

全球央行货币政策的决定性变量

证券研究报告

2021年11月8日

作者

宋雪涛 分析师
SAC 执业证书编号: S1110517090003
songxuetao@tfzq.com

向静姝 分析师
SAC 执业证书编号: S1110520070002
xiangjingshu@tfzq.com

相关报告

- 1 《对房地产税的几个重要判断》
2021-10-26
- 2 《消费复苏动能为何持续缺失》
2021-10-22
- 3 《不容忽视的能源真相》
2020-10-18

当前各国央行在决定货币政策是否收紧时，主要顾虑的是通胀过高，是否充分就业和经济高于潜在增速等只是辅助参考。疫情之后各国经济复苏不同程度低于疫情前，仅从经济恢复的情况来看不足以紧缩货币，只有持续高通胀可能引发“薪资上涨-通胀预期上涨”的“通胀螺旋”，是央行需要收缩货币的主要原因。

风险提示：就业不及预期，油价超预期上涨，薪资持续上涨

疫情后，全球经济效率低于疫情前，通胀水平高于疫情前，进入滞胀的环境。同样的失业率和通胀率对应着低于历史水平的经济环境。比如美国通胀已经持续远高于 2% 的平均通胀目标，失业率也降至疫情前的水平，但劳动参与率距离疫情前还有较大差距。**当各国进入疫情后的新常态时，什么才是各国央行货币政策的决定性变量？**

当前在发达经济体的央行中，加拿大央行、英国央行和挪威央行最鹰派；日本央行、瑞士央行最鸽派，美联储和欧央行属于偏鸽派。

美联储于 11 月开始缩减 QE，将每月减少购买 150 亿美元债券（其中 100 亿美元是国债，50 亿美元是抵押贷款支持证券），预计于明年年中完成 Taper，但距离加息还有较长时间。

加拿大已经宣布从 11 月 1 日开始结束购债计划，并暗示最早明年 4 月开启加息。英国央行可能在年内开始加息。英央行行长贝利认为能源价格上涨意味着通货膨胀“将持续更长时间”，央行“必须采取行动”遏制通胀，此后市场押注英央行最快将在 11 月开始加息。

欧央行和日本央行的态度较为鸽派。欧央行的紧急抗疫购债计划（PEPP）将至少持续到 2022 年 3 月底，最终结束时间点取决于疫情结束时间，**目前购债速度较前两个季度放缓**。资产购买计划（APP）的**购债速度继续以 200 亿欧元/月的规模进行，直到“第一次加息前不久”**。但是由于欧元区经济发展不平衡，拉加德表示不会在 2022 年开始加息。

日本央行由于通胀远低于 2% 的目标，将继续维持极其宽松的货币政策。

在新兴经济体的央行中，巴西央行自 3 月以来已经 6 次加息。印度央行选择按兵不动。

表 1：各国央行政策与经济环境

| | 对 taper 和加息的态度 | 货币政策目标 | 经济 | 就业 | 通胀 |
|-----|---|-----------------------|--------------------------|------------------------------|---------------------|
| 美国 | 美联储宣布 11 月开始 taper，但加息需要等待就业市场的进一步恢复，9 月点阵图显示有半数 FOMC 官员预计 2022 年将首次加息。 | 稳定物价 通胀 2% 充分就业 | 经济增长 放缓 | 9 月非农新增就业疲软，失业人数也仍高于疫情前 | 9 月 CPI 仍处在 5.4% 高位 |
| 欧元区 | 维持紧急抗疫购债计划（PEPP）规模在 1.85 万亿欧元不变，资产购买计划（APP）的购债速度维持在每月 200 亿欧元不变。维持主要再融资利率 0%、边际借贷利率 0.25% 和存款机制利率 -0.5% 不变。明年加息可能性不大。 | 稳定物价 通胀 2% | 3 季度 GDP 环比增速 2.2%，创一年新高 | 3 季度就业率增长 0.5%，但仍然没有恢复到疫情前水平 | 10 月 CPI 同比增速 3.7% |

| | | | | | |
|-----|--|----------------------------|--------------------------------------|--|------------------------------|
| 英国 | 央行“必须采取行动”遏制通胀”,预计2021年四季度将首次加息至0.25%,明年料将TAPER。 | 稳定物价 通胀 2% | 夏天疫情令经济放缓,预计英国经济将在2022年初恢复至疫情前的水平 | 劳动力市场恢复强劲 | 9月CPI 3.2% |
| 日本 | 日本央行将继续保持量化宽松,包括大量购买ETF,直至通货膨胀达到2%的目标。 | 稳定物价 通胀 2% | 经济缓慢复苏,出口走强,消费“仍然非常疲软” | 失业率3%,较疫情前的2.5%仍有差距 | 9月通胀仅0.2% |
| 巴西 | 巴西央行在10月会议上再次加息150个基点至7.75%。预计到今年年底前该国基准利率将升至9.25%,而到明年年底前基准利率将升至10.25%。 | 控制通货膨胀 3.75%~5.25% (今年) | 经济增速不断下调,预计明年经济增长1.2%-1.4% | 失业率仍然处在13.7%的高位 | 9月份CPI 10.25% (2016年2月以来最高值) |
| 加拿大 | 7月开始Taper,11月1日开始结束购债计划,并暗示最早明年4月开启加息。 | 稳定物价 通胀 2% | 经济增速逐渐放缓 | 就业人数恢复到疫情前水平,但工作时长仍低于疫情前,失业率6.9%高于疫情前的5.6%,长期失业人数是疫情前的两倍 | 9月通胀4.4% (2003年以来最高水平) |
| 印度 | 认为经济尚未恢复到可以快速收紧流动性的程度,taper和加息应该是一个非常循序渐进的过程。希望基本利率保持在低位。 | 稳定物价 通胀 2%~6% 经济持续增长 | 疫苗接种进度影响经济恢复,近期修复较快,预计在2021年经济增长9.5% | 5月疫情缓和后劳动力市场开始修复,但近期就业恢复速度明显放缓,受薪雇员和新增就业均减少 | 9月CPI 回落至4.4% |

资料来源:华尔街见闻,天风证券研究所

新冠疫情持续至今,各国经济产出、就业、疫苗接种率、疫情严重程度和通胀等指标各不相同,一些指标比如通胀和就业的差异显著。我们选取了16个除中国外的主要经济体,对其通胀、GDP修复水平、PMI、失业率进行排序。并以经济指标排序为自变量、各国央行收紧程度排序为应变变量,使用ordered logit模型进行了多因子回归。

表 2：对各国货币政策和经济状况做排序，货币政策一项数值越大表示货币政策收紧程度越高，其它各项数值越大表示该指标水平越高

| | monetary policy | GDP | PMI | unemployment | inflation |
|-------|-----------------|-----|-----|--------------|-----------|
| 美国 | 7 | 14 | 15 | 13 | 11 |
| 欧元区 | 6 | 4 | 13 | 8 | 9 |
| 日本 | 1 | 8 | 4 | 2 | 1 |
| 英国 | 10 | 3 | 11 | 11 | 8 |
| 巴西 | 16 | 12 | 8 | 15 | 16 |
| 加拿大 | 9 | 6 | 10 | 9 | 10 |
| 印度 | 3 | 2 | 7 | 14 | 13 |
| 俄罗斯 | 15 | 1 | 1 | 4 | 14 |
| 南非 | 11 | 7 | 3 | 16 | 5 |
| 韩国 | 13 | 15 | 6 | 6 | 7 |
| 希腊 | 8 | 13 | 12 | 7 | 2 |
| 澳大利亚 | 4 | 16 | 9 | 10 | 6 |
| 墨西哥 | 14 | 5 | 2 | 12 | 15 |
| 印度尼西亚 | 5 | 9 | 5 | 1 | 4 |
| 瑞士 | 2 | 11 | 16 | 3 | 3 |
| 挪威 | 12 | 10 | 14 | 5 | 12 |

资料来源：Bloomberg，天风证券研究所

结果显示，目前仅有通胀指标对货币政策的影响是显著的，说明当前各国央行在决定货币政策是否收紧时，主要顾虑的是通胀过高，是否充分就业和经济高于潜在增速等只是辅助参考。疫情之后各国经济复苏不同程度低于疫情前，仅从经济恢复的情况来看不足以紧缩货币，只有持续高通胀可能引发“薪资上涨-通胀预期上涨”的“通胀螺旋”，是央行需要收缩货币的主要原因。

图 1：ordered logistic 回归结果

| | | | |
|-----------------------------|---------------|---|--------|
| Ordered logistic regression | Number of obs | = | 16 |
| | LR chi2(4) | = | 13.74 |
| | Prob > chi2 | = | 0.0082 |
| Log likelihood = -37.4891 | Pseudo R2 | = | 0.1549 |

| monetarypolicy | Coef. | Std. Err. | z | P> z | [95% Conf. Interval] |
|----------------|-----------|-----------|-------|-------|----------------------|
| gdp | .1519253 | .1225333 | 1.24 | 0.215 | -.0882356 .3920861 |
| pmi | -.1971243 | .1137478 | -1.73 | 0.083 | -.4200659 .0258173 |
| unemployment | .0067803 | .1143248 | 0.06 | 0.953 | -.2172922 .2308528 |
| inflation | .4642075 | .1633619 | 2.84 | 0.004 | .144024 .784391 |

资料来源：Bloomberg，天风证券研究所

在通胀高于长期目标水平超过 1%之后，大部分国家开始考虑加息。比如巴西央行因为通胀超出目标过高连续加息，而日本央行因为通胀仍低于目标，货币政策维持不变。土耳其央行是个例外：通胀高但降息。土耳其央行认为“近期通胀的上升是由供应方面的因素推动的，这些因素是“暂时的”，而“货币政策收紧对商业贷款的紧缩效应已开始超出预期”，“加强宏观审慎的政策框架已开始抑制个人贷款增长”。但土耳其央行的独立性存疑，总统埃尔多安对升息持强烈反对态度，在 20 个月内相继罢免 3 位意见分歧的央行行长。

欧央行、英国银行、加拿大央行等普遍执行单一通胀目标制，但美联储和印度央行把经济

增长、充分就业放在货币政策目标中，因此在达到通胀目标的情况下，美联储和印度央行在货币紧缩方面落后于其他央行。

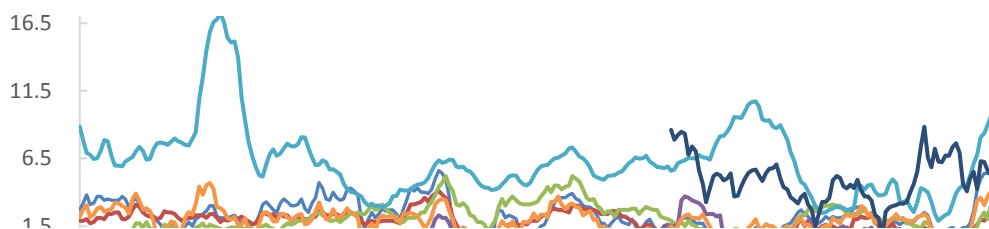
表 3: 各国当前通胀偏离其长期目标的水平和货币政策收紧的程度排序

| | 偏离通胀目标 (%) | 货币政策紧到松排序 |
|-------|------------|-----------|
| 美国 | 1.1 | 9 |
| 欧元区 | 0.3 | 11 |
| 日本 | -2.2 | 16 |
| 英国 | 0.2 | 7 |
| 巴西 | 4.1 | 1 |
| 加拿大 | 1 | 8 |
| 印度 | 1.7 | 15 |
| 俄罗斯 | 2.1 | 2 |
| 南非 | -0.1 | 6 |
| 土耳其 | 12.3 | 17 |
| 韩国 | 0.1 | 4 |
| 希腊 | -2 | 13 |
| 澳大利亚 | 0 | 10 |
| 墨西哥 | 2.5 | 3 |
| 印度尼西亚 | -1.2 | 12 |
| 瑞士 | -1.5 | 14 |
| 挪威 | 1.1 | 5 |

资料来源: Bloomberg, 天风证券研究所

*当前通胀采用彭博预测的 2021 年全年通胀

图 2: 各国通货膨胀水平



预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_29074

