

## 欧央行降息并重启 QE

### 一、欧央行降息并重启 QE

- **9月12日，欧央行议息会议宣布降息且重启 QE，宽松程度超市场预期。**至此，随着经济走弱程度的加深，全球两大央行（美联储、欧央行）均开启了货币宽松，当前主要经济体中，已经有 20 个国家/地区降息，全球央行宽松周期已经打开，或将对风险偏好的改善形成支撑。欧央行方面，在此次会议中，考虑到欧元区经济的持续走弱，以及经济面临的下行风险，叠加通胀的低迷，欧央行重申需要在很长一段时间内采取高度宽松的货币政策立场。具体来看：（1）**降息。**欧央行将存款便利利率降低 10 个基点至 -0.50%，主要再融资操作利率和边际贷款便利利率保持不变，分别为 0.00% 和 0.25%。欧央行预计政策利率将维持在目前或更低的水平，直到通胀目标的实现。（2）**重启 QE。**欧央行此前 QE 是从 2014 年 10 月启动的，2017 年开始，随着经济逐渐开始好转，从 2017 年 4 月开始逐步缩减资产购买计划月度购债规模，并于 2018 年 12 月结束资产净购买。此次，欧央行再度重启资产购买计划，宣布从 11 月 1 日起，每月净购买资产 200 亿欧元，以在政策利率下调的同时，加强货币宽松的力度。（3）**TLTRO 操作利率下调，期限延长。**此前，6 月欧央行议息会议明确了 9 月开始的 TLTRO III 每期操作利率为主要再融资利率基础上增加 10bp，对于符合条件、净贷款超过基准水平的金融机构，操作利率则相对较低，最低可降至存款便利利率基础上增加 10bp，即操作利率范围为 -0.3% 至 0.1%。此次会议下调了操作利率，TLTRO III 操作利率为 MRO 利率，对于部分符合要求的金融机构，利率可低至存款便利利率，即操作利率范围下调为 -0.5% 至 0%。同时将操作期限从两年延长至三年。（4）**引入分层负利率。**与日本央行实行的分层负利率体系相比，此前，欧央行对银行准备金账户实行单一负利率，相对而言可能对银行盈利能力的影 响会较大，这也是今年以来欧央行多位官员讨论分层利率体系的原因。此次，欧央行也引入了分层负利率，对金融机构部分超额准备金实现零利率，以在一定程度上减弱宽松政策对金融机构的负面影响，改善货币政策的传导。同时，欧央行下调了今明两年经济增长预期。欧元区经济增长的放缓主要源于地缘政治、保护主义威胁的上升和新兴市场脆弱性叠加下，全球经济的走弱，欧央行认为经济增长的前景倾向于下行。在 9 月经济预测中，欧央行也下调了经济增长和通胀预期。具体来看，预计 2019 年 GDP 同比增长 1.1%，2020 年增长 1.2%，2021 年增长 1.4%。与 6 月份预测相比，2019 年和 2020 年数据分别下调 0.1 个百分点和 0.2 个百分点。此外，通胀预期也下调，2019 年 HICP 同比 1.2%，2020 年为 1.0%，2021 年为 1.5%。与 6 月相比，分别下调 0.1、0.4 和 0.1 个百分点。

边泉水 分析师 SAC 执业编号：S1130516060001  
bianquanshui@gjzq.com.cn

段小乐 联系人  
(8621)61038260  
duanxiaole@gjzq.com.cn

邱鼎荣 联系人  
didingrong@gjzq.com.cn

### 二、全球央行观察

- **美联储：关注下周四 FOMC 货币政策会议，预计降息 25bp。**
- **欧央行：部分官员表示货币政策空间、工具充裕。**欧央行行长德拉吉表示，在相当长的一段时间内仍有实施量化宽松的空间；欧央行管委雷恩表示，欧洲央行一揽子计划是对通胀走弱的回应；利率分层制度为降息提供了更多空间。欧央行管委 Rimsevics 表示，欧央行工具很充足，必要情况下，支持欧央行购买更多政府债券。
- **日本央行：关注下周四货币政策会议，预计维持利率不变。**
- **其他央行：越南、土耳其央行降息。**

### 三、文献推荐

- 银行间市场利率的不确定性和银行贷款（ECB）。

**风险提示：**贸易摩擦加剧造成全球经济增速大幅放缓；英国无协议脱欧造成全球经济不确定性的增加。

正文如下:

### 一、欧央行降息并重启 QE

9月12日，欧央行议息会议降息，且重启 QE，宽松程度超市场预期。至此，随着经济走弱程度的加深，全球两大央行（美联储、欧央行）均开启了货币宽松，当前主要经济体中，已经有 20 个国家/地区降息，全球央行宽松周期已经打开，或将对风险偏好的改善形成支撑。欧央行方面，在此次会议中，考虑到欧元区经济的持续走弱，以及经济面临的下行风险，叠加通胀的低迷，欧央行重申需要在很长一段时间内采取高度宽松的货币政策立场。具体来看：

**降息。**欧央行将存款便利利率降低 10 个基点至 -0.50%，主要再融资操作利率和边际贷款便利利率将保持不变，分别为 0.00% 和 0.25%。欧央行认为预计政策利率将维持在目前或更低的水平，直到通胀目标的实现。

**重启 QE。**欧央行此前 QE 是从 2014 年 10 月启动的，2017 年开始，随着经济逐渐开始好转，从 2017 年 4 月开始逐步缩减资产购买计划月度购债规模，并于 2018 年 12 月结束资产净购买。此次，欧央行再度重启资产购买计划，宣布从 11 月 1 日起，每月净购买资产 200 亿欧元，以在政策利率下调的同时，加强货币宽松的力度。

**TLTRO 操作利率下调，期限延长。**此前，6 月欧央行议息会议明确了 9 月开始的 TLTRO III 每期操作利率为主要再融资利率基础上增加 10bp，对于符合条件、净贷款超过基准水平的金融机构，操作利率则相对较低，最低可降至存款便利利率基础上增加 10bp，即操作利率范围为 -0.3% 至 0.1%。此次会议下调了操作利率，TLTRO III 操作利率为 MRO 利率，对于部分符合要求的金融机构，利率可低至存款便利利率，即操作利率范围下调为 -0.5% 至 0%。同时将操作期限从两年延长至三年。

**引入分层负利率。**与日本央行实行的分层负利率体系相比，此前，欧央行对银行准备金账户实行单一负利率，相对而言可能对银行盈利能力的影响会较大，这也是今年以来欧央行多位官员讨论分层利率体系的原因。此次，欧央行也引入了分层负利率，对金融机构部分超额准备金实现零利率，以在一定程度上减弱宽松政策对金融机构的负面影响，改善货币政策的传导。

**同时，欧央行下调了今明两年经济增长预期。**2019Q1 欧元区 GDP 环比增长 0.4%，Q2 欧元区 GDP 环比增长走弱至 0.2%。欧元区经济增长的放缓主要源于地缘政治、保护主义威胁的上升和新兴市场脆弱性叠加下，全球经济的走弱，欧央行认为经济增长的前景倾向于下行。在 9 月经济预测中，欧央行也下调了经济增长和通胀预期。具体来看，预计 2019 年 GDP 同比增长 1.1%，2020 年增长 1.2%，2021 年增长 1.4%。与 6 月份预测相比，2019 年和 2020 年数据分别下调 0.1 个百分点和 0.2 个百分点。此外，通胀预期也下调，2019 年 HICP 同比 1.2%，2020 年为 1.0%，2021 年为 1.5%。与 6 月相比，分别下调 0.1、0.4 和 0.1 个百分点。

## 二、全球央行观察

### 1. 中国央行：货币市场利率小幅波动

**国内货币市场利率小幅波动。**9月12日，R007、DR007、Shibor3M分别较上周（9月6日）波动0.6bp、-2.5bp、0.1bp至2.74%、2.64%、2.71%。下周有2700亿逆回购、2650亿MLF到期，预计将予以续作。此外，9月16日金融机构存款准备金率将下调0.5个百分点。

**香港货币市场利率上升，Libor-Hibor利差回落。**9月13日，Hibor隔夜、1周、3个月较上周（9月6日）分别上升42bp、49bp、3bp至0.78%、1.13%、2.27%；1周Libor-Hibor利差回落至117bp。

### 2. 美联储：关注下周四FOMC货币政策会议决议

下周四（9月19日），美联储FOMC公布利率决议及政策声明，预计将降息25bp。

### 3. 欧央行：部分官员表示货币政策空间、工具充裕

欧央行行长德拉吉表示，在相当长的一段时间内仍有实施量化宽松的空间。

欧央行管委雷恩表示，欧洲央行一揽子计划是对通胀走弱的回应；利率分级制度为降息提供了更多空间。

欧央行管委Knot表示，欧央行采取的措施不符合当前经济状况，重启QE不是正确的选择。

欧央行管委Rimsevics表示，欧央行工具很充足，必要情况下，支持欧央行购买更多政府债券。

### 4. 日本央行：关注下周四货币政策会议决议

下周四（9月19日），日本央行公布利率决议及政策声明，预计将维持利率不变。

### 5. 其他央行：越南、土耳其央行降息

9月13日，越南央行下调基准利率至6%，此前为6.25%。

9月12日，土耳其央行将基准回购利率下调至16.5%，此前为19.75%。

9月12日，马来西亚央行维持基准利率3.0%不变。

9月11日，波兰央行维持基准利率1.5%不变。

## 三、文献推荐

### 银行间市场利率不确定性和银行贷款

Altavilla, Carlo, Carboni, Giacomo, Lenza, Michele, Uhlig, Harald

（来源：ECB，地址：

<https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/scpwps/ecb.wp2311~1a95a1a8a1.en.pdf> )

本文研究了银行间市场利率不确定性对欧元区企业贷款利率的影响。我们使用一种新的银行间利率不确定性的衡量，计算银行间隔夜无抵押贷款利率的横截面离差。使用专有银行级数据，我们发现银行间利率不确定性显著提高了企业贷款的贷款利率，在2007-2009全球金融危机和2010-2012年欧洲主权危机

期间的峰值效应约为 100 个基点。对于信用风险较低，资金状况较好且获得中央银行资金支持的银行，这种影响会减弱。

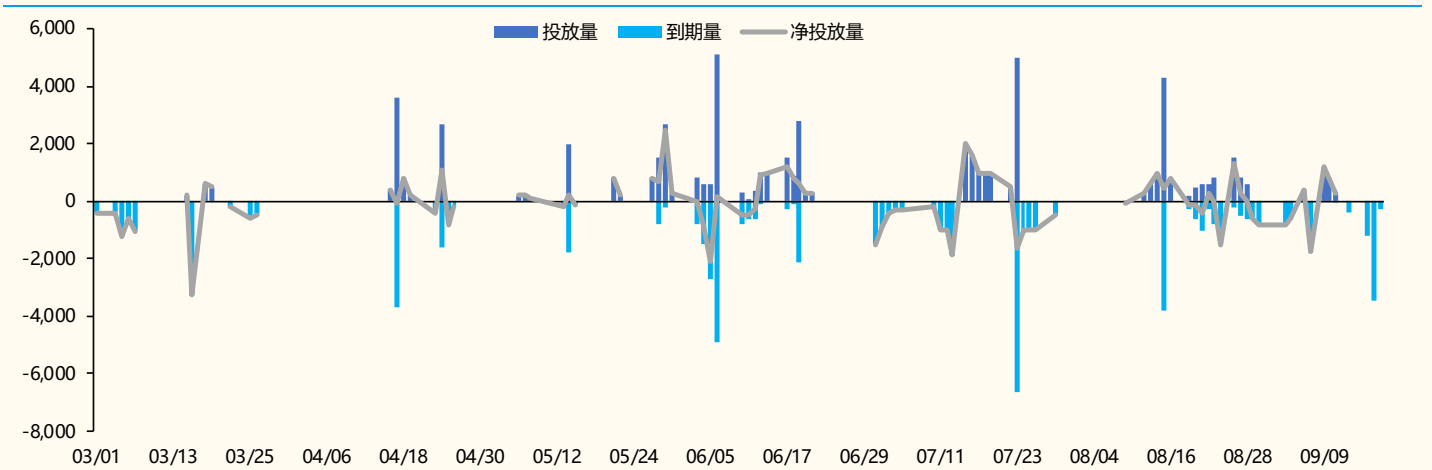
图表 1: 2019 年以来全球主要央行政策利率的调整<sup>1</sup> (%)

	国家	19-01	19-02	19-03	19-04	19-05	19-06	19-07	19-08	19-09	当前利率
降息	美国:联邦基金目标利率								-0.25		2.00-2.25
	欧元区:存款便利利率									-0.10	-0.50
	巴西:隔夜利率								-0.50		6.00
	泰国:隔夜利率								-0.25		1.50
	中国香港:贴现窗基本利率								-0.25		2.50
	土耳其:一周回购利率							-4.25		-3.25	16.50
	韩国:基准利率							-0.25			1.50
	马来西亚:隔夜利率					-0.25					3.00
	菲律宾:隔夜借款利率					-0.25			-0.25		4.25
	印尼:基准利率							-0.25	-0.25		5.50
	印度:基准回购利率		-0.25		-0.25		-0.25		-0.35		5.40
	南非:再回购利率							-0.25			6.50
	俄罗斯:关键利率						-0.25	-0.25		-0.25	7.00
	澳大利亚:隔夜利率						-0.25	-0.25			1.00
	新西兰:基准利率					-0.25			-0.50		1.00
	冰岛:基准利率					-0.50	-0.25		-0.25		3.50
	乌克兰:贴现利率				-0.50			-0.50		-0.50	16.50
	智利:隔夜利率	+0.25					-0.50			-0.50	2.00
	墨西哥:基准利率								-0.25		8.00
	埃及:贴现利率		-1.00						-1.50		14.75
无变化	日本:政策目标利率										-0.10
	英国:再回购利率										0.75
	中国台湾:担保放款融通利率										1.75
	加拿大:隔夜目标利率										1.75
	瑞士:3 个月 LIBOR 目标利率										-0.75
	丹麦:贴现利率										0.05
	保加利亚:基本利率										0.01
	匈牙利:基准利率										0.90
	波兰:28 日再回购利率										1.50
	以色列:基准利率										0.25
加息	挪威:银行同业存款利率			+0.25			+0.25				1.25
	瑞典:再回购利率	+0.25									-0.25
	捷克:2 周再回购利率					+0.25					2.00

来源: Wind, 国金证券研究所整理

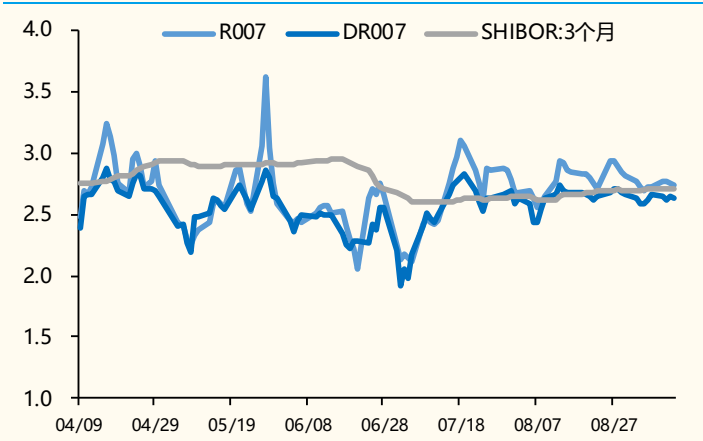
<sup>1</sup> 截至 2019 年 9 月 14 日

图表 2: 近几个月中国央行公开市场资金净投放概览 (亿元)



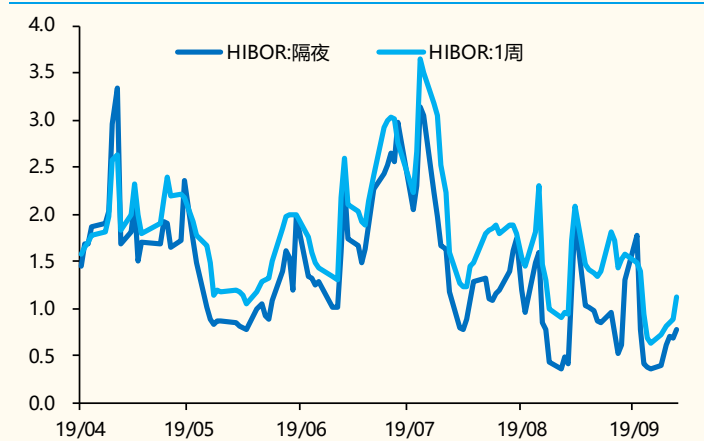
来源: Wind, 国金证券研究所

图表 3: 国内货币市场利率小幅波动 (%)



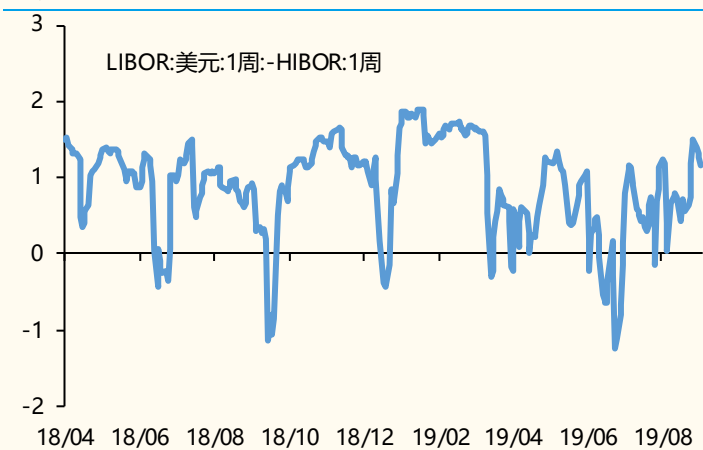
来源: Wind, 国金证券研究所

图表 4: 香港货币市场利率上升 (%)



来源: Wind, 国金证券研究所

图表 5: Libor-Hibor 利差小幅回落 (%)



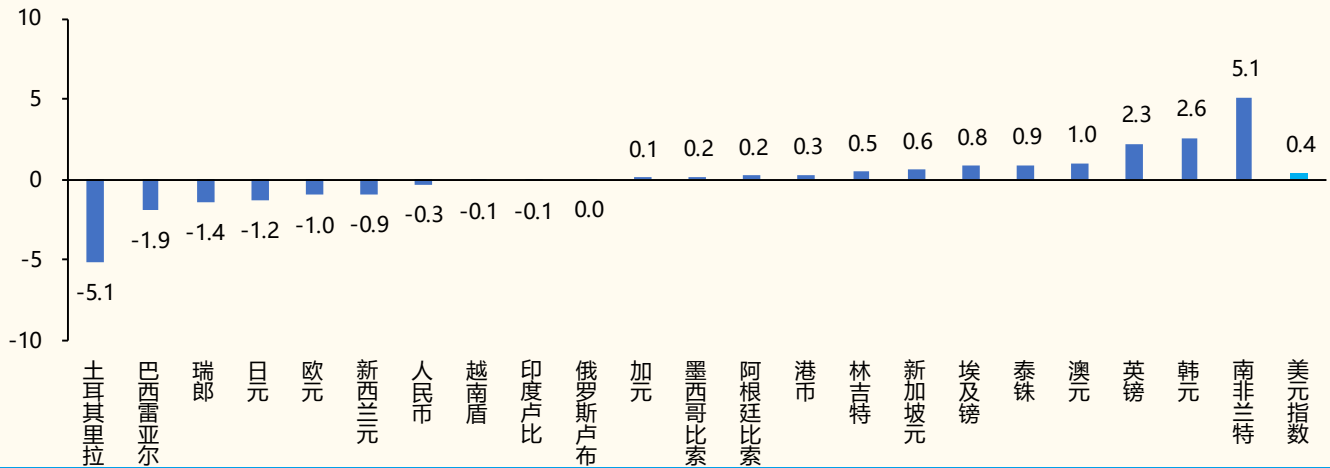
来源: Wind, 国金证券研究所

图表 6: CME 数据显示的美联储降息概率 (9.14)

FOMC 会议时间	联邦基金利率 (当前为 200-225bp)				
	100-125	125-150	150-175	175-200	200-225
2019/9/18			0.0%	79.6%	20.4%
2019/10/30	0.0%	0.0%	34.0%	54.3%	11.7%
2019/12/11	0.0%	13.1%	41.8%	37.9%	7.2%
2020/1/29	4.6%	23.3%	40.4%	27.0%	4.6%
2020/3/18	9.6%	27.8%	36.9%	21.1%	3.4%

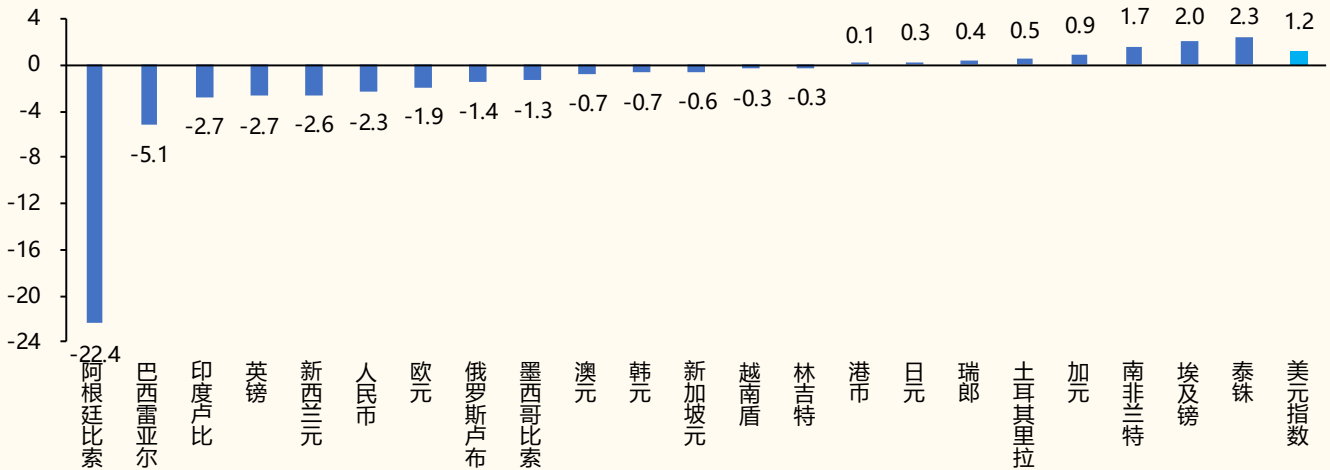
来源: CME, 国金证券研究所

图表 7: 近一个月主要货币汇率相对美元变动幅度 (%)



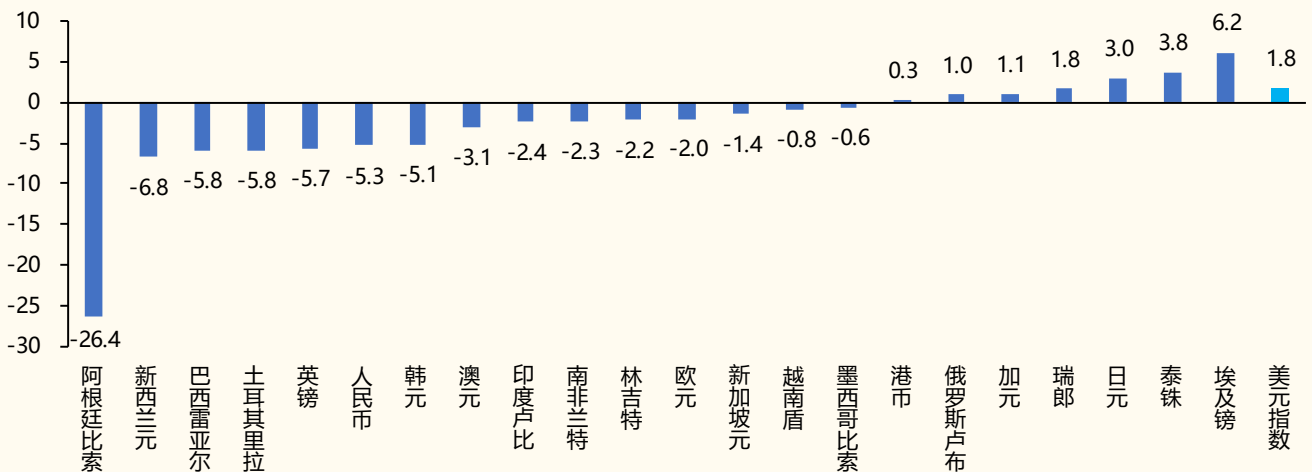
来源: Wind, 国金证券研究所

图表 8: 近三个月主要货币汇率相对美元变动幅度 (%)



来源: Wind, 国金证券研究所

图表 9: 近半年主要货币汇率相对美元变动幅度 (%)



来源: Wind, 国金证券研究所

图表 10: 上周中国央行公开市场操作表述

日期	上周中国央行公开市场操作表述
9月12日	目前银行体系流动性总量处于合理充裕水平，不开展逆回购操作。
9月11日	以利率招标方式开展了300亿元逆回购操作，期限7天，利率2.55%
9月10日	以利率招标方式开展了800亿元逆回购操作，期限7天，利率2.55%
9月9日	为对冲MLF到期等因素的影响，以利率招标方式开展了1200亿元逆回购操作，期限7天，利率2.55%

来源：中国人民银行，国金证券研究所

图表 11: 上周欧央行官员关于货币政策的言论

日期	央行官员	上周讲话要点
9月13日	欧央行管委雷恩	欧洲央行一揽子计划是对通胀走弱的回应；利率分级制度为降息提供了更多空间。
9月13日	欧央行管委Knot	欧央行采取的措施不符合当前经济状况，，重启QE不是正确的选择。
9月13日	欧央行管委Rimsevics	欧央行工具很充足，如果需要的话，支持欧央行购买更多政府债券。
9月12日	欧央行行长德拉吉	在相当长的一段时间内仍有实施量化宽松的空间； 政策组合对锚定通胀预期来说是充足的；没有讨论改变边际贷款利率。

来源：Wind，国金证券研究所整理

图表 12: 上周其他国家央行官员关于货币政策的言论

国家	日期	央行官员	上周讲话要点
英国	9月10日	英国央行行长卡尼	英国央行有非常规的政策空间来应对经济下滑，不认为负利率是可用的工具。
瑞典	9月10日	瑞典央行行长英韦斯	全球利率将在更长时间内保持在低位； 全球经济增速放缓，预计在接下来几年内经济增速可能小幅放缓。

来源：Wind，国金证券研究所整理

图表 13: 中国央行资产负债表 (单位: 亿人民币)

资产	2019-07	较上月变动	负债	2019-07	较上月变动
国外资产	218,680.56	158.63	储备货币	301,260.44	-11,825.54
外汇	212,448.12	-7.08	货币发行	78,122.38	-114.49
货币黄金	2,813.40	31.43	其他存款性公司存款	210,260.44	-11,556.80
其他国外资产	3,419.04	134.28	非金融金融机构存款	12,877.63	-154.25

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\\_10138](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_10138)



云报告  
https://www.yunbaogao.cn

云报告  
https://www.yunbaogao.cn