



张明

平安证券首席经济学家、中国社科院世经政所研究员

《中国金融运行报告(2017)》

《中国经济观察与预测报告(2017)》



更多关注扫这里

欧元区的经济复苏可持续吗

欧元区经济复苏的可持续性值得怀疑。目前，无论是欧元区经济增速相对于美国的强势，还是欧元汇率相对于美元的强势，都面临着未来修正的风险。



2017年的1—7月，欧元区经济呈复苏势头，整体增长、失业、通胀等多项数据均向好，核心国家与外围国家的经济增速分化也在减弱。欧元区的整体复苏，也是近来欧洲央行多次表态将收紧货币政策的原因。但值得思考的问题是，欧元区的本轮经济复苏可持续吗？换言之，欧元区当前的经济复苏，更多的是周期性的还是结构性的？或更直白一点：导致欧元区经济体分化乃至酿成欧债危机的结构性因素，是否已经得到了根本性的纠正？

答案可能并不那么乐观。

一是与其他发达经济体一样，欧元区依然面临着长期性停滞的困扰，且问题较美国更加严重。2008年全球金融危机爆发以来，几乎所有的发达经济体都面临着劳动生产率增速与全要素生产率增速持续低迷的困扰。一方面，这与上一轮技术改革的红利消减、危机后全球化与金融化退潮有关；另一方面，这也与人口老龄化加剧、收入分配不平等程度上升有关。尽管欧元区是一个自由贸易区与统一货币区，但其各国之间劳动力市场的流动依然很不充分，劳动力紧张的西欧国家并不能充分利用中东欧国家相对充足的劳动力，从而不能充分发挥欧元区的要素流动优势。因此，欧元区与美国、日本一样，面临着潜在增速下行的考验。

二是欧元区外围国家尚未真正走出欧债危机的阴影。尽管近期意大利、希腊等外围经济体表现不错，但尚未真正从欧债危机的泥潭中走出来：第一，外围国家依然显著依赖核心国家提供的各种资金支持。第二，目前外围国家银行体系依然脆弱，意大利与希腊等国家的银行业不良贷款比率依然超过两位数。由于商业银行普遍大量持有本国国债，使得这些国家的主权债务危机与银行业危机始终交织在一起。第三，目前外围国家政府债务水平依然显著高于欧元区平均水平。如果没有一次彻底的债务重组，高企的债务水平将会抑制这些国家的经济增长，特别是在利率不断上升的背景下。

三是欧元区成员国国内政治风险与地缘政治冲突风险尚未得到根本性消除。2017年上半年，欧元区对全球金融市场的最大贡献，似乎是投资者担忧的欧元区各国的政治风险没有爆发。不过，市场可能高估了马克龙的执政能力，正如去年年底高估了特朗普的执政能力一样。未来金融市场同样可能对马克龙政府的政策效果进行预期修正。此外，未来一段时期内，德国大选与意大利大选也面临一些不确定

性，特别是意大利的议会选举。如果五星政党上台，很可能对欧元区国债市场造成显著的负面影响。值得关注的是，截至2017年3月底，法国与意大利的失业率依然分别处于9.6%与11.5%的高位，两国15岁至24岁青年人的失业率更是分别高达22.3%与34.3%。高失业率通常与政治动荡、民粹主义紧密相连。此外，北约与俄罗斯在东欧的对抗、土耳其问题的演化、匈牙利政局的最终走向等不确定性，都可能酿成新的地缘政治冲突。

四是统一货币与松散的财政联盟的危险政策搭配并未得到改变，而这也是欧债危机爆发的根源之一。欧元区的货币政策由核心国家主导制定，其后果是，一方面，在与核心国家的经济周期出现差异时，外围国家无法通过货币政策与汇率来调整国内经济，从而沦为统一货币政策的受害者；另一方面，核心国家则受国内政治原因的制约难以通过转移支付来补贴外围国家。未来，如果核心国家经济复苏仍快于外围国家，一旦货币政策过快收紧或汇率大幅抬升，就会显著冲击外围国家脆弱的经济复苏，不排除会使得外围国家重新陷入衰退，甚至再次爆发危机。而从目前来看，至少短期内欧元区建立紧密财政联盟的可能性微乎其微。

综上，尽管当前欧元区的经济复苏令人振奋，但其可持续性则值得怀疑。相较之下，尽管美国的经济复苏目前也在经受特朗普执政能力的考验，但美国财政政策与货币政策的配合显著优于欧元区，美国的金融市场也远较欧元区发达，美元作为全球避险货币的功能更显著强于欧元。因此，笔者认为，无论是欧元区经济增速相对于美国的强势，还是欧元汇率相对于美元的强势，都面临着未来修正的风险。