



如期而至的“欧版 QE”能否拯救欧元区？

城市金融研究所所长：周月秋

国际宏观经济研究团队：

樊志刚 马素红 程实 宋玮
王婕 罗宁 郭可为 吕振艳

执笔：罗宁

luoning.cs@icbc.com.cn

相关研究：

2015/1/21 《瑞士央行“黑天鹅”
事件引发的思考》

2014/12/26 《美元资产全线走强
卢布油价跌跌不休——2014年12
月国际金融市场走势述评》

重要声明：本报告中的原始数据来源于官方统计机构和市场研究机构已公开的资料，但不保证所载信息的准确性和完整性。本报告（含标识和宣传语）的版权为中国工商银行城市金融研究所所有，仅供我行内部参阅，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、上网、引用或向其他人分发。

要 点

- 2015年1月22日，欧洲央行如市场所预期推出包括购买主权债券在内的“扩大资产购买计划”，力图通过向市场注入规模达1.1万亿欧元资金的方式来激活流动性，推动欧元区走出通缩风险不断攀升的困境。
- 虽然此前在强烈的预期下，金融市场已经对此政策提前做出反应，但政策正式出台后依然引发市场剧烈动荡，欧洲股市瞬间大涨，欧元汇率迅速下探，美元指数、国际金价直线拉升。此外，欧盟其他央行未雨绸缪的政策博弈也进一步加大了市场动荡。
- 我们认为，若是仅仅依赖欧洲央行的“欧版 QE”政策，并不足以推动欧元区经济在 2015 年走出通缩风险，实现较强的复苏。只有同步实施配套的财政支持政策，修复失灵的货币政策传导机制，并有效推出经济结构改革的步伐，才是其复苏的关键。

目 录

一、欧洲央行如期推出“欧版 QE”政策	3
二、欧洲央行推出“欧版 QE”的主要背景及影响分析	4
（一）货币宽松效果有限，通缩风险促欧版 QE 出台	4
（二）金融市场提前做出反应，QE 政策出台后再创新高	5
（三）欧盟其他央行未雨绸缪，政策博弈加大市场动荡	6
三、“欧版 QE”能否加快欧元区经济复苏步伐	7
（一）经济复苏需要财政政策与货币政策合力支持	7
（二）达成 QE 效果需要通畅的货币政策传导机制	8
（三）实现长期可持续增长，结构性改革是关键	8

图目录

图 1 欧洲央行、美联储资产负债表总资产规模走势图	4
图 2 欧元区 CPI、PPI 同比及失业率走势图	5
图 3 欧元区股市指数、部分国家 10 年期国债收益率走势图	6
图 4 瑞士法郎兑欧元汇率及瑞士股市 SMI 指数走势图	7



2015 年 1 月 22 日，在全球市场瞩目之下欧洲央行行长德拉基宣布了最新货币政策决议，涵盖主权债券为标的资产的、规模达 1.1 万亿欧元的“扩大资产购买计划”最终出台。虽然此前在强烈的预期下，金融市场已经对此政策提前做出反应，但政策正式出台后依然引发市场剧烈动荡，欧洲股市瞬间大涨，国际金价直线拉升。购买主权债券的量化宽松货币政策曾将美国拉出危机泥潭，这次能拯救再临危机的欧元区吗？

一、欧洲央行如期推出“欧版 QE”政策

根据欧洲央行最新货币政策决议，将在现有的资产支持证券（ABS）与担保证券（Covered Bonds）购买计划基础上开展“扩大资产购买计划”（Expanded Asset Purchase Programme），到 2016 年 9 月底前每月购买公共及私人部门证券 600 亿欧元。2015 年 3 月起，欧洲央行将开始在二级市场上购买欧元区“投资级”主权债券，具体的购买方案将以欧元区成员国持有的欧洲央行关键资本份额为基准进行。此外，欧洲央行还对定向长期再融资操作（TLTRO）进行调整，修改了其定价策略。

值得注意的是，根据这项“扩大资产购买计划”，欧洲央行共计将购买 1.1 万亿欧元的公共及私人部门证券。这将使欧洲央行资产负债表中资产规模从目前的约 2.2 万亿欧元提升至 3.3 万亿欧元左右，从而兑现行长德拉基此前对扩大欧洲央行资产负债表的承诺。据 Wind 资讯统计，美联储经过此前三轮量化宽松（QE）之后资产规模已达到 4.5 万亿美元。单从规模来看，未来欧洲央行似乎仍有进一步扩大资产负债表的空间。如果今年内欧元区的通缩风险未有明显改善，明年欧洲央行或有可能推出第二轮“扩大资产购买计划”。

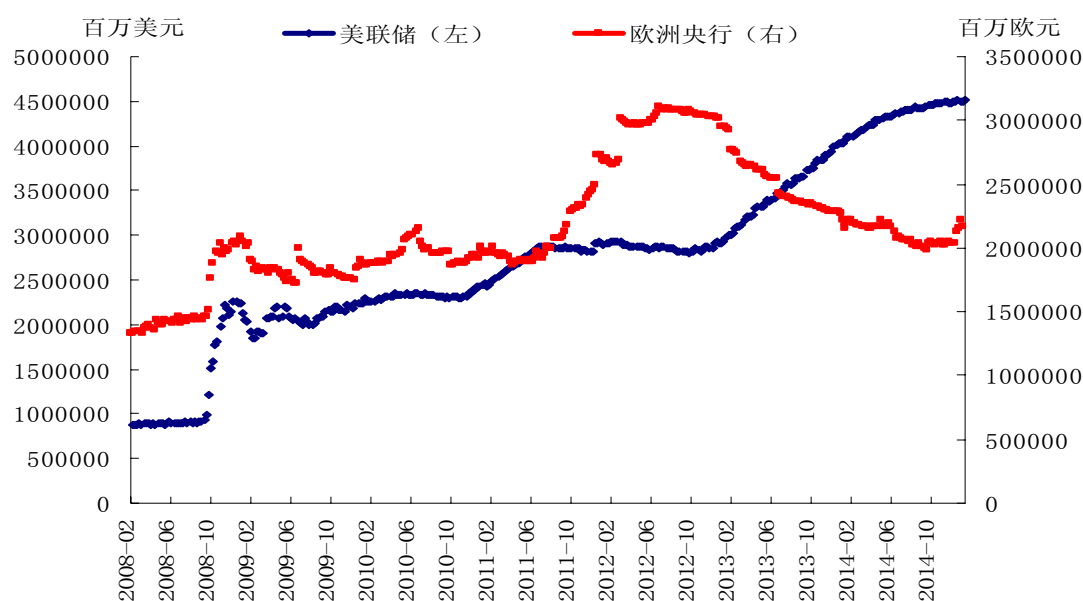


图 1 欧洲央行、美联储资产负债表总资产规模走势图

资料来源： Bloomberg, Wind, 中国工商银行城市金融研究所, 下同。

二、欧洲央行推出“欧版 QE”的主要背景及影响分析

(一) 货币宽松效果有限，通缩风险促欧版 QE 出台

过去一年里，与持续缩减第三轮量化宽松购债规模的美国不同，欧元区实施了较为全面的宽松货币政策。在价格方面，欧洲央行通过两轮降息，将主要再融资利率降至 0.05% 的历史低位水平，隔夜存款工具利率水平更是降至 -0.2%，开启“存款负利率时代”。在数量方面，欧洲央行实施定向长期再融资操作 (TLTRO)，力图鼓励银行金融机构加大向实体经济放贷力度，并在第三轮购买担保债券 (Covered-Bond) 的同时，开始直接购买资产支持证券 (ABS)。但已经实施的宽松货币政策并未使欧元区脱离通缩风险，2014 年 12 月份欧元区 CPI 同比下降 0.2%，2009 年以来首次为负，PPI 更是连续 17 个月同比下降，通缩风险似乎将开始向实质性危机转变，曾在日本出现过的“失去十年”，甚至有可能在欧元区重演。就业市场疲软引致的内需不足，进一步加大欧元区面临的通缩问题。目前欧元区总失业率维持在 11.5% 高位水平，其中南欧边缘成员国希腊失业率 25.7%，



25 岁以下青年人中有近一半人找不到工作。

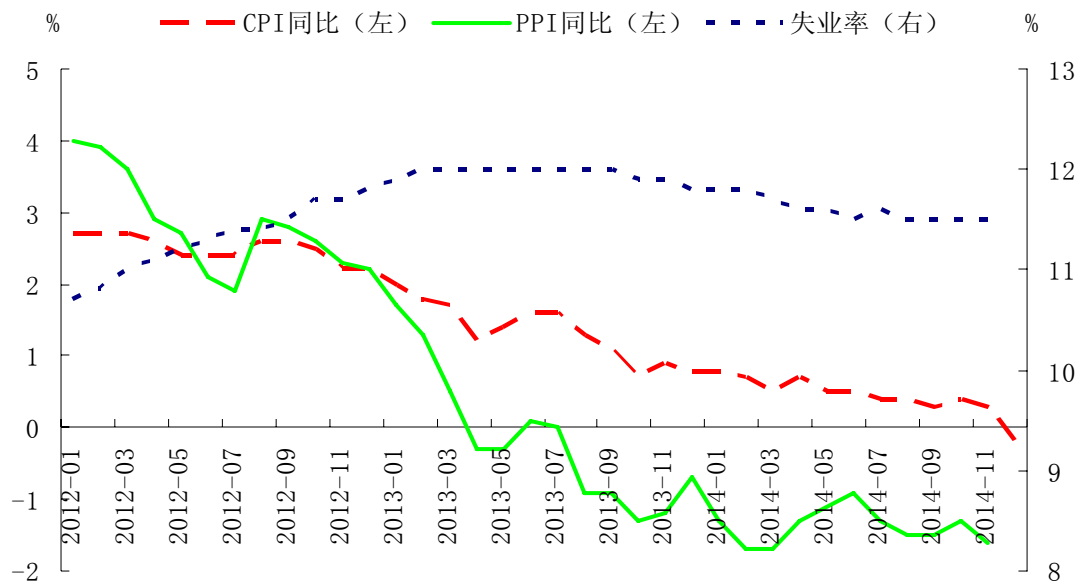


图 2 欧元区 CPI、PPI 同比及失业率走势图

(二) 金融市场提前做出反应，QE 政策出台后再创新高

随着欧洲央行正式宣布“欧版 QE”计划，欧洲股市瞬间大涨，德国 DAX30 指数上触纪录高位，欧元对美元汇率下探至 1.13 美元/欧元，美元指数一度升至 94.5 点，创下近 10 年来的峰值，国际金价冲过 1300 美元/盎司关口。事实上，在投资者对欧洲央行推出“欧版 QE”预期不断增强的影响下，近段时期金融市场走势已经对这一政策提前做出反应。2014 年 12 月中旬至今，欧元区斯托克 50 指数上涨了 10.7%，德国 DAX30 指数、法国 CAC40 指数、意大利 ITLMS 指数涨幅分别达 10.3%、12%、10.5%。在欧洲央行推出欧版 QE 预期带动下，此前受美联储退出 QE 影响而大幅下行的新兴市场股市出现快速反弹，MSCI 新兴市场指数同期涨幅达 7.3%。作为欧洲央行本次 QE 的主要标的资产，欧元区国债价格普遍上行，收益率明显下降。2014 年 12 月中旬至今，德国、法国、意大利、西班牙、葡萄牙 10 年期国债收益率分别降低了 9.9、19.1、30.5、25.9、14.3 个基点至 0.5%、0.7%、1.7%、1.5%、2.8%。希腊方面则因左翼政党联盟 Syriza 可能将在

1月25日大选后上台，“脱欧”可能性加大，10年期国债收益率同期上涨55.3个基点至9.4%。

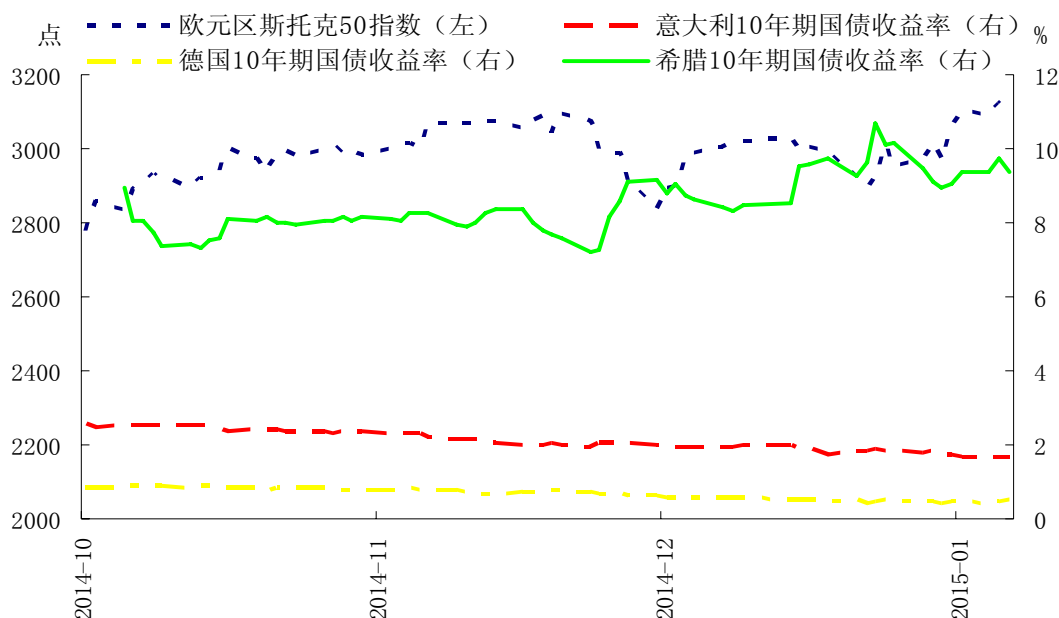


图3 欧元区股市指数、部分国家10年期国债收益率走势图

（三）欧盟其他央行未雨绸缪，政策博弈加大市场动荡

在欧央行决议之前，欧洲区域的其他央行已采取行动以应对即将来临的“欧版QE”。1月15日，瑞士央行突然宣布取消瑞士法郎对欧元汇率的1.20:1上限，同时将活期存款利率从-0.5%降至-0.75%，将3个月Libor目标范围降为-1.25%至-0.25%。19日，丹麦央行将存款利率由-0.05%调降至-0.2%，将贷款利率调降至0.05%。最引市场关注的是瑞士央行的“弃限”举措。决定宣布后，瑞士法郎兑欧元汇率急剧飙升，曾在几分钟内跳涨近30%，当日收盘涨幅达23.1%。而本币汇率暴涨之下引发市场对以出口为主要动力的瑞士经济的担忧，引发资金大幅流出瑞士股市。瑞士股市SMI指数1月15日盘中跌幅曾达13%。与此同时，瑞士央行“弃限”举措进一步坚定了投资者对欧洲央行将推欧版QE的预期，欧元汇率大幅下降，欧元对美元汇率一度探底至1.1459美元/欧元，创近10年内的



新低。“黑天鹅”搅动之下，市场避险情绪抬升，美国纳斯达克指数、道琼斯工业指数、标普500指数1月15日分别下跌1.5%、0.6%、0.9%。近日，瑞士央行行长乔丹指出，为避免汇率持续大幅上涨，不排除瑞士央行未来再次干预外汇市场的可能性，这又将成为扰动金融市场的一股力量。

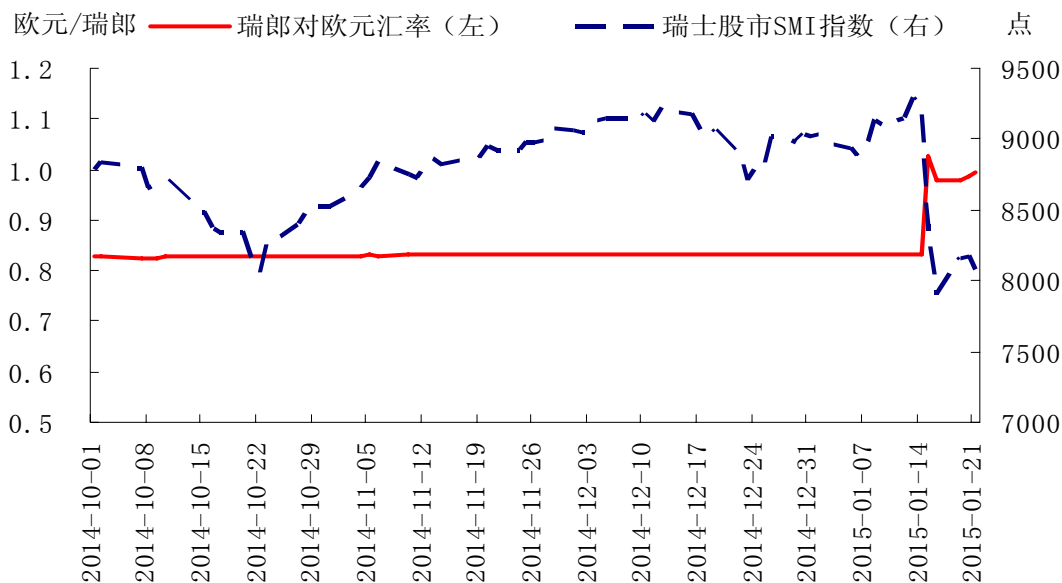


图4 瑞士法郎兑欧元汇率及瑞士股市 SMI 指数走势图

三、“欧版 QE”能否加快欧元区经济复苏步伐

购买主权债券的量化宽松货币政策曾将美国拉出危机泥潭，这次能拯救再临危机的欧元区吗？我们认为，若是仅仅依赖欧洲央行的欧版 QE 并不足以推动欧元区经济在 2015 年走出通缩风险，实现较强的复苏。只有同步实施配套的财政支持政策，修复失灵的货币政策传导机制，并有效推出经济结构改革的步伐，才是其复苏的关键。

(一) 经济复苏需要财政政策与货币政策合力支持

本轮全球金融危机爆发至今，美国经济从衰退走向持续稳健的复苏，并非 QE 独自的功劳，而是财政政策与货币政策合力的成果。据 Wind 资讯统计，2014

年美国联邦政府财政支出较上年增长 6%至 35808.4 亿美元，为全年经济实现 3%左右的增长起到了重要的推动作用。当然，美国财政支出的增长是以财政收入的提升为前提，具有相对较强的稳定性与可持续性。据 IMF 统计，2014 年美国联邦政府财政收入占 GDP 比重较 2013 年上升 0.6 个百分点至 31.42%，同期欧元区政府财政收入占 GDP 比重却下降了近 0.1 个百分点，显然后者缺乏通过财政政策刺激经济的底气。事实上，自 2010 年主权债务危机爆发以来，欧元区重债国为改善财政状况、赢得国际市场的信心，下大力气整顿财政实施了一系列紧缩措施，其他成员国也采取了相应的预防措施，这就导致货币政策孤掌难鸣，即便是大规模的量化宽松可能也难以取得理想效果。

（二）达成 QE 效果需要通畅的货币政策传导机制

美联储经过前后三轮 QE 成功降低市场融资成本，为实体经济复苏提供了有力的支持。从 2008 年 11 月 25 日美联储正式开启第一轮 QE 至今，美国 1 年期、5 年期、10 年期国债收益率分别下降了 64、36、85 个基点至 0.17%、1.35%、1.87%。欧债危机爆发以来，在金融机构大规模“去杠杆”、成员国复苏差异加大等因素影响下，资金持续从南欧边缘国家流出，转向德国国债等避险资产，金融机构受资本约束大规模缩减南欧资产，导致一体化的欧洲金融市场被“碎片化”，各个市场利率水平差异较大，欧央行的货币政策传导受阻，难以达到预期效果。这也是过去一年欧洲央行实施全面宽松货币政策仍未能有效改善欧元区经济的重要原因。从目前来看，欧元区核心国德国融资成本相对较低，希腊等边缘国家融资成本仍然较高，两国 10 年期国债收益率利差近 890 个基点。加之主权债券购买方案将以成员国出资比例为准，亟需资金的南欧边缘国家所能获得的配额可能较为有限，欧洲央行的 QE 政策效果能够发挥到何种程度，也许并不难想象。

（三）实现长期可持续增长，结构性改革是关键

就深层次因素而言，美国经济能够摆脱危机影响，重新走向稳健增长之路，除了财政政策与货币政策的支持之外，更重要的是较为成功地进行了经济结构的改革与调整。本次全球金融危机爆发的根源正是发达经济体过度“去工业化”导致虚拟经济脱离了实体经济。危机爆发以来，美国积极推行“再工业化”战略，



重振制造业、加大出口贸易。去年 1-11 月，美国出口贸易累计金额较上年同期增长 2.9%，是全球金融危机爆发前的 1.4 倍。虽然德国、西班牙等国也推行了类似的“再工业化”战略，并取得了较好成效，但希腊等欧元区边缘成员国“产业空心化”问题仍较严重。从总体上看，欧元区经济结构改革与调整与美国相比尚有较大差距。

值得注意的是，虽然欧央行极力尝试通过 QE 政策拯救濒临通货紧缩的欧元区经济，但欧洲各党派势力政治博弈不断加剧对欧洲一体化的冲击，却可能让欧元区再次陷入困境。经济复苏疲态之下，民粹、极左与极右派势力在欧渐趋活跃。倘若反对紧缩措施的希腊左翼政党联盟 Syriza 在 1 月 25 日举行的大选之后上台，希腊“退欧”可能性加大，欧元区未来或将陷入更大的动荡之中。