

2011.11.06

# 全球货币政策转向宽松已成趋势

## ——2011 年 11 月欧洲央行利率决议点评

|                                                                                   |                        |                            |                         |
|-----------------------------------------------------------------------------------|------------------------|----------------------------|-------------------------|
|  | <b>王虎</b>              | <b>薛鹤翔</b>                 | <b>姜超</b>               |
|  | 021-38676011           | 021-38674809               | 021-38676430            |
|  | wanghu007633@gtjas.com | xuehexiang008730@gtjas.com | jiangchao6164@gtjas.com |
|  | S0880511010057         | S0880110100143             | S0880511010045          |

### 本报告导读：

点评 11 月欧洲央行利率决议

### 摘要：

- 我们认为全球货币政策转向宽松已成趋势。从欧元区、英国等发达经济体到澳洲、巴西、印尼等发达经济体均转向宽松。这种宽松既有利率政策上的降息，也有数量政策上的量化宽松、长期资产购买以及扭转操作。
- 2011 年 11 月 3 日欧洲央行议息会议决定降低基准利率 25BP，即主导再融资利率、边际贷款便利利率、存款便利利率分别下调 25BP 至 1.25%、0.5% 和 2%，再融资利率与存贷款利率之间宽度为 75BP 的利率走廊仍然维持。
- 欧洲央行降息的主要动机在于经济衰退风险以及欧债危机导致的金融体系不稳定，而通胀压力显然已成次要因素。经济放缓的趋势已经明确，10 月领先指标 Euro Coin 指数读数得 -0.13%，为 2009 年 9 月以来首次负增长。
- 欧洲央行降息的一大重要原因是缓解欧债危机带来的金融市场脆弱，为银行业提供更多流动性。降息之后，欧洲央行在向商业银行提供短期和长期流动性时的利率也相应下降，这与欧洲央行的流动性政策相匹配能够向商业银行提供更多更低成本的流动性，有助于缓解欧债危机。
- 我们在 2011 年四季度海外宏观策略报告《解铃还需系铃人》中明确表示在通胀趋势向下，经济增长放缓的大背景下，全球央行货币将转向宽松。这一观点得到近期全球央行一系列央行降息或数量宽松行动的印证。
- 在利率宽松上，10 月和 11 月，全球主要央行利率政策向宽松转向，10 月巴西央行、印尼央行降息，11 月初澳洲联储、罗马尼亚央行、欧洲央行降息。
- 在数量宽松上，2011 年 10 月英格兰央行议息会议决定实行第二轮量化宽松，10 月一月英格兰央行资产增长了 131.6 亿英镑，其中其他资产增长了 134.2 英镑，英格兰央行的量化宽松购买全部体现在其他资产项目中。同时，美联储在 9 月也决定执行 4000 亿美元的扭转操作，其实质则是质化宽松。

### 宏观研究团队

李迅雷

021-38676523

lixunlei@gtjas.com

姜超

021-38676430

Jiangchao6164@gtjas.com

王虎

021-38676011

Wanghu007633@gtjas.com

吕春杰

021-38676051

lvchunjie@gtjas.com

汪进

021-38674624

Wangjin008085@gtjas.com

薛鹤翔

021-38674809

xuehexiang008730@gtjas.com

### 相关报告

《联储政策未变，美元预期强势》

2011.11.03

《从货币宽松到信贷宽松》

2011.11.03

《欧债危机多反复，避险情绪再升温》

2011.11.02

《PMI 全面回落，企业利润仍趋下滑》

2011.11.01

《避险情绪显著缓解，风险资产大幅上扬》

2011.10.28

## 目 录

|                   |   |
|-------------------|---|
| 一、 欧洲央行降低利率 ..... | 3 |
| 二、 资产购买八月启动 ..... | 4 |
| 三、 全球央行转向宽松 ..... | 5 |

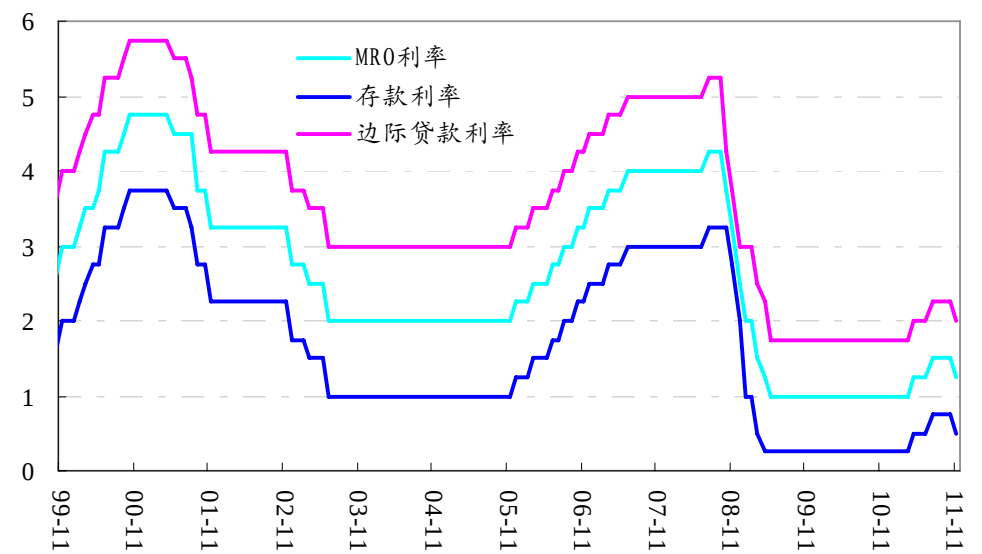
## 一、欧洲央行降低利率

2011 年 11 月 3 日欧洲央行议息会议决定下调基准利率，即主导再融资利率、边际贷款便利利率、存款便利利率分别下调 25BP 至 1.25%、0.5%和 2%，再融资利率与存贷款利率之间宽度为 75BP 的利率走廊仍然维持，利率决议自 11 月 9 日生效。

欧洲央行降息的主要动机在于经济衰退风险以及欧债危机导致的金融体系不稳定。

图 1：欧洲央行基准利率

单位：%

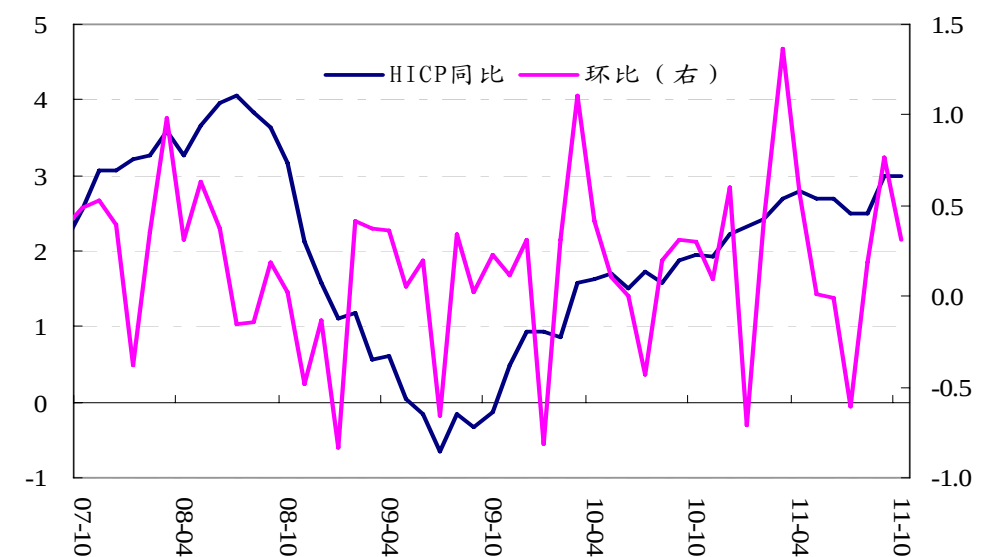


数据来源：国泰君安证券研究，欧洲央行

10 月 HICP 同比上涨 3%，我们测算的环比上升 0.31%，通胀连续 2 个月维持在 3%的水平，显示通胀压力仍在。但目前通胀因素已非欧洲央行行动的最重要标准。

图 2：HICP 同比、环比

单位：%



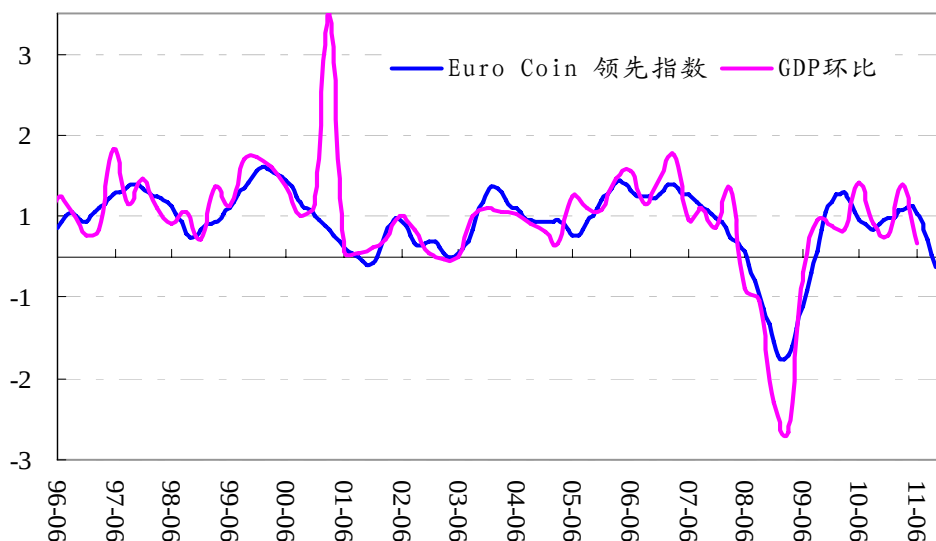
数据来源：国泰君安证券研究，欧盟统计局

经济放缓的趋势已经明确。10 月领先指标 Euro Coin 指数读数得-0.13%，为 2009

年9月以来首次负增长，经济衰退风险正在加大。

图 3: GDP 环比、Euro Coin 领先指数

单位: %

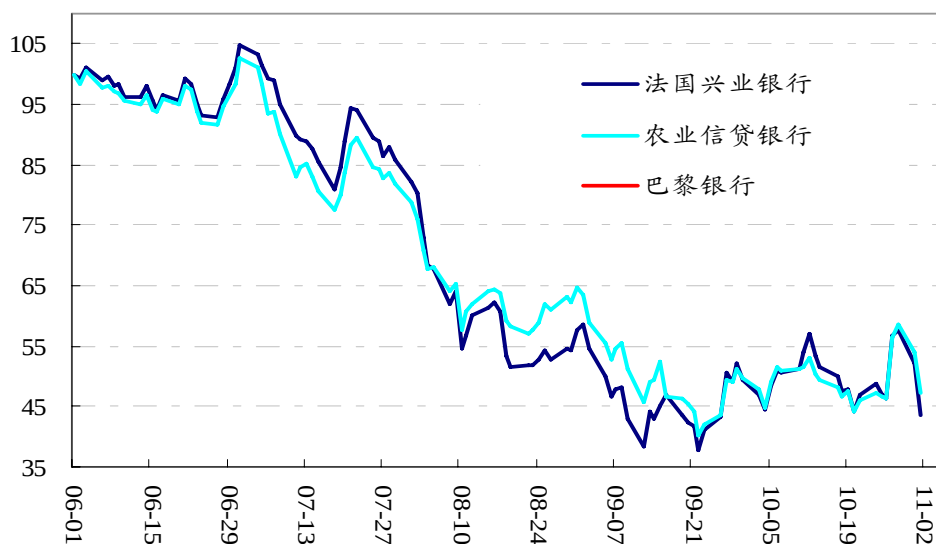


数据来源: 国泰君安证券研究, 意大利央行, 欧盟统计局, CEPR

欧洲央行降息的一大重要原因是缓解欧债危机带来的金融市场脆弱，为银行业提供更多流动性。

图 4: 法国银行股走势

单位: 1



数据来源: 国泰君安证券研究, Bloomberg

注: 以 2011 年 6 月 1 日为 100

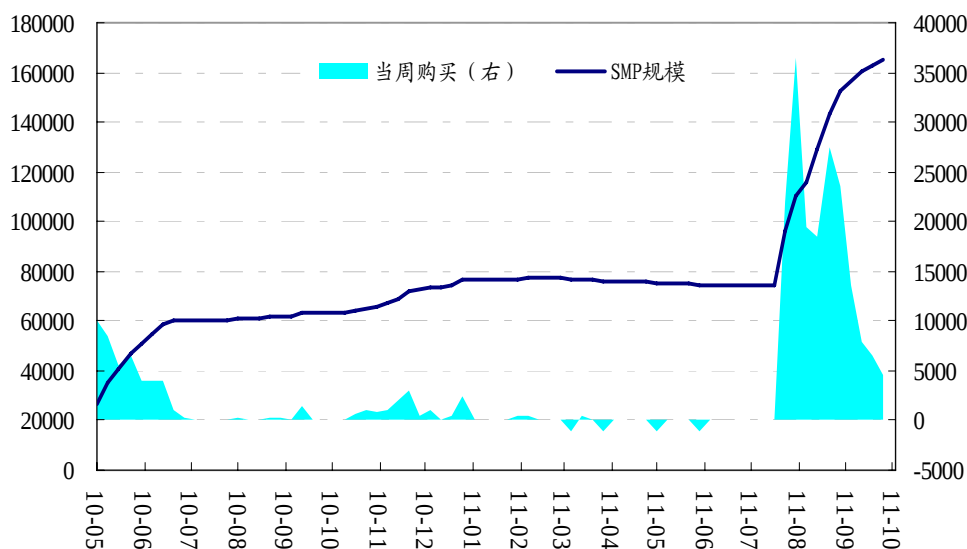
## 二、 资产购买八月启动

其实在利率政策变动之前，欧洲央行的资产购买计划（SMP）在 8 月已经悄然重启，主要是在二级市场购买西班牙和意大利等国债，截止到 10 月 21 日所在一周，

累计购买国债达到 1865 亿欧元，即相当于每月购买 700 亿欧元的国债，大大超过美联储在 QE2 时每月购买 750 亿美元国债的规模。

图 5：欧洲央行资产购买计划

单位：百万欧元

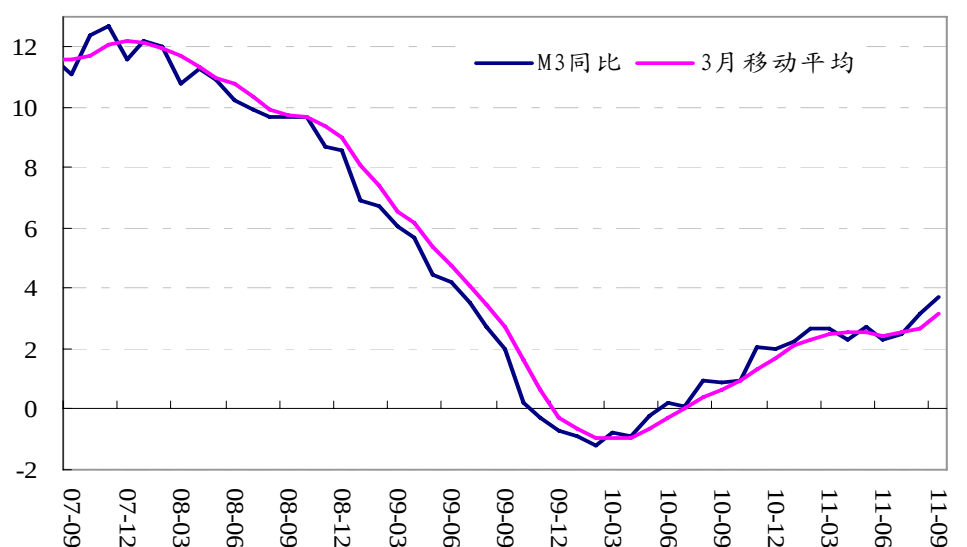


数据来源：国泰君安证券研究，Bloomberg

随着欧洲央行重启资产购买计划，欧元区货币增速正在加快，9 月 M3 增速达到 3.73%，高于 8 月的 3.17%。

图 6：欧元区 M3 增速

单位：%



数据来源：国泰君安证券研究，欧洲央行

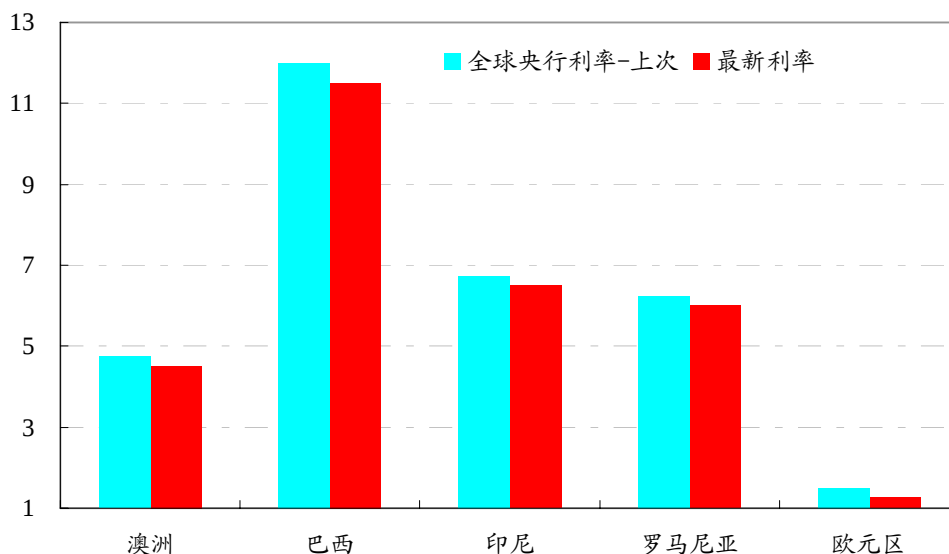
### 三、全球央行转向宽松

我们在 2011 年四季度海外宏观策略报告《解铃还需系铃人》中明确表示在通胀趋势向下，经济增长放缓的大背景下，全球央行货币将转向宽松。这一观点得到近期全球央行一系列央行降息或数量宽松行动的印证。

10 月和 11 月，全球主要央行利率政策向宽松转向，10 月巴西央行、印尼央行降息，11 月初澳洲联储、罗马尼亚央行、欧洲央行降息。

图 7: 最新全球主要央行货币政策变化

单位: %

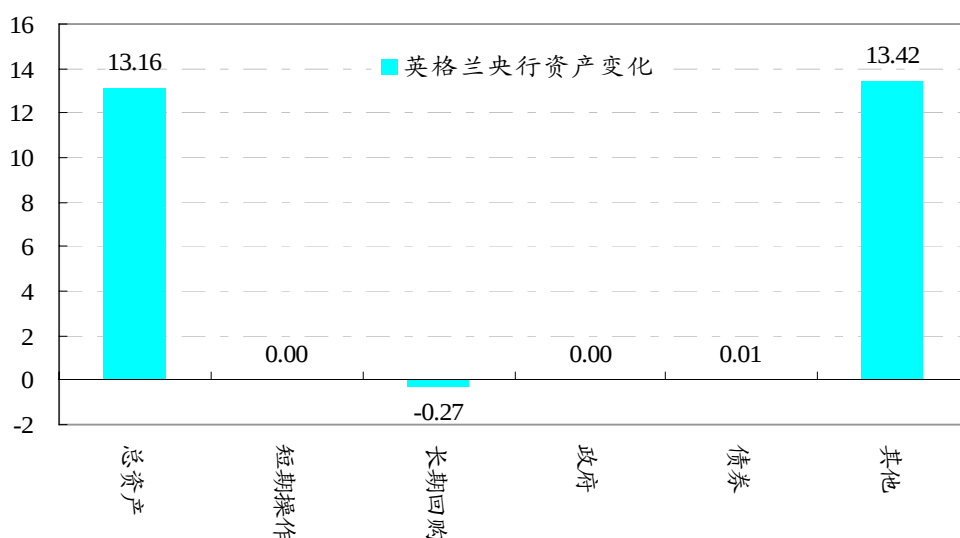


数据来源: 国泰君安证券研究, Bloomberg

2011 年 10 月英格兰央行议息会议决定实行第二轮量化宽松, 10 月一月英格兰央行资产增长了 131.6 亿英镑, 其中其他资产增长了 134.2 英镑, 英格兰央行的量化宽松购买全部体现在其他资产项目中。

图 8: 英格兰央行资产变化

单位: 10 亿英镑

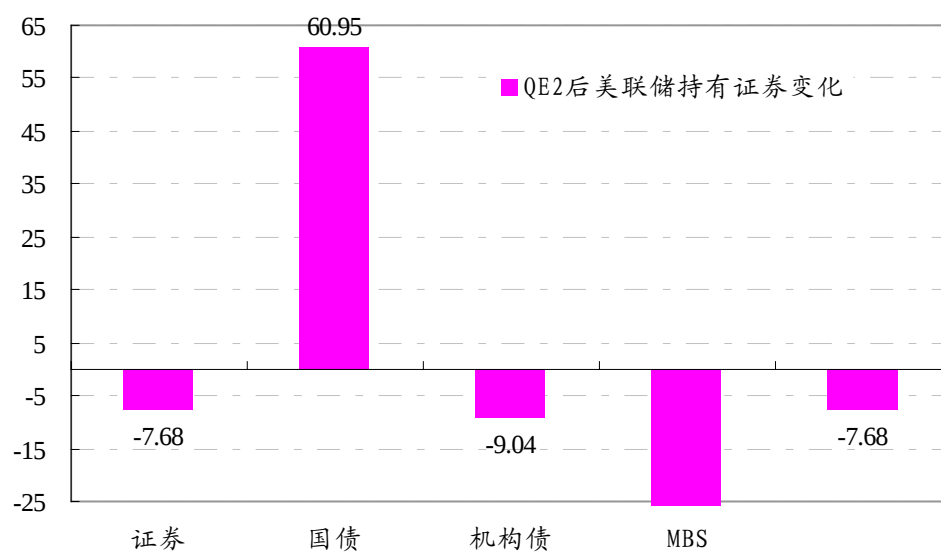


数据来源: 国泰君安证券研究, 英格兰央行

美联储在 9 月决定执行 4000 亿美元的扭转操作, 其本质是质化宽松。10 月 26 日当周美联储的资产负债表与 QE2 刚结束时发生显著变化, 主要美联储持有的证券规模首次缩小, 达到 76.8 亿美元, 而持有美国国债则增加了 609.5 亿美元, 持有联邦机构债和 MBS 分别减少 90.4 亿美元和 595.9 亿美元。

图 9: QE2 后美联储持有证券变化

单位: %



数据来源: 国泰君安证券研究, 美联储

**作者简介:****王虎:**

S0880511010057

021-38676011

wanghu007633@gtjas.com

中南大学工学学士，南京大学经济学博士。2008 年加入国泰君安，从事宏观经济研究。

2010 年获新财富宏观最佳分析师第八名，水晶球最佳分析师第七名，《证券市场周刊》“远见杯”年度经济数据预测第三名。

**薛鹤翔:**

S0880110100143

021-38674809

xuehexiang008730@gtjas.com

上海财经大学经济学博士（硕博连读）/同济大学工学学士；2010 年加入国泰君安证券，从事宏观经济研究/大类资产配置研究。

**姜超:**

S0880511010045

021-38676430

jiangchao6164@gtjas.com

清华大学数量经济学博士；现为国泰君安证券宏观债券首席研究员。10 年获新财富宏观最佳分析师第八名，

水晶球最佳分析师第七名。06 至 10 年入围新财富债券最佳分析师，08 年获第三名，09、10 年获第二名，09 年、10 年获水晶球债券最佳分析师第二名。

## 分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

## 免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其它机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

## 评级说明

|                                                                                                                  | 评级   | 说明                    |
|------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|------|-----------------------|
| <b>1.投资建议的比较标准</b><br>投资评级分为股票评级和行业评级。<br>以报告发布后的12个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的12个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深300指数涨跌幅为基准。 | 增持   | 相对沪深300指数涨幅15%以上      |
|                                                                                                                  | 谨慎增持 | 相对沪深300指数涨幅介于5%~15%之间 |
|                                                                                                                  | 中性   | 相对沪深300指数涨幅介于-5%~5%   |
|                                                                                                                  | 减持   | 相对沪深300指数下跌5%以上       |
| <b>2.投资建议的评级标准</b><br>报告发布日后的12个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅。                                              | 增持   | 明显强于沪深300指数           |
|                                                                                                                  | 中性   | 基本与沪深300指数持平          |
|                                                                                                                  | 减持   | 明显弱于沪深300指数           |

## 国泰君安证券研究

|         | 上海                       | 深圳                       | 北京                      |
|---------|--------------------------|--------------------------|-------------------------|
| 地址      | 上海市浦东新区银城中路168号上海银行大厦29层 | 深圳市福田区益田路6009号新世界商务中心34层 | 北京市西城区金融大街28号盈泰中心2号楼10层 |
| 邮编      | 200120                   | 518026                   | 100140                  |
| 电话      | (021) 38676666           | (0755) 23976888          | (010) 59312799          |
| E-mail: | gtjaresearch@gtjas.com   |                          |                         |