

财经评论 15013：2015 年 4 月 9 日

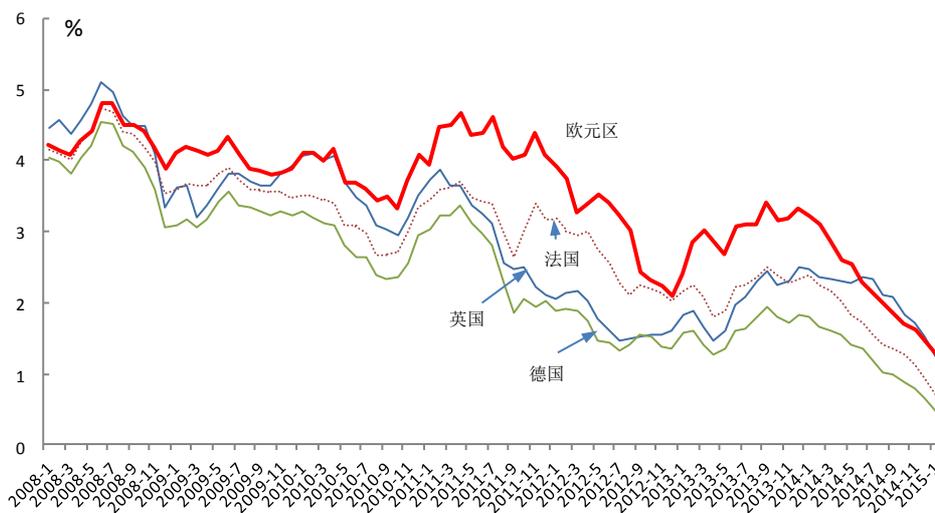
刘仕国

liusg6570@vip.sina.com

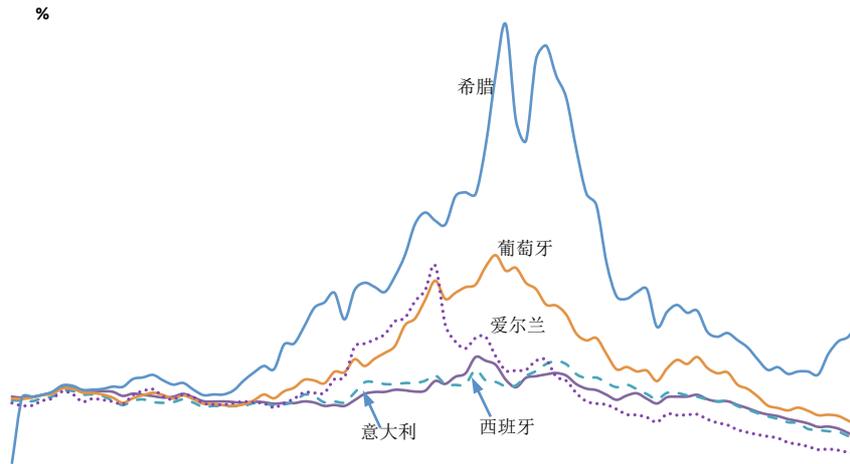
## 2015 年：债市稳定助益欧元区外贸活动<sup>1</sup>

在欧元区内，随着经济复苏缓慢提速，债市保持了稳中向好的势头。同 2013 年相比，2014 年欧元区十年期国债收益率跌 0.7 个百分点，其中德国和法国分别跌 0.4 和 0.5 个百分点，意大利、爱尔兰和西班牙跌 1.4-1.9 个百分点，葡萄牙和希腊分别下跌 2.5 和 3.1 个百分点。除希腊外，欧元区其余国家该指标均低于 2008 年初的水平。

图 1 部分欧洲国家十年期国债收益率



<sup>1</sup> 本文已发表于《中国海关》2015 年第 3 期。



资料来源：CEIC 数据库，截至 2015 年 2 月 24 日。

2015 年，预计欧元区的经济复苏步伐略微加快，宽松的货币政策将继续维护经济与金融市场的稳定，债市稳定态势不会改变，从而促进主要产业部门的生产与贸易活动，增强经济增长动力。

自 2014 年 12 月中旬开始，希腊政局出现动荡。2015 年 1 月 25 日，新政府成立，力主重新谈判本国主权债务，要求削减和延迟债务，放松甚至废除国际援助贷款的财政紧缩条件，但遭到国际债权机构坚决反对。政局动荡殃及希腊债券市场，其中十年期国债收益率大幅上扬至 10% 左右，让市场越来越担忧该国主权债务危机卷土重来，甚至导致希腊退出欧元区，大大增加了欧元区债市、金融市场乃至整个经济的不确定性。

笔者认为，尽管出现上述动荡，希腊及欧元区债市的整体情况 2015 年仍将保持稳定。这主要是由欧元区主要国家内部的经济基本面所决定。预计欧元区 GDP 今年将增长 1.2%，超过 2014 年的 0.9%<sup>2</sup>。

其一，重债国经济全面好转。希腊 2008 年以来的经历足以显示，无论任何政党上台，鉴于政局的可持续性，在现有各种约束条件下，除了沿袭此前的紧缩、改革和促增长措施外，很难有其他更合适的选择。因而本次政局动荡不足以改变债市的大势。希腊经济今明两年有望继续改善。这主要是出口增强及投资转旺所

<sup>2</sup> IMF (2015), “World Economic Outlook Update”, Jan. 19, 2015.

致。失业率继续缓慢下降，工资和价格受产能闲置的影响下降，不过幅度放缓，银行资产负债表重组和结构性改革仍需较快推进。西班牙经济复苏将逐步加快：私人消费将受到劳动市场改善和信心提高的支持；投资随经济前景改善和石油价格大幅下挫而增加；出口由于竞争力增强而上升；失业率缓慢下降，工资率受到产能过剩的抑制，降低了通胀反弹的可能；不过公债率仍然偏高。此外，意大利的经济也逐渐好转，劳动力市场改革尽管遭到工方反对，但已迈出实质性步伐，且仍将继续推进，而葡萄牙的增长动力也将加强。预计希腊、西班牙、意大利、葡萄牙 GDP 今年将增长 2.9%、2%、0.4%和 1.6%，超过 2014 年 0.6-1.3 个百分点。

其二，核心国家经济增势稳中渐强。德国私人消费和投资受到持续宽松货币政策的支持；财政有望适度扩张，尤其是促增长的支出将增加；服务部门的监管放松；劳动力市场依然强劲；通胀难以上升。法国经济将略为加强，要得益于其财政整顿步伐的放缓：3%赤字率的达标时间从 2015 年延迟至 2017 年。英国私人消费和投资表现出色，劳动生产率因结构性改革的推进而提升，劳动市场误配下降，基础设施进一步升级。预计德、法、英 GDP 今年将增长 1.6%、0.9%、2.7%，比 2014 年加快 0.1-0.5 个百分点。

第三，宽松的货币政策压低债券收益率。从 2015 年 3 月开始，至少持续至 2016 年 9 月，欧央行每月在二级市场购买 600 亿欧元的投资级债券，包括欧元区各成员国中央政府、欧元区内的机构和欧洲层面机构发行的债券，其中主权债为增购资产；下调未来六轮“定向长期再融资操作”的交易利率。这有助于推动银行放贷，增加私人投资，缓解通缩压力，将经济至少稳定在温和“档位”。

总体看来，为应对金融、财政、劳动力市场、行政管理等各种结构性问题，欧盟国家近年来推进定向改革，并已初尝甜头。预计上述改革红利将在未来两年内进一步释放。整体而言，2015 年，欧元区债券市场将继续趋于稳定向好。

作为货币政策宽松和金融市场稳定的主要标志，主权债券收益率较低，大大有利于经济活动，包括生产和贸易活动<sup>3</sup>。尤其是那些高度依赖于外部融资的产业，比如制药业、塑料制品业、专业与科学设备、机械尤其是电气机械、纺织业、石油与煤制品业，交通运输设备制造业，将获益良多。这些部门的交易成本将因

---

<sup>3</sup> Rafael Cezara (2014), "The heterogeneous effect of finance on international trade", *Applied Economics*, Vol. 46, No. 24, 2903-2919.

此降低，资金尤其是投资信贷和贸易信贷的可得性改善，股市融资便利性上升，从而促进本地区经贸活动的有力复苏。

**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。