

全球貨幣政策正式轉向

—— 2019年3月歐央行利率決議簡評

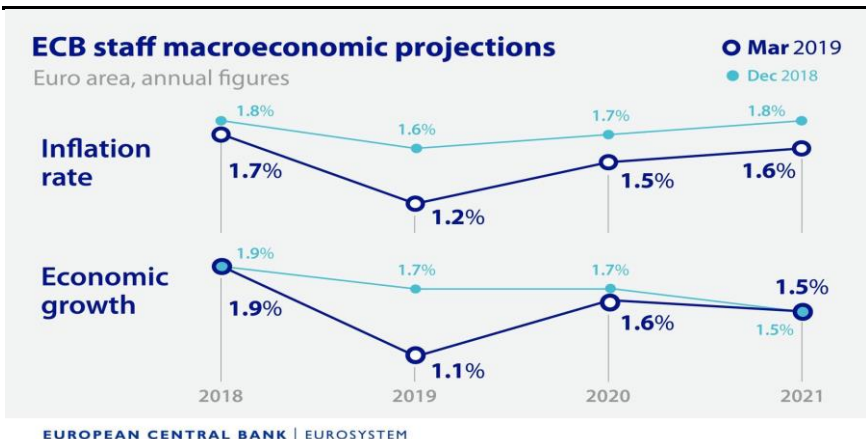
3月7日，歐央行發表超預期鴿派利率決議。資本市場對此反應強烈，歐元兌美元大幅下跌至1.12下方，創下20個月新低；美元指數跳漲至97上方。對歐央行此次利率決議的主要內容我們簡評如下：

- ❖ 歐央行保持三大利率不變，修改利率前瞻指引，明確至少至**2019年末** (at least through the end of 2019)，主要利率水平將保持不變。目前歐央行三大利率水平分別為：主要再融資 (main financing operations) 利率0%，邊際貸款便利 (marginal lending facility) 利率0.25%，存款便利 (deposit facility) 利率-0.4%。歐央行主席德拉吉8年任期即將於今年10月期滿，根據目前的利率前瞻指引他將成為歐央行首位任期內未進行“加息”的主席。
- ❖ 歐央行宣布將於9月開啓為期兩年的定向長期再融資操作 (Targeted Longer Term Refinancing Operations, TLTROs)。TLTROs 每季度一次，期限兩年，通過向商業銀行提供低成本的貸款以刺激經濟增長。歐央行成為此輪全球經濟下行中首家採取刺激性政策的主要央行。這一決定大幅超出市場預期：一方面，3個月前 (2018年12月) 歐央行剛剛宣布暫停購債 (退出量化寬鬆)；另一方面，歐央行此次貨幣政策立場反轉 (宣布新的刺激政策) 先於美聯儲，而從歷史上看，歐央行通常會“跟隨”美聯儲的貨幣政策變化。
- ❖ 歐央行大幅下修歐元區**2019年經濟增長預測**。歐央行貨幣政策立場的反轉，主要源於2019年以來的主要經濟數據不及預期。2019年2月，歐元區製造業PMI自2013年6月以來首度跌破榮枯線至49.2。歐央行也因此大幅下修了歐元區2019年的經濟增長和通脹預測：與去年12月相比，GDP增速預測下修0.6個百分點至1.1%，通脹預測下修0.4個百分點至1.2%。

德拉吉從內外部兩方面總結了歐元區經濟下行的原因：從外部看主要受到全球經濟增長放緩 (特別是中國) 和全球貿易摩擦影響；從內部看，德拉吉提到了德國的汽車工業和歐元區內第三大經濟體意大利的債務危機。

- ❖ 總體來看，繼美聯儲1月末暫停加息後，歐央行3月利率決議標志著全球貨幣政策正式轉向。全球經濟增長趨同放緩，意味著全球貨幣政策走向將不再分化。此外，歐元區經濟疲態和歐央行超預期寬鬆很可能帶來歐元匯率新一輪的貶值壓力，從而傳導至美元指數和人民幣匯率，這一動向值得關注。

圖1：歐央行大幅下調2019年經濟增長及通脹預測



資料來源：歐央行、招商銀行研究院、招銀國際研究

譚卓, 博士

電話：(86) 755 8316 7787

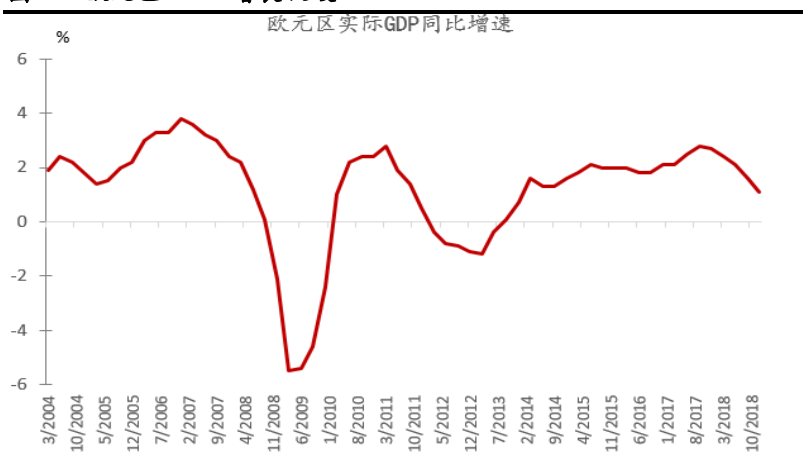
郵件：zhuotan@cmbchina.com

成亞曼, 博士

電話：(852) 3900 0868

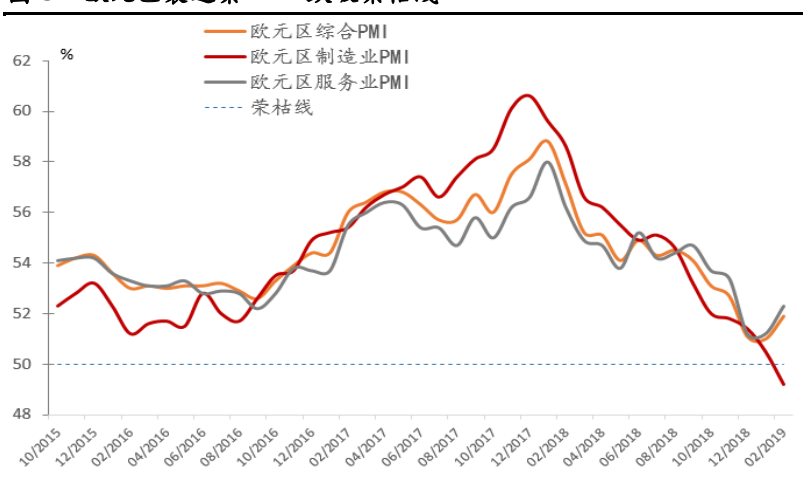
郵件：angelacheng@cmbi.com.hk

圖 2：歐元區 GDP 增長放緩



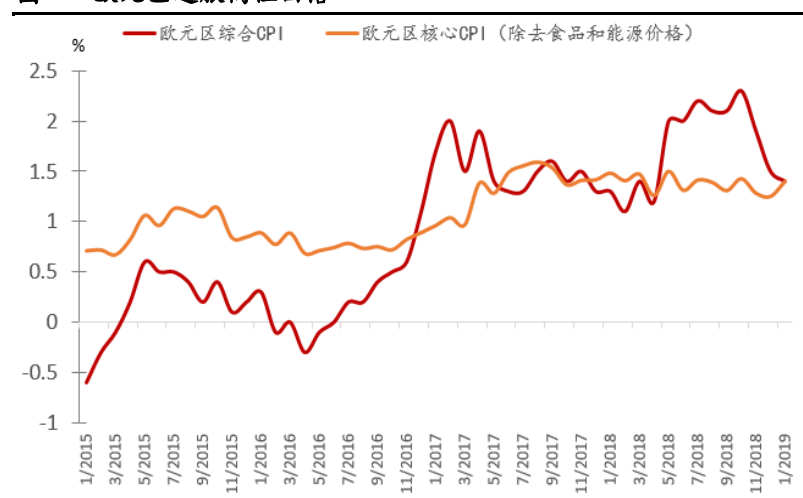
資料來源：彭博、招商銀行研究院、招銀國際研究

圖 3：歐元區製造業 PMI 跌破榮枯線



資料來源：彭博、招商銀行研究院、招銀國際研究

圖 4：歐元區通脹高位回落



資料來源：歐央行、招商銀行研究院、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并無直接或間接關係。

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	: 招銀國際并未給予投資評級

招銀國際證券有限公司

地址: 香港中環花園道三號冠君大廈 45 及 46 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，并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，并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并不時自行及/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 年證券交易法規則 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。