

欧央行 10 月议息会议点评

警惕美元短期升值与欧元区通缩风险

- **货币政策决议按兵不动，符合市场预期。**10 月会议主要内容有 4 点：**1. 重新阐述保持关键利率不变；2. 继续推进总量为 1.35 万亿欧元的 PPEP（大流行资产购买紧急计划）**，截至 10 月 23 日，欧央行资产负债表上 PPEP 持仓为 6169 亿欧元，平均每月净头寸增加 600 亿欧元左右，是目前欧央行扩表的最主要来源，以目前速度在明年 6 月份之前都很难用完 1.35 万亿额度；**3. APP（资产购买计划）将以每月 200 亿欧元的速度推进，且年底前可额外追加 1200 亿欧元的暂时购买计划；4. 继续通过再融资操作提供充足流动性。经济下行风险使银行信贷要求收紧，货币信用传导或遇阻，**据欧元区 3 季度银行信贷行为调查报告显示：1. 由于潜在信用风险的恶化，3 季度银行对企业的信贷要求有所收紧；2. 企业信贷需求下降，其中固定资产投资需求的减弱和紧急流动资金需求减弱是信贷需求下降的两大原因；3. 银行对家庭与个人消费者贷款标准大幅收紧，大量的房贷要求未被满足，且收紧幅度预计在 4 季度加剧。**从货币供应数据看，企业与家庭/个人信贷增速持续分化。**
- **我们认为两个因素或加大欧元区通缩风险。1. 欧元区生产端复苏程度强于需求，**尽管在疫情中采取了比较积极的财政政策，但欧元区并不像美国财政刺激一般直接向消费者发钱，因此对于需求端的直接刺激有限，呈现出生产端复苏快于需求端的特点。从近几个月的 PMI 数据看，欧元区制造业 PMI 与服务业 PMI 走势持续分化。**2. 由于欧洲第二波疫情不断恶化，各国开始重新封锁，但封锁措施在企业端与个人端的非对称性或将加剧生产端与需求端的分化程度。**
- **目前欧美政策都进入了空窗期，政策空窗期下四大因素或推动美元走强：1. 美国复苏确定性强于欧洲，**近期美国零售、地产、就业、制造业订单等数据均超预期，10 月 PMI 保持强劲，三季度实际 GDP 环比折年率为 33.1%，高于预期的 31.0%；**2. 美德利差自 8 月以来不断走阔，**美德 10 年国债 8 月 3 日利差为 108BP， 10 月 28 日利差走阔到 145BP，然而欧元兑美元汇率仅从 1.1763 小幅贬值为 1.1746；**3. 美欧扩表的速度开始收敛，**美欧扩表同比速度差（正数为美联储扩表快于欧央行）从 6 月初的 65.94%回落至最近的 35.96%，然而同期欧元兑美元汇率从 1.1376 升值至 1.1860。**4. 美欧疫情恶化以及美国大选带来的不确定性使资金风险偏好降低，这也会加大美元的升值压力。**
- 欧央行最新会议声明称将在 12 月会议对经济基本面和货币政策措施进行重新的评估，市场预期欧央行将增加 PPEP 的规模大概 5000 亿欧元。目前购债的速度来说 1.35 亿的规模已经绰绰有余，当然不排除在经济下行压力和通缩风险下欧央行加快每周购债的速度，但是我们或许可以期待除 PPEP 以外的刺激的加码。

风险提示：欧洲经济复苏快于预期；全球疫情控制不及预期；全球刺激政策超预期。

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

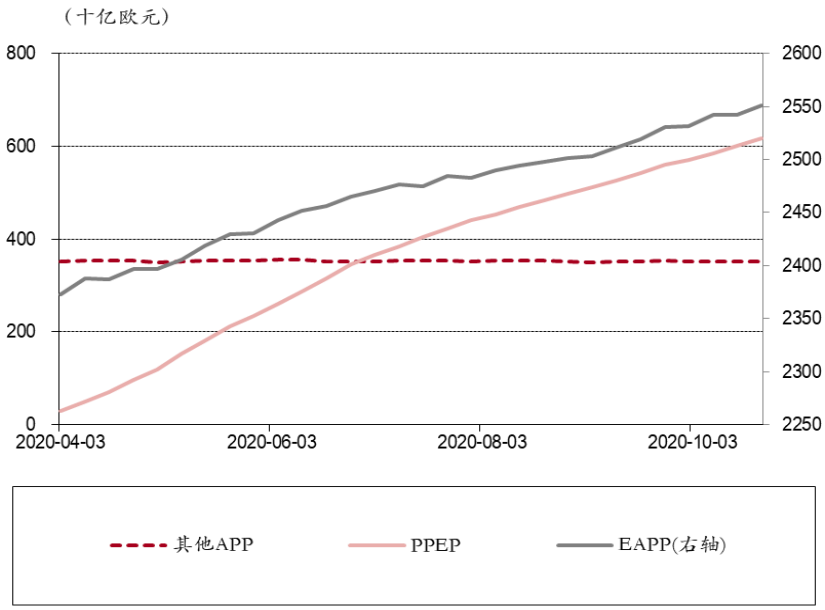
宏观及策略: 宏观经济

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

货币政策决议按兵不动

货币政策决议按兵不动，符合市场预期。北京时间 10 月 29 日晚上，欧央行发布了 10 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。**10 月欧央行货币政策保持不变，**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 1.35 万亿欧元的 PPEP（大流行资产购买紧急计划），**截至 10 月 23 日，**欧央行资产负债表上 PPEP 持仓为 6169 亿欧元，10 月份以来欧元区疫情急剧恶化，但是欧央行未加快资产购买速度，仍保持以每月 600 亿欧元左右的速度增加净头寸，是目前欧央行扩表的最主要来源，按照目前速度在明年 6 月份之前都很难用完 1.35 万亿额度；3. APP（资产购买计划）将以每月 200 亿欧元的速度推进，且年底前可额外追加 1200 亿欧元的暂时购买计划。**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 10 月 23 日，欧央行 EAPP 持仓 2.55 万亿欧元（EAPP 从 2015 年实施至今）；**4. 继续通过再融资操作提供充足流动性，**目前最新的再融资操作计划是 TLTRO III（定向长期再融资三期），欧央行资产负债表对应分项（长期再融资）10 月份较 9 月扩张了 1581 亿欧元，总规模为 1.75 万亿欧元左右。

图表 1. 欧央行各类资产购买计划持仓对比

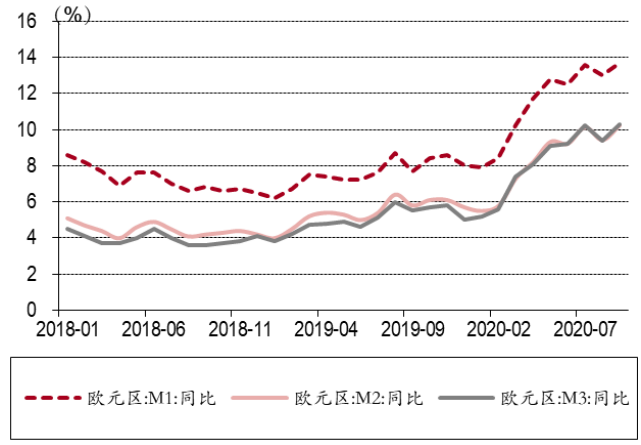


资料来源：万得,ECB，中银证券（其他 APP 包括 ABSPP（资产支持证券购买计划）、CBPP（担保债券购买计划）和 SMP（证券市场计划））

经济下行风险使银行信贷要求收紧，货币信用传导或遇阻。据欧元区 3 季度银行信贷行为调查报告显示：1. 由于潜在信用风险的恶化，3 季度银行对企业的信贷要求有所收紧，且预计 4 季度收紧幅度会加大；2. 企业信贷需求下降，其中固定资产投资需求的减弱和紧急流动资金需求减弱是信贷需求下降的两大原因；3. 银行对家庭与个人消费者贷款标准大幅收紧，大量的房贷要求未被满足，且收紧幅度预计在 4 季度加剧。

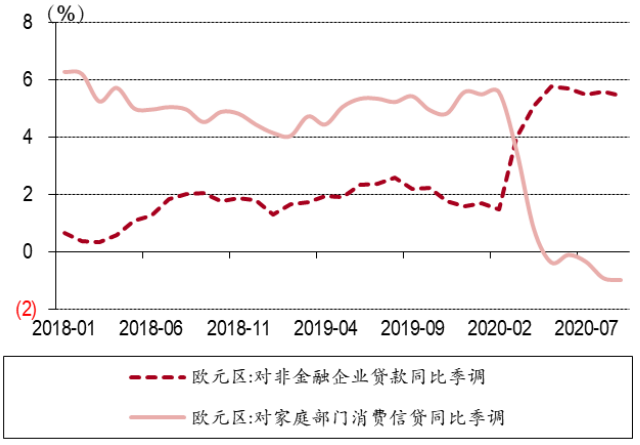
9 月欧元区 M3 同比增速为 10.3%，较 8 月份有所上升，其中 M1 同比增速为 13.7%，贡献了大部分的 M3 增长，说明企业与个人的预防性储蓄现象依然普遍，因此大部分货币以隔夜存款等灵活度最高的形式存在。9 月金融机构对非金融企业的贷款同比增长 5.4%与 8 月的 5.6%基本持平，**但非金融企业贷款存量较 8 月下降了 225 亿欧元，这是疫情以来的首次下降；**9 月金融机构对家庭贷款同比减少 1.0%，较 8 月-0.92%小幅降低，**总的来说企业与家庭/个人信贷增速持续分化。**

图表 2. 欧元区货币供应量走势



资料来源：万得，中银证券

图表 3. 欧元区企业与家庭信贷增速持续分化



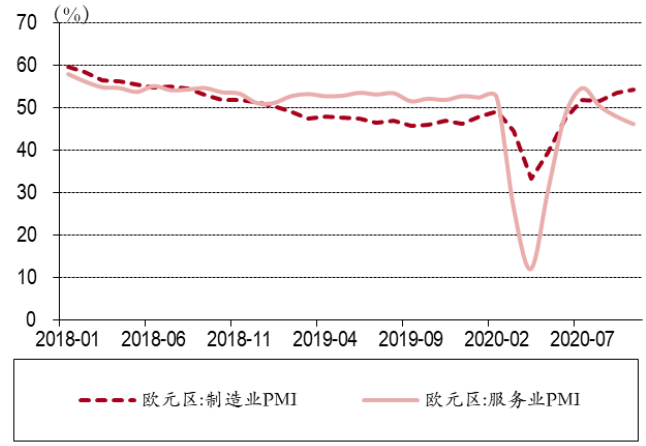
资料来源：万得，中银证券

警惕美元短期升值与欧元区通缩风险

欧元区生产端复苏程度强于需求。10 月份欧元区制造业 PMI 初值为 54.4，连续两个月上升，且为 2018 年 8 月以来最高值；而欧元区服务业 PMI 初值为 46.2，连续三个月下降，并已经两个月处于收缩区间。德法近期 PMI 走势均呈现制造业与服务业分化走势，德国 10 月制造业 PMI 初值为 58，连续 6 个月上升，为 2018 年 4 月以来峰值；服务业 PMI 录得 48.9，连续三个月下降，并从 9 月 50.6 跌入收缩区间。法国 10 月制造业 PMI 初值为 51.0，而服务业 PMI 初值为 46.5，连续三个月下降。欧元区尽管在疫情中采取了比较积极的财政政策，并历史性地创立 7500 亿的“欧洲复兴基金”，但并不像美国财政刺激一般直接向消费者发钱，因此对于需求端的直接刺激有限，呈现出生产端复苏快于需求端的特点，这在制造业 PMI 与服务业 PMI 的分化可以看出。

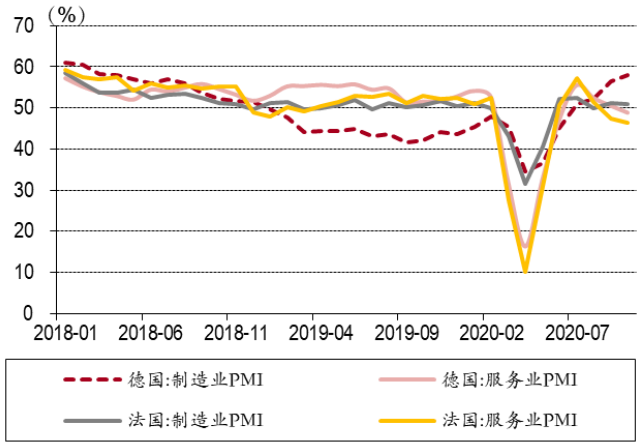
同时，**欧洲第二波疫情加剧下的重新封锁或加剧生产端与需求端的分化程度。**目前欧洲疫情处于爆发性增长阶段，整个欧元区 10 月 28 日新增确诊 14.5 万例，为疫情以来最高峰，约第一波疫情峰值 5 倍。主要国家近期也频创单日新增记录，德国 10 月 28 日单日新增 26593 例，为疫情以来最高；法国 10 月 25 日单日新增甚至超过 5200 例，意大利 10 月 28 日也创最高纪录 24988 例。鉴于不断恶化的疫情，各国政府纷纷重启封锁手段，10 月 28 日法国总理马克龙宣布“封国”，具体措施为非必要商业活动如餐厅酒吧等将被停止经营，民众出行需携带出行证明等，但学校与工厂正常运营，本次封锁将至少持续至 12 月 1 日。而德国亦宣布将在 11 月 2 日实施部分封锁，其中措施包括限制 10 人以上或 2 家人以上的社交活动、酒吧关闭、饭店禁止堂食等，但学校将保持开放且受封锁影响的小企业将收到 2019 年收入 75%的补贴。**我们认为欧洲接下来一个月的大规模封锁将大大影响其经济复苏进程并打击需求，同时封锁措施在企业端与个人端的非对称性或将加剧生产与需求的分化程度，从而加大通缩压力。**

图表 4. 欧元区制造业与服务业 PMI 走势分化



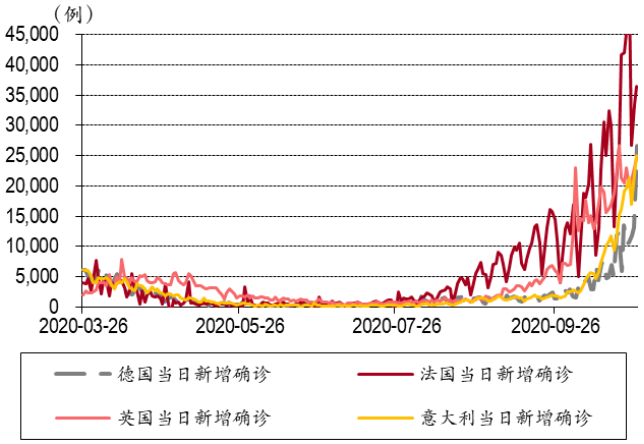
资料来源：万得，中银证券

图表 5. 德法制造业与服务业 PMI 均分化



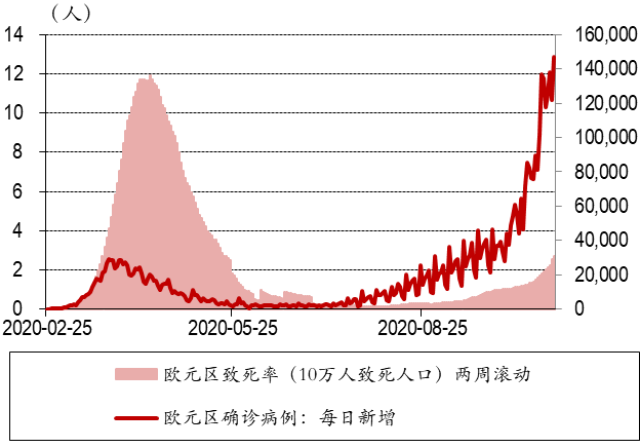
资料来源：万得，中银证券

图表 6. 欧元区主要国家疫情情况



资料来源：万得，中银证券

图表 7. 欧元区整体疫情情况



资料来源：万得，中银证券

疫情以来欧美货币政策与财政刺激均“火力全开”，而现在双方货币政策的边际效益已经大幅降低，欧洲在破天荒推出共同财政刺激后很难进一步加码，美国新一轮财政刺激在明年年初前都或许难以正式落地，欧美政策都进入了空窗期，政策空窗期下四大因素或推动美元走强。1. 美国复苏确定性强于欧洲，我们最近的报告已经反复提到美国三季度以来零售、地产、就业等各项数据均超预期复苏，同时美国 10 月 Markit 制造业 PMI 初值录得 53.3，较 9 月 53.2 小幅上升，而服务业 PMI 更是达到 56.0，与 2019 年 2 月峰值持平。在最新出炉的 GDP 初值数据中，美国三季度实际 GDP 环比折年率为 33.1%，高于预期的 31.0%。**2. 美德利差自 8 月以来不断走阔，**美德 10 年国债 8 月 3 日利差为 108BP，10 月 28 日利差走阔到 145BP，然而欧元兑美元汇率仅从 1.1763 小幅贬值为 1.1746，因此从美德利差看，美元尚有升值动力。**3. 美欧扩表的速度开始收敛，**我们计算美联储资产负债表的年同比扩张速度与欧央行的年同比扩表速度进行对比，发现美欧扩表速度差（正数为美联储扩表快于欧央行）从 6 月初的 65.94%回落至最近的 35.96%，然而同期欧元兑美元汇率从 1.1376 升值至 1.1860。**4. 美欧疫情恶化以及美国大选带来的不确定性使资金风险偏好降低，这也会加大美元的升值压力。**

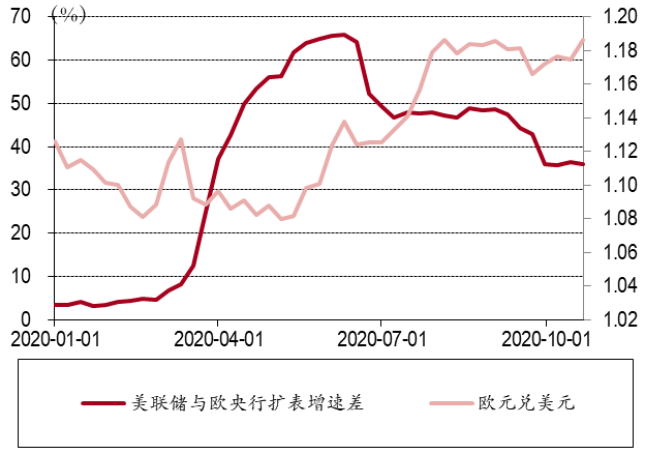
同时，美元升值带来大宗商品价格的下跌也会进一步极大欧元区的通缩风险。欧央行最新会议声明称将在 12 月会议对经济基本面和货币政策措施进行重新的评估，市场预期欧央行将增加 PPEP 的规模大概 5000 亿欧元。但是正如我们前面所提到的，以目前购债的速度来说 1.35 亿的规模已经绰绰有余，当然不排除在经济下行压力和通缩风险下欧央行加快每周购债的速度，但是我们或许可以期待除 PPEP 以外的刺激的加码。

图表 8. 美德利差 8 月以来走阔，但汇率基本持平



资料来源：万得，中银证券

图表 9. 美欧扩表速度差已经收敛多时，但汇率背离



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；全球刺激政策超预期。

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