



孙彬彬：欧元区告别负利率， 需要关注什么？



意见领袖 | 孙彬彬

作者 | 孙彬彬、廖翊杰



摘要

能源价格飙升导致欧元区出现包括工资加速上涨在内的广泛高通胀压力,迫使欧央行抛弃前瞻性指引,选择更大幅度加息 50 个基点。加息过后,欧元区告别负利率时代。

据拉加德所言,汇率贬值导致较高通胀压力,也是欧央行选择更大幅度加息的原因之一。

就目前情况看,未来欧央行可能继续加息至 1-2%的中性利率位置。

但欧央行并未给出具体加息路径，而是意图保持灵活性，逐月评估输入数据。

为应对加息过程中可能出现的主权债务压力，欧央行推出了传导保护机制（TPI）。但从会后欧元汇率的先升后落看，有条件的运用还不足以打消市场顾虑。

欧央行决议后，市场关注欧元区两方面风险：

一是衰退风险。欧央行对经济前景的基线评估仍是复苏，但也承认，如果俄罗斯进一步削减能源供给，导致欧元区实施配给管理，欧元区可能陷入经济衰退。

二是碎片化。意大利政坛陷入动荡，未来新执政联盟与欧央行的可能分歧，或导致有条件救助工具使用的不及时，导致意大利债务风险、乃至欧元区碎片化风险的累积。

欧央行更大幅度加息，能否有效对抗通胀，是否加速风险暴露，还需持续关注。

对国内债市而言，欧元区相关动向是否会带来后续的机会？过去十年中，希腊债务危机和英国脱欧是典型的外部事件驱动国内投资情绪的事件，能够驱动国内情绪，首先在于事件本身超预期的程度，其次在于全球流动性变化下中国央行的行动。对于市场而言，事件本身难以预测，关键还是立足国内，合理评估外围变化，准确把握中国央行行动的方向。

内容目录

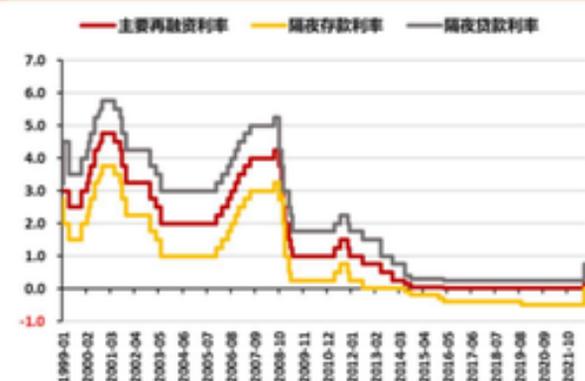
1. 如何看待欧央行决议？	3
2. 如何看待欧元区衰退风险？	4
3. 如何看待欧元区债务风险？	6
4. 国内债市需要关注什么？	8
5. 小结	9

1. 如何看待欧央行决议？

第一，加息 50 个基点领先于前瞻性指引。6 月 9 日，欧央行曾发布前瞻性指引，计划在 7 月加息 25 个基点。本次会议欧央行所有委员一致同意加息 50 个基点，更大幅度加息的原因主要是通胀风险已经明显上行，欧元疲软导致通胀压力加大也是原因之一。

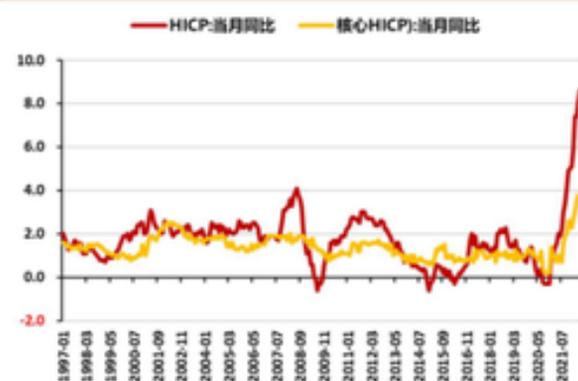
接下来进一步正常化是合适的，目标是逐步加息至大致中性利率的水平。拉加德没有给出中性利率区间，但根据 6 月发布会上拉加德的回答，该区间大致在 1-2%。未来具体政策路径取决于逐月数据，欧央行不再给出具体前瞻性指引。

图 1：欧央行政策利率 (%)



资料来源：WIND、天风证券研究所

图 2：欧洲通胀 (%)



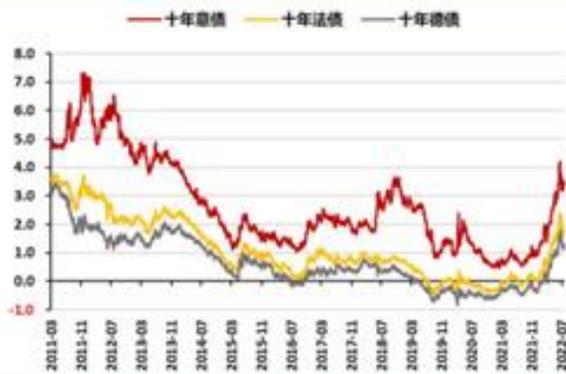
资料来源：WIND、天风证券研究所

第二，传导保护机制（TPI）是欧央行新的反碎片化工具。金融稳定是欧央行中期通胀 2% 价格稳定目标的法定前提，传导保护机制（TPI）意在应对加息过程中的碎片化风险。传导保护机制（TPI）将在二级市场进行购买，重点购买期限 1-10 年的公共部门债券。但其使用需要各成员国满足遵守欧盟财政框架、没有严重宏观经济失衡、财政可持续性与具备健全宏观经济政策四方面标准。

欧央行已经停止了大流行紧急购买计划（PEPP）与资产购买计划（APP）的净购买，结束了第三期定向长期再融资工具（TLTRO III）。传导保护机制（TPI）是对欧央行资产负债表工具的补充，也是对 6 月 15 日欧央行特别会议的回应。

整体来看，欧央行决议超出市场预期。尽管会前欧央行官员曾匿名透露，将在本次会议上讨论加息 25 个基点还是 50 个基点，但会后欧洲主要权益市场下跌。另外，会后欧元兑美元一度走高，但在拉加德声明传导保护机制（TPI）并非无条件使用后，欧元汇率回落，表明市场对欧洲主权债务风险的担忧尚未解除。

图 3：欧洲主权债券收益率 (%)



资料来源：WIND、天风证券研究所

图 4：发布会后欧元对美元



资料来源：华尔街见闻、天风证券研究所。

欧央行加息，市场聚焦两方面影响：一是对欧元区经济前景的影响，能源短缺可能导致的衰退风险，是否会拖累欧央行加息步伐；二是对欧元区碎片化的潜在影响，欧央行更大幅度加息叠加意大利政坛动荡，欧债危机是否会卷土重来？

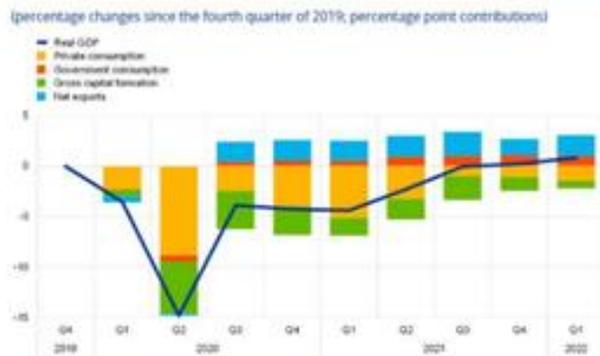
2. 如何看待欧元区衰退风险？

欧元区经济增长仍有较强动能，但未来欧元区经济增长仍笼罩在俄乌冲突导致的能源短缺与高通胀阴影下。与中国疫情防控有关的供应链约束也加剧欧元区经济的下行压力。

根据欧元区最新经济公报，欧元区一季度经济环比增长 0.6%，经济活动已经恢复至高于疫情前 0.8% 的水平。经济增长主要受净出口与政府消费推动，国内需求萎缩。

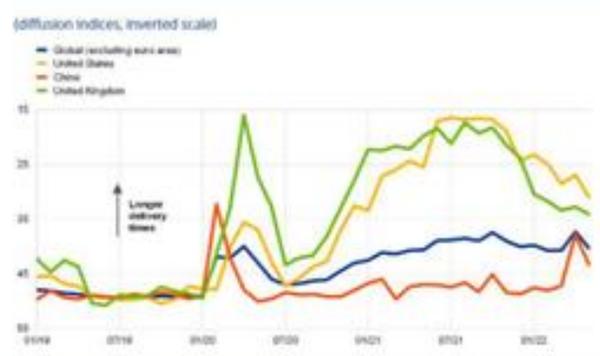
受俄乌冲突影响，欧元区经济预计在二季度缓慢增长。但得益于经济重启、劳动力市场强劲、财政支持措施以及高水平储蓄，欧元区仍有强劲的复苏前景。

图 5: 欧元区实际经济及其组成部分 (%)



资料来源: ECB、天风证券研究所

图 6: 欧元区 PMI 供应链分项 (%)

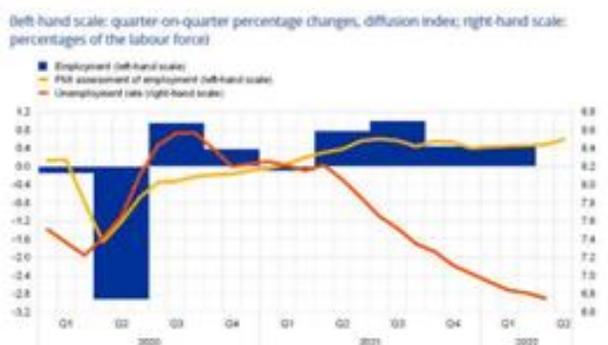


资料来源: ECB、天风证券研究所

受能源、食品价格飙升，以及供应瓶颈和经济重启的影响，欧元区通胀压力加剧。但欧元区就业市场仍在改善，工资增速也已经开始回升。

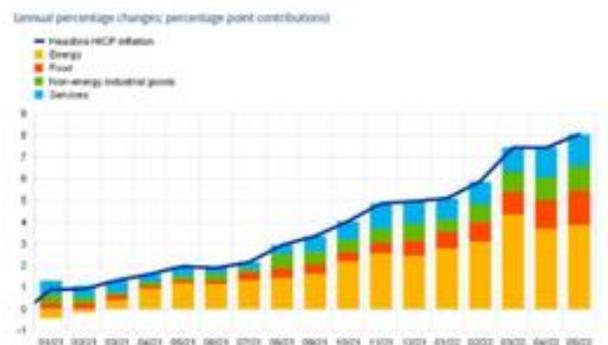
工资增速是影响未来潜在通胀的关键因素。欧央行无法影响能源与粮食价格，但希望控制工资增速，这是欧央行更大幅度加息的重要原因之一。

图 7: 欧元区新增就业、PMI 就业分析与失业率 (%)



资料来源: ECB、天风证券研究所

图 8: 欧元区通胀与主要构成 (%)



资料来源: ECB、天风证券研究所

欧央行加息预期推升了无风险收益率，但欧元区金融市场风险整体可控，主权债务市场的碎片化风险未明显提升。

拉加德表示，欧元贬值推升通胀压力，是欧央行更大幅度加息的另一重要原因之一。我们认为，欧元区企业外部融资增速较高，欧元贬值可能

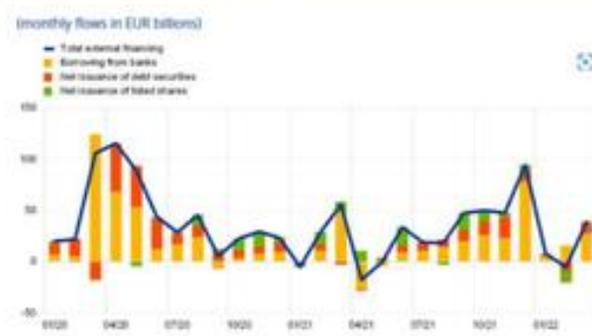
使得企业融资环境恶化，也是欧央行关注汇率的潜在原因之一。

图 9：欧元区薪酬增速 (%)



资料来源：ECB、天风证券研究所

图 10：欧元区企业外部融资增速 (%)



资料来源：ECB、天风证券研究所

银行融资与贷款条件继续收紧，企业和家庭的边际储蓄率已经回落至疫情前水平，但存量储蓄依旧充实。

整体而言，尽管俄乌冲突与高通胀给欧元区经济前景带来了逆风，但欧央行对欧元区经济前景的基线评估仍是经济复苏。这是欧央行加速正常化的基础。就当前情况看，欧央行预计将在接下来会议上继续加息。

图 11：2022 年初以来欧元汇率变化幅度 (%)



图 12：欧元区 M3、M1 与存款增速 (%)



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_44345

