



SPDBI 全球央行观察：整体扩大宽松，欧元走强不具可持续性

- **全球央行：**7月由于全球多地疫情出现二次反弹，全球主要央行都呈现宽松立场或直接扩大宽松力度。
- **美联储：**7月美联储资产负债表规模有所下降，这是由于海外美元荒缓解，美元互换额度减少所致，并不意味着宽松立场转向，恰恰相反，由于疫情的二次冲击，美联储对于复苏路径谨慎，表态一旦需要将随时宽松支持且在宽松工具上有能力做更多，我们认为其即将美联储将宣布关于货币政策框架的讨论细节，有可能会实施收益率曲线控制以及容忍更高的通胀率水平，进而令货币宽松具有持续性、长期性。
- **中国人民银行：**货币政策的定性“更加灵活适度”以及“精确导向”，继续延续结构性宽松的脉络。但边际上有所变化，随着经济回暖以及防风险角度，宽松力度可能略有回落。
- **欧洲央行：**欧央行暂时解决了德国法院关于QE的法律问题，与此同时欧央行各派都表示欧元区经济衰退幅度好于预期，叠加总额超过1.8万亿欧元的财政刺激落地，这推动欧元对美元走强，但由于欧美经济分化并未出现根本性逆转，且欧元区的复苏韧性整体弱于美国，根植于欧元区内部的财政、财政非一体化问题长期存在，我们并不认为欧元（美元）会持续走强（走弱）。
- **日本央行：**延续一贯的宽松态度，重申了必要时可以加码宽松。

2020 年
8 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 7 月 31 日

相关报告：

《浦银国际研究：投资组合策略系列一：高相关、高分化，如何应对？》（2020 年 6 月 4 日）

目录

全球总览：扩大宽松	3
总结	4
美联储：展望谨慎，货币政策框架未来可能出现调整以维持长期宽松	6
点评	6
动态追踪	8
中国人民银行：延续结构性宽松	12
点评	12
动态追踪	13
欧洲央行：未扩大宽松	17
点评	17
动态追踪	18
日本央行：延续一贯的宽松态势	22
点评	22
动态追踪	23
其他央行：扩大宽松	25
点评	25
动态追踪	26

SPDBI 全球央行观察：整体扩大宽松，欧元走强不具可持续性

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：扩大宽松

随着全球新冠疫情的蔓延，2020 年 5-6 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 7 月：

- **少数新兴市场央行继续降息：**初步统计 7 月全球至少有 10 个（6 月 23 个）央行进行降息，降息的央行数量较 6 月有显著缩减，且降息的央行均为新兴市场国家。
- **7 月全球资本市场继续修复：**债市收益率出现分化，中日德等国债收益率回升，美国等大多数国家国债收益率继续回落，在岸与离岸美元的流动性也得到了极大改善，海外央行美元互换需求下降。
- **7 月全球央行扩表速度回落：**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。但由于海外美元流动性改善，央行货币互换减少令美联储资产负债表规模略有回落，截至 7 月 30 日，美联储资产负债表总规模回落至 6.96 万亿美元，但宽松基调仍然不变。

● 总结

7月，在全球多地疫情出现二次反弹之际，全球主要央行都呈现宽松立场或直接扩大宽松力度：

- 美联储对经济展望谨慎，认为复苏路径漫长（多个官员明示或暗示未来几年都将维持宽松）、表示一旦需要美联储将随时宽松支持，且在宽松工具上“有能力做更多”。
- 日本央行重申了有必要时将扩大宽松力度。
- 瑞典央行 QE 延长至 2021 年中期。
- 英国央行对就业前景担忧，认为经济复苏路径为“不完整的 V 型”。
- 瑞典央行延长 QE 持续时间。
- 澳洲央行表示在必要时扩大 QE 规模。
- 加拿大央行利率不变但适度扩大 QE 规模。

本月最大的变化就是欧元对美元的大反弹，进而令美元指数创下了 2018 年 6 月以来的新低。欧元反弹的主要推动力在于欧盟总额超过 1.8 万亿欧元的财政刺激方案落地，以及由于欧洲的疫情控制力度好于美国，欧元区的经济展望进而好于预期。但由于欧美经济分化并未出现根本性逆转，且欧元区的复苏韧性整体弱于美国，根植于欧元区内部的财政、财政非一体化问题长期存在，我们并不认为美元（欧元）会持续走弱（走强）。

图表 1: 全球 3 月期利率中位数 (%)



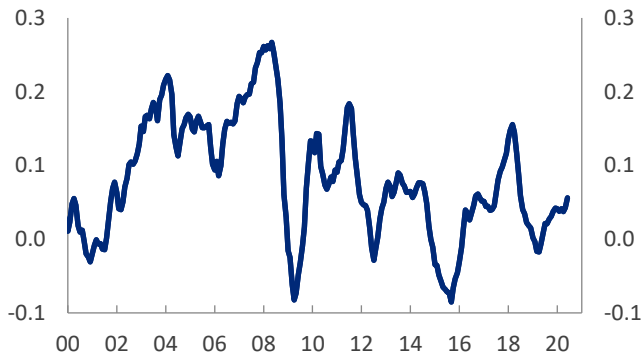
资料来源: Factset, 浦银国际

图表 2: 全球 10 年期国债收益率中位数 (%)



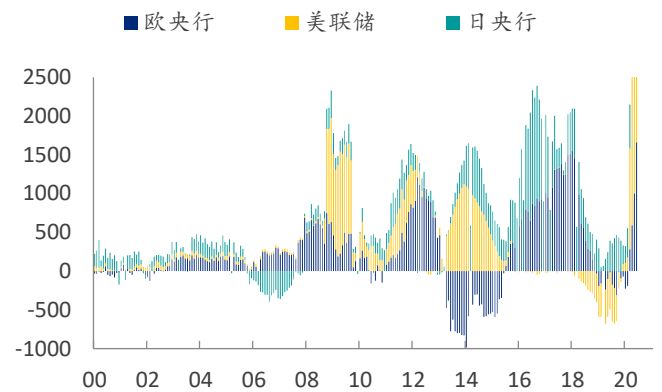
资料来源: Factset, 浦银国际

图表 3: 全球各国 M2 增速中位数



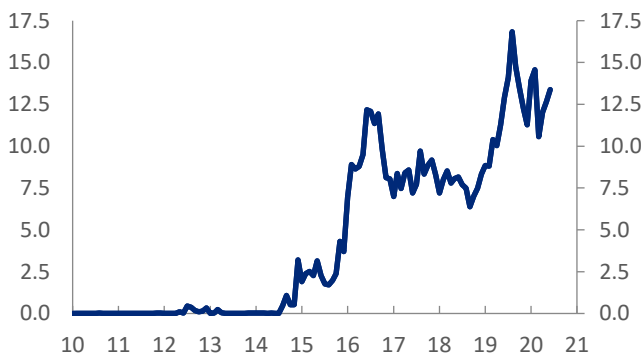
资料来源: Factset, 浦银国际

图表 4: 全球央行资产年度增量 (十亿美元)



资料来源: Factset, 浦银国际

图表 5: 全球负利率债券市值 (万亿美元)



资料来源: Bloomberg, 浦银国际

图表 6: 全球主权债收益率 (%)



资料来源: Factset, 浦银国际

美联储：展望谨慎，货币政策框架未来可能出现调整以维持长期宽松



● 点评

7月美联储未有大的政策变化，美联储的资产负债表规模有所下降，最主要原因是海外美元荒情况大幅缓解，美联储向海外央行提供的美元互换额度大幅下降，加上资本市场情况缓解，购债速度放缓。美联储7月的会议按兵不动，但受美国二次疫情的冲击影响，美联储的展望并不乐观。

美联储对于前景展望谨慎：

- 1) 复苏路径漫长。**芝加哥联储主席埃文斯（Charles Evans，无投票权，偏鸽派）认为未来几年都将面临低通胀问题，而在通胀达标之前美联储没理由加息，纽约联储主席威廉姆斯（John Williams，有投票权，偏鸽派）认为美国经济需要几年时间才能从新冠疫情的冲击中恢复过来。
- 2) 一旦有需要，美联储将随时宽松支持。**几乎所有美联储官员都认为疫情走势仍然是决定性因素，但由于疫情带来的不确定性冲击，美联储官员对于经济走势也存在较大分歧，例如美联储副主席克拉里达（Richard Clarida，有投票权，偏鸽派）认为疫情并不必然导致经济二次触底，而美联储理事布雷纳德（Lael Brainard，有投票权，中间派）则认为疫情可能导致“W型衰退”即经济可能二次探底。但不论何种表态以及观点，几乎都认为如果有需要，美联储将开足马力，随时宽松支持。
- 3) 美联储在宽松工具上“有能力做更多”。**7月美联储会议上再次强调了疫情对经济前景的冲击，而且6月以来一些经济指标已经下降，复苏仍需货币、财政的共同支持，鲍威尔也明确表示在宽松工具上“有能力做更多”（the ability to do more）。

美联储官员对复苏路径的谨慎态度，其实从侧面佐证了美联储宽松货币政策不会过早退出。而鲍威尔关于宽松工具的回应，不仅暗示了美联储不仅不会过早推出宽松，反而可能在未来扩大宽松力度与持续时间。

• 展望未来

由于资本市场企稳大幅反弹，加上海外美元流动性短缺的问题大幅缓解，海外央行的美元互换需求大幅下降，这令美联储资产负债表规模出现了下降，但这**绝不意味着美联储的宽松转向**。

7 月的 FOMC 会议上，鲍威尔提及了美联储讨论了货币政策框架（monetary policy framework）的问题，未来将向市场进一步披露细节，虽然未提及具体的时间表，但这很可能为维持长期宽松预埋伏笔，我们预计美联储很可能即将在下半年公布。

美联储很有可能会：

- 1) 实施收益率曲线控制
- 2) 容忍更高的通胀率水平，以间接实现更低的实际利率水平

这一系列可能出现的调整，其根本目的在于令**货币宽松更具有持续性、长期性**以应对疫情的冲击。

● 动态追踪

亚特兰大联储主席（无投票权，中间派）对经济复苏表示担忧。7月6日，博斯蒂克（Raphael Bostic）接受[采访](#)时称，企业复工和人口流动的增长正趋于平缓，这种趋势令人担忧并表明复苏将比预期艰难。

美联储副主席（有投票权，偏鸽派）表示经济不会陷入“W型衰退”，美联储能做的还有很多。7月7日，克拉里达（Richard Clarida）表示目前的情况并非是“W型衰退”，但经济复苏取决于疫情走势（[华尔街日报](#)）。7月8日，他指出，美联储可购债券的规模“没有限制”，并补充道，美联储也可能透过前瞻性指引进一步采取宽松政策，并在需要的情况下尽可能久地维持贷款支持（[路透社](#)）。

主街贷款计划（Main Street Lending Program）已全面开展，实施层面仍存忧虑。7月8日，波士顿联储主席罗森格伦（Eric Rosengren，无投票权，偏鹰派）预计，随着经济与冠状病毒的斗争，美联储将看到合理数量的主街计划贷款（[华尔街日报](#)）。但在发行贷款方面，[批评文章](#)指美国银行是目前唯一签署此协议的大型银行。

纽约联储官员认为二级市场公司信贷工具（SMCCF）的购买量因市场改善而减少。7月8日，纽约联储市场主管辛格（Daleep Singh）在[讲话](#)中称，通过SMCCF的每日资产购买额约为2亿美元，低于早前的约3亿美元。他表示，如果市场状况继续改善，美联储的购买可能会进一步放缓甚至完全停止。他指出，这并不意味着SMCCF的大门已关闭，而是市场运转良好的信号；但如果情况恶化，购买量还将增加。

圣路易斯联储主席（无投票权，偏鸽派）认为就业复苏前景向好。7月9日，布拉德（James Bullard）预测，美国失业率到年底会降至8%以下，多数员工将在未来90天内重返工作岗位。

美联储官员对经济复苏的持续性持悲观态度。7月9日，波士顿联储主席罗森格伦（Eric Rosengren，无投票权，偏鹰派）和里士满联储主席巴尔金（Thomas Barki，无投票权，偏鹰派）对经济复苏前景表示担忧，后者认为美国经济面临“气穴”（Air Pockets），即企业现有订单已全部完成而没有补充新订单（[路透社](#)）。

芝加哥联储主席（无投票权，偏鸽派）认为，在通胀率达到2%的目标前，美联储没理由升息。7月12日，埃文斯（Charles Evans）预计，低通胀将成为未来几年的问题。此外他预计，美国失业率到2021年年底将仅降至6.5%，远高于与充分就业的4.5%的水平（[路透社](#)）。

美联储官员称可能存在“W型衰退”，可能需要控制收益率曲线。7月14日，美联储理事布雷纳德（Lael Brainard，有投票权，中间派）在[讲话](#)中表示，不确定性仍存在，包括劳动力市场在内的美国经济复



苏面临下行风险，疫情可能导致“W型衰退”。她表示，可能需要控制收益率曲线，以帮助加强前瞻性指导并减少对资产负债表的依赖。

美联储官员对经济前景表示谨慎，通缩问题成为焦点。7月15日，达拉斯联储主席（Robert Kapla，有投票权，中间派）对经济复苏表示乐观，但警告需警惕通缩（[路透社](#)）。同日，费城联储主席哈克尔（Patrick Harker，有投票权，偏鹰派）表示，他支持在采取行动之前让通胀率升至2%以上，并表示经济下滑将是痛苦且持久的（[彭博社](#)）。

纽约联储主席（有投票权，偏鸽派）认为经济恢复需较长时间，还未到考虑加息之时。7月16日，威廉姆斯（John Williams）表示，美国经济可能需要几年时间才能从新冠疫情造成的影响中恢复过来，而现在还不是考虑加息的时候（[路透社](#)）。他在接受[采访](#)时称不应停止当前的努力，如果前瞻性指导失去作用，则需使用收益率曲线控制。

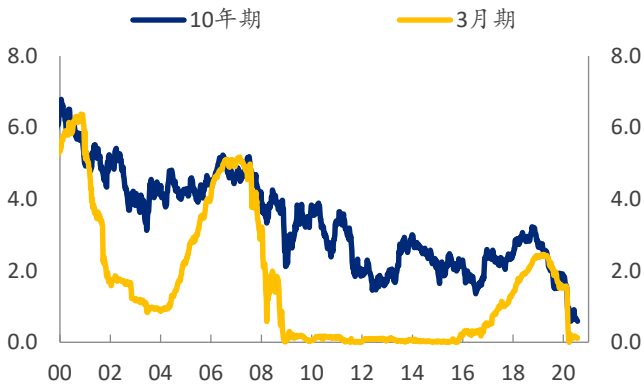
美联储官员对经济复苏的预期持悲观态度。7月16日，费城联储主席哈克尔（Patrick Harker，有投票权，偏鹰派）接受[采访](#)时称，根据平均预测，上半年实际GDP可能下降20%，2020年全年可能下降6%左右。7月17日，芝加哥联储主席埃文斯（Charles Evans，无投票权，偏鸽派）称，他不期望美国GDP在2022年之前恢复到疫情前的最高水平，并暗示未来几年利率需维持在较低水平（[路透社](#)）。

美联储扩大三项贷款工具的参与范围。7月24日，美联储放宽三项旨在为受新冠疫情打击的企业提供信贷支持的贷款工具，允许达到最低要求的经纪交易商参与（[路透社](#)）。

美联储延长贷款工具期限至年底。7月28日，因美国经济复苏的预期被下调，美联储将延长多项贷款工具至年底，延期适用于那些将在9月30日前后到期的工具（[路透社](#)）。

美联储7月FOMC会议按兵不动，将使用所有工具支持经济复苏并将维持当前利率。7月29日，美联储召开FOMC[会议](#)，会议声明表示中期来看病毒对经济前景仍然构成相当大的风险，美联储主席鲍威尔表示6月以来一些消费者支出的指标有所下降，要恢复至年初水平仍需时间，需要货币、财政政策的共同支持。

图表 7: 美国国债收益率 (%)



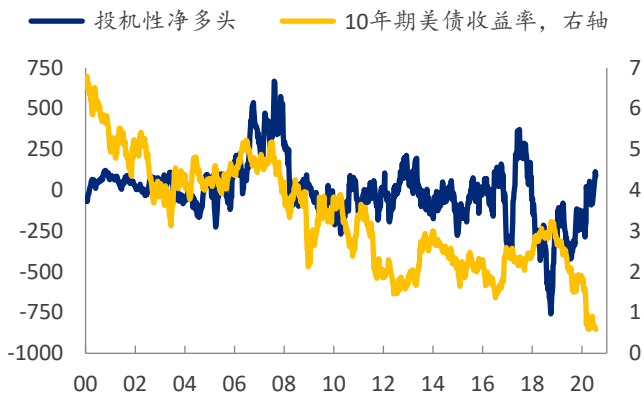
资料来源: Factset, 浦银国际

图表 8: 美国国债收益率曲线 (10年-3月期)



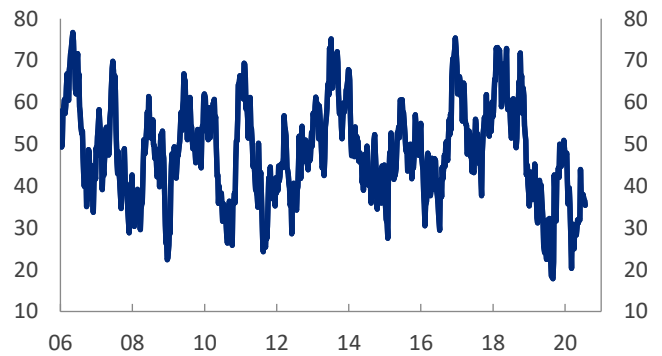
资料来源: Factset, 浦银国际

图表 9: 10年期美债投机性净多头



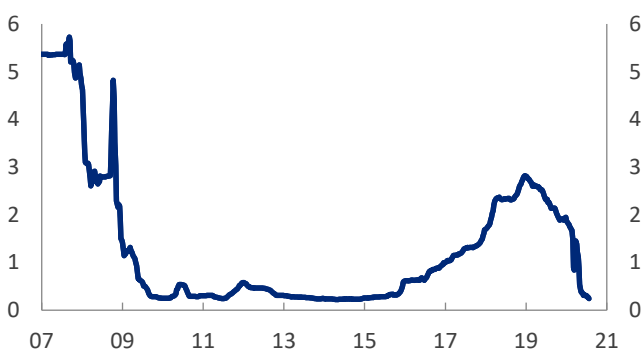
资料来源: Factset, 浦银国际

图表 10: 10年期美债收益率 14天 RSI



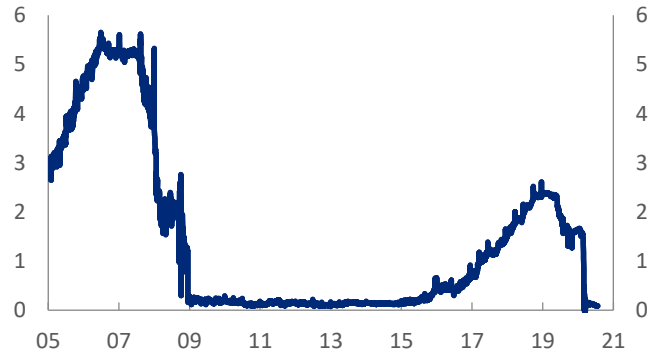
资料来源: Factset, 浦银国际

图表 11: 美元 3 月期 LIBOR (%)



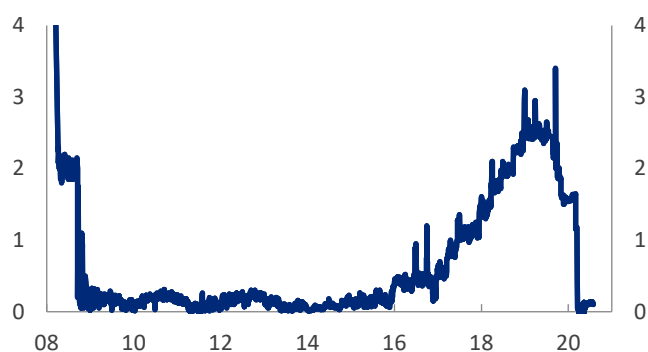
资料来源: Factset, 浦银国际

图表 12: 3 月期美债隐含收益率 (%)



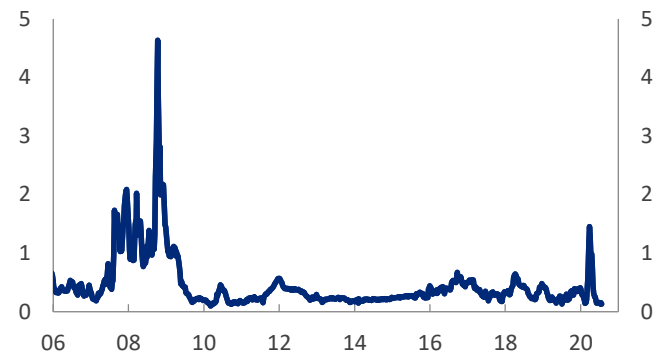
资料来源: Bloomberg, 浦银国际

图表 13: 美国隔夜回购利率 (%)



资料来源: Factset, 浦银国际

图表 14: 泰德利差 (%)



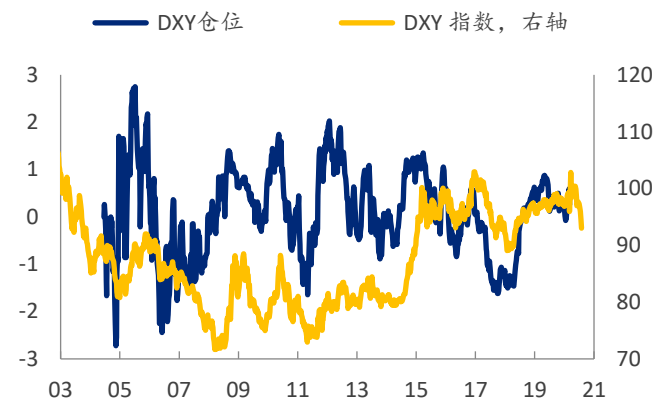
资料来源: Factset, 浦银国际

图表 15: 美国公司债收益率 (%)



资料来源: Factset, 浦银国际

图表 16: 美元指数 DXY 投机性仓位



资料来源: Factset, 浦银国际

● 点评

7月的政治局会议延续先前的口径，货币政策的定性上要求货币政策“更加灵活适度”，但也强调了要“精确导向”，这再次延续了结构性宽松的脉络，

与此同时，央行也在通过不同口径释放信号边际上可能略有变化：

- 人民银行货币政策司副司长郭凯表示针对疫情的阶段性货币政策是临时工具，适时退出并不意味着政策转向。
- 路透社也报道了人民银行认为没有必要进一步放开货币政策，避免过度刺激造成副作用。
- 7月LPR维持不变，没有进一步降低。
- 7月新出台的《标准化债权类资产认定规则》整体依然是防风险为主基调（尤其是期限错配风险），虽然明确提供了标债资产的认定路径，但对于先前属于灰色区域的“非非标”资产明确认定为“非标”，可见监管层对于非标资产的监管态度非常明确，并未因疫情冲击而明显放宽立场。

● 展望未来：

由于中国经济从疫情中恢复相对较好，7月央行整体依然偏宽，但整体来更进一步强调结构性宽松，总量上的宽松幅度有所回落。下半年随着经济进一步回升，预计总量上的宽松幅度很可能会进一步回落，但着眼于降低企业融资成本、支持小微企业融资的结构性宽松依然将继续延续。

● 动态追踪



四部门出台《标准化债权类资产认定规则》。7月3日，人民银行、银保监会等四部门联合发布《标准化债权类资产认定规则》称，明确标准化债权类资产（下称“标债资产”）和非标准化债权类资产（下称“非标资产”）的界限、认定标准及监管安排；该认定规则将于今年8月3日正式实施。（SPDBI注：此次文件体现了“实质重于形式”的动态管理原则，从监管层面同意了标准债券资产与非标资产的认定标准，也对于“非非标”资产予以明确回应，防止监管套利同时便于未来动态管理微调）

人民银行和银保监会：金融机构应把支持稳企业保就业作为重中之重。7月8日，人民银行和银保监会最新[要求](#)，“央行、银保监会要求金融机构把支持稳企业保就业作为当前和今后一段时期工作的重中之重，把握好信贷投放节奏，与市场主体实际需求保持一致，确保信贷资金平稳投向实体经济”。

人民银行官员：阶段性政策退出不代表货币政策转向。7月10日，人民银行货币政策司副司长郭凯[表示](#)，针对疫情推出的、特殊的阶段性的货币政策工具本身就是临时性政策措施，当政策设定的情形不再适用时就自动退出了。货币政策立场依然保持稳健并更加灵活适度，但也应该认识到利率适当下行并不是越低越好。

人民银行行长易纲：IMF 应利用特别提款权（SDR）应对新冠疫情。7月16日，人民银行行长易纲[发文](#)表示，IMF 应利用 SDR 应对新冠疫情。通过 SDR 普遍分配，可以补充成员国的外汇储备，提升其购买力，是应对这场百年不遇危机的快速、务实、公平和低成本的措施。

人民银行副行长陈雨露出席 G20 财长和央行行长视频会议。7月18日，G20 财长和央行行长视频会议同意，将继续采取各类政策工具，共同应对疫情影响，抵御下行风险，维护金融稳定，支持经济复苏。全球经济受疫情影响前景仍不确定，但预计将逐步复苏。

人民银行维持 LPR 不变。7月20日，[路透社](#)报道，人民银行连续三个月保持 LPR 不变，与市场预期相符：一年期 LPR 为 3.85%，五年期 LPR 为 4.65%。报道引述经济学家的话说，在经济数据改善的背景下，决策者已开始从强有力的紧急货币宽松政策转向更具针对性的计划，以帮助仍在挣扎中的实体经济领域。

人民银行对过度刺激表示警惕。7月22日，[路透社](#)报道，人民央行认为近期没有必要进一步放宽货币政策，但将维持金融条件宽松以支撑经济复苏。二季度经济活动反弹强于预期，降低了央行采取行动的紧迫性，人民银行也希望避免过度刺激造成副作用，例如债务激增以及房地产市场泡沫风险等。

政治局会议强调货币政策要“精准导向”。7月30日，会议提出货币政策要更加灵活适度、精准导向，要保持货币供应量和社会融资规模合理增长，推动综合融资成本明显下降。要确保新增融资重点流向制造业、中小微企业。

图表 17: 中国国债收益率 (%)



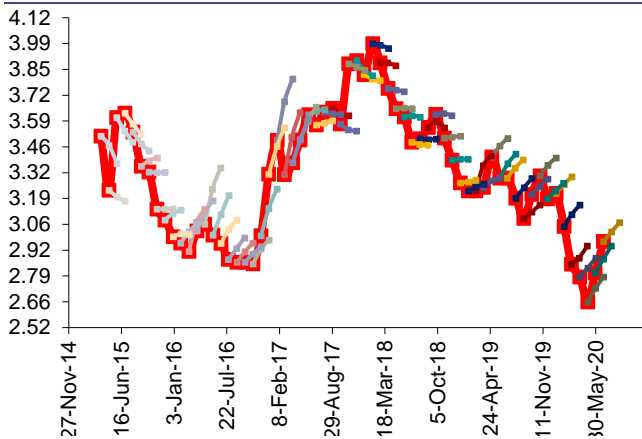
资料来源: Factset, 浦银国际

图表 18: 中国国债收益率曲线 (10年-3月期)



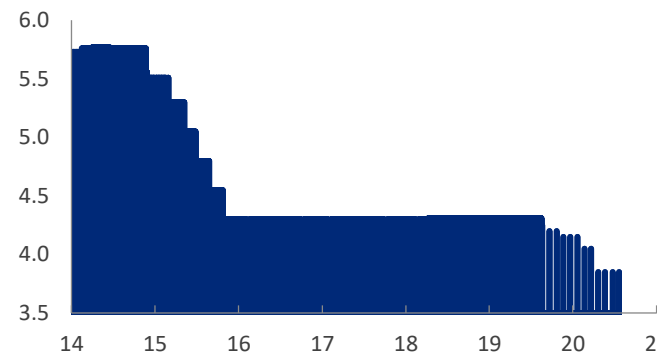
资料来源: Factset, 浦银国际

图表 19: 中国 10 年期国债远期 (%)



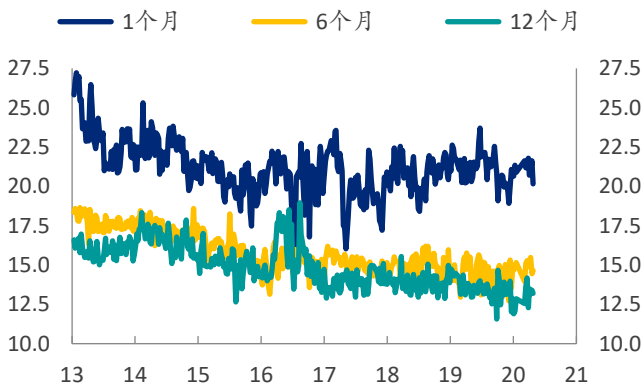
资料来源: Bloomberg, 浦银国际

图表 20: 1 年期 LPR 利率 (%)



资料来源: Wind, 浦银国际

图表 21: 温州民间融资综合利率 (%)



资料来源: Wind, 浦银国际

图表 22: 中美国债利差



资料来源: Factset, 浦银国际

图表 23: 1 年期人民币隐含波动率 (%)



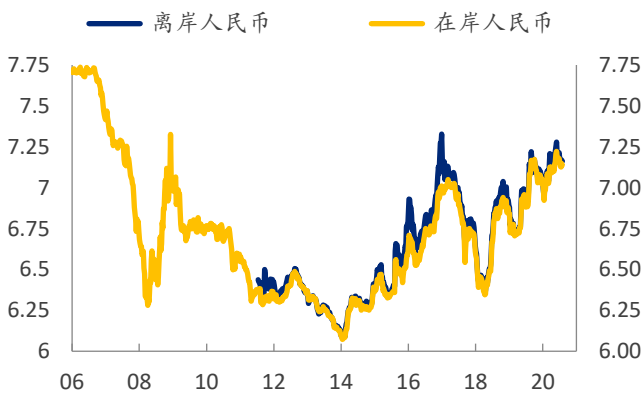
资料来源: Bloomberg, 浦银国际

图表 24: 1 年期港币隐含波动率 (%)



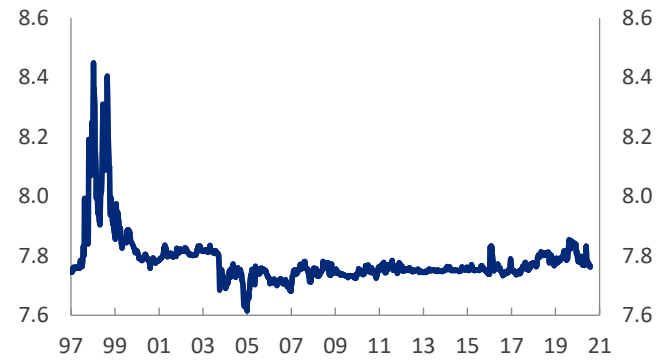
资料来源: Bloomberg, 浦银国际

图表 25: 人民币一年期远期汇率



资料来源: Factset, 浦银国际

图表 26: 港币一年期远期汇率



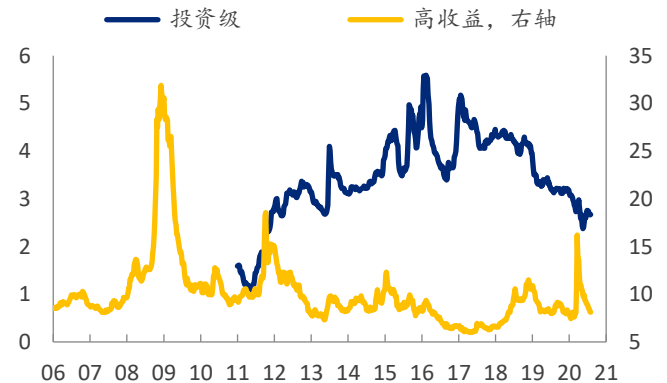
资料来源: Factset, 浦银国际

图表 27: 中国 1 年期公司债收益率 (%)



资料来源: Wind, 浦银国际

图表 28: 中资美元债收益率 (%)



资料来源: Factset, 浦银国际

欧洲央行：未扩大宽松



EUROPEAN CENTRAL BANK
EUROSYSTEM

● 点评

7月欧央行最重要的变化是暂时解决了德国法院就量化宽松质疑的法律问题。另外，由于欧元区的疫情控制相对较好，没有像美国一样出现疫情新增人数新高，欧央行官员相对美联储官员乐观。

虽然欧央行对于低通胀仍然有很大担忧，但近期欧央行不论鹰派（荷兰央行行长克诺特）、中间派（理事会成员施纳贝尔）、鸽派（欧央行副行长德金多斯）都表示欧元区的经济衰退幅度好于预期。欧元区的调查也显示，欧元区的经济衰退幅度好于预期、恢复快于预期。

为提振疫情冲击下的欧盟经济，7月20日，欧盟各国达成共识通过了总额超过1.8万亿欧元的财政刺激方案，金额为欧盟有史以来最大。

以上几个原因共同推动欧元兑美元在7月大幅反弹，这是美元指数大幅走低的最主要原因。

● 展望未来：

由于疫情因素相比美国控制更好，在叠加政策利好刺激，这令欧美分化大幅逆转，这令但欧元兑美元强反弹，但我们认为欧元对美元的走强并不具有可持续性：

- 1) **欧美的经济分化并未出现根本性逆转**，只是因为疫情相对控制较好，令欧元区走在了美国的前面。在疫情、负利率的冲击下，欧元区的银行业依然压力重重，其信贷创造能力、意愿都受到冲击，而欧元区相比美国更依赖直接融资体系再加上数字经济占比远低于美国，这都令欧元区的复苏路径会较美国更加困难重重。
- 2) **欧元区经济的外需占比明显高于美国**，在全球需求疲弱之际，欧元区的经济仍然面临重重压力，再加上其面临结构性宽松问题，更有赖于货币政策刺激。
- 3) 虽然达成了财政刺激方案，但**根植于欧元区内部的政治、财政非一体化问题依然存在**。

一旦美国的二次疫情冲击出现好转，再加上新的财政刺激方案通过，美元有可能再度对欧元走强。总之，我们并不认为欧元对美元的走强是大趋势的逆转，欧美经济的分化可能也只是暂时的。

● 动态追踪

荷兰央行行长（偏鹰派）对欧元区经济复苏持乐观态度。7月3日，克诺特（Klaas Knot）表示，欧元区经济衰退程度超过欧央行基准预测的风险已经降低。他说，近期数据巩固了欧央行对基准情景预测的信心，风险平衡更为有利（[路透社](#)）。

法律对峙落下帷幕，德国央行将继续债券购买。7月5日，《[金融时报](#)》报道，在欧央行与德国法院就量化宽松的法律对峙结束后，德国央行将从8月开始继续购买主权债券。

法国央行行长（偏鹰派）表示新冠疫情大流行迫使货币政策永久性改变。7月5日，德加洛（Villeroy de Galhau）表示，新冠病毒已经永久改变了政策，锁定了一系列更广泛的货币工具（[彭博社](#)）。他强调，欧央行推出的特殊政策措施，例如负利率、量化宽松和长期贷款，将继续存在。他还表示，欧洲央行准备在需要进行更多创新，并将在较长时间内保持低利率和流动性充裕（[路透社](#)）。

欧央行行长暗示下周将暂停出台新政策。7月7日，拉加德（Christine Lagarde）接受[采访](#)时表示，欧央行不太可能在下周宣布新的宽松政策。她指出，金融市场已平静下来，并且目前已经做了大量的工作以至于必须及时评估最新的经济数据。

欧央行官员表示欧洲衰退好于预期。7月7日，欧央行理事会成员施纳贝尔（Isabel Schnabel，中间派）接受[采访](#)时说，欧洲的衰退可能比预期要温和。她指出，信心指标已出现积极信号，但目前总体处于基准情景的范围内。此外，她对欧央行与德国宪法法院案件争议的解决方案表示认可。

欧央行副行长（偏鸽派）表示欧元区经济缩水幅度可能低于预期。7月8日，德金多斯（Luis de Guindos）接受[路透社](#)采访时说，欧元区二季度经济缩水幅度可能低于世行预期的13%。他强调说，根据已收到的数据，负面影响可能会有所减少，最新的数据比几周前的预期更为乐观。

西班牙央行行长（偏鸽派）支持欧盟重建计划。7月9日，德科斯（Pablo Hernández de Cos）接受[采访](#)时表示，欧盟的重建计划应该是欧盟走向建立永久性财政稳定机制的第一步。

欧央行可能要求银行在更长的时间内停止派息和回购。7月11日，[路透社](#)援引欧央行监事会成员约希尼克（Kerstin af Jochnick）的话说，欧央行正在考虑延长银行暂停股利和股票回购的措施。此前，欧央行已要求银行业在今年10月前停止派息和回购，但由欧央行行长拉加德（Christine Lagarde）领导的欧洲系统性风险委员会（European



Systemic Risk Board) 早前也表示, 银行今年年底前不应支付股息或进行回购。

欧央行选择静观其变, 维持利率和刺激计划不变。7月16日, 欧央行[政策会议](#)决定保持主要政策设定不变, 包括维持-0.5%的存款利率, 1.35万亿欧元规模的PEPP, 每月200亿的定期QE计划, 以及年底前需完成的1200亿欧元额外的QE计划。欧央行行长拉加德(Christine Lagarde)承认过去几个月市场状况出现改善, 经济活动开始回暖, 但她强调不确定性仍存在, 如有必要会采取进一步行动。

消息人士称, 欧央行官员并未就是否使用全部PEPP达成共识。7月16日, [彭博社](#)援引消息人士的话说, 欧央行官员在政策会议上并未就是否使用全部1.35万亿欧元的PEPP达成共识。尽管欧央行行长拉加德(Christine Lagarde)对上述问题表示肯定, 但她的言论与其他欧央行官员的意见形成鲜明对比, 后者暗示经济改善可能意味着PEPP提前结束。

欧央行的调查表明经济衰退轻微, 反弹更为强劲。7月17日, [路透社](#)报道了欧央行专业预测机构调查(SPF), 今年欧元区经济衰退可能好于欧央行的预期, 复苏速度可能更快。季度调查预计经济今年将萎缩8.3%, 该数字低于5月份预测的5.5%, 但好于欧央行估计的8.7%。2021年, 经济增长预计达到5.7%, 好于欧央行估计的5.2%。

欧央行官员: 不要过多地关注债券购买的停滞期。7月21日, 欧央行理事会成员施纳贝尔(Isabel Schnabel, 中间派)接受[采访](#)时表示, 投资者不应对欧央行近几周购债量减少一事过度解读, 因为一级、二级市场的活动在夏季通常较少, 以后购买量仍可能增加。她指出, 欧央行可能动用全部的购债额度。

西班牙央行行长(偏鸽派)认为通胀的预期很低。7月23日, 德科斯(Pablo Hernández de Cos)在[演讲](#)中表示通胀预期很低, 并呼吁西班牙政府定期评估是否延长对抗新冠疫情的措施。对于欧央行的政策, 他说由政府担保且具有适当评级的商业票据将获得PEPP的资格。

欧央行官员: 没必要调整购债计划。7月27日, 欧央行理事会成员帕内塔(Fabio Panetta, 偏鸽派)表示, 尽管近期数据显示工业生产和零售销售有所改善, 但欧元区尚未走出新冠病毒带来的危境, 他认为没有必要调整欧央行购债计划([路透社](#))。

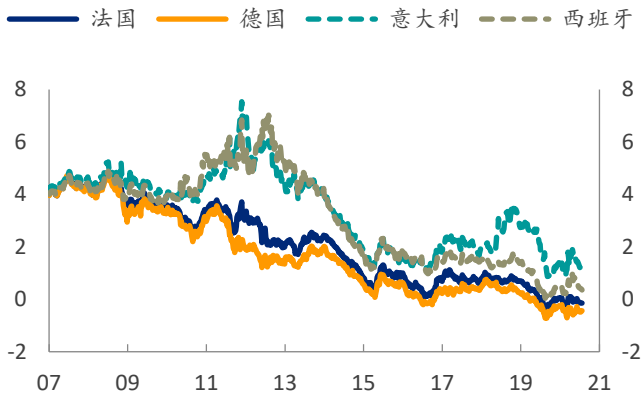
欧央行决定延长停止派息和回购股票直至年底。7月28日, 欧央行[建议](#)欧元区银行2021年一月前不要派发股息或回购股票, 同时允许在更长时间内动用资本及流动性缓冲, 以帮助其应对新冠疫情造成的经济影响。欧央行呼吁成员国应做好准备(例如资本重组)进行干

预，以防出现信贷紧缩。今年四季度，欧央行将在考虑经济环境、金融体系的稳定性和资本规划后审查其立场。

希腊央行行长(偏鸽派)认为 PEPP 是否停止取决于通胀。7月29日，斯图纳拉斯(Yannis Stournaras)接受彭博社采访时表示，欧央行将主要根据通胀的情况来决定何时停止 PEPP (SPDBI 注：将 PEPP 与通胀联系起来，意味着斯图纳拉斯支持将 PEPP 延续至 2021 年 6 月)。

欧央行研究表明，休假计划 (Virus Furlough Programs) 可能只是推迟了疫情对就业市场的负面作用。7月29日，欧央行的最新研究指出，封锁措施对就业市场造成的损害只是被延缓了，失业率可能会在今年下半年上升。经济复苏缓慢意味着一些公司将无力接纳那些在休假计划结束后返回工作岗位的员工。失业人数的增加可能意味着需求更加疲软，从而导致公司进一步裁员 (彭博社)。

图表 29: 欧元区 10 年期国债收益率 (%)



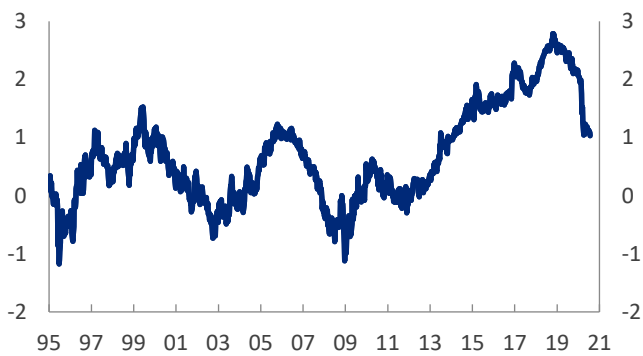
资料来源: Factset, 浦银国际

图表 30: 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 31: 美德 10 年期国债利差



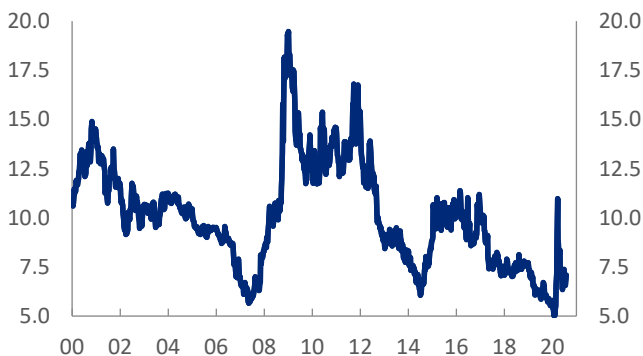
资料来源: Factset, 浦银国际

图表 32: 欧元区 5-10 年期公司债收益率 (%)



资料来源: Factset, 浦银国际

图表 33: 1 年期欧元隐含波动率 (%)



资料来源: Bloomberg, 浦银国际

图表 34: 欧元远期汇率



资料来源: Factset, 浦银国际

日本央行：延续一贯的宽松态势



BANK OF JAPAN

- **点评**

日本央行7月没有大动向,但日本央行依然延续其一贯的宽松态势:

- 日本央行行长重申了在必要时可以加码宽松;
- 日本央行下调了经济评估, 2020年经济预测进一步下调。

- **展望未来:**

日本央行依然密切关注低迷的通胀,只要通胀未持续回升至目标通胀率水平,即使疫情危机消散后,预计日本央行仍将延续宽松政策。

● 动态追踪

日本央行行长重申在必要时会毫不犹豫地采取宽松措施。7月8日，黑田东彦（Haruhiko Kuroda）在[讲话](#)中称，由于新冠疫情在日本和全世界的影响，经济可能仍将面临严峻形势。他表示，日本央行将密切关注新冠疫情的影响，并在必要时毫不犹豫地采取额外的宽松措施，并预计短期和长期政策利率将维持在当前或更低的水平。

日本央行下调全部日本九个地区的经济评估。7月9日，日本央行7月份[区域经济报告](#)显示，由于新冠疫情的影响，日本九个地区的经济评估均从4月开始被下调。所有地区经济状况都处于恶化或严重状况。

日本央行维持政策利率不变。7月9日，日本央行以8票对1票的结果决定维持短期和长期利率不变，符合市场预期。日本央行重申了指导意见，即当前的政策措施将继续保持，以维持2%的通胀目标。在必要的时候，日本央行将毫不犹豫地进一步宽松货币政策，并预期政策利率维持在目前或更低的水平（[路透社](#)）。

日本央行最新报告预测经济收缩加剧。7月15日，最新的预测报告显示，2020年日本GDP将下调至更低水平，而2021年至2022年GDP则上调。此外，通胀预测范围被缩减。报告指出，尽管经济在下半年将迎来复苏，但在新冠病毒持续存在的情况下，反弹速度将会是适度的。日本央行认为经济活动和价格水平都面临下行风险（[路透社](#)）。



BANK OF JAPAN

图表 35: 日本 10 年期国债收益率 (%)



资料来源: Factset, 浦银国际

图表 36: 美日 10 年期国债利差



资料来源: Factset, 浦银国际

图表 37: 1 年期日元隐含波动率 (%)



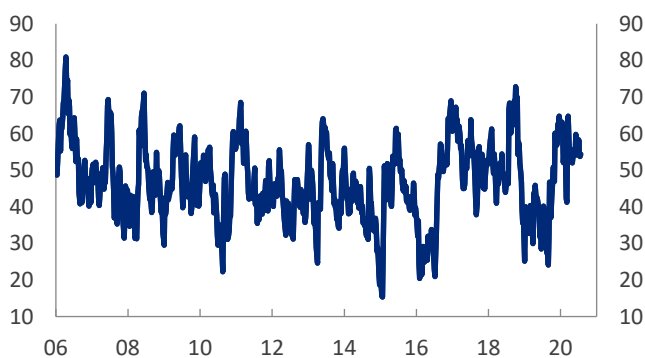
资料来源: Bloomberg, 浦银国际

图表 38: 日元远期汇率



资料来源: Factset, 浦银国际

图表 39: 10 年期日债收益率 14 天 RSI



资料来源: Factset, 浦银国际

其他央行：扩大宽松

● 点评

受全球疫情二次反弹的影响，全球主要央行大多数都表示谨慎，呈现宽松立场或者直接扩大了宽松力度：

- 英国央行行长表示经济已经开始复苏，但就业前景堪忧，由于疫情仍然存在，经济复苏的路径为“不完整的V型”；
- 瑞典央行延长QE时间至至少2021年6月，并不排除未来进一步降息；
- 澳洲央行表示在必要时扩大QE规模；
- 加拿大央行利率不变但适度扩大QE规模；
- 展望未来：

疫情仍然是当前全球央行最大的关注点，在二次冲击下令各国央行马上做出相应的回应，宽松态势预计仍将延续。



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 +

● 动态追踪

英国央行对负利率发出警告。7月5日，英国央行行长贝利（Andrew Bailey）[警告](#)称，负利率将带来挑战。他说，适应负利率这一史无前例措施，对公司而言将是一项重要的经营负担，许多公司将需要12个月的时间变更计算机系统，并更新财务合同。

英国央行官员表示经济复苏呈现“不完整V”型。7月15日，[路透](#)社援引英国央行政策委员滕雷洛（Silvana Tenreyro）的话说，经济复苏可能会采取“不完整V”型，因为消费者对新冠病毒一直保持警惕，社会隔离规则遏制了经济活动，并导致失业率上升。她指出，假设病毒传播水平逐渐下降，预计GDP将按照不完整的“V”型轨迹，并在三季度首次出现季度性正增长。

英国经济开始复苏，但就业前景堪忧。7月17日，英国央行行长贝利（Andrew Bailey）接受[采访](#)时称，英国经济已开始复苏，但还有很长的路要走，其中就业前景尤其令人担忧。他说，英国经济正开始复苏，但一些就业密集的行业仍疲弱，较长期前景尚不明朗。

英国央行首席经济学家称经济开始复苏，未必会采取负利率。7月20日，霍尔丹（Andy Haldane）接受[采访](#)时表示，英国经济因新冠疫情而骤降的产出已恢复近半。他重申，英国央行考虑负利率这一选择，并不意味着一定会这么做，即便是在经济需要更多帮助的情况下。

瑞典央行会议纪要强调当前的形势依然严峻。7月10日，瑞典央行公布的[6月份会议纪要](#)显示，经济形势依旧脆弱，需要采取进一步的货币政策措施以降低利率和促进贷款。会议成员均投票赞成将资产购买规模扩大2000亿瑞典克朗（约228亿美元）并将期限延长至2021年6月。其他措施还包括降低利率，并延长对银行的贷款期限。此外，会议成员还讨论了当前的措施是否是适当的，并且不排除在必要的时候降低利率以支撑通胀。

瑞士央行：负利率和外汇市场干预比以往任何时候都必要。7月14日，瑞士央行行长乔丹（Thomas Jordan）在[讲话](#)中表示，在新冠病毒大流行期间，瑞士法郎面临的上升压力来自国外扩张性货币政策和资本流入瑞士。他补充说，由于资本流入，负利率和外汇市场干预比以往任何时候都更加需要。

加拿大央行将隔夜利率的目标维持在0.25%，并适度扩大资产购买计划。7月15日，加拿大央行发布[声明](#)，承诺将维持低利率，直到就业恢复、通胀率回到2%的目标为止。加拿大央行行长马克莱姆（Tiff Macklem）补充说，0.25%的利率将维持至少两年，央行将继续以每周至少50亿加元的速度扩大政府债券购买计划。



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 +

澳洲央行维持 0.25% 的利率水平。7 月 7 日，澳洲央行发布[政策声明](#)指出，由于新冠病毒感染人数减少和限制措施的放松，澳大利亚的经济形势已趋于稳定。澳洲经济复苏速度的不确定性与新冠疫情的不确定性正在影响消费和投资计划。澳洲央行重申准备再次扩大债券购买规模，并在需要时保持货币宽松。

澳洲央行准备在必要时增加债券购买，但不会采取其他非常规措施。7 月 7 日，澳洲央行[会议纪要](#)提及有关非常规政策措施的讨论，央行认为当前环境下没有必要调整政策举措，委员们重申仍然“极不可能”采取负利率。澳洲央行称，“只要有必要就将维持宽松立场”。

澳洲央行不会考虑负利率。7 月 27 日，澳洲央行助理行长肯特（Christopher Kent）在[演讲](#)中称，新货币政策措施需要成本，目前未予以考虑。他重申，负利率并非一项选择。如果市场形势严重恶化，澳洲央行准备购买国债。

韩国央行维持政策利率不变，符合预期。7 月 16 日，韩国央行[政策声明](#)指出，尽管疫情仍在不断蔓延，但随着经济活动逐渐恢复，全球经济已从急剧收缩中开始适度反弹。全球市场避险情绪减弱了经济复苏的希望。新冠病毒导致韩国国内的经济增长势头保持低迷。韩国央行重申，将在评估与疫情有关的事态发展和政策影响时，保持宽松的政策立场。这标志韩国央行对未来经济增长前景的进一步下调。

韩国央行延长与美联储的货币互换协议。7 月 30 日，韩国央行与美联储达成一致，将把现有的货币互换协议延长六个月，至少到 2021 年 3 月 31 日为止（[路透社](#)）。在必要时，韩国央行将进行标售，为本地市场注入美元流动性。

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。

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

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