

## 欧央行降息对欧元区库存的潜在影响？

### 核心观点：

**欧央行如期降息25BP，不对未来利率路径做出承诺：**降息后，存款便利利率为3.75%，边际贷款利率为4.50%，主要再融资利率为4.25%。欧央行认为，在利率维持不变九个月后，基于对通胀前景的更新评估、基础通胀动态和货币政策传导机制的力度，现在应适当缓和货币政策收紧程度。其同时强调，**管委会将继续遵循依赖数据和逐次会议的方法来确定适当的限制水平和持续时间，即不对利率路径做出承诺。**欧央行预计降息后经济增长将进一步恢复，而通胀虽会小幅提升，但压力还在继续减轻。

**欧央行乐观上调经济展望，年内可能累计降息75BP：**欧央行将2024年欧元区的经济增长预期由2024年3月预测的0.6%上调至0.9%。从中期来看，预计财政支持的逐步退坡将对经济增长带来一定拖累，欧央行将2025年欧元区的经济增长预期由2024年3月预测的1.5%小幅下调至1.4%。此外，欧央行预计未来3年内欧元区失业率都将保持在历史最低水平，但就业增长率将从2023年的1.4%下降到2024年的0.8%。**欧央行降息的主因一方面是通胀顺利向2%靠拢的趋势明显，另一方面则是高利率导致总需求和产出持续低迷、制造业表现羸弱。因此，经济增长正逐步代替通胀担忧，成为货币政策的核心考量。**虽然市场对欧央行降息先于美联储且全年幅度更大早有定价，但降息的落地仍会对美元指数的强势形成支撑，而欧央行未来降息的幅度也受到美联储决策的影响。我们倾向于欧央行在观察数据和外部环境时间充分的9月和12月进行25BP的降息，全年累计降息幅度可能达到75BP；但在美联储仅降息一次的情况下，欧央行年内可能仅再降息一次。同时，欧央行的缩表规模7月后将从月均250亿欧元的规模扩大至325亿欧元，**美欧央行都会进入“边降息边缩表”的新范式。**

**欧元区的库存周期已经有底部回升的迹象：**尽管部分欧洲企业仍认为自身库存较高，但总量数据显示库存不论是从领先指标、下行幅度和时长等方面都已经处于相对底部，即去库存可能在2023年底已经大致结束，今年上半年可能处于弱补库阶段。

**需求有边际改善迹象，但仍偏弱：**不论是从欧元区制造业PMI还是主要国家的相应数据来看，制造业需求依然处于偏弱的状态。欧元区的企业调查数据中也有对新订单情况的评估，该数据同样反映需求出现边际改善，但力度目前偏弱。也可以从中国对欧元区的出口或欧元区的进口情况来验证其需求的强度。从欧洲主要国家从中国进口的情况已经可以看出一定需求回暖的迹象。尽管欧元区可能进入了补库存初期，但目前可验证的数据显示其补库力度有限。

**非刺激性降息带动的经济恢复有望使库存继续温和回升：**利率降低或者处于低位的阶段一般对应着制造业PMI的回升和随后库存的回暖。本轮欧央行的降息不是为了显著刺激经济，而是也考虑到了通胀压力缓和，降息的幅度和力度与危机时代难以同日而语，而欧元区财政2024年也将趋于收缩，这意味着经济上行的力度不会太强。不过考虑到欧央行年内可能至少有50BP的累计降息幅度，对总需求和制造业的压制将弱化。虽然欧元区制造业仍较疲弱，但需求小幅的回升可以在下半年支持温和的补库存，这对工业金属价格和对欧元区贸易的进一步改善都是有利因素。同时，全球货币政策转向宽松也利于贵金属价格有进一步表现。

### 分析师

章俊

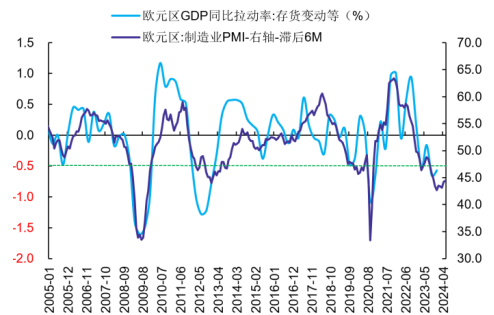
☎：010-8092 8096

✉：zhangjun\_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130523070003

研究助理：于金潼、顾皓阳

图：欧元区库存可能从底部继续改善



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

### 风险提示

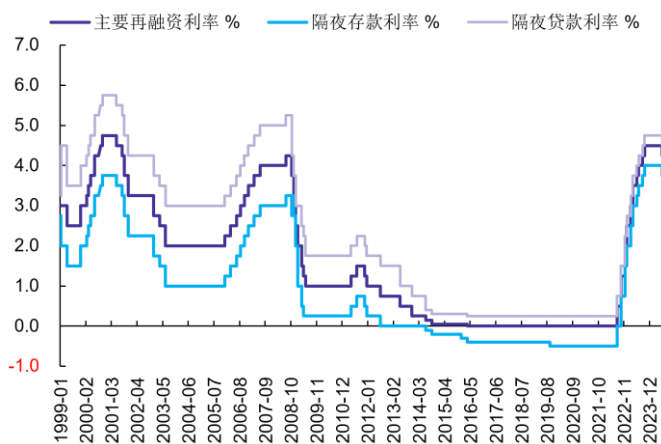
1. 欧元区通胀韧性强于预期的风险
2. 南欧国家出现债务问题的风险

欧央行在 2024 年 6 月议息会议上如期进行了 25BP 的降息，在瑞士、瑞典和加拿大之后，货币政策转向的发达经济体规模更加壮大。

欧央行降息的主要因素一方面是通胀顺利向 2% 靠拢的趋势明显，另一方面则是高利率导致总需求和产出持续低迷、制造业表现羸弱。因此，经济增长正逐步代替通胀担忧，成为货币政策的核心考量。虽然市场对欧央行降息先于美联储且全年幅度更大早有定价，但降息的落地仍会对美元指数的强势形成支撑，而欧央行未来降息的幅度也受到美联储决策的影响。我们倾向于欧央在观察数据和外部环境时间充分的 9 月和 12 月进行 25BP 的降息，全年累计降息幅度可能达到 75BP；但在美联储仅降息一次的情况下，欧央行年内可能仅再降息一次。同时，欧央行的缩表规模 7 月后将从月均 250 亿欧元的规模扩大至 325 亿欧元，美欧央行都会进入“边降息边缩表”的新范式。

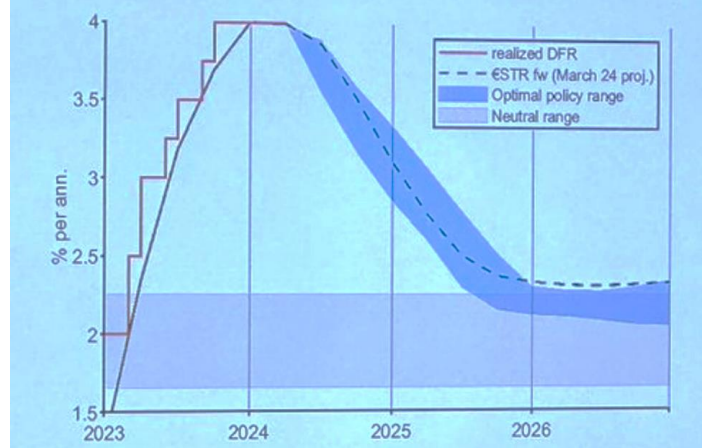
随着一季度经济增长的微弱恢复，2023 年下半年可以确认为欧元区增长的低点。从数据上看，去库存可能在 2023 年底已经大致结束，今年上半年可能处于弱补库阶段。需求方面，在工业生产整体弱势之下，制造业 PMI 的底部已经形成，只是改善幅度有限；企业对新订单的评估有边际改善，而欧洲进口情况也反映需求从底部上行，支持小幅补库的判断。考虑到欧央行年内至少 50BP 的累计降息幅度，对总需求和制造业的压制会明显弱化；虽然欧元区制造业仍较疲弱，但需求小幅的回升可以在下半年支持温和的补库存，这对工业金属价格和对欧元区贸易的进一步改善都是有利因素。同时，全球货币政策转向宽松也利于贵金属价格有进一步表现。

图 1：欧央行维持利率水平不变



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图 2：欧央行员工预测显示全年可能有 75BP 的降息空间



资料来源：ECB，中国银河证券研究院

## 一、欧央行如期降息，乐观上调 2024 经济展望

欧央行在 6 月 6 日召开今年第四次议息会议，决定将三大政策利率各降低 25 个基点，符合市场预期。在欧央行降息后，存款便利利率为 3.75%，边际贷款利率为 4.50%，主要再融资利率为 4.25%。欧央行认为，在利率维持不变九个月后，基于对通胀前景的更新评估、基础通胀动态和货币政策传导机制的力度，现在应适当缓和货币政策收紧程度。其同时强调，管委会将继续遵循依赖数据和逐次会议的方法来确定适当的限制水平和持续时间，即不对利率路径做出承诺。

缩表方面，本次会议传递的信息与今年四月一致。资产购买计划（APP）规模正在稳

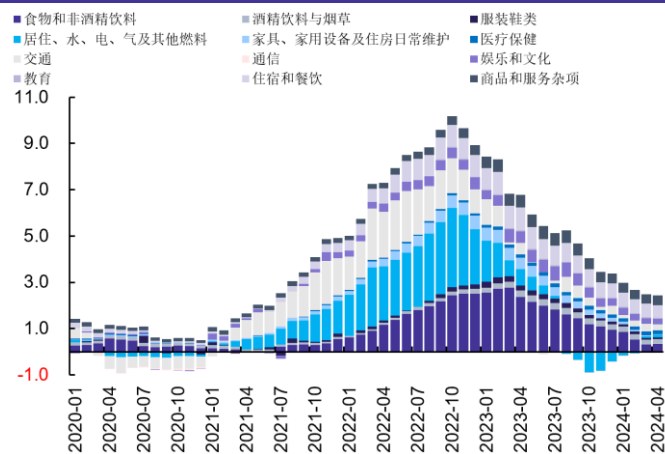
步下降。同时，计划在今年上半年继续进行抗疫紧急购债计划（PEPP）再投资，到下半年每月平均缩减 PEPP 75 亿欧元，直到年底退出 PEPP 下的再投资。

经济表现方面，欧央行认为在持续扩张的服务业以及低位企稳的制造业支撑下，欧元区经济已经基本企稳。其中，2024 年一季度欧元区经济增长 0.3%，小幅超出此前预期，主要受到了净出口增长以及异常天气等暂时性因素推动。展望来看，工资上涨推动实际收入上升，全球需求回暖带动出口增长，以及货币政策对需求的压制减弱，均有助于欧元区经济继续复苏。

相应地，欧央行也将 2024 年欧元区的经济增长预期由 2024 年 3 月预测的 0.6% 上调至 0.9%。从中期来看，预计财政支持的逐步退坡将对经济增长带来一定拖累，欧央行将 2025 年欧元区的经济增长预期由 2024 年 3 月预测的 1.5% 小幅下调至 1.4%。此外，欧央行对欧元区的就业前景保持乐观，预计未来 3 年内欧元区失业率都将保持在历史最低水平，但就业增长速度将较此前放缓，就业增长率将从 2023 年的 1.4% 下降到 2024 年的 0.8%。

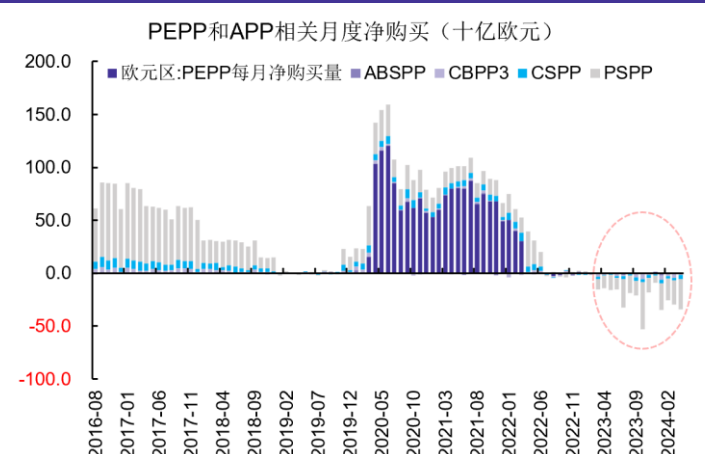
通胀方面，欧央行认为随着大部分潜在通胀指标进一步下降，欧元区通胀压力减轻的趋势未发生根本性改变，近期通胀水平反弹的主因在于工资的快速上涨，而从前瞻指标来看工资增速有望在年内放缓。据此，欧央行上调了 2024 和 2025 年的通胀预期，预计 2024 年欧元区通胀水平将在当前水平波动。随着劳动力成本增长放缓、紧缩性货币政策的影响逐步显现以及供应链中断的影响逐步消退，预计欧元区通胀将在 2025 年下半年降至 2% 的目标水平，这也将促使欧央行短期内继续将政策利率保持在限制性水平上。

图 3：欧元区通胀延续缓和趋势，向 2% 稳定靠近（%）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图 4：欧央行即将开始边降息边缩表



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图 5：欧央行经济展望对增长更加乐观

单位：%	2024年6月预测值				相比2024年3月预测值变化			
	2023	2024	2025	2026	2023	2024	2025	2026
实际GDP	0.6	0.9	1.4	1.6	0.1	0.3	-0.1	0.0
个人消费	0.6	1.2	1.7	1.6	0.1	0.0	0.1	0.1
政府消费	0.8	1.2	1.1	1.1	0.6	-0.1	-0.3	-0.1
投资	1.3	0.1	1.5	2.0	0.5	0.7	-0.1	-0.3
出口	-0.9	1.3	2.9	3.1	-0.2	0.3	0.0	-0.1
进口	-1.4	0.5	3.2	3.3	-0.1	-0.5	0.1	0.1
就业增速	1.4	0.8	0.4	0.5	0.0	0.3	0.1	0.1
失业率	6.5	6.5	6.5	6.3	0.0	-0.2	-0.1	-0.3
通胀	5.4	2.5	2.2	1.9	0.0	0.2	0.2	0.0
核心通胀	4.9	2.8	2.2	2.0	0.0	0.2	0.1	0.0
经常账户/GDP	1.6	2.8	2.9	2.9	-0.2	-0.4	-0.3	-0.2

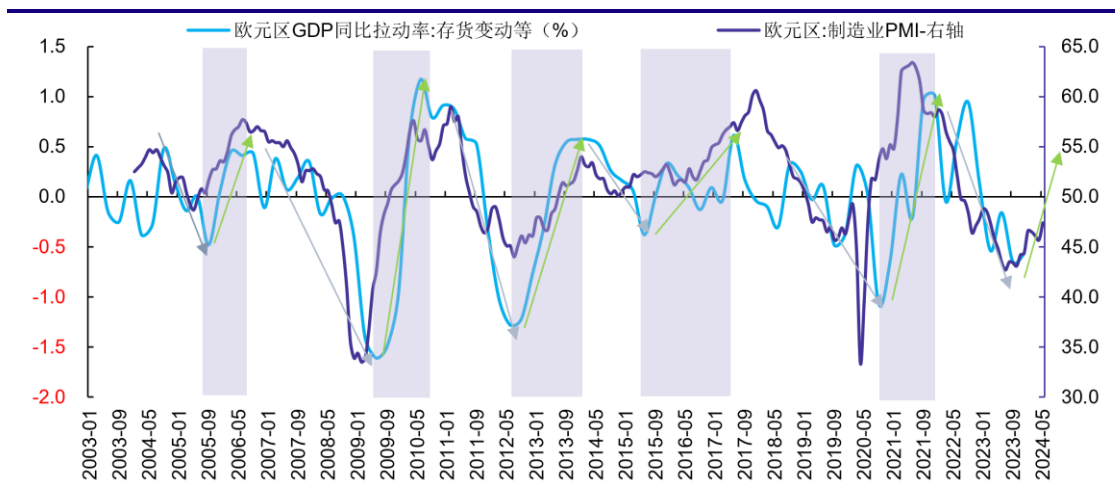
资料来源：Wind，中国银河证券研究院

## 二、欧元区的温和补库存将延续

### 1. 库存周期的位置：去库存在 2023 年底可能已经结束，上半年进入弱补库

由于欧盟和欧元区对于各国库存的统计远不如美国 BEA 和商务普查局细致，需要通过 GDP 中的季度存货情况结合制造业 PMI 数据来判断欧元区库存周期所处的位置。可以通过 2004 年以来的存货和 PMI 数据将欧元区库存情况简单区分为去库存和补库存两类。

图 6：欧元区库存情况和 PMI

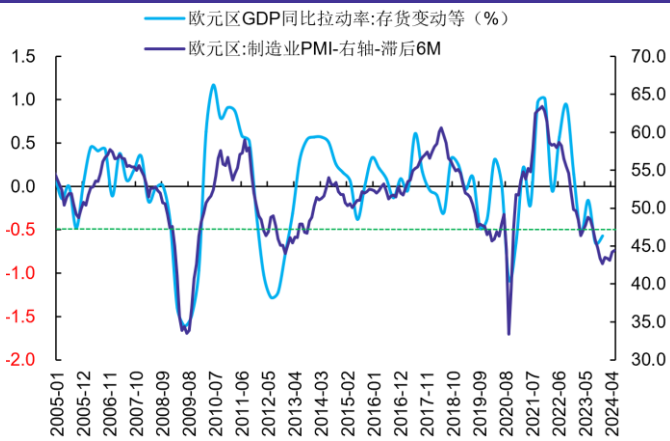


资料来源：Wind，中国银河证券研究院

直接从实际库存来看，2004 年来约有 6 轮较明显的去库存周期，分别为 2004 年中至 2005 年中、2007 至 2009 年底、2011 至 2012 年底、2014 年中至 2015 年中、2019 至 2020 年底以及 2022 年初至 2023 年底，时长大约在四到八个季度之间。其中，2007、2011 和 2022 开始的去库存都是在政策利率上行或高位时期发生的。

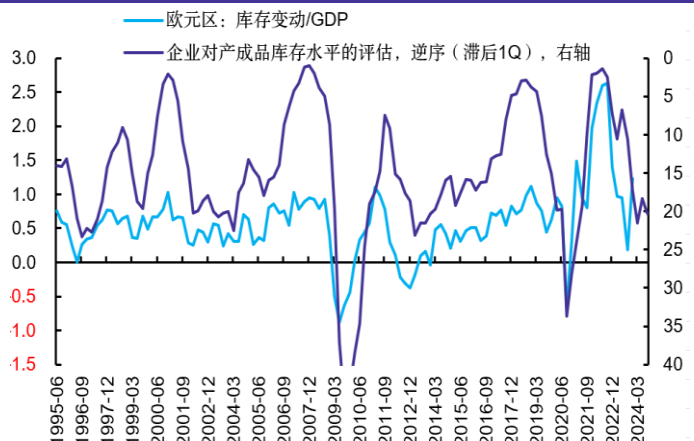
补库存周期 2004 年以来则有 5 轮，约在 2005 年中至 2006 年底、2009 年中至 2010 年底、2012 年中至 2013 年底、2016 至 2017 年中以及 2020 年末至 2022 年底，时长也基本在六到八个季度之间。在欧央行彻底进入零利率政策前，补库存周期也大致在政策利率低位或下降期间开启。

图 7：制造业 PMI 领先于库存数据



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图 8：欧元区企业仍认为库存处于偏高水平（%）



资料来源：Eurostat、Wind，中国银河证券研究院

从库存对 GDP 同比拉动率的水平考虑，其底部一般在 -0.5% 以内，主要的例外均出现在重大经济危机/特殊事件中，包括 2008 年全球金融危机、2011 年开始彻底爆发的欧债危机以及 2020 年的新冠疫情。除此三个特殊时点外，去库存对 GDP 的负向拉动基本不超过 -0.5%，而 2023 年下半年则为 -0.6% 左右。考虑到本轮欧元区加息并未伴随严重的债务和经济危机、劳动市场和服务业仍具有一定韧性，从绝对值来看总体库存也已经处于相对底部的位置，可能不会进一步去库，而温和补库有望开启。

同时，可以观察到欧元区制造业 PMI 对存货的变动趋势约存在 6 个月左右的领先，这也意味着代表需求情况的 PMI 可以用于预测库存变动方向的拐点。从制造业 PMI 的趋势来看，其低点在 2023 年四季度出现，尽管 2024 年一季度制造业表现仍然偏弱并持续处于萎缩区间，其上行的拐点已经出现。这也意味着欧元区在政策利率从 0% 升至 4.5% 的时段下进行去库存可能已经结束，温和的补库存有望开启。欧元区服务业也在带动综合 PMI 持续回暖，这也利于从收入和消费端支撑需求。

除了季度的 PMI 数据，也可以通过欧元区对企业的调查数据中观察企业对为其库存水平的看法，这一数据显示企业认为其库存仍然处于偏高位置。1995 年以来该数据均值为 15% 左右，目前企业评估的库存水平还在 20%，即仍有相当比例企业认为自身库存水平偏高，这可能暗示高利率环境下的补库存不会十分顺利。虽然总体来看，欧元区的库存可能已经达到底部，但是上半年在需求偏弱和高利率环境下补库存的力度会相对有限。

2. 需求情况：有改善，但当前仍然偏弱

制造业 PMI 依然是观察商品需求的重要指标，不论是从欧元区制造业 PMI 还是主要国家的相应数据来看，制造业需求依然处于偏弱的状态。4 月欧元区制造业 PMI 进一步下滑至 45.7（前值 46.1），德国制造业 PMI 略回升至 42.5（前值 41.9），法国下行至 45.3（前值 46.2）。其工业生产指数和产能利用率均处于 2008 年以来的最低位，暂无回升迹象；工业信心指数和经济景气指数也还在降低。整体上，制造业和相关投资数据反映出需求在底部震荡的状态，尽管有边际改善，但仍偏弱。从制造业 PMI 对库存的领先性考虑，PMI 从底部的小幅回升意味着上半年需求有所回升，而库存也有小幅改善的空间，但在降息和欧元区经济进一步恢复之前，库存补充的力度会相对有限。

图 9：欧元区制造业的底部回升仍然较弱（%）

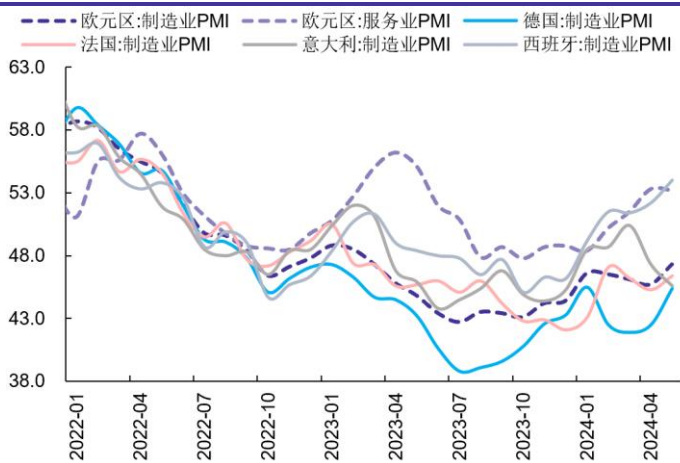
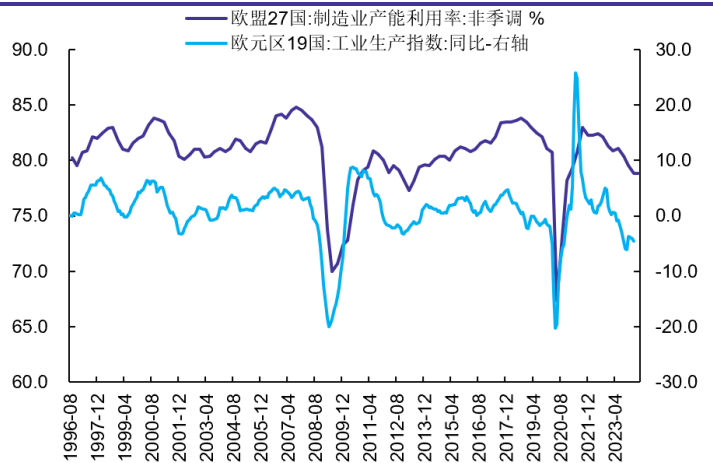


图 10：欧元区工业生产表现疲弱，需求不强



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

资料来源：Wind，中国银河证券研究院

此外，欧元区的企业调查数据中也有对新订单情况的评估，该数据同样反映需求出现边际改善，但力度目前偏弱。从历史关系看，企业对新订单的评估的趋势领先库存一个季度左右；第二季度的新订单有从低位回升的迹象，但回升幅度有限，这与制造业需求偏弱的表现也是相符的。

最后，也可以从中国对欧元区的出口（欧元区的进口情况）来验证其需求的强度。从欧洲主要国家从中国进口的情况已经可以看出一定需求回暖的迹象。2024 年 2 月开始，欧洲 27 国从中国进口的趋势呈现回升，1-3 月从中国进口同比增长分别为-23.1%，-10%和-4.5%，降幅连续收窄。进口金额连续三个月上行，3 月为 41.17 亿欧元，较去年 12 月上涨 14.3%。此外，通过比较中国对美国、欧盟和德国的出口增速情况，基本可以看出欧元区对中国产品的需求趋势和美国的需求较为同步，也即美国库存周期的情况可能对欧元区也有一定参考性。目前美国同样处于去库结束但补库偏弱的状态，其背后的原因也是高利率环境压制库存的领先指标（零售销售数据）。总体上，尽管欧元区可能进入了补库存初期，但目前可验证的数据显示其补库力度有限。

图 11: 企业对新订单的评估稍有改善 (%)

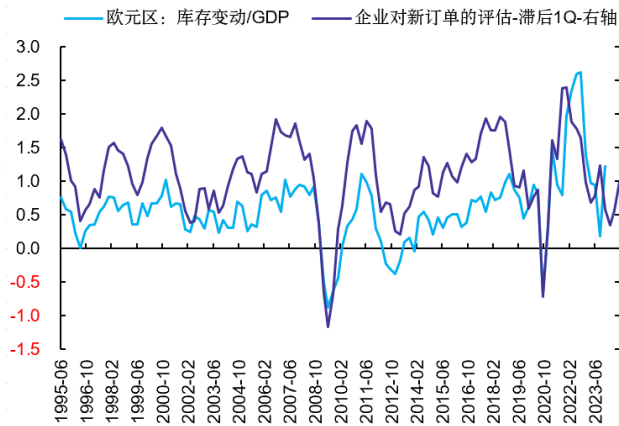
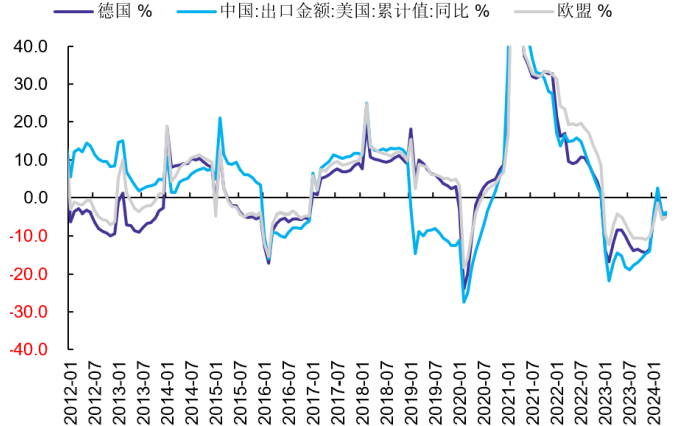


图 12: 中国对欧洲的出口从底部回升



资料来源: Wind, Eurostat, 中国银河证券研究院

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

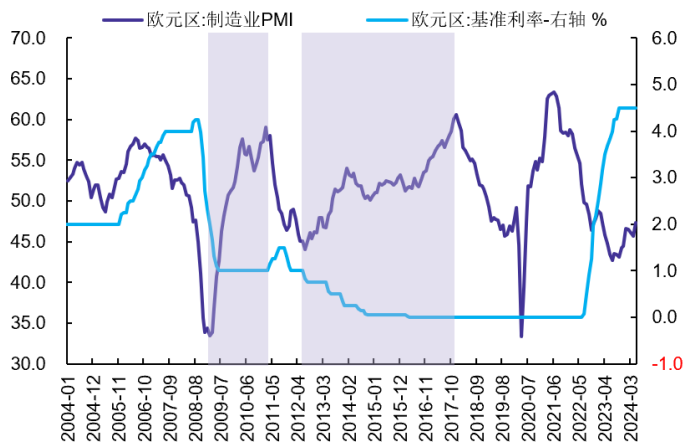
### 3. 未来的方向? 降息带动的经济恢复有望使库存继续温和回升

经济增长方面, 欧元区一季度 GDP 环比增长 0.3%, 强于预期; 环比折年率为 1.3%, 较前值-0.2%有所改善。同时, 2023 年四季度环比增长数据下修至-0.1%, 连续两个季度的负增长意味着欧元区在 2023 年下半年已经经历技术性衰退。从一季度表现来看, 德国环比折年增长 0.9%, 摆脱了上季度 2.0% 的负增长, 意大利和法国也均有边际改善。尽管细项还未公布, 但预计居民消费、资本形成和净出口都有所回升。欧元区 3 月的 2024 年 GDP 增速展望为 0.6%, 这也意味着降息落地后经济将会有更明显的恢复, 支持库存水平进一步回升。

作为库存较为直观的领先指标, 制造业 PMI 和利率的反向关系也较为明显。利率降低或者处于低位的阶段一般对应着制造业 PMI 的回升和随后库存的回暖。本轮欧央行的降息不是为了显著刺激经济, 而是也考虑到了通胀压力缓和, 降息的幅度和力度与危机时代难以同日而语, 而欧元区财政 2024 年也将趋于收缩, 这意味着经济上行的力度不会太强。因此, 欧元区需求的改善可能是温和的, 虽然补库存在下半年可能会更加明显, 但库存回升的斜率不会太高, 各主要国家制造业 PMI 的改善幅度依然是核心的观察指标。

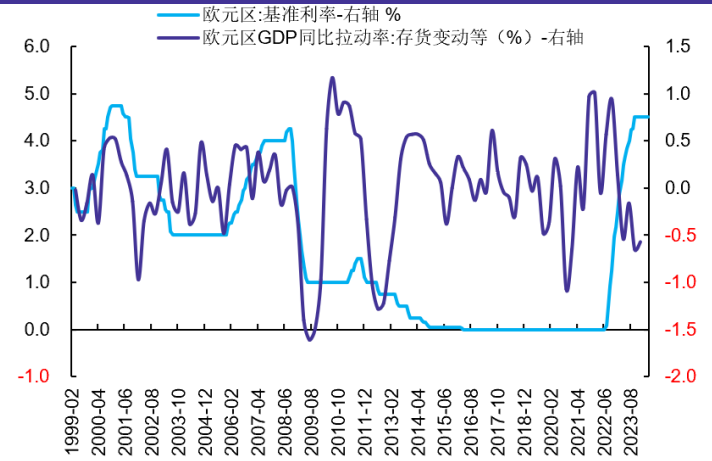
在全球主要央行逐步进入降息周期并达成“软着陆”的过程中, 制造业产需从底部回暖的趋势已经逐渐形成, 对工业金属价格和全球贸易的持续改善均是有利因素。

图 13: 降息将利于制造业 PMI 回升



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图 14: PMI 的回升则有望带动库存继续温和回暖



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、未来也将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，并不构成对客户的投资咨询建议，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		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

褚颖 010-80927755 chuying\_yj@chinastock.com.cn