



QE 缩减落地——SPDBI 全球央行观察

- 美联储：**在 11 月的美联储 FOMC 会议上，美联储如期正式宣布 QE 缩减，市场所关注的 QE 缩减靴子最终落地。美联储决定从 11 月开始，每月削减购买 100 亿美元美国国债，50 亿美元的 MBS，如果按照这个节奏，预计 2022 年年中就可以结束 QE 缩减的进程。市场的关注点正在从 QE 缩减转移至加息。我们对于美联储的加息时点晚于市场预测，我们认为美联储的首次加息大概率发生在 2023 年，最早的情况美联储在 2022 年四季度进行加息。
- 中国人民银行：**11 月的政策取向依然是边际宽松、结构性宽松为主基调，背后的原因在于：地产市场压力较大，边际宽松降低风险，另外，伴随着地方政府专项债发行提速（财政部表示 2021 年新增的专项债额度要尽量在 11 月月底前发完），货币端边际宽松配合财政政策落地实施。我们认为，人民银行的货币政策表态、美国 QE 缩减正式开启，再结合人民银行近期大量使用公开市场工具来进行微调，整体来看四季度降准的概率不大，预计仍将是结构性宽松为主。
- 欧洲央行：**虽然 PEPP（紧急抗疫购买计划）正在逐步放缓，但欧央行原本的 APP（资产购买计划）仍将继续，距离加息更是遥遥无期，目前利率市场所隐含的利率预期显示，欧央行最早于 2023 年加息，但考虑到欧元区内在复苏动能较美国偏弱，且全球的通胀预期可能在明年有所回落，因此我们认为市场隐含的 2023 年欧央行的加息预期很可能过早。欧央行的加息时点很可能会大幅滞后于美联储。
- 其他央行：**全球多数央行已开启货币正常化的进程。澳洲央行已缩减 QE，加拿大央行逐步结束 QE，新西兰央行已停止 QE 并已加息一次，韩国央行已加息一次，挪威央行已加息一次并预计 12 月再度加息。在美联储开启 QE 缩减以及加息预期的提前、疫情逐步消散和通胀压力的共同推动下，各国央行正在逐步回归货币政策正常化。

2021 年 11 月刊

蔡瑞, CFA

策略分析师

carl_cai@spdbi.com
(852) 2808 6437

王彦臣, PhD

宏观分析师

yannson_wang@spdbi.com
(852) 2808 6440

林琰

研究部主管

sharon_lam@spdbi.com
(852) 2808 6438

2021 年 11 月 22 日

相关报告：

[全球大宗商品：CAPEX 结构之变——供应端多维研究系列报告（二）](#)（2021-10-29）

[《海外流动性进一步边际收紧——SPDBI 全球央行观察》](#)（2021-10-19）

[《全球大宗商品：来自 CAPEX 的复仇——供应端多维研究系列报告（一）》](#)（2021-10-19）

[《全球股市资金流动能有筑顶迹象，建议投资人继续保持谨慎》](#)（2021-9-20）

[《欧美央行即将缩减 QE，韩国加息——SPDBI 全球央行观察（2021 年 9 月刊）》](#)（2021-9-16）

目录

全球总览：QE 缩减、加息进行时	3
美联储：QE 缩减靴子落地，市场关注重心逐步切换至加息	6
点评	6
动态追踪	8
中国人民银行：货币政策边际宽松，仍是结构性宽松为主	13
点评	13
动态追踪	14
欧洲央行：加息尚远	19
点评	19
动态追踪	20
其他央行：缩减和加息进行时	24
点评	24
动态追踪	25

QE 缩减落地

——SPDBI 全球央行观察

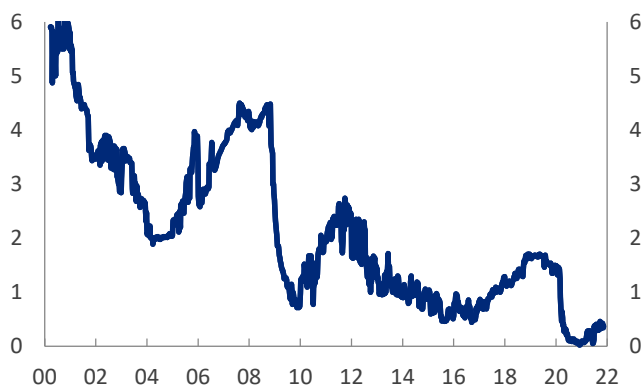
在 1986 年至 2006 年，格林斯潘担任美联储主席期间，每当股市下跌超过约 20% 时，美联储就会降低利率水平。市场认为，美联储有意呵护资产价格，将其视为避免更大损失的“看跌期权”，称为“格林斯潘看跌期权”。如今全球各国央行依然对于资本市场都有意无意地精心保护，我们可将其视为“全球央行看跌期权”。全球央行的货币政策对于宏观经济、股票、债券、商品、外汇市场依然扮演着极其重要的角色，各国央行政策的重要性对于各资产类别的投资人，如何强调都不为过。因此我们非常有必要密切追踪全球央行的货币政策动向，自上而下地寻找 Alpha 以及 beta 的投资机会。本报告为月度报告，将定期为投资者呈现全球央行最新动态及分析。

全球总览：QE 缩减、加息进行时

2021 年 10 月：

- **1 家央行降息，16 家央行加息：**初步统计，土耳其央行降息（9 月，丹麦和土耳其央行进行降息）；有 16 家（罗马尼亚、摩尔多瓦、乌拉圭、新西兰、冰岛、波兰、秘鲁、智利、匈牙利、巴拉圭、俄罗斯、塔吉克斯坦、哈萨克斯坦、巴西、阿塞拜疆、哥伦比亚）央行进行加息（9 月，有 16 家央行加息）。
- **10 月全球资本市场分化：**10 月全球股市整体分化，MSCI 发达国家指数和新兴市场指数分别上涨 5.6% 和 0.9%；10 月，美国、欧元区、英国、日本的国债收益率出现小幅回升；在岸与离岸美元的流动性稳定，海外央行美元互换需求维持在 3.3 亿美元水平。
- **10 月全球央行扩表速度放缓：**最大的驱动力来自美联储，推出无限量 QE 后，资产负债表规模剧增，扩表速度远超金融危机时期。截至 11 月 9 日，美联储资产负债表总规模较 9 月略有上涨，达 8.66 万亿美元。

图表 1: 全球 3 月期利率中位数 (%)



资料来源: FactSet, 浦银国际

图表 2: 全球 10 年期国债收益率中位数 (%)



资料来源: FactSet, 浦银国际

图表 3: 全球各国 M2 增速中位数 (%)



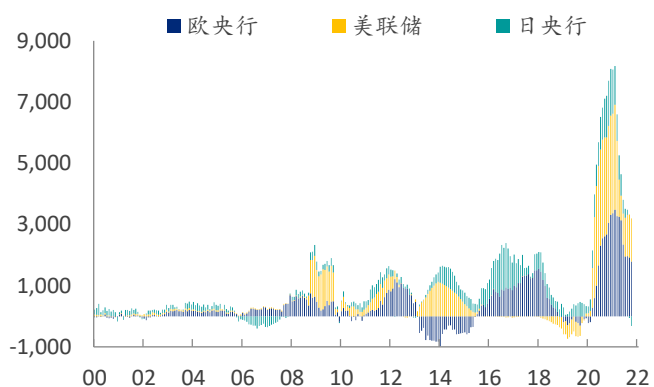
资料来源: Macrobond, 浦银国际

图表 4: 全球各国 M1 增速中位数 (%)



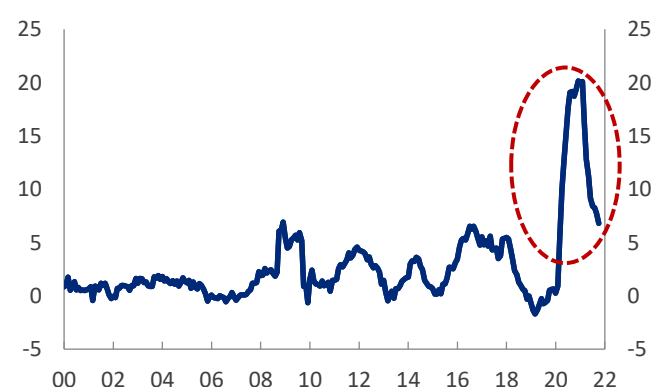
资料来源: Macrobond, 浦银国际

图表 5: 全球央行资产年度增量 (十亿美元)



资料来源: FactSet, 浦银国际

图表 6: 美欧日央行总资产年度增量占年化 GDP 的比例 (%)



资料来源: FactSet, 浦银国际

图表 7: 全球负利率债券市值 (万亿美元)



资料来源: Bloomberg, 浦银国际

图表 8: 全球主权债收益率 (%)



资料来源: FactSet, 浦银国际

美联储：QE 缩减靴子落地，市场关注 重心逐步切换至加息



● 点评

10月，美债短端利率（3月期）在0.05%的水平小幅波动；长端利率继续回升，10年期美债收益率从9月末的1.53%升至11月15日的1.62%。截至11月15日，高收益债收益率上升13.1bps至4.81%的水平，投资级债收益率上升18.1bps至2.35%的水平。美元指数继续回升，11月15日回到95.41的水平。

在11月的美联储FOMC会议上，美联储如期正式宣布QE缩减，让市场所关注的QE缩减靴子最终落地。

FOMC会议主要内容包括：

- 正式宣布QE缩减。美联储决定从11月开始，每月削减购买100亿美元美国国债，50亿美元的MBS，这与先前的美联储FOMC会议纪要所提及的节奏完全一致，**如果按照这个节奏，预计2022年年中就可以结束QE缩减的进程。**
- 继续强调“通胀是暂时的”，承认通胀上行，但口径依然强调通胀是暂时的。（Inflation is elevated, largely reflecting factors that are expected to be transitory）。

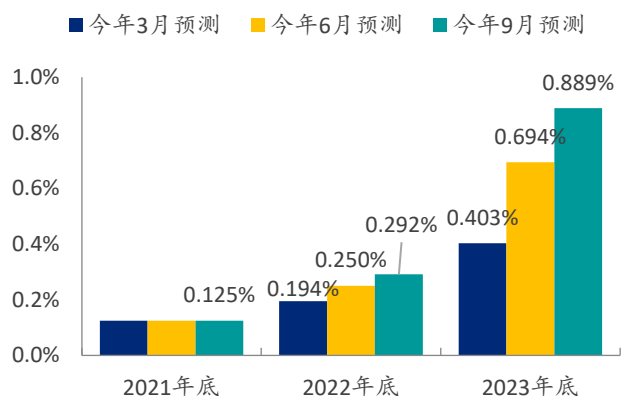
美联储的货币政策正常化路径通常为：QE缩减—维持利率不变—加息—缩表。因此市场的重心开始自QE缩减切换至首次加息的时点。

根据9月的FOMC点阵图，虽然美联储官员对于2022年底的利率预期中位数上移，但尚不足以构成一次加息，加息大概率发生在2023年。

参考金融危机后的经验，2014年10月美联储结束QE缩减直至2015年年底美联储首次加息中间间隔约14个月。如果美联储在2022年年中结束QE，14个月应为2023年的三季度。

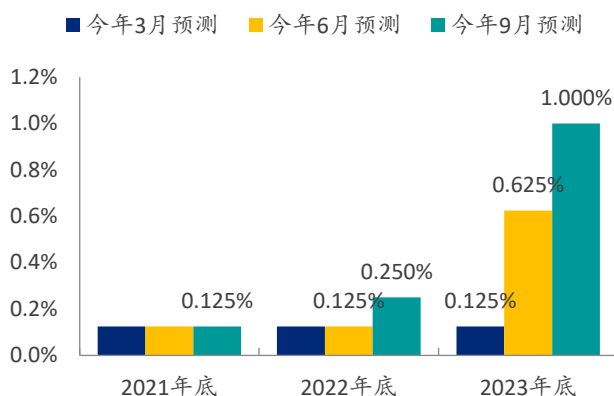
但随着美国通胀的不断走高，市场对于加息都较为鹰派。根据CME的联邦基金利率期货数据所隐含的加息概率，美联储在2022年6月加息的概率已高于50%，在2022年9月的加息概率已经超过80%。市场显然已经priced-in非常快的加息节奏。

图表 9: 美联储点阵图利率预测均值变化趋势



资料来源: 美联储, 浦银国际

图表 10: 美联储点阵图利率预测中位数变化趋势



资料来源: 美联储, 浦银国际

我们认为:

- 美联储的加息节奏很大程度上取决于通胀走势。就业的持续改善较为确定, 目前分歧最大的就在于通胀的可持续性, 因此通胀的走势很可能将直接决定美联储的加息节奏。
- 市场的加息预期过于鹰派。市场的预期几乎 priced-in 了美联储在结束 QE 后立即开展加息, 几乎没有缓冲期 (2014-2015 年的缓冲期为 14 个月)。美国通胀可能在短期仍然有较强动能, 但伴随着供应端改善和下半年基数效应, 高通胀水平很难维持至 2022 年下半年, 如果通胀回落, 美联储的加息必要性将明显下降。我们对于美联储的加息时点晚于市场预测, 我们认为美联储的首次加息大概率发生在 2023 年, 最早的情况美联储在 2022 年四季度进行加息。

图表 11: 美国利率期货所隐含的美联储加息概率

会议日期	降息	维持	加息
2021/12/15	0.00%	100.00%	0.00%
2022/1/26	0.00%	97.63%	2.37%
2022/3/16	0.00%	86.78%	13.22%
2022/5/4	0.00%	72.09%	27.91%
2022/6/15	0.00%	44.02%	55.98%
2022/7/27	0.00%	32.46%	67.54%
2022/9/21	0.00%	17.53%	82.47%
2022/11/2	0.00%	13.17%	86.83%
2022/12/14	0.00%	5.33%	94.67%
2023/2/1	0.00%	4.15%	95.85%

资料来源: 彭博、浦银国际

• 展望未来:

市场的关注点正在从 QE 缩减转移至加息。我们对于美联储的加息时点晚于市场预测, 我们认为美联储的首次加息大概率发生在 2023 年, 最早的情况美联储在 2022 年四季度进行加息。

● 动态追踪

美联储理事（中间派）称，如果通胀持续高企，美联储可能提前加息。10月19日，沃勒（Christopher Waller）在[演讲](#)中称，如果通胀继续以当前的速度上升，美联储明年可能采取政策回应。她表示，如果2022年通胀率继续保持在5%的水平，美联储可能会推进加息，这可能意味着2022年将不止加息一次。

里士满联储主席（有投票权，偏鹰）称，劳动力短缺可能会持续到新冠疫情之后。10月19日，巴尔金（Thomas Barkin）在[采访](#)中称，除非美国推出更好的教育、卫生和儿童保育政策以增加劳动力人数，否则劳动力短缺可能会持续到新冠疫情之后，并影响经济增速。

美联储理事（中间派）称，关注点从就业改善转向通胀能否回落。10月20日，夸尔斯（Randal Quarles）在[演讲](#)中称，随着供应恢复，高企的通胀将会缓解，但是2022年的通胀仍然存在上行风险，因此关注点将从劳动力市场的改善转移到通胀是否能回落到目标水平。他表示，如果明年春季通胀率仍维持在4%，美联储可能重新评估加息速度。

美联储：部分地区的经济增速开始放缓。10月20日，美联储发布[褐皮书](#)称，受供应链中断、劳动力短缺和新冠变种病毒的影响，部分地区的经济增长有所放缓；多数地区的价格出现显著上涨，公司表示可以通过提高售价的方式将成本上涨转嫁给消费者。

克利夫兰联储主席（无投票权，中间派）称，短期内不会加息。10月20日，梅斯特（Loretta Mester）在[采访](#)中称，美联储应该很快会开始缩减QE，但短期内不太可能加息。

费城联储主席（无投票权，偏鹰）称，美联储至少在一年内不会加息。10月20日，哈克尔（Patrick Harker）在[采访](#)中称，美联储很快会开始缩减QE，但至少在一周内不会加息。

亚特兰大联储主席（有投票权，偏鹰）称，预计在2022年Q3末或者Q4初开始加息。10月22日，博斯蒂克（Raphael Bostic）在[演讲](#)中称，由于供应链中断和劳动力市场受限，叠加消费需求强劲，2022年通胀率可能继续维持较高水平。他表示，预计在2022年Q3末或者Q4初实现充分就业时，美联储可以开始加息。

美联储主席强调，缩减和加息的时间表没有关联。11月3日，鲍威尔（Jerome Powell）在[FOMC 记者会](#)表示，缩减时间表将是灵活的，尽管经济学家表示，将每月的缩减额度提高到150亿美元以上将是困难的。他还表示，在实现充分就业之前，仍有很长的路要走。



美联储正式宣布缩减 QE。11月3日，美联储发布11月FOMC会议决定，本月开始缩减100亿美国国债和50亿MBS的购买量。声明称，自去年12月以来，美联储在实现目标方面取得了重大进展；通胀有所上升，但声明仍强调这是由暂时因素所导致。（SPDBI注：按照当前的缩减速度，2022年6月底将完成缩减。）



彭博社：关注美联储加息措辞与市场预期之间的脱节。11月3日，[CNBC](#)报道称市场预计，美联储将在2022年7月前加息一次，2022年共加息两次；2023年加息三次。不过，[彭博社](#)援引经济学家的观点表示，市场对加息前景的预测是错误的，他们预计，美联储启动加息时间将晚于市场预期，最终加息幅度将超过市场预期。






华尔街日报：美联储主席可能获得下一个任期。11月4日，[华尔街日报](#)报道称，知情人士透露，鲍威尔（Jerome Powell）周四到访白宫，可能预示总统拜登（Joe Biden）将在本月重新提名鲍威尔。文章指出，如果鲍威尔连任主席，另一名热门候选人（布雷纳德，Lael Brainard，偏鸽）仍有望获得副主席职位。

彭博社：美联储主席提名或有变数。11月9日，[彭博社](#)报道称，美联储理事布雷纳德（Lael Brainard，偏鸽）上周到访白宫时，接受了出任美联储主席一职的面试。

芝加哥联储主席（有投票权，偏鸽）称，2023年之前不会加息。11月9日，埃文斯（Charles Evans）在[采访](#)中称，尽管对通胀居高不下表示担忧，但仍认为美联储在2023年之前不会加息。他表示，通胀将在2022年继续回升，因为大部分价格上涨是由供应短缺驱动的。

圣路易斯联储主席（无投票权，偏鹰）称，2022年将加息两次。11月10日，布拉德（James Bullard）在[采访](#)中称，预计在2022年年中结束缩减QE后，美联储将在2022年加息两次，如果必要的话，美联储可以加快缩减QE的时间表，在2022年Q1就结束缩减。

图表 12: 2021 年 10 月美联储官员重要观点一览表

人名	职务	FOMC 投票权	货币政策倾向	经济前景	政策工具	财政支持	通胀
鲍威尔 Jerome Powell	美联储主席	◎			缩减和加息的时间表没有关联		
埃文斯 Charles Evans	芝加哥联储主席	◎			2023 年之前不会加息		通胀将在 2022 年继续回升
梅斯特 Loretta Mester	克利夫兰联储主席		中间派		短期内不会加息		
夸尔斯 Randal Quarles	美联储理事	◎	中间派		如果明年通胀率维持 4%，可能重新评估加息速度		关注点从就业改善转向通胀能否回落
沃勒 Christopher Waller	美联储理事	◎	中间派		如果明年通胀率保持 5%，美联储可能会推进加息		
巴尔金 Thomas Barkin	里士满联储主席	◎		劳动力短缺可能会持续到新冠疫情之后			
博斯蒂克 Raphael Bostic	亚特兰大联储主席	◎			预计在 2022 年 Q3 末或者 Q4 初开始加息		2022 年通胀率可能继续维持较高水平
哈克尔 Patrick Harker	费城联储主席				美联储至少在一年内不会加息		
布拉德 James Bullard	圣路易斯联储主席				2022 年将加息两次		

注：◎=有投票权  =偏鸽  =偏鹰

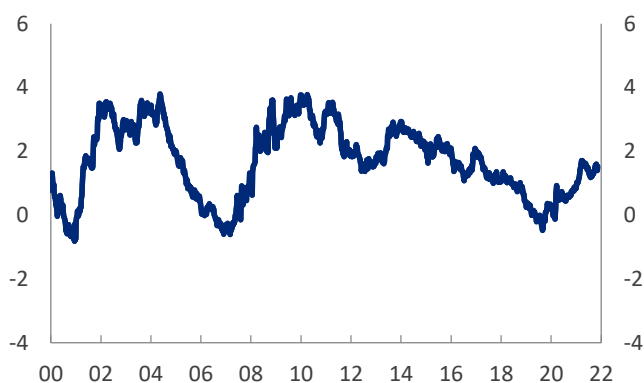
资料来源：浦银国际

图表 13: 美国国债收益率 (%)



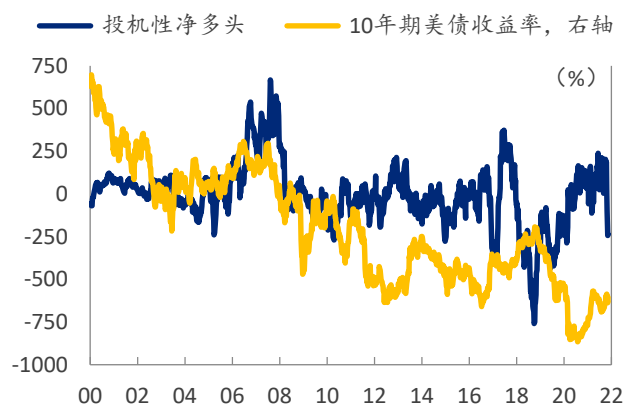
资料来源: FactSet, 浦银国际

图表 14: 美国国债收益率曲线 (10年-3月期)



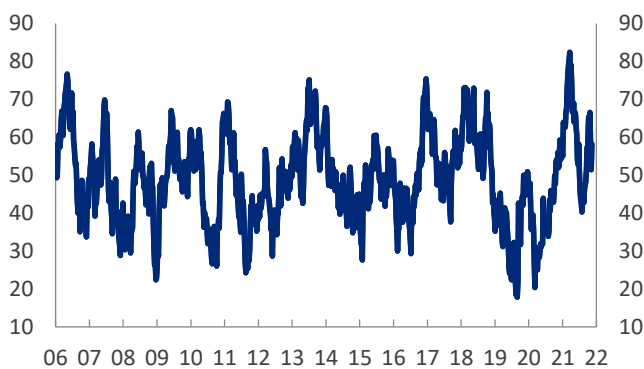
资料来源: FactSet, 浦银国际

图表 15: 10年期美债投机性净多头



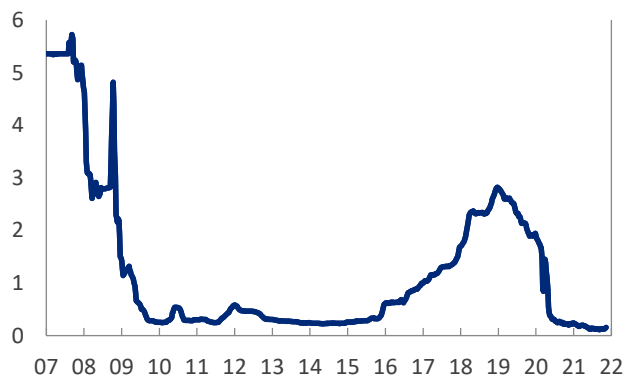
资料来源: FactSet, 浦银国际

图表 16: 10年期美债收益率 14天 RSI



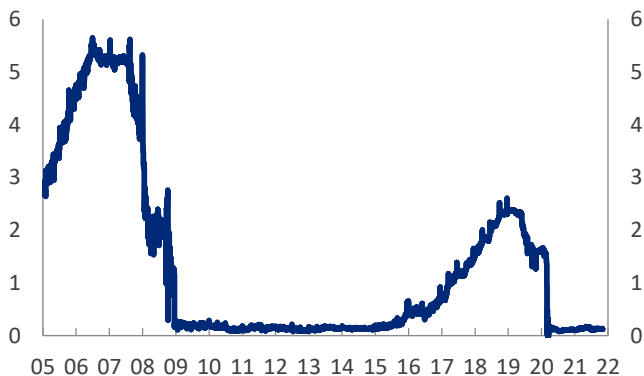
资料来源: FactSet, 浦银国际

图表 17: 美元 3 月期 LIBOR (%)



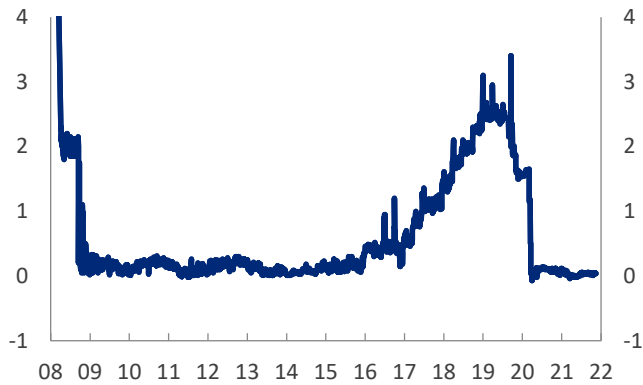
资料来源: FactSet, 浦银国际

图表 18: 3 月期美债隐含收益率 (%)



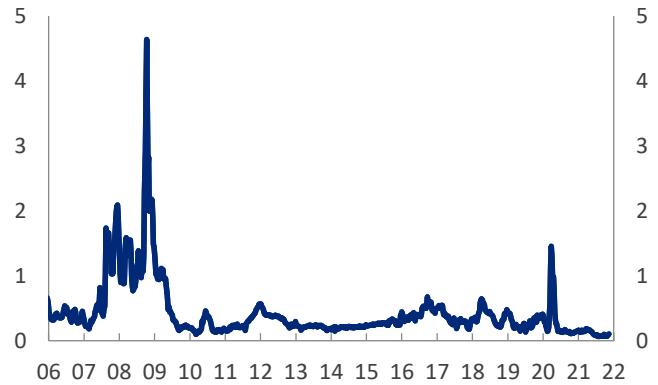
资料来源: Bloomberg, 浦银国际

图表 19: 美国隔夜回购利率 (%)



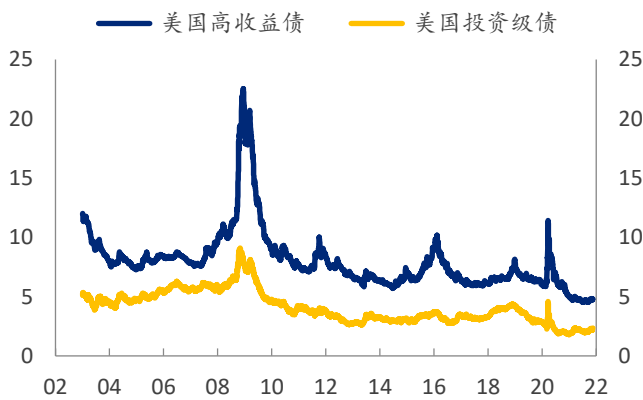
资料来源: FactSet, 浦银国际

图表 20: 泰德利差 (%)



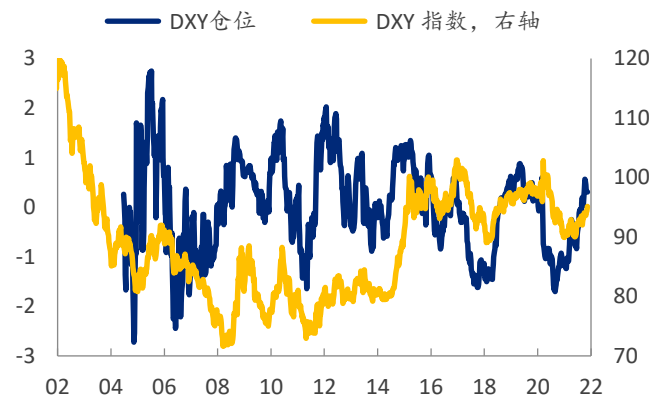
资料来源: FactSet, 浦银国际

图表 21: 美国公司债收益率 (%)



资料来源: FactSet, 浦银国际

图表 22: 美元指数 DXY 投机性仓位



资料来源: FactSet, 浦银国际

中国人民银行：货币政策边际宽松，仍是结构性宽松为主



● 点评

截至 11 月 15 日，短端利率（3 月期国债）回升 22.2bps 至 2.17% 的水平，长端利率（10 年期国债）由 2.89% 回升至 2.94%。中国央行 10 月续作 5,000 亿元中期借贷便利操作（MLF），当月 MLF 到期 5,000 亿元，净投放为零；通过公开市场逆回购，10 月净投放资金 1,600 亿元。

11 月的政策取向依然是边际宽松、结构性宽松为主基调，背后的原因在于：地产市场压力较大，边际宽松降低风险，另外，伴随着地方政府专项债发行提速（财政部表示 2021 年新增的专项债额度要尽量在 11 月月底前发完），货币端边际宽松配合财政政策落地实施。

货币政策仍将保持边际宽松。10 月，中国央行在货币政策方面没有新的表述，仍然延续此前货币政策委员会三季度例会关于“搞好跨周期政策设计，统筹做好今明两年宏观政策衔接”的口径。11 月 15 日，央行开展 1 万亿元的 MLF 操作（含对 11 月 16 日和 30 日两次 MLF 到期的续做和 100 亿元逆回购操作），**MLF 的续作规模创 MLF 工具设立以来的单日投放量新高**，中国央行通过公开市场操作和结构性宽松，保持流动性的合理宽松，侧面证明四季度再次降准的概率不大。

结构性宽松作用显现，房贷需求得到针对性呵护。正如在 [《SPDBI 全球央行观察（2021 年 10 月刊）》](#) 中所述，中国央行将采取结构性宽松的方式，对刚需房贷进行针对性呵护。10 月，新增居民中长期贷款 4,221 亿元，同比多增 162 亿元，银行的房贷投放有所增加。

● 展望未来：

我们认为，央行的货币政策表态、美国 QE 缩减正式开启，再结合央行近期大量使用公开市场工具来进行微调，整体来看，四季度降准的概率不大，预计仍将是结构性宽松为主。

● 动态追踪



中国央行行长表示，恒大事件对金融行业的外溢性可控。10月20日，易纲在[G30国际银行业研讨会](#)表示，恒大风险是个案风险，可以遏制恒大事件给中国经济和金融体系的风险。他预计，PPI将保持高位并在今年年底开始放缓，全年GDP增速在8%左右。

中国央行党委书记称，维护公平竞争的金融市场秩序。10月20日，郭树清在[采访](#)中称，开展金融领域反垄断和反不正当竞争整治，坚持“坚决打破垄断，严格依法监管，坚持稳中求进，促进健康发展”的原则，坚持金融业务必须持牌经营，对违法违规金融活动“零容忍”，坚决制止监管套利。

中国央行行长：充分发挥金融功能，提升经济发展效率和韧性。10月20日，易纲在[金融街论坛](#)表示，去年推出1.8万亿元支持市场主体的货币信贷政策，今年9月份又增加了3,000亿元的再贷款资金，都是支持中小微企业发展的政策措施。他表示，要将金融功能和市场机制相结合，不断增强市场韧性，同时提高市场配置资源的效率。

中国央行党委书记称，不搞“一刀切”和“运动式”减碳。10月20日，郭树清在[金融街论坛](#)表示，中国去年煤炭占能源消费的比重高达56.8%，2030年前碳达峰意味着未来一段时期化石能源消费仍将保持刚性增长，要不断提高能源效率，稳步降低单位GDP能耗。

中国央行副行长称，积极构建绿色金融框架、践行绿色复苏。10月20日，陈雨露在[金融街论坛](#)表示，中国当前的绿色贷款余额接近14万亿元，绿色债券存量规模接近1万亿元，居世界前列；2020年，中国单位GDP能耗持续下降，清洁能源消费量占比较2019年提高1个百分点。

中国外汇管理局局长称，中国外汇市场受本轮美联储政策转向的影响可控。10月20日，潘功胜在[金融街论坛](#)表示，当前中国经济处于更好的周期位置，人民币汇率弹性也有所增强，当前的资本流入稳定性较高，因此美联储政策转向对中国外汇市场的影响可控，人民币汇率将保持稳定。

中国央行副行长称，加快推进金融机构数字化转型。10月20日，范一飞在[金融街论坛](#)表示，在金融科技发展方向上，要健全金融科技治理体系、激活数字化经营新动能、加快金融服务智慧再造、深化监管科技多维应用、构建开放创新产业生态。

中国央行行长称，继续完善系统重要性金融机构监管的政策框架。10月21日，易纲在[演讲](#)中称，近期公布的19家系统重要性银行，资产合计占银行业总资产的60%，覆盖面总体合适、附加监管指标要求总体适当。他表示，将统筹实施货币政策和宏观审慎政策，继续坚持金融分业经营的基本格局。

中国证券报：逆回购频繁放量，年内降准预期下降。10月26日，[中国证券报](#)指出，中国央行加大逆回购投放资金力度，应对季度税收缴款和地方债发行“双高峰”，一定程度上降低了年内降准的可能性。

中国央行发布《全球系统重要性银行总损失吸收能力管理办法》。10月29日，中国央行发布[文件](#)表示，建立总损失吸收能力监管体系、明确总损失吸收能力定义、确定监管范围和监管主体，并要求系统重要性银行的风险加权比率和杠杆比率在2025年初分别达到16%、6%，2028年初分别达到18%、6.75%。

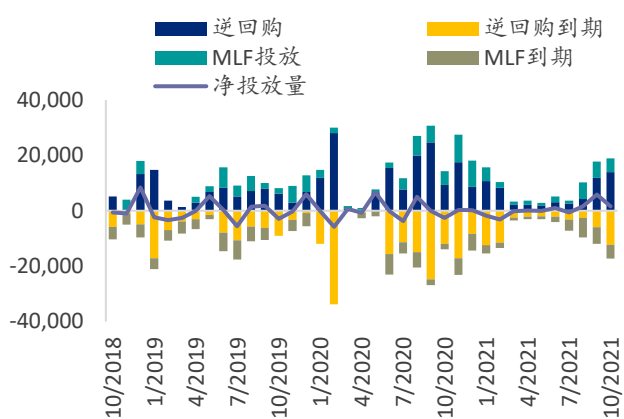
中欧发布《可持续金融共同分类目录》。11月4日，中国央行和欧盟委员会共同[发布](#)《共同分类目录》，列明中欧绿色与可持续金融目录所共同认可的、对减缓气候变化有显著贡献的经济活动清单，其中覆盖能源、制造、建筑、交通、固废和林业六大领域。

中国央行行长：央行在碳中和过程中可以发挥积极作用。11月5日，易纲在[COP26 金融日](#)表示，中国央行将开展对金融机构的气候风险压力测试，并设计碳减排支持工具，在实现碳中和过程中发挥积极作用。

中国央行推出碳减排支持工具。11月8日，中国央行发布[声明](#)称，引导金融机构提供碳减排贷款，并通过“先贷后借”的直达机制，对金融机构发放的碳减排贷款，按贷款本金的60%提供利率为1.75%的资金支持。

中国央行行长：数字人民币以满足国内零售需求为主。11月9日，易纲在[演讲](#)中称，央行数字货币（CBDC）的使用和推广应遵循市场化的原则，鉴于跨境使用的复杂性，数字人民币当前以满足国内零售需求为主。

图表 23: 中国央行公开市场操作与到期 (亿元)



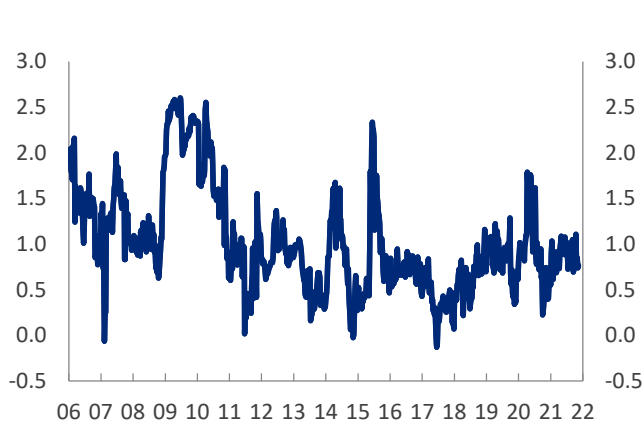
资料来源: CEIC, 浦银国际

图表 24: 中国国债收益率 (%)



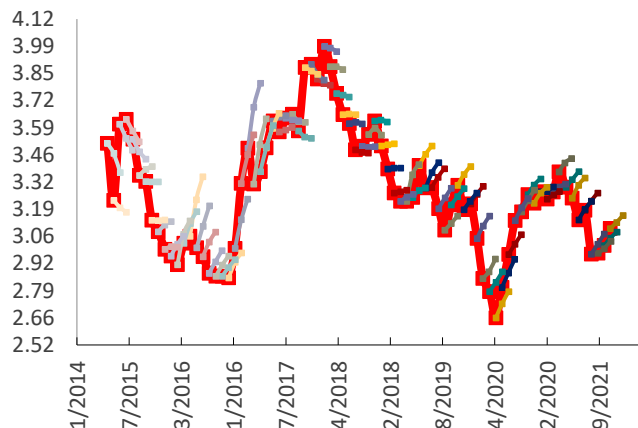
资料来源: FactSet, 浦银国际

图表 25: 中国国债收益率曲线 (10年-3月期)



资料来源: FactSet, 浦银国际

图表 26: 中国 10 年期国债远期 (%)



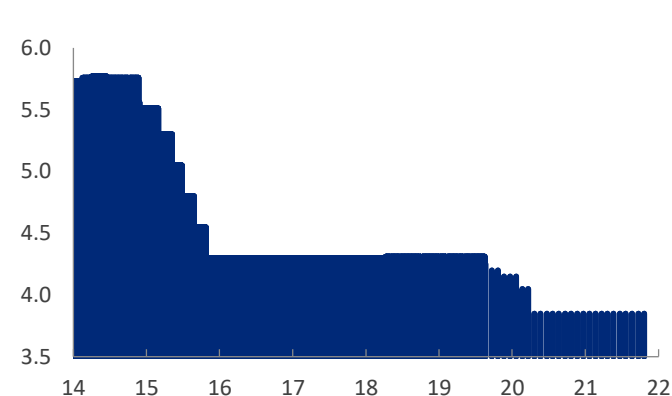
资料来源: Bloomberg, 浦银国际

图表 27: AAA 级同业存单到期收益率 (%)



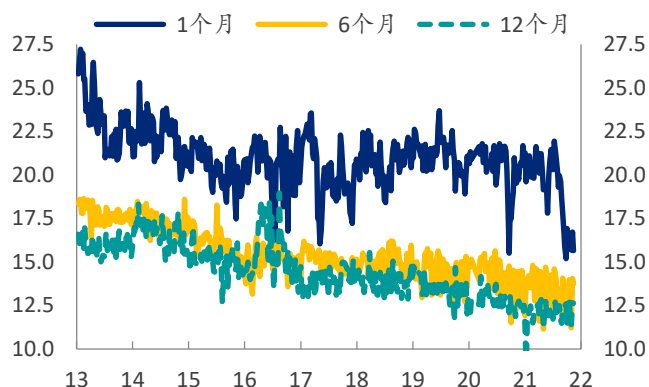
资料来源: CEIC, 浦银国际

图表 28: 1 年期 LPR 利率 (%)



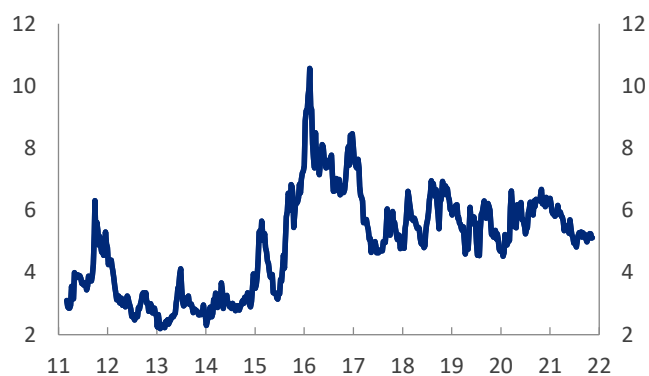
资料来源: Wind, 浦银国际

图表 29: 温州民间融资综合利率 (%)



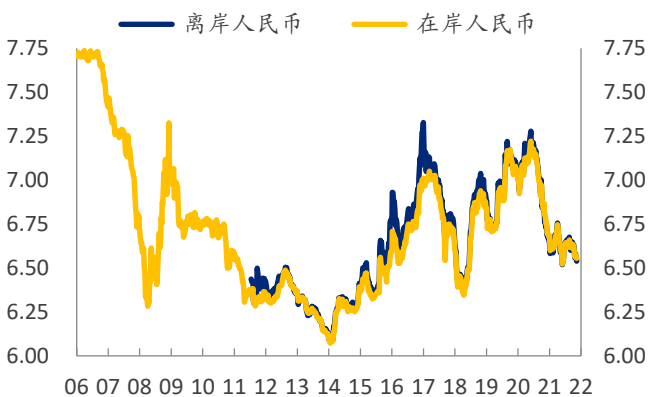
资料来源: Wind, 浦银国际

图表 31: 1 年期人民币隐含波动率 (%)



资料来源: Bloomberg, 浦银国际

图表 33: 人民币一年期远期汇率



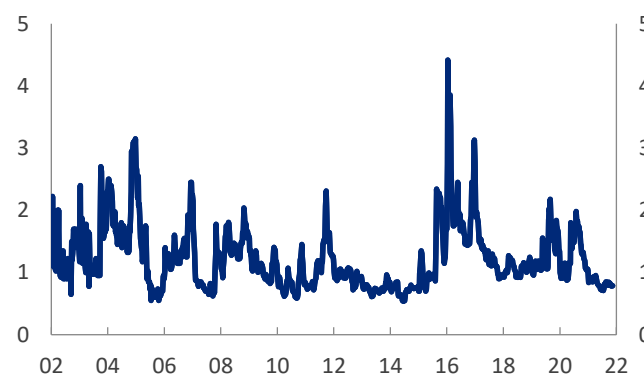
资料来源: FactSet, 浦银国际

图表 30: 中美国债利差



资料来源: FactSet, 浦银国际

图表 32: 1 年期港币隐含波动率 (%)



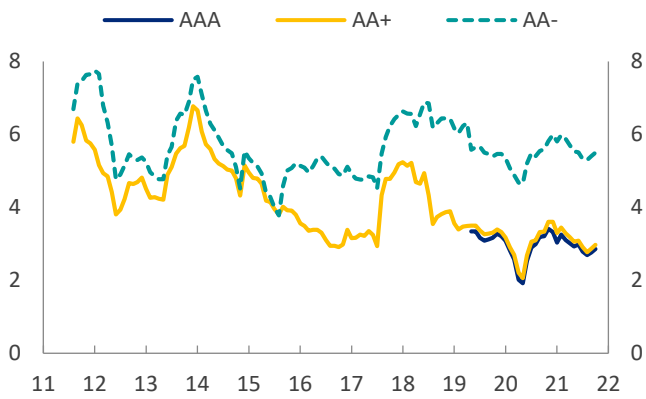
资料来源: Bloomberg, 浦银国际

图表 34: 港币一年期远期汇率



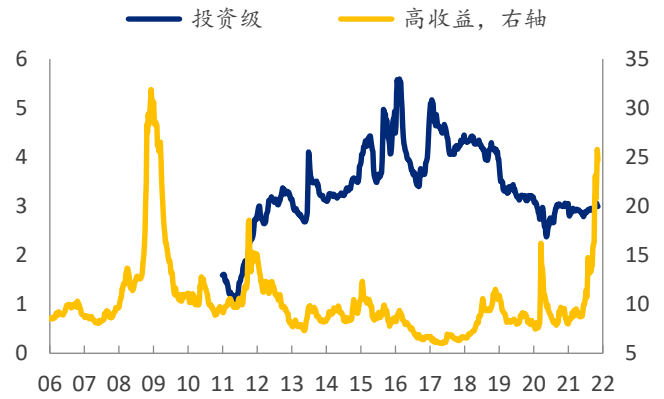
资料来源: FactSet, 浦银国际

图表 35: 中国 1 年期公司债收益率 (%)



资料来源: Wind, 浦银国际

图表 36: 中资美元债收益率 (%)



资料来源: FactSet, 浦银国际



EUROPEAN CENTRAL BANK

EUROSYSTEM

欧洲央行：加息尚远

● 点评

9月，欧元区短端利率（3月期德债）下降6.5bps至-0.73%的水平，长端利率（10年期德债）回升25.6bps至10月18日的-0.17%，收益率曲线从7月末的0.24%升至10月18日的0.56%。截至10月18日，欧元区AAA投资级债收益率由8月末的-0.01%回升至0.15%水平，欧元区高收益债券（CCC及以下）收益率由8月末的7.23%升至7.70%。

随着美联储的加息成为市场的关注焦点，欧央行的加息讨论也随之升温。尽管一些鹰派成员坚持表示应该在通胀飙升后尽快采取紧缩措施，但欧央行整体仍然维持足够定力。欧央行行长拉加德呼吁欧央行保持耐心，重申欧央行不能急于过早收紧货币政策，其再度强调“通胀暂时论”。

持有“通胀暂时论”的欧央行鸽派主要观点集中于：

- 基数效应令今年通胀过高，结构性因素将在中期消散；
- 设备等因素短缺催生的供应端短缺导致结构性通胀；
- 德国降低增值税结构性推升了通胀；
- 工资增长乏力（2021年二季度欧元区薪资同比增速自2011年以来首次出现负增长）令通胀缺乏可持续性的基础；

● 展望未来：

虽然PEPP（紧急抗疫购买计划）正在逐步放缓，但欧央行原本的APP（资产购买计划）仍将继续，距离加息更是遥遥无期，目前利率市场所隐含的利率预期显示，欧央行最早于2023年加息，但考虑到欧元区内在复苏动能较美国偏弱，且全球的通胀预期可能在明年有所回落，因此我们认为市场隐含的2023年欧央行的加息预期很可能过早。欧央行的加息时点很可能会大幅滞后于美联储。

● 动态追踪

欧央行行长称，将继续保持宽松的政策立场。10月16日，拉加德（Christine Lagarde）在[采访](#)中称，通胀很可能是暂时性的，欧央行正在密切关注工资谈判和其他潜在的第二轮影响，这些因素可能会继续推高价格。她表示，欧央行将继续保持宽松的政策立场，以便将中期通胀稳定在2%。

意大利央行行长（偏鸽）称，通胀是暂时性的。10月18日，维斯科（Ignazio Visco）在[采访](#)中称，通胀是暂时性的，建议欧央行使用灵活的货币政策工具，包括提高国际机构发行债券的比例。

法国央行行长（偏鸽）称，欧央行没有必要在2022年加息。10月19日，维勒鲁瓦（Francois Villeroy de Galhau）在[采访](#)中淡化了对欧元区通胀的担忧。他表示，2022年年底通胀率将回到2%以下，因此欧央行没有必要在2022年加息。

芬兰央行行长（偏鸽）称，如果通胀回升持续时间过长，家庭和企业可能会提高价格预期。10月19日，雷恩（Olli Rehn）在[采访](#)中表示，欧元区通胀回升仍是暂时性的，但导致通胀回升的某些因素可能比预期中更为持久。他表示，如果通胀回升持续时间过长，家庭和企业可能会提高价格预期。

路透社：德国央行行长辞职后，欧央行保守的货币政策时代将结束。10月20日，路透社[报道](#)称，现任德国央行行长魏德曼（偏鹰，Jens Weidmann）将于今年年底辞职，提前5年结束任期，取而代之的新行长可能不会那么鹰派；此外，随着现代货币理论的根深蒂固，鹰派观点在过去十年中饱受争议。

彭博社：欧央行将加大购债力度、扩大购债范围。10月22日，彭博社[报道](#)称，欧央行将在2022年3月PEPP计划到期前加大购债力度、扩大购债范围，以增加货币政策的灵活性。此外，欧央行正在探索如何提高政府和国际机构购买欧盟债券的上限。

欧央行上调2021年通胀预期，但仍表示通胀是暂时的。10月29日，欧央行发布的2021年第四季度[专业预测机构调查（SPF）](#)表示，通胀回升可能导致短期风险，但通胀回升仍是暂时的。最新的预测显示，2021年调和消费者物价指数（HICP）为2.3%，高于Q3预测的1.9%；2022年HICP为1.9%，2023年HICP为1.7%，均高于Q3预测的1.5%；长期HICP为1.9%，高于Q3预测的1.8%。欧央行强调，许多受访者仍然预计2022年HICP将大幅下降至2%以下。



欧央行行长称，预计 2022 年不会加息。11 月 3 日，拉加德（Christine Lagarde）在[采访](#)中称，尽管欧元区通胀率回升，但中期经济前景依然黯淡，明年加息的三个条件不太可能得到满足。










欧央行理事（中间派）称，欧央行不太可能在 2022 年加息。11 月 5 日，施纳贝尔（Isabel Schnabel）在[采访](#)中称，尽管欧央行对通胀回升表示担忧，但不太可能于 2022 年加息，如果欧央行因为政治压力改变货币政策立场，央行的独立性将会受到损害。

希腊央行行长（偏鸽）称，目前应保持宽松的货币政策立场。11 月 5 日，史托纳拉斯（Yannis Stournaras）在[采访](#)中称，目前宽松的货币政策立场是适当的，因为通胀的第二轮效应还没有在欧元区显现。他预计，2023 年欧元区的通胀率将回落到 2% 以下。

爱尔兰央行行长（偏鸽）称，当前的货币政策立场是合适的。11 月 5 日，马赫卢夫（Gabriel Makhlouf）在[采访](#)中称，如果通胀压力继续上升，支持欧央行尽早采取行动，但他认为目前宽松的货币政策立场是合适的。

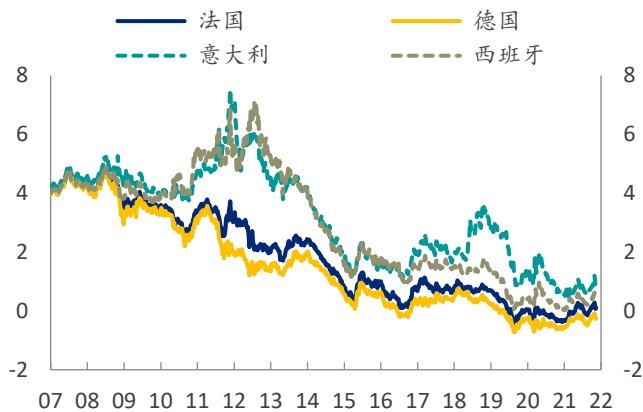
图表 37: 2021 年 10 月欧央行官员重要观点一览表

人名	职务	货币政 策倾向	经济前景	政策工具	财政支持	通胀
拉加德 Christine Lagarde	欧央行 行长			继续保持宽松的 政策立场；2022 年不会加息		
史托纳拉斯 Yannis Stournaras	希腊 央行行长			应保持宽松的货 币政策立场		2023 年欧元区 的通胀率将回落 到 2% 以下
维斯科 Ignazio Visco	意大利 央行行长			建议使用灵活的 货币政策工具		通胀是暂时性的
维勒鲁瓦 Francois Villeroy de Galhau	法国 央行行长			没有必要在 2022 年加息		2022 年年底通 胀率将回到 2% 以下
马赫卢夫 Gabriel Makhlouf	爱尔兰 央行行长			当前的货币政策 立场是合适的		
雷恩 Olli Rehn	芬兰 央行行长					通胀回升仍是暂 时性的
施纳贝尔 Isabel Schnabel	欧央行 理事	中间派		不太可能在 2022 年加息		

注:  = 偏鸽  = 偏鹰

资料来源: 浦银国际

图表 38: 欧元区 10 年期国债收益率 (%)



资料来源: FactSet, 浦银国际

图表 39: 德国国债收益率曲线 (10 年-3 月期)



资料来源: FactSet, 浦银国际

图表 40: 美德 10 年期国债利差



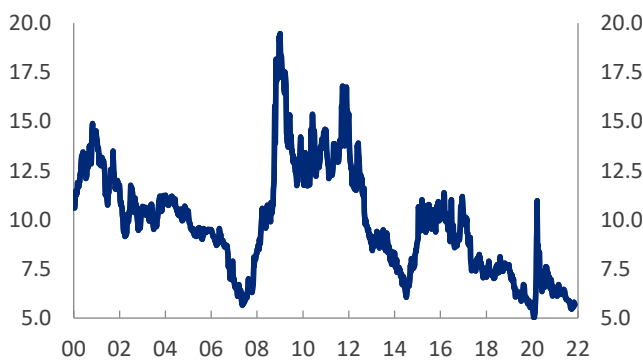
资料来源: FactSet, 浦银国际

图表 41: 欧元区 5-10 年期公司债收益率 (%)



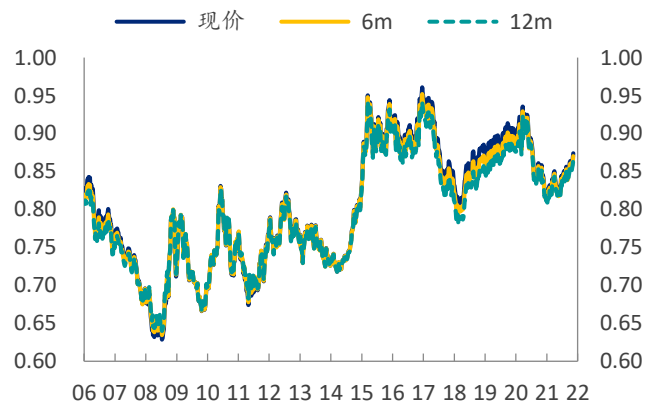
资料来源: FactSet, 浦银国际

图表 42: 1 年期欧元隐含波动率 (%)



资料来源: Bloomberg, 浦银国际

图表 43: 欧元远期汇率



资料来源: FactSet, 浦银国际

其他央行：缩减和加息进行时

● 点评

10月，新冠变种病毒扩散的影响有所降低，发达经济体新增确诊和死亡病例数有所回落，叠加通胀持续回升的压力，各国央行的货币政策延续边际收紧趋势，多数央行都**开始实施缩减QE、加息，并对加息路径做出调整**：

- **英国央行**维持利率和8,950亿英镑的购债规模不变。英国央行预计，如果就业增长达到预期，将在未来几个月内加息，以便通胀回落至2%的目标水平。
- **日本央行**维持宽松的货币政策，直到通胀稳定在2%的目标。日本央行预计，利率将维持在与目前一致或更低的水平。
- **澳洲央行**维持利率和每周40亿澳元的购债规模不变，取消2024年4月到期债券0.1%的国债收益率目标。澳洲央行表示，在实际通胀持续地保持在2-3%的目标范围之内之前，将不会加息。
- **加拿大央行**维持利率不变，并逐步结束QE。加拿大央行表示，并表示开始加息的时间由此前的2022年下半年提前至2022年中期。
- **挪威央行**维持政策利率不变，并预计12月再次加息。

● 展望未来：

目前，多数央行已开启货币正常化的进程。**澳洲央行**已缩减QE；**加拿大央行**逐步结束QE；**新西兰央行**已停止QE并已加息一次；**韩国央行**已加息一次；**挪威央行**已加息一次并预计12月再度加息。

伴随着美联储开启QE缩减以及加息预期的提前，疫情逐步消散和通胀压力的共同推动下，各国央行正在逐步回归货币政策正常化。



BANK OF ENGLAND



BANK OF JAPAN



RESERVE BANK
OF AUSTRALIA



RESERVE
BANK
OF NEW ZEALAND
TE PŪTEA MATUA



BANK OF CANADA
BANQUE DU CANADA



SVERIGES
RIKSBANK



NOREGS BANK



THE BANK OF KOREA

SNB BNS +

● 动态追踪

● 英国央行

金融时报：投资者担心英国央行过快地收紧货币政策。10月19日，金融时报[报道](#)称，投资者担心为抑制通胀，英国央行会过早收紧货币政策。文章解释称，应对通胀回升时，英国央行可能做出错误的货币政策决策，从而对之后的加息造成影响。

英国央行首席经济学家称，2022年年初通胀率可能升至5%。10月21日，皮尔（Huw Pill）在[采访](#)中称，2022年年初通胀率可能升至5%，英国央行将在11月的议息会议决定是否加息。他表示，2022年下半年通胀率将会有所下降。

英国央行：维持利率和QE不变，未来将根据就业情况决定是否加息。11月4日，英国央行发布[货币政策报告](#)称，维持0.1%的基准利率和8,950亿英镑的购债规模不变。报告称，如果就业增长达到预期，将有必要在未来几个月内加息，以便通胀回落至2%的目标水平。

● 日本央行

路透社：日本央行将下调本财年经济增速预测。10月15日，路透社[报道](#)称，亚洲多个国家的工厂停产导致供应短缺，削弱日本的生产 and 出口，日本央行将下调本财年的经济增速预测。根据此前的预测，日本央行预计，经济增速将达3.8%，核心通胀率将达0.6%。

路透社：日本央行正考虑逐步撤回政策支持。10月21日，路透社[援引](#)消息人士的话称，如果感染率继续下降，日本央行将考虑逐步撤回政策支持。不过，该讨论仍处于初步阶段，政策制定者尚未达成共识，年底之前不太可能做出决定。

日本央行：继续维持宽松的货币政策。10月28日，日本央行发布[货币政策声明](#)称，维持短期和长期利率不变，并维持宽松的货币政策，直到通胀稳定在2%的目标。声明表示，将密切关注新冠疫情的影响，必要时将采取进一步的宽松措施，预计利率将维持在与目前一致或更低的水平。

日本央行下调2021财年经济增速预测。10月28日，日本央行发布的[经济活动和价格预测](#)称，将2021财年GDP增速预测从7月份的3.8%下调至3.4%，对2022、2023财年的经济预测没有重大变化。文件称，下调GDP增速是由于出口和消费的增速放缓。



BANK OF ENGLAND



BANK OF JAPAN



RESERVE BANK
OF AUSTRALIA



RESERVE
BANK
OF NEW ZEALAND
TE PŪTEA MATUA



BANK OF CANADA
BANQUE DU CANADA



SVERIGES
RIKSBANK



NOREGS BANK



THE BANK OF KOREA

SNB BNS

日本央行行长称，不会收紧货币政策。11月4日，黑田东彦（Haruhiko Kuroda）在[采访](#)中称，尽管美联储将开始缩减QE，但鉴于日本的经济情况，将不会收紧货币政策。他表示，疫情结束后仍将控制收益率曲线，以实现2%的通胀目标。

- 澳洲央行

澳洲央行：维持利率和QE不变。11月2日，澳洲央行发布[货币政策声明](#)称，维持利率和每周40亿澳元的资产购买规模不变，取消2024年4月到期债券0.1%的国债收益率目标。声明称，在实际通胀持续地保持在2-3%的目标范围内之前，将不会加息。

- 加拿大央行

加拿大央行：最早2022年中期开始加息。10月27日，加拿大央行发布[公告](#)称，维持0.25%的政策利率不变，并表示开始加息的时间由此前的2022年下半年提前至2022年中期。公告显示，加拿大央行正在结束QE，一级市场购债金额将减少至每月10-20亿加元；二级市场购债金额将减少至每月25-35亿加元。

- 挪威央行

挪威央行：12月可能再次加息。11月3日，挪威央行发布[货币政策声明](#)称，维持0.25%的利率不变。声明称，尽管供应短缺和能源价格对经济前景造成威胁，但经济增速基本符合预期，将于12月再次加息。



图表 44: 日本 10 年期国债收益率 (%)



资料来源: FactSet, 浦银国际

图表 45: 美日 10 年期国债利差



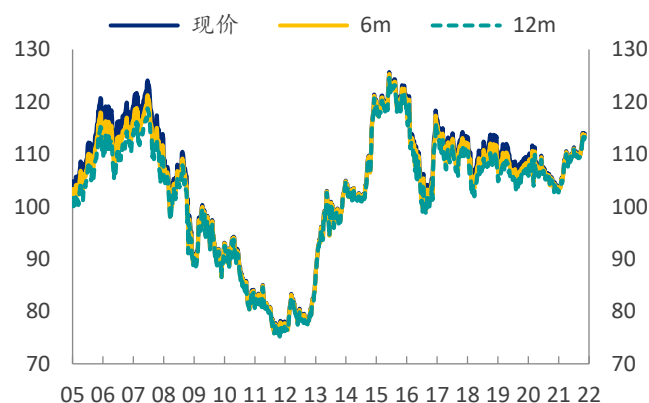
资料来源: FactSet, 浦银国际

图表 46: 1 年期日元隐含波动率 (%)



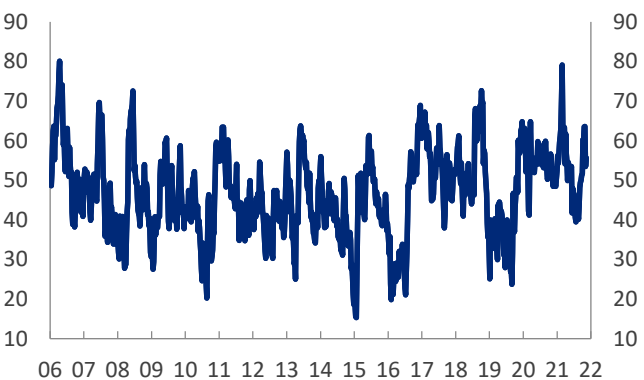
资料来源: Bloomberg, 浦银国际

图表 47: 日元远期汇率



资料来源: FactSet, 浦银国际

图表 48: 10 年期日债收益率 14 天 RSI



资料来源: FactSet, 浦银国际

免责声明

本报告之收取者透过接受本报告(包括任何有关的附件),表示及保证其根据下述的条件下有权获得本报告,且同意受此中包含的限制条件所约束。任何没有遵循这些限制的情况可能构成法律之违反。

本报告是由从事证券及期货条例(香港法例第 571 章)中第一类(证券交易)及第四类(就证券提供意见)受规管活动之持牌法国-浦银国际证券有限公司(统称“浦银国际证券”)利用集团信息及其他公开信息编制而成。所有资料均搜集自被认为是可靠的来源,但并不保证数据之准确性、可信性及完整性,亦不会因资料引致的任何损失承担任何责任。报告中的资料来源除非另有说明,否则信息均来自本集团。本报告的内容涉及到保密数据,所以仅供阁下为其自身利益而使用。除了阁下以及受聘向阁下提供咨询意见的人士(其同意将本材料保密并受本免责声明中所述限制约束)之外,本报告分发给任何人均属未经授权的行为。

任何人不得将本报告内任何信息用于其他目的。本报告仅是为提供信息而准备的,不得被解释为是一项关于购买或者出售任何证券或相关金融工具的要约邀请或者要约。阁下不应将本报告内容解释为法律、税务、会计或投资事项的专业意见或为任何推荐,阁下应当就本报告所述的任何交易涉及的法律及相关事项咨询其自己的法律顾问和财务顾问的意见。本报告内的信息及意见乃于文件注明日期作出,日后可作修改而不另通知,亦不一定会更新以反映文件日期之后发生的进展。本报告并未包含公司可能要求的所有信息,阁下不应仅仅依据本报告中的信息而作出投资、撤资或其他财务方面的任何决策或行动。除关于历史数据的陈述外,本报告可能包含前瞻性的陈述,牵涉多种风险和不确定性,该等前瞻性陈述可基于一些假设,受限于重大风险和不确定性。

本报告之观点、推荐、建议和意见均不一定反映浦银国际证券的立场。浦银国际控股有限公司及其附属公司、关联公司(统称“浦银国际”)及/或其董事及/或雇员,可能持有在本报告内所述或有关公司之证券、并可能不时进行买卖。浦银国际或其任何董事及/或雇员对投资者因使用本报告或依赖其所载信息而引起的一切可能损失,概不承担任何法律责任。

浦银国际证券建议投资者应独立地评估本报告内的资料,考虑其本身的特定投资目标、财务状况及需要,在参与有关报告中所述公司之证券的交易前,委任其认为必须的法律、商业、财务、税务或其它方面的专业顾问。惟报告内所述的公司之证券未必能在所有司法管辖区或国家或供所有类别的投资者买卖。对部分的司法管辖区或国家而言,分发、发行或使用本报告会抵触当地法律、法则、规定、或其它注册或发牌的规例。本报告不是旨在向该等司法管辖区或国家的任何人或实体分发或由其使用。

美国

浦银国际不是美国注册经纪商和美国金融业监管局(FINRA)的注册会员。浦银国际证券的分析师不具有美国金融监管局(FINRA)分析师的注册资格。因此,浦银国际证券不受美国就有研究报告准备和分析师独立性规则的约束。

本报告仅提供给美国 1934 年证券交易法规则 15a-6 定义的“主要机构投资者”,不得提供给其他任何个人。接收本报告之行为即表明同意接受协议不得将本报告分发或提供给任何其他人士。接收本报告的美国收件人如想根据本报告中提供的信息进行任何买卖证券交易,都应仅通过美国注册的经纪交易商来进行交易。

英国

本报告并非由英国 2000 年金融服务与市场法(经修订)(「FSMA」)第 21 条所界定之认可人士发布,而本报告亦未经其批准。因此,本报告不会向英国公众人士派发,亦不得向公众人士传递。本报告仅提供给合格投资者(按照金融服务及市场法的涵义),即(i)按照 2000 年金融服务及市场法 2005 年(金融推广)命令(「命令」)第 19(5)条定义在投资方面拥有专业经验之投资专业人士或(ii)属于命令第 49(2)(a)至(d)条范围之高净值实体或(iii)其他可能合法与之沟通的人士(所有该等人士统称为「有关人士」)。不属于有关人士的任何机构和个人不得遵照或倚赖本报告或其任何内容行事。

本报告的版权仅为浦银国际证券所有,未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用,浦银国际证券对任何第三方的该等行为保留追述权利,并且对第三方未经授权行为不承担任何责任。

权益披露

- 1) 浦银国际并没有持有本报告所述公司逾 1%的财务权益。
- 2) 浦银国际跟本报告所述公司在过去 12 个月内并没有任何投资银行业务的关系。
- 3) 浦银国际并没有跟本报告所述公司为其证券进行庄家活动。

评级定义

证券评级定义:

“买入”: 未来 12 个月, 预期个股表现超过同期其所属的行业指数

“持有”: 未来 12 个月, 预期个股表现与同期所属的行业指数持平

“卖出”: 未来 12 个月, 预期个股表现逊于同期其所属的行业指数

行业评级定义 (相对于 MSCI 中国指数):

“超配”: 未来 12 个月优于 MSCI 中国 10%或以上

“标配”: 未来 12 个月优于/劣于 MSCI 中国少于 10%

“低配”: 未来 12 个月劣于 MSCI 中国超过 10%

分析师证明

本报告作者谨此声明:(i) 本报告发表的所有观点均正确地反映作者有关任何及所有提及的证券或发行人的个人观点, 并以独立方式撰写 ii) 其报酬没有任何部分曾经, 是或将会直接或间接与本报告发表的特定建议或观点有关; (iii) 该等作者没有获得与所提及的证券或发行人相关且可能影响该等建议的内幕信息 / 非公开的价格敏感数据。

本报告作者进一步确定 (i) 他们或其各自的关联人士 (定义见证券及期货事务监察委员会持牌人或注册人操守准则) 没有在本报告发行日期之前的 30 个历日内曾买卖或交易过本报告所提述的股票, 或在本报告发布后 3 个工作日 (定义见《证券及期货条例》(香港法例第 571 章)) 内将买卖或交易本文所提述的股票; (ii) 他们或其各自的关联人士并非本报告提述的任何公司的雇员; 及 (iii) 他们或其各自的关联人士没有拥有本报告提述的证券的任何金融利益。

浦银国际证券机构销售团队

王奕旻

stephy_wang@spdbi.com

852-2808 6467

浦银国际证券财富管理团队

华政

sarah_hua@spdbi.com

852-2808 6474

陈岑

angel_chen@spdbi.com

852-2808 6475

浦银国际证券有限公司

SPDB International Securities Limited

网站: www.spdbi.com

地址: 香港轩尼诗道 1 号浦发银行大厦 33 楼

