



程实：中期看跌欧元的三大理由



文/意见领袖专栏作家 程实（工银国际首席经济学家） 张弘瑛（工银国际资深经济学家）

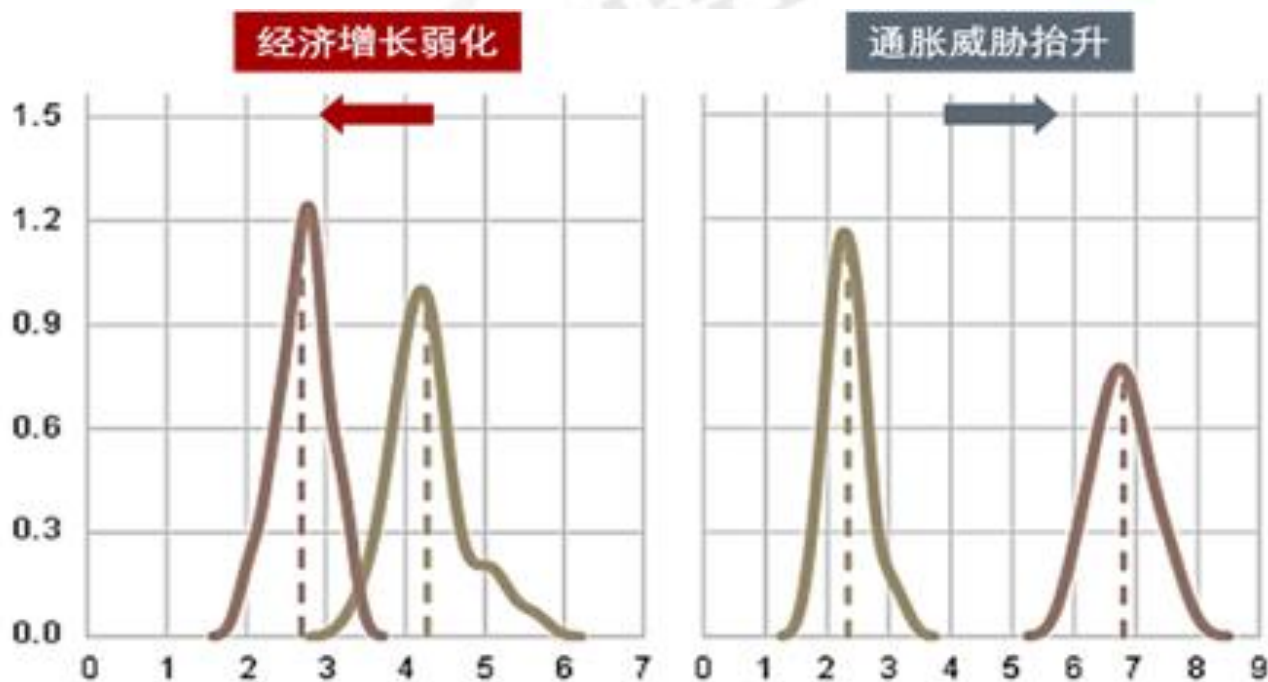
“The euro is going to be a big source of problems, not a source of help.” - Milton Friedman（欧元将成为问题的一大来源，而不是帮助的来源 – 米尔顿 弗里德曼）。”



尽管近期欧元区因欧央行超级宽松货币政策的立场转向迎来阶段性升值，但中长期来看，我们认为欧元仍将趋势性走弱。首先，欧元区日益严峻的滞胀风险正在加剧财政收支的不平衡性，尽管这不足以导致实质性的债务危机，但债务风险预期的强化或将弱化欧元持续走强。第二，受到俄乌冲突影响，能源价格已经渗透欧元区贸易链，欧元区的贸易条件指数显示了进入 2022 年以来欧元区贸易条件正在逐步恶化，负收入效应将刺激

欧元区内的购买力向全球其他市场转移。第三，欧央行启动加息中长期对整体通胀的抑制有限。持续的加息将助推实际利率和短期利率预期抬高，欧元区内融资成本抬升或将导致本就过热的房地产市场和大宗商品市场出现大幅价格调整，金融敏感度提升将加速资本外流。我们预测，今年年底欧元即期汇率将接近 1.05 上下水平。

严峻的滞胀风险正在抬升债务风险预期。尽管疫情后欧元区经济持续恢复，但受到乌俄冲突影响，欧元区主要经济体的产出缺口整体进一步扩大，反映欧元区经济增长中长期仍显动力不足。具体来看，德国作为欧元区经济增长的火车头产出缺口较 2010 年欧债危机时期相比有所上行。根据 IMF 今年 4 月的估算，2022 年德国产出缺口预计为-1.1%，而欧债危机时期德国的产出缺口为-1%。相比德国，法国产出缺口的情况较欧债危机时期有所改善，2022 年法国产出缺口预计将收缩至-0.5%。然而，意大利产出缺口预计仍将与欧债危机时期一样维持在较高水平，主要经济体产出缺口扩大将拖累欧元区整体经济复苏。另外，我们基于欧元区各国潜在产出水平进一步构建了欧洲经济(欧元区 27 国及英国)经济增长动力指数(图 1)，发现今明两年欧元区及英国整体经济增长动力或将进一步弱化。更加糟糕的，在严峻的高通胀威胁下，欧元区经济的滞胀风险将进一步加剧欧元区债务风险预期抬升。实际上，在乌俄危机前，欧元区新增的债务赤字原本已经安排用以支持控制疫情，供应链恢复以及经济逆周期政策。然而，乌俄冲突的爆发阻碍了经济进一步充分恢复并开始弱化欧元区中长期劳动生产率水平。这一方面导致了欧元区更低的财政收入，另一方面能源供应



欧元区贸易条件恶化，负收入效应将阻碍欧元走强。通常贸易条件改善，贸易部门生产效率相对越高，一国长期贸易部门的总生产率越高，导致实际汇率呈升值趋势。具体来看，贸易条件的改善通常有两个效应：收入效应和替代效应。“收入效应”是指出口品价格的相对上升促进实际收入增加，可贸易部门促进不可贸易部门总需求。当出口价格比进口价格上涨更快时（贸易条件上升），国内出口部门的实际收入就会提高。该国家每出口一单位产品，就会收到更多单位的外国产品。相反，贸易条件的下降构成了实际收入的损失。尤其是对外贸依赖度较高的国家来说，贸易条件下降造成的实际收入下降会最终影响经济增长，导致该国实际汇率出现贬值。“替代效应”是指进口品价格的相对下降会增加对进口品的依赖，从而减少对本国内非贸易品的需求，导致国内价格的下行压力增强。由此可见，贸易条件的改善对国内通胀水平和该国汇率的影响取决于两个效应相对的变化。基于欧盟统计局计算的贸易条件指数，从2021年底至2022

年年初，欧元区的贸易条件显著恶化。核心原因来自乌俄危机对能源价格造成的涨幅显著影响了欧元区进口价格大幅抬升。能源价格大幅上涨的同时，能源价格的波动性也在显著增强，这放大了欧元区商品和服务进口成本的波动（基于我们的估算，2021年能源进口占欧元区商品和服务进口总额超过10%）。欧元区进口价格大幅抬升，叠加美元上半年强势导致能源项目逆差扩大，收入效应开始由正转负。据欧洲央行推算，购买力转移带来的负收入效应在2021年第四季度约占欧元区GDP的1.3个百分点。相比美国及英国，欧元区对能源进口的更高依赖度导致其贸易条件相对更加快速的出现恶化，这加剧了欧元区的负收入效应。我们进一步预测了2022年能源价格波动对欧元区GDP增速的影响。具体来说，尽管进口成本抬高造成的收入损失一部分可由欧元区的企业向其全球客户收取更高出口价格来弥补，但能源进口价格的高波动性导致欧元区购买力不得不从欧元区转移到世界其他地区，进口收入下滑（负收入效应）将拖累2022年欧元区GDP下降2.1个百分点。贸易条件恶化的负收入效应是欧元中长期持续走弱的重要因素之一。

图 3· 欧元区贸易条件和能源进口价格

预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_42637

