

财经评论 14021：2014 年 10 月 8 日

刘仕国

liusg6570@vip.sina.com

## 欧洲结构性改革现惰性

欧央行货币政策再放宽，直接原因是低通胀持续时间超过预期、增长乏力和地缘政治争端加剧；更令人担忧的是，除个别领域外，欧盟成员国经济改革力度明显弱于 2012 年。

10 月 2 日，欧央行发布新一轮宽松货币政策相关细节，这是对 9 月 4 日宣布的新一轮宽松货币政策的落实。此外，欧央行还于 9 月 4 日分别下调主要再融资利率、隔夜贷款、存款利率 10 个基点至 0.3%、0.05% 和 -0.2%。

在此次公布的细节中，其中最关键的是落实购买资产支持的证券（ABSPP）和圈定的债券（CBPP3）。ABS 须简单而透明，CB 为欧元标价，二者的资质按欧元体系的抵押框架来认定。其中，希腊和塞浦路斯的 ABS 和 CB 此前尚无资质作为货币政策操作的抵押品，其风险今后将专设规则来缓解。首期 ABSPP 将于今年冬季进行，首次 CBPP3 将于本月下半月进行，两个项目至少将持续两年。

“欧元区经济又出什么事了？”欧洲经济在经历难得的一段平静之后，又开始笼罩在阴云中。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、增长乏力和地缘政治争端加剧。

### 一、全球经济回暖，独缺欧元区

从数据上来看，欧元区陷入了低通胀和经济增长放缓的困境。今年 9 月，欧元区消费者调和价格指数（HICP）同比上涨 0.3%，连续 20 个月低于货币政策目标值 2%，连续 12 个月不超过 1%，近 7 个月中有 6 个月不超过 0.5%。今年第

二季度，欧元区 GDP 环比增速为 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。自 2013 年第二季度至今年第二季度的近五个季度，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，尤其令人担忧的是欧元区第二大经济体法国，和第三大经济体意大利。

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。

实际上，除了欧元区外，世界其他地区的经济正逐步好转。发达经济体货币政策依然高度宽松，有力地支持了全球金融稳定；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。多数新兴经济体正在反弹，虽然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，其他新兴经济体则正在调整自己，以适应美国货币政策的正常化。

此外，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，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%。

## 二、脆弱的不确定性复苏

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。7 月和 9 月，欧美分别宣布对俄罗斯启动第三、第四轮制裁措施，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，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-乌克兰-俄罗斯争端仍将持续。

制裁与反制裁一轮又一轮的对垒，引发经济系统很大的不确定性，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，雇员计划也受到冲击。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>。在复苏道路上，欧洲经济面临高失业、高债务和持久的低通胀等短期风险，以及技术进步放缓和人口老龄化等中长期风险。

地缘政治争端对欧元区经济的影响，迄今为止尚未完全展现。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远超过西欧其他国家，而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

---

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

德国经济的外部需求和国内私人部门的信心。

当前的宽松货币政策有助于缓解欧元区通缩压力，并将经济至少稳定在温和“档位”。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。

### 三、结构性改革放缓

即使在现有宽松货币政策的支持下，在中近期内，欧元区经济增长缓慢仍极可能形成“新常态”，预计将在 1%-1.5% 区间徘徊。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%，这明显低于 2008 年之前那一段“美好时光”。溯其源头，结构性改革放缓，也是导致欧元区经济增长乏力的重要原因。

经 2008-2009 年爆发的金融危机，欧盟成员国的各种结构性问题得到充分暴露。这些问题制约了总需求的持续增长，有待结构性改革政策来破解。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性改革惰性可能萌发。

随后的事态证实了这一担忧，除那些市场压力巨大的领域（比如银行部门）以及欧盟强力要求的领域外，欧盟成员国 2013 年的经济改革力度明显弱于 2012 年<sup>2</sup>。今年 9 月 4 日，欧央行行长再次推出宽松政策之际，再次批评部分成员国滥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性改革。

增强当前欧元区经济增长动力的关键是结构性改革。经济改革有助于创造就业机会，降低公共部门和私人部门债务水平，是提升长期增长的唯一道路。恰如欧

---

<sup>2</sup> Deroose, S. and Griesse, J. (2014), “Implementing economic reforms – are EU Member States responding to European Semester recommendations?”, European Commission *ECFIN Economic Brief*, Issue 37, Oct 2014.

央行行长的观点<sup>3</sup>，经济改革确实存在各种成本，但缺乏增长本身就是成本之一，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，甚至导致新就业员工的工资回到 1980 年代末期的水平。有鉴于此，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。

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。事实上，为应对经济危机，欧盟国家对市场结构推进的定向改革，并已初尝甜头。

按照《OECD 产品市场监管》，希腊、葡萄牙、意大利和西班牙通过改革，改善了监管环境（2008-2013 年）<sup>4</sup>。

——在西班牙，新公司登记的成本和复杂程度下降了。受此影响，过去四年西班牙零售部门新公司（雇员不超过 9 人）在公司总数中的占比从 9.4% 升至 11.7%。由于程序简化，该国破产案件的平均处理时长从 2.5 年降至 1 年，加快了银行不良债权的清理，推动公司重新上路。

——在葡萄牙，通过旅馆和餐饮业授权与许可程序的改革，2009 年-2013 年间新注册企业急剧增加了 1600 家。公共部门支付款项的时间长度缩短，其中公共保健管理机构支付账单的时滞在过去两年间从 196 天缩短至 126 天，使国内 4900 家公司起死回生。

——在希腊，政府为企业开办新业务采用电子登记并简化过程，允许开办债务受限但资本不设限的新型企业。这使该国在世界银行发布的 2012-2013 年度营商环境报告中的排名从 146 位升至第 36 位，为同期改善最大的国家。

此外，上述国家也改进了司法流程，缩短法庭诉讼时间。2010-2012 年，葡萄牙和西班牙的诉讼时间分别缩短 10.7% 和 8.1%。经验研究显示，诉讼时间每缩短 10%，新企业在市场企业总数中的占比会提高近 1 个百分点。显然，这有助

<sup>3</sup> Draghi, Mario (2014), “Introductory statement to the press conference (with Q&A)”, Frankfurt am Main, 4 September 2014.

<sup>4</sup> European Commission Directorate-General for Economic and Financial Affairs (2014), “Market Reforms at Work in Italy, Spain, Portugal and Greece”, *European Economy*, 5|2014.

于促进企业投资决策尤其是开办新业务。

推进数字经济，促进经济发展也是欧元区国家常用的手段之一。通过移动通讯频段的拍卖，葡萄牙和意大利移动电话使用成本分别降低 27.4%和 26.9%。而分配无线通信频段，改善电子技能、电子商务和固定带宽，将促进意大利、葡萄牙、西班牙和希腊长期 GDP 分别增长 1.5%、1%、0.9%和 0.6%。

降低新业务的行政管理成本，并使企业更易于出口。西班牙、葡萄牙和意大利的新公司占比分别提高 1、0.7 和 0.5 个百分点（从 2011 年开始）。在意大利和西班牙，因此诞生的新公司超过 2 万家。

随着时间的延长，以及改革范围的扩大，上述改革红利将进一步释放，包括改善企业的生产率，吸引外商直接投资和促进增长。按此，欧元区经济增长停滞是不大可能的。关键在于，结构性改革不可犹豫，更不能倒退。

**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。