

宏观点评

2022年7月22日

## 欧央行加息 50bps, TPI 保障货币政策传导

宏观点评 20220722

### 核心内容:

- **欧央行超预期加息 50bps:** 7月27日起,自2011年7月后从未上调过的主要再融资利率、边际贷款便利利率和存款便利利率将分别上调 50bps 至 0.50%、0.75%和 0%。超预期加息的主要原因还是通胀控制,在美联储迅猛紧缩导致欧元疲弱的背景下,更快的加息不仅展示其控制通胀的决心,也反映了通过抬升汇率减轻输入性通胀压力的期待。
- **货币政策强调灵活:** 欧央行表示脱离负利率、加快货币正常化的步伐给委员按“逐次会议”的方式根据数据决定紧缩力度留出空间,暗示将中期通胀目标控制在 2%以内需要政策灵活性。除了加息之外,资产购买计划 (APP) 和疫情紧急购买计划 (PEPP) 的到期本金都将进行再投资, APP 的再投资根据实际需要不设时限,而 PEPP 将至少持续到 2024 年底; PEPP 再投资也强调了灵活性,准备作为 TPI 前的第一道防线,通过购买债务风险较高国家的债券以稳定市场信心。
- **货币政策传导保护工具 TPI 的条件较为宽泛:** TPI 的启用目的是应对扰乱货币政策传导的“无理由、无秩序”的市场行为,进而实现欧央行稳定中期物价的目标。对满足要求的、金融条件因不限于基本面的原因而恶化的国家, TPI 将通过在二级市场购买证券 (1-10 年期为主) 解决传导不畅的风险,购买量取决于风险程度且当前不设上限。
- **欧央行对 TPI 的审慎决定权超越 OMT:** 在范围上, OMT 的目标集中于 1-3 年的短债,而 TPI 可在 1-10 年间视情况选择,两者均没有规模限制。在资格和启动要求上,欧央行使用 OMT 需要目标国先获得欧洲 (金融) 稳定基金援助并在财政支出和国内税率方面受到限制,这意味着其不能直接决定救助目标;而对 TPI 的救助对象选择事实上基本取决于欧央行,因此灵活性明显更强。从目前公布的信息来看, TPI 如果“火力全开”,甚至比 OMT 在欧债市场有更大的权能。
- **意大利债务风险值得警惕,欧元短期可能仍然弱势:** 在南欧国家中,意大利的债务总量和利息支出都是最高的,叠加近期的政治混乱,债务风险上升;但 TPI 和 PEPP 两个工具应该能有效托底意大利国债,稳定收益率和市场预期。美国 7 月末至少将利率提升至 2.25%或以上的背景下,欧央行的紧缩依然显得缩手缩脚,在能源危机、贸易赤字等不利的基本面条件和衰退预期限制下,欧元近期弱势震荡的可能更大。

### 分析师

许冬石

☎: (8610) 8357 4134

✉: xudongshi@chinastock.com.cn

分析师登记编码: S0130515030003

特别感谢:

于金潼

7月21日，欧央行超预期加息50bps以对抗通胀。7月27日起，自2011年7月后从未上调过的主要再融资利率、边际贷款便利利率和存款便利利率将分别升至0.50%、0.75%和0%；同时，欧央行的“传导保护工具”（Transmission Protection Instrument, TPI）雏形初现，致力于防止欧洲债市碎片化导致南欧国家出现债务危机。

## 一、欧央行货币政策侧重灵活，弱基本面使紧缩路径仍不明朗

欧央行此前的指引为加息25bps，本次超预期加息的主要原因还是通胀控制，在美联储迅猛紧缩导致欧元疲弱的背景下，更快的加息不仅展示其控制通胀的决心，也反映了通过抬升汇率减轻输入性通胀压力的期待，而TPI也有望支持货币政策按计划传导。由于欧元区通胀因俄乌冲突造成的能源粮食问题短期内还将持续，欧央行9月份再加息50bps的可能性也不小，在成员国金融和经济条件没有显著滑坡的情况下货币政策会持续收紧，年底主要再融资利率可能达到1.5%。货币和信贷的收紧将给外部冲击下基本面偏弱的欧洲经济带来更大的衰退风险。

在新闻发布会上，欧央行表示脱离负利率、加快货币正常化的步伐给委员按“逐次会议”的方式根据数据决定紧缩力度留出空间，暗示将中期通胀目标控制在2%以内需要政策灵活性<sup>1</sup>。除了加息之外，资产购买计划（APP）和疫情紧急购买计划（PEPP）的到期本金都将进行再投资，APP的再投资根据实际需要不设时限，而PEPP将至少持续到2024年底；PEPP再投资也强调了灵活性，准备作为TPI前的第一道防线，通过购买债务风险较高国家的债券以稳定市场信心。

除了紧缩预期的确定性外，本次的超预期加息实则为市场带来了不少新问题，难称妙手。首先，影响欧央行“逐次会议”决定的数据范围并不十分明确，前瞻指引的缺失会通过猜测加剧市场波动。相比于美国，欧元区国家复苏整体更弱，欧央行牺牲经济以控制通胀的决心程度尚不如美联储清楚，南欧国家的债务问题也给其持续加息的力度打上了问号。其次，欧元区通胀仍以输入性为主，其核心通胀、就业与工资增速显著慢于美国。虽然欧央行希望通过加息提升汇率以打压能源食品通胀，但欧元区整体面临更严重的经济压力却导致其汇率短期保持疲弱的可能性不低，未必能让欧央行得偿所愿。最后，反碎片化工具TPI的架构虽初步形成，但相较于欧债危机拯救者OMT，TPI的起止标准和购买范围都更加宽泛，尽管给了欧央行极大自主权和灵活性，却容易让市场预期产生新的混乱。虽然我们于《欧央行着手反碎片化工具，不必过度担忧欧债危机重现》中的分析认为欧央行在债务问题方面经验更加丰富，出现二次欧债危机可能性很低，但是宽泛的TPI购债所暗含的道德风险不免在执行时引发非议，不排除遭到以德国央行为首的反对而影响实际效果的可能。

图 1：欧央行 2011 年来首次加息

图 2：欧元区核心通胀明显“更冷”（%）

<sup>1</sup> [Monetary policy decisions \(europa.eu\)](https://www.ecb.europa.eu/press/pr/20220721/monetary-policy-decisions/europa.eu)

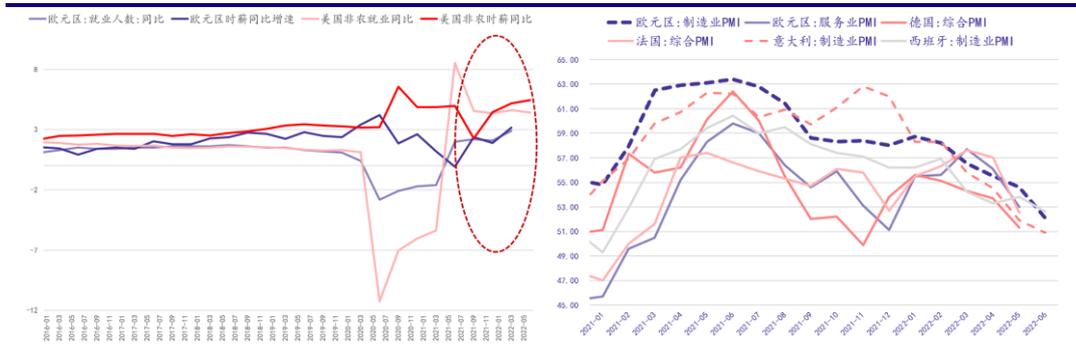


资料来源: ECB, 中国银河证券研究院整理

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

图 3: 欧元区就业与工资同比增速 (%)

图 4: 欧洲经济面临下行压力 (%)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

## 二、TPI，欧央行的新底牌？

针对 6 月初南欧国债收益率在加息预期后的短暂跳升，欧央行宣称将推出“反碎片化工具”稳定了市场预期。碎片化的一个重要特征源于欧元区“一种货币，多种国债”的特殊状况：在金融条件收紧、衰退概率上行时，如果本国经济和财政状况较差，那么欧洲各国央行和投资者未必会用欧元购买本国国债，反而更可能去追逐包括德国和法国国债在内的更为稳妥的投资选择。这种条件下，南欧国家的债券更易受到投资者的抛售，导致收益率在经济下行时不降反升，进而影响欧央行的货币政策在各国之间相对均匀的传导。本次会议后公布的货币政策“传导保护工具”TPI 在个别成员国出现债务危机的情况下将成为欧央行工具箱中 OMT 之外的第二张底牌。

根据欧央行的说法<sup>2</sup>，TPI 的启用目的是应对扰乱货币政策传导的“无理由、无秩序”的市场行为，进而实现欧央行稳定中期物价的目标。对满足要求的、金融条件因不限于基本面的原因而恶化的国家，TPI 将通过在二级市场购买证券解决传导不畅的风险，购买量取决于风险程度且当前不设上限。

**购买范围：**购买的重点在剩余期限 1-10 年的公共部门证券，包括中央和地方政府以及机构发行的在市场上流通的债券；私人部门证券的购买也在考虑范围内。

**资格要求：**主要要求有四大方面。（1）遵守债务框架，不在“超额赤字流程”中，这意味着罗马尼亚被排除在外，而主要南欧国家都在覆盖范围内<sup>3</sup>。（2）不存在严重的宏观经济失

<sup>2</sup> [The Transmission Protection Instrument \(europa.eu\)](https://www.ecb.europa.eu/press/pr/20220727_tpi_en)

<sup>3</sup> [Excessive deficit procedures - overview \(europa.eu\)](https://www.ecb.europa.eu/press/pr/20220727_excessive_deficit_procedures_en)

衡，不在欧盟的“超额失衡流程”中。（3）财政可持续性，即公共债务要可持续。（4）有效可持续的宏观政策。

**启动条件：**TPI 的启动取决于对下列条件的全面评估 - （1）一系列市场和传导指标；（2）对成员国“资格要求”的评价；（3）对启动 TPI 是否符合欧央行基础目标的判断。终止的条件包括目标国货币政策传导的持久改善，或者因该国基本面持续承压而产生的判断。

**债权待遇：**欧央行所持 TPI 下债权和其他个人和组织权力相同，没有优先权。

**对货币政策影响：**虽然没有提出冲销 TPI 购进债券产生流动性的具体方法，欧央行表示将处理相关购买行为产生的超额流动性，保证欧元系统资产负债表和货币政策不受持续的影响。

在其他货币工具中，欧央行主要提及了 PEPP 再投资仍然是应对传导风险的第一道防线，但如果有必要也会毫不犹豫地使用 TPI；而欧央行也会审慎决定 OMT 工具的启用。

图 5：TPI 和 OMT 要点对比

	OMT	TPI
购买范围	<b>**集中于短债，特别是1-3年期国债</b> <b>**规模无限制</b>	<b>**集中于1-10年债券，覆盖长期，不排除私人部门证券</b> <b>**规模无限制</b>
资格要求和启动条件	<b>**成员国必须能够进入国际债券市场（或者即将取得资格），满足欧洲金融稳定基金/欧洲稳定基金（EFSF/ESM在）一级市场的购债条件</b> <b>**在目标国得到EFSF/ESM援助（并接受在支出和税收等方面的限制）后，欧央行才会启动OMT购债计划</b>	<b>**遵守债务框架，不在“超额赤字流程”中</b> <b>**不存在严重的宏观经济失衡，不在欧盟的“超额失衡流程”中</b> <b>**财政可持续性，即公共债务要可持续</b> <b>**有效可持续的宏观政策</b> <b>**当欧央行判断相关指标和成员国符合其全面评估时即可启用</b>
债权待遇	与私人债权人或其他债权人相同	与私人债权人或其他债权人相同
流动性影响	<b>完全冲销</b> 购债产生流动性，以防止引发价格不稳定	<b>尚未明确冲销方式</b> ，将处理相关购买行为产生的超额流动性， <b>保证欧元系统资产负债表和货币政策不受持续的影响</b>

资料来源：ECB，中国银河证券研究院整理

对比 OMT，TPI 的覆盖更加宽泛且给予了欧央行极大的自主决定权。在范围上，OMT 的目标集中于 1-3 年的短债，而 TPI 可在 1-10 年间视情况选择，还可购买私人部门证券，两者均没有规模限制。在资格和启动要求上，欧央行使用 OMT 需要目标国先获得欧洲（金融）稳定基金援助并在财政支出和国内税率方面受到限制，这意味着其不能直接决定救助目标；而对 TPI 的救助对象选择基本取决于欧央行的主观判断，因此灵活性明显更强。从目前公布的信息来看，TPI 如果“火力全开”，甚至比 OMT 在欧债市场有更大的权能。

TPI 的宽泛性可能是由于在欧债危机中 OMT 相对模糊的条件有效稳定了市场信心并吓退了抛售者，但是宽泛也可能带来更多的不确定。对于 OMT 的申请者，其面临的财政要求和监控是较为严苛的，且购债支持只是短期，长期仍然要依赖改革带来经济增长脱困，所以道德上更易被德国和财政节省的北欧成员国接受。反观 TPI，其详细规则的缺乏性既可以说灵活，也可以说给了欧央行过多的自由裁量权，有通过长债购买区别化对待各国长期金融条件的嫌疑，不排除引起其他央行的反感和阻挠导致相关资产在预期的博弈中出现更多震荡。当然，TPI 和 OMT 这两块压舱石对整个欧债市场的信心稳定作用是不可否认的。

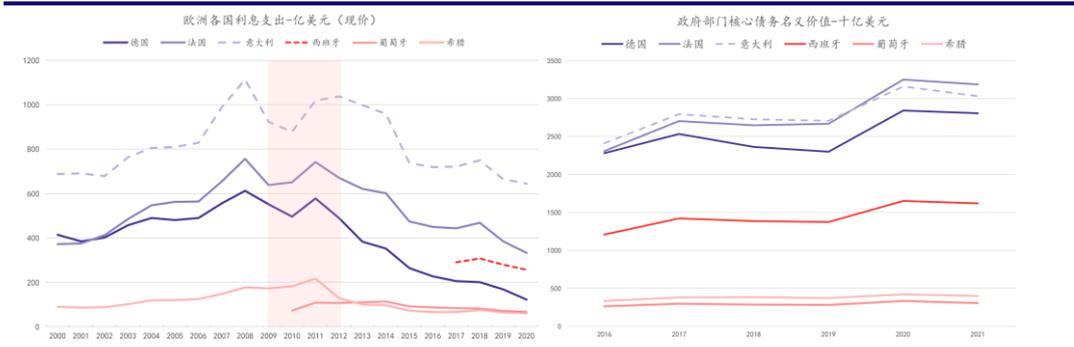
### 三、意大利债务风险值得警惕，欧元短期可能仍然弱势

随着欧央行加息带来借贷成本的上升，经济增速在欧债危机后增长较慢的南欧国家首先受到威胁。当前这些国家虽然并不面临欧债危机时地产泡沫破裂的风险，且国债收益率依然远远低于欧债危机发酵后的水平，但从债务总量、利息支出和政治状况来看，意大利还是值得警惕的。

BIS 统计的 2021 年核心政府债务中意大利有 3.03 万亿美元，而 2020 年利息支出与核心债务比约为 2.04%，整体不算高。不过意大利由于债务绝对规模较大，利息支出甚至高于德法两国，在加息后更有压力。意大利财政部显示 2022 年到期政府债总计 3694.53 亿欧元，2023 年到期 3051.51 亿欧元，2024 年 2552.30 亿欧元，三年累计超过 9000 亿欧元，如果收益率因加息而明显上行，这些债务更新后的对政府财政将形成压力。意大利的加权平均政府债到期期限大约在 7 年<sup>4</sup>，比希腊的 18 年短不少，利率支出的金额和占政府收入比也偏高，因此是南欧国家中最值得注意的。更加雪上加霜的是，富有货币政策经验的意大利前总理德拉吉已经正式辞职，他所主导的结构性经济改革面临搁置，而此改革则是欧盟从 7500 亿欧元预留 2000 亿欧元给意大利的重要理由，所以意大利政治上的混乱同样不利于其债务风险。不过，除了 TPI 的托底，PEPP 在 2022 年 6 月的累计净购买已经接近 1.72 万亿欧元，所以 PEPP 再投资本身也能较好覆盖意大利的债务风险，在意大利陷入困境时提供支持并减弱对欧债市场的冲击。

图 6：欧洲各国利息支出（亿美元）

图 7：欧洲各国政府部门核心债务（十亿美元）

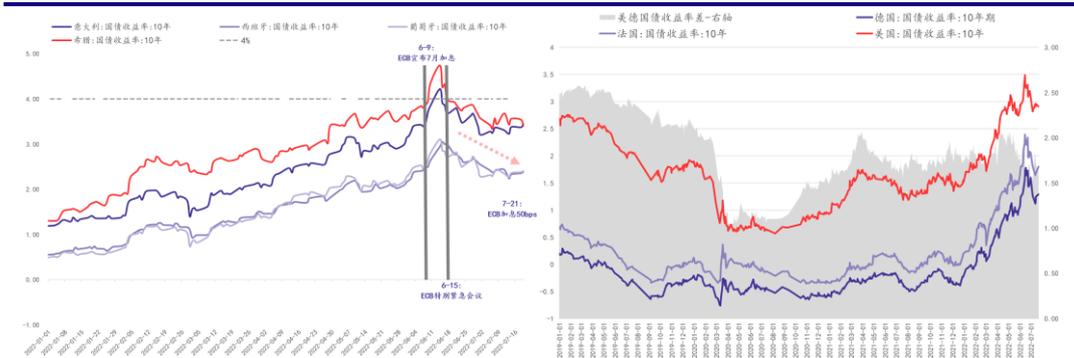


资料来源：WB，中国银河证券研究院整理

资料来源：BIS，中国银河证券研究院整理

图 8：南欧债券收益率目前有所回落（%）

图 9：德债、法债与美债收益率（%）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

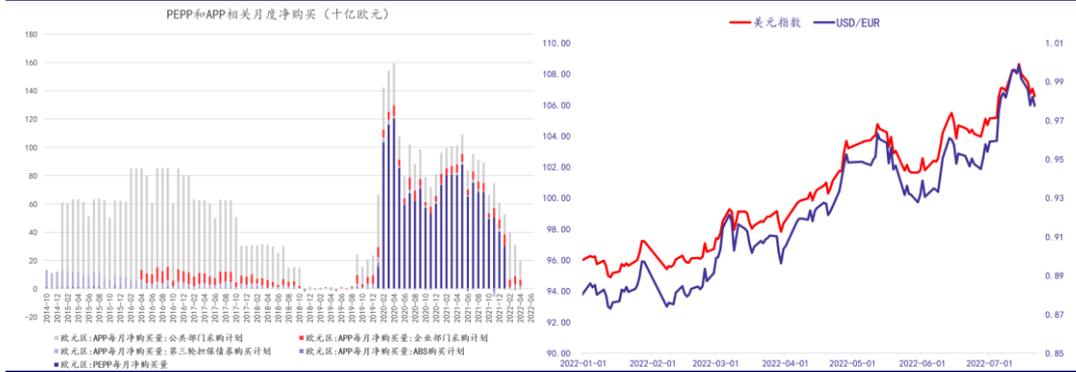
欧央行希望通过加息使汇率升值，但是从市场反应和基本面角度来看，欧元短期可能仍将保持弱势。在 21 日欧央行超预期加息后，欧元兑美元虽短暂跳升但很快回落，CME 欧元兑美元

<sup>4</sup> [Crisis looms if the ECB's new tool comes up short | Financial Times](#)

元空头持有量也不低。考虑到意大利、法国的政治困境，南欧国家债务问题、德国等生产国面临的能源危机和欧洲多国的贸易赤字，此时金融条件的紧缩和衰退预期的走高都在限制欧元汇率上行。在美国7月末至少将利率提升至2.25%或以上的背景下，欧央行的紧缩依然显得缩手缩脚，在贸易赤字等不利的基本面条件和预期限制下，欧元近期弱势震荡的可能更大。

图 10: PEPP 和 APP 月度净购买 (亿美元)

图 11: 美元兑欧元汇率



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

### 分析师承诺及简介

本人承诺，以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告的具体推荐或观点直接或间接相关。

许冬石：宏观经济分析师，英国邓迪大学金融学博士，2010年11月加入中国银河证券研究部，主要从事数据预测工作。新财富上榜分析师团队成员，2014年获得第13届“远见杯”中国经济预测第一名，2015、2016年获得第14、15届“远见杯”中国经济预测第二名。

### 评级标准

#### 行业评级体系

未来6-12个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）相对于基准指数（交易所指数或市场中主要的指数）

推荐：行业指数超越基准指数平均回报20%及以上。

谨慎推荐：行业指数超越基准指数平均回报。

中性：行业指数与基准指数平均回报相当。

回避：行业指数低于基准指数平均回报10%及以上。

#### 公司评级体系

推荐：指未来6-12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报20%及以上。

谨慎推荐：指未来6-12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10%—20%。

中性：指未来6-12个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。

回避：指未来6-12个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10%及以上。

### 免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其客户提供。银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险、应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户投资咨询建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。银河证券认为本报告资料来源是可靠的，所载内容及观点客观公正，但不担保其准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

本报告版权归银河证券所有并保留最终解释权。

### 联系

#### 中国银河证券股份有限公司 研究院

深圳市福田区金田路3088号中洲大厦20层

上海浦东新区富城路99号震旦大厦31层

北京市丰台区西营街8号院1号楼青海金融大厦

公司网址：[www.chinastock.com.cn](http://www.chinastock.com.cn)

#### 机构请致电：

深广地区：苏一耘 0755-83479312 [suyiyun\\_yj@chinastock.com.cn](mailto:suyiyun_yj@chinastock.com.cn)

崔香兰 0755-83471963 [cuixianglan@chinastock.com.cn](mailto:cuixianglan@chinastock.com.cn)

上海地区：何婷婷 021-20252612 [hetingting@chinastock.com.cn](mailto:hetingting@chinastock.com.cn)

陆韵如 021-60387901 [luyunru\\_yj@chinastock.com.cn](mailto:luyunru_yj@chinastock.com.cn)

北京地区：唐嫚玲 010-80927722 [tanganling\\_bj@chinastock.com.cn](mailto:tanganling_bj@chinastock.com.cn)