

2023年9月15日

全球宏观

欧央行加息或已完成，但降息仍有距离—欧央行9月议息会议点评

欧央行将三大利率均上调25个基点，为连续第10次加息，累计加息450个基点，基准再融资利率达到4.5%，为2001年7月以来新高。

蔡瑞, CFA

Carl.Cai@bocomgroup.com
(852) 3766 1808

加息或已完成

李少金

Evan.Li@bocomgroup.com
(852) 3766 1849

- 利率声明暗示欧央行加息或已完成。欧央行9月利率声明指出利率已经达到限制性水平，且维持该利率水平足够长时间将会显著推动通胀回到目标水平 (...the key ECB interest rates have reached levels that, maintained for a sufficiently long duration, will make a substantial contribution to the timely return of inflation to the target...)，暗示了当前的利率水平已足够限制，欧央行“最后一加”可能已经完成。
- 拉加德强调货币紧缩效应逐步显现，同样指向后续加息的必要性有限。欧央行行长拉加德在新闻发布会上表示利率已达到限制性水平，且当前的货币紧缩效应正在金融环境中显现 (Interest rates reached sufficiently restrictive levels... Monetary policy continues to transmit strongly to financial conditions)。尽管拉加德否定了利率已到了峰值，但也强调了当前围绕货币政策的讨论已转向维持限制性利率水平多久 (... Focus of policy discussions likely to shift to duration of restrictive policy)。
- 欧元区经济前景较难承受进一步加息。欧元区主要经济体仍以制造业为主，因而相较于以服务业为主的国家，对加息更为敏感。欧元区制造业PMI已连续10个月收缩，其中，德国8月制造业PMI更是创下近39个月低位的39.7%，且伴随着持续的高通胀和紧缩环境，服务业亦开始转弱。

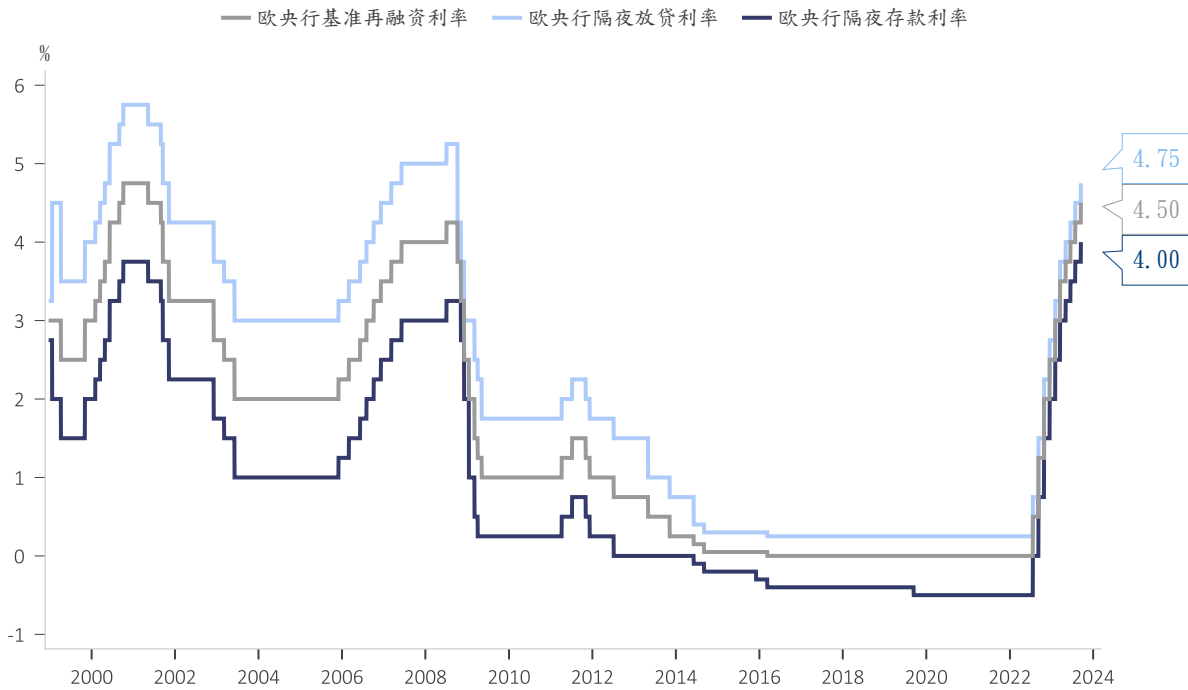
交银国际研究 全球流动性风向标系列

7月美国通胀	2023-08-11
7月FOMC纪要	★ 2023-08-17
杰克逊霍尔会议	2023-08-26
8月美国非农就业	2023-09-02
9月ECB会议	2023-09-15
9月FOMC会议	★ 2023-09-21
10月ECB会议	2023-10-26
11月FOMC会议	★ 2023-11-02
12月ECB会议	2023-12-14
12月FOMC会议	2023-12-14

降息仍有距离

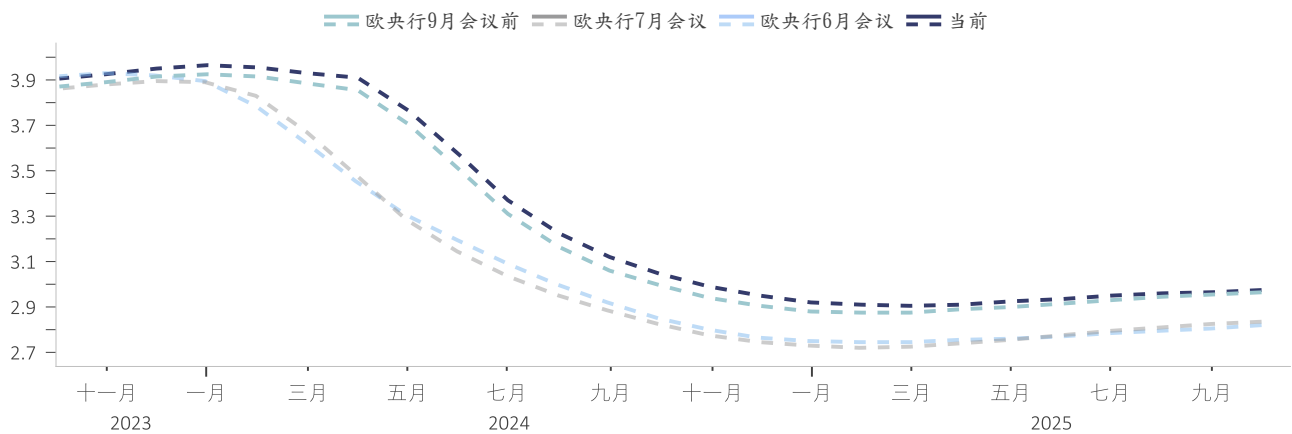
- 通胀当前位置仍高且回落放缓。受能源价格反弹影响，8月欧元区名义CPI停滞在5.3%，核心CPI小幅回落至5.3%，均远高于通胀目标，而且相较于仍在连续加息的美国，欧元区整体通胀水平明显更高。基于对能源价格可能上行的评估，欧央行调高了2023、2024年通胀预期，预计2023年平均通胀率为5.6%，而2024年通胀率为3.2%，此前预期为3.0%。
- 通胀后续还将面临上行风险。全球大宗商品价格已低位企稳，且当前能源、工业金属库存均在低位，供需维持在紧平衡，意味着一旦需求出现边际改善，大宗商品价格的弹性将会较大。随着PPI逐渐筑底，届时对CPI的传导可能也会助长欧元区通胀的上行风险。
- 综合来看，我们认为欧央行后续加息可能性已经较小，但降息时点仍有距离。欧元区当前经济疲弱，衰退风险升温。随着货币紧缩效应的持续显现，以制造业为动能的主要经济体很难承受进一步加息。但与此同时，当前通胀仍远高于目标水平，且通胀正面临上行风险，意味着利率很有可能保持在限制性水平很长一段时间，因而降息仍有距离。

图表 1: 欧央行将三大利率均上调 25 个基点，为连续第 10 次加息，累计加息 450 个基点



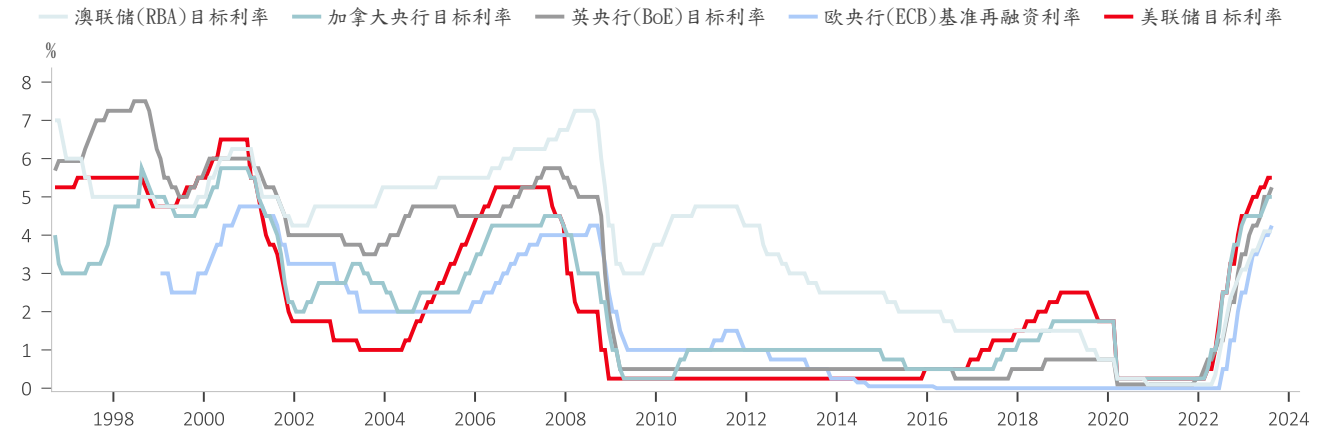
资料来源: Macrobond, 交银国际

图表 2: 利率期货市场隐含的欧央行加息路径显示 2024 年降息的幅度减弱



资料来源: Macrobond, 交银国际

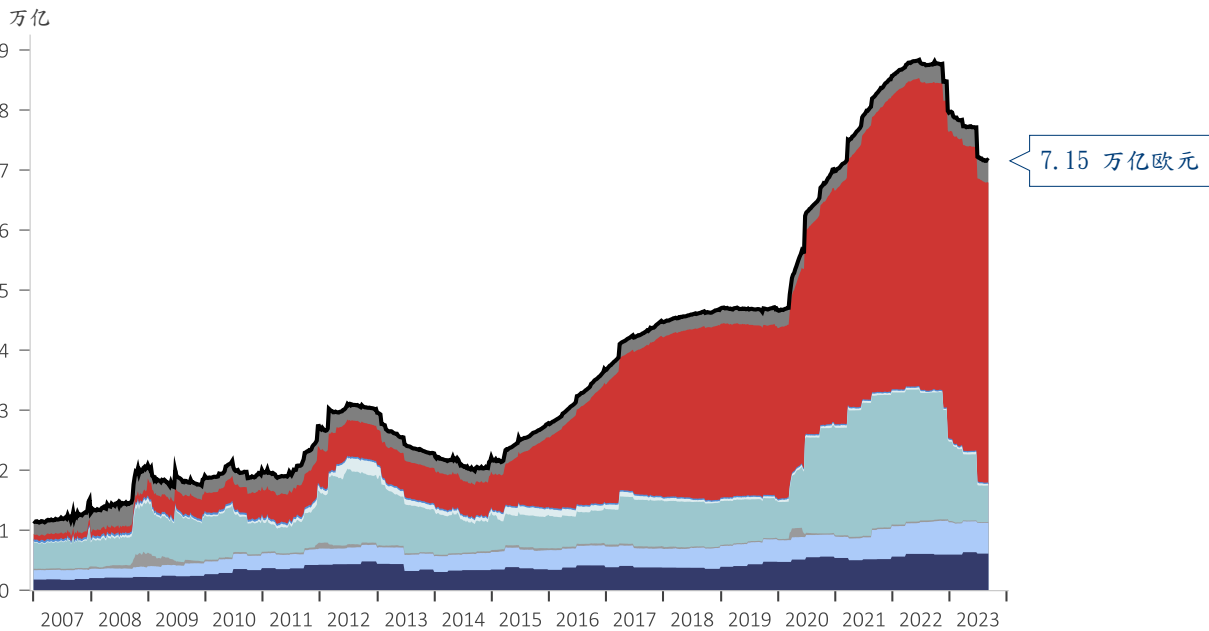
图表 3: 西方主要央行货币政策路径



资料来源: Macrobond, 交银国际

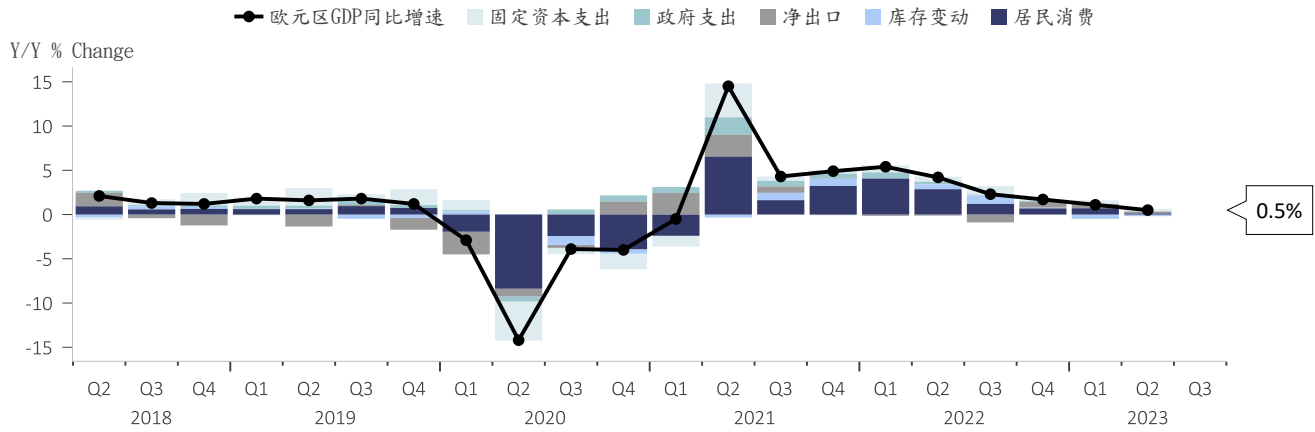
图表 4: 欧央行资产负债表规模及缩表进度

— 欧央行资产负债表规模 ■ 其他资产 ■ 欧元区居民欧元证券 ■ 一般政府欧元债务 ■ 对欧元区主体的其他欧元债权
■ 对欧元区信用机构的欧元借款 ■ 欧元区主体外币债权 ■ 非欧元区主体欧元及外币债权 ■ 黄金及应收黄金



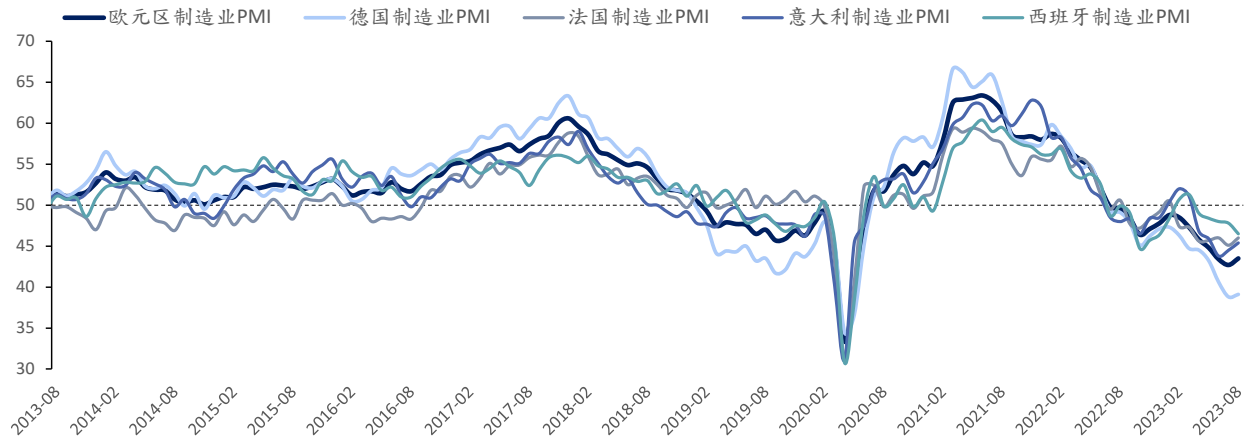
资料来源: Macrobond, 交银国际

图表 5: 欧元区 19 国 GDP 增速及分项贡献情况



资料来源: Macrobond, 交银国际

图表 6: 欧元区、德国、法国、意大利及西班牙制造业 PMI 均在收缩区间



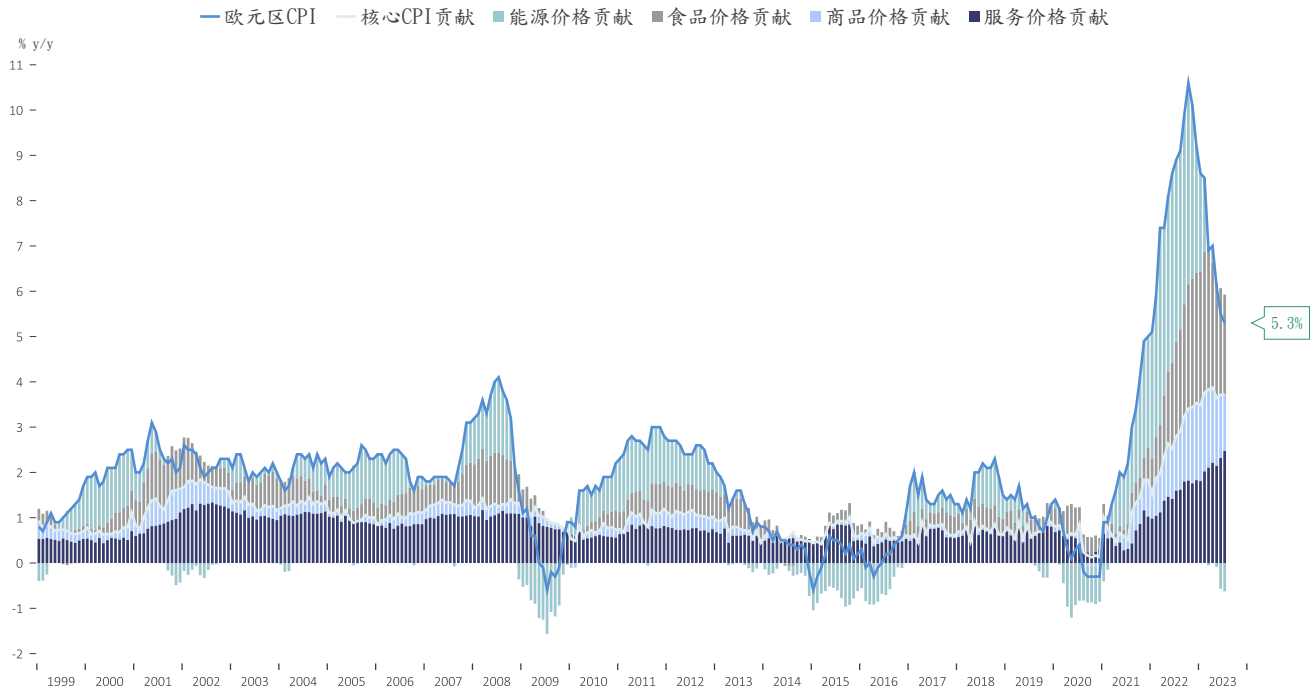
资料来源: Macrobond, 交银国际

图表 7: 欧元区 CPI 及其分项走势

	Weight	7/2023	6/2023	5/2023	4/2023	3/2023	2/2023	1/2023	12/2022	11/2022	10/2022	9/2022	8/2022	7/2022
综合HICP	100	5.3	5.5	6.1	7.0	6.9	8.5	8.6	9.2	10.1	10.6	9.9	9.1	8.9
食品和非酒精饮料	16	11.6	12.6	13.7	15.0	17.5	17.3	16.3	16.0	16.0	15.5	13.8	12.4	11.5
食品类	15	11.6	12.6	13.8	15.1	17.9	17.7	16.6	16.3	16.4	15.9	14.1	12.7	11.8
非酒精类饮品	1.5	11.4	12.1	12.6	13.4	13.6	13.5	12.6	12.5	11.8	11.1	10.1	9.4	8.5
酒精饮料、烟草和麻醉品	3.8	7.6	7.7	7.6	7.6	7.3	6.1	5.6	5.2	4.6	4.2	4.1	3.8	3.5
酒精饮料	1.7	8.3	8.8	9.2	9.5	9.3	8.5	7.6	7.4	6.9	6.6	6.0	5.3	4.7
烟草	2.1	7.1	6.8	6.3	6.2	5.8	4.2	4.0	3.5	2.8	2.4	2.6	2.7	2.5
服装和鞋类	5.2	3.8	4.3	4.2	4.1	4.7	5.3	4.9	3.7	3.4	3.8	3.2	2.1	0.0
服装	4.3	3.9	4.5	4.3	4.4	4.7	5.7	5.2	3.9	3.6	4.0	3.4	1.9	-0.4
鞋类	0.96	4.0	3.4	3.6	3.1	4.5	4.2	4.1	2.8	2.4	2.9	2.7	2.5	1.6
住房、水、电、煤气及其他燃料	15	0.8	2.5	4.1	4.8	4.6	10.1	12.0	16.3	20.6	23.2	21.1	19.7	17.7
住房的实际租金	5.6	2.7	2.7	2.7	2.6	2.7	2.6	2.3	2.3	2.2	2.0	1.9	1.8	1.8
住房的维护和修理	1.1	6.7	7.8	8.2	8.8	9.7	10.0	10.3	10.2	10.4	10.4	9.4	9.4	9.4
供水和与住房有关的杂项服务	2.3	4.3	4.1	4.0	3.8	3.8	3.7	3.5	2.8	2.7	2.7	2.4	2.3	2.2
电、煤气和其他燃料	6.1	-4.3	-0.2	3.5	5.5	5.0	19.3	24.9	38.4	50.9	59.2	55.5	51.9	46.5
家具、家用设备和日常家庭维护	6.8	6.0	6.6	7.2	8.1	8.5	8.9	9.1	9.1	8.6	8.5	7.8	7.4	6.9
家具与陈设	2.3	5.0	5.8	6.6	7.8	8.2	8.8	9.0	9.5	9.2	9.4	8.7	8.7	8.7
家用纺织品	0.48	5.7	5.2	5.8	6.0	7.0	6.7	7.9	7.7	6.4	7.2	6.1	6.0	5.5
家用电器	0.97	4.0	4.9	5.6	7.0	7.3	7.6	8.3	8.2	7.5	7.5	7.0	6.1	5.5
玻璃器皿、餐具和家用器皿	0.61	5.8	5.8	6.4	6.9	7.5	7.8	7.2	7.7	7.6	6.6	6.6	6.2	5.7
房屋和花园的工具和设备	0.51	4.0	4.4	4.2	4.4	4.7	5.1	5.2	5.2	5.4	5.0	4.7	4.4	4.1
家庭日常维护的商品和服务	1.8	9.2	9.9	10.5	10.9	11.5	11.7	11.8	11.1	10.5	9.9	8.8	8.0	7.2
医疗健康	4.9	3.0	2.9	2.8	2.8	2.6	2.6	2.5	1.8	1.7	1.8	1.4	1.2	1.3
医疗产品、用具和设备	2	3.2	3.3	3.3	3.4	3.1	3.1	2.8	2.2	2.1	2.1	1.6	1.4	1.4
门诊服务	2.1	2.5	2.4	2.0	1.9	1.9	1.8	1.9	1.2	1.2	1.5	1.2	0.9	1.0
医院服务	0.83	3.5	3.6	3.5	3.5	3.3	3.3	3.0	2.0	2.0	1.9	1.8	1.8	1.7
运输	15	0.8	-0.6	0.1	3.1	0.6	5.8	7.2	6.9	8.7	10.0	10.9	9.9	12.7
购买车辆	3.7	5.5	6.2	6.3	6.9	7.4	7.7	8.3	8.7	8.7	8.5	8.4	8.5	8.1
个人运输设备的操作	8.9	-3.2	-5.5	-2.9	0.6	-3.2	5.1	7.2	6.2	8.9	11.1	12.9	12.6	17.3
运输服务	2.4	10.8	12.4	3.0	7.1	7.2	6.6	6.1	6.8	7.4	7.5	7.3	1.1	1.6
通讯	2.7	-0.1	-0.3	0.5	0.3	0.3	0.3	-0.2	-0.9	-1.0	-0.9	-0.8	-0.7	-0.8
邮政服务	0.13	3.9	3.5	3.4	3.3	3.3	3.3	3.4	4.2	4.1	4.1	4.0	4.4	4.3
电话和电传设备及服务	2.5	-0.3	-0.5	0.3	0.1	0.1	0.2	-0.4	-1.1	-1.3	-1.2	-1.0	-1.0	-1.1
康乐与文化	8.9	6.6	5.8	5.7	5.6	6.3	5.1	4.2	5.5	4.7	4.9	4.6	4.8	4.4
视听、摄影和信息处理设备	1.3	-0.4	-0.3	-0.6	0.2	0.1	-0.5	-0.4	-0.5	-0.7	-0.1	0.0	0.1	-0.3
其他用于娱乐和文化的主要耐用品	0.37	7.7	7.7	7.9	8.7	8.9	8.6	9.3	8.5	8.5	8.7	8.1	9.2	8.5
其他娱乐项目和设备、花园和宠物	2.5	7.6	7.7	8.0	8.3	8.9	8.4	8.2	8.0	7.2	6.4	6.0	5.3	5.3
康乐与文化服务	1.9	4.5	4.7	4.6	4.0	4.2	4.4	4.1	3.7	3.4	3.6	3.4	3.0	2.3
报纸、书籍和文具	1.3	5.9	5.8	6.1	6.1	6.7	6.3	6.3	6.3	6.0	5.4	4.9	4.4	4.5
假期相关	1.5	6.8	8.8	13.5	10.7	17.8	11.1	8.3	9.6	7.0	9.7	9.2	12.4	10.7
教育	0.98	4.5	4.6	4.5	4.5	4.4	4.4	4.2	4.1	4.1	4.1	3.8	-0.8	-0.9
餐馆和酒店	10	7.7	7.7	8.4	8.8	8.5	8.6	8.2	8.3	8.1	8.4	8.5	8.1	8.3
餐饮服务	8.4	7.0	7.3	7.7	8.1	8.3	8.3	8.1	7.8	7.6	7.1	6.8	6.4	6.1
住宿服务	2.1	8.7	8.1	10.2	11.0	9.5	10.1	8.4	10.1	10.5	13.7	15.1	13.4	16.1
杂项商品和服务	9.9	5.4	5.6	5.3	5.3	5.3	5.3	5.1	4.2	4.1	3.8	3.4	3.2	3.0
个人护理	2.8	7.0	7.6	8.1	8.2	8.3	8.2	8.0	7.4	6.8	6.2	5.4	4.9	4.1
个人用品 N.E.C.	0.95	3.8	4.1	4.1	4.4	4.6	5.1	5.4	4.8	4.8	4.7	4.5	4.4	4.1
社会保护	1.8	6.9	6.6	6.4	6.1	5.7	5.5	5.1	3.3	3.2	2.9	2.7	2.3	2.1
保险	2.1	4.3	4.0	2.4	2.4	2.8	2.7	2.3	1.4	1.6	1.5	1.0	1.3	1.7
金融服务 N.E.C.	0.95	3.8	5.4	5.5	5.3	4.9	4.9	5.1	5.1	5.1	5.0	5.1	5.1	5.0
其他服务 N.E.C.	1.2	3.4	3.4	3.3	3.4	3.3	3.4	3.4	3.0	2.9	2.8	2.6	2.6	2.5

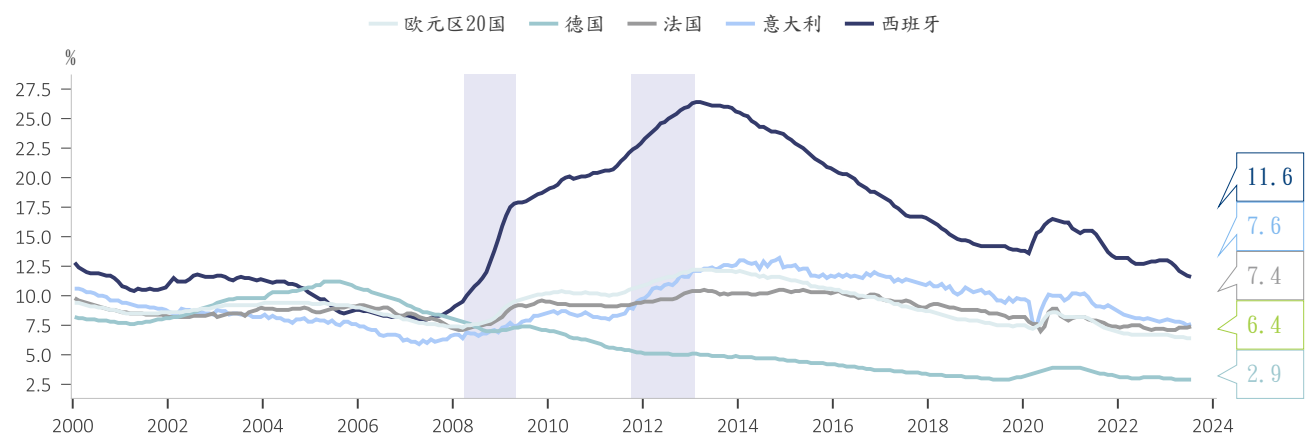
资料来源: Macrobond, 交银国际

图表 8: 欧元区 CPI 及其主要分项贡献情况



资料来源: Macrobond, 交银国际

图表 9: 欧元区及主要国家失业率情况



资料来源: Macrobond, 交银国际

交銀國際

香港中环德辅道中 68 号万宜大厦 10 楼

总机: (852) 3766 1899 传真: (852) 2107 4662

评级定义

分析员个股评级定义：

买入：预期个股未来12个月的总回报**高于**相关行业。

中性：预期个股未来12个月的总回报与相关行业**一致**。

沽出：预期个股未来12个月的总回报**低于**相关行业

无评级：对于个股未来12个月的总回报与相关行业的比较，分析员**并无确信观点**。

分析员行业评级定义：

领先：分析员预期所覆盖行业未来12个月的表现相对于大盘标杆指数**具吸引力**。

同步：分析员预期所覆盖行业未来12个月的表现与大盘标杆指数**一致**。

落后：分析员预期所覆盖行业未来12个月的表现相对于大盘标杆指数**不具吸引力**。

香港市场的标杆指数为**恒生综合指数**，A股市场的标杆指数为**MSCI 中国A股指数**，美国上市中概股的标杆指数为**标普美国中概股50（美元）指数**

2023年9月15日

全球宏观



分析员披露

本研究报告之作者，兹作以下声明：i)发表于本报告之观点准确地反映有关于他们个人对所提及的证券或其发行者之观点；ii)他们之薪酬与发表于报告上之建议/观点并无直接或间接关系；iii)对于提及的证券或其发行者，他们并无接收到可影响他们的建议的内幕消息/非公开股价敏感消息。

本研究报告之作者进一步确认：i)他们及他们之相关有联系者【按香港证券及期货监察委员会之操守准则的相关定义】并没有于发表研究报告之30个日历日前处置/买卖该等证券；ii)他们及他们之相关有联系者并没有于任何上述研究报告覆盖之香港上市公司任职高级职员；iii)他们及他们之相关有联系者并没有持有有关上述研究报告覆盖之证券之任何财务利益，除了一位覆盖分析师持有世茂房地产控股有限公司之股份。

有关商务关系及财务权益之披露

交银国际证券有限公司及/或其有关联公司在过去十二个月内与交通银行股份有限公司、国联证券股份有限公司、交银国际控股有限公司、四川能投发展股份有限公司、光年控股有限公司、青岛控股国际有限公司、Edding Group Company Limited、七牛智能科技有限公司、致富金融集团有限公司、湖州燃气股份有限公司、Leading Star (Asia) Holdings Limited、GOGO Holdings Limited（前称：58 Freight Inc.）、苏新美好生活服务股份有限公司、兴源动力控股有限公司、佳捷康创新集团有限公司、武汉有机控股有限公司、乐透互娱有限公司、双财庄有限公司、中国旅游集团中免股份有限公司、香港汇德收购公司、百奥赛图(北京)医药科技股份有限公司、宁波健世科技股份有限公司、润歌互动有限公司、子不语集团有限公司、交运燃气有限公司、多想云控股有限公司、步阳国际控股有限公司、阳光保险集团股份有限公司、康津生物科技(上海)股份有限公司、冠泽医疗资讯产业(控股)有限公司、澳亚集团有限公司、粉笔有限公司、润华生活服务集团控股有限公司、淮北绿金产业投资股份有限公司、洲际船务集团控股有限公司、巨星传奇集团有限公司、北京绿竹生物技术股份有限公司、中天建设(湖南)集团有限公司、安徽皖通高速公路股份有限公司、怡俊集团控股有限公司、宏信建设发展有限公司、上海小南国控股有限公司、Sincere Watch (Hong Kong) Limited、四川科伦博泰生物医药股份有限公司、新传企划有限公司、乐舱物流股份有限公司及途虎养车股份有限公司有投资银行业务关系。

交银国际证券有限公司及/或其集团公司现持有东方证券股份有限公司、光大证券股份有限公司及Interra Acquisition Corp的已发行股本逾1%。

免责声明

本报告之收取者透过接受本报告(包括任何有关的附件)，表示并保证其根据下述的条件下有权获得本报告，并且同意受此中包含的限制条件所约束。任何没有遵循这些限制的情况可能构成法律之违反。

本报告为高度机密，并且只以非公开形式供交银国际证券的客户阅览。本报告只在基于能被保密的情况下提供给阁下。未经交银国际证券事先以书面同意，本报告及其中所载的资料不得以任何形式(i)复制、复印或储存，或者(ii)直接或者间接分发或者转交予任何其它人作任何用途。

交银国际证券、其附属公司、关联公司、董事、关联方及/或雇员，可能持有在本报告内所述或有关公司之证券、并可能不时进行买卖、或对其有兴趣。此外，交银国际证券、其附属公司及关联公司可能与本报告内所述或有关的公司不时进行业务往来，或为其担任市场庄家，或被委任替其证券进行承销，或可能以受托人身份替客户买入或沽售其证券，或可能为其担当或争取担当并提供投资银行、顾问、包销、融资或其它服务，或替其从其它实体寻求同类型之服务。投资者在阅读本报告时，应该留意任何或所有上述的情况，均可能导致真正或潜在的利益冲突。

本报告内的资料来自交银国际证券在报告发行时相信为正确及可靠的来源，惟本报告并非旨在包含投资者所需要的所有信息，并可能受递送延误、阻碍或拦截等因子所影响。交银国际证券不明示或暗示地保证或表示任何该等数据或意见的足够性、准确性、完整性、可靠性或公平性。因此，交银国际证券及其集团或有关的成员均不会就由于任何第三方在依赖本报告的内容时所作的行为而导致的任何类型的损失(包括但不限于任何直接的、间接的、随之而发生的损失)而负上任何责任。

本报告只为一般性提供数据之性质，旨在供交银国际证券之客户作一般阅览之用，而非考虑任何某特定收取者的特定投资目标、财务状况或任何特别需要。本报告内的任何资料或意见均不构成或被视为集团的任何成员作出提议、建议或征求购入或出售任何证券、有关投资或其它金融证券。

本报告之观点、推荐、建议和意见均不一定反映交银国际证券或其集团的立场，亦可在没有提供通知的情况下随时更改，交银国际证券亦无责任提供任何有关资料或意见之更新。

交银国际证券建议投资者应独立地评估本报告内的资料，考虑其本身的特定投资目标、财务状况及需要，在参与有关报告中所述公司之证券的交易前，委任其认为必须的法律、商业、财务、税务或其它方面的专业顾问。惟报告内所述的公司之证券未必能在所有司法管辖区或国家或供所有类别的投资者买卖。

对部分的司法管辖区或国家而言，分发、发行或使用本报告会抵触当地法律、法则、规定、或其它注册或发牌的规例。本报告不是旨在向该等司法管辖区或国家的任何人或实体分发或由其使用。本报告的发送对象不包括身处中国内地的投资人。如知悉收取或发送本报告有可能构成当地法律、法则或其他规定之违反，本报告的收取者承诺尽快通知交银国际证券。

本免责声明以中英文书写，两种文本具同等效力。若两种文本有矛盾之处，则应以英文版本为准。

交银国际证券有限公司是交通银行股份有限公司的附属公司。