

宏观点评

2023年3月16日

## 欧央行加息 50BP，恐慌退去后控通胀仍是主线

宏观点评 20230316

### 核心内容：

- **欧央行加息 50BP，短期似乎比美联储更鹰派** 3月16日，欧洲央行加息 50BP：从 3月22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 3.50%、3.00%和 3.75%。其他政策方面，从 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），月均 150 亿欧元；同时疫情紧急购买计划（PEPP）将至少持续至 2024 年末。本次加息的幅度表明欧央行关注的主线仍是核心通胀的情况，且应对流动性和碎片化问题的辅助性金融工具充足。
- **瑞士信贷危机可控，欧央行控通胀态度明确** 3月14日瑞信内控问题发酵后，交易员们因为对金融稳定的担忧而对 50BP 的幅度产生了怀疑。尽管瑞士央行迅速以 500 亿瑞郎为瑞信提供了短期流动性，市场还是在等待欧央行对瑞信事件的评估，进而决定定价的主线是金融稳定风险还是通胀压力。欧央行本次加息明确了两点，一是（核心）通胀依然是其货币政策面临的主要矛盾；二是欧洲金融稳定且并不影响加息，即使出现流动性风险也有充足对策；这基本奠定了欧央行短期的鹰派态度。
- **经济和核心通胀均强于预期，支持继续加息** 欧央行也同时更新了经济预测，要点是核心通胀和经济均比预期强，支持继续加息。通胀方面，欧央行在能源价格大幅回落企稳的情况下对名义通胀走低更有信心，但核心通胀的预期在服务、商品和工资的持续压力下被调高：预计名义 HICP 在 2023 均值 5.3%、2024 均值 2.9%、2025 均值 2.1%；而 2022Q4 的预期均值分别为 6.3%、3.4%和 2.3%。核心方面，2023 到 25 年预测均值为 4.6%、2.5%和 2.2%，前值为 4.2%、2.8%和 2.4%。需要注意的是欧央行目前面临比美联储更糟糕的通胀局面，更需要保持加息。经济增速方面：2023 年预期 GDP 增速从 0.5% 上行至 1%，但 2024 年从 1.5%降低至 1.3%，这反映（1）欧央行认为年内不会衰退，经济相对有韧性以及（2）高通胀和更高的利率在 2024 年拖累经济增速，这也侧面反映了欧央行加息的决心。**我们预计欧央行 5 月会继续加息 25BP，6 月再加息的概率也不低，利率终值应在 4%上方。**
- **欧央行工具充足、经验丰富，短期不必过度忧虑债务危机** 目前，欧洲金融环境面临的主要担忧包括（1）金融（银行）系统的流动性问题；（2）个别国家债务问题导致货币政策传导碎片化。从主要央行的态度来看，银行业债务危机会得到高效处理，而银行资产与负债端的风险也正被积极排查，有利于控制突发债务风险对市场的影响。从瑞信事件后的表现来看，南欧国家国债收益率在银行业出现问题后也出现了回落，并未遭到严重抛售：3月15日，意大利的 10 年期国债收益率回落超 20BP，与德债的利差也没有恶化，“碎片化”短期并不是担忧，也不会阻止加息。当然，银行业所暴露的问题依然值得高度重视，在通胀高企的情况下央行解决债务危机的能力也受到限制。美联储在硅谷银行事件中保护储户而不保股东处理方式也不利于银行股的表现。目前诸多风险进入视野意味着对发达国家的权益资产仍需谨慎，而美债、德债等仍是值的配置资产。另一方面，欧央行短期比美联储更鹰也将防止美元上行，在美国经济继续下滑、美欧利差有望缩小的情况下，美元指数短期可能因避险因素震荡，但中期是向下的。

### 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

3月16日，欧洲央行加息50BP，从3月22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3.50%、3.00%和3.75%。其他政策方面，从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），月均150亿欧元；同时疫情紧急购买计划（PEPP）将至少持续至2024年末。本次加息的幅度表明欧央行关注的主线仍是核心通胀的情况，且辅助性金融工具充足，可能暂时比美联储更加鹰派。

### 一、瑞士信贷危机可控，欧央行控通胀态度明确

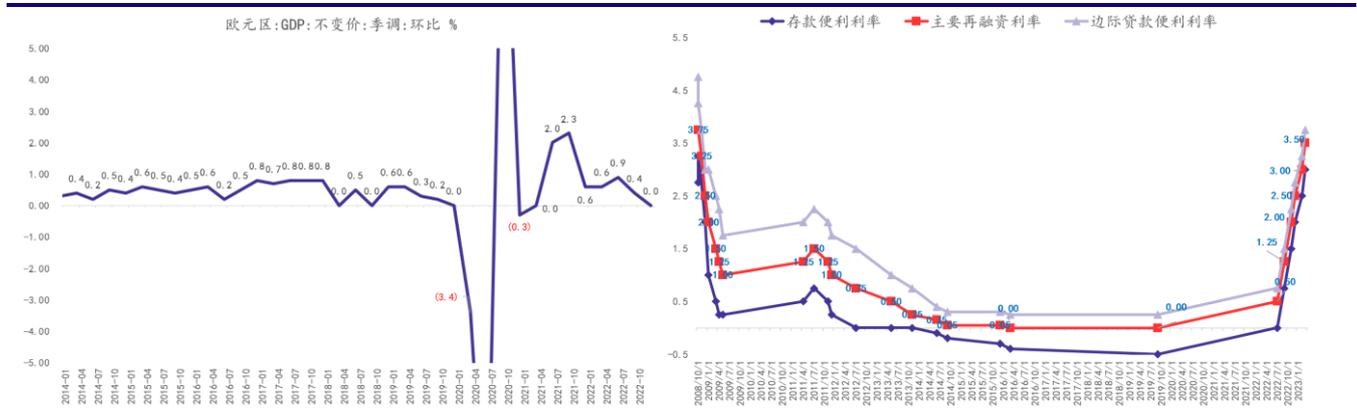
由于行长拉加德和一众官员在2月加息后反复强调3月50BP的路径，市场在瑞士信贷（瑞信）问题爆发前对此坚信不疑。不过，3月14日瑞信内控问题发酵后，交易员们因为对金融稳定的担忧而对50BP的幅度产生了怀疑。

瑞信事件起因是3月14日其推迟发布的年报中显示2021年和2022年其内部控制存在重大缺陷，审计公司PwC也对其财务内控有效性出具否定意见。在风险情绪积累的情况下，持股接近10%的大股东沙特国家银行却表示“绝对不会向瑞信提供更多援助”，进一步恶化了市场情绪并导致了危机交易。瑞信在30家具有全球系统重要性银行中位列第五组，其陷入流动性危机所产生的风险敞口远大于硅谷银行，可能引发全球金融市场巨震，因此瑞士央行迅速出手，允许瑞信以优质资产作为抵押获得500亿瑞郎（约540亿美元）的短期流动性。瑞信也迅速回购了价值25亿美元和5亿欧元的优先债券，消除短期风险。至此，恐慌情绪退坡，瑞信股价反弹，市场预期也重新转向基本面。尽管如此，市场还是在等待欧央行对瑞信事件的评估，进而决定定价的主线是金融稳定风险还是通胀压力。

欧央行本次加息明确了两点，一是（核心）通胀依然是其货币政策面临的主要矛盾；二是欧洲金融稳定且并不影响加息，即使出现流动性风险也有充足对策；这基本奠定了欧央行短期的鹰派态度。欧央行委员会的具体表述如下：（1）预测显示通胀将在过高水平保持太久，是加息的主要动力；（2）上升的不确定性加强了货币政策决定的数据依赖，关注三部分：经济和金融数据反应的通胀前景、通胀的内部结构和货币政策传导的力度；（3）当前市场紧张下，委员会致力于保持欧元区的价格和金融稳定；（4）欧元区银行部门有韧性，资本和流动性充足，任何情况下欧央行的政策工具箱都可以为欧元区金融系统提供流动性支持并保证货币政策的顺利传导。

图 1：欧元区 2022Q4 增速下修至 0%，2023 年衰退压力仍在（%）

图 2：欧央行继续大幅加息，5 月可能出现放缓（%）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

## 二、经济和核心通胀均强于预期，支持欧央行短期鹰派

在 2023Q1，欧央行也同时更新了经济预测，要点是核心通胀和经济均比预期强，支持继续加息。

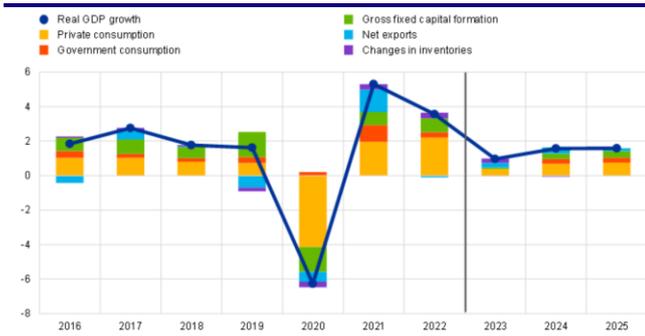
通胀方面，欧央行在能源价格大幅回落后企稳的情况下对名义通胀走低更有信心，但核心通胀的预期在服务、商品和工资的持续压力下被调高：预计名义 HICP 在 2023 均值 5.3%、2024 均值 2.9%、2025 均值 2.1%；而 2022Q4 的预期均值分别为 6.3%、3.4%和 2.3%。核心方面，2023 到 25 年预测均值为 4.6%、2.5%和 2.2%，前值为 4.2%、2.8%和 2.4%。需要注意的是欧央行目前面临比美联储更糟糕的通胀局面，美国部分商品已经出现明显通缩，欧元区 HICP 分项信号并没有如此乐观，工业品仍受到供给瓶颈的滞后影响，而工资增速也不乐观。这导致美国核心通胀出现缓慢回落，而欧元区核心通胀却继续加快，也就意味着欧元区年内更高的加息幅度以及相应的经济代价。拉加德表示，通胀的上行风险来自于上行的预期（工资和盈利）以及中国经济复苏对大宗产品价格和外需的影响；而下行的力量来自于紧缩金融条件带来的市场紧张程度和需求下滑。以及能源价格的回落。

图 3：欧央行对主要经济数据预测及调整 (%)

(%)	2023Q1 预测值					2022Q4 预测值			
	2021	2022	2023	2024	2025	2022	2023	2024	2025
实际 GDP	5.3	3.6	1.0	1.6	1.6	3.4	0.5	1.9	1.8
失业率	7.7	6.7	6.6	6.6	6.6	6.7	6.9	6.8	6.6
HICP	2.6	8.4	5.3	2.9	2.1	8.4	6.3	3.4	2.3
核心 HICP	1.5	3.9	4.6	2.5	2.2	3.9	4.2	2.8	2.4
单位劳动成本	0.1	3.2	5.1	3.2	2.3	3.2	5.0	3.1	2.6
劳动生产率	3.9	1.3	0.2	1.2	1.3	1.3	0.1	1.4	1.3
预算盈余/赤字占 GDP 比重	-5.1	-3.7	-3.4	-2.4	-2.4	-3.5	-3.7	-2.7	-2.6

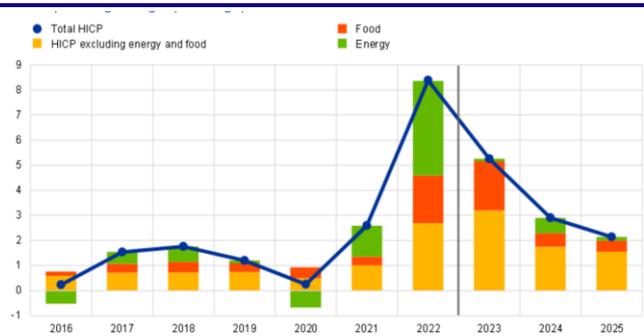
资料来源：ECB，中国银河证券研究院整理

图 4：ECB 预测中消费和投资下行程度减弱，使 GDP 强于此前预期



资料来源：ECB，中国银河证券研究院整理

图 5：最大的通胀压力依然来自核心部分，意味着加息仍要继续



资料来源：ECB，中国银河证券研究院整理

经济增速方面：2023 年预期 GDP 增速从 0.5%上行至 1%，但 2024 年从 1.5%降低至 1.3%，这反映 (1) 欧央行认为年内不会衰退，经济相对有韧性以及 (2) 高通胀和更高的利率在 2024 年拖累经济增速，这也侧面反映了欧央行加息的决心。拉加德警告政府的能源价格保护政策需要适时缩减，不然将加剧通胀压力并导致货币政策的反应。欧元区 2022 年 Q4 的 GDP 增速下修至 0%其实表明尽管能源危机的缓和让经济好于预期，但高利率缓慢传导和俄乌冲突持续

对经济的不良影响仍在，银行业危机也是警示，因此不宜对欧元区 2023 年经济表现过于乐观。不过从短期来看，欧元区的 PMI、消费信心和工业生产都从底部上行，失业率保持低位对应持续的工资压力，因此更高的政策利率是合理对策。

我们预计欧央行 5 月会继续加息 25BP，6 月再加息的概率也不低，利率终值应在 4% 上方。

图 6：欧元区国家 PMI 从低位的回升继续

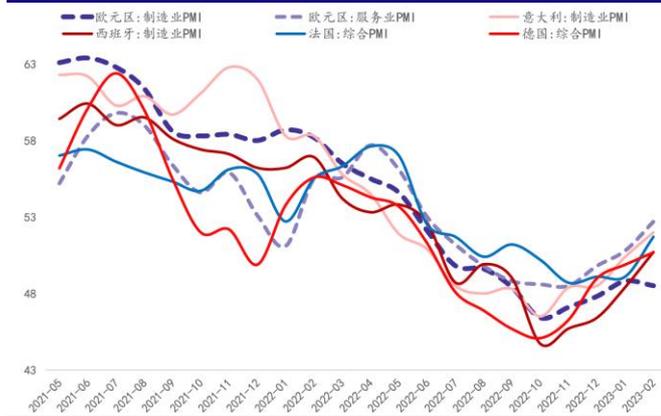
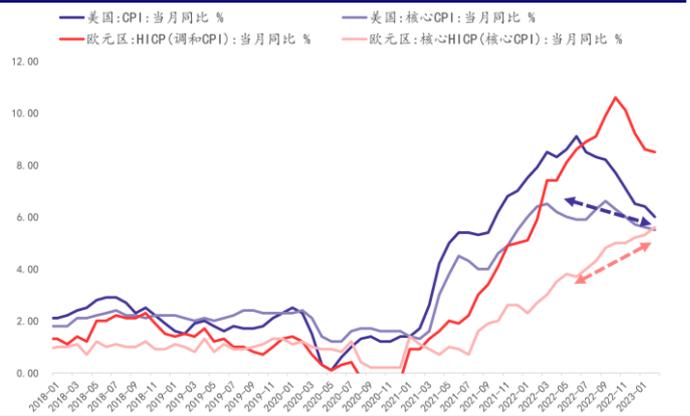


图 7：核心通胀方面欧央行比美联储面临更大压力



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

图 8：欧央行官员近期观点指向加息继续，需要紧密观察经济数据

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	欧洲央行执委	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	维勒鲁瓦	穆勒	雷恩	森特诺	内格尔	斯图纳拉斯
2023-3-2 欧洲央行需要在 3 月加息 50 个基点。 2023-2-26 完全有理由相信欧洲央行将在 3 月份加息 50 个基点。	2023-3-3 3 月后的加息路径将取决于数据。	2023-3-6 货币政策应取决于数据。 2023-2-28 3 月份加息 50 个基点的可能性依然稳固。利率可能在几个季度内都将处于限制性区间。	2023-2-17 几乎所有情况下都需要在 3 月加息 50 个基点。	2023-2-22 欧洲央行没有义务在 9 月之前的每次会议上加息。2.5% 的利率已经处于限制性区间。	2023-3-3 3 月加息极有可能是最后一次，利率必须在一段时间内保持高位。	2023-2-20 3 月以后继续加息是合适的。 2023-2-3 欧洲央行的计划在 3 月加息 50 个基点。	2023-3-6 3 月晚些时候加息 50 个基点可能性正越来越大。 2023-2-14 3 月份以后的决定仍然依赖数据。	2023-2-24 预计欧洲央行将在 3 月大幅加息。不排除 3 月份以后会有更多的大幅加息。	2023-3-14 我认为硅谷银行的倒闭对欧元区的银行没有任何影响。

资料来源：ECB、欧央行官员讲话，中国银河证券研究院整理

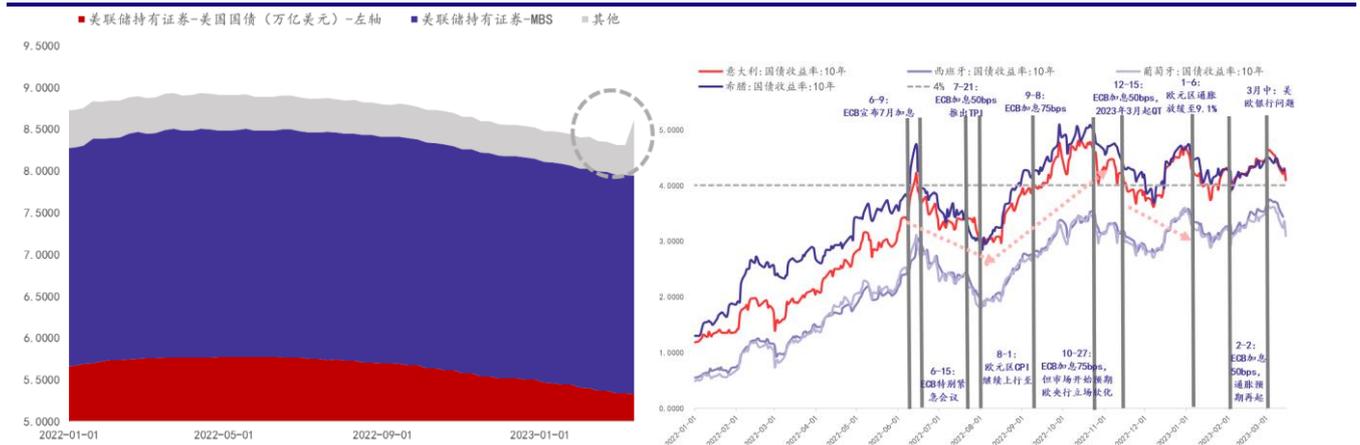
### 三、欧央行工具充足、经验丰富，短期不必过度忧虑债务危机

新闻发布会上记者最关心的问题显然是美欧银行业近期问题的影响以及金融稳定与价格稳定是否可以平衡。对此，拉加德充满信心的表示：“如果需要的话，我们有足够的工具和措施……我们的职员过去就已经展示过，如果出现流动性危机的话，他们可以做出迅速且富有创造力的反应，但我们目前并未见到流动性危机”。

以目前的信息来看，欧洲金融环境面临的主要担忧包括（1）金融（银行）系统的流动性问题；（2）个别国家债务问题导致货币政策传导碎片化，表现于欧元区国内国债收益率的分化。不可否认的是，继续收紧的全球金融环境未来仍会导致类似硅谷银行和瑞信的问题发生，但在这些问题已经进入主要央行视野的情况下，我们认为不论是美联储还是欧央行对流动性危机都有充足的应对经验，从近期来看反应也十分迅速，有效控制了恐慌情绪的蔓延。

图 9：以美联储为例，央行在处理危机时可以接受“临时QE”模式

图 10：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

资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

美联储的资产负债表在救助硅谷银行后出现上升，短暂出现了一边加息一边临时“QE”的景象；2022年11月英国市场因特拉斯政府不切实际的预算陷入混乱时英央行也果断重启QE补充短期流动性；本次不在欧央行管辖内的瑞士央行反应也如出一辙。这至少表明各大央行在银行系统出现债务导致的流动性问题时行动迅速且有效，临时“QE”也并未在中期妨碍物价稳定的终极目标，这也是拉加德所强调的金融和物价稳定两个目标并不冲突（we don't see any trade-off between price stability and financial stability<sup>1</sup>）。至少从主要央行的态度来看，银行业债务危机会得到高效处理，而银行资产与负债端的风险也正被积极排查，有利于控制突发债务风险对市场的影响。

而关于“碎片化”风险，拉加德也强调了“传导保护工具TPI”会在必要时保证金融稳定，防止资金抛弃风险较高的南欧国家国债并转投稳定的德债。同时，将持续到2024年的PEPP也可以灵活调整，作为使用TPI和OMT前的防线。从瑞信事件后的表现来看，南欧国家国债收益率在银行业出现问题后也出现了回落，并未遭到严重抛售：3月15日，债务问题最明显的意大利的10年期国债收益率回落超20BP，与德债的利差也没有恶化。因此，“碎片化”短期并不是担忧，也不会阻止加息。

当然，银行业所暴露的问题依然值得高度重视，在通胀高企的情况下央行解决债务危机的能力也受到限制。美联储在硅谷银行事件中保护储户而不保股东处理方式也不利于银行股的表现。目前诸多风险进入视野意味着对发达国家的权益资产仍需谨慎，而美债德债等仍是值的配置资产。另一方面，欧央行短期比美联储更鹰也将防止美元上行，在美国经济继续下滑、美欧利差有望缩小的情况下，美元指数短期可能因避险因素震荡，但中期是向下的。

图 11：TPI 和 OMT 要点回顾

<sup>1</sup> PRESS CONFERENCE (europa.eu)

	OMT	TPI
购买范围	**集中于短债，特别是1-3年期国债 **规模无限制	**集中于1-10年债券，覆盖长期，不排除私人部门证券 **规模无限制
资格要求和启动条件	**成员国必须能够进入国际债券市场（或者即将取得资格），满足欧洲金融稳定基金/欧洲稳定基金（EFSF/ESM在）一级市场的购债条件 **在目标国得到EFSF/ESM援助（并接受在支出和税收等方面的限制）后，欧央行才会启动OMT购债计划	**遵守债务框架，不在“超额赤字流程”中 **不存在严重的宏观经济失衡，不在欧盟的“超额失衡流程”中 **财政可持续性，即公共债务要可持续 **有效可持续的宏观政策 **当欧央行判断相关指标和成员国符合其全面评估时即可启用
债权待遇	与私人债权人或其他债权人相同	与私人债权人或其他债权人相同
流动性影响	完全冲销购债产生流动性，以防止引发价格不稳定	尚未明确冲销方式，将处理相关购买行为产生的超额流动性，保证欧元区系统资产负债表和货币政策不受持续的影响

资料来源：ECB，中国银河证券研究院整理

## 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部，新财富宏观团队成员，主要从事数据分析和预测工作。2014年获得第13届“远见杯”中国经济预测第一名，2015、2016年获得第14、15届“远见杯”中国经济预测第二名。

**唐璐：**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。主要从事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，并不构成对客户的投资咨询建议，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](http://www.chinastock.com.cn)

### 机构请致电：

深广地区：苏一耘 0755-83479312 [suyiyun\\_yj@chinastock.com.cn](mailto:suyiyun_yj@chinastock.com.cn)

程曦 0755-83471683 [chengxi\\_yj@chinastock.com.cn](mailto:chengxi_yj@chinastock.com.cn)

上海地区：何婷婷 021-20252612 [hetingting@chinastock.com.cn](mailto:hetingting@chinastock.com.cn)

陆韵如 021-60387901 [luyunru\\_yj@chinastock.com.cn](mailto:luyunru_yj@chinastock.com.cn)

北京地区：唐嫚玲 010-80927722 [tanganling\\_bj@chinastock.com.cn](mailto:tanganling_bj@chinastock.com.cn)