

研究所

分析师：黄付生
SAC 登记编号：S1340522060002
Email：huangfusheng@cnpsec.com

研究助理：崔超
SAC 登记编号：S1340121120032
Email：cuichao@cnpsec.com

近期研究报告

《高通胀再加息，经济衰退风险加大
-7月欧洲央行加息点评》-黄付生-
20220725

欧洲央行9月议息会议点评

欧洲通胀压力不减，大幅加息加剧衰退

● 事件

9月8日，欧洲央行议息决议宣布三大利率加息75个基点。主要再融资利率升至1.25%，前值为0.5%；存款便利利率升至0.75%，前值为0%；边际贷款利率升至1.5%，前值为0.75%。

● 核心观点

我们认为，年内欧央行仍将延续加息步伐，存款便利利率或在年内升至1.5%，通胀水平仍是货币政策重点关注对象；欧元区经济下行预期增强。8月欧元区通胀水平继续上行，供给端改善不明显，能源短期有恶化迹象，电力价格飙升，电解铝、化工产品产量下降推高通胀预期。欧央行通过强力加息手段尽快抑制通胀的意图明显，并期望在通胀达到预期水平时操作货币政策转向，早日扭转经济颓势。我们认为，短期内欧元区通胀水平仍存在明显上行压力，货币政策和经济的拐点可能在明年下半年之后出现。

● 通胀压力不减，欧央行加息步伐加速

欧元区整体通胀继续上行。据欧盟统计局初步统计，8月欧元区HICP达到9.1%，较7月增长0.2个百分点，再创历史新高；主要国家通胀水平仍处高位，德国、法国、意大利8月CPI分别同比增长7.9%、5.8%和8.4%，分别较7月上升0.4、下降0.3和上升0.5个百分点。

能源短缺抬升通胀预期。欧洲央行认为，当前高通胀的主要原因为能源和食品价格的飙升，部分行业重新开放加剧了部分行业的供给短缺。本次议息会议将欧元区HICP 2022/23/24年通胀水平预期调升至8.1%/5.5%/2.3%。俄乌冲突仍然是当前供给短缺的重要影响因素。近期受能源供给不足预期影响，欧洲主要国家电力期货价格飙升，电解铝大幅减产，工业用天然气继续下滑，化工产业预计将受到较大冲击，加剧供给短缺。短期内通胀压力仍然较大。

欧央行加息步伐预期加速。7月、9月欧央行连续分别加息50和75个基点，加息强度超市场预期。欧央行希望尽快通过加息手

段抑制通胀的意图明显，并期望在通胀达到预期水平时操作货币政策转向，早日扭转经济颓势。未来政策路径仍主要关注通胀水平，年内继续加息的概率仍然较大，存款便利利率或在年内升至 1.5%。

● 经济滞涨风险抬升

未来两年经济增长预期下调，外部扰动犹存。欧央行上调 2022 年 GDP 增速至 3.1% (6 月为 2.8%)，对今年经济增长预期有所恢复；下调 23/24 年 GDP 增速至 0.9%/1.9% (6 月为分别为 2.1%/2.1%)。从欧央行对未来经济增长预测数据可以看出，对明年经济增长悲观预期明显增强，较高的通胀水平或将持续至明年上半年，货币政策和经济拐点在明年下半年之后出现的概率较大。此外，俄乌冲突后续引起的能源、农产品和工业原料供应短缺，以及贸易环境的恶化，对欧元区经济存在较大的扰动。

● 欧元短期走强，主权债务风险值得关注

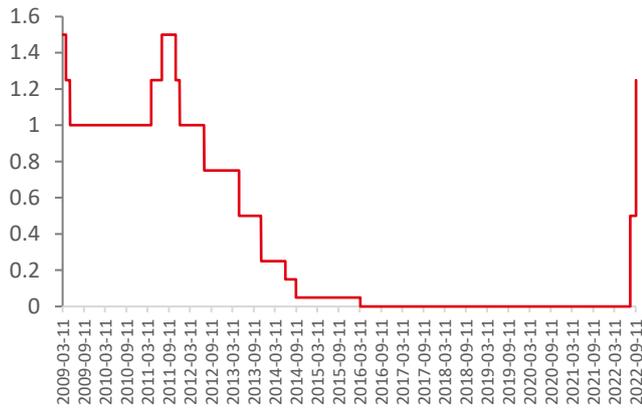
欧元短线走强，贬值压力仍然较大。纽约时间 9 月 8 日 20:00 至当日 23:28，欧元兑美元汇率由 1.0010 升至 1.0082，涨幅 0.72%。今年以来，欧元兑美元汇率最高贬值幅度超 12%，加息短期缓解了欧元贬值压力，但在经济衰退预期增强背景下，未来仍存下行空间。

欧元区部分国家主权债务风险抬升。当前欧元区主要主权国家债务处于较高水平，部分指标高于 2009 年欧债危机前。2021 年底，希腊政府杠杆率 194.2%，较 09 年欧债危机前高 67.6 个百分点，法国、意大利、西班牙等国政府杠杆率亦处于较高水平。欧洲央行加息对各国主权债务的压力主要来源于两方面，一是流动性收缩，国债发行压力大增；二是主权债务利率升高，融资成本进一步提升。为减缓加息导致成员国融资成本快速上涨，欧洲央行推出了 TPI 货币政策工具，但部分国家主权债务风险仍值得关注。

● 风险提示

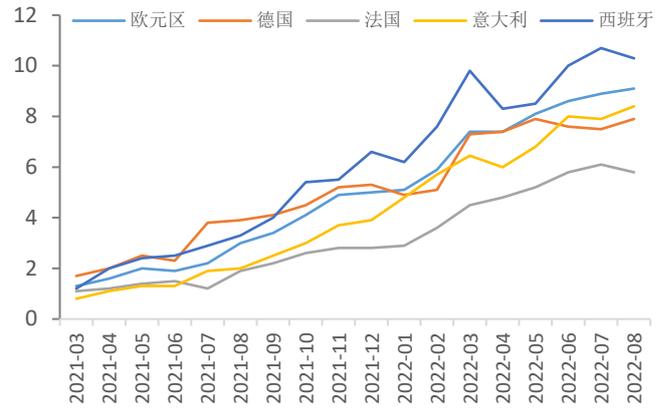
国际政治环境恶化、通胀上升超预期、疫情恶化。

图表 1 欧元区再融资利率 (%)



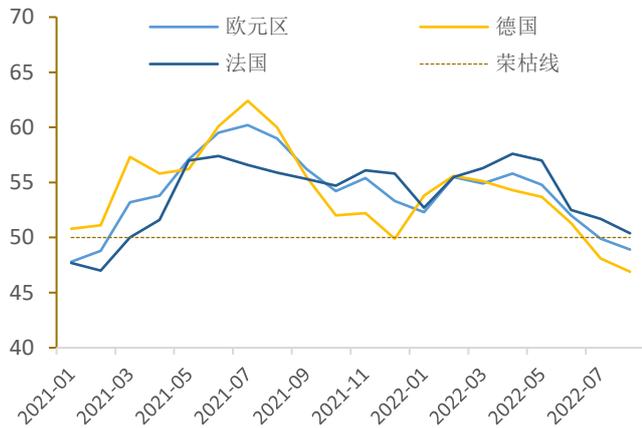
数据来源: Wind, 中邮证券研究所整理

图表 2 欧元区及部分国家 CPI (%)



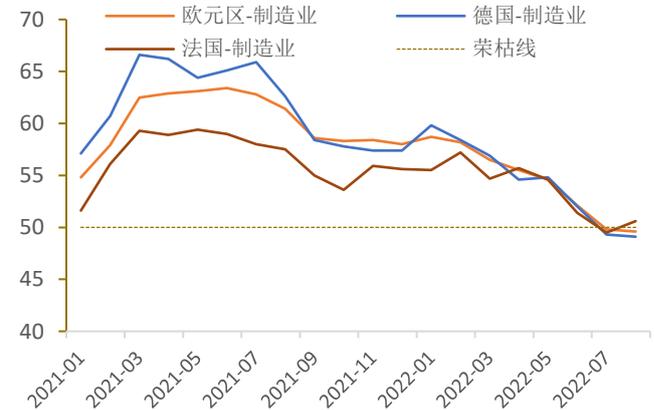
数据来源: Wind, 中邮证券研究所整理

图表 3 欧元区及部分国家综合 PMI (%)



数据来源: Wind, 中邮证券研究所整理

图表 4 欧元区及部分国家制造业 PMI (%)



数据来源: Wind, 中邮证券研究所整理

中邮证券投资评级标准

股票投资评级标准：

- 推荐： 预计未来 6 个月内，股票涨幅高于沪深 300 指数 20%以上；
谨慎推荐： 预计未来 6 个月内，股票涨幅高于沪深 300 指数 10%—20%；
中性： 预计未来 6 个月内，股票涨幅介于沪深 300 指数-10%—10%之间；
回避： 预计未来 6 个月内，股票涨幅低于沪深 300 指数 10%以上；

行业投资评级标准：

- 强于大市： 预计未来 6 个月内，行业指数涨幅高于沪深 300 指数 5%以上；
中性： 预计未来 6 个月内，行业指数涨幅介于沪深 300 指数-5%—5%之间；
弱于大市： 预计未来 6 个月内，行业指数涨幅低于沪深 300 指数 5%以上；

可转债投资评级标准：

- 推荐： 预计未来 6 个月内，可转债涨幅高于中信标普可转债指数 10%以上；
谨慎推荐： 预计未来 6 个月内，可转债涨幅高于中信标普可转债指数 5%—10%；
中性： 预计未来 6 个月内，可转债涨幅介于中信标普可转债指数-5%—5%之间；
回避： 预计未来 6 个月内，可转债涨幅低于中信标普可转债指数 5%以上；

分析师声明

撰写此报告的分析师（一人或多人）承诺本机构、本人以及财产利害关系人与所评价或推荐的证券无利害关系。

本报告所采用的数据均来自我们认为可靠的目前已公开的信息，并通过独立判断并得出结论，力求独立、客观、公平，报告结论不受本公司其他部门和人员以及证券发行人、上市公司、基金公司、证券资产管理公司、特定客户等利益相关方的干涉和影响，特此声明。

免责声明

中邮证券有限责任公司（以下简称“中邮证券”）具备经中国证监会批准的开展证券投资咨询业务的资格。

本报告信息均来源于公开资料或者我们认为可靠的资料，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价，中邮证券不对因使用本报告的内容而导致的损失承担任何责任。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

中邮证券可发出其它与本报告所载信息不一致或有不同结论的报告。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

中邮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头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者计划提供投资银行、财务顾问或者其他金融产品等相关服务。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供中邮证券客户中的专业投资者使用，若您非中邮证券客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司不会因接收人收到、阅读或关注本报告中的内容而视其为专业投资者。

本报告版权归中邮证券所有，未经书面许可，任何机构或个人不得存在对本报告以任何形式进行翻版、修改、节选、复制、发布，或对本报告进行改编、汇编等侵犯知识产权的行为，亦不得存在其他有损中邮证券商业性权益的任何情形。如经中邮证券授权后引用发布，需注明出处为中邮证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节或修改。

中邮证券对于本申明具有最终解释权。

公司简介

中邮证券有限责任公司，2002年9月经中国证券监督管理委员会批准设立，注册资本50.6亿元人民币。中邮证券是中国邮政集团有限公司绝对控股的证券类金融子公司。

中邮证券的经营经营范围包括证券经纪、证券投资咨询、证券投资基金销售、融资融券、代销金融产品、证券资产管理、证券承销与保荐、证券自营和与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问等。中邮证券目前已经在北京、陕西、深圳、山东、江苏、四川、江西、湖北、湖南、福建、辽宁、吉林、黑龙江、广东、浙江、贵州、新疆、河南、山西等地设有分支机构。

中邮证券紧紧依托中国邮政集团有限公司雄厚的实力，坚持诚信经营，践行普惠服务，为社会大众提供全方位专业化的证券投、融资服务，帮助客户实现价值增长。中邮证券努力成为客户认同、社会尊重，股东满意，员工自豪的优秀企业。

业务简介

■ 证券经纪业务

公司经中国证监会批准，开展证券经纪业务。业务内容包括：证券的代理买卖；代理证券的还本付息、分红派息；证券代保管、鉴证；代理登记开户；

公司为投资者提供现场、自助终端、电话、互联网、手机等多种委托通道。公司开展网上交易业务已经中国证监会核准。

公司全面实行客户交易资金第三方存管。目前存管银行有：中国邮政储蓄银行、中国工商银行、中国农业银行、中国银行、中国建设银行、交通银行、民生银行、兴业银行、招商银行、北京银行、华夏银行。

■ 证券自营业务

公司经中国证监会批准，开展证券自营业务。使用自有资金和依法筹集的资金，以公司的名义开设证券账户买卖依法公开发行的或中国证监会认可的其他有价证券的自营业务。自营业务内容包括权益类投资和固定收益类投资。

■ 证券投资咨询业务

公司经中国证监会批准开展证券投资咨询业务。为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议。

■ 证券投资基金销售业务：公司经中国证监会批准开展证券投资基金销售业务。代理发售各类基金产品，办理基金份额申购、赎回等业务。

■ 证券资产管理业务：公司经中国证监会批准开展证券资产管理业务。

■ 证券承销与保荐业务：公司经中国证监会批准开展证券承销与保荐业务。

■ 财务顾问业务：公司经中国证监会批准开展财务顾问业务。