

证券研究报告

东北证券 FICC 组欧央行转“鸽”，美指未来 或呈“U型”走势

报告摘要：

事件：3月7日，欧洲央行重启经济刺激计划并下调欧元区经济增长预期，受此影响，美元指数7日当天一度涨至97.71，为2018年12月17日以来的最高点，收盘报97.61，全天涨幅达0.74%。

点评：

核心观察：（1）欧洲央行推迟加息并下调经济预期。欧洲央行管委会在法兰克福举行议息会议，决定在2019年年底维持三大基准利率水平不变，并发布最新一期宏观经济预测报告，将今年欧元区经济增长预期从1.7%大幅下调至1.1%。2020年和2021年预计分别增长1.6%和1.5%；同时将2019年、2020年和2021年欧元区通胀预期分别下调至1.2%、1.5%和1.6%；（2）欧洲央行推出经济刺激计划。欧央行表示将于今年9月启动新的长期定向再融资操作（TLTRO-III）刺激计划，并将持续至2021年3月。TLTRO是欧洲央行以较低利率向增加对企业和消费者放贷的欧洲银行提供的低息贷款，从而有助于让流动性进入实体经济。这是自2014年以来欧洲央行第三次推出刺激计划；（3）欧洲央行意外推出刺激计划后，美元指数7日当天大涨0.74%。受此影响非美货币、黄金价格重跌，欧美债收益率集体受挫，美股迎来四连跌。

核心展望：（1）短期全球资金避险情绪加重。欧洲央行行长德拉吉认为，围绕欧元区增长前景的风险仍然倾向下行。欧洲央行大幅下调经济预期也加深了全球投资者对今年欧洲经济前景的担忧。此前受到美联储展缓加息的表态和新兴市场国家央行经济刺激政策影响而流入发展中国家的全球资金受避险情绪上升的影响回流美国，推动了美元指数的上涨；（2）本轮经济周期的拐点可能提前到来。欧元区此前经济数据不佳，PMI已低于荣枯线，这些情况本已经反映在预期中，但此次欧洲央行的宽松表明欧洲经济情况可能比经济数据反映的还要糟糕。考虑到美国经济放缓和英国脱欧等事件造成的不确定性，全球经济的拐点或许会比市场预期更早的到来；（3）美元后市或短期震荡回调，中长期判断有望挑战100点位。我们认为短期内美欧央行释放的宽松预期，仍有助于安抚短期风险资金的配置情绪，美元短期内或冲高后震荡回调；中长期，伴随美元利空出尽，资金或受全球经济拐点渐进的预期压迫，避险情绪缓步升温，美元仍有望挑战100整数点位。

相关报告

《2019年-2020年里程碑事件中的风险和机遇》

2018-12-19

《“全球经济钝化”系列之欧洲篇：钝学累功，不妨精熟》

2018-07-06

《“灰犀牛”系列之（五）美元篇：美元指数2019年第二季度或突破100点》

2018-11-15

《“灰犀牛”系列之（四）中期选举续篇：“中期选举”。联储货币政策及大类资产价格》

2018-11-03

《写给2020年大类资产配置的前瞻预判：“颠倒”众生的曲线，“悬挂”欲坠的利剑》

2018-09-28

证券分析师：李勇

执业证书编号：S0550517090001

证券分析师：刘辰涵

执业证书编号：S0550517100001

010-58034582 liuchenhao@nesc.cn

研究助理：付昊

执业证书编号：S0550118020005

010-58034578 fuhao@nesc.cn

研究助理：邹坤

执业证书编号：S0550118010025

010-58034586 zoukun@nesc.cn

目录

1. 核心观察	4
1.1. 欧洲央行推迟加息并下调经济预期	4
1.2. 欧洲央行推出经济刺激计划	4
1.3. 欧洲央行意外推出刺激计划后，美元指数当天大涨	5
2. 核心展望	5
2.1. 短期全球资金避险情绪加重	5
2.2. 本轮经济周期的拐点可能提前到来	6
2.3. 美元后市或短期震荡回调，中长期判断有望挑战 100 点位	6

图表目录

图 1: 欧元区 2009-2018 年政策性利率 (%)	4
图 2: 英国 2015-2018 年基准利率 (%)	5
图 3: 2018 年英德法三国 10 年期债券收益率 (%)	5
图 4: 欧元区 2013-2018 年 PMI 指数 (%)	6
图 5: 2018 全年美元指数走势图.....	7

事件:

3月7日,欧洲央行重启经济刺激计划并下调欧元区经济增长预期,受此影响,美元指数7日当天一度涨至97.71,为2018年12月17日以来的最高点,收盘报97.61,全天涨幅达0.74%。

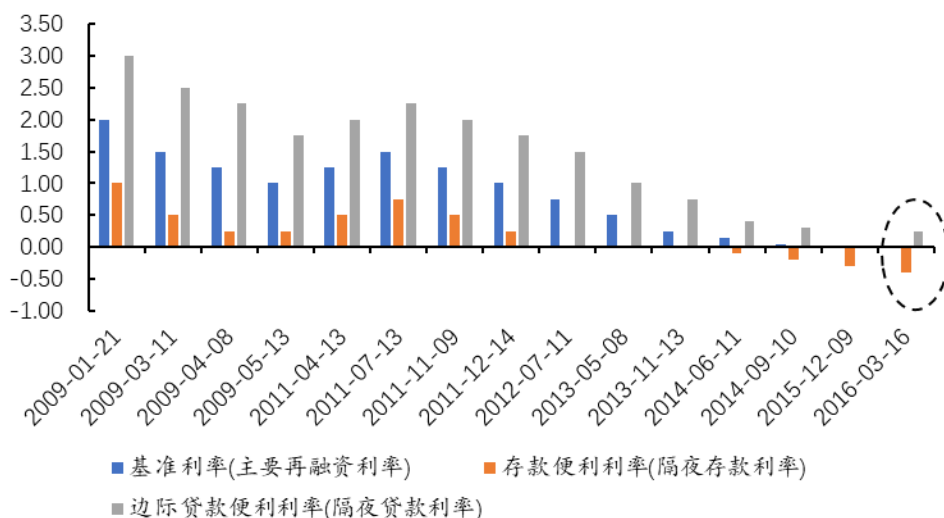
1. 核心观察

1.1. 欧洲央行推迟加息并下调经济预期

2018年12月13日,欧央行本年度的最后一次议息会议结束,维持三大政策性利率保持不变(-0.4%, 0%, 0.25%),重申预计至少在2019年夏天结束前将保持利率不变;确定于12月底正式退出QE(量化宽松),且强化了对再投资的前瞻指引,首次明确再投资将持续到首次加息后。只要有必要,就将对到期债券进行再投资;再投资将一直持续到首次加息后很长一段时间,且会持续足够长的时间,以维持有利的流动性条件和货币宽松的充裕程度。欧央行12月会议纪要显示,将放缓加息进程,上调关键利率的预期时间已经推迟至2019年末。

最新一期的宏观经济预测报告显示,今年欧元区经济增长预期从1.7%大幅下调至1.1%。2020年和2021年预计分别增长1.6%和1.5%;同时将2019年、2020年和2021年欧元区通胀预期分别下调至1.2%、1.5%和1.6%。

图1: 欧元区2009-2018年政策性利率(%)



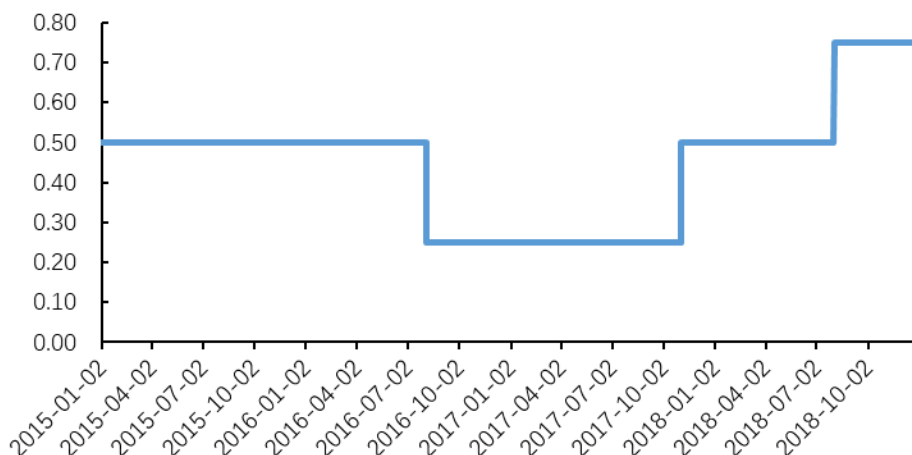
数据来源: 东北证券, Wind

1.2. 欧洲央行推出经济刺激计划

英国于2018年8月英央行开启年内第一次也是唯一一次加息,加息25BP至0.75%;2018年12月,英央行本年度的最后一次议息会议结束,维持基准利率在0.75%不变,维持4350亿英镑资产购买规模不变,维持100亿英镑企业债购债规模不变;加息进程和脱欧进展挂钩,脱欧或对英国利率正常化造成冲击,鉴于英国脱欧及英国经济背景,英央行在2019年底前加息的可能性不太大。

欧央行表示将于今年9月启动新的长期定向再融资操作(TLTRO-III)刺激计划,并将持续至2021年3月。TLTRO是欧洲央行以较低利率向增加对企业和消费者放贷的欧洲银行提供的低息贷款,从而有助于让流动性进入实体经济。这是自2014年以来欧洲央行第三次推出刺激计划。

图 2：英国 2015-2018 年基准利率（%）



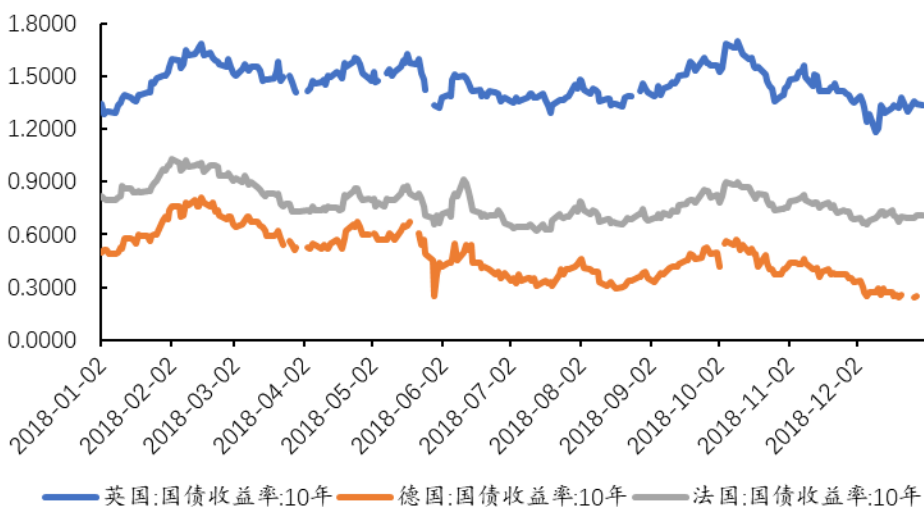
数据来源：东北证券，Wind

1.3. 欧洲央行意外推出刺激计划后，美元指数当天大涨

金融危机之后，结合欧债危机的不断深入，欧洲央行曾采取宽松的货币政策以应对冲击。从 2010 年开始，经济和通胀逐渐复苏，欧洲央行于 2011 年 4 月 13 日和 7 月 13 日分别上调基准利率，将主要再融资利率、隔夜存款利率和隔夜贷款利率上调至 1.50%、0.75% 和 2.25%。然而欧洲债务危机引发经济再次疲软，通胀下行，欧洲央行于 2011 年 11 月 9 日开始，再次下调基准利率。截至 2014 年 6 月 11 日，隔夜存款利率已调至负值。最近一次对基准利率的调整是 2016 年 3 月 16 日，将主要再融资利率从 0.05% 降至 0.00%，隔夜存款利率从 -0.30% 降至 -0.40%，隔夜贷款利率从 0.30% 降至 0.25%。

欧洲央行下调 2019 年经济增长预期，并宣布新一轮刺激计划以帮助该地区的银行，引发了对全球经济的担忧，美股三大股指全线下跌。欧洲央行意外推出刺激计划后，美元指数 7 日当天大涨 0.74%。受此影响非美货币、黄金价格重跌，欧美债收益率集体受挫，美股迎来四连跌。

图 3：2018 年英德法三国 10 年期债券收益率（%）



数据来源：东北证券，Wind

2. 核心展望

2.1. 短期全球资金避险情绪加重

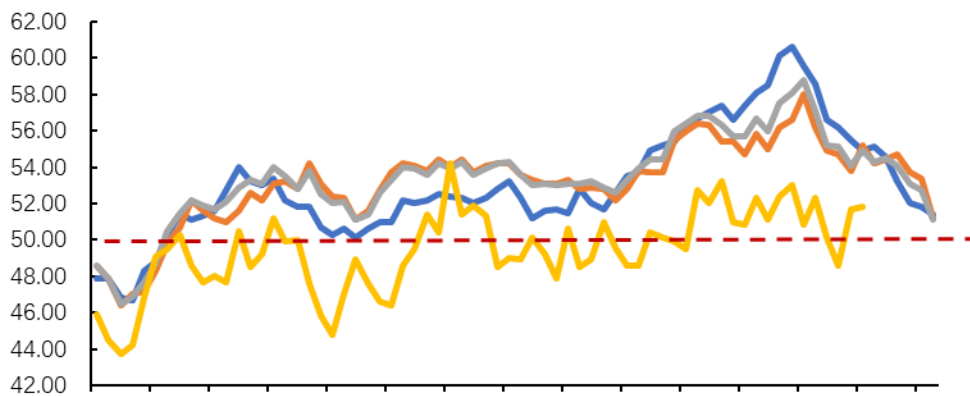
自 2016 年 6 月英国公投脱欧开始，脱欧进程进展缓慢，欧洲市场避险情绪急剧升温。2018 年 3 月，欧盟和英国就英国“脱欧”过渡期问题达成协议，协议的主要内容包括：过渡期将从 2019 年 3 月 29 日开始到 2020 年 12 月 31 日结束，短于英国先前要求的两年。欧洲央行行长德拉吉认为，围绕欧元区增长前景的风险仍然倾向下行。欧洲央行大幅下调经济预期也加深了全球投资者对今年欧洲经济前景的担忧。此前受到美联储展缓加息的表态和新兴市场国家央行经济刺激政策影响而流入发展中国家的全球资金受避险情绪上升的影响回流美国，推动了美元指数上涨。

2.2. 本轮经济周期的拐点可能提前到来

经合组织表示，英国经济增长前景取决于“脱欧”谈判的走向，目前主要的风险是围绕“脱欧”产生的一系列不确定性。经合组织称如果这种不确定性持续存在，将导致企业进一步延迟投资计划，从而使投资增长继续承压。

欧元区 2018 年全面钝化倾向非常明显，经济数据整体低于预期，制造业 PMI 指数下滑势头迅猛，工业产出普遍萎缩，贸易风险、英国脱欧等不确定性仍存，且欧元区经济增长存在一些问题。欧央行下调 19 年 GDP 增速预期和通胀预期，短期来看欧洲经济增速将继续减缓，企稳复苏仍需时日。欧元区此前经济数据不佳，PMI 已低于荣枯线，这些情况本已经反映在预期中，但此次欧洲央行的宽松表明欧洲经济情况可能比经济数据反映的还要糟糕。考虑到美国经济放缓和英国脱欧等事件造成的不确定性，全球经济的拐点或许会比市场预期更早的到来。

图 4：欧元区 2013-2018 年 PMI 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_13815

