

美联储继续引导软着陆，日央行结束负利率

--海外宏观周报（3月18日-24日）

核心观点：

全球宏观和市场概述：截至3月24日当周，在美联储FOMC会议表态相对鸽派、日本央行结束负利率、瑞士央行意外降息的情况下（1）美元指数虽然在FOMC会议后有所弱化，但最终因为日元、瑞郎等汇率走弱而上行至104.4332；（2）美国收益率曲线回落，10年期美债当周降10.6BP至4.202%；（3）美国三大股指均上行并创下新高，美联储维持75BP的点阵图降息引导为权益市场注入动力。从全球主要股指来看，当周日经225指数涨幅居前，虽然日央行退出负利率但整体流动性依然宽裕，日元弱势，日经的上行在二季度有望持续。其他主要股指中表现较好的还有韩国综合指数、美国三大股指和英国富时100指数；跌幅居前的是上周涨幅较高的恒生科技指数。从全球主要货币汇率来看，美元指数被动回升，日元、瑞郎、新西兰元和英镑跌幅居前。从主要商品来看，本周涨幅居前有天然气、铁矿石、焦煤和小麦等，跌幅居前有LME镍、COMEX铜、COMEX白银和螺纹钢等。从花旗经济意外指数来看，当周中国经济强于预期，主要由于1、2月地产以外的经济数据较好，欧洲经济在3月制造业PMI较弱的情况下不及预期，美国经济意外指数有所回升，新兴市场经济较预期回落。全球地缘政治风险指数当周转而上行。

美国-联储表态偏鸽，经济数据仍然强劲：3月18-24日当周最核心的事件即美联储在3月20日的FOMC会后做出相对鸽派的表态。在如市场预期般维持政策利率在5.25%-5.50%、保持QT规模不变后，美联储的3月经济预测（SEP）和点阵图仍指向年内75BP的降息幅度，暂时打消了市场对降息幅度缩减的忧虑。需要注意本次会议的点阵图较为微妙，暗含降息次数再缩减的风险：尽管维持了2024年3次共计75BP的降息，但是点阵图的结构显示19位官员中有10位支持4.5%-4.75%或更低的利率，也就是说如果再有一两位官员提高对通胀的警惕，那么点阵图就可能降为50BP的降息引导。其他数据方面，当周较为重要的数据包括美国Markit PMI和地产开工与销售数据。3月的Markit PMI制造业延续回升至52.5（前值52.2），服务业维持51.7（前值52.3），两者均在荣枯线以上。Markit制造业PMI的回升可能反映美国中小企业状况边际改善，但大企业在高利率环境下尚未进入扩张，商品需求依然受到一定压制。地产数据方面，美国供需格局没有显著变化，支持价格和供给的边际回暖。2月新房开工152.1万套（前值137.4万套），回升明显并强于预期，主要受到独户住宅环比回升的带动。同时，成屋销售2月升至438万套（前值400万套）。独户住宅的开工有望延续上行并对经济形成支撑，房屋价格的韧性也在为通胀在未来的粘性埋下隐患。

其他海外热点-日央行尝试正常化，瑞士央行意外降息：3月19日，日央行决定（1）引导政策利率从-0.1%-0%提升10BP至0%-0.1%，作为新的无担保隔夜拆借利率范围，从2024年3月21日起生效。（2）日央行将继续进行与此前数量大致相当的国债购买；同时强调，在长端利率快速上升的情况下可以灵活操作，加大购买量。（3）全票通过关于日本政府债务外其他资产的购买计划，首先停止ETF和REITs的购买，其次逐步减少对日本公司债务的购买并在大约一年内彻底停止购买。短期来看，日央行退出负利率和收益率曲线控制（YCC）的影响有限；资产方面，10年期日债的收益率可能短期仍围绕1%的“软上限”进行波动。日元的短期方向仍取决于美联储的态度。日股仍有望在二季度维持当前的势头。3月21日，瑞士央行意外将政策利率下调25BP，主要理由包括（1）认为在抗通胀方面取得成功，对通胀预期下调；（2）对海外经济下行风险对瑞士出口形成压力的警惕。作为首个在本轮货币政策周期中降息的G10国家，瑞士对通胀的评估相对乐观，但也暗含了对经济压力的担忧。

下周看什么？3月25-31日将继续公布部分重要的美国经济数据。2月PCE数据和价格指数将进一步确认通胀的路径，目前市场预期PCE通胀同比增速为2.5%，核心PCE增速为2.8%。美联储3月FOMC会议表明官员们对PCE通胀的整体回落趋势依然保持信心，其在居住成本和其他价格项目权重上比CPI更好的平衡也更能反映价格的方向。其他数据方面，美国地产市场将继续迎来新房销售和成屋签约销售等，消费数据将迎来3月密歇根大学消费者信心指数、耐用品订单、零售和批发商库存等。美国经济的相对韧性和短期的“软着陆”路径可能进一步得到确认。

分析师

章俊

☎：010-8092 8096

✉：zhangjun_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130523070003

研究助理：于金潼

风险提示

1. 美国经济和通胀加速的风险
2. 美国银行系统意外出现流动性问题的风险
3. 对各国央行政策理解不到位的风险

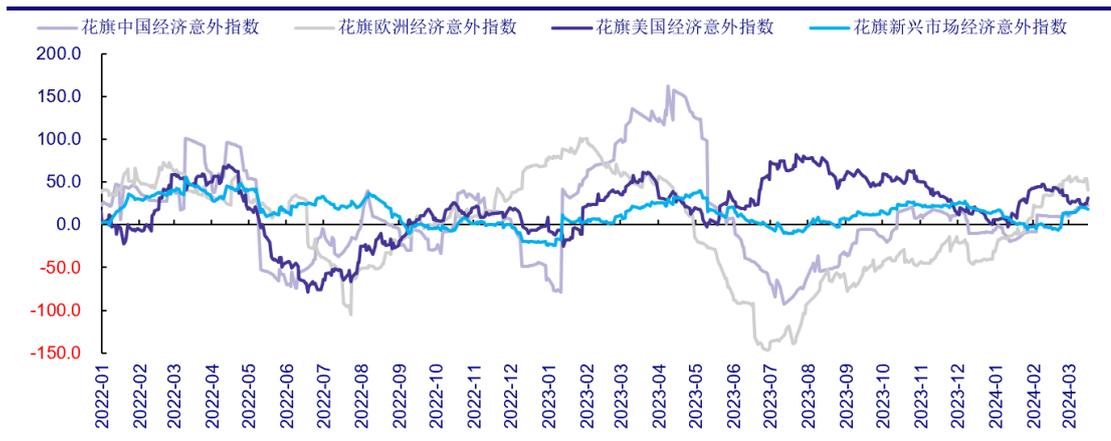
一、全球宏观和市场概述

截至3月24日当周，在美联储FOMC会议表态相对鸽派、日本央行结束负利率、瑞士央行意外降息的情况下（1）美元指数虽然在FOMC会议后有所弱化，但最终因为日元、瑞郎等汇率走弱而上行至104.4332；（2）美国收益率曲线回落，10年期美债当周降10.6BP至4.202%；（3）美国三大股指均上行并创下历史新高，美联储维持75BP的点阵图降息引导为权益市场注入动力。

从全球主要股指来看，当周日经225指数涨幅居前，虽然日央行退出负利率但整体流动性依然宽裕，日元弱势，日经的上行在二季度有望持续。其他主要股指中表现较好的还有韩国综合指数、美国三大股指和英国富时100指数；跌幅居前的是上周涨幅较高的恒生科技指数。从全球主要货币汇率来看，美元指数被动回升，日元、瑞郎、新西兰元和英镑跌幅居前。从主要商品来看，本周涨幅居前的有天然气、铁矿石、焦煤和小麦等，跌幅居前的有LME镍、COMEX铜、COMEX白银和螺纹钢等。

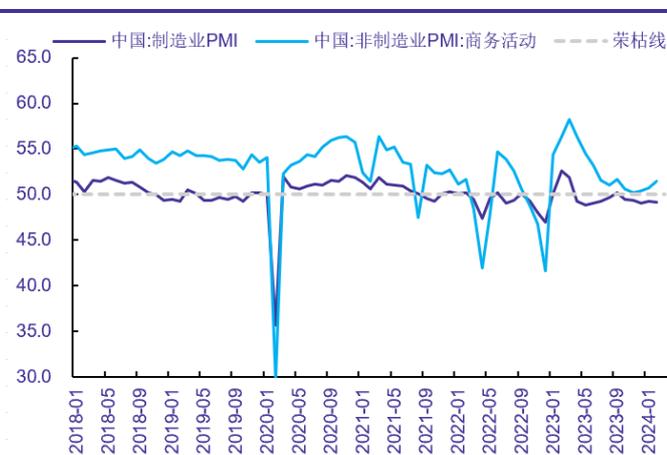
从花旗经济意外指数来看，当周中国经济强于预期，主要由于1、2月地产以外的经济数据较好，欧洲经济在3月制造业PMI较弱的情况下不及预期，美国经济意外指数有所回升，新兴市场经济较预期有边际回落。全球地缘政治风险指数当周转而上行。

图1：花旗经济意外指数（%）



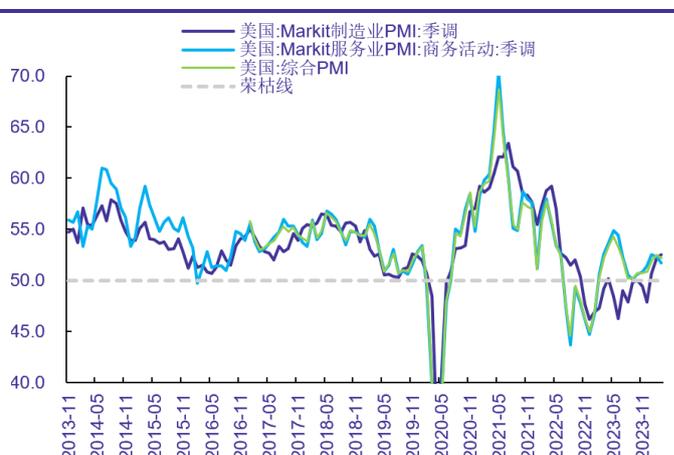
资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图2：中国PMI（%）



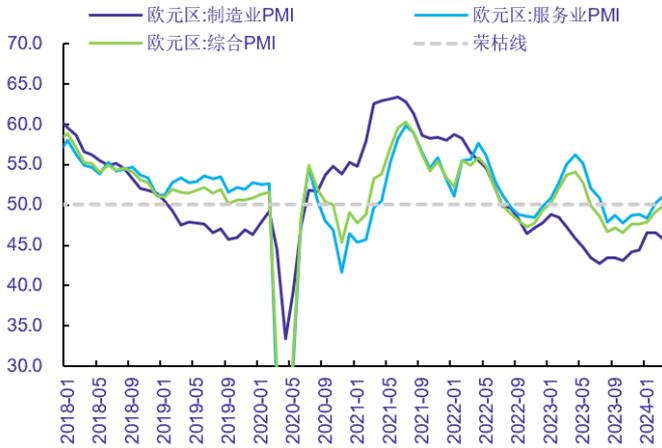
资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图3：美国PMI（%）



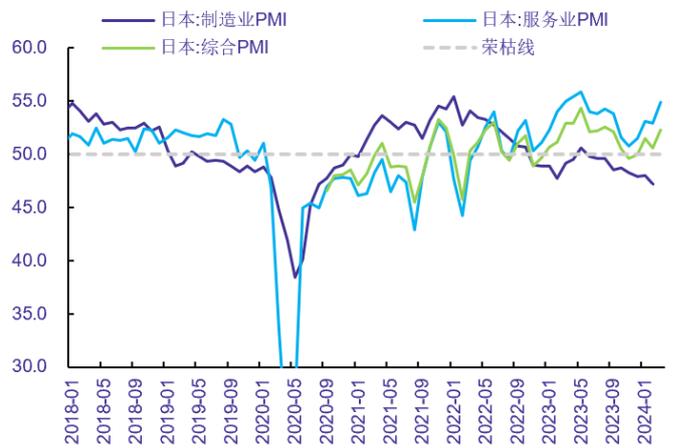
资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图 4：欧元区 PMI (%)



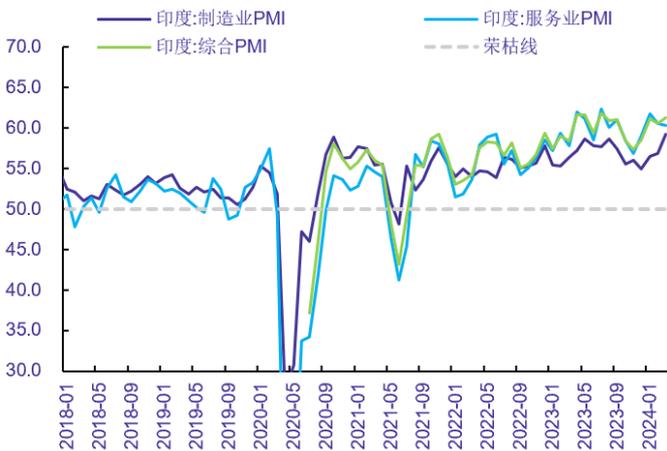
资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图 5：日本 PMI (%)



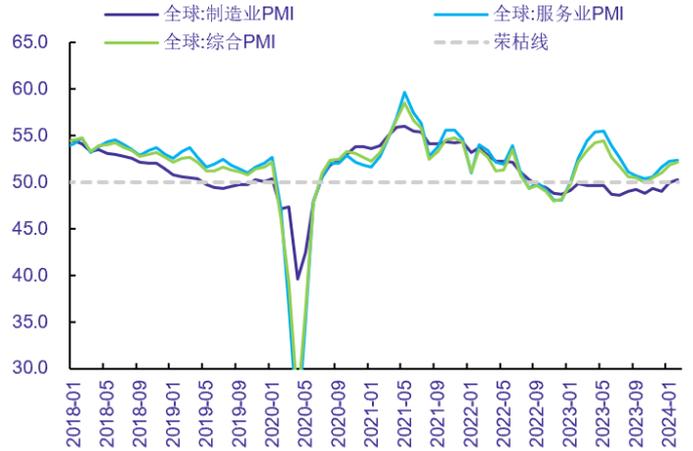
资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图 6：印度 PMI (%)



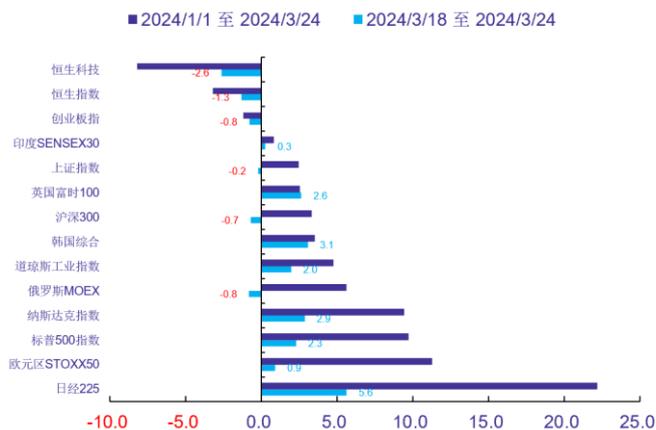
资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图 7：全球 PMI (%)



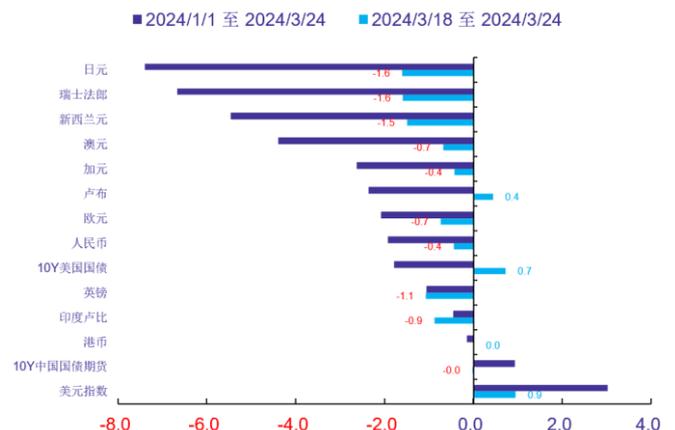
资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图 8：全球主要股指变动 (%)



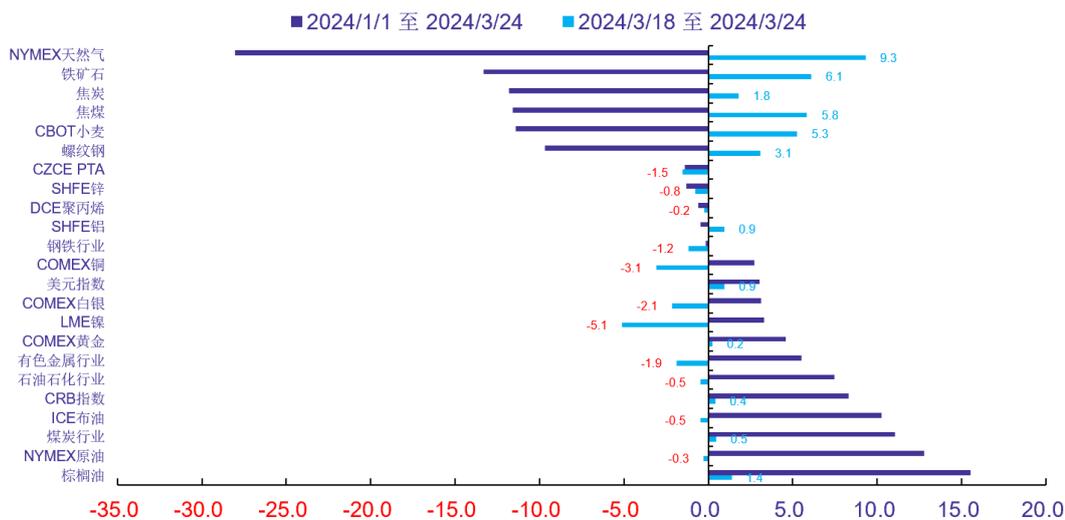
资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图 9：全球主要货币汇率变动 (%)



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图 10：全球主要商品变动（%）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

二、美国：美联储表态偏鸽，经济数据仍然强劲

3月18-24日当周最核心的事件即美联储在3月20日的FOMC会后做出相对鸽派的表态，这可能为风险资产提供进一步上行的动力。在如市场预期般维持政策利率5.25%-5.50%和QT规模不变后，美联储的3月经济预测(SEP)和点阵图仍指向年内75BP的降息幅度，暂时打消了市场对降息幅度缩减的忧虑。

需要注意（1）美联储虽然将核心PCE通胀预期从2023年12月的2.4%小幅上调至2.6%，但鲍威尔表示本轮利率周期已经到达顶峰，他相信通胀降低的整体趋势没有改变，尽管路径可能比较颠簸(bumpy)。美联储仍偏向于从实际利率角度出发进行降息。（2）2024和2026年的失业率预期中位值均被从4.1%略下调至4.0%；鲍威尔在会议中多次提及难以预料的事件和劳动市场的恶化都可能促进降息的来临，失业率的上行可能加速降息。（3）2024年经济增长预期从1.4%大幅增加至2.1%，经济的软着陆是基准情况，而不着陆带动通胀回升的风险也有所增加。（4）鲍威尔表示放缓缩表节奏的时间可能很快到来(fairly soon)。未来QT缩减规模和降息可能同时进行，减轻对美债的压力。（5）美联储的长期联邦基金利率预测从2.5%抬升至2.6%，预测范围从2.5%-3.0%提升至2.5%-3.1%。对于长期利率和中性利率的评估有小幅的提升，鲍威尔认为利率“可能不会如疫情前那么低”。（6）本次会议的点阵图也较为微妙，暗含降息次数再缩减的风险：尽管维持了2024年3次共计75BP的降息，但是点阵图的结构显示19位官员中有10位支持4.5%-4.75%或更低的利率，也就是说如果再有一两位官员提高对通胀的警惕，那么点阵图就可能降为50BP的降息引导。

其他数据方面，本周较为重要的数据包括美国Markit PMI和地产开工与销售数据。3月的Markit PMI制造业延续回升至52.5（前值52.2），服务业维持51.7（前值52.3），两者均在荣枯线以上。需要注意的是Markit制造业PMI和ISM的数据近期，出现分化，从样本量来说Markit数量更多且包括中小企业，ISM制造业PMI则更多以大企业为主，两者对分项赋予的权重也有所不同。Markit制造业PMI的回升可能反映美国中小企业状况边际改善，但大企业在高利率环境下尚未进入扩张，商品需求依然受到一定压制。地产数据方面，美国供需格局没有显著变化，即需求偏弱但供给更低，支持价格和供给的边际回

暖。2月新房开工152.1万套（前值137.4万套），回升明显并强于预期，主要受到独户住宅环比回升的带动，多户住宅基本维持疫情前的开工水平。同时，成屋销售2月升至438万套（前值400万套），显示需求在天气改善等因素下有所改善，尽管新房与成屋总销售虽然仍在偏低水平。在需求偏弱但供给更低的情况下，独户住宅的开工有望延续上行并对经济形成支撑，房屋价格的韧性也在为通胀在未来的粘性埋下隐患。

图 11：美国成屋销售有一定改善，库存仍在极低位置



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图 12：新房开工有所改善，但整体销售还处于偏低水平



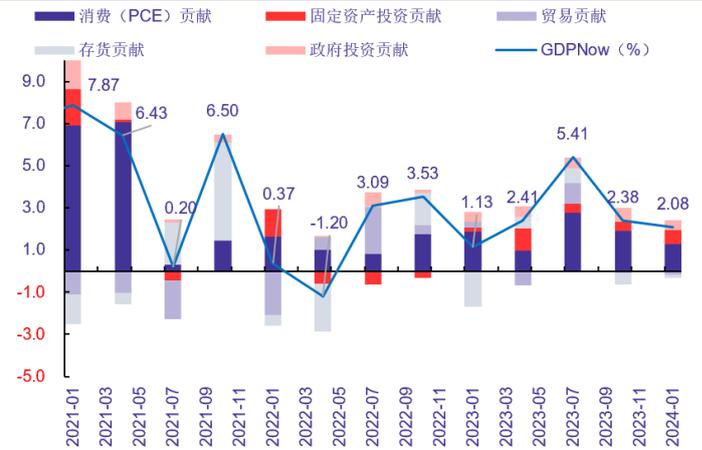
资料来源：Fred，中国银河证券研究院

图 13：美国经济周度指数稍有回升至 1.9%左右



资料来源：Fred，中国银河证券研究院

图 14：GDPNow 预测美国一季度实际经济环比折年增长 2.08%



资料来源：Fred，中国银河证券研究院

图 15: 美国红皮书商业零售显示消费稍有回升 (%)



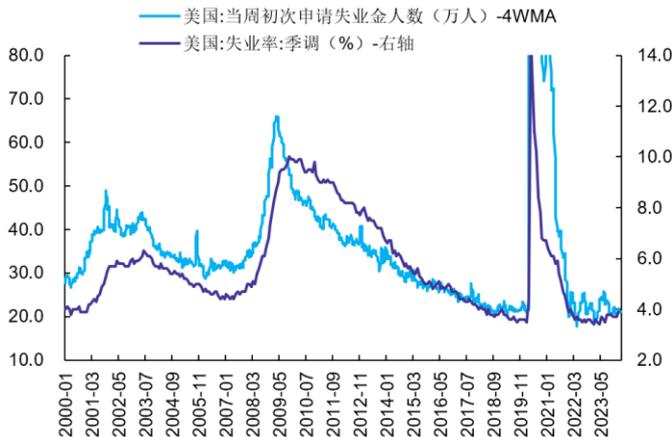
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图 16: 住宅市场受到利率边际回升的压制 (%)



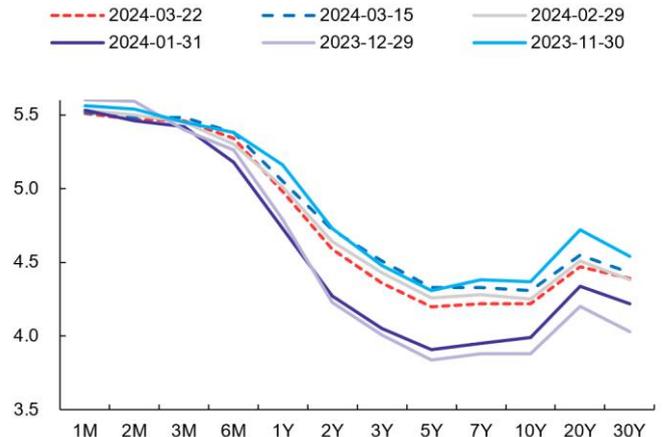
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图 17: 失业金初请人数稳定, 失业率大幅上升概率不高



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图 18: 美国国债收益率曲线长端略有回落 (%)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

三、其他海外热点：日央行尝试正常化，瑞士央行意外降息

3月19日，日本央行判断2%的价格稳定目标将以更可持续和稳定的方式实现。因此，包含YCC和负利率在内的量化与质化宽松（QQE）框架已经完成使命，日央行将以引导短端利率作为主要的政策工具。具体来看，（1）引导政策利率从-0.1%-0%提升10BP至0%-0.1%，作为新的无担保隔夜拆借利率范围，从2024年3月21日起生效。（2）日央行将继续进行与此前数量大致相当的国债购买；同时强调，在长端利率快速上升的情况下可以灵活操作，加大购买量。（3）全票通过关于日本政府债务外其他资产的购买计划，首先停止ETF和REITs的购买，其次逐步减少对日本公司债务的购买并在大约一年内彻底停止购买。总体上，虽然退出负利率，日央行依然维持了非常宽松的货币政策，短期较为谨慎，也未对未来的加息做出明确的指引。在日本经济基本面仍不稳固、消费恢复较弱、外需对出口和企业利润的拉动不确定、日本股市和信心的恢复开始不久的情况下，日本央行由于历史惯性和其谨慎的风格较难大幅收紧流动性。短期来看，日央行退出负利率和收益率曲线控制（YCC）的影响有限；资产方面，10年期日债的收益率可能短期

仍围绕 1% 的“软上限”进行波动。日元的短期方向仍取决于美联储的态度。日股仍有望在二季度维持当前的势头。

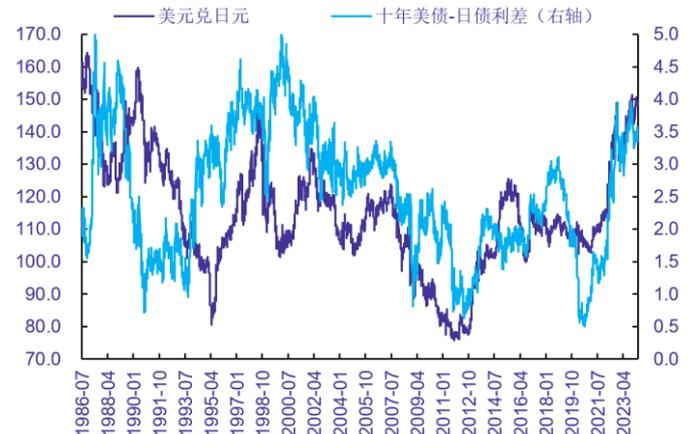
3 月 21 日，瑞士央行意外将政策利率下调 25BP 至 1.50%，主要理由包括（1）认为在抗通胀方面取得成功，对通胀预期下调；（2）对海外经济下行风险对瑞士出口形成压力的警惕¹。作为首个在本轮货币政策周期中降息的 G10 国家，瑞士对通胀的评估相对乐观，但也暗含了对经济压力的担忧。整体上，当周日央行、美联储和欧央行的货币政策态度均相对鸽派，英央行也没有进行更鹰派的表态。在日本央行货币政策仍然较为宽松、瑞士央行意外降息和欧洲部分经济数据仍然不佳的推动下，美元指数因被动因素而显著回升。

图 19：日央行退出 2016 年以来实施的负利率政策（%）



资料来源：Wind、日本厚生省，中国银河证券研究院

图 20：美日市场利差仍然巨大（%）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

四、下周看什么？

3 月 25-31 日将继续公布部分重要的美国经济数据。2 月 PCE 数据和价格指数将进一步确认通胀的路径，目前市场预期 PCE 通胀同比增速为 2.5%，核心 PCE 增速为 2.8%。美联储 3 月 FOMC 会议表明官员们对 PCE 通胀的整体回落趋势依然保持信心，其在居住成本和其他价格项目权重上比 CPI 更好的平衡也更能反映价格的方向。其他数据方面，美国地产市场将继续迎来新房销售和成屋签约销售等，消费数据将迎来 3 月密歇根大学消费者信心指数、耐用品订单、零售和批发商库存等。美国经济的相对韧性和短期的“软着陆”路径可能进一步得到确认。

¹ 见瑞士央行：[Monetary policy assessment of 21 March 2024 \(snb.ch\)](https://www.snb.ch/mon/policy/assessment/21-03-2024)

宏观日历

日期	事件或数据
3月25日(周一)	1. 美国2月新屋销售总数
3月26日(周二)	1. 美国1月FHFA房价指数、S&P/CS20座大城市房价指数
3月27日(周三)	1. 欧元区3月工业景气指数、消费者信心指数、经济景气指数
3月28日(周四)	1. 美国至3月23日当周初请失业金人数 2. 美国第四季度GDP、实际个人消费支出、核心PCE物价指数 3. 3月密歇根大学消费者信心指数 4. 美国2月成屋签约销售指数
3月29日(周五)	1. 美国2月核心PCE物价指数
3月31日(周日)	1. 中国3月PMI
4月1日(周一)	1. 美国3月标普全球制造业PMI 2. 美国3月ISM制造业PMI
4月2日(周二)	1. 欧元区3月制造业PMI 2. 美国2月JOLTs职位空缺 3. 美国2月工厂订单
4月3日(周三)	1. 欧元区3月PMI 2. 欧元区2月失业率 3. 美国3月ADP就业人数 4. 美国3月ISM非制造业PMI
4月4日(周四)	1. 欧元区2月PPI 2. 美国至3月30日当周初请失业金人数 3. 美国2月进出口
4月5日(周五)	1. 欧元区2月零售销售率 2. 美国3月失业率、非农就业人口

资料来源: Wind, 金十数据, 中国银河证券研究院

分析师承诺及简介

本人承诺以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告的具体推荐或观点直接或间接相关。

章俊 中国银河证券首席经济学家。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其客户提供。银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险、应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资咨询建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。银河证券认为本报告资料来源是可靠的，所载内容及观点客观公正，但不担保其准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

本报告版权归银河证券所有并保留最终解释权。

评级标准

评级标准	评级	说明
评级标准为报告发布日后的6到12个月行业指数（或公司股价）相对市场表现，其中： A 股市场以沪深300指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准，北交所市场以北证50指数为基准，香港市场以摩根士丹利中国指数为基准。	行业评级	推荐： 相对基准指数涨幅 10%以上 中性： 相对基准指数涨幅在-5%~10%之间 回避： 相对基准指数跌幅 5%以上
	公司评级	推荐： 相对基准指数涨幅 20%以上 谨慎推荐： 相对基准指数涨幅在 5%~20%之间 中性： 相对基准指数涨幅在-5%~5%之间 回避： 相对基准指数跌幅 5%以上

联系

中国银河证券股份有限公司 研究院

深圳市福田区金田路 3088 号中洲大厦 20 层

上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 31 层

北京市丰台区西营街 8 号院 1 号楼青海金融大厦

公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

深广地区：程曦 0755-83471683 chengxi_yj@chinastock.com.cn

苏一耘 0755-83479312 suyiyun_yj@chinastock.com.cn

上海地区：陆韵如 021-60387901 luyunru_yj@chinastock.com.cn

李洋洋 021-20252671 liyangyang_yj@chinastock.com.cn

北京地区：田薇 010-80927721 tianwei@chinastock.com.cn

唐嫚玲 010-80927722 tangmanling_bj@chinastock.com.cn