

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12日，欧洲央行召开利率决策会议，祭出新一轮超宽松货币政策，意在提振内外交困的欧洲经济。欧洲央行调整前瞻指引并对经济增长和通胀前景发出悲观信号，将存款利率下调10个基点，推行“两级利率体系”和新一轮长期再融资操作（TLTRO-III）。更重要的是，在上一轮量化宽松结束后仅仅九个月，欧洲央行即决定重启 QE。然而，此次“放水”对于提振欧洲经济来说杯水车薪，欧元区负利率时代将持续，货币政策正加速“日本化”。当然，欧洲央行此次加码刺激计划无疑将给美联储和其他央行带来跟随压力。

- **降息 10 个基点幅度略逊预期，负利率料将持续。**根据 9 月利率决议，欧洲央行将存款便利利率由-0.40%下调 10 个基点至-0.50%，降息幅度略逊于市场此前的预期均值（15 个基点）。这是 2016 年 3 月以来欧洲央行首次下调关键利率。欧洲央行同时暗示将继续降息直到通胀前景改善。基于欧元区经济下行压力加大且通胀疲软的状况预计将在 2019 至 2020 年持续，我们预计欧洲央行在今年 12 月将再度降息约 10 个基点。欧洲央行决定维持主要再融资利率在 0.00%、边际借贷利率在 0.25% 不变。欧洲央行的降息举动将促使美国总统特朗普进一步施压美联储采取负利率政策。
- **QE 卷土重来：规模偏小，但采取开放式、不设截止日期。**欧洲央行决定从今年 11 月起重启资产购买计划，每月购债规模为 200 亿欧元，低于市场预期的 400 亿欧元，但为了增强宽松政策效果，欧洲央行宣布购债将持续足够长时间，预计在首次加息前才结束，这种开放式安排使得新一轮 QE 在整体上属于一个偏鸽的惊喜。上一轮 QE 始于 2015 年 1 月，在此后近四年时间里，欧洲央行向市场投入了 2.6 万亿欧元用于债券购买，成功刺激经济增长，但未能有效提升通胀水平，且将欧洲央行资产负债表规模扩大至约 4.65 万亿欧元，较 QE 前翻倍，超过美联储资产负债表规模。2018 年 12 月刚刚宣布撤出 QE 之后仅仅九个月便重启这一重大工具，欧元区内部对此有很大争议，法国、德国、荷兰等国央行行长均反对此时便祭出 QE，他们认为 QE 更适合作为紧急情况下的应急措施。这是欧洲央行行长德拉吉任期内出现的最大分歧，也将使得 11 月继任的拉加德施政处境更为艰难。
- **“放水”对提振欧洲经济杯水车薪，货币政策独木难支。**自今年二季度以来，欧元区经济大幅走弱，“欧洲引擎”德国更面临陷入衰退的风险。在此背景下，欧洲央行将 2019 年和 2020 年的 GDP 增速预测分别下调 0.1 和 0.2 个百分点至 1.1% 和 1.2%。为了支撑经济，欧洲央行正深入挖掘其政策工具箱，并表示“所有工具都已在考虑当中，随时可以使用。”除了降息和重启 QE 之外，欧洲央行此次还调整了长期再融资操作（TLTRO-III），向金融机构提供长期低息资金。然而，这些最新措施都不足以在内外多重风险（包括中美贸易争端和英国脱欧进程等）之下重振脆弱经济。更糟的是，由于欧元区利率已处于超低水平、且欧洲央行的资产负债表规模已是全球央行中的第二大，货币刺激措施接近其极限，依靠更多货币宽松的空间已十分有限。这也是欧洲央行要求更多的财政刺激措施加以配合的原因。

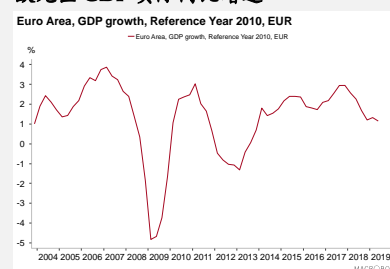
欧洲央行的宏观经济预测（2019 年 6 月与 9 月会议预测值对比）

	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
经济增速	1.2	1.1↓	1.4	1.2↓	1.4	1.4→
通胀率	1.3	1.2↓	1.4	1.0↓	1.6	1.5↓

资料来源：欧洲央行、招银国际研究

成亚曼，博士
(852) 3900 0868
angelacheng@cmbi.com.hk

欧元区 GDP 实际同比增速



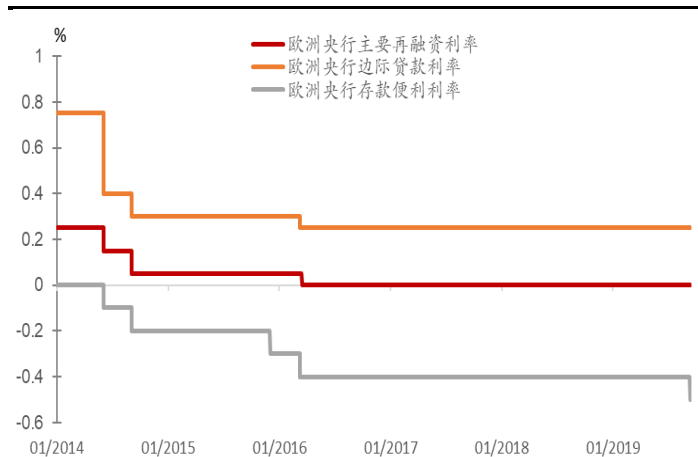
资料来源：Macrobond、招银国际研究

相关报告

1. 愤怒的特朗普，无力美联储 - 鲍威尔 Jackson Hole 央行年会讲话点评（8月26日）
2. 于未知水域中航行 - 2019年8月宏观经济月报（8月26日）
3. 美国将中国认定为“汇率操纵国”点评（8月7日）
4. “鹰派”降息对资本市场的影响（8月1日）
5. 市场“绑架”美联储 - 2019年7月鲍威尔国会证词点评（7月11日）

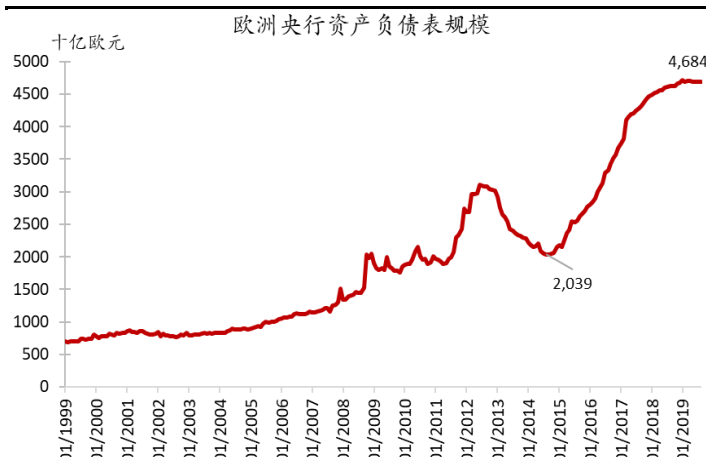
- **欧洲央行实行“双层利率体系”减轻降息对银行业的影响。**为了“通过贷款渠道保护货币政策的传导”，并使得此后可在必要时将利率降至更低，欧洲央行引入了一种双层体系，使银行持有的部分过剩流动性免受负存款利率的影响。这种双层利率设计将通过抵消负利率造成的损害来缓解银行利润的一部分压力，但还不足以恢复欧洲银行的信心，因为欧洲央行正走向“日本化”，即不得不在较长时间内维持超宽松的货币政策。
- **政策影响及预测：欧洲央行全面的刺激计划将增加其他央行放宽政策的压力。**欧洲央行向金融体系注入流动性，将对市场风险偏好产生正面影响，预计欧洲央行中期内将推出更多宽松政策，包括在12月再度降息。欧元兑美元汇价仍有下跌空间，美国总统特朗普可能因此继续抨击欧央行操纵汇率。欧洲央行推出一篮子刺激计划之后，焦点转向美联储。我们现在预计美联储将在9月份会议上降息25个基点，在10月或12月再降息25个基点的可能性也在增加。欧洲央行的刺激计划和美联储降息也为全球其他央行的宽松政策创造了更大空间，2019年料将是亚洲地区央行集中降息的高峰期。但同样，仅靠货币宽松并不足以推动经济增长，全球央行宽松潮之下多重下行风险仍然盘踞。

图 1: 欧洲央行主要利率



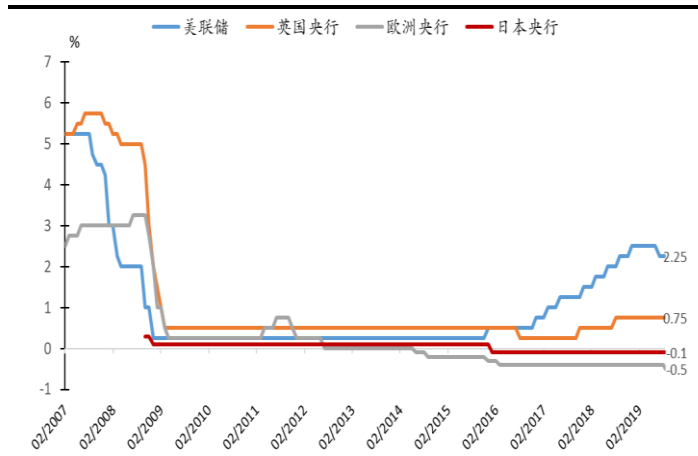
资料来源: 彭博、招银国际研究

图 2: 2015-2018 年 QE 使得欧央行资产负债表规模翻倍



资料来源: 彭博、招银国际研究

图 3: 全球部分主要央行关键政策利率



资料来源: 彭博、招银国际研究

图 4: 欧元兑美元汇价



资料来源: Macrobond、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。