

货币宽松能解决欧洲经济问题吗？

——新时代视野下的国际经济及大宗商品周察 第54期 (2019.03.04-2019.03.08)

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

● 货币宽松能解决欧洲经济问题吗？

欧洲央行3月议息会议决定维持三大基准利率不变，修改利率指引至“维持利率不变至少到2019年底”。在宏观经济预测报告中大幅下调欧元区经济增速和通胀预期，欧央行行长德拉吉也表示欧元区经济放缓的过程将比预期的持续更久，情况更差。

欧央行宣布将于2019年9月开启新一轮长期再融资计划。该计划指欧央行通过对银行等金融机构提供长期的低利率和资金支持，鼓励金融机构增加对非金融企业和居民部门提供贷款(但不包含房贷)。欧央行此前在2014年9月和2016年3月开展过两轮TLTRO操作。新一轮TLTRO III推出是在欧元区经济走弱、面临英国脱欧及贸易局势不确定性等下行风险的情背景下，欧央行适时调整货币政策宽松力度，以刺激经济回暖。

根据议息会议公布的内容，新一轮TLTRO有以下关键信息：每个操作期限2年，较此前TLTRO II 4年的操作期限缩短；借款利率与借款时长期再融资利率挂钩，这意味着如果欧央行未来加息，那么银行融资成本将提升；借款利率包含内置激励机制，以鼓励银行向私人部门放贷，使信贷条件保持有利；银行借款上限为其2019年2月28日合格贷款存量的30%从资金规模来看，TLTRO III的总额度或许更高。

实际上从经济周期来看，投资、产能等数据显示欧洲经济不是很差，2018年下半年欧洲经济恶化，主要是出口增速下滑引起的，这体现在德国等出口型国家经济上。法国、意大利等国经济较差主要是结构性因素引起的。欧洲经济比较弱一定程度上是，由于科研投入不足、劳动力市场制度和福利制度僵化等结构性问题导致的。

南北欧经济差异明显，北欧经济明显好于南欧。南北欧经济差异的深层次原因或许主要在于文化和宗教方面。南欧地处环地中海地区，物产较为丰饶，自古以来相对富庶，因此南欧国家居民生活习惯较为奢侈、崇尚享乐主义。宗教信仰上，南欧信奉重礼仪的天主教。由于南欧国家居民重享乐，也养成了懒散的习惯，往往入不敷出，大量的公共开支及福利补贴在一定程度上导致了南欧国家债务较为严重。而除去旅游业以及衍生的相关服务业之外，南欧国家的产业经济结构较为单一，进一步导致南欧国家GDP增速赶不上其债务增长的速度。北欧的物产丰饶程度远逊于南欧，自然条件相对较差，但是北欧居民自古以来有节俭的习惯，信奉因信称义从俭的新教，而新教更适合发展商业(Weber, 1930)。并且北欧居民整体比较勤劳，重视教育和科技的发展，整体国民素质较高，这都有利于促进经济的可持续发展。

欧元区经济持续疲弱，并且面临诸多下行风险，例如全球经济增速放缓、贸易保护主义升级、脱欧问题不确定性以及欧元区国家内部的不利因素等。在未来欧元区经济前景恶化的背景下，欧央行在3月议息会议宣布新一轮TLTRO推出，意图促进欧元区经济和金融条件的改善。但是欧元区经济的疲软不是一朝一夕形成的，欧元区经济结构性问题长期存在，包括科学技术、市场制度、福利制度和人口等诸多方面。货币宽松也许能在一定程度上推动欧元区经济复苏，但是无法解决欧洲经济的结构性因素，欧洲只有进行结构性改革，才能实现真正的复苏。

● “褐皮书”报告显示美国经济继续扩张

美国经济褐皮书显示，在2019年1月下旬和2月，美国经济活动继续扩张，在12个联储地区中有10个地区的经济略微到温和增长，费城和圣路易斯的经济状况持平；有大约一半的联储地区指出，政府停摆导致零售、汽车销售、旅游、房地产、餐馆、制造业和人事服务等行业的经济活动放缓；全国各地的消费者支出喜忧参半，数个地区将零售和汽车销售的下降归因于恶劣天气以及信贷成本上升；大多数地区，非金融服务部门的活动以中等的速度增长，一定程度上是受专业、科学和技术服务部门增长的推动。

● 欧央行表态超预期“鸽派”，欧元大幅走弱，美元指数回升

美元指数上行收至97.37。欧央行3月议息会议纪要超预期“鸽派”，导致欧元兑美元大幅回落，推动美元指数走高；美国最新公布的新屋销售数据有所好转，利多美元。

● 商品指数全面下行

美元指数走高，利空贵金属价格。北方重污染天气限制生产活动，需求回升较晚，利空螺纹钢价格。节后开工有所延迟，下游消费复苏较为缓慢，利空铜价。两会期间河北部分钢厂限产，焦炭采购积极性有所下降，焦炭库存回升，利空焦炭价格。天气逐渐转暖，电厂日耗回落，且库存仍在高位，利空动力煤价格。

● 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：为何美国经济增速超预期？

2019-03-03

国际经济及大宗商品：美国菲利普斯曲线“失效”了么？

2019-02-24

国际经济及大宗商品：未来美联储缩表走势如何演绎？

2019-02-17

国际经济及大宗商品：春节期间海外经济大事件及大类资产表现

2019-02-11

国际经济及大宗商品：为什么日元是避险货币

2019-01-20

国际经济及大宗商品：近期人民币升值的原因

2019-01-13

国际经济及大宗商品：美国就业数据超预期，但鲍威尔发言仍偏鸽

2019-01-06

国际经济及大宗商品：国际经济2018年回顾及2019年展望

2019-01-01

国际经济及大宗商品：黄金价格怎么走？

2018-12-23

国际经济及大宗商品：2019年欧洲央行会加息吗？

2018-12-16

国际经济及大宗商品：美债收益率倒挂

2018-12-09

国际经济及大宗商品：2019年中国资本外流压力有多大？

2018-12-02

国际经济及大宗商品：从自然利率看美联储加息空间

2018-11-25

国际经济及大宗商品：中美经济周期由分化到协同，人民币贬值压力或缓解

2018-11-18

目 录

1、 货币宽松能解决欧洲经济问题吗？	4
1.1、 经济恶化，欧洲再次货币宽松	4
1.2、 欧洲经济问题根源在于结构性因素	6
1.3、 南北欧经济差异的深层次原因或许在宗教、文化	10
1.4、 小结	11
2、 国外经济形势一周综述	11
3、 汇率走势一周综述	13
4、 商品价格走势一周综述	13
4.1、 商品指数全面下行	13
4.2、 国内黄金价格走低	14
4.3、 金属价格悉数下行	15
4.4、 能源化工产品价格回落	17
4.5、 农产品价格涨跌不一	19

图表目录

图 1: 欧元区制造业 PMI (%)	5
图 2: 欧元区 GDP 环比增速 (%)	5
图 3: 欧元区信贷同比增速 (%)	5
图 4: 欧元区 HICP 同比增速 (%)	5
图 5: 欧洲央行经济预测	6
图 6: 欧元区固定资本形成总额同比 (%)	7
图 7: 欧元区产能利用率 (%)	7
图 8: 欧元区进出口同比增速 (%)	7
图 9: 国内研发支出总额占 GDP 比重 (%)	8
图 10: 欧元区福利支出占 GDP 比例 (%)	8
图 11: 欧元区主要国家政府债务占 GDP 比例 (%)	8
图 12: 欧元区失业率 (%)	9
图 13: 劳动参与率 (%)	9
图 14: 德国移民 (人)	9
图 15: 欧元区人口增速 (%)	9
图 16: 新教徒比例和政府债务相关	10
图 17: 美国新增非农就业人口 (千人)	12
图 18: 美国失业率 (%)	12
图 19: 美国劳动参与率 (%)	12
图 20: 美国每小时工资环比增速 (%)	12
图 21: 南华商品指数近期走势	14
图 22: 南华商品指数周度涨跌幅	14
图 23: 上周黄金价格走势	15
图 24: 美元指数走势	15
图 25: 高炉开工率 (%)	16
图 26: 当周螺纹钢库存 (万吨)	16
图 27: 全国主要钢材品种库存 (万吨)	16
图 28: 铁矿石港口库存 (万吨)	16
图 29: 全国主要钢厂螺纹钢当周产量 (万吨)	16

图 30: 上期所阴极铜库存(吨).....	16
图 31: 焦化企业开工率(%).....	17
图 32: 独立焦化企业焦炭总库存(万吨).....	17
图 33: 港口焦炭库存(万吨).....	18
图 34: 国内样本钢厂焦炭库存(万吨).....	18
图 35: 下游发电集团煤炭库存(万吨).....	18
图 36: 6 大发电集团日均耗煤量(万吨).....	18
图 37: 6 大发电厂煤炭库存可用天数.....	18
图 38: 港口煤炭库存(万吨).....	18
图 39: 国际原油期货价格走势(美元/桶).....	19
图 40: 布伦特原油-WTI 原油价差(美元/桶).....	19
图 41: 全国豆粕库存(万吨).....	19
表 1: 主要汇率及汇率指数一周概览(2019.03.04-2019.03.08).....	13
表 2: 商品指数总览(2019.03.04-2019.03.08).....	13
表 3: 国内黄金价格走低(2019.03.04-2019.03.08).....	14
表 4: 金属价格悉数下行(2019.03.04-2019.03.08).....	15
表 5: 能源化工产品价格回落(2019.03.04-2019.03.08).....	17
表 6: 农产品价格涨跌不一(2019.03.04-2019.03.08).....	19

1、货币宽松能解决欧洲经济问题吗？

欧央行在 3 月议息会议表态超预期“鸽派”，不仅修改利率前瞻指引、大幅下调经济和通胀预期，还宣布将于 2019 年 9 月开启新一轮长期再融资计划，意在刺激欧元区经济扩张。那么货币宽松能解决欧洲经济问题吗？欧洲经济问题的根源在哪里？欧洲经济呈现两个特征，一个是结构性因素和周期性因素差异较大，另一个是南北欧经济差异较大。本文将从这两个视角来分析欧洲经济问题。

1.1、经济恶化，欧洲再次货币宽松

北京时间 3 月 7 日晚间，欧洲央行公布 3 月议息会议决议，决定维持三大基准利率不变（再融资利率 0.0%、隔夜贷款 0.25%、存款利率-0.4%）。此次会议决议主要有三大关键调整：1）将保持关键利率在目前水平不变至少到 2019 年底；2）在宏观经济预测报告中大幅下调欧元区经济增速和通胀预期；3）欧央行宣布将于 2019 年 9 月开启新一轮长期再融资计划（TLTRO-III）。欧洲央行此次的“鸽派”表态超出市场预期，从一定程度上表明欧元区的经济状况也许比想象的更糟。受此影响，欧元兑美元大幅走弱，并创下 2017 年 6 月以来的新低，推动美元指数走高；此外，由于经济预期被大幅下调，市场风险偏好下降，欧美股市随即转跌。对于欧洲央行此次措辞的调整，我们在下文逐一进行解读。

此次议息会议决议市场最为关注的，就是欧央行宣布将于 2019 年 9 月启动新一轮长期再融资计划（TLTRO III）。在欧元区经济持续疲软的背景下，欧央行推出新一轮 TLTRO 早已在市场的预期之内，但此次欧央行的宣布时点略令市场感到意外，这也在一定程度上导致资产价格出现波动。

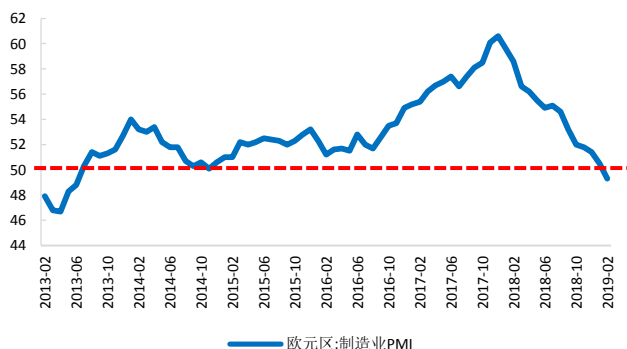
TLTRO (Targeted Longer-Term Refinancing Operation) 即定向长期再融资操作，是欧央行货币政策工具之一。TLTRO 指通过对银行等金融机构提供长期的低利率和资金支持，鼓励金融机构增加对非金融企业和居民部门提供贷款（但不包含房贷）。TLTRO 在扩大信贷供给、降低信贷利率等方面起到重要的积极作用。欧央行此前共开展过两轮 TLTRO 操作，第一轮 TLTRO 于 2014 年 9 月开展；第二轮 TLTRO 于 2016 年 3 月开展。此前两轮 TLTRO 操作的宏观背景较为一致，都是在欧元区经济持续疲软的背景下，欧央行意图通过提供长期的低息资金来扩大银行对私人部门的信贷，进而刺激经济增长。

新一轮 TLTRO III 推出的宏观背景也与此前两次的相似，即在欧元区经济走弱、面临英国脱欧及贸易局势不确定性等下行风险的情况下，欧央行适时调整货币政策宽松力度，以刺激经济回暖。2018 年以来，欧元区经济表现持续疲弱，欧元区 GDP 环比增速由 2017 年四季度的 0.70% 大幅降至下降至 2018 年四季度的 0.20%，通胀持续乏力，制造业动能持续放缓，2019 年 2 月制造业 PMI 跌破荣枯线，需求也较为疲软，新订单及新出口订单指数持续低迷。此外，欧元区非金融企业贷款增速自 2018 年中开始放缓，家庭部门信贷也呈现紧缩态势。在宏观经济背景走弱、家庭和非金融企业贷款持续收缩的情况下，欧央行意图通过扩大宽松力度来刺激经济，德拉基在新闻发布会中明确表示，在这个时点开启新一轮长期再融资计划意在给市场增加宽松支持（add accommodation）。

在货币政策工具选择方面，欧央行已将关键利率上调的可能时点延后至 2019 年底，利率方面暂无进一步下调的空间，再度下调利率不大现实；此外，欧央行购债计划才于 2018 年底结束，短期内再度重启资产购买计划也不大合适。而 TLTRO 具有利率低、期限长、针对性强以及灵活性高等优点，故开展新一轮 TLTRO 便成

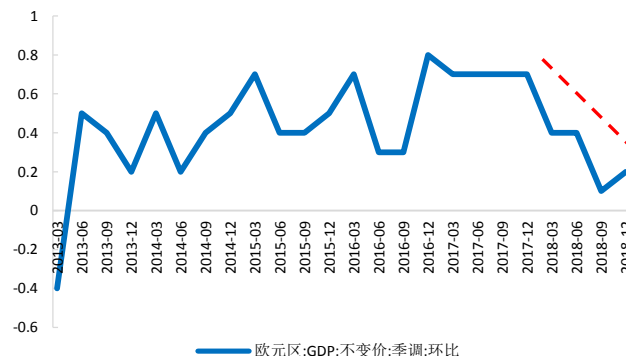
为了更为合适的选择。

图1：欧元区制造业 PMI (%)



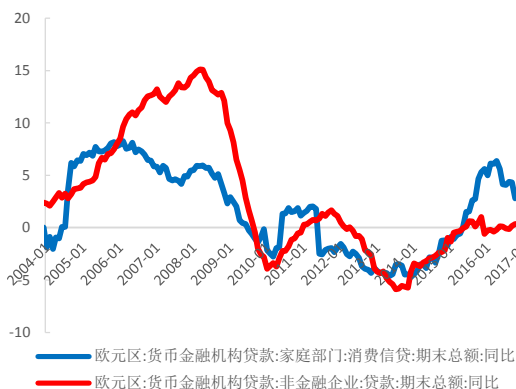
资料来源：Wind，新时代证券研究所

图2：欧元区 GDP 环比增速 (%)



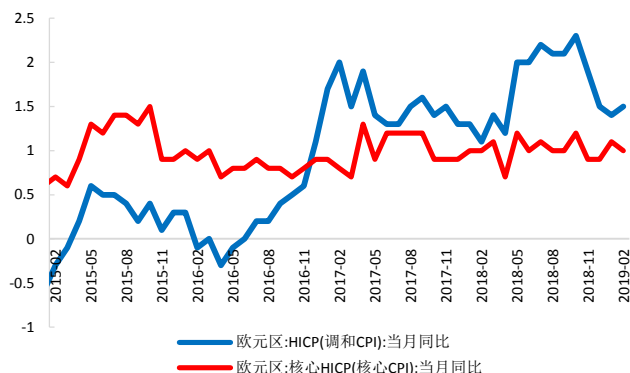
资料来源：Wind，新时代证券研究所

图3：欧元区信贷同比增速 (%)



资料来源：Wind，新时代证券研究所

图4：欧元区 HICP 同比增速 (%)



资料来源：Wind，新时代证券研究所

对于新一轮 TLTRO 操作，欧央行目前公布了以下关键信息。首先，此轮 TLTRO 每个操作期限 2 年，较此前 TLTRO II 4 年的操作期限缩短。这意味着 2019 年 9 月至 2021 年 3 月期间，欧元区银行可从欧央行获得低息资金，并向非金融企业和居民部门提供贷款。其次，借款利率与借款时长期再融资利率挂钩，这意味着如果欧央行未来加息，那么银行融资成本将提升。此外，借款利率包含内置激励机制，以鼓励银行向私人部门放贷，使信贷条件保持有利。这一点与 TLTRO II 一样，即一家银行向实体经济发放贷款越多，那么就能从欧央行获得更低息的资金。最后，银行借款上限为其 2019 年 2 月 28 日合格贷款存量的 30% (对非金融企业和居民部门的贷款)，与 TLTRO II 相同。经历了多年的扩张，2019 年 2 月底欧元区的贷款存量已远高于 TLTRO II 开展时的存量，因此 TLTRO III 的资金总额度更高。

综上所述，从期限和利率的规定来看，TLTRO III 的宽松力度不及 TLTRO II，但从资金规模来看，TLTRO III 的总额度或许更高。此次议息会议就 TLTRO III 的期限、规模、利率等大框架做出规定，后续还需关注 TLTRO III 实施的具体细节。

在利率前瞻指引方面，欧央行将首次加息的时点延后，修改利率指引至“维持利率不变至少到 2019 年底”(at least through the end of 2019)，较此前“保持利率不变直至 2019 年夏天”的指引推后半年，这也意味着 2019 年内不会加息。

欧央行表示，2018 年第四季度 GDP 增长意外放缓，而近期指标显示，2019 年

上半年的实际经济活动也远低于此前预期。虽然可能是一些暂时性因素导致经济活动在 2018 年末放缓，但经济景气指标的全面恶化表明更持久的不利因素也在起作用，周期性动力似乎弱于先前评估。从短期来看，全球范围内的不确定性（例如贸易保护主义升级的威胁和“无序脱欧”的可能性）以及一些欧元区国家内部的不利因素，都可能会继续对欧元区经济活动构成压力。

在经济预测方面，欧央行大幅下调 2019 年欧元区经济增速及通胀预期。欧央行将 2019 年、2020 年实际 GDP 增速预期大幅下修至 1.1% 和 1.6%，较 2018 年 12 月的预期（1.7%）大幅下调 0.6 个百分点和 0.1 个百分点；将 2019 年、2020 年通胀预期分别下修至 1.2% 和 1.5%，较此前的预期（1.6% 和 1.7%）分别下调 0.4 个百分点和 0.2 个百分点。对 2019 年实际 GDP 增速和通胀预期的大幅下调表明欧央行为欧元区经济形势明显恶化、对欧元区经济前景更为悲观。欧央行行长德拉吉在新闻发布会中也表示欧元区经济放缓的过程将比预期的持续更久，情况更差。

图5： 欧洲央行经济预测

	March 2019				December 2018			
	2018	2019	2020	2021	2018	2019	2020	2021
Real GDP	1.9	1.1	1.6	1.5	1.9	1.7	1.7	1.5
	[0.7 - 1.5] ⁽¹⁾ [0.7 - 2.5] ⁽¹⁾ [0.5 - 2.5] ⁽¹⁾ [1.8 - 2.0] ⁽¹⁾				[1.1 - 2.3] ⁽¹⁾ [0.8 - 2.6] ⁽¹⁾ [0.5 - 2.5] ⁽¹⁾			
Private consumption	1.3	1.3	1.6	1.4	1.4	1.7	1.6	1.4
Government consumption	1.1	1.7	1.6	1.4	1.1	1.6	1.4	1.4
Gross fixed capital formation	3.3	2.1	2.4	2.0	3.5	3.3	2.6	2.1
Exports ⁽²⁾	2.8	2.8	3.6	3.2	2.8	3.5	3.8	3.4
Imports ⁽²⁾	2.7	3.7	4.1	3.5	2.7	4.2	4.2	3.6
Employment	1.4	0.7	0.6	0.6	1.4	0.9	0.8	0.6
Unemployment rate (percentage of labour force)	8.2	7.9	7.7	7.5	8.2	7.8	7.5	7.1
HICP	1.7	1.2	1.5	1.6	1.8	1.6	1.7	1.8
	[0.9 - 1.5] ⁽¹⁾ [0.8 - 2.2] ⁽¹⁾ [0.8 - 2.4] ⁽¹⁾ [1.8 - 1.8] ⁽¹⁾				[1.1 - 2.1] ⁽¹⁾ [0.9 - 2.5] ⁽¹⁾ [0.9 - 2.7] ⁽¹⁾			
HICP excluding energy	1.2	1.4	1.6	1.6	1.3	1.5	1.7	1.8
HICP excluding energy and food	1.0	1.2	1.4	1.6	1.0	1.4	1.6	1.8
HICP excluding energy, food and changes in indirect taxes ⁽³⁾	1.0	1.2	1.4	1.6	1.0	1.4	1.6	1.8
Unit labour costs	1.8	1.7	1.4	1.6	1.7	1.3	1.6	1.8
Compensation per employee	2.2	2.1	2.4	2.6	2.2	2.1	2.5	2.7
Labour productivity	0.4	0.4	1.0	0.9	0.5	0.8	0.9	0.9
General government budget balance (percentage of GDP)	-0.5	-1.0	-1.0	-1.1	-0.5	-0.8	-0.7	-0.6
Structural budget balance (percentage of GDP) ⁽⁴⁾	-0.4	-0.8	-1.0	-1.2	-0.7	-1.0	-1.0	-1.0
General government gross debt (percentage of GDP)	85.0	83.8	82.3	81.1	84.9	83.0	80.9	79.0
Current account balance (percentage of GDP)	3.0	2.4	2.3	2.2	3.0	2.7	2.6	2.5

资料来源：欧洲央行，新时代证券研究所

1.2、 欧洲经济问题根源在于结构性因素

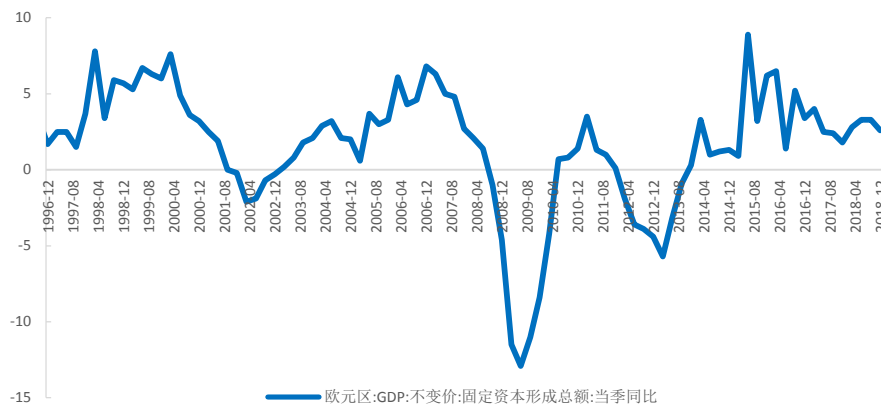
实际上从经济周期来看，投资、产能等数据显示欧洲经济不是很差，2018 年下半年欧洲经济恶化，主要是出口增速下滑引起的，这体现在德国等出口型国家经济上。

2019 年一季度欧洲产能利用率达到 83.3%，处于历史高位，企业增加投资扩充产能的动机持续存在。加上欧洲央行维持关键利率至少到 2019 年底、开启新一轮 TLTRO 操作，欧元区货币条件整体上是比较宽松的。同时，2012 年以来欧洲企业杠杆率比较平稳，在 105% 附近波动，企业债务风险不大，这有助于推动欧元区投资温和扩张。从近期数据来看，欧元区投资并不差，2018 年底欧元区固定资本形成总额同比增速为 2.6%。

自 2018 年以来，欧元区进出口贸易呈现下滑趋势，未来欧洲出口可能会进一

步下滑。一方面,在全球贸易保护主义抬头的背景下,全球贸易形势趋紧,欧元区对外贸易的不确定性增强。另一方面,全球经济复苏放缓,将导致欧元区外需减弱。同时,随着全球主要央行货币政策正常化逐步推进,金融环境逐渐收紧,需求将略微收缩。

图6: 欧元区固定资本形成总额同比 (%)



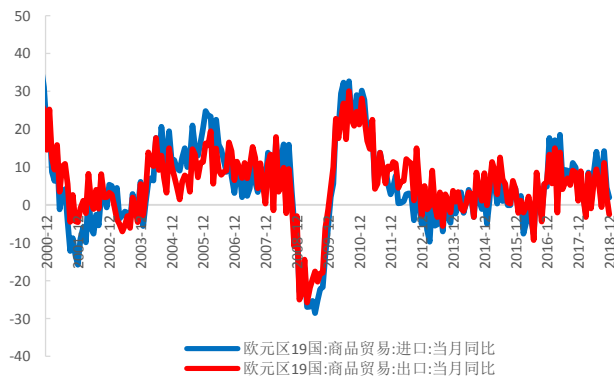
资料来源: OECD, 新时代证券研究所

图7: 欧元区产能利用率 (%)



资料来源: Wind, 新时代证券研究所

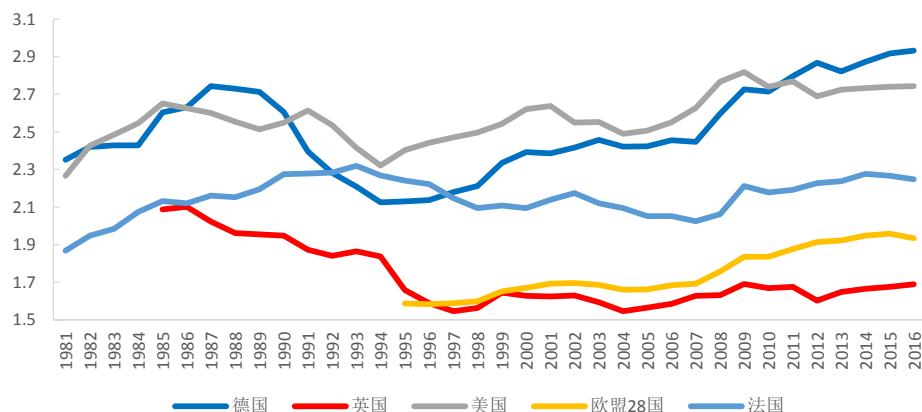
图8: 欧元区进出口同比增速 (%)



资料来源: Wind, 新时代证券研究所

法国、意大利等国经济较差主要是结构性因素引起的。1999 年欧元区成立以来,欧元区经济年均增长 1.4%,欧洲经济比较弱一定程度上是,由于科研投入不足、劳动力市场制度和福利制度僵化等结构性问题导致的。

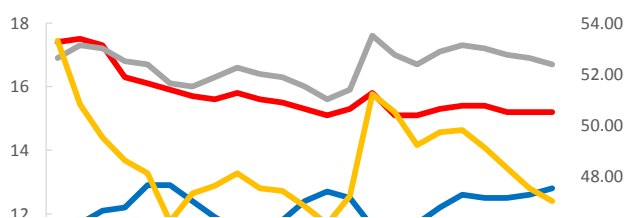
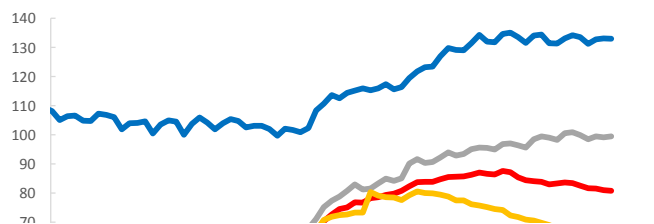
科学技术方面,自进入二十世纪之后,美国就是世界科学技术的中心,而欧洲技术进步只是跟随美国,技术进步对经济的拉动要逊色很多。次贷危机、欧债危机相继爆发之后,欧洲国家也意识到实体经济的重要性。2011 年德国公布了《高技术战略 2020》,推动工业 4.0,2013 年法国推出“新工业法国”计划,此外,西班牙、瑞典等国也公布了类似计划。在科研投入方面,欧洲科研投入以及把研究成果商业化的能力也都相对较弱(相较于美国)。OECD 数据显示,2016 年美国国内研发支出总额占 GDP 比重为 2.74%,而欧盟 28 国研发支出总额占 GDP 比重仅为 1.93%。

图9： 国内研发支出总额占 GDP 比重 (%)

资料来源：OECD，新时代证券研究所

市场制度方面，欧洲国家政府对企业在开业和营业等等方面设有一定限制，并且对国有企业有补贴，这样会损害市场效率。欧洲则以间接融资为主，因此难以具备直接融资具有的风险分散功能和价值发现功能。不利于创新企业融资和筛选优质企业。从更广泛的法律制度来说，欧陆是大陆法系，大陆法系重视编写法典，具有详细的成文法，相对海洋法系来说更为机械，不利于企业经营、技术创新。

福利制度方面，欧洲大多数国家属于高福利社会，福利支出占比较高，2017年欧元区仅社会补助支付占 GDP 之比就达到 16.7%。欧元区国家福利支出过高，超过本国经济的承受能力，而民众又不愿失去现有的高福利政策，这在一定程度上导致欧元区国家的种种弊端和社会问题。高福利主要依靠高税收或高负债来支撑，不利于企业和企业家资本积累。欧元区国家存在债务高企的问题，2018 年三季度欧盟政府债务占 GDP 之比高达近 81%，意大利、法国等多个国家债务占 GDP 之比也都高于欧盟规定的 60% 的标准。可持续发展的福利制度应建立在财政可持续的基础之上，但欧元区一般财政却是连年赤字，入不敷出。

图10： 欧元区福利支出占 GDP 比例 (%)**图11： 欧元区主要国家政府债务占 GDP 比例 (%)**

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_13814

