

# 投资消费疲软 经济增势拐点已现

## ——2008年欧元区经济增长前景剖析

中国工商银行城市金融研究所课题组  
(本报告仅代表个人观点,与所在机构无关)

### 报告摘要:

在2003年以来的新一轮欧元区经济复苏中,投资和消费成为经济增长的双引擎,同时净出口亦对区内经济产生较大的支撑作用。虽然2007年下半年增势良好,但在投资、消费和出口三大增长引擎逐步冷却的背景下,欧元区此轮经济复苏渐入尾声,经济增长拐点已初步显现,并有可能从今年下半年开始陷入大幅放缓的境地。

在区内出口增长依旧强劲以及区外出口并没受到欧元升值深度影响的背景下,欧元区整体出口很有可能继续保持快速增长,但随着欧元的不断走高及欧元区经济增速的放缓,预计出口增速将出现小幅下滑,将会成为支撑欧元区经济增长的主要动力。

在次贷风波所引起的信贷紧缩背景下,投资增速在未来将可能大幅放缓,并成为欧元区经济增速放缓的首要因素;而消费增速亦将在消费者信心低迷、实际可支配收入降低及消费者信贷减少等因素冲击下随投资陷入疲软状态,对区内经济增长形成双重打击。

我们认为,欧元区2008年前两季度GDP增长率将在1.7~1.8%区间徘徊,下半年将进一步探底至1.45~1.55%区间,预计2008年全年欧元区经济增速将由2007年的2.7%大幅下滑至1.6%左右。

### 一、出口增势不减成为欧元区经济的救命稻草

目前,欧元区共有15个国家,包括奥地利、比利时、法国、德国、芬兰、荷兰、卢森堡、爱尔兰、意大利、葡萄牙、西班牙、希腊、斯洛文尼亚、塞浦路斯和马其顿。欧元区的出口贸易分为区内出口贸易和区外出口贸易两部分,其中,区内出口贸易是指欧元区国家之间的出口贸易,区外出口贸易则是指欧元区国家对外区国家的出口贸易。本部分将对欧元区的区内外出口的结构进行深度剖析,以期尽可能正确判断欧元区出口的下步走势。

(一)欧元区区内出口占据绝对优势,且增势迅猛

1.区内出口占欧元区出口总额的三分之二

在欧元区出口贸易中,区内出口占据了半壁江山,2007年区内出口额高达2433.2亿欧元,占当年欧元区出口总额的67.2%,区外出口额为1189.1亿欧元,占当年欧元区出口总额的32.8%。其中,在区外出口额占本区出口总额比重此项指标方面,希腊、芬兰和意大利位列三甲,此比重均超过了40%,是区外出口比重最大的三个国家;德国、爱尔兰和法国位居其后,该比重均在30~40%;其余五个国家处于20%~30%之间,而卢森堡则保持在10%左右。

2.德法荷意是区内贸易的主要出口国 长期以来,德国、法国、荷兰和意大利一直是欧元区区内贸易的主要出口国。由于欧盟统计局没有2007年最新的欧元区的区内外贸易数据,且欧元区15国的经济和贸易总量占据了欧盟25国的80%以上,因此欧盟25国的区内出口与欧元区15国区内出口相差无几,因此本小结中的欧元区区内进出口数额使用的是欧盟25国内贸易数额,在图3中用欧盟25国数据代替。2007年,欧元区区内出口总额达到2433.2亿欧元,其中,德国占据区内出口总额的22.8%,法国、荷兰和意大利紧随其后,所占比重分别为11.9%、10.5%和9.2%,四国占据了区内出口总额的半壁江山。

3.区内出口是欧元区出口增长的主要拉动力

由于占据出口总额的三分之二左右,区内出口对欧元区出口增长的贡献率更为突出。我们对欧元区的区内出口对总出口的拉动力进行了初步测算,区内出口对总出口的拉动力一直大于区外出口,而且2003年以来,区内出口拉动力与差距有进一步加大的趋势。因此,区内出口增长是欧元区总出口快速增长的主要拉动力。

4.欧元区区内出口仍将快速增长

由于区内出口贸易均使用欧元作为结算货币,因此欧元汇率高企对区内出口的负面影响较为有限,欧元区经济增长以及区内消费需求直接决定了区内出口的增长。目前来看,欧元区区内出口需求依然十分旺盛,增速明显高于区外出口。欧元区区内出口增长强劲的原因如下:一是近年来欧元区主要国家

经济复苏势头较为强劲。在2006和2007年,欧元区的德国、法国、荷兰和意大利四国均保持了快速增长,其中德国GDP增速分别为3.9%和1.8%,法国为2.2%和2.1%,荷兰为2.7%和4.5%,意大利为1.8%和1.5%,其他欧元区小国经济增速亦稳步提高。二是欧盟内部贸易壁垒的进一步削弱。欧盟早在1992年便宣布建成“统一大市场”,在成员国内部实现商品、服务、资本和个人的自由流通。但实际上,许多欧盟国家仍对来自别的成员国的商品和服务采取种种限制措施。而欧元区成立之后,欧盟进一步降低了区内出口贸易的技术以及环境壁垒,极大地促进了区内出口的增长。三是欧元的大幅升值促进了区内出口的发展。由于区外出口受到欧元升值的抑制,而区内贸易则可避开汇率风险,因此欧元币值走高极大地刺激了区内贸易的发展,并促进了欧元区内部经济的整合步伐。预计2008年欧元区区内出口仍将保持稳步快速增长。

(二)欧元区区外出口受欧元汇率影响较小

1.欧元区区外出口结构分析

(1)德法意荷占据区外出口的半壁江山

2007年,德国、法国、意大利和荷兰四国的区外出口额最大,分别占区外出口总额的28.2%、11.7%、11.5%和6.6%,四国占据了区外出口总额的58%。因此,德法意荷四国的对外出口增长很大程度上决定了欧元区区外出口的增长前景。

(2)美瑞俄中是区外出口的主要对象国

截至2007年底,欧元区区外出口的主要对象国是美国、瑞士、俄罗斯和中国,对四国出口分别占全部区外出口的22.7%、7.4%、6%和5.4%,其中美国是欧元区最大的进口国,美国从欧元区的进口额占其区外出口总额的1/4左右,因此美国经济增长及其国内消费需求直接影响了欧元区的区外出口增长。同时,中国、美国和俄罗斯也是欧元区主要的进口国,截至2007年底,中美俄三国对欧元区出口分别占欧元区进口总额的14.1%、13.1%和10.1%。

毫无疑问,美国是欧元区的最大的贸易伙伴,这不仅体现在该区对美出口占其总额的1/4,而且体现在各国对美出口占据了本区出口总额的较高比重。2007年,德国、法国、荷兰和意大利四国的此项比重分别为23%、18.7%、21%和18.1%,而爱尔兰、葡萄牙和比利时更是高达50.8%、26.7%和26%。从对美出口金额方面看,德国、法国、意大利、荷兰和爱尔兰位列前五,而德国对美出口金额基本上相当于法意荷爱四国的总和,是欧元区中美国最大的贸易伙伴。因此,欧元区的区外出口增长主要受美国经济增长及其国内消费需求的影响,其中德法意三国出口受影响的程度最大。

(3)区外出口在欧元区总出口中的结构

根据前文结论,我们将欧元区的区内外出口放在一起进行比较分析。图8是欧元区区内外出口总体结构图,2007年底欧元区区内外出口占全区出口总额的67%,区外出口占33%;在区内贸易中,德法荷意四国出口占全区出口贸易总额的35%,其他国家出口则占到31%;在区外贸易中,对美出口占全区出口总额的7%,占区外出口总额的22.7%,对其他国家出口则占全区出口总额27%。

截至2007年底,德国、法国、荷兰、意大利和比利时是欧元区的前五大出口国。其中,作为全球最大的出口国,德国2007年出口总额高达8138.2亿欧元,占全区总额的24.6%,其中区内出口占68%,区外出口占32%,而对美国出口占德国出口总额的9.5%。

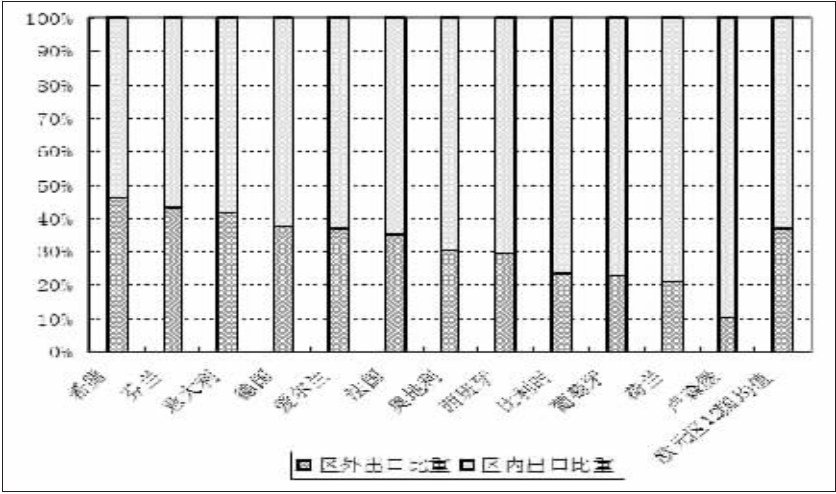
2.欧元汇率升值状况剖析 汇率是影响一国出口贸易增长的重要因素。从传统意义上讲,一国货币升值,将会抑制本国出口增长,推动进口增长。从2006年起,欧元开始了新一轮的升值,尤其是2007年下半年以来,欧元名义和实际有效汇率大幅攀升,欧元对美元升值步伐不断加快,欧元对美元汇率屡创历史新高。

(1)欧元对美元汇率大幅升值 2007年1月4日至2008年3月31日,欧元对美元汇率由1欧元兑1.3084美元上升至1欧元兑1.5784美元,323个交易日的升值高达20.63%;与此同时,欧元对人民币汇率则从1欧元兑10.2782人民币攀至1欧元兑11.0809人民币,升幅幅度为7.81%。

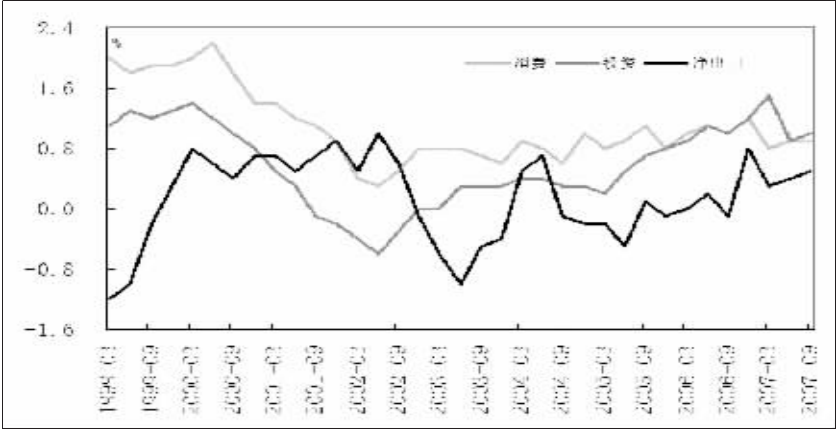
(2)欧元名义与实际有效汇率远小于其对美元汇率

欧元名义有效汇率和实际有效汇

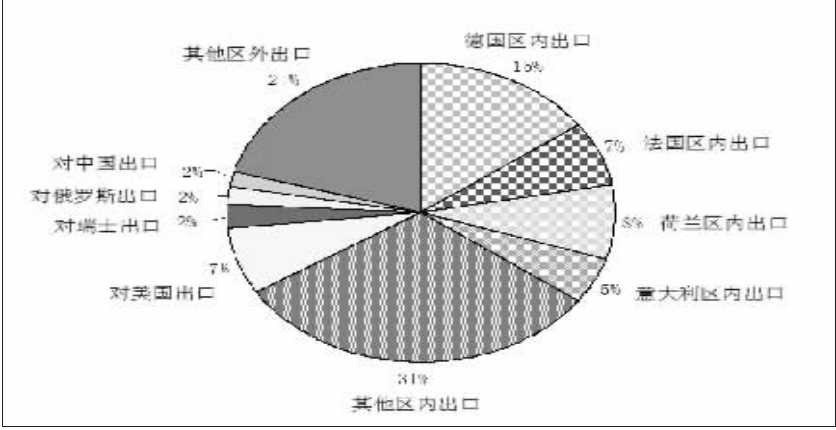
欧元区各国区内外出口比重图 (2007年底)



欧元区投资、消费及净出口对GDP贡献率走势图 (1999~2007年)



欧元区投资、消费及净出口对GDP贡献率走势图 (1999~2007年)



率 数据来源于欧盟统计局,由包括22种主要货币的一篮子汇率折算而来。

2007年1月至2008年2月,欧元名义有效汇率由104.89点升至111.77点,13个月的升值幅度为6.56%;同期内,欧元实际有效汇率从105.73点走高至112.17点,升值幅度为6.09%。欧元对美元汇率的月度升值幅度明显大于欧元名义和实际有效汇率的升幅,这说明相对于世界其他货币,欧元对美元的升值幅度更大。

3.欧元汇率攀升对欧元区区外出口的影响

自1999年以来,欧元汇率与欧元区区外出口呈现了三个趋势性的变化阶段:一是1999年~2000年底,欧元汇率出现大幅贬值,致使欧元区出口增速快速攀升。二是2001年~2005年中期,欧元贬值势头出现逆转,并逐步加快升值步伐,再加上“9·11”事件对美国及世界经济造成重创,欧元区出口增速急转直下,一路下滑,并于2002年中期出现罕见的负增长,虽然出口一度触底反弹,但欧元升值的抑制作用再次使出口在2003年6月陷入负增长的泥潭。三是2005年下半年至今,欧元汇率呈现震荡上扬的总体趋势,而欧元区出口相对较为稳定,季度增速保持在4%~9%区间。尤其是2007年以来,欧元重拾快速升值趋势,而美国次贷风波全面爆发造成的全球以及美国经济增速放缓,进一步加大了欧元区出口所面临的压力,欧元区区外出口增速呈震荡下滑趋势。

尤其值得关注的是,近年来,欧元实际有效汇率对欧元区区外出口增速的影响程度逐步有所减少。从2003年以来,欧元实际有效汇率趋于稳步升值,但欧元区区外出口增速亦稳步走高,增速多年保持在4%~10%的区间内,而欧元汇率的大幅升值并没有导致欧元区出口增速锐减。

欧元升值步伐的加快对区外出口影响日益减小的主要原因有以下几方面:

一是欧元区对于美国的贸易依赖正在逐步减弱。在过去的5年内,欧元区区外出口呈现出了明显的市场多元化趋势,而作为欧元区的主要出口对象国,美国的相对重要性已经逐步下降,欧元区12国对美出口仅占全部出口额的7%左右,而区内出口贸易量则达到67.2%,欧元区对美贸易依存度的下降一定程度上降低了欧元升值对出口增速的影响。

二是德国、法国和荷兰等主要出口国的产品竞争力较强,支撑了区外出口的增长。作为欧元区主要的区外出口国,德国、法国和荷兰在航天技术、石油化工、电脑、机械制造、汽车、服装鞋帽等行业在全球市场中具有较强的国际竞争力,市场份额仍然较高。虽然欧元升值一定程度上减弱了欧洲产品在国际市场上的竞争力,但区内诸多出口企业加大开拓东欧、俄罗斯和中国等新兴市场力度,扩大出口地域范围,并通过产业转移和技术升级等方式削减生产成本,提高了企业的劳动生产率,抵消了欧元升值负效应。

三是新兴市场的旺盛需求是欧元区出口保持快速增长的关键所在。在美国经济接近或已陷入衰退、油价攀升至每桶110美元、信贷危机令欧洲银行系统发岌可危且欧元大幅升值的困扰下,欧元区出口并没有出现大幅下滑,对新兴市场出口的增长以及相关行业的发展为欧元区出口和经济增长提供了缓冲。2007年,波兰、捷克等新近加入欧盟的国家从欧元区的进口总额高达1870亿欧元,同比增长17%;欧元区对俄罗斯出口亦攀至670亿欧元,同比增长21%。然而,当年欧元区对美出口额则为1940亿欧元,同比下滑了3%。预计2008年欧盟新成员国将超过美国,成为欧元区最大的出口市场。

四是欧元升值降低了区内进口成本和通胀压力。强势欧元在一定程度上提高了自身的国际地位,这种趋势如果持续,欧元很有可能在世界主要贸易结算货币和外汇储备币种的地位方面挑战美元。更重要的是,尽管一些制造业公司抱怨美元贬值影响其出口,但欧元区的能源、原材料以及食品的进口价格将会有所下降,改善区内出口企业的利润空间;同时,有利于抑制区内的通胀水平,延缓欧洲央行升息步伐,促进欧洲经济的稳步增长。

综上所述,欧元汇率的升值虽然会在一定程度上降低欧洲出口商品的竞争力,但是并不会对欧元区的区外出口造成致命打击,预计2008年欧元区区外出口增速将小幅放缓,随着今年年底美国经济增速以及美元币值可能反弹,欧元区区外出口亦将迎来良好机遇。

(三)出口仍将快速增长,未来增速将小幅放缓

综上所述,在区内出口增长依旧强

劲以及区外出口并没受到欧元升值深度影响的背景下,欧元区整体出口很有可能继续保持快速增长,但随着欧元的不断走高及欧元区经济增速的放缓,预计出口增速将出现小幅下滑。我们可以说,欧元升值确实拖累了欧洲经济增长,但程度远远小于市场普遍预期的程度,而在投资和消费双双疲软的情况下,出口将逐渐成为支撑欧元区经济增长的主要动力。

### 二、投资减速成为欧元区经济放缓的罪魁祸首

(一)投资对GDP贡献率大幅提升

自1999年欧元区成立以来,欧元区经济增长呈现出周期性波动特点。1999年~2001年,欧元区经济高涨,投资增速和对GDP的贡献度均处于高位,成为促进经济增长的首要动力。而自2001年下半年起,受美国9·11事件影响,欧元区与世界其他主要经济体同样放缓了经济增长的步伐,再加上欧洲央行连续加息至4.75%的近十年来的高点,投资增速一落千丈,连续5个季度出现负增长。2002年,世界经济从2001年“新经济”泡沫破灭带来的衰退阴霾中走了出来,出现了复苏势头,欧元区经济也有所反弹,而欧洲央行的大幅降息也进一步推动了房地产投资的复苏,投资增速不断提升。特别是2005年初至2007年一季度,欧元区投资持续快速增长,与出口一道成为欧元区复苏的“双引擎”,推动经济快速增长。

从长期趋势看,投资对欧元区经济的重要性逐渐上升。2000年,欧元区实际投资为3660.58亿欧元,这一数值在2006年底上升至4624.5亿欧元,较本世纪初累计增长26.33%,这一增长数据均明显高于同期消费累计增长的水平。次贷风波临近时的2007年二季度,实际投资继续上升至4782.5亿美元,占GDP的比重为21.6%,略高于2000年底的21.3%。

(二)信贷紧缩严重,投资增长前景暗淡

肆虐全球的美国次贷风波迄今为止并没有结束的迹象,虽然华尔街金融机构遭受了巨大损失,但是欧元区及英国的金融机构亦遭遇次贷狂潮的猛烈冲击,致使欧元区正经历着历史上最严重的信贷紧缩。

信贷紧缩背后是商业银行间相互提供短期信贷支持的意愿大幅削弱,而银行融资成本的提高也是在所难免。造成目前欧元区信贷紧缩的主要原因在于:其一,欧元区主要商业银行不同程度地介入了次级债产品投资,而次贷风波对次级债产品的价值造成了致命打击,由于投资损失较为严重,商业银行被迫大幅减记次级债资产,并提高减值准备。其二,近年来欧元区商业银行较多地利用结构性投资工具进行高风险投资。结构性投资工具中的资产平时是表外资产,不需要合并和披露,但一旦遭受严重损失时,它旗下的资产仍需并入表内进行核算。在次贷风波中遭遇“滑铁卢”的结构性投资工具不得不将重新并入资产负债表,商业银行的资产负债表无异于雪上加霜。因此,商业银行亟须提高流动性资产的比重,致使其不仅不愿意向同行提高信贷,甚至不愿意向消费者和企业提供新贷款。其三,市场风险的扩散提高了欧元区银行业对信贷的厌恶程度。在次贷风波的冲击下,2007年全球信贷机构产生的损失超过了2000亿美元,而2008年一季度国际银行业的损失还在进一步扩大,而且还有可能进一步扩散到其他领域。在此背景下,为提高资产的安全边际,商业银行将对整个市场风险债务进行评估并开始审慎对待每笔贷款。其四,全球金融市场的不确定性将进一步加剧未来欧元区的信贷紧缩程度。目前,市场无法准确预计次贷违约率还将上升到多高的水平,也不能提前判断商业银行、投资银行和对冲基金真实的损失,而在全球被通胀阴影笼罩下,各国央行未来的货币政策也是步调不一,难以预测。这种不确定性的叠加,导致商业银行进一步规避风险,提高流动资产在总资产的比重,加剧了欧元区的信贷紧缩程度。

相对于美国,欧元区的间接融资比率要高得多,对银行贷款的依赖性也居高不下。据预测,美国经济增长中只有20%源于银行的贷款融资,而欧元区这一比率高达60~65%。同时,欧洲银行业在美国房地产和结构性金融工具方面投入过多,对本地贷款的资金相对较少,信贷紧缩对欧元区经济的打击可见一斑。因此,投资增速在未来将可能大幅放缓,并成为欧元区经济增速放缓的

首要因素。

### 三、消费疲软加剧欧元区经济趋缓走势

(一)消费对GDP贡献率长期趋于下降

自二战以来,欧洲国家经济快速复苏,并迅速重返全球经济总量的前列。相对于众多新兴市场国家,欧洲国家的居民收入水平较高,消费能力强,主要表现为消费增速快以及私人消费占GDP比重较高等指标上。从20世纪90年代至今,欧元区发达国家跟随美国兴起了透支消费的浪潮,这使得欧元区消费增长趋于强劲,表现为绝对数字不断上升,但由于出口和投资对GDP的贡献的逐步增大,消费对GDP的贡献率逐步缩小。次贷风波临近时的2007年二季度,欧元区实际消费上升至10739.9亿欧元,较上世纪末累计增长12.8%;消费在GDP中所占比重下滑至48.8%,较本世纪初累计下降9.5个百分点。

(二)消费前景不容乐观

美国次贷风波爆发以来,欧元区私人消费增速趋于放缓。2007年一、二季度欧元区消费分别增长1.4%和1.6%,三季度保持在1.6%停滞不前,四季度则骤降至1.1%,远低于2006年四季度的2.1%。同时,欧元区消费对GDP增长的贡献也有所下降,2007年三、四季度消费为GDP增长分别贡献了0.9和0.6个百分点,低于2006年同期的1和1.2个百分点。预计未来欧元区消费增长前景不容乐观,原因如下:

一是欧元区消费者信心低迷不振。从目前来看,次贷风波并没有对欧元区经济造成较大的负面影响,但是其对美国经济、就业、消费以及投资增长造成的显而易见的冲击,美国及全球经济陷入低迷的境况,自然会在短期内沉重打击欧元区消费者信心。

二是欧元区居民实际可支配收入有所下降。受次贷风波冲击的欧元区银行业遭遇严重损失,诸多非金融企业亦步履维艰,致使工资水平停滞不前。然而,欧元区的通胀水平则屡创新高,居民实际可支配收入水平难以摆脱缩水的尴尬境地,未来消费增长将可能进一步放缓。

三是次贷风波所产生的信贷紧缩进一步抑制消费增长。欧元区的信贷紧缩不仅压缩了消费者所获取的信贷额度,而且迫使消费者纷纷推迟大额消费计划,进一步打击消费增长。根据欧洲央行统计,欧元区消费者信贷增速在2006年初出现拐点,由当时的11%一路下滑至2008年2月的5.5%,降幅达50%。同时,面向大众市场的制造商3月份销量均出现下滑,当月欧洲新车登记量更是减少近10%,欧洲汽车业遭遇寒流。根据以上分析,消费更多地受到经济增长、通胀水平及信贷紧缩等宏观观各层面的影响,因此其未来走势具有一定的滞后性。如果欧元区投资增速大幅放缓拖累经济增长,通胀压力居高不下,次贷风波的肆虐依然不见好转,区内消费增速则持续大幅下滑,并将形成“投资放缓—经济恶化—消费停滞—经济下滑—投资进一步放缓”的恶性循环。但鉴于目前经济还未出现深度调整的迹象,欧元区消费仍将低速缓慢增长,消费也将成为欧元区经济增速放缓的重要因素。

### 四、2008年欧元区经济增速将大幅放缓

通过以上分析,我们可以做出判断:虽然2007年下半年增势良好,但在投资、消费和出口三大增长引擎逐步冷却的背景下,自2003年以来欧元区此轮经济复苏渐入尾声,经济增长拐点已初步显现,并有可能从今年下半年开始陷入大幅放缓的境地。

具体来看,在次贷风波所引起的信贷紧缩背景下,投资增速在未来将可能大幅放缓,并成为欧元区经济增速放缓的首要因素;而消费增速亦将在消费者信心低迷、实际可支配收入降低及消费者信贷减少等因素冲击下随投资陷入疲软状态,对区内经济增长形成双重打击;然而,在区内出口增长依旧强劲以及区外出口并没受到欧元升值深度影响的背景下,欧元区整体出口很有可能继续保持快速增长,但随着欧元的不断走高及欧元区经济增速的放缓,预计出口增速将出现小幅下滑,但其仍将成为支撑欧元区经济增长的主要动力。

预期欧元区经济在2008年前两季度将小幅走弱,而随美国次贷风波深化及其对欧元区负面影响的逐渐显现,下半年很有可能大幅放缓。我们认为,欧元区2008年前两季度GDP增长率将在1.7~1.8%区间徘徊,下半年将进一步探底至1.45~1.55%区间,预计2008年全年欧元区经济增速将由2007年的2.7%大幅下滑至1.6%左右。

课题组成员:邹新 宋玮 执笔人:宋玮