

欧央行 10 月议息会议点评

警惕美元短期升值与欧元区通缩风险

- 货币政策决议按兵不动，符合市场预期。10 月会议主要内容有 4 点：1. 重新阐述保持关键利率不变；2. 继续推进总量为 1.35 万亿欧元的 PPEP（大流行资产购买紧急计划），截至 10 月 23 日，欧央行资产负债表上 PPEP 持仓为 6169 亿欧元，平均每月净头寸增加 600 亿欧元左右，是目前欧央行扩表的最主要来源，以目前速度在明年 6 月份之前都很难用完 1.35 万亿额度；3. APP（资产购买计划）将以每月 200 亿欧元的速度推进，且年底前可额外追加 1200 亿欧元的暂时购买计划；4. 继续通过再融资操作提供充足流动性。经济下行风险使银行信贷要求收紧，货币信用传导或遇阻，据欧元区 3 季度银行信贷行为调查报告显示：1. 由于潜在信用风险的恶化，3 季度银行对企业的信贷要求有所收紧；2. 企业信贷需求下降，其中固定资产投资需求的减弱和紧急流动资金需求减弱是信贷需求下降的两大原因；3. 银行对家庭与个人消费者贷款标准大幅收紧，大量的房贷要求未被满足，且收紧幅度预计在 4 季度加剧。从货币供应数据看，企业与家庭/个人信贷增速持续分化。
- 我们认为两个因素或加大欧元区通缩风险。1. 欧元区生产端复苏程度强于需求，尽管在疫情中采取了比较积极的财政政策，但欧元区并不像美国财政刺激一般直接向消费者发钱，因此对于需求端的直接刺激有限，呈现出生产端复苏快于需求端的特点。从近几个月的 PMI 数据看，欧元区制造业 PMI 与服务业 PMI 走势持续分化。2. 由于欧洲第二波疫情不断恶化，各国开始重新封锁，但封锁措施在企业端与个人端的非对称性或加剧生产端与需求端的分化程度。
- 目前欧美政策都进入了空窗期，政策空窗期下四大因素或推动美元走强：1. 美国复苏确定性强于欧洲，近期美国零售、地产、就业、制造业订单等数据均超预期，10 月 PMI 保持强劲，三季度实际 GDP 环比折年率为 33.1%，高于预期的 31.0%；2. 美德利差自 8 月以来不断走阔，美德 10 年国债 8 月 3 日利差为 108BP，10 月 28 日利差走阔到 145BP，然而欧元兑美元汇率仅从 1.1763 小幅贬值为 1.1746；3. 美欧扩表的速度开始收敛，美欧扩表同比速度差（正数为美联储扩表快于欧央行）从 6 月初的 65.94% 回落至最近的 35.96%，然而同期欧元兑美元汇率从 1.1376 升值至 1.1860。4. 美欧疫情恶化以及美国大选带来的不确定性使资金风险偏好降低，这也会加大美元的升值压力。
- 欧央行最新会议声明称将在 12 月会议对经济基本面和货币政策措施进行重新的评估，市场预期欧央行将增加 PPEP 的规模大概 5000 亿欧元。目前购债的速度来说 1.35 亿的规模已经绰绰有余，当然不排除在经济下行压力和通缩风险下欧央行加快每周购债的速度，但是我们或许可以期待除 PPEP 以外的刺激的加码。

风险提示：欧洲经济复苏快于预期；全球疫情控制不及预期；全球刺激政策超预期。

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

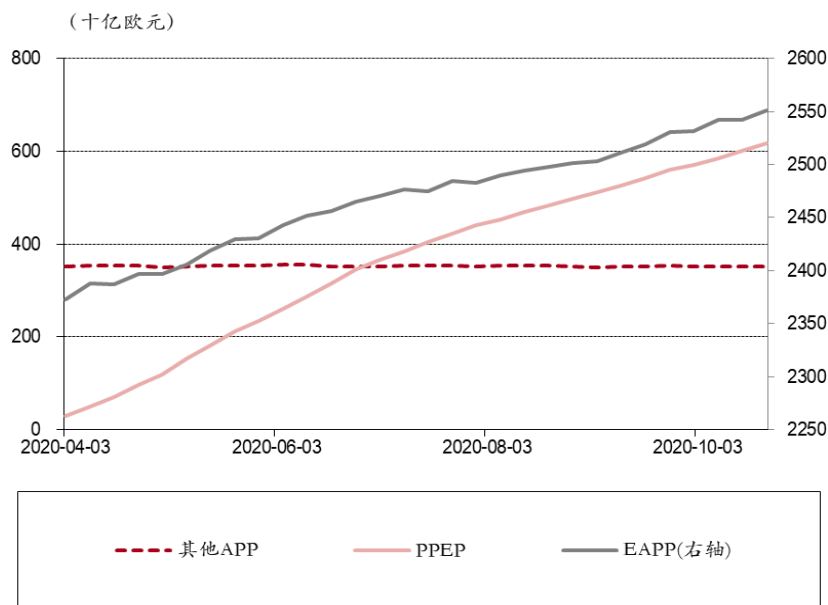
证券投资咨询业务证书编号：S1300516090001

货币政策决议按兵不动

货币政策决议按兵不动，符合市场预期。北京时间 10 月 29 日晚上，欧央行发布了 10 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。**10 月欧央行货币政策保持不变**，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. 继续推进总量为 1.35 万亿欧元的 PPEP（大流行资产购买紧急计划）**，截至 10 月 23 日，欧央行资产负债表上 PPEP 持仓为 6169 亿欧元，10 月份以来欧元区疫情急剧恶化，但是欧央行未加快资产购买速度，仍保持以每月 600 亿欧元左右的速度增加净头寸，是目前欧央行扩表的最主要来源，按照目前速度在明年 6 月份之前都很难用完 1.35 万亿额度；**3. APP（资产购买计划）** 将以每月 200 亿欧元的速度推进，且年底前可额外追加 1200 亿欧元的暂时购买计划。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，截至 10 月 23 日，欧央行 EAPP 持仓 2.55 万亿欧元（EAPP 从 2015 年实施至今）；**4. 继续通过再融资操作提供充足流动性**，目前最新的再融资操作计划是 TLTRO III（定向长期再融资三期），欧央行资产负债表对应分项（长期再融资）10 月份较 9 月扩张了 1581 亿欧元，总规模为 1.75 万亿欧元左右。

图表 1. 欧央行各类资产购买计划持仓对比

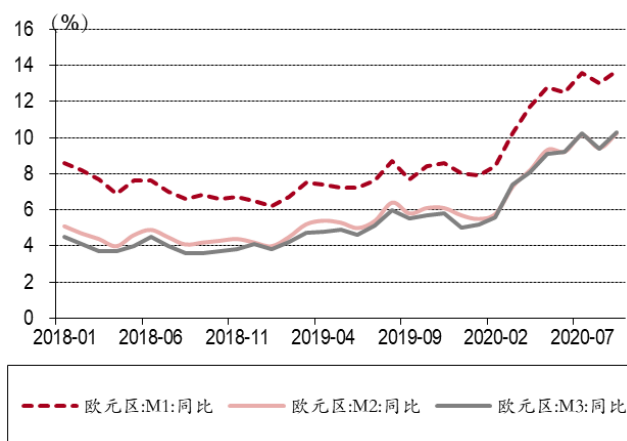


资料来源：万得, ECB, 中银证券（其他 APP 包括 ABSPP（资产支持证券购买计划）、CBPP（担保债券购买计划）和 SMP（证券市场计划））

经济下行风险使银行信贷要求收紧，货币信用传导或遇阻。据欧元区 3 季度银行信贷行为调查报告显示：1. 由于潜在信用风险的恶化，3 季度银行对企业的信贷要求有所收紧，且预计 4 季度收紧幅度会加大；2. 企业信贷需求下降，其中固定资产投资需求的减弱和紧急流动资金需求减弱是信贷需求下降的两大原因；3. 银行对家庭与个人消费者贷款标准大幅收紧，大量的房贷要求未被满足，且收紧幅度预计在 4 季度加剧。

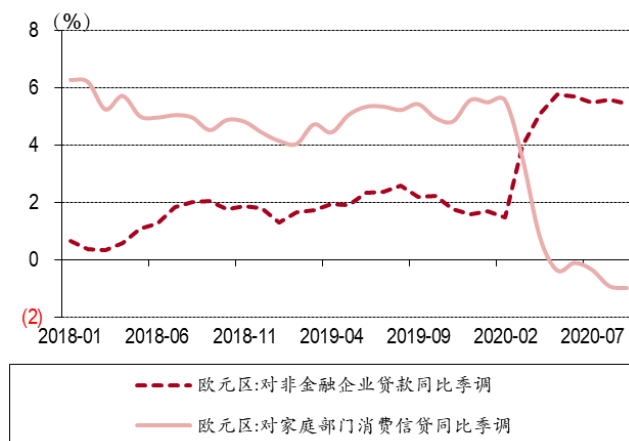
9 月欧元区 M3 同比增速为 10.3%，较 8 月份有所上升，其中 M1 同比增速为 13.7%，贡献了大部分的 M3 增长，说明企业与个人的预防性储蓄现象依然普遍，因此大部分货币以隔夜存款等灵活度最高的形式存在。9 月金融机构对非金融企业的贷款同比增长 5.4% 与 8 月的 5.6% 基本持平，**但非金融企业贷款存量较 8 月下降了 225 亿欧元，这是疫情以来的首次下降**；9 月金融机构对家庭贷款同比减少 1.0%，较 8 月 -0.92% 小幅降低，总的来说企业与家庭/个人信贷增速持续分化。

图表 2. 欧元区货币供应量走势



资料来源: 万得, 中银证券

图表 3. 欧元区企业与家庭信贷增速持续分化



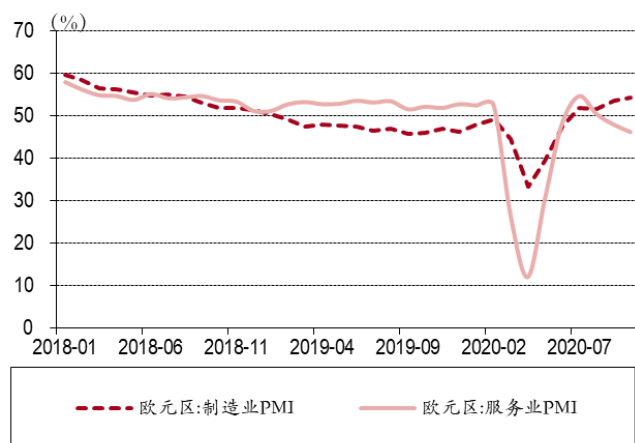
资料来源: 万得, 中银证券

警惕美元短期升值与欧元区通缩风险

欧元区生产端复苏程度强于需求。10月份欧元区制造业 PMI 初值为 54.4, 连续两个月上升, 且为 2018 年 8 月以来最高值; 而欧元区服务业 PMI 初值为 46.2, 连续三个月下降, 并已经两个月处于收缩区间。德法近期 PMI 走势均呈现制造业与服务业分化走势, 德国 10 月制造业 PMI 初值为 58, 连续 6 个月上升, 为 2018 年 4 月以来峰值; 服务业 PMI 录得 48.9, 连续三个月下降, 并从 9 月 50.6 跌入收缩区间。法国 10 月制造业 PMI 初值为 51.0, 而服务业 PMI 初值为 46.5, 连续三个月下降。欧元区尽管在疫情中采取了比较积极的财政政策, 并历史性地创立 7500 亿的“欧洲复兴基金”, 但并不像美国财政刺激一般直接向消费者发钱, 因此对于需求端的直接刺激有限, 呈现出生产端复苏快于需求端的特点, 这在制造业 PMI 与服务业 PMI 的分化可以看出。

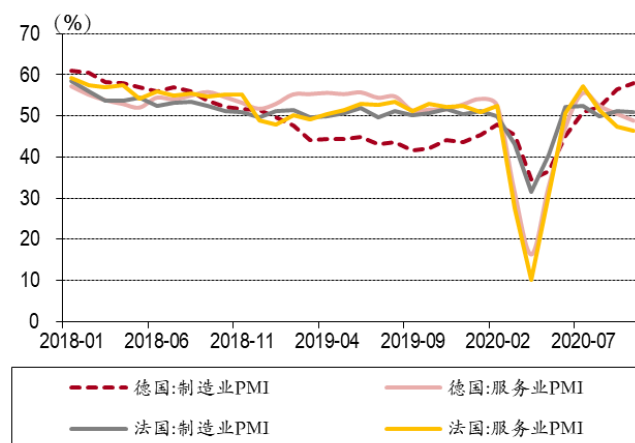
同时, **欧洲第二波疫情加剧下的重新封锁或加剧生产端与需求端的分化程度。**目前欧洲疫情处于爆发性增长阶段, 整个欧元区 10 月 28 日新增确诊 14.5 万例, 为疫情以来最高峰, 约第一波疫情峰值 5 倍。主要国家近期也频创单日新增记录, 德国 10 月 28 日单日新增 26593 例, 为疫情以来最高; 法国 10 月 25 日单日新增甚至超过 5200 例, 意大利 10 月 28 日也创最高纪录 24988 例。鉴于不断恶化的疫情, 各国政府纷纷重启封锁手段, 10 月 28 日法国总理马克龙宣布“封国”, 具体措施为非必要商业活动如餐厅酒吧等将被停止经营, 民众出行需携带出行证明等, 但学校与工厂正常运营, 本次封锁将至少持续至 12 月 1 日。而德国亦宣布将在 11 月 2 日实施部分封锁, 其中措施包括限制 10 人以上或 2 家人以上的社交活动、酒吧关闭、饭店禁止堂食等, 但学校将保持开放且受封锁影响的小企业将收到 2019 年收入 75% 的补贴。我们认为欧洲接下来一个月的大规模封锁将大大影响其经济复苏进程并打击需求, 同时封锁措施在企业端与个人端的非对称性或将加剧生产与需求的分化程度, 从而加大通缩压力。

图表 4. 欧元区制造业与服务业 PMI 走势分化



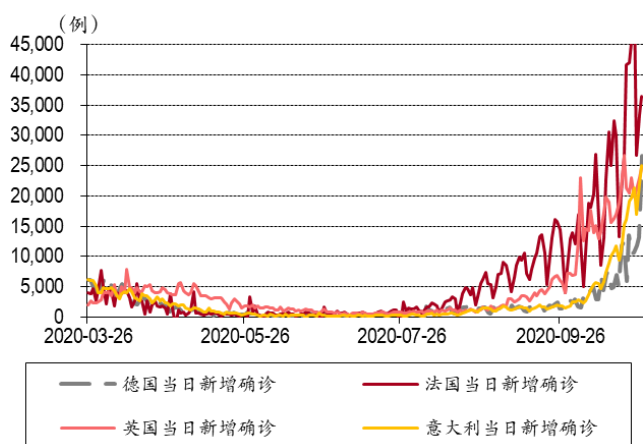
资料来源: 万得, 中银证券

图表 5. 德法制造业与服务业 PMI 均分化



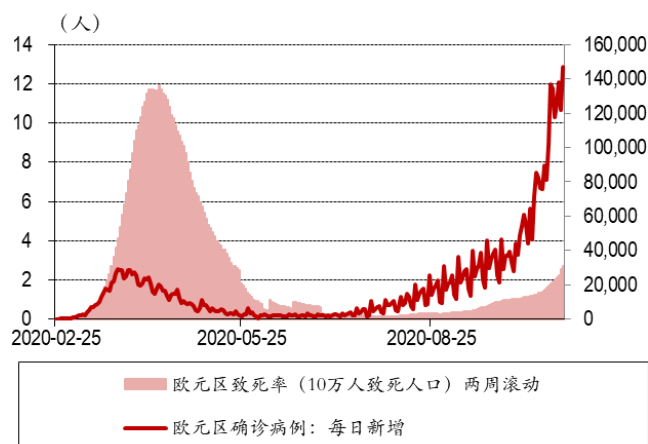
资料来源: 万得, 中银证券

图表 6. 欧元区主要国家疫情情况



资料来源: 万得, 中银证券

图表 7. 欧元区整体疫情情况

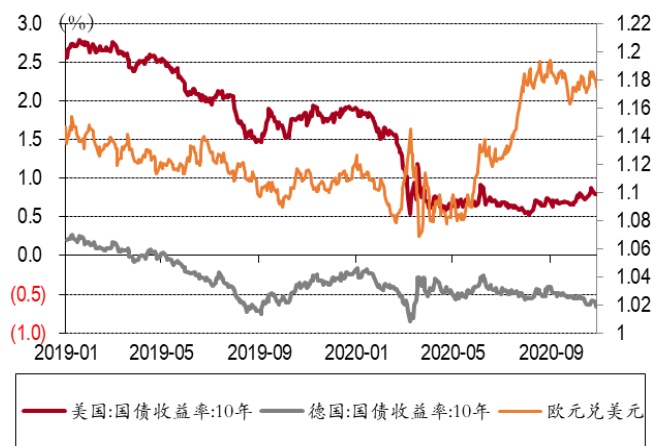


资料来源: 万得, 中银证券

疫情以来欧美货币政策与财政刺激均“火力全开”，而现在双方货币政策的边际效益已经大幅降低，欧洲在破天荒推出共同财政刺激后很难进一步加码，美国新一轮财政刺激在明年年初前都或许难以正式落地，欧美政策都进入了空窗期，政策空窗期下四大因素或推动美元走强。1. 美国复苏确定性强于欧洲，我们最近的报告已经反复提到美国三季度以来零售、地产、就业等各项数据均超预期复苏，同时美国 10 月 Markit 制造业 PMI 初值录得 53.3，较 9 月 53.2 小幅上升，而服务业 PMI 更是达到 56.0，与 2019 年 2 月峰值持平。在最新出炉的 GDP 初值数据中，美国三季度实际 GDP 环比折年率为 33.1%，高于预期的 31.0%。2. 美德利差自 8 月以来不断走阔，美德 10 年国债 8 月 3 日利差为 108BP，10 月 28 日利差走阔到 145BP，然而欧元兑美元汇率仅从 1.1763 小幅贬值为 1.1746，因此从美德利差看，美元尚有升值动力。3. 美欧扩表的速度开始收敛，我们计算美联储资产负债表的年同比扩张速度与欧央行的年同比扩表速度进行对比，发现美欧扩表速度差（正数为美联储扩表快于欧央行）从 6 月初的 65.94% 回落至最近的 35.96%，然而同期欧元兑美元汇率从 1.1376 升值至 1.1860。4. 美欧疫情恶化以及美国大选带来的不确定性使资金风险偏好降低，这也会加大美元的升值压力。

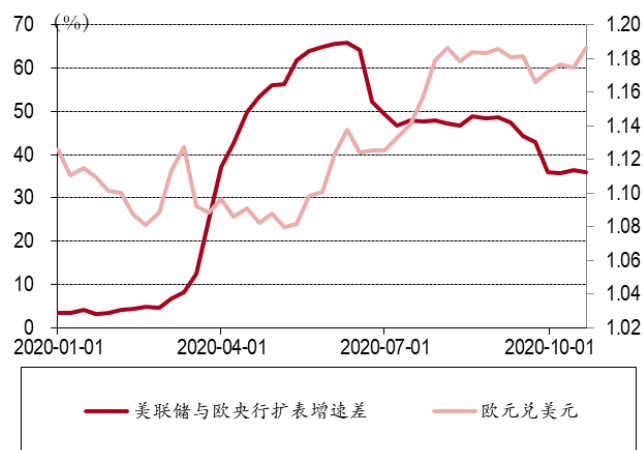
同时，美元升值带来大宗商品价格的下跌也会进一步加大欧元区的通缩风险。欧央行最新会议声明称将在 12 月会议对经济基本面和货币政策措施进行重新的评估，市场预期欧央行将增加 PPEP 的规模大概 5000 亿欧元。但是正如我们前面所提到的，以目前购债的速度来说 1.35 亿的规模已经绰绰有余，当然不排除在经济下行压力和通缩风险下欧央行加快每周购债的速度，但是我们或许可以期待除 PPEP 以外的刺激的加码。

图表 8. 美德利差 8 月以来走阔，但汇率基本持平



资料来源：万得，中银证券

图表 9. 美欧扩表速度差已经收敛多时，但汇率背离



资料来源：万得，中银证券

风险提示：欧洲经济复苏快于预期；全球疫情控制不及预期；全球刺激政策超预期。

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_1769

