

国信期货贵金属专题报告

黄金

当下海外货币政策的三个关注点

2021年9月16日

● 主要结论

当下海外货币政策有三方面值得关注：(1) 非美央行开始进行货币政策调整 (2) 美联储9月会议临近 (3) 未来一年美联储官员将有所变动。

(1) 9月上旬，欧央行、澳洲联储和加拿大央行分别公布最新货币政策决议。欧央行开始缩减PEPP，然而APP未有变动。澳洲联储开启Taper但延长了资产购买的总时长，加拿大央行将货币政策调整指引提上日程。整体基调与美联储较为相似，调整进程推进但节奏温和。

(2) 9月23日美联储将公布9月利率决议，并公布包含利率点阵图在内的经济预测报告。近期由于Jackson Hole全球央行年会上鲍威尔的偏鸽发言，及8月意外走低的非农新增就业数据，市场对货币政策调整预期降温，认为9月美联储难以释放taper信号。但当前美国通胀居高不下，就业修复率超75%，需警惕美联储超预期沟通Taper，及点阵图可能透露加息预期前移对市场的冲击。

(3) 未来一年，建议关注美联储官员变动对后续货币政策的影响。未来一年地方联储主席中的轮值票委将向鹰派显著倾斜，或将使得未来的Taper和加息预期相对偏强。

对黄金而言，四季度从Taper预期到实施阶段仍将承压，未来一年对美联储货币政策调整预期不宜低估。

分析师助理：周古玥
从业资格号：F3075597
电话：021-55007766-6636
邮箱：15527@guosen.com.cn

分析师：顾冯达
从业资格号：F0262520
投资咨询号：Z0002252
电话：021-55007766-6618
邮箱：15068@guosen.com.cn

独立性申明：

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

一、 多国央行货币政策开始调整，但整体温和

9月上旬，欧央行、澳洲联储和加拿大央行分别公布最新货币政策决议。欧央行开始缩减 PEPP，然而 APP 未有变动。澳洲联储开启 Taper 但延长了资产购买的总时长，加拿大央行将货币政策调整指引提上日程。整体基调与美联储较为相似，调整进程推进但节奏温和。

表：欧央行、澳洲联储、加拿大央行 9 月货币政策及情况对比

	欧央行	澳洲联储	加拿大央行
地区疫情	第四波疫情渐见顶回落	第三波疫情仍在冲高	第四波疫情渐见顶回落
地区疫苗接种情况	完全接种 60%，至少一剂 70%	至少一剂 50%	完全接种 68%，至少一剂 75%
资产购买进度	PEPP 将放缓，此前月均 740 亿欧元，APP 延续每月 200 亿欧元	每周 50 亿澳元，将缩减至每周 40 亿澳元	每周 20 亿加元，已经过两次缩减
加息预期	暂无	预计 2024 年前不会加息	2022 年下半年
其他	上调 2021 年的经济和通胀预测值	-	首次发布如何调整货币政策的前瞻指引

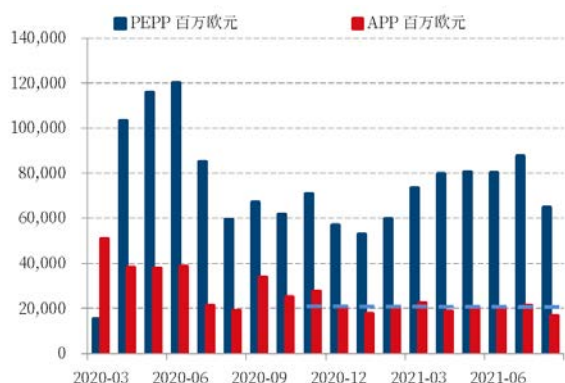
数据来源：信息来自网络 国信期货整理

欧央行：购债开始放缓，但调整非为 Taper

欧央行宣布放缓 PEPP（紧急抗疫购债计划）购债速度，并上调了 2021 年的经济和通胀预测值。本次决议确实有边际转鹰态势，叠加欧元区通胀水平超预期回升进一步引发市场担忧。但事实上，欧央行的政策调整相对温和。一来，欧央行主席拉加德在决议宣布后，明确强调本次调整并非 Taper，而是校准欧央行的购债步伐，是对二季度 PEPP 加速购债的校准。二来，欧央行的 QE 通过 PEPP 和 APP（原有资产购买计划）进行，本次缩减购债速度的仅是疫情后临时推出的 PEPP。APP 购债速度不变，而 PEPP 在总规模上仍维持 1.85 万亿欧元不变。

图： 欧洲放慢购债计划，但实为对今年 PEPP 加速购买的校准

图： 欧元区通胀走高



数据来源： WIND，国信期货



数据来源： WIND，国信期货

澳洲联储：购债放缓但期限延长，宽松环境仍将维持

澳洲联储 9 月将购债规模从每周 50 亿澳元缩减至每周 40 亿澳元，并决定将继续以此速度购债直至明年 2 月，基准利率仍维持不变，预计 2024 年前不会加息。本次调整（1）在当前澳大利亚第三波疫情仍未见顶迹象之际，坚持开启缩减超出市场预期，澳洲联储决议表示疫情会延迟但不会破坏复苏。（2）本次决议延长了购债期限，结束购债的预计时间自 11 月延后至明年 2 月，反映澳洲联储对于疫情反弹仍有一定的忧虑，宽松的环境将比预期延续更长。

加拿大：Taper 持续进行，沟通退出办法

9 月加拿大维持资产购买计划速度不变在每周 20 亿加元，基准利率维持不变，央行给出的第一次加息的预期在 2022 年下半年。今年 4 月、7 月加拿大已 2 次宣布调整购债计划，将购买速度自每周 40 亿加元，降至 30 亿、20 亿加元，相对欧央行和澳洲联储最为鹰派。另外，9 月初，加拿大央行首次发布如何调整货币政策的前瞻指引，指出一旦经济不再需要量化宽松的支持，将停止增加央行的债券持有量，之后会维持债券持有量稳定一段时间。当确实需要进一步降低货币宽松程度时，将开启加息。

二、9 月美联储会议临近，对 Taper 推迟概率不宜高估

9 月 23 日，美联储将公布 9 月利率决议，并公布包含利率点阵图在内的经济预测。近期由于 Jackson Hole 全球央行年会上鲍威尔的偏鸽发言，及 8 月意外走低的非农新增就业数据，市场对货币政策调整预期降温，认为 9 月美联储难以给出 taper 计划或进一步给出暗示预期，将在 11 月会议上给出。但当前美国通胀居高不下，就业修复率超 75%，需警惕美联储超预期沟通 Taper，及点阵图透露加息预期前移对市场的冲击。

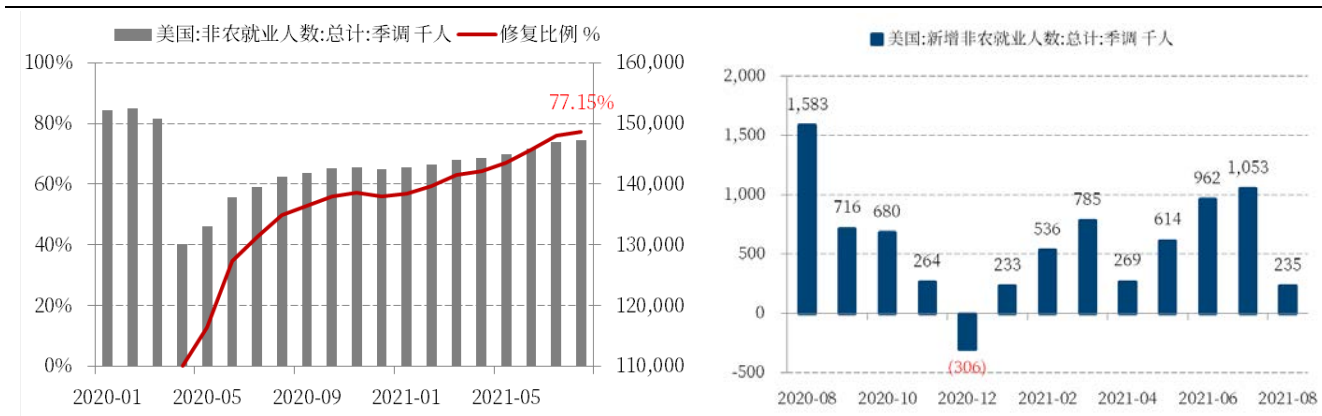
Taper 预期的变化关键仍然在于就业，虽然 8 月非农表现疲软但就业修复趋势仍然向好，对 Taper 推迟概率不宜高估。美国 8 月非农就业新增 23.5 万人，远低于市场预期的增加 75 万人，7 月就业新增人数上修至 105.3 万人，失业率自 5.4% 降至 5.2%。相比 2020 年 4 月的就业人数最低点，8 月修复比例升至 77%。对照 2013 年 12 月时 Taper 正式实施时的 88% 的就业修复比例来看，距离 taper 还有约 260 万新增就业的距离。过去三个月美国平均每月新增就业 75 万人，若就业修复趋势延续，年底有望实现超 88% 的就业修复，taper 有望于今年年底落地，目前两大因素也支持乐观的就业修复进展。（1）9 月初美国已正式停发疫情失业补助（PUA, Pandemic Unemployment Assistance）、疫情紧急失业补偿（PEUC, Pandemic Emergency Unemployment Compensation），据 CNBC 估算将有 750 万失业者面临补助断供。（3）美国单日新增确诊人数和住院人数见顶迹象显现，疫情影响逐渐削弱。

表：Taper 节奏推演：大概率年内落地执行

	第一步：Taper 计划给出（给出时间、速度）	第二步：Taper 正式执行	第三步：Taper 结束，正式停止债券购买
基准情形	2021 年 11 月	2021 年 12 月	2022 年 7 月
偏鹰情形	2021 年 9 月	2021 年 12 月	2022 年 7 月
偏鸽情形	2021 年 12 月	2022 年	2023 年

数据来源：国信期货整理

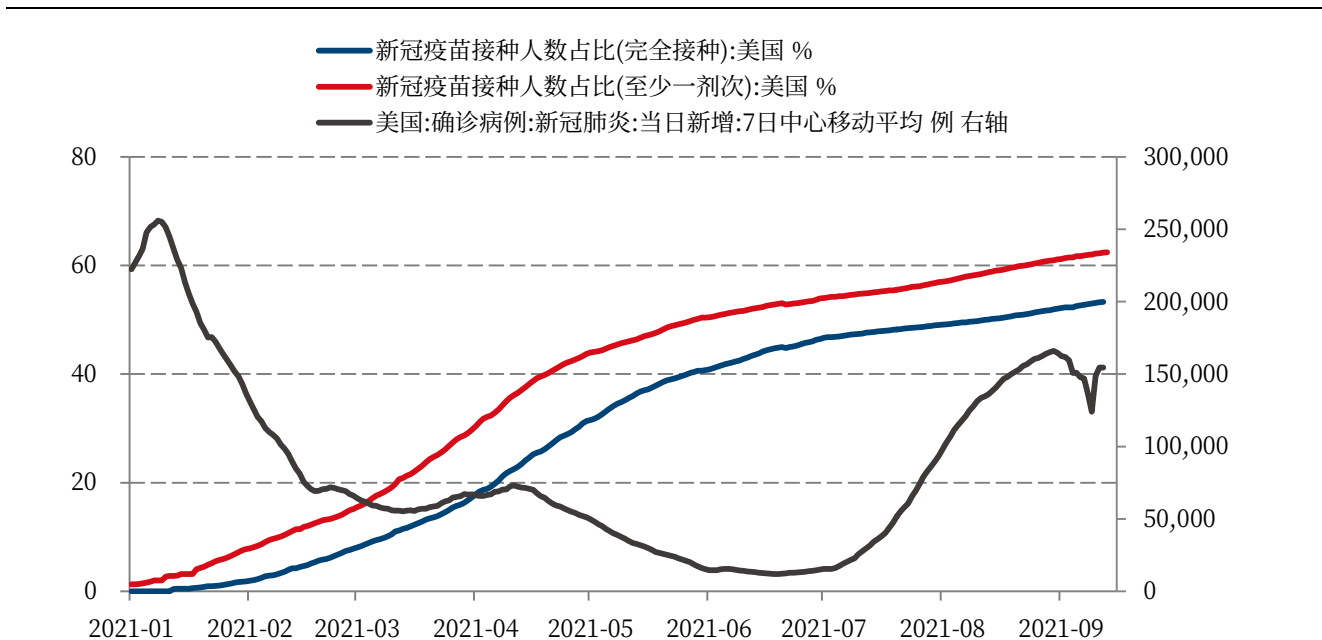
图：美国非农就业修复趋势仍然向好



数据来源：WIND，国信期货

数据来源：WIND，国信期货

图：美国日新增确诊人数有见顶迹象

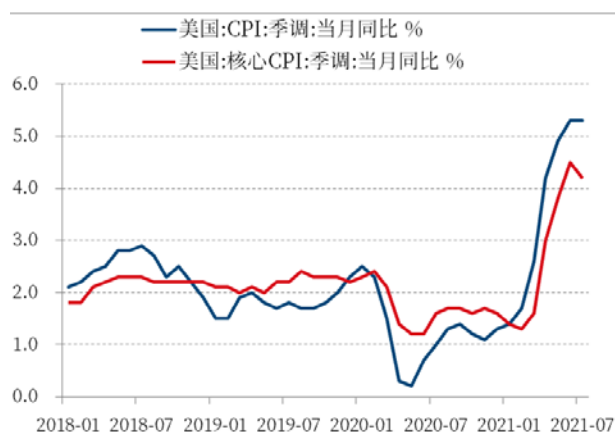


数据来源：WIND，国信期货

本次会议需注意市场加息预期可能的波动。首先，6月美联储的利率点阵图已显示，18位官员中有7位官员认为2022年将加息，13位官员认为2023年将加息。目前美国联邦基金利率期货市场对美联储首次加息的预期时点落在2023年初。而过去三个月，美国通胀居高不下，或加强官员的加息倾向，点阵图有透露出过半官员认为明年将首次加息信息的可能性。

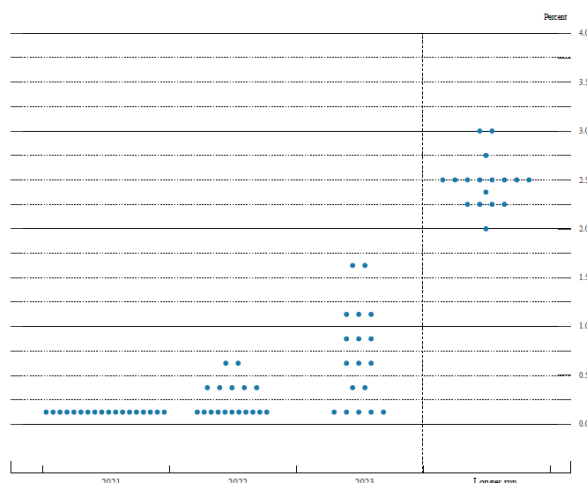
对黄金而言，四季度从Taper预期到实施阶段仍将承压。

图：美国通胀水平居高不下



数据来源：WIND，国信期货

图：美联储6月点阵图显示7位官员认为2022年将加息



数据来源：FED，国信期货

三、 未来一年关注美联储官员变动影响：更鹰的轮值票委

虽然美联储的货币政策整体遵循框架，但在任美联储官员的立场仍然值得关注。尤其在6月利率点阵图已显示近过半官员认为明年底前美联储将首次加息，2022年美联储委员分布对货币政策调整的速度与力度的决策将有较大影响。

四季度将有多位美联储官员发生变化。美联储官员主要分成2类：（1）美联储理事会，共计7席（2）地方联储主席，共计12席。这2类美联储官员均会参与美联储议息会议的讨论，并对经济和政策选择做出贡献，他们的观点会在经济预测和议息会议纪要中得到体现。但并不是所有的美联储官员均能参与对利率调整进行投票，只有FOMC委员会的成员才能行使投票权。拥有投票权的FOMC委员会的成员包括（1）美联储理事会：由美联储主席、副主席和美联储理事组成。共计7席，目前有6人，1席空缺。（2）纽约联储主席，1席。（3）4位地方联储主席：来自11家地方联储，每年轮换1次。其中美联储理事会中的每位理事由总统直接任命，地方联储主席由地方联储任命，任期均为14年。主席和副主席来自于美联储理事会，由总统提名参议院通过，任期4年。

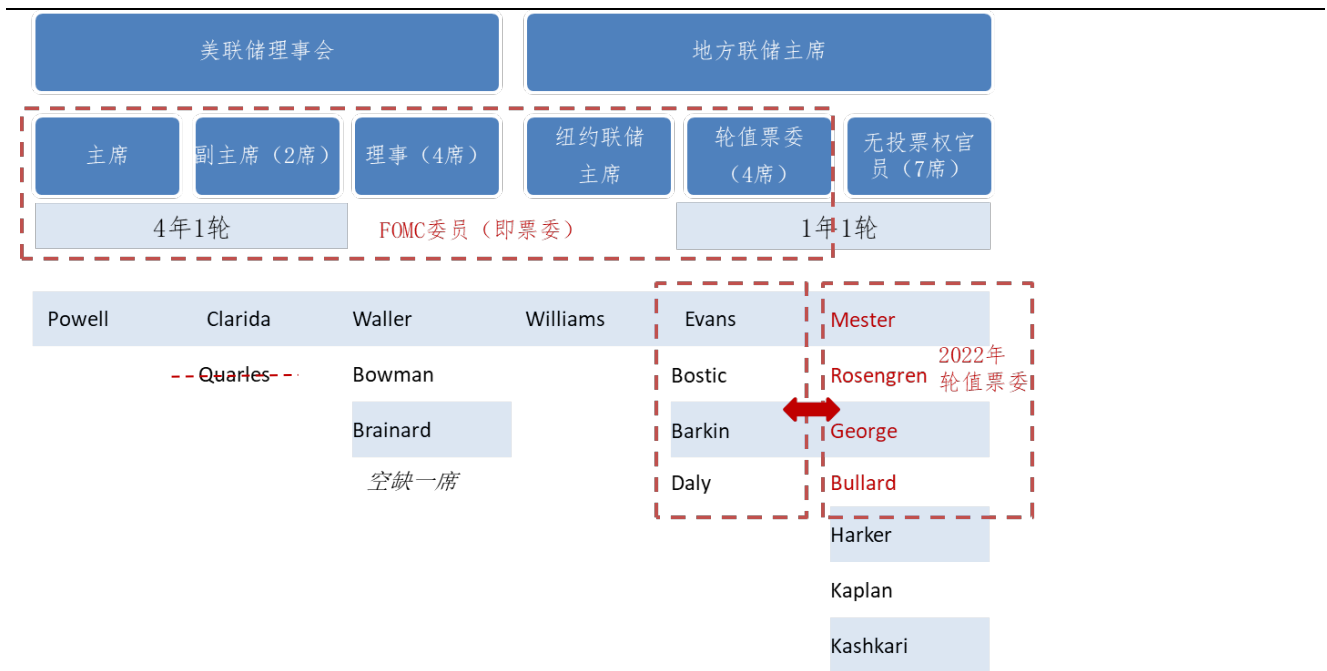
从美联储官员未来一年中的变动趋势来看，美联储理事会立场变化有限，而地方联储主席中的轮值票委将向鹰派显著倾斜，或将使得未来的Taper执行力度和加息预期相对偏强。

美联储理事会中，美联储主席鲍威尔任期将于明年2月届满，结合耶伦和拜登近期对其认可来看，大概率连任。副主席Quarles今年10月任期届满，由于目前仍没有获得再次提名，大概率由Brainard接任。副主席Clarida明年9月也将任期届满。但美联储理事会成员整体立场中立，影响有限，仍需关注未来2个空缺席位的新理事提名人选。

地方联储主席中，明年1月轮值票委将发生更换，Mester, Rosengren, George和Bullard将替代Evans, Bostic, Barkin, Daly。轮值票委方面，现任的Evans和Daly立场偏鸽，Bostic和Barkin立场中性，而明年将获得投票权的四位整体立场均偏鹰。

对黄金而言，未来一年对美联储货币政策调整的预期不宜低估。

图：2021 年美联储官员结构及 2022 年变动情况



数据来源：信息来自网络 国信期货整理

表：2021 和 2022 年轮值票委观点对比：2022 年轮值票委显著偏鹰

2021 年轮值票委	Evans	Chicago 联储主席	我们还没有走出困境，尽管经济增长强劲及疫苗前景向好但仍具挑战，包括供应链和劳动力市场的瓶颈。另外疫苗效果等因素下不确定性仍较高。(9.9)	偏鸽
	Bostic	Atlanta 联储主席	近期疲弱的数据可能推迟了紧缩计划的开始，仍着眼于2022年底美联储加息。当缩债发生时，最好便尽快结束，今年缩减债券购买规模的大门仍然敞开，预计本月FOMC不会提出逐步缩减资产购买。(9.9)	中立
	Barkin	Richmond 联储主席	如果没有实际数据证明通胀问题已经到来并且可能持续下去，我们将允许劳动力市场继续前进，我相信这有助于朝着长期的充分就业目标取得进展。(8.12)	中立
	Daly	San Francisco 联储主席	如今有很多因素影响就业市场，一些父母需要照顾孩子，部分民众担心感染新冠病毒，再加上联邦政府提供失业救济金，不过这些因素不会一直持续下去，随着经济进一步复苏，这些人中的大多数都会回归工作岗位。(8.4)	中立
2022 年轮值票委	Mester	Cleveland 联储主席	8月非农就业数据并没有改变其看法，我们在通胀和就业方面都取得了实质性的进一步进展。(9.10)	偏鹰
	Rosengren	Boston 联储主席	从通胀方面来看，已经达到减码QE的标准。仍然预计2022年通胀将略高于2%。如果下一份就业报告表现强劲，支持9月减码QE计划。(8.17)	偏鹰
	George	Kansas 联储主席	美联储购债进入尾声，随着经济复苏，货币政策必须从非常规宽松状态向更中性的状态转变。(8.26)	偏鹰
	Bullard	St. Louis 联储主席	尽管上个月美国就业增长疲软，但美联储仍应继续推进缩减其针对疫情的大规模刺激措施。总体而言，缩债将于今年开始，并于2022年上半年结束。(9.8)	偏鹰

数据来源：信息来自网络 国信期货整理

重要免责声明

本研究报告由国信期货撰写编译，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布及分发研究报告的全部或部分给任何其它人士。如引用发布，需注明出处为国信期货，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。国信期货保留对任何侵权行为和有悖报告原意的引用行为进行追究的权利。

报告所引用信息和数据均来源于公开资料，国信期货力求报告内容和引用资料和数据客观与公正，但不对所引用资料和数据本身的准确性和完整性作出保证。报告中的任何观点仅代表报告撰写时的判断，仅供阅读者参考，不能作为投资研究决策的依据，不得被视为任何业务的邀约邀请或推介，也不得视为诱发从事或不从事某项交易、买入或卖出任何金融产品的具体投资建议，也不保证对作出的任何判断不会发生变更。阅读者在阅读本研究报告后发生的投资所引致的任何后果，均不可归因于本研究报告，均与国信期货及分析师无关。

国信期货对于本免责声明条款具有修改权和最终解释权。