

全球央行追踪

欧洲央行即将进入“拉加德时代”

欧洲央行八年一次的换帅在即。现任行长马里奥·德拉吉 (Mario Draghi) 在上月推出一系列货币宽松措施之后，其行长任期也即将结束。11月1日起，原IMF总裁克里斯蒂娜·拉加德 (Christine Lagarde) 将出任欧洲央行第四任行长。由于欧洲央行决策者有拥护行长的传统，使得该职位对于货币政策具有非同寻常的影响力。拉加德是第一位非经济学家出身的欧洲央行行长，但她也曾是欧债危机的救火队长，善于沟通协调和危机处理，有利于促进欧洲各国凝聚共识，且有望在相当长时间内保持宽松的货币政策，甚至会择机加码宽松，以提振欧元区的经济增速和通胀水平。

■ **首位非技术型行长的“软肋与铠甲”。**在该职位的任命过程中，拉加德从德国、芬兰、法国央行行长等一众热门人选中脱颖而出，获得了欧洲理事会的信任。前三任欧央行行长均是专业经济学家出身，拉加德较为“另类”。她是1956年出生的法国人，在私人部门作为专业律师从业二十余年，2005年进入法国政坛，在内阁先后分管外贸、农业、经济金融。自2011年起任国际货币基金组织 (IMF) 总裁。虽缺乏央行和经济学背景，但她的经验和能力对于如今困难重重的欧元区来说格外宝贵。她在欧洲各国政界有较大影响力，善于灵活沟通、凝聚共识、平衡和协调各国利益，有助于保持央行独立性。此外，她也善于处理危机、维持金融稳定，减小经济和债务危机的爆发概率和负面影响。

■ **今后八年作为欧洲央行行长的主要工作目标：**拉加德在获提名后向欧洲议会阐述了主要工作目标，包括：(1) **致力于保持价格稳定，提升通胀水平。**拉加德认为欧洲的金融机构和经营模式大多是在高增长高通胀时期建立起来的，使得金融环境在目前的温和增长和低通胀环境中面临诸多困难。(2) **将在欧洲央行内部尽力达成共识，促进有效沟通。**(3) **继续改善欧元的国际地位，推进欧元的国际化。**推进金融市场基础设施建设、支付系统等，提升欧元在全球的吸引力，使得成员国和整个欧元区从中受益，因为强大的货币体系结构对于稳定价格至关重要。目前欧元的国际化进程仍在推进中，全球外汇储备当中的欧元比重在去年提高了1.2ppt至20.7%。(4) **将会对于经济金融新趋势保持敏感、并进行深入研究。**

■ **上任后的五大挑战：**(1) **欧元区经济面临严峻挑战。**经济增速放缓，德国等成员国徘徊在衰退边缘。通胀远低于2%的目标，且缺乏有效上升动力。总体来看，欧央行目前对经济和通胀的预测都过于乐观。由于当前地缘政治风险、保护主义抬头、新兴市场脆弱等多重挑战，经济信心下降较快，民粹主义上升，经济“日本化”风险高，我们认为欧元区经济和通胀在未来一至两年不具备显著反弹的条件。拉加德需要灵活运用货币政策手段，并从各成员国争取更多财政支持。(2) **欧央行内部分歧加剧。**包括法德央行行长在内的超过三分之一的欧央行决策者反对重启QE的决定，内部分歧威胁货币政策有效性。(3) **负利率的负面影响。**负利率政策提升经济增速的效果已十分有限，货币政策“弹药”无几，只能不断调低负利率，并早早重启量化宽松。负利率对银行盈利能力产生重大负面影响，银行在负利率下不得不放缓借贷，并提升高风险投资的比重，提升了整个金融体系的系统风险。(4) **英国脱欧安排。**欧央行已为英国脱欧各种情景做了准备，例如中央清算领域安排、临时许可制度安排，英国央行和欧央行之间也已经启动了货币互换协议，为彼此提供相应货币的流动性。而正式脱欧之后，英欧之间的货币金融的调整适应也会是长期的工作。(5) **改良金融系统。**需要汲取金融危机的教训尽快改善宏观金融环境和通胀传导过程，加强监管，改革金融中介，增强金融系统抵御冲击的能力，并需要考虑对央行资产负债表的规模和组成等长期挑战。

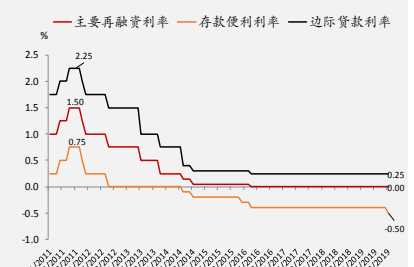
■ **欧洲央行货币政策前瞻：**由于九月刚刚推出一篮子宽松刺激政策，10月的会议难见重大政策调整。但需关注欧央行对于近期疲弱的经济数据的态度，以判断12月会议的立场。我们认为欧央行大概率在12月再降存款便利利率10bp，明年初加快购债速度 (11月起每月购债规模为200亿欧元)。

成亚曼, 博士

(852) 3900 0868

angelacheng@cmbi.com.hk

欧洲央行主要政策利率变化



资料来源：CEIC，招银国际证券

相关报告

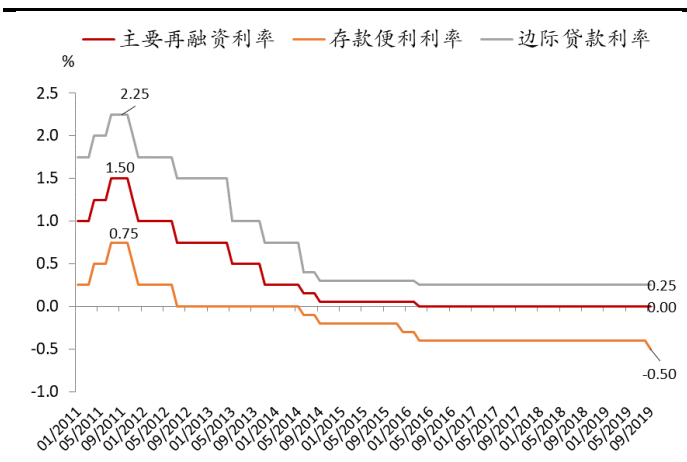
1. 全球央行追踪 - 降息并提及 QE：如何解读美联储的复杂信号 (9月20日)
2. 全球央行追踪 - 欧央行降息并重启 QE，负利率时代“放水”杯水车薪 (9月16日)
3. 全球央行追踪 - 愤怒的特朗普，无力的美联储 - 鲍威尔 Jackson Hole 央行年会讲话点评 (8月26日)
4. 全球央行追踪 - “鹰派”降息对资本市场的影响 (8月1日)

图 1: 德拉吉任期内欧洲央行货币政策的主要变化

日期	政策
2011年11月3日	将存款利率降低25个基点至0.5%
2011年12月8日	将存款利率降低25个基点至0.25%
2012年7月5日	将存款利率降低25个基点至0%
2013年5月2日	将主要再融资业务利率下调25个基点至0.5%
2013年11月7日	将主要再融资业务利率下调25个基点至0.25%
2014年6月5日	首次推出目标长期再融资操作计划 (TLTRO)
2014年6月5日	将存款利率降低10个基点至-0.1%
2014年6月5日	将主要再融资业务利率降低10个基点至0.15%
2014年6月5日	将边际贷款工具的利率降低35个基点至0.4%
2014年9月4日	将存款利率降低10个基点至-0.2%
2014年10月15日	首次推出担保债券购买计划
2014年11月19日	首次推出资产支持证券购买计划
2015年3月4日	首次引入公共部门资产购买计划
2015年12月3日	将存款利率降低10个基点至-0.3%
2016年3月10日	首次推出企业部门资产购买计划
2016年3月10日	将存款利率下调10个基点至-0.4%
2016年3月10日	将主要再融资业务利率下调5个基点至0.00%
2018年12月13日	2018年12月结束资产购买计划
2019年9月12日	将存款利率降低10个基点至-0.5%
2019年9月12日	宣布对新的有针对性的长期融资业务进行更改 (TLTRO III)
2019年9月12日	决定自2019年11月1日起, 以每月200亿欧元的速度重新开始购债

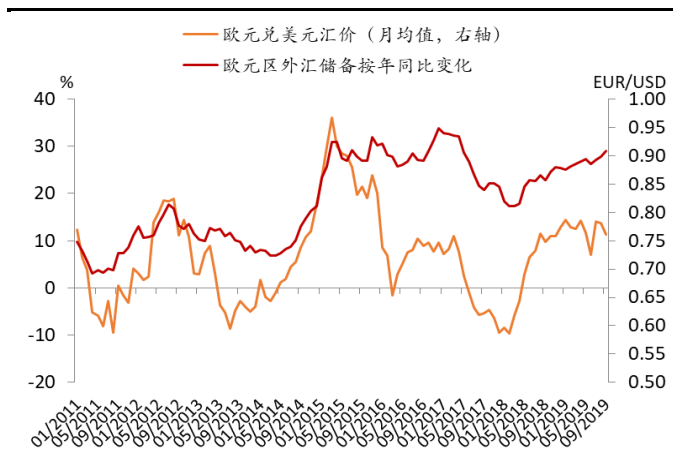
资料来源: 欧洲央行, 招银国际证券

图 2: 欧洲央行主要政策利率变化



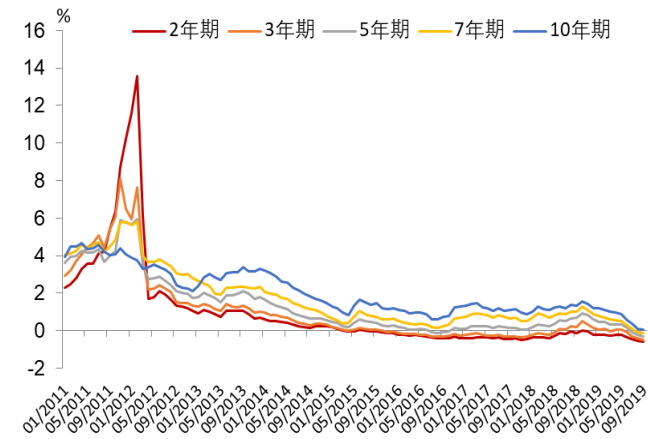
资料来源: CEIC, 招银国际证券

图 3: 欧元汇率与欧元区外汇储备变化



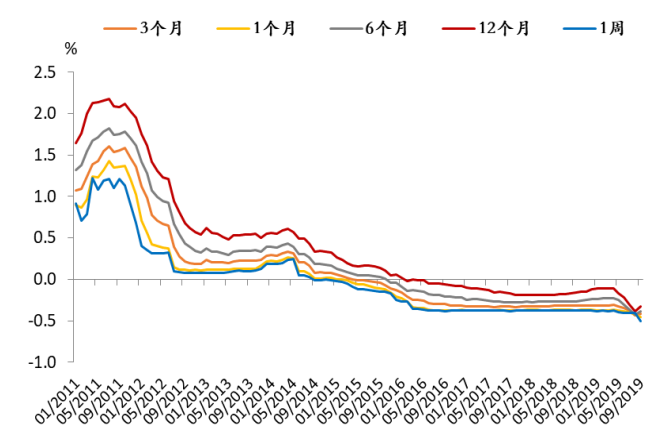
资料来源: CEIC, 招银国际证券

图 4: 欧元区政府债券月均收益率



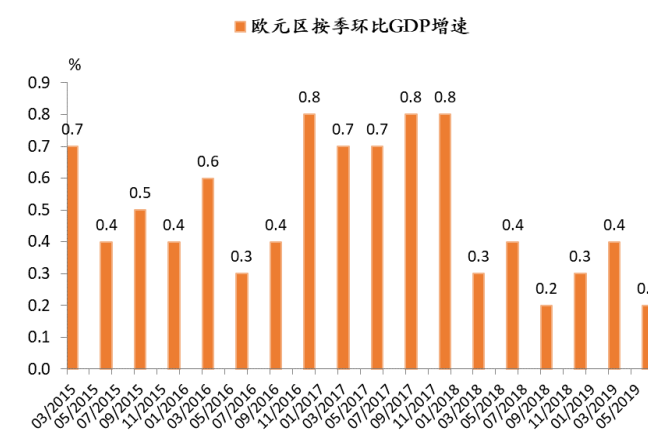
资料来源: CEIC, 招银国际证券

图 5: 欧元区银行间同业拆借利率



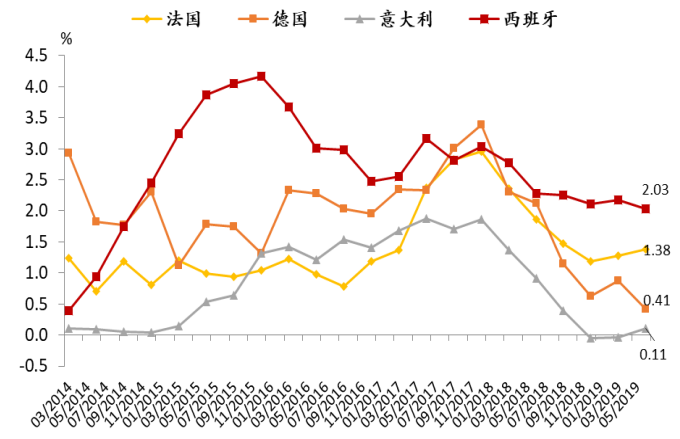
资料来源: CEIC, 招银国际证券

图 6: 欧元区按季环比 GDP 增速



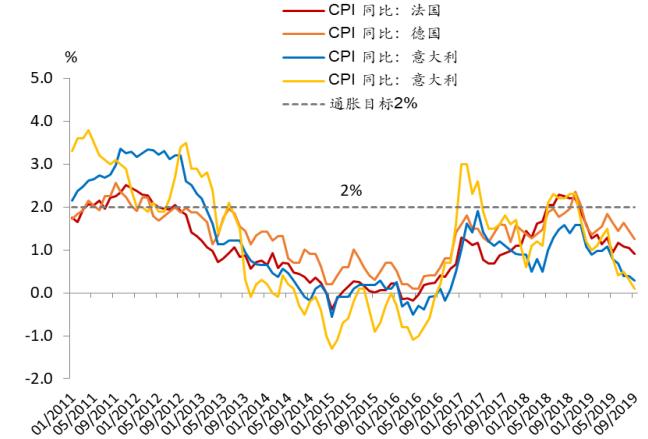
资料来源: CEIC, 招银国际证券

图 7: 欧元区主要成员国实际 GDP 同比增速



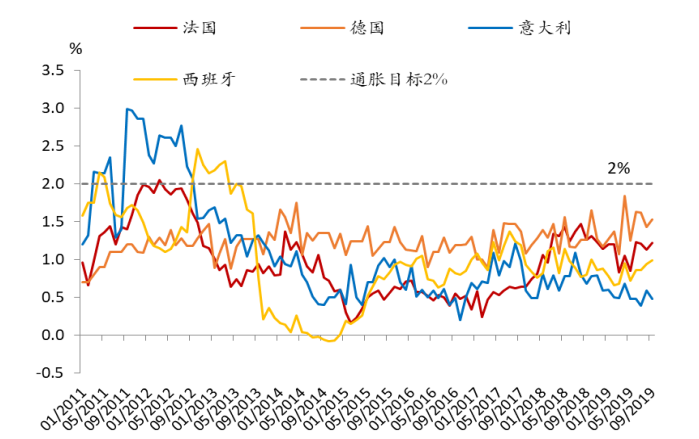
资料来源: CEIC, 招银国际证券

图 8: 欧元区主要成员国 CPI 同比增速



资料来源: CEIC, 招银国际证券

图 9: 欧元区主要成员国核心 CPI 同比增速



资料来源: CEIC, 招银国际证券

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。

招银国际证券投资评级

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	: 招银国际证券并未给予投资评级

招银国际证券行业投资评级

优于大市	: 行业股价于未来12个月预期表现跑赢大市指标
同步大市	: 行业股价于未来12个月预期表现与大市指标相若
落后大市	: 行业股价于未来12个月预期表现跑输大市指标

招银国际证券有限公司

地址：香港中环花园道3号冠君大厦45楼

电话：(852) 3900 0888

传真：(852) 3900 0800

招银国际证券有限公司(“招银国际证券”)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。招银国际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。招银国际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国际证券编写，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风险。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。招银国际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)不时修订之英国2000年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，未经招银国际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个人。