

Comment Report

11 April 2011

Not the Start of a Series of Rate Hikes

Comments on ECB Introductory Statement in April

Key Data
USA

%	10	11E
GDP	3.98	1.20
CPI	-0.70	0.05
Unemployment	5.07	4.80
Trade balance/GDP	3.56	3.40
Fiscal balance/GDP	-7.69	-9.50
Policy rate	0.1	0.1
Dollar Index	81.1	88.0

Eurozone

%	10	11E
GDP	1.8	1.3
CPI	1.58	2.4
Unemployment	10	10
Trade balance/GDP	-2.51	0.06
Fiscal balance/GDP	-6.5(E)	-5.5
Policy rate	1	1.50
Euro/dollar	1.34	1.37

Source: CEIC, CMS(HK)

➤ ECB's interest rate hike in April was expected by the market after Trichet signaled it in the press meeting held on 3rd March, hence the market has already priced in a 0.25% rise. The rate hike is to ease inflationary pressures which stand at a high level and to stabilize inflation expectations.

➤ Based on the economic data posted recently, ECB believed that there is a positive trend of overall economy in early 2011. Ongoing global trade growth will support the euro area exports while increasing business confidence will boost the domestic demands. The pace of monetary expansion is moderate and monetary liquidity remains ample. Downside risks mainly come from the financial market tension, sharply rising energy prices, protectionist pressures, disorderly correction of global imbalances as well as the potential risks caused by the recent natural disasters and nuclear concerns in Japan.

➤ The global inflation is mainly due to the loose monetary policy implemented by the developed countries, in which US played an important role. If there is no support from the Fed to exit from the accommodative monetary policy, ECB's rate hike can hardly control the inflation but impact the euro area demand growth and economic growth.

➤ Although ECB's rate hike is unlikely to curb the inflation, it adds to pressures for the Fed and the BoE to raise the base rates. Inflation is returning to the developed economies via global trade and capital flows. This rate hike marks the start of the exit from the loose monetary policy implemented by the developed economies.

➤ The euro zone recovery is still shaky due to the imbalance of economic development within the euro zone, risks that European sovereign debt crisis may exacerbate and austerity measures which are bound to impact economic growth negatively. We believe that a series of rate hikes is unlikely. ECB will maintain the base rate of 1.25% till the start of 3Q2011. We believe that the euro zone inflation will peak at the end of 3Q2011 and then gradually decline. Therefore, ECB is unlikely to raise interest rate in 4Q2011. We maintain our estimate of one more rate hike by 25bps in 3Q2011 this year, bringing ECB key interest rate to 1.5%.

Qing LI

 852-31896142
 qingli@cmschina.com.cn

Dr. Cliff ZHAO

 852-31896126
 wenlizhao@cmschina.com.cn

Dr. David XIE

 86-755-83295524
 xieyx@cmschina.com.cn

点评报告

2011 年 4 月 11 日

主要预测

美国

%	10	11E
GDP	2.9	2.8
CPI	1.6	2.5
失业率	9.6	8.5
外贸顺差/GDP	-3.2	-3.4
财政赤字/GDP	-8.1	-9.2
央行基准利率	0.25	0.50
美元指数	79.0	80.0

欧洲

%	10	11E
GDP	1.8	1.3
CPI	1.58	2.4
失业率	10	10
外贸顺差/GDP	-2.51	0.0
财政赤字/GDP	-6.5(E)	-5.5
央行基准利率	1	1.5
欧元/美元	1.34	1.3
		7

资料来源：彭博，招商证券(香港)

李青

852-31896142
qingli@cmschina.com.cn

赵文利 博士

852-31896126
wenlizhao@cmschina.com.cn

谢亚轩 博士

86-755-83295524
xieyx@cmschina.com.cn

连续加息基础尚不稳固

4月份欧洲央行议息会议声明点评

事件：

欧洲央行决定，主要再融资操作利率将上升 25 个基点至 1.25%；边际贷款利率将上升 25 个基点至 2.00%；存款利率将上升 25 个基点至 0.50%，自 2011 年 4 月 13 日生效。这是欧洲央行自 2008 年 7 月以来首次加息。成为欧、美、日发达经济体中首个启动加息的央行。

评论：

1、由于欧洲央行倾向于提前一个月左右和市场做较为透明有效的沟通，本次加息符合市场预期，市场已经提前消化了此次欧洲央行加息的预期。我们认为欧洲央行自 2009 年 5 月以来首次上调基准利率，其主要目标是逐渐从过度宽松的货币政策中退出以应对持续上行的通胀压力，同时稳定通胀预期。

2、基于近期公布的欧元区经济数据，欧洲央行认为 2011 年初欧元区经济总体向好。全球贸易增长会继续支持欧元区出口，强劲的商业信心将支持欧元区内经济增长。基础货币扩张的步伐适度，货币流动性依然充足。下行风险主要来自金融市场，能源价格进一步上涨，保护主义的压力，全球失衡的无序修正以及最近日本最近发生的自然灾害和核危机在欧元区和其他地区所产生的潜在风险。

3、由于这次全球的通胀主要是由宽松的货币政策向市场注入的大量流动性所导致的。美联储自次贷危机发生以来，连续向市场发放天量货币，QE1 的 1.7 万亿美元加上 QE2 的 6000 亿美元的规模使其成为世界第一放水机。如果没有美联储紧缩货币政策的支持，欧洲央行的加息在控制通胀方面难有建树。反而对欧元区的需求和经济增长将有一定的抑制效应。

4、虽然欧洲央行此次加息难以控制通胀，但是增加了美联储和英国央行加息的压力。通胀已然通过全球贸易，资金流动的渠道传导回了发达经济体。欧洲央行此次加息标志着发达经济体从宽松货币政策逐渐退出的开始。

5、由于欧元区经济体间发展不均衡情况日趋严重，欧洲主权债务危机有加剧之势，加之财政紧缩措施抑制经济增长，欧元区国家复苏基础仍不稳固。我们认为欧洲央行连续加息的概率不高。欧洲央行将维持 1.25% 的基础利率至三季度初。由于我们认为欧元区通胀率将在三季度见顶后，随后逐步震荡回落，三季度后再加息的概率较低。维持今年欧洲央行三季度再加息一次至 1.5% 的判断。

1、上调基准利率以稳定物价上行风险

欧洲央行决定，主要再融资操作利率将上升 25 个基点至 1.25%；边际贷款利率将上升 25 个基点至 2.00%；存款利率将上升 25 个基点至 0.50%，自 2011 年 4 月 13 日生效。这是欧洲央行自 2008 年 7 月以来首次加息。成为欧、美、日发达经济体中首个启动加息的央行。不过，特里谢也指出，欧洲央行并未决定此次是开启加息周期的升息-‘...we did not decide today that it would be the first of a series of interest rate increases’。

在 3 月份议息会议后召开的新闻发布会上，特里谢明确表示欧洲央行对于欧元区通胀率上行风险加大的判断，认为需要对欧元区不断攀升的物价维持高度警觉，市场对于欧洲央行 4 月份加息的预期增强，欧元持续走强。本次加息符合市场预期，市场已经提前消化了此次欧洲央行加息的预期。

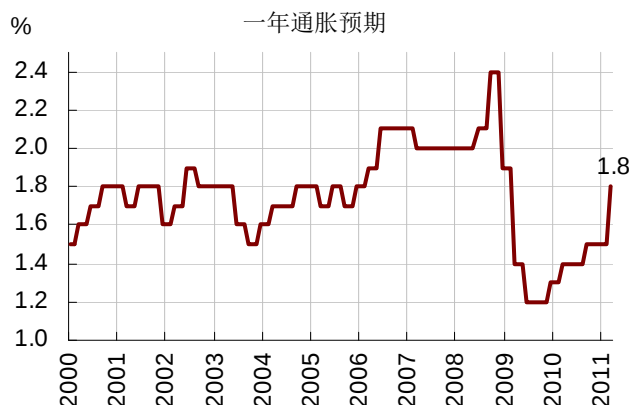
我们认为欧洲央行自 2009 年 5 月以来首次上调基准利率，其主要目标是逐渐从过度宽松的货币政策中退出以应对持续上行的通胀压力，同时稳定通胀预期。欧元区通胀率已经持续 4 个月超出欧洲央行设定的 2% 的警戒线，并呈现加速上行的趋势。3 月份的通胀率较上月上升 0.2 个百分点至 2.6%，主要反映了较高的商品价格，特别是能源和食品价格的大幅上升。物价面临较大的上行风险。

图 1：受加息预期影响，欧元 3 月份持续走强



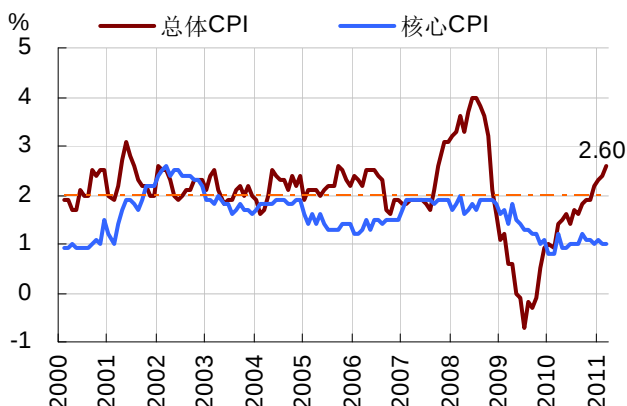
资料来源：彭博，招商证券(香港)

图 2：4 月份加息符合市场预期



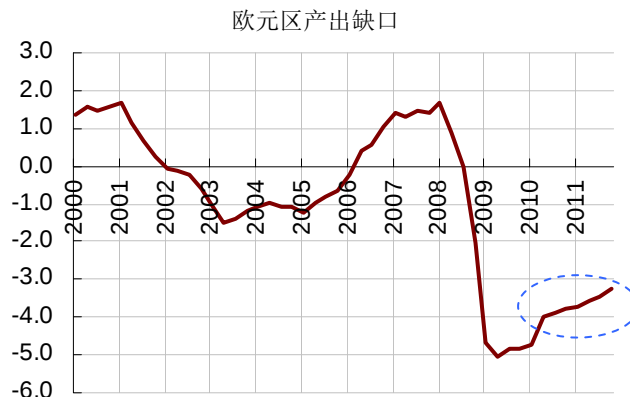
资料来源：欧洲央行，招商证券(香港)

图 3：欧元区通胀率加速上升



资料来源：彭博，招商证券(香港)

图 4：产出缺口逐渐收窄

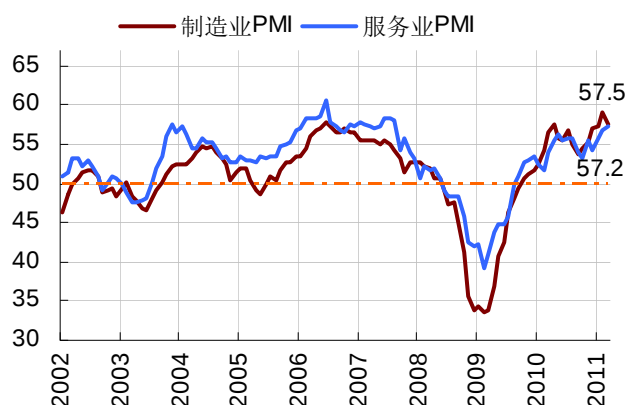


资料来源：彭博，招商证券(香港)

2、欧元区经济总体向好 流动性依然充足

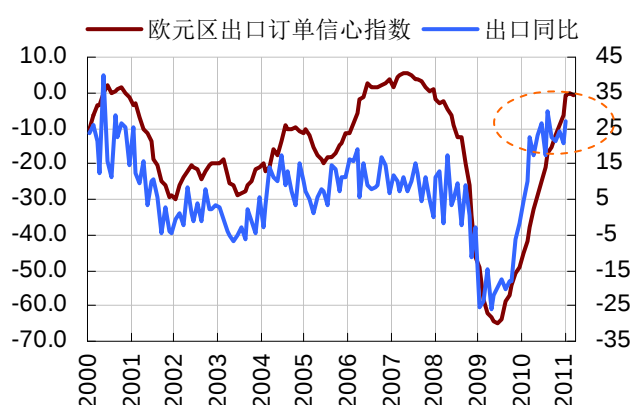
基于近期公布的欧元区经济数据，欧洲央行认为 2011 年初欧元区经济总体向好。全球贸易增长会继续支持欧元区出口，强劲的商业信心将支持欧元区内经济增长。下行风险主要来自金融市场，能源价格进一步上涨，保护主义的压力，全球失衡的无序修正以及最近日本最近发生的自然灾害和核危机在欧元区和其他地区所产生的潜在风险。

图 5: PMI 显示欧洲经济复苏动能充足



资料来源：彭博，招商证券(香港)

图 6: 欧元区出口将继续保持高增长



资料来源：彭博，招商证券(香港)

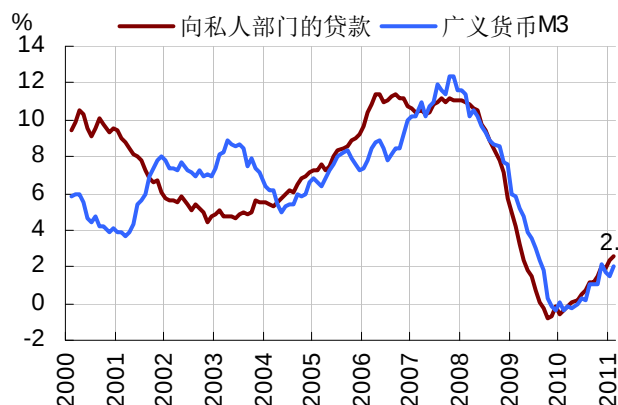
从货币的角度分析，二月份 M3 的年增长率从一月份的 1.5% 上升至 2.0%。二月份向私营部门的贷款年均增长速度从一月份的 2.4% 进一步上升至 2.6%。因此，基础货币扩张的步伐正在逐步复苏，但仍属温和。

图 7: 欧盟经济信心继续增强



资料来源：彭博，招商证券(香港)

图 8: 基础货币扩张步伐温和

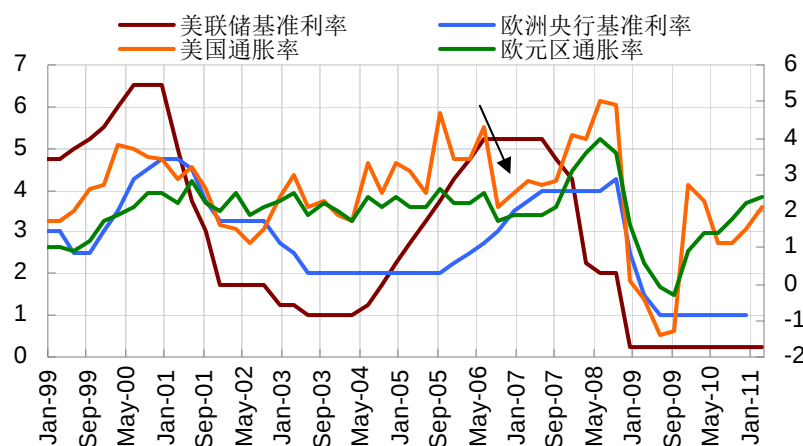


资料来源：彭博，招商证券(香港)

3、欧洲央行一己之力难抗通胀

通胀始终是货币现象，通胀的源头是流动性泛滥，这次全球的通胀主要是由宽松的货币政策向市场注入的大量流动性所导致的。美国是全球流动性的最大创造者。美联储自次贷危机发生以来，连续向市场发放天量货币，QE1 的 1.7 万亿美元加上 QE2 的 6000 亿美元的规模使其成为世界第一放水机，其它国家只有紧急筑坝。为了保证欧元的币值稳定，维持物价稳定，欧洲央行在经济复苏初期提前加息实属迫于无奈。如果没有美联储紧缩货币政策的支持，欧洲央行的加息在控制通胀方面难有建树。反而对欧元区的需求和经济增长将有一定的抑制效应。

图 9：美欧联手加息控通胀效果好



资料来源：彭博，招商证券(香港)

4、英国升息压力骤增 但美国暂时按兵不动 全球流动性泛滥年内难以扭转

英国 2 月份通胀率同比升至 4.4%，达通胀目标率的两倍多。主要原因是英镑贬值、消费税上调以及国际市场的粮食和能源价格上涨。由于欧洲央行加息会增加英镑下行的压力，英国通胀率将随之继续上行。为了避免通胀预期跳升，英国央行加息箭在弦上。由于去年 4 季度英国经济增长数据欠佳，环比下滑 0.5%，使得英国央行不敢贸然加息。4 季度英国建筑业和服务业受寒冬影响极为严重，影响英国经济增速。预计第一季度天气回暖后，英国建筑业将弥补去年 4 季度的损失，英国一季度经济或摆脱负增长格局。若英国一季度 GDP 环比增长数据符合预期，达到 0.5%或以上，英国央行很有可能在二季度加息。

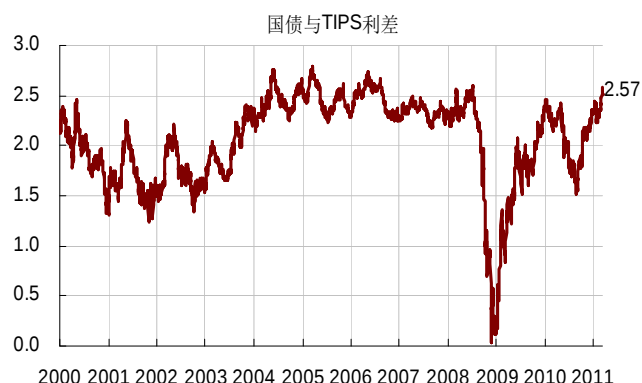
美国通胀预期近期也大幅上升，若美联储继续维持宽松的货币政策，美元将继续走弱，以美元计价的大宗商品价格上升将加剧美国通胀上行的风险。因此，美联储继续实施宽松货币政策的空间已经所剩无几。但短期内，疲弱的房地产市场和国债市场也使得美联储投鼠忌器，年内加息的可能性较低。

图 10: 英国通胀率居高不下



资料来源: 彭博, 招商证券(香港)

图 11: 美国通胀预期大幅上升



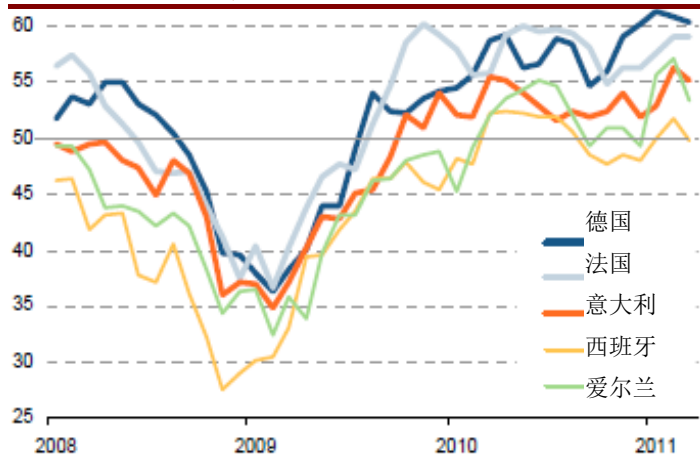
资料来源: 彭博, 招商证券(香港)

随着英国央行和美联储退出宽松的货币政策, 未来全球流动性将逐渐趋紧。从市场的角度看, 现在市场上盛行的美元套息交易在美联储加息后, 将由于汇率和利率的同时上升面临平仓的压力。长期来看, 资金回流发达市场将进一步回收流动性。不过在美联储正式启动加息周期之前, 全球流动性充裕的局面不会出现根本性逆转。

5、连续加息基础尚不稳固

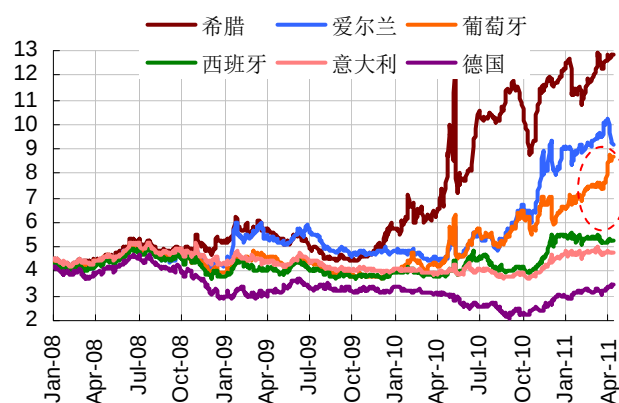
虽然欧元区经济趋势总体向好, 但是欧元区经济体间发展不均衡情况日趋严重, 以德国、法国为代表的经济体复苏强劲, 然而希腊、爱尔兰、葡萄牙等欧元区边缘国家复苏道路仍然荆棘遍布。欧洲主权债务危机近期有恶化的趋势, 自 3 月 23 日葡萄牙议会拒绝通过财政预算案, 总理苏格拉底辞职后, 市场避险情绪推动葡萄牙国债融资利率迅速飙升, 由于高融资利率难以持续, 葡萄牙成为第三个接受外部援助的欧元区主权国家。加之财政紧缩措施抑制经济增长, 欧元区国家复苏基础仍不稳固。

图 12: 欧元区经济增长不均衡



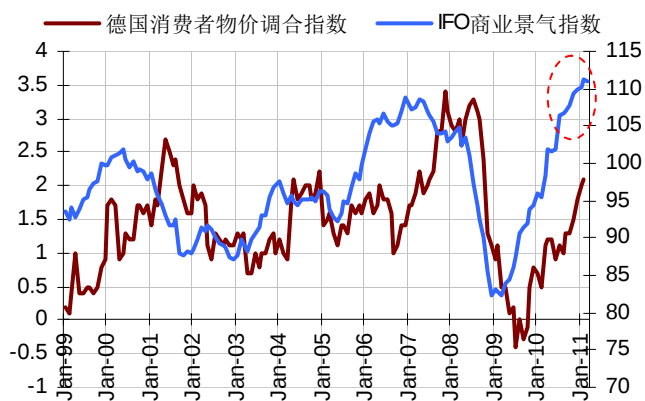
资料来源: Markit, 彭博, 招商证券(香港)

图 13: 葡萄牙国债利率飙升



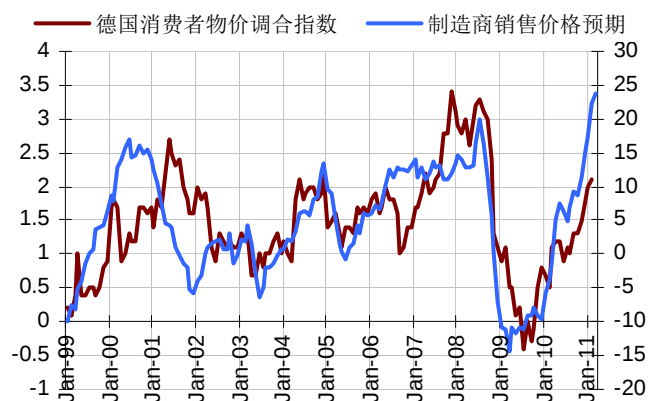
资料来源: 彭博, 招商证券(香港)

图 14: IFO 指数显示通胀三季度末见顶



资料来源：彭博，招商证券(香港)

图 15: 通胀半年内仍会在高位徘徊



资料来源：彭博，招商证券(香港)

我们认为欧洲央行连续加息的概率不高。欧洲央行将维持 1.25% 的基础利率至三季度初。由于我们认为欧元区通胀率将在三季度末见顶后，随后逐步震荡回落，四季度再加息的概率较低。维持今年欧洲央行三季度再加一次息至 1.5% 的判断。

投资评级定义和免责条款

投资评级	定义
推荐	预期行业指数的表现在未来12个月优于市场指数
中性	预期行业指数的表现在未来12个月与市场指数一致
回避	预期行业指数的表现在未来12个月逊于市场指数

免责声明:

本报告由招商证券(香港)有限公司提供。招商证券(香港)现持有香港证券及期货事务监察委员会(SFC)所发的营业牌照,并由SFC按照《证券及期货条例》进行监管。招商证券(香港)目前的经营范围包括第1类(证券交易)、第2类(期货合约交易)、第4类(就证券提供意见)、第6类(就机构融资提供意见)和第9类(提供资产管理)。本报告中的内容和意见仅供参考,其并不构成对所述证券或相关金融工具的建议、出价、询价、邀请、广告及推荐等。

本报告的信息来源于招商证券(香港)认为可靠的公开资料,但我公司对这些信息的准确性、有效性和完整性均不作任何保证。招商证券(香港)可随时更改报告中的内容、意见和估计等,且并不承诺提供任何有关变更的通知。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。投资者须按照自己的判断决定是否使用本报告所载的内容和信息并自行承担相关的风险,且投资者应按其本身的投资目标及财务状况而非本报告作出自己的投资决策。

招商证券(香港)或关联机构可能会持有报告中所提到公司所发行的证券头寸并进行交易,还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归招商证券(香港)所有,未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和刊登。

作者声明:本人赵文利、李青、谢亚轩未持有报告中所提及的公司股票及其相关的衍生证券。

招商证券(香港)有限公司
香港中环交易广场一期48楼
公司网址: <http://www.newone.com.hk>
电话: (852) 31896888 传真: (852) 31010828