

全球货币政策正式转向

—— 2019年3月欧央行利率决议简评

3月7日，欧央行发表超预期鸽派利率决议。资本市场对此反应强烈，欧元兑美元大幅下跌至1.12下方，创下20个月新低；美元指数跳涨至97上方。对欧央行此次利率决议的主要内容我们简评如下：

❖ **欧央行保持三大利率不变，修改利率前瞻指引，明确至少至2019年末（at least through the end of 2019），主要利率水平将保持不变。**目前欧央行三大利率水平分别为：主要再融资（main financing operations）利率0%，边际贷款便利（marginal lending facility）利率0.25%，存款便利（deposit facility）利率-0.4%。欧央行主席德拉吉8年任期即将于今年10月期满，根据目前的利率前瞻指引他将成为欧央行首位任期内未进行“加息”的主席。

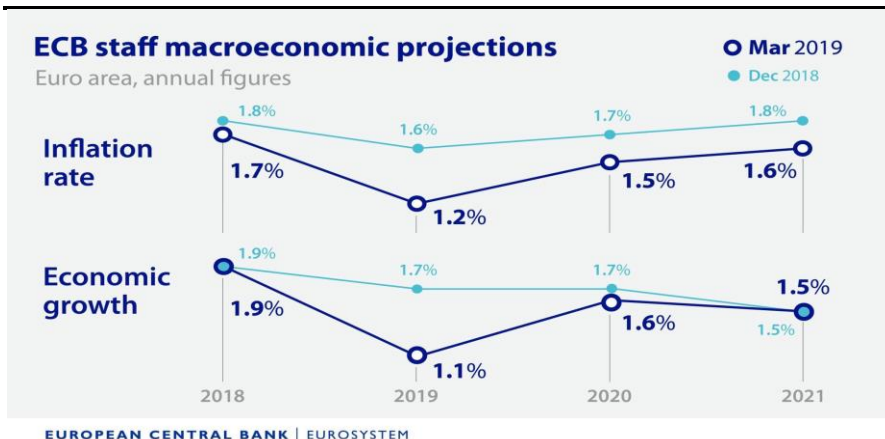
❖ **欧央行宣布将于9月开启为期两年的定向长期再融资操作（Targeted Longer Term Refinancing Operations, TLTROs）。**TLTROs每季度一次，期限两年，通过向商业银行提供低成本的贷款以刺激经济增长。欧央行成为此轮全球经济下行中首家采取刺激性政策的主要央行。这一决定大幅超出市场预期：一方面，3个月前（2018年12月）欧央行刚刚宣布暂停购债（退出量化宽松）；另一方面，欧央行此次货币政策立场反转（宣布新的刺激政策）先于美联储，而从历史上看，欧央行通常会“跟随”美联储的货币政策变化。

❖ **欧央行大幅下修欧元区2019年经济增长预测。**欧央行货币政策立场的反转，主要源于2019年以来的主要经济数据不及预期。2019年2月，欧元区制造业PMI自2013年6月以来首度跌破荣枯线至49.2。欧央行也因此大幅下修了欧元区2019年的经济增长和通胀预测：与去年12月相比，GDP增速预测下修0.6个百分点至1.1%，通胀预测下修0.4个百分点至1.2%。

德拉吉从内外部两方面总结了欧元区经济下行的原因：从外部看主要受到全球经济增长放缓（特别是中国）和全球贸易摩擦影响；从内部看，德拉吉提到了德国的汽车工业和欧元区内第三大经济体意大利的债务危机。

❖ **总体来看，继美联储1月末暂停加息后，欧央行3月利率决议标志着全球货币政策正式转向。全球经济增长趋同放缓，意味着全球货币政策走向将不再分化。此外，欧元区经济疲态和欧央行超预期宽松很可能带来欧元汇率新一轮的贬值压力，从而传导至美元指数和人民币汇率，这一动向值得关注。**

图1：欧央行大幅下调2019年经济增长及通胀预测



资料来源：欧央行、招商银行研究院、招银国际研究

谭卓, 博士

电话：(86) 755 8316 7787

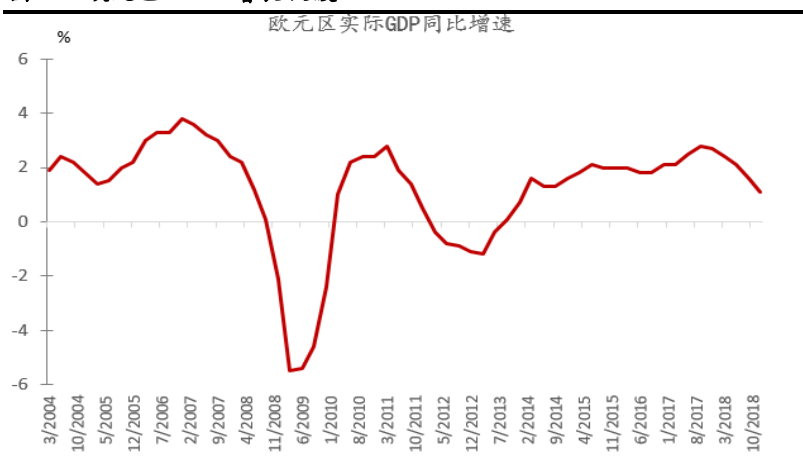
邮件：zhuotan@cmbchina.com

成亚曼, 博士

电话：(852) 3900 0868

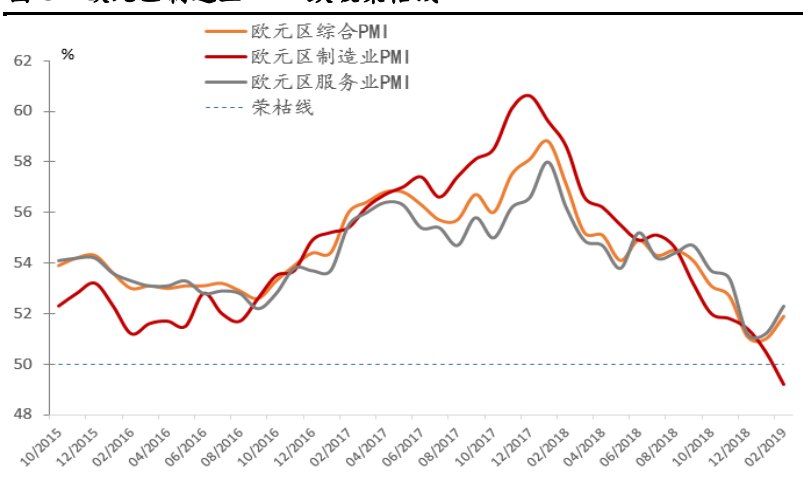
邮件：angelacheng@cmbi.com.hk

图 2：欧元区 GDP 增长放缓



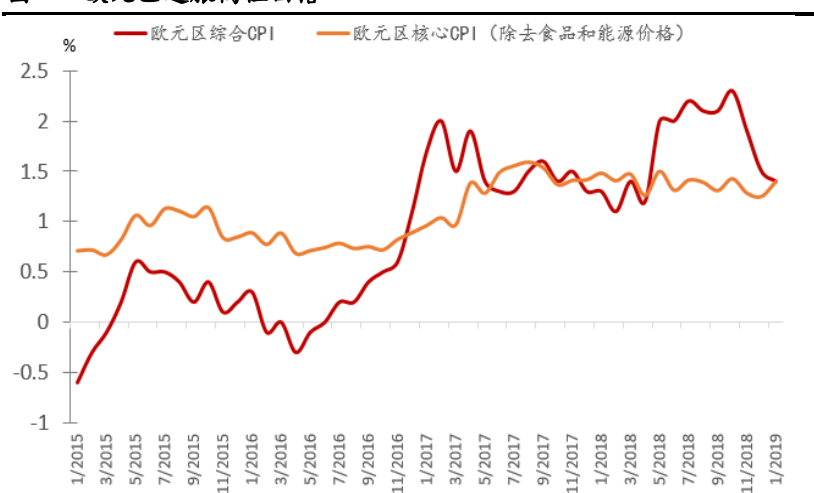
资料来源：彭博、招商银行研究院、招银国际研究

图 3：欧元区制造业 PMI 跌破荣枯线



资料来源：彭博、招商银行研究院、招银国际研究

图 4：欧元区通胀高位回落



资料来源：欧央行、招商银行研究院、招银国际研究

免责声明及披露

分析员声明

负责撰写本报告的全部或部分内容的分析员，就本报告所提及的证券及其发行人做出以下声明：（1）发表于本报告的观点准确地反映有关于他们个人对所提及的证券及其发行人的观点；（2）他们的薪酬在过往、现在和将来与发表在报告上的观点并无直接或间接关系。

此外，分析员确认，无论是他们本人还是他们的关联人士（按香港证券及期货事务监察委员会操作守则的相关定义）（1）并没有在发表研究报告 30 日前处置或买卖该等证券；（2）不会在发表报告 3 个工作日内处置或买卖本报告中提及的该等证券；（3）没有在有关香港上市公司内任职高级人员；（4）并没有持有有关证券的任何权益。

招银证券投资评级

买入	: 股价于未来 12 个月的潜在涨幅超过 15%
持有	: 股价于未来 12 个月的潜在变幅在-10%至+15%之间
卖出	: 股价于未来 12 个月的潜在跌幅超过 10%
未评级	: 招银国际并未给予投资评级

招银国际证券有限公司

地址: 香港中环花园道三号冠君大厦 45 及 46 楼

电话: (852) 3900 0888

传真: (852) 3900 0800

招银国际证券有限公司(“招银证券”)为招银国际金融有限公司之全资附属公司(招银国际金融有限公司为招商银行之全资附属公司)

重要披露

本报告内所提及的任何投资都可能涉及相当大的风险。报告所载数据可能不适合所有投资者。招银证券不提供任何针对个人的投资建议。本报告没有把任何人的投资目标、财务状况和特殊需求考虑进去。而过去的表现亦不代表未来的表现，实际情况可能和报告中所载的大不相同。本报告中所提及的投资价值或回报存在不确定性及难以保证，并可能会受目标资产表现以及其他市场因素影响。招银证券建议投资者应该独立评估投资和策略，并鼓励投资者咨询专业财务顾问以便作出投资决定。

本报告包含的任何信息由招银证券编写，仅为本公司及其关联机构的特定客户和其他专业人士提供的参考数据。报告中的信息或所表达的意见皆不可作为或被视为证券出售要约或证券买卖的邀请，亦不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司及其雇员不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。我们不对因依赖本报告所载资料采取任何行动而引致之任何直接或间接的错误、疏忽、违约、不谨慎或各类损失或损害承担任何的法律上责任。任何使用本报告信息所作的投资决定完全由投资者自己承担风险。

本报告基于我们认为可靠且已经公开的信息，我们力求但不担保这些信息的准确性、有效性和完整性。本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整，且不承诺作出任何相关变更的通知。本公司可发布其它与本报告所载资料及/或结论不一致的报告。这些报告均反映报告编写时不同的假设、观点及分析方法。客户应该小心注意本报告中所提及的前瞻性预测和实际情况可能有显著区别，唯我们已合理、谨慎地确保预测所用的假设基础是公平、合理。招银证券可能采取与报告中建议及/或观点不一致的立场或投资决定。

本公司或其附属关联机构可能持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并不时自行及/或代表其客户进行交易或持有该等证券的权益，还可能与这些公司具有其他相关业务联系。因此，投资者应注意本报告可能存在的客观性及利益冲突的情况，本公司将不会承担任何责任。本报告版权仅为本公司所有，任何机构或个人于未经本公司书面授权的情况下，不得以任何形式翻版、复制、转售、转发及或向特定读者以外的人士传阅，否则有可能触犯相关证券法规。

如需索取更多有关证券的信息，请与我们联系。

对于接收此份报告的英国投资者

本报告仅提供给符合(I)2000年英国不时修订之金融服务及市场法令 2005年(金融推广)令(“金融服务令”)第 19(5)条之人士及(II)属金融服务令第 49(2)(a)至(d)条(高净值公司或非公司社团等)之机构人士，未经招银证券书面授权不得提供给其他任何人。

对于接收此份报告的美国投资者

本报告仅提供给美国 1934 年证券交易法规则 15a-6 定义的“主要机构投资者”，不得提供给其他任何个人。接收本报告之行为即表明同意接受协议不得将本报告分发或提供给任何其他人。