



蒋飞：到了捍卫欧元的时候吗？——宏观经济研究 专题报告



文/意见领袖专栏作家 蒋飞、长城证券分析师 李相龙



欧央行紧急开会所为何事？

6月15日欧央行召开紧急会议，就当前市场形势交换意见。这次会议召开的背景是欧洲各国利率快速攀升。截至6月15日，今年德国10年期国债利率已经上升了200BP、意大利上升了275BP以及希腊上升了296BP。当前利率水平已经超过2020年发生疫情时的水平，接近于2010年欧洲债务危机时的水平，引发市场投资者对欧洲弱国抵抗金融危机能力的担忧。

图 1: 欧洲利率快速攀升



资料来源: iFinD, 长城证券研究院

会议结束之后，欧央行发表声明：自 2021 年 12 月启动政策正常化的渐进过程以来，管理委员会承诺采取行动，应对重新抬头的分裂化风险。疫情给欧元区经济留下了持久的脆弱性，这确实导致了我们的货币政策正常化在各个管辖区之间的传递不均衡。基于这一评估，管理委员会决定，它将灵活地对 PEPP 投资组合中到期的赎回进行再投资，以保持货币政策传导机制的运作，这是欧洲央行能够履行其价格稳定任务的先决条件。此外，管理委员会决定授权相关的欧元体系委员会与欧洲央行服务部门一起加速完成新的反碎片化工具的设计，供管理委员会审议。

欧央行已经关注到欧元区解体的风险。现在欧央行除了控制通胀之外，还要面对货币政策“传递不均衡”的结构问题。这种不平衡现象可能让欧元区解体。这两个问题其实是存在一定矛盾的：为了解决疫情和通胀对欧元区内各个经济体产生的不同问题，欧央行需要在需求旺盛地区实施收紧

的货币政策，而在经济脆弱地区实施“再投资”的流动性支持。先不谈论这种短期政策对长期经济造成的新的扭曲影响，首先需要考虑的是这些政策短期内能够奏效吗？

欧洲的通胀问题是多方面共同作用的结果。第一，俄乌冲突造成欧盟能源价格奇高。欧盟和俄罗斯的相互制裁不仅导致原油价格走高，而且运输成本也大幅抬升。能源占欧元区 HICP 的权重约为 10.9%，2022 年 5 月欧元区 HICP 能源同比增长 39.1%，能源价格上涨导致欧洲通胀上行。

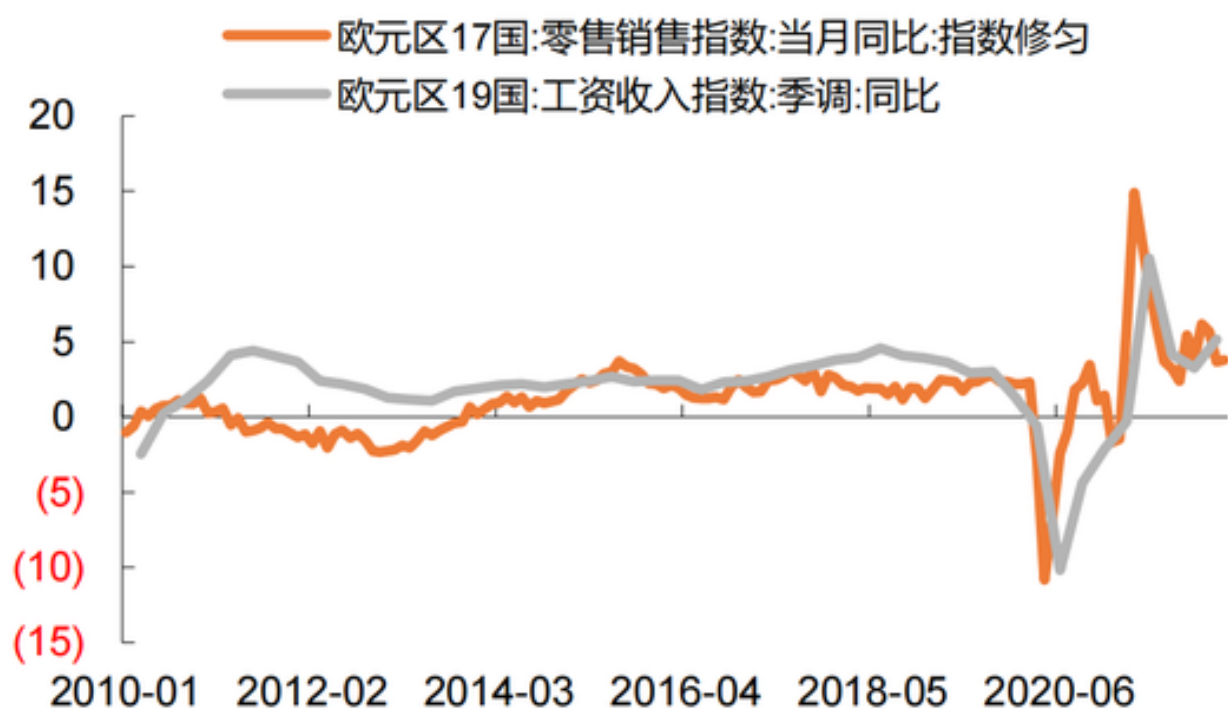
图 2：欧洲能源价格上涨



资料来源: iFinD, 长城证券研究院

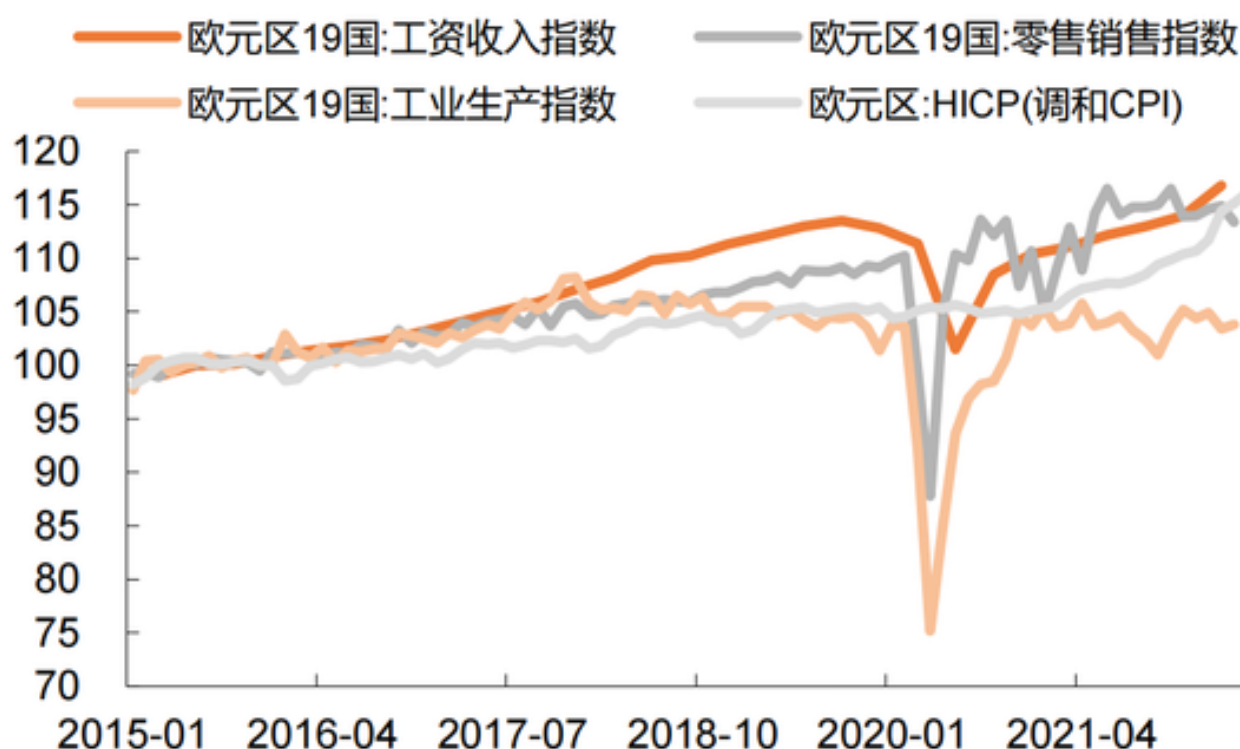
第二，欧洲内需依然旺盛，并且工资-通胀螺旋式上涨也在加强。截止到 4 月份欧元区零售销售总额同比为 3.77%，虽然增速出现明显回落，但消费绝对值依然很高，与生产之间的喇叭口依然较大。同时一季度欧元区工资收入指数同比增速为 5.13%，与销售一季度增速类似，两者都处于较快增长状态。

图 3: 欧元区工资收入和零售销售



资料来源: iFinD、长城证券研究院

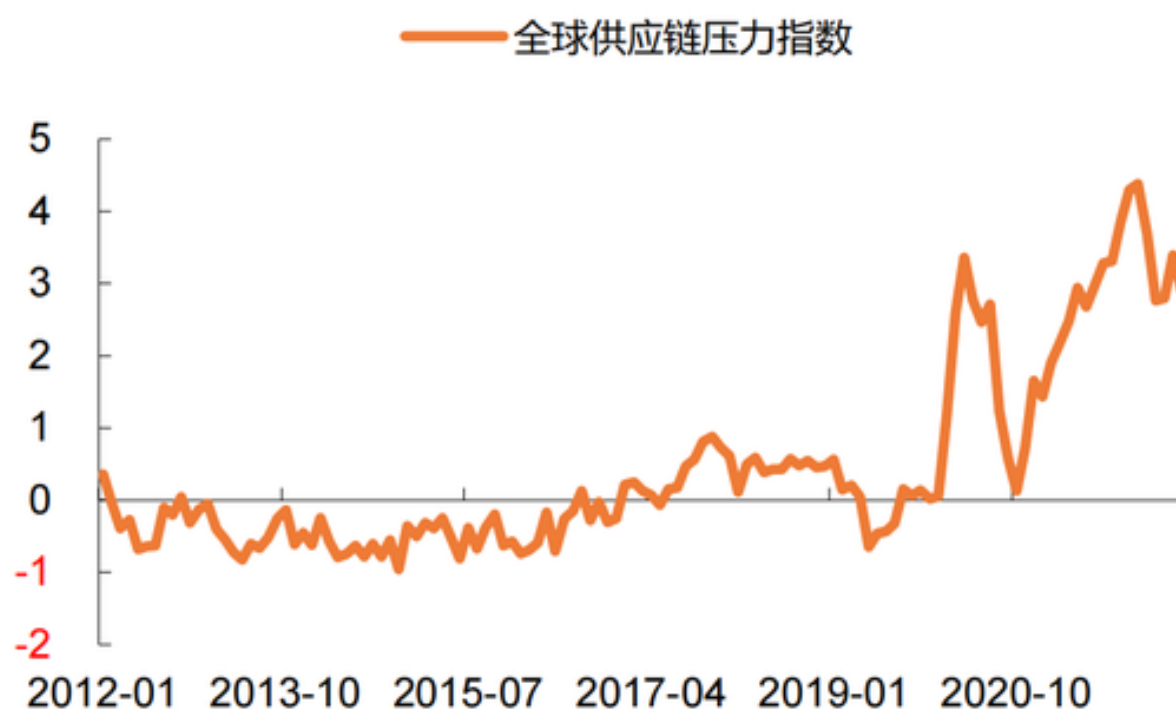
图 4: 欧元区主要经济指标



资料来源: iFinD、长城证券研究院

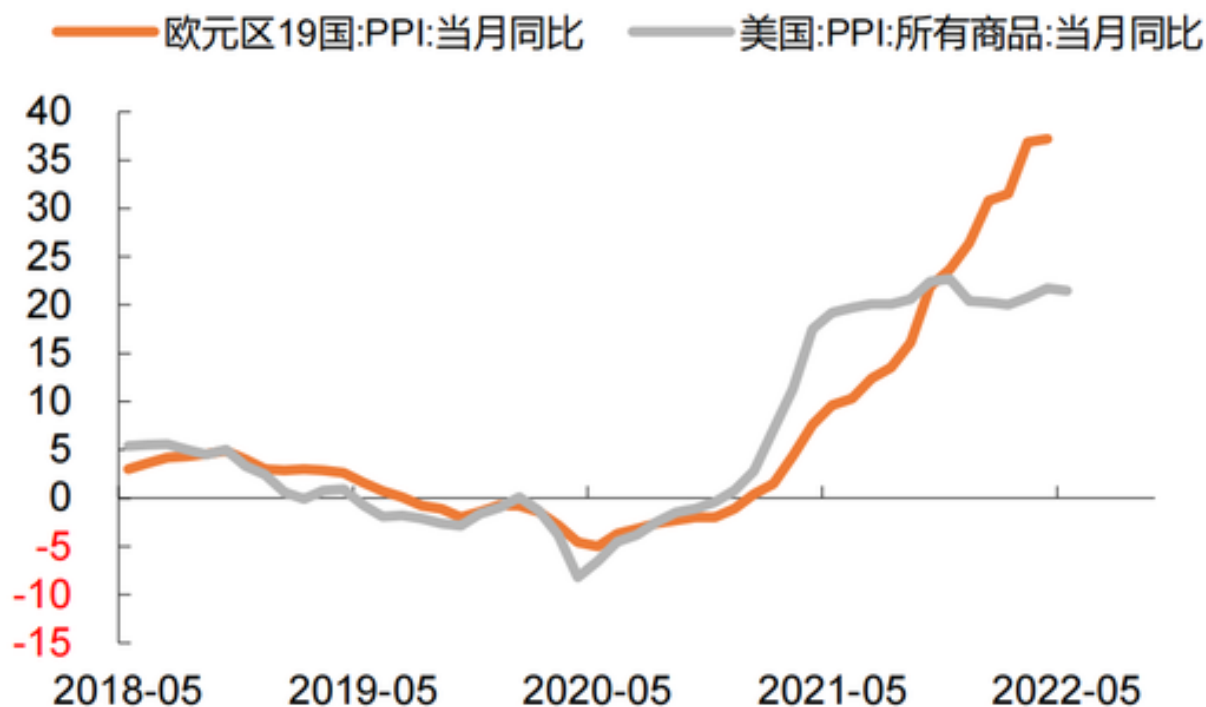
第三，供应链冲击导致成本上涨。除了能源价格上涨外，供应链危机也造成制造业成本上行，推动欧洲通胀。纽约联储全球供应链压力指数 5 月份为 2.9，虽然已经从高点回落，但从历史来看仍然处于高位。2020 年 5 月开始，欧美 PPI 上行，且美国 PPI 早期增速快于欧洲。但俄乌冲突加剧欧洲供应危机，欧元区 4 月 PPI 同比 37.2%，远高于美国的 21.7%。欧洲制造业成本后来居上，增大通胀压力。

图 5: 全球供应链压力指数仍在高位



资料来源: iFinD、长城证券研究院

图 6: 欧元区制造业成本



资料来源: iFinD、长城证券研究院

在应对通胀方面，欧央行和美联储一样，不仅货币调整滞后而且力度较弱。(1) 欧央行资产负债表在通胀失控之后仍在扩张。截至到 6 月 17 日欧央行总资产为 8.83 万亿欧元，比 6 月初增长了 100 亿左右。(2) 虽然名义利率大幅攀升，但实际利率仍然走低。5 月份欧元区实际利率为

0.40%，实际利率的过低使得实际 GDP 同比大幅攀升。2022 年一、二季度 GDP

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_43376

