

欧洲央行已经提出了几项措施以应对主权债市场未来的任何危机，但这些措施几乎肯定无法达到目的。而且政治上的局限意味着“直接货币交易”（OMT）计划也不适合这一目的。欧洲央行内部经济学家据称正在研究一种新的危机工具——取得这一支持所附带的条件将决定其成功与否。

欧洲央行愿意动用“疫情紧急情况购买计划”（PEPP）中资产到期后的所得，并以不很严格的规定接受政府债券作为抵押品，这种做法对于解决未来的任何危机都起不到太大作用。

如果收益率飙升，将需要大规模购买债券。在高通胀环境下，能否这样做存在一个很大的问号。鉴于疫情的危机阶段已经过去，央行管理委员会并不热衷于继续使用PEPP。而OMT附带的苛刻条件使得央行不太可能启用这一工具。

一个新的工具需要取得折衷效果，尽管在市场恐慌迫使双方妥协之前，欧元区的北方和南方国家可能无法达成共识。

彭博经济研究预计欧洲央行在这一问题上会采取建设性含糊其辞的方式，任何危机工具的具体细节都将稍后确定。但这样做的风险在于，随着加息周期开启，这不足以抑制收益率。

### 性质待定

欧洲央行此前暗示，将PEPP投资组合到期资产所得再投资于，可用于遏制欧元区外围国家债券市场的危机。这可能是危机应对的第一个选项。然而，此举不会给欧洲央行留下太多的火力，而且如果债券利差激增，这部分资源远远不够。

此外，欧洲央行还表示，转向更灵活的抵押品规定将降低危机中的恐慌。“欧洲央行管委会保留未来在必要情况下，根据货币政策框架酌情偏离信用评级机构评级的权利，从而避免对这些评级的机械依赖，”欧洲央行3月24日发布的声明显示。

这将使一国的银行能够在最需要的时候，继续用主权债换取现金。然而，这将又一次表明，虽然这项措施可以防止对债券市场崩盘的担忧快速拖垮一国的银行体系，却不可能在平息危机方面发挥太多作用。这就如同可以不火上浇油，但仍需要用水来扑灭火焰。

### 投资组合再平衡

欧洲央行可以更激进地利用PEPP，将投资组合重新向意大利国债倾斜。不过，这种可能性似乎不大。管委会几乎没有兴趣将投资组合所持的资产大幅偏离在欧洲央行

的出资比例，除非只是在短时间内，而即便有所偏离，偏离幅度也不会很大。

欧洲央行对偏离出资比例操作的兴趣不大

欧洲央行工作人员据称正在研究一种新的危机应对工具，尽管管理委员会尚未对此进行讨论。4月份货币政策声明结尾多出的一段强调称，“在压力条件下，资产购买设计和执行的灵活性帮助抵消了货币政策传导的缺陷。”这很可能是指正在进行的这项工作。

然而，由于背景已经发生变化，提供此类支持的性质在未来需要改变。眼下通胀率要高得多，从而限制了灵活配置资产购买的空间。

细节很关键

对于任何新的危机管理工具，一个主要问题是其将会附加什么条件。现有的后备方案OMT要求一个国家向欧洲稳定机制寻求援助，并接受一项涉及国际货币基金组织（IMF）的宏观经济调整计划以获取贷款，或接受欧盟委员会强化后的监管以获取信贷额度。

在欧洲，一些国家通常表面上会接受一项安排，但绝无法保证会达成幕后交易。意大利或许可以辩解说，因为它已经承诺进行一系列改革，以符合资格获得来自下一代欧盟（Next Generation EU）计划的资金，因此意大利不再需要另一项调整计划。西班牙在2012年要求为其银行业获得来自欧洲稳定机制的资金时，也以类似理由成功避免适用一项全面计划。

IMF无法在2012年为旨在支持银行业的西班牙贷款贡献资金，因为该组织并不向一个国家的特定行业提供贷款。但正如现任欧洲央行行长拉加德此前担任IMF总裁时所说的那样，IMF“以监督员的身份”参与其中。

不过，欧洲央行可能不希望依赖于货币联盟中更严格的成员接受一项表面的安排，而接受IMF的监督对于意大利或西班牙等大国而言过于对声誉不利，从而无法接受。IMF的作用减弱可能是西班牙接受这类资金的关键所在。

建设性含糊其辞

未来欧洲央行对意大利或西班牙（甚至法国）的任何援助，都可能需要一个处在中间立场的解决方案。没有IMF参与任何贷款。没有全面的宏观经济调整计划。

然而，欧盟加强监督并进一步向布鲁塞尔承诺改革可能是可以接受的——欧盟在评

估项目合规情况方面要比IMF灵活得多。此外，鉴于通胀率高企，任何新的购买安排都可能需要进行冲销（sterilized）。

德国过去曾最终向债券购买计划让步，但当时通胀率持续低于目标。在通胀高企的环境下，即使债券购买被冲销，过去也可能不会成为未来行为的指引。德国可能会认为，让无法偿债的国家维持偿债能力并不是央行的职责。

如果没有来自欧元区政府的政治支持，欧洲央行就不能可信地致力于一种危机管理工具，而且持不同意见的国家在陷入危机之前几乎没有做出妥协的动力。“我们不需要明确技术问题：新工具的具体设计，或触发适当干预的条件，”管理委员会成员Francois Villeroy de Galhau在5月6日曾表示。

难以抉择的情况可能很快再次到来。

本文源自智通财经