



周浩

+852 2509 7582

hao.zhou@qtjas.com.hk

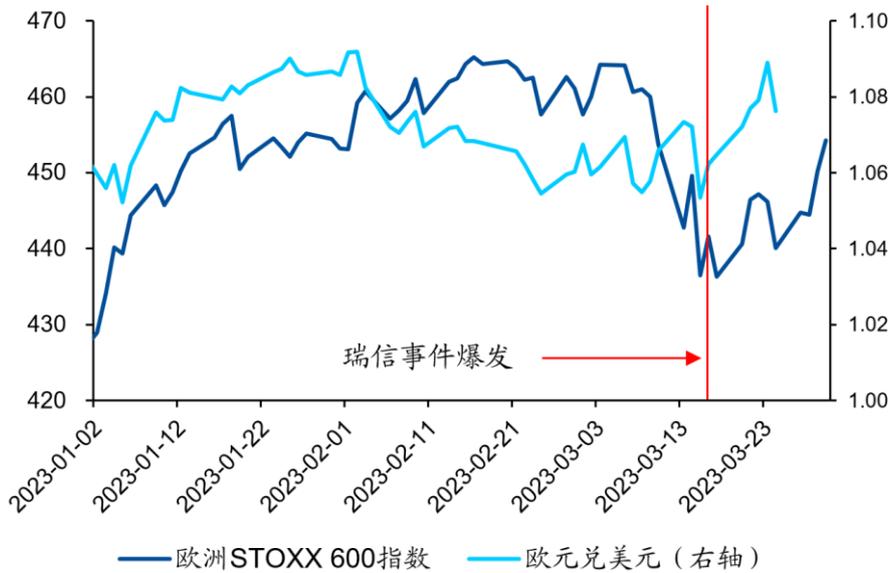
孙英超

+852 2509 2603

billy.sun@qtjas.com.hk

欧洲：银行业危机“翻篇”了么？

瑞信事件对市场仅仅产生了短期冲击



数据来源: Choice, 国泰君安国际

- 欧美银行业风险频发，让市场开始关注不断上升的金融风险。到目前为止，欧美央行通过各种流动性操作和应急举措，短暂遏制了金融风险的进一步蔓延。
- 判断金融风险是否会再度上行，根本上而言仍然需要考虑经济的基本面。到目前为止，欧元区经济数据仍然表现得较为稳健，欧元区主要股票指数近期纷纷反弹，欧元兑美元的汇率也开始逼近 1.10 的关口。这样的市场表现，似乎可以把“金融风险”抛在脑后。
- 相对稳健的基本面，固然可以在很大程度上排除“系统性金融风险”，但市场需要同时担忧金融体系对于实体经济的“负反馈”——事实上，欧元区的整体存款已经出现了数月下滑，这意味着部分资金开始离开银行体系。从这个角度而言，非银行体系如果无法对实体经济产生支撑，那么整体信贷条件会呈现出紧缩，进而影响经济的表现。
- 与此同时，欧元区的整体通胀水平仍然处于高位，同时加息周期距离“终点”仍有距离。这对于整体经济而言意味着一定的下行风险。
- 欧洲银行业危机是否会触发并叠加经济危机，欧元区在未来一段时间的表现将会是一个“试验场”。我们似乎已经看到“黑影”，但似乎也没有到需要开枪的时刻。

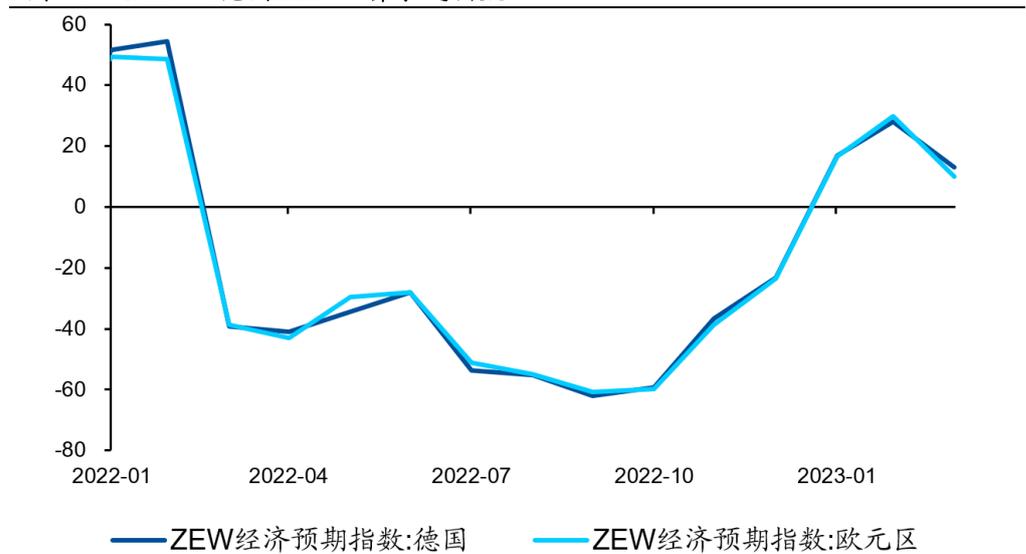
银行业危机的阴影

由于今年以来经济表现稳健，主要国际机构纷纷调高了今年欧元区的经济增长预测，但是由硅谷银行及瑞士信贷倒闭引爆的银行危机给刚刚起色的欧洲经济画上了一个问号，欧洲经济基本面到底如何？

不可否认的是，银行业危机对经济的影响可能是相对长期的，但近期的经济数据似乎仍然尚未显现出银行业危机对经济的实质冲击。在硅谷银行事件（3月9日）及瑞士信贷事件（3月14日）发生一周后，当地时间3月21日欧洲经济研究中心（ZEW）公布了最新的经济景气指数，其中德国3月ZEW经济景气指数为13.0，预期17.1，前值28.1；欧元区3月ZEW经济景气指数为10.0，前值29.7。

ZEW经济景气指数是通过每个月向350位金融方面的专家进行调查从而得出的对经济情况的中期预期。受访者只须回答“乐观”、“悲观”或者“不变”，最终数值大小并不能体现经济的增长或衰退程度。虽然3月公布的数值较2月出现了一定回撤，但是较2022年能源危机爆发后仍有显著的改善。

图 1：欧元区及德国ZEW经济景气指数

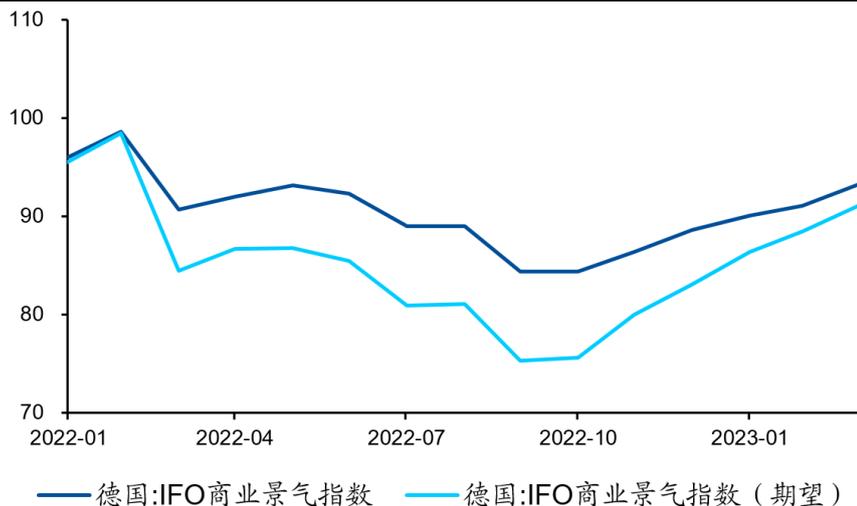


数据来源：Choice, 国泰君安国际

紧随其后，当地时间3月27日公布的德国IFO商业景气指数从2月的91.1上升到3月的93.3，高于预期值91.0；期望部分也从2月的85.5上升到3月的91.2，高于预期值88.3。

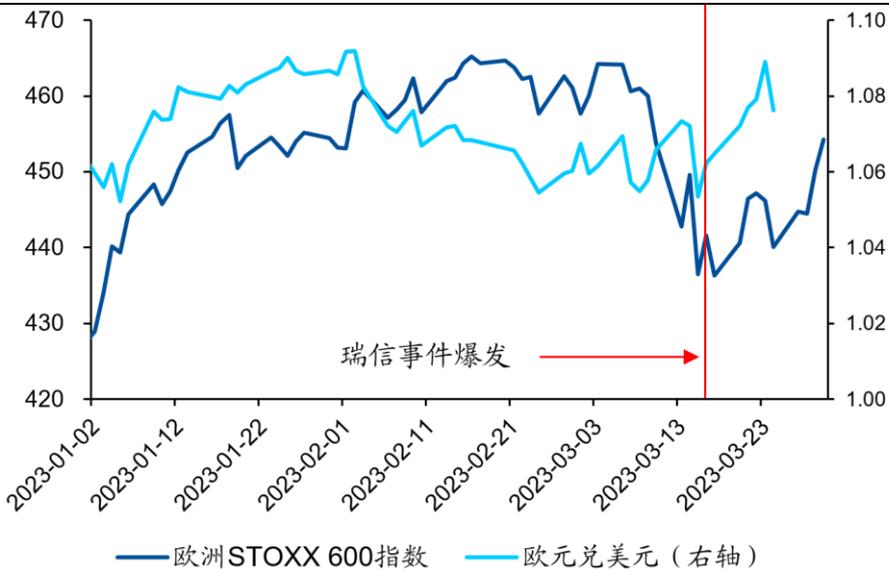
该指数是由德国IFO研究机构所编制，通过每月涵盖超过7,000家企业的调查，反映德国公司对于当前以及未来6个月德国商业状况的看法。该指标是观察德国经济状况的重要领先指标。作为欧元区最大的经济体，德国GDP占欧元区GDP近1/4，因此德国IFO调查对于预测欧元区整体经济发展前景也有重要意义。

图 2：德国IFO商业景气指数持续回升



数据来源：Choice, 国泰君安国际

图 3：STOXX 600 指数走势



数据来源：Choice, 国泰君安国际

硅谷银行及瑞信事件爆发之初，STOXX 600 指数与欧元均出现了一定程度的下行，在监管机构介入后，风险进一步蔓延的担忧逐步消退，STOXX 600 指数与欧元已经显著回升。结合最新公布的 ZEW 经济景气指数与德国 IFO 商业景气指数可以看出，迄今为止，银行危机引发的担忧不足以撼动能源危机消退以及政策发力对欧洲经济整体的推动作用。

货币政策转向“猫头鹰派”？

在市场初步消化了银行业暴露的风险后，欧洲央行在 3 月 16 日公布的利率决议中，坚持了早前公布的加息路径，即按计划加息 50 个基点，这个略显鹰派的利率决议反映出通胀仍然是欧洲央行面临的首要任务。

由于利率决议公布在瑞信事件发生时点，在市场尚未完全消化相关风险之际，欧洲央行管委传达了些许“鸽派”信号。决议中取消了任何关于未来利率决定的明确指导，即便数据显示核心通胀仍在不断走高；删除了之前政策声明中的部分“鹰派”表达，如“抑制需求”的目标。站在现在的时间

点，银行业危机对金融市场的首轮冲击已初步释放，市场普遍预期风险外溢的可能性较小，从这个角度而言，欧洲央行表现出的“鸽派”信号进一步扩大的概率并不高。有观点认为，短期内欧洲央行的政策取向将转向既不是“鹰派”又不是“鸽派”的“猫头鹰派”，即在风险不确定性加剧的情况下，欧洲央行将根据风险的演变情况灵活地调整货币政策，而不是在一定时间跨度内维持“鹰派”亦或是“鸽派”的货币政策。

尽管从短期维度看银行危机被限制在了可控范围之内，但是这已经反映出高利率环境使得金融系统中相对薄弱的环节开始出现危机。因此在中长期维度，决定利率走向的通胀问题才是金融稳定性的关键所在。

核心通胀“根深蒂固”

虽然银行业危机在一定程度上影响了欧洲央行货币政策的制定，但是并未改变欧洲所面临的通胀困境，核心通胀正在变得更加“根深蒂固”。我们看到欧洲央行在3月公布的预测中将2023年整体通胀（HICP）从2022年12月的6.3%下调至5.3%，但是将核心通胀从4.2%上调至4.6%。

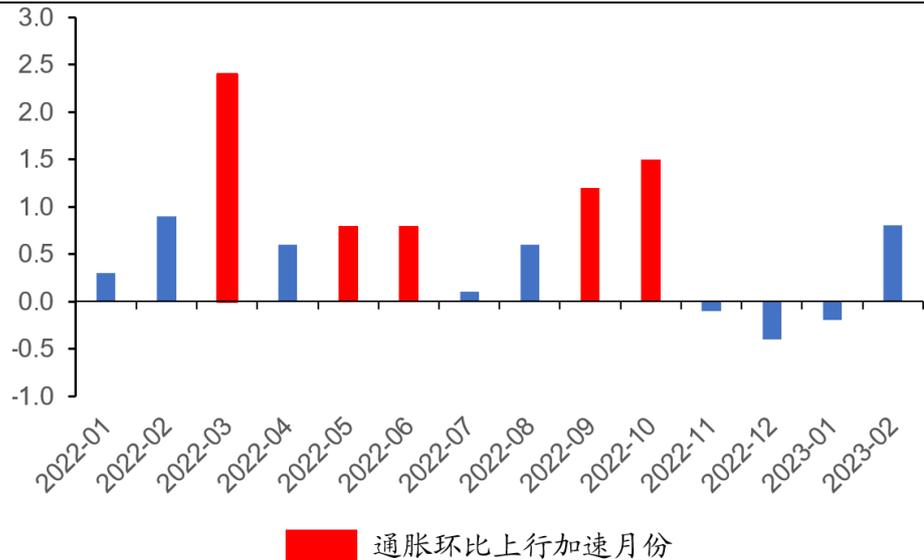
图 4：欧元区调整了关于通胀与核心通胀的预测

HICP (%)	2023	2024	2025
2022年12月预测值	6.3	3.4	2.3
2023年3月预测值	5.3	2.9	2.1
核心HICP (%)	2023	2024	2025
2022年12月预测值	4.2	2.8	2.4
2023年3月预测值	4.6	2.5	2.2

数据来源：欧洲央行, 国泰君安国际

基数效应加速3月通胀（HICP）下行。俄乌冲突在2022年2月下旬爆发，由此推升的能源价格（2022年3月至10月）叠加随后升高的食品价格（2022年4月至6月）和非能源产品价格（2022年5月至8月）是全球主要发达经济体通胀走高的核心原因。由于这些因素在去年的大幅度增长很难复制，在能源价格已经回归到冲突前的情况下，强大的基数效应在3月将推动通胀（HICP）加速下行。

图 5: 欧元区通胀环比走势 (%)



数据来源: Choice, 国泰君安国际

工资加剧核心通胀“粘滞性”。欧元区通胀的演变与美国殊途同归，工资最终都成为了推升核心通胀的最重要因素。2022 年第四季度欧元区每小时劳工成本同比增长 5.7%（甚至高于美国同期的 5.1%），2022 年全年平均为 4.5%，为 1992 年来的最高值。对美国而言，工资的高速增长已基本被证实为加剧核心通胀粘滞性的核心因素，对欧洲而言亦是如此。

图 6: 欧元区工资变动 (%)

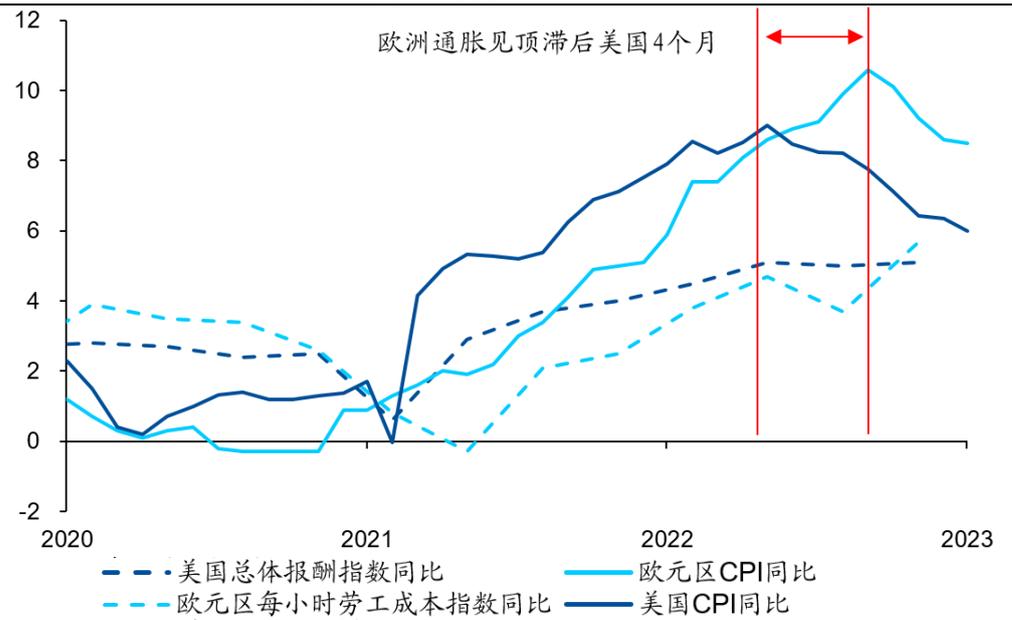
	2015至2019年平均	2021Q3	2021Q4	2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022Q4	2023Q1
法国	1.4	1.4	1.7	2.3	3.1	3.8	3.8	
比利时	1.4	1.6	1.9	4.5	5.2	6.1	6.6	
德国	2.5	1.1	1.6	4.4	1.9	2.5	2	6.2
意大利	1	0.7	0.7	0.6	0.8	1.2	1.4	2
西班牙	1.4	1.5	1.5	2.2	2.4	2.6	2.7	2.8
荷兰	1.8	1.9	1.9	2.6	3.1	3.6	3.7	4.6
奥地利	2.2	1.6	1.8	2.6	2.9	3.2	3.4	
欧元区	1.8	1.3	1.6	2.9	2.5	2.9	2.8	4.5 (预测值)

数据来源: 各国央行, 国泰君安国际

欧元区工资上行压力加大。目前欧元区已经有国家结束了第一季度的工资谈判（德国、荷兰、西班牙），谈判结果表明欧元区工资整体的增速在未来几个月将会有显著的提升。与此同时，针对历史数据的分析表明，通胀冲击效果的 30%将会在三个季度后传导至薪资增长当中。由于欧洲通胀见顶较美国滞后约 4 个月，基于通胀对工资的传导逻辑，在美国工资尚未出现下降迹象的情况下，欧元区工资上行压力也会逐步加大。

在工资上行尚未见顶的情况下，工资走势与欧洲央行通胀目标（2%）将会渐行渐远。换句话说，工资上行将会加剧欧元区核心通胀的粘滞性。

图 7：欧元区通胀见顶滞后美国约4个月

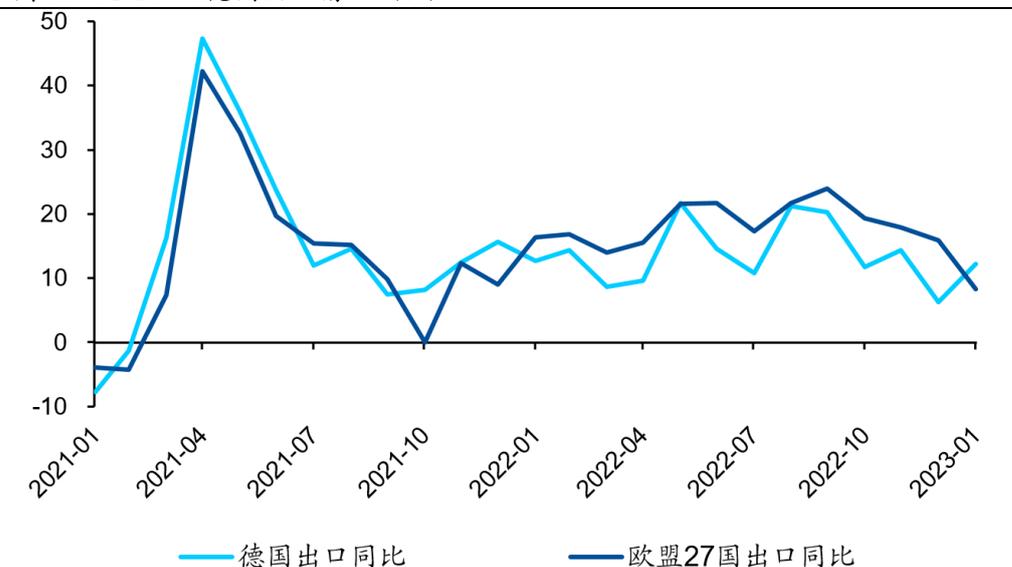


数据来源：Choice, 国泰君安国际

经济指标基本稳定

中长期维度核心通胀积重难返势必会导致欧元区政策利率维持在相对高位，以避免第二轮通胀再次爆发。进一步看，在相对紧缩的货币环境下，经济基本面的韧性决定了中长期维度经济整体的稳定性。我们在报告《“能源危机”让欧洲避免“衰退”》中阐述过欧洲通过财政和产业政策组合来推动经济发展的核心逻辑，德国乃至欧元区作为全球重要的资本品出口国，出口状况可以较为准确地反映出经济基本面的近况。**2023 年初以来，欧盟 27 国的出口同比增速有所收窄，但是依然维持正值；作为欧洲经济火车头的德国，整体出口依旧强劲，同比增幅进一步扩大。**

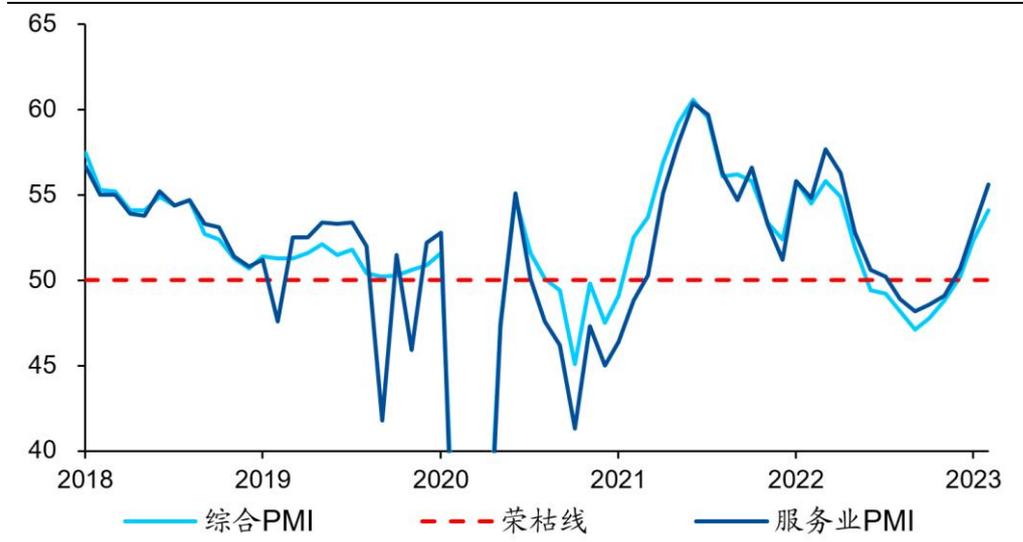
图 8：欧元区及德国出口情况 (%)



数据来源：Choice, 国泰君安国际

服务业是欧洲经济活动最重要的组成部分，占比超过 50%，服务业提供了欧盟国家 70%的就业岗位。年初以来，欧元区 PMI 持续走高，综合 PMI 和服务业 PMI 均回升至荣枯线之上，其中服务业 PMI 从 2 月的 52.7 大幅跃升至 55.6，创近 10 个月新高。

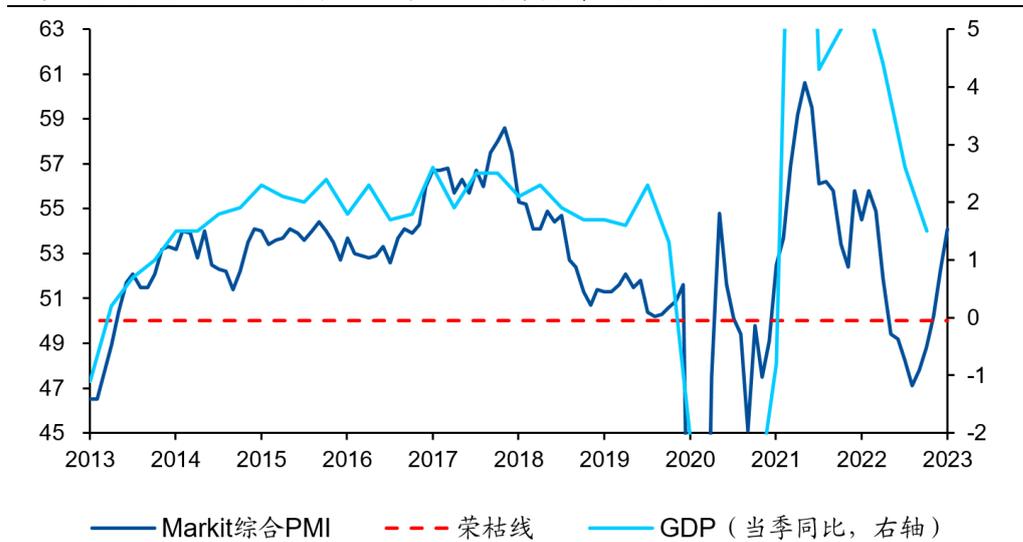
图 9：欧元区Markit综合PMI与服务PMI延续升势



数据来源：Choice, 国泰君安国际

另一方面，经济领先指标 Markit 综合 PMI 与实际 GDP 的走势表现出了相当的相关性。在过去几年，新冠疫情对欧洲服务业造成了极大的影响，综合 PMI 与 GDP 增速出现了一定的分歧。但是随着新冠疫情影响的消退，二者之间的干扰因素将逐步消退，服务业将会推动经济发展向疫情前恢复，率先恢复的 Markit 综合 PMI 指向了欧元区经济整体仍然保持平稳。

图 10：欧元区Markit综合PMI与GDP走势具有较强相关性



数据来源：Choice, 国泰君安国际

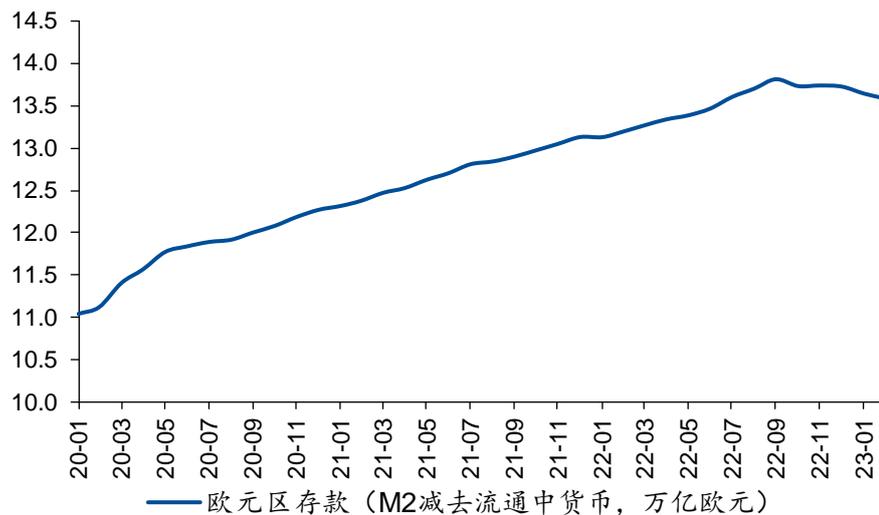
综上所述，不论从略有滞后的出口数据还是领先指标 Markit PMI 的走势来看，欧元区经济均维持了相当的韧性。

银行业危机“翻篇”了吗？

在银行危机爆发后，欧洲央行行长拉加德强调了央行将在风险压力上行时加大对银行体系流动性的支持，并且强调了货币政策制定过程中“数据依赖”至关重要。但金融风险并不仅仅局限于流动性，结合当前欧洲的金融环境，金融条件紧缩对于经济的负面反馈是未来主要的风险点。

事实上，在本轮欧美银行业危机爆发前，欧元区的存款就已经开始出现下滑。这事实上意味着银行体系对实体经济行业已经产生了“负反馈”。存款下滑的情况在今年表现得更加明显，在很大程度上也意味着部分存款开始追逐高利率，因此离开了银行系统。这样的情况在欧美银行业危机爆发后可能会更加显著，这也意味着“负反馈”在未来一段时间将是欧元区经济的最大下行风险。

图 11：欧元区存款开始出现下滑



数据来源：Choice, 国泰君安国际

另一方面，欧洲央行本轮加息的起点较美国落后，这也导致其通胀高点的出现及下行的速度滞后于美国。当前市场已经开始押注美国将于 2023 年开启降息，而欧元区尚未有加息终止路径的共识。在利率预期尚未见顶的情况下，虽然短期银行危机蔓延的担忧暂时缓解，但是长期而言，高利率风险是否会再次外溢甚至爆发新的危机仍是一个不确定事件。

个股评级标准

参考基准: 香港恒生指数/纳斯达克综合指数
 评级区间: 6至18个月

评级	相对表现
买入	超过 15% 或公司、行业基本面良好
收集	5% 至 15% 或公司、行业基本面良好
中性	-5% 至 5% 或公司、行业基本面中性
减持	-15% 至 -5% 或公司、行业基本面不理想
卖出	小于-15% 或公司、行业基本面不理想

行业评级标准

参考基准: 香港恒生指数/纳斯达克综合指数
 评级区间: 6至18个月

评级	相对表现
跑赢大市	超过 5% 或行业基本面良好
中性	-5% 至 5% 或行业基本面中性
跑输大市	小于-5% 或行业基本面不理想

利益披露事项

- (1) 分析员或其有联系者并未担任本研究报告所评论的发行人的高级人员。
- (2) 分析员或其有联系者并未持有本研究报告所评论的发行人的任何财务权益。
- (3) 国泰君安或其集团公司并未持有本研究报告所评论的发行人的市场资本值1%或以上的财务权益。
- (4) 国泰君安或其集团在现在或过去12个月内没有与本研究报告所评论的发行人存在投资银行业务的关系。
- (5) 国泰君安或其集团公司没有为本研究报告所评论的发行人进行庄家活动。
- (6) 受雇于国泰君安或其集团公司或与其有联系的个人没有担任本研究报告所评论的发行人的高级人员。

免责声明

本研究报告并不构成国泰君安证券（香港）有限公司（“国泰君安”）对收购、购买或认购证券的邀请或要约。国泰君安或其集团公司有可能会与本报告涉及的公司洽谈投资银行业务或其它业务（例如：配售代理、牵头经辨人、保荐人、包销商或从事自营投资于该股票）。

国泰君安的销售员，交易员和其它专业人员可能会向国泰君安的客户提供与本研究部中的观点截然相反的口头或书面市场评论或交易策略。国泰君安集团的资产管理部和投资业务部可能会做出与本报告的推荐或表达的意见不一致的投资决策。

报告中的资料力求准确可靠，但国泰君安并不对该等数据的准确性和完整性作出任何承诺。报告中可能存在的一些基于对未来政治和经济的某些主观假定和判断而做出预见性陈述，因此可能具有不确定性。投资者应明白及理解投资证券及投资产品之目的，及当中的风险。在决定投资前，如有需要，投资者务必向其各自专业人士咨询并谨慎抉择。

本研究报告并非针对或意图向任何属于任何管辖范围的市民或居民或身处于任何管辖范围的人士或实体发布或供其使用，而此等发布，公布，可供使用情况或使用会违反适用的法律或规例，或会令国泰君安或其集团公司在此等管辖范围内受制于任何注册或领牌规定。

© 2023 国泰君安证券（香港）有限公司版权所有，不得翻印

香港中环皇后大道中181号新纪元广场低座27楼

电话（852）2509-9118 传真（852）2509-7793 网址: www.gtjai.com