



五矿期货有限公司  
MINMETALS FUTURES CO.,LTD

# 海外货币政策视角下的 美欧汇率分析

专题汇报

2024/02/29



MINMETALS  
FUTURES

钟俊轩（联系人）

☎ 0755-23375141

✉ zhongjunxuan@wkqh.cn

👤 从业资格号：F03112694

蒋文斌（研究中心）

👤 从业资格号：F3048844

👤 交易咨询号：Z0017196

# 目录

CONTENTS



**01** 汇率对于一国资本市场的影响

**02** 美联储货币政策

**03** 欧洲央行货币政策

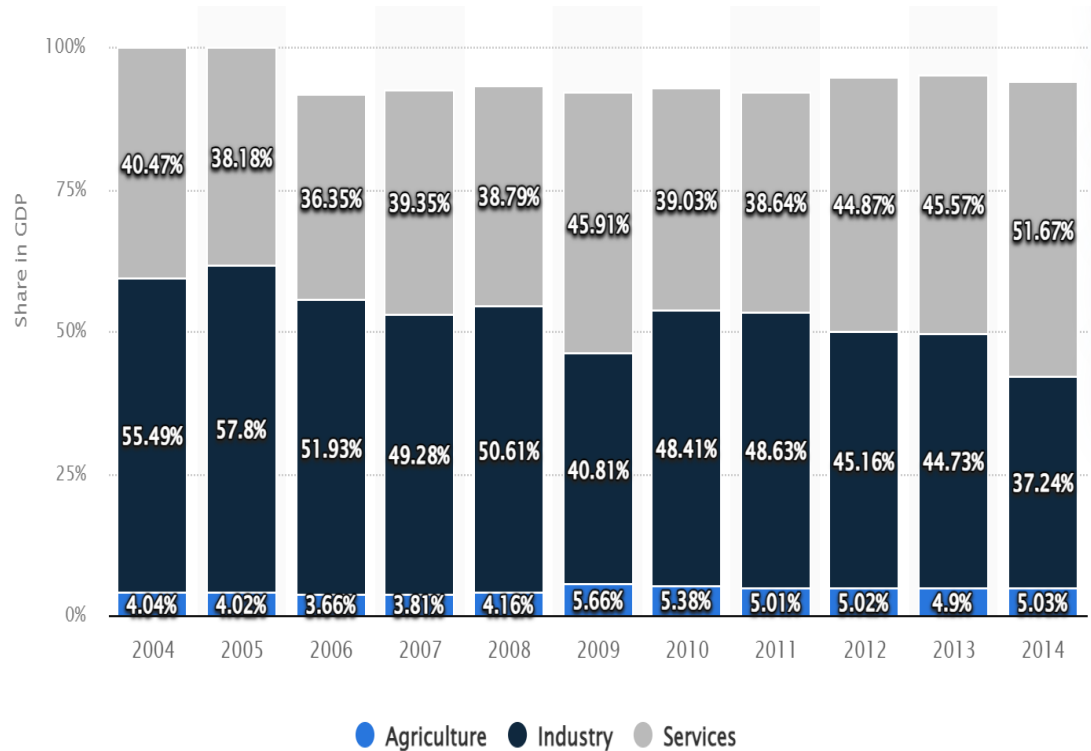
**04** 货币政策与汇率分析：美元指数

01

---

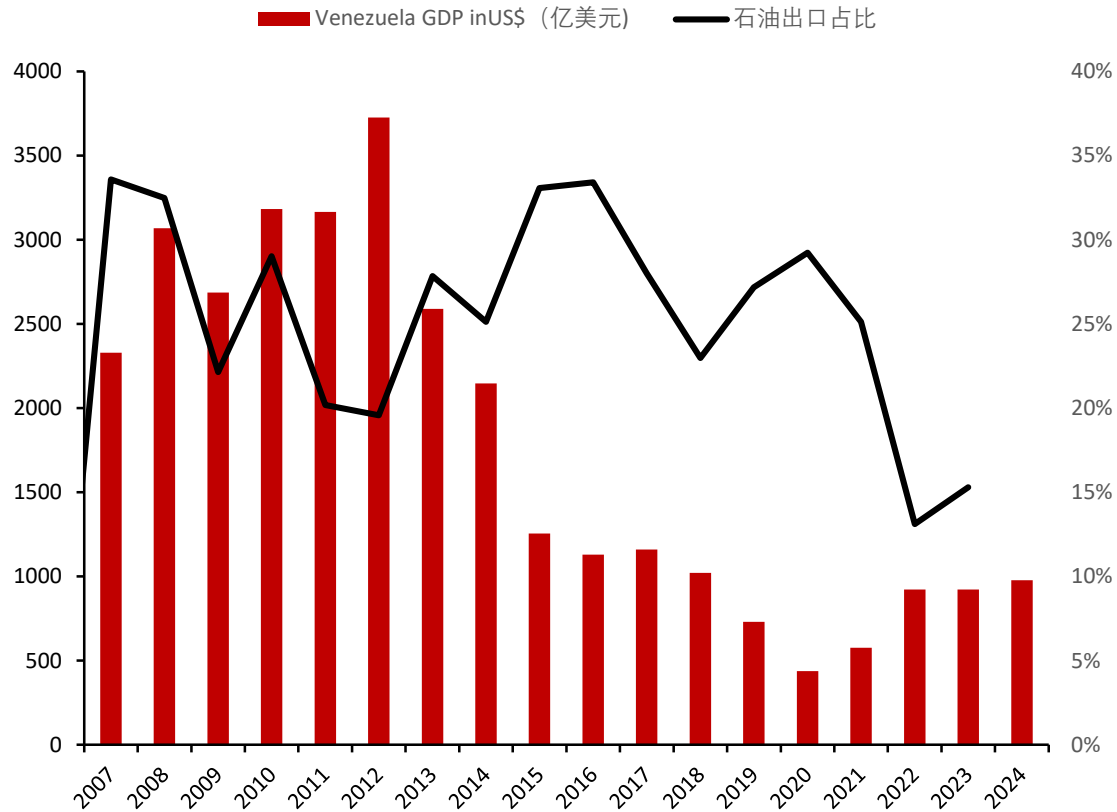
# 汇率对于一国资本市场的影响

图1：委内瑞拉经济结构：农业、工业、服务业（%）



资料来源： Statista、五矿期货研究中心

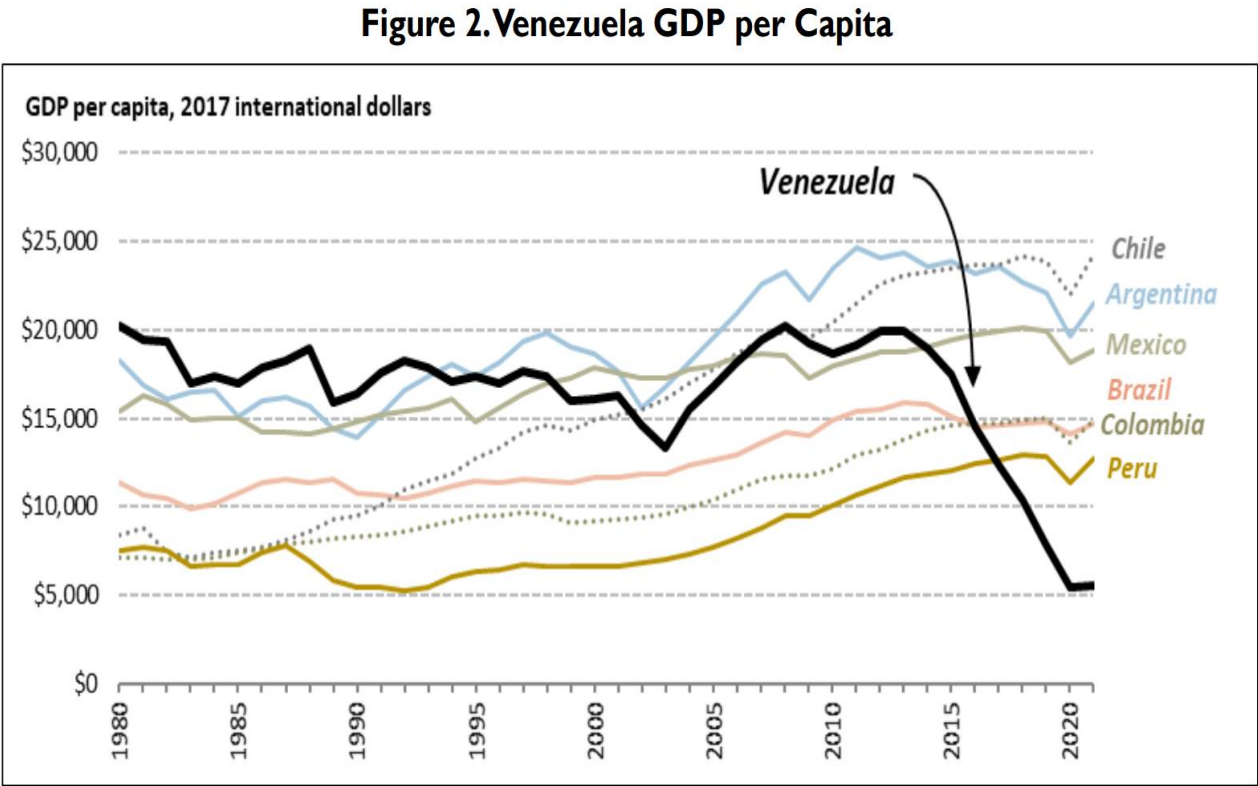
图2：委内瑞拉GDP（亿美元）与石油出口所占比重（亿美元/%）



资料来源： Statista、五矿期货研究中心计算

委内瑞拉最主要经济贡献项为服务业，在2014年所占比例为51.67%，工业占比为37.24%。2014年受到石油出口的影响(石油出口金额占总GDP比例在2014年为25%)，总GDP由2013年的2589亿美元下降2014年的1254亿美元。

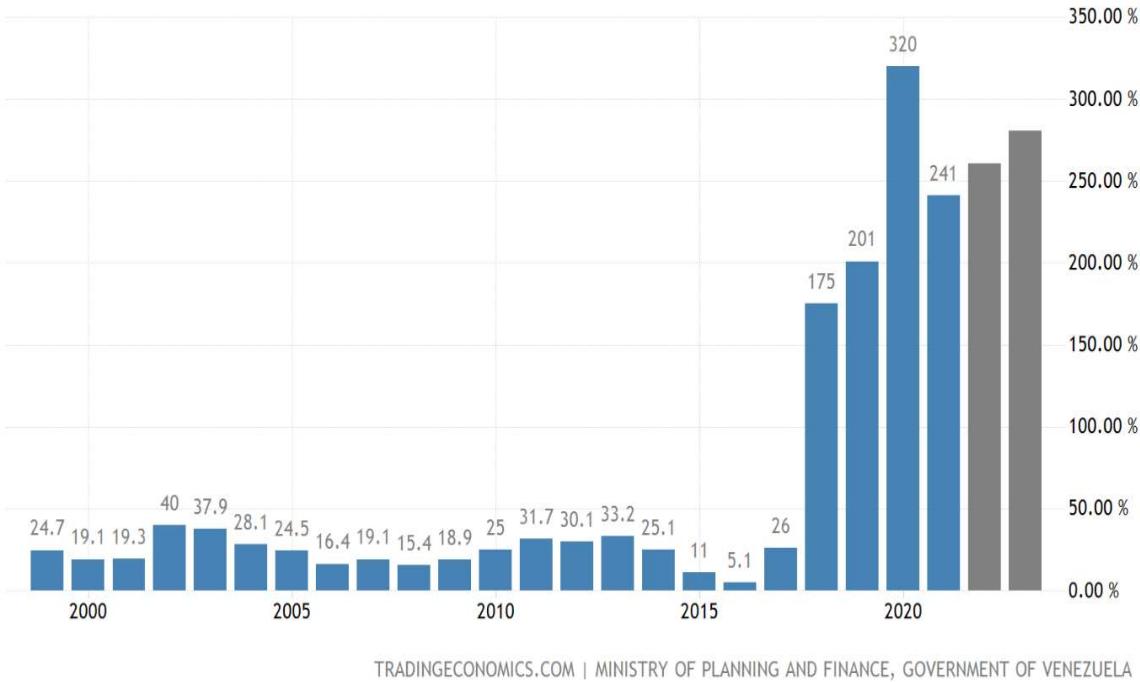
图3：拉美国家人均GDP（美元）



资料来源： IMF、五矿期货研究中心

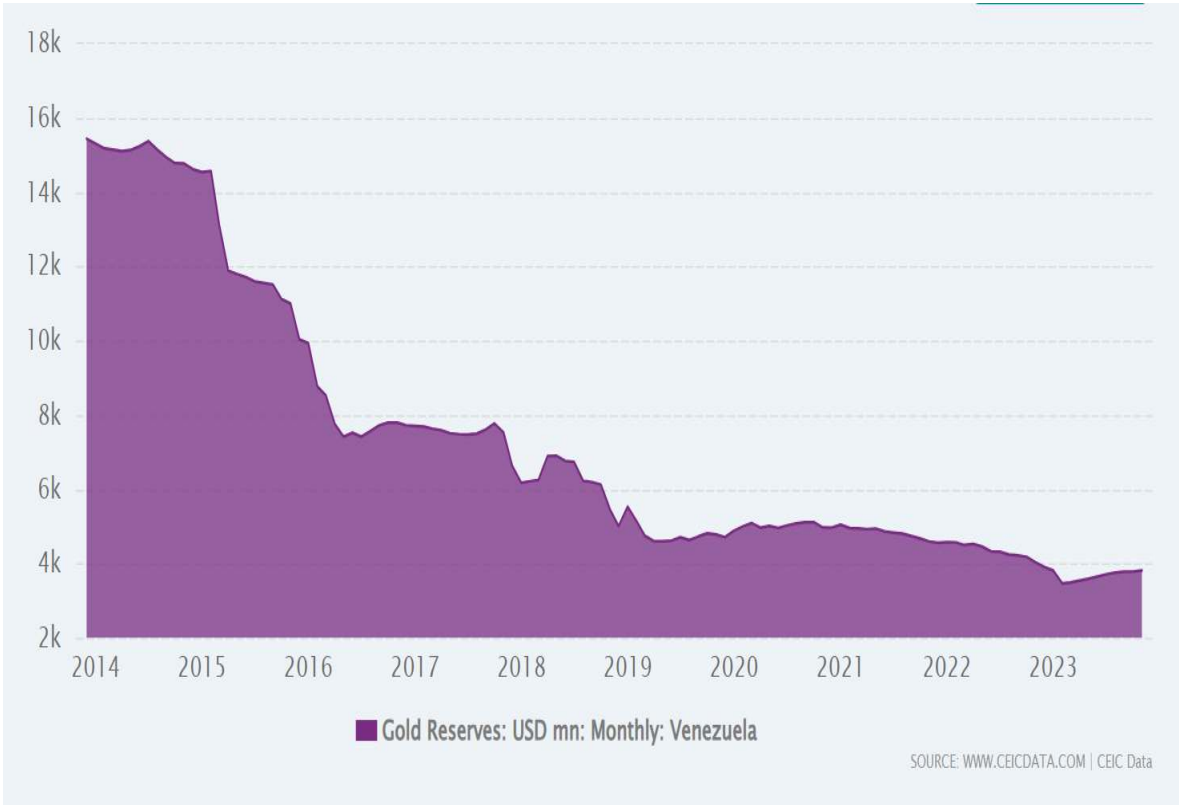
石油收入占到委内瑞拉出口金额的90%以上，也是政府收入的主要来源。2014年后委内瑞拉人均GDP由2万美元下降至近5000美元。财政赤字激增（2015-2016年委内瑞拉总体GDP出现大幅下行），政府债务相对于GDP的比重由2014年的25%上升至2018年的175%，后到达2020年高位的320%。

图4：委内瑞拉财政赤字所占GDP的比重（%）



资料来源： Trading Economics、五矿期货研究中心

图5：委内瑞拉黄金储备量



资料来源：CEIC、五矿期货研究中心

1. 委内瑞拉央行外汇储备规模较小，且受到制裁，难以对汇率进行管理。
2. 黄金储备通过非正式手段进行出售，以换取外汇维系部分出口以及政府的运作。

图6：委内瑞拉外汇储备（百万美元）



资料来源：Trading Economics、五矿期货研究中心

# 委内瑞拉发行大量货币，通胀激增

图7：委内瑞拉M0（2008-2018）

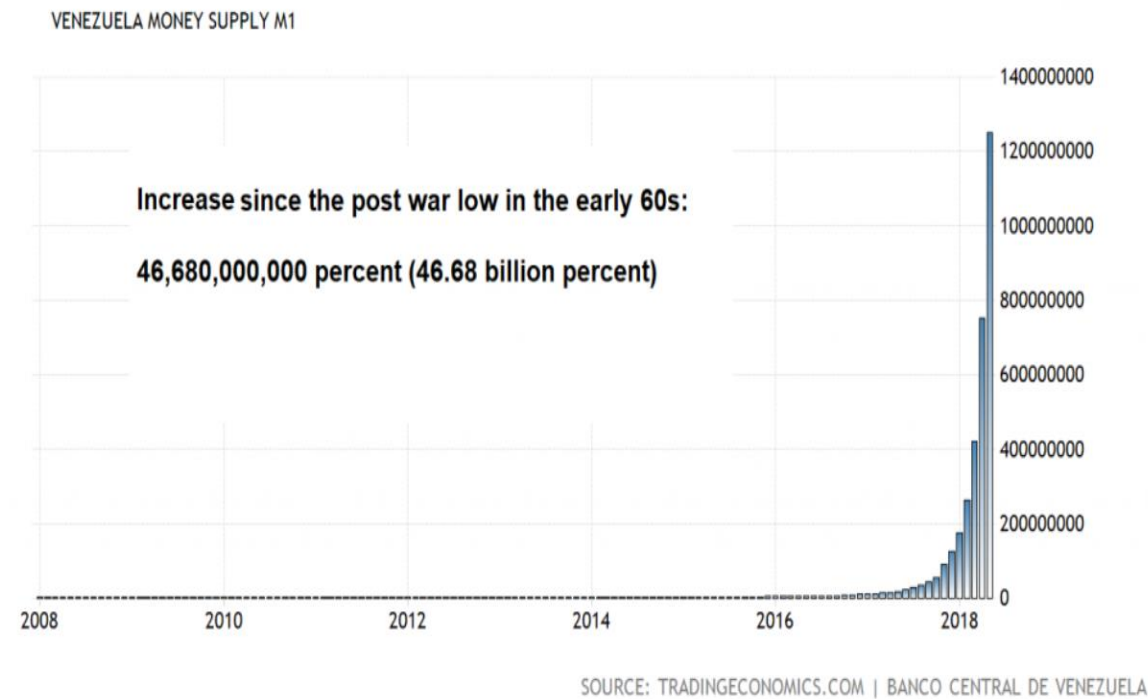
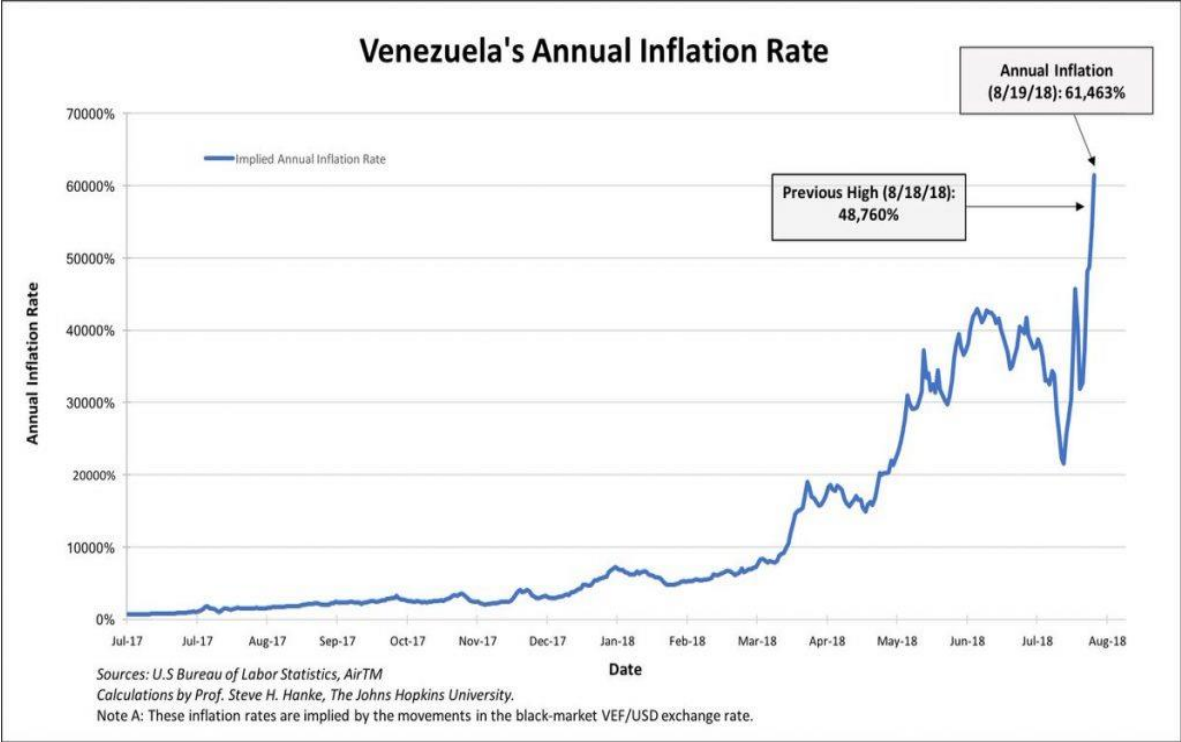


图8：委内瑞拉通货膨胀率（%）



资料来源： Investing、Trading Economics、五矿期货研究中心

资料来源： Investing、五矿期货研究中心

委内瑞拉通货膨胀极为严重，通货膨胀率在2018年8月同比值达到61463%。

Effects of high inflation in Venezuela have caused the index to be adjusted four times since 2014:

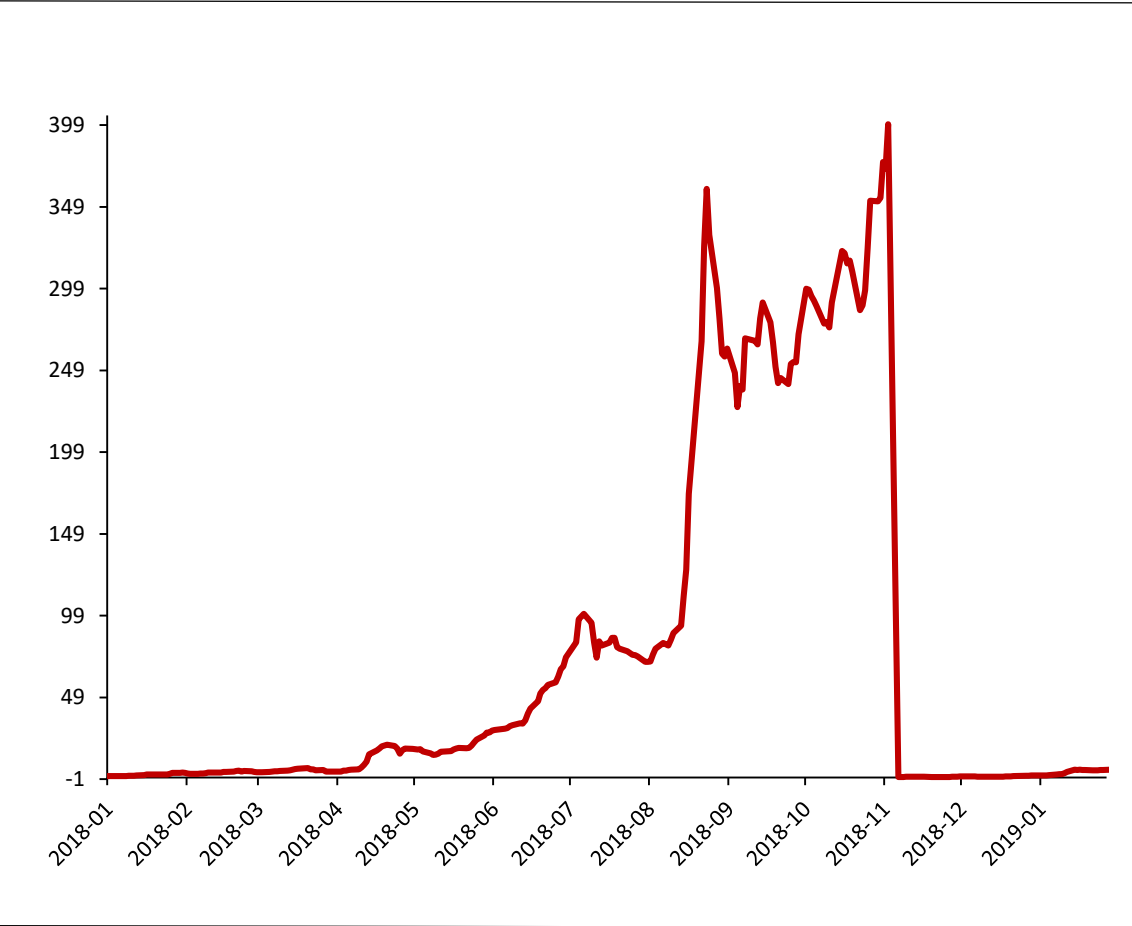
- Index divided by 1000 on 2 January 2014<sup>[citation needed]</sup>
- Index divided by 1000 on 9 October 2017<sup>[citation needed]</sup>
- Index divided by 1000 on 6 November 2018<sup>[citation needed]</sup>
- Index divided by 1000 on 22 March 2021

资料来源：Wikipedia、五矿期货研究中心

1. 2008年1月1日，强势玻利瓦尔：以1,000玻利瓦尔比1的比率兑换成新的货币。
2. 2018年8月20日，主权玻利瓦尔：与强势玻利瓦尔兑换比率定为1:100,000。
3. 2021年10月1日，数字玻利瓦尔：币值为1,000,000主权玻利瓦尔兑换1数字玻利瓦尔。

委内瑞拉股市在2014年来历经四次调整，每次指数除以一千。

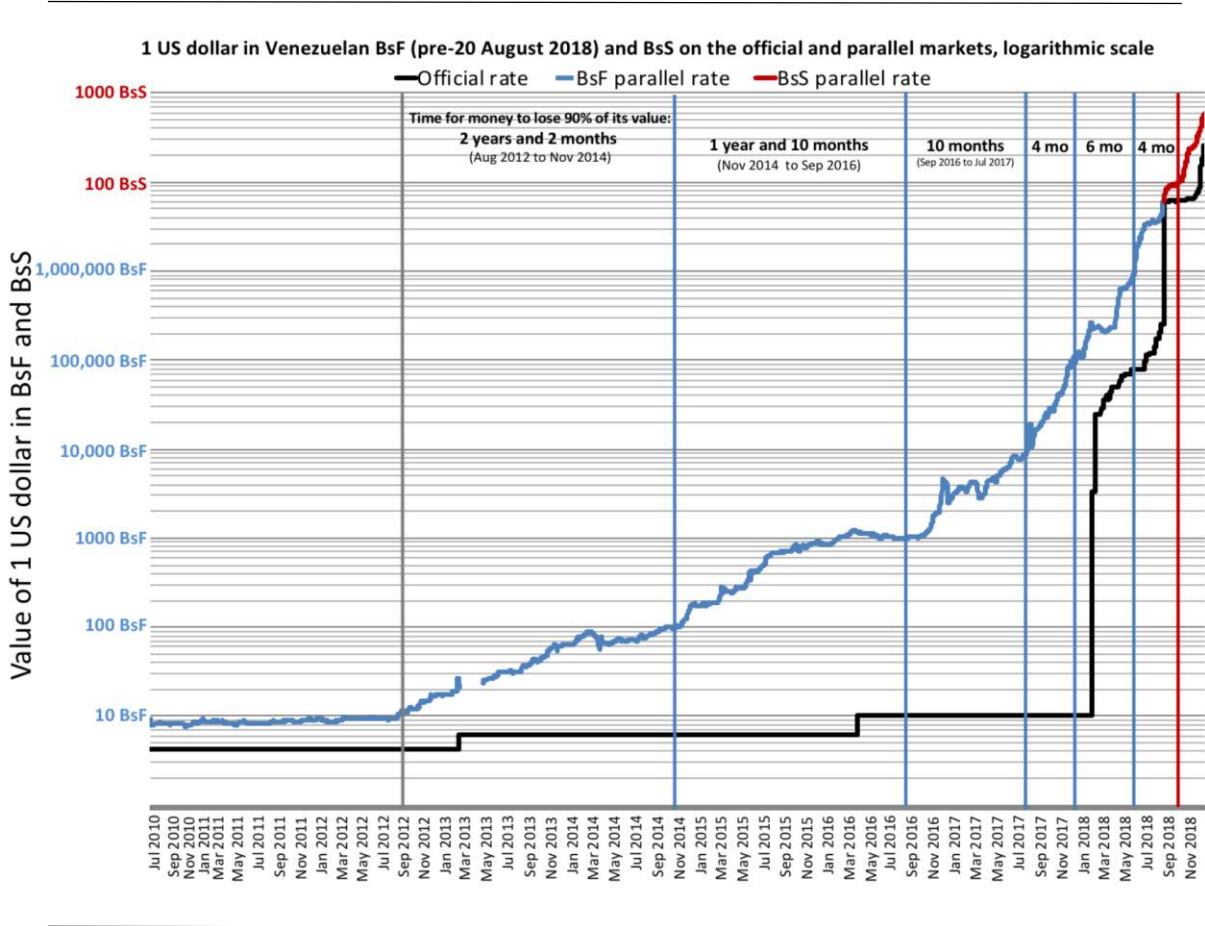
图9：委内瑞拉IBC指数涨幅（2018. 01. 05为基准1）



资料来源： WIND、五矿期货研究中心

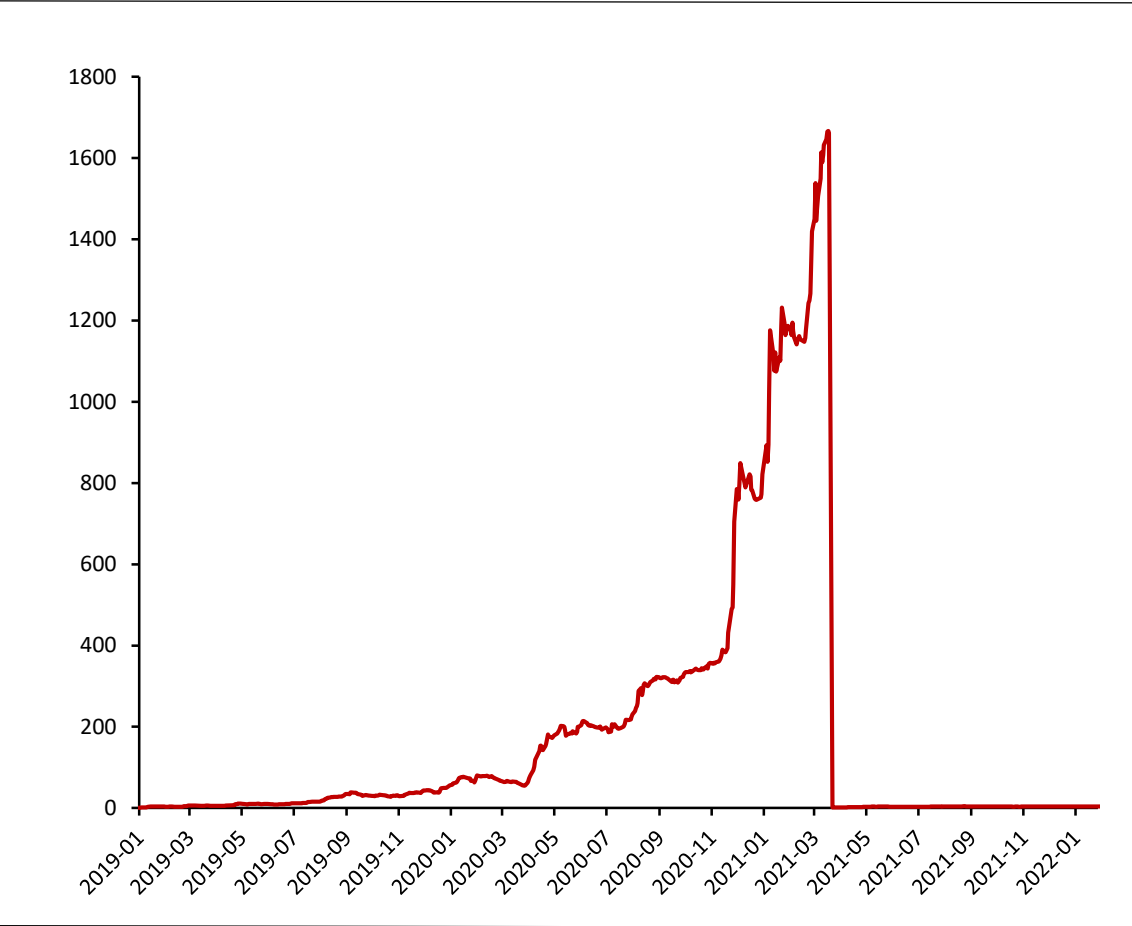
2018. 01. 05至2018. 11. 01， 委内瑞拉股市涨幅为40000%， 同期， 委内瑞拉黑市BSF兑美元汇率在2018年1月至11月贬值近99%， 2018年11月6日， 指数被除以1000。

图10： 委内瑞拉兑美元汇率（黑色线为官方汇率， 蓝/红色线为黑市汇率）



资料来源： Wikipedia、Dolartoday、五矿期货研究中心

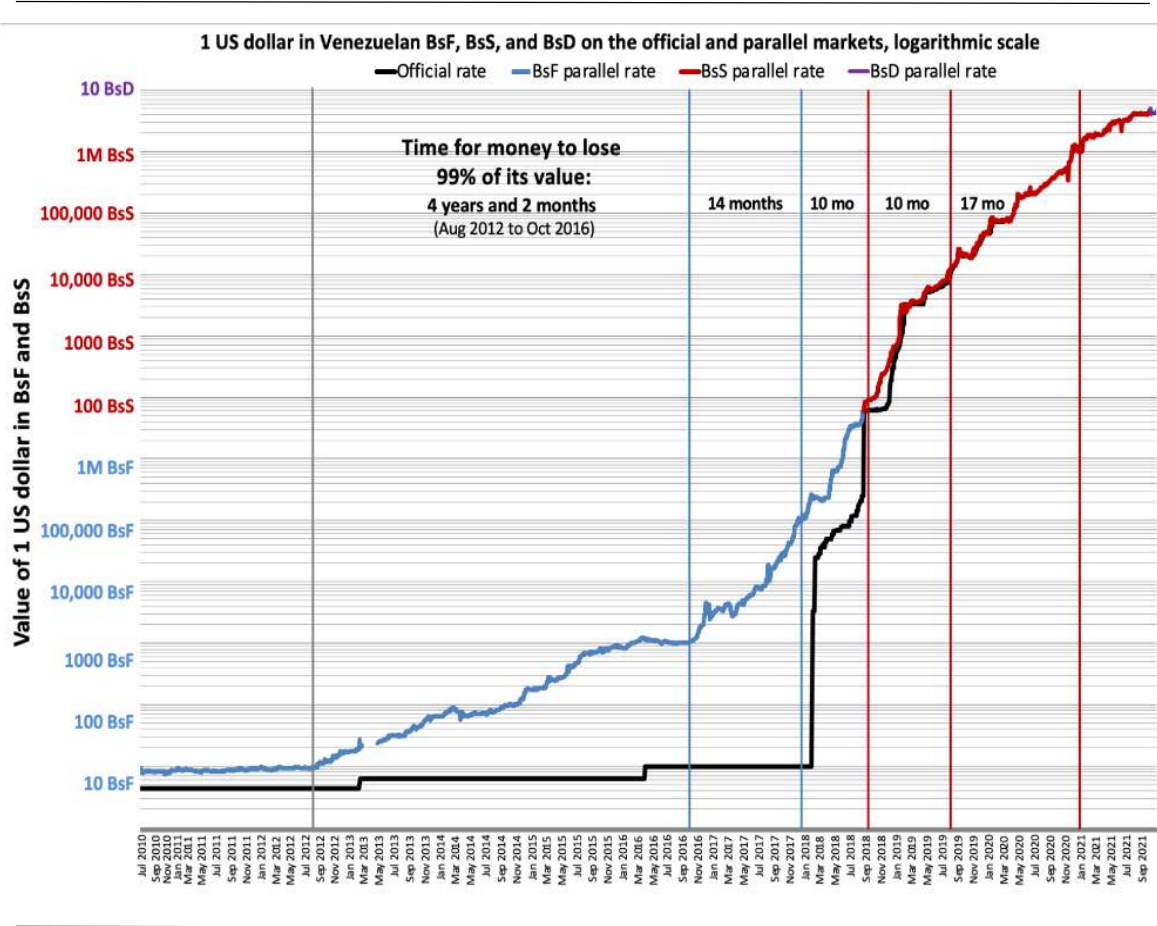
图11：委内瑞拉IBC指数涨幅（2019. 01. 02为基准1）



资料来源： WIND、五矿期货研究中心

2019. 01. 02至2021. 03. 15，委内瑞拉股市涨幅为166500%，同期，委内瑞拉黑市汇率兑美元汇率贬值近99%，2021年3月22日，IBC指数进行调整，指数被除以1000。

图12：委内瑞拉兑美元汇率（黑色线为官方汇率，蓝/红色线为黑市汇率）



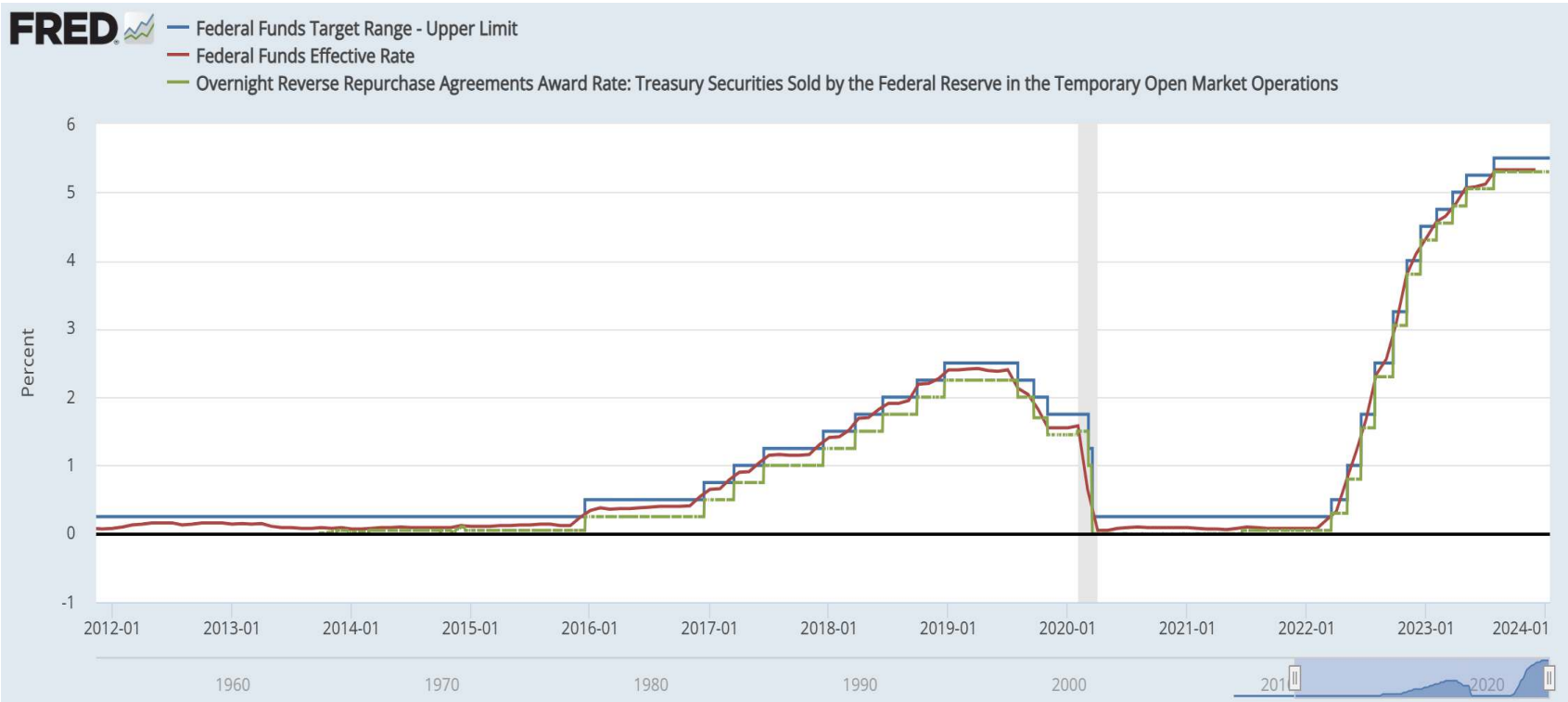
资料来源： Wikipedia、Dolartoday、五矿期货研究中心

02

---

# 美联储货币政策

图13：联邦基金目标利率（%）



"Effective February 1, 2024, the Federal Open Market Committee directs the Desk to:

- Undertake open market operations as necessary to maintain the federal funds rate in a target range of 5-1/4 to 5-1/2 percent.
- Conduct standing overnight repurchase agreement operations with a minimum bid rate of 5.5 percent and with an aggregate operation limit of \$500 billion.
- Conduct standing overnight reverse repurchase agreement operations at an offering rate of 5.3 percent and with a per-counterparty limit of \$160 billion per day.

1. 联邦基金目标利率区间——资金的“价格”，当前为5.25%-5.50%。
2. 正回购利率——联邦基金目标利率上界：当市场流动性紧张之时，美联储就可以使用正回购工具提供流动性，借钱给市场主体(除存款机构之外，存款机构使用贴现窗口工具)，其位于联储资产负债表的资产端。由于美联储是市场上信用度最高的主体，其市场上要求最高的利率，因此正回购利率形成利率上界。
3. 逆回购利率——联邦基金目标利率下界：为市场中的流动性提供的收益工具，相当于市场借给美联储的钱。由于美联储是市场上信用度最高的主体，其只给予借贷对手方最低的利率，因此逆回购利率形成利率下界。

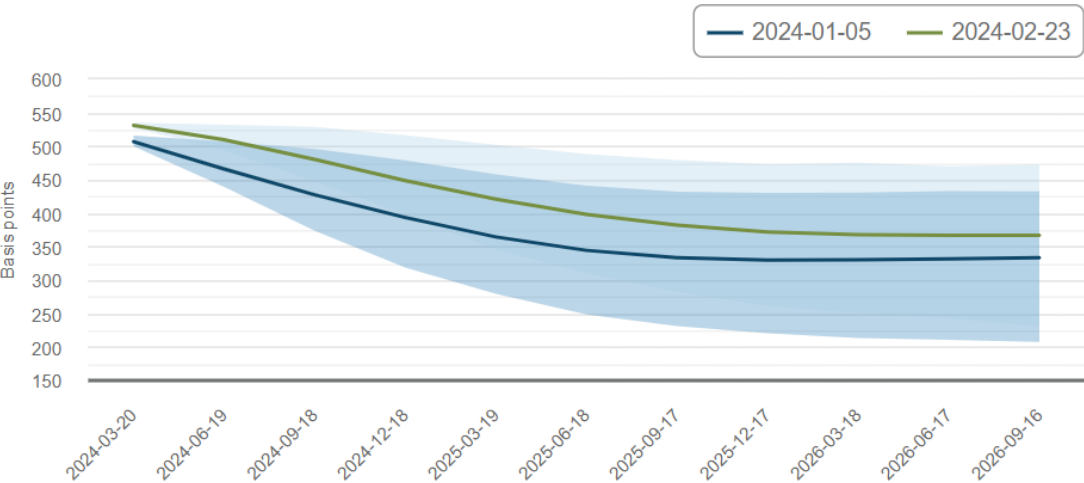
资料来源： FRED、Fed、五矿期货研究中心

# 如何观测市场对于联邦基金目标利率的预期？

图14：亚特兰大联储市场利率预期观测器

### The Expected Three-Month Average SOFR Path

Current target range: 525 - 550 basis points



资料来源：Federal Reserve Bank of Atlanta、五矿期货研究中心

图15：CME利率观测器显示的市场利率预期（截至20240227）

CME FEDWATCH TOOL - MEETING PROBABILITIES									
MEETING DATE	325-350	350-375	375-400	400-425	425-450	450-475	475-500	500-525	525-550
2024/3/20				0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	2.5%	97.5%
2024/5/1	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.4%	16.6%	83.0%
2024/6/12	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.2%	8.9%	51.4%	39.6%
2024/7/31	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.1%	5.0%	32.6%	44.8%	17.5%
2024/9/18	0.0%	0.0%	0.0%	0.1%	3.5%	24.0%	41.0%	25.9%	5.4%
2024/11/7	0.0%	0.0%	0.0%	1.9%	14.2%	32.9%	33.2%	15.3%	2.6%
2024/12/18	0.0%	0.0%	1.2%	10.0%	26.6%	33.1%	21.3%	6.9%	0.9%
2025/1/29	0.0%	0.7%	6.3%	19.6%	30.3%	26.3%	13.0%	3.4%	0.4%
2025/3/12	0.3%	2.7%	11.0%	23.4%	28.9%	21.5%	9.6%	2.3%	0.2%

资料来源：CME FedWatch、五矿期货研究中心

1. 亚特兰大联储Market Probability Tracker提供市场对于SOFR利率（有担保隔夜融资利率）的预期。
2. 芝商所CME FedWatch工具提供依据联邦基金利率期货定价所计算出的未来FOMC会议的升降息概率。

图16：美联储9月议息会议SEP

Percent					
Variable	Median <sup>1</sup>				
	2023	2024	2025	2026	Longer run
Change in real GDP	2.1	1.5	1.8	1.8	1.8
June projection	1.0	1.1	1.8		1.8
Unemployment rate	3.8	4.1	4.1	4.0	4.0
June projection	4.1	4.5	4.5		4.0
PCE inflation	3.3	2.5	2.2	2.0	2.0
June projection	3.2	2.5	2.1		2.0
Core PCE inflation <sup>4</sup>	3.7	2.6	2.3	2.0	
June projection	3.9	2.6	2.2		
Memo: Projected appropriate policy path					
Federal funds rate	5.6	5.1	3.9	2.9	2.5
June projection	5.6	4.6	3.4		2.5

资料来源：Fed、五矿期货研究中心

图17：美元指数



资料来源： 文华财经、五矿期货研究中心

美联储9月议息会议所公布的经济预期显示，联储官员上调了对于2024年联邦基金目标利率的预期，由6月议息会议的4.6%上调至9月的5.1%。对于美国实际GDP增长的预期也偏乐观，美元指数在议息会议后呈现偏强走势。

图18：美联储12月议息会议SEP

Variable	Median <sup>1</sup>				
	2023	2024	2025	2026	Longer run
Change in real GDP	2.6	1.4	1.8	1.9	1.8
September projection	2.1	1.5	1.8	1.8	1.8
Unemployment rate	3.8	4.1	4.1	4.1	4.1
September projection	3.8	4.1	4.1	4.0	4.0
PCE inflation	2.8	2.4	2.1	2.0	2.0
September projection	3.3	2.5	2.2	2.0	2.0
Core PCE inflation <sup>4</sup>	3.2	2.4	2.2	2.0	
September projection	3.7	2.6	2.3	2.0	
Memo: Projected appropriate policy path					
Federal funds rate	5.4	4.6	3.6	2.9	2.5
September projection	5.6	5.1	3.9	2.9	2.5

资料来源：Fed、五矿期货研究中心

图19：美元指数



资料来源： 文华财经、五矿期货研究中心

- 1. 美联储12月议息会议中，美联储主席鲍威尔表态偏鸽派：他表示在实现2%的通胀目标之前，考虑显著降低政策利率的限制性。
- 2. 同时，在12月议息会议所发布的经济预测报告显示，联储官员下调了对于2024年的联邦基金目标利率的预期，由5.1%下调至4.6%。
- 3. 12月13日议息会议后美元指数走势持续偏弱。

# 美联储资产负债表结构

图20：美联储资产负债表月度变化（截至1.10）

美联储资产负债表月度变化（单位：亿美元）							
资产端	本月	上月	变化情况	负债端	本月	上月	变化情况
黄金证券账户	110.37	110.37	0.00	联储票据、联储银行持有净额	22,897.10	22,806.88	90.22
特别提款权账户	52.00	52.00	0.00	逆向回购协议	10,411.44	11,522.32	-1,110.88
硬币	14.26	14.39	-0.13	存款	44,303.20	43,675.16	628.04
持有证券、未摊销证券溢价和折扣、回购协议和贷款	75,907.28	76,428.69	-521.41	存款机构其他存款（准备金）	35,373.83	35,677.72	-303.89
持有证券	71,856.35	72,589.82	-733.47	美国财政部一般账户（TGA）	7,278.56	6,306.18	972.38
持有证券：美国国债	47,515.15	48,097.34	-582.19	外国官方	96.92	96.93	-0.01
国债：短期	2,151.92	2,273.63	-121.71	其他存款	1,553.89	1,594.34	-40.45
国债：通胀补偿	1,135.98	1,140.17	-4.19	延迟入账现金项目	3.80	3.31	0.49
国债：中长期名义	40,571.47	41,027.76	-456.29	财政部门对信贷部门的援助	74.38	103.11	-28.73
国债：中长期通胀指数	3,655.78	3,655.78	0.00	其他负债应计股息	-1,251.33	-1,143.63	-107.70
持有证券：联邦机构债券	23.47	23.47	0.00	总负债	76,438.60	76,967.16	-528.56
持有证券：资产抵押支持证券MBS	24,317.73	24,469.01	-151.28				
当前持有的未摊销证券溢价	2,781.15	2,807.07	-25.92				
当前持有的未摊销证券折扣	-257.17	-264.02	6.85				
正向回购协议	0.00	0.07	-0.07				
其他贷款	1,526.94	1,295.74	231.20				
托收中项目	0.60	0.74	-0.14				
银行不动产	4.32	4.31	0.01				
中央银行流动性互换	2.23	3.40	-1.17				
外币计价资产	183.50	181.65	1.85				
其他联储资产	427.82	374.40	53.42				
总资产	76,867.10	77,395.66	-528.56				

资料来源： WIND、五矿期货研究中心

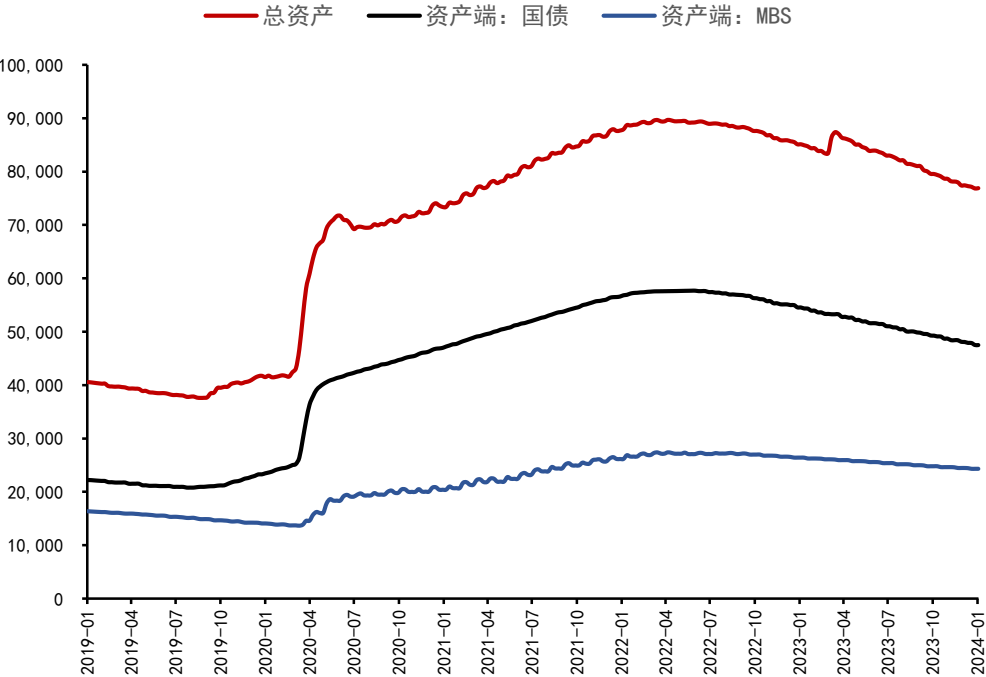
## 资产端

1. 持有证券：是美联储对于国债以及MBS的持有，是其扩表/缩表最主要的政策工具。减持国债收紧流动性。
2. 正向回购协议：提供给存款机构之外的市场主体（例：一级交易商）的流动性工具。
3. 其它贷款：提供给存款机构（商业银行）的流动性工具。
4. 中央银行流动性互换：提供给外国央行的流动性工具。

## 负债端

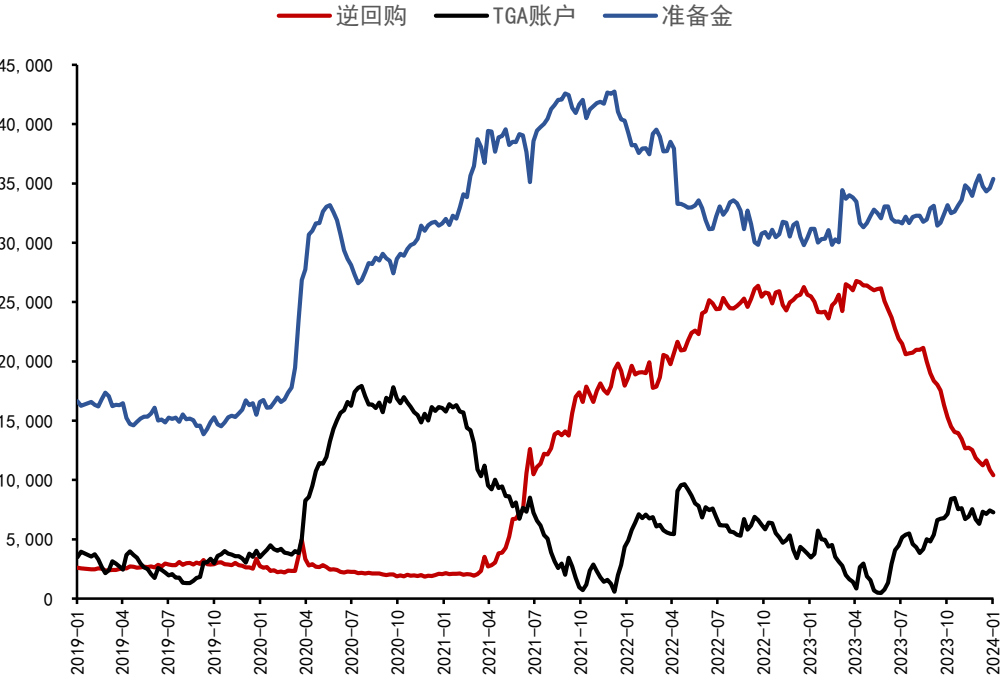
1. 逆向回购协议（ONRRP）：美联储为市场中的资金提供收益的工具，是从市场上回收流动性的手段。ONRRP增加，代表流动性的收紧。
2. 准备金：是存款机构存放在美联储的资金，联储为此提供一定的收益。准备金的增加，代表美元流动性的边际改善。
3. 财政部一般账户（TGA）：是财政部在美联储的存款账户，TGA余额减少，代表流动性的释放。

图21：美联储总资产、资产端国债及MBS（亿美元）



资料来源： WIND、五矿期货研究中心

图22：美联储逆回购、财政部一般账户（TGA）及存款机构准备金规模（亿美元）



资料来源： WIND、五矿期货研究中心

美联储资产负债表由2020年1月1日的41736.2亿美元上升至2022年5月18日的89458亿美元，后下降至今年1月10日当周的76867亿美元。持有证券规模的变化是美联储扩表/缩表最主要的方式。

图23：FOMC票委鹰鸽表态倾向

FOMC Date	Dove	Dovish	Centrist	Hawkish	Hawk
Dec '23	0	2	9	4	1
Oct/Nov '23	0	2	7	5	2
Sept '23	0	4	3	6	3
June '23	0	3	3	8	3
March '23	0	2	3	10	2
Dec '22	0	4	1	12	2

资料来源： REUTERS、五矿期货研究中心

03

---

# 欧洲央行货币政策

图24：欧洲央行三大利率（%）



资料来源： FRED、五矿期货研究中心

### 欧洲央行三大基准利率

- 1. 主要再融资利率（基准利率）：**欧洲央行的资产端有着提供欧元区流动性的工具。欧元区金融机构以合格担保物为抵押向欧洲央行借入资金，到期后欧央行再以回购的方式卖回给金融机构以收回资金。主要再融资利率则是金融机构在这过程中的所支付的利率。
- 2. 存款利率：**金融机构将富余资金存放于欧央行，获得存款利息的利率。（下界）
- 3. 边际贷款利率：**金融机构用合格担保物为抵押向欧洲央行借入隔夜资金所需支付的利率。（上界）

欧洲央行资产负债表结构

图25：欧洲央行资产负债表（截止至10. 13）

	本期	上期	变化		本期	上期	变化
亿欧元	2024-01-05	2023-12-08			2024-01-05	2023-12-08	
欧央行资产总额	69,198.47	69934.72	-736.25	欧央行负债总额总额	69198.47	69934.72	-736.25
黄金和应收黄金 Gold and Gold Receivables	6,491.10	6133.11	357.99	流通货币 Banknotes in Circulation	15615.77	15542.82	72.95
对非欧元区主体的外币债权 Claims on non-euro area residents denominated in foreign currency	4,999.44	5066.78	-67.34	和货币政策操作相关的对欧元区信用机构的欧元负债 Liabilities to euro area credit institutions related to monetary policy	36798.53	37323.88	-525.35
国际货币基金组织应收款项 Receivables from IMF	2,294.92	2341.14	-46.22	经常账户(包括最低准备金制度) Current accounts(covering the minimum reserve system)	1396.94	1655.84	-258.90
银行及证券投资余额、国外借款和其他国外资产 Balances with banks and security investments,external loans and other assets	2,704.52	2725.64	-21.12	存款便利 Deposit Facility	35401.35	35667.79	-266.44
对欧元区主体的外币债权 Claims on euro residents denominated in foreign currency	133.42	146.68	-13.26	定期存款 Fixed-terms deposits	0.00	0.00	0.00
对非欧元区主体的欧元债权 Claims on non-euro residents denominated in euro	152.82	150.43	2.39	微调反向操作 Fine-tuning reserve operations	0.00	0.00	0.00
银行、证券投资季贷款余额 Balances with banks, security investments and loans	152.82	150.43	2.39	和追加保证金相关的存款 Deposits related to margin calls	0.24	0.25	-0.01
由欧洲汇率机制第二阶段信用透支引起的债权 Claims arising from the credit facility under ERM II	0.00	0.00	0.00	对欧元区信用机构的其他欧元负债 Liabilities to other euro area residents denominated in euro	399.58	369.20	30.38
和货币政策操作相关的对欧元区信用机构的欧元借款 Lending to euro area credit institution related to monetary policy operations	4,035.70	5024.67	-988.97	已发行债务凭证 Debt certificates issued	0.00	0.00	0.00
主要再融资操作 Main refinancing operations	73.75	65.08	8.67	对其他欧元区主体的欧元负债 Liabilities to euro area residents denominated in Euro	2399.16	2572.11	-172.95
长期再融资操作 Longer-term refinancing operations	3,961.96	4959.59	-997.63	一般政府 General Government	1587.94	1731.19	-143.25
微调反向操作 Fine-tuning reverse operations	0.00	0.00	0.00	其他负债 Other Liabilities	811.22	840.92	-29.70
结构反向操作 Structural reverse operations	0.00	0.00	0.00	对非欧元区主体的欧元负债 Liabilities to non-euro area residents denominated in euro	1936.91	2331.94	-395.03
保证金贷款便利 Margin lending facility	0.00	0.00	0.00	对欧元区主体的外币负债 Liabilities to euro area residents denominated in foreign currency	176.43	166.29	10.14
和追加保证金相关的信用 Credits related to margin calls	0.00	0.00	0.00	对非欧元区主体的外币负债 Liabilities to non-euro area residents denominated in foreign currency	35.49	43.39	-7.90
对欧元区信用机构的其他欧元债权 Other clamins on euro area credit institutions denominated in euro	319.59	254.72	64.87	存款、余额及其他负债 Deposits, balances and other liabilities	35.49	43.39	-7.90
欧元区主体欧元证券 Securities of euro area residents denominated in euro	48,951.92	49135.87	-183.95	由欧洲汇率机制第二阶段信用透支引起的负债 Liabilities arising from the credits facility under ERM II	0.00	0.00	0.00
为货币政策目的持有的证券 Securities held for monetary policy purpose	46,909.74	47104.83	-195.09	国际货币基金组织分配的特别提款权等价物 Counterpart of Special drawing rights allocated by the IMF	1771.16	1807.15	-35.99
其他证券 Other Securities	2,042.18	2031.04	11.14	其他负债 Other Liabilities	2511.48	2533.66	-22.18
一般政府欧元债务 General government debt denominated in euro	209.17	209.85	-0.68	重新定值账户 Revaluation accounts	6351.43	6041.85	309.58
其他资产 Other Assets	3,905.30	3812.61	92.69	资本和准备金 Capital and reserves	1202.52	1202.42	0.10

欧央行资产负债表

资产端主要项目：

1. 欧元区主体欧元证券：主要是欧洲央行为货币政策操作所持有的证券资产。

2. 和货币政策操作相关的对欧元区信用机构的欧元借款：是欧洲央行向欧元区信用主体的借贷，包含主要再融资操作、长期再融资操作等工具。

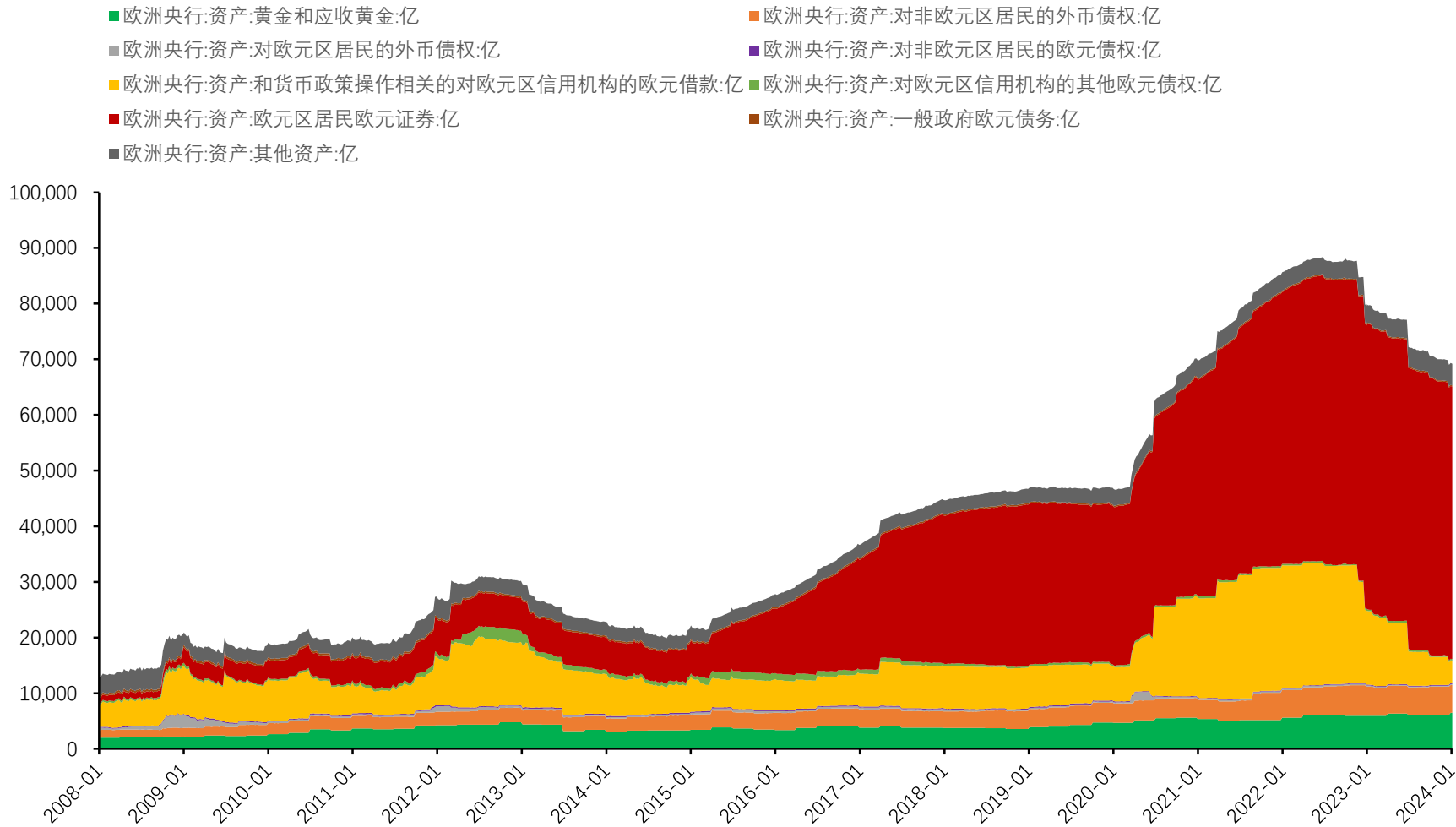
负债端主要项目：

和货币政策操作相关的对欧元区信用机构的欧元负债。

资料来源： WIND、五矿期货研究中心

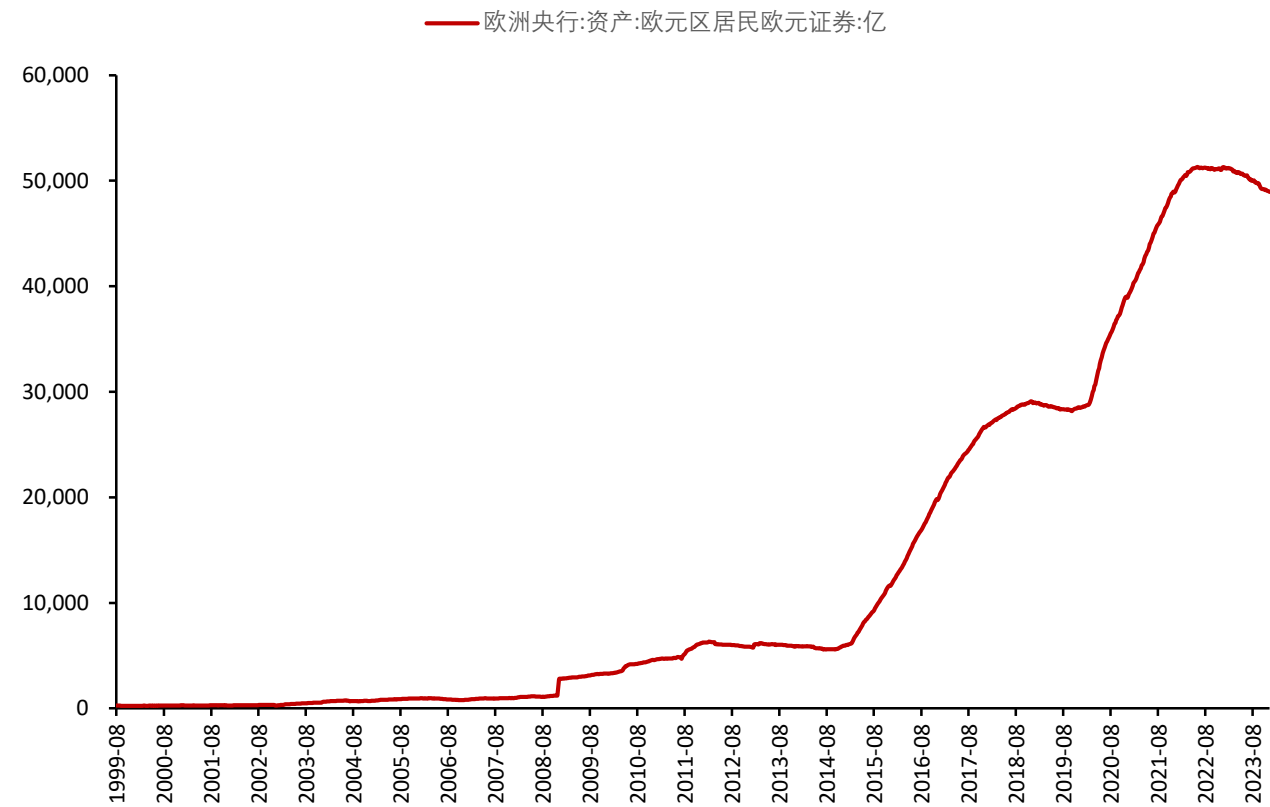
# 欧洲央行资产负债表变化情况

图26：欧洲央行资产负债表资产端（亿欧元）



资料来源：WIND、五矿期货研究中心

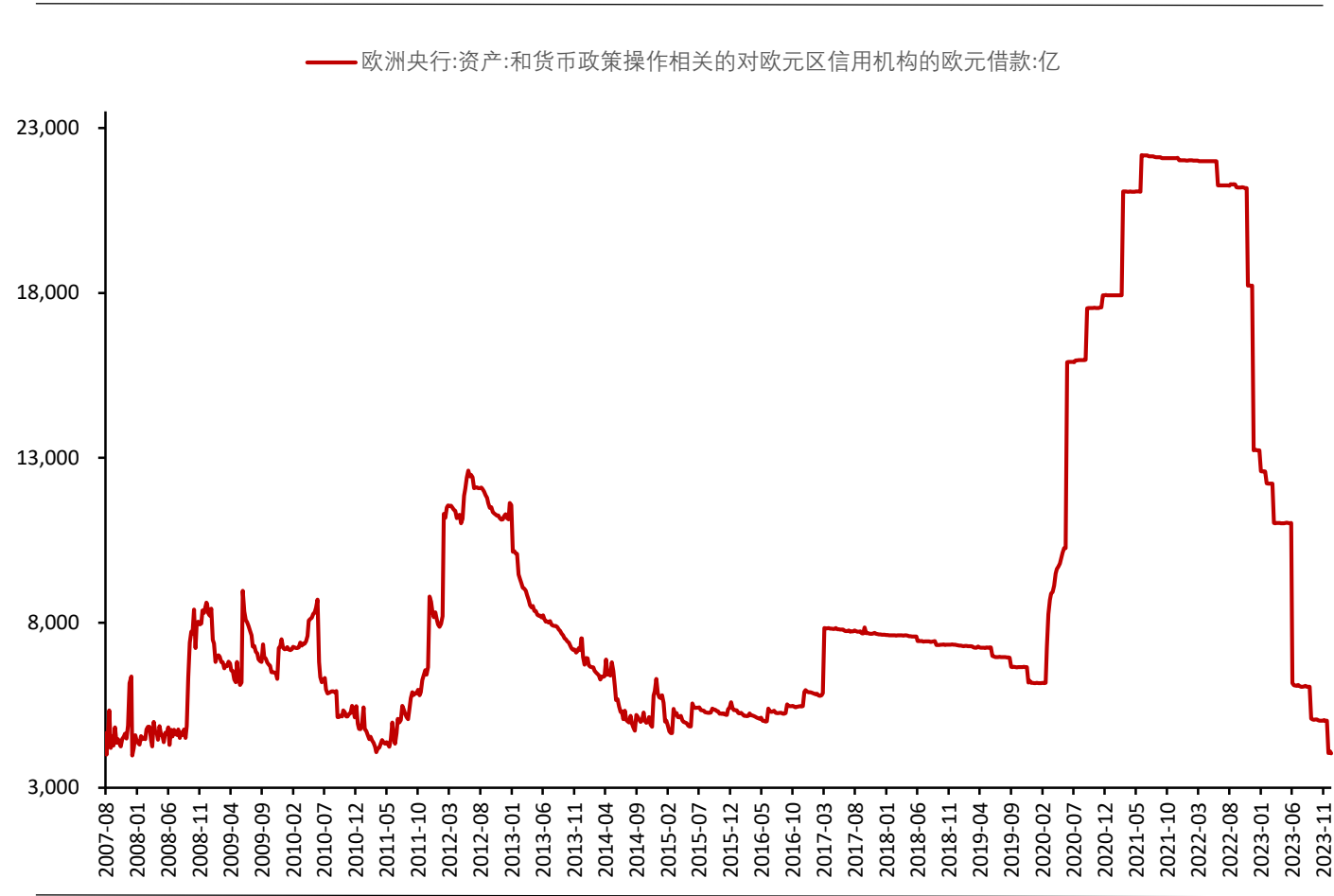
图27：欧央行资产端持有证券规模（亿欧元）



资料来源： WIND、五矿期货研究中心

不同于美联储，持有证券方面，欧央行总体持有量平稳上升，在每一个集中购债周期后其债券持有量会出现一定幅度的下行，但减持幅度较小。2022年9月9日周的持有规模为51215亿欧元。截止至2024年1月5日，欧央行持有证券的总规模为48952亿欧元。

图28：欧央行与货币政策操作相关的欧元借款规模



资料来源： WIND、五矿期货研究中心

1. 与美联储调节证券持有规模（危机时也会使用贴现窗口、正回购等工具）不同，在持有证券方面保持稳定上升的欧央行，更多的通过“和货币政策操作相关的对欧元区信用机构的欧元借款”来释放或收紧流动性。
2. 从历史数据来看共有3轮周期：  
首先是2008年到2009年年初，这一时期借款规模快速上行以应对次贷危机，而后借款规模由2010年6月的8449亿下降至2011年6月的4238亿。  
后续因欧债危机而增加，达2012年7月顶峰的1.26万亿，而后下降至2014年9月9日的4722亿。  
2020年3月，借款余额为6169亿，受到新冠疫情的影响快速增加至2021年7月30日的2.21万亿。
3. 欧央行紧缩周期以来，其借款规模快速下降，由2022年6月17日当周的21995亿欧元下降至今年1月5日当周的4035亿欧元，共计减少16936亿欧元。

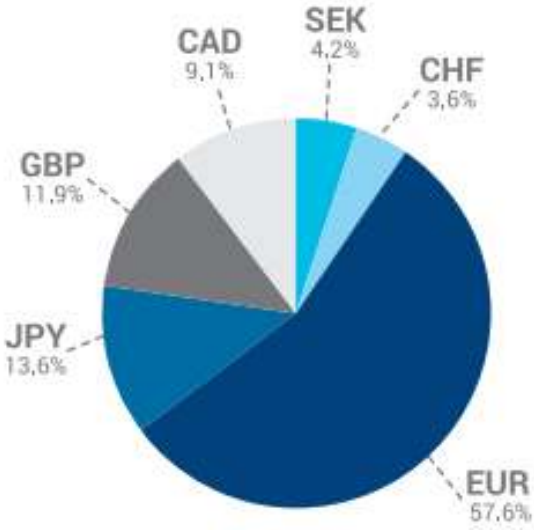
04

---

# 货币政策与汇率分析：美元指数

图29：美元指数构成

CURRENCY	WEIGHT
Euro (EUR)	0.576
Japanese Yen (JPY)	0.136
British Pound (GBP)	0.119
Canadian Dollar (CAD)	0.091
Swedish Krona (SEK)	0.042
Swiss Franc (CHF)	0.036



- 1. 在洲际交易所（ICE）的美元指数主要由美元相对于六个货币的汇率构成，其中欧元占比57.6%、日元13.6%、英镑11.9%、加拿大元9.1%、瑞典克朗4.2%、瑞士法郎3.6%。
- 2. 从美元指数的构成占比来看，对美元指数的判断，主要集中在美元兑欧元的分析。

资料来源： ICE、五矿期货研究中心

图30：2011年4月-2012年10月美元指数



资料来源： WIND、五矿期货研究中心

美元指数由2011年8月29日的73. 67上升至2012年7月24日的84. 02。

美联储货币政策：

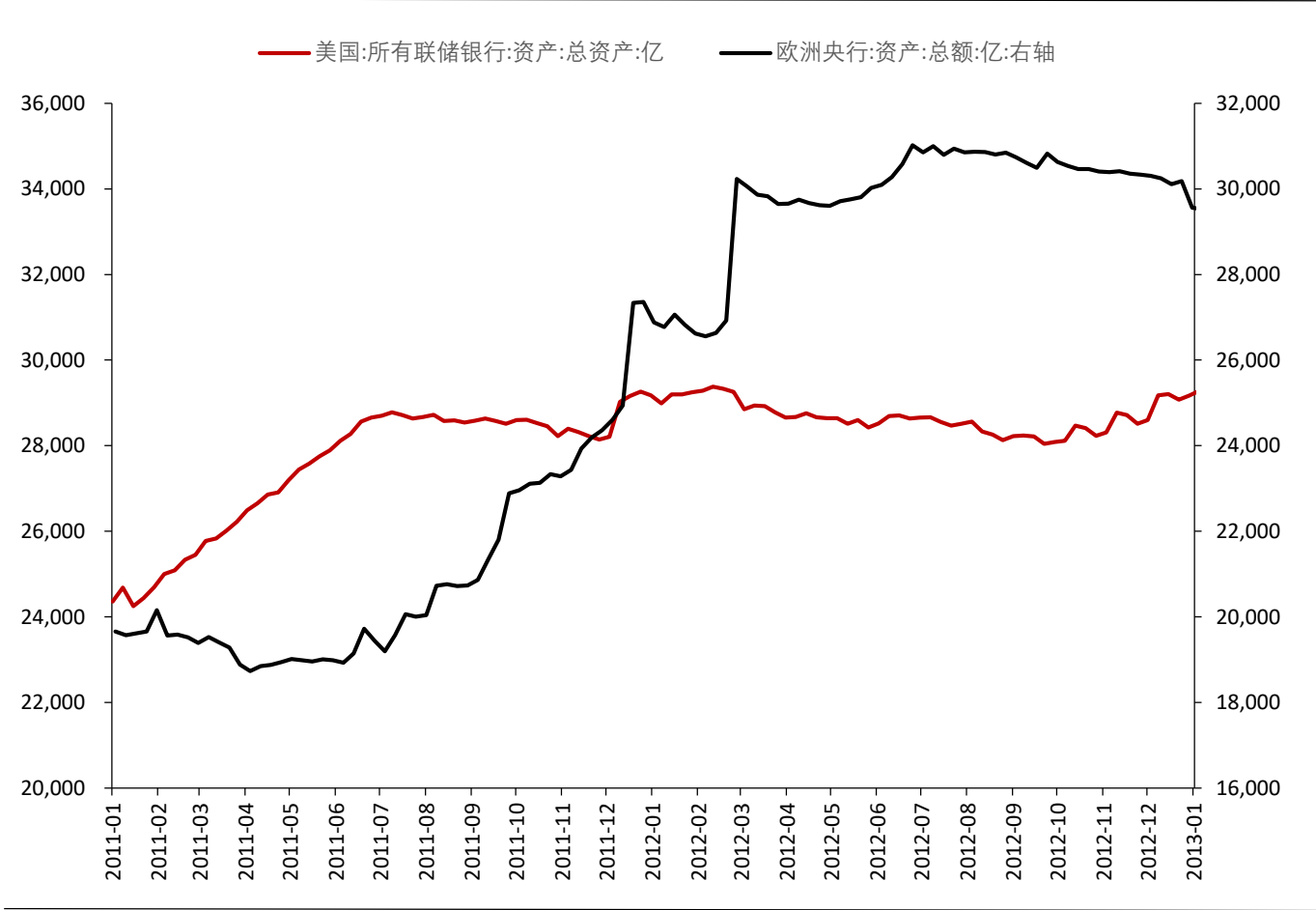
1. 2011年4月28日，美联储宣布将按计划在二季度末结束QE2。
2. 2011年9月21日，扭转操作开始，美联储决定购买4000亿美元的长期国债，同时卖出同等量的短期国债，直至2012年6月。在不扩大美联储资产负债表的情况下压低长端利率。

欧央行货币政策：

1. 2011年7月27日，标普将希腊主权评级下调，并将其前景定为“负面”。
2. 2011年6月马里奥德拉吉就任欧央行行长，欧央行开始购买希腊等深陷欧债危机国家的主权债务，并不设置购买上限。

这一时期，美联储宣布将结束QE，欧央行为应对欧债危机购买资产，货币政策角度来看是“美紧欧松”。

图31：美联储及欧洲央行资产负债表规模（亿美元/亿欧元）



美联储资产负债表：

在施行扭转操作的过程中，联储卖出短期国债，买入长期国债。美联储资产负债表总规模变化较小，仅在结构上有所调整：长期债券的规模增加、短期债券的规模下降。

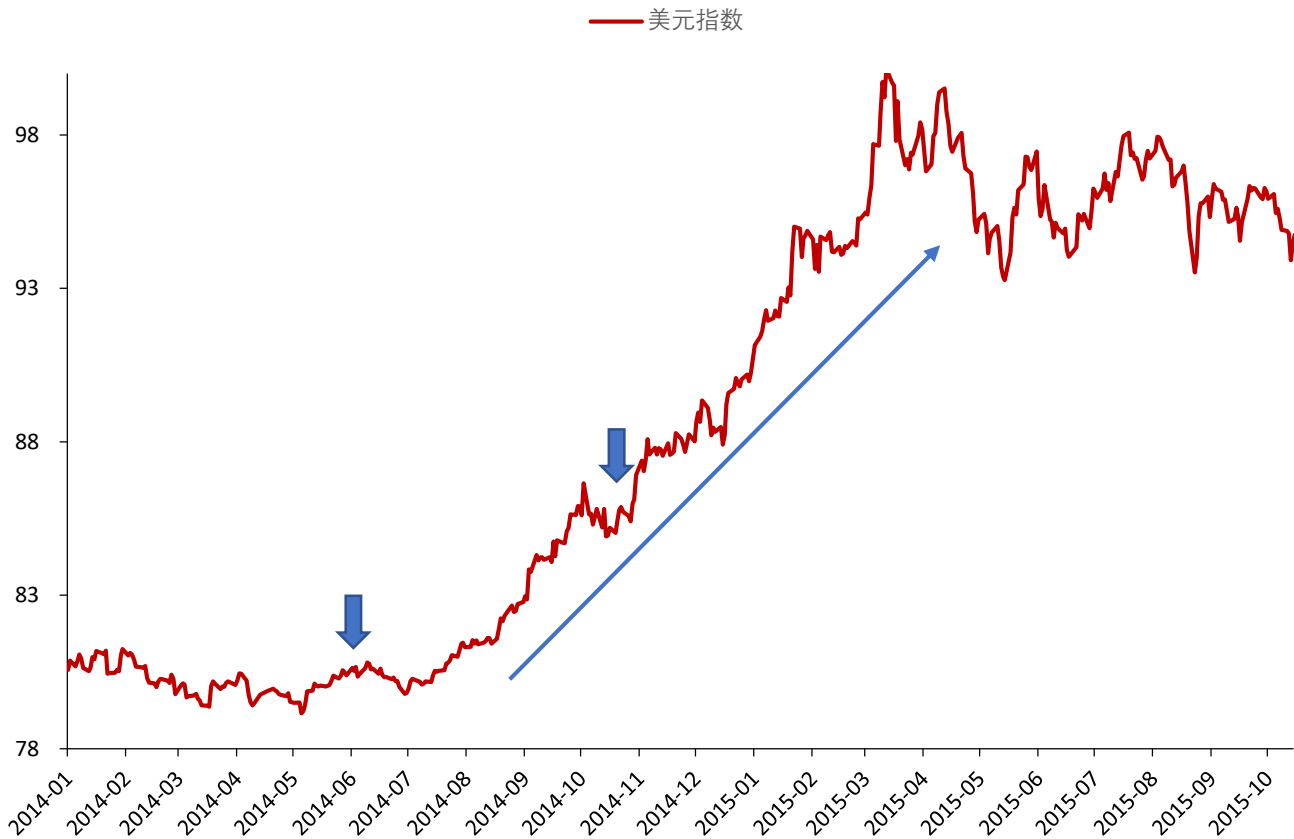
欧洲央行资产负债表：

在购买深陷欧债危机国家主权债券的过程中，欧央行资产负债表规模随之扩大。由2011年6月10日当周的18926亿欧元上升至2012年7月6日当周的30850亿欧元。

这一时期，美联储资产负债表规模维持稳定，而欧洲央行资产负债表规模快速扩张。

资料来源： WIND、五矿期货研究中心

图32：2014年1月-2015年10月美元指数



资料来源： WIND、五矿期货研究中心

2014年5月到2015年3月，美元指数由79上涨至100。

美联储货币政策时间线：

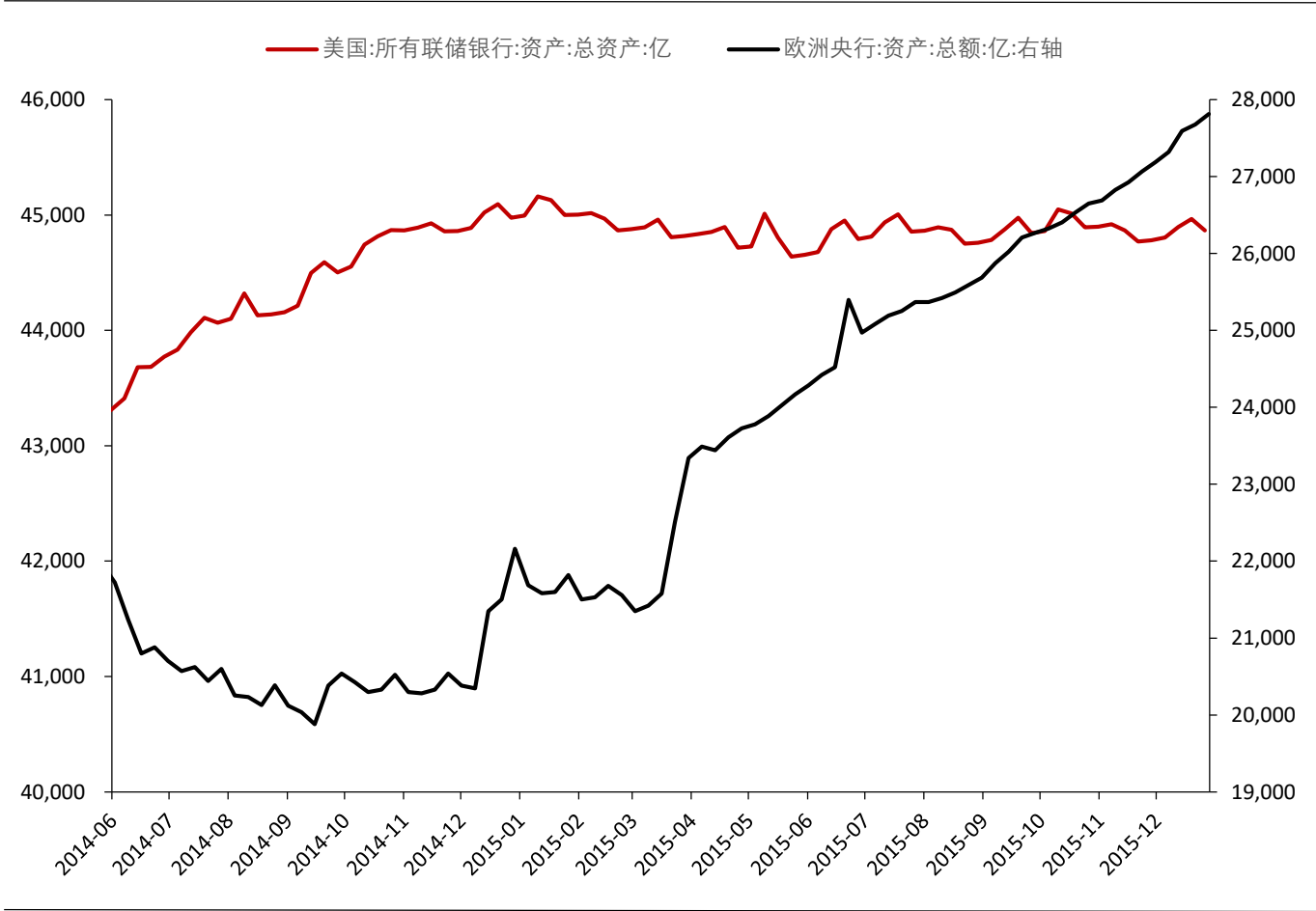
1. 2013年6月，美联储主席表示可能将于2013年晚些时候缩减购债规模并于2014年结束购债。
2. 2013年12月，美联储宣布将从2014年1月起缩减债券和资产抵押证券（MBS）的购买规模。
3. 2014年3月，美联储宣布将资产购买规模继续缩减至每月550亿美元。
4. 2014年10月29日，美联储宣布结束QE3。

欧洲央行货币政策时间线：

1. 2014年1月，欧央行行长德拉吉表示欧洲经济仍然脆弱，并极力强调其在货币政策上将保持宽松姿态。
2. 2014年4月，德拉吉表示管委会一致支持在经济前景令人失望的情况下出台更为激进的举措。**后续他补充道：政策制定者已经在会上讨论了QE政策。**（在此之前，不同于美联储，欧央行不愿效仿使用QE）
3. 2014年6月，欧央行宣布下调三大主要利率，其中隔夜存款利率降至-0.1%，开启负利率时代。
4. 2015年3月，欧央行启动其在历史上的首次量化宽松。

这一时期，美联储开始减缓购债后宣布结束QE3，而欧央行则施行了负利率政策以及其历史上的首次量化宽松，货币政策来看同样是“美紧欧松”。

图33：美联储及欧洲央行资产负债表规模（亿美元/亿欧元）



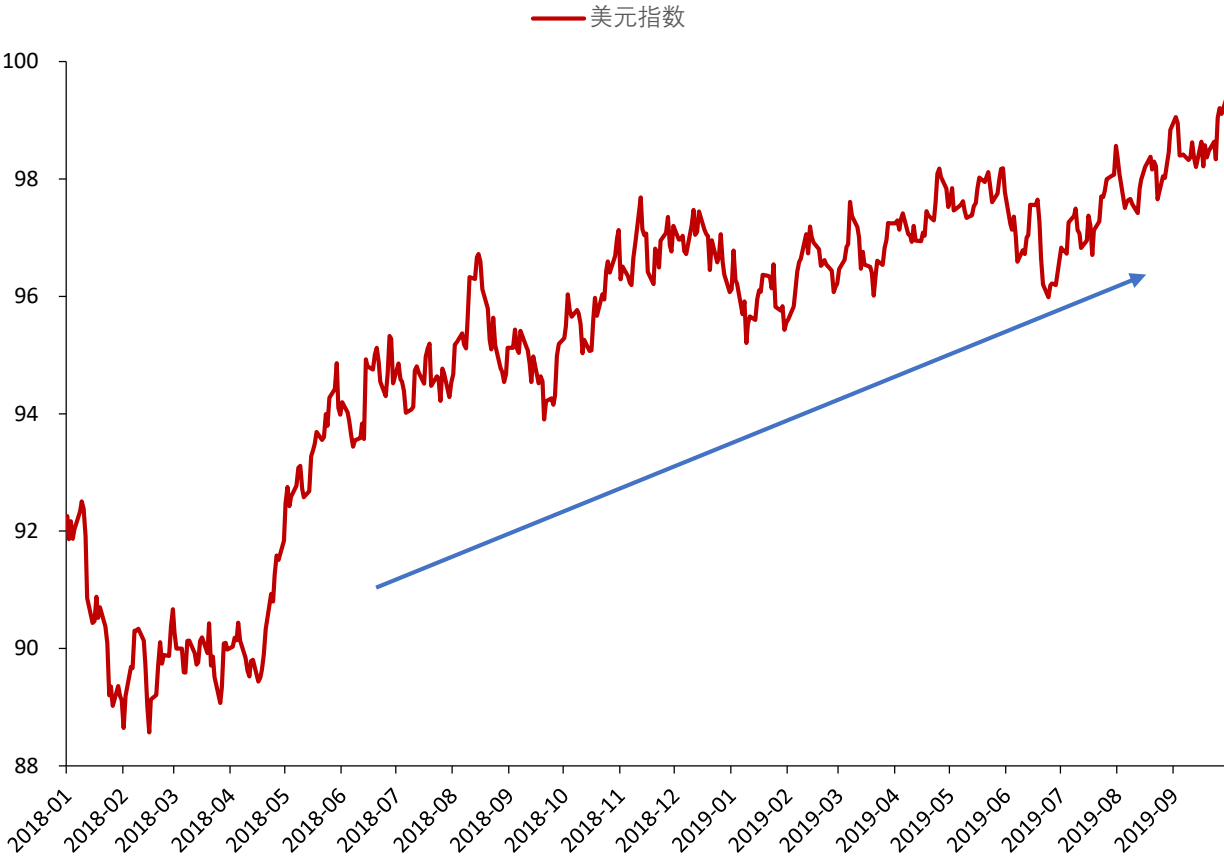
资料来源： WIND、五矿期货研究中心

**美联储资产负债表：**2012年9月13日，美联储宣布实施QE3，至2014年10月29日，联储资产负债表共计扩大16633亿美元，QE3结束后其总规模稳定在4.46万亿至4.52万亿之间。

**欧央行资产负债表：**2015年3月9日欧洲央行启动QE，其资产负债表规模快速扩张，资产购买计划一直持续至2018年12月。在此期间，欧央行资产负债表共计扩张25269亿欧元。

资产负债表角度来看，美联储资产负债表规模在QE3后维持稳定，而欧央行则扩表实行资产购买计划。

图34：2018年1月-2019年10月美元指数



美元指数由2018年4月的89上涨至2019年7月的100。

**美联储货币政策：**

1. 2018年2月5日，鲍威尔就任美联储主席。在其就职演讲中，鲍威尔表示将对任何金融稳定的威胁保持警惕，同时会逐步实现利率和资产负债表的正常化。
2. 美联储后续分别于2018年的3月31日、6月13日、9月27日和12月20日连续4次加息25个基点。联邦基金目标利率上界由1.5%上升至2.5%。
3. 2019年3月的FOMC议息会议中，美联储宣布维持联邦基金目标利率区间不变，为2.25%-2.50%。会议声明表示：由于外部环境的不确定因素和通胀的低迷，联储会对加息保持谨慎。

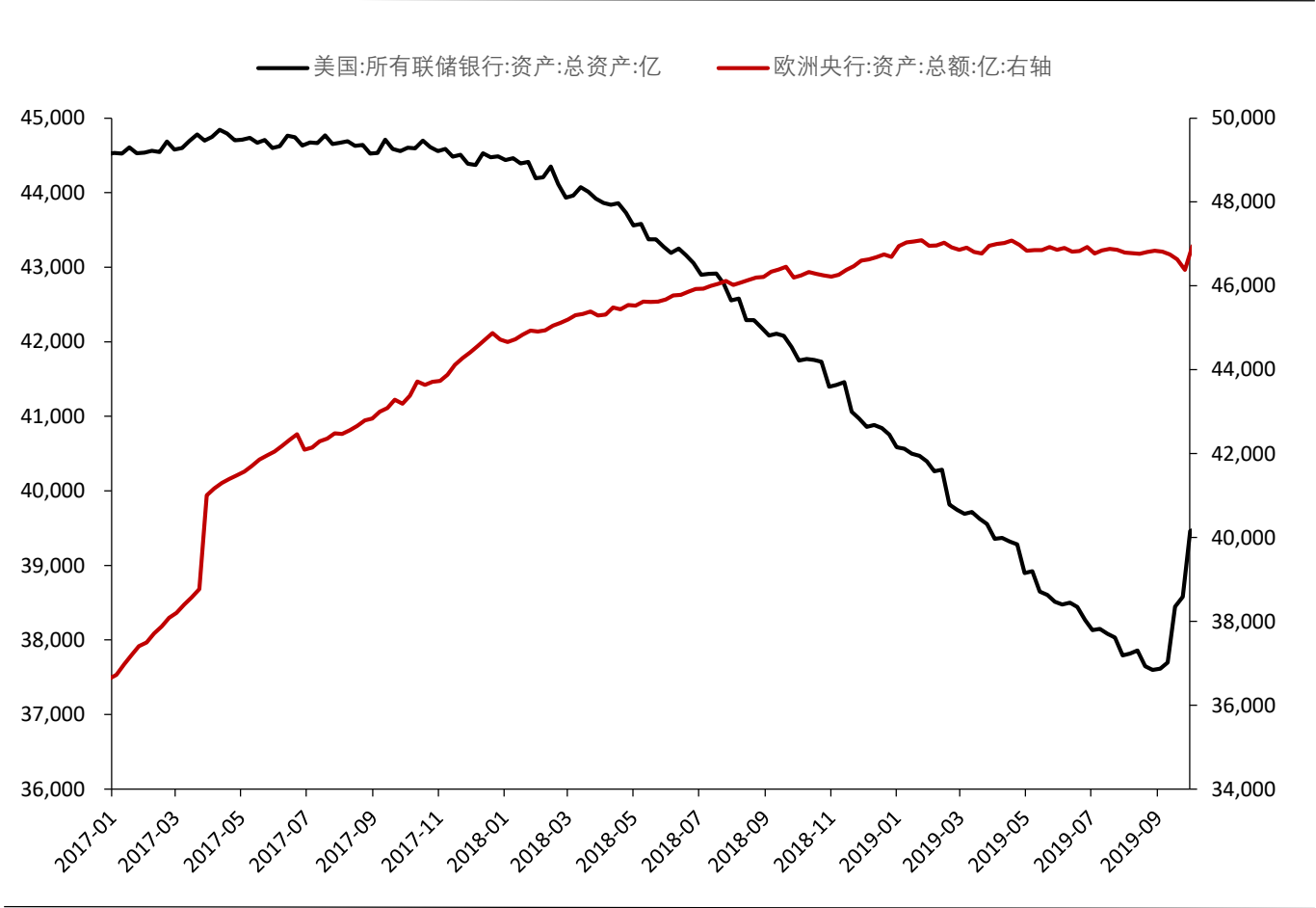
**欧央行货币政策：**

欧央行的资产购买计划由2015年3月9日开始持续至2018年12月，且欧央行基准利率持续维持在0%。

相较于欧央行而言，美联储在这一时间段加息开始的时间节点更早，货币政策来看是“美紧欧松”，驱动美元指数上行。

资料来源： WIND、五矿期货研究中心

图35：美联储及欧洲央行资产负债表规模（亿美元/亿欧元）



这一时期，美联储和欧洲央行的资产负债表规模走势明显分化：

- 1. 2017年9月美联储议息会议后发表的货币政策声明表示：将从2017年10月份开始渐进性地缩减其近4.5万亿的资产负债表。随后美联储资产负债表规模下降至2019年9月份的3.76万亿美元。
- 2. 与此同时，欧央行虽在2017年4月实行减缓购债，但仍处于QE周期中。整体资产负债表规模由2017年3月的3.87万亿上升至2019年9月份的4.67万亿欧元。

资料来源： WIND、五矿期货研究中心

图36：2021年1月-2022年10月美元指数



资料来源： WIND、五矿期货研究中心

2021年6月至2022年9月，美元指数由89上升至高点的114。

美联储货币政策：

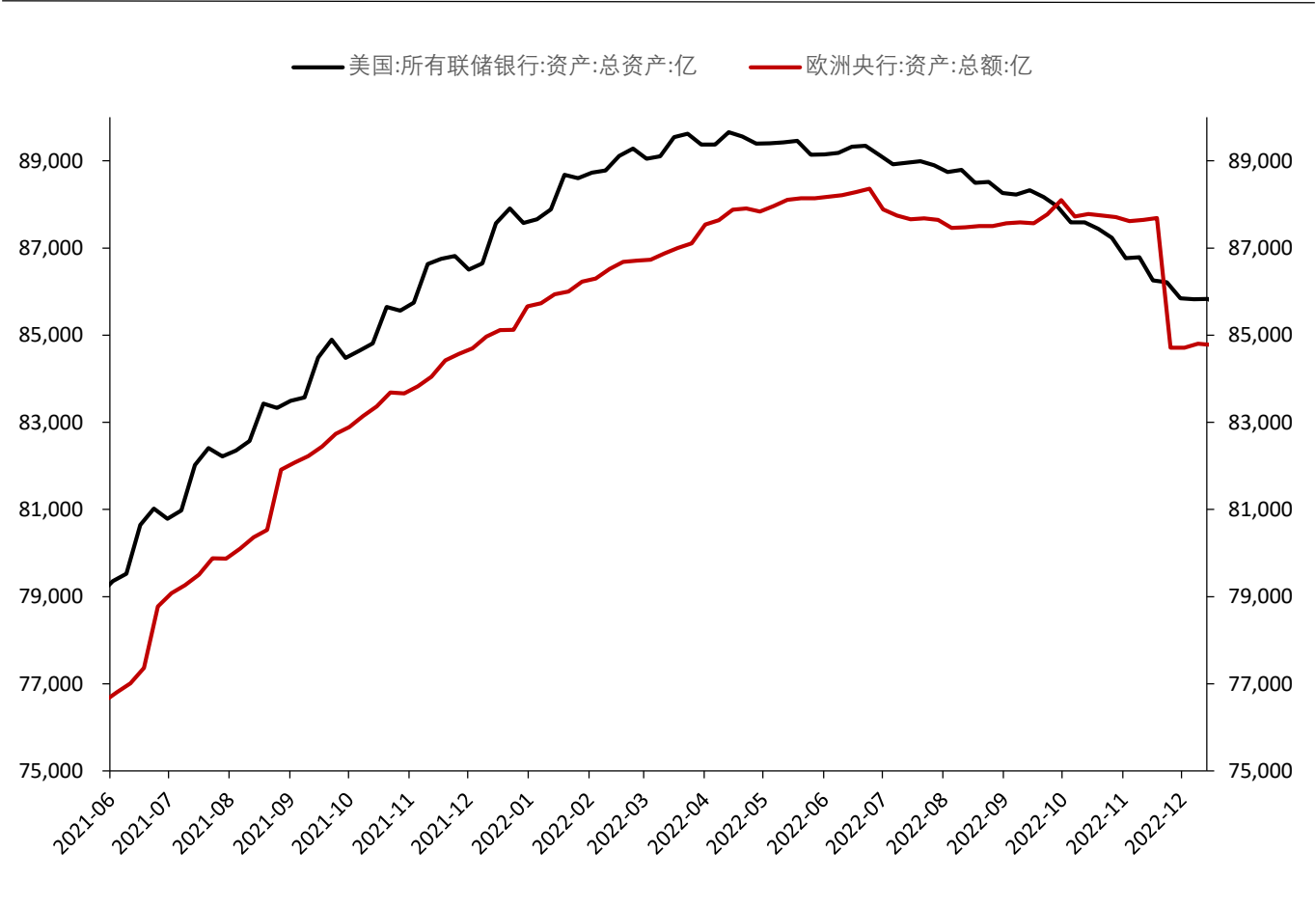
1. 2021年4月FOMC议息会议中，部分与会者建议若经济继续朝着委员会的目标变化，那么在未来即将举行的议息会议上开始讨论调整资产购买步伐的计划是合适的。
2. 2021年6月FOMC议息会议的经济预测报告，大幅上调了对于2021年度PCE通胀的预测，同时预期美国2021年GDP增长为7%。
3. 2022年3月，美联储加息25个基点并结束Taper，2022年6月美联储开始QT，每月计划缩表475亿美元。

欧央行货币政策：

1. 在2021年4月份的议息会议中，欧洲央行重新确认了宽松的货币政策立场，保持基准利率不变的同时继续资产购买计划。
2. 在2021年7月欧央行议息会议中，欧央行发布了新的货币政策指引。对于中期的通胀目标，表述由“将通胀维持在低于且接近2%的水平”变为“目标是2%的通胀目标”，并允许通胀在一定时期内高于目标。
3. 2022年7月27日，欧央行在本轮货币政策周期中首次加息50个基点。

在2022年开始的加息周期中，美联储先与欧央行在2022年3月开始加息，直到欧央行开始本轮紧缩货币政策之前，仍是“美紧欧松”的形势。

图37：美联储及欧洲央行资产负债表规模（亿美元/亿欧元）



美联储及欧央行资产负债表均处于扩张趋势。2022年3月美联储结束Taper，并在6月份开始QT。而欧央行在2022年11月份开始资产负债表的快速收缩。

资料来源： WIND、五矿期货研究中心

图38：2022年6月-2023年8月美元指数美元指数



资料来源： WIND、五矿期货研究中心

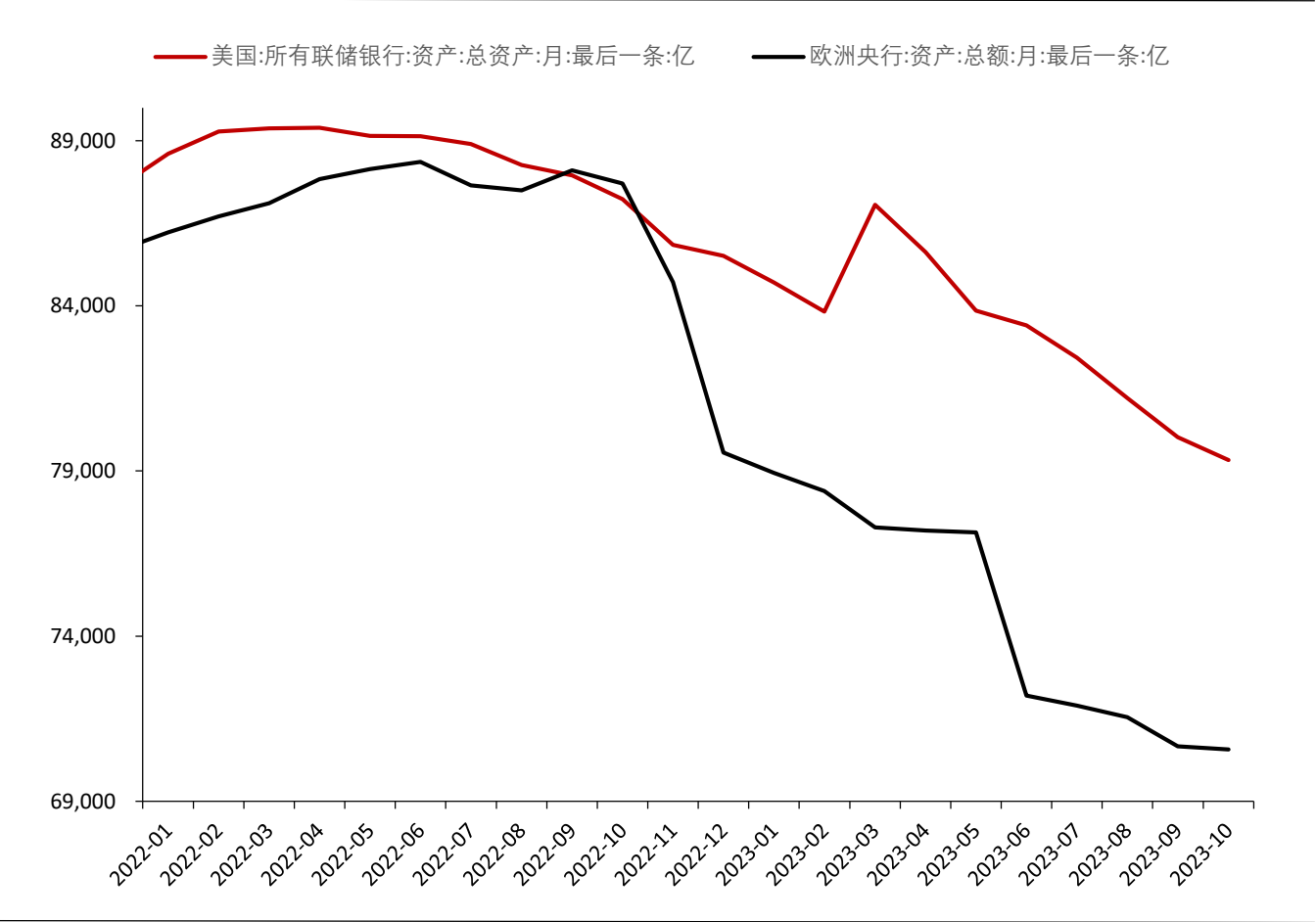
美联储货币政策：

1. 2022年10月，费城联储主席哈克表示其预期2023年利率将远高于4%，但其认为联储将在2023年某一刻停止加息。
2. 2022年10月26日，美参议院金融委员会主席公开致信鲍威尔提醒其关注就业问题，表示：对于已经在遭受通胀冲击的美国工人而言，失业会让情况更加恶化。

欧洲央行货币政策：

1. 在2022年9月的欧央行议息会议中，欧央行将三大关键利率（主要再融资利率、边际贷款利率和存款便利利率）上调75基点。拉加德表示将在接下来的议息会议中进一步加息，皆在令通胀回归2%的目标。
2. 2022年9月14日，欧央行首席经济学家Lane表示欧元区通胀风险上行。9月18日，欧央行执委Nagel表示欧央行距离中性利率的距离仍十分遥远。Nagel在10月进一步表示“必须大幅加息以对抗通胀”。
3. 2022年10月，欧央行执委Knot表示2023年将继续收紧货币政策以抑制通胀。

图39：美联储及欧洲央行资产负债表规模（亿美元/亿欧元）



资料来源： WIND、五矿期货研究中心

2022年6月，美联储开始资产负债表收缩，前三个月每个月缩表规模475亿美元，此后缩表幅度为每个月950亿美元。在2023年3月美国银行业危机中，美联储为美国商业银行提供贴现窗口及BTFP贷款工具，联储资产负债表规模再度扩大。

欧央行资产负债表的收缩主要来自于其对欧元区信用机构贷款的到期。欧央行资产负债表总规模由2022年11月18日的8.78万亿下降至2023年6月30日的7.21万亿欧元，共计缩减1.57万亿欧元。

这一时期的美欧央行资产负债表分化程度较大，欧央行资产负债表收缩程度快于美联储，驱动美元对欧元贬值，美元指数下行。

# 美欧央行资产负债表展望

图40：欧央行缩表进度测算（亿欧元）

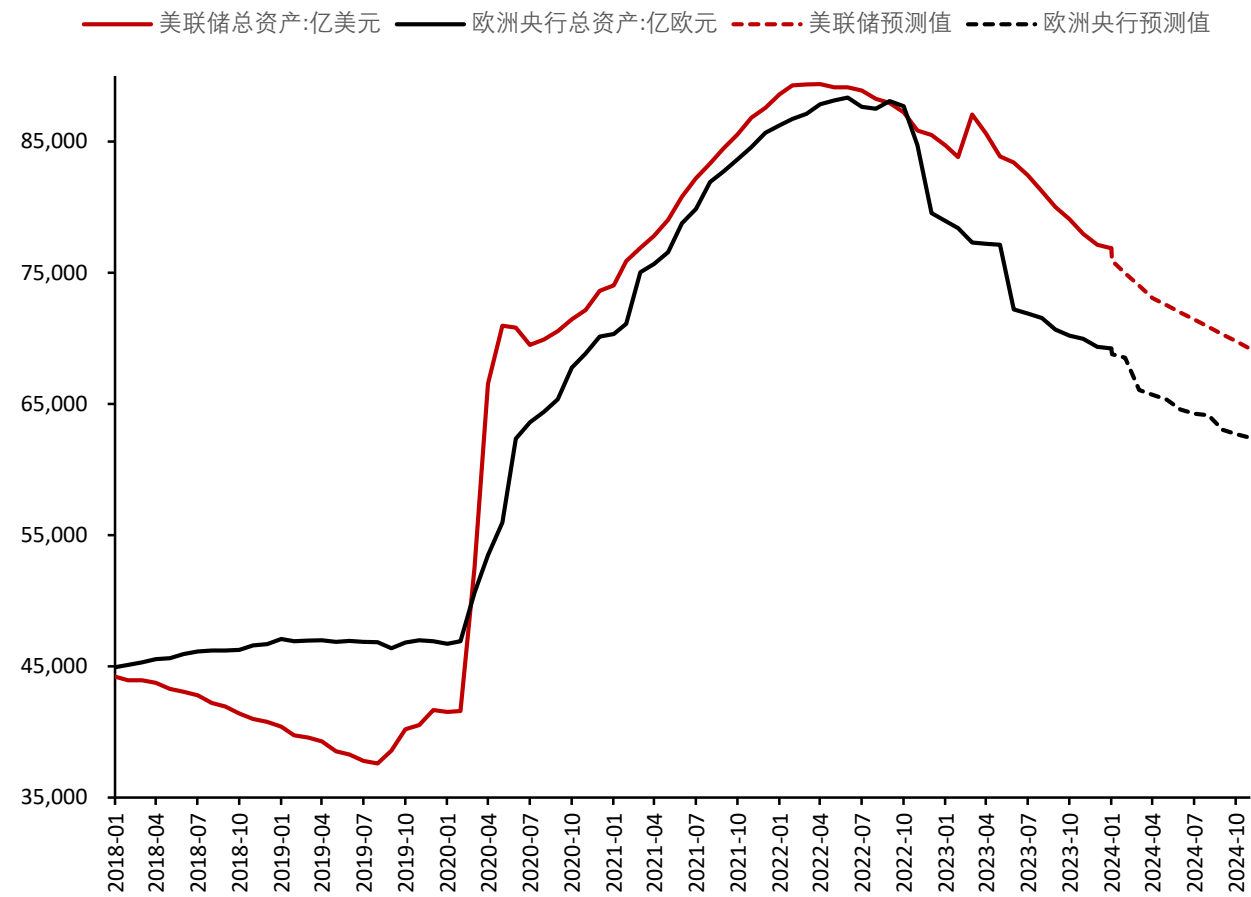
Ref.	Type	Operation subcategory	Settlement date	Maturity date	Days	Outstanding amount:billion	亿欧元
20240002	MRO		10/01/2024	17/01/2024	7	5.96	59.6
20230174	LTRO		21/12/2023	27/03/2024	97	1.06	10.6
20230163	LTRO		30/11/2023	28/02/2024	90	2.33	23.3
20230152	LTRO		26/10/2023	31/01/2024	97	0.54	5.4
20210155	LTRO	TLTRO III	22/12/2021	18/12/2024	1092	38.8	388
20210119	LTRO	TLTRO III	29/09/2021	25/09/2024	1092	84.82	848.2
20210078	LTRO	TLTRO III	24/06/2021	26/06/2024	1098	53.17	531.7
20210034	LTRO	TLTRO III	24/03/2021	27/03/2024	1099	215.47	2154.7

million EUR	ABSPP	CBPP3	CSPP	PSPP	APP	APP到期(亿欧元)	融资操作到期(亿欧元)	总和(亿欧元)
24-Jan	544	4109	3101	25524	33278	332.78	65	397.78
24-Feb	357	2449	2075	20372	25253	252.53	23.3	275.83
24-Mar	2029	4434	2188	22413	31064	310.64	2165.3	2475.94
24-Apr	436	1814	3316	28712	34278	342.78 /		342.78
24-May	800	3836	3463	30194	38293	382.93 /		382.93
24-Jun	443	3777	2462	14974	21656	216.56	531.7	748.26
24-Jul	351	2558	3204	26653	32766	327.66 /		327.66
24-Aug	280	541	244	10533	11598	115.98 /		115.98
24-Sep	359	2993	4738	17440	25530	255.3	848.2	1103.5
24-Oct	427	736	2720	30578	34461	344.61 /		344.61
24-Nov	235	3136	2031	21298	26700	267 /		267
24-Dec	337	1790	1944	15579	19650	196.5	388	584.5

- ◆ 当前联储资产负债表的最大收缩目标是每月950亿美元。主要方式为减持资产端债券及MBS。
- ◆ 欧央行持有债券规模变化幅度较小，其缩表主要来源于长期贷款工具TLTROIII的到期。下一轮集中到期将在2024年3月。

资料来源： ECB、五矿期货研究中心测算

图41：美欧央行资产负债表展望（亿美元/亿欧元）



资料来源： Wind、FED、ECB、五矿期货研究中心测算

五矿期货有限公司是经中国证监会批准设立的期货经营机构，已具备有商品期货经纪、金融期货经纪、资产管理、期货交易咨询等业务资格。

本刊所有信息均建立在可靠的资料来源基础上。我们力求能为您提供精确的数据，客观的分析和全面的观点。但我们必须声明，对所有信息可能导致的任何损失概不负责。

本报告并不提供量身定制的交易建议。报告的撰写并未虑及读者的具体财务状况及目标。五矿期货研究团队建议交易者应独立评估特定的交易和战略，并鼓励交易者寻求专业财务顾问的意见。具体的交易或战略是否恰当取决于交易者自身的状况和目标。文中所提及的任何观点都仅供参考，不构成买卖建议。

**版权声明：**本报告版权为五矿期货有限公司所有。本刊所含文字、数据和图表未经五矿期货有限公司书面许可，任何人不得以电子、机械、影印、录音或其它任何形式复制、传播或存储于任何检索系统。未经许可，复制本刊任何内容皆属违反版权法行为，可能将受到法律起诉，并承担与之相关的所有损失赔偿和法律费用。

研究报告全部内容不代表协会观点，仅供交流使用，不构成任何投资建议。

# 产融服务专家 财富管理平台

网址 [www.wkqh.cn](http://www.wkqh.cn)

全国统一客服热线 400-888-5398

总部地址 深圳市南山区滨海大道3165号五矿金融大厦13-16层



五矿期货微服务



官方微博

