

发达国家央行是否会出现加息潮？

报告导读/核心观点

近期欧、日、英三大盯住通胀的单一目标央行货币政策背离主要源于对通胀目标的态度差异以及隐性目标的考虑。英国央行选择加息源于认为存在较大通胀压力；欧央行选择加码宽松源于对通胀较为乐观且须考虑金融稳定问题；日央行按兵不动源于未面临通胀压力。展望 2022 年，我们认为三大央行可能均延续当前政策基调，但需警惕欧央行难抗通胀压力转鹰加息后对部分欧洲国家债务及金融市场稳定性的冲击。

□ **欧日英央行货币政策背离主要源于对通胀目标的态度差异以及隐性目标的考虑**从央行管理目标来看，各大发达国家央行中，美国是锚定通胀与就业的双目标制央行，实际决策中还兼顾金融稳定。除美国外，欧、日、英三大央行均是单一锚定通胀目标的央行，在本月议息会议中欧、日、英三大央行也采取了截然不同的政策立场，我们认为政策的背离主要源于三大央行对通胀目标态度的差异以及隐性目标考虑。

□ **英国央行作为盯住通胀的单目标制央行，本次加息主要源自于国内通胀压力大**英国央行本周受迫于通胀压力宣布加息，将基准利率由 0.1% 提升至 0.25%。英国作为盯住通胀的单目标制央行，通胀目标的阈值为 2%。疫情后的劳动力紧张以及供应链问题已将英国 CPI 同比增速推升至 5.1%，为过去 10 年新高。对通胀的态度较为悲观使得英央行选择加息，英央行行长贝利明确指出：“比预期更为持久的通胀是英国央行必须加息的原因”，从目前情况看 2022 年英国央行加息可能进一步持续。

□ **欧央行同样面对通胀压力但本月小幅加码宽松，或源于债务考虑和对通胀无忧**欧央行同样是盯住通胀的单目标制央行，通胀目标的阈值为 2%（围绕 2% 对称波动的目标）。当前欧元区 HICP（调和 CPI，欧央行关注的通胀目标）同比增速已达到 4.9%，同样大超阈值目标。但本月欧央行议息会议政策反而边际转松，对两大量化宽松计划进行调整，整体基调符合我们年度策略中对欧央行维持鸽派的判断：一是疫情紧急购债项目（PEPP）的到期再投资期限由 2023 年延长至 2024 年底；二是小幅提升传统资产购买计划（APP）的购债力度，将 2022 年 Q2、Q3 的购债规模分别提升至每月 400 及 300 亿欧元（原购买规模 200 亿）；利率政策方面，拉加德也多次表态 2022 年欧央行加息概率极低。同样身为单目标制央行，我们认为欧央行在面临通胀压力时采取和英央行截然不同态度的原因是：

一是长期低通胀预期下，欧央行对 2022 年的通胀仍然保持乐观：12 月经济预测中，欧央行判断供应链压力将于 2022 年逐步缓解且欧洲 HICP 增速将在 2022 年末回落至 2% 以下、2023、2024 年维持在 1.8% 水平。此外，拉加德同样认为当前的通胀主要是供给问题，加快收紧货币政策容易导致需求进一步萎缩。

二是考虑金融稳定影响：欧盟运作条约中还指出欧元区货币政策在维持价格稳定的同时也应考虑欧盟广泛的经济目标。我们认为欧央行保持鸽派，在对通胀乐观的同时实际还兼顾欧州的债务和金融稳定问题。上述两大资产购买计划当前持有 6807 亿意大利国债（政府债务率 157%），占政府总债务 26%；持有 4738 亿西班牙国债（政府债务率 123%），占政府总债务 35%。欧猪五国中两大核心国家的债务问题在极大程度上依赖欧央行的量化宽松和低利率环境，一旦宽松终止并迈向加息，可能导致意大利、西班牙等国债务压力及利息负担明显上升并进一步引发金融稳定问题。

□ **日本央行按兵不动主要源于没有通胀压力，需求低迷消费端企业涨价能力较弱**日本央行同样是盯住通胀的单目标制央行，通胀目标为 2%。本月议息会议按兵不动，主要源于日本是当前少数并未面临通胀压力的国家，当前 CPI 增速仅 0.1%；剔除食品和能源项后增速为 -0.7%，仍处于通缩区间。黑田东彦也指出“CPI 暂时不会达到或超过 2%，甚至触及美欧水平，日央行不会像美欧那样使货币政策正常化。”日本处于通缩的核心原因仍是需求低迷，企业在消费端尤其是可选消费领域涨价能力较弱；此外日本自身制造业较为发达，受全球供应链影响相对较小，这也使得日本当前面临与我国类似的 PPI、CPI 剪刀差（10 月日本 CPI 同比 0.1%，PPI 同比 9.03%）。

□ **美联储加速 Taper 预留政策主动权，实际加息力度或低于预期且有不加息可能**美国方面，我们曾于前期报告指出：“本次 Taper 提速实质是为应对通胀预留政策主动权，防止未来通胀进一步失控导致货币政策猛踩急刹车。但预留主动权并不意味着

分析师：李超

执业证书编号：S1230520030002

邮箱：lichao1@stocke.com.cn

联系人：林成炜

执业证书编号：S1230120080050

邮箱：linchengwei@stocke.com.cn

相关报告

报告撰写人： 李超

实际行动，我们认为 2022 年无需对美联储的加息力度过于悲观，实际加息次数大概率低于当前点阵图显示的力度且仍然存在不加息的可能。”原因如下：

一是预计美股回调风险将成为美联储加息最大掣肘。我们曾于前期报告《先立后破，产业突围》中前瞻性指出，2022 年 Q2 美股在加息预期短期无法证伪、经济下行压力加大的背景下可能因估值和盈利端的双重压力而大幅回调。美联储于 11 月发布的金融稳定报告中也继 5 月后再次指出：“风险资产价格普遍上涨，多数估值相对历史较高；如果风险偏好下降、遏制病毒的进展令人失望或复苏停滞，资产价格可能容易大幅下跌。”一旦美股因“加息预期”而大幅回调，美联储的政策行为将受较大制约。

二是通胀压力将逐步回落。我们维持前期报告对 2022 年美国通胀的判断，CPI 同比增速高点将现于 Q1（2022 年高点，也是本轮 CPI 高点），预计年末回落至 3-3.5% 区间。中长期通胀预期可能逐步企稳回落，通胀层面给予联储的政策压力将逐步消退。

三是预计美国经济增速高点将于 Q1 出现，2022 年 GDP 同环比增速回落压力加大。伴随美国补库渐入尾声，经济将呈现同环比增速前高后低，逐季下行节奏；提前退休人群也将给就业修复的尾部阶段增加压力，经济就业层面仍将对联储形成制约。

□ **欧州央行加息受金融稳定制约，如果未来通胀超标被迫加息可能威胁金融稳定**如上文所述，欧央行作为单目标制央行中的“龙头”之所以直面通胀压力继续保持政策宽松，一方面是对中长期的通胀压力保持乐观，且认为发挥需求调控的货币政策在面临供给端导致的通胀问题时较为无力，加息无助于解决问题反而会使得需求萎缩；另一方面也可能顾忌欧元区金融体系的稳定问题。如果未来通胀持续超预期使得欧央行被迫加息，疫情后意大利、西班牙、希腊和葡萄牙四国的债务杠杆率均高于欧债危机时期和当前欧盟整体水平（欧盟整体政府债务水平约 98%），但利息负担明显下降（得益于欧央行的持续宽松，当前意大利、西班牙、希腊以及葡萄牙的 10 年期国债收益率远低于欧债危机前水平），欧央行退出宽松并加息可能使得部分国家的财政负担提升并进一步衍生债务压力，继而对金融市场产生冲击。

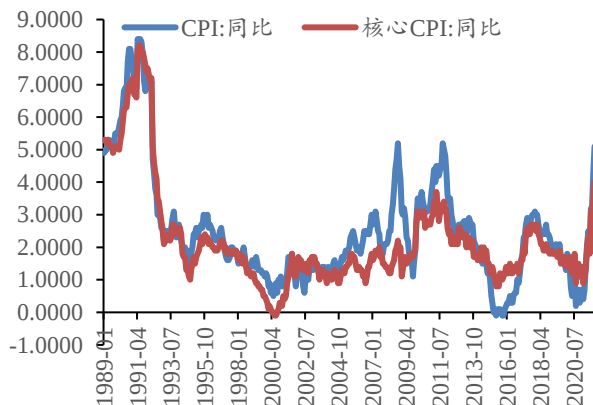
□ **预计 2022 年发达经济体整体货币环境将维持宽松，但需警惕通胀超预期的冲击**从目前情况来看，我们认为 2022 年发达经济体的整体货币环境仍将维持宽松，但需警惕通胀超预期后部分盯住通胀的单目标央行转鹰继而对全球金融市场形成冲击。美联储 2022 年实际加息次数大概率低于当前点阵图显示的力度且仍然存在不加息的可能；欧、日央行将继续维持鸽派导向不会加息；英央行可能在 2022 年延续加息步伐。当前我们继续维持对系列资产价格的原有判断：

美债方面，2022 年上半年美债收益率可能呈宽幅震荡，区间高点难破前高；下半年加息力度不及预期将使得政策利率的约束减少，美债收益率将继续反映通胀和基本面双双回落的预期，呈中枢下行态势。**美元方面**，2022 年美国加息力度不及预期（欧美货币政策背离程度收敛）以及欧洲补库即将滞后于美国启动，美元指数预计重回下行通道并下探 90。**美股方面**，2022 年上半年需警惕美股在强加息预期、经济下行压力加大的背景下因估值和盈利端的双重压力而大幅回调；此后如果加息力度不及预期将逐渐修复此前跌幅。未来重点关注两个潜在时间点：一是首次加息的博弈，需重点关注加息“从 0 到 1”对估值处于高位的美股的挑战；二是如果美股经受住“首次加息”的考验则应将关注点转向“10 年期-2 年期”期限利差的变化。

风险提示：疫情超预期导致宽松周期延长；通胀超预期导致发达经济体快速收紧。

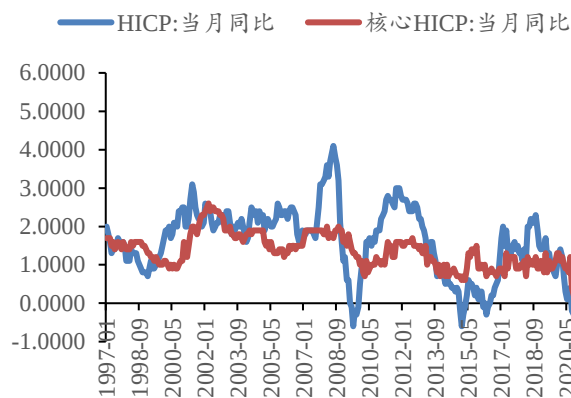
1. 重要图表

图 1：英国通胀走势（%）



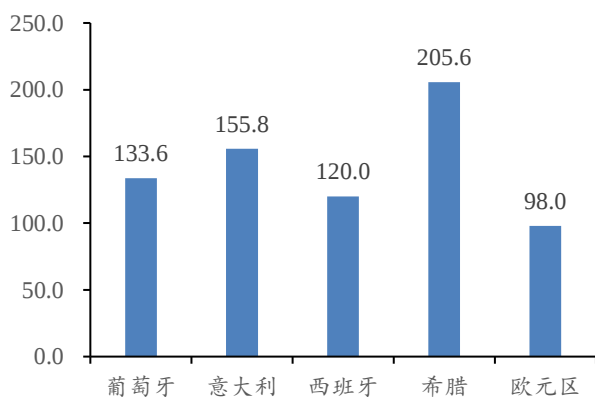
资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 2：欧洲通胀走势（%）



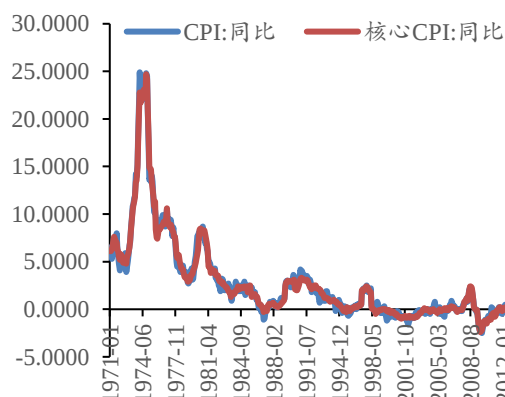
资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 3：欧元区部分国家的债务负担较高



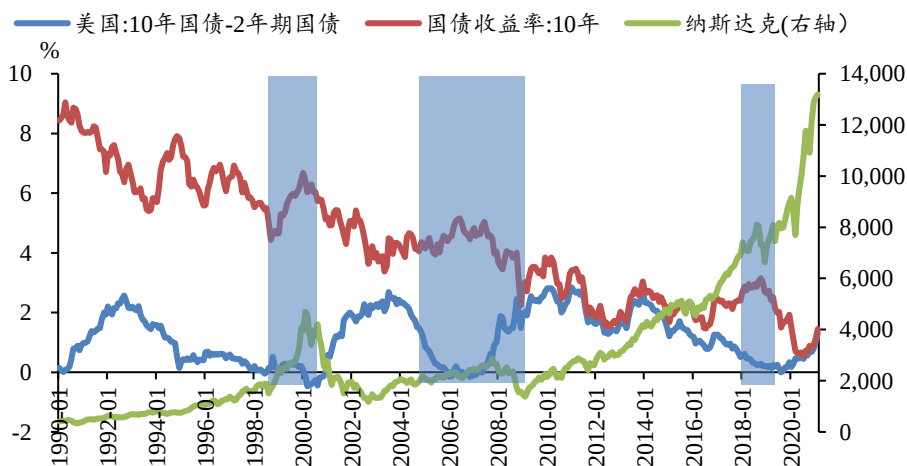
资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 4：日本通胀走势（%）



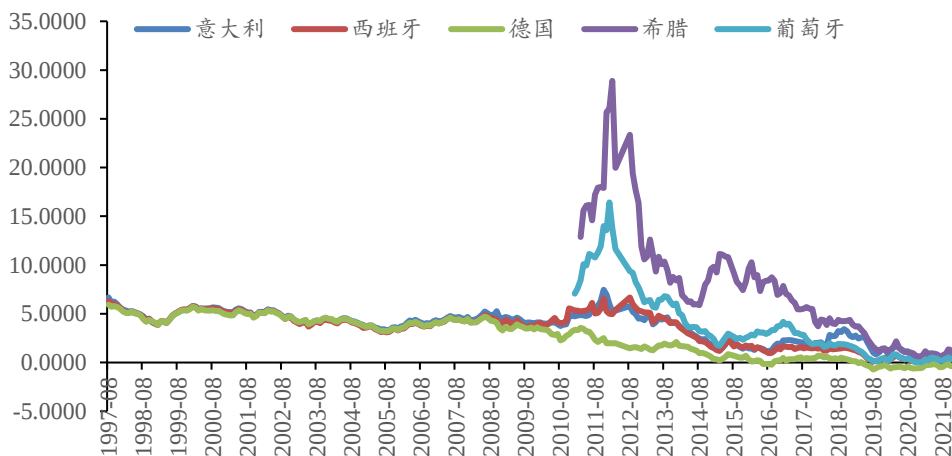
资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 5：历次 10 年期国债+期限利差收窄的组合都导致纳斯达克回撤



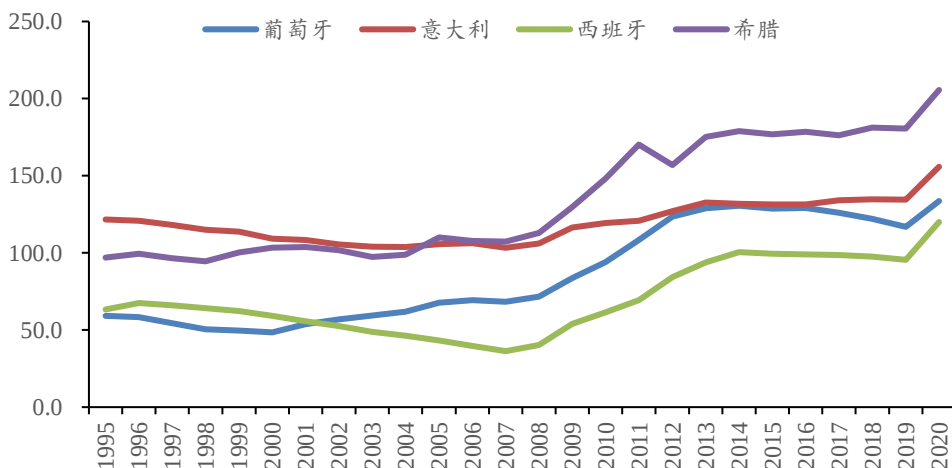
资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 6：欧洲部分国家的 10 年期国债收益率水平（%）



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 7：葡、意、西、希四国的政府债务杠杆率均高于欧债危机时期（%）



资料来源：Wind，浙商证券研究所

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_31503

