

重启 QE 并降息，欧央行超预期货币宽松

——新时代视野下的国际经济及大宗商品周察 第 80 期 (2019.09.09-2019.09.13)

宏观定期

潘向东 (首席经济学家) 刘娟秀 (分析师)

证书编号: 010-83561312

S0280517100001 liujuanxiu@xsdzq.cn

证书编号: S0280517070002

邢曙光 (联系人)

18046221202

xingshuguang@xsdzq.cn 证书编号: S0280118040021

证书编号: S0280118060007

钟奕昕 (联系人)

18070182515

证书编号: S0280118040021

证书编号: S0280118060007

● 重启 QE 并降息，欧央行超预期货币宽松

北京时间 9 月 12 日晚间，欧洲央行公布 9 月利率决议，此次会议欧央行决定降息，修改前瞻指引，重启第二轮 QE，并且下调 TLTRO III 的利率，宽松程度超出市场预期。

欧央行决定将存款便利利率下调 10 个基点至 -0.5%，为 2016 年以来首次降息；而主要再融资利率和贷款便利利率分别维持在 0.00% 和 0.25% 的水平不变。通胀持续疲软是欧央行决定降息的主要推动原因，目前通胀率仍远低于欧洲央行设定的 2% 目标。

欧央行首次引入两级利率分层系统，这一决定旨在利用负利率刺激经济同时，减少商业银行的负担。此次欧央行将豁免乘数设定为 6，即豁免额度为法定准备金的 6 倍。信贷机构持有的超额流动性在豁免额度内免于负利率（以 0% 计息），而超出的部分以负利率（-0.5%）计息，这将有效降低信贷机构的成本。

欧央行表示“预计关键利率将维持在目前或更低水平，直至通胀前景在其预测范围内收敛至接近 2% 目标的水平”。今年以来，欧央行已多次修改前瞻指引中时间的表述，不断强化市场对于货币宽松的预期，而欧央行 9 月利率决议中去掉关于时间区间的表述，加上欧元区近期通胀表现持续疲软，或许意味着欧央行将在更长时间内保持宽松。

欧央行决定从 2019 年 11 月 1 日起，将以每月 200 亿欧元的规模重新启动净资产购买。资产购买计划是为了增强政策利率的宽松效应，实施期限尚未设定，而资产购买将在欧洲央行开始上调关键利率时结束。并且在任何情况下，只要有必要则将继续保持到期债券的再投资。相较于降息和 TLTRO III，资产购买计划是更灵活的政策工具，欧央行在资产购买方面更具主动性，能够频繁操作，将提高对欧元区经济刺激的效果。

此外，欧央行还调整了 TLTRO III 的关键参数，9 月开始 TLTRO III 的利率将等于 MROs 利率。这就意味着，当前 TLTRO III 的利率区间为 -0.5%~0%，较 TLTRO II 的利率区间 -0.4%~0% 更为优惠。并且，TLTRO III 的期限将从两年延长到三年，这将与较长期限投资项目的银行贷款期限更匹配，从而提高对实体经济的融资支持。

在经济预测方面，欧央行将 2019 年、2020 年、2021 年的增长预期分别下修至 1.1%、1.2%、1.4%；将 2019 年、2020 年、2021 年的通胀预期分别下修至 1.2%、1.0%、1.5%。欧元区经济增长疲软，欧元区经济景气指数近几个月连续下滑，制造业景气指数更是进一步跌破长期平均水平，这主要是由于欧元区长期面临结构性难题，最近又遇上全球经济动能放缓、全球贸易局势不稳以及英国脱欧不确定性等下行风险。欧洲央行的货币政策立场仍将继续非常宽松，欧央行行长德拉吉也在新闻发布会上提到欧元区经济下行风险增加，欧元区陷入经济衰退的可能性虽然非常小，但自欧洲央行上次会议以来有所上升，并已表示开始重视财政政策，呼吁欧洲各国政府出台新的财政刺激政策。

● 美国 8 月零售销售超预期增长，CPI 数据喜忧参半

受汽车销售和在线购物增长的推动，美国 8 月零售销售环比超预期增长 0.4%。在劳动力市场稳健、薪资收入温和增长的背景下，消费者支出仍是支出美国经济的主要动力，但同时，全球经济放缓和贸易局势不确定性等仍是经济下行的风险因素。美国 8 月整体 CPI 通胀不及预期，但核心 CPI 超预期上涨并高于美联储 2% 的目标；此外，受服务成本上涨的拉动，美国 8 月 PPI 数据也超预期走高。

● 美国制造业偏弱，美元指数回落

美元指数上周下行 0.2185% 收至 98.2038。上周美元指数先上行后下跌，主要因欧元和英镑等非美货币的上涨令美元指数承压。美元指数回落，人民币兑美元升值。截至 9 月 12 日，美元兑人民币即期汇率收至 7.0882；美元兑人民币中间价收至 7.0846。

● 商品指数涨跌不一

美国 8 月 CPI、PPI、零售销售等数据表现向好，英国脱欧延期法案将成为法律，贸易局势改善，避险情绪走弱，贵金属承压。钢材库存连续下降，消费转好预期增强，唐山环保限产趋严预期，利多钢价。宏观环境有所缓和，市场信心有所提振，叠加铜消费旺季来临，铜库存小幅回落，支撑铜价。美国原油库存降低至一年来最低水平，利好油价。猪瘟仍蔓延导致饲料消费继续下降，且美豆产区天气良好对作物生长有利，利空粕价。

● 风险提示：美联储货币政策超预期

相关报告

国际经济及大宗商品: 美国新增非农就业人数放缓，但鲍威尔仍比较乐观

2019-09-08

国际经济及大宗商品: 英国“无协议脱欧”风险加剧

2019-09-01

国际经济及大宗商品: 美联储将采取适当行动，维持美国经济扩张

2019-08-25

国际经济及大宗商品: 为什么投资者购买负利率债券?

2019-08-18

国际经济及大宗商品: 美联储降息能刺激投资吗

2019-08-11

国际经济及大宗商品: 美国新增就业小幅回落，但薪资增速超预期回升

2019-08-04

国际经济及大宗商品: 美国 GDP 增速下滑，但仍超市场预期

2019-07-28

国际经济及大宗商品: 长期低利率环境下的货币政策新框架

2019-07-21

国际经济及大宗商品: 美联储考虑设置 SRF，解决降息技术问题

2019-07-14

国际经济及大宗商品: 美国非农数据良好，市场预期降息幅度下降

2019-07-07

国际经济及大宗商品: 下半年美国经济展望

2019-06-30

国际经济及大宗商品: 美联储降息的一个技术性问题

2019-06-23

国际经济及大宗商品: 辩证地看美国消费增速低迷

2019-06-16

目 录

1、 重启 QE 并降息，欧央行超预期货币宽松	3
2、 国外经济形势一周综述	4
3、 汇率走势一周综述	6
4、 商品价格走势一周综述	6
4.1、 商品指数涨跌不一	6
4.2、 黄金价格走低	7
4.3、 金属价格多数上涨	8
4.4、 能源化工产品价格多数上行	9
4.5、 农产品价格多数下跌	11

图表目录

图 1: 欧元区宏观经济预测 (2019 年 9 月)	4
图 2: 美国 CPI 同比增速 (%)	5
图 3: 美国零售销售环比增速 (%)	5
图 4: 美国 PPI 同比增速 (%)	5
图 5: 欧元区 9 月 Sentix 投资者信心指数	5
图 6: 南华商品指数周度涨跌幅	7
图 7: 上周黄金价格走势	7
图 8: 美元指数走势	7
图 9: 高炉开工率 (%)	8
图 10: 当周螺纹钢库存 (万吨)	8
图 11: 全国主要钢材品种库存 (万吨)	9
图 12: 铁矿石港口库存 (万吨)	9
图 13: 全国主要钢厂螺纹钢当周产量 (万吨)	9
图 14: 上期所阴极铜库存(吨)	9
图 15: 下游发电集团煤炭库存 (万吨)	10
图 16: 6 大发电集团日均耗煤量 (万吨)	10
图 17: 6 大发电厂煤炭库存可用天数	10
图 18: 港口煤炭库存 (万吨)	10
图 19: 国际原油期货价格走势 (美元/桶)	11
图 20: 布伦特原油-WTI 原油价差 (美元/桶)	11
表 1: 主要汇率及汇率指数一周概览 (2019.09.09-2019.09.12)	6
表 2: 商品指数总览 (2019.09.09-2019.09.12)	6
表 3: 黄金价格走低 (2019.09.09-2019.09.12)	7
表 4: 金属价格多数上涨 (2019.09.09-2019.09.12)	8
表 5: 能源化工产品价格多数上行 (2019.09.09-2019.09.12)	9
表 6: 农产品价格多数下跌 (2019.09.09-2019.09.12)	11

1、重启 QE 并降息，欧央行超预期货币宽松

北京时间 9 月 12 日晚间，欧洲央行公布 9 月利率决议，此次会议欧央行决定降息，修改前瞻指引，重启第二轮 QE，并且下调 TLTRO III 的利率，宽松程度超出市场预期。利率决议公布后，黄金价格短线上涨，但欧央行行长德拉吉讲话令市场失望，金价回吐全部涨幅。此外，欧洲债券收益率下跌，欧洲股市大涨，欧元兑美元汇率下跌。

利率方面，欧央行决定将存款便利利率下调 10 个基点至 -0.5%，为 2016 年以来首次降息；而主要再融资利率和贷款便利利率分别维持在 0.00% 和 0.25% 的水平不变。欧央行对利率的调整基本符合市场预期。欧央行行长德拉吉在新闻发布会上表示，通胀持续疲软是欧央行决定降息的主要推动原因。目前通胀率仍远低于欧洲央行设定的 2% 目标。

欧央行还首次引入了两级利率分层系统 (two-tier system)，这一决定旨在利用负利率刺激经济同时，减少商业银行的负担。此次欧央行将豁免乘数设定为 6，即豁免额度为法定准备金的 6 倍。信贷机构持有的超额流动性在豁免额度内免于负利率（以 0% 计息），而超出的部分以负利率（-0.5%）计息，这将有效降低信贷机构的成本。

前瞻指引方面，欧央行表示“预计关键利率将维持在目前或更低的水平，直至通胀前景在其预测范围内收敛到足够接近 2% 目标水平”。今年以来，欧央行已多次修改前瞻指引中对于时间的表述，不断强化市场对于货币宽松的预期，而欧央行 9 月利率决议中去掉了关于时间区间的表述，加上欧元区近期通胀表现持续疲软，这或许意味着欧央行将在更长时间内保持宽松。

资产购买计划 (APP) 方面，欧央行决定从 2019 年 11 月 1 日起，将以每月 200 亿欧元的规模重新启动净资产购买。资产购买计划是为了增强政策利率的宽松效应，实施期限尚未设定 (as long as necessary)，是自欧洲央行推出 QE 以来的首次无限期计划，同时也提到，资产购买将在欧洲央行开始上调关键利率时结束。并且在任何情况下，只要有必要则将继续保持到期债券的再投资。相较于降息和 TLTRO III，资产购买计划是更灵活的政策工具，欧央行在资产购买方面更具主动性，能够频繁操作，将提高对欧元区经济刺激的效果。

TLTRO III 方面，为维持有利的银行贷款条件、确保货币政策的顺利传导、进一步支持宽松的货币政策立场，欧央行调整了 TLTRO III 的关键参数。此前公布的 TLTRO III 利率 (MROs+10BP) 将不再适用，9 月开始 TLTRO III 的利率将等于 MROs 利率。这就意味着，当前 TLTRO III 的利率区间为 -0.5%~0%，较 TLTRO II 的利率区间 -0.4%~0% 更为优惠。并且，TLTRO III 的期限将从两年延长到三年，这与较长期限投资项目的银行贷款期限更匹配，从而提高对实体经济的融资支持。

在经济预测方面，欧央行将 2019 年、2020 年、2021 年的增长预期分别下修至 1.1%、1.2%、1.4%（此前为 1.2%、1.4%、1.4%）；将 2019 年、2020 年、2021 年的通胀预期分别下修至 1.2%、1.0%、1.5%（此前为 1.3%、1.4%、1.6%）。欧元区经济增长疲软，欧元区经济景气指数近几个月连续下滑，制造业景气指数更是进一步跌破长期平均水平，这主要是由于欧元区长期面临结构性难题，最近又遇上全球经济动能放缓、全球贸易局势不稳以及英国脱欧不确定性等下行风险。欧洲央行的货币政策立场仍将继续非常宽松，欧央行行长德拉吉也在新闻发布会中提到欧元区经济下行风险增加，欧元区陷入经济衰退的可能性虽然非常小 (small probability)，但自欧洲央行上次会议以来有所上升，并已表示开始重视财政政策，呼吁欧洲各国

政府出台新的财政刺激政策。

图1：欧元区宏观经济预测（2019年9月）

Macroeconomic projections for the euro area

(annual percentage changes)

	September 2019				June 2019			
	2018	2019	2020	2021	2018	2019	2020	2021
Real GDP	1.9	1.1	1.2	1.4	1.8	1.2	1.4	1.4
		[0.9 - 1.3] ¹⁾	[0.4 - 2.0] ¹⁾	[0.4 - 2.4] ¹⁾		[0.9 - 1.5] ¹⁾	[0.5 - 2.3] ¹⁾	[0.4 - 2.4] ¹⁾
Private consumption	1.4	1.3	1.3	1.3	1.3	1.4	1.4	1.3
Government consumption	1.1	1.5	1.5	1.4	1.1	1.4	1.4	1.4
Gross fixed capital formation	2.3	3.1	1.9	2.1	3.3	2.7	2.0	2.0
Exports²⁾	3.5	2.3	2.4	3.0	3.2	2.2	2.9	3.2
Imports²⁾	2.7	2.6	3.1	3.4	3.2	2.7	3.2	3.4
Employment	1.5	1.1	0.5	0.5	1.5	1.0	0.6	0.6
Unemployment rate (percentage of labour force)	8.2	7.7	7.5	7.3	8.2	7.7	7.5	7.3
HICP	1.8	1.2	1.0	1.5	1.8	1.3	1.4	1.6
		[1.1 - 1.3] ¹⁾	[0.4 - 1.6] ¹⁾	[0.7 - 2.3] ¹⁾		[1.2 - 1.4] ¹⁾	[0.7 - 2.1] ¹⁾	[0.8 - 2.4] ¹⁾
HICP excluding energy	1.3	1.2	1.4	1.6	1.3	1.2	1.5	1.7
HICP excluding energy and food	1.0	1.1	1.2	1.5	1.0	1.1	1.4	1.6
HICP excluding energy, food and changes in indirect taxes³⁾	1.0	1.0	1.2	1.5	1.0	1.1	1.4	1.6
Unit labour costs	1.7	2.1	1.7	1.5	1.9	1.8	1.6	1.7
Compensation per employee	2.1	2.2	2.3	2.4	2.2	2.1	2.5	2.5
Labour productivity	0.4	0.1	0.7	0.9	0.3	0.2	0.8	0.9
General government budget balance (percentage of GDP)	-0.5	-0.8	-0.8	-1.0	-0.5	-0.9	-0.9	-0.9
Structural budget balance (percentage of GDP)⁴⁾	-0.6	-0.8	-0.9	-1.1	-0.6	-0.9	-1.1	-1.2
General government gross debt (percentage of GDP)	85.4	83.8	82.5	81.2	85.1	83.7	82.1	80.6
Current account balance (percentage of GDP)	2.9	2.6	2.4	2.3	2.9	2.4	2.4	2.4

资料来源：欧洲央行，新时代证券研究所

2、国外经济形势一周综述

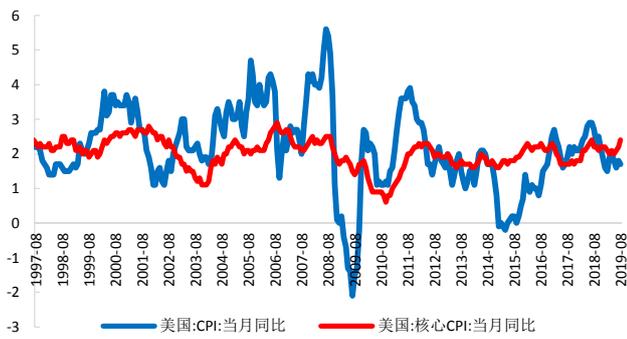
受汽车销售和在线购物增长的推动，美国零售销售超预期增长。美国8月零售销售环比增长0.4%，高于预期的0.2%，前值上修至增长0.8%；核心零售销售环比增长0.0%，基本符合预期，但远不及前值的1%。在劳动力市场稳健、薪资收入温和增长的背景下，消费者支出仍是支出美国经济的主要动力，但同时，全球经济放缓和贸易局势不确定性等仍是经济下行的风险因素。

美联储密切关注通胀的走向，美国8月CPI数据喜忧参半，整体CPI通胀不及预期，但核心CPI超预期上涨并高于美联储2%的目标；此外，受服务成本上涨的拉动，美国8月PPI数据也超预期走高。美联储将于北京时间9月19日凌晨公布最新的利率决议，PPI数据的意外上升和核心CPI的超预期上涨，并未对市场关于美联储的降息预期造成较大的影响，市场仍预期美联储降息

25BP 的概率较大。

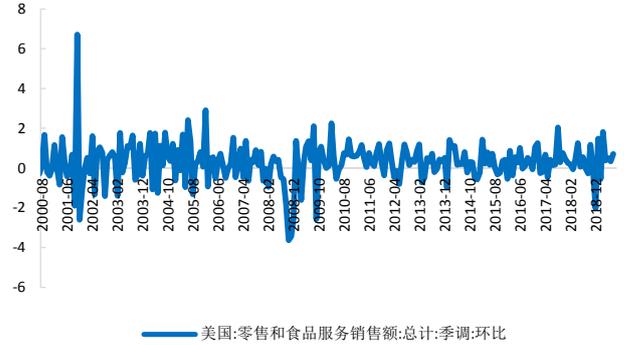
具体数据方面，美国 8 月 CPI 年率增长 1.7%，不及预期和前值的 1.8%；核心 CPI 年率增长 2.4%，高于预期 2.3%和前值 2.2%。美国 8 月 PPI 环比超预期上涨 0.1%，PPI 同比超预期上涨 1.8%，较 7 月增幅扩大 0.1 个百分点；在剔除波动较大的食品、能源和贸易服务类价格后，核心 PPI 环比增长 0.4%，较前值的-0.1%有明显提升，核心 PPI 同比增长 2.3%，高于预期和前值。

图2： 美国 CPI 同比增速 (%)



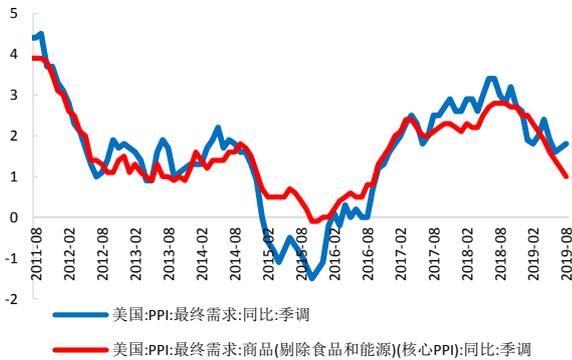
资料来源：Wind，新时代证券研究所

图3： 美国零售销售环比增速 (%)



资料来源：Wind，新时代证券研究所

图4： 美国 PPI 同比增速 (%)



资料来源：Wind，新时代证券研究所

图5： 欧元区 9 月 Sentix 投资者信心指数



资料来源：Wind，新时代证券研究所

3、汇率走势一周综述

表1: 主要汇率及汇率指数一周概览 (2019.09.09-2019.09.12)

名称	上周收盘价	最高价	最低价	收盘价	涨跌幅	涨跌方向
美元兑人民币中间价	7.0855	7.0851	7.0843	7.0846	-0.0127	↓
美元兑离岸人民币	7.1063	7.1319	7.0317	7.0464	-0.8429	↓
美元兑日元	106.92	108.265	106.76	108.11	1.1130	↑
欧元兑美元	1.1029	1.1109	1.0927	1.1074	0.4080	↑
英镑兑美元	1.2292	1.2505	1.2234	1.2501	1.7003	↑
美元指数	98.4188	99.11	97.9952	98.2038	-0.2185	↓
CFETS 人民币汇率指数	91.2			91.03	-0.1864	↓
人民币汇率指数(SDR 货币篮子)	91.01			91.09	0.0879	↑
人民币汇率指数(BIS 货币篮子)	94.82			94.67	-0.1582	↓

资料来源: Wind, 新时代证券研究所 注: 人民币汇率指数时间区间为 8 月 30 日-9 月 6 日。

美元指数上周下行 0.2185% 收至 98.2038。上周美元指数先上行后下跌, 欧元和英镑的上涨令美元指数承压。上周欧元兑美元上行 0.4080%, 收报 1.1074; 英镑兑美元上行 1.7003%, 收报 1.2501。

美元指数回落, 人民币兑美元升值。截至 9 月 12 日, 美元兑人民币即期汇率收至 7.0882, 一周下行 361BP; 美元兑人民币汇率中间价收至 7.0846, 较前一周下行 9BP; 美元兑离岸人民币汇率收至 7.0464, 较前一周下行 599BP; 12 个月期美元兑人民币 NDF 收至 7.1404, 较前一周下行 234BP。

4、商品价格走势一周综述

4.1、商品指数涨跌不一

表2: 商品指数总览 (2019.09.09-2019.09.12)

名称	开盘价	最高价	最低价	收盘价	涨跌幅	涨跌方向
南华商品指数	1472.98	1499.79	1472.31	1499.34	1.79	↑
南华工业品指数	2262.46	2326.43	2262.46	2325.78	2.80	↑
南华农产品指数	762.89	763.41	755.60	756.60	-0.82	↓
南华金属指数	3331.59	3456.91	3331.59	3455.94	3.73	↑
南华能化指数	1315.54	1337.07	1315.54	1331.57	1.22	↑
南华贵金属指数	644.60	644.60	627.79	635.00	-1.49	↓
CRB 现货指数:综合	386.94			384.61	-0.86	↓

资料来源: Wind, 新时代证券研究所

上周, 南华商品价格指数涨跌不一。南华商品指数上行 1.79% 至 1499.34, 分项中, 南华贵金属指数下行 1.49%; 南华工业品指数上行 2.80%; 南华金属指数上行 3.73%; 南华农产品指数下行 0.82%; 南华能化指数上行 1.22%。此外, CRB 现货综合指数上周下行 0.86% 至 386.94。

南华贵金属指数下行 1.49% 至 635.00。美国 8 月 CPI、PPI 零售销售等数据表现向好, 一度提振美元指数打压贵金属价格, 此外, 英国脱欧延期法案将成为法律, 贸易局势有所改善, 避险情绪相对走弱, 使贵金属承压。

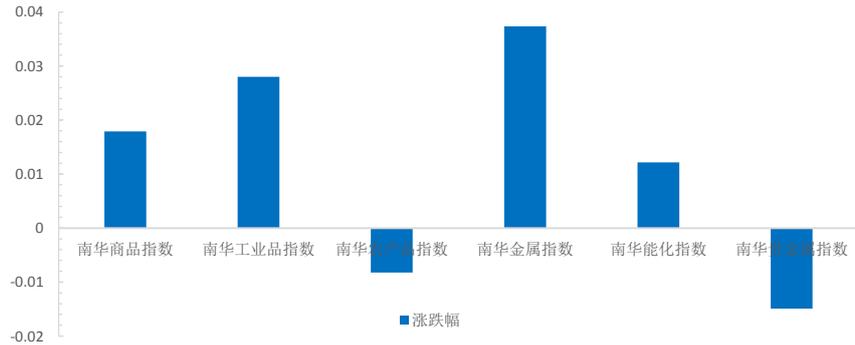
金属价格上行, 南华金属指数上行 3.73% 至 3455.94。钢材库存连续下降, 消

费转好预期有所增强，加之唐山环保限产趋严预期，利多钢价。中国央行宣布全面降准，宏观环境有所缓和，市场信心有所提振，叠加铜消费旺季来临，铜库存小幅回落，支撑铜价。

能化类商品价格涨跌不一，南华能化指数上行 1.22% 至 1331.57。中美贸易局势有缓和迹象，市场情绪回升，利多焦炭价格。美国原油库存降低至一年来最低水平，利好油价。

上周农产品期货价格多数走高，南华农产品指数下行 0.82% 至 756.60。猪瘟仍蔓延导致猪料消费继续下降，且美豆产区天气良好对作物生长有利，利空粕价。

图6：南华商品指数周度涨跌幅



资料来源：Wind，新时代证券研究所

4.2、黄金价格走低

表3：黄金价格走低 (2019.09.09-2019.09.12)

名称	开盘价	最高价	最低价	收盘价	涨跌幅	涨跌方向
SHFE 黄金	351.10	354.85	343.45	346.15	-0.87	↓
COMEX 黄金	1516.40	1532.20	1492.10	1506.80	-0.54	↓
美元指数	98.81	99.38	98.07	98.42	-0.42	↓

资料来源：Wind，新时代证券研究所

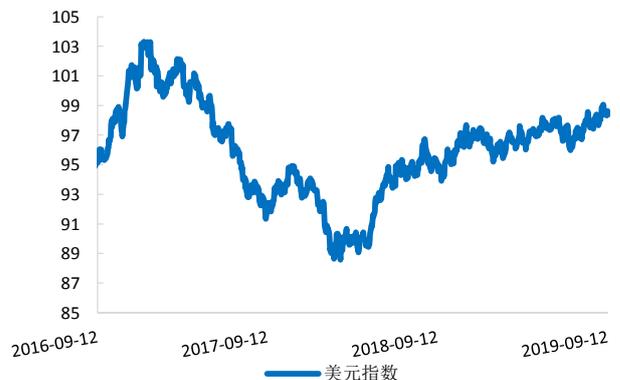
上周国内国际黄金价格走势一致，SHFE 黄金价格下行 0.87%，收于 346.15 元/克；COMEX 黄金价格下行 0.54%，收于 1506.80 美元/盎司。美国 8 月 CPI、PPI 零售销售等数据表现向好，一度提振美元指数打压贵金属价格，此外，英国脱欧延期法案将成为法律，贸易局势有所改善，避险情绪相对走弱，使贵金属承压。

图7：上周黄金价格走势



资料来源：Wind，新时代证券研究所

图8：美元指数走势



资料来源：Wind，新时代证券研究所

4.3、金属价格多数上涨

表4：金属价格多数上涨（2019.09.09-2019.09.12）

名称	开盘价	最高价	最低价	收盘价	涨跌幅	涨跌方向
SHFE 铜	47420	47560	47010	47490	0.08	↑
SHFE 螺纹钢	3411	3549	3398	3549	4.78	↑
DCE 铁矿石	634	681	621	680	8.11	↑
SHFE 镍	139400	145040	138140	144730	4.43	↑
SHFE 铝	14410	14680	14280	14425	0.21	↑
SHFE 锌	18960	19375	18895	19245	1.16	↑
SHFE 铅	17450	17580	17305	17345	-0.72	↓
LME 铜	5825.5	5898	5741	5860.5	0.56	↑
COMEX 铜	2.63	2.67	2.59	2.64	0.44	↑

资料来源：Wind，新时代证券研究所

上周 SHFE 螺纹钢价格上行 4.78%，收于 3549 元/吨。钢材库存连续下降，消费转好预期有所增强，加之唐山环保限产趋严预期，利多钢价。截至 9 月 13 日，全国螺纹钢库存降至 548.05 万吨，全国主要钢材品种库存降至 1161.48 万吨，全国高炉开工率降至 68.09%。上周 DCE 铁矿石期货价格收于 680 元/吨，上行 8.11%。铁矿石港口库存回落，截至 9 月 13 日，铁矿石港口库存降至 11,944.78 万吨，环比下行 1.21%。

SHFE 铜价格上行 0.08%，收于 47490 元/吨。国内外铜价走势一致，LME 铜价格上行 0.56%，收于 5860.5 美元/吨；COMEX 铜价格上行 0.44% 收于 2.64 元/磅。中国央行宣布全面降准，宏观环境有所缓和，市场信心有所提振，叠加铜消费旺季来临，铜库存小幅回落，支撑铜价。截至 9 月 12 日，上期所有色库存中阴极铜库存降至 15.22 万吨；LME 铜库存降至 299,750.00 吨。

图9：高炉开工率（%）

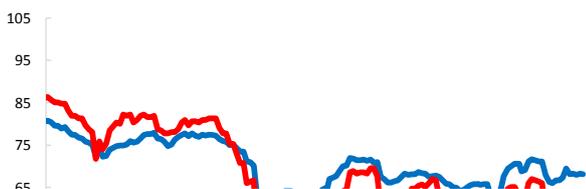


图10：当周螺纹钢库存（万吨）



预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_10117

