

欧央行货币政策加强宽松更加确认

主要结论:

一、欧央行货币政策加强宽松更加确认

■ **周三，欧洲央行货币政策会议维持政策利率不变**，其中，主要再融资利率为0，边际贷款便利利率为0.25%，边际存款利率-0.4%，符合预期。欧央行行长德拉吉表示，经济数据继续走弱，但经济衰退的可能性仍很低。德拉吉在新闻发布会上对市场关注的新一轮 TRTLO 与分层负利率体系也做了说明。**定向长期再融资操作 (TLTRO III) 方面**，德拉吉表示具体细节将在后续会议公布，尤其是融资利率将根据银行货币政策传导以及经济前景的变化来确定。此前欧央行曾开展两轮 TLTRO 操作 (TLTRO I, II)，我们预计此次利率可能与 TLTRO II 类似，即对于大多数金融机构为-0.4%，后续需关注其他细节方面是否会有放松。**分层负利率体系方面**，德拉吉表示还没有正式开始讨论，还处于分析负利率政策的副作用阶段。近期欧央行多位官员谈到分层利率体系的问题，此前2016年欧央行下调负利率时，也曾对分层利率体系有过讨论。我们认为虽然实行分层负利率体系的可能性不大，但也不能排除。2017年开始，随着经济逐渐开始好转，欧央行停止了 TLTRO 操作，并从2017年4月开始逐步缩减资产购买计划 (APP) 月度购债规模，从800亿欧元减少至600亿欧元，2018年1月开始进一步缩减至300亿欧元，9月缩减至150亿欧元，12月后结束净资产购买。2018年欧元区经济再次出现走弱迹象，GDP 环比由2017年四季度0.70%下降至2018年四季度0.20%，制造业 PMI、工业产出指数也处于持续下降态势，经济整体呈现弱势。9日 IMF 发布全球展望，欧元区今明年经济增长预期均被下调。**欧元区经济整体走弱**，本次会议以及此前多次讲话中，德拉吉与欧央行多位官员均表示所有政策工具均在考虑范围内，因此欧央行货币政策加强宽松的方向是确定的，后续具体宽松的程度值得关注，进一步降息、重启 QE 均有可能。

二、全球央行观察

■ **美联储：部分官员表示关注收益率曲线倒挂问题**。美联储副主席 Clarida 表示，如果美债收益率曲线持续出现倒挂问题，将予以关注；不认为当前有必要向任何一个方向调整利率。纽约联储主席 Williams 表示，美联储将保持耐心，具备调整货币政策的空间。圣路易斯联储主席 Bullard 表示，3月货币政策会议表明货币政策正常化暂告一段落。

■ **欧央行：部分官员表示所有政策工具都是可用的**。欧央行首席经济学家 Praet 表示，不认为需要实施新的 QE，但所有政策工具都是可用的。欧央行行长德拉吉表示，欧央行尚未讨论过缓和负利率的问题，也没有讨论 QE；如有必要，欧央行准备调整所有的工具；将在未来说明定向长期再融资操作 (TLTRO) 的具体细节。

■ **日本央行：黑田东彦表示需继续维持大规模宽松措施**。日本经济正在温和扩张；出口和生产受到全球经济下滑的影响；需要继续维持大规模宽松措施，近期日本国债收益率转负不影响日本央行的收益率曲线控制；各大央行的降息空间可能已经收窄，但仍具备在必要时进一步实施宽松货币政策的空间。

三、文献推荐

■ 澳大利亚的家庭债务、消费和货币政策 (IMF)，非常规时期的信贷供求 (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。

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

正文如下:

一、欧央行货币政策加强宽松更加确认

周三,欧洲央行货币政策会议维持政策利率不变,其中,主要再融资利率为 0, 边际贷款便利利率为 0.25%, 边际存款利率-0.4%, 符合预期。**经济方面,德拉吉认为虽然经济数据持续走弱,但衰退的可能性仍很低。**在新闻发布会上,欧央行行长德拉吉表示,经济数据继续走弱,但经济衰退的可能性仍很低。经济走弱主要是受到外部需求放缓影响,欧元区融资条件仍然较好,一季度银行贷款调查显示银行贷款依然较好,近期非金融企业贷款增速放缓是因为经济增长放缓的滞后效应。同时,就业和薪资的增加将对欧元区经济有所支撑。**关于市场关注的新一轮 TRTLO 与分层负利率体系两个方面,德拉吉在新闻发布会上也做了说明:**

定向长期再融资操作 (TLTRO III) 方面,德拉吉表示具体细节将在后续会议公布,尤其是融资利率将根据银行货币政策传导以及经济前景的变化来确定。我们预计利率可能与 TLTRO II 类似,即对于大多数金融机构为-0.4%,后续需关注其他细节方面是否会有放松。此前 3 月货币政策会议宣布将于 9 月开展新一轮 TLTRO 操作,每次操作期限为两年,预计将开展 6 期,金融机构可融入资金规模为 2019 年 2 月 28 日合格贷款规模的 30%。此前欧央行曾开展两轮 TLTRO 操作 (TLTRO I, II) 其中,TLTRO I 于 2014 年 9 月开始,每个季度开展一期操作,共开展 8 期,均于 2018 年 9 月到期。期限为 4 年以内,利率则按照每期欧元区主要再融资利率 (MRO) 来确定,在 MRO 基础上增加 10bp 作为操作利率。随着 MRO 利率的下调,操作利率也整体处于下行趋势。TLTRO II 于 2016 年 3 月开展,每个季度开展一期操作,共开展 4 期。每次操作期限均为 4 年,相较于第一轮操作期限加长;操作利率方面,与第一轮固定利率不同,操作利率与银行贷款模式相关联,银行向非金融公司和家庭发放的贷款越多 (房屋购买贷款除外),其借款的利率则越低。具体来看,利率上限为主要再融资操作利率 (MRO, 0%), 下限为存款便利利率 (Deposit Facility, -0.40%), 实际利率水平根据银行在 2016 年至 2018 年 1 月期间超过合格贷款基准值的净贷款额进行加权计算。因此,操作利率通常为负值,对于大多数银行操作利率则接近-0.40%。我们预计 TLTRO III 操作利率或与 TLTRO II 类似,即对于大多数金融机构为-0.4%,后续需关注其他细节方面是否会有放松。

分层负利率体系方面,德拉吉表示还没有正式开始讨论,还处于分析负利率政策的副作用方面。我们认为虽然实行分层负利率体系的可能性不大,但也不能排除。欧央行与日本央行是主要央行中实行负利率的代表,前者于 2014 年首次进入负利率时代,将存款便利利率调整为-0.1%,2016 年初又进一步下调至-0.4%,后者于 2016 年开始实行负利率政策,日本央行是实行分层负利率体系的代表,对金融机构准备金账户中部分资金实行-0.1%的利率。与日本央行实行的分层负利率体系相比,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,这也是近期欧央行多位官员讨论分层利率体系的原因,此前 2016 年欧央行下调负利率时,也曾对分层利率体系有过讨论。银行盈利状况固然受到多方面因素影响,负利率诚然是其中因素之一,不过分层利率能在多大程度提升银行盈利还存在疑问。货币政策发挥作用依赖于银行体系的传导,负利率在一定程度上会影响银行盈利状况,将对其资产负债表造成负面影响,这也是实施负利率、低利率国家经常讨论在货币政策宽松过程中避免对金融机构造成负面影响的重要原因。不可否认的是,分层负利率体系属

于欧央行货币政策备选工具之一，我们认为虽然实行分层负利率体系的可能性不大，但也不能排除。

欧元区经济整体走弱，本次会议以及此前多次讲话中，德拉吉与欧央行多位官员均表示所有政策工具均在考虑范围内，因此欧央行货币政策加强宽松的方向是确定的，后续具体宽松的程度值得关注，进一步降息、重启 QE 均有可能。2017 年开始，随着经济逐渐开始好转，欧央行停止了 TLTRO 操作，并从 2017 年 4 月开始逐步缩减资产购买计划（APP）月度购债规模，从 800 亿欧元减少至 600 亿欧元，2018 年 1 月开始进一步缩减至 300 亿欧元，9 月缩减至 150 亿欧元，12 月后结束净资产购买。2018 年欧元区经济再次出现走弱迹象，GDP 环比由 2017 年四季度 0.70% 下降至 2018 年四季度 0.20%，制造业 PMI、工业产出指数也处于持续下降态势，经济整体呈现弱势。9 日 IMF 发布全球展望，欧元区今明两年经济增长预期分别被下调 0.3 和 0.2 个百分点至 1.3% 和 1.5%。在经济整体走弱的背景下，欧央行需要加强当前货币政策宽松的力度。在本次会议以及此前多次讲话中，德拉吉与欧央行多位官员均表示所有政策工具均在考虑范围内，因此欧央行货币政策加强宽松的方向是确定的，后续具体宽松的程度值得关注，如果经济再次恶化，进一步降息、重启 QE 均有可能。

二、全球央行观察

1. 中国央行：货币市场流动性趋紧

国内货币市场流动性趋紧。4 月 12 日，R007、DR007、Shibor3M 分别较上周（4 月 4 日）上升 48bp、40bp、0.3bp 至 2.73%、2.67%、2.76%。本周三（4 月 17 日）有 3675 亿 MLF 到期，预计央行将续作以避免流动性大幅波动。

香港货币市场流动性整体波动，Hibor 先升后降，1 周 Libor-Hibor 利差回落。4 月 12 日，Hibor 隔夜、1 周、3 个月较上周（4 月 4 日）分别波动 -18bp、5bp、13bp 至 1.68%、1.83%、1.90%，1 周 Libor-Hibor 利差小幅回落至 -23bp。

2. 美联储：部分官员表示关注收益率曲线倒挂问题

美联储副主席 Clarida 表示，如果美债收益率曲线持续出现倒挂问题，将予以关注；美联储保持耐心是合适的；不认为当前有必要向任何一个方向调整利率，联邦基金利率现在处于中性利率的大范围之内。

纽约联储主席 Williams 表示，美联储将保持耐心，具备调整货币政策的空间；预计美国 2019 年 GDP 将增长约 2%；资产负债表正常化尚未造成金融条件发生实质性改变。

圣路易斯联储主席 Bullard 表示，美联储将针对经济数据调整政策；需要认真对待持续的国债收益率曲线倒挂；3 月货币政策会议表明货币政策正常化暂告一段落。

3. 欧央行：部分官员表示所有政策工具都是可用的

欧央行首席经济学家 Praet 表示，不认为需要实施新的 QE，但所有政策工具都是可用的。

欧央行管委/德国央行行长魏德曼表示，财政刺激政策今年可以刺激德国经济 0.25-0.5% 的增速；私人部门消费预计在 19 年下半年复苏，并支持整体经济增长。

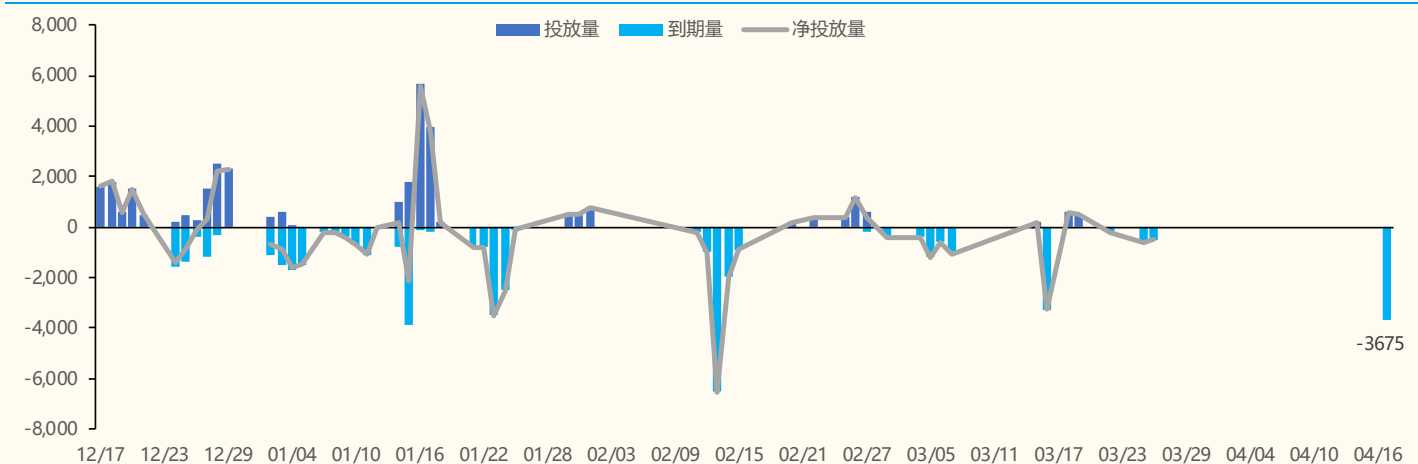
欧央行管委/意大利央行行长 Visco 表示，欧央行将尽可能维持宽松；仍然在分析负利率的影响；6 月份欧洲央行将确定定向长期再融资操作（TLTRO）的细节。

欧央行行长德拉吉表示，欧央行尚未讨论过缓和负利率的问题，也没有讨论 QE。如有必要，欧央行准备调整所有的工具；将在未来说明定向长期再融资操作（TLTRO）的具体细节。

4. 日本央行：黑田东彦表示需继续维持大规模宽松措施

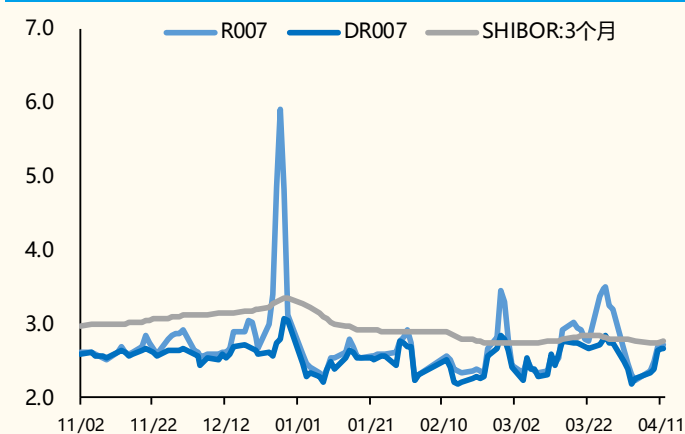
日本央行行长黑田东彦表示，日本经济正在温和扩张；出口和生产受到全球经济下滑的影响；需要继续维持大规模宽松措施，近期日本国债收益率转负不影响日本央行的收益率曲线控制；各大央行的降息空间可能已经收窄，但仍具备在必要时进一步实施宽松货币政策的空间。全球经济在 2018 年下半年开始放缓，贸易规模也在下滑，预计将在 2019 年下半年反弹。

图表 1：近几个月中国央行公开市场资金净投放概览（亿元）



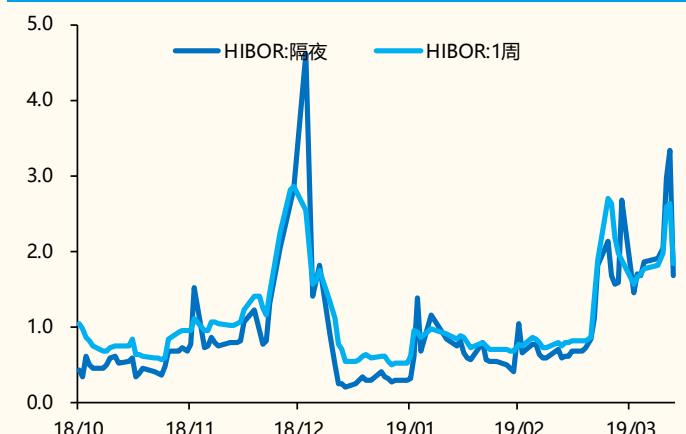
来源：Wind，国金证券研究所

图表 2：国内货币市场流动性趋紧 (%)



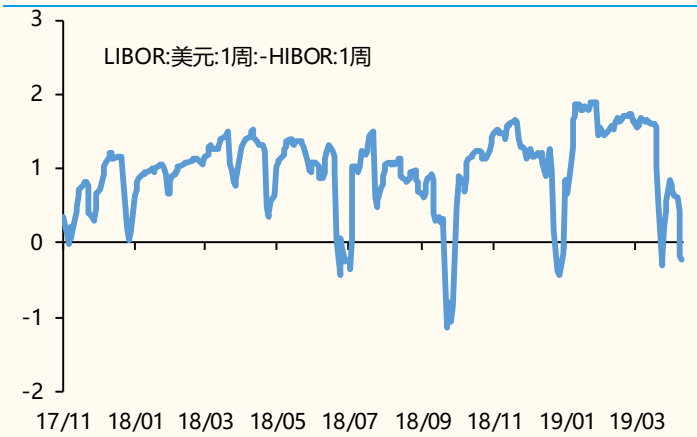
来源：Wind，国金证券研究所

图表 3：香港货币市场流动性波动 Hibur 先升后降 (%)



来源：Wind，国金证券研究所

图表 4: Libor-Hibor 利差小幅回落 (%)



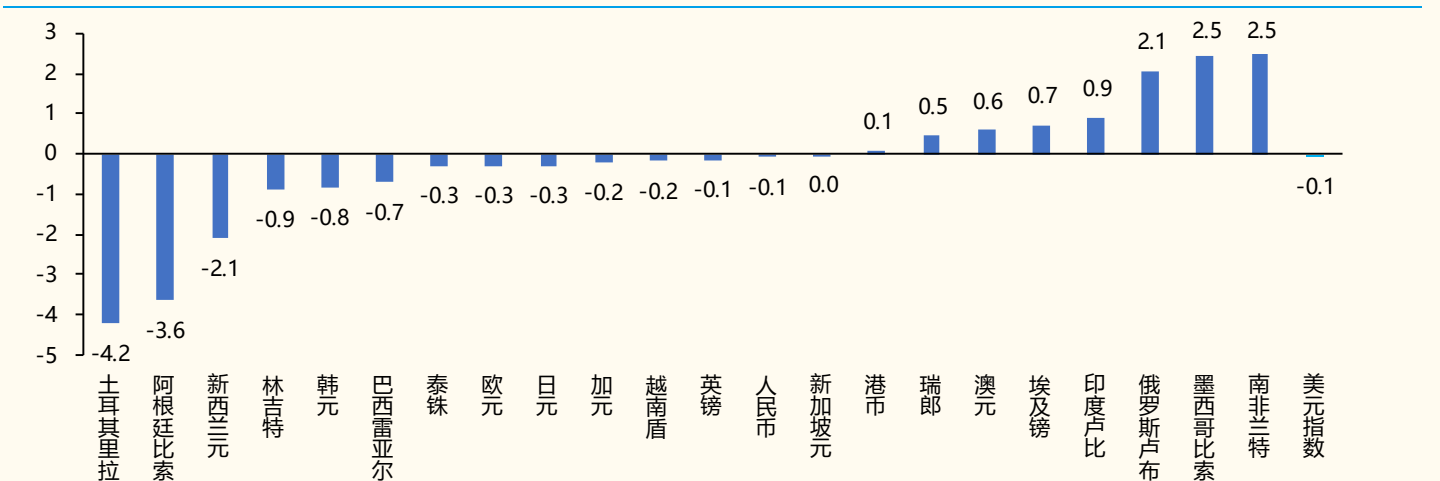
来源: Wind, 国金证券研究所

图表 5: CME 数据显示美联储将维持利率不变 (4.12)

FOMC 会议时间	联邦基金利率 (当前为 225-250bp)		
	200-225	225-250	250-275
2019/5/1	0.50%	99.50%	0.00%
2019/6/19	10.40%	89.60%	0.00%
2019/7/31	13.70%	85.80%	0.00%
2019/9/18	27.00%	70.00%	0.00%
2019/10/30	29.80%	65.50%	0.00%
2019/12/11	37.10%	52.00%	0.00%
2020/1/29	39.10%	45.10%	0.00%

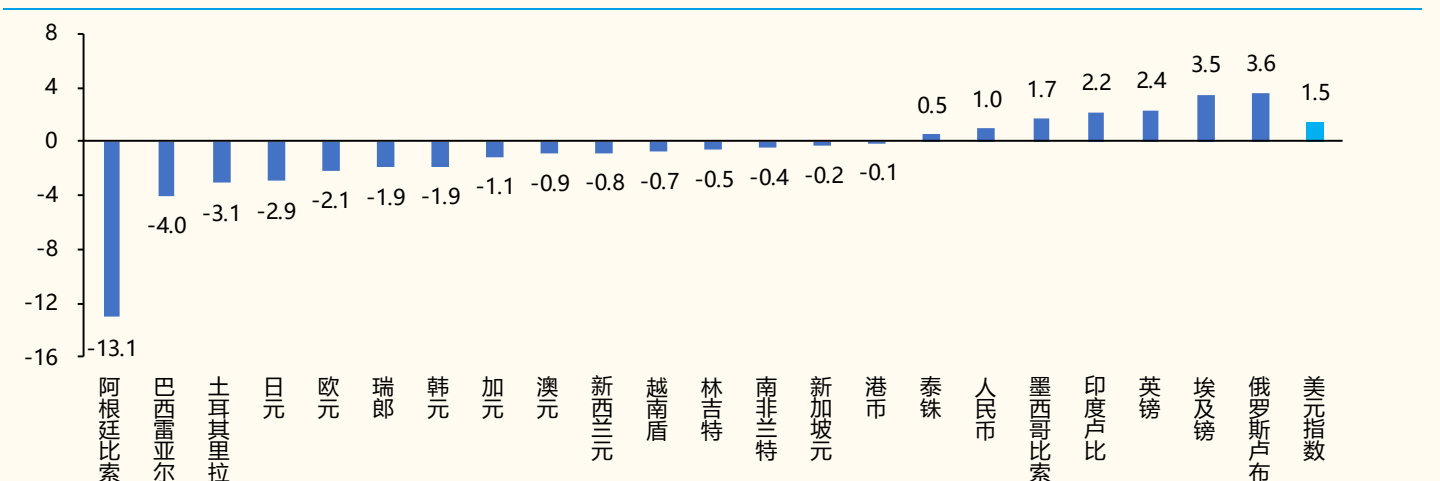
来源: CME, 国金证券研究所

图表 6: 近一个月主要货币汇率相对美元变动幅度 (%)



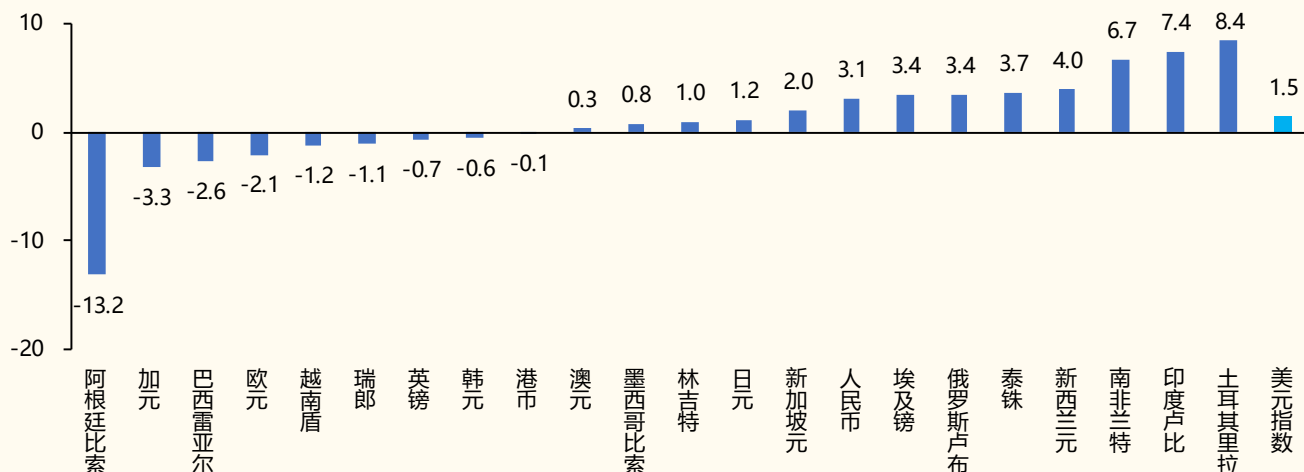
来源: Wind, 国金证券研究所

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
4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。
4月11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。
4月10日	目前银行体系流动性总量处于较高水平, 不开展逆回购操作。
4月9日	目前银行体系流动性总量处于较高水平, 不开展逆回购操作。
4月8日	目前银行体系流动性总量处于较高水平, 可吸收金融机构缴存法定存款准备金等因素的影响, 不开展逆回购操作。

来源: 中国人民银行, 国金证券研究所

图表 10: 上周美联储官员关于货币政策的言论

日期	美联储官员	投票权	上周讲话要点
4月12日	美联储副主席Clarida	永久	如果美债收益率曲线持续出现倒挂问题, 将予以关注 美联储保持耐心是合适的; 不认为当前有必要向任何一个方向调整利率。
4月12日	美国明尼阿波利斯联储主席Kashkari	2020年	当薪资增速达到或超过3.5%时, 美国可能会实现充分就业。
4月11日	美联储理事Brainard	永久	美联储将保持耐心。
4月11日	美国纽约联储主席Williams	永久	美联储将保持耐心, 具备调整货币政策的空间; 预计美国2019年GDP将增长约2%。 资产负债表正常化尚未造成金融条件发生实质性改变。
4月11日	美国圣路易斯联储主席Bullard	2019年	美联储将针对经济数据调整政策; 需要认真对待持续的国债收益率曲线倒挂。 3月货币政策会议表明货币政策正常化暂告一段落。
4月11日	美联储副主席Clarida	永久	美国联邦基金利率现在处于中性利率的大范围之内。 美联储将在评估货币政策行动时保持耐心。

来源: Wind, 国金证券研究所整理

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
4月12日	欧洲央行首席经济学家Praet	不认为需要实施新的QE, 但所有政策工具都是可用的。
4月12日	欧洲央行管委/德国央行行长魏德曼	财政刺激政策今年可以刺激德国经济0.25-0.5%的增速。私人部门消费预计在19年下半年复苏, 并支持整体经济增长。
4月11日	欧洲央行管委/意大利央行行长Visco	欧央行将尽可能维持宽松; 仍然在分析负利率的影响。6月份欧洲央行将确定定向长期再融资操作(TLTRO)的细节。欧央行尚未讨论过缓和负利率的问题, 也没有讨论QE。
4月10日	欧洲央行行长德拉吉	如有必要, 欧央行准备调整所有的工具。将在未来说明定向长期再融资操作(TLTRO)的具体细节。

来源: Wind, 国金证券研究所整理

图表 12: 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
4月13日	日本央行行长黑田东彦	各大央行的降息空间可能已经收窄, 但仍具备在必要时进一步实施宽松货币政策的空间。全球经济在2018年下半年开始放缓, 贸易规模也在下滑, 预计将在2019年下半年反弹。
4月10日	日本央行行长黑田东彦	日本经济正在温和扩张; 出口和生产受到全球经济下滑的影响。需要继续维持大规模宽松措施, 近期日本国债收益率转负不影响日本央行的收益率曲线控制

来源: Wind, 国金证券研究所整理

图表 13: 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	4月12日	英国央行行长卡尼	英国的商业不确定性非常高。如果英国无协议脱欧, 可能会出现全球性问题。
澳大利亚	4月10日	澳洲联储副主席DeBelle	不认为澳洲联储需要实施QE; 如有必要, 澳洲联储可以进一步降息。

来源: Wind, 国金证券研究所整理

三、文献推荐

1. 澳大利亚的家庭债务、消费和货币政策

Elena Loukoianova ; Yu Ching Wong ; Ioana Hussiada

(来源: IMF, 地址:

<https://www.imf.org/en/Publications/WP/Issues/2019/04/05/Household-Debt>

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_13182

