欧元区当前的政策挑战

作者:Luis de Guindos

**欧洲央行副行长路易斯·德金多斯在2022年国际金融业监管研究中心年会“新地缘经济背景下欧盟金融体系的未来”上的讲话**

里斯本，2022年9月15日

我很高兴再次参加这次活动，并亲自回到里斯本。

继上周我们的货币政策决定之后，我想首先概述一下作为理事会审议基础的欧元区经济前景。然后，我将分享我们对当前时刻欧元区金融体系稳定性的评估，这是今天会议的核心焦点，并概述近期经济发展如何影响欧元区的金融稳定。

**欧元区经济前景**

在2022年上半年反弹之后，欧元区现在面临着一个具有挑战性的前景。由于消费者在服务业上的强劲支出，今年第二季度经济增长了0.8%。在第三季度，尽管企业面临高能源成本和持续的供应瓶颈，但浮力旅游业也一直在支持增长。然而，我们预计产出增长将大幅放缓。随着大流行限制的放松，强劲的消费需求将在未来几个月失去动力。全球需求下降，欧元区贸易条件恶化。此外，不确定性仍然很高，信心急剧下降。最后，极高的通货膨胀抑制了支出和生产，而天然气供应中断加剧了这些不利因素。

因此，欧洲央行工作人员对经济增长的最新预测已被大幅下调，欧元区经济明年的增长率预计将不到1%。俄罗斯对乌克兰的无理侵略仍是增长前景的关键风险因素。在反映俄罗斯天然气流量全面和长期中断的下行情景下，欧洲央行工作人员预计2023年将出现衰退。

经济活动的放缓与不断恶化的通货膨胀前景相抗衡。8月份通货膨胀率进一步上升至9.1%，这是连续第十个月创纪录的高通货膨胀率。能源价格仍然是整体通胀的主要驱动因素。但价格压力继续加强和扩大，部分原因是越来越多部门的高能源成本的影响。即使不包括食品和能源，通货膨胀篮子中近一半的项目最近的年通货膨胀率也超过4%。虽然供应瓶颈一直在缓解，但它们继续逐渐影响消费者价格。欧元贬值也加剧了这些通胀压力。

这些因素也解释了工作人员对通货膨胀预测的上调。预计今年和明年HICP通货膨胀率将高得令人无法接受。即使在2024年，即预测期的最后一年，通货膨胀率预计仍将达到2.3%，无论是整体通胀还是核心通胀，不包括更不稳定的能源和食品组成部分。虽然大多数长期通胀预期指标目前约为2%，但它们需要继续监测任何高于目标修正值的重大迹象。这一点尤其重要，因为通胀前景的风险主要是上行的。在能源危机更加严重的下行情景下，整体通胀预计将更高，明年达到6.9%，2024年达到2.7%。

**欧洲央行最近的货币政策决定**

这种增长和通货膨胀的前景使货币政策制定者没有容易的选择。有人可能会问，面对主要由成本推动冲击造成的经济放缓和高通胀，欧洲央行为什么要将利率正常化。

诚然，我们并不是处于典型的需求驱动型过热时期，能源仍然是通胀上升和增长放缓的主要驱动因素。但在目前的低利率水平下，货币政策仍然是宽松的，因此支持了需求，最终也加剧了价格压力。由于通货膨胀处于创纪录的高水平，这种宽松的货币政策立场不再合适。此外，我们需要确保通胀预期保持稳定，直到目前的冲击过去，以促进通胀恢复到中期目标。

在这种背景下，我们在上周的理事会会议上决定将利率提高0.75个百分点。这一重大步骤为从高度宽松的政策利率向确保通胀恢复到2%中期目标的水平过渡提供了前提。

我们将根据收到的信息和不断变化的通货膨胀前景，定期重新评估我们的政策路径。我们未来的政策利率决策将继续依赖于数据，并遵循逐次会议的方法。重要的是，我们需要防范第二轮效应，例如通货膨胀预期持续上升的风险。

与此同时，我们正在仔细监测我们的货币政策立场在整个欧元区的顺利传递。这一流行病造成的持久脆弱性在这方面仍然构成风险。因此，我们还决定继续灵活地将即将到期的赎回再投资于大流行紧急采购计划（PEPP）投资组合。此外，我们新的输电保护工具（TPI）可用于应对无理、无序的市场动态，这些市场动态对所有欧元区国家的货币政策输电构成严重威胁。

**欧元区的金融稳定**

谈到对金融部门的影响，今年总体金融稳定状况恶化。通货膨胀加剧、经济前景恶化，再加上融资条件收紧，加剧了非金融和非银行金融部门先前存在的脆弱性，而银行部门的盈利能力至少在一定程度上受到更高利率的支持。

金融市场易受增长和通货膨胀预期变化以及货币政策前景变化的影响。由于跨资产相关性不断上升，尤其是股票和债券这两个投资者损失最大的细分市场，更为紧缩的财务状况已经导致今年上半年市场出现重大调整。一些细分市场仍在考虑迅速下降的通货膨胀和温和的增长放缓，这一评估结果可能过于温和。此外，投资者预计增长放缓不会对公司偿付能力或盈利能力造成重大挑战。在未来12个月内，预计公司盈利仍将增长，而投机级违约率预计只会略有上升。

但欧元区企业仍面临着高投入价格、高借贷成本和低销售额的持续不利影响。6月份，欧元区工业生产者价格通胀率超过40%。由此产生的利润紧缩可能会限制公司的偿债能力，特别是对于负债沉重且仍在遭受疫情影响的公司而言。此外，高投入成本影响了生产，尤其是对制造业公司而言，它们对天然气的严重依赖使它们更容易受到高能源价格的影响。

更高的通货膨胀率也在挤压家庭的可支配收入。家庭不得不将大部分收入用于日常消费，降低了偿债能力。由于低收入家庭将较高比例的收入用于食品和能源，他们特别容易受到这些支出增加的影响。

鉴于价格持续上涨和抵押贷款的强劲增长，欧元区住宅房地产市场的脆弱性也在上升。2022年第一季度，欧元区住宅房地产价格增长9.8%，为20世纪90年代初以来的最高名义增长率。然而，自今年年初以来，关于购房意向的家庭调查回应有所下降，银行降低了对抵押贷款需求的预期，表明房价调整的可能性更大。

至于金融机构，今年非银行金融部门的脆弱性也有所增加。在流动性缓冲不足的情况下，投资基金被迫抛售可能加剧市场调整的风险仍然很高。久期风险已开始显现，并保持较高水平，在收益率上升的背景下，可能会出现进一步的债券投资组合重估损失。

更好的是，银行业的系统性脆弱性被评估为中等。银行盈利能力有所提高，部分原因是长期利率提高。然而，这不应掩盖与不断恶化的宏观经济前景相关的日益增加的脆弱性。公司风险敞口的违约概率较高，拨备也相应增加，这表明一些早期迹象表明，由于能源价格高企，银行信贷风险较高。虽然总体情况稳定，融资市场几乎没有分裂的迹象，但银行融资成本增加了，较弱的银行仍然更容易受到融资成本进一步上涨的影响。

在结束之前，让我回顾一下传播的主题。如前所述，PEPP投资组合和TPI中到期的赎回灵活性是解决货币政策方面可能出现的碎片化问题的重要工具。但如果银行业联盟完整，货币政策将大大便利。缺乏共同的存款保险计划仍然是我们通往真正的经济和货币联盟道路上的障碍。

**结论**

一段不确定性加剧的时期将持续一段时间，使决策更加复杂。产出增长大幅放缓，预计年底前后将停滞不前，明年仍将保持低水平，不到1%，同时下行风险加剧。这是为了应对不断恶化的通胀前景，预计创纪录的高通胀率将保持在高位，远高于我们的目标，风险主要是上行的。在这个充满挑战的环境中，货币政策需要走一条正确的道路。

这同样适用于政策组合。在大流行期间，财政和货币政策在各自责任领域的补充行动是有效的，在应对当前通货膨胀冲击方面仍然至关重要。但现在财政措施的范围和性质应该有所不同。措施必须重点突出、有选择性，并针对最脆弱的公司和家庭，因为他们受到高通胀水平的打击最为严重。财政政策的设计必须不产生通货膨胀效应。

货币政策需要侧重于价格稳定和实现中期通胀目标。坚定的行动对于保持通胀预期稳定至关重要，这本身就有助于实现价格稳定，并避免通货膨胀的第二轮效应。中央银行拥有的主要资产是信誉，在高度不确定性的时期，这一资产变得更加重要。

感谢您的关注。

**原文链接:**

<https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2022/html/ecb.sp220915~84012f3dea.en.html>