



Working Paper No. 201702

January 20, 2017

东艳: dongyan@cass.org.cn

欧洲经济：平缓复苏*

摘要： 2015年第三季度以来，欧洲经济继续呈现复苏态势，但复苏速度较为缓慢。负利率、资产购买计划等量化宽松政策促进了货币供给的增加；欧洲财政政策总体具有一定的扩张性；大宗商品价格，特别是原油价格处于较低水平，劳动力市场条件改善等因素也促进了欧洲经济的持续复苏。但是，欧洲经济复苏的前景仍面临诸多挑战：全球经济发展中的不确定性增加、全球经济增速放缓的趋势仍将持续、英国脱欧的影响将逐步显现、欧洲银行体系内蕴含的风险爆发的可能性增加，结构性改革仍需深入进行等。2017年欧洲经济将继续处于较为平缓的稳步复苏状态。

关键词： 欧洲经济 量化宽松 经济前景

* 东艳，中国社会科学院世界经济与政治研究所研究员。本文选自张宇燕、孙杰主编：《世界经济黄皮书：2017年世界经济形势分析与预测》，社会科学文献出版社，2016年12月。



European Economy: Modest Recovery

DONG Yan

Abstract: Since the third quarter of 2015, the European economy continued in the recovery process, while the economic growth rate is modest. The quantitative easing monetary policy, including negative interest rate and expansion of Public Sector Purchase Program, and accommodative fiscal policy has played a positive role in promoting European economic recovery. However, the stable recovery of European economy is facing some challenges: the continuing slack global economic growth, financial market uncertainty after UK referendum etc. In 2017, the European economy will in the process of modest recovery.

Keywords: European economy quantitative easing economic outlook



2015 年下半年以来，欧洲经济处于平缓复苏期。2015 年欧洲经济增长率为 2.2%，欧元区经济增长率为 2.0%。我们在 2015-2016 年度的世界经济黄皮书报告中认为：“欧洲经济将继续复苏，宽松的货币政策将逐渐发挥作用，与促进投资与结构改革相结合的财政政策将有利于经济增长和促进就业，实际可支配收入的增长通过促进私人消费成为经济复苏的主要动力”。欧洲经济复苏的总体趋势与我们的预期基本一致。

一 宏观经济增长形势

（一） 经济增长：复苏平缓

从 2015 年第三季度到 2016 年第二季度，欧洲经济总体呈现持续复苏的态势，但复苏速度较为缓慢。欧盟四个季度经季节调整后的以年率计算的环比季度增长率分别为 1.65%、2.14%、1.93%和 1.57%。欧元区的季度增长波动状况略大于欧盟，四个季度经季节调整后的以年率计算的环比季度增长率分别为 1.49%、1.73%、2.06%和 1.21%。国内需求是支持欧洲复苏的主要动力，净出口对增长的拉动作用较弱。受原油价格下降的刺激，以及结构性改革带来的就业改善等因素影响，私人消费的增长势头较好。融资条件和公司利润的改善促进了 2015 年欧洲投资的复苏，但投资在 2016 年前两个季度出现波动。受英国脱欧带来不确定性、外部需求疲软，扩张性财政政策逐渐调整为中性政策、地缘政治冲突等因素影响，欧洲经济复苏的进程仍较为缓慢。

2015 年第三季度，欧洲经济继续平稳复苏。欧盟和欧元区经过季节调整后的以年率计算的环比增长率分别达到 1.65%和 1.49%，比上一季度有所提升。私人消费和投资均发挥了积极的作用，投资信心的增加促进资本利用率提升，投资增加；而新兴经济体增速下降导致的外部需求下降，使欧洲的净出口呈现负增长，拖累了经济的复苏。

2015 年第四季度，欧洲经济的增速进一步提升，欧盟和欧元区经过季节调整后的以年率计算的环比增长率分别达到 2.14%和 1.73%。增长主要由投资贡献所支撑，建筑业和非建筑业设备投资均有所增加。私人消费对欧盟的经济增长仍发挥较为重要的作用，但欧元区的私人



消费对经济增长的贡献出现短期下滑，主要是不利的气候因素影响了能源及其他季节性产品的消费，法国遭遇恐怖袭击对消费有一定的负面影响；外部需求的下降使欧盟和欧元区的净出口对季度经济增长的贡献率为负。

2016年第一季度，欧洲经济复苏势头较好，欧盟和欧元区经过季节调整后的以年率计算的环比增长率分别达到1.93%和2.06%。经历了上一季度的下降后，私人消费的重新成为经济增长的主导贡献力量，就业率提高及低油价等因素引致的实际可支配收入的提高有助于促进私人消费；净出口的贡献由负转正，欧元区对中国的出口增长率提高；投资的贡献出现下降。

2016年第二季度，欧洲经济增速有所下滑，欧盟和欧元区经过季节调整后的以年率计算的环比增长率分别下降至1.57%和1.21%。增长主要由净出口贡献所支撑，私人消费是近年来欧洲经济复苏的主要动力，但本季度对经济增长的贡献率有所下降，由于上一季度的私人消费的增速较快，在本季度的环比增速中出现调整；投资出现负增长，这是由房地产投资的下滑，以及资本品投资的疲软等因素引致的；政府消费对经济增长的贡献率比上一季度有所下滑。

表1 欧盟和欧元区 GDP 增长率及各组成部分贡献率

| | 单位： % | | | | | |
|--------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| | 2015年 第一季度 | 2015年 第二季度 | 2015年 第三季度 | 2015年 第四季度 | 2016年 第一季度 | 2016年 第二季度 |
| 欧盟（28国） | | | | | | |
| <u>GDP 增长率（年率）</u> | 3.12 | 1.57 | 1.65 | 2.14 | 1.93 | 1.57 |
| <u>GDP 增长率</u> | 0.77 | 0.39 | 0.41 | 0.53 | 0.48 | 0.39 |
| <u>私人消费支出</u> | 0.29 | 0.29 | 0.33 | 0.24 | 0.39 | 0.23 |
| <u>总资本形成</u> | 0.31 | -0.24 | 0.35 | 0.35 | -0.04 | -0.11 |
| 固定资本形成 | 0.33 | 0.08 | 0.1 | 0.23 | 0.01 | 0.03 |
| 存货变化 | -0.02 | -0.32 | 0.25 | 0.12 | -0.05 | -0.14 |
| <u>净出口</u> | 0.08 | 0.24 | -0.34 | -0.18 | 0.01 | 0.24 |
| 出口 | 1.06 | 0.41 | 0.18 | 0.49 | 0.04 | 0.47 |
| 进口 | -0.98 | -0.17 | -0.52 | -0.67 | -0.03 | -0.23 |
| <u>政府消费</u> | 0.09 | 0.10 | 0.07 | 0.12 | 0.12 | 0.03 |
| 欧元区（19国） | | | | | | |
| <u>GDP 增长率（年率）</u> | 3.32 | 1.41 | 1.49 | 1.73 | 2.06 | 1.21 |
| <u>GDP 增长率</u> | 0.82 | 0.35 | 0.37 | 0.43 | 0.51 | 0.3 |
| <u>私人消费支出</u> | 0.23 | 0.23 | 0.29 | 0.17 | 0.34 | 0.12 |



| | | | | | | |
|--------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| 总资本形成 | 0.34 | -0.21 | 0.35 | 0.4 | -0.05 | -0.21 |
| 固定资本形成 | 0.31 | 0.02 | 0.1 | 0.29 | 0.08 | 0 |
| 存货变化 | 0.03 | -0.23 | 0.25 | 0.12 | -0.12 | -0.2 |
| 净出口 | 0.15 | 0.25 | -0.34 | -0.28 | 0.09 | 0.36 |
| 出口 | 1.12 | 0.56 | 0.18 | 0.32 | 0.01 | 0.51 |
| 进口 | -0.97 | -0.31 | -0.52 | -0.6 | 0.08 | -0.15 |
| 政府消费 | 0.10 | 0.08 | 0.07 | 0.13 | 0.13 | 0.03 |

资料来源：欧盟统计局，除标注的两项外，其他数据为未经年化的季度环比数据。设季度环比增长率 CLV_PCH_PRE，年化季度环比增长率 $CLV_PCH_ANN = ((1 + (CLV_PCH_PRE/100))^4) - 1$ * 100。

从 2015 年第三季度到 2016 年第二季度，国内需求，特别是国内私人消费需求对欧盟和欧元区经济增长继续发挥了主导作用；政府消费对经济增长发挥了一定的促进作用，但随着财政政策由扩张性逐渐转向中性，政府消费的影响也基本处于中性；总资本形成和净出口的贡献存在波动性，投资的贡献由正转负，净出口的贡献由负转正。

欧盟和欧元区居民消费占 GDP 总额的比重分别为 56.4% 和 54.9%（2015 年数据），居民消费需求的变动是影响欧洲经济走势重要因素。2015 年第三季度至 2016 年第二季度，欧盟和欧元区季度环比平均增长率（未调整成年率）分别为 0.45% 和 0.42%，而居民消费需求在这四个季度平均分别贡献了 0.31 和 0.26 个百分点，在 2013 年居民消费贡献率由负转正以来逐渐增长。近年来能源价格的下降促进了居民消费，劳动力就业状况的改善正日益成为促进居民可支配收入增加的主要因素。金融机构借贷条件的改善有助于促进居民消费支出。从这些支持居民消费增长的因素看，居民消费将继续成为引领欧洲经济复苏的主要动力。

政府消费占欧盟和欧元区 GDP 总额的比重分别为 20.5% 和 20.7%（2015 年数据）。2013 年以来，随着财政状况的改善，政府消费对 GDP 增长逐渐发挥正向作用。2015 年第三季度至 2016 年第二季度，欧盟和欧元区政府消费需求在这四个季度对 GDP 环比增长率平均分别贡献了 0.09 和 0.09 个百分点，表明 2016 年欧元区的扩张性财政政策对经济增长起到了一定的作用。预计 2017 年欧元区的财政政策逐渐转为中性，政府消费变动对欧洲经济增长的影响将趋向中性。

总资本形成占欧盟和欧元区 GDP 总额的比重分别为 19.8% 和 19.8%（2015 年数据）。存



货和投资调整具有一定的波动性。有利的融资条件和需求预期的改善有助于促进投资复苏。但是英国脱欧等因素对投资者信心产生一定的不利影响。

净出口与投资类似，对 GDP 增长率的贡献的波动性也较大。全球贸易增速的下滑、本地化生产的增强，贸易保护主义增强等，在这些因素影响下，欧洲的出口前景并不乐观。英国确定脱欧后，对欧盟与英国的贸易往来将产生不利影响。

（二）各国走势：业绩分化

从 2015 年第三季度至 2016 年第二季度，欧洲各国经济增长速度继续呈现明显的差异（见表 2）。

1. 德、英、法等经济体对欧洲经济稳步复苏发挥主导作用

德国、英国和法国三国 GDP 占欧盟 GDP 的比例分别为 17.54%、14.85%和 11.13%，加总为 43.52%（2015 年数据），这三个国家的稳定发展对欧洲经济复苏发挥主导作用。从 2015 年第三季度到 2016 年第二季度，三国按年率计算的季度环比平均增长率分别为 1.75%、2.20%和 1.33%。德国经济继续稳步增长，强劲的私人消费需求是拉动经济增长的主要因素，难民相关的政府支出增长也对经济增长发挥积极作用。报告期内，英国经济增长较为稳健，但脱欧公投后，英国经济内在风险增加，为未来发展带来不确定性。法国经济逐步复苏，2015 年 GDP 增长率达到 1.2%，但在 2016 年第二季度，受存货下降等因素影响，出现负增长，预计 2016 年法国经济仍能呈现低速正增长。

2. 欧元区曾陷入欧洲债务危机的国家经济走势呈现分化状态。

爱尔兰、西班牙和塞浦路斯的复苏态势较为强劲。从 2015 年第三季度到 2016 年第二季度，三国按年率计算的季度环比平均增长率分别为 4.63%、3.23%和 2.65%，高于欧元区的整体增长率。爱尔兰的经济增长速度继续位于欧洲前列，外商直接投资的增加，良好的就业状况、税收减免安排等促进了爱尔兰的经济增长，但英国脱欧也给其未来发展带来了不确定性。西班牙复苏较为强劲，就业形势的好转、融资状况的改善，以及“无政府状态”宽松的财政



政策等有利于提振市场信心，促进经济复苏，并促进财政赤字缩减。塞浦路斯在 2015 年经济增长率由负转正，达到 1.6%，成功摆脱危机状态，2016 年塞浦路斯经济继续持续增长，服务业出口，特别是旅游相关行业对经济增长发挥了重要促进作用。

葡萄牙、意大利和希腊的复苏进程趋缓。从 2015 年第三季度到 2016 年第二季度，这些国家按年率计算的季度环比平均增长率分别为 0.93%、0.78% 和 -0.93%，拉低了欧元区的增速。葡萄牙经济复苏平缓，2016 年葡政府制定的经济增长和稳定计划将有助于促进财政赤字消减和经济复苏。意大利在 2015 年结束了经济衰退，呈现低速增长态势，但增速低于预期。银行业危机、地震、地缘政治风险等因素增加了经济发展的不稳定性。希腊 2015 年的经济增长率为 -0.2%，结构性改革等措施的实行、净出口的增加等将有助于希腊的复苏。

3. 欧盟中非欧元区国家的平均经济增速高于欧元区国家

罗马尼亚、瑞典、波兰和保加利亚等非欧元区国家的经济增长速度较快。从 2015 年第三季度到 2016 年第二季度，这四个国家按年率计算的季度环比平均增长率分别为 5.93%、3.48%、3.08% 和 2.98%。罗马尼亚的扩张性财政政策有效的刺激了国内需求；瑞典的私人消费和政府消费是促进经济增长的重要动力；国内消费是支撑波兰经济增长的重要因素；保加利亚政府的多项提振经济的政策有效促进了经济增长。

4. 塞尔维亚、挪威等非欧盟国家经济呈现较大的波动性

非欧盟国家塞尔维亚和挪威在报告期内均出现了季度环比经济增长率在正负间波动较大的情况。塞尔维亚经济增长严重依赖外部市场，投资和出口是塞尔维亚经济增长的主要动力，而这两项受外部因素影响较大。挪威的出口在 2015 年第三季度以来呈现下滑趋势，国际能源价格低迷，占挪威出口结构加大比重的油气出口下滑严重，由此影响了经济稳定。



表2 欧洲国家 GDP 增长率

单位：%

| | 2015年 第一季度 | 2015年 第二季度 | 2015年 第三季度 | 2015年 第四季度 | 2016年 第一季度 | 2016年 第二季度 |
|-------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| 比利时 | 1.2 | 2.1 | 0.7 | 2.1 | 0.9 | 2.2 |
| 德国 | 0.7 | 2.1 | 1.0 | 1.4 | 2.9 | 1.7 |
| 爱沙尼亚 | -4.3 | 5.7 | -2.0 | 4.4 | -1.8 | 1.9 |
| 爱尔兰 | 109.5 | 1.5 | 10.0 | 14.2 | -8.3 | 2.6 |
| 希腊 | 0.2 | 0.6 | -4.5 | 0.8 | -0.7 | 0.7 |
| 西班牙 | 3.7 | 3.9 | 3.3 | 3.2 | 3.1 | 3.3 |
| 法国 | 2.3 | 0.0 | 1.5 | 1.5 | 2.7 | -0.4 |
| 意大利 | 1.5 | 1.0 | 1.0 | 0.8 | 1.2 | 0.1 |
| 塞浦路斯 | 4.7 | 3.2 | 1.8 | 1.9 | 3.9 | 3.0 |
| 拉脱维亚 | 4.0 | 4.2 | 2.5 | -1.3 | -0.3 | 2.5 |
| 立陶宛 | 1.2 | 2.5 | 2.1 | 2.1 | 3.7 | 0.6 |
| 卢森堡 | -0.8 | 4.3 | 4.6 | 6.2 | 2.7 | : |
| 马耳他 | 5.6 | 8.3 | 4.4 | 6.5 | 0.6 | 0.8 |
| 荷兰* | 2.3 | 0.1 | 1.1 | 0.9 | 2.3 | 2.6 |
| 奥地利 | 1.5 | 0.9 | 1.4 | 1.4 | 2.5 | 0.2 |
| 葡萄牙 | 2.4 | 1.1 | 0.5 | 1.4 | 0.8 | 1.0 |
| 斯洛文尼亚 | 2.1 | 2.4 | 1.4 | 2.4 | 2.1 | 1.8 |
| 斯洛伐克 | : | : | : | : | : | : |
| 芬兰 | -1.2 | 3.0 | -1.1 | 1.6 | 1.2 | -0.2 |
| 欧元区 (19 国) | 3.3 | 1.4 | 1.5 | 1.8 | 2.1 | 1.2 |
| 保加利亚 | 3.5 | 2.7 | 2.9 | 3.0 | 3.0 | 3.0 |
| 捷克共和国 | 5.6 | 5.4 | 3.9 | 1.2 | 1.6 | 3.7 |
| 丹麦 | 2.3 | 0.8 | -2.2 | -0.5 | 2.7 | 1.8 |
| 克罗地亚 | 1.0 | 3.6 | 5.7 | -2.2 | 2.2 | 2.2 |
| 匈牙利 | 5.6 | 0.4 | 1.8 | 3.6 | -2.1 | 4.2 |
| 波兰 | 5.6 | 1.7 | 3.4 | 5.5 | -0.2 | 3.6 |
| 罗马尼亚 | 5.1 | -0.6 | 6.4 | 4.8 | 6.3 | 6.2 |
| 瑞典 | 3.0 | 5.2 | 4.2 | 6.1 | 1.6 | 2.0 |
| 英国 | 1.1 | 1.7 | 1.8 | 2.8 | 1.8 | 2.4 |
| 欧盟 (28 国) | 3.1 | 1.6 | 1.7 | 2.2 | 2.0 | 1.6 |
| 挪威 | -0.5 | 0.4 | 6.2 | -5.0 | 4.2 | 0.1 |
| 瑞士 | -1.7 | 0.3 | 1.0 | 2.1 | 1.4 | 2.5 |
| 塞尔维亚 | -1.1 | 8.0 | 1.2 | -0.6 | 7.7 | 0.0 |



（三）就业态势：持续改善

随着经济的逐步复苏，欧洲国家劳动力市场状况逐渐改善，但调整速度不快。从月度数据来看，欧盟和欧元区的失业率分别从2015年8月的9.3%和10.7%下降到2016年7月的8.6%和10.1%。如图1所示，欧洲国家就业呈现状况的向好趋势。如图2所示，曾深受欧债危机困扰的希腊和西班牙的失业率下降幅度较大，但在整个欧洲范围内仍处于最高水平，2016年6月份两国的失业率分别为23.4%和19.9%。在其他多国失业率逐年下降的对比下，法国的失业率仍居高不下，情况不容乐观。各国的经济改革及劳动力市场改革提升了产出中的劳动力投入比重，随着经济复苏的持续，欧洲国家的失业率将继续改善，但是移民的涌对德国、瑞典等国的就业市场带来一定的压力。

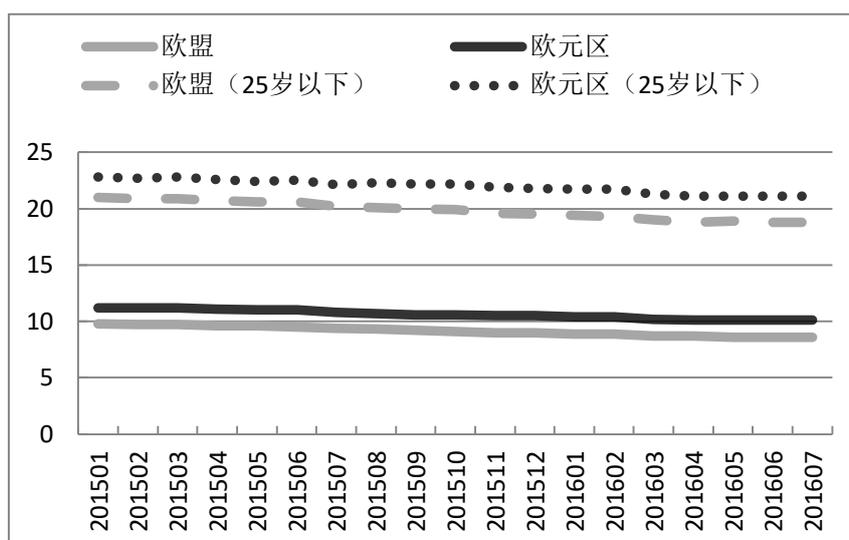


图1 欧盟和欧元区失业率

资料来源：欧盟统计局

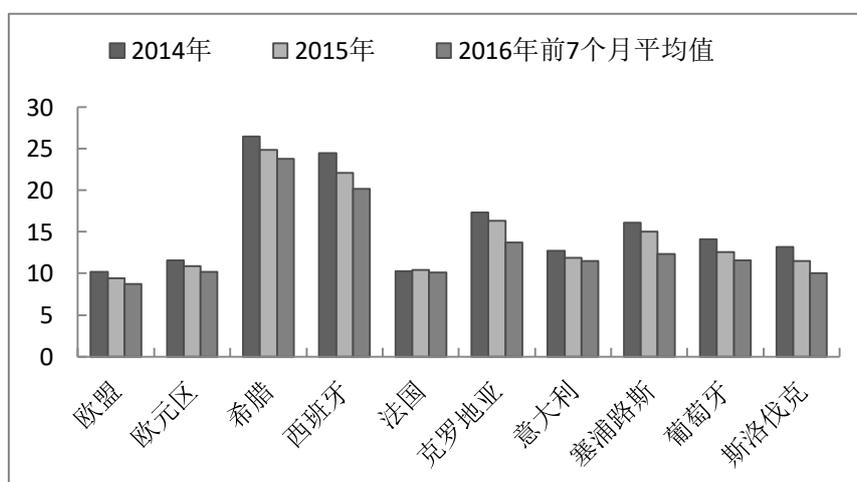


图2 欧洲国家失业率

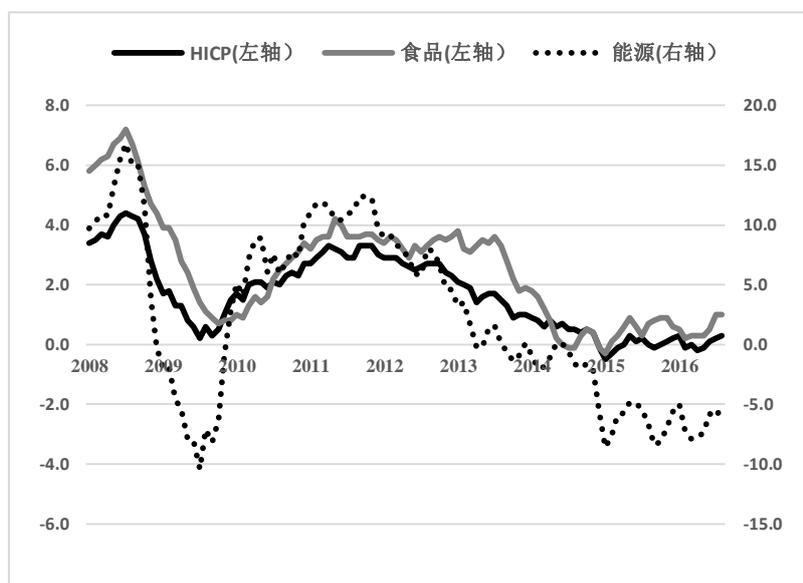
数据来源: Eurostat

(四) 物价水平: 低位徘徊

欧洲的通货膨胀率在较长时间内低于预期的水平。欧盟的消费价格调和指数(HICP)月度同比增长率从2011年9月下降至2015年2月的-0.5%的低点,之后在正负3%间呈现振荡整理的走势。2016年前八个月,欧盟HICP月度平均增长率为0.1%。

能源价格持续下降是引发HICP在低位徘徊的重要原因。在2016年的前8个月,能源价格月平均降幅为6.5%。食品价格呈现上升趋势,成为推动物价水平上升的主要动力,其中非加工食品的价格依然存在较大的波动性,服务的价格在2016年的前8个月稳定在1.4%的水平,而工业制成品价格呈现小幅下降。欧元区的物价走势与欧盟基本同步,2016年前八个月,欧元区HICP月度平均增长率为0%。

欧盟和欧元区剔除能源和非加工食品的核心通货膨胀率(Core Inflation)在2016年的前8个月的平均水平均为0.8%。全球价值链影响下进口中间品价格的下降也对欧洲的物价水平造成下行压力。欧洲通货膨胀率将继续处于低位。



注：数据为欧盟在数据，年变动率，月度数据，期限为2008年1月至2016年8月。

资料来源：根据Eurostat相关数据绘制。

图3 欧洲消费价格指数及其组成部分相关数据

二 货币与金融状况

（一） 货币政策：量化宽松

在全球经济低迷、欧洲经济复苏趋缓、通货膨胀率呈现低位徘徊的情况下，欧洲中央银行在报告期内继续采取了一系列量化宽松的货币政策：包括在隔夜存款利率出现负利率的情况下继续下调利率水平、扩大资产购买计划的额度、扩大量化宽松的范围、提出新的长期定向再融资操作（TLTRO II）等。

近年来，日本央行、欧洲央行和瑞士、瑞典、丹麦、匈牙利、英国等央行开始实行负利率政策。欧洲央行期望通过降低利率水平来刺激信贷，缓解低通货膨胀的压力，提振经济。继2014年6月欧元区出现负利率后，在报告期内，欧洲央行又两次下调了利率水平。2015年12月，欧洲央行将隔夜存款利率水平下调10个百分点至-0.30%，而主导利率、



隔夜贷款利率仍保持在 0.05%，0.30%的水平不变。2016 年 3 月，欧洲央行将主导利率和隔夜贷款利率均下调 5 个百分点，分别至 0.00%和 0.25%的水平，隔夜存款利率水平再次下调 10 个百分点至-0.40%。

除了负利率，欧洲央行的还采取了一系列量化宽松措施。2016 年 4 月起，资产购买计划的月购买规模由每月 600 亿欧元提高至 800 亿欧元，扩大量化宽松的范围，将由非银行机构在欧元区发行的投资级欧元债券纳入其资产购买计划。2016 年 6 月起推出新的为期四年的长期定向再融资操作（TLTRO II）。

（二）货币供给：持续增加

在欧洲中央银行的量化宽松政策影响下，欧元区货币供应量（M3）持续增加，2015 年第三个季度至 2016 年第二个季度，M3 增速分别为 4.7%、4.5%、5.1%和 5.0%。从具体项目看，M3 增长速度的变动主要源于流动性较高的 M1，特别是其中的隔夜存款的增速较快。2015 年第三个季度至 2016 年第二个季度，M1 增速分别为 11.3%、10.4%、10.2%和 8.7%。欧洲央行的长期定向再融资操作和资产购买计划的实施促进了货币供给的增加。

货币供给的增加最终体现为贷款的增加。欧元区公共采购计划的实施，促进了欧元区政府部门信贷规模的快速增加。同时，对私人部门贷款稳步增加，但增速仍较慢，量化宽松政策发挥一定的效果。长期金融负债出现增长态势。负利率预计通过银行信贷渠道，减少超额准备金，刺激个人和企业信贷需求，促进了经济复苏。

负利率等政策对提升物价水平的效果不明显。此外，负利率引发欧洲银行业收入下降，欧洲央行对商业银行的超额准备金收取保管费用，增加了现金需求。总体来看，货币政策的作用有限，当前的低价格水平和平缓复苏的态势需要通过结构性改革来改善。



表 3 欧元区的货币供给的同比增长率 (%)

| | 2015 | 2015 Q3 | 2015 Q4 | 2016 Q1 | 2016 Q2 |
|-----------------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| M1 | 10.4 | 11.3 | 10.4 | 10.2 | 8.7 |
| 流通中的货币 | 6.7 | 8.3 | 6.7 | 5.9 | 3.9 |
| 隔夜存款 | 11.1 | 11.9 | 11.1 | 11.0 | 9.6 |
| M2-M1 (其他短期存款) | -3.5 | -4.7 | -3.5 | -2.4 | -1.5 |
| 两年期以下定期存款 | -9.0 | -11.4 | -9.0 | -6.8 | -4.6 |
| 3个月期可赎回通知存款 | 0.6 | 0.5 | 0.6 | 0.6 | 0.6 |
| M2 | 5.0 | 5.0 | 5.0 | 5.5 | 4.9 |
| M3-M2 (可交易有价证券) | -3.6 | 0.6 | -3.8 | -0.6 | 6.5 |
| M3 | 4.5 | 4.7 | 4.5 | 5.1 | 5.0 |
| 对欧元区的信贷 | | | | | |
| 对政府部门信贷 | 7.9 | 7.2 | 7.9 | 10.1 | 11.7 |
| 对私人部门信贷 | 0.6 | 0.6 | 0.6 | 1.1 | 1.5 |
| 长期金融负债 (不包括资本和储备) | -0.4 | -0.3 | -0.4 | 0.8 | 1.3 |

注：(1) 表中数据为年增长率，经过季度调整。

资料来源：European Central Bank (2016), *Economic Bulletin*, Issue 6/2016.

(三) 欧洲银行：风险增强

欧元区银行业的监管机制逐步完善，单一监管机制的实行有助于降低系统性的金融风险，但是欧洲银行业体系仍需要进一步完善，如需要建立共同存款保险机制等。根据 IMF 2016 年 4 月发布的《全球金融稳定性报告 (Global Financial Stability Report)》，欧洲的一些银行仍面临较高的系统性风险。英国退出欧盟使欧洲银行系统面临的风险增强，特别是对于意大利、葡萄牙等经历欧债危机国家的银行。意大利银行的不良贷款率较高，近年来意大利经济形势不佳，金融机构盈利水平较低，意大利银行面临的潜在危机增加了欧洲银行业的风险。



三 财政状况

(一) 财政状况：持续改善

较低的利率水平，逐渐好转的宏观经济形势以及财政巩固计划的逐步实施，使欧盟和欧元区的财政状况呈现持续改善的趋势，财政赤字率继续下降。2015 年欧盟和欧元区的财政赤字率分别为 2.4% 和 2.1%，比上一年分别下降了 0.6 和 0.5 个百分点。欧元区中，希腊、西班牙、葡萄牙和法国的财政赤字率仍居于较高的水平，其他国家的财政赤字率实现了欧盟条约中规定的低于 3% 的参考标准。政府的债务负担对 GDP 的比例虽然仍处于较高的水平，但总体呈现逐渐下降的趋势。2015 年欧盟和欧元区的政府债务负担率分别为 85.2%，和 90.7%，比上一年分别下降了 1.6 和 1.3 个百分点。

同时，各国之间财政状况的差异出现分化，各国财政政策的使用空间有明显的差异。希腊、意大利、葡萄牙、塞浦路斯、比利时等国的债务负担率均超过 100%，分别为 176.9%、132.7%、129.0%、108.9% 和 106.0%。希腊 2015 年财政赤字占 GDP 的比重为 7.2%，政府债务余额占 GDP 的比重为 176.9%，希腊的个人收入所得税等改革措施将有利于促进财政状况的好转，而移民支出、预算改革措施的延迟进行等给财政前景带来了下行的压力。西班牙的财政赤字占 GDP 的比重由 2014 年的 5.9% 下降到 2015 年的 5.1%。经济复苏促进了税收收入的增加。公共投资增加。

欧洲主要经济体的财政状况稳定向好。德国 2015 年财政赤字占 GDP 的比重为 0.7%，比 2014 年略有增加。财政收入呈现上升趋势，但是最低个人收入税、儿童补贴增加也使财政支出有增加的压力。2016 年德国财政支出的增加主要源于政府公共消费的增加、现金福利支出的增加，以及养老金支付的增加。公共住房计划支出等增加了政府支出。英国财政状况预算赤字继续下降，2015 年财政赤字占 GDP 的比重为 4.4%，比 2014 年下降了 1.2 个百分点。英国财政状况的改善主要来源于较低的支出水平，财政赤字有进步下降的趋势。英国政府债务占 GDP 的比重继续增加，在 2015 年达到了 89.2%，预计在 2016 年达到高峰之后将逐渐下降。法国 2015 年财政赤字占 GDP 的比重为 3.5%，受通货膨胀率等因素影响，预计法国政府债务占 GDP 的比例在 2017 年将继续提高。

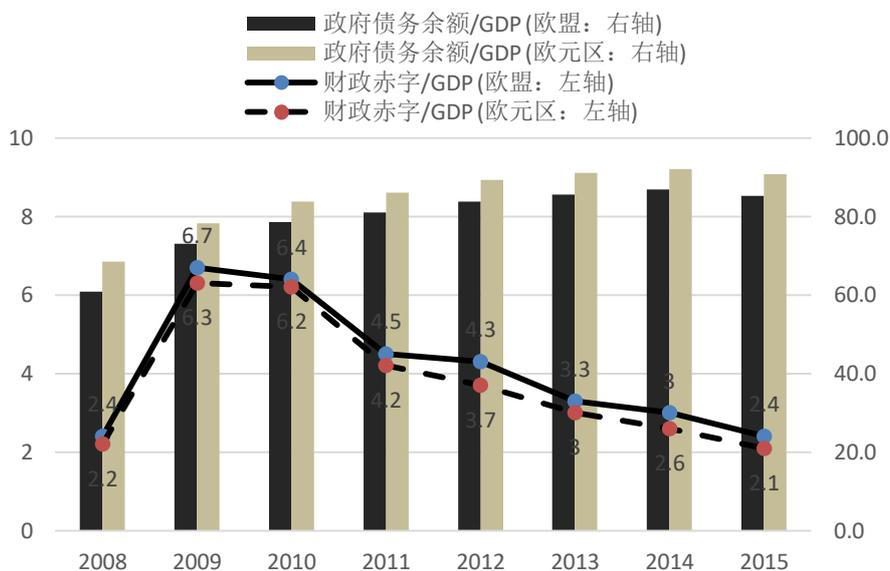


图4 2008-2014年欧盟及欧元区财政赤字与政府债务余额情况(%)

资料来源: 根据 Eurostat. 相关数据整理

(二) 财政政策: 分化调整

欧元区财政政策总体来看是促进增长型的扩张性财政政策。大多数的成员国的财政政策发挥了熨平经济周期的作用。欧元区中有一半以上的国家采取了扩张性的财政政策, 一些国家采用的适应性的财政政策, 有四个国家采取了财政紧缩的政策。面对欧洲各国财政状况呈现差异的情况, 各国的财政政策继续分化调整。对于高负债的国家, 需要通过额外的财政巩固政策, 促进债务负担率进入下降的通道; 对于财政状况较好的国家, 应该继续采用扩大公共投资等政策, 来更好的发挥对经济复苏的积极促进作用。

欧洲整体的财政状况在改善, 较低的利息支付水平、经济复苏期财政自动稳定器作用, 社会保障支出的下降等促进财政支出的下降, 随着劳动力市场形势的好转, 失业保障支出下降。但是欧洲的财政发展中也面临一些风险因素: 移民的大量涌入增加了政府支出压力; 投



资较为虚弱，公共支出对私人支出的引领作用有待于加强；结构性改革等仍需加强；纠正过度财政赤字等措施正在持续进行，各国财政的独立性仍需加强，财政政策对经济复苏的促进作用有待进一步发挥。

四 国际因素对欧洲经济的影响

欧洲发展面临的外部环境中所存在的不确定因素增多，全球复苏速度总体平缓，英国的脱离欧盟对欧洲经济产生了一定的不确定性，欧盟银行业风险凸显引发的不确定性对欧洲经济复苏产生不利影响。新兴经济体的经济表现不一，经济结构单一的经济体面临的下行压力较大，大宗商品出口呈现下降趋势，整体来看全球经济活动处于下降的趋势。同时，较低的利率水平、劳动力市场的逐步改善等对发达经济体信心有促进作用。

（一）经常项目^①：顺差增加

欧盟和欧元区的经常项目余额呈现上升趋势。这一趋势受大宗商品价格，特别是原油价格的下降、欧元汇率调整，以及国内需求不足引发的进口疲软等因素影响而形成。2015年第四季度至2016年第二季度，欧盟各季度经常项目余额分别为470.1、499.8、269.1和385.3亿欧元，占GDP的比重分别为0.8%、1.3%、1.3%和0.7%，累计四个季度的经常项目余额为1923.34亿欧元，比上一年度同期增长了28.5%。欧元区各季度经常项目余额分别为973.2、1062.9、606.1和902.3亿欧元，占GDP的比重分别为2.7%、3.7%、3.9%和2.3%。累计四个季度的经常项目余额为4255.6亿欧元，比上一年度同期增长了57.7%。

欧元区经常项目余额的增加主要源于货物贸易顺差的增加，报告期内，欧元区进出口均呈现增加态势，出口增加幅度大于进口增幅。出口方面，新兴经济体增长速度放缓导致需求下降，全球贸易增长速度下滑，这些因素影响了欧元区商品贸易出口，服务贸易顺差增加了32.7%，旅游、电信、计算机和信息服务贸易的顺差增加对服务贸易顺差有明显的贡献。初级收入的盈余下降，而二级收入的逆差增加。

^① 未经季节和工作日调整的数据。



欧元区各国的状况呈现明显的不对称性，德国、荷兰等国的经常项目顺差逐渐增加，意大利、匈牙利等国家通过再平衡使经常项目赤字转向盈余，波兰、罗马尼亚等国的经常项目将继续出现赤字。欧元区的经常项目余额在 2016 年将保持增加趋势，但之后可能面临下行压力，大宗商品价格的逐渐回升、欧元的升值、劳动力成本会逐渐增加，这些都可能引发贸易增速的下滑。同时，随着经济复苏进程，国内需求将逐步回升，进口需求也会增加。

（二）欧元汇率：走势分化

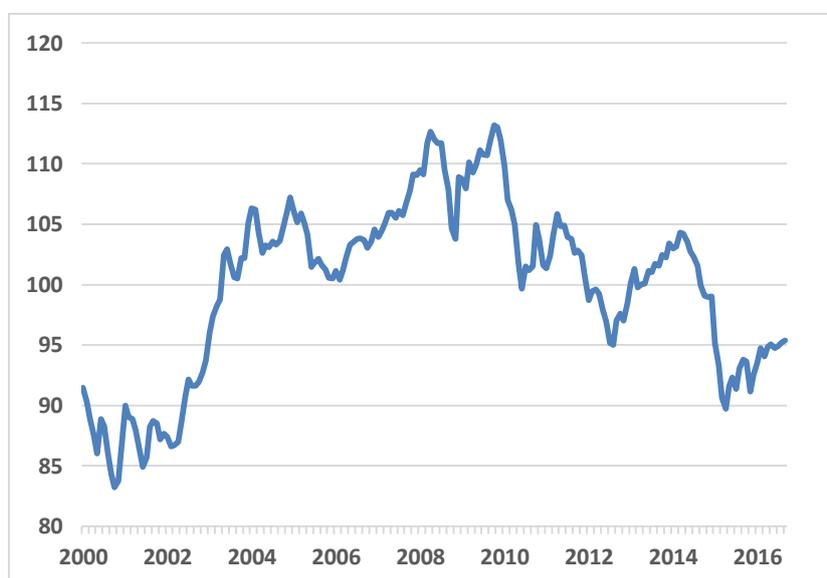


图 5 欧元名义有效汇率（EER-19）

资料来源： ECB

注：月度平均数据，1999年第一季度为100.

自 2015 年第三季度以来，欧元汇率向下调整后，处于缓慢上升的趋势。欧元对 19 个最主要贸易伙伴货币的名义有效汇率（EER-19），从 2015 年 9 月到 2016 年 9 月上升了 1.65%。从双边汇率来看，自 2015 年第三季度以来，从 2015 年 7 月 1 日至 2016 年 6 月 30 日，欧元对英镑累计升值了 15%，欧元对日元累计贬值 15%，欧元对美元汇率波幅不大。英国脱欧后经济发展面临的不确定因素增加，影响了英镑的稳定性。



五 对欧洲经济增长的展望

欧洲的各项指标显示，欧洲经济继续复苏，但复苏速度较为平缓。负利率、资产购买计划等量化宽松政策促进了货币供给的增加、各国的财政状况的差异决定了财政政策使用空间的差距，财政政策总体具有一定的扩张性。大宗商品价格，特别是原油价格处于较低水平、劳动力市场条件改善等也促进了欧洲经济的持续复苏。

展望 2017 年，欧洲经济将继续稳步复苏。支持欧洲经济增长的有利因素包括：量化宽松的货币政策和促进增长型财政政策将有助于促进国内需求和投资增长，劳动力市场的好转将促进居民实际可支配收入的增长，促进私人消费增长。与此同时，2017 年欧洲经济仍存在诸多风险因素：全球经济增速放缓的趋势仍将持续，世界经济中蕴含的不确定性增加，英国脱欧对欧洲宏观经济形势的影响逐步显现，欧洲银行体系内蕴含的风险爆发的可能性增加，结构性改革仍需深入进行。2017 年欧盟和欧元区经济增长率预计分别为 1.8-2.0% 和 1.5-1.7%。

参考文献

European Central Bank (2016), *Economic Bulletin*, Issue 1~ Issue 6/2016.

European Central Bank(2015), *Economic Bulletin*, Issue 6~ Issue 8//2015.

European Commission(2016), *European Economic Forecast*, Spring 2016.

IMF(2016), *Central, Eastern, and Southeastern Europe: How to Get Back on the Fast Track..* May 2016.

IMF(2016), *World Economic Outlook:Too Slow for Too Long*. Washington, April 2016.

IMF(2016), *World Economic Outlook:UPDATE*. Washington, July 2016.



IMF(2016), *Euro Area Policies: Selected Issues*. Washington, June 2016.

IMF(2016), *Global Financial Stability Report—Potent Policies for a Successful Normalization*
Washington, April 2016.

OECD(2016), *OECD Economic Surveys: Euro Area*. June 2016.

OECD(2016), *OECD Economic Surveys: European Union*. June 2016.

张明:《欧洲银行业风云再起》,中国社会科学院世界经济与中国乃至研究所国际金融研究中心,RCIF Policy Brief No. 2016. 044, 2016年7月12日。

IGI 简介: 国际问题研究系列 (Inside Global Issues) 是由中国社会科学院世界经济与政治研究所国际贸易研究室组织和发布的。该系列涉及的研究领域主要为国际经济与贸易; 主要成员包括余永定研究员、宋泓研究员、姚枝仲研究员、倪月菊研究员、田丰研究员、东艳研究员、李春顶副研究员、高凌云副研究员、马涛副研究员、张琳博士和苏庆义副研究员。

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国际贸易研究室所有, 未经许可, 不得以任何形式翻版、复制、上网和刊登。本报告仅代表作者的个人观点, 并不代表所在单位的观点。

欢迎通过扫描下面的二维码订阅和关注我们的微信公众平台(微信号: iwep_ite, 名称: 社科国贸)

