

欧洲央行 3 月议息会议点评

何庆明
S1060208120121
0755-22625695
Wangcheng932@pingan.com.cn

复苏势头延续 价格上行风险渐现

事项：

北京时间 4 日 ECB 公布其 11 年 3 月议息会议声明，宣布仍将维持现有的基准利率 1% 不变，并且将在无限流动性支持计划延长至 7 月。会议声明表达 ECB 对近期欧元区 CPI 上升的关切态度，并且表示欧洲将采用及时且有力的措施对应对价格上行的压力，保持价格稳定。

平安观点：

- **ECB 会议纪要中关于通胀问题的表述是本次会议的看点。**本次会议声明中最引人关注的部分是 ECB 对于当前通胀问题的表述，即必要时 ECB 会采取有力措施来稳定价格。这个表述显示目前 ECB 开始将通胀问题纳入到政策选择的考虑之中了。
- **国际大宗商品价格推升欧元区通胀水平，价格上行风险增大。**2 月欧元区 HICP 为 2.4% 较上月上涨 0.1%，而在 CPI 的分项指标中，与能源相关的交通和水电价格上涨较多，我们认为短期内国际大宗商品价格特别是原油价格仍较难企稳，因此未来欧元区输入性通胀压力仍存，该地区价格上行的风险增大。
- **经济复苏步伐持续且稳健。**从 2 月欧元区 ZWE 和 IFO 领先指标来看，欧元区经济延续着稳健的复苏步伐，而私人消费增长和非金融企业贷款规模的增加是我们看好未来欧元区经济持续恢复的重要因素，这也是该区域经济增长的内生动力之源。
- **政策预判：ECB 调整货币政策的可能性在增大**
 - 欧元区目前经济在持续恢复，德国、法国经济情况良好，而欧债问题的系统性风险下降，这些有利条件为 ECB 进行政策调整创造了空间；
 - 短期内由于动荡的中东局势，国际大宗商品价格可能继续上行，因此欧元区输入性通胀压力仍存，特别地，一旦欧元区主要国家的通胀预期上行趋势得到确认，我们认为 ECB 加息就可能提上日程。
 - 本次议息会议纪要明确指出欧洲央行的政策措施仍以促进经济增长为最重要考量，因此即使在未来 ECB 加息，更多地也只是出于短期对通胀的管理，政策转向言之尚早。

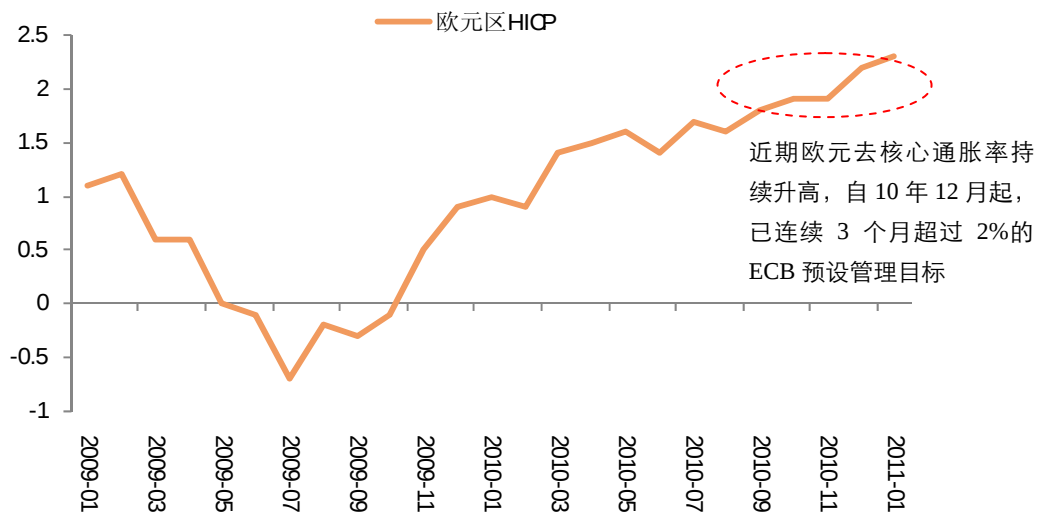
■ ECB 会议纪要中关于通胀问题的表述是本次会议的看点

本次会议声明中最引人关注的部分是ECB对于当前通胀问题的表述，即必要时ECB会采取有力措施来稳定价格。这个表述显示目前ECB开始将通胀问题纳入到政策选择的考虑因素之中了。

■ 欧元区价格上行风险在增加

近期欧元区HICP出现上升，2月HICP为2.4%，超过此前的估计值为2.3%。

图表1 2月HICP为2.4%，超过此前的估计值



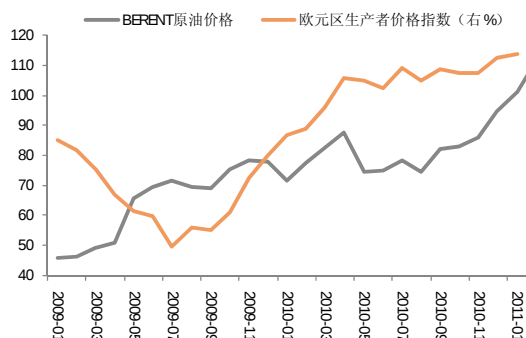
资料来源：Bloomberg 平安证券研究所整理

近期欧元区价格的上涨与国际大宗商品价格的快速上涨有关系，

第一、近期欧元区PPI与BRENT油价同步上扬；

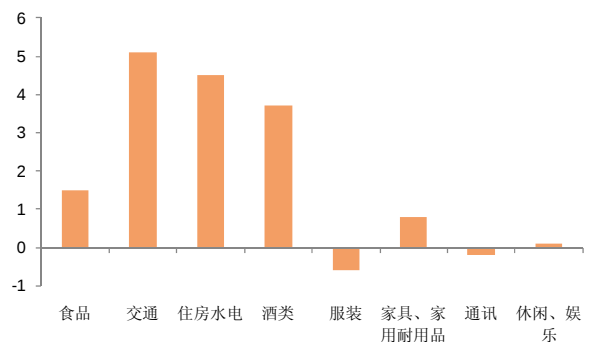
第二、从1月CPI的分项指标来看，也是与能源关系较紧密的交通和水电涨价最多；

图表2 近期原油价格与欧元区PPI变化很紧密



资料来源：Bloomberg 平安证券研究所

图表2 从分项指标看，与能源相关的项目涨价最多



资料来源：Bloomberg 平安证券研究所

从目前来看，欧元区主要国家的通胀预期有所提高，离 2% 的中长期目标较前期有所收窄。

综合来看，我们认为短期内由于中东动荡的政局，国际大宗商品价格（特别是油价）较难企稳，因此欧元区输入性通胀压力依旧，未来该地区 CPI 还有继续上升的动能，ECB 管理通胀的压力在增加。

图表4 法、德两国通胀预期挂钩债券的收益率小幅上升

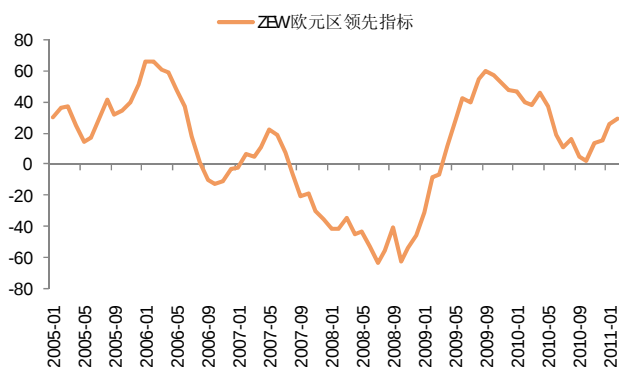


资料来源：Bloomberg 平安证券研究所整理

■ 欧元区经济持续恢复

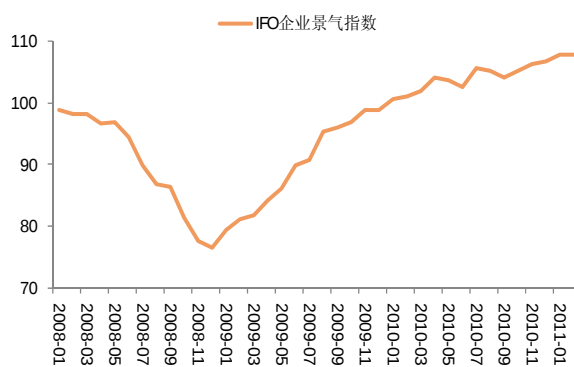
近期欧元区经济复苏保持着良好势头，2 月 ZEW 领先指标为 29.8，较 1 月上涨 4.1，而 IFO 指数 ZEW 领先指标和德国 IFO 企业景气指数较上月小幅增加 0.1，达到 107.9，这是连续第 5 个月增长。

图表5 欧元区ZEW领先指标持续好转



资料来源：Bloomberg 平安证券研究所

图表6 IFO景气指数也延续着良好表现

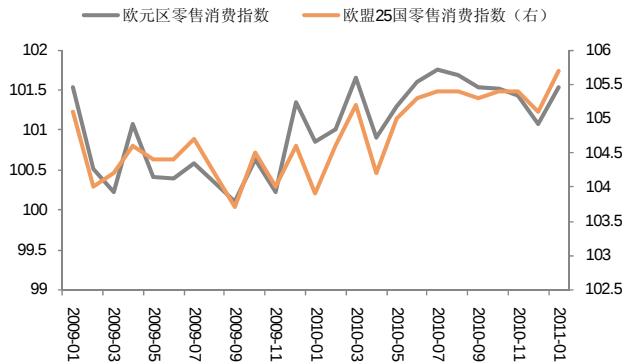


资料来源：Bloomberg 平安证券研究所

而良好的消费数据和逐渐活跃的非金融企业的贷款数据都是支撑我们看好欧元区经济持续向好的重要因素。

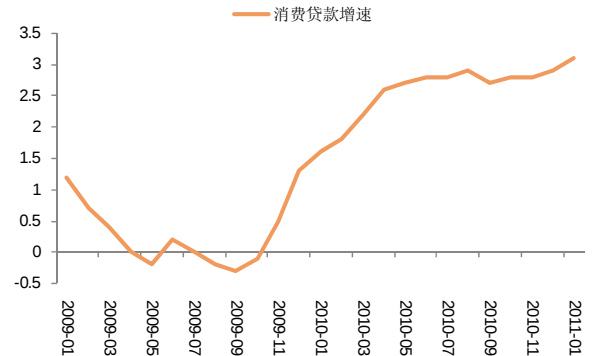
图表 7、8 显示近 2 个月欧元区零售消费和消费相关的信贷规模持续增长。消费的扩张将有助于欧元区需求的增长，为该区域经济复苏提供内生动力。

图表7 欧元区零售消费持续好转，达到危机后最高点



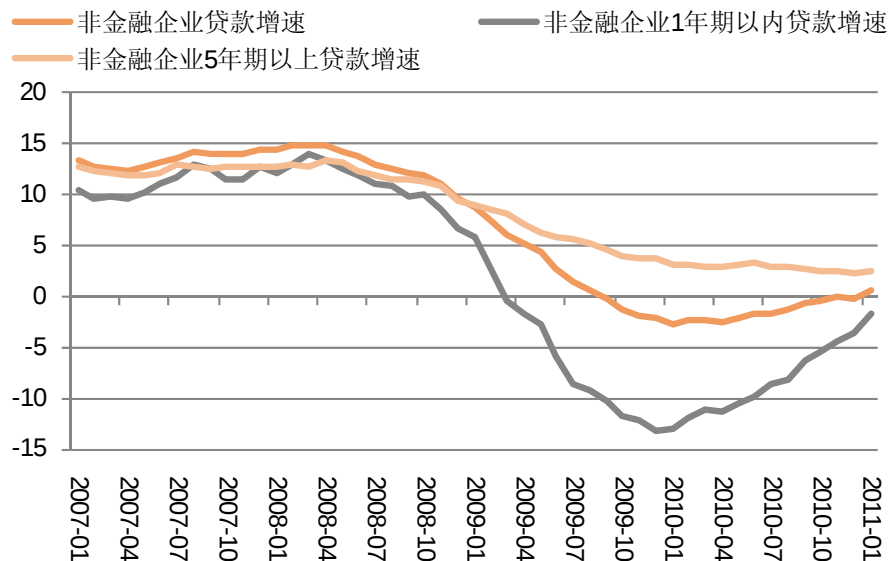
资料来源：Bloomberg 平安证券研究所

图表8 消费信贷同比增速继续增加



资料来源：Bloomberg 平安证券研究所

图表9 欧元区非金融企业贷款规模增长显示该地区生产活动在增加



资料来源：Bloomberg 平安证券研究所整理

从图表9可以看出，近期非金融企业贷款总额、1年以内贷款以及5年期贷款规模增速均持续回升，我们认为这显示欧元区企业的生产经营活动在持续增加。

■ 欧债系统性风险在降低

坚持在1月ECB议息会议点评里所提到的观点：欧债的系统性风险在降低。

从跟踪的数据来看：

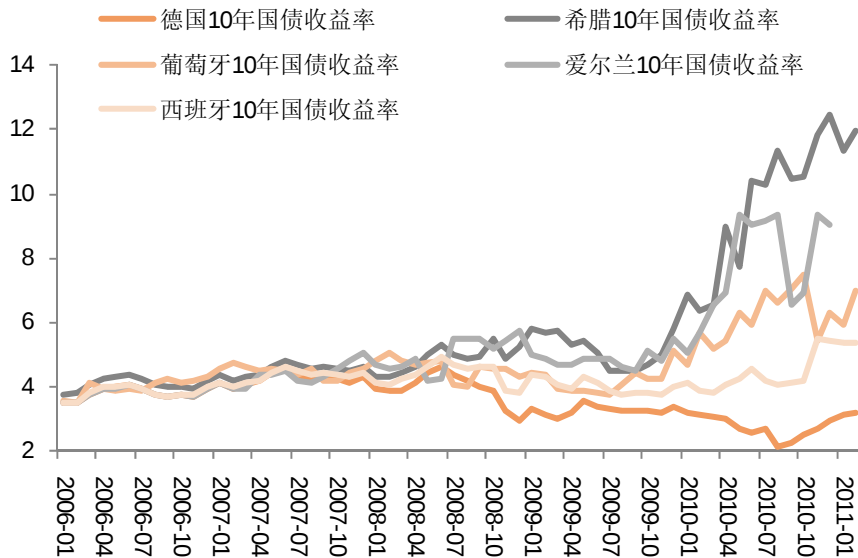
第一、德国国债的收益率依旧在低位，市场对德国经济信心十足；

第二、近期“欧猪四国”中仅有希腊国债的CDS出现上升，其它国家均出现回落；

第三、而VIX和VDAX指数均出现回落也说明市场信心日渐趋强；

综合来看，我们认为欧债系统性风险在降低。

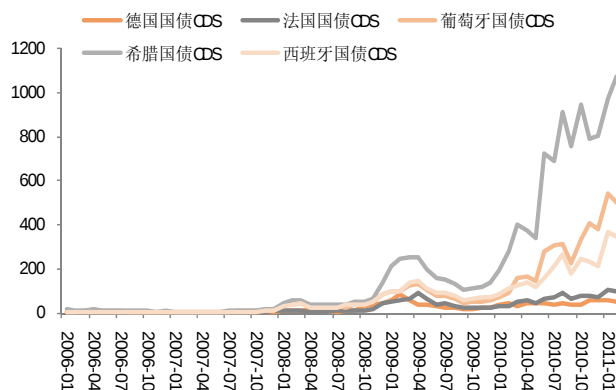
图表10 德国10年期国债收益率很低，市场对欧元区主心骨德国依旧充满信心



资料来源：Bloomberg 平安证券研究所整理

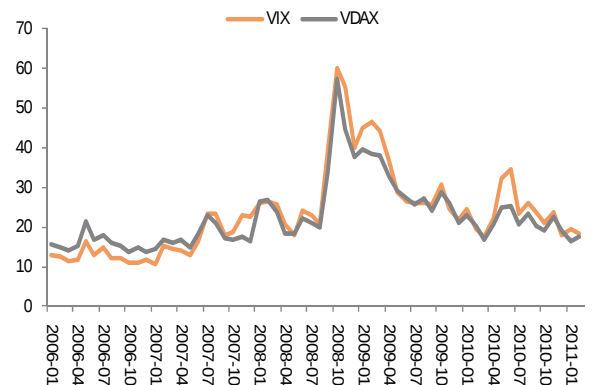
最后，市场对于欧盟成功处理欧债问题的信心在增强。图表 10 显示西班牙和葡萄牙近期发行国债的利率并没有大幅上升，而图表 11 中 VIX 和 VDAX 指数近期回落也显示出市场信心在趋强。

图表11 “欧猪四国”国债CDS仅希腊有所上升



资料来源：Wind 平安证券研究所

图表12 VIX以及VDAX指数回落也显示市场信心趋强



资料来源：Bloomberg 平安证券研究所

■ 政策预判： ECB 调整货币政策的可能性在增大

- 欧元区目前经济在持续恢复，德国、法国经济情况良好，而欧债问题的系统性风险下降，这些有利条件为ECB进行政策调整创造了空间；
- 短期内由于动荡的中东局势，国际大宗商品价格可能继续上行，因此欧元区输入性通胀压力仍存，特别地，一旦欧元区主要国家的通胀预期上行趋势得到确认，我们认为ECB加息就可能提上日程；
- 本次议息会议纪要明确指出欧洲央行的政策措施仍以促进经济增长为最重要考量，因此即使在未来ECB加息，更多地也只是出于短期对通胀的管理，政策转向言之尚早。

平安证券综合研究所投资评级：

股票投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 20%以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 10%至 20%之间）
- 中 性（预计 6 个月内，股价表现相对沪深 300 指数在 $\pm 10\%$ 之间）
- 回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于沪深 300 指数 10%以上）

行业投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 10%以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 5%至 10%之间）
- 中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数在 $\pm 5\%$ 之间）
- 回 避（预计 6 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上）

分析师声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师（一人或多人）就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。

市场有风险，投资需谨慎。

免责条款：

此报告旨在发给平安证券有限责任公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其它人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能尽依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券有限责任公司的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券有限责任公司 2010 版权所有。保留一切权利。

中国平安 PINGAN

平安证券综合研究所

地址：深圳市福田区金田路大中华国际交易广场 8 层

邮编：518048

电话：4008866338

传真：(0755) 8244 9257