



经济透视

分析员: 姚少华, PhD

电话: 852-2147 8863

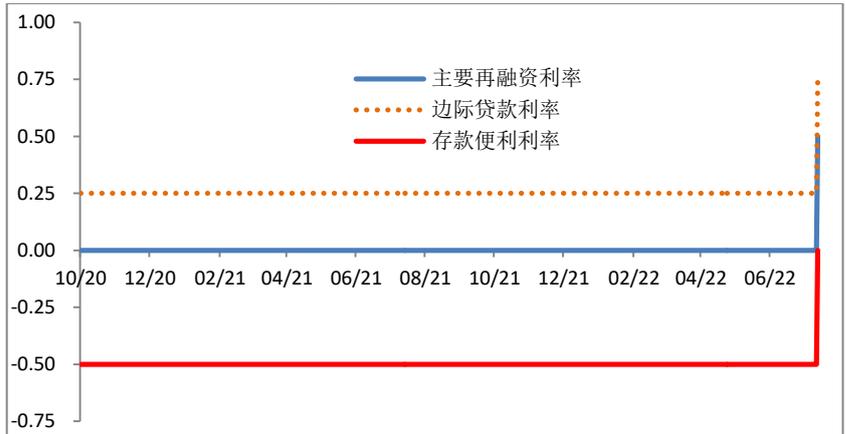
电邮: yaoshaohua@abci.com.hk

欧洲央行开始新一轮加息周期

- 欧洲央行公布了最新利率决议, 宣布加息 50 个基点, 为自 2011 年来首次加息, 超出市场预期的 25 个基点的加幅。加息 50 个基点之后, 欧洲央行主要再融资利率为 0.5%, 边际贷款利率为 0.75%, 存款便利利率为 0%
- 本次货币政策会议欧洲央行还推出传导保护工具(TPI)这一新的货币政策工具。TPI 是欧央行新的反碎片化工具, 因为经济较弱的欧元区国家在欧洲央行 7 月初结束 QE 之后面临借贷成本的大幅上升的问题
- 整体来看, 本次欧洲央行的议息决议超出市场预期, 表达了对压制通胀的决心。展望未来, 由于通胀压力仍高企, 我们预计在今年余下的几次货币政策会议上欧洲央行将继续加息步伐。我们预计在今年年底欧洲央行的主要再融资政策利率将达到 1.5%

欧洲央行公布了最新利率决议, 宣布加息 50 个基点, 为自 2011 年来首次加息, 超出市场预期的 25 个基点的加幅。加息 50 个基点之后, 欧洲央行主要再融资利率为 0.5%, 边际贷款利率为 0.75%, 存款便利利率为 0% (图 1)。自此, 欧洲央行持续 8 年的负利率时代宣告结束。

图 1: 欧洲央行三大政策利率 (%)



来源: 欧洲央行, 农银国际证券

欧洲央行超预期加息主要因为其居高不下的通胀水平。图 2 所示, 欧元区不仅 CPI 通胀高企, PPI 通胀更高不可攀。受累于能源以及食品价格攀升, 6 月欧元区 CPI 通胀从 5 月的 8.1%¹进一步上涨至 8.6%。受俄乌冲突影响, 原材料如石油、天然气、煤炭等价格大幅攀升, 5 月欧元区 PPI 更高达 36.3%, 4 月为 37.2%。综合 CPI 与 PPI 通胀来看, 欧元区整体通胀水平大幅高于其它发达经济体。例如, 美国 6 月 CPI 虽高达 9.1%, 但 PPI 仅为 11.3%, 远低于欧元区 PPI 水平。

为避免较弱的欧元区成员国融资成本过快上涨, 本次货币政策会议欧洲央行还推出传导保护工具 (Transmission Protection Instrument, 简称 TPI) 这一新的货币政策工具。TPI 是欧央行新的反碎片化工具, 因为经济较弱的欧元区国家在欧洲央行 7 月初结束 QE 之后面临借贷成本的大幅上升的问题。例如昨日 10 年期意大利国债收益率高达 3.5%。

¹除另有指明外, 本报告列示的变动比率均为按年变化

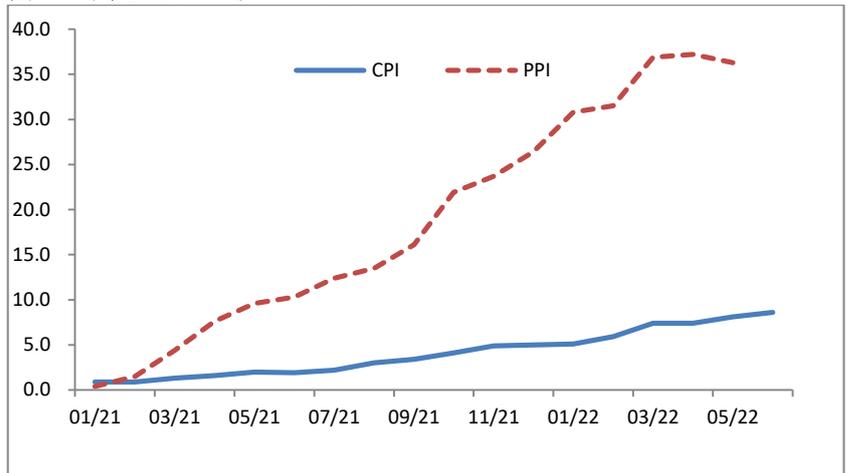
农银国际研究部

2022 年 7 月 22 日



而德国 10 年期国债收益率仅为 1.2%，两国国债收益率之差不断拉阔。我们预计 TPI 将在二级市场上偏向购买 1-10 年期的经济较弱欧元区国家的债券，帮助它们应对融资成本上升的压力。欧洲央行对 TPI 有四个标准，分别为遵守欧盟财政框架、没有严重的宏观经济失衡、财政具有可持续性以及具备健全和可持续的宏观经济政策。我们估计 TPI 的资金来源于欧洲央行资产负债表里到期的债券本金。

图 2：欧元区 CPI 与 PPI (%)



来源：彭博，农银国际证券

欧洲央行表示，将在加息之后一段较长的时间内，继续对 APP（债券购买计划）到期债权的全部本金进行再投资，以保持充足的流动性并维持适当的货币政策立场，这表示欧洲央行将维持资产负债表规模不变，目前没有缩表的计划。此外，欧洲央行的抗疫紧急购债计划（PEPP）再投资将至少持续到 2024 年底。欧洲央行表示，PEPP 投资组合即将到期的赎回将被灵活地再投资，以应对与疫情相关的传播机制的风险。

经济方面，欧洲央行认为俄乌冲突、高通胀、供应链限制等因素正对经济增长产生抑制作用。全球经济增长加速减速也将对欧元区前景构成风险，但财政政策有助于缓解高能源价格冲击，同时，旅游业将在三季度提振经济。就业方面，由于财政政策正发挥效用，欧洲央行认为劳动力市场依旧强劲，工资增幅继续逐步加大，但总体上工资增长受到抑制。数据显示，欧元区 5 月失业率为 6.6%，低于前值 6.7%，处于数十年来的最低水平。

整体来看，本次欧洲央行的议息决议超出市场预期，表达了对压制通胀的决心，显示利率上升周期刚刚开始。展望未来，由于通胀压力仍高企，我们预计在今年余下的几次货币政策会议上欧洲央行将继续加息步伐。我们预计在今年年底欧洲央行的主要再融资政策利率将达到 1.5%。欧洲央行行长拉加德在新闻发布会上表示未来加息幅度主要依赖经济数据逐月决定，欧洲央行将放弃前瞻性指引。随着欧洲央行进入新一轮加息周期，欧元区经济衰退的风险进一步上升。7 月欧元区制造业 PMI 初值从 6 月份的终值 52.1 下跌至 49.6 的收缩区间，服务业 PMI 亦从 53.0 回落至 50.6，综合 PMI 从 52.0 下跌至 49.4，显示经济增长疲弱。



权益披露

分析员，姚少华，作为本研究报告全部或部分撰写人，谨此证明有关就研究报告中提及的所有公司及/或该公司所发行的证券所做出的观点，均属分析员之个人意见。分析员亦在此证明，就研究报告内所做出的推荐或个人观点，分析员并无直接或间接地收取任何补偿。此外，分析员及分析员之关联人士并没有持有研究报告内所推介股份的任何权益，并且没有担任研究报告内曾提及的上市法团的高级工作人员。

评级的定义

评级	定义
买入	股票投资回报 \geq 市场回报(约 10%)
持有	负市场回报 (约-10%) \leq 股票投资回报 $<$ 市场回报(约 10%)
卖出	股票投资回报 $<$ 负市场回报(约-10%)

注：股票收益率=未来 12 个月股票价格预期百分比变化+总股息收益率

市场回报率=自 2009 年以来的平均市场回报率（恒指总回报指数于 2009-21 年间的平均增长率为 9.2%）

目标价的时间范围：12 个月

股票评级可能与所述框架有所偏离，原因包括但不限于：公司治理、市值、相对于相应基准指数的历史价格波动率、相对于股票市值的平均每日成交量、公司于相应行业的竞争优势等。

免责声明

该报告只为客户使用，并只在适用法律允许的情况下分发。本研究报告并不牵涉具体用户的投资目标，财务状况和特殊要求。该等信息不得被视为购买或出售所述证券的要约或要约邀请。我等并不保证该等信息的全部或部分可靠，准确，完整。该报告不应代替投资人自己的投资判断。文中分析建立于大量的假设基础上，我等并不承诺通知阁下该报告中的任何信息或观点的变动，以及由于使用不同的假设和标准，造成的与其它分析机构的意见相反或不一致。分析员(们)负责报告的准备，为市场信息采集、整合或诠释，或会与交易、销售和其它机构人员接触。农银国际证券有限公司不负责文中信息的更新。农银国际证券有限公司对某一或某些公司内部部门的信息进行控制，阻止内部流动或者进入其它部门及附属机构。负责此研究报告的分析员的薪酬完全由研究部或高层管理者(不包括投资银行)决定。分析员薪酬不取决于投行的收入，但或会与农银国际证券有限公司的整体收入(包括投行和销售部)有关。报告中所述证券未必适合在其它司法管辖区销售或某些投资人。文中所述的投资价格和价值、收益可能会有波动，历史表现不是未来表现的必然指示。外币汇率可能对所述证券的价格、价值或收益产生负面影响。如需投资建议、交易执行或其它咨询，请您联系当地销售代表。农银国际证券有限公司或任何其附属机构、总监、员工和代理，都不为阁下因依赖该等信息所遭受的任何损失而承担责任。进一步的信息可应要求而提供。

版权所有 2022 年农银国际证券有限公司

该材料的任何部分未经农银国际证券有限公司的书面许可不得复印、影印、复制或以任何其他形式分发;

办公地址: 香港中环, 红棉路 8 号, 东昌大厦 13 楼, 农银国际证券有限公司
电话: (852) 2868 2183