

欧央行3月议息会议点评

鸽派回应利率上行

- **欧央行3月会议表示在下季度将明显加快 PPEP 购债速度。**会议主要内容有4点：**1. 重新阐述保持关键利率不变**，即主要再融资操作利率维持在0%、边际借贷便利利率维持0.25%水平和存款便利利率保持-0.5%不变；**2. 明示“基于对金融环境和通胀状况的判断，下季度 PEPP 的购债速度将比年初明显加快”**，继续推进总量为1.85万亿欧元的 PEPP（大流行资产购买紧急计划），资产净购买周期至少延续至2022年3月，本息再投资时间至少持续到2023年底，若未来金融状况转好，PEPP的购债额度并不需要用尽；**3. 继续以再融资操作提供充足流动性**，用 TLTRO III(定向长期再融资三期)向银行提供有吸引力的资金；**4. APP（资产购买计划）将以每月200亿欧元的速度推进**，并保持本息再投资直到开始加息后一段时间。
- **上调2021年经济预测，唱淡高通胀持续性。**欧元区实际GDP在2021年第一季度很可能继续萎缩，但欧央行修改了经济数据预测，在基准情形下（括号为2020年12月预测值），将2021-2023年实际GDP增速分别调整为4.0%(3.9%)，4.1%(4.2%)，2.1%(2.1%)；将2021-2023年HICP同比增速分别调整为1.5%(1.0%)，1.2%(1.1%)，1.4%(1.4%)；将2021-2023年失业率调整为8.6%(9.3%)，8.1%(8.2%)，7.6%(7.5%)。另外，在会后发布会中拉加德提到**2021年底，HICP同比增速可能触及2%**，通胀因素为德国暂时增值税征收的结束、油价回升、HICP权重调整等技术性原因。与美联储表态类似，拉加德表示2%的高通胀是暂时的，通胀因素在明年将逐渐消退，而较弱的需求、产出缺口、低工资压力以及欧元的升值等通缩因素将重新占据主导低位。
- **购债速度中枢降低未实质性收紧金融条件，政策差异或驱动美德实际利差继续上行。**从 PPEP 的月购买量看欧央行在一月份后便开始重新加大购债力度，但是也仅仅与9月份时的中枢持平，因而实际利率的上升叠加欧央行扩表速度的收敛引起了金融市场的高度关注。2月初以来欧元区“上游”金融条件的确有所收紧，具体体现为短端无风险利率与国债收益率的上行，期限利差走阔等，但近期 ECB 购债力度的回归使金融条件再度放松，且意大利国债收益率相比于德国要更加稳定，据此我们可以认为本轮欧元区利率上行基本与经济复苏挂钩，ECB 较低的购债中枢其实也没有让金融条件实质性收紧。此前美债名义利率短期上行的利空因素之一美债需求不足在最近的几次投标中已被证伪，我们判断美债长端利率短期继续冲高的概率降低，或将呈现日内高波动的震荡态势，并重回通胀补偿驱动模式。在相对稳健的情况下，美联储需要在4.5月份后观察实际通胀的持续性方能决定政策走向。因而短期内美国实际利率或保持震荡，欧央行的强势干预可能使美德实际利差继续走阔，美元升值动能仍存。
- **风险提示：欧洲经济复苏快于预期；全球疫情控制不及预期。**

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：宏观经济

证券分析师：朱启兵

(8610)66229359

qibing.zhu@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300516090001

鸽派回应利率上行

欧央行3月会议鸽派回应利率上行。北京时间3月11日晚上，欧央行公布了3月的货币政策决议以及行长拉加德关于议息会议的介绍性陈述，欧央行通过加快购债加码货币宽松，但未超市场预期。会议主要内容有4点：1. 重新阐述保持关键利率不变，即主要再融资操作利率维持在0%、边际借贷便利利率维持0.25%水平和存款便利利率保持-0.5%不变；2. 明示“基于对金融环境和通胀状况的判断，下季度PEPP的购债速度将比年初明显加快”，继续推进总量为1.85万亿欧元的PEPP（大流行资产购买紧急计划），资产净购买周期至少延续至2022年3月，本息再投资时间至少持续到2023年底，若未来金融状况转好，PEPP的购债额度并不需要用尽。另外，决议中还新增论述“委员会将根据市场情况灵活购债以防金融状况收紧对通胀路径施加下行风险，跨时间、资产类别与主权区域的购债计划将继续支撑货币政策的顺畅传导”，目的是进一步指引欧元区债券收益率维持在低位水平；3. 继续以再融资操作提供充足流动性，用TLTRO III(定向长期再融资三期)向银行提供有吸引力的资金；4 APP（资产购买计划）将以每月200亿欧元的速度推进，并保持本息再投资直到开始加息后一段时间。这里的APP指的主要是EAPP（拓展资产购买计划），包括PSPP（公共部门采购计划）和CSPP（企业部门采购计划），顾名思义，它们分别购买公共部门和企业部门的债券。

在介绍性陈述中，拉加德提到高频数据显示由于受到疫情和封锁措施的影响，欧元区实际GDP在2021年第一季度很可能继续萎缩，经济增长的中期风险更加均衡，短期下行风险仍存。欧央行修改了经济数据预测，在基准情形下（括号为2020年12月预测值），将2021-2023年实际GDP增速分别调整为4.0%(3.9%)，4.1%(4.2%)，2.1%(2.1%)；将2021-2023年HICP同比增速分别调整为1.5%(1.0%)，1.2%(1.1%)，1.4%(1.4%)；将2021-2023年失业率调整为8.6%(9.3%)，8.1%(8.2%)，7.6%(7.5%)，总的来说对2021年的预测更为乐观，2022年及以后经济预测基本不变。另外，在会后发布会中拉加德提到到2021年底，HICP同比增速可能触及2%，通胀因素为德国暂时增值税征收的结束、油价回升、HICP权重调整等技术性原因。与美联储表态类似，拉加德表示2%的高通胀是暂时的，通胀因素在明年将逐渐消退，而较弱的需求、产出缺口、低工资压力以及欧元的升值等通缩因素将重新占据主导低位，因此货币政策仍需保持高度宽松。

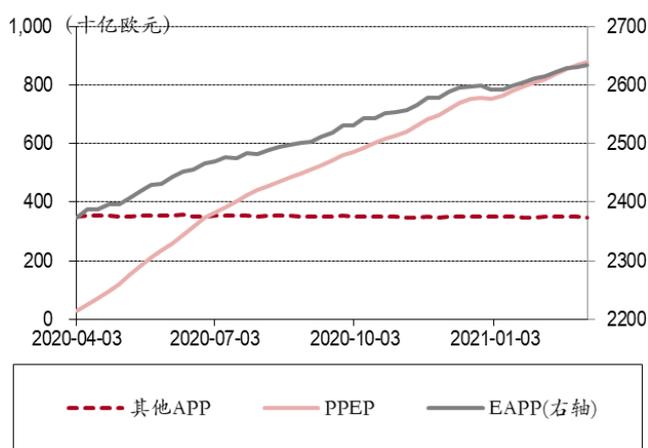
图表 1. 欧央行最新经济预测

(annual percentage changes, percentage of labour force)

	March 2021 projections											
	Mild scenario				Baseline scenario				Severe scenario			
	2020	2021	2022	2023	2020	2021	2022	2023	2020	2021	2022	2023
Real GDP	-6.9	6.4	4.5	2.2	-6.9	4.0	4.1	2.1	-6.9	2.0	2.2	2.5
HICP inflation	0.3	1.6	1.5	1.7	0.3	1.5	1.2	1.4	0.3	1.5	1.0	1.1
Unemployment rate	7.8	8.2	7.2	6.6	7.8	8.6	8.1	7.6	7.8	9.0	9.3	8.7
	December 2020 projections											
	Mild scenario				Baseline scenario				Severe scenario			
	2020	2021	2022	2023	2020	2021	2022	2023	2020	2021	2022	2023
Real GDP	-7.2	6.0	4.3	2.1	-7.3	3.9	4.2	2.1	-7.6	0.4	3.0	2.9
HICP inflation	0.2	1.1	1.3	1.5	0.2	1.0	1.1	1.4	0.2	0.7	0.6	0.8
Unemployment rate	7.9	8.8	7.5	6.9	8.0	9.3	8.2	7.5	8.1	10.3	9.9	9.4

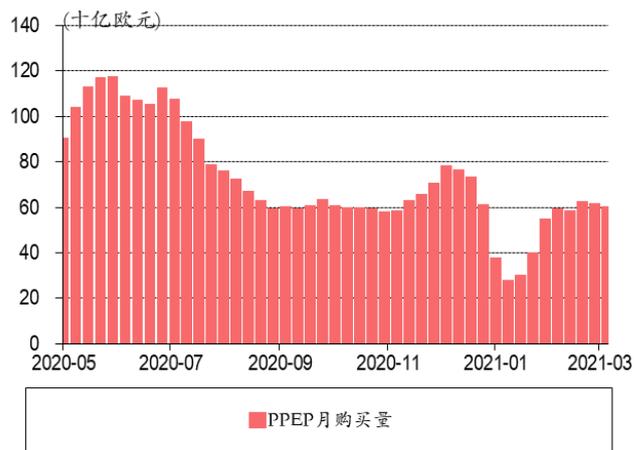
资料来源：ECB, 中银证券

图表 2. 欧央行各类资产购买计划持仓对比



资料来源：万得, ECB, 中银证券 (其他 APP 包括 ABSPP (资产支持证券购买计划)、CBPP (担保债券购买计划) 和 SMP (证券市场计划))

图表 3. 欧央行 PEPP 月购债水平较以往中枢有所下降



资料来源：ECB, 中银证券

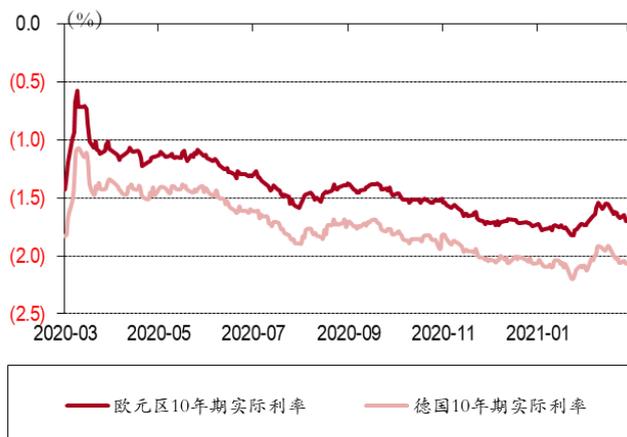
欧央行如何对近期金融状况的恶化作出表态是会议的焦点。在前期报告《欧央行 1 月议息会议点评》中我们提到由于当时金融环境相当宽松，因此 ECB 购债速度明显放缓。由于二月初欧洲通胀补偿有所下行，而同期名义利率却不断走高，故欧元区实际利率大幅上行，2 月 2 日至 2 月 19 日期间欧元区实际利率和德国实际利率均上行了 28BP。尽管从 PPEP 的月购买量看欧央行在一月份后便开始重新加大购债力度，但是也仅仅与 9 月份时的中枢持平，因而实际利率的上升叠加欧央行扩表速度的收敛引起了金融市场的高度关注。在本次发布会中拉加德提到委员会并非以周度购债“微调”(micro-managing)金融环境，呼吁金融市场不要过度关注周度的购债数据，且利率决议中加快 PPEP 购债速度的决定也可以视为对市场的回应。

图表 4. 欧元区通胀补偿保持上行趋势



资料来源：Bloomberg, 中银证券

图表 5. 欧元区实际利率 2 月初有所上行，现已回落

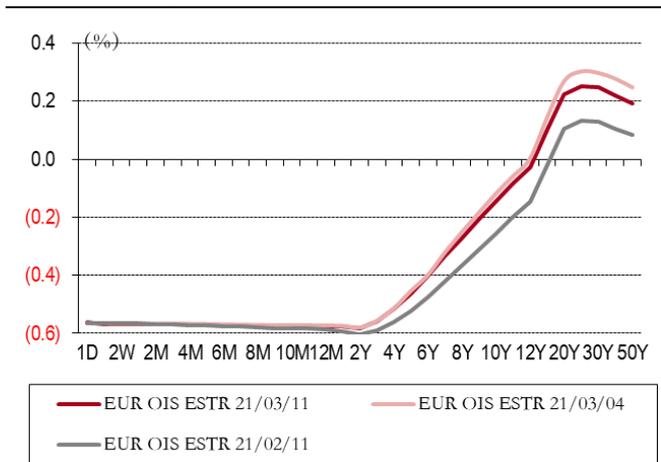


资料来源：Bloomberg, 中银证券

在会后发布会中，拉加德罕见地详细解释了欧央行如何评估欧元区的金融条件。拉加德表示委员会对金融状况的关注包括两重含义：全面的(holistic)和多层次的(multifaceted)，ECB 着眼于货币政策从“上游”至“下游”的传导。其中“上游”指的是无风险利率和国债利率等欧央行可以直接干预的部分，而“下游”指的是信贷条件、贷款利率、信用创造等欧央行货币政策难以直接影响的因素，总的来说类似于银行系统的“货币-信用”体系。

沿着 ECB 的货币政策传导路径去观察欧元区的金融条件可以发现，近期欧元区短端无风险利率和长端国债收益率均有所上行，3月11日 ESTR(欧元短期利率)曲线较1月前曲线有所上移，但最近一周 ESTR 曲线则相对下移；长端主权收益率也比较类似，2月初开始德意10年期国债收益率均有所上升，但最近已经趋于平缓。从主权利差和期限利差角度观察可以看到德意利差在本轮利率上行中不但没有走阔，反而有所收窄，且意大利国债期限利差在短暂上升后快速回落，与德国期限利差的高位震荡形成对比。因此，2月初以来欧元区“上游”金融条件的确有所收紧，具体体现为短端无风险利率与国债收益率的上行，期限利差走阔等，但近期 ECB 购债力度的回归使金融条件再度放松，且意大利国债收益率相比于德国要更加稳定，据此我们可以认为本轮欧元区利率上行基本与经济复苏挂钩，ECB 较低的购债中枢其实也没有让金融条件实质性收紧。

图表 6. ESTR 掉期利率曲线



资料来源: Bloomberg, 中银证券

图表 7. 德意 10 年期国债收益率



资料来源: 万得, 中银证券

图表 8. 10 年期德意利差走势



资料来源: 万得, 中银证券

图表 9. 德意期限利差



资料来源: 万得, 中银证券

与上游金融条件数据不同，下游信贷数据相对低频，我们很难实时观察其变化。从 ECB 发布的月度综合借贷成本看，无论家庭部门还是非金融企业部门至少在 2021 年 1 月份借贷成本均无明显上升，利率上行对在信用端的影响尚需观察。

图表 10. 欧元区综合借款成本指标

	2020 Jan.	2020 Feb.	2020 Mar.	2020 Apr.	2020 May	2020 June	2020 July	2020 Aug.	2020 Sep.	2020 Oct.	2020 Nov.	2020 Dec.	2021 Jan.
Composite cost of borrowing indicator for households for house purchase													
Euro area	1.43	1.41	1.39	1.43	1.42	1.42	1.40	1.40	1.38	1.36	1.35	1.32	1.33
Composite cost of borrowing indicator for non-financial corporations													
Euro area	1.55	1.52	1.46	1.47	1.46	1.49	1.52	1.51	1.52	1.53	1.51	1.51	1.51

资料来源: ECB, 中银证券

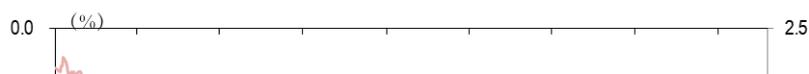
尽管欧央行的各种表态与美联储均相似（高通胀只是暂时性现象，利率上行源于经济复苏等），但其对实际利率上行的敏感度似乎更高。此前美债名义利率短期上行的利空因素之一美债需求不足在最近的几次投标中已被证伪，因此我们判断美债长端利率短期继续冲高的概率降低，或将呈现日内高波动的震荡态势，并重回通胀补偿驱动模式。同时，在前期报告《两难的联储与两难的美股》中我们认为在相对稳健的情况下，美联储需要在4.5月份后观察实际通胀的持续性方能决定政策走向。因而短期内美国实际利率或保持震荡，欧央行的强势干预可能使美德实际利差继续走阔，美元升值动能仍存。

图表 11. 美国长端名义利率或将呈现日内高波动的震荡态势，并重回通胀补偿驱动模式



资料来源: ECB, 中银证券

图表 12. 美德实际利差或继续走阔，美元升值动能仍存



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_17527



云报告
https://www.yunbaogao.cn

云报告
https://www.yunbaogao.cn