

欧央行 9 月议息会议点评

欧央行上调欧元区复苏预期

- **货币政策决议老调重弹，符合市场预期。**相较于 7 月会议，9 月货币政策决议一字未动，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 9 月 4 日，欧央行资产负债表上 PPEP 持仓为 5123 亿欧元，平均每周净头寸增加 150 亿欧元左右，是目前欧央行扩表的最主要来源；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。
- **拉加德的介绍性陈述主要有三个亮点，第一点是她对欧元区最近的经济状况陈述相较 7 月会议有一定差异：1. 对于疫情带来的不确定性的重视，**讲话中多次提到复苏的持续性和强度"高度依靠"疫情的发展，关于欧元区的疫情，我们之前已经有较多的讨论，其目前处于单日新增不断增加但致死率控制平稳的状态。短期内假如可以看到单日新增病例的拐点且致死率依旧处于低位，我们便可以对欧元区复苏持续度有较乐观的期待；**2. 外需的确定性在加强，**欧央行认为全球基本面正在不断修复，对欧元区 2020 年外需增长的预测从 6 月份的-15.1%上升为-12.5%；**3. 服务业的复苏明显，不过动能开始减弱，**不断增长的失业率拖累了消费。
- **第二点值得关注的是欧央行对于 2020 年欧元区的经济预测比 6 月份更加乐观。**ECB 将 2020 年实际 GDP 增速预测（括号中为 6 月份预测值，增速为环比增速）修改为-8.0%(-8.7%)、私人消费-8.0%(-7.8%)、固定资本形成-12.3%(-15.5%)、出口-13.7%(-13.6%)、进口-11.7%(-12.0%)、失业率 8.5%(9.8%)。其中私人消费的收缩扩大是被迫储蓄与预防性储蓄组合引起的，失业率的较大幅调降是因为欧央行注意到目前很多失业者因为工作机会的缺失而转为"不活跃状态"，因此失业率的增加被低估了。
- **第三点需要注意的是欧央行提到了"将关注欧元升值对中期通胀水平的影响"，但未采取实际行动。**欧央行对欧元区 2020 年 HICP 预测值保持 0.3%不变，2021 年上调 0.2%至 1.0%，2022 年维持 1.3%不变，预测报告中欧央行对于欧元汇率在 2020 年的假设为 1.14，2021-2022 年的假设为 1.18，因此即使欧元汇率目前较 1.14 有升值，但是不偏离欧央行的中期假设水平，且基于 1.18 汇率的假设下欧元区未来经济预期尚且乐观，因此看不到欧央行出手干预的动机。
- **对于欧元汇率未来的走势，我们认为核心还是美欧复苏强度的对比以及美联储政策的边际改变。**当前数据下美国复苏趋势优于欧洲尚未被证伪，同时美联储也没有继续加码宽松的动机，且如果欧元/美元长时间较大幅度突破 1.18，恐怕会对疲弱的欧元区通胀数据造成重大打击，届时无论是出口疲软叠加通缩风险带来的经济预期恶化还是欧央行出手干预，都不会是支撑欧元长时间强势的因素。

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

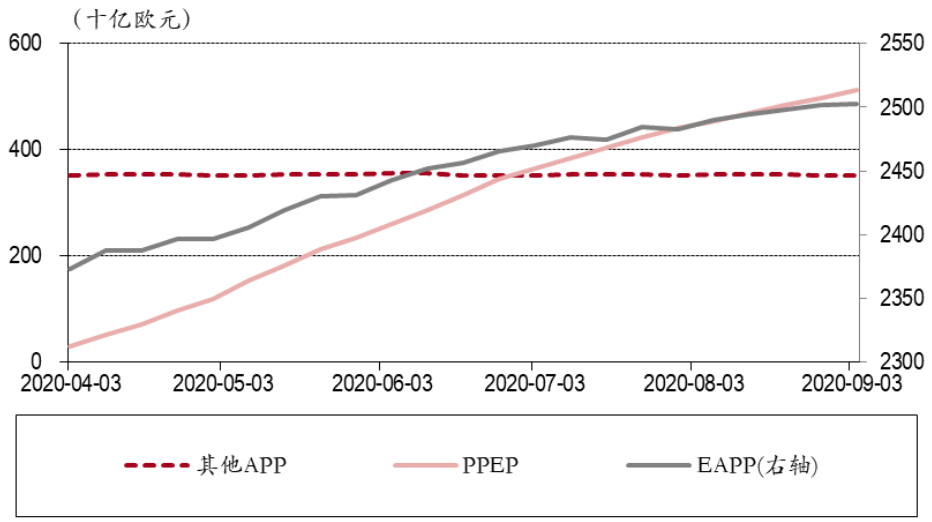
证券分析师： 朱启兵
8610-66229359
qibing.zhu@bocichina.com
证券投资咨询业务证书编号：S1300516090001

货币政策决议按兵不动

货币政策决议老调重弹，符合市场预期。北京时间 9 月 10 日晚上，欧央行发布了 9 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。**相较于 7 月会议，9 月货币政策决议一字未动，**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 9 月 4 日，**欧央行资产负债表上 PPEP 持仓为 5123 亿欧元，平均每周净头寸增加 150 亿欧元左右，是目前欧央行扩表的最主要来源；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 9 月 4 日，欧央行 EAPP 持仓 2.5 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）自 7 月以来较平稳，为 1.6 万亿欧元左右。

决议中照旧提及"随时准备动用一切工具确保通胀持续向目标收敛"，总的来说货币政策决议符合市场预期。

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））

讲话中关于货币与政策部分没有太大变动，7 月欧元区 M3 同比增速为 10.3%，较 6 月份有所上升，主要是国内信用创造活动继续景气与央行的资产购买计划造成的。但其中 M1 同比增速为 13.6%，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。7 月金融机构对非金融企业的贷款同比增长 7.0%与 6 月的 7.1%基本持平，对企业端较高速的信贷增长表明企业对于营运资本的持续高需求；7 月金融机构对家庭贷款同比增长 3.0%，与 6 月份持平。总体来说，私人部门信贷多增继续受益于救助政策带来的银行较低的贷款利率。

图表 2. 9 月和 7 月利率决议相关论述对比

指标	9月会议	7月会议
利率	直到预测窗口内通胀向略低于2%水平收敛，收敛趋势可持续之前，保持关键利率不变(-0.5%, 0%, 0.25%)。	
资产购买计划	1. 继续推进总量1.35万亿欧元的PPEP，且PPEP将进行至2021年6月或委员会认为疫情危机结束的时候，PPEP的本金偿还将在PEPP下继续在投资至少到2022年底； 2. APP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，APP计划将增加净购买直至欧央行加息为止，而本金再投资在加息后仍会继续进行一段时间，直到流动性状况足够好转	
再融资操作	继续推进，TLTRO III被银行大量使用来支持企业与家庭的信贷	
总体经济	1. 自七月会议来经济继续强劲复苏，与预期相符但较疫情前水平仍有较大差距； 2. 制造业经济活动继续走强，而服务业复苏动能减弱； 3. 欧元区国内需求复苏强势，但经济不确定性仍然压制消费、投资和劳动市场，未来复苏关键因素仍在疫情； 4. 第三季度GDP增长率仍会强势反弹	1. 经济状况因解封因素在五六月份相比四月份低谷大为好转，但具体指标仍大幅低于疫情前水平，复苏处于早期阶段，各行业与地区的复苏不均衡； 2. 消费复苏，工业产出大幅反弹，但疲软的劳动市场与家庭的预防性储蓄均压制消费； 3. 对前景的不确定性压制投资，全球经济低迷拖累了欧洲外需； 4. 预计欧洲经济在三季度因进一步解封将继续反弹，但速度与幅度仍不确定
产出数据	9月预测：实际GDP全年增长-8.0%(2020), 5.0%(2021), 3.2%(2022)	6月预测：实际GDP全年增长-8.7%(2020), 5.2%(2021), 3.3%(2022)
通胀数据	9月预测：HICP全年增长0.3%(2020), 1.0%(2021), 1.3%(2022)	6月预测：HICP全年增长0.3%(2020), 0.8%(2021), 1.3%(2022)
就业数据	9月预测：失业率8.5%(2020), 9.5%(2021), 8.8%(2022)	6月预测：失业率9.8%(2020), 10.1%(2021), 9.1%(2022)

资料来源：ECB，中银证券

经济增速预期上调，欧元不是政策扰动项

由于货币政策维持现状，市场焦点集中在拉加德的讲话上。**拉加德的介绍性陈述主要有三个亮点，第一点是她对欧元区最近的经济状况陈述相较 7 月会议有一定差异：**

1. 对于疫情带来的不确定性的重视，讲话中多次提到复苏的持续性和强度“高度依靠”疫情的发展，因为疫情带来的不确定性将使劳动力市场、消费和投资环节的复苏恶化，不过欧央行认为现阶段疫情对于经济的风险仍处于下降态势，这也是本次经济预测数据均好于 6 月的重要原因。关于欧元区的疫情，我们之前已经有较多的讨论，其目前处于单日新增不断增加但致死率控制平稳的状态。短期内假如可以看到单日新增病例的拐点且致死率依旧处于低位，我们便可以对欧元区复苏持续度有较乐观的期待，不过由于新冠疫苗大概率会在 2020 年底至 2021 年初问世，届时疫情的成功控制为大概率事件。

2. 外需的确定性在加强，7 月份会议中对于外需的表述为“疲软”，而本次会议的表述改成了“不断提振”。欧央行认为全球基本面正在不断修复，全球 8 月综合 PMI 为 52.6，较 7 月增加 2.4，且连续四个月上升，同时欧洲企业将分散它们对于海外供应商的单一依赖度，这也将对国际贸易有所提振（防止贸易集中在受疫情影响严重的国家），因此欧央行对欧元区 2020 年外需增长的预测从 6 月份的-15.1%上升为-12.5%。

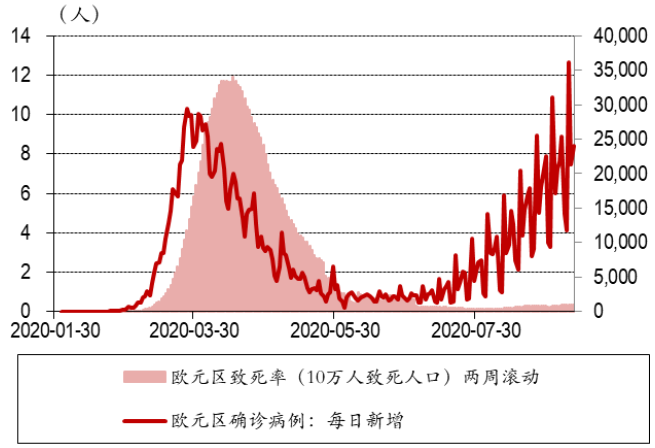
3. 服务业的复苏明显，不过动能开始减弱。本次讲话中提到“工业与服务业产出有显著的提振，不过相对于制造业的复苏势头，服务业动能有所减弱”，这与欧元区 8 月服务业 PMI 从 7 月的 54.7 较大幅下滑至 50.5 相印证，同时不断增长的失业率也一定程度上拖累了消费，压制了服务业的复苏。

图表 3. 基于疫情不同发展假设的经济数据预测

	September 2020 projections								
	Mild scenario			Baseline			Severe scenario		
	2020	2021	2022	2020	2021	2022	2020	2021	2022
Real GDP	-7.2	8.9	3.5	-8.0	5.0	3.2	-10.0	0.5	3.4
HICP inflation	0.3	1.2	1.8	0.3	1.0	1.3	0.3	0.7	0.7
Unemployment rate	8.3	7.8	6.6	8.5	9.5	8.8	8.9	11.4	11.2

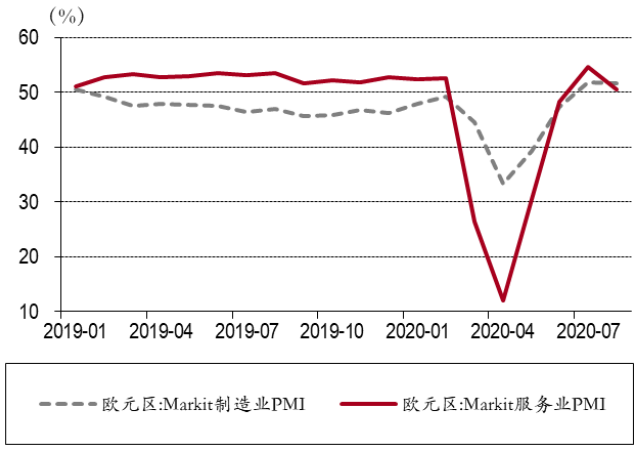
资料来源：ECB，中银证券

图表 4. 欧元区每日新增未见拐点，致死率保持低位



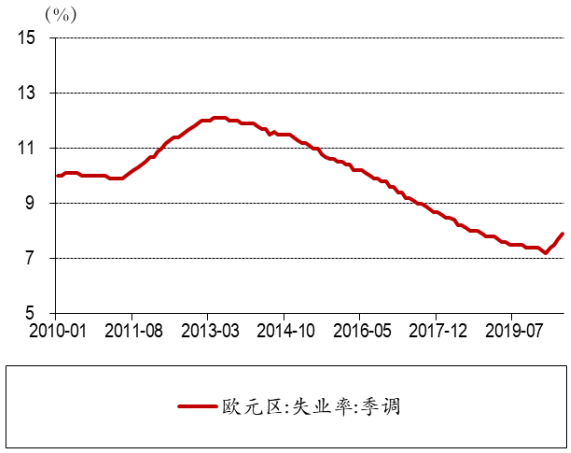
资料来源：万得，中银证券

图表 5. 欧元区 8 月服务业 PMI 较大幅度回落



资料来源：万得，中银证券

图表 6. 欧元区失业率走势



资料来源：万得，中银证券

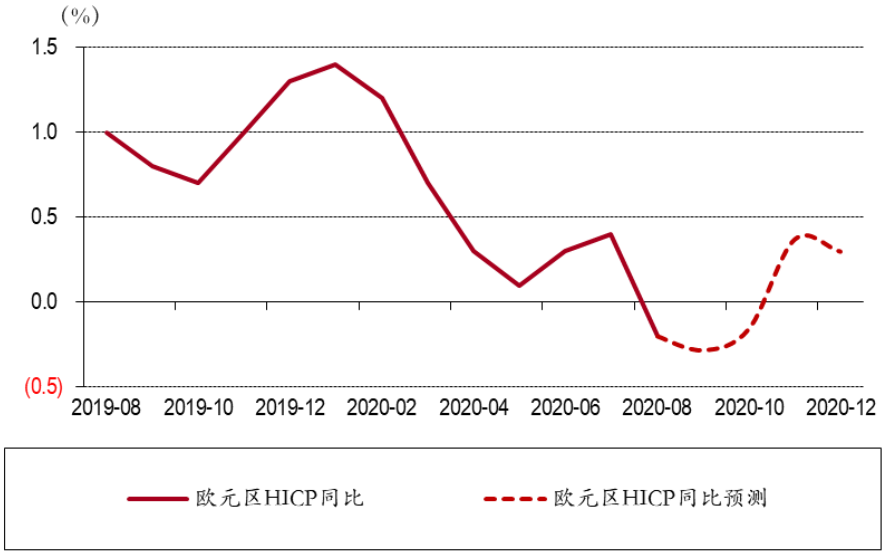
第二点值得关注的是欧央行对于 2020 年欧元区的经济预测比 6 月份更加乐观。本次讲话拉加德用“第三季度 GDP 增长将迎来强劲反弹”来代替了 7 月份讲话中的“反弹”，在具体的数字预测层面，三季度实际 GDP 预计环比增长 8.4%，将修复上半年经济衰退的一半。欧央行预计解封将不断推进且经济不确定性将逐渐下降同时外需提振且货币政策和财政政策支持力度充足，**将 2020 年实际 GDP 增速预测（括号中为 6 月份预测值，增速为环比增速）修改为-8.0%(-8.7%)、私人消费-8.0%(-7.8%)、固定资本形成-12.3%(-15.5%)、出口-13.7%(-13.6%)、进口-11.7%(-12.0%)、失业率 8.5%(9.8%)。**其中私人消费的收缩扩大是被迫储蓄与预防性储蓄组合引起的，被迫储蓄指的是收入不变的消费者因疫情原因无法消费非必需品与服务，预防性储蓄则是消费者信心下降和经济不确定性导致的；失业率的较大幅调降是因为欧央行注意到目前很多失业者因为工作机会的缺失而转为“不活跃状态”，因此失业率的增加被低估了，而当基本面正常化且“短期工作计划”结束后失业率将迎来脉冲式上涨，**因此 2021 年的预计失业率为 9.5%，2022 年为 8.8%。**

第三点需要注意的是欧央行提到了“将关注欧元升值对中期通胀水平的影响”，但未采取实际行动。在 9 月经济预测中，**欧央行对欧元区 2020 年 HICP 预测值保持 0.3%不变，2021 年上调 0.2%至 1.0%，2022 年维持 1.3%不变。**预测报告中表示 2020 年的低通胀主要是油价下跌引起的，同时欧元的升值与 7 月份德国增值税的下调也有影响，而当这些通缩压力因素逐渐消除的时候，后续通胀水平将逐渐向欧央行合意水平靠拢。目前欧洲统计局对欧元区 8 月 HICP 同比预测值为-0.2%，环比预测值为-0.4%，假设该预测值得到实现且 2020 年 HICP 增长 0.3%，那么接下来的四个月 HICP 的环比增速要达到平均

0.23%的水平，按照 0.23%的环比增速计算，接下来四个月 HICP 同比增速为-0.28%, -0.16%, 0.37%和 0.3%。**经济预测报告中，欧央行对于欧元汇率在 2020 年的假设为 1.14，2021-2022 年的假设为 1.18，因此即使欧元汇率目前较 1.14 有升值，但是不偏离欧央行的中期假设水平，且基于 1.18 汇率的假设下欧元区未来经济预期尚且乐观，因此看不到欧央行出手干预的动机。**

对于欧元汇率未来的走势，我们认为核心还是美欧复苏强度的对比以及美联储政策的边际改变。尽管欧央行提高对欧元区的经济预期，当前数据下美国复苏趋势优于欧洲尚未被证伪，同时在美国复苏势头良好的时候，美联储也没有继续加码宽松的动机。而且虽然目前欧元升值幅度尚在欧央行的预期范围内，但如果欧元/美元长时间较大幅度突破 1.18，恐怕会对疲弱的欧元区通胀数据造成重大打击，届时无论是出口疲软叠加通缩风险带来的经济预期恶化还是欧央行出手干预，都不会是支撑欧元长时间强势的因素。

图表 7. 基于欧央行预测的欧元区 HICP 走势



资料来源：万得, ECB，中银证券

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