

继续加息，更多想象

——2023 年 7 月欧央行议息会议点评

7 月 27 日，欧洲央行公布最新利率决议，将再融资利率、存款便利利率、边际贷款利率三大关键利率全面上调 25bp，符合市场预期。这是欧央行自 2022 年 7 月以来的连续第 9 次加息，其中欧央行存款便利利率达到 3.75%，为 22 年来的最高水平，再融资利率达到 4.25%，边际贷款利率达到 4.5%。至此，欧央行将三大关键利率在不到一年的时间里累计提高了 425bp。欧央行在本次会议上并未对下次决议给出明确指示，留给市场较大的想象空间。

一、经济：“滞胀”进行时

拉加德主席在新闻发布会上表示，连续加息导致的融资条件收紧已逐渐传递到生产端，对制造业产出构成压力；而高通胀也对支出产生了抑制，导致消费端需求疲软，并承认近期欧元区经济前景出现一定衰退迹象。这一表态也与近期欧洲经济数据相符。欧元区 7 月制造业 PMI 初值从 6 月的 43.4 降至 42.7，远低于预期 43.5，续刷 2020 年 6 月以来新低。欧元区服务业更有韧性，但 7 月服务业 PMI 初值亦从 6 月的 52 降至 51.1，低于预期 51.6。而欧元区最大经济体德国的也 PMI 数据逊于预期，制造业 PMI 跌到 40 以下，为 38.8，低于预期 41 和前值 40.6，接近 2020 年新冠疫情刚爆发时的水平。作为欧洲经济火车头的德国 PMI 数据不佳，欧洲闪现衰退警告信号。

通胀方面，总通胀持续回落但核心通胀韧性仍足。连续加息在一定程度上缩减了欧洲的通胀增幅，6 月 HICP 通胀进一步下降，从 5 月的 6.1% 降至 5.5%。然而，尽管整体通胀指标正在走低，但工资上涨和企业利润强劲令核心通胀保持强劲。总体而言，考虑到能源价格回弹、工资上涨、核心通胀顽固，欧洲未来依旧面临很高的潜在通胀。

就业方面，欧洲劳动力市场依然强劲。欧洲 5 月失业率保持在 6.5%

的历史低位，并同时观察到欧洲服务业仍然在不断创造新的就业机会。

二、政策：“加息”下半场

7 月欧央行会议决议将三大关键利率全面上调 **25bp** 符合市场预期，但措辞较 6 月发生细微转变，信号相对偏鸽但也留足了斡旋空间。其一，欧央行在 7 月会议上表示“通胀持续下降，但预计仍将在高位持续过长时间”，与 6 月表述“通胀已在下降”相比，欧央行更加肯定了近期在缩减通胀方面所取得的进展，但也表达了对核心通胀的担忧。如上提到，2023 年 6 月，欧元区通胀率降至 **5.5%**，为去年以来的最低水平。但核心通胀反弹至 **5.5%**，韧性仍足；其二，欧央行在 6 月会议上表示会将利率带至足够限制的水平，但在 7 月会议上表示会将政策利率设置为足够限制的水平，这在一定程度上说明目前的政策利率已经接近欧央行的目标利率。

不同于以往对下次会议给出政策指引的惯例，欧央行未对 9 月会议给出任何明确政策指引。欧央行主席拉加德直言，她会对 9 月及以后的决策持开放态度。这意味着欧央行此轮的加息已基本接近尾声，后续政策将取决于数据而非欧央行，欧央行对于欧洲未来通胀及经济走势也无清晰判断，因此也就无法提供更加明确的指引，只能留足空间应对各种可能性。

三、市场：鸽派预期发酵

欧洲各国股市普涨，其中欧元区 **STOXX 50** 指数收涨 **2.33%**，报 **4447.44** 点，逼近历史最高收盘点位。而法国、德国、意大利股市也都有约 **2%** 的涨幅。欧元兑美元汇率在欧央行的鸽派发言和美国二季度 GDP 数据超预期双重影响下不断走低，当前已跌破 **1.1** 点位。欧元货币拆借市场近期走势与分行上期预计相同，欧元拆借成本曲线已经开始走平，其中，**3 个月、6 个月、12 个月** 期限的欧元拆借成本都已落在 **4.0-4.25%** 区间。

四、前瞻：雄鹰仍未飞去

本轮欧央行加息周期已在顶部附近,目前更多的目光将从未来的加息次数转移至高利率的停留时长。欧央行主席拉加德表示将对 9 月及以后的决策持开放态度,这也让市场对 9-10 月欧央行货币政策充满了想象。目前市场机构对未来走势看法迥异,上述分歧也将逐渐体现在未来欧债、欧股、货币市场等的走势和投资机会上。

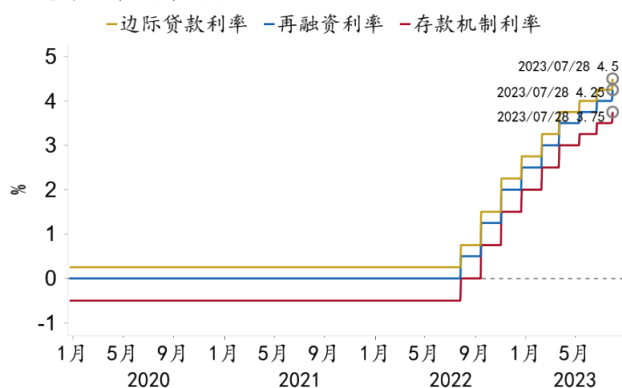
我们维持欧央行未来仍有一到两次加息,终点利率 **4.0-4.25%**,且高利率状态将持续至 **2024 年二季度**的判断。考虑到可能的大宗商品价格反弹与持续走高的股票市场,欧洲通胀数据出现反复也并不令人意外。6 月欧央行议息会议纪要表示,目前还没有足够的证据表明核心通胀已经出现拐点。

(评论员: 李萍、谭卓、宋宪鋈、王天程)

附录

图 1: 欧央行连续第 9 次加息

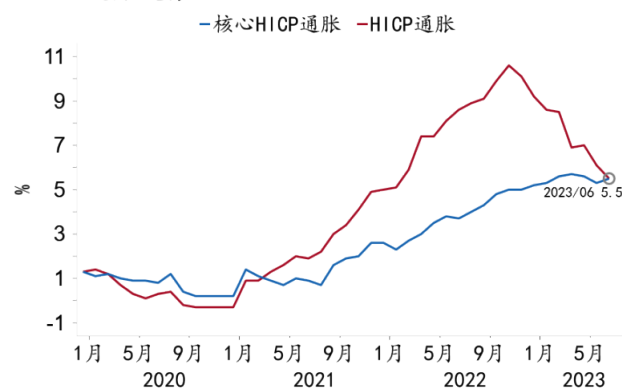
欧央行政策利率路径



资料来源: Macrobond、招商银行研究院

图 2: 核心通胀仍有韧性

欧元区通胀走势



资料来源: Macrobond、招商银行研究院