

宏观深度报告

“拉加德时刻”会来么？——欧债风险再审视

证券分析师

钟正生 投资咨询资格编号
S1060520090001
ZHONGZHENGSHENG934@pingan.com.cn

研究助理

张璐 一般证券从业资格编号
S1060120100009
ZHANGLU150@pingan.com.cn
范城恺 一般证券从业资格编号
S1060120120052
FANCHENGKAI146@pingan.com.cn



平安观点：

- 2022 年 6 月以来，欧债市场波动加剧。本篇报告审视欧元区债务违约与债券市场波动风险，倾向于认为：虽然欧央行释放出了“时不我待”的决心，欧元区财政协同上也取得了积极进展，但在俄乌冲突和高通胀的直接冲击下，这一次“欧债危机”再度爆发风险仍不容小觑。
- 一、“碎片化”问题难遮掩。今年以来欧债利率不断攀升，但市场并未过度交易“碎片化”问题，10 年意债和德债利差走阔幅度不算大。事实上，当前欧元区政府债务和财政赤字压力并不弱于 2010 年欧债危机爆发前夕，且成员间分化依然明显。为配合财政刺激，欧盟阶段性摆脱了财政束缚，使得成员国政府债务率和财政赤字率显著上升，继而中期债务风险上升，其中希腊、意大利等债务压力相对更大。更值得警惕的是，欧央行货币紧缩可能使成员国政府债务风险更加靠前。
- 二、欧央行工具受束缚。欧债危机后欧央行应对危机的举措，可归结为“降息+购债+预期引导”的组合拳。这一次受制于遏制通胀的目标，欧央行可以使用工具或十分有限：一类是“调结构”（如调整 PEPP 结构、重启 SMP 与冲销操作等），另一类是“稳预期”（如重启 OMT 计划等）。然而，这些措施的实际力度与效果均存在较大不确定性：PEPP 计划下的结构调整空间有限；SMP 的政策效果可能受制于流动性平衡的目标；“预期引导”会否奏效仍有不确定性。
- 三、“厄运循环”仍是隐患。“厄运循环”指的是欧元区主权债务与欧洲银行体系的深度捆绑，并由此带来的危机传导风险。虽然欧盟和欧央行等在控制“厄运循环”风险方面付诸努力，但风险仍然存在：首先，新冠疫情后欧洲银行持有本国主权债务占总资产比例上升，其中意大利银行的持有比例已突破历史峰值；其次，欧元区银行持有其他成员国主权债仍是普遍现象，“交叉传染”风险仍存；最后，俄乌冲突后，意大利、法国、奥地利等地区银行对俄罗斯主权债风险敞口较大。
- 四、经济预期已然走弱。俄乌冲突、能源紧缺直接影响下，欧元区经济衰退风险不断上升。欧元区通胀受供给端扰动影响更大，欧央行为控制通胀需要付出更大的经济代价。当前各项衡量欧元区投资、消费和经济预期的指标均大幅走弱，并已基本跌落至历史上“危机”时的水平。而经济预期跌入低谷，可能反向增加欧债市场波动风险：一是，市场在资产定价过程中会计入经济下行乃至衰退预期，高估欧元区债务违约风险，使债券市场定价下挫；二是，欧元区货币和股票市场可能因预期转弱而出现震荡，不同资产价格间的联动势必波及欧债。
- 风险提示：地缘局势发展超预期，欧元区经济韧性超预期，欧央行紧缩力度不及预期等。

正文目录

一、“碎片化”问题难遮掩.....4

二、欧央行工具受束缚.....7

三、“厄运循环”仍是隐患.....10

四、经济预期已然走弱.....13

图表目录

图表 1	今年以来欧债利率不断攀升，6 月以来欧债市场似乎正在为下一场“危机”定价.....	4
图表 2	当期 10 年意德国债利差水平不及欧债危机和意大利债务风波时期.....	5
图表 3	2021 年大多数欧元区成员一般政府债务率高于 2010 年，并超过 60% 的公约“红线”.....	5
图表 4	欧元区成员国自欧债危机以来近十年的财政平衡努力，新冠危机后被全然抹去.....	6
图表 5	欧盟成员国财政可持续分析：2021 年(左)与 2019 年(右)对比.....	6
图表 6	2011 年欧央行加息触发意大利等脆弱国家债券抛售.....	7
图表 7	2010 年以来欧盟、欧央行和 IMF 应对危机的主要工具.....	7
图表 8	欧元区经济处于低通胀环境，是此前欧央行实施救助措施的重要背景.....	8
图表 9	欧央行通过 PSPP 和 PEPP 计划，更大比例地购买了脆弱地区政府债券.....	9
图表 10	2010-2012 年，欧央行实施证券市场计划(SMP)未能防止欧债危机爆发.....	10
图表 11	欧债危机中“厄运循环”的传导逻辑.....	10
图表 12	新冠疫情后，欧元区银行持有本国国债占总资产比重回升，意大利银行的这一数字上升更快.....	11
图表 13	截至 2020 年，德国、意大利、法国和西班牙主权债持有者情况.....	12
图表 14	各地区银行对俄罗斯的跨境债权.....	12
图表 15	截至 2021 年底各地银行对俄罗斯的风险敞口.....	12
图表 16	IMF 的两次预测结果暗示，欧元区经济增长受俄乌冲突的影响在全球范围内最大.....	13
图表 17	极端情形下 2022 年欧元区经济增速接近 0.....	13
图表 18	天然气断供将对欧元区经济造成巨大拖累.....	13
图表 19	欧元区来自供给端的通胀压力更大.....	14
图表 20	英国已经加息半年，但通胀率仍未显著回落.....	14
图表 21	当前衡量欧元区投资、消费和经济预期的指标均大幅走弱至此前“危机”时水平.....	14
图表 22	2011 年欧债危机爆发后欧元区经济预期明显转弱，2022 年欧元区经济预期明显转弱已经发生.....	15
图表 23	2022 年初以来，欧元区股市和欧元汇率持续受挫.....	15

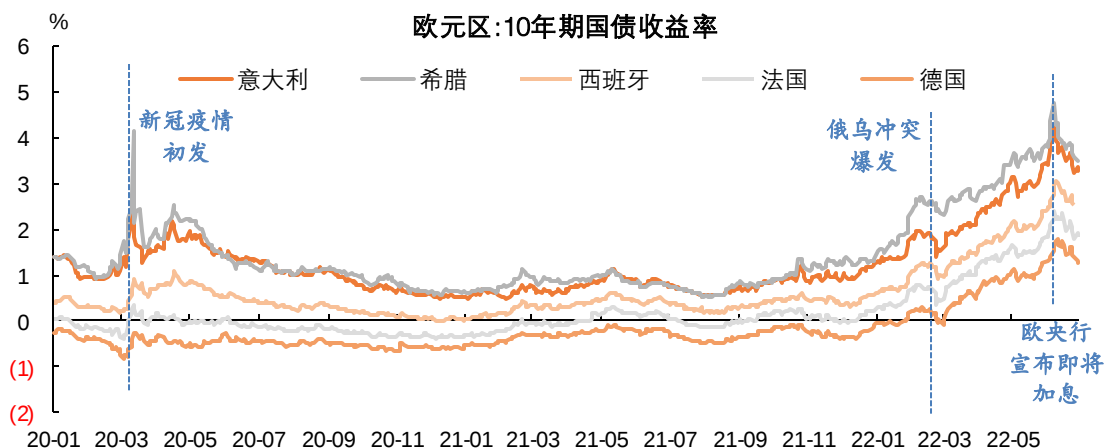
2022 年 6 月以来，欧债市场波动加剧，尤其 10 年期意大利国债利率突破 4% 的“警戒线”，引发市场有关“欧债危机”再度来袭的担忧。7 月 5 日，欧元兑美元汇率刷新近 20 年新低，欧股已连续五周下跌，进一步烘托危机氛围。本篇报告从四个角度，审视欧元区债务违约与债券市场波动风险。

我们认为，虽然欧央行释放出了“时不我待”的决心，欧元区财政协同上也取得了积极进展，但在俄乌冲突和高通胀的直接冲击下，这一次“欧债危机”再度爆发的风险仍不容小觑：第一，新冠疫情后多数欧元区成员国政府债务率和赤字率攀升，而欧央行停止购债和加息，或使政府偿债压力前移；意大利、希腊、塞浦路斯等成员国政府债务风险更为突出，“碎片化”问题难以遮掩。第二，这一次欧央行应对危机的工具将极大地受制于控通胀，这或令欧央行在应对可能的“碎片化”风险时，陷入进退失据的困境，且可能最终体现为其预期引导的失效（即使拉加德再说一次 *Whatever it takes*，市场也未必还那么买账）。第三，“厄运循环”（欧元区主权债务与银行业的关联）风险尚未被排除，如意大利银行持有本国主权债比重明显上升，俄罗斯主权债务违约风险也值得关注。第四，欧元区经济预期已跌落至历史上“危机”时水平，可能反向增加欧债市场波动风险。最后，当市场站在更高的视野审视上述欧元区经济金融风险后，“欧债危机”便有自我实现的可能。

一、“碎片化”问题难遮掩

今年以来欧债利率不断攀升，危机苗头初现。2020 年新冠疫情爆发后，欧元区货币和财政的配合颇有成效，欧债利率整体维持历史低位。然而，2022 年以来，俄乌冲突的爆发以及通胀形势的急剧恶化，不断迫使欧央行加快退出政策支持，欧债利率持续攀升。尤其是，欧央行于 6 月 9 日会议上宣布将于 7 月暂停购债计划，并开启 2011 年以来首次加息，引发欧债恐慌式抛售。2022 年 6 月以来截至 16 日，德国、法国、西班牙、意大利和希腊的 10 年期国债利率分别上升 61-72BP，上行斜率已接近 2020 年新冠疫情初发和 2022 年俄乌冲突爆发时期水平，欧债市场似乎正在为下一场“危机”定价。

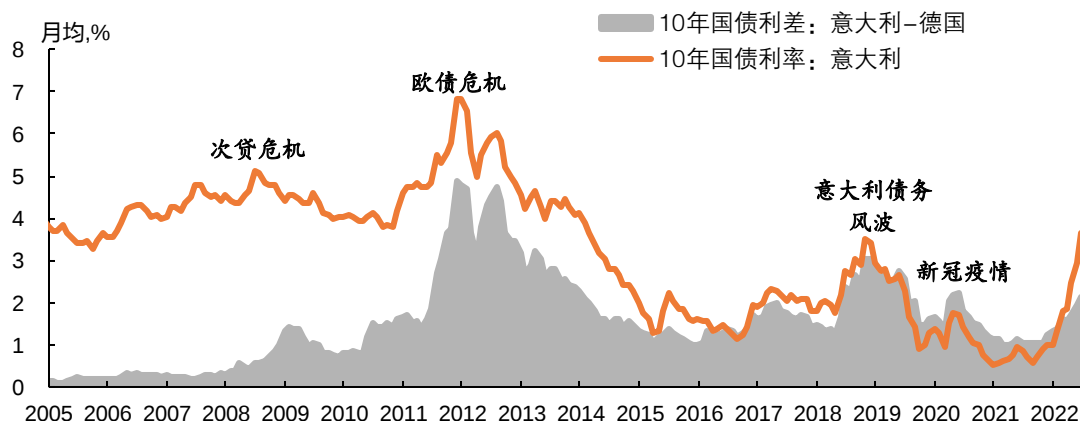
图表1 今年以来欧债利率不断攀升，6月以来欧债市场似乎正在为下一场“危机”定价



资料来源：Wind, 平安证券研究所

当前欧债市场并未过度交易“碎片化”问题。“碎片化”（Fragmentation）是欧元区面临的特殊挑战。由于欧元区 19 个成员国的经济发展与财政状况分化明显，每当危机来临和市场风险偏好下降时，以希腊、意大利等为代表的脆弱国家债券最可能遭遇抛售，成为引燃欧债市场动荡的“火药桶”。2022 年以来，随着欧元区成员国债券利率集体上升，脆弱地区利率难以避免地更快上行。2022 年 1-6 月，德国和意大利 10 年期国债利率分别上涨了约 180BP 和 260BP，二者利差扩大约 80BP 至 200BP 左右。但是对比来看，2011-12 年欧债危机以及 2018-19 年意大利债务风波时期，10 年意德国债利差高达 300-500BP，说明当前欧债市场也许并未过度交易“碎片化”问题。

图2 当期 10 年意德国债利差水平不及欧债危机和意大利债务风波时期



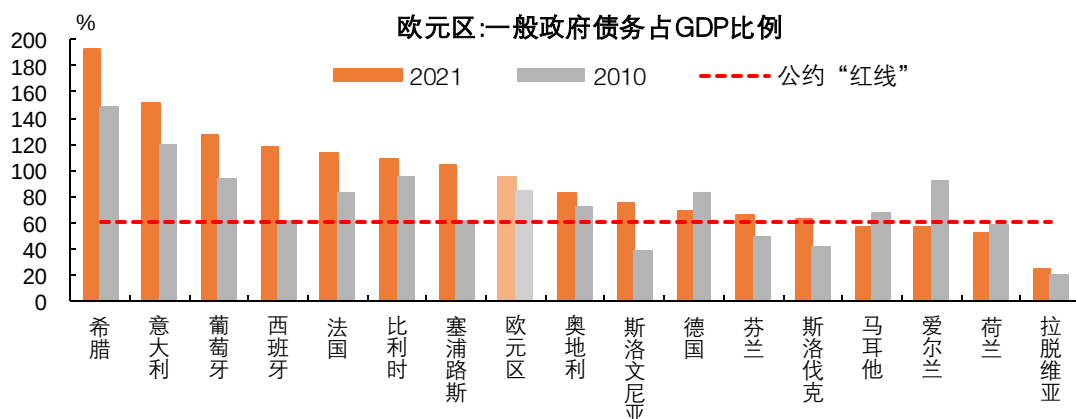
资料来源：Wind, 平安证券研究所

事实上，当前欧元区债务和财政赤字压力并不弱于 2010 年欧债危机爆发前夕，且成员国间分化依然明显。

2020 年新冠疫情后，欧元区成员国国债利率集体走低。原因在于，欧央行政策支持力度空前，以及欧元区“财政联盟”取得积极进展（如总规模达 1.8 万亿欧元的财政刺激计划得以推行）等，暂时缓解了市场对脆弱国家债务风险的担忧。但是，为了配合财政刺激，**欧盟阶段性摆脱了财政束缚**：2020 年 3 月，欧盟出于应对新冠危机而宣布暂停履行《稳定与增长公约》义务，即暂时允许成员国政府债务率突破 60%、财政赤字率突破 3% 的“红线”；2022 年 5 月，欧盟宣布为应对“能源危机”再度延期上述财政约束至 2023 年。

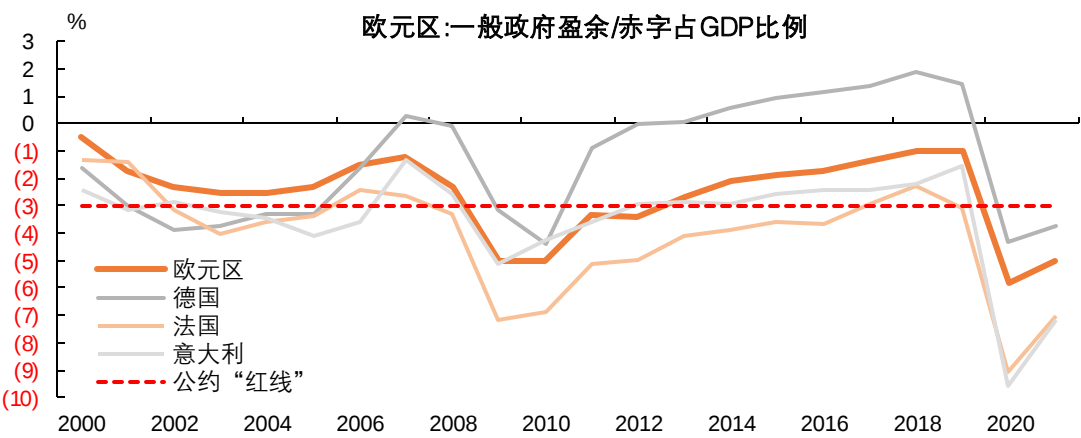
这使得欧元区成员国债务率和赤字率显著上升，且希腊、意大利等债务压力相对更大。政府债务方面，2021 年欧元区平均政府债务率达到 95.6%，高于 2010 年的 83.9，且除爱尔兰、马耳他、荷兰等少数成员国债务率较 2010 年有所下降外，其余大部分成员国债务率均有上升。其中，希腊、意大利债务率分别突破 193%、150%，明显高于 2010 年的 148%、119%。**财政方面**，欧盟成员国自欧债危机以来近十年的财政平衡努力，新冠危机后被全然抹去：2010 年以后，欧元区成员国财政赤字率持续下降（德国等地区财政盈余持续上升），2018-2019 年意大利、法国等财政“差等生”赤字率都已低于 3%，但 2020-2021 年两国的赤字率均超过 7%，甚至已暂时高于欧债危机时期水平。

图3 2021 年大多数欧元区成员一般政府债务率高于 2010 年，并超过 60% 的公约“红线”



资料来源：欧央行, Wind, 平安证券研究所

图表4 欧元区成员国自欧债危机以来近十年的财政平衡努力，新冠危机后被全然抹去



资料来源: IMF, Wind, 平安证券研究所

由于债务率和赤字率上升，多数欧元区成员国的中期债务风险上升，希腊、塞浦路斯等成员更出现短期债务风险。欧盟委员会于 2022 年 4 月发布的《2021 年财政可持续性报告》显示，短期来看，仅希腊和塞浦路斯 2 个国家财政风险为“高”；中期来看，则有 11 个国家（比利时、希腊、西班牙、法国、克罗地亚、意大利、马耳他、葡萄牙、罗马尼亚、斯洛文尼亚和斯洛伐克）的财政风险为“高”。对比 2020 年 1 月（新冠疫情前）发布的《2019 年债务可持续监测》报告，当前已有 4 个国家（克罗地亚、马耳他、斯洛文尼亚和斯洛伐克）的中期债务风险由“低”升为“高”，7 个国家（保加利亚、捷克、德国、塞浦路斯、匈牙利、荷兰和奥地利）的中期债务风险由“低”升为“中”。

图表5 欧盟成员国财政可持续分析：2021 年(左)与 2019 年(右)对比

Table 1: Fiscal sustainability risk classification by Member States (in brackets, risk classification in the DSM 2020 whenever the risk classification has changed)							Table 6.2: Fiscal sustainability risk classification by Member State (in brackets, risk classification in the FSR 2018, whenever the risk category has changed)							
	Overall SHORT-TERM risk category	Overall MEDIUM-TERM risk category	S1 indicator - overall risk assessment	Debt sustainability analysis - overall risk assessment	S2 indicator - overall risk assessment	Overall LONG-TERM risk category		Overall SHORT-TERM risk category	Overall MEDIUM-TERM risk category	S1 indicator - overall risk category	Debt sustainability analysis - overall risk category	S2 indicator - overall risk category	Overall LONG-TERM risk category	
BE	LOW (HIGH)	HIGH	HIGH	HIGH	HIGH (MEDIUM)	HIGH	BE	BE	LOW	HIGH	HIGH	HIGH	MEDIUM	HIGH
BG	LOW	MEDIUM (LOW)	LOW	MEDIUM (LOW)	MEDIUM	MEDIUM	BG	BG	LOW	LOW	LOW	LOW	LOW	LOW
CZ	LOW	MEDIUM (LOW)	MEDIUM (LOW)	MEDIUM (LOW)	HIGH (MEDIUM)	HIGH (MEDIUM)	CZ	CZ	LOW	LOW	LOW	LOW	MEDIUM	MEDIUM
DK	LOW	LOW	LOW	LOW	LOW	LOW	DK	DK	LOW	LOW	LOW	LOW	LOW	LOW
DE	LOW	MEDIUM (LOW)	MEDIUM (LOW)	LOW	MEDIUM	MEDIUM	DE	DE	LOW	LOW	LOW	LOW	MEDIUM (LOW)	MEDIUM (LOW)
EE	LOW	LOW	LOW	LOW	LOW	LOW	EE	EE	LOW	LOW	LOW	LOW	LOW	LOW
IE	LOW	LOW	LOW	LOW	MEDIUM	MEDIUM	IE	IE	LOW	LOW	LOW	LOW	MEDIUM	MEDIUM
EL	HIGH	HIGH	HIGH	HIGH	LOW	MEDIUM	EL	ES	LOW	HIGH	HIGH	HIGH	LOW (MEDIUM)	MEDIUM (HIGH)
ES	LOW (HIGH)	HIGH	HIGH	HIGH	MEDIUM (LOW)	HIGH (MEDIUM)	ES	FR	LOW	HIGH	HIGH	HIGH	LOW	MEDIUM
FR	LOW (HIGH)	HIGH	HIGH	HIGH	LOW	MEDIUM	FR	HR	LOW	LOW (MEDIUM)	LOW (MEDIUM)	LOW (MEDIUM)	LOW	LOW (MEDIUM)
HR	LOW (HIGH)	HIGH (MEDIUM)	MEDIUM (LOW)	HIGH (MEDIUM)	LOW	MEDIUM	HR	IT	LOW	HIGH	HIGH	HIGH	MEDIUM	HIGH
IT	LOW (HIGH)	HIGH	HIGH	HIGH	MEDIUM (LOW)	HIGH (MEDIUM)	IT	CY	LOW (HIGH)	LOW (MEDIUM)	LOW	LOW (MEDIUM)	LOW	LOW (MEDIUM)
CY	HIGH	MEDIUM	MEDIUM (LOW)	MEDIUM	LOW	MEDIUM	LV	LV	LOW	LOW	LOW	LOW	LOW	LOW
LV	LOW (HIGH)	LOW	LOW	LOW	LOW	LOW	LT	LT	LOW	LOW	LOW	LOW	LOW	LOW
LT	LOW	LOW	LOW	LOW	LOW	LOW	LU	LU	LOW	LOW	LOW	LOW	HIGH	HIGH
LU	LOW	LOW	LOW	LOW	HIGH	HIGH	HU	HU	LOW	LOW (HIGH)	LOW (MEDIUM)	LOW (HIGH)	MEDIUM	MEDIUM (HIGH)
HU	LOW	MEDIUM	MEDIUM (LOW)	MEDIUM	HIGH (MEDIUM)	HIGH (MEDIUM)	MT	MT	LOW	LOW	LOW	LOW	MEDIUM	MEDIUM
MT	LOW	HIGH (LOW)	MEDIUM (LOW)	HIGH (LOW)	HIGH (MEDIUM)	HIGH (MEDIUM)	NL	NL	LOW	LOW	LOW	LOW	MEDIUM	MEDIUM
NL	LOW	MEDIUM	MEDIUM	MEDIUM	MEDIUM	MEDIUM	AT	AT	LOW	LOW	LOW	LOW	MEDIUM	MEDIUM
AT	LOW	MEDIUM	MEDIUM (LOW)	LOW (MEDIUM)	MEDIUM	MEDIUM	PL	PL	LOW	LOW	LOW	LOW	LOW (MEDIUM)	LOW (MEDIUM)
PL	LOW	LOW	LOW	LOW	MEDIUM (LOW)	MEDIUM (LOW)	PT	PT	LOW	HIGH	MEDIUM (HIGH)	HIGH	LOW	MEDIUM
PT	LOW (HIGH)	HIGH	HIGH (MEDIUM)	HIGH	LOW	MEDIUM	RO	RO	LOW	HIGH (MEDIUM)	HIGH (MEDIUM)	HIGH (MEDIUM)	HIGH (MEDIUM)	HIGH (MEDIUM)
RO	LOW (HIGH)	HIGH	HIGH	MEDIUM (HIGH)	MEDIUM (HIGH)	MEDIUM (HIGH)	SI	SI	LOW	LOW (MEDIUM)	LOW (MEDIUM)	LOW	MEDIUM	MEDIUM
SI	LOW	HIGH	HIGH (MEDIUM)	HIGH	HIGH (MEDIUM)	HIGH	SK	SK	LOW	LOW	LOW	LOW	MEDIUM	MEDIUM
SK	LOW (HIGH)	HIGH	HIGH	HIGH	HIGH	HIGH	FI	FI	LOW	MEDIUM (LOW)	MEDIUM (LOW)	MEDIUM (LOW)	MEDIUM	MEDIUM
FI	LOW (HIGH)	MEDIUM	MEDIUM	LOW (MEDIUM)	MEDIUM	MEDIUM	SE	SE	LOW	LOW	LOW	LOW	LOW	LOW
SE	LOW	LOW	LOW	LOW	LOW (MEDIUM)	LOW (MEDIUM)								

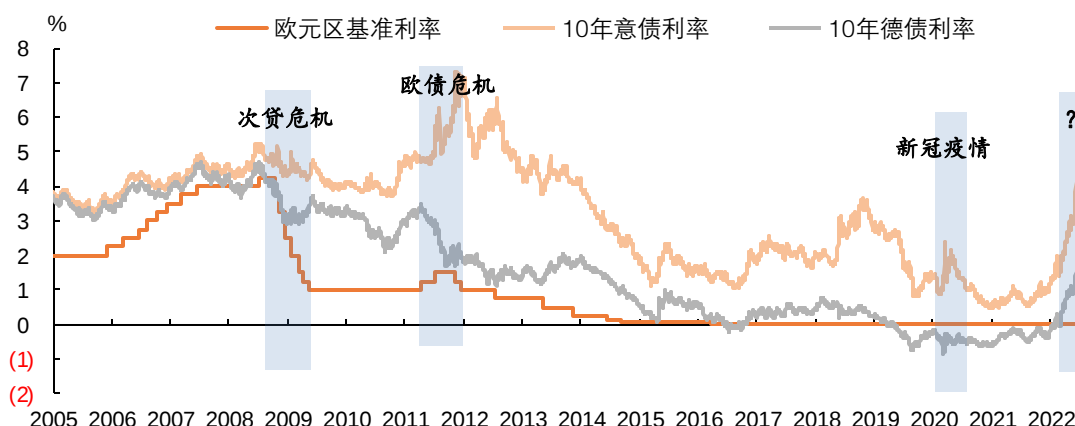
资料来源: 欧盟委员会《2021 财政可持续性报告》(2022.4)、《2019 债务可持续性监测》(2020.1), 平安证券研究所

更值得警惕的是，欧央行货币紧缩可能使成员国政府债务风险更加靠前。欧盟委员会最新的财政可持续性报告中，2022 年俄乌冲突的影响尚未纳入考虑，因此欧盟成员的最新债务风险可能被显著低估。而俄乌冲突带来的通胀压力与欧元区利率水平的上升，可能直接加剧政府债务风险，且“碎片化”问题可能螺旋式发酵：一方面，以意大利为代表的成员国债务率显著

请通过合法途径获取本公司研究报告，如经由未经许可的渠道获得研究报告，请慎重使用并注意阅读研究报告尾页的声明内容。

上升并高于欧元区平均水平，意味着欧元区利率水平的上升将更大地抬升其债务付息成本；另一方面，市场出于对“碎片化”风险的定价，意味着脆弱成员国国债利率将更快攀升，更是“雪上加霜”。尤其考虑到，2011年欧央行曾因两次加息而“引燃”欧债危机，欧债市场对欧央行加息或更加忌惮，债券市场的恐慌性抛售风险不小。总之，此前欧央行维持购债以及低利率，使大多数成员国的短期债务风险较为可控，然而当这一前提改变时，欧元区债务风险或不可同日而语。

图表6 2011年欧央行加息触发意大利等脆弱国家债券抛售



资料来源: Wind, 平安证券研究所

二、欧央行工具受束缚

欧央行对于政府债务危机的化解能力，也是欧债市场能否消化恐慌情绪的关键因素。短期来看，欧央行于6月16日召开紧急会议着手应对“碎片化”问题后，意大利等国国债利率明显回落，市场紧张情绪有所缓和。

不可否认的是，欧债危机以来，欧盟与欧央行应对危机的“工具库”更加丰富。欧盟委员会建立了欧洲稳定机制（ESM），自2012年10月生效至今，可为欧洲银行和欧盟成员政府提供最高5000亿欧元的救助贷款。欧央行帮助缓解欧债危机的举措，可归结为“降息+购债+预期引导”的组合拳：一是降息。欧元区基准利率由2011年11月的1.50%逐步降至2013年末的0.25%。二是资产购买，以政府债券为主。2010年5月至2012年9月，欧央行启动证券市场计划（SMP），从二级市场购买希腊、爱尔兰、葡萄牙等高风险成员国的政府和企业债券，以压降债券利率。2014年10月至2018年底，欧央行启动“资产购买计划”（APP），其中80%的资产为政府债券，记录于“公共债券购买计划”（PSPP）的子项目中。2020年3月至2022年6月，欧央行重启APP，并额外启动“大流行紧急购买计划”（PEPP），PEPP中97%的资产为政府债券。三是“预期引导”。欧央行于2012年9月宣布直接货币交易计划（OMT），承诺央行可以无限量购买符合条件的成员国短期政府债券，从预期上缓解了市场对脆弱地区政府债务违约的担忧。

图表7 2010年以来欧盟、欧央行和IMF应对危机的主要工具

机构	时间	措施
欧盟	自2012年10月生效至今	欧洲稳定机制（European Stability Mechanism, ESM），可为欧洲银行和欧盟成员政府提供最高5000亿欧元的救助贷款
欧央行	2011年11月-2013年末	降息，欧元区基准利率由2011年11月的1.50%逐步降至2013年末的0.25%
	2010年5月-2012年9月	证券市场计划（Securities Markets Program, SMP），从二级市场购买希腊、爱尔兰、葡萄牙等高风险成员的政府和企业债券，以压降债券利率，总共购买约2100亿欧元的希腊、西班牙、意大利、葡萄牙和爱尔兰等地区国债
	2012年9月	直接货币交易计划（Outright Monetary Transaction, OMT），宣布从二级

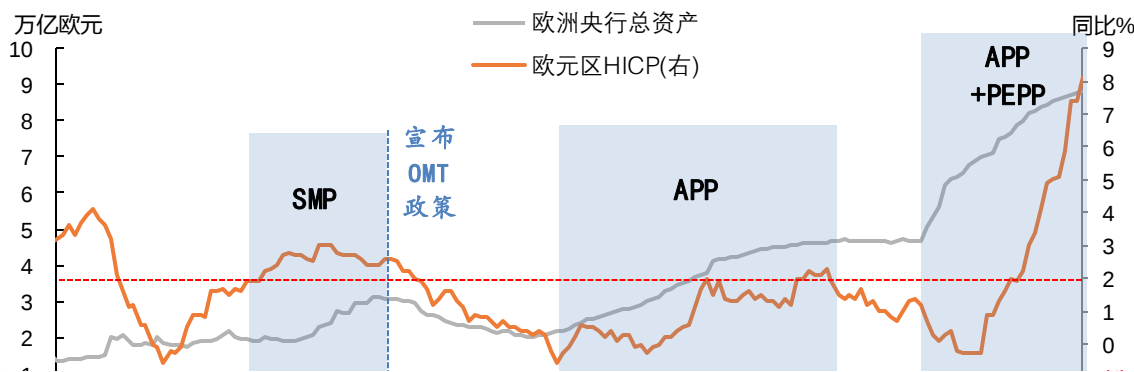
请通过合法途径获取本公司研究报告，如经由未经许可的渠道获得研究报告，请慎重使用并注意阅读研究报告尾页的声明内容。

		市场无限量购入成员国 1-3 年期的政府债券
	2014 年 10 月-2018 年底	资产购买计划 (Asset-Purchase Programme, APP), 其中 80% 的资产为政府债券, 记录于“公共债券购买计划” (Public Sector Purchase Programme , PSPP) 的子项目中。其他子项目包括: 企业债券购买计划 (CSPP)、资产支持证券购买计划 (ABSPP) 和第三次有担保债券购买计划(CBPP3)
	2020 年 3 月-2022 年 6 月	重启 APP, 2020 年 3 月至 2022 年 5 月, 该计划下累计购买资产 6280 亿欧元, 其中 PSPP 计划下持有的政府债券规模为 4520 亿欧元
	2020 年 3 月-2022 年 6 月	大流行紧急购买计划 (Pandemic Emergency Purchase Programme, PEPP), 截至 2022 年 5 月该计划下累计购买资产 1.7 万亿欧元, 其中政府债券规模达 1.64 万亿欧元
国际货币基金组织 (IMF)	2010 年 5 月	希腊援助贷款 (第一轮), 总额为 1100 亿欧元
	2010 年 11 月	爱尔兰援助贷款, 总额为 850 亿欧元
	2011 年 5 月	葡萄牙援助贷款, 总额为 780 亿欧元
	2012 年 2 月	希腊援助贷款 (第二轮), 总额为 1300 亿欧元
	2012 年 3 月	希腊援助贷款 (第三轮), 总额为 280 亿欧元

资料来源: Wind,平安证券研究所

然而，受制于遏制通胀的目标，这一次欧央行应对危机的工具或十分有限。欧债危机以后，欧元区经济处于低通胀环境，是欧央行实施救助措施的重要背景。彼时，欧央行的救助措施不仅可以平抑短期债券市场波动，也有益于刺激经济增长与通胀回升，受到各方欢迎。但这一次，欧央行需要在救助市场的同时，兼顾物价稳定目标，这意味着其救助措施可能受到很大阻力。欧央行 6 月最新预测 2022、2023 年欧元区通胀率分别为 6.8%和 3.5%，均高于 2%的通胀目标，行长拉加德最新表态将于未来 6 个月逐步加息。因此，在未来较长时间里，欧央行或难采取降息、扩大购债等任何具有宽松取向的政策工具。

图8 欧元区经济处于低通胀环境，是此前欧央行实施救助措施的重要背景



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_43641

