

欧央行降息鹰派，市场预期美联储 9 月降息

——美联储系列三

研究院 宏观组

徐闻宇

✉ xuwenyu@htfc.com

从业资格号：F0299877

投资咨询号：Z0011454

高聪

✉ gaocong@htfc.com

从业资格号：F3063338

投资咨询号：Z0016648

投资咨询业务资格：

证监许可【2011】1289号

宏观事件

北京时间 2024 年 6 月 6 日，欧洲央行降息 25 个基点，将存款便利利率、主要再融资利率和边际贷款利率分别降至 3.75%、4.25% 和 4.5%；计划在 2024 年下半年缩减 PEPP 投资组合。欧洲央行上调 2024 年 GDP 增速预期，下调 2025 年 GDP 增速预期；上调 2024 年和 2025 年通胀预期；欧洲央行行长拉加德预计通胀将于 2025 年下半年才跌向 2%。

核心观点

■ 欧央行鹰派降息

欧央行 6 月虽然降息 25 个基点，但是上调了 2024 年和 2025 年的通胀预期。作为将通胀作为单一货币政策目标的央行而言，短期行为和政策预期的背离显示出欧央行货币政策目标的漂移——短期开始更多关注经济的影响。数据显示，尽管 5 月 HICP 同比降至 2.6%，快接近 2% 的通胀目标，但是一方面短期下行节奏趋稳，另一方面下半年受到供应链因素的扰动可能性在增加，通胀存在上行风险。而在欧洲高利率影响下，M1 同比增速、政府信贷增速已 18 个月深度负增长，显示出经济面临的压力，货币政策面临“滞胀”环境的考验。

■ 美联储 6 月大概率不降息，美元资产仍有表现空间

下周美联储也将进入到议息日程，我们预计美联储仍将保持利率不变。一方面，虽然短期经济数据和通胀数据确实存在一定的波动（不同类型经济指标之间分化），但是其可持续性依然需要时间观察。另一方面，在大选年劳动力成本的缓和空间相对有限，而下半年租金成本的可能再次回升也将增加通胀对于货币政策放松的制约。

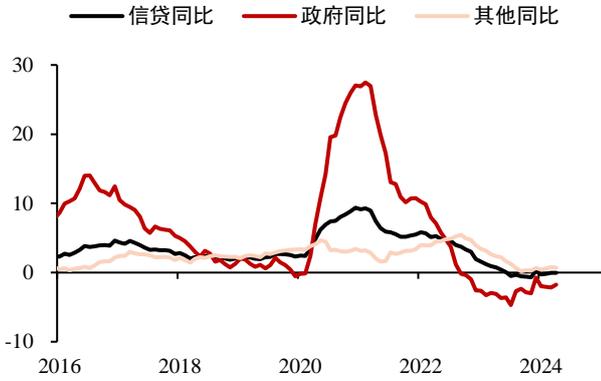
在逆全球化/碎片化的背景下，全球经济体系“重建”和应对未来的基础设施建设形成的价格压力，和短期经济增长的困局形成反差，央行继续面临两难。但是全球央行之间面临的经济基本面存在差异，相比较欧洲更显著的“滞胀”难题，美国虽然也存在潜在价格上行压力，但是在“统一”财政驱动下，经济的短期表现优于非美经济体，为美联储提供更多的政策腾挪空间。尽管 6 月美联储利率变化的可能性不大，但是依然需要关注其对未来的利率点阵图给出的政策预期，需要关注美联储继续上调实际利率预期对于全球资产带来的流动性风险，市场的交易来源于和欧央行不得不降息之间的差异性。

■ 风险

经济数据短期波动风险，流动性快速收紧风险

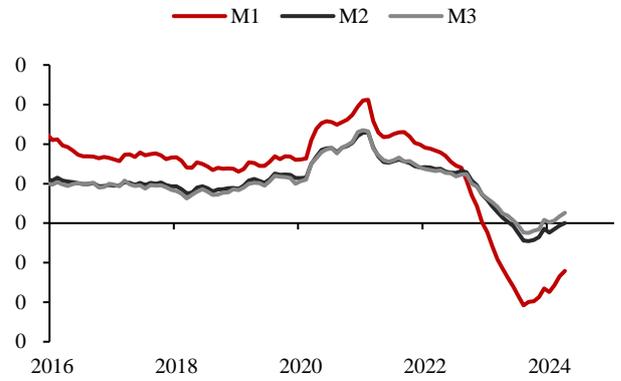
附图

图 1: 资产端欧元区信贷 | 单位: %YoY



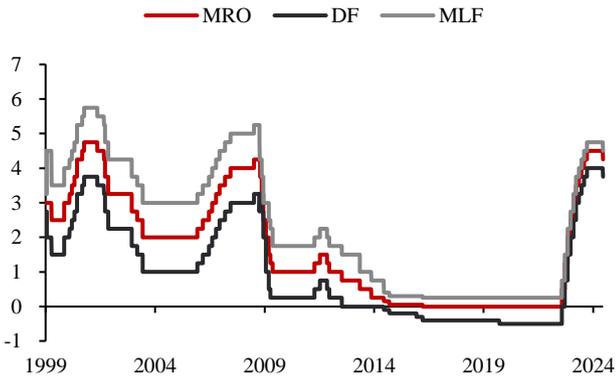
数据来源: Bloomberg 华泰期货研究院

图 2: 负债端欧元区 M 体系 | 单位: %YoY



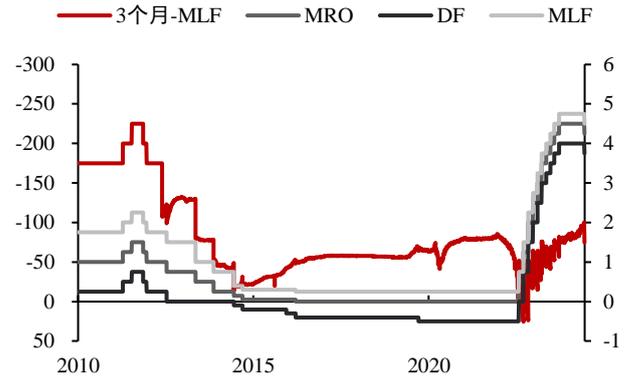
数据来源: Bloomberg 华泰期货研究院

图 3: 欧央行降息 25BP | 单位: %



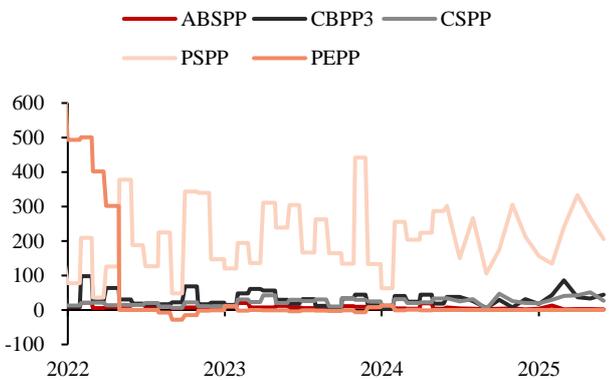
数据来源: Bloomberg 华泰期货研究院

图 4: 欧元区 3 个月/MLF 利差收敛 | 单位: BP



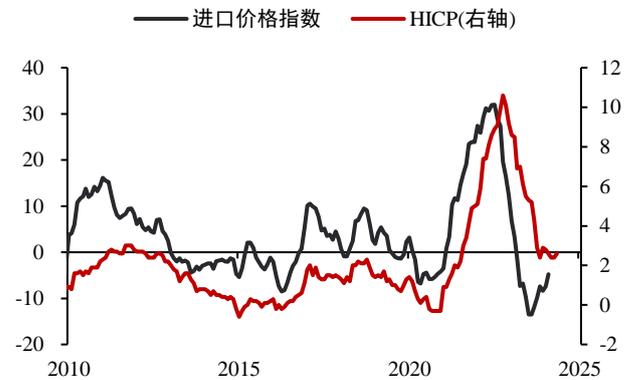
数据来源: Bloomberg 华泰期货研究院

图 5: 欧央行资产购买计划规模 | 单位: 亿欧元



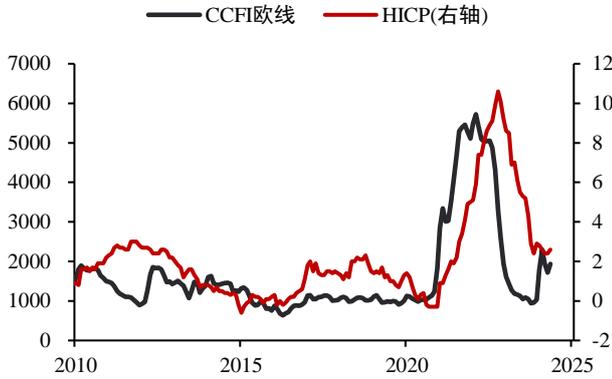
数据来源: Bloomberg 华泰期货研究院

图 6: 欧元区进口价格和欧洲通胀 | 单位: %YoY



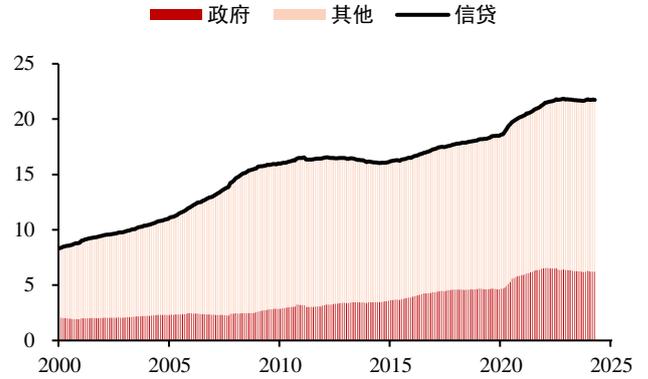
数据来源: Bloomberg 华泰期货研究院

图 7: CCFI 欧线报价和欧洲通胀 | 单位: %YoY



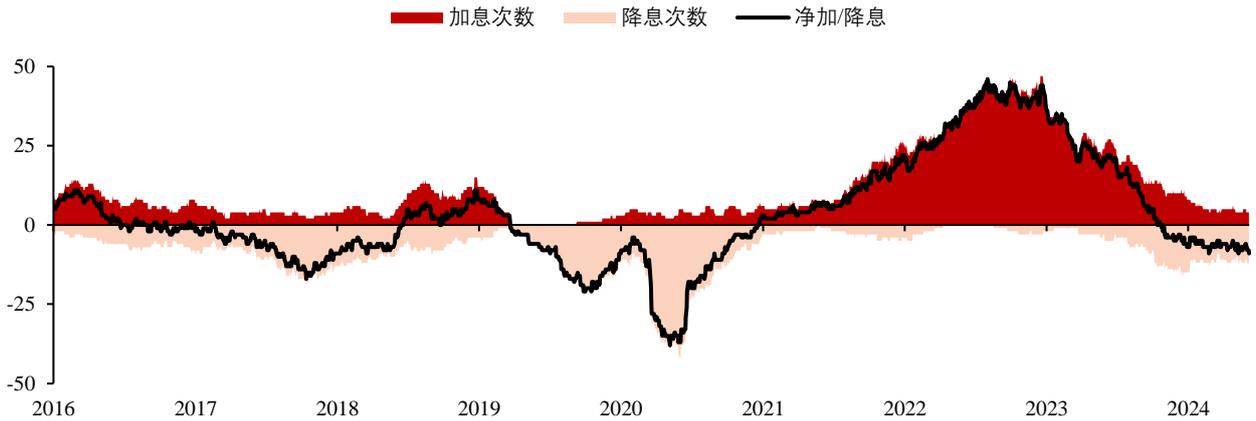
数据来源: Bloomberg 华泰期货研究院

图 8: 欧元区信贷结构 | 单位: 万亿欧元



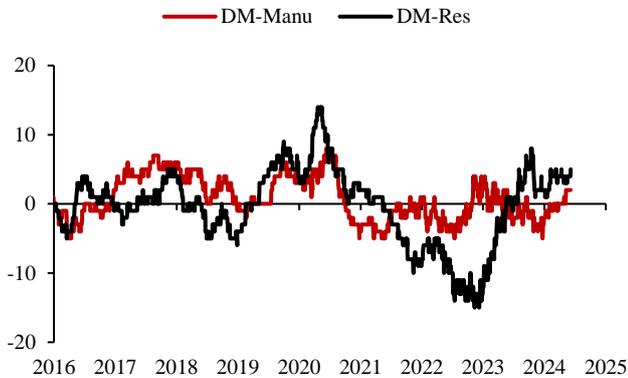
数据来源: Bloomberg 华泰期货研究院

图 9: 全球主要央行净加减息变化 | 单位: 次数



数据来源: Bloomberg 华泰期货研究院

图 10: 发达、生产和资源国货币政策差异 | 单位: 次数



数据来源: Bloomberg 华泰期货研究院

图 11: 美元指数和央行加减息变化 | 单位: 次数



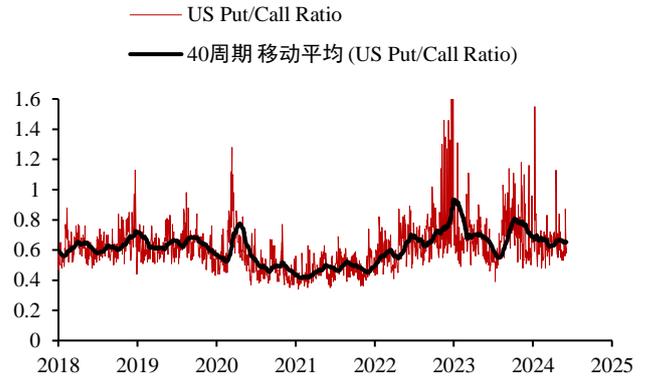
数据来源: Bloomberg 华泰期货研究院

图 12: 全球政策不确定性和美元指数 | 单位: 指数点



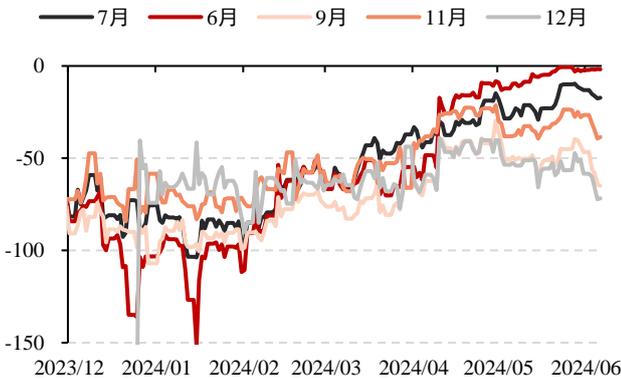
数据来源: Bloomberg 华泰期货研究院

图 13: 美股 PCR 变化 | 单位: %



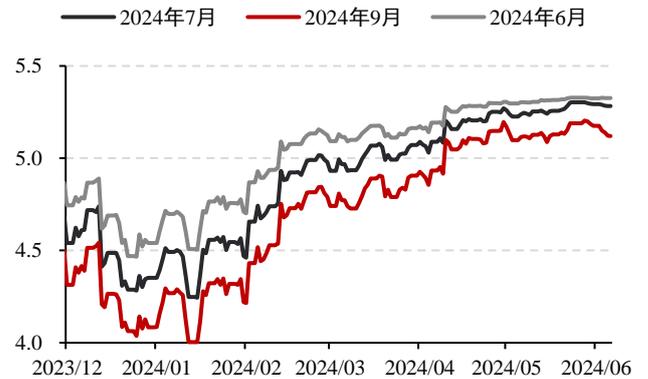
数据来源: Bloomberg 华泰期货研究院

图 14: 美国加减息概率 | 单位: %



数据来源: Bloomberg 华泰期货研究院

图 15: 美国基准利率预期 | 单位: %



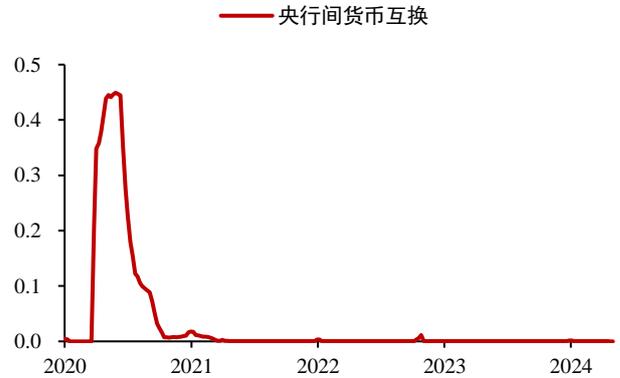
数据来源: Bloomberg 华泰期货研究院

图 16: 美元流动性变动 | 单位: 千亿美元



数据来源: Bloomberg 华泰期货研究院

图 17: 央行流动性互换工具位于低位 | 单位: 亿美元



数据来源: Bloomberg 华泰期货研究院

免责声明

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、结论及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，投资者并不能依靠本报告以取代行使独立判断。对投资者依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华泰期货研究院”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

华泰期货有限公司版权所有并保留一切权利。

公司总部

广州市天河区临江大道1号之一2101-2106单元 | 邮编：510000

电话：400-6280-888

网址：www.htfc.com