



欧央行开启负利率时代 下半年或推欧版 QE

要 点

金融研究总监：詹向阳
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：

2014/4/2 《经济复苏“冰火两重天” 欧英货币政策方向迥异》

2013/12/16 《2014：欧元区复苏的春天与五大风险》

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。

- 在 6 月 5 日结束的议息会议上，欧洲央行在现有基础上再度放松货币政策，颁布了包括降息、定向长期再融资操作等一系列政策措施，被市场热议已久的存款负利率最终变成现实，以融资换贷款的流动性注入方式亦是亮点。
- 从目前来看，虽然存款负利率政策有利于激活市场流动性，推动消费及投资增长，但在实施过程中可能面临较大考验；定向长期再融资操作等向市场注入流动性的方式虽然对于促进欧元区经济复苏具有积极意义，但由于宽松力度不及预期，对金融市场短期影响却呈负面。
- 总体而言，货币政策最终取得的效果还将决定于欧洲央行货币政策传导机制的修复进度，作为其中关键环节的银行业复苏状况，或将对欧洲央行下一步宽松政策实施力度产生重要影响。考虑到目前以德国为代表的部分成员国对欧洲央行直接购债的行为持有异议，实施大规模量宽面临的阻力明显，预计未来直接购买 ABS 等债务资产的规模将控制在各方均能接受的适度范围内。

目 录

一、为应对通缩风险、货币政策传导失灵等诸多难题，欧洲央行推出一系列政策措施.....	3
二、存款负利率旨在应对通缩风险及金融“碎片化”问题，但在实施过程中可能面临较大考验.....	4
（一）存款负利率政策有利于激活市场流动性，推动消费及投资增长.....	4
（二）存款负利率政策在实施过程中可能面临较大考验.....	4
三、欧洲央行最新宽松货币政策组合的影响展望.....	6
（一）宽松货币政策组合有利于促进欧元区经济复苏，但对金融市场的影响却呈两面性.....	6
（二）欧洲央行与美联储“背道而驰”，虽有助于缓解新兴市场资金流出压力，但总体影响较为有限.....	6
四、欧洲央行下一步会否推出大规模量化宽松政策？	7



欧洲央行在6月5日议息会议上颁布了包括质化和量化在内的一系列宽松货币政策，被市场热议已久的存款负利率最终变成现实。然而，存款负利率政策是否能够有效应对通缩风险及金融“碎片化”等诸多难题，包括存款负利率、定向长期再融资操作等在内的政策组合效果将如何，欧洲央行下一步会否推出欧版QE？本文尝试就上述问题进行梳理和解答。

一、为应对通缩风险、货币政策传导失灵等诸多难题，欧洲央行推出一系列政策措施

2014年初至今，欧洲经济延续去年下半年以来的温和复苏势头，一季度实际GDP同比增长0.9%，较2013年第四季度提升0.5个百分点，但考虑到基数效应的影响，经济复苏仍然偏弱。与此同时，欧元区通缩风险不断攀升，2013年10月至今CPI同比已连续8个月增幅低于1%，今年5月份的增幅仅0.5%。在此背景下，欧洲央行在刚刚结束的议息会议上再度放松货币政策，颁布了包括降息、新一轮长期再融资操作等一系列政策措施。

一是力推质化宽松，成为全球首家实施存款负利率的主要央行。欧洲央行将主要再融资利率下调10个基点至0.15%，边际贷款利率大幅下调35个基点至0.4%，存款工具利率下调10个基点至-0.1%，被市场热议已久的存款负利率最终变成现实。此外，这一负利率水平同样适用于超额准备金以及欧元系统内的其他存款。

二是再推变相量宽，以“融资换贷款”为新亮点。欧洲央行推出为期四年的定向长期再融资操作（Targeted Longer-term Refinancing Operations，TLTROs），金融机构可通过这种方式从欧洲央行借入一定规模的资金，初期设定金额为金融机构向欧元区非金融部门贷款总额的7%（不包括住房贷款），预计将达到4000亿欧元。此外，2015年3月至2016年6月，金融机构借款额度可进一步上升至对欧元区非金融部门净贷款的3倍。

三是筹备更多量化宽松措施。在继续延长对金融机构的固定利率全额度借款（Fixed Tender Procedures with Full allotment）基础上，结束对证券市场

计划（SMP）的冲销操作，并筹备资产支持证券（ABS）购买计划。

二、存款负利率旨在应对通缩风险及金融“碎片化”问题，但在实施过程中可能面临较大考验

（一）存款负利率政策有利于激活市场流动性，推动消费及投资增长

存款负利率政策意味着商业银行需要为在欧洲央行存款而付费，其最直接的目的是迫使商业银行将资金从央行存款转出，重新投入市场以激活流动性，这将有利于应对欧元区日益严峻的金融“碎片化”问题，缓解货币政策传导失灵的困局。在欧元区内部，边缘国与核心国面临着不同的资金价格与融资成本，一体化的金融市场被严重割裂。虽然欧洲央行此前通过两轮长期再融资操作（LTROs），向市场注入了约 1 万亿欧元的流动性，但银行出于避险需求的考虑，将大量资金又存入欧洲央行，宽松货币政策未能给欧元区金融市场带来充分的流动性，也未能有效地向实体经济传导。存款负利率政策的实施，从理论上来说，将有利于改变欧元区银行资产配置状况，引导核心国银行减少央行存款，增加对居民、企业的贷款以及对边缘国银行同业的拆借，修复“碎片化”的金融市场，缓解市场流动性紧张的局面。

本轮全球金融危机的爆发以及主权债务危机的持续恶化，欧元区经济体特别是边缘国的家庭和企业资产负债表亟待修复，内需复苏进展缓慢，欧债危机持续恶化加大了经济复苏的不确定性，也使核心成员国私营部门风险厌恶情绪增强，投资消费意愿明显不足。从 2011 年第四季度至 2013 年第三季度，欧元区居民最终消费支出连续 8 个季度同比下滑，近两个季度虽有所回暖，但同比增速也仅为 0.3%。截至今年第一季度末，消费支出总额与 2011 年同期相比仍存在 1.1 个百分点的缺口，制造业产能利用率连续 7 个季度不足 80%，大大低于危机前水平。在存款负利率政策下，商业银行可能将存款成本转移给私营部门，进而刺激私营部门减少存款，增加消费与投资。

（二）存款负利率政策在实施过程中可能面临较大考验



一方面，商业银行对风险与收益的评价可能较欧洲央行的预期更为悲观。虽然欧债危机短期内再次出现急剧恶化的概率较小，但仍有多重风险值得关注。一方面，希腊虽然再获援助资金，但在对其的救助及债务减计问题上，欧元区各成员国态度并不一致，希腊仍是欧债危机演化过程中的一颗“不定时炸弹”，未来再次出现危机、给欧元区带来较大冲击的可能性尚不能排除。另一方面，在刚刚结束的欧洲议会选举中，虽然传统大党“人民党”和“社会党”得票仍名列前两位，但以民粹、极端、排外、反欧为特性的非主流政党得票数大增，未来可能出现更多政治动荡，欧洲一体化前景不容乐观。因此，尽管欧洲央行希望通过负利率政策尝试改变银行规避风险的倾向，但鉴于对欧债危机、银行业危机以及可能出现的政治危机给信贷资产造成的不确定性影响，核心国银行或许更倾向于承受负利率带来的可预见的成本，货币政策传导机制失灵及金融“碎片化”问题的改观可能有限。

另一方面，存款负利率政策也可能加剧流动性紧张状况。目前最大的争议之一，就是负利率对货币市场基金的冲击。在低利率环境下，货币市场基金往往难以获得良好的回报率，从而引发行业萎缩。作为银行和企业短期资金的重要来源，货币市场基金发展受阻，将影响整个金融系统的稳定运行。2012年7月欧洲央行存款工具降至零利率之后，欧洲货币市场基金的投资规模增长几近冻结。随着存款负利率政策正式实施，欧洲货币市场基金规模可能快速收缩，加剧欧元区信贷紧缩状况，从而削弱市场信心，在一定程度上加大经济增长压力及欧元区通缩风险。

事实上，同在欧洲的瑞典央行和丹麦央行就曾先后推行过存款负利率政策。从历史数据来看，瑞典央行实施存款负利率期间，物价指数同比增幅明显上升，丹麦央行下调存款证利率后，物价指数也有短暂上扬，但政策效果的持续性偏弱。截至今年3月末，丹麦CPI同比仅增长0.5%，而瑞典甚至出现了0.4个百分点的负增长，通缩风险仍然严峻。由此可见，在全球金融危机的负面影响尚未完全消除、欧洲经济复苏面临较大不确定性的背景下，市场情绪仍然相对敏感，欧洲央行存款负利率政策实施过程中可能引发投资者忧虑再度升温，最终效果或并不

理想。

三、欧洲央行最新宽松货币政策组合的影响展望

（一）宽松货币政策组合有利于促进欧元区经济复苏，但对金融市场的影响却呈两面性

在欧元区经济复苏总体疲弱、通缩风险不断攀升的大背景下，欧洲央行推行包括质化和量化两方面的宽松货币政策组合，总体上有利于提振市场信心，为经济复苏提供更多动力。当然，货币政策从颁布、执行到产生效果必然会有一定时滞，欧元区通缩风险仍将在未来较长一段时期存在，经济复苏的疲态亦不会即刻扭转。

随着宽松政策的实施，市场流动性更趋宽裕，有利于欧元区股市债市的进一步复苏。但值得注意的是，受市场预期因素的影响，欧洲央行的宽松货币政策却也可能在短期内对金融市场造成一定的负面影响。例如，本次议息会议并未推行直接购债的量宽措施，释放的流动性与市场预期仍有一定差距，这也导致欧洲股市冲高之后快速回落，欧元汇率也呈先抑后扬走势，6月6日欧元对美元汇率开盘价为1.3661美元/欧元，较前一日收盘跳涨了0.4个百分点。

（二）欧洲央行与美联储“背道而驰”，虽有助于缓解新兴市场资金流出压力，但总体影响较为有限

在美联储正式开启缩减量宽购债规模、货币政策调整步伐可能提速的背景下，欧洲央行却从质化和量化两方面进一步推行宽松货币政策，核心原因在于美国与欧元区两大经济复苏阶段的明显差异。美国实际GDP自2010年至今已连续4年同比正增长，截至今年4月末，失业率已降至6.3%，CPI同比达到2%目标水平。反观欧元区，直至2013年下半年才开始走出危机泥潭，经济复苏持续疲弱，失业率维持高位，通缩风险不断攀升。

欧洲央行与美联储货币政策“背道而驰”，将为前一阶段因美联储货币政策调整等因素影响，遭受资金大幅流出冲击的新兴市场创造了短暂的喘息之机。但



值得注意的是，目前欧洲央行实施的一系列宽松货币政策组合，与市场此前的预期有一定差距，尚未不足推动资金大量流出欧元区。若下一步实施的直接购买ABS等量化宽松措施规模不大，对于新兴市场的资金流动产生的溢出效应也将有限。

四、欧洲央行下一步会否推出大规模量化宽松政策？

本次议息会议之前，市场对可能推行的政策展开了热烈的讨论，部分投行机构甚至认为欧洲央行可能出台堪比美联储QE的大规模量化宽松措施。与这样的预期相比较，开展TLTROs、结束SMP冲销操作等政策力度尚有一定差距，那么欧洲央行下一步量化宽松政策又将如何？我们认为，货币政策最终取得的效果主要决定于欧洲央行货币政策传导机制的修复状况，作为其中关键环节的银行业复苏进度，或对欧洲央行下一步政策实施力度产生重要影响。

虽然今年4月中旬欧洲议会通过的欧洲银行业联盟制度框架，为银行业走出危机奠定了重要的基础，但从目前来看，欧洲银行业仍面临着盈利能力不足、资本缺口严峻、不良贷款攀升等问题亟待解决。根据欧洲央行今年5月份发布的《金融稳定评估报告》，欧洲银行业目前总体处于低盈利乃至亏损市场状态，欧元区50%以上的大银行集团在2013年下半年出现亏损，这一趋势目前尚未得到有效扭转。与此同时，欧洲银行业资本缺口问题仍较严峻，据苏格兰皇家银行去年末预测，未来五年欧洲大型银行还需削减6610亿欧元资产并筹集470亿欧元新资本来满足监管要求，整个欧元区银行业还需要削减3.2万亿欧元资产。此外，欧洲银行业在风险化解上仍有较长的路要走。据彭博社统计，截至2013年末欧洲银行业不良贷款率高达5.3%，较年初上升0.4个百分点，为全球金融危机前的3.4倍。

虽然目前欧洲央行采取的降息措施，能够从价格手段缓解银行业盈利问题，例如下调主要再融资利率、边际贷款利率使商业银行能以低成本获得融资，增大盈利空间，下调存款利率有利于刺激商业银行将资金从欧洲央行转向其他盈利项

目，增强盈利能力。但本次降息的实际空间较小，所能发挥的作用有限。最新推出的 TLTROs 在进一步缓解欧洲银行业流动性问题的同时，以“定向”的方式促进资金从银行体系流向实体经济，有利于修复在全球金融危机及欧债危机中遭受严重破坏的货币政策传导机制，助推欧元区走出“流动性”陷阱，抑制持续攀升的通缩风险。而结束 SMP 冲销操作、继续延长对金融机构的固定利率全额度借款，能向市场提供更为充分的流动性，为欧洲银行业走出危机创造条件。但值得注意的是，无论是 TLTROs，还是结束 SMP 冲销操作，抑或是保障主要再融资工具的连续性，对于改善欧洲银行业资产状况帮助总体有限，需要更多宽松政策的支持。

欧洲央行行长德拉吉在本次议息会议后表示，未来将加强研究为直接进入 ABS 市场购买债券做准备，但目前购债规模及其他细节问题仍有待进一步的讨论。如若欧洲央行能推出包括购买 ABS 在内的大规模量化宽松措施，欧洲银行业资产状况将得到明显改善。量宽措施的实施也将压低债券收益率，抑制当前欧元区融资成本上行的态势，这对于迫切需要融资补充资本的欧洲银行业而言具有重要的意义。但考虑到目前以德国为代表的部分成员国对欧洲央行直接购债行为持有异议，实施大规模量宽面临的阻力明显，预计未来购债规模将控制在各方均能接受的适度范围内。