

欧央行重启 TLTRO 可期

一、欧央行重启定向长期再融资操作 (TLTRO) 可期

■ **TLTRO 是欧央行货币政策操作工具之一。**该工具通过对银行提供低利率、长期资金支持，激励银行增加非金融企业和家庭部门贷款，缓解经济走弱情况下私人部门信贷紧缩状况，进而刺激经济增长。欧央行于 2014 年 9 月、2016 年 9 月分别开展了两轮 TLTRO 操作。具体来看：第一轮 TLTRO 操作 (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；第二轮 TLTRO 操作 (TLTRO II) 于 2016 年 3 月开始，每个季度开展一期操作，共开展 4 期。此前两轮 TLTRO 都是在欧元区经济持续低迷的背景下推出的，欧央行试图通过提供低成本、长期资金扩大银行对私人部门的信贷动力，从而刺激经济增长。**TLTRO 与其他非常规货币政策在扩大信贷供给、降低信贷利率方面起到了很重要的作用。**2017 年开始，随着经济逐渐开始好转，欧央行停止了 TLTROs 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，并于去年 12 月后结束净资产购买。2018 年欧元区经济开始出现边际走弱迹象，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。欧元区非金融企业贷款增速也开始放缓，其中，意大利、西班牙贷款增速分别于 2019 年 1 月、2018 年 10 月由正转负，私人部门信贷也呈现紧缩态势。**在经济整体走弱的背景下，欧央行需要调整当前货币政策宽松的力度。**从政策选择来看，利率政策已经没有空间，资产购买计划也不易在短期内重启，定向长期再融资 (TLTRO) 则是一个比较好的选择。这也是近期欧央行官员对 TLTRO 讨论较多的原因。**我们预计上半年欧央行将宣布开始新的 TLTRO 操作，并于下半年开始实施。**

二、全球央行观察

- **中国央行：全面、纵深推进各项防范化解重大风险任务部署。**人民银行金融稳定局局长王景武接受《金融时报》记者采访，对于防范化解重大风险攻坚战，表示要重点推进五方面工作。
- **美联储：货币政策调整将保持耐心。**美联储主席鲍威尔在国会听证会上表示，今年美国经济增速将低于去年，但整体形势良好，密切关注海外经济增长放缓和英国脱欧等问题；将在未来货币政策调整方面保持耐心；联储准备在必要时调整资产负债表规模。
- **欧央行：魏德曼表示不应对德国经济过于悲观。**欧洲央行管委、德国央行行长魏德曼表示，德国就业率和薪资将在 2019 年进一步上升，不应对德国经济过度悲观；不急于调整欧洲央行的前瞻指引。欧洲央行管委、西班牙央行行长 De Cos 表示，正在放缓的欧元区经济对银行业是挑战。
- **日本央行：经济增长面临的不确定性增加。**日本央行审议委员铃木人司表示，经济增长面临的不确定性增加；日本央行将通过正确政策保持物价回升趋势，目前有必要维持货币宽松。
- **其他央行：韩国央行维持基准利率 1.75% 不变。**

三、文献推荐

- **英国脱欧和不确定性：公司层面调查数据 (BOE)，房地产泡沫的金融体系的传导：来自西班牙的例子 (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

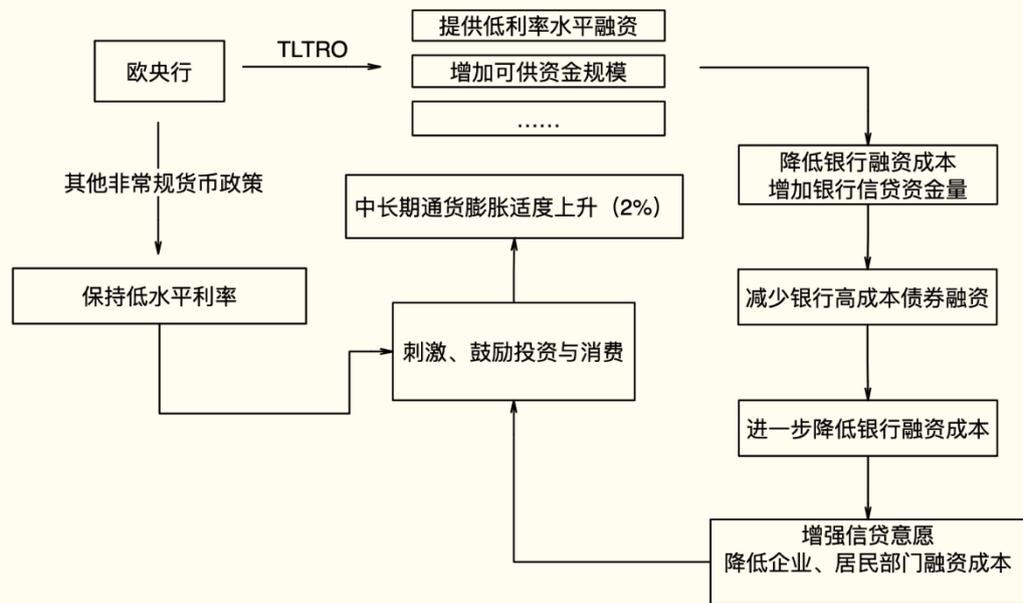
邸鼎荣 联系人
didingrong@gjzq.com.cn

正文如下：

一、欧央行重启定向长期再融资操作（TLTRO）可期

TLTRO 是欧央行货币政策操作工具之一。该工具通过对银行提供低利率、长期资金支持，其目的在于激励银行增加非金融企业和家庭部门贷款，缓解经济走弱情况下私人部门信贷紧缩状况，进而刺激经济增长。与长期再融资操作（LTRO）相比，TLTRO 期限更长，定向则表现在银行可以借入的资金规模与其向非金融公司和家庭的贷款（不包括购房贷款）规模相关，对于贷款的类型有一定要求。欧央行于 2014 年 9 月、2016 年 9 月分别开展了两轮 TLTRO 操作，具体来看：

图表 1：定向长期再融资操作（TLTROs）传导机制

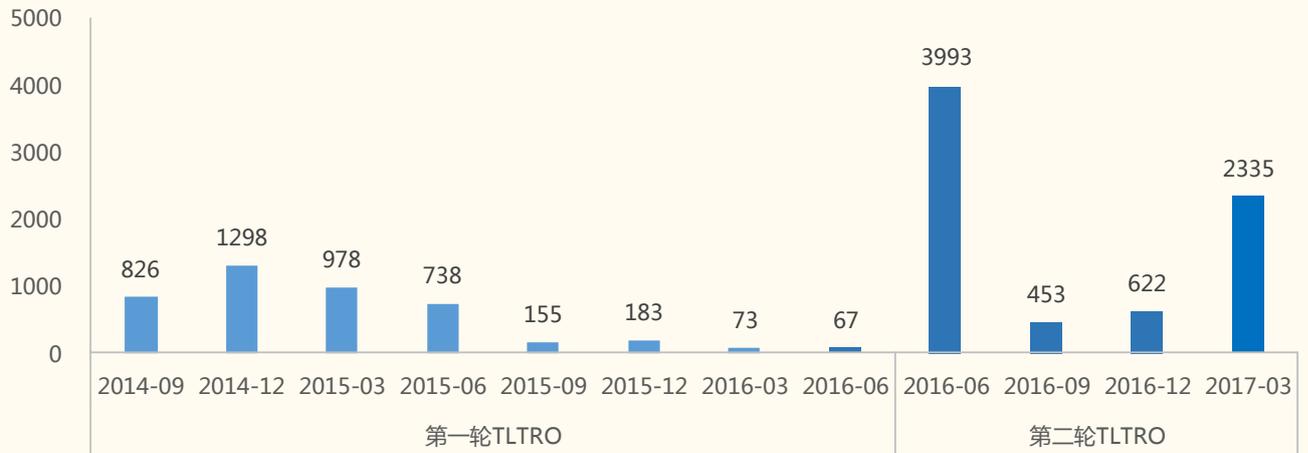


来源：国金证券研究所

第一轮 TLTRO 操作（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。因此，从操作期限来看，除第一期操作以外，其他后续 7 次操作期限均小于 4 年。操作额度方面，在前两期操作中，银行可借资金根据其对非金融私人部门全部贷款额的 7% 计算；此后 6 次操作中，银行可按照欧央行规定口径下净贷款额的三倍进行借款。需要注意的是，家庭部门住房贷款和公共部门贷款不包括在计算可借资金额度的基数内。操作利率方面，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。在每期操作开始后 24 个月起，银行可选择向欧央行偿还借款。欧央行还通过强制提前偿还规定，以确保资金用于支持欧元区实体经济，如果银行在贷款方面未达到欧央行要求，则被要求在 2016 年 9 月提前归还借款。欧央行预计前两期将开展 4000 亿欧元操作，实际上，在 2014 年 9 月第一期 TLTRO 竞标时，操作金额仅有 826 亿欧元，到第二次竞标时也仅共计 2124 亿欧元，与 4000 亿的预

期有较大差距。

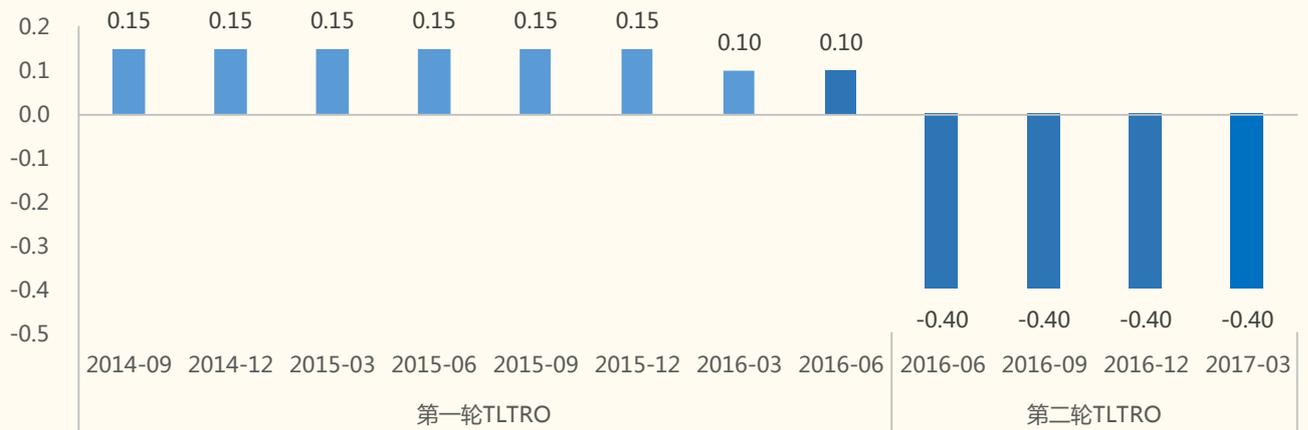
图表 2：两轮 TLTRO 操作认购规模（亿欧元）



来源：ECB，国金证券研究所

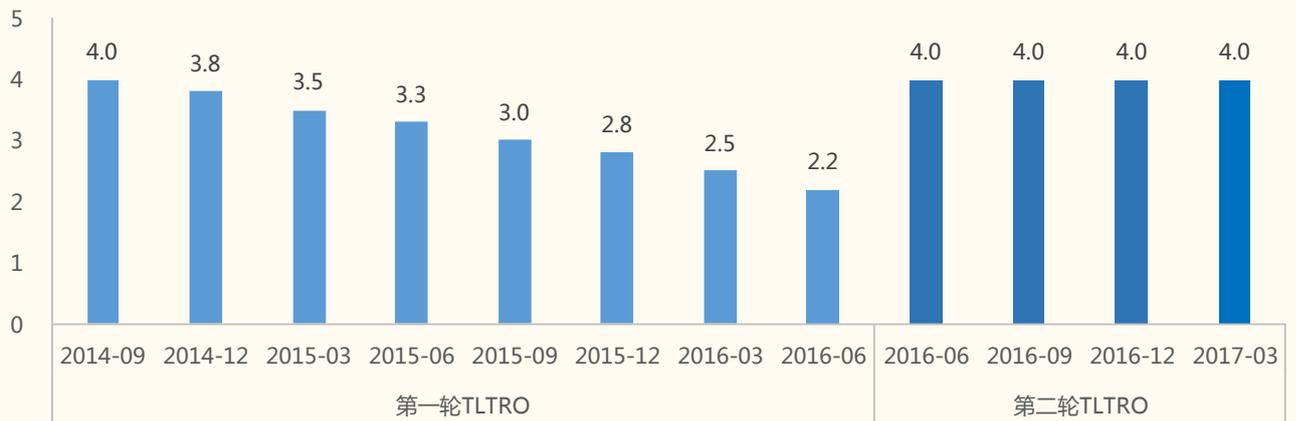
第二轮 TLTRO 操作 (TLTROs II) 于 2016 年 3 月开展，每个季度开展一期操作，共开展 4 期。每次操作期限均为 4 年，相较于第一轮操作期限加长；操作额度方面，银行按照向非金融企业和家庭贷款额（不包括住房贷款）的 30% 向欧央行申请贷款，相比之下，第一轮操作中前两次操作中该比例为 7%，可以看到第二轮操作规模扩大。操作利率方面，与第一轮固定利率不同，操作利率与银行贷款模式相关联，银行向非金融公司和家庭发放的贷款越多（房屋购买贷款除外），其借款的利率则越低。具体来看，利率上限为主要再融资操作利率 (MRO, 0%)，下限为存款便利利率 (Deposit Facility, -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%。与第一轮操作还款期限规则相似，自 2018 年起银行可以选择按季度偿还借款。与第一轮操作不同的是，如果银行未达到贷款基准条件的情况下，欧央行不会强制要求其偿还贷款，只是其无权获得 -0.4% 的最低利率，较第一轮操作明显放松。2016 年 6 月第二轮 TLTRO 首次认购规模较此前有显著增长，首次投标金额达 3991 亿欧元，其中大部分来自第一轮再融资转换；2016 年第三、四季度，银行借贷净增长额为 453 亿、622 亿；在 2017 年 3 月最后一次操作中，认购规模再次剧增，2017 年 3 月，净增长额达 2335 亿欧元，主要是受欧央行退出宽松预期影响，银行希望在最后一次操作中获取尽可能多的长期、低利率资金。

图表 3：两轮 TLTRO 操作利率 (%)



来源：ECB，国金证券研究所

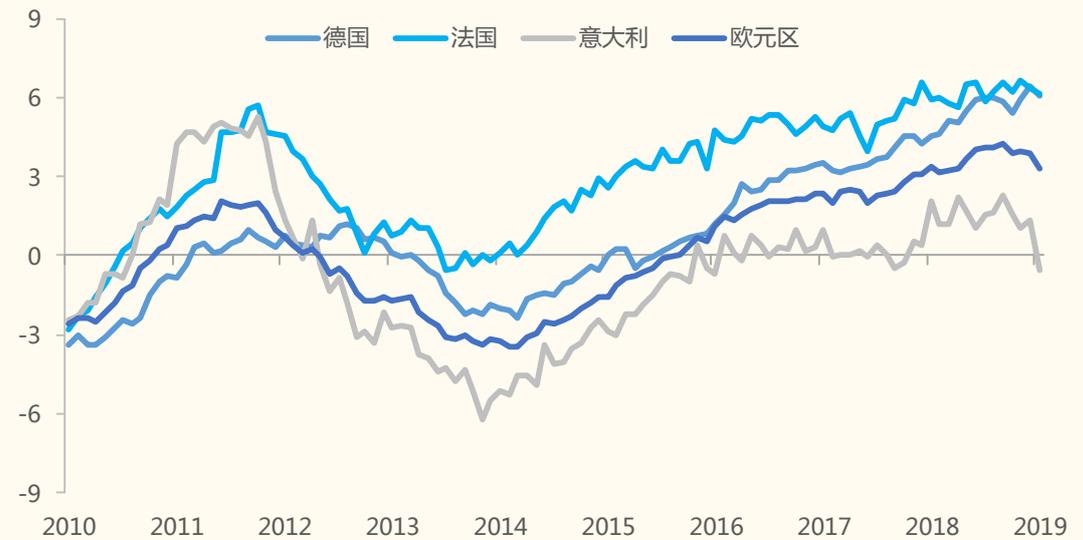
图表 4：两轮 TLTRO 操作期限 (年)



来源：ECB，国金证券研究所

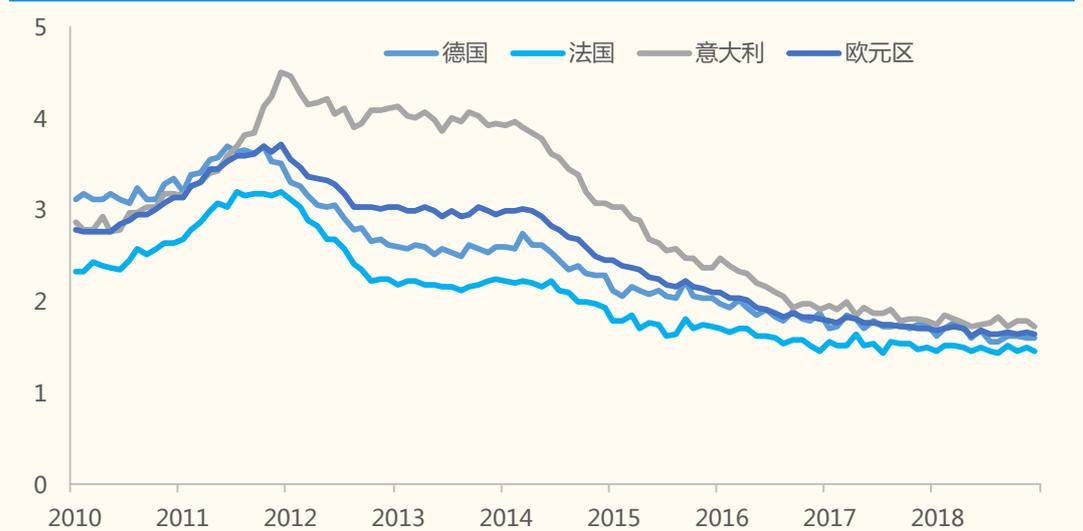
TLTRO 与其他非常规货币政策在扩大信贷供给、降低信贷利率方面起到了很重要的作用。此前两轮 TLTRO 都是在欧元区经济持续低迷的背景下推出的，欧央行试图通过提供低成本、长期资金扩大银行对私人部门的信贷动力，从而刺激经济增长。TLTRO 与其他非常规货币政策在扩大信贷供给、降低信贷利率方面起到了很重要的作用。从非金融企业信贷增速来看，2014 年 Q2 起欧元区信贷增速开始回升，并于 2015 年四季度由负转正，意大利信贷增速也于 2016 年初恢复到正增长。且欧元区整体信贷增速在第二轮操作期限内呈现正增长；从非金融企业综合贷款利率来看，2014 年 Q2 起欧元区贷款利率整体呈现下降趋势，至 2017 年 Q1 下降了 100bp。同时，意大利与德国贷款利差也逐步收窄，由 107bp 收窄至 15bp。欧元区经济增速和通胀也开始逐步回升。根据欧央行经济公报，在两轮 TLTRO 操作共同影响下，参与 TLTRO 操作的银行对私人部门的信贷规模均高于未参与 TLTRO 的银行，说明 TLTRO 操作有效改善了信贷条件；同时，TLTROs 为参与银行节约了大量融资成本，非金融企业和家庭的贷款利率显著回落，降低了实体经济的融资成本，形成良好融资环境，起到鼓励借贷、投资及消费的作用。

图表 5：2014 年 Q2 起欧元区非金融企业信贷增速开始回升 (%)



来源：ECB，国金证券研究所

图表 6：2014 年 Q2 起欧元区非金融企业贷款利率整体呈现下降趋势 (%)

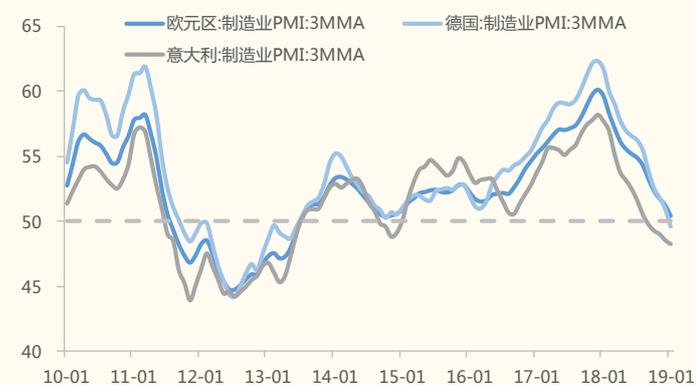


来源：ECB，国金证券研究所

欧央行重启定向长期再融资操作 (TLTRO) 可期。我们预计，今年上半年欧央行将宣布开始新的 TLTRO 操作，并于下半年开始实施。2017 年开始，随着经济逐渐开始好转，欧央行停止了 TLTROs 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 年欧元区经济开始出现边际走弱迹象，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，2019 年，2 月欧元区制造业 PMI 下降到 50 以下，为 2013 年 6 月以来首次，其中德国 PMI 连续两个月位于 50 以下，显示经济走弱趋势在加剧。欧元区非金融企业贷款增速也开始放缓，其中，意大利、西班牙贷款增速分别于 2019 年 1 月、2018 年 10 月由正转负，私人部门信贷也呈现紧缩态势。在经

济整体走弱的背景下，欧央行需要调整当前货币政策宽松的力度。从政策选择来看，利率政策已经没有空间，资产购买计划也不易在短期内重启，定向长期再融资（TLTRO）则是一个比较好的选择。这也是近期欧央行官员对 TLTRO 讨论较多的原因。具体来看：利率政策方面，2016 年 3 月起欧元区主要再融资（MRO）已降至 0%，边际存款利率已降至-0.40%，利率已经没有进一步下调的空间。如果再次下调，不仅易造成金融体系的不稳定，也不利于未来货币政策正常化的推进；资产购买计划（APP）方面，资产净购买已于去年 12 月停止，当前维持到期资产再投资，如果短时期内启动新一轮 APP，将有损于欧央行货币政策的可信度，且当前经济趋弱的程度也没有到贸然开展新一轮资产购买计划的程度。TLTRO 操作具有灵活性高、利率低和期限长的等特点，因此成为比较合适的政策工具选择。我们预计，今年上半年欧央行将宣布开始新的 TLTRO 操作，并于下半年开始实施。

图表 7：欧元区制造业 PMI 处于下降态势



来源：Wind，国金证券研究所

图表 8：欧元区工业产出指数也处于下降态势（%）



来源：Wind，国金证券研究所

二、全球央行观察

1. 中国央行：全面、纵深推进各项防范化解重大风险任务部署

国内货币市场流动性宽松。3 月 1 日，R007、DR007、Shibor3M 分别为 2.44%、2.40%、2.75%，与上周（2 月 22 日）分别波动-24.45bp、-16.10bp、0.10bp。本周将有 2200 亿逆回购到期，1055 亿 MLF 到期，预计央行将对到期 MLF 进行续作。

人民银行金融稳定局局长王景武接受《金融时报》记者采访，对于防范化解重大风险攻坚战，表示要重点推进以下五方面工作：一是有效稳住宏观杠杆率，控制重点领域信用风险。二是稳妥化解影子银行风险。三是有序处置各类高风险金融机构风险。四是全面清理整顿金融秩序。五是深化金融业改革开放，加强预期管理和舆论引导，切实防范金融市场异常波动和外部冲击风险。在时间上，计划分三年推进：2018 年边制定行动方案，边落实各项工作举措，已实现良好开局；2019 年将承上启下，全面、纵深推进各项任务部署；2020 年力争从基本完成风险治标、逐步向治本过渡，实现攻坚战的既定任务。同时，根据今年以来宏观形势和外部环境变化，在坚持既定方针不变基础上，加强政策预调微调。

香港货币市场流动性小幅趋紧，Libor-Hibor 利差小幅回落。2 月 22 日，Hibor

隔夜、1 周、3 个月较上周（2 月 22 日）上升 10.61bp、3.54bp、0.52bp 至 0.65%、0.74%、1.58%，Libor-Hibor 利差小幅回落至 164bp。

2. 美联储：货币政策调整将保持耐心

美联储主席鲍威尔在国会听证会上表示，今年美国经济增速将低于去年，但整体形势良好，密切关注海外经济增长放缓和英国脱欧等问题；将在未来货币政策调整方面保持耐心，政策将取决于经济数据表现；资产负债表规模受准备金和货币需求的影响，联储准备在必要时调整资产负债表规模。

美联储达拉斯联储主席 Kaplan 表示，正在对资产负债表工具做分析；直至 6 月份，美联储都不应当在联邦基金利率方面采取任何行动。

美国费城联储主席 Harker 表示，预计美联储 2019-20 年分别加息一次将是合适的；潜在风险主要略微偏下行，当前在利率问题上继续保持观望。

美联储副主席 Clarida 表示，将在即将到来的几次会议上决定资产负债表的最终规模；美联储在利率问题上能够保持耐心。

3. 欧央行：魏德曼表示不应对德国经济过于悲观

欧洲央行管委、德国央行行长魏德曼表示，德国就业率和薪资将在 2019 年进一步上升，不应对德国经济过度悲观；不急于调整欧洲央行的前瞻指引；实施新的 TLTRO 需要合理理由。

欧洲央行管委、首席经济学家 Lane 表示，欧央行依据数据的策略提供了政策灵活性。

欧洲央行管委、西班牙央行行长 De Cos 表示，正在放缓的欧元区经济对银行业是挑战。

4. 日本央行：经济增长面临的不确定性增加

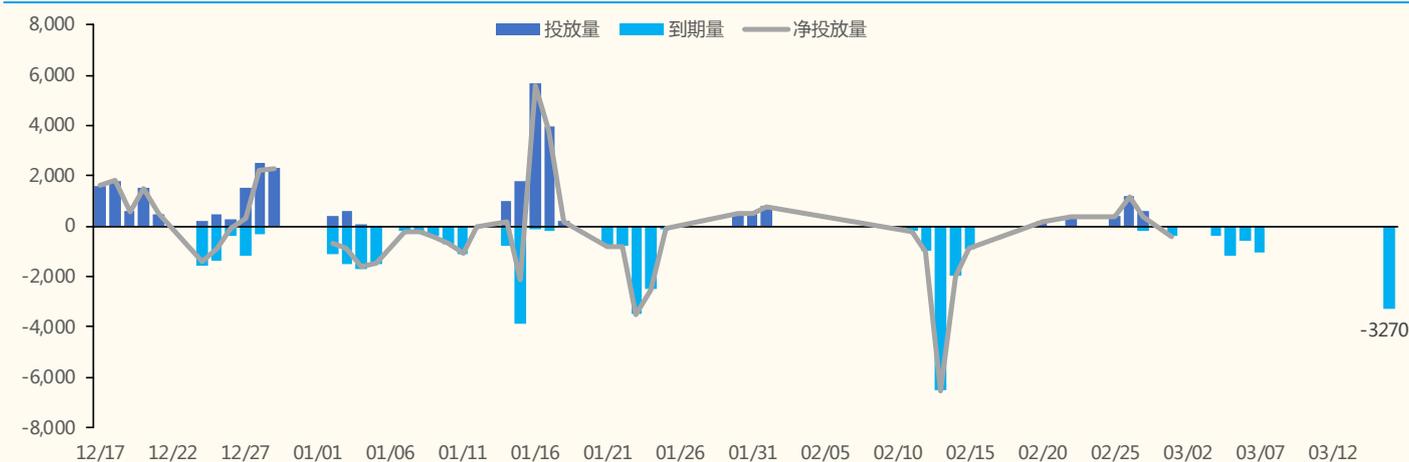
日本央行审议委员铃木人司表示，经济增长面临的不确定性增加；全球经济将在 2019 年下半年回暖；日本央行将通过正确政策保持物价回升趋势，目前有必要维持货币宽松。

日本央行行长黑田东彦表示，随着宽松政策继续实施，政策正常化的成本在上升；日本央行买入 ETF 是为降低风险溢价，是重要的政策组成部分；自去年下半年以来中国经济明显放缓。预计中国经济增长今年下半年回升，因当局已经采取财政和货币刺激措施；预计今年上调消费税对家庭造成的负担会比上一次上调时小。

5. 其他央行

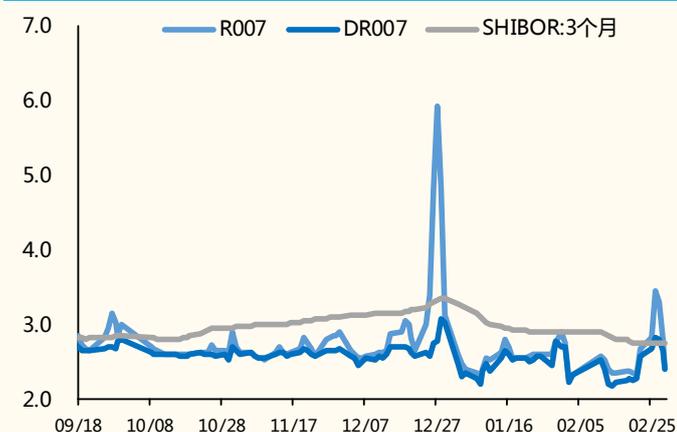
28 日，韩国央行维持基准利率 1.75% 不变。

图表 9：近几个月中国央行公开市场资金净投放概览（亿元）



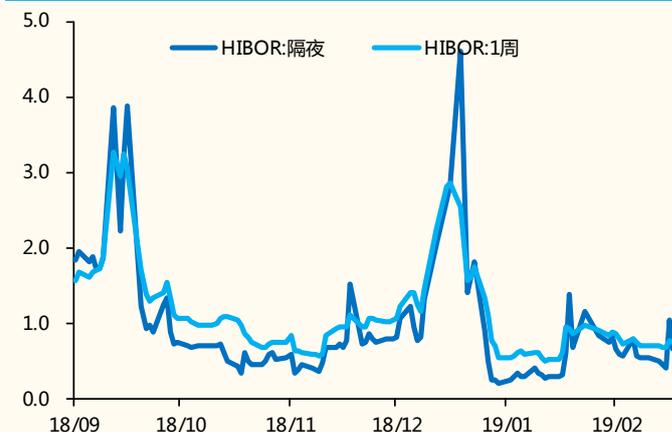
来源：Wind，国金证券研究所

图表 10：国内货币市场流动性恢复宽松（%）



来源：Wind，国金证券研究所

图表 11：香港货币市场流动性小幅趋紧（%）



来源：Wind，国金证券研究所

图表 12：Libor-Hibor 利差小幅回落（%）



图表 13：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	0.00%	98.70%	1.30%
2019/5/1	1.00%	97.70%	1.30%

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_13939



云报告
https://www.yunbaogao.cn

云报告
https://www.yunbaogao.cn