

终点利率或提升，缩表进入倒计时

——欧央行例会点评（2022年12月）

事件：

中欧时间（CET）12月15日14:45，欧央行召开12月例会新闻发布会，发布最新经济预测报告。

点评：

■ 决议：加息50bp，计划2023年3月开始缩表，前瞻指引偏“鹰派”。

利率正常化：加息50bp，3大关键利率——主要再融资利率、边际借款利率、存款便利利率——分别升至：2.50%、2.75%和2.00%；

资产负债表正常化：首次讨论资产负债表正常化原则，计划从2023年3月开始主动缩表（QT），第一阶段（3-6月）每月平均减持150亿欧元资产购买计划（APP）再投资规模，7月之后的规模待定；

前瞻指引：首次提出进一步加息至“充分紧缩”（sufficiently restrictive）的水平，并“保持充分紧缩的利率水平”（一段时间），以使通胀尽早回归中期目标（2%）。2023年底评估操作框架，提供缩表终点的相关信息。

■ 预测：通胀更高、更久；经济陷入“浅衰退”；就业依然稳健。

实际GDP：上调2022年实际GDP增速至3.4%，9月预测值3.1%；下调2023年增速至0.5%，前值0.9%；预计2022年4季度和2023年1季度环比负增长（-0.2%和-0.1%）；

通货膨胀：上调通胀曲线，2023年HICP通胀中枢从5.5%升至6.3，核心HICP从3.4%升至4.2%。虽然长期通胀预期依然被锚定，但随着工资增速的爬升，欧央行开始担心中期通胀目标的实现。2023年，欧元区核心通胀压力或超过美国；

就业市场：新增就业趋缓，但劳动力市场依然保持稳健，2023-2024年失业率依然保持在历史低位（预测值分别为6.9%和6.8%，与9月预测相同）。

点评：ECB加息节奏的放缓符合市场预期，缩表在10月例会中也释放了信号。但前瞻指引中关于“充分紧缩”的表述意味着“更高、更长”的加息周期，这与美联储异曲同工。市场将本次会议解读为“鹰派”，大幅上调ECB终点利率预测。股票指数大幅回撤，2年和10年国债利率显著上扬。

风险提示：1、上调通胀预期；2、下调增长预期；3、金融压力超预期。

赵伟

分析师 SAC 执业编号：S1130521120002
zhaow@gjzq.com.cn

内容目录

一、ECB12 月例会决议：即将进入“加息+缩表”同步进行时期	3
二、经济进入“滞胀”深水区——ECB12 月经济预测	6
三、欧元区整体通胀动能虽有放缓迹象，但压力依然广泛，核心通胀处于上行趋势中，ECB 难改紧缩立场。	8

图表目录

图表 1：ECB 例会的决议及其对经济、金融环境的看法（12 月和 10 月）	3
图表 2：欧央行政策利率走势.....	4
图表 3：欧央行例会前后，欧洲股市大幅回撤.....	4
图表 4：欧央行例会前后，国债利率大幅上扬（德国和意大利为例）	5
图表 5：ECB 被动缩表已经开始，11 月缩表规模达 3,000 亿欧元	5
图表 6：欧央行资产负债表及其与其它央行的比较	6
图表 7：ECB12 月经济预测摘要.....	7
图表 8：ECB12 月经济预测摘要.....	7
图表 9：通胀中枢继续上移，粘性超预期，核心通胀贡献率将上行.....	8
图表 10：欧盟 HICP 通胀的结构（同比）	8
图表 11：欧盟 HICP 通胀的结构（环比）	9
图表 12：2023 年 HICP 通胀预期抬升至 5.8%，2024 年预期略高于 2%目标.....	9
图表 13：欧元区核心通胀压力自下而上向美国收敛，明年或超过美国	10
图表 14：周期的错位：欧元区经济周期、通胀周期和政策周期都滞后于美国.....	10

一、ECB12 月例会决议：即将进入“加息+缩表”同步进行时期

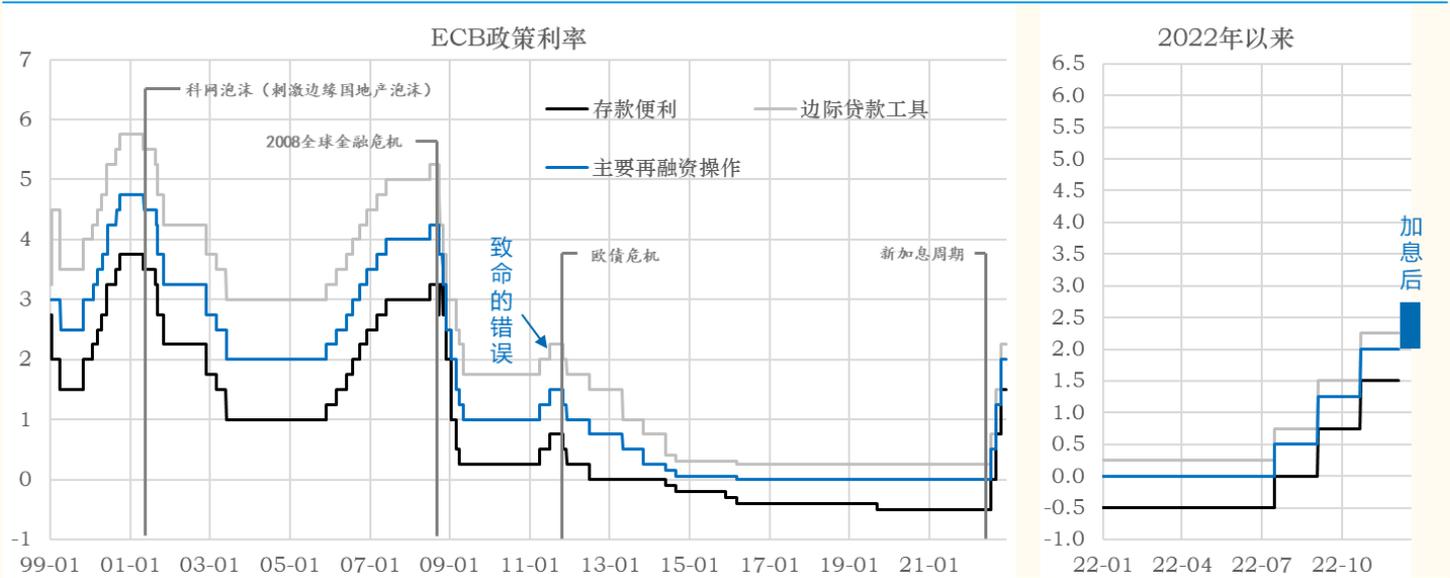
欧央行即将进入加息与缩表同步进行时。在 12 月经济预测中，欧央行进一步抬升了通胀曲线，首次认可欧洲可能陷入“浅衰退”。在 12 月例会上，欧央行决定上调 3 大关键利率 50bp，至此，主要再融资利率、边际借款利率和存款便利利率分别升至 2.50%、2.75%、2.00%。这是自 7 月以来的连续第 4 次加息，前 3 次加息幅度分别：50bp、75bp、75bp。今年已累计加息 250bp。

图表 1: ECB 例会的决议及其对经济、金融环境的看法 (12 月和 10 月)

段落	主题	具体内容	2022年12月	10月	
一	货币政策决议	3大关键利率	3大关键利率： +50bp ；主要再融资利率： 2.50% ；边际借款利率： 2.75% ；存款便利利率： 2.00% ； 前瞻指引：进一步加息； 首次大幅（significant）、稳步（steady pace）加息至“充分紧缩”（sufficiently restrictive）水平 ，“保持充分紧缩的利率水平”（一段时间），以使通胀尽早回归中期目标（2%），防止通胀预期持续上行。	3大关键利率： +75bp ；主要再融资利率： 2.00% ；边际借款利率： 2.25% ；存款便利利率： 1.50% ； 前瞻指引：预计会进一步加息，以使通胀尽早回归中期目标（2%），防止通胀预期持续上行。	
		APP	1. 讨论了资产负债表正常化的原则，计划从2023年3月开始，以预先规划和可以预测的方式 缩减APP组合到期本金再投资的规模 ； 2. 本次会议决定，2023年3-6月每月平均减持150亿欧元APP组合，7月之后的规模待定，但细节要到2022年2月会议公布； 3. 前瞻指引：2023年底评估操作框架，届时会提供资产负债表正常化终点的相关信息；	1. 到期本金全部再投资；启动加息后，维持本金再投资一段时间； 2. 只要有必要保持充足的流动性条件和适当的货币政策立场，都会继续实施。	
		QT	PEPP	1. 到期本金再投资，直到2024年底，保留投资的弹性； 2. 在未来退出PEPP投资组合时，原则是避免对货币政策形成干扰；	1. 到期本金再投资，直到2024年底，保留投资的弹性； 2. 在未来退出PEPP投资组合时，原则是避免对货币政策形成干扰；
		再融资	信用机构正在偿还TLTRO II项目下的借款，会经常评估其影响。	1. TLTRO III操作利率与欧洲央行适用的关键平均利率挂钩； 2. 为银行提供额外的自愿提前还款日期。	
二	经济活动	增长	欧元区Q3环比增速0.3%，归因于高通胀和趋紧的金融条件；全球经济放缓，归因于俄乌冲突和金融条件的收紧；欧元区贸易条件恶化，降低居民实际购买力；	Q3经济增速或大幅回落，并预计Q4和2023年初会进一步回落；高通胀压制支出和生产；消费者和企业信心不足；服务需求下降；PMI制造业新订单指数下降；受地缘政治影响，全球经济活动放缓；贸易条件恶化产生负收入效应；	
		劳动	Q3就业环比增长0.3个百分点，失业率降至6.5%，创历史新低；预计未来几个季度内，就业增长会放缓，失业率会上升。	Q3运行良好，失业率为6.6%，继续保持在历史地位；预计随着经济的走弱，失业率会上升。	
三	通货膨胀	定性判断	太高了（far too high），会在长时间（for too long）内高于2%。	太高了（far too high），会在一段时间内（extended period）内高于2%。	
		HICP	11月HICP 10% ，前值10.8%；11月核心HICP 5% ，前值5%；	9月HICP通胀9.9%，涨价是全面的。能源同比40.7%，天然气和电力贡献提升；食品通胀11.8%；核心HICP4.8%（9月）。	
		原因	能源通胀下降，服务业通胀也有所放缓；供应链压力急需减弱，但仍是商品通胀的原因；重新开放政策释放出的需求动能下降，但仍是服务业通胀的来源；贸易条件恶化依然是输入性通胀压力的来源；	供应瓶颈正在逐渐缓解，尽管其滞后影响仍在推动通胀。被压抑的需求的影响虽然减弱，但仍在推高服务业的价格。欧元贬值加剧了通胀压力。	
		其它通胀指标		潜在通胀指标处于较高水平。	
		工资	受稳健的劳动力市场的支撑，工资涨幅仍在提升，部分反映工资对物价的“追赶效应”，预计工资增速会显著高于历史均值，从而在中期内抬升通胀预期。	工资增速上行，受通胀拉动；即将公布的工资数据和最近的合同工资表明，工资增长可能还在加快。	
	通胀预期	多数较长期通胀预期指标目前仍维持在2%左右，但部分指标向上修正值得关注。	多数较长期通胀预期指标目前仍维持在2%左右，但部分指标向上修正值得关注。		
四	风险	经济增长：存在下行风险 ，特别是短期；俄乌战争长期化仍是一个重大风险；信心可能进一步恶化，供应链可能再次恶化；世界经济走弱可能会进一步拖累欧元区增长。 通胀前景：存在上行风险 ，短期能源和食品成本也可能持续高于预期， 中期关注通胀预期和工资增速 。	经济增长：存在下行风险 ，特别是短期；俄乌战争长期化仍是一个重大风险；信心可能进一步恶化，供应链可能再次恶化；世界经济走弱可能会进一步拖累欧元区增长。 通胀前景：存在上行风险 ，能源和食品成本也可能持续高于预期。		
五	金融与货币条件	重定价 ：银行融资成本在增加；企业和家庭的借贷成本也变得更高；银行对企业的贷款仍然强劲（企业债与银行信用之间出现了替代）； 家庭借款下降 ； 货币政策与金融稳定关系的评估 ：自6月评估以来，金融稳定环境恶化；主权信用脆弱性上升； 收紧金融条件在中期内有助于防范金融脆弱性的积累和通胀的“尾部风险”，但短期会增加系统风险，降低经济增速；非银金融机构流动性需求的上升会加剧波动 。但是，银行资本充足率依然较高；宏观审慎政策构筑了“第一道防线”。	重定价 ：银行融资成本在增加；企业和家庭的借贷成本也变得更高；银行对企业的贷款仍然强劲；为投资融资的贷款需求继续下降； 银行贷款调查报告 ：三季度，所有贷款类别的信贷标准都有所收紧，因为银行越来越担心经济前景不断恶化，以及客户在当前下面临的风险。预计四季度信贷标准会进一步收紧。		

来源：ECB、国金证券研究所

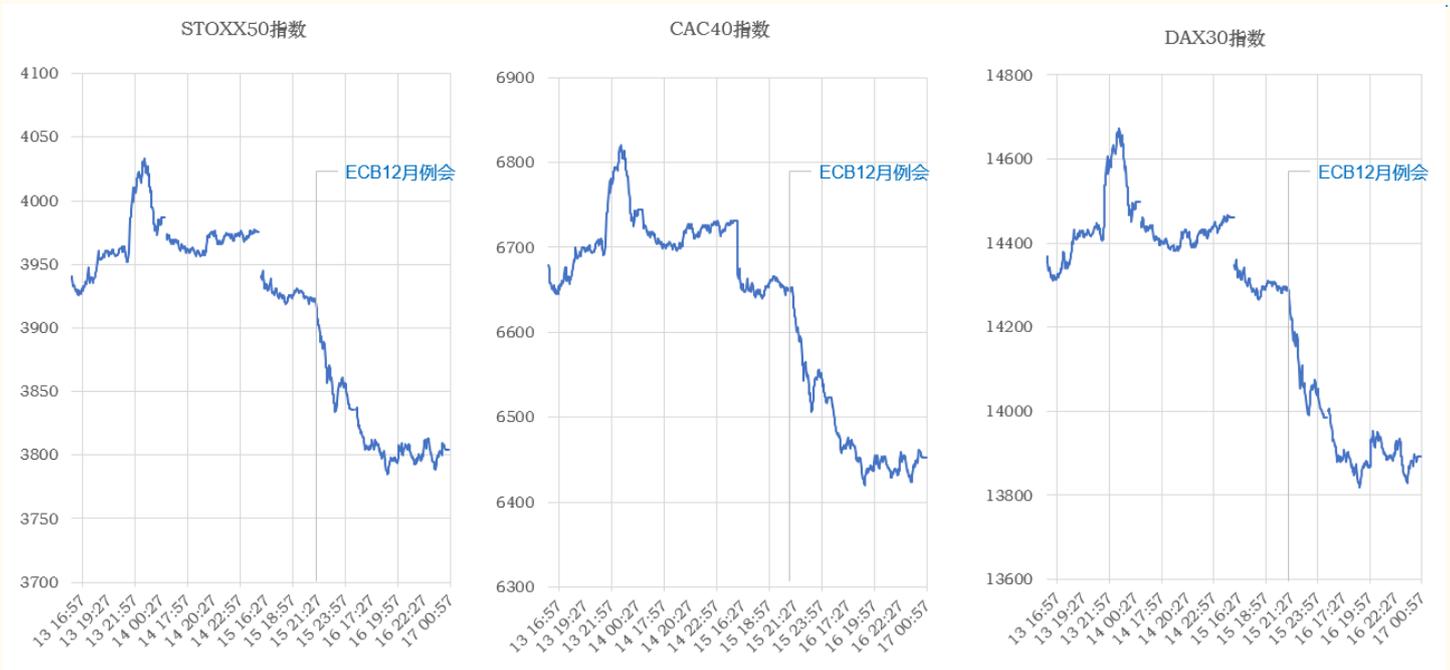
图表 2: 欧央行政策利率走势



来源: 欧央行、Wind、国金证券研究所

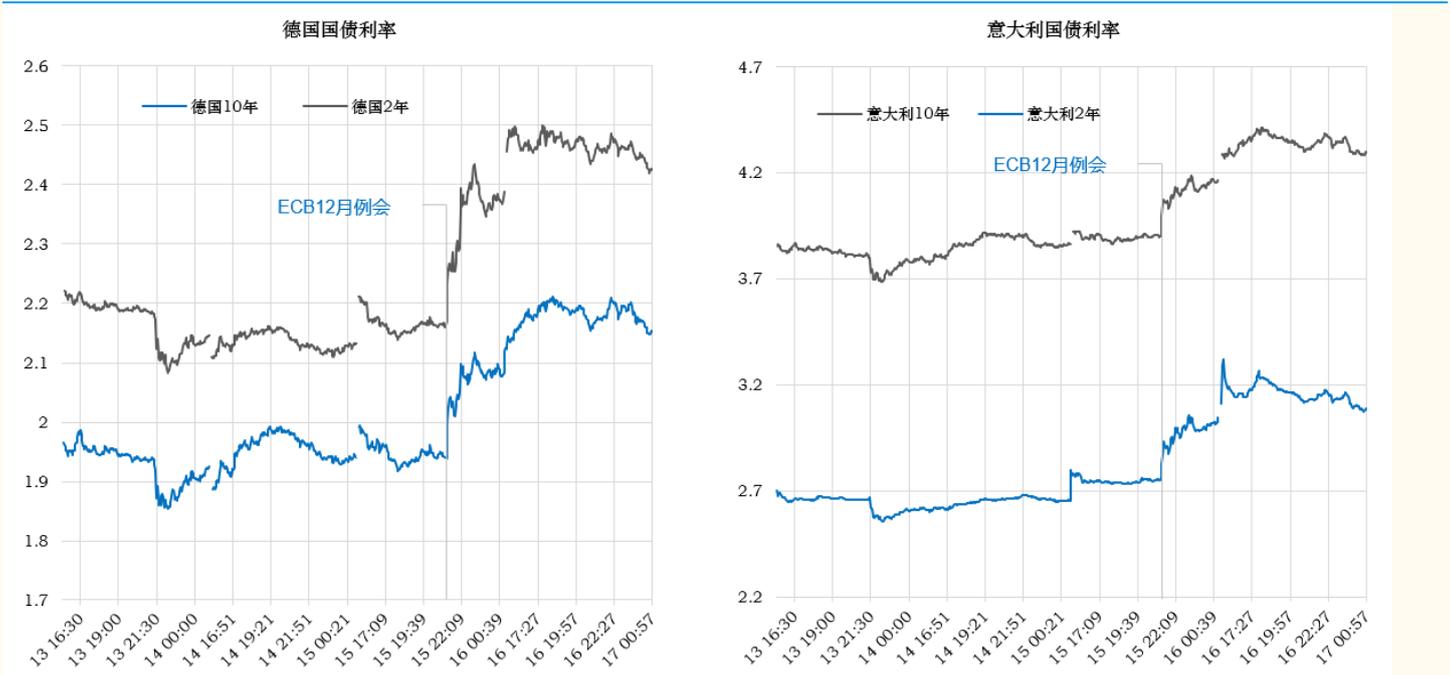
加息幅度虽然符合预期，但前瞻指引中的“鹰派”信号超出市场预期。在前瞻指引中，欧央行明确还会一步加息，首次提出要“大幅”（significant）加息至“充分紧缩”（sufficiently restrictive）水平，“保持充分紧缩的利率水平”以使通胀尽早回到 2%，防止通胀预期持续上行。当然，欧央行也强调，加息的节奏是“平稳的”（steady pace）。市场开始大幅上修 ECB 终点利率（从 2.75%到 3.5%）。欧洲股票市场大幅回撤，国债收益率曲线显著抬升。

图表 3: 欧央行例会前后，欧洲股市大幅回撤



来源: Bloomberg、国金证券研究所

图表 4：欧央行例会前后，国债利率大幅上扬（德国和意大利为例）



来源：Bloomberg，国金证券研究所

继 10 月例会启动“被动缩表”后，12 月会议还决定从 2023 年 3 月开始缩减资产购买计划（APP）再投资规模，为欧央行历史上首次“主动缩表”。10 月例会修改了长期再融资操作（TLTRO III）条款，为信用机构增设自愿提前还款日期。这是一种被动缩表，缩减规模取决于信用机构的还款意愿。相比 10 月底，11 月底 ECB 再融资规模减少了近 3,000 亿欧元。

图表 5：ECB 被动缩表已经开始，11 月缩表规模达 3,000 亿欧元

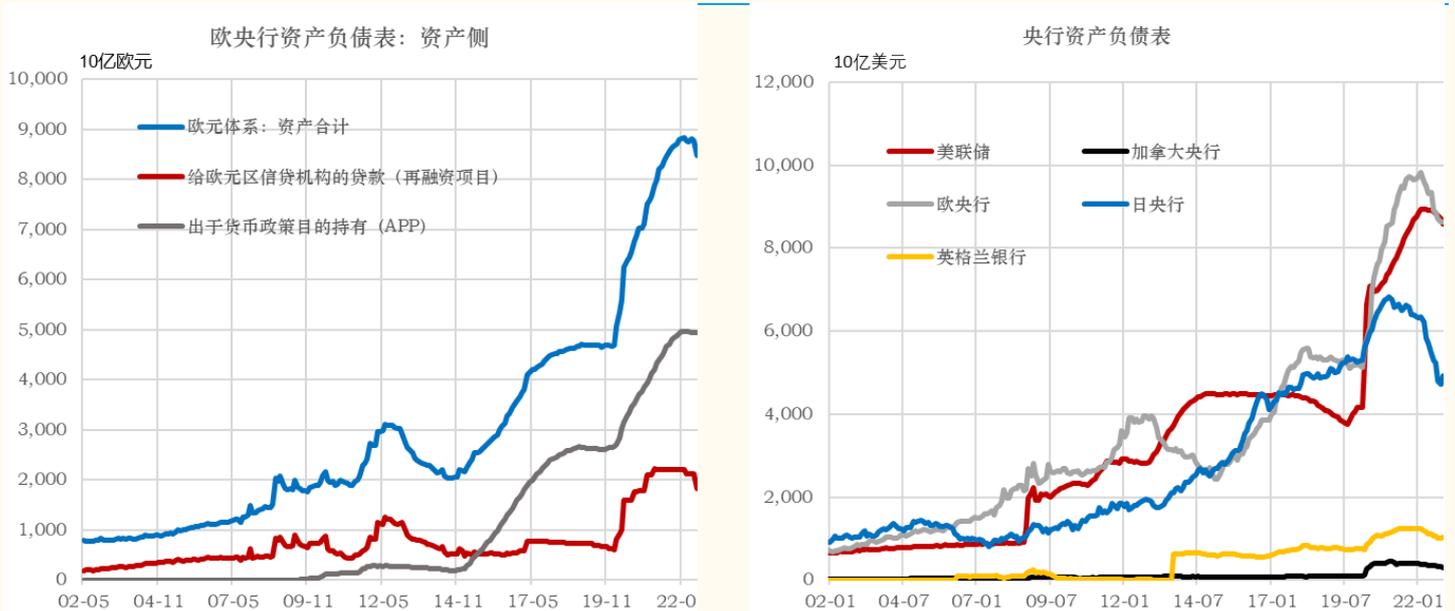


来源：欧央行、Wind、国金证券研究所

ECB 首次讨论了主动缩表的原则，决定从 2023 年 3 月开始缩减资产购买计划（APP）的再投资规模。ECB 强调，会以“有规则的和可预测的”方式缩表。2023 年 3-6 月为缩表的第一阶段，平均每月缩减规模为 150 亿欧元，即在 APP 项目下的资产的到期本金中，减少 150 亿欧元再投资规模。7 月以后的缩减规模待定。值得注意的是，欧央行总资产规模与美联储相当，其资产侧主

要包括对信贷机构的贷款（再融资项目）和出于货币政策目的而购买的资产（主要是欧元区内的国债，如德国国债）。

图表 6：欧央行资产负债表及其与其它央行的比较



来源：欧央行、Wind、国金证券研究所（“央行资产负债表”的比较（右图）由于转换成了美元，故会受到汇率的影响。今年以来美元对欧元和日元大幅升值，导致欧央行和日央行资产“缩水”）

二、经济进入“滞胀”深水区——ECB12月经济预测

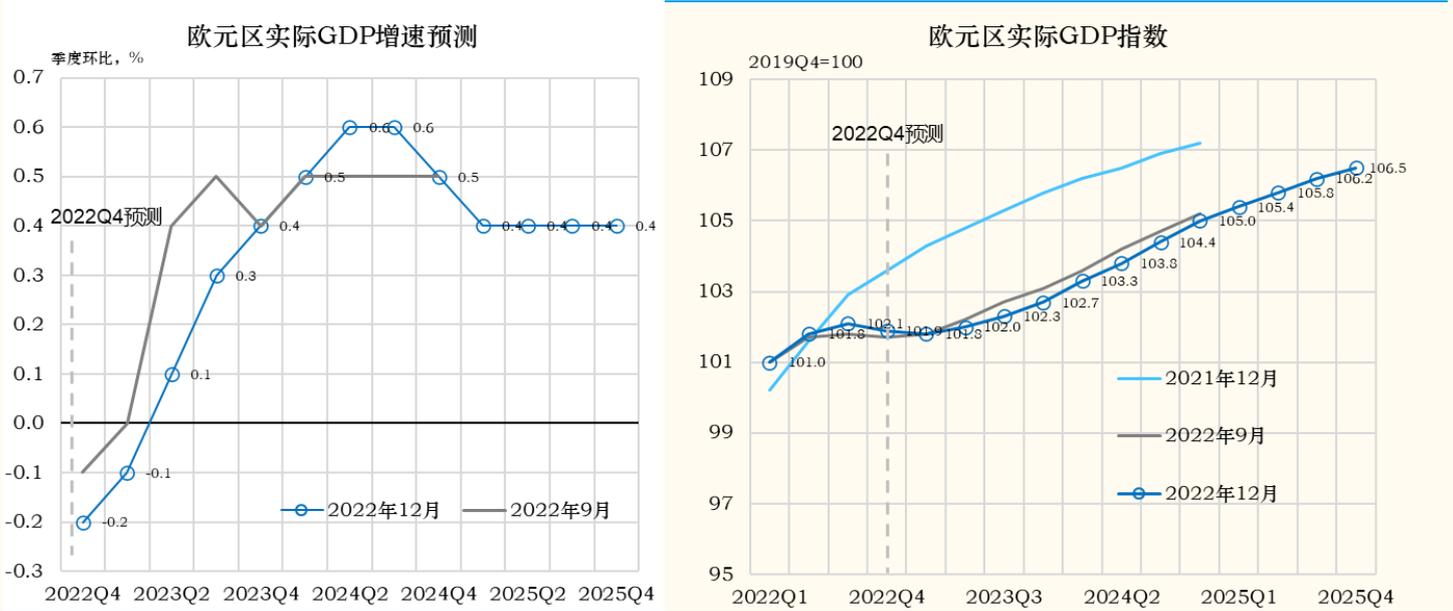
每逢季度例会，ECB 都会更新经济预测。12 月预测值得关注的是对实际 GDP 增速和通胀的修正，整体指向更严峻的“滞胀”环境。在实际 GDP 增速方面，由于经济重开的“长尾效应”，ECB 将欧元区 2022 年经济增速上修至 3.4%（9 月预测为 3.1%）。但由于通胀超持续预期，叠加货币紧缩的累积效应和全球经济的放缓，将 2023 年增速下调至 0.5%（9 月预测为 0.9%）。从季度环比上来看，今年 4 季度和明年 1 季度均为负增长（-0.2%和-0.1%），相比 9 月预测均低 0.1 个百分点。

图表 7: ECB12 月经济预测摘要

	Dec-22				Sep-22		
	2022	2023	2024	2025	2022	2023	2024
实际GDP增速	3.4	0.5	1.9	1.8	3.1	0.9	1.9
私人消费	4.0	0.7	1.5	1.5	3.6	0.7	1.2
政府消费	1.0	-1.0	1.1	1.3	1.4	-1.3	1.0
固定资本形成总额	3.1	0.7	2.2	2.8	3.1	1.6	3.0
出口	7.5	2.9	3.8	3.4	6.1	3.8	3.9
进口	7.9	3.1	3.3	3.4	6.5	3.1	3.3
就业	2.1	0.4	0.5	0.5	2.0	0.2	0.2
失业率	6.7	6.9	6.8	6.6	6.7	6.9	7.0
HICP	8.4	6.3	3.4	2.3	8.1	5.5	2.3
HICP (除能源)	5.1	5.3	2.9	2.4	4.9	4.0	2.4
HICP (除能源和食品)	3.9	4.2	2.8	2.4	3.9	3.4	2.3
HICP (除能源、食品和间接税变化)	3.9	4.2	2.8	2.4	3.8	3.4	2.3
单位劳动力成本	3.2	5.0	3.1	2.6	2.8	4.1	2.2
每名员工的薪酬	4.5	5.2	4.5	3.9	4.0	4.8	4.0
劳动生产率	1.3	0.1	1.4	1.3	1.1	0.7	1.7
一般财政收支(占GDP比例)	-3.5	-3.7	-2.7	-2.6	-3.8	-2.9	-2.7
结构财政收支(占GDP比例)	-3.0	-3.3	-2.5	-2.5	-3.1	-2.4	-2.5
政府债务杠杆率(债务/GDP)	91.5	90.6	89.2	88.0	92.3	90.7	89.9
调整后的基本财政收支	0.5	-0.3	1.0	0.0	0.1	0.7	0.0
经常账户收支(占GDP比例)	-1.0	-1.4	-1.4	-0.8	-0.3	-0.5	0.1

来源: Fed、国金证券研究所

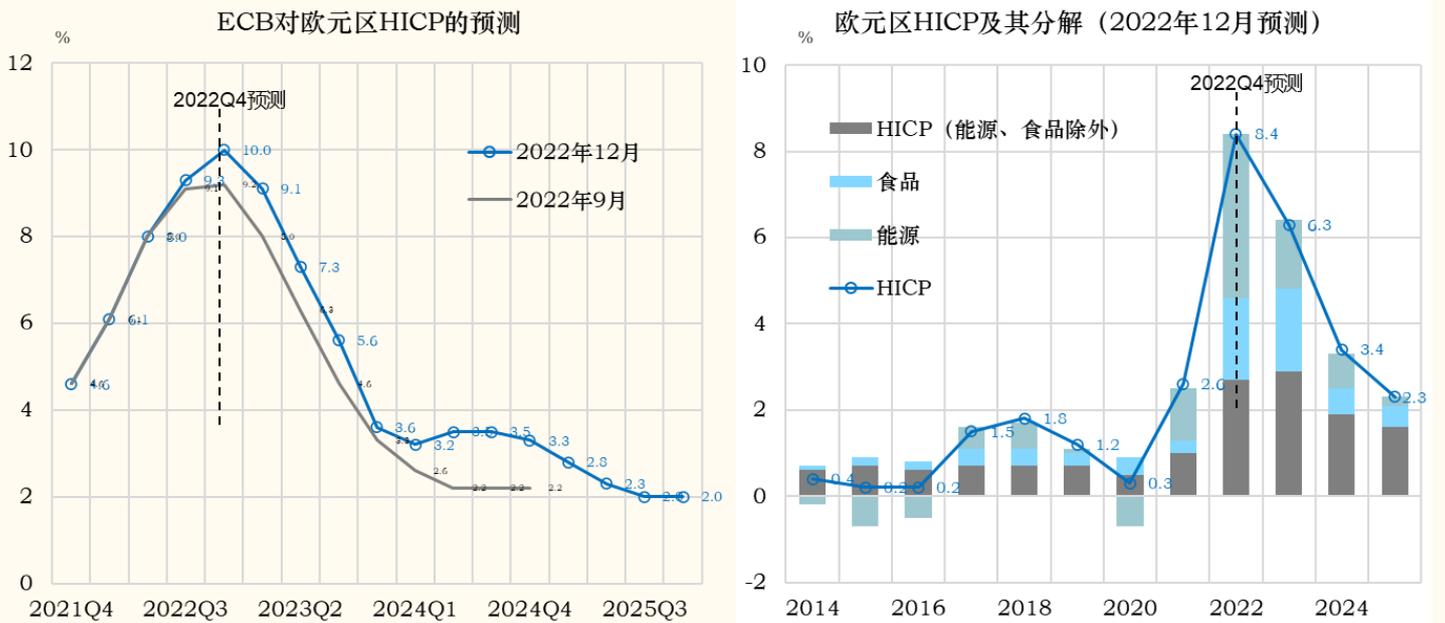
图表 8: ECB12 月经济预测摘要



来源: Fed、国金证券研究所

ECB 进一步上调了通胀的路径，认为 2023 年整体通胀趋于下行，但核心通胀仍有可能创新高。ECB 对通胀的定性表达是：“太高”（far too high），会“长时间”（for too long）高于 2%。预测中进一步上修了 2023-2024 年欧元区的 HICP 通胀路径。2023 年呈现前高后低态势，中枢为 6.3%（9 月 5.5%），年底回落至 3.6%的水平（9 月 3.3%）。但是，2024 年可能会面临“二次反弹”风险。直到 2024 年底，HICP 通胀率依旧难以回落到 2%目标。核心 HICP 通胀方面，ECB 认为 2023 年依旧会创新高：中枢为 4.2%（前值 3.4%），高于 2022 年的 3.9%（前值 3.9%）。

图表 9：通胀中枢继续上移，粘性超预期，核心通胀贡献率将上行

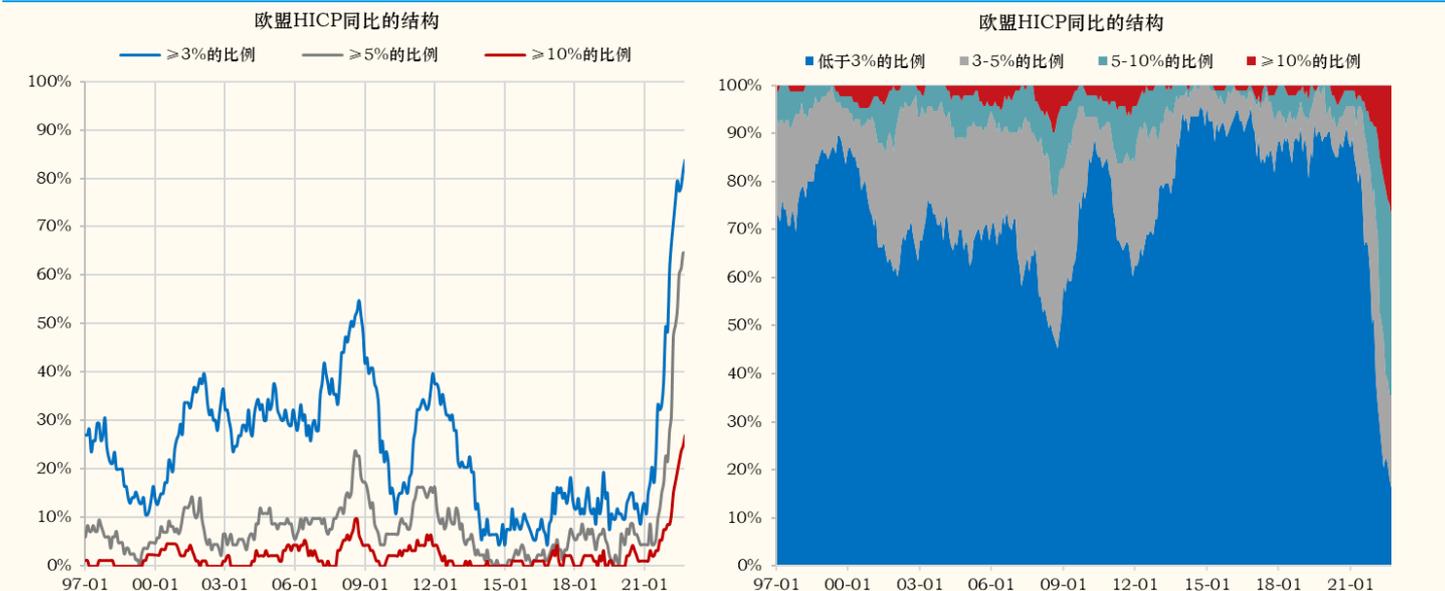


来源：ECB、国金证券研究所

三、欧元区整体通胀动能虽有放缓迹象，但压力依然广泛，核心通胀处于上行趋势中，ECB难改紧缩立场。

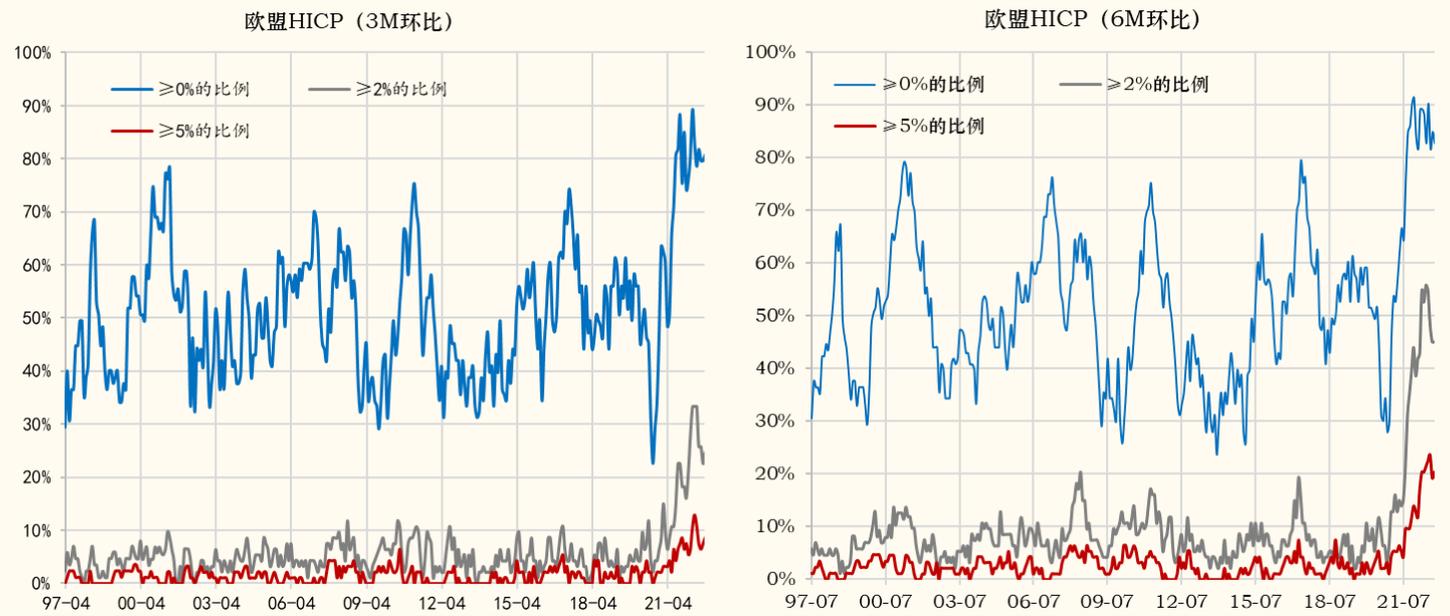
欧元区（或欧盟）通胀压力的分布仍然广泛，但极端涨价的科目数有所下降，是动能趋缓的一个特征。在欧盟 HICP93 个细分科目中，同比增速大于 3%、大于 5%和大于 10%的科目占比（或数量）持续创 1997 年以来的记录，10 月分别为：83.87%、64.52%、26.88%，即有 25 个科目（占比超过四分之一）的通胀率超过 10%。3 个月环比和 6 个月环比表现出相似的特征：涨价科目占比处于高位，占比位于 80-90%之间波动，涨幅大于 2%和 5%的科目数占比已经在下降，说明通胀的分布“肥尾特征”在减弱。这是通胀动能衰减的一个信号。

图表 10：欧盟 HICP 通胀的结构（同比）



来源：ECB、国金证券研究所

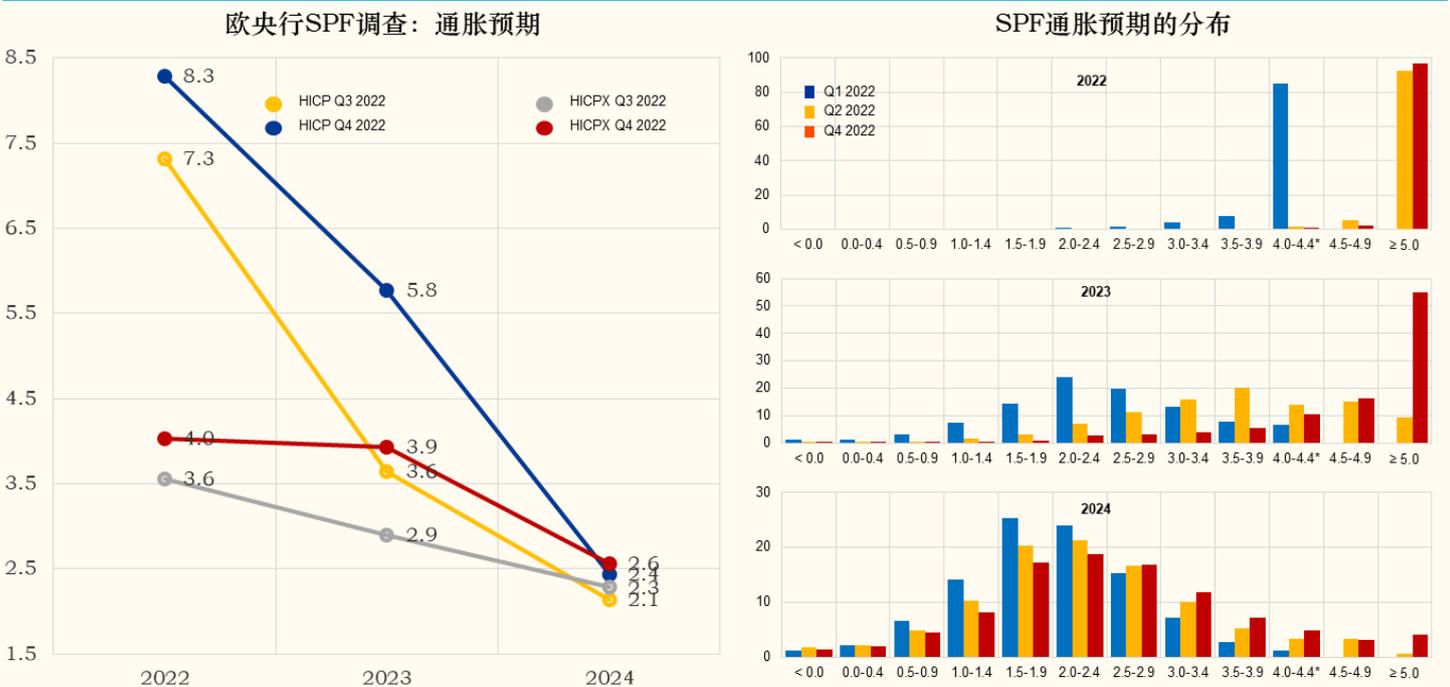
图表 11: 欧盟 HICP 通胀的结构 (环比)



来源: ECB、国金证券研究所

促使 ECB “鹰派”表态的原因之一是中期通胀预期的抬升和“工资-物价”螺旋的隐忧。通胀预期是“工资-物价螺旋”形成的关键变量，最新数据显示，欧元区通胀螺旋形成的概率依然偏低。欧央行 4 季度专家 (SPF) 调查数据显示，2023 年 HICP 通胀预期的中枢进一步上升至 5.8%，前值 7.3%。核心 HICP 上升至 3.9%，前值 3.6%。但 2024 年依然被锚定略高于 2% 的水平。从分布上看，认为 2023 年欧元区通胀大于 5% 的调查者占比为 55%，远高于 2 季度的 9.3%。

图表 12: 2023 年 HICP 通胀预期抬升至 5.8%，2024 年预期略高于 2% 目标

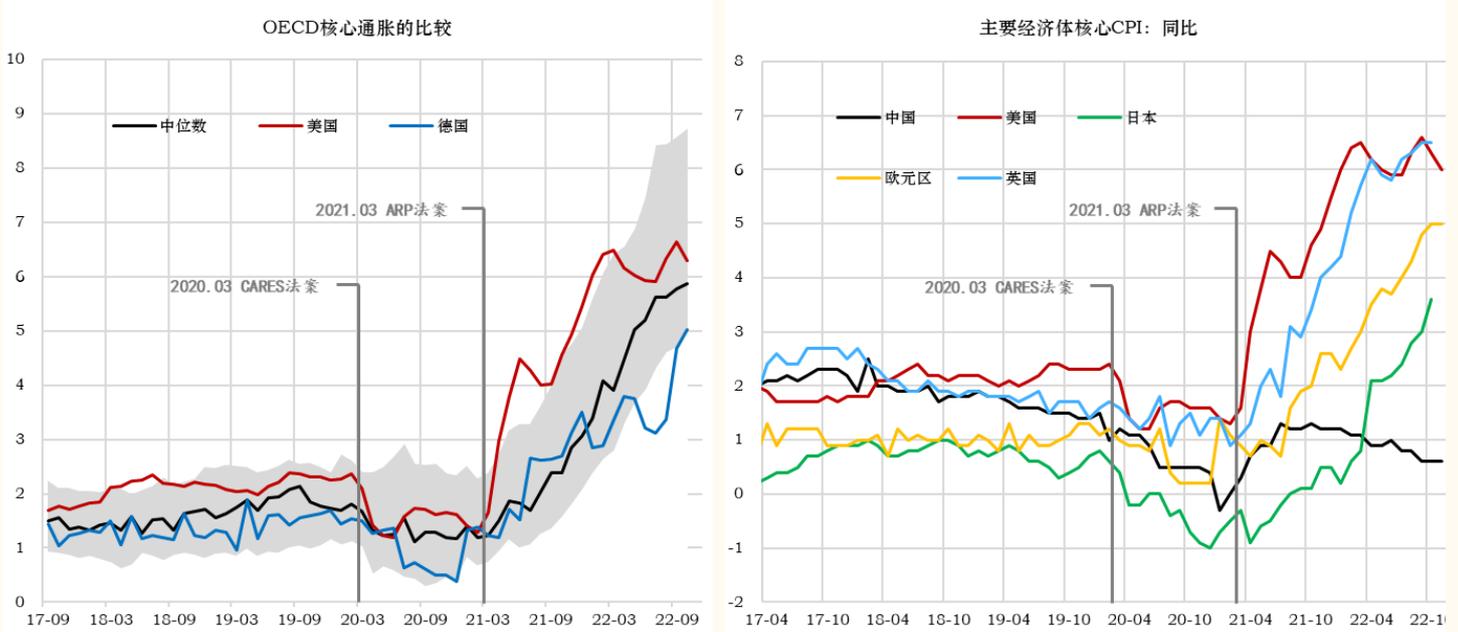


来源: ECB、国金证券研究所

与美国相比，欧元区整体通胀压力较大，核心通胀压力较小，但 2023 年或超过美国。这种结构与通胀的结构和通胀形成的原因都有关系。第一，商品

和服务在欧元区美国的消费结构正好相反，欧元区是 6: 4，美国是 4: 6。由于商品的贸易属性更强，故欧元区受疫情对供应链的冲击影响更大、更持久；第二，欧元区能源和食品的权重合计 33%，美国为 20%，且美国是原油自给国和农产品净出口国，所以原油和食品通胀一直主导着欧元区整体通胀的走势；第三，欧元对美元大幅贬值，恶化贸易条件，加剧了输入性通胀压力。因此，欧元区非核心通胀向核心通胀的传导效率也更高。

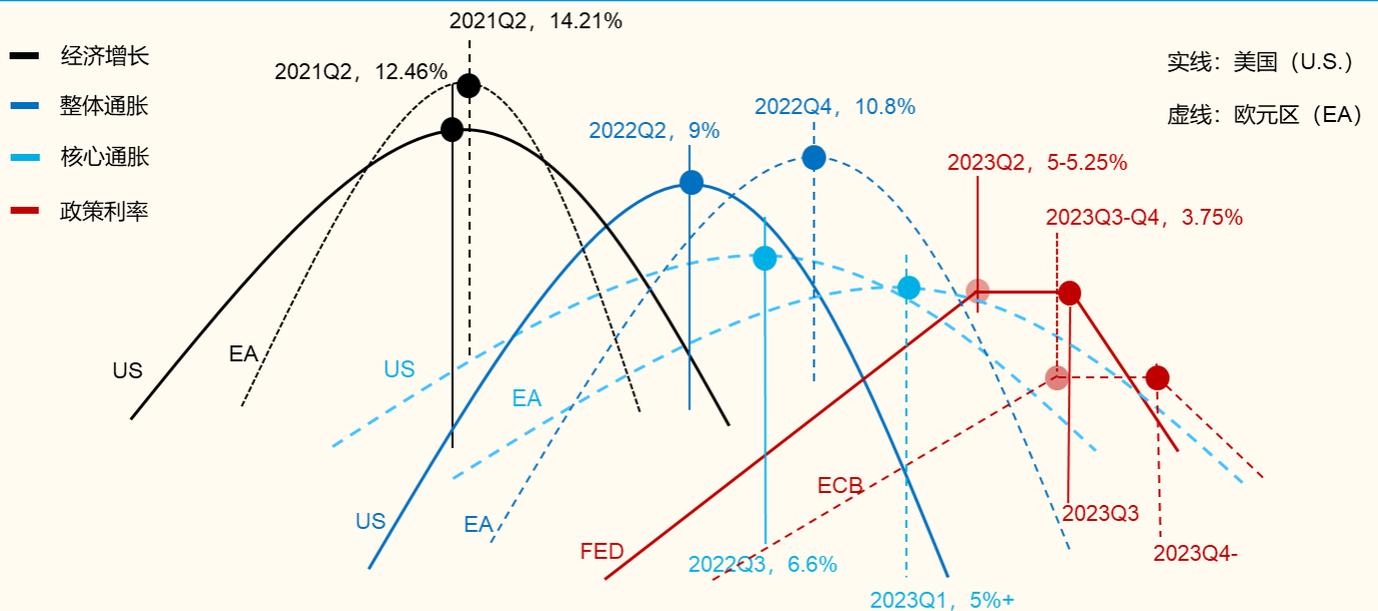
图表 13: 欧元区核心通胀压力自下而上向美国收敛，明年或超过美国



来源: OECD、国金证券研究所

整体而言，欧元区通胀和加息周期都滞后于美国 1-2 个季度，但经济周期却领先美国进入“衰退”阶段。与此同时，欧元区金融压力也比超过美国。短期内，在全球金融条件继续收紧和总需求持续回落的环境下，欧央行更难进行跨期最优选择。欧元区经济的前景在一定程度上还取决于欧元区内的财政协同。

图表 14: 周期的错位: 欧元区经济周期、通胀周期和政策周期都滞后于美国



来源: 国金证券研究所

风险提示:

- 1、上调通胀预期，非核心通胀向核心通胀传导超预期；
- 2、下调经济增长预期，从浅衰退变为深衰退；
- 3、随着金融压力的加剧，边缘国家和非银金融机构的脆弱性加剧。

特别声明:

国金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。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话: 021-60753903	电话: 010-66216979	电话: 0755-83831378
传真: 021-61038200	传真: 010-66216793	传真: 0755-83830558
邮箱: researchsh@gjzq.com.cn	邮箱: researchbj@gjzq.com.cn	邮箱: researchsz@gjzq.com.cn
邮编: 201204	邮编: 100053	邮编: 518000
地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号 紫竹国际大厦 7 楼	地址: 中国北京西城区长椿街 3 号 4 层	地址: 中国深圳市福田区中心四路 1-1 号 嘉里建设广场 T3-2402