

海外聚焦：欧央行主动缩表对经济意味着什么？

分析师：陈兴

执业证书编号：S0740521020001

邮箱：chenxing@r.qlzq.com.cn



研究助理：马骏



相关报告

- 1 宏观专题 20220815: 《芯片法案》如何影响进出口产业链？
- 2 宏观专题 20220918: 美国“衰退时钟”走到哪儿了？——海外经济系列之七
- 3 宏观专题 20220928: 拜登“中期选举”胜算多大？——海外经济系列之八
- 4 宏观专题 20221010: 新发展格局有何成效？——从国际环境看我国经济转型
- 5 宏观专题 20220928: 谁将接任英国首相？——海外经济系列之九
- 6 年度策略 20221201: 穷则思变——2023年海外宏观年度展望
- 7 外贸深度 20221202: 东盟能否“加持”我国出口？——基于产业价值链的视角

投资要点

- **欧央行加息缩表双管齐下。**欧央行在12月货币政策会议上决定放缓加息幅度至50基点，并指引明年2月3月将继续各加息50基点，加息速度、幅度均为欧央行有史以来最高。欧央行同时公布了明年开始缩表的计划。**加息步调紧跟美国。**随着美国通胀加速回落，我们预计美联储货币政策大概率将在明年下半年逐步转向宽松，驱动欧央行的紧缩进程逐渐退坡。
- **缩表计划出炉，欧央行将采取被动缩表的方式，**在明年3月至6月期间每月缩减150亿欧元的APP再投资规模。这是**欧元区首次采取主动缩表**，具体缩减购买的资产结构和分布将在明年2月公布。**缩表对抗通胀，英美已有先例。**英国央行最先开启缩表，去年2月开始停止对到期资产进行再投资，在9月末由于“流动性螺旋”危机暂停后再于11月重启。美联储紧随其后，于今年6月开始进行缩表，减少SOMA账户的再投资金额。但日本仍旧宽松。为刺激常年低迷的经济增速，日本维持YCC政策并在0.25%的收益率无限量购买10年期国债。
- **欧洲紧缩更晚。**欧洲通胀的核心问题在于俄乌冲突所引发的能源危机，不同于美国过度强劲的消费需求，加息乃至缩表对于通胀的遏制效果将更小，因此欧央行更多是被动的应对美联储收紧所带来的溢出效应。**能源僵局下，衰退更久更深。**能源供给压力下，紧缩将为欧洲经济带来更难修复的创伤，**欧央行也一再下调各项经济指标预期。**我们判断，**欧洲相比美国，其衰退时长会更久，程度也将更深。**债务压力仍在，德意利差在2020年10月以来持续扩大，反映出的是意大利经济基本面的恶化，以及上行的债务风险，近期有所回落。欧央行缩表计划隐含的是其对欧洲整体债务风险有相应的评估及信心。**现有工具充分应对，在APP、PEPP和TPI等各类金融工具所构筑的风险防线尚较“坚实”的情况下，债务危机爆发的可能性很低，欧债危机短期或难以重现。**
- **疫情：美国疫情快速反弹。**截至12月14日，全球新冠肺炎一周新增确诊病例录得约330万，相较前一周上升**2.8%**。**美国疫情形式严峻，且死亡数有所上升，**本周新增感染约44万，较上周大幅上升**49.5%**，近一个月新增死亡约9500例，相较上周同期上升**7%**。全球近一个月新增死亡病例约3.9万人，较上周同期上升**0.2%**。**奥密克戎新变种依旧棘手，全球多地再度建议佩戴口罩。**多国批准儿童接种二价疫苗。截至12月14日，全球猴痘病例报告数一周新增约580例，较上周下降**3.8%**。
- **海外：欧美央行加息50基点，欧洲通胀或见拐点。**美联储如期加息**50基点，紧缩退坡落地。**鲍威尔重申，在对通胀回落至2%有信心之前，美联储不会降息。**欧洲亟需加大财政投资力度。**各国积极推动可再生能源发展。**欧美经济景气有所回暖，ZEW经济景气指数均有所回升。**欧元区制造业持续修复。12月欧元区制造业PMI录得47.8，已连续两个月有所回升。**欧洲通胀或见拐点。**欧元区11月CPI通胀录得10.1%，较上月回落达0.5个百分点。整体来看，欧洲通胀虽有回落，但仍然处于历史高点。
- **风险提示：政策变动，经济恢复不及预期。**

内容目录

1. 深度聚焦：欧央行主动缩表对经济意味着什么？ - 4 -
2. 疫情：美国疫情快速反弹 - 9 -
3. 海外：欧美央行加息 50 基点，欧洲通胀或见拐点 - 12 -

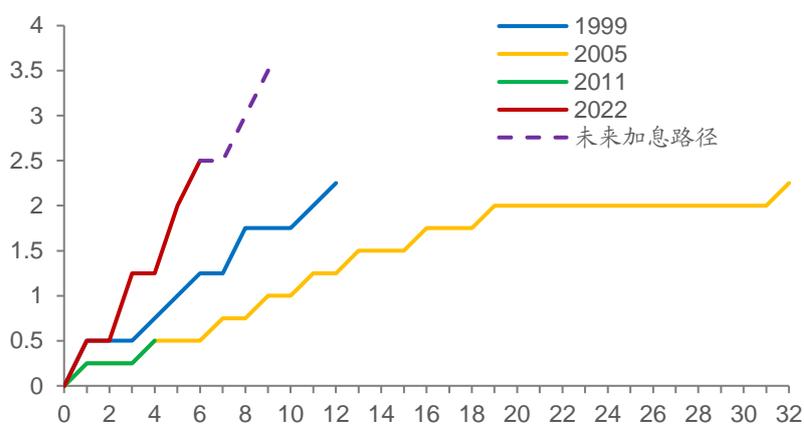
图表目录

图表 1: 欧央行本轮加息力度最大 (%)	- 4 -
图表 2: 全球主要经济体加息情况	- 5 -
图表 3: 欧央行缩表规模及其占 APP 到期规模	- 6 -
图表 4: 主要经济体央行资产负债表情况	- 6 -
图表 5: 欧元区通胀同比增速 (%)	- 7 -
图表 6: 欧央行加息更晚 (%)	- 7 -
图表 7: 欧央行预测 2023 年欧元区各经济指标 (%)	- 7 -
图表 8: 欧央行各计划资产净购买 (十亿欧元)	- 8 -
图表 9: 德意利差 (%)	- 8 -
图表 10: 欧央行各政策工具比较	- 9 -
图表 11: 各经济体每日新增确诊病例数量 (七日移动平均, 万例)	- 10 -
图表 12: 各经济体每日新增死亡数量 (七日移动平均, 例)	- 10 -
图表 13: 近两周各国送检样本中各变种毒株比例 (%)	- 11 -
图表 14: 各国疫情管控指数 (七日移动平均)	- 11 -
图表 15: 各经济体每日加强针接种量 (七日移动平均, 万剂)	- 12 -
图表 16: 各国猴痘每日新增确诊 (七日移动平均, 例)	- 12 -
图表 17: 欧美 ZEW 经济景气指数	- 13 -
图表 18: 欧洲制造业 PMI	- 14 -
图表 19: 欧洲主要经济体通胀 (%)	- 14 -

1. 深度聚焦：欧央行主动缩表对经济意味着什么？

欧央行加息缩表双管齐下。在连续两个月加息 75 基点后，欧央行在 12 月货币政策会议上决定放缓加息幅度至 50 基点。拉加德表示欧央行的加息进程远未结束，并对明年的加息路径做出指引，她认为明年 2 月和 3 月将继续加息 50 基点。以此推算，欧央行的终点利率将至少提升至 3.5%，这虽并未超越 2001 年及 2008 年的终点利率，却仍创过去 14 年来以来的最高水平，且是有史以来最快、最陡、最大力度的加息路径。除加息外，欧央行同时公布了明年开始缩表的计划，将在明年 3 月至 6 月期间每月缩减 150 亿欧元的 APP 再投资规模。

图表 1：欧央行本轮加息力度最大（%）



来源：ECB, WIND, 中泰证券研究所, 横轴为距离开始加息月数

加息步调紧跟美国。此前我们已在《穷则思变——2023 年海外宏观年度展望》中指出，欧央行本轮加息周期的主要驱动因素并非通胀，而是受美联储收紧倒逼做出的政策调整，因此一旦美联储停止加息，欧央行的加息进程也可能会很快随之结束。此次欧央行 12 月放缓加息充分的印证了我们对欧洲货币政策路径的判断。**往后看**，随着美国通胀加速回落，我们预计美联储货币政策大概率将在明年下半年逐步转向宽松。这将驱动着欧央行的紧缩进程逐渐退坡，而这一时间点也与欧央行明年 7 月制定新缩表计划的时间不谋而合。

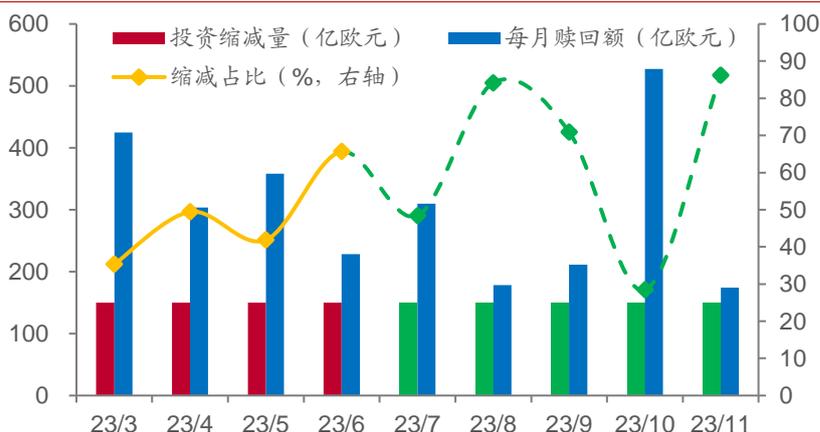
图表2: 全球主要经济体加息情况

经济体 (%)	当前利率	22/12	22/11	22/10	22/9	22/8	22/7	22/6	22/5	22/4	22/3	22/2	22/1	21/12	21/11	21/10	21/9	21/8	21/7	21/6	21/5	21/4	21/3	21/2	21/1
美国	4.50	0.50	0.75		0.75		0.75	0.75	0.50		0.25														
中国	3.65					-0.05								-0.10	-0.05										
欧元区	2.50	0.50		0.75	0.75		0.50																		
日本	-0.10																								
英国	3.50	0.50	0.75		0.50	0.50		0.25	0.25		0.25	0.25		0.15											
印度	6.25	0.35			0.50	0.50		0.50	0.40																
加拿大	4.25	0.50		0.50	0.75		1.00	0.50		0.50	0.25														
韩国	3.25		0.25	0.50		0.25	0.50		0.25	0.25			0.25		0.25		0.25								
俄罗斯	7.50				-0.50		-1.50	-1.50	-3.00	-6.00		11.50													
澳大利亚	3.10	0.25	0.25	0.25	0.50	0.50	0.50	0.50	0.25								0.75	0.25		1.00	0.50		0.50	0.25	
巴西	13.75					0.50		0.50	1.00		1.00	1.50		1.50		1.50	1.00	1.00			0.75	0.75		0.75	
墨西哥	10.50	0.50	0.75		0.75	0.75		0.75	0.50		0.50	0.50		0.50	0.25	0.25		0.25		0.25				-0.25	
印尼	5.25		0.50	0.50	0.50	0.25																		-0.25	
瑞士	1.00	0.50			0.75			0.50																	
土耳其	9.00		-1.50	-1.50	-1.00	-1.00								-1.00	-1.00	-2.00	-1.00							2.00	
中国台湾	1.75	0.12			0.13			0.13			0.25														
沙特	5.00	0.50	0.75		0.75		0.75	0.50	0.50		0.25														
波兰	6.75				0.25		0.50	0.75	0.75	1.00	0.75	0.50	0.50	0.50	0.75	0.40									
瑞典	2.50		0.75		1.00			0.50	0.25																
泰国	1.25		0.25		0.25	0.25																			
挪威	2.75	0.25	0.25		0.50	0.50		0.50			0.25			0.25			0.25								
以色列	3.25		0.50	0.75		0.75	0.50		0.40																
尼日利亚	16.50		1.00		1.50		1.00		1.50																
丹麦	1.75	0.50		0.60	0.75		0.50																		
菲律宾	5.50	0.50	0.75		0.50	0.50	0.75	0.25	0.25																
阿根廷	75.00				5.50	9.50	8.00	3.00	2.00	2.50	2.00	2.50	2.00												
马来西亚	2.75		0.25		0.25		0.25	0.25	0.25																
中国香港	4.75	0.50	0.75		0.75		0.75	0.75	0.50		0.25														
越南	6.00			1.00	1.00																				
埃及	13.25			2.00					2.00		1.00														
阿联酋	4.40	0.50	0.75		0.75		0.75	0.75	0.50		0.25														0.05
孟加拉	5.75				0.25			0.50	0.25																
哥伦比亚	11.00			1.00	1.00		1.50	1.50		1.00	0.50	0.50	1.00	0.50		0.75									
南非	7.00		0.75		0.75		0.75	1.25		0.50	0.25		0.25		0.25										
捷克	7.00							1.25		0.50	0.75			1.00	1.25	0.45									
巴基斯坦	16.00		1.00				1.25	1.50	2.50		1.50			1.00	1.50		0.25								
智利	11.25			0.50	1.00	0.75		0.75	1.25		1.50		1.50	1.25		1.25	0.75		0.25						
罗马尼亚	6.75		0.50	0.75		0.75	1.00		0.50		0.50	0.25		0.25	0.25										-0.25
秘鲁	7.50	0.25	0.25	0.25	0.25	0.50	0.50	0.50	0.50	0.50	0.50	0.50	0.50	0.50	0.50	0.50	0.50	0.25							
新西兰	4.25		0.75	0.50		0.50	0.50		0.50	0.50		0.25			0.25	0.25									

来源: Wind, 中泰证券研究所

缩表计划出炉。欧央行于本次议息会议上公布了缩表计划，该计划将从2023年3月初持续至6月，并采取**被动缩表**的方式，在期间减少资产购买计划（APP）的再投资规模。**缩表开始后**，每个月到期赎回的APP款项将保留150亿欧元不用于再投资，但**具体缩减购买的资产结构和分布将在明年2月初的下一次会议中公布**。此外，欧央行将在7月份重新进行评估，并决定下一步的缩表计划。根据目前披露的未来APP每月到期赎回金额，当前的缩表计划相当于同期APP到期赎回总额的46%。假设欧央行在7月延续同样的缩表规模至年末，则缩表总量相当于约1.8%的欧央行总资产，或约1.4%的欧元区GDP，总体来看规模仍较小。欧央行指出，**这是欧元区首次采取主动缩表**，而此次规模是经过深思熟虑的决定，将足以使其资产负债表正常化。同时欧央行强调，缩表并非是对抗通胀的主要力量，而关键工具将仍是利率。

图表 3: 欧央行缩表规模及其占 APP 到期规模



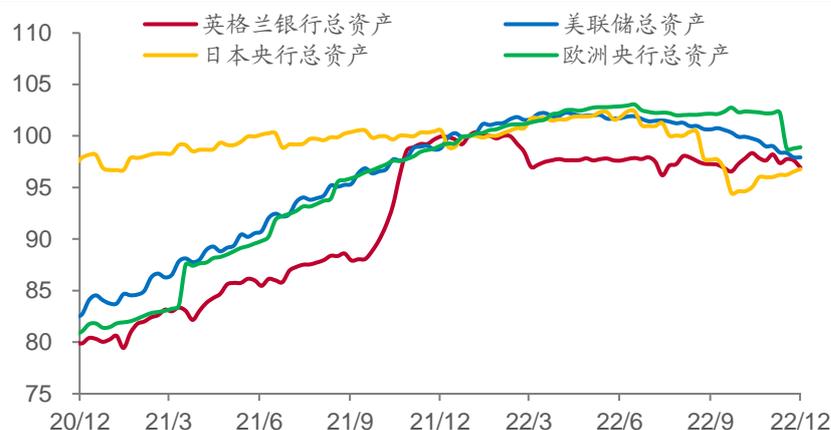
来源: ECB, 中泰证券研究所, 绿色为假设欧央行将缩表延续至明年末的情景下每月缩减额和占比

缩表对抗通胀, 英美已有先例。本次欧央行缩表的核心目标仍是降低通胀。相比较加息而言, 缩表对于控制通胀的时滞性更长, 因此只是辅助性工具。而在海外主要经济体中, 同样为应对通胀, 英国和美国均早已率先开启了**加息缩表齐头并进**的紧缩进程。

英国央行最先开启缩表。早在今年 2 月就通过停止对到期资产进行再投资来实现缩表。然而, 由于特拉斯就任首相时期拟推出的激进财政政策在英国债市引发“流动性螺旋”危机, 英国央行不得已于 9 月末临时中断了其缩表进程并购买了长期政府债券, 旨在修复市场流动性。几经波折后, 英国央行于 11 月重启缩表, 通过售出短期债券等方式, 继续向每年缩表 800 亿英镑的政策目标推进。

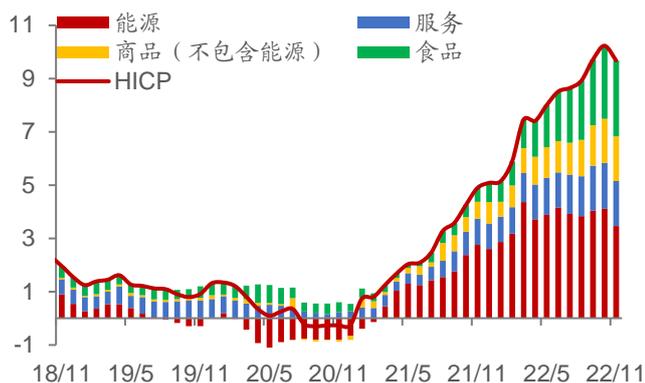
美联储紧随其后,于今年 6 月开始进行缩表, 主要通过减少在系统公开市场账户 (SOMA) 中减少再投资金额来实现。自 6 月起的 3 个月内, 美联储每月减少国债购买约 300 亿美元, 同时减少每月购买机构债务和机构抵押贷款支持证券约 175 亿美元。随后在 9 月, 美联储将两项缩表规模翻倍至 600 亿和 350 亿。但日本仍旧宽松。日本通胀虽攀升至近 40 年来最高点, 但仍远低于欧美。为刺激常年低迷的经济增速, 日本维持 YCC 政策并在 0.25% 的收益率无限量购买 10 年期国债。

图表 4: 主要经济体央行资产负债表情况

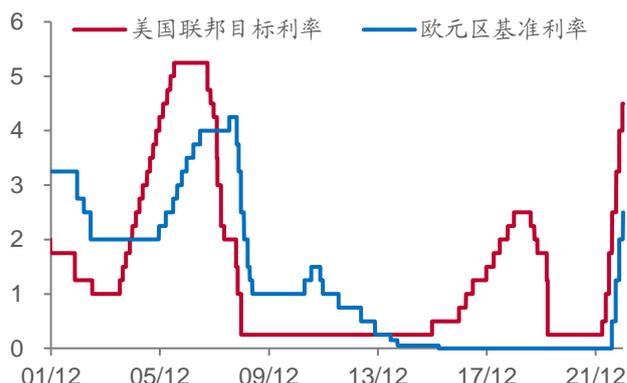


来源: WIND, 中泰证券研究所, 2022 年 1 月 7 日标准化为 100。

欧洲紧缩更晚。当前欧洲经济所面临的首要问题仍是居高不下的通胀，但其高通胀的根本诱因与美国有所不同。鉴于欧洲通胀的核心问题在于俄乌冲突所引发的能源危机，而非美国过度强劲的消费需求，加息乃至缩表对于通胀的遏制效果将更小。因此，欧央行本轮紧缩周期相较英美来的更晚且更为被动。与其说欧央行是因为通胀而开启加息，不如说是应对美联储收紧所带来的溢出效应。如美联储激进加息使得欧元兑美元快速贬值，同时为欧洲多国带来了较高的债务压力。

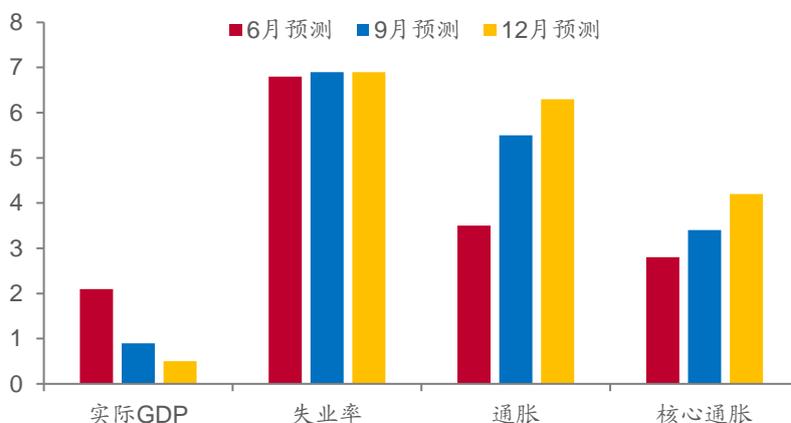
图表 5: 欧元区通胀同比增速 (%)


来源: CEIC, 中泰证券研究所

图表 6: 欧央行加息更晚 (%)


来源: WIND, 中泰证券研究所

能源僵局下，衰退更久更深。在俄乌冲突持续加深的当下，天然气和石油等能源供给受限，重启煤电与核电虽能短暂缓解燃眉之急，但仍难满足冬日供暖供电和以及工业等用能需求。即便欧央行紧缩力度再大，这些能源需求在短期难以快速缓解，只能驱使高耗能的制造业进一步撤离欧洲。而这将为欧洲经济带来更难修复的创伤。因此，**欧央行也一再下调各项经济指标预期**，2023 年 GDP 由 6 月预测的 2.1% 逐步下滑至 12 月的 0.5%，其中投资增速由 3.1% 下调至 0.7%。鉴于俄乌冲突短期仍难见好转，暖冬过后能源危机仍将是欧洲最大考验。我们判断，**欧洲相比美国，其衰退时长会更久，程度也将更深。**

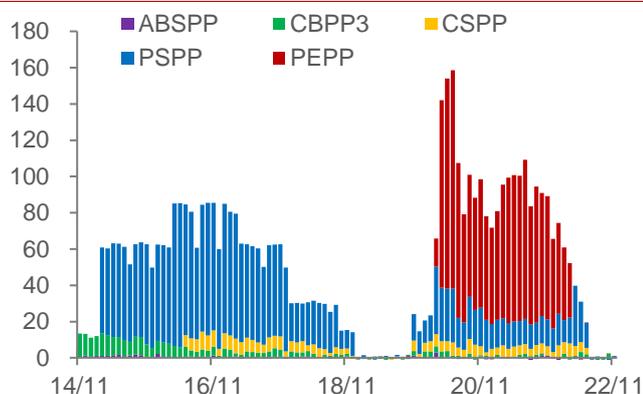
图表 7: 欧央行预测 2023 年欧元区各经济指标 (%)


来源: ECB, 中泰证券研究所

债务压力仍在。德意利差在 2020 年 10 月以来持续扩大，在今年 10 月中旬一度高达 2.6%。不断增加的利差反映出的是意大利经济基本面的恶化，

以及上行的债务风险。虽然 10 月后利差有所收窄，目前仍处高位。此前，PEPP 和 APP 工具已经分别在今年 3 月和 7 月停止净购买，仅在现有存量规模证券到期时进行再投资操作。欧央行选择在 12 月议息会议中公布缩表计划，所隐含的是其对欧洲整体债务风险有相应的评估及信心。

图表 8: 欧央行各计划资产净购买 (十亿欧元)



来源: ECB, 中泰证券研究所

图表 9: 德意利差 (%)



来源: WIND, 中泰证券研究所

现有工具充分应对。为应对欧元区国家债务风险和稳定金融环境，欧央行也准备了充足的政策工具。在明年 2 月底前，欧央行将继续对 APP 到期赎回金额进行全额再投资。同时，未被提上缩表议程的 PEPP 也将延续其到期赎回金额的再投资操作。为保持一定的灵活性，传导保护工具 (TPI) 也将会在必要时使用，以作为补充手段应对欧元区金融分化问题。在各类金融工具所构筑的风险防线尚较“坚实”的情况下，债务危机爆发的可能性很低。**整体来看，我们认为欧债危机短期或难以重现。**

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_50362



云报告
https://www.yunbaogao.cn

云报告
https://www.yunbaogao.cn