

德國以外歐債殖利率的上升是不合理的

馬克森：也許是時候考慮暫停歐洲央行的抗疫資產購買計畫了。

更新於2025年3月24日20:07 米夏拉•馬克森

尊敬的用户kuochunyah，这是来自FT中文网的温馨提示：如您对更多FT中文网的内容感兴趣，请在苹果应用商店或谷歌应用市场搜索“FT中文网”，下载FT中文网的官方应用。

本文作者為法國興業銀行(Société Générale)的集團首席經濟學家

由於德國候任總理弗里德里希•默茨(Friedrich Merz)在3月4日提出的「無論代價如何」財政措施，歐元區長期債券殖利率大幅上升。自那時以來，基準10年期德國公債殖利率已上升約0.25個百分點。

考慮到預期經濟成長顯著增強和政府債券發行增加，上述拋售是由基本面支撐的。這在歐元區其他地方並不成立，因為並沒有類似規模的債務融資支出計畫。

上週五，這些受歡迎的德國措施獲得了最終批准，其進口自其他歐元區成員國的內容相對較少。因此，德國經濟成長的增強對地區內其他國家的正面外溢效應可能有限，甚至可能被債券殖利率的急劇上升所抵銷。飆升的債券殖利率也增加了政府的債務償付成本，增加了需要財政整頓的成員國所面臨的挑戰。

值得進一步注意的是，歐元區債券殖利率現已回到去年6月的水平，在那不久之後，歐洲央行(ECB)開始了這一輪貨幣政策寬鬆週期，這已導致關鍵存款利率下調1.50個百分點。因此，可以說，除德國外的歐元區成員國正在經歷「無端的」債券殖利率上升。如果關注法國、義大利和西班牙的主要10年期基準公債殖利率，自德國措施宣布以來，這些數據已上升約0.25個百分點。

自歐元區債務危機以來，歐洲央行的工具箱已擴展，主要用於應對歐元區主權債券收益率相對於德國基準收益率的利差不當擴大，其中值得注意的是直接貨幣交易(Outright Monetary Transactions, 簡稱OMT)和傳導保護工具(Transmission Protection Instruments, 簡稱TPI)。雖然這兩種工具都尚未使用，但其有效性幾乎毋庸置疑。

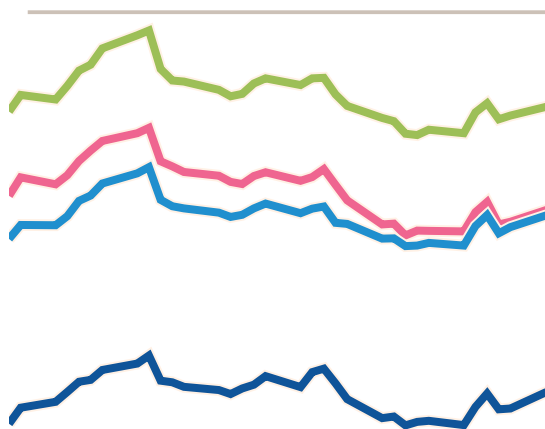
OMT是2012年推出的計畫，必要時可用於無限量購買政府債券。這是為了兌現2012年7月時任歐洲央行總裁馬裡奧•德拉吉(Mario Draghi)「無論代價如何」都要保住歐元的承諾。TPI於2022年7月推出，他的繼任者克里斯蒂娜•拉加德(Christine Lagarde)稱其為「歷史性時刻」，標誌著又

一個應對市場動態無序的工具。它允許歐洲央行在一個歐元區國家的借貸成本增加到超出符合經濟基本面的水平時購買其債券。

Bund sell-off sparks broader rise in Eurozone yields

Yield on 10-year government

4



理論上，歐元區可以啟動TPI，以對抗德國以外成員國最近的債券殖利率上升，但這似乎既不太可能也不太理想。TPI被廣泛認為是用於對抗市場壓力下的司法管轄區內無序利差波動的一種工具，而附帶調節是遵守歐洲財政規則。在這種背景之外使用該工具可能會導致市場混亂。

如果進一步降息只是導致德國債券殖利率曲線變陡，增加短期和長期利率之間的差距，那麼這樣的舉措可能會被證明是

無效的。同樣，如果降息提高了德國的成長和通膨預期，從而進一步使殖利率曲線變陡，也會如此。

因此，有必要開發一種工具，來應對由該市場實際上的錨——即德國債券——推動的歐元區長期債券殖利率不合理上升的情況。

暫停所謂的量化緊縮——即縮減長期購債計劃，以降低借貸成本從而刺激經濟——可能是第一步。這可能會緩解歐元區長期債券相對於短期債務的溢價上升壓力。

歐洲央行執行董事會成員皮耶羅·奇波洛內 (Piero Cipollone) 上個月發表演講，討論了歐洲央行資產負債表的適當平衡及其對貨幣政策的影響。他引用調查數據，顯示與

法國和德國相比，量化緊縮可能對西班牙和義大利的債券殖利率產生更大影響。如果準確，這種不對稱性提供了暫停量化緊縮的理由。

歐洲央行的另一個途徑則涉及其緊急抗疫購買計劃 (Pandemic Emergency Purchase Programme, 簡稱 PEPP)，這是一個臨時的資產購買計劃，透過購買私募和公募證券來抵禦2020年新冠疫情爆發的衝擊。歐洲央行正在讓這些購買「到期」(run off)，不再將到期債券的收益用於再投資。歐洲央行表示，這一過程將受到管理，以「避免干擾適當的貨幣立場」。或許是時候考慮，至少在德國以外暫停PEPP的到期處理。

版權聲明：本文版權歸FT中文網所有，未經允許任何單位或個人不得轉載，複製或以任何其他方式使用本文全部或部分，侵權必究。