



SPDBI 全球央行观察

- 全球央行：**2020年4月随着欧美疫情改善，全球市场趋稳，在普遍宽松的大基调下，各国央行的宽松政策也初现分化，加上各国经济韧性有所不同、复苏速度不同，这很可能导致全球资产表现的分化将日趋明显。建议全球投资人需要密切留意资产间的分化。在此情况下，我们对于中国、美国资产持谨慎乐观态度，对欧洲资产建议高度谨慎。
- 美联储：**市场流动性的高峰已过，随着美国新增见顶，疫情高峰已过，美联储的政策重心将由“抵御危机”逐步切换为“重启经济”模式。预计美联储的政策组合拳为：低利率兜底+结构性举措保就业、保融资、促生产。
- 人民银行：**4月人行较3月进一步宽松，进行了一系列的降息、降准，虽然整体的货币基调仍是宽松。但出于对于杠杆的审慎原则，预计央行在货币政策上仍将维持相对审慎，不会大水漫灌。与此同时，政策机构在货币政策宽松时，很有可能需要着重考虑货币宽松对银行业利差的影响，避免银行业利差过度收缩而酝酿金融风险。近来举措央行政策呵护银行利差的意图较为明显，银行资产端利率（LPR 贷款利率）的下行时间上滞后、幅度上弱于银行的负债端利率（MLF 利率、逆回购利率），在银行负债端利率不大幅下行的情况下，为避免过度冲击银行利差，资产端利率（LPR 贷款利率）整体下行空间有限，这也是为何央行避免大水漫灌，更偏好通过结构性举措来支持中小企业融资的重要原因。对于密切留意央行政策动向的投资人，可将银行的负债端利率以及其他影响负债端利率的结构性举措作为银行资产端的领先指标来密切关注。
- 欧央行：**4月欧央行继续在夹缝中生存，在现有框架下进行货币政策的突破（将高收益债纳入抵押品），但其“突破性”的货币政策尝试也埋下了令人隐忧的种子。欧元区的复苏之路预计将更为漫长，相比美国，欧元区的货币政策将在更长时间内保持宽松。投资人需要对欧元区继续保持警惕，提防其银行体系、欧元区成员国因疫情冲击出现信用风险，进而冲击全球资本市场。
- 日本央行：**日本央行4月扩大宽松，其历来是货币政策的先行实验者。该央行独立性弱于欧美，而货币政策工具已极其有限（已实施QE+负利率+购买公司债、ETF）。未来，日本央行不排除会进行更为激进的货币宽松试验，如直接实施狭义定义中的“直升机撒钱”（Helicopter money），即直接扩表，向居民、企业发放现金或消费券。

2020 年

5 月刊

蔡瑞, CFA

策略分析师

carl_cai@spdbi.com
(852) 2808 6437

林琰

研究部主管

sharon_lam@spdbi.com
(852) 2808 6438

2020年5月5日

目录

全球总览	3
总结	4
美联储	6
点评	6
动态追踪	8
中国人民银行	13
点评	13
动态追踪	15
欧洲央行	19
点评	19
动态追踪	21
日本央行	25
点评	25
动态追踪	26
其他央行	28
点评	28
动态追踪	28

SPDBI 全球央行观察

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

随着全球新冠疫情的蔓延，全球央行尤其是美联储，2020 年 3 月全球央行都推出了史无前例的货币政策宽松手段，其力度、广度、速度等堪比甚至远超金融危机时期。2020 年 4 月：

- **新兴市场央行继续行动：**初步统计 4 月全球至少有 31 个（3 月 62 个）央行进行降息，但降息的央行数量较 3 月大幅缩减，且降息的央行绝大部分为新兴市场国家。
- **4 月全球资本市场出现明显修复：**债市收益率全线回落，在岸与离岸美元的流动性也得到了极大改善。
- **4 月全球央行继续快速扩表：**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，扩表速度堪比 2008 年。日本央行紧随其后，欧洲央行的宽松则相对滞后。

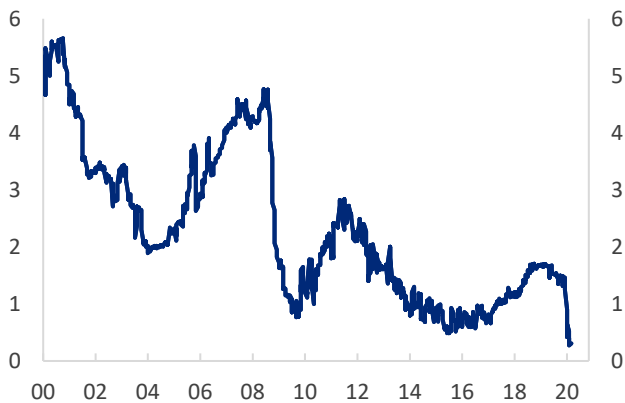
● 总结

受疫情冲击，3月全球央行都推出了史无前例的宽松，4月随着欧美疫情改善，全球市场趋稳，在普遍宽松的大基调下，各国央行的宽松政策也初现分化：

- 美联储、澳大利亚央行的QE规模已经开始边际缩减；
- 欧央行继续苦苦支撑，突破性地尝试将高收益债纳入抵押品范围；
- 日本央行继续加码宽松，扩大对于票据与公司债的购买规模，韩国央行开始购买国债；
- 英国央行为政府直接提供融资。

随着各国央行宽松举措初现分化，加上各国经济韧性有所不同、复苏速度不同，这很可能导致全球资产表现的分化将日趋明显。这是全球投资人需要密切留意的。在此情况下，我们对于中国、美国资产持谨慎乐观态度，对欧洲资产建议高度谨慎。

图表 1: 全球 3 月期利率中位数 (%)



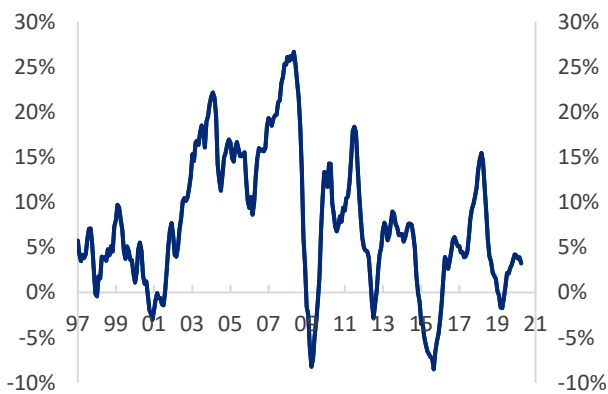
资料来源: Factset、Bloomberg、浦银国际

图表 2: 全球 10 年期国债收益率中位数 (%)



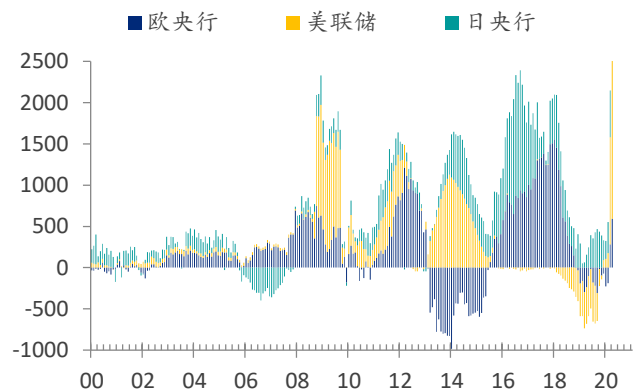
资料来源: Factset、Bloomberg、浦银国际

图表 3: 全球各国 M2 增速中位数



资料来源: Factset、Bloomberg、浦银国际

图表 4: 全球央行资产年度增量 (十亿美元)



资料来源: Factset、Bloomberg、浦银国际

图表 5: 全球负利率债券市值 (万亿美元)



资料来源: Factset、Bloomberg、浦银国际

图表 6: 全球主权债收益率 (%)



资料来源: Factset、Bloomberg、浦银国际

美联储



● 点评

3月美联储率先进行宽松，美日欧三大央行中，美联储的宽松力度最大、速度最快。随着美联储的宽松，3月的流动性问题在月末已经得到大幅缓解，随着整个金融市场企稳，流动性短缺在美联储的强烈干预下已经基本告一段落。4月份美联储虽然仍维持大幅宽松：

- 4月的美联储FOMC会议上强调，新冠肺炎在中期冲击美国经济，在就业与通胀复苏之前，美联储仍将使用所有工具来支撑经济。
- 4月下旬鲍威尔的演讲中也强调了不应因为债务问题而影响了在货币政策上有所作为，毫无疑问，在杠杆与宽松之间，美联储的天平无疑是向稳增长倾斜的。
- 较多美联储官员都表示不认为经济会V型反弹，由于货币宽松政策与经济基本面互为呼应，这其实间接隐含暗示了不会过快收紧极度宽松的货币政策。

但整体的宽松力度边际上已经弱于3月：

- 美联储QE规模实质上已经缩减。日均购债额已经从3月QE开启时的每日750亿美元缩减至最新每日100亿美元。

当市场看到美联储在事实上进行QE缩减(QE tapering)，可能有部分人存在担忧，认为美联储未来如果过快退出宽松货币政策可能会孕育新的潜在风险，但目前来看这个担忧还为时过早。因为：

- **4月的市场环境不同于3月。**3月的市场所面临是完全未曾经历过的“未知的未知”，极高的不确定性，加剧恶化了市场的流动性问题，因此需要超强力应对，极度的未知恐惧，需要极强的信心注入，因此3月以美联储为首的全球央行强力应对也是应有之义。4月随着市场逐步趋稳，流动性问题得到大幅改善，美联储的宽松边际收紧也自然是应有之义。
- **美联储仍在通过其他举措进行宽松。**流动性的问题得到了解决，但疫情冲击下的市场压力仍存，4月美联储通过更多结构性举措来支持公共部门、居民、企业部门的融资与信心：扩大了购买市政债的范围与久期（稳定公共部门）、放宽居民提款限制（支持居民现金需求，同时也是稳定居民部门信心）、允许更多金融机构参与到小企业融资项目（支持企业部门融资）。

展望未来：

市场流动性的高峰已过，随着美国新增病例见顶，疫情高峰已过，美联储的政策重心将由“抵御危机”逐步切换为“重启经济”模式。预计美联储的政策组合拳为：低利率兜底+结构性举措保就业、保融资、促生产。

美联储目前的政策工具已经覆盖公共部门、居民、企业部门，预计未来将在维持极度宽松流动性的基础上，通过结构性举措来全方位支持经济，预计未来几个月都是结构性政策范围和幅度的调整。如果再度出现黑天鹅，预计美联储也只是在现有框架下加码宽松力度，创设性进行货币政策工具实验（例如“直升机撒钱”）或实施负利率的概率仍然偏低。

虽然市场终究需要面对美联储何时以及以何种方式退出极度宽松的货币政策，且4月美联储已经事实上进行了“QE tapering”（缩减QE），但这并非代表宽松转向，目前讨论紧缩为时尚早，至少要等疫情过去，经济重启维持一段时间动能后，美联储方可能进行渐进退出。

另外，需要再次强调的是，美联储的各类工具只是疫情冲击下以“空间换时间”的短期权宜之计，只能帮助减弱疫情对于经济的冲击，避免居民、企业、各地方政府的现金流出现断裂，进而引发信用违约的涟漪效应。而美国经济的最终走势，依然有赖于疫情的走势、持续时间以及其经济内生的韧性。



● 动态追踪

美国圣路易斯联储总裁称可能不需要更多救助法案来应对疫情。4月5日，圣路易斯联储总裁布拉德（Bullard，无投票权）[表示](#)，美国国会批准的2.3万亿美元经济纾困法案规模合理，如果支持措施能够好好的执行，或许可以不需要进一步的救济方案。

耶伦：美国二季度GDP或跌超过30%。4月6日，美联储前主席耶伦接受[CNBC](#)采访时表示，美国二季度GDP或跌超过30%，现在失业率可能已高达12%-13%。

美联储宣布拟建立由PPP贷款支持的定期融资机制。4月6日，美联储[宣布](#)，设立由小企业管理局（SBA）的薪资保护计划（PPP）支持的定期融资机制。该举措可以令银行在不增加资产负债表风险的情况下为小型企业提供进一步信贷支持。美国总统特朗普表示，有3000家银行参与了此前通过的《关怀法案》（CARES Act）下的小型企业合作计划。白宫也准备要求国会在当周通过额外2500亿美元贷款。

伯南克：预计经济不会V型复苏。4月8日，美联储前主席本·伯南克（Ben Bernanke）表示，受疫情影响，本季度美国经济可能萎缩30%或更多，预计经济不会呈V型反弹，可能需要1-2年才能恢复（[Bloomberg](#)）。

美联储3月会议纪要反映委员担忧新冠疫情对经济的冲击。4月8日，FOMC公布了3月15日[会议的纪要](#)，纪要表示，自1月会议以来，受疫情蔓延及金融市场相关波动影响，美国经济前景急转直下。所有与会者认为，在极度不确定的情况下，近期经济前景急剧恶化。官员亦认为，应警惕美元走强、需求走弱以及油价下跌或会对通胀造成下行风险。部分与会者还讨论了银行业在特殊时期不应向股东支付股息或者进行回购。

芝加哥联储主席埃文斯：经济或于今年下半年复苏。4月9日，[路透社](#)报道，芝加哥联储主席查尔斯·埃文斯（Charles Evans，无投票权）表示，他预期美国经济或将于2020年下半年复苏，但仍有可能经历较深和较长的经济低迷。

明尼阿波利斯联储主席：很难看到经济V型复苏。4月12日，明尼阿波利斯联储主席卡什卡里（Kashkari，有投票权）接受[CBS](#)采访时表示，在新冠肺炎有效疗法或疫苗出现之前，美国经济可能随着疫情起伏而面临长达18个月周而复始的停摆，很难看到V型复苏。



美联储副主席：待经济开始复苏，未来美联储不需要无限期地继续为金融市场提供大规模支持。4月13日，美联储副主席理查德·克拉里达（Richard Clarida）接受 [Bloomberg](#) 采访时表示，在确信经济真正复苏之前，美联储仍将实施强有力的支持计划。他还表示，美联储的借贷便利计划看似激进，实则合理。当经济基本面开始复苏时，美联储将收回这些大规模的支持。



美联储“褐皮书”：美国各地经济活动急剧收缩。4月15日，美联储发布 [褐皮书](#) 报告显示，受新冠疫情影响，美国经济活动急剧收缩。报告指出，未来还将面临更多裁员，但大多数是临时裁员和无薪假，雇主希望商业活动重启后能够扭转局面。所有地区都报告称，接洽企业对商业前景极不确定，多数地区预计未来几个月情况将进一步恶化。

卡什卡里：银行应筹集资金并停止派息。4月16日，明尼阿波利斯联储主席卡什卡里（有投票权）在《[金融时报](#)》专栏中表示，美国各银行当前最应该做的，是暂停派息，并开始筹集股权资本，以确保能够经受得住严重的经济衰退。卡什卡里说，在最严峻的情形下，大型银行或会损失共超过数千亿美元的股权资本。

纽约联储主席：疫情结束前市场压力不会完全消除，但关键部分流动性和市场运作已显著改善。4月16日，纽约联储主席威廉姆斯（有投票权）[表示](#)，在疫情完全结束以前，金融场所面临的压力不会完全消除，然而，美国金融体系中关键部分的流动性和市场运作已有了大幅改善。

亚特兰大联储主席：美国小企业或每月需 5000 亿美元的援助。4月17日，[路透社](#) 报道，亚特兰大联储主席博斯蒂克（Bostic，无投票权）表示，美国小企业可能每月需要高达 5000 亿美元的援助，以确保他们在疫情危机中生存下去。

达拉斯联储主席：对扩大美联储应急支持计划持开放态度。4月17日，达拉斯联储主席卡普兰（Kaplan，有投票权）接受 [Bloomberg](#) 采访时表示，他对进一步扩大美联储的应急支持计划来帮助仍需援助的行业持开放态度，但担忧政府救助那些杠杆过度的企业会有“道德风险”。

美联储放缓购债，但资产负债表规模创新高。4月18日，[Bloomberg](#) 报道，纽约联储上周五（17日）再次缩减QE规模，宣布未来一周（4月20日-24日），每日国债购买量减半至150亿美元。而3月13日美联储启动新一轮QE时，每日购买量为750亿美元。但资产负债表规模则增至历史新高。

美联储扩大购买市政债。4月23日，[华尔街日报](#)报道，知情人士称，美联储或可能购买更多的市政债。此外，还预期扩大6000亿元的大众贷款项目适用条件和范围，至医院和大学等非营利性机构。

美联储拟扩大小型企业借贷计划适用范围。4月24日，[路透社](#)报道，美联储周四（23日）表示，不久后将宣布新措施，可能会扩大支持SBA贷款计划的融资安排，让非银行贷款机构参与其中。目前美联储计划仅允许银行使用PPP贷款作为抵押品。



美联储放宽提款限制。4月24日，[美联储表示](#)，为帮助人们“在新冠疫情期间需要动用账户中的资金时能够获得资金，银行现可允许账户持有人从其储蓄账户中无限制取款和转账。美联储更新了相关规定，取消了此前对个人账户每月仅限六次无手续费提款的限制。

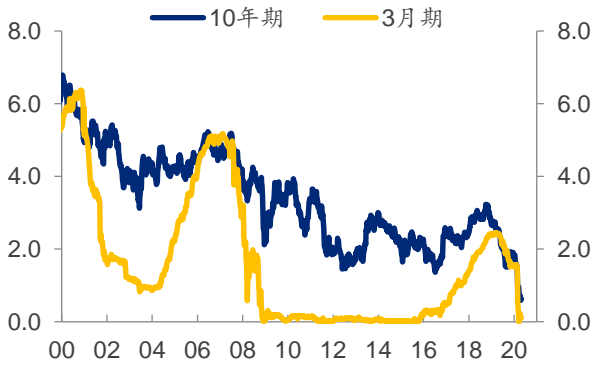
美联储扩大市政债购买。4月27日，[美联储宣布](#)，将扩大市政债购买范围至人口不少于50万的郡和州（之前为200万），以及居民超过25万（之前为100万）的城市。此外，还将购买市政债的期限延长一年至三年。该购买计划仅限于投资级债券。

4月美联储按兵不动，承诺维持当前利率水平，直至就业和通胀回到正轨。4月29日，美联储公布4月FOMC[议息会议决议](#)，决定将联邦基金利率的目标区间维持在0-0.25%的水平，符合市场预期。声明中表示，预计新冠疫情对中期经济前景构成相当大的风险，但重申将继续尽其所能，采取所有适当的措施支持经济。资产购买方面，美联储称将按支持平稳市场运行所需的数量继续购买美国国债和抵押贷款支持证券。与此同时，[美联储宣布](#)维持超额准备金率0.1%不变，维持隔夜逆回购利率0.00%以及每天每交易方300亿美元的限额。

鲍威尔表示将需要更多刺激措施支持经济。4月29日，美联储主席鲍威尔表示，支持美国经济可能需要美联储和国会加大政策支持，他表示，现在不是担忧政府债务的时候，不应阻碍进一步的政策行动。然而鲍威尔并未提及缩减资产购买规模的任何内容。上周美联储已缩减至每日购买100亿美元，而3月初启动QE时的规模为每日750亿美元。

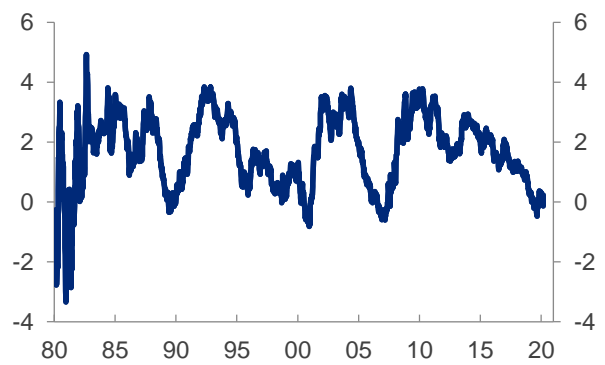
美联储再推流动性和贷款项目。4月30日，[美联储宣布](#)扩大大众商业贷款项目（Main Street loan program）的范围和条件。向员工数量不超过1.5万名或2019年收入不超过50亿美元的企业提供4年期贷款，之前为不超过1万名员工和年收入25亿美元。

图表 7: 美债收益率



资料来源: Factset、Bloomberg、浦银国际

图表 8: 收益率曲线 (10年-3月期)



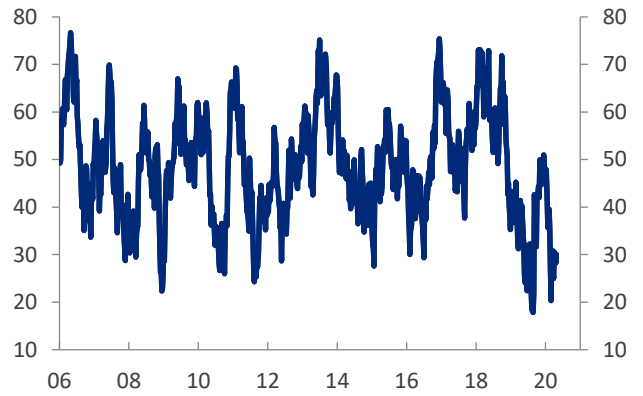
资料来源: Factset、Bloomberg、浦银国际

图表 9: 10年期美债投机性净多头



资料来源: Factset、Bloomberg、浦银国际

图表 10: 10年期美债收益率 14天 RSI



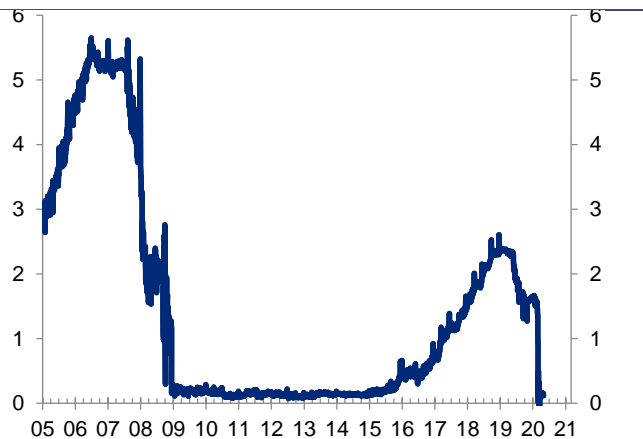
资料来源: Factset、Bloomberg、浦银国际

图表 11: 美元 3 月期 LIBOR (%)



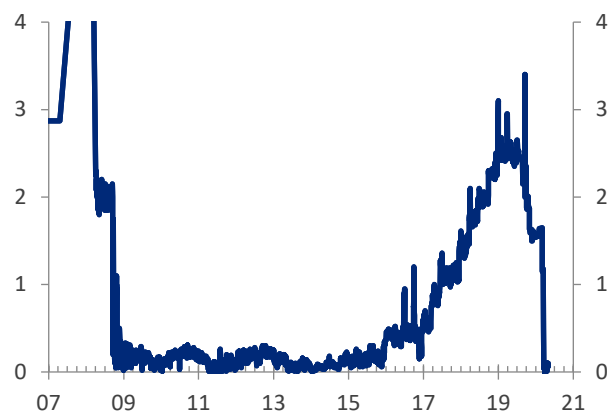
资料来源: Factset、Bloomberg、浦银国际

图表 12: 市场隐含 3 月期美债收益率 (%)



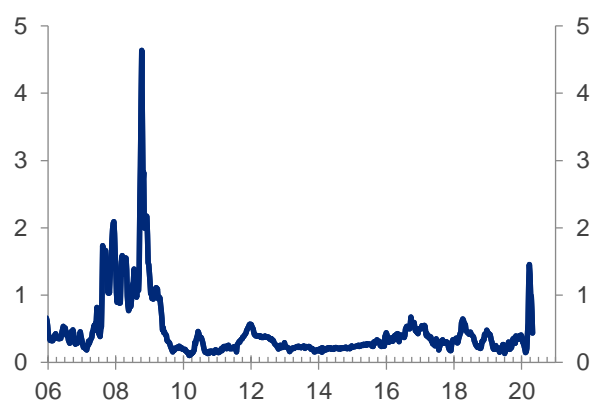
资料来源: Factset、Bloomberg、浦银国际

图表 13: 美国隔夜回购利率 (%)



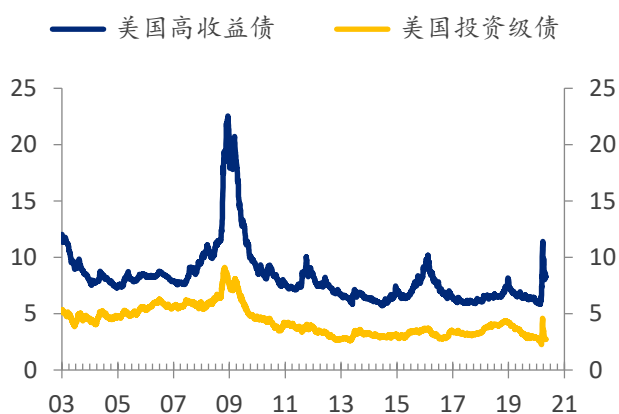
资料来源: Factset、Bloomberg、浦银国际

图表 14: 泰德利差 Ted Spread (%)



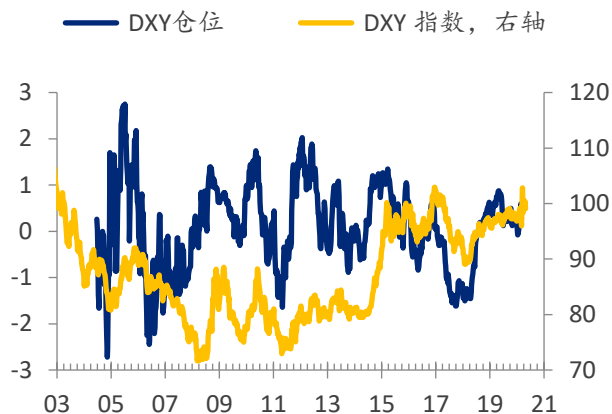
资料来源: Factset、Bloomberg、浦银国际

图表 15: 美国公司债收益率 (%)



资料来源: Factset、Bloomberg、浦银国际

图表 16: 美元指数 DXY 投机性仓位



资料来源: Factset、Bloomberg、浦银国际

● 点评

在3月全球央行普遍大宽松的背景下，央行保持相对克制，4月虽然全球央行边际上进一步宽松虽然有所减少，但中国央行却仍有宽松举动，整体来看央行的宽松更注重节奏、强调“细水长流”以及市场预期管理：央行在4月定向降准、下调超额准备金、下调MLF以及LPR利率。虽然幅度整体都不大，但宽松意味明显。

由于海外需求整体大幅下行，加上内需相对偏弱，货币政策整体方向预计依然偏宽，3月的政治局会议强调货币政策要“更加灵活适度”，即是货币政策整体偏宽的明确信号。

虽然外汇占款在基础货币投放的比重越来越低，但央行在进行货币宽松的时候其实越来越考虑海外因素。4月2日，[央行发布](#)货币政策委员会讨论论文《[国际金融危机冲击的预期传导和政策共振](#)》，其中就强调了危机时期需要加强宏观政策的国际协调，站在“国际协调”的视角下，在3月全球普遍货币政策大幅宽松的背景下，也就不难理解为何央行4月较3月略显宽松。

展望未来：

虽然整体的货币仍然是宽松基调，包括央行官员也表示，当前情况下应允许宏观杠杆率有一定程度的“阶段性上升”。但出于对于杠杆的审慎原则，预计央行在货币政策上仍将维持相对审慎，不会大水漫灌。

央行行长易纲在4月发表论文《再论中国金融资产结构及政策含义》，文中测算了各部门的金融资产的风险承担情况，测算显示2018年相比2007、1995年整体的金融资产风险显得更为集中，金融机构所承担的风险由2007年的40.2%上升至54.5%。

在此情况下，易纲行长强调了要稳住宏观杠杆率、管理好房地产市场风险，建立长效机制，并提出了一些其他的结构性举措建议。我们可以理解为，政策部门希望结构性举措来逐渐降低风险相对集中的情况。

在此情况下，政策机构在货币政策宽松时，很有可能需要着重考虑货币宽松对银行业的利差的影响，避免银行业利差过度收缩而酝酿金融风险。

近来，央行政策呵护银行利差的意图较为明显，银行资产端利率（LPR 贷款利率）的下行时间上滞后、幅度上弱于银行的负债端利率（MLF 利率、逆回购利率）。在银行负债端利率不大幅下行的情况下，为避免过度冲击银行利差，资产端利率（LPR 贷款利率）整体下行空间有限，这也是央行避免大水漫灌，更偏好通过结构性举措来支持中小企业融资的重要原因。

但也需要强调的是，虽然可以通过下调 MLF、逆回购利率来降低银行对央行、同业负债的融资成本，但六大行的负债中，存款仍然超过六成，因此，宽松的关键仍然是要引导存款利率的下行。这也是为何监管层需要打破刚兑、遏制高息揽存。与此同时，需要一定程度上放宽信贷派生，放缓非标回笼速度，通过一定程度上增加一般存款的供应来降低银行揽存压力，协助银行降低负债端成本。

具体到运用中，对于密切留意央行政策动向的投资人，可将银行的负债端利率以及其他影响负债端利率的结构性举措作为银行资产端的领先指标，密切关注。

● 动态追踪

央行马骏：建议今年不再设定 GDP 增长目标。3月31日，据[《经济日报》](#)报道，央行货币政策委员会委员马骏日前表示，受新冠疫情影响，今年中国经济增速很难达到原来预计的6%。鉴于目前面临的巨大不确定性，建议今年政府不再设GDP增长目标。



人行发布《国际金融危机冲击的预期传导和政策共振》讨论论文。4月2日，[央行发布](#)货币政策委员会讨论论文。央行对数次国际金融危机进行复盘，文字指出货币政策在传统的产出缺口和通胀缺口基础上还需要考虑国际因素的影响，并提出加强预期管理、加强宏观政策的国际协调、协调好本外币政策，处理好内外部平衡，保持汇率弹性等，并继续推动货币政策向价格型为主转型，因为这有利于与同样以价格型为主调控框架的主要经济体沟通与协调。

人行宣布定向降准及下调超额准备金利率。4月3日，[央行宣布](#)将对中小银行定向下调存款准备金率1个百分点，同时意外下调超额准备金利率，为逾11年来首次下降。中国央行周五宣布，为支持实体经济发展，促进加大对中小微企业的支持力度，降低社会融资实际成本，决定对农村信用社、农村商业银行、农村合作银行、村镇银行和仅在省级行政区域内经营的城市商业银行定向下调存款准备金率1个百分点，于4月15日和5月15日分两次实施到位，每次下调0.5个百分点，共释放长期资金约4000亿元人民币。

央行官员表示当前情况要允许宏观杠杆率阶段性上升。[4月10日](#)，央行调查统计司司长阮健弘表示“当前情况下应当允许宏观杠杆率有一定阶段性的上升，其目的是为了扩大金融体系对实体的信用支持，有效推进复工复产。”

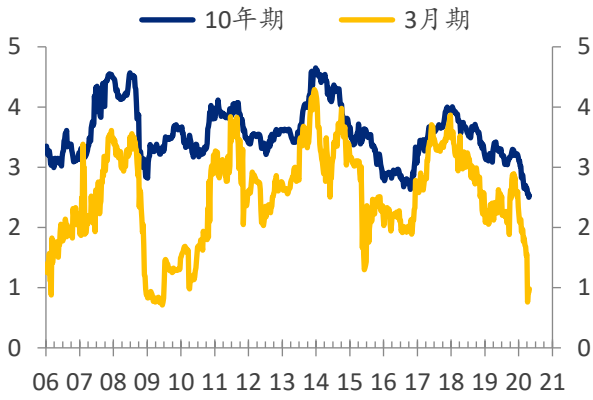
人行下调 MLF 操作利率 20 个基点，继续通过定向降准等措施刺激实体经济。4月15日，[Bloomberg](#)报道，人民银行开展了1000亿元中期借贷便利（MLF）操作，期限一年，中标利率为2.95%，较上一次下调了20个基点，当日无逆回购到期。[新华社](#)次日（16日）报道，人行将继续将通过定向降准、再贷款等政策措施，引导信贷资金支持实体经济，特别是中小微企业。

中国 4 月 LPR 降幅创新机制以来最大。4 月 20 日，[路透社](#)报道，中国 4 月 LPR（贷款市场报价利率）报价一如预期非对称“双降”，1 年期 LPR 从 4.05% 降至 3.85%，降幅 20bps，且降幅创下 LPR 改革新机制来的最大。

央行缩量续作 TMLF 561 亿，操作利率下调 20 基点。4 月 24 日，[路透社](#)报道，人民银行对当日到期的 2674 亿元定向中期借贷便利（TMLF）进行了续做，续做金额为 561 亿元，操作利率为 2.95%，此前操作利率为 3.15%。过去几周，为支持经济，其他流动性工具操作利率也做了相应下调。

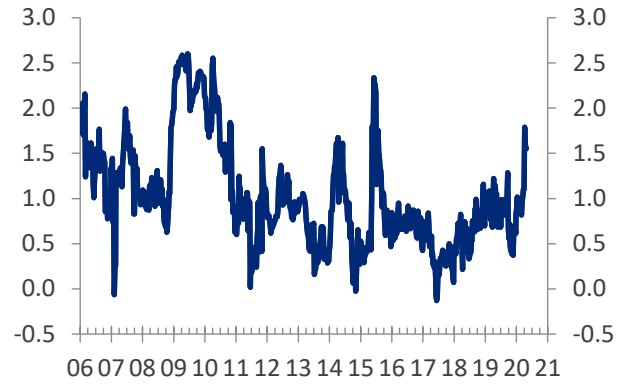
央行行长易纲发表论文，提醒需着力稳定宏观杠杆、发展直接融资并依靠改革开放。4 月 30 日，中国人民银行行长易纲在《经济研究》发表文章《再论中国金融资产结构及政策含义》，其从金融资产的资源配置与风险承担视角出发，测量了中国政府、居民、企业、政府、金融机构、国外的风险承担情况，研究发现，中国宏观杠杆率上升较快，金融风险向金融机构积聚。

图表 17: 中国国债收益率 (%)



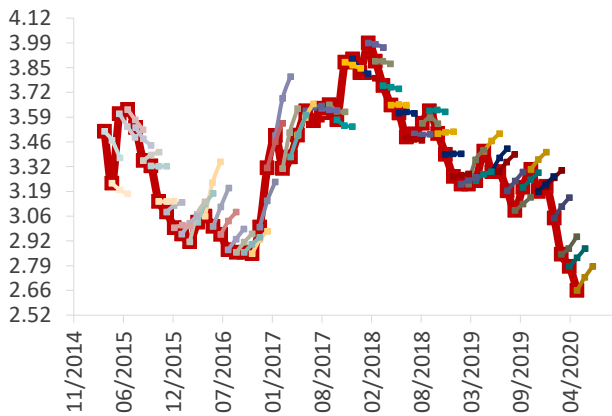
资料来源: Factset、Bloomberg、浦银国际

图表 18: 中国国债收益率曲线 (10年-3月)



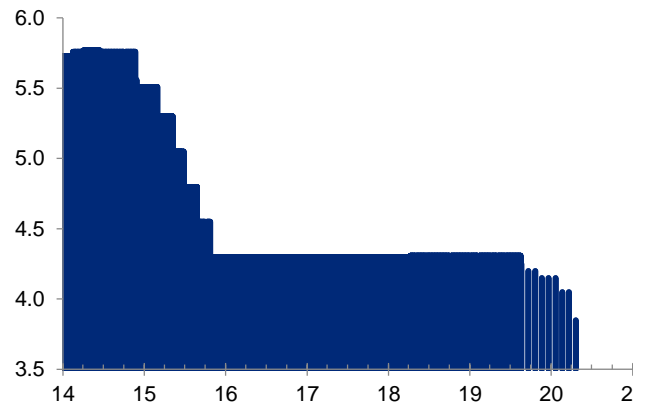
资料来源: Factset、Bloomberg、浦银国际

图表 19: 中国 10 年期国债远期 (%)



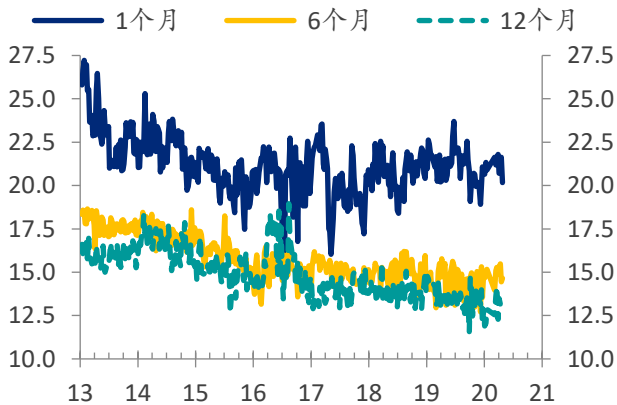
资料来源: Factset、Bloomberg、浦银国际

图表 20: 1 年期 LPR 利率 (%)



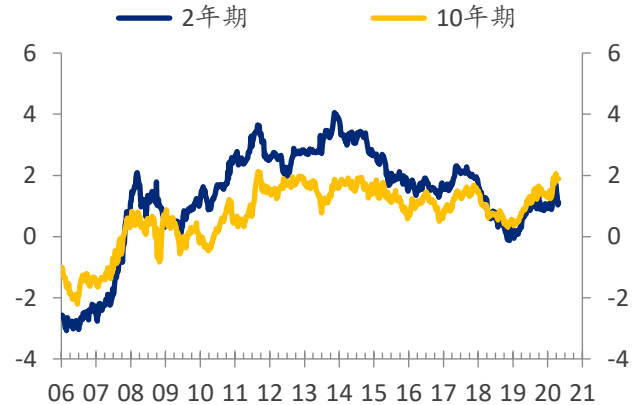
资料来源: Factset、Bloomberg、浦银国际

图表 21: 温州民间融资综合利率 (%)



资料来源: Factset、Bloomberg、浦银国际

图表 22: 中美利差



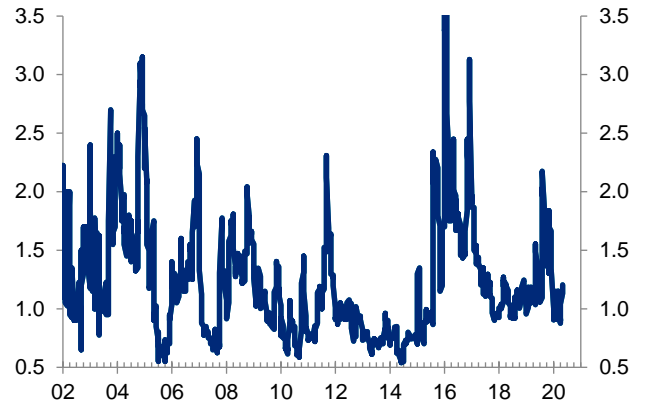
资料来源: Factset、Bloomberg、浦银国际

图表 23: 1 年期人民币隐含波动率 (%)



资料来源: Factset、Bloomberg、浦银国际

图表 24: 1 年期港币隐含波动率 (%)



资料来源: Factset、Bloomberg、浦银国际

图表 25: 人民币一年远期汇率



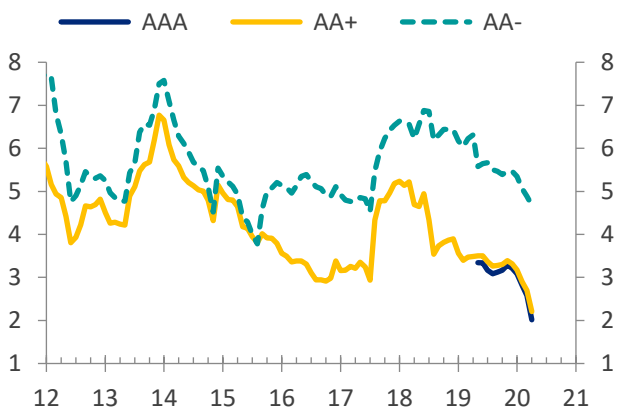
资料来源: Factset、Bloomberg、浦银国际

图表 26: 港币一年期远期汇率



资料来源: Factset、Bloomberg、浦银国际

图表 27: 中国 1 年期产业债到期收益率 (%)



资料来源: Factset、Bloomberg、浦银国际

图表 28: 中资美元债收益率 (%)



资料来源: Factset、Bloomberg、浦银国际



● 点评

3月欧央行扩大了QE规模，但无论是规模，还是政策覆盖的广度，都远不及美联储。4月，欧央行依然是乏善可陈（长期定向再融资TLTRO利率降低25bps），究其根本，仍源于欧央行的货币一体化的同时仍面临政治、财政非一体化，因而，不得不面临政策目标多元的难题，难以如美联储一般迅速而有力地推出货币政策为经济护航：

- 欧元区成员国经济不均衡，各成员国目标函数不一；
- 欧元区既要考虑各国债务可持续性的问题，又要为经济发展保驾护航；
- 在政策刺激的操作层面需要考虑各国配比的技术性问题。

4月，欧元区仍然陷入各方角力中，在“新冠债券”的发行问题上依然没有达成一致，德国等传统的紧缩派，也强调了财政政策宽松后要紧，对于长期困扰欧元区银行业，制约银行业信贷发放，影响欧元区货币政策传递性的欧元区银行业坏账问题也依然没有突破，遭到了欧盟领导层的反对。在此情况下，欧央行几乎成为了拯救欧元区的最大指望，这迫使欧央行不得不在各方“既要”、“又要”的压力下，进行进一步有限的货币宽松尝试：

- 欧央行官员已经开始公开回应采取极度宽松的货币政策实验的可能---“直升机撒钱”，即直接由央行（而非财政）扩表向居民发放现金或消费券，虽然内部仍有分歧，但欧央行内部影响力较大的法国央行行长（欧央行行长拉加德也是法国人）已经给出了采取较为明确的限制条件暗示（通胀面临下行风险），这表示该措施距离落实并非那么遥远；
- 为解决抵押品不足的问题，欧央行已经迈出“质变”的一步，开始接纳高收益债作为抵押品，虽然尚未将高收益债纳入QE的购买范围，但不排除日后其扩大QE购买范围至高评级的高收益收债。这都为欧央行资产质量埋下了隐患。

展望未来：

欧元区的协同性一直为人所诟病，这都迫使欧央行在夹缝中生存，在现有框架下进行货币政策的突破，但其“突破性”的货币政策尝试也埋下了令人隐忧的种子。

欧洲银行体系为代表的间接融资比重远高于美国，而欧元区的银行体系受负利率冲击，整体的抗冲击性也弱于美国银行业。因而，欧央行的发力点更多会集中于推出结构性举措，来维持欧元区相对脆弱的银行体系稳定。这也是欧央行在疫情冲击下，仍尽可能避免进一步扩大负利率，担心将进一步冲击脆弱银行体系的重要原因。

考虑到欧元区设置机制的内在不稳定性，欧央行令人尴尬而危险的货币政策尝试，加之欧元区经济内生韧性弱于美国，欧元区的复苏之路预计将更为漫长。相比美国，欧元区的货币政策将在更长时间内保持宽松。投资人需要对欧元区继续保持警惕，提防其银行体系、欧元区成员国因疫情冲击出现信用风险，进而冲击全球资本市场。

● 动态追踪

欧央行宣布暂时放宽抵押品要求等一系列措施。4月7日，[欧洲央行](#)宣布了放宽抵押品要求的一系列措施，这些措施共同支持了银行的放贷，特别是放宽了接受贷款债权作为抵押品的条件，以提高银行在疫情期间的放贷能力。欧央行正提高其风险承受度，以通过其再融资操作来支持信贷供应，特别是降低针对所有资产的统一抵押估值折扣。此外，欧洲央行还同意接受希腊债券作为抵押品



爱尔兰央行行长：“直升机撒钱”并不能解决新冠疫情危机。4月8日，[路透社](#)援引爱尔兰央行行长、欧央行管委会委员 Gabriel Makhlouf 观点表示，央行免费提供现金给公民或所谓的“直升机撒钱”并不是应对冠状病毒经济危机的合适货币政策工具。他表示：“目前需要的是支持家庭和企业度过危机的针对性措施，直升机撒钱并非其中一项，也不适于解决当前危机。”他还表示，欧盟各国政府必须齐心协力，采取史无前例的行动来应对新冠危机。

法国央行行长 Villeroy 表示只有在通胀面临重大风险时，才会采取更为激进的货币措施。4月8日，法国央行行长 Villeroy [表示](#)，只有通货膨胀出现主要下行风险，才能令央行开始考虑一些经济学家所提倡的更为激进的货币政策措施（如“直升机撒钱”）以应对新冠危机。

拉加德：不必过于执着于“新冠债券”。4月9日，[Bloomberg 报道](#)，欧央行总裁拉加德警告新冠疫情或将导致有史以来最严重的经济衰退，封锁措施每月预计影响 GDP 2%-3%。拉加德再次呼吁采取强有力的财政政策，敦促政府克服分歧。她还表示，欧洲不应过于执着于“新冠债券”。还有其他协同应对的方式，如从共同预算中共同支出、或成立欧洲重建基金等。

欧洲央行官员 Guindos：2021 年前经济不会有实质性复苏。4月12日，欧央行副总裁德金多斯（Guindos）接受采访时 [表示](#)，全球都将进入经济衰退，欧洲也不能幸免。欧元区要等到 2021 年才能看到经济活动出现真正的复苏。他还表示，GDP 最终降幅怎样取决于封锁多久。他强调了封锁措施每实行一个月，预计将影响 GDP 2%-3%。

欧央行官员施纳贝尔：复苏前景仍高度不明朗。4月16日，欧央行官员施纳贝尔（Schnabel）[表示](#)，目前复苏前景仍然高度不确定，即使部分经济体已开始逐步放宽封锁措施。她还表示，欧央行已采取强有力的应对措施，并已准备好在适当时候对一切政策工具进行调整。



EUROPEAN CENTRAL BANK
EUROSYSTEM

德国央行行长：各国政府要先花后省：4月17日，[Bloomberg](#)报道，欧央行管委会委员及德国央行行长魏德曼(Weidmann)表示，对欧元区各国政府进行“大量可观的”支出来应对新冠疫情表示赞赏，但警告，一旦经济状态过去，需要收紧预算。他表示，在一段时间内，经济需要广泛的支持，但极度扩张性的财政政策不可以一直维持。

欧央行提议设立欧元区坏账银行。4月19日，《[金融时报](#)》报道，欧央行官员与欧盟委员会举行了高层会谈，提议设立一家欧元区“坏账银行”，将坏账从银行资产负债表中剥离。高层正推动处理2008年经济危机时期遗留的债务问题，他们担忧新冠疫情将导致不良贷款再度飙升，或会在关键时刻制约银行放贷能力。然而，因欧盟有关国家援助的规定，该提议在欧盟委员会内部遭到强烈反对。

欧央行宣布临时调整抵押品规则，接受垃圾债作为抵押品。4月22日，[欧央行宣布](#)，采取临时措施调整抵押品规则，将接受部分垃圾级债券作为其向银行提供贷款的质押品，只要4月7日时债券的评级达到最低投资级(BBB-)，且最新评级不低于BB级。该措施将持续到2021年9月。欧央行还表示，该措施进一步减轻了疫情冲击下评级下调对抵押品可用性的影响，以确保货币政策的顺利传导。

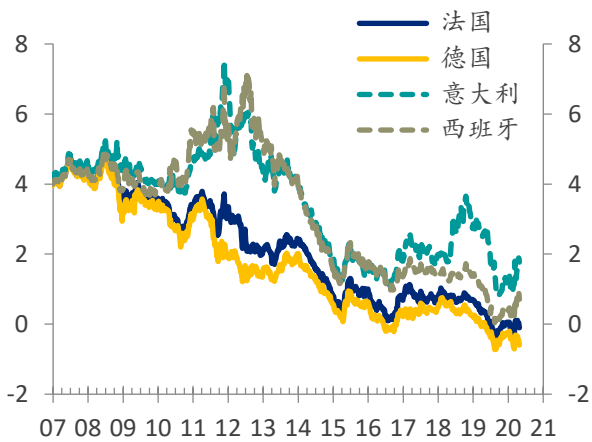
宣布放宽抵押品规则后，欧央行QE仍不包括垃圾债。4月23日，[Bloomberg](#)报道，欧央行发言人表示，目前欧央行QE范围仍不包括垃圾债。即使此前宣布临时调整抵押品规则，接受垃圾债作为抵押品。发言人还表示，这并不意味着排除未来进一步调整的可能性，但目前，BBB-（最低投资级）仍是企业债购买计划(CSPP)的最低门槛。

拉加德：曾告诉欧盟领导人他们做得太少、行动太迟。4月23日，[Bloomberg 援引知情人士称](#)，欧央行行长拉加德警告欧盟领导人，在保护经济抵御新冠病毒的冲击中，各国领导人采取的举措太少，行动太迟，这可能令欧元区2020年经济同比下跌15%，其中一位官员指出，以上只是极悲观的情景，拉加德表示她的基本假设是今年经济产出将下降9%。

欧央行政策微调：4月30日，[欧央行](#)召开货币政策会议，决定维持关键政策不变，主要关注针对性的流动性措施。欧央行决议通过降低现有长期定向再融资（TLTRO III）操作利率、增加紧急再融资操作（pandemic emergency longer-term refinancing operation, PELTROs）等措施，向欧元区经济注入更多流动性，以应对新冠疫情的持续冲击。决定在2020年6月至2021年6月间将TLTRO III操作利率下调25个基点至负0.5%。

欧央行首席经济学家：必要时央行可扩大PEPP计划规模。4月30日，欧央行首席经济学家雷恩（Lane）[表示](#)，如有必要，欧央行将进一步调整工具，包括扩大紧急抗疫购债计划（PEPP）规模，按需调整其构成和期限。他还表示，仍有必要采取大胆且可持续的政策行动，防范经济下行风险，并欢迎欧洲理事会就建立复苏基金达成一致。

图表 29: 欧元区 10 年期国债收益率 (%)



资料来源: Factset、Bloomberg、浦银国际

图表 30: 德债收益率曲线 (10 年-3 个月)



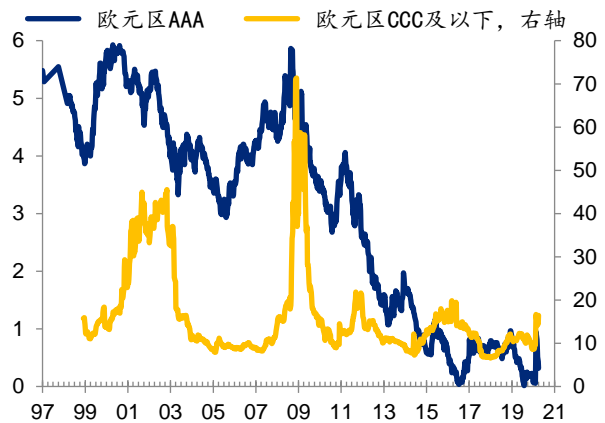
资料来源: Factset、Bloomberg、浦银国际

图表 31: 美德 10 年期国债利差



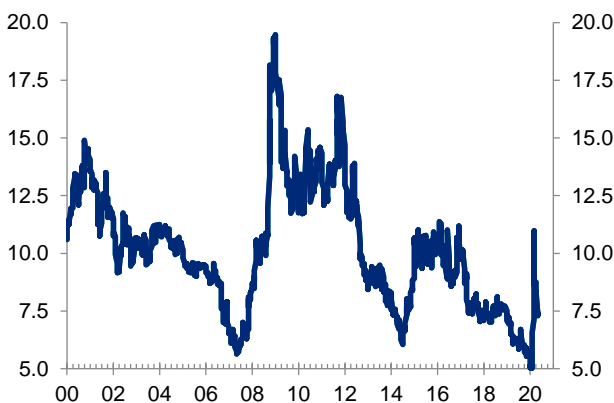
资料来源: Factset、Bloomberg、浦银国际

图表 32: 欧元区企业债收益率 (%)



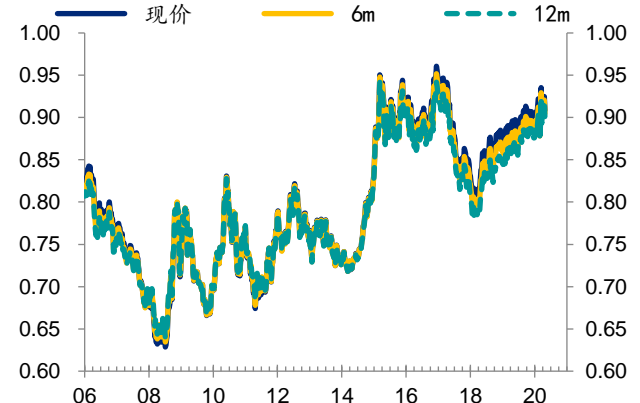
资料来源: Factset、Bloomberg、浦银国际

图表 33: 1 年期欧元隐含波动率 (%)



资料来源: Factset、Bloomberg、浦银国际

图表 34: 欧元远期 (%)



资料来源: Factset、Bloomberg、浦银国际

日本央行



BANK OF JAPAN

● 点评

虽然全球主要央行都并未大规模提升刺激力度，4月全球市场已经趋于缓和，日本的新冠肺炎新增确诊病例也呈现下降趋势，但日本央行依然毅然决然地大幅加码宽松力度。在4月底，日本央行进一步扩大资产购买规模，将公司债券和商业票据的购买上限提高两倍，与此同时也推行不设上限的QE，以将十年期日本国债收益率维持于零。其4月份的经济展望报告显示，日本未来3年通胀很可能都不能达标，这表示至少在未来3年，日本央行都可能维持极度宽松的货币政策。

展望未来：

日本央行历来是货币政策的先行实验者。该央行独立性弱于欧美，而货币政策工具已极其有限(已实施QE+ 负利率 + 购买公司债、ETF)。未来，日本央行不排除会进行更为激进的货币宽松试验，如直接实施狭义定义中的“直升机撒钱”，即直接扩表，向居民、企业发放消费券。

● 动态追踪

黑田东彦：日本央行将监测新冠疫情影响，如有必要会果断采取更多宽松措施。4月9日，日本央行行长黑田东彦表示，新冠疫情的蔓延给经济带来极度不确定和严重影响，还破坏了国内外资本市场的稳定。日本央行采取的措施一定程度上缓解了紧张态势，但市场仍神经紧绷。尽管企业融资状况转差，但日本国内金融体系仍稳健。他表示，当前日本央行正密切监测新冠疫情影响，如有必要，将果断采取更多宽松措施。

日本央行维持利率不变，但扩大资产购买规模。4月27日，日本央行宣布维持利率不变，但扩大资产购买规模，日本央行表示，为缓解企业融资压力，将把央行购买公司债券和商业票据的上限提高两倍，至20万亿日元（1,860亿美元）。该央行还取消了每年购买80万亿日元公债的宽泛指引，明确承诺购买无限量政府公债。日本央行将购买必要规模的公债且不设上限，使10年期公债收益率维持在零左右，

日本央行预计未来三年通胀都将低于目标。4月27日，在日本央行4月发布的经济展望报告中下调了经济预测。表明了新冠疫情造成了冲击，但预计到2020年下半年左右影响将会有所减弱。报告还强调了当前情况下，不确定性上升。日本央行预计2020财年日本GDP将收缩3%-5%；而一直到2022财年结束，核心通胀都将低于2%的目标。



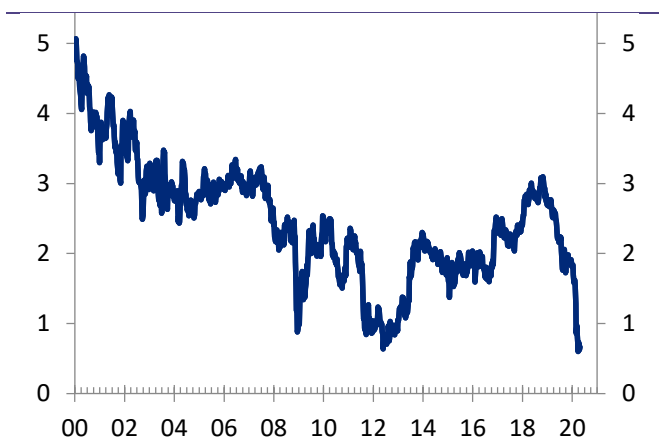
BANK OF JAPAN

图表 35: 日本 10 年期国债收益率 (%)



资料来源: Factset、Bloomberg、浦银国际

图表 36: 美日利差 (%)



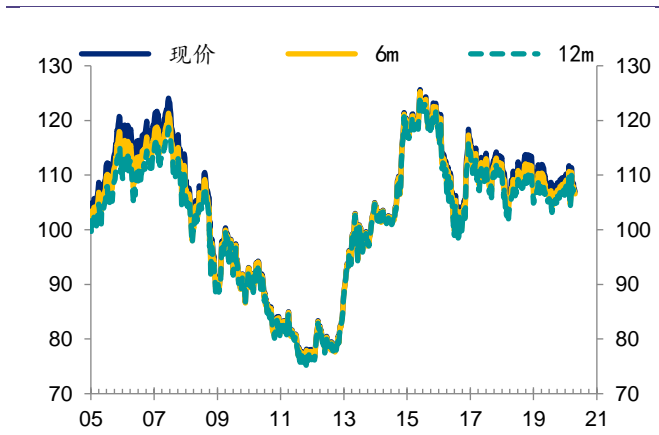
资料来源: Factset、Bloomberg、浦银国际

图表 37: 1 年期日元隐含波动率 (%)



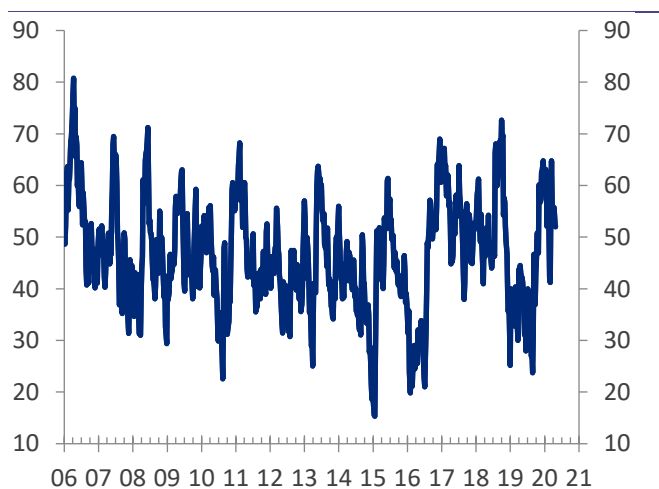
资料来源: Factset、Bloomberg、浦银国际

图表 38: 日元远期



资料来源: Factset、Bloomberg、浦银国际

图表 39: 10 年期日债收益率 14 天 RSI



资料来源: Factset、Bloomberg、浦银国际

其他央行

● 点评

在经历了3月史无前例的全球央行大宽松之后，4月随着市场趋稳，除美欧日外的发达经济体央行的政策也开始初现分化：

- 英国央行直接为政府提供融资，这令英国成为第一个在疫情冲击下央行直接对政府进行货币融资的国家。具有标志性意义。
- 澳洲央行已经在逐步缩减QE的规模。
- 新西兰央行可能扩大QE规模，韩国央行将实施QE。

展望未来：

预计各国央行在整体维持宽松的基础上，随着疫情至暗时刻的离去，经济逐步开始重启，在不同的经济韧性下，各国的货币政策分化将进一步加剧，全球外汇市场的波动将提升。

● 动态追踪

英国央行直接为政府额外支出提供资金。4月9日，《[金融时报](#)》报道，英国财政部和英国央行发布联合声明称，英国央行将为政府为抗击疫情影响而产生的相关支出直接提供资金，而不是像以前那样通过债券市场。这是本次疫情中，第一个主要央行采取这种方式为政府融资。声明指出，英国央行将不再限制英国财政部在央行的透支账户规模（Ways and Means Facility，通常额度为4亿英镑），这让使财政部能够在短期内大幅增加支出，而不必动用英国国债市场。

英国央行邓雷罗：未来数月内通胀率或将跌穿1%。4月16日，英国央行货币政策委员会（MPC）委员邓雷罗（Silvana Tenreyro）[表示](#)，因新冠疫情对英国经济的冲击，未来数月内，英国通胀率或将跌穿1%。她还表示，复苏将不太可能是人们所希望的那种“V型”迅速复苏。

澳央行维持0.25%基准利率不变，并将3年期国债利率锚定在0.25%。4月7日，澳央行发布[政策声明](#)，表示目前3年期国债利率已接近目标水平。并表示若债市状况继续改善，或将需要减少并放缓政府债购买。澳央行重申，今年二季度经济活动大幅下降，但一系列财政和货



BANK OF ENGLAND



RESERVE BANK
OF AUSTRALIA



BANK OF CANADA
BANQUE DU CANADA



DANMARKS
NATIONALBANK



RESERVE
BANK
OF NEW ZEALAND
TE PŪTEA MATUA



SVERIGES
RIKSBANK



NOREGS BANK



THE BANK OF KOREA

SNB BNS +

币政策预计将有助于缓解澳洲经济的收缩程度。澳央行表示将竭尽所能支持就业、收入和企业。

澳央行已准备应对经济大幅收缩。4月21日，澳央行4月[会议纪要](#)和行长洛威(Lowe)的[讲话](#)均预示着，今年上半年澳洲经济将大幅收缩。上半年经济产出或将下降10%，失业率或将攀升至10%左右。澳央行预期通胀水平将大幅下降，年底或有可能出现通缩。澳央行强调，上月紧急刺激计划出台后，债市情况有所改善。洛威讲话中透露，澳央行将放缓QE步伐，资产购买由原来的每日改成每周三天；并指出3年前国债收益率已接近0.25%的目标水平，澳央行正逐步缩减债券购买量。

新西兰央行助理行长：央行对增加QE规模持开放态度。4月8日，新西兰央行助理行长霍克斯比(Hawkesby)接受[Bloomberg](#)采访时表示，央行对调整QE规模至合理水平持“非常开放”的态度，是否调整取决于对经济前景的评估。霍克斯比表示，新西兰央行将于5月举行会议，全面评估经济状况。此外，行长奥尔(Orr) [接受另一家媒体采访](#)时表示，只要有需要，央行将一直进行QE。

瑞典央行将购买150亿瑞典克朗的市政债。4月22日，瑞典央行[宣布](#)将开始购买名义价值达150亿瑞典克朗的市政债，该央行已采取一系列措施，旨在抗击疫情和疫情所造成的经济衰退。

韩国央行行长宣布将购买国债。4月9日，[Bloomberg](#)报道，韩国央行行长李柱烈表示，将购买国债。他表示，受疫情影响，经济增长和通胀水平将远低于2月份的预测。委员会决议维持利率水平不变，以监测此前采取的刺激措施是否发挥作用，但当中有两名委员持反对意见，要求再降息25个基点。



BANK OF ENGLAND



RESERVE BANK
OF AUSTRALIA



BANK OF CANADA
BANQUE DU CANADA



DANMARKS
NATIONALBANK



RESERVE
BANK
OF NEW ZEALAND
TE PŪTEA MATUA



NOREGS BANK



THE BANK OF KOREA

SNB BNS +

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附属公司、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。
- 4) 浦银国际证券分析师及其联系人士并无担任本研究报告所述公司之高级职员，亦无拥有任何所述公司财务权益或持有股份。

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