

宏观点评 20220721

开局 50bp，欧洲央行的鹰派立场能维持多久？

2022 年 07 月 21 日

证券分析师 陶川

执业证书：S0600520050002

taoch@dwzq.com.cn

研究助理 段萌

执业证书：S0600121030024

duanm@dwzq.com.cn

相关研究

《上半年 2.5%，下半年增速为多少才合适？》

2022-07-15

《通胀爆表+就业强劲=美联储大幅加息》

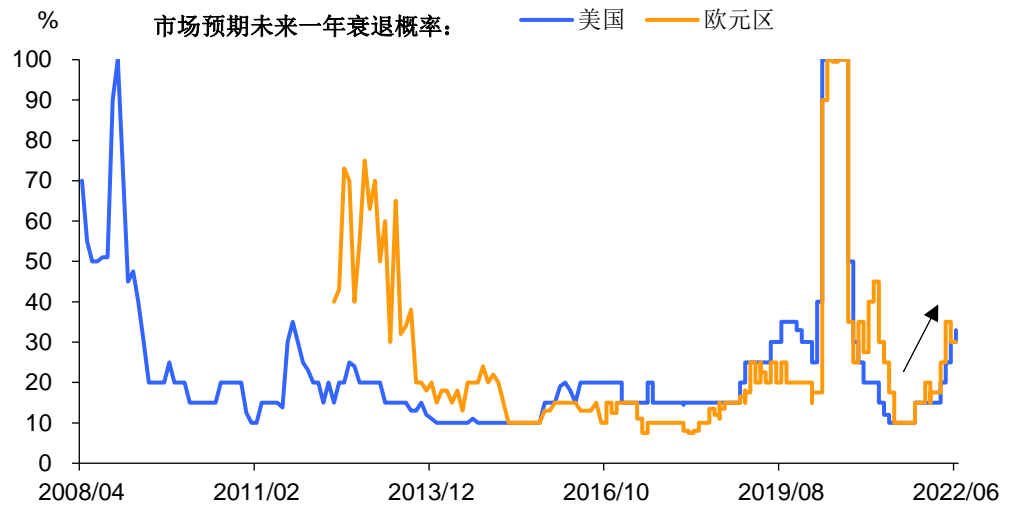
2022-07-14

《中国出口：上半场绝地反击，下半场怎么看？》

2022-07-13

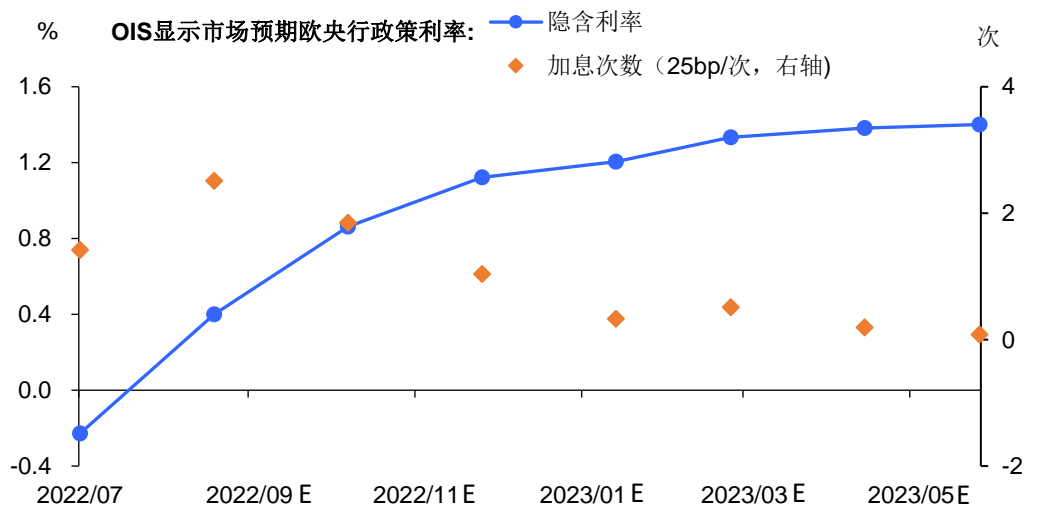
- 2022 年 7 月欧洲央行议息会议迎来 11 年来首次加息，并以超市场预期鹰派的 50bp 开局，显示出其对抗通胀的决心，消息公布后欧元兑美元跳升 90 点。同步推出的还有“反碎片化”新工具——“传导保护机制”TPI，以减缓加息下边缘国家国债遭抛售所造成的资本市场波动。展望下半年，在俄罗斯断供天然气的下行风险下，欧元区通胀可能面临阶段性飙升，经济或于四季度便步入衰退，届时为了拯救经济，欧洲央行大幅加息的步伐或将放缓。
- 近期欧洲各国政府对俄罗斯可能切断天然气供应的担忧升温，欧洲经济运行的不确定性增加。根据 IMF 数据，2021 年 6 月以来，俄罗斯对欧洲的天然气交付量已下降了 60%。俄乌冲突是影响欧洲经济的核心外部变量，若俄罗斯作为反制裁措施断供欧洲天然气，导致本已回落的大宗商品价格迎来新一波上涨，将既推升通胀，又引发衰退。
- 在此背景下，后续欧洲央行的加息节奏会是怎样的？通胀、通胀预期和薪资增速外，上述的天然气供应也是重要因素。2022 年 6 月欧元区 CPI 同比升 8.6%，飙升动能不减，为了压制通胀，欧洲央行或在后续议息会议上连续大幅加息。OIS 显示市场预期 2022 年欧洲央行政策利率终值为 1.1%，即在基准情形下，欧洲央行将在 9 月和 10 月的会议上各加息 50bp，并在 12 月放缓至 25bp（图 2）。
- 但俄罗斯断供天然气的下行风险下，欧洲经济将陷入温和衰退，尽管短期内通胀将迎来上行，但为了拯救经济，欧洲央行或在 9 月之后暂缓加息步伐，暂停加息或对加息幅度进行调整。
- 从经济基本面的维度来看，欧洲各国对俄罗斯天然气依存度不同，导致断供天然气对各国经济的影响存在分化。如图 3-图 4 所示，主要国家中，德国和意大利对于俄罗斯天然气的依赖程度要比法国和西班牙高一个档位，鉴于短期内可替代的天然气供应商有限，断供对德意二国 GDP 的拖累也更大。
- 尽管欧洲经济前景面临较大不确定性，但通胀飙升、就业市场火热倒逼欧洲央行加速收紧货币政策（图 5-图 6）。4 月以来，各机构普遍调降对欧元区实际 GDP 增速的预测，调升对于其通胀的预测（图 7）。从 OECD 综合领先指标来看，虽然美国指标的拐点先于欧洲指标，但是后者的下行斜率更大。如此看来，尽管欧洲央行的加息周期滞后于美联储，但鉴于欧洲经济前景比美国更悲观，欧洲可能先一步陷入衰退（图 8）。
- 除了面临在压制通胀和经济衰退间的权衡，欧洲央行还要兼顾加息下欧洲经济“碎片化”的风险，使得其比美联储等众多央行的任务更加艰巨。欧洲经济体内部存在分化，而经济增速放缓、通胀高企和俄乌冲突的复杂环境下，需要避免加息下金融条件的收紧对意大利等较弱边缘经济体造成过大的压力，从而引发另一场主权债务危机。如图 9 所示，俄乌冲突下，德意利差已经走阔至超 200bp，接近 2020 年疫情爆发时的水平，而加息对于意大利经济的冲击可能导致德意利差进一步走阔。
- 维稳的考虑下，7 月会议上欧洲央行推出新的“反碎片化”工具 TPI。该工具旨在确保货币政策向所有成员国的顺利传导，以配合货币政策的正常化。货币政策收紧的过程中，边缘国家国债可能遭到抛售从而导致收益率飙升，而“反碎片化”方法或包括有针对性地购买边缘国家国债，从而避免其与核心国家国债利差的走阔幅度超出基本面的差距。
- 而反观资本市场，与美国类似，市场尚未对欧洲经济衰退和下行风险定价。2022 年开年以来，欧洲股市的调整为估值回调所致，盈利增长尚未被下修（图 10）。考虑到难以规避的经济衰退，以及俄罗斯断供天然气和意大利政局动荡的下行风险，我们认为欧洲股市的调整尚未结束。
- 风险提示：新冠病毒变异导致疫苗失效，确诊病例大爆发导致欧洲经济重回封锁；俄乌局势失控造成大宗商品价格剧烈波动

图1：2022年6月，市场预期未来一年欧美衰退概率大幅上升



数据来源：Bloomberg，东吴证券研究所

图2：OIS显示市场预期2022年欧洲央行政策利率终值为1.1%

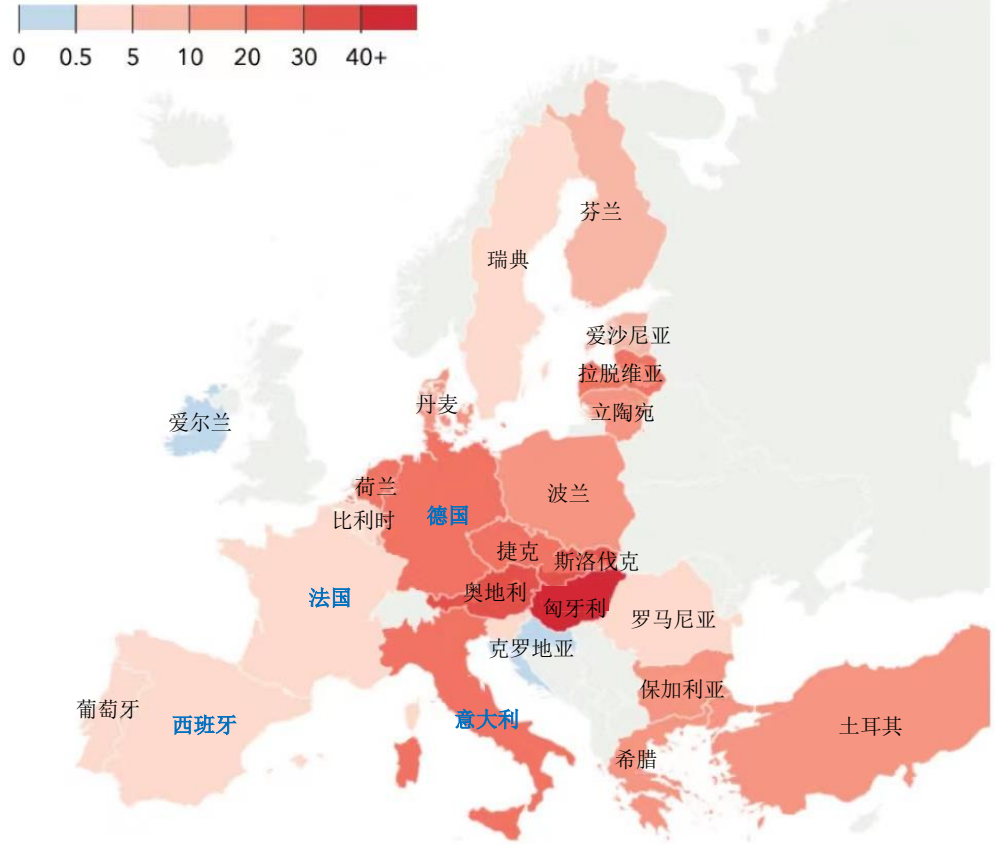


数据来源：Bloomberg，东吴证券研究所

图3: 2020年欧洲各国对于俄罗斯天然气的依存度

对俄罗斯天然气的依存度

(2020年各国从俄罗斯进口天然气占总能源消费的份额, 百分比)



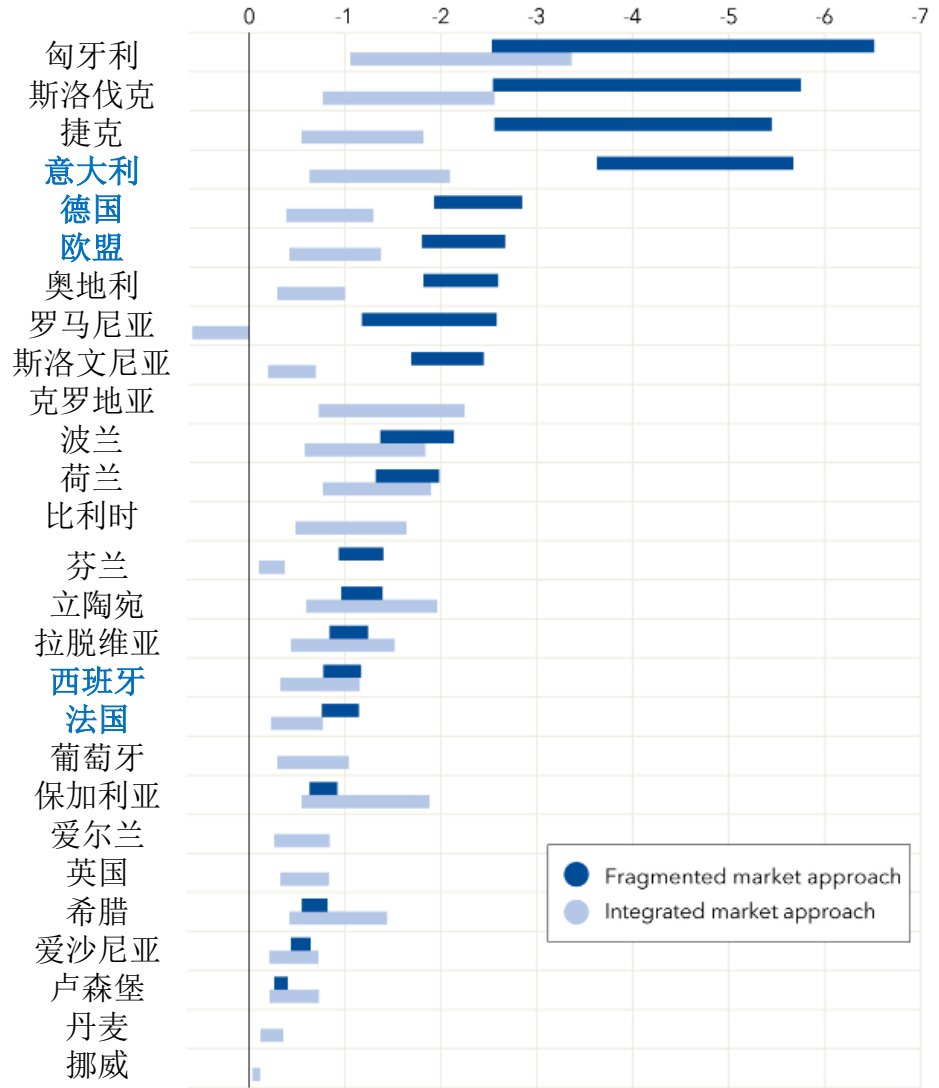
数据来源: IMF, 东吴证券研究所

图4: IMF 测算下, 俄罗斯断供天然气对欧洲各国 GDP 的影响

产出损失

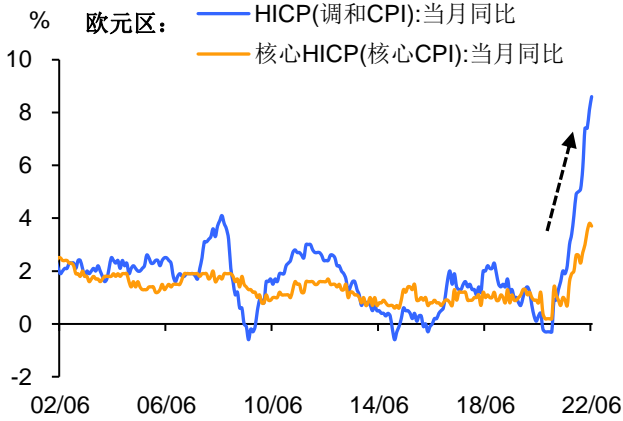
俄罗斯天然气供应中断对欧洲各国的影响存在分化

占GDP百分比



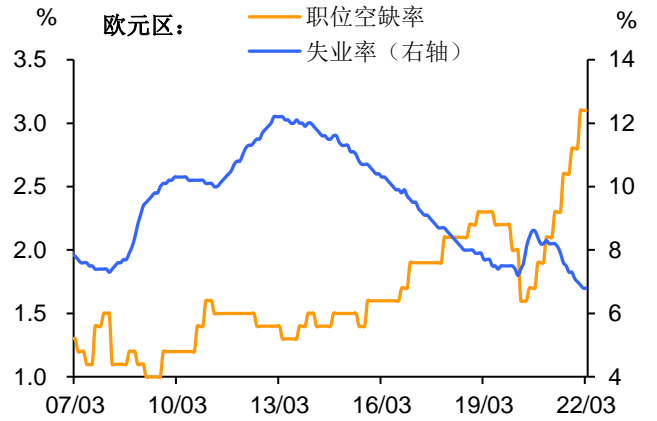
数据来源: IMF, 东吴证券研究所

图5: 欧洲通胀持续飙升



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图6: 欧洲劳动力市场的紧俏尚未缓解



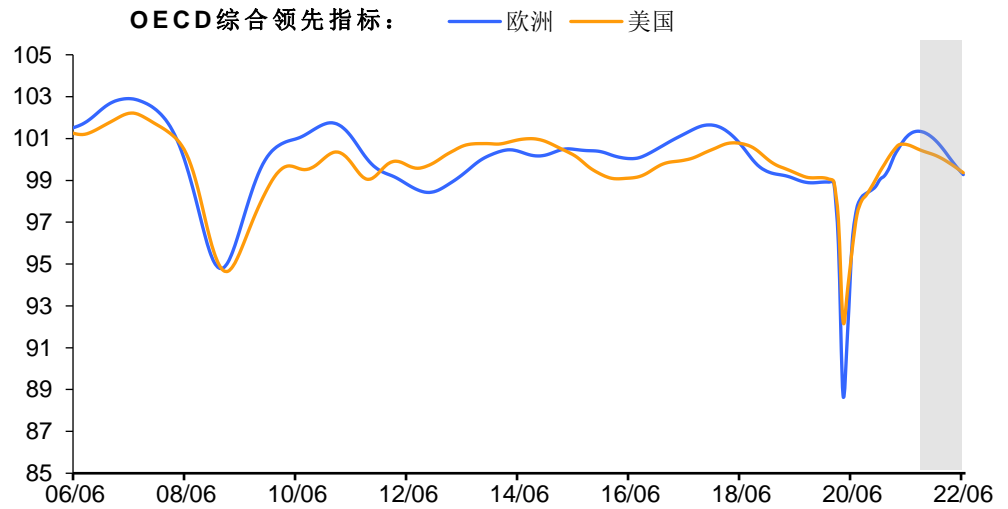
数据来源: Wind, 欧盟统计局, 东吴证券研究所

图7: 各机构对欧元区实际GDP增速和通胀的预测

各机构对欧元区实际GDP增长和通胀预测							
同比增速, %							
	发布日期	实际GDP增速			HICP通胀		
		2022	2023	2024	2022	2023	2024
Eurosystem staff	June 2022	2.8	2.1	2.1	6.8	3.5	2.1
OECD	June 2022	2.6	1.6	-	7.0	4.6	-
Euro Zone Barometer	May 2022	2.6	2.0	1.8	6.5	2.7	2.0
欧盟委员会	May 2022	2.7	2.3	-	6.1	2.7	-
经济学家一致预期	May 2022	2.7	2.2	2.0	6.8	2.6	1.7
IMF	April 2022	2.8	2.3	1.8	5.3	2.3	1.8
专业人士调查	April 2022	2.9	2.3	1.8	6.0	2.4	1.9

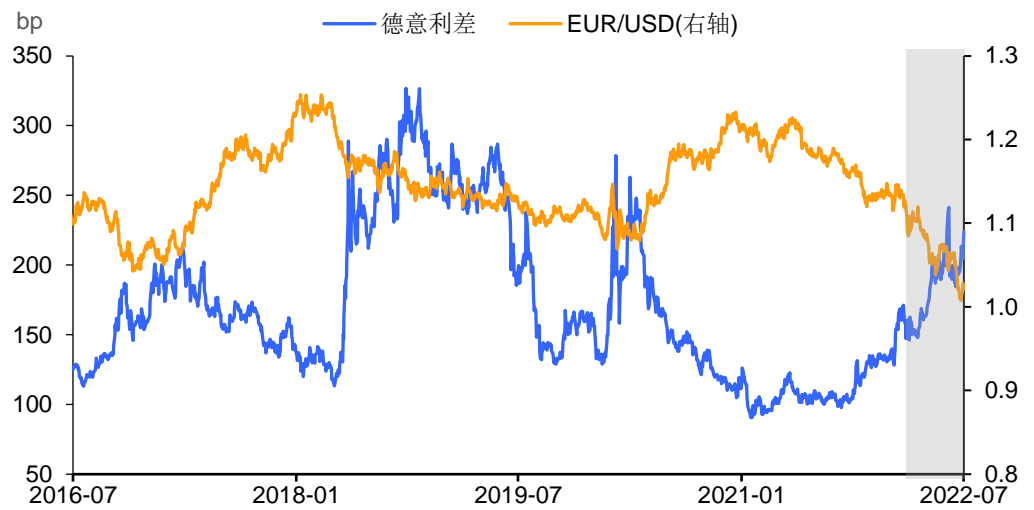
数据来源: 欧洲央行, OECD, IMF, 东吴证券研究所

图8: 2022年OECD欧洲综合领先指标已拐点向下



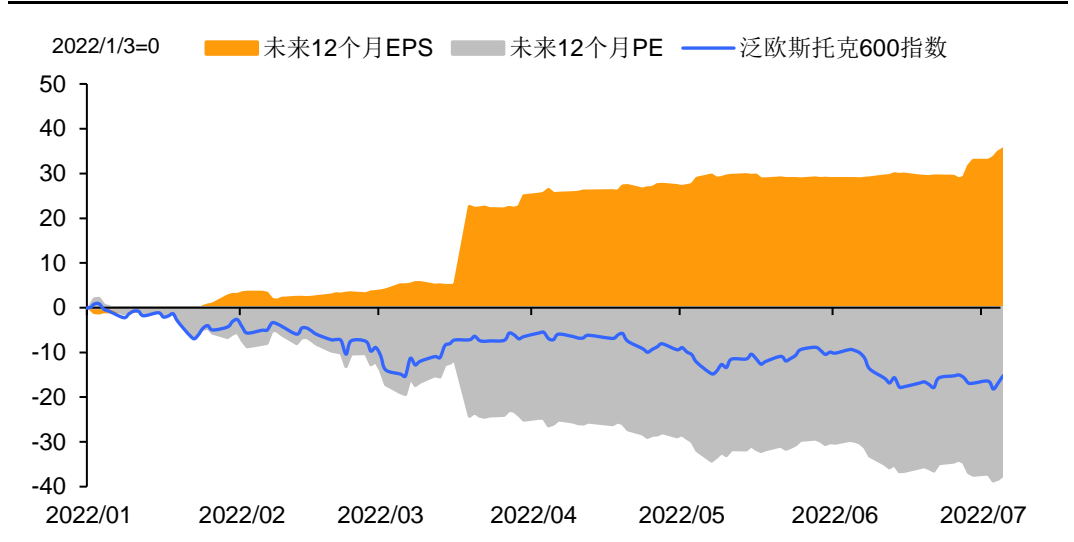
数据来源: OECD, 东吴证券研究所

图9: 2022年俄乌冲突下, 德意利差走阔, 欧元兑美元贬值



数据来源: Bloomberg, 东吴证券研究所

图10: 市场尚未对欧洲未来可能的经济衰退和下行风险进行定价



数据来源: Bloomberg, 东吴证券研究所

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15% 与 -5% 之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15% 以下。

行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5% 以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘 -5% 与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>

