



全球性普遍紧缩，美联储货币紧缩压力预计先高后低——SPDBI 全球央行观察

- 美联储：**伴随着3月美联储会议纪要的出现，5月加息50个基点并缩表已成为大概率事件，市场加息预期自高位进一步蹿升，市场预计约8成概率2022年年底的联邦基金利率会达到250-275bps，目前隐含的2022年加息节奏创下了1981年以来的最快加息速度。我们认为美联储当前的“鹰”实质上是在进行预期管理，在潜在的低增长 vs 高通胀的滞胀两难局面下，美联储试图通过3月25bps加息、5月50bps加息叠加缩表，引导市场形成“加速紧缩”的预期，为未来的“边际宽松”预埋伏笔。我们认为美联储的货币政策紧缩压力将呈现**先高后低**，目前我们正处于紧缩压力最大的时候，下半年伴随着美国经济进一步回落，通胀见顶回落，美联储的紧缩压力将减轻。
- 中国人民银行：**央行目前所面临的宏观环境艰难，需要面临内部经济压力以及海外的紧缩压力，央行在众多条件函数约束下，我们认为货币政策主线有：1) 海内外货币政策方向背离，尤其是中美利差12年来首次倒挂的情况下，难言全面大幅宽松，降息空间有限，但预计会引导LPR利率下降；2) 宽松偏谨慎，通过结构性举措有针对性、多维度进行定向宽松；3) 宽信用仍将是主线，尤其是通过拨备率、存款利率上限下调等举措鼓励信贷发放，降低社会融资成本。
- 欧洲央行：**相比于美联储，欧央行所面临的增长 vs 通胀两难可能更加突出，但考虑到欧洲经济相比美国的韧性明显更弱，欧央行的天平更容易向增长端倾斜。因此，欧央行的紧缩力度会明显弱于美联储，节奏也会更缓慢，紧缩的空间也会更有限。
- 其他央行：**除日本央行外，英国、新西兰、加拿大、挪威、韩国等全球主要央行都继续提高利率甚至是加速加息以应对通胀。货币政策延续持续紧缩。

2022 年 4 月刊

蔡瑞, CFA

策略分析师
carl_cai@spdbi.com
(852) 2808 6437

张引, PhD

助理分析师
yin_zhang@spdbi.com
(852) 2808 6452

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 4 月 21 日

相关报告：

[《FOMC 3 月会议：通胀驱动型加息，缩表临近，中性偏鹰》\(2022-03-17\)](#)

[《3 月中国宏观数据点评——信贷摆脱短暂低迷，关注长期趋势和信贷结构改善》\(2022-04-12\)](#)

[《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：5月预计缩表和加息 50 基点，货币紧缩压力预计先高后低.....	6
点评.....	6
动态追踪.....	10
中国人民银行：海外紧缩环境下的定向发力	17
点评.....	17
动态追踪.....	21
欧洲央行：经济走弱和通胀上升两难，紧缩空间有限.....	26
点评.....	26
动态追踪.....	28
其他央行：继续紧缩对抗通胀	34
点评.....	34
动态追踪.....	35

全球性普遍紧缩，美联储货币紧缩压力预计先高后低——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

2022 年 3 月：

- **3 月全球资本市场分化：**MSCI 发达国家指数上涨 2.74%，MSCI 新兴市场指数下跌 2.26%；美国、欧元区、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，截至 4 月 11 日，海外央行美元互换需求为 2.33 亿美元的水平。
- **3 月全球央行扩表速度放缓：**全球资产负债表扩表速度进一步放缓。截至 4 月 11 日，美联储资产负债表总规模为 8.97 万亿美元，较 2022 年 3 月基本持平。

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 (%)



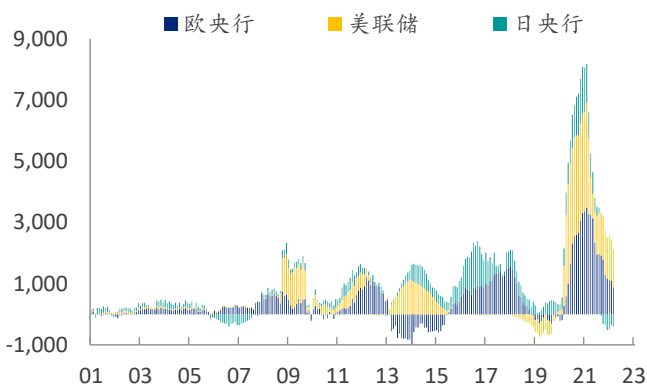
资料来源: Macrobond, 浦银国际

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)



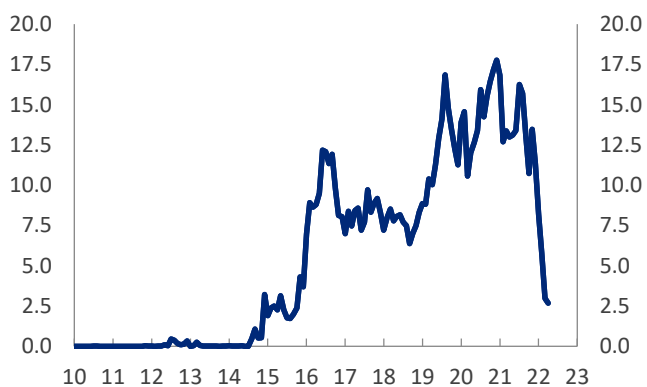
资料来源: FactSet, 浦银国际

图表 6: 美欧日央行总资产年度增量占年化 GDP 的比例 (%)



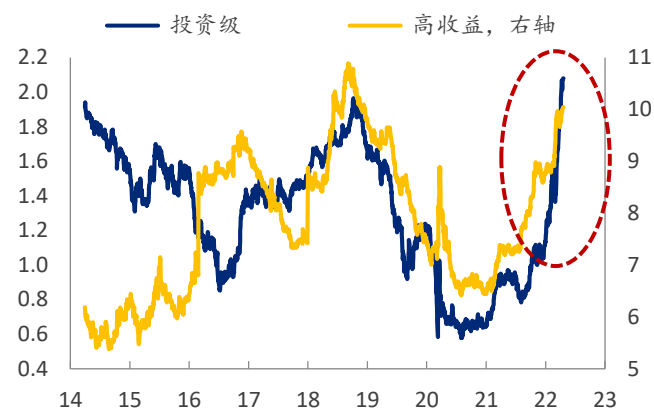
资料来源: FactSet, 浦银国际

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：5月预计缩表和加息50基点， 货币紧缩压力预计先高后低



● 点评

截至2022年4月19日，美债短端利率（3月期）从2月底的0.35%上升至0.81%；10年期美债收益率从2月底的1.83%上升至2.93%；20年期和30年期美债收益率分别从2月底的2.25%和2.17%上升至3.19%和3.01%。美元指数于4月19日上升至100.29的水平。**核心CPI弱于预期**。美国3月CPI同比增长8.5%，高于预期8.4%，为1982年1月以来最大涨幅。与之相对比，核心CPI同比为6.5%，低于预期6.6%，为6个月来最小涨幅。

于4月6日发布的3月FOMC会议纪要给出了关于加息和缩表的更多信息，并且重申了**对于抑制通胀的强烈决心（strong commitment and determination）**，并认为应**迅速（expeditiously）**调整此前宽松的货币政策，但同时也提及未来仍有高度不确定性，表示货币政策将根据实际情况及时调整。

● 关于加息

在3月FOMC会议上美联储决定加息25个基点，而此次会议纪要披露了更多关于加息的信息：

- 会议纪要显示，由于考虑到当前通胀远高于通胀目标、通胀风险集中于上行、利率远低于与会者预估的长期水平，与会者原本计划在3月加息50个基点。但是由于俄乌冲突爆发带来的不确定性，慎重起见，将加息幅度改为25个基点。
- 对于后续加息幅度，会议纪要提及将视乎通胀情况**一次或多次**加息50个基点（**one or more** 50 basis point increases）。

市场加息预期进一步提升：

- **5月加息预期大幅上升**。在3月16日FOMC会议宣布加息25个基点时，利率期货市场隐含的5月加息50个基点的概率仅为33%，而后此概率不断飙升，在会议纪要发布后，5月加息50个基点的市场隐含概率已达到80%。
- **全年加息预期大幅提高**。根据CME联邦利率期货，市场目前隐含的利率预期显示，市场预计约8成概率2022年年底的联邦基金利率会达到250-275基点，这就意味着3月FOMC会议后到2022年年底，还会加息9个25基点。相对比，3月FOMC会议刚结束时，市场预计约7成概率2022年年底联邦基金利率达到200-225基点。**当前的加息预期节奏是1981年（加息超过400个**

基点) 以来的最快加息速度, 比 2015 年美联储开启加息周期后最快的加息速度 (2018 年) 快了一倍有余。

1) 我们认为, 5 月大概率加息 50 基点。会议纪要除了直接表明与会者同意加息 50 基点之外, 美联储也有意形成“加速加息”。

● 关于缩表

尽管美联储在此次 FOMC 会议尚未对缩表作出决定, 但提供了更多鹰派细节, 且在不同章节多次提及 5 月将开始缩表。

- **缩表方式:** 缩表通过设置每月缩表上限, 以主动缩表结合被动缩表的方式进行。
- **缩表速度:** 与会者普遍同意将缩表上限定为 950 亿美元 (600 亿国债和 350 亿 MBS)。相对比, 上一轮缩表的上限是 500 亿美元 (300 亿国债和 200 亿 MBS), 如下图所示, 2021 年美联储持有债券的月均到期额约 900 亿美元, 950 亿的上限略高于此水平, 整体而言虽然偏鹰, 但仍算是有所克制。而亦有与会者认为应设置更高的缩表上限甚至不设上限 (Several participants remarked that they would be comfortable with relatively high monthly caps or no caps)。本轮缩表预计将在缩表开始后 3 个月或稍长时间内渐进达到缩表上限, 相比之下, 上一轮缩表花了 1 年时间达到上限。
- **缩表开始时点:** 会议纪要显示, 与会者认为缩表最早将于下一次 FOMC 会议 (今年 5 月) 开始, 且全文在包括经济展望在内的多个章节提及该时间点。相对比, 会议纪要提及调查数据显示 90% 受访者认为缩表将在今年 7 月开始, 较预期或会更早实施缩表。

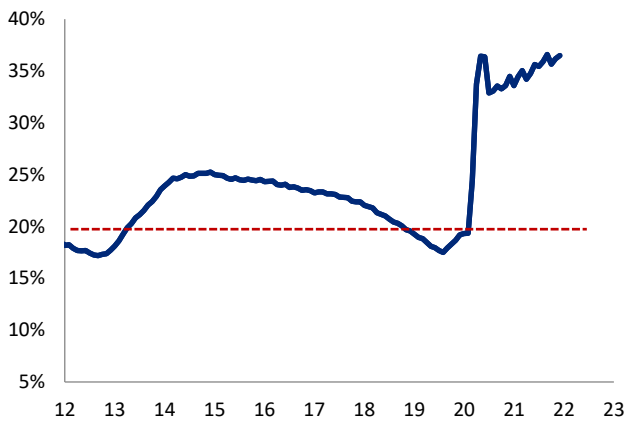
我们认为, 缩表开始时点几乎被锁定为在 5 月。当前美联储在进行前期的紧缩预期管理, 而会议纪要不止一次提及将在 5 月缩表, 如果缩表时间延后, 不利于美联储形成“加速紧缩”的预期引导。

缩表幅度和持续时间测算: 参考资产负债表规模占名义 GDP 百分比, 我们认为资产负债表占名义 GDP 20% 左右是美联储合意的水平, 因为:

- 上一轮缩表结束, 资产负债表占名义 GDP 的 18%, 但 2019 年 9 月美国曾出现钱荒事件, 因此从实践的角度出发, 略高于上一轮 18% 的水平是合适的;
- 2021 年 12 月, 美联储理事沃勒曾表示 20% 的水平较为合适。

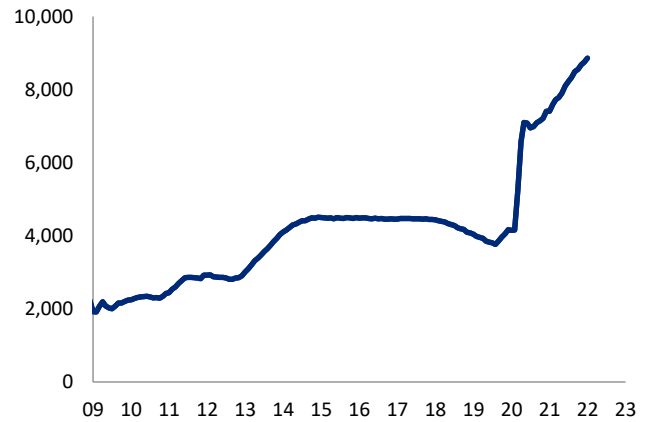
如果以 20% 作为合意水平进行静态估算, 2021 年名义 GDP 为 24 万亿美元, 则资产负债表将缩减至 4.8 万亿美元。当前资产负债表规模约为 8.97 万亿美元, 需要缩减的幅度为 4.17 万亿美元。但由于未考虑名义 GDP 的增长, 实际缩减量会小于该数额。根据会议纪要里提及的每月缩表幅度上限 (每月 950 亿美元, 至少 3 个月达到缩表节奏上限), 缩表预计会持续至 2025-2026 年。

图表 9: 美联储资产负债表规模占美国名义 GDP 百分比



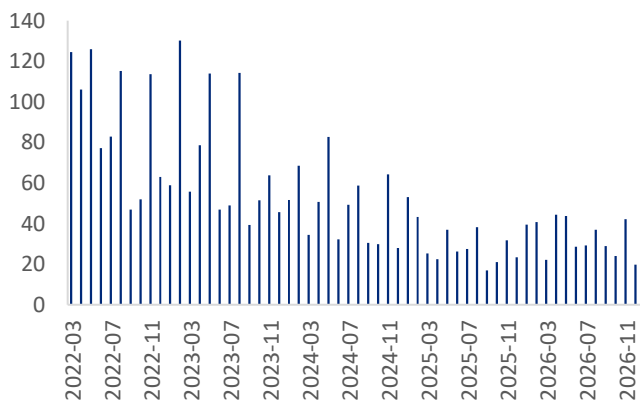
资料来源: FactSet, Bloomberg, 浦银国际

图表 10: 美联储资产负债表规模 (十亿美元)



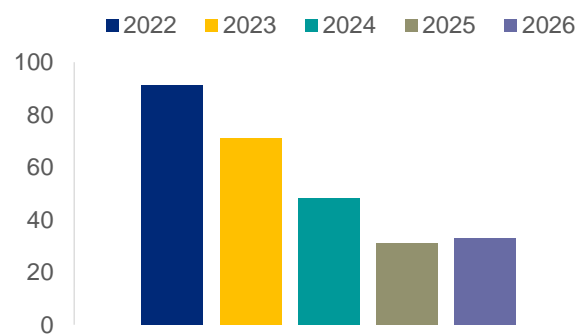
资料来源: FactSet, Bloomberg, 浦银国际

图表 11: 美联储持有债券到期额月度分布 (十亿美元)



资料来源: FactSet, Bloomberg, 浦银国际

图表 12: 美联储持有债券月均到期额 (十亿美元)



资料来源: FactSet, Bloomberg, 浦银国际

● 解读和展望

美联储近期的言论、举措无疑偏鹰，即使美联储最偏鸽派的副主席布雷纳德，也在演讲中强调了控制通胀极高的必要性 (**paramount important to get inflation down**)，受此影响，已经极高的市场加息预期在高位继续被进一步推升，在此影响下，美债市场的回撤幅度、下跌持续时间都创下了历史极值，10 年期美债收益率已经突破 2.9%，距离 2018 年缩表结束时候的 3.2% 高点只有不到 30 基点，市场预期也在高位继续被边际推升。

我们认为美联储当前的“鹰”实质上是在进行预期管理，在潜在的低增长 vs 高通胀的滞胀两难局面下，美联储试图通过 3 月 25 基点加息、5 月 50 基点加息叠加缩表，引导市场形成“加速紧缩”的预期，这样的好处在于：

- 通过“加速紧缩”的态势，对市场预期进行引导，进而压制通胀预期，压制通胀；
- 通过市场的高预期，进行预期管理，为未来的政策调整预期预留空间，伴随着美国经济下行，2022 年下半年时，美联储所面临的增长 vs 通胀两难很可能将凸显，如果当前可以引导市场形成强烈的紧缩预期，在高预期的压制下，未来即使出现弱于预期的紧缩，也可能被市场解读为“偏鸽”，这就为美联储在面临增长 vs 通胀两难境地以及逼仄的政策空间下，为未来的“边际宽松”埋下伏笔。

伴随着美联储引导市场形成“加速紧缩”预期，我们认为美联储的货币政策紧缩压力将呈现**先高后低**。

- **先高：**当前阶段应该属于美联储货币政策紧缩压力最大的时候。通胀见顶与否需要时间证伪（基准场景下我们认为美国通胀在上半年将见顶），在高通胀、经济、市场仍然处于相对高位的情况下，美联储需要推升紧缩预期。
- **后低：**下半年美联储的紧缩压力预计可能边际放缓，因为：
 - 1) 下半年经济增长进一步回落，这对利率中枢的下行压力会更为明显；
 - 2) 美国疫情的进一步回落，美国范围内供应链的进一步修复也有助于美国通胀的回落。
 - 3) 基准场景下，美国通胀很可能会在 2022 年上半年见顶，伴随着美国通胀见顶，美联储在下半年的紧缩压力也将得到舒缓。

● 动态追踪

美联储主席（有投票权）称，必须更迅速地加息。3月21日，鲍威尔（Jerome Powell）称，必须迅速加息，更加积极地遏制价格螺旋上升。他表示，劳动力市场非常强劲，通货膨胀也非常高，有必要迅速采取行动，将货币政策的立场恢复到更为中性的水平。

亚特兰大联储主席（无投票权，偏鹰）称，由于俄乌战争影响，紧缩不能太过激进。3月21日，博斯蒂克（Raphael Bostic）在[采访](#)中称，俄乌战争加剧不确定性，可能会对美国经济造成影响，应对紧缩政策持谨慎态度。他表示，随着疫情缓解，供应链将得到修复，不必用激进的紧缩政策来放缓经济增长。

旧金山联储主席（无投票权，偏鸽）称，需要加息来抑制通胀。3月22日，戴利（Mary Daly）在[采访](#)中称，美国经济面临的主要风险是通胀过高，俄乌战争使通胀进一步恶化，是时候收紧政策。她表示，应将利率提高到中性水平，甚至更高，以抑制经济来确保通胀回落。她还表示，将支持5月加息50个基点并开始缩表。

克利夫兰联储主席（有投票权，偏鹰）称，应提前加息，2022年将加息至2.5%。3月22日，梅斯特（Loretta Mester）在[采访](#)中称，2022年利率将提高至2.5%，上半年加息幅度将进一步扩大，明年将进一步收紧货币政策，以降低高通胀率，防止其根深蒂固。

圣路易斯联储主席（有投票权，偏鹰）称，应采取更激进的紧缩措施。3月23日，布拉德（James Bullard）在[采访](#)中称，通胀已经远远超出应有水平，美联储应采取更快、更大幅度的紧缩措施抑制通胀。

明尼阿波利斯联储主席（无投票权，偏鸽）称，预计2022年加息7次，但不能过度加息。3月24日，卡什卡里（Neel Kashkari）在[采访](#)中称，他预计今年将加息7次，以帮助遏制高通胀，但不能加息过度。他表示，如果供应链修复比预期更快、更多工人重返劳动力市场，就有过度紧缩的风险。

芝加哥联储主席（无投票权，偏鸽）称，支持及时加息，但应保持谨慎。3月24日，埃文斯（Charles Evans）在[采访](#)中称，需要在2022年和2023年及时提高利率，以遏制高通胀，否则高通胀将更难摆脱。但他表示，美联储在收紧货币政策时应谨慎行事，不要过于突然地提高利率，而是要花时间评估供应链是否正在改善。

美联储理事（有投票权，偏鸽）称，美国房地产市场将引导货币政策。3月24日，沃勒（Christopher Waller）在[采访](#)中称，随着住房成本在美国通胀中的比重越来越大，将更加密切地关注房地产，以判断货币政策的适当立场。



纽约联储主席(有投票权, 偏鸽)称, 如果通胀持续, 支持大幅加息。3月25日, 威廉姆斯(John Williams)在[采访](#)中称, 如果通胀问题持续, 可能需要更积极地提高利率。他表示, 未来不确定性仍很大, 应保持灵活调整。

费城联储主席(有投票权, 偏鹰)称, 中国对疫情的管控加剧供应链问题。3月29日, 哈克尔(Patrick Harker)在[采访](#)中称, 除了俄乌战争的影响之外, 中国对疫情的管控将会加剧供应链问题, 额外增加通胀压力。她还表示, 美联储应谨慎行事, 不能过于激进从而过度影响经济。

里士满联储主席(无投票权, 偏鹰)称, 通胀尚未影响到需求端。3月30日, 巴尔金(Thomas Barkin)在[采访](#)中称, 俄乌战争增加了美国的通胀压力, 但迄今为止并未影响到商品和服务的需求。

堪萨斯联储主席(有投票权, 偏鹰)称, 讨论缩表应考虑收益率曲线倒挂对金融稳定的风险。3月30日, 乔治(Esther George)在[采访](#)中称, 收益率曲线倒挂对美联储来说是一个警示信号。她表示, 并非因为收益率曲线倒挂预示衰退, 而是担心它对金融稳定的影响, 以及可能给银行贷款带来的压力。

芝加哥联储主席(无投票权, 偏鸽)称, 2022年需要7次加息, 但存在改变可能。4月1日, 埃文斯(Charles Evans)在[采访](#)中称, 他仍然支持美联储在2022年7次加息25个基点, 以遏制通胀。但他表示, 鉴于巨大不确定性, 未来可能会改变看法。

纽约联储主席(有投票权, 偏鸽)称, 加息步伐取决于经济情况。4月2日, 威廉姆斯(John Williams)在[采访](#)中称, 美联储需要将货币政策转向更为中立的立场, 但其收紧的步伐将取决于经济情况。他表示, 经济前景的不确定性仍然非常高, 通胀风险尤其严重。

美联储理事(有投票权, 偏鸽)称, 降低通胀至关重要。4月5日, 布雷纳德(Lael Brainard)在[演讲](#)中称, 完全同意目前通胀过高, 降低通胀至关重要。她表示, 将持续提高利率, 并最快在5月开始缩表, 进一步收紧的程度将完全取决于通胀和就业前景如何演变。

费城联储主席(有投票权, 偏鹰)称, “有条不紊”的紧缩政策旨在避免经济衰退。4月6日, 哈克尔(Patrick Harker)在[采访](#)中称, 美联储将有条不紊地收紧货币政策, 以保持经济增长不受影响。她表示, 加息和缩表都将产生减缓经济增长的效果, 但不会太过激进以造成经济衰退。

圣路易斯联储主席（有投票权，偏鹰）称，2022年应加息至3.5%。4月7日，布拉德（James Bullard）在[采访](#)中称，美联储在抗击通胀方面落后，2022年应加息至3.5%。他表示，美联储正在讨论比过往更加激进的紧缩政策。

克利夫兰联储主席（有投票权，偏鹰）称，2023年通胀仍上升，但会趋缓。4月10日，梅斯特（Loretta Mester）在[采访](#)中称，到2023年通胀仍居高不下，提高利率有助于减少过度需求，将价格压力降低到2%的通胀目标。她表示，直到2023年通胀仍将保持在2%以上，但将趋缓。

芝加哥联储主席（无投票权，偏鸽）称，不应加息太快。4月11日，埃文斯（Charles Evans）在[采访](#)中称，他不反对在年底前将利率上调至2.25%至2.5%的中性水平，但不应该加息太快，以至于没有足够的时间来评估通胀压力和调整政策。

美联储理事（有投票权，偏鸽）称，通胀和需求将会随加息而降温。4月12日，布雷纳德（Lael Brainard）在[采访](#)中称，让通胀回落到2%的目标水平是美联储最重要的任务，但她相信加息和缩表将实现这一目标。她表示，核心通胀正趋于缓和，预计未来几个月的需求和通胀将会降温。

里士满联储主席（无投票权，偏鹰）称，利率应该迅速调整到中性水平，以检验紧缩效果。4月12日，巴尔金（Thomas Barkin）在[采访](#)中称，如果高通胀持续存在，美联储应进一步提高利率。他表示，应该将利率迅速调整至中性区间，然后检验通胀压力是否正在缓解，以及通胀持续的程度如何。

美联储理事（有投票权，偏鹰）称，应加息抗通胀，但不能过于激进。4月13日，沃勒（Christopher Waller）在[采访](#)中称，美联储需要大幅提高利率以抗击通胀，但不能太过激进，以免给市场造成压力，破坏就业，并将经济推入衰退。

克利夫兰联储主席（有投票权，偏鹰）称，美联储的目标是抑制通胀同时不影响经济。4月14日，梅斯特（Loretta Mester）在[采访](#)中称，目前美国的劳动力市场非常紧张，通胀非常严重，美联储的目标是在供应受限的情况下更好地平衡需求，从而控制通胀，同时维持经济活动的扩张和健康的劳动力市场。

纽约联储主席（有投票权，偏鸽）称，5月应加息50个基点。4月14日，威廉姆斯（John Williams）在[采访](#)中称，从货币政策的角度来看，有必要加快步伐，将利率调整到更为正常的水平，同时推进缩表。他表示，美联储需要消除经济中的泡沫，但同时也能实现软着陆。

费城联储主席（有投票权，偏鹰）称，将进行“有条不紊”的加息措施以对抗通胀。4月14日，哈克尔（Patrick Harker）在[采访](#)中称，2022年美联储将进行一系列“有条不紊”的加息措施，以降低普遍存在且过高的通胀率。她表示，美联储难以改变供应问题，但可以开始影响需求端。（SPDBI注：“有条不紊”意指货币政策紧缩不能过于激进）

圣路易斯联储主席（有投票权，偏鹰）称，美联储应抑制经济活动以抗通胀。4月13日，布拉德（James Bullard）在[采访](#)中称，美联储必须抑制经济活动，以应对飙升的物价。他表示，美联储无法在不大幅加息的情况下控制通胀，应加息至抑制经济增长的水平。

图表 13: 2022 年 4 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	◎			有必要采取迅速行动遏制通胀		
卡什卡里 Neel Kashkari	明尼阿波利斯联储主席		🕊️		支持加息 7 次, 但不能过度加息		
布雷纳德 Lael Brainard	美联储理事*	◎	🕊️		将有条不紊地提高利率, 最快在 5 月开始缩表		降低通胀至关重要, 通胀将随着加息而降温
埃文斯 Charles Evans	芝加哥联储主席		🕊️		2022 年需要 7 次加息 25 个基点, 但存在改变可能		未来通胀情况变数较大
戴利 Mary Daly	旧金山联储主席		🕊️	目前美国经济最主要风险是高通脹	支持 5 月加息 50 个基点并开始缩表		俄乌战争使通胀恶化
威廉姆斯 John Williams	纽约联储主席	◎	🕊️	未来经济不确定性较大	紧缩步伐取决于经济情况, 应消除经济泡沫但同时实现软着陆		目前通胀风险尤其严重
巴尔金 Thomas Barkin	里士满联储主席		🦅		利率应该迅速调整到中性水平, 以检验紧缩效果		通胀尚未影响到需求端
梅斯特 Loretta Mester	克利夫兰联储主席	◎	🦅		应提前加息, 2022 年加至 2.5%		2023 年通胀仍高于 2% 的目标, 但会趋缓
博斯蒂克 Raphael Bostic	亚特兰大联储主席		🦅	俄乌战争影响美国经济	不必采取太过激进的紧缩政策, 防止影响经济		通胀将随疫情缓解而下降
哈克尔 Patrick Harker	费城联储主席	◎	🦅		应谨慎行事, 避免紧缩过于激进影响经济		中国对疫情的管控加剧供应链问题, 额外增加通胀压力
乔治 Esther George	堪萨斯联储主席	◎	🦅		讨论缩表应考虑收益率曲线倒挂对金融稳定的影响		
沃勒 Christopher Waller	美联储理事	◎	🦅		房地产将引导货币政策走向		
布拉德 James Bullard	圣路易斯联储主席	◎	🦅		应加息至抑制经济增长的水平, 2022 年加息至 3.5%		通胀已远远超出应有水平, 2023 年得到控制

注: ◎=有投票权 🕊️=偏鸽 🦅=偏鹰

资料来源: 浦银国际

图表 14: 美国国债收益率 (%)



资料来源: FactSet, 浦银国际

图表 15: 美国国债收益率曲线 (10年-3月期)



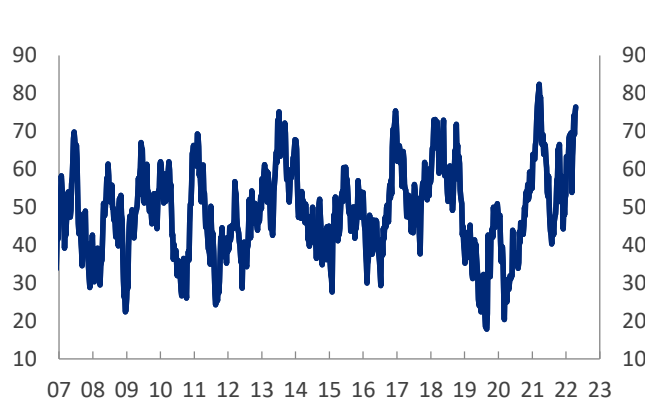
资料来源: FactSet, 浦银国际

图表 16: 10年期美债投机性净多头



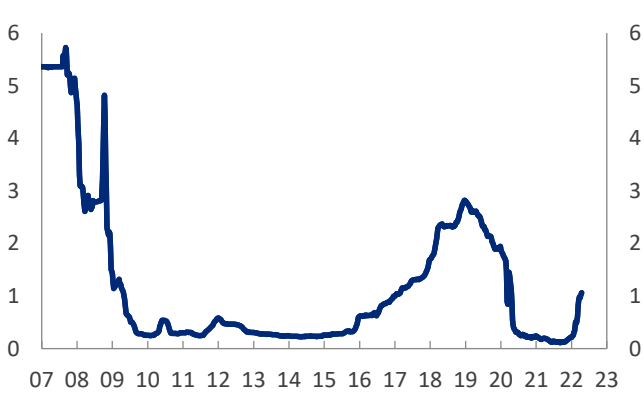
资料来源: FactSet, 浦银国际

图表 17: 10年期美债收益率 14天 RSI



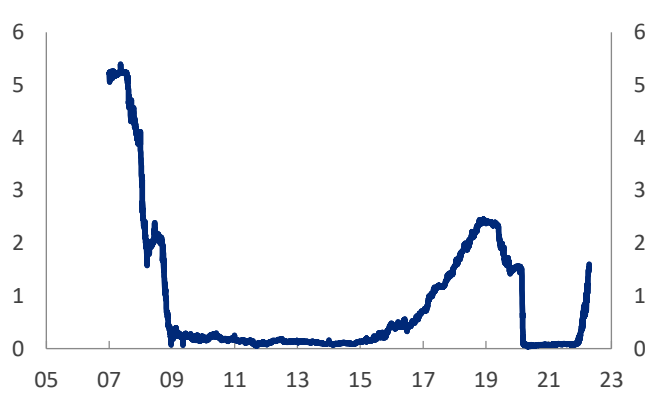
资料来源: FactSet, 浦银国际

图表 18: 美元 3 月期 LIBOR (%)



资料来源: FactSet, 浦银国际

图表 19: 3 月期美债隐含收益率 (%)



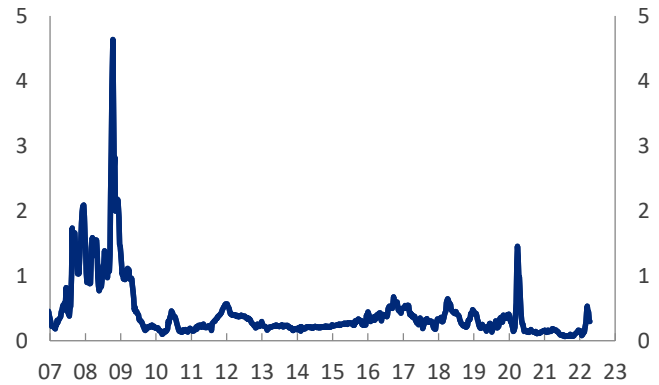
资料来源: Bloomberg, 浦银国际

图表 20: 美国隔夜回购利率 (%)



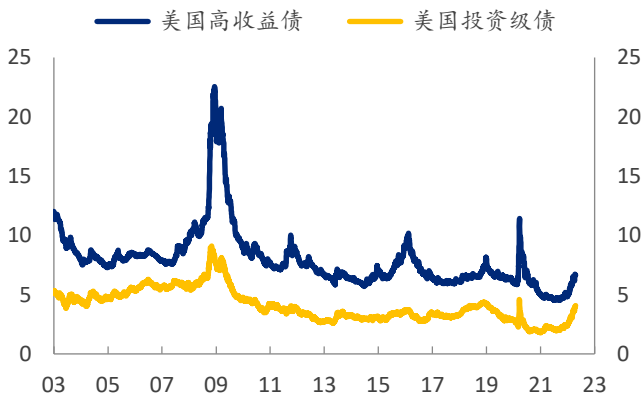
资料来源: FactSet, 浦银国际

图表 21: 泰德利差 (%)



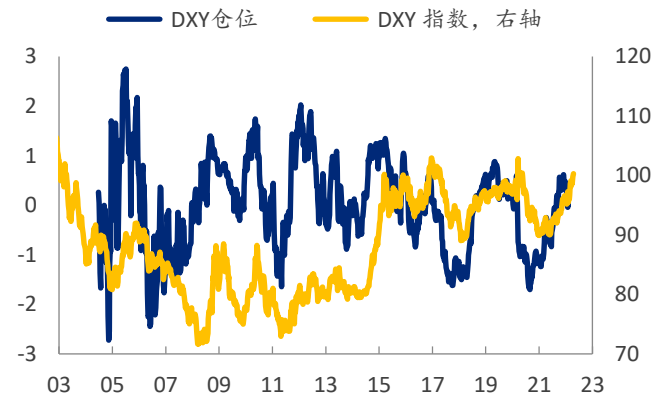
资料来源: FactSet, 浦银国际

图表 22: 美国公司债收益率 (%)



资料来源: FactSet, 浦银国际

图表 23: 美元指数 DXY 投机性仓位



资料来源: FactSet, 浦银国际

● 点评

截至4月18日，短端利率（3月期国债）从2月末上升67.2基点至2.15%的水平，长端利率（10年期国债）从2月末下降1.4基点至2.79%。中国央行3月续作2,000亿元中期借贷便利操作（MLF），当月MLF到期1,000亿元，净投放资金1,000亿元；通过公开市场逆回购，3月净回笼资金4,000亿元。

宏观环境复杂。相比2021年底，当前中国经济面临的宏观环境依旧艰难，除了原有的“三重压力”（需求收缩、供给冲击、预期转弱）和外部风险（海外通胀高企、发达市场宏观政策转向），国外地缘政治冲突和国内疫情反复都对“稳增长”造成影响。在当前的复杂环境下，货币政策难度较大，央行决策同时面临众多目标函数的约束，因此在政策实施时更为小心翼翼，注重政策的精确传递。但我们依然由几条主线可以把握：

1. 海内外货币政策方向背离，难言全面大幅宽松

不同于2020年全球普遍宽松，虽然中国央行侧重“以我为主”，但海外央行普遍紧缩的大背景，一定程度限制了央行进行大水漫灌式宽松的空间。

2022年4月随着美债利率快速上行，中美10年期国债利率出现12年以来首次倒挂，加上2022年净出口回落，人民币汇率的下行压力将逐步显现，这也是中国央行在进行宽松时需要兼顾的重要因素。

2. 宽松偏谨慎，更侧重定向发力

2022年4月15日，中国央行宣布全面降准25个基点，总共释放资金5,300亿元，距离上次降准（2021年12月15日）仅时隔4个月，但降准幅度较低（为历史上首次调降25个基点的降准）。此次降准之所以幅度较低，一个重要原因在于央行将总计上缴1.1万亿的结存利润（截至4月中旬已上缴6000亿元），相当于6000亿元基础货币投放，等效于降准25个基点。央行精确测算下的“弱降准”，一方面传递出宽松信号，但也反映了央行难以重现2020疫情期间的大幅宽松。

与此同时，央行也在积极作为，4月密集行动，出台一系列举措进行定向宽松：

- 4月15日，针对疫情带来的冲击，央行明确表示将通过再贷款、再贴现等货币政策工具，支持和引导金融机构对物流企业（避免行业性限贷、抽贷、断贷）、货运司机（汽车贷款、个人住房戴

康、信用卡等)的金融支持力度;

- 4月18日,央行联合外管局发布了支持实体经济的23条举措,针对疫情的特殊情况,涉及范围较广且有针对性,其中包括但不限于:
 - 1) 引导企业综合融资成本下降;
 - 2) 支农支小再贷款、普惠小微贷款;
 - 3) 提高民营企业贷款占比;
 - 4) 扩大住宿、餐饮、批发零售、文化旅游等受疫情冲击较大行业的信贷支持力度;
 - 5) 对受疫情影响的人群,优化信贷政策,灵活调整予以支持;
 - 6) 支持地方政府适度超前开展基础设施投资,依法合规保障融资平台公司合理融资需求;
 - 7) 因城施策,合理确定商业性个人住房贷款的最低首付款比例、最低贷款利率要求,支持房地产开发企业、建筑企业合理融资需求,促进房地产市场平稳健康发展。

3. 宽信用仍然是主线

2022年3月,社融存量增速升至10.6%,较前期上升0.4个百分点,增速为2021年8月以来最高值。社融增速虽然摆脱了2月的短暂低迷、恢复上升,但3月社融数据显示,信贷供应明显放量,但信贷的需求仍然低迷。3月,虽然新增人民币贷款(3.13万亿元)高于去年同期(2.73万亿元)和市场预期(2.75万亿元),但居民端信贷仍偏冷、企业端信贷结构有待改善。其中,新增居民短期、中长期贷款均低于去年同期,企业融资需求则主要来自票据融资和短期贷款(详情请见[《3月中国宏观数据点评——信贷摆脱短暂低迷,关注长期趋势和信贷结构改善》](#))。一季度整体新增政府债券的新增社融占比过半,与之对应的是企业、居民的中长期信贷需求低迷。

针对信贷情况,4月也连续有举措出炉对宽信用进行支持:

- 4月13日,国常会鼓励拨备水平较高的大型银行有序降低拨备率,这有助于银行释放更多资金进行信贷投放。
- 4月15日,监管鼓励中小银行存款浮动利率上限下调10个基点,这有助于为中小银行在揽存压力较大之际,舒缓负债端成本压力,进而有助于中小企业银行在保证息差的情况下,降低贷款利率。

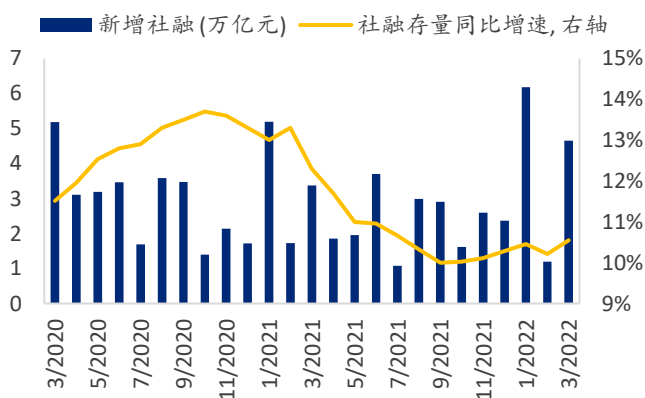
预计央行将进一步通过结构性举措在政策利率不变的情况下引导LPR利率下降,进而降低实体融资成本。

图表 24: 2021 年四季度和 2022 年一季度央行货币政策委员会例会内容对比

	2021 年四季度	2022 年一季度
总定性	稳健的货币政策要灵活适度, 增强前瞻性、精准性、自主性, 发挥好货币政策工具的总量和结构双重功能, 更加主动有为, 加大对实体经济的支持力度。增强经济发展韧性, 稳定宏观经济大盘。	要稳字当头、稳中求进, 强化跨周期和逆周期调节, 加大稳健的货币政策实施力度, 增强前瞻性、精准性、自主性, 发挥好货币政策工具的总量和结构双重功能, 主动应对, 提振信心, 为实体经济提供更有力的支持, 稳定宏观经济大盘。
流动性、货币供应量、宏观杠杆率	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。	进一步疏通货币政策传导机制, 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。
社融和信贷	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。结构性货币政策工具要积极做好“加法”, 精准发力, 将两项直达实体经济货币政策工具转换为支持普惠小微企业和个体工商户的市场化政策工具, 实施好碳减排支持工具和支持煤炭清洁高效利用专项再贷款, 综合施策支持区域协调发展, 引导金融机构加大对小微企业、科技创新、绿色发展的支持。	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。结构性货币政策工具要积极做好“加法”, 精准发力, 用好普惠小微贷款支持工具, 增加支农支小再贷款, 实施好碳减排支持工具和支持煤炭清洁高效利用专项再贷款, 综合施策支持区域协调发展, 引导金融机构加大对小微企业、科技创新、绿色发展的支持。
金融供给侧结构性改革	深化金融供给侧结构性改革, 引导大银行服务重心下沉, 推动中小银行聚焦主责主业, 支持银行补充资本, 增强金融市场的活力和韧性, 健全具有高度适应性、竞争力、普惠性的现代金融体系。	深化金融供给侧结构性改革, 引导大银行服务重心下沉, 推动中小银行聚焦主责主业, 支持银行补充资本, 共同维护金融市场的稳定发展, 健全具有高度适应性、竞争力、普惠性的现代金融体系。
社会融资成本	完善市场化利率形成和传导机制, 优化央行政策利率体系, 加强存款利率监管, 发挥贷款市场报价利率改革效能, 推动降低企业综合融资成本。	完善市场化利率形成和传导机制, 优化央行政策利率体系, 加强存款利率监管, 着力稳定银行负债成本, 发挥贷款市场报价利率改革效能, 推动降低企业综合融资成本。
人民币汇率	深化汇率市场化改革, 增强人民币汇率弹性, 引导企业和金融机构坚持“风险中性”理念, 加强预期管理, 把握好内部均衡和外部均衡的平衡, 保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定。	深化汇率市场化改革, 增强人民币汇率弹性, 引导企业和金融机构坚持“风险中性”理念, 加强预期管理, 把握好内部均衡和外部均衡的平衡, 保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定。

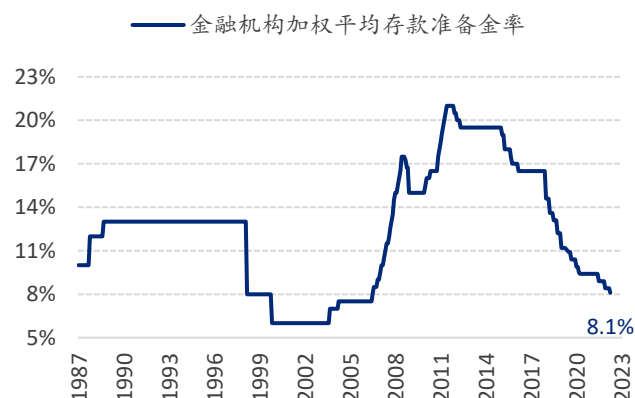
资料来源: 中国人民银行, 浦银国际

图表 25: 中国新增社融与社融存量同比增速的变化



资料来源: CEIC, 浦银国际

图表 26: 中国金融机构加权平均存款准备金率



资料来源: CEIC, 浦银国际

- **展望未来:**

在海外全面紧缩的大背景下，降息空间有限，中国央行难言全面大幅宽松。预计将继续延续当前的趋势，在宽信用的主线下，通过结构性举措定向发力。

● 动态追踪



中国央行金融科技委员会召开会议研究部署 2022 年重点工作。3 月 23 日，中国央行金融科技委员会 [召开会议](#)，强调高质量推进金融数字化转型。一是扎实做好新阶段规划政策的宣传解读、落地实施、跟踪监测和示范引导，二是建立健全金融科技伦理监管框架和制度规范，三是深化运用金融科技创新监管工具，四是深入实施金融科技赋能乡村振兴示范工程、金融数据综合应用试点，五是强化数字化监管能力建设。

中国央行发布 4Q21 金融机构评级结果。3 月 25 日，中国央行发布 4Q21 金融机构 [评级结果](#)，从整体上看，大部分机构评级结果在安全边界内；从趋势看，高风险机构数量较峰值减少一半，连续 6 季度下降；从机构类型看，大型银行评级结果最好；从地区分布来看，存量高风险机构数量呈现区域集中特点。

中国央行召开 2022 年科技工作电视会议。3 月 30 日，中国央行召开 [2022 年科技工作电视会议](#)，会议认为，2021 年金融业网络安全保障能力持续增强，金融科技守正创新和惠民利企水平不断提升，金融标准建设与实施纵深推进；会议要求，要坚持稳字当头，加强金融业网络安全体系建设，做好金融数据安全管理工作。

中国央行货币政策委员会召开 2022 年第一季度例会。3 月 30 日，中国央行货币政策委员会召开 [2022 年第一季度例会](#)，会议分析了国内外经济金融形势，指出当前国外疫情持续，地缘政治冲突升级，外部环境更趋复杂严峻和不确定，国内疫情发生频次有所增多，经济发展面临需求收缩、供给冲击、预期转弱三重压力，要稳字当头、稳中求进，强化跨周期和逆周期调节，加大稳健的货币政策实施力度。

中国央行召开 2022 年金融稳定工作电视会议。4 月 1 日，中国央行召开 [2022 年金融稳定工作电视会议](#)，会议认为，2021 年央行不断完善系统性风险防控体系，金融风险整体收敛、总体可控。会议要求，2022 年央行金融稳定系统要继续坚持稳中求进工作总基调，抓好防范化解金融风险工作。

中国央行召开 2022 年研究工作电视会议。4 月 7 日，中国央行召开 [2022 年研究工作电视会议](#)，会议认为，2021 年央行紧紧围绕服务实体经济、防控金融风险、深化金融改革三项任务以及全行中心工作，取得了显著成绩。会议指出，2022 年央行研究系统要充分认识国内外环境深刻变化对研究工作提出的新要求和新挑战，要以服务稳增长和防风险为重点，强化重大基础性、前瞻性问题的研究。

中国央行召开 2022 年内审工作会议。4 月 13 日，中国央行召开 [2022 年内审工作会议](#)，会议认为，2021 年央行各级内审部门积极主动加大对金融风险防控、持续推进审计发现问题的整改，取得了显著成效。会议要求，央行各级内审部门要全面提升 2022 年内部审计工作质量，要坚持问题导向、做好审计研究、践行科技强审理念、提高审计的制度化、规范化、信息化水平。

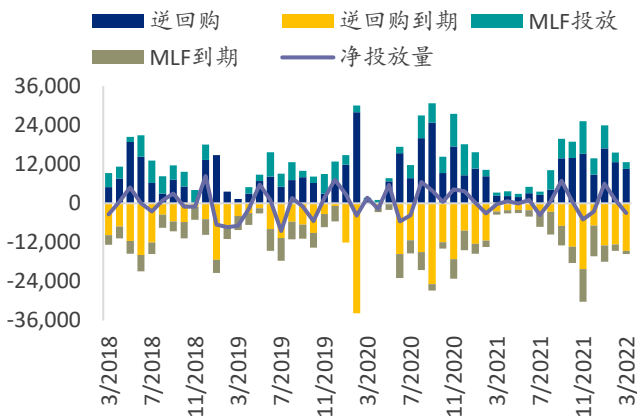
中国央行下调金融机构存款准备金率。4 月 15 日，中国央行发布 [公告](#)，决定于 2022 年 4 月 25 日下调金融机构存款准备金率 0.25 个百分点。本次下调后，金融机构加权平均存款准备金率为 8.1%。

中国央行就下调金融机构存款准备金率答记者问。4 月 15 日，中国央行有关负责人在 [采访](#) 中称，此次降准的目的，一是优化金融机构资金结构，二是引导金融机构积极运用降准资金支持受疫情严重影响行业和中小微企业，三是降低金融机构资金成本。此次降准为全面降准，共计释放长期资金约 5300 亿元。

中国央行运用货币政策工具支持物流和产业供应链。4 月 15 日，中国人民银行，传达国务院专题会议精神，研究部署统筹疫情防控和经济发展，加大对物流畅通和产业链供应链稳定的金融支持。人民银行将运用再贷款、再贴现等多种货币政策工具，支持和引导金融机构加大金融支持力度，对运输物流企业和货运司机开辟“绿色通道”，合理给予贷款展期和续贷安排，增加民航运输信贷投放，建立信贷、债券融资对接机制，发挥应收账款服务平台作用，支持产业链供应链稳定循环。

中国央行和外管局 23 条举措支持实体经济。4 月 18 日，中国人民银行、国家外汇管理局 18 日印发 [《关于做好疫情防控和经济社会发展金融服务的通知》](#)，从支持受困主体纾困、畅通国民经济循环、促进外贸出口发展等方面，提出加强金融服务、加大支持实体经济力度的 23 条举措。

图表 27: 中国央行公开市场操作与到期 (亿元)



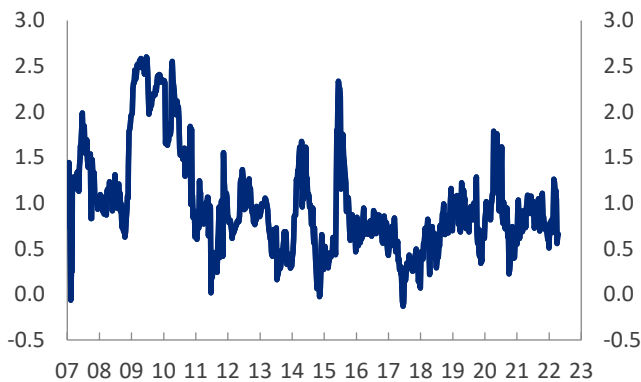
资料来源: CEIC, 浦银国际

图表 28: 中国国债收益率 (%)



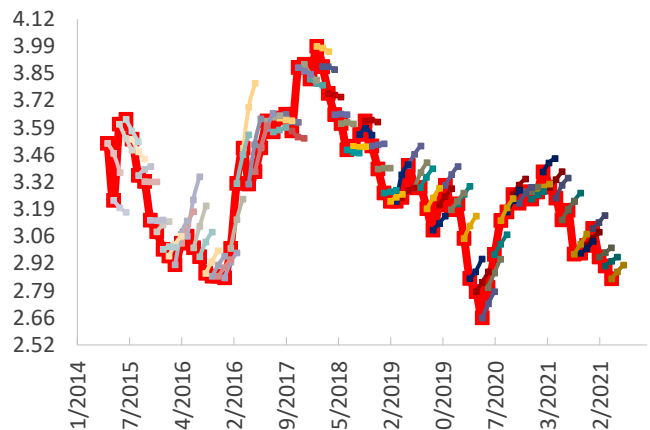
资料来源: FactSet, 浦银国际

图表 29: 中国国债收益率曲线 (10年-3月期)



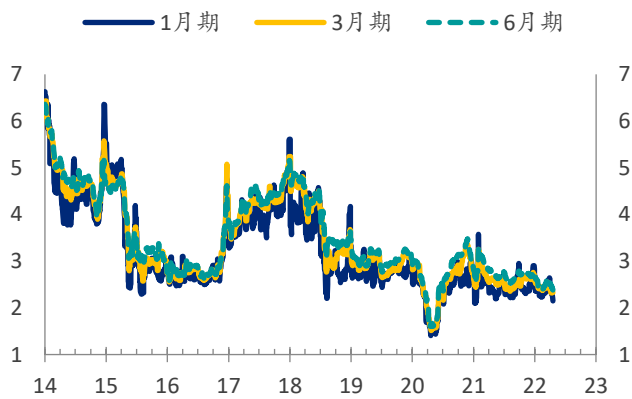
资料来源: FactSet, 浦银国际

图表 30: 中国 10 年期国债远期 (%)



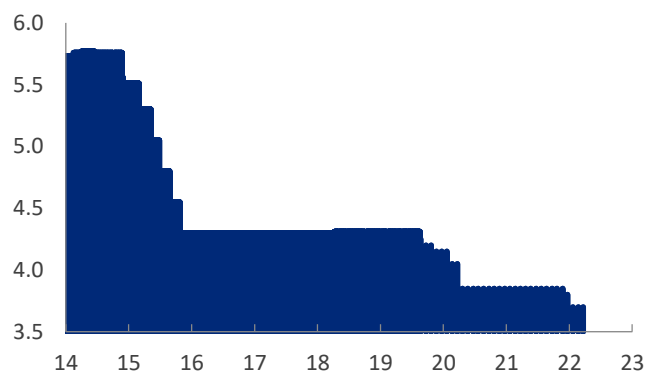
资料来源: Bloomberg, 浦银国际

图表 31: AAA 级同业存单到期收益率 (%)



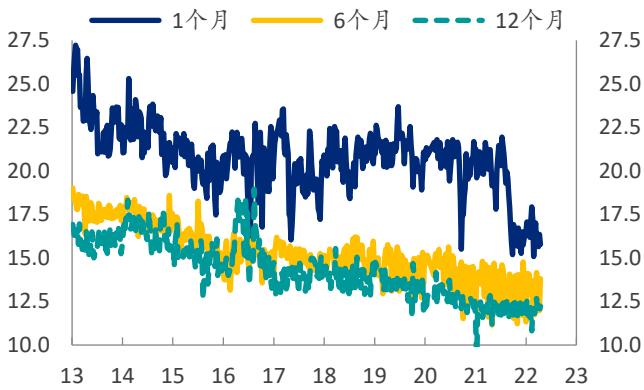
资料来源: CEIC, 浦银国际

图表 32: 1 年期 LPR 利率 (%)



资料来源: Wind, 浦银国际

图表 33: 温州民间融资综合利率 (%)



资料来源: Wind, 浦银国际

图表 34: 中美国债利差



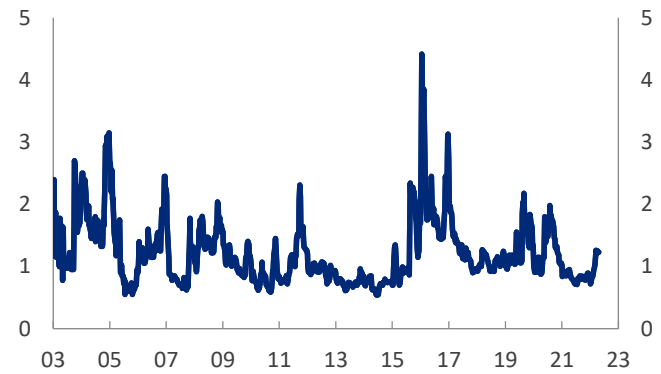
资料来源: FactSet, 浦银国际

图表 35: 1 年期人民币隐含波动率 (%)



资料来源: Bloomberg, 浦银国际

图表 36: 1 年期港币隐含波动率 (%)



资料来源: Bloomberg, 浦银国际

图表 37: 人民币一年期远期汇率



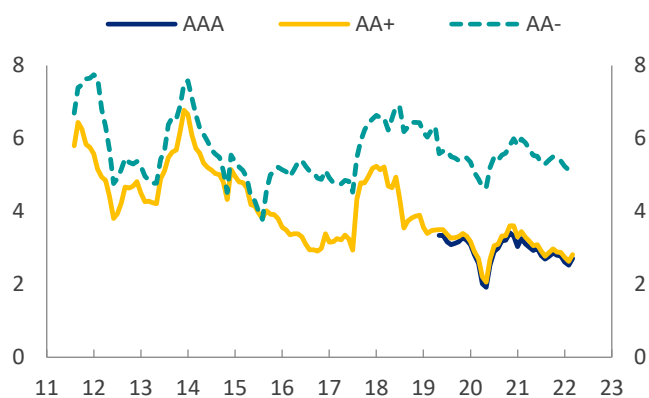
资料来源: FactSet, 浦银国际

图表 38: 港币一年期远期汇率



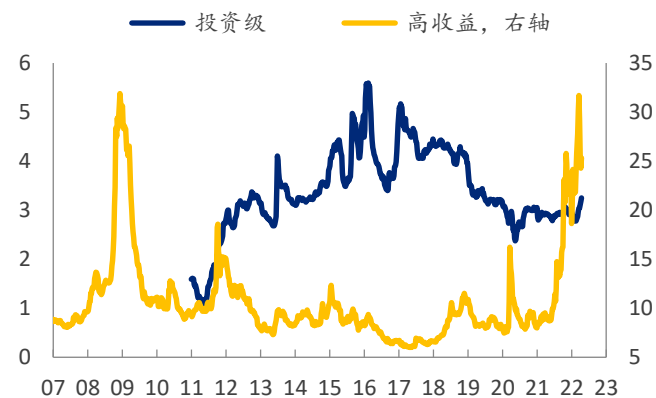
资料来源: FactSet, 浦银国际

图表 39: 中国 1 年期公司债收益率 (%)



资料来源: Wind, 浦银国际

图表 40: 中资美元债收益率 (%)



资料来源: FactSet, 浦银国际



欧洲央行：经济走弱和通胀上升两难，紧缩空间有限

● 点评

截至 2022 年 4 月 19 日，欧元区短端利率（3 月期德债）从 2 月底的 -0.72% 回升至 -0.71%，长端利率（10 年期德债）从 2 月底的 0.16 回升至 0.94，收益率曲线从 2 月底的 0.88% 回升至 1.65%。欧元区 AAA 投资级债收益率由 2 月底的 0.84% 回升至 1.40%，欧元区高收益债券（CCC 及以下）收益率由 2 月底的 8.79% 回升至 9.73%。欧央行 4 月议息会议的主要内容包括：

- 未来一段时间内，经济将会放缓，下行风险增大，财政和货币政策支持仍然至关重要。
- 目前还不能确定通胀会持续上升多久。虽然调查显示长期通胀预期维持在 2% 左右，但是预期有上调趋势。
- 资产购买计划（APP）将按计划于第三季度结束，而第三季度的购买量将视未来的数据作出相应的校正，且该校正将反应理事会对前景的评估。
- 维持 0% 主要再融资利率、-0.50% 存款机制利率和 0.25% 边际借贷利率不变，且加息将在 APP 结束后开始。欧央行主席拉加德在记者会上表示，APP 计划结束到首次加息之间的间隔尚不确定。

经济偏弱的同时叠加严重通胀问题，欧央行当前面临两难。欧元区 PMI 持续弱于美国。而 2022 年 2 月爆发的俄乌冲突更加剧了经济和通胀问题：

- **俄乌战争对欧洲经济有着直接和间接的负面影响**，包括：1) 战争引发能源危机，能源价格飙升和能源短缺将会加剧企业和居民负担，影响企业和消费信心；2) 战争导致大量难民涌入，将增加社会负担；3) 过去欧洲与俄罗斯金融关系紧密，对俄金融机构制裁以及俄罗斯潜在的债务危机将对欧洲金融和经济活动造成负面冲击。
- **欧洲通胀问题比美国更严重**。欧洲能源供应受制于俄罗斯，因此 PPI 通胀相比美国更容易受到冲击，以欧洲经济火车头德国为例，德美 PPI 走势长期同步，但从 2021 年四季度开始，德国 PPI 飙升至远高于美国的水平。截至 2022 年 2 月，德国 PPI 同比已达到 26%，无论是相比历史顶点还是同期美国数据，都处在绝对高位；相比之下，美国 PPI 同比仅为 12.7%，尽管相比历史处于相对高

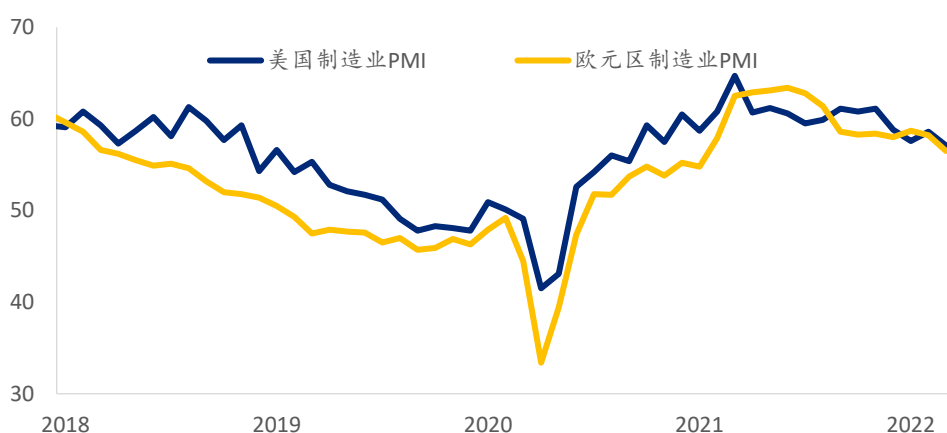
位，但其幅度远低于德国。

相比于美联储，欧央行所面临的增长 vs 通胀两难可能更加突出，但考虑到欧洲经济相比美国的韧性明显更弱，欧央行的天平更容易向增长端倾斜。因此，欧央行的紧缩力度会明显弱于美联储，节奏也会更缓慢，紧缩的空间也会更有限。

- 展望未来：

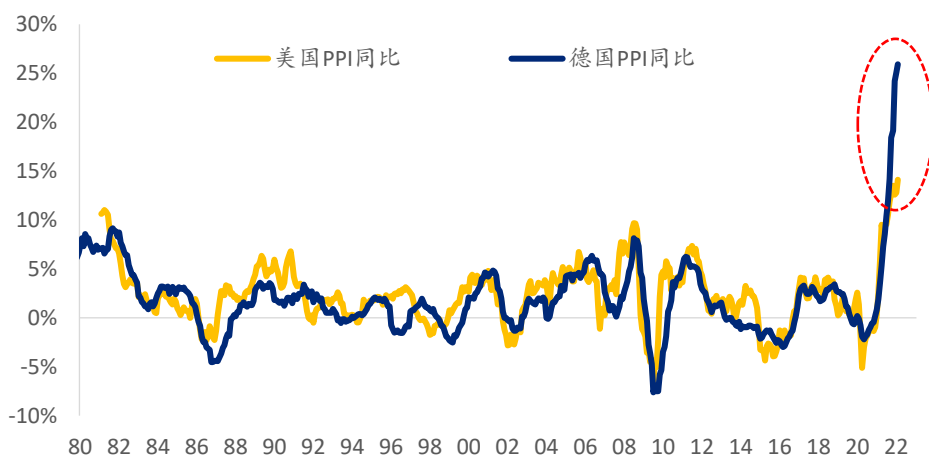
预计欧央行最快或需 2023 年方才会开展加息，且加息空间十分有限。

图表 41: 欧元区 PMI 持续弱于美国



注：过去 12 个月平均 PMI 资料来源：Factset, Bloomberg, 浦银国际

图表 42: 德国 PPI 远高于美国



资料来源：Factset, Bloomberg, 浦银国际

● 动态追踪

欧央行行长称，欧央行并不急于加息。3月17日，拉加德（Christine Lagarde）[表示](#)，任何行动都是循序渐进的，欧央行并不急于加息。她表示，首次加息将会在结束资产购买计划后的一段时间内开始，利率政策将在今年第三季度公布。

荷兰央行行长（偏鹰）称，不排除2022年加息两次。3月17日，克诺特（Klaas Knot）在[采访](#)中称，在最早于今年7月结束资产购买计划之后，预计今年只加息一次，但如果再次提高通胀预期，不排除加息两次的可能性。

奥地利央行行长（偏鹰）称，欧央行应加息。3月19日，霍尔兹曼（Robert Holzmann）在[采访](#)中称，欧央行可能会在结束资产购买计划之前，通过提高利率来发出抗击通胀的明确信号。他表示，对于资产购买计划较难理解，但大家都会明白加息发出的信号。

欧央行副行长（偏鸽）称，如果欧央行观测到通胀第二轮效应，将采取行动。3月20日，德金多斯（Luis de Guindos）在[采访](#)中称，通胀第二轮效应和价格预期的去锚定将会是决定欧央行货币政策的决定性因素。

欧央行行长称，欧央行和美联储将不同步。3月21日，拉加德（Christine Lagarde）在[采访](#)中称，未来世界两大央行将不再同步，因为俄乌战争对双方经济的影响截然不同。她表示，由于地理原因，欧洲比美国更容易受到战争的影响。

德国央行行长（偏鹰）称，鉴于通胀高企，应在年底前加息。3月21日，纳格尔（Joachim Nagel）在[采访](#)中称，高通胀有可能盘踞不去，如果欧央行行动太晚，政策收紧太过突然，可能会抑制经济增长。他表示，如果资产购买按照目前的计划在第三季度结束，这将为今年提高关键利率提供可能性。

法国央行行长（偏鸽）称，欧央行需要货币政策正常化。3月22日，维勒鲁瓦（Francois Villeroy de Galhau）在[采访](#)中称，欧洲央行应该关注潜在的通胀趋势，而不是短期的能源价格波动。他表示，欧洲央行需要将货币政策正常化，以稳定通胀预期。

欧央行副行长（偏鸽）称，欧元区没有滞胀风险。3月22日，德金多斯（Luis de Guindos）在[采访](#)中称，尽管俄乌战争升级影响到欧元区经济，但欧元区经济仍将上行。他表示，尽管能源价格高企正将通胀推升至创纪录高位，但尚无迹象表明，通胀预期正开始上升，或正变得“失稳”。



意大利央行行长（偏鸽）称，没有迹象表明存在第二轮效应。3月23日，维斯科（Ignazio Visco）在[采访](#)中表示，在欧洲，目前没有迹象表明存在“第二轮”价格效应。他表示，美国家庭可支配收入急剧上升，货币政策只能是紧缩的，但是欧洲的情况与美国非常不同。

葡萄牙央行行长（偏鸽）称，欧央行暂不认为经济会衰退。3月24日，森特诺（Mario Centeno）在[采访](#)中称，尽管俄乌战争加剧了通胀压力，但欧央行并不认为欧元区经济会出现衰退。但他表示，欧央行应根据战争情况变化谨慎地跟进，货币政策正常化将在今年年底逐步实施。

欧央行理事（偏鹰）称，如果经济崩溃，欧央行将考虑继续资产购买。3月24日，施纳贝尔（Isabel Schnabel）在[采访](#)中称，如果欧元区经济因俄乌战争陷入深度衰退，欧央行将考虑延长资产购买计划。

欧央行行长称，不存在滞胀风险。3月26日，拉加德（Christine Lagarde）在[采访](#)中称，欧央行不认为俄乌战争会导致欧元区陷入滞胀，即使这会导致能源价格上涨、经济增长放缓，从而推高通胀。

欧央行首席经济学家（偏鸽）称，通胀将逐渐消失。3月28日，莱恩（Philip Lane）在[采访](#)中称，当前的通胀是一场输入型通胀，是供应冲击，将随着时间的推移逐渐消失。

西班牙央行行长（偏鸽）称，部分欧洲国家财政能力较弱，应通过欧洲共同解决通胀。3月29日，德科斯（Pablo Hernandez de Cos）在[采访](#)中称，包括西班牙在内的一些欧洲国家财政能力较弱或有限，应通过欧洲共同应对措施来应对当前的能源冲击。他表示，西班牙政府此前通过的一项160亿欧元的紧急援助计划必须是暂时的。

奥地利央行行长（偏鹰）称，年底前应将利率提高至零。3月29日，霍尔兹曼（Robert Holzmann）在[采访](#)中称，欧央行应在年底前将关键利率上调至零，否则明年可能不得进一步加息，以抑制通胀。他表示，欧央行可能仍在低估通胀。

欧央行行长称，欧元区正同时面临经济增长放缓和通胀加剧。3月30日，拉加德（Christine Lagarde）在[采访](#)中称，短期内，欧元区将面临更高的通胀和更慢的经济增长。她表示，战争持续的时间越长，经济成本就会越高，欧元区最终陷入更多不利局面的可能性也就越大。

欧央行行长称，能源和食品价格将趋于稳定。3月30日，拉加德（Christine Lagarde）在[采访](#)中称，她预计能源和食品价格将趋于稳定，尽管目前仍处于较高水平。



EUROPEAN CENTRAL BANK
EUROSYSTEM

爱尔兰央行行长（偏鸽）称，经济前景更加不确定。3月30日，马赫卢夫（Gabriel Makhlouf）在采访中称，俄乌战争加剧了经济前景的不确定性。他表示，这场战争可能对欧元区的经济活动和通胀产生实质性影响，欧央行将采取一切必要行动，履行维持价格稳定的使命。

斯洛伐克央行行长（偏鹰）称，年底将会加息。3月30日，卡兹米尔（Peter Kazimir）在[采访](#)中称，除非俄乌战争演变为全球战争，否则年底将会首次加息。

欧央行首席经济学家（偏鸽）称，中期通胀会稳定在2%的通胀目标附近。3月31日，莱恩（Philip Lane）在[采访](#)中称，中期通胀不会回到疫情前低于目标的均衡状态，但在适当调整货币政策的条件下，中期通胀可能会稳定在2%的目标附近。他还表示，如果能源价格冲击和俄乌战争导致宏观经济前景严重恶化，也应该做好充分准备调整货币政策。

欧央行副行长（偏鸽）称，通胀将在下半年下降。3月31日，德金多斯（Luis de Guindos）在[采访](#)中称，未来几个月通胀可能继续上升，并在年中左右见顶，今年下半年开始下降。

欧央行理事（偏鹰）称，预计第三季度结束资产购买后加息。4月2日，施纳贝尔（Isabel Schnabel）在[采访](#)中称，欧央行计划在今年第三季度结束资产购买计划后一段时间内加息。她表示，货币政策正常化的速度取决于俄乌战争对经济的影响以及通胀的严重程度和持续时间。

荷兰央行行长（偏鹰）称，货币政策正常化应及时。4月4日，克诺特（Klaas Knot）在[采访](#)中称，欧央行面对高通胀应该采取行动，政策需要逐步但及时正常化。他表示，高通胀并不完全是由于供给冲击，需求恢复比预期快得多。

比利时央行行长（偏鹰）称，今年可能将利率重新调高至零。4月5日，温施（Pierre Wunsch）在[采访](#)中称，随着经济的正增长，今年可能会将利率提高至零，以抗击高通胀。但他表示，目前欧央行内部还没有关于加息的讨论。

欧央行理事（偏鸽）称，欧元区经济可能出现负增长。4月6日，帕内塔（Fabio Panetta）在[采访](#)中称，2022年欧元区经济增长率可能跌至负值区间。他表示，欧央行将为降低通胀而收紧政策，这将放大对欧元区实体经济的牺牲。

德国央行行长（偏鹰）称，将很快加息。4月6日，纳格尔（Joachim Nagel）在[采访](#)中称，欧元区通胀居高不下，因此欧央行可能很快需要提高利率。


















希腊央行行长（偏鸽）称，经济表现取决于通胀持续时间。4月7日，史托纳拉斯（Yannis Stournaras）在[采访](#)中称，俄乌战争对全球经济来说是一个主要针对供应端的冲击，通过各种渠道影响欧洲。他表示，经济表现将取决于国际能源和食品价格冲击的程度和持续时间。

法国央行行长（偏鸽）称，正走向更艰难的经济时期。4月12日，维勒鲁瓦（Francois Villeroy de Galhau）在[采访](#)中称，随着俄乌战争对经济的影响开始显现，企业的前景更加不确定。他表示，法国的经济增长似乎比邻国要好，但毫无疑问，目前正走向更为艰难的经济时期。

欧央行行长称，通胀上行风险加剧。4月14日，拉加德（Christine Lagarde）在[采访](#)中称，欧元区通胀上行风险加剧，尤其是在短期内。她表示，欧元区通胀已超过2%的目标，金融市场和专家给出的通胀预期有上修的迹象，值得密切关注。

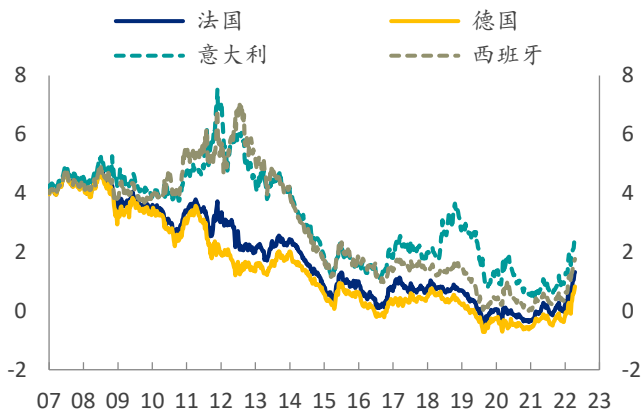
欧央行行长称，经济下行风险大幅增大。4月14日，拉加德（Christine Lagarde）在[采访](#)中称，由于俄乌战争的影响，未来经济下行风险大幅增大。她表示，欧央行将在货币政策方面保持可选性、渐进性和灵活性。

图表 43: 2022 年 4 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		经济下行风险大 幅增加	加息将在结束资 产购买计划一段 时间后开始		通胀上行风险加 剧
帕内塔 Fabio Panetta	欧央行 理事		欧元区经济将出 现负增长			
德科斯 Pablo Hernandez de Cos	西班牙 央行行长				西班牙等国财政 较弱, 应通过欧洲 共同解决通胀	
莱恩 Philip Lane	欧央行首席 经济学家			不应急于加息		通胀会回到 2% 的 目标, 输入型通胀 即将消失
史托纳拉斯 Yannis Stournaras	希腊 央行行长		经济表现取决于 通胀维持时间			
维斯科 Ignazio Visco	意大利 央行行长			不应和美国一样 采取紧缩政策		欧元区尚未出现 第二轮效应
维勒鲁瓦 Francois Villeroy de Galhau	法国 央行行长		经济走向更艰难 的时期	应使货币政策正 常化, 稳定通胀预 期		
马赫卢夫 Gabriel Makhlouf	爱尔兰 央行行长		经济不确定性加 剧	应采取一切必要 行动维持物价稳 定		俄乌战争对通胀 产生实质性影响
森特诺 Mario Centeno	葡萄牙 央行行长		欧央行不认为经 济衰退, 但应跟进 战争局势变化	货币政策正常化 将在今年年底逐 步实施		俄乌战争加剧通 胀压力
德金多斯 Luis de Guindos	欧央行 副行长		欧元区经济没有 滞胀风险	通胀第二轮效应 和价格预期的去 锚定将决定欧央 行的货币政策		没有迹象表明通 胀失控, 通胀下半 年下降
卡兹米尔 Peter Kazimir	斯洛伐克 央行行长			年底将会加息		
施纳贝尔 Isabel Schnabel	欧央行 理事			结束资产购买计 划后一段时间内 加息		
温施 Pierre Wunsch	比利时 央行行长			今年可能将利率 重新提高至零		
纳格尔 Joachim Nagel	德国 央行行长			如果加息太晚, 政 策收紧太过突然, 会抑制经济		
霍尔兹曼 Robert Holzmann	奥地利 央行行长		俄乌战争对经济 影响重大, 经济预 期基于战争及时 结束的假设	应在年底前将关 键利率提高至零		欧央行仍在低估 通胀
克诺特 Klaas Knot	荷兰 央行行长			货币政策应及时 正常化, 不排除 2022 年加息两次		通胀不完全由于 供应端冲击, 需求 端恢复比预期快

注:  = 偏鸽  = 偏鹰 资料来源: 浦银国际

图表 44: 欧元区 10 年期国债收益率 (%)



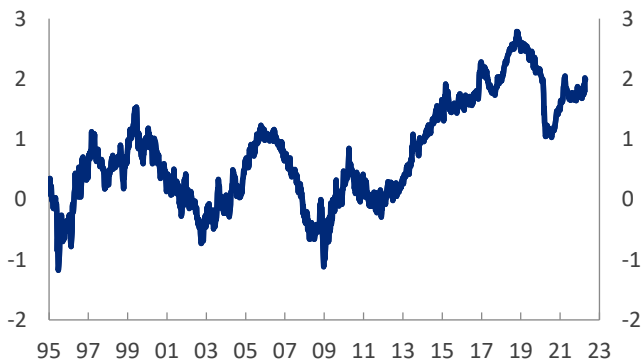
资料来源: FactSet, 浦银国际

图表 45: 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 46: 美德 10 年期国债利差



资料来源: FactSet, 浦银国际

图表 47: 欧元区 5-10 年期公司债收益率 (%)



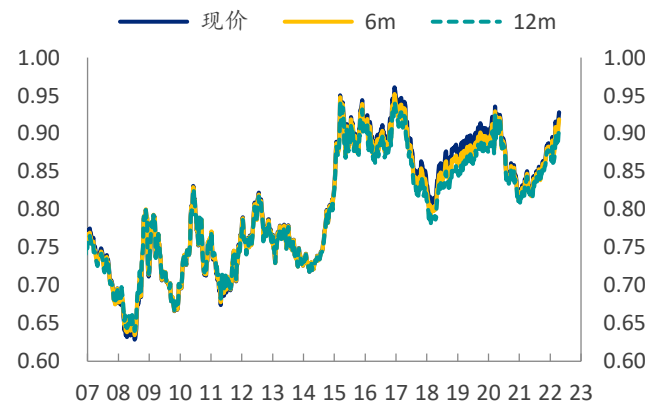
资料来源: FactSet, 浦银国际

图表 48: 1 年期欧元隐含波动率 (%)



资料来源: Bloomberg, 浦银国际

图表 49: 欧元远期汇率



资料来源: FactSet, 浦银国际

其他央行：继续紧缩对抗通胀

● 点评

各国央行相继开始更加紧缩的货币政策，新西兰和加拿大央行更是将加息幅度提高至 50 个基点，部分央行甚至开始缩表以作为加息补充。而紧缩的原因基本一致，即通胀高企。而在众多发达经济体中，仅有日本仍然维持宽松政策，并在公告中提及日本通胀的下行风险，日本央行特立独行的宽松，正是日元近期大幅下行的根本推力。

- **英国央行**将政策利率上调 25 个基点至 0.75%。英国央行在公告中表示，俄乌战争造成能源和食品价格上涨，加剧供应链中断，增大经济前景的不确定性，并预计通胀仍将上行。
- **日本央行**仍然维持宽松。在 3 月货币政策会议上，提及尽管受到大宗商品价格上涨和疫情的影响，日本经济仍在恢复。会议预计日本 CPI 将在 2022 年从 0.5% 上升到 2% 的通胀目标，但需谨防通胀下行风险。
- **新西兰央行**宣布加息 50 个基点至 1.5%，该加息幅度大于预期的 25 个基点。新西兰央行发布的公告称，由于全球不确定性加剧，通胀高企，多数成员同意增大加息幅度，并表示可能将继续收紧。
- **加拿大央行**将基准利率从 0.5% 提高至 1%，并从 4 月 25 日起开始缩表，停止债券到期再投资。3 月，加拿大央行已加息 25 个基点。该行表示，通胀远高于目标，且经济进入需求过程，因此进一步加息，并将缩表作为加息的补充。
- **挪威央行**将政策利率提高 25 个基点至 0.5%。挪威央行在公告中称，如果通胀持续高企，政策利率可能会更快上调，并预计 2023 年底政策利率上升到 2.5%。
- **韩国央行**将政策利率提高 25 个基点至 1.5%，这是韩国央行 2022 年以来的第二次加息。韩国央行的通胀预测从 2 月的 3.1% 上升至 4%。

展望未来：

在通胀未能出现明显转向之际，伴随着美联储紧缩，预计各国央行将延续紧缩路线。



● 动态追踪

● 英国央行

英国央行加息 25 个基点。3 月 17 日，英国央行发布[货币政策公告](#)称，决定将政策利率提高 25 个基点至 0.75%，以抑制通胀加速上升。

英国央行行长称，当前能源价格上涨的影响超过 70 年代石油危机。3 月 28 日，贝利（Andrew Bailey）在[采访](#)中称，今年能源价格上涨对英国实际收入的影响，目前看来可能比上世纪 70 年代的任何一年都要大（SPDBI 注：1970 年代石油危机导致英国战后历史上最严重的一轮通胀）。他还表示，俄乌战争爆发后，大宗商品市场的波动对金融稳定构成了风险。

英国央行首席经济学家质疑量化宽松的合理性。4 月 7 日，皮尔（Huw Pill）在[采访](#)中称，鉴于通胀高企，量化宽松政策可能不是应对未来债券市场动荡的适当工具。他表示，当前通胀上行风险加剧，继续量化宽松可能不再合理。

● 日本央行

日本央行副行长称，需求疲软和定价谨慎使日本通胀维持低位。3 月 29 日，雨宫正佳（Masayoshi Amamiya）在[采访](#)中称，日本的总体需求相对疲弱，企业定价谨慎，使日本没有出现像美国那样的商品价格飙升。

日本央行行长称，日本经济前景存在高度不确定性。4 月 13 日，黑田东彦（Haruhiko Kuroda）在[采访](#)中称，近期进口成本上升导致的通胀上升可能会损害日本经济，随着能源价格大幅上涨，企业将原材料成本上涨转嫁给家庭，消费者价格通胀可能明显加速。他表示，日本央行将保持超宽松货币政策。

● 加拿大央行

加拿大央行加息 50 个基点。4 月 13 日，加拿大央行发布[公告](#)称，将基准利率提高 50 个基点至 1%，并在 4 月 25 日起开始缩表，停止债券到期再投资。3 月，加拿大央行曾将基准利率从 0.25% 提高至 0.5%。

加拿大央行行长称，将进一步加息以对抗通胀。4 月 13 日，马克勒姆（Tiff Macklem）在[采访](#)中称，他承诺将进一步上调利率，以应对部分由俄乌战争推动的通胀飙升。



- 澳洲央行

澳洲央行维持利率不变。4月5日，澳洲央行发布[公告](#)称，决定将现金利率目标维持在10基点。公告称，澳大利亚通胀率有所上升，但仍低于许多其它国家，澳大利亚的金融环境继续保持高度宽松。

- 新西兰央行

新西兰央行加息50个基点。4月13日，新西兰央行发布[公告](#)称，将现金利率提高50个基点至1.5%。公告称，由于全球不确定性加剧，通胀高企，多数成员同意增大加息幅度。

- 挪威央行

挪威央行加息25个基点。3月24日，挪威央行发布[公告](#)称，将政策利率提高25个基点至0.75%。

- 韩国央行

韩国央行加息25个基点。3月24日，韩国央行发布[公告](#)称，将基准利率提高25个基点至1.5%。



图表 50: 日本 10 年期国债收益率 (%)



资料来源: FactSet, 浦银国际

图表 51: 美日 10 年期国债利差



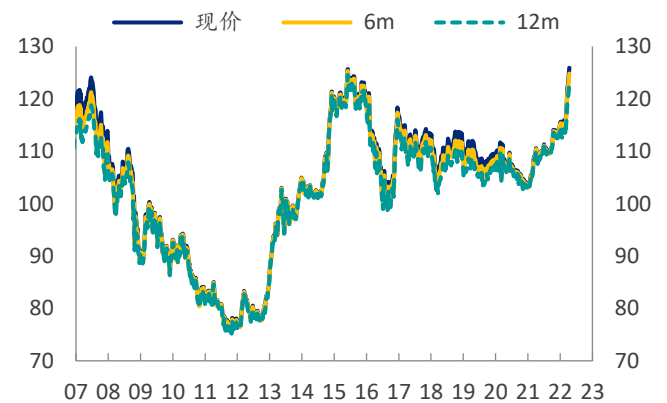
资料来源: FactSet, 浦银国际

图表 52: 1 年期日元隐含波动率 (%)



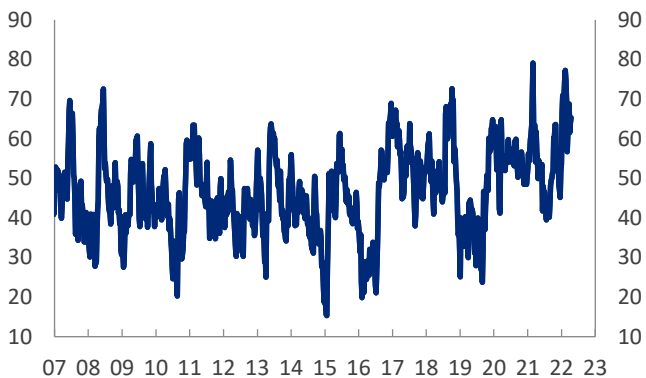
资料来源: Bloomberg, 浦银国际

图表 53: 日元远期汇率



资料来源: FactSet, 浦银国际

图表 54: 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

