

欧央行政策步调与联储趋同

——欧央行6月议息会议传递的信号

核心观点

本月欧央行加息25BP并表示7月将继续加息，对于年内降息空间并未予以指引。整体来看，当前欧央行的政策指引表现出了与联储较强的趋同性，未来可能双双面临信用收缩压力，在信用收缩的差异化影响在两大经济体中进一步清晰以前，美元短期可能维持震荡。

□ 欧央行加息周期仍未结束，下半年缩表提速10月是缩表高峰

利率方面，6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至4.0%、3.5%和4.25%，符合预期。对于未来的加息路径，拉加德指出未来欧央行将继续秉持相机抉择的原则，但7月大概率将继续加息。

缩表方面，与6月议息会议公告一致，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。

□ 上修通胀预期的同时下修增长预期，信用收缩同样是欧元区下半年的主线

通胀预测方面，欧央行预测指向工资粘性导致的核心通胀压力仍然显著。欧央行将2023和2024年的通胀预期分别上调至5.4%和3.0%，前值分别为5.3%和2.9%；其中核心CPI上修幅度更大，2023和2024年预期分别上调至5.1%和3.0%，前值分别为4.6%和2.5%。

经济预测方面，欧洲当前面临的情况与美国较为类似，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。本月议息会议欧央行将欧元区2023年的GDP增长预期由前值1.0%下修至0.9%，主要反映信用收缩下欧元区增长压力加剧，符合我们前期判断。欧元区的信贷紧缩一方面源自加息，欧元区4月商业贷款利率已升至4.4%，是过去10年最高水平；另一方面源自于数量型货币紧缩，主要源自TLTRO的渐进到期。

我们曾于前期报告指出，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。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，近期欧元区企业信贷增速已下滑至2.4%，是2021年下半年以来的最低点，下半年TLTRO持续到期将进一步压缩欧元区信贷环境。

□ 主权债务压力仍是欧央行的制约，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。

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。

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

1 《5月宏观数据解读：经济动能高点已过》 2023.06.16

2 《先摆好姿态，再相机抉择——6月美联储议息会议传递的信号》 2023.06.15

3 《通胀回落给予联储灵活决策空间——5月美国通胀数据传递的信号》 2023.06.13

□ **欧央行整体政策节奏与美联储趋同，美元短期维持震荡**

本月欧央行的政策指引表现出了与联储较强的趋同性，未来可能双双面临信用收缩压力，在信用收缩的差异化影响在两大经济体中进一步清晰以前，美元短期可能维持震荡。

未来加息节奏方面，欧央行未来至少仍有 1 次加息；美联储本月点阵图指向年内仍有 2 次加息空间，但当前市场并不“买账” CME 利率期货显示仅做 1 次加息定价，我们同样认为伴随下半年衰退压力逐步显性化美联储未必能足额兑现点阵图给出的加息空间。

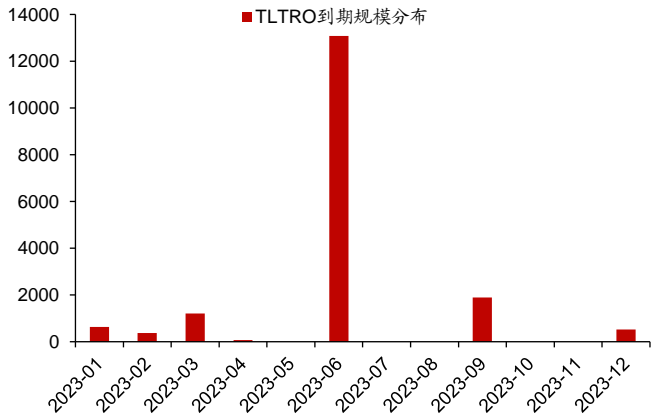
年内降息空间方面，美欧央行当前并未给予年内降息指引。

□ **风险提示**

美国通胀超预期恶化；美联储紧缩超预期

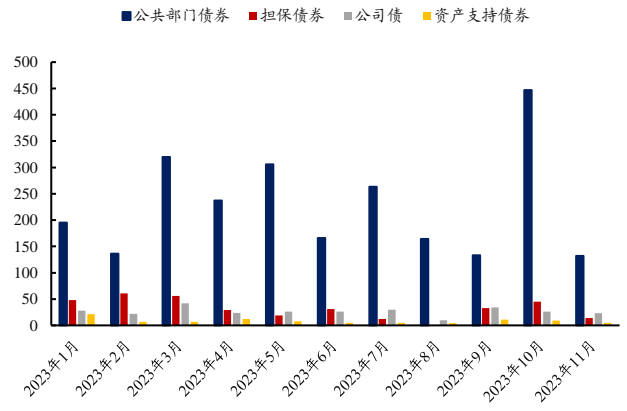
1.重要图表

图1: 2023年TLTRO到期规模分布(亿欧元)



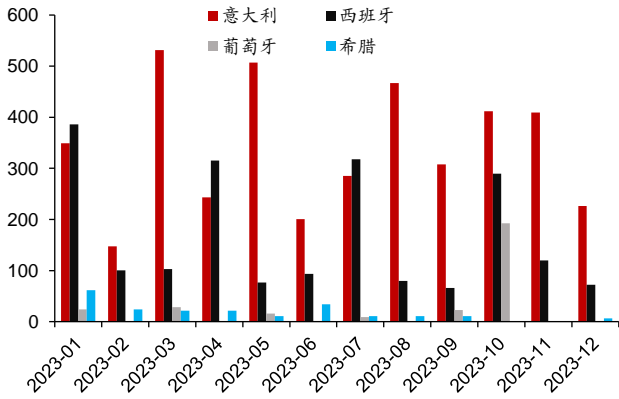
资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图2: 欧央行资产购买计划下每月资产到期规模(亿欧元)



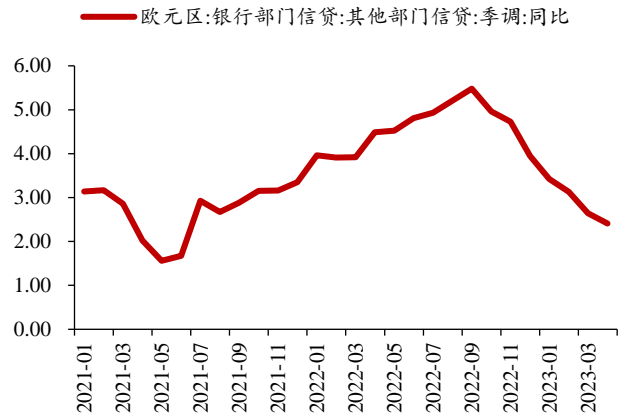
资料来源: ECB, 浙商证券研究所

图3: 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4: 欧元区企业信贷增速显著下行(%)



资料来源: Bloomberg, 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>