



欧央行加息四问



2022 年 7 月 21 日，欧央行将三大关键利率均上调 50 个基点（边际贷款利率升至 0.75%、主要再融资利率升至 0.5%、存款便利利率升至 0%），超过市场预期的 25 个基点，标志着欧元区结束了长达 8 年的负利率时代。

之所以加息 50BP 而不是 25BP，我们认为有三方面原因：

一是，通胀压力所迫。欧元区 6 月 HICP 同比终值达 8.6%。我们预计，由于能源紧缺，未来几个月欧元区 HICP 同比仍有破 9% 的风险，且年内或难明显回落。即使近期以德国为代表的欧元区成员国动用财政补贴打压能源消费和服务价格，令 6 月德国 CPI 同比由 8.7% 回落至 8.2%，但这些行政手段或难根本上遏制通胀，亟需货币政策的强力紧缩。

二是，起点太过落后。横向来看，截至目前，美国和英国央行已各自完成 1 个百分点以上的加息，欧央行紧缩起点明显落后，既不利于管理通胀预期，也放任了欧元贬值与资本外流。纵向来看，欧元区利率水平起点较低，欧央行只有加息 50BP 才能真正终结“负利率”，更充分地传达货币政策的紧缩取向，并为之后的紧缩留出空间。正如本次会议纪要称，退出负利率，可使委员会在未来的利率决策中，采取逐次会议的方式 (meeting-by-meeting approach)，使加息决议更加灵活。

三是，彰显紧缩信心。事实上，欧央行加息行动迟缓的关键阻力在于“碎片化”困境，即不得不考虑脆弱成员国债务风险和债券市场波动问题。这次欧央行加息 50BP 并推出 TPI 工具，似乎在向市场传达，欧央行紧缩之路并不会受制于碎片化风险，实际上起到了较好的预期引导效果。宣布

加息后,10年德债收益率曾一度跳涨7BP,但很快大幅回落并收于1.20%,比加息前还低8BP。10年意债收益率也先跳涨11BP、后回落21BP,可见欧债市场并未持续出现恐慌性抛售。

本次会议中,欧央行宣布了应对碎片化的措施:一方面,将灵活运用PEPP(大流行紧急购买计划)中的再投资额度,以应对“传导机制风险”;另一方面,推出新工具TPI(传导保护机制, Transmission Protection Instrument),目的是“保障其货币政策立场在整个欧元区的顺利传输”,并将让委员会“更有效地”稳定物价。欧央行行长拉加德解释称,TPI将允许央行在二级市场上购买国债,购买规模取决于传导风险,重点购买1-10年期的公共部门证券,也会考虑购买私营部门债券。

对于这一新工具,我们有三点理解:

一是,新工具的“力度”是超预期的。这一次受制于遏制通胀的目标,欧央行能够动用的反碎片化工具不外乎两类——“调结构”或“稳预期”。此前,欧央行预告了将设立新工具来应对碎片化风险,市场认为较大可能是第一类,即基于现有PEPP的框架,在该项目中调整结构,以更大比例地购买意大利、西班牙等脆弱地区债券。但TPI工具的推出实质上是第二类,即设立新的机制,宣示欧央行在必要时候干预市场,从而在预期层面引导市场不要过度交易碎片化。参考历史,前任欧央行行长德拉吉在欧债危机发生后才祭出预期引导工具OMT,可见这一次欧央行已经“迫不及待地”选择了预期引导工具。

二是，新工具与 OMT 的主要区别在于，更注重事前预防而非事后救助。欧央行于 2012 年 9 月宣布直接货币交易计划（OMT），承诺央行可以无限量购买符合条件的成员国短期政府债券。但 OMT 的启动与欧盟 ESM 机制绑定，后者的判断程序苛刻、且附带严格的紧缩改革要求。换言之，OMT 的启动需要某一成员国真实地出现严重的债务问题，带有“救助”属性。相较之下，TPI 工具的判定反而要求成员国的财政和宏观经济状况可持续、没有出现严重失衡，说明该工具带有“预防”属性，旨在防止债券市场定价与成员国真实债务状况不匹配的问题。这也意味着，TPI 的启动程序将比 OMT 更容易。

三是，新工具的实际运作和效果仍待观察。欧央行启动新工具，将持续面临多重约束，需要仔细权衡：第一，由于受制于控通胀目标，欧央行很难大规模购买资产、大幅扩表。虽然欧央行没有给出 TPI 工具的规模上限，但预计实际操作规模有限。第二，如何判定干预市场的时机和程度，料将有争议。正如 7 月 4 日德国央行行长内格尔称，判断不同国家之间的借贷成本差异是否合理“几乎是不可能的”。过早干预市场或受德国方面的阻力，而过晚干预市场或难起到预期效果。第三，“道德风险”问题仍将存在，即需要防止成员国对欧央行救助措施的过度依赖，这或也意味着欧央行行动的果断性将受到制约。第四，若欧元区经济受到更大冲击，成员国财政可持续性受到挑战，新工具的判定或有争议，“预期引导”仍有失效的可能。

虽然当下市场对欧央行激进加息和祭出反碎片化工具的组合，反应较为积极，但这并非意味着欧元区经济金融风险全然解除。我们认为，未来半年至一年欧债市场波动风险仍然不小。

首先，欧央行的工具只能起到平抑波动的效果，不能从根本上解决欧元区成员国的经济风险和财政可持续性问题。数据显示，当前大部分欧元区成员国债务率和赤字率不低于 2011 年欧债危机爆发前水平(例如希腊、意大利债务率分别突破 193%、150%，明显高于 2010 年的 148%、119%)，债务压力是客观存在的。

其次，欧央行数次加息后，欧债风险可能上升。历史上，欧央行在 2011 年 4 月和 7 月完成 2 次加息后，欧债危机在 11 月以后才被引燃。这或说明，从货币紧缩到债务压力加剧、再到债券市场波动将有一个传导的过程。当前，市场预计欧央行 9 月仍将至少加息 50BP，数次加息后，债券市场波动风险仍值得高度关注。

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_44351

