

## 欧央行维持利率不变，表述相对偏鸽

### 一、欧央行维持利率不变，表述相对偏鸽

■ 12月12日，欧央行今年最后一次议息会议，维持利率不变，表述相对偏鸽。其中主要再融资利率、边际贷款便利和存款便利利率分别为0%，0.25%和-0.50%。今年全年来看，欧央行货币政策变化不大，主要的变化体现在两个方面，一是，3月货币政策会议宣布将于9月开展新一轮定向长期再融资操作（TLTRO III）；二是，9月欧央行将存款便利利率降低10个基点至-0.50%，且宣布从11月1日起，每月净购买资产200亿欧元，重启QE。另一个值得注意的在于，本次会议是拉加德作为欧央行行长首次主持货币政策会议，与前任德拉吉相比，新闻发布会答记者问风格相对更加直爽。欧央行认为，初步迹象表明经济增长放缓趋于稳定，通胀温和上升，但总体来看当前欧元区通胀持续走弱，经济增长动能仍相对偏弱。经济方面，2019年第三季度欧元区实际GDP增长为0.2%，与上一季度持平。在全球不确定性持续存在的环境下，国际贸易的持续走弱对欧元区制造业造成负面影响，也对投资造成负面影响。但是近期的数据表明欧元区经济增长放缓有所稳定。展望未来，欧元区的扩张将继续受到有利的融资条件、就业和工资上涨、以及财政温扩张的支持。通胀方面，11月欧元区HICP同比增长1.0%，较10月上升0.3个百分点，主要受到服务业和食品价格上涨影响。在劳动力市场趋紧的情况下，虽然劳动力成本压力有所增加，但增长动能有所弱化，对通胀的影响也相对偏弱。欧央行经济预测方面，与9月经济预测相比，2019年经济增速有所上调，通胀增速持平，2020年经济增速、通胀有所下调。当前欧元区经济虽边际改善，但依然相对偏弱，这也是欧央行维持低利率以及重启QE的重要原因。11月欧元区制造业PMI有所边际改善（+1至46.9），德国（+2至44.1），法国（+1至51.7），主要受到贸易摩擦、英国脱欧等问题边际改善的影响。12月欧元兑美元均值1.11，较9月小幅升值0.7%。但当前欧元区经济依然相对偏弱，这也是欧央行维持低利率以及重启QE的重要原因。制造业方面，Q4月欧元区制造业产能利用率81.3%，较Q3下降0.9个百分点，与之相对应的是10月工业生产指数环比-0.5%，相比9月下降0.4个百分点。10月德国制造业订单环比增长-0.4%，其中国内订单环比-3.2%，国外订单环比1.5%，相对稳定，但主要是受到欧元区内部订单支撑，欧元区外部订单依然相对偏弱。进出口方面，10月德国出口环比1.2%，进口环比0%，分别相对9月下降0.3个百分点和1.2个百分点。消费方面，10月零售销售环比增长-0.6%，相对9月下降0.4个百分点。就业方面，10月欧元区失业率7.5%，为2008年6月以来最低点，内部来看，失业率在国家之间存在差异，其中德国失业率低至3.1%，法国、意大利失业率分别为8.5%和9.7%，西班牙失业率相对较高，为14.2%。欧元区内部国家之间的分化，也是经济相对偏弱的很重要原因。

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

### 二、全球央行观察

- 美联储：鲍威尔表示当前的货币政策立场是合适的。
- 欧央行：拉加德表示欧元区经济虽面临下行风险，但并不显著。
- 日本央行：部分官员表示将继续实施合适的货币政策。
- 其他央行：俄罗斯、巴西、土耳其央行降息。

### 三、文献推荐

- 学习和误解：通胀目标的影响（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。

正文如下:

### 一、欧央行维持利率不变，表述相对偏鸽

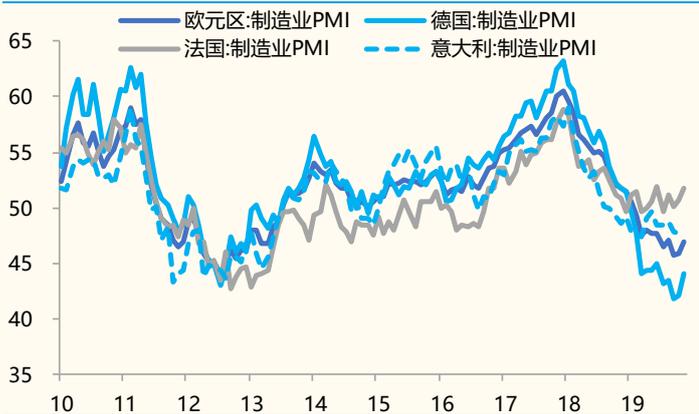
**12月12日，欧央行今年最后一次议息会议，维持利率不变，表述相对偏鸽。**其中主要再融资利率、边际贷款便利和存款便利利率分别为0%，0.25%和-0.50%。今年全年来看，欧央行货币政策变化不大，主要的变化体现在两个方面，一是，3月货币政策会议宣布将于9月开展新一轮定向长期再融资操作（TLTRO III）；二是，9月欧央行将存款便利利率降低10个基点至-0.50%，且宣布从11月1日起，每月净购买资产200亿欧元，重启QE。另一个值得注意的在于，本次会议是拉加德作为欧央行行长首次主持货币政策会议，与前任德拉吉相比，新闻发布会答记者问风格相对更加直爽。

**欧央行认为，初步迹象表明经济增长放缓趋于稳定，通胀温和上升，但总体来看当前欧元区通胀持续走弱，经济增长动能仍相对偏弱。**经济方面，2019年第三季度欧元区实际GDP增长为0.2%，与上一季度持平。在全球不确定性持续存在的环境下，国际贸易的持续走弱对欧元区制造业造成负面影响，也对投资造成负面影响。但是近期的数据表明欧元区经济增长放缓有所稳定。展望未来，欧元区的扩张将继续受到有利的融资条件、就业和工资上涨、以及财政温扩张的支持。通胀方面，11月欧元区HICP同比增长1.0%，较10月上升0.3个百分点，主要受到服务业和食品价格上涨影响。根据目前的原油价格，未来几个月总体通货膨胀率可能会有所上升。在劳动力市场趋紧的情况下，虽然劳动力成本压力有所增加，但增长动能有所弱化，对通胀的影响也相对偏弱。

**欧央行经济预测方面，与9月经济预测相比，2019年经济增速有所上调，通胀增速持平，2020年经济增速、通胀有所下调。**具体来看，欧央行预计2019年实际GDP增长1.2%，2020年增长1.1%，2021年和2022年增长1.4%，与2019年9月预测相比，2020年实际GDP增速略有下调。通胀方面，HICP通胀增速在2019年为1.2%，2020年为1.1%，2021年为1.4%，2022年为1.6%。与2019年9月相比HICP通胀预测2020年小幅上调，2021年小幅下调，主要是受到能源价格影响。

**当前欧元区经济虽边际改善，但依然相对偏弱，这也是欧央行维持低利率以及重启QE的重要原因。**11月欧元区制造业PMI有所边际改善（+1至46.9），德国（+2至44.1），法国（+1至51.7），主要受到贸易摩擦、英国脱欧等问题边际改善的影响。12月欧元兑美元均值1.11，较9月小幅升值0.7%。但当前欧元区经济依然相对偏弱，这也是欧央行维持低利率以及重启QE的重要原因。制造业方面，Q4月欧元区制造业产能利用率81.3%，较Q3下降0.9个百分点，与之相对应的是10月工业生产指数环比-0.5%，相比9月下降0.4个百分点。10月德国制造业订单环比增长-0.4%，其中国内订单环比-3.2%，国外订单环比1.5%，相对稳定，但主要是受到欧元区内部订单支撑，欧元区外部订单依然相对偏弱。进出口方面，10月德国出口环比1.2%，进口环比0%，分别相对9月下降0.3个百分点和1.2个百分点。消费方面，10月零售销售环比增长-0.6%，相对9月下降0.4个百分点。就业方面，10月欧元区失业率7.5%，为2008年6月以来最低点，内部来看，失业率在国家之间存在差异，其中德国失业率低至3.1%，法国、意大利失业率分别为8.5%和9.7%，西班牙失业率相对较高，为14.2%。欧元区内部国家之间的分化，也是经济相对偏弱的很重要原因。

图表 1: 欧元区制造业 PMI 边际改善



来源: Wind, 国金证券研究所

图表 2: 欧元区通胀边际改善



来源: Wind, 国金证券研究所

## 二、全球央行观察

### 1. 中国央行: 货币市场利率上行

国内货币市场利率上行。12月13日, R007、DR007、Shibor3M 分别较上周(12月6日)上行9bp、4bp、1bp至2.53%、2.41%、3.03%。下周有2860亿元MLF到期, 预计将予以续作, 以应对年末资金面波动。

香港货币市场利率上行, Libor-Hibor 利差回落。12月13日, Hibor 隔夜、1周、3个月较上周(12月6日)分别上行37bp、22bp、3bp至1.40%、1.56%、2.38%; 1周 Libor-Hibor 利差回落至6bp。

### 2. 美联储: 鲍威尔表示当前的货币政策立场是合适的

美联储主席鲍威尔表示, 当前货币政策立场可能仍是合适的, 今年的降息有助于稳定美国经济前景; 美联储随时准备调整回购操作, 以保持联邦基金利率在区间内。

美联储副主席克拉里达表示, 购买短期国债的行为并不是QE, 只是提供流动性; 为了年底的流动性稳定, 我们将做需要作出努力。

纽约联储主席威廉姆斯表示, 降息有助于房地产市场和消费; 预计明年美国GDP增速为2%; 房地产市场一年前就开始得到提振, 消费支出也很强劲。

### 3. 欧央行: 拉加德表示欧元区经济虽面临下行风险, 但并不显著

欧央行行长拉加德表示, 经济增速面临下行风险, 但下行风险并不显著; 在长时间内需要宽松的立场; 如有所需, 欧央行将调整所有政策工具。

欧央行副行长金多斯表示, 由于有序脱欧、贸易局势缓和, 欧元区经济已经出现触底迹象; 如果需要, 欧央行依然有空间实行进一步量化宽松和降息。

### 4. 日本央行: 部分官员表示将继续实施合适的货币政策

日本央行副行长雨宫正佳表示, 将继续实施合适的货币政策; 如果风险上升, 会毫不犹豫地加码宽松措施; 日本央行最重要的事情是要关注日本经济的下行风险。

日本央行行长黑田东彦表示, 全球经济出现积极的迹象; 总体来说, 2020年经济展望是相对比较光明的。

### 5. 其他央行：俄罗斯、巴西、土耳其央行降息

12月13日，俄罗斯央行降息25bp至6.25%，为今年以来第五次降息。

12月12日，巴西央行降息50bp至4.5%，为今年以来第四次降息；土耳其央行将基准回购利率下调200bp至12%，为今年以来第四次降息。

### 三、文献推荐

#### 学习和误解：通胀目标的影响

Martin Bodenstern, James Hebden, Fabian Winkler

(来源：FED，地址：

<https://www.federalreserve.gov/econres/feds/files/2019078pap.pdf>)

当常规货币政策受到名义利率的零下限限制时，以价格目标的货币政策策略已成为在深度衰退中刺激经济更为有效的方法。然而，这些策略的有效性取决于中央银行对代理商的引导能力，引导其对政策利率未来路径的期望。我们开发了一种灵活的方法，可以从观测到的利率中了解中央银行的政策规则，并考虑到零下限的有限信息内容。在经济衰退开始时，代理商学习的从通胀目标转向价格水平目标策略不会产生所需的稳定收益。只有在足够长的时间里制定了政策规则，这些好处才能实现。临时的价格水平定位策略可能不如永久策略有效。

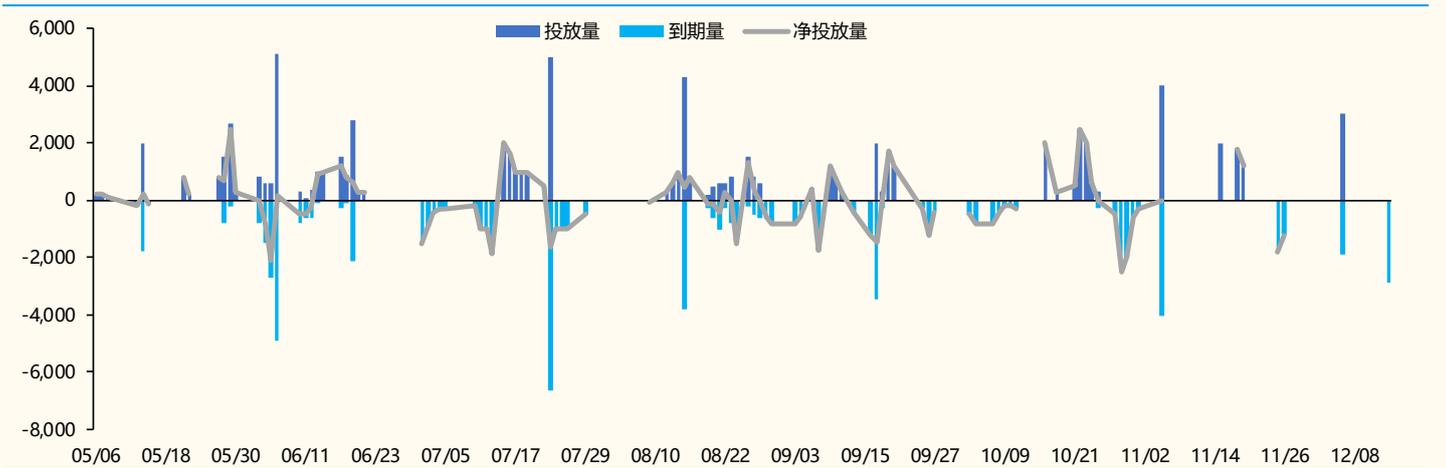
图表 3: 2019 年以来全球主要央行政策利率的调整<sup>1</sup> (%)

	国家/地区	19-01	19-02	19-03	19-04	19-05	19-06	19-07	19-08	19-09	19-10	19-11	19-12	当前利率	
降息	美国:联邦基金目标利率								-0.25	-0.25	-0.25			1.50-1.75	
	欧元区:存款便利利率									-0.10				-0.50	
	巴西:隔夜利率								-0.50	-0.50	-0.50		-0.50	4.50	
	泰国:隔夜利率								-0.25			-0.25		1.25	
	中国香港:贴现窗利率								-0.25	-0.25	-0.25			2.20	
	土耳其:一周回购利率								-4.25		-3.25	-2.50		-2.00	12.00
	韩国:基准利率								-0.25			-0.25			1.25
	马来西亚:隔夜利率					-0.25									3.00
	菲律宾:隔夜借款利率					-0.25				-0.25	-0.25				4.00
	印尼:基准利率								-0.25	-0.25	-0.25	-0.25			5.00
	印度:基准回购利率		-0.25		-0.25		-0.25			-0.35		-0.25			5.15
	南非:再回购利率								-0.25						6.50
	俄罗斯:关键利率						-0.25	-0.25		-0.25	-0.50		-0.25		6.25
	澳大利亚:隔夜利率						-0.25	-0.25			-0.25				0.75
	新西兰:基准利率					-0.25				-0.50					1.00
	冰岛:基准利率					-0.50	-0.25			-0.25		-0.25	-0.25		3.00
	乌克兰:贴现利率				-0.50				-0.50		-0.50	-1.00		-2.00	13.50
	智利:隔夜利率	+0.25					-0.50			-0.50	-0.25				1.75
	墨西哥:基准利率									-0.25	-0.25		-0.25		7.50
	埃及:贴现利率		-1.00							-1.50	-1.00		-1.00		12.75
丹麦:基准利率										-0.10				-0.75	
不变	日本:政策目标利率													-0.10	
	英国:再回购利率													0.75	
	中国台湾:担保放款利率													1.75	
	加拿大:隔夜目标利率													1.75	
	瑞士:3M LIBOR 利率													-0.75	
	保加利亚:基本利率													0.01	
	匈牙利:基准利率													0.90	
	波兰:28 日再回购利率													1.50	
	以色列:基准利率													0.25	
加息	挪威:银行同业存款利率			+0.25			+0.25			+0.25				1.50	
	瑞典:再回购利率	+0.25												-0.25	
	捷克:2 周再回购利率					+0.25								2.00	

来源: Wind, 国金证券研究所整理

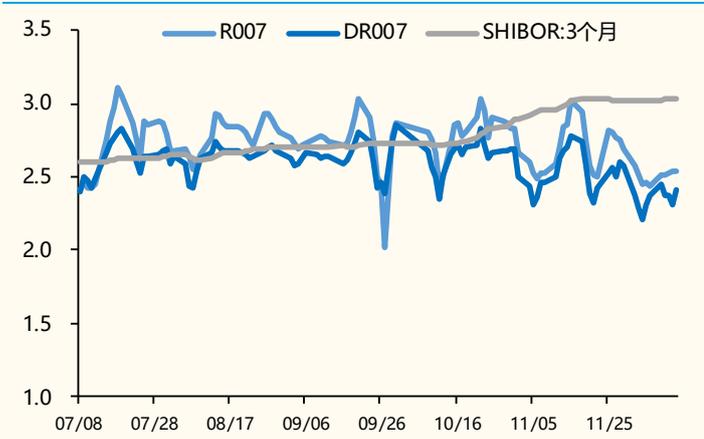
<sup>1</sup> 截至 2019 年 12 月 14 日

图表 4: 近几个月中国央行公开市场资金净投放概览 (亿元)



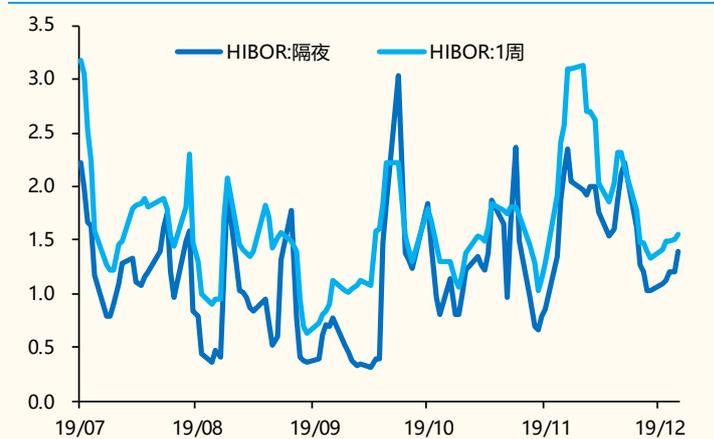
来源: Wind, 国金证券研究所

图表 5: 国内货币市场利率回升 (%)



来源: Wind, 国金证券研究所

图表 6: 香港货币市场利率回升 (%)



来源: Wind, 国金证券研究所

图表 7: Libor-Hibor 利差回落 (%)



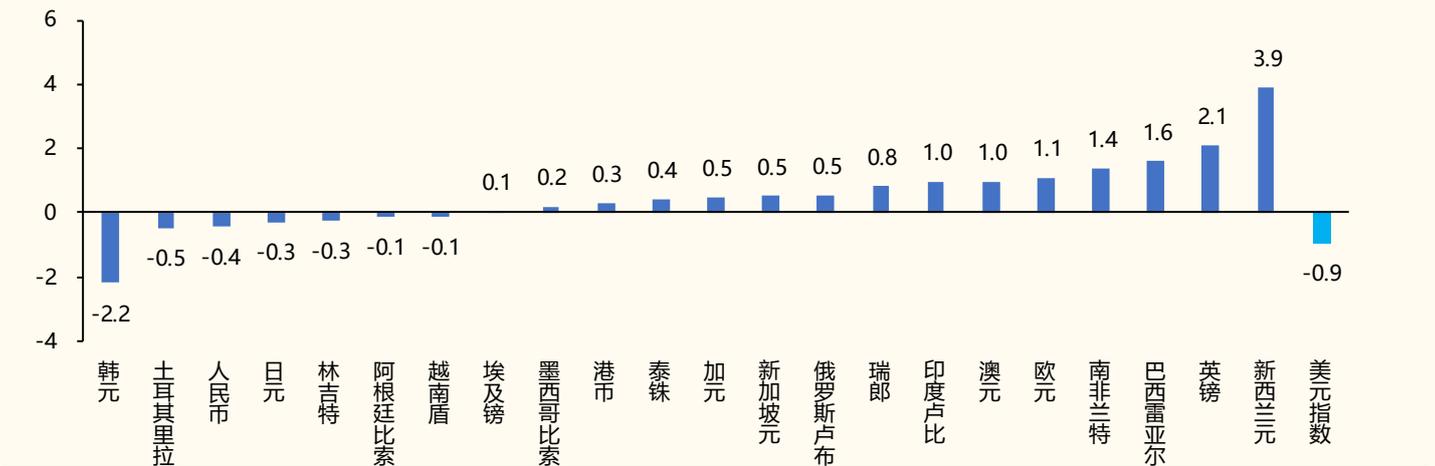
来源: Wind, 国金证券研究所

图表 8: CME 数据显示的美联储降息概率 (12.14)

FOMC 会议时间	联邦基金利率 (当前为 150-175bp)				
	50-75	75-100	100-125	125-150	150-175
2020/1/29			0.0%	2.2%	97.8%
2020/3/18	0.0%	0.0%	0.1%	8.6%	91.3%
2020/4/29	0.0%	0.0%	1.0%	17.4%	81.5%
2020/6/10	0.0%	0.2%	4.1%	29.3%	66.4%
2020/7/29	0.0%	0.9%	8.6%	35.9%	54.6%
2020/9/16	0.1%	1.5%	10.7%	37.4%	50.2%
2020/11/5	0.3%	2.5%	13.5%	38.7%	45.0%
2020/12/16	0.5%	3.8%	16.6%	39.5%	39.4%

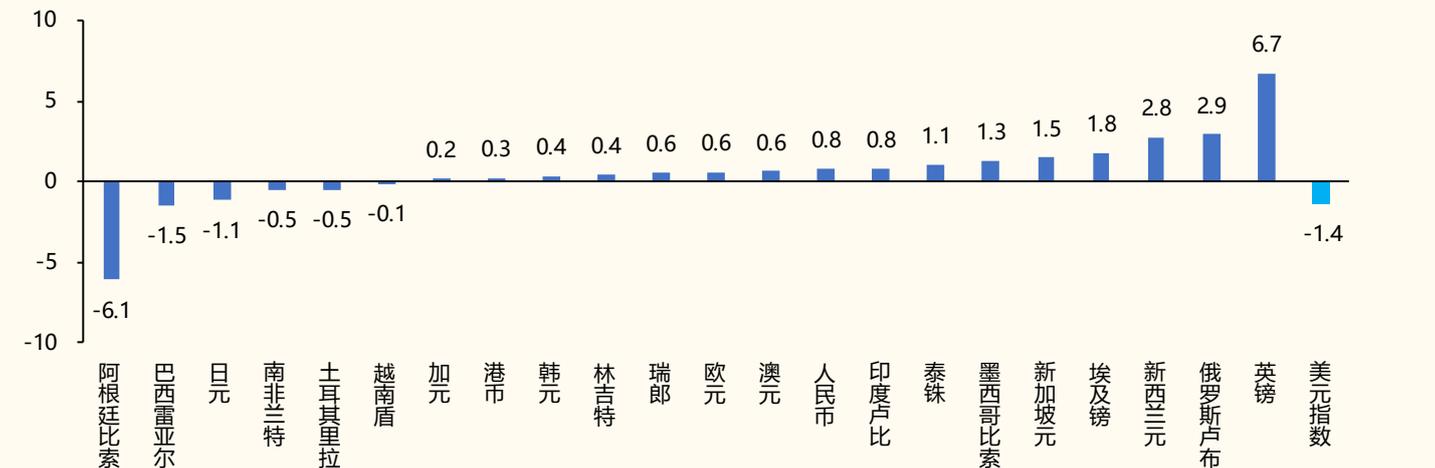
来源: CME, 国金证券研究所

图表 9: 近一个月主要货币汇率相对美元变动幅度 (%)



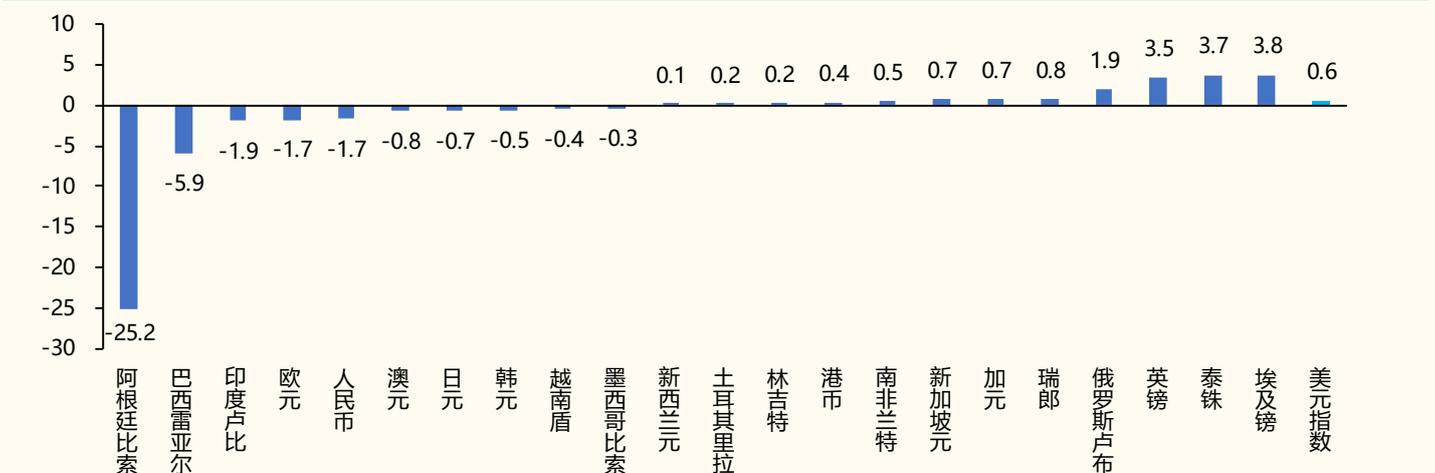
来源: Wind, 国金证券研究所

图表 10: 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 11: 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 12: 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
12月13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。
12月12日	目前银行体系流动性总量处于合理充裕水平, 可吸收政府债券发行缴款等因素的影响, 不开展逆回购操作。
12月11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。
12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。
12月9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。

来源: 中国人民银行, 国金证券研究所

图表 13: 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
12月14日	美联储副主席克拉里达	永久	购买短期国债的行为并不是QE, 只是提供流动性; 为了年底的流动性稳定, 我们将做需要作出努力。
12月14日	纽约联储主席威廉姆斯	永久	降息有助于房地产市场和消费; 预计明年美国GDP增速为2%; 房地产市场一年前就开始得到提振, 消费支出也很强劲。
12月12日	美联储主席鲍威尔	永久	当前货币政策立场可能仍是合适的, 今年的降息有助于稳定美国经济前景; 美联储随时准备调整回购操作, 以保持联邦基金利率在区间内。

来源: Wind, 国金证券研究所整理

图表 14: 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
12月13日	欧央行副行长金多斯	由于有序脱欧、贸易局势缓和, 欧元区经济已经出现触底迹象; 如果需要, 欧央行依然有空间实行进一步量化宽松和降息。
12月12日	欧央行行长拉加德	经济增速面临下行风险, 但下行风险并不显著; 在长时间内需要宽松的立场; 如有所需, 欧央行将调整所有政策工具。

来源: Wind, 国金证券研究所整理

图表 15: 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
12月12日	日本央行副行长雨宫正佳	将继续实施合适的货币政策; 如果风险上升, 会毫不犹豫地加码宽松措施; 日本央行最重要的事情是要关注日本经济的下行风险。

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\\_8320](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_8320)



云报告  
https://www.yunbaogao.cn

云报告  
https://www.yunbaogao.cn