

全球货币政策逐步趋紧 美联储有望 11 月正式宣布 Taper 计划

作者：宏观经济组 李彦森 史家亮 陈臻

执业编号：F3050205（从业） Z0013871（投资咨询）

F3057750（从业） Z0016243（投资咨询）

F3084620（从业）

联系方式：010-68578820 / chenzhen@foundersc.com

投资咨询业务资格：京证监许可【2012】75号

成文时间：2021年10月3日星期日

摘要：

9 月全球经济依然笼罩在疫情阴影之中，诸多国家处于封锁隔离状态，制造业和服务业均受到不同程度影响，不过得益于隔离措施和疫苗接种，不少国家将在 10 月陆续放宽禁严令。各大经济体央行召开会议，货币政策大相径庭但总体趋紧。供应链系统崩溃是引起通胀的重要因素之一，中美欧三方共同召开会议，携手解决。

由于非农就业不及预期且通胀略有放缓，美联储未在 9 月 22 日的利率会议上正式宣布 Taper 计划，美联储的会议纪要总体中性，不过鲍威尔的讲话颇显鹰派。从目前情况来看，美联储极有可能在 11 月正式宣布 Taper 计划，于 12 月开始减债，并在明年年中结束购债。美众议院通过了暂停债务上限法案，10 月得到参议院通过的概率比较大，否则美国政府机构将面临停业的危机。

由于 8 月物价增速创近十年新高，9 月 9 日欧洲央行会议纪要偏鹰，首次提到了减少购债规模的可能性。然而，9 月 PMI 和经济景气指数再度下调导致拉加德两次发表偏鸽派言论，称尚未摆脱新冠肺炎流行病疫情所造成的困境。通胀高企但经济放缓失业率较高使得欧洲央行面临两难抉择。

日本几乎在整个三季度处于紧急状态之中，服务业遭受严重打击。印度二季度 GDP 环比下滑，三季度经济步入正轨。越南受疫情影响，工厂大批关闭，国外投资者将生产线迁入疫情控制较好国家。印尼和中国 8 月双边贸易额创新高，推动双方正式启动本币结算机制。

四季度，全球宏观经济关注的焦点将是各国货币政策转向，尤其美联储是否会在 11 月正式宣布 Taper 计划，这将直接影其他经济体货币转向节奏以及大宗商品价格。新冠疫情依然是未来几个月最大的不确定因素，当前不少国家的疫苗接种率偏低，数十亿人类处于被感染风险之中。由于疫苗和医疗资源不均衡，2021 年发达经济体的经济增长前景将好于发展中国家。



更多精彩内容请关注方正中期官方微信

请务必阅读最后重要事项

目 录

第一部分 多国疫情转好封锁放宽 全球货币政策逐步趋紧.....	1
一、9月全球经济增长继续承压下探.....	1
二、四季度多国经济增长有望提速.....	1
三、各央行政策大相径庭但总体趋紧.....	2
四、各国积极应对供应链问题 缓解通胀压力.....	3
第二部分 美联储或在11月宣布Taper并暂停债务上限.....	5
一、美联储未在9月正式宣布Taper 但各方表态总体偏鹰.....	5
二、从基本面解析美联储货币政策.....	6
三、预计美国今年采用“暂停债务上限”缓解财政危机.....	8
第三部分 通胀上升经济增速放缓 欧洲央行面临两难抉择.....	9
一、欧洲央行会议纪要偏鹰 拉加德发言偏鸽.....	9
二、欧洲央行的两难抉择.....	9
第四部分 日本经济三季度表现不佳 四季度能迎来转机.....	11
第五部分 新兴经济体发展新动向.....	13
一、疫情打击致越南经济预期下调.....	13
二、印度二季度GDP“水分较大” 三季度趋势向好.....	13
三、印尼和中国正式启动本币结算机制.....	14
第六部分 全球宏观综合展望及资产配置分析.....	16
一、全球宏观经济综合展望.....	16
二、2021年资产配置分析.....	16

第一部分 多国疫情转好封锁放宽 全球货币政策逐步趋紧

一、9月全球经济增速继续承压下探

9月全球经济依然笼罩在疫情阴影之中，诸多国家处于封锁隔离状态，无论是制造业和服务业均受到一定程度的影响。今年8月全球综合 PMI 为 52.6，服务业 PMI 为 52.9，制造业 PMI 为 54.1，均在今年5月达到历史最高峰后连续下滑了三个月。

在分指标中，服务业和制造业 PMI 的投入指标均为最高，分别达到 63.8 和 70.4，说明物价和工资攀升导致原材料成本和服务成本高企。制造业 PMI 中的产出指数和服务业 PMI 中的新商业活动指数分别为 51.9 和 53.1，是两大指数中单月下滑速度最快的，说明疫情对于制造业产能和新服务拓展均造成了冲击。

所有分指数均高于 50 说明制造业和服务业依然处于扩张阶段，只是扩展速度不断放缓。随着 10 月多国放宽限制令，全球 PMI 将在四季度触底反弹。

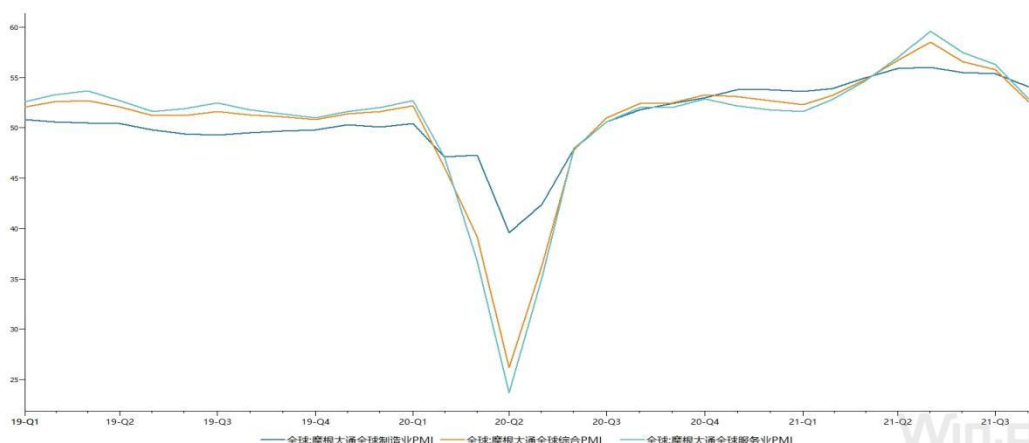


图 1：摩根大通全球 PMI

数据来源：Wind、方正中期期货研究院整理

二、四季度多国经济增长有望提速

得益于隔离措施和疫苗接种，9月全球防疫情况出现好转，单日确诊人数从9月1日的70多万逐渐下降至9月29日的不足50万。而且，医疗设施和技术改善降低了新冠病毒致死率，死亡占比从4月1日的2.25%降至9月29日的2.04%。截止9月29日，全球累计接种（至少一剂次）人数达35.3亿，占世界人口的44.85%，其中完全接种人数为26亿，占世界人口的33.04%。



图2：国外单日新增新冠确诊人数趋势图
数据来源：Wind、方正中期期货研究院整理



图3：新冠病毒感染致死率
数据来源：Wind、方正中期期货研究院整理

随着新冠疫情得到一定控制，诸多国家在9月最后一周先后宣布放宽禁严令。日本政府宣布于9月30日解除国内19个都道府县发布的新冠紧急事态宣言和在8个县适用的防止蔓延等重点措施；智利政府宣布结束自新冠肺炎暴发开始以来的紧急状态，放宽活动和公共场所的通行限制，并在9月底向游客重新开放边境；新西兰政府宣布自10月起允许150名已接种疫苗的入境者在家中隔离，无须到国家检疫机构；泰国政府宣布自10月1日起缩短29个高风险地区的宵禁时间，允许开放图书馆、博物馆、教育培训中心、按摩店、电影院等营业场所，并将接种新冠疫苗入境者的隔离时间缩短至7日；马来西亚政府允许学校10月复课；印尼不断下调多地公共活动限制级别，逐步对民众开放购物中心、宗教场所和旅游景区，中小学校陆续复课。

随着限制措施的解除，经济活动将重回正轨，有利于拉动消费，提升供应链效率，全球经济增速放缓的趋势或许能得到遏制。

三、各央行政策大相径庭但总体趋紧

各大央行在9月先后召开议息会议，公布会议决议，宣布新的货币政策。**挪威央行**在本轮央行决议中宣布加息，成为继韩国之后第二个宣布加息的发达国家，挪威央行宣布上调基准利率25BP至0.25%，并可能在今年12月进一步加息。**美联储**议息会议并未正式宣布Taper计划，

但提到“如果经济进展符合预期，可能很快缩减资产购买”；会后联储主席鲍威尔的发言更显鹰派，他明确表示“如果经济发展符合预期，下次会议就将宣布 Taper”。虽然**英国央行**维持利率决议及购债步伐，但预计 CPI 将有进一步上升趋势，因此表态颇为强硬，货币市场预估英国央行有可能提前在明年 3 月就将加息 15BP。**欧洲央行**行长拉加德则发表鸽派言论，她表示推动近期欧元区通胀上升的很多因素都是暂时的，明年将会逐渐消退。欧洲央行管委会成员 Visco 也表示，预计欧元区平均通胀率今年将升破 2%，2022 年和随后一年回到 2% 以下。受新冠疫情影响，日本的第四轮紧急状态宣言维持了将近整个三季度，原本被寄予厚望的东京奥运会却因无观众入场而损失惨重，消费萎靡，出口和产出也存在增速放缓的风险，而且日本 8 月物价水平相比去年同期出现了下降，所以**日本央行**维持当下的量化宽松政策合乎情理。**瑞士央行**鸽声依旧，如期维持-0.75%的世界最低活期存款利率，主要为了受疫情影响长达一年半之后的旅游、贸易、消费等领域，并且为了防止瑞郎升值，瑞士央行将始终保持对外汇市场的干预力度。**瑞典央行**也不急于收紧货币政策，维持 0% 的利率不变，同样忌惮于变异新冠疫情对于经济的冲击，不过 8 月瑞典 CPIF 达到 2.4%，大幅高于预期 1.9%，有可能让瑞典银行提前考虑货币转向的问题。

在新兴经济体中，**巴西央行**于 9 月 22 日宣布将基准利率上调 1 个百分点至 6.25%，这是今年 3 月巴西开启本轮加息周期以来连续第五次加息，主要还是在通胀高企及美联储货币政策收紧的内外双重压力下倒逼的。此轮巴西加息政策的目标很明确，即“对内稳通胀，保障民生；对外稳汇率，留住资金，防范金融风险”，实现内外双稳。**土耳其央行**将基准回购利率下调 100BP 至 18%，在国内通胀率逼近 20% 高位之际，依然采取降息的举措实在令人大跌眼镜，此轮降息与该国总统埃尔多安有着直接关系。埃尔多安强烈反对升息，在不到两年时间内先后罢免了 3 位央行行长，他担心在疫情尚未得到控制之时，升息会影响土耳其出口及经济发展，从而影响他的连任。

经历了一年半的量化宽松政策之后，全球央行货币政策转向势在必行，美联储政策调整是核心风向标，对于贵金属价格是核心看空因素，而对于美元和美债则是利多消息。

四、各国积极应对供应链问题 缓解通胀压力

2021 年的全球性通胀的诱发因素很多，其中一个重要原因是供应链系统濒临崩溃，货物无法及时输运导致进口国商品短缺，而海运费高企又传导至终端商品价格，供不应求和生产成本抬升两大因素叠加共同推高了物价。美联储主席鲍威尔在 9 月 29 日的欧央行线上论坛活动

中就直接指出“目前供应方面的限制确实阻碍了美国经济的发展，供应链问题仍未好转，预计将持续到明年，并且比美联储官员预期更久地抬高通胀”。

9月8日，来自中国、欧盟、美国的海事监管机构召开了全球航运监管峰会，讨论了多个备受全球关注的问题，其中包括疫情期间运价暴涨的原因及航运业遇到的问题、各经济体海事管理机构所已采取的行动、未来将用何种方式让海运业重回正轨。

自从2020年下半年集运价格开始大幅上涨，中美两国就给予高度重视，召集多场班轮公司座谈会，呼吁理性定价，欧盟则始终秉持中立态度，总体效果并不十分理想。其中一个很重要的原因是全球前五大班轮公司中有四家总部位于欧盟，中国仅占一家，前二十大没有美国船东。可以说在全球集运市场，欧盟具有最大话语权，既是高运费的受害者，也是受益者。

此次监管峰会会有两点值得关注，首先是多个经济体共同参与的会议，其次是欧盟首次公开表态要共同应对高运价。会议结束后的三天内，总部分别位于法国和德国的达飞轮船与赫伯罗特就宣布冻结即期运费上涨，总部位于丹麦的马士基航运宣布将大幅增加定价相对较低的长协运量比重。由此可见，在各大国共同努力尤其是欧盟参与情况下，班轮公司的表态有了本质的改变。

7月9日拜登在国会通过《促进美国经济竞争的行政命令》，矛头直指具有垄断嫌疑的班轮联盟，因为三大班轮联盟占据全球运力的84%。客观而言，今年集装箱运价暴涨与诸多因素有关，包括新船下水量不足、疫情导致船舶周转率下降、苏伊士运河堵塞事件、港口设施和陆运系统落后、需求持续旺盛。当前，全球集运船舶除了1%处于正常检修之外，其他均已投入营运之中，并不存在“班轮公司私藏运力、串谋哄抬运价”的情况。拜登的职责有失偏颇，况且以崇尚自由市场经济自居的欧美国家理应没有权力干扰正常的市场定价。不过，全球国际贸易中海运占据运输方式的九成以上，班轮联盟在追求利润最大化的同时，或许有义务承担一部分社会责任，即适当控制运费，降低国际贸易的运输成本，推动后疫情时代世界经济的复苏。

为了让运价重回理性，各国首先要积极控制疫情，同时把控“防疫”和“效益”的平衡点，打通海陆供应链痛点，提升船舶和空箱周转效率；其次，适度增加运力，升级港口现代化水平和无人化程度；第三，有节制地采取量化宽松和纾困计划，避免再次出现爆发式的抢购风潮。

未来，各国海事组织可以从多个方面对集运价格进行监管，包括涨价是否提前通知、附加费项目的合理性、班轮公司的成本核算，并商讨班轮联盟在全球总运力的合理占比，也可以进一步推动 All-in 价格和监督长协合同的履约率。

第二部分 美联储或在 11 月宣布 Taper 并暂停债务上限

由于非农就业不及预期且通胀略有放缓，美联储未在 9 月 22 日的利率会议上正式宣布 Taper 计划，美联储的会议纪要总体中性，不过鲍威尔的讲话颇显鹰派。从目前情况来看，美联储极有可能在 11 月正式宣布 Taper 计划，于 12 月开始减债，并在明年年中结束购债。美众议院通过了暂停债务上限法案，10 月得到参议院通过的概率比较大，不然美国政府机构将面临停业的危机。

一、美联储未在 9 月正式宣布 Taper 但各方表态总体偏鹰

美国时间 9 月 22 日，美联储公布了 FOMC 会议决议，未对货币政策进行大幅修改，维持维持联邦基金利率、资产购买节奏、准备金利率、隔夜逆回购利率等关键指标不变，仅将每一个交易对手每日隔夜逆回购规模上限从 800 亿美元上调了一倍至 1600 亿美元。会议声明总体中性，会后鲍威尔的讲话中性偏鹰，并在 9 月 29 日的欧央行线上论坛活动中发表了更为鹰派的言论。其他联储官员的言论则以鹰派为主。

议息会议声明相对中性。（1）承认了疫情反扑确实阻碍了部分行业复苏，将美国今年实际 GDP 预计增速从 7% 大幅下修至 5.9%，对美国经济的自信度远不及预期。（2）虽然上修了 2021 年美国 PCE 和核心 PCE 通胀率至 4.2% 和 3.7%，但依然强调“通胀暂时论”。（3）将失业率期望值从 4.5% 上修至 4.8%，进一步逼近当前 5.2% 的实际失业率。（4）本次声明增加“如果进展大体上像预期的那样继续下去，委员会判断资产购买的步伐可能很快就会放慢”的表述，实质上是为美联储宣布 Taper 做铺垫。

鲍威尔议息会后讲话中性偏鹰，在欧央行会议讲话偏鹰。（1）议息会议后，强调“通胀是暂时的，未来美联储有工具应对走高的通胀”。欧央行会议中，表达了通胀超预期的担忧，“通胀将在未来几个月远高于目标，然后才会放缓。供应链问题仍未好转，预计将持续到明年，并且比美联储官员预期更久地抬高通胀”。（2）议息会议后提供了更清晰的 Taper 路线，“美联储已经讨论了 Taper 的节奏，预计将于明年年中完成 Taper”。欧央行会议中突出了 Taper 的紧迫性，“我们即将在开始缩减购债规模方面取得进一步的实质性进展”。（3）两次强化均强调 Taper 和加息是相对独立的，称有关实施 Taper 的标准和测试与加息的标准是不同的，议息会议后谈到“不太可能会在未完成 Taper 之前就加息”，欧央行会议进一步明确“距离加息还有很长的路要走”。（4）两场会议均谈到了变异疫情对于经济的冲击（5）议息会议后，谈到就业已经几乎取得了 Taper 所需的“进一步实质性进展”。

其他联储官员发表鹰派言论。美联储官员乔治敦促美联储实施 QE，称此时实施 QE 政策是合适的做法，因为与之相关的经济目标已经实现，未来可能有充分理由维持相对较大的资产负债表规模。美联储明年票委梅斯特表示，美国经济已经满足了美联储开始缩减 QE 的条件，美联储应该在 11 月开启 Taper，预计将在 2022 年底前满足加息条件，美国 2021 年底失业率约为 4.75%，2022 年底为 4%，通胀的上行风险大于下行风险，未来几年通货膨胀率将略高于 2%。

9 月议息会议明确了货币政策转向的具体安排，释放了货币政策转向的信号，越来越多的美联储官员强调缩减购债的重要性和紧迫性，亦会给美联储施加货币政策转向的压力。从目前情况来看，美联储在今年 11 月正式宣布 Taper 计划、12 月开始实施、并于明年年中结束购债的可能性比较大。

二、从基本面解析美联储货币政策

（一）解析美联储未在 9 月宣布 Taper 的原因

1、就业水平不及预期且远未达到疫情前水平。美国 8 月季调非农增加就业人数增加 23.5 万，远低于预期 72.5 万，更逊于前值 94.3 万，创近 7 个月以来的最小增幅。誉有“小非农”之称的 ADP 在 8 月增幅为 37.4 万，同样低于预期。8 月美国季调失业率为 5.2%，创造了近 17 个月以来新低，然而相比疫情前的 3.5%，依然高出了 1.7 个百分点。9 月 11 日美国季调持续领取失业金人数和季调当周初次申请失业金人数均在连续下降 6 周之后出现反弹，9 月 18 日美国季调持续领取失业金人数为 280 万，比疫情前高出 100 万；9 月 25 日美国季调当周初次申请失业金人数为 36.2 万，比疫情前高出 13.9 万。



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_27567

