

欧央行有望加快购债速度

华泰研究

2021年3月13日 | 中国内地

动态点评

研究员

SAC No. S0570517080002

SFC No. BQK711

朱洵

zhuxun@htsc.com

+86-21-28972070

研究员

SAC No. S0570520100005

SFC No. AMH263

易恒

evayi@htsc.com

北京时间3月11日，欧央行3月议息决定下个季度将显著（significantly）加快紧急抗疫购债（PEPP）的购买速度；议息公布后，德国、法国10年期国债收益率小幅下行。3月议息会议决定维持紧急抗疫购债计划（PEPP）总规模为1.85万亿欧元不变；继续执行资产购买计划（APP），每月净购入200亿欧元的资产、持续到欧央行准备开始加息之前；继续通过针对性长期再融资业务（TLTRO III）向银行提供长期融资，帮助银行向实体经济和家庭贷款。

欧央行表示将加快PEPP的购债速度。2月以来，欧元区国债长端收益率上行较快，德国、法国10年期国债收益率2月份分别上行27bp、25bp，欧央行行长拉加德表示“债券收益率上行可能会带来市场融资环境的收紧、过早的紧缩不受欢迎（undesirable）”。欧央行将从Q2开始加快PEPP购买速度——截至2021/3/5，PEPP尚有近1万亿欧元购买额度（已使用8786万欧元）。拉加德重申在有利的融资条件下不必全额动用1.85万亿欧元额度，但必要时欧央行仍可能会调整紧急购债额度上限、使用规模等。欧央行的PEPP和APP购债类别都包含了主权债、公司债和商业票据等。

欧央行加快购债，有助于缓解市场对欧元区国债收益率也可能（类似美债长端利率）过快上行的担忧。但即便加快购债短期对利率上升有所压制，却可能提升中期通胀水平（流动性释放更多），从这个角度看，难以阻挡利率“正常化”（回到疫情前水平）的进程。同时，若欧央行加速扩表，短期内欧元存在实际汇率走弱的压力。

2020全年，欧央行资产负债表规模从4.69万亿欧元（2019/12/27）扩张到7.01万亿欧元（2020/12/25），扩表幅度达49.5%。2020年扩表主要来自长期再融资操作（LTROs，+1.18万亿）、资产购买计划（APP，+3593亿）和紧急抗疫购债计划（PEPP，+7572亿）这三大项目。假设2021年APP购买维持200亿欧元/月、假设PEPP月均购买较2020年的月均800亿欧元加速20%至960亿欧元/月（仍低于去年月度购债最高值——去年6月的1200亿欧元），则这两项资产购买将带动欧央行2021年扩表1.4万亿欧元（2020年这两项贡献1.12万亿欧元扩表规模），今年这两项购债有望拉动欧央行资产负债表规模扩张约20%（2020年为23.8%）。

尽管Q1欧洲经济增速环比仍可能回落，但随着疫情缓和+经济加快重启，中期经济增长或呈温和向好态势。受二次疫情和相关的防疫措施影响，去年四季度欧元区实际GDP环比下降0.7%。欧央行表示，许多欧元区国家在今年初延长并进一步收紧了封锁措施，这可能导致Q1欧元区GDP环比继续下行，但是随着疫苗加快接种、疫情边际缓和，经济预计将加快重启。本次议息，欧央行小幅上调2021年GDP增速预期0.1个百分点，上调至4%。

近一个季度，主要大宗商品持续涨价，海外通胀预期升温，欧美通胀（实际）数据也呈现上行。欧央行表示总体通胀在未来几个月可能会继续上升，并上调了2021/22年通胀预期值。2021年1月、2月欧元区调和通胀率升至0.9%（2020Q4均值为-0.3%）、欧央行表示未来几个月可能会继续上升并在2021年底达到2%，本次议息分别上调2021年（+0.5pct）、2022年（+0.1pct）通胀预期至1.5%、1.2%（括号内为欧央行的通胀预期较2020年12月议息的上修幅度）——欧央行同时指出，美国1.9万亿财政刺激的影响尚待评估，此次对通胀预期的修正未包含其影响。

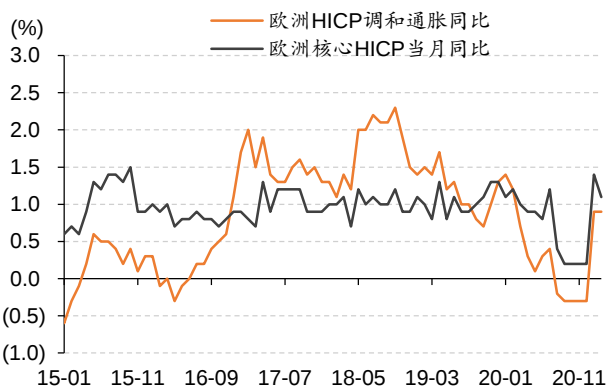
风险提示：疫苗量产应用和疫情的不确定性、欧洲经济复苏弱于预期。

图1： 欧洲央行近期货币政策会议观点及官员表态

	12月10号表述	1月21日表述	3月11日表述	总结
货币政策	维持关键利率不变；将紧急抗疫购债计划（PEPP）的额度增加5000亿欧元，总金额达1.85万亿欧元，并将购买期限延长到不早于2022年3月；执行资产购买计划（APP）；2021年额外实施四个的抗疫长期再融资操作（PELTRO），为欧元区银行体系提供融资支持，利率比主要再融资利率低25个基点；将长期再融资计划（TLTRO III）的期限延长至2022年6月。	维持关键利率不变；继续执行紧急抗疫计划（PEPP）、资产购买计划（APP）以及长期再融资计划（TLTRO III）	维持关键利率不变；继续执行紧急抗疫计划（PEPP）、资产购买计划（APP）以及长期再融资计划（TLTRO III）；下个季度购买紧急抗疫购债计划（PEPP）的速度将显著加快；在有利条件下，不必完全使用PEPP	下个季度购买紧急抗疫购债计划（PEPP）的速度将显著加快。
通胀情况	通胀率仍然很低。2021年初，由于德国不再降低增值税率，预计通货膨胀率将会上升。一旦疫情的影响消失，在宽松的财政和货币政策的支持下，需求的恢复将在中期对通胀造成上行压力。	通胀率仍然为负；考虑到油价上涨和德国恢复增值税率未来数月的通胀可能增加；维持中长期通胀可能上行的判断。	预计潜在的通胀压力将逐渐增加；欧洲央行将看到通胀暂时性上涨；2021年底通胀率可能达到2%；长期通胀依然低迷	总体通胀在未来几个月可能会持续上升
经济活动	二次疫情导致四季度欧元区的经济收缩，但收缩幅度小于二季度；制造业展现出韧性，服务业受打击较大；疫苗的推出增强了经济恢复的信心，但广泛应用还需要时间。	二次疫情对欧盟经济造成打击，今年一季度的经济也将承压。工业部门继续展现韧性，服务业收缩较大。疫苗接种和英欧协议签订增强了经济恢复信心，但短期经济仍受疫情影响而偏向下行。	2021年第一季度经济将继续疲软，GDP很可能再次收缩；但是疫苗接种以及财政援助将支持2021年经济复苏。	近期前景具有不确定性但不影响复苏，总体经济形势将在2021年有所改善

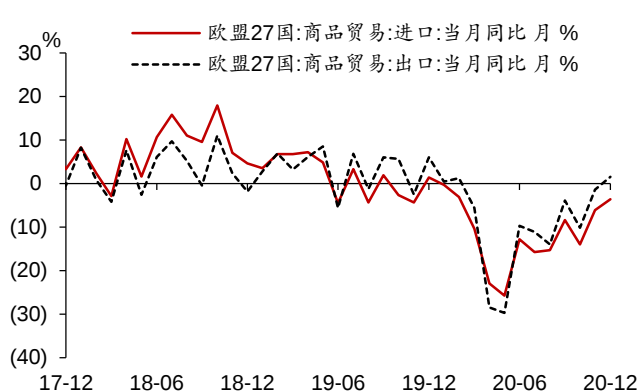
资料来源：欧洲央行，华泰研究

图2： 欧元区 2021 年 1 月、2 月 CPI 同比转正



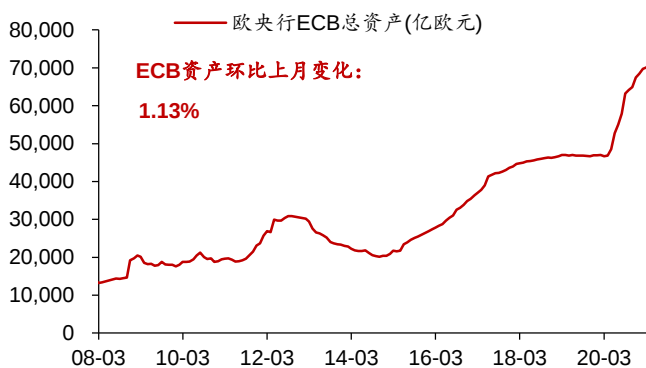
资料来源：Wind, Bloomberg, 华泰研究

图3： 欧盟进出口逐渐修复



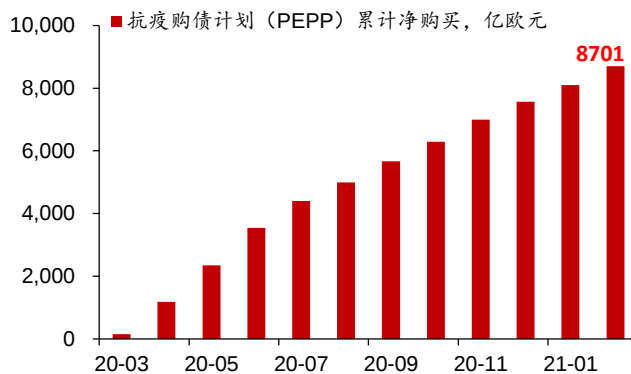
资料来源：Wind, Bloomberg, 华泰研究

图4： 欧央行资产负债表规模变化情况



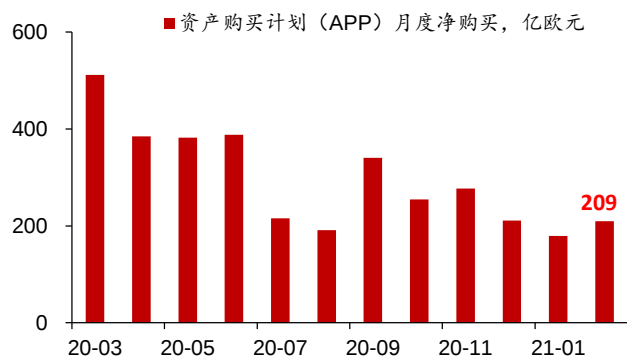
资料来源：Wind, Bloomberg, 华泰研究

图5： 截至 2021 年 2 月 PEPP 累计购债规模 8701 亿欧元



资料来源：Wind, Bloomberg, 华泰研究

图表6：欧央行月度资产购买计划（APP）净购买



资料来源：Wind, Bloomberg, 华泰研究

图表7：欧央行调整经济预测后的数值

指标	时间	前值	调整值
GDP增速	2021	3.9%	4.0%
	2022	4.2%	4.1%
	2023	2.1%	2.1%
CPI	2021	1.0%	1.5%
	2022	1.1%	1.2%
	2023	1.4%	1.4%
失业率	2021	9.3%	8.6%
	2022	8.2%	8.1%
	2023	7.5%	7.6%

资料来源：欧洲央行，华泰研究

风险提示

疫苗量产应用和疫苗变种毒株的不确定性、欧洲经济复苏弱于预期。

免责声明

分析师声明

本人，朱洵、易垭，兹证明本报告所表达的观点准确地反映了分析师对标的证券或发行人的个人意见；彼以往、现在或未来并无就其研究报告所提供的具体建议或所表达的意见直接或间接收取任何报酬。

一般声明及披露

本报告由华泰证券股份有限公司（已具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格，以下简称“本公司”）制作。本报告所载资料是仅供接收人的严格保密资料。本报告仅供本公司及其客户和其关联机构使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司及其关联机构（以下统称为“华泰”）对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。

本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，华泰可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。以往表现并不能指引未来，未来回报并不能得到保证，并存在损失本金的可能。华泰不保证本报告所含信息保持在最新状态。华泰对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司不是 FINRA 的注册会员，其研究分析师亦没有注册为 FINRA 的研究分析师/不具有 FINRA 分析师的注册资格。

华泰力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成购买或出售所述证券的要约或招揽。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华泰及作者均不承担任何法律责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。华泰不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。

华泰及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，华泰可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，为该公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务或向该公司招揽业务。

华泰的销售人员、交易人员或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。华泰没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。华泰的资产管理部门、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。投资者应当考虑到华泰及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。有关该方面的具体披露请参照本报告尾部。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布的机构或人员，也并非意图发送、发布给因可得到、使用本报告的行为而使华泰违反或受制于当地法律或监管规则的机构或人员。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人（无论整份或部分）等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并需在使用前获取独立的法律意见，以确定该引用、刊发符合当地适用法规的要求，同时注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

中国香港

本报告由华泰证券股份有限公司制作，在香港由华泰金融控股（香港）有限公司向符合《证券及期货条例》及其附属法律规定的机构投资者和专业投资者的客户进行分发。华泰金融控股（香港）有限公司受香港证券及期货事务监察委员会监管，是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。在香港获得本报告的人员若有任何有关本报告的问题，请与华泰金融控股（香港）有限公司联系。

香港-重要监管披露

- 华泰金融控股（香港）有限公司的雇员或其关联人士没有担任本报告中提及的公司或发行人的高级人员。更多信息请参见下方“美国-重要监管披露”。

美国

在美国本报告由华泰证券（美国）有限公司向符合美国监管规定的机构投资者进行发表与分发。华泰证券（美国）有限公司是美国注册经纪商和美国金融业监管局（FINRA）的注册会员。对于其在美国分发的研究报告，华泰证券（美国）有限公司根据《1934年证券交易法》（修订版）第15a-6条规定以及美国证券交易委员会人员解释，对本研究报告内容负责。华泰证券（美国）有限公司联营公司的分析师不具有美国金融监管（FINRA）分析师的注册资格，可能不属于华泰证券（美国）有限公司的关联人员，因此可能不受FINRA关于分析师与标的公司沟通、公开露面和所持交易证券的限制。华泰证券（美国）有限公司是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。任何直接从华泰证券（美国）有限公司收到此报告并希望就本报告所述任何证券进行交易的人士，应通过华泰证券（美国）有限公司进行交易。

美国-重要监管披露

- 分析师朱洵、易昀本人及相关人士并不担任本报告所提及的标的证券或发行人的高级人员、董事或顾问。分析师及相关人士与本报告所提及的标的证券或发行人并无任何相关财务利益。本披露中所提及的“相关人士”包括FINRA定义下分析师的家庭成员。分析师根据华泰证券的整体收入和盈利能力获得薪酬，包括源自公司投资银行业务的收入。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或不时会以自身或代理形式向客户出售及购买华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或其高级管理层、董事和雇员可能会持有本报告中所提到的任何证券（或任何相关投资）头寸，并可能不时进行增持或减持该证券（或投资）。因此，投资者应该意识到可能存在利益冲突。

评级说明

投资评级基于分析师对报告发布日后6至12个月内行业或公司回报潜力（含此期间的股息回报）相对基准表现的预期（A股市场基准为沪深300指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普500指数），具体如下：

行业评级

增持：预计行业股票指数超越基准

中性：预计行业股票指数基本与基准持平

减持：预计行业股票指数明显弱于基准

公司评级

买入：预计股价超越基准15%以上

增持：预计股价超越基准5%~15%

持有：预计股价相对基准波动在-15%~5%之间

卖出：预计股价弱于基准15%以上

暂停评级：已暂停评级、目标价及预测，以遵守适用法规及/或公司政策

无评级：股票不在常规研究覆盖范围内。投资者不应期待华泰提供该等证券及/或公司相关的持续或补充信息

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_17504

