

财经评论 14020：2014 年 9 月 28 日

刘仕国

liusg6570@vip.sina.com

## 欧洲经济正在形成“新常态”

2014 年 9 月 4 日，欧央行宣布了新一轮宽松货币政策，传统手段和非传统手段齐上阵。自 9 月 10 日起，同时下调主要再融资利率、隔夜贷款、存款利率 10 个基点，分别至 0.3%、0.05%和-0.2%。自 10 月开始，欧央行购买资产支持证券（ABS），细节将于 10 月 2 日公布。

“欧元区经济又出什么事了？”关于欧洲经济，人们在经历难得的一段平静之后，又开始嘀咕了。欧央行货币政策的这次新宽松，直接原因是低通胀持续时间超过预期和增长乏力。今年 8 月，欧元区消费者调和价格指数（HICP）同比上涨 0.4%，连续 19 个月低于货币政策目标值 2%，连续 11 个月不超过 1%，近 6 个月中有 5 个月不超过 0.5%。欧元区 GDP 环比增速今年第 2 季度为 0，意味着 2013 年第 2 季度以来的正增长势头可能逆转。

低通胀其实是经济增长乏力的后果。近五个季度（2013 年第 2 季度至今年第 2 季度），欧元区 GDP 环比增速（经季节调整）依次为 0.3%、0.1%、0.3%、0.2%和 0；核心通胀（扣除能源、食品、饮料和烟草的 HICP 同比增速）前两个季度均为 1.1%，后三个季度均为 0.8%。

经济增长为什么乏力？主要是投资不稳定和外需下降所致。近五个季度，欧元区投资不稳定，尚在乍暖还寒中震荡，资本总形成环比增速为-0.9%、2.2%、-0.2%、1.4%、-1.5%，其中固定资本依次为 0.1%、0.5%、0.9%、0.2%、-0.3%；出口和进口双双减速，对增长的贡献下降，其中出口环比增速依次为 2.3%、0.1%、1.4%、0.1%、0.5%，进口依次为 1.6%、1.1%、0.7%、0.8%、0.3%；唯最终消费

逐渐回暖（经季节调整的环比增速依次为 0.1%、0.2%、0、0.3%、0.3%），缓解了前两驾马车减速的拖累。

部分欧元区国家投资和出口的下行波动令人忧虑。比如，近五个季度，法国投资环比增速（经季调）依次为 0.5%、1.6%、-2%、1.1%、-1.6%，意大利依次为 -1.2%、0.4%、-1.3%、-1.6%、0.1%；法国出口环比增速依次为 3.0%、-0.5%、1.4%、0.5%、0%，意大利依次为 0.7%、0.5%、1.2%、0.1%、0.1%。幸运的是，德国、西班牙、荷兰等国的投资和出口虽然也大幅波动，但基本上是在正增长区间波动，且不存在明显的下行趋势。

其实，除欧元区外，世界其他地区的经济正逐步好转。其他先进经济体货币政策依然高度宽松，有力支持全球金融稳定；私人部门杠杆率继续下降，财政整固压力减少，劳动市场持续改善；宏观经济尽管存在短期波动，但总体日益稳固。在中国的率领下，多数新兴经济体正在反弹，其中部分新兴经济体受制于基础设施瓶颈、能力不足和宏观经济失衡，增长潜力下降；而其他新兴经济体正调整自己，以适应美国货币政策的正常化。全球贸易逐渐反弹：除欧元区外，先进经济体的投资不断增加，有望刺激全球贸易逐渐反弹（但通过全球供应链进行的一体化正在放缓，贸易弹性较 2008-2009 年危机之前下降），预计全球（不含欧元区）贸易 2014-2016 年依次增长 3.9%、5.5%和 5.9%。

欧元区近期投资不稳和外需下降主要是受乌克兰地缘政治危机的拖累所致。乌克兰东部局势或战或停，局势难以明朗。此外，欧盟同乌克兰之间的经济和政治关系正快速加深：乌克兰总理亚采纽克 8 月 29 日称，乌克兰将启动加入北约计划；欧洲议会 9 月 16 日批准欧盟-乌克兰联系国协定，为乌克兰加入欧盟打开了通道。这将对俄罗斯的国家利益构成迫切的重大挑战。欧美宣布对俄罗斯启动第三、第四轮制裁措施（7 月 29 日、9 月 12 日），制裁范围继续扩大，针对俄罗斯个人的旅行禁令和资产冻结的名单也不断延长。作为回应，俄罗斯则禁止大部分从欧盟和美国进口的食品（8 月 7 日），并很可能出台新的反制措施。显然，乌克兰的局势短期内仍难以稳定，欧美-俄罗斯争端仍将持续。

制裁与反制裁一轮又一轮的对垒，引发经济系统很大不确定性，拖累当事国的经济增长。在面临不确定性时，因为改变投资决策的成本高昂，企业往往会削

减投资需求，并推迟项目建设，雇员计划也受到负面影响。家庭部门会降低耐用品消费，直到不确定性有所缓解。经验证据表明，不确定性每增加 1 个标准差，将导致产出增长放缓 0.4-1.25 个百分点。此外，不确定性下的复苏也比其他情况下的复苏更为脆弱<sup>1</sup>。

地缘政治争端对欧元区经济的影响尚未完全展现。比如，双向制裁对德国出口的负面影响仍在发酵。外部部门和制造业对德国经济增长和就业的重要性，超过西欧其他国家。俄罗斯经济的下滑，以及相关不确定性，势必拖累德国的投资计划。在德国对俄罗斯的出口中，机械（以专业石油设备和国防机械为代表）占 23%，汽车占 21%；在俄罗斯的德资企业约有 6 千家。按国际清算银行数据，今年第 1 季度，德国向俄罗斯银行部门贷款 174 亿美元，相当于德国 GDP 的 0.5%。德国商品的价格弹性也显著低于西欧其他国家。欧元走弱，不足以抵消关键出口市场需求的放缓。对俄制裁未来一年内仍将持续，势必同时拖累德国经济的外部需求和国内私人部门的信心。

此外，结构改革放缓，也是欧元区经济增长乏力的重要拖累因素。毋庸置疑的是，2008-2009 年的金融危机充分暴露了世界经济及各国国内经济的各种结构性问题。这些问题制约了总需求的持续增长，有待结构改革政策来破解。去年 11 月，欧央行在大幅降低主要政策利率 25 个基点的同时，担忧欧元区成员国在经济初步复苏后结构改革惰性可能萌发。随后的事态证实了这一担忧，多数成员国结构改革的动力明显衰退，拖累了欧元区经济复苏势头。今年 9 月 4 日，欧央行行长批评部分成员国利用相关规则的灵活性，未认真履行“稳定与增长公约”的要求，并再次呼吁成员国严肃对待结构改革。

当前的宽松货币政策有助于缓解欧元区通缩压力，并促进经济增长。在美联储和英格兰银行已经开始收缩资产负债表并将步入加息通道的背景下，欧央行的宽松货币政策将压低欧元汇率，缓解通货紧缩风险，并有利于增长。负利率政策迫使银行增加对实体经济的贷款，以减少负利率的损失。欧央行直接购买中小企业的 ABS 证券，相当于把资金直接注入实体经济，为企业信贷成本兜底。9 月 18 日，欧央行通过定向长期再融资操作（TLTRO）向银行提供 826 亿欧元长期

---

<sup>1</sup> Bloom, Nicholas; M. Ayhan Kose and Marco E. Terrones (2013), “Held Back by Uncertainty”, *IMF Finance and Development*, March 2013.

廉价资金，肯定会降低私人企业获取非房地产放信贷的资金成本。

增强当前欧元区经济增长动力的关键是结构改革。恰如欧央行行长的观点，缺乏增长本身就是一种成本，甚至是最大的成本：它会导致部分国家史无前例的高失业率，导致新就业员工的工资回到 1980 年代末期的水平。“稳定与增长公约”是维系该地区信心的关键。部分成员国在产品市场、劳动力市场和商业环境等重要方面，仍需采取决定性行动，以改善对前景尤其是经济前景的信心。全面一致地执行欧元区现有财政政策和宏观经济监管框架，将大大降低公共债务率、提高增长潜力和抵御外部冲击的能力。但是，部分成员国结构改革的政治支持力度不强，以及欧元区/欧盟效率不高的决策机制，将制约相关结构改革的实际进程。

综上所述，即使在现有宽松货币政策的支持下，在中近期内，欧元区经济增长势头仍极可能形成“新常态”：1%-1.5%。在 9 月的月报中，欧央行预计，欧元区 GDP 增速今年将为 0.9%（超过去年的-0.4%），明年为 1.6%。这显著低于 2008 年之前那一段“美好时光”。

其实，2008-2009 年金融危机之后，世界经济进入深度调整阶段，各国大众需要在理念和行动上适应“新常态”的逐步形成。人们既要乐于分享经济快速增长带来的好处，也要勇于承担经济放缓导致的阵痛，并积极寻求化解之道。

**声明：**本报告非成熟稿件，仅供内部讨论。报告版权为中国社会科学院世界经济与政治研究所世界经济预测与政策模拟实验室所有，未经许可，不得以任何形式翻版、复制、上网和刊登。