

怎么看欧央行的宽松政策？

报告摘要

● 报告摘要：

➤ 9月12日，欧洲央行公布利率决议，主要内容包括以下几点：

(1) 将存款便利利率从-0.4%下调至-0.5%；(2) 重启资产购买计划，从11月1日起每月净购买200亿欧元资产；(3) 实行利率分层，缓解负利率对银行业的不利影响；(4) 下调第三轮TLTRO的利率；(5) 下调经济增长和通胀展望。

➤ 1、欧央行内部分歧加大。相比较于此前市场预期，本次欧央行的政策既有偏鹰派的内容，又有偏鸽派的内容。比如：此前市场有30%的预期会降息20BP，但实际上只降息了10BP；虽然重启了资产购买计划，但月度购买规模不如市场预期，也没有提高对单个主体33%购债上限的限制。但降低TLTRO利率、不再预设加息时点、全面下调通胀预测这几点是超出预期的。与美联储类似，欧央行内部分歧也很大，主要体现在重启资产购买上。根据彭博社的报道，德国、法国、荷兰、奥地利、爱沙尼亚央行行长均反对重启APP，此前APP计划的负责人、执行委员科雷也表示当前重启该计划值得商榷，这使得新任行长拉加德继续推行宽松货币政策的不确定性上升。

➤ 2、对经济的影响不宜乐观。根据欧央行的测算，本次的降息和利率分层为欧洲银行业节省了大约20亿欧元，确实有效的缓解了负利率对商业银行的压力。同时，本次降低TLTRO利率也利好银行业。总体来看，欧央行的非常规货币政策有利于缓解银行体系的风险。但是对经济的影响可能并不大，原因在于两点：(1) 从银行业到实体经济的传导渠道并不通畅；(2) 欧洲的内需表现并不差。

➤ 3、未来需要关注什么？未来需要关注的包括两点：

➤ (1) 货币政策方面，APP计划的未来进展更加值得关注。现有的APP的购买规则包括三点：(1) 单个主体的购债上限是33%；(2) 只能买1-30年期的债，且大部分是国债；(3) 不同国家的债的购买比例按照欧央行的实收资本比例来定。根据欧央行的测算，在现有规则下，到2020年中期左右，APP计划可能面临着无债可买的问题。为了解决这一问题，要么提高单个主体33%的购债上限；要么更多的购买企业债；要么修改不同国家的购买比例。本次会议已经允许购买收益率低于存款便利利率的私人部门债券，未来怎样解决33%的上限将是欧央行很重要的议题。

➤ (2) 财政政策方面，主要关注德国的财政刺激计划出台情况。德国是唯一一个财政空间充足的国家，8月份有媒体报道，德国政府准备放弃平衡预算规定，实施赤字预算，以应对可能出现的衰退，但9月份德国总理默克尔和财政部部长奥拉夫又表示，德国将继续坚持预算平衡，继续寻求债务占GDP比重低于60%。因此，欧元区财政刺激计划的不确定性仍然很高。

研究部

钟正生

zhongzhengsheng@cebm.com.cn

姚世泽

szyao@cebm.com.cn

关于莫尼塔研究：

莫尼塔研究是财新集团旗下的独立研究公司。

自2005年成立伊始，莫尼塔研究一直为全球大型投资机构及各类企业提供资本市场投资策略，信息数据以及产业相关的研究服务。我们的客户包括国内外大型资产管理公司，保险公司，私募基金及各类企业。

2015年莫尼塔研究加入财新集团，成为中国最具影响力的财经媒体集团+顶级智库的一员。



目录

一、主题评论：怎么看欧央行的宽松政策？	3
二、海外重点事件追踪	5
1、美国公布非农就业数据	5
2、英国脱欧再生变数	5
3、美股科技股出现下跌	5
4、港交所拟收购伦交所	6
三、大类资产走势回顾	6
1、汇率：美元指数小幅下行至 98.2	6
2、商品：原油价格出现明显下跌	7
3、股债：全球股市出现明显回升	7
四、海外央行观点追踪	7
1、欧央行主要官员表态追踪	7
2、日本央行主要官员表态追踪	8
3、其他央行追踪	8
五、海外市场机构观点追踪	8

图表目录

图表 1：贷款利率下降并没有带来贷款量上升	4
图表 2：欧洲的服务业 PMI 表现并不差	4
图表 3：欧央行的 APP 以购买国债为主（PSPP 为国债、CSPP 为公司债）	4
图表 4：德、法、意财政盈余占 GDP 比重	5
图表 5：德、法、意政府总债务占 GDP 比重	5
图表 6：上周美元指数小幅下行至 98.2	6
图表 7：上周英镑出现明显升值	6
图表 8：上周原油价格出现明显下跌	7
图表 9：上周黄金价格小幅回调	7
图表 10：上周全球股市反弹明显	7
图表 11：上周美德、美日利差均上升	7

一、主题评论：怎么看欧央行的宽松政策？

9月12日，欧洲央行公布利率决议，主要内容包括以下几点：

(1) 降息。将存款便利利率从-0.4%下调至-0.5%，保持其他政策利率不变，并且修改政策指引：在低利率持续的期限上不再使用具体时间的表述，而是将其与通胀是否能稳健可持续地向略低于2%的政策目标收敛挂钩；

(2) 重启资产购买计划。从11月1日起每月净购买200亿欧元资产，但不设置截止日期，为了扩大合格资产池，会议决定可以购买收益率低于存款便利利率的政府债券和私人部门债券；

(3) 实行利率分层。银行超额流动性在对应的豁免额度以内的按照MRO利率（0%）计息，超过部分按照Depo利率计息（-0.5%），豁免额度一般为法定准备金的固定倍数，目前欧央行暂未公布豁免额度的大小，但承诺会根据过剩流动性的规模调整并适时公布；

(4) 下调第三轮TLTRO的利率。上限从MRO+10BP下调为MRO利率，下限从Depo+10bp下调为Depo利率，同时操作期限从2年延长至3年；

(5) 下调经济增长和通胀展望。欧央行表示受全球贸易疲软和不确定性上升的影响，今年第三季度经济增速继续放缓但保持正增长，并下调了2019年和2020年的经济增速和通胀预测。

1、欧央行内部分歧明显加大

相比较于此前市场预期，本次欧央行的政策既有偏鹰派的内容，又有偏鸽派的内容。比如：此前市场有30%多的预期会降息20BP，但实际上只降息了10BP；虽然重启了资产购买计划，但月度购买规模不如市场预期，也没有提高对单个主体33%购债上限的限制。但降低TLTRO利率、不再预设加息的时点、全面下调通胀预测这几点此前市场的预期并不足。

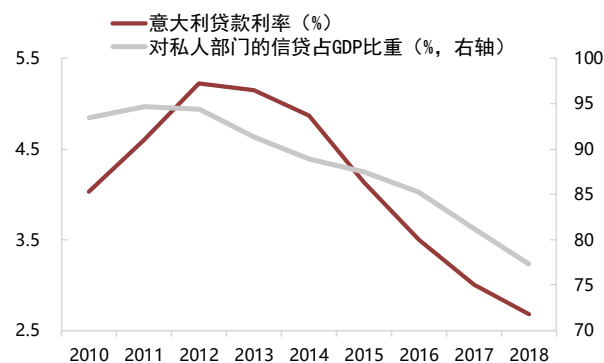
与美联储类似，欧央行内部的分歧也很大，主要体现在重启资产购买上。根据彭博社的报道，德国、法国、荷兰、奥地利、爱沙尼亚央行行长均反对重启APP，甚至连欧央行此前APP计划的重要负责人、执行委员科雷也表示当前重启该计划值得商榷，这使得新任行长拉加德继续推行宽松货币政策的不确定性上升。

2、对经济的影响不宜乐观

根据欧央行的测算，本次降息和利率分层为欧洲银行业节省了大约20亿欧元，确实有效的缓解了负利率对商业银行的压力。同时，本次降低TLTRO利率也会通过两条渠道利好银行业：一是降低了银行负债端的资金成本；二是延长了负债端的到期期限。总体来看，欧央行的非常规货币政策对商业银行盈利的影响是正面的，有利于缓解银行体系的风险。

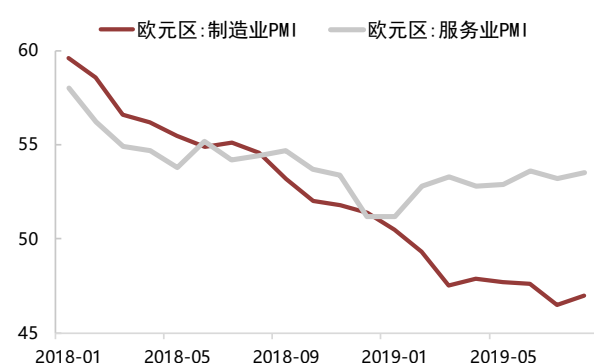
但是宽松政策对经济的影响可能并不大，最根本的原因在于两点：（1）从银行业到实体经济的传导渠道并不通畅。欧央行的非常规操作确实可以降低银行贷款利率，但是并没有刺激贷款量出现明显上涨，尤其是在欧洲的脆弱国家（图表1）；（2）欧洲的内需表现并不差。从不可贸易的服务业来看，目前欧洲的服务业PMI表现并不差，说明内需下滑程度并不严重，那么通过降息刺激内需拉动经济的作用就不会很大（图表2）。

图表 1：贷款利率下降并没有带来贷款量上升



资料来源：Wind，莫尼塔研究

图表 2：欧洲的服务业 PMI 表现并不差



资料来源：Wind，莫尼塔研究

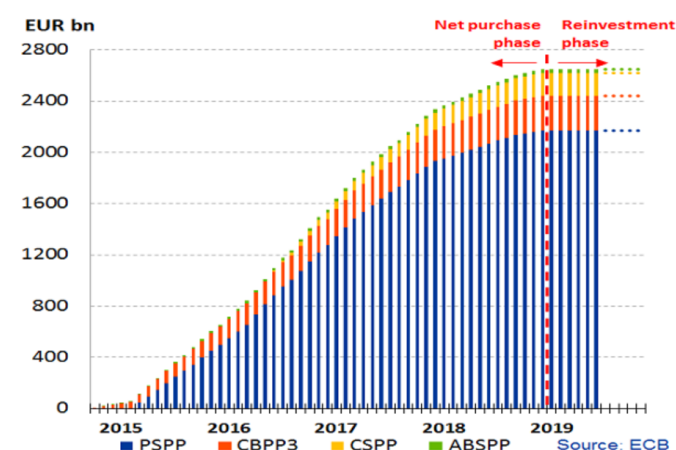
3、未来需要关注什么？

对于欧洲的政策，未来需要关注的包括两点：

(1) 货币政策方面，相较于继续降息与公布利率分层的豁免额度，APP计划的未来进展更加值得关注。现有的APP的购买规则包括三点：(1) 单个主体的购债上限是33%；(2) 只能买1-30年期的债，且大部分是国债（图表3）；(3) 不同国家的债的购买比例按照欧央行的实收资本比例来定。根据欧央行的测算，在现有规则下，到2020年中期左右，APP计划可能面临着无债可买的问题。为了解决这一问题，要么提高单个主体33%的购债上限；要么更多的购买企业债；要么修改不同国家的购买比例。本次会议已经允许购买收益率低于存款便利利率的私人部门债券，未来怎样解决33%的上限问题将是欧央行很重要的议题。

图表 3：欧央行的 APP 以购买国债为主（PSPP 为国债、CSPP 为公司债）

APP cumulative net purchases, by programme

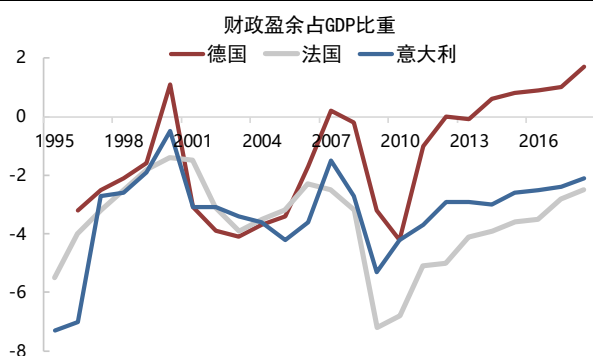


资料来源：ECB，莫尼塔研究

(2) 财政政策方面，主要关注德国的财政刺激计划出台情况。德国是唯一一个财政空间充足的国家，法国、意大利的政府债务与财政赤字占GDP的比重均已经比较高（图表4、图表5），8月份有媒体报道，德国政府准备放弃平衡预算规定，实施赤字预算，以应对可能出现的衰退。但9月份德国总理默克尔和财政部部长奥拉夫又表示，德国将继续坚持预算平衡，继续寻求债务占GDP比重低于60%。德国出台大规模财政刺激的约束主要在于两点：(1) 一是德国财政刺激会产生很大

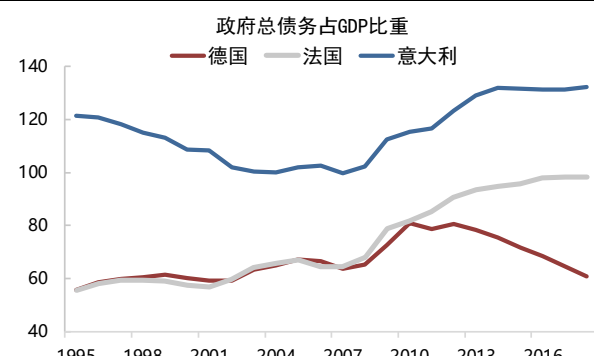
的外溢效应，对德国经济的影响并不确定；（2）二是欧元区具有共同的货币和信用，德国实际上也在承受着其他国家的借贷成本。因此，欧元区财政刺激计划的不确定性仍然很高。

图表 4：德、法、意财政盈余占 GDP 比重



资料来源：Wind，莫尼塔研究

图表 5：德、法、意政府总债务占 GDP 比重



资料来源：Wind，莫尼塔研究

二、海外重点事件追踪

1、美国公布非农就业数据

美国8月非农就业人口新增13万人，为5月以来新低，预期增15.8万人，前值增16.4万人；失业率为3.7%，预期为3.7%，前值为3.7%；平均每小时工资环比增0.4%，预期增0.3%，前值增0.3%；平均每小时工资同比增3.2%，预期增3.1%，前值增3.2%；就业参与率为63.2%，前值为63%。

美国8月的非农数据已经连续第二个月下滑。私营部门仅增加了9.6万个岗位，远低于7月增加的13.1万。这个数据和ADP小非农的情况有很大的出入，根据ADP就业报告显示美国私营部门上个月增加了19.5万个就业岗位，高于市场之前预期的14万个就业岗位。8月的失业率为3.7%，和之前持平，平均时薪增速方面也和7月持平，同比增速为3.2%，略高于预期，显示美国的通胀水平目前依然比较稳定，在某种程度上削弱了美联储大幅宽松的空间。从非农的实际情况来看，ADP小非农对官方非农的预测能力正在降低，今后资产价格走势对于ADP非农的反应可能会略有降低。

2、英国脱欧再生变数

英国脱欧再度出现变数。9月4日，反对党发起阻止无协议脱欧的法案并获得议会两院批准，约翰逊提出动议要求提前举行大选，但未获得议会通过；9月9日下午，英国女王伊丽莎白二世正式签署该法案，法案要求约翰逊致信欧盟，申请把脱欧期限推迟3个月至明年1月31日，并且他没有权力拒绝欧洲给出的宽限条件，除非英国议会10月19日以前批准一份脱欧协议或同意无协议脱欧；10月10日，约翰逊第二次尝试敦促议会批准其提前大选的动议，最终英国议会以293票支持、46票反对、不满三分之二多数支持的结果否决了其议案，约翰逊提前大选的动议再次被否决，这意味着约翰逊上任后的六次议会投票全部以失败告终。往后看，英国议会即将正式休会，休会时间史无前例的长达五周，议会在休会期间无法进行任何辩论或投票，一直持续到10月14日。约翰逊表示，政府将在议会休会期间继续努力与欧盟谈判达成协议，同时也做好无协议脱欧的准备，英国政府不会再次延迟脱欧日期。将努力争取达成符合国家利益的协议。10月17日至18日，将举行欧洲理事会首脑会议，约翰逊或将在峰会之前努力达成协议。

3、美股科技股出现下跌

近几个交易日美股的科技股出现了比较明显的下跌，原因可能包括两点：首先是得克萨斯州总检察长肯·帕克斯顿周一正式宣布，来自美国48个州、哥伦比亚特区和波多黎各的总检察长已经

对以谷歌为代表的大型科技公司展开反垄断调查。此次调查将聚焦谷歌的广告业务，因为谷歌的网络搜索服务已经占据了主导地位，谷歌引导消费者使用其自家产品，以牺牲竞争对手为代价。此外，谷歌在经营广告业务方面也可能存在潜在的反竞争行为；其次是苹果公司的秋季发布会召开。本次发布会发布了Apple Watch 5、新iPad、iPhone11、iPhone11 Pro、iPhone11 Pro Max等新产品，市场预计3款新iPhone在2H19的出货量将同比减少5~10%至6500~7000万部，考虑到新机推出后旧款降价，预计2019全年iPhone出货量可达约1亿8000万部。

4、港交所拟收购伦交所

港交所昨日收市后公布，已向伦敦证券交易所集团的董事会提议，把港交所及伦交所集团两家公司合并，将会以现金加股换股方式，收购伦敦交易所，作价约296亿英镑（约2900亿港元）。此后，伦交所对此回应表示：会考虑港交所的提议。此次合并对香港的金融定位和内地的金融开放都会有重大的影响，香港不再仅仅是外资进出中国市场的门户，也成为新的国际金融格局下举足轻重的国际金融市场平台，对于中国内地而言，本次交易可为股票、债券、指数、其他金融产品等方面的互联互通提供新的路径与通道，为人民币计价的金融资产融入国际金融市场提供了便捷高效的金融平台，利于中国对全球金融基础设施的充分利用。

但是本次收购能否最终实现仍然存在很大的变数，主要原因包括以下几点：（1）可能涉及到反垄断问题，2017年，欧盟以担心金融服务被“垄断”的理由否决了伦敦证券交易所和德意志交易所的合并交易；（2）可能涉及到政治问题，香港特区政府持有香港交易所近6%的股权，是港交所的第一大股东，也是唯一一个持股比例在5%以上的股东，所以可能会有政治问题；（3）港交所的出价偏贵，伦交所的PE超过了50倍，处于历史上的高位，EV/Ebitda倍数也处于历史上的高位，而港交所的PE为32倍，而且按照9月10日收盘价计算，港交所2900亿港元的收购价溢价了22%，与上次收购伦敦金属交易所的溢价相似，再考虑到英国脱欧和英镑贬值，港交所最终能否收回效益有很大不确定性，因此收购对港交所现有的股东权益是不利的，股东大会是否通过存在疑问。

三、大类资产走势回顾

1、汇率：美元指数小幅下行至 98.2

上周美元指数小幅下行至98.2，主要受到美国非农就业数据不及预期、以及英国无协议脱欧风险降低的影响（图表6）。全球主要货币中，日元贬值1.11%，主要原因在于避险情绪出现缓和；欧元小幅上涨0.40%，原因在于欧央行的降息小幅不及预期；英镑上涨1.70%，原因在于英国议会阻止无协议脱欧的法案获得通过，英国硬脱欧的概率下跌（图表7）。

图表6：上周美元指数小幅下行至98.2

图表7：上周英镑小幅明显升值

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_9913

