

欧央行 12 月议息会议点评

欧央行宽松如期而至，欧元还能逆水行舟?

- **欧央行较大幅加码宽松，总体符合市场预期。**12 月欧央行货币宽松加码幅度较大，主要内容有 7 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. 将 PPEP（大流行资产购买紧急计划）的额度从原来 1.35 万亿增加 5000 亿至 1.85 万亿，**将资产净购买周期延长至 2022 年 3 月（原为 2021 年 6 月），将本息再投资时间至少延长到 2023 年底（此前为 2022 年底），需要注意的是，拉加德表示假如未来金融状况转好，PEPP 的购债额度并不需要用尽；**3. 将 TLTRO III(定向长期再融资三期)的利率优惠时间和抵押物放宽条款延长 12 个月至 2022 年 6 月，把银行通过 TLTRO III 的融资额度从合格贷款数的 50%提高到 55%，**并在 2021 年下半年额外进行三次 TLTRO 投标；**4. 在 2021 年进行 4 次 PELTRO(疫情紧急长期再融资操作)；5. 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；**6.与欧元区各央行的回购便利以及非欧元区央行的外汇掉期和回购操作均延长到 2022 年 3 月；7. 继续通过固定利率投标的借贷操作为市场提供流动性。**
- **欧央行下调 2021-2022 年经济增速预期和 2020 年通胀预期，在经济增速方面，**ECB 预期 2020-2023 年欧元区实际 GDP 增速分别为为-7.3%(9 月份预测为-8.0%), 3.9%(9 月预测为 5.0%), 4.2%(9 月预测为 3.2%), 2.3%，即小幅上调了 2020 年的经济增速预期并降低了 2021-2022 年的增速预期。**在通胀方面，**ECB 预期 2020-2023 年欧元区通胀率分别为 0.2%(9 月预测 0.3%), 1.0%(9 月预测持平), 1.1%(9 月预测 1.3%), 1.4%，即下调了 2020 年和 2022 年的通胀增速预期。**总的来看，欧央行对未来两年经济展望较 9 月更加悲观。**
- **关于欧元汇率，近期欧元兑美元的升值幅度要远高于其兑其他主要贸易伙伴货币的升值幅度，汇率事实上是资金跨境流动的直接指标，而影响资金跨境流动的根本因素是资产回报率。**欧央行本次加码宽松起码对未来一年欧元区资产的风险溢价均有较大的压制作用，且 2021 年欧盟还将在欧债市场发行 7500 亿的债券为欧洲复兴计划筹资，这将对欧债的收益率造成供给端冲击。同时，我们近期发布的报告亦频繁提到 ECB 相对美联储的扩表速度正不断加快，且美联储货币政策料大概率将不会加码，以隐性收益率曲线控制(YCC)策略保持宽松或将为性价比更高的措施，并需要注意因通胀回温美联储在 2021 年下半年逐步退出宽松的风险。**观察近期的美德利差，其已经走阔至三月份以来的最高水平，近期美元的单边下跌行情我们认为更多由交易情绪主导，假如 12 月美联储会议如我们所料不加码宽松，美欧资产之间的风险溢价差额恐进一步扩大，很难支撑欧元的进一步强势。**

风险提示：欧洲经济复苏快于预期；全球疫情控制不及预期；美国刺激政策超预期。

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

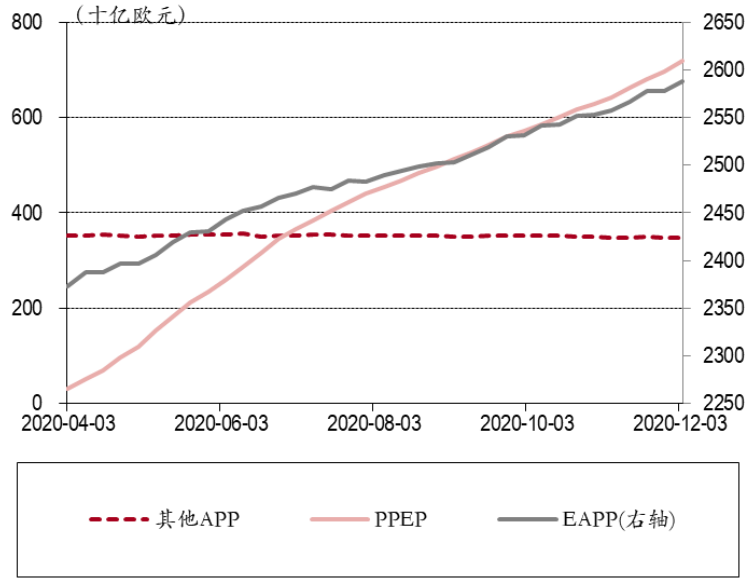
宏观及策略: 宏观经济

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

欧央行宽松如期而至，欧元还能逆水行舟?

欧央行较大幅加码宽松，总体符合市场预期。北京时间 12 月 10 日晚上，欧央行发布了 12 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。**12 月欧央行货币宽松加码幅度较大，**主要内容有 7 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. 将 PPEP（大流行资产购买紧急计划）的额度从原来 1.35 万亿增加 5000 亿至 1.85 万亿，将资产净购买周期延长至 2022 年 3 月（原为 2021 年 6 月），将本息再投资时间至少延长到 2023 年底（此前为 2022 年底），需要注意的是，拉加德表示假如未来金融状况转好，PEPP 的购债额度并不需要用尽。**截至 12 月 4 日，欧央行资产负债表上 PPEP 持仓为 7179 亿欧元，11 月份欧央行小幅加快了资产购买速度，全月净头寸增加约 700 亿欧元；**3. 将 TLTRO III(定向长期再融资三期)的利率优惠时间和抵押物放宽条款延长 12 个月至 2022 年 6 月,把银行通过 TLTRO III 的融资额度从合格贷款数的 50%提高到 55%，并在 2021 年下半年额外进行三次 TLTRO 投标；4. 在 2021 年进行 4 次 PELTRO(疫情紧急长期再融资操作)；5. 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。**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，截至 12 月 4 日，欧央行 EAPP 持仓 2.58 万亿欧元（EAPP 从 2015 年实施至今）；**6.与欧元区各央行的回购便利以及非欧元区央行的外汇掉期和回购操作均延长到 2022 年 3 月；7. 继续通过固定利率投标的借贷操作为市场提供流动性。**在会议前投资者已经普遍预期欧央行将加码宽松，且发力点放在 PEPP 和 TLTRO 上。5000 亿欧元 PEPP 额度的增加、TLRTO 优惠条款和购债计划的时间延长幅度基本符合市场预期，新增的 PELTRO 操作也不算出乎投资者的意料。

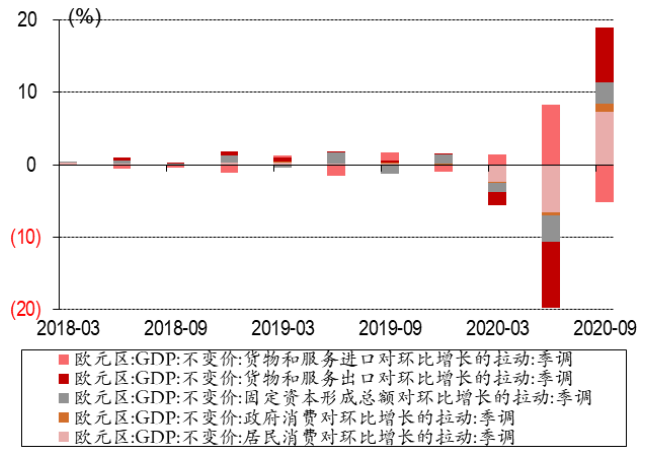
图表 1. 欧央行各类资产购买计划持仓对比



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））

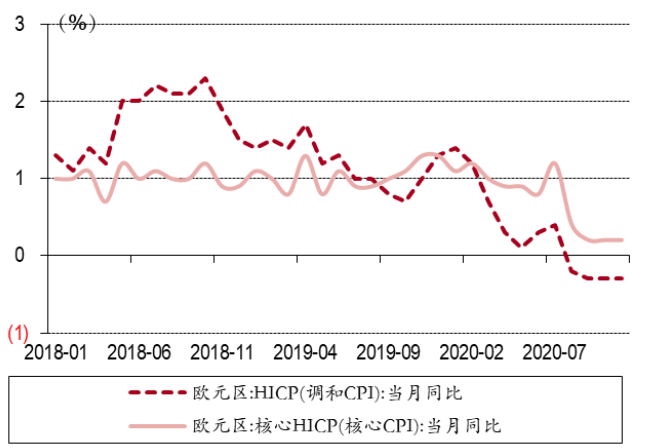
欧央行下调 2021-2022 年经济增速预期和 2020 年通胀预期。在经济增速方面，欧央行认为当前各部门复苏并不均匀，服务业受各国新限制措施影响更大，同时受疲软的居民收入和失业率及经济前景不确定性影响，居民消费和企业投资均疲软，即使当前疫苗进度良好，但是短期内难达成群体免疫。**ECB 预期 2020-2023 年欧元区实际 GDP 增速分别为为-7.3%(9 月份预测为-8.0%), 3.9%(9 月预测为 5.0%), 4.2%(9 月预测为 3.2%), 2.3%，**即小幅上调了 2020 年的经济增速预期并降低了 2021-2022 年的增速预期。**在通胀方面，欧央行认为受德国增值税削减、油价波动和欧元升值等因素的影响通胀数据在 2021 年初前仍将维持负值，**在这之后由于增值税削减的结束和油价在基数效应下的高增速均会抬升通胀，但基本面偏其是旅游业部门疲软带来的低需求、较低工资水平和欧元的升值趋势仍将是通胀拖累项。**ECB 预期 2020-2023 年欧元区通胀率分别为 0.2%(9 月预测 0.3%), 1.0%(9 月预测持平), 1.1%(9 月预测 1.3%), 1.4%，**即下调了 2020 年和 2022 年的通胀增速预期。**总的来看，欧央行对未来两年经济展望较 9 月更加悲观。货币指标方面，**10 月欧元区 M3 同比增速为 10.7%，较 9 月份 10.3%有所上升，M3 的同比高增主要是巨额的资产购买造成的；M1 同比增速为 14.1%，贡献了大部分的 M3 增长，说明企业与个人的预防性储蓄现象依然普遍，因此大部分货币以隔夜存款等灵活度最高的形式存在。假如我们以 M1 和 M2 增速差代表货币活化的程度，并以此观察企业和个人的开支需求和通胀的联系，可以发现 M1-M2 的剪刀差对欧元区通胀数据大概有 1 年左右的领先效果，这样看的话 ECB 极宽松的货币政策对明年通胀水平或会有一定的抬升作用；**但当前 M1-M2 剪刀差的回升主要是从 2019 年 9 月开始的，疫情期间上升幅度并不大，2019 年 9 月对应的正是上一轮欧央行的降息和 QE 重启，那么疫情期间欧央行加码的政策从信用层面对经济的支撑的边际作用可能是有待商榷的。**

图表 2. 欧元区 GDP 环比增速各分项拉动情况



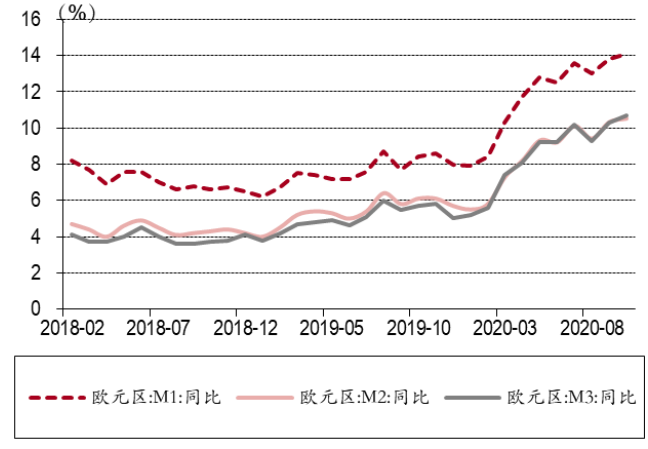
资料来源：万得，中银证券

图表 3. 欧元区通胀数据



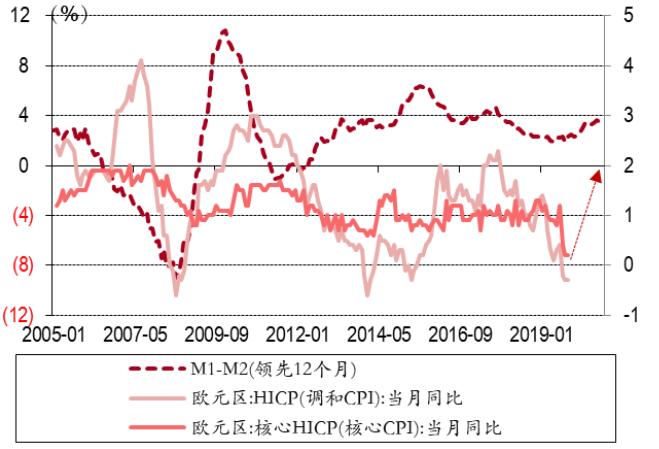
资料来源：万得，中银证券

图表 4. 欧元区货币供应量走势



资料来源：万得，中银证券

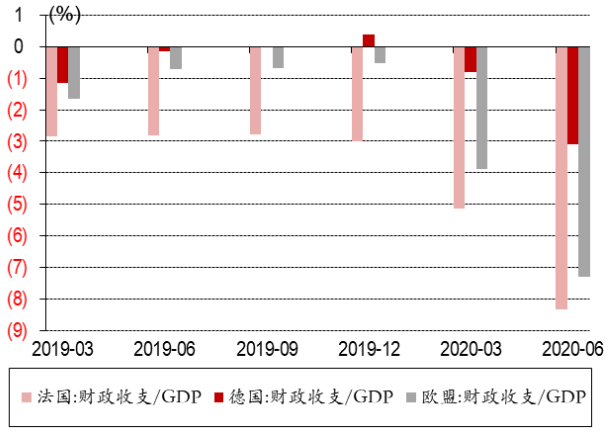
图表 5. M1-M2 剪刀差或预示欧元区通胀回升



资料来源：万得，中银证券

在经历波兰与匈牙利的多次反对后，欧盟终于通过了总规模达 1.82 万亿欧元的财政计划以支撑和重建受疫情冲击的经济。其中包括 7500 亿欧元的欧洲复兴计划(NextGenerationEU)和规模达 1.07 万亿欧元的 2021-2027 长期财政框架(Multiannual Financial Framework 2021-2027)，欧洲复兴计划的资金主要用于减轻疫情带来的经济冲击，资金筹集方式为以欧盟的名义在债券市场募资，而长期财政框架主要内容为今后 7 年欧盟内部的投资方向，资金主要通过欧盟内部融资，即各成员国部分关税、增值税和财政份额缴纳等。**需要注意的是，当前欧洲主要国家的财政赤字率均达到历史高位，2021 年欧洲财政支出节奏更大概率是“欧盟筹款接力成员国赤字”的情形，我们预计明年欧洲各国赤字率不会高于今年二季度的峰值，不可高估欧洲复兴基金对欧洲经济的提振作用，其作用更多在于彰显欧洲财政一体化的决心。**

图表 6. 欧洲财政赤字/GDP 比例变化情况



资料来源：万得，中银证券

图表 7. 欧盟财政刺激投向

（十亿欧元）	MFF	NextGenerationEU	总计
单一市场，创新与数字经济	132.8	10.6	143.4
合作与复苏	377.8	721.9	1099.7
自然资源和环境	356.4	17.5	373.9
移民与边境管理	22.7		22.7
安防	13.2		13.2
国际关系	98.4		98.4
欧洲公共管理	73.1		73.1
总计	1074.3	750	1824.3

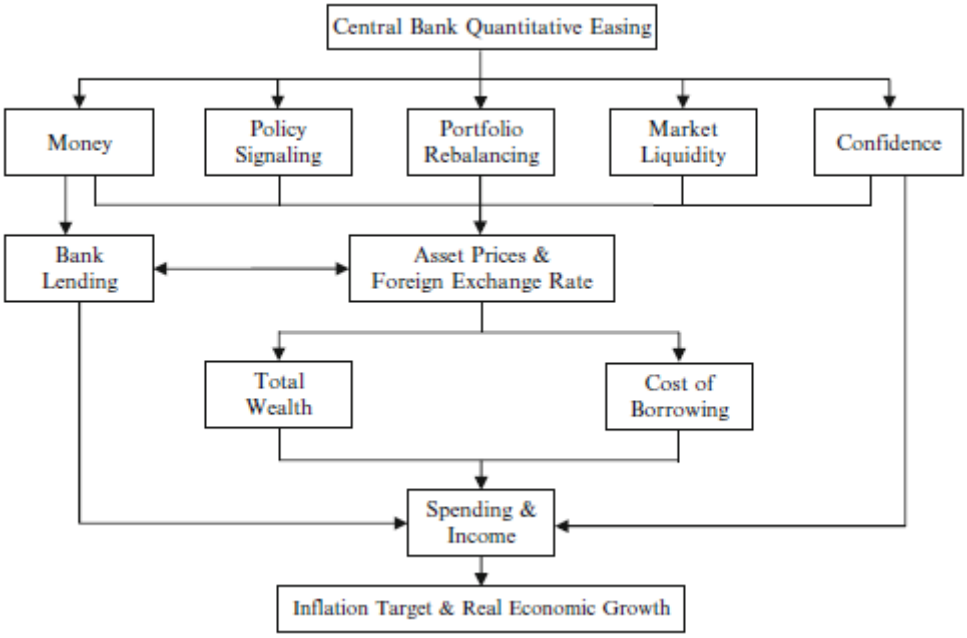
资料来源：European Commission，中银证券

关于欧元汇率，我们把欧元兑美元、澳元、加元、日元等十国主要货币按 2019 年双方贸易规模加权计算欧元汇率的“十国指数”，可以发现今年欧元的“贸易加权指数”相比于欧元兑美元汇率升值幅度更大，但两者的差值自 6 月份开始便一直在 3-4 之间震荡，最近则急剧下行，**说明近期欧元兑美元的升值幅度要远高于其兑其他主要贸易伙伴货币的升值幅度，汇率事实上是资金跨境流动的直接指标，而影响资金跨境流动的根本因素是资产回报率。**

量化宽松(Quantitative Easing)政策通常被认为从五个途径影响经济：**1. 为金融系统提供资金；2. 提供政策信号；3. 影响金融机构/投资者投资组合的再平衡；4. 为市场提供流动性；5. 为市场提供信心。**央行从这五方面去提高资产价格，降低其风险溢价，从而为投资者创造财富效应，并降低借贷方的借贷成本，最终增加社会的消费和企业开支，以达到央行的通胀目标和实现经济增长。**传统 QE 的传导路径主要是“投资组合再平衡”和“提供流动性”，**流动性因素比较容易理解，“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，比如说银行将更多资金用于放贷，或者投资者转而购买企业债等风险更高的资产，使资金流向“央行难以直接触及”的部门。而 TLRTO 通过为银行提供低成本流动性，其中一部分资金亦会流入金融市场，可以视作一种“间接式 QE”。

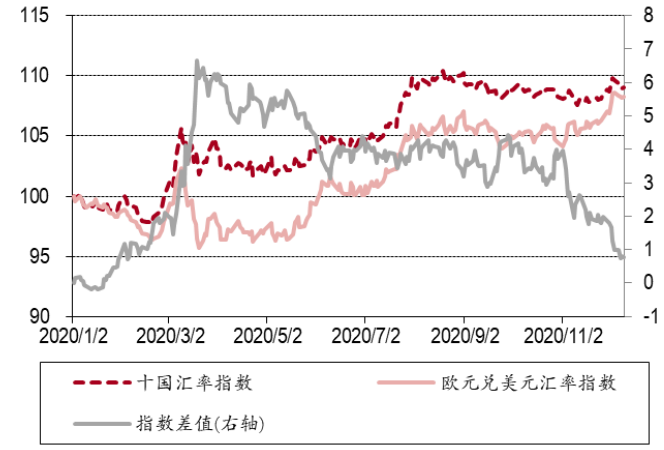
因此，欧央行本次加码宽松起码对未来一年欧元区资产的风险溢价均有较大的压制作用，且 2021 年欧盟还将在欧债市场发行 7500 亿的债券为欧洲复兴计划筹资，**这将对欧债的收益率造成供给端冲击。**同时，我们近期发布的报告亦频繁提到 ECB 相对美联储的扩表速度正不断加快，且美联储货币政策料大概率将不会加码，以隐性收益率曲线控制(YCC)策略保持宽松或将为性价比更高的措施，并需要注意因通胀回温美联储在 2021 年下半年逐步退出宽松的风险。**观察近期的美德利差，其已经走阔至三月份以来的最高水平，近期美元的单边下跌行情我们认为更多由交易情绪主导，假如 12 月美联储会议如我们所料不加码宽松，美欧资产之间的风险溢价差额恐进一步扩大，很难支撑欧元的进一步强势。**

图表 8. 量化宽松的传导路径



资料来源：中银证券整理

图表 9. 最近欧元兑美元升值幅度大于其贸易加权汇率



资料来源：万得，中银证券

图表 10. 美德利差正走阔至 3 月以来最高水平



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；美国刺激政策超预期。

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