

2024年6月7日

全球宏观

“鹰派”降息—欧央行6月议息会议点评

2024年6月6日，欧央行如期将三大利率均下调25个基点，为2019年以来首次降息。而在前一日，加拿大央行宣布降息，成为G7国家中首个降息的成员，并表态不需要与美联储同步。

蔡瑞, CFA

Carl.Cai@bocomgroup.com
(852) 3766 1808

李少金

Evan.Li@bocomgroup.com
(852) 3766 1849

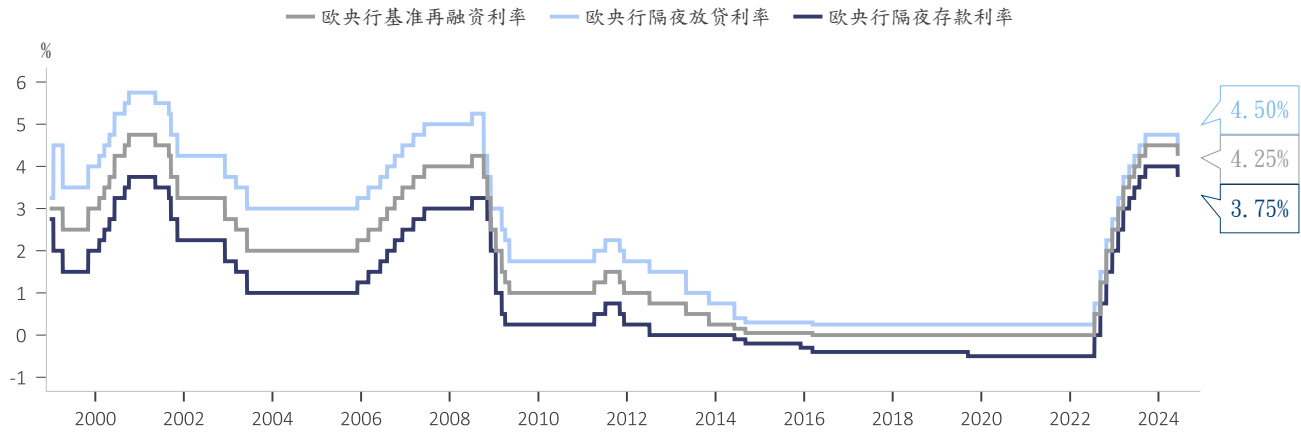
- ⊕ **欧央行如期降息，但对于通胀的预测较为“鹰派”。**欧央行6月政策声明中，将三大利率分别降至4.25%、3.75%、4.50%，但上调了2024、2025年的通胀预测，即由3月预测的2.3%、2.0%，分别调高至2.5%、2.2%，反映了近期薪资增速及通胀的新进展。值得注意的是，2025年通胀预测调高至2.2%，高于2.0%的通胀目标，意味着进一步降息空间可能受限。
- ⊕ **拉加德未就降息给出指引，而利率声明也没有承诺具体货币政策路径。**欧央行利率声明中对未来几个月的路径几乎没有指引，而欧央行行长拉加德在新闻发布会上亦重申欧央行不会预先给出特定的利率路径，且表示无法确认现在是否在降息进程，而降息的速度和节奏均有较大不确定性。同时，其表示尽管对于通胀回落的信心在不断增强，但对于通胀的颠簸程度没有太大信心，暗示后续政策路径的选择仍将保持克制和审慎，将视数据而待机抉择，以使得欧央行尽量保持降息幅度和时间上的灵活性。

后续政策路径：欧洲经济已现复苏迹象，劳动力市场稳健，失业率在6.4%的低位。在经济形势较好的情况下降息，意味着本轮降息主要为预防式降息，欧央行可能不会同以往降息周期一样在接下来的会议中连续降息，而是会选择“边走边看”。

- ⊕ 当前欧元区强劲的劳动力市场支撑薪资增长，2024年1季度协议工资回升至4.7%，且当前欧股正创下新高，而红海地缘因素长期化使得国际航运价格持续上涨，欧元区输入性通胀压力将上升。尽管当前欧元区通胀回落进展顺利，但后续通胀仍有一定上行风险，且美联储年内降息的空间相对有限，也可能会限制欧央行进一步降息。因此，目前利率期货市场隐含年内还会有略超2次的降息预期可能稍显乐观。
- ⊕ 同时，欧央行首席经济学家菲利普·莱恩此前也曾表示利率仅会小幅下调，并会保持在限制性区域，暗示政策利率或保持在相对高位。欧央行的货币政策路径选择也印证了我们在 [2024年展望报告](#) 中提出的，此轮利率周期具有不对称性，利率“易涨难跌”：加息路径陡峭，但降息路径平缓，**对应全球更高、更久的利率新常态。**

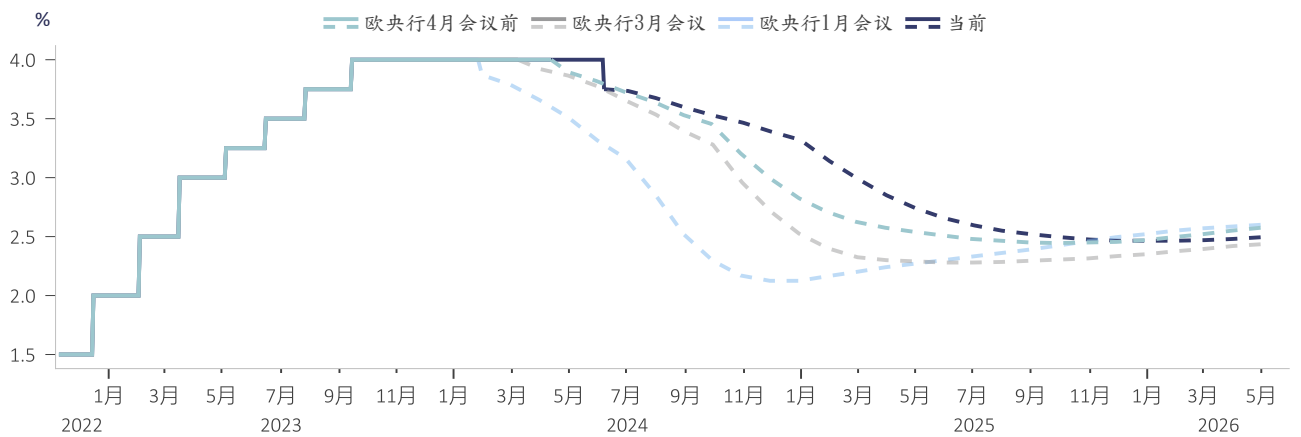
全球海外流动性“紧中有松”：欧央行和加拿大央行的降息可能将掀起主要央行“降息潮”，对应我们在 [2024年下半年展望报告](#) 中提出的全球海外流动性“紧中有松”：“松”在于全球央行降息大幕已拉开；而“紧”在美联储目前不降息概率仍在，但即使相对宽松的欧央行在降息路径上都相对审慎。一方面这可能促使非美国国家与美国利差拉大，助长美元指数偏强，另一方面美元偏强，可能会增加非美国国家通胀韧性，一定程度上也将约束这些央行的进一步宽松空间，因而下半年全球海外流动性仍将是“紧中有松”格局。

图表 1: 欧央行将三大利率均下调 25 个基点



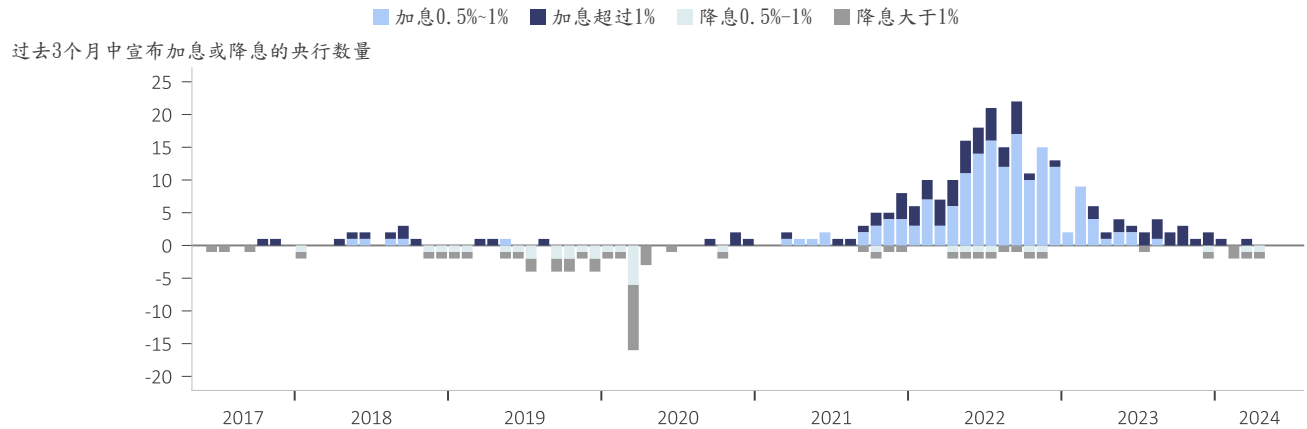
资料来源: Macrobond, 交银国际

图表 2: 利率期货市场隐含的欧央行加息路径也已大幅修正。利率路径也反映了本轮加息周期不对称的特点: 利率“易涨难跌”: 加息路径陡峭, 但降息路径平缓, 对应更高、更久的利率新常态



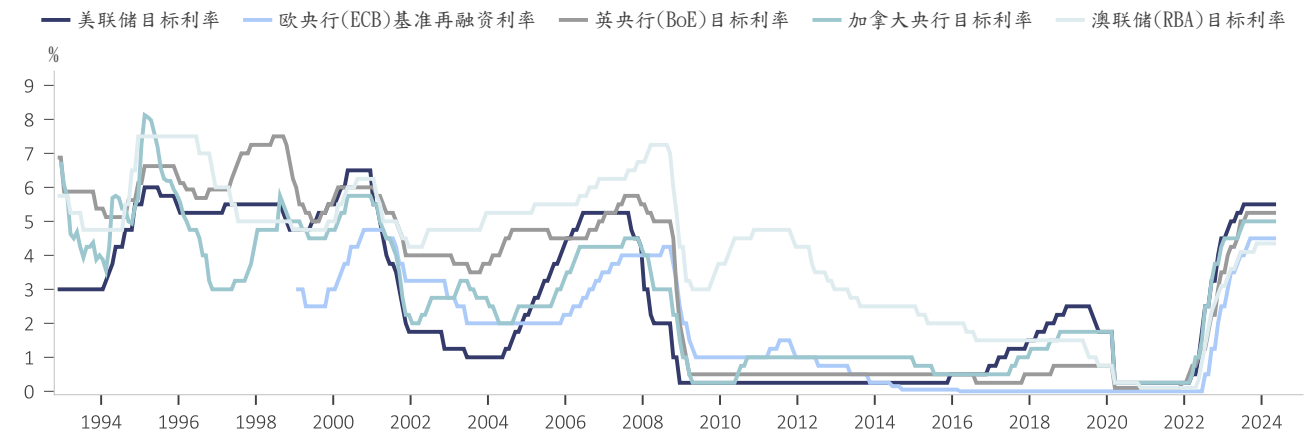
资料来源: Macrobond, 交银国际

图表 3: 全球主要央行货币降息大幕已经拉开



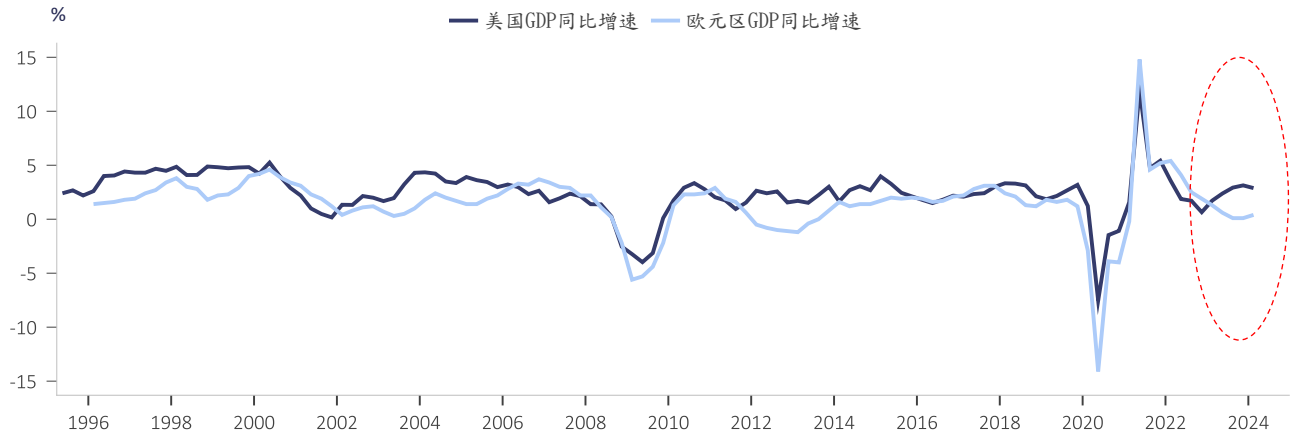
资料来源: Macrobond, 交银国际

图表 4: 西方主要央行货币政策路径多同步，并以美联储为风向标，而此次周期，加拿大央行、欧央行率先转向



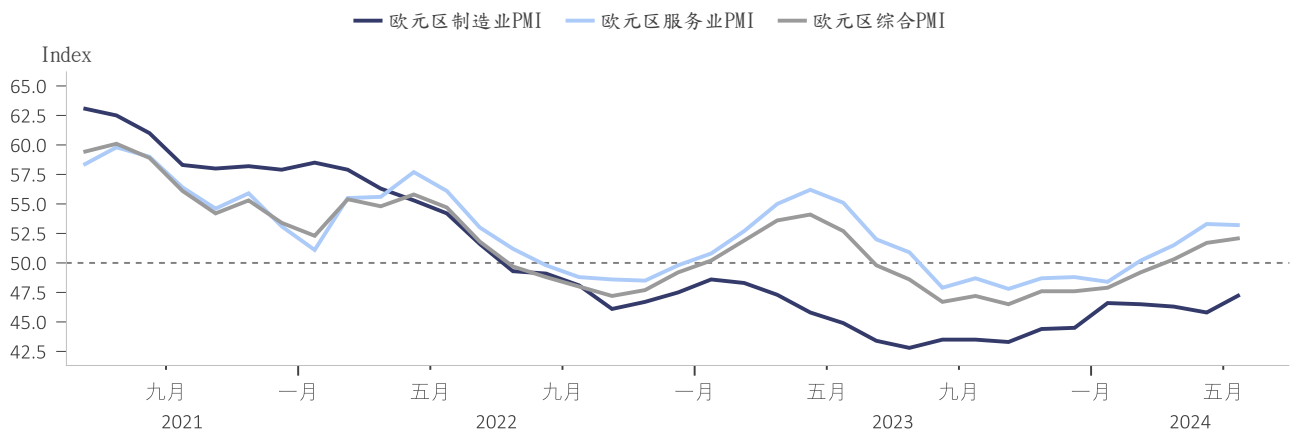
资料来源: Macrobond, 交银国际

图表 5: 欧元区经济走势与美国分化



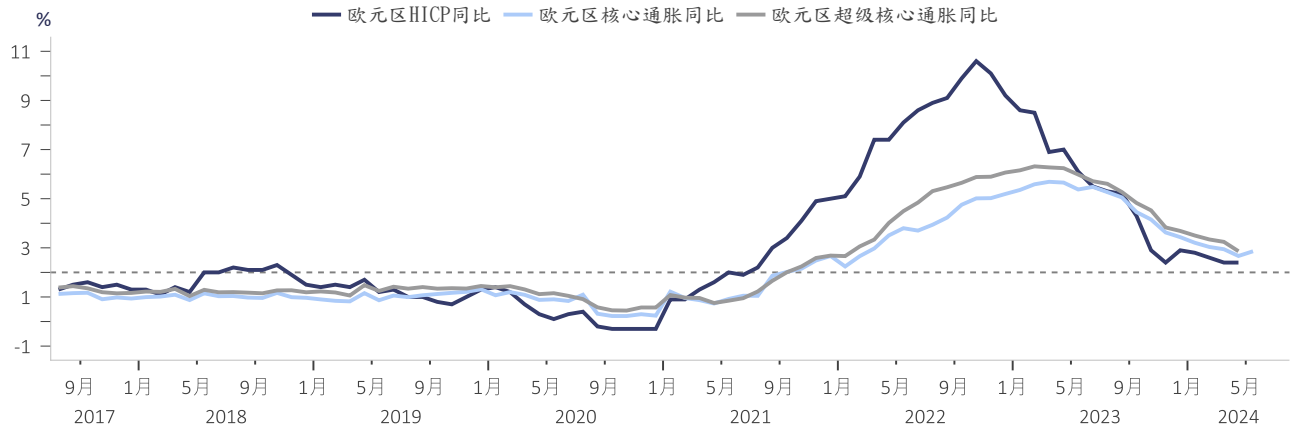
资料来源: Macrobond, 交银国际

图表 6: 欧元区制造业 PMI 仍在收缩区间



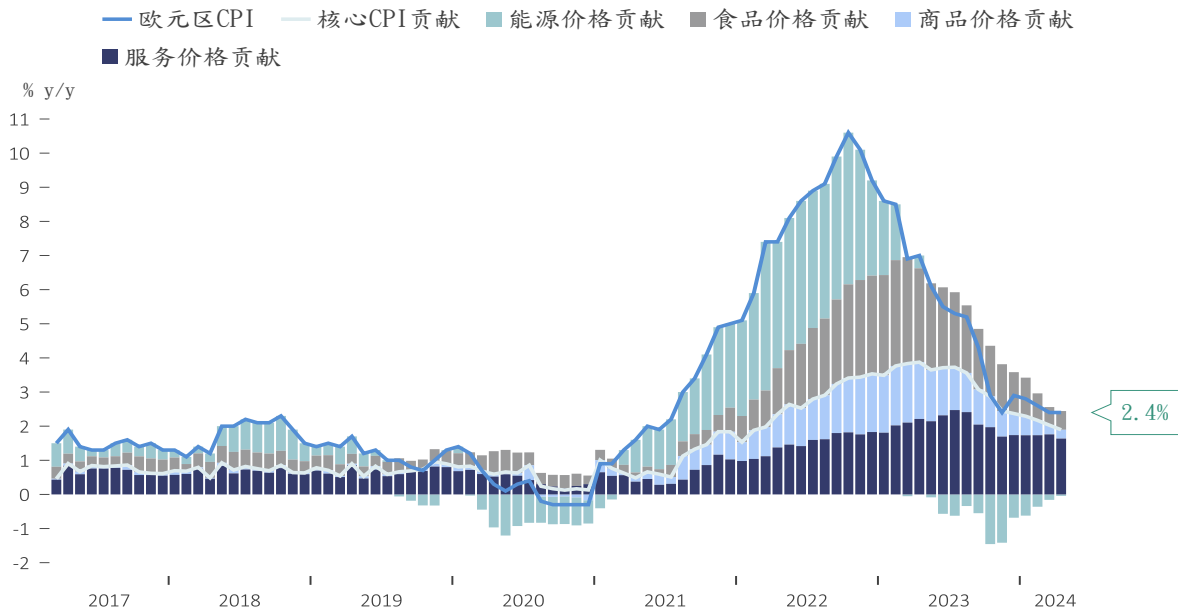
资料来源: Macrobond, 交银国际

图表 7: 欧元区通胀回落进展较为顺利，粘性不如美国通胀



资料来源: Macrobond, 交银国际

图表 8: 欧元区 CPI 及其主要分项贡献情况



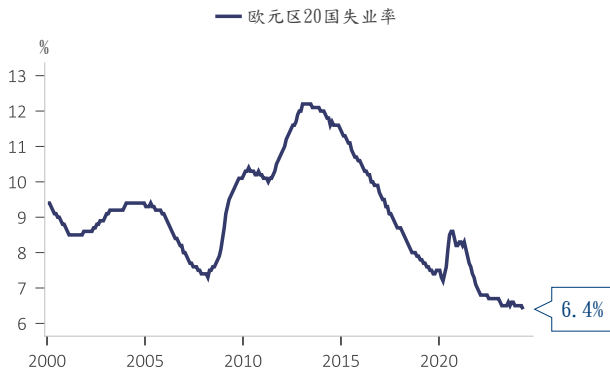
资料来源: Macrobond, 交银国际

图表 9: 欧央行降息，欧股正创下新高



资料来源: Macrobond, 交银国际

图表 10: 欧元区失业率仍在历史低位



资料来源: Macrobond, 交银国际

图表 11: 职位空缺率高于 2019 年的水平



资料来源: Macrobond, 交银国际

图表 12: 欧元区 1 季度协议薪资同比增速达历史新高



资料来源: Macrobond, 交银国际

图表 13: 从新招工工资增速来看, 欧元区薪资增速继续回落, 但仍在相对高位



资料来源: Macrobond, 交银国际

交銀國際

香港中环德辅道中68号万宜大厦10楼
总机: (852) 3766 1899 传真: (852) 2107 4662

评级定义

分析员个股评级定义：

- 买入：**预期个股未来12个月的总回报**高于**相关行业。
- 中性：**预期个股未来12个月的总回报与相关行业**一致**。
- 沽出：**预期个股未来12个月的总回报**低于**相关行业
- 无评级：**对于个股未来12个月的总回报与相关行业的比较，分析员**并无确信观点**。

分析员行业评级定义：

- 领先：**分析员预期所覆盖行业未来12个月的表现相对于大盘标杆指数**具吸引力**。
 - 同步：**分析员预期所覆盖行业未来12个月的表现与大盘标杆指数**一致**。
 - 落后：**分析员预期所覆盖行业未来12个月的表现相对于大盘标杆指数**不具吸引力**。
- 香港市场的标杆指数为**恒生综合指数**，A股市场的标杆指数为**MSCI中国A股指数**，美国上市中概股的标杆指数为**标普美国中概股50（美元）指数**

分析员披露

本研究报告之作者，兹作以下声明：i)发表于本报告之观点准确地反映有关于他们个人对所提及的证券或其发行之观点；及ii)他们之薪酬与发表于报告上之建议/观点并无直接或间接关系；iii)对于提及的证券或其发行者，他们并无接收到可影响他们的建议的内幕消息/非公开股价敏感消息。

本研究报告之作者进一步确认：i)他们及他们之相关有联系者【按香港证券及期货监察委员会之操守准则的相关定义】并没有于发表研究报告之30个日历日前处置/买卖该等证券；ii)他们及他们之相关有联系者并没有于任何上述研究报告覆盖之香港上市公司任职高级职员；iii)他们及他们之相关有联系者并没有持有有关上述研究报告覆盖之证券之任何财务利益，除了一位覆盖分析师持有世茂房地产控股有限公司之股份，一位分析师持有英伟达之股份。

有关商务关系及财务权益之披露

交银国际证券有限公司及/或其有关联公司在过去十二个月内与交通银行股份有限公司、国联证券股份有限公司、交银国际控股有限公司、四川能投发展股份有限公司、光年控股有限公司、七牛智能科技有限公司、致富金融集团有限公司、湖州燃气股份有限公司、Leading Star (Asia) Holdings Limited、佳捷康创新集团有限公司、武汉有机控股有限公司、巨星传奇集团有限公司、安徽皖通高速公路股份有限公司、怡俊集团控股有限公司、宏信建设发展有限公司、上海小南国控股有限公司、Sincere Watch (Hong Kong) Limited、四川科伦博泰生物医药股份有限公司、新传企划有限公司、乐舱物流股份有限公司、途虎养车股份有限公司、北京第四范式智慧技术股份有限公司、深圳市天图投资管理股份有限公司、迈越科技股份有限公司、极兔速递环球有限公司、山西省安装集团股份有限公司、富景中国控股有限公司、中军集团股份有限公司、佳民集团有限公司、集海资源集团有限公司、君圣泰医药、天津建设发展集团股份公司、长久股份有限公司、乐思集团有限公司、出门问问有限公司、趣致集团及宜搜科技控股有限公司有投资银行业务关系。

交银国际证券有限公司及/或其集团公司现持有东方证券股份有限公司、光大证券股份有限公司及Interra Acquisition Corp的已发行股本逾1%。

免责声明

本报告之收取者透过接受本报告(包括任何有关的附件)，表示并保证其根据下述的条件下有权获得本报告，并且同意受此中包含的限制条件所约束。任何没有遵循这些限制的情况可能构成法律之违反。

本报告为高度机密，并且只以非公开形式供交银国际证券的客户阅览。本报告只在基于能被保密的情况下提供给阁下。未经交银国际证券事先以书面同意，本报告及其中所载的资料不得以任何形式(i)复制、复印或储存，或者(ii)直接或者间接分发或者转交予任何其它人作任何用途。

交银国际证券、其附属公司、关联公司、董事、关联方及/或雇员，可能持有在本报告内所述或有关公司之证券、并可能不时进行买卖、或对其有兴趣。此外，交银国际证券、其附属公司及关联公司可能与本报告内所述或有关的公司不时进行业务往来，或为其担任市场庄家，或被委任替其证券进行承销，或可能以委托人身份替客户买入或沽售其证券，或可能为其担当或争取担当并提供投资银行、顾问、包销、融资或其它服务，或替其从其它实体寻求同类型之服务。投资者在阅读本报告时，应该留意任何或所有上述的情况，均可能导致真正或潜在的利益冲突。

本报告内的资料来自交银国际证券在报告发行时相信为正确及可靠的来源，惟本报告并非旨在包含投资者所需要的所有信息，并可能受送递延误、阻碍或拦截等因子所影响。交银国际证券不明示或暗示地保证或表示任何该等数据或意见的足够性、准确性、完整性、可靠性或公平性。因此，交银国际证券及其集团或有关的成员均不会就由于任何第三方在依赖本报告的内容时所作的行为而导致的任何类型的损失(包括但不限于任何直接的、间接的、随之而发生的损失)而负上任何责任。

本报告只为一般性提供数据之性质，旨在供交银国际证券之客户作一般阅览之用，而非考虑任何某特定收取者的特定投资目标、财务状况或任何特别需要。本报告内的任何资料或意见均不构成或被视为集团的任何成员作出提议、建议或征求购入或出售任何证券、有关投资或其它金融证券。

本报告之观点、推荐、建议和意见均不一定反映交银国际证券或其集团的立场，亦可在没有提供通知的情况下随时更改，交银国际证券亦无责任提供任何有关资料或意见之更新。

交银国际证券建议投资者应独立地评估本报告内的资料，考虑其本身的特定投资目标、财务状况及需要，在参与有关报告中所述公司之证券的交易前，委任其认为必须的法律、商业、财务、税务或其它方面的专业顾问。惟报告内所述的公司之证券未必能在所有司法管辖区或国家或供所有类别的投资者买卖。

对部分的司法管辖区或国家而言，分发、发行或使用本报告会抵触当地法律、法则、规定、或其它注册或发牌的规例。本报告不是旨在向该等司法管辖区或国家的任何人或实体分发或由其使用。本报告的发送对象不包括身处中国内地的投资人。如知悉收取或发送本报告有可能构成当地法律、法则或其他规定之违反，本报告的收取者承诺尽快通知交银国际证券。

本免责声明以中英文书写，两种文本具同等效力。若两种文本有矛盾之处，则应以英文版本为准。

交银国际证券有限公司是交通银行股份有限公司的附属公司。