

欧央行 1 月议息会议点评

宽松金融环境下的扩表放缓

- **欧央行 1 月会议按兵不动。**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. 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。
- **欧央行近期其购债进度明显放缓。**PPEP 持仓从之前每月约 600 亿欧元速度增加放缓至近期的每月 300 亿欧元，甚至在 1 月 1 日当周 PPEP 持仓出现了负增长，且由于没有新 TLTRO 操作，其扩表速度在最近一个月停滞明显。但虽然目前美联储资产负债表规模同比增速仍高于欧央行，两者之差自 6 月份以来已经快速收敛，即使最近欧央行扩表放缓，收敛速度仍没有减慢，这也形成了近期美元反弹的潜在动能之一，尽管当前美元指数的主要矛盾并非货币政策而是财政赤字。
- **拉加德在会议陈述和发布会中均多次提到货币宽松的实施很大一部分取决于金融条件。私人部门方面，**截至 2020 年 11 月，家庭借款成本降至疫情以来最低，企业借款成本降至 6 月份以来最低，私人部门金融条件仍不断改善。**在国家层面，无论从国债收益率绝对值、主权利差还是期限利差观察，ECB 实际上都在实施隐性的 YCC，而低位且稳定的利差/利率均保证了良好的金融环境，这或许也是 12 月以来欧央行扩表速度大幅减缓的原因之一。**
- **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

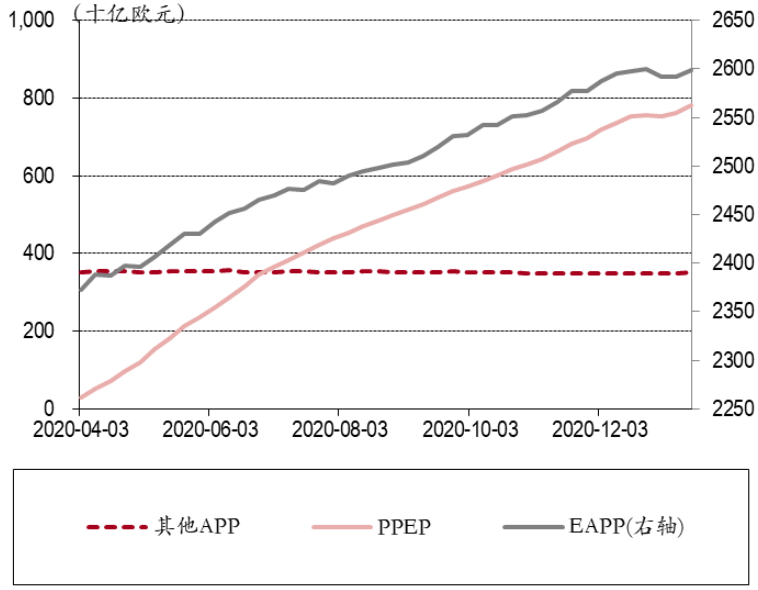
证券分析师： 朱启兵
(8610)66229359
qibing.zhu@bocichina.com
证券投资咨询业务证书编号：S1300516090001

宽松金融环境下的扩表放缓

欧央行 1 月会议按兵不动。北京时间 1 月 21 日晚上，欧央行发布了 1 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。**1 月欧央行保持货币宽松，**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. 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。**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，拉加德提到疫情的重新兴起（变异病毒和封锁等）对经济的负面影响，第四季度 GDP 很可能萎缩。同时，疫情对制造业和服务业的冲击并不对成，服务业受打击更大，低收入的就业损失更多（大部分为服务业岗位）。因此，拉加德认为有必要保持季度宽松的货币政策以营造良好的金融环境和促进中期价格目标的达成，最后拉加德亦强调了除货币刺激外，财政支出的重要性，并敦促各国尽快落实欧洲复兴基金计划。**在发布会中，**拉加德提到了正密切关注欧元汇率走强对通胀水平的影响，在另一个提问中其强调了 PEPP 操作的“对称性”，即若金融环境保持良好，PEPP 额度没必要用尽，若金融环境需要进一步改善，不排除加大购债力度和额度的可能。

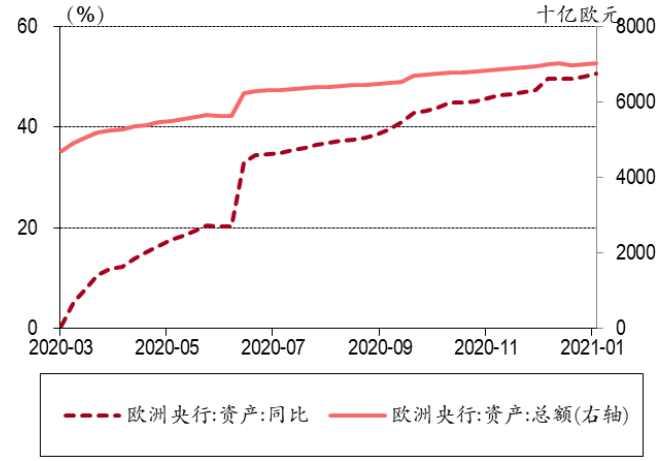
图表 1. 欧央行各类资产购买计划持仓对比



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））

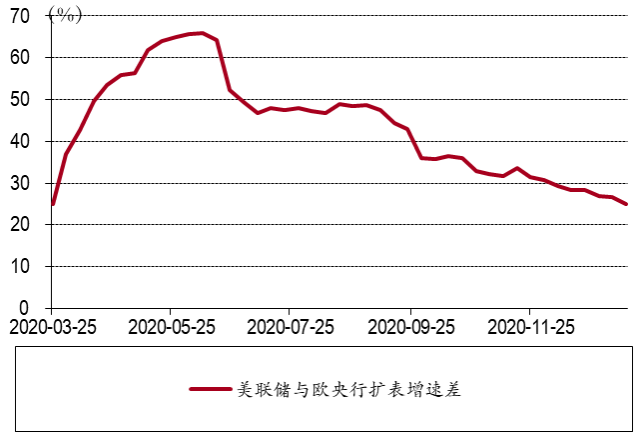
观察欧央行资产购买进度及其资产负债表可知，近期其购债进度明显放缓，PPEP 持仓从之前每月约 600 亿欧元速度增加放缓至近期的每月 300 亿欧元，甚至在 1 月 1 日当周 PPEP 持仓出现了负增长。同时，欧央行近期最后一次 TLTRO 操作为 2020 年 12 月 17 日，因此可以看到其扩表速度在最近一个月停滞明显。但假如我们将 ECB 扩表速度与美联储作对比，虽然目前美联储资产负债表规模同比增速仍高于欧央行，但两者之差自 6 月份以来已经快速收敛，即使最近欧央行扩表放缓，收敛速度仍没有减慢，这也形成了近期美元反弹的潜在动能之一，尽管当前美元指数的主要矛盾并非货币政策而是财政赤字。

图表 2. 欧央行资产负债表规模增长情况



资料来源：万得，中银证券

图表 3. 美联储和欧央行扩表速度差走势



资料来源：万得，中银证券

拉加德在会议陈述和发布会中均多次提到货币宽松的实施很大一部分取决于金融条件。欧元区四季度的信贷调查表示由于经济基本面恶化导致借款人信用条件恶化，银行对企业与家庭的信贷标准均有所收紧。但欧央行统计的综合借款成本指标显示，**截至 2020 年 11 月，家庭借款成本降至疫情以来最低，企业借款成本降至 6 月份以来最低，私人部门金融条件仍不断改善。在国家层面，**在之前的报告中我们提到 QE 的传导路径主要是“投资组合再平衡”和“提供流动性”，投资组合再平衡”指的是央行通过资产购买熨平资产的风险溢价，从而使投资者寻找受益更高的资产。我们以德债收益率代表欧元区信用良好国家利率，意大利国债收益率代表信用较差国家利率，可以看到当前 10 年期德债收益率基本稳定在-0.55%附近，意债收益率稳定在 0.6%附近，因此大概从 2020 年 12 月开始，德意利差便稳定在 115BP 左右。同时，德债期限利差(10 年-1 年)当前稳定在 10-15BP，意债期限利差（10 年-3 年）则稳定在 90-95BP。**因此，无论从国债收益率绝对值、主权利差还是期限利差观察，ECB 实际上都在实施隐性的 YCC，而低位且稳定的利差/利率均保证了良好的金融环境，这或许也是 12 月以来欧央行扩表速度大幅减缓的原因之一。**

图表 4. 欧元区综合借款成本指标

	2019 Nov.	2019 Dec.	2020 Jan.	2020 Feb.	2020 Mar.	2020 Apr.	2020 May	2020 June	2020 July	2020 Aug.	2020 Sep.	2020 Oct.	2020 Nov.
Composite cost of borrowing indicator for households for house purchase													
Euro area	1.47	1.41	1.43	1.41	1.39	1.43	1.42	1.42	1.40	1.40	1.38	1.36	1.35
Composite cost of borrowing indicator for non-financial corporations													
Euro area	1.55	1.56	1.55	1.52	1.46	1.47	1.46	1.49	1.51	1.51	1.51	1.53	1.50

资料来源：ECB，中银证券

图表 5. 10 年德债意债收益率走势



资料来源：万得，中银证券

图表 6. 10 年期德意利差走势



资料来源：万得，中银证券

图表 7. 德意期限利差



资料来源：万得，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