

# 交銀金融

2024年6月號 第192期

環球金融市場部研究組

## 歐洲央行降息的背景及影響探析

### 摘要

- 歐洲央行在6月議息會議上正式將三大關鍵利率各下調25個基點，同時上調對今明兩年的通脹預測，並淡化市場對連續降息的預期，表態略顯鷹派。
- 從經濟基本面來看，歐元區經濟增長乏力，加上通脹已回落至2%-3%區間，為歐洲央行降息提供了充分的條件；加上歐元區金融市場流動性有所收緊，適時放鬆貨幣政策乃合適之舉。
- 歐洲央行降息料將降低實體經濟的融資成本，有助提振消費及鼓勵投資；與此同時，降息或令歐元貶值，利好出口；但進口價格或上升，令通脹較為反覆。
- 預計歐洲央行本輪的降息步伐或相對較為溫和及克制，或採取「邊走邊看」的審慎策略。

### 一、歐洲央行在6月議息會議正式開始降息

- 歐洲央行在6月議息會議上降息25個基點，將主要再融資利率、邊際貸款利率及存款便利利率分別下調至4.25%、4.5%和3.75%，符合市場預期。歐洲央行在會後聲明中表示，自去年9月以來，歐元區通脹已下降超過2.5個百分點，通脹前景已顯著改善，物價壓力亦有所減弱。因此，歐洲央行認為現在可以適當放鬆貨幣政策，並將於今年下半年減持緊急抗疫資產購買計劃（Pandemic Emergency Purchase Programme, PEPP）下持有的債券，平均每月減持75億歐元。
- 但歐洲央行整體基調仍較為鷹派，上調了對經濟及通脹的預測，以及試圖淡化市場對歐洲央行開始降息之後將持續減息的預期。歐洲央行在會後聲明中表示，由於薪資增速加快，區內物價壓力仍強勁，歐元區通脹水平可能在明年一段很長時間內維持在2%的目標水平以上。與3月的預測相比，歐洲央行對今明兩年的通脹預期進行了向上修訂，預測2024年及2025年整體消費物價指數（CPI）的同比升幅全年平均將分別為2.5%及2.2%（3月預測分別為2.3%及2.0%），不含食品及能源價格的核心CPI同比升幅全年平均分別為2.8%及2.2%（3月預測分別為2.6%與2.1%），均高於歐洲央行2%的目標水平。

由於通脹壓力仍在，歐洲央行表示將於一段時間內維持政策利率在較高水平。與此同時，歐洲央行在會後聲明中強調，不會預先承諾任何特定的利率路徑，未來的政策決定將視乎經濟和金融數據、通脹前景及貨幣政策傳導情況等綜合評估而定，並且會按逐次會議來作決定。

圖 1-1：隨著歐洲央行降息預期增強，歐元震盪下跌

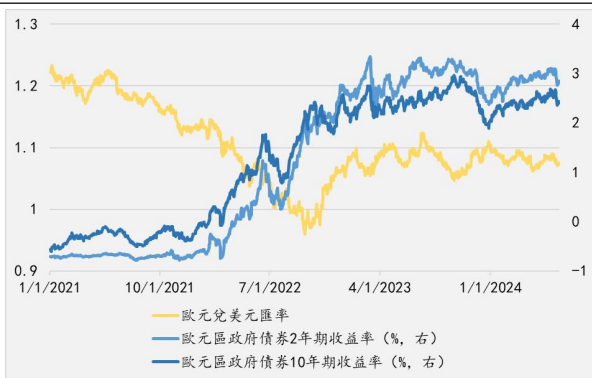
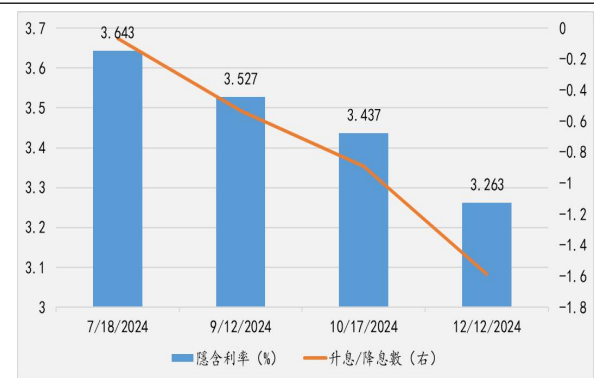


圖 1-2：目前市場預計今年歐元區還將降息 2 次



數據來源：Bloomberg

## 二、歐洲央行降息背景探析：經濟基本面及金融環境

從通脹及就業方面來看，通脹回落至 2%-3% 區間是歐洲央行 6 月啟動降息的主要原因。歐元區通脹受早前新冠疫情及俄烏衝突引發的能源供應緊張影響而攀升，但隨著俄烏衝突對能源供應鏈的衝擊逐漸消退，國際能源價格已顯著回落，歐元區通脹水平也隨之下降。歐元區整體通脹已從 2022 年 10 月的歷史高位 10.7% 持續回落至今年 5 月的 2.6%，且核心通脹水平也從 2023 年 3 月的歷史高位 5.7% 放緩至目前的 2.9%。不過，歐元區服務價格壓力仍然較大，受薪資成本上升及去年低基數效應影響，歐元區 5 月服務價格指數的同比升幅從 4 月的 3.7% 加快升至 4.1%。由於新冠疫情對勞動力的健康狀況造成打擊及期間居家辦公習慣的影響，歐元區就業市場持續緊張，令其勞動力成本一直居高不下。2024 年 4 月，歐元區失業率進一步跌至 6.4%，再創歷史新低。就業市場持續緊張進一步推升勞動力成本，歐元區今年第一季度薪資成本同比增長 5.1%，高於去年第四季經修訂後的 4.9%。薪資增長與物價上升形成一個循環，這方面的壓力料將繼續影響歐元區的通脹。

從經濟基本面來看，歐元區經濟雖然已擺脫技術性衰退，但經濟復甦基礎仍然較為薄弱。2024 年歐元區第一季度實際 GDP 環比增長 0.3%，擺脫了去年下半年的技術性衰退；與此同時，歐洲央行在 6 月議息會議上調升對 2024 年 GDP 增長的預測至 0.9%，歐元區經濟或已見底回升。特別是今年以來，美國製造業恢復擴張，且中國等發展中國家的經濟也持續修復，受惠於外部需求增加及歐元兌美元及英鎊等主要貨幣今年以來呈現不同程度的貶值，令歐元區出口獲得提振，4 月歐元區出口總額按年增長 1.4% 至 3.0914 萬億美元。零

售消費方面，歐元區內部消費仍然非常疲弱，自2022年10月以來，歐元區零售銷售的按年變幅一直處於負增長；至今年4月，零售銷售按年錄得零增長，仍然遠低於疫情前的水平。由於消費支出佔歐元區GDP比重高達74%，零售消費市道持續疲弱拖累了歐元區的經濟表現。企業投資方面，高息環境抑制了企業的投資意欲，今年第一季度歐元區固定資本形成總額按季下跌1.5%，歐元區製造業採購經理指數(PMI)更連續第24個月處於50榮枯線以下，顯示歐元區製造業活動持續收縮。

**金融環境方面，由於歐洲央行持續縮減資產負債表，歐元區金融市場流動性有所收緊。**歐洲央行在2020年3月為了應對疫情衝擊，推出緊急抗疫資產購買計劃(PEPP)，截至今年5月底，通過此計劃持有的資產餘額約為1.66萬億歐元。但此計劃已於2022年3月底開始停止購買資產，並將於今年下半年開始平均每月減持75億歐元資產，且將於今年年底完全停止對到期資產再投資。此外，歐洲央行在過去兩年持續縮減資產負債表規模，其從2022年6月歷史最高位的8.84萬億歐元持續下降至2024年6月14日的6.53萬億歐元，累計減幅高達26%；目前已回落至接近2020年9月時的水平，但仍遠高於疫情前的4.7萬億歐元。具體來看，今年以來歐洲央行的資產負債表累計縮減了4,009.68億歐元，其中對歐元區信用機構貸款金額的減幅佔比高達65%。歐洲央行主要通過減少對信用機構的放款來縮減資產負債表，從而令市場流動性有所收緊。歐元區貨幣供應(M2)按年升幅從2021年2月的歷史高位12.3%持續放緩至2023年8月的-2.4%，其後跌幅才有所收窄；至今年4月其按年升幅為0%，仍處較低水平。

**總體而言，歐元區通脹回落至2%-3%區間，為歐洲央行降息提供了充分的條件。**再加上，歐元區經濟復甦乏力，也確實需要通過降息來刺激經濟增長。此外，歐洲央行在過去兩年持續縮減資產負債表規模，令歐元區金融市場流動性有所收緊，適時放鬆貨幣政策也是合適之舉。

圖 2-1：隨著能源價格回落，通脹大幅降溫

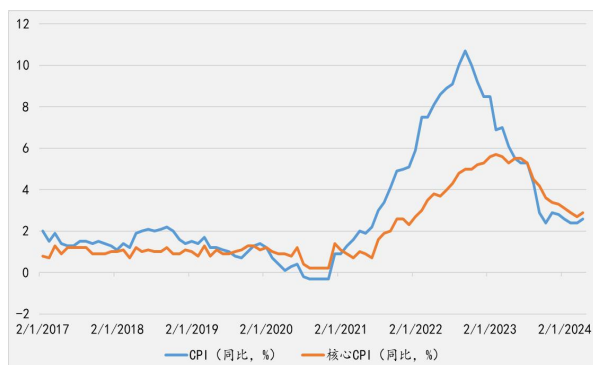
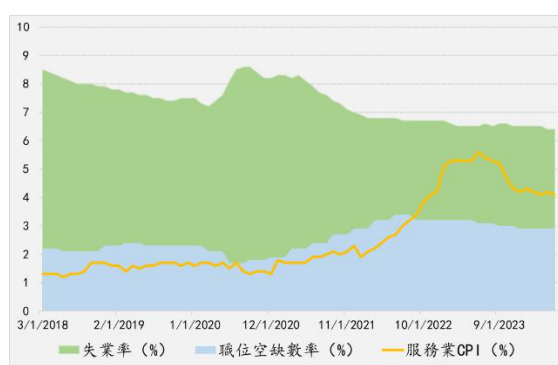


圖 2-2：因勞動力市場偏緊，服務業通脹仍處較高水平



數據來源：Bloomberg



圖 2-3：外需上揚帶動歐元區擺脫經濟衰退

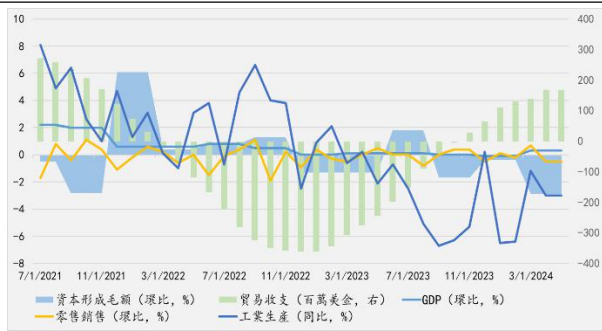
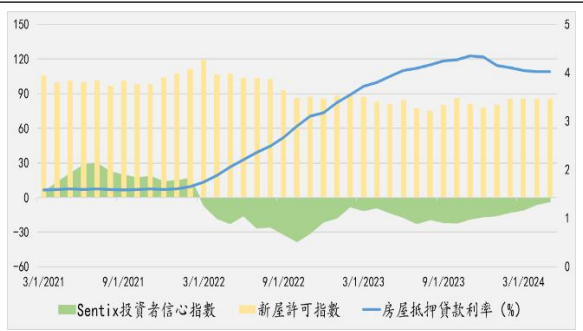


圖 2-4：歐元區消費及投資疲弱，內需不振



數據來源：Bloomberg

圖 2-5：在緊縮的貨幣政策下，金融市場流動性收緊

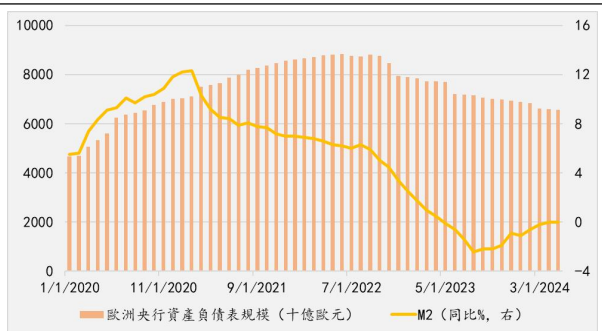
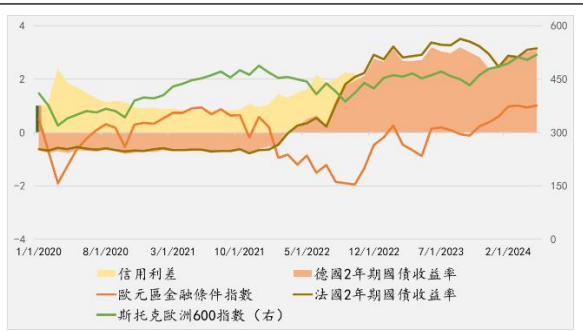


圖 2-6：歐洲央行降息預期不斷增強，股市持續創新高



數據來源：Bloomberg

### 三、歐洲央行降息的預期影響

歐洲央行在 6 月開始降息，預計對政府債務利息支出、企業融資成本、居民消費意欲、進出口及通脹等範疇都有不同程度的影響，簡析如下：

- 一是降息料將有助於降低政府債務成本，從而紓緩歐元區政府的債務壓力。自 2020 年以來，為紓緩疫情對經濟民生造成的不利影響，歐元區政府普遍採用寬財政及寬信用的方式來支持經濟，令歐元區公共債務急升。截止 2023 年底，歐元區政府債務存量達到 12.73 萬億歐元，較 2019 年底的 10.13 萬億歐元增加了 25.6%；政府債務佔 GDP 的比率也從 2019 年底的 84.2% 一度升至 2021 年第一季度的歷史高位 99.5%，截止 2023 年底回落至 88.6%，但仍然遠高於歐盟《穩定與增長公約》規定的 60% 警戒線。歐洲央行在 2022 年 7 月開啟緊縮周期之後，利率持續大幅飆升令政府的債務利息支出激增，為各國財政帶來巨大負擔。以德國為例，截止今年 6 月 24 日，2 年期德國國債利率為 2.805%，已較 2019 年底的 -0.601% 累計上升 340.6 個基點；而截止 2023 年底，德國政府的債務存量為 2.623 萬億歐元，較 2019 年底的 2.0699 萬億歐元增加了 5,528 億歐元或 26.7%。德國政府債務去年的利息支出高達 402 億歐元，較 2019 年的 124 億歐元大幅增加了 278 億歐元或 224%。因此，歐洲央行轉向降息，料將有助於減輕歐元區政府的債務利息支出。

- ✦ **二是降息料有助於降低企業融資成本，提振歐元區製造業的表現。**根據歐洲統計局數據顯示，截止2024年4月，歐元區商業銀行對非金融公司未償還貸款的平均利率為4.06%，較2022年初歐洲央行開始加息前1.59%的低位上升了247個基點。受制於高昂的貸款利率，歐元區商業銀行的工商業貸款需求持續下降，特別是隨著通脹回落，高企的名義利率令企業的實際融資成本持續攀升。根據歐洲央行2024年第一季度銀行信貸調查結果顯示，受高利率和較低的固定資產投資需求所影響，歐元區企業貸款需求在第一季顯著下跌。2024年第一季度，歐元區固定資產投資實際總額環比下跌2.9%，是拖累歐元區第一季經濟表現的主要因素。
- ✦ 歐洲央行在2022年開啟加息周期以來，總需求持續降溫，銀行的信貸標準也進一步收緊。2024年4月，歐元區的非金融企業貸款餘額為5.12萬億歐元，同比下降了0.32%。與此同時，歐元區製造業持續低迷，2024年第二季產能利用率僅為78.9%，低於2019年的81%-82%區間；2024年4月工業生產同比下跌3%，製造業PMI指數更連續第24個月處於收縮狀態。因此，歐洲央行貨幣政策轉向寬鬆，料有助於降低實體經濟的融資成本，刺激企業信貸需求，促進投資及推動製造業回暖。
- ✦ **三是歐洲央行降息會令儲蓄回報減少，並將通過資本市場的財富效應來提升居民購買力及消費意欲。**由於消費支出在歐元區GDP中的佔比高達74%，是經濟最重要的組成部分。歐元區家庭儲蓄率從2020年19.53%的高位回落至2023年的14.42%，但仍然高於2019年的13.21%，顯示居民在疫情期間積累的超額儲蓄正在逐步消耗。2024年4月，歐元區居民存款利率平均為3.16%，較2022年初的0.23%大幅上升了293個基點，存款利率高企抑制了部分消費需求，所以當歐洲央行開啟降息周期之後，存款利率料將被下調，有助推動資金回流消費市場。與此同時，今年以來，歐洲股市持續創歷史新高也帶來一定的財富效應，有助於提升購買力及刺激消費意欲。
- ✦ **四是降息或有助於壓低歐元匯價，有利於改善出口，但可能會令區內通脹有所反覆。**歐元區是高度開放的外向型經濟體，國際貿易在其經濟中的地位舉足輕重。截止2024年第一季，歐元區進口及出口佔GDP的比重分別為48.23%和52.69%，淨出口對第一季實際GDP環比增長0.3%中貢獻了0.86個百分點，是推動經濟增長的主要力量。由於美聯儲近期表態仍較為鷹派，6月點陣圖顯示今年僅會降息一次，2024年底聯邦基金目標利率預測中值從3月時預測的4.6%上調至5.1%。由於美息維持高企，而歐洲央行比美聯儲較早開始降息，令歐美息差擴大，為歐元匯價帶來下行壓力；加上，法國提前舉行大選，增加了歐洲政治前景的不確定性，令歐元匯價偏向下行，料將有利於提升歐元區出口競爭力。
- ✦ 具體來看，化學產品與機械及運輸設備分別在歐元區淨出口總額中佔比最大的前兩大類產品，2023年這兩大類產品的淨出口額分別為2,210億歐元及

1,720 億歐元。若歐元貶值，歐元區出口產品的價格競爭力或將會有所提升，有利於推動出口及改善企業的盈利前景。此外，歐洲也是傳統的文旅發達地區，歐元匯價下跌也有助於吸引海外遊客，提升服務出口需求。

但另一方面，歐洲央行降息也可能會推升歐元區進口商品的價格，從而為區內通脹帶來一些上行壓力。根據歐洲統計局的數據顯示，能源產品進口佔2023年歐元區進口總額的18%，淨進口金額高達3,630 億歐元，是歐元區最主要的進口產品。俄羅斯以前是歐元區最大的能源進口來源地，但受俄烏衝突影響，歐元區從俄羅斯淨進口的能源產品從2022年的1,468 億歐元驟降至2023年的292 億歐元，美國因而成為其能源產品主要進口國；截止2023年底，美國對歐盟出口的原油和天然氣分別佔歐盟能源進口的17%和48.5%。雖然國際天然氣價格隨著俄烏衝突影響的減弱已明顯回落，但中東及俄烏地緣政治局勢持續緊張及OPEC+延長減產措施等影響下，能源價格仍維持在相對較高水平。加上歐洲降息或令歐元匯價貶值，以美元計價的能源產品或變得更為昂貴，進口商品價格上升料將對區內通脹帶來一定壓力。

總體而言，歐元區通脹今年下半年可能仍較為反覆，預計歐洲央行未來的降息步伐或相對較為溫和及克制，或採取「邊走邊看」的審慎策略。歐洲央行降息料將有助於緩和政府債務負擔，降低歐元區家庭和企業的實際融資成本，從而提振消費及投資，並有助於改善出口，促進歐元區經濟增長；但同時也可能為進口價格及區內物價帶來上行壓力，預計今年下半年歐元區通脹可能仍較為反覆。歐洲央行雖然開啟了降息之門，但同時強調不會預先承諾任何特定的利率路徑，未來的利率決定將視乎經濟數據而定；預計歐洲央行未來的降息步伐或較為溫和及克制，或採取「邊走邊看」的審慎策略。

圖 3-1：利率高企，歐元區政府債務負擔增加



圖 3-2：部分歐元區成員國政府債務率已超過歐債危機時水平



數據來源：Bloomberg



圖 3-3：貸款利率持續攀升，工商業貸款需求下降

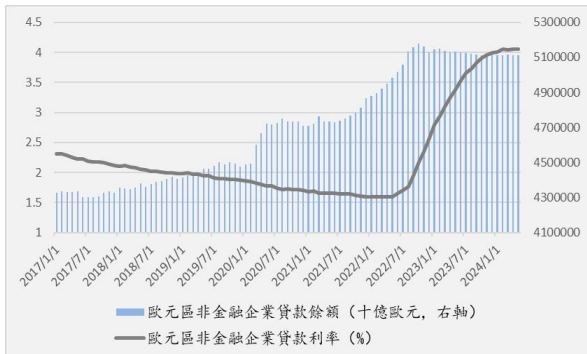


圖 3-4：自 2022 年以來，歐元區製造業陷入低迷

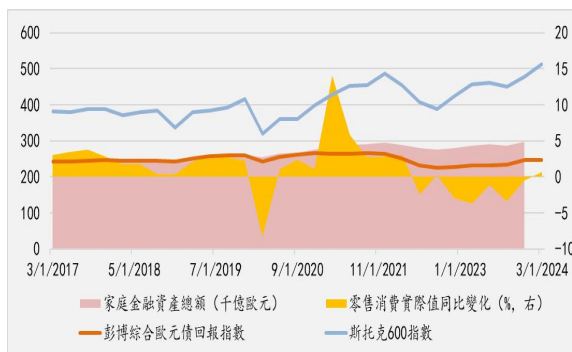


數據來源：Bloomberg

圖 3-5：存息較高疊加前景的不確定性抑制消費



圖 3-6：資本市場走勢影響家庭消費及購買力



數據來源：Bloomberg

圖 3-7：能源產品為歐元區主要進口商品

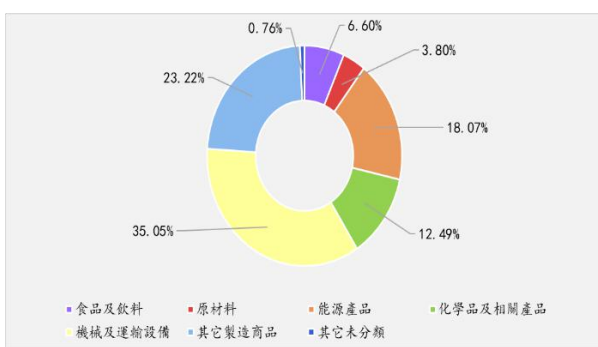
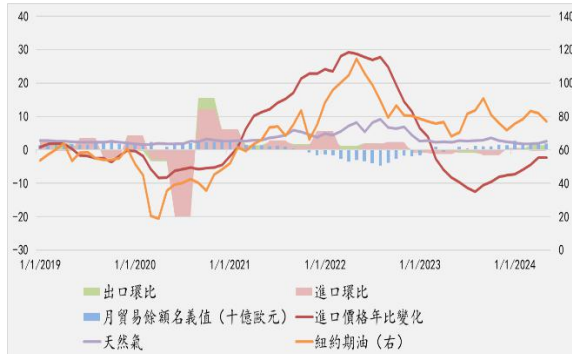


圖 3-8：隨能源價格下降，歐元區國際貿易條件顯著改善



數據來源：Bloomberg

**【 免責聲明 】**

本文件所提供的數據乃從相信屬可靠之來源搜集。交通銀行股份有限公司對該等數據、意見或推測的公正性、準確性、完整性或正確性並無作任何明示或默示的擔保、申述、保證或承諾，亦不會就使用或依賴本文件所載之任何數據、意見或推測承擔責任或法律責任。在本文件表達的預測及意見只作為一般的市場評論，並不構成投資建議或保證回報。投資者須對本文件所載數據、意見及推測的相關性、準確性及充足性自行作出評估，並就此評估進行認為有需要或合適的獨立調查。所有此等數據、意見及推測均可予以修改而毋須事前通知。

本文件所提及、評論或推薦（視情況而定）之投資項目未必適合所有投資者，且並未考慮各收件人的特定投資目標或經驗、財政狀況或其他需要。因此，本文件並無就其中所述任何證券及/或投資是否切合任何個別人士的情況作出任何聲明。投資者不應只根據本文件而作出任何投資決定。投資者必須根據其各自的投資目的、財務狀況及獨特需要作出投資決定，並在有需要時諮詢其獨立專業顧問。本文件並不擬提供專業意見，因此不應賴以作為此方面之用途。非所有地區之所有人士均可享用或認購有關投資項目。就任何人士是否符合使用個別產品或服務的資格，以本行的最終決定為準。

投資涉及風險，投資者需注意投資項目之價值可升亦可跌，甚至變成毫無價值，而過往之表現亦不一定反映未來之表現。本文件只供一般參考用途，本文件（或其中任何部分）不應被用作廣告之用，亦不構成任何投資買賣（如證券及/或貨幣）之建議、招售或招攬。本文件並非，亦無意總覽本文件所述證券或投資牽涉的任何或所有風險。於作出任何投資決定前，敬請投資者細閱及瞭解有關該等證券或投資的所有銷售文件，以及其中所載的風險披露聲明及風險警告。本文件的數據並不構成銷售文件的一部份。

本文件內容未經本行授權，不能作任何編輯、複製、摘錄或以任何方式發給其他人。本文件內容並未經香港證券及期貨事務監察委員會審閱。