



蓄势待降

——欧央行议息会议点评（2024年4月）

4月11日，欧洲宣布将再融资利率、存款便利利率、边际贷款利率三大关键利率维持在4.5%，4%以及4.75%，符合市场预期。

年初以来美欧经济显著分化，美国经济韧性与通胀粘性双双超出市场预期，欧洲通胀则超预期降温，经济亦未显著回暖。因此，当前市场更多押注欧央行将领先美联储进行首次降息，但对未来降息路径存在诸多分歧。

一、经济：低位企稳

经济小幅复苏但整体仍弱，叠加通胀超预期回落，欧央行对经济形势的判断与表态均偏鸽派。

欧元区经济呈现弱复苏态势。拉加德主席在新闻发布会上表示，2024年一季度欧元区经济仍然疲软，持续的限制性利率为欧洲制造业的供给与需求均戴上了镣铐。从数据看，欧元区经济边际回暖但仍处低位。3月欧元区制造业PMI初值为46.1，超出预期的45.7，但仍处收缩区间。实际薪资增长支撑消费需求，服务业PMI扩张至51.5，并带动综合PMI重回扩张，录得50.3。

欧元区通胀超预期放缓。3月欧元区通胀超预期下行，连续4个月去化。欧元区HICP通胀跌至2.4%，低于市场预期的2.5%。核心通胀跌至2.9%，低于市场预期的3%。从结构看，“弱商品、强服务”是美欧通胀的共性特征。食品烟酒和非能源工业品是通胀回落的边际贡献项，服务通胀则在4%的高位小幅反弹。

欧元区就业市场温和转冷，薪资增速进一步放缓。2月欧元区失业率仍维持在6.5%的历史低位，但2023年末职位空缺率已下降至2.7%，指向雇佣需求边际转冷。2023年四季度薪资同比增速跌至3.4%，较三季度下降



1.8pct。

二、政策：开始转向

欧央行宣布保持三大关键利率不变，并首次给出明确降息指引。欧央行首次在议息会议声明中表示，如果通胀持续向目标值回归的信心得到了进一步增强，放松货币政策的限制性将是合适的。

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。

总的来说，欧央行正式开启降息前的预期引导。

三、市场：美国通胀抢镜

尽管欧央行首次发出降息信号，但美国通胀大超预期带来全球转鹰交易。欧元区国债收益率普涨，涨幅普遍位于 10-15bp。欧洲股市延续跌势，斯托克 50 指数收跌 0.7%，德国、意大利股市均收跌 0.8%。欧元大幅走弱，欧元兑美元汇率跌至 1.07。中资银行间欧元拆借成本仍然高企，1 个月、3 个月、6 个月、12 个月期限的欧元拆借成本全部高于 4.1%。

四、前瞻：6 月降息，前途难测

我们认为欧央行目前已逐步具备了在 6 月首次降息的铺垫与条件，但市场全年 3 次的降息预期则略显乐观。尽管欧央行可能有意愿持续降息，但迫于美国再通胀发酵与美联储降息预期持续延后，汇率压力可能使欧央行妥协。降息对欧洲经济的支撑效果，也可能因为美联储保持高利率而大打折扣。

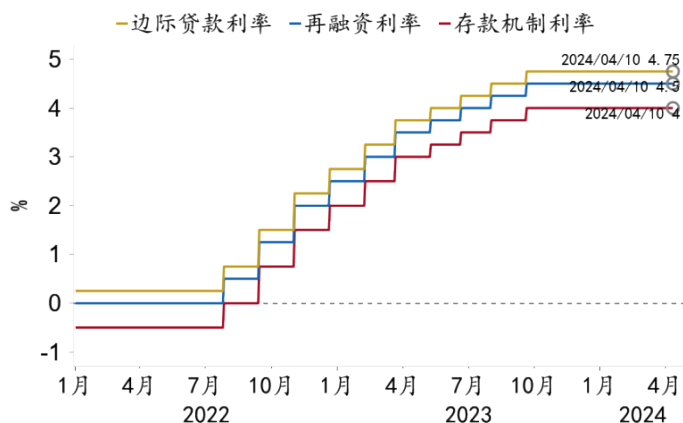
基于当前时点评估，尽管欧央行与美联储相互独立，但在欧央行执行首次降息后，欧央行未来货币政策走势将更多取决于美国经济数据和美联储货币政策，而非欧央行自身的经济形势与政策取向。

（评论员：李萍 谭卓 宋宪鋆 王天程）

附录

图 1：欧央行宣布保持三大关键利率不变

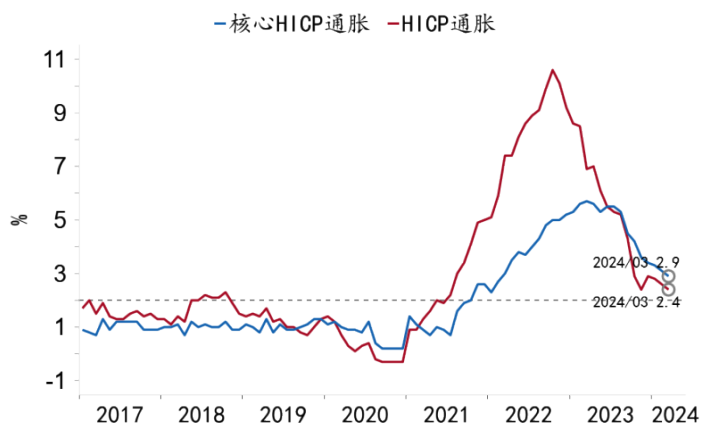
欧央行政策利率路径



资料来源：MACROBOND、招商银行研究院

图 3：欧元区通胀陡峭回落

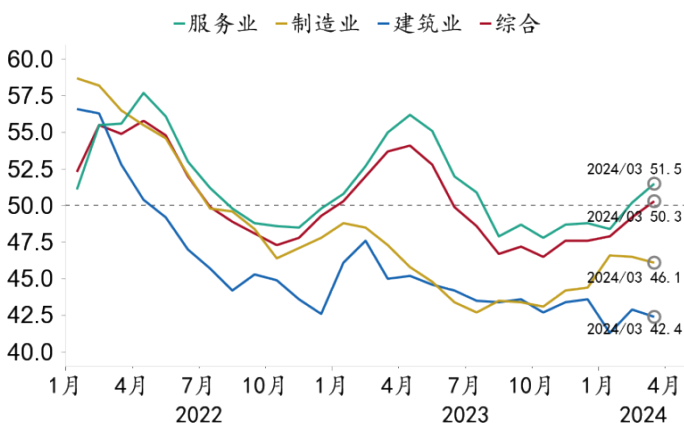
欧元区通胀走势



资料来源：MACROBOND、招商银行研究院

图 2：欧元区经济呈现“弱复苏”态势

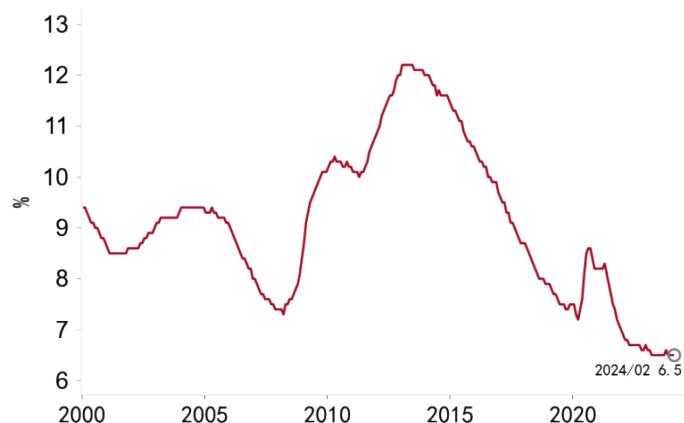
欧元区S&P Global PMI指数



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