

欧央行 3 月议息会议点评

鸽派回应利率上行

- **欧央行 3 月会议表示在下季度将明显加快 PPEP 购债速度。**会议主要内容有 4 点：**1. 重新阐述保持关键利率不变，**即主要再融资操作利率维持在 0%、边际借贷便利利率维持 0.25%水平和存款便利利率保持-0.5%不变；**2. 明示“基于对金融环境和通胀状况的判断，下季度 PEPP 的购债速度将比年初明显加快”，继续推进总量为 1.85 万亿欧元的 PEPP（大流行资产购买紧急计划），**资产净购买周期至少延续至 2022 年 3 月，本息再投资时间至少持续到 2023 年底，若未来金融状况转好，PEPP 的购债额度并不需要用尽；**3. 继续以再融资操作提供充足流动性，**用 TLTRO III(定向长期再融资三期)向银行提供有吸引力的资金；**4. APP（资产购买计划）将以每月 200 亿欧元的速度推进，**并保持本息再投资直到开始加息后一段时间。
- **上调 2021 年经济预测，唱淡高通胀持续性。**欧元区实际 GDP 在 2021 年第一季度很可能继续萎缩，但欧央行修改了经济数据预测，在基准情形下（括号为 2020 年 12 月预测值），将 2021-2023 年实际 GDP 增速分别调整为 4.0%(3.9%), 4.1%(4.2%), 2.1%(2.1%)；将 2021-2023 年 HICP 同比增速分别调整为 1.5%(1.0%), 1.2%(1.1%), 1.4%(1.4%)；将 2021-2023 年失业率调整为 8.6%(9.3%), 8.1%(8.2%), 7.6%(7.5%)。**另外，在会后发布会中拉加德提到到 2021 年底，HICP 同比增速可能触及 2%，**通胀因素为德国暂时增值税征收的结束、油价回升、HICP 权重调整等技术性原因。与美联储表态类似，拉加德表示 2%的高通胀是暂时的，通胀因素在明年将逐渐消退，而较弱的需求、产出缺口、低工资压力以及欧元的升值等通缩因素将重新占据主导低位。
- **购债速度中枢降低未实质性收紧金融条件，政策差异或驱动美德实际利差继续上行。**从 PPEP 的月购买量看欧央行在一月份后便开始重新加大购债力度，但是也仅仅与 9 月份时的中枢持平，**因而实际利率的上升叠加欧央行扩表速度的收敛引起了金融市场的高度关注。**2 月初以来欧元区“上游”金融条件的确有所收紧，具体体现为短端无风险利率与国债收益率的上行，期限利差走阔等，但近期 ECB 购债力度的回归使金融条件再度放松，且意大利国债收益率相比于德国要更加稳定，据此我们可以认为**本轮欧元区利率上行基本与经济复苏挂钩，ECB 较低的购债中枢其实也没有让金融条件实质性收紧。**此前美债名义利率短期上行的利空因素之一美债需求不足在最近的几次投标中已被证伪，我们判断美债长端利率短期继续冲高的概率降低，或将呈现日内高波动的震荡态势，并重回通胀补偿驱动模式。**在相对稳健的情况下，美联储需要在 4.5 月份后观察实际通胀的持续性方能决定政策走向。因而短期内美国实际利率或保持震荡，欧央行的强势干预可能使美德实际利差继续走阔，美元升值动能仍存。**
- **风险提示：欧洲经济复苏快于预期；全球疫情控制不及预期。**

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

宏观及策略: 宏观经济

证券分析师：朱启兵
(8610)66229359
qibing.zhu@bocichina.com
证券投资咨询业务证书编号：S1300516090001

鸽派回应利率上行

欧央行 3 月会议鸽派回应利率上行。北京时间 3 月 11 日晚上，欧央行公布了 3 月的货币政策决议以及行长拉加德关于议息会议的介绍性陈述，**欧央行通过加快购债加码货币宽松，但未超市场预期。**会议主要内容有 4 点：**1. 重新阐述保持关键利率不变，**即主要再融资操作利率维持在 0%、边际借贷便利利率维持 0.25%水平和存款便利利率保持-0.5%不变；**2. 明示"基于对金融环境和通胀状况的判断，下季度 PEPP 的购债速度将比年初明显加快"，继续推进总量为 1.85 万亿欧元的 PEPP（大流行资产购买紧急计划），资产净购买周期至少延续至 2022 年 3 月，本息再投资时间至少持续到 2023 年底，若未来金融状况转好，PEPP 的购债额度并不需要用尽。**另外，决议中还新增论述"委员会将根据市场情况灵活购债以防金融状况收紧对通胀路径施加下行风险，跨时间、资产类别与主权区域的购债计划将继续支撑货币政策的顺畅传导"，目的是进一步指引欧元区债券收益率维持在低位水平；**3. 继续以再融资操作提供充足流动性，用 TLTRO III(定向长期再融资三期)向银行提供有吸引力的资金；4 APP（资产购买计划）将以每月 200 亿欧元的速度推进，并保持本息再投资直到开始加息后一段时间。**这里的 APP 指的主要是 EAPP（拓展资产购买计划），包括 PSPP（公共部门采购计划）和 CSPP（企业部门采购计划），顾名思义，它们分别购买公共部门和企业部门的债券。

在介绍性陈述中，拉加德提到高频数据显示由于受到疫情和封锁措施的影响，**欧元区实际 GDP 在 2021 年第一季度很可能继续萎缩，**经济增长的中期风险更加均衡，短期下行风险仍存。**欧央行修改了经济数据预测，**在基准情形下（括号为 2020 年 12 月预测值），将 2021-2023 年实际 GDP 增速分别调整为 4.0%(3.9%), 4.1%(4.2%), 2.1%(2.1%)；将 2021-2023 年 HICP 同比增速分别调整为 1.5%(1.0%), 1.2%(1.1%), 1.4%(1.4%)；将 2021-2023 年失业率调整为 8.6%(9.3%), 8.1%(8.2%), 7.6%(7.5%)，**总的来说对 2021 年的预测更为乐观，2022 年及以后经济预测基本不变。另外，在会后发布会中拉加德提到到 2021 年底，HICP 同比增速可能触及 2%，**通胀因素为德国暂时增值税征收的结束、油价回升、HICP 权重调整等技术性原因。与美联储表态类似，拉加德表示 2%的高通胀是暂时的，通胀因素在明年将逐渐消退，而较弱的需求、产出缺口、低工资压力以及欧元的升值等通缩因素将重新占据主导低位，因此货币政策仍需保持高度宽松。

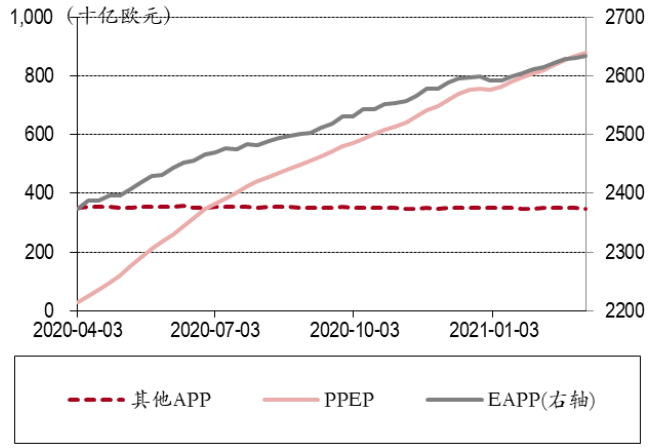
图表 1. 欧央行最新经济预测

(annual percentage changes, percentage of labour force)

	March 2021 projections											
	Mild scenario				Baseline scenario				Severe scenario			
	2020	2021	2022	2023	2020	2021	2022	2023	2020	2021	2022	2023
Real GDP	-6.9	6.4	4.5	2.2	-6.9	4.0	4.1	2.1	-6.9	2.0	2.2	2.5
HICP inflation	0.3	1.6	1.5	1.7	0.3	1.5	1.2	1.4	0.3	1.5	1.0	1.1
Unemployment rate	7.8	8.2	7.2	6.6	7.8	8.6	8.1	7.6	7.8	9.0	9.3	8.7
	December 2020 projections											
	Mild scenario				Baseline scenario				Severe scenario			
	2020	2021	2022	2023	2020	2021	2022	2023	2020	2021	2022	2023
Real GDP	-7.2	6.0	4.3	2.1	-7.3	3.9	4.2	2.1	-7.6	0.4	3.0	2.9
HICP inflation	0.2	1.1	1.3	1.5	0.2	1.0	1.1	1.4	0.2	0.7	0.6	0.8
Unemployment rate	7.9	8.8	7.5	6.9	8.0	9.3	8.2	7.5	8.1	10.3	9.9	9.4

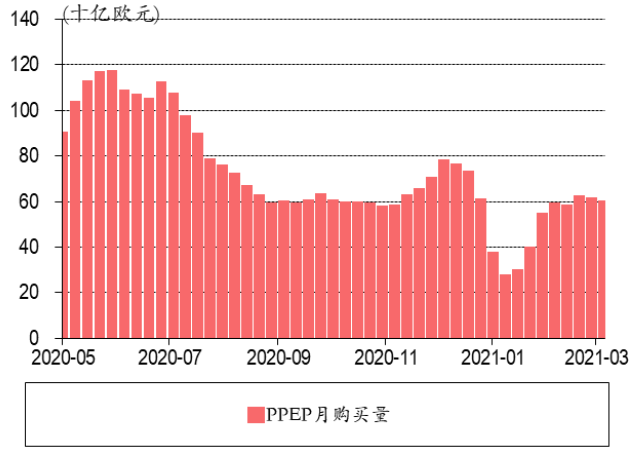
资料来源：ECB, 中银证券

图表 2. 欧央行各类资产购买计划持仓对比



资料来源：万得,ECB，中银证券（其他 APP 包括 ABSPP（资产支持证券购买计划）、CBPP（担保债券购买计划）和 SMP（证券市场计划））

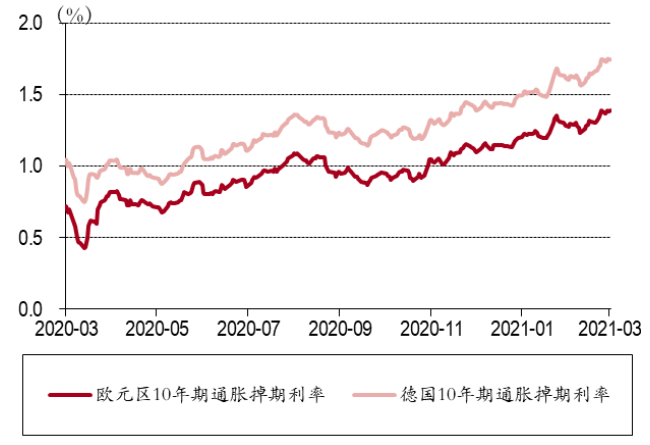
图表 3. 欧央行 PEPP 月购债水平较以往中枢有所下降



资料来源：ECB，中银证券

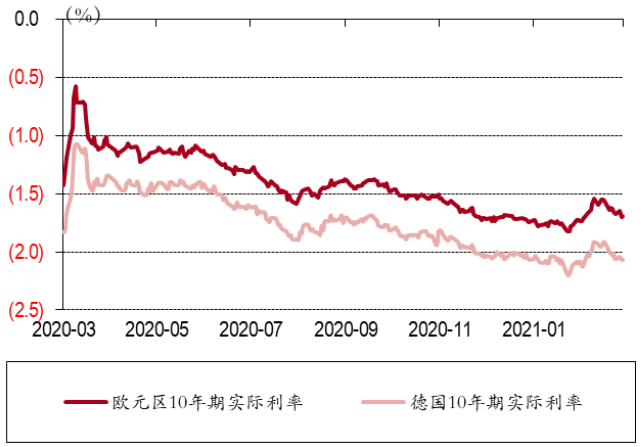
欧央行如何对近期金融状况的恶化作出表态是会议的焦点。在前期报告《欧央行 1 月议息会议点评》中我们提到由于当时金融环境相当宽松，因此 ECB 购债速度明显放缓。由于二月初欧洲通胀补偿有所下行，而同期名义利率却不断走高，故欧元区实际利率大幅上行，2 月 2 日至 2 月 19 日期间欧元区实际利率和德国实际利率均上行了 28BP。尽管从 PPEP 的月购买量看欧央行在一月份后便开始重新加大购债力度，但是也仅仅与 9 月份时的中枢持平，因而实际利率的上升叠加欧央行扩表速度的收敛引起了金融市场的高度关注。**在本次发布会中拉加德提到委员会并非以周度购债"微操"(micro-managing)金融环境，呼吁金融市场不要过度关注周度的购债数据，且利率决议中加快 PPEP 购债速度的决定也可以视为对市场的回应。**

图表 4. 欧元区通胀补偿保持上行趋势



资料来源：Bloomberg，中银证券

图表 5. 欧元区实际利率 2 月初有所上行，现已回落

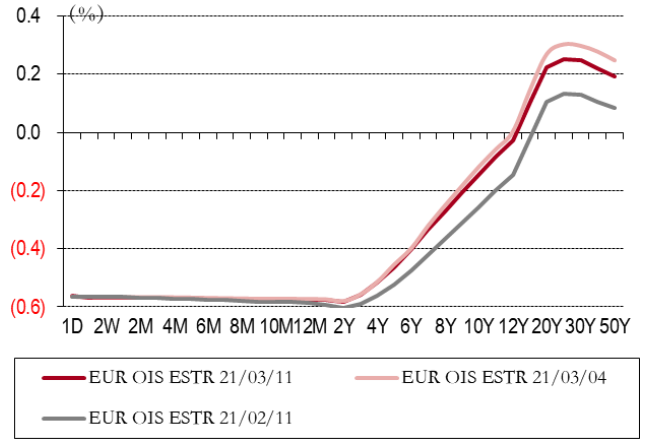


资料来源：Bloomberg，中银证券

在会后发布会中，拉加德罕见地详细解释了欧央行如何评估欧元区的金融条件。拉加德表示委员会对金融状况的关注包括两重含义：全面的(holistic)和多层次的(multifaceted)，ECB 着眼于货币政策从"上游"至"下游"的传导。其中"上游"指的是无风险利率和国债利率等欧央行可以直接干预的部分，而"下游"指的是信贷条件、贷款利率、信用创造等欧央行货币政策难以直接影响的因素，总的来说类似于银行系统的"货币-信用"体系。

沿着 ECB 的货币政策传导路径去观察欧元区的金融条件可以发现，近期欧元区短端无风险利率和长端国债收益率均有所上行，3 月 11 日 ESTR(欧元短期利率)曲线较 1 月前曲线有所上移，但最近一周 ESTR 曲线则相对下移;长端主权收益率也比较类似,2 月初开始德意 10 年期国债收益率均有所上升，但最近已经趋于平缓。从主权利差和期限利差角度观察可以看到德意利差在本轮利率上行中不但没有走阔，反而有所收窄，且意大利国债期限利差在短暂上升后快速回落，与德国期限利差的高位震荡形成对比。**因此，2 月初以来欧元区"上游"金融条件的确有所收紧，具体体现为短端无风险利率与国债收益率的上行，期限利差走阔等，但近期 ECB 购债力度的回归使金融条件再度放松，且意大利国债收益率相比于德国要更加稳定，据此我们可以认为本轮欧元区利率上行基本与经济复苏挂钩，ECB 较低的购债中枢其实也没有让金融条件实质性收紧。**

图表 6. ESTR 掉期利率曲线



资料来源：Bloomberg, 中银证券

图表 7. 德意 10 年期国债收益率



资料来源：万得，中银证券

图表 8. 10 年期德意利差走势



资料来源：万得, 中银证券

图表 9. 德意期限利差



资料来源：万得，中银证券

与上游金融条件数据不同，下游信贷数据相对低频，我们很难实时观察其变化。从 ECB 发布的月度综合借贷成本看，无论家庭部门还是非金融企业部门至少在 2021 年 1 月份借贷成本均无明显上升，利率上行对在信用端的影响尚需观察。

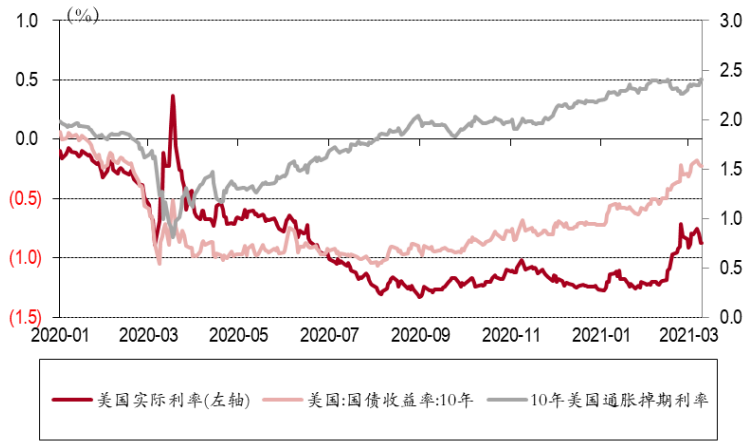
图表 10. 欧元区综合借款成本指标

	2020 Jan.	2020 Feb.	2020 Mar.	2020 Apr.	2020 May	2020 June	2020 July	2020 Aug.	2020 Sep.	2020 Oct.	2020 Nov.	2020 Dec.	2021 Jan.
Composite cost of borrowing indicator for households for house purchase													
Euro area	1.43	1.41	1.39	1.43	1.42	1.42	1.40	1.40	1.38	1.36	1.35	1.32	1.33
Composite cost of borrowing indicator for non-financial corporations													
Euro area	1.55	1.52	1.46	1.47	1.46	1.49	1.52	1.51	1.52	1.53	1.51	1.51	1.51

资料来源：ECB，中银证券

尽管欧央行的各种表态与美联储均相似（高通胀只是暂时性现象，利率上行源于经济复苏等），但其对实际利率上行的敏感度似乎更高。此前美债名义利率短期上行的利空因素之一美债需求不足在最近的几次投标中已被证伪，因此我们判断美债长端利率短期继续冲高的概率降低，或将呈现日内高波动的震荡态势，并重回通胀补偿驱动模式。同时，在前期报告《两难的联储与两难的美股》中我们认为**在相对稳健的情况下，美联储需要在 4.5 月份后观察实际通胀的持续性方能决定政策走向。因而短期内美国实际利率或保持震荡，欧央行的强势干预可能使美德实际利差继续走阔，美元升值动能仍存。**

图表 11. 美国长端名义利率或将呈现日内高波动的震荡态势，并重回通胀补偿驱动模式



资料来源：ECB，中银证券

图表 12. 美德实际利差或继续走阔，美元升值动能仍存



资料来源：ECB，中银证券

风险提示：欧洲经济复苏快于预期；全球疫情控制不及预期。

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

公司投资评级：

买　　入：预计该公司股价在未来 6 个月内超越基准指数 20%以上；

增　　持：预计该公司股价在未来 6 个月内超越基准指数 10%-20%；

中　　性：预计该公司股价在未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在-10%-10%之间；

减　　持：预计该公司股价在未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10%以上；

未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

行业投资评级：

强于大市：预计该行业指数在未来 6 个月内表现强于基准指数；

中　　性：预计该行业指数在未来 6 个月内表现基本与基准指数持平；

弱于大市：预计该行业指数在未来 6 个月内表现弱于基准指数。

未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称"中银国际集团"）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券股份有限公司
中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构：

中银国际研究有限公司
香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话:(852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打：10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打：10800 1521065
新加坡客户请拨打：800 852 3392
传真:(852) 2147 9513

中银国际证券有限公司
香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话:(852) 3988 6333
传真:(852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处
中国北京市西城区
西单北大街 110 号 8 层
邮编:100032
电话: (8610) 8326 2000
传真: (8610) 8326 2291

中银国际(英国)有限公司
2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司
美国纽约市美国大道 1045 号
7 Bryant Park 15 楼
NY 10018
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司
注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371