

再宽松“杯水车薪”

——2019 年 9 月欧央行议息会议点评

9 月 12 日，欧央行召开利率决策会议，将存款利率下调 10 个基点，推行“两级利率体系”和新一轮的长期再融资操作（TLTRO-III），并重启 QE。我们对此点评如下：

一、降息：幅度略逊预期，年底前或再降

欧央行自 2016 年 3 月以来首次下调关键利率，将存款利率由 -0.40% 下调 10 bp 至 -0.50%，降息幅度略逊市场此前预期的 15 bp，同时维持主要再融资利率在 0.00%、边际借贷利率在 0.25% 不变。欧央行同时暗示将继续降息直到通胀前景改善。考虑到欧元区疲弱的经济和乏力的通胀大概率将在 2020 年底前持续，我们预计欧央行将于今年 12 月再度降息 10 bp。

二、重启 QE：规模偏小，但不设截止日期

欧央行决定从今年 11 月起重启资产购买计划，每月购债规模为 200 亿欧元，低于市场预期的 400 亿欧元，但为了增强宽松政策效果，欧央行宣布购债将持续足够长时间，预期在首次加息前才结束，这种开放式安排给市场带来了偏鸽的惊喜。

欧央行上一轮 QE 始于 2015 年 1 月，终于 2018 年 12 月。欧央行在此期间向市场注入了 2.6 万亿欧元用于购买债券，将欧央行资产负债表规模扩大至约 4.65 万亿欧元，较之前翻倍，并超过了美联储资产负债表规模。欧央行在上一轮 QE 刚刚结束的之后仅仅九个月便重

启扩表，欧元区内部对此有很大分歧，法国、德国、荷兰等国央行行长均反对此时便祭出 QE。这是欧央行行长德拉吉任期内出现的最大分歧，也挤压了 11 月即将继任的拉加德的施政空间。

三、保护银行：“双层利率体系”和 TLTRO-III

为了支持经营境况不佳的欧洲商业银行，欧央行一方面引入了双层利率体系（a two-tier system），使银行持有的部分超额准备金免受负存款利率的影响，另一方面则下调了长期再融资操作 TLTRO-III 的利率，向金融机构提供长期低息资金。这将节约商业银行的负债成本，为其在超低利率环境下的经营提供缓冲，但并不足以恢复欧洲银行的信心。

四、效果评估：杯水车薪，空间有限

今年二季度以来，欧元区经济大幅走弱，“欧洲引擎”德国更面临衰退风险。为了支撑经济，欧央行表示“所有工具都已在考虑当中，随时可以使用”。但考虑到次贷危机后，欧央行货币宽松对经济和通胀的刺激效果不断衰减，这些措施可能都不足以在内外多重风险（包括中美贸易争端和英国脱欧进程等）之下重振其脆弱的经济。欧央行此次也将欧元区 2019 年和 2020 年的 GDP 增速预测分别下调 0.1 和 0.2 个百分点至 1.1% 和 1.2%。

更糟的是，由于欧元区利率已处于超低水平、且欧央行的资产负债表规模已是全球央行中的第二大，欧央行的货币刺激措施接近其极限。这也是欧央行要求更多财政刺激措施加以配合的原因。

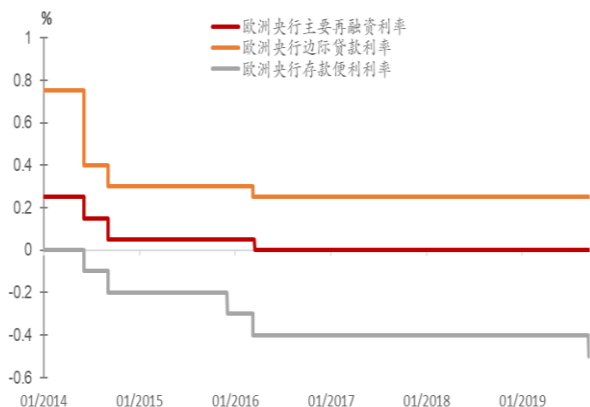
五、前瞻：全球货币政策进一步宽松

德拉吉在卸任欧央行行长之前全面重启货币宽松,进一步确认了全球货币政策的趋势性拐点。预计欧央行中短期内将推出更多宽松政策,包括在 12 月再度降息。9 月欧央行议息会议之后,全球焦点转向美联储。美国总统特朗普将进一步施压美联储加大宽松力度,美联储 9 月降息 25 bp 基本已成定局,10 月或 12 月再降息 25 bp 的可能性也在增加。欧美货币政策进一步宽松,将引领全球其他央行的货币政策操作。**2019 年末或将迎来亚洲国家集中降息的高峰。**但同样,仅靠货币宽松难以推动经济全面复苏,全球经济多重下行风险仍然盘踞。

（评论员：谭卓 成亚曼）

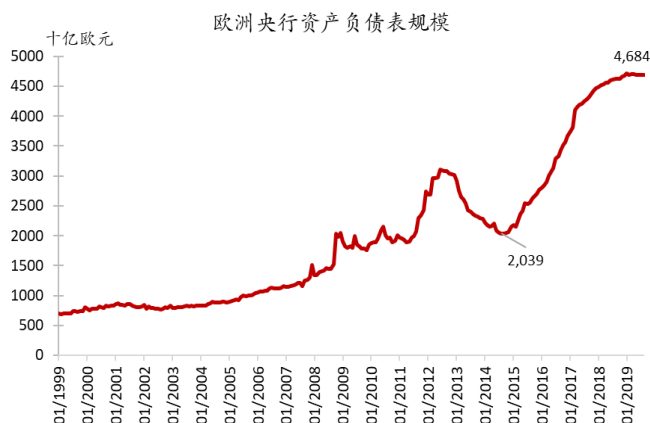
附录：

图 1：欧央行主要利率



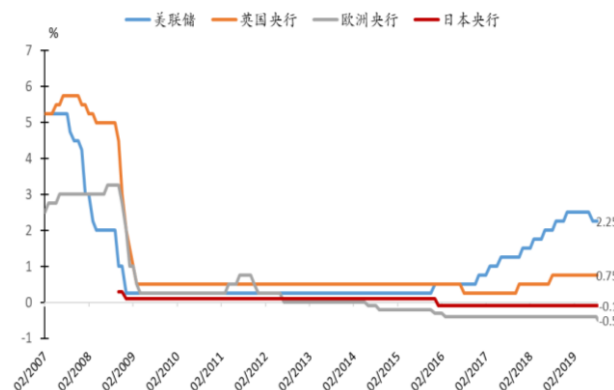
资料来源：彭博、招商银行研究院、招银国际证券

图 2：2015-2018 年 QE 后欧央行资产规模翻倍



资料来源：彭博、招商银行研究院、招银国际证券

图 3：全球部分主要央行关键政策利率



资料来源：彭博、招商银行研究院、招银国际证券

图 4：欧元兑美元汇价



资料来源：彭博、招商银行研究院、招银国际证券

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_10040

