

宏观动态跟踪报告

欧央行加息四问

证券分析师

钟正生 投资咨询资格编号
S1060520090001
ZHONGZHENGSHENG934@pingan.com.cn

研究助理

张璐 一般证券从业资格编号
S1060120100009
ZHANGLU150@pingan.com.cn

范城恺 一般证券从业资格编号
S1060120120052
FANCHENGKAI146@pingan.com.cn



平安观点：

- **一问：欧央行为何加息 50BP 而非 25BP？** 我们认为有三方面原因：一是**通胀压力所迫**。二是**起点太过落后**。横向来看，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，放任了欧元贬值与资本外流。纵向来看，欧元区亟需结束“负利率”，以更充分地传达货币政策的紧缩取向。三是**彰显紧缩信心**。这次欧央行加息 50BP 并推出 TPI 工具，似乎向市场宣示，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。
- **二问：如何理解新推出的 TPI 工具？** 我们有三点理解：一是，**新工具的“力度”是超预期的**。TPI 工具实质上是“预期引导”，即设立新的机制，宣示欧央行在必要的时候干预市场，从而在预期层面引导市场不要过度交易碎片化。相比 2012 年欧央行在欧债危机后才祭出 OMT，这一次欧央行提早使用了预期引导工具。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**。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。TPI 工具的判定反而要求成员的财政和宏观经济状况可持续、没有出现严重失衡，带有“预防”属性。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，将持续面临控制通胀目标、干预市场时机、“道德风险”等多重约束，需要仔细权衡。
- **三问：欧债风险完全解除了吗？** 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。**其次**，欧央行数次加息后，欧债风险可能上升。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。**再次**，德拉吉辞任总理后，意大利债券市场风险上升。**最后**，经济问题是金融风险的根源。经济担忧引发财政可持续性担忧、继而引发债券抛售的风险难以排除。
- **四问：欧元区市场会立即回暖吗？** 近期市场对于俄罗斯天然气断供的担忧缓解，加之欧央行祭出新工具，使欧元汇率与欧元区股市表现暂时回暖。但我们认为，欧元区经济和市场的黯淡前景尚未出现实质性转折，短期内欧元区资产表现和欧元汇率或难明显回暖。经济方面，欧元区经济衰退风险较大，因通胀压力更加顽固；政策方面，由于欧元区“碎片化”问题和欧债风险未被排除，且欧元区经济下行压力更大，市场或持续质疑欧央行加息的底气，欧元汇率或将持续承压。
- **风险提示：** 地缘政治冲突影响超预期，欧元区滞胀压力超预期，欧元区金融市场波动超预期等。

欧央行7月议息会议超预期加息50个基点，同时推出“反碎片化”工具TPI，债券市场反应积极，多数成员国债利率短暂跳升后大幅回落。我们通过四个问题，讨论欧央行大幅加息的原因，并再度展望欧元区经济和金融市场风险。

一、一问：欧央行为何加息50BP而非25BP？

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。

二、二问：如何理解新推出的TPI工具？

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。

图表1 欧央行 TPI 工具启动判定标准

欧央行 TPI 工具启动判定的四个标准

1) 遵守欧盟财政框架	不受制于过度赤字程序(EDP), 或未被评估为未能采取有效行动响应欧盟理事会根据《欧盟运行条约》(TFEU)第 126(7)条提出的建议
2) 没有严重的宏观经济失衡	未被纳入过度失衡程序(EIP)或未被评估为未采取与第 121(4)条 TFEU 下的欧盟理事会建议相关的建议纠正措施
3) 财政具有可持续性	为了确保债务的可持续性, 管理委员会将在有条件的情况下考虑欧盟委员会、欧洲稳定机制、国际货币基金组织(IMF)和其他机构的债务可持续性分析, 以及欧洲央行的内部分析
4) 具备健全和可持续的宏观经济政策	遵守恢复和恢复能力基金的恢复和恢复计划中提交的承诺, 以及欧盟委员会在欧洲学期下在财政领域的具体国家建议

资料来源: 欧央行, 平安证券研究所

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。

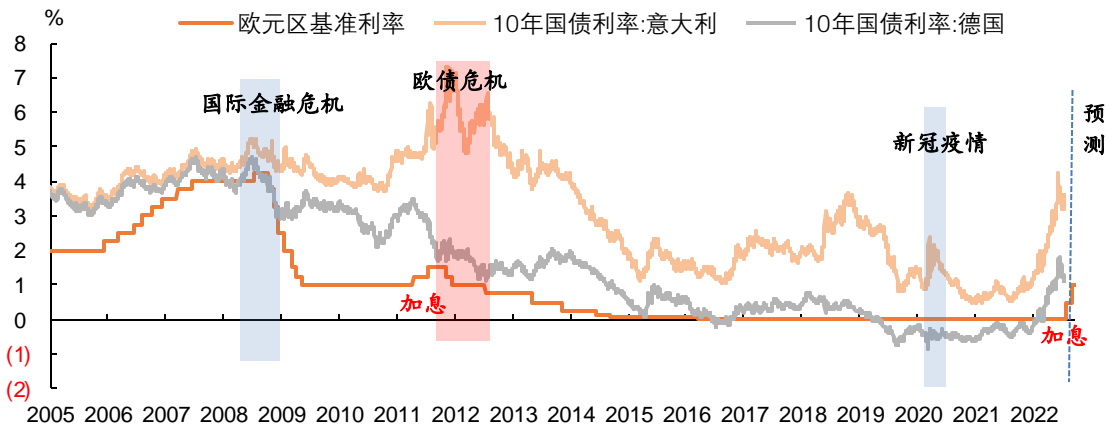
三、三问：欧债风险完全解除了吗？

我们在前期报告《“拉加德时刻”会来么？——欧债风险再审视》中, 提示了欧元区经济和金融市场风险。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。我们前期报告指出, 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。

图表2 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

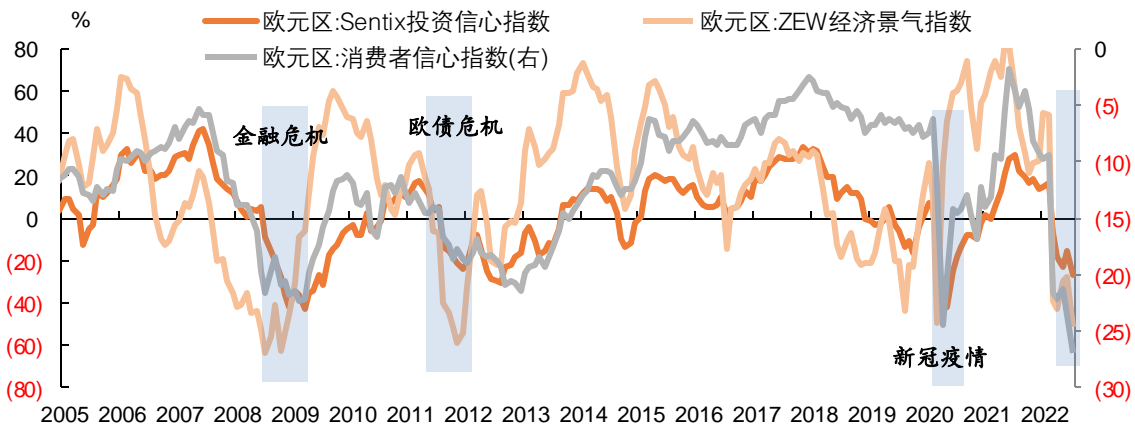


资料来源: Wind,平安证券研究所

再次，德拉吉辞任总理后，意大利债券市场风险上升。意大利是当前欧元区“碎片化”风险中的脆弱一环。除了政府债务率和赤字率高企外，“厄运循环”（Doomed Loop）风险的来源也主要在意大利：意大利的银行持有本国主权债比例最高、对俄罗斯的风险敞口最大、以及 20% 的意大利国债仍被欧元区其他地区投资者持有等。7 月 21 日，意大利总统接受了总理德拉吉的辞呈（但要求德拉吉作为看守内阁总理继续处理当前政务）。前任欧央行行长“坐镇”意大利，是新冠疫情后意大利国债受捧的关键原因。其离任后，意大利能否继续恪守财政平衡规范、是否有能力与欧央行合作化解债务风险等，都面临更大不确定性。

最后，经济问题是金融风险的根源。欧盟委员会 7 月 20 日公布的数据显示，欧元区 7 月消费者信心指数下降至-27，弱于前值和市场预期，更已低于 2020 年新冠疫情爆发之际，创下 1985 年以来最低。此外，衡量欧元区投资信心、经济景气的指标均下行至“危机时期”水平。展望后续，在俄乌冲突仍在持续的背景下，欧元区能源危机风险未能解除，经济增长受通胀和货币紧缩的双重压制，未来经济下行的趋势难以逆转，且不排除今年下半年经济就出现负增长的可能。在此过程中，经济担忧引发财政可持续性担忧、继而引发债券抛售的风险难以排除。

图表3 当前，欧元区投资、消费和经济景气衡量指标均已下降至“危机时期”水平



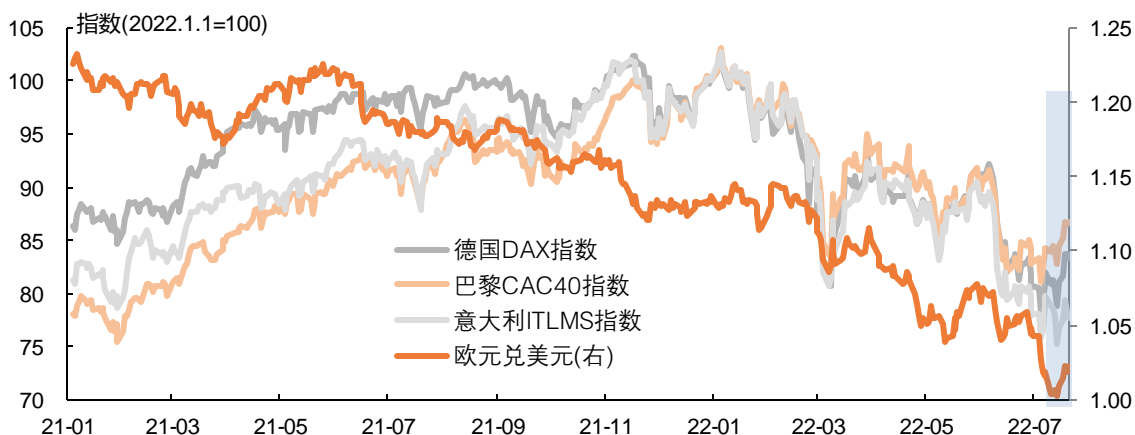
资料来源: Wind,平安证券研究所

四、 四问：欧元区市场会立即回暖吗？

7月21日，北溪一号管道在检修后按期恢复，一定程度上缓解了市场对于俄罗斯天然气断供的担忧。加之，欧央行加息并推出新工具暂时安抚了市场，在此背景下，近一周欧元区市场风险偏好有所回升，欧元汇率与欧元区股市表现回暖：截至7月21日，欧元兑美元汇率由平价附近回升至1.023，整周反弹1.4%；德国DAX、法国CAC40和意大利ITLMS指数整周分别回升3.0%、2.7%和1.4%。

然而，欧元区经济和市场的黯淡前景尚未出现实质性转折，短期内欧元区资产表现和欧元汇率或难明显回暖。经济方面，欧元区经济衰退风险较大，因通胀压力更加顽固。欧元区通胀问题预计比美国和英国更加顽固：一方面，欧央行紧缩行动相对落后，或已错过遏制通胀的良机。另一方面，欧元区通胀更由供给因素引致，欧元区2月以来PPI同比增速已超30%，而美国和英国的PPI同比水平仅分别为10%和20%左右，这意味着货币紧缩短期内难以明显遏制通胀，除非日后出现需求的大幅下滑，但这也意味着欧元区经济衰退的风险相对更大。政策方面，市场或将持续质疑欧央行加息的底气。由于欧元区“碎片化”问题和欧债风险未被排除，若欧央行紧缩行动过于激进，则容易引发市场对经济金融风险的担忧。此外，由于欧元区经济下行压力更大，欧央行紧缩周期的可持续性也因之存疑。在此背景下，欧元汇率或将持续承压。

图表4 近期欧元区股市和欧元汇率小幅反弹，但可能难以持续



资料来源：Wind, 平安证券研究所

风险提示：地缘政治冲突影响超预期，欧元区滞胀压力超预期，欧央行货币政策变化超预期，欧元区金融市场波动超预期，美联储紧缩力度超预期等。

平安证券研究所投资评级：

股票投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于市场表现 20% 以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于市场表现 10% 至 20% 之间）
- 中 性（预计 6 个月内，股价表现相对市场表现在 $\pm 10\%$ 之间）
- 回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于市场表现 10% 以上）

行业投资评级：

- 强于大市（预计 6 个月内，行业指数表现强于市场表现 5% 以上）
- 中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对市场表现在 $\pm 5\%$ 之间）
- 弱于大市（预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场表现 5% 以上）

公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师（一人或多人）就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

平安证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。

市场有风险，投资需谨慎。

免责条款：

此报告旨在发给平安证券股份有限公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其他人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券股份有限公司 2022 版权所有。保留一切权利。

平安证券

平安证券研究所

电话：4008866338

深圳

深圳市福田区福田街道益田路 5023 号平安金融中心 B 座 25 层
邮编：518033

上海

上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融大厦 26 楼
邮编：200120

北京

北京市西城区金融大街甲 9 号金融街中心北楼 16 层
邮编：100033