

英国央行增加 ILTR 操作频次

主要结论:

一、英国央行增加 ILTR 操作频次

- **英国央行增加 3 月和 4 月 ILTR 操作频次。**为应对脱欧不确定性可能造成流动性异常波动，英国央行在 2 月 26 日宣布增加 3 月和 4 月指数长期回购操作（ILTR）的频次，由此前每个月一次增加至每周一次，目的是保证这段时期流动性供给的灵活性，避免造成金融体系的不稳定以及对实体经济的不利影响。ILTR 是英国央行引导中长期利率的重要货币政策工具之一。英国央行政策利率体系主要由短期利率和中长期利率两方面构成。其中，短期利率包括基准利率（The Bank Rate）、常备贷款利率和常备存款利率（OSF）构成。中长期利率的引导则由 ILTR 工具来实现，ILTR 工具为金融体系提供中长期流动性支持，当前期限均为 6 个月。ILTR 名称中的“指数化”主要体现在其操作利率由基准利率（The Bank Rate）与清算利差构成，其中基准利率由英国央行决定，清算利差则与金融体系对资金的需求程度有关，当资金需求量较大时，清算利差也会相应增加。2016 年英国脱欧公投期间英央行也曾提高 ILTR 操作的频次。2016 年 6 月为应对脱欧公投期间流动性的大幅波动，英国央行将 6-9 月 ILTR 操作频次至每周一次，随后又进一步下调基准利率 25bp 至 0.25%。脱欧不确定性下前英国经济下行压力进一步加大，英国央行增加 ILTR 操作频次，旨在增加央行在未来两月提供流动性支持方面的灵活性，以应对脱欧造成的不确定性对金融系统的冲击。在 3-4 月累计将开展 9 次操作，预计总共将投放流动性 145 亿英镑。

二、全球央行观察

- **中国央行：平衡好防风险与稳增长的关系。**人行金融稳定局局长王景武表示：当前，我国经济下行压力加大，防范化解重大金融风险攻坚战处于关键时期，人行将继续平衡好防风险与稳增长的关系，把资管新规实施好。
- **美联储：正讨论何时结束缩表。**美联储主席鲍威尔表示，在利率政策上采取观望态度；美联储将在相对较快的时间内宣布关于缩表的更多细节。美联储纽约联储主席 Williams 表示，美联储正积极讨论何时结束缩表；预计会在未来数月里继续讨论这个议题；全球经济形势对美国构成主要风险。
- **欧央行：维持政策利率不变，宣布启动新一轮 TLTROs。**TLTRO-III 将从 2019 年 9 月开始至 2021 年 3 月结束，每季度开展一次，每次操作期限为两年。欧央行行长德拉吉表示，短期经济展望比预期较差，近期数据仍然疲软，特别是制造业；欧央行准备好按需调整所有工具；将在后面宣布 TLTRO 的操作细节。
- **日本央行：经济面临的下行风险上升。**日本央行政策审议委员原田泰表示，日本经济面临的下行风险上升，但目前并未看到经济滑入衰退；必要时日本央行将毫不犹豫地采取行动，量化、质化或利率都是宽松的可能手段。
- **其他央行：加拿大、土耳其央行维持基准利率不变。**

二、文献推荐

- 公共债务和低利率（NBER），宏观金融趋势：市场力量，无形资产和风险偏好（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

邱鼎荣 联系人
didingrong@gjzq.com.cn

正文如下：

一、英央行增加 ILTR 操作频次

英国央行增加 3 月和 4 月 ILTR 操作频次。3 月以来英国脱欧进入倒计时，与脱欧相关的不确定成为了多方关注的焦点。为应对脱欧不确定性可能造成流动性异常波动，英国央行在 2 月 26 日宣布增加 3 月和 4 月指数长期回购操作（Indexed Long-Term Repo Operations, ILTR）的频次，由此前每个月一次增加至每周一次，目的是保证这段时期流动性供给的灵活性，避免造成金融体系的不稳定以及对实体经济的不利影响。

ILTR 是英国央行引导中长期利率的重要货币政策工具之一。英国央行政策利率体系主要由短期利率和中长期利率两方面构成。其中，短期利率包括基准利率（The Bank Rate）、常备贷款利率和常备存款利率（Operational Standing Facilities）构成。常备存贷款利率构成的利率走廊对货币市场利率形成约束，引导货币市场利率围绕基准利率波动。当前基准利率为 0.75%，常备贷款利率为 1.0%，常备存款利率为 0.5%。中长期利率的引导则由 ILTR 工具来实现，ILTR 工具为金融体系提供中长期流动性支持，当前期限均为 6 个月（此前还有 3 个月期限，此前 LTR 还有 3、9、12 个月操作）。ILTR 名称中的“指数化”主要体现在其操作利率由基准利率（The Bank Rate）与清算利差构成，其中基准利率由英国央行决定，清算利差则与金融体系对资金的需求程度有关，当资金需求量较大时，清算利差也会相应增加。因此，随着基准利率调整，中长期融资成本也随之相应变化，进而起到调控中长期利率的作用。ILTR 操作通常每个月开展一次，具体时间为周二上午 10:00-10:30 开展。其他政策利率还包括贴现窗口便利利率（Discount Window Facility）、或有期限回购便利利率（Contingent Term Repo Facility）等。

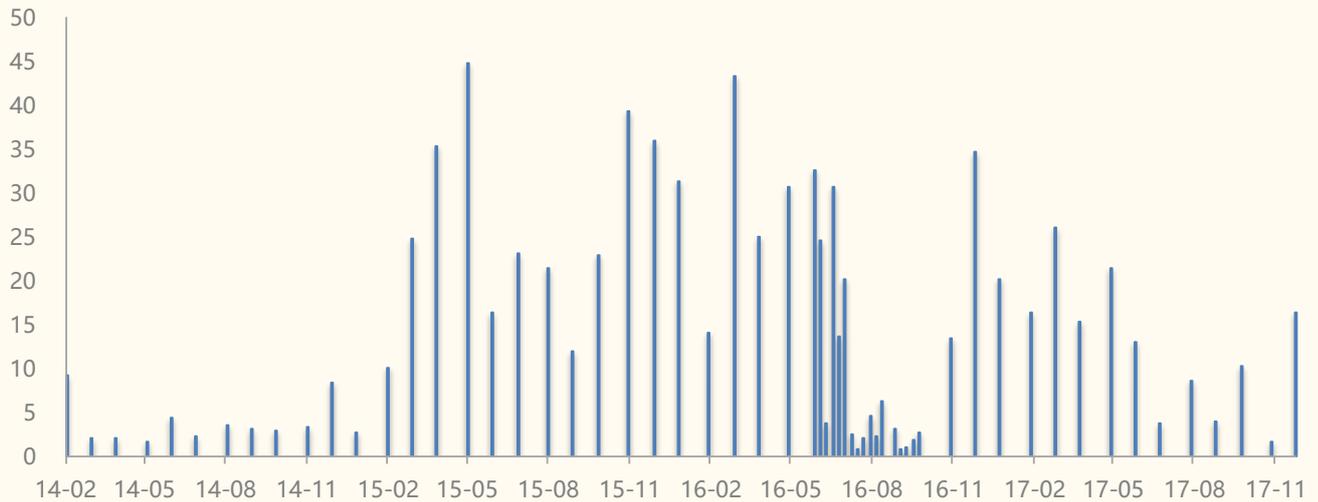
ILTR 操作利率由基准利率和清算利差之和构成，清算利差与抵押品级别、流动性需求状况相关。英国央行将抵押品分为三个级别，A 级、B 级、C 级。其中，A 级指高质量的高流动性主权债券，B 级指高质量的流动抵押品，包括其他主权国家、超国家的抵押品及公司债券，C 级则是指低流动性债券和贷款组合等。银行拥有抵押品等级的不同，决定了清算利差的下限。具体来看，A 级抵押品，清算利差下限为 0bp，B 级抵押品清算利差下限为 5bp，C 级抵押品清算利差下限为 15bp。在具体操作过程中，金融体系对资金需求越大，清算利差也会相应扩大，因此操作利率也就越高。

ILTR 操作在不同抵押品类型中实行单一价格荷兰式招标。在投标方面，目前英国央行对参与方提交的投标数量、总量以及单个参与方收到的投标总量没有限制，即参与方可以选择针对三类抵押品中的一类或者多类提交多个出价，以增加其中标的可能性。随后英央行将按照参与方出价高低顺序进行分配，直至达到 ILTR 操作总量要求。在拍卖的定价机制方面，ILTR 执行“单一清算利差制”，并且英央行要求参与者应按照他们愿意为每个抵押品支付的最大利差进行出价。需要注意的是，参与方银行投标时候给出的清算价差最后不一定是其获得流动性分配资金时候实际需要支付的成本。如果参与方投标时给出的清算价差高于实际成交时英央行要求的清算价差，则只需支付基准利率加上英央行要求的清算价差即可。

2016 年英国脱欧公投期间英央行也曾提高 ILTR 操作的频次。2016 年 6 月为应对脱欧公投期间流动性的大幅波动，英国央行将 6-9 月 ILTR 操作频次至每周一次。

次，随后又进一步下调基准利率 25bp 至 0.25%，累计向金融体系提供了 136.4 亿英镑流动性支持，操作额度则呈现“前高后低”的变化趋势。从清算价差角度来看，A 级和 B 级抵押品对应成交的清算价差一直稳定在 0、5bps，C 级抵押品对应成交清算价差总体维持在 15bps，仅在 2016 年 6 月 28 日那次操作中提高到了 20bps，反映出在当时银行对流动性资金需求量的波动。

图表 1: 2016 年 6-9 月英央行增加了 ILTR 操作频次 (亿英镑)



来源: BOE, 国金证券研究所

脱欧不确定性下前英国经济下行压力进一步加大，英国央行增加 ILTR 操作频次，旨在增加央行在未来两月提供流动性支持方面的灵活性，以应对脱欧造成的不确定性对金融系统的冲击。当前，英国脱欧进入倒计时，但具体脱欧的结果还存在不确定性。欧盟首席谈判代表巴尼耶 3 月 6 日表示，目前在欧盟与英国就脱欧问题进行的最新磋商，但尚未找到任何解决方案打破脱欧僵局。英国议会最迟将于 3 月 12 日就英国首相特蕾莎梅与欧盟达成的脱欧协议进行表决，该项协议能否获得议会通过存在很大的不确定性。在各方僵局的情况下，英国推迟脱欧的可能性在增加。同时，英国经济政策不确定指数进一步上升，工业生产指数进一步下降，1 月 CPI 同比 1.8%，为 2017 年 1 月以来最低，是两年来首次低于英国央行 2% 的目标通胀率。2 月英国央行货币政策会议下调了今明两年经济增长预期，预计 2019 年 GDP 增长 1.2%（此前为 1.7%），预计 2020 年 GDP 增长 1.5%（此前为 1.7%）。经济放缓主要反映了海外经济活动的走弱，以及英国脱欧不确定性带来的影响，都将对英国经济造成负面影响。英国央行在去年 11 月发布的报告中表示，脱欧议程中伴随的不确定性已经阻碍了一些企业的投资、支出活动。自 2016 年中期起，英国商业投资相对于其他发达国家而言已经下降，并且在 2018 年第三季度其投资水平比英央行在公投前预测的水平低了约 15%。种种迹象表明，当前英国经济下行压力进一步加大，市场预期不乐观。本次英国央行增加 ILTR 操作频次，旨在增加央行在未来两月提供流动性支持方面的灵活性，以应对脱欧造成的不确定性对金融系统的冲击。在 3-4 月累计将开展 9 次操作，预计累计将投放流动性 145 亿英镑。

图表 2: 英国经济不确定指数上升



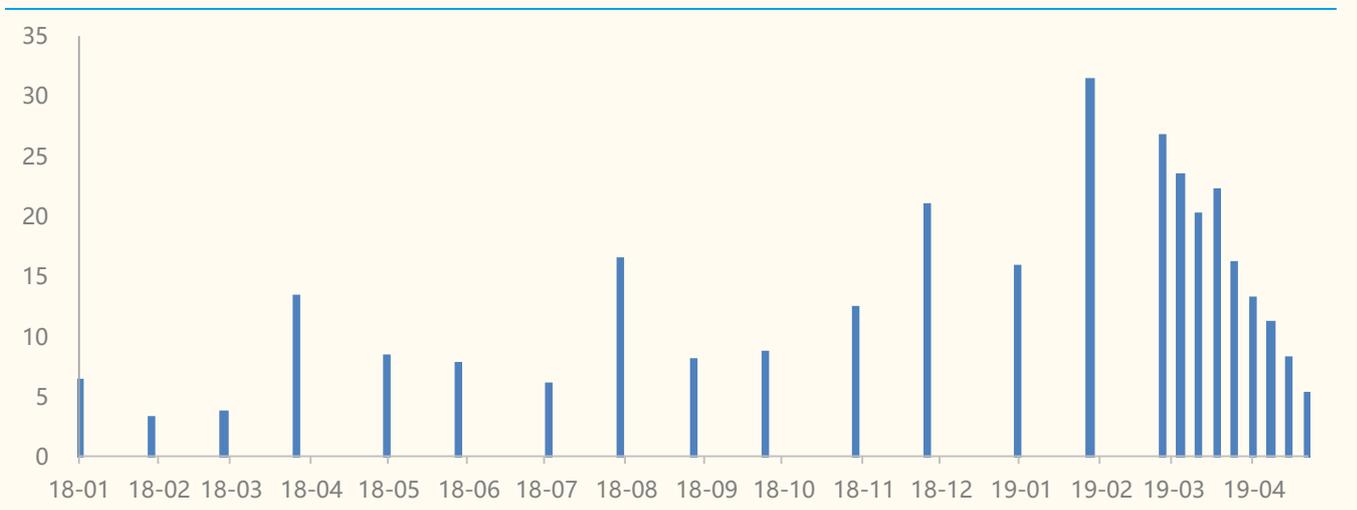
来源: Wind, 国金证券研究所

图表 3: 英国工业生产指数、CPI走弱



来源: Wind, 国金证券研究所

图表 4: 2019 年 3-4 月增加 ILTR 操作频次 (亿英镑)¹



来源: BOE, 国金证券研究所

二、全球央行观察

1. 中国央行: 平衡好防风险与稳增长的关系

国内货币市场流动性宽松。3月8日, 货币市场流动性整体宽松, R007、DR007、Shibor3M 分别为 2.33%、2.30%、2.76%, 较上周(3月1日)分别波动-10.62bp、-10.70bp、0.50bp。本周无逆回购、MLF到期。

人民银行金融稳定局局长王景武接受《金融时报》记者采访, 针对资管新规相关配套办法的制定和执行过程中, 把握好度, 既支持好实体经济融资, 又防范不合规影子银行风险。王景武表示, 当前, 我国经济下行压力加大, 防范化解重大金融风险攻坚战处于关键时期, 人民银行将继续平衡好防风险与稳增长的关系, 把资管新规实施好。一是保持战略定力, 不忘防控金融风险的初衷, 坚持资管新规总体框架、方向及基本原则不动摇。二是把握政策执行的节奏和力度, 推动资管业务有序平稳转型。三是会同金融监管部门推出标准化债权类资产认定细则, 推动金融机构发行符合资管新规的新产品, 推动银行理财子公司尽快设立和运行。四是持续关注金融市场的运行动态, 密切监测金融机构的

¹ 其中 3 月 5 日英国央行操作了 26.6 亿, 3 月 12-4 月 30 日为我们的预计数量

行为边际变化，动态评估资管业务整改和发展情况，及时分析总结新情况，推进资管新规稳妥有序实施。

香港货币市场流动性相对宽松，Libor-Hibor 利差小幅上升。3月8日，Hibor 隔夜、1周、3个月较上周（3月1日）下降 5.34bp、2.36bp、4.29bp 至 0.59%、0.72%、1.62%，Libor-Hibor 利差小幅上升至 169bp。

2. 美联储：正讨论何时结束缩表

美联储主席鲍威尔表示，在利率政策上采取观望态度；美联储将相对较快的时间宣布关于缩表的更多细节。

美联储纽约联储主席 Williams 表示，美联储正积极讨论何时结束缩表；预计会在未来数月里继续讨论这个议题；全球经济形势对美国构成主要风险。

美国里士满联储主席 Barkin 表示，美国薪资已经开始增长；劳动力对于薪资增长的推动作用已经不如以往那么突出。

美国波士顿联储主席 Rosengren 表示，美联储正在保持耐心是因为通胀增长缓慢；就当前的经济水平而言，目前的利率水平是合适的。

美联储理事 Brainard 表示，审慎地建议维持一段时期的观望状态，在通胀尚未回暖的情况下尤其如此。

3. 欧央行：维持政策利率不变，宣布启动新一轮 TLTROs

3月7日，欧央行货币政策会议宣布，维持政策利率不变（主要再融资利率 0%，边际贷款利率 0.25%，存款便利利率-0.4%），至少在 2019 年底前保持利率不变（此前为 2019 年夏天前），再次表示再投资将一直持续到首次加息后很长一段时间，且会持续足够长的时间，以维持有利的流动性条件和货币宽松的充裕程度。本次会议宣布，将启动新的定向长期再融资操作(TLTRO-III)，从 2019 年 9 月开始至 2021 年 3 月结束，每季度开展一次，每次操作期限为两年。同时，欧央行下调了欧元区的经济增速预期和通胀预期，下调 2019 年 GDP 增速至 1.1%（此前为 1.7%），下调 2020 年预期至 1.6%（此前为 1.7%）；下调 2019 年通胀预期至 1.2%（此前为 1.6%），2020 年通胀预期至 1.5%（此前为 1.7%）。

欧央行行长德拉吉表示，短期经济展望比预期较差，近期数据仍然疲软，特别是制造业；欧央行准备好按需调整所有工具；将在后面宣布 TLTRO 的操作细节。

4. 日本央行：经济面临的下行风险上升

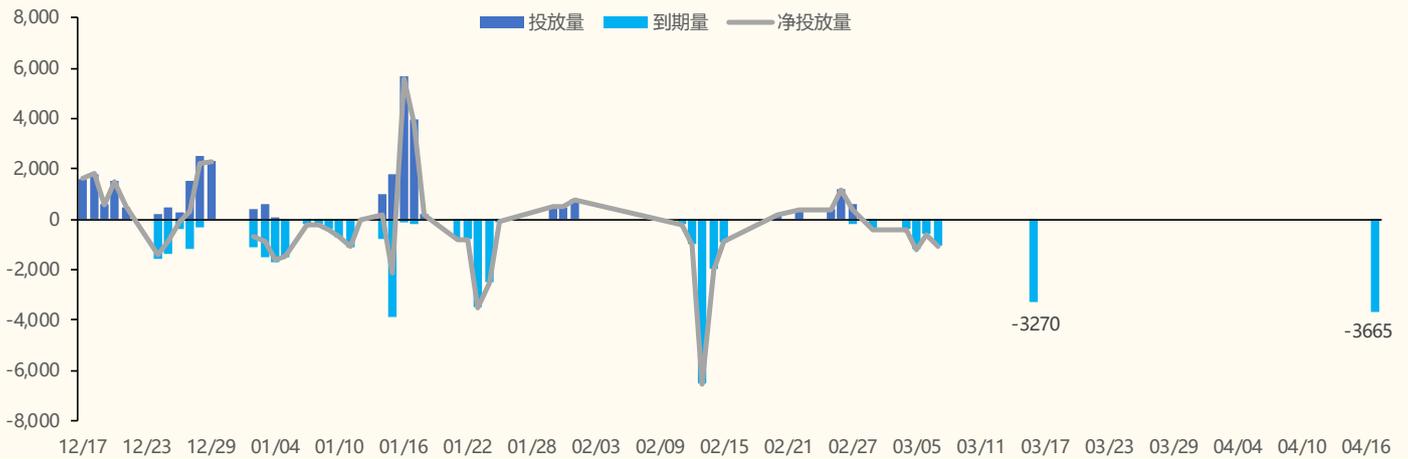
日本央行政策审议委员原田泰表示，日本经济面临的下行风险上升，但目前并未看到经济滑入衰退；必要时日本央行将毫不犹豫地采取行动，量化、质化或利率都是宽松的可能手段；日本家庭收入上升的状况下消费仍然较弱，国内经济面临的风险正在上升。

日本央行行长黑田东彦表示，仍然计划维持强有力的宽松政策；虽然通胀有回升趋势，但目前看，在 2020 财年前实现 2% 通胀目标存在困难。

5. 其他央行

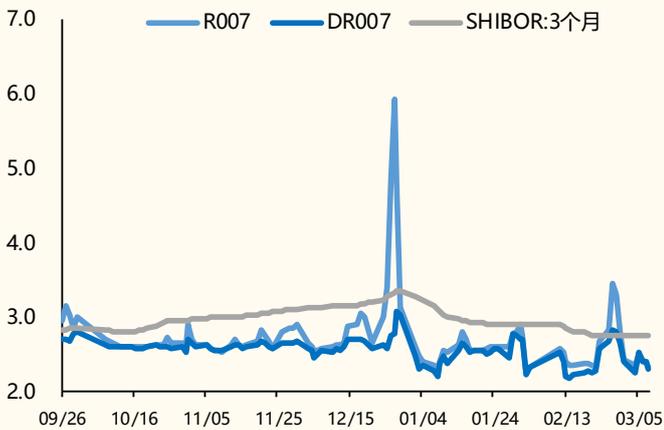
3月6日，加拿大央行维持基准利率 1.75% 不变；土耳其央行维持基准回购利率 24.00% 不变。

图表 5: 近几个月中国央行公开市场资金净投放概览 (亿元)



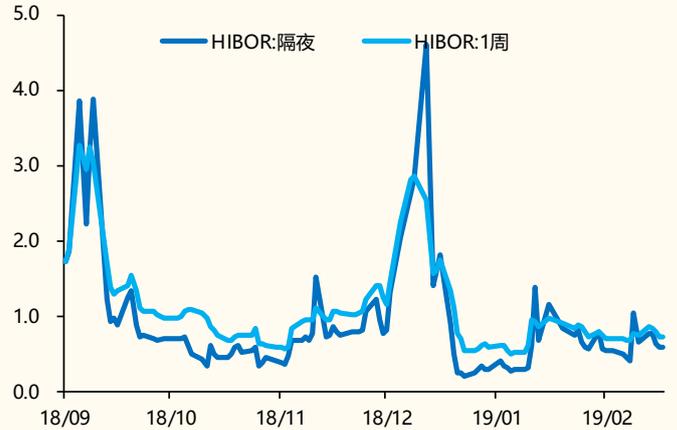
来源: Wind, 国金证券研究所

图表 6: 国内货币市场流动性宽松 (%)



来源: Wind, 国金证券研究所

图表 7: 香港货币市场流动性宽松 (%)



来源: Wind, 国金证券研究所

图表 8: Libor-Hibor 利差小幅回升 (%)



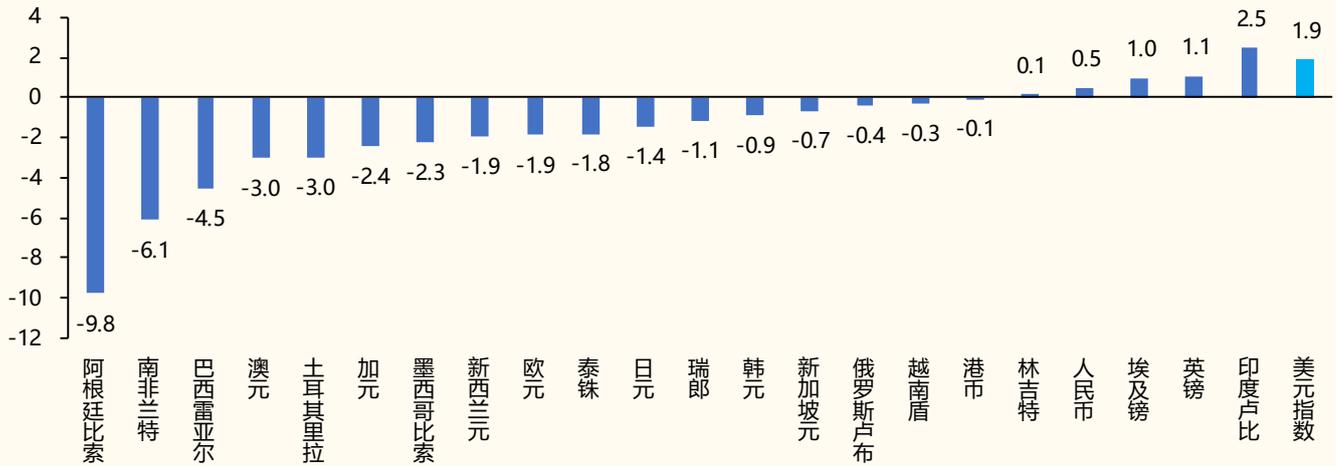
来源: Wind, 国金证券研究所

图表 9: 联邦基金利率期货显示美联储加息概率很低

FOMC 会议时间	联邦基金利率		
	200-225	225-250	250-275
2019/3/20	1.30%	98.70%	0.00%
2019/5/1	1.30%	98.70%	0.00%
2019/6/19	7.80%	92.10%	0.00%
2019/7/31	7.80%	92.10%	0.00%
2019/9/18	11.70%	87.90%	0.00%
2019/10/30	11.70%	87.90%	0.00%
2019/12/11	18.40%	80.10%	0.00%
2020/1/29	23.20%	73.90%	0.00%

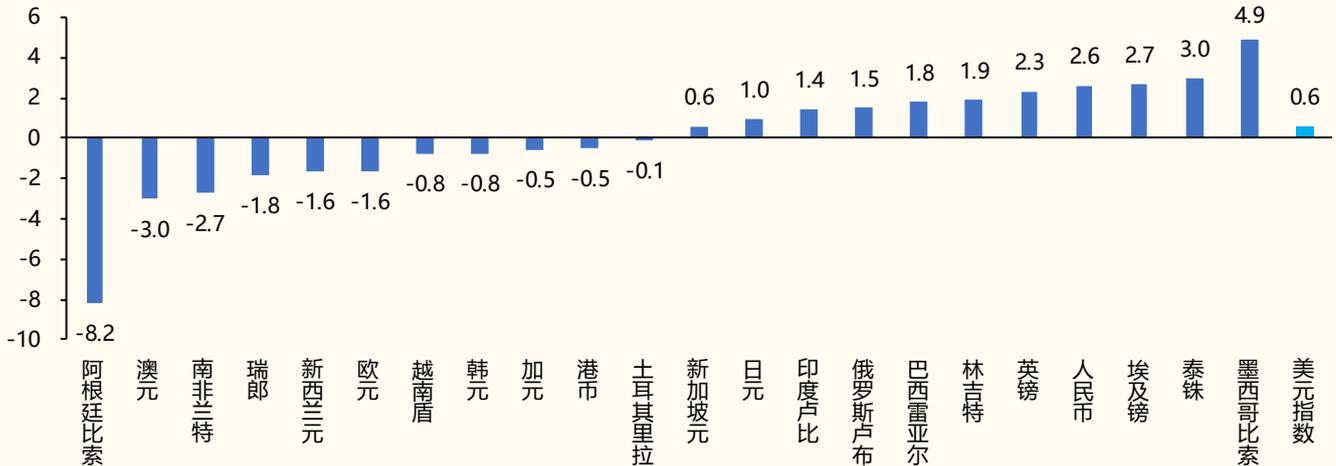
来源: CME, 国金证券研究所

图表 10: 近一个月主要货币汇率相对美元变动幅度 (%)



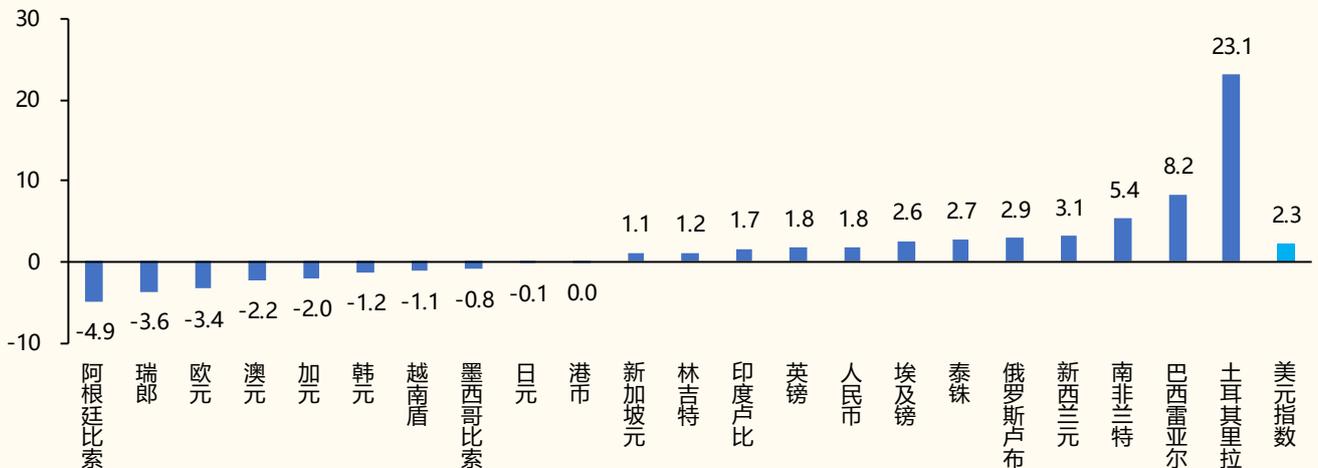
来源: Wind, 国金证券研究所

图表 11: 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 12: 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 13: 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
3月8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。
3月7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。
3月6日	目前银行体系流动性总量处于较高水平, 可吸收央行逆回购到期等因素的影响, 不开展逆回购操作。
3月5日	目前银行体系流动性总量处于较高水平, 可吸收央行逆回购到期等因素的影响, 不开展逆回购操作。
3月4日	目前银行体系流动性总量处于较高水平, 可吸收央行逆回购到期等因素的影响, 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 14: 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
3月9日	美联储主席鲍威尔	2019年	在利率政策上采取观望态度; 美联储将相对较快的时间宣布关于缩表的更多细节。
3月8日	美联储理事Brainard	2019年	审慎地建议维持一段时期的观望状态, 在通胀尚未回暖的情况下尤其如此。
3月7日	美联储纽约联储主席Williams	2019年	美联储正积极讨论何时结束缩表; 预计会在未来数月里继续讨论这个议题。全球经济形势对美国构成主要风险。
3月6日	美国里士满联储主席Barkin	2019年	美国薪资已经开始增长; 劳动力对于薪资增长的推动作用已经不如以往那么突出。
3月5日	美联储明尼阿波利斯联储主席Kashkari	2020年	预计美国经济将继续温和增长, 在可预见的未来看不到衰退迹象。不认为美国处于充分就业状态, 美国劳动力市场存在闲置问题。
3月5日	美国波士顿联储主席Rosengren	2019年	美联储正在保持耐心是因为通胀增长缓慢。就当前的经济水平而言, 目前的利率水平是合适的。

来源: Wind, 国金证券研究所整理

图表 15: 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
3月9日	欧洲央行执委Mersch	当欧央行做好准备时, 会公布定向长期再融资操作 (TLTRO) 的细节。经济放缓会持续多长时间仍不清楚。
3月7日	欧央行行长德拉吉	短期经济展望比预期较差, 近期数据仍然疲软, 特别是制造业。欧央行准备好按需调整所有工具; 将在后面宣布TLTRO的操作细节

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_13836



云报告
https://www.yunbaogao.cn

云报告
https://www.yunbaogao.cn