



诸建芳：欧央行加速扩表 是抑制美债利率上行的另 一主因



文/新浪财经意见领袖专栏作家 诸建芳 崔嵘 蔡尚佑



核心观点

市场在关注美联储政策动态的同时也需留意欧央行政策的变化。其直接原因是，我们认为，今年4月初和7月份美债长端收益率出乎意料的下行，很大程度上与欧央行在相应这两个时点加速扩表有关。欧央行释放流动性意味着资金流出欧洲、美元汇率偏强；美债配置需求增加，抑制收益率上行幅度。预计欧央行扩表将部分抵消美联储 Tapering 对全球流动性的抽离，边际上延缓流动性收紧的趋势。

摘要

市场在关注美联储政策动态的同时也需留意欧央行政策的变化。我们认为，美债 10 年期收益率 4 月和 7 月份的意外下行更多源自：欧央行在相应这两个时点加速扩表（同样的情景曾出现在 2015-2017 年），同时美国财政发债供给在 4、5、7 月有明显下降造成的。而其他因素都在时点上不太吻合。下半年伴随着 8-9 月份美国财政部恢复融资计划，抑制美债利率的因素减弱，可能带来美债利率反弹。但如果欧央行加速扩表是其背后的主导原因，则美债利率大幅上行的时间可能再次推后至欧央行流动性边际退潮时（预计在 2022 年 3 月左右）。我们对美债收益率上行至 1.8% 的判断时点相应推后半年左右。

欧央行货币政策今年有何新变化？1) 今年以来欧央行在资产购买方面的力度不断加大。针对疫情的 PEPP 计划购债上限从今年开始增加了 5000 亿至总规模 1.85 万亿欧元，且到期时间也延长至了 2022 年 3 月底。同时欧央行在今年的数次会议上均提出要加快 PEPP 的购买速度。2) 欧央行二十年来首次修改通胀目标，改为“中期 2% 的对称目标”，这一转变是向鸽派迈进了一步，表达了对通胀回升的耐心。类似美联储，欧央行认为通胀上升是暂时的，不过其强调工资疲软、中期通胀前景远低于欧央行的目标，这意味着欧央行宽松的时间将长于美联储。

欧央行扩表与美联储扩表的不同及影响？欧央行扩表同样对应总体流动性增加。但不同于美联储扩表，欧央行释放流动性意味着资金流出欧洲、流入美元，美元汇率偏强；额外流动性增加对美债配置需求，抑制美债收

益率上行幅度。预计欧央行扩表将部分抵消美联储 Tapering（缩减 QE）对全球流动性的抽离，边际上延缓流动性收紧的趋势。如果欧央行加速扩表是近半年美债收益率下行的主导原因，则未来美债利率大幅上行的时间可能再次推后至欧央行流动性边际退潮时（预计在 2022 年 3 月左右）。参照 2014 年欧央行启动资产购买计划 APP 后，欧元区投资组合配置资金也出现过大幅流出欧元区的情景。当时美联储处在加息紧缩周期当中，全球 2015-2017 年的流动性宽松更多是来自欧央行扩表，美债收益率也很大程度上受到来自欧洲增配资金的影响，收益率出现下行。

风险因素：全球供应链修复的缓慢可以带来通胀上行的时间超预期，导致央行内部政策分歧加大，从而带来货币政策的不确定性；疫情持续反弹导致封锁措施加强，从而抑制经济复苏趋势。

正文

相比美联储政策，欧央行货币政策动向一直不太为市场关注，一是由于以往流动性释放总量上欧央行相对保守，二是欧洲经济周期相对滞后美国，欧央行货币政策难有前瞻意义。但是，在疫情对全球经济影响挥之不去的当下，欧央行货币政策的影响可能被市场忽视了。

为何当前需要关注欧央行货币政策？

市场在关注美联储政策动态的同时也需留意欧央行政策的变化，其直接原因是，我们认为，今年 4 月初和 7 月份美债长端收益率出乎意料的下

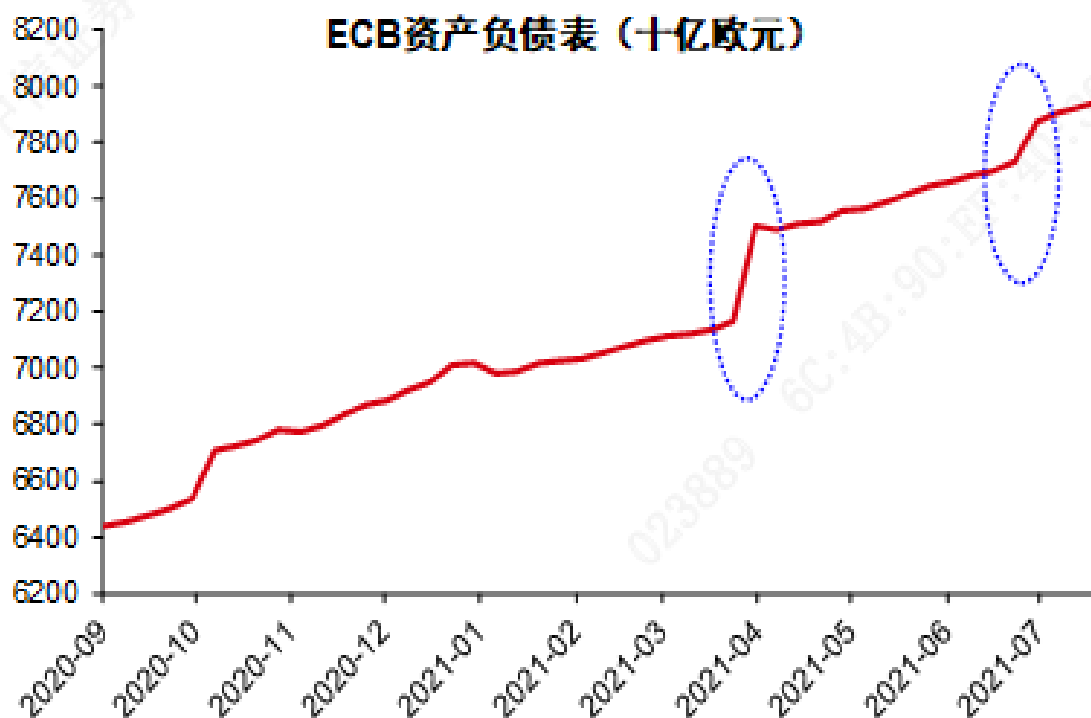
行，很大程度上与欧央行在相应这两个时点加速扩表有关（同样的情景曾出现在 2015-2017 年）。

图 1：美债 10 年期名义利率 4 月份以来超预期下行



资料来源：Bloomberg，中信证券研究部

图 2：欧央行资产负债表 4 月初和 7 月初加速扩表



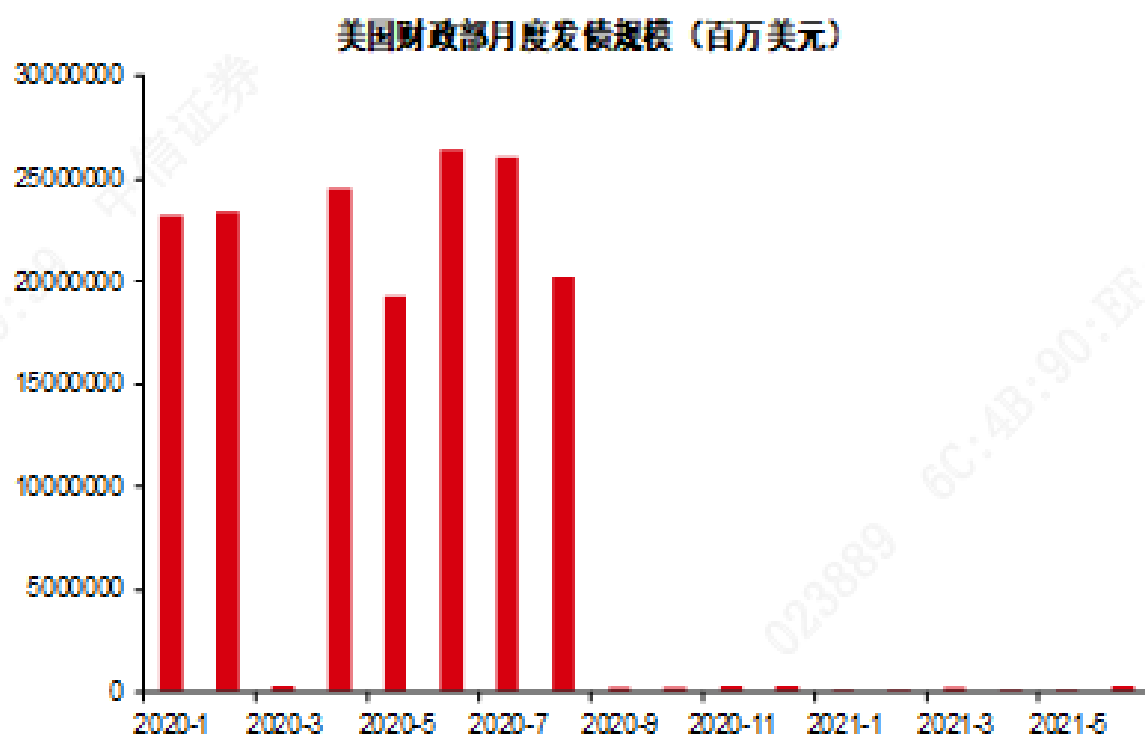
资料来源：Bloomberg，中信证券研究部

尽管市场上针对美债收益率下行有多种解释，但从时间点上来看，我们认为，这可能与欧央行加速释放流动性的相关性更大。其他因素都在时点上不太吻合，比如：

- 1) 经济基本面见顶与 Delta 疫情反复：在时间点上更多是在 5 月和 6 月；
- 2) 财政 TGA “泄洪”带来的短端流动性：美联储通过逆回购回收流动性，更多是美联储资产负债表负债端不同科目的转移；
- 3) 财政债务上限导致的发债供给大幅下降：确实 4 月和 5 月财政发

债供给下降，但这一趋势最早始于 2020 年 9 月。

图 3：美国财政部月度发债规模（2020 年以来）



资料来源：Bloomberg，中信证券研究部

图 4：美国财政部月度发债规模（2020 年 9 月以来）



资料来源：Bloomberg，中信证券研究部

以欧元计价资产规模来看，欧央行在 3 月最后一周和 6 月最后一周加速扩表，美债收益率也在相应时点出现了加速下行。截止 2021 年 7 月 14 日，美联储相对 3 月 10 日扩表 6223 亿美元，日本央行同期缩表 8205 亿美元，而欧央行同期则加速扩表 9207 亿美元，接近 1 万亿美元的扩表幅

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_32815

