

欧央行加息了，美联储还会远么

证券分析师：高利
执业编号：S0360209120018

联系人：何珮
Tel: 010-59370813
Email: hepei@hczq.com

相关研究报告

《美联储首次加息或在秋末，有利缓解全球通胀》 2011-04-05
《高油价冲击：中美货币政策或再度转向》 2011-03-02
《2011年国际宏观经济研究系列报告之美国篇-紧缩力度受限制，通胀压力逐渐显现》 2011-02-14

事项

4月7日晚，欧洲央行上调基准利率25个基点至1.25%。特里谢声称：加息旨在抑制通胀预期升温，但并未对欧央行下一步货币政策给出明确规划。

主要观点

- ◆ 欧央行本次加息符合市场预期。这意味着在全球通胀持续升温的大背景下，货币紧缩开始从新兴经济体向发达经济体传导。债务问题无法阻碍欧央行加息步伐，高失业率对美联储货币政策的制约力度亦将减弱，预计在发达国家货币侧重点将从去年的“保增长”向“控通胀”倾斜，在今年三季度末四季度初，美联储进入加息周期也将是大概率事件。请关注4月26-27日美联储议息会议，如紧缩信号释放，则意味着全球流动性宽松正式出现拐点。
- ◆ 中短期全球股票和商品市场走势分化。发达经济体进入紧缩周期的预期首先将冲击全球股市估值。而在全球经济增速出现实质性放缓之前，实际需求将会继续对商品价格形成支撑。
- ◆ 长期高风险资产价格全面回调。当欧美等发达经济体正式进入持续紧缩周期，全球经济增速回落，对应企业利润及商品需求均会遭下调，股票和商品等高风险资产价格面临全面回调。
- ◆ 加息虽可抑制欧元区通胀高企，但亦将造成其内部经济增长差距的进一步扩大。同时，这也意味着南欧小国在未来面临更高的借贷成本。为平衡这对矛盾，一方面“加息”控通胀，一方面“救助”稳欧债，欧央行下半年的货币政策将需要两顾。
- ◆ 短期加息预期兑现，欧元上涨空间有限，中期欧美汇率走势取决美联储“退出”节奏，在6月美联储QE2结束之后，如果市场对美联储加息预期也开始升温，预期欧美潜在息差的缩小将推动美元阶段性走强。
- ◆ 欧央行加息仅是奏响了发达经济体货币刺激“退出”的前奏，美联储加息则就意味着全球流动性宽松正式出现拐点。预计美联储退出的时点或早于市场预期（2012年一季度）。泰勒模型显示如核心通胀升至1.8%以上，失业率回落至8.5%以下，则会触发美联储加息，触发时点或在今年三季度末至四季度初。

事件：4月7日晚，欧洲央行上调基准利率 25 个基点至 1.25%，这是欧洲央行自 2008 年 7 月以来首次加息，也是近 40 年来欧洲主要经济体首次在美国之前提升基准利率。

欧央行行长特里谢在随后新闻发布会上声称：加息旨在抑制通胀预期升温，就当前欧元区通胀前景而言：一方面，能源价格在中东及北非局势紧张和新兴国家需求旺盛的共同作用下将维持高位。另一方面，欧元区银行信贷出现回升，货币供应增速逐渐增加。这两方面因素共同决定了欧元区通胀前景倾向于上行，需谨防出现物价和工资螺旋攀升的情况。特里谢并未对欧央行下一步货币政策给出明确规划。一方面，他表示将密切监视未来一切造成物价上涨的因素；另一面，又强调货币政策将继续对经济增长和创造就业提供支持。

◆ 货币紧缩从新兴国家向发达国家传导，全球流动性宽松或将出现拐点

在今年 3 月 3 日的欧央行议息会议上，特里谢曾对欧元区物价上行风险发出“强烈警戒”，并宣称 4 月存在加息可能。此后一个月中，市场对欧央行于 4 月加息的一致预期造成欧元兑美元汇率从 1.38 升至 1.43，涨幅约 3.2%。

因此，欧央行本次加息并未出乎市场预料。这意味着在全球通胀持续升温的大背景下，货币紧缩开始从新兴经济体向发达经济体传导。葡萄牙日前向欧盟正式提出救助申请，但债务问题无法阻碍欧央行加息步伐，而高失业率对美联储货币政策的制约力度亦将减弱，预计在发达国家货币侧重点将从去年的“保增长”向“控通胀”倾斜，在今年三季度末四季度初，美联储进入加息周期也将是大概率事件。请关注 4 月 26-27 日美联储议息会议，如紧缩信号释放，则意味着全球流动性宽松正式出现拐点。

◆ 中短期股票和商品市场走势分化，长期高风险资产价格全面回调

短期来看：全球股市和商品市场同涨走势将会出现脱钩。目前，由于特里谢对进一步货币政策的取向含糊其词，美联储尚未释放明显的加息信号，未来短期中投资者观望情绪浓重，全球股市震荡盘整的概率较大。而对商品市场而言，新兴经济体增速并未出现明显性减缓，欧美等主要发达经济体尚未偏离复苏轨道，商品市场供需并未出现实质性的变化，实际需求的旺盛将会推动商品价格继续上涨。

中期来看：全球股市和商品市场走势将进一步分化。商品价格的上涨将进一步推升全球通胀，而一旦持续高企的通胀使得市场对欧美等主要发达经济体进入持续紧缩周期的预期形成，这将冲击全球股票市场估值，股市将会出现调整下跌。而在全球经济增速出现实质性放缓之前，实际需求将会继续对商品价格形成支撑。

长期来看：股票和商品等高风险资产价格面临全面回调。当欧美等发达经济体正式进入持续紧缩周期，全球经济增速回落，对应企业利润及商品需求均会遭下调，股票和商品等高风险资产价格面临全面回调。

◆ 一面加息，一面救助，欧元区经济分化，央行政策两顾

对欧元区经济而言，央行加息是一把“双刃剑”。一方面，欧元区通胀已经高企（见图表 1），最新公布的 3 月 CPI 初次估值数据，同比从 2 月份 2.4% 升至 2.6%，增幅超出市场预期，并且连续三个月超 2% 的目标通胀率。对于通胀规避情节浓重的欧洲国家而言，从抑制通胀的角度考虑，加息势在必行。而另一方面，欧元区内部各国经济复苏严重不平衡（见图表 2 和 3）。占欧元区经济产出约 30% 的德国经济高速增长，失业率回落至近十五年来最低，经济复苏力度甚至远超美国。但南欧小猪四国经济却远未摆脱萧条，失业率仍处于上升趋势中。因此，欧央行之前的货币政策对德国来说过于宽松，而对南欧小猪四国来说又过于紧缩。

预计在加息后，欧元区内部经济增长的差距将进一步扩大。同时，这也意味着南欧小猪四国在未来面临更高的借贷成本。为平衡这对矛盾，一方面“加息”控通胀，一方面“救助”稳欧债，欧央行下半年的货币政策将需要两顾。

◆ 短期加息兑现，欧元上涨空间有限，中期走势取决美联储“退出”节奏

从今年 1 月欧元区加息预期开始升温以来，欧元兑美元汇率的累积涨幅已经达到约 10%。短期来看，**欧美汇率将震荡走平**。这是由于加息预期兑现，并且特里谢对下一步货币政策的取向含糊其词，因此欧元兑美元汇率之后进一步上涨的空间将十分有限。但欧元下跌的动力亦不足，如果欧债不出现大的变数，市场对美联储加息预期尚未升温，欧美两地息差的存在仍将对欧元起到支撑的。

中期来看，在 6 月美联储 QE2 结束之后，**如果市场对美联储加息预期也开始升温，预期欧美潜在息差的缩小将推动美元阶段性调整走强**。

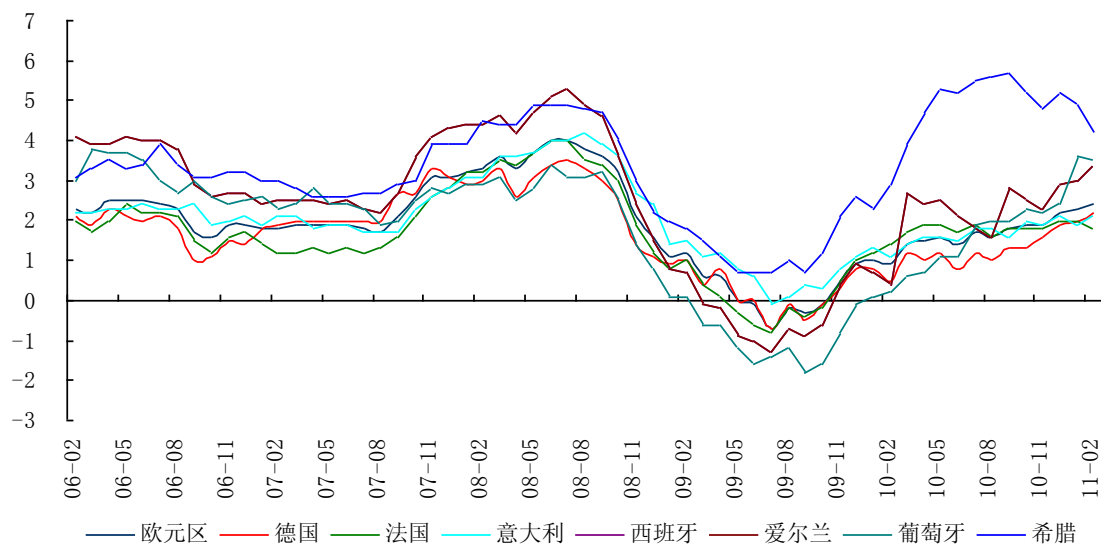
◆ 欧央行加息了，美联储还会远么

如果说欧央行加息仅仅是奏响了发达经济体货币刺激“退出”的前奏，那么美联储加息则就意味着全球流动性宽松正式出现拐点。

就美国目前的经济形势而言，一方面，就业市场处于持续的复苏阶段，且出现了加速恢复的迹象，高失业率对美联储政策退出的制约力度在减弱。另一方面，物价回升的趋势已经形成，通胀压力在逐渐显现。综合这两个因素，我们预计今年 6 月底 QE2 到期之后，美联储基本上不存在推出 QE3 的概率，并极有可能停止将债券到期回收的资金进行再投资，以债券自然到期的形式缓慢收回流动性。并且，美联储退出的时点也将早于市场预期（2012 年一季度）。根据泰勒模型测算，如核心通胀升至 1.8% 以上，失业率回落至 8.5% 以下，则会触发美联储加息，触发时点或在今年三季度末至四季度初。

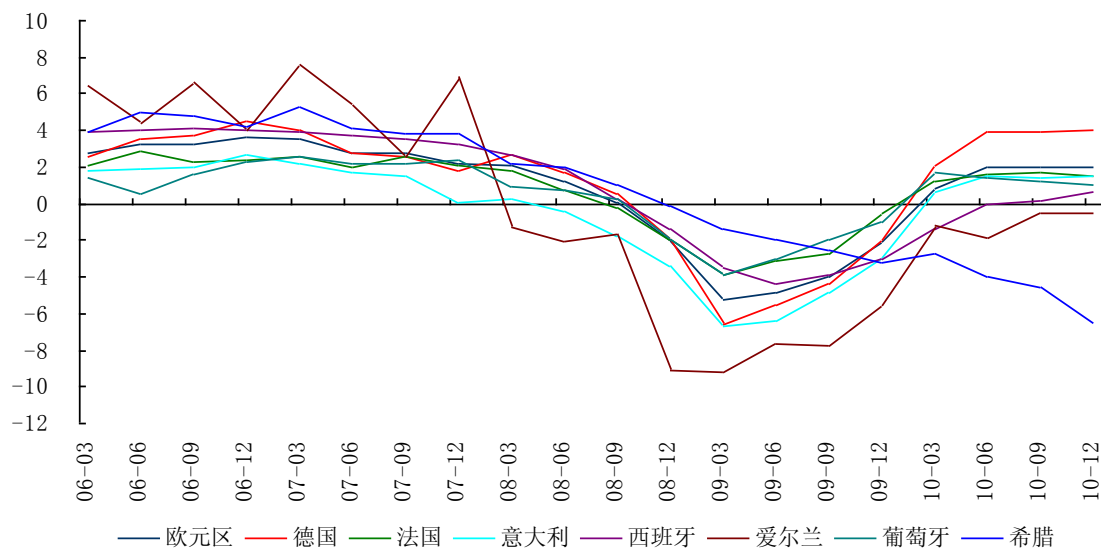
详见 2011 年 4 月 5 日深度报告-《美联储首次加息或在秋末，有利缓解全球通胀》

图表 1 欧元区部分成员国 CPI 同比 (%)



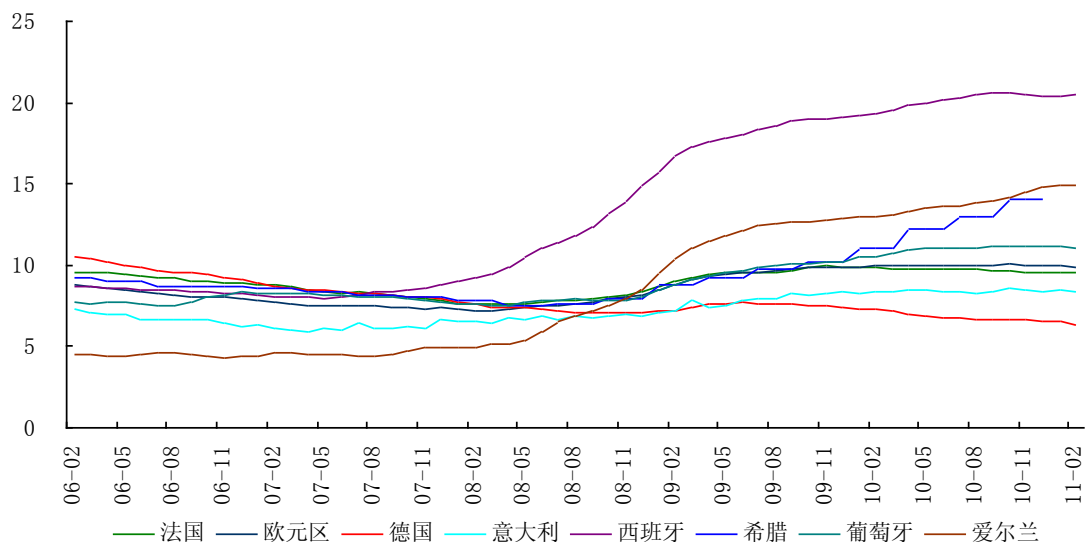
资料来源: Eurostat

图表 2 欧元区部分成员国 GDP 同比 (%)



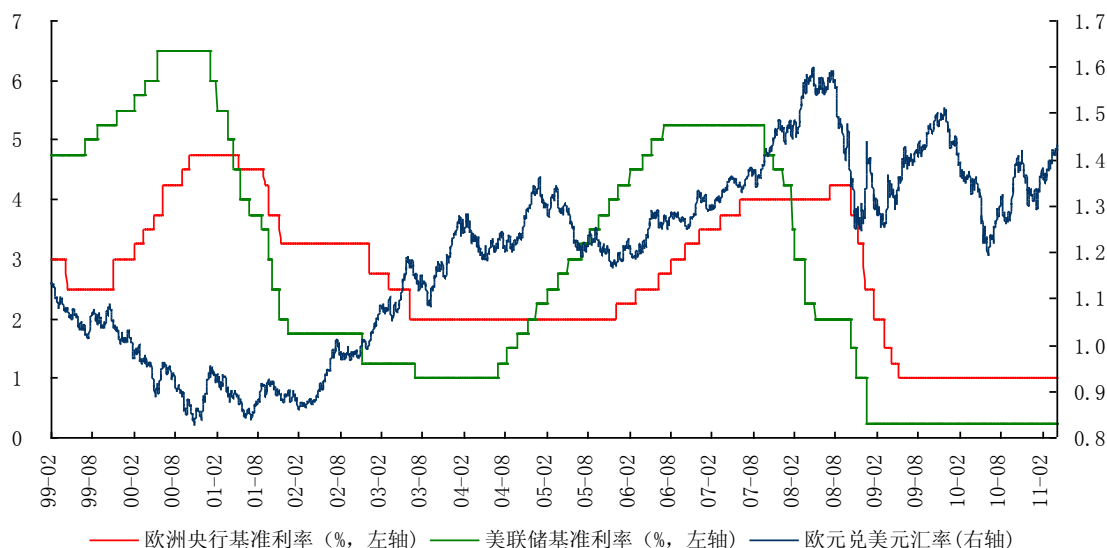
资料来源: Eurostat

图表 3 欧元区部分成员国失业率 (%)



资料来源: Eurostat

图表 4 欧美基准利率及汇率



资料来源: Eurostat, Fed., Bloomberg

分析师声明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师撰写本报告是基于可靠的已公开信息，准确表述了分析师的个人观点；分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师对任何其他券商发布的所有可能存在雷同的研究报告不负有任何直接或者间接的可能责任。

免责声明

本报告仅供华创证券有限责任公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司在知晓范围内履行披露义务。

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成本公司对所述证券买卖的出价或询价。本报告所载信息均为个人观点，并不构成对所涉及证券的个人投资建议，也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。本文中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的预期收入可能会波动。

本报告版权仅为本公司所有，本公司对本报告保留一切权利，未经本公司事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华创证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

证券市场是一个风险无时不在的市场，请您务必对盈亏风险有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。市场有风险，投资需谨慎。

利益冲突披露事项

华创证券研究所

地址：北京市海淀区复兴路 21 号海育大厦 7 层
邮编：100036
传真：010-59370801