

通胀回落给予海外市场乐观的底气

——欧央行1月议息会议传递的信号

核心观点

1月加息50BP后，欧央行三大政策利率全面突破2009年以来最高水平，3月欧央行将继续加息50BP并启动缩表。单从表态来看，本次会议欧央行立场仍然偏鹰，但近期海外市场整体较为乐观原因可能在于：通胀的持续回落给予了市场跳过“货币政策节奏分歧”交易远期加息幅度确定性收敛的底气。短期这一情绪可能延续，但未来应重点关注核心通胀走势，当前欧央行判断薪资增长压力可能延续至2023年中，如核心CPI反弹可能导致交易情绪逆转。

欧债方面，我们前期判断3月是欧债风险发酵的重要节点，但本轮欧洲超预期暖冬导致天然气价格大幅回落极大缓和了欧洲通胀和欧央行紧缩压力，使得债务风险发酵的时间点可能有所延后。但3月缩表启动后仍应密切关注这一风险。

□ 欧央行三大政策利率全面突破2009年以来最高水平，明确3月继续加息50BP

1月议息会议欧央行继续加息50BP，整体符合市场预期；将三大政策利率主要再融资利率、隔夜存款利率、隔夜贷款利率分别提升至至3%、2.5%和3.25%，自此欧央行三大政策利率全面突破2009年以来最高水平。

对于加息路径，欧央行明确3月将继续加息50BP，此后将进一步相机抉择决定后续的政策路径。会后的记者问答中，拉加德进一步明确3月并不是加息的终点，Q2的加息幅度可能为50BP或25BP。该表述相较市场预期略显鹰派，当前掉期市场定价欧央行5、6月加息幅度均为25BP。

对于经济增长，欧央行认为未来经济的修复可能比预期更具弹性，主要得益于两方面的边际改善：一是供应链尤其是天然气供应压力的逐步缓解；二是工资的持续上涨和能源价格的下行改善了居民的实际消费能力。我们认为在高通胀的背景下，更强的经济数据也对未来欧央行持续性的紧缩提供了基础。

对于通胀压力，我们认为欧央行表述指向未来核心将聚焦于工资增长，尤其是当前罢工潮下薪资谈判的结果。从分项看，核心CPI以及服务业CPI仍是关切核心。

□ 未来缩表将按资产到期规模等比开展，并未给予意大利等债务压力国更高权重

本月议息会议中，欧央行再次公布关于缩表计划的更多细节。欧央行此前曾公布将于2023年3月启动缩表，主要方式是减少资产购买计划（APP项目）项下的资产到期再投资，2023年3-6月平均每月减少150亿欧元，此后将进一步相机抉择决定下个季度的缩表规模。本月进一步公布的重要细节包括：

一是不同资产的缩表幅度，缩表的规模将依据APP项下各类资产（包括主权债、企业债、ABS等）的到期规模等比例开展，尤其是国债将依据所持各国债券的到期规模等比例缩表，并未给予意大利等债务压力国更高的保护权重；企业债券方面，缩表规模将更多集中在“气候”方面表现相对不佳的企业，兼顾碳中和目标。

二是Q2整体的缩表节奏，2023年Q2缩表的基准速度为150亿欧元，然而考虑到Q2欧央行所持欧债整体到期规模较大，因此Q2实际缩表速度可能超过150亿欧元。

□ 通胀回落给予市场跳过“节奏分歧”交易远期加息幅度确定性收敛的底气

单从表态来看，我们认为本次会议欧央行的立场仍然偏鹰，尤其是“3月并非利率峰值”、“后续加息幅度可能为25BP或50BP”等表述，包括缩表也并未给意大利等国更高的保护权重。但欧洲市场呈现出了类似前夜联储议息后的特征，即市场选择性忽视了部分“鹰派”发言，将3月加息后紧缩步伐的再评估解读为“3月后可能停止加息”，从掉期市场来看，Q2的加息曲线也较会前有所回落；隔夜欧债利率也明显回落，欧股全面上涨。

我们认为当前市场呈现这一走势的原因在于欧洲的通胀压力仍在持续回落，因此“选择性忽视”了短期的政策摇摆，顺应全球央行大势交易欧央行远期加息幅度的确定性收敛。我们认为短期这一趋势可能延续，但在欧洲通胀尤其是工资增速

分析师：李超

执业证书号：S1230520030002

lichao1@stocke.com.cn

分析师：林成炜

执业证书号：S1230522080006

linchengwei@stocke.com.cn

相关报告

仍有较大压力的背景下（详见下文），过早抢跑交易欧央行宽松仍有被纠偏风险。未来需要关注欧洲核心 CPI 走势，如果工资压力导致核心 CPI 再次明显反弹可能导致交易情绪逆转。

□ 核心 CPI 是决定市场的重要决定变量，欧洲薪资增长压力可能持续至年中

虽然近期欧洲整体通胀压力有所回落，但我们提示仍应重点关注欧洲核心 CPI 的风险，这也是主导未来市场交易情绪的关键变量。欧洲 1 月通胀 HICP 同比增速大幅回落至 8.5%（前值 9.2%），但核心 CPI 同比增速 5.2% 依然持平前值，如拉加德所述，当前欧洲通胀的风险仍源于工资上涨导致的核心通胀压力。

我们曾于 2022 年 12 月发布的《欧洲缩表计划启动，警惕德意利差反弹》中指出：在供给端的持续性冲击下，欧洲开始出现广泛的罢工压力，通胀压力开始逐步经由工资向需求侧传导，欧元区通胀的粘性大幅增加。

进入 2023 年后，欧洲仍然面临较大罢工压力，如 1 月 19 日法国工会抗议提高退休年龄再次举行大规模游行；1 月 25 日意大利全国加油站举行间歇性罢工抗议燃油补贴结束；1 月 25 日德国柏林机场也曾罢工要求提薪。从欧元区 19 国的工资收入指数来看，Q3 同比增速 5.22%，前 3 季度增速整体处于历史数据统计以来的最高水平（刨除 2021 年，主要源于低基数）；欧央行的工资前瞻器也指向薪资增速的上行压力可能持续至 2023 年年中附近。在此背景下，欧央行的紧缩路径仍有加码概率，我们持续强调欧债风险仍是当前需要关注的金融稳定风险。

□ 暖冬缓解通胀压力或延后欧债风险时间点，伴随缩表启动风险未消除仍需关注

我们前期判断 3 月是欧债风险发酵的重要节点，但 2022 年 Q4 以来欧洲的暖冬导致天然气价格大幅回落在很大程度上缓和了欧洲通胀和欧央行持续紧缩的压力，使得欧洲债务发酵的时间点可能有所延后。后续我们提示仍需密切关注这一风险，尤其 3 月起欧央行的缩表计划将正式启动，3 月是缩表的起点也是全年欧债到期压力较大的月份之一，均有可能导致欧洲债务压力交易情绪的发酵。

从到期规模看，2023 年平均每月的资产到期规模约为 294 亿欧元（包括政府债券、企业债和 ABS，政府债券的占比超过 80%），其中 3 月和 10 月是到期压力最大的时间点，到期规模分别达到 425 亿和 527 亿欧元。

□ 金价本轮上行持续兑现前期观点有望再创新高，美元 2 月看日本 3 月看欧洲

美元方面，2 月决定因素在日本，如果 2 月 10 日中曾宏获得日央行行长提名，可能进一步驱动日元流动性逆转交易，成为短期美元利空；3 月的决定因素在欧洲，需观测缩表启动对债务压力的影响。

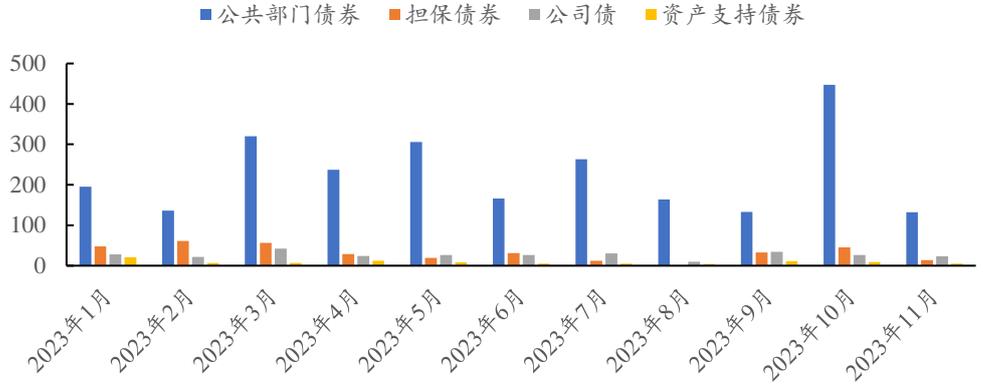
黄金方面，自去年 11 月以来，伦敦金从 1620 附近一路上行并突破 1900，持续兑现我们前期强烈看多黄金的观点。我们认为当前黄金仍然具有配置价值，欧债潜在压力将利多黄金，主要源于避险逻辑（从 2010 年经验来看，美元、黄金两大避险资产在欧债危机期间均有较好表现）；未来全球央行转向宽松驱动实际利率回落也将对黄金形成提振，本轮伦敦金价格上行大概率将挑战 2075 的前高位。

□ 风险提示

欧洲主权债务压力不及预期；欧洲通胀压力不及预期

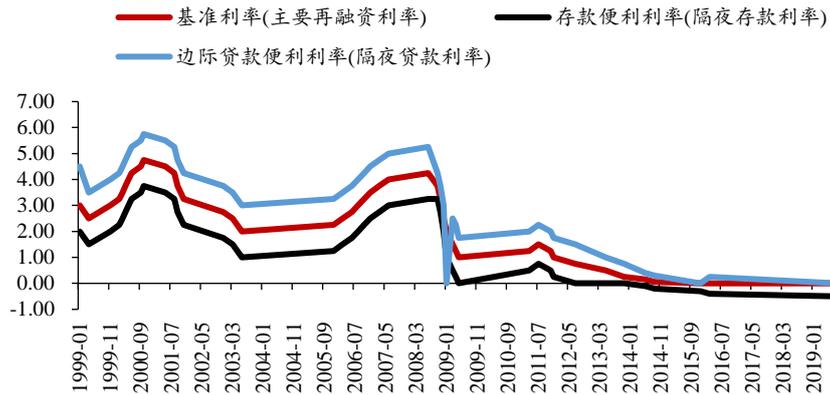
1.重要图表

图1: 欧央行资产购买计划 (APP 项下) 每月资产到期规模 (亿欧元)



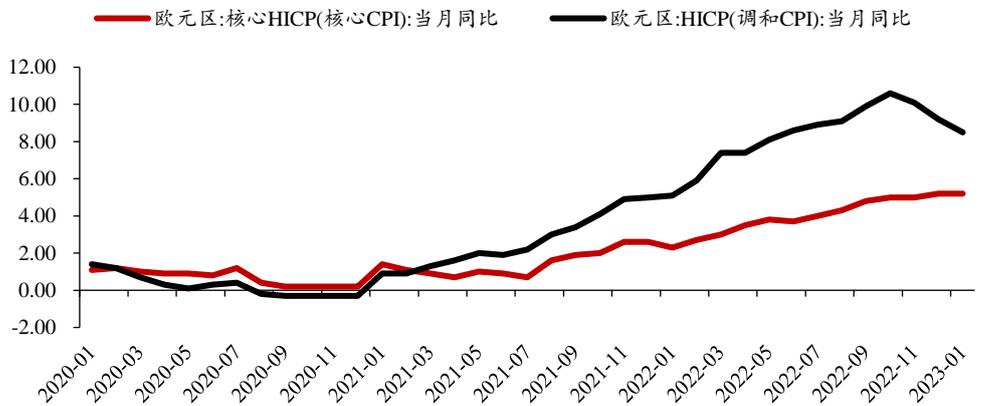
资料来源: 欧央行, 浙商证券研究所

图2: 本次加息后欧央行三大政策利率全面突破 2009 年以来高点 (%)



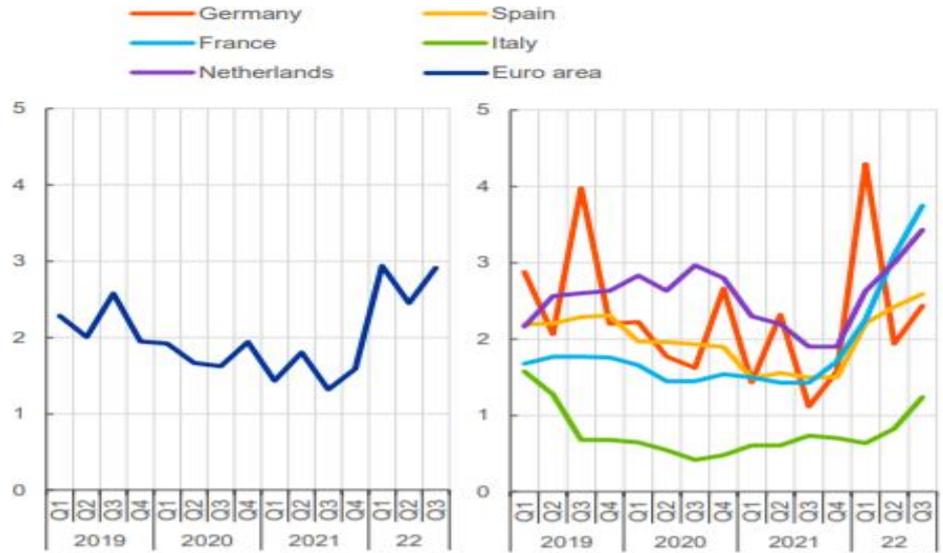
资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图3: 欧元区核心通胀压力未消 (%)



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图4: 欧央行观测的工资同比增速 (%)



资料来源: ECB, 浙商证券研究所

图5: 欧央行工资前瞻器指向薪资增速的上行压力可能持续至 2023 年年中附近



预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_51920

