

## “夏日降息”或将提前——欧央行1月议息会议

### 核心观点：

**欧央行决议符合预期，关键在于三个问题：**欧央行在1月25日召开今年首次议息会议，维持三大政策利率不变（存款便利利率4%、边际贷款利率4.75%、主要再融资利率4.5%）。**缩表方面**，资产购买计划（APP）规模正在稳步下降；同时，计划在2024上半年继续进行抗疫紧急购债计划（PEPP）再投资，到下半年每月平均缩减75亿欧元，直到年底退出PEPP下的再投资。**经济表现方面**，欧央行认为去年第四季度以来增长动力持续疲软，但前瞻性指标增强了经济将有所提速的信心。**劳动力市场继续表现强势**，欧元区的整体失业率在去年11月回到6.4%，动态来看劳动力需求在放缓。**通胀方面**，欧央行认为核心通胀仍在下行轨道，几乎所有潜在通胀指标都在去年12月进一步下降，尽管整体通胀仍受到多重扰动。

**“夏日降息”是否会提前？**虽然开年会议符合预期、按兵不动，但欧央行即将开始调整货币政策已成为大概率事件。投资者近期从欧央行官员的表态当中，反复听到关于“夏日降息”的暗示。如果将这些表态理解为预期管理的一部分，那3月开始讨论降息，6月降息可能是欧央行的基准预期和计划。值得注意的是，本次会议声明删除了有关物价压力和劳动力成本居高不下的措辞，实际上为夏季甚至更早降息打开了窗口。目前大部分官员还是认为宣布控制通胀的胜利为时过早，这就使得接下来一两个月的欧元区经济和通胀数据尤为关键。总的来看，本次会议传递的信息是，降息的夏季到来前落实的几率在提升，更早降息的门槛在降低。

**红海危机是否会扰动通胀走势，进而影响降息节奏？**由于也门胡塞武装持续对红海航运发动袭击，大多数船只被迫改走非洲南端的好望角航线，使得通过曼德海峡进口的海运成本上涨了170%。目前来看，红海危机很难在短期内解除，或许将持续数月甚至一年。根据IMF最新的测算，过去两年进口价格能够解释40%的欧洲消费价格的变化。欧洲统计局推算红海危机将提高今年第一和第二季度欧元区通胀0.5个百分点。如果红海危机加剧，对欧洲通胀构成更加显著的上行压力，则推迟降息也不无可能。近期奥地利央行行长霍尔兹曼（Holzmann）甚至表示，如果中东局势有变，今年不一定会开始降息。因此这个风险点值得密切留意。

**市场预期超前，拉加德是否会向市场妥协？**尽管拉加德在本次会后的发布会仍在不断重申一直依赖数据做政策决定，其表态还是暗示了对薪资增速回落的确定性更有信心。市场目前押注欧央行在4月首次降息25BP的概率为80%，比会前的60%进一步提高；市场对全年降息的定价在140BP，比会前的130BP进一步上升。作为政策制定者，拉加德当然会倾向于谨慎维持目前利息水平，即使更久，也强过过早降息造成的通胀反弹。当然，如果确定通胀已经从历史高位稳定回落，其他扰动风险可控，则拉加德也势必必要向市场预期靠拢。在今年全球多数主要央行均计划降息的背景下，降息的次序和节奏差异就变得格外重要，因此值得将美联储和欧央行政策进行联合观测，并关注对资金流向、美元指数和欧元对美元汇率产生的影响。

### 分析师

章俊

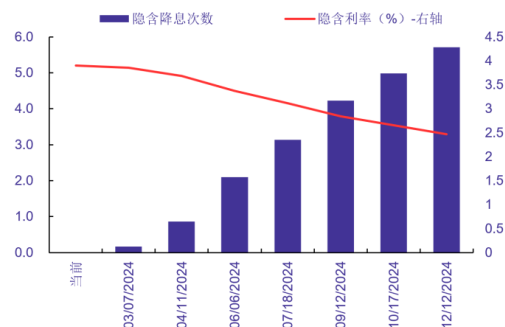
☎：010-8092 8096

✉：zhangjun\_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130523070003

研究助理：于金潼

图：市场预期欧央行4月首次降息



资料来源：Bloomberg，中国银河证券研究院

### 风险提示

1. 欧元区通胀韧性强于预期的风险
2. 地缘政治冲突导致商品价格意外回升的风险

欧央行在 2024 年 1 月议息会议上维持利率不变、符合预期，而市场真正的关注点聚焦在欧央行有关何时降息的表态上。我们将关注三个问题：（1）会议释放了哪些关于降息的信号，“夏日降息”是否会提前？（2）红海危机等因素是否会扰动欧元区通胀走势，进而影响降息节奏？（3）市场和欧央行存在预期差，拉加德会向市场妥协吗？

## 一、“夏日降息”是否会提前？

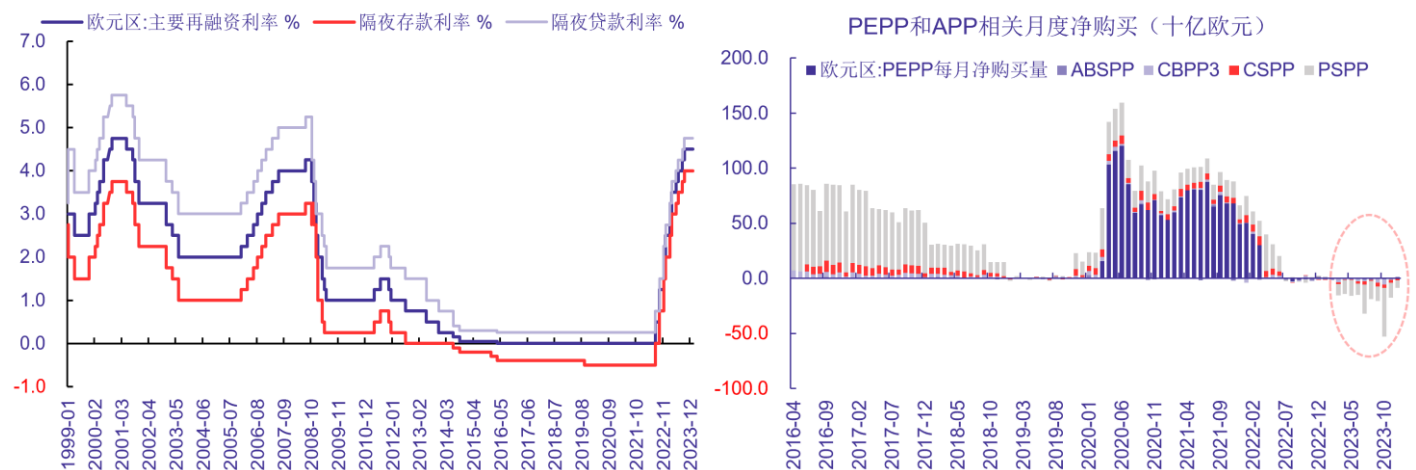
欧央行在 1 月 25 日召开今年首次议息会议，维持三大政策利率不变（存款便利利率 4%、边际贷款利率 4.75%、主要再融资利率 4.5%），并认可前一阶段收紧货币政策已有效传导到金融系统并抑制需求，进而压低通胀。

缩表方面，本次会议传递的信息与上年 12 月底基本一致。资产购买计划（APP）规模正在稳步下降。同时，计划在今年上半年继续进行抗疫紧急购债计划（PEPP）再投资，到下半年每月平均缩减 PEPP 75 亿欧元，直到年底退出 PEPP 下的再投资。

经济表现方面，欧央行认为去年第四季度以来增长动力持续疲软，但前瞻性指标增强了经济将有所提速的信心。劳动力市场继续表现强势，欧元区的整体失业率在去年 11 月回到 6.4%，动态来看劳动力需求在放缓。通胀方面，欧央行认为核心通胀仍在下行轨道，几乎所有潜在通胀指标都在去年 12 月进一步下降，尽管整体通胀仍受到多重扰动。

图 1：欧央行维持利率水平不变

图 2：PEPP 和 APP 显示缩表仍在继续



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

资料来源：Wind，中国银河证券研究院

虽然开年会议符合预期、按兵不动，但欧央行即将开始调整货币政策已成为大概率事件。投资者近期从欧央行官员的表态当中，反复听到关于“夏日降息”的暗示。例如，央行行长拉加德（Lagarde）此前松口表示在夏季降息是可能的，尽管她仍重申有所保留，要看经济数据，观察工资增速、通胀变化和新的欧央行经济预测。德国央行行长内格尔（Nagel）此前认为讨论降息话题还为时尚早，近期也透露在暑假期间采取行动可能最为合适。如果将这些表态理解为预期管理的一部分，那 3 月开始讨论降息，6 月降息可能是欧央行的基准预期和计划。

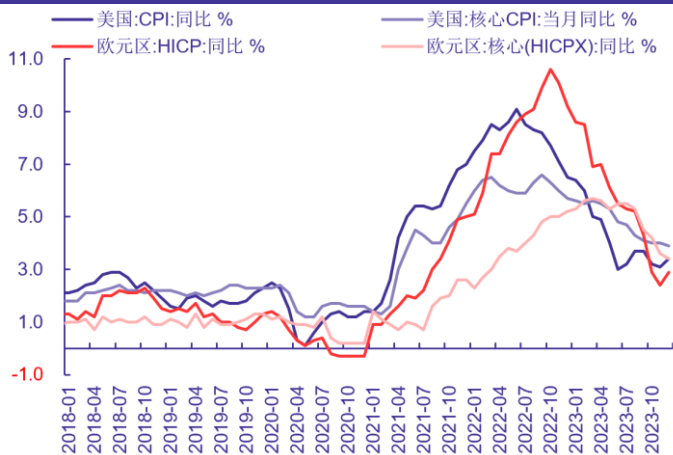
在此次会议上，欧央行给出的前瞻指引比以往更加偏鸽。值得注意的是，本次会议声明删除了有关物价压力和劳动力成本居高不下的措辞（domestic price pressures remain elevated, primarily owing to strong growth in unit labour costs），实际上为夏季甚至更早降息打开了窗口。目前大部分官员还是认为宣布控制通胀的胜利为时过早，这就使得接下来一两个月的欧元区经济和通胀数据尤为关键。总的来看，本次会议传递的信息是，降息在夏季到来前落实的几率在提升，更早降息的门槛在降低。

## 二、 红海危机是否会扰动通胀走势，进而影响降息节奏？

除了薪资水平和经济状况之外，红海危机正在对供应链和通胀带来额外的扰动和压力，这是我们认为需要留意的一个风险点。由于也门胡塞武装持续对红海航运发动袭击，大多数船只被迫改走非洲南端的好望角航线，使得通过曼德海峡进口的海运成本上涨了170%。目前来看，红海危机很难在短期内解除，或许将持续数月甚至一年，如果这部分危机风险难以解除，预计高昂运费、设备短缺、运力减少、运输时间延长将会持续一段时间，欧洲就是受影响最大的地区之一。根据 IMF 最新的测算，过去两年进口价格能够解释 40% 的欧洲消费价格的变化。欧洲统计局推算红海危机将提高今年第一和第二季度欧元区通胀 0.5 个百分点。

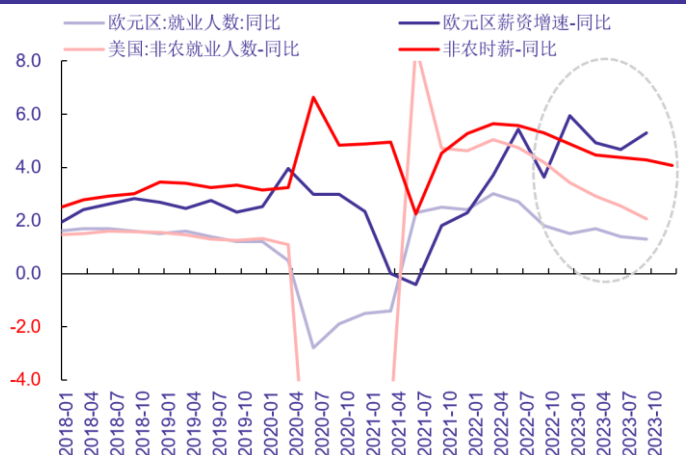
本次会议上，欧央行重申中期目标依然是将通胀调回到 2% 左右的合意水平，并表示目前的核心通胀依然在下行轨道，同时暗示了对高企通胀的担忧。如果红海危机加剧，对欧洲通胀构成更加显著的上行压力，则推迟降息也不无可能。近期奥地利央行行长霍尔兹曼（Holzmann）甚至表示，如果中东局势有变，今年不一定会开始降息。因此这个风险点值得密切留意。

图 3：欧元区核心通胀延续缓和趋势



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图 4：欧元区就业人数下行，薪资存在一定韧性（%）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

## 三、 市场预期超前，拉加德是否会向市场妥协？

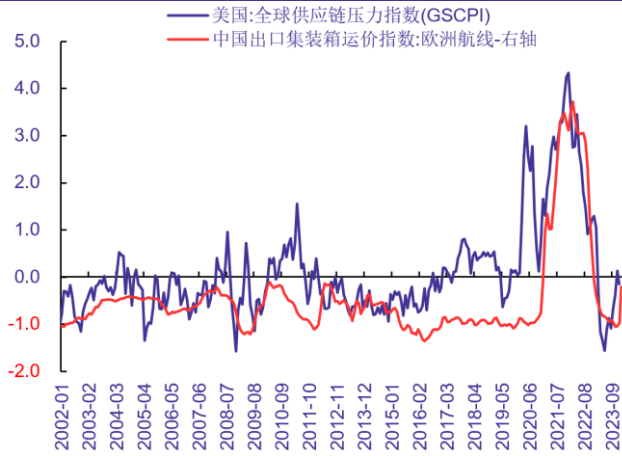
相比于欧央行官员“夏日降息”的暗示，市场预期明显超前，押注 4 月大概率将降息。近段时间，投资者普遍观望的同时，希望从欧央行政策制定者那里获得更多新线索以做出更坚定的押注。而包括拉加德在内的欧央行官员多次表示市场的押注过于激进。这些官员的言论明显是经过协调和设计的，旨在降低市场的降息预期。

尽管拉加德在本次会后的发布会仍在不断重申一直依赖数据做政策决定，其表态还是暗示了对薪资增速回落的确定性更有信心。会后，投资者加注提前降息预期，欧洲两年短债利率迅速下降，欧元对美元下跌至六周新低。市场目前押注有 80% 机会欧央行在 4 月首次降息 25 个基点，比会前的 60% 进一步提高；市场对全年降息的定价在 140 个基点，比会前的 130 个基点进一步上升。作为政策制定者，拉加德当然会倾向于谨慎维持目前利息水平，即使更久，也强过过早降息造成的通胀反弹。当然，如果确定通胀已经从历史高位稳定回落，其他扰动风险可控，则拉加德也势必要向市场预期靠拢。

在今年全球多数主要央行均计划降息的背景下，降息的次序和节奏差异就变得格外重要，因此值得将美联储和欧央行政策进行联合观测，并关注对资金流向、美元指数和

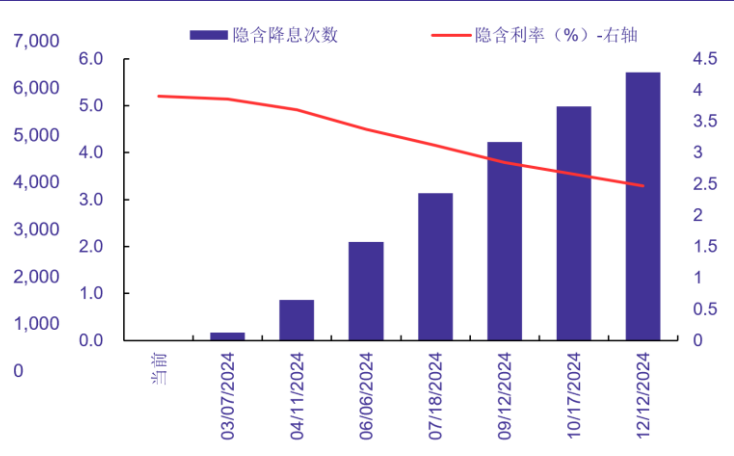
**欧元对美元汇率产生的影响。**美股和欧股目前受货币政策的影响状况比较相似，投资者对于美联储和欧央行的降息时点预测都在提前，成为支撑美股和欧股的重要政策因素。继美国四季度 GDP 之后，在下周也将公布欧元区四季度的 GDP 数据，迎来美联储今年首次 FOMC 会议，届时将会进一步跟进分析。

图 5：运价指数压力由于地缘政治问题有所上升



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图 6：市场依然押注欧央行 4 月进行首次降息



资料来源: Bloomberg, 中国银河证券研究院

## 分析师承诺及简介

本人承诺以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告的具体推荐或观点直接或间接相关。

**章俊 中国银河证券首席经济学家。**

## 免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其客户提供。银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险、应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资咨询建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。银河证券认为本报告资料来源是可靠的，所载内容及观点客观公正，但不担保其准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

本报告版权归银河证券所有并保留最终解释权。

## 评级标准

评级标准	评级	说明
评级标准为报告发布日后的6到12个月行业指数（或公司股价）相对市场表现，其中： A 股市场以沪深300指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准，北交所市场以北证50指数为基准，香港市场以摩根士丹利中国指数为基准。	行业评级	推荐： 相对基准指数涨幅 10%以上
		中性： 相对基准指数涨幅在-5%~10%之间
		回避： 相对基准指数跌幅 5%以上
公司评级	推荐： 相对基准指数涨幅 20%以上	
	谨慎推荐： 相对基准指数涨幅在 5%~20%之间	
	中性： 相对基准指数涨幅在-5%~5%之间	
	回避： 相对基准指数跌幅 5%以上	

## 联系

### 中国银河证券股份有限公司 研究院

深圳市福田区金田路 3088 号中洲大厦 20 层

上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 31 层

北京市丰台区西营街 8 号院 1 号楼青海金融大厦

公司网址：www.chinastock.com.cn

### 机构请致电：

深广地区：程曦 0755-83471683 chengxi\_yj@chinastock.com.cn

苏一耘 0755-83479312 suyiyun\_yj@chinastock.com.cn

上海地区：陆韵如 021-60387901 luyunru\_yj@chinastock.com.cn

李洋洋 021-20252671 liyangyang\_yj@chinastock.com.cn

北京地区：田薇 010-80927721 tianwei@chinastock.com.cn

唐嫚玲 010-80927722 tangmanling\_bj@chinastock.com.cn