

研究报告

2019 年第 115 期

2019.12.27

执笔人：朱思斯 姚天宇

sisi.zhu@icbc.com.cn

tianyu.yao@icbc.com.cn

货币政策暂停宽松，积极协调保留空间 ——欧央行 12 月议息会议点评

要点

- 12 月 12 日，欧央行在法兰克福召开了议息会议，本轮会议维持了利率前瞻指引、三大政策利率、资产购买计划不变，决议内容符合市场预期。
- 欧央行在 9 月后暂停宽松动作，主要原因有三：欧元区经济并未恶化；货币政策工具效果减弱，欧央行需保留政策空间；欧盟成员国或推出积极的财政政策。
- 展望 2020 年的欧央行政策路径，预计新任行长拉加德的首选策略是促成欧盟内经济政策的协同作用，而非持续透支货币政策的空间。

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。本报告不代表研究人员所在机构的观点和意见，不构成对阅读者的任何投资建议。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，仅供内部参阅，未经作者书面许可，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。

一、12月欧央行议息会议的主要内容

本次议息会议发布的货币政策声明与10月的用词完全一致。**政策利率方面**，欧央行维持主要再融资利率为0、边际贷款利率为0.25%、存款便利利率为-0.5%不变；**利率前瞻指引方面**，欧央行将执行当前或更低的政策利率直到通胀预期充分接近（但低于）2%；**资产购买计划方面**，欧央行继续实施每月200亿欧元的购债计划不变。

欧央行还更新了最新的经济预测，将2019、2020、2021年GDP增速从9月份的1.1%、1.2%、1.4%调整为1.2%、1.1%、1.4%；将2019、2020、2021年调和消费者物价指数（HICP）增速从9月份的1.2%、1.0%、1.5%调整为1.2%、1.1%、1.4%。**总体认为欧元区经济增长疲软，主要是由于全球经济被不确定性笼罩**，导致对欧元区商品和服务需求放缓，影响了以制造业为首的企业投资，进而造成消费信心低迷。

本次会议重申了欧央行管理委员会自今年9月以来在应对经济增长放缓、物价持续走低方面做出的努力，主要包括通过一系列可预见的货币刺激政策，维持宽松的期限利率条件，提振微观主体的消费和投资信心。拉加德再次承诺将准备好一切工具以应对经济和通胀的下行风险。

另外，本次会议还提到欧央行将成立央行数字货币特别小组。

二、不确定性下降、经济数据企稳是本轮会议维持政策不变的决策基础

欧元区11月IHS Markit制造业PMI虽然仍在收缩区间，但较9月和10月数据有所企稳，这表明欧元区经济并未出现恶化迹象（图1）。值得关注的是，新订单分项并未好转，表明当前的指标好转或得益于英国脱欧进程逐渐明朗、中美贸易战缓和等风险事件不确定性下降的结果；剔除事件性因素后并不能看到经济筑底的坚实特征。

2020年，全球不确定性风险有望进一步降低：英国脱欧进程顺利推进；中美贸易战进一步升级的空间有限；美国大选年特朗普进一步挑起对欧盟贸易战的概率较低。故预计欧元区经济继续恶化的概率并不高。

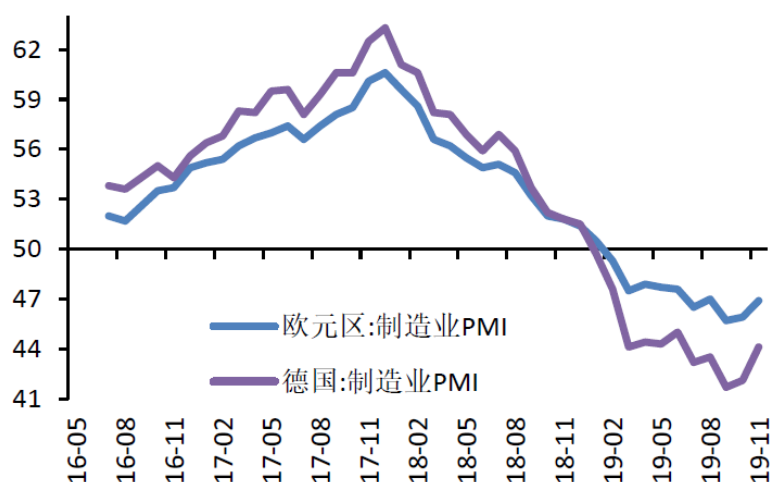


图1 欧元区制造业 PMI

三、欧央行货币政策工具效果渐弱

（一）欧央行推出非常规货币政策工具的背景

欧债危机后，欧央行的政策重点从解决流动性需求、恢复问题国家的主权信用转移到疏通信贷传导渠道上来。这主要是因为尽管在欧央行的救助下，主权债务风险初步解除，但危机给欧元区经济带来的长期影响仍然反映在政府、公司和个人对信用风险的重新定价以及银行系统的信贷收缩上。企业部门信用违约和投资下降、居民失业率上升、银行体系大幅收缩资产负债表，导致欧元区经济需求低下。欧元区整体通胀率从2012年初的2.7%震荡下滑，即使剔除能源价格的下拉作用后，核心HICP仍然显示出通缩风险。

在这一背景下，欧央行自2014年起陆续推出了三类货币政策操作工具，包括下调政策利率、推出定向长期再融资操作（TLTRO）、资产购买计划。

（二）欧央行货币政策的传导路径和实施效果

1. 传导路径

政策利率和TLTRO操作直接激励银行向实体经济发放贷款。主要传导渠道有三：第一，欧央行对商业银行留存的超额准备金和隔夜存款便利征收利息，促使银行增加贷款。第二，欧央行将常规长期再融资操作期限从3个月延长至1年以上。通过向商业银行提供长期稳定负债，促使银行增加贷款。第三，欧央行开展定向长期再融资操作，将商业银行从央行中获取的低息长期贷款与其向实体经济发放

的贷款金额挂钩，且向实体经济放贷越多，获得的长期再融资利率越低。

欧央行实施了大规模资产购买计划（APP）。2014年9月议息会议后，欧央行推出资产支持证券购买计划（ABSPP）和第三轮担保债券购买计划（CBPP3），开始在一二级市场购买资产支持债券和担保债券。2015年1月议息会议上，欧央行扩大了资产购买范围，开始在二级市场购买公共部门债券。2016年6月后，欧央行进一步拓宽了购债范围，开始从一二级市场上购买企业部门债券。欧央行整个资产购买计划新增规模从2015年3月开始至2018年12年终止，目前欧央行虽然终止了新增规模，但仍对到期债券再投资。

自欧央行启动公共部门资产购买计划（PSPP）以来，欧央行的量化宽松规模迅速上升，从两个方面影响了商业银行的放贷规模。第一，QE大幅压低了债券收益率，使得银行投资头寸组合的风险收益平衡改变，银行有动机将固定收益类的边际投资转换为贷款。同时，企业和居民部门的边际贷款需求也随利率的下降而增加。第二，QE买入了银行持有的大量债券，将银行的债券资产变成了准备金，叠加负利率¹效果，银行将减少持有的现金资产转而投向贷款在内的其他资产。

¹ 在2014年6月议息会议上，欧央行首次将存款便利利率降至-0.1%，此后又在2016年3月的议息会议上降至-0.4%并维持至今，意味着银行在欧央行账户上的隔夜存款以及超额准备金征收利息。

2. 实施效果

总体而言，欧央行通过增加银行系统对企业的信贷供给、增加企业部门的融资需求、提高居民部门的消费支出意愿，在一定时期内显著降低了企业融资利率，推高了信贷规模，助推了欧元区通胀率的回升（图2、3）。

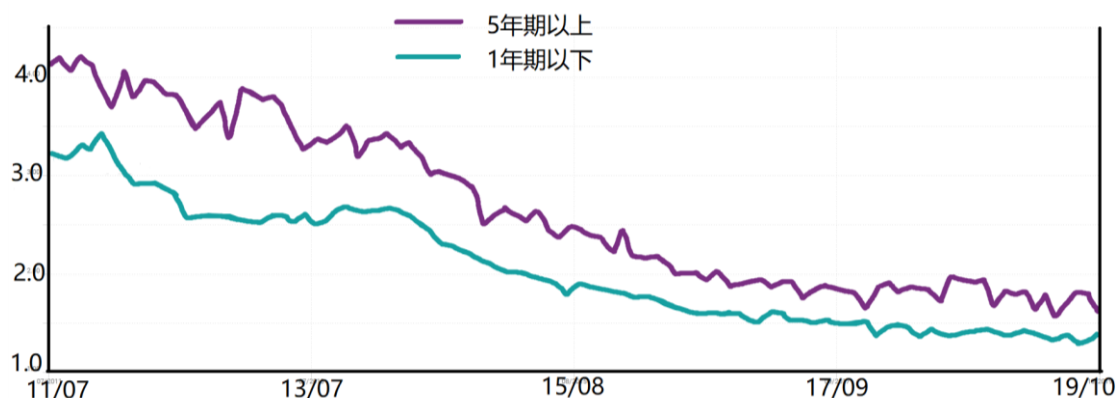


图2 欧元区非金融企业的新增贷款平均利率

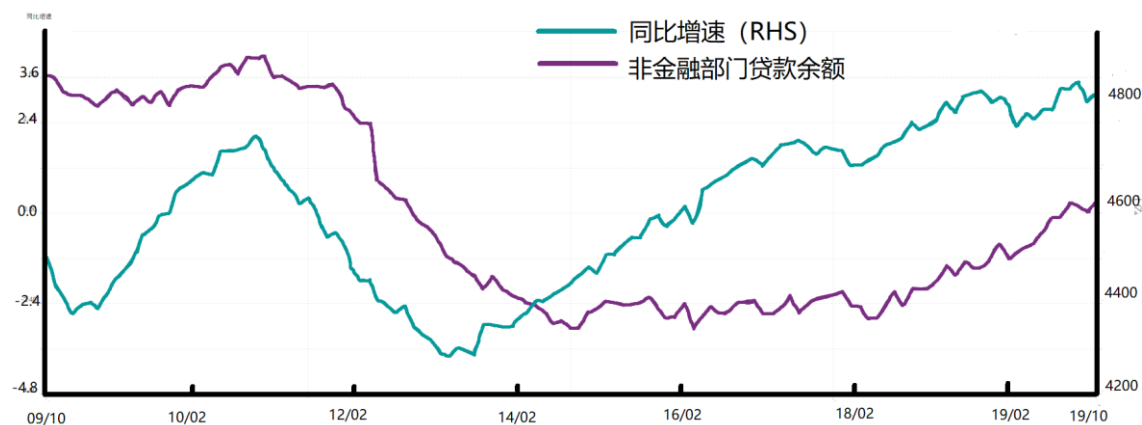


图3 欧元区非金融部门贷款规模

但刺激政策对经济的提振效果在逐渐减弱。在最近一轮 TLTRO III 于2019年9月开始执行，将连续7个季度向银行提供低息长期贷款²，直至2021年3月结束。然而，刺激效果低于预期，银行反响并不强烈。作为欧元区史上最便宜的 TLTRO 贷款，9月启动的第三轮 TLTRO 共认购了34亿欧元，远低于200-1000亿的预期规模（图4）。

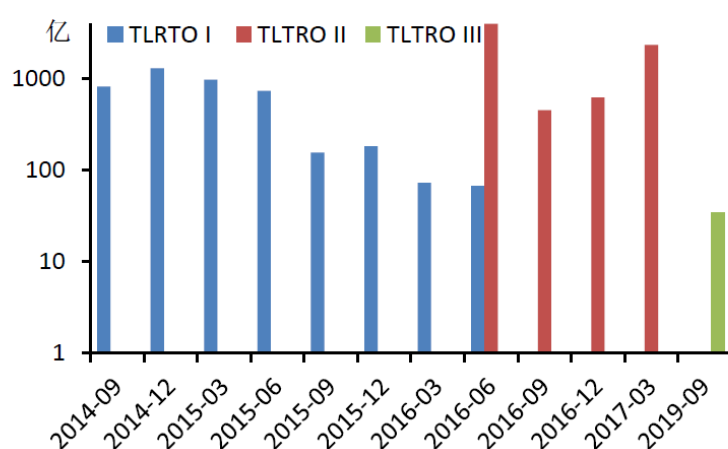


图4 三轮TLTRO认购额（对数坐标轴）

在量化宽松操作上，欧央行已经购买了2.6万亿欧元的证券（图5），随着留在机构投资者手中的债券份额逐步减少，市场对于欧央行购债计划的敏感度大幅下降，不能达到缩窄久期风险、压低期限溢价和长端利率的目的。

² 具体做法是，参与 TLTRO III 操作的银行可以向央行申请最高为该银行向非金融部门（房地产除外）放贷 30% 的 TLTRO 额度，向非金融部门放贷越多，银行获得的 TLTRO 利率就越低，最低为操作期间平均存款便利利率上浮 10BPs。每期贷款期限为 2 年。

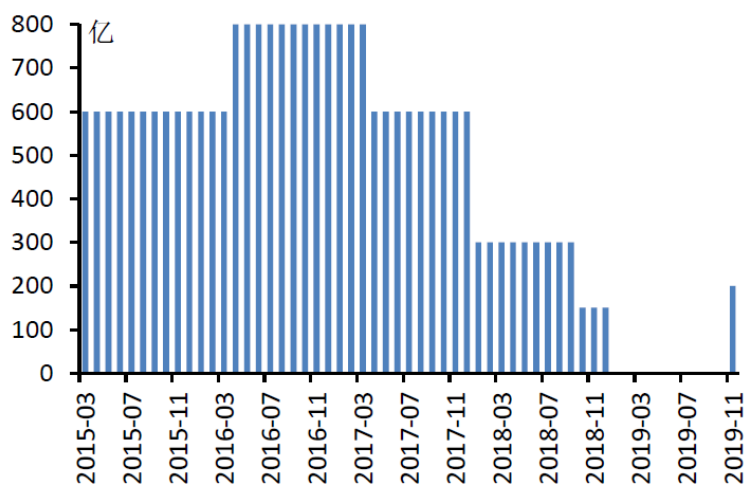


图5 欧央行月度新增购债规模

四、调动财政政策配合，保留货币政策空间

在今年9月的议息会议上，前任行长德拉吉重启QE时就曾遭到多位委员反对，原因是宽松政策的空间和效果较以往有所下降，应将宽松措施留到更加紧迫的时点。出于类似的考虑，本次议息会议上拉加德也再次呼吁了**财政政策的必要性**。

在各国政府10月提交给欧盟的2020财年预算中，经济前五的国家中，德国、意大利、荷兰或将推出较为温和的财政刺激政策，法国和西班牙提交的预算中则没有扩大财政赤字的计划（图6）。其中**德国当前仍然维持较充分的财政盈余，具有充分的财政政策储备空间**。鉴于拉加德在处理和欧盟委员会以及各国政要的关系上具有丰富的经验，预计她的首选策略是促成欧盟内经济政策的协同作用，而非不断透支货币政策空间。

	2018 年	2019 年	2020E 年
欧元区	-0.5%	-0.9%	-1.0%
德国	1.7%	1.3%	0.7%
法国	-2.5%	-3.1%	-2.3%
意大利	-2.1%	-2.2%	-2.5%
西班牙	-2.5%	-2.3%	-2.1%

图6 欧元区主要成员国财政预算

（执笔：朱思斯 姚天宇）