

欧洲缩表计划启动，警惕德意利差反弹 ——12 月欧央行议息会议传递的信息

核心观点

欧央行本月加息后政策利率正式触及中性水平；此外公布每月 150 亿欧元的缩表计划并于 2023 年 3 月启动（2023 年 APP 计划平均每月到期 250 亿欧元，缩表规模未触及上限仍有提升空间）。对于未来通胀，欧央行判定形势依然严峻将继续大幅加息并提及当前背景下主权风险正在上升。近期表征欧债压力的 10 年期德意利差有所回落，展望未来，我们认为未来德意利差仍有较大上行风险，欧债风险仍是 2023 年 Q1 最需关注的金融稳定风险。上行风险主要来自三大方面，一是欧洲自身的通胀反弹压力；二是欧央行的缩表计划；三是意大利本身的政治斗争导致的财政扩张风险。

□ 欧央行加息 50BP 政策利率正式回归中性水平，缩表计划定于 2023 年 3 月启动
12 月议息会议欧央行加息 50BP，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 50BP 至 2.5%、2% 和 2.75%。至此隔夜存款利率触及 2%，欧央行正式实现政策利率的中性化（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%）。

除加息外，欧央行本月公布了初步的缩表计划，符合市场预期。欧央行当前计划于 2023 年 3 月启动缩表，主要方式是减少资产购买计划（APP 项目）项下的资产到期再投资，2023 年 Q2 每个月减少 150 亿欧元，此后将进一步相机抉择决定下个季度的缩表规模。2023 年 2 月议息会议中，欧央行将公布缩表计划的更多细节；2023 年 12 月欧央行将对公开市场操作框架进行审查，届时将公布关于缩表终点的进一步信息。

□ 欧央行判定通胀严峻未来将继续大幅加息，提及货币紧缩过程中主权风险上升
经济方面，欧央行认为存在短暂的衰退压力，预计 2022 年 Q4 和 2023 年 Q1 GDP 可能处于负增长区间，2023 年、2024 年的 GDP 预期分别为 0.5% 和 1.9%（前值分别为 0.9% 和 1.9%）。

通胀方面，欧央行明确指出 11 月通胀同比增速回落主要源于能源的贡献，食品以及广义的通胀压力仍然较为顽固，工资压力是重要原因。此外，欧央行在本季经济预测中全面提高了对未来的通胀预期。对 2023 年的通胀中枢预测提升至 6.3%（前值为 5.5%），2024、2025 年的预测分别为 3.4% 和 2.3%（2024 年前值为 2.3%）。基于通胀的前景依然严峻以及工资增长压力仍然较大（将于下文进行详述），拉加德在会后声明中指出：“将继续以较为稳定的速度大幅加息”。

金融稳定方面，本月拉加德在会后讲话中提及“当前经济疲软，财政条件脆弱，主权风险正在逐步上升；货币紧缩有利于控制通胀失控的尾部风险，但短期来看可能增加系统性风险”。这也是拉加德近期较为少有的直接提及主权债务风险。

虽然加息幅度小幅下降，但同步公布的缩表计划和拉加德较为鹰派的态度依然对市场形成了冲击。会议后 10 年意债收益率大幅上行近 30BP，10 年德意利差大幅走阔 30BP 至 225BP，欧股全面下行，美元反弹至 104.6 一线。

□ 三大压力下预计未来德意利差上行风险仍大，23 年 Q1 应重点关注欧债风险
我们曾于前期报告《欧洲主权债务压力是否需要关注》中指出，10 年期德意利差是反映欧债压力的重要指标，从历史经验来看 300BP 是德意利差重要的压力阈值：2011 年 10 年期德意利差突破 300BP 后，意债的下跌压力急剧放大，收益率迅速走高；2020 年 3 月中旬德意利差突破 300BP 后，欧央行于 3 月 18 日迅速宣布启动 PEPP 购债计划。当前海外机构也普遍预期 250-300BP 是德意利差危险区间。回顾今年走势，德意利差自俄乌危机爆发以来持续走高，10 月最高曾突破 260BP。此后逐步回落，截至报告日已收窄至 200BP 附近。近期德意利差尤其是意大利国债利率的回落主要源自于衰退压力下市场交易欧央行紧缩预期的退坡。

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

展望未来，我们认为未来德意利差仍有较大上行风险，欧债风险仍是 2023 年 Q1 最需关注的金融稳定风险。上行风险主要来自三大方面，一是欧洲自身的通胀反弹压力；二是欧央行的缩表计划；三是意大利本身的政治斗争导致的财政扩张风险。

□ APP 计划 2023 年平均每月到期规模 250 亿欧元，缩表未达上限仍有加码空间

欧央行本月公布缩表计划，未来将以持有债券到期投资不再续作的方式开展缩表，2023 年 Q2 的初始速度设置在 150 亿欧元/月，整体符合市场预期。根据我们的估算，APP 计划 2023 年平均每月到期规模 250 亿欧元，当前的缩表规模未达上限仍有加码预期。我们曾于前期报告指出，过去两年欧央行是意大利等国主权债的唯一买家，缩表计划的推进将增加欧洲债务压力国的主权债务风险。

从欧央行持有的债券结构来看（本段主要指“资产购买计划 APP”项下的资产规模，欧央行并未披露大流行紧急购债 PEPP 项下的资产到期时间，本段并未统计在内），2023 年平均每月的资产到期规模约为 250 亿（包括政府债券、企业债和 ABS，政府债券的占比超过 80%），其中 3 月和 10 月是到期压力最大的时间点，到期规模分别达到 425 亿和 570 亿美元。

□ 通胀开始经由工资向需求侧传导，叠加能源价格反弹风险欧洲通胀或再破前高

欧洲 11 月 HICP 同比增速 10%，相较前值 10.6% 小幅回落；环比增速 -0.1%，相较前值 1.5% 大幅回落。本月欧洲通胀压力的缓解主要源自于能源分项的回落，环比增速 -1.9%；核心 CPI 本月环比为 0%。展望未来，我们认为未来欧洲的通胀压力依然不容乐观：能源价格的反弹风险+工资上行压力可能进一步推升欧洲通胀，欧元区 HICP 同比增速年内仍有再创新高的可能性。

能源方面，伴随欧洲迎来寒潮+欧俄对抗加剧，能源价格存在反弹风险。欧洲基准荷兰天然气期货价格 11 月上旬最低曾跌至 105.4，进入 12 月后已大幅反弹至 140 附近。近期欧洲再次通过第九轮对俄制裁方案，其中包括俄油价格上限等措施，未来俄罗斯可能进一步削减天然气供给予以还击。

欧洲当前的压力并不仅仅局限在能源和食品端，在供给端的持续性冲击下，欧洲开始出现广泛的罢工压力，通胀压力开始逐步经由工资向需求侧传导。一旦工资-通胀螺旋式上升压力形成，欧元区通胀的粘性和上行风险将进一步增加。

从通胀压力来源来看，欧央行 7 月发布的工作论文指出欧洲的通胀压力正在进一步由供给端向需求端传导，当前需求侧对通胀的贡献率已基本追平供给侧各占 50%，未来整体通胀尤其是服务分项中需求侧的贡献预计将进一步增加。

从工资增长压力来看，根据爱尔兰央行 11 月发布的工作论文统计，自 2022 年 2 月起欧元区招工岗位的工资同比增速便持续抬升，无论是绝对水平还是增长斜率年内至今均未见拐点，截至 10 月工资增速已触及 5.2%（1 月增速不足 2%）。从行业分布来看，年初至今工资的上行压力也出现了进一步扩散的特征，当前所有行业中工资增速超过 3% 的行业占比已超过 60%（年初不足 50%）。根据欧央行 2022 年的企业调查显示，绝大多数调查对象均预计 2023 年工资增速将维持在 4% 以上。

□ 意大利执政联盟内分歧诸多，如总理在财政领域让步加大支出或放大债务风险

欧盟层面，2023 年仍然不存在对成员国的赤字约束。欧盟已于今年 5 月决定将在 2023 年继续暂停《稳定和增长公约》（Stability And Growth Pact）中对成员国的年度赤字要求（公约要求年度赤字率低于 3%，该项规定自 2020 年 3 月起因新冠疫情而被暂停执行，目前最快需要 2023 年底方能回复）。

意大利层面，执政联盟内部仍有较多加强财政支出的声音，可能放大债务风险。新任总理梅洛尼上任后整体仍表现出对欧盟财政纪律的审慎态度，但其领衔的执政右翼联盟中有较强的主张“加大政府支出力度”的声音，典型代表便是时任副总理萨尔维尼。萨尔维尼作为执政联盟中联盟党的领袖（梅洛尼隶属于兄弟党）在诸多政策领域均与梅洛尼存在分歧，如：萨尔维尼在财政支出上更为激进，曾多次呼吁增加政府债务刺激就业，无需过于重视欧盟的财政纪律；在俄乌问题上态度更偏向俄罗斯，曾呼吁减少对乌制裁；在移民问题上主张更为强硬。根据此前彭博报道，已有多位意大利官员表示担忧：即梅洛尼可能在与执政联盟成员的多重领域分歧下，选择性在公共财政领域予以让步妥协，继而放大意大利债务风险。在执政联盟的内部博弈下，梅洛尼政府向欧盟递交的 2023 年财政预算中赤字

率 4.5% 已高于原定预期（此前德拉吉政府拟定的初步规划为 3.5%），未来意大利内部的政局博弈同样需要关注，12 月 31 日意大利财政预算截止日等风险点均需关注（如议会无法在此之前无法批准预算可能导致意大利政府停摆）。

□ 未来利率下行过程中可能存在震荡反复，美元走势仍需关注欧债压力变化

美债方面，近期 10 年期美债利率回落至 3.5% 以下已经兑现我们前期关于美债利率见顶的判断，但未来利率在回落的过程中仍可能出现震荡、反弹。**一是**通胀仍有不确定性，在罢工等潜在风险的制约下通胀的回落未必一帆风顺。**二是**当前通胀绝对水平仍然较高（且仍然高于政策利率），如果利率回落过快或被联储纠偏。

美股方面，美股盈利端下行压力仍然有待释放，美股短期仍有下行空间。2023 年 Q1 后伴随流动性转向我们认为美股将迎来上行拐点。

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，美元仍可能在 2023 年 Q1 进一步反弹向 120 冲高。

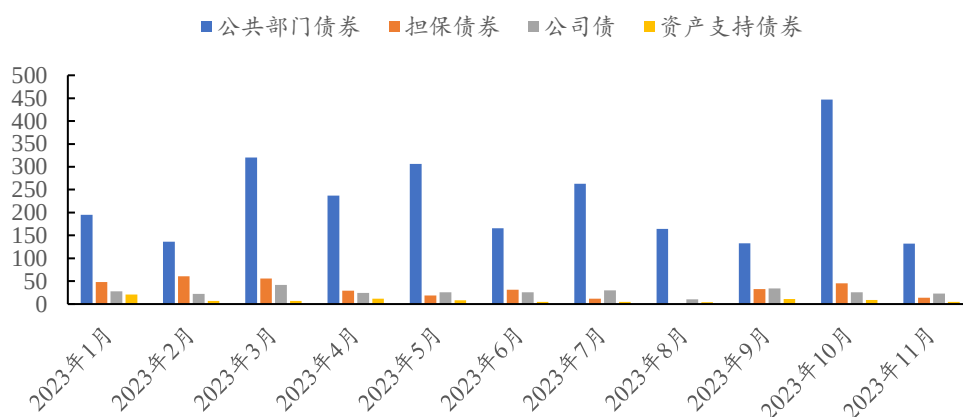
黄金方面，我们认为当前黄金具有较高配置价值，欧债潜在压力将利多黄金，主要源于避险逻辑（从 2010 年经验来看，美元、黄金两大避险资产在欧债危机期间均有较好表现）；未来全球央行转向宽松驱动实际利率回落也将对黄金形成提振。

□ 风险提示

欧洲主权债务压力超预期；美国通胀超预期恶化

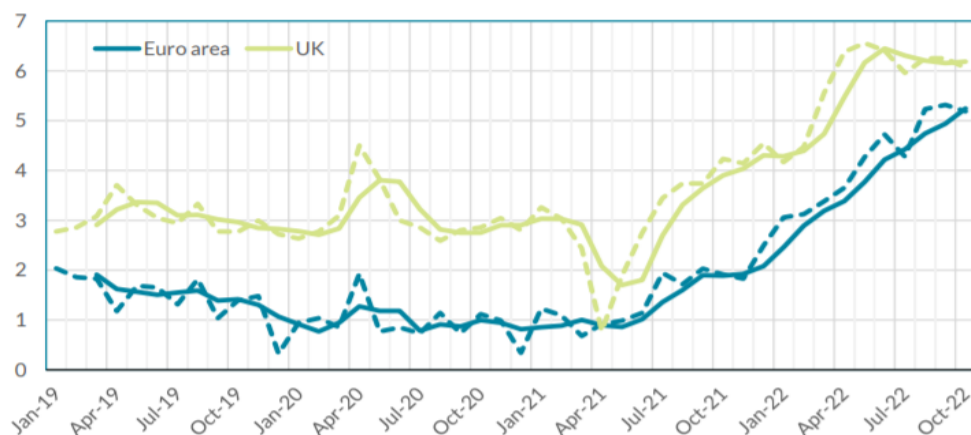
1.重要图表

图1: 资产购买计划 (APP 项下) 每月资产到期规模 (亿欧元)



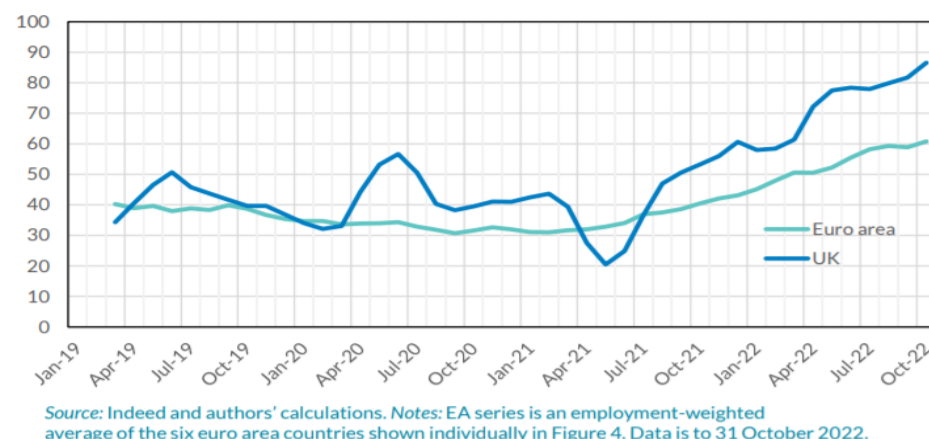
资料来源: 欧央行, 浙商证券研究所

图2: 欧洲招工岗位的工资同比增速变化 (%)



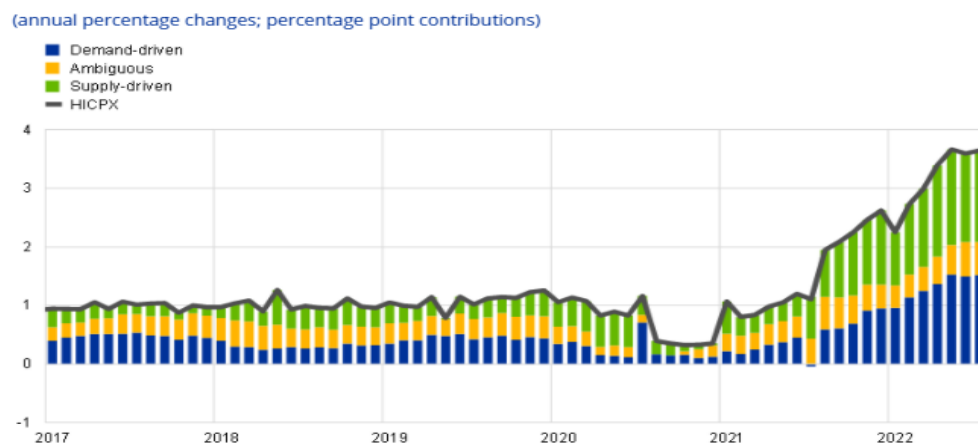
资料来源: 爱尔兰央行, 浙商证券研究所

图3: 欧洲所有行业中工资同比增速超过3%的行业占比 (%)



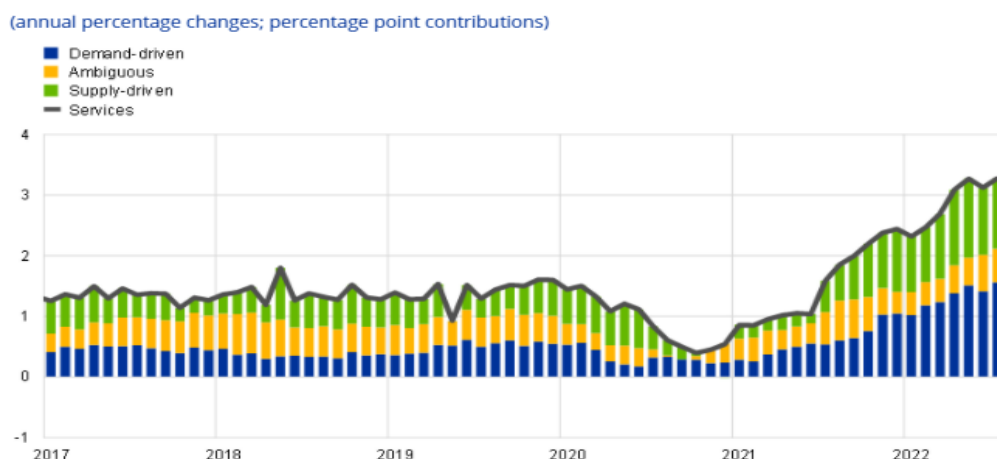
资料来源: 爱尔兰央行, 浙商证券研究所

图4：欧洲 HICP 通胀压力的来源拆解：需求端和供给端的占比（%）



资料来源：欧洲央行，浙商证券研究所

图5：欧洲服务端通胀压力的来源拆解：需求端和供给端的占比（%）



资料来源：欧洲央行，浙商证券研究所

图6：近期德意利差有所回落（%）

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_50364

