



到捍卫欧元的时候了



6月15日，欧央行召开紧急会议应对利率持续上涨的风险。当前欧元区利率水平已经超过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。欧央行也认为这种风险可能会威胁到“欧元解体”。

欧洲利率上升在控制通胀的同时也会引发经济衰退，并且会导致欧元区政府再融资问题。欧洲有多个国家的财政赤字和政府债务占GDP比重已经超过2008年，存在债务隐患。但相比于2010-2013年欧洲债务危机时期，目前欧洲消费旺盛、储蓄率较高，短期内欧元区解体的风险不大。

2022年，欧元区贸易差额从正值直接掉到2000年以来最差的水平——每个月贸易逆差达到100亿欧元以上。这让欧央行面临着调控上的挑战：高通胀需要欧央行加息缩表，促使欧元升值，而贸易逆差需要欧元贬值，欧央行处在两难境地。我们认为，欧央行将着重于控制通胀，因为如果通胀进一步失控，经济危机再次降临，尤其是政府再一次破产的风险增高，那么欧元区解体的危机将出现。

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。

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。

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。

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。

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 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 -6.4%，实际利率的过低促使实际 GDP 同比大幅攀升，2022 年一季度 GDP 增速为 5.5%，明显高于过去二十年的平均增速。（3）欧元持续贬值加重通胀形势。2021 年下半年开始，美元持续升值，欧央行没有跟随美联储逐渐收缩货币，导致欧元兑美元持续贬值，促使欧洲 CPI 同比增速超过美国 CPI。

欧央行如果再在结构上实施部分宽松的货币政策，会让总量的收紧政策大打折扣，这不仅不能很快控制通胀，还让汇率呈现贬值倾向，刺激通

胀进一步上升。那么欧央行所面临的欧元区解体风险到底有多大呢？

欧央行逐步进入货币紧缩，欧洲利率上升在控制通胀的同时也会引发经济衰退，而到时欧元区政府将面临再融资问题。上一次欧债危机还在投资者以及各国政要的记忆当中，当下市场又开始担忧欧洲弱国的融资能力和政府债务状况。受疫情冲击，2020 年和 2021 年德国和意大利的财政赤字均为负，西班牙和希腊 2020 年财政赤字也为负，并且西班牙的财政赤字/GDP 比例与 2009 年差不多，希腊的财政赤字/GDP 比例与 2008 年差不多。西班牙和希腊在 2010 年至 2013 年间并未减少这一财政指标的危险程度，最终酿成欧洲债务危机。当前欧洲多数国家的政府债务占 GDP 比例都远远高于 2008 年，比如意大利从 2008 年的 106% 上升至 2021 年的 150%，西班牙从 2008 年的 40% 上升至 2020 年的 120%，希腊从 2008 年的 109% 上升至 2020 年的 205%。

为了防止再次出现 2010 年出乎意料的市场崩盘，欧央行应该提前着手准备。当前希腊的工业生产增速明显高于德国，不再是 2008 年金融危机之后一蹶不振的希腊——当时希腊与德国的工业增速差距过大。在欧央

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_43404

