

## 全球央行追蹤

### 歐央行降息並重啟 QE，負利率時代“放水”杯水車薪

9月12日，歐洲央行召開利率決策會議，祭出新一輪超寬鬆貨幣政策，意在提振內外交困的歐洲經濟。歐洲央行調整前瞻指引並對經濟增長和通脹前景發出悲觀信號，將存款利率下調 10 個基點，推行“兩級利率體系”和新一輪長期再融資操作（TLTRO-III）。更重要的是，在上一輪量化寬鬆結束後僅僅九個月，歐洲央行即決定重啟 QE。然而，此次“放水”對於提振歐洲經濟來說杯水車薪，歐元區負利率時代將持續，貨幣政策正加速“日本化”。當然，歐洲央行此次加碼刺激計劃無疑將給美聯儲和其他央行帶來跟隨壓力。

■ **降息 10 個基點幅度略遜預期，負利率料將持續。**根據 9 月利率決議，歐洲央行將存款便利利率由-0.40%下調 10 個基點至-0.50%，降息幅度略遜於市場此前的預期均值（15 個基點）。這是 2016 年 3 月以來歐洲央行首次下調關鍵利率。歐洲央行同時暗示將繼續降息直到通脹前景改善。基於歐元區經濟下行壓力加大且通脹疲軟的狀況預計將在 2019 至 2020 年持續，我們預計歐洲央行在今年 12 月將再度降息約 10 個基點。歐洲央行決定維持主要再融資利率在 0.00%、邊際借貸利率在 0.25% 不變。歐洲央行的降息舉動將促使美國總統特朗普進一步施壓美聯儲採取負利率政策。

■ **QE 捲土重來：規模偏小，但採取開放式、不設截止日期。**歐洲央行決定從今年 11 月起重啟資產購買計劃，每月購債規模為 200 億歐元，低於市場預期的 400 億歐元，但為了增強寬鬆政策效果，歐洲央行宣布購債將持續足夠長時間，預計在首次加息前才結束，這種開放式安排使得新一輪 QE 在整體上屬一個偏鴿的驚喜。上一輪 QE 始於 2015 年 1 月，在此後近四年時間裏，歐洲央行向市場投入了 2.6 萬億歐元用於債券購買，成功刺激經濟增長，但未能有效提升通脹水平，且將歐洲央行資產負債表規模擴大至約 4.65 萬億歐元，較 QE 前翻倍，超過美聯儲資產負債表規模。2018 年 12 月剛剛宣布撤出 QE 之後僅僅九個月便重啟這一重大工具，歐元區內部對此有很大爭議，法國、德國、荷蘭等國央行行長均反對此時便祭出 QE，他們認為 QE 更適合作為緊急情況下的應急措施。這是歐洲央行行長德拉吉任期內出現的最大分歧，也將使得 11 月繼任的拉加德施政處境更為艱難。

■ **“放水”對提振歐洲經濟杯水車薪，貨幣政策獨木難支。**自今年二季度以來，歐元區經濟大幅走弱，“歐洲引擎”德國更面臨陷入衰退的風險。在此背景下，歐洲央行將 2019 年和 2020 年的 GDP 增速預測分別下調 0.1 和 0.2 個百分點至 1.1% 和 1.2%。為了支撐經濟，歐洲央行正深入挖掘其政策工具箱，並表示“所有工具都已在考慮當中，隨時可以使用。”除了降息和重啟 QE 之外，歐洲央行此次還調整了長期再融資操作（TLTRO-III），向金融機構提供長期低息資金。然而，這些最新措施都不足以在內外多重風險（包括中美貿易爭端和英國退歐進程等）之下重振脆弱經濟。更糟的是，由於歐元區利率已處於超低水平、且歐洲央行的資產負債表規模已是全球央行中的第二大，貨幣刺激措施接近其極限，依靠更多貨幣寬鬆的空間已十分有限。這也是歐洲央行要求更多的財政刺激措施加以配合的原因。

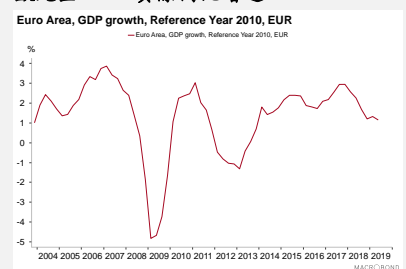
#### 歐洲央行的宏觀經濟預測（2019 年 6 月與 9 月會議預測值對比）

	2019 年		2020 年		2021 年	
	19 年 6 月	19 年 9 月	19 年 6 月	19 年 9 月	19 年 6 月	19 年 9 月
經濟增速	1.2	1.1↓	1.4	1.2↓	1.4	1.4→
通脹率	1.3	1.2↓	1.4	1.0↓	1.6	1.5↓

資料來源：歐洲央行、招銀國際研究

成亞曼，博士  
 (852) 3900 0868  
 angelacheng@cmbi.com.hk

#### 歐元區 GDP 實際同比增速



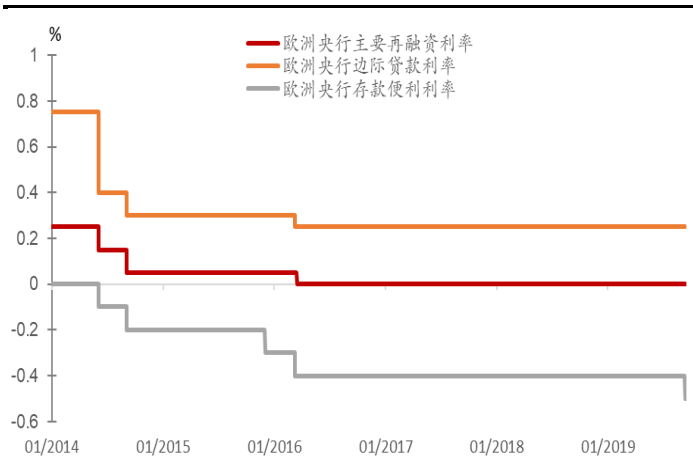
資料來源：Macrobond、招銀國際研究

#### 相關報告

1. 憤怒的特朗普，無力的美聯儲 — 鮑威爾 Jackson Hole 央行年會講話點評（8月26日）
2. 於未知水域中航行 — 2019年8月宏觀經濟月報（8月26日）
3. 美國將中國認定為“匯率操縱國”點評（8月7日）
4. “鷹派”降息對資本市場的影響（8月1日）
5. 市場“綁架”美聯儲 — 2019年7月鮑威爾國會證詞點評（7月11日）

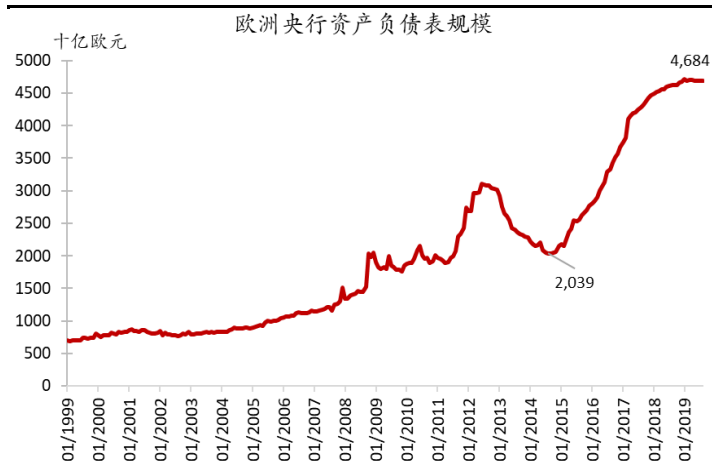
- **歐洲央行實行“雙層利率體系”減輕降息對銀行業的影響。**為了“通過貸款渠道保護貨幣政策的傳導”，並使得此後可在必要時將利率降至更低，歐洲央行引入了一種雙層體系，使銀行持有的部分過剩流動性免受負存款利率的影響。這種雙層利率設計將通過抵消負利率造成的損害來緩解銀行利潤的一部分壓力，但還不足以恢復歐洲銀行的信心，因為歐洲央行正走向“日本化”，即不得不在較長時間內維持超寬鬆的貨幣政策。
- **政策影響及預測：歐洲央行全面的刺激計劃將增加其他央行放寬政策的壓力。**歐洲央行向金融體系注入流動性，將對市場風險偏好產生正面影響，預計歐洲央行中期內將推出更多寬鬆政策，包括在12月再度降息。歐元兌美元匯價仍有下跌空間，美國總統特朗普可能因此繼續抨擊歐央行操縱匯率。歐洲央行推出一籃子刺激計劃之後，焦點轉向美聯儲。我們現在預計美聯儲將在9月份會議上降息25個基點，在10月或12月再降息25個基點的可能性也在增加。歐洲央行的刺激計劃和美聯儲降息也為全球其他央行的寬鬆政策創造了更大空間，2019年料將是亞洲地區央行集中降息的高峰期。但同樣，僅靠貨幣寬鬆並不足以推動經濟增長，全球央行寬鬆潮之下多重下行風險仍然盤踞。

圖 1: 歐洲央行主要利率



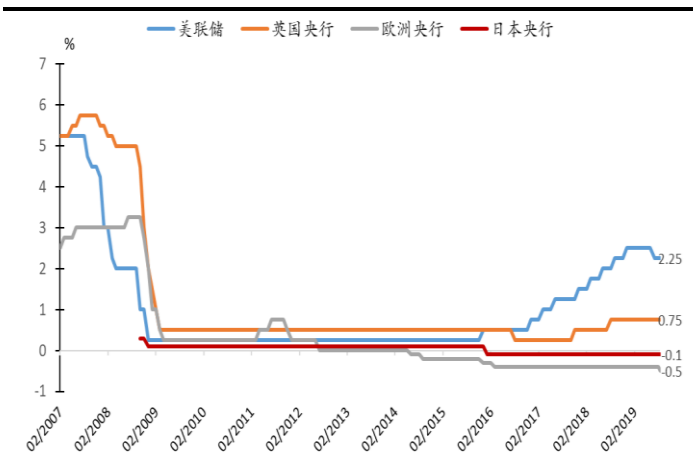
資料來源: 彭博、招銀國際研究

圖 2: 2015-2018 年 QE 使得歐央行資產負債表規模翻倍



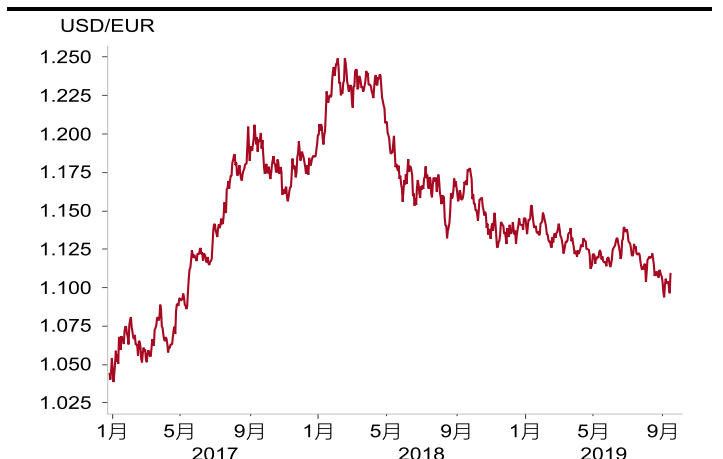
資料來源: 彭博、招銀國際研究

圖 3: 全球部分主要央行關鍵政策利率



資料來源: 彭博、招銀國際研究

圖 4: 歐元兌美元匯價



資料來源: Macrobond、招銀國際研究

## 免責聲明及披露

### 分析員聲明

負責撰寫本報告的全部或部分內容之分析員，就本報告所提及的證券及其發行人做出以下聲明：（1）發表於本報告的觀點準確地反映有關於他們個人對所提及的證券及其發行人的觀點；（2）他們的薪酬在過往、現在和將來與發表在報告上的觀點並無直接或間接關係。

此外，分析員確認，無論是他們本人還是他們的關聯人士（按香港證券及期貨事務監察委員會操作守則的相關定義）（1）並沒有在發表研究報告30日前處置或買賣該等證券；（2）不會在發表報告3個工作日內處置或買賣本報告中提及的該等證券；（3）沒有在有關香港上市公司內任職高級人員；（4）並沒有持有有關證券的任何權益。

### 招銀國際證券投資評級

買入	: 股價於未來12個月的潛在漲幅超過15%
持有	: 股價於未來12個月的潛在變幅在-10%至+15%之間
賣出	: 股價於未來12個月的潛在跌幅超過10%
未評級	: 招銀國際並未給予投資評級

### 招銀國際證券行業投資評級

優於大市	: 行業股價於未來12個月預期表現跑贏大市指標
同步大市	: 行業股價於未來12個月預期表現與大市指標相若
落後大市	: 行業股價於未來12個月預期表現跑輸大市指標

### 招銀國際證券有限公司

地址: 香港中環花園道3號冠君大廈45樓

電話: (852) 3900 0888

傳真: (852) 3900 0800

招銀國際證券有限公司("招銀證券")為招銀國際金融有限公司之全資附屬公司(招銀國際金融有限公司為招商銀行之全資附屬公司)

### 重要披露

本報告內所提及的任何投資都可能涉及相當大的風險。報告所載數據可能不適合所有投資者。招銀證券不提供任何針對個人的投資建議。本報告沒有把任何人的投資目標、財務狀況和特殊需求考慮進去。而過去表現亦不代表未來的表現，實際情況可能和報告中所載的大不相同。本報告中所提及的投資價值或回報存在不確定性及難以保證，並可能會受目標資產表現以及其他市場因素影響。招銀證券建議投資者應該獨立評估投資和策略，並鼓勵投資者諮詢專業財務顧問以便作出投資決定。

本報告包含的任何信息由招銀證券編寫，僅為本公司及其關聯機構的特定客戶和其他專業人士提供的參考數據。報告中的信息或所表達的意見皆不可作為或被視為證券出售要約或證券買賣的邀請，亦不構成任何投資、法律、會計或稅務方面的最終操作建議，本公司及其雇員不就報告中的內容對最終操作建議作出任何擔保。我們不對因依賴本報告所載資料採取任何行動而引致之任何直接或間接的錯誤、疏忽、違約、不謹慎或各類損失或損害承擔任何的法律責任。任何使用本報告信息所作的投資決定完全由投資者自己承擔風險。

本報告基於我們認為可靠且已經公開的信息，我們力求但不擔保這些信息的準確性、有效性和完整性。本報告中的資料、意見、預測均反映報告初次公開發布時的判斷，可能會隨時調整，且不承諾作出任何相關變更的通知。本公司可發布其它與本報告所載資料及/或結論不一致的報告。這些報告均反映報告編寫時不同的假設、觀點及分析方法。客戶應該小心注意本報告中所提及的前瞻性預測和實際情況可能有顯著區別，唯我們已合理、謹慎地確保預測所用的假設基礎是公平、合理。招銀證券可能採取與報告中建議及/或觀點不一致的立場或投資決定。

本公司或其附屬關聯機構可能持有報告中提到的公司所發行的證券頭寸並不時自行及/或代表其客戶進行交易或持有該等證券的權益，還可能與這些公司具有其他相關業務聯繫。因此，投資者應注意本報告可能存在的客觀性及利益衝突的情況，本公司將不會承擔任何責任。本報告版權僅為本公司所有，任何機構或個人於未經本公司書面授權的情況下，不得以任何形式翻版、複製、轉售、轉發及或向特定讀者以外的人士傳閱，否則有可能觸犯相關證券法規。

如需索取更多有關證券的信息，請與我們聯絡。

對於接收此份報告的英國投資者

本報告僅提供給符合(I)2000年英國不時修訂之金融服務及市場法令2005年(金融推廣)令("金融服務令")第19(5)條之人士及(II)屬金融服務令第49(2)(a)至(d)條(高淨值公司或非公司社團等)之機構人士，未經招銀證券書面授權不得提供給其他任何人。

對於接收此份報告的美國投資者

本報告僅提供給美國1934年證券交易法規15a-6定義的"主要機構投資者"，不得提供給其他任何個人。接收本報告之行為即表明同意接受協議不得將本報告分發或提供給任何其他人士。