

海外宏观周报

英国央行“放鹰”，会否“传染”？

证券分析师

钟正生 投资咨询资格编号
S1060520090001
ZHONGZHENGSHENG934@pingan.com.cn

研究助理

张璐 一般证券从业资格编号
S1060120100009
ZHANGLU150@pingan.com.cn

范城恺 一般证券从业资格编号
S1060120120052
FANCHENGKAI146@pingan.com.cn



平安观点：

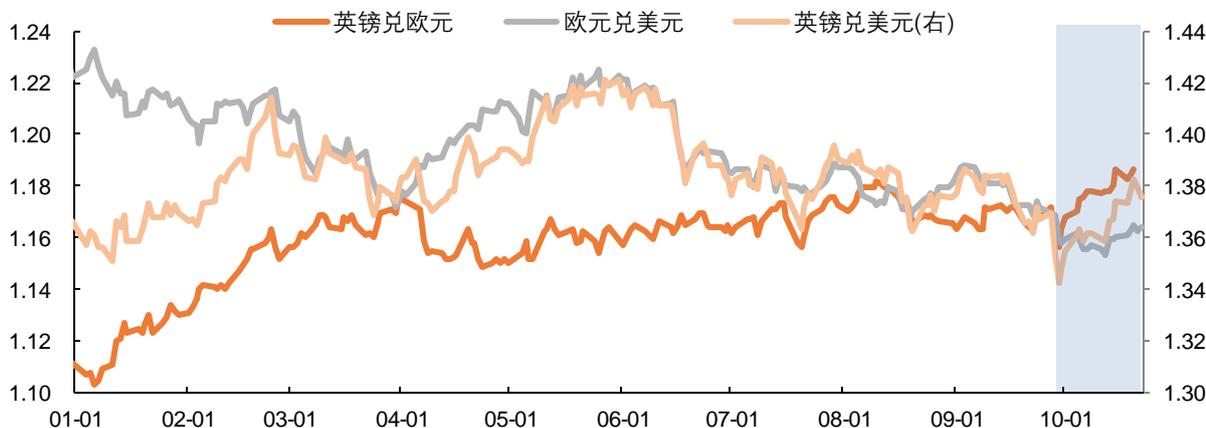
- **主题评论：英国央行“放鹰”，会否“传染”？** 近期英国央行不断释放鹰派信号，市场预计英国或于年内首次加息。外汇市场已对英国央行“放鹰”做出反应，英镑大幅走强的同时，欧元相对美元也小幅走强。9月29日至10月20日，英镑兑美元升3.0%，欧元兑美元升幅为0.5%，美元指数由94.37跌至93.61、跌幅0.8%。**英国央行为什么比欧央行和美联储更“鹰”？** 英国央行官方强调通胀因素，本质上是英国央行仍在紧盯2%的绝对通胀目标。这与美联储的“平均通胀目标”制以及欧央行最新的“对称2%中期通胀”目标不同。**英国央行会不会过于鹰派？** 英国通胀压力暂时不及欧元区和美国，且英国失业率改善程度不及欧元区，若以欧央行和美联储为参照物，英国央行政策收紧节奏确实“过快”，这也是市场对英国央行行动反应较为剧烈的原因。**英国央行放鹰对市场的影响？** 短期需要警惕欧央行被“带节奏”而“放鹰”，美元指数或有压力。且英国央行行动对于全球央行加快政策转向或有催化作用，这一渠道的影响可能更大。
- **海外经济跟踪：** 1) 供应链瓶颈掣肘美国9月工业生产，汽车生产是最大拖累。2) 美国9月成屋销售大幅反弹，地产业继续呈现繁荣，尽管新屋开工和营建许可下滑。3) 美国10月Markit PMI初值显示制造业景气向下、服务业景气上升。4) 美国初请失业金人数继续下降并保持30万人以下，续请失业金人数降至250万人以下。5) 冬季来临率先引爆欧洲疫情，俄罗斯宣布放假，英国政府提示“冬季危机”。
- **全球资产表现：全球股市，港股领先、巴西股市暴跌。** 中国香港恒生指数整周涨3.1%。港股在经历前期的大幅下挫后，已经在相当程度上反映了各类利空因素。巴西股市整周暴跌至近11个月低点，市场担心激进加息可能扼杀巴西经济。**全球债市，通胀预期直线上升。** 10年美债收益率整周升7bp收于1.66%，曾于21日盘中冲破1.7%关口，创今年5月以来新高。10年TIPS隐含通胀预期大幅上升10bp至2.64%；5年TIPS隐含通胀预期整周大涨20bp至2.91%。近一个月欧洲债券市场利率上升快于美债，而英债利率上行快于德债。**大宗商品，铜铝和黑色大幅回调。** 主要商品表现分化，CRB商品指数整周跌0.7%。表现较好的商品是原油、贵金属等。由于中国监管政策加强，黑色系商品价格降温，并带动铜、铝等工业金属回落。9月下旬以来美油库存已经企稳回升，仍建议警惕油价过热及回调风险。**外汇市场，美元连续第二周走弱。** 美元指数收于93.61，整周回落0.38%。美元未来1-2个季度明显走弱的概率不大：首先，美国经济对美元基本支撑不变。第二，美联储Taper如果在11月开始、且力度超预期，可能提振美元。第三，美国基建法案仍可能通过，有望提振美元。最后，海外市场波动风险仍存，如果美股和大宗商品发生调整，避险情绪也将利多美元。
- **风险提示：** 病毒扩散超预期；经济复苏放缓；美联储货币政策超预期。

一、主题评论：英国央行“放鹰”，会否“传染”？

近期英国央行不断释放鹰派信号，市场预计英国或于年内首次加息。今年10月9日，英国央行行长贝利警告称，除非货币政策委员会（MPC）采取行动，否则英国可能会在通胀问题上经历一段“非常具有破坏性”的时期；随后MPC鹰派成员Michael Saunders表示，投资者们将英国央行加息行动时间的预期提前是正确的。10月17日，英国央行行长贝利在G30国际银行业研讨会上继续鹰派发言，表示央行虽对供应链危机和能源危机无能为力，但“将不得不采取行动”以遏制通胀。英国巴克莱银行预计英国央行将于今年12月加息15个基点，之后将于明年2月和5月各加息25个基点。据路透社报道10月13-20日的市场调查显示，约五分之一受访者预计首次加息将在今年11月4日进行。

外汇市场已经对英国央行“放鹰”做出反应，英镑大幅走强的同时，欧元相对于美元也小幅走强。9月29日至10月20日，英镑兑美元由1.3427升至1.3826，升幅达3.0%。同期，英镑兑欧元由1.1559升至1.1861，升幅达2.6%；欧元兑美元由1.1597升至1.1651，升幅为0.5%（图表1）。美元指数在此期间由94.37跌至93.61，跌幅为0.8%。

图表1 外汇市场已对英国央行“放鹰”做出反应



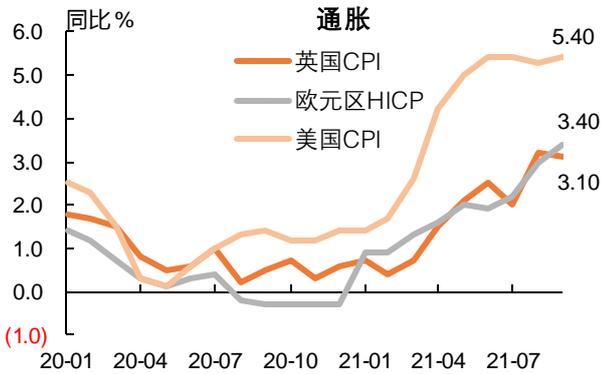
资料来源: Wind, 平安证券研究所

对于英国央行的“激进”做派，我们不禁要提出三个问题：

一是，英国央行为什么比欧央行和美联储更“鹰”？英国央行官方强调通胀因素，本质上是英国央行仍在紧盯2%的绝对通胀目标，这与美联储的“平均通胀目标”制以及欧央行最新的“对称2%中期通胀”目标不同。10月20日公布的通胀数据显示，9月英国CPI同比增加3.1%，环比增加0.3%，均低于预期值和前值；9月核心CPI同比增长2.9%，略低于前值3.1%，预期值为3.0%。英国《金融时报》报道称，英国央行首席经济学家皮尔（Huw Pill）表示，英国面临的通胀压力将持续，英国通胀率很可能在明年初“接近甚至略微超过5%”；“（英国）央行的通胀目标是2%，面对这种情况很不舒服。”

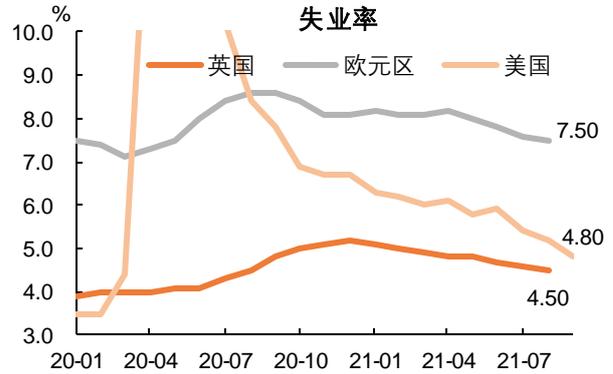
二是，英国央行会不会过于鹰派？我们初步对比后看到，英国通胀攀升压力暂时不及欧元区和美国，且英国失业率改善程度不及欧元区。通胀方面，截至9月，英国、欧元区和美国的消费者物价指标同比增速分别为3.1%、3.4%和5.4%（错误！未找到引用源。）。但排除基数原因看环比，英国物价指数增速并不快，今年1-9月三个国家该指标的月均环比分别为0.32%、0.37%和0.57%。失业率方面，英国、欧元区和美国的最新失业率分别为4.5%、7.5%和4.8%（图表3）。不过，与2020年1月（新冠疫情前）水平相比，英国失业率缺口仍有0.6个百分点，目前美国失业率缺口仍有1.3个百分点，但欧元区失业率缺口为0。这说明，若考虑实体经济的恢复进展，英国经济表现未必好于欧元区。我们认为，若以欧央行和美联储为参照物，英国央行政策收紧节奏确实有些“过快”，这也是市场对英国央行行动反应较为剧烈的原因（至于英国央行政策收紧节奏是否真的“合适”，或只能交给时间和历史定夺。）

图表2 英国通胀指标同比增速低于美欧



资料来源: Wind,平安证券研究所

图表3 英国失业率修复情况不及欧元区



资料来源: Wind,平安证券研究所

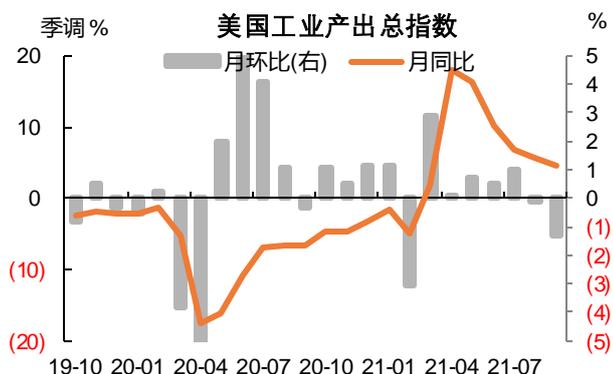
三是，英国央行“放鹰”对市场影响几何？由于英国央行与其“同僚”（欧央行和美联储）的政策思想差距较大，短期需要警惕欧央行被“带节奏”而“放鹰”，从而令美元指数承压。英镑在美元指数中的直接占比仅 12%，成分并不算高，但欧元和英镑的关系相较紧密，而欧元在美元指数中占比高达 58%。我们认为，欧央行受英国央行的“影响”可能更大：一方面，虽然欧央行调整了中期通胀对称 2% 的新策略，但其作为美联储的“追随者”才刚刚开始这一尝试，其在预期引导上的经验没有美联储丰富。另一方面，本轮美国通胀走势是先于欧洲的，而最近美国通胀的持续时间和严重程度均超预期。既然美联储可能已经“犯错”，那么市场及欧央行自身对于“通胀暂时论”的相信程度可能打折，从而欧央行政策走向鹰派的概率也更大。再往后看，我们也意识到，美联储的“同辈压力”也在不断加大，因此也需警惕美联储 11 月直接宣布开始削减资产购买（Taper）、以及 Taper 力度超预期等“鹰派意外”。也鉴于此，我们认为，英国央行“放鹰”对于美元指数的抑制作用是短期的，但可能对于全球央行加快政策转向有催化作用，而后者可能影响更大。

二、海外经济跟踪

2.1 美国经济：供应链瓶颈抑制制造业和地产开工

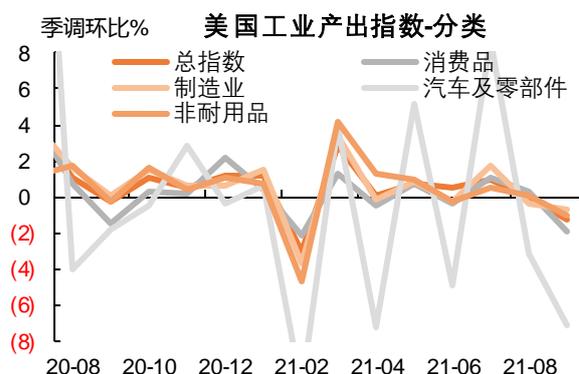
供应链瓶颈掣肘美国 9 月工业生产，汽车生产是最大拖累。美国 9 月工业生产环比下降 1.3%，创七个月来最大降幅，同比增速由 5.7% 降至 4.6%。其中，制造业产出环比下降 0.7%，8 月数据下修至下降 0.4%，自 2020 年 4 月以来第二次连降两个月，且本次为今年 2 月以来最大降幅。汽车及零部件成为最大拖累，该分项环比下降 7.2%、同比下降 13.7%，且 8 月环比已经下降 3.2%。全球半导体供应持续不足、抑制汽车生产，进一步体现全球供给约束及供应链瓶颈对美国生产活动乃至经济增长的冲击。

图表4 美国 9月工业生产环比大幅下滑



资料来源: Wind,平安证券研究所

图表5 汽车及零部件生产连续两周环比大幅下降



资料来源: Wind,平安证券研究所

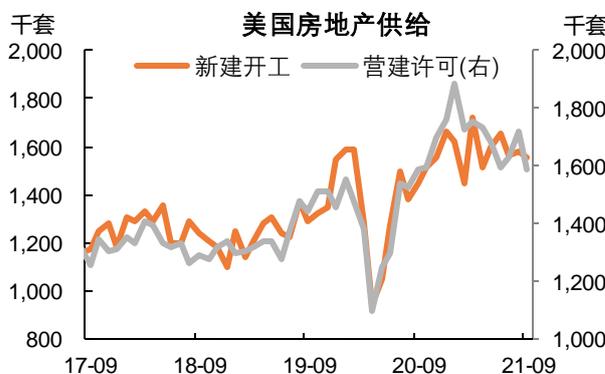
美国 9月成屋销售大幅反弹，地产业继续呈现繁荣，尽管新屋开工和营建许可下滑。美国 9月成屋销售年化为 629 万套，大幅高于前值 588 万套和预期值 609 万套；环比增长 7%，创 2020 年 9 月来最大环比增幅，前值为下降 2%，预期为增长 3.6%。美国 9 月营建许可户数为 158.9 万户，低于前值 172.1 万户和预期值 168 万户，环比下降 7.7%，前值环比上升 5.6%。美国 9 月新屋开工数为 155.5 万户，略低于前值 158 万户，低于预期值 161.3 万户，环比下降 1.6%，前值为环比增长 1.2%。虽然原材料和劳动力短缺对美国房地产开工有所影响，但美国房地产需求维持强劲，符合我们的前期判断（参考报告《2021 年 4 季度海外市场展望》《美国经济复苏下半场如何演绎》等）。

图表6 美国 9月成屋销售大幅反弹



资料来源: Wind,平安证券研究所

图表7 美国 9月新屋开工和营建许可下滑

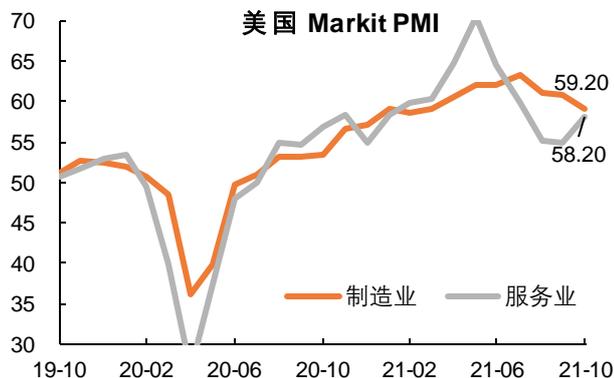


资料来源: Wind,平安证券研究所

美国 10月 Markit PMI 初值显示制造业景气向下、服务业景气上升。美国 10月 Markit 综合 PMI 初值为 57.3，高于前值 55；其中服务业 PMI 初值为 58.2，远高于前值 54.9 和预期值 55.2，服务业商业活动正在修复，体现疫情影响正在好转。但是，制造业 PMI 初值为 59.2，低于前值 60.7 和预期值 60.3。IHS Markit 报告称，由于创纪录的供应链瓶颈和劳动力短缺，美国工厂生产仍受到限制，而这又进一步抬升了原材料价格。

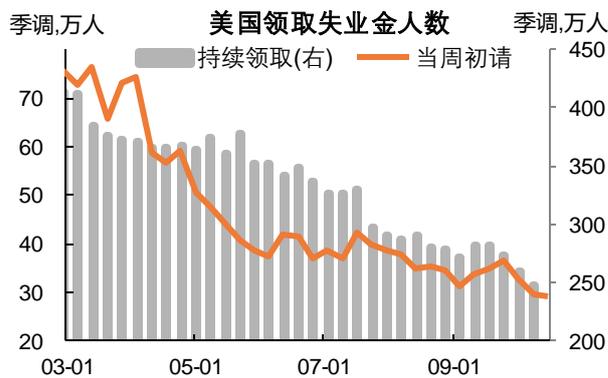
美国初请失业金人数继续下降并保持 30 万人以下，续请失业金人数降至 250 万人以下。美国 10 月 16 日当周首次申请失业金人数为 29 万人，前值为 29.6 万人，预期值为 29.7 万人，略低于预期和前值；美国 10 月 9 日当周续请失业救济人数也有所下降，为 248.1 万人，较前值 260.3 万人下降幅度较大，低于预期值 254.8 万人。

图表8 美国 10月制造业 PMI 初值下滑、服务业上升



资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表9 美国初请失业金人数继续下降

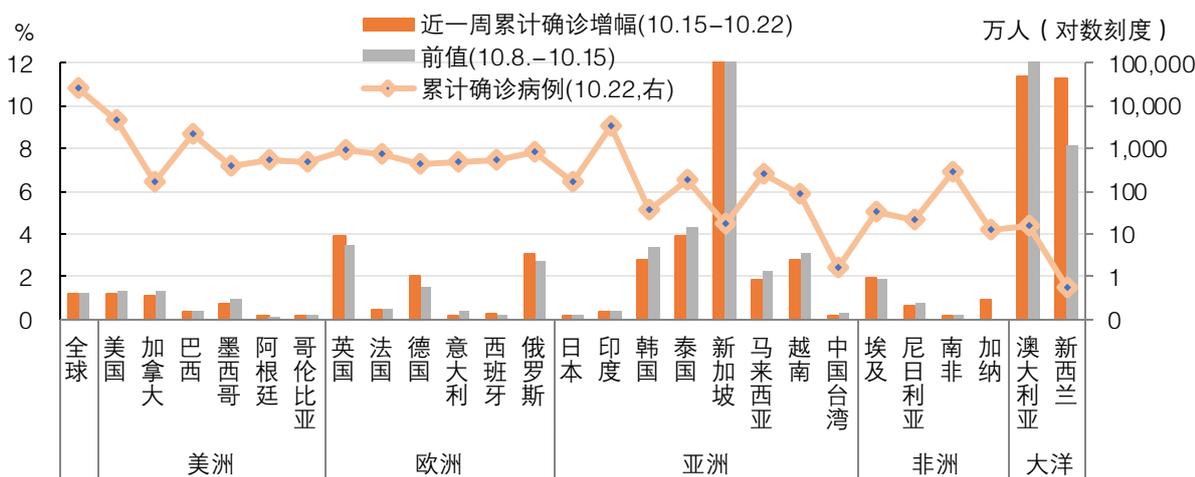


资料来源: Wind, 平安证券研究所

2.2 海外疫情：冬季来临率先引燃欧洲疫情

近一周(截至 10 月 22 日),全球累计新增确诊整周增加 284 万人(+1.18%),增速略有放缓。美国疫情扩散速度边际放缓,近一周新增确诊 52.6 万人(+1.15%)。欧洲多国疫情扩散速度加快,英国、俄罗斯和德国分别整周新增 33.0 万人(+3.93%)、24.3 万人(+3.07%)和 8.8 万人(+2.01%),且增速显著高于全球平均水平。10 月 20 日,俄罗斯宣布放假,即将于 10 月 30 日至 11 月 7 日全国放假 9 天以应对新冠疫情,自去年 5 月以来首次实施全国性防疫措施。英国政府提示“冬季危机”,英国卫生部长警告称,在今年冬天,英国感染病例可能会上升到 10 万例/天,当前医疗服务体系面临较大的压力,不过目前英国暂时不会实施应急封锁措施。亚洲多国(包括韩国、泰国、新加坡、马来西亚、越南等)病例增速虽高于全球水平,但均呈现下降趋势。澳大利亚和新西兰累计确诊保持整周 10%以上高速增长。

图表10 欧洲多国新冠疫情扩散速度加快,其他大部分地区确诊增速下降



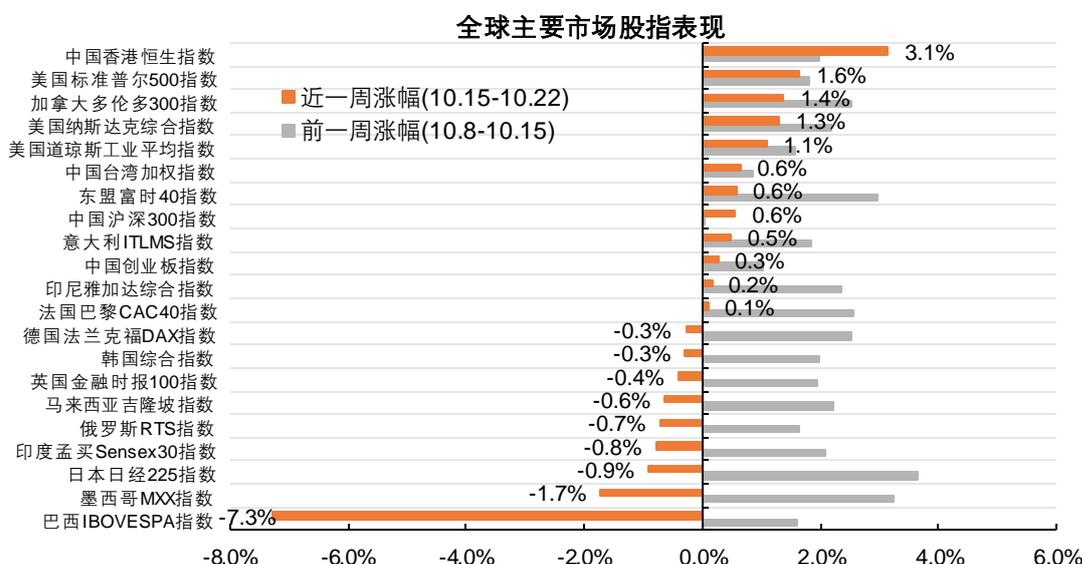
资料来源: Wind, 平安证券研究所

三、全球资产表现

3.1 全球股市：港股领先，巴西股市暴跌

近一周（截至 10 月 22 日），全球股市在前一周的普涨后有所降温，巴西、墨西哥、日本等部分股市回调，而港股、美股、东南亚股市等维持上涨，但大多数涨幅不及上周。近一周港股涨幅领先全球，恒生指数整周上涨 3.1%。我们认为今年四季度新兴市场整体仍具较强韧性、且有机会“反攻”（参考报告《2021 年 4 季度海外市场展望》）。在此背景下，港股在经历前期的大幅下挫后，已经在相当程度上反映了各类利空因素，未来如果政策不再出现大规模收紧、美联储 Taper 能有序进行、外围市场走势相对平静，则**港股或继续回暖**。巴西股市整周暴跌 7.3%、跌至近 11 个月低点，伴随巴西货币雷亚尔跌至 6 个月低点，市场预计巴西央行下周将升息 125 个基点，主要原因是通胀压力，但市场担心激进加息可能扼杀巴西经济。

图表 11 近一周全球股市在上周普跌后降温，港股表现出色，巴西股市暴跌

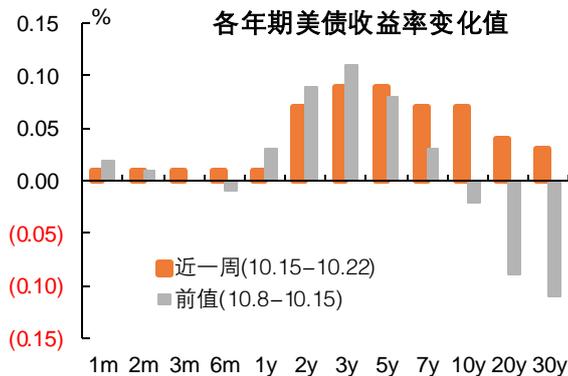


资料来源：Wind,平安证券研究所

3.2 全球债市：通胀预期继续攀升

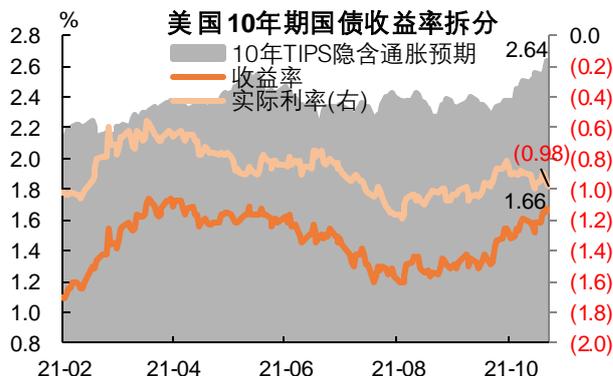
近一周各期限美债收益率均上升，其中 3 年期和 5 年期美债收益率整周升 9bp、升幅最大。10 年美债收益率整周升 7bp 收于 1.66%，曾于 21 日盘中升破 1.7% 关口，创今年 5 月以来新高；其中实际收益率下降 3bp 至 0.98%，10 年 TIPS 隐含通胀预期大幅上升 10bp 至 2.64%，继续创造近 9 年以来历史新高。近期美债市场通胀预期直线上升，中期通胀预期上升更显著，5 年 TIPS 隐含通胀预期整周大涨 20bp 至 2.91%。近一个月，欧洲债券市场利率上升快于美债，而英债利率上行快于德债，进一步体现了不同地区央行政策取向对利率水平的影响。

图表12 近一周各期限美债收益率均上升



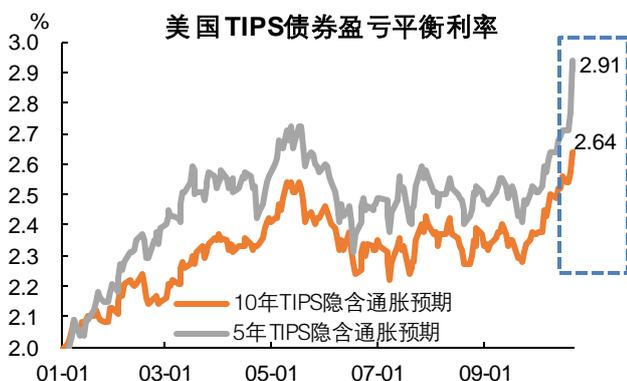
资料来源: Wind,平安证券研究所

图表13 近一周通胀预期拉动10年美债收益率上行



资料来源: Wind,平安证券研究所

图表14 近一周美债市场通胀预期直线上升



资料来源: Wind,平安证券研究所

图表15 近一个月英债利率上行快于美债和欧债



资料来源: Wind,平安证券研究所

3.3 大宗商品：铜铝和黑色大幅回调

近一周主要大宗商品表现分化，CRB 商品指数整周跌 0.7%。表现较好的商品是原油、贵金属及部分农产品，但有色金属铜和铝，以及黑色系商品煤炭、钢铁、铁矿石等，均出现大幅回调。由于中国监管政策加强，黑色系商品价格降温，并带动铜、铝等工业金属回落。10月21日，中国发改委发布冶金、建材重点行业严格能效约束推动节能降碳方案，联合发布严格能效约束推动重点领域节能降碳的若干意见，并宣布开展煤炭生产和价格以及流通成本专项调查。不过，国际有色金属的供需缺

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_28219

