

停滞风险

林惠丹

持续性经济问题易使欧元区经济长期增长减慢

自全球金融危机爆发以来，欧元区实际产出一直难以与人口保持合理比例。因此，人均产出停滞，现在仅人均4万美元，调整价格差异之后仍然低于美国1.6万美元。这是1991年欧洲经济货币同盟成立以来出现的最大差距（见图1）。

欧元区不是唯一遭受经济危机而留下创伤的地区。总之，发达经济体的潜在增长率——一个经济体所能生产的最大产品和劳务总量——未来5年内预计只能小幅增长，仍然低于在危机前的水平（IMF, 2015）。

这些黯淡的中期前景令欧元区尤为担

忧，因为有些成员国的失业率、公共债务、私人债务居高不下。而且，经过几年的疲弱增长，政策的发挥空间也极为有限。高失业率和巨额债务，加之政策作用受限，导致欧元区极易受到冲击，可能致使经济长期的低速增长，也就是“停滞”。

持续低增长

虽然潜在产出不能准确观测，但是可以利用生产函数——以主要投入（劳动力和资本）及其利用效率为基础计算经济体产出的经济模型——进行估算。对欧元区

葡萄牙波尔图一家废弃帽厂墙壁上的涂鸦。



进行计算的结果显示，未来劳动力和资本投入不太可能增加，其利用效率也不太可能提高。因此，在满负荷生产能力下，欧元区增长率预计仅能小幅上升，从2008—2014年的0.7%上升至2015—2020年的1.1%，远低于1999—2007年平均1.9%的增长率。

而且，老龄人口占总人口的比例在增加，而适龄劳动人口（15—64岁）的比例却在减少。鉴于人们通常在50岁以后就不太愿意加入劳动大军，平均劳动力参与率也随之降低。与此同时，资本存量增长预计放缓。当新增投资速度超过资本存量磨损（折旧）速度时，资本存量扩大。而欧元区不同，2013年以来，欧元区企业投资适度增长，直到2015年才达到2008年的水平（见图2）。换言之，欧元区将继续遭受劳动力和投资不足带来的后果。

潜在增长率越低，缩减债务越困难。

疲弱的生产力增长（单位时间人均产出）也是欧元区一大问题。实证研究发现，欧元区提高劳动力和资本效率的进展缓慢（服务业尤为显著），这是与美国生产力差距日益加大的主要原因。服务业效率提高缓慢，生产力增长疲弱，反过来反映出信息和通信技术的应用和扩散过于滞后。美国服务业人均产出已经超过了危机前的峰值，欧元区则不然，增长一直缓慢，德国和意大利等国家生产力仍低于危机前峰值。

再者，美国从高效利用劳动力和资本中获得的优势未来可能减缓，极有可能影响到其他发达经济体（IMF, 2015）。此外，应用和推广创新需要灵活性和适应性。如果不能迅速行动解决欧元区结构性问题，如解决裁员减薪困难和改善不利于创业的商业环境，新技术恐难以及时推广。

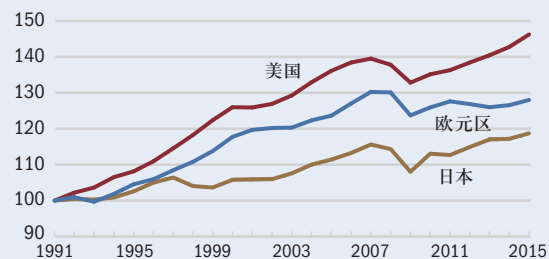
危机发酵

失业率居高不下，公共债务和私人债务债台高筑等问题在经济危机前就已经出现。虽然经济恢复适度增长能在一定程度上解决这些问题，但是如果没有决定性政策以提高增长前景，激发投资活力，高失业率和高额债务仍将是经济增长的累赘。高额债务会抑制新兴投资，高失业率则会抑制人力资本开发（如通过延迟教育健康方面的投资）。

欧元区失业率居高不下，青年人口和长期失业人口尤甚，导致技能退化风险加大，高失业率成为顽疾。虽然近期情况有所好转，但是欧元区失业率仍然高于10%，有些成员国甚至更高，如希腊失业率近25%。欧元区超过半数失业人口已经失业超过一年，这些人口少则占到总失业人口的1/4（如芬兰），多则达3/4（如希腊）。严重的青年失

图1
落后

1991年欧洲经济货币同盟成立以来，欧元区和美国人均产出之间的差距达到最大。
(实际人均GDP, 指数, 1991年=100)

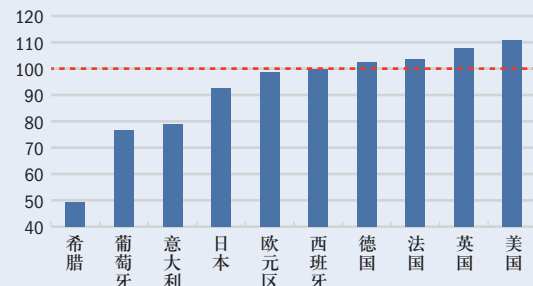


资料来源: IMF, 《世界经济展望》以及作者的计算。
注: 实际GDP是名义GDP经过通货膨胀调整后的结果。

图2

缓慢复苏

欧元区非住宅投资直到2015年年底才回到危机前的水平。
(非住宅净投资, 2015年第四季度, 指数, 2008年第一季度=100)



资料来源: 欧盟统计局以及作者的计算。

业问题有可能引发劳动者重回到“迷惘的一代”。

中期来看，意大利的自然失业率（劳动力供求达到平衡，就业和薪资变化不会带来通胀压力状态下）预期会高于危机时期水平，法国会有缓慢下滑。虽然西班牙自然失业率有望下降，但是预计未来5年内仍会保持在15%以上。基于历史上产出和失业的关系提出一种设想，如果经济增长不能持续改善，整个欧元区大概需要4年时间来把失业率降至2001—2007年的平均水平。失业率更高或者增长更低的国家（如希腊、意大利、葡萄牙、西班牙）可能需要的时间更长。若能提高潜在增长率和/或及时根据增长调整雇佣，有效推进结构改革，所用时间才有望缩短。

高额公共债务下，国家难以利用支出政策和税收政策刺激经济增长，私营领域债务也必须加以削减，才能进行新兴投资。随着许多企业纷纷偿还债务，欧元区多数非金融企业债转股比例下降。但是，在多数情况下，伴随债务减少而来的是投资减少，储蓄激增，失业率上升。IMF研究发现，在企业债务大幅缩减的前期，信贷繁荣时期2/3

的债务增长后期均有所减少 (IMF, 2013)。如果欧元区的债务缩减也类似, 还清债务对于公司来说就任重道远, 投资恢复也更加遥不可及。欧元区成员国家也饱受高额债务困扰。尽管高负债国家的家庭债务 GDP 比率下降了 10—20 个百分点, 但是仍然远高于繁荣前的水平, 未来极有可能继续抑制消费支出。

防范冲击

对欧元区的基线预测表明, 中期来看, 经济增长和通货膨胀仍不容乐观。这反映了由于失业率居高不下、债务负担沉重以及资产负债状况不佳造成的负面影响, 抑制了需求, 也反映出长期结构性问题的负面影响, 如劳动力市场僵化、产品市场受到过度保护, 降低了潜在增长率。而且, 这些因素相互交织: 潜在增长率越低, 缩减债务越困难, 而高失业率和低投资水平又会阻碍资本积累, 降低潜在增长率。

中期前景如此不容乐观, 欧元区势必会受到负面冲击, 比如, 如果全球经济再度萎靡, 众多经济体将陷入停滞, 因为他们无法利用宏观经济政策 (如削减税收和 / 或增加支出) 及时作出反应, 注定难有作为。并且, 危机中尚未解决的问题还会扩大这些冲击。譬如, 市场可以重估高负债国家的可持续性, 随后, 更高的借贷成本反过来将增加债务—通缩螺旋的风险。

有一种经济模型可以用来模拟冲击对欧元区的影响, 通过这种经济模型, 可以作出以下的假设: 如果利率为零, 货币政策就难以发挥更大作用以刺激经济, 受到高额债务限制, 财政政策发挥作用只能依靠自动稳定器, 譬如失业津贴。

在这一假设下, 如果某些因素稍有变化, 如地缘政治局势升级、欧盟内部出现政治危机或者增长预期下降, 都有可能引发投资者信心骤降。随后股票价格下跌, 投资增长率相对于基线预测下降 25% (由年均 2% 下降至 1.5%)。这将会导致欧元区公共债务占 GDP 比率上升, 个体经济体债务水平不同, 则公共债务占 GDP 比率上升程度也不同。对于负债国家而言, 债务可持续性会进一步增加, 市场对此更为担忧。希腊、爱尔兰、意大利、葡萄牙和西班牙的主权债务利率和企业债务利率将会上升整整 1 个百分点, 等于西班牙 2012 年 6 月末至 7 月的 10 年期主权债券收益率。

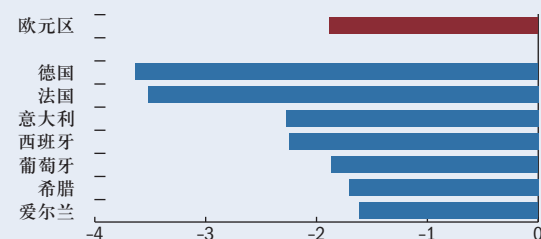
这些结果无一不在提醒我们, 欧元区极有可能陷入低经济增长。到 2020 年, 欧元区的产出水平将会低于基线预测 2%。因此, 经济产出需要 3—4 年时间 (相对于基线预测) 才能发挥出全部潜力。借贷成本将会增加, 尤其是希腊、爱尔兰、意大利、葡萄牙和西班牙。失业率和公共债务占 GDP 比率也会上升。通货膨胀率将会降低, 推动

图3

曲线背后

欧元区投资受到的冲击使其经济增长比在预计的基准线情形下更加缓慢。

(到2020年的累计增长损失, 百分比)



资料来源: 作者的计算。

注: 结果基于一个用于模拟在欧元地区的诸如地缘政治紧张、政治危机或更低的增长预期这样的冲击带来的影响的经济模型。该模型假设更少的货币政策影响以及除诸如失业救济金的自动稳定器以外的财政政策的限制。基准线是在当前情况下预计的经济增长道路。

欧元区在近期内接近通货紧缩 (见图 3)。

降低损害

中期前景疲弱, 加之经济政策刺激经济的潜力发挥受限, 欧元区极易受到冲击, 可能导致长期低增长和低通胀。防范这些风险需要一套政策, 虽然放松货币政策一直以来都是刺激欧元区经济的主要工具, 但是我们如今需要的政策应该广泛而均衡。银行作为欧洲金融体系的保障, 需要加强监管, 加速处理不良贷款, 从而增加放贷。对于不景气但是仍然可以维系的企业, 决策者必须加快重组, 缩减债务, 创造条件让企业恢复投资。政府部门应进行结构性改革, 提高生产力和潜在增长率, 到力所能及的时候, 增加支出以提振需求, 进而带动经济增长。■

林惠丹 (Huidan Lin, 音译) 是 IMF 欧洲部的经济学家。

本文基于 IMF 工作论文, No. 16/9, “Risks of Stagnation in the Euro Area”。

参考文献:

International Monetary Fund (IMF), 2013, “Indebtedness and Deleveraging in the Euro Area,” *Euro Area Policies, 2013 Article IV Consultation—Selected Issues Paper, IMF Country Report 13/232* (Washington).

——, 2015, “Where Are We Headed? Perspectives on Potential Output,” *World Economic Outlook, Chapter 3* (Washington, April).