



Working Paper No. 201502

Jan 26th, 2015

东艳

dongyan@cass.org.cn

欧洲经济：温和复苏*

内容摘要：2013年下半年以来，欧洲经济处于温和复苏期，低通货膨胀率、低增长率和高失业率并存。私人贷款低迷、财政负担等问题需要较长时间来消化。2014年欧元区经济增长将由负转正。预计欧元区将进一步实施更宽松的货币政策，而财政政策将由紧缩向中性政策转变，以外在美国经济稳定增长带动外部需求恢复等因素的推动下，预计2015年欧洲经济将逐渐好转。

关键词：欧洲经济 货币政策 经济前景

European Economy: Modest Recovery

Dong Yan

Abstract: Since the second half of 2013, economic conditions gradually improved in Europe. While the high unemployment rate, shrink of loans to private sector, and high public debt burden is still threatening EU's recovery. Europe, especially the euro zone's economic recovery is weak. The growth rate of Euro area will turn positive. In 2015, EU will continue to keep modest recovery

Key Words: European Economy; Sovereign Debt Crisis; Economic Outlook

* 东艳，经济学博士，中国社会科学院世界经济与政治研究所副研究员，主要研究领域为国际贸易。



2013年下半年以来,欧洲经济处于缓慢复苏期。2013年欧盟经济增长率由负转正,为0.1%,而欧元区经济依旧处于负增长状态,为-0.4%。2014年欧洲和欧元区经济低速增长,预计欧洲经济全年增长率为1.3%,而欧元区的增长率则为0.9%。我们在2013-2014年度黄皮书的报告中认为:“2014年,欧洲经济将逐渐调整,并恢复正增长,但经济复苏将较为缓慢”。欧洲经济复苏的总体趋势与我们的预期相符。预计2015年,欧洲经济将稳定复苏,欧洲经济增长率为1.7~1.9%,欧元区的增长率为1.4%~1.6%。

一 2013-2014年总体经济状况

1. 欧洲经济增长状况

2013年第二季度以来,欧洲经济总体上呈现出复苏态势。各国及欧盟的宏观经济政策逐渐显示出成效,商业和消费者信心增强,宏观经济中的不确定性逐渐降低,财政金融状况好转。但危机后的高失业率、信贷紧缩、财政负担等问题仍需要较长时间来消化,乌克兰危机所引发的欧盟与俄罗斯的制裁与反制裁将给欧洲经济带来影响将逐渐显现。2013年欧盟GDP增长率为0.1%,欧元区为-0.4%。欧洲经济的总体表现要明显好于欧元区。从季度数据看,欧洲经济从2013年第二季度开始出现正增长。从2013年第三季度至2014年第二季度,欧盟按年率计算的GDP环比增长率分别为0.3%、0.4%、0.3%和0.2%。欧元区经济在2013年第二季度开始,结束了自2011年第四季度以来连续六个季度的环比负增长,从2013年第三季度至2014年第二季度,欧元区按年率计算的GDP环比增长率分别为0.1%、0.3%、0.2%和0.0%。

2013年第三季度至2014年第二季度,欧洲各国经济形势继续呈现较易明显的差异(见表1)。

(1) 大部分陷入欧洲债务危机的国家走出衰退,进入经济复苏期

2013年,塞浦路斯、希腊、葡萄牙、西班牙、意大利、爱尔兰等陷入欧洲债务危机的国家经济增长率为负,而2014年,预计这些国家中,除塞浦路斯和意大利外,其他国家经济增长率将由负转正。

爱尔兰和葡萄牙的经济调整取得明显成效,欧盟和国际货币基金组织分别于2013年12月和2014年5月停止了对爱尔兰和葡萄牙的救助。

爱尔兰的经济调整措施成效明显,其经济复苏稳健,预计2014年爱尔兰增长率将达到2.5%。葡萄牙经济呈现复苏态势,2014年第一季度环比增长率为-0.5%,但实现了同比增长1.2%,第二季度环比增长率为0.3%。

西班牙2014年前二个季度GDP环比增长率分别为0.4%和0.6%,失业率有所减缓,但仍高于20%,青年失业率高于50%。公共债务占GDP之比仍处于高位。希腊的财政紧缩和各项改革措施取得成效,在2014年第二季度开始出现恢复性增长。希腊对欧洲央行的流动性依赖下降,财政情况良好,通货紧缩放缓,失业率下降。



只有意大利和塞浦路斯将继续处于负增长状态。意大利工业继续下滑，服务业零增长，公共支出仍疲软、通货膨胀率低，使其经济表现低于普遍的预期，2014年，意大利经济陷入衰退，前两个季度GDP环比增长率为-0.1%和-0.2%。塞浦路斯继续处于从2011年第二季度起的连续衰退状态，预计2014年GDP增长率为-4.2%左右，财政困境、银行业亏损依旧较为严重，制造业、建筑业、银行业、运输和其他服务业持续负增长。

(2) 欧元区其他国家经济多处于低速增长状态

德国2013年经济增长率为0.4%，2014年第一季度，GDP季度环比增速为0.8%，个人消费和政府支出的增加是促进德国经济增长的主要动力。但在2014年第二个季度，德国经济出现明显下滑，环比增速为-0.2%，地缘政治危机，全球经济低速增长所引致的需求不足等影响了德国经济增长的前景。马耳他、斯洛伐克、拉脱维亚等国经济增长速度较快。比利时、爱沙尼亚经济平稳增长。法国经济复苏步履艰难，2013年经济增长率为0.3%，而2014年前两个季度，GDP环比增长率均为零，工业生产下滑、居民消费增长缓慢，失业率创历史新高，低通货膨胀率、高财政赤字的局面将持续，经济增长前景暗淡。斯洛文尼亚、荷兰逐渐走出经济低谷，2014年第二季度GDP环比增长率由负转正，但复苏动力不足，不确定性较大。芬兰经济前景将持续恶化，2013年经济增长率为-1.4%，预计2014年经济继续增长率仍处于负值。

(3) 欧盟中非欧元区国家的经济表现继续领先于欧元区国家

英国经济增长强劲复苏，2013年经济增长率为1.8%，2014年前两个季度，GDP环比增长率均为0.8%。英国持续的低利率政策对经济增长发挥了刺激作用。英国的服务业增长强劲，但制造业增长则较为缓慢。立陶宛经济状况良好，经济增长速度较快，被获准将于2015年1月加入欧元区，其平均通胀率、政府财政赤字占国内生产总值的比重、公共债务占GDP比重等均远低于欧元区所需要的参考值。匈牙利、波兰和保加利亚经济平稳增长。但是，捷克共和国的复苏不稳定，瑞典和罗马尼亚的经济增速放缓。只有克罗地亚经济仍处于衰退中，在克罗地亚自2013年7月加入欧盟后的这一年间，经济无明显起色。

(4) 非欧盟国家经济增长表现不一，但基本处于正增长状态。

冰岛、土耳其在2014年的经济增长率将达到3%，挪威经济稳步增长，大陆经济（非油气部门）的增长较快。瑞士的经济增长低于预期，在2014年第一季度GDP环比增长率为0.5%，而在第二季度则为零，工业、大宗商品贸易和金融服务等国民经济的主要部门表现不佳。塞尔维亚经济增长缓慢，预计2014年经济增长率为1%，较高的失业率，财政赤字率及通货膨胀率等于影响塞尔维亚的经济健康发展。



表1 欧洲国家 GDP 环比增长速度

单位：%

	2012年		2013年				2014年	
	第3季度	第4季度	第1季度	第2季度	第3季度	第4季度	第1季度	第2季度
比利时	0.0	-0.1	0.0	0.2	0.3	0.3	0.4	0.1
德国	0.2	-0.5	0.0	0.7	0.3	0.4	0.8	-0.2
爱沙尼亚	0.6	0.9	1.5	-1.4	0.9	0.6	0.3	1.0
爱尔兰	0.4	2.8	-3.5	0.7	1.8	-0.1	2.7	:
希腊*	4.2	-7.6	-9.0	9.4	5.2	-6.8	-7.9	10.3
西班牙	-0.4	-0.8	-0.3	-0.1	0.1	0.2	0.4	0.6
法国	0.3	-0.3	0.0	0.7	-0.1	0.2	0.0	0.0
意大利	-0.4	-0.9	-0.6	-0.3	-0.1	0.1	-0.1	-0.2
塞浦路斯	-1.1	-1.5	-1.7	-1.8	-0.9	-0.7	-0.6	-0.3
拉脱维亚	1.5	1.1	1.9	-0.1	1.1	0.7	0.6	1.0:
卢森堡	-0.3	0.8	0.0	1.5	0.5	1.0	0.8	:
马耳他	0.7	0.7	0.1	2.4	-0.5	0.8	1.1	1.3
荷兰	-1.0	-0.7	-0.2	0.0	0.1	1.0	-1.4	:
奥地利	0.0	0.0	0.0	0.0	0.3	0.4	0.1	0.2
葡萄牙	-1.0	-1.6	0.1	0.4	0.1	0.9	-0.5	0.3
斯洛文尼亚	-0.5	-1.5	0.1	0.2	0.4	1.2	-0.3	:
斯洛伐克	0.2	-0.1	0.1	0.4	0.5	0.6	0.7	0.6
芬兰	-0.4	-0.8	-0.1	0.0	0.0	-0.2	-0.4	:
欧元区 (18国)	-0.2	-0.5	-0.2	0.3	0.1	0.3	0.2	0.0
保加利亚	-0.1	0.0	0.3	0.1	0.5	0.3	0.3	0.5
捷克共和国	-0.3	-0.6	-1.0	0.2	0.4	1.5	0.8	0.0
丹麦	0.2	-0.3	0.0	1.0	0.0	-0.3	0.6	-0.3
克罗地亚	-0.3	-0.1	0.0	-0.2	-0.1	-0.3	0.0	:
立陶宛	2.0	0.2	1.0	0.8	0.4	1.2	0.7	0.8
匈牙利	-0.2	-0.4	0.7	0.4	1.1	0.7	1.1	0.8
波兰	0.2	0.2	0.1	0.8	0.8	0.7	1.1	0.6
罗马尼亚	-1.0	0.4	1.1	1.2	1.5	1.1	-0.2	-1.0
瑞典	0.7	-0.8	1.0	0.1	0.3	1.6	-0.1	0.2
英国	0.8	-0.2	0.5	0.7	0.8	0.7	0.8	0.8
欧盟 (28国)	0.0	-0.5	0.0	0.4	0.3	0.4	0.3	0.2
冰岛	4.0	0.2	5.1	-6.7	5.8	0.3	-0.7	:
挪威	-1.1	0.6	-0.3	0.9	0.8	-0.2	0.2	0.9
瑞士	0.7	0.4	0.6	0.6	0.5	0.1	0.5	0.0
塞尔维亚	-0.9	-0.1	2.1	0.1	1.4	:	:	:
土耳其	0.2	0.3	1.9	1.7	0.3	0.9	1.8	-0.5

注：按年率计算的环比季度数据，经过季节调整。

*希腊的数据为未经季节调整的GDP季度环比数据。

资料来源：Eurostat, OECD.StatExtracts.



2. 欧元区经济增长因素分解

欧元区 GDP 总额占欧盟 GDP 总额的 73.48% (2013 年数据), 欧元区的经济复苏状况及其经济走势对整个欧洲经济表现起主导作用。下面我们将重点对欧元区经济增长因素进行分解。

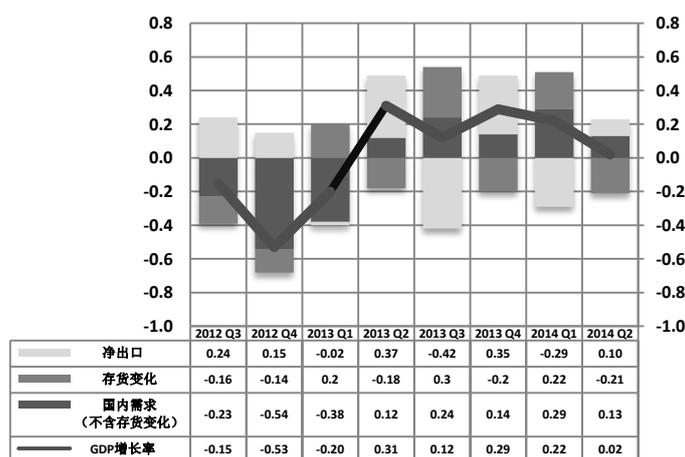


图 1：欧元区总需求各部分对 GDP 的贡献度（百分点）

注：按年率计算的环比季度数据，经过季节调整。

资料来源：根据 Eurostat、ECB Statistical Data Warehouse 相关数据绘制。

随着欧洲债务危机影响的减弱，国内需求对经济增长的贡献增强。从支出构成上看，居民消费占欧元区 GDP 总额的比重为 57.24% (2013 年数据)，居民消费的变动是影响欧元区经济走势重要因素。环比指标显示，自 2013 年第二季度以来，居民消费支出结束下降趋势，开始增长，从 2013 年第二季度至 2014 年第二季度，环比增长率分别为 0.2%，0.2%，0.1%，0.2% 和 0.3%，对季度经济增长的贡献度持续增加。实际可支配收入的增加，劳动力就业状况的好转，财政压力的减缓，低通货膨胀率及油价下降等因素，促使欧元区居民消费逐渐提高。

政府消费占欧元区 GDP 总额的比重为 21.55% (2013 年数据)。随着财政紧缩政策的退出，欧元区国家政府消费逐步对 GDP 增长的产生贡献。欧元区政府消费支出增长率存在波动性，2013 年第三季度增长率为 0.3%，而第四季度下降为-0.3%，2014 年第一季度增长率增加为 0.7%，第二季度为 0.2%。其中，占政府消费支出一半的政府雇员工薪支出缓慢增长，社会转移支付支出平稳，政府购买支出的波动性较大。

资本形成占欧元区 GDP 总额的比重为 17.76% (2013 年数据)。欧元区的固定资本形成总额环比变动率呈现波动状态，从 2013 年第三季度至 2014 年第二季度，固定资本形成总额的环比变动率分别为 2.2%、-0.2%、1.4% 和 -1.5%。随着需求增强，企业利润水平提高，居民收入好转，以及融资条件的改善，预计欧元区投资需求将逐渐增强。

欧洲债务危机后，欧元区的对外贸易曾经在促进欧元区经济复苏中发挥了重要作用，而 2013 年以来，受外部需求波动影响，欧元区净出口对经济增长的贡献波动较大。从 2013 年第三季度至 2014 年第二季度，净出口对经济增长的贡献分别为-0.42，0.35，-0.29 和 0.10 个百分点。欧元区进口稳步增长，而出口则增



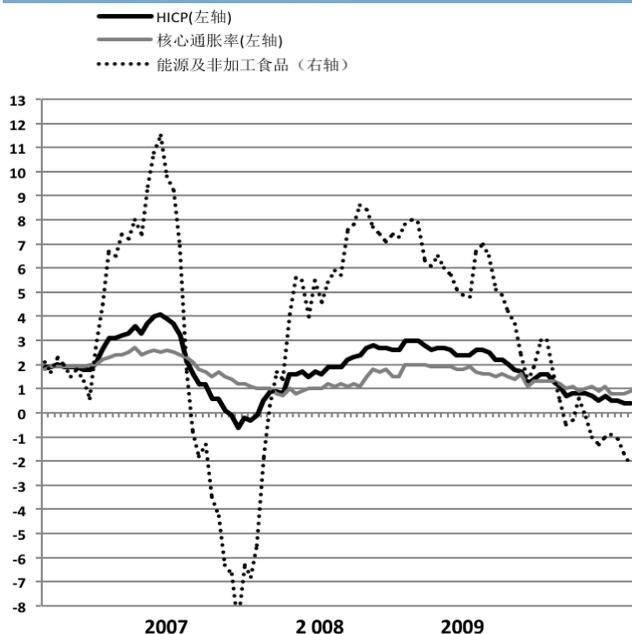
长较慢。

从增加值角度分析，欧元区各部门的经济表现各异。工业部门（不包括建筑业）增加值在 2013 年第三季度至 2014 年第二季度环比增长率分别为 0.1%，0.7%，-0.3%，0.2%。预计 2014 年工业部门的增长较为平缓。欧元区建筑业在 2014 年第二季度出现明显下滑，季度环比增长率为-1.8%。欧元区的服务业逐步回升，其中贸易服务、运输业、餐饮业等部门增长较快，教育、公共管理、医疗、社会服务等公共行业实现稳步增长。

3. 物价水平分析

欧洲通货膨胀率继续保持了自 2011 年第三季度以来的下降趋势，欧洲和欧元区 2013 年 HICP 通货膨胀率分别为 1.51% 和 1.33%。2014 年欧洲的物价水平进一步下降，欧洲和欧元区前 8 个月 HICP 通货膨胀率平均值分别为 0.68% 和 0.56%，能源及非加工食品价格下降幅度较大，欧洲和欧元区前 8 个月平均值分别为-0.98% 和-1.18%，带动 HICP 的下降。剔除能源和非加工食品的核心通货膨胀率的波动幅度较小，欧洲和欧元区前 8 个月平均值分别为 1.05% 和 0.93%。2014 年 9 月，欧元区 HICP 通货膨胀率同比增长率进一步下降为 0.3%，这是 2009 年 10 月以来的最低值。

欧洲的低通货膨胀率是报告期内欧洲宏观经济形式的显著特点，欧洲的反通货膨胀（Disinflation）是否会转化为通货紧缩（Deflation），是当前欧洲经济中人们关注的热点问题。从消费价格的分解看，低通货膨胀率主要是由能源价格下降及食品价格下降所带动。在能源中，天然气价格跌幅较大，这主要源于经济低迷所引起的需求不足，以及暖冬引发的需求下降的影响，食品价格波动源于需求下降。总体看欧洲物价水平下降的主要原因包括：全球大宗商品价格的下降、总需求低迷、欧元升值、劳动力市场的低迷。欧洲低通货膨胀率将提高私人 and 公共债务的实际价值，实际利率提高，不利于经济复苏。从需求和失业率等数据综合来看，欧洲正在面临低通货膨胀率、需求下降、失业率高的恶性循环中。为了应对低通货膨胀率和低增长率的局面，欧洲央行在 2014 年采取了降息等宽松货币政策工具进行调节，但这些政策的效果尚不明显，欧洲央行实行量化宽松政策的压力增大。预计随着需求的逐步回暖，及宽松政策的推进，欧洲的通货膨胀率在 2015 年将逐渐提高。



注：数据为年变动率，月度数据，期限为2007年1月至2014年8月。
 资料来源：根据Eurostat相关数据绘制。

图2：欧洲消费价格指数及其主要组成部分

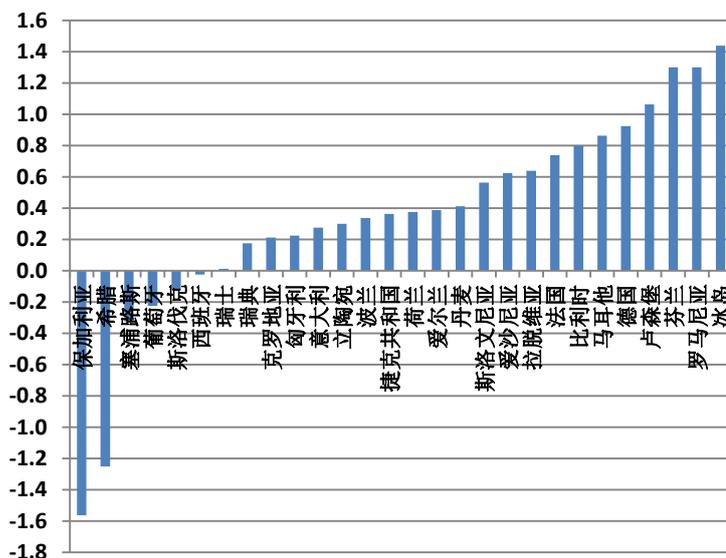


图3：欧洲主要国家消费价格指数（2014年前8个月平均值）

注：数据为年变动率，月度数据，期限为2014年1月至2014年8月。
 资料来源：根据Eurostat相关数据绘制。



欧洲各国的通货膨胀率表现存在差异。在 2014 年前 8 个月，希腊、塞浦路斯、葡萄牙、西班牙等陷入欧债危机的国家仍处于通货紧缩状态。欧元区主要国家，德国、法国、意大利的通货膨胀率分别为 0.93%，0.74% 和 0.28%。英国的通货膨胀率处于五年来的低点，2014 年前 8 个月平均值为 1.69%，食品和非酒精饮料的价格下降影响较大。与其他国家不同，土耳其的通货膨胀率大幅度提高到 8.94%，造成这一现象的原因包括里拉汇率波动、商品税率提高等。

4. 就业状况分析

欧洲国家的失业率有所改善，但整体仍处于较高水平，从月度数据来看，欧盟和欧元区的失业率分别从 2013 年 9 月的 10.8% 和 12.0% 下降到 2014 年 8 月的 10.1% 和 11.5%。25 岁以下的青年失业率约为整体失业率的两位。希腊和西班牙这两个失业问题最为严重的国家在 2014 年的失业率有所下降，分别从 2013 年 9 月的 28.0% 和 26.1% 下降到 2014 年 8 月的 26.4% 和 24.5%，两国的青年失业率均超过 50%。就业形势的低迷降低了居民可支配收入，影响了居民消费，同时也加重了社会福利负担和财政补贴压力，影响了社会的稳定性。高失业率与低通货膨胀率并行，使欧洲经济前景不容乐观。随着经济的逐渐复苏，预计欧洲国家的失业率将缓慢改善。

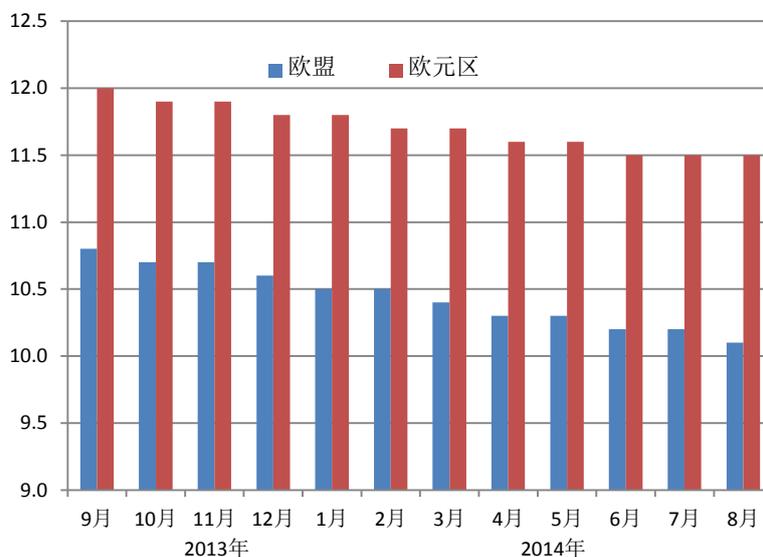


图 4：欧盟和欧元区失业率 (%)

资料来源：Eurostats



二 货币与金融状况

1. 欧洲中央银行继续实施适应性的宽松货币政策

在欧洲经济复苏缓慢、通货膨胀率处于较低的水平，失业率仍居高不下，以及美国和日本等其他主要经济体继续实施适应性的宽松货币政策等因素影响下，欧洲中央银行在 2014 年继续实施了适应性的宽松货币政策。这些政策包括进一步下调利率，开启新的定向长期再融资操作(TLTRO)等。

2013 年第三季度以来，欧洲中央银行继续采取降息政策，于 2013 年 11 月、2014 年 6 月及 2014 年 9 月三次下调了利率水平，主导利率分别下调 25、10 和 10 个基点，隔夜贷款利率分别下调 25、35 和 10 个基点，隔夜存款利率分别下调了 0、10 和 10 个基点。经过三次下调后，主导利率、隔夜贷款利率和隔夜存款利率水平分别为 0.05%，0.30%和-0.20%。欧元区这三次利率调整的特点在于：首次出现负利率；三种利率水平的下调幅度不再同步；

欧元隔夜平均利率指数(EONIA)和其他短期市场利率略低于欧元区主导利率，但差距缩小。

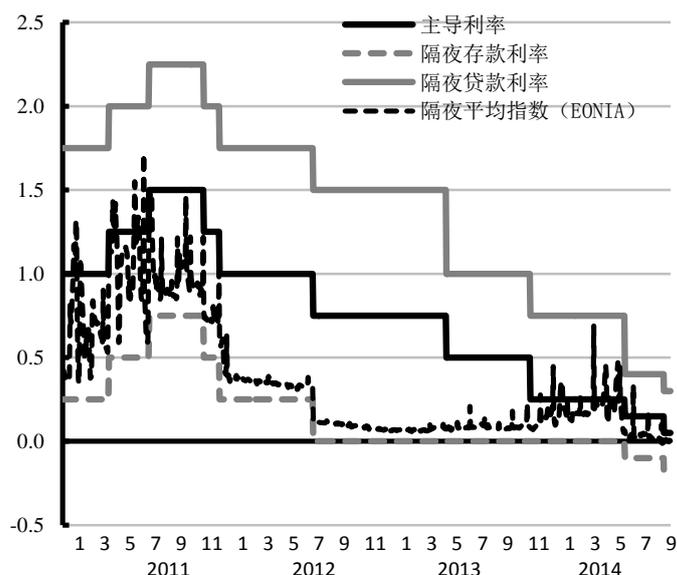


图 5：欧元区央行利率及隔夜平均指数

资料来源：根据 ECB 及 Euribor-EBF 数据绘制

2. 货币供给量增加，对私人部门贷款依旧处于萎缩状态

欧元区货币供应量 (M3) 持续增加。M3 增长率经历了较长时间的下滑后，于 2014 年 5 月以来开始出现缓慢增加趋势，货币供给量的增加，有助于经济复苏。从具体项目看，流动性较高的 M1 的增长率较快，特别是流通中的货币增速在 2014 年明显加快，隔夜存款的年增长率略有下降，但仍保持较快的增长率。M3 中非流动性高的资产的需求下降，两年期以下定期存款以及可交易的供给呈现下降趋势。货币供给量各组成部分的增长速度差异，反映了在低利率条件下人们更偏好持有流动性高的资产。



欧元区货币供给量在增长，但对私人部门的贷款下滑的趋势在 2014 年并没有扭转。从 2013 年第三季度至 2014 年第二季度，欧元区对私人部门贷款同比增长率分别为-1.9%、-2.2%、-2.3%和-1.9%，说明货币政策的传导机制仍然不畅通。欧洲央行宽松的货币政策没有在中得到应有的反映。私人部门贷款的下降影响了私人部门投资的恢复以及经济复苏的前景。2014 年 9 月 18 日，欧洲中央银行启动定向长期再融资操作（Targeted-LTRO），为欧洲银行业提供长达四年期的低利率贷款，希望以此政策来刺激银行业向私人部门的贷款，以刺激欧元区的经济复苏。

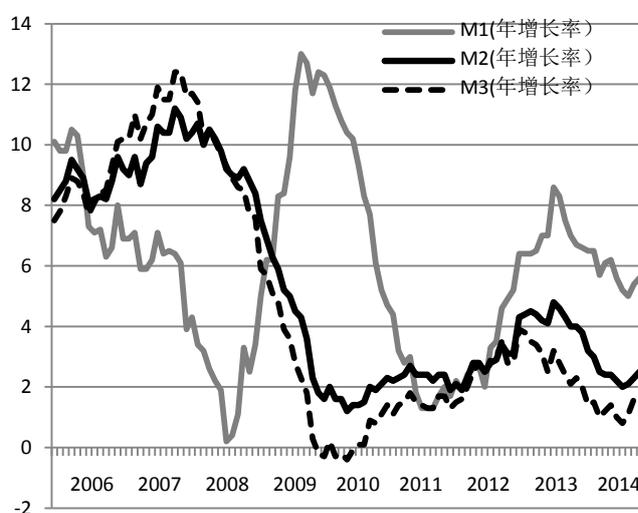


图 6：欧元区货币供给的同比增长率（%）

资料来源：根据 Eurostatr 的月度数据绘制，经工作日和季节调整后的数据。



表 2：欧元区的货币供给

	占 M3 比重*	2013		2014			
		Q3	Q4	Q1	Q2	6月	7月
M1	55.9	6.9	6.4	6.0	5.2	5.4	5.6
流通中的货币	9.3	2.6	4.1	6.0	5.6	5.5	5.6
隔夜存款	46.5	7.8	6.9	6.0	5.2	5.3	5.6
M2-M1 (其他短期存款)	38.0	0.3	-1.2	-2.4	-2.1	-1.8	-1.8
两年期以下定期存款	16.7	-5.0	-6.3	-6.8	-5.4	-4.5	-4.2
3个月期可赎回通知存款	21.3	5.0	3.3	1.4	0.7	0.5	0.2
M2	93.9	4.0	3.1	2.4	2.1	2.3	2.5
M3-M2 (可交易有价证券)	6.1	-17.2	-17.1	-13.1	-12.5	-8.8	-6.8
M3	100.0	2.2	1.5	1.2	1.1	1.6	1.8
对欧元区的信贷		-0.5	-1.2	-1.9	-2.2	-2.3	-1.9
对政府部门信贷		2.0	0.1	-0.2	-1.3	-2.6	-1.8
对私人部门信贷		-1.9	-2.2	-2.3	-1.9	-1.8	-1.6
长期金融负债		-4.2	-3.6	-3.4	-3.4	-3.6	-3.4
(不包括资本和储备)							

注：(1) 表中季度数据为平均值，经过季度调整。(2) *为 2014 年 7 月底数据。

资料来源：ECB Monthly Bulletin, September 2014.

3. 欧洲银行业受到的监管日益严格

欧洲金融行业“单一监管机制”(single supervisory mechanism-SSM)的建设取得实质性进展，在 2012 年 10 月中旬的欧盟峰会上，欧元区就银行业单一监管机制达成一致，该机制确定将赋予欧洲央行监管欧元区所有银行的权力。经过两年的发展，到 2014 年 11 月，SSM 将正式承担欧元区银行业的监管职责。2013 年 4 月，欧洲中央银行发布了“单一监管机制”的监管框架，明确了 SSM 的主要规则，确定联合监管小组的组成及动作方式。基本确定了监管模型。“单一监管机制”是基于欧洲视角的监管机制，除欧元区国家自动加入 SSM 外，欧盟国家可以选择是否加入。在监管内容上，单一监管机制规定欧洲中央银行的监管政策应促进“欧盟以及欧盟成员国内部的金融体系的稳定”。2014 年欧洲中央银行启动了银行业资产质量审查(AQR-Asset Quality Review)以及压力测试，分析欧洲银行业存在的问题，测试银行业在面临经济冲击时的承受能力，为 11 月份正式接管银行业监管权做准备。

“单一监管机制”的建设，标志欧盟银行业监管模式正在从“母国控制原则(home country control principle)”到“审慎监管原则(prudential supervision)”转变。“单一监管机制”将金融监管由国家层面提升到欧洲层面，扩大了欧洲中央银行在监管中的中心地位及管辖范围，但欧洲中央银行的货币政策制定和金融监管将相互独立。该机制的三个主要目标是：确保欧洲银行体系的安全性和稳健性、增加金融一体化和稳定性以及实施持续的监管。SSM 致力于减少信贷市场的分割、监管方式不统一，风险处置机制执行不利，以及货币政策的传导机制不畅等问题。同时，解决欧洲各国融资利率的分化，边缘国家的家庭和企业贷款利息更高，资产质量恶化问题，缓解边缘国家的中小企业融资困难问题。2014 年欧元区银行业的资产质量审查和压力测试揭示了欧元区银行业存在的问题，有助于提升各界对欧元区银行体系的信心，缓解市场对欧元区银行的担忧，有助于跨境资本流动，为欧元区银行联盟的



构建打下了基础。

4. 欧元区股市先升后降，债券收益率在 2014 年持续下降

全球主要经济体股票价格走势反映了各经济体宏观经济形势。2013 年 10 月至 2014 年 8 月，道琼斯 EURO STOXX 价格指数、日经 225 指数和美国标准普尔 500 指数的涨幅分别为 15.86%、52.58% 和 83.72%。其中欧元区股市在 2013 年下半年至 2014 年 5 月处于上行的通道，此后出现下滑。地缘政治紧张、低通货膨胀率和经济增长率等数据传递出经济复苏乏力的信号等因素影响了欧洲股市的表现。

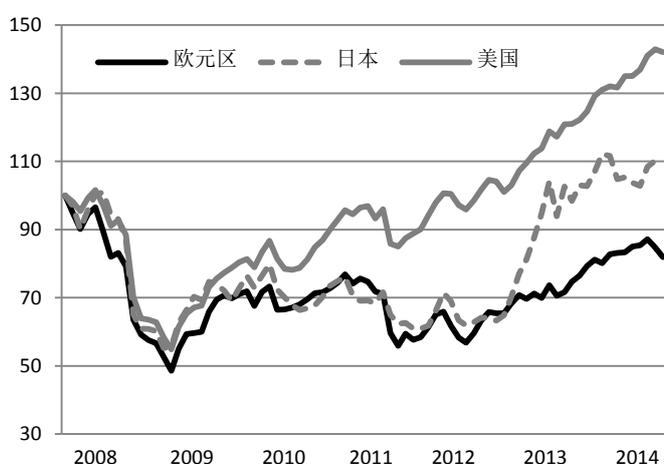


图 7：欧元区、美国和日本的股票价格指数

注：月度数据，数据期限为 2008 年 1 月至 2014 年 8 月，2008 年 1 月=100
欧元区数据为道琼斯 EURO STOXX 价格指数，美国数据为标准普尔 500 指数，日本数据为日经 225 指数
资料来源：根据 ECB 相关数据绘制。

欧元区 AAA 级政府债券收益在 2013 年至 2014 年也经历了上升后再下降的过程。2014 年，政府债券收益率从年初的 3.0% 一直下降，至 8 月份为 2.0%。政府债券的收益率受欧元区经济形势、利率水平以及美国的国债购买和收益率等因素的影响。在经济的复苏进程较慢、欧洲中央银行的三次降息决定以及市场上对欧洲中央银行购买资产的预期等因素影响下，欧元区政府债券的收益率下降。



图 7：欧元区 AAA 级政府长期债券收益

资料来源：根据 ECB 相关数据绘制



三 财政状况

1、财政赤字率继续下降而政府债务负担率仍处于高位

财政巩固措施的实施使欧盟和欧元区的财政状况得以改善，财政赤字率保持了自 2010 年中期以来的下降趋势（见图 8）。2013 年欧盟的财政赤字率为 3.3%，欧元区为 3.0%，分别比上一年下降了 0.6 和 0.7 个百分点。其中欧盟和欧元区的财政收入占 GDP 的比重上升，财政支出占 GDP 的比重下降。从欧盟总体看，其财政赤字的变动中，财政收入和财政支出的贡献相当，2013 年欧盟财政收入比上一年增加 0.3 个百分点，财政支出下降了 0.3 个百分点。欧元区的情况与欧盟略有不同，欧元区财政赤字的变动主要源于财政收入的增加，2013 年欧元区财政收入占 GDP 的比重为 46.8%，比上一年提高了 0.6 个百分点，财政支出占 GDP 的比重为 49.8%，比上一年下降了 0.1 个百分点。预计欧盟和欧元区的财政赤字在 2014 年后将进一步下降至 2% 以下。尽管欧盟和欧元区的财政赤字水平呈现下降趋势，但从具体国家看，在欧盟国家中，2013 年有 10 个国家的财政赤字率位于 3% 的警界线之上，其中斯洛文尼亚、希腊两国财政赤字率增加源于银行业的资本重组，2013 年分别为 14.7% 和 12.7%。

欧盟和欧元区政府债务余额占 GDP 的比重继续增加，并处于较高的水平（见图 8）。欧盟和欧元区国债余额占 GDP 的比重由 2012 年的 82.5% 和 87.1% 分别攀升至 2013 年的 90.7% 和 92.6%。利息增长是影响政府债务余额的主要因素。有 14 个国家的债务负担率位于 60% 的警界线水平之上。希腊、意大利、葡萄牙、爱尔兰、塞浦路斯、比利时的债务负担率和赤字率均处于较高的水平。

欧元区的主要国家法国和意大利的财政状况一般。法国的财政赤字率 2013 年为 4.3%，2014 年前两个季度，法国经济增长停滞、通货膨胀处于低位，财政收入下降，预计 2014 年财政赤字率将上升。意大利的财政赤字在 2012 年和 2013 年已经保持在 3% 的水平，但政府债务余额占 GDP 的比重仍高达 130%，2014 年前两个季度，意大利的经济增长出现环比负增长，通货膨胀处于低位，意大利政府债务呈现明显上涨的趋势，公共管理需求和流通性需求的增加是主要推动因素。德国 2013 年实现了财政收支平衡，2014 年上半年财政实现盈余，预计政府债务占 GDP 的比重逐渐下降。德、法、意三国的财政状况和经济形势的差异，使三国在欧盟财政政策问题上产生分歧。

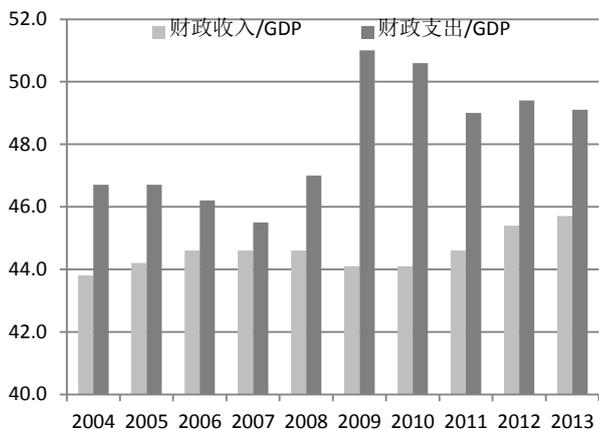


图 8： 2004-2013 年欧盟财政收支情况 (%)

资料来源：根据 Eurostat 相关数据绘制。

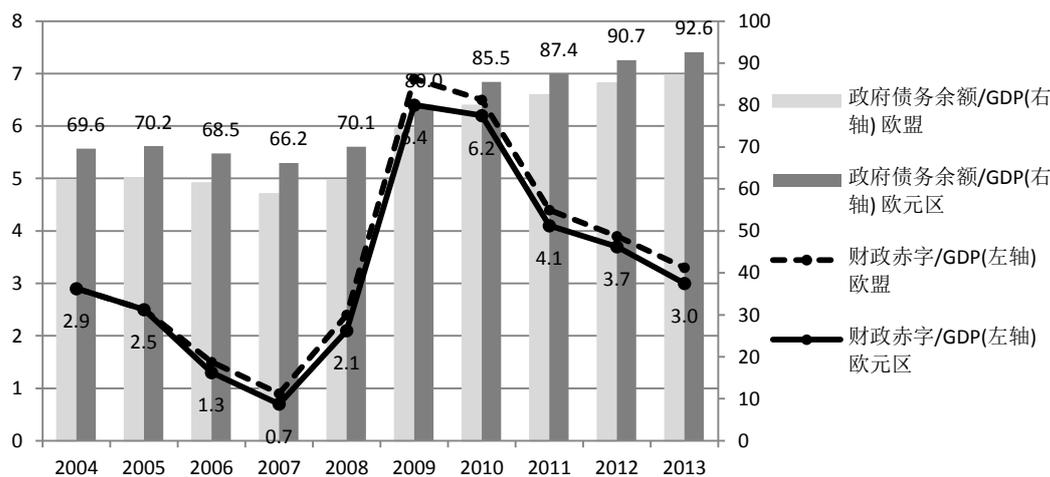


图 9： 2004-2013 年欧盟及欧元区财政赤字与政府债务余额情况 (%)

资料来源：根据 Eurostat 相关数据绘制。



	财政赤字/GDP							债务余额/GDP					
	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2008	2009	2010	2011	2012	2013
欧盟	-0.9	-2.4	-6.9	-6.5	-4.4	-3.9	-3.3	62.0	74.4	79.9	82.4	85.2	87.1
欧元区	-0.7	-2.1	-6.4	-6.2	-4.1	-3.7	-3.0	70.1	80.0	85.5	87.4	90.7	92.6
斯洛文尼亚	0.0	-1.9	-6.3	-5.9	-6.4	-4.0	-14.7	22.0	35.2	38.7	47.1	54.4	71.7
希腊	-6.5	-9.8	-15.7	-10.9	-9.6	-8.9	-12.7	112.9	129.7	148.3	170.3	157.2	175.1
爱尔兰	0.2	-7.4	-13.7	-30.6	-13.1	-8.2	-7.2	44.2	64.4	91.2	104.1	117.4	123.7
西班牙	2.0	-4.5	-11.1	-9.6	-9.6	-10.6	-7.1	40.2	54.0	61.7	70.5	86.0	93.9
英国	-2.8	-5.0	-11.4	-10.0	-7.6	-6.1	-5.8	51.9	67.1	78.4	84.3	89.1	90.6
塞浦路斯	3.5	0.9	-6.1	-5.3	-6.3	-6.4	-5.4	48.9	58.5	61.3	71.5	86.6	111.7
克罗地亚	-1.9	-1.9	-5.4	-6.4	-7.8	-5.0	-4.9	30.0	36.6	45.0	52.0	55.9	67.1
葡萄牙	-3.1	-3.6	-10.2	-9.8	-4.3	-6.4	-4.9	71.7	83.7	94.0	108.2	124.1	129.0
法国	-2.7	-3.3	-7.5	-7.0	-5.2	-4.9	-4.3	68.2	79.2	82.7	86.2	90.6	93.5
波兰	-1.9	-3.7	-7.5	-7.8	-5.1	-3.9	-4.3	47.1	50.9	54.9	56.2	55.6	57.0
意大利	-1.6	-2.7	-5.5	-4.5	-3.7	-3.0	-3.0	106.1	116.4	119.3	120.7	127.0	132.6
马耳他	-2.3	-4.6	-3.7	-3.5	-2.7	-3.3	-2.8	60.9	66.5	66.0	68.8	70.8	73.0
斯洛伐克	-1.8	-2.1	-8.0	-7.5	-4.8	-4.5	-2.8	27.9	35.6	41.0	43.6	52.7	55.4
比利时	-0.1	-1.0	-5.6	-3.8	-3.8	-4.1	-2.6	89.2	96.6	96.6	99.2	101.1	101.5
荷兰	0.2	0.5	-5.6	-5.1	-4.3	-4.1	-2.5	58.5	60.8	63.4	65.7	71.3	73.5
罗马尼亚	-2.9	-5.7	-9.0	-6.8	-5.5	-3.0	-2.3	13.4	23.6	30.5	34.7	38.0	38.4
立陶宛	-1.0	-3.3	-9.4	-7.2	-5.5	-3.2	-2.2	15.5	29.3	37.8	38.3	40.5	39.4
匈牙利	-5.1	-3.7	-4.6	-4.3	4.3	-2.1	-2.2	73.0	79.8	82.2	82.1	79.8	79.2
芬兰	5.3	4.4	-2.5	-2.5	-0.7	-1.8	-2.1	33.9	43.5	48.8	49.3	53.6	57.0
保加利亚	1.2	1.7	-4.3	-3.1	-2.0	-0.8	-1.5	13.7	14.6	16.2	16.3	18.4	18.9
捷克共和国	-0.7	-2.2	-5.8	-4.7	-3.2	-4.2	-1.5	28.7	34.6	38.4	41.4	46.2	46.0
奥地利	-0.9	-0.9	-4.1	-4.5	-2.5	-2.6	-1.5	63.8	69.2	72.5	73.1	74.4	74.5
瑞典	3.6	2.2	-0.7	0.3	0.2	-0.6	-1.1	38.8	42.6	39.4	38.6	38.3	40.6
拉脱维亚	-0.7	-4.4	-9.2	-8.2	-3.5	-1.3	-1.0	19.8	36.9	44.5	42.0	40.8	38.1
丹麦	4.8	3.2	-2.7	-2.5	-1.9	-3.8	-0.8	33.4	40.7	42.8	46.4	45.4	44.5
爱沙尼亚	2.4	-3.0	-2.0	0.2	1.1	-0.2	-0.2	4.5	7.1	6.7	6.1	9.8	10.0
德国	0.2	-0.1	-3.1	-4.2	-0.8	0.1	0.0	66.8	74.6	82.5	80.0	81.0	78.4
卢森堡	3.7	3.2	-0.7	-0.8	0.2	0.0	0.1	14.4	15.5	19.5	18.7	21.7	23.1
挪威	17.5	18.8	10.5	11.1	13.6	13.9	11.1	48.2	42.8	42.5	27.8	29.1	29.5

表3 欧洲国家财政状况

资料来源：根据Eurostat相关数据整理

2、财政政策转向兼顾刺激经济增长和巩固财政纪律双重目标

尽管欧洲的财政不平衡、政府债务占GDP比重持续增加等问题依旧突出，但面对欧洲的经济复苏缓慢，高失业率、低通货膨胀率的形势，德国所坚持的通过财政紧缩、严格的财政纪律来完善经济，促进经济增长的观点日益受到挑战。越来越多的呼声要求欧洲发挥财政政策对经济增长的刺激作用，这些呼声来自于欧洲内部和外部，即包括美国等外部国家，也包括欧元区的法国和意大利等主要国家，以及仍处于经济紧缩的希腊等国，还有来自于欧洲央行呼声。美国等国家认为欧洲经济的低迷影响了全球经济的增长，要求德国放松对欧元区的财政紧缩，同时要求德国自身通过增加支出和减税来刺激本国经济。欧洲央行数次降息等货币政策所发挥的效果不明显，欧洲央行主席德拉基 (Mario Draghi) 建议通过减税等方式，财政政策与货币政策配合来刺激经济复苏¹。欧元区的主要国家，特别是法国和意大利由于自身经济低迷，希望财政在刺激经济中发挥作用。一些国家在2014年提出了减税计划。2014年3月，意大利总理马泰奥·伦齐宣布一揽子减税计划，从2014年5月起针对中低收入者减免征收个人所得税。2014年8月，奥朗德提出在2015年法国将开始实施对低收入家庭和中产阶层的减税政策。希腊总理萨马拉斯在2014年9月6日

¹<http://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2014/html/sp140822.en.html>



提出降低燃油税等一系列减税措施。在经历了四年的财政紧缩后，希腊希望通过以减轻普通民众和企业负担以重振经济。

欧洲各国下一阶段的财政政策需要兼顾刺激经济增长和巩固财政纪律双重目标。维持宏观经济稳定是财政政策的短期政策目标，而促进财政可持续发展，将债务负担率控制在合理的水平，是财政政策的长期政策目标，协调两个目标是欧洲各国政策面临的难点。可以考虑的财政政策包括：在财政支出结构调整中，减少政府公共支出部分，而增加生产性支出，提高公共服务的效率；在财政收入中，减税循序渐进；发挥财政政策的自动稳定器作用；财政政策应与结构改革结合，增加经济增长的潜力，推动财政的可持续发展；财政政策与货币政策配合，共同推动就业，促进增长。



四汇率、贸易与国际收支

1. 国际收支情况

2013年，欧盟28国的经常项目顺差为1425.7亿欧元，占GDP的比重为1.2%。其中货物贸易、服务贸易和收入余额为正，占GDP的比重分别为0.2%、1.3%和0.3%，经常转移为负。在欧盟28国中，有18个成员国在2013年出现经常项目顺差，另外10个成员国为经常项目逆差，英国和塞浦路斯经常项目逆差占GDP比重分别为-4.4%和-1.9%，这一比重比2012年有明显的下降。2013年，荷兰、德国和丹麦的经常项目顺差较大，占GDP的比重分别为10.4%、7.5和7.3%。

从2013年第四季度以来，欧盟和欧元区的经常项目顺差整体出现下滑趋势，欧盟的下降趋势明显。2014年前两个季度，欧盟经常项目顺差分别为252.2亿欧元和119.8亿欧元，占GDP的比重为0.76%和0.36%。从具体项目来看，货物贸易余额变动是带动了欧盟经常项目的下滑，在2014年第二季度，欧盟出现货物贸易逆差，经常项目余额占GDP的比重下降为0.36%。欧盟和欧元区的服务贸易余额较为稳定。

表4欧盟及欧元区经常项目余额（单位：十亿欧元）

	2012年				2013年				2014年		注：经季节 和工作日 调整后的 数据 资料来源： Eurostat
	1季度	2季度	3季度	4季度	1季度	2季度	3季度	4季度	1季度	2季度	
欧盟											
经常项目余额	2.71	12.24	35.80	21.70	32.82	47.50	29.53	32.72	25.22	11.98	
货物贸易	-29.24	-18.36	-5.04	-8.37	3.63	10.18	0.27	7.65	1.61	-1.49	
服务贸易	39.21	37.52	40.89	40.01	42.65	40.83	44.12	43.54	46.06	47.64	
收入	10.96	11.35	19.11	7.87	5.66	15.52	4.45	2.00	-1.68	-11.86	
经常转移	-18.21	-18.28	-19.16	-17.81	-19.12	-19.03	-19.31	-20.48	-20.76	-22.31	
经常项目余额/GDP	0.08%	0.38%	1.10%	0.67%	1.01%	1.46%	0.90%	0.99%	0.76%	0.36%	
欧元区											
经常项目余额	21.29	32.80	43.08	41.31	52.25	61.75	49.87	66.70	55.60	54.50	
货物贸易	15.70	19.94	28.29	29.26	38.84	45.46	37.63	46.35	46.85	40.31	
服务贸易	23.20	24.25	23.16	24.38	24.95	27.12	29.46	31.19	25.86	31.57	
收入	9.69	15.67	17.46	13.76	18.71	20.41	13.40	16.63	13.50	12.52	
经常转移	-27.30	-27.07	-25.83	-26.09	-30.25	-31.23	-30.62	-27.48	-30.61	-29.91	
经常项目余额/GDP	0.90%	1.38%	1.81%	1.74%	2.19%	2.57%	2.07%	2.76%	2.29%	2.24%	

欧盟的出口增长速度放缓，主要影响因素包括：2014年3月以来，乌克兰危机下，欧盟与俄罗斯贸易制裁与反制裁，为双边贸易带来了不确定性。欧洲的主要出口国对俄罗斯出口出现明显下滑。根据德国国家统计局数据，德国对俄罗斯出口在2014年上半年下滑15.5%；外部需求的下降，特别是新兴经济体增长



速度放缓影响了欧元区对该地区的出口；此外，欧元对主要美元、日本等主要货币的升值，影响了欧洲产品的价格竞争力。

从金融项目看，2013年，在欧盟28个国家中，有20个国家处于资金净流出态势。2013年欧盟资本净流出2300亿欧元。从欧元区来看，欧元区经常项目顺差对应着金融项目的逆差，欧元区继续呈现资金净流出的态势。金融项目包括直接投资、证券投资、其他投资、金融衍生品和储备资产，其中直接投资和其他投资存在资金净流出，证券投资在2014年第二季度由资金净流入转为净流出。欧洲债务危机带来的经济波动对直接投资有明显的影响。2011年以来，欧盟的对外投资和外资流入逐渐增加，但在2013年，欧盟对外直接投资比2007年高峰水平低39.5%，吸引外资比2007年的高峰水平低26.1%。2014年欧元区对外投资和外国对欧投资出现下降。在证券投资方面，2013年，欧元区证券投资净流入为1102.7亿欧元，欧元区债券和股票的海外需求达到2007年以来的最高水平。但在2014年第二季度，受欧洲经济增长前景影响，欧元区证券投资由净流入转向净流出，欧元区居民净购入外国证券增多。

表6欧元区资本项目和金融项目余额（单位：十亿欧元）

	2012年				2013年				2014年	
	1季度	2季度	3季度	4季度	1季度	2季度	3季度	4季度	1季度	2季度
资本项目余额	-6.76	1.23	3.72	8.28	2.11	5.55	4.55	9.28	5.53	3.75
金融项目余额	14.45	-25.49	-48.54	-105.46	-23.23	-72.19	-55.86	-101.57	-31.78	-64.37
直接投资	-19.93	13.93	-5.29	-60.26	-25.17	21.97	-12.65	-16.31	-24.38	-0.11
欧元区对外投资	-99.14	-100.57	-113.94	-96.48	-52.26	-69.67	-50.36	-188.43	2.69	-32.32
外国对欧投资	79.21	114.49	108.64	36.21	27.09	91.64	37.71	172.13	-27.06	32.21
证券投资	-64.80	80.40	0.83	79.02	2.39	43.97	4.92	58.99	63.75	-20.52
资产	-129.90	56.08	-40.50	-88.95	-106.30	-24.39	-69.14	-50.68	-74.53	-151.73
负债	56.10	24.32	41.33	167.96	108.69	68.36	74.06	109.67	138.28	131.21
金融衍生品	-7.10	-12.09	-2.95	27.43	8.22	-1.88	7.59	3.40	0.69	6.02
其他投资	108.53	-98.52	-40.63	-148.64	-8.61	-135.06	-52.86	-147.35	-69.29	-49.45
储备资产	-2.25	-9.20	-0.50	-3.00	-0.05	-1.19	-2.86	-0.31	-2.56	-0.31

注：未经季节和工作日调整的数据

资料来源：Eurostat

2. 汇率变动

自2013年第三季度以来，欧元汇率呈现了先升后贬的两个发展阶段。欧元对20个最主要贸易伙伴货币的名义有效汇率（EER-20）从2013年10月到2014年3月上升了2.62%。之后，逐渐贬值，到2014年8月底，EER-20下降了2.61%。

欧元从2012年8月到2014年3月处于上升期，这一阶段，欧元名义有效汇率累计升值了9.9%，实际



有效汇率升值了 8.9%。欧元升值为欧洲经济复苏带来了一定的下行压力，欧元区出口增速下降，并给物价稳定带来了压力，促使欧洲央行采取降息及扩大流动性等政策举措来减少欧元升值的不利影响。欧元区宽松的货币政策、欧洲经济的缓慢复苏等因素引发了 2014 年第二季度以来欧元的贬值。欧元贬值有利于欧洲的出口，提升通货膨胀率，以及促进经济复苏。



图 10 欧元名义有效汇率（EER-20）和实际有效汇率

资料来源：Eurostat

注：月度平均数据，1999年第一季度为100。

EER-20为欧元对欧元区外与欧元区的最主要的20个贸易伙伴的名义有效汇率。

从双边汇率来看，自 2013 年第三季度以来，欧元对美元、日元、和人民币等主要货币总体上看均处于先升后降状态，欧元对英镑则一直处于贬值状态。欧元与全球主要经济体宏观经济形势的差异，以及利率差异等影响了欧元汇率。



五对欧洲经济增长的展望

欧洲的各项经济指标显示，欧洲经济复苏较为缓慢，经济增长速度低于普遍的预期，失业率仍处于较高水平。通货膨胀率持续处于低位，货币供给量增加，但私人部门贷款依旧处于萎缩状态，单纯的货币政策对经济调控作用有限。欧洲的财政赤字状况逐渐好转，财政政策开始转向兼顾刺激经济增长与巩固财政纪律的双重目标。整体上看，2014年欧盟和欧元区经济出现正增长。预计在2015年，欧洲经济将稳步复苏，欧洲经济全年增长率为1.7~1.9%，而欧元区的增长率则为1.4%~1.6%。

展望2015年，欧洲经济将逐渐恢复活力。欧洲经济增长的有利因素包括：2014年欧洲央行推出的适应性宽松货币政策将促进欧元区国内需求的增加，低物价水平将促进实际收入水平的提高，扩大居民消费和企业投资；美国经济的稳定增长将拉动欧洲外部需求，财政政策逐渐向中性调整，减税等政策有利于提高居民的可支配收入水平。欧元汇率贬值，有利于出口。同时，2015年欧洲经济存在诸多风险因素，全球贸易低迷，乌克兰危机所引发的欧盟与俄罗斯的制裁与反制裁将给欧洲经济带来影响将逐渐显现。新兴经济体增长乏力，影响了欧洲的外部需求。危机后的高失业率、私人贷款需求不足、政府债务负担较高等问题仍需要较长时间来消化。

2015年欧洲仍需要进行结构调整和改革，以促进经济的稳定发展。货币政策应保持宽松，同时，在财政巩固约束框架下，探寻财政政策宽松的空间。劳动力市场和商品市场的结构改革需同步进行，以促进竞争、就业和增长。

**参考文献**

- 刘仕国 (2014), 《CEEM 全球宏观经济季度报告 (2014 年一、二季度)》, 2014 年。
- ECB(2014), *Monthly Bulletin*, September 2014.
- EU(2014), *European Economic Forecase Spring 2014*, March 2014.
- IMF(2014), *World Economic Outlook: Recovery Strengthens, Remains Uneven*. April 2014.
- OECD(2014), *Interim Economic Assessment*, April 2014.
- World Bank (2014), *Global Economic Prospects*, June 2014.

声明：本报告为非成熟稿件，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所有，未经许可，不得以任何形式翻版、复制、上网和刊登。