浦銀國際
SPDB INTERNATIONAL

SPDBI 全球央行观察：全球整体边际放宽，欧元走强可能阶段性终结

- **全球央行：**整体来看，9 月全球央行边际进一步放宽。全球降息的央行数量较 8 月略有增加，央行资产负债表也继续扩大。虽然美联储暂时按兵不动，未有大的动作，但其余央行都有所变化，欧央行未来可能扩大宽松，中国央行第三季度例会上政策口径有所变化，边际收紧的斜率趋缓，英国央行在研讨实施负利率的可能性，澳、新央行则在研究进一步宽松的政策工具。

- **美联储：**9 月的 FOMC 点阵图显示即使到 2023 年，利率仍将维持低位，佐证了将维持长期宽松的预期。美联储官员呼吁加大财政刺激，在财政刺激方案落地后，预计美联储会加强前瞻指引，并对 QE 结构进行调整，间接实现“收益率曲线控制”。

- **中国人民银行：**央行连续 2 个月超额续作 MLF，9 月央行第三季度例会上政策口径也有所调整，删除了二季度会议上所提及的“坚持总量政策适度”，对于强调风险的口径也有所弱化，与此同时，进一步强调结构性宽松与对于实体融资的支持。对于四季度的流动性大可不必过度悲观，预计利率中枢在微幅抬升的同时，央行将继续加大对于实体融资的结构性宽松。

- **欧洲央行：**欧元对美元持续走强，与此同时 8、9 月欧元区 CPI 进入负值区间，欧元区的通缩风险加剧，引发了欧央行的担忧，考虑到欧元区汇率对于欧元区经济的重要影响以及通胀对于欧央行目标的重要性，我们预计在 12 月的议息会议上，欧央行有可能通过加码宽松及前瞻指引等方式，引导欧元走弱，或至少避免欧元进一步走强。

- **日本央行：**日本新任首相上任与日本央行行长会面，定调延续宽松路线不变。

2020 年 10 月刊

蔡瑞，CFA
策略分析师
carl_cai@spdbi.com
(852) 2808 6437

王彦臣，PhD
宏观分析师
yannson_wang@spdbi.com
(852) 2808 6440

林琰
研究部主管
sharon_lam@spdbi.com
(852) 2808 6438

2020 年 10 月 12 日

相关报告：

《SPDBI 全球央行观察（2020 年 9 月刊）：货币政策新框架为长期宽松埋下伏笔》（2020-09-01）

《美联储的鸽派货币政策新框架及资产影响》（2020-08-28）

《黄金投资手册：黄金并不黄金》（2020-08-13）

《SPDBI 全球央行观察：整体扩大宽松，欧元走强不具可持续性 | 2020 年 8 月刊》（2020-07-31）

《SPDBI 全球央行观察 2020 年 7 月刊》（2020-07-09）

《2H20 投资策略展望:不要站在央行的对立面》（2020-06-19）

本研究报告由浦银国际证券有限公司分析师编制，请仔细阅读本报告最后部分的分析师披露、商业关系披露及免责声明。

目录

全球总览：边际进一步放宽 3

总结 4

美联储：未有大变化，关注财政刺激 6

点评 6

动态追踪 7

中国人民银行：边际收紧的斜率趋缓 15

点评 15

动态追踪 16

欧洲央行：欧元走强下的通缩风险引发担忧，未来可能扩大宽松 20

点评 20

动态追踪 21

日本央行：宽松路线将得到延续 27

点评 27

动态追踪 28

其他央行：表明可扩大宽松立场 30

点评 30

动态追踪 31

SPDBI 全球央行观察：全球整体边际放宽，欧元走强可能阶段性终结

在 1986 年至 2006 年，格林斯潘担任美联储主席期间，每当股市下跌超过约 20%时，美联储就会降低利率水平。市场认为，美联储有意呵护资产价格，将其视为避免更大损失的“看跌期权”，称为“格林斯潘看跌期权”。如今全球各国央行依然对于资本市场都有意无意地精心保护，我们可将其视为“全球央行看跌期权”。全球央行的货币政策对于宏观经济、股票、债券、商品、外汇市场依然扮演着极其重要的角色，各国央行政策的重要性对于各资产类别的投资人，如何强调都不为过。因此我们非常有必要密切追踪全球央行的货币政策动向，自上而下地寻找 Alpha 以及 beta 的投资机会。本报告为月度报告，将定期为投资者呈现全球央行最新动态及分析。

全球总览：边际进一步放宽

2020 年 9 月：

- **少数新兴市场央行继续降息：**初步统计 9 月全球至少有 10 个（8 月 9 个）央行进行降息，降息的央行数量较 8 月略增，且降息的央行均为新兴市场国家。

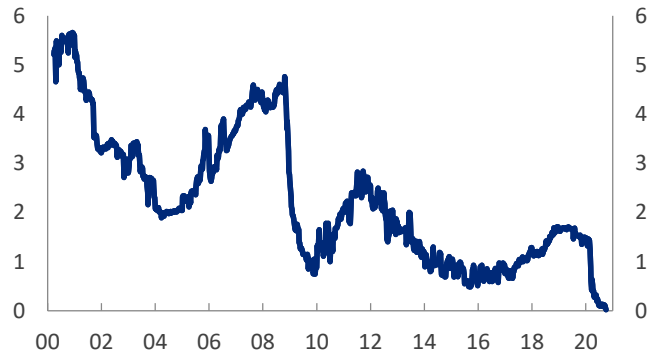
- **9 月全球资本市场继续修复：**发达市场国家（美日英法德等）国债收益率出现回落，在岸与离岸美元的流动性继续改善，海外央行美元互换需求下降约 650.7 亿美元。

- **9 月全球央行扩表继续：**最大的驱动力来自美联储，推出无限量 QE 后，资产负债表规模剧增，扩表速度远超金融危机时期。截至 9 月 28 日，美联储资产负债表总规模较 8 月略有上涨，达 7.05 万亿美元。

总结

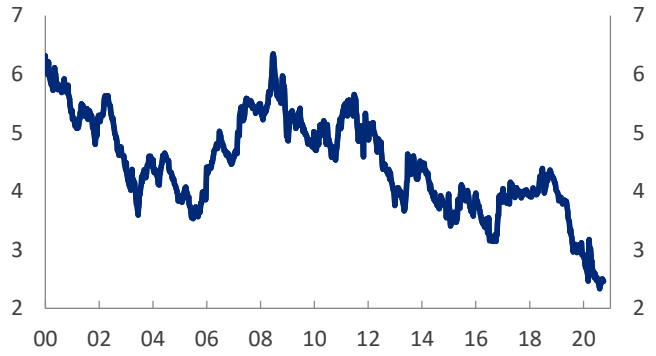
整体来看，全球央行边际进一步放宽。虽然美联储暂时按兵不动，未有大的动作，但其余央行都有所变化，由于欧元区通胀进入负值区间，加上欧元走强，欧央行未来可能扩大宽松，中国央行第三季度例会上政策口径有所变化，边际收紧的斜率趋缓，英国央行在研讨实施负利率的可能性，澳新央行则在研究进一步宽松的政策工具。

图表 1: 全球 3 月期利率中位数（%）



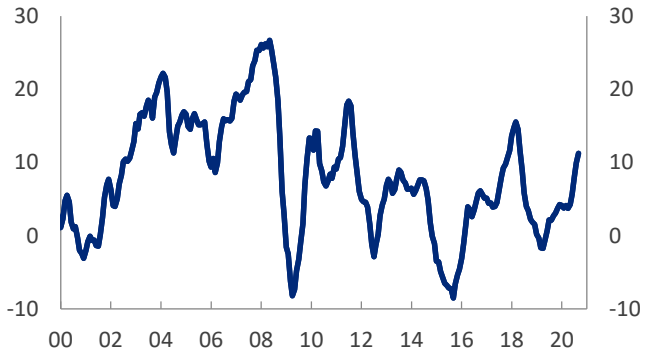
资料来源：Factset，浦银国际

图表 2: 全球 10 年期国债收益率中位数（%）



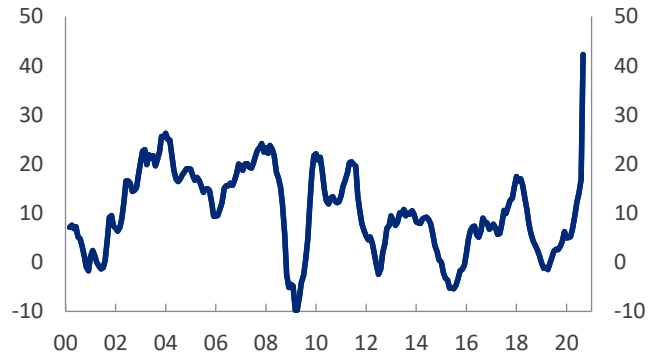
资料来源：Factset，浦银国际

图表 3: 全球各国 M2 增速中位数（%）



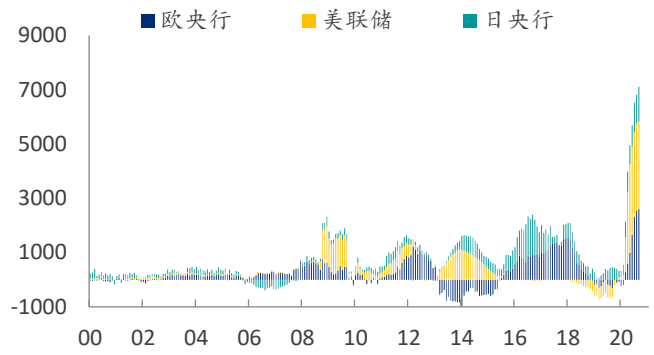
资料来源：Factset，浦银国际

图表 4: 全球各国 M1 增速中位数（%）



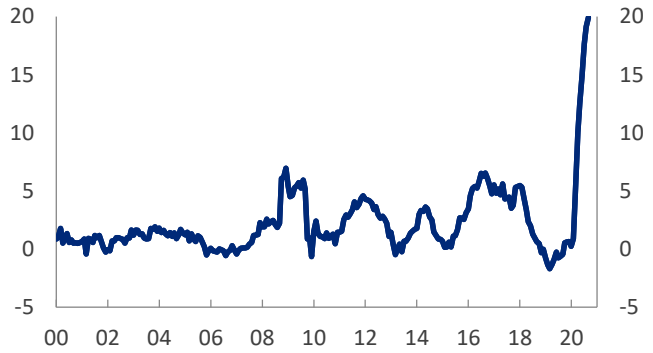
资料来源：Factset，浦银国际

图表 5: 全球央行资产年度增量（十亿美元）



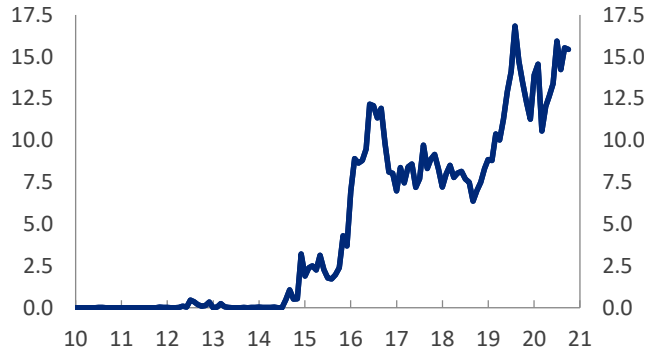
资料来源：Factset，浦银国际

图表 6: 美欧日央行资产年度增量占年化 GDP 的比例（%）



资料来源：Factset，浦银国际

图表 7: 全球负利率债券市值（万亿美元）



资料来源：Bloomberg，浦银国际

图表 8: 全球主权债收益率（%）



资料来源：Factset，浦银国际

美联储：未有大变化，关注财政刺激



- **点评**

9 月美联储召开了在 11 月美国大选前的最后一次 FOMC 议息会议，会议上并未有重大变化，9 月会议上的 FOMC 成员点阵图显示，美联储决策者认为，**2022 年底前联邦基金利率都不会有调整，即使 2023 年年底也仅微升至 0.1-0.4%，再次佐证了将维持长期宽松的预期。**

在货币政策未有大亮点的同时，美联储众多官员通过多种途径来呼吁加强货币、财政的协同作用。此次会议上，FOMC 强调了财政支撑对于支持复苏的关键作用，其对于未来的经济展望也基于将有进一步的财政刺激推出，绝大多数 FOMC 成员都呼吁需要扩大财政刺激的力度，在美国总统特朗普（Donald Trump）宣布结束财政刺激谈判几小时后，美联储主席鲍威尔（Jerome Powell）在全美商业经济协会（National Association for Business Economics）年度会议上演讲强调，经济增长的前景依然不明确，他还警告，复苏的时间很可能超过预期，过少的财政刺激支撑很可能将导致复苏乏力，为居民、企业部门造成不必要的困难。2020 年 10 月 9 日，特朗普已经批准了一项修正后相对更广泛的财政刺激方案，将救助规模由先前的 1.6 万亿美元提升至 1.8 万亿美元，白宫已经做出部分让步，但距离民主党 2.2 万亿的刺激方案仍然有差距，预计两党的角力仍将继续，预计财政刺激方案很可能会在 11 月大选后才会最终落地。

财政政策成为美联储的关注重点，其背后反映的是美联储在刺激的全面性、体量、持续性等方面已几乎做到了极致，**货币政策进一步重大调整的空间已然有限，进一步的刺激必然需要财政的协调。**

- **展望未来：**

美联储近期属于观望态势，因为其仍需要等待财政刺激方案的最终落地，预计在 11 月的 FOMC 会议上，随着美国大选尘埃落定，财政刺激方案将最终出炉。美联储在评估刺激方案的基础上，方能进一步微调货币政策，未来的政策调整预计更多集中于：

- **可能进一步强化前瞻指引**。美联储官员内部对此仍然有争议，如果财政刺激未达到预期强度，美联储很可能将就业与利率进一步挂钩，并进一步强化长期宽松的前瞻指引。
- **可能对 QE 结构进行调整**。虽然美联储未展开收益率曲线控制，但美联储可能对 QE 的结构进行调整：扩大长债的购买比率，压制长短利率，间接实现某种程度上的“收益率曲线控制”，扩大 MBS 的购买比率，进一步降低房贷利率，减缓居民的房贷压力。

● 动态追踪

克利夫兰联储主席（有投票权，偏鹰）认为经济复苏会是缓慢的。8月28日，梅斯特（Loretta Mester）接受采访时称，新冠确诊病例增加的同时，经济活动和就业都出现迟滞，这证明复苏将是缓慢的，经济需要来自货币和财政的更多支持。

美联储官员认为应从多方面看待通胀。8月28日，费城联储主席哈克尔（Patrick Harker，有投票权，偏鹰）称通胀率数字本身不那么重要，变化速度才是关键。克利夫兰联储主席梅斯特（Loretta Mester，有投票权，偏鹰）表示，判断通胀是否过度上升将取决于经济的其他方面（路透社）。

美联储副主席（有投票权，偏鸽）称将讨论下一步政策措施。8月31日，克拉里达（Richard Clarida）在演讲中称，随着新的政策框架出台，美联储将就接下来可能采取的措施展开讨论，这包括将利率决定与恢复充分就业直接挂钩的承诺，以及扩大每月资产购买规模。

美联储副主席（有投票权，偏鸽）对收益率曲线控制持开放态度。8月31日，克拉里达（Richard Clarida）在演讲中称，美联储不会采用负利率，但对于是否采用收益率曲线控制尚未确定。他解释说，收益率曲线控制的实施和沟通都很复杂，美联储目前还没有考虑这些。

明尼阿波利斯联储主席（有投票权，偏鸽）表示应维持当前政策。8月31日，卡什卡里（Neel Kashkari）接受采访时称，鉴于市场对低利率的预期，目前没必要改变前瞻指引。他表示，美联储不急于明确低利率维持多久，因为市场已清楚短时间内货币政策不会被收紧。

美联储理事（有投票权，中间派）称宏观和标准审慎工具对防范金融市场不稳定至关重要。9月1日，布雷纳德（Lael Brainard）在演讲中称，使用宏观和标准审慎工具抵御金融不稳定是至关重要的，这样才能使货币政策继续专注于实现充分就业和2%的平均通胀率。

纽约联储主席（有投票权，偏鸽）认为新的政策框架有助于实现就业和通胀的目标。9月2日，威廉姆斯（John Williams）接受采访时表示，新的政策框架通过采取2%的平均通胀率，将有效地提高美联储在低利率环境下实现其双重使命目标的能力。

旧金山联储主席（无投票权，中间派）认为进一步的前瞻指引是不必要的。9月2日，戴利（Mary Daly）接受采访时称，市场已清楚，在就业和通胀恢复到正常水平以前，利率将持续处于低位。她还敦促政府应加大财政刺激以提振经济。

纽约联储主席（有投票权，偏鸽）认为新政策框架下的平均通胀率是可取的。9 月 2 日，威廉姆斯（John Williams）接受采访时称，全球低利率使货币政策刺激经济变得更加困难，但美联储的新政策框架使其在实现就业和通胀目标方面处于更有利位置。他指出，新的政策框架清楚表明，通胀在短时间内高于 2%是可取的，美联储更关心就业不充分的问题。



美联储理事（有投票权，中间派）称“未来几个月”需要推出新举措以帮助经济克服疫情影响。9 月 2 日，布雷纳德（Lael Brainard）在演讲中称，美联储需要在“未来几个月”推出新举措，帮助经济克服新冠疫情的影响，并兑现关于更强劲就业和更高通胀的新承诺。

克利夫兰联储主席（有投票权，偏鹰）表示新的政策框架表明美联储并不担忧就业过热。9 月 3 日，梅斯特（Loretta Mester）接受采访时指出，新的政策框架明确表示，除非出现通胀压力或金融稳定风险的迹象，否则就业过热不会促使美联储采取行动。

波士顿联储主席（无投票权，偏鹰）称非农就业有所回升，但美国仍处于“严重的衰退”。9 月 4 日，罗森格伦（Eric Rosengren）接受采访时称，尽管 8 月非农就业岗位有所增加，但经济仍面临压力。他认为美联储短期内不会考虑加息。

美联储官员称，即便通胀持续升至 30 年以来高位，近零利率也是可接受的。9 月 4 日，芝加哥联储主席埃文斯（Charles Evans，无投票权，偏鸽）称，当疫情得到有效控制且失业率有所下降时，美联储可以通过承诺保持近零利率直到通胀升至 2.5%的方法，调整目前的宽松政策。亚特兰大联储主席博斯蒂克（Raphael Bostic，无投票权，中间派）也表示，不担心通胀达到 2.4%的水平，只要通胀的变化不偏离目标太远，就会放心地让经济自由运行。（路透社）

美联储前主席将通胀和预算赤字列为最关心的问题。9 月 10 日，格林斯潘（Alan Greenspan）接受采访时称，他对美国经济最大的担忧是通胀和预算赤字。

美联储发布新的前瞻指引。9 月 16 日，美联储召开 FOMC 会议称，将寻求长期内实现 2%的通胀目标，并将保持近零利率直到充分就业，并且通胀率上升到、且有望在一段时间内适度超过 2%。声明表示，量化宽松有望促进宽松的金融环境，而不仅是帮助市场平稳运行。

美联储主席（有投票权）称新的前瞻指引是“强有力的”。9 月 16 日，鲍威尔（Jerome Powell）在 FOMC 会后的新闻发布会上称，即使就业和通胀达到目标，美联储仍将保持宽松政策，直到通胀在一段时间内

适度超过 2%。他补充说，前瞻指引的变化是“有力的”和“持久的”。他还表示，美联储的政策工具尚未用尽，仍可进行各种调整。

美联储 9 月经济预测摘要显示，2023 年以前利率将保持不变。9 月 16 日，美联储发布经济预测摘要，点阵图显示多数委员认为利率将维持在 0-0.25%的区间直至 2023 年，一位委员预计 2022 年利率将上调至 0.5-0.75%的区间，四位委员预计 2023 年利率将上调。美联储对 2020 年 GDP、失业率、个人消费支出的预测显示经济将有所改善。

美联储主席（有投票权）认为实现充分就业的目标还有很长的过程。9 月 17 日，鲍威尔（Jerome Powell）接受采访时表示，劳动力市场已开始复苏，但距离充分就业还有很长的路要走，美联储需要做更多。

明尼阿波利斯联储主席（有投票权，偏鸽）认为美联储本应采取更有力的前瞻指引。9 月 18 日，卡什卡里（Neel Kashkari）接受采访时表示，应推迟加息，直到核心通胀率达到 2%并保持大约一年。

亚特兰大联储主席（无投票权，中间派）称只要通胀保持稳定，2.3%的通胀率也是没问题的。9 月 18 日，博斯蒂克（Raphael Bostic）接受采访时表示，在实施美联储新的政策框架上，他更关注通胀上升的速度，而不是环比水平。

美联储主席承诺使用一切手段帮助经济复苏。9 月 21 日，鲍威尔（Jerome Powell）接受采访时称，美联储将继续致力于使用一切手段帮助美国经济从新冠大流行的打击中恢复过来。

芝加哥联储主席（无投票权，偏鸽）认为没有财政援助，经济将出现“衰退势头”。9 月 22 日，埃文斯（Charles Evans）接受采访时表示，如果国会不能通过一揽子财政刺激计划，美国经济将面临更久、更慢的复苏和“衰退势头”（Recessionary Dynamics）的风险。

达拉斯联储主席（有投票权，中间派）认为美联储新的前瞻指引会引起市场过度反应。9 月 22 日，卡普兰（Robert Kaplan）接受采访时表示，他“完全”支持维持近零利率直至 2023 年，但他担心前瞻指引中对于长时间维持低利率的承诺会导致金融市场过度反应。

美联储官员表示在通胀达到并保持在 2%的水平之前不会加息。9 月 23 日，美联储副主席克拉里达（Richard Clarida，有投票权，偏鸽）和芝加哥联储主席埃文斯（Charles Evans，无投票权，偏鸽）均表示，除非劳动力市场从新冠疫情引起的经济衰退中复苏且通胀达到美联储的目标，否则不会上调利率（路透社）。

里士满联储主席（无投票权，偏鹰）称劳动力市场的改善将放缓。9 月 23 日，巴尔金（Thomas Barkin）接受采访时表示，尽管美国经济可能免于第二次大范围停摆，但在疫苗或其他有效治疗方法出现之前，劳动力市场和经济的其他方面不会完全恢复。

克利夫兰联储主席（有投票权，偏鹰）称需要更多的刺激措施来支持脆弱的经济复苏。9 月 23 日，梅斯特（Loretta Mester）接受采访时表示，经济复苏比预期更为强劲，但复苏的基础并不广泛且不可持续。她认为，货币政策在未来几年需保持宽松，且需要更多的财政刺激来支持经济。

波士顿联储主席（无投票权，偏鹰）对经济预期持悲观态度。9 月 23 日，罗森格伦（Eric Rosengren）在演讲中称，考虑到经济复苏所急需的财政支持无法落地，他对经济复苏持悲观态度。他还警告说，如果房地产违约率上升，银行业可能会面临信贷紧缩。

美联储理事（有投票权，中间派）对经济前景持乐观态度。9 月 23 日，夸尔斯（Randal Quarles）在演讲中称，经济反弹比预期要强劲，但全面复苏还需较长时间。他认为，经济在消费支出的推动下复苏，但下行风险仍存在。

美联储主席称暂时不会修改“主街贷款计划”。9 月 23 日，鲍威尔（Jerome Powell）接受采访时称，虽然企业对“主街贷款计划”的利用较“温和”，但该计划所提供的信贷覆盖范围已经很广泛，美联储暂时不会扩大该计划的适用范围。

美联储主席称，如果没有额外的财政援助，抵押贷款违约可能会增加。9 月 24 日，鲍威尔（Jerome Powell）接受采访时警告称，如果国会不能通过第二轮财政援助，可能会引发一场抵押贷款违约潮。

圣路易斯联储主席（无投票权，偏鸽）对经济复苏前景感到谨慎乐观。9 月 24 日，布拉德（James Bullard）发表了一个谨慎乐观的评估，即 2020 年底会出现某种形式的经济复苏。此前，他接受采访时表示，国会已经提供了足够的财政支持，并不急于推出新的财政刺激计划。

美联储主席（有投票权）呼吁提供更多的财政支持。9 月 24 日，鲍威尔（Jerome Powell）强调，新的财政刺激有助于支持经济复苏，特别是扩大、延长“薪水保护计划”（Paycheck Protection Program）。此外，他认为对小企业和失业者的援助应放在优先位置（彭博社）。

里士满联储主席（无投票权，偏鹰）称通胀升级的风险较低。9 月 25 日，巴尔金（Thomas Barkin）接受采访时称，新的政策框架可能有助

于适度提高通胀预期。但他也表示，如果出现金融稳定风险或通胀上升过快，美联储有升息的自由。

达拉斯联储主席（有投票权，中间派）谈及近零利率的风险并认为本应推迟前瞻指引。9 月 29 日，卡普兰（Robert Kaplan）在演讲时称，近零利率对储蓄产生不利影响并鼓励过度的风险，这会造成金融市场扭曲。他也对新前瞻指引所带来的好处表示怀疑，他倾向推迟前瞻指引这一政策工具，因为利率已经处于历史地位。

费城联储主席（有投票权，偏鹰）称经济复苏将是困难重重的。9 月 29 日，哈克尔（Patrick Harker，有投票权，偏鹰）接受采访时称，由于新冠确诊人数起伏不定，经济复苏将是困难重重的，需要更多的财政刺激措施来鼓励企业和个人消费。

纽约联储主席(有投票权,偏鸽)预计美国经济将在三年内完全复苏。9 月 30 日，威廉姆斯（John Williams）接受采访时表示，美联储需要暂时将通胀目标定在 2%以上，以弥补通胀低于预期的阶段。他还表示，美国从新冠疫情的复苏势头比预期更为强劲。

里士满联储主席（无投票权，偏鹰）称美国面临的最大经济挑战是失业率。9 月 30 日，巴尔金（Thomas Barkin）接受采访时称，目前真正的挑战是让最后 5%的美国人重返工作岗位，但他不认为经济刺激计划对此有效(SPDBI 注:美国当前失业率比去年历史低点高出 5%)。

美联储宣布延长银行派息和股票回购的禁令。9 月 30 日，美联储发布声明宣布，延长银行派息和股票回购的禁令至 2020 年底，以确保大型银行保持较高的资本弹性。美联储理事布雷纳德(Lael Brainard，有投票权，中间派）表示反对，因为这可能会导致银行业收紧信贷。

克利夫兰联储主席（有投票权，偏鹰）称下一阶段的复苏将是最艰难的。10 月 3 日，梅斯特（Loretta Mester）接受采访时表示，劳动力市场复苏缓慢，失业率可能需要两到三年的时间才能恢复到疫情前的水平，美联储距离实现通胀和充分就业的目标还很远。

图表 9: 2020 年 9 月美联储官员重要观点一览表

人名	职务	FOMC 投票权	货币政策倾向	经济前景	政策工具	财政支持	通胀
鲍威尔 Jerome Powell	美联储主席	有		实现充分就业还有很长过程。	前瞻指引是“强有力的”。	呼吁财政支持。	
卡什卡里 Neel Kashkari	明尼阿波利斯联储主席	有	偏鸽		没必要改变前瞻指引。不急于明确低利率维持多久。		加息直到核心通胀率达到 2%并保持 1 年才加息。
布拉德 James Bullard	圣路易斯联储主席	无	偏鸽	对复苏前景感到谨慎乐观。		财政支持已足够，不急于推出新的财政刺激。	
埃文斯 Charles Evans	芝加哥联储主席	无	偏鸽		可通过承诺保持近零利率直到通胀升至 2.5%。	呼吁财政支持。	在通胀达到并保持在 2%的水平之前不会加息。
威廉姆斯 John Williams	纽约联储主席	有	偏鸽	预计 3 年内完全复苏。	新的政策框架有助于实现就业和通胀的目标。		将通胀目标暂时定在 2%以上，以抵消前期弱于目标的阶段。
克拉里达 Richard Clarida	美联储副主席	有	偏鸽		将利率与就业挂钩，扩大 QE。不采用负利率，对收益率曲线控制持开放态度。		通胀达到并保持在 2%的水平之前不会加息。
戴利 Mary Daly	旧金山联储主席	无	中间派		进一步的前瞻指引不必要。	加大财政刺激。	
布雷纳德 Lael Brainard	美联储理事	有	中间派		需推出新举措以帮助经济克服疫情影响。		
卡普兰 Robert Kaplan	达拉斯联储主席	有	中间派		新的前瞻指引会引起市场过度反应。近零利率对储蓄不利，会造成市场扭曲。		
夸尔斯 Randal Quarles	美联储理事	有	中间派	经济反弹比预期强劲，全面复苏还需较长时间。			
博斯蒂克 Raphael Bostic	亚特兰大联储主席	无	中间派				只要通胀保持稳定，2.3%通胀率也没问题。
巴尔金 Thomas Barkin	里士满联储主席	无	偏鹰	就业改善将放缓。			如有金融稳定风险或通胀上升过快，会升息。
梅斯特 Loretta Mester	克利夫兰联储主席	有	偏鹰	复苏比预期强劲，但复苏的广度、持续性有限。		需更多的刺激措施。	判断通胀是否过度上升将取决于其他经济因素。
哈克尔 Patrick Harker	费城联储主席	有	偏鹰			需更多财政刺激。	通胀水平不重要，变化速度是关键。
罗森格伦 Eric Rosengren	波士顿联储主席	无	偏鹰	就业有所回升，但仍处于“严重衰退”。对经济预期悲观。	短期内不考虑加息。		

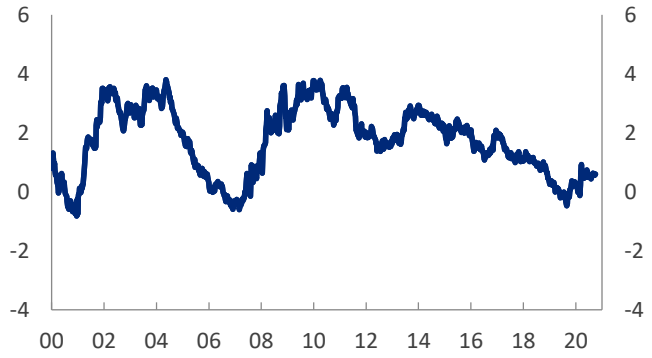
资料来源：浦银国际

图表 10: 美国国债收益率（%）



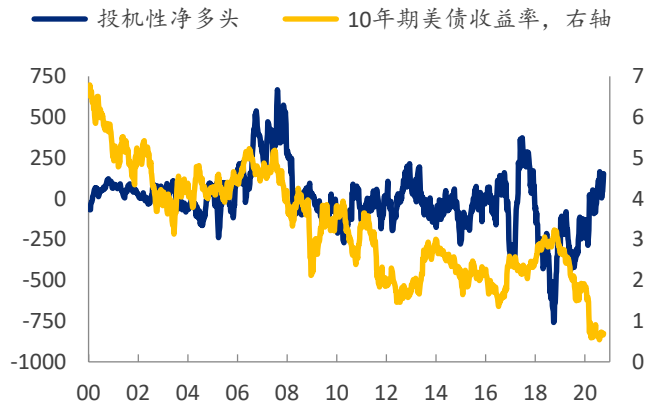
资料来源：Factset，浦银国际

图表 11: 美国国债收益率曲线（10 年-3 月期）



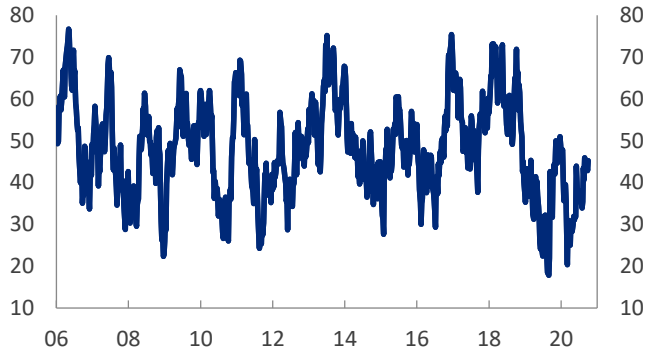
资料来源：Factset，浦银国际

图表 12: 10 年期美债投机性净多头



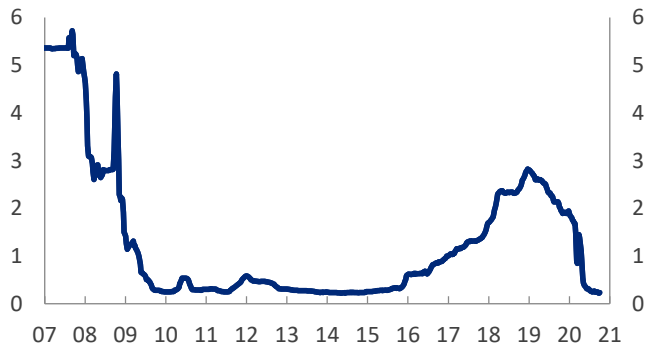
资料来源：Factset，浦银国际

图表 13: 10 年期美债收益率 14 天 RSI



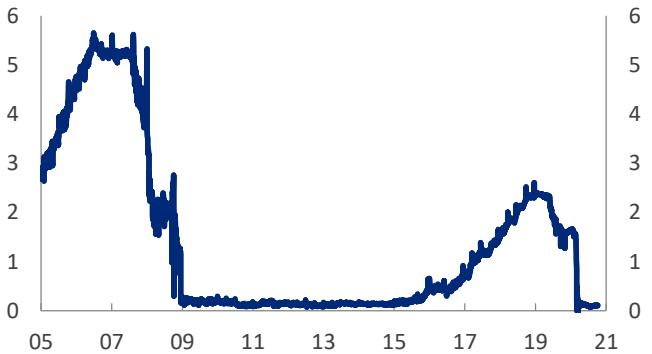
资料来源：Factset，浦银国际

图表 14: 美元 3 月期 LIBOR（%）



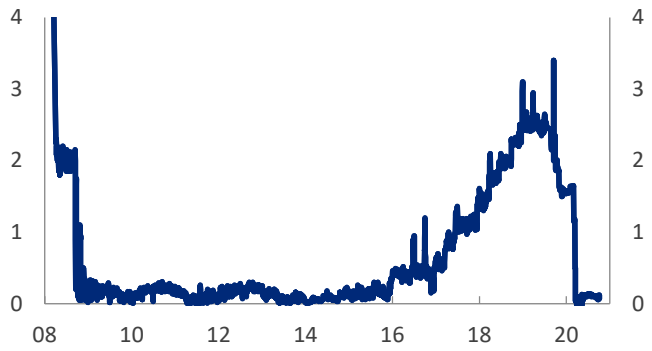
资料来源：Factset，浦银国际

图表 15: 3 月期美债隐含收益率（%）



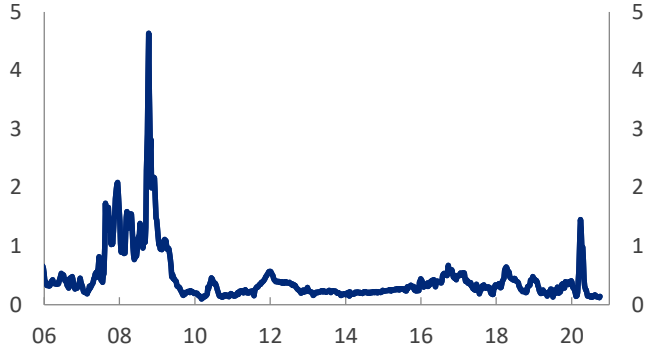
资料来源：Bloomberg，浦银国际

图表 16: 美国隔夜回购利率（%）



资料来源：Factset，浦银国际

图表 17: 泰德利差（%）



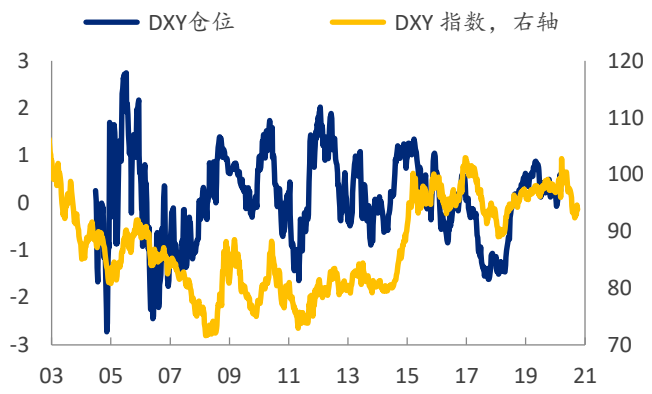
资料来源：Factset，浦银国际

图表 18: 美国公司债收益率（%）



资料来源：Factset，浦银国际

图表 19: 美元指数 DXY 投机性仓位



资料来源：Factset，浦银国际

中国人民银行：边际收紧的斜率趋缓

中国人民银行 THE PEOPLE'S BANK OF CHINA

点评

虽然利率中枢继续抬升，但斜率明显已经平缓，中国央行连续 2 个月超额续作 MLF 就是明显的信号。9 月中国央行货币政策委员会召开第三季度例会，会议也传递了重要信号：

- **政策口径上有所放宽**，删除了二季度会议上提及的“坚持总量政策适度”，预示着边际收紧已经有所趋缓。
- **进一步强调了结构性宽松**，相比于二季度例会，其新增了“精准导向”。
- **进一步强调了对于实体融资的支持**，新增“综合施策推动综合融资成本明显下降”以及“确保新增融资重点流向制造业、中小微企业”，进一步佐证结构性宽松的同时，隐含暗示流动性需要注入实体经济而非地产或金融市场。
- **对于强调风险的口径有所弱化**，三季度会议提及“风险”5 次，相比二季度的 7 次，略有下降，二季度的“把握保增长与防风险的有效平衡”修改为“实现稳增长和防风险长期均衡”，口径上有所弱化。

人民币的连续升值已经引起了监管层的注意，中国央行决定自 2020 年 10 月 12 日起，将远期售汇业务的外汇风险准备金率从 20%下调为 0，中国央行的逆周期调节意图非常明显。考虑到海外央行仍然在进行非常规的货币宽松，欧央行等央行还有可能进一步扩大宽松，为避免汇率走强带来的货币紧缩影响复苏进程，中国央行预计在严控信贷流向，加大实体融资支持力度的同时，难以进一步边际收紧。

- **展望未来：**

随着复工进程的不断推进，经济的持续反弹将继续带动利率中枢上移，但中国央行的政策立场已有所变化，边际收紧的斜率已经明显趋缓，对于四季度的流动性大可不必过度悲观，虽不太会大幅加大宽松，但更不会明显收紧，预计利率中枢在微幅抬升的同时，中国央行将继续加大对于实体融资的结构性宽松。

● 动态追踪

中国央行发布《参与国际基准利率改革和健全中国基准利率体系》白皮书。8 月 31 日，中国央行在新发布的白皮书中提出，以培育债券回购利率（DR）为重点，健全基准利率和市场化利率体系的思路和方案，并将DR打造为货币政策调控和金融市场定价的关键性参考指标。

国务院常务会议强调保持稳健的货币政策。9 月 2 日，国务院召开常务会议，重申坚持稳健的货币政策灵活适度，以促进经济和金融平稳运行。会议强调，保持政策力度和可持续性，引导资金流向实体经济。

金融业准入负面清单已清零。9 月 6 日，中国央行副行长陈雨露在演讲中称，2020 年 6 月发布的《外商投资准入特别管理措施（负面清单）》中，金融业准入负面清单已正式清零，更多外资和外资机构正有序进入我国金融市场。

中国央行副行长：完善与建设现代中央银行制度相适应的货币政策框架和基础货币投放机制。9 月 6 日，陈雨露在演讲中称，“要加强宏观政策协调，完善与建设现代中央银行制度相适应的货币政策框架和基础货币投放机制，探索构建矩阵式管理的宏观审慎政策框架，逐步扩大宏观审慎政策的覆盖范围”。

中国央行行长：尽可能长时间实施正常货币政策。9 月 10 日，易纲撰文表示，要科学把握货币政策力度，“把好货币总闸门”，保持物价稳定、促进经济增长。他还表示，正常的货币政策、正的利率、向上倾斜的收益率曲线有利于经济社会的可持续发展。

中国央行副行长分析数字人民币 M0 定位的政策含义。9 月 14 日，范一飞撰文表示，数字人民币主要定位于流通中的现金（M0），应坚持央行中心化管理，并由商业银行承担向公众兑换的职能。在费用体系上，他认为数字人民币属于央行提供的公共产品，不计付利息。

中国央行将继续深化 LPR 改革，推动实现利率“两轨合一轨”。9 月 15 日，中国央行发布《有序推进贷款市场报价利率改革》称，具有市场化特征的贷款市场报价利率（LPR）已成为银行贷款利率的定价基准，能有效解决利率市场化改革面临的双轨问题，完善货币政策调控和传导机制，健全基准利率和市场化利率体系。

中国央行等部委就优化跨境人民币政策公开征求意见。9 月 18 日，中国央行等部委联合发布《关于进一步优化跨境人民币政策支持稳外贸稳外资的通知（征求意见稿）》，推动跨境人民币业务服务实体经济、促进贸易投资便利化的作用，放宽部分资本项目人民币收入使用限制，在全国范围内开展更高水平贸易投资便利化试点。

中国央行货币政策委员会委员称经济复苏任务在2021年一季度将基本完成。9月19日，马骏接受采访时表示，预计2020年四季度GDP同比增速将恢复到6%左右，城镇调查失业率将回落到5.5%左右，宏观政策将于2021年初回归常态。

中国央行推动债券市场开放，提高投资交易便利。9月23日，中国央行和外管局发布《境外机构投资者投资中国债券市场资金管理规定（征求意见稿）》，拟放宽境外机构投资者资金管理限制。

中国央行货币政策委员会第三季度例会。9月28日，货币政策委员会召开第三季度例会，肯定了疫情期间稳健的货币政策展现了前瞻性、精准性和时效性，并重申“稳健的货币政策要更加灵活适度、精准导向，综合运用并创新多种货币政策工具，保持流动性合理充裕”。

扩大金融高水平双向开放。9月28日，中国央行货币政策委员会第三季度例会表示，“努力做到金融对民营企业的支持与民营企业对经济社会发展的贡献相适应，进一步扩大金融高水平双向开放，提高开放条件下经济金融管理能力和防控风险能力”。

中国央行就全球系统重要性银行外部总损失吸收能力发布征求意见稿。9月30日，中国央行和银保监会发布《全球系统重要性银行总损失吸收能力管理办法（征求意见稿）》，明确全球系统重要性银行外部总损失吸收能力比率应满足：风险加权比率自2025年起不得低于16%，自2028年起不得低于18%；杠杆比率自2025年起不得低于6%，自2028年起不得低于6.75%。

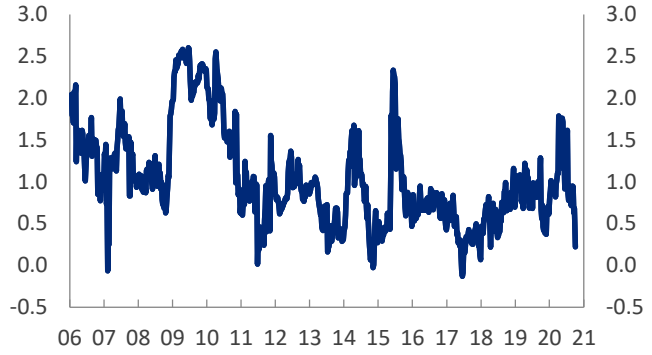
中国央行宣布将外汇风险准备金率调降为0。10月10日，中国央行发布公告称，将远期售汇业务的外汇风险准备金率从20%下调为0，以保证跨境资本有序流动、外汇市场稳定运行、市场供求平衡。公告还表示，将继续保持汇率弹性，稳定市场预期，保持汇率在合理均衡水平上的基本稳定。

图表 20：中国国债收益率（%）



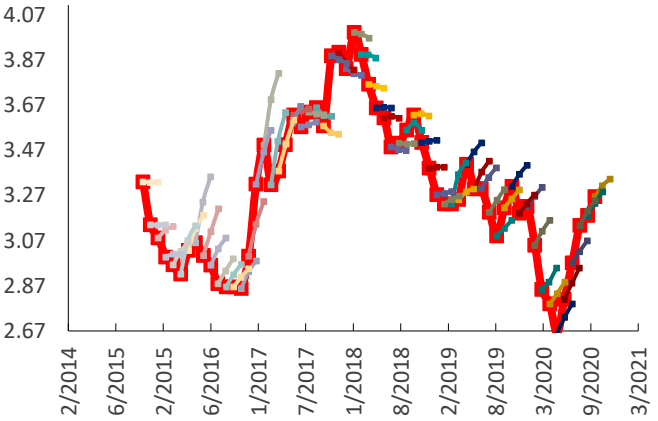
资料来源：Factset，浦银国际

图表 21：中国国债收益率曲线（10 年-3 月期）



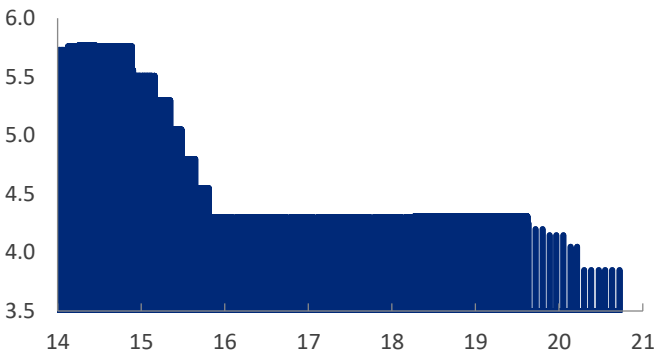
资料来源：Factset，浦银国际

图表 22：中国 10 年期国债远期（%）



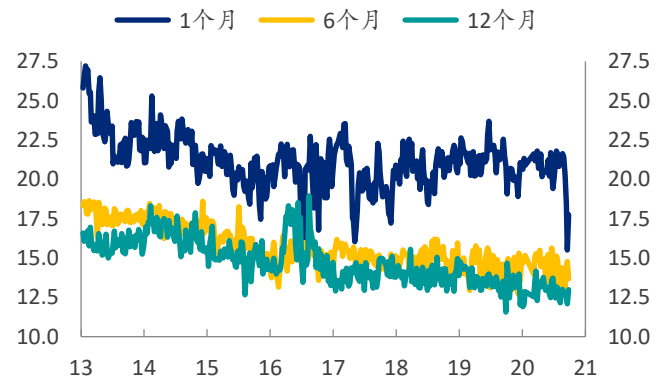
资料来源：Bloomberg，浦银国际

图表 23： 1 年期 LPR 利率（%）



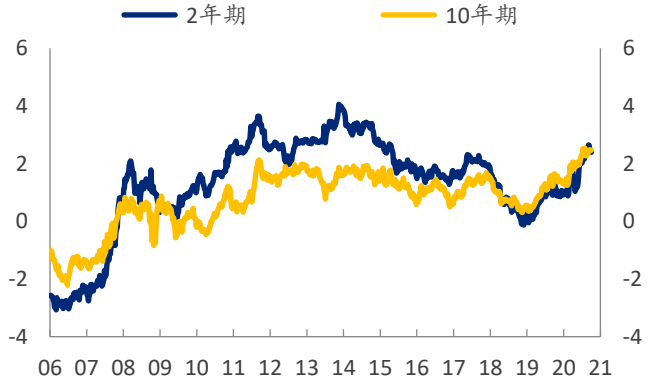
资料来源：Wind，浦银国际

图表 24：温州民间融资综合利率（%）



资料来源：Wind，浦银国际

图表 25：中美国债利差



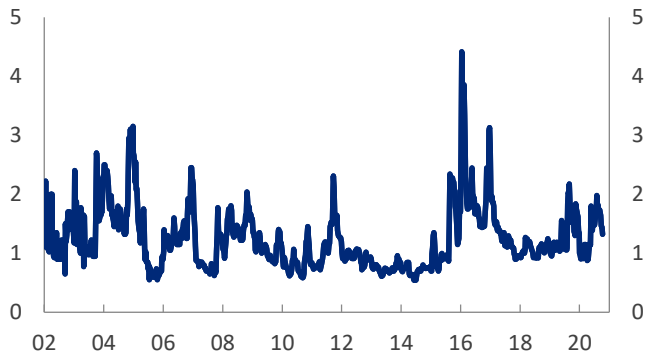
资料来源：Factset，浦银国际

图表 26： 1 年期人民币隐含波动率（%）



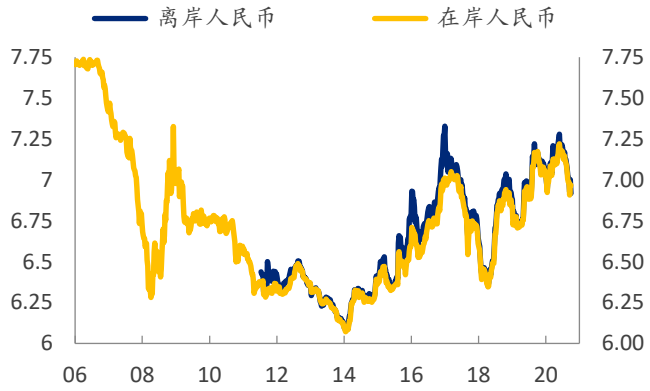
资料来源：Bloomberg，浦银国际

图表 27： 1 年期港币隐含波动率（%）



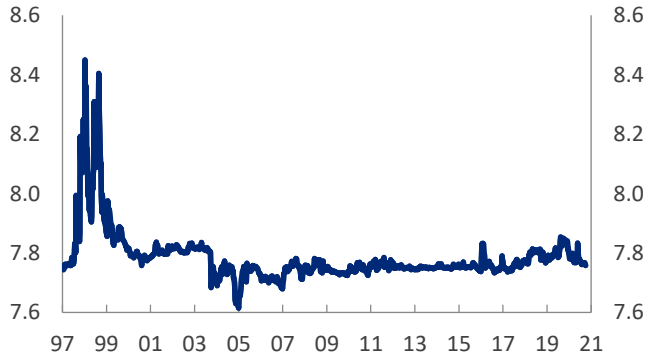
资料来源：Bloomberg，浦银国际

图表 28: 人民币一年期远期汇率



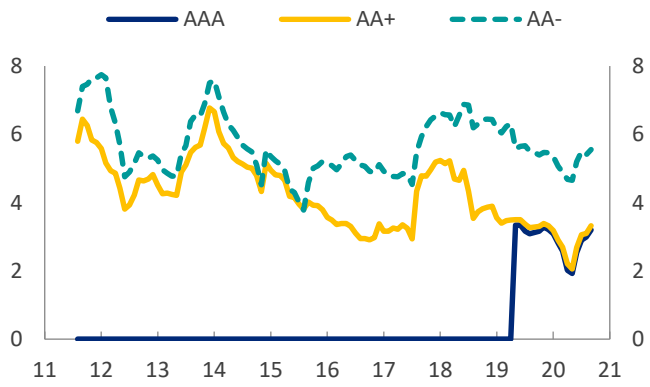
资料来源：Factset，浦银国际

图表 29: 港币一年期远期汇率



资料来源：Factset，浦银国际

图表 30: 中国 1 年期公司债收益率（%）



资料来源：Wind，浦银国际

图表 31: 中资美元债收益率（%）



资料来源：Factset，浦银国际

欧洲央行：欧元走强下的通缩风险引发担忧，未来可能扩大宽松

EUROPEAN CENTRAL BANK
EUROSYSTEM

- **点评**

美联储提出的货币政策新框架中所采用的平均通胀率，引发了欧央行的关注，目前欧央行也在对其货币政策框架进行审查，预计未来很有可能向美联储跟进，采用平均通胀目标法。

而 8、9 月欧元区的 CPI 连续掉入负值区间，这是欧元区自 2016 年以来再度陷入通缩风险中，9 月的会议纪要显示，欧央行众多官员都对欧元汇率走强加剧通缩风险表示了担忧，通常汇率并非其货币决策的影响变量，但实质上相比美联储，欧央行明显更为关注汇率问题，因为：

- 从欧元区的经济结构来看，外需的比重远高于美国，因此欧元汇率的变化对于其经济的影响较美国更大。
- 欧元区的经常账户持续盈余，而美国则是经常账户赤字，欧元区有赖于欧元走弱以刺激其经济。

因而欧元近期的走强引起了欧央行的关注，但其关心的逻辑仍是：**欧元走强→压制欧元通胀的传递逻辑**。欧元的走强不仅冲击了欧元区的外需，也同时冲击了欧元区的通胀，加剧了通缩压力。而通胀率对于欧央行极其重要，因为：不同于美联储“完全就业”和“物价稳定”的双重目标，**欧央行唯一的目标即维持“中期通胀稳定”**。

- **展望未来：**

考虑到在疫情冲击下，本已经疲弱的通胀预期，在欧元走强的情况下，通缩压力进一步加剧，欧央行有很强的动力去引导欧元贬值，我们预计**在 12 月的议息会议上，欧央行有可能通过加码宽松以及前瞻指引等方式，引导欧元走弱，或至少避免欧元进一步走强。**但据彭博社报道，欧央行内部的分歧越来越大，在此情况下，不排除由于分歧过大，导致最终的货币宽松力度弱于、迟于预期。

● 动态追踪

欧央行理事（中间派）称当前的政策立场是适当的。8 月 31 日，施纳贝尔（Isabel Schnabel）在采访中表示，尽管新冠确诊人数再次回升，但尚无必要改变政策立场，当前的政策是根据 6 月的预测进行调整的，只要基线情景保持不变就没必要做出改变。她认为“紧急资产购买计划”（PEPP）仍是适当的，并表示不担心欧元升值的影响。

欧央行副行长(偏鸽)预计欧元区三季度经济将强劲反弹。9 月 1 日，德金多斯（Luis de Guindos）接受采访称，欧元区 7 月的经济数据表现强劲，但 8 月的数据有所回落，预计三季度经济将强劲反弹。此外，他预计通胀将继续下降，直至 2021 年才会出现某种形式反弹。

欧元升值引发欧央行对通胀下跌的担忧。9 月 2 日，《金融时报》报道称，欧央行决策高层对欧元升值感到担忧并警告说，如果欧元继续升值，将会拖累出口、拉低物价，并影响货币刺激政策。消息人士称，美联储转向平均通胀制将增加欧央行采取同样措施的压力。

德国央行行长（偏鹰）称欧央行必须在经济恢复后撤回刺激措施。9 月 2 日，魏德曼（Jens Weidmann）称，PEPP 的重要特点是该计划“明显与新冠疫情相关且期限有限”。他指出，如果价格前景需要，全部的货币政策都必须正常化，因为刺激措施的风险和副作用可能会随着时间的推移而增加。

欧央行维持政策不变。正如市场预期，欧央行在 9 月 10 日召开的货币政策会议决定维持关键的政策设定，包括维持-0.5%的存款利率，1.35 万亿欧元的 PEPP，以及 200 亿欧元的定期月度资产购买计划。政策声明重申，欧央行愿意在必要时采取进一步行动。

欧央行行长对经济持谨慎乐观的态度。9 月 10 日，拉加德（Christine Lagarde）接受采访时表示，目前不会讨论扩大量化宽松政策，并称将密切关注欧元升值，但她表示对最近的通胀下降并不感到担心。

彭博社：部分欧央行官员主张更为乐观的经济观点。9 月 10 日，彭博社援引消息人士的话说，部分欧央行官员希望拉加德（Christine Lagarde）在货币政策会议后表达对欧元区经济持乐观态度的看法。消息人士称，法国央行行长德加洛（Francois Villeroy de Galhau，偏鹰）对经济前景尤为乐观。

欧央行首席经济学家（偏鸽）对通胀前景发出警告。9 月 11 日，莱恩（Philip Lane）撰文警告称，欧元升值抑制了通胀，因此核心通胀的上调幅度已被减弱。他指出，欧央行应准备调整其货币政策工具。

法国央行行长（偏鹰）认为欧央行可以做更多。9 月 11 日，德加洛（Francois Villeroy de Galhau）接受采访时称，欧央行可以在政策方面做更多，欧央行将维持宽松立场，并在必要时采取进一步的措施。他补充说，欧元汇率对货币政策十分重要。

欧央行行长称欧元升值减弱了经济刺激对通胀的推动作用。9 月 13 日，拉加德（Christine Lagarde）接受采访时称，最近欧元的升值已部分抵消了央行的经济刺激政策对通胀的积极影响。她强调，欧央行将认真评估包括汇率在内的所有因素对中期通胀前景的影响。

欧央行理事（偏鸽）称需要对通胀保持警惕。9 月 15 日，帕内塔（Fabio Panetta）在演讲中说，鉴于当前的通胀前景，欧央行需保持警惕，仔细评估包括汇率在内的所有信息，并随时准备调整所有工具，以确保通胀走势能够持续达到目标。

奥地利央行行长（偏鹰）称低利率从长远来看是有害的。9 月 16 日，霍尔兹曼（Robert Holzmann）接受采访时称，长期而言，低利率或负利率会抑制生产率，加剧资产价格泡沫和收入不平等。

欧央行行长呼吁恢复扩张性的财政政策。9 月 16 日，拉加德（Christine Lagarde）接受采访时称，各国政府必须恢复扩张性财政政策，以配合宽松的货币政策，帮助欧元区从历史性大规模衰退中复苏。她表示，持续扩张性财政政策对避免过度裁员和支持家庭收入至关重要。

欧央行理事（中间派）称将继续关注汇率对中期通胀前景的影响。9 月 16 日，施纳贝尔（Isabel Schnabel）接受采访时重申，欧央行不会将汇率作为目标，而是根据中期通胀前景调整其政策。当被问及是否会采取实际措施抑制欧元升值时，她指出欧央行的目标不是汇率。

欧央行副行长（偏鸽）称欧元汇率对通胀至关重要。9 月 17 日，德金多斯（Luis de Guindos）在讲话中称，欧元汇率是欧元区通胀的根本性决定因素。他说，汇率是进口通胀或通缩的一个基本经济变量。

芬兰央行行长（偏鸽）称美联储对于通胀的政策目标变化将影响欧央行。9 月 17 日，雷恩（Olli Rehn）称美联储新的政策框架将不可避免地对欧央行货币政策的操作环境产生影响。他认为，这使得欧央行的战略评估比以往更有必要（彭博社）。

欧央行向银行业提供新一轮资本救济。9 月 17 日，欧央行发布公告称，正向银行业提供新一轮的资本救济，以帮助银行业维持信贷流动，使其继续向饱受疫情打击的经济发放贷款。

西班牙央行行长（偏鸽）对推出新的刺激措施持开放态度。9 月 18 日，德科斯（Pablo Hernández de Cos）接受采访时说，欧央行可能需要出台新的刺激措施，以支持欧元区不均衡和不确定的经济复苏，并使通胀率接近 2%的目标。

彭博社：欧央行可能考虑明年解除银行派息的禁令。9 月 18 日，彭博社引述消息人士的话说，欧央行理事会多名最初支持禁止银行派息的成员认为，进一步延长派息禁令可能是弊大于利的。

欧央行行长认为刺激经济仍有政策空间。9 月 21 日，拉加德（Christine Lagarde）在讲话中称，如果欧元区经济需要更多援助，欧央行可以增加刺激计划，并调整其政策工具。她还指出，经济复苏仍是不完整和不平衡的，并重申欧元升值正在对通胀产生负面影响。

欧央行理事（偏鸽）称货币政策必须保持前瞻性。9 月 22 日，帕内塔（Fabio Panetta）在演讲中称，应对新冠危机的政策反应有三个目标：抵消疫情对通胀的影响，确保欧元区的流动性，以及避免金融市场和实体经济间的恶性互动。他补充说，欧元升值是需密切关注的因素，欧元升值部分抵消了宽松货币政策的效果，因此欧央行应该宁可提供过多而不是过少的刺激措施加以应对。

希腊央行行长（偏鸽）称不能过早结束政策支持。9 月 23 日，史托纳拉斯（Yannis Stournaras）接受采访时称，不能过早结束对受到新冠疫情打击经济体的支持措施，而应等到经济复苏完全步入正轨。

欧央行理事（偏鹰）称欧元区经济增长和通胀前景稳定。9 月 23 日，默施（Yves Mersch）接受采访时称，自从欧央行 9 月初决定维持政策不变以来，经济增长和通胀前景并未恶化。他强调，目前没有任何迹象表明经济和通胀会进一步恶化。

欧央行构建网络平台出售不良贷款。9 月 23 日，路透社报道称，欧央行正建立一个类似亚马逊的网站，出售因新冠疫情导致的银行不良贷款。欧央行官员奥布莱恩（Edward O'Brien）表示，该计划旨在向小买家开放市场，防止“不良债务”基金以最低价格购买这些贷款。

法国央行行长（偏鹰）称应考虑如何制定通胀目标作为政策框架审查的一部分。9 月 25 日，德加洛（Francois Villeroy de Galhau）接受采访时称，尽管欧央行向经济体注入大量货币以提高物价，但多年来通胀一直低于 2%的目标。他认为，通胀目标应该是“对称的”，而不是一个上限，欧央行可以在一段时间内容忍通胀而不采取紧缩政策。

意大利央行行长（偏鸽）称欧元升值令人担忧。9 月 27 日，维斯科（Ignazio Visco）接受采访时称，欧元升值令人担忧，如果通胀进一步脱离目标，欧央行将作出反应。

欧央行行长准备推出类似于美联储的策略改革。9 月 30 日，拉加德（Christine Lagarde）接受采访时就更新欧央行的战略评估称，未来可能会更专注实现通胀目标，可能会像美联储一样采用平均通胀率。

法国央行行长（偏鹰）表示欧央行应重新考虑其次要目标。9 月 30 日，德加洛（Francois Villeroy de Galhau）接受采访时称，欧央行的主要目标是通胀，但其也有责任支持欧元区的经济政策。因此，欧央行应重新考虑其次要目标，包括金融稳定和欧元区更广泛的经济目标。

欧央行副行长（偏鸽）对通胀持乐观态度。10 月 1 日，德金多斯（Luis de Guindos）接受采访称，2020 年下半年通胀将徘徊在负值到零之间，部分原因是临时削减增值税和能源价格低迷。他预计经济将出现反弹，并对通胀产生积极影响。对于美联储转向平均通胀目标，他认为不同于美联储的双重目标，欧央行首要使命是维持物价稳定。

西班牙央行行长（偏鸽）称不会降低通胀目标。10 月 1 日，德科斯（Pablo Hernández de Cos）接受采访时表示，作为正在进行的战略评估的一部分，欧央行不会下调通胀目标。他补充称，欧央行需要保持经济刺激措施直至经济复苏，如有必要将推出新的举措（彭博社）。

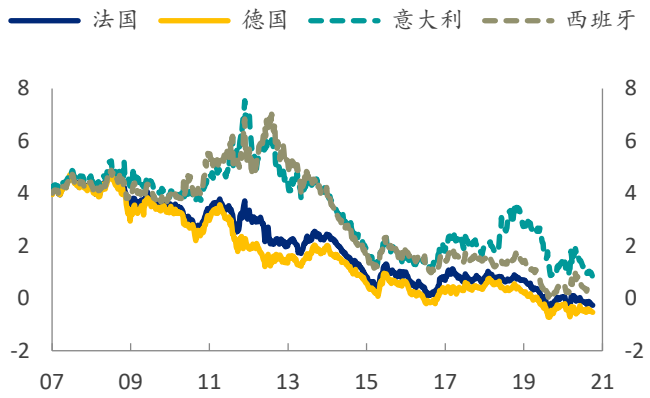
欧央行行长称理事会成员间存在不同意见是正常且健康的。10 月 5 日，彭博社报道称，欧央行理事会成员之间的分歧越来越大，尤其是谈及如何引导经济度过新冠危机的问题时。拉加德（Christine Lagarde）对此表示，理事会成员间存在不同意见是正常且健康的。

图表 32: 2020 年 9 月欧央行官员重要观点一览表

人名	职务	货币政策倾向	经济前景	政策工具	财政支持	通胀
拉加德 Christine Lagarde	欧央行 行长		对经济持谨慎乐观的态度。经济复苏仍是不完整和不平衡的。	可以增加刺激计划，并调整政策工具。	呼吁恢复扩张性的财政政策。	欧元升值减弱经济刺激对通胀的推动作用。或采取与美联储一致的平均通胀率。
雷恩 Olli Rehn	芬兰 央行行长	偏鸽				美联储对于通胀的政策目标变化将影响欧央行。
莱恩 Philip Lane	欧央行首席 经济学家	偏鸽				对通胀前景发出警告。
德科斯 Pablo Hernandez de Cos	西班牙 央行行长	偏鸽		对推出新的激措施持开放态度。		不会降低通胀目标。
维斯科 Ignazio Visco	意大利 央行行长	偏鸽				担忧欧元升值对通胀的影响。
德金多斯 Luis de Guindos	欧央行 副行长	偏鸽	预计欧元区三季度经济将强劲反弹。			预计通胀将继续下降直至 2021 年才会出现反弹。欧元汇率是欧元区通胀的根本性决定因素。对通胀持乐观态度。
帕内塔 Fabio Panetta	欧央行 理事	偏鸽		宁可提供过多而不是过少的刺激措施。		需要对通胀保持警惕。
施纳贝尔 Isabel Schnabel	欧央行 理事	中间派		当前的政策立场是适当的。		关注汇率对中期通胀前景影响。
德加洛 Francois Villeroy de Galhau	法国 央行行长	偏鹰		维持宽松立场，并在必要时采取进一步的措施。欧央行应重新考虑其次要目标。		应考虑如何制定通胀目标作为政策框架审查的一部分。
默施 Yves Mersch	欧央行 理事	偏鹰	欧元区经济增长前景稳定。			欧元区通胀前景稳定。
魏德曼 Jens Weidmann	德国 央行行长	偏鹰		应在经济恢复后撤回刺激措施。		

资料来源：浦银国际

图表 33: 欧元区 10 年期国债收益率（%）



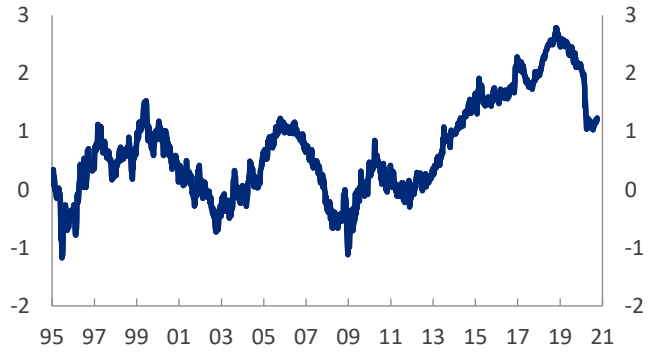
资料来源：Factset，浦银国际

图表 34: 德国国债收益率曲线（10 年-3 月期）



资料来源：Factset，浦银国际

图表 35: 美德 10 年期国债利差



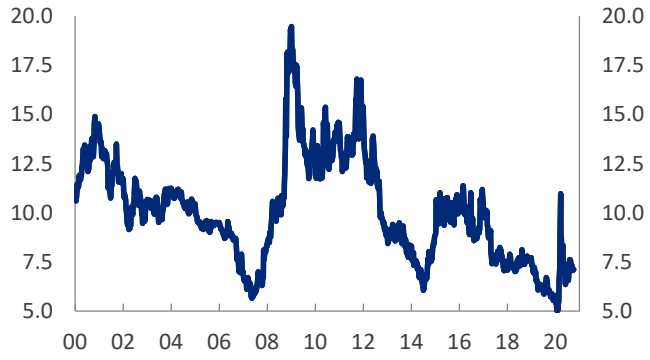
资料来源：Factset，浦银国际

图表 36: 欧元区 5-10 年期公司债收益率（%）



资料来源：Factset，浦银国际

图表 37: 1 年期欧元隐含波动率（%）



资料来源：Bloomberg，浦银国际

图表 38: 欧元远期汇率



资料来源：Factset，浦银国际

日本央行：宽松路线将得到延续



BANK OF JAPAN

- **点评**

日本央行 9 月没有大动向，依然延续其一贯的宽松态势。但也在密切关注经济的复苏进程，并表示在必要时将毫不犹豫地扩大宽松力度。日本央行行长黑田东彦（Haruhiko Kuroda）与日本新任首相菅义伟（Suga Yoshihide）进行了会晤，新任日本首相表示了将延续包括非常规货币政策在内的“安倍经济学”，这无疑为日本央行延续其一贯的宽松路线奠定了基础。

- **展望未来：**

延续宽松立场，预计不会有大变化。

● 动态追踪



日本央行副行长称在必要时将毫不犹豫地采取进一步的宽松措施。9 月 2 日，田部昌澄（Masazumi Wakatabe）在演讲中称，货币宽松政策已产生积极效果。他表示，日本经济仍处于严峻形势中，但已显示出复苏迹象，日本央行在必要时将毫不犹豫地采取进一步的宽松措施。

日本央行理事称需要采取更多措施提高流动性。9 月 2 日，片冈刚士（Goushi Kataoka）接受采访时称，日本央行可能需要根据新冠疫情对企业影响的程度采取额外的措施，向经济注入流动性。他认为，协调财政和货币政策以刺激经济增长的重要性不会因首相人选而改变。

日本央行理事称应采取更积极的货币宽松政策。9 月 3 日，片冈刚士（Goushi Kataoka）在讲话中称，他支持日本央行对新冠危机的反应，但对收益率曲线控制持不同意见。他认为日本央行应积极购买政府债券，并明确表示降低利率，以应对通缩加剧的风险。

日本央行维持利率不变，上调经济评估。根据 9 月 17 日发布的政策声明，日本央行以 8-1 票的结果决定维持收益率曲线控制不变，预计短期和长期政策利率维持在当前或更低水平。此外，声明表示上调对经济的评估，受宽松货币环境、政府刺激措施影响，日本经济有望好转。

日本央行行长承诺将继续宽松的货币政策以支持经济。9 月 23 日，黑田东彦（Haruhiko Kuroda）在讲话中称，将维持货币刺激政策，延长对疫情严重企业的援助期限，以支持经济从新冠疫情引发的衰退中复苏。

日本央行将延续现有政策。9 月 23 日，日经新闻报道，日本央行行长黑田东彦（Haruhiko Kuroda）与日本新首相菅义伟（Suga Yoshihide）举行首次会晤，后者表示希望继续推行包括非传统货币宽松政策在内的“安倍经济学”。黑田东彦表示将继续在政策管理方面密切合作并重申日本央行 2%的通胀目标不会改变。

日本央行重申优先为企业融资提供支持。9 月 24 日，日本央行发布 7 月货币政策会议纪要，多数成员都认识到最新的货币宽松政策已发挥了预期效果，继续支持融资和维持金融市场稳定的举措是适当的。

日本央行对复苏势头持观望态度。9 月 29 日，日本央行发布的 9 月货币政策会议意见摘要显示，经济活动已开始回暖，但新冠疫情的影响导致经济下行压力增大。意见摘要阐述了一个核心观点：近期的宽松政策正在产生积极影响，日本央行将继续保持下去。

图表 39: 日本 10 年期国债收益率（%）



资料来源：Factset，浦银国际

图表 40: 美日 10 年期国债利差



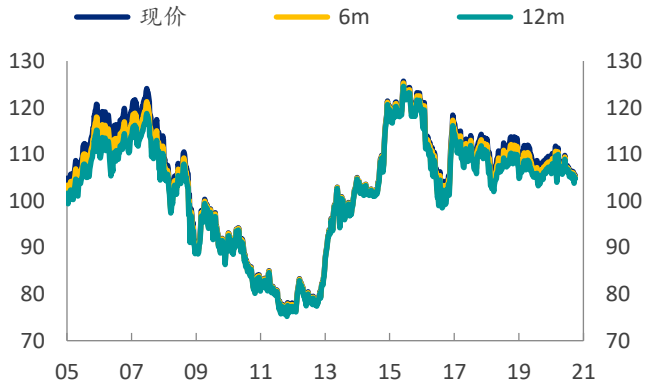
资料来源：Factset，浦银国际

图表 41: 1 年期日元隐含波动率（%）



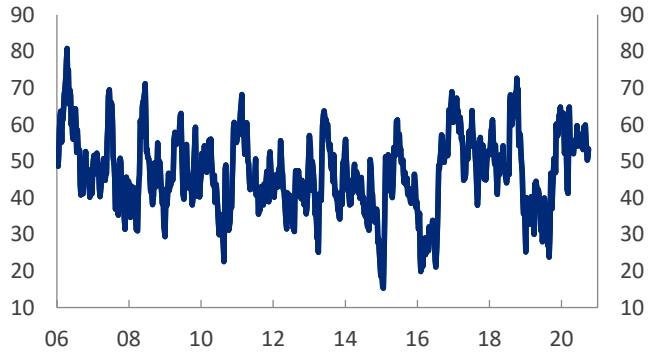
资料来源：Bloomberg，浦银国际

图表 42: 日元远期汇率



资料来源：Factset，浦银国际

图表 43: 10 年期日债收益率 14 天 RSI



资料来源：Factset，浦银国际

其他央行：表明可扩大宽松立场

- **点评**

全球疫情的二次反弹对经济复苏造成了负面影响，全球主要央行大多数都表示谨慎，呈现宽松立场或者考虑扩大宽松力度，英国央行再次讨论实施负利率的可行性：

- **英国央行维持利率不变，将推出更多的刺激计划，并不排除推出负利率**。虽然英国央行行长贝利（Andrew Bailey）和副行长拉姆斯登（Dave Ramsden）都表示不会采取负利率，但货币政策委员会已开始讨论实施负利率的可行性；

- **瑞典央行、挪威央行**维持零利率；

- **瑞士央行**维持负利率，并保持宽松偏向；将根据汇率对外汇市场进行干预，并持续开展新冠再融资工具；

- **澳洲央行**维持利率和 3 年期国债收益率目标不变，并扩大、延长定期融资工具；积极考虑包括购买远期债券和外汇干预在内的其他货币政策选择。

- **新西兰央行**维持 0.25%利率水平，保持资产购买计划不变；积极研究包括负利率和贷款融资计划在内的政策工具。

- **展望未来：**

疫情仍然是当前全球央行最大的关注点。第二轮疫情的影响开始在英国和欧元区显现，各国央行料会延续宽松态势，并会积极考虑更加激进的政策措施，包括负利率、外汇干预、扩大资产购买计划等。

● 动态追踪

• 英国央行

英国央行货币政策委员称经济可能需数年时间才能从新冠疫情中恢复。9 月 2 日，弗利葛（Gertjan Vlieghe）接受采访时称，部分行业可能无法恢复到疫情前的规模，这将导致经济重新定位。基于这些考虑，即便在当前货币政策环境下，他认为经济也需数年时间才能恢复。

英国央行副行长称经济面临更大风险。9 月 3 日，拉姆斯登（Dave Ramsden）接受采访时称，预计经济产出水平将永久性地下降 1.5%。他重申，英国央行有能力在必要时大幅扩大量化宽松政策。

英国央行货币政策委员预计将出台更多针对新冠危机的刺激措施。9 月 4 日，桑德斯（Michael Saunders）在演讲中表示，英国经济很可能需要更多刺激措施以应对新冠疫情。他表示，进一步放松货币政策是适当的，以便实现通胀持续回升至 2%的目标。

英国央行维持利率不变，将推出更多的刺激计划，并不排除推出负利率。9 月 17 日，英国央行发布货币政策会议纪要，一致决定将利率维持在 0.1%，继续现有目标额度为 7,450 亿英镑（约 9,674 亿美元）的资产购买计划。会议强调，如果经济前景恶化，不排除实施负利率。

英国央行行长称短期内不会采用负利率。9 月 22 日，贝利（Andrew Bailey）接受采访时称，英国央行需确保可以采用负利率，但这并不意味着将使用这一工具。他强调，负利率是政策工具之一，但短期内不会被采用。

英国央行货币政策委员为负利率辩护。9 月 26 日，滕雷洛（Silvana Tenreyro）接受采访时表示，在大多数实施负利率的国家，负利率几乎完全传递至贷款利率，银行业也很好地适应了这一政策。她指出，由于资产减值准备和损失准备随着经济活动复苏和资产价格上涨而减少，银行业的盈利能力得到了提高。她辩称，所谓的均衡利率下降是由于人口结构和下降的生产率，而不是货币政策因素直接导致的。

英国央行副行长认为关键利率的下限是 0.1%。9 月 28 日，拉姆斯登（Dave Ramsden）接受采访时说，利率下限是 0.1%，但英国央行“有责任”考虑负利率的可行性，以帮助英国经济度过新冠危机。他补充说，在欧元区和日本以外的地区，负利率似乎更有效，但其效用取决于经济周期和银行体系结构。他辩称，实施负利率时，存款利率往往不会降为负，贷款与存款利率之间的差距缩小会对银行业造成伤害。

英国央行行长称未来的复苏将“不那么快”。9 月 30 日，贝利（Andrew Bailey）在演讲中说，经济增长正在放缓但复苏仍好于预期，经济表

现略好于 8 月货币政策报告中的预测。他还表示，经济面临的风险正在积聚，主要威胁来自第二波疫情、英国脱欧和中美贸易关系破裂。

- **瑞典央行**

瑞典央行维持零利率。9 月 22 日，瑞典央行发布声明，维持回购利率在 0%的水平不变，并将继续执行资产购买计划至 2021 年中旬，如果需要为经济提供进一步支持，量化宽松仍是首选工具。

- **挪威央行**

挪威央行维持零利率。9 月 23 日。挪威央行发布声明，维持关键政策利率在 0%的水平不变，符合市场预期。挪威央行还表示，利率在未来一段时间都会维持在 0%，并预测未来几年内利率水平都将不变。

- **瑞士央行**

瑞士央行维持宽松政策不变。9 月 24 日，瑞士央行发布货币政策评估声明，维持主要存款利率在-0.75%的水平不变，保持宽松偏向，符合市场预期。声明表示，在考虑汇率走势的同时，愿意对外汇市场进行更有力的干预。此外，声明表示将继续通过新冠再融资工具（Covid-19 refinancing facility）向银行业提供流动性，并在需要时开展回购。

- **澳洲央行**

澳洲央行维持利率和 3 年期国债收益率目标不变，并扩大、延长定期融资工具。9 月 1 日，澳洲央行发布公告，维持 0.25%的现金利率和 3 年期国债收益率目标，扩大定期融资工具（Term Funding Facility）至 2,000 亿澳元（约 1,433 亿美元）并延长期限至 2021 年 6 月。

澳洲央行考虑推出进一步的货币措施。9 月 1 日，澳洲央行发布会议纪要称，将考虑进一步的货币措施将如何支持经济复苏，并重申协调一致的政策反应有助于维持经济，澳元贬值为经济复苏提供了帮助。

澳洲央行副行长称正权衡其他货币政策选择。9 月 22 日，德贝尔（Guy Debelle）在演讲中称，鉴于就业和通胀前景与政策目标不一致，澳洲央行正权衡各种选择。其中一个选择是购买收益率曲线之外的债券，降低远期债券的收益率。另一个选择是进行外汇干预，但他表示目前尚不清楚在当前情况下该选择是否有效。

- **新西兰央行**

新西兰央行将利率维持在 0.25%的水平，保持资产购买计划不变。9 月 23 日，新西兰央行发布政策声明称，可能推出进一步的刺激措施，并继续研究可行的政策工具，其中包括负利率和贷款融资计划。新西兰央行重申，就业和通胀前景仍然低迷，存在下行风险。

分析师证明

本报告作者谨此声明：(i) 本报告发表的所有观点均正确地反映作者有关任何及所有提及的证券或发行人的个人观点，并以独立方式撰写 ii）其报酬没有任何部分曾经，是或将会直接或间接与本报告发表的特定建议或观点有关；（iii）该等作者没有获得与所提及的证券或发行人相关且可能影响该等建议的内幕信息 / 非公开的价格敏感数据。

本报告作者进一步确定（i）他们或其各自的关联人士（定义见证券及期货事务监察委员会持牌人或注册人操守准则）没有在本报告发行日期之前的 30 个历日内曾买卖或交易过本报告所提述的股票，或在本报告发布后 3 个工作日（定义见《证券及期货条例》（香港法例第 571 章））内将买卖或交易本文所提述的股票；（ii）他们或其各自的关联人士并非本报告提述的任何公司的雇员；及（iii）他们或其各自的关联人士没有拥有本报告提述的证券的任何金融利益。

免责声明

本报告之收取者透过接受本报告（包括任何有关的附件），表示及保证其根据下述的条件下有权获得本报告，且同意受此中包含的限制条件所约束。任何没有遵循这些限制的情况可能构成法律之违反。

本报告是由浦银国际证券有限公司 （统称“浦银国际证券”）利用集团信息及其他公开信息编制而成。所有资料均搜集自被认为是可靠的来源，但并不保证数据之准确性、可信性及完整性，亦不会因资料引致的任何损失承担任何责任。报告中的资料来源除非另有说明，否则信息均来自本集团。本报告的内容涉及到保密数据，所以仅供阁下为其自身利益而使用。除了阁下以及受聘向阁下提供咨询意见的人士（其同意将本材料保密并受本免责声明中所述限制约束）之外，本报告分发给任何人均属未授权的行为。

任何人不得将本报告内任何信息用于其他目的。本报告仅是为提供信息而准备的，不得被解释为是一项关于购买或者出售任何证券或相关金融工具的要约邀请或者要约。阁下不应将本报告内容解释为法律、税务、会计或投资事项的专业意见或为任何推荐，阁下应当就本报告所述的任何交易涉及的法律及相关事项咨询其自己的法律顾问和财务顾问的意见。本报告内的信息及意见乃于文件注明日期作出，日后可作修改而不另通知，亦不一定会更新以反映文件日期之后发生的进展。本报告并未包含公司可能要求的所有信息，阁下不应仅仅依据本报告中的信息而作出投资、撤资或其他财务方面的任何决策或行动。除关于历史数据的陈述外，本报告可能包含前瞻性的陈述，牵涉多种风险和不确定性，该等前瞻性陈述可基于一些假设，受限于重大风险和不确定性。

本报告之观点、推荐、建议和意见均不一定反映浦银国际证券的立场。浦银国际控股有限公司及其联属公司、关联公司（统称”浦银国际” ）及/或其董事及/或雇员，可能持有在本报告内所述或有关公司之证券、并可能不时进行买卖。浦银国际或其任何董事及/或雇员对投资者因使用本报告或依赖其所载信息而引起的一切可能损失，概不承担任何法律责任。

浦银国际证券建议投资者应独立地评估本报告内的资料，考虑其本身的特定投资目标、财务状况及需要，在参与有关报告中所述公司之证券的交易前，委任其认为必须的法律、商业、财务、税务或其它方面的专业顾问。惟报告内所述的公司之证券未必能在所有司法管辖区或国家或供所有类别的投资者买卖。对部分的司法管辖区或国家而言，分发、发行或使用本报告会抵触当地法律、法则、规定、或其它注册或发牌的规例。本报告不是旨在向该等司法管辖区或国家的任何人或实体分发或由其使用。

本报告的版权仅为浦银国际证券所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用，浦银国际证券对任何第三方的该等行为保留追述权利，并且对第三方未经授权行为不承担任何责任。

权益披露

1) 浦银国际并没有持有本报告所述公司的财务权益或持有股份。
2) 浦银国际跟本报告所述公司在过去 12 个月内并没有任何投资银行业务的关系。
3) 浦银国际并没有跟本报告所述公司为其证券进行庄家活动。

浦银国际证券机构销售团队

黄路遥
jessie_huang@spdbi.com
852-2808 6466

王奕旻
stephy_wang@spdbi.com
852-2808 6467

浦银国际证券财富管理团队

华政
sarah_hua@spdbi.com
852-2808 6474

陈岑
angel_chen@spdbi.com
852-2808 6475

浦银国际证券有限公司

SPDB International Securities Limited
网站：www.spdbi.com
地址：香港轩尼诗道 1 号浦发银行大厦 33 楼