

# 美欧央行：欲罢不能的宽松

## ——对美企高杠杆和欧央行TLTRO的分析

◎王 涵

**摘要：**次贷危机后，全球央行此起彼伏地放水实际并未解决全球“缺需求”的根本矛盾。在美联储和欧央行逐渐进入货币政策收紧阶段之后，全球“缺需求”问题始终未能解决，复苏基础不牢固或又使得美欧央行难以摆脱对放水的依赖。对于美国而言，美国企业部门的高杠杆问题可能使得美联储不得不再退回至宽松。这一背景下，如果流动性预期修复的逻辑消化结束，当市场关注点回归基本面，那么可能意味着海外市场波动仍将上升。对于欧央行而言，虽然受购债上限的限制结束QE，但对经济基本面的底气其实不足，推进新一轮的TLTRO可能是欧央行未来政策路径的首要方案。

**关键词：**央行货币政策 流动性 “缺需求” 企业高杠杆 TLTRO

金融危机后全球经济已走过十年的时间，在此期间，“缺需求”始终是摆在各国政府面前绕不过去的坎儿，这也使得全球央行被迫不断采取货币政策宽松来托经济。然而，货币政策的不断宽松并未真正刺激经济的增长，反而造成金融市场较多的隐患——资产负债表对金融资产价格的依赖度不断上升。

---

作者王涵系兴业证券分析师，其他研究团队成员包括贾潇君、王连庆、卢燕津、王轶君、段超、卓泓等。

在此背景下，摆在各国央行面前的，实际上是进退两难的困境：货币宽松空间所剩无几，叠加“副作用”扩大贫富差距，使得货币正常化需求越来越紧迫；但“缺需求”问题始终未能解决，复苏基础不牢固，又使得央行难以“戒掉”放水的“瘾”。在本文中，我们针对美联储和欧央行的困境进行详细的剖析。

### 一、本轮美国经济加杠杆主体：企业部门，而非居民部门

本轮美国的主导部门：企业部门，而非居民部门。2018年下半年开始，市场开始逐步认识到，本轮始于2016年的全球经济同步复苏可能已接近尾声。那么，如何观察本轮美国经济能够走多远？

要回答这一问题，我们认为首先需要厘清的是，本轮美国经济的主导因素是什么？站在2013年初，我们看好本轮美国经济复苏，并且指出本轮美国经济是“不一样的崛起，核心在企业部门”。美国企业盈利、投资/GDP在金融危机之后的这几年都相对于2000—2006年出现平台的上升。换言之，金融危机之后美国经济的这一轮复苏中，企业部门是主导，这与上一轮周期是（2000—2006年）截然不同的。

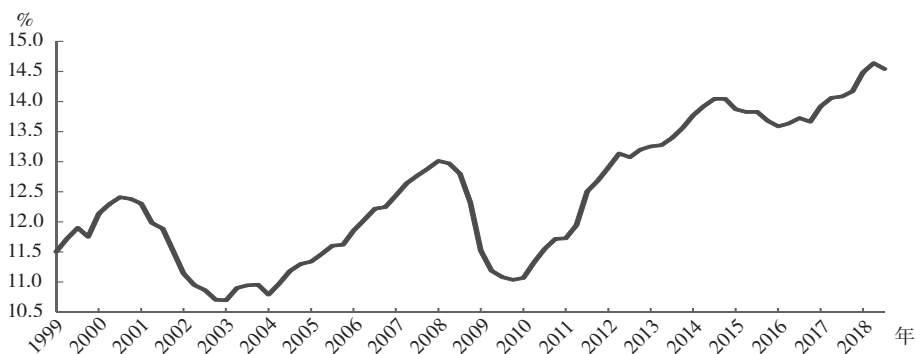


图1 美国企业固定资产投资/GDP

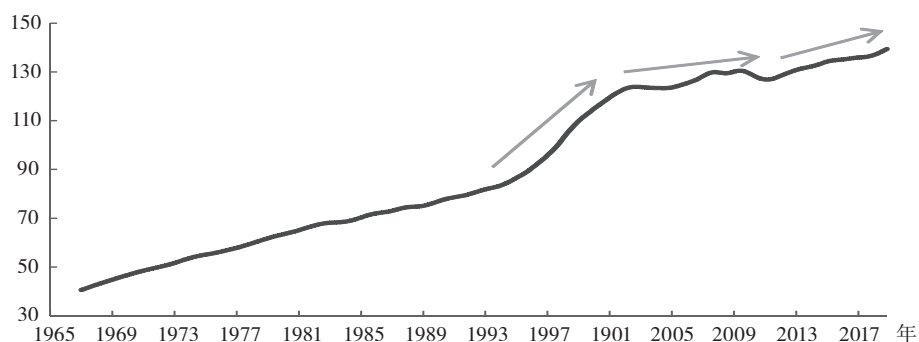


图2 美国工业产能指数

数据来源：CEIC，兴业证券经济与金融研究院整理。

如果从经济的波动来源来看，可以发现2012年之后非农就业的波动与PMI的波动几乎脱钩，PMI波动远大于非农就业的波动，这与20世纪90年代这一轮周期是相似的。而在2000—2008年那一轮周期中，居民部门就业情况的波动几乎决定了经济的波动。如果看GDP的支出法拆分，也会得出相似的结论。

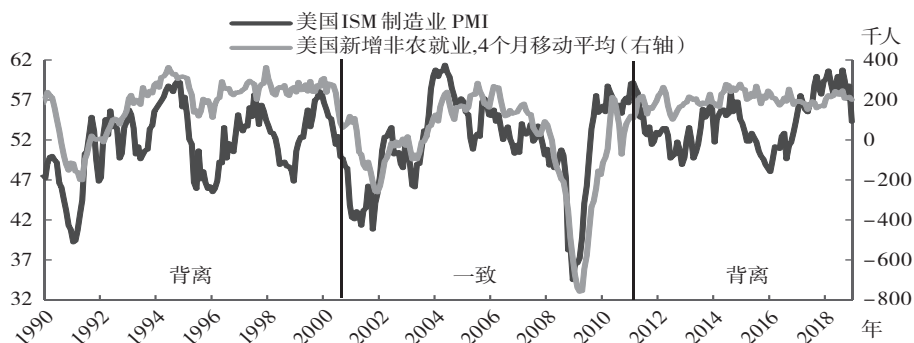


图3 2012年之后，就业与经济波动之间的关系，更像90年代，而非00年代

数据来源：CEIC，兴业证券经济与金融研究院整理。

因此，本轮美国经济持续性的关键点在企业部门。从债务的角度来看，2012年之后美国居民部门是持续降杠杆的，其风险在于资产端受金融资产的波动较大。而加杠杆的主体主要在企业政府部门。如果我们暂时认为美国政府部门不会出现难以为继的情况，那么本轮美国经济的延续性的核心关键点就在其企业部门。

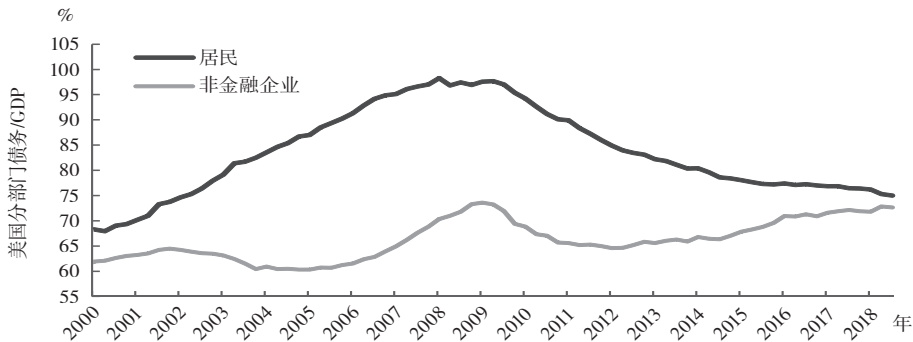


图4 本轮美国居民部门是持续降杠杆的，而企业部门是持续加杠杆的  
数据来源：CEIC，兴业证券经济与金融研究院整理。

## 二、“历史总是惊人的相似”：十年宽松催生宽融资条件

每一轮宽松周期都有着相似的路径。如果考察历史上的杠杆周期，会发现都有着相似的路径：融资条件宽松/融资成本下降→债务增长→盈利下降/货币条件收紧导致债务难以为继。而2012年之后的美国实际上也是沿着同样的路径，与00年代不同的是，加杠杆的主体由居民部门换成企业部门。美国是典型的直接融资为主的市场，我们可以按照风险等级，从两个方面考虑美国企业部门的杠杆情况。

低风险（投资级）融资：没那么“低风险”。国际金融危机之后，发达经济体的量化宽松将利率水平压至历史低位。为了获得足够的收益，全球投资者不得不去寻找所有仍能够提供高回报的资产（Hunt for Yield），这压低了几乎所有资产的收益率。反过来，这意味着企业的融资成本大幅下降，也刺激了企业的融资行为。如果以投资级债券指数作为这一风险级别市场的表征，那么会发现投资级中的最低级别（BBB）的占比已回升到上一轮周期的高点，即50%左右。当然，欧洲也面临这一问题。

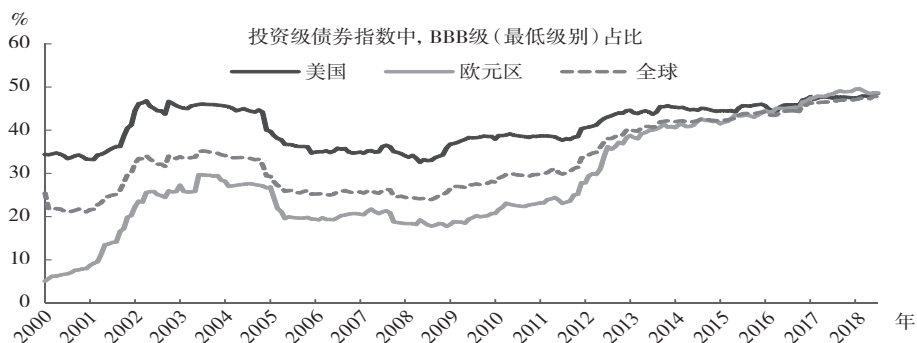


图5 美国投资级债券指数中接近一半为BBB级，当然欧洲也面临这一问题

而这一问题在于，与企业融资相伴随的是，提供资金的主体为投资级债券共同基金，这一类型的基金规模已是2008年底的3.5倍。而BBB级已是投资级中的最低级别，一旦整体需求环境恶化导致企业偿付能力下滑，这些企业将面临调出投资级别的风险，那么这些基金将被迫卖出这些投资级债券。这也是为什么在2015年、2018年底这两轮企业债市场波动中，投资级债券基金的赎回压力也较高。

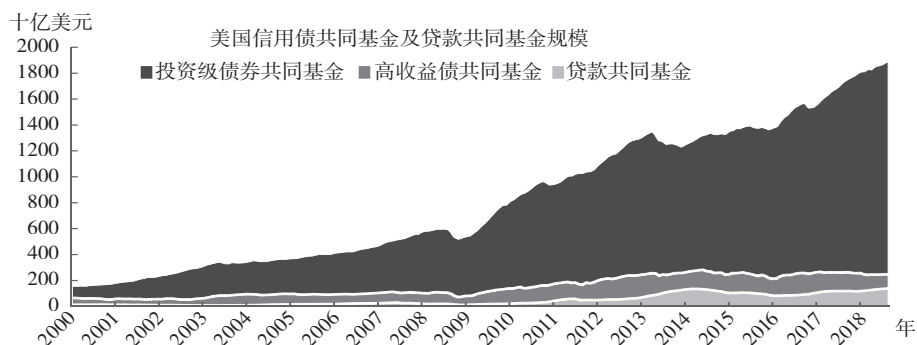


图6 当前美国投资级债券基金规模已是2008年底的3.5倍

注：实际值，经美国CPI调整。

数据来源：Fed，兴业证券经济与金融研究院整理。

高风险融资：从“高收益债”到“杠杆贷款”。从美国企业的低评级融资来看，在00年代主要为高收益债。然而在国际金融危机之后，杠杆贷款变得越来越重要，甚至在近几年高收益债的净融资持续为负的情况下，杠杆贷款的净融资仍在持续增长。当前贷款基金的规模已是2008年底的11.8倍。截至2018年第二季度的数据，美国高收益债市场的存量为1.3万亿美元，而杠杆贷款存量已达到1万亿美元。

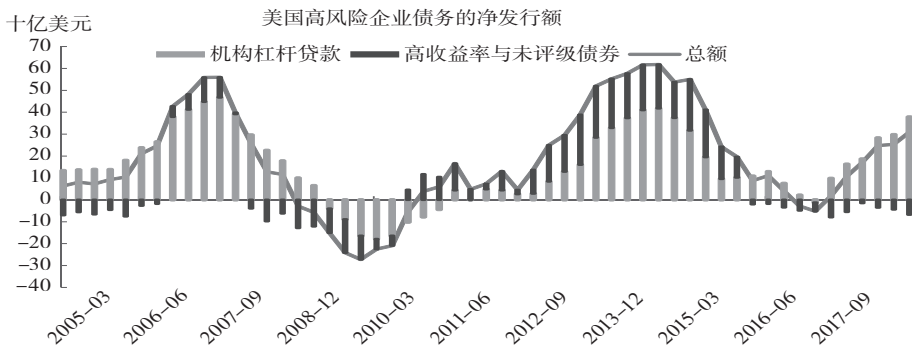


图7 近两年，美国高风险企业的融资逐渐从“高收益债”转向“杠杆贷款”  
数据来源：Fed，兴业证券经济与金融研究院整理。

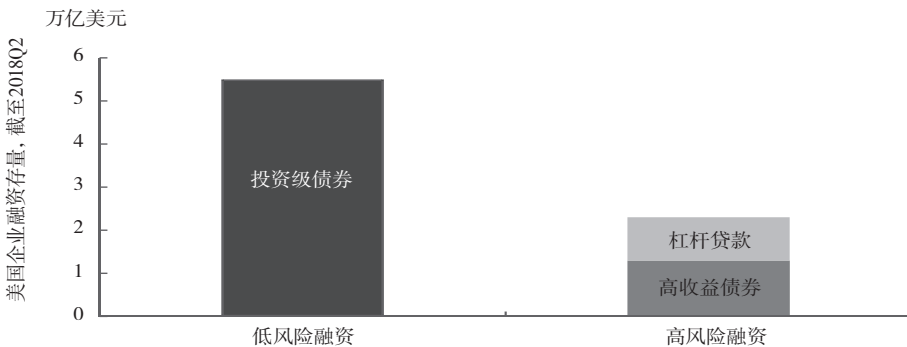


图8 高风险融资中，杠杆贷款规模已与高收益债规模相当（截至2018年二季度）  
数据来源：Fed，兴业证券经济与金融研究院整理。

“历史总是惊人的相似”——融资条件放松使得杠杆贷款风险在快速上升。在美国企业部门的低评级融资中，除了整体规模扩张以外，还表现为明显的融资条件放松，具体体现在两个方面：一方面，低门槛贷款（Covenant-Lite）占比大幅上升。在传统的杠杆贷款中，对企业的杠杆水平有持续的要求条款（Maintenance Covenants），即每次财报中的偿付能力不得低于某一水平（如总债务/EBITDA不得超过5倍），否则将触发一些惩罚措施，如增加融资费用、提高融资利率、补充抵押物等。而所谓的低门槛贷款是一种触发式条款（Incurrence Covenants），即不要求每个季度的财报都满足杠杆要求，而只有当公司采取某些大型行动（如收购）时才需要满足偿付能力的要求。很明显，低门槛贷款对公司后续的行为约束是下降的。而在全世界2018年发行的杠杆贷款中，低门槛贷款占比已超过60%。

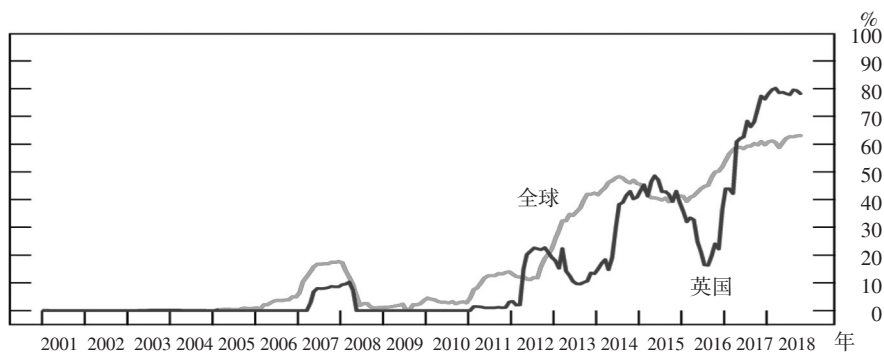


图9 新发行杠杆贷款中接近60%为低门槛贷款

数据来源：BoE，兴业证券经济与金融研究院整理。

另一方面，对融资主体盈利粉饰（add-backs）的默许低估了其杠杆水平。杠杆贷款融资时往往对企业的杠杆率有要求，然而在过去几年的杠杆贷款中，对于企业杠杆率的计算要求出现明显放松，允许企业使用预期潜在盈利计算杠杆率，这使得企业的实际杠杆率被严重低估。根据英国央行的测算，2018年全球杠杆贷款融资主体的杠杆率（总债务/EBITDA）为5倍左右，然而，如果扣除这种潜在盈利的计算方法，真实的杠杆率水平会上升至7倍以上。

事实上，融资条件的放松本质上来说反映的都是过去一段时间融资主体和投资者之间的关系。在全球“资产荒”的大背景下，投资者不断寻找高收益资产，使得在整个企业融资市场中，融资主体的溢价能力不断上升，而导致整体的融资条件不断放松。

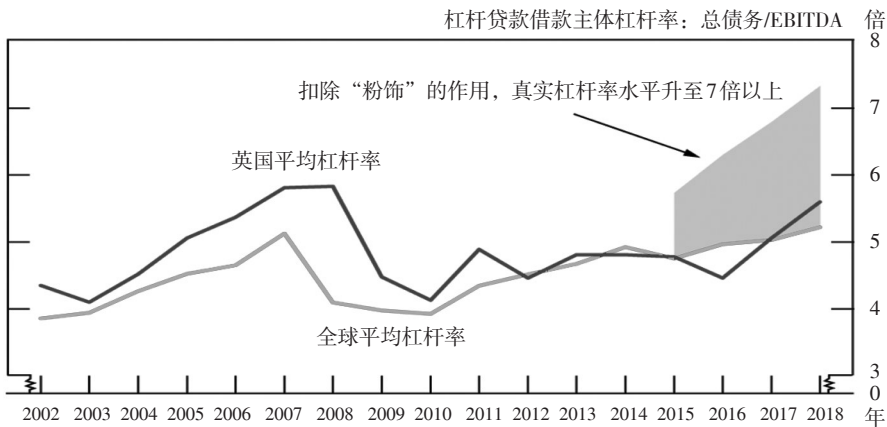


图 10 对融资主体盈利粉饰的默许低估了其杠杆水平

数据来源：BoE，兴业证券经济与金融研究院整理。

### 三、本轮美国企业加杠杆行至哪个阶段？

要判断任何一轮繁荣的结束都是非常困难的，但至少我们可以和历史做一个对比。

企业杠杆率：与 00 年代初互联网泡沫时水平相当。在过去宽松的货币环境中，投资者追求高收益，因此不断降低融资主体的要求，反过来刺激了企业的融资行为。在杠杆贷款这种低评级融资中体现得尤为明显，在新发行的融资主体中债务乘数低于 4 倍的企业占比已处于 2001 年以来的低点，而债务乘数在 6 倍以上的企业占比也已超过 30%，超过 2007 年。从整体企业的负债率来看，企业净负债/EBITDA 的中值也已回升到超过 00 年代初互联网泡沫时的水平。



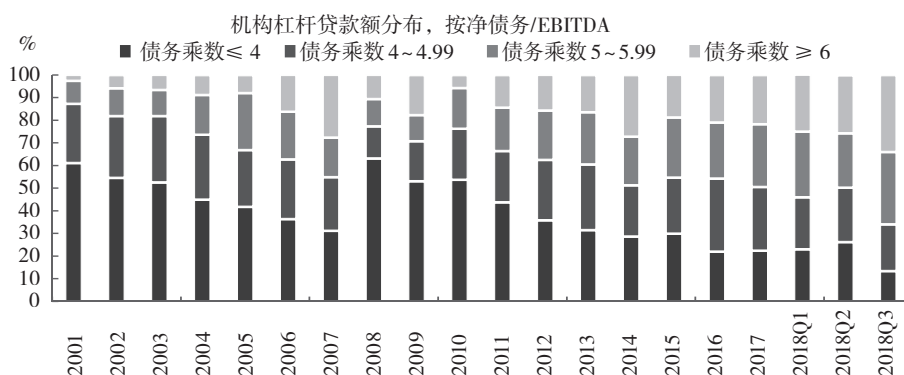


图11 融资主体中高杠杆企业的占比在持续上升

注：数据样本为EBITDA超过500亿美元的大型公司。

数据来源：Fed，兴业证券经济与金融研究院整理。

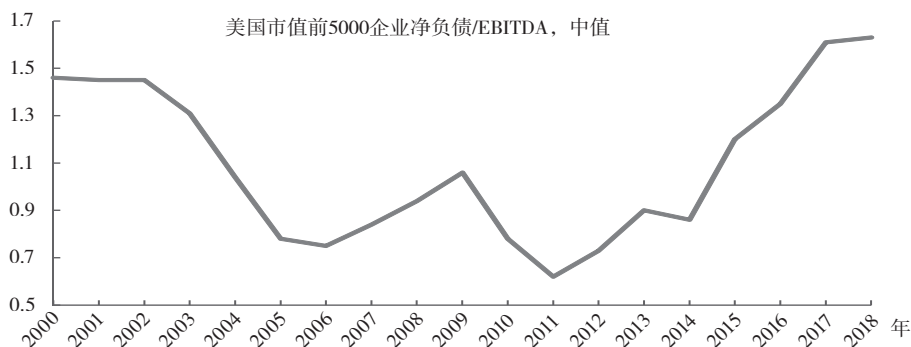


图12 从整体企业的杠杆率来看，回到00年代

数据来源：Bloomberg，兴业证券经济与金融研究院整理。

高风险融资体量：当前的杠杆贷款与2006年的次贷相比，规模占比相当，证券化低。如前所述，事实上历史上任何一轮杠杆周期都是相似的。00年代时期，美国加杠杆的主体是居民，而当前是企业。杠杆贷款本身是一种资质较差的企业的融资，因此性质上与当时的次贷是相似的。对比两者的异同，规模占比接近，2006年美国次贷占整体房贷市场的比例达到13%，而当前全球杠杆贷款占发达经济体企业融资的比例为9%。条件更松的贷款种类占

比也接近，2006年的次贷中有40%为“更次”的房贷，即没有完整的文件，而当前60%的存量杠杆贷款为低门槛贷款。从风险传染的角度来看，当前杠杆贷款的资产证券化率明显低于2006年时的次贷。

表1 当前的杠杆贷款VS 2006年的美国次贷

	美国次贷(2006年)	全球杠杆贷款(2018年)
市场规模	1.1万亿美元	2.2万亿美元
市场规模占比	占美国房贷的13%	占发达经济体企业融资的9%
融资条件放松	40%没有完整的文件	大约60%属低门槛贷款
资产证券化的比例	>80%	36%

数据来源：BoE，兴业证券经济与金融研究院整理。

#### 四、债务的困境，央行的欲罢不能

为何美国企业高杠杆的事实会被市场忽略？——央行的作用。事实上，上述美国企业杠杆率上升的也是全球的问题。国际金融危机之后，全球主要经济体的债务存量/GDP上升了约60个百分点，对比上一轮周期（2001—2007年）上升幅度约为20个百分点。所以，实际上金融危机之后，全球经济处于一轮持续加杠杆的过程中。

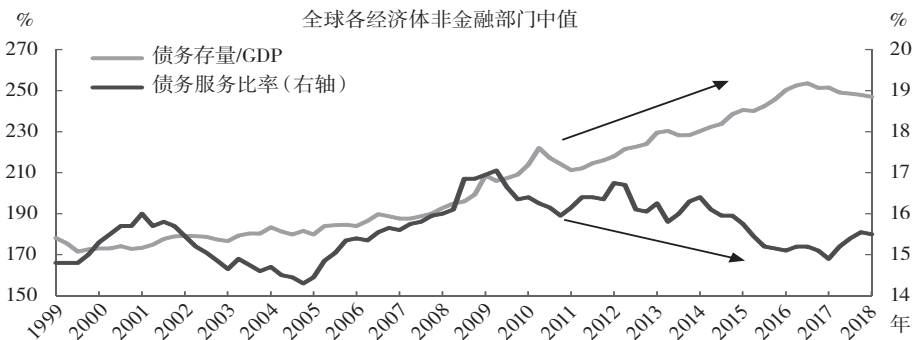


图13 债务水平高企 VS 偿付能力未出现问题——央行的作用

数据来源：BIS，兴业证券经济与金融研究院整理。

但市场似乎并没有“感受”到美国企业部门的高杠杆问题。另一个数据可以解释这个问题——利息支出/EBITDA还处于历史低位。换句话说，债务水平已高企，但由于企业所面临的是持续的低利率环境，所以使得利息偿付能力还未出现问题。

反过来看，这意味着利率水平被“绑架”——央行宽松“欲罢不能”。换句话说，为什么前两年利率可以上升，但现在不行？过去两年，无风险利率上升，但由于企业盈利推升全球风险偏好，全球“Hunt for Yield”，因此信用利差是压缩的，企业尚未明显感受到利息偿付压力上升。但当前企业盈利前景已经开始变化，这意味着信用利差可能将上升一个平台，而如果无风险利率进一步上升，则意味着企业偿付压力将快速大幅上升。因此，从这个角度来看，企业高债务意味着其偿付能力对利率水平是更敏感的，而信用利差可能还将被迫上升，这意味着美联储只能重新压低无风险利率。

## 五、对市场的启示：需提防市场回归基本面后的波动

美联储结束缩表将部分缓解压力，但企业部门的脆弱性并未实质性下降。美国企业杠杆率上升的这一问题，在经济基本面较强的背景下，并不会对金融市场产生负面影响，甚至会提升ROE。但在经济基本面逐步转弱的背景下，将会成为明显的负面因素。盈利下滑可能导致评级下调，进而信用利差扩张，融资成本上升，盈利进一步受影响，形成负面循环。

那么，美联储即将结束缩表，导致流动性改善，这是否意味着风险下降？我们认为，信用风险可以拆分为流动性风险及违约风险，前者将随着美联储态度变化而下降，但盈利环境决定着违约风险并未下降。一个简单的例子是2014—2015年，全球流动性预期也发生了变化，美债收益率下降，但从2014年三季度开始随着美国基本面的下滑，美国资本市场波动明显上升。除了美股以外，美国企业债市场，尤其是低评级的高收益债及杠杆贷款市场，仍有可能在未来1~2年面临较大波动的风险。

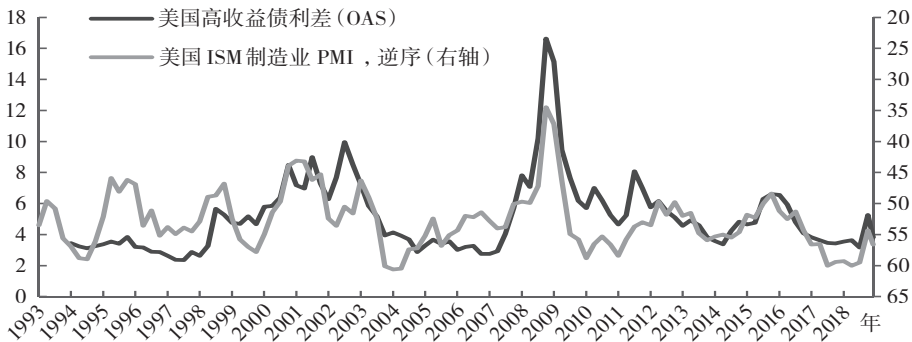


图 14 除美股之外，高杠杆问题意味着企业债市场有面临较大波动的风险

数据来源：Bloomberg，兴业证券经济与金融研究院整理。

从时间节奏来看，全球金融市场已跨过流动性预期修复的初期，需关注当市场关注点重新回归基本面后的波动风险。回顾2019年以来的全球股市，1月全球股市普涨，我们统计的70个市场中仅5个市场股市下跌。但2月全球股市已明显分化，这显示全球金融市场可能已跨过流动性预期修复的初期。而年初以来所公布的海外经济数据并不乐观，尤其是日本、韩国的贸易数据显示全球贸易需求回落较快。随着流动性预期修复的结束，市场对基本面问题的再审视可能使得海外金融市场面临波折。

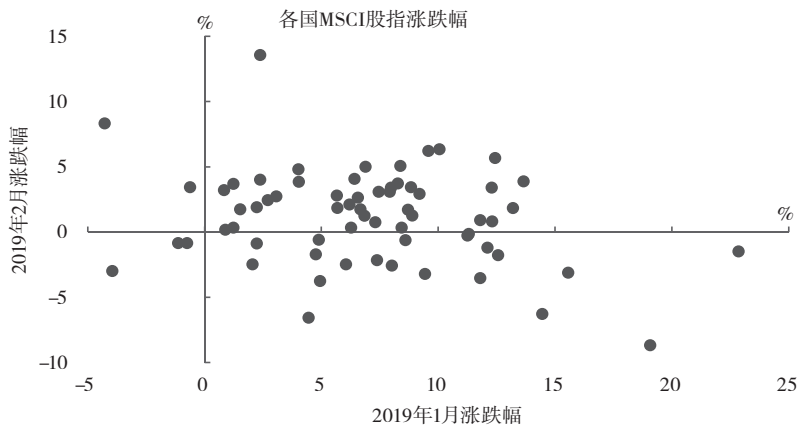


图 15 全球股市表现：1月 VS 2月

数据来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理。

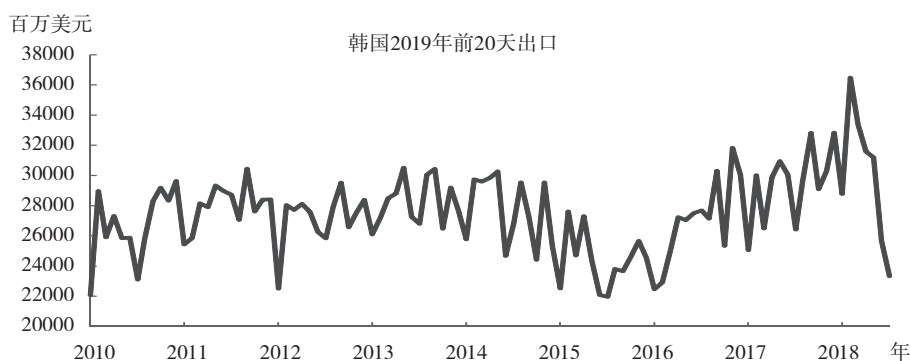


图16 韩国2019年前20天出口降至2016年初的水平

数据来源：CEIC，兴业证券经济与金融研究院整理。



图17 德国2019年制造业PMI降至2013年的水平

数据来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理。

## 六、继美联储之后，欧央行确认结束扩表

欧央行确认2018年12月底结束扩表。北京时间12月13日，欧央行公布12月政策利率会议决议，确认12月底结束扩表。2009年5月至今的十年间，为了应对金融危机和欧债危机的冲击，欧央行先后实施了两轮QE，资产负债表规模从1.8万亿欧元升至4.7万亿欧元，资产规模扩大超过1.5倍。欧央行这一决议，意味着欧洲的流动性投放将进入尾声。

表2 欧央行历次QE操作一览

日期	ECB政策内容	ECB资产增幅
2009年5月至2012年10月(CBPP)	购买欧元区资产担保债券	67%
2010年5月至2012年8月(SMP)	购买欧元区国家国债	
2011年10月至2012年6月(CBPP2)	购买欧元区资产担保债券	36%
2014年10月至今(CBPP3, ABSPP)	购买欧元区资产担保债券及ABS	127%
2015年3月至今(PSPP)	购买欧元区公共部门债券	
2016年6月至今(CSPP)	购买欧元区企业债	

数据来源：ECB，兴业证券经济与金融研究院整理。

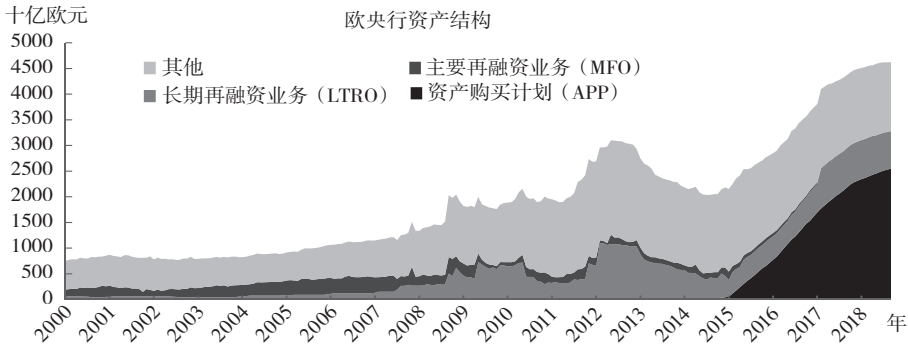


图18 量化宽松以来，欧央行总资产扩张超过1.5倍

数据来源：Bloomberg，兴业证券经济与金融研究院整理。

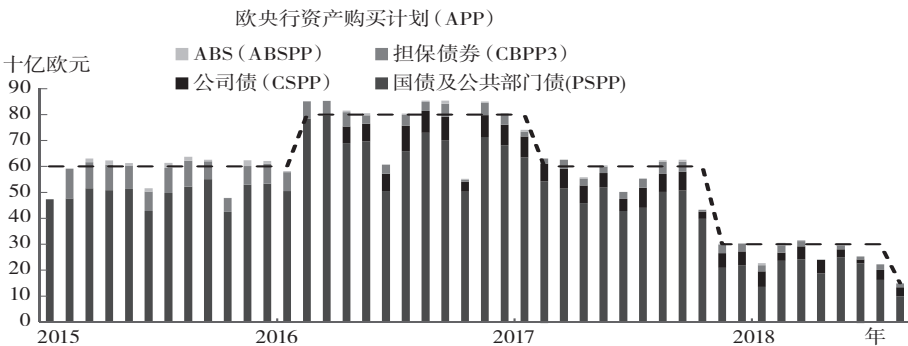


图19 资产购买计划购买标的扩展至ABS和企业债

数据来源：Bloomberg，兴业证券经济与金融研究院整理。

2015年以来，欧洲接替美国提供流动性，汇率波动成为全球市场主要矛盾。国际金融危机后至今的十年间，“缺需求”始终是摆在各国政府面前绕不过去的坎儿，这也使得全球央行被迫不断采取货币政策宽松来托经济。

然而，货币政策的不断宽松并未真正刺激经济的增长，反而造成金融市场较多的隐患——资产负债表对金融资产价格的依赖度不断上升，居民贫富差距扩大，这对政策决策者而言政治压力骤然增加，也意味着全球流动性宽松的瓶颈已至。

2014年10月，美联储率先退出QE，货币政策“由松转紧”。但欧洲受制于仍然相对疲软的基本面，开启了新一轮货币宽松。因而，欧央行接替美联储放水，全球流动性实际上并未实质性收紧。但与此同时，美欧央行货币政策“分道扬镳”。美联储相对于欧央行收紧，催生美元快速升值。而美元汇率大幅波动，成为2014年年中以来全球市场的主要矛盾。

- 2014年年中起，美元快速走强引发大宗商品价格的暴跌，新兴市场大宗商品国因此受到拖累，全球贸易大幅萎缩，进而冲击发达国家。

- 2016年美元升幅的放缓，直至2017年美元贬值，助推大宗商品价格反弹，也将全球金融市场波动率压至历史低点。

- 2017年末，美联储正式开始缩表，美元再次升值，2018年新兴市场再次出现动荡。

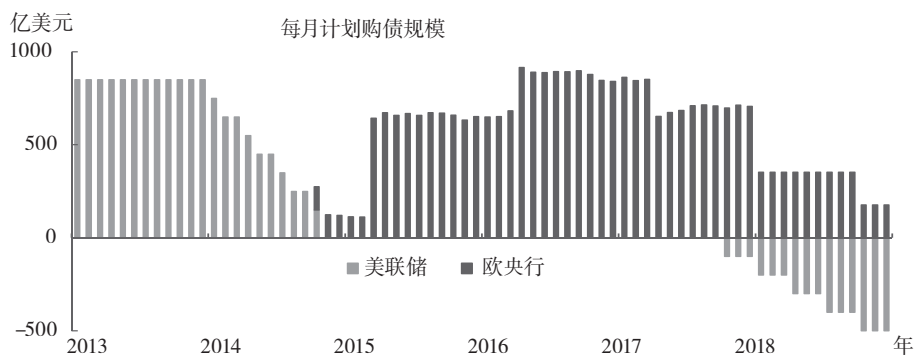


图20 2015年之后，欧央行接替美联储提供流动性

数据来源：CEIC，兴业证券经济与金融研究院整理。

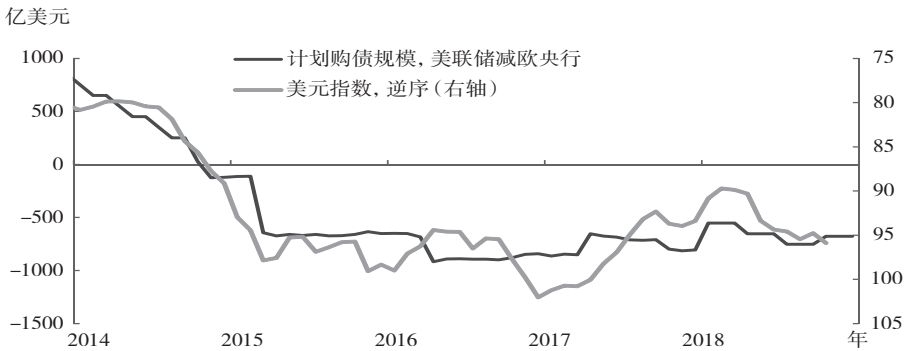


图21 美欧收紧速度差是美元走势的重要影响因素

数据来源：CEIC，兴业证券经济与金融研究院整理。

欧央行结束QE标志着全球放水渐入尾声，流动性真正拐点或将来临。如前所述，虽然美联储购债规模不再增加，但欧日央行接棒放水，全球流动性增速仍然处于上升通道。如今，欧央行正式宣布将于年底前结束QE，这意味着2019年三大央行的总资产走到了“由放转收”的拐点，全球市场的主要矛盾将从美元走强转向资产价格抬升。

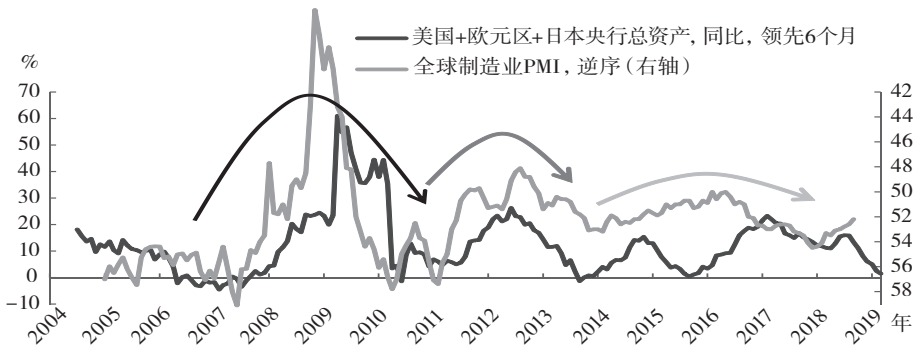


图22 应对三轮下行周期，全球进行了三轮放水

数据来源：CEIC，兴业证券经济与金融研究院整理。



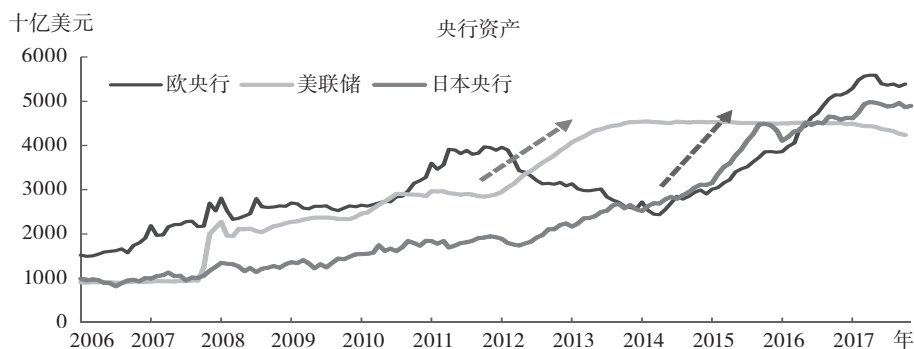


图23 各大央行资产交替上升，全球流动性整体增加

数据来源：CEIC，兴业证券经济与金融研究院整理。

## 七、欧央行结束QE的背后：基本面看底气其实并不足

2018年以来，欧洲需求高位回落，预期持续恶化。如前所述，2016年美国升幅放缓，直至2017年美元贬值，助推大宗商品价格反弹；与此同时，中国需求回升拉动新兴市场国家复苏，全球经济整体回暖。2016年年中以来，欧元区经济增速也明显回升。但进入2018年，欧元区需求高位回落，经济增速明显下行。PMI、经济景气指数、投资者信心、消费者信心等各项软指标均迅速恶化。拆分Sentix调查中受访者对欧元区6个月内经济前景预期的预期指

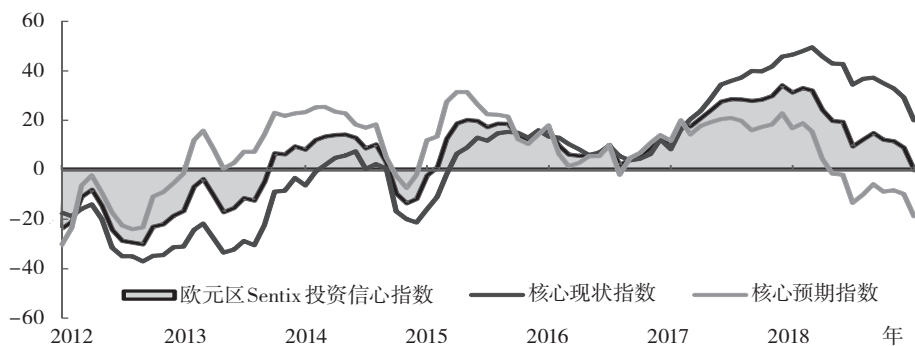


图24 欧元区软指标预期下滑早于现状且幅度更大

数据来源：CEIC，兴业证券经济与金融研究院整理。



图25 经济意外指数2018年3月以来基本处于负值区间

数据来源：CEIC，兴业证券经济与金融研究院整理。

数，相较于现状指数而言，回落得更早且幅度更大；花旗经济意外指数也在2017年年末开始一路下行，2018年3月至今基本处于负值区间，说明市场对欧元区经济增长的预期也在不恶化。

拆分来看，消费和投资整体较为平稳，出口是主要拖累。拆分欧元区的GDP增速来看，“三驾马车”中，企业投资同比增速有所波动，但是整体上行；居民消费同比增速虽然有所下滑，但整体而言较为平稳；因此，GDP增速下滑的主要拖累实际上是出口。

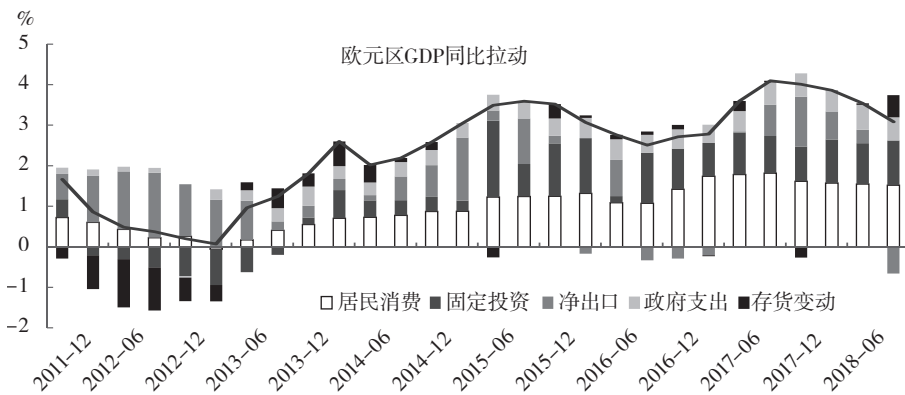


图26 拆分来看，消费和投资整体较为平稳，出口是主要拖累

数据来源：CEIC，兴业证券经济与金融研究院整理。

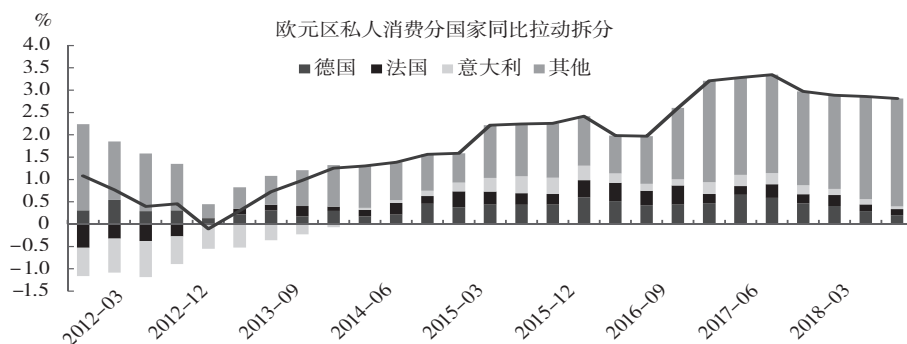


图27 消费增速虽然有所下滑，但整体较为平稳

数据来源：CEIC，兴业证券经济与金融研究院整理。

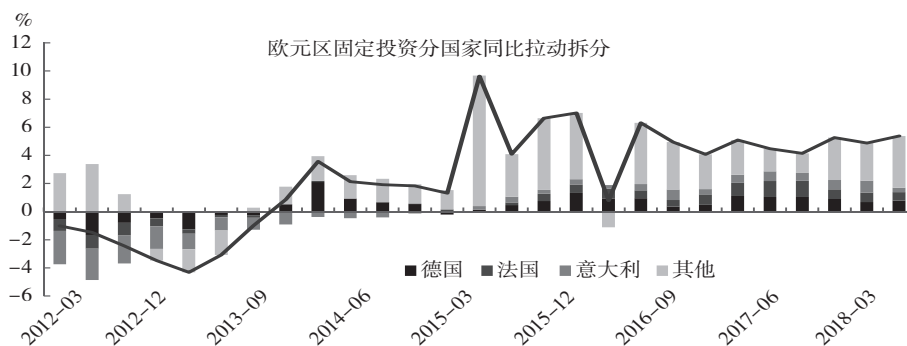


图28 企业投资同比增速有所波动，但是整体上行

数据来源：CEIC，兴业证券经济与金融研究院整理。

欧元区出口减速，部分受到强欧元冲击，但近期并不再用汇率来解释。实际上，欧元区出口同比增速在2017年年初就已经见顶，并于2017年年底开始明显回落。2018年一季度，强欧元对欧元区的外需可能确实产生了一定负面冲击，拆分欧元区对外出口增速可以看到，出口减速主要出现于非欧元区国家。而2018年4月以来，美元明显走强，汇率对欧元区出口的压制有所削弱，欧元区出口的疲软似乎不再能用汇率来解释。

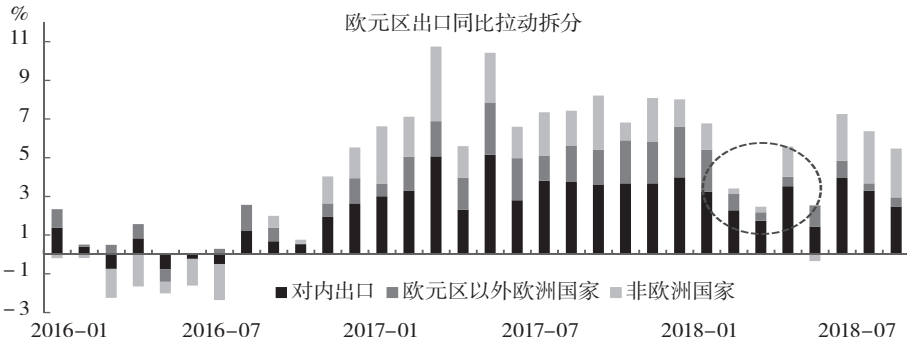


图29 2018Q1对欧元区外部出口回落是主要拖累

数据来源：CEIC，兴业证券经济与金融研究院整理。

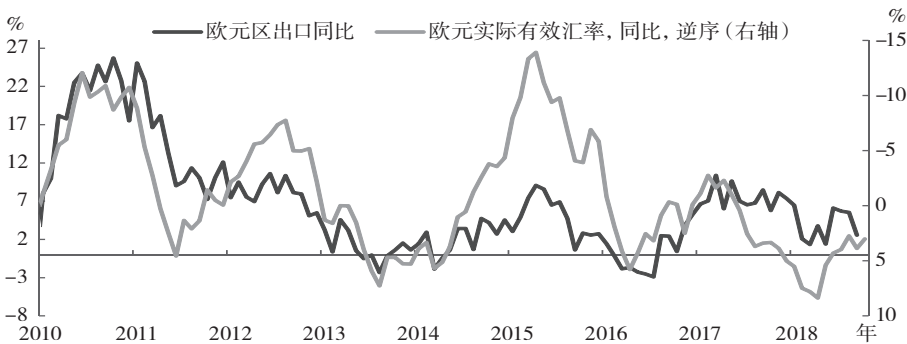


图30 但2018年4月以来汇率不再能解释欧元区出口减速

数据来源：CEIC，兴业证券经济与金融研究院整理。

贸易摩擦的负面影响，至今似乎也尚未明显体现。与此同时，2018年6月1日，美国钢铁和铝关税落地，贸易摩擦升级。进一步拆分欧元区对非欧元区国家出口增速来看，欧元区对美国的出口增速至今尚未明显回落。贸易摩擦的负面影响至今尚未明显体现。

出口减速的主要拖累是英国在内的非欧元区欧洲国家。可以看到，欧元区出口减速的部分主要来自非欧元区的欧洲国家，包括英国、捷克、波兰、瑞典等。这部分可能来自英国脱欧的冲击。

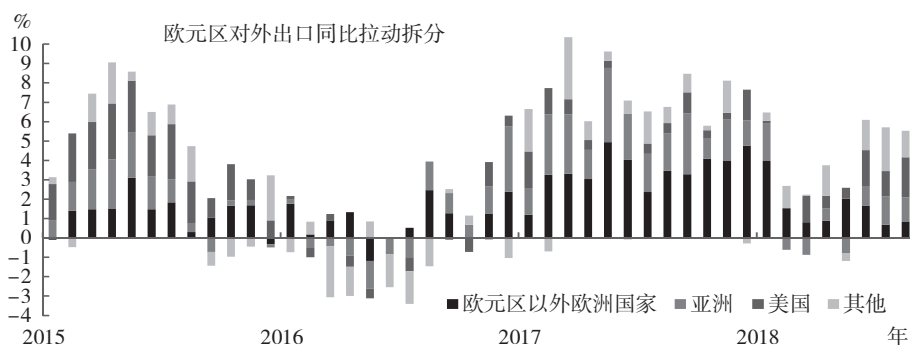


图31 2018年6月钢铁和铝关税落地至今，欧元区对美国的出口尚未明显回落  
数据来源：CEIC，兴业证券经济与金融研究院整理。

2018年三季度出口拖累德国经济增速转负，部分源于汽车业受到的暂时性冲击。进一步分析占欧元区总出口一半以上的德国可以看到，净出口分项已经连续三个季度对德国形成了负拖累，第三季度的拖累甚至达到1.02个百分点，致使德国经济增速转负。

2018年三季度德国出口及整体经济的大幅下滑，部分源于德国汽车业受到的冲击：9月1日，欧盟排放新规（WLTP）公布，为了符合新的排放标准，许多德国车企在三季度短暂停产，导致汽车行业产出和出口明显下滑。暂时性冲击过后，德国的汽车业产出可能会有所好转，四季度德国经济增速应该有所回升。

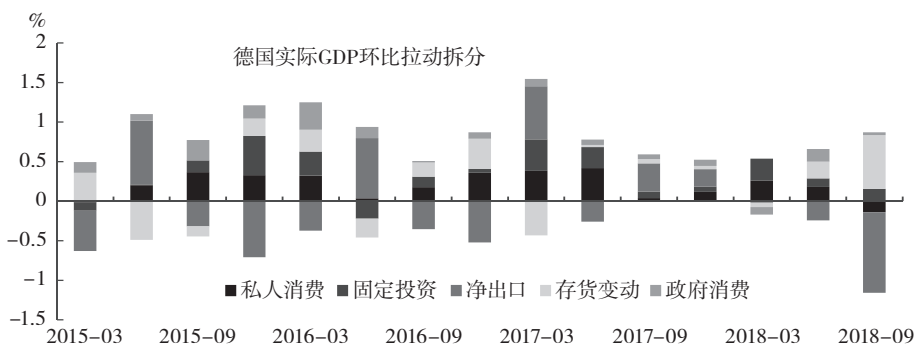


图32 净出口分项连续三个季度对德国形成负拖累

数据来源：CEIC，兴业证券经济与金融研究院整理。

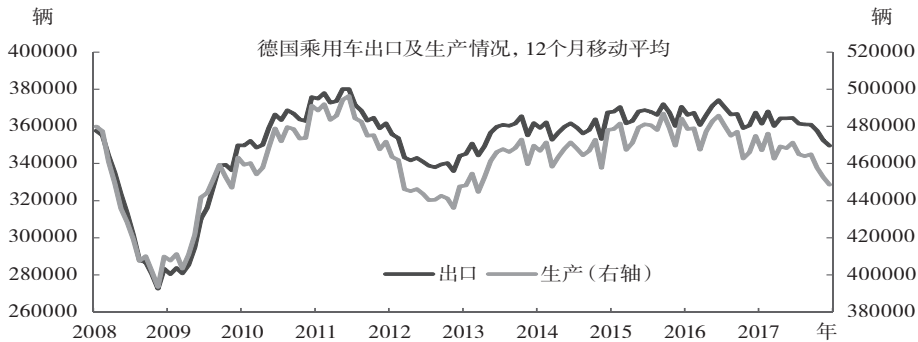


图33 德国汽车生产和出口2018年三季度明显下滑

数据来源: ACEA, 兴业证券经济与金融研究院整理。

往后看, 欧元区经济复苏仍然缺乏明显的动力。往后看欧元区经济的增长, 除了出口之外, 居民消费和企业投资似乎也缺乏明显的复苏的动力。

居民部门: 终端需求改善幅度有限。2017年年中以来, 欧元区消费者信心与实际消费增长之间出现了明显的裂口: 虽然二者均有所下滑, 但消费者信心的回落要大于实际消费增长, 反映出终端的消费需求改善幅度有限。

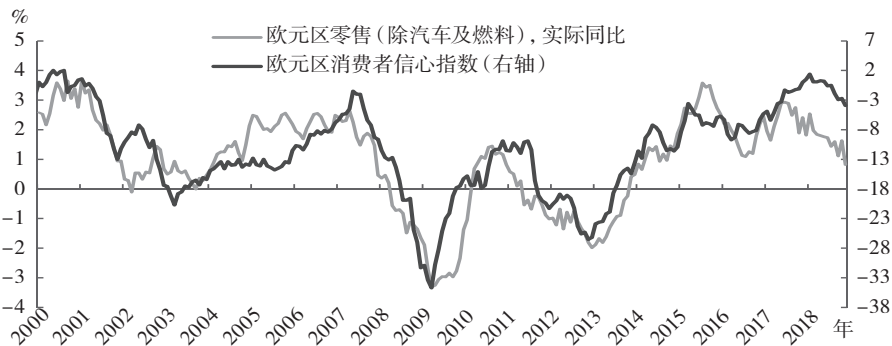


图34 欧元区消费者信心与零售增速走势分化

数据来源: CEIC, 兴业证券经济与金融研究院整理。

企业部门：订单需求已经进入下行通道。虽然欧元区工业生产指数和产能利用率目前仍然处于上一轮危机的高点，但是2018年年初以来已经走平甚至有所下滑。与此同时，制造业新订单指数自2018年3月以来也持续回落，因此，企业投资的改善空间可能也将有限。

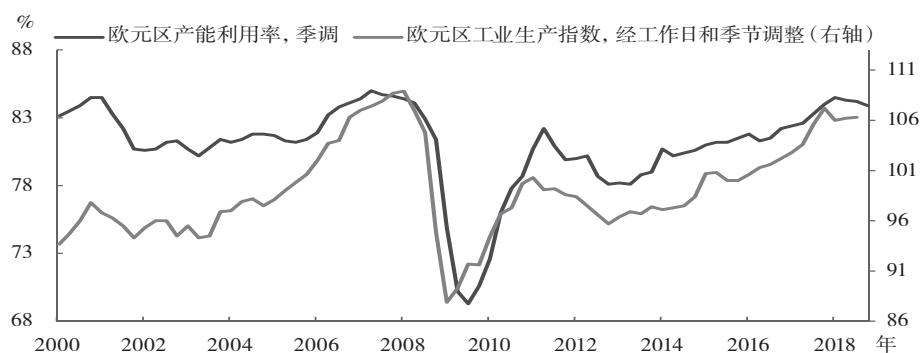


图35 虽然产能利用率和生产指数仍在高位

数据来源：CEIC，兴业证券经济与金融研究院整理。

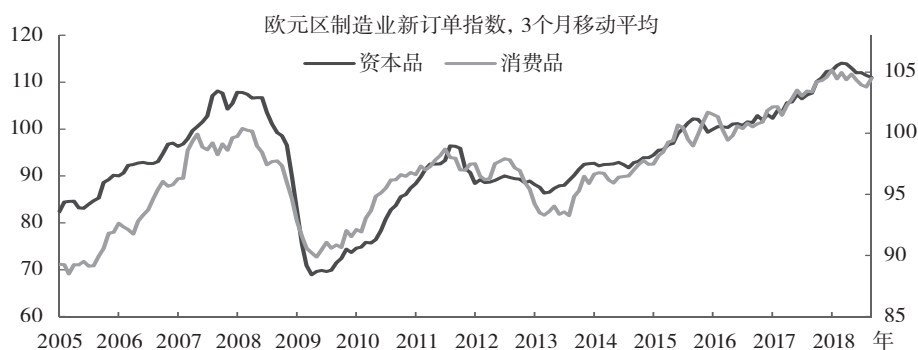


图36 但制造业新订单已经进入下行通道

数据来源：CEIC，兴业证券经济与金融研究院整理。

信贷条件：现状尚可，但预期已经恶化。从金融条件来看，目前欧元区金融机构对企业和居民的信贷增速都仍然处于历史高位，金融条件尚未明显恶化。但需要注意的是，根据银行信贷调查，居民预期购房和消费的信贷条件都将收紧，这可能也会对消费形成制约。

因此，整体来看，欧洲目前的基本面尚且较为疲软，往后也尚未看见明显的经济增长点，欧央行在这个时间点选择结束扩表，实际上“底气”并不足。

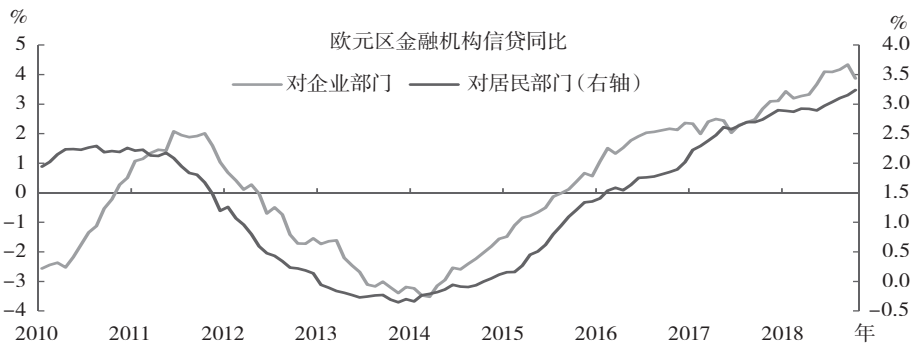


图37 虽然信贷增速仍然处于高位

数据来源：CEIC，兴业证券经济与金融研究院整理。

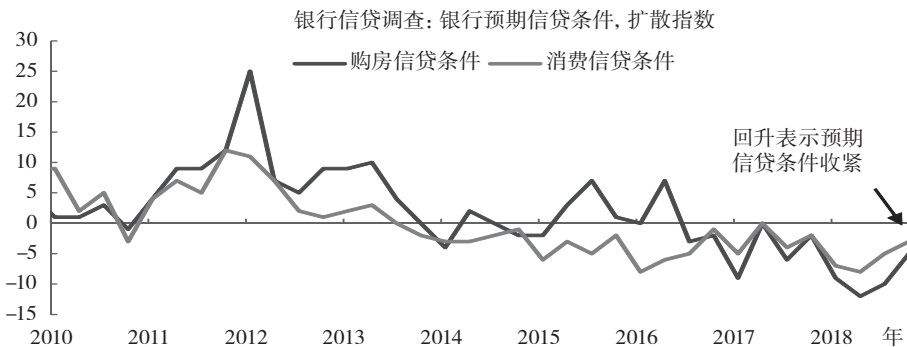


图38 但信贷调查显示居民预期信贷条件将收紧

数据来源：CEIC，兴业证券经济与金融研究院整理。



## 八、欧央行结束QE的背后：通胀回升或将提供一定支撑

2018年，油价拉动欧元区通胀稳步回升，但核心通胀仍疲软。除了经济增长之外，物价水平是央行货币政策的重要考量。而2018年以来，欧元区通胀同比明显回升，目前已经高于2%。但需要注意的是，欧元区2019年通胀的回暖主要由能源分项贡献，核心通胀仍然持续下滑。

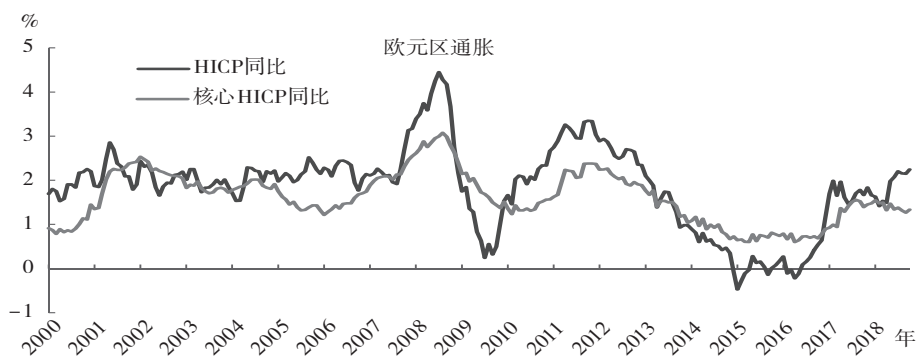


图39 欧元区通胀2018年以来已经明显回升

数据来源：CEIC，兴业证券经济与金融研究院整理。

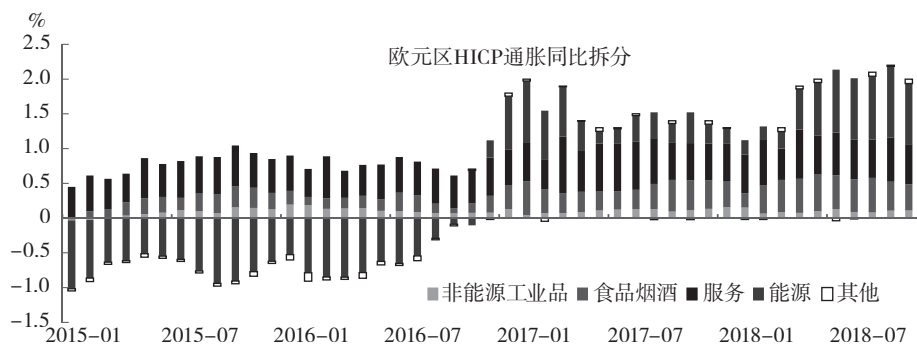


图40 主要来自油价对能源分项的拉动

数据来源：CEIC，兴业证券经济与金融研究院整理。

往后看，随着劳动力成本的回升，欧元区核心通胀也有望上行。欧元区核心通胀疲软，其主要原因是工资增长缓慢。可以看到，欧债危机结束以来，虽然欧元区就业持续改善，但人均工资增长却非常缓慢，二者出现了明显的分化。工资增长滞缓一方面或受企业盈利增长较为温和的影响，另一方面则受到劳动力真实闲置状况仍然较多的拖累，根据欧央行的官方数据测算，除了德国之外，其他欧元区国家的劳动力市场的实际闲置状况均较高。但值得注意的是，目前就业增速和人均工资增速的缺口已经接近闭合，劳动力闲置比率也稳步下滑，因此，往后看，随着劳动力成本逐步回升，欧元区核心通胀也有望上行。

因此，就通胀而言，2018年油价拉动通胀稳步回升；核心通胀虽然仍然较疲软，但随着劳动力成本的上行也有望回暖，这给欧元区结束扩表提供了一些支撑。

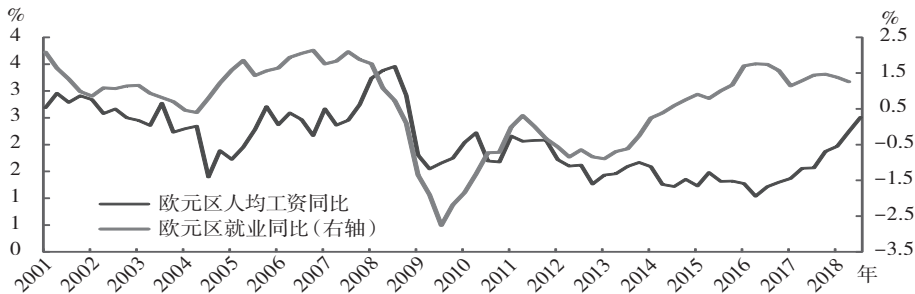


图 41 欧元区工资与就业增速的裂口在逐步收窄

数据来源：CEIC，兴业证券经济与金融研究院整理。

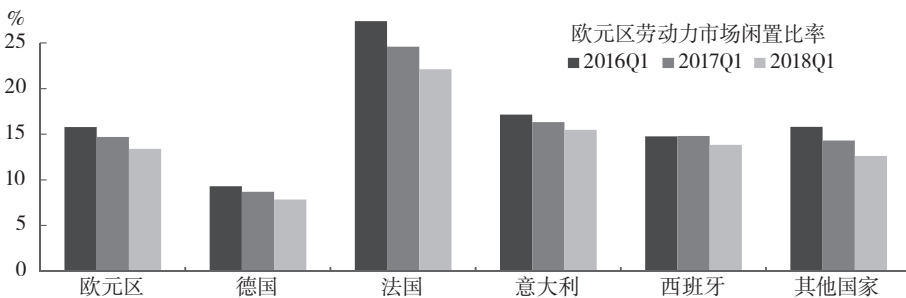


图 42 劳动力闲置也在逐步被吸收

注：闲置劳动力=失业人数+兼职人数+即将进入就业市场但未找到工作的人数+放弃寻找工作的劳动年龄人数。

数据来源：CEIC，兴业证券经济与金融研究院整理。

## 九、欧央行结束QE的背后：核心约束可能在于购债上限

欧央行结束扩表的硬性约束，可能在于所剩无几的宽松空间。如前所述，目前欧洲经济基本面表现整体疲软，核心通胀虽然有望上行，但目前距离央行目标仍有一定的距离。那么欧央行为何要选择在下方的时间点结束扩表呢？购债上限可能是主要的约束。

早在2016年，欧央行宽松空间已经非常有限。从欧央行QE的购买条件来看，单个国家购买占其存量的上限为33%，而这一上限，当前已经在德国、芬兰和斯洛伐克被触碰。因此，虽然欧央行并没有明确表示，但对其而言，“无债可买”可能才是其结束扩表的核心约束之所在。

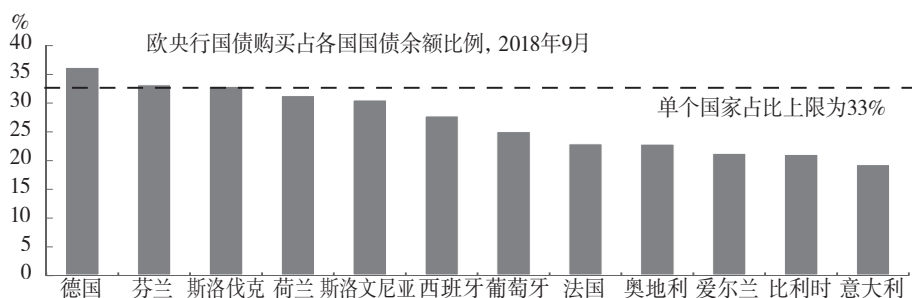


图43 德国、芬兰、斯洛伐克已经触及购债上限

数据来源：ECB，Bloomberg，兴业证券经济与金融研究院整理。

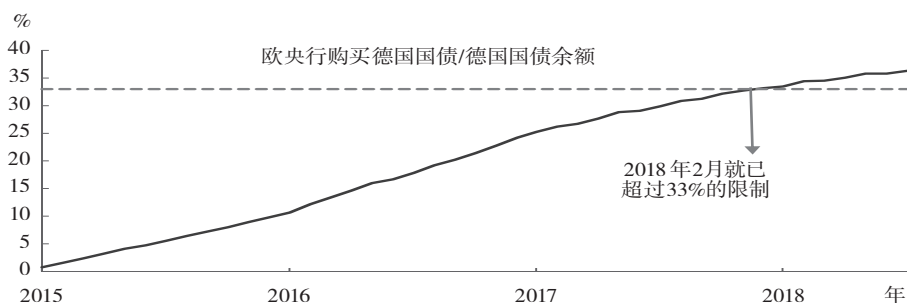


图44 购买德国国债可能于2018年2月就已经超限

数据来源：ECB，Bloomberg，兴业证券经济与金融研究院整理。

如前所述，欧央行选择在当前时点结束扩表，并不是因为经济基本面表现强劲，或是核心通胀已经进入上行通道，主要约束可能是因为购债上限被触及，而不得不选择结束扩表。因此，对于欧央行而言，对货币政策的实际态度可能是“欲紧还松”：所剩无几的货币空间要求其推进货币正常化，但仍然疲软的基本面又使其难以迅速推进紧缩。因此，我们接下来将分析欧央行未来可能的政策路径。

## 十、从结束QE到主动缩表，其实仍有漫长道路

由于“底气”相对不足，QE的谢幕会议上欧央行表态相对偏鸽。如前所述，欧央行结束QE实际上“底气”并不太足，因此欧央行2018年12月会议的声明也相对偏鸽：重申预计至少在2019年夏天结束前将保持利率不变；同时强化对再投资的前瞻指引，措辞从之前的“将在QE结束后持续再投资”调整为“将在首次加息后持续再投资”。

而实际上参考美国经验，从结束QE到主动缩表，其实仍有漫长道路。但对于当前的欧央行而言，值得“庆幸”的是，结束扩表并不意味着主动缩表。参考美联储的紧缩路径，2013年11月联储正式宣布结束QE，此后经过2年的时间联储才于2015年12月开始加息，再过了2年的时间才于2017年10月正式启动缩表。因此，按照目前欧央行的既定节奏，首次加息至少在2019年6月之后，而距离缩表真正开启，应该还有漫长的历程。



表3 从美联储结束扩表到正式启动缩表，实际上经历了近四年的时间  
数据来源：Fed，兴业证券经济与金融研究院整理。

## 十一、“烫手山芋”TLTRO可能导致被动缩表

欧央行开启货币正常化道路上，可以有“缓冲垫”。如前所述，欧央行货币政策化的道路不必一蹴而就，可以循序渐进。而根据路透社的报道<sup>①</sup>，欧央行决策者提出了多种想法作为“缓冲垫”，包括：（1）以浮动利率提供的永久期限的多年期贷款；（2）只提高银行存款利率；（3）让定向长期再融资操作TLTRO机制长久化等。

对于当前的欧央行而言，TLTRO可能是最为烫手的山芋。定向长期再融资操作（Targeted Long-Term Refinancing Operation，TLTRO）是欧央行2014年公布的政策工具。“长期”的含义是期限较长，为4年；“定向”的含义是欧央行给各国银行提供的信贷条件与各国银行向非金融公司和家庭提供的贷款（不含房贷）直接挂钩，旨在刺激银行对实体经济的贷款。

TLTRO的利率在每次操作期限内将被固定，等于操作时欧元区主要再融资利率加10个基点的利差；每次TLTRO后的24个月开始对手方可选择向欧央行偿还借款。到目前为止，欧央行共进行了两轮TLTRO操作。

- TLTRO I：于2014年6月5日公布，2014年9月、12月实施两轮，各国银行可以向欧央行借入的金额为该银行向实体经济借贷量的7%；
- TLTRO II：于2016年3月10日公布，2016年6月、9月、12月及2017年3月实施四轮，银行可以增加TLTRO借贷量，上限为净新增实体经济贷款量的3倍。

而TLTRO目前的最大的问题是，从2020年6月起，大量TLTRO将陆续到期。根据规定，到期日不到一年的基金不被计入净稳定资产比率（NFSR），这意味着欧央行需要从2019年6月开始寻找替代资金，否则将不得不动缩表。

---

<sup>①</sup> <https://www.reuters.com/article/us-ecb-policy-exclusive/exclusive-ecb-policy-makers-debate-new-ways-out-of-easy-money-sources-idUSKBN10419Y>.

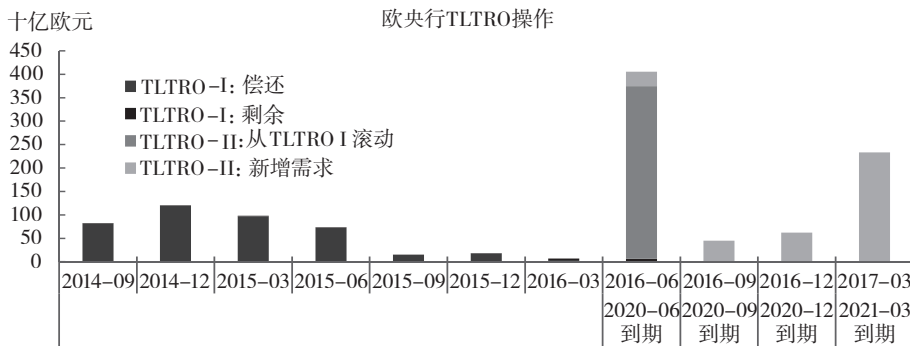


图45 大量TLTRO将于2020年6月开始陆续到期

数据来源：ECB，兴业证券经济与金融研究院整理。

## 十二、考虑南欧银行的脆弱性，欧央行推出新TLTRO计划

TLTRO到期，受冲击的主要是南欧银行。大量的TLTRO到期后，如果欧央行不提供新一轮融资，TLTRO的受益者必定将受到流动性冲击。而从TLTRO的持有分布看，意大利、西班牙、葡萄牙和希腊等南欧国家恰是主要的受益者：TLTRO-II融资占南欧银行总资产的比重超过3%，在意大利借款银行中比重均超过5%。

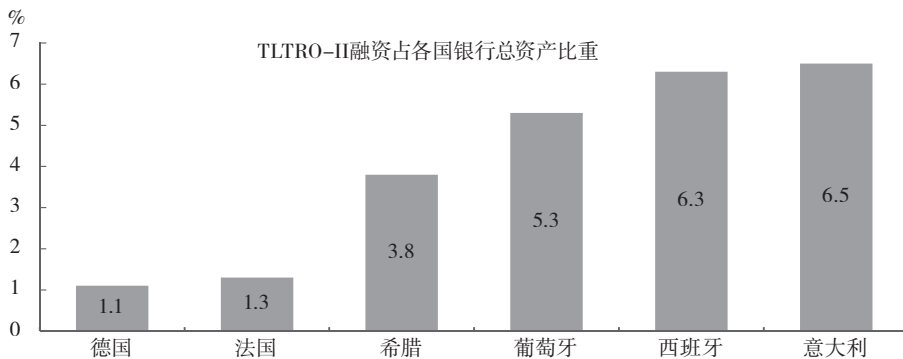


图46 南欧国家是TLTRO的主要受益者

数据来源：ECB，兴业证券经济与金融研究院整理。

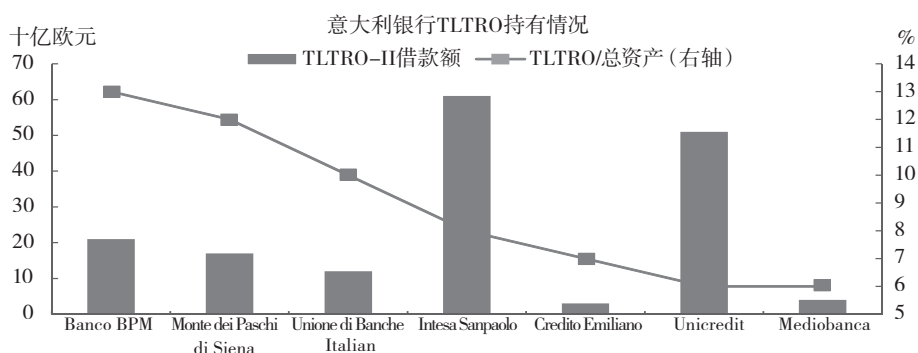


图47 TLTRO在意大利借款银行中占比超过5%

数据来源：ECB，兴业证券经济与金融研究院整理。

而南欧国家，恰是欧洲的“问题儿童”。而意大利、西班牙、葡萄牙、希腊等南欧国家，恰是欧洲内部最大的潜在风险点之一。无论是2011—2012年的欧债危机，还是2018年意大利政治动荡引发的数次市场剧烈调整，本质的问题都是一致的。虽然2012年之后的财政整顿力度下降为欧债国家提供了喘息之机，但一些本质问题——高政府债务率、银行资产质量差、银行体系与政府深度绑定、贫富差距大——仅仅是没有进一步恶化，但并没有得到解决，而这背后实际上是全球长期处于弱需求，名义经济长期处于低增速中枢，而使得无法通过增长来化解债务问题。

更雪上加霜的是，当全球的“饼”不再扩大之后，“分饼”成为核心问题，这为各种“极端”政见提供了土壤。由此也可以理解意大利民粹主义新政府的胜选、意大利脱欧风险的上升以及在政府债务高企的背景下意大利新政府仍然希望扩大预算赤字等系列表征。

对于南欧国家的潜在风险，欧央行似乎无法放任自流，因此推出新TLTRO。实际上，考虑到南欧国家经济基本面的恶化，从2019年起，欧央行已经下调了南欧国家未来五年的出资比例。这直接的影响是，这些国家的国债利率可能进一步被抬升，考虑到本国国债是葡萄牙、意大利等国国内银行的重要资本，缓冲资金对于利差变化将非常敏感。因此，对于脆弱的南欧银行，欧央行似乎不得不救，延长TLTRO因此成为必然的选择。

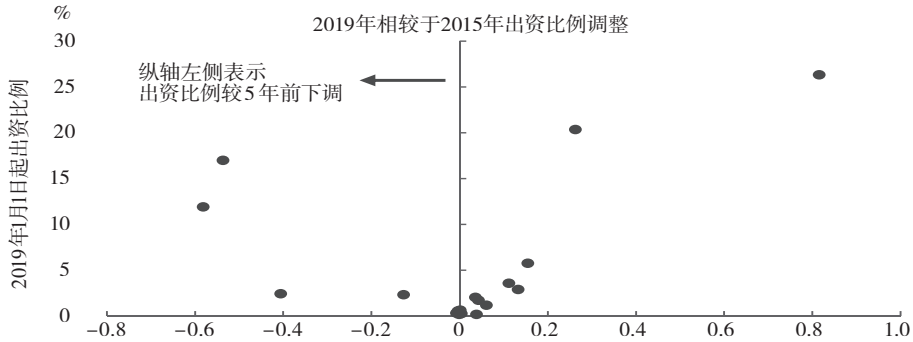


图48 欧元区已经下调了南欧国家2019年起未来五年的出资比例

数据来源：ECB，兴业证券经济与金融研究院整理。

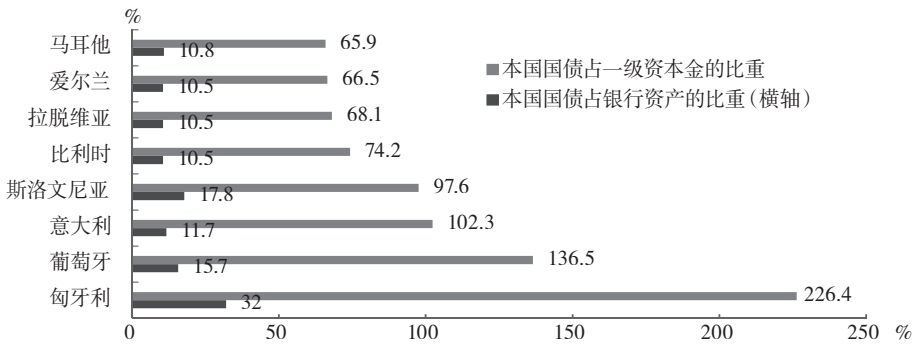


图49 本国国债是意大利国内银行重要资产

数据来源：BIS，兴业证券经济与金融研究院整理。

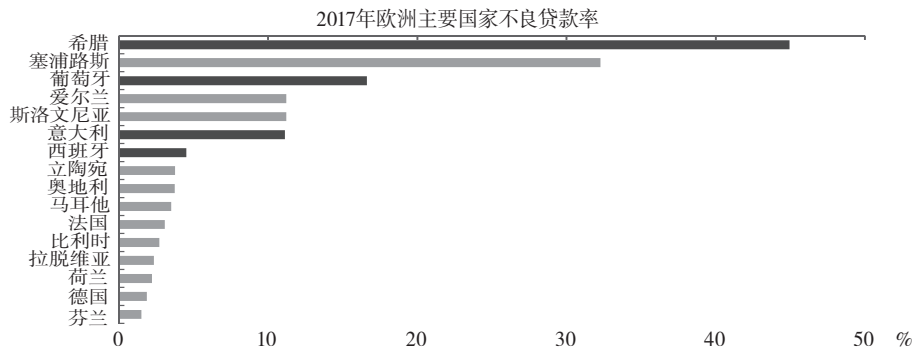


图50 意大利不良贷款率处于高位

数据来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理。



## The Federal Reserve and European Central Bank: Irresistible Temptation of Loosening

WANG Han  
(Industrial Securities)

**Abstract:** in the aftermath of the subprime mortgage crisis, the excessive liquidity had not solved the fundamental shortage of global demand. After the Fed and the European Central Bank gradually entered the tightening stage of monetary policy, the global “shortage of demand” problem has never been solved in a substantive sense, and the basis of economic recovery is far from solid, making it difficult for the U.S. and the European central bank to get rid of their dependence on lax monetary policy. For the United States, the high corporate leverage may cause the Fed back to quantitative easing (QE). In this context, if the expectation of liquidity adjustment is fully digested, the market focus will return to fundamentals, it means the overseas market volatility will continue to rise. For the European Central Bank, although the exit of QE is constrained by the upper limit of the bond purchase, the market confidence in economic fundamentals is actually insufficient. Pushing a new round of TLTRO may be the primary plan for the ECB’s future policy path.

**Keywords:** Monetary Policy of Central Banks, Global Liquidity, Shortage of Demand, High Corporate Leverage, TLTRO