

欧央行或考虑分层负利率体系

主要结论：

一、欧央行或考虑分层负利率体系

■ **欧央行官员认为分层负利率体系能够减少负利率的影响。**2008年金融危机以来，为刺激经济增长和解决主权债务问题，欧央行持续下调政策利率，并于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%，当前政策利率体系下，MRO利率为0，边际贷款便利利率为0.25%，边际存款利率-0.4%。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，因此，实施负利率、低利率的国家，在货币政策宽松过程中，经常讨论相关货币政策对金融机构造成的负面影响；其中，分层负利率体系是减少相关政策负面影响的方式之一。日本央行是实行分层负利率体系的代表，其于2016年开始实行负利率政策，对金融机构准备金账户中部分资金实行-0.1%的利率。在日本央行的负利率政策中，金融机构准备金账户分为三层，分别为基本账户（利率为0.1%）、宏观附加账户（利率为0）以及政策利率账户（利率为-0.1%）。同时，为避免金融机构通过增持现金行为规避负利率，影响负利率政策的效果，日本央行还对金融机构持有现金增加情况下作了规范。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，这是近期欧央行多位官员讨论分层利率体系的原因。比较同在纽交所上市的几家日本、欧元区重点银行，其中日本银行包括瑞穗金融集团、三井住友金融集团和三菱日联金融集团，欧元区银行包括桑坦德银行、德意志银行和荷兰国际集团。实施负利率后银行ROE整体呈现下降趋势，随后又开始逐步回升，其中德意志银行盈利长期持续呈现恶化状况。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。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。如果欧央行开始实行分层负利率体系，将对银行盈利能力修复产生正面影响，有助于小幅改善货币政策在银行体系中的传导。当前欧元区经济整体走弱，欧央行还需要在宽松政策上更加有所作为。

二、全球央行观察

■ **美联储：部分官员表示需要观察经济形势来决定进一步货币政策。**克利夫兰联储主席 Mester 表示，倾向于维持利率不变、或略微加息；美联储可以在货币政策行动方面按兵不动，以观察经济形势的发展。费城联储主席 Harker 表示，美联储将暂时性地按兵不动，并观察经济形势的变化。

■ **欧央行：部分官员表示英国无协议脱欧会加重欧元区经济的放缓。**欧央行副行长 De Guindos 表示，英国无协议脱欧可能加重欧元区经济的放缓；欧央行管委/法国央行行长 Villeroy 表示，英国无协议脱欧的风险在近日大幅增加，无协议脱欧可能造成市场动荡。

■ **日本央行：黑田东彦表示需继续保持宽松。**日本央行需继续保持宽松，因距离实现通胀目标还远；宽松政策不仅关注经济和通胀，还需考虑对金融体系的影响；低利率、出生率下降等结构性因素很可能使得银行盈利能力承压。

■ **其他央行：印度央行降息，澳洲联储维持基准利率不变**

三、文献推荐

■ 公司债券市场的宏观金融分析（ECB），从 NAFTA 到 USMCA：得到了什么？（IMF）

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、欧央行或考虑分层负利率体系

欧央行官员认为分层负利率体系能够减少负利率的影响。当前，欧央行政策利率体系以主要再融资操作利率、边际贷款边际利率和存款便利利率为主。其中，主要再融资操作通过提供短期（7 天）流动性以引导市场短期利率水平，边际贷款便利和存款便利两个工具构成利率走廊的上下限，存款便利工具允许金融机构在央行存放隔夜存款，利率通常低于市场利率，贷款便利工具的利率则高于市场利率。欧央行通过边际贷款便利、边际存款便利构成的利率走廊体系来限制短期利率的波动。2008 年金融危机以来，为刺激经济增长和解决主权债务问题，欧央行持续下调政策利率，并于 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%，当前政策利率体系下，MRO 利率为 0，边际贷款便利利率为 0.25%，边际存款利率-0.4%。货币政策的源头是中央银行，中央银行通过资产负债表规模的扩张和结构的调整，来改变商业银行的资产负债表，商业银行通过信贷、投资等行为调节居民和企业的资产负债表，进而影响居民和企业的投资和消费行为。负利率的实施是为了刺激金融机构向实体经济提供资金，金融机构为避免负利率的罚息，会通过购买金融资产、发放贷款等方式减少准备金规模，进而可以压低实体经济融资利率水平。这一传导机制的正常发挥作用需要金融机构拥有健康的资产负债表，能够对利率做出正常反应。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，其中分层负利率体系就是减少宽松政策负面影响的方式之一。

日本央行是实行分层负利率体系的代表，其于 2016 年开始实行负利率政策，对金融机构准备金账户中部分资金实行-0.1%的利率。在日本央行的负利率政策中，金融机构准备金账户分为三层，分别为基本账户（利率为 0.1%）、宏观附加账户（利率为 0）以及政策利率账户（利率为-0.1%）。具体来看，以金融机构在 2015 年 1 月-12 月持有的准备金账户平均余额作为基本账户，实行 0.1% 正利率；宏观附加账户实行 0 利率，包括金融机构法定准备金、以及“东日本大地震”中受灾地区金融机构通过贷款支持计划（Loan Support Program）和资金支持操作（Funds-Supplying Operation）获得的资金。同时，随着资产购买计划的实施，金融机构准备金账户规模也会相应扩大，为此，宏观附加账户也保持相应增加，以避免对过多资金实行负利率；准备金账户中剩余部分为政策利率账户，实行负利率-0.1%。为避免金融机构通过增持现金行为规避负利率，影响负利率政策的效果，日本央行还对金融机构持有现金增加情况下作了规范，如果金融机构持有的现金较基准储备期间大幅增加，则依次从宏观附加账户、基本账户中扣除。

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。比较同在纽交所上市的几家日本、欧元区重点银行，其中日本银行包括瑞穗金融集团、三井住友金融集团和三菱日联金融集团，欧元区银行包括桑坦德银行、德意志银行和荷兰国际集团。可以看到，实施负利率后银行 ROE 整体呈现下降趋势，随后又开始逐步回升，其中德意志银行盈利长期持续呈现恶化状况。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。货币政策发挥作用依赖于银行体系的传导，负利率在一定

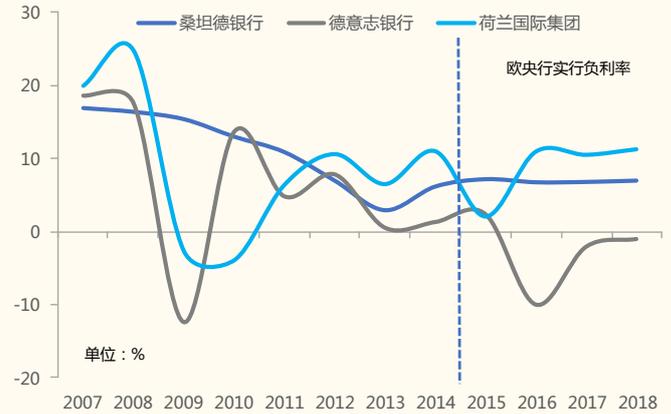
程度上会影响银行盈利状况，将对其资产负债表造成负面影响，这也是实施负利率、低利率国家经常讨论在货币政策宽松过程中避免对金融机构造成负面影响的重要原因。如果欧央行开始实行分层负利率体系，或将对银行盈利能力修复产生正面影响，或有助于小幅改善货币政策在银行体系中的传导。面对当前欧元区经济整体走弱的情况，欧央行还需要在宽松政策上更加有所作为。

图表 1：日本实行负利率以后银行 ROE (TTM) 变化



来源：Wind，国金证券研究所

图表 2：欧央行实行负利率后银行 ROE (TTM) 变化



来源：Wind，国金证券研究所

二、全球央行观察

1. 中国：货币市场流动性整体宽松

国内货币市场流动性整体宽松。4月4日，R007、DR007、Shibor3M 分别较上周（3月29日）下降 100.89bp、46.37bp、4.9bp 至 2.24%、2.27%、2.76%。本周无逆回购、MLF 到期。

香港货币市场流动性小幅改善，1 周 Libor-Hibor 利差小幅回升。4月4日，Hibor 隔夜、1 周、3 个月较上周（3月29日）分别波动 27.20bp、-18.93bp、-0.66bp 至 1.86%、1.78%、1.77%，1 周 Libor-Hibor 利差小幅回升至 63bp。

2. 美联储：部分官员表示需要观察经济形势来决定进一步货币政策

美国克利夫兰联储主席 Mester 表示，倾向于维持利率不变、或略微加息，最多在 2019 年和 2020 年各加息一次；美联储可以在货币政策行动方面按兵不动，以观察经济形势的发展；预计第一季度经济增速走弱是暂时性的，第二季度增幅可能会高于 2%。

美国费城联储主席 Harker 表示，美联储将暂时性地按兵不动，并观察形势的变化；预计美国 2019 年 GDP 增幅将略高于 2%，预计 2019-20 年通胀将略高于 2%。

美国明尼阿波利斯联储主席 Kashkari 表示，为应对经济衰退，美联储首先应当降息，还可以动用 QE 和前瞻指引等政策工具。

3. 欧央行：部分官员表示英国无协议脱欧会加重欧元区经济的放缓

欧洲央行副行长 De Guindos 表示，英国无协议脱欧可能加重欧元区经济的放缓；正在分析是否需要为银行进行负利率补偿，但尚未对此下结论。

欧洲央行管委，法国央行行长 Villeroy 表示，英国无协议脱欧的风险在近几日大幅增加，无协议脱欧可能造成市场动荡。

欧洲央行管委，荷兰央行行长 Knot 表示，欧元区不会陷入衰退或出现新的危机；预计新一轮 TLTROs 融资条件较此前会更严格，具体将于 6 月或 7 月公布。

4. 日本央行：黑田东彦表示需继续保持宽松

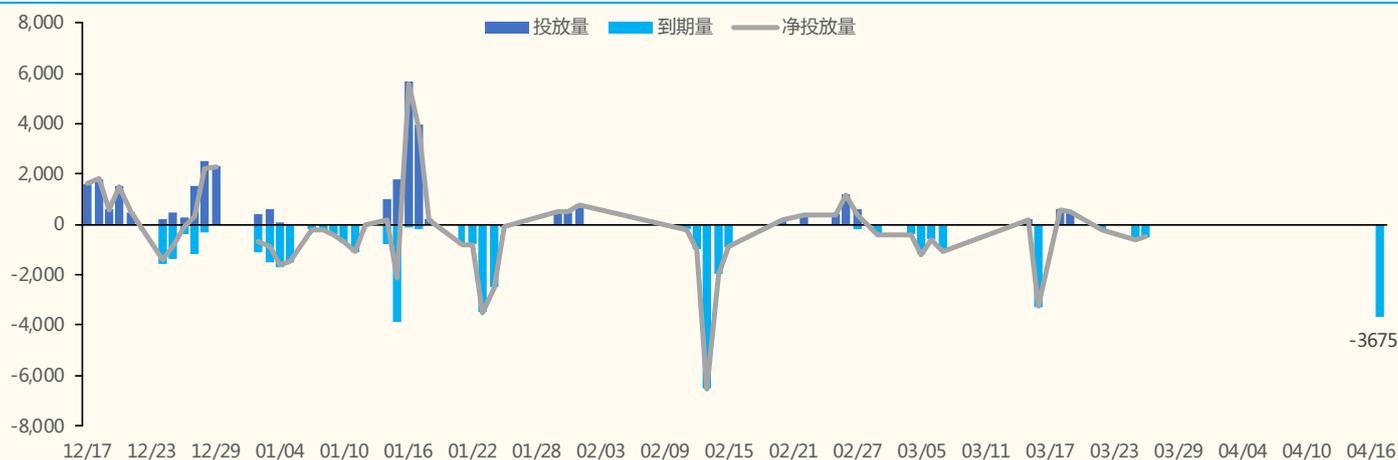
日本央行行长黑田东彦表示，宽松政策不仅关注经济和物价，还需要考虑对金融体系的影响；低利率、出生率下降等结构性因素很可能使得银行盈利能力承压；日本央行需继续保持宽松，因距离实现通胀目标还远。

5. 其他央行：印度央行降息，澳洲联储维持基准利率不变

4 月 4 日，印度央行下调回购利率 25bp 至 6.00%，为 2 月以来第二次降息，此前将利率下调 25bp 至 6.25%。

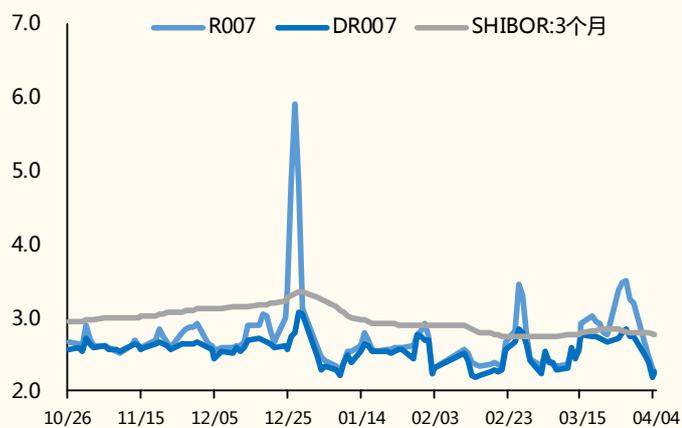
4 月 2 日，澳洲联储维持政策利率 1.5% 不变。

图表 3：近几个月中国央行公开市场资金净投放概览（亿元）



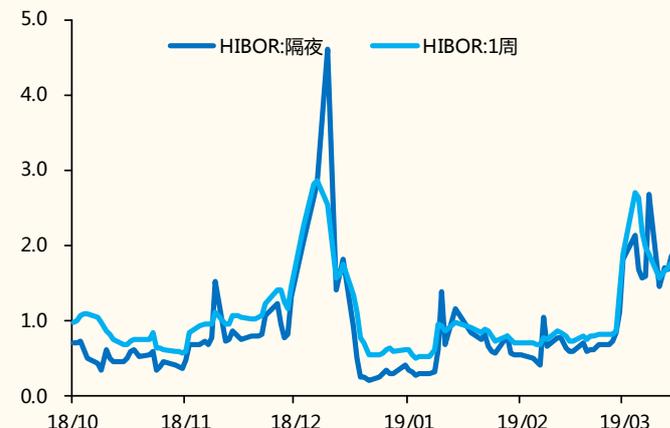
来源：Wind，国金证券研究所

图表 4：国内货币市场流动性整体宽松（%）



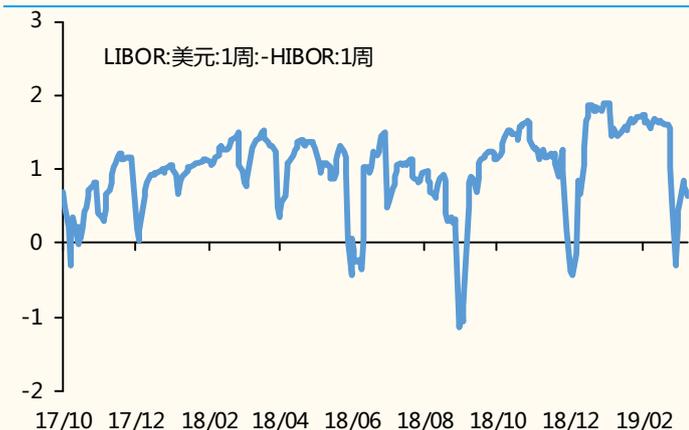
来源：Wind，国金证券研究所

图表 5：香港货币市场流动性小幅改善（%）



来源：Wind，国金证券研究所

图表 6: Libor-Hibor 利差小幅回升 (%)



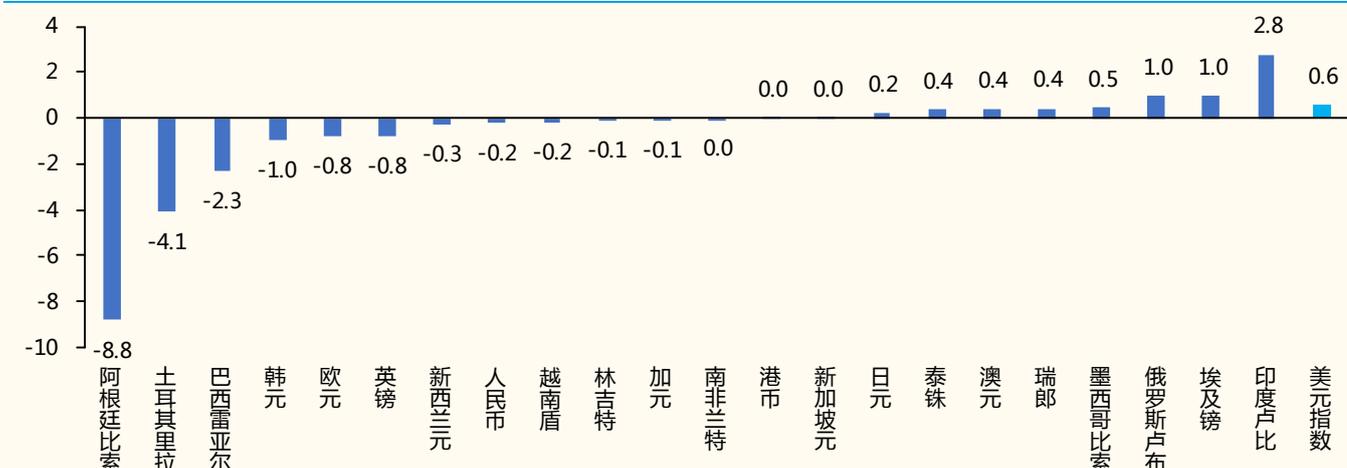
来源: Wind, 国金证券研究所

图表 7: CME 数据显示美联储加息概率为 0 (4 月 6 日)

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	4.50%	95.50%	0.00%
2019/6/19	15.10%	84.40%	0.00%
2019/7/31	18.70%	80.00%	0.00%
2019/9/18	30.00%	65.20%	0.00%
2019/10/30	32.30%	61.00%	0.00%
2019/12/11	38.60%	47.50%	0.00%
2020/1/29	39.70%	41.70%	0.00%

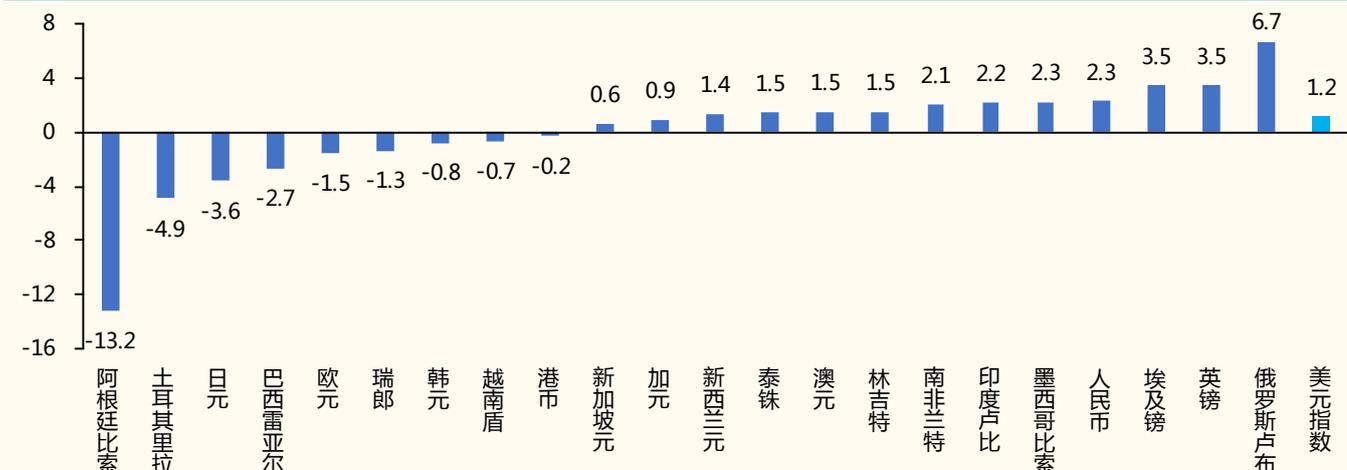
来源: CME, 国金证券研究所

图表 8: 近一个月主要货币汇率相对美元变动幅度 (%)



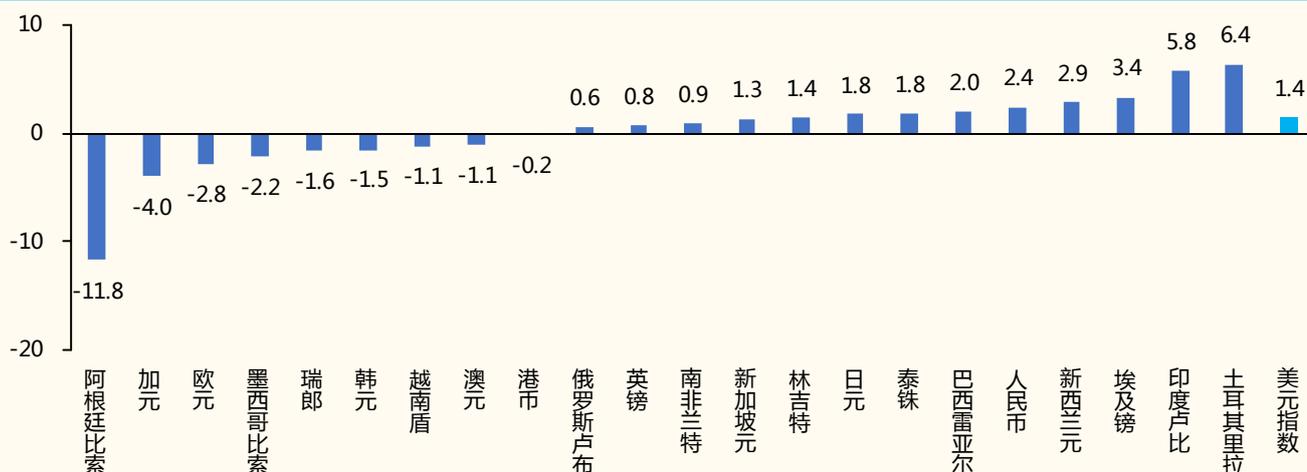
来源: Wind, 国金证券研究所

图表 9: 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 10: 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 11: 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4日	目前银行体系流动性总量处于较高水平, 可吸收政府债券发行缴款等因素的影响, 不开展逆回购操作。
4月3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2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1日	目前银行体系流动性总量处于较高水平, 可吸收政府债券发行缴款等因素的影响, 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 12: 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5日	美国克利夫兰联储主席 Mester	2020年	倾向于维持利率不变、或略微加息。最多在2019年和2020年各加息一次。美联储可以在货币政策行动方面按兵不动, 以观察经济形势的发展。预计第一季度经济增速走弱是暂时性的, 第二季度增幅可能会高于2%。
4月5日	美国费城联储主席 Harker	2020年	美联储将暂时性地按兵不动, 并观察形势的变化。预计美国2019年GDP增幅将略高于2%, 预计2019-20年通胀将略高于2%。
4月4日	美国明尼阿波利斯联储主席 Kashkari	2020年	为应对经济衰退, 美联储首先应当降息, 还可以动用QE和前瞻指引等政策工具。

来源: Wind, 国金证券研究所整理

图表 13: 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2日	欧洲央行管委/法国央行行长 Villeroy	英国无协议脱欧的风险在近日大幅增加, 无协议脱欧可能导致市场动荡。
4月1日	欧洲央行副行长 De Guindos	英国无协议脱欧可能加重欧元区经济的放缓。正在分析是否需要为银行进行负利率补偿, 但尚未对此下结论。
4月1日	欧洲央行行长德拉吉	政策刺激措施对于提振通胀而言是必要的。
4月1日	欧洲央行执委 Lautenschlaeger	通胀升幅低于预期。薪资上涨将推高物价。

3月31日	欧洲央行管委荷兰央行行长Knot	欧元区并不会陷入衰退或出现新的危机。 预计新一轮TLTROs融资条件较此前会更严格，具体将于6月或7月公布。
-------	------------------	---

来源：Wind，国金证券研究所整理

图表 14：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4日	日本央行行长黑田东彦	日本央行在引导政策时不仅关注经济和物价，还需要考虑政策对金融体系的影响。低利率、出生率下降等结构性因素很可能使得银行盈利能力承压。日本央行需继续保持宽松，因距离实现通胀目标还远。
4月3日	日本央行副行长若田部昌澄	全球通胀已经减弱。

来源：Wind，国金证券研究所整理

图表 15：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4日	英国央行行长卡尼	英国无协议脱欧的风险已经相当高。如果发生，将采取一切行动支持英国经济。
加拿大	4月2日	加拿大央行行长Poloz	虽然收益率曲线出现倒挂，但并不认为会出现经济衰退。

来源：Wind，国金证券研究所整理

三、文献推荐

1. 公司债券市场的宏观金融分析

Dewachter, Hans, Iania, Leonardo, Lemke, Wolfgang, Lyrio, Marco

(来源：ECB，地址：

<https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/scpwps/ecb.wp2214.en.pdf>)

我们评估了 2001-2015 年经济和金融因素对欧元区公司债券利差的影响。参考 Dewachter, Iania, Lyrio 和 Perea (2015) 提出的多市场无套利仿射期限结构模型，通过隔夜指数互换利率 (OIS) 和两个评级 (A 和 BBB) 的公司收益率曲线，拟合了无风险收益曲线，该模型包括四个扩展和六个未扩展的因子。我们发现，一般而言，经济 (实际活动和通货膨胀) 和金融因素 (代理风险规避，

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_13334



云报告
<https://www.yunbaogao.cn>

云报告
<https://www.yunbaogao.cn>

云报告
<https://www.yunbaogao.cn>