

如何看待非美央行开启降息潮？（一）

往期精彩研报

《美元指数或将坐上火箭？》

《美国假“滞”真“胀”》

主要观点：

北京时间 2024 年 6 月 5 日 21:45，加拿大央行公布 5 月利率决议，其将隔夜利率目标（基准利率）下调 25 个基点至 4.75%，银行利率为 5%，存款利率为 4.75%。本次降息为该行四年来首次降息，也是 G7 国家中第一个降息的央行。对于为何在此刻选择降息，加拿大央行的解释为，其认为在抗击通胀方面已经取得了显著进展，没有必要继续维持较高的政策利率。

展望后市，我们认为年内加拿大央行仍有一定降息空间，但空间不大：1）从经济数据上来看，目前加拿大整体通胀同比增速已经从年初的 3.4% 回落至 2.7%，并且其关注的三个核心通胀指标同比增速也回落至 3% 以下，叠加加拿大的经济因高利率的影响也有所放缓，失业率也有所抬升。2）从加拿大央行的表态来看，加拿大央行行长麦克勒姆表示，有持续证据表明核心通胀正在缓解，如果通胀继续放缓，有理由期待进一步降息。3）此次降息为预防式降息。

从加拿大的经济体量来看，若其后续开启降息周期，对一些主流国家的影响还是较轻，目前仍以美联储、欧洲央行和英国央行的决策为主。

风险点：加拿大通胀、经济走向超预期、加拿大央行货币政策走向超预期

重要声明：本报告内容及观点仅供参考，不构成任何投资建议

南华研究院
投资咨询业务资格：
证监许可【2011】1290 号

周骥
投资咨询证号：Z0017101

请务必阅读正文之后的免责条款部分

目录

章节

1. G7 开启降息模式	1
1.1 加拿大货币制度与货币政策	1
1.1.1. 加拿大央行简介	1
1.1.2. 货币政策目标	2
1.2 加拿大央行打响 G7 国家降息第一枪	10
1.2.1. 加拿大央行选择加息的原因	10
1.2.2. 加拿大央行在年内是否会继续降息？	12
1.2.3. 加拿大央行开启降息周期的影响	12

目录

图表

图 1.1.1：加拿大央行组织架构图	1
图 1.1.2：不包含食品和能源与包含食品和能源成分的加拿大 CPI 走势比较	2
图 1.1.3：加拿大通胀走势及通胀目标区间变化	3
图 1.1.4：加拿大央行偏好的三类核心通胀指标历史走势图以及通胀目标变化	4
图 1.1.5：1990 年以来加拿大 CPI-trim、CPI-median 和 CPI-common 历史走势对比	4
图 1.1.6：加拿大央行对不同核心通胀指标的度量方法及评估总结	5
图 1.1.7：其他中央银行在核心通胀上的使用方法及评估总结	5
图 1.1.8：加拿大 CPIX 指标历史走势	6
图 1.1.9：1990 年以来加拿大 CPI-trim 走势图	7
图 1.1.10：1990 年以来加拿大 CPI-median 走势图	8
图 1.1.11：1990 年以来加拿大 CPI-common 历史走势图	9
图 1.1.12：美元兑加元即期汇率历史走势图	10
图 1.2.1：加拿大隔夜利率（基准利率）历史走势图	11
图 1.2.2：加拿大银行利率历史走势图	11
图 1.2.3：加拿大 GDP 占全球比重（%）变化	13

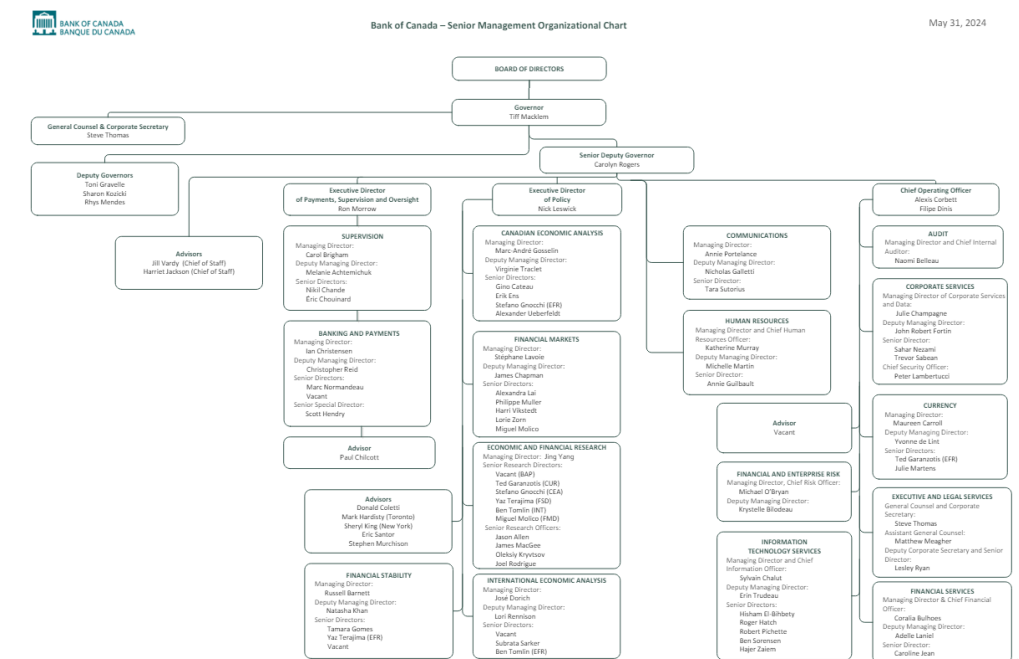
1. G7 开启降息模式

1.1 加拿大货币制度与货币政策

1.1.1. 加拿大央行简介

成立于1934年的加拿大银行（Bank of Canada），是加拿大的中央银行（以下简称“加拿大央行”）。其成立初期为私有公司，直至1938年开始国有化，由加拿大财政部全资持有。加拿大央行不是政府的下属部门，由银行董事会负责管理，其运作有较强的独立性。下设机构有理事会、执行理事会、外部董事、财政部副部长，内部设有金融市场部、金融风险部、信息技术部等职能部门。

图 1.1.1：加拿大央行组织架构图



资料来源：Bank of Canada 南华研究

加拿大央行的主要职责包括：1）货币政策的制定及执行：加拿大央行负责制定和执行货币政策，以维持物价稳定和促进经济增长，并通过调整政策利率（隔夜利率）和其他货币工具来影响货币供应和市场利率，以达到货币政策目标。具体来看，加拿大央行通过设定一个操作区间来调整隔夜利率。该操作区间的上限是中央银行利率（Bank Rate），即加拿大银行向金融机构提供融资时所收取的利率，比隔夜利率目标高25个基点。而操作区间的下限则是加拿大银行向金融机构支付存款时所使用的利率，低于隔夜利率目标25个基点。这样的操作区间设定允许加拿大银行在一定范围内调整利率，以适应经济和金融市场的变化；2）货币的发行和管理：加拿大央行负责设计、发行和替换加拿大的纸币，并确保纸币的质量和安全性，以维护公众对货币的信任和使用；3）负责金融监管和维护金融稳定：加拿大央行参与制定和实施金融监管政策，监测和评估金融风险，并提供金融稳定的建议和支持；4）为加拿大政府提供资金管理服务：加拿大央行为加拿大政府提供高质

量和有效的资金管理服务，包括管理联邦政府国库单一账户，并负责国库现金管理等工作。

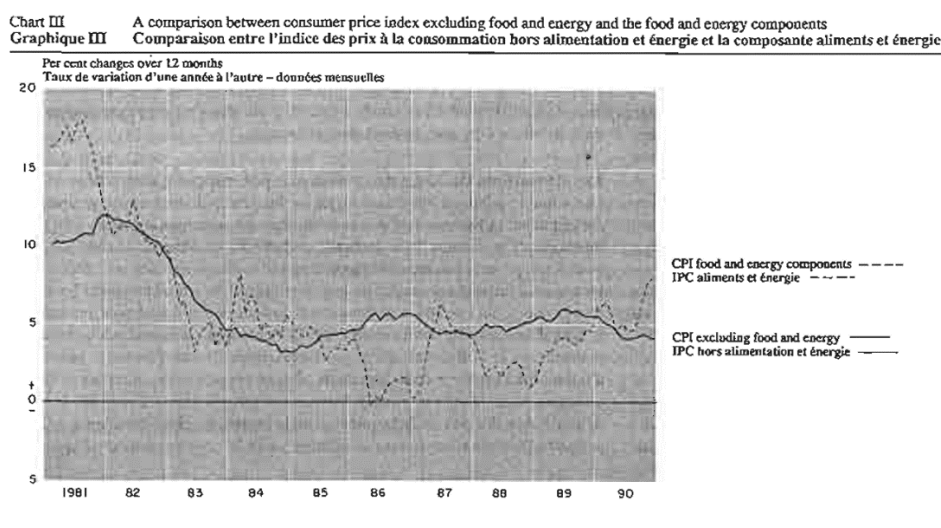
1.1.2. 货币政策目标

加拿大央行的货币政策框架由两个关键组成部分构成：一是通胀控制目标（为主），二是浮动汇率制度。

1. 通胀控制目标

在1991年2月26日，加拿大央行行长和财政部部长发布了一份联合公告，正式确立了通胀目标制度。该制度的目标是维持通货膨胀率在合理范围内，这也是加拿大央行货币政策框架的核心。该制度每五年需要进行审议或修改，下一次审议或修改的时间在2026年底。考虑到即使在经济稳定的情况下，一些因素（食品、能源）也会产生较大的短期波动，使得通货膨胀率很少会在很长一段时间内保持在一定的水平。因此，加拿大央行认为通胀目标应考虑通胀目标及通胀目标区间。

图 1.1.2: 不包含食品 and 能源与包含食品 and 能源成分的加拿大 CPI 走势比较



资料来源：Bank of Canada 南华研究

1) 通胀目标的使用原则

目前，加拿大央行认为通胀目标应被视为通胀目标区间的中点，通胀目标区间的取值范围为该中点的正负一个百分点。这种目标区间的使用既反映了无数短期不稳定波动影响价格指数的现实，又能反映政策的改变不能精准地使物价指数达到一个准确的值的事实。尽管如此，通胀目标（即通胀中点）仍然是加拿大央行制定货币政策的目标，而不是上限或下限。

2) 通胀目标的定义

加拿大央行指出，其通胀目标是根据过去12个月CPI的变化来确定的，这12个月的

增长是使用未经季节性调整的数据计算。虽然使用月度数据增加了一个月内的临时特殊因素可能对同比增长率的计算产生不当影响的可能性，但在CPI（不包括食品和能源）中很少出现这种情况。

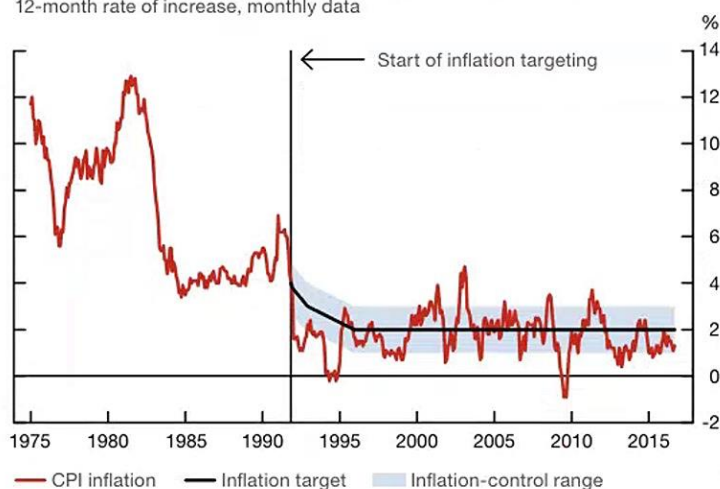
3）通胀目标及通胀目标区间的历史变化情况

在确立了通胀目标制后，加拿大央行对通胀目标区间进行了几次修改。在1992年年底，通胀目标区为在2%-4%。1993年至1994年，通胀目标区间为1.5%-3.5%。1995年之后，通胀目标区间一直保持在1%-3%，通胀目标为2%。

图 1.1.3: 加拿大通胀走势及通胀目标区间变化

Chart 1: Consumer price index inflation

12-month rate of increase, monthly data



Sources: Statistics Canada and Bank of Canada calculations

Last observation: September 2016

Consumer Price Index

Year-over-year percentage change



资料来源: Bank of Canada 南华研究

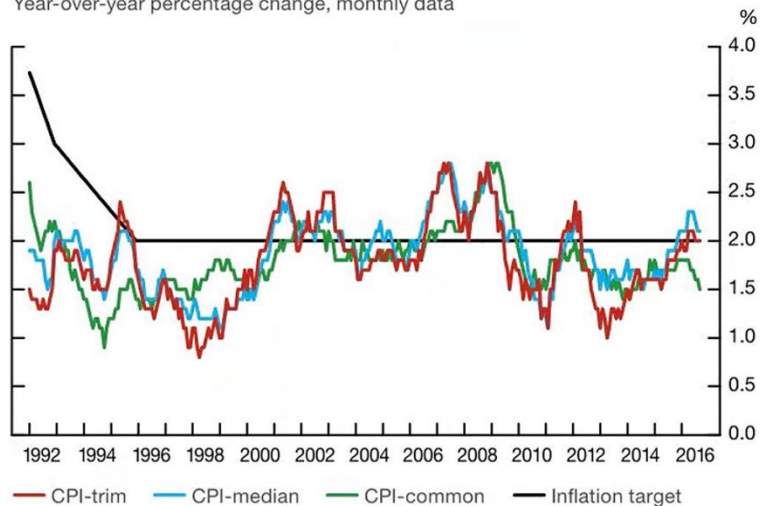
4）通胀指标

除了整体CPI、核心CPI两个可以衡量通胀情况的指标外，对于加拿大央行来说，还有另外4个衡量通胀的重要指标，分别为CPIX、CPI-trim、CPI-median和CPI-common，均每月发布一次。

图 1.1.4：加拿大央行偏好的三类核心通胀指标历史走势图以及通胀目标变化

Chart 3: Preferred measures of core inflation

Year-over-year percentage change, monthly data

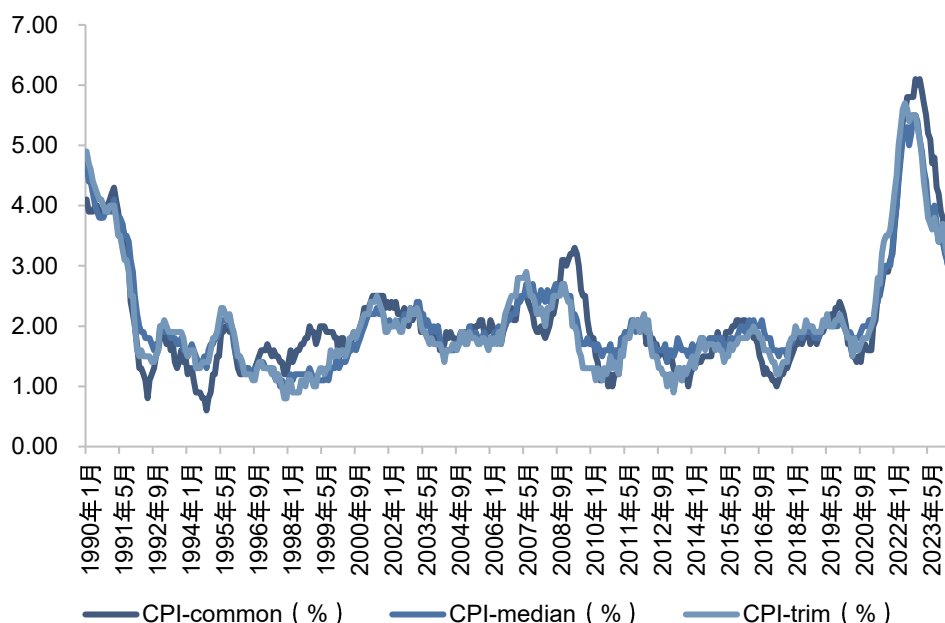


Sources: Statistics Canada and Bank of Canada calculations

Last observation: September 2016

资料来源：Bank of Canada Statistics Canada 南华研究

图 1.1.5：1990 年以来加拿大 CPI-trim、CPI-median 和 CPI-common 历史走势对比



数据来源：Bloomberg 南华研究

但在2016年10月，加拿大央行和加拿大政府更新了关于通胀控制目标的协议，协议中最受关注的问题是核心通胀的测量和使用。加拿大央行对不同的核心通胀指标进行了评估，并指出CPIX作为货币政策操作指南的实用性已经下降，而CPI-trim、CPI-median和CPI-common在一系列评估标准下表现更好。这些评估标准包括：

（i）密切跟踪总体CPI通胀的长期变动；（ii）比总体CPI通胀更稳定，并捕捉通胀的持续变动；（iii）与通胀的基本驱动因素相关；（iv）易于理解和向公众解释。

虽然加拿大央行认为CPI-trim、CPI-median和CPI-common在上述评估标准下表现良好（详见图1.1.6），特别是它们能更好地捕捉通胀的持续变动，并能够较好地与宏观经济驱动因素同步变动。但加拿大央行认为每个核心通胀指标都有一定的局限性，因此在衡量加拿大通胀情况时候，更好的方法是考虑一组指标的情况，而不是依赖单一指标去衡量。

图 1.1.6：加拿大央行对不同核心通胀指标的度量方法及评估总结

	CPIX	CPIXFET	CPIW	CPI-trim	CPI-median	CPI-common
Unbiased?	✓	✗	✓	✓	✓	✓
Persistent?	✗	✓	✗	✓	✓	⊕
Moves with output gap?	✗	✗	✗	✓	✓	⊕
Looks through sector-specific shocks?	✗	✗	✗	✓	✓	✓
Easily understood?	✓	✓	✓	✓	—	✗

⊕ = top performer

资料来源：Bank of Canada 南华研究

图 1.1.7：其他中央银行在核心通胀上的使用方法及评估总结

	Exclusion-based	Trimmed mean	Weighted median	Volatility-weighted	Factor model	Projection of core inflation? ^a
Reserve Bank of Australia	✓	⊕	✓			Semi-annual (range only)
Bank of England	✓					None
European Central Bank	⊕					Annual
Bank of Japan	⊕	✓				Annual (range only)
Reserve Bank of New Zealand		✓	✓		⊕	None
Norges Bank	⊕	✓	✓			Annual
Sveriges Riksbank	⊕	✓		✓		Annual
Swiss National Bank	✓	✓				None
US Federal Reserve System	⊕	✓	✓		✓	Annual (range only)

⊕ = focal measure

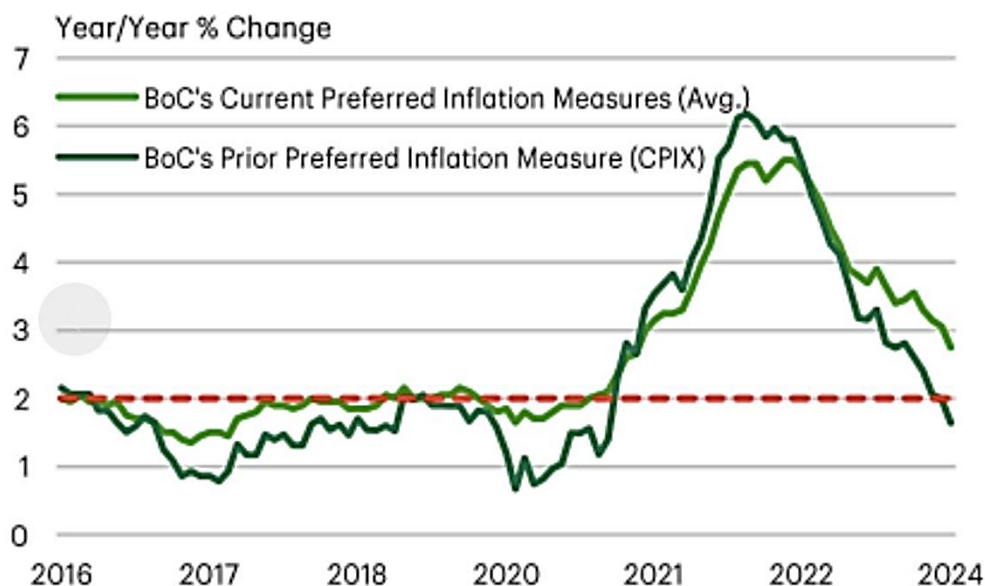
a. The Bank of England, Swiss National Bank and Reserve Bank of New Zealand offer projections of total inflation despite not projecting core inflation. Others largely follow the same practice for total inflation as they do for core inflation.

资料来源：Bank of Canada 南华研究

■ CPIX

从2001年到2016年，CPIX是加拿大央行对核心通胀的主要衡量指标。CPIX通过排除整体CPI中最不稳定的八个组成部分，并对剩余部分进行调整，以消除间接税变化的影响，编制而成。这八个组成部分包括水果、蔬菜、汽油、燃料油、天然气、抵押利率、城际交通和烟草制品。

图 1.1.8：加拿大 CPIX 指标历史走势



资料来源：Bank of Canada Statistics Canada 南华研究

■ CPI-trim

CPI-trim，是一种排除上、下极端值的核心通胀度量方法，即其排除了CPI组成部分在给定月份价格变动分布的尾部的变化率，这样的编制方式有助于过滤掉特定组成部分的极端价格波动。具体而言，CPI-trim在价格变动分布的底部和顶部各排除了加权月度价格变动的20%，因此它去除了整体CPI篮子的40%。这些被排除的组成部分可能会随着时间的推移而变化，取决于哪些在某个特定时间是极端的。例如：恶劣天气对某些食品组部分价格的影响。与传统的基于事先排除的方法（如CPIX）不同，CPI-trim每个月都会根据当月的价格变动分布进行计算。具体计算过程如下所示：

步骤1：对55个组成部分的价格指数进行历史序列调整，以消除间接税收变化的影响，并进行季节性调整。

步骤2：根据当前月份与上个月份的价格指数的百分比变化，计算出55个组成部分的所有月度通胀率的分布。然后，按照排名顺序对所有组成部分的权重和月度通胀率进行升序排名。首先，排除具有最低通胀率的组成部分，这些组成部分占整体CPI篮子的20%。然后，同样的过程也用于排除具有最高通胀率的组成部分，最多占篮子的20%。

步骤3：计算每月的CPI-trim， $CPI - trim_t^{m/m}$ ，该通胀率是在步骤2中未被排除的组成部分的月度通胀率的加权算术平均值，这些组成部分占整体CPI篮子的60%。需要注意的是，被排除的组成部分的权重始终为整体CPI篮子的40%，但被排除的组成部分在每个月可能不同。

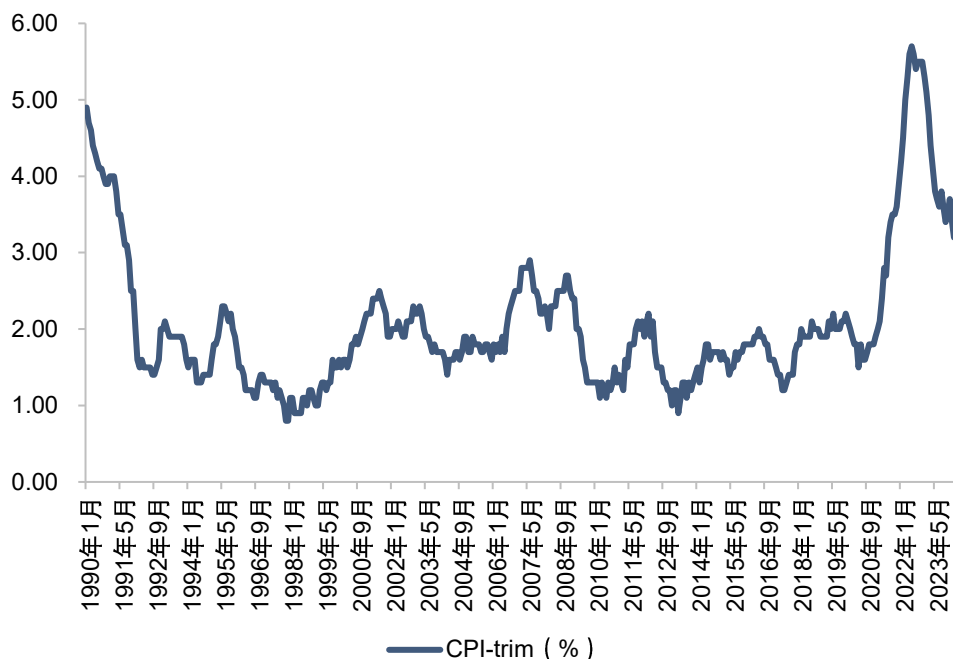
步骤4：使用截至当前月份的连续12个月CPI-trim， $CPI - trim_t^{y/y}$ ，来计算给定月

份的年度通胀率。计算公式如下所示：

$$CPI - trim_t^{y/y} = \left(\left(1 + \frac{CPI - trim_{t-11}^{m/m}}{100} \right) * \left(1 + \frac{CPI - trim_{t-10}^{m/m}}{100} \right) * \dots * \left(1 + \frac{CPI - trim_t^{m/m}}{100} \right) - 1 \right) * 100$$

即给定月份t的年度通胀率， $CPI - trim_t^{y/y}$ ，是在截至月份t的连续12个月期间内的累积CPI-trim计算得出。

图 1.1.9：1990 年以来加拿大 CPI-trim 走势图



数据来源：Bloomberg 南华研究

■ CPI-median

CPI-median是CPI组成部分的中位数通胀率，即是与给定月份价格变动分布的第50个百分位（根据CPI篮子权重）的价格变动相对应的核心通胀指标，这有助于过滤掉特定组成部分的极端价格波动。这种方法类似于CPI-trim，因为它在任何给定月份消除了价格变动分布底部和顶部的所有加权月度价格变动，但保留了该分布中点的组成部分的价格变动。计算过程如下所述：

步骤1：对55个组成部分的价格指数进行历史序列调整，以消除间接税收变化的影响，并进行季节性调整。

步骤2：根据当前月份与前一个月份的价格指数的百分比变化，计算出55个组成部分的所有月度通胀率的分布。然后，将这些月度通胀率按升序排列（即从最低到最高），并确定了55个组成部分的月度通胀率分布中位于第50个百分位（根据CPI篮子权重）的月度通胀率。这个值代表了基于加权中位数的月度通胀率CPI-median，

$CPI - median_t^{m/m}$ 。与加权中位数值相对应的组成部分在每个月可能不同。

步骤3：使用基于加权中位数的累积月度通胀率， $CPI - median_t^{y/y}$ ，计算给定月份的年度通胀率，该计算是基于截至当前月份的连续12个月期间的数据。计算公式如下所示：

$$CPI - median_t^{y/y} = \left(\left(1 + \frac{CPI - median_{t-11}^{m/m}}{100} \right) * \left(1 + \frac{CPI - median_{t-10}^{m/m}}{100} \right) * \dots * \left(1 + \frac{CPI - median_t^{m/m}}{100} \right) - 1 \right) * 100$$

换句话说，给定月份 t 的年度通胀率 $CPI - median_t^{y/y}$ 的值是基于加权中位数的连续12个月期间的累积月度通胀率 $CPI - median$ 计算得出。

图 1.1.10：1990 年以来加拿大 CPI-median 走势图



数据来源：Bloomberg 南华研究

■ CPI-common

CPI-common为一种跟踪CPI篮子中各类别共同价格变动的核心通胀度量方法，即一种跟踪CPI篮子中55个组成部分的共同价格变动的指标。在计算CPI-common时，是不经季节性调整的，而是基于因子模型计算得到。因子模型是一种多变量线性模型,用于解释经济变量之间的动态关系。对于55个组成部分中的每一个， $i = 1, 2, \dots, 55$ ，模型可以写成以下形式（在只有一个共同因子的情况下）：

$$\pi_{i,t} = A_i F_t + \varepsilon_{i,t} \quad i = 1, 2, \dots, 55; t = 1, 2, \dots, T$$

其中， T 表示可用的时间段总数， $\pi_{i,t}$ 表示 t 期间 t 组成部分 i 的通胀率，该通胀率与共同因子 F_t 通过因子载荷 A_i 相关联，而 $\varepsilon_{i,t}$ 是一个特殊误差项。在这个模型中，核心通胀的度量定义如下：

$$\pi_{i,t} = A_i F_t$$

A_i 代表因子载荷矩阵。

具体来看，CPI-common是使用完整的价格指数历史数据计算的，并按照以下步骤进行：

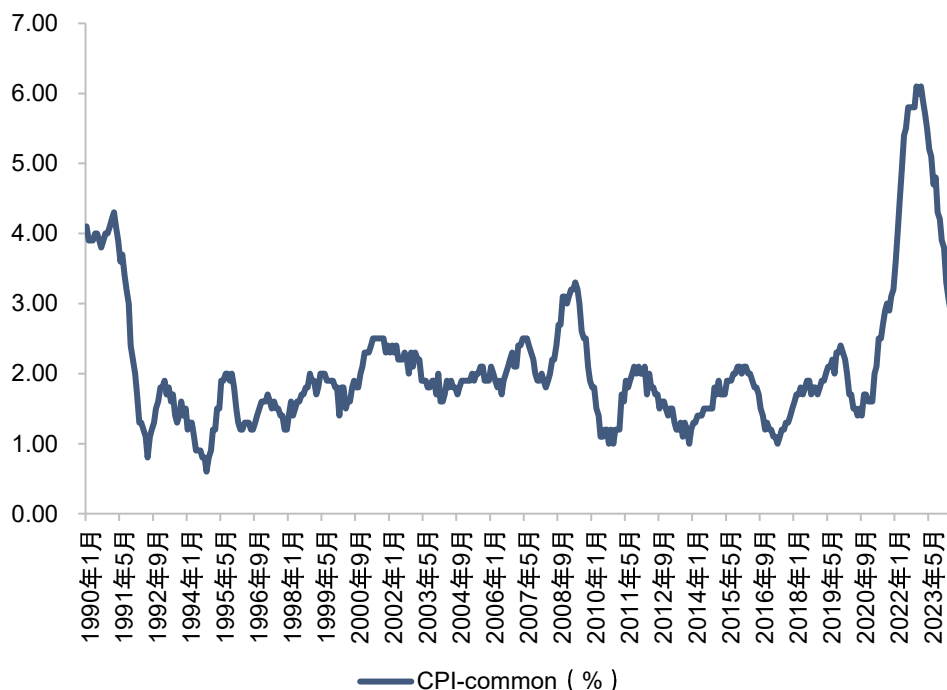
步骤1：计算55个组成部分和除去间接税收变化影响的整体CPI的年度通胀率。在给定期限，给定组成部分的年度通胀率定义为该月份的价格指数的同比百分比变化。

步骤2：对55个组成部分的年度通胀率历史序列进行标准化。即对于每个组成部分的年度通胀率历史序列，首先将其相对于平均值进行居中处理，即减去平均值。然后，将结果除以其标准差，以标准化数据。这样可以使得不同组成部分的通胀率序列具有可比性，并且可以更好地衡量它们相对于其自身的波动性。

步骤3：使用55个年度标准化通胀率历史序列的数据估计因子模型。为此，需使用主成分方法进行计算。但需要注意的是，在计算CPI-common时，只使用第一个主成分。

步骤4：将第一个主要组成部分按比例缩放到通货膨胀率上。

图 1.1.11：1990 年以来加拿大 CPI-common 历史走势图

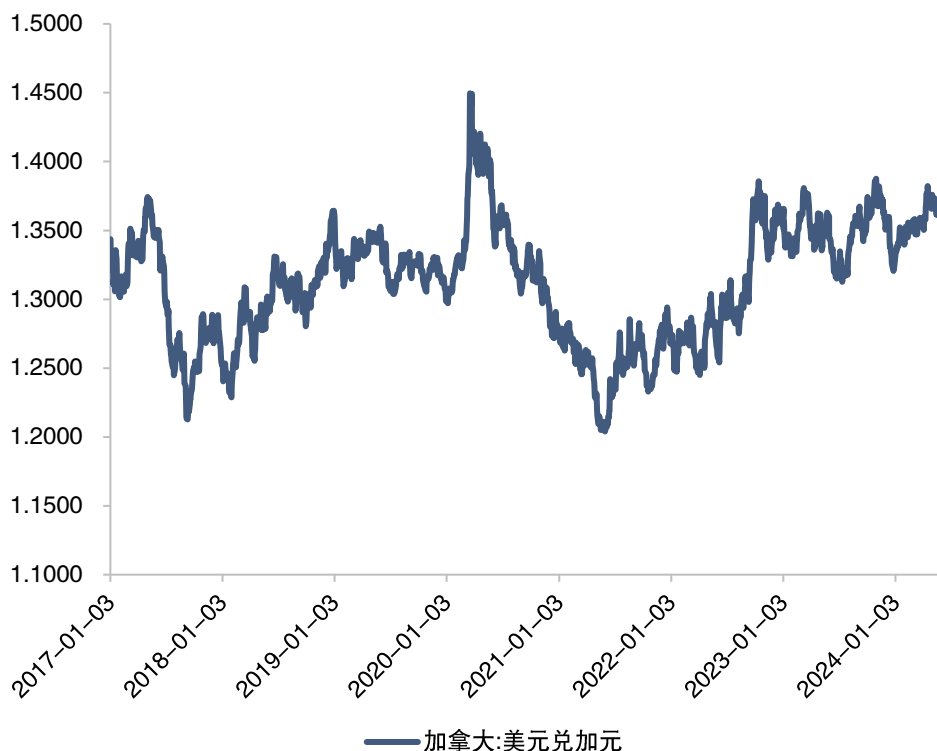


数据来源：Bloomberg 南华研究

2. 浮动汇率制度

加拿大实行浮动汇率制度，即加拿大元的汇率相对于其他货币是由市场供求关系决定的。通胀控制目标确保了价格稳定和通货膨胀的可预测性，而灵活汇率则提供了调整和适应经济变化的灵活性。这种框架使得加拿大央行能够在维持价格稳定的同时，灵活应对经济和金融市场的变化，以促进经济的稳定和可持续发展。

图 1.1.12: 美元兑加元即期汇率历史走势图



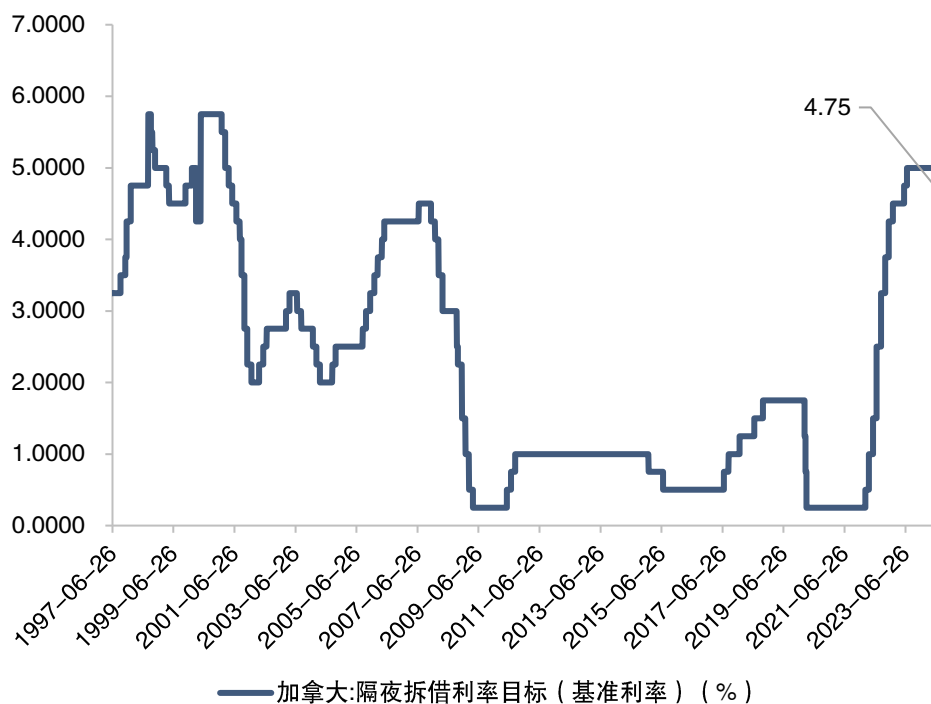
数据来源: iFinD 南华研究

1.2 加拿大央行打响 G7 国家降息第一枪

1.2.1. 加拿大央行选择加息的原因

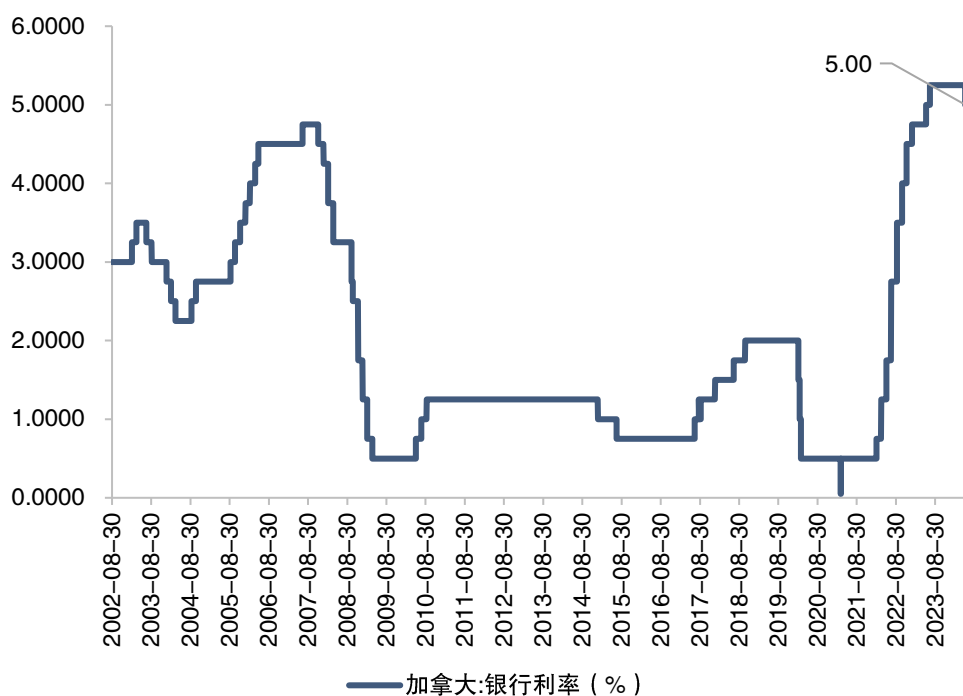
北京时间2024年6月5日21:45，加拿大央行公布5月利率决议，其将隔夜利率目标（基准利率）下调25个基点至4.75%，银行利率为5%，存款利率为4.75%。本次降息为该行四年来首次降息，也是G7国家中第一个降息的央行。

图 1.2.1：加拿大隔夜利率（基准利率）历史走势图



数据来源：iFinD 南华研究

图 1.2.2：加拿大银行利率历史走势图



数据来源：iFinD 南华研究

对于为何在此刻选择降息，加拿大央行的解释为，其认为在抗击通胀方面已经取得

了显著进展。具体来看，自今年4月的加拿大央行货币政策报告发布以来，加拿大通胀持续放缓，经济增长也有所恢复，这增强了央行对通胀将继续接近2%目标的信心。考虑到加拿大央行的货币政策的核心目标较为单一，即通胀目标制，我们在前文也有所介绍，因此在加拿大通胀回落趋势较为明显的背景下，加拿大央行在此时选择降息也非常能够理解。

1.2.2. 加拿大央行在年内是否会继续降息？

我们认为年内加拿大央行仍有一定降息空间，但空间不大。原因如下：

1) 从经济数据来看，加拿大整体通胀同比增速已经从年初的3.4%回落至2.7%，并且其关注的三个核心通胀指标的同比增速也回落至3%以下。加拿大的经济增长有所放缓，2024年一季度GDP增速为1.7%，失业率也有所抬升。

2) 加拿大央行行长麦克勒姆表示，有持续的证据表明核心通胀正在缓解。如果通胀继续放缓，加拿大央行有理由期待进一步降息。

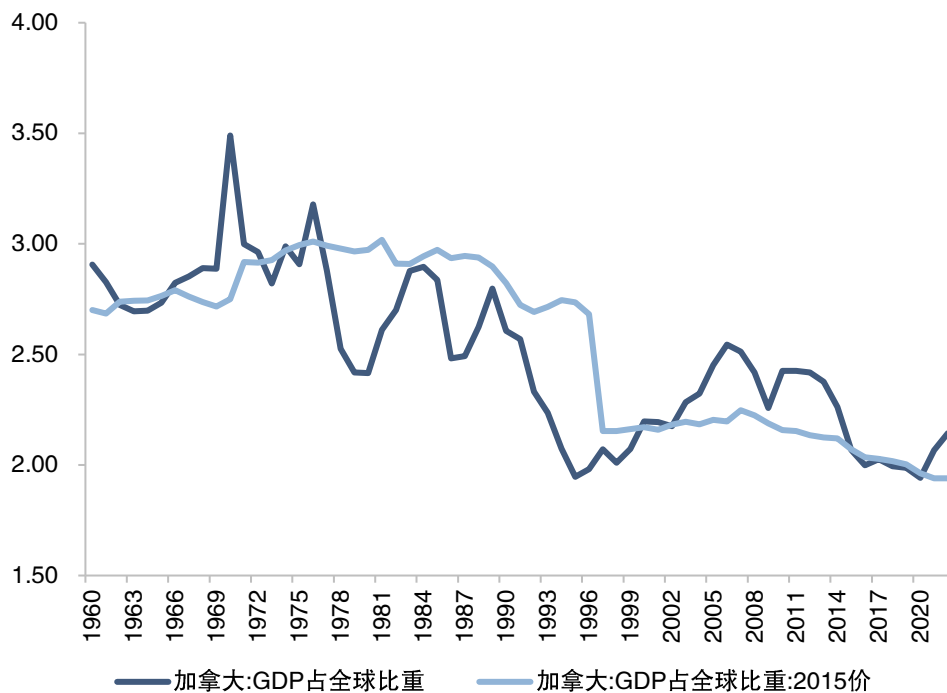
3) 此次降息可以被视为一种预防性降息。央行可能希望通过降低利率来应对可能出现的经济下行风险，以保持经济的稳定和可持续发展。

总的来说，尽管加拿大央行仍有一定降息空间，但考虑到通胀回落和经济增长放缓的情况，央行可能会谨慎行事。

1.2.3. 加拿大央行开启降息周期的影响

从加拿大的经济体量来看，无论是在全球排名（排名前20）还是在G7国家中的排名（排名第7），加拿大的经济规模相对较小。因此，若加拿大央行后续开启降息周期，对一些主流国家的影响可能相对较轻。在全球范围内，美联储、欧洲央行和英国央行的决策更为主导和具有更广泛的影响力。这些央行的货币政策决策通常会对全球金融市场和经济产生较大的影响。尽管如此，加拿大央行的决策仍然会对加拿大国内的经济和金融市场产生重要影响，并对加拿大经济的稳定和发展起到关键作用。

图 1.2.3: 加拿大 GDP 占全球比重 (%) 变化



数据来源: iFinD 南华研究

免责声明

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布的机构或人员，也并非意图发送、发布给因可得到、使用本报告的行为而使本公司违反或受制于当地法律或监管规则的机构或人员。

本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，本报告所载资料、意见及推测仅反映在本报告载明的日期的判断，期货市场存在潜在市场变化及交易风险，本报告观点可能随时根据该等变化及风险产生变化。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。在任何情况下，本报告中的信息和所表达的意见和建议以及所载的数据、工具及材料均不应作为您进行相关交易的依据。本公司不承担因根据本报告所进行期货买卖操作而导致的任何形式的损失。

本公司的销售人员或其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、涉及相应业务内容的子公司可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到本公司可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。

未经本公司允许，不得以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容或复印本予以任何其他人，或投入商业使用。经过本公司同意的转发应遵循原文本意并注明出处“南华期货股份有限公司”。未经授权的转载本公司不承担任何责任。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

公司总部地址：	浙江省杭州市上城区富春路 136 号横店大厦
邮编：	310008
全国统一客服热线：	400 8888 910
网址：	www.nanhua.net
股票简称：	南华期货
股票代码：	603093



南华期货 APP