

欧银正式迈入负息时代 德拉基牌火箭炮威力几何？

投资者在经历了数月的期盼和等待后，欧洲央行(ECB)上周四(6月5日)果真未让市场失望，在最新一次的货币政策例会结束后宣布推出一系列政策举措来抗击低通胀，并提振区内经济，举措包括降息、对隔夜存款实施负利率，以及向银行提供新的长期资金。央行并承诺在必要时进一步行动。

一系列政策终于还是出台了，之前将近两年的时间里，欧洲央行几乎无所作为。长期以来央行守护着低通胀和迟滞的经济复苏，自2012年8月以来再无重大政策推出。5月通胀数据不佳，再加上经济成长和通胀预估下修，最终逼着央行出手了。



欧洲央行将三大利率调降至纪录低位，以避免欧元区陷于通缩威胁，同时致力压低欧元汇率。欧洲央行首次对银行在央行的隔夜存款收取0.1%的费用，以激励银行向中小企业更多放贷。与此同时，欧洲央行还将指标再融资利率降至0.15%，并将隔夜贷款利率降至0.4%。

市场对于欧央行的降息已有预期，所谓的欧元负利率是指欧元的超额准备金利率下调为-0.10%，即对于金融机构在欧央行超额准备金进行罚息。

市场对于6月欧央行议息会议的关注重点同样集中在定向长期再融资操作(TLTROs)以及欧央行后续的宽松措施上，德拉吉表示一旦通胀低迷继续恶化，央行可能推出以购买资产抵押证券(ABS)为主的量化宽松计划。

TLTROs并不是基于资产购买的量化宽松举措，而是向私营非金融部门的贷款额度的分配，在欧央行看来定向长期再融资操作只是通往以购买ABS为主的量化宽松道路上的过渡措施。与量化宽松通过资产购买而降低市场融资成本不同，定向长期再融资操作主要是促进贷款向实体经济的投放。

因此，目前定向再融资操作对市场的影响是心理和预期层面的，对于实体经济的影响还要等2014年9月第一次投放的结果才能稍稍看出端倪。德拉吉估计定向再融资操作投放后对于实体经济的影响需要3-4个季度才能体现出来。

德拉基表态行动未完 通胀偏低是降息主因

自去年10月以来，欧元区通胀一直陷于德拉基所说的低于1%的“危险区域”，主要是因商品和食品价格走

低，但薪资增长乏力和欧元区陷入危机的国家进行经济改革也是导致通胀低迷的原因之一。

央行在周四的会议上并未直接推出量化宽松政策(QE)，但央行行长德拉基表示，将在必要时采取进一步举措。在被问及为何欧洲央行没有实施量化宽松政策时，德拉基在记者会上表示：



德拉基说：“我们认为(我们所作的)是一个重大的方案。我们是否就此结束了？答案是否定的。我们还没做完。如果有必要，在我们的权限范围内，我们不会就此结束。”

德拉基提出了一项四年内提供 4,000 亿欧元资金的计划，以刺激因压力测试临近而惜贷的区内银行加大对企业放贷的力度。

德拉基在会后记者问答环节中表示：“目前的经济形势今非昔比……通胀偏低、复苏乏力，且货币和信贷供应疲弱。”他说，“此次的行动方案旨在增加对“实体经济的”借贷，获得政策委员的一致赞同。”

其他举措还包括，延长向区内银行提供无限额低成本资金的期限，通过停止购债冲销操作注资约 1,700 亿欧元，以及准备未来在必要时购买资产支持证券(ABS)以支持小企业等。

欧洲央行发布的内部预估将通胀预期全面下调，这也是促使欧银采取一系列行动的重要动因，今年通胀仅为 0.7%，明年为 1.1%，2016 年为 1.4%，预估被下修，且远低于央行设定的接近 2% 的目标。

他说，“必要时我们将迅速采取行动进一步放宽货币政策，”负责政策制定的欧洲央行管委会一致承诺，如需“采取进一步行动抵御低通胀持续时间过长的风险”，将动用非常规政策工具。

15 条关注点

对于欧洲央行传递出的各项重要政策信息，一位业内知名分析人士总结了的欧洲央行(ECB)例会 15 大要点，罗列如下：

1. 欧洲央行准备祭出一套政策组合，承诺采取更多行动——市场应对此印象最为深刻。
2. 欧洲央行没有真正发布量化宽松举措，但朝着相关动作更近一步。
3. 欧元区存款利率来到-0.1%，虽然一如市场预期，但却是欧洲央行之前从未做过的。
4. 主要再融资利率削减至 0.15%，边际贷款利率削减至 0.4%，同样都一如市场预期。
5. 央行行长德拉基(Mario Draghi)说利率已处在低段，这可被解读为不会再有后续降息。
6. 欧洲央行扩大现存抵押资产范围，让更多贷款项目能够利用到长期再融资操作(Long Term Refinancing Operation)框架。

7. 公布两个在 9、10 月份实施的定向长期再融资操作(TLTROs)，初始规模为 4000 亿欧元。
8. 准备直接购入资产支持证券(ABS)——距离 QE 更进一步。
9. 结束证券市场计划(SMP)的冲销环节，一如市场预期。
10. 欧洲央行延续固定利率全额分配(Fixed Rate Full Allotment)项目直至 2016 年底。
11. 欧洲央行可能祭出更多刺激举措，德拉基直截了当地说：“我们还没有做完。”
12. 欧洲央行采取行动的主要动机是低通胀，欧洲央行削减了 2014、2015 和 2016 年的通胀预期。
13. 欧洲央行同时削减了 2014 年的 GDP 预估，但上调了 2015 年的 GDP 预估。
14. 虽然德拉基预计经济将持续复苏，且 2 季度经济增势温和，结果稍弱于市场先前预期。
15. 德拉基意识到就业市场的改善，但称失业率依旧很高，未利用产能仍有较大空间。

各方如何看待政策前景？德法姿态不一 业界心存希望

法国总统奥朗德(Francois Hollande)对欧洲央行的决定表示欢迎，数月来，他一直呼吁央行采取行动打压欧元汇率，因法国认为欧元强势阻碍经济复苏。

也曾要求欧洲央行采取果断行动的国际货币基金组织(IMF)对周四的声明表示欢迎，称这是“非常积极的态度”。

德国总理默克尔拒绝置评，称欧洲央行的决定不受成员国政府的影响。德国财长朔伊布勒称，低利率并非解决问题的长期之道。德国不支持低利率，因认为这是对储蓄者的不公惩罚。

德国智库 Ifo 的主席、保守派经济学家 Hans-Werner Sinn 称，欧洲央行的行动有点孤注一掷的感觉，不会奏效。“通过史上罕见的低成本资金和对银行存款征收惩罚性利率来迫使资金流向南欧，以刺激那里的经济成长，这是在铤而走险。”

近些年，一些小国央行已经实施过负存款利率，包括瑞典央行在 2009-2010 年间实施了 14 个月。丹麦央行 2012 年 7 月份实施负利率，今年 4 月份结束。不过丹麦负利率是为了保护本币，而非刺激经济。

其实，丹麦和欧元区的负利率政策几乎是没有什么可比性的，因为它们实施负利率政策所处的金融环境完全不一样。2012 年正是欧债危机最危急的时候，大量来自欧元区的避险资金流向周围的国家，严重冲击了丹麦克朗锁定欧元的联系汇率。

为了维持联系汇率，丹麦央行不得不“印发”大量的高能货币(M0)买入欧元，因此大量流入丹麦的避险资金变成了丹麦银行体系的准备金，而所谓的“负央行存款利率”其实可以简单地理解为对银行准备金收取费用，这无疑降低了避险资金流入丹麦的吸引力。

目前的问题在于，欧洲央行手中几乎已无牌可打，而政策的成败又大多系于银行业是否增加借贷。德拉基的前路似乎不会轻松。如果全球经济复苏步伐踉跄，其它央行可能变得更为激进。而且，即便是宽松货币政策也解决不了欧洲的实质性问题：高失业率、经济改革不均衡以及过于僵化的财政政策。欧洲央行预期整体欧元区 2016 年赤字与国内生产总值(GDP)之比为 1.9%。对于一个陷于动荡的经济体来说，这样的水平有点荒唐。

德拉基正在以有限的手段应对一场下滑，尽力争取最好的结果。假如最新的举措未能刺激消费物价，德拉基可能别无他途，只有效法美联储(FED)，选择购债计划这个其从未使用过前所未有的政策工具。目前欧元区通胀率不到目标值四分之一。

经济前景的恶化与长期的低通胀已经促使欧洲央行采取措施保护这个全球第二大经济体脆弱的复苏。其本已

宽松的货币政策未能触达欧元区经济的方方面面，经济管理西班牙和意大利等国主权债收益率接近历史低点，但因经济复苏乏力，这些国家的银行贷款依然在收缩。

一些企业高管对于德拉基当前的计划，与其说有信心，不如说更是心存希望而已。

条码机生产商 **Macsa Id SA** 的董事总经理 **Andreu Antonell** 表示：“能否奏效只能拭目以待，大家会心有疑虑不是没有原因的，欧洲央行此举是否能够推动金融市场将资金贷给企业，真是有待观察。”该公司有 110 名员工驻在巴塞隆纳附近。

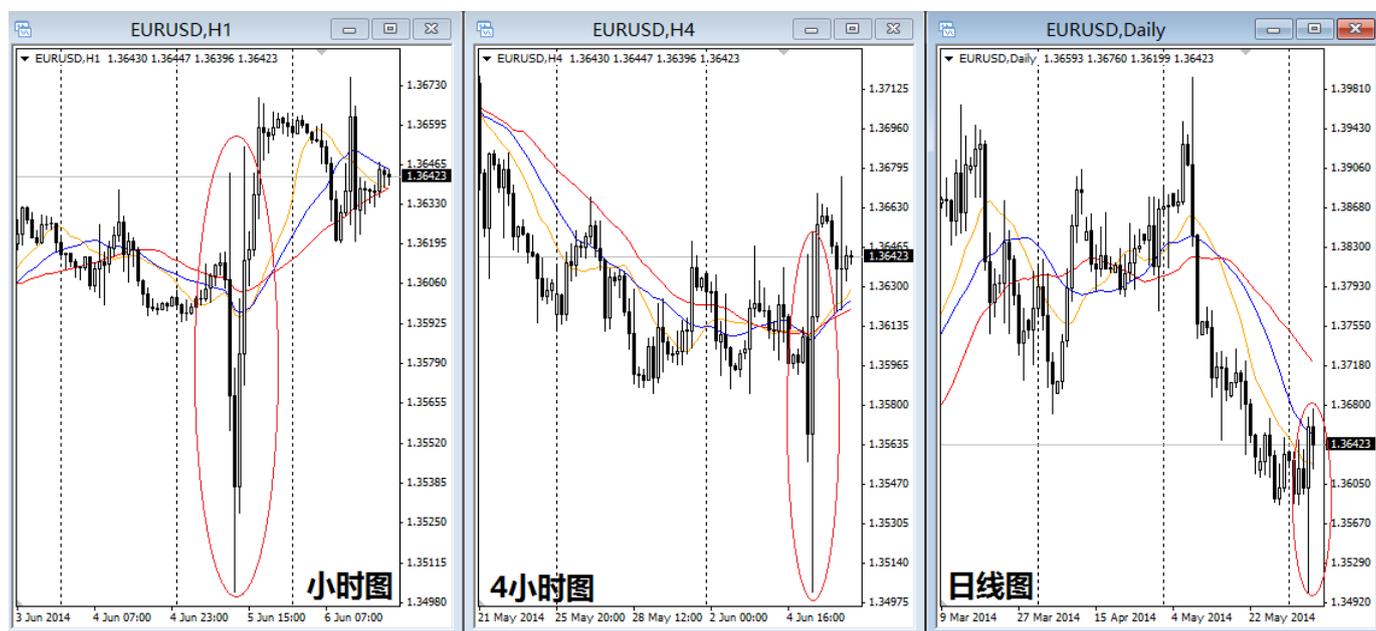
Berenberg 银行首席经济师 **Holger Schmieding** 指出，综合来说，这些创新且全面的措施假以时日将会支撑经济复苏，而且它绝对是有利无弊。

法国巴黎银行(**BNP Paribas**)首席欧元区经济师 **Ken Wattret** 表示，欧洲央行现在要找时间评估新政策的影响，因此它“较不可能”立即推出量化宽松(QE)措施，他曾预测欧洲央行第三季会开始购债。新的贷款计划要到 9 月才会推出，另一轮则要到 12 月，这项计划旨在让银行把资金贷给企业及家庭，因此，德拉基才会表示或需要三到四季评估其效应。

负利率后欧元走向：众投行打嘴仗

欧洲央行隔夜推出多项措施，试图击退通缩风险。但市场早已预期欧洲央行将有所行动，很快便了结获利，引发一波轧空。华尔街众投行就欧元后市走向展开激辩。一些市场人士表示，欧元短期内下行空间可能有限。

欧元/美元在不同时间级别下的走势：(来源 FX168 财经网)



德意志银行

德意志银行(**Deutsche Bank**)驻伦敦策略师 **George Saravelos** 在一份报告中称：“短期而言，我们担忧欧元将走高，特别是考虑到过去 12 个月每次欧洲央行会议之后欧元都倾向上行。”

Saravelos 补充道：“我们会策略性地做多欧元/美元，希望汇价回升至今年交投区间的顶部。”欧元/美元 2014 年高位是近一个月前创下的 1.3995。

澳洲国民银行

澳洲国民银行(NAB)策略师 Emma Lawson 表示：“欧元走势出现常见的‘因谣言而买进、因事实而卖出’的情况。”

Lawson 并表示，欧洲央行所造就的“冒险”操作，结果是美元全面走空。

巴克莱

巴克莱(Barclays Capital)分析师在研究报告中称，欧洲央行宽松举措可能将为新兴市场带来助力。

他们补充道：“我们认为，这为以欧元融资选择对高收益货币进行投资提供了良机。”

法兴银行

法国兴业银行(SocGen)高级外汇分析师 Sebastien Galy 表示，尽管欧银决议公布后欧元出现强有力反弹，但这只是短暂表现，欧元进一步下行仍然可期。

Galy 指出，“欧元/美元在 1.40 附近已经结束修正反弹之势，汇价测试了近 2 年来上行趋势线阻力以及上升楔形上轨。目前欧元已经 2 次跌破多月来上行趋势线支撑，并确认形成双顶形态。”

Galy 进一步指出，“欧元/美元周线 RSI 指标已经下穿双重支撑位，并可能进一步修正整理。目前欧元/美元依旧受阻于 1.3830/80 下方，汇价将进一步修正整理，并将继续下调以跌破 1.3476/20,更下方目标指向 1.3240/10。”

美银美林

美银美林(BofA Merrill)称，该行锁定了欧元空头盈利。5 月 19 日入场的欧元/美元空头隔夜已经锁定了 80 点的盈利。该头寸原本的止损位于 1.3745，不过该行在隔夜欧洲央行决议前将止损下移至于 1.3655，从而最终录得了 80 点的利润。

盛宝资本

盛宝资本市场(Saxo Capital Markets)外汇交易员 Jeffrey Halle 指出，欧元周四起初走跌后，可能已经形成初步低点，未来几周可能不会跌破。

当问到他对欧元的操作立场时，Halle 表示：“1.3600 之前逢低买进，预计将上 1.3800。”

他并指出，这一观点的风险是，欧洲央行决策者可能发表言论，强化市场对于欧洲央行全面展开量化宽松举措的预期。

北欧斯安

北欧斯安银行(SEB)在一份最新的日内技术分析报告中称，欧元/美元再度下行之前或升向 1.3750。

该行表示，欧洲央行利率决议之后，欧/美快速下跌，最低下探至 1.3503，但随后强势反弹，一度上破 1.3650

的阻力位。这显然是一个积极的信号，意味着汇价或有望上探 1.3734/50 水平。一旦汇价升至该水平附件，或将引发新的卖盘。预计日内汇价将会在 1.3570-1.3710 区域内波动。

法国巴黎银行

法国巴黎银行(BNP Paribas)分析师建议在 1.3620 处抛售欧元/美元，下档目标设在 1.3200，在 1.3820 设止损单。

他们指出：“欧洲央行公布决议后，欧元/美元轧仓上扬，但我们认为这是增加空头的机会。”

路透趣评——德拉基、通缩与契诃夫的枪

“契诃夫之枪”是一种文学手法，简单来说就是开始出现的東西一定要在后来用到，否则就压根儿不该出现。



对于欧洲央行的决定和德拉基的政策姿态，路透社专栏作家 Jim Saft 给出了一番十分文艺的评述：

看欧洲央行行长德拉基的记者会，就像看一部已经看过一遍的电影：无论怎样喊叫提醒，他依然我行我素。

……这些措施由于兑现了市场渴望央行出重拳击退通缩的预期，最初受到欢迎。德拉基可能更喜欢用的词是“低通胀”。当再次被问及欧洲的通缩风险时，德拉基似乎完全是在照本宣科。“上次的答案如此，这次还是如此，我们认为没有通缩。我们未看到预期自我验证这个恶性循环的典型特征。”

这就像坐在便宜的座位上看一部恐怖片，使你想大喊“德拉基小心，它就在你后面！危险就在葡萄牙和希腊。”

……购买有资产担保的证券(**ABS**)有重大意义，这可能成为不通过银行将资金挹注给欧元区企业的一个途径。银行由于自身需要提高资本金，不愿意大量放贷，即便欧洲央行慷慨地提供大量流动性。

我认为，谈论 **QE** 却不实施可能是一种战术性错误。事实上，汇市的反应也证明了这点。消息公布后，欧元应声下跌，但随后逐步回升。

提出一种办法却不落实，不仅诱使投资者等待德拉基露面并迫使他就范，而且还可能把关注焦点从其它地方引开。

戏剧家契诃夫对于剧情设置有一句名言：“如果在第一幕中墙上挂着一把枪，那么在剧终前就必须开枪！”德拉基的 **QE** 就像一把“契科夫之枪”。既然谈到了，就必须实施。

……交易商和投资者都在静候德拉基把 **QE** 之枪从墙上取下。