

欧央行的潜在转向与美元指数的被动高位

——欧洲数据跟踪

核心要点:

欧央行3月按兵不动，6月降息概率提高：欧央行于3月货币政策会议上维持政策利率不变，资产购买计划（APP）预计月均被动缩减250亿欧元左右，疫情紧急购买计划（PEPP）将在年中出现缩减；欧央行的理论月度平均缩表规模年中将上升为325亿欧元/月，但仍比美联储更加克制。欧央行调低了对通胀增速的展望，2024至2026年名义HICP预计增速分别为2.3%、2.0%和1.9%；核心HICP为2.6%、2.1%和2.0%，显示对通胀稳定靠近2%目标的信心。与此同时，欧央行对经济的展望则更加低迷，预计2024年实际增长仅有0.6%（比去年1.0%的展望显著降低）。总体上，欧央行的货币政策转向可能在年中到来，同时美欧央行都会进入“边降息边缩表”的新状态。

欧央行的“需求侧”货币操作框架：欧央行计划于9月18日实施的操作框架调整是通过需求侧确定合意流动性水平的思路，与美联储探索的供给侧“充足准备金水平”（ample reserve）思路有所不同。将主要再融资利率（MRO）和存款便利利率（DFR）的利差从50BP缩减至15BP会压缩两者构成的政策利率走廊范围，降低银行等金融机构使用MRO的借款成本，类似于美联储压缩银行准备金率（IORB）和贴现窗口的利差。MRO和DFR利差被压缩后，银行通过MRO缓解流动性压力的成本将降低，这会鼓励银行在由于缩表等因素面临流动性紧缺时使用MRO，而欧央行也可以通过银行的借款量和频率观察缩表进程是否导致流动性严重紧缺。相较于从流动性的供给侧测算合适的准备金水平，从需求侧观察缩表对流动性的影响对欧央行来说更加便利。

劳动市场紧凑，通胀将跟随能源和商品进一步下行：劳动市场方面，欧元区20国失业率先在1月降至6.4%的历史新低，薪资维持韧性，可能对欧元区内部的服务和商品价格形成弱支撑。2月份欧元区HICP同比增速从前值2.8%进一步放缓至2.6%；核心HICP同比从前值3.3%放缓至3.1%。从结构上看，食品、能源与商品价格都处于进一步缓和。商品通胀1月份为2.0%，2月份为1.6%；服务通胀在连续三个月保持在4.0%之后，二月份略微下降至3.9%；大多数基础通胀指标在年初都有回落。这也支持欧央行下调通胀预测。

制造业表现疲软，经济增长预期再下调：短期来看消费者支出仍受到利率抑制，投资有所放缓，企业出口减少，经济的下行压力仍未解除。欧元区制造业的困境明显：3月欧元区制造业PMI进一步下滑至45.7（前值46.5），德国制造业PMI下行至41.6（前值42.5），法国下行至45.8（前值47.1）。其工业生产指数和产能利用率均处于2008年以来的最低位。虽然消费者信心指数从底部反弹，但其效果仍主要体现在边际回暖的服务业需求，零售销售指数1月同比负增长1.0%，环比仅0.1%，显示一季度消费可能仍然弱势。进出口方面，1月商品出口同比增长2.8%，商品进口同比负增长15.5%，尽管出口有改善，但进口的疲软意味着欧元区消费动力不足，内需并不能支撑经济恢复扩张。经济的弱势也指向政策利率的降调。

欧央行的潜在转向和经济弱势支持美元指数被动维持高位：尽管美联储在3月FOMC会议上进行了相对鸽派的表态，美元指数近期却由于欧元、日元和瑞郎的明显弱势而回升至偏高位。3月18-24日当周，欧洲PMI等经济数据仍然偏弱，日央行虽然加息但对进一步紧缩十分谨慎、瑞士央行意外降息等因素都对美元的上行有明显贡献。作为对美元指数影响最明显的货币，欧元的表现将取决于欧美的经济和贸易、通胀和利率等因素的差距。在欧央行大概率不会晚于美联储降息、欧元区制造业带动经济疲弱、通胀预计进一步顺利下行、美国经济在劳动市场和财政支持下维持强势的假设下，美元指数可能在未来一个季度继续因被动因素维持偏高位（103上方），虽然倾向于降息的美联储可能不会进行鹰派的表态。

分析师

章俊

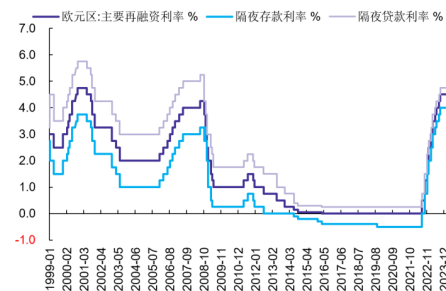
☎：010-8092 8096

✉：zhangjun_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130523070003

研究助理：于金潼

图：欧央行货币政策转向可能在年中到来



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

风险提示：

1. 欧洲通胀意外回升的风险
2. 南欧国家出现债务问题的风险

欧元区：经济和通胀预期下行，欧央行 6 月有望转向

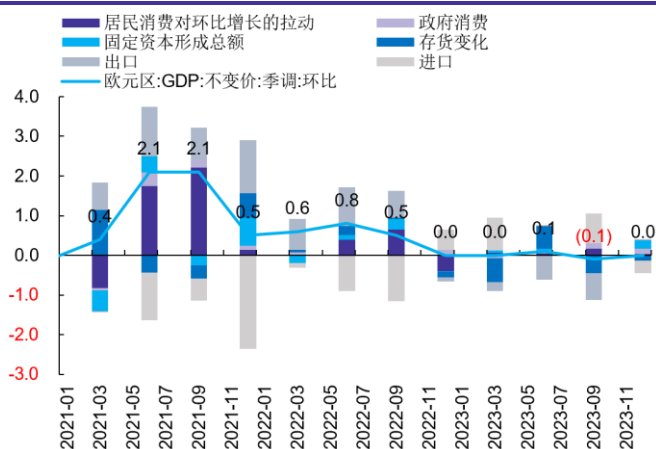
（一）欧央行 3 月按兵不动，6 月降息概率提高，转向需求驱动型货币操作框架

欧央行于 3 月货币政策会议上维持政策利率不变，欧洲主要再融资利率、存款便利利率和边际贷款便利利率分别继续维持 4.50%、4.00% 和 4.75%。同时，缩表继续按计划推进，在 2023 年 7 月后全部的资产购买计划（APP）再投资均停止，预计月均被动缩减 250 亿欧元左右的规模，2 月实际缩减约 253 亿。疫情紧急购买计划（PEPP）将在年中出现缩减：与 2023 年允许 PEPP 贯穿 2024 年的计划不同，欧央行 1 月会议中宣布将仅在上半年维持疫情紧急购买计划（PEPP）再投资，下半年每月平均缩减 PEPP 75 亿欧元，直到 2024 年底彻底退出。因此，欧央行的理论月度平均缩表规模年中将上升为 325 亿欧元/月，但仍比美联储更加克制。

尽管不低的薪资增速阻碍了内部价格的回落，欧央行调低了对通胀增速的展望，2024 至 2026 年名义 HICP 预计增速分别为 2.3%、2.0% 和 1.9%；核心 HICP 为 2.6%、2.1% 和 2.0%，显示对通胀稳定靠近 2% 目标的信心¹。与此同时，欧央行对经济的展望则更加低迷，预计 2024 年实际增长仅有 0.6%（比去年 1.0% 的展望显著降低），2025 和 2026 年为 1.5% 和 1.6%。在通胀预计回落，短期增长压力加大的情况下，欧央行在上半年进行降息的理由比美联储更加充分。此外，欧央行在 3 月 13 日宣布更新货币操作框架，以更好的缩减资产负债表，这一新框架更侧重于金融机构的流动性需求²。

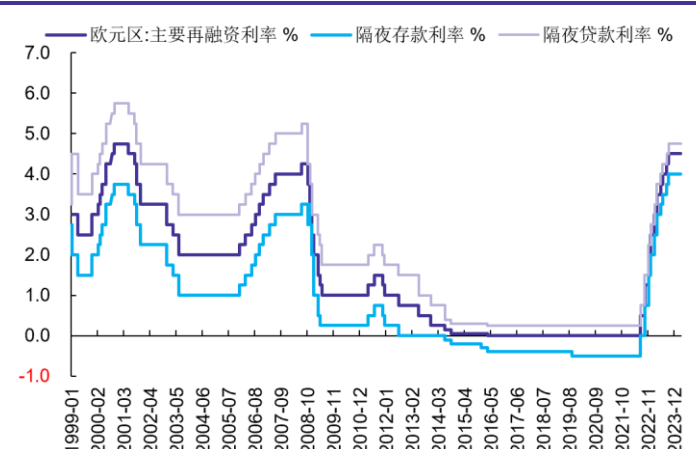
总体上，在通胀预计进一步回落、经济下行压力加剧、美联储可能在年中进行转向的背景下，欧央行在 6 月进行首次降息概率较高。缩表方面，尽管年中将出现小幅加码，但欧央行预计在 9 月 18 日调整操作框架，届时主要再融资利率（MRO）和存款便利利率（DFR）的利差将被从 50BP 压缩至 15BP，从而减少短期货币市场的波动并从金融机构的资金需求情况确定合适的流动性水平。因此，主要央行的货币政策转向可能在年中到来，同时美欧央行都会进入“边降息边缩表”的新状态。

图 1：欧元区经济增长继续面临压力（%）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图 2：欧央行 3 月继续维持三大利率不变

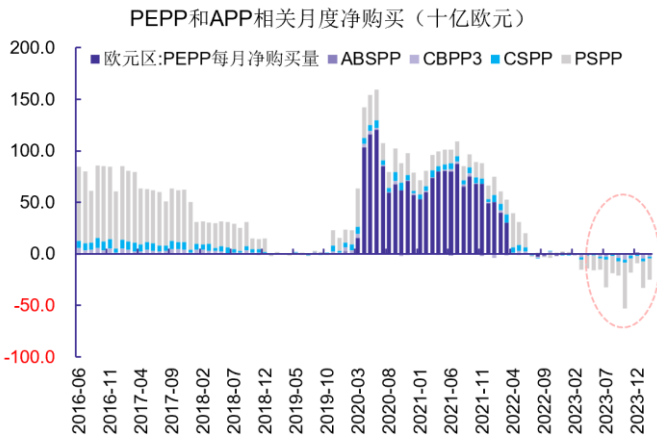


资料来源：ECB，中国银河证券研究院

¹ Economic bulletin (europa.eu)

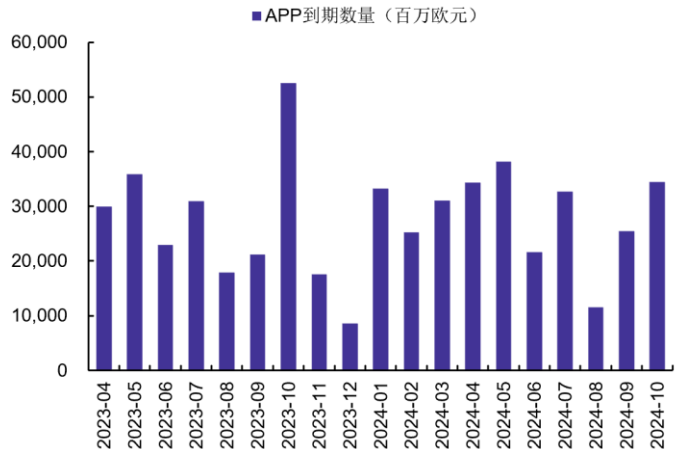
² Changes to the operational framework for implementing monetary policy (europa.eu)

图 3：欧央行继续缩表，年中开始将缩减 PEPP



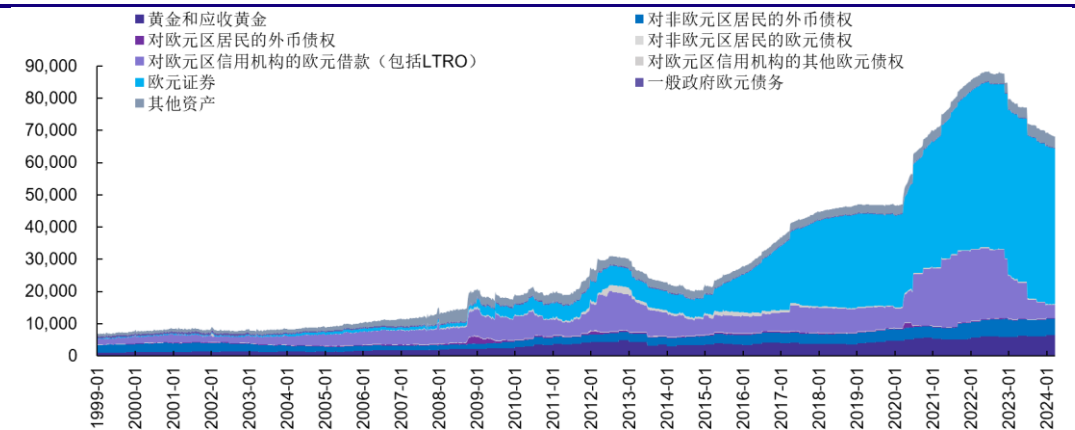
资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图 4：APP 自 2024 年 3 月至 2025 年 2 月约有 3350 亿欧元到期



资料来源：ECB，中国银河证券研究院

图 5：欧央行资产负债表规模缩减至 6.8 万亿欧元左右（亿欧元）



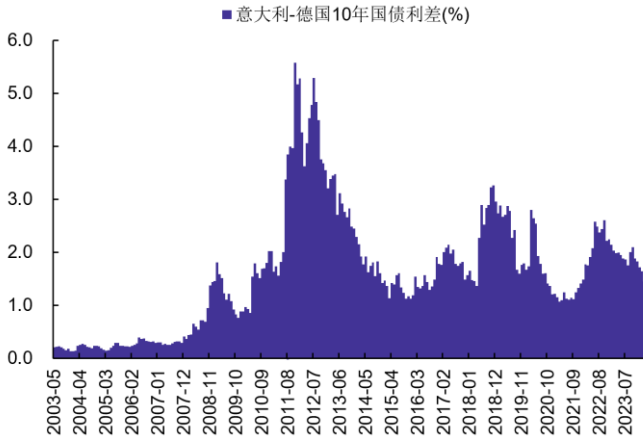
资料来源：Wind，中国银河证券研究院

欧央行计划于 9 月 18 日实施的操作框架调整是通过需求侧确定合意流动性水平的思路，与美联储探索的供给侧“充足准备金水平”（ample reserve）有所不同。将主要再融资利率（MRO）和存款便利利率（DFR）的利差从 50BP 压缩至 15BP 会压缩两者构成的政策利率走廊范围，降低银行等金融机构使用 MRO 的借款成本，类似于美联储压缩银行准备金率（IORB）和贴现窗口的利差。MRO 和 DFR 利差被压缩后，银行通过 MRO 缓解流动性压力的成本将降低，这会鼓励银行在因缩表等因素面临流动性紧缺时使用 MRO，而欧央行也可以通过银行的借款量和频率观察缩表进程是否导致流动性严重紧缺。相较于从流动性的供给侧测算合适的准备金水平，从需求侧观察缩表对流动性的影响对欧央行来说更加便利。这一货币操作框架的调整有利于欧央行在 2024 年中后更顺利地实施“边降息边缩表”，避免银行系统的流动性紧缺。

在欧央行没有发出鹰派信号的情况下，欧洲各国国债仍保持相对稳定，货币政策传导“碎片化”的风险进一步降低。10 年期美债与德债的利差维持在 1.8%-1.9% 左右，而 10 年期意大利国债和德债的利差进一步下行至 1.3% 左右，显示市场并未对意大利更差的财务状况有明显警惕。南欧国家国债收益率整体问题，也支持货币政策传导“碎片化”风

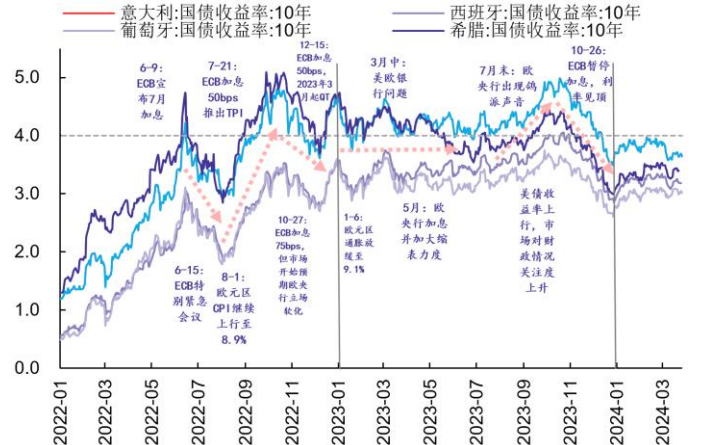
险不大的观察。总体上，在欧元区经济和通胀回落，欧央行年中有望进行货币政策转向之下，欧元区长端国债收益率有进一步下行的希望。

图 6：意德 10 年期国债利差进一步回落，欧债压力缓和



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图 7：南欧国家国债收益率稳中略降（%）

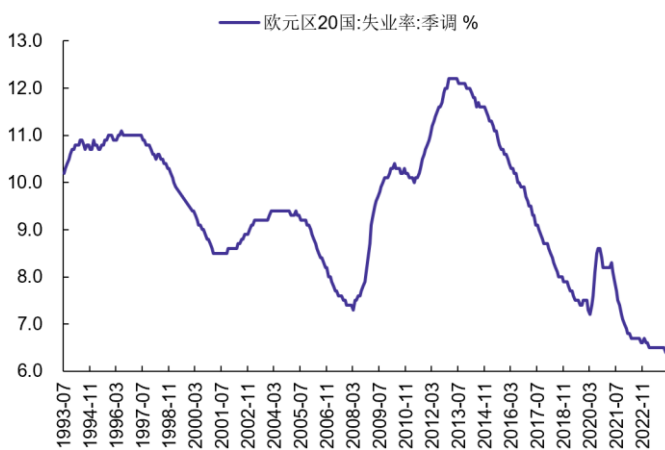


资料来源：Wind，中国银河证券研究院

（二） 劳动市场保持紧凑，但通胀将跟随能源和商品价格继续回落，为欧央行降息铺平道路

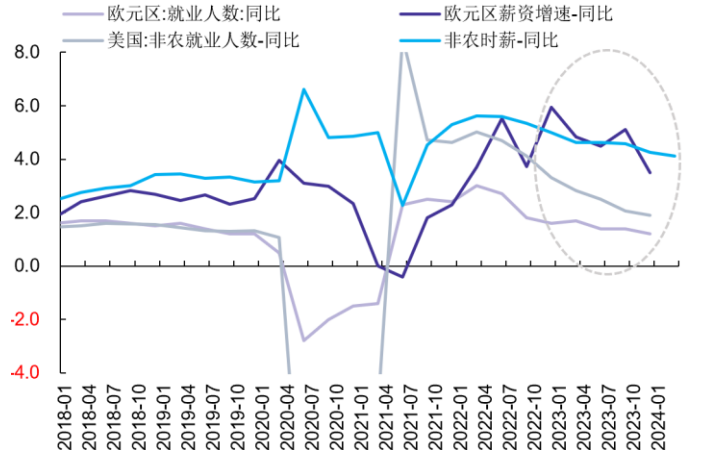
劳动市场方面，欧元区 20 国失业率在 1 月降至 6.4%的历史新低，同时其 2023 年四季度薪资增速为 3.5%，在低失业率之下放缓速度偏慢，可能对欧元区内部的服务和商品价格形成支撑。2 月份欧元区 HICP 同比增速从前值 2.8%进一步放缓至 2.6%，环比 0.6%有季节性因素的影响；核心 HICP 同比从前值 3.3%放缓至 3.1%，环比 0.7%。从结构上看，食品、能源与商品价格都处于进一步缓和。商品通胀 1 月份为 2.0%，2 月份为 1.6%；服务通胀在连续三个月保持在 4.0%之后，二月份略微下降至 3.9%。大多数基础通胀指标在年初都有回落，过去供给冲击的影响继续减弱，紧缩的货币政策对需求施加压力。

图 8：欧元区 20 国失业率保持在历史低位，劳动市场偏紧



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

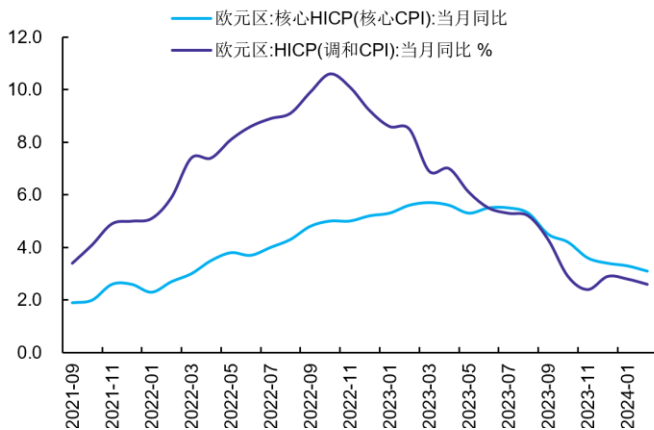
图 9：欧元区薪资仍偏高，就业人数缓慢放缓（%）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

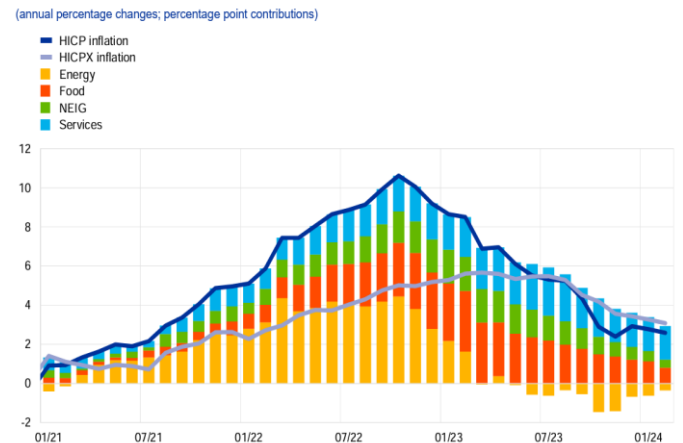
虽然如此，欧央行认为（1）薪资偏高的增速和较为缓慢的降幅仍带来国内价格的上升动力；（2）劳动生产率同期的走低也可能使通胀放缓慢于预期；（3）虽然管道能源的价格受红海问题的影响有所消退，但地缘政治冲突对价格的风险仍然存在。不过，通胀缓和的大方向并未发生变化。整体来看，HICP 预计将从 2023 年的 5.4% 下降至 2024 年的 2.3%，2025 年降至 2.0%，2026 年继续放缓至 1.9%；同时名义通胀将会略低于有薪资增速支撑的核心通胀。劳动市场的紧凑和通胀进一步缓和的趋势为欧央行考虑年中降息打开了空间。

图 10：欧元区通胀进一步缓和，食品能源与商品带动下行



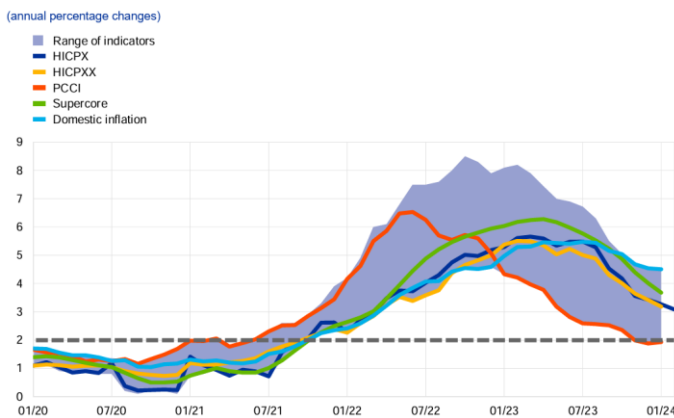
资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图 11：服务通胀仍然是主要的压力来源（%）



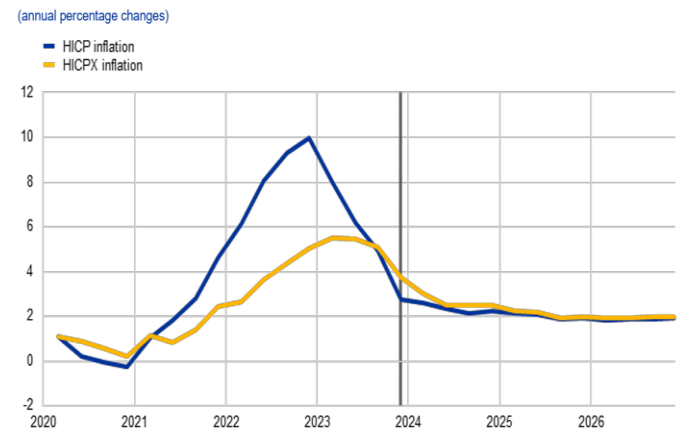
资料来源：ECB，中国银河证券研究院

图 12：通胀主要趋势项延续下行(%)



资料来源：ECB，中国银河证券研究院

图 13：欧央行预测通胀将更稳定的接近 2% 的目标（%）



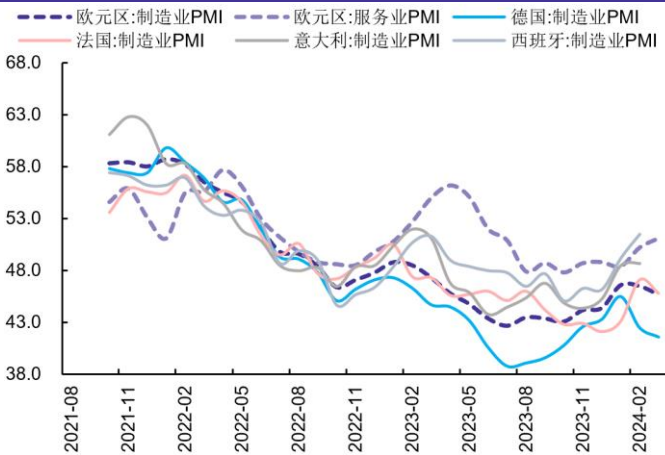
资料来源：ECB，中国银河证券研究院

（三）欧元区制造业表现疲软，经济增长预期下调

经济方面，短期来看消费者支出仍受到利率抑制，投资有所放缓，企业出口减少，欧元区经济的下行压力仍未解除，但未来可能随着实际薪资的转正、利率的降低和出口上行而边际好转。欧元区制造业在能源成本偏高，汽车工业面临新能源转型挑战的情况下弱化明显，而服务业也在高利率环境下受到一定压制，2024 年赤字率预计压缩至 GDP 的 2.9%，请务必阅读正文最后的中国银河证券股份有限公司免责声明。

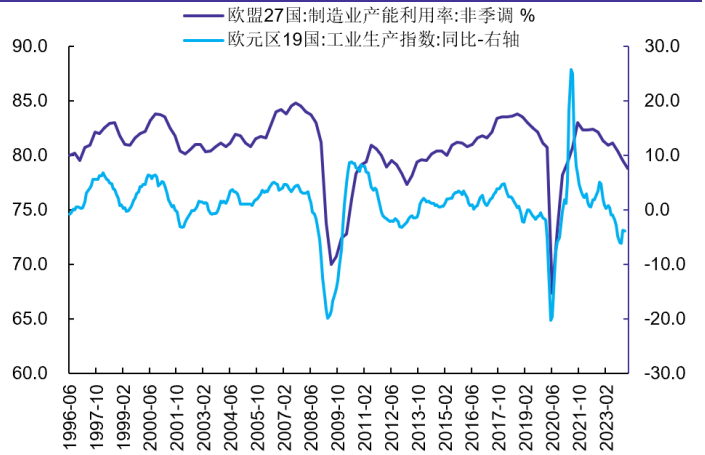
财政力度并不会显著刺激经济增长。因此，欧央行 3 月将 2024 年经济增长预期下调至 0.6%，2025 年在更多有利条件下将加速至 1.5%。

图 14：欧元区服务业 PMI 稍有改善，制造业依然弱勢



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

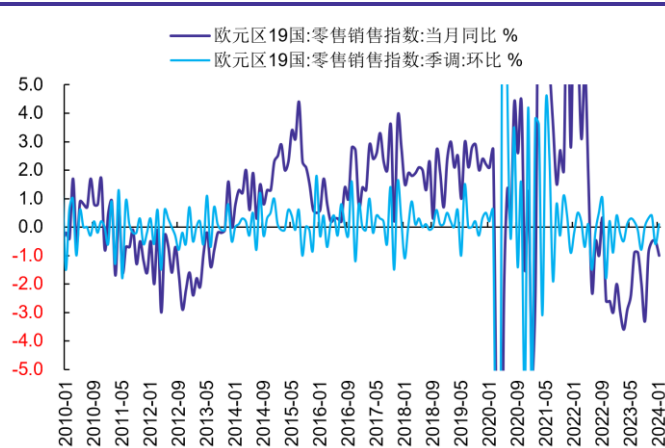
图 15：欧洲工业生产和产能利用率指数均处于低位



资料来源：ECB，中国银河证券研究院

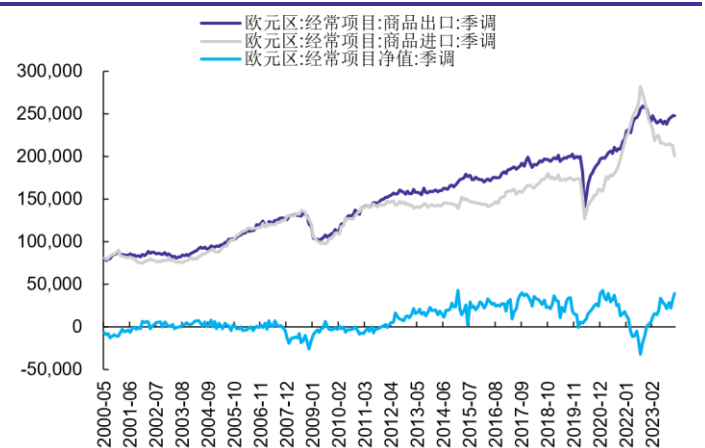
具体来看，欧元区制造业的困境明显。3 月欧元区制造业 PMI 进一步下滑至 45.7（前值 46.5），德国制造业 PMI 下行至 41.6（前值 42.5），法国下行至 45.8（前值 47.1）。其工业生产指数和产能利用率均处于 2008 年以来的最低位。虽然消费者信心指数从底部反弹，但其效果仍主要体现在边际回暖的服务业需求，零售销售指数 1 月同比负增长 1.0%，环比仅 0.1%，显示一季度消费可能仍然弱勢。进出口方面，1 月商品出口同比增长 2.8%，商品进口同比负增长 15.5%，尽管出口有改善迹象，但进口的疲软意味着欧元区消费动力不足，内需并不能支撑经济恢复扩张。因此，欧洲经济短期弱勢的表现叠加通胀回落意味着欧央行需要考虑在年中降低利率，缓和产业转型阶段面临的经济压力。

图 16：欧元区零售销售指数同比延续负增长，暗示经济较弱



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图 17：欧元区 1 月出口上行，进口下滑反映内需疲弱（百万欧元）

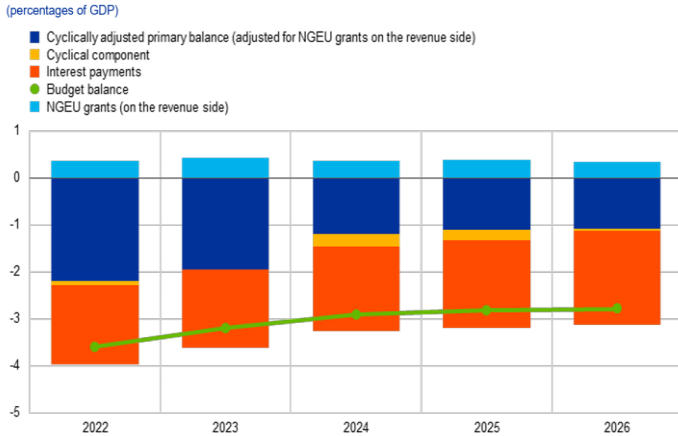


资料来源：Wind，中国银河证券研究院

展望未来，通胀下降和工资持续增长将增加实际可支配收入，贸易条件在生产成本回落和外需改善下回升，2024 年经济增长应逐渐加速，好于 2023 下半年的情况。目前来看，

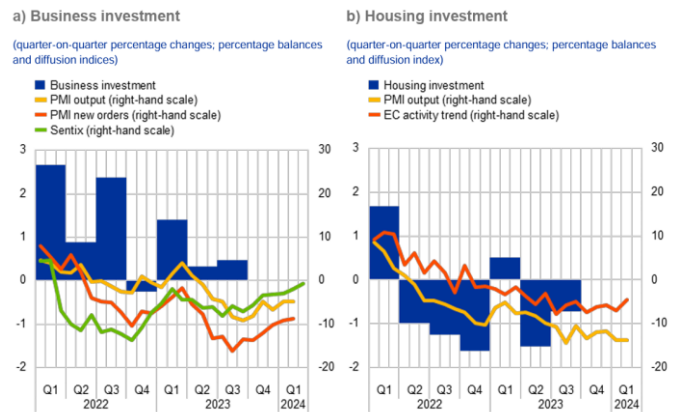
红海目前的航运中断不太可能导致重大的供应限制重新出现，不会从供给侧冲击经济。中期考虑，经济预计将受到欧洲央行货币政策转向的支持。总体上，2024 年实际 GDP 增长为 0.6%，随后两年增长将进一步恢复。

图 18: 欧元区赤字扩张幅度有限 (%)



资料来源: ECB, 中国银河证券研究院

图 19: 高利率下, 欧元区投资情况较弱



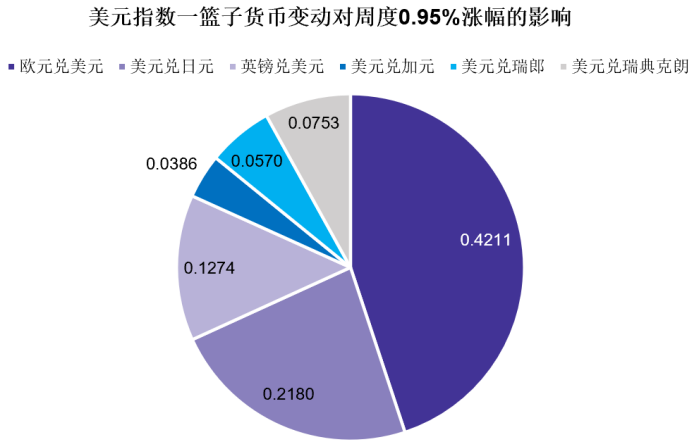
资料来源: ECB, 中国银河证券研究院

(四) 欧央行的潜在转向和经济弱势支持美元指数被动维持高位

尽管美联储在 3 月 FOMC 会议上进行了相对鸽派的表态，市场也仍然维持了其 6 月进行货币政策转向的预测，但美元指数近期却由于欧元、日元和瑞郎的明显弱势而回升至偏高位置。从 3 月 18-24 日当周情况来看，美元指数同比前一周升值 0.95%，同期欧元兑美元贬值 0.73%、美元兑日元升值 1.60%、英镑兑美元贬值 1.07%、美元兑加元升值 0.42%、美元兑克朗升值 1.79%、美元兑瑞郎升值 1.58%，被动升值效果明显；当周欧洲 PMI 等经济数据仍然偏弱、日央行虽然加息但对进一步紧缩十分谨慎、瑞士央行意外降息等因素都对美元的上行有明显贡献。

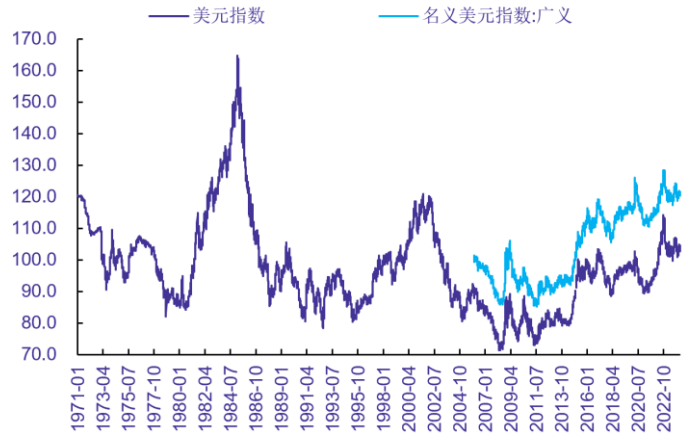
在瑞士央行打响 G10 国家降息第一枪后，日本以外的主要发达经济体的降息周期似乎渐行渐近，年中可能是众多央行集体转向的时点。作为对美元指数影响最明显的货币，欧元的表现将取决于欧美的经济和贸易、通胀和利率等因素的表现。在欧央行大概率不会晚于美联储降息、欧元区制造业带动经济疲弱、通胀预计进一步顺利下行、美国经济在劳动市场和财政支持下维持强势的假设下，美元指数可能在未来一个季度继续因被动因素维持偏高位置（103 上方），虽然倾向于降息的美联储可能不会进行鹰派的表态。

图 20: 美元指数在 3.18-24 当周被动升值 (%)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图 21: 欧元区经济弱势, 降息不会晚于美联储, 支持美元指数



资料来源: Wind, 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，并不构成对客户的具体投资建议，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	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
 唐曼羚 010-80927722 tangmanling_bj@chinastock.com.cn