

## 欧央行主动缩表再加码，10月是压力窗口

### ——欧央行5月议息会议传递的信号

#### 核心观点

本月欧央行议息会议指向本轮加息周期尚未结束，未来具体加息幅度将相机抉择；下半年起针对所持债券的主动缩表将大幅加码，相较当前速度提升近60%，其中10月压力最大。10月也是欧洲主权债务压力到期最大的月份，债务到期与缩表压力的共振将使得10月成为欧债压力的重要窗口期。

我们认为伴随工资增长压力于上半年逐步筑顶，欧央行于上半年结束加息概率较大，此后信用收缩可以替代加息发挥紧缩作用。金融稳定问题在10月的潜在隐患可能推动欧央行在Q4启动降息。数量工具方面，缩表节奏或将在下半年根据经济形势进行相机抉择，如果金融稳定的风险隐患出现，不排除缩表暂停的可能性。

#### □ 欧央行加息未完待续，下半年起缩表将大幅加码

利率方面，5月议息会议欧央行继续加息25BP，将三大政策利率主要再融资利率、隔夜存款利率、隔夜贷款利率分别提升至3.75%、3.25%和4.0%，基本符合市场预期。对于未来的加息路径，本月欧央行并未对未来的加息节奏进行明确的指引，未来将继续相机抉择，但会后问答中拉加德指出本轮加息尚未结束仍会继续。

缩表方面，5、6月将继续按150亿欧元/月的速度对所持债券进行缩表。从7月起，欧央行将对缩表速度进行调整并停止APP项下的所有再投资，对应下半年的缩表规模将明显增加，平均每月缩表规模将近250亿欧元，相较Q2提速近60%。具体来看，7、8、9、10、11、12月的缩表规模将分别达到310亿、179亿、212亿、525亿、175亿、86亿欧元。

对于通胀压力，欧央行明确指出通胀仍有较大上行风险，这也是欧央行本月继续坚定推进紧缩的重要原因。一方面俄乌战争对能源价格的上行压力仍存，另一方面较高的工资增速也增加了核心CPI的压力。欧央行的薪资增速前瞻器指向欧洲薪资增速上行压力或将持续至2023年中，核心CPI的压力可能持续存在；下半年起工资增速将逐步下行，核心CPI的压力将逐步缓解。

对于金融稳定，欧央行认为金融条件的下行风险依然存在，并且可能会伴随信用条件的收紧；整体来看，欧洲当前面临的情况与美国类似，信用收缩同样是下半年的重要变量，尤其是下半年大量长期再贷款的到期可能加剧信用收缩压力。

#### □ 主权债务压力仍是欧央行的重要制约，10月是欧债压力的重要窗口

我们曾于前期多篇报告中指出主权债务压力仍是未来欧央行紧缩的重要制约。截至2022年Q3，意大利、葡萄牙、西班牙、希腊的政府部门杠杆率分别达到147.2%、123.4%、115.4%、178.8%，各大债务压力国的政府部门杠杆率在危机后并未经实质性的结构调整和风险去化，欧债危机爆发可能性仍存。

2023年3-4季度将是意大利、西班牙、葡萄牙、希腊等国的债务集中偿还期，其中10月意大利、西班牙和葡萄牙将分别有411.5亿、289.8亿和192.4亿美元的主权债务需要偿还，占全年未偿债总额的15%以上，届时欧洲主权债务压力可能在缩表背景下再次显性化。

我们已于上文指出，10月也是下半年欧央行缩表计划项下到期压力最大的时间点，到期规模将达到525亿欧元，欧洲金融稳定性10月或再次面临挑战。

#### □ 信用紧缩也是下半年欧洲的核心变量，长期再贷款到期将加剧信用收缩压力

欧央行本月议息会议中指出，伴随金融条件恶化欧元区同样面临信用收缩压力。下半年除了针对债券的“主动缩表”外，欧央行资产负债表中大量的TLTRO（长期再融资工具）到期，可能加剧欧洲银行体系的信用收缩风险。

分析师：李超

执业证书号：S1230520030002

lichao1@stocke.com.cn

分析师：林成炜

执业证书号：S1230522080006

linchengwei@stocke.com.cn

相关报告

TLTRO 的设置本意便是通过为银行提供低息融资增加银行对实体经济的信贷投放力度。从设置规则上来看，TLTRO 允许欧洲银行以截至 2019 年 2 月的贷款存量余额为基准，按 55% 的额度上限借入再贷款。

欧央行的研究曾指出 TLTRO 在 2020-2021 年用量的大幅增加近 1.9 万亿欧元，对银行体系 2020-2021 年新增信贷增速的同比拉动总计达到 2%，预计规模为 8000 亿欧元，占同期新增信贷规模的 28%。考虑到 TLTRO 对欧元区银行信贷有重要的撬动作用，其大规模到期可能引起欧元区的信用收缩。

**从到期量来看，2023 年将是 TLTRO 的到期大年，仅 6 月份便有超过 1.3 万亿欧元的 TLTRO 到期，全年到期规模或将达到 1.7 万亿欧元。**实际上，2022 年 10 月欧央行将 TLTRO 利率上调 50BP，成本提升后银行已经开始大面积归还再贷款，TLTRO 余额自 10 月起明显回落，欧元区对非政府部门的信贷增速也随之在 11 月开始迅速下滑，下半年 TLTRO 到期压力的加大将进一步压缩欧元区信贷环境。

#### □ Q4 欧债隐患下欧央行有降息可能&主动缩表下半年相机抉择

在金融稳定制约下，我们认为欧央行的货币政策将表现出与美联储较强的趋同性，伴随工资增长压力于上半年逐步筑顶，欧央行于上半年结束加息概率较大，此后信用收缩可以替代加息发挥紧缩作用。

下半年伴随欧元区经济压力加大、通胀回落以及金融稳定问题在 10 月的潜在隐患可能推动欧央行在 Q4 启动降息。数量工具方面，针对债券的主动缩表节奏或将在下半年根据经济形势进行相机抉择，如果金融稳定的风险隐患出现，不排除主动缩表提前暂停的可能性。

#### □ 预计美元和美债利率下半年持续回落，伦敦金可能再次挑战前高

**美元方面**，内部因素方面，考虑到美国下半年衰退压力显性化叠加降息预期可能驱动美元下行；外部因素方面，日央行年内可能对 YCC 政策作进一步调整，日元回流也会对美元形成利空。内外部因素共振预计驱动下半年美元回落 98 附近。

**美债方面**，通胀预期回落+实际利率下行共振，下半年 10 年美债利率或挑战 2.5%。一是源于未来美国信贷收缩可能缓解招工和薪资增速压力，从而带动通胀预期下行；二是 Q3 起点阵图可能给予市场更为明确的远期宽松预期，四季度美联储可能正式启动降息，并带动实际利率下行。

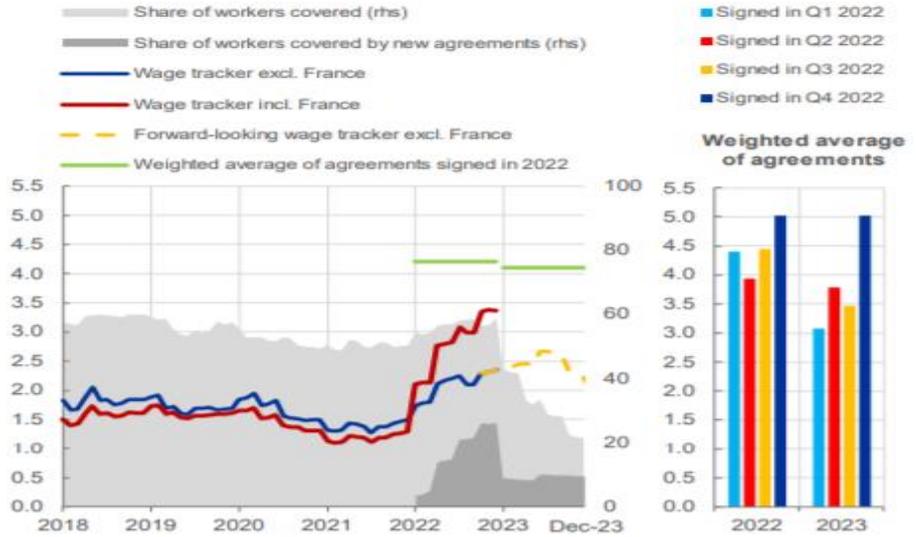
**黄金方面**，预计下半年伦敦金将再度挑战 2070 的前高位置，此后维持高位震荡。一是下半年海外金融市场的结构性隐忧仍在，避险情绪仍是金价的重要支撑；二是信用紧缩的环境下，下半年美国通胀回落可能超预期，货币政策宽松空间可能进一步打开，实际利率下行将对金价形成提振。

#### □ 风险提示

美国通胀超预期恶化；美联储紧缩超预期

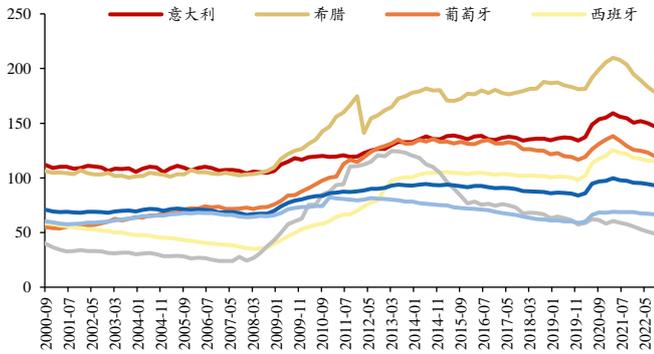
## 1.重要图表

图1： 欧央行工资前瞻器指向薪资增速的上行压力可能持续至 2023 年年中附近



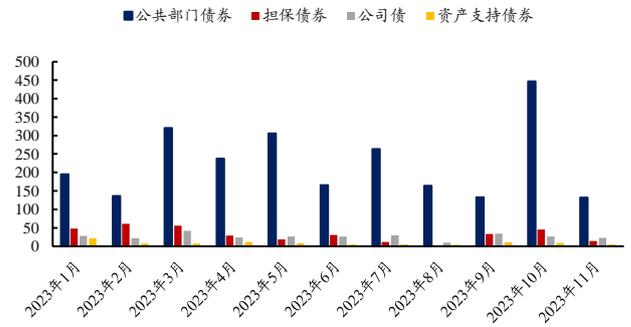
资料来源：ECB，浙商证券研究所

图2： 欧洲债务压力国杠杆率 (%)



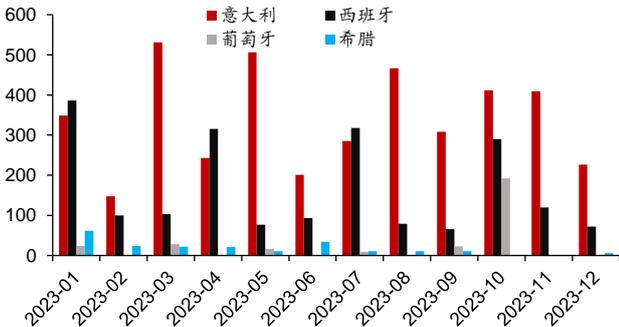
资料来源：Wind，浙商证券研究所

图3： 欧央行资产购买计划下每月资产到期规模 (亿欧元)



资料来源：ECB，浙商证券研究所

图4： 债务压力国 2023 年国债各月到期规模 (亿美元)



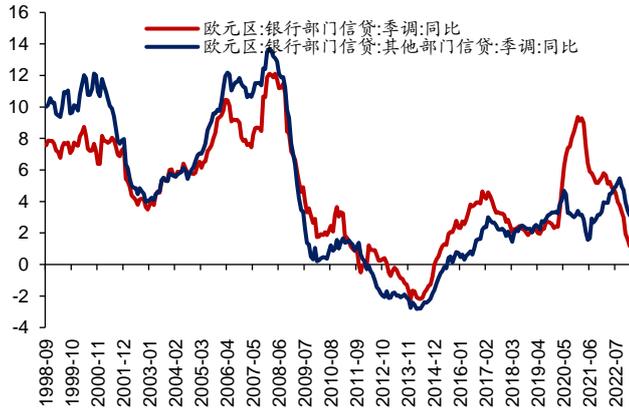
资料来源：Bloomberg，浙商证券研究所

图5： 债务压力国未来几年国债到期规模 (亿美元)



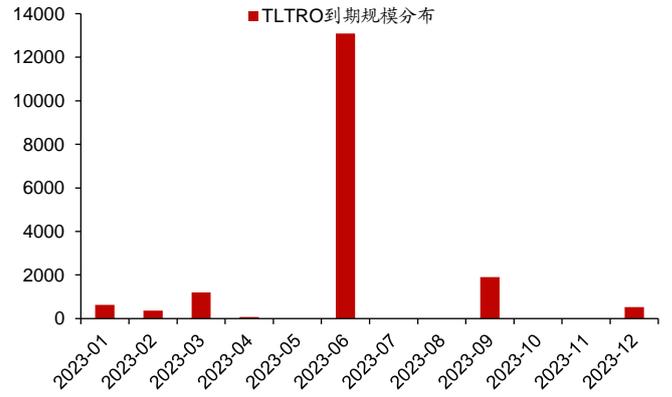
资料来源：Bloomberg，浙商证券研究所

图6: 欧洲银行放贷意愿自 2022 年以来显著下行 (%)



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图7: 2023 年 TLTRO 到期规模分布 (亿欧元)



资料来源: ECB, 浙商证券研究所

## 股票投资评级说明

以报告日后的6个月内，证券相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 买入：相对于沪深300指数表现+20%以上；
2. 增持：相对于沪深300指数表现+10%~+20%；
3. 中性：相对于沪深300指数表现-10%~+10%之间波动；
4. 减持：相对于沪深300指数表现-10%以下。

## 行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业指数相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 看好：行业指数相对于沪深300指数表现+10%以上；
2. 中性：行业指数相对于沪深300指数表现-10%~+10%以上；
3. 看淡：行业指数相对于沪深300指数表现-10%以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

## 法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路729号陆家嘴世纪金融广场1号楼25层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街8号富华大厦E座4层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心33层

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>