

货币政策：2023年不应低估的扰动

主要结论

■ 通胀归来：货币政策在宏观经济和资产配置中的重要性将更加凸显

2022年是典型的货币政策大年，2023年政策利率依然是资产定价的关键“变量”。在美国通胀压力持续放缓、欧元区和英国通胀拐点已经出现的背景下，市场对美、欧、英央行2023年上半年加息结束有共识，但高利率维持多久，何时降息，降息节奏的快慢，谁先降息，以及降息的终点利率水平都是未知的。

短期而言，市场与货币政策当局仍存在预期差。美联储12月例会决议符合市场预期，但市场却选择“理性忽视”美联储给出的加息指引，认为美联储转变立场的时点会提前。欧央行在12月例会中的表态超市场预期，导致市场大幅上调其终点利率预期。日央行12月调整YCC后，期货市场已经开始定价2023年加息。英格兰银行暗示市场定价的终点利率太高（4.75%），但并未明确加息的终点。

中期而言，如果低通胀、低利率和低波动时代一去不复返，货币政策将走出“流动性陷阱”，在经济周期和资产配置中发挥着更重要的作用。货币政策不再单向地追求宽松，以增长或就业为主要目标，因为通胀已经从“软约束”变为“硬约束”。政策当局越来越需要在多目标间取得平衡，因此可能成为新的扰动。

■ 央行笔记：从央行视角把脉经济，从经济出发理解央行

“央行笔记”系列报告的研究对象主要为海外四大央行：美联储、欧央行、日央行和英格兰银行。她们拥有大致相似的目标函数，广义上包括：物价稳定、充分就业、经济增长和金融稳定，只是不同央行的表述有差异，虽然“物价稳定”都是第一性的，但在实践中，不同时期会各有所侧重。

但是，它们面临着明显不同的约束条件，如政治经济体制，或宏观经济运行的现实。同时跟踪四大央行，通过比较研究，彼此参照，更有助于把握货币政策动向及决策背后的行为逻辑。其中，美联储的地位最突出。这不仅是因为美联储政策广泛的外溢效应，还因为美联储的政策框架对理解其它央行的行为很有帮助。

笔记系列大致包括：1. 热点思考；2. 例会决议和前瞻；3. 央行对经济、金融形势的看法；4. 政策委员会成员的演讲；5. 与市场热点问题相关的工作论文；6. 此外，还会还包含一些常规跟踪，如市场隐含的政策利率水平，央行资产负债表的变化等。这些都是中央银行研究者的必修课。以笔记的形式持续跟踪，是自我鞭策，是对思考和判断的记录，是未来复盘的重要资料。

风险提示：通胀下行斜率不达预期；地缘政治“黑天鹅”。

赵伟 分析师 SAC 执业编号：S1130521120002
zhaow@gjzq.com.cn

陈达飞 分析师 SAC 执业编号：S1130522120002
chendafei@gjzq.com.cn

内容目录

一、通胀归来：货币政策在宏观经济和资产配置中的重要性将更加凸显.....	3
二、央行观察：从央行视角把脉经济，从经济出发理解央行	5

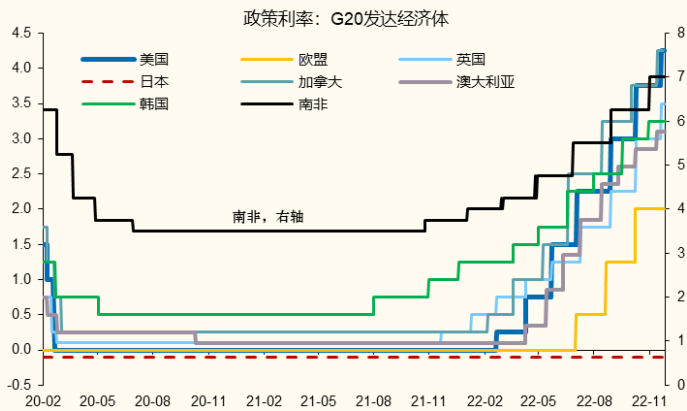
图表目录

图表 1: 2022 年来 G20 发达经济体政策利率变化.....	3
图表 2: 2022 年来 G20 发展中国家政策利率变化.....	3
图表 3: 38 个经济体政策利率变化情况	3
图表 4: 货币政策周期与经济周期大幅背离.....	3
图表 5: 美联储总资产与标普 500 指数走势	4
图表 6: 美欧日三大央行总资产与 MSCI 全球指数	4
图表 7: 期货市场隐含的美联储加息路径（2023 年）	5
图表 8: 期货市场隐含的欧央行加息路径（2023 年）	5
图表 9: 期货市场隐含日央行加息路径（2023 年）	5
图表 10: 期货市场隐含的英央行加息路径（2023 年）	5
图表 11: 日央行 YCC 简史.....	6

一、 通胀归来：货币政策在宏观经济和资产配置中的重要性将更加凸显

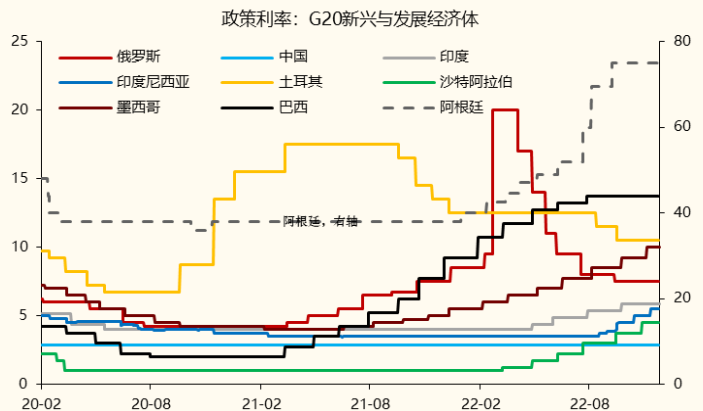
从全球央行货币政策紧缩的程度和同步性来说，2022年是一个极端的年份。因为无论是加息央行的数量，还是加息的频次、幅度，都创下了近半个世纪以来的记录。在我们跟踪的108家央行中，7月高峰期时加息的央行的数量占比超过了一半，其中，G20中就有11个经济体加息，包含美国、欧盟、英国等6个发达经济体。时至年末，全球加息进程尚未结束，却已然与全球经济活动状况大幅背离——货币政策已落后于经济周期。

图表 1: 2022 年来 G20 发达经济体政策利率变化



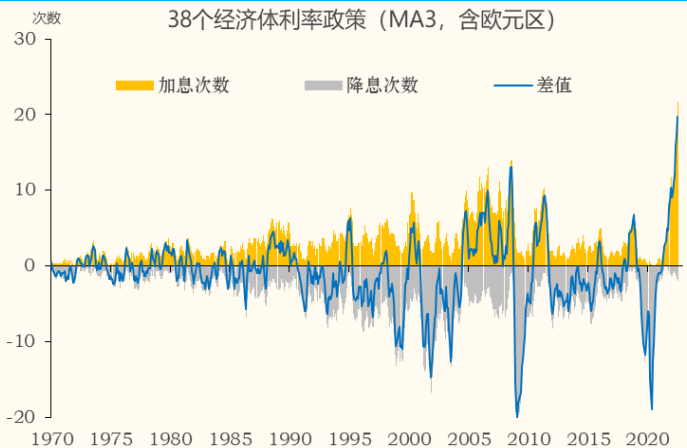
来源: Wind、国金证券研究所

图表 2: 2022 年来 G20 发展中国家政策利率变化



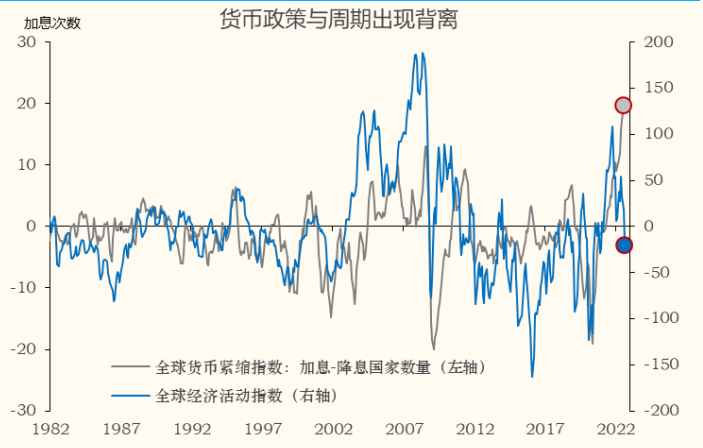
来源: Wind、国金证券研究所

图表 3: 38 个经济体政策利率变化情况



来源: IMF, Guénette et al., 2022、国金证券研究所

图表 4: 货币政策周期与经济周期大幅背离



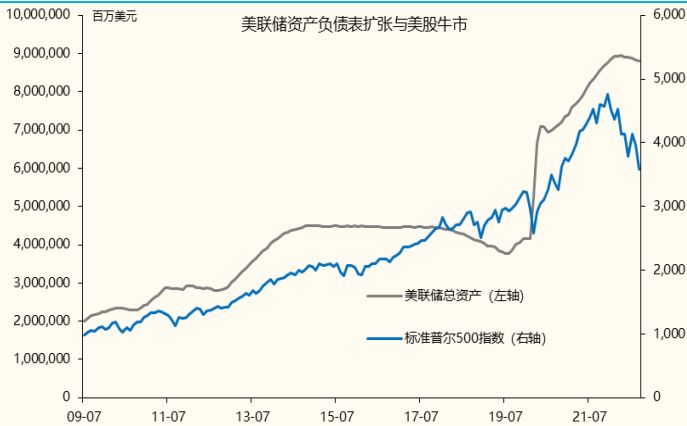
来源: Wind、国金证券研究所

美联储在全球金融市场中发挥着与美国的相对经济实力不相称的影响力¹。因为她是美元的唯一发行者，是美债最大的单一持有人，而美元又是最主要的国际货币，美债是全球最主要的安全资产；联邦基金利率是影响美元汇率的重要变量，也是美债、进而也是全球风险资产定价的“锚”；美联储与多家央行建立了常备互换业务（FIMA），扮演着“央行的央行”的角色。所以，美联储是国金金融市场上“最大的玩家”，说美联储政策“牵一发而动全身”并不夸张。

¹ 参考: Miranda-Agrippino et al., 2020, Global Footprints of Monetary Policies, Bank of England, Working paper.

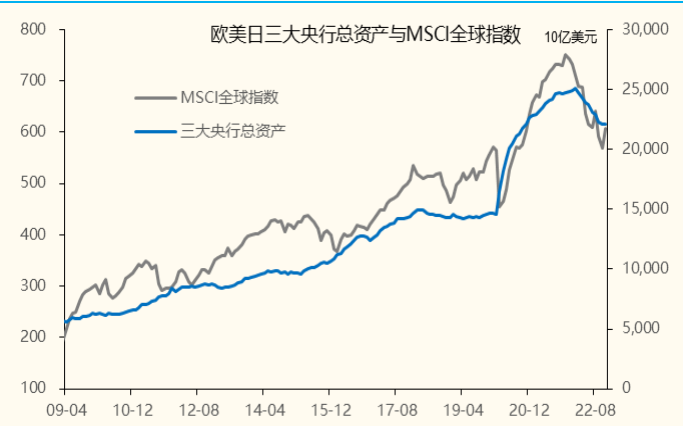
但美联储不是唯一的玩家。无论是判断美元指数，还是美债收益率，抑或是全球风险资产的表现，仅关注美联储都远远不够。例如欧央行在 12 月例会中的鹰派表态使美元指数大幅回落。日央行 12 月提高“收益率曲线控制”（YCC）利率上限，美债收益率也随之大幅跳升，美元指数下挫（日元升值）。从资产负债表规模而言，欧央行可与美联储媲美。2008 年金融危机之后，美联储资产负债表规模与美股，美、欧、日三大央行资产负债表与全球权益资产都表现出了一定的正相关性。市场也因此将这一轮美股长牛称为“水牛”。

图表 5：美联储总资产与标普 500 指数走势



来源：Wind、国金证券研究所

图表 6：美欧日三大央行总资产与 MSCI 全球指数



来源：Wind、国金证券研究所

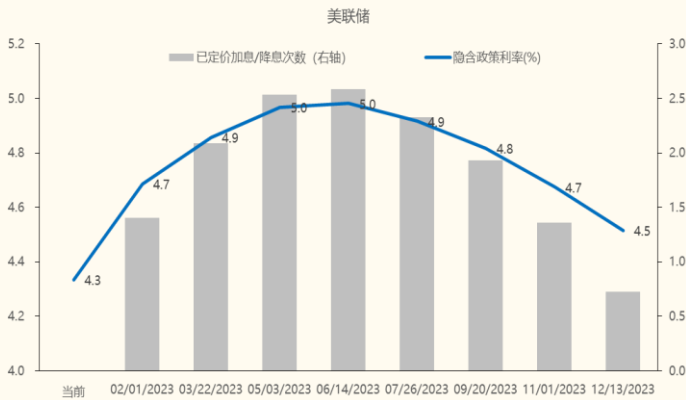
2022 年是非常典型的货币政策大年，看准货币政策，就能掌握市场的节奏。之所以美联储的（几乎）每一次例会都是市场关注的焦点，就是因为每次决议都可能没有被充分地定价，都充满了“意外”。在 4 次季末例会上，美联储都大幅调整了预测的联邦基金利率的路径。这是在自我纠错。所以，最佳策略或许不是“别与美联储作对”，而是“比美联储更正确”。

在美国通胀压力持续放缓、欧元区英国通胀拐点已经出现的背景下，市场对美欧英 3 大央行明年上半年加息结束是有共识的，但是，高利率维持多久，何时开始降息，降息节奏是否像加息一样快，谁先降息都是未知的。所以，2023 年，政策利率依然是资产定价的关键“变量”，不应低估它的扰动。

货币政策当局与市场仍存在预期差。美联储 12 月例会决议符合市场预期，但市场却选择“理性忽视”加息指引，认为美联储转变立场的时点会提前。但尚未被充分讨论的是，美联储降息节奏会有多快，降息周期有多长，终点利率又是多少？如果美国只是“浅衰退”，工资通胀的压力又是中期的，我们何时才能回到“低利率时代”？历史能在多大程度上作为未来的参照系？

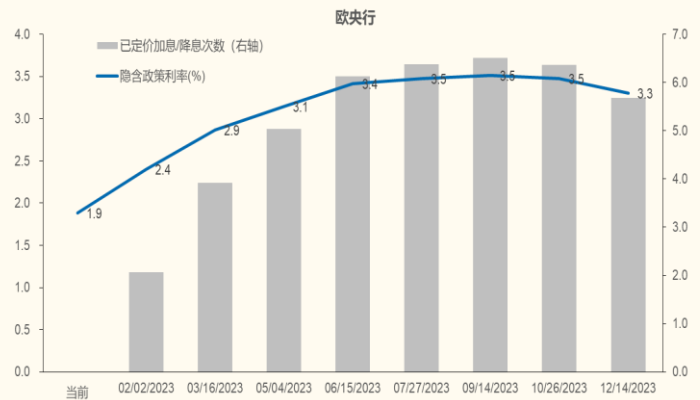
欧央行 12 月例会中的“鹰派”表态超出市场预期，导致市场大幅上调 ECB 终点利率的预期（3.5-3.75%），明年 3 月开始的缩表将进一步增强欧元区的金融压力。日央行调整 YCC 也引起市场更多猜想：是退出 YCC 的“前奏”吗，会改变负利率政策吗，会退出 QQE 吗？英格兰银行暗示市场定价的终点利率（4.75%）太高了。市场参与者调查（MaPS）的中位数预测认为终点利率为 4.25%，上半年加息结束，并维持到年底。

图表 7: 期货市场隐含的美联储加息路径 (2023 年)



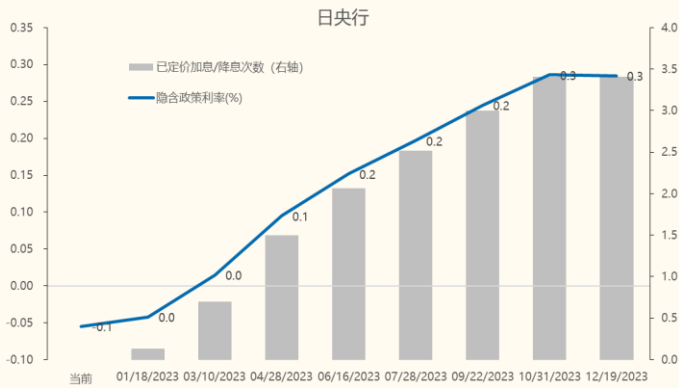
来源: bloomberg、国金证券研究所 (更新时间为 2022 年 12 月 28 日)

图表 8: 期货市场隐含的欧央行加息路径 (2023 年)



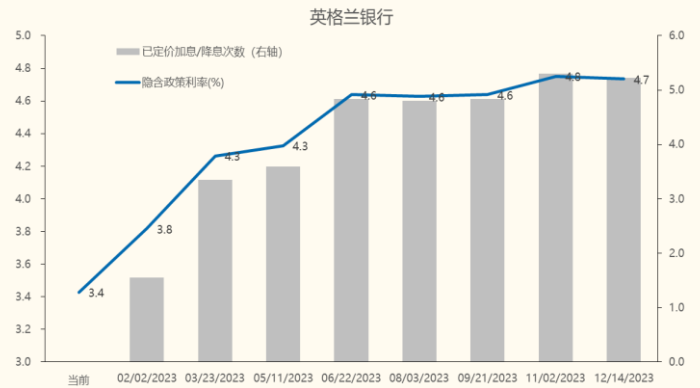
来源: bloomberg、国金证券研究所 (更新时间为 2022 年 12 月 28 日)

图表 9: 期货市场隐含日央行加息路径 (2023 年)



来源: bloomberg、国金证券研究所 (更新时间为 2022 年 12 月 28 日)

图表 10: 期货市场隐含的英央行加息路径 (2023 年)



来源: bloomberg、国金证券研究所 (更新时间为 2022 年 12 月 28 日)

中期而言, 如果低通胀、低波动和低利率的时代一去不复返, 那也就意味着货币政策终于走出了“流动性陷阱”, 并将在经济周期和资产配置中发挥着更重要的作用。这并不是说曾经的零利率/负利率或量化宽松政策是无效的, 而是说货币政策不再只是一味地追求宽松, 以增长或就业为主要目标, 因为通胀已经从“软约束”变为“硬约束”, 货币政策越来越需要在多重目标之间取得平衡, 其自身也因此可能成为新的扰动因素。

二、 央行笔记: 从央行视角把脉经济, 从经济出发理解央行

为此, 我们推出“央行笔记”(下文简称“笔记”)系列报告, 每月更新。研究对象主要为海外四大中央银行: 美联储、欧央行、日央行(日本银行)和英格兰银行。她们拥有大致相似的目标函数, 广义而言包括: 物价稳定、充分就业、经济增长和金融稳定, 只是不同央行的表述略有差异, 虽然“物价稳定”是第一性的, 但在实践中, 不同时期会各有所侧重。

美联储的政策目标即所谓的“双重使命”——物价稳定和最大就业, 但同时还承担着宏观审慎监管的职能。英格兰银行政策目标的表述与中国人民银行最为相似, 即维护 2% 通胀目标, 并促进经济增长和就业。欧央行表面上是单一通

胀目标制，但也非常关注就业、增长和金融风险。针对 2% 的通胀目标，美联储、欧央行和英格兰银行都强调“对称性”。日央行追求的却是“超调”。

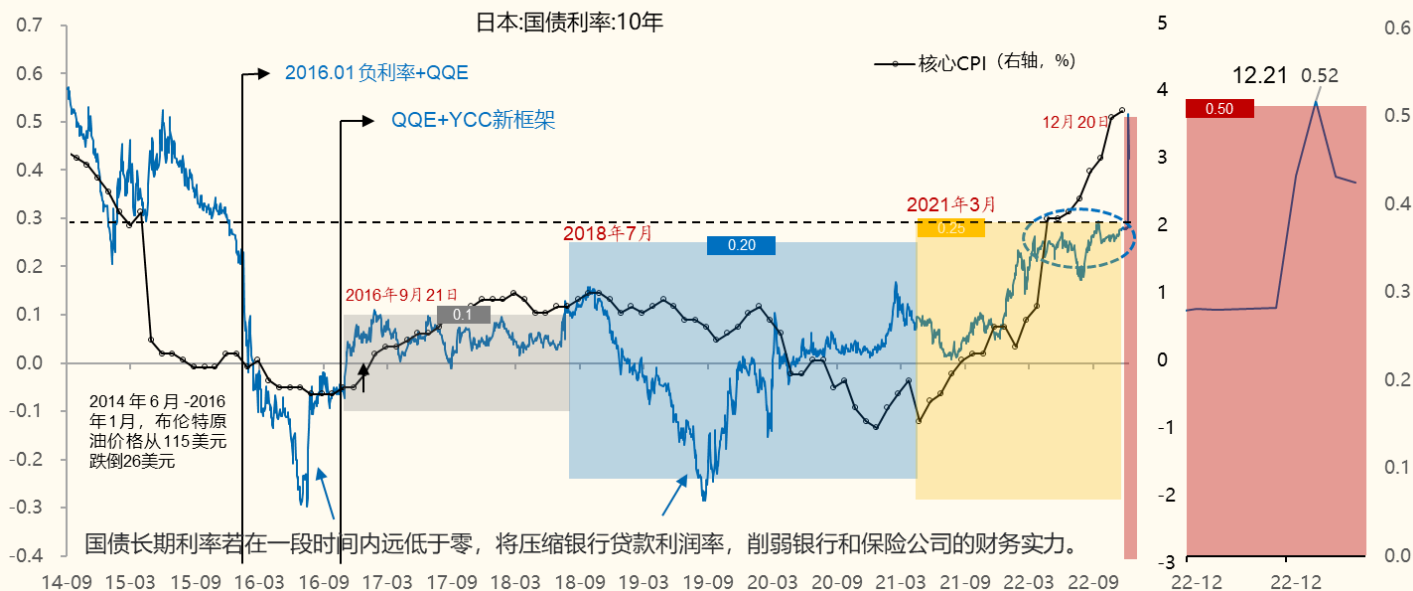
四大央行面临着明显不同的约束条件，如政治经济体制，或宏观经济运行的现实。即使是“独立性”较高的美联储，也只是一种有限的独立性，美联储主席和 FOMC 理事都需要由美国总统提名，并经过国会审议通过，美联储的日常行为也要受到来自国会的监督。例如，在耶伦任期内，共和党议员就提议限制美联储相机抉择的空间，主张回归“泰勒规则”。欧元体制被诟病最多的或许是强有力的财政权力机构的缺位，这常常使得欧央行“独木难支”。因为在后危机时代，货币越来越多地需要与财政协同，才能更好的实现政策目标。日央行比较有特色的是，财政部和内阁办公室也会参加例会，并发表看法。

同时跟踪四大央行，通过比较研究，彼此参照，更有助于把握货币政策动向及决策背后的行为逻辑。在四大央行中，美联储的地位最突出，也将是我们关注的重点。这不仅是因为美联储政策广泛的外溢效应，还是因为美联储的政策框架对理解其它央行的行为很有帮助。正如在三维空间中需要 3 个坐标才能精确定位一样，也需要站在其它央行的视角“审视”美联储。因为美联储不总是“正确的”，也不总是行动最早的。例如英格兰银行早在 2021 年 12 月例会就领先美联储加息了。

但值得强调的是，不宜用美欧央行的视角来看待日央行的行为。对日央行而言，当前的通胀或许还称不上压力。日央行暂未考虑“关闭音乐”（改变政策立场），而应该“拿起酒杯”庆祝，因为无论是 2013 年实施量化质化宽松（QQE）政策，2016 年 1 月实施“负利率”，还是 2016 年 9 月实施 YCC，日央行目标函数就是让通胀“超调”。对于深度老龄化和长期深陷于通缩的日本而言，这一目标几乎只能在大宗商品涨价时期才能实现。

图表 11：日央行 YCC 简史

✓ 历次调整 YCC 的原因：海外加息和全球通胀背景下日本国债收益率曲线的扭曲影响了企业等部门利率的形成和融资可得性。



来源：bloomberg、国金证券研究所（更新时间为 2022 年 12 月 28 日）

央行例会的所有素材（声明、纪要、预测等）都是笔记关注的重要内容，每次我们都会归纳和比较。四大央行每年都有 8 次例会，平均每 6 周一次，2023 年每月至少都有一家央行例会，集中时多达 3 家。一般有 4 次会议更重要，内容更丰富，例如美联储在季末例会上会发布经济预测摘要（SEP）。日央行在 1、4、7、10 月的例会上会发布经济展望。这些都是央行与市场沟通的渠道，也是

前瞻指引政策的落地方式。美联储和欧央行的例会我们都会第一时间点评，日、英央行例会则会有选择性的点评，笔记都会统一归纳和总结。

经济展望、货币政策执行报告（或公开市场操作报告）是笔记关注的另一重点。我们曾以此搭建央行视角下的经济、金融分析框架。中央银行是经济学（或金融学）博士的聚集地，尤以美联储为代表——被称为“世界上拥有经济学（或金融学）博士学位的员工最多的政府机构”。政策委员会做决定之前，都会听取内部研究人员对经济、金融形势的分析，它们是央行决策的重要依据。美联储每半年就需要在国会做一次听证，面对各种质询，美联储主席需要为每一个决定提供有以事实和研究为基础的证据。

四大央行都较重视政策的透明性，希望通过市场高效的定价机制来提高政策传导效率，同时也希望在市场的反馈中提高决策的科学性。所以，为了让市场理解政策的逻辑，就需要向市场解释决策背后的根据。会议纪要和政策相关的报告都是研究中央银行政策和行为逻辑的一手资料。所以，在以中央银行为研究主题的著作中，例会决议都是重要的参考文献。此外，政策委员会成员一般会通过各种公开演讲的机会传达政策决议或引导市场预期。所以，**委员会成员的演讲也是笔记关注的内容。**除此之外，我们还会结合市场热点，推介央行成员的相关学术研究成果（如 working paper）。

笔记的内容大致包括：1. 热点思考；2. 当月例会的决议和下次例会的前瞻；3. 央行对经济、金融形势的看法；4. 政策委员会成员的演讲；5. 与市场热点问题相关的工作论文；6. 此外，还包含一些常规跟踪，如市场隐含的政策利率水平，央行资产负债表的变化等。这些都是中央银行研究者的必修课。以笔记的形式持续跟踪，是自我鞭策，是对思考和判断的记录，是复盘的重要资料。

图表 12: 美联储 12 月例会的决议及其对经济、金融环境的看法 (12 月和 10 月)

段落	模块	具体内容	2022年12月	11月
首句/首段			价格稳定: 坚定地致力于使通货膨胀率回落到2%目标。	价格稳定: 坚定地致力于使通货膨胀率回落到2%目标。
一	宏观经济与金融	增长	1. GDP增速: 从去年的快速增长中明显放缓; 2. 支出和生产: 温和增长(部分反映了实际可支配收入的减少和金融条件的收紧); 3. 住房部门: 明显减弱(主要反映抵押贷款利率上升); 4. 企业固投: 利率上升和产出增长放缓带来的压力。	1. GDP增速: 从去年的快速增长中明显放缓; 2. 支出和生产: 温和增长(部分反映了实际可支配收入的减少和金融条件的收紧); 3. 住房部门: 明显减弱(主要反映抵押贷款利率上升); 4. 企业固投: 利率上升和产出增长放缓带来的压力。
		通胀	1. 通胀水平: 仍然远远高于我们2%的长期目标, CPI的下行受欢迎, 但需要更多证据确证通胀下行是持续的。 2. 通胀压力: 来自广泛的商品和服务; 俄乌战争。 3. 通胀预测: 抬升了整体PCE和核心PCE通胀的曲线, 但不改变“前高后低”的期限结构。核心通胀下行斜率较小, 2023年中位数预测从3.1%提高到3.5%。 3. 通胀预期: 长期通胀预期依然被“锚定”, 但这不是自满的理由, 目前的高通胀持续时间越长, 对更高通胀的预期就越有可能变得根深蒂固。	1. 通胀水平: 仍然远远高于我们2%的长期目标, PCE 6.2/核心PCE 5.1, 高于预期。 2. 通胀压力: 来自广泛的商品和服务; 俄乌战争。 3. 通胀预期: 长期通胀预期依然被“锚定”, 但这不是自满的理由, 目前的高通胀持续时间越长, 对更高通胀的预期就越有可能变得根深蒂固。
		就业	现状: 供不应求。 仍然非常紧张, 失业率处于50年来的最低水平, 职位空缺仍然很高, 工资增长也很高, 工作岗位的增加一直很强劲; 2. 供求失衡, 需求大大超过供给, 劳动力参与率自今年年初以来变化不大。 2. 预期/预测: 趋于平衡, 从而缓解工资和物价的上行压力。SEP将2022年失业率预测从3.8%小幅下调至3.7%, 而将2023和2024年从4.4%提高到4.6%, 将2025年从4.3%提高到4.5%。	现状: 供不应求。 仍然非常紧张, 失业率处于50年来的最低水平, 职位空缺仍然很高, 工资增长也很高, 工作岗位的增加一直很强劲; 2. 供求失衡, 需求大大超过供给, 劳动力参与率自今年年初以来变化不大。
		金融条件	金融条件显著收紧, 强调主要是抗通胀政策的“副作用”, 局限于利率敏感性部门。	金融条件大幅收紧
二	政策决定	政策利率	FFR+50bp, 目标利率区间提高到【4.25-4.5%】	FFR+75bp, 目标利率区间提高到【3.75-4%】
		资产负债表	QT在坚定货币政策立场方面发挥了重要作用	QT在坚定货币政策立场方面发挥了重要作用
		立场/意图	1. 首要目标: 将通胀率回落到2%的目标, 并保持长期通胀预期的稳固; 2. 充分紧缩的政策; 保持紧缩立场一段时间, 反对过早放松;	1. 首要目标: 将通胀率回落到2%的目标, 并保持长期通胀预期的稳固; 2. 有意追求充分紧缩的政策; 保持紧缩立场一段时间, 反对过早放松;
三	前瞻指引	政策利率	继续加息	1. 继续加息 2. 在某时放慢加息节奏; 终点利率仍存在不确定性, 但利率正常化尚未完成, 最终的利率水平将高于9月例会的预期。
		资产负债表	继续按计划缩表	继续按计划缩表
四	转向条件	转向宽松	1. 根据最新数据和不断变化的前景灵活调整; 2. 关注风险;	1. 根据最新数据和不断变化的前景灵活调整; 2. 关注风险;

来源: 美联储、国金证券研究所

图表 23: 欧央行例会的决议及其对经济、金融环境的看法 (12月和10月)

段落	主题	具体内容	2022年12月	10月
一	货币政策决议	3大关键利率	3大关键利率: +50bp; 主要再融资利率: 2.50%; 边际借款利率: 2.75%; 存款便利利率: 2.00%; 前瞻指引: 进一步加息; 首提大幅 (significant)、稳步 (steady pace) 加息至“充分紧缩” (sufficiently restrictive) 水平, “保持充分紧缩的利率水平” (一段时间), 以使通胀尽早回归中期目标 (2%), 防止通胀预期持续上行。	3大关键利率: +75bp; 主要再融资利率: 2.00%; 边际借款利率: 2.25%; 存款便利利率: 1.50%; 前瞻指引: 预计会进一步加息, 以使通胀尽早回归中期目标 (2%), 防止通胀预期持续上行。
		APP	1. 讨论了资产负债表正常化的原则, 计划从2023年3月开始, 以预先规划和可以预测的方式缩减APP组合到期本金再投资的规模; 2. 本次会议决定, 2023年3-6月每月平均减持150亿欧元APP组合, 7月之后的规模待定, 但细节要到2022年2月会议公布; 3. 前瞻指引: 2023年底评估操作框架, 届时会提供资产负债表正常化终点的相关信息;	1. 到期本金全部再投资: 启动加息后, 维持本金再投资一段时间; 2. 只要有必要保持充足的流动性条件和适当的货币政策立场, 都会继续实施。
		PEPP	1. 到期本金再投资, 直到2024年底, 保留投资的弹性; 2. 在未来退出PEPP投资组合时, 原则是避免对货币政策形成干扰;	1. 到期本金再投资, 直到2024年底, 保留投资的弹性; 2. 在未来退出PEPP投资组合时, 原则是避免对货币政策形成干扰;
		再融资	信用机构正在偿还TLTRO II项目下的借款, 会经常评估其影响。	1. TLTRO III操作利率与欧洲央行通用的关键平均利率挂钩; 2. 为银行提供额外的自愿提前还款日期。
二	经济活动	增长	欧元区Q3环比增速0.3%, 归因于高通胀和趋紧的金融条件; 全球经济放缓, 归因于俄乌冲突和金融条件的收紧; 欧元区贸易条件恶化, 降低居民实际购买力;	Q3经济增速或大幅回落, 并预计Q4和2023年初会进一步回落; 高通胀压制支出和生产; 消费者和企业信心不足; 服务需求下降; PMI制造业新订单指数下降; 受地缘政治影响, 全球经济活动放缓; 贸易条件恶化产生负收入效应;
		劳动	Q3就业环比增长0.3个百分点, 失业率降至6.5%, 创历史新低; 预计未来几个季度内, 就业增长会放缓, 失业率会上升。	Q3运行良好, 失业率为6.6%, 继续保持在历史地位; 预计随着经济的走弱, 失业率会上升。
三	通货膨胀	定性判断	太高了 (far too high), 会在长时间 (for too long) 内高于2%。	太高了 (far too high), 会在一段时间内 (extended period) 内高于2%。
		HICP	11月HCIP10%, 前值10.8%; 11月核心HICP5%, 前值5%;	9月HCIP通胀9.9%, 涨价是全面的。能源同比40.7%, 天然气和电力贡献提升; 食品通胀11.8%; 核心HICP4.8% (9月)。
		原因	能源通胀下降, 服务业通胀也有所放缓; 供应链压力急需减弱, 但仍是商品通胀的原因; 重新开放政策释放出的需求动能下降, 但仍是服务业通胀的根源; 贸易条件恶化依然是输入性通胀压力的来源;	供应瓶颈正在逐渐缓解, 尽管其滞后影响仍在推动通胀。被压抑的需求的影响虽然减弱, 但仍在推高服务业的价格。欧元贬值加剧了通胀压力。
		其它通胀指标		潜在通胀指标处于较高水平。
		工资	受稳健的劳动力市场的支撑, 工资涨幅仍在提升, 部分反映工资对物价的“追赶效应”, 预计工资增速会显著高于历史均值, 从而在中期内抬升通胀预期。	工资增速上行, 受通胀拉动; 即将公布的工资数据和最近的合同工资表明, 工资增长可能还在加快。
	通胀预期	多数较长期通胀预期指标目前仍维持在2%左右, 但部分指标向上修正值得关注。	多数较长期通胀预期指标目前仍维持在2%左右, 但部分指标向上修正值得关注。	
四	风险	经济增长: 存在下行风险, 特别是短期; 俄乌战争长期化仍是一个重大风险; 信心可能进一步恶化, 供应链可能再次恶化; 世界经济走弱可能会进一步拖累欧元区增长。 通胀前景: 存在上行风险, 短期能源和食品成本也可能持续高于预期, 中期关注通胀预期和工资增速。	经济增长: 存在下行风险, 特别是短期; 俄乌战争长期化仍是一个重大风险; 信心可能进一步恶化, 供应链可能再次恶化; 世界经济走弱可能会进一步拖累欧元区增长。 通胀前景: 存在上行风险, 能源和食品成本也可能持续高于预期。	
五	金融与货币条件	重定价: 银行融资成本在增加; 企业和家庭的借贷成本也变得更高; 银行对企业的贷款仍然强劲 (企业债与银行信用之间出现了替代); 家庭借款下降; 货币政策与金融稳定关系的评估: 自6月评估以来, 金融稳定环境恶化; 主权信用脆弱性上升; 收紧金融条件在中期内有助于防范金融脆弱性的积累和通胀的“尾部风险”, 但短期会增加系统风险, 降低经济增速; 非银金融机构流动性需求的上升会加剧波动。但是, 银行资本充足率依然较高; 宏观审慎政策构筑了“第一道防线”。	重定价: 银行融资成本在增加; 企业和家庭的借贷成本也变得更高; 银行对企业的贷款仍然强劲; 为投资融资的贷款需求继续下降; 银行贷款调查报告: 三季度, 所有贷款类别的信贷标准都有所收紧, 因为银行越来越担心经济前景不断恶化, 以及客户在当前下面临的风险。预计四季度信贷标准会进一步收紧。	

来源: ECB、国金证券研究所

图表 34: 日央行例会的决议及其对经济、金融环境的看法 (12月和10月)

段落	模块	具体内容	2022年12月	10月
一	货币政策及操作	YCC	调整YCC , 以改善市场功能, 平滑收益率曲线。 政策利率=-0.1% ; 10年国债利率(JGB)=0 ; 区间: 【-0.5%, 0.5%】 以0.5%利率无上限购买国债(JGB)	维持YCC , 以改善市场功能, 平滑收益率曲线。 政策利率=-0.1% ; 10年国债利率(JGB)=0 ; 区间: 【-0.25%, 0.25%】 以0.25%利率无上限购买国债(JGB)
		资产购买	ETF上限 : 12万亿, 按年增长; 房地产投资信托(J-REITs)上限 : 1,800亿, 按年增长; 商业票据: 以疫情前的速度购买, 达到2万亿规模; 企业债券: 以疫情之前的速度购买, 达到3万亿规模;	ETF上限 : 12万亿, 按年增长; 房地产投资信托(J-REITs)上限 : 1,800亿, 按年增长; 商业票据: 以疫情前的速度购买, 达到2万亿规模; 企业债券: 以疫情之前的速度购买, 达到3万亿规模;
		前瞻指引	维持宽松 。 继续实施QQE, 控制收益率曲线。 目标: 继续扩大基础货币, 直至核心CPI同比涨幅超过2%并稳定在目标以上。 在密切监测新冠肺炎疫情影响的同时, 将支持融资(主要是企业融资), 维护金融市场稳定, 并将在必要时毫不犹豫地采取进一步宽松措施; 预计短期和长期政策利率将维持在目前或更低的水平。	维持宽松 。 继续实施QQE, 控制收益率曲线。 目标: 继续扩大基础货币, 直至核心CPI同比涨幅超过2%并稳定在目标以上。 在密切监测新冠肺炎疫情影响的同时, 将支持融资(主要是企业融资), 维护金融市场稳定, 并将在必要时毫不犹豫地采取进一步宽松措施; 预计短期和长期政策利率将维持在目前或更低的水平。
二	经济发展	现状	经济向好(picked up)。出口和工业增加值趋势性上升。企业利润处于高位, 信心趋于平稳, 固定资产投资温和增长。就业和收入有所增长。私人消费温和攀升。地产投资不景气。公共投资走平。金融条件整体宽松, 但企业部门中的部分行业融资环境趋紧。	经济向好(picked up), 但存在下行压力。
		展望	延续复苏态势, 增速略高于潜在增速水平, 但存在向下压力。	维持复苏态势, 但2023年增速会下降, 主要是海外在央行快速加息和实际利率上行背景下可能会出现衰退。
		风险	三大不确定性: (1) 海外经济活动和价格的发展; (2) 乌克兰局势和大宗商品价格的发展; (3) 新冠肺炎疫情在国内外的扩散及其影响。	
三	通货膨胀	现状	核心CPI同比3.5%。声明全文未表达对通胀的担忧。	核心CPI同比3%。进口价格增速位于高位, 并已经向下游传导; 服务业价格, 以及能源以外的物价都开始上行。 通胀预期 开始上行;
		展望	2022底之前都上升, 2023H1下降, H2开始温和上升——临时的, 但会二次反弹。 由于能源、食品和耐用品等价格的上涨, 核心CPI同比到年底都趋于上行。预计2023H1放缓, 因为这种价格上涨对CPI的贡献可能会减弱。此后, 在产出缺口改善、中长期通胀预期和工资增长上升的背景下, 预计将再次温和和抬升。	2022底之前维持上升趋势, 2023H1下降。考虑到海外需求下行, 2023年通胀可能会下降到2%以下。但随着产出缺口的收敛, 通胀预期和工资增速的抬升, 2023H2通胀会二次反弹。

来源: 日央行、国金证券研究所

图表 45: 英格兰例会的决议及其对经济、金融环境的看法 (12月和10月)

段落	主题	具体内容	2022年12月	2022年11月
一	政策决议	利率	+50bp to 3.5% (bank rate: 准备金利率)	+75bp to 3.0%
		资产负债表		
		前瞻指引	有证据表明, 国内价格和工资面临通胀压力, 可能表明通胀的持久性更强, 因此有理由采取进一步有力的货币政策回应; 委员会多数成员认为, 如果经济发展大致符合11月货币政策报告的预测, 可能需要进一步上调银行利率。 货币政策委员会将采取必要的行动, 使通胀在中期内持续地收敛到2%目标。委员会将一如既往地 在每次会议上审议并决定适当的政策利率水平。	委员会多数成员认为, 如果经济发展大致符合最新的货币政策报告预测, 则需要进一步上调银行利率……尽管终点利率水平可能低于市场预期。 如果经济前景表明通胀压力将更加持久, 委员会将在必要时做出有力回应。 委员会将采取必要的行动, 使通胀在中期内持续收敛至2%目标。委员会将一如既往地 在每次会议上审议并决定适当的政策利率水平。
二	宏观经济	国际经济	Q3全球GDP环比增速好于预期(0.5%), Q4放缓(0.1%); 欧洲0.3%, 好于预期, Q4预期-0.2%; 美国0.7%, Q4预期0.1%; 中国Q4预期1.4%; 供应链持续修复; 能源价格方面, 油价低位盘整(布伦特\$80), 汽价涨18%。	Q3全球增速依然疲软, 与Q2增速相近, 短期内预计将持续; 欧洲0.3%, 低于Q2(0.8%); 美国0.6%, 增速较前两季度回落; 中国3.9%, 好于预期; 美元升值>10%; 欧洲汽价下跌40%; 全球供应链瓶颈得到缓解; 金属价格自9月以来小幅下跌
		货币与金融条件	国债利率下行, 尤其是长期; 市场预期的加息路径变化不大; 市场参与者调查(MaPS)中位数预期BOE终点利率为 4.25% , 位于2023H1, 并保持到年底, 市场预期2023年中 4.75% , 并保持到年底; 英镑升值2.75%; 抵押贷款利率小幅下行; 银行信用可得性下降, 贷款条件收紧;	国债利率波动较小; 市场预期的加息路径变化不大; 金融条件已经明显收紧, 市场隐含的终点利率: 2023Q3, 5.25% ; 市场隐含的中期通胀补偿指标波动很大, 较上次会议大幅下降; 英镑升值1.75%, 但仍低于8月(4.5%); 新抵押贷款利率大幅上升; 银行对企业的贷款利率上升; 即期存款和定期存款的存款利率上升
三	宏观经济	需求和产出	Q3实际GDP-0.2%, 好于预期(-0.5%), 10月份经济反弹, 预计Q4-0.1%(好于11月预测的-0.3%), 2023Q1继续小幅负增长。	Q2实际GDP+0.2%, 8月份经济回落(-0.3%), 预计Q3-0.5%, 低于8月预期(-0.9%); 家庭消费H2预计增速下降; 商业投资Q2+3.7%, 疫情前11.7%; 预计2022H2GDP环比-0.75%, 2023-2024H1维持下行。
		劳动市场	非常紧张, 但已经到顶部, 预计劳动力紧张状况开始放缓。失业率上行至3.7%, 预期3.5%。就业增长0.1%, 低于预期的0.3%; 招聘需求或继续低于历史平均; 空缺数下行, 空缺率仍处高位; 薪资增速6.2%, 私营部门常规收入增速6.9%(超预期0.5个百分点), 预计将在7%的水平走平, 并从2023年底开始下降。	保持紧张状态, 预计劳动力需求将开始放缓 。失业率降至3.5%, 历史新低; 空缺率创下历史新高; 私营部门常规收入增速6.2%(超8月预期0.6个百分点)
五	投票结果	通货膨胀	英国通胀: 11月CPI同比10.7%, 前值11.1%。核心CPI涨6.3%, 前值6.5%。预计CPI通胀在短期内保持高位, 但将在2023年第一季度继续逐步下降, 这在很大程度上是因为早些时候能源和其他商品价格的上涨已从年度比较中剔除。预计这些影响将超过食品和服务价格通胀的持续走强。 全球通胀: 2022Q4是全球出口价格和CPI通胀的顶部(至2023年底降至1.9%)。	英国通胀: 9月10.1%, 预计Q4到11%, 低于8月预测, 归因于能源价格保障(EPG); 核心CPI小幅上升至6.5%。预计2023年初开始下行(预计2023Q1降至10%), 需要两年时间回到2%, 3年后降至2%以下。
		投票结果	6-3(两位委员支持不加息, 一位支持加息75bp)	7-2(一位支持+50bp, 一位支持+25bp)

来源：日央行、国金证券研究所

风险提示：

- 1、**通胀下行斜率不达预期。**在劳动力短缺的情况下，工资增速难以回到疫情前的低位，进而抬升通胀的长期中枢水平。
- 2、**地缘政治“黑天鹅”。**逆全球化思潮、地缘政治冲突等，可能对全球和地区贸易产生影响。

特别声明:

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应对本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级（含C3级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话: 021-60753903	电话: 010-66216979	电话: 0755-83831378
传真: 021-61038200	传真: 010-66216793	传真: 0755-83830558
邮箱: researchsh@gjzq.com.cn	邮箱: researchbj@gjzq.com.cn	邮箱: researchsz@gjzq.com.cn
邮编: 201204	邮编: 100053	邮编: 518000
地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号 紫竹国际大厦 7 楼	地址: 中国北京西城区长椿街 3 号 4 层	地址: 中国深圳市福田区中心四路 1-1 号 嘉里建设广场 T3-2402