点评报告

第二轮通胀效应主导欧洲央行货币政策

2011 年 5 月 6 日

5月份欧洲央行议息会议声明点评

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	0.06
财政赤字/GDP	-6.5(E)	-5.5
央行基准利率	1	1.50
欧元/美元	1.34	1.37

资料来源：彭博，招商证券

赵文利
852-31896126
wenlizhao@cmschina.com.cn
S1090511040016

谢亚轩
86-755-83295524
xieyx@cmschina.com.cn
S1090511030010

研究助理:

孙彬彬
86-21-68407302
sunbb@cmschina.com.cn

事件:

欧洲央行决定，主要再融资操作利率维持在 1.25％不变；边际贷款利率维持在 2.00％不变；存款利率维持在 0.50％不变。

评论:

1、本次欧洲央行维持主要再融资操作利率不变的决定和市场预期相符。议息会后声明主要阐述了以下几点：1. 2011 年开始至今，欧元区经济复苏动能保持充足； 2. 欧元区经济增长上行风险下行风险较为平衡；3. **欧元区通胀率在未来几个月很有可能会显著高于 2%。**此外，欧洲央行认为总体通货膨胀存在上行压力，主要是受能源和大宗商品价格的影响。

2、欧洲央行未来货币政策面临两难抉择：一方面欧元区通胀率已经连续 5 个月超过 2%的目标利率。更值得警惕的是 3 月份欧元区核心通胀水平从 2 月份的 1%提高至 1.3%；另一方面，主权债务危机引发的受债务危机困扰国的市场融资利率高企。提升基准利率无疑会增加国家，企业及消费者的融资成本，限制经济活动从而负面影响经济增长。基于近期央行的议息声明和央行官员讲话，**我们认为在第二轮通胀效应加大的风险下，欧洲央行将坚定不移地以锚定通货膨胀预期，维持中期通胀率在低于但接近 2％的水平为首要目标。**不过由于经济下行风险仍然存在，**欧洲央行加息步伐不会很急促，幅度也不会太大。**

3、第二轮通胀效应主要指原材料成本价格上涨通过整个供应链造成连锁的间接影响。总体通胀率反映了第一轮和第二轮通胀影响。由于核心通胀率，不包括能源以及食品的价格上升的直接影响。通过剥离出第一轮通胀效应，**核心通货膨胀率为跟踪第二轮通胀效应提供了有用的指标。此外，整体薪资水平的上升也需密切留意。**

4、议息会议会后声明中，特里谢没有提及‘高度警惕’（strong vigilance）的措辞,**欧洲央行 6 月份加息的概率低。**由于欧洲主权债务危机远未结束，财政整固措施将继续抑制欧元区经济增长加之自年初来欧元兑美元升值近 9%，可以缓和输入型通胀压力。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。根据领先指标，我们认为欧元区通胀率将在三季度见顶后逐步震荡回落，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。**

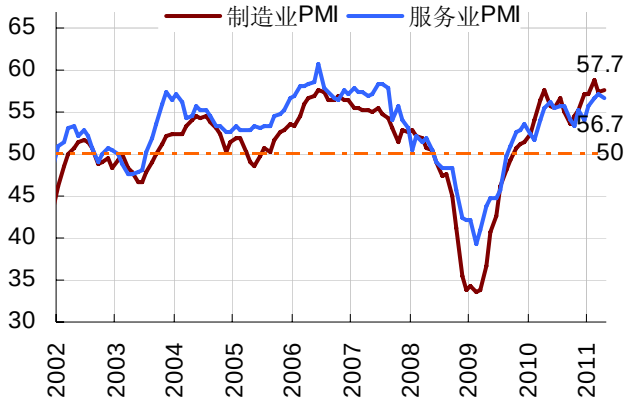
5、**短期加息预期落空，无疑为美元反弹提供了借口。**正如我们在 5 月 3 日的报告《联储维稳、紧缩需时：美联储四月议息会议声明点评》中提示的，美元指数已经跌近历史低位，短期下行空间有限。在市场一致看空美元，看好风险资产之时，宜高度提防强弩之末，物极必反。一旦受到突发事件影响，市场风险偏好可能瞬间逆转，美元反弹，风险资产的调整将不可避免。

1、通胀率或显著高于 2%

欧洲央行决定，主要再融资操作利率维持在 1.25％不变；边际贷款利率维持在 2.00％不变；存款利率维持在 0.50％不变。本次欧洲央行维持主要再融资操作利率不变的决定和市场预期相符。议息会后声明主要阐述了以下几点：1. 2011 年开始至今，欧元区经济复苏动能保持充足；2. 欧元区经济增长上行风险下行风险较为平衡：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。3. 欧元区通胀率在未来几个月很有可能会显著高于 2%。这是欧洲央行首次使用显著这个措辞（Looking ahead, inflation rates are likely to stay **clearly** above 2% over the coming months.）。和 1 月份的央行议息会后声明（They are likely to stay **slightly** above 2%, largely owing to commodity price developments, before moderating again towards the end of the year.）及 2 月份的央行议息会后声明（Inflation rates could temporarily increase further and are likely to stay **slightly** above 2% for most of 2011, before moderating again around the turn of the year）相较，欧洲央行对于欧元区通胀高于 2%的趋势判断更为明确。此外，欧洲央行认为总体通货膨胀存在上行压力，主要是受能源和大宗商品价格的影响。

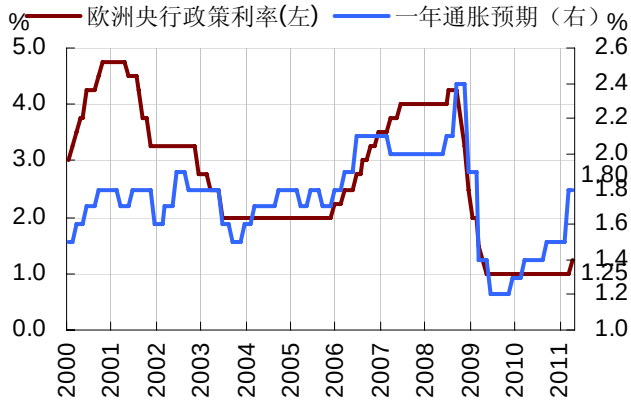
我们认为欧洲央行已经消化了通胀率在未来几个月显著高于 2%水平的预期，未来货币政策的制定或更倾向于控制第二轮通胀效应的风险。

图 1：PMI 显示欧洲经济复苏动能充足



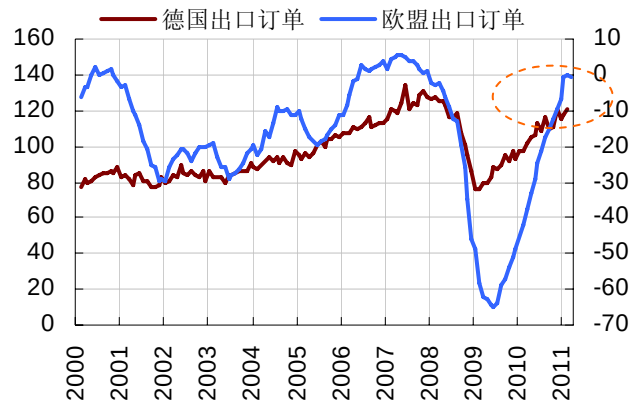
资料来源：彭博，招商证券(香港)

图 2：近期通胀预期持稳



资料来源：欧洲央行，招商证券(香港)

图 3：出口订单大趋势向好但增速放缓



资料来源：彭博，招商证券(香港)

图 4：欧盟经济信心指数保持在高位

资料来源：彭博，招商证券(香港)

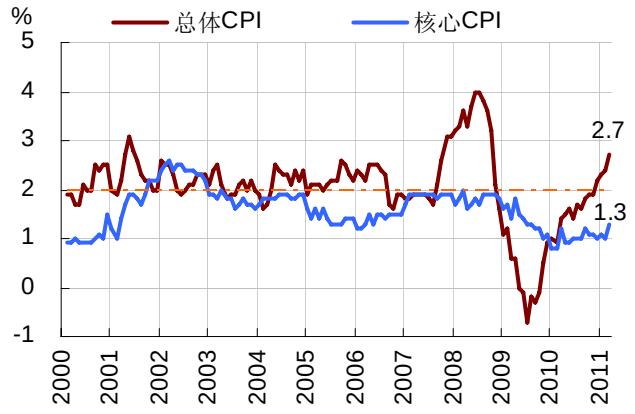
2、欧洲央行将保持鹰派作风

欧洲央行未来货币政策面临两难抉择：一方面欧元区通胀率已经连续 5 个月超过 2%的目标利率。更值得警惕的是 3 月份欧元区剔除能源和食品价格的核心通胀水平从 2 月份的 1%提高至 1.3%，为自 2009 年 8 月以来最高，呈加速上升的态势；另一方面，主权债务危机引发的受债务危机困扰国的市场融资利率高企。由于基准利率是是金融市场上具有普遍参照作用的利率，提升基准利率无疑会增加国家，企业及消费者的融资成本，限制经济活动从而负面影响经济增长。

基于近期央行的议息声明和央行官员讲话，无论是现仍欧洲央行行长特里谢，还是很可能继任特里谢的意大利央行行长马里奥•德拉吉在控制通胀的言论和行为方面都显示出鹰派作风，**我们认为在第二轮通胀效应加大的风险下，欧洲央行将坚定不移地以锚定通货膨胀预期，维持中期通胀率在低于但接近 2%的水平为首要目标。**

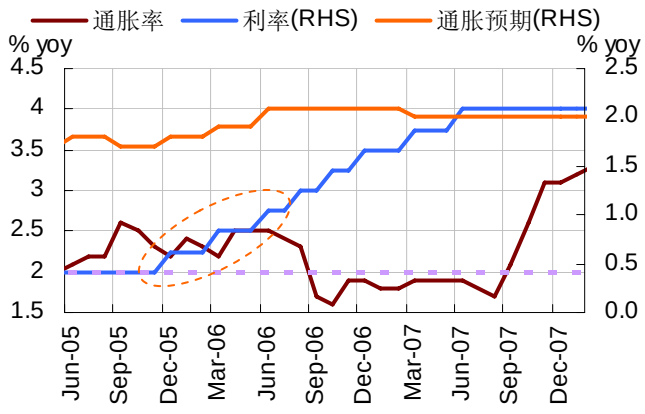
不过由于经济下行风险仍然存在，**欧洲央行本轮加息步伐不会太急促，幅度也不会太大。**2005 年，欧洲央行在控制通胀初期实施的一个季度加息 25 个基点的加息幅度和节奏可以为欧洲央行本次加息提供参考。

图 5：核心通胀率上升趋势明显



资料来源：彭博，招商证券(香港)

图 6：2005 年欧洲央行加息步调



资料来源：彭博，招商证券(香港)

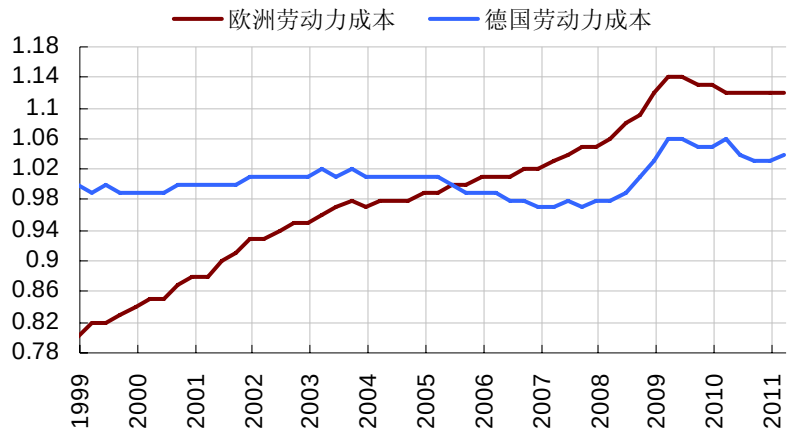
从货币的角度分析，三月份 M3 的年增长率从二月份的 2.1％上升至 2.3％。二月份向私营部门的贷款年均增长速度从二月份的 2.6％略微下滑至 2.5％。因此，基础货币扩张的步伐正在逐步复苏，但仍属温和。

3、需密切留意第二轮通胀效应

由于欧洲央行已经消化了通胀率在未来几个月显著高于 2%水平的预期，未来货币政策的制定或更倾向于控制第二轮通胀效应的风险。

第二轮通胀效应主要指原材料成本价格上涨通过整个供应链造成连锁的间接影响。譬如油价上涨会造成：取暖油和航空燃油费用上升；提高企业的材料成本；员工为弥补生活成本上升，要求提高薪资等。第二轮通胀效应的评估比较复杂，因为企业会通过更高的终端价格将成本转嫁给消费者。总体通胀率反映了第一轮和第二轮通胀影响。由于核心通胀率，不包括能源以及食品的价格上升的直接影响。通过剥离出第一轮通胀效应，核心通货膨胀率为跟踪第二轮通胀效应提供了有用的指标。此外，整体薪资水平的上升也需密切留意。

图 7：劳动力成本上升尚不明显



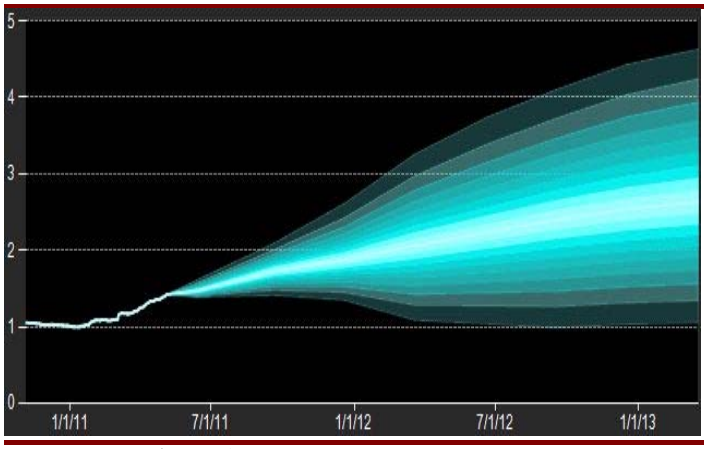
资料来源：彭博，招商证券(香港)

4. 二季度再加息的可能性低

本次议息会议会后声明中，特里谢没有提及‘高度警惕’（strong vigilance）的措辞。基于对央行发表的一系列讲话的分析，特里谢运用“strong vigilance”非常谨慎。在 2005 年的加息周期开始之前，该词只在 10 月和 11 月的会后声明出现过，一般预示着欧洲央行将在一至两个月左右加息。本次议息会议会后声明措辞温和，欧洲央行 6 月份加息的概率低。

由于欧洲主权债务危机远未结束，财政整固措施将继续抑制欧元区经济增长加之自年初来欧元兑美元升值近 9%，可以缓和输入型通胀压力。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。根据领先指标，我们认为欧元区通胀率将在三季度见顶后逐步震荡回落，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。**不过由于市场之前预期欧洲央行将于 6 月份加息，本次特里谢相对温和的议息声明令市场失望，欧元兑美元面临下调的压力。

图 8：市场现预期欧洲央行将于 7 月份加息



资料来源：彭博，招商证券(香港)

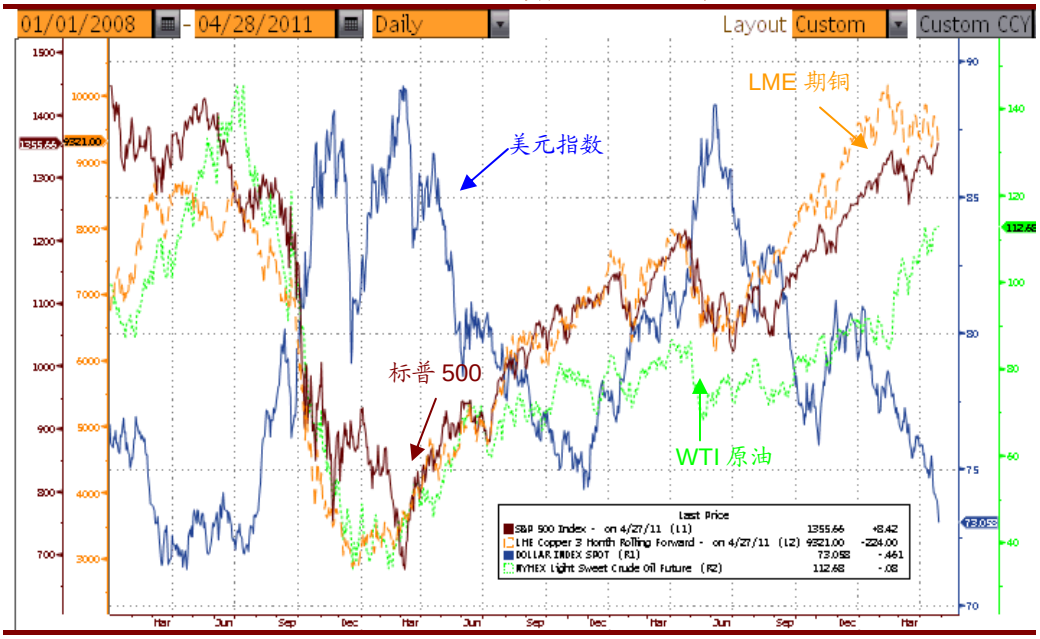
图 9：欧元近期承压

资料来源：彭博，招商证券(香港)

5. 短期加息落空，刺激美元反弹

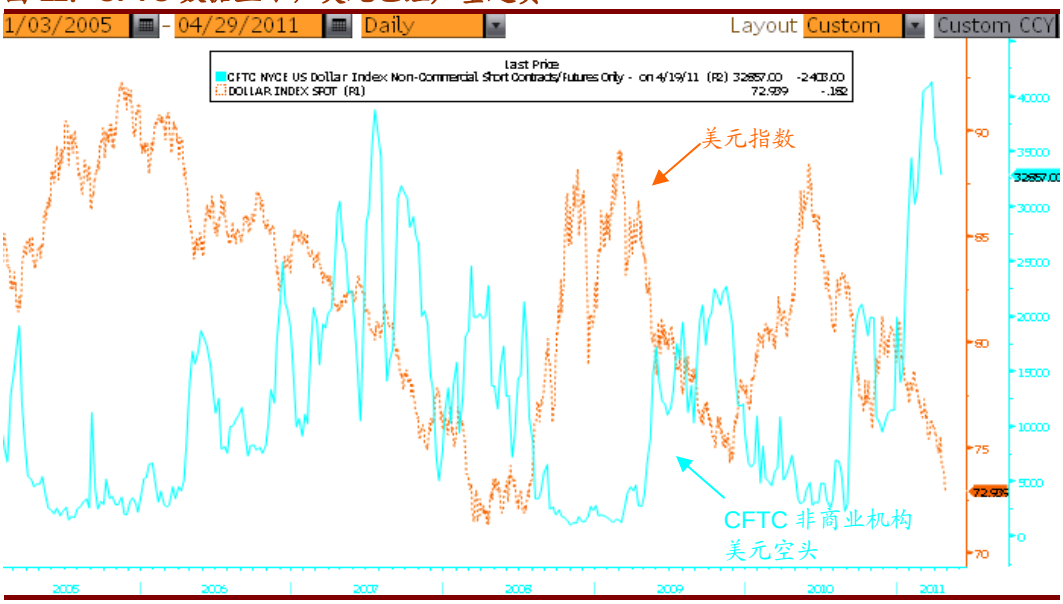
欧元对美元近期一直保持强势，主要是由于市场之前普遍预期欧洲央行将暗示 6 月份加息，但短期加息预期落空，无疑为美元反弹提供了借口。正如我们在 5 月 3 日的报告《联储维稳、紧缩需时：美联储四月议息会议声明点评》中提示的，美元指数已经跌近历史低位，短期下行空间有限。在市场一致看空美元，看好风险资产之时，宜高度提防强弩之末，物极必反。一旦受到突发事件影响，市场风险偏好可能瞬间逆转，美元反弹，风险资产的调整将不可避免。潜在令美元反弹的因素包括：拉登被击毙引发新一轮恐怖袭击、市场对欧洲央行和英国央行加息的预期落空、市场担心希腊债务重组、市场对美联储退出计划和财政减持计划的预期发生重大变化、美元空头和风险资产多头获利了结等。

图 10：提防美元弱势随时逆转，或对风险资产造成一定冲击



资料来源：彭博，招商证券(香港)

图 11：CFTC 数据显示，美元已经严重超卖



资料来源：CFTC，彭博，招商证券(香港)

参考报告:

1. 《2011 年 3 月工业企业利润点评-企业成本转嫁能力面临考验》2011/5/4
2. 《美联储四月议息会议声明点评：维稳事大 紧缩需时》2011/5/3
3. 《吹皱一池春水-国际资本流动对国内资本市场的影响》2011/5/2
4. 《2011 年 4 月份 PMI 数据点评-领先指标显示短期内经济下行风险较》2011/5/2
5. 《宏观经济新疆联合调研纪要-千树万树杏花开》2011/4/18
6. 《2011 年 4 月 17 日央行上调人民币存款准备金率点评-数量型工具运用仍有空间》2011/4/18
7. 《2011 年一季度宏观数据点评-2 季度经济同比增速将进一步下滑》2011/4/17
8. 《2011 年 3 月份金融货币数据点评—信贷投放更为均衡、货币政策难有实质放松》2011/4/15
9. 《2011 年 3 月份进出口数据点评-关注 1 季度进口增速变化》2011/4/11
10. 《海外宏观经济 2011 年二季度策略报告—通胀再挂钩下的全球货币政策变》2011/4/11
11. 《宏观经济 2011 年二季度策略报告—风生水起》2011/4/7
12. 《2011 年 4 月 5 日央行上调人民币存贷款基准利率点评-货币政策难有实质性放松、再次加息概率较低》2011/4/6
13. 《2011 年 3 月份 PMI 数据点评-库存调整可能已经展开》2011/4/5
14. 《全球宏观经济数据图册_2 月份》2011/4/5
15. 《总需求和流动性决定农产品价格波动—宏观视角下农产品价格研究》2011/3/30
16. 《中国人民银行货币政策委员会 2011 年第一季度例会点评-政策调整需要关注国际经济金融的最新动向》2011/3/29
17. 《一波才动万波随—谈通胀态势对资本市场的影响》2011/3/28
18. 《日本大地震及核危机对宏观面与产业面影响的深度分析》2011/3/21
19. 《2011 年 3 月 18 日央行上调人民币存款准备金率点评-通胀压力仍处高位、政策着力稳定预期》2011/3/19
20. 《2011 年 2 月份金融货币数据点评-紧缩货币政策还将维持》2010/3/15

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与，未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

谢亚轩：南开大学经济学学士、硕士和博士学位。现任招商证券研究发展中心分析师（副董事），负责宏观经济研究。

赵文利：现任招商证券研究发展中心高级分析师，主要从事宏观策略研究。拥有经济学学士学位、硕士学位和金融学博士学位。

孙彬彬：复旦大学经济学博士。现任招商证券研究发展中心宏观经济分析师。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数 20%以上
审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间
中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
回避：公司股价表现弱于基准指数 5%以上

公司长期评级

A：公司长期竞争力高于行业平均水平
B：公司长期竞争力与行业平均水平一致
C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数
中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数
回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。