

欧央行降息点评

鹰派降息如期落地，经济预期上调

6月6日，欧央行降息25个基点，将主要再融资利率、存款机制利率、边际贷款利率分别下调至4.25%、3.75%、4.50%，为2019年以来首次降息，是七国集团（G7）成员国中第二个降息的央行。本次欧央行降息落地后，资本市场变化有限。后续降息路径仍存一定不确定性，通胀趋势下行仍是主要考虑因素。

- **会议内容基本符合预期，薪资反弹指向鹰派降息。**本次会议的主要内容包括三点，一是宣布降息、确认缩表，二是上调通胀预期与2024年经济预期，三是继续保持通胀率2%的中期目标。通胀预测方面，上调2024年和2025年通胀分别为2.5%（3月前值2.3%）、2.2%（前值2.0%），上调2024年和2025年核心通胀分别为2.8%（前值2.6%）、2.2%（前值2.1%），上调2024年GDP为0.9%（前值0.6%），下调2025年GDP为1.4%（前值1.5%）。对于通胀预期的调整，会议内容表述为“由于工资增长加快，国内价格压力依然强劲，通胀很可能在明年继续高于目标水平（domestic price pressures remain strong as wage growth is elevated, and inflation is likely to stay above target well into next year）”，与3月表述接近。但薪资反弹是本次鹰派降息的主要原因，拉加德当日表示工资仍以较高速度上涨，2024年第一季度，欧元区协议薪资趋势的指数同比增长4.7%，较2023年第四季度4.5%的增幅有所加速。
- **后续降息路径存在一定不确定性。**会议表述仍为逐次会议确定、不预先承诺特定路径。具体来看，5月通胀回升至2.6%（4月前值2.4%），核心通胀回升至2.9%（前值2.7%）。服务通胀粘性仍然较强，回升至4.1%（前值3.7%），能源小幅反弹。但本次欧央行并没有执着于当月通胀的反弹，正如日前拉加德表态不会等到所有指标均达到2%才开启降息。拉加德当日表示“预计今年余下时间将在当前水平上波动（Inflation is expected to fluctuate around current levels for the rest of the year）”，这表明通胀的趋势相比短期反弹是权重更高的政策考量因素。这也意味着7月降息概率下降，9月降息概率上升。
- **经济与通胀预期上调有望被进一步定价。**资产表现来看，由于鹰派降息符合预期，欧洲央行决议公布后，欧元兑美元近在短线小幅拉升11点之后回归震荡，当日收于1.0890（+0.19%），历史上欧央行货币政策周期都落后于美联储，本轮提前降息限制了今年欧元上行空间。值得注意的是，拉加德表示“不能说央行正进入降息阶段”后，德债扩大跌幅。此外，欧洲主要股指涨幅收窄，德国收涨0.38%、法国收涨0.42%。美元指数下跌0.19%至104.1168，在降息靴子落地后，随着欧央行上调通胀与2024年经济预期，欧元存在短期上涨的可能性，同时本次降息也可能将带动其他经济体央行的跟进。
- **降息落地减小国内货币政策掣肘。**此外，对于国内而言，欧央行开启全球降息拐点对于中国人民银行的货币政策价格型工具的压力减轻。目前MLF与OMO已经维持9个月不变，在市场利率大幅低于政策利率的现状下，1年期MLF利率没有下调，一定程度上也出于稳汇率的目的。央行2024年一季度货币政策报告中“把握好利率、汇率内外均衡”仍是主要考量。

风险提示：通胀走势偏离预期。

相关研究报告

《5月PMI数据点评：外需回落对制造业结构表现影响明显》20240531

《1-4月工业企业利润数据点评：工业企业盈利表现“有喜有忧”》20240527

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

宏观及策略：宏观经济

证券分析师：朱启兵

(8610)66229359

qibing.zhu@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300516090001

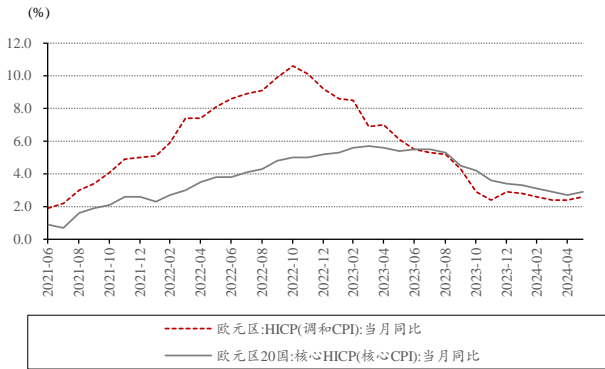
证券分析师：孙德基

(8610)66229363

deji.sun@bocichina.com

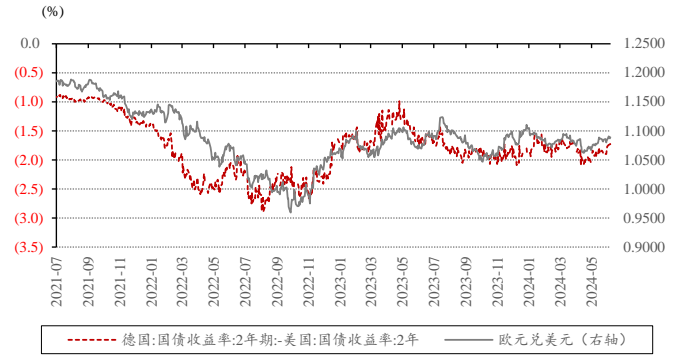
证券投资咨询业务证书编号：S1300522030002

图表 1. 调和 CPI 和核心调和 CPI



资料来源: Wind, 中银证券

图表 2. 2Y 德债-美债



资料来源: Wind, 中银证券

图表 3. 近期各央行行长言论

行长	日期及言论
德国央行行长 Nagel	5/27 欧洲央行继 6 月开始下调借贷成本后, 可能应该等到 9 月再次进行降息。 5/22 即使 6 月首次降息, 也不意味着将在随后的会议上进一步降息。
希腊央行行长 Stournaras	5/3 我们现在认为 2024 年更有可能降息三次, 而不是四次。
斯洛文尼亚央行行长 Vasle	5/24 六月份开始降息可能是合适的时机, 并对之后的行动持开放态度
意大利央行行长 Panneta	5/26 我预计下一次欧洲央行会议将开启首先降息, 我们将依赖数据(作出决定)。共识已经扩大, 甚至那些有更多疑虑的人也开始转变态度, 就降息达成一致。
马耳他央行行长 Scicluna	4/19 6 月降息 25 个基点是合适的, 若有通缩趋势需要降息 50 个基点。如果美国和欧洲的利率都不下调, 欧元区步履蹒跚的经济将面临双重打击。
欧央行首席经济学家 Lane	5/27 除非出现重大意外, 目前我们看到的情况足以取消最高级别的限制。
法国央行行长 Villeroy de Galhau	5/27 6 月份降息已成定局, 讨论的焦点是降息幅度和速度。 5/17 最近的通胀数据令人鼓舞, 欧央行很有可能在 6 月议息会议上降息。
西班牙央行行长 Hernandez	5/7 如果通胀下降的前景维持下去, 在我看来, 6 月开始降低目前的货币政策限制水平将是非常明智的
欧洲央行副行长 Guindos	5/24 下个月降息 25 个基点在当前情况下看似合理。
欧洲央行行长 Lagarde	5/22 随着通胀快速增长目前已基本得到控制, 下个月降息是大概率事件。
芬兰央行行长 Rehn	5/27 欧元区通胀正在持续下降, 6 月放松货币政策立场并开始降息的时机已成熟。
拉脱维亚央行行长 Kazaks	5/20 6 月似乎是开始降息合适时机, 但后续措施的决定最好由即将到来的数据决定。从今天的角度来看, 我们很可能在 6 月份开始降息。6 月之后, 再往前看, 让我们再看看数据。
斯洛伐克央行行长 Kazimir	6/5 通胀处在正轨, 我相信我们正在接近欧洲央行的首次降息。

资料来源: Wind, 中银证券

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

公司投资评级：

- 买入：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 20% 以上；
- 增持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 10%-20%；
- 中性：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数变动幅度在-10%-10%之间；
- 减持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数跌幅在 10% 以上；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

行业投资评级：

- 强于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现强于基准指数；
- 中性：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现基本与基准指数持平；
- 弱于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现弱于基准指数；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担任何由此产生的任何责任及损失等。

本报告期内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自转载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券股份有限公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构:

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
西单北大街 110 号 8 层
邮编: 100032
电话: (8610) 8326 2000
传真: (8610) 8326 2291

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号
7 Bryant Park 15 楼
NY 10018
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371