6 月海外宏观动态点评

欧洲央行 6 月会议维持利率不变，TLTRO-III 值得期待

欧元区 PMI 不振，影响欧洲央行加息基础；PMI 低迷使得 ECB 难以紧缩，但 CPI 稳定制约了宽松基础。欧洲央行政策大体保持鸽派，预计将维持当前利率水平至 2020 年上半年。ECB 为不佳的经济前景预备了工具，以新一轮 TLTRO-III 的较低利率防范欧洲银行业系统性风险。欧洲央行可提供的货币政策工具箱有限，刺激力度较难保证，避险资产值得配置。

- 欧元区 PMI 不振，影响欧洲央行加息基础。欧元区制造业 PMI 终值 47.7，仍处于收缩区间；德国制造业 PMI 终值 44.3，连续 5 个月处于收缩区间，现稳定在 44 附近；法国制造业 PMI 终值为 50.6，虽高于荣枯线，但今年以来都在下降。数据表明：制造业仍处于自 2013 年来最艰难时期，德国经济增长动力不足，法国制造业趋势不佳。PMI 低迷使得 ECB 难以紧缩，但 CPI 稳定制约了宽松基础。
- 国际不稳定因素提高了欧洲各项风险指标，使欧洲央行政策大体保持鸽派。欧洲央行强化利率前瞻指引，将尽可能长地维持当前利率水平，至少到 2020 年上半年。
- ECB 为不佳的经济前景预备了工具。上一轮 TLTRO 操作实质上是欧洲央行向取得贷款的银行支付利息，如今欧洲央行因担忧欧洲银行业出现系统性风险，再融资方面优惠力度将更加倾斜。新 TLTRO-III 的利率定价比欧元区主要再融资平均利率高出 10 个基点；对符合条件的净贷款超过基准利率的银行，TLTRO III 适用的利率可低至在存款便利利率平均利率上加 10 个基点。
- 当前欧洲央行刺激经济的招数主要为贷款利率、再投资和 TLTRO 效果还不明朗，因此欧洲风险资产前景不佳，避险资产值得配置。
- 风险提示：欧洲经济增长超预期，避险资产上涨不及预期。

相关研究报告

《5 月海外宏观动态点评：欧元区 PMI 不及预期，火车头德国领跌》20190523

《4 月海外宏观动态点评：欧美央行按兵不动，美国通胀不及预期》20190411

《4 月海外宏观动态点评：欧元区经济继续放缓，美国 PMI 好于预期》20190402

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

宏观及策略

钱思韵
（8621）20328516
siyun.qian@bocichina.com
证券投资咨询业务证书编号：S1300517100002

朱启兵
（8610）66229359
qibing.zhu@bocichina.com
证券投资咨询业务证书编号：S1300516090001

欧洲央行维持三大利率不变，符合预期。

欧洲央行宣布利率决议后，欧元短线上涨至日高 1.1258，涨近 30 个点；意大利两年期国债上涨；德国国债下跌，两年德债收益率上涨两个基点至-0.65%；欧洲 Stoxx600 指数抹去此前涨幅，德国 DAX 指数短线下挫近 50 点。

我们认为，

1. 欧元区 PMI 不振，影响欧洲央行加息基础。欧元区 5 月制造业 PMI 终值 47.7，符合预期和前值，仍处于收缩区间。欧元区产出连续第四个月下降，新订单数量也进一步大幅下降，突出表明制造业仍处于自 2013 年来最艰难时期。德国 5 月制造业 PMI 终值为 44.3，预期值 44.3，前值 44.3，作为经济增长引擎的德国连续 5 个月处于收缩区间，现在稳定在 44 附近，显示了德国经济增长动力不足，且难民潮等问题的困扰更使得德国就业情况严重。法国 5 月制造业 PMI 终值为 50.6，预期值 50.6，前值 50.6。虽高于荣枯线，但今年以来都在下降，因此趋势不佳，未来有可能不能独善其身。低迷的 PMI 使得 ECB 难以紧缩，但 CPI 稳定制约了宽松基础。

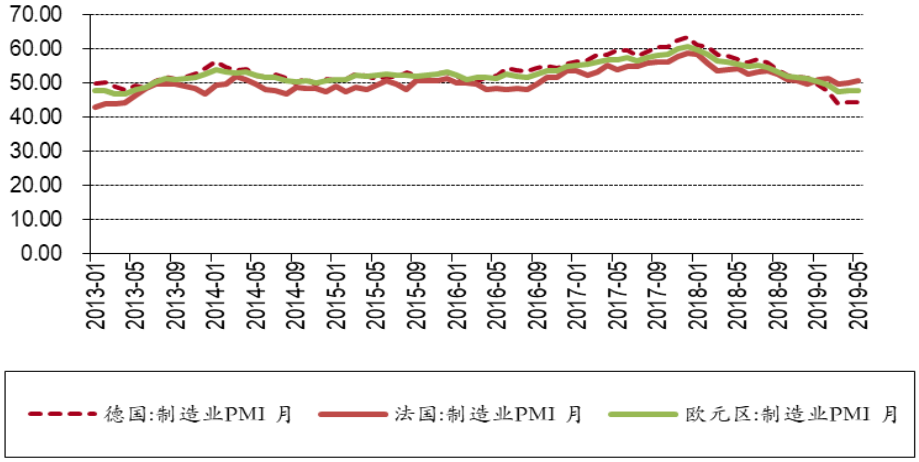
2. 近期贸易摩擦加剧，英国首相退位，意大利财政风险加剧，欧洲各项风险指标均上升，使得欧洲央行政策大体保持鸽派。欧洲央行强化利率前瞻指引。3 月会议上，欧洲央行的利率指引为“至少保持利率不变直至 2019 年底”，但会议纪要显示部分官员希望把时点继续推后。欧洲央行预计将维持当前利率水平至少直到 2020 年上半年；欧洲央行将尽可能长地维持当前利率水平。近期经济数据不佳支撑了此种观点，预计欧洲央行整体将会持续保持现有状态。

3. 第三轮定向长期再融资操作 TLTRO-III 利率应较低。2016 年推出的上一轮 TLTRO 利率为-0.40%，与欧洲央行存款利率相同，实质上是欧洲央行向取得贷款的银行支付利息。欧洲央行现在比较担忧的是欧洲银行业出现系统性风险，因此会采取措施大力支持银行业的业绩，因此再融资方面也会倾斜优惠力度。ECB 将新的 TLTRO-III 的利率定价为比欧元区主要再融资平均利率高出 10 个基点。对于符合条件的净贷款超过基准利率的银行，TLTRO III 适用的利率将更低，可低至在存款便利利率平均利率上加 10 个基点。可见 ECB 为不佳的经济前景预备了工具。

4. 随着欧洲经济数据以及全球外需的衰落，欧洲央行可提供的货币政策工具箱有限，主要为贷款利率、再投资和 TLTRO，刺激力度较难保证，欧洲风险资产前景不佳，避险资产值得配置。

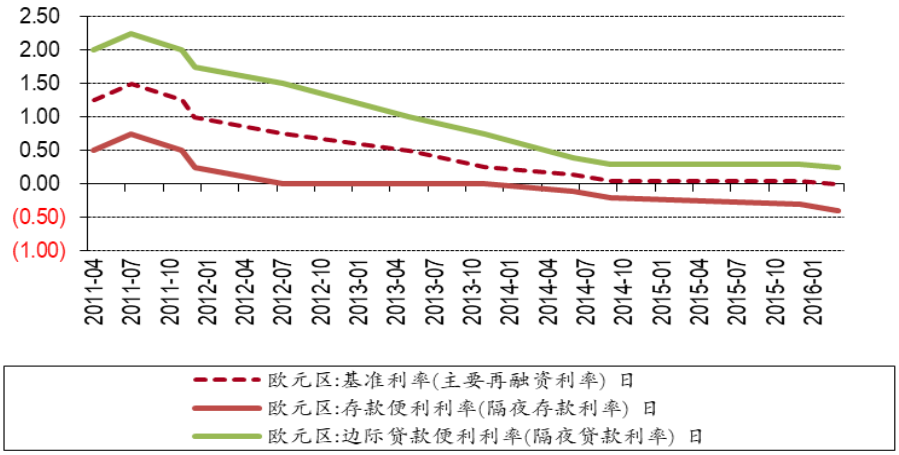
风险提示：欧洲经济增长超预期，避险资产上涨不及预期。

图表 1. 德国、法国和欧元区制造业 PMI



资料来源：万得，中银国际证券

图表 2. 欧元区基准利率、存款利率和贷款利率



资料来源：万得，中银国际证券

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

公司投资评级：

买　　入：预计该公司在未来 6 个月内超越基准指数 20%以上；

增　　持：预计该公司在未来 6 个月内超越基准指数 10%-20%；

中　　性：预计该公司股价在未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在-10%-10%之间；

减　　持：预计该公司股价在未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10%以上；

未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

行业投资评级：

强于大市：预计该行业指数在未来 6 个月内表现强于基准指数；

中　　性：预计该行业指数在未来 6 个月内表现基本与基准指数持平；

弱于大市：预计该行业指数在未来 6 个月内表现弱于基准指数。

未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

预览已结束，完整报告链接和二维码如下：
https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_12162