

欧央行或启动“沃尔克”式加息

——9月欧央行议息会议传递的信息

核心观点

欧央行9月加息75BP并明确未来加息进程将继续推进，在通胀压力可能进一步走高且存在高度不确定性的背景下（欧洲CPI年内可能破10%），年内欧央行同样可能执行“沃尔克式”的加息，以连续大幅度、超预期的紧缩力度打压通胀，10月议息会议同样存在加息75BP的可能性。欧央行加速紧缩可能进一步提升欧债风险。未来需持续关注德意利差表征的欧债压力情况，欧债风险将进一步强化黄金配置价值，持续提示黄金Q3配置机会。

□ 欧央行加息75BP符合预期，资产到期再投资根据债务压力进行调整无增量信息
9月议息会议欧央行加息75BP，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75BP至1.25%、0.75%和1.5%。

量化宽松方面维持前期政策，继续开展资产购买计划（APP）和大流行紧急购买计划（PEPP）的到期再投资，但PEPP再投资的结构可能根据欧洲债务压力的实际情况进行调整。我们预计组合调整将为压力国的债券赋予更高权重，欧央行可能对债务压力国的到期债券进行超额再投资，德国等优质国债进行缩量再投资，在维持总资产规模不变的情况下增加对意债等相关国债的支持。

本次加息幅度整体符合市场预期。声明发布后，美元小幅反弹，欧元小幅回落，10年期德意利差稳定在230BP附近。

□ 未来将继续加息但节奏将相机抉择，经济和通胀数据预测继续向滞胀方向演绎
关于未来的政策路径，欧央行明确未来将继续加息，但具体加息的节奏将根据经济和通胀的实际情况进行动态调节，欧央行同样与美联储一致不再开展前瞻指引，进入相机抉择的决策模式。

经济和通胀方面，欧央行的经济数据预测继续向滞胀方向演绎，俄乌冲突以及随之衍生的能源供给压力是核心影响因素。通胀方面，欧央行大幅上调通胀预期，预计2022、2023、2024年的平均通胀率分别为8.1%、5.5%和2.3%（前值分别为6.8%、3.5%和2.1%），如据此估算，年内欧洲CPI单月增速可能突破10%。经济方面，欧央行整体下调未来两年经济增长预期，预计2022、2023和2024年GDP增长预期分别为3.1%、0.9%和1.9%（前值分别为2.8%、2.1%和2.1%）。

□ 施纳贝尔三原则指引需更强硬打击通胀，欧央行未来或执行“沃尔克式”加息

欧央行执委会核心成员施纳贝尔也在Jackson Hole年会中发表重要讲话《货币政策和震荡环境》，从三方面阐述欧央行需要以更强硬的姿态应对通胀压力。

一是通胀不确定性强，需要通过强硬的政策立场进行压制。通胀确实存在高度不确定性，但低估通胀（货币政策过于保守）所付出的代价可能比高估通胀（货币政策过于激进）更为惨痛。至于通胀到底是供给还是需求端因素所致对于政策制定者而言并不重要，因此而导致的政策摇摆只会带来更严重的后果。在高波动环境下，央行需要进行相机抉择，前瞻指引正在失效。

二是通胀预期脱锚失控的风险正在上升，央行在控制通胀方面的信誉遭遇严峻挑战，需要通过强硬的政策立场树立权威。一方面源于货币政策对本轮通胀反应过慢，另一方面源于欧洲政策框架管理力度的不对称，过往经验使得政策更关注低通胀风险而非高通胀压力。此外，当下欧洲的年轻人基本未曾经历过央行坚决抗击通胀的时代，容易质疑央行控制通胀的权威性。为此央行需要展示决心，不能过分重视经济产出，紧缩政策要保持定力，不能在通胀拐头初期就开始转向宽松呵护基本面。

三是中央银行面临着高牺牲率问题，即相比过往，压低相同幅度的通胀需要进行更大幅度的紧缩，牺牲更多的经济产出。第一是在长期宽松的货币环境下，经济

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

的利率敏感性越来越低（利率敏感性下降的原因可能是经济中无形资产的增加，欧盟的无形资产投资从 1995 年的 12% 上行到了当下的 23%；由于无形资产不能作为信贷抵押品，这一比重的增加会降低信贷需求的利率敏感性）。利率敏感性降低后，比起 70/80 年代，控制通胀需要更大力度的撤回宽松货币政策。第二是菲利普斯曲线的平坦化，为了降低通胀需要更大力度的政策收缩并牺牲更多的就业。第三是本轮通胀已全球化，为压低通胀货币政策需要作出更大反映（除了国内需求因素，还要对抗全球涨价压力）。

我们认为在全球通胀短期难以根治的背景下，施纳贝尔讲话中描述的三大原则可能成为欧央行未来重要的政策指引。在这一框架下，我们认为年内欧央行同样可能执行“沃尔克式”的加息，以连续大幅度、超预期的紧缩力度打压通胀，在当前通胀仍有上行风险的背景下（详见下文），10 月议息会议欧央行可能继续加息 75BP。

□ 近期俄罗斯明确将把天然气作为反制欧美制裁的手段，欧洲通胀压力 Q4 或加剧

9 月 2 日俄罗斯天然气工业股份公司宣布出于“技术原因”再次停运北溪 1 号，且本次停运并未给出明确的期限范围，北溪 1 号实质进入“无限期停运”阶段。9 月 5 日，克里姆林宫发言人在采访中提出：“当前天然气的停运主要与西方国家的制裁有关”，未来天然气运输何时恢复正常主要取决于美欧国家的制裁何时解除。综上，俄罗斯已明确将能源作为反制美欧制裁的手段，且在俄乌战争和美欧制裁延续的未来，天然气的断供可能持续。受俄反制措施影响，欧洲天然气价格大幅反弹，荷兰 TTF 天然气期货价格在消息公布后首个交易日涨幅达 15%。

我们曾于前期报告《能源压力助长欧债风险强化黄金配置价值》中指出：“俄乌冲突 Q4 可能延续的背景下，俄罗斯可能频繁使用天然气断供作为钳制欧洲的重要手段。考虑到 10 月起欧盟对天然气的供暖需求将进入高峰期，天然气的间歇性断供将加剧欧盟能源和滞胀压力”，本次俄罗斯断供天然气开展反制符合我们前期判断，未来能源尤其是欧洲天然气价格可能进一步上涨，我们认为欧元区 CPI 受此影响可能在年内突破 10%。

□ 欧洲各国均在加快天然气储存进度，但冬季用气高峰下不宜对天然气过于乐观

当前欧洲各国均在加快天然气储存进度。德国总理舒尔茨表示德国当前天然气储存率已超过 80%，并计划尽快将储蓄率提至 100。法国最大天然气进口商 Engie 公司表示：“法国正致力于实现其在 11 月之前存满 100% 天然气的目标”。虽然当前欧洲储气进度较快，但不宜对未来能源形势过于乐观。

一是 Q4 本就是欧洲储气和用气高峰，欧盟历年 10 月份的储气量均会达到全年峰值，过去 5 年 10 月的平均储气比例便会达到 86%。即便今年触及物理储气上限，仅比过去 5 年均值高出 14% 的储气率，不宜对用气高峰期下的高储气率盲目乐观。

二是即便欧洲天然气进入满库存状态，仅够欧盟使用约 3 个月；如果考虑 Q4-次年 Q1 的冬季用气高峰，则欧洲天然气满库存可供使用时长将进一步缩至 2.4 个月（Q4 和 Q1 的平均每月用电量，是 Q2、Q3 的 1.8 倍）。在此情况下，如果俄罗斯对欧的天然气断供持续过久，则未来欧洲供气仍然不容乐观。

□ 欧洲 CPI 年内存在破 10% 压力，欧央行紧缩或增加主权债务压力关注德意利差

如上文所述，未来能源尤其是欧洲天然气价格可能进一步上涨，我们认为欧元区 CPI 受此影响可能在年内突破 10%（8 月欧元区调和 CPI 同比增速已达 9.1%，年内通胀高点已追平美国）。继本月超预期加息后，欧洲 CPI 压力持续高企可能倒逼以通胀为单一目标的欧央行在 Q4 继续大幅加息。

在更高的杠杆+更紧的货币+更弱的德国三重压力下，我们认为欧洲未来债务压力不可小觑（详细请参考前期报告《欧洲告别负利率，日央行未闻鹰声》）。除此之外，虽然欧央行 7 月以来出台 TPI，其本质也是一个有条件使用、无上限的购债工具，主要防范债务风险，但通胀压力的存在极大约束了欧央行通过货币宽松救助主权债务的政策空间，因此也不宜对 TPI 潜在的政策力度过于乐观。

作为欧洲债务压力的重要观测指标，后续需紧盯 10 年期意德国债利差走势，从上一轮欧债危机经验来看，意大利债务承压初期（2011 年 Q2）德意利差迅速跃升至 300BP 以上并持续走阔，意大利债务压力开始发酵。近期 10 年期德意利差再次回升至 240BP 附近，考虑近期能源压力升温，德意利差可能于 Q4 进一步走阔。

□ 欧债风险强化黄金配置价值&美债收益率宽幅震荡后回落&美股 Q3 完成筑底

黄金方面，我们继续强调 Q3 是重要的配置窗口期，欧洲潜在的债务风险会强化黄金的配置价值，下半年伦敦金可能挑战年内前高。从下半年宏观环境的潜在演化路径来看，黄金是下半年我们重点看好的大类资产。如果欧洲债务压力发酵，则从 2010 年的经验来看避险情绪将推升金价上行（详细请参考前期报告《欧洲主权债务压力是否需要关注》）；如果欧债问题得以平稳解决则美元和美债实际收益率的回落同样利好黄金。

美债方面，能源压力缓解前收益率可能保持宽幅震荡，此后预计将逐步回落。能源压力缓解前，通胀和紧缩预期的不确定性可能使得美债利率保持宽幅震荡；展望年底，美联储紧缩预期将逐步趋缓、经济数据预计仍将进一步恶化，在此背景下美债利率预计将逐步回落至 2.5% 区间；10 年期 2 年期美债收益率可能在下半年持续倒挂。2.5% 作为中性利率水平，在通胀水平进一步回落前 10 年期利率趋势性下破 2.5% 的难度较大。

美股方面，预计将在 Q3 完成筑底，Q4 逐步反弹。伴随短期美股二季报业绩逐步公布并下修全年增长预期，紧缩预期导致的估值压力和衰退预期导致的盈利下修将进入尾声。紧缩力度边际趋缓带动利率水平回落将对美股形成提振，从风格上看我们认为纳斯达克仍将有优于道指的表现。

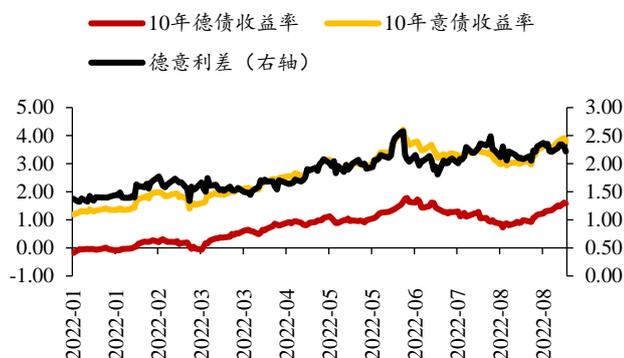
美元方面，未来欧洲情况演变仍是关键变量。短期来看，欧债危机仍有进一步加剧风险，美元可能继续维持高位震荡。我们曾在前期报告中多次指出，俄乌冲突背景下，能源供给紧张将使得欧洲面临经济增长和债务风险的双重压力，欧央行 7 月给出的 TPI 工具受制于通胀约束并未很好打消市场对于债务压力的忧虑。

□ 风险提示

欧洲主权债务压力超预期；美国通胀超预期恶化

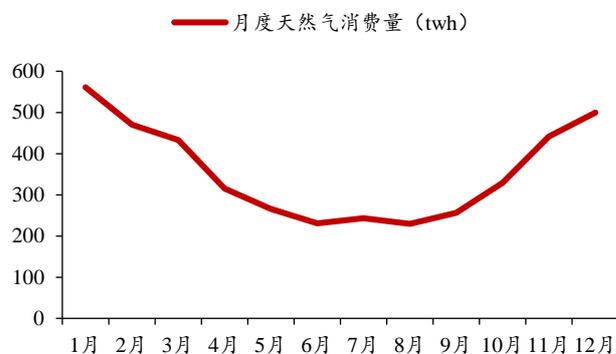
1 重要图表

图1: 10年期德意利差近期走势(%)



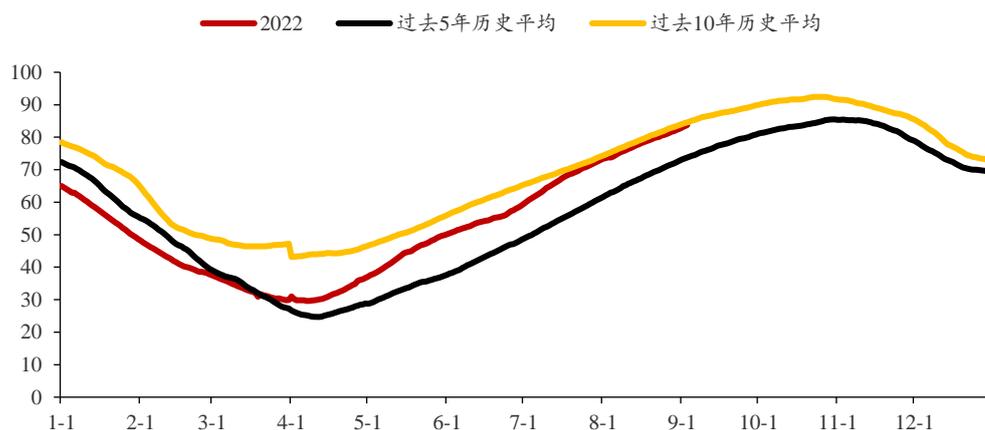
资料来源: IEA, 浙商证券研究所

图2: 欧洲月度天然气总消费量(十亿千瓦时)



资料来源: Eurostat, 浙商证券研究所

图3: 欧洲过去5-10年的月度天然气库存比例情况(%)



资料来源: 欧洲天然气基础设施, 浙商证券研究所

图4: 欧盟各国的天然气消费比例(%)

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_45903



云报告
https://www.yunbaogao.cn

云报告
https://www.yunbaogao.cn

云报告
https://www.yunbaogao.cn