

## 欧央行虽未降息，但总体表述偏鸽

### 一、欧央行虽未降息，但总体表述偏鸽

7月25日，欧央行货币政策会议维持政策利率不变，但相关表述总体偏鸽，这也与欧元区经济状况的趋弱相一致。欧央行维持主要再融资利率、边际贷款利率、存款便利利率分别在0.00%，0.25%和-0.40%不变，且预计至少在2020年上半年将政策利率保持在当前或更低的水平，强调需要在较长一段时间内采取高度宽松的货币政策立场。同时，如果通胀前景持续低迷，将随时准备采取行动调整货币政策工具，包括加强利率前瞻指引，以及其他缓冲方式，包括分层利率体系、潜在新资产购买的规模和结构的选择等。欧央行虽然没有降息，但货币政策总体表述依然偏鸽，这与欧元区经济状况的趋弱相一致。欧央行认为欧元区经济增长前景依然偏向下行。欧央行认为虽然就业和工资的增加继续支撑经济复苏，但全球经济增长和国际贸易的走弱将对欧元区经济前景造成负面影响，其他风险还包括地缘政治、保护主义以及新兴市场脆弱性等。通胀依然低迷，通胀预期也有所下降。因此，仍然需要大规模货币政策刺激措施。具体来看，经济方面，2018Q4实际GDP环比增长0.2%，2019Q1实际GDP环比增长0.4%，经济数据和调查信息表明二三季度增长有所放缓，主要受全球长期不确定性环境下国际贸易持续走弱，对欧元区制造业造成负面冲击，欧元区经济增长前景依然偏向下行。通胀方面，潜在通胀指标依然低迷，通胀预期也有所下降。虽然产能利用率、劳动力市场紧缩的情况下，劳动力成本压力在增加，但成本压力对通货膨胀的传导仍很弱。货币政策方面，当前仍需要充足的货币宽松，以实现2%通胀目标。我们认为，在当前欧元区经济趋弱、通胀依然低迷的背景下，欧央行将加码宽松；在重启定向长期再融资操作后，随着经济环境进一步恶化、通缩风险加剧，欧央行将重启资产购买、降低DFR利率。欧元区为外向型经济体，外需是目前欧元区经济增速边际变化的主要影响因素。随着外部需求的走弱，出口对经济增长的贡献将下降。内部方面，受就业、收入放缓影响私人消费方面趋弱，需求走弱、信贷放缓以及政策不确定性等多方面因素影响对私人投资形成拖累。价格角度来看，通胀依然低迷，距离实现2%通胀目标还有很长的距离。2014年以来，欧央行不断扩大货币政策宽松规模，总体取得了较好效果。但欧元区经济仍面临很多的不确定性，包括英国脱欧以及内部结构性问题等。当前欧元区经济趋弱，通胀依然低迷，难以退出宽松。在重启定向长期再融资操作后，随着经济环境进一步恶化、通缩风险加剧，欧央行将重启资产购买、降低DFR利率。

### 二、全球央行观察

- **美联储：关注下周FOMC利率决议。**
- **欧央行：德拉吉表示经济前景偏向下行。**欧央行行长德拉吉，表示通胀低迷，通胀预期走弱，需要货币宽松措施；欧元区经济前景偏向下行；本次会议没有讨论降息以及具体规模，任何降息都属于缓解性的措施。
- **日本央行：黑田东彦表示将继续实行强有力的货币宽松政策。**认为过低的利率可能会使金融机构不愿放贷，从而影响货币宽松的效果；日本央行将继续坚持实行强有力的货币宽松政策。
- **其他央行：土耳其央行降息。**

### 三、文献推荐

- 从全球视角看美国货币政策（NBER）。

**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。

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

邸鼎荣 联系人  
didingrong@gjzq.com.cn

正文如下：

### 一、欧央行虽未降息，但总体表述偏鸽

7月25日，欧央行货币政策会议维持政策利率不变，但相关表述总体偏鸽，这也与欧元区经济状况的趋弱相一致。欧央行维持主要再融资利率、边际贷款利率、存款便利利率分别在0.00%，0.25%和-0.40%不变，且预计至少在2020年上半年将政策利率保持在当前或更低的水平，强调需要在较长一段时间内采取高度宽松的货币政策立场。同时，如果通胀前景持续低迷，将随时准备采取行动调整货币政策工具，包括加强利率前瞻指引，以及其他缓冲方式，包括分层利率体系，潜在新资产购买的规模和结构的选择等。欧央行虽然没有降息，但货币政策总体表述依然偏鸽，这与欧元区经济状况的趋弱相一致。

欧央行认为欧元区经济增长前景依然偏向下行。欧央行认为虽然就业和工资的增加继续支撑经济复苏，但全球经济增长和国际贸易的走弱将对欧元区经济前景造成负面影响，其他风险还包括地缘政治、保护主义以及新兴市场脆弱性等。通胀依然低迷，通胀预期也有所下降。因此，仍然需要大规模货币政策刺激措施。具体来看，**经济方面**，2018Q4实际GDP环比增长0.2%，2019Q1实际GDP环比增长0.4%，经济数据和调查信息表明二三季度增长有所放缓，主要受全球长期不确定性环境下国际贸易持续走弱，对欧元区制造业造成负面冲击。与此同时，服务业和建筑业的水平相对较好，劳动力市场仍在改善。总体来看，欧元区经济增长前景依然偏向下行。**通胀方面**，受不包括食品和能源的核心通胀上升影响，6月总体HICP通胀由5月的1.2%上升至1.3%。考虑当前原油价格，总体通胀可能会在未来几个月内下降。但潜在通胀指标依然低迷，通胀预期也有所下降。虽然产能利用率、劳动力市场紧缩的情况下，劳动力成本压力在增加，但成本压力对通货膨胀的传导仍很弱。**货币政策方面**，当前仍需要充足的货币宽松，以实现2%通胀目标。当前货币政策操作，包括即将推出定向长期再融资操作（TLTRO III），将有助于改善银行信贷条件，支持实体经济融资渠道。

我们认为，在当前欧元区经济趋弱、通胀依然低迷的背景下，欧央行将加码宽松；在重启定向长期再融资操作后，随着经济环境进一步恶化、通缩风险加剧，欧央行将重启资产购买、降低DFR利率。欧元区为外向型经济体，外需是目前欧元区经济增速边际变化的主要影响因素，随着外部需求的走弱，出口对经济增长的贡献将下降。内部方面，受就业、收入放缓影响私人消费方面趋弱，需求走弱、信贷放缓以及政策不确定性等多方面因素影响对私人投资形成拖累。价格角度来看，通胀依然低迷，距离实现2%通胀目标还有很长的距离。2014年以来，欧央行不断扩大货币政策宽松规模，总体取得了较好效果。具体表现为，利率下降、信贷回暖、就业改善、经济增速回升。但欧元区经济仍面临很多的不确定性，包括英国脱欧以及内部结构性问题等。当前欧元区经济趋弱，通胀依然低迷，难以退出宽松。在重启定向长期再融资操作后，随着经济环境进一步恶化、通缩风险加剧，欧央行将重启资产购买、降低DFR利率。

## 二、全球央行观察

### 1. 中国央行：货币市场利率下降

国内货币市场利率下降。7月26日，R007、DR007、Shibor3M分别较上周（7月19日）下降20bp、20bp、0.2bp至2.86%、2.64%、2.63%。下周有500亿逆回购到期，预计央行将续作予以对冲。

香港货币市场利率上升，Libor-Hibor利差下降。7月26日，Hibor隔夜、1周、3个月较上周（7月19日）分别波动-7.5bp、32bp、4bp至1.20%、1.80%、2.27%；1周Libor-Hibor利差降至42bp。

### 2. 美联储：关注下周四 FOMC 利率决议

下周四（8月1日），美联储 FOMC 公布7月利率决议及政策声明，预计将降息25bp。

### 3. 欧央行：德拉吉表示经济前景偏向下行

欧央行行长德拉吉，表示通胀低迷，通胀预期走弱，需要货币宽松措施；欧元区经济前景偏向下行；本次会议没有讨论降息以及具体规模，任何降息都属于缓解性的措施。

### 4. 日本央行：黑田东彦表示将继续实行强有力的货币宽松政策

日本央行行长黑田东彦表示，过低的利率可能会使金融机构不愿放贷，从而影响货币宽松的效果；日本央行将继续坚持实行强有力的货币宽松政策。

下周二（7月30日），日本央行公布7月利率决议及政策声明。

### 5. 其他央行：土耳其央行降息

7月25日，土耳其央行将基准利率从24%降至19.75%，下调425bp，这是土耳其央行自2015年2月以来首次降息。

## 三、文献推荐

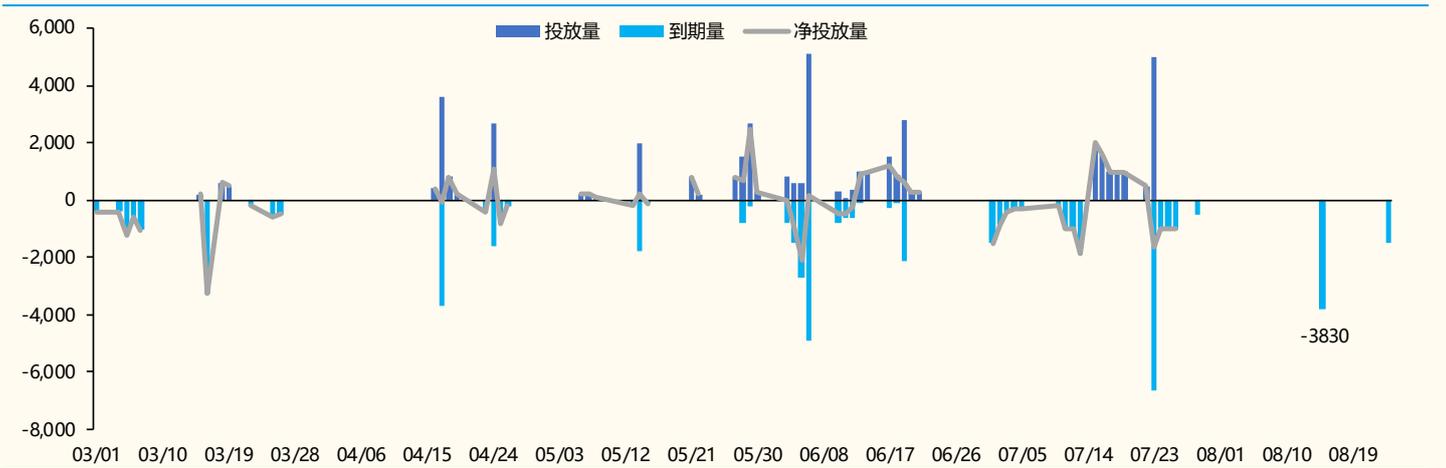
### 从全球视角看美国货币政策

Maurice Obstfeld

（来源：NBER，地址：<https://www.nber.org/papers/w26039>）

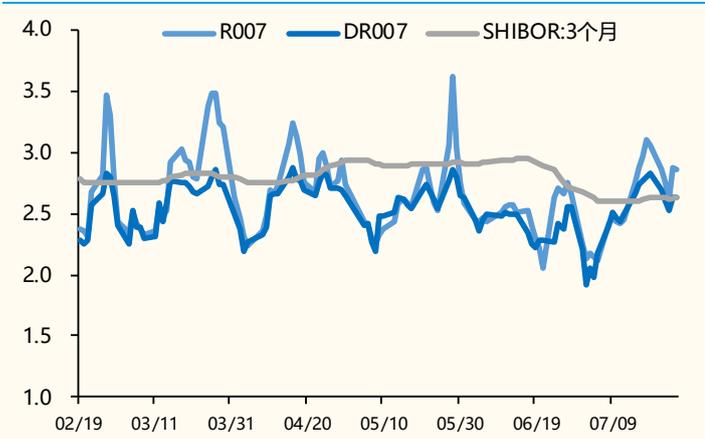
本文部分探讨了从全球视角来看，美国货币政策面临的权衡与约束。主要考虑了三个渠道。第一个渠道，国内经济低迷、通胀趋弱情况下，国际价格和全球竞争对国内通胀的影响；第二个渠道，全球金融市场整合情况下资产收益的确定（包括自然实际安全利率  $r^*$ ）和金融状况；第三个渠道，特别对美国而言，是美国货币政策对全球其他国家不成比例的影响，造成对美国经济的潜在回溢效应。就自身而言，长期来看全球因素不会破坏中央银行控制长期价格水平的能力，毕竟，央行是国内货币的垄断发行者。然而，从短期来看，全球因素确实改变了价格水平控制与其他目标（如低失业率和金融稳定性）之间的权衡，从而影响了实现特定价格水平的政策成本。

图表 1: 近几个月中国央行公开市场资金净投放概览 (亿元)



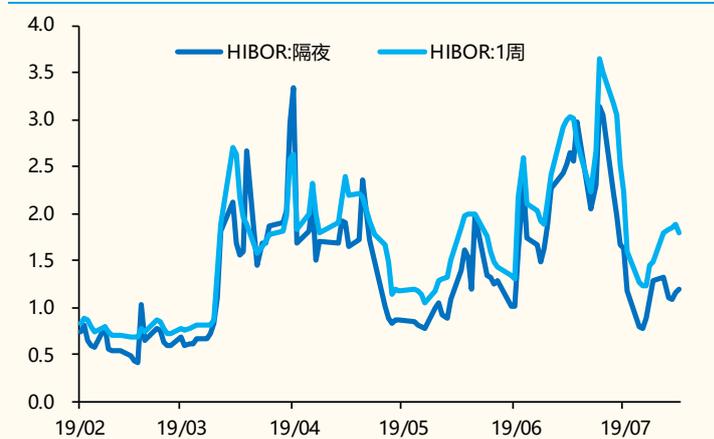
来源: Wind, 国金证券研究所

图表 2: 国内货币市场利率下降 (%)



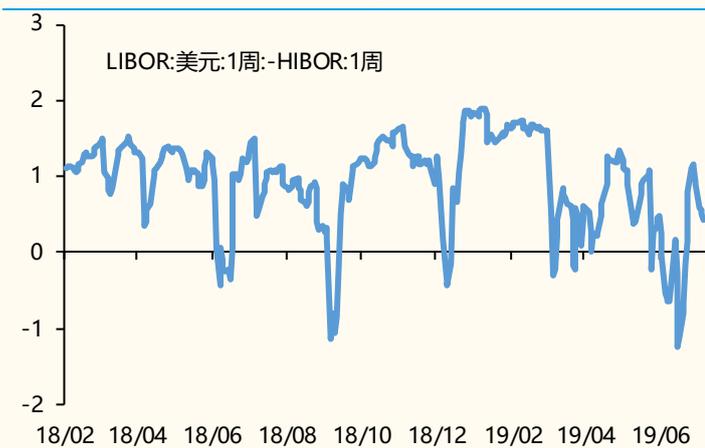
来源: Wind, 国金证券研究所

图表 3: 香港货币市场利率小幅回升 (%)



来源: Wind, 国金证券研究所

图表 4: Libor-Hibor 利差下降 (%)



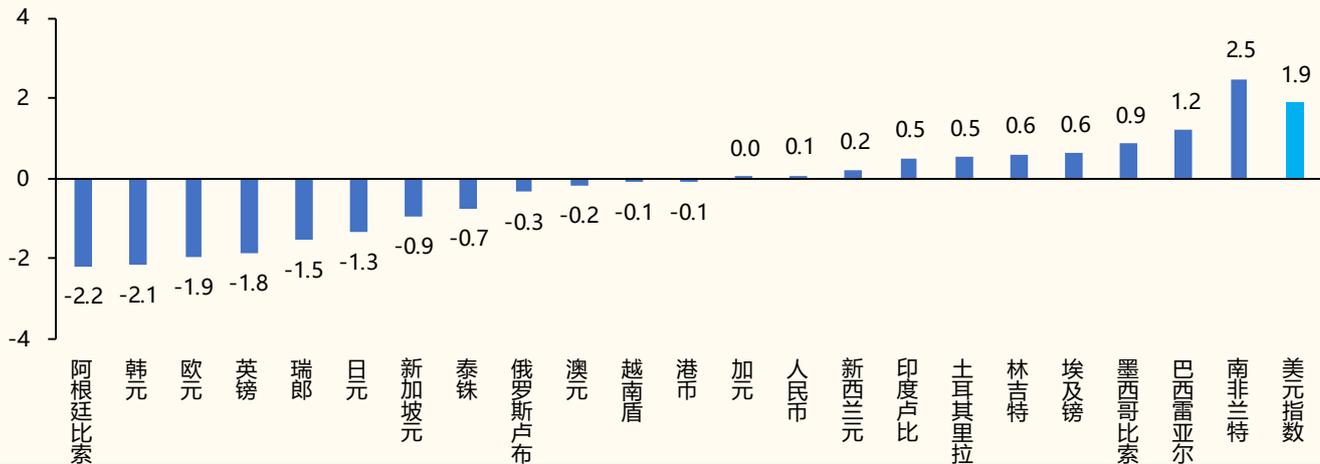
来源: Wind, 国金证券研究所

图表 5: CME 数据显示的美联储降息概率 (7.27)

FOMC 会议时间	联邦基金利率 (当前为 225-250bp)				
	150-175	175-200	200-225	225-250	250-275
2019/7/31		21.40%	78.60%	0.00%	0.00%
2019/9/18	11.40%	51.80%	36.90%	0.00%	0.00%
2019/10/30	29.50%	45.10%	20.30%	0.00%	0.00%
2019/12/11	35.20%	35.90%	12.80%	0.00%	0.00%
2020/1/29	35.50%	28.80%	8.80%	0.00%	0.00%
2020/3/18	34.00%	24.40%	6.90%	0.00%	0.00%
2020/4/29	32.40%	21.60%	5.80%	0.00%	0.00%

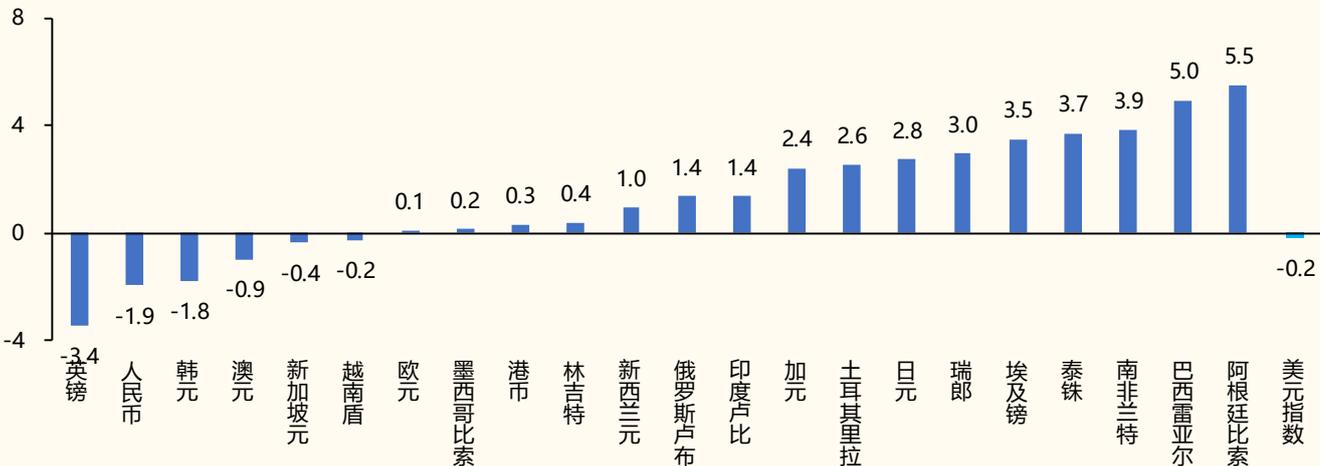
来源: CME, 国金证券研究所

图表 6: 近一个月主要货币汇率相对美元变动幅度 (%)



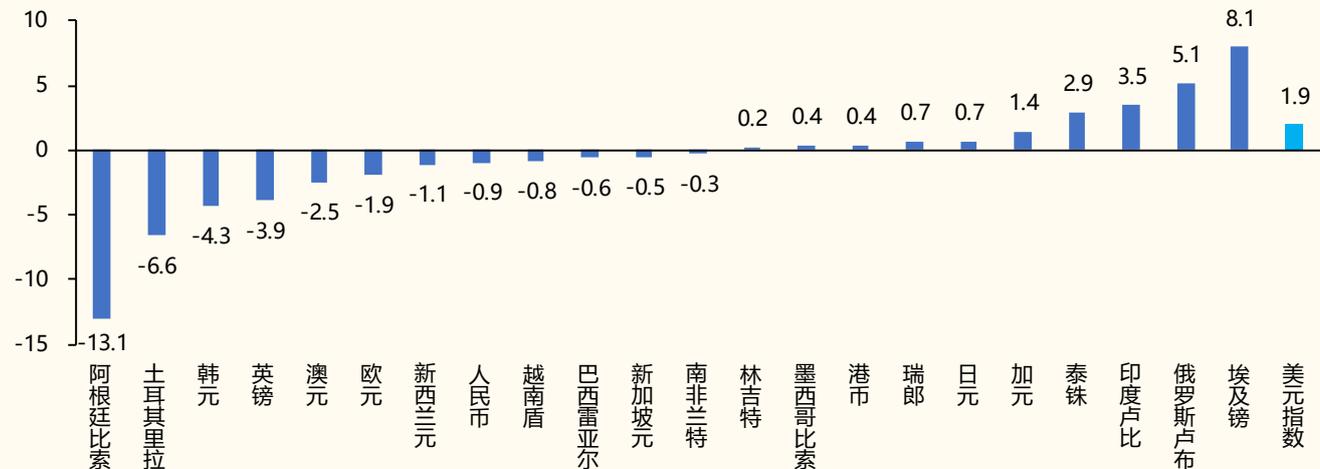
来源: Wind, 国金证券研究所

图表 7: 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 8: 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 9: 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
7月26日	开展中央国库现金管理商业银行定期存款操作1000亿元, 与央行逆回购到期等因素对冲后, 银行体系流动性总量处于合理充裕水平。今日不开展逆回购操作。
7月25日	金融机构法定存款准备金退缴可对冲央行逆回购到期等因素的影响, 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。
7月24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。
7月23日	开展定向中期借贷便利(TMLF)操作2977亿元, 期限1年, 利率3.15%; 并开展中期借贷便利(MLF)操作2000亿元, 期限1年, 利率3.30%; 两项操作合计4977亿元, 与当日中期借贷便利(MLF)到期量5020亿元基本相当。开展上述操作后, 银行体系流动性合理充裕, 今日不开展逆回购操作。
7月22日	以利率招标方式开展了500亿元逆回购操作, 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 10: 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
7月25日	欧央行行长德拉吉	本次会议没有讨论降息以及具体规模, 任何降息都属于缓解性的措施; 通胀低迷, 通胀预期走弱, 需要货币宽松措施; 欧元区经济前景偏向下行。

来源: Wind, 国金证券研究所整理

图表 11: 上周日本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
7月22日	日本央行行长黑田东彦	过低的利率可能会使金融机构不愿放贷, 从而影响货币宽松的效果。日本央行将继续坚持实行强有力的货币宽松政策。

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
韩国	7月23日	韩国央行行长李柱烈	不排除进一步降息的可能性; 韩国央行有足够政策空间。
澳大利亚	7月25日	澳联储主席洛威	如有必要, 澳联储将进一步放宽政策

来源: Wind, 国金证券研究所整理

图表 13: 当前全球主要央行政策利率(%)

	国家	日期	最新利率(%)	2019 变化次数	2019 变化日期	变化幅度(%)
无变化	美国:联邦基金目标利率	2018-12-20	2.50	0		
	日本:政策目标利率	2016-02-16	-0.10	0		
	欧元区:基准利率(主要再融资利率)	2016-03-16	0.00	0		
	英国:再回购利率	2018-08-02	0.75	0		
	中国香港:贴现窗基本利率	2018-12-20	2.75	0		
	中国台湾:担保放款融通利率	2016-07-01	1.75	0		
	泰国:隔夜利率	2018-12-19	1.75	0		
	加拿大:隔夜目标利率	2018-10-24	1.75	0		
	巴西:隔夜利率	2018-03-22	6.50	0		

	瑞士:3个月 LIBOR 目标利率	2015-01-15	-0.75	0		
	丹麦:贴现利率	2012-07-06	0.00	0		
	瑞典:再回购利率	2019-01-09	-0.25	0		
	保加利亚:基本利率	2015-01-01	0.01	0		
	匈牙利:基准利率	2016-05-25	0.90	0		
	波兰:28日再回购利率	2015-03-05	1.50	0		
	以色列:基准利率	2018-11-29	0.25	0		
	埃及:贴现利率	2018-03-29	17.25	0		
	墨西哥:基准利率	2018-12-20	8.25	0		
降息	土耳其:一周回购利率	2019-07-26	19.75	1	7/26	24.0-19.75
	韩国:基准利率	2019-07-18	1.50	1	7/18	1.75-1.50
	马来西亚:隔夜利率	2019-05-07	3.00	1	5/7	3.25-3.00
	菲律宾:隔夜借款利率	2019-05-10	4.50	1	5/10	4.75-4.50
	印尼:基准利率	2019-07-18	5.75	1	7/18	6.00-5.75
	印度:基准回购利率	2019-06-06	5.75	3	2/7、4/4、6/6	6.50-6.25-6.00-5.75
	南非:再回购利率	2019-07-18	6.50	1	7/19	6.75-6.50
	俄罗斯:关键利率	2019-06-17	7.50	1	6/17	7.75-7.50
	澳大利亚:隔夜利率	2019-07-02	1.00	2	6/4、7/2	1.50-1.25-1.00
	新西兰:基准利率	2019-05-08	1.50	1	5/8	1.75-1.50
	冰岛:基准利率	2019-06-26	3.75	2	5/22、6/26	4.5-4.0-3.75
	乌克兰:贴现利率	2019-07-19	17.00	2	4/26、7/19	18-17.5-17
	智利:隔夜利率	2019-06-07	2.50	2	1/30、6/10	2.75-3.00-2.5
加息	挪威:银行同业存款利率	2019-06-21	1.25	2	3/22、6/20	0.75-1.0-1.25
	捷克:2周再回购利率	2019-05-03	2.00	1	5/3	1.75-2

来源: Wind, 国金证券研究所整理

图表 14: 中国央行资产负债表 (单位: 亿人民币)

资产	2019-06	较上月变动	负债	2019-06	较上月变动
国外资产	218,521.93	100.13	储备货币	313,085.98	8,970.82
外汇	212,455.20	-61.92	货币发行	78,236.87	-178.61
货币黄金	2,781.97	31.02	其他存款性公司存款	221,817.24	8,743.61
其他国外资产	3,284.76	131.04	非金融机构存款	13,031.88	405.82
对政府债权	15,250.25	0.00	不计入储备货币的金融性公司存款	4,236.60	-97.21
其中: 中央政府	15,250.25	0.00	发行债券	740.00	325.00
对其他存款性公司债权	101,860.31	1,844.43	国外负债	903.76	-448.65

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\\_11143](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_11143)

