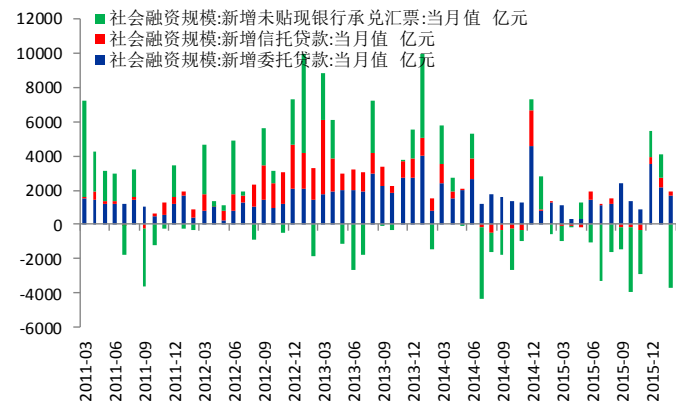
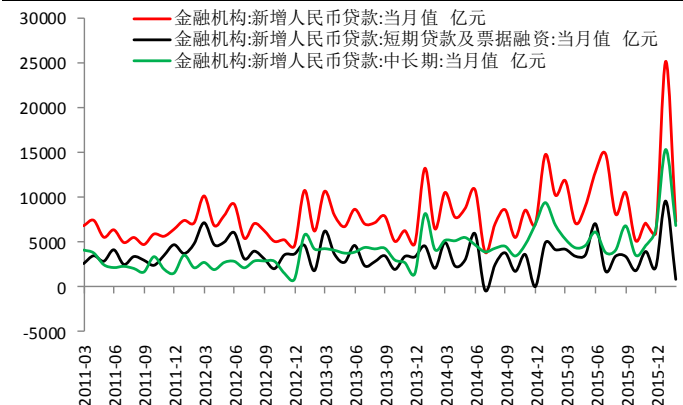
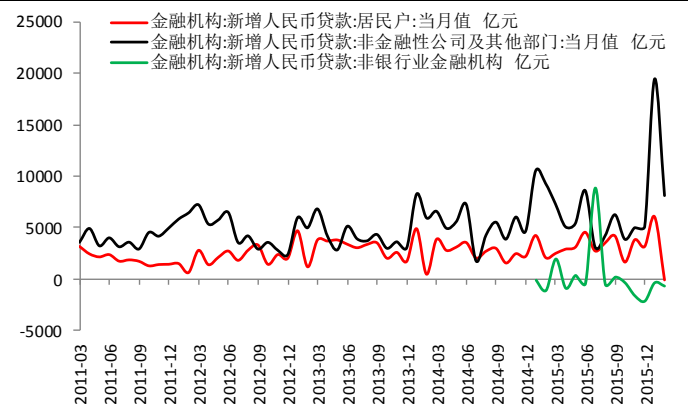


图 22: 短期信贷回落更明显



资料来源:WIND 资讯 银河期货研究中心

图 23: 非银金融减少



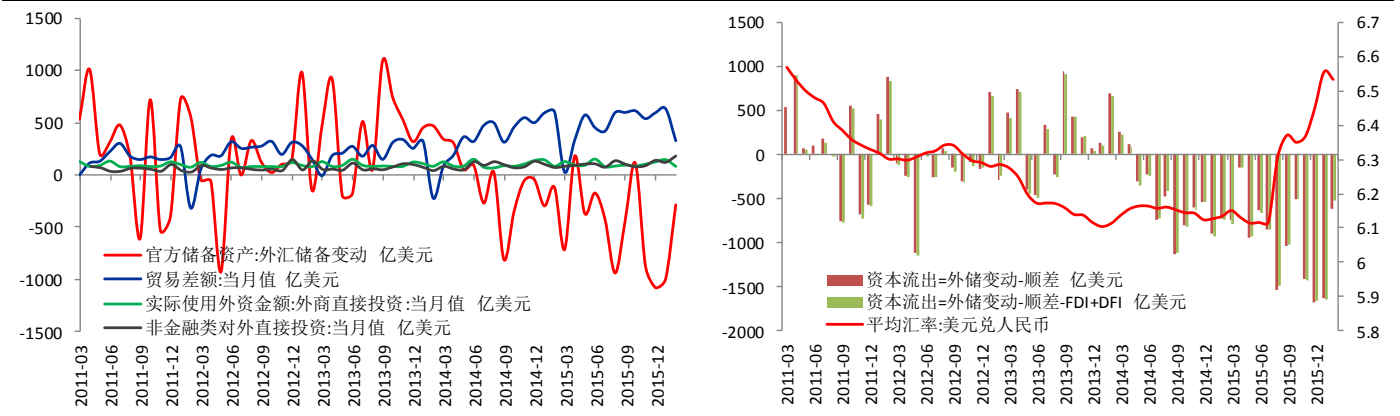
## (六) 资本外流再减少, 汇率压力继续减轻

从外部环境看, 去年下半年开始的商品价格第二轮暴跌令全球经济陷入更深的泥潭, 大部分经济体正在承受着经济疲软的压力, 仅有美国勉强可以维持经济复苏。但美国在 12 月首次升息之后, 全球经济、金融形势发生了一系列显著变化, 美联储官员态度偏向鸽派, 市场对联储升息路径的预测改变, 3 月会议更是超预期鸽派。在此情况下, 3 月以来美元继续下探, 人民币因此持续走强。根据最新数据, 2 月末央行口径外汇占款下

降 2279 亿元至 24 万亿元人民币；2 月份外汇储备降低 285.72 亿美元至 32032.21 亿美元，二者下降幅度均大幅收窄。我们据此计算得到 1 月资本流出约为 517 多亿美元，而此前三个月平均流出 1577 亿元，短期看人民币贬值的压力有所缓解。但是，最近多为美联储官员在讲话中展现出鹰派的态度，同时，中美一年期利差和利率在某种程度上已经出现背离。后期一旦美联储升息预期再起，人民币势必还将面临贬值压力。

图 24: 外储降幅大幅收窄

图 25: 单月资本流出减少



资料来源: WIND 资讯 银河期货研究中心

### 三、 美国：美联储 3 月会议偏鸽派，升息时间仍有悬念

美国经济继续复苏，房地产数据持续回升，就业情况则保持一贯的强势，制造业有回稳的迹象。虽然国际原油价格震荡导致通胀水平出现反复，但核心 CPI 已经升破 2% 目标，虽然通胀预期仍保持低位。美联储在 3 月会议中出乎市场意料的表达出鸽派态度，关注通胀预期的同时，强调对外部风险的防范。但是会后，多位票委立即转变为鹰派，令市场产生较大波动。目前来看 4 月升息的可能性较小，上半年如有升息更可能位于 6 月会议上。

#### (一) 房地产助力经济复苏，制造业或将企稳

2 月美国的 Markit 制造业 PMI 小幅回落至 51.3，服务业 PMI 大幅下降至 49.7，跌破荣枯线，综合 PMI 也受拖累而下降至荣枯线 50 上。ISM 制造业指数进一步反弹至 49.5，开始逐步脱离底部。具体来看，生产指数回升 2.6 至 52.8，新订单指数保持 51.5 未变，新出口订单则再次滑落至 46.5。工业产值同比负增长 1.03，环比增速为负增长 0.49%；零售销售同比增长略微加速至 3.1%，环比增长 -0.1%，强于前期。消费信心方面，3 月密歇根大学缴费信心指数再次下降至 90，但仍处于较高位置。房地产市场方面，2 月新房销售同比下滑 6.1%，环比增速为 2%；2 月新屋开工总数 117.8 万套，住宅许可 116.7 万套，继续位于历史高位附近。总体来说，房地产下游虽然有所波动，但开工情况较为乐观，其仍是美国经济主要动力。制造业的阶段性回落则可能将告一段落，先行指标显示未来有望出现复苏。



图 26: ISM指数显示制造业有触底迹象

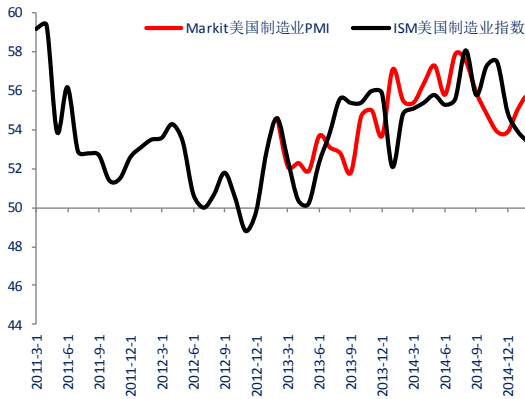
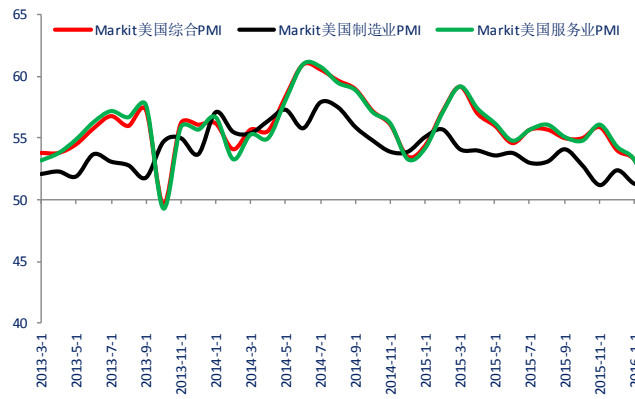


图 27: Markit的非制造业指数下降



资料来源: BLOOMBERG 银河期货研究中心

图 28: 制造业产值增速

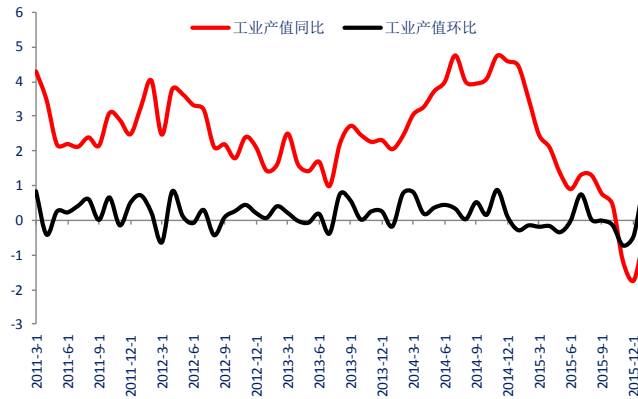
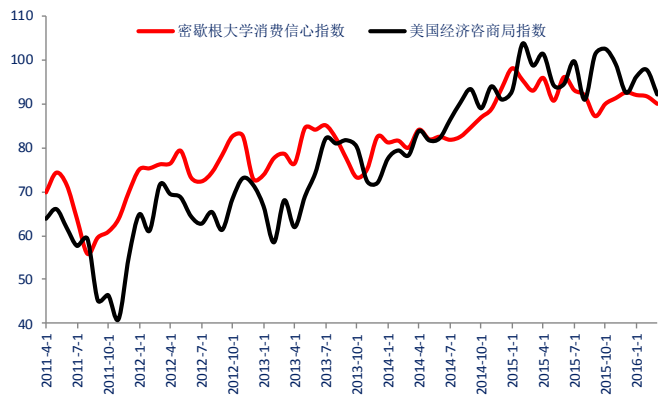


图 29: 消费者信心位于高位



资料来源: BLOOMBERG 银河期货研究中心

图 30: 房地产复苏仍保持较好

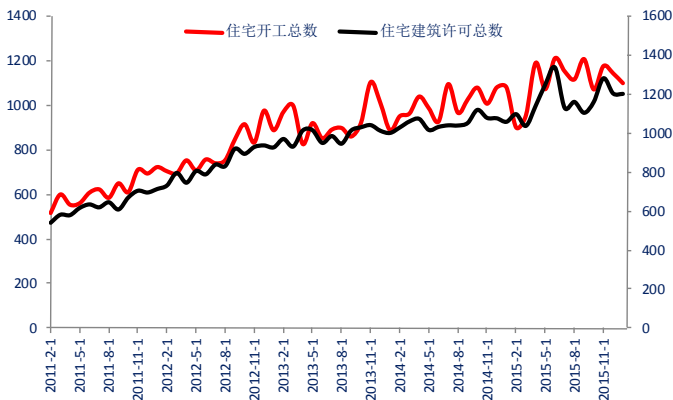
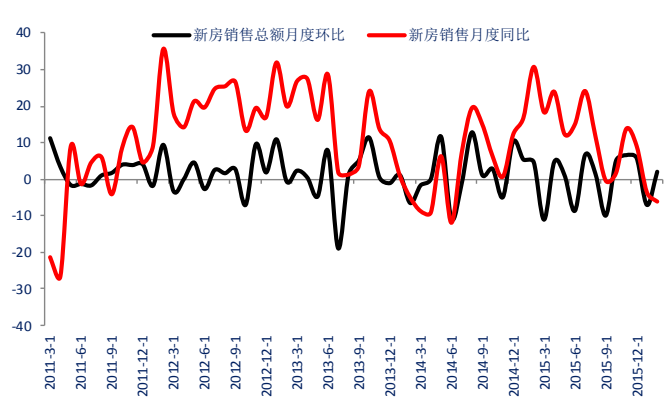
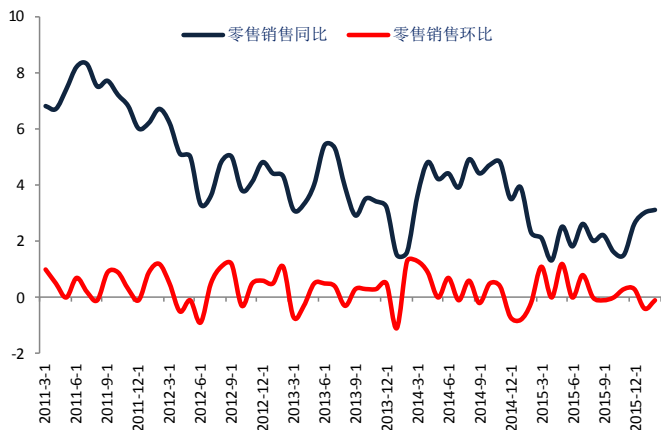


图 31: 新房销售波动



资料来源: BLOOMBERG 银河期货研究中心

图 32: 零售增速继续加快

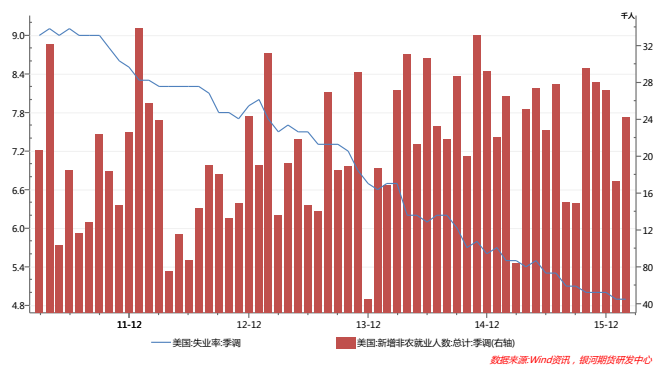


资料来源: BLOOMBERG 银河期货研究中心

## (二) 就业市场进一步走强, 通胀指标显著回升

就业指标总体上继续表现出一如既往的强劲。具体来看, 2 月新增非农就业人数 24.2 万人, 1 月份数据则上修至 17.2 万人, 失业率 4.9%, 继续保持在金融危机以来的低位。时薪增速回落至 2.2%, 由于就业参与率开始出现显著上升, 劳动力供应增加导致薪资增速出现波动, 这意味着就业市场表现非常强劲。短期内薪资增速可能放缓, 但随着更多就业的产生, 整体收入情况反而会好转, 这对未来消费和通胀的回升将产生较强的支撑。而由于首申和续申失业金等高频数据走势较好, 3 月非农或仍将有所表现, 就业市场将会继续表现一如既往的强劲。

图 33: 非农超 20 万, 失业率位于低点



资料来源: BLOOMBERG 银河期货研究中心

图 34: 薪资增速增长放缓

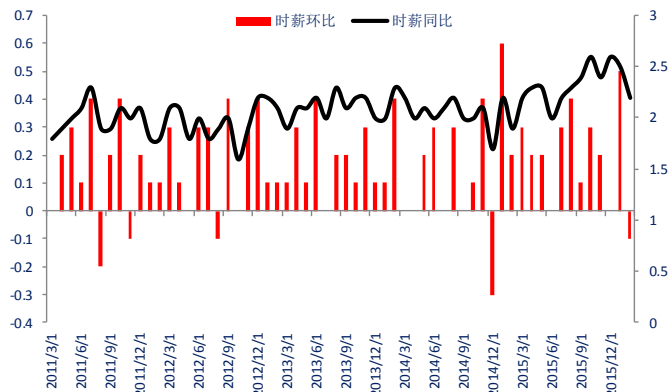
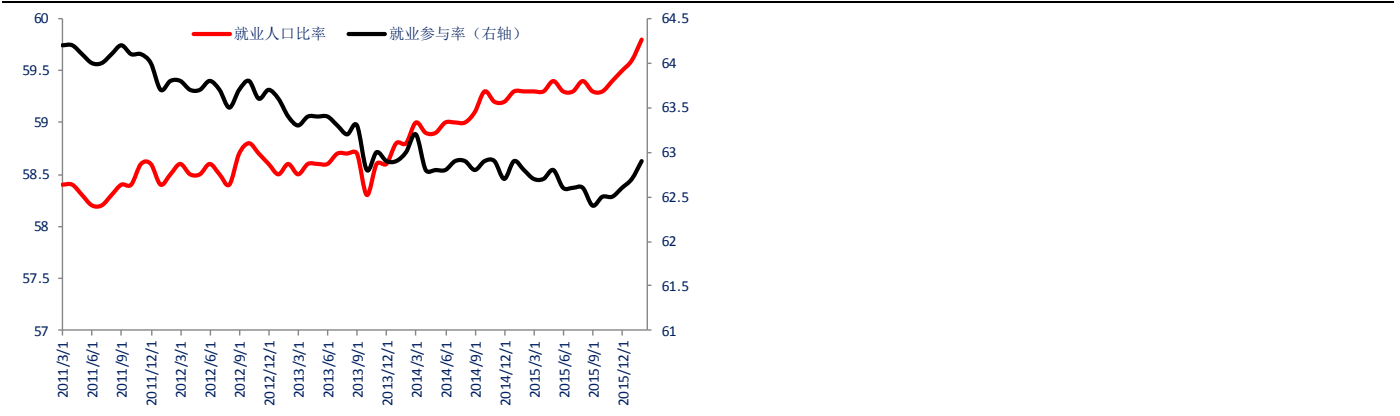


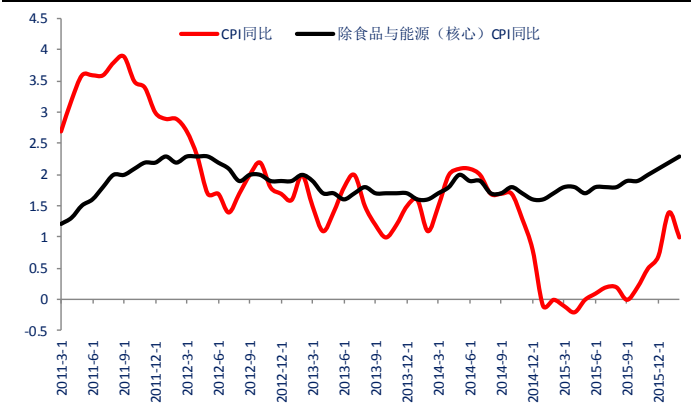
图 35: 就业参与率回升



资料来源: BLOOMBERG 银河期货研究中心

总体通胀出现回落，2 月 CPI 增速降至 1%，核心 CPI 增速升至 2.3%，进一步超过美联储目标。1 月 PCE 和核心 PCE 分别为 1.3% 和 1.67%，亦出现明显上涨趋势。我们认为，2 月份总体通胀回落是受到能源价格基数作用的影响，而核心通胀进一步走高则代表未来通胀仍有上升的空间。前期我们曾提到，如果未来油价加速反弹，则通胀仍有上升空间。从目前数据看，3 月油价同比跌幅可能将进一步收窄，这会带动美国 3 月总体 CPI 加速回升。而对于二季度来说，高基数作用可能令 CPI 增速再回落，但是通胀回升的趋势难以改变。

图 36: CPI 回落，但核心 CPI 加速增长



资料来源: BLOOMBERG 银河期货研究中心

图 37: PCE 和核心 PCE 加速增长

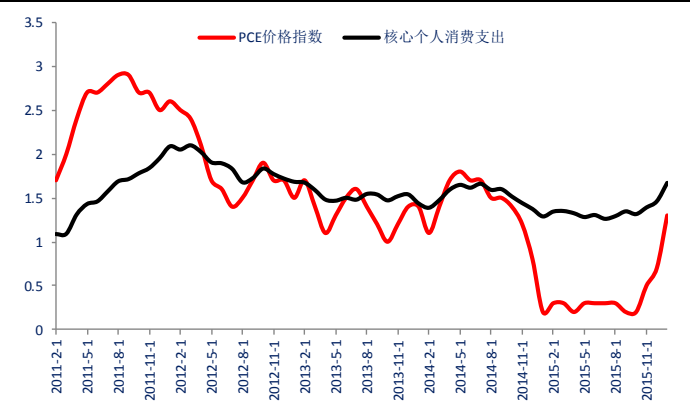
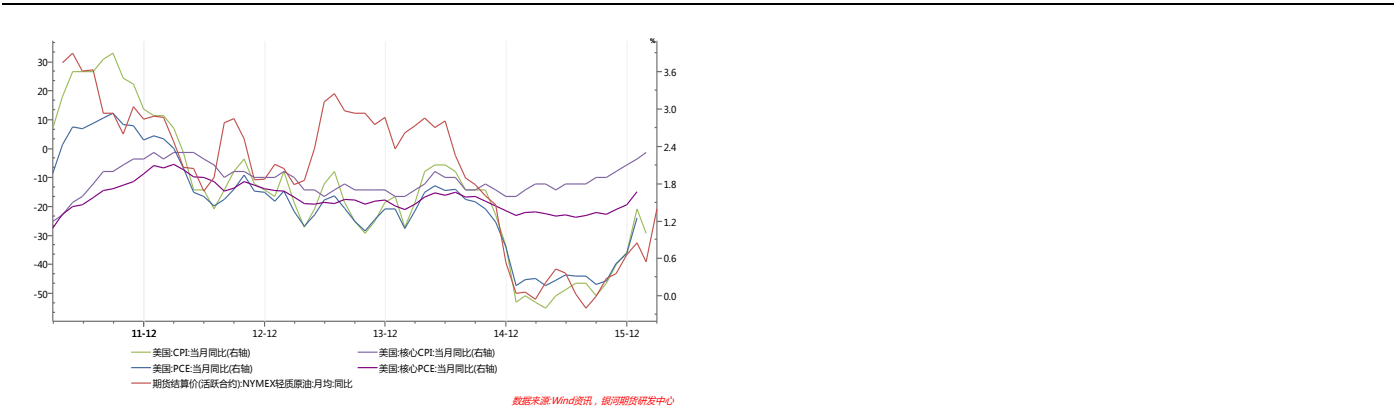


图 38: 油价变动或暗示 3 月通胀继续走强



资料来源: BLOOMBERG 银河期货研究中心

(三) 3月如期没有升息，鸽派声明后却迎来鹰派态度

从美国经济的制造业、房地产、通胀、就业、消费和信心五个方面来看，房地产仍是经济复苏的领头羊，就业增长强劲，薪资和消费有望得到改善，通胀则继续复苏，制造业也有触底的迹象。在3月15日、16日召开的美国联邦公开市场委员会(FOMC)会议上，如市场所料地维持联邦基金利率目标区间在0.25%-0.5%不变，但是会议声明却没有如期显示出将为加息做准备的鹰派信号。在这次会议声明中，美联储对经济增长的看法，由此前的放缓变为稳步扩张，认为家庭消费仍温和增长，但是企业固定投资“疲软”，对于就业的描述仍为“强劲增长”，并认为通胀近几个月“有所回升”。另外，本次声明比1月份多提到了“全球经济和金融状况的发展仍然带来风险”。同时，点阵图对未来加息的预测由此前的四次迅速减少为两次，耶伦在声明公布之后的新闻发布会上表示，4月会议上仍有考虑加息的可能，点阵图不应视作是由“委员会背书”的预测。同时她强调，展望面临的风险近期有所下降，未考虑负利率和更多刺激措施。

图 39:美联储官员态度变动，其中红色为有投票权委员，空格是没有新的讲话证明其态度变动

英文姓名	中文姓名	职位	立场				
			20160325	20160311	20160304	20160219	20160212
Janet Yellen	珍妮特·耶伦	主席		鸽	鸽	鸽	鸽
Stanley Fischer	斯坦利·费希尔	副主席		中	中	中	中
Lael Brainard	雷尔·布雷纳德	理事		鸽	鸽	鸽	鸽
Jerome Powell	杰罗姆·鲍威尔	理事		中	中	中	中
Daniel Tarullo	丹尼尔·塔鲁洛	理事		鸽	鸽	鸽	鸽
William Dudley	威廉·杜德利	纽约联储主席		鸽	鸽	鸽	鸽
Charles Evans	查尔斯·埃文斯	芝加哥联储主席	中	鸽	鸽	鸽	鸽
Jeffrey Lacker	杰弗里·拉克尔	里士满联储主席	鹰	鹰	鹰	鹰	鹰
Dennis Lockhart	丹尼斯·洛克哈特	亚特兰大联储主席	鹰	鹰	鹰	鹰	鹰
John Williams	约翰·威廉	旧金山联储主席	鹰	中	中	中	中
James Bullard	詹姆斯·布拉德	圣路易斯联储主席	鹰	鸽	鸽	鸽	中
Esther George	艾斯特·乔治	堪萨斯城联储主席	鹰	鹰	鹰	鹰	鹰
Loretta Mester	洛蕾塔·梅斯特	克利夫兰联储主席		中	中	中	中
Eric Rosengren	艾瑞克·罗森格伦	波士顿联储主席		中	中	中	中
Neel Tushar Kashkari	尼尔·图沙尔·卡什卡利	明尼阿波利斯市联储主席		鸽	鸽	鸽	
Patrick Harker	帕特里克·哈克	费城联储主席	鹰	鹰	鹰	鹰	鹰
Robert Steven Kaplan	罗伯特·史蒂芬·凯普兰	达拉斯联储主席		鸽	鸽	鸽	鸽

资料来源: BLOOMBERG 银河期货研究中心

图 40:1月份与此前联储会议声明的比较

	3月原文	1月原文
经济增长	尽管近几个月全球经济和金融状况有所发展，经济活动仍然稳步扩张	尽管去年年底经济增长有所放缓，劳动力市场情况仍进一步改善
消费、支出、住房	家庭消费支出以温和的步伐增长	家庭消费支出和企业固定资产投资在最近数月以温和的步伐增长
投资、贸易、出口	然而，企业固定资产投资和净出口疲软	然而，净出口保持疲软，库存投资放缓
就业	近期一系列指标，包括强劲的就增长，表明劳动力市场的进一步增强	近期一系列劳动力市场指标，包括就业人数强劲增长，表明劳动力资源利用不足的状况进一步有所减少
通胀	通胀近几个月有所回升；然而，仍持续低于美联储2%的长期目标水平 基于市场的通胀指标保持低位	通胀持续低于美联储2%的长期目标水平 基于市场的通胀指标进一步下降
展望	全球经济和金融状况的发展仍然带来风险 通胀预期在短期内将维持低位，部分由于能源价格早些时候的下跌	未提及 通胀预期在短期内将维持低位，部分由于能源价格的进一步下跌
	不过，随着能源及进口价格走低等暂时性因素消退，以及劳动力市场的进一步加强，预计中期通胀将上升至2%的水平。委员会继续密切关注通胀形势	委员会正密切关注全球经济和金融形势，并正在评估全球形势对劳动力市场，通胀以及经济前景风险平衡的影响
	在此背景之下	鉴于经济前景
总体	中性	鸽派

资料来源:BLOOMBERG 银河期货研究中心

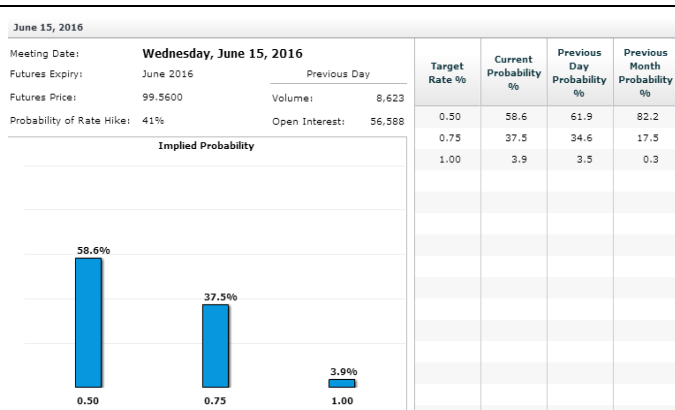
总体上看本次会议声明较为中性，但美联储官员对未来利率预测的点阵图减少两次超出预期，以及当时基于市场指标的中期通胀预测仍未走高，导致市场对本次会议结论出现鸽派的解读。但我们认为，如果除去点阵图，实际上3月声明是中性甚至偏鹰派。在此之后，联储多位官员，包括芝加哥联储主席 Charles Evans、里士满联储主席 Jeffrey Lacker、亚特兰大联储主席 Dennis Lockhart、旧金山联储主席 John Williams、圣路易斯联储主席 James Bullard、堪萨斯城联储主席 Esther George、费城联储主席 Patrick Harker，在内众多官员的态度开始转变，鹰派讲话不断。我们认为1月下旬开始的市场动荡可能为美联储关注风险的原因，目前没有证据表明其从鸽派发生转变的美联储官员仍有四位，后期他们的态度将成为关键。但是目前大宗商品价格反弹和中国经济企稳的迹象，已经令风险明显低于前期，因此美联储可能将继续逐步发出鹰派信号，6月升息概率上升，未来美元指数仍有走强的动力。

图 41: 联邦基金利率期货隐含的6月升息概率正在上升



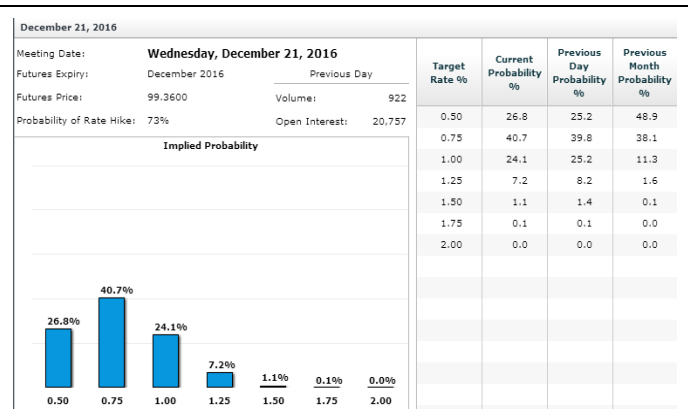
资料来源: BLOOMBERG 银河期货研究中心

图 42: 联邦基金利率期货隐含的6月升息概率为41%



资料来源: BLOOMBERG 银河期货研究中心

图 43: 联邦基金利率期货隐含的12月升息概率为73%



资料来源: BLOOMBERG 银河期货研究中心

#### 四、欧元区：三月会议如期宽松，恐怖袭击影响有限

欧洲方面的数据显示，去年年底至今年年初欧洲经济情况不甚乐观，欧央行关注的通胀甚至在某种程度上降为负值，而此前欧央行 QE 的力度或低于其承诺。在欧央行 3 月会议中，加息和扩大 QE 预期如期兑现，但德拉吉暗示后期将停止降息，更多的采用“非传统货币政策”。我们认为，货币宽松为欧洲争取了更多的改革空间，但基于人口问题，已经财政政策与货币政策协调性问题，欧元区经济仍看不到复苏的动力。

##### (一) 经济复苏动力不足，通胀回落至负增长

数据显示，去年年底至今年年初欧洲经济情况不甚乐观，欧央行关注的通胀甚至在某种程度上降为负值。2 月份欧元区制造业 PMI 回落至 51.2，非制造业 PMI 回落至 53.3，综合 PMI 回落至 53。实体经济中，1 月工业产值环比上涨 2.1%，同比上涨 2.8%；零售消费增速同比小幅回落 0.1 个百分点至 2%，环比增速则降为 0.4%。在作为欧央行政策核心关注点之一的通胀方面，2 月 CPI 同比下降 0.2%，核心 CPI 同比回落 0.2 个百分点至 0.8%。我们观察到，去年 1 月欧元区 CPI 也曾出现过大幅下滑的情况，本次通胀回落可能含有季节性因素或受到基数作用影响，但是这无法掩盖欧元区疲弱的经济形势。我们认为，后期随着油价回升，输入性通缩的缓解令欧元区通胀仍有改善空间，但是内生动力缺乏的欧洲在长期的角度看，其经济增长想对于美国来说仍面

临较大的压力。

图 43: 欧元区PMI继续高位回落

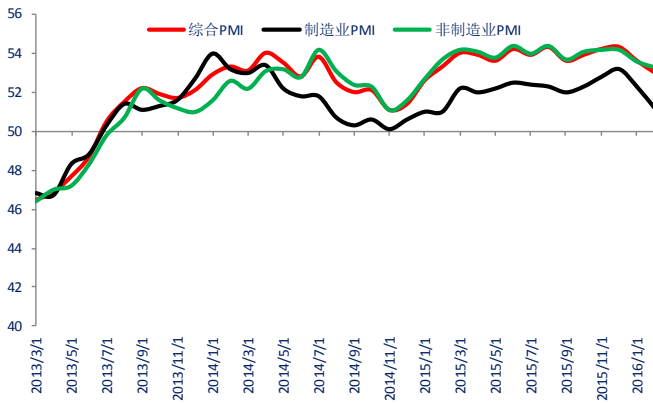
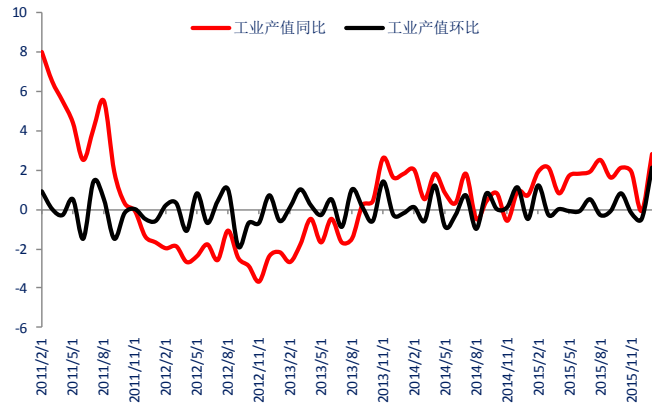


图 44: 近期工业产值大幅波动



资料来源: BLOOMBERG 银河期货研究中心

图 45: 虽然有所反弹, 但零售业仍然表现逊色

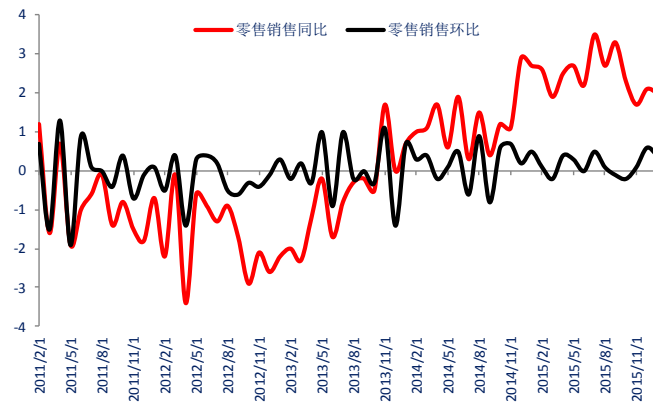
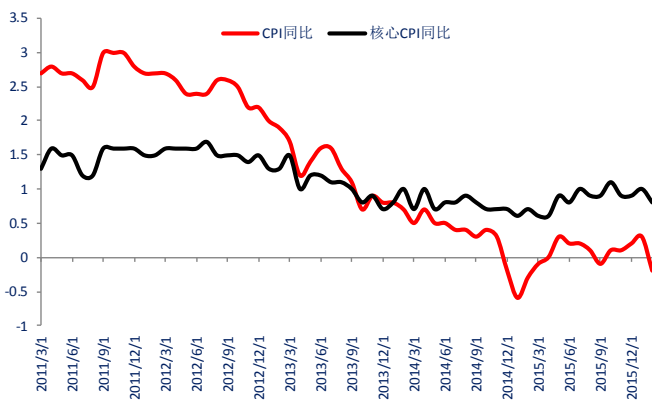


图 46: 通胀意外下滑



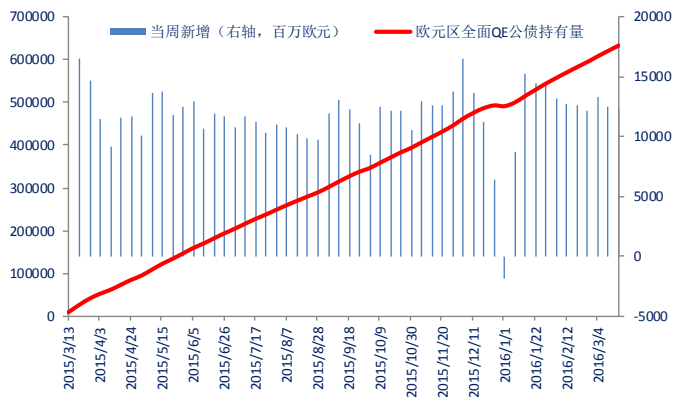
资料来源: BLOOMBERG 银河期货研究中心

## (二) 3月欧央行会议如期宽松, 但德拉基暗示不再降息

截至3月18日, 欧洲央行全面QE下持有公债6329.18亿欧元, 最近四周周分别增持124.06亿欧元、125.09亿欧元、132.38亿欧元、121.49亿欧元。总体上看, 欧央行继续向市场投入流动性, 但“放水”速度似乎较高峰期有所减慢。欧元区全面QE一年来, 共释放约6329.18亿欧元流动性, 平均每月约为520亿欧元, 较其宣称的每月600亿欧元QE有所出入, 从某种程度上看, 欧央行政策执行有一定偏差。

在3月10日欧洲央行管理委员会会议上, 其扩大宽松的程度超预期: 主要再融资利率降至零; 存款机制利率降低10个基点至-0.4%; 边际贷款利率从0.3%降至0.25%; 月度QE规模从600亿欧元提高至800亿欧元, 并纳入非银行公司债券; 同时启动TLTRO2。但随后央行行长德拉吉暗示降息或到此为止, 未来更多地将偏重于非传统货币政策的使用。政策公布后, 欧元兑美元汇率和黄金价格直线跳水, 随即欧元兑美元迅速逆转跌幅, 一度劲升2%; 欧洲股市则回吐多达2.5%涨幅, 收低1.7%。综合来看, 本次宽松计划虽暗示后期将停止降息, 但德拉吉做出的更多使用“非传统货币政策”的表态, 中期看可结合欧洲通胀复苏情况, 关注QE执行效果和扩大的可能。但长期来看, 货币宽松为欧洲争取了更多的改革空间, 但基于人口问题, 已经财政政策与货币政策协调性问题, 欧元区经济仍看不到复苏的动力。

图 47: QE速度在1月后逐步放慢



资料来源: BLOOMBERG 银河期货研究中心

### (三) 比利时遭遇恐怖袭击，但对市场影响有限

当地时间3月22日早8点(北京时间下午3点)左右,比利时布鲁塞尔发生连环爆炸事件。比利时宣布实施最高级别的反恐警戒,布鲁塞尔机场和欧盟总部附近的地铁站共发生3起爆炸,导致至少31人死亡和逾180人受伤。比利时方面宣布,布鲁塞尔机场周三将保持关闭,何时恢复运营有待决定。另有知情政府官员称,美国将收紧机场、铁路车站和港口的安全检查。这一突发情况确实对市场造成一定冲击,事件发生后金价短线冲高但随后回落,欧洲股市全天总体上涨。总体上看该事件对市场未造成持续性影响。