供给收缩和需求弱化，波动开始加强

——日欧央行10月议息会议点评

投资咨询业务资格：
证监许可【2011】1289号
研究院 宏观组
研究员
徐闻宇
☎ 021-60827991
✉ xuwenyu@htfc.com
从业资格号：F0299877
投资咨询号：Z0011454

联系人
吴嘉颖
☎ 021-60827995
✉ wujiaying@htfc.com
从业资格号：F3064604

事件

日本央行29日召开货币政策会议，维持了通过长短期利率操作和购入ETF的大规模货币宽松。展望报告将日本2020年度实际GDP增长率预期从7月时预测的-4.7%下调至-5.5%。会议声明指出，日本央行认为经济“正在好转”，表述较9月的“正逐步好转”略有加强。日本央行行长黑田东彦新闻发布会上继续强调央行准备在必要时采取进一步行动。

10月29日，欧洲央行公布的利率决议显示，欧洲央行三大主要利率维持不变，维持PEPP规模保持不变，基本符合市场预期。欧洲央行行长拉加德表示，因新冠疫情与再度实施封锁可能导致经济二次衰退，“几乎无疑”会在12月就新的货币刺激方案达成共识。

点评

夏季改善的欧美央行面对的是冬季再次反弹的疫情。10月两大央行继续按兵不动，背后是夏季经济数据的持续改善（PMI持续改善、美国三季度GDP环比大增等）。但是真正影响的是疫情在冬季再次爆发，继续创新高的感染人数和再次封锁的欧洲经济，使得群体免疫政策下的经济活动仍将受到冲击。宏观政策从刺激消费转向了稳定生计，通过财政的转移支付功能维系微观实体的实际支付流。短期来看，未来仍需要关注气候变量带来的影响，一方面疫情是否会形成二次感染将转变当前市场“大号流感”的乐观预期，另一方面洋流的转变对于疫情环绕下的物流可能形成实际的供给收缩风险。

在通缩萦绕下欧洲央行已经接近宣布“宽松”的加码。横向对比来看，弱美元对于强欧元和强人民币的影响也都已经触发了欧央行和人民银行两大央行的政策转变，前者释放12月进行“所有工具选项”下的新货币刺激计划，而后者从外汇风险准备金率和逆周期调节因子等形式进入到影响货币价格的形成预期。而从持仓结构上看，美债和美元的空头在相对拥挤的环境中，随着预期转变的可能性逐渐增强，以及叠加冬季经济基本面弱于预期的事实（财政刺激未提前落地），资产定价的波动将出现继续上升的风险。

长期看宏观定价的重心转向财政而非货币。对于处在“零利率”下的美联储，以及处在“负利率”下的欧日央行，货币端带来的边际贡献已经大幅下降。无论冬季疫情还是11月大选形成的市场波动，相比较工具有限的央行，财政政策对于稳定市场的效果更大——当前的美联储货币政策框架已经回到了1930年凯恩斯时代，市场的关注点在于财政刺激对于需求的增量。而国内宏观政策转向跨周期，结束了宽松的货币政策对于信用需求的减量是欧美财政需求扩张过程中对市场的另一个风险变量。

相关研究：

人民币进入到升值顶部区间——人民币报价模型“逆周期因子”调整点评
2020-10-28
复苏继续，享受顶部的风光——中国9月金融数据点评
2020-10-15
央行释放对人民币升值的预期管理——人民银行下调外汇风险准备金率点评
2020-10-11
无增量信息，货币政策继续向财政妥协——美联储9月会议纪要点评
2020-10-08
货币政策“精准导向”，关注总需求的影响——人民银行第三季度例会点评
2020-09-29
债券市场对外开放进一步加强（三）——中国国债纳入富时罗素全球政府债券指数点评
2020-09-25

附：日央行维持政策利率在-0.1%不变 预计本财年经济更深度萎缩

来源：新浪财经[1]

日本央行将基准利率维持在-0.1%**不变**，符合预期；维持 10 年期国债收益率目标在 0%附近**不变**，符合预期；日本央行维持资产购买规模**不变**。

点评：2020 年已成定局，通过低基数能够进一步带动未来市场的乐观展望。

日本央行**同时下调** 2020 财年 GDP 预期和通胀预期。日本央行将 2020 财年 GDP 预期从此前的-4.7%调整至-5.5%。日本央行预计 2020 财年核心 CPI 为-0.6%，此前预期为-0.5%。日本央行 2021 财年 GDP 预期为 3.6%，此前预期为 3.3%。

图 1：　日本央行 GDP 展望

实际 GDP 展望	最新预测	此前预测
2020 财年	-5.50%	-4.70%
2021 财年	3.60%	3.30%
2022 财年	1.60%	1.50%

数据来源：BOJ 华泰期货研究院

图 2：　日本央行 CPI 展望

CPI 展望	最新预测	此前预测
2020 财年	-0.60%	-0.50%
2021 财年	0.40%	0.30%
2022 财年	0.70%	0.70%

数据来源：BOJ 华泰期货研究院

日本央行表示，本次会议投票以 8：1 的比例维持利率不变；一致决定维持资产购买规模不变。

点评：疫情是最大的基本面。货币政策处在相机抉择过程之中。

日本央行称，**前景可能根据疫情形势而发生改变。**

另据报道，日本央行周四维持政策不变，但下调了经济预期，因为海外新冠疫情加剧给复苏前景蒙上阴影，并激发市场新的紧张情绪。

据声明，日本央行宣布维持关键利率和资产购买规模不变。接受调查的 43 位经济学家中除 1 人外**均预测到了该结果**。

央行把对截至 3 月的本财年经济增长的预期，从萎缩 4.7%调整为萎缩 5.5%，可能反映人们对于大流行病发展轨迹的担忧再起。**央行维持政策不变的决定，可能反映日本经济从创纪录收缩中持续恢复的迹象。**并且日本央行表示，如有必要将采取进一步行动。

资产购买行动帮助市场保持了相对稳定，而约 1 万亿美元的贷款计划则保障陷入困境的公司能够获得信贷而不是走向破产。

[1] https://finance.sina.com.cn/7x24/2020-10-29/doc-iiznctkc8291420.shtml?cref=cj

疫情在美国和欧洲再次加剧，正增加日本出口导向型经济的风险。欧洲一些地区恢复部分封锁，以及大流行病更长时间内存在的前景，正帮助引发股市下跌和日元进一步上涨。

附：欧洲央行按兵不动 拉加德称近期经济前景“明显恶化”，如有必要将适当调整所有工具

来源：华尔街见闻[2]

点评：欧央行释放了更大宽松的预期空间，但是10月暂按兵不动。

10月29日，欧洲央行公布的利率决议显示，欧洲央行三大主要利率维持**不变**，维持紧急抗疫购债计划（PEPP）规模保持**不变**，基本符合市场预期。

欧洲央行主要再融资利率 0%，预期 0%，前值 0%。

欧洲央行存款便利利率 -0.5%，预期 -0.5%，前值 -0.5%。

欧洲央行边际贷款利率 0.25%，预期 0.25%，前值 0.25%。

维持紧急抗疫购债计划（PEPP）规模在1.35万亿欧元。维持资产购买规模不变，每月净购买额将为200亿欧元，且将在年底前额外进行规模1200亿欧元的**临时购买**。表述与此前一致。

点评：12月议息会议将对于未来的宽松方式进行政策上的表述。

欧洲央行行长拉加德表示，疫情给增长带来新的挑战，经济复苏失去动力的速度将会比预期的要更快，近期经济前景“明显恶化”，这对投资构成了压力，如有必要将适当调整所有工具，并且欧洲央行将在**12月的会议**上考虑**所有工具**。

拉加德称：“经济在第三季度强势反弹，但第四季度经济活动将显著反弹，在能源价格低迷的环境下，**到2021年初总体通胀率都将保持负值**，基于市场的通胀指标在低水平保持不变。”

拉加德同时表示：“有雄心和协调一致的财政立场至关重要，财政措施应该是有针对性的，临时性的，下一代的欧盟一揽子计划不应拖延，欧盟复苏基金投入使用很重要”

点评：相比较美联储维护“零利率”下限，欧央行释放的是更低水平利率的预期。

管委会预计欧洲央行主要利率将继续**维持在当前或更低水平**，直至通胀前景稳固地转向充分接近但低于2%的水平，当前没有改变通胀目标的打算。

这一情况基本符合此前预期，摩根士丹利分析师Jacob Nell表示：“我们认为10月会议是迈向经济宽松方案的一大里程碑，我们从中寻找12月经济刺激指导方针的明确性和坚定性。”

[2] https://wallstreetcn.com/articles/3608787

德意志银行的 Mark Wall 在 10 月下旬的一份报告中写道：“目前我们预计 12 月将出台综合宽松政策：推出更大规模的 PEPP，以应对疫情风险，并推出更多资产购买计划，以应对持续的低通胀问题。这将软化 2021 年年中扩大 PEPP 的“悬崖”，并为其增加一个“缓冲斜坡”，在疫情之后持久而脆弱的复苏期间为经济提供保障。”

点评：欧央行在 6 月份的会议上宣布了 1.35 万亿的 PEPP，并维持到现在——PEPP 净购买至少至 2021 年 6 月，PEPP 到期再投资至少至 2022 年底。

分析师 Francesco Canepa 表示：“一旦欧洲央行在 12 月 10 日的会议上公布了新的经济预测，它可能会**延长并扩大其 1.35 万亿欧元的紧急抗疫购债计划（PEPP）**，并改善银行的融资条件。预计欧元区还将继续向各国政府施压，要求其确保预算支持，并最终同意一项拖延已久的 7500 亿欧元复苏计划。”

此前欧洲央行已经同意，将于 2021 年中通过 PEPP 购买 1.35 万亿欧元债务。市场分析师表示，因此即便目前疫情重燃，欧洲央行眼下是否“出手”显得**不那么“紧急”**。

拉加德讲话后，货币市场将欧洲央行降息 10 个基点的预期提前至明年 6 月。

免责声明

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、结论及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，投资者并不能依靠本报告以取代行使独立判断。对投资者依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华泰期货研究院”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。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。

华泰期货有限公司版权所有并保留一切权利。

公司总部

地址：广东省广州市越秀区东风东路761号丽丰大厦20层

电话：400-6280-888

网址：www.htfc.com