

## 欧央行货币政策二十年

——兼论当前难以退出的宽松

## 一、欧央行货币政策目标及其政策工具

- **欧央行实行通货膨胀目标制，维持欧元区价格稳定为其根本目标。**1998年6月欧央行成立，其主要目标是维持欧元区价格稳定，并实行通货膨胀目标制，即货币政策目标为保持“欧元区调和消费者价格指数（HICP）年度同比增速低于2%，但在中期内接近2%水平”。
- **欧央行货币政策框架与工具。**在欧央行货币政策框架下，主要再融资操作利率（MROR）为政策利率，通过调节主要再融资利率来传递货币政策信号，引导货币市场利率在政策利率附近波动。同时，为避免货币市场利率的大幅波动，构建了由边际贷款便利利率（MLFR）和存款便利利率（DFR）组成的利率走廊机制。当前欧央行货币政策工具主要包括三种类型：公开市场操作、常备便利工具和资产购买操作。

## 二、欧央行货币政策阶段回顾

- **以2007年美国次贷危机的爆发为分界线，欧央行货币政策可以划分为两个阶段：**前期欧央行主要通过公开市场操作来调节流动性，其中主要再融资利率为货币政策利率；后期货币政策进入新的阶段，由此前常规的公开市场操作，引入长期流动性供给操作、资产购买计划和负利率等政策工具。
  - **加息应对通胀（1999.1-2000.10），**在经历1998年经济放缓后，欧元区经济增速开始回升、通胀压力上升，欧央行加息以应对通胀；
  - **降息与低利率时期（2001.1-2005.11），**2001-2003年在经济增长和通胀日益走弱的背景下，欧央行多次降息，并保持政策利率低水平；
  - **加息应对通胀（2006.1-2007.6），**2006年经济增速再次大幅提升，通胀压力开始显现，欧央行开启了加息周期。
  - **金融危机时期（2007.7-2010.5），**降息，推出补充和加长版长期再融资操作，启动首个资产购买操作（担保债券购买计划）。
  - **主权债务危机（2010.6-2014.5），**降息，推出加长版长期再融资操作，启动证券市场计划、直接货币交易和第二轮担保债券购买计划。
  - **负利率时期（2014.6—至今），**引入负利率政策，推出了一系列定向长期再融资操作，启动扩大版资产购买计划。

## 三、当前欧元区经济趋弱，货币宽松难以退出

- **欧元区经济增速放缓，通胀低迷。**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，如果经济环境进一步恶化、通缩风险加剧，存在重启资产购买的可能。**

**风险提示：**贸易摩擦加剧导致全球经济衰退；英国无协议脱欧对欧元区造成负面冲击；欧元区内部国家政策不确定性等问题。

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

## 内容目录

|                                     |    |
|-------------------------------------|----|
| 引言 .....                            | 4  |
| 一、欧央行货币政策目标及其政策工具 .....             | 4  |
| 二、欧央行货币政策阶段回顾 .....                 | 6  |
| (1) 加息应对通胀 (1999.1-2000.10) .....   | 6  |
| (2) 降息与低利率时期 (2001.1-2005.11) ..... | 7  |
| (3) 加息应对通胀 (2006.1-2007.6) .....    | 8  |
| (4) 金融危机时期 (2007.7-2010.5) .....    | 9  |
| (5) 主权债务危机 (2010.6-2014.5) .....    | 11 |
| (6) 负利率时期 (2014.6---至今) .....       | 14 |
| 三、当前欧元区经济趋弱，货币宽松难以退出 .....          | 19 |
| 附图：欧央行货币政策宽松阶段与主要经济金融数据表现 .....     | 23 |

## 图表目录

|                                               |    |
|-----------------------------------------------|----|
| 图表 1：欧央行货币政策阶段 .....                          | 4  |
| 图表 2：欧央行货币政策的演进 .....                         | 6  |
| 图表 3：加息应对通胀时期 (1999.1-2000.10) 经济表现 (%) ..... | 7  |
| 图表 4：降息与低利率时期 (2001.1-2005.11) 经济表现 (%) ..... | 8  |
| 图表 5：加息应对通胀时期 (2006.1-2007.6) 经济表现 (%) .....  | 9  |
| 图表 6：金融危机期间经济表现 (%) .....                     | 10 |
| 图表 7：危机初期流动性大幅收紧 (bp) .....                   | 11 |
| 图表 8：主权债务危机期间经济表现 (%) .....                   | 12 |
| 图表 9：主权债务危机期间，欧元区国家利率相对德国大幅飙升 (%) .....       | 12 |
| 图表 10：政府部门杠杆率大幅上升 (%) .....                   | 13 |
| 图表 11：欧元区国家赤字率上升 (%) .....                    | 13 |
| 图表 12：负利率时期经济表现 (%) .....                     | 14 |
| 图表 13：非金融企业新增信贷综合利率 .....                     | 15 |
| 图表 14：居民新增房贷综合利率 .....                        | 15 |
| 图表 15：非金融企业信贷增速 .....                         | 15 |

|                                     |    |
|-------------------------------------|----|
| 图表 16: 居民信贷增速.....                  | 15 |
| 图表 17: 两轮 TLTRO 操作认购规模 (亿欧元) .....  | 17 |
| 图表 18: 资产购买计划月度净购买规模变化 (亿欧元) .....  | 17 |
| 图表 19: CBPP3 持有规模的变化 (亿欧元) .....    | 18 |
| 图表 20: ABSPP 持有规模的变化 (亿欧元) .....    | 18 |
| 图表 21: PSPP 持有规模的变化 (亿欧元) .....     | 19 |
| 图表 22: CSPP 持有规模的变化 (亿欧元) .....     | 19 |
| 图表 23: 外需是欧元区经济的重要支撑 (%) .....      | 19 |
| 图表 24: 对美国、中国出口出现走弱迹象 (%) .....     | 19 |
| 图表 25: 美国、中国、英国 OECD 领先指标均下降.....   | 20 |
| 图表 26: 德国、法国、意大利出口均走弱 (%) .....     | 20 |
| 图表 27: 就业与工资收入增速均已经放缓 (%) .....     | 20 |
| 图表 28: 消费者信心指数走弱.....               | 20 |
| 图表 29: 居民消费信贷的增速已经放缓 .....          | 21 |
| 图表 30: 工业生产指数增速已经放缓 (%) .....       | 21 |
| 图表 31: 德国制造业订单指数已经走弱 .....          | 21 |
| 图表 32: 企业信贷增速已经放缓 .....             | 21 |
| 图表 33: 欧元区通胀走弱 (%) .....            | 22 |
| 图表 34: SPF 数据显示未来两年通胀均低于 2% 目标..... | 22 |
| 图表 35: 实际 GDP (%) .....             | 23 |
| 图表 36: 通胀 (%) .....                 | 23 |
| 图表 37: 就业 (%) .....                 | 23 |
| 图表 39: 信贷与 M3 (%) .....             | 24 |
| 图表 40: 利率 (%) .....                 | 24 |
| 图表 41: 汇率 .....                     | 24 |
| 图表 42: 股指 .....                     | 25 |

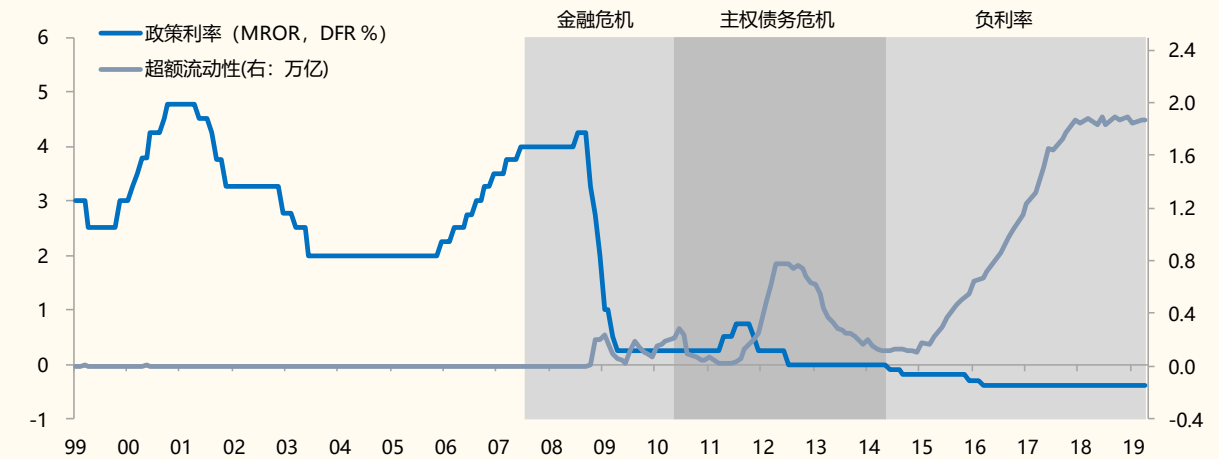
## 引言

欧央行实行通货膨胀目标制，维持欧元区价格稳定为其根本目标。以 2007 年美国次贷危机的爆发为分界线，前期欧央行主要通过公开市场操作来调节流动性，其中主要再融资利率为货币政策利率；后期随着危机的加深以及通胀持续低迷，欧央行货币政策进入新的阶段，引入长期流动性供给操作、资产购买计划和负利率等政策工具。本文在回顾欧央行货币政策演进的基础上，对当前欧元区经济、货币政策趋势做了分析展望。

## 一、欧央行货币政策目标及其政策工具

欧央行实行通货膨胀目标制，以维持欧元区价格稳定为根本目标。1998 年 6 月欧央行成立，次年 1 月欧元作为统一货币在欧元区国家正式发行。欧央行的主要目标是维持欧元区价格稳定，在成立之初就实行通货膨胀目标制，即“欧元区调和消费者价格指数（HICP）年度同比增速低于 2%，且在中期内保持价格稳定”。受 2002 至 2003 年通缩风险的影响，为提供足够的通胀缓冲，以避免通胀过低，2003 年欧央行对通胀目标做了进一步修正，调整为“年度 HICP 增速低于 2%，但在中期内接近 2% 水平（but close to）”。以 2007 年美国次贷危机的爆发为分界线，前期欧央行主要通过公开市场操作来调节流动性，其中主要再融资利率（MROR）为货币政策利率，后期随着危机的加深以及通胀的持续低迷，欧央行逐步加大了宽松力度，推出了长期流动性供给操作、资产购买计划和负利率等多种政策工具。

图表 1：欧央行货币政策阶段<sup>1</sup>



来源：ECB，国金证券研究所

在欧央行货币政策框架下，主要再融资操作利率（MROR）为政策利率，通过调节主要再融资利率来传递货币政策信号，引导货币市场利率在政策利率附近波动。同时，为避免货币市场利率的大幅波动，构建了由边际贷款便利利率（MLFR）和存款便利利率（DFR）组成的利率走廊机制，分别作为货币市场短期利率的上下限。当前欧央行货币政策工具主要包括三种类型：公开市场操

<sup>1</sup> 图中政策利率 2008 年 10 月以前为主要再融资利率（MROR），以后为存款便利利率（DFR），超额流动性为存款便利与边际贷款便利之差，加上超额准备金

作、常备便利工具和资产购买操作。

公开市场操作是欧央行为金融体系提供流动性的主要方式。包括主要再融资操作（Main Refinancing Operations, MRO）、长期再融资操作（Longer-term Refinancing Operations, LTRO）、微调操作（Fine-tuning operations, FTO）和结构性操作（Structural Operations, SO）。具体来看：1）主要再融资操作（MRO）在传递货币政策信号和引导金融体系流动性方面发挥着关键作用，其操作利率即为欧央行货币政策利率。在金融危机前，大部分流动性是通过主要再融资操作提供的。主要再融资操作每周开展一次，期限为一周，利率依据具体情况可以是可变利率或固定利率，在可变利率招标中，最低招标利率由欧央行确定，即为政策利率。2）长期再融资操作（LTRO）是每月进行一次的流动性供给操作，期限为三个月，为金融机构提供更长期的流动性支持。与 MRO 相比，LTRO 并不代表欧央行货币政策立场，通常以可变利率招标，规模一般由欧央行确定，部分情况下也会采用固定利率招标，如欧元区两次危机期间。在危机期间，欧央行还提供了补充长期再融资操作，在常规长期再融资操作的基础上，为金融机构提供更长期限、更大规模或定向的流动性支持；3）微调操作（FTO）和结构性操作（SO）相对较少使用，主要针对流动性稀缺或盈余做短期动态调整。

常备便利工具构成利率走廊机制控制短期货币市场利率波动，其中，边际贷款便利（Marginal Lending Facility, MLF）构成短期利率上限，通过提供合格抵押品，金融机构可以从欧央行获得隔夜资金，其利率高于主要再融资利率（MROR）；存款便利工具（Deposit Facility, DF）构成短期利率的下限，金融机构可以将隔夜资金以存款便利利率（DFR）存放于欧央行，利率低于 MROR。最初货币市场利率位于利率走廊区间中部，随后由于危机后货币政策的大规模宽松，流动性持续过剩，货币市场利率基本上位于利率走廊下限位置，即存款便利利率在政策利率体系中发挥了更重要作用。当前边际贷款便利利率（MLFR）为 0.25%，存款便利利率（DFR）为-0.40%，利率走廊宽度由最初 200bp 收窄至 65bp。

资产购买操作在金融危机后开始推出，其目的在于政策利率下调空间有限的情况下，进一步扩大货币宽松规模，加强货币政策传导，以降低企业和居民融资成本。包括：证券市场计划（SMP）、担保债券购买计划（CBPP）、资产支持证券购买计划（ABSPP）、公共部门债券购买计划（PSPP）和企业债券购买计划（CSPP）。

**图表 2：欧央行货币政策的演进**

| 时期             | 货币政策       | 政策利率                       | 流动性操作                       | 资产购买计划                     | 利率前瞻指引      |
|----------------|------------|----------------------------|-----------------------------|----------------------------|-------------|
| 1999.1-2000.10 | 加息         | MROR (4.75%)               |                             |                            |             |
| 2001.1-2005.11 | 降息与低利率     | MROR (2.0%)                |                             |                            |             |
| 2006.1-2007.6  | 加息         | MROR (4.25%)               |                             |                            |             |
| 2007.7-2010.5  | 降息(金融危机)   | MROR (1.0%)<br>DFR (0.25%) | LTRO(3m,6m,1y)              | CBPP1                      |             |
| 2010.6-2014.5  | 降息(主权债务危机) | MROR (0.25%)<br>DFR (0%)   | LTRO(12m, 13m)<br>VLTRO(3y) | SMP, OMT, CBPP2            | 2013年7月     |
| 2014.6---至今    | 负利率        | MROR (0%)<br>DFR (-0.4%)   | TLTRO I II III              | CBPP3, ABSPP<br>PSPP, CSPP | 2018年6月（加强） |

来源：ECB，国金证券研究所

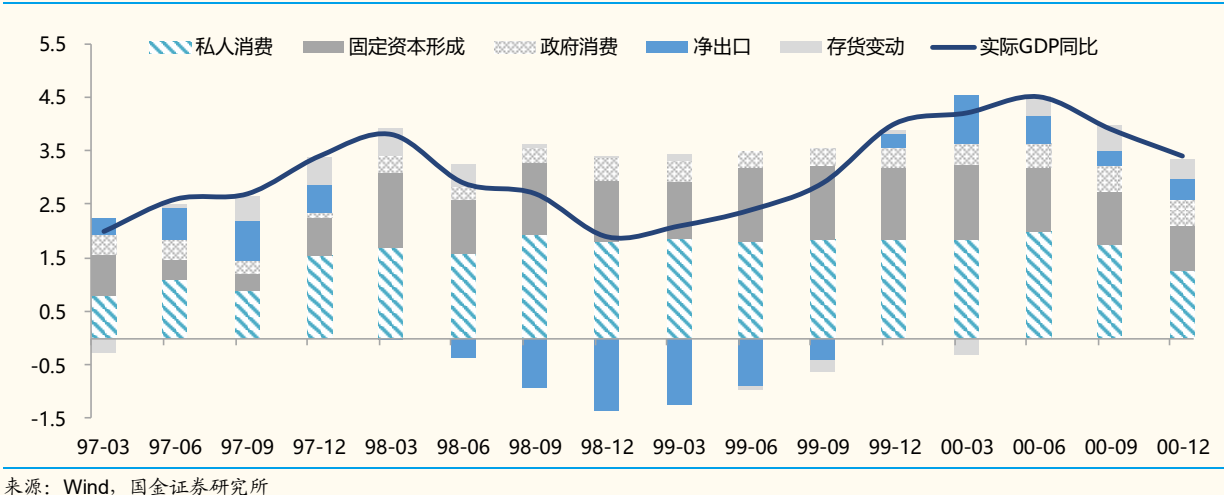
## 二、欧央行货币政策阶段回顾

以 2007 年美国次贷危机的爆发为分界线，欧央行货币政策可以划分为两个阶段：前期欧央行主要通过公开市场操作来调节流动性，其中主要再融资利率（MROR）为货币政策利率；后期随着危机的加深以及通胀持续低迷，欧央行货币政策进入新的阶段，由此前常规的公开市场操作引导货币市场利率水平，引入长期流动性供给操作、资产购买计划和负利率等政策工具，以应对货币政策传导不畅，以及政策利率下调空间收窄使得传统工具受限等问题。

### （1）加息应对通胀（1999.1-2000.10）

1999 年，全球经济明显改善，在经历 1998 年经济放缓后，欧元区经济增速开始回升，1999 年 GDP 增速升至 3.0%，2000 年再次升至 3.8%。外部来看，全球经济的复苏，特别是美国经济的强劲增长（1999 年 GDP 增速 4.8%，较前一年上升 0.3 个百分点），带动欧元区出口回暖，净出口在连续 6 个季度对 GDP 同比负贡献后，于 1999Q4 转正，2000 年净出口平均拉动 GDP 同比 0.51 个百分点。1999-2000 年，内部需求的强劲是经济增长的重要贡献，特别是私人消费的持续增长，1999-2000H1 私人消费平均拉动 GDP 同比 1.87 个百分点，主要是因为就业快速增长带来收入和消费者信心的提升。同时，在低利率环境下，股票价格和房价的上涨也增加了居民财富，支撑了私人消费的增长。固定资本形成同样快速增长，1999-2000H1 固定资本形成平均拉动 GDP 同比 1.29 个百分点，内外需的快速恢复是拉动固定资本形成的重要因素，制造业产能利用率持续增长，2000 末达到 84.7%，为自欧元区成立以来最高水平，企业盈利向好，产能利用率提升，生产能力的相对紧缺使得企业加大了资本开支。价格方面，通胀压力开始显现，2000 年 HICP 同比在 1.7%-2.5% 之间，主要是受到原油价格上涨的影响，同时，欧元贬值从进口价格渠道也推升了通胀水平。核心 HICP 同比在 0.9%-1.5% 之间，相对较为稳定，但也出现上升趋势。

图表 3: 加息应对通胀时期 (1999.1-2000.10) 经济表现 (%)

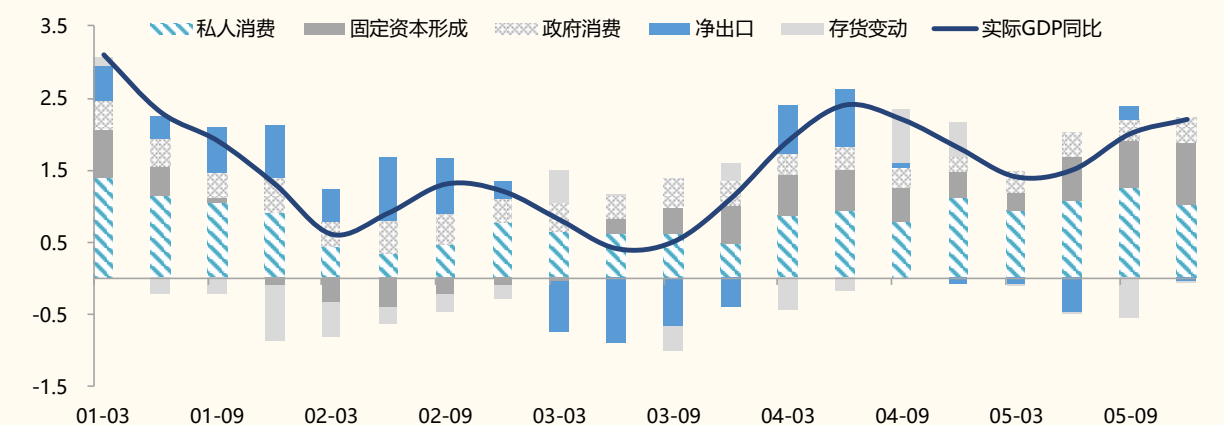


随着通胀压力的上升，欧央行加息以应对通胀。欧央行于 1999 年 11 月上调主要再融资利率（MROR）50bp，达到 3.0%，此后又连续六次上调利率至 4.75%（2000 年 10 月）。存款便利利率和边际贷款便利利率也相应上调，利率走廊宽度保持在 200bp。

## （2）降息与低利率时期（2001.1-2005.11）

继 2000H2 欧元区经济增速下滑开始，2001-2003 年欧元区经济进一步走弱。互联网泡沫的破灭、“911”事件的冲击，叠加地区政治紧张局势的升级，均增加了经济不确定性。外部需求方面，2001-2002 年全球经济增速放缓，美国经济增速由 4.1% 下降至 1.0%（2001 年），外部环境恶化限制了欧元区出口的增长，2003 年欧元区净出口再次下滑，对经济增长形成负贡献，平均拖累 GDP 同比增速 0.67 个百分点。内需是 1998-2000 年经济快速增长的支撑，也是导致 2001-2002 年经济增速下降的主要原因。私人消费方面，受经济走弱影响，就业增速下降，失业率上升，叠加经济不确定性上升导致居民增加预防性储蓄从而减少消费。同时，股价的大幅下跌不仅减少了居民财富，还对消费者信心造成负面冲击，私人消费对 GDP 同比增速的拉动由 2001Q1 的 1.4 个百分点下降至 2003Q2 的 0.49 个百分点。固定资本形成方面，内外部需求的走弱对企业盈利能力造成负面影响，产能利用率也下降。同时外部环境的不确定性下企业不愿意扩大生产能力，使得企业推迟了资本开支，2002 年固定资本形成平均拖累 GDP 增长 0.27 个百分点。价格方面，受到内外部需求走弱和原油价格下跌的影响，HICP 通胀在 2001 年 5 月达到峰值 3.1% 后开始下降，通胀风险开始偏向下行。

图表 4: 降息与低利率时期 (2001.1-2005.11) 经济表现 (%)



来源: Wind, 国金证券研究所

在经济增长和通胀日益走弱的背景下，欧央行多次降息。2001 年 5 月欧央行下调主要再融资利率（MROR）25bp 至 4.25%，此后又六次降息至 2.0%（2003 年 6 月），主要再融资利率达到此前最低水平。存款便利利率和边际贷款便利利率也相应下调，利率走廊宽度保持在 200bp。

### （3）加息应对通胀（2006.1-2007.6）

2005H2 欧元区经济增速开始回升，2006 年经济增速再次大幅提升，GDP 同比增长 3.2%，较前一年上升 1.6 个百分点，为欧元区成立以来第二高增速（此前 2000 年增长 3.8%）。外需方面，全球经济增长强劲，2006 年同比增长 5.56%，带动欧元区出口快速增长，2006Q2-Q4 净出口平均拉动 GDP 增速 0.33 个百分点。内需方面，私人消费增速大幅上升，2006 年平均拉动 GDP 同比 1.17 个百分点，主要是因为经济快速增长下就业扩张，带来收入和消费者信心的提升，2007 年末失业率下降至 7.3%，为 1993 年以来最低值。同时，股票价格和房价的上涨也增加了居民财富，支撑了私人消费的增长。固定资本形成同比大增 5.6%，平均拉动 GDP 增速 1.21 个百分点，主要受益于内外部需求强劲下企业利润率的提升，同时产能利用率的提高也刺激了企业资本支出的扩张。价格方面，通胀压力开始显现，受内外部强劲需求以及原油价格大幅上涨影响，2006 年 HICP 通胀平均为 2.19%，核心 HICP 也呈现上升趋势，由年初 1.2% 上升至 2007 年 1.9%。

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\\_12284](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_12284)

