



欧洲经济

欧洲央行减息至历史最低位

联系人: 沈建光 shenjg@cicc.com.cn

肖红 xiaohong@cicc.com.cn

电话: (852) 2872 2000

2009年1月16日

事件:

欧洲央行 (ECB) 于 1 月 15 日的议息会议中宣布下调基准利率 50 个基点至 2% (图 1), 符合市场预期。欧洲央行自去年十月初已累计减息 225 个基点, 目前基准利率已达到 1999 年欧元区成立以来的最低值。会后欧洲央行主席 Jean-Claude Trichet 表示本次减息是基于疲软的经济前景使通胀得以缓解, 而货币增速进一步下滑加剧通缩压力, 从中期来看通胀趋势与货币政策价格稳定的目标一致, 而欧元区经济明年将陷入萎缩, 所以需要大幅减息。

评论:

欧元区通胀已降至央行目标水平以下, 而德国 2008 年 GDP 表现确认了欧元区第四季度将非常低迷, 减息势在必行。因全球大宗商品价格继续回落, 欧元区 12 月份通胀的预估值由 11 月份的 2.1% 大幅降至 1.6% (图 2), 已经显著低于央行 2% 的目标水平, 显示其通缩压力更甚于英国, 尤其是德国 12 月份消费者物价指数增速仅为 1.1%, 创两年来新低。随着欧元区消费者价格指数预期及销售价格预期的显著下滑 (图 3), 欧元区通胀仍有继续回落的压力。而另一方面, 德国 2008 年 GDP 增速仅为 1.3% (图 4), 经工作日调整的 GDP 增速更低至 1%, 暗示了德国经济第四季度年化环比大幅下滑 7%。而德国超过欧元区经济总量的 1/4, 且为欧元区内最稳健的经济体, 这意味着欧元区第四季度经济亦将急剧萎缩, 通缩风险及糟糕的经济表现使本次减息势在必行。尽管欧洲央行在 2003 年将利率降至 2% 后在两年多的时间内保持该利率不变, 但本次经济周期伴随着全球经济的结构性调整及金融市场动荡, 我们认为欧洲央行可能再减息 50-100 个基点, 再融资利率将于今年创历史新低。而由于美联储已无减息空间且美国经济很可能先于欧洲经济复苏, 欧元兑美元仍将受压。

金融市场情绪趋稳, 但实体经济全面恶化。我们曾在 12 月 19 日《金融市场情绪有所好转, 但实体经济风险加剧》中指出, ZEW 预期指数与 Ifo 指标走势上的分歧反映了德国金融市场信心趋于稳定, 而实体经济仍将持续下滑, 最近公布的 12 月份欧元区经济信心指数亦确认了我们的看法。该调查显示欧元区金融服务信心指数出现小幅反弹, 但其他实体经济信心指数则大幅下跌 (图 5), 所有欧盟国家的经济信心指数均较 11 月份恶化, 现状指数更创 1985 年 1 月开始编制以来的新低。数据显示欧洲正在经历经济的全面疲软, 不仅工业指数、消费者信心非常低迷, 服务业信心指数也创下该指数编制 12 年以来的新低, 其中欧盟零售业信心指数创下历史新低, 建筑业信心指数也持续低迷。对经济前景的悲观情绪不仅直接打击企业投资、建筑投资, 影响消费支出, 还将促使金融机构进一步收紧贷款标准, 加剧经济活动的萎缩。欧洲央行最近的信贷调查亦显示, 银行对各种类型贷款均进一步提高信贷标准, 而对未来经济前景的担忧仍是影响信贷供给的最重要因素 (图 6)。

欧元区并未真正展开存货调整, 未来产出压力仍大。在全球需求放缓, 尤其是产能过剩导致投资需求急剧萎缩的背景下, 以资本品出口为主的欧洲备受冲击。德国 11 月出口环比下降 10.6%, 创 1990 年该指数编制以来的最大跌幅 (图 7), 工业产出亦因此而加剧萎缩。如果 12 月份工业产出持续 11 月的跌势, 第四季度工业产出将环比下降 6%, 严重冲击经济增长。然而欧元区的存货调整并未真正展开, 制造业 PMI 数据显示一方面制成品存货仍持续温和扩张, 另一方面新订单却在加速萎缩, 存货与订单之差大幅上升 (图 8), 因此工业产出下调压力仍大, 并将拖累企业投资。

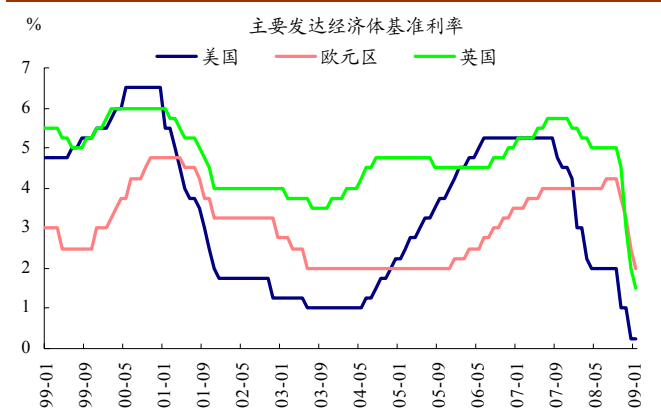
就业市场恶化更使消费前景堪忧。欧元区 11 月份失业率达 7.8% (图 9), 为近两年来新高, 尤其是德国在哈兹第四方案改革推动下持续 3 年下降的失业率于 12 月份首次出现回升, 更明确给出了欧洲就业市场疲软的信号。由于就业市场表现往往滞后于经济状况, 加上欧洲工会势力强大, 就业市场缺乏弹性, 失业率上行有力地证明了欧洲经济备受信贷



危机和外需放缓的冲击。就业市场恶化使私人消费前景堪忧，加上西班牙、爱尔兰等国岌岌可危的房市调整，目前欧元区零售销量增速已远远偏离 2001 年以来的平均增速（图 10），PMI 零售指数亦连续 7 个月处于萎缩区域。

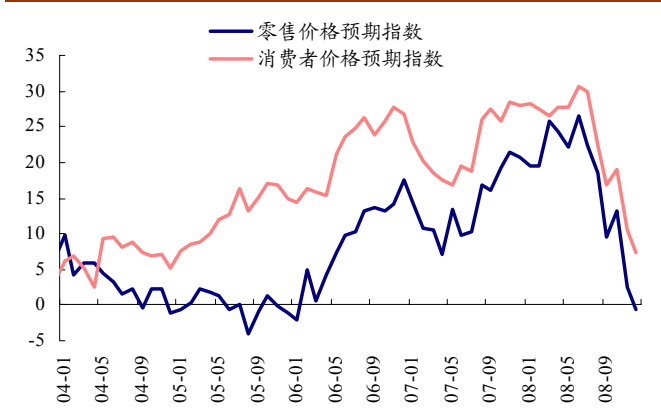
德国财政状况稳健，财政政策配合或减小欧洲央行零利率政策的可能性。数据显示德国 2008 年财政余额占 GDP 比率为 -0.1%，已接近财政平衡。稳健的财政状况为最近公布的第二轮经济刺激方案提供了强有力的保证，可能使德国在不超过 GDP 3% 赤字的情况下实施该计划。由于德国是欧元区经济的龙头，其扩大的财政刺激计划将使欧元区整体经济受益，并减小欧洲央行实行零利率的可能性。此外，欧洲的金融市场动荡较美国缓和，经济失衡状况亦不如美国严重（德国的家庭部门储蓄率高达 11%）等因素亦可使欧洲央行避免零利率。

图 1：欧洲央行再次大幅减息



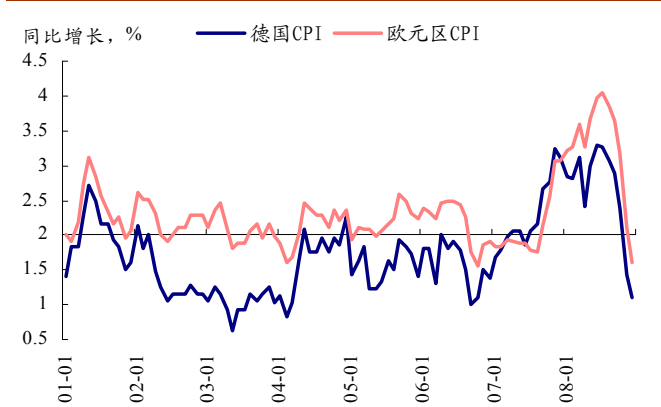
资料来源：Bloomberg, 中金公司研究部

图 3：价格预期持续下滑



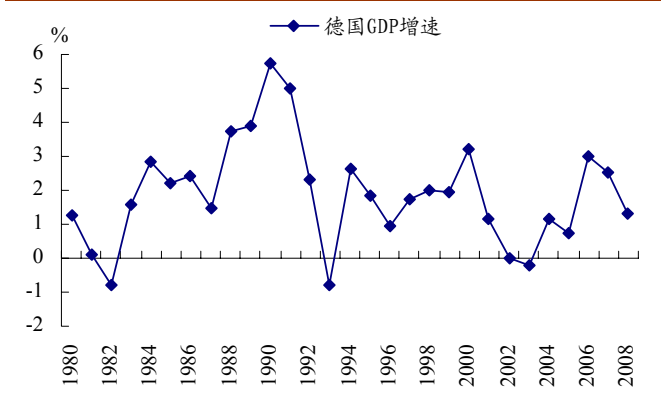
资料来源：Bloomberg, 中金公司研究部

图 2：欧元区通胀跌至目标水平以下



资料来源：Bloomberg, 中金公司研究部

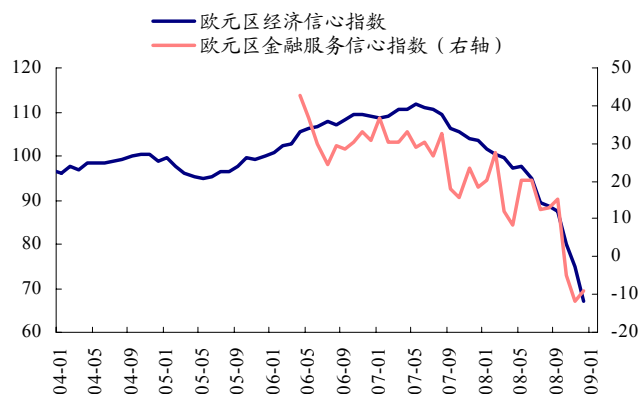
图 4：德国 GDP 增速下滑



资料来源：Bloomberg, 中金公司研究部

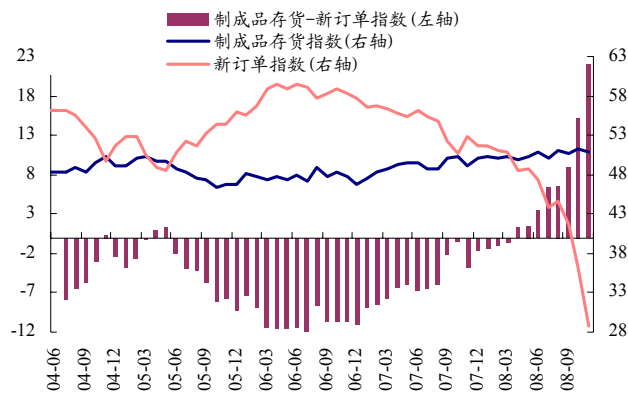


图 5: 金融市场信心有所反弹



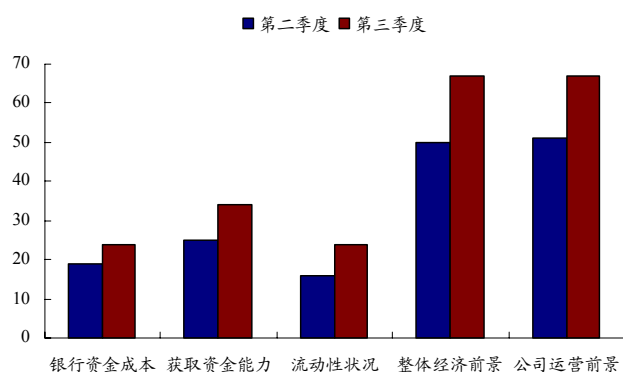
资料来源: Bloomberg, 中金公司研究部

图 8: 欧元区存货调整还未真正展开



资料来源: Bloomberg, 中金公司研究部

图 6: 实体经济是影响信贷供给的重要因素



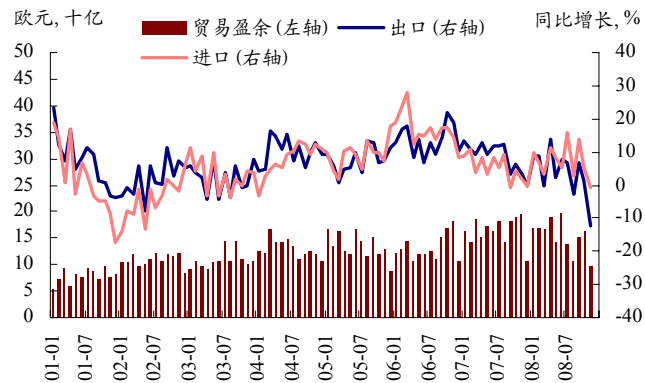
资料来源: ECB, 中金公司研究部

图 9: 欧元区失业率上行



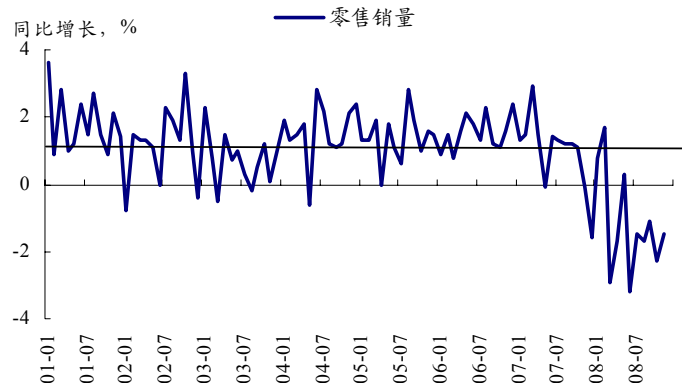
资料来源: Bloomberg, 中金公司研究部

图 7: 德国出口大幅下降



资料来源: Bloomberg, 中金公司研究部

图 10: 零售销量增速远小于 01 年以来的均值



资料来源: Bloomberg, 中金公司研究部

北京

中国国际金融有限公司
中国 北京 100004
建国门外大街 1 号
国贸大厦 2 座 28 层
电话: (8610) 6505-1166
传真: (8610) 6505-1156

中国国际金融有限公司
北京建国门外大街证券营业部
中国 北京 100022
北京市朝阳区建国门外大街甲 6 号
SK 大厦 1 层
电话: (8610) 8567-9238
传真: (8610) 8567-9169

上海

中国国际金融有限公司
上海分公司
中国 上海 200120
陆家嘴环路 1233 号
汇亚大厦 32 层
电话: (8621) 5879-6226
传真: (8621) 5879-7827

中国国际金融有限公司
上海淮海中路证券营业部
中国 上海 200020
淮海中路 398 号
世纪巴士大厦裙楼 1-B、2-B
电话: (8621) 6386-1195
传真: (8621) 6386-1196

香港

中国国际金融(香港)有限公司
国际金融中心第一期 29 楼
中环港景街 1 号
香港
电话: (852) 2872-2000
传真: (852) 2872-2100

中国国际金融香港证券有限公司
国际金融中心第一期 29 楼
中环港景街 1 号
香港
电话: (852) 2872-2000
传真: (852) 2872-2100

中国国际金融香港资产管理有限公司
国际金融中心第一期 29 楼
中环港景街 1 号
香港
电话: (852) 2872-2000
传真: (852) 2872-2100

深圳

中国国际金融有限公司
深圳福华一路证券营业部
中国 深圳 518048
福田区福华一路 6 号
免税商务大厦裙楼 107、201
电话: (86755) 8832-2388
传真: (86755) 8254-8243



本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告亦可由中国国际金融(香港)有限公司和/或中国国际金融香港证券有限公司于香港提供。本报告的版权仅为我公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表或引用。