

欧央行加息 走出负利率的欧元区何去何从？

事件

随着ECB近11年来的首次加息，欧元区走出了为期八年的负利率时代。本篇报告中，我们观察欧元区主要经济指标的运行趋势及欧洲能源供给受俄乌冲突的影响程度，探究负利率的终结能否帮助欧洲走出经济衰退的阴霾。我们认为，即使ECB采取措施抑制通胀、缓解欧元兑美元下跌，并推传导保护工具防止成员国的借贷成本无序扩大，由于债务问题的累积、俄罗斯持续削减能源供给的冲击、以及TPI工具的规则的模棱两可导致市场对政策信心不足，欧洲难以摆脱经济衰退、欧元继续下跌的风险。

观点

衰退风险引发欧洲经济体利差

扩大，碎片化压力增加。疫情以来，欧盟

及欧元区政府债务水平不断攀升，市场担忧部分成员国的债务已不堪重负。此次加息后，债务压力极大的意大利国债收益率大幅上升，而财务状况较好的德国、法国等成员国长端利率反而下降。同时，不同成员国的消费者所面临的实际利率也出现越来越大的分化。截至2022年7月29日，意大利与德国的10年期国债利差从一季度末的1%左右走阔至2.4%，即将突破普遍认知中2.5%的“危险息差”。目前来看，欧洲面临两难局面

，需在两种决策之间做出选择，一是

继续跟上美联储

快速加息步伐，但可能导致碎片化的风险加剧，或是减缓加息速度，使欧元相对美元继续贬值。考虑

到欧洲通胀数据持续创下高点以及俄

罗斯能源断供

的风险，预计目前ECB在采取强硬的态度开启加息周期后，欧洲经济可能将在年底陷入衰退，同时碎片化趋势继续恶化，使加息速度被迫放缓。

俄罗斯削减能源供给，通胀风险居高不下。俄罗斯持续削减对欧洲的能源供给使欧元区通胀飙升、经济陷入衰退的风险日益剧增。如果俄罗斯完全切断对欧洲的能源供给，欧洲各经济体只能通过缩减能源需求来弥补缺口。从2022年7月开始，未来的10个月内，欧盟整体的天然气

需求可能需要相较2019-2021年平均水平强制缩减15%，而对于俄罗斯天然气依赖度较高的成员国则可能需要缩减高达54%的需求，才能够维持20%的储备水平。各成员国在能源问题方面的不同受影响程度也将导致欧洲碎片化的风险进一步加剧。我们认为这也将恶化欧洲债市的动荡，使得本来涌入德国等经济和债务情况尚可的

经济体的资金出于对通胀的担忧而无处可逃，使欧洲整体的抛售情况继续恶化。同时权益投资者也应减少对受到较大能源冲击、衰退风险更大的经济体如芬兰、爱沙尼亚、德国资产的配置比重。

推传导保

护工具TPI规则模糊

，预计欧元将继续下跌。在2022年6月

15日拉加德

提出将加快推出TPI时

，市场恐慌确实暂时得到了缓解，欧元汇率

上行，意大利与德国利差一度开始走低，然而在7月TPI正式公布后，其模糊的规则和有效性大大低于市场预期，ECB何时使用工具以及如何使用依然需要听凭ECB的主观判断，市场预期明显受挫。我们预计ECB模糊的态度、欧洲动荡的政治局势、难以控制的通胀和经济衰退风险的扩大使得欧元短暂的反弹不可持续，预计2022年底欧元兑美元将处在平价下方。

风险提示：俄乌冲突持续，俄罗斯切断对欧洲能源供给，使通胀大幅上升。欧洲内部利差进一步走阔，欧元区经济体碎片化。欧洲经济可能于2022年底进入衰退。

本文源自金融界