

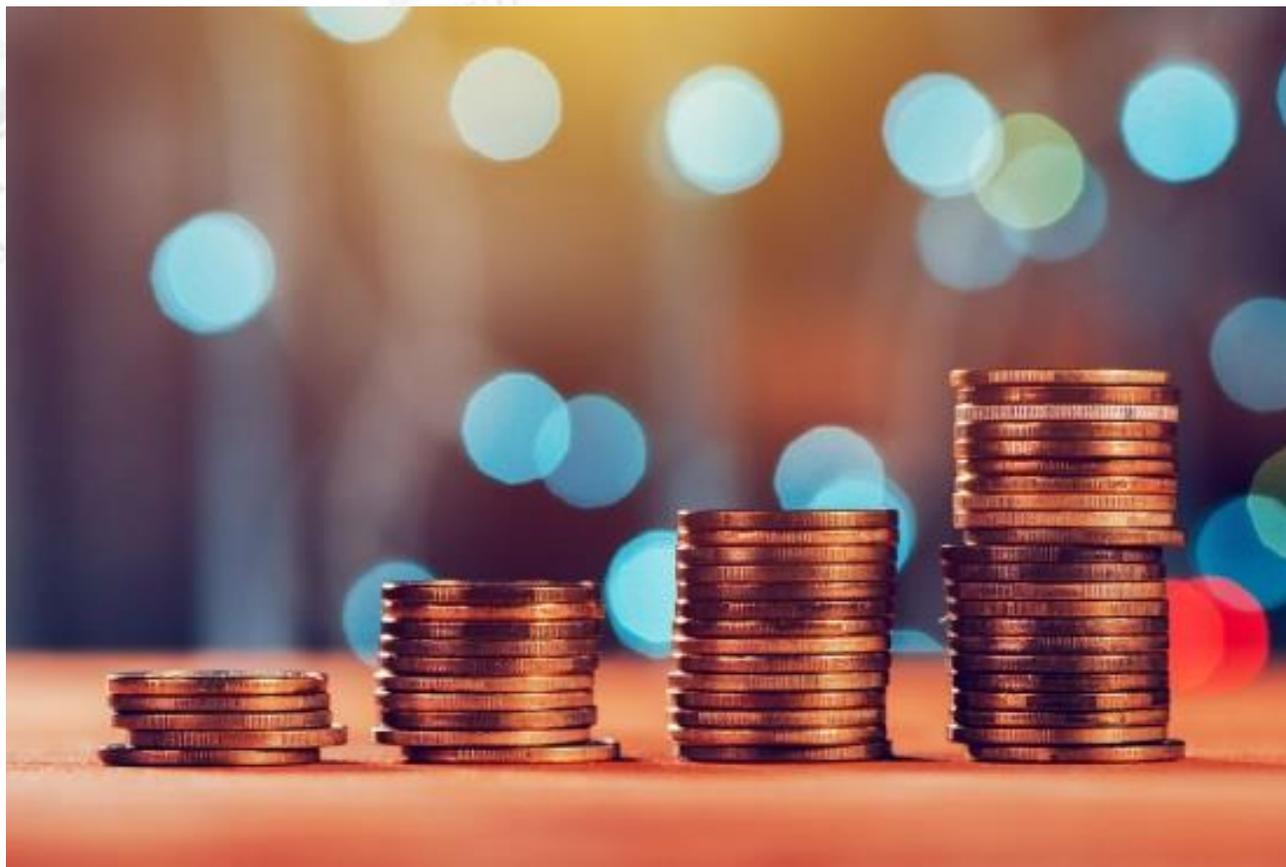


# 全球央行加息变奏，市场定价了多少？



意见领袖 | 中国金融四十人论坛

本文作者：张瑜



观察全球主要央行的加息节奏可知：美国经济在 2023 年 9-12 月陷入衰退的风险较大，美联储或在年底启动降息；欧央行未来将进一步提高利率，并可能从今年 3 月起以审慎和可预测的节奏开启量化紧缩；日本央行年内大概率将开启货币政策正常化进程。

目前，美欧日央行加息均落后于曲线，其中欧央行落后幅度最大。在加息大幅滞后于通胀的背景下，通胀何时回落决定了货币政策何时有可能转向的可能性。当前美国通胀水平在全球货币政策前景中具有至关重要的影响，其核心问题在于劳动力市场——目前来看，美国劳动力市场紧张程度仍然

严峻。

未来，随着欧元区量化紧缩进程的启动以及日本央行实质性的加息操作落地，全球套息货币流动性或进一步缩水，可能对美债收益率形成额外的上行压力。

## 全球加息浪潮下的四大关注点

### 全球央行加息节奏

#### 1、美联储或在年底启动降息

根据联邦基金期货计算的美联储加息预期显示，目前市场预期美联储3月、5月分别再加息25bp至5.25%的终端利率，此后将维持较高利率水平。降息周期或自12月开启，首次降息25bp。

在通胀未能明确回落至2%以内、就业市场紧张程度未见缓解之前，美联储仍有加息压力。目前美联储加息节奏已开始放缓，2月如期将加息幅度放缓至25bp。在2月议息会议中，美联储针对通胀的表态出现缓和，但针对加息的表态仍较为谨慎。2月会议声明首次指出“通胀有所缓解”，从美联储官方层面认可了通胀对美联储加息的压力正在缓和；但鲍威尔在新闻发布会中仍表示，目前美联储的加息工作尚未完成，美联储正在讨论未来还有几次加息，仍不明确终端利率水平。因此，在尚未看到通胀明确能够回落至2%以内的信号、就业市场紧张程度未见缓解之前，“不过早放松货币政策”、将联邦基金利率更长时间维持在高位水平，都会是美联储

更安全的选择。

根据常用的美国经济周期领先指标，如收益率曲线倒挂程度、就业市场、纽约联储衰退概率等，基于历史数据统计上述指标与经济衰退间的领先期数，并以此来估算本轮美国经济衰退的时点，可以看到多数指标均指向了美国经济在 2023 年 9-12 月陷入衰退的风险较大。因此受经济衰退风险的影响，美联储或在年底启动降息。

## 2、欧央行继续加息，或存在迅速转向宽松风险

根据隔夜指数掉期估算，目前市场预期欧央行将于 3 月、5 月、7 月分别再加息 25bp、50bp、25bp，终端利率提升至 3.5%。欧央行在 2 月议息会议中如期加息 50bp 后，表示未来将进一步提高利率，并且明确表示考虑到潜在的通胀压力，欧央行将于 3 月继续加息 50bp，5 月将根据最新的经济数据评估加息幅度。

资产购买政策方面，欧央行也表示将于 2023 年 3 月起以审慎和可预测的节奏开启量化紧缩：2023 年 3 月至 6 月以每月 150 亿欧元的规模缩减资产购买计划（APP）持有量，后续缩债节奏待定。

不过，在潜在风险方面，或存在欧央行货币政策迅速转向宽松的风险。一方面，在紧缩的货币政策下，欧元区可能出现衰退风险，目前彭博一致预期显示欧元区经济陷入衰退的概率达到 80%。若经济陷入衰退，欧央行或被迫放松货币政策。另一方面，货币政策收紧可能导致欧元区“金融分

裂”，如意大利债务问题、离岸美元市场流动性短缺等或冲击欧元区金融稳定。若欧央行货币政策早于美联储转向宽松，或将导致美元指数被动升值，全球流动性流向新兴市场的节奏或被扰乱。

### 3、日本央行年内或将开启货币正常化进程

目前市场对日央行进一步退出宽松的预期已较强，根据隔夜指数掉期估算，目前市场预期日央行将于7月首次加息，年内基准利率回升至0%。尽管日本央行在1月会议中维持货币政策不变，且强调当前收益率曲线控制（YCC）政策的可持续性，但市场对日本央行年内进一步紧缩的预期并未缓解。一方面，考虑到目前日本CPI与核心CPI同比增速创1991年以来新高，同时日本职位空缺率达到历史高位，2023年春季劳资谈判或将进一步为劳动力加薪，通胀压力或将持续高涨；另一方面，在当前的通胀压力下，日本国债收益率曲线在8-10年期限出现倒挂，日本央行YCC干预成本大幅提升。因此日本央行年内大概率将开启货币政策正常化进程。

加息相对于通胀的及时性？

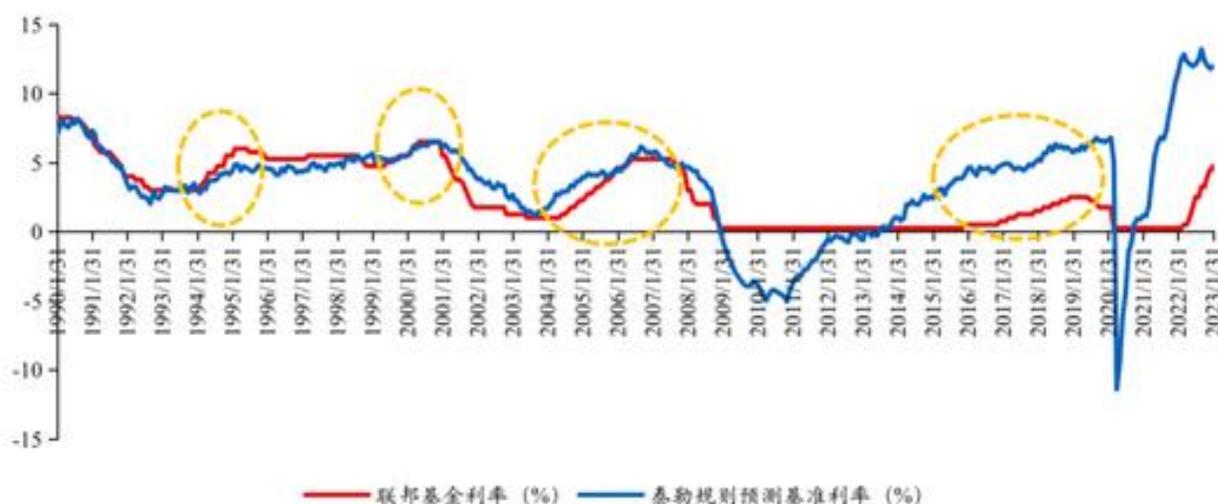
#### 1、本轮全球主要央行加息都存在滞后性

本轮全球主要央行的加息操作都存在过度滞后性：在远高于历史水平的通胀下，基准利率的加息速度均大幅落后于泰勒规则利率。泰勒规则代表着经典的经济基本面模型对政策利率的锚，而加息速度过慢意味着政策利率滞后于经济基本面变化，对通胀的控制或更为困难。目前来看，美欧

日央行加息均落后于曲线，其中欧央行落后幅度最大。

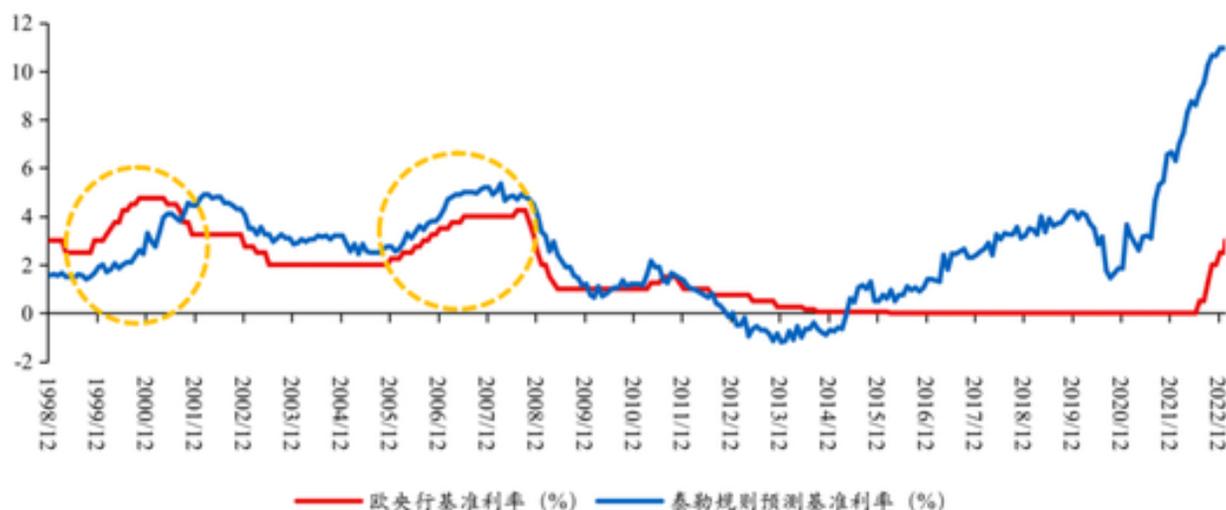
对美联储而言：回顾 20 世纪 90 年代、本世纪初以及金融危机前的加息周期，联邦基金利率均略领先或基本同步于泰勒规则利率；反观当下，在通胀创新高的背景下，联邦基金利率与泰勒规则利率差值却创下历史新高，2 月 FOMC 会议后联邦基金利率 4.75%，泰勒规则利率高达 12%，美联储加息大幅落后于泰勒规则利率 7.2%。

图 1 联邦基金利率落后于泰勒规则利率 7.2%



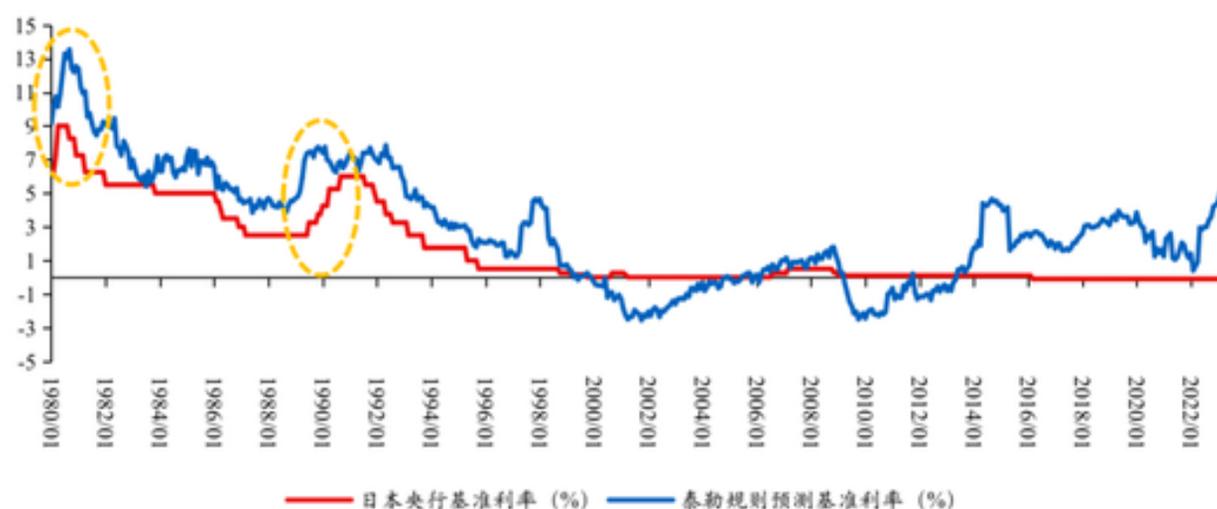
对欧央行而言：自欧央行成立以来，仅在第一轮加息周期中，利率提升至 4.75%，略领先于泰勒规则利率，而自 2008 年金融危机以来，基准利率持续低于泰勒规则利率，不过当前基准利率滞后幅度达到历史峰值，基准利率相较泰勒规则利率落后 8%。

图 2 欧央行基准利率落后于泰勒规则利率 8%



对日本央行而言：1998 年以前，日本央行基准利率与泰勒规则利率拟合关系相对较强，而 1998 年以来日本央行基准利率持续位于偏低水平，与泰勒规则的拟合关系相对较弱。特别是 2016 年起日本央行为刺激经济与通胀，将基准利率维持在-0.1%的负利率水平，更是导致基准利率长期低于泰勒规则利率。当前日本央行基准利率落后于泰勒规则利率 5%，滞后幅度基本已达到历史最高水平。

图 3 日本央行基准利率落后于泰勒规则利率 5%



## 2、美国通胀对全球货币政策拐点意义重大

在目前加息大幅滞后于通胀的背景下，通胀何时回落决定了货币政策何时有可能有转向的可能性。当前美国的通胀水平在全球货币政策前景中具有至关重要的影响。

那么如何观察美国对抗通胀的“胜利曙光”？除了最直观的通胀压力指标——通胀读数，另外一个重要的观察视角在于“通胀宽度”——反映价格普涨压力的指标。当前通胀读数高只是通胀严峻形势的一面（通胀高度），另一面则是涨价范围大（通胀宽度）。

我们以“同比涨幅超过 2%（央行通胀目标）的 CPI 或核心 CPI 项目的比例”衡量通胀宽度。通胀宽度指标的意义在于：一则，在通胀上行、通胀变宽时，通胀读数超预期（彭博一致预期）的概率也就越大；二则，尽管美联储更关注通胀高度，但相比于通胀高度，通胀宽度更能反映经济主体的定价行为和通胀预期变化。就 1970-1980 年代的经验看，通胀宽度能够抵消部分美联储反通胀的政策努力，因此如果通胀宽度未修复，一旦经济好转，通胀就容易反弹，通胀压力也就很难得到实质性解决。

**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\\_52521](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_52521)

