



孙明春：欧元区很可能陷入阶段性经济衰退，中国应警惕人民币有效汇率过强



意见领袖 | 中国金融四十人论坛

7月21日，欧央行加息50个基点，超出市场预期25个基点，并表示未来还将继续加息。同时，新的抗“碎片化”工具——传导保护工具（Transmission Protection Instrument, TPI）亮相，旨在对抗无端、无序的市场调整，以防止其对货币政策传导造成影响。

然而，由于经济基本面疲软，市场担心欧元区会很快陷入衰退。在经济增长与抗通胀之间的艰难选择下，欧央行未来加息空间还有多大？TPI能避免新一轮欧债危机的发生吗？欧元区一旦陷入滞胀和衰退，又将如何影响包括中国在内的全球供应链和金融市场？



中国金融四十人论坛（CF40）成员、海通国际首席经济学家孙明春在接受CF40研究部邀请分享观点时表示，由于地缘政治因素影响，对欧元

区经济前景的预测变得艰难，但尾部风险不容低估。未来半年到一年，欧元区很有可能出现经济衰退。考虑到经济疲弱，预计未来欧央行加息幅度有限，而由于加息对防控能源等供应短缺造成的通胀作用不大，预计欧元区通胀水平也将在接下来半年继续上升，欧元大概率延续弱势。

孙明春认为，市场对欧债危机的担忧可能会持续存在，甚至可能伴随相当程度的市场波动，但考虑到欧央行货币政策框架已经转变以及 TPI 等工具的存在，实际出现主权债务危机的可能性不大。需要警惕的是，相比于国债，私人部门发生债务危机的可能性更高，而欧央行对此也更难防范和控制。

若欧元区能源短缺导致工业、制造业企业限产，对来自于中国的制造品进口需求可能会增大，这对稳定中国出口可能有一定正面作用。因此欧元区的形势变化对中国的影响不一定完全是负面。

值得注意的是，在当前众多非美货币对美元都大幅贬值之际，人民币对美元的贬值幅度相对有限。孙明春认为这可能导致人民币名义有效汇率升值，对中国企业出口竞争力形成挑战。

Wind 数据显示，今年以来（截至 7 月 22 日），伴随美元指数上涨 11%，欧元、日元对美元下跌幅度分别高达 10% 和 18%，而人民币对美元下跌幅度仅为 6%。另据国际清算银行（BIS）数据，上半年人民币名义有效汇率较去年小幅上升，实际有效汇率虽然在 4、5 月有所下滑，但 6 月已经重拾升势。

以下为访谈实录：

Q1：上周，欧央行超预期加息 50 个基点，但并未引起市场过度反应，欧洲股债汇市场在短时波动后均有所企稳。您对欧央行此次做出的利率决议和市场表现有何评价？对截至今年底和明年底欧央行加息幅度有何展望？

孙明春：鉴于美联储、加拿大和韩国央行等都纷纷加息 75 个基点或 100 个基点，欧央行 50 个基点的加息幅度对市场来说并不难接受。所以，市场反应也是可以理解的。

之所以欧央行做出这种超预期的加息，我认为倒不见得是希望通过这一决策直接解决通胀问题，更多还是对通胀预期的管理，主要是向市场表达欧央行反通胀的立场和决心。

能源供应问题不解决，通胀很难下降。本轮通胀主要是供应短缺造成的，特别是能源短缺。欧元区 8.6% 的通胀率，其中 70% 来自能源价格的上涨，另外还有一部分来自食品价格的上涨，非能源和非食品部分的核心价格指数上涨只贡献了一个多点。从央行角度来讲，通过加息，不管是 50 个基点还是 100 个基点，都很难将能源短缺和供给冲击造成的通胀压降下来，所以加息更多的是希望稳定通胀预期，其对下半年通胀的实际影响应该是相当有限的。

一定程度上来讲，欧央行这样的做法是“知其不可为而为之”。不过

从经济基本面来看，由于欧洲长期实施负利率，加息 50 个基点对经济增长的实际影响相对有限，因此超预期多加 25 个基点也是可以接受的。

预计今年年底之前欧央行再加息 75 个基点，明年全年最多 50 个基点。主要原因还在于加息对于解决供应短缺造成的通胀意义不大，更多是一种姿态，同时经济衰退的风险提升。基于我们目前观察到的通胀情况，以及下半年经济可能出现负增长的可能性，尤其是看到欧元区 7 月 PMI 已经降到 50 以下，经济衰退风险不能低估。欧央行是否继续加息要综合经济和通胀整体形势来抉择，考虑到未来欧元区经济会比较弱，所以加息幅度可能会相对有限。

Q2：您对未来欧元区经济前景、通胀形势和欧元走势怎么看？

孙明春：首先，欧元区的经济前景显然不是很乐观。虽然去年欧元区 GDP 在低基数基础上出现强劲反弹，但是按照国际货币基金组织（IMF）的估算，其产出缺口仍然为负。能源供给的扰动更是加剧了经济困难：一方面，高通胀造成居民实际购买力下降，以及成员国政府的财政赤字扩大；另一方面，对很多企业来讲，能源成本大幅上升使得其盈利能力大幅下降，甚至出现严重亏损。目前，欧元区 PPI 已经超过 30%，而 CPI 不到 9%，企业部门难以转嫁高成本，盈利面临巨大挑战。

欧元区 5 月失业率为 6.6%，虽然相对历史水平并不高，但就业市场远不如美国那么强。随着冬天的临近，市场非常担心欧洲进一步出现天然气短缺，能源配给制的做法将对生产、消费等经济增长因素非常不利。能源

短缺打击企业家信心，影响企业投资，消费则受到价格暴涨导致的实际收入和实际购买力下降的打击，而政府部门早已债务累累，可见在未来半年到一年，三大经济部门的情况都不容乐观，非常有可能出现经济衰退。但是衰退程度如何，很大程度上取决于地缘政治和能源供给情况的发展，目前很难量化。

第二，预计通胀在今后半年会继续上升。目前来看，能源短缺问题很难有明显好转，甚至有可能出现更坏的情况。同时，今年冬天的天气情况如何，是暖冬还是冷冬，这些都可能影响到天然气等能源的价格，进而影响到整个经济生产和供应，并对通胀产生很大影响。基本判断是通胀仍会继续上升，从目前 8.6% 的水平上破 9%、10% 的可能性都是有的。

第三，欧元大概率延续弱势。首先，欧元和美元利差会进一步扩大。目前欧央行加息幅度相对美联储仍然落后很多，预计到今年底和明年，欧央行加息幅度还会继续大幅低于美联储。原因在于美国经济和就业市场更强，美联储有更大的空间加息。其次，能源价格暴涨使得欧元区告别过去长期的贸易顺差，转为贸易逆差，下一步甚至可能转化为经常账户逆差。无论从贸易角度还是利率角度来讲，欧元都面临比较大的压力。

Q3：您如何分析评估欧元区爆发债务危机的可能性，以及新工具——传导保护工具（TPI）在应对危机方面的作用和实际落地过程可能面临的主要问题？欧元区是否可能就此陷入长期的衰退或滞胀？

孙明春：应该说市场对于欧元区爆发债务危机的担忧会一直存在。市

场可能会因为一些地缘政治、经济衰退以及国内政治等因素，比如上周意大利总理德拉吉辞职，对一些成员国的国债出现担忧。但是这样的担忧会否引发类似 2010-2012 年的主权债务危机？我认为，可能会有很多担忧、很多波动，但是真的出现债务违约和像希腊当时那样的债务减值的可能性不是很大。

首先，欧央行的货币政策框架较 2011 年之前已经有很大转变。2011 年之前，欧央行还是非常鹰派的立场，欧债危机发生之后，欧央行才做出“whatever it takes（不惜一切代价）”——类似于无限量宽的承诺，并推出多种不同工具来应对危机。现在无论是欧洲还是全球，央行都已摆脱了来自货币纪律的“道德约束”，尤其是在应对危机方面的自由度扩大了很多，欧央行有很多工具可用于应对危机，比如 LTRO（长期再融资操作）、OMT（直接货币交易计划）、PEPP（紧急抗疫购债计划）、APP（资产购买计划）等。当然，对使用这些工具引发的道德风险的担忧是存在的，但是和 2011 年相比，由于这些工具的存在和央行可能采取的行动，当前发生主权债务危机的可能性已经小了很多。

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_44584

