浦银国际研究

投资策略

浦銀國際 SPDB INTERNATIONAL

SPDBI 全球央行观察：美债收益率或仍将上行，但斜率料将平缓

- **美联储：**随着经济的复苏，美债长端利率可能仍将上行，但上行的斜率将大为平缓，美联储很有可能通过调控购债节奏、开展“扭曲操作”来抑制长端利率的过快上行。美联储大概率不会让 10 年期美债收益率持续高于 2%，如果长端收益率上行压力过大，美联储很有可能会进行收益率曲线管控。

- **中国人民银行：**从央行四季度货币政策执行报告到 2021 年政府工作报告，都一再传递货币政策正常化的清晰信号。我们对于流动性的转向不可掉以轻心。虽然 2 月的社融明显超过市场预期，但信贷脉冲已经见顶。

- **欧洲央行：**欧央行整体较美联储更紧张，绝大多数欧央行官员都表示了对于收益率的密切关注，欧央行 3 月的议息会议可能讨论进一步加大 QE 以应对国债收益率上行，但在未来如果欧元区名义利率的上行是由通胀预期所驱动，欧央行的宽松动力可能会下降。

- **日本央行：**日本央行按兵不动，将继续维持宽松态势。

2021 年

3 月刊

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

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

2021 年 3 月 11 日

相关报告：

《SPDBI 全球央行观察（2021 年 2 月刊）：海外稳中有变，中国变中求稳》（2021-02-10）

《SPDBI 全球央行观察（2021 年 1 月刊）：多数谨慎乐观，仅欧央行扩大宽松且下调预测》（2021-01-12）

《2021 年中国股市策略展望：先上后下，配置下沉》（2020-12-08）

浦银国际 | 投资策略 | SPDBI 全球央行观察

本研究报告由浦银国际证券有限公司分析师编制，请仔细阅读本报告最后部分的分析师披露、商业关系披露及免责声明。

目录

全球总览：美债收益率或仍将上行，但斜率料将平缓 3

总结 4

美联储：长端利率急升已过，未来可能平缓上行 6

点评 6

动态追踪 9

中国人民银行：政府工作报告进一步佐证货币政策正常化 16

点评 16

动态追踪 18

欧洲央行：实际利率上行，欧央行或将干预 22

点评 22

动态追踪 23

日本央行：按兵不动 27

点评 27

动态追踪 28

其他央行：维持宽松，不同程度地上调经济预测 30

点评 30

动态追踪 31

SPDBI 全球央行观察：美债收益率或仍将上行，但斜率料将平缓

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：美债收益率或仍将上行，但斜率料将平缓

2021 年 2 月：

- **2 个新兴市场央行继续降息：**初步统计 2 月全球仅有墨西哥和印度尼西亚央行进行降息（1 月仅罗马尼亚央行），2 月降息的央行数量较 1 月有所增加。

- **2 月全球资本市场分化：**全球股市出现分化，MSCI 发达国家指数 2 月上涨 2.5%，MSCI 新兴市场指数 2 月微升 0.7%；发达市场国债收益率出现较大幅度的上升；在岸与离岸美元的流动性回暖，海外央行美元互换需求下降约 28.02 亿美元。

- **2 月全球央行扩表继续：**最大的驱动力来自美联储，推出无限量 QE 后，资产负债表规模剧增，扩表速度远超金融危机时期。截至 2 月 23 日，美联储资产负债表总规模较 1 月略有上涨，达 7.59 万亿美元。

总结

2 月全球经济最大的主题自然是利率的上行，随着经济复苏，全球利率中枢的上移是应有之义，美联储预计将进一步干预长端利率的上行斜率，并通过“扭曲操作（Operation Twist）”、收益率曲线管控（YCC）等手段影响长端收益率；而欧洲央行明显较美联储顾虑更多，将直接干预收益率；中国 2021 年政府工作报告则进一步佐证了货币政策正常化的方向不变。

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（%）



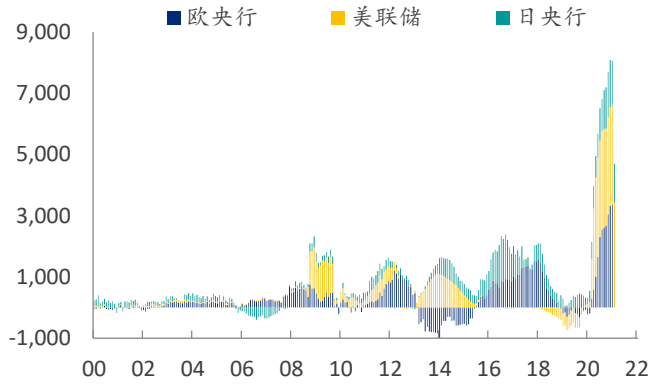
资料来源：Macrobond，浦银国际

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：长端利率急升已过，未来可能平缓上行



● 点评

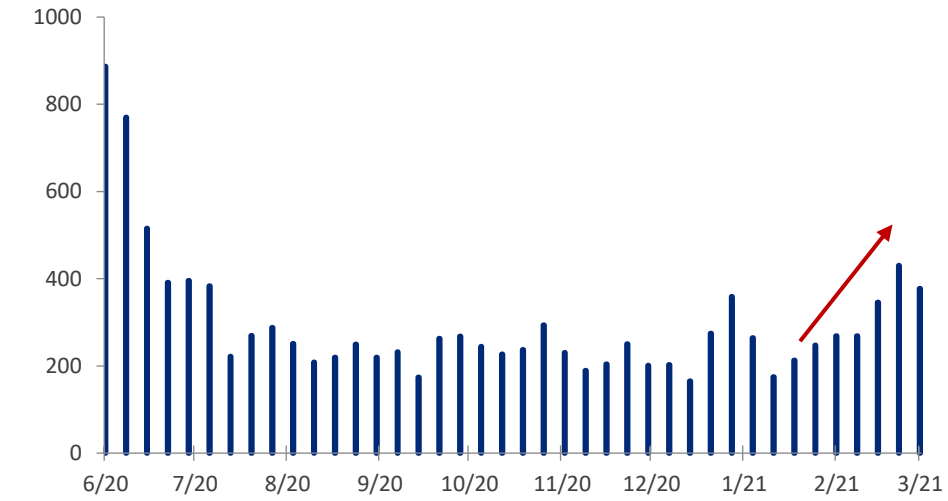
2 月美债长端利率显著上升，10 年期美债收益率从 1 月末的 1.09%上升 45.1bps 至 3 月 9 日的 1.54%，带动收益率曲线上行，由 1.03%升至 1.50%。截至 3 月 9 日，高收益债收益率微升至 5.0%的水平，投资级则回升至 2.3%的水平。美元指数目前已小幅回升至 92.0 的水平。

最近 1 个月，美债收益率飙升无疑是市场最大的关注点，美债收益率快速突破 1.6%，全球金融市场随之剧烈波动，尤其是高估值的成长股，股价大幅下行，估值剧烈收缩。多数时候美联储关于并未直接提及国债收益率变化，但间接提及了通胀、经济增长前景、货币政策等一系列直接或间接影响国债收益率的关键因素，我们梳理了他们的言论：

- **看淡通胀威胁。**几乎所有美联储官员都不认为通胀会成为威胁。鲍威尔主席表示通胀不会大幅、持续地上升；旧金山联储主席（有投票权，偏鸽）则驳斥宽松政策可能造成通胀失控的言论。
- **经济增长前景相对乐观。**而鲍威尔则更一度表示“美债收益率上升是市场信心的表现，说明经济将强劲复苏”。
- **货币政策方面则继续强调长期宽松。**鲍威尔表示经济距离就业和通胀取得实质性进展仍需时日。

随着经济复苏，利率中枢的上移是应有之义，这也是为何市场强烈预期下，美联储也未如市场所预期的那样进行大规模介入，真正问题在于利率上行的斜率，如果利率上行的斜率过快，会导致货币紧缩，进而可能危及到经济与就业市场的复苏，进而从根本上危及到联储的政策目标。因此，美联储目前需要实现的是**平缓长端利率的上行斜率。**实质上最近几周美联储已经加大了国债的购买速度。

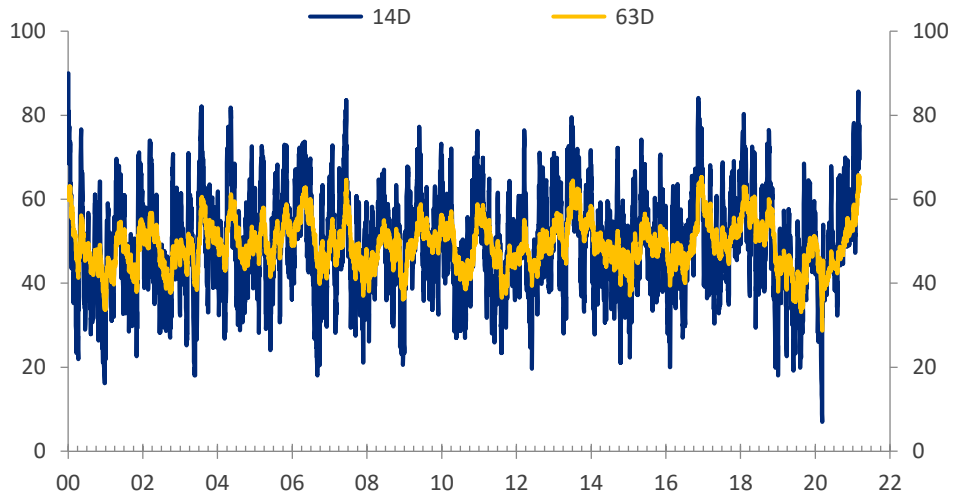
图表 9: 美联储国债买入量（4 周平均，亿美元）



资料来源：FactSet，浦银国际

技术分析显示 10 年期美债收益率的 14 天、63 天 RSI 都创下了历史新高，超过了历史上的 QE 退出、加息、缩表等时期，美债短期被炒卖得非常严重。随着经济的复苏，美国长端收益率中枢仍将继续上移，但大概率已经过了急升的阶段。

图表 10: 10 年期美债收益率 RSI



资料来源：FactSet，浦银国际

美联储大概率会继续通过购债节奏来平缓长端的上行斜率。对于 10 年期美债收益率，如果拆解来看，名义利率 2%是个关键的点位，即 2%的目标通胀率，则实际利率为 0%。若实际利率高于这一水平，政府、企业等高杠杆债务融资主体都将承压，因此美联储大概率不会让 10 年期美债收益率明显高于 2%的水平，**在 2%这一关键点位，美联储就有非常强的意愿、能力去进行收益率曲线管控。**

在近期，美国财政部在美联储的资金（Treasury General Account）余额约为 1.6 万亿美元，财政部表示将在 4 月底之前将余额降至 8,000 亿元，并在 6 月底之前降低至 5,000 亿元，财政部海量的资金由央行体系转移至商业银行体系，这意味着将有天量流动性注入到美债短端市场。流动性注入的情况下美国短端利率水平将进一步承压，甚至可能进入负值区间，纽约联储前主席 Dudley 评论，为了避免短端利率进入负值区间，美联储应该提高超额准备金率（IOER）。我们认为虽然是为了对冲短端利率进入负值区间而进行“加息”，但在当前利率上行的恐慌期间，此“加息”可能会被市场误读，加剧市场恐慌，因此**美联储很有可能进行“扭曲操作”，卖出短端，买入长端。**

- **展望未来：**

综上所述，美国长端利率可能仍将上行，但上行的斜率将大为平缓，美联储很有可能通过调控购债节奏、开展“扭曲操作”来抑制长端利率的过快上行。美联储大概率不会让 10 年期美债收益率持续高于 2%，如果长端收益率上行压力过大，美联储很有可能会进行收益率曲线管控。

● 动态追踪

美联储主席（有投票权）称，寻求劳动力市场的全面复苏。2 月 10 日，鲍威尔（Jerome Powell）在演讲中称，劳动力市场的全面复苏将带来更高水平的就业和收入，愈合疫情对经济造成的损害，目前距离这一目标还有很长时间。他重申，短期内不会开始削减资产购买计划。

美联储主席（有投票权）称通胀不会大幅、持续地上升。2 月 10 日，鲍威尔（Jerome Powell）在演讲后的 Q&A 环节表示，预计通胀不会出现大幅或持续地上升，并重申平坦的菲利普斯曲线意味着，劳动力市场能够在不引发通胀的情况下保持复苏。

旧金山联储主席（有投票权，偏鸽）认为 QE 将持续至 2021 年。2 月 11 日，戴利（Mary Daly）接受采访时称，即使经济在下半年加速增长，美联储也不太可能减少资产购买。她还表示，新一轮的经济刺激不会导致经济过热。

旧金山联储主席（有投票权，偏鸽）看淡通胀威胁。2 月 11 日，戴利（Mary Daly）接受采访时称，应减少对通胀的担忧，压制通胀可能会导致数百万人失业。

堪萨斯联储主席（无投票权，偏鹰）称疫情结束前财政政策仍重要。2 月 16 日，乔治（Esther George）接受采访时称，财政政策仍将是美国重要的经济支柱，即使公共债务达到创纪录水平，通胀也不太可能构成短期问题。

圣路易斯联储主席（无投票权，偏鸽）称不认为美联储会在短期内缩减 QE。2 月 16 日，布拉德（James Bullard）接受采访时称，虽然股票的估值很高，但并未看到资产价格出现泡沫。

圣路易斯联储主席（无投票权，偏鸽）对经济前景持乐观态度。2 月 16 日，布拉德（James Bullard）接受采访时称，美国目前的金融状况“总体良好”，今年的经济增速有可能超过中国。

美联储会议纪要表达了更为乐观的前景和对资产估值的担忧。2 月 17 日，美联储发布 1 月 FOMC 会议纪要显示，与会者认为，由于远未达到美联储的就业和通胀目标，经济取得实质性进展仍需时间。与会者还表示，将保持目前的政策设定和前瞻指引，但同时提及了由资产估值压力升高而导致的金融脆弱性。

波士顿联储主席（无投票权，中间派）认为劳动力损失风险大于通胀风险。2 月 18 日，罗森格伦（Eric Rosengren）接受采访时称，只要美国失业率仍居高不下，他预计未来两年的通胀率将不会维持在 2%。

纽约联储主席（有投票权，偏鸽）认为经济刺激不会导致经济过热。2 月 20 日，威廉姆斯（John Williams）接受采访时称，并不担心经济会因为财政援助而过热。他补充说，就业和通胀水平远低于促使美联储收紧货币政策的水平。

美联储主席（有投票权）称，通胀和就业的实质性进展仍需时日。2 月 23 日，鲍威尔（Jerome Powell）接受采访时称，经济距离就业和通胀取得实质性进展仍需时日。他重申，将在改变购债速度前，传达其对实现通胀和就业进展情况的评估。他认为，美债收益率上升是市场信心的表现，说明经济将强劲复苏。

美联储主席（有投票权）称，美国经济仍需货币政策支持。2 月 24 日，鲍威尔（Jerome Powell）接受采访时驳斥了宽松的货币政策可能会推高通胀并带来金融风险的说法，他表示，美联储将继续把注意力集中在就业上。

美联储副主席（有投票权，偏鸽）称保持宽松的货币政策。2 月 24 日，克拉里达（Richard Clarida）在演讲中称，宽松的货币政策将继续保持，直到实现通胀和就业的目标。他对美国的经济前景持乐观态度，并预计年底前通胀率将达到 2%的目标。他预计，年底前，通胀率因“基数效应”将短暂高于 2%。

美联储理事（有投票权，偏鸽）表示仍需维持宽松的货币政策。2 月 24 日，布雷纳德（Lael Brainard）接受采访时称，经济仍远未达到美联储的就业和通胀目标，货币政策将继续提供支持，直到在推动通胀和改善就业方面取得实质性进展。

美联储理事（有投票权，中间派）称大规模刺激计划可能掩盖银行业面临的风险。2 月 25 日，夸尔斯（Randal Quarles）在采访中称，经济刺激淡化了银行业将面临的风险。他表示，美联储需考虑银行风险如何受到外部环境影响，并尽可能多地使用数据驱动分析。

纽约联储主席（有投票权，偏鸽）称美国经济将迎几十年来最强劲复苏。2 月 25 日，威廉姆斯（John Williams）在演讲中称，财政刺激和疫苗接种将促使美国经济在疫情后复苏，此次复苏可能创几十年来之最，美联储将继续利用各种政策工具保证经济强劲复苏。

亚特兰大联储主席（有投票权，偏鹰）称美联储不会因近期债券收益率上升而改变货币政策。2 月 25 日，博斯蒂克（Raphael Bostic）在采访中表示，美债收益率虽然近期有所上升，但水平仍相对较低，美联储不会在这个时点做出政策改变。

堪萨斯联储主席（无投票权，偏鹰）认为工资水平比油价更能反映通胀。2 月 25 日，乔治（Esther George）在采访中称，在判断通胀是否将持续回升时，应更关注工资上涨的趋势，而非油价。

圣路易斯联储主席（无投票权，偏鸽）认为前景乐观，没理由讨论缩减 QE。2 月 26 日，布拉德（James Bullard）接受采访时称，新冠疫情结束的可能性越来越大，加强了美国实际 GDP 的增长前景。他表示，鉴于经济前景改善和通胀预期上升，10 年期美债收益率上升是合理的，但他认为，这不足以成为讨论缩减 QE 的理由。

里士满联储主席（有投票权，偏鹰）认为投资者应关注美联储的政策和“明确”指引。3 月 1 日，巴尔金（Thomas Barkin）在采访中称，投资者应关注美联储的政策和“明确”指引，而非利率和购债速度可能变化的猜测。他表示，美联储的指引十分清晰，即加息与就业和通胀目标挂钩，购债速度的变化取决于上述目标的进展。

美联储理事（有投票权，偏鸽）：需保持现有政策直至就业和通胀走上正轨。3 月 2 日，布雷纳德（Lael Brainard）在演讲中称，伴随疫苗接种和财政支出，经济前景显著改善，但她强调仍需保持宽松直至通胀明显上升。同时，她担心美债收益率持续上升会抑制经济活动。

旧金山联储主席（有投票权，偏鸽）驳斥宽松政策可能造成通胀失控的言论。3 月 2 日，戴利（Mary Daly）在演讲中称，最大的风险并非通胀失控，而是过低通胀，通胀可能需较长时间才能回到 2%的水平。

旧金山联储主席（有投票权，偏鸽）称不会因资产价格上涨而调整货币政策。3 月 2 日，戴利（Mary Daly）接受采访时称，资产价格创历史高位，但这不应成为美联储调整政策的原因。对于美债收益率上升，她表示不认为美联储将会采用收益率曲线控制。

费城联储主席（无投票权，偏鹰）称加息将在 2022 年后。3 月 3 日，哈克尔（Patrick Harker）在采访中称，预计美联储不会在 2022 年前加息，超级宽松的政策不会带来通胀压力。他还表示，美联储可能考虑通过购债控制收益率曲线，直至收益率降至既定水平以下。

芝加哥联储主席（有投票权，偏鸽）对经济前景保持乐观。3 月 3 日，埃文斯（Charles Evans）在采访中称，随着疫苗接种范围扩大，经济前景偏乐观，预计经济将出现“强劲”反弹，年底失业率可能降至 5%。

美联储：经济继续温和复苏。3 月 3 日，美联储发布最新的褐皮书称，经济在 2021 年初继续保持温和复苏；经济活动在未来数月仍乐观；房地产市场需求强劲；但就业增长缓慢，较新冠疫情前仍有 1,000 万个工作岗位的缺口。

芝加哥联储主席（有投票权，偏鸽）称经济前景乐观，没有必要调整QE。3月3日，埃文斯（Charles Evans）在采访中表示，目前经济前景“乐观”，若经济刺激计划得到有效实施，则无需调整QE。他还表示，收益率快速上扬反映经济前景改善（彭博社）。

美联储主席（有投票权）称，当前的货币政策是适当的。3月4日，鲍威尔（Jerome Powell）在演讲中称，在实现充分就业前，美联储将继续保持信贷宽松和充足的流动性。他表示，当前的政策立场是适当的，美联储当前不需要干预美债收益率上升。

圣路易斯联储主席（无投票权，偏鸽）称美联储短期内不会调整其超级宽松的货币政策。3月5日，布拉德（James Bullard）在采访中称，美联储不会因美债收益率快速上升而调整QE规模，他认为现在仍需宽松的货币政策。

图表 11: 2021 年 2 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		经济取得实质性进展仍需时日；收益率上升反映经济复苏强劲	短期内不会缩减 QE；经济仍需货币政策支持；当前政策设定适当		通胀不会大幅、持续地上升
布雷纳德 Lael Brainard	美联储理事	有	偏鸽	美债收益率持续上升会抑制经济活动	保持宽松政策直至就业和通胀走上正轨		
布拉德 James Bullard	圣路易斯联储主席	无	偏鸽	对经济前景持乐观态度	短期内不会缩减 QE；目前仍需温和的货币政策		
克拉里达 Richard Clarida	美联储副主席	有	偏鸽	对经济前景持乐观态度	保持宽松政策直至就业和通胀走上正轨		预计年底通胀率达 2%
威廉姆斯 John Williams	纽约联储主席	有	偏鸽	经济将迎几十年来最强劲复苏	继续利用各种政策工具保证经济强劲复苏	经济刺激不会导致经济过热	
戴利 Mary Daly	旧金山联储主席	有	偏鸽		QE 将持续至 2021 年；不会因资产价格上涨而调整货币政策；不会控制收益率曲线	经济刺激不会导致经济过热	看淡通胀威胁；压制通胀可能导致数百万人失业；通胀达到 2%仍需时日
埃文斯 Charles Evans	芝加哥联储主席	有	偏鸽	对经济前景持乐观态度；收益率快速上扬反映经济前景改善	若经济刺激计划得到有效实施，则无需调整 QE		
夸尔斯 Randal Quarles	美联储理事	有	中间派			大规模刺激计划可能掩盖银行业面临的风险	
罗森格伦 Eric Rosengren	波士顿联储主席	无	中间派				劳动力损失风险大于通胀风险；若失业率居高不下，则通胀率将不会维持在 2%
巴尔金 Thomas Barkin	里士满联储主席	有	偏鹰		投资者应关注美联储的政策和“明确”指引；加息与就业和通胀目标挂钩，购债速度的变化取决于目标的进展		
乔治 Esther George	堪萨斯联储主席	无	偏鹰			疫情结束前财政政策仍重要	工资水平比油价更能反映通胀；通胀不太可能构成短期问题
博斯蒂克 Raphael Bostic	亚特兰大联储主席	有	偏鹰		不会因近期债券收益率上升而改变货币政策		
哈克尔 Patrick Harker	费城联储主席	无	偏鹰		加息将在 2022 年后；可能控制收益率曲线		超级宽松的政策不会带来通胀压力

资料来源：浦银国际

图表 12: 美国国债收益率（%）



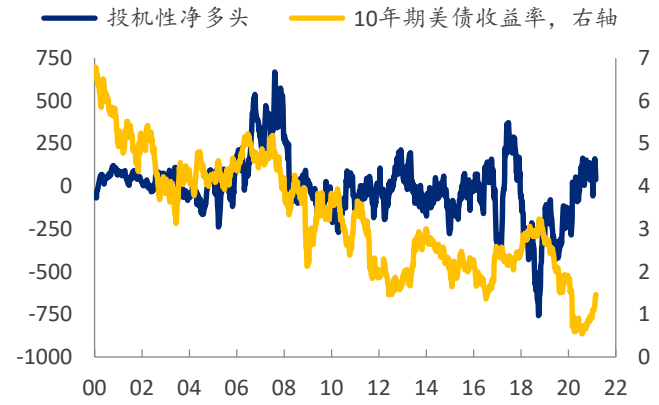
资料来源：FactSet，浦银国际

图表 13: 美国国债收益率曲线（10 年-3 月期）



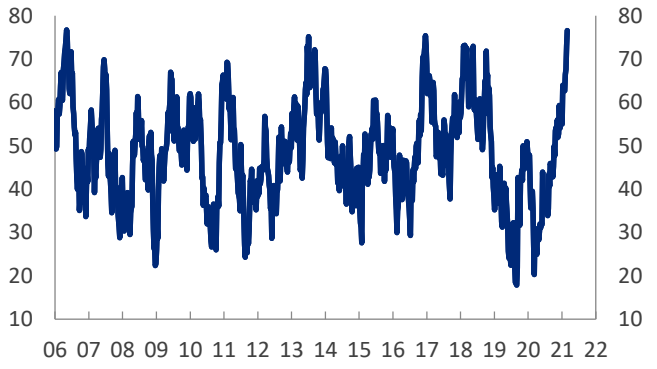
资料来源：FactSet，浦银国际

图表 14: 10 年期美债投机性净多头



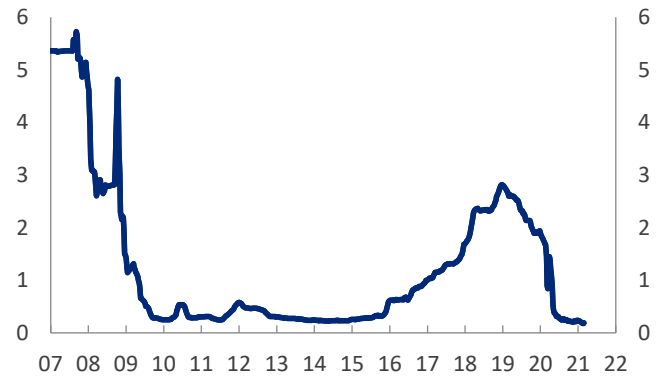
资料来源：FactSet，浦银国际

图表 15: 10 年期美债收益率 14 天 RSI



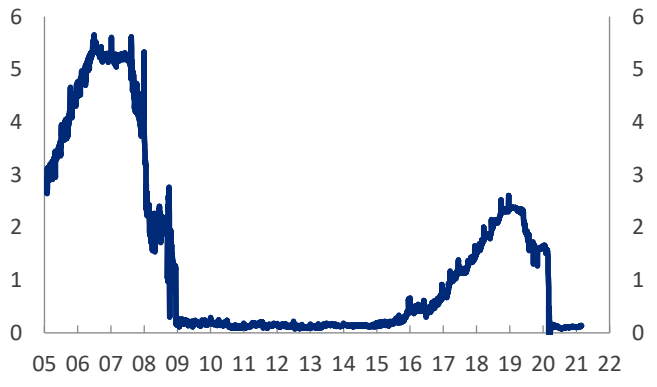
资料来源：FactSet，浦银国际

图表 16: 美元 3 月期 LIBOR（%）



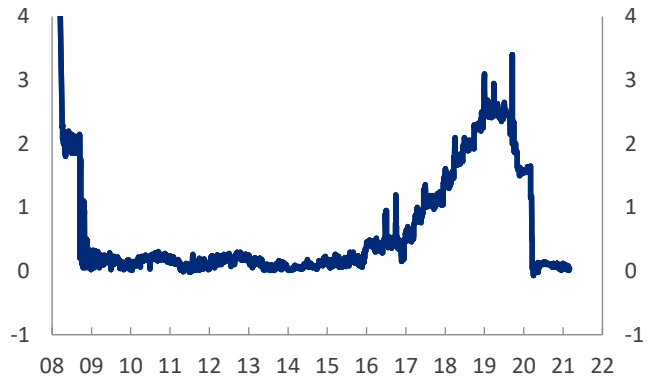
资料来源：FactSet，浦银国际

图表 17: 3 月期美债隐含收益率（%）



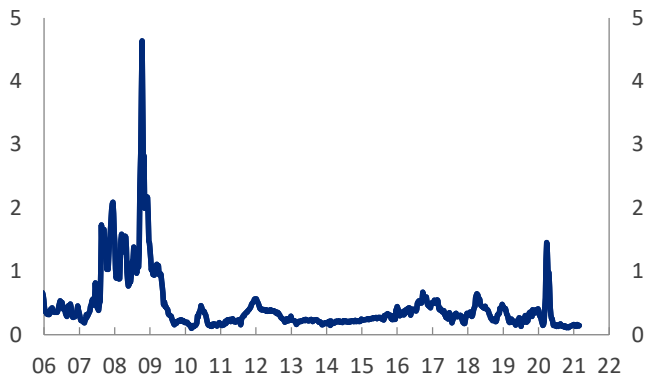
资料来源：Bloomberg，浦银国际

图表 18: 美国隔夜回购利率（%）



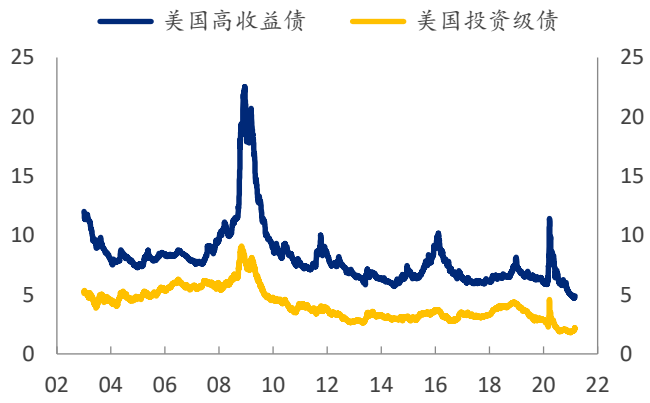
资料来源：FactSet，浦银国际

图表 19: 泰德利差（%）



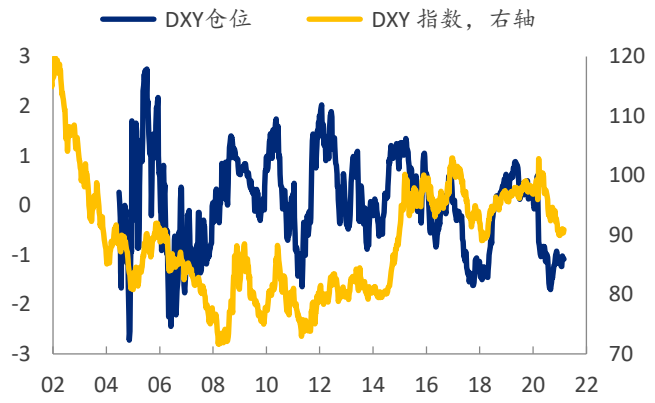
资料来源：FactSet，浦银国际

图表 20: 美国公司债收益率（%）



资料来源：FactSet，浦银国际

图表 21: 美元指数 DXY 投机性仓位



资料来源：FactSet，浦银国际

中国人民银行：政府工作报告进一步佐证货币政策正常化

- **点评**

截至 3 月 9 日，短端利率（3 月期国债）自 1 月末的 2.58%小幅回落近 10.2bps 至 2.47%，长端（10 年期）由 3.22%回升至 3.30%。中国央行 2 月仅续作 2,000 亿元中期借贷便利操作（MLF），当月 MLF 到期 2,000 亿元，净投放为 0；通过公开市场逆回购，央行 2 月净回笼资金 3,140 亿元。

在上一期的央行观察报告中(《SPDBI 全球央行观察(2021 年 2 月刊)：海外稳中有变，中国变中求稳》)，我们对于中国央行四季度货币政策执行报告进行了解读，四季度的货币政策执行报告里面的信息非常清晰，进一步确认了货币政策的转向，流动性最宽裕的时间已经过去，在此情况下，对于流动性一方面不可过度乐观，需要打破单边宽松的幻象，接受流动性边际收紧的事实，另一方面也不宜对于流动性过度悲观，央行也明确表示会“根据形势变化灵活调整政策力度、节奏和重点”，整体而言需要审慎看待流动性的变化。

2021 年政府工作报告中关于货币政策部分的论述则进一步佐证了我们先前的判断。

图表 22: 2021 年政府工作报告中货币政策的部分

	2020	2021
总定性	稳健的货币政策要**更加灵活适度**。	稳健的货币政策要灵活精准、合理适度。
关于流动性、货币供应量	综合运用降准降息、再贷款等手段，引导广义货币供应量和社会融资规模**增速明显高于去年**。	货币供应量和社会融资规模**增速与名义经济增速基本匹配**，保持流动性合理充裕，保持宏观杠杆率基本稳定。
社会融资成本	创新直达实体经济的货币政策工具，务必推动企业便利获得贷款，**推动利率持续下行**。	适当降低小微企业支付手续费。优化存款利率监管，推动实际贷款利率进一步降低，继续引导金融系统向实体经济让利。今年务必做到小微企业融资更便利、**综合融资成本稳中有降**。

资料来源：中国政府网，浦银国际

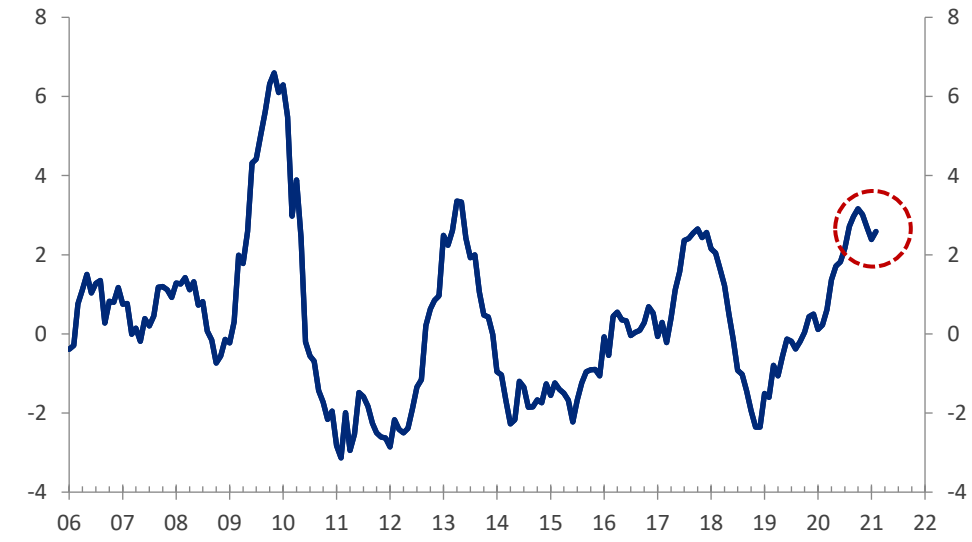
- **货币政策明显边际收紧。**2020 年的定位为“更加灵活适度”，而 2021 年的政府工作报告中则定位为“灵活精准、合理适度”，宽松口径已明显下降。
- **信贷增速料将放缓，**2020 年“引导广义货币供应量和社会融资规模增速明显高于去年”，而 2021 年则变为“货币供应量和社会融资规模增速与名义经济增速基本匹配”，信贷增速放缓几乎成为定局。
- **推动社会融资成本下降的重要性减弱。**2020 年为“推动利率持续下行”，而 2021 年则为“综合融资成本稳中有降”。随着经济上行，利率中枢上移，大概率会看到贷款成本也有所上行。

- **展望未来：**

从央行四季度货币政策执行报告到 2021 年政府工作报告，都一再传递**货币政策正常化**的清晰信号。我们对于流动性的转向不可掉以轻心。虽然 2 月的社融明显超过市场预期，但信贷脉冲已经见顶。

我们再次重申年度策略报告中的判断，**2021 年的基本面很可能出现先上后下**，随着流动性的边际收紧，经济下半年有可能出现周期见顶，上半年资本市场仍然有机会，**但下半年对于风险资产尤其需要保持谨慎**。

图表 23：中国信贷脉冲（%）



资料来源：FactSet，浦银国际

● 动态追踪

中国央行开展央行票据互换（CBS）操作。2 月 25 日，中国央行发布公告，向一级市场公开招标，操作量 50 亿元，期限 3 个月，费率 0.10%，旨在提高银行永续债的市场流动性，增强金融服务实体经济的能力。

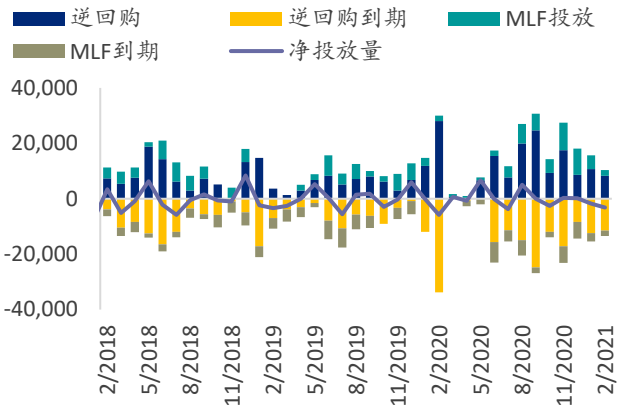
中国央行副行长指外汇延伸品市场须始终服务实体经济。2 月 26 日，刘国强在演讲中称，外汇衍生品市场要始终服务实体经济，企业的汇率风险管理应以“保值”而非“增值”为原则。此外，外汇市场的自律评估工作须在人民银行和外汇局指导下认真开展，引导金融机构为基于实需原则和风险中性原则的进出口企业提供汇率风险管理服务。

中国央行行长呼吁推动特别提款权用以支持全球经济复苏。2 月 27 日，易纲在演讲中称，推动特别提款权普遍增发，并将其以适当形式转借给低收入国家；推动各方以透明、协调的方式开展债务处置，支持低收入国家应对疫情冲击。

中国央行货币政策委员会委员预计 2021 年中国宏观经济增长先上后下。3 月 3 日，刘世锦在采访中称，疫情影响下，中国是 2020 年唯一实现正增长的主要经济体，今年争取 GDP 增速维持在 8%至 9%的水平，其中一季度增速或超 15%，之后逐季降低。

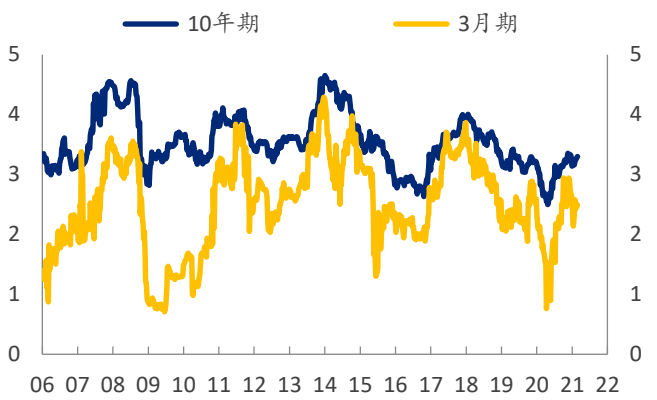
中国央行副行长称“十四五”期间货币政策的重点是完善货币供应调控机制。3 月 9 日，陈雨露在采访中称，应保持货币供应量和社融规模增速与名义经济增速基本匹配，保证流动性合理充裕。他还表示，货币政策会进一步规范透明，利率市场化改革也会进一步深化。

图表 24：中国央行公开市场操作与到期（亿元）



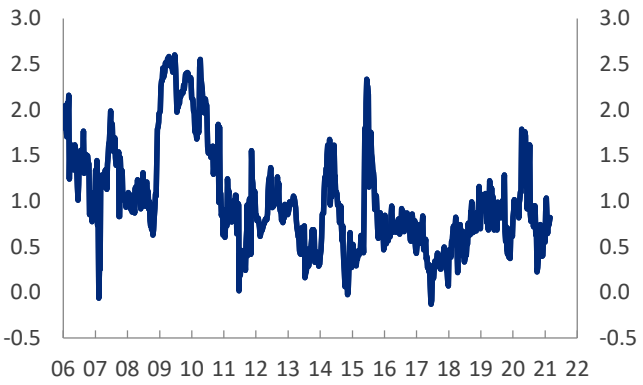
资料来源：CEIC，浦银国际

图表 25：中国国债收益率（%）



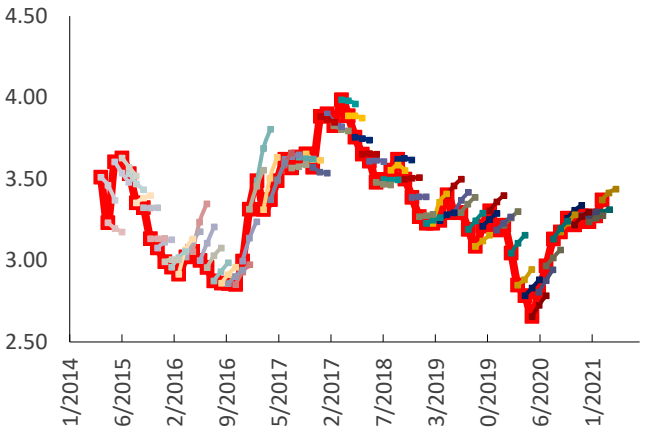
资料来源：FactSet，浦银国际

图表 26：中国国债收益率曲线（10 年-3 月期）



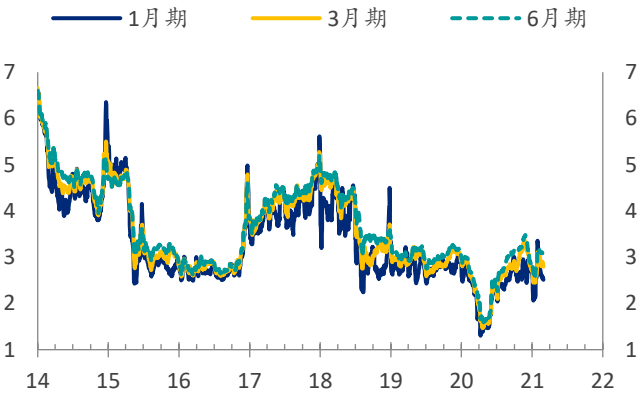
资料来源：FactSet，浦银国际

图表 27：中国 10 年期国债远期（%）



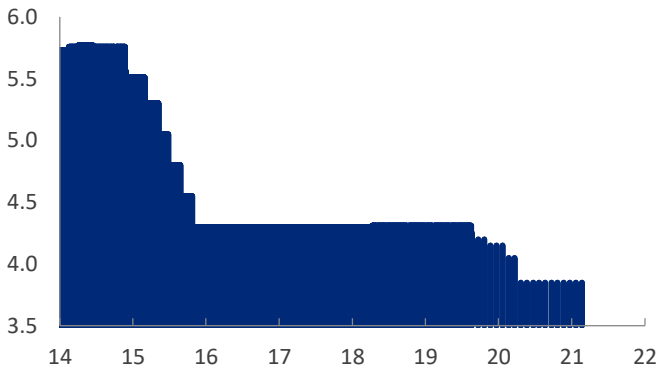
资料来源：Bloomberg，浦银国际

图表 28：AAA 级同业存单到期收益率（%）



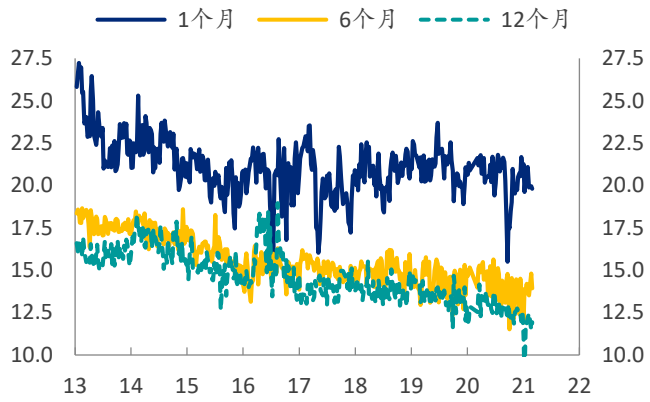
资料来源：CEIC，浦银国际

图表 29：1 年期 LPR 利率（%）



资料来源：Wind，浦银国际

图表 30：温州民间融资综合利率（%）



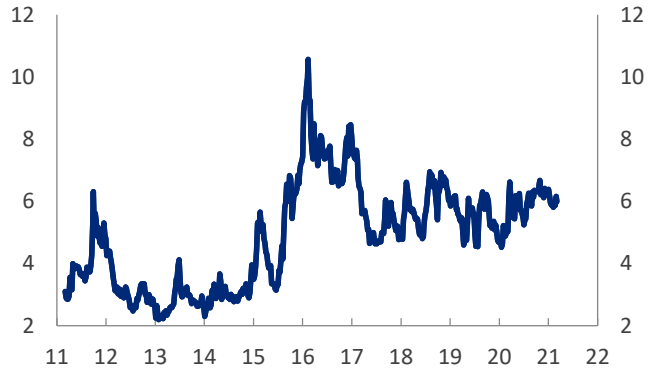
资料来源：Wind，浦银国际

图表 31：中美国债利差



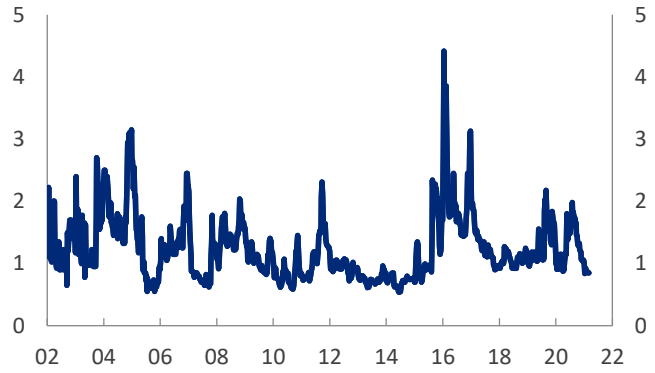
资料来源：FactSet，浦银国际

图表 32：1 年期人民币隐含波动率（%）



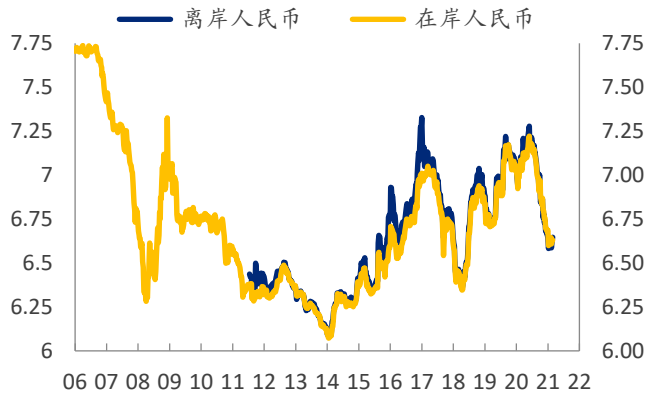
资料来源：Bloomberg，浦银国际

图表 33：1 年期港币隐含波动率（%）



资料来源：Bloomberg，浦银国际

图表 34：人民币一年期远期汇率



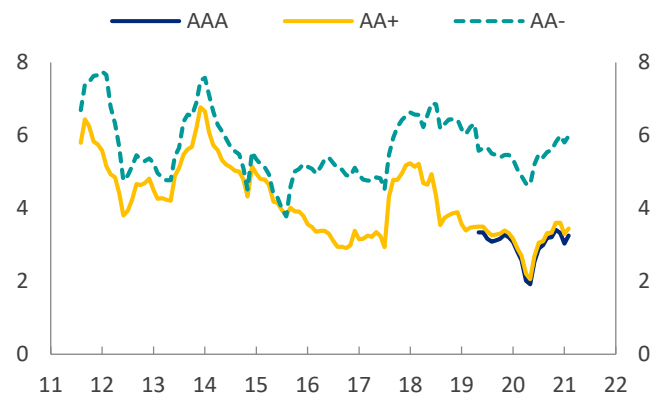
资料来源：FactSet，浦银国际

图表 35：港币一年期远期汇率



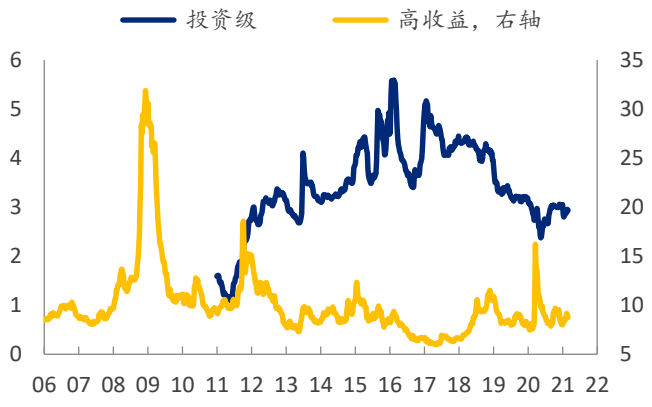
资料来源：FactSet，浦银国际

图表 36：中国 1 年期公司债收益率（%）



资料来源：Wind，浦银国际

图表 37：中资美元债收益率（%）



资料来源：FactSet，浦银国际

欧洲央行：实际利率上行，欧央行或将干预

EUROPEAN CENTRAL BANK
EUROSYSTEM

- **点评**

2 月德国短端利率（3 月期国债）维持在-0.60%的水平，长端德债（10 年期）上升 20.1bps 至 3 月 9 日的-0.31%，收益率曲线从 0.09%上行至 0.29%。欧元区 AAA 投资级债收益率回归正值区间，3 月 9 日已达到 0.01%水平，欧元区高收益债券（CCC 及以下）的收益率由 8.03%降至 7.45%。

随着美债收益率上行，欧元区的国债收益率也同样反弹。但是考虑到欧元区综合 PMI 仍然在 50 的荣枯线之下、1 月 CPI 仍在负值区间、欧元的走强抑制其外需部门，欧元区相对来说更难以承受利率走高，因此欧央行整体较美联储更紧张，绝大多数欧央行官员都表示了对于收益率的密切关注，即使历来属于鹰派的德国央行也表示欧央行可能会对 QE 做出调整以应对国债收益率的上行。

但尤其需要注意的是，属于欧央行中间派的施纳贝尔（Isabel Schnabel）表示“如果债券收益率上升反映的是通胀预期的回升或是经济增长前景改善，则并非坏事，但实际收益率上扬可能抑制经济增长，欧央行有理由做出反应”。这意味着，欧央行更乐于见到通胀驱动而非实际利率驱动的名义利率上行。欧央行目前仍然在低通胀的局面下苦苦挣扎，自然对于名义利率的回升有较大担忧。如果通胀预期回升，欧央行很可能可以接受一定程度的名义利率上行。

- **展望未来：**

在欧元区低通胀的环境下，欧央行 3 月的议息会议可能讨论进一步加大 QE 以应对国债收益率上行，但在未来如果欧元区名义利率的上行是由通胀预期所驱动，欧央行的宽松动力可能会下降。

● 动态追踪

欧央行行长认为，新冠疫情反弹将带来重大经济风险。2 月 9 日，拉加德（Christine Lagarde）在演讲中称，疫情反弹和重启封锁对经济构成明显的下行风险。她重申，货币和财政政策继续协同仍然至关重要。拉加德预计，一旦封锁解除、不确定性消退，有利的融资条件和扩张性的财政政策将推动经济迅速复苏。

欧央行强调维持有利融资条件的重要性。2 月 18 日，欧央行公布 1 月议息会议纪要称，仍有必要采取充分的货币刺激措施，并保持有力的融资条件，但对于如何衡量融资条件尚无定论。会议纪要称，名义收益率并不是一个合适的衡量融资条件的基准。与会者认为，在实现价格稳定目标方面，预计的通胀路径仍远离其目标，去年 12 月的预测可能过于乐观。

欧央行行长称将密切关注债券收益率。2 月 22 日，拉加德（Christine Lagarde）在讲话中称，将继续保持有利的融资条件，并强调了无风险隔夜指数掉期（Overnight Indexed Swaps）和债券收益率作为货币政策传导早期指标的重要性。

欧央行首席经济学家（偏鸽）称正密切关注收益率上升。2 月 25 日，莱恩（Philip Lane）在采访中表示，隔夜指数掉期曲线和 GDP 加权的欧债收益率曲线为衡量长期名义收益率的关键指标，欧元区正密切关注其走向，以判断融资条件是否依然有利。

欧央行理事（中间派）称收益率上升不一定是坏事。2 月 26 日，施纳贝尔（Isabel Schnabel）接受采访时称，如果债券收益率上升反映的是通胀预期的回升或是经济增长前景的改善，则并非坏事。但她认为，实际收益率上扬可能抑制经济增长，欧央行有理由做出反应。

希腊央行行长（偏鸽）称应加快购债步伐以遏制借贷成本上升。2 月 26 日，史托纳拉斯（Yannis Stournaras）接受采访时呼吁，欧央行应加快购债步伐以应对欧债收益率上行，以确保在疫情期间有利的融资条件。

欧央行行长承诺保持有利的融资条件。3 月 1 日，拉加德（Christine Lagarde）在演讲中称，欧央行将确保企业和家庭能够获得所需的资金，并保证融资环境不会过早收紧。

法国央行行长（偏鹰）称需调整 QE 以应对收益率上升。3 月 1 日，德加洛（Francois Villeroy de Galhau）在采访中称，欧央行必须利用 PEPP 的灵活性应对欧债收益率上升。此外，他认为欧元区通胀确实在上升，但这是暂时性的，不应被夸大。

欧央行副行长（偏鸽）对 2H21 经济增长持乐观态度。3 月 2 日，德金多斯（Luis de Guindos）接受采访称，新冠疫苗接种将使得欧元区经济在 2H21 出现明显的反弹。

欧央行副行长（偏鸽）称暂不调整 QE。3 月 2 日，德金多斯（Luis de Guindos）在采访中称，暂不会因收益率上升而调整购债计划，但欧央行已准备好在其影响融资环境时对购债计划做出调整。

欧央行理事（偏鸽）呼吁扩大 QE 规模以压低收益率。3 月 2 日，帕内塔（Fabio Panetta）在采访中表示，在借贷成本上扬的背景下，需扩大债券购买规模以压低收益率。

德国央行行长（偏鹰）称可能调整 QE 以应对收益率上升。3 月 3 日，魏德曼（Jens Weidmann）在采访中表示，欧央行可能会调整 PEPP，并凭借其灵活性应对欧债收益率的上升。

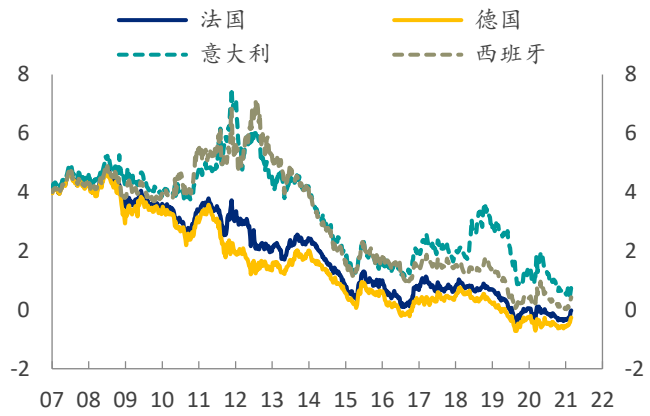
西班牙央行行长（偏鸽）称收益率上升或将拖累经济增长和通胀。3 月 3 日，德科斯（Pablo Hernández de Cos）在采访中称，长期名义利率的上升并没有伴随着长期通胀预期同等幅度的上升，这可能对经济活动和通胀产生负面影响。

图表 38: 2021 年 2 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		疫情复燃将带来重大经济风险	保持有利的融资条件	货币和财政政策继续合作仍然至关重要	
莱恩 Philip Lane	欧央行首席经济学家	偏鸽		收益率曲线值得关注；不会试图控制收益率曲线		
德科斯 Pablo Hernández de Cos	西班牙央行行长	偏鸽	收益率上升或将拖累经济增长			收益率上升或将拖累通胀
史托纳拉斯 Yannis Stournaras	希腊央行行长	偏鸽		加快购债以遏制借贷成本上升		
帕内塔 Fabio Panetta	欧央行理事	偏鸽		扩大 QE 规模以压低收益率		
德金多斯 Luis de Guindos	欧央行副行长	偏鸽	对 2H21 经济增长持乐观态度	暂不会因收益率上升而调整 QE，但已准备好在其影响融资环境时做出购债调整		
德加洛 Francois Villeroy de Galhau	法国央行行长	偏鹰		调整 QE 以应对收益率上升		欧元区通胀上升只是暂时的
施纳贝尔 Isabel Schnabel	欧央行理事	中间派	收益率和通胀预期上升反映经济前景乐观；较高收益率会抑制经济复苏	有理由在收益率较高时做出反应		
魏德曼 Jens Weidmann	德国央行行长	偏鹰		可能调整 QE 以应对收益率上升		

资料来源：浦银国际

图表 39: 欧元区 10 年期国债收益率（%）



资料来源：FactSet，浦银国际

图表 40: 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 41: 美德 10 年期国债利差



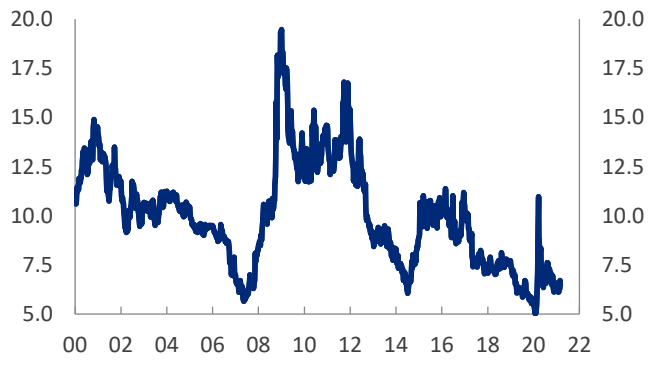
资料来源：FactSet，浦银国际

图表 42: 欧元区 5-10 年期公司债收益率（%）



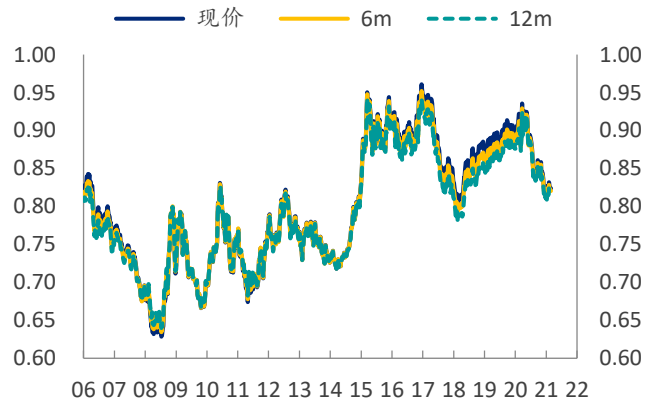
资料来源：FactSet，浦银国际

图表 43: 1 年期欧元隐含波动率（%）



资料来源：Bloomberg，浦银国际

图表 44: 欧元远期汇率



资料来源：FactSet，浦银国际

日本央行：按兵不动



BANK OF JAPAN

- **点评**

2 月日本短端利率（3 月期）下降 1.4bps 至 3 月 9 日的-0.10%，长端利率(10 年期)上升 8.3bps 至 3 月 9 日的 0.13%,收益率曲线从 0.13%上行至 0.23%。美日利差小幅扩大，从 1 月末的 1.04%增至 3 月 9 日的 1.41%。

2 月，日本央行在政策层面没有大的动作，主要是在等待 3 月份的政策评估。根据行长黑田东彦的表述，预计日本央行仍将维持宽松的货币政策。

- **展望未来：**

随着新冠疫苗接种的持续进行，日本央行将相应做出政策微调。通胀仍是日本经济面临的重要问题，3 月的政策评估是否将采取新的措施以实现 2%的通胀目标将成为看点。

● 动态追踪



日本央行行长称没有“永久性”减少购买 ETF 的计划。2 月 16 日，黑田东彦（Haruhiko Kuroda）向国会表示，近期股市回暖反映了市场对全球经济前景的乐观情绪，而不是认为日本过度宽松的货币政策助长了资产价格泡沫。他强调，在新冠病毒仍肆虐全球之际，就是否退出超宽松政策（包括购买 ETF）展开辩论还为时过早。

日本央行行长称 3 月的评估旨在维持宽松政策。2 月 18 日，黑田东彦（Haruhiko Kuroda）接受采访时称，他告诉首相菅义伟，日本央行将在 3 月份对其政策工具进行审查，以确保其能够长期维持极度宽松的货币政策。

日本央行行长称需维持收益率“稳定在低位”。3 月 5 日，黑田东彦（Haruhiko Kuroda）接受采访时称，不认为 3 月的政策评估会扩大长期利率目标的隐含区间，并表示需保持稳定的低收益率曲线。

图表 45: 日本 10 年期国债收益率（%）



资料来源：FactSet，浦银国际

图表 46: 美日 10 年期国债利差



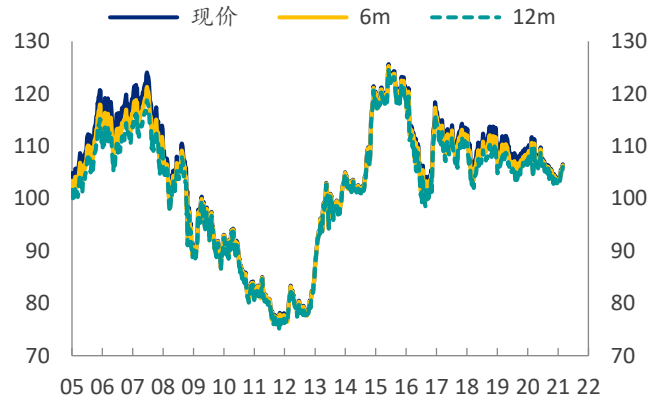
资料来源：FactSet，浦银国际

图表 47: 1 年期日元隐含波动率（%）



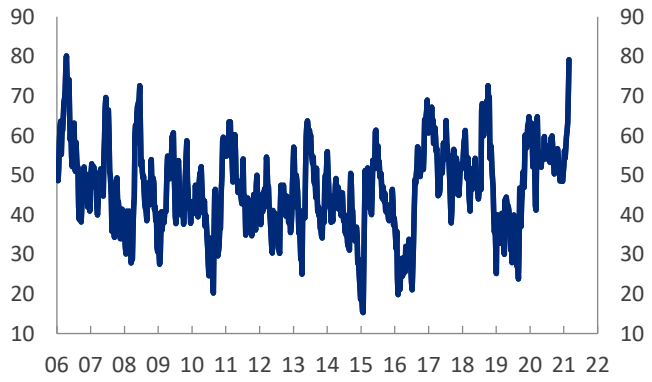
资料来源：Bloomberg，浦银国际

图表 48: 日元远期汇率



资料来源：FactSet，浦银国际

图表 49: 10 年期日债收益率 14 天 RSI



资料来源：FactSet，浦银国际

其他央行：维持宽松，不同程度地上调经济预测



- **点评**

2021 年初，随着全球主要经济体开始疫苗接种，经济前景趋于乐观。虽然疫情对经济的负面影响依旧存在，但全球央行加码宽松的压力有所减少。

2 月，各国央行基本都选择了维持目前的宽松政策，并不同程度地上调了 GDP 和通胀预测。

- **英国央行**行长认为疫情后英国经济将会强劲复苏。
- **澳洲央行**维持 0.1%的利率水平和 QE 规模，并承诺不会加息直到通胀率升至 2%-3%的区间。
- **新西兰央行**维持 0.25%的利率水平和 QE 规模，并重申若有需要将会降息。此外，在上调 GDP 和通胀预测的同时，收紧了住房贷款限制。
- **韩国央行**维持 0.5%的利率水平，维持 3%的经济增长预期，并将通胀预期由 1.0%上调至 1.3%。

- **展望未来：**

疫苗的大规模接种正在进行，其对经济的积极影响将成为央行后续动作的主要依据。2021 年上半年，预计各国央行仍将维持宽松，疫情后经济的复苏分化将影响各国央行具体的货币政策设定。

● 动态追踪

• 英国央行

英国央行行长称，疫情后经济将会强劲复苏。2 月 7 日，贝利（Andrew Bailey）接受采访时称，一旦疫苗接种计划后经济重新开放，被压制的消费将出现回升。他表示，新冠疫情虽然加速了网购和工作模式的转变，但对经济的长期结构性影响将不如上世纪制造业向服务业转变那么明显。

英国央行首席经济学家警告通胀失控的风险。2 月 26 日，霍尔丹（Andy Haldane）在演讲中称，英国的通胀可能比预期持续更久，且有可能超过目标水平。霍尔丹警告称，随着通胀预期的上升，金融市场已开始考虑这种风险。

英国央行货币政策委员重申支持负利率政策。3 月 4 日，邓雷罗（Silvana Tenreyro）在采访中称，没有确切证据表明，负利率会削弱而非提振英国经济。她表示，负利率会对银行信贷产生负面影响，只是基于理论，尚未得到实证结果的支持。

• 澳洲央行

澳洲央行理事称资产价格泡沫的风险有限。2 月 11 日，哈珀（Ian Harper）接受采访时称，澳洲的失业率太高，经济活动减少太多，货币刺激措施无法推高股票和房地产估值，这将限制由投资推动的经济持续复苏。他表示，全球其他央行的行动将决定澳洲央行是否再次延续 QE。

澳洲央行维持政策利率不变，符合市场预期。3 月 2 日，澳洲央行议息会议决定，维持 0.1%的政策利率不变，并承诺不会加息，直到实际通胀率持续处于 2%-3%的目标区间。

• 新西兰央行

新西兰央行：收紧住房贷款限制。2 月 9 日，新西兰央行发布公告称，2021 年 3 月 1 日起将重新引入贷款房价比（Loan-to-Value Ratio，LVR）限制，对自住购房者恢复 20%的首付限制，对房地产投资者则恢复 30%的限制。新西兰央行表示，此举是为了降低高风险抵押贷款给金融稳定性带来的风险。

新西兰央行上调经济预测，延长刺激措施期限。2 月 24 日，新西兰央行发布公告，维持政策设定不变，并重申若有需要将会降息。此外，新西兰央行上调了 GDP 和通胀预测，并表示，在通胀维持在 2%的水平且充分就业达成之前，不会改变货币政策。

新西兰政府要求央行在制定政策时考虑房地产市场。2 月 25 日，新西兰财政部长罗伯逊（Grant Robertson）宣布，新西兰央行将被要求在制定货币政策时考虑对房地产的影响（彭博社）。

- **韩国央行**

韩国央行维持利率不变，符合市场预期。2 月 25 日，韩国央行发布公告称，维持 0.5%的利率水平不变，维持 3%的经济增长预测，上调通胀预期至 1.3%（此前为 1.0%）。此外，韩国央行将购买 5 亿韩元（约 45 亿美元）的韩国国债，以配合韩国政府的发债计划（日经新闻）。

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。

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团－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联属公司、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。

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的财务权益或持有股份。
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。

浦银国际证券机构销售团队

黄路遥	王奕旻	许敏洁
jessie_huang@spdbi.com	stephy_wang@spdbi.com	amy_hsu@spdbi.com
852-2808 6466	852-2808 6467	852-2808 6469

浦银国际证券财富管理团队

华政	陈岑
sarah_hua@spdbi.com	angel_chen@spdbi.com
852-2808 6474	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