



如何看待非美央行开启降息潮？（二）

往期精彩研报

《如何看待非美央行开启降息潮？
（一）》

主要观点：

G7 中，加拿大央行与欧洲央行启动降息，全球降息潮逐步扩散。我们认为欧洲央行在 6 月降息的主因是通胀回归 2% 的通胀目标虽仍曲折、但趋势明显，其次是高利率环境导致欧元区制造业表现依旧较弱。

展望后市，基准情形下，我们认为欧洲央行不至于像美国看齐，但经过 6 月的降息，接下来其行动将会相对谨慎，下半年降息次数或在 2 次左右。与此同时，欧洲央行将会观察此次降息后，欧元区通胀及全球通胀演绎情况，再决定下一次降息的时点。因此，在下一次议息会议上选择连续降息的概率不大。

风险点：欧元区通胀或经济走向超预期、欧洲央行货币政策走向超预期

重要声明：本报告内容及观点仅供参考，不构成任何投资建议

南华研究院
投资咨询业务资格：
证监许可【2011】1290 号

周骥
投资咨询证号：Z0017101

请务必阅读正文之后的免责条款部分

目录

章节

1. G7 开启降息模式	1
1.1 欧元区货币制度与货币政策	1
1.1.1. 欧元启动始末	1
1.1.2. 欧洲央行.....	2
1.1.3. 欧洲央行货币政策框架.....	3
1.1.4. 欧洲央行货币政策工具箱	5
1.2 2024 年 6 月欧洲央行议息会议点评：“鹰派降息”下暂不宜过度外推	13
1.2.1. 欧洲央行降息在即，欧元为何走强？	13
1.2.2. 欧洲央行领先美联储降息，但利率仍将更高更久？	14
2. 参考文献	22

目录

图表

图 1.1.1：加拿大央行“双支柱（two-pillars）”框架.....	4
图 1.1.2：欧洲央行主要再融通历史走势（百万欧元）.....	6
图 1.1.3：欧洲央行长期再融资历史走势（百万欧元）.....	7
图 1.1.4：欧洲央行微调操作历史走势（百万欧元）.....	8
图 1.1.5：欧洲央行结构性操作历史走势（亿欧元）.....	9
表 1.1.1：欧洲央行公开市场操作工具对比.....	10
表 1.1.2：欧洲央行最低准备金和超额准备金要求（活期分层制度）.....	11
图 1.1.6：欧洲央行三大利率走廊历史走势（%）.....	12
表 1.1.3：欧洲央行经常性融资便利工具对比.....	13
图 1.2.1：2024 年以来欧元兑美元走势图.....	13
图 1.2.2：10 年期美德利差（%）与欧元兑美元汇率走势图.....	14
图 1.2.3：欧元兑美元短暂因欧洲央行较为鹰派的表态而短线走强.....	14
图 1.2.4：北京时间 2024 年 6 月 6 日 20:15，欧洲央行如期将三大政策利率均下调 25 个基点.....	15
图 1.2.5：全球央行升/降息比例.....	15
图 1.2.6：欧元区 HICP 当月同比（%）.....	16
图 1.2.7：欧元区核心 HICP 当月同比（%）.....	16
图 1.2.8：近期，欧元基本面指数趋于回落.....	16
图 1.2.9：各国经济预期指数.....	16
图 1.2.10：3 月与 6 月议息会议对欧元区经济增长与通胀预测对比.....	17
图 1.2.11：3 月与 6 月议息会议对欧元区实际 GDP 增长预测对比.....	17
图 1.2.12：3 月与 6 月议息会议对欧元区实际 GDP 增长主要支出组成部分预测对比.....	17

图 1.2.13: 3 月与 6 月议息会议对欧元区实际 GDP、贸易和劳动力市场预测对比	18
图 1.1.14: 3 月与 6 月议息会议对欧元区通胀预测对比	19
图 1.1.15: 6 月议息会议对欧元区通胀主要组成部分预测	20
图 1.1.16: 截至 2024 年 6 月 20 日，市场对欧洲央行升/降息预期	21

1. G7 开启降息模式

1.1 欧元区货币制度与货币政策

1.1.1. 欧元启动始末

一. 历史背景

1999年诞生的欧元，是人类历史上第一个真正的超主权货币，它的诞生有一个复杂的演变过程经历。1956年发生的苏伊士运河危机与欧元的诞生密切相关，为欧洲开始联合铺下了基础。同时，实现欧洲一体化的“欧洲联盟”计划也与欧元的诞生密不可分。上世纪80年代末90年代初，东欧剧变、德国统一和苏联解体等事件导致世界从美苏两极格局向多极格局转变，欧共体成员国努力通过一体化的“欧洲联盟”成为未来世界格局中的重要力量，而货币联盟是实现这一目标的关键途径。当然，欧元诞生的另一个重要原因是为了摆脱对美元的依赖。二战结束后，欧洲各国不得不接受美元霸权的现实，但内心对此感到极为不满。1988年2月，时任德国外交部长根舍发布了一份保密文件，鼓励创建欧洲单一货币，以支持欧洲单一市场的发展。

二. 欧元的理论基础

欧元的理论基础是经济学家罗伯特·亚历山大·蒙代尔在上个世纪60年代提出的最优货币区理论。这个理论为欧元的诞生提供了强有力的支持，为创建欧元奠定了坚实的基础。最优货币区理论的核心思想是，从经济、金融和资源最优配置的角度来看，货币的最优边界和流通范围可能超越主权国家，形成一个较大的货币区域。

最优货币区理论认为，当多个国家面临共同的经济冲击时，共享同一货币可以提供更好的经济稳定和效率。这是因为共同的货币可以消除货币汇率波动带来的不确定性和成本，促进贸易和投资的发展，提高资源的最优配置效率。

欧元的诞生正是基于最优货币区理论的思想。欧元区成员国共享同一货币，消除了货币汇率波动带来的交易成本和风险，促进了欧洲内部的贸易和投资，提高了整个区域的经济效率和稳定性。

三. 诞生过程

欧洲一体化进程，也就是欧元诞生的过程经历了三个重要阶段：

第一个阶段是实体经济，特别是贸易方面的一体化。1951年巴黎条约的签订，创立了欧洲的煤炭和钢铁共同体。1965年4月8日，法、意、联邦德国、荷、比、卢六国签订了《布鲁塞尔条约》，决定将欧洲煤钢共同体、欧洲原子能共同体和欧洲经济共同体统一起来，成立了欧洲共同体，简称“欧共体”。欧共体的创建宗旨：一、取消成员国之间的贸易壁垒；二、建立一致对外的贸易政策；三、协调成员国之间的运输系统、农业政策和一般宏观经济政策；四、取消限制自由竞争的措施；五、保证成员国之间劳动力、资本和企业家的流动性。

第二个重要的阶段是1979年正式成立的欧洲货币体系，又称“欧洲货币制度”，主要内容包括：一、成员国之间实行固定汇率，对非成员国则实行浮动汇率；二、创设欧洲货币单位，这就是未来欧元的前身；三、筹备创立欧洲货币基金，以构建和加强对货币市场的干预，以及对成员国提供信贷支持，欧洲货币基金就是未来欧洲中央银行的前身；四、对遭遇经济困难的成员国提供资助。综上所述，这个体系成立的主要目的为避免美元对欧洲各国货币汇率的影响，以保持成员国之间的汇率稳定。

第三个阶段为欧元的正式诞生。1991年12月，欧共体的12个国家在荷兰的马斯特里赫特小镇举行会议，签署了《欧洲经济与货币联盟条约》和《政治联盟条约》，这两个条约统称为“欧洲联盟条约”，也被称为马斯特里赫特条约。这标志着欧盟的正式成立，是欧洲一体化道路上最重要的里程碑。马斯特里赫特条约明确规定，欧盟最迟要在1999年1月18日发行统一货币。随着该条约的签署，欧元的创立加速推进。1993年11月，欧洲联盟条约正式生效。1994年12月15日，欧盟马德里首脑会议决定将欧洲单一货币定名为欧元。1998年，欧洲中央银行（European Central Bank, ECB）正式成立。1999年1月，欧元在国际金融市场上首次亮相，最初是以电子货币的形式存在，欧洲央行负责制定统一的货币政策。欧元的纸币和硬币正式成为流通货币是在3年后。根据欧盟的规定，欧元纸币和硬币于2002年1月1日起在欧元区各成员国正式开始流通使用。欧元由欧洲央行系统负责管理，欧洲央行总部设在德国法兰克福。

1.1.2. 欧洲央行

一. 欧洲央行简介

欧洲中央银行（European Central Bank, ECB），简称“欧洲央行”，是根据1992年《马斯特里赫特条约》的规定，于1998年6月正式成立。欧洲央行是欧元区的中央银行，由19家欧元区成员国中央银行（NCBs）按照一定的比例出资成立。欧洲央行和NCBs构成欧元体系，共同实施单一货币政策，并对银行进行监管。根据分权原则，欧洲央行负责制定货币政策，NCBs负责执行货币政策。

1. 三足鼎立组织结构

欧洲央行内设三个决策机构，分别是理事会、执行委员会和总理事会。

理事会是欧洲央行的主要决策机构，采取月度轮换投票权制度，由执行委员会的6名成员和19个欧元区国家的央行行长组成。主要责任为：为欧元区制定货币政策，包括与货币目标、关键利率、欧元体系储备供应有关的决定，以及为实施这些决定制定指导方针。理事会通常每月在位于德国法兰克福的欧洲央行所在地举行两次会议，并于每六周评估一次经济和货币发展，并做出货币政策决定，随后会举行一次新闻发布会，详细解释货币政策决定。在其他会议上，理事会主要讨论与欧洲央行和欧元体系的其他任务和职责有关的问题。

执行委员会由欧洲央行行长和副行长以及其他4名成员组成，任期8年，由欧元区国家领导人任命。主要负责执行货币政策，筹备理事会会议，并根据理事会规定的指

导方针和决定实施欧元区的货币政策。所有执行委员会成员的任期均为八年，不得连任。作为一个例外，1998年任命的第一届董事会成员的任期长短不一，因此并非所有成员都需要在同一年更换。

总理事会由欧洲央行行长、副行长以及所有欧盟国家的中央银行行长组成，属于过渡机构，更多起到的是咨询和协调作用。欧洲央行执行委员会的其他成员，欧盟委员会主席和欧盟委员会的一名成员可以参加总委员会的会议，但无权投票。根据“欧洲中央银行制度和欧洲中央银行章程”，一旦所有欧盟成员国引入单一货币，总委员会将解散。

此外，监事会对欧洲央行的决策与行动进行监督。监事会每月召开两次会议，讨论、计划和执行欧洲央行的监督任务，根据无异议程序向管理委员会提出决定草案。

2. 主要使命

总体来看，欧洲央行的主要使命包括：维持金融稳定、实行宏观审慎政策和实施金融监管。欧洲中央银行和各国中央银行共同构成欧元体系，即欧元区的中央银行体系。欧元体系的主要目标是维持价格稳定，即维护欧元的价值。欧洲中央银行在单一监管机制内负责对位于欧元区 and 参与的非欧元区成员国的信贷机构进行审慎监管，该机制还包括国家主管当局的参与。因此，它有助于欧盟和每个参与成员国内银行系统的安全和稳健以及金融系统的稳定性。

1.1.3. 欧洲央行货币政策框架

货币政策目标：一个目标，两个支柱

一. 最终目标：物价稳定、0-2%的量化通货膨胀目标

最终目标是一国所要达到的宏观经济总目标，是货币政策的核心，最终目标的选择决定了货币政策的具体实施、实际效果和经济的发展方向。货币政策的最终目标有四个：物价稳定、充分就业、经济增长和国际收支平衡。事实上，各最终目标之间存在着一定的矛盾，中央银行不可能同时兼顾所有的目标，因此，各国央行会依据实情在目标之间有所侧重和选择。

《马斯特里赫特条约》第105（1）款明确规定：“欧洲中央银行体系的主要目标是保持物价稳定”。附件《欧洲中央银行体系与欧洲中央银行章程》第2条中规定：“欧洲中央银行体系的首要目标是保持价格稳定。在不妨碍物价稳定的前提下，欧洲中央银行体系应支持共同体的总体经济政策，以期为实现第2条所制订的共同体目标做出贡献。”至于物价稳定的量化定义以及实现这一目标的具体措施，《马斯特里赫特条约》并未直接给予规定，而是留给欧洲中央银行自行决定。

在1998年10月13日的会议上，欧洲央行行长理事会对物价稳定做出了明确的量化定义，将欧元区消费物价调和指数（HICP）作为货币政策的中介目标，物价稳定表示HICP的年上升幅度小于2%，并且在中期维持稳定。随后又于2003年做了进一步的阐述：货币政策目标是保持HICP年涨幅低于但接近2%的水平，并且在中期维持

稳定。

根据我们的观察，欧洲央行长期以来实行单一货币政策目标制——维系物价的稳定，并将这一目标作为中期目标。

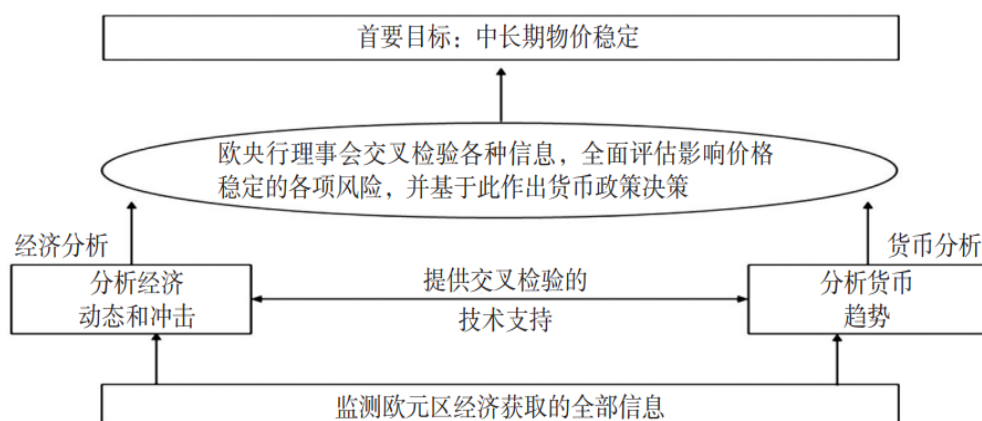
二. 中介目标：“双支柱（two-pillars）”框架

中介目标是指在实现货币政策最终目标的过程中，首先必须达到的过程性目标，它决定了中央银行为实现最终目标所采取的具体行动。

欧洲央行实现其最终货币政策目标的策略包含两大支柱，通常被称为“双支柱法”，分别是“货币分析”和“经济分析”。这两个支柱旨在通过全面、前瞻性的整体评价来分析影响价格稳定的因素。实质上，它们构成了货币供应量目标和通货膨胀目标的双重结构。

然而，在制定货币政策的过程中，欧洲央行所依据的这两个支柱有可能出现冲突。尽管如此，在实际操作过程中，欧洲央行的货币政策严格遵守以控制通货膨胀为首要目标的单一目标制度。

图 1.1.1：加拿大央行“双支柱（two-pillars）”框架



资料来源：ECB 太平洋研究院

1. 货币分析——货币供应量M3的增长率

“货币分析”的理论基础是传统的货币主义，它主要关注中长期的分析，并通过监测中长期内货币供应量增长的变化来预测未来物价的走势。根据“货币数量方程式”，欧洲央行设置了M3的参考值为年增长率4.5%，以三个月的移动平均值计算得出。这是因为广义货币供应量M3与物价水平以及其他宏观变量之间存在着相对稳定和长期的货币需求关系，并且与中期通货膨胀变化密切相关。

欧洲央行将M3的实际增长与参考值之间的偏差与其他经济金融数据（另一“支柱”）放在一起进行分析，以全面获取与物价稳定风险有关的信息。这种综合分析有助于欧洲央行评估货币供应量对通货膨胀的潜在影响，并为制定货币政策提供参考。

2. 经济分析——对未来价格风险的广泛评估

尽管货币存量与物价变化之间存在中长期的密切而稳定的相关性，但在实际经济运行中，通货膨胀和货币供给之间存在一定的时滞，通常是货币存量领先于物价。此外，短期因素也会对物价产生影响，使得货币存量与物价在短期内的走势趋势上不完全一致。因此，除了货币供应量之外，欧洲央行将通常在短期或中期内对物价产生影响的指标作为货币政策战略的第二支柱，用来对未来价格风险进行广泛评估。

欧洲央行根据发布的相关报告，对未来价格风险进行广泛评估，主要包括以下几个方面的指标：工资、汇率、债券价格和收益曲线、财政政策指标、价格和成本指数、商业和消费者调查等。欧洲央行通过对这些指标的评估，主要集中在以下五个方面来评估可能对价格带来的风险：物价发展评估、产出、需求和劳动市场发展评估、财政发展评估、欧元区宏观经济预测以及全球宏观经济环境、汇率和国际收支评估。

通过对这些指标的综合评估，欧洲央行能够更全面地了解未来价格的风险，并相应地调整货币政策策略，以维持价格的稳定。这种综合评估的方法使得欧洲央行能够更好地应对不同的经济环境和风险，以实现其货币政策目标。

1.1.4. 欧洲央行货币政策工具箱

欧洲央行作为跨主权国家的中央银行，各项职能受欧盟相关法律法规的严格规范及约束，特别是货币政策作为欧洲央行最核心职能，对成员国社会经济发展存在重大影响，其制定执行更为严格。因此，欧洲央行自成立以来一直实施较为审慎的货币政策，以改变融资条件。欧洲央行和欧元区国家中央银行的运作框架由以下工具组成：公开市场操作（open market operations）、常设便利（standing facility）和最低存款准备金（Minimum Required reserves, MRR）、前瞻指引。

一. 公开市场操作

1. 常规性公开市场操作

常规性的公开市场操作是欧洲央行最重要、灵活性高以及拥有主动性质的货币政策工具，旨在引导市场利率、管理流动性和传递政策信号。根据公开市场操作的目标、时间安排和程序的不同，可将其之实施方式分为以下几类：主要再融资操作（Main Refinancing Operations, MROs）、长期再融资操作（Longer-Term Refinancing Operations, LTROs）、微调操作（Fine-tuning Operations）以及结构性操作（Structural Operations）。通过五种交易方式达成公开市场操作，其中最重要的是以回购协议（Reserve Transactions）或有担保的贷款为基础的储备交易，其他四种为直接交易（Outright Transactions）、发行债券（Issuance of Debt Certificates）、外汇互换和定期存款（Collection of Fixed-term Deposits）。

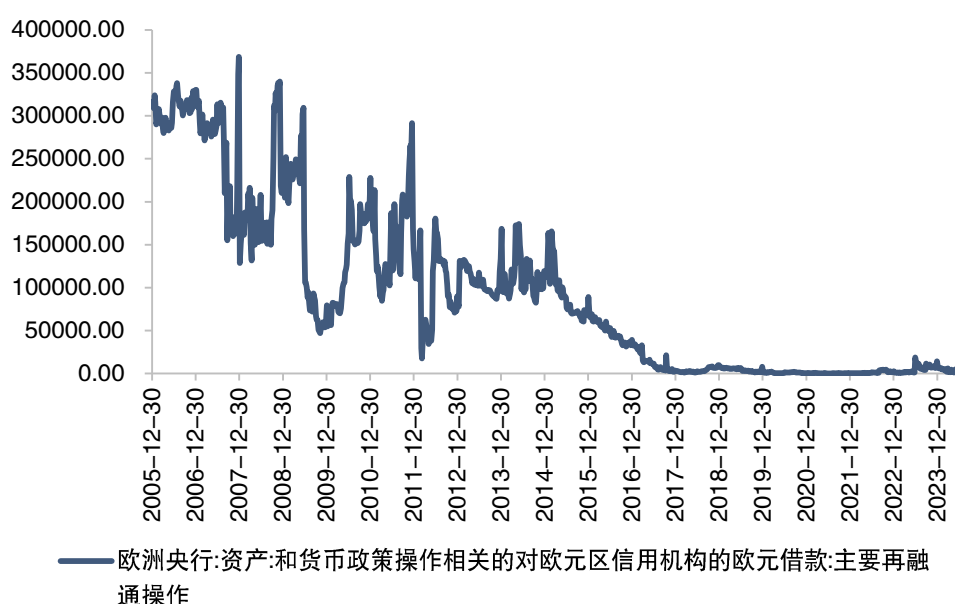
（1）主要再融资操作

主要再融资操作是欧元体系中最主要的货币政策工具，对于调节市场利率、向市场提供流动性和表明货币政策立场起着重要的作用。具体而言，它是一种定期向市场

（主要是信贷机构¹）提供流动资产的回购交易操作，旨在提供短期的流动性支持。这种操作每周进行一次，融资期限为两周，由欧元区各国中央银行采用标准招标程序进行。招标方式包括固定利率投标和浮动利率投标两种方式，具体方式根据市场情况和央行的政策需要而定。主要再融资操作的招标时间一般为每周四，事先会公布好。

通过主要再融资操作，欧洲央行可以向市场提供所需的流动性，以维持金融市场的稳定运行。同时，它也是欧洲央行向市场传递货币政策信号的重要手段之一。通过调整主要再融资操作的利率和规模，欧洲央行可以影响银行间市场的流动性和拆借利率，并进而对商业银行对公众的存贷款利率产生影响。因此，主要再融资操作在货币政策的执行中具有重要的地位和作用。

图 1.1.2：欧洲央行主要再融通历史走势（百万欧元）



数据来源：iFind 南华研究

（2） 长期再融资操作

长期再融资操作是一种定期向市场（主要是银行体系）提供流动资产的回购交易操作，旨在提供长期的流动性支持。这种操作每月进行一次，融资期限为三个月，由各成员国中央银行采用标准招标程序进行。

通常情况下，长期再融资操作不会向市场发布货币政策信号，因此不设定融资利率。相反，它采用浮动利率的投标方式，并明确信贷投放量。这意味着参与机构通过投标方式来确定利率，而欧洲央行则根据投标结果来决定资金的分配。这种方式可以确保市场利率的形成是基于市场供求关系，而非央行的设定。

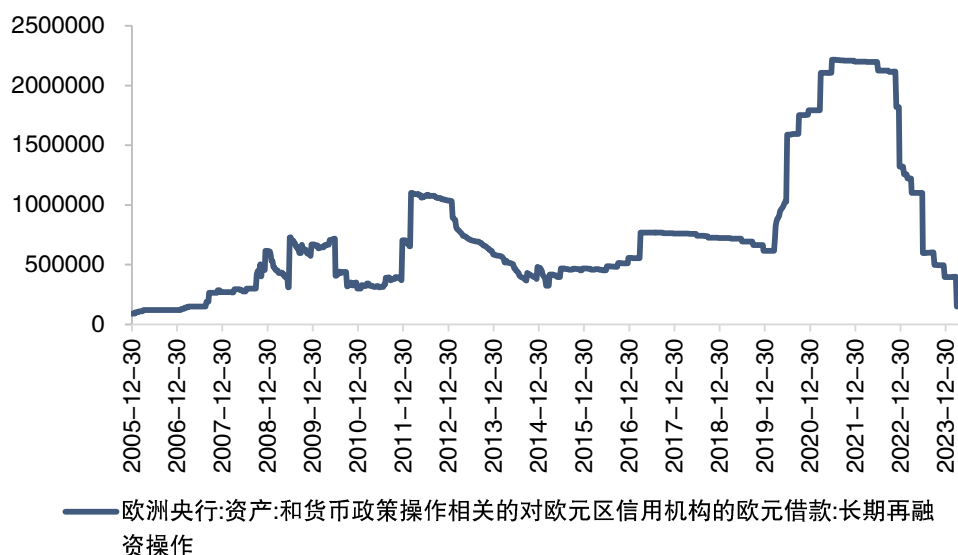
然而，在极端情况下，欧洲央行也可能通过固定利率的投标方式进行长期再融资操作。这种情况下，央行会设定一个固定的利率，参与机构根据这个利率来进行投

¹ 这里所说的信贷机构指的是能够向公众吸收存款或其他可偿付资金并发放贷款的企业。

标。这种固定利率的投标方式通常在特殊情况下使用，以应对市场的异常波动和不确定性。

总的来说，长期再融资操作是欧洲央行为银行体系提供长期流动性支持的一种工具，通过定期的回购交易来满足银行的资金需求。它的具体操作方式和利率设定根据市场情况和央行的政策需要而定。

图 1.1.3: 欧洲央行长期再融资历史走势（百万欧元）

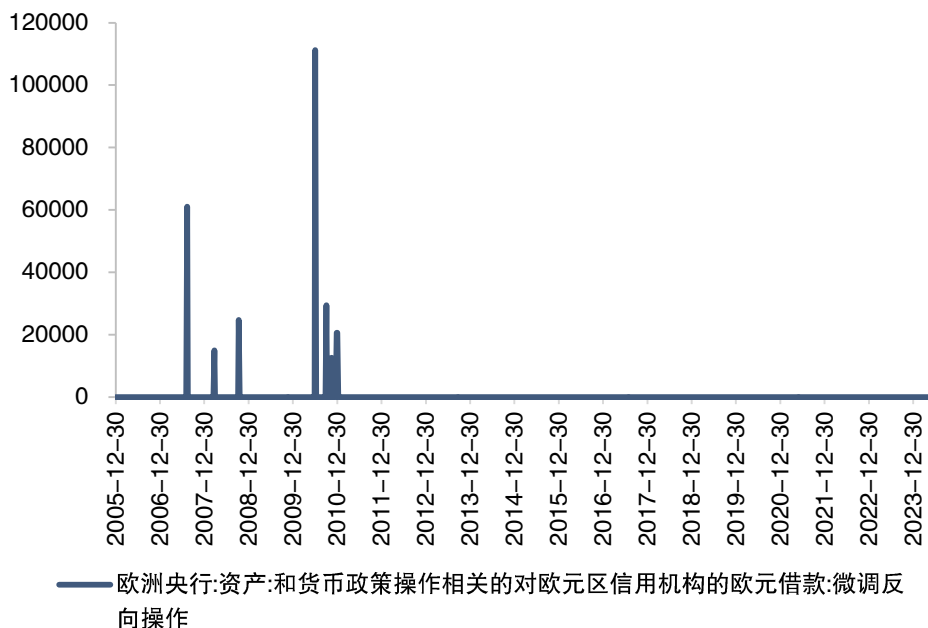


数据来源: iFinD 南华研究

（3） 微调操作

与主要再融资操作和长期再融资操作相比，微调操作的实施频率和利率都是非标准化的，属于不定期进行的非正式公开市场操作。然而，其目的与主要再融资操作和长期再融资操作相同，即管理市场流动性，通过向市场提供或吸收流动性来调节货币市场利率。微调操作的实施通常发生在极度异常的情况下，特别是当货币市场利率出现非预期波动时。它可以通过反向操作、外汇互换、无抵押购买等方式向市场提供流动性，也可以通过外汇互换、吸收定期存款、反向操作和无抵押出售等方式收回市场流动性。微调操作在操作频率和融资期限上具有不确定性，一般由各成员国中央银行通过快速招标程序执行。从宣布开始操作到公布分配结果通常只需1小时。这种快速的执行过程使得微调操作能够迅速应对市场的异常情况，以维护货币市场的稳定。

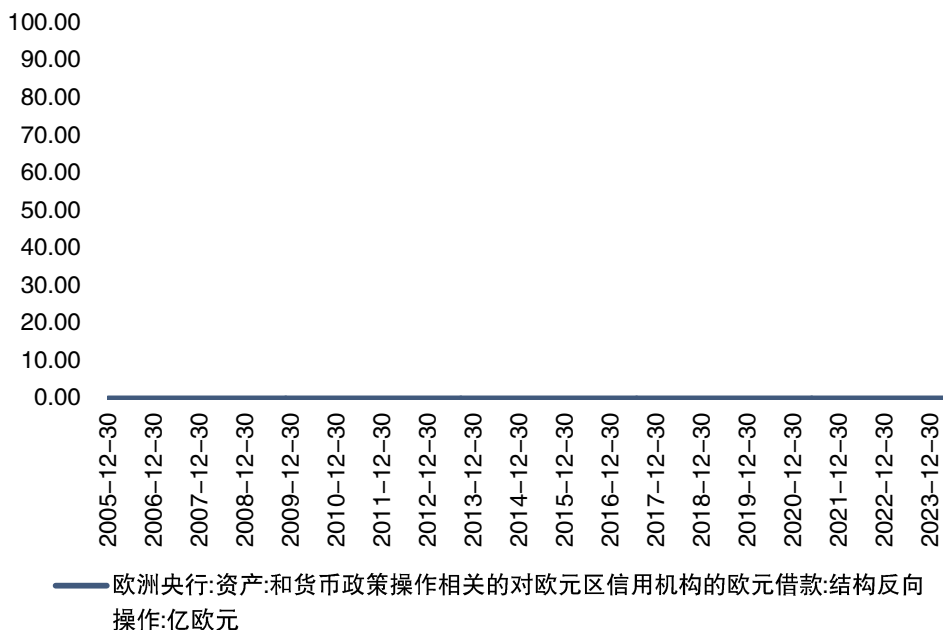
图 1.1.4：欧洲央行微调操作历史走势（百万欧元）



数据来源：iFinD 南华研究

（4）结构性操作

结构性操作是欧洲中央银行为了调整中央银行体系与金融机构之间的结构性头寸而设立的定期或不定期的公开市场操作。其主要目的是对银行的流动性结构进行长期引导。通过这一工具，欧洲央行可以回收市场流动性，也可以向市场提供流动性。融资期限可以是标准的，也可以是非标准的。结构性操作采用分散化的方式，所有符合条件的交易对手都可以通过标准投标方式参与。然而，自从该操作创立以来，欧洲央行从未使用过这一工具。

图 1.1.5：欧洲央行结构性操作历史走势（亿欧元）


数据来源：iFinD 南华研究

总的来说，主要再融资操作和长期再融资操作都是欧洲央行为银行提供流动性的工具，以防止金融市场出现流动性风险，并维护金融稳定。然而，它们在期限和招标过程中对市场利率的指引作用有所不同。

主要再融资操作主要针对短期流动性需求，通常提供一周期限的再融资，只向操作参与方提供资金。通过设定最低投标利率的方式，欧洲央行在为市场提供流动性的同时，也起到了引导短期市场利率的作用。

而长期再融资操作则更注重长期的资金供应，期限一般为3个月，也可以延长至6个月、12个月甚至更长。它主要面向无法参与银行间市场或参与门槛较高的中小参与者，为其提供长期稳定的资金支持。

在对市场利率的指引方面，主要再融资操作通过设定最低投标利率，引导市场利率不低于该水平。而长期再融资操作则采用纯粹的多重价格招标模式，欧洲央行仅作为价格的接受者，不释放政策利率引导的信息。这样的调整有助于提供更稳定的长期资金供应，并减少市场对利率波动的敏感性。

表 1.1.1：欧洲央行公开市场操作工具对比

政策工具	交易方式		期限	频率	操作程序
	释放流动性	回笼流动性			
1.主要再融资	回购交易	——	一、两周	每周一次	标准招标
2.长期再融资	回购交易	——	一般为三个月	每月一次	标准招标
3.微调操作	回购交易	回购交易	非标准	不定期	双边交易
	外汇掉期	外汇掉期交易、吸收定期存款	非标准	不定期	双边交易
	直接交易	直接交易	——	不定期	双边交易
4.结构性操作	回购交易	发行债券	标准、非标准	不定期	标准招标
	直接交易	直接交易	——	不定期	双边交易
5.定向长期再融资（非常规）	再贷款	——	非标准	——	标准招标

资料来源：ECB 南华研究

二. 常设便利

欧洲央行通过使用常设便利工具，在控制货币市场短期利率²波动性的同时，也满足了金融机构的临时流动性需求。

三. 最低存款准备金

关于准备金制度，欧洲央行将其视为一种影响力度较大且典型的政策工具，用于稳定市场利率、控制市场流动性和货币扩张效应。根据欧洲央行的规定，所有在欧元区成员国设立的信贷机构都需要向所在成员国的中央银行缴存最低存款准备金。对于那些总部不在欧元区但在欧元区有分支机构的机构，也需要缴存最低存款准备金。然而，在欧元区注册的金融机构的区外分支机构不受准备金制度的限制。

在准备金制度的计提范围、方法和维持期方面，欧洲央行对纳入准备金基础的负债定义进行了规定。这些负债不仅包括隔夜存款，还包括两年期以内的定期存款、通知存款和债券。最低准备金要求采用“储备平均算法”，金融机构只需确保每月的日平均准备金达到法定标准，并按照维持期内主要再融资操作利率的均值进行补偿。

在存款准备金的利息支付方面，欧洲中央银行体系对信贷机构存放于国家中央银行

² 即边际贷款便利利率和存款便利利率，我们在后面的“三大利率走廊机制”里会进行详解。

的准备金支付利息。利率是根据最近一次主要再融资操作的边际利率平均数计算的。原则上，超额准备金并不支付利息，因此超额准备金的利率无法作为调控利率。

超额准备金实施双层系统（Two-tier system），不同层级的准备金采用不同的利率，一层为超出最低准备金一定倍数的部分，称之为津贴（allowance）；另一层为超额准备金中超出津贴的部分。

表 1.1.2：欧洲央行最低准备金和超额准备金要求（活期分层制度）

活期账户名称			适用利率
最低准备金	平均值概念	每六周为一个维护周期	主要再融资利率
超额准备金（双层系统）	第一层	津贴：超出最低存款准备金一定倍数的部分	报酬利率
	第二层	超额准备金中超出津贴率的部分	0%与存款便利利率中较低者

资料来源：ECB 蔡子琼《全球央行研究：“对标对表”——从资产负债表浅谈欧央行货币政策》

四. 前瞻性指引

为了更好地引导市场预期，欧洲央行于2013年7月引入了利率前瞻指引。这一指引的目的是传达欧洲央行对未来政策措施的预期以及何种条件下可能改变其政策立场。通过利率前瞻指引，欧洲央行试图提供更多的透明度和可预测性，以帮助市场参与者更好地理解 and 解读央行的货币政策意图。这种前瞻性的沟通方式有助于稳定市场情绪，减少不确定性，并为市场参与者提供更好的决策依据。

五. 三大利率走廊机制

为了实现维持欧元区价格稳定的主要目标，欧洲央行利用利率和其他措施来影响经济中的融资条件，从而影响整体经济活动水平，以确保实现通胀目标。为引导融资条件，利率工具方面，欧洲央行拥有三大政策性利率：主要再融资操作利率（Main Refinancing Operations Rate, MROs）、存款便利利率（Deposit Facility Rate, DFRs）和边际贷款便利利率（Marginal Lending Facility Rate, MLFRs），这三个利率指标被视为欧洲央行基准利率水平的衡量标准。自欧元诞生以来，欧元区政策性基准利率是由欧洲央行直接制定与调控。

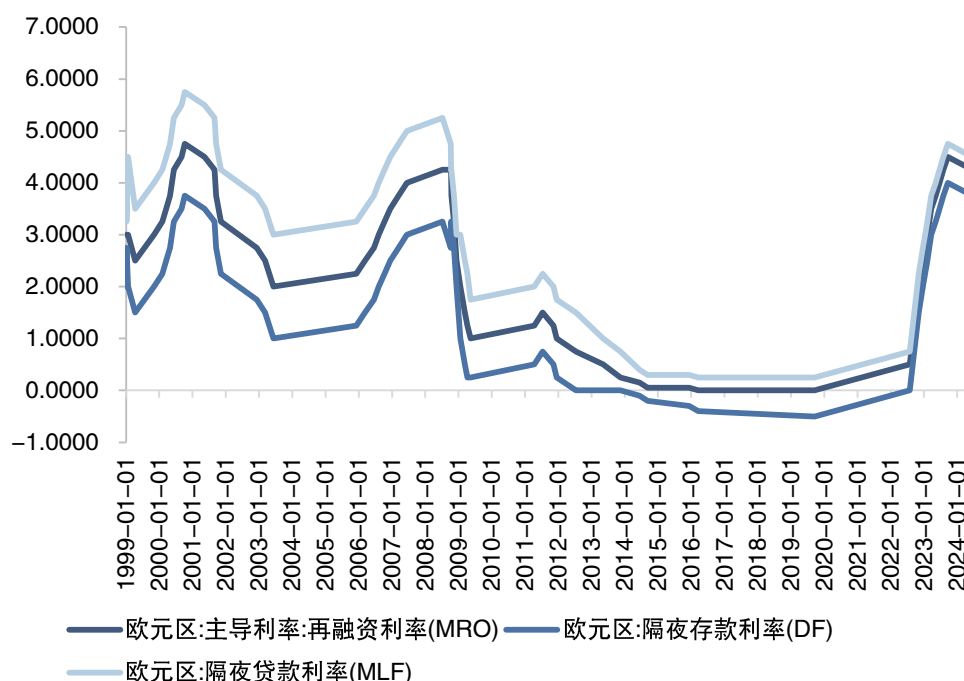
（1）主要再融资操作利率

主要再融资操作利率，又称政策性基准利率，是欧洲央行主要的公开市场操作利率。通过调节主要再融资操作利率，欧洲央行可以向市场传递货币政策信号，影响银行间市场的流动性和拆借利率，并进而影响商业银行对公众的存贷款利率。主要再融资操作每周进行一次，期限为一周，即欧洲央行根据主要再融资操作利率向货币市场注入期限为一周的贷款。商业银行通过竞标的方式获得相应的贷款。这一操作利率的调整对于整个金融市场具有重要的影响，能够引导市场利率的走势，进而对经济活动产生影响。

（2） 边际贷款便利利率和存款便利利率

同时，为避免货币市场利率的大幅波动，欧洲央行构建了边际贷款便利利率（高于主要再融资操作利率）和存款便利利率（低于主要再融资操作利率），分别代表隔夜市场利率的上下限，表明了欧洲央行的货币政策基本立场。在这种机制下，欧洲央行可以向市场提供或吸纳大量资金，以确保市场利率不会超出中央银行所确定的范围。具体而言，符合条件的金融机构可以以合格的资产作为抵押，通过边际贷款利率从央行获取隔夜流动性，而存款便利利率则是金融机构将每日多余的头寸存入央行时所使用的利率。因此，边际贷款利率和存款便利利率分别为隔夜市场的上限和下限，且相对于基准利率分别高出或低于100个基点，形成了以基准利率为中心的利率走廊。这种机制能够有效控制隔夜利率的波动，为市场提供或吸收资金，并传递货币政策的信息。

图 1.1.6：欧洲央行三大利率走廊历史走势（%）



数据来源：iFinD 南华研究

综合来看，边际贷款便利利率和存款便利利率共同形成了“利率走廊”，主要再融资操作利率作为政策指标利率，其流动性的调控主要侧重于价格而非数量，以维持政策利率的稳定。

表 1.1.3：欧洲央行经常性融资便利工具对比

	操作工具	类型	用途	期限	频率
经常性 融资便利工具	边际贷款便利	逆回购	释放流动性	隔夜	合格交易对手自行申请
	存款便利	存款	回笼流动性	隔夜	合格交易对手自行申请

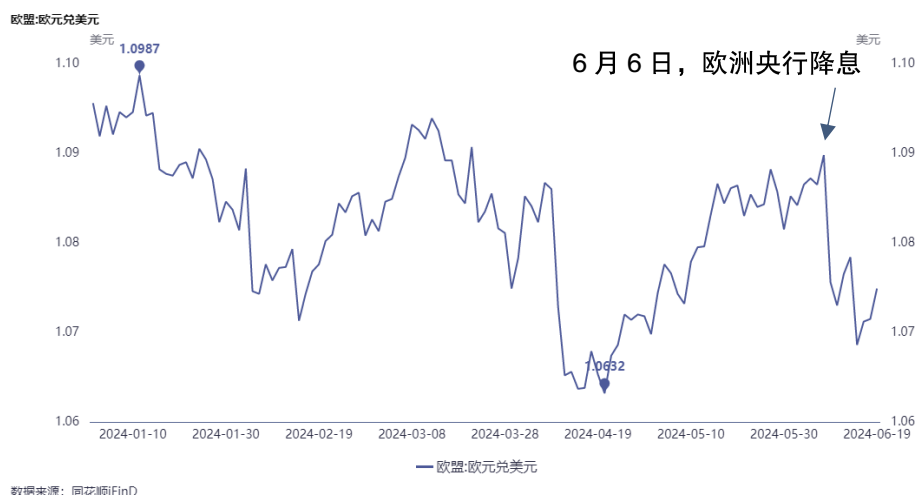
资料来源：ECB 南华研究

1.2 2024 年 6 月欧洲央行议息会议点评：“鹰派降息”下暂不宜过度外推

1.2.1. 欧洲央行降息在即，欧元为何走强？

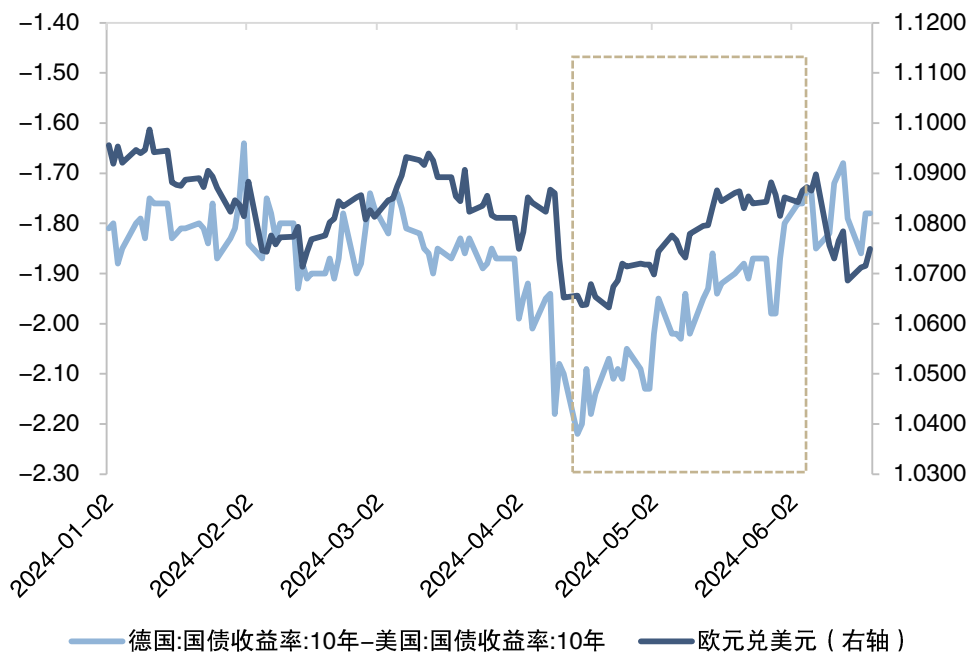
在4月的欧洲央行议息会议结束后，市场对欧洲央行在6月降息的预期较为充分。然而，在市场等待欧洲央行降息的背景下，我们注意到欧元兑美元自4月中旬以来逐步走强（从年内低点反弹）。我们认为，这可能与市场开始减少对美债的空头押注导致美德利差收窄有关。但欧元兑美元的强势并没有持续很长时间。在欧洲央行正式在6月议息会议上宣布降息之后，欧元兑美元虽短暂因为欧洲央行较为鹰派的表态而短线走强，但随后呈现下行状态。截至6月19日，欧元兑美元回落至1.0719。

图 1.2.1：2024 年以来欧元兑美元走势图



数据来源：iFinD 南华研究

图 1.2.2：10 年期美德利差（%）与欧元兑美元汇率走势图



数据来源：iFind 南华研究

图 1.2.3：欧元兑美元短暂因欧洲央行较为鹰派的表态而短线走强



资料来源：WallStreet 南华研究

1.2.2. 欧洲央行领先美联储降息，但利率仍将更高更久？

（1） 6月欧洲央行议息会议有什么看点？

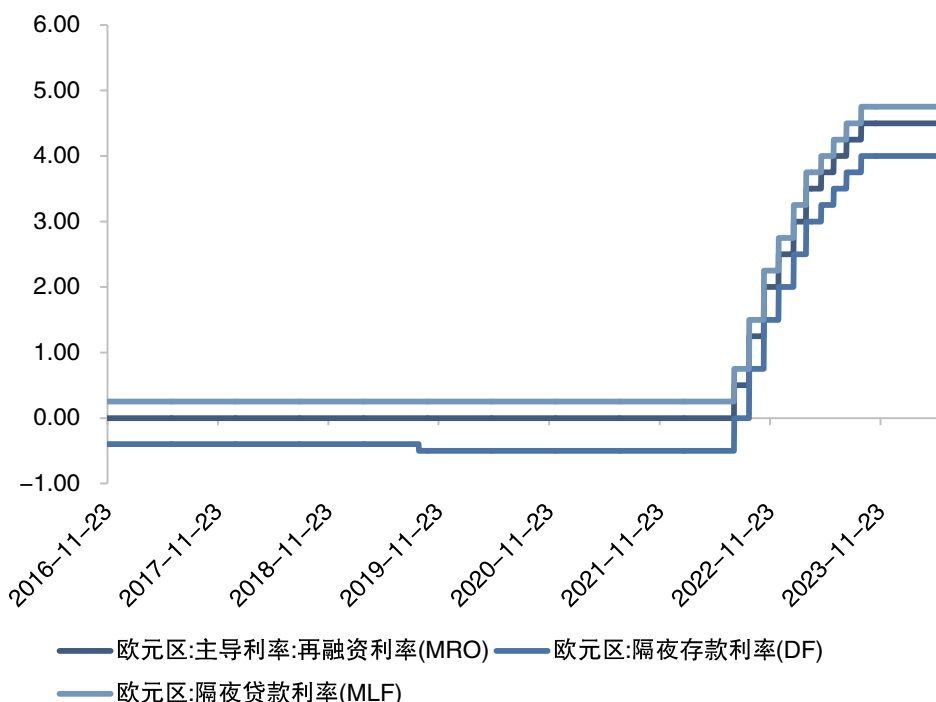
以下为2024年6月欧洲央行议息会议主要内容：

1. 利率方面：如期下调三大政策利率，并未对利率路径做预先承诺

北京时间2024年6月6日20:15，欧洲央行如期将三大利率均下调25个基点，存款便利利率、边际贷款利率和主要再融资利率分别下调至3.75%、4.5%和4.25%，成为

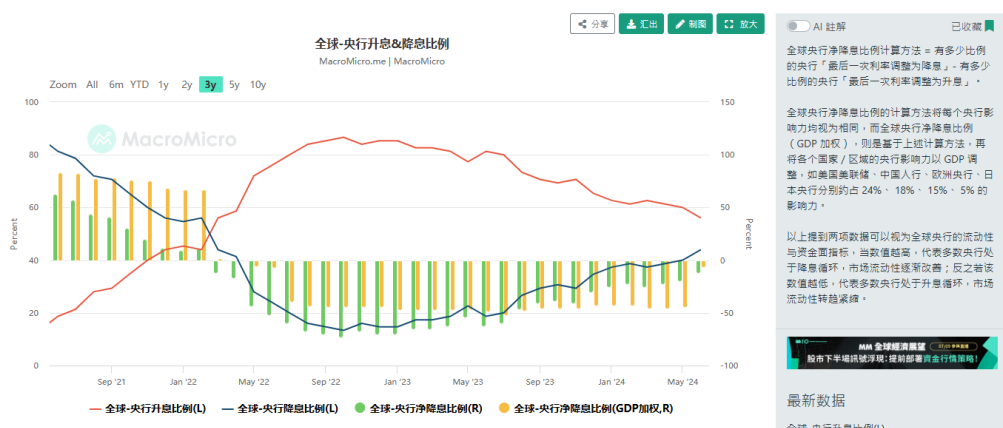
继瑞士央行（2024年3月21日、6月20日）、瑞典央行（2024年5月8日）和加拿大央行（2024年6月5日）后，第四个宣布降息的发达国家央行。目前来看，货币政策转向的发达经济体规模正在壮大中。

图 1.2.4：北京时间 2024 年 6 月 6 日 20:15，欧洲央行如期将三大政策利率均下调 25 个基点



数据来源：iFind 南华研究

图 1.2.5：全球央行升/降息比例

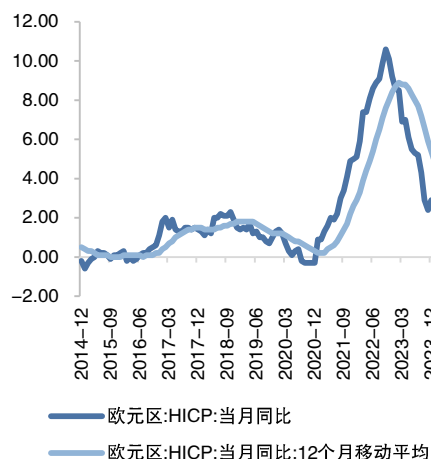


资料来源：MacroMicro 南华研究

对于在本次议息会议上选择降息的理由，欧洲央行认为由于目前欧元区面对的通胀压力有所缓解，并预计在降息后欧元区经济增长或将进一步恢复，虽然不排除通胀或因此小幅抬升，但整体不改回落趋势，所以现在适当减缓货币政策收紧程度是合适的。对此，我们认为欧洲央行降息的主因的确是通胀回归 2% 的通胀目标虽仍曲

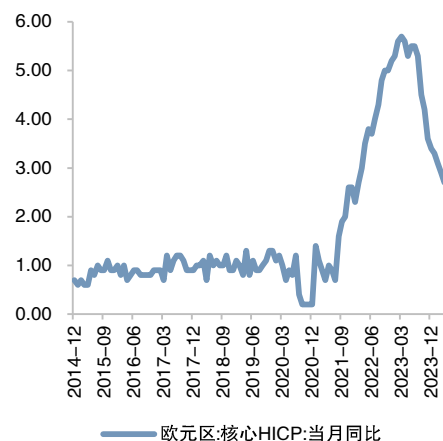
折、但趋势明显，其次是高利率环境下导致欧元区制造业表现依旧较弱。因此，欧洲央行对于欧元区经济增长的担忧或逐步优先于对高通胀的担忧，即欧元区经济或是接下来欧洲央行对其货币政策的首要考量。

图 1.2.6: 欧元区 HICP 当月同比 (%)



数据来源: iFinD 南华研究

图 1.2.7: 欧元区核心 HICP 当月同比 (%)



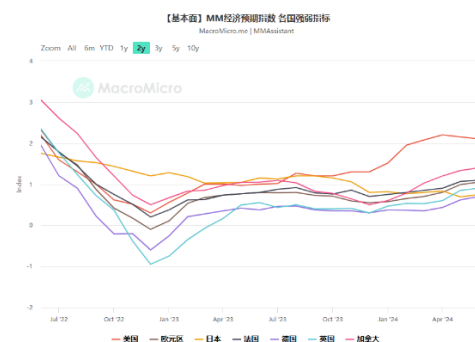
数据来源: iFinD 南华研究

图 1.2.8: 近期，欧元基本面指数趋于回落



资料来源: MacroMicro 南华研究

图 1.2.9: 各国经济预期指数



资料来源: MacroMicro 南华研究

利率指引上，对于后续利率路径的选择，欧洲央行在此次议息会议上并未给出明确的答复，依旧保持着将遵循依赖数据和逐次会议的方法来确定适当的限制水平以及持续的时间的表态。具体来看，拉加德在新闻发布会上表示，“不对任何特定的利率路径做预先承诺”、“无法确认现在是否在降息进程”。可以看出，与美联储相似，欧洲央行对后续的政策路径选择也更为审慎。

2. 经济增长预测：短期乐观，长期略悲

欧洲央行在6月的议息会议中对于欧元区未来的经济增长给出了新的预测。从短期看，他们对2024年的实际GDP增长持乐观态度，预计增长0.9%，相较于3月的预测0.6%有了显著的提升。这表明，欧洲央行认为欧元区经济有望走出停滞，实现一定程度的修复。然而，这种乐观预期并非无条件的，它建立在多个因素的基础上，包括私人消费的增加、出口的改善以及没有新的不利冲击等。然而，对于2025年的经济增长，欧洲央行的预测则较为悲观，预计欧元区实际GDP将增长1.4%，相较于3

月的预测1.5%有所下调。这显示出欧洲央行对于欧元区经济的长期增长仍持谨慎态度。他们认为，中期风险仍偏下行，这可能与多种因素有关，包括全球贸易环境的不确定性、地缘政治风险以及欧元区内部的经济结构问题等。我们认为，欧洲央行对欧元区经济“短期乐观、长期悲观”的判断，或与欧元区财政2024年将趋于收缩，在一定程度会对欧元区经济增长带来拖累有关。

就业方面，欧洲央行预计未来3年内欧元区失业率都将保持在历史相对较低水平。

综合考虑欧洲央行对于欧元区经济的“短期乐观、长期悲观”的判断，我们可以看出，尽管短期内欧元区经济有望实现一定程度的修复，但长期增长前景仍然充满不确定性。财政支持的退坡可能会对经济增长产生一定的拖累作用，而中期风险的存在也使得欧元区经济的未来走势充满挑战。

图 1.2.10：3 月与 6 月议息会议对欧元区经济增长与通胀预测对比

Table 1

Growth and inflation projections for the euro area

(annual percentage changes, revisions in percentage points)

	June 2024				Revisions vs March 2024			
	2023	2024	2025	2026	2023	2024	2025	2026
Real GDP	0.6	0.9	1.4	1.6	0.1	0.3	-0.1	0.0
HICP	5.4	2.5	2.2	1.9	0.0	0.2	0.2	0.0
HICP excluding energy and food	4.9	2.8	2.2	2.0	0.0	0.2	0.1	0.0

Notes: Real GDP figures refer to annual averages of seasonally and working day-adjusted data. Historical data may differ from the latest Eurostat publications owing to data releases after the cut-off date for the projections. Data are available for downloading, also at quarterly frequency, from the [Macroeconomic Projection Database on the ECB's website](#).

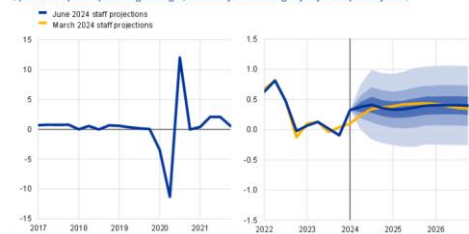
资料来源：ECB 南华研究

图 1.2.11：3 月与 6 月议息会议对欧元区实际 GDP 增长预测对比

Chart 1

Euro area real GDP growth

(quarter-on-quarter percentage changes, seasonally and working day-adjusted quarterly data)



Notes: Historical data may differ from the latest Eurostat publications. The vertical line indicates the start of the current projection horizon. The ranges shown around the central projections provide a measure of the degree of uncertainty and are symmetric by construction. The ranges are based on past projection errors, after adjustment for outliers. The bands, from darkest to lightest, depict the 30%, 60% and 90% probabilities that the outcome of real GDP growth will fall within the respective intervals. For more information, see the box entitled "Illustrating the uncertainty surrounding the projections" in the March 2023 ECB staff macroeconomic projections for the euro area.

资料来源：ECB 南华研究

图 1.2.12：3 月与 6 月议息会议对欧元区实际 GDP 增长主要支出组成部分预测对比

Chart 2

Euro area real GDP growth – decomposition into the main expenditure components

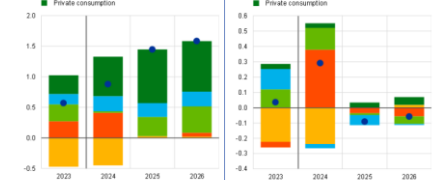
a) June 2024 staff projections

(annual percentage changes, percentage point contributions)



b) Revisions vs the March 2024 staff projections

(revisions: percentage points and percentage point contributions)



Notes: Data are seasonally and working day adjusted. Historical data may differ from the latest Eurostat publications owing to data releases after the cut-off date for the projections. The vertical lines indicate the start of the projection horizon.

资料来源：ECB 南华研究


图 1.2.13: 3 月与 6 月议息会议对欧元区实际 GDP、贸易和劳动力市场预测对比

Table 3

Real GDP, trade and labour market projections for the euro area

(annual percentage changes, unless otherwise indicated; revisions in percentage points)

	June 2024				Revisions vs March 2024			
	2023	2024	2025	2026	2023	2024	2025	2026
Real GDP	0.6	0.9	1.4	1.6	0.1	0.3	-0.1	0.0
Private consumption	0.6	1.2	1.7	1.6	0.1	0.0	0.1	0.1
Government consumption	0.8	1.2	1.1	1.1	0.6	-0.1	-0.3	-0.1
Investment	1.3	0.1	1.5	2.0	0.5	0.7	-0.1	-0.3
Exports¹⁾	-0.9	1.3	2.9	3.1	-0.2	0.3	0.0	-0.1
Imports¹⁾	-1.4	0.5	3.2	3.3	-0.1	-0.5	0.1	0.1
Contribution to GDP from:								
Domestic demand	0.8	0.9	1.4	1.5	0.3	0.1	-0.1	0.0
Net exports	0.3	0.4	0.0	0.1	0.0	0.4	0.0	0.0
Inventory changes	-0.5	-0.5	0.0	0.0	-0.3	-0.3	0.0	0.0
Real disposable income	1.2	1.9	1.1	1.2	0.3	0.3	0.0	0.1
Household saving ratio (% of disposable income)	14.5	15.0	14.5	14.2	0.1	0.2	0.1	0.1
Employment²⁾	1.4	0.8	0.4	0.5	0.0	0.3	0.1	0.1
Unemployment rate	6.5	6.5	6.5	6.3	0.0	-0.2	-0.1	-0.3
Current account (% of GDP)	1.6	2.8	2.9	2.9	-0.2	-0.4	-0.3	-0.2

Notes: Real GDP and components refer to seasonally and working day-adjusted data. Historical data may differ from the latest Eurostat publications owing to data releases after the cut-off date for the projections. Data are available for downloading, also at quarterly frequency, from the  Macroeconomic Projection Database on the ECB's website.

1) This includes intra-euro area trade.

2) Persons employed.

资料来源：ECB 南华研究

3. 通胀预测：上调通胀预期，或表示年内进一步降息空间受限

欧洲央行对欧元区通胀形势的最新评估显示出一种复杂而微妙的平衡。一方面，央行观察到欧元区大部分潜在通胀指标正在进一步回落，这表明通胀压力正在逐渐减缓，并且这一趋势没有发生根本性的改变。但另一方面，欧洲央行也指出目前工资增速依旧较为任性，这或会导致内生通胀压力的持续。因此，在6月的议息会议中欧洲央行对2024、2025年的通胀预测进行了上调，上调至2.5%和2.2%，3月的预测为2.3%和2.0%。

图 1.1.14：3 月与 6 月议息会议对欧元区通胀预测对比

Table 5

Price and cost developments for the euro area

(annual percentage changes, revisions in percentage points)

	June 2024				Revisions vs March 2024			
	2023	2024	2025	2026	2023	2024	2025	2026
HICP	5.4	2.5	2.2	1.9	0.0	0.2	0.2	0.0
HICP excluding energy	6.3	2.8	2.3	2.1	0.0	0.1	0.1	0.1
HICP excluding energy and food	4.9	2.8	2.2	2.0	0.0	0.2	0.1	0.0
HICP excluding energy, food and changes in indirect taxes	5.0	2.7	2.2	2.0	0.1	0.1	0.1	0.0
HICP energy	-2.0	-0.8	1.0	0.3	0.0	0.8	0.5	-0.3
HICP food	10.9	3.0	2.7	2.2	0.0	-0.2	0.4	-0.1
GDP deflator	6.0	3.3	2.4	2.0	0.1	0.4	0.1	0.1
Import deflator	-2.9	-0.2	2.0	1.9	0.1	0.2	-0.4	-0.3
Compensation per employee	5.2	4.8	3.5	3.2	-0.1	0.3	-0.1	0.2
Productivity per employee	-0.9	0.1	1.0	1.1	-0.1	0.0	-0.2	-0.1
Unit labour costs	6.1	4.7	2.5	2.1	-0.1	0.3	0.2	0.4
Unit profits¹⁾	6.2	0.1	1.9	1.6	0.4	1.1	-0.1	-0.5

Notes: The GDP and import deflators, unit labour costs, compensation per employee and labour productivity refer to seasonally and working day-adjusted data. Historical data may differ from the latest Eurostat publications owing to data releases after the cut-off date for the projections. Data are available for downloading, also at quarterly frequency, from the [Macroeconomic Projection Database](#) on the ECB's website.

¹⁾ Unit profits are defined as gross operating surplus and mixed income (adjusted for the income of the self-employed) per unit of real GDP.

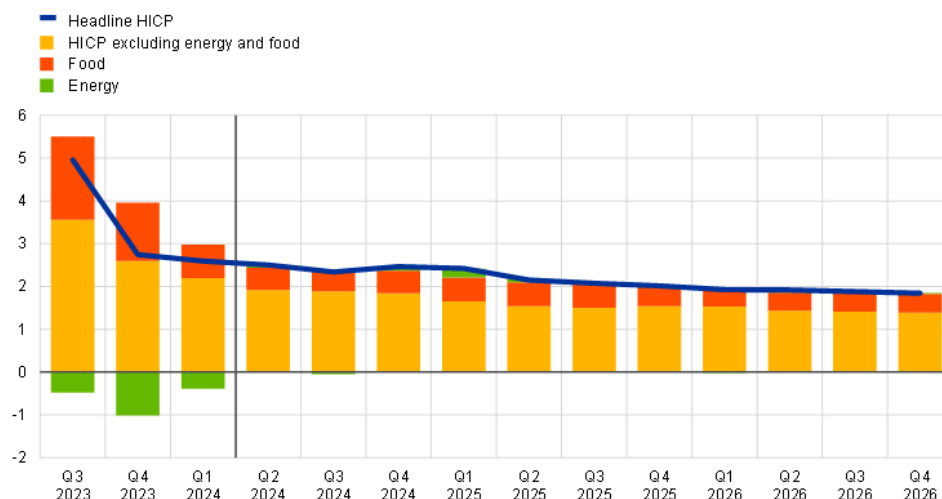
资料来源：ECB 南华研究

图 1.1.15：6 月议息会议对欧元区通胀主要组成部分预测

Chart 6

Euro area HICP inflation – decomposition into the main components

(annual percentage changes, percentage point contributions)



Note: The vertical line indicates the start of the current projection horizon.

资料来源：ECB 南华研究

（2）如何看待欧洲央行未来的行动节奏？

展望后市，基准情形下，我们认为欧洲央行不至于像美国看齐，但经过6月的降息，接下来其行动将会相对谨慎，下半年降息次数或在2次左右。与此同时，欧洲央行将会观察此次降息后，欧元区通胀及全球通胀演绎情况，再决定下一次降息的时点。因此，在下一次议息会议上选择连续降息的概率不大。

1) 从通胀的角度来看，相比于美国，欧洲面临的是输入型通胀压力，没有太大的需求拉动型通胀压力。因此，相对于欧洲，美国面临更多的通胀不确定性。目前来看，欧洲央行在抗通胀方面相对于美联储更为顺利，根据通胀广泛程度指数显示，欧元区4%以上分项占比的回落幅度较大；外部供给冲击导致的能源、食品价格的上涨，对欧洲通胀来说已不再是主要成因。然而，在全球央行逐步开启降息周期后，我们需要警惕全球通胀压力的变化，如果全球通胀压力超出预期，或因输入型通胀带动欧元区通胀反弹。

2) 从经济的角度来看，欧洲央行对于欧元区经济增长的担忧逐渐超过对高通胀的担忧，即欧元区经济成为欧洲央行货币政策的首要考量。目前，美国经济强劲而欧洲经济疲软的趋势正在逐渐减弱，我们预计这一趋势将在今年下半年继续延续。根据欧元区Sentix经济指数，预示着2024年下半年欧元区经济将持续修复。

3) 从欧洲央行的态度来看，欧洲央行将2025年通胀预测上调至高于其2%的通胀目标，我们认为这或表示年内欧洲央行开启降息周期的可能性不大。此次降息更多是预防性降息，拉加德在新闻发布会上表示，“不对任何特定的利率路径做预先承

诺”、“无法确认现在是否在降息进程”。与此同时，与4月会议相比，对未来货币政策的提示并不明确。因此可以看出，与美联储相似，欧洲央行对后续的政策路径选择也更为审慎，意味着7月降息可能性不大，以降低通胀二次反弹风险。或需等待美联储开启降息后再做决策。

图 1.1.16: 截至 2024 年 6 月 20 日，市场对欧洲央行升/降息预期



资料来源: ECB 南华研究

2. 参考文献

1. <http://www.pbc.gov.cn/goujisi/144449/144490/144525/144761/2834623/index.html>
2. 肖立晟, 杨晓. 中国央行货币政策工具箱: 基于欧央行与英格兰银行的经验[J]. 新金融评论, 2019(2):18.
3. <https://www.ecb.europa.eu/mopo/html/index.en.html>
4. 《论欧洲货币联盟及欧元》
5. <https://max.book118.com/html/2017/0610/112999674.shtm>
6. <https://wenku.baidu.com/view/80bd5fa2cf22bcd126fff705cc17552707225ed5.html>
7. 汇率报告(20160803): QE极限将至? ——欧元区资产购买计划探讨(一)
8. 欧元诞生: 一场运河危机引发的大变革
9. 徐聪. 从欧债危机看欧洲央行的独立性困境[J]. 欧洲研究, 2012(4):18.
10. <https://www.jianshu.com/p/0303b52d663c>
11. 綦子琼 全球央行研究: “对标对表” ——从资产负债表浅谈欧央行货币政策, 2022

免责声明

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布的机构或人员，也并非意图发送、发布给因可得到、使用本报告的行为而使本公司违反或受制于当地法律或监管规则的机构或人员。

本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，本报告所载资料、意见及推测仅反映在本报告载明的日期的判断，期货市场存在潜在市场变化及交易风险，本报告观点可能随时根据该等变化及风险产生变化。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。在任何情况下，本报告中的信息和所表达的意见和建议以及所载的数据、工具及材料均不应作为您进行相关交易的依据。本公司不承担因根据本报告所进行期货买卖操作而导致的任何形式的损失。

本公司的销售人员或其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、涉及相应业务内容的子公司可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到本公司可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。

未经本公司允许，不得以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容或复印本予以任何其他人，或投入商业使用。经过本公司同意的转发应遵循原文本意并注明出处“南华期货股份有限公司”。未经授权的转载本公司不承担任何责任。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

公司总部地址：浙江省杭州市上城区富春路 136 号横店大厦
邮编：310008
全国统一客服热线：400 8888 910
网址：www.nanhua.net
股票简称：南华期货
股票代码：603093



南华期货 APP