

## 欧央行6月货币政策会议纪要偏鸽

### 一、欧央行6月货币政策会议纪要偏鸽

11日，欧央行发布6月货币政策会议纪要，关于经济形势，欧央行认为，虽然一季度经济好于预期，但主要受临时因素影响，**全球贸易走弱以及长期存在的不确定因素将对欧元区经济增长造成拖累拖累**。具体来看：**外部环境方面，全球制造业和贸易仍然偏弱**。由于制造业偏弱，全球贸易在2019年一季度低迷，二季度全球PMI进一步下降，表明全球经济活动进一步减弱。**欧元区方面，一季度实际GDP增速好于预期，主要是受到部分临时因素的影响，未来经济增速将放缓**。从需求方面来看，一季度实际私人消费的季度环比增长率为0.5%，私人消费有所改善。在温和的天气条件下，实际住宅投资在2019年第一季度强劲增长。一季度机械和设备投资环比增长1.2%，在近期增长放缓的情况下保持相对稳定，但持续的不确定性对企业投资前景造成下行风险。劳动力市场方面，一季度欧元区就业人数环比增长0.3%，与前两个季度基本持平。虽然服务业就业保持相对较好，但制造业PMI就业分项自2014年8月以来首次跌破50，显示制造业就业持续走弱。虽然欧元区内外出口均出现初步企稳迹象，但前瞻指标显示未来贸易依然趋弱。价格方面，通胀偏弱，且潜在通胀指标仍然保持低迷。受国际环境持续不确定因素影响，经济风险仍然偏向下行。**展望未来，欧央行认为需要在经济面临不利因素情况下采取行动，随时通过调整所有政策工具来进一步加强货币宽松立场**，以实现通胀目标。可能的政策工具包括进一步推进前瞻性指引、重启资产购买和降低政策利率。**我们认为，在当前欧元区经济趋弱、通胀依然低迷的背景下，欧央行将加码宽松**。欧元区为外向型经济体，外需是目前欧元区经济增速边际变化的主要影响因素，随着外部需求的走弱，出口对经济增长的贡献将下降。内部方面，受就业、收入放缓影响私人消费方面趋弱，需求走弱、信贷放缓以及政策不确定性等多方面因素影响对私人投资形成拖累。价格角度来看，通胀依然低迷，距离实现2%通胀目标还有很长的距离。2014年以来，欧央行不断扩大货币政策宽松规模，总体取得了较好效果。但欧元区经济仍面临很多的不确定性，包括英国脱欧以及内部结构性问题等。当前欧元区经济趋弱，通胀依然低迷，在重启定向长期再融资操作后，**随着经济环境进一步恶化、通缩风险加剧，欧央行存在重启资产购买、降低DFR利率的可能，7月25日欧央行会议值得关注**。

### 二、全球央行观察

- **中国央行：货币政策坚持“以我为主”的原则。**
- **美联储：多位官员支持降息。**纽约联储主席Williams表示，经济面临不确定性；存在“保险性”降息的理由。芝加哥联储主席Evans表示，全球经济增速放缓带来了更大的风险，年底前降息50个基点是合适的。
- **欧央行：部分官员表示必要情况下可扩大宽松。**执委Coeure表示，若有必要，欧央行可能重启量化宽松。执委Lane表示，欧元区通胀低迷，仍然需要大幅度的宽松政策；欧央行有“各种政策工具”
- **日本央行：黑田东彦表示将继续宽松货币政策。**至少到2020年春季前后，将利率维持在很低水平；将维持QQE和收益率曲线控制政策；将继续扩张性货币政策立场，直至通胀稳定超过2%。

### 三、文献推荐

- 石油、股票和利率零下限约束（FED）。

**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、欧央行 6 月货币政策会议纪要偏鸽

11 日, 欧央行发布 6 月货币政策会议纪要, 关于经济形势, 欧央行认为, 虽然一季度经济好于预期, 但主要受临时因素影响, **全球贸易走弱以及长期存在的不确定因素将对欧元区经济增长造成拖累拖累**。具体来看:

**外部环境方面, 全球制造业和贸易仍然偏弱**。由于制造业偏弱, 全球贸易在 2019 年一季度低迷, 二季度全球 PMI 进一步下降, 表明全球经济活动进一步减弱。**欧元区方面, 一季度实际 GDP 增速好于预期, 主要是受到部分临时因素的影响, 未来经济增速将放缓**。从需求方面来看, 一季度实际私人消费的季度环比增长率为 0.5%, 2018 年四季度的走弱部分受到全球统一轻型车辆测试程序 (WLTP) 的引入, 以及法国“黄背心”抗议活动的影响, 今年一季度私人消费有所改善。在温和的天气条件下, 实际住宅投资在 2019 年第一季度强劲增长, 环比增长 1.5%。一季度机械和设备投资环比增长 1.2%, 在近期增长放缓的情况下保持相对稳定, 但持续的不确定性对企业投资前景造成下行风险。劳动力市场方面, 一季度欧元区就业人数环比增长 0.3%, 与前两个季度基本持平。5 月就业综合 PMI 为 52.7, 表明就业整体增长持续良好。虽然服务业就业保持相对较好, 但制造业就业指标自 2014 年 8 月以来首次跌破 50, 显示制造业就业持续走弱。虽然欧元区内出口均出现初步企稳迹象, 但前瞻指标显示未来贸易依然趋弱。价格方面, 5 月 HICP 增速从 4 月的 1.7% 下降至 1.2%, 主要受能源和服务价格下降影响。5 月份不包括能源和食品的核心 HICP 同比从 4 月份的 1.3% 降至 0.8%, 且潜在通胀指标仍然保持低迷。受国际环境持续不确定因素影响, 经济风险仍然偏向下行。**展望未来, 欧央行认为需要在经济面临不利因素情况下采取行动, 随时通过调整所有政策工具来进一步加强货币宽松立场, 以实现通胀目标**。可能的政策工具包括进一步推进前瞻性指引、重启资产购买和降低政策利率。

**我们认为, 在当前欧元区经济趋弱、通胀依然低迷的背景下, 欧央行将加码宽松; 在重启定向长期再融资操作后, 随着经济环境进一步恶化、通缩风险加剧, 欧央行存在重启资产购买、降低 DFR 利率的可能, 7 月 25 日欧央行会议值得关注**。欧元区为外向型经济体, 外需是目前欧元区经济增速边际变化的主要影响因素, 随着外部需求的走弱, 出口对经济增长的贡献将下降。内部方面, 受就业、收入放缓影响私人消费方面趋弱, 需求走弱、信贷放缓以及政策不确定性等多方面因素影响对私人投资形成拖累。价格角度来看, 通胀依然低迷, 距离实现 2% 通胀目标还有很长的距离。2014 年以来, 欧央行不断扩大货币政策宽松规模, 总体取得了较好效果。具体表现为, 利率下降、信贷回暖、就业改善、经济增速回升。但欧元区经济仍面临很多的不确定性, 包括英国脱欧以及内部结构性问题等。当前欧元区经济趋弱, 通胀依然低迷, 难以退出宽松。在重启定向长期再融资操作后, 随着经济环境进一步恶化、通缩风险加剧, 欧央行存在重启资产购买、降低 DFR 利率的可能, 7 月 25 日欧央行会议值得关注。

## 二、全球央行观察

### 1. 中国央行：货币政策坚持“以我为主”的原则

**国内货币市场利率回升。**7月12日，R007、DR007、Shibor3M分别较上周（7月5日）波动34bp、32bp、-0.6bp至2.45%、2.49%、2.60%。下周有1885亿MLF到期，叠加即将开展的三季度TMLF，流动性总体仍将保持充裕。

2019年上半年金融统计数据新闻发布会，关于记者提到的降息问题，货币政策司司长孙国锋表示，“总的来说我们也关注到最近有十几家外国中央银行降息，美联储也释放出了有可能降息的信号，市场对此也有所预期，欧央行也暗示要降息”，“下一阶段人民银行将继续实施稳健的货币政策，密切监测国内外经济金融形势的变化，在统筹平衡好内外均衡的前提下，要坚持以我为主的原则，重点要根据中国的经济增长、价格形势变化及时进行预调微调，综合利用多种货币政策组合工具，保持流动性合理充裕和市场利率水平合理稳定，同时推动深化利率市场化改革等措施，疏通货币政策向贷款利率的传导，促进降低企业融资实际利率。”

**香港货币市场利率回落，Libor-Hibor利差上升。**7月12日，Hibor隔夜、1周、3个月较上周（7月5日）分别下降188bp、191bp、30bp至1.17%、1.59%、2.36%；1周Libor-Hibor利差升至14bp。

### 2. 美联储：多位官员支持降息

芝加哥联储主席 Evans 表示，全球经济增速放缓带来了更大的风险，年底前降息50个基点是合适的。

美联储理事 Brainard 表示，风险偏下行以及通胀低迷支持放松货币政。

明尼阿波利斯联储主席 Kashkari 表示，支持降息以重新锚定通胀预期；降息25bp不足以缓解冲击，需要降息50bp。

纽约联储主席 Williams 表示，经济存在不确定性；存在“保险性”降息的理由。消费者支出一直是经济增长的重要推动力，最近的数据非常积极。然而，其他迹象表明经济增长放缓；美联储需要准备好调整货币政策，以维持美国经济继续扩张。

美联储主席鲍威尔表示，美国经济状况非常好，但面临不确定性带来的压力，将利用政策工具支持经济增长。

里士满联储主席 Barkin 表示，企业信心和企业投资的减弱，这两者都受到贸易不确定性的影响。如果有需要，可降息，将会以各种方式刺激经济

圣路易斯联储主席 Bullard 表示，支持降息25个基点；预计年底前将会再降息25个基点。

费城联储主席 Harker 表示，若经济实质性走弱，将支持降息；当前并未看见经济走弱的情况，尽管近期下行风险有所增加。并不认为需要降息。

### 3. 欧央行：部分官员表示必要情况下可扩大宽松

欧央行执委 Coeure 表示，欧央行管委会正认真对待市场对于长期低通胀的担忧；若有必要，欧央行可能重启量化宽松。

欧央行执委 Lane 表示，欧元区通胀低迷，仍然需要大幅度的宽松政策；欧央行有“各种政策工具”

欧央行执委维勒鲁瓦，欧央行必要时将采取行动支持欧元区经济

#### 4. 日本央行：黑田东彦表示将继续宽松货币政策

日本央行行长黑田东彦表示，日本经济温和扩张，预计通胀逐步回升至2%；至少到2020年春季前后，将利率维持在很低水平；将维持QQE和收益率曲线控制政策；将继续扩张性货币政策立场，直至通胀稳定超过2%。

#### 三、文献推荐

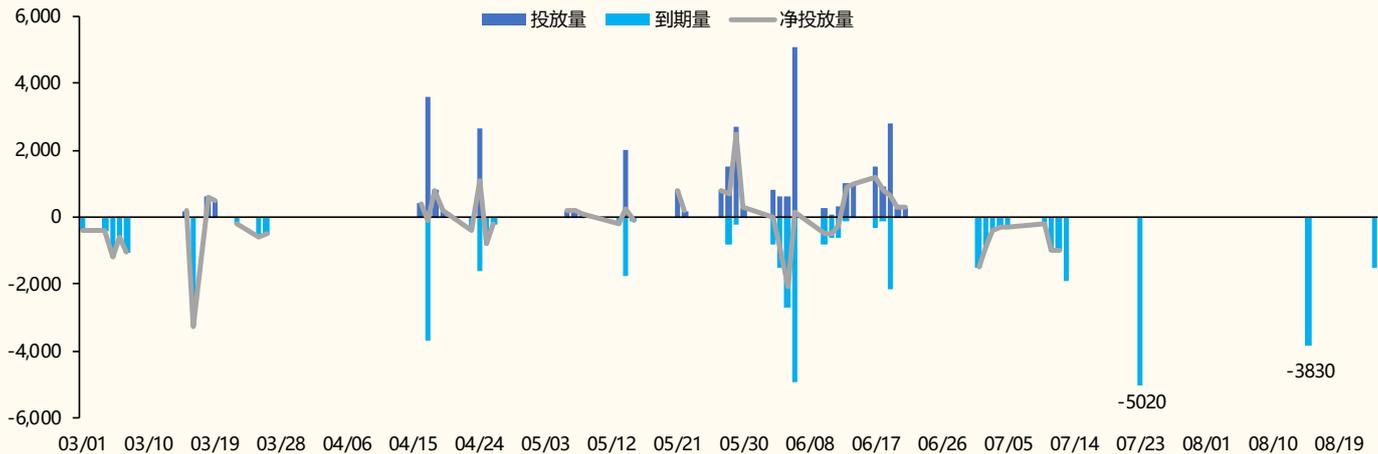
石油、股票和利率零下限约束 Deepa Datta, Benjamin K. Johannsen, Hannah Kwon, Robert J. Vigfusson

(来源：FED，地址：

<https://www.federalreserve.gov/econres/feds/files/2018058pap.pdf>)

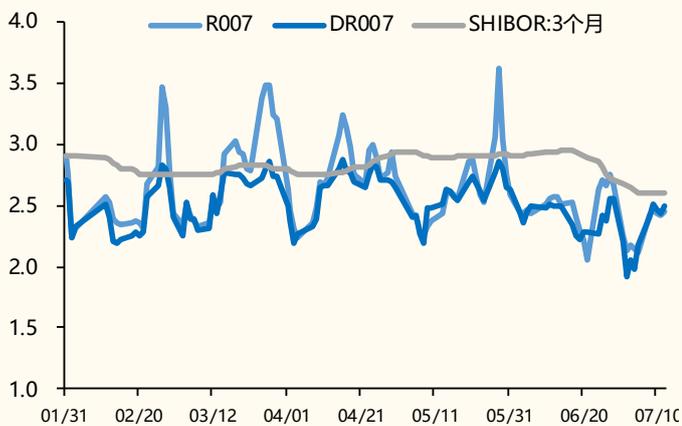
从2008年底到2017年，石油和股票收益率与其他时期相比更为正相关。同时研究表明石油和股票回报对宏观经济新闻的反应更加敏感。我们研究认为这一变化是由名义利率零下限（ZLB）约束引起的。虽然ZLB在理论上改变了经济环境，但缺乏支持性的经验证据。我们的研究提供了明确的证据，表明ZLB改变了经济环境，对财政和货币政策的有效性产生了影响。

图表1：近几个月中国央行公开市场资金净投放概览（亿元）



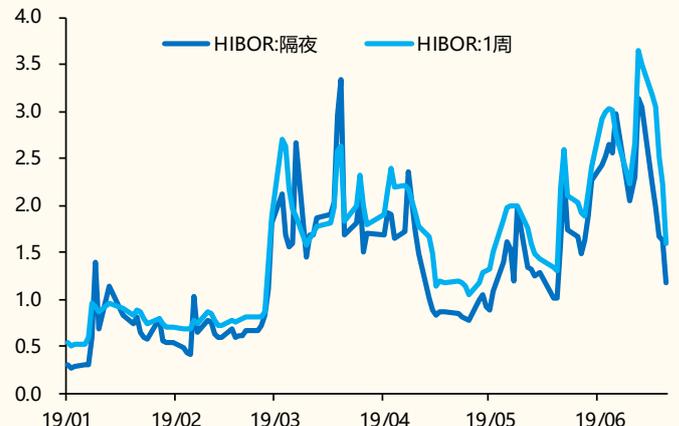
来源：Wind，国金证券研究所

图表2：国内货币市场利率回升（%）



来源：Wind，国金证券研究所

图表3：香港货币市场利率回落（%）



来源：Wind，国金证券研究所

图表 4: Libor-Hibor 利差回升 (%)



来源: Wind, 国金证券研究所

图表 5: CME 数据显示的美联储降息概率 (7.13)

FOMC 会议时间	联邦基金利率 (当前为 225-250bp)				
	150-175	175-200	200-225	225-250	250-275
2019/7/31		22.5%	77.5%	0.00%	0.00%
2019/9/18	14.0%	56.8%	29.2%	0.00%	0.00%
2019/10/30	32.3%	45.0%	16.7%	0.00%	0.00%
2019/12/11	37.2%	34.2%	10.3%	0.00%	0.00%
2020/1/29	36.4%	27.8%	7.6%	0.00%	0.00%
2020/3/18	34.7%	23.8%	6.1%	0.00%	0.00%
2020/4/29	33.3%	21.5%	5.3%	0.00%	0.00%

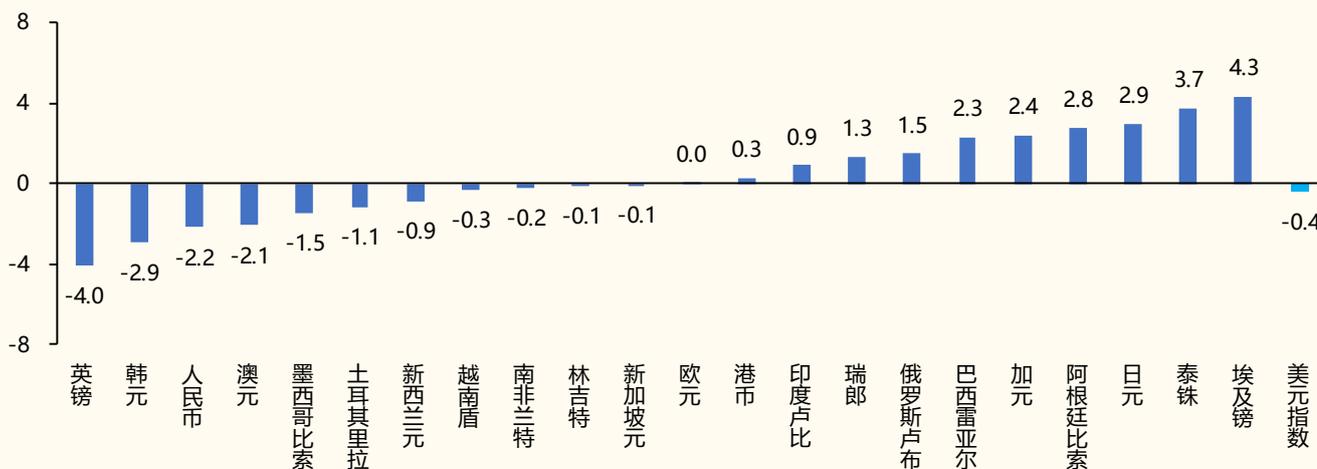
来源: CME, 国金证券研究所

图表 6: 近一个月主要货币汇率相对美元变动幅度 (%)



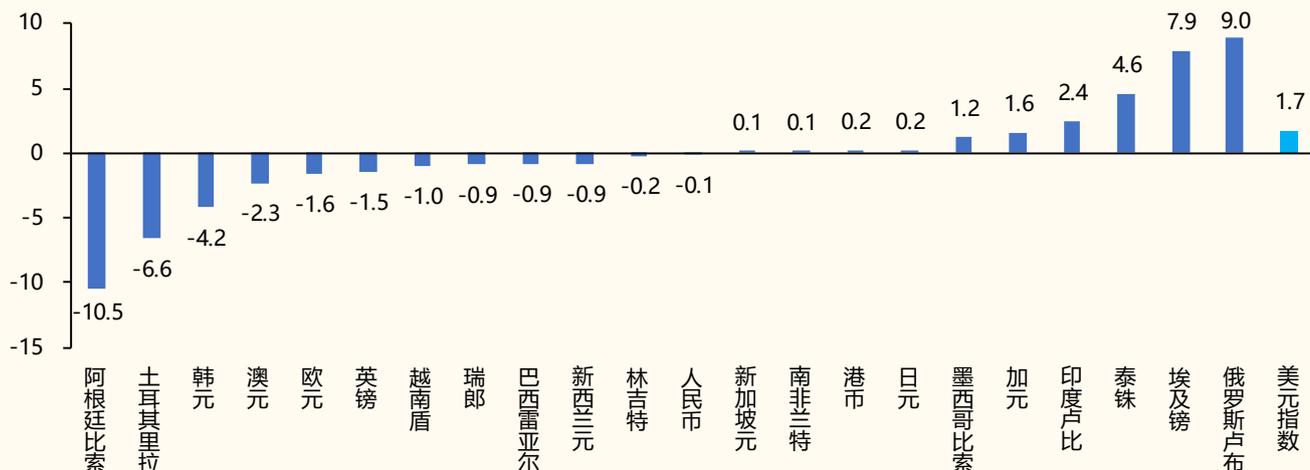
来源: Wind, 国金证券研究所

图表 7: 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 8: 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 9: 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
7月12日	受央行逆回购到期和税期等因素影响, 银行体系流动性总量有所下降, 但仍处于合理充裕水平, 不开展逆回购操作。
7月11日	受央行逆回购到期和税期等因素影响, 银行体系流动性总量有所下降, 但仍处于合理充裕水平, 不开展逆回购操作。
7月10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。
7月9日	目前银行体系流动性总量处于较高水平, 不开展逆回购操作。
7月8日	目前银行体系流动性总量处于较高水平, 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 10: 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
7月12日	芝加哥联储主席 Evans	2019年	全球经济增速放缓带来了更大的风险, 年底前降息50个基点是合适的。预计美国2019年经济增速在2%左右。
7月12日	美联储理事Brainard	2019年	风险偏下行以及通胀低迷支持放松货币政。
7月12日	明尼阿波利斯联储主席Kashkari	2020年	支持降息以重新锚定通胀预期; 降息25bp不足以缓解冲击, 需要降息50bp
7月12日	纽约联储主席 Williams	2019年	经济存在不确定性; 存在“保险性”降息的理由。消费者支出一直是经济增长的重要推动力, 最近的数据非常积极。然而, 其他迹象表明经济增长放缓; 美联储需要准备好调整货币政策, 以维持美国经济继续扩张。
7月11日	美联储主席鲍威尔	永久	美国经济状况非常好, 但面临不确定性带来的压力, 将利用政策工具支持经济增长。
7月11日	里士满联储主席 Barkin	2021年	企业信心和企业投资的减弱, 这两者都受到贸易不确定性的影响。如果有需要, 可降息, 将会以各种方式刺激经济
7月11日	圣路易斯联储主席 Bullard	2019年	支持降息25个基点; 预计年底前将会再降息25个基点。
7月9日	费城联储主席Harker	2020年	若经济实质性走弱, 将支持降息; 当前并未看见经济走弱的情况, 尽管近期下行风险有所增加。并不认为需要降息。

来源: Wind, 国金证券研究所整理

图表 11: 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
7月11日	欧央行执委Coeure	欧央行管委会正认真对待市场对于长期低通胀的担忧。
7月10日	欧央行执委Lane	欧元区通胀低迷, 仍然需要大幅度的宽松政策; 欧央行有“各种政策工具”
7月8日	欧央行执委Coeure	若有必要, 欧央行可能重启量化宽松。
7月8日	欧央行执委维勒鲁瓦	欧央行必要时将采取行动支持欧元区经济

来源: Wind, 国金证券研究所整理

图表 12: 上周日本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
7月8日	日本央行行长黑田东彦	日本经济温和扩张, 预计通胀逐步回升至2%; 至少到2020年春季前后, 将利率维持在很低水平; 将维持QQE和收益率曲线控制政策; 将继续扩张性货币政策立场, 直至通胀稳定超过2%。

来源: Wind, 国金证券研究所整理

图表 13: 中国央行资产负债表 (单位: 亿人民币)

资产	2019-05	较上月变动	负债	2019-05	较上月变动
国外资产	218,421.80	176.41	储备货币	304,115.16	5,344.11
外汇	212,517.12	-10.92	货币发行	78,415.47	-1,367.09
货币黄金	2,750.95	45.68	其他存款性公司存款	213,073.63	6,871.86
其他国外资产	3,153.72	141.65	非金融机构存款	12,626.06	-160.65
对政府债权	15,250.25	0.00	不计入储备货币的金融性公司存款	4,333.81	-396.41
其中: 中央政府	15,250.25	0.00	发行债券	415.00	100.00
对其他存款性公司债权	100,015.87	5,919.87	国外负债	1,352.41	75.56
对其他金融性公司债权	4,691.63	-15.19	政府存款	39,345.27	3,284.75
对非金融性部门债权	0.00	0.00	自有资金	219.75	0.00
其他资产	20,635.18	4,341.21	其他负债	9,233.32	2,014.29
<b>总资产</b>	<b>359,014.72</b>	<b>10,422.30</b>	<b>总负债</b>	<b>359,014.72</b>	<b>10,422.30</b>

来源: 中国人民银行, 国金证券研究所

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\\_11444](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_11444)

