



通胀压力持续，紧缩延续——SPDBI 全球央行观察

- 美联储：**12月FOMC会议纪要进一步公布鹰派细节，提及加息的次数是前两次纪要的两倍，且部分与会者认为首次加息无需等到最大化就业目标实现。此次会议首次讨论缩表，但仍在非常初期的阶段，未有明确方向，也未形成任何决议。预计首次加息后将会就缩表事宜展开更多讨论。会议纪要多次强调高通胀，在通胀压力下，美联储的紧缩也在意料之中，但我们注意到高通胀的重要推手即供应链压力很可能会见顶回落，因此2022年上半年美国通胀压力很有可能会出现舒缓，届时有可能会带来货币政策预期的再修正。
- 中国人民银行：**1月17日，中国央行下调MLF和逆回购的中标利率10个基点。整体来看，中国央行的边际宽松延续；与此同时，“稳定大局、统筹协调、分类施策、精准拆弹”的防风险目标也在稳步推进中。目前，社融增速处于底部回升状态，信贷脉冲也出现触底反弹的趋势，我们预计：2022年上半年宽松势头将延续。
- 欧洲央行：**通胀创新高，欧央行仍然坚守通胀“暂时论”，但部分欧央行官员已出现鸽派转鹰的迹象。欧央行行长拉加德仍在安抚民众对通胀的担忧，但由于通胀超预期，再叠加美联储已调整通胀的口径，令通胀暂时论受到质疑。我们并不怀疑欧央行的加息时点将滞后于美联储，但欧央行官员鸽派转鹰的迹象，以及令通胀问题加剧和缓解的因素并存，都让欧央行的宽松政策变数增加。
- 其他央行：**紧缩的货币政策继续延续，进行加息的央行数量正逐月增加。挪威央行已加息两次，并表示将继续加息。韩国央行也在加息两次后表示将再次加息抑制通胀。我们预计2022年各国央行将全面开启货币政策正常化的进程，继续边际收紧货币政策。

2022年 1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

2022年1月18日

相关报告：

[《信贷脉冲见底，市场底部相距不远》\(2021-12-24\)](#)

[《QE缩减加速，流动性进一步紧缩——SPDBI全球央行观察》\(2021-12-21\)](#)

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

[《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》\(2021-9-20\)](#)

目录

全球总览：紧缩政策继续蔓延	3
美联储：加息预期提前，缩表纳入讨论	6
点评	6
动态追踪	9
中国人民银行：货币政策继续边际放宽	14
点评	14
动态追踪	16
欧洲央行：通胀超预期，“暂时论”遭质疑	20
点评	20
动态追踪	21
其他央行：紧缩政策延续	25
点评	25
动态追踪	26

通胀压力持续，紧缩全面开启

——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：紧缩政策继续蔓延

2021 年 12 月：

- **2 家央行降息，22 家央行加息：**初步统计，中国和土耳其央行降息（11 月仅土耳其央行降息）；有 22 家（摩尔多瓦、格鲁吉亚、波兰、巴西、乌克兰、秘鲁、巴基斯坦、亚美尼亚、匈牙利、智利、哥斯达黎加、挪威、英国、墨西哥、阿塞拜疆、俄罗斯、哥伦比亚、牙买加、巴拉圭、捷克、塞拉利昂、多米尼加）央行进行加息（11 月有 19 家央行加息）。
- **12 月全球资本市场分化：**12 月全球股市整体回暖，MSCI 发达国家指数上涨 3.9%，MSCI 新兴市场指数回升 1.2%；12 月，欧元区国债收益率下降，美国、英国、日本的国债收益率出现不同程度回升；在岸与离岸美元的流动性充裕，海外央行美元互换需求上升 30.7 亿美元至 33.4 亿美元的水平。
- **12 月全球央行扩表速度放缓：**最大的驱动力来自美联储，退出无限量 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 1 月 4 日，美联储资产负债表总规模较 11 月略有上涨，达 8.77 万亿美元的水平。

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 (%)



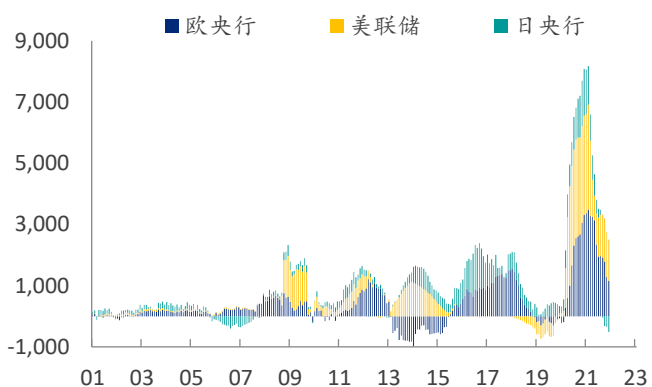
资料来源: Macrobond, 浦银国际

图表 4: 全球各国 M1 增速中位数 (%)



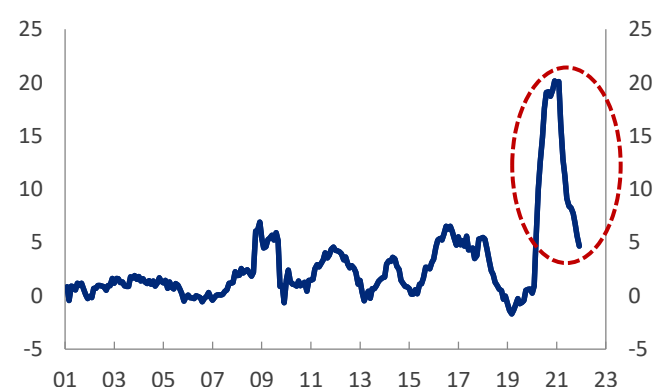
资料来源: Macrobond, 浦银国际

图表 5: 全球央行资产年度增量 (十亿美元)



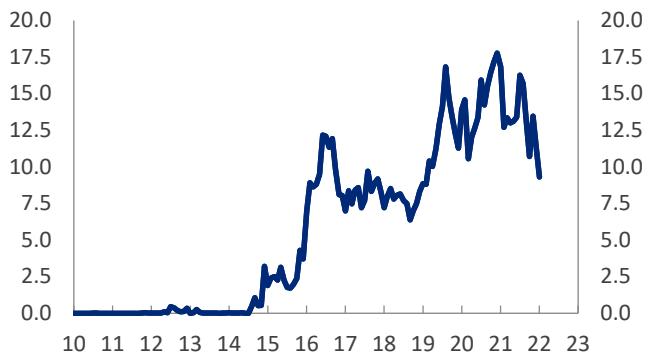
资料来源: FactSet, 浦银国际

图表 6: 美欧日央行总资产年度增量占年化 GDP 的比例 (%)



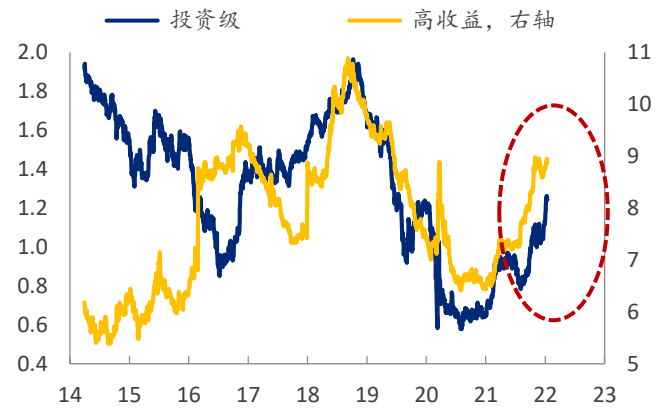
资料来源: FactSet, 浦银国际

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：加息预期提前，缩表纳入讨论



● 点评

由于市场预期鹰派，截至 2022 年 1 月 12 日，美债短端利率(3 月期)从 11 月末的 0.05% 上升至 0.12%，同时拉高 2-5 年收益率；10 年期美债收益率从 11 月末的 1.43% 升至 1.74%；20 年期和 30 年期分别从 11 月末的 1.85% 和 1.78% 上升至 2.13% 和 2.08%，长端收益率仍然倒挂。美元指数于 1 月 12 日回落至 95 的水平。

最新公布的 12 月 FOMC 会议纪要公布的细节显示，美联储在劳动力市场与通胀的共同推动下，鹰派幅度提升。12 月的会议纪要显示：

- 美联储首次将缩表纳入正式讨论，并预计缩表将在首次加息后进行，但目前缩表尚在非常初期的讨论阶段，未有明确的方向，FOMC 与会者也尚未就此形成任何决议。
- 此次会议纪要提及加息的次数是前两次纪要的两倍。
- 部分与会者认为首次加息无需等到最大化就业目标实现。

会议纪要显示，与会者如此鹰派的表现，主要是考虑到当前经济状况相比上一次加息时有显著差异：经济前景更强劲，通胀上升更快，劳动力市场更紧张，资产负债表规模更大。会议纪要强调了通胀依然居高不下，持续时间较预期长，与会者一致认为通胀不再是“暂时”的，并表明了抑制通胀的决心（members agreed that it was appropriate to remove the reference to “transitory” factors affecting inflation in the postmeeting statement）。

在 2022 年 1 月 5 日公布最新 FOMC 会议纪要后，利率期货隐含加息概率较 12 月 FOMC 会议结束时已有显著升高，市场对加息的预期十分鹰派。市场预期 2021 年 3 月份即 QE 提前结束后，美联储进行加息预期超过 75%。相比之下，上一轮周期中，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。

图表 9: 基于利率期货所隐含的美联储加息概率

FOMC 会议日期	隐含加息概率	
	2021 年 12 月 16 日	2022 年 1 月 6 日
2022 年 1 月 26 日	4.96%	8.68%
2022 年 3 月 16 日	39.95%	75.91%
2022 年 5 月 4 日	59.89%	84.45%
2022 年 6 月 15 日	82.24%	95.78%
2022 年 7 月 27 日	87.53%	97.09%
2022 年 9 月 21 日	91.65%	98.31%
2022 年 11 月 2 日	93.72%	98.73%
2022 年 12 月 14 日	97.31%	99.46%
2023 年 2 月 1 日	97.91%	99.59%

资料来源: CME Group, 浦银国际



美联储还初步讨论缩表，从细节中我们可以发现：

- 目前关于缩表的讨论仍然在非常初期，但美联储 FOMC 成员很可能将在首次加息后就缩表事宜展开更多讨论。
- 绝大部分 FOMC 成员都认同，此轮的缩表速度会比上次更快（上一轮首次加息后约 2 年方才开展缩表），但众多与会者对此都对此表示谨慎（考虑到国债市场的脆弱度）。整体而言，FOMC 成员认可缩表将是“基于数据的”（data-dependent）。这也为未来的政策路径调整预埋了充足的灵活性。

● 展望未来

会议纪要多次强调高通胀、删除关键词“暂时”、上调通胀预期、表达抑制通胀的决心，在高通胀的驱动下，美联储的紧缩也在意料之中。但我们关注到，高通胀的重要推手——供应链压力很可能会见顶回落。纽约联储提供的全球供应链压力指数显示，该指数在创历史新高后开始见顶，表明全球供应链压力正在边际缓解。

图表 10: 全球供应链压力指数



资料来源: 纽约联储, 浦银国际

我们基于环比数据测算的美国 CPI 通胀也显示, 美国通胀很可能在 2022 年上半年见顶回落。伴随着通胀的见顶回落, 美联储的货币政策口径很有可能也会出现松动、调整, 市场与将出现预期的再调整:

图表 11: 不同历史区间下的 CPI 环比均值推算的美国 2022 年 CPI 通胀走势 (%)

FOMC 会议日期	自 1990 以来	自 2000 以来	自 2010 以来	自 2012 以来	自 2016 以来
2022 年 1 月 31 日	6.73	6.66	6.58	6.53	6.68
2022 年 2 月 28 日	6.58	6.54	6.39	6.36	6.45
2022 年 3 月 31 日	6.13	6.1	5.92	5.87	5.99
2022 年 4 月 30 日	5.52	5.48	5.3	5.24	5.44
2022 年 5 月 31 日	5.02	5	4.76	4.7	4.92
2022 年 6 月 30 日	4.33	4.35	4.03	4.02	4.32
2022 年 7 月 31 日	4.07	4.09	3.73	3.7	4.04
2022 年 8 月 31 日	4.04	4.03	3.68	3.65	4
2022 年 9 月 30 日	3.88	3.88	3.47	3.44	3.88
2022 年 10 月 31 日	3.07	3.04	2.74	2.72	3.25
2022 年 11 月 30 日	2.38	2.32	2.11	2.08	2.72
2022 年 12 月 31 日	2.38	2.32	2.11	2.08	2.72

资料来源: CME Group, 浦银国际

● 动态追踪

美联储 12 月 FOMC 会议纪要进一步公布鹰派细节。1 月 5 日，美联储发布 12 月 FOMC [会议纪要](#)显示，美联储首次将缩表纳入正式讨论，并预计缩表将在首次加息后发生，而提及加息的次数是前两次纪要的一倍。会议纪要显示，虽然 Omicron 给经济前景带来的不确定性仍存，但对经济、通胀、就业的现状描述与预期展望全面改观，部分与会者甚至认为最大化就业目标已实现，或认为首次加息不需要等到该目标实现。



明尼阿波利斯联储主席（无投票权，偏鸽）称，2022 年将加息两次。

1 月 4 日，卡什卡里（Neel Kashkari）在[采访](#)中称，2021 年下半年通胀率比预期更高、更持久，因此 2022 年将加息两次以应对通胀持续高企。

旧金山联储主席（无投票权，偏鸽）称，应加息以维持经济平衡。

1 月 6 日，戴利（Mary Daly）在[采访](#)中表示，美联储需要通过加息维持经济平衡。她表示，加息和缩表是两个完全不同的进程，缩表应在加息之后。

圣路易斯联储主席（有投票权，偏鹰）称，加息后可能缩表。

1 月 6 日，布拉德（James Bullard）在[采访](#)中称，加息最早可能发生在 2022 年 3 月，其后的加息时间视通胀情况而定。他表示，随着 QE 结束和加息，缩表可能紧随其后。

美联储主席（有投票权）称，将利用政策工具防止高通胀根深蒂固。

1 月 10 日，鲍威尔（Jerome Powell）在[采访](#)中称，经济复苏加快、劳动力市场强劲，导致了持续的供需失衡，从而引起高通胀。他承诺将利用政策工具防止高通胀变得根深蒂固。

里士满联储主席（无投票权，偏鹰）称，1Q22 加息是合适的。

1 月 10 日，巴尔金（Thomas Barkin）在[采访](#)中称，1Q22 加息是合适的。他表示，通胀压力将在 2022 年底缓解，他将支持鹰派货币政策。

亚特兰大联储主席（无投票权，偏鹰）称，2022 年应加息三次并缩表。

1 月 11 日，博斯蒂克（Raphael Bostic）在[采访](#)中称，由于经济复苏强劲并且通胀高企，美联储应从 1Q22 起加息至少三次，并保证缩表速度，以吸收过剩流动性并实现 2% 的目标通胀率。

克利夫兰联储主席（有投票权，偏鹰）称，2022 年可能加息三次，并开始缩表。

1 月 11 日，梅斯特（Loretta Mester）在[采访](#)中称，为应对劳动力市场紧张、通胀持续高企并蔓延至更广范围，美联储 2022 年可能至少加息三次，并开始进行缩表。她表示，劳动力紧张的问题

题预计将得到缓解，但是政策制定者不应忽略短期内将会出现的紧张局面。

美联储：2021 年底经济温和增长，变种病毒阻碍增长。1 月 12 日，美联储发布**褐皮书**称，美国经济 2021 年底以温和速度扩张，经济增长继续受到供应链中断和劳动力短缺的制约，物价强劲上涨；Omicron 变种病毒的传播将加剧通胀问题和劳动力短缺，阻碍经济增长。

克利夫兰联储主席（有投票权，偏鹰）称，她支持尽快缩表。1 月 12 日，梅斯特（Loretta Mester）在**采访**中称，由于美国经济好转，美联储应在不扰乱金融市场的前提下尽快缩表。

圣路易斯联储主席（有投票权，偏鹰）称，2022 年将加息四次。1 月 12 日，布拉德（James Bullard）在**采访**中称，美联储将在 2022 年进行四次加息。

美联储理事（有投票权，偏鸽）称，抑制通胀是当务之急。1 月 13 日，布雷纳德（Lael Brainard）在**采访**中称，通胀已接近 40 年以来高点，抑制通胀是当务之急，应将通胀率降低至 2%。她还表示，2022 年将多次加息。

里士满联储主席（无投票权，偏鹰）称，加息取决于通胀情况。1 月 13 日，巴尔金（Thomas Barkin）在**采访**中表示，加息的时机和步伐将取决于通胀情况，如果通胀率仍然居高，美联储应采取更积极的行动。他还表示，由于人口结构和疫情，劳动力短缺将持续很久。

费城联储主席（有投票权，偏鹰）称，2022 年应加息三次。1 月 13 日，哈克尔（Patrick Harker）在**采访**中称，他支持 1Q22 起加息三次。他表示，美联储抑制通胀的工具很少，但是如果通胀继续恶化，应采取进一步措施。



图表 12: 2022 年 1 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	◎			将利用政策工具防止通胀根深蒂固		经济复苏加快、劳动力市场强劲导致高通胀
卡什卡里 Neel Kashkari	明尼阿波利斯联储主席		🕊️		2022 年应加息两次		
布雷纳德 Lael Brainard	美联储理事*	◎	🕊️		2022 年将多次加息		抑制通胀是当务之急, 应将通胀降低至 2%
戴利 Mary Daly	旧金山联储主席		🕊️		应加息维持经济平衡, 缩表应在加息之后		
巴尔金 Thomas Barkin	里士满联储主席		🦅		1Q22 加息是合适的。		通胀压力将在 2022 年底缓解
梅斯特 Loretta Mester	克利夫兰联储主席	◎	🦅		2022 年可能至少加息三次并尽快缩表		通胀持续高企并蔓延至更广范围
博斯蒂克 Raphael Bostic	亚特兰大联储主席		🦅		2022 年应加息三次并缩表		
哈克尔 Patrick Harker	费城联储主席	◎	🦅		2022 年应加息三次		
布拉德 James Bullard	圣路易斯联储主席	◎	🦅		2022 年应加息 4 次, 首次加息后即缩表		

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)



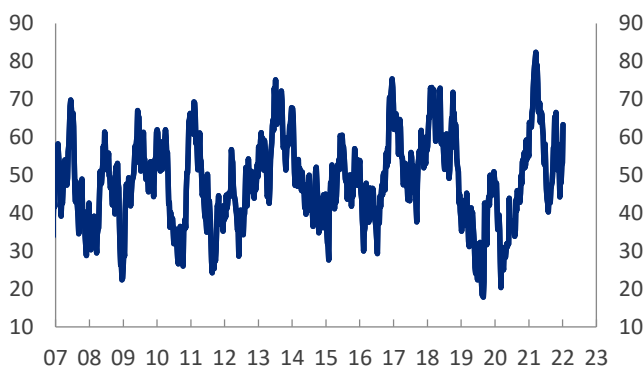
资料来源: FactSet, 浦银国际

图表 15: 10年期美债投机性净多头



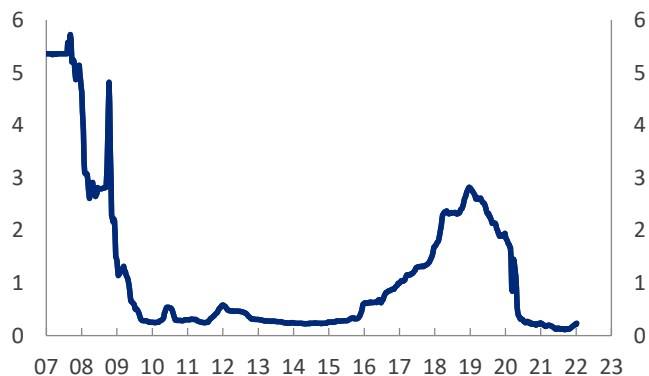
资料来源: FactSet, 浦银国际

图表 16: 10年期美债收益率 14天RSI



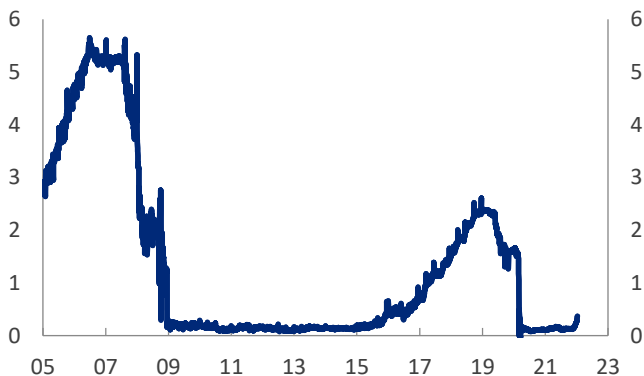
资料来源: FactSet, 浦银国际

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 (%)



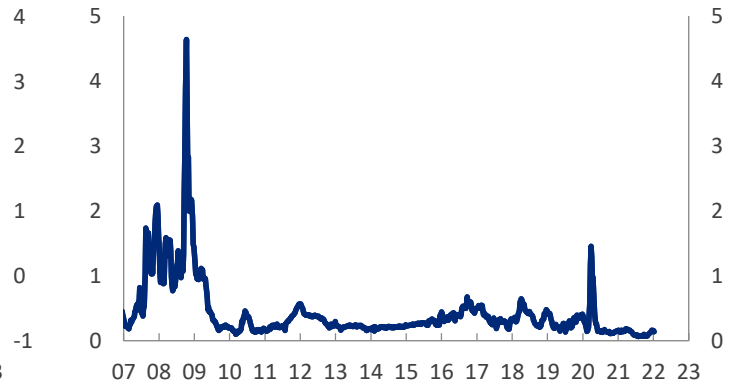
资料来源: Bloomberg, 浦银国际

图表 19: 美国隔夜回购利率 (%)



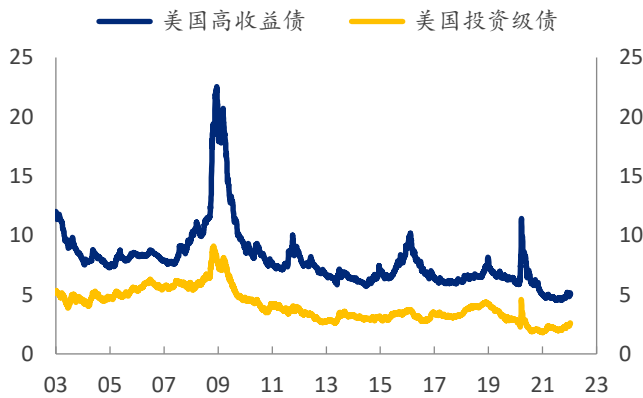
资料来源: FactSet, 浦银国际

图表 20: 泰德利差 (%)



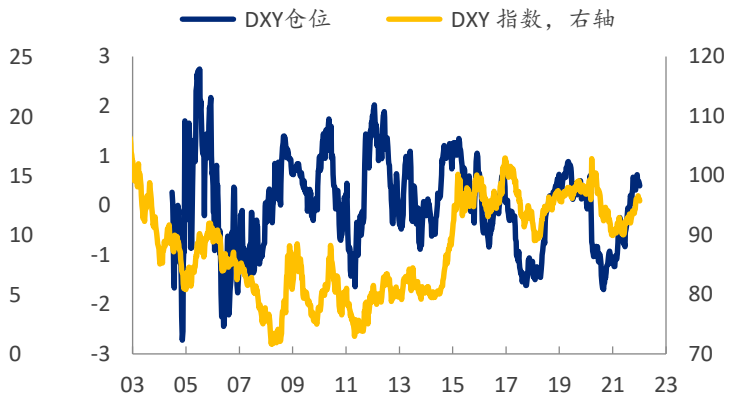
资料来源: FactSet, 浦银国际

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

● 点评

截至1月17日，短端利率（3月期国债）回落25bps至2.02%的水平，长端利率（10年期国债）由2.91%回落至2.79%。中国央行12月续作5000亿元中期借贷便利操作（MLF），当月MLF到期9500亿元，净回笼资金4500亿元；通过公开市场逆回购，12月净回笼投放资金2,000亿元。1月17日，中国央行下调MLF和逆回购的中标利率10个基点。

政策层面的边际宽松信号愈加清晰。通过对比2021年和2022年中国央行工作会议内容，我们重申对未来一年流动性偏乐观的看法，尤其是看到“增强信贷总量增长的稳定性”的表述从三季度货币政策执行报告延续至2022年的工作会议。从数据层面来看，社融增速正在筑底回升。2021年12月，社融增速上升0.2个百分点至10.3%，信贷脉冲也出现触底反弹的趋势。

货币政策边际宽松的背景下，对房地产的调控和监管仍未结束。2021年12月，中国央行超预期进行了一次降准和一次降息，对市场传达出明确的边际宽松信号。但是，非对称的降息（仅下调一年期LPR、并未下调与房贷利率相关的五年期LPR）大概率指向，中国央行对于房地产市场的调控和监管仍未结束。当月，新增居民中长期贷款3,5581亿元，同比少增834亿元，显示居民房贷需求有所回落。另一方面，受资管新规过渡期结束的影响，2021年12月的非标融资规模出现明显收缩，加剧了房地产企业表外融资的难度。中国央行对于房地产调控政策的进一步微调将是未来几个月的关注重点。

整体来看，中国央行的边际宽松延续；与此同时，“稳定大局、统筹协调、分类施策、精准拆弹”的防风险目标也在稳步推进中。

图表 23: 2021 年和 2022 年, 中国央行货币政策工作展望对比

	2021 年	2022 年
流动性、货币供应量、社会融资成本	<p>稳健的货币政策要灵活精准、合理适度。<u>完善货币供应调控机制, 保持广义货币和社会融资规模增速同名义经济增速基本匹配。健全市场化利率形成和传导机制, 深化贷款市场报价利率改革, 带动存款利率市场化。</u></p>	<p>稳健的货币政策要灵活适度。<u>综合运用多种货币政策工具, 保持流动性合理充裕, 增强信贷总量增长的稳定性, 加大对实体经济的支持力度, 保持货币供应量和社会融资规模增速同名义经济增速基本匹配。健全市场化利率形成和传导机制, 推动企业综合融资成本稳中有降、金融系统继续向实体经济让利。</u></p>
重点支持领域	<p>延续实施普惠小微企业贷款延期还本付息和普惠小微企业信用贷款两项直达实体经济的货币政策工具。继续运用普惠性再贷款再贴现政策, 引导金融机构加大对“三农”、科技创新、小微和民营企业等国民经济重点领域和薄弱环节的支持力度。落实碳达峰碳中和重大决策部署, 完善绿色金融政策框架和激励机制。做好政策设计和规划, 引导金融资源向绿色发展领域倾斜, 推动建设碳排放权交易市场为排碳合理定价。</p>	<p>实施好普惠小微贷款支持工具、普惠小微企业信用贷款支持计划接续转换工作。持续完善金融支持科技创新体系。正确认识和把握碳达峰碳中和, 加强绿色金融工作的整体协调、有序推进。持续提升金融服务乡村振兴能力和水平。</p>
重点监管领域	<p>加强互联网平台公司金融活动的审慎监管。坚决落实党中央、国务院关于强化反垄断和防止资本无序扩张的决策部署, 抓紧补齐监管制度短板。强化支付领域监管, 严禁金融产品过度营销, 诱导过度负债, 严肃查处侵害金融消费者合法权益的违法违规行为。</p>	<p>坚持规范与发展并重, 依法加强对资本和平台企业监管, 持续做好头部网络金融平台整改工作。稳妥实施好房地产金融审慎管理制度, 更好满足购房者合理住房需求, 促进房地产业良性循环和健康发展。</p>
防范金融风险	<p>持续防范化解金融风险。完善风险防范处置长效机制, <u>压实金融机构和股东主体责任、地方政府属地责任、金融监管部门监管责任和最后贷款人责任</u>。完善存款保险制度建设和机构设置。</p>	<p>坚持推动金融风险防范化解。继续按照稳定大局、统筹协调、分类施策、精准拆弹的方针, <u>稳妥有序做好重点机构风险处置化解工作</u>, 发挥存款保险制度和行业保障基金在风险处置中的作用。</p>
人民币汇率	<p>深化人民币汇率市场化改革, 加强宏观审慎管理, 引导市场预期, <u>保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定</u>。</p>	<p>增强人民币汇率弹性, <u>保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定</u>。</p>
人民币国际化	<p>稳健推进人民币国际化。着眼于服务实体经济, 顺势而为, 促进贸易投资便利化。完善人民币使用相关政策制度。继续推动金融市场高质量双向开放。<u>促进本外币、离岸在岸市场的良性协调发展。</u></p>	<p>稳步提高人民币国际化水平。<u>加强对香港人民币离岸中心建设的支持力度, 推动人民币离岸市场健康发展。</u></p>

资料来源: 中国人民银行, 浦银国际

• 展望未来:

中国的货币政策宽松延续, 尤其是信贷脉冲已经见底回升, 详情请参看我们的报告 [《信贷脉冲见底, 市场底部相距不远》](#), 伴随着货币政策的宽松进一步延续, 预计资本市场也将迎来先下后上, 中国股票市场的筑底机会值得密切把握。

● 动态追踪



中国央行货币政策委员会召开 2021 年第四季度例会。12 月 24 日，中国央行召开[会议](#)称，稳健的货币政策要灵活精准、合理适度，增强前瞻性、精准性、自主性，保持流动性合理充裕，增强信贷总量增长的稳定性，保持货币供应量和社会融资规模增速同名义经济增速基本匹配，保持宏观杠杆率基本稳定，增强经济发展韧性，稳定宏观经济大盘。

中国央行召开工作会议。12 月 27 日，中国央行召开[会议](#)称，要求 2022 年中国央行系统稳健的货币政策要灵活适度，精准加大重点领域金融支持力度，进一步健全宏观审慎政策框架和治理机制，坚持推动金融风险防范化解，持续深化国际金融合作，不断深化金融改革，进一步优化外汇管理和服务，全面提升金融服务与管理水平。

中国央行行长：2022 年经济工作要稳字当头、稳中求进。12 月 30 日，易纲在[采访](#)中表示，2022 年经济工作要稳字当头、稳中求进。他表示，稳健的货币政策主要体现为三个方面：一是货币信贷总量稳定增长，二是金融结构稳步优化，三是综合融资成本稳中有降。

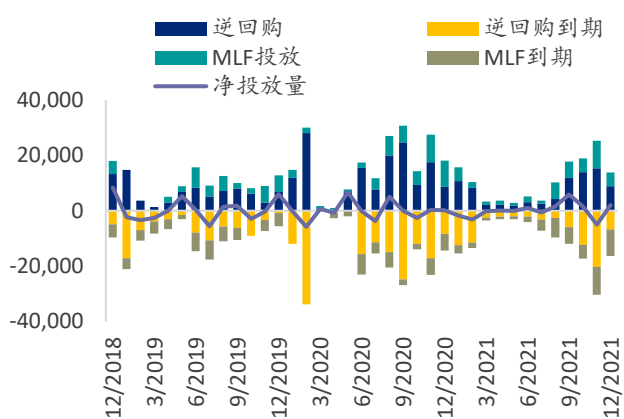
中国央行货币政策司司长：实施稳健的货币政策。12 月 30 日，孙国峰在[采访](#)中表示，2021 年以来中国央行实施稳健的货币政策，灵活精准、合理适度、以我为主、稳字当头，货币政策前瞻性、精准性、有效性进一步提升，金融支持实体经济力度进一步加大。

中国央行发布《宏观审慎政策指引（试行）》。12 月 31 日，中国央行发布[《宏观审慎政策指引（试行）》](#)，明确了建立健全我国宏观审慎政策框架的要素，主要包括：界定了宏观审慎政策相关概念；阐述了宏观审慎政策框架的主要内容；提出了实施好宏观审慎政策所需的支持保障和政策协调要求。

中国央行实施两项直达工具接续转换，加大对小微企业支持力度。1 月 1 日，中国央行下发[通知](#)称，自 2022 年 1 月 1 日起实施普惠小微企业贷款延期支持工具和普惠小微企业信用贷款支持计划两项直达工具接续转换。

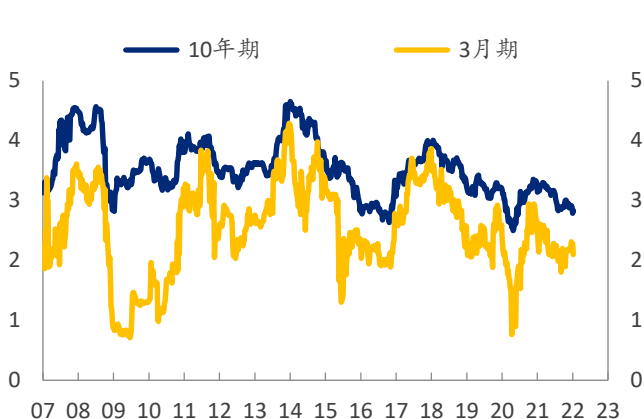
中国央行下调 MLF 和逆回购利率 10 个基点。1 月 17 日，中国央行发布[公开市场业务交易公告](#)，中期借贷便利（MLF）操作和公开市场逆回购操作的中标利率均下降 10 个基点。

图表 24: 中国央行公开市场操作与到期 (亿元)



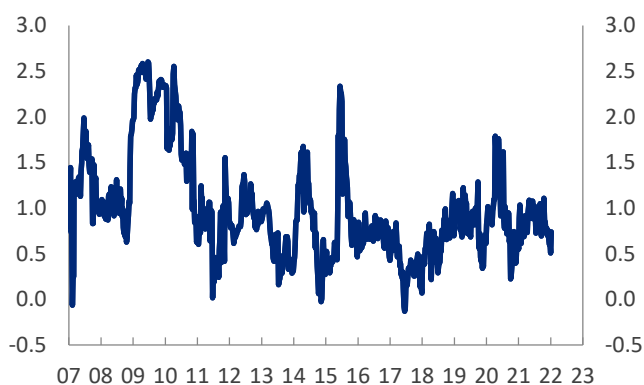
资料来源: CEIC, 浦银国际

图表 25: 中国国债收益率 (%)



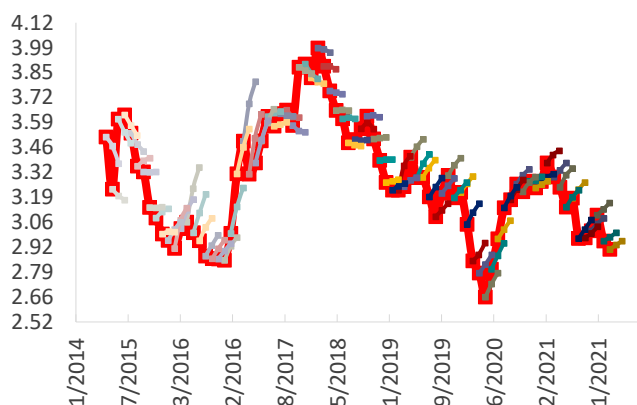
资料来源: FactSet, 浦银国际

图表 26: 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 27: 中国 10 年期国债远期 (%)



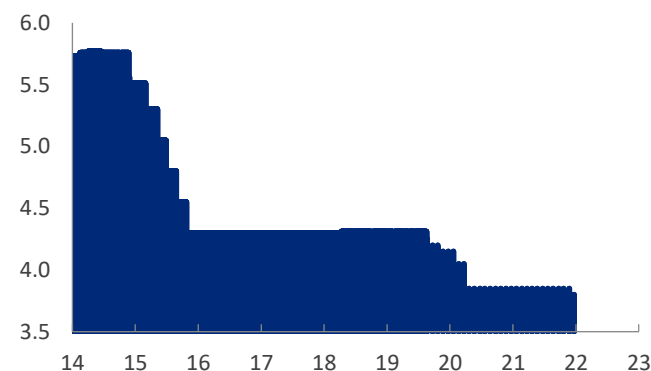
资料来源: Bloomberg, 浦银国际

图表 28: AAA 级同业存单到期收益率 (%)



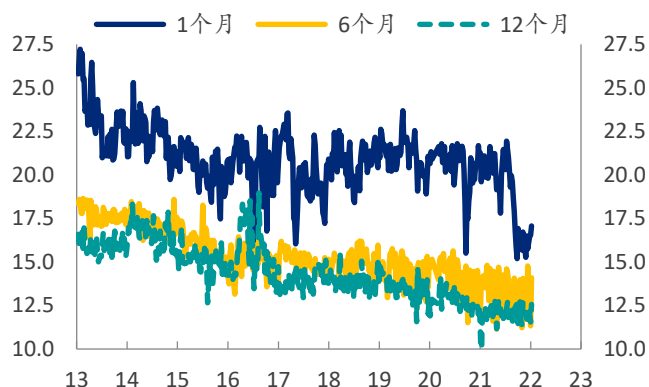
资料来源: CEIC, 浦银国际

图表 29: 1 年期 LPR 利率 (%)



资料来源: Wind, 浦银国际

图表 30: 温州民间融资综合利率 (%)



资料来源: Wind, 浦银国际

图表 32: 1 年期人民币隐含波动率 (%)



资料来源: Bloomberg, 浦银国际

图表 34: 人民币一年期远期汇率



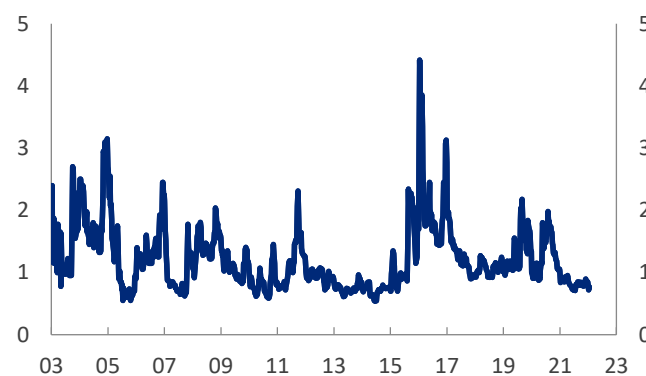
资料来源: FactSet, 浦银国际

图表 31: 中美国债利差



资料来源: FactSet, 浦银国际

图表 33: 1 年期港币隐含波动率 (%)



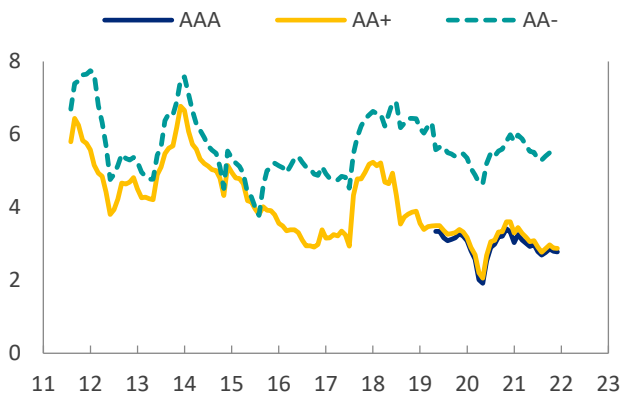
资料来源: Bloomberg, 浦银国际

图表 35: 港币一年期远期汇率



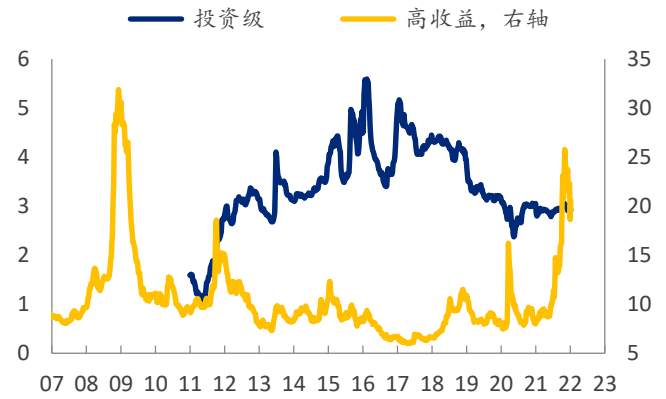
资料来源: FactSet, 浦银国际

图表 36: 中国 1 年期公司债收益率 (%)



资料来源: Wind, 浦银国际

图表 37: 中资美元债收益率 (%)



资料来源: FactSet, 浦银国际

欧洲央行：通胀超预期，“暂时论”遭质疑



EUROPEAN CENTRAL BANK

EUROSYSTEM

● 点评

2021年12月，欧洲通胀同比令人意外地达到5%，继续创历史新高。此前经济学家预计11月通胀同比已见顶，12月将回落。欧央行官员显示出从鸽派边缘转鹰的迹象，部分论调从此前的通胀上下行风险并存转向对通胀上行风险的担忧，并从加息条件尚不满足的口径逐渐转向暗示欧央行将进一步采取行动。

欧央行行长拉加德仍在努力安抚民众对于通胀的担忧，表示通胀将会放缓，物价飙升将得到控制，并重申2022年加息可能性很低。由于不久前美联储主席鲍威尔从通胀暂时论改口承认通胀严重，其论调转向的先例，叠加欧洲12月通胀同比超过预期创下新高，也令投资者、企业和家庭对欧洲通胀是暂时现象的说法产生质疑。

● 展望未来：

随着PEPP（紧急抗疫购买计划）的结束和原本APP（资产购买计划）的逐步放缓，以及市场对美联储即将加息的默认态度，欧央行的加息讨论已是最为关注的焦点。尽管欧央行总体偏鸽的论调没有显著转向，但欧洲12月超出预期的通胀数据，以及欧央行部分官员转鹰的迹象，都在暗示通胀问题可能比预期更严重。

目前，加剧以及缓解欧洲通胀的因素同时存在。一方面，劳动力市场仍然紧张，且未出现改善迹象，尽管尚未出现更广泛的第二轮效应，但其风险将会随着时间推移而持续增高。另一方面，全球供应链问题已开始缓解，原材料价格上涨速度有所放缓，则是通胀问题的正面信号。此外，欧洲疫情对居民日常生活的边际影响正在减弱，可以预见未来需求端将不会随着疫情反复而大幅减弱，这对供应端的复苏提出了更高的要求。因此，尽管欧央行的加息时点无疑将大幅滞后于美联储，但欧央行官员鸽派转鹰的迹象，以及令通胀问题加剧和缓解的因素并存，都让欧央行的宽松政策变数增加。

● 动态追踪

欧央行官员表示通胀存在上行风险。12月17日，法国央行行长维勒鲁瓦（Francois Villeroy de Galhau，偏鸽）在[采访](#)中表示，新预测的2023年和2024年1.8%的通胀率与欧央行2%的通胀目标之差已经很小。葡萄牙央行行长森特诺（Mario Centeno，偏鸽）表示，通胀可能高于预期。爱沙尼亚央行行长穆勒（Madis Muller，偏鹰）表示，欧央行已做好加速收紧货币政策的准备。然而，芬兰央行行长雷恩（Olli Rehn，偏鸽）表示，通胀仍存在不确定性，除非出现第二轮效应，否则通胀不会长期飙升。

葡萄牙央行行长（偏鸽）称，通胀是暂时的，应保持谨慎。12月20日，森特诺（Mario Centeno）在[采访](#)中称，目前高通胀率源自能源价格、供应瓶颈和疫情等暂时性因素，过早实现货币政策正常化将对经济产生负面影响，欧央行必须保持谨慎。

斯洛伐克央行行长（偏鹰）称，通胀将持续更久。12月21日，卡兹米尔（Peter Kazimir）在[采访](#)中称，欧元区通胀将高于预期，并且持续更长时间。他表示，欧元区可能在很长时间内无法应对高通胀。

奥地利央行行长（偏鹰）称，欧央行将在2022年年底加息。12月22日，霍尔兹曼（Robert Holzmann）在[采访](#)中称，欧央行最早可能在2022年年底加息。他表示，结束PEPP是一个强烈信号，欧央行将在结束PEPP后的两个季度采取行动。

荷兰央行行长（偏鹰）称，欧央行将在2023年初加息。12月30日，克诺特（Klaas Knot）在[采访](#)中表示，欧央行将在2022年年底结束购债后于2023年初加息。他表示，如果变种病毒加剧通胀，欧央行将以更快的速度改变当前的政策。

奥地利央行行长（偏鹰）称，2022年逐步取消负利率。12月30日，霍尔兹曼（Robert Holzmann）在[采访](#)中称，2022年欧央行将不得不致力于逐步取消负利率，并使货币政策正常化。他还表示，欧洲通胀将在1Q22见顶，随后下降。

意大利央行行长（偏鸽）称，通胀上下行风险并存。12月30日，维斯科（Ignazio Visco）在[采访](#)中称，欧央行预测2023年和2024年的通胀率将低于2%，因此通胀同时存在上行和下行风险。他还表示，Omicron变种病毒已在欧洲失控，疫情对欧元区经济的影响尚不明了。

法国央行行长（偏鸽）称，欧元区通胀见顶。1月5日，维勒鲁瓦（Francois Villeroy de Galhau）在[采访](#)中表示，疫情对供应端和能源价格影响有限，欧元区通胀已接近见顶。他表示，欧元区通胀率相较于疫情前将更接近2%的通胀目标，因此货币政策也将逐步正常化。



欧央行首席经济学家（偏鸽）称，2022 年通胀率将下降。1 月 7 日，莱恩（Philip Lane）在[采访](#)中称，2021 年欧元区通胀率创新高并不寻常，但是通胀率在 2022 年将下降。他表示，当前通胀问题是暂时的，由于疫情的特殊性，不应将 2020 至 2022 年的通胀率与历史相比较。













欧央行理事（偏鹰）称，欧央行应采取行动抑制通胀。1 月 8 日，施纳贝尔（Isabel Schnabel）在[采访](#)中表示，如果能源价格持续上涨，欧央行应采取行动抑制通胀上升。她表示，绿色转型令能源价格飙升，给通胀带来上行风险，如果能源价格使通胀超过预设目标，或影响到其它行业，欧央行应改变现有政策。


欧央行行长称，应相信欧央行能够抑制通胀。1 月 11 日，拉加德（Christine Lagarde）在[采访](#)中称，欧央行非常重视民众对物价上涨的担忧，并承诺将会稳定物价。

德国央行新任行长（偏鹰）称，应调整货币政策抑制通胀。1 月 11 日，内格尔（Joachim Nagel）在[采访](#)中称，高通胀持续时间将比预期更久，前景极不确定，应采取货币政策应对通胀持续高企。

欧央行副行长（偏鸽）称，高通胀率将持续 2022 年全年。1 月 13 日，德金多斯（Luis de Guindos）在[采访](#)中称，欧元区通胀飙升并非如早前认为的短暂，2022 年通胀将超出预期。他表示，供应瓶颈将继续对通胀构成上行压力，能源成本可能继续高企。但他还表示，2023 年和 2024 年通胀将回落至 2% 的目标。

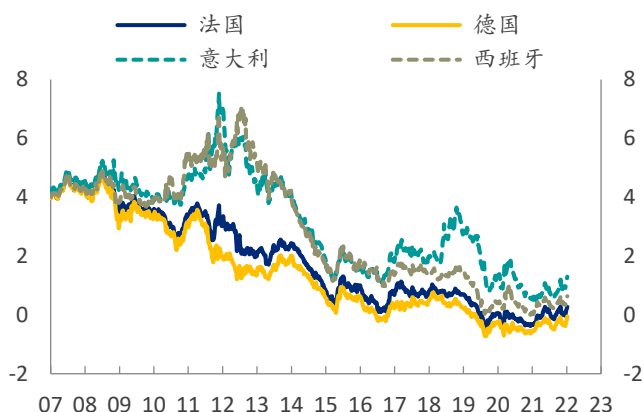
图表 38: 2021 年 10 月欧央行官员重要观点一览表

人名	职务	货币政 策倾向	经济前景	政策工具	财政支持	通胀
莱恩 Philip Lane	欧央行首席 经济学家					通胀率在 2022 年将下降
维斯科 Ignazio Visco	意大利 央行行长					通胀同时存在上 行和下行风险
维勒鲁瓦 Francois Villeroy de Galhau	法国 央行行长			货币政策将逐步 正常化		通胀已接近见顶
森特诺 Mario Centeno	葡萄牙 央行行长			过早实现货币政 策正常化将对经 济产生负面影响		通胀可能高于预 期
雷恩 Olli Rehn	芬兰 央行行长					除非出现第二轮 效应，否则通胀 不会长期飙升
德金多斯 Luis de Guindos	欧央行 副行长					2022 年通胀将 超出预期
卡兹米尔 Peter Kazimir	斯洛伐克 央行行长					欧元区可能在很 长时间里无法应 对高通胀
施纳贝尔 Isabel Schnabel	欧央行 理事					绿色转型令能源 价格飙升，给通 胀带来上行风险
穆勒 Madis Muller	爱沙尼亚 央行行长			欧央行已做好加 速收紧货币政策 的准备		
纳格尔 Joachim Nagel	德国 央行行长					高通胀持续时间 将比预期更久
霍尔兹曼 Robert Holzmann	奥地利 央行行长			2022 年逐步取 消负利率，并使 货币政策正常化		通胀将在 1Q22 见顶，随后下降
克诺特 Klaas Knot	荷兰 央行行长			2023 年初开始 加息		

注：=偏鸽 =偏鹰

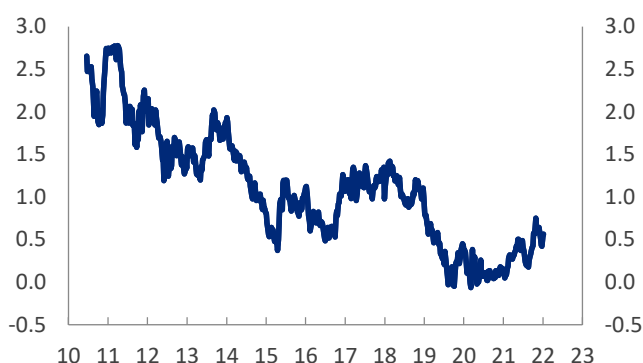
资料来源：浦银国际

图表 39: 欧元区 10 年期国债收益率 (%)



资料来源: FactSet, 浦银国际

图表 40: 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 41: 美德 10 年期国债利差



资料来源: FactSet, 浦银国际

图表 42: 欧元区 5-10 年期公司债收益率 (%)



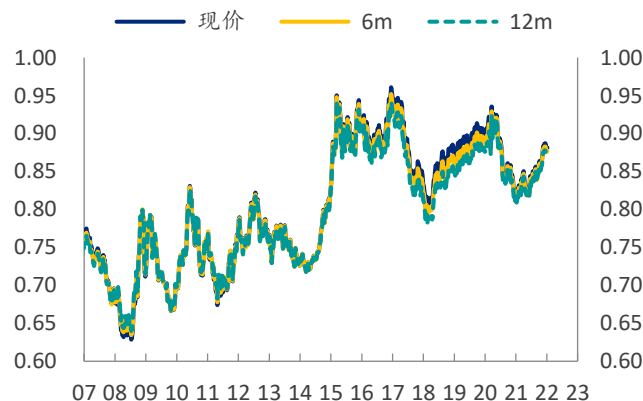
资料来源: FactSet, 浦银国际

图表 43: 1 年期欧元隐含波动率 (%)



资料来源: Bloomberg, 浦银国际

图表 44: 欧元远期汇率



资料来源: FactSet, 浦银国际

其他央行：紧缩政策延续

• 点评

目前，通胀压力已蔓延至全球各国，缩减、加息以及提高通胀预期几乎成为各国央行的一致行动。自 2021 年 6 月以来，进行加息的央行数量呈逐月递增态势。挪威央行已进行 2021 年第二次加息，并且挪威央行和韩国央行均在两次加息完成的情况下表示有继续加息的可能性。

- 韩国央行认为 2022 年经济复苏成形，应继续调整政策利率，货币政策将进一步收紧。
- 澳洲央行将于 2022 年 2 月结束其 3260 亿澳元的宽松计划，预计 2022 年通胀为 2.44%。
- 加拿大央行预计将很快加息，因通胀达到央行设定通胀目标以来最高水平。
- 挪威央行加息 25 个基点，并表示如果通胀持续高企，将继续加息。
- 日本央行将延长对中小型企业资金支持，而对大型企业的资金支持将于 1Q22 如期结束，并可能将通胀预测从 0.9% 上调至 1% 以上。

• 展望未来：

2022 年的通胀压力已成为各国央行普遍需要面对的挑战。尽管变种病毒 Omicron 的传播成为经济增长的阻力，但是 2022 年的经济强劲复苏仍是各国央行的共识。因此，各国央行将全面开启货币政策正常化的进程，继续边际收紧货币政策也将是大势所趋。



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

● 日本央行

日本央行：延长疫情资金支持。12月17日，日本央行发布[货币政策声明](#)称，部分中小型企业仍然疲软，对中小型企业的资金支持将延长至2022年9月，同时，对大型企业的资金支持将如期于2022年3月结束。

路透社：日本央行可能上调2022财年通胀预测。1月5日，路透社[报道](#)称，由于燃料和原材料成本上升，日本央行对2022财年的通胀预测可能从0.9%上调至超过1%。

● 澳洲央行

金融评论：澳洲央行最快将于2022年2月结束宽松。1月4日，金融评论[报道](#)，经济学家预测澳洲央行最快将在2022年2月结束其3260亿澳元的宽松计划，首次加息最快将在2022年底。经济学家还预测，2022年通胀为2.44%。

● 加拿大央行

加拿大央行行长：最快1Q22加息。12月15日，彭博社[指出](#)，加拿大通胀达到央行设定通胀目标以来最高水平，加剧央行加息压力。加拿大央行行长马克勒姆（Tiff Macklem）在[采访](#)中表示，加拿大经济疲软的状况已大幅减轻，将很快加息。他还表示，当前的挑战是在不影响经济复苏的前提下将通胀降低至目标范围。

● 挪威央行

挪威央行加息25个基点。12月17日，挪威央行发布[货币政策声明](#)称，决定将政策利率上调25个基点至0.5%。声明中称，如果通胀持续高企，政策利率可能会更快上调。



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 +

图表 45: 日本 10 年期国债收益率 (%)



资料来源: FactSet, 浦银国际

图表 46: 美日 10 年期国债利差



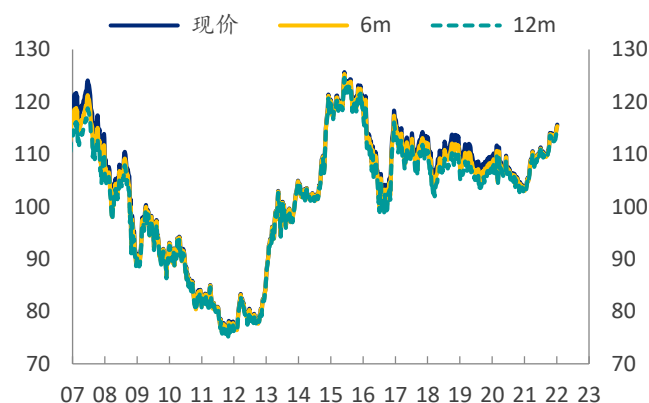
资料来源: FactSet, 浦银国际

图表 47: 1 年期日元隐含波动率 (%)



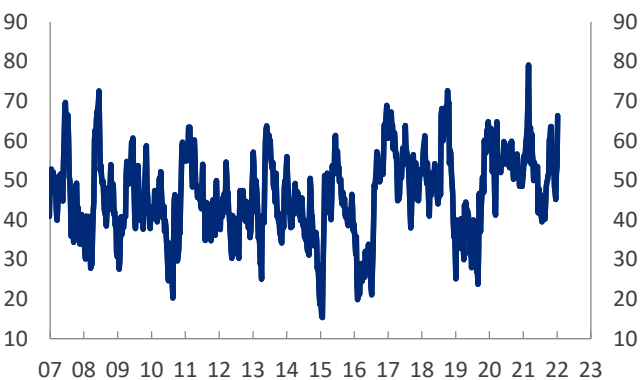
资料来源: Bloomberg, 浦银国际

图表 48: 日元远期汇率



资料来源: FactSet, 浦银国际

图表 49: 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

