

欧洲能源再通胀的第二阶段

低库存、财政供给与 ECB 政策路径的固收定价

作者	陈佳梅 (Ami Chen)	日期	2026 年 8 月 22 日
学校	上海财经大学	研究方向	海外宏观 欧洲能源 ECB 欧元区利率债

目录

1	核心结论与资产观点	2
1.1	资产观点：加息预期与长端供给需要分开交易	3
1.2	核心机制：欧洲的“第二阶段再通胀”	3
2	增长：二季度反弹，但内生动能仍弱	3
2.1	GDP 改善与微观活动数据并不完全一致	4
2.2	能源冲击对增长的三条路径	4
2.3	为什么增长偏弱仍可能对应更高长端利率	5
3	通胀：能源回归，服务黏性尚未解除	5
3.1	HICP 从 1.7% 升至 2.9%，能源是斜率、服务是水平	5
3.2	二次传导的识别框架	6
4	ECB：低库存把“观察期”推向更鹰的一侧	7
4.1	7 月维持利率，但政策路径已经被市场重新抬高	7
4.2	库存不是单纯的数量指标，而是冬季价格凸性的状态变量	8
4.3	ECB 反应函数中的三个优先级	8
5	欧元区利率债：政策利率、期限溢价与主权风险共振	9
5.1	长端已显著高于政策利率，核心是久期供给而非单一加息	9
5.2	2027 年供给是长端定价的结构变量	9
5.3	曲线与利差策略	10
6	跨资产与全球传导：欧元为何不一定随加息持续走强	10
6.1	欧元同时受到利差与贸易条件两股相反力量	10
6.2	信用与行业分化	10
6.3	全球利率溢出	10
7	情景推演：冬季库存、服务通胀与财政供给	11
7.1	三种情景与资产区间	11
7.2	触发器矩阵	11
7.3	观察顺序：先看库存和服务，再看单月 GDP	11
8	风险提示、方法与数据来源	12
8.1	方法说明	12
8.2	关键数据口径	12
8.3	主要公开来源	12

1 核心结论与资产观点

研究问题与数据截止

欧洲当前面临的并非单纯“天然气价格上涨”，而是能源冲击进入第二阶段：低库存提高冬季价格的凸性，能源成本开始与服务通胀、财政扩张和大规模国债供给共振。本报告研究该组合如何改变 ECB 反应函数、德债长端定价、主权利差与欧元。数据截止于 **2026 年 8 月 22 日**，市场价格主要取 8 月 19-21 日附近。

结论先行

- 1. **欧元区增长出现技术性回升，但尚不足以证明内生需求全面复苏。** 二季度 GDP 环比增长 0.4%、同比 1.0%，较一季度改善；就业环比仅增 0.1%，6 月零售销售环比下降 0.3%、工业产出环比持平，说明增长仍主要依赖低基数、财政支持和部分外需，而非居民实际购买力的广泛修复。
- 2. **7 月 HICP 同比 2.9%，能源已成为再通胀的显著推手，但服务仍是最大贡献项。** 服务对总通胀贡献 1.55 个百分点，能源贡献 0.94 个百分点。能源通胀同比 10.3%，服务通胀 3.3%，意味着风险已经从一次性能源涨价转向“能源成本—工资与服务—通胀预期”的二次传导。
- 3. **库存水平使冬季能源价格呈非线性风险。** 8 月 21 日欧盟天然气库存仅 62.04%，德国和荷兰分别为 50.25% 和 43.09%，明显低于 90% 的政策目标；低起点意味着即便平均供需不出现缺口，寒冬、LNG 供应或管道扰动也会显著提高边际气价。
- 4. **ECB 7 月维持存款利率 2.25%，但市场已将路径重定价至更鹰。** 市场定价 9 月加息 25bp，并预计 2027 年末政策利率接近 3%。作者基准判断是 9 月加息一次、随后观察，年末存款利率更可能为 2.50%，略低于市场对连续加息的定价。
- 5. **欧洲长端不只是货币政策交易，更是财政供给与央行退出的吸收能力测试。** 德国 10Y 和 30Y 收益率约 3.27% 和 3.77%；法国、意大利 10Y 均在 4.1% 附近。德国 2027 年毛发行或达 4000 亿欧元，欧元区毛发行或达 1.54 万亿欧元，同时 ECB 不再全面再投资，长久期仍需更高期限溢价。
- 6. **资产含义：短端加息已部分定价，长端与主权利差的风险回报更不对称。** 基准情景下不追空短端，但对 30Y 德债、法国长债和能源敏感信用保持谨慎；欧元短期受相对利差支撑，中期则受能源贸易条件和增长约束。

7 月 HICP

2.9%

能源贡献 0.94pct，服务贡献 1.55pct

ECB 存款利率

2.25%

7 月维持；市场定价 9 月加息

欧盟天然气库存

62.04%

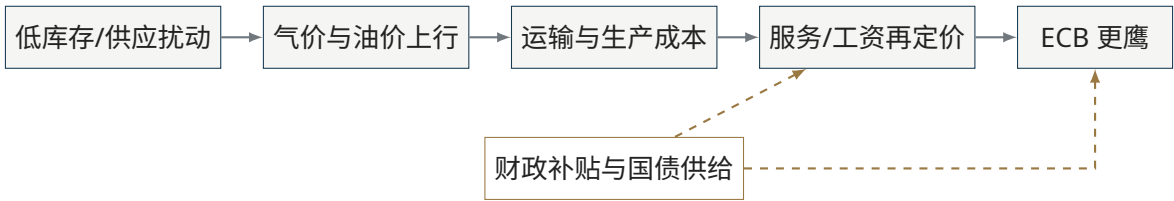
8 月 21 日；德国仅 50.25%

1.1 资产观点：加息预期与长端供给需要分开交易

资产/策略	1-3 个月	6-12 个月	核心逻辑	主要反向风险
欧元区 2Y 利率	中性	中性偏多债券	9 月一次加息已较多定价；之后增长约束增强	能源扩散迫使连续加息
10Y 德债	区间偏空	中性	政策与增长相抵，供给和期限溢价限制下行	能源快速回落、经济明显失速
30Y 德债	谨慎	谨慎	大规模发行、久期供给和高波动压制	财政发行低于预期、全球长端大幅回落
法国国债	谨慎	谨慎	高赤字、政治与供给风险抬升信用/流动性溢价	财政整顿取得可信进展
意大利国债	中性	中性	收益率高但利差已不宽，缓冲有限	增长与财政执行优于预期
欧元	偏强震荡	中性	近端受 ECB 鹰派和利差支撑；能源进口成本压制中期	美国更鹰或欧洲能源冲击恶化
欧元信用	偏好高等级短久期	中性	票息有吸引力，但能源与再融资成本分化加大	违约率、主权利差非线性上升

注：方向与区间均为作者研究判断，不构成投资建议。

1.2 核心机制：欧洲的“第二阶段再通胀”



第一阶段是能源价格直接推高 headline HICP；第二阶段则取决于服务业加价、工资补偿、财政托底与通胀预期。后者持续时间更长，也更容易迫使 ECB 对供给冲击作出货币政策反应。与此同时，财政托底虽缓和居民实际收入冲击，却增加国债供给，使长端收益率即便在增长偏弱时也难以下行。

2 增长：二季度反弹，但内生动能仍弱

2.1 GDP 改善与微观活动数据并不完全一致

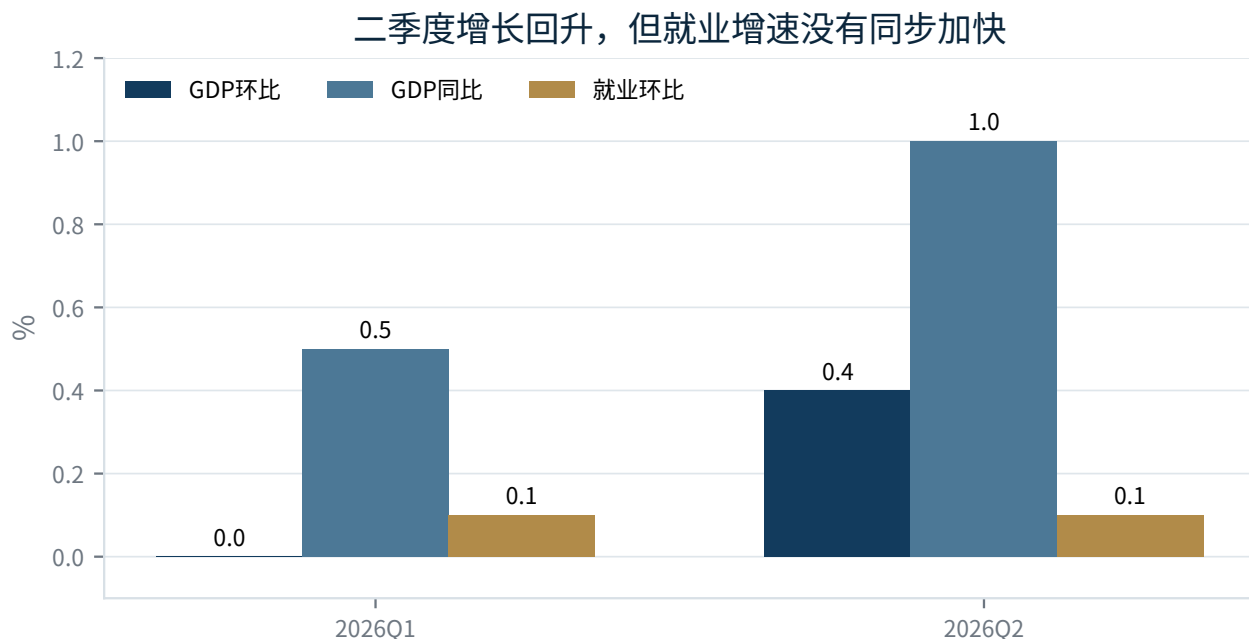


图 1 二季度增长回升，但就业增速没有同步加快

资料来源：Eurostat；2026 年二季度 GDP 与就业初值；作者整理。

欧元区二季度 GDP 环比增长 0.4%、同比增长 1.0%，较一季度的 0.0% 和 0.5% 明显改善；就业环比仍仅增长 0.1%。这说明产出反弹尚未转化为更强的用工扩张。若增长来自库存、政府支出或少数行业，其对居民收入和潜在通胀的影响通常弱于广泛的私人需求复苏。

6 月零售销售环比下降 0.3%，工业产出环比持平、同比仅增 0.1%。因此，二季度 GDP 更适合被解读为**低位回升而非新一轮扩张周期**。能源价格上涨还会通过实际收入和企业利润率削弱后续动能，尤其影响能源密集制造、运输与居民可选消费。

增长判断

欧元区尚未陷入衰退，但其增长缓冲明显小于美国。当前财政支出与较松的金融条件提供底部支撑，能源进口成本则构成上限。对 ECB 而言，这意味着可以进行一次保险式加息，却难以长期忽视增长与主权融资成本。

2.2 能源冲击对增长的三条路径

- 实际收入路径：**能源和食品价格上升压低实际工资，居民优先削减可选消费，零售和服务需求滞后走弱。
- 利润率路径：**企业若不能完全转嫁能源成本，利润和资本开支下降；若能转嫁，则核心通胀更黏，ECB 进一步收紧。
- 财政路径：**补贴和价格平抑措施短期支持需求，但增加赤字与国债供给，并可能延缓需求对高价格的自发调整。

部门	当前特征	能源冲击的主要影响	固收观察点
居民	实际收入仍脆弱	消费结构向必需品倾斜	零售、消费者信心、工资谈判
制造业	产出接近停滞	能源密集行业利润率受压	工业产出、订单、企业违约
服务业	通胀 3.3%	工资与运输成本可能继续传导	服务 PMI 价格、工资与旅游
政府	国防、能源与基建支出增加	稳增长但抬升供给与风险溢价	赤字、发行计划、拍卖需求
银行	利率高有利息差，但信用风险上升	资产质量和融资成本分化	NPL、存款成本、主权敞口

2.3 为什么增长偏弱仍可能对应更高长端利率

在传统需求冲击下，增长走弱会降低政策利率和长端收益率。但欧洲当前还叠加了财政扩张、能源风险与 ECB 资产负债表收缩。财政支出提高名义增长，却需要市场吸收更多久期；能源冲击提高通胀风险补偿；ECB 减少再投资则降低稳定买盘。结果是**增长偏弱与长端收益率偏高可以同时成立**。

3 通胀：能源回归，服务黏性尚未解除

3.1 HICP 从 1.7% 升至 2.9%，能源是斜率、服务是水平

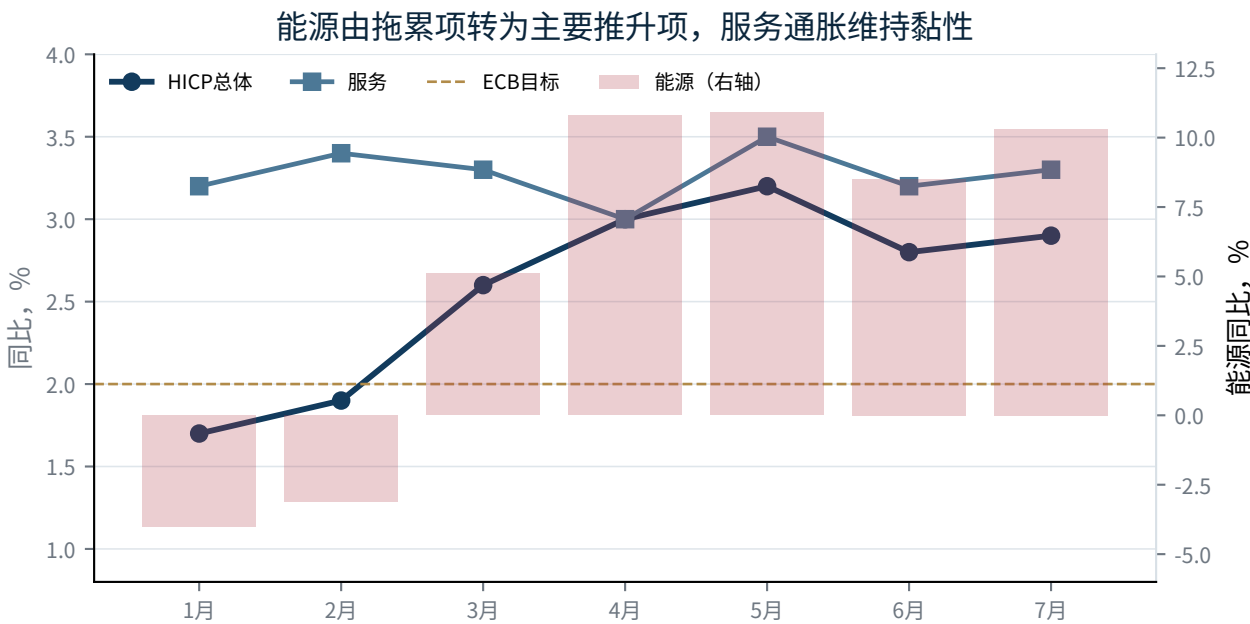


图 2 能源由通缩转为两位数上涨，服务通胀维持黏性

资料来源：Eurostat；2026 年 1-7 月 HICP；作者整理。

欧元区 HICP 同比从 1 月的 1.7% 升至 7 月的 2.9%。能源通胀由 1 月的-4.0% 转为 7 月的 10.3%，构成通胀斜率变化的主要来源；服务通胀则在 3.0%–3.5% 之间波动，7 月为 3.3%，决定通胀中枢仍高于 2%。

这一区分具有政策含义：能源上涨若只是基数和一次性价冲击，ECB 可以容忍；但服务通胀持续高于 3%，说明工资、租金和本地服务价格尚未完全回到目标一致水平。若能源进一步推高工资补偿和企业定价，ECB 将更难把冲击定义为暂时性。

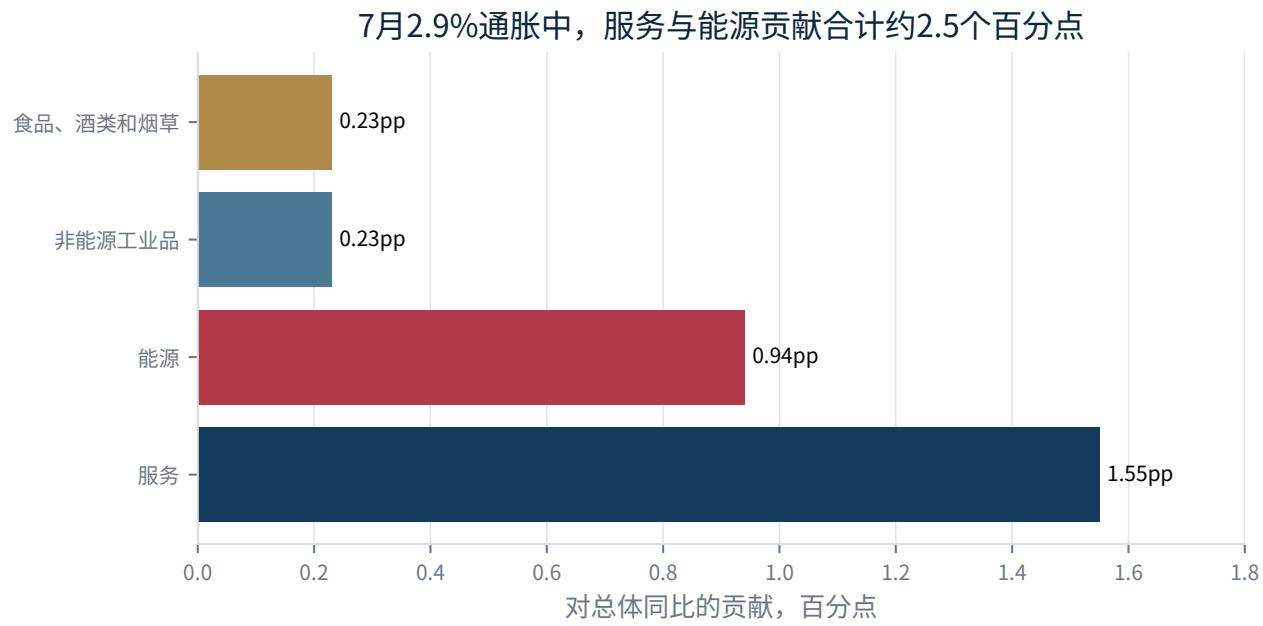


图 3 7 月 2.9% 通胀中，服务与能源合计贡献约 2.5 个百分点

资料来源：Eurostat；2026 年 7 月 HICP 贡献；作者整理。

3.2 二次传导的识别框架

欧洲能源向核心通胀的传导可分为直接、间接和二轮效应：

$$\Delta\pi^{core} = \underbrace{\theta_1\Delta E}_{\text{运输与投入成本}} + \underbrace{\theta_2\Delta w}_{\text{工资补偿}} + \underbrace{\theta_3\Delta\pi^e}_{\text{预期与加价}} - \underbrace{\theta_4\Delta gap}_{\text{需求破坏}} \tag{1}$$

若需求破坏快于成本转嫁，冲击最终偏通缩；若财政补贴维持需求、劳动力市场仍紧，工资与服务业加价会使通胀持续时间延长。欧洲当前的特殊性在于，财政托底可能同时提高 θ_2 、 θ_3 并减弱 θ_4 ，使供给冲击更容易内生化。

指标	当前状态	支持“暂时冲击”	支持“二次传导”
能源 HICP	10.3%	油气价格回落、基数消退	冬季气价再次上行
服务 HICP	3.3%	新订单与工资放缓	工资谈判和旅游价格再加速
核心工业品	约 0.9%	商品需求弱、进口成本下降	运输与化工成本扩散
工资/就业	就业仍增长但速度低	实际收入受损压低需求	工资补偿保持高位
通胀预期	尚未明显脱锚	远期预期稳定	市场与调查预期同步上修

通胀结论

未来 3-6 个月最重要的不是 headline 是否短暂超过 3%，而是**服务通胀能否从 3.3% 持续回落**。若服务保持 3% 以上且库存进入冬季仍偏低，ECB 就难以在一次加息后迅速转鸽；反之，能源回落与实际需求走弱会使市场当前接近 3% 的终点利率定价偏鹰。

4 ECB：低库存把“观察期”推向更鹰的一侧

4.1 7 月维持利率，但政策路径已经被市场重新抬高

7 月 23 日，ECB 维持存款便利利率、主要再融资利率和边际贷款利率于 2.25%、2.40% 和 2.65%。由于 6 月已加息 25bp，7 月暂停更接近数据依赖下的观察，而非紧缩周期结束。

从6月加息到7月暂停：市场仍在向“更高更久”重定价

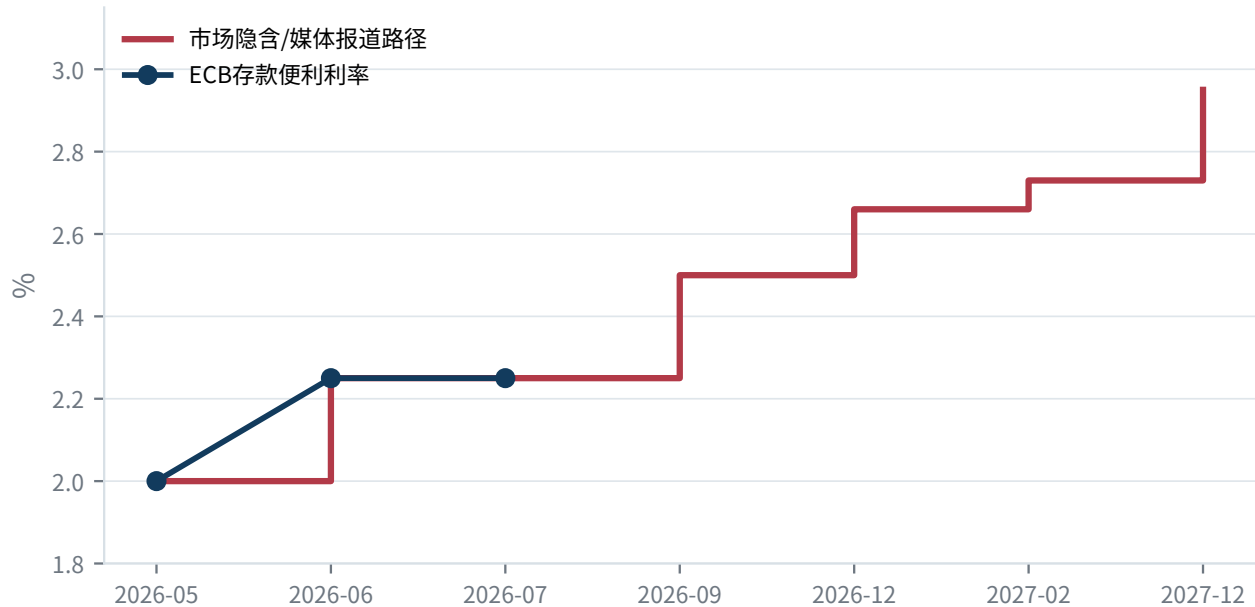


图 4 从 6 月到 2027 年末：市场重新定价更鹰的 ECB 路径

资料来源：ECB 政策利率；Reuters/LSEG 市场定价；作者整理。远期数值为近似市场隐含路径。

8 月中下旬，市场已基本定价 9 月加息至 2.50%，并将 2027 年末存款利率预期推至接近 3%。这一重定价并非仅由 7 月 HICP 驱动，还包括能源供应、低库存、财政扩张和潜在中性利率上移。

4.2 库存不是单纯的数量指标，而是冬季价格凸性的状态变量

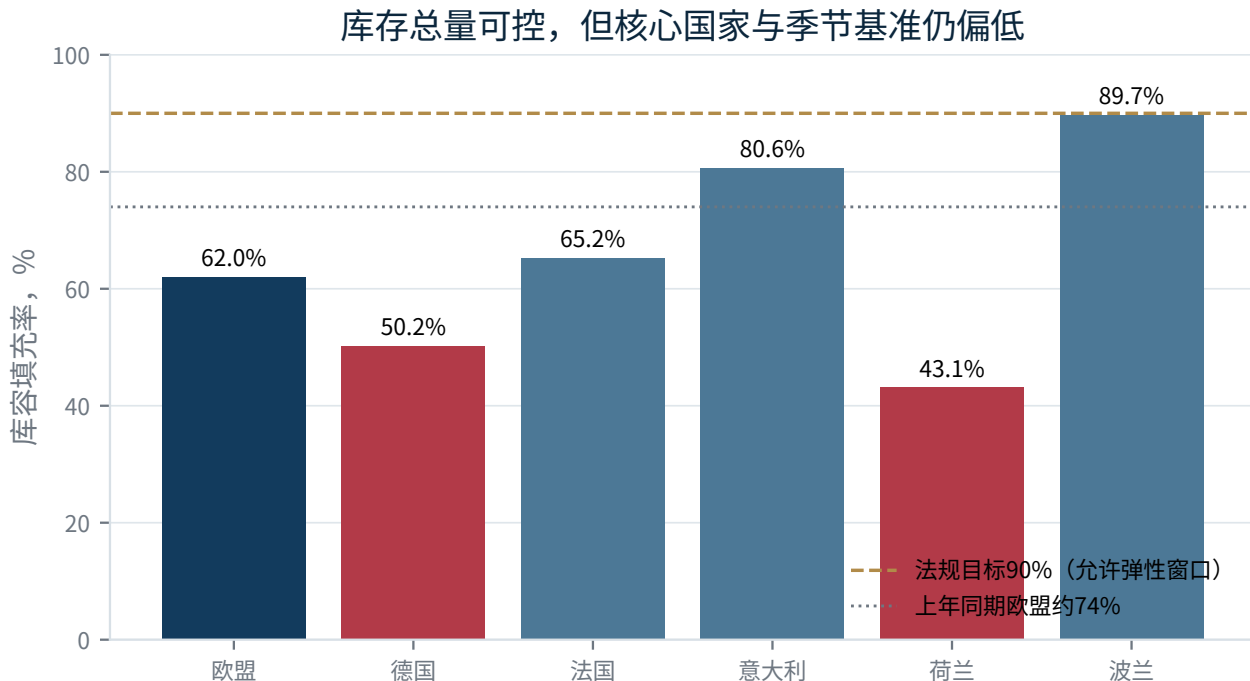


图5 库存总量可控，但核心国家与季节基准明显偏低

资料来源：Gas Infrastructure Europe；2026 年 8 月 21 日 6:00 CEST；作者整理。

欧盟天然气库存为 62.04%，低于 90% 政策目标；德国和荷兰分别仅 50.25% 和 43.09%。意大利、波兰库存较高，但跨境输送能力、需求结构和储气设施并非完全可替代，因此欧盟总量不能掩盖区域脆弱性。

库存演化可写为：

$$S_{winter} = S_{now} + I_{autumn} - W_{weather} - W_{industry}, \quad (2)$$

其中 S 为库存， I 为秋季注气， W 为冬季提取。当 S_{now} 较低时，任何对 LNG 到港、天气或工业需求的小幅扰动，都可能使安全库存约束变得有约束力，边际气价因而呈凸性上升。这正是 ECB 不能完全忽视能源 headline 的原因。

作者政策判断

基准情景是**9 月加息 25bp 至 2.50%，随后至少观察两次会议**。市场定价到 2027 年末接近 3% 隐含了能源冲击持续、服务通胀黏性和财政需求强三项条件同时成立；若冬季前库存改善、服务通胀回落，实际终点利率更可能低于市场路径。

4.3 ECB 反应函数中的三个优先级

1. **服务与工资优先于单月能源同比**：只有二次传导才需要持续加息。
2. **通胀预期优先于实际增长的短期波动**：若预期稳定，ECB 可容忍 headline 波动；若预期上移，增长偏弱也难阻止加息。
3. **金融稳定约束不等于自动转鸽**：主权利差走阔会影响传导机制，但 ECB 可能通过流动性和工具管理碎片化，而不直接下调政策利率。

5 欧元区利率债：政策利率、期限溢价与主权风险共振

5.1 长端已显著高于政策利率，核心是久期供给而非单一加息

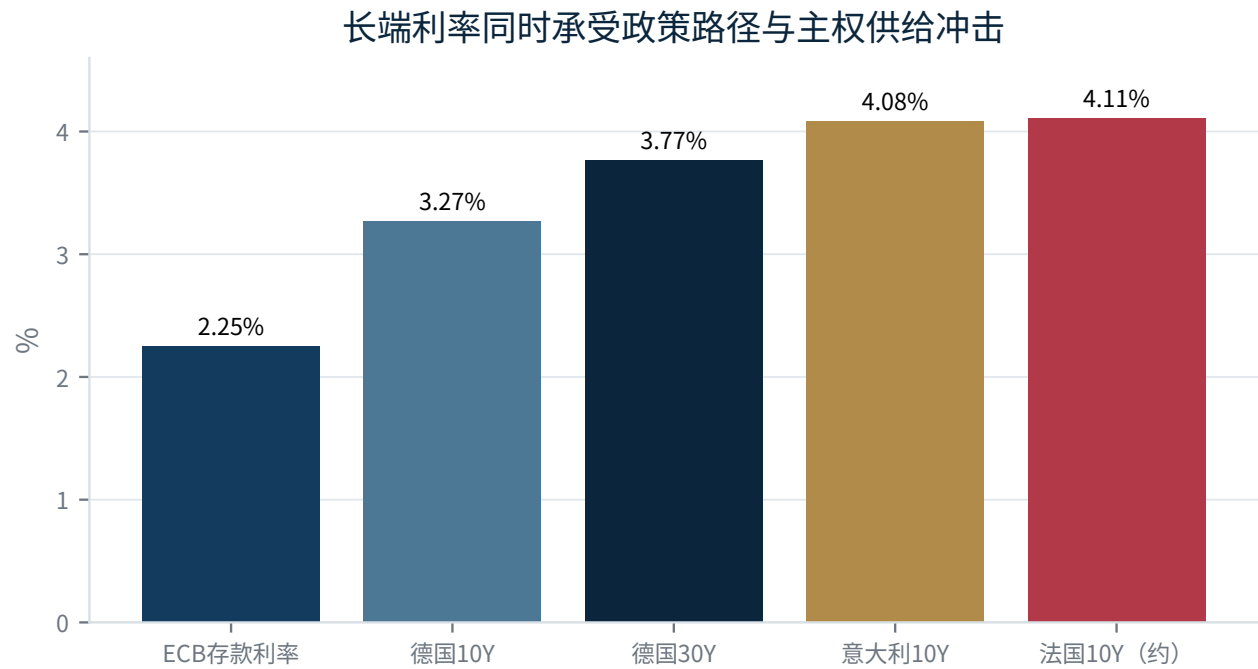


图 6 长端利率同时承受政策路径与主权供给冲击

资料来源：ECB；Reuters、LSEG 及公开市场报价；2026 年 8 月 19-21 日附近；作者整理。法国 10Y 为近似值。

德国 10Y 和 30Y 收益率约 3.27% 和 3.77%，分别较 2.25% 的存款利率高约 102bp 和 152bp。法国、意大利 10Y 均在 4.1% 附近，法国相对德国利差约 86bp、意大利约 82bp。法国收益率接近或略高于意大利，说明市场不再简单按“核心—外围”排序，而是更关注各国财政赤字、政治执行与净供给。

单一主权收益率可以近似分解为：

$$y_i = \mathbb{E}(r^{ECB}) + \pi^e + TP^{EUR} + CS_i + LP_i, \tag{3}$$

其中 TP^{EUR} 为欧元区共同期限溢价， CS_i 为国家信用/财政溢价， LP_i 为流动性溢价。德债主要受前三项影响；法国和意大利还叠加后两项。因此，即使 ECB 终点利率低于市场定价，法国长债也未必同步大幅下行。

5.2 2027 年供给是长端定价的结构变量

德国 2027 年政府债券毛供给可能达到创纪录的 4000 亿欧元，较 2026 年的 3490 亿欧元进一步增加；欧元区毛供给可能达到 1.54 万亿欧元，净发行约 5740 亿欧元。与此同时，ECB 允许到期资产自然缩表，私人部门需要吸收更多久期。

供给因素	方向	对收益率的作用	重点影响期限
德国国防与基建支出	增加发行	抬高无风险基准与期限溢价	10Y-30Y
法国高赤字与政治约束	增加信用溢价	抬高 OAT-Bund 利差	5Y-30Y
ECB 停止全面再投资	减少稳定买盘	私人部门需吸收更多久期	全曲线，长端更敏感
养老金/保险需求	提供结构买盘	对高收益长债形成缓冲	20Y-30Y
能源补贴	短期稳增长、增加赤字	同时抬升通胀与供给风险	5Y-10Y

5.3 曲线与利差策略

基准情景下，9 月加息已较多反映在短端，后续政策路径存在向下修正空间；但长端供给仍高，曲线更可能维持陡峭或在数据走弱时出现牛陡，而非全面平行下移。对法国与意大利而言，收益率水平虽高，但利差缓冲并不厚，任何财政或政治冲击都可能使信用溢价重新上升。

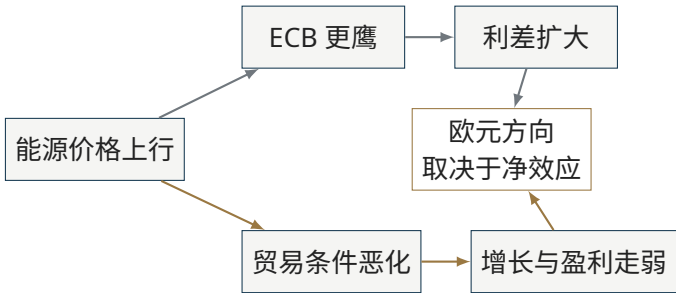
固收结论

欧元区利率交易需要把**共同利率风险**与**国家利差风险**分开。德国前端主要交易 ECB 路径，德国长端主要交易供给与期限溢价；法国、意大利长端还要承担财政和政治风险。当前更适合做曲线和相对价值，而非仅依据 ECB 加息预期追空全部期限。

6 跨资产与全球传导：欧元为何不一定随加息持续走强

6.1 欧元同时受到利差与贸易条件两股相反力量

ECB 更鹰、欧元区短端利率上升通常支撑欧元；但欧洲是能源净进口地区，油气价格上涨会恶化贸易条件、压低实际收入和企业利润。若加息主要是对供给冲击的被动反应，而非增长强劲，欧元的利差利好会被增长和经常账户压力部分抵消。



冲击	欧元	欧股/信用	全球债券
库存改善、能源回落	短端利差支撑减弱，但增长改善	能源敏感行业受益	ECB 路径下修，德债前端受益
能源持续高位、服务扩散	先受加息支撑，后受增长拖累	利润率、估值与信用均承压	欧债长端带动全球期限溢价上行
财政扩张与供给增加	增长支撑有限	基建/国防受益，利率敏感板块承压	德债和法国长债供给压力上升
主权利差快速走阔	偏弱	银行和内需资产承压	避险流向德债，但共同期限溢价未必下降
全球增长失速	取决于美元避险强度	风险资产下跌	前端牛市，长端受财政约束

6.2 信用与行业分化

能源密集制造、航空、化工和低议价能力零售更容易受到成本与需求双重挤压；高等级金融债和短久期信用能够受益于较高票息，但银行主权敞口和企业资产质量需要监控。长久期公用事业和基建资产对无风险利率上行敏感，即便现金流相对稳定，估值仍可能承压。

6.3 全球利率溢出

德国是欧元区无风险定价基准。德债长端上行会通过跨市场套利、全球久期配置和套保成本传导至美债、英债和日债。当前美欧日同时面临能源与财政供给压力，全球长端相关性上升，单一国家的增长放缓未必足以带来本国长债独立牛市。

跨资产结论

欧洲再通胀最具组合意义的特征是：**加息支持欧元的同时，也可能恶化增长和主权融资条件。**因此欧元、德债与欧洲风险资产之间不应使用静态相关性；需要区分冲击来自需求、能源还是财政供给。

7 情景推演：冬季库存、服务通胀与财政供给

7.1 三种情景与资产区间

情景	概率	ECB 路径	德国 10Y	德国 30Y	欧元	主权利差
基准：9 月 +25bp 后暂停	50%	年末 2.50%	3.10–3.50%	3.55–4.00%	偏强震荡	小幅波动
鹰派：库存偏低且服务扩散	25%	至 2027Q1 累计 +50–75bp	3.50–3.90%	3.95–4.35%	先强后分化	法国明显走阔
鸽派：能源回落、需求转弱	25%	9 月不加或仅一次后转鸽	2.75–3.15%	3.25–3.65%	偏弱	高等级收窄、弱财政国家分化

注：概率与收益率区间为作者情景假设，不代表市场一致预期。

7.2 触发器矩阵

变量	基准情景	转向鹰派情景	转向鸽派情景
欧盟库存	秋季稳定补库	入冬前显著低于目标、德国/荷兰偏低	注气加快、供应风险下降
服务 HICP	逐步向 3% 回落	维持 3.3% 以上或再加速	快速跌破 3%
能源 HICP	高位回落	继续两位数增长	迅速转弱
工资	温和放缓	工资补偿重新上行	工资与职位空缺同步下降
GDP/零售	低速正增长	财政托底维持需求	消费和工业连续收缩
主权供给	符合计划	追加财政包或拍卖疲弱	发行低于预期、需求改善

7.3 观察顺序：先看库存和服务，再看单月 GDP

欧洲政策与利率判断的高频顺序应为：天然气库存与远月曲线、服务价格和工资、国债发行与拍卖需求、最后才是滞后的季度 GDP。若库存改善但服务仍黏，ECB 仍可能加息一次；若库存恶化且拍卖需求走弱，长端会同时承受通胀与供给冲击，风险最大。

最值得跟踪的相对价值

市场已较充分定价一次近期加息，但对长端供给和法国财政风险的补偿未必稳定。基准环境下，**短端方向交易的赔率下降，曲线与德国—法国相对价值的信息含量上升。**当能源冲击缓和时，前端可能先受益；当财政供给成为主导时，长端仍可能逆势走弱。

8 风险提示、方法与数据来源

主要风险

- 中东局势、LNG 供应、管道流量或天气发生突变，使天然气和油价路径显著偏离假设；
- 政府通过大规模补贴压低统计口径能源价格，导致 HICP 与真实财政成本出现背离；
- 服务通胀和工资意外快速回落，使市场对接近 3% 的终点利率定价过度；
- 法国、意大利或其他成员国财政与政治风险非线性上升，触发主权—银行反馈；
- 全球债券去杠杆或流动性下降，使德债与美债、日债同步抛售，传统避险关系短期失效。

8.1 方法说明

本报告将能源冲击分为直接价格效应、投入成本传导、工资与预期二轮效应，并结合天然气库存、ECB 政策路径、财政发行和主权利差分析固收定价。库存数据为时点值，不能完全反映跨境输送能力、合约结构和未来 LNG 到港；远期政策路径为公开市场信息的近似重构。

8.2 关键数据口径

- HICP 及分项贡献来自 Eurostat，2026 年起欧元区统计口径包含保加利亚，月度序列已按官方链式口径衔接。
- 天然气库存来自 Gas Infrastructure Europe，库存率为储气设施已使用容量占比；国家之间储气能力和需求不可简单相加替代。
- ECB 政策利率为官方存款便利、主要再融资与边际贷款利率；远期路径为市场近似定价。
- 国债收益率为 8 月 19–21 日公开市场报价，法国 10Y 采用近似值；供给预测来自公开机构与媒体调查。

8.3 主要公开来源

机构	发布日期	文件/用途
ECB	2026-07-23	货币政策决定：存款利率 2.25%、MRO 2.40%、边际贷款 2.65%。
Eurostat	2026-08-19	7 月 HICP 终值、分项同比及对总通胀贡献。
Eurostat	2026-08-14 等	二季度 GDP/就业、6 月工业产出与零售销售。
Gas Infrastructure Europe	2026-08-21	欧盟及主要国家天然气库存率和储量。
ECB Eurosystem Staff	2026-06	2026–2028 年增长、headline 与核心通胀预测。
Reuters/LSEG	2026-08-19 至 08-21	ECB 远期定价、德法意收益率、德国及欧元区 2027 年发行预测。
European Commission/Council	2026 年	天然气储备目标及俄罗斯天然气退出安排。