

欧央行坚决抗通胀，加息后关注缩表可能 ——10 月欧央行议息会议传递的信息

核心观点

10 月欧央行加息 75BP 符合预期，此外还额外上调再贷款和准备金利率说明抗通胀态度坚决。欧洲年内通胀仍有较大压力，预计未来欧央行将继续以 75BP 的步幅执行加息，12 月欧央行政策利率将触及中性水平，缩表这一政策选项可能浮上台面，未来需要予以重点关注。欧央行加速紧缩可能进一步提升欧债风险。本轮英国央行在处理养老金压力事件中展现的态度是未来研究发达国家央行行为的重要范例，作为紧盯通胀的单一目标制央行在面临流动性和通胀压力的两难背景下，通胀仍将作为其首要目标，央行受制于物价压力开展金融维稳的政策空间极为有限。欧债风险一旦爆发，具有向外传导的能力，未来这一压力的发酵可能成为美联储政策转向的重要触发因素。

□ 欧央行加息 75BP 符合预期，额外上调再贷款和准备金利率说明抗通胀态度坚决
10 月议息会议欧央行加息 75BP，将三大政策利率主要再融资利率、隔夜存款利率、隔夜贷款利率分别加息 75BP 至 2%、1.5% 和 2.25%。符合我们前期在《欧央行或启动“沃尔克”式加息》中对欧央行连续以 75BP 步幅加息的判断。除了加息外，欧央行本月还采取了两项额外措施，压制信贷投放以抑制通胀压力：

一是将 TLTRO（长期定向再融资工具）利率上调 50BP（此前这一工具利率可低于政策利率 50BP，本次调整后提至与政策利率齐平），提高了银行的再融资成本。TLTRO 是欧央行面向银行开展的定向再融资工具，期限 3 年，单家银行的投放规模与利率均与该家银行的贷款规模（投向非金融企业和家庭部门的贷款，房贷除外）挂钩。此外欧央行还允许银行提前归还 TLTRO（11 月份生效），如果银行提前归还再贷款相当于欧央行执行“被动缩表”。二是将法定准备金（最低准备金 Minimum reserves）利率调整至 1.5%（与隔夜存款利率持平），前值 0.5%。

我们认为本月议息会议进一步明确了欧央行坚决抑制通胀的政策态度，在常规加息之外一并抬升银行再融资成本和准备金利率，通过抑制信贷的方式控制通胀。

□ 预计 12 月欧央行政策利率将触及中性水平，缩表这一政策选项可能浮上台面
关于未来的政策路径，欧央行明确将继续加息，但具体节奏将根据经济和通胀进行相机抉择，整体表述与 9 月议息会议一致。

对于加息终点，拉加德指出可能仍会在未来的几次议息会议中继续加息且终端利率将高于中性利率，当前欧洲政策利率距离中性水平尚有 50BP 的距离，预计欧央行将在 12 月议息会议中实现利率水平的中性化（此前欧央行管委会成员、法国央行行长 Villeroy de Galhau 曾指出欧洲政策利率即隔夜存款利率的中性水平靠近 2%）。

在此背景下，缩表也可能成为未来欧央行的政策选项。拉加德在 9 月曾指出只有欧央行实现政策利率的“正常化”后才会考虑缩表，按当前进程 12 月议息会议中预计欧央行将触及中性利率水平，届时对于缩表也可能有更为明确的政策指引。对于欧央行未来潜在的缩表选项需要予以重点关注，加速紧缩可能增加债务压力。

□ 预计欧洲通胀压力加剧，倒逼欧央行继续以 75BP 幅度加息，TPI 工具难作为。
欧盟当前仍然面临较为显著的通胀压力，9 月欧元区调和 CPI 同比增速 9.9%，环比增速 1.2%，相较前值均大幅走高。从分项来看，能源分项依然是核心压力来源，对欧元区本月通胀压力的贡献率达到 42%，远超其他分项。

从目前俄乌形势来看，战事大概率将延续至冬季且不排除进一步升级风险。欧洲在当年 11 月至次年 2 月将进入冬季用暖季，天然气消费量将迅速提升。俄罗斯可能在冬季进一步收紧对欧洲的能源供给。虽然当前北溪管线已处于全面停运状态，但俄罗斯向欧洲输送天然气的管道仍有多条处于运行状态，如兄弟管线（Brotherhood Pipeline）、联盟管线（Soyuz）、土耳其管线（TurkStream）等，如果

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

未来制裁力度升级，则俄罗斯对欧的天然气供给仍有进一步压缩空间；此外，普京在 2022 年 10 月上旬分别电话会晤沙特国王、当面会晤阿联酋总统，俄罗斯同样存在与中东协同收紧能源供给抬高价格的可能。在此背景下，全球供应链和能源的紧张程度可能进一步加剧，欧洲通胀压力可能在 Q4 进一步走高，增加欧央行紧缩压力。

欧洲 CPI 压力持续高企可能倒逼以通胀为单一目标的欧央行在 Q4 继续大幅加息，我们对欧央行的货币政策维持前期观点：欧央行年内将继续以 75BP 的幅度连续加息；数量型政策方面，TPI 等工具在通胀压力下难有明显作为，反而缩表可能成为未来的政策选项，未来需予以重点关注。

□ 英国养老金是重要范例，央行在金融稳定和通胀两难下救助金融稳定空间有限

我们认为本轮英国央行在处理养老金压力事件中展现的态度是未来研究发达国家央行行为的重要范例。近期英国央行在面临长债利率快速上行导致的养老金体系压力时，选择在 9 月 28 日至 10 月 14 日间启动临时性量化宽松措施救市。英国央行本轮干预并未充分发挥效果，长债收益率在此期间依然保持上行态势。9 月 28 日救市计划启动初期，20 年期英债收益率为 4.01%；10 月 14 日救市计划结束时，20 年期英债收益率进一步上行至 4.63%。在利率仍然面临较大上行压力、养老金体系仍然较为脆弱的背景下，英国央行力排众议在 10 月 14 日如期结束救市，并未如市场预期选择延长购买计划且年内仍将继续执行缩表计划（英国养老金和终身储蓄协会曾呼吁英国央行将救市计划延长至 10 月末；上议院、前内阁养老金主 Ros Altmann 也呼吁延长救市计划）。最终英国面临的金融稳定冲击在英国新财长亨特表态放弃前期的减税计划后（长债利率拐头下行）方才告一段落，但英国央行在危机期间的应对态度提供了重要参考：

我们认为英国央行坚定重返紧缩与英国当前面临的通胀压力高度相关，9 月英国 CPI 同比增速 10.1%，相较前值反弹并触及年内前高。作为紧盯通胀的单一目标制央行在面临流动性和通胀压力的两难背景下，通胀仍将作为其首要目标，央行受制于物价压力开展金融维稳的政策空间极为有限。

我们认为欧央行在冬季同样面临相似格局，俄乌冲突下能源供给受限或导致欧洲通胀压力恶化，虽然欧央行前期储备 TPI 等工具用以应对欧债压力，但作为单一目标制的欧央行在高通胀压力下难以动用大规模援助，欧债危机在欧央行连续加息的背景下可能仍将爆发，10 年期德意利差自 3 月以来月度中枢仍在逐月攀升。

□ 欧债危机具有向外部传导的特征，爆发后或成为联储政策转向的重要触发因素

从金融稳定的角度来看，我们认为欧债风险是当前全球面临最严重的金融稳定问题。从部分欧洲债务压力国债券的海外持仓看，意大利国债的海外持仓比例超过 30%，葡萄牙和西班牙国债的海外持仓比例均超过 40%，爱尔兰国债的海外持仓占比超过 50%。因此，欧债危机一旦爆发具备进一步向外部传播压力的特征。

我们认为这一风险也可能成为未来美联储货币政策转向的重要诱发因素。欧债风险如果爆发，对美国金融体系的压力传导将不仅局限在部分债务压力国的主权债，美国持有的欧洲企业债和德国等国的主权债同样将面临较大的下跌压力。从美国的风险敞口规模看，当前美国同样持有较多欧债头寸，截至 2021 年末，从欧元区 19 国看，美国共计持有欧债 8555 亿美元，占美国持有所有海外债券头寸的 20%，其中政府主权债 1770 亿美元；从欧洲五大债务压力国看，美国共计持有相关欧债 2327 亿美元，其中政府主权债 615 亿美元。根据 2010 年欧债危机经验，除了意大利等债务压力国主权债信用利差在危机期间大幅走高以外，欧洲整体企业信用利差也将伴随基本面的恶化而走阔。与 2010 年欧债危机不同的是，本轮欧债压力德法等经济火车头收益率同样面临大幅上行压力。以德、法为代表的欧洲经济火车头国家在 2010 年欧债危机期间由于自身信用状况良好且欧盟维持货币宽松，国债收益率并未出现明显的上行；本轮欧洲通胀压力较大，欧央行可能进入沃尔克时刻连续加息，德、法等欧洲经济火车头的主权债收益率同样面临大幅上行压力。

□ 美核心 CPI 仍处上行通道，不宜过早“抢跑”交易政策转鸽预期易遭联储纠偏

美债方面，在核心 CPI 仍处于上行通道的背景下不宜过早交易联储转鸽预期。未来驱动联储转向的因素可能是金融稳定压力或是美国通胀的快速回落，在此之前市场“抢跑”交易的宽松预期可能被联储纠偏，10 年期美债利率依然可能再次挑战年内前高 4.2%-4.3% 区间。

美股方面，在盈利估值两端短期仍存不确定性的背景下，美股短期仍应保持谨慎。

美元方面，未来欧洲情况演变仍是关键变量。短期来看，欧债压力仍有进一步加剧风险，一旦危机爆发，美元仍可能进一步反弹向 120 冲高。

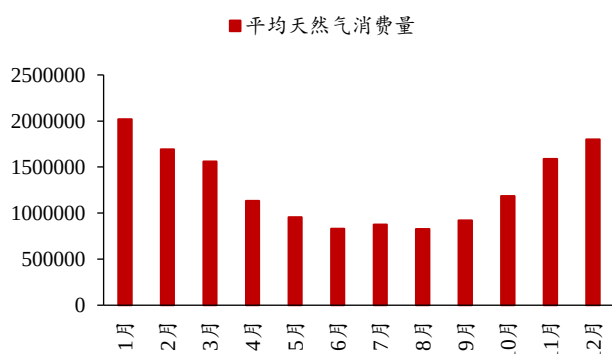
黄金方面，我们认为当前黄金具有较高配置价值，欧债潜在压力将利多黄金，主要源于避险逻辑（从 2010 年经验来看，美元、黄金两大避险资产在欧债危机期间均有较好表现）；未来全球央行转向宽松驱动实际利率回落也将对黄金形成提振。

□ 风险提示

欧洲主权债务压力超预期；美国通胀超预期恶化

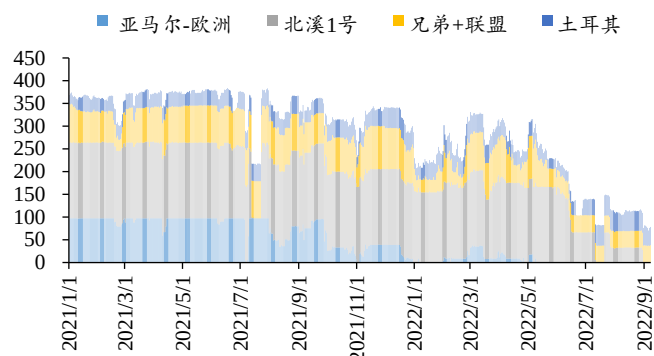
1 重要图表

图1：欧洲过去5年平均每月的天然气消费量（twh）



资料来源：Eurostat，浙商证券研究所

图2：俄罗斯对欧洲各条天然气管线的输送量（twh）



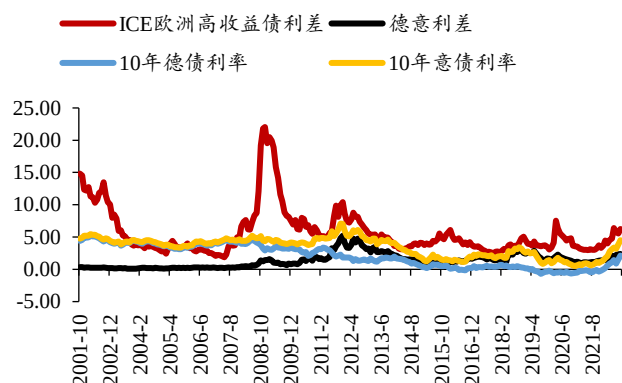
资料来源：Nordstream，Turkstream，Hydrocarbon，浙商证券研究所

图3：10年期德意利差月度中枢走势（%）



资料来源：IEA，浙商证券研究所

图4：欧洲主权利差和企业信用利差走势图（%）



资料来源：Eurostat，浙商证券研究所

表1：9月欧元区通胀压力的分项贡献率（%）

分项	对整体同比增速的贡献	贡献率
食品及非酒精消费品	0.2	100%

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_47961

