

宏观研究/动态点评

2019年09月16日

李超 执业证书编号: S0570516060002
研究员 010-56793933
lichao@htsc.com

张浩 +86 10 56793946
联系人 zhang-hao@htsc.com

相关研究

- 1《宏观：货币政策仍将预调微调，相机抉择》2019.09
- 2《宏观：猪价较快上涨，国家发力保农产品供给》2019.09
- 3《宏观：进出口下行，未来仍不乐观》2019.09

降息 QE 组合拳，难解生产要素困局 ——点评 2019 年 9 月欧央行议息会议

核心观点

欧央行 9 月议息会议抛出“降息+QE”组合拳，同步下调 2019、2020 两年增长预期和 2019 至 2021 三年通胀预期；欧央行“降息+QE”旨在应对持续低迷的通胀和增长的长期不确定性。我们认为，欧洲经济的外患大于内忧，全球贸易条件恶化和关税争端冲击全球经济增长前景，赤字困境、债务、民粹主义等因素限制欧元区通过统一协调机制进行应对，欧央行政策加码是被动之举；全球经济增长承压，美国难以一枝独秀，全球经济将走向再平衡；QE 和负利率政策的实质是欧元区面临生产要素困局，单纯的货币刺激难以解决经济面临的结构性问题，需通过结构性改革培育可持续的增长动力。

欧央行抛出“降息+QE”组合拳

9 月 12 日欧央行公布 9 月最新会议决议，抛出“降息+QE”组合拳。决议内容主要为：1、将隔夜存款利率（存款便利利率）下调 10BP 至 -0.5%，保持主要再融资利率和隔夜贷款利率（贷款便利利率）在 0% 和 0.25% 水平不变。2、11 月 1 日起将以每月购买 200 亿欧元速度重启 QE。3、在当前资产购买计划下，债券再投资会持续。4、开展定向的长期再融资操作（TLTRO III），符合要求的银行可获得更低利率的贷款，长期再融资操作期限从 2 年拉长至 3 年。5、为支持以银行为基础的货币政策传导，欧央行出台分层利率机制，引入双层准备金制度使银行部分过剩流动性免受负存款利率影响。

欧央行下调增长前景与通胀预期

增长前景和通胀预期表现低迷，欧央行下调经济增速与通胀的预测数据。考虑地缘政治、贸易保护主义、新兴市场脆弱性等长期增长风险，欧央行调降 2019 与 2020 两年增长预测，2019 年经济增速预期从 1.2% 调降至 1.1%，2020 年经济增速预期从 1.4% 调降至 1.2%，2021 年维持 1.4% 的经济增速预期不变；考虑经济增长疲软和能源价格下跌，欧央行调降未来三年通胀预期，2019 年通胀预期从 1.3% 调降至 1.2%，2020 年通胀预期从 1.4% 调降至 1%，2021 年通胀预期从 1.6% 调降至 1.5%。

欧央行政策加码源于经济低迷，全球经济增长低迷是重要因素

即将离任的欧央行行长德拉吉表示，本次欧央行会议前经济数据表明，欧洲经济持续疲软，下行风险突出，通胀渐弱，降息和 QE 政策旨在应对持续低迷的通胀和经济增长的长期不确定性。我们认为欧洲经济面临内忧外患，外患影响大于内忧，全球贸易条件恶化和关税争端冲击全球经济增长前景，财政赤字困境、债务压力、民粹主义抬头等因素，限制了欧洲通过统一协调机制来应对外部风险；因此欧央行政策加码是意料之中，可视为应对全球增长回落的被动之举；在此背景下我们认为，欧洲经济已经“倒下”，美国难以一枝独秀，全球终将走向再平衡，比差逻辑下中国经济凸显韧性。

负利率及 QE 政策的实质是生产要素困局

受次贷危机后的欧债危机冲击，近年来欧洲经济表现相对低迷，我们认为这只是表象，增长低迷的实质是生产要素困局。欧洲面临一定的人口老龄化问题，承载解题希望的欧洲移民政策效果有限，反而加剧社会撕裂，难言成功；而希望通过打造科技周期实现欧洲经济增长复苏难度较大，自然资源禀赋也相对匮乏难以形成比较优势。我们认为，经济低迷正是生产要素困局所致，单纯通过负利率和 QE 等非常规货币政策无法根本上解决当前困局，需通过结构性改革解决结构性问题，从供给侧和生产要素角度入手，培育可持续的经济增长动力，方能实现经济潜在增速的内生性复苏。

风险提示：中美贸易摩擦超预期缓和，欧元区经济超预期反弹，地缘政治因素超预期恶化，民粹主义超预期抬升冲击欧洲经济、政治。

免责声明

本报告仅供华泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为之提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：91320000704041011J。

全资子公司华泰金融控股（香港）有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格，经营许可证编号为：A0K809

©版权所有 2019 年华泰证券股份有限公司

评级说明

行业评级体系

一报告发布日后的 6 个月内的行业涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

增持行业股票指数超越基准

中性行业股票指数基本与基准持平

减持行业股票指数明显弱于基准

公司评级体系

一报告发布日后的 6 个月内的公司涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

买入股价超越基准 20% 以上

增持股价超越基准 5%-20%

中性股价相对基准波动在 -5%~5% 之间

减持股价弱于基准 5%-20%

卖出股价弱于基准 20% 以上

华泰证券研究

南京

南京市建邺区江东中路 228 号华泰证券广场 1 号楼/邮政编码：210019

电话：86 25 83389999 / 传真：86 25 83387521

电子邮件：ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区益田路 5999 号基金大厦 10 楼/邮政编码：518017

电话：86 755 82493932 / 传真：86 755 82492062

电子邮件：ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同 28 号太平洋保险大厦 A 座 18 层

邮政编码：100032

电话：86 10 63211166 / 传真：86 10 63211275

电子邮件：ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路 18 号保利广场 E 栋 23 楼/邮政编码：200120

电话：86 21 28972098 / 传真：86 21 28972068

电子邮件：ht-rd@htsc.com

我们的产品



大数据平台

国内宏观经济数据库

国际经济合作数据库

行业分析数据库

条约法规平台

国际条约数据库

国外法规数据库

即时信息平台

新闻媒体即时分析

社交媒体即时分析

云报告平台

国内研究报告

国际研究报告

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_10119

