

按兵不动

——欧央行 2024 年 1 月议息会议点评

1月25日，欧央行宣布维持利率政策不变，符合市场预期。自2023年10月欧央行首次暂停加息后，这已是欧央行连续第三次维持利率不变。2023年末以来，市场已逐渐对加息周期见顶达成共识，但在未来降息的时点、速度、幅度等问题上依然存在着较大的分歧。

一、经济：走出谷底

欧央行主席拉加德在新闻发布会上明确表示欧元区经济在2023年四季度可能停滞不前，并认为短期内欧洲经济仍将疲软。然而，与2023年三季度相比，欧元区经济预期已经显著好转，出现了一些经济转暖的信号。1月欧元区制造业出现一定的回暖，制造业PMI初值为46.6，较前值44.4回升，超出预期的44.7，虽仍处于荣枯线之下，但已是近九个月以来的新高。我们更倾向于认可欧央行在四季度经济展望中做出的官方判断，随着通胀回落带动实际收入回升，欧元区经济将度过至暗时刻。

通胀方面，尽管欧元区HICP通胀一度下跌至2023年11月的2.4%，逼近2%通胀目标，但是去通胀的“最后一公里”却较想象更为艰难。在能源价格反弹和欧洲居民实际收入回升的双重驱动下，2023年12月欧元区通胀数据明显反弹，跃升至2.9%。欧央行认为货币紧缩的滞后效应仍在发酵，并对信贷端和需求端造成双重压力，带动通胀进一步下行。然而，火热的就业市场和经济回暖的预期也在对经济构成支撑，令欧元区去通胀“最后一公里”较预期更加艰难。

二、政策：保持紧缩

欧央行宣布维持利率政策不变，并表示会将利率维持在限制性水平并保持足够长时间，以确保欧洲通货膨胀能及时恢复到2%的中期目标，未来政策都将取决于数据。



此外，欧央行将不再对到期的 APP（资产购买计划）项目本金进行再投资，并将在年底停止 PEPP（疫情紧急购买计划）下的再投资。

本次会议在措辞上延续了欧央行各主要官员在公共场合表达的“暂不降息，继续维持欧元区整体高利率水平”的强硬态度。

三、市场：解读偏鸽

本次议息会议决议符合市场预期，但表态层面只是延续了已被市场定价的“鹰派”措辞，未有增量信息，市场解读偏鸽。欧洲股市小幅收涨。欧洲 STOXX 50 指数收涨 0.37%，法国、德国、意大利股市振幅均在 0.6% 以内。欧洲各国债收益率普跌。跌幅分布在 5-10bp 区间。欧元下跌。欧元兑美元汇率收跌 0.36%。欧元拆借成本曲线全平。从隔夜至 1 个月、3 个月、6 个月、12 个月期限的欧元拆借成本都已落在 4.0-4.15% 区间。

四、前瞻：鹰派降息

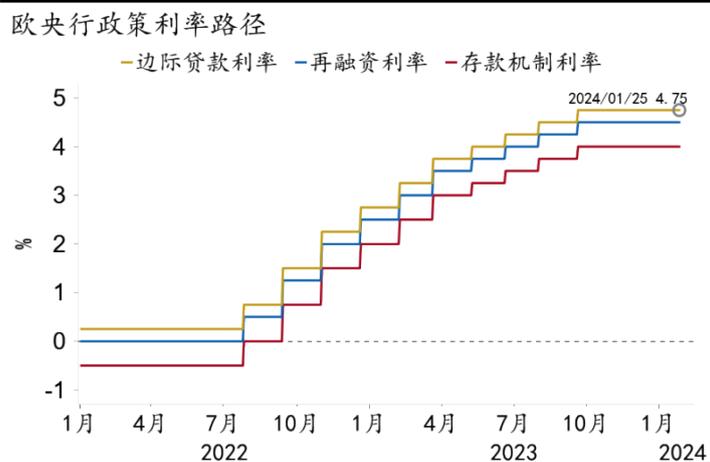
“去通胀”、“软着陆”和“大幅降息”可能构成了不可能三角。若同时实现了“去通胀”和“软着陆”，则难以大幅降息；若在实现“软着陆”的基础上开启降息，通胀水平就可能反弹；若在“去通胀”完成的基础上仍然大幅降息，则意味着经济已经快速下行。面对不可能三角，欧央行政策转向空间其实并不算大。

一个可能的结果是欧央行将执行“鹰派降息”，在预防性降息的同时打压“加码降息”的预期，这一情形也可能发生在美联储。我们预计欧央行或将在 6-7 月开启降息，但速度和幅度均相对平缓。目前市场普遍预计欧央行将在 4 月开启降息，全年合计降息 125bp。过激的降息预期大概率将被修正。

（评论员：李萍 谭卓 宋宪鋆 王天程）

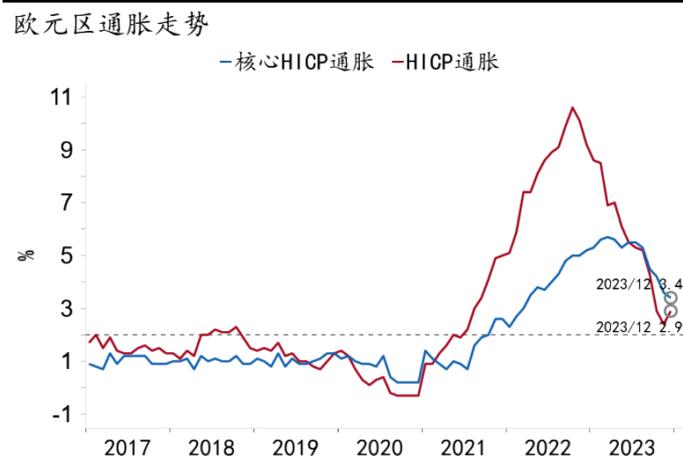
附录

图 1：欧央行保持货币政策不变



资料来源：MACROBOND、招商银行研究院

图 2：欧元区通胀水平有所反弹



资料来源：MACROBOND、招商银行研究院