

欧元区经济复苏风险多



中国市场学会理事
经济学教授

张锐

沿袭前一年总体向上趋势，今年以来，欧元区经济继续稳步增长，第一季度GDP环比增长0.1%，同比增长1.3%，从增幅上看，数据虽然没有特别惊艳，但一季度经济却是在去年同期较高基数效应之上展开的，因此对于欧元区而言也实属不易。鉴于此，欧盟委员会的春季经济预测报告将2023年欧元区的经济增长预期上调至1.1%，而国际货币基金组织推出的最新一轮《世界经济展望》报告也预计欧元区今年经济增长可达到0.8%。

采购经理人指数(PMI)既可以记录行业的库存变动状况，更能反映出新订单指数的增减程度，国际上往往采用综合PMI、制造业PMI和服务业PMI三大指标来分析一国现实经济活跃度与判断未来增长态势。最新数据显示，欧元区5月份制造业PMI为44.6，环比出现回落并创下三年来的新低，但与此同时，5月的服务业PMI却跳至55.9，远高于50的荣枯线。受此影响，欧元区5月PMI综合指数站上53.3的高位。看得出，欧元区制造业与服务业的修复存在着结构性不平衡现象，而综合PMI较大尺度维持在荣枯线之上，体现出欧元区整体经济具有一定的韧性。

受到服务业吸收劳动力增加的影响，欧元区就业市场展现出了较为良好的势头。在一季度季调后就业人数环比增长0.6%的基础上，4月份欧元区的失业率降至6.5%，为欧盟统计局开始编制该数据以来的最低点。从绝对失业人数看，欧元区失业人口已从今年1月的1129万人锐减到4月份的1100万人。按照欧盟委员会的预测，今年欧元区的就业市场可实现0.5%增长率目标。但值得关注的是，最新公布的5月

欧元区就业预期指数(EEI)出现了明显下跌，这种结果主要是由企业吸收劳动力的边际能力递减、劳动力在疫后各行业之间谋求再分配的状况所造成。

通货膨胀方面，欧盟统计局的数据显示，欧元区5月调和CPI同比增长6.1%，环比下降0.9%，不过，剔除能源、食品、酒精和烟草价格的欧元区核心调和CPI依然同比增升5.5%，继续保持先前强势。数据表明，俄乌冲突以来，素有“欧洲天然气价格风向标”之称的荷兰TTF天然气期货价格一度飙升至345欧元/兆瓦时的历史最高峰值，但如今只有28.5欧元/兆瓦时，创出两年来的最低水



欧元区的经济复苏动能其实并不十分强劲。除了制造业疲软、通胀生态顽固以及德国经济收缩三重现实负面力量的钳制外，欧元区经济增长接下来还会面临许多变数。”

平。能源通胀压力的显著缓解带动制造业部门成本价格的大幅下降，且降幅创出过去7年来最大，由此带动CPI明显回落。

但是，服务业的率先繁荣与加速扩张以及由此带来的就业率提高贡献了CPI上涨的40%，从而也让CPI得以维持着较高的读数，而且接下来欧元区很可能遭遇工资-价格上涨的螺旋。一方面，欧元区劳动力市场持续坚挺，供给侧要求提高工资以抵消生活成本上升的声音会变得越来越强烈，其中服务领域



李曦子摄

的工资上涨诉求最为显著，由此便会进一步推动物价上涨；另一方面，欧元区成员国多为高福利国家，其劳动力参与率(劳动力/适龄劳动人口)在发达经济体中一直处于相对较低的水平，劳动力市场总体偏紧，完全不会出现如同美国那样菲利普斯曲线走平的现象，相反充分就业与通货膨胀同向走高与斜率向上变陡的概率更高，加之核心CPI的威胁作祟，综合因素决定了欧元区通货膨胀具有持久性和顽固性。按照欧盟委员会的最新预测，今年欧元区的通胀率为5.8%，核心通胀率为6.1%。

值得关注的是，在欧元区成员国阵营中，德国历来被奉为经济增长的“模范生”，只是这一良久之大好形象在今年第一季度被无情颠覆。最新数据显示，德国第一季度国内生产总值环比下降0.3%，之前的2022年第四季度经调整后的GDP终值环比下滑0.5%，连续两个季度的下降，意味着德国经济陷入技术性衰退。横向比较看，德国第一季度的经济增长明显逊于欧元区其他成员，

动态审视，IMF预计德国今年将出现0.1%的经济萎缩，大大落后于0.9%的欧元区经济总体增速。

作为欧洲最大、最重要的经济体，德国经济的萎缩必然也会对欧元区的产业链、汇率等产生严重影响。从产业链角度来看，德国一方面是整个欧盟的“制造中心”，德国汽车、化工、机械及电子电气等行业尤其是汽车产业链遍布欧洲；另一方面，德国又是整个欧元区的“消费重心”，庞大的进口额使德国充当了“最终消费者”的角色，并扮演着域内贸易的主要驱动力。因此，只要德国经济前景灰暗，欧元区的天空就会罩上阴影。

回过头看，虽然欧元区第一季度经济增长环比小幅上扬，但也是与去年第一季度完全持平，而论同比增幅，首季GDP读数还要比前一季度少0.6个百分点。即便是像欧盟委员会所预测的欧元区今年会实现1.1%的增长率，相比去年也要低2.4个百分点，由此可见，欧元区的经济复苏动能其实并不十分强劲，而动态观察，除了制造业疲软、通胀生态顽

固以及德国经济收缩三重现实负面力量的钳制外，欧元区经济增长接下来还会面临许多变数。

首先，货币收缩可能进一步压制经济回升的力度。欧洲央行过去一年中八度加息，利率累计升幅400个基点，且针对目前通胀仍然顽固以及后续受到工资-价格螺旋推动而可能再度走高的风险，欧央行内部选择继续加息的声量占据了主导。对此，欧洲央行也在半年度金融稳定报告中发出警告称，利率上升正在考验家庭、企业、政府和房地产市场的影响。欧洲央行数据显示，受到连续加息的压制，欧元区收紧贷款条件的银行比例已达12年来的最高水平，4月欧元区M2创下了过往13年的最低同比增速，一旦继续加息，就意味着企业与家庭获得的信贷成本更高，便利性更差，结果势必令投资与消费进一步放缓，从而增加欧元区经济的下沉风险。

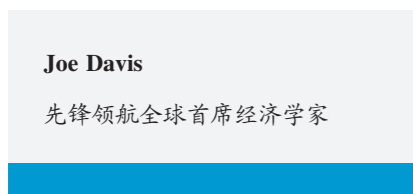
其次，银行业风险可能加剧经济波折的程度。虽然在资本状况、资产质量

以及流动性等方面欧洲银行比美国银行稳健一些，但百年历史的瑞士信贷破产却同样给欧洲银行业敲响了警钟。根据欧洲央行的数据，截至今年3月的五个月内，储户从欧元区各银行取走了超过2000亿欧元的存款，原本流动性趋紧的环境下银行压力因此陡增。另外，欧洲央行的最新金融报告发现，从银行资产和负债来看，风险敞口都集中在欧元区最大的13家银行。报告指出，最大的风险是影子银行从银行提取资金，这些债务占了传统银行全部债务的13%。如果影子对银行稳定性失去信心，就可能发生资金大规模逃逸的结果，并给欧元区经济造成超预期的冲击。

再次，主权债务可能提升经济回升的难度。虽然目前欧元区公共债务的整体负债率只有95%，却远超欧盟划定的60%警戒线，并且希腊、意大利、西班牙、法国以及葡萄牙的债务比重分别达到178.8%、144.4%、113.2%、111.6%和113.9%，尤其是意大利政府债务余额更是升至2.79万亿欧元的历史新高。另外，欧元区一般政府债务未偿余额的剩余期限为8.07年，远高于过去十年的均值6.95年，同时高利率作用之下政府偿债成本巨增，穆迪为此将2023年欧元区主权债务评级展望调整为负面。主权债务风险显然成为了悬在欧元区头上的一把“达摩克利斯之剑”，处理不好将极大地压扁经济回升的空间，甚至构成反向掣肘。

最后，制造业外迁可能延缓经济回升的进度。制造业是欧元区经济的基石，贡献了近20%的GDP和超3000万个工作岗位，而且德国、法国等老牌工业化国家在汽车、航空、电气等高端制造领域位居世界前列，彰显出了不凡的国际竞争实力。但受到俄乌冲突影响，天然气、电力等能源价格的飙升以及劳动力价格的上涨极大提高了经营成本，同时高通胀也压制了市场需求，本土化难以度日的情景下，欧元区制造业企业纷纷外迁，制造业空心化问题加剧，如果这一趋势得不到控制，欧元区经济恐怕还会遭到更刺骨的剥皮抽筋之痛。

降息过快美通胀或重来



Joe Davis

先锋领航全球首席经济学家

美国经济于1967年经历了史上最“软”的着陆。在1967年之前的三年间，美国的经济增长率一度高达6%左右，随后在扩张性财政政策和越南战争的影响下，商品和服务的供给持续低于需求，这也致使经济增长率在1967年跌至2.7%。收益率曲线早在1966年便已出现倒挂，但经济衰退并未随之到来。尽管通胀率已突破2%的上限，但为了应对1966年末的银行信贷紧缩问题，美联储还是选择下调利率。同年，标准普尔500指数上涨达20%。

一些经济学家指出，1967年的经济情况对2023年具有借鉴意义。但实际上，1967年的结果可谓得不偿失：经济短暂企稳后随即转为硬着陆，此后不到一年又出现过热迹象；至1969年，通胀率飙升至6%以上；联邦基金利率目标也升至9%，是1967年的两倍；同年年底，经济陷入衰退。当时很少有人意识

到，美国“大通胀”(Great Inflation)已正式拉开序幕——1965年至1982年期间，美国物价飞涨，美联储不得不将联邦基金利率目标提升至18%以遏制这一势头。软着陆成为了一个遥不可及的梦想。

目前，美国市场并未遭遇新一轮的大通胀，美联储的货币政策也趋于收紧。1967年的经济情况和当前局势确有相似之处，也许能为决策者和市场带来一些启示。

启示一：利率必须长期高于当前通胀率，才能达到有效遏制通胀的目的。1967年夏天，美联储出于对经济放缓的担忧而过早采取了降息举措，这其实是一个错误的决定。当时的通胀率尚未低于3%，在劳动力市场吃紧的情况下，降息只会未来数月内加剧通胀和工资的上涨压力。回顾历史上的通胀减缓时期可知，利率必须高于当前通胀率一年以上，才能有效地降低通胀趋势。当前的债券市场也可从1967年夏天的情况中吸取教训：鉴于现阶段美联储的实际联邦基金利率尚低于特定通胀指标，因此在2023年转为降息举措并非明智之举。

启示二：我们不应过分依赖非明确

指标。对抽象指标的过分依赖很可能会低估货币政策在促进经济平衡方面的作用，类似的问题也曾发生于1967年。彼时，美联储选取的参考指标为NAIRU(非加速通货膨胀失业率)，该失业率指标当时低于4%。由此，央行认为仍可通过降息来刺激经济，但当时的NAIRU实际上超过了6%，高于预估的水平。现在的美联储则采用中性利率指标，即货币政策对经济既不刺激也不限制的利率水平。然而，根据先锋领航的内部分析，美联储假设的2.5%中性利率比实际情况低了大约一个百分点，因此相应提高政策利率是有必要的。

启示三：劳动力市场的平衡是关键所在。过度依赖中性利率或NAIRU等理论指标很可能会误判当前的局势。政策制定者和投资者应关注反映劳动力供需平衡的简单与实时指标，如职位空缺与失业人数之比(在一个平衡的经济体中，这两者应该大致相当)。职位空缺在2023年初为失业人数的两倍，类似的情况在上世纪60年代末也曾上演，当时工资持续上涨，进而导致了通胀的加剧。在1967年，这一比例虽然有所下降，但很快又出现反弹。当时的报纸招聘版面也



李曦子摄

充分显示了劳动力市场的吃紧程度。如今，其他指标同样反映了劳动力市场的吃紧局面。

新冠疫情和俄乌冲突导致的供应冲

击加剧了通胀的进程，劳动力市场的复苏和扩张性财政政策导致的需求增长，也同样推高了通胀以及抑制通胀所需的短期利率水平。目前，职位空缺和失业人

数的比例高达1.6:1，这一比例还需进一步下降以缓和通胀的趋势。如果我们不想重蹈1967年的覆辙，就必须在二者之间作出权衡。