

## 海外市场跟踪系列

### 欧央行新策略的“玄机”

#### 核心摘要

2021年7月8日，欧央行发布了新的货币政策策略。一是，调整中期通胀目标为“对称2%”（此前为“低于但接近2%”）。二是，拟将“房价”纳入通胀指标。三是，提出有关“气候变化”的行动计划。本文主要讨论欧央行在当前时点选择并宣布调整政策策略的深层次原因，及其带来的影响。

**1、背景：对通胀从“畏惧”转为“求之不得”。**2003年以来欧洲经济发生了明显变化，欧央行对通胀的诉求从“畏惧”转变为“求之不得”。2003-2007年HICP年均同比增速为2.30%；2013-2019年HICP年均同比增速仅为0.89%。此外，2020年9月以来美联储推行“平均通胀目标制”，或给予欧央行重要启示和“助推”。全球金融危机后，美国和欧洲面临类似的问题，即通胀长期明显低于2%的目标水平。2021年以来，美国通胀指标蹿升，美国经济快速复苏，一定程度上展现了新框架的积极影响。而且，2013年以后欧元区利率水平比美国更低，货币政策空间更为有限，客观上有更大的需求做出改变。

**2、“玄机”：通胀已近2%，消除市场对于货币收紧的犹疑。**一方面，当前欧元区通胀已经接近2%，锚定2%变得更加可行。2013-2019年欧元区HICP同比增速远低于2%，欧央行推升通胀达到2%的难度很大，但2021年以来，欧元区通胀指标已经接近2%。另一方面，或许更关键的是，当前通胀率已接近2%，需要消除市场对于或许货币政策可能过快收紧的怀疑。按照原有框架（低于但接近2%），市场有理由担心通胀很快甚至已经触及央行“底线”，继而担心欧央行收紧政策。回顾历史，欧央行曾经犯过过早收紧货币政策的“错误”：2010年12月欧元区HICP同比升破2%，2011年4月欧央行宣布加息25bp，7月再加息25bp，这一举引爆欧债危机。在前车之鉴下，欧央行在当前时点更需要向市场充分表露对通胀指标走高的容忍。

**3、影响：更像一颗“定心丸”，市场有保留地欢迎。**首先，欧央行新策略的“力度”仍然不及美联储的新框架。其一，欧央行的“单目标”不如美联储的“双目标”那样灵活。欧央行将“维持物价稳定”视为首要目标，而美联储将“通胀”与“就业”视为同等重要的目标。若欧元区通胀暂也像美国那样“失控”，欧央行将缺少类似美联储那样的漠视通胀的借口。其二，欧央行的“中期”目标不如美联储“长期”目标那样坚定。美联储新框架中对于维持2%的平均通胀率的判断期限是“长期”，而欧央行“对称2%”的目标则定于“中期”（或为4-5年左右），其对容忍通胀适度“超调”的期限认定可能更加谨慎。

其次，新策略不会促使欧央行在中期明显加大逆周期调节力度。一是，当前通胀指标已经接近2%，意味着欧央行站在“更高的起点”，不必过于用力“跳跃”。二是，在中期，HICP篮子的调整（纳入OOH）可能推升通胀率读数，意味着欧央行实现目标的难度客观上可能更低。三是，根据历史经验，欧央行的“目标”并非“可信承诺”，毕竟近十年里欧元区通胀水平几乎均未达标。欧央行政策执行过程中的内部分歧较大，有时不得不照顾到货币政策鹰派成员（如德国）的意见。

再次，新策略不会使欧央行在本轮疫情后的货币政策上做出大的调整，对短期市场情绪的影响有限。7月22日，欧央行在最新议息会议中加入了有关新策略的表述，但主要政策并未做出调整且符合预期。欧央行新策略的作用，更像是一颗“定心丸”，旨在进一步消除市场对于通胀走高后欧央行过快收紧政策的担忧。因此，市场在新策略颁布后主要持观望态度，虽然不会交易货币政策收紧，但也不太可能大幅押注欧央行政策进一步放宽，这表现在较为淡定的欧元走势上。

最后，我们建议进一步关注欧洲经济复苏前景及相关投资机会。MSCI欧洲与美国指数的比值在经历6月的短暂调整后处于年初以来（也是历史）低点，站在相对估值的角度欧洲权益市场值得关注。

2021年7月8日，欧央行（ECB）发布了新的货币政策策略。其重点内容如下：

一是，调整中期通胀目标为“对称 2%”。对于中期通胀目标，由此前的“将通胀率维持在低于但接近 2%的水平”（maintaining inflation rates below, but close to, 2%）更改为“瞄准 2%的通胀目标”（aiming for a 2% inflation target）。声明进一步解释，新的通胀目标是“对称的”（symmetric），这意味着实际通胀偏离目标的正负偏差都是不可取的。换言之，以前传达的信号可能是“可以略低但绝对不能高于 2%”，而新目标是“高于和低于 2%都不行”。此外，声明强调，当经济运行接近名义利率下限时，需要“特别有力或持续的”（especially forceful or persistent）货币政策行动，以避免长时间低于 2%的通胀目标。

7月22日欧央行公布最新政策决议声明，充分融合了新的通胀目标。声明首段强调，欧央行已经宣布了新策略，因此理事会特意修订了利率前瞻指引，强调将保持持续宽松的（persistently accommodative）政策立场以实现新的通胀目标。在利率方面，欧央行的关键利率将保持在目前或更低的水平，直到看到在离预测终点还很远时通胀高于 2%，且在其后预测期限的剩余时间内持续达到 2%（inflation reaching two per cent well ahead of the end of its projection horizon and durably for the rest of the projection horizon），以及还需判断通胀方面已取得的进展足以与 2%的中期通胀目标相一致。这可能意味着，在一段短暂时期内，欧央行将允许通胀将适度高于 2%。

二是，拟将“房价”纳入通胀指标。欧央行将继续使用欧元区“消费价格协调指数”（Harmonised Index of Consumer Prices, HICP）作为通胀参考指标。但是，理事会认为需要将业主自住住房（owner-occupied housing, OOH）的相关成本纳入 HICP，以更加充分反应与家庭相关的通胀率。目前，HICP 仅涵盖了与住房有关的服务成本（如租金、水电、维修等），未来欧央行希望纳入“家庭为购买房屋支付的交易价格”，可以理解为排除了“投资因素”后的房价。比较来看，美国 CPI 虽然也未直接包含“房价”，但其将 OOH 成本一定程度上转换为“租金”成本并纳入指标计算。不过，排除房屋的金融属性是一个复杂的问题，欧央行目前仅有一个“想法”。欧盟统计局计划于 2023 年发布涵盖了 OOH 的实验性季度 HICP，2026 年以后新指数可能才会投入使用。

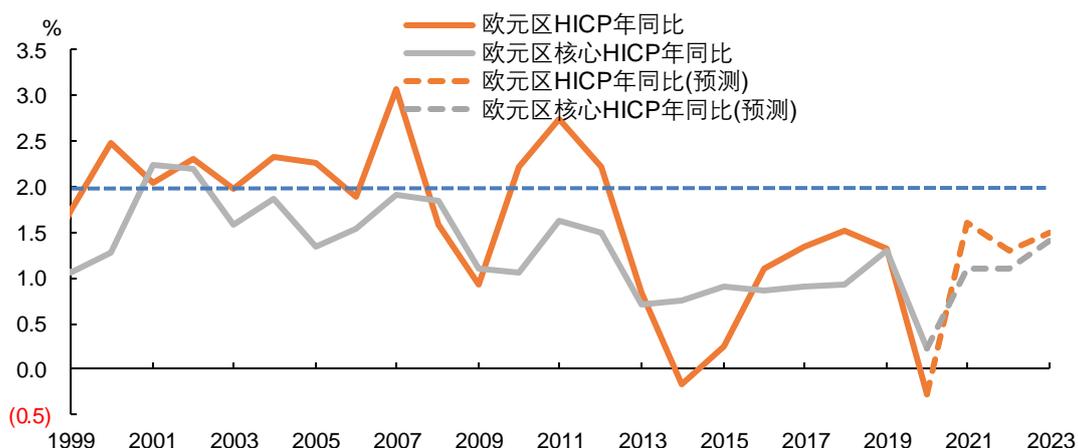
三是，提出有关“气候变化”的行动计划。在新策略声明中，理事会认为气候变化对价格稳定有深远影响，因此承诺实施一项“雄心勃勃”的气候相关行动计划。7月8日，欧央行单独发布了有关气候变化的“行动计划”：1）进一步将气候变化因素纳入货币政策框架；2）在宏观经济模型、统计和货币政策方面增强有关气候变化的分析能力；3）在披露、风险评估、抵押品框架和企业部门资产购买等领域，将气候变化因素纳入货币政策操作等。

本文主要讨论，欧央行在当前时点选择并宣布调整政策策略的深层次原因，及其带来的影响。

## 一、背景：对通胀从“畏惧”转为“求之不得”

2020年1月欧央行宣布启动政策审查工作，背景是2003年以来欧洲经济发生了明显变化，欧央行对通胀的诉求从“畏惧”转变为“求之不得”。“低于但接近 2%”的通胀目标是 2003 年提出的，当时欧元区货币政策要解决的主要矛盾是预防通胀走高：2001-2002 年 HICP 与核心 HICP 均超过 2%，2003-2007 年 HICP 与核心 HICP 的年均同比增速分别为 2.30% 和 1.65%。然而，2008 年全球金融危机、2009-2011 年欧债危机相继爆发，欧元区经济自 2013 年开始陷入“三低”经济格局（低通胀、低增长、低利率），2013-2019 年 HICP 与核心 HICP 的年均同比增速分别仅为 0.89% 和 0.91%。2020 年新冠疫情爆发，再一次严重冲击了欧洲经济并拖累了物价增长。2020 年 HICP 与核心 HICP 年同比分别为 -0.27% 和 0.23%。根据 2021 年 2 季度欧央行的预测（新策略宣布以前），2021-2023 年 HICP 年同比依次为 1.6%、1.3% 和 1.5%，仍然明显低于 2%（0）。

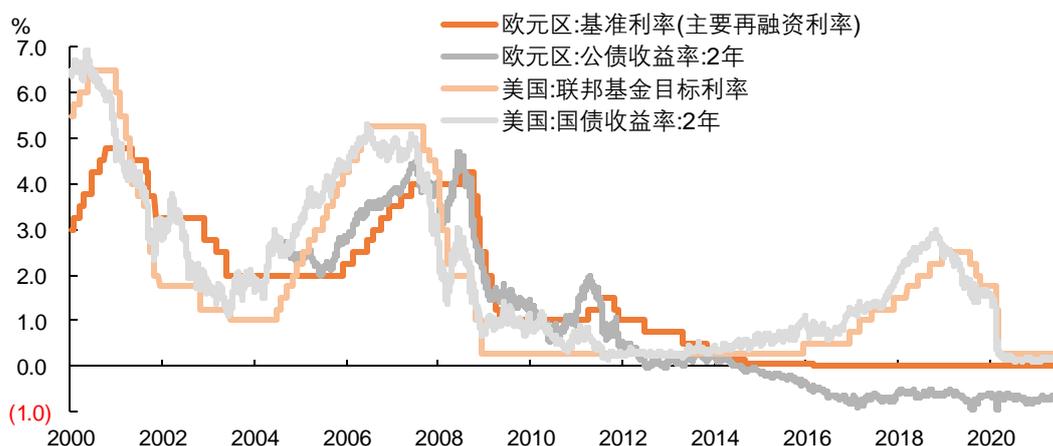
图表1 2013年以后，欧元区通胀率长期低于2%



资料来源: Wind,平安证券研究所

2020年9月以来美联储推行“平均通胀目标制”并取得积极成效，或给予欧央行重要启示和“助推”。美联储于去年9月率先实施“平均通胀目标制”。因全球金融危机后截至当时，美国和欧洲面临类似的问题，即通胀长期明显低于2%的目标水平，美联储的新框架旨在促使抬升通胀预期。此后欧央行的讨论基本都以类似的方向推进，即允许一定程度上的通胀“超调”，以扭转“三低”经济格局。2021年以来，美国通胀指标蹿升，美国经济也在货币政策助力下快速复苏，一定程度上展现了新框架的积极影响，进一步加速欧央行调整其政策策略的步伐。值得注意的是，全球金融危机后，欧元区货币政策一直不如美联储“激进”，且经济上还多受一次来自欧债危机的冲击。2013年以后，欧元区利率水平比美国更低（图表2），传统货币政策空间更为有限，因此客观上有更大的需求做出改变。如今，美联储决策框架已经做出改变并起到了显著效果，欧央行更有动力去“跟随”。

图表2 2013年以后，欧元区利率水平比美国更低



资料来源: Wind,平安证券研究所

此外，此前的“非对称”通胀目标被指责为“模糊不清”，亦可能一定程度上推动新的“对称”目标诞生。7月11日，拉加德在接受采访中解释，其认为原来“低于但接近2%”的目标是含糊且复杂的，而现在的目标是“简单、坚定、对称”（simple, solid, symmetric）的。她认为，新目标能够消除市场认知上的“模棱两可”，比如此前有人认为欧央行希望的通胀水平是1.7%，也有人认为是1.95%，而这些小数点的差异实际上很重要。

## 二、“玄机”：通胀已近 2%，消除市场对于货币收紧的犹疑

我们认为，欧央行对于宣布新策略时间点的选择可谓“暗藏玄机”。在欧元区通胀率已经接近 2% 的节点，选择直接锚定 2% 的通胀目标，既是一种“顺势而为”，亦是因为“不得不为”。

一方面，当前欧元区通胀已经接近 2%，对称锚定 2% 变得更加可行。欧债危机后，欧元区通胀水平比美国更加落后于 2% 的目标，2013-2019 年 HICP 年均同比为 0.9%，而同一时期美国 PCE 指数年均同比为 1.4%。这意味着，欧央行推升通胀到达 2% 的难度更大。而且，若当时欧央行“说了没做到”，还会损伤承诺的可信度，不利于日后的预期引导。换言之，此前欧央行之所以不“上调”通胀目标，其最大阻碍并非是无此需求，而是距离目标太过遥远。但 2021 年以来，欧元区通胀指标已经接近 2%，今年 5 月和 6 月 HICP 月同比分别达到 2.0% 和 1.9%，已经达成目标或“近在咫尺”。

另一方面，或许更关键的是，当前通胀率已接近 2%，因此需要消除市场对于后续货币政策过快收紧的怀疑。按照原有框架（低于而接近 2%），市场有理由担心目前通胀水平很快甚至已经触及央行“底线”，继而担心欧央行会收紧政策，此时的调整更有未雨绸缪的味道。回顾历史，欧央行曾经犯过早收紧货币政策的“错误”：2010 年 12 月，欧元区 HICP 同比升破 2%，2011 年 4 月欧央行宣布加息 25bp，7 月再加息 25bp（图表 3）。这一举加重了欧盟成员的债务负担，引爆欧债危机。在前车之鉴下，欧央行在当前时点更需要向市场充分表露对通胀指标走高的容忍。因此，欧央行在声明中明确使用了“持久”（persistent）一词，这正是为了告诉市场欧央行不会像过去那样过早收紧货币政策。

图表3 2011年欧央行加息两次，欧元区通胀率此后掉头下行



资料来源：Wind, 平安证券研究所

## 三、影响：更像一颗“定心丸”，市场有保留地欢迎

首先，欧央行新策略的“力度”仍然不及美联储的新框架。

1) 欧央行的“单目标”不如美联储的“双目标”那样灵活。根据其有关新策略的综述，欧央行将“维持物价稳定”视为首要目标，而美联储将“通胀”与“就业”视为同等重要的目标。在目前美国中产阶级经济学盛行的背景下，美联储更多了一个“漠视”通胀的借口。二季度美国通胀同比增速远高于 2%，美联储除了抛出“通胀暂时论”，还可通过强调就业恢复尚未达标，来释放维持政策宽松的信号。假如欧元区通胀暂也像美国那样“失控”，这将与其“物价稳定”的目标相悖（正的偏离和负的偏离要承担相同责任），欧央行将缺少漠视通胀的借口，至少将不如美联储“淡定”，届时市场对货币政策收紧的预期可能更加强烈。

2) 欧央行的“中期”目标不如美联储“长期”目标那样坚定。美联储新框架中对于维持 2% 的平均通胀率的判断期限是“长期”，而欧央行“对称 2%”的目标则定于“中期”。由于欧央行宣布下一次策略审查将于 2025 年进行，市场普遍认为，这里的“中期”为 4-5 年左右。虽然欧央行和美联储都表示了类似的观点——在一段时间内通胀适度高于目标是

可以的，但欧央行表达里对“一段时间”的认定可能比美联储谨慎。此外，拉加德在7月11日的采访中强调，新策略与美联储的“平均通胀目标制”不一样，因美联储允许货币政策超调（overshooting），以实现2%的平均通胀目标。其言下之意是，欧央行不允许货币政策“超调”。

**其次，新策略可能不会促使欧央行在中期明显加大逆周期调节力度。**

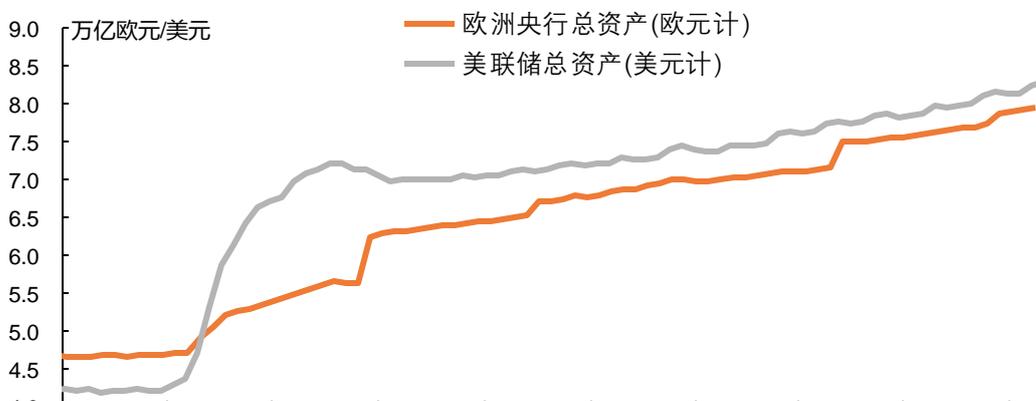
一是，当前欧元区通胀指标已经接近2%，这意味着欧央行已站在“更高的起点”，不必过于用力“跳跃”。二是，在中期，HICP篮子的调整（纳入OOH）可能推升通胀率的度数，这意味着欧央行实现通胀目标的难度客观上可能更低。三是，根据历史经验，欧央行的“目标”并非“可信承诺”，毕竟近十年里欧元区通胀水平均未达标。其主要原因是，欧央行政策执行过程中的内部分歧较大，有时不得不照顾到货币政策鹰派成员（如德国）的意见。因此，新策略可能更多是为了引导市场，未必就会转化为激进的举措。

**再次，新策略不会使欧央行在本轮疫情后的货币政策上做出大的调整，对短期市场情绪的影响有限。**

7月22日欧央行在最新议息会议中加入了有关新策略的表述，但主要政策并未做出调整且符合预期：维持关键利率不变、加快PEPP计划下的购债速度、维持资产购买计划至少到2022年3月。欧央行新策略的作用更像是一颗“定心丸”，旨在进一步消除市场对于通胀走高后欧央行可能过快收紧政策的担忧。但市场可能深谙“这更多是一种预期引导”，因此在新策略颁布后多持观望态度，虽然不会交易货币政策收紧，但也不太可能大幅押注货币政策进一步放宽，这表现在较为淡定的欧元走势上。

**最后，与其押注欧央行货币政策超预期宽松，不如进一步关注欧洲经济复苏前景及相关投资机会。**尤其在今年下半年，欧洲经济有望在货币和财政政策的辅助下延续强劲的增长。货币政策方面，欧央行6月下旬以来扩表速度已经加快（图表4），欧央行承诺还将继续加速资产购买，其新策略也释放了更加明确的偏鸽信号。财政政策方面，欧洲复苏基金在下半年将陆续落地。综合来看，欧元区经济复苏的下半场前景较为明朗。站在相对估值的角度，MSCI欧洲与美国指数的比值在经历6月的短暂调整后也处于全年（也是历史）低点，欧洲权益市场值得关注（图表5）。

图表4 6月下旬以来欧央行扩表速度已经进一步加快



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\\_22399](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_22399)

