



程实:欧元区会再次出现“末日循环”吗



意见领袖 | 程实（工银国际首席经济学家）

文|工银国际首席经济学家 程实、工银国际资深经济学家 张弘瑛

在全球通胀加剧以及欧美央行快速加息的情况下，欧元区核心成员国与外围成员国之间的国债利差一度加速走扩，欧元 20 年来再次与美元汇率持平，欧洲经济衰退的预期显著抬升。短中期内，欧洲央行将不得不在继续支持债券市场（通过量化宽松）和逐步退出货币宽松政策以对抗通胀（通过量化紧缩）之间艰难前行。面对欧元区内主权债务高企，内部经济分化加剧，以及宏观支持作用下滑等诸多问题，我们认为，如果欧元区内各政府及欧洲央行未能提供一个长期性的综合解决方案，仅以现有的货币政策工具将难以应对新一轮的潜在债务危机。



高通胀正在加剧滞胀实质化。俄乌危机爆发，供应链瓶颈和能源危机加剧欧洲通胀进一步抬升。欧元区 6 月 CPI 初值同比增速达 8.6%，创下自可追溯统计数据以来的最高纪录。5 月底，欧盟已经宣布禁止进口 75% 的俄罗斯石油，到今年年底从俄罗斯进口的石油将削减 90%。因此，若欧盟削减 90% 的俄石油进口，欧洲石油缺口将达到日均 200 万桶原油和 110 万桶成品油。尽管当前油价受到全球经济衰退预期抬升而显著下滑，但如果欧洲在冬季前无法弥补其全部石油缺口。欧元区内原油供给的收紧将再次对欧元区内通胀形成新一轮压力。更加令人担忧的是，剔除能源和食品价格，持续的高通胀正在侵蚀欧洲居民购买力，这加剧了欧洲经济从高通

胀走向实质性滞胀的可能。首先，从核心通胀来看，6月欧元区核心通胀增速整体已经放缓，尤其是在服务业领域。这反映了能源和食品通胀正在弱化欧元区内居民购买力。其次，最新出台的欧元区服务业 PMI 也印证了我们的推断。具体来看，6月欧元区服务业增长大幅下滑，其中直接面向消费者的零售服务业下滑明显。生产及生活成本的上升正在加剧需求停滞。最后，欧元区贸易条件改善缓慢，未能对经济增长提供有效支持。我们在5月的报告《中期看跌欧元的三大理由》提到欧元区贸易条件持续恶化会影响欧元区家庭部门购买力。从目前的情况来看，欧元区贸易条件仍未得到显著改善。5-6月份能源价格波动显著增强，这放大了欧元区内商品和服务进口成本的波动，导致能源项目逆差扩大，欧元区总体贸易收入效应由正转负。以德国为例，5月德国出现了31年来的首次贸易赤字。由于德国的能源进口高度依赖俄罗斯，5-6月能源价格大幅飙升，加剧了德国进口成本飙升，最终导致德国贸易收入效应转负。总体来说，欧元区的滞胀问题正在往实质化的方向发展，贸易条件恶化和通胀压力造成的收入损失使得欧元区内企业不得不将更高的成本压力转移到最终消费端，消费转弱进一步放大了欧元区未来的经济衰退预期。

图 1：欧盟（EU）及欧元区（EA）总体通胀率

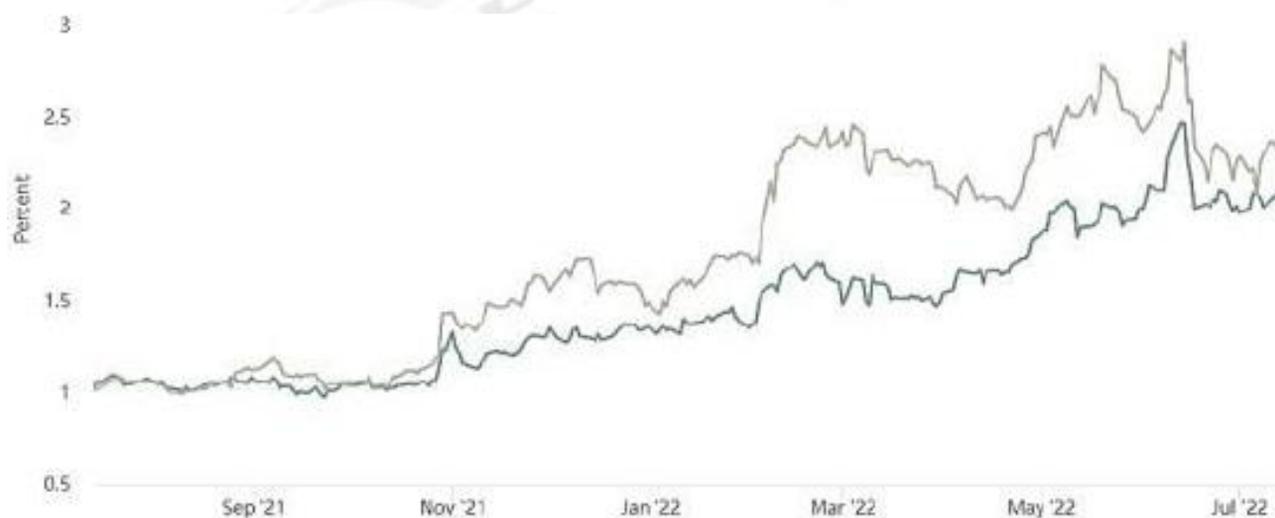


数据来源：ECB 及我们的整理

欧元区内利差扩大加剧内部经济分化。为了应对持续严重的通胀问题，欧洲央行在 6 月的议息会议上已经宣布 7 月将加息 25 个基点。然而，不同于美国，欧元区内各个国家在后疫情时期经济恢复的状况有所不同。总体来说，加息政策对北欧国家的通胀水平将起到一定抑制作用。然而，对消费转弱，债务高企的南欧国家来说，加息意味着更高的债务和融资成本。这也是为什么在乌俄危机爆发后欧元区内外围成员国和核心成员国之间的债券收益率利差显著扩大。利差扩大进一步导致市场对新一轮欧元区债务危机的担忧。尽管我们认为当前市场放大了对欧元区内潜在债务风险的担忧，但近期欧洲金融市场的动荡（主要指债市和汇市）反映了经济学家 Ignazio Angeloni 及 Daniel Gros 的核心观点，即“欧元从未克服根本性的设计失败，这将导致核心国家和外围国家之间的离心力随时可能爆发”。目前，外围成员国（希腊，意大利，西班牙，爱尔兰及葡萄牙）和核心成员国（德国）之间的利差已经开始收窄。但是中长期来看，南欧国家主权债的吸引力仍在下降。一方面，美国强势加息会加速国际金融机构抛售部分欧债。另一方面，随着疫情的结束，某些处于潜在风险中的国家

金融体系的“真实状况”可能很快就会暴露出来。由于新冠疫情的爆发，欧元区内某些银行的债务违约风险受到了公共部门的担保。随着财政政策的逐步退出，这些债务问题可能会重新出现。综上，如何在高通胀的环境下，有效降低欧元区内外围成员国与核心成员过利差进一步走扩的风险。未来 12 个月内，这将是摆在欧洲央行和欧盟委员会最大的经济挑战。

图 2：欧元区德国与外围成员国（意大利及希腊为例）10 年期国债利差 %



数据来源：ECB， MacroMicro 及我们的整理（深绿色线为意大利-德国国债利差，灰色线为希腊-德国国债利差）

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_44299

