

2023 年 02 月 24 日

美联储、日央行货币政策转向或均将循序渐进

——全球宏观周报 · 第 101 期

相关研究

《日央行上调 YCC 上限，供需改善支持日元 2023 年小幅趋升-全球汇率速评》
2022.12.20

证券分析师

秦泰 A0230517080006
qintai@swsresearch.com
王茂宇 A0230521120001
wangmy2@swsresearch.com

联系人

秦泰
(8621)23297818×7368
qintai@swsresearch.com

周观点：美联储、日央行货币政策转向或均将循序渐进

- **美联储 2 月会议纪要：小步加息，直至峰值。**市场对于未来 50BP 加息预期缓解。纪要显示“几乎所有委员支持 25BP 的加息幅度，仅有部分委员表示偏向 50BP 加息幅度”，缓解了美联储对于 50BP 加息的担忧。**超额储蓄支撑居民消费需求，叠加生产端改善因素消退，意味着美国核心商品通胀降温可能会慢于预期。**居民需求方面，1 月大超预期的零售数据显示超额储蓄仍持续对美联储货币紧缩力度形成缓释，这一点和纪要表态一致。美国居民消费降温速度明显慢于市场此前预期，大幅加强了市场对美联储未来加息预期。即便如此，美联储官员也表示担心超额储蓄消耗、高利率环境等因素对于居民消费的潜在抑制，凸显美联储对于经济方面的考量也正在增加。从生产端来看，纪要提到前期推动美国核心商品通胀大幅下行的供给侧因素（供给瓶颈）可能会消退，那么结合超预期的美国居民需求热度，意味着美国核心商品通胀后续回落可能慢于预期。
- **总结来说，此次美联储纪要最大增量在于基本排除了未来重回 50BP 加息幅度的可能。**在美国通胀已经在去年下半年大幅下行的背景下，美联储操作对于货币政策对经济滞后效应的关注是增加的，高度倚重最新经济数据变化，所以小幅度加息可能是美联储未来几次加息的常态，而非回到去年“大干快上”的激进加息阶段，我们维持对于美联储 3 月、5 月分别加息 25BP，而美国经济强韧可能使得年内不需降息的判断。
- **日央行货币政策正常化转向：循序渐进。**当地时间 2 月 24 日，日本下任央行候选人植田和男在提名确认听证会中首次发表对于日本货币政策和经济的看法。**植田和男肯定当前宽松政策，但表示若物价前景改善将考虑正常化 YCC 政策。**植田和男首先肯定了当前日央行宽松政策是适当的，当前突然收紧政策将对企业产生负面影响，但植田和男也表示如果物价前景改善，通胀若可稳定在 2%，必须考虑 YCC 政策的正常化，凸显该候选人对于推行日央行货币政策正常化应当循序渐进、相机行事的态度，符合市场预期。**居民薪资增速可能将是日央行推进货币政策正常化的核心观测指标。**我们在 12 月点评《日央行上调 YCC 上限，供需改善支持日元 2023 年小幅趋升-全球汇率速评》(2022.12.20)中就提出日本经济供需两端自 2022 年下半年以来的加速恢复是日本央行微调极宽松政策的基石，在需求端，去年以来日本国内新冠疫情反弹呈现逐步平缓趋势，居民需求 2023 年有望加速恢复，而在工业生产端，俄乌冲突对全球供应链造成的扰动已经大为缓和，同样可以看到日本工业生产恢复加速。日本当前 1 月 CPI 同比 4.4% 之中，能源贡献实际上只在 1.0% 鉴于日本供需两端未来恢复的可能性，日本核心通胀的确有上行的动力。但植田和男也表示需要看到通胀稳定在 2% 才能转向正常化，当前通胀更多是由成本推动，而非需求。从就业市场来看，经济恢复下日本劳动力需求逐步回升，未来就业市场可能进一步趋紧，但当前水平通胀下日本居民实际薪资增速处于负区间，这并不代表可持续的薪资增长，也不指向通胀稳定在 2% 的前景，这就是为何日本首相岸田呼吁企业实施“超过物价上涨的加薪”。所以，今年 3 月日本“春季工资斗争”将是观察日本居民薪资增速的重中之重。
- 2 月以来市场对美联储加息路径上修导致的美元指数走强对日元汇率形成一定压力，短期内日元较美元可能很难见到修复性升值过程，但年内若日央行逐步开启调整货币政策，则仍可期待全年日元汇率小幅升值。
- **发达经济跟踪：2 月美日欧英服务业 PMI 回升；全球宏观日历：关注欧元区 HICP。**
- **风险提示：美联储紧缩力度超预期。**



目录

美联储、日央行货币政策转向或均将循序渐进	5
1.美联储 2 月会议纪要：小步加息，直至峰值	5
2.日央行货币政策正常化转向：循序渐进.....	6
发达经济跟踪：2 月美日欧英服务业 PMI 回升.....	8
新兴市场跟踪：阿根廷 1 月贸易差额转负	11
海外政策动向：美联储公布 2 月会议纪要	12
全球宏观日历：关注欧元区 HICP.....	13

图表目录

图 1：美国居民目前仍保有 1 万亿美元左右超额储蓄	5
图 2：暂时性服务就业回落意味着劳动力需求将降温	6
图 3：1 月日本 CPI 同比 4.4%，核心服务为主要推动力	7
图 4：日本名义薪资增速驱动核心 CPI 向上	7
图 5：本周美国红皮书销售指数继续回升	8
图 6：欧元区 2 月消费者信心指数回升至-19	8
图 7：1 月美国成屋销售降幅缩窄	8
图 8：本周美国 30 年期抵押贷款利率继续上升	8
图 9：2 月主要发达国家 Markit 制造业 PMI	8
图 10：2 月主要发达国家 Markit 服务业 PMI	8
图 11：美国当周粗钢产能利用率	9
图 12：本周美国初领失业金人数下降 0.3 万人	9
图 13：1 月日本 CPI 同比 4.4%	9
图 14：1 月德国 CPI 同比 8.7%	9
图 15：本周原油周均价较上周回落	9
图 16：本周美国原油库存回升 765 万桶	9
图 17：本周美联储逆回购操作平均 2.1 万亿美元	10
图 18：23 年 3 月加息 25BP 概率领先（%）	10
图 19：本周 10Y 美债利率上升（%）	10
图 20：截至 2 月 23 日美元指数较上周小幅上升	10
图 21：财政余额占 GDP 比例（%）	10
图 22：公众持有美国联邦债务存量占 GDP 比例（%）	10
图 23：墨西哥 12 月零售销售指数环比 0.14%	11
图 24：阿根廷 1 月贸易差额转负	11
图 25：俄罗斯 1 月 PPI 同比降幅收窄至-22.5%	11
图 26：韩国 1 月 PPI 同比继续下行至 5.1%	11
图 27：2020 年以来海外发达国家重要变化	12

表 1：本周韩国暂停加息.....	11
表 2：全球主要宏观经济数据日历.....	13

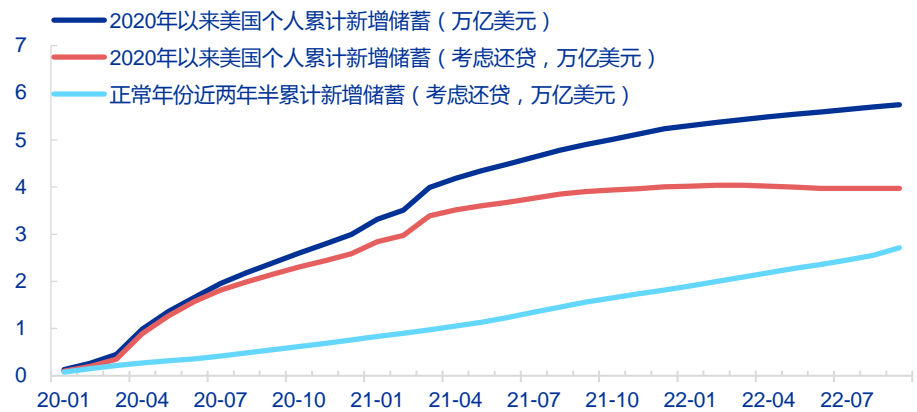
美联储、日央行货币政策转向或均将循序渐进

1. 美联储 2 月会议纪要：小步加息，直至峰值

市场对于未来 50BP 加息预期缓解。当地时间 2 月 22 日美联储公布 2 月 FOMC 会议纪要，由于较为鸽派的 2 月 FOMC 会议之后陆续公布了超预期强劲的非农、CPI、零售数据，使得市场对于美联储加息预期大幅上修，部分美联储官员表态可能支持加息 50BP，从而市场对于纪要主要关注点在于对加息幅度的讨论，但此次纪要并未展现出美联储内部对于加息幅度的分歧，纪要显示“几乎所有委员支持 25BP 的加息幅度，仅有部分委员表示偏向 50BP 加息幅度”，缓解了美联储对于 50BP 加息的担忧。

超额储蓄支撑居民消费需求，叠加生产端改善因素消退，意味着美国核心商品通胀降温可能会慢于预期。居民需求方面，虽然去年末美国实际居民消费稳步下滑，但 1 月大超预期的零售数据显示超额储蓄仍持续对美联储货币紧缩力度形成缓释，这一点和纪要表态一致。美国居民消费降温速度明显慢于市场此前预期，大幅加强了市场对美联储未来加息预期。即便如此，美联储官员也表示担心超额储蓄消耗、高利率环境等因素对于居民消费的潜在抑制，凸显美联储对于经济方面的考量也正在增加，同时居民消费降温的大趋势也没有改变。从生产端来看，纪要提到前期推动美国核心商品通胀大幅下行的供给侧因素（供给瓶颈）可能会消退，那么结合超预期的美国居民需求热度，意味着美国核心商品通胀后续回落可能慢于预期。

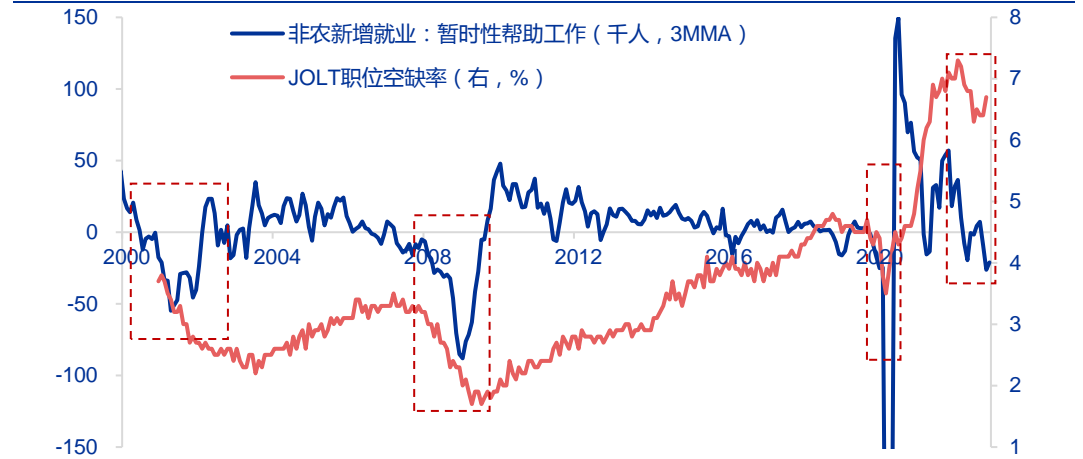
图 1：美国居民目前仍保有 1 万亿美元左右超额储蓄



资料来源：CEIC，申万宏源研究

就业市场边际降温，但还不足以使得核心非居住房租通胀显著回落。美联储纪要显示参与者认为劳动力市场供需失衡的情况正在出现缓解，劳动力供给改善（1 月劳动参与率上升），薪资增速下滑，职位空缺出现回落，而且暂时性就业的下降可能意味着劳动力需求的降温。但美国劳动力市场边际上的小幅降温可能并不够，纪要显示参与者认为核心非居住服务通胀降温的证据还不够强力“less evidence”，劳动力市场超预期持续过热仍然是美联储参会者眼中通胀上行的最大风险之一。

图 2：暂时性服务就业回落意味着劳动力需求将降温



资料来源：CEIC，申万宏源研究

总结来说，此次美联储纪要在通胀、就业能够提供的新信息不多，最大增量在于基本排除了未来重回 50BP 加息幅度的可能。在美国通胀已经在去年下半年大幅下行的背景下，美联储操作对于货币政策对经济滞后效应的关注是增加的，高度倚重最新经济数据变化，所以小幅度加息可能是美联储未来几次加息的常态，而非回到去年“大干快上”的激进加息阶段。我们维持对于美联储 3 月、5 月分别加息 25BP，而美国经济强韧可能使得年内不需降息的判断。

2. 日央行货币政策正常化转向：循序渐进

事件：当地时间 2 月 24 日，日本下任央行候选人植田和男在提名确认听证会中首次发表对于日本货币政策和经济的看法。

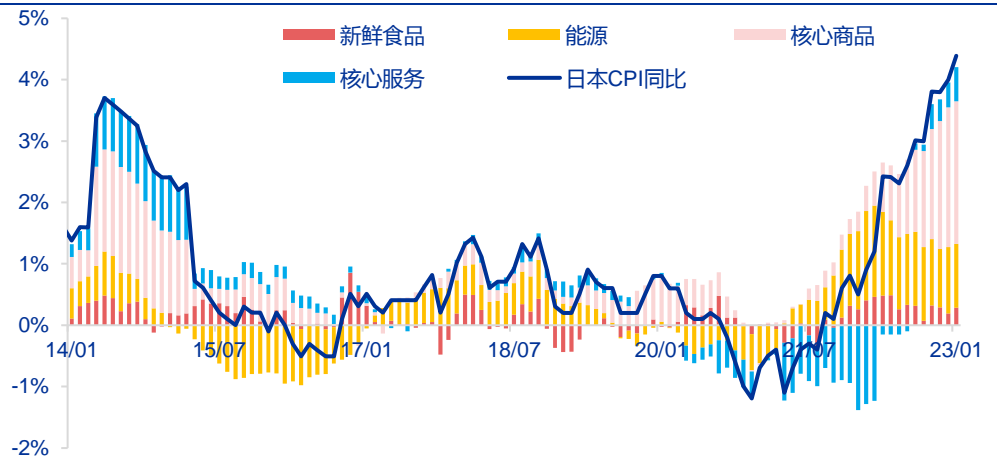
植田和男肯定当前宽松政策，但表示若物价前景改善将考虑正常化 YCC 政策。此前一段时间在日央行行长候选人问题上市场已经进行了一波激烈博弈，日央行提名植田和男大超预期，使得市场对于日央行退出 YCC 政策形成较强预期，但苦于植田和男历史上公众发言并不多，市场对其政策偏好仍不清晰。在此次听证会中，植田和男首先肯定了当前日央行宽松政策是适当的，当前突然收紧政策将对企业产生负面影响，但植田和男也表示如果物价前景改善，通胀若可稳定在 2%，必须考虑 YCC 政策的正常化，凸显该名候选人对于推行日央行货币政策正常化应当循序渐进、相机行事的态度，符合市场预期。

居民薪资增速可能将是日央行推进货币政策正常化的核心观测指标。我们在 12 月点评《日央行上调 YCC 上限，供需改善支持日元 2023 年小幅趋升-全球汇率速评》(2022.12.20)中就提出日本经济供需两端自 2022 年下半年以来的加速恢复是日本央行微调极宽松政策的基石，在需求端，去年以来日本国内新冠疫情反弹呈现逐步平缓趋势，居民需求 2023 年有望加速恢复，而在工业生产端，俄乌冲突对全球供应链造成的扰动已经大为缓和，同样可以看到日本工业生产恢复加速。日本当前 1 月 CPI 同比 4.4%之中，能源贡献实际上只在 1.0%，鉴于日本供需两端未来恢复的

可能性，日本核心通胀的确有上行的动力。但植田和男也表示需要看到通胀稳定在2%才能转向正常化，当前通胀更多是由成本推动，而非需求。从就业市场来看，经济恢复下日本劳动力需求逐步回升，未来就业市场可能进一步趋紧，但当前水平通胀下日本居民实际薪资增速处于负区间，这并不代表可持续的薪资增长，也不指向通胀稳定在2%的前景，这就是为何日本首相岸田呼吁企业实施“超过物价上涨的加薪”。所以，今年3月日本“春季工资斗争”将是观察日本居民薪资增速的重中之重。

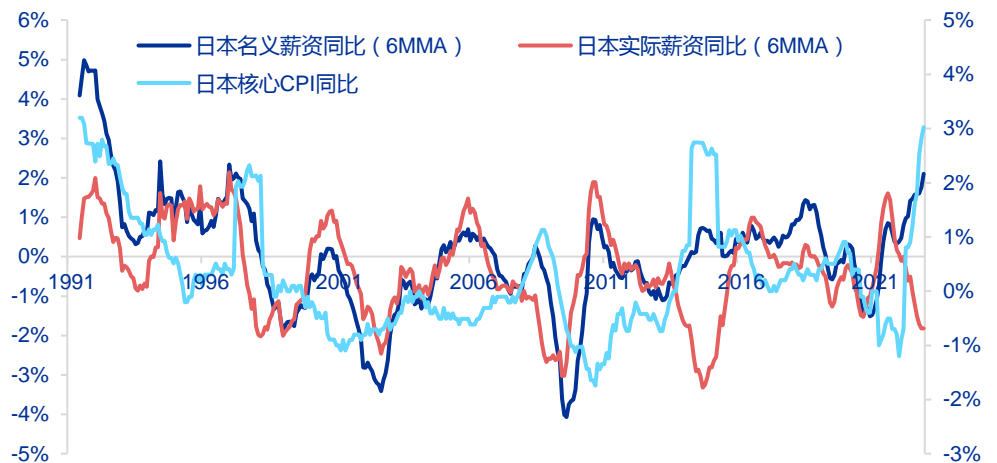
2月以来市场对美联储加息路径上修导致的美元指数走强对日元汇率形成一定压力，短期内日元较美元可能很难见到修复性升值过程，但年内若日央行逐步开启调整货币政策，则仍可期待全年日元汇率小幅升值。

图3：1月日本CPI同比4.4%，核心服务为主要推动力



资料来源：CEIC，申万宏源研究

图4：日本名义薪资增速驱动核心CPI向上

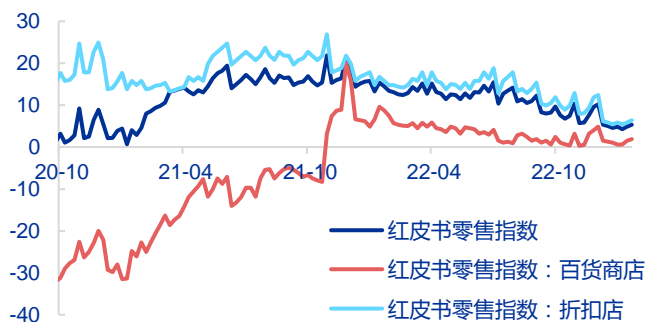


资料来源：CEIC，申万宏源研究

发达经济跟踪：2月美日欧英服务业 PMI 回升

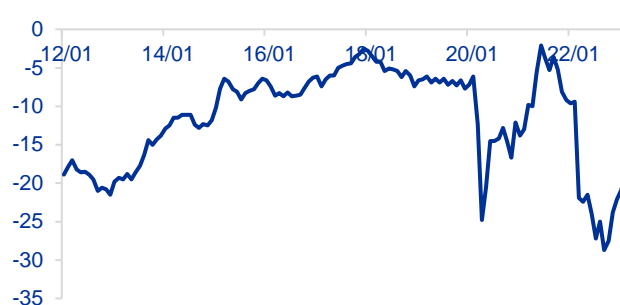
需求：本周美国红皮书零售销售指数继续回升，百货商店与折扣店均上行。欧元区2月消费者信心指数较上月回升1.9至-19，与市场预期一致。

图 5：本周美国红皮书销售指数继续回升



资料来源：CEIC，申万宏源研究

图 6：欧元区 2 月消费者信心指数回升至-19

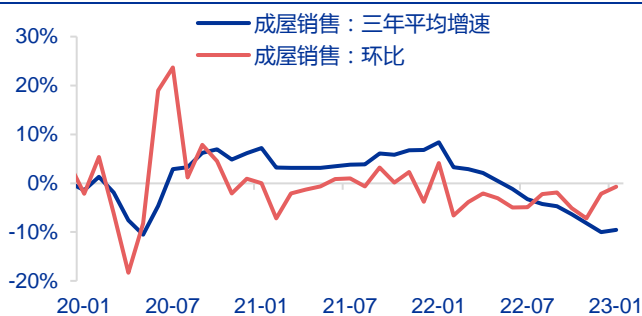


资料来源：CEIC，申万宏源研究

地产：1月美国成屋销售环比-0.7%，三年平均增速-9.6%，较上月降幅收窄。

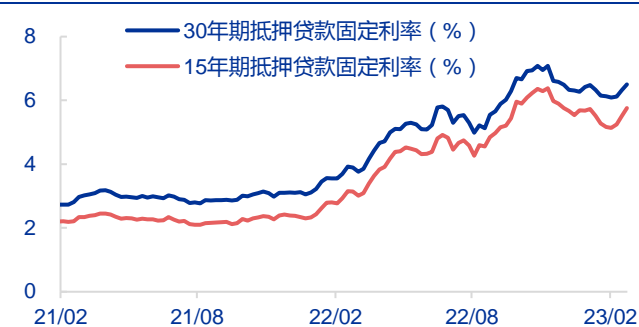
本周30年期抵押贷款固定利率继续上行18BP至6.50%，15年期固定利率上行25BP至5.76%。

图 7：1 月美国成屋销售降幅缩窄



资料来源：CEIC，申万宏源研究

图 8：本周美国 30 年期抵押贷款利率继续上升

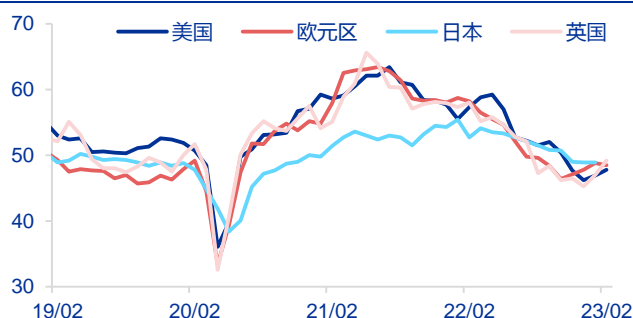


资料来源：CEIC，申万宏源研究

供给与就业：2月美英制造业 PMI 回升，欧元区小幅下滑。美日欧英服务业 PMI

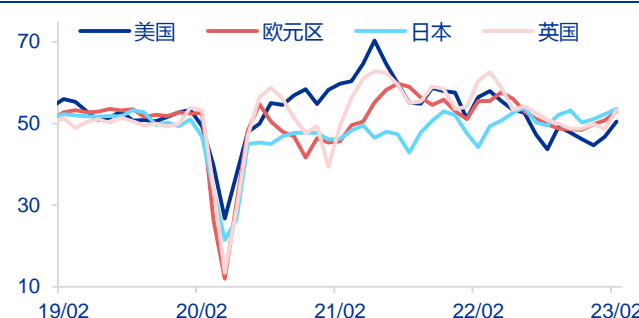
均有不同程度上升，且都已恢复到荣枯线以上。本周美国粗钢产能利用率回落至74%。本周美国初领失业金人数下降0.3万人。

图 9：2 月主要发达国家 Markit 制造业 PMI

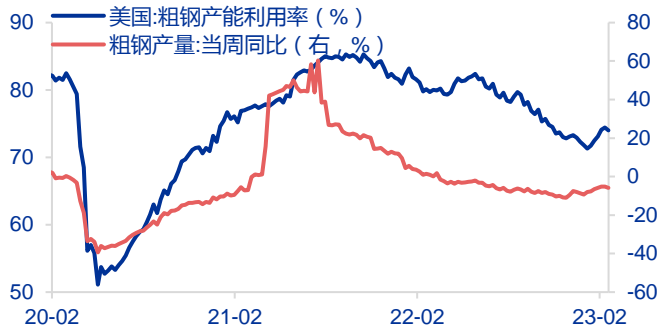


资料来源：CEIC，申万宏源研究

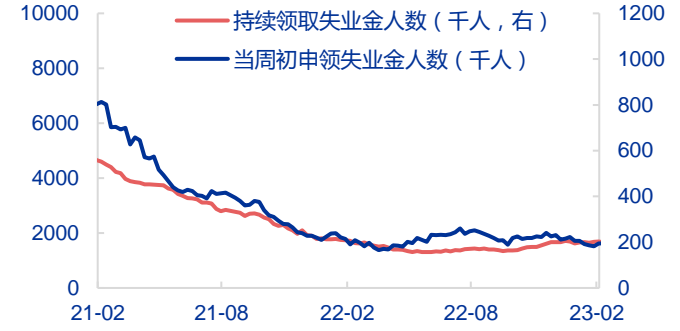
图 10：2 月主要发达国家 Markit 服务业 PMI



资料来源：CEIC，申万宏源研究

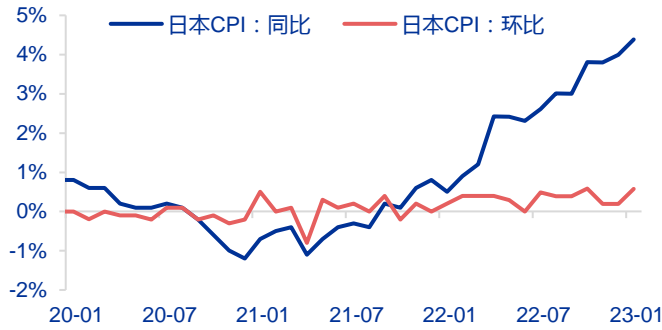
图 11：美国当周粗钢产能利用率


资料来源：CEIC，申万宏源研究

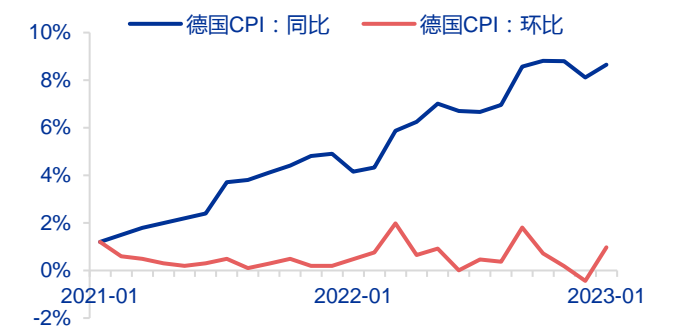
图 12：本周美国初领失业金人数下降 0.3 万人


资料来源：CEIC，申万宏源研究

CPI 通胀：日本 1 月 CPI 环比 0.6%，同比 4.4%，再创新高。德国 1 月 CPI 环比 1.0%，同比 8.7%，较上月小幅回升。

图 13：1 月日本 CPI 同比 4.4%


资料来源：CEIC，申万宏源研究

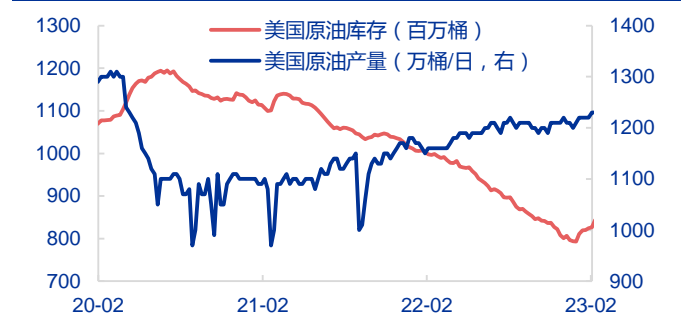
图 14：1 月德国 CPI 同比 8.7%


资料来源：CEIC，申万宏源研究

油价和 PPI：截至 2 月 23 日，布油周均价回落至 81.8 美元/桶。本周美国原油库存回升 765 万桶，原油产量维持 1230 万桶。

图 15：本周原油周均价较上周回落

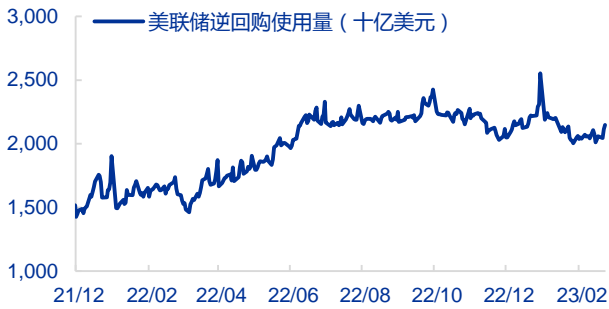

资料来源：CEIC，申万宏源研究

图 16：本周美国原油库存回升 765 万桶


资料来源：CEIC，申万宏源研究

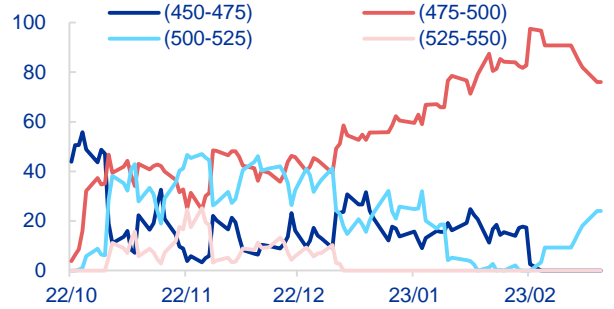
货币操作：本周美联储逆回购操作平均 2.1 万亿美元。目前市场依然预期美联储 23 年 3 月加息 25bp (76.0%)，但 50bp 概率有所提升。

图 17：本周美联储逆回购操作平均 2.1 万亿美元



资料来源：CEIC，申万宏源研究

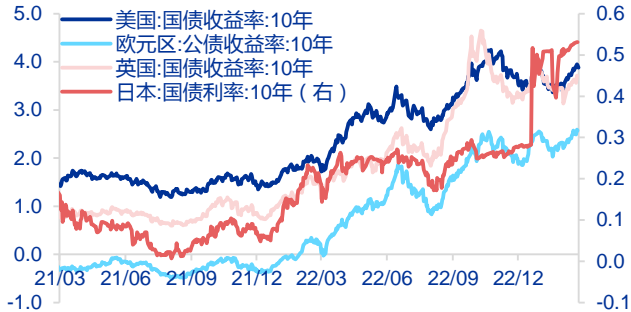
图 18：23 年 3 月加息 25BP 概率领先 (%)



资料来源：CEIC，申万宏源研究

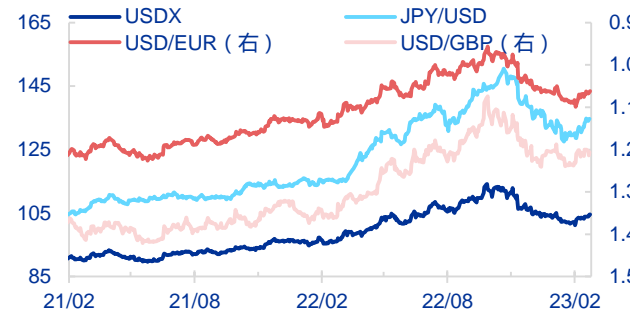
汇率利率黄金：截至 2 月 23 日，10Y 美债利率上行至 3.88% 附近。本周美元指数小幅上升，截至 2 月 23 日美元指数升至 104.6。

图 19：本周 10Y 美债利率上升 (%)



资料来源：CEIC，申万宏源研究

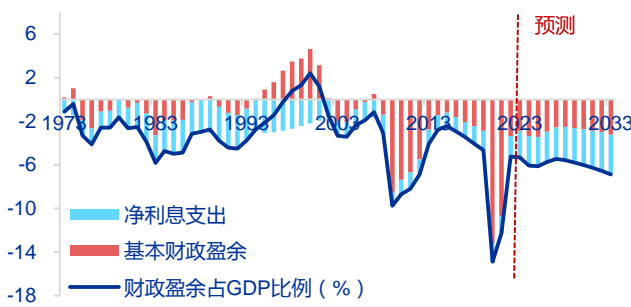
图 20：截至 2 月 23 日美元指数较上周小幅上升



资料来源：CEIC，申万宏源研究

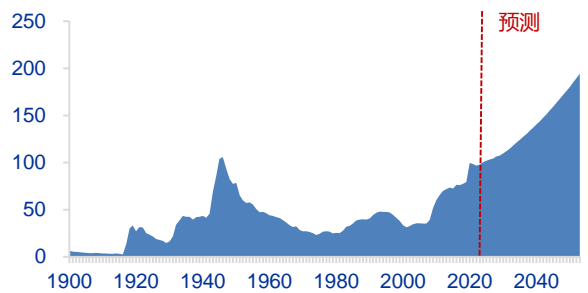
全球财政：美国 CBO 公布未来 10 年美国财政收支预测。2033 年财政赤字或占 GDP 的 6.9%。

图 21：财政余额占 GDP 比例 (%)



资料来源：CEIC，申万宏源研究

图 22：公众持有美国联邦债务存量占 GDP 比例 (%)



资料来源：CEIC，申万宏源研究

新兴市场跟踪：阿根廷 1 月贸易差额转负

本周韩国宣布暂停加息，维持基准利率在 3.5% 不变。

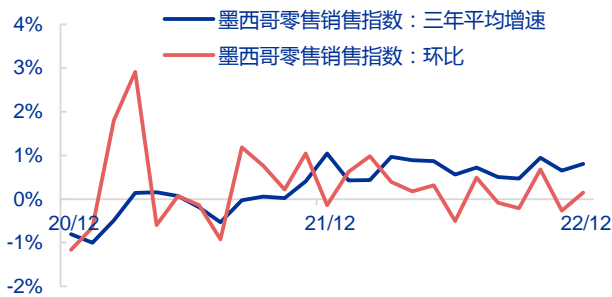
表 1：本周韩国暂停加息

国家	加息幅度	时间	加息后利率
韩国	0bps	2023.02.23	3.50%

资料来源：申万宏源研究

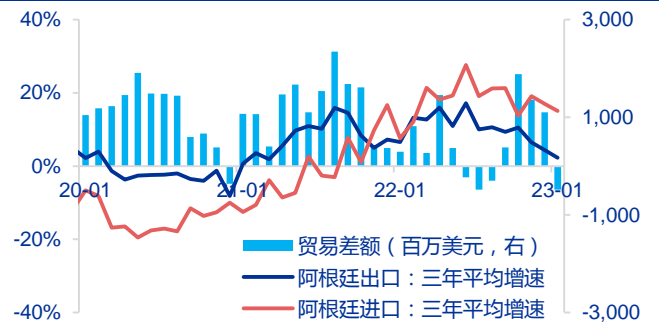
墨西哥 12 月零售销售指数三年平均增速 0.81%，环比 0.14%，增速较上月小幅抬升。阿根廷 1 月贸易差额下滑至-4.84 亿美元，出口增速继续大幅回落是主因。

图 23：墨西哥 12 月零售销售指数环比 0.14%



资料来源：CEIC，申万宏源研究

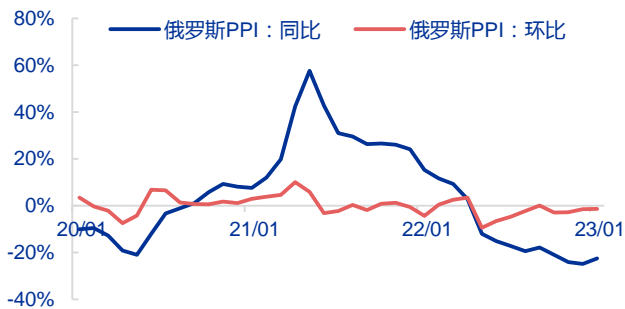
图 24：阿根廷 1 月贸易差额转负



资料来源：CEIC，申万宏源研究

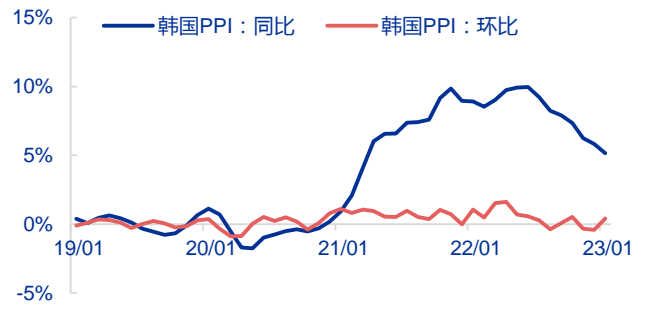
俄罗斯 1 月 PPI 环比-1.3%，同比-22.5%，PPI 降幅小幅收窄。韩国 1 月 PPI 环比涨至 0.4%，同比继续下行至 5.1%，降温趋势持续。

图 25：俄罗斯 1 月 PPI 同比降幅收窄至-22.5%



资料来源：CEIC，申万宏源研究

图 26：韩国 1 月 PPI 同比继续下行至 5.1%



资料来源：CEIC，申万宏源研究

海外政策动向：美联储公布2月会议纪要

图 27：2020 年以来海外发达国家重要变化

	货币政策	财政政策	俄乌冲突时间线
2020 Q1	(3.3) 美联储：降息50bp至1.00%-1.25% (3.11) 英央行：1)降息50bp从0.75%至0.25% (3.15) 美联储：1)启动7000亿美元QE计划 2)降息100bp至0.00%-0.25% (3.16) 日央行：增加QE 1)积极购买JGB和T-bills 2)购买ETF和J-REIT的年度限额分别提高至12万亿和1800亿日元3)宣布新的零息贷款计划 4)加购CP和公司债券 (3.18) 欧央行：宣布推出7500亿欧元的PEPP计划 (3.19) 英央行：1)再度降息15bp从0.25%至0.1% 2)宣布价值2000亿英镑的QE (3.26) 欧央行：开启无限量购债	(3.6) 美国：颁布83亿美元的CPRSAA救济方案 (3.11) 英国：宣布300亿英镑的财政刺激政策 (3.11) 日本：通过了1.6万亿日元的支出法案 (3.17) 英国：提供3300亿英镑的商业贷款 (3.18) 美国：颁布FFCRA救济方案 (3.20) 英国：宣布工人支持计划 (3.23) 欧盟：激活SGP的一般免责条款 (3.26) 英国：为年收入少于50,000英镑的个体经营者提供每月2500英镑的现金补助 (3.27) 美国：颁布价值为2.3万亿美元的CARES方案	
Q2	(4.27) 日央行：1)开启无限量购债 2)将CP和公司债券未偿金额上限提高到20万亿日元 3)扩大抵押品范围 (4.30) 欧央行：1)引入PELTROs再融资操作措施 2)调降TLTRO III利率25bps至-0.5%。 (5.22) 日央行：推出价值30万亿日元的一年期零息贷款	(4.2) 欧盟：出台1000亿欧元的临时贷款工具SURE (4.7) 日本：颁布价值为117.1万亿日元的一揽子计划 (4.16) 欧盟：EIB 集团设立250亿欧元的担保基金 (5.9) 欧盟：开发价值为2400亿欧元PCS工具 (5.27) 日本：宣布120万亿日元的经济刺激方案 (7.8) 英国：宣布价值为300亿英镑的救济方案 (9.24) 英国：延长四项政府支持贷款计划申请期限 (12.4) 日本：颁布73.6万亿日元的综合经济措施 (12.21) 美国：颁布总金额为9000亿美元的CAA (2.2) 欧盟：敲定了7500亿欧元的NGEU复苏计划 (3.3) 英国：宣布提供650亿英镑的新经济政策 (3.11) 美国：颁布了1.9万亿美元ARPA救济方案 (7.15) 美国：启动价值 1100 亿美元的儿童税收抵免计划 (9.7) 英国：拨款360 亿英镑用于改革NHS (11.19) 美国：众议院通过了价值为2.2万亿美元的BBB法案，但遭到了参议院的反对，最终未通过 (11.19) 日本：颁布了56万亿日元的经济刺激计划 (2.2) 英国：宣布90亿英镑贷款和退税计划，旨在帮助今年能源账单不断上涨的家庭 (5.26) 英国：推出150亿英镑的一揽子计划以应对能源价格飙升 (7.28) 美国：通过了CHIPS和Science Bill，向半导体行业提供2800亿美元的援助和补贴 (8.16) 美国：拜登签署了《通胀削减法案》 (9.4) 德国：宣布一项650亿欧元的一揽子计划以遏制飙升的能源成本 (9.8) 英国：利兹·特拉斯宣布了一项约为1500亿英镑的紧急能源计划；财政部与英央行推出了一项400亿英镑的基金为能源交易商提供额外流动性 (9.23) 英国：公布了450亿英镑的减税方案 (10.3) 英国：放弃取消45%最高所得税率计划 (10.17) 英国：新任财政大臣亨特提出一揽子措施巩固公共财政，该措施每年将筹集320亿英镑。 (10.25) 英国：里希·苏纳克正式成为英国首相 (10.28) 日本：政府追加29.1万亿日元预算以支持经济刺激计划。 (11.15) 美国：特朗普宣布参加2024年美国大选	(2.22) 美、英、欧：制裁主要银行，限制贸易和资本进入 (2.23) 日：禁发俄罗斯政府主权债券 (2.26-2.28) 美：禁止俄部分银行使用SWIFT，限制俄央行使用国际储备，冻结俄央行资产；英：制裁俄央行 (3.8) 美、英：禁止进口俄罗斯石油、液化天然气和煤炭 (4.6) 美、英：分别封锁俄联邦储蓄银行和冻结其资产 (4.8) 欧、日：禁止进口俄煤炭 (5.4) 欧：将俄联邦储蓄银行和另两家主要银行移除SWIFT (5.9) 英：宣布铂、钯等新进口税，禁止化工、塑料、橡胶等出口 (6.3) 欧：禁止进口俄原油和石油产品，并禁止3家俄银行和1家白俄银行使用 SWIFT系统 (6.27) 美、英、日：对俄罗斯黄金进口实行禁令 (7.21) 欧盟：禁止进口俄黄金，制裁俄联邦储蓄银行等实体 (7.23) 俄：与乌克兰签署粮食协议避免全球粮食危机 (7.26) 欧盟：对俄侵略乌克兰的经济制裁再延长六个月 (7.27) 俄：削减通过北溪1号对欧洲的天然气供应 (8.11) 欧盟：对俄罗斯煤炭禁运正式生效 (9.2) G7：对俄罗斯原油和石油产品设定价格上限；俄：北溪1号将完全停止输气 (10.5) 欧盟：支持对俄罗斯新一轮制裁方案，包括对售予第三国的石油价格实施上限，延长商品进口禁令，并禁止向俄罗斯实体提供IT、工程和法律服务。 (10.20) 俄：宣布欧洲可以通过土耳其使用俄罗斯天然气。 (11.18) 各方：黑海港口农产品外运协议延长120天 (11.29) 德：与卡塔尔就天然气供应协议达成一致，卡塔尔将从2026年向德国供应液化天然气，合同有效期为15年 (12.9) 欧盟：欧盟天然气上限定为每兆瓦时180欧元 (12.27) 俄：普京签署总统令禁止向对俄罗斯石油实施限价的国家出口石油 (12.31) 俄：允许外国天然气买家以外币偿还燃料债务
Q3	(6.4) 欧央行：扩大PEPP购债计划6000亿欧元 (6.18) 英央行：政府债券购买规模扩大1000亿英镑 (11.5) 英央行：债券购买再扩大 1500 亿英镑 (12.10) 欧央行：扩大PEPP购债计划5000亿欧元并延长计划至22年3月，同时延长TLTROIII至22年6月		
2021 Q1	(6.22) 日央行：额外购买的CP和商业票据以及特别融资业务延长至22年3月		
Q2	(11.3) 美联储：宣布正式启动Taper (12.15) 美联储：加速Taper，宣布22年3月退出QE		
Q3	(12.15) 英央行：1)加息15bp从0.1%至0.25% (12.16) 欧央行：暂时性扩大APP购债规模		
Q4	(2.2) 英央行：1)加息25bp至0.5% 2)停止对到期资产再投资直至23年底 (3.17) 美联储：宣布加息25bp至0.25%-0.5% (3.17) 英央行：加息25bp至0.75% (3.31) 欧央行：PEPP购债终止 (5.4) 美联储：宣布6.1开始缩表，加息50bp至0.75%-1% (5.5) 英央行：加息25bp至1% (6.2) 欧央行：APP购债于7月1日终止 (6.16) 英央行：加息25bp至1.25% (6.16) 美联储：加息75bp至1.5%-1.75% (7.21) 欧央行：宣布加息50bp至0.5%，放弃前瞻性指引，并推出“传导保护工具” TPI (7.27) 美联储：宣布加息75bp至2.25%-2.5% (8.4) 英央行：宣布加息50bp至1.75% (9.8) 欧央行：宣布加息75bp至1.25% (9.21) 美联储：宣布加息75bp至3%-3.25% (9.22) 英央行：加息50bp至2.25% (10.27) 欧央行：宣布加息75bp至2% (11.2) 美联储：宣布加息75bp至3.75%-4% (11.3) 英央行：宣布加息75bp至3% (12.14) 美联储：加息50bp至4.25%-4.50% (12.15) 欧央行：加息50bp至2.5% (12.20) 日央行：日央行放宽收益率曲线控制区间至±0.5%，并大幅增加国债购买规模		
2022 Q1	(2.2) 英央行：1)加息25bp至0.5% 2)停止对到期资产再投资直至23年底 (3.17) 美联储：宣布加息25bp至0.25%-0.5% (3.17) 英央行：加息25bp至0.75% (3.31) 欧央行：PEPP购债终止 (5.4) 美联储：宣布6.1开始缩表，加息50bp至0.75%-1% (5.5) 英央行：加息25bp至1% (6.2) 欧央行：APP购债于7月1日终止 (6.16) 英央行：加息25bp至1.25% (6.16) 美联储：加息75bp至1.5%-1.75% (7.21) 欧央行：宣布加息50bp至0.5%，放弃前瞻性指引，并推出“传导保护工具” TPI (7.27) 美联储：宣布加息75bp至2.25%-2.5% (8.4) 英央行：宣布加息50bp至1.75% (9.8) 欧央行：宣布加息75bp至1.25% (9.21) 美联储：宣布加息75bp至3%-3.25% (9.22) 英央行：加息50bp至2.25% (10.27) 欧央行：宣布加息75bp至2% (11.2) 美联储：宣布加息75bp至3.75%-4% (11.3) 英央行：宣布加息75bp至3% (12.14) 美联储：加息50bp至4.25%-4.50% (12.15) 欧央行：加息50bp至2.5% (12.20) 日央行：日央行放宽收益率曲线控制区间至±0.5%，并大幅增加国债购买规模		
Q2	(2.2) 英央行：1)加息25bp至0.5% 2)停止对到期资产再投资直至23年底 (3.17) 美联储：宣布加息25bp至0.25%-0.5% (3.17) 英央行：加息25bp至0.75% (3.31) 欧央行：PEPP购债终止 (5.4) 美联储：宣布6.1开始缩表，加息50bp至0.75%-1% (5.5) 英央行：加息25bp至1% (6.2) 欧央行：APP购债于7月1日终止 (6.16) 英央行：加息25bp至1.25% (6.16) 美联储：加息75bp至1.5%-1.75% (7.21) 欧央行：宣布加息50bp至0.5%，放弃前瞻性指引，并推出“传导保护工具” TPI (7.27) 美联储：宣布加息75bp至2.25%-2.5% (8.4) 英央行：宣布加息50bp至1.75% (9.8) 欧央行：宣布加息75bp至1.25% (9.21) 美联储：宣布加息75bp至3%-3.25% (9.22) 英央行：加息50bp至2.25% (10.27) 欧央行：宣布加息75bp至2% (11.2) 美联储：宣布加息75bp至3.75%-4% (11.3) 英央行：宣布加息75bp至3% (12.14) 美联储：加息50bp至4.25%-4.50% (12.15) 欧央行：加息50bp至2.5% (12.20) 日央行：日央行放宽收益率曲线控制区间至±0.5%，并大幅增加国债购买规模		
Q3	(11.3) 美联储：宣布正式启动Taper (12.15) 美联储：加速Taper，宣布22年3月退出QE		
Q4	(12.15) 英央行：1)加息15bp从0.1%至0.25% (12.16) 欧央行：暂时性扩大APP购债规模		
2023 Q1	(2.2) 英央行：1)加息25bp至0.5% 2)停止对到期资产再投资直至23年底 (3.17) 美联储：宣布加息25bp至0.25%-0.5% (3.17) 英央行：加息25bp至0.75% (3.31) 欧央行：PEPP购债终止 (5.4) 美联储：宣布6.1开始缩表，加息50bp至0.75%-1% (5.5) 英央行：加息25bp至1% (6.2) 欧央行：APP购债于7月1日终止 (6.16) 英央行：加息25bp至1.25% (6.16) 美联储：加息75bp至1.5%-1.75% (7.21) 欧央行：宣布加息50bp至0.5%，放弃前瞻性指引，并推出“传导保护工具” TPI (7.27) 美联储：宣布加息75bp至2.25%-2.5% (8.4) 英央行：宣布加息50bp至1.75% (9.8) 欧央行：宣布加息75bp至1.25% (9.21) 美联储：宣布加息75bp至3%-3.25% (9.22) 英央行：加息50bp至2.25% (10.27) 欧央行：宣布加息75bp至2% (11.2) 美联储：宣布加息75bp至3.75%-4% (11.3) 英央行：宣布加息75bp至3% (12.14) 美联储：加息50bp至4.25%-4.50% (12.15) 欧央行：加息50bp至2.5% (12.20) 日央行：日央行放宽收益率曲线控制区间至±0.5%，并大幅增加国债购买规模		

资料来源：申万宏源研究

全球宏观日历：关注欧元区 HICP

表 2：全球主要宏观经济数据日历

月份	星期一	星期二	星期三	星期四	星期五	星期六	星期日
2月	20	21 18:00 EU  2月 PMI 23:00 US  Markit PMI、 成屋销售	22 21:30 US  12月 PPI、零售 销售	23	24 21:30 US  1月 PCE 23:00 US  新屋销售	25	26
	27 21:30 US  1月耐用品订单 23:00 US  新屋签约销售	28 21:30 US  1月商品贸易、 批发零售库存 22:00 US  12月 S&P/CS 20座大城房价	1 9:30 CN  中采 PMI 9:45 CN  财新制造业 PMI 23:00 US  1月营建支出	2 18:00 EU  2月 HICP	3 9:45 CN  财新服务业 PMI 18:00 EU  1月 PPI 23:00 US  2月 ISM 服务业 PMI	4	5
	6 18:00 EU  1月零售销售	7 不定时 CN  1、2月贸易数据	8 21:30 US  1月贸易数据 23:00 US  1月 JOLTS 职位 空缺	9 不定时 CN  2月金融数据 9:30 CN  2月 CPI、PPI	10 21:30 US  2月非农就业数 据	11	12

资料来源：各国统计局、申万宏源研究

注：中国金融数据公布日期不定，每月 10-15 日公布概率较高

信息披露

证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

机构销售团队联系人

华东 A 组	陈陶	021-33388362	chentao1@swhysc.com
华东 B 组	谢文雯	18930809211	xiewenni@swhysc.com
华北组	李丹	010-66500631	lidan4@swhysc.com
华南组	李昇	0755-82990609	Lisheng5@swhysc.com

法律声明

本报告仅供上海申银万国证券研究所有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司并接受客户的后续问询。本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。