

欧洲经济：从“硬加息”到“硬着陆”

——2023 年 9 月欧央行议息会议点评

9 月 14 日，欧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，符合我们的预期，略超市场预期。这是欧央行自 2022 年 7 月以来的连续第 10 次加息，其中存款便利利率达到 4%，为 1999 年来的最高水平，再融资利率达到 4.5%，边际贷款利率达到 4.75%。至此，欧央行将三大关键利率在本轮加息周期中累计提高了 450bp。尽管欧央行在本次会议上继续发出强势鹰派信号，但受制于欧洲目前羸弱的经济基本面和悲观的经济预期，市场对欧洲经济和欧元的走势判断趋于消极，对本次欧央行决议的解读也更偏鸽派。在美国经济软着陆逐渐成为主流共识的情况下，欧洲经济硬着陆的概率却在不断加大，欧美经济成色差距愈来愈大。

一、经济：“滞胀”已成现实

近两月，欧元区经济出现了明显的下滑趋势，整个欧洲经济衰退信号频闪。欧元区二季度 GDP 环比增长仅 0.1%，低于市场预期。货币紧缩效应持续向制造业传导，导致欧洲制造业需求持续萎靡，进而影响服务业需求。8 月欧元区综合 PMI 跌至 46.7，创疫情后新低，连续三个月低于荣枯线。不但制造业 PMI 持续低于荣枯线，而且服务业也转为收缩。拉加德在新闻发布会上表示，迫于紧缩政策和日益疲软的贸易需求，未来几个月欧洲经济可能会持续低迷。因此，欧洲央行下调了 2023 年和 2024 年的 GDP 增长预期，将 2023 年、2024 年和 2025 年的 GDP 增速从先前的 0.9%、1.5%和 1.6%下调至 0.7%、1%和 1.5%。

然而，通胀水平并未随经济转弱而显著下行，“滞胀”已在成为现实。8 月欧元区 HICP 通胀和核心通胀水平均位于 5.3%的高位。结构上看，尽管能源和工业品通胀已经大幅回落，但是服务业通胀依然顽固，“工资-价格”螺旋持续发酵。欧央行将 2023 和 2024 年的通胀预期从 5.5%和 2.9%上调至 5.6%和 3.2%。拉加德主席直言，欧央行在 2025 年

可能无法将通胀降至 2% 的目标。

就业方面, 尽管欧洲经济明显放缓导致欧洲服务业创造新就业机会的势头减弱, 但劳动力市场依然韧性十足, 欧洲 7 月失业率依然保持在 6.4% 的历史低位。

二、政策：继续抗通胀

“抗通胀”仍是欧央行的首要任务, 欧央行将三大关键利率全面提升 25bp。然而, 本次会议决议在措辞上较 7 月发生一定变化, 尽管姿态依旧强硬, 但被市场解读为鸽派。欧央行在 7 月会议上表示会将政策利率设置为足够限制的水平, 但在本次会议上表示欧央行关键利率已经达到了能够在足够长的时间内维持限制性的水平。欧央行在本次会议上未对 10 月会议给出任何明确政策指引。

三、市场：解读偏鸽

欧洲各国股市普涨, 其中欧元区 STOXX 50 指数收涨 1.36%, 报 4280.85 点, 法国、德国、意大利股市也都有约 1% 的涨幅。欧元兑美元汇率在市场对欧央行的鸽派解读和美国零售、PPI 超预期的双重影响下不断走低, 收盘已跌至 1.0635 点位。欧元拆借成本曲线走平, 3 个月、6 个月、12 个月期限的欧元拆借成本均落在 4.0-4.25% 区间。

四、前瞻：从“硬加息”到“硬着陆”

欧央行主席拉加德表示将对 10 月及以后的决策仍持开放态度, 但目前市场的主流看法是此次加息已是欧央行本轮加息周期的终点。目前市场对未来欧洲经济的走势普遍悲观, 尤其在与美国经济的对比下, 欧元、欧洲国家和欧洲企业的处境将更加艰难。上述看法直接反映在欧元对美元的汇率上, 缩小的利差无法抵消欧美经济基本面差距的扩大, 欧元下跌已成一致预期。

或许未来, 一直维持限制性政策直至欧洲经济硬着陆才是破解通胀的唯一办法。欧央行政策利率大概率已在顶部区域, 至多还有一次 25bp

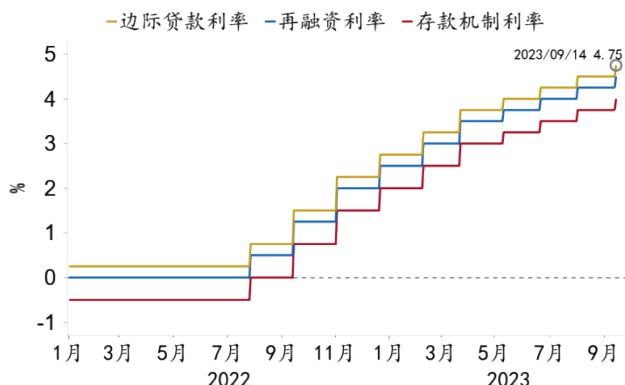
加息空间。

(评论员：李萍、谭卓、宋宪鏊、王天程)

附录

图 1：欧央行连续第 10 次加息

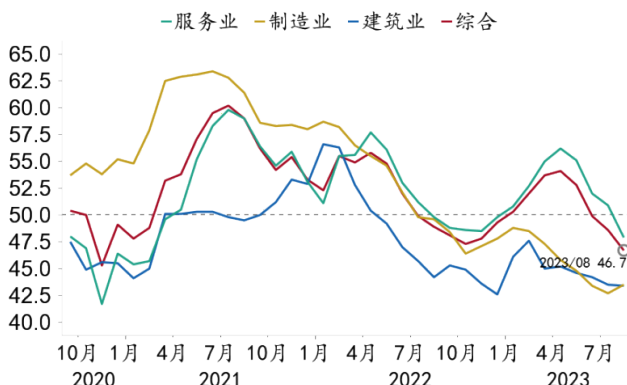
欧央行政策利率路径



资料来源：Macrobond、招商银行研究院

图 2：欧元区服务业 PMI 落入收缩区间

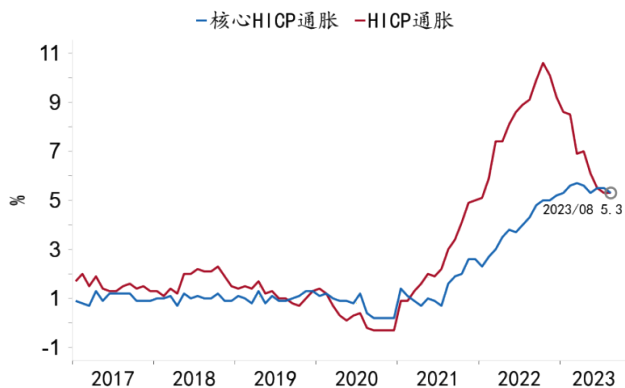
欧元区 S&P Global PMI 指数



资料来源：Macrobond、招商银行研究院

图 3：欧元区核心通胀居高不下

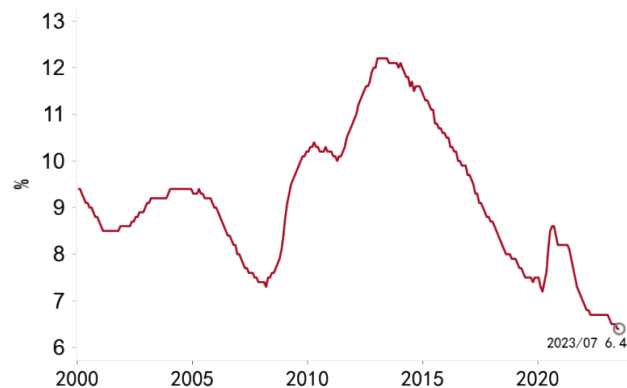
欧元区通胀走势



资料来源：Macrobond、招商银行研究院

图 4：欧元区失业率仍处历史低位

欧元区 20 国失业率



资料来源：Macrobond、招商银行研究院