

多年歐盟的治理體系複雜但效率偏低，過去二十



歐元區經濟自2020年以來增長低迷，部分成員國經濟發展停滯，落入「高通脹+高債務+低增長」的發展困局。究其原因，除了歐元區自身經濟轉型緩慢之外，還與大國博弈和地緣政治風險上升有關。

歐元區經濟或長期停滯

金融觀察 鄧宇
上海金融與發展實驗室特聘研究員

2008—2022年歐元區國內生產總值(GDP)實際平均增速約0.9%，不但低於全球平均水平，更遠低於主要大型經濟體的增速。初步統計，2023年歐元區主要經濟體德國經價格調整GDP同比下降0.3%，法國、意大利GDP同比均增長0.9%，不足1%。研究指出，未來十年歐元區經濟的增長可能「慢如蝸牛」、停滯不前。

經濟深陷低迷之困

首先，經濟增長動能減弱，單一市場近乎飽和。2008年全球金融危機前的歐元區經濟增速表現相對突出，2008年的增速明顯放緩，甚至在多個年份出現衰退。歐元區之所以長期落入低增長，主要有兩方面拖累：一方面，歐盟成員國的經濟結構差異較大，主要依靠德國和法國兩個主要經濟體，但近兩年德國的經濟增長幾乎停滯。另一方面，歐盟的貨幣政策雖統一，但財政政策分散，2011—2012年歐債危機的爆發凸顯了這一結構性矛盾，困於成員國存在較大分歧，歐盟內部財政協調難度加大，財政擴張受阻。

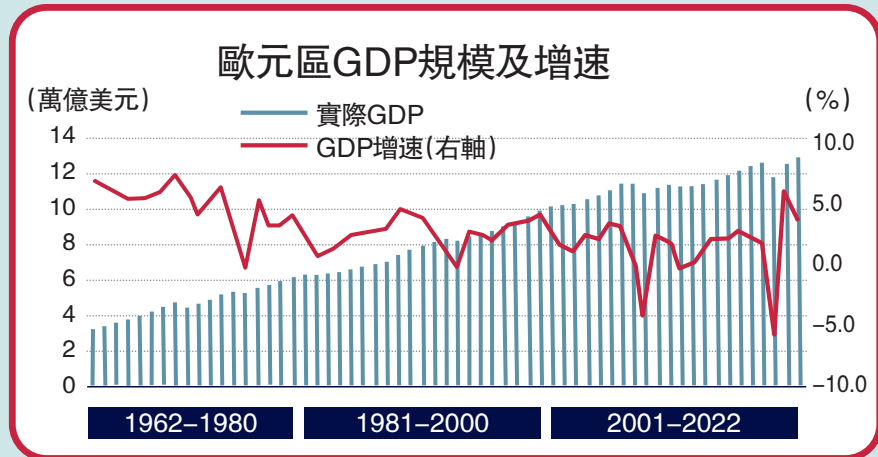
歐元區內部還普遍存在人口老齡化的嚴重問題，致使歐盟單一市場的消費市場近乎飽和，居民消費對經濟增長的貢獻度逐年下降。1983—2022年歐元區居民最終消費支出佔GDP的比重降至52.3%，遠低於經合組織成員國(約60%)，而且也低於高收入國家(58%)。

其次，地緣政治持續衝擊，貿易和投資不斷萎縮。歐盟一體化前期已釋放大量紅利，全球化進入快速發展階段，歐盟的角色和地位提高，同時戰略自主性相對較強。但隨着大國博弈和地緣政治衝突加劇，歐元區經濟增長的外部環境面臨嚴峻挑戰。

從吸引外資的情況來看，歐盟的外商直接投資額(FDI)流量最高曾超過6600億美元，但2022年首次降為負1250億美元，區域內國際資本大範圍流出，這一現象雖與2022年烏克蘭危機有關，但也反映了歐元區經濟增長的預期偏弱。地緣政治風險的增加，使得歐元區貿易增長也受到負面衝擊，2023年1月—12月歐盟進出口累計同比下降6.55%，近十二個月趨勢向下。

再次，科技創新逐漸式微，產業升級空間受阻。歐元區經濟增長除依靠消費需求外，很重要的一點在於科技創新，特別是製造業支撐。過去數十年，德國的經濟維持較穩定增速的關鍵，也在於其擁有具有國際競爭力的製造業產業，比如汽車製造、機械裝備、電子電氣等。但隨着新一輪科技革命興起，傳統製造業逐漸被數字化、智能化所替代，新能源汽車、人工智能等新的技術產業湧現，歐元區主要經濟體未能抓住產業轉型的新機遇，前沿科技創新發展相對滯後，產業升級較為緩慢。

統計顯示，1990—2022年歐元區製造業增加值佔GDP的比重從最高的20%左右降至15%不到，遠低於中國近30%的比重。同時，歐元區內的跨國企業主要集中在傳統的化工、汽車製造等，新技術和新產品開發及投資



不足，尚未在新興產業和未來產業領域出現具有國際影響力的跨國公司。

增長面臨諸多難題

其一，內生性增長不足，經濟結構轉型緩慢。歐元區內的主要經濟體普遍為高收入國家，早期經歷了中高速增长周期，但這種先發優勢的積累因經濟轉型滯後而逐漸喪失。從PCT專利申請量來看，2000—2015年德、法兩國專利合作條約(PCT)專利申請量的增幅分別達43.1%、103.5%，但之後處於停滯甚至下降趨勢，2016—2023年德國PCT專利申請量下降7.6%，同期中國PCT專利申請量的增幅高達61.6%，且總數佔德法兩國合計的280%。

歐元區經濟內生性增長不足，主要體現在三個維度：一是產業協同和要素集聚效應偏弱，歐盟多數成員國的經濟體量較小、產業集群效應不強，歐元區的經濟增長主要依賴德法等大型經濟體；二是企業變革和創新動力偏弱，歐元區雖有不少的老牌跨國企業，包括隱形冠軍企業、科創企業，但新興科創企業不多，包括獨角獸企業數量遠不如美、中、印等國；三是缺乏經濟轉型新動能，烏克蘭危機暴露出歐盟能源外部依存度高的短板，能源成本抬升也損害了德國等歐元區的製造業企業，在歐盟力推能源轉型計劃後，歐元區經濟結構轉型將面臨更大挑戰。

其二，外部空間收縮，地緣政治風險長期化。歐盟推行的一體化在經濟層面主要體現在要素自由流動和單一市場規模效應，催生了更大體量的GDP。但這種單一市場既有利，也存在弊病。2024年歐盟委員會發布「歐洲經濟安全一攬子計劃」，該計劃旨在幫助歐盟在軟件、芯片和飛機等核心行業保持競爭力。歐盟推行類似美國的「小院高牆」(small yard, high fence)及「去風險」(de-risking)政策，旨在於強化歐元區的經濟競爭力。但結果可能適得其反，一方面向內收緊的政策違背歐盟所一貫奉行的開放原則，破壞了市場公平競爭原則；另一方面歐盟的單一市場缺乏擴張和增長的潛力，投資和消費增長空間有限。

其三，一體化紅利逐漸消退，治理效能下降。從一體化的角度來看，歐盟未來需要着手解決兩方面的瓶頸：一方面，歐盟的財政統一問題。近期歐盟理事會和歐洲議會就歐盟財政規則改革達成協議，包括控制支出、降低債務比率和赤字等內容。另一方面，歐盟的對外政策協調問題。烏克蘭危機期間，歐盟圍繞對俄羅斯實施的多輪制裁及支援烏克蘭進行了多次協調，從某些層面表明各成員國的立場差異，未來如何秉持「多元一

體」的發展理念，以及如何平衡好各成員國利益訴求，將是歐盟一體化面臨的重大考驗。

作為擁有27個成員國、GDP規模16.75萬億美元(現價)、人口約4.5億人的全球最大區域組織，歐盟擁有國際話語權和國際影響力。但也要看到，歐盟成員國的數量不少，加總的體量規模比較大，其中有不少成員國的經濟體量規模較小，實體產業發展薄弱。英國「脫歐」後歐盟的經濟規模進一步縮小，歐元區經濟所依賴的一體化優勢也在逐漸減弱。從成員國結構來看，歐盟以德國、法國、意大利為主，新申請加入的國家多為中小國家，在GDP規模、增長潛力以及人均收入等方面差距拉大。

由於歐盟的治理體系複雜但效率偏低，過去二十多年歐盟一體化所釋放的紅利逐漸消退。未來將包括烏克蘭等在內的諸多東歐國家申請加入歐盟，在市場擴大優勢互補的同時，各成員國的協調成本將抬高，可能加劇內部的不均衡。

未來發展前景堪憂

總的來看，歐元區的經濟增長前景堪憂，內外形勢更加複雜，「脫鉤斷鏈」將破壞歐元區市場環境，地緣政治危機可能發酵，一體化所能發揮的規模效應及統一市場優勢也將被減弱。以德法兩國引領的一體化進入平坦期，目前仍主要享受過去一體化所帶來的發展紅利，但隨着世界格局加速演變，大國博弈間歐盟的地位下降。由於歐元區經濟長期低迷以及屢屢實施保護主義政策，將制約一體化進程。

未來歐元區的經濟停滯可能長期化，打破這種僵局需要歐盟摒棄「冷戰思維」和「脫鉤斷鏈」的冒險，回歸市場開放和多邊主義，增強歐盟在政治、經貿和科技等關鍵領域的戰略自主，否則歐元區經濟很難擺脫潛在衰退和經濟停滯的風險，且可能威脅歐盟一體化的發展空間，削弱其國際影響力。

筆者認為，歐盟的轉向體現在三個方面：其一，政治上保守勢力抬頭，單邊主義及對立衝突等思維瀰漫歐盟，歐盟緊跟美國的趨勢顯著，在烏克蘭危機期間實施大規模制裁行動；其二，經濟上傾向保護主義，歐盟以維護歐元區自由市場和經濟安全為名，密集推出《關鍵原材料法案》、「碳關稅」法案及強化投資審查機制等限制政策，無疑對全球化開放構成負面影響；其三，科技上走向自我封閉，歐盟過去在科技創新領域居於世界領先地位，但近年來在新能源汽車、芯片半導體、人工智能等科技前沿領域失去國際份額。

(本文僅代表個人觀點)

中國經濟景氣水平持續回升

金融熱話 李奇霖
紅塔證券研究所所長
首席經濟學家

3月份，中國製造業採購經理指數(PMI)為50.8，比2月上升1.7個百分點，在連續十一個月運行於50以下後回到擴張區間。非製造業PMI指數為53，較2月上升1.6個百分點。除季節性因素影響之外，更反映出中國經濟景氣水平回升。

具體來看，數據有以下幾個特點：第一，產需雙雙回暖，供需關係進一步修復。生產指數、新訂單指數、新出口訂單指數分別為52.2、53、51.3，比2月上升2.4、4、5個百分點，上升幅度均高於製造業PMI整體水平。其中，新訂單指數和新出口訂單指數分別結束了連續五個月和連續十一個月運行在榮枯線以下的狀態。

從行業看，木材加工及家具、鐵路船舶航空航運設備、計算機通信電子設備的生產和新訂單指數均位於55以上較高景氣區間。化學纖維及橡膠塑料製品、汽車、計算機通信電子設備的新出口訂單指數處在擴張區間。

供需關係也得到進一步修復。從絕對值水平看，新訂單指數高於生產指數0.8個百分點；從回升幅度看，新訂單和新出口訂單指數的環比上行幅度均高於生產指數。

在生產和市場需求回升的帶動下，製造業企業採購活動明顯增加。採購量指數為52.7，比2月上升4.7個百分點；進口指數為50.4，比2月上升4個百分點。

第二，經濟復甦範圍擴大。在調查的21個製造業行業，有15個位於擴張區間，比2月增加10個。

從不同類型企業來看，高技術製造業、消費品行業、裝備製造業PMI分別為53.9、51.8和51.6，比2月上升3.1、1.8和2.1個百分點。高耗能行業PMI雖仍處在收縮區間(49.1)，但環比大幅改善，上升1.2個百分點。

從不同規模企業來看，小型企業PMI比2月上升3.9個百分點至50.3，是一年以來首次升至擴張區間。其中，新訂單和新出口訂單指數分別環比上升8.1和11.9個百分點，需求端明顯回暖。中型和大型企業PMI分別環比上行1.5和0.7個百分點至50.6和51.1。

第三，出廠價格下滑，部分行業仍存在產能過剩。出廠價格指數為47.4，較2月下滑0.7個百分點。產成品庫存指

數為48.9，較2月上升1個百分點。

拉長時間線來看，近兩年生產指數在絕大多數情況下都高於需求指數，這意味着製造業產能供給總體偏高。2023年四季度，製造業產能利用率為76%，處在近六年來40%的分位數水平。

3月份供需關係雖有修復，但企業在生產經營中仍面臨一些突出問題，比如統計局指出，反映行業競爭加劇、市場需求不足的企業比重仍然較高。在生產經營預期好轉推動企業擴大採購生產的背景，下，須提防需求反覆波動使庫存回踩情景再次出現。

另外，在銅等有色商品價格上行推動下，原材料購進價格指數環比提高0.4個百分點，購進和售出價格分化加大，不利於企業盈利能力修復。

服務業擴張步伐加快

第四，建築業弱勢修復。隨着氣候轉暖和節後集中開工，各地建築工程施工進度加快，帶動行業景氣度提升。建築業商務活動指數為56.2，比2月上升2.7個百分點。其中，土木工程建築業商務活動指數為59.8。

行業復甦程度偏慢，春節分布相近的2016、2018、2019、2021年同期環比平均上行4個百分點。投入品價格指數、銷售價格指數、從業人員指數分別較2月下滑3.8、0.5、1.9個百分點。

筆者認為與化債期間地方政府基建投資偏謹慎，同時地產銷售、施工數據依舊處在低位有關。其他數據也能對此進行印證，比如上游黑色金屬冶煉及壓延加工製造業PMI指數低於臨界點，再比如年初以來黑色商品價格震盪下滑。

第五，服務業擴張步伐加快。服務業商務活動指數為52.4，比2月上升1.4個百分點，連續三個月回升。新訂單、業務活動預期、銷售價格指數分別環比上升0.5、0.1、0.3個百分點。

從行業看，製造業產需回暖帶動流通環節景氣度提升，批發、鐵路運輸、租賃及服務業商務活動指數位於53及以上；對實體經濟融資支持增加也帶動貨幣金融服務指數繼續處在60以上。但節假日結束後，餐飲業指數回到50以下。房地產行業指數則繼續低於50%。

總結來看，在各項推動發展、提振信心的政策落地生效，以及節後企業加快復工復產的推動下，3月份製造業和非製造業的生產經營活動明顯加快，同時對未來的預期改善。除出口對經濟增長的拉動作用會持續之外，內需回暖對供需關係的修復也值得期待。不過，基建和地產領域仍需財政政策積極發力。

人幣匯率須確保「超穩定」

金融熱評 張濤
中國建設銀行
金融市場部分析師

今年以來，在生產端增長的推動下，中國經濟復甦進程有了明顯起色，一季度國內生產總值(GDP)同比增速大概率升至5%以上，但經濟運行的好轉並沒有扭轉債券收益率的下行態勢。

3月18日之後，30年期以內的各期限國債收益率均已持續低於中期借貸便利(MLF)利率水平(2.5厘)，而且10年期與30年期國債收益率分別一度降至2.25厘、2.39厘的歷史最低水平。另外，10年期國債收益率與工業生產者出廠價格指數(CPI)漲幅也出現一定程度背離，即債券收益率並沒有同步跟隨PPI漲幅回升。

因此，在近期長期債券收益率下行且創新低的背後，更多源自市場交易本身，而非是經濟基本面的推動。

美降息不確定性不減反增

影響市場交易本身最重要的因素就是，市場對貨幣政策還將進一步寬鬆的預期，尤其是降息預期。例如，1年期國債收益率已由年初的2.15厘降至目前的1.75厘，累計降幅40基點，參照以往經驗數據，目前市場至少已定價20基點的降息。但按照「內外均衡」的政策思路，外部利率政策環境何時能給國內降息的時機提供有利條件，尚不能確定。

實際上，不確定性較年初不減反增，尤其是美聯儲3月份議息會議利率政策點陣圖繼續顯示年內降息三次的信息，卻上調了中性利率水平，而且市場對美聯儲開啟降息的時間點也不斷後移。那麼對國內利率政策而言，降息時機的把握難度上升了不少。例如，是否還需要等美聯儲開啟降息後再開始降息？

由此，對於債市而言，一方面經濟仍處於復甦階段，尚不具備支持利率持續上升的環境；另一方面，已被定價的降息預期未兌現，市場交易被動擁擠在超長債品種上，例如近期30年期國債現券的成交量持續超過10年期國債。

自疫情以來，雖然國內已進入降息慢周期，但伴隨利率中樞的慢降，利率的波動也在下降，以10年期國債為例，收益率波幅已由2020年的89基點逐年降至目前的32基點。對於債市而言，債券收益率波動性的重要性則是上升的。因此，理解利率波動的約束條件就有了現實意義，例如，能否用「不可能三角」來重新認識約束利率波動的條件。

今年以來，人民幣的內外價格的配比關係出現明顯的變化——「7.35的匯率與2.5厘的利率率」已經不再是硬約束。2019年至2023年期間，人民幣匯率與利率的搭配始終呈現出「步步為營」的局面，並且被攔在「牆」內——在岸人民幣匯價(CNY)兌每美元的7.35與10年期國債收益率的2.5厘，其中2023年貼近「牆」的程度最深。但這道牆在今年已經被突破，其中匯率的穩定起到了至關重要的作用。

次貸危機後，2008年9月至2010年6月期間，人民幣匯率也曾呈現超穩定的態勢，同期的利率波動性得到很好的保證。按照「不可能三角」的隱含內容——「利率波動」、「匯率波動」、「資金跨境便捷」三者不可能同時實現，再結合當前「優化外資營商環境的迫切性」與「歐美降息前景的不確定性」，顯然影響利率波動最重要的約束條件就是匯率的波動。

那麼，在外部利率政策環境出現方向性變化之前，若要保持甚至提升利率的波動性，進而增強利率對融資變化的敏感性，促進融資效率的提升，人民幣匯率的超穩定就成為了充分條件。