

2022年07月23日

华鑫证券
CHINA FORTUNE SECURITIES

欧央行衰退式加息：欧元颓势何时休？

事件

分析师：谭倩
执业证书编号：S1050521120005
邮箱：tanqian@cfsc.com.cn

联系人：纪翔
执业证书编号：S1050521110004
邮箱：jixiang@cfsc.com.cn

联系人：杨芹芹
执业证书编号：S1050121110002
邮箱：yangqq@cfsc.com.cn

欧央行21日宣布欧元区三大关键利率上调50个基点，以确保欧元区中期通胀率低于2%的目标，这是欧央行自2011年以来首次加息，告别2014年6月以来的负利率。

投资要点

■ 核心观点

1、加息怎么看？6月通胀数据再度爆表，倒逼欧央行进行超预期的50BP加息。从后续的加息路径来看，9月大概率加息50BP，经济增速放缓和债务风险担忧双重掣肘下，欧央行加息进程缩短。

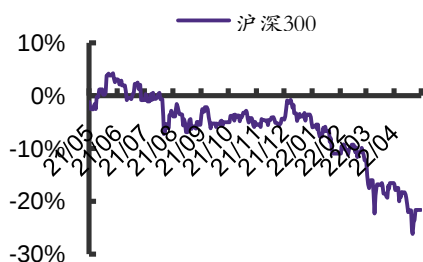
2、欧债危机是否会重现？从严峻程度上来说，当前的欧债碎片化程度不及2011年的欧债危机，再加上政策工具箱储备充足且债务情况尚佳，欧债危机再现的可能性并不大。但短期来看，意大利作为欧债中最薄弱的一环，高企的赤字率以及政治不稳定风险依然值得关注。

3、欧元会何去何从？虽然加息能对欧元走势形成一定的支撑，但激进加息加剧经济动能减弱的担忧，欧元颓势并未得到改善。在能源价格不确定和经济下行压力加大的背景下，欧元的吸引力仍会继续走低。

■ 风险提示

- (1) 通胀上涨超预期
- (2) 俄乌局势超预期
- (3) 美联储加息加速

最近一年大盘表现



资料来源：Wind，华鑫证券研究

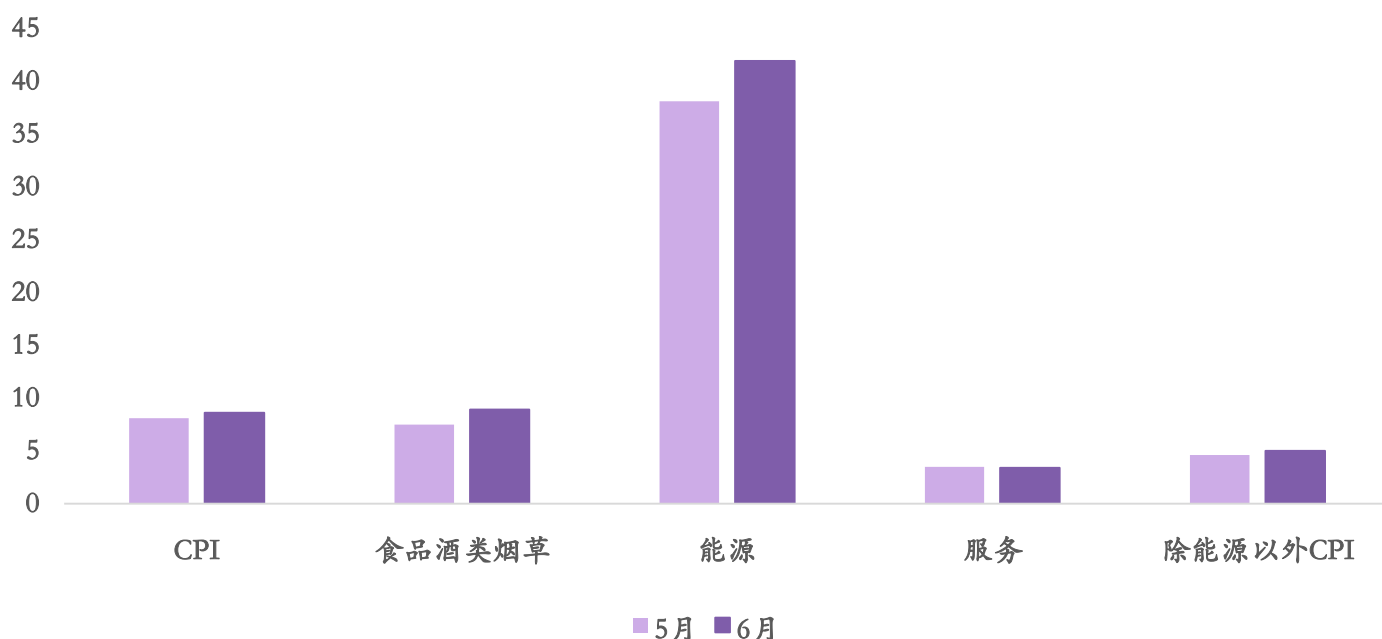
相关研究

《社融塌陷的远虑与近忧》20220514
《4月非农数据点评：喜忧参半，会有75BP加息吗》20220510
《5月美联储议息会议点评：如期的加息缩表，罕见的鹰中带鸽》20220505

1、欧央行为何突然加息50BP？

创新高的通胀迫使欧央行进行超预期的加息。从通胀的角度来看，欧元区的通胀已经完成了从能源的传导扩散，通胀全面上行。6月份欧元区通胀率高达8.6%，创下了25年以来的新高，其中分项来看，能源仍然是通胀的主要推动项，同比上涨41.9%，环比上涨3.3%。食品价格继续维持上行趋势，食品、酒类和烟草价格同比上涨8.9%，较上个月涨幅扩大了1.4个百分点；服务消费作为欧盟CPI中占比40%的分项，虽然6月份价格同比涨幅较5月略下滑0.1个百分点，但仍然维持在3.4%的相对高位，继续加大居民生活压力。从国别来看，欧盟主要的经济体中，德国6月份CPI同比7.6%，维持高位运行；法国通胀是欧元区的最低水平，6月份同比增幅5.8%，但仍创了14年以来的高位；意大利通胀同比8%，创了36年以来的新高，倒逼欧央行超预期加息50BP，超过6月前瞻性引导的25BP。

图表 1：6 月欧洲通胀出现了全面的上涨



资料来源：EUROSTAT，华鑫证券研究

2、后续的加息路径如何？

经济增速放缓和债务风险担忧双重掣肘下，欧央行加息进程缩短，9月大概率加息50BP。从后续的加息路径来说，欧央行和美联储作为主要央行，纷纷放弃了对加息预期指引的依赖，开始了“看数说话”的时代。拉加德在欧央行会议上表示“不提供任何形式的前瞻指引”会让欧央行的货币政策灵活很多，9月前的欧洲经济数据和通胀数据将是判断欧央行下次加息力度的重要支撑。目前市场鹰派预期9月份最高加息75BP，但如

果通胀有所缓解，50BP甚至25BP的可能性较大。欧央行目前还面临着能源危机、经济承压、成员国债务风险等多重难题的考验，同时美联储最快在2023年一季度开始全面降息也会逼迫欧央行缩短加息进程，将会掣肘欧央行加息空间，预计这次欧央行加息节奏较快，前期偏鹰，9月份大概率加息50BP。

3、什么是TPI？有何用途？

这次欧央行会议新创设了传导保护机制TPI，以应对加息过程中的碎片化风险。因为欧盟加息会对不同的成员国产生不同的影响，对于意大利、西班牙等经济相对困难的国家来说，这次加息将会明显抬升他们的借贷成本，从而进一步影响到经济发展和欧盟货币政策的传导。因此，保证货币政策在欧元区的传递和防止欧盟债券市场碎片化是TPI工具的主要作用。TPI的购买规模主要取决于货币政策传导所造成的风险严重程度，通过有条件在二级市场购买融资状况恶化的经济体1-10年的公共部门债券（公司债等私营部门债券也在考虑范围之内），对冲加息过程中的金融碎片化风险。

4、欧债危机难再现，但要警惕意大利风险

欧元区“碎片化”风险指的是内部南欧成员国的国债与德国国债（欧元区国债市场基准利率）利差走阔带来的借贷成本上行、潜在融资难度加大的风险。利差走阔会引发市场对于南欧国家信用甚至是欧债危机再现的担忧。当前来看，主要的南欧国家如意大利、西班牙、葡萄牙和希腊等都出现了相应的利差走阔情况。

但从严峻程度上来说，当前的欧债碎片化程度不及欧债危机。2009年意大利与德国的利差超过了500BP的高位，而当前意大利和德国的十年期利差虽然到了235BP的高位，但距离欧债危机时的高点仍有一段距离。另外从货币政策工具来看，与欧债危机后期欧央行推出的欧洲金融稳定基金EFSF和证券市场计划（SMP）的后置性相比，当前的欧央行对于成员国的债务问题有了比较充分的处置经验，货币工具的储备更加充分且更有前瞻性。当前欧洲除了反碎片化新工具TPI以外，之前的大流行紧急购买计划（PEPP）和公开市场（OMT）仍会作为主要的货币政策帮助欧盟成员国减少借贷成本，化解可能存在的信用风险。而且当前欧洲债务情况尚佳（债务期限更长、债务成本下降、债务结构较优），因此短期欧债危机再次爆发的可能性并不大。但是风险仍值得警惕，特别是意大利，作为欧债中最薄弱的一环，高位的赤字率以及政治不稳定等潜在风险依然值得关注。

图表 2：南欧国家与德国利差开始上升



资料来源：wind 资讯，华鑫证券研究

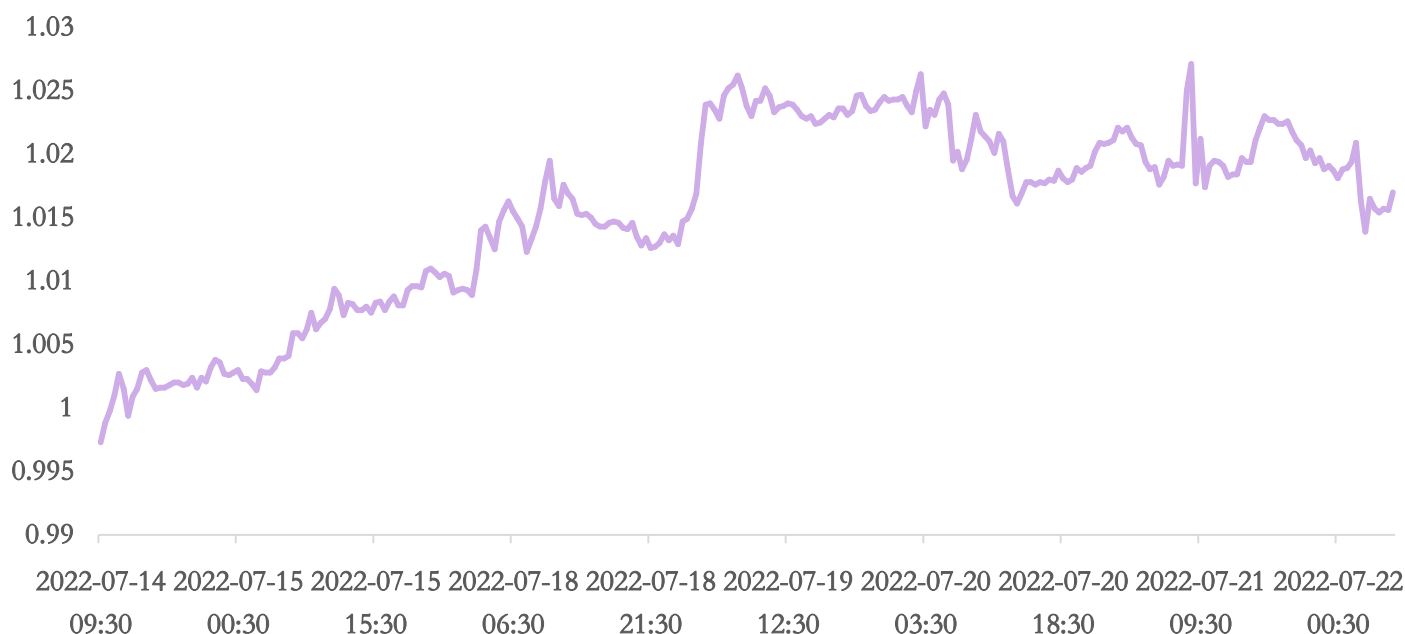
5、加息50BP难改欧元颓势

近期在美联储加息影响下，欧元表现疲软也是欧央行加息的理由之一，但目前来看单次50BP的加息未能阻挡欧元的颓势。在美联储强硬加息和欧元经济萎缩的预期下，欧元兑美元在美联储加息后进一步下跌并跌破了1的分界线。这次欧盟超预期的加息对欧元的支撑显然不足。在欧央行宣布加息之后，欧元兑美元短期内冲上了1.0271的高位，随后快速下跌，整体呈现震荡下行的趋势，欧元压制并未得到缓解。究其原因，不管是加息力度还是经济动能等欧元拖累因素都没有得到根本性的改善。从加息力度上来说，市场当前预期欧盟将加息至110BP的范围，预计9月份继续加息50BP，不管是单次加息的力度还是总体加息的幅度都不如美联储（美联储预计下一次加息75BP），因此在美联储更鹰派的加息节奏中，欧元兑美元仍然会承压。

从经济动能的角度来说，欧盟当前同时面临高通胀和经济下行的挑战，滞胀风险较为突出。7月14日，欧盟委员会将今年欧元区GDP增长预测从2.7%下调至2.6%，明年预期也从2.3%下调至1.4%。国际货币基金组织IMF在7月20日将欧洲主要的经济体之一的德国今年的经济增长预测从年初3.8%继续下调至1.2%，并预测明年德国GDP同比增速仅为

0.8%。目前来看，欧洲经济增速在2022年的预期不断下移，后续有衰退的可能，俄乌冲突下的能源形势是最重要的影响因素。俄罗斯方面的能源限制是欧洲经济当前面临的重大难题，根据IMF的推算，如果俄罗斯完全断供天然气，作为欧洲经济火车头的德国的GDP总量将下降4.8%，在能源价格不确定和经济下行压力加大的背景下，欧元的吸引力会继续走低。

图表 3：加息后欧元兑美元冲高回落



资料来源：wind 资讯，华鑫证券研究

6、风险提示

(1) 通胀上涨超预期

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_44349

