

## 回到地球

### ——2023 年 10 月欧央行议息会议点评

9 月议息会议后，意大利副总理萨尔维尼指责欧央行主席拉加德“生活在火星上”，市场普遍认为欧央行持续的加息已经对经济活动构成严重抑制，并大幅加剧了债务风险。在经济衰退和部分国家债务风险再度发酵的压力下，欧央行选择在 10 月议息会议“回到地球”，终结了利率“十连加”。

#### 一、经济：“滞胀”进行时

欧央行认为欧元区经济已经陷入并将持续处于萎靡状态。拉加德主席表示，受困于疲软的海外需求和不断收紧的金融条件，欧元区经济将在年内继续疲软，给企业投资和消费者支出带来压力。源于疫后重启的经济动力正在消失，利率上升的影响正在扩大。货币紧缩的滞后效应已从制造业传导至服务业。10 月欧元区制造业 PMI 初值较前值 43.4 回落至 43，不及预期的 43.7，连续 16 个月低于荣枯线，并创下疫情暴发以来的最低水平；服务业 PMI 虽然略好于制造业 PMI，但跌势依旧，初值从前值 48.7 降至 47.8，在收缩区间进一步下跌。

不同于美国处于货币紧缩和财政扩张的叠加态中，欧元区正处于货币、财政双紧缩的政策环境中，这是造成“美强欧弱”经济格局的根源。货币政策方面，欧元区限制性货币政策对金融条件的制约作用逐渐显现。9 月欧元区 M2 增速跌至 -2.2%，连续 4 个月为负；企业信贷同比增速亦跌至 0.2%，濒临转负。财政政策方面，欧元区财政政策自 2022 年下半年起已经转为收缩，欧元区整体财政赤字率从 2022 年下半年的峰值 4.6% 跌至了当前的 3.4%。一方面，欧央行号召各国政府削减支出以对抗通胀；另一方面，以法国、意大利、希腊为代表的高政府负债经济体使得欧洲无力通过财政扩张刺激经济。

经济基本面快速恶化叠加基数走高，欧元区通胀正在加速回落。



9 月欧元区 CPI 通胀降至 4.3%，较 8 月下降 0.9pct，创 2021 年 11 月以来的最低水平，核心 CPI 通胀降至 4.5%，创 2022 年 9 月以来的最低水平。基数走高驱动食品、酒精和烟草类通胀较上月下降 0.9pct，并驱动能源通胀较上月下降 1.3pct；消费动能转弱驱动服务业通胀较上月下降 0.8pct。

## 二、政策：终结“十连加”

欧央行终结了利率“十连加”，但并未给出明确的未来指引。欧央行认为当前的利率水平已经足够限制性，未来决策将取决于数据，首要目标仍然是将通胀降至 2%。

与此同时，拉加德未对市场关心的其他问题做出表态：包括欧央行是否会采取更多的量化紧缩政策、未来是否会提高欧洲银行的最低存款准备金、以及 PEPP（紧急疫情资产购买计划）是否会提前结束。

## 三、市场：反应平淡

操作符合预期，发布会亦未见增量信息，市场对本次议息会议反应平淡。股市方面，欧洲股市受美国三季度 GDP 数据的影响更大，欧元区 STOXX 50 指数收跌 0.59%，报 4049.15 点，法国、德国、意大利股市普跌。债市方面，暂停加息令市场对意大利的信心有所恢复，十年期意大利国债收益率回落 12bp，德意利差亦收窄至 200bp 以内。汇率方面，欧元兑美元汇率继续在 1.055 附近低位徘徊。流动性方面，3 个月、6 个月、12 个月期限的跨年欧元拆借成本都已向上突破至 4.3-4.7% 区间。

## 四、前瞻：加息周期或已终结

尽管拉加德并未对之后的政策走势给予更多指导，但市场已基本就欧央行终结加息周期达成共识。未来更多目光将聚焦于欧央行是否会出台更多有针对性的量化紧缩措施。

我们同时认为欧央行加码量化紧缩的概率不高。其一，若欧央行

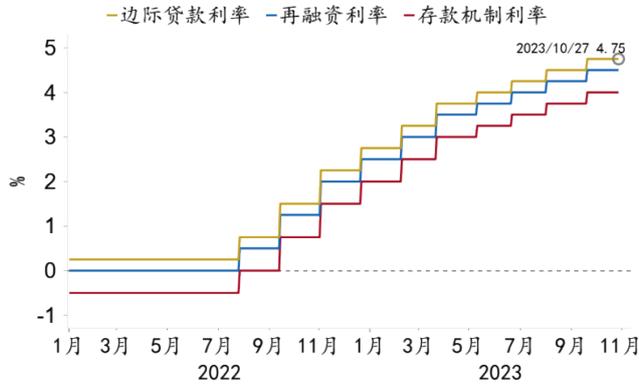
提高欧洲银行的最低存款准备金要求，则相当于对欧洲银行额外加税，并在一定程度上逼迫银行降低存款利率并提高贷款利率，此举虽然能够通过抑制经济活动制约通胀。但是也将显著削弱欧洲银行的盈利能力，欧洲银行系统将更为脆弱。欧洲各国银行的超额准备金分布并不均匀，德法等欧洲强国的银行持有更多的超额保证金，欧洲边缘国家的银行则缺少缓冲垫。其二，若欧央行更早结束 PEPP 购债计划，欧元流动性将进一步收紧，以意大利国债为代表的欧洲边缘国家国债收益率将继续走高，欧元区经济体之间过高的收益率剪刀差将对欧元区整体稳定性造成破坏。

**(评论员：李萍、谭卓、宋宪鏊、王天程)**

附录

图 1: 欧央行终结利率“十连加”

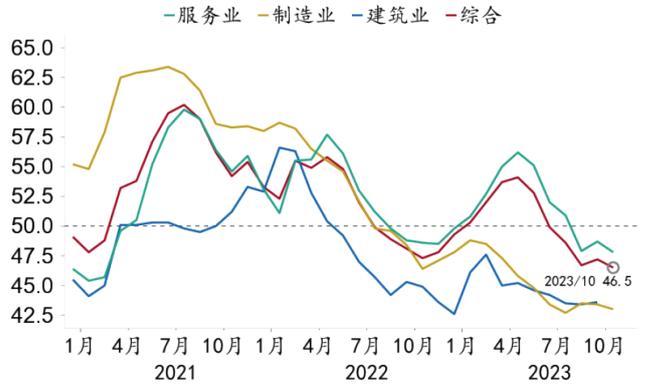
欧央行政策利率路径



资料来源: Macrobond、招商银行研究院

图 2: 欧元区 PMI 持续位于收缩区间

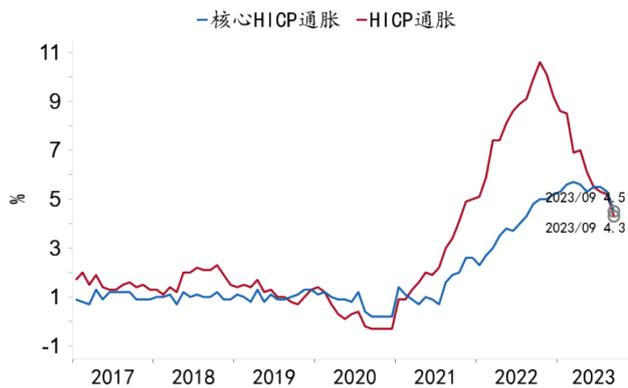
欧元区 S&P Global PMI 指数



资料来源: Macrobond、招商银行研究院

图 3: 欧元区通胀加速回落

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