

欧央行 4 月议息会议点评

政策态度保持极度鸽派，关注欧洲财政刺激进展

欧央行 4 月会议按兵不动，唱淡市场缩减预期。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. 表示“二季度 PEPP 的购债速度将继续较年初明显加快”，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。

- 会议前欧央行官员的多次鹰派言论以及加拿大央行宣布缩减购债使欧央行对 PEPP 的态度成为本次会议的焦点。尽管市场不认为欧央行会在本次会议宣布缩减，但仍十分关注拉加德关于 PEPP 购债节奏的信号。拉加德/欧央行在本次会议中则极力唱淡市场逐渐升温的缩减预期，首先在会议声明中欧央行提到“二季度 PEPP 的购债速度将继续较年初明显加快”；其次，在发布会中拉加德表示管委会从未就缩减购债作任何讨论，缩减是不成熟的；同时她还提到当前欧央行的政策操作是“数据依赖”的，也就是很可能会滞后于曲线，且欧洲的经济复苏与美国不在同一阶段，欧央行与美联储的政策不会协同。
- 缩减和财政刺激预期使近期美欧实际利差走窄，引导美元指数下行。随着意大利总理德拉奇 2200 亿欧元财政刺激计划的透露、欧洲复兴计划在德国的违宪挑战被驳回和德国倾向于宽松财政纪律的绿党支持率不断上升等事件的发酵，当前欧洲财政刺激预期正不断升温，成为了近期美欧债券收益率走势背离、美德实际利差收窄的重要因素。
- 风险提示：欧洲刺激政策不及预期；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

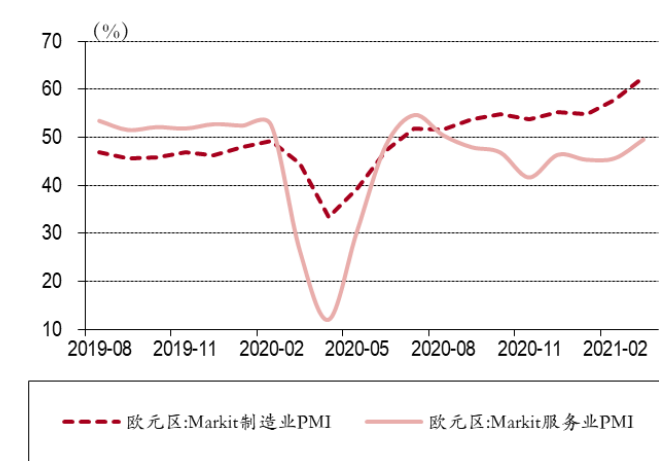
证券投资咨询业务证书编号：S1300516090001

鸽派回应利率上行

欧央行4月会议按兵不动，唱淡市场缩减预期。北京时间4月22日晚上，欧央行公布了4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，欧央行按兵不动，且表示二季度将继续以“显著高于年初的速度在PEPP计划下购债”，积极唱淡市场缩减预期。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. 表示“二季度PEPP的购债速度将继续较年初明显加快”，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。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。

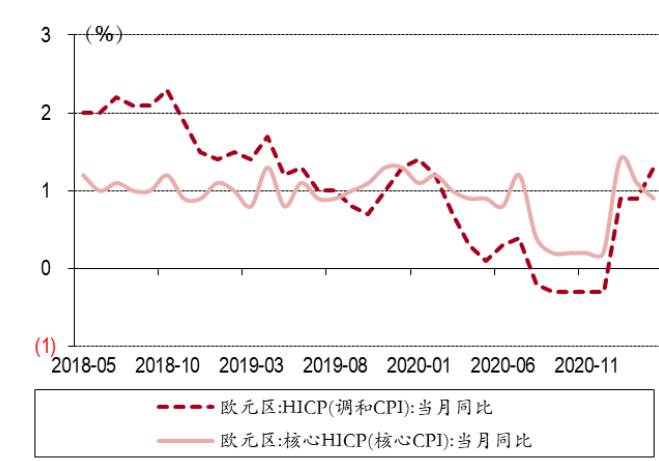
在介绍性陈述中，拉加德提到高频数据与调查显示欧元区实际GDP在2021年第一季度很可能继续萎缩；随着疫苗接种的推进，年内欧元区将逐渐解封，经济将活动将反弹；中期经济复苏将受益于欧元区内以及全球需求的复苏、财政刺激以及宽松的金融状况；总的来说，经济增长的中期风险更加均衡，短期下行风险仍存。通胀方面，3月份欧元区HICP同比增速为1.3%，欧央行认为目前通胀主要受基期效应与能源价格影响，年内通胀水平受短期供应链限制和需求复苏影响将继续走高，但亦会受经济整体疲软和欧元升值拖累。在记者发布会中亦有人向拉加德提问如何看待欧元自四月初以来的升值现象，拉加德表示不会对欧元设置一个特定的目标汇率，但会密切关注欧元升值对通胀的负面影响。

图表 1. 欧元区 PMI 走势



资料来源：万得，中银证券

图表 2. 欧元区通胀走势



资料来源：万得，中银证券

会议前欧央行官员的多次鹰派言论以及加拿大央行宣布缩减购债使欧央行对 PEPP 的态度成为本次会议的焦点。4月1日德国央行行长魏德曼在采访中表示紧急货币政策不应该是永久性的，其应在疫情后终止，且假如价格开始上涨，即使金融条件收紧欧央行也应该坚决缩减货币宽松；4月7日荷兰央行行长克诺特接受路透社采访时则表示应该在今年三季度逐步退出 PEPP 购买，明确放出了 taper 信号；4月14日法国央行行长维勒鲁瓦在接受彭博社时的表态则相对缓和，他认为欧央行可能在2022年3月退出 PEPP，但这并不意味着货币政策的收紧，欧央行会用其他方案进行净资产购买。另外，在4月21日的利率决议中，加拿大央行将每周购债规模从40亿加元缩减至30亿加元，同时将加息时点从2023年提前至2022年下半年。以上事件均导致了尽管市场不认为欧央行会在本次会议宣布缩减，但将十分关注拉加德关于 PEPP 购债节奏的信号。拉加德/欧央行在本次会议中则极力唱淡市场逐渐升温的缩减预期，首先在会议声明中欧央行提到“二季度 PEPP 的购债速度将继续较年初明显加快”；其次，在发布会中拉加德表示管委会从未就缩减购债作任何讨论，缩减是不成熟的(premature)；同时还提到当前欧央行的政策操作是“数据依赖”(data-dependent)的，也就是很可能会滞后于曲线(behind the curve)，且欧洲的经济复苏与美国不在同一阶段，欧央行与美联储的政策不会协同(will not operate in tandem)。

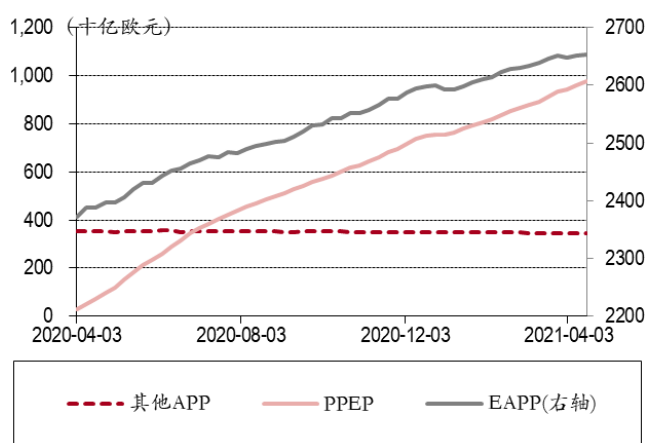
图表 3. 欧央行官员近期屡屡发表鹰派言论

时间	发言人	内容
4月1日	德国央行行长魏德曼 (Weidmann)	紧急货币政策不应该是永久性的，其应在疫情后终止；假如价格状况需要，即使成员国的融资成本上升，欧央行也应有决心收紧其极度宽松的货币政策取向，这对货币政策的公信力是非常重要的。
4月7日	荷兰央行行长克诺特 (Knot)	如果经济按照我们的基准预测发展，从下半年开始我们将看到更好的通胀和增长形势，在那种情况下，对于我来说同样显而易见的是，从第三季度开始，我们可以开始逐步退出大流行病紧急资产购买，并按预期在2022年3月结束这些活动。
4月14日	法国央行行长维勒鲁瓦 (Villeroy)	我们可能在2022年3月退出PEPP，但这并不意味着货币政策的收紧，PEPP的再投资也会继续，我们会用其他方案进行净资产购买。

资料来源：路透社, Bloomberg, 中银证券

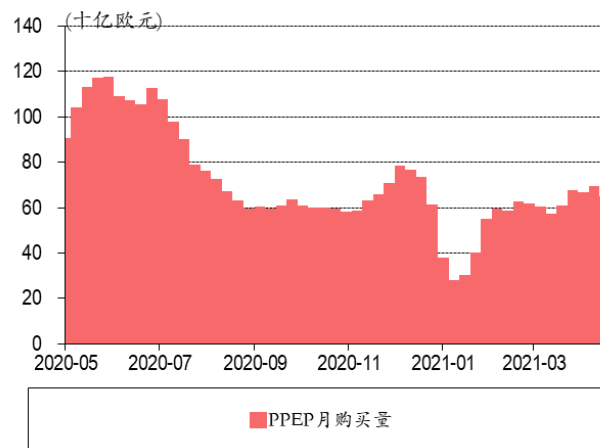
在欧央行的实际操作方面，截至4月16日，欧央行 PEPP 持仓为 9766 亿欧元，月购债规模维持在 650 亿欧元左右，较年初水平显著回升，以当前的购债速度 1.85 万亿的额度不会在 2022 年 3 月用尽。

图表 4. 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))

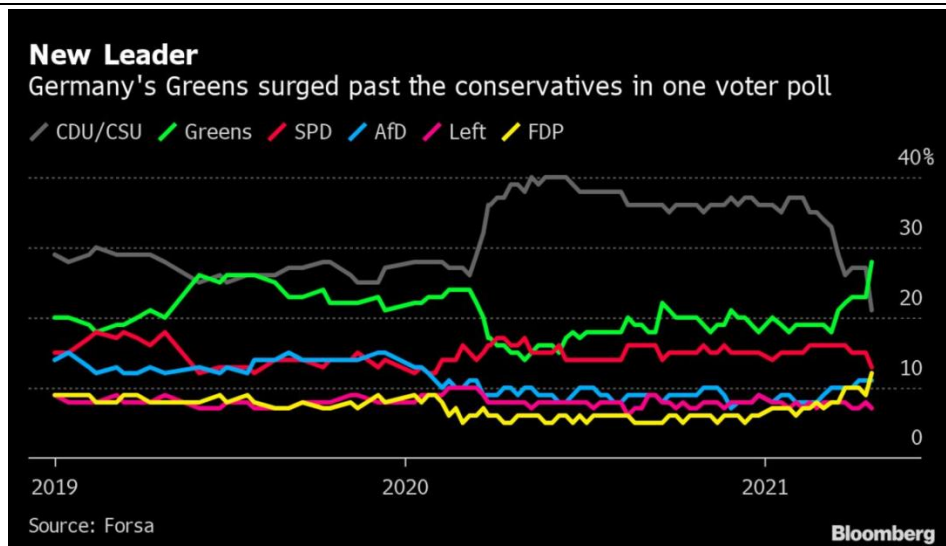
图表 5. 欧央行 PEPP 月购债水平显著回升



资料来源：ECB, 中银证券

欧洲各国财政刺激的推出近期同样受市场高度关注。由于疫情原因，欧盟国家 60% 与 3% 的债务率和赤字率限制在 2022 年底前被暂时废除，因此这为欧盟国家的大规模财政刺激留出重要的时间窗口。据金融时报报道，意大利总理德拉奇将在下周公布其高达 2210 亿欧元的财政刺激计划，其中 300 亿欧元来自意大利国内财政预算，1915 亿来自欧洲复兴计划(Next Generation EU Program)的赠款与贷款，德拉奇的计划将集中于提高意大利电网的效率、投资氢能项目和其他可再生能源、提高公共建筑能效等领域。另一方面，尽管欧洲复兴计划在 2020 年 7 月于欧议会获得通过，但其后在各国推进相当缓慢；在德国，尽管欧洲复兴计划相关方案在议会已获通过，但其在 3 月 26 日受到德国选择党(AFD)的违宪挑战，此挑战于 4 月 22 日被联邦宪法法院驳回，这意味着相关财政刺激计划在德国将走上正轨。同时，在 4 月 20 日 Forsa 关于德国选举的民调中，绿党首次支持率超过基民盟与基社盟联合，而绿党在财政刺激的态度上相较于保守稳健的基民盟更为积极（绿党曾作出 5000 亿财政支出计划的竞选承诺）。因此，当前市场对欧洲财政刺激的预期正不断升温，这在近期美债和欧债收益率的背离得到体现，截至 4 月 22 日，德国实际利率已从 3 月 25 日的低位反弹了 20BP，而美国实际利率则从 3 月 19 日的高位下行了 19BP；此消彼长之下，叠加升温的欧央行缩减预期，不断收窄的美德实际利差带动了近期美元指数下行。

图表 6. 绿党（绿线）支持率首次超过基民盟与基社盟联合（灰线）



资料来源：Bloomberg, 中银证券

图表 7. 美德近期实际利率走势背离



资料来源：Bloomberg, 中银证券

图表 8. 美德实际利差收窄引导美元指数下行



资料来源：Bloomberg, 中银证券

风险提示：欧洲刺激政策不及预期；全球疫情控制不及预期。

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

公司投资评级：

买入：预计该公司股价在未来 6 个月内超越基准指数 20%以上；
增持：预计该公司股价在未来 6 个月内超越基准指数 10%-20%；
中性：预计该公司股价在未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在-10%-10%之间；
减持：预计该公司股价在未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10%以上；
未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

行业投资评级：

强于大市：预计该行业指数在未来 6 个月内表现强于基准指数；
中性：预计该行业指数在未来 6 个月内表现基本与基准指数持平；
弱于大市：预计该行业指数在未来 6 个月内表现弱于基准指数。
未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

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_18900

