

## 全球央行追蹤

### 歐洲央行即將進入“拉加德時代”

歐洲央行八年一次的換帥在即。現任行長馬里奧·德拉基 (Mario Draghi) 在上月推出一系列貨幣寬鬆措施之後，其行長任期也即將結束。11月1日起，原IMF總裁克里斯蒂娜·拉加德 (Christine Lagarde) 將出任歐洲央行第四任行長。由於歐洲央行決策者有擁護行長的傳統，使得該職位對於貨幣政策具有非同尋常的影響力。拉加德是第一位非經濟學家出身的歐洲央行行長，但她也曾是歐債危機的救火隊長，善於溝通協調和危機處理，有利於促進歐洲各國凝聚共識，且有望在相當長時間內保持寬鬆的貨幣政策，甚至會擇機加碼寬鬆，以提振歐元區的經濟增速和通脹水平。

■ **首位非技術型行長的“軟肋與鎧甲”。**在該職位的任命過程中，拉加德從德國、芬蘭、法國央行行長等一眾熱門人選中脫穎而出，獲得了歐洲理事會的信任。前三任歐央行行長均是專業經濟學家出身，拉加德較為“另類”。她是1956年出生的法國人，在私人部門作為專業律師從業二十餘年，2005年進入法國政壇，在內閣先後分管外貿、農業、經濟金融。自2011年起任國際貨幣基金組織 (IMF) 總裁。雖缺乏央行和經濟學背景，但她的經驗和能力對於如今困難重重的歐元區來說格外寶貴。她在歐洲各國政界有較大影響力，善於靈活溝通、凝聚共識、平衡和協調各國利益，有助於保持央行獨立性。此外，她也善於處理危機、維持金融穩定，減小經濟和債務危機的爆發概率和負面影響。

■ **今後八年作為歐洲央行行長的主要工作目標：**拉加德在獲提名後向歐洲議會闡述了主要工作目標，包括：(1) 致力於保持價格穩定，提升通脹水平。拉加德認為歐洲的金融機構和經營模式大多是在高增長高通脹時期建立起來的，使得金融環境在目前的溫和增長和低通脹環境中面臨諸多困難。(2) 將在歐洲央行內部盡力達成共識，促進有效溝通。(3) 繼續改善歐元的國際地位，推進歐元的國際化。推進金融市場基礎設施建設、支付系統等，提升歐元在全球的吸引力，使得成員國和整個歐元區從中受益，因為強大的貨幣體系結構對於穩定價格至關重要。目前歐元的國際化進程仍在推進中，全球外匯儲備當中的歐元比重在去年提高了1.2ppt至20.7%。(4) 將會對於經濟金融新趨勢保持敏感、並進行深入研究。

■ **上任後的五大挑戰：**(1) 歐元區經濟面臨嚴峻挑戰。經濟增速放緩，德國等成員國徘徊在衰退邊緣。通脹遠低於2%的目標，且缺乏有效上升動力。總體來看，歐央行目前對經濟和通脹的預測都過於樂觀。由於當前地緣政治風險、保護主義抬頭、新興市場脆弱等多重挑戰，經濟信心下降較快，民粹主義上升、經濟“日本化”風險高，我們認為歐元區經濟和通脹在未來一至兩年不具備顯著反彈的條件。拉加德需要靈活運用貨幣政策手段，並從各成員國爭取更多財政支持。(2) 歐央行內部分歧加劇。包括法德央行行長在內的超過三分之一的歐央行決策者反對重啟QE的決定，內部分歧威脅貨幣政策有效性。(3) 負利率的負面影響。負利率政策提升經濟增速的效果已十分有限，貨幣政策“彈藥”無幾，只能不斷調低負利率，並早早重啟量化寬鬆。負利率對銀行盈利能力產生重大負面影響，銀行在負利率下不得不放緩借貸，並提升高風險投資的比重，提升了整個金融體系的系統風險。(4) 英國脫歐安排。歐央行已為英國脫歐各種情景做了準備，例如中央清算領域安排、臨時許可制度安排，英國央行和歐央行之間也已經啟動了貨幣互換協議，為彼此提供相應貨幣的流動性。而正式脫歐之後，英歐之間的貨幣金融的調整適應也會是長期的工作。(5) 改良金融系統。需要汲取金融危機的教訓儘快改善宏觀金融環境和通脹傳導過程，加強監管，改革金融中介，增強金融系統抵禦衝擊的能力，並需要考慮應對央行資產負債表的規模和組成等長期挑戰。

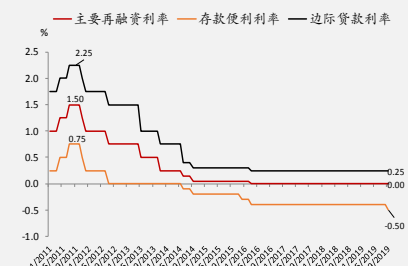
■ **歐洲央行貨幣政策前瞻：**由於九月剛剛推出一籃子寬鬆刺激政策，10月的會議難見重大政策調整。但需關注歐央行對於近期疲弱的經濟數據的態度，以判斷12月會議的立場。我們認為歐央行大概率在12月再降存款便利利率10bp，明年初加快購債速度 (11月起每月購債規模為200億歐元)。

成亞曼, 博士

(852) 3900 0868

angelacheng@cmbi.com.hk

歐洲央行主要政策利率變化



資料來源：CEIC, 招銀國際證券

#### 相關報告

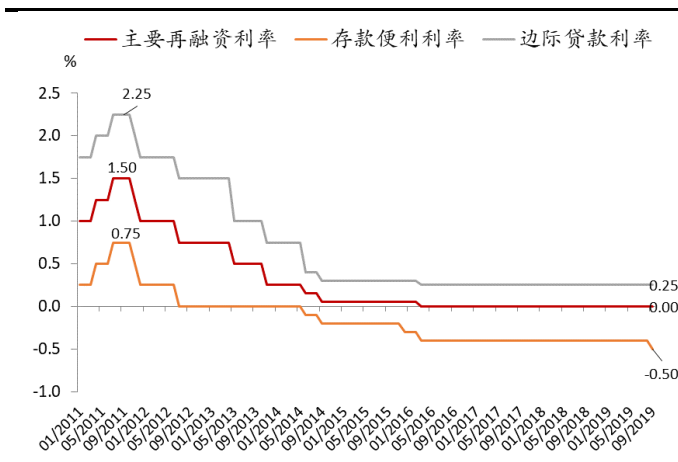
1. 全球央行追蹤 - 降息并提及 QE：如何解讀美聯儲的複雜信號 (9月20日)
2. 全球央行追蹤 - 歐央行降息并重啟 QE，負利率時代“放水”杯水車薪 (9月16日)
3. 全球央行追蹤 - 憤怒的特朗普，無力的美聯儲 - 鮑威爾 Jackson Hole 央行年會講話點評 (8月26日)
4. 全球央行追蹤 - “鷹派”降息對資本市場的影響 (8月1日)

圖 1: 德拉基任期內歐洲央行貨幣政策的主要變化

日期	政策
2011年11月3日	將存款利率降低25個基點至0.5%
2011年12月8日	將存款利率降低25個基點至0.25%
2012年7月5日	將存款利率降低25個基點至0%
2013年5月2日	將主要再融資業務利率下調25個基點至0.5%
2013年11月7日	將主要再融資業務利率下調25個基點至0.25%
2014年6月5日	首次推出目標長期再融資操作計劃 (TLTRO)
2014年6月5日	將存款利率降低10個基點至-0.1%
2014年6月5日	將主要再融資業務利率降低10個基點至0.15%
2014年6月5日	將邊際貸款工具的利率降低35個基點至0.4%
2014年9月4日	將存款利率降低10個基點至-0.2%
2014年10月15日	首次推出擔保債券購買計劃
2014年11月19日	首次推出資產支持證券購買計劃
2015年3月4日	首次引入公共部門資產購買計劃
2015年12月3日	將存款利率降低10個基點至-0.3%
2016年3月10日	首次推出企業部門資產購買計劃
2016年3月10日	將存款利率下調10個基點至-0.4%
2016年3月10日	將主要再融資業務利率下調5個基點至0.00%
2018年12月13日	2018年12月結束資產購買計劃
2019年9月12日	將存款利率降低10個基點至-0.5%
2019年9月12日	宣布對新的有針對性的長期融資業務進行更改 (TLTRO III)
2019年9月12日	決定自2019年11月1日起, 以每月200億歐元的速度重新開始購債

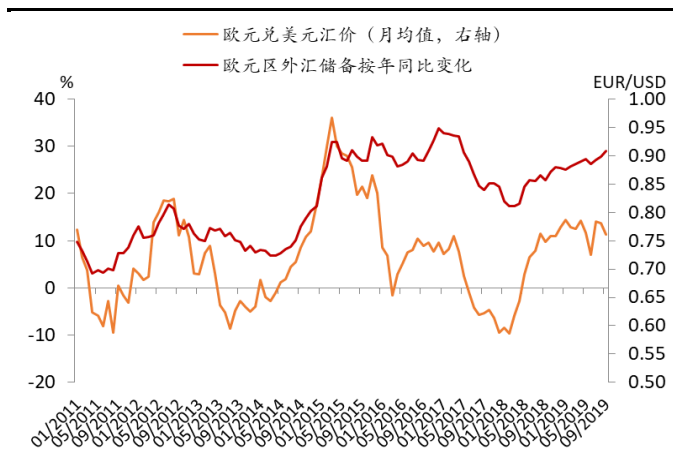
資料來源: 歐洲央行, 招銀國際證券

圖 2: 歐洲央行主要政策利率變化



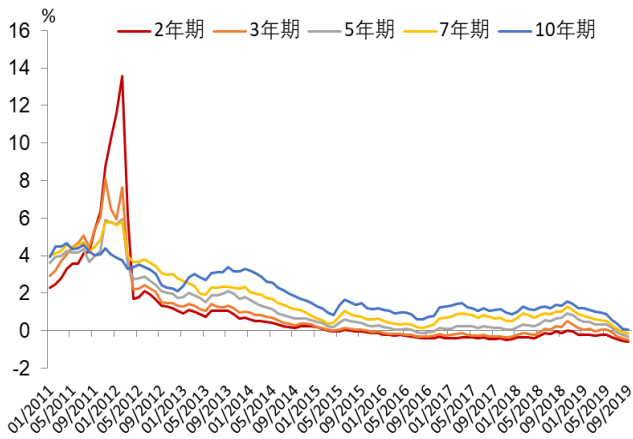
資料來源: CEIC, 招銀國際證券

圖 3: 歐元匯率與歐元區外匯儲備變化



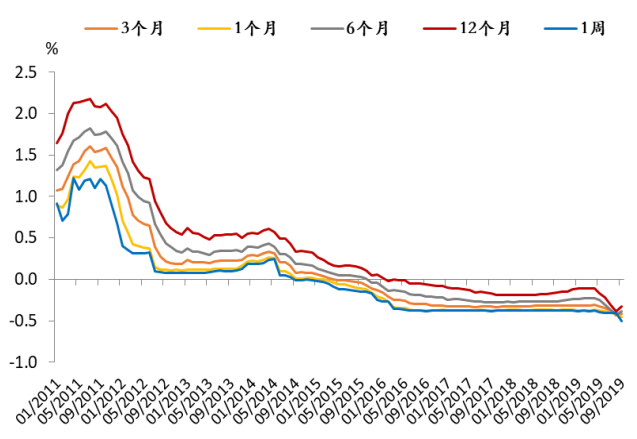
資料來源: CEIC, 招銀國際證券

圖 4: 歐元區政府債券月均收益率



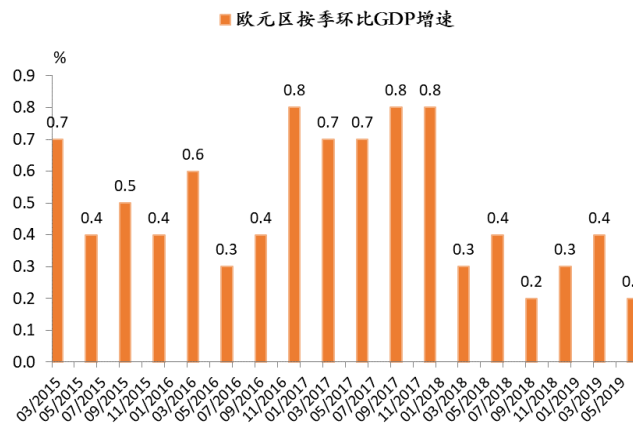
資料來源: CEIC, 招銀國際證券

圖 5: 歐元區銀行間同業拆借利率



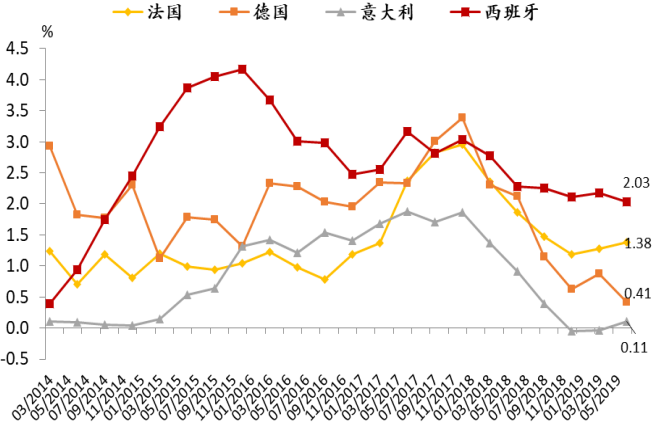
資料來源: CEIC, 招銀國際證券

圖 6: 歐元區按季環比 GDP 增速



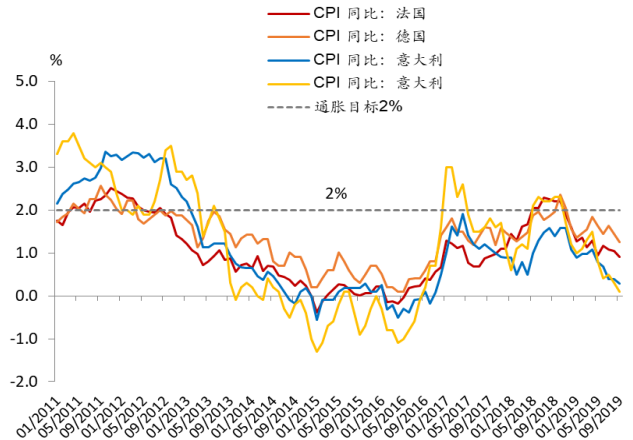
資料來源: CEIC, 招銀國際證券

圖 7: 歐元區主要成員國實際 GDP 同比增速



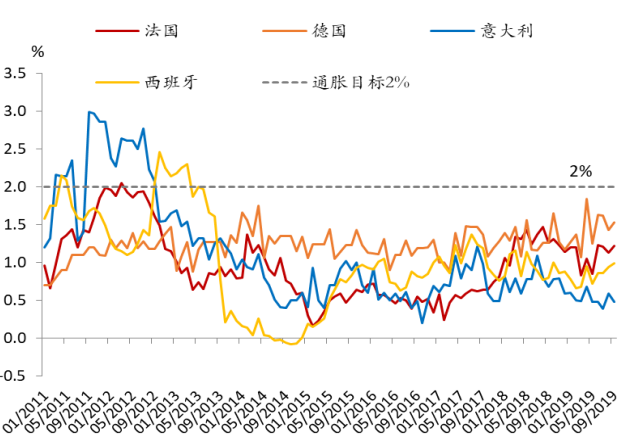
資料來源: CEIC, 招銀國際證券

圖 8: 歐元區主要成員國 CPI 同比增速



資料來源: CEIC, 招銀國際證券

圖 9: 歐元區主要成員國核心 CPI 同比增速



資料來源: CEIC, 招銀國際證券

## 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	: 招銀國際證券并未給予投資評級

### 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(“招銀國際證券”)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。招銀國際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。而過去的表现亦不代表未來的表现，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。招銀國際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國際證券編寫，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责任。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。招銀國際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)不時修訂之英國2000年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，未經招銀國際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。