

宏观点评

2023年2月3日

## 欧央行暂时比美联储更鹰

宏观点评 20230203

### 核心内容：

- **欧央行如期加息 50BP，3月计划再加息 50BP** 2月2日，欧洲央行加息 50BP，从 2月8日起欧洲主要再融资利率、存款便利利率和边际贷款便利利率分别升至 3.00%、2.50% 和 3.25%。欧央行表示会坚持以稳定的速度大幅提高利率，将其保持在足够的限制水平，并计划在 3月份的会议上再加息 50个基点。同时，欧央行公布了缩减资产负债表的细则：12月会议时，欧央行决定从 2023年3月至二季度末，通过停止到期证券再投资的方式缩减资产购买计划（APP）规模，平均每月缩减 150 亿欧元；在此基础上，存量公司债的再投资将强烈倾向于在气候问题方面表现更好的发行人。疫情紧急购买计划（PEPP）将至少持续至 2024 年末。
- **欧元区经济好于预期，通胀略缓和但压力依然较高，支持欧央行短期偏鹰** 欧元区四季度保持 0.1% 的环比增长，意外的避免了收缩。整体上，“经济的韧性超过预期，且应该在未来的几个季度恢复”。拉加德关于经济活动的表述明显更乐观，似乎已经开始期待经济恢复。在金融条件继续大幅收紧、私人部门信贷收缩、能源食品的绝对价格继续高位的情况下，欧元区仍有一定概率经历一到两个季度的负增长，但程度可能较浅。通货膨胀方面，欧元区 1 月 HICP 初步估计同比回落至 8.5%，环比负增长 0.4%；核心保持 5.2%，环比负增长 0.8%，不过这一环比没有经过季调，更多反映季节性因素，不能作为通胀回落的确定证据。总体上，欧元区超预期的经济数据与出现缓和但需要进一步确认的通胀数据均支持欧央行保持偏鹰立场。欧央行短期比美联储更鹰派。
- **缩表细则更加明确，公司债再投资偏向绿色发行人** APP 计划分四类，包含公共部门购买计划（PSPP）以及 ABSPP、CBPP3 和 CSPP 这三类面向私人部门的项目。PSPP 的再投资数额仍将按照各参与者的赎回份额进行分配，但三类私人部门项目中一级市场的购买将于再投资开始时率先退出，欧央行主要专注于二级市场购买。同时，非银行类公司债的再投资将强烈倾向于在气候问题方面表现更好的发行人，以支持欧元区持债的脱碳化。由于成员多金融状况的多样性和部分国家的债务脆弱性而相对谨慎，缩减幅度远低于美联储初始的缩表力度，对流动性的影响预计更加有限。在主要央行停止加息前，作为辅助工具的量化紧缩可能暂时不会成为市场关注的焦点。
- **美英央行软化立场，欧央行 3 月过后也可能缓和** 英央行认为本国通胀在 2023 年将大幅回落，在观察到“通胀压力更加持久”的证据后才会进一步加息，这暗示利率可能已经见顶且低于此前市场 4.5% 的预期。在美英央行的缓和下，市场似乎并不相信欧央行会长时间坚持鹰派立场：会后，欧元区主要国债收益率大多回落，欧元兑美元也出现贬值。尽管欧元与欧债的回落也可能是欧央行鹰派预期实现后交易兑现所导致，但也反映出市场认为欧元区的仍然不佳的经济状况和其他央行立场的转变没有给欧央行留出太大的加息空间，3 月过后可能也会放缓加息。前期导致美元指数下滑的因素大多被计入价格。目前来看，欧央行很难比市场预期更加鹰派，如欧元区 HICP 进一步好转，则美元可能在经济韧性和缩表的支撑下出现反弹，不过这并不改变美元在长期的下行。

### 分析师

高明

☎：18510969619

✉：gaoming\_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130522120001

许冬石

☎：(8610) 8357 4134

✉：xudongshi@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130515030003

詹璐

☎：(86755) 8345 3719

✉：zhanlu@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130522110001

特别感谢：于金潼

**主要风险：**通胀韧性和经济下行速度超预期，市场出现严重流动性危机

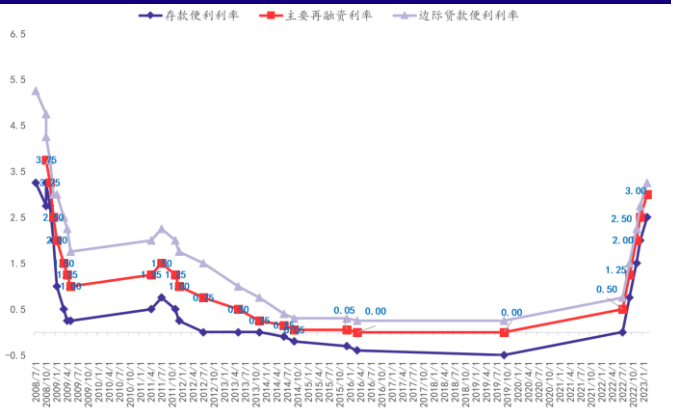
2月2日，欧洲央行加息50BP，从2月8日起欧洲主要再融资利率、存款便利利率和边际贷款便利利率分别升至3.00%、2.50%和3.25%。欧央行表示会坚持以稳定的速度大幅提高利率，将其保持在足够的限制水平，并计划在3月份的会议上再加息50个基点。同时，欧央行公布了缩减资产负债表的细则：12月会议时，欧央行决定从2023年3月至二季度末，通过停止到期证券再投资的方式缩减资产购买计划（APP）规模，平均每月缩减150亿欧元；在此基础上，存量公司债的再投资将强烈倾向于在气候问题方面表现更好的发行人。疫情紧急购买计划（PEPP）将至少持续至2024年末。

图 1：欧元区在 2022Q4 避免了负增长 (%)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

图 2:利率提升至全球金融危机以来最高位 (%)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

## 一、欧元区经济好于预期，通胀略缓和但压力依然较高，支持短期偏鹰立场

经济活动方面，欧元区四季度保持0.1%的环比增长，意外的避免了收缩。在俄乌冲突、高通胀和金融条件收紧的环境下，消费和生产继续承压，制造业受到的影响尤为突出。好消息是：供给瓶颈正在缓解，天然气供给渠道更加稳定，服务部门需求仍然保持，实际购买力在通胀回落下也有所恢复。整体上，“经济的韧性超过预期，且应该在未来的几个季度恢复”。

拉加德关于经济活动的表述明显更乐观，在12月的经济预测中，2022Q4和2023Q1预计分别负增长-0.2%和-0.1%，但在四季度能源价格大幅回落以及正增长后，欧央行似乎已经开始期待经济恢复。在金融条件继续大幅收紧、私人部门信贷收缩、能源食品的绝对价格继续高位的情况下，欧元区仍有一定概率经历一到两个季度的负增长，但程度可能较浅。

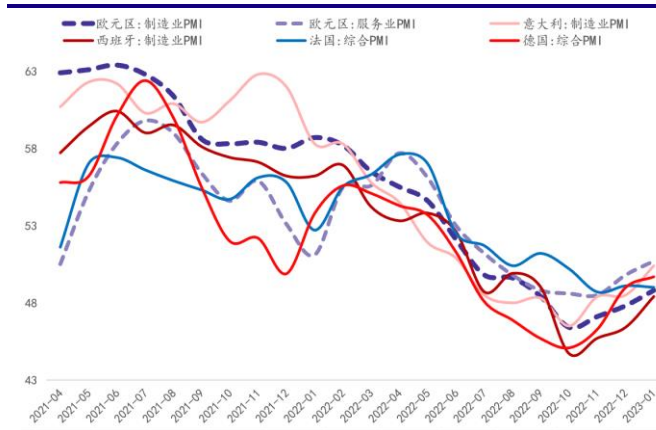
通货膨胀方面，欧元区1月HICP初步估计同比回落至8.5%，环比负增长0.4%；核心保持5.2%，环比负增长0.8%，不过这一环比没有经过季调，更多反映季节性因素，不能作为通胀回落的确定证据<sup>1</sup>。价格回落的首要因素仍然是能源价格的大幅下行，但食品价格还在升高。核心部分中，非能源类工业品价格压力最大，同比上行6.9%，服务回落至4.2%。潜在的涨价风险来自于（1）供给瓶颈的迟滞效应推升商品通胀；（2）疫情限制弱化增加需求，特别是服务需求；（3）各国政府的能源价格补助或限制在到期后，价格反弹。

<sup>1</sup>（1）在可得范围内，欧元区核心HICP的1月环比基本均为为负增长，反映季节性因素而非通胀回落；（2）由于技术问题，这个指标也没有包括德国1月通胀数据，因此并不完全准确。

欧元区1月的通胀回落，虽然仍需保持观察，但依旧是可喜的信号。美国本轮通胀回落先从能源部分开始，随后核心部分跟上，而欧元区物价的回落也比较可能复制这一模式<sup>2</sup>。不过短期来看，欧元区通胀更加严重，欧央行也需要更多数据确认通胀的回落，因此其3月继续加息50BP的表述可信度较高。拉加德也在答记者问中强调，“预计（intend）加息50BP”中的“预计”是一个比较强烈的用词<sup>3</sup>。

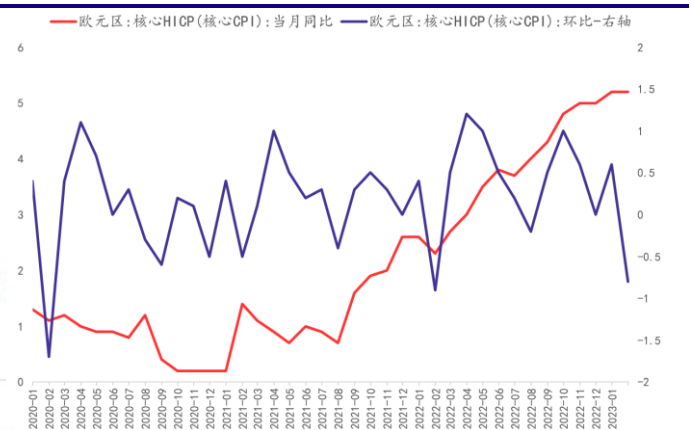
总体上，欧元区超预期的经济数据与出现缓和但需要进一步确认的通胀数据均支持欧央行保持偏鹰立场。短期来看，欧央行比美联储更鹰派。

图 3：能源危机缓解后，欧元区国家 PMI 从低位回升



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

图 4：核心通胀压力仍然不低，支持欧央行短期鹰派态度



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

表 1：欧央行官员近期观点偏鹰，但也有关于利率终值的讨论

欧洲央行行长	欧洲央行副行长	欧洲央行首席经济学家	欧洲央行执委	欧洲央行执委	欧洲央行执委
拉加德	金多斯	连恩	施纳贝尔	帕内塔	维勒普瓦
<p>2023-01-23 仍然需要大幅加息；我们将保持恢复通胀至目标的（货币）政策路径不变；我们必须压低（欧元区的）通胀。只有在通胀回归2%的时候才是实现使命。</p> <p>2023-01-19 欧元区经济可能只会出现小幅收缩；将继续加息；决心及时将通胀率带回2%。即使通胀飙升似乎已经见顶，在与通胀的对抗中决策层也决不能放松。坚持到底是我的货币政策主张。</p> <p>2022-12-31 为遏制通胀，欧洲央行的政策利率必须更高，经济衰退可能是短暂且轻微的。</p> <p>2022-12-15 很明显应该预期在一段时间内加息50个基点。利率仍是欧洲央行的主要工具。目前没有资产负债表缩表的立场。QT将补充利率的不足。欧洲央行需要在利率方面做得比市场定价的更多。任何认为欧洲央行正在转向的人都是错误的。欧洲央行要比美联储走得更远。需要有足够的限制性水平来达到目标。现有信息表明，2月份可能会加息50个基点，也可能是3月份进行。未来加息速度仍取决于数据。50个基点不应被视为新常态。预计2月份后可能会进行两次50个基点的加息。</p>	<p>2022-12-27 有必要进一步加息，直到通胀重回接近2%目标的轨道。考虑到目前的高度不确定性，将在下次会议上根据新数据做出决定。宏观经济预测显示，今年年底欧元区将出现短暂的轻度衰退，2023年第二季度恢复正增长。预计通胀率将在2025年下半年降至2%。</p>	<p>2023-01-17 目前利率处于“大致”中性水平；我们需要进一步加息。</p> <p>2023-01-07 预计今年的通货膨胀将“大幅下降”。如果能源价格压力持续缓解，食品和核心通胀的压力应该会减轻。利率必须超过2%，才能使通胀回到目标水平。</p>	<p>2023-01-10 在高通胀的情况下，经济无法实现绿色转型；欧洲央行的政策必须能够从容应对通胀。通胀不会自行消退，利率仍必须大幅上升，但利率必须以稳定的速度逐渐上升。</p>	<p>2023-01-24 欧洲央行不应预先承诺2月以后的任何具体政策举措。欧洲央行可以通过精心校准的、非机械性的加息来降低通胀。应该在3月份重新评估形势。欧洲央行的紧缩效应尚未完全显现。</p>	<p>2023-01-24 欧洲央行可能会在今年夏季达到利率峰值。</p> <p>2023-01-18 预计将在夏季达到终端利率，拉加德行长50个基点的加息指引仍然有效。经济活动比预期更具弹性，今年应该能避免衰退。</p>

<sup>2</sup> 美国核心部分中是商品价格先下降，服务后下降，这可能和欧元区商品价格压力更大的结构不一致。不过，欧元区核心通胀放缓的迹象也在增加。

<sup>3</sup> PRESS CONFERENCE (europa.eu)

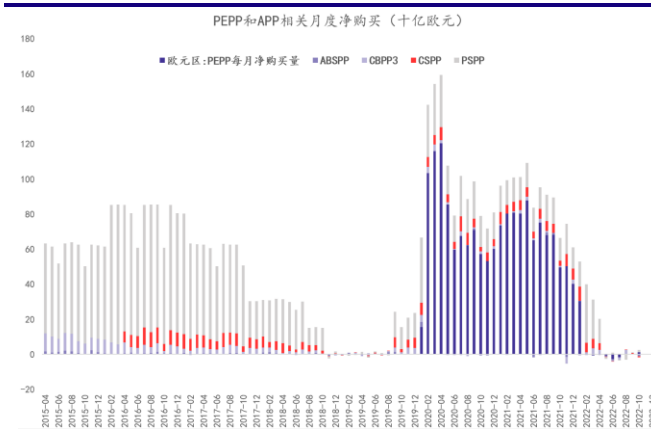
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

## 二、欧央行 3 月开启资产负债表正常化进程，辅助利率工具

12 月会议时，欧央行决定从 2023 年 3 月至二季度末，通过停止到期证券再投资的方式缩减资产购买计划（APP）规模，平均每月缩减 150 亿欧元<sup>4</sup>，节奏谨慎并和预测（measured and predictable），细则在本次会议公布。具体来看，APP 计划分四类，包含公共部门购买计划（PSPP）以及 ABSPP、CBPP3 和 GSPP 这三类面向私人部门的项目。PSPP 的再投资数额将仍按照各参与者的赎回份额进行分配，但三类私人部门项目中一级市场的购买将于再投资开始时率先退出，欧央行主要专注于二级市场购买。同时，非银行类公司债的再投资将强烈倾向于在气候问题方面表现更好的发行人，以支持欧元区持债的脱碳化、符合《巴黎协定》的目标。拉加德表示资产负债表正常化是利率的辅助工具，遵循连续、一致、简单、中性的准则。

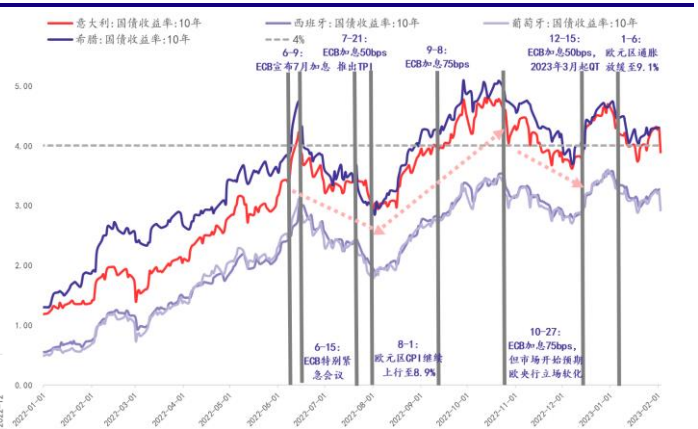
至此，欧央行也将开启缩表进程，但由于成员多金融状况的多样性和部分国家的债务脆弱性而相对谨慎，缩减幅度远低于美联储初始的缩表力度，对流动性的影响预计更加有限。在主要央行停止加息前，作为辅助工具的量化紧缩可能暂时不会成为市场关注的焦点，且传导保护工具（TPI）等防碎片化工具也将阻止针对个别国家的债务抛售影响金融稳定。

图 5: PEPP 和 APP 购买状况



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

图 6: 南欧国债收益率有所回落 (%)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

## 三、其他主要央行立场软化，欧央行还会远吗？

同日加息 50BP 还有英格兰央行，其基准利率上行至 4.00%，英央行行长贝利的表态更加鸽派并认为英国通胀在 2023 年将大幅回落。英央行委员会最重要的表述就是其在观察到“通胀压力更加持久”的证据后才会进一步加息，这暗示利率可能已经见顶且低于此前市场 4.5% 的预期。

美联储 2 月 FOMC 会议上立场的软化和对通胀形势更乐观的表述也使加息终点已然在望。相比之下，在 3 月计划加息 50BP 欧央行短期立场最为鹰派。不过在主要央行纷纷放缓加息之下，市场似乎并不相信欧央行会长时间坚持鹰派立场：会后，欧元区主要国债收益率大多回

<sup>4</sup> PRESS CONFERENCE (europa.eu)

落，欧元兑美元也出现贬值。尽管欧元与欧债的回落也可能是欧央行鹰派预期实现后交易兑现所导致，但也反映出市场认为欧元区的仍然不佳的经济状况和其他央行立场的转变没有给欧央行留出太大的加息空间，3月过后可能也会放缓加息。

短期内，欧央行开始缩表且比美联储更加鹰派，美元指数还存在小幅回落的空间，但更多以震荡为主。前期导致美元指数下滑的因素，包括美联储降低加息幅度并在上半年停止加息以及欧央行更鹰派的态度，大多被计入价格。目前来看，欧央行很难比市场预期更加鹰派，如HICP进一步好转，则美元可能在经济韧性和缩表的支撑下反弹，不过这并不改变美元在长期的下行。同时，需要对日央行的继任人选保持关注，如果新任行长又快速调整YCC的计划，这对美元会形成压力。

### 分析师承诺及简介

本人承诺，以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告的具体推荐或观点直接或间接相关。

**高明：**宏观经济分析师，中国人民大学国民经济学博士，2015至2017年招商证券与中国人民大学联合培养应用经济学博士后。2018至2022年招商证券宏观分析师；2022年11月加入中国银河证券，重点关注“经济结构—产业政策—资产轮动”的联动分析。

**许冬石：**宏观经济分析师，英国邓迪大学金融学博士，2010年11月加入中国银河证券研究院，新财富宏观团队成员，重点关注注数据分析和预测。2014年第13届“远见杯”中国经济预测第一名，2015、2016年第14、15届“远见杯”中国经济预测第二名。

**詹璐：**宏观经济分析师，厦门大学工商管理硕士，2022年11月加入中国银河证券研究部。重点关注国内宏观经济研究工作。

### 评级标准

#### 行业评级体系

未来6-12个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）相对于基准指数（交易所指数或市场中主要的指数）

推荐：行业指数超越基准指数平均回报20%及以上。

谨慎推荐：行业指数超越基准指数平均回报。

中性：行业指数与基准指数平均回报相当。

回避：行业指数低于基准指数平均回报10%及以上。

#### 公司评级体系

推荐：指未来6-12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报20%及以上。

谨慎推荐：指未来6-12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10%—20%。

中性：指未来6-12个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。

回避：指未来6-12个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10%及以上。

### 免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其客户提供。银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险、应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户投资咨询建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。银河证券认为本报告资料来源是可靠的，所载内容及观点客观公正，但不担保其准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

本报告版权归银河证券所有并保留最终解释权。

### 联系

#### 中国银河证券股份有限公司 研究院

深圳市福田区金田路3088号中洲大厦20层

上海浦东新区富城路99号震旦大厦31层

北京市丰台区西营街8号院1号楼青海金融大厦

公司网址：www.chinastock.com.cn

#### 机构请致电：

深广地区：苏一耘 0755-83479312 suyiyun\_yj@chinastock.com.cn

崔香兰 0755-83471963 cuixianglan@chinastock.com.cn

上海地区：何婷婷 021-20252612 hetingting@chinastock.com.cn

陆韵如 021-60387901 luyunru\_yj@chinastock.com.cn

北京地区：唐嫚玲 010-80927722 tangmanling\_bj@chinastock.com.cn