



最后的强硬

——欧央行 2024 年 3 月议息会议点评

3月7日，欧央行公布议息会议决议，继续将再融资利率、存款便利利率、边际贷款利率三大关键利率维持在 4.5%，4.0%及 4.75%，符合市场预期。

自去年 10 月首次暂停加息后，这已是欧央行连续第四次维持利率不变。随着限制性利率维持更久，货币紧缩滞后效应将进一步发酵，可能对冲实际收入转涨对经济的支撑作用，欧央行预期的“年中经济复苏”幅度可能偏低。

前瞻地看，欧央行或将于年中开启预防性降息，全年降息 4 次（100bp）。

一、经济：依然漫长的“最后一公里”

尽管欧央行下调了对年内经济与通胀的预测，但最新预测仍然指向通胀直至 2025 年方能回到 2%。

经济方面，欧央行将 2024 年经济增长预测值下调 0.2pct 至 0.6%，2025 年预测值保持 1.5%不变，2026 年预测值上调 0.1pct 至 1.6%。欧央行认为，受利率高企、外需走弱、地缘冲突持续等因素影响，2024 年上半年欧元区经济或将继续低迷。随着利率水平见顶回落，叠加薪资上升和通胀下降带来居民实际收入进一步增长，下半年欧元区经济可能逐渐回暖，这一趋势将在未来 2-3 年持续。

通胀方面，欧央行将 2024 年通胀预测值下调 0.4pct 至 2.3%，2025 年预测值下调 0.1%至 2.0%，2026 年预测值保持 1.9%不变。通胀预测的回落主要来自于非核心通胀的超预期下行，能源和食品通胀均在快速回落，并未受到地缘冲突的持续性影响。受劳动力市场火热影响，欧元区薪资水平持续增长，对核心通胀构成支撑，核心通胀预测下调幅度显著不及总通胀。2024 年核心通胀预测值下调 0.1pct 至 2.6%，2025 年核心通胀预测值下调 0.1pct 至 2.1%，2026 年核心通胀预测值保持 2.0%不变。



二、政策：保持强硬

欧央行宣布保持三大关键利率不变，且没有给出任何降息指引。欧央行继续强调货币政策目标是将通胀恢复至 2%。为了实现这一目标，欧央行需要将限制性利率维持更久。拉加德主席在新闻发布会上表示，欧央行尚未讨论降息问题，仅开始讨论是否有必要放松限制性立场。

欧央行继续执行量化紧缩计划。欧央行将在 2024 年下半年每月减少 € 75 亿疫情紧急购买计划（PEPP）规模，并在 2024 年底停止再投资。

三、市场：解读偏鸽

欧央行下调经济与通胀预测被市场解读为利好。欧元区股市普涨。欧元区 STOXX 50 指数收涨 1.19%，续创历史新高，法国、德国、意大利股市均在上涨；欧元区国债收益率普跌。欧元区国家国债收益率连续多日下行，衡量欧元区整体经济健康度的德意利差也降至 130bp 附近，几乎回归启动加息前的水平。受美联储主席鲍威尔听证会发言同样偏鸽影响，欧元汇率未见显著变动。于 1.10 附近震荡。

四、前瞻：年中降息

我们维持欧央行将于年中开启降息周期的判断。根据欧央行的预测，欧元区经济将于年中止跌企稳。然而，随着利率水平在高位保持更久，尽管实际收入增长可能对消费构成支撑，但付息压力的进一步提升可能对冲掉这种支撑作用，欧元区经济复苏可能不及欧央行预期。

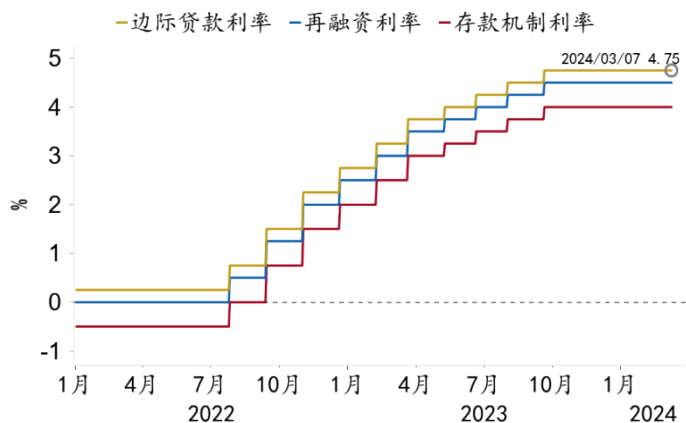
量化紧缩或将持续至年底，与利率操作相独立。美联储理事沃勒、美联储主席鲍威尔先后表示量化紧缩可能“长期化”，这可能成为一种潮流。随着“利率零下限”问题退出历史舞台，欧央行资产负债表“正常化”进程或将长期持续。

（评论员：李萍 谭卓 宋宪鋈 王天程）

附录

图 1：欧央行宣布保持三大关键利率不变

欧央行政策利率路径



资料来源：MACROBOND、招商银行研究院

图 3：德意利差趋于收敛

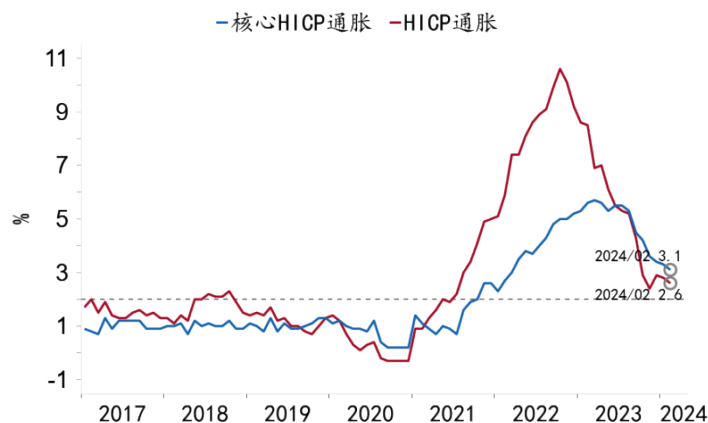
德意十年期国债利差



资料来源：MACROBOND、招商银行研究院

图 2：欧元区通胀水平仍未回归 2%

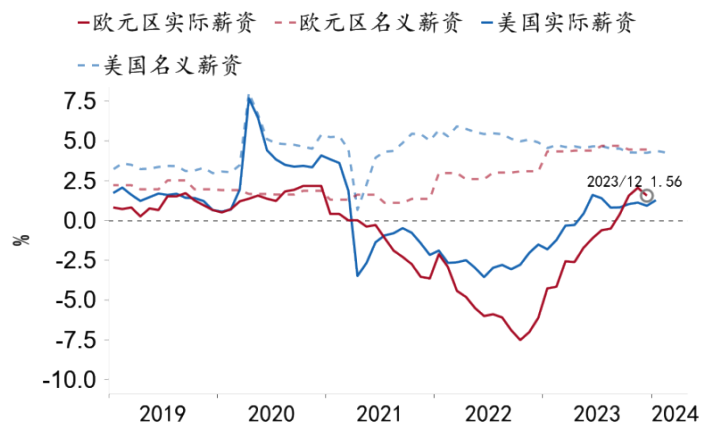
欧元区通胀走势



资料来源：MACROBOND、招商银行研究院

图 4：欧元区实际收入亦已转为正增长

美欧名义和实际薪资增速



资料来源：MACROBOND、招商银行研究院