



## 经济复苏“冰火两重天” 欧英货币政策方向迥异

### 要 点

金融研究总监：詹向阳  
国际宏观经济研究团队：  
樊志刚 马素红 程实 宋玮  
王婕 罗宁 郭可为 吕振艳

执笔：罗宁  
luoning.cs@icbc.com.cn

#### 相关研究：

2014/1/22 《全球经济缓慢复苏  
中格局转变 美国量宽退出下金  
融资产重估——2013年国际经济  
金融走势分析及2014年展望》

2013/12/16 《2014：欧元区复苏  
的春天与五大风险》

重要声明：本报告中的原始数据来源于官方统计机构和市场研究机构已公开的资料，但不保证所载信息的准确性和完整性。本报告（含标识和宣传语）的版权为中国工商银行城市金融研究所所有，仅供我行内部参阅，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、上网、引用或向其他人分发。

- 在经济前景、就业状况及通胀走势“冰火两重天”格局下，欧元区与英国货币政策正呈现分化走势。一方面，欧元区受困于经济疲弱、高失业率，特别是不断攀升的通缩风险，在现有基础上再度放松货币政策可能性日益增大；另一方面，复苏前景较佳、就业状况良好的英国，为抑制资产泡沫膨胀以及应对未来通胀风险，货币政策将逐步由松转紧。
- 欧英货币政策方向迥异，对欧洲经济金融将可能产生重大影响，英镑与欧元汇率未来走势或进一步分化。加息预期进一步增强英国对外部资金的吸引力，将推动英镑汇率震荡上行；反观欧元，未来汇率走弱概率较大。由于同处于欧盟之内，欧英之间经济金融联系密切程度远甚于世界其他国家和地区，方向迥异的货币政策在相互影响之下可能弱化其最终实施效果。
- 值得注意的是，欧元区面临的通缩风险实质上是对经济治理危机、竞争力危机等多重危机的综合反映，仅依靠更宽松的货币政策不足以有效化解。欧元区要避免陷入通缩困境，就需对长期以来形成的产业空心化等问题采取实质性措施，展开卓有成效的结构性改革，只有找到增长的真正动力，并能破除既有制度下的瓶颈与阻碍，欧元区经济才能真正走向复苏之路。

## 目 录

一、欧洲内部经济复苏差异加大，欧元区与英国呈现“冰火两重天”格局.....	3
（一）经济增速差异显著，复苏前景明显分化.....	3
（二）劳动力市场复苏进程分化，欧元区失业率高企.....	4
（三）通胀指数走势分化，欧元区面临通缩风险.....	5
二、经济复苏态势的差异化导致英国与欧元区货币政策方向迥异.....	6
（一）英国复苏前景较好，货币政策将逐步由松转紧.....	6
（二）欧元区为应对不断攀升的通缩风险可能再推宽松货币政策.....	7
三、货币政策走向分化对欧洲经济金融的影响分析.....	9
（一）英国与欧元区货币政策方向迥异将加剧欧系货币汇率走势分化.....	9
（二）方向迥异的货币政策在相互影响之下可能弱化其最终的实施效果.....	9
（三）值得注意的是，即使实施更宽松的货币政策也不足以有效化解欧元区面临的通缩问题.....	10

## 图目录

图 1 英国与欧元区实际 GDP 季度同比走势图 .....	4
图 2 英国与欧元区失业率走势图 .....	5
图 3 英国与欧元区 CPI 同比走势图 .....	6
图 4 英国 Halifax 房价指数走势图 .....	7
图 5 欧元英镑对美元汇率走势图 .....	9



欧洲近年来经历了全球金融危机、主权债务危机的持续冲击，实体经济曾一度陷入严重衰退，金融市场大幅下行。随着危机逐步企稳，欧洲经济开始回暖，但各国复苏差异较大。作为欧盟第二大经济体，英国经济复苏的步伐明显加快，而包括第一大经济体德国在内的欧元区受南欧经济停滞所拖累，整体复苏前景不容乐观。在“冰火两重天”的复苏格局之下，欧洲内部货币政策正在走向分化。为提振经济、应对通缩风险，欧元区可能在现有基础上再度放松货币政策，英国央行则考虑加息以抑制资产泡沫膨胀。部分机构甚至预测，本周四（4月3日）的议息会议欧洲央行就可能再推量化宽松措施或实施负利率政策，而英国央行最快可能在今年内加息。

## 一、欧洲内部经济复苏差异加大，欧元区与英国呈现“冰火两重天”格局

### （一）经济增速差异显著，复苏前景明显分化

2013年，英国经济复苏的步伐明显加快，第四季度实际GDP同比增速达2.7%，全年经济增速为1.9%，较2012年大幅提升了1.5个百分点，同时也创下2007年以来峰值。在坚持财政整顿基础上，英国实现了大幅度的结构性赤字缩减，政府推行的融资换贷款计划令国内信贷状况得到了明显改善，新任央行行长卡尼推行的“前瞻指引”成效较为显著，预计2014年英国经济增速将进一步升至2.6%。相较而言，欧元区经济虽然在2013年逐渐回暖，第二、三季度GDP实现环比正增长，摆脱了长达六个季度的漫长衰退，但由于复苏力度仍然微弱，全年GDP仍萎缩0.5%。由于尚未完全走出欧债危机的泥潭，受南欧经济停滞所拖累，欧元区整体复苏速度仍较缓慢，预计2014年仅能实现近1%的增长。

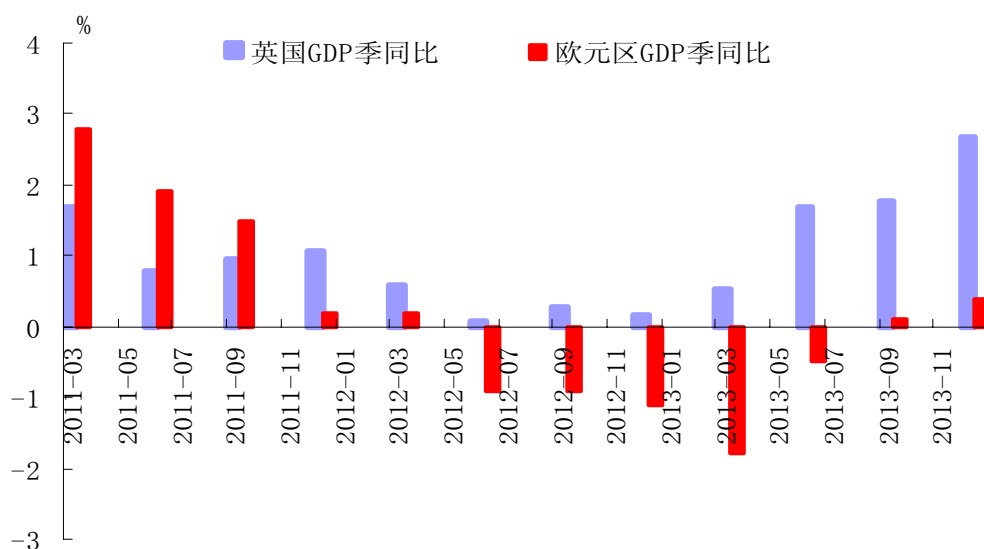


图 1 英国与欧元区实际 GDP 季度同比走势图

资料来源：Bloomberg，IMF，中国工商银行城市金融研究所，除特别说明外，下同

## （二）劳动力市场复苏进程分化，欧元区失业率高企

在全球金融危机以及主权债务危机对实体经济的持续冲击下，欧洲就业市场曾一度全面恶化。随着危机逐步企稳，欧洲经济内部差异分化，劳动力市场复苏进程也呈现分化格局。英国经济稳步复苏，特别是工业和服务业超预期表现，为英国劳动力市场复苏提供了有力支持。截至2014年1月末，英国总失业率为7.2%，较2012年和2013年同期分别下降1.1和0.6个百分点。同期欧元区劳动力市场却未见明显好转。截至2014年1月末，欧元区失业率已经连续13个月处于12%的历史高位，其中青年失业率达24%，较2012年同期上升了2.1个百分点。尤其值得关注的是，欧元区重债国劳动力市场复苏乏力。目前，希腊、西班牙失业率均为欧元区总体失业率的2倍以上，青年失业率更是分别高达58.3%和54.6%，意大利青年失业率也达到42.4%。尽管近期欧元区已经开始推行劳动力市场改革，但改革成效需要经过一段时间才能显现，预计欧元区就业市场短期内难以走出疲态。失业率高企一方面持续抑制家庭部门的消费支出，进一步加剧内需不足等问题，另一方面还将引发更为严重的社会问题，加剧欧债危机演化以及经济复苏的



不确定性。

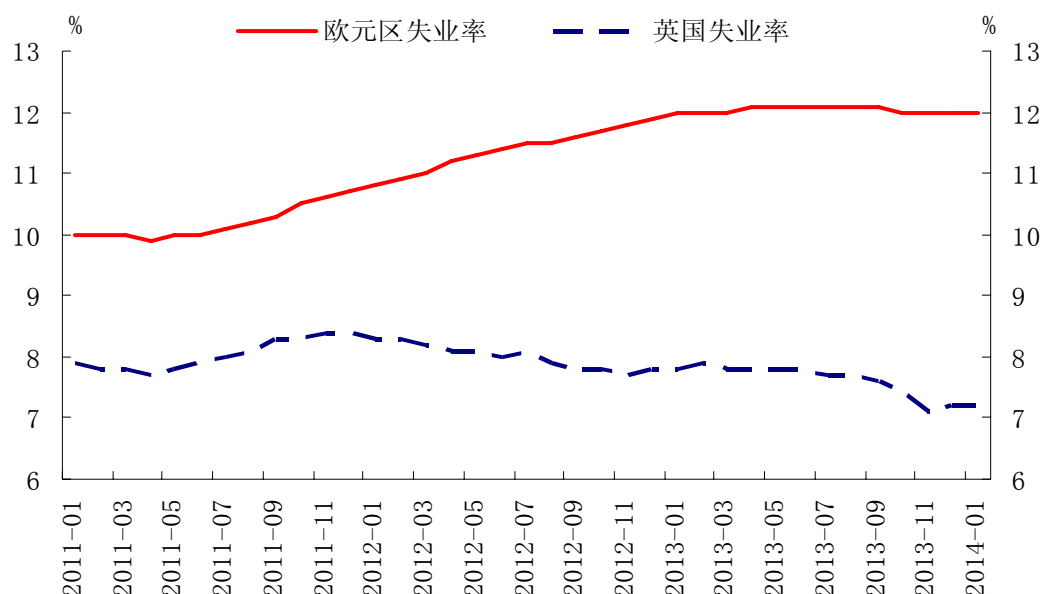


图2 英国与欧元区失业率走势图

### (三) 通胀指数走势分化，欧元区面临通缩风险

英国消费者物价指数 (CPI) 与生产资料价格指数 (PPI) 同比增幅从 2011 年 9 月份 5.2% 和 5.3% 的短期峰值逐步下行，2013 年总体维持在 2%-3% 和 1%-2% 之间，今年初以来略有下降，但仍保持在适度区间。截至 2014 年 2 月，英国 CPI 同比增长 1.7%，PPI 同比增长 0.5%。欧元区在经济复苏疲软的同时，存在陷入通货紧缩困境的风险。从最新公布的数据看，今年 2 月份欧元区 CPI 同比进一步降至 0.7%，已连续 5 个月低于 1% 的水平。结合 PPI 走势来看，欧元区 PPI 在近 10 个月内有 8 个月份同比负增长，且收缩幅度持续加大。截至今年 1 月，欧元区 PPI 同比收缩 1.4 个百分点，通货紧缩的风险已不容小觑。经济疲软与通缩风险双重作用下，欧元区居民消费支出水平明显下降，2013 年欧元区居民消费支出继上年收缩 1.4% 之后，再次下降 0.7%，居民消费支出绝对值已低于全球金融危机之前的水平。随之而来的是投资需求萎靡以及企业扩张意愿下降，去年

12 月和今年 1 月欧元区工业生产指数分别环比下降 0.4% 和 0.1%，在近 9 个月内有 6 个月份环比收缩。虽然欧元区经济体特别是边缘国的家庭和企业资产负债表正逐步从金融危机及债务危机的冲击下修复，但内需复苏进展缓慢、通缩风险加大，已成为欧元区经济复苏难以迈过的一道门槛。

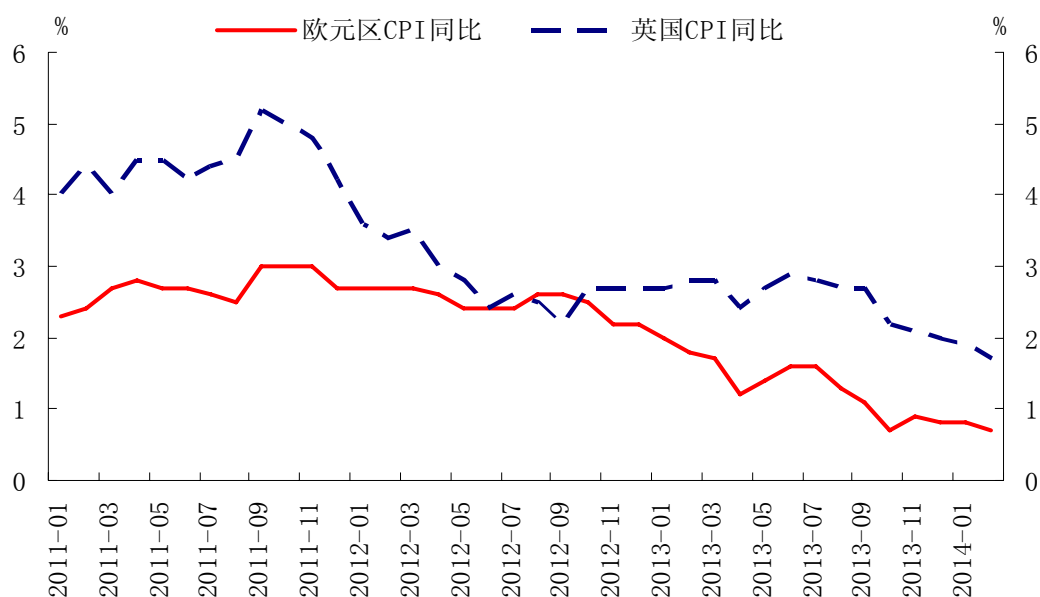


图 3 英国与欧元区 CPI 同比走势图

## 二、经济复苏态势的差异化导致英国与欧元区货币政策方向迥异

### （一）英国复苏前景较好，货币政策将逐步由松转紧

本轮全球金融危机爆发以来，主要发达经济体相继推行了超大规模的宽松刺激政策，以促进经济复苏。随着经济增长前景总体向好，政策退出逐渐成为热议的话题。美联储自今年初正式缩减量宽购债规模后，又于 3 月份释放了可能提前加息的计划。英国央行在经济增速不断提升之际，也开始考虑加息措施。

促使英国央行未来加息的一系列因素中，抑制房地产价格持续上行是一项重要考量。近两年来，英国房价持续上涨，截至今年 2 月份 Halifax 房价指数较去年同期上升 53.1 点至 582.15 点，已接近全球金融危机爆发前水平。房价大幅上



涨使英国资产泡沫过度膨胀的可能性增强, 房地产抵押贷款等金融业务面临的风险加大。3月27日, 英国央行在敦促银行业者在核准抵押贷款时指出, 应考量未来利率急升的风险, 同时央行已准备好工具, 抑制附带潜在高风险的放款业务。

考虑到通胀指数仍处较低水平, 今年英国央行正式加息的可能性并不大, 但随着资产泡沫的积累以及经济复苏、消费增长推动物价上行, 明年加息概率较大。目前市场对英国央行加息的概率预测分别是: 今年内 30%, 明年底之前 80%, 2016 年底前加息的可能性则达 96%。

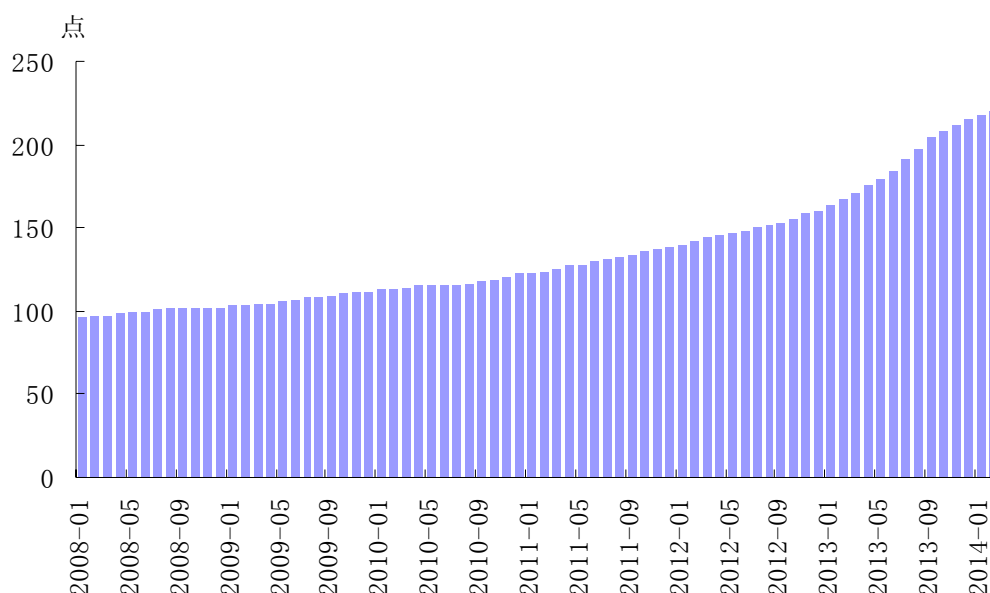


图4 英国 Halifax 房价指数走势图

## (二) 欧元区为应对不断攀升的通缩风险可能再推宽松货币政策

尽管欧洲央行多位高管在 2013 年末以来曾数次指出欧元区不存在通缩问题, 行长德拉吉近日再次强调欧元区消费者因预期物价下滑而推迟消费的情况并未出现, 但增幅持续下行的 CPI 同比数据, 最终促使欧洲央行对通缩风险的态度开始从此前的消极否认逐渐向积极应对转变, 欧洲央行在现有基础上再度放松货

币政策的可能性日益增大。就货币政策工具而言，主要包括量化宽松与实施负利率两个选项。那么，如何看待上述政策工具被采用的可能性？

首先，欧洲央行推行新一轮长期再融资操作（LTRO）的可能性较大。2011年末和2012年初，欧洲央行分别推出了两轮期限为三年的LTROs，总计约向市场提供1万亿欧元的流动性。此举一方面旨在应对欧元区银行业面临的流动性困境，另一方面也希望通过缓解信贷紧缩状况，刺激内需增长。目前，虽然银行业流动性状况已大幅改善，但在银行自身惜贷、居民贷款意愿疲弱等多方面因素影响下，欧元区整体信贷状况未有明显好转。因此，欧洲央行下一步很可能推出融资换贷款型的新一轮LTRO，在维持银行业流动性的同时，促进更多资金流向实体经济，以缓解日益严峻的通缩风险。

其次，降低基准利率水平也是可能的选择。欧洲央行分别于2013年5月份和11月份两次将主要再融资利率下调25个基点至0.25%历史低位水平。大幅降息的举动曾一度有力地刺激了市场信心，加快了欧元区经济在2013年下半年回暖步伐。但随着政策刺激效果逐步减弱，市场亟需更多的刺激政策支持。下一步，欧洲央行一方面可能会再次下调主要再融资利率以刺激市场，另一方面也可能将已减至零值的存款利率进一步降至负值。去年末以来，市场上有关负存款利率的讨论已多次涌现，欧洲央行似乎对这一选项的兴趣日益浓厚，未来推行的概率正在逐渐增大。

目前市场议论最多的是直接的量化宽松措施。量宽措施对欧洲央行而言并不陌生。在欧债危机恶化阶段，欧洲央行启动了证券市场计划（SMP）以缓解金融市场的恐慌。2010年5月至2012年9月欧洲央行共计购买了2113亿欧元的重债国国债。此后，又推出直接货币交易计划（OMT），虽然迄今尚未有任何一个国家正式提出OMT的申请，但该计划的实施本身就对欧元区国债市场的稳定起到了重要的积极作用。随着欧元区通缩风险逐步攀升、经济复苏压力加大，市场对欧洲央行推行更多量化宽松措施的期待更趋强烈。目前，部分欧洲央行官员甚至已经提出了考虑购买政府债券、私营部门资产等量宽措施的建议。



### 三、货币政策走向分化对欧洲经济金融的影响分析

#### （一）英国与欧元区货币政策方向迥异将加剧欧系货币汇率走势分化

3月份美联储议息会议决议的发布曾一度对欧系货币汇率造成了较大冲击，但随后英镑对美元汇率修复了跌势，欧元汇率却持续下跌。截至3月28日，英镑对美元汇率收于1.6621美元/英镑，一周内升幅为0.84%，欧元对美元汇率则继续下跌0.38个百分点至1.3743美元/欧元。

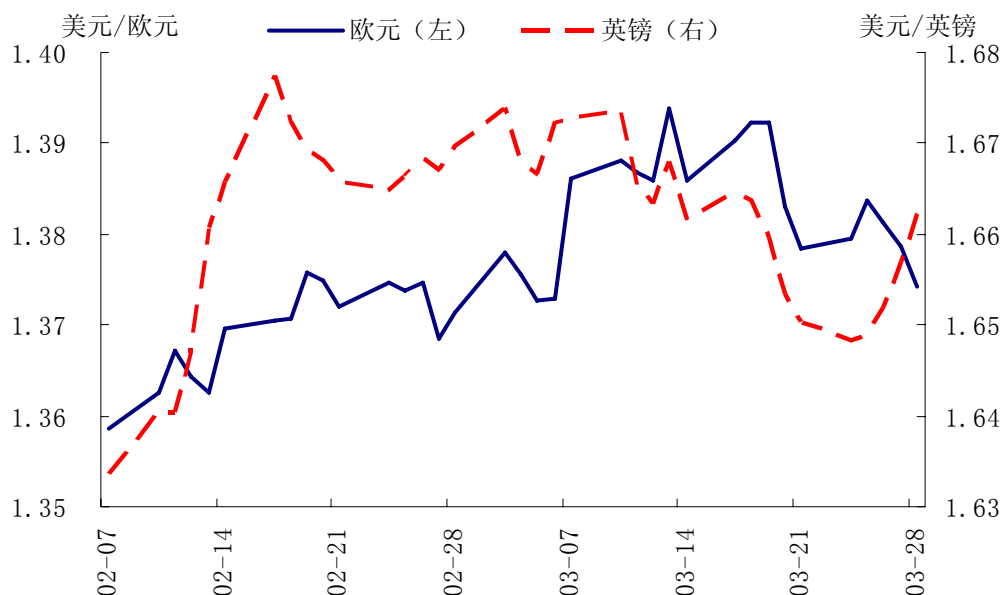


图5 欧元英镑对美元汇率走势图

可以预见，英国与欧元区货币政策分化将进一步加剧英镑、欧元汇率未来的分化走势。英国经济增速提升，对外部资金的吸引力明显增强，未来一旦加息，将吸引更多资金流入。特别是在当前新兴市场增速放缓、通胀上行的背景下，从新兴市场流出的资金可能加速流入英国，推动英镑汇率上行。欧元区经济复苏总体疲软，对外部资金的吸引力相对较弱，若再推更多宽松货币政策，可能引发部分资金流出，欧元汇率走弱概率较大。

#### （二）方向迥异的货币政策在相互影响之下可能弱化其最终的实施效果

同处于欧盟经济体之内，英国与欧元区之间经济金融联系的密切程度远甚于世界其他国家和地区，其货币政策的相互影响，特别是未来可能出现收紧与宽松的分化格局，或导致最终实施效果出现不同程度的弱化。

从英国来看，欧盟成员国是其全球贸易的最主要伙伴，2012 年英国与世界其他经济体进出口贸易总额中，欧盟占比近 51%，其中欧元区“领头羊”德国与英国之间的贸易总额达 1375.9 亿美元，较美英之间的贸易总额高出 379.7 亿美元。因此，欧元区货币政策对英国经济金融影响重大。若在英国收紧货币政策的同时，欧元区进一步推行宽松货币政策，将会导致更多资金流向英国，刺激英国资产泡沫继续膨胀，从而导致英国央行未来抑制经济泡沫、应对通货膨胀的政策目标的实现面临更多阻碍。

从欧元区来看，英国不仅是其经贸往来的主要伙伴，伦敦国际金融中心作为全球最大的外汇交易中心，其丰富的外汇基础产品和衍生产品对欧元区的资金价格具有重要的影响。如若英国央行收紧货币政策的步伐提速，英国境内流动性及资金价格的变化将迅速传递至欧元区，导致欧洲央行以更多宽松货币政策改善流动性、压低资金价格的政策目标难以顺利达成。在这种分化的货币政策格局下，出于套息交易等动机会大量资金从欧元区流向英国，欧元区银行业流动性紧缩状况可能再次加剧，边缘成员国、中小企业融资难的状况或难有明显改善。

### **（三）值得注意的是，即使实施更宽松的货币政策也不足以有效化解欧元区面临的通缩问题**

第一，融资换贷款型 LTRO 可能会因欧元区金融市场“碎片化”、货币政策传导机制失灵等问题而难以取得理想效果。在近年来的危机中，欧元区一体化的金融市场被严重割裂，各成员国金融市场独立性相对增强，这种“碎片化”走势，对欧洲央行货币政策的传导与作用机制造成较大阻碍，这也正是前两轮 LTROs 未能有效促进实体经济复苏的重要原因所在。融资换贷款型 LTRO 虽能从总量上缓解银行惜贷问题，但却不能保障资金流向最需要之处。银行业对风险的厌恶情绪可能远大于欧洲央行的预期，金融市场乃至欧元区经济的“碎片化”可能加剧，又使通缩风险呈现更复杂的态势。



第二，负存款利率政策虽有利于促进居民减少存款增加消费，但如若向市场释放了错误的信号，引发投资者忧虑再度升温，最终的效果或适得其反。例如，负利率对货币市场基金的抑制作用，可能加剧欧元区信贷紧缩状况，从而削弱市场信心。一旦货币市场基金规模出现快速收缩，银行和企业短期资金的重要来源受阻，就可能加大欧元区经济增长压力及通缩风险。

第三，美联储货币政策转向对欧洲央行再推量化宽松的影响可能大于预期。自今年初以来，美联储已连续缩减量化宽松政策的购债规模，若保持目前节奏不变，将在今秋正式结束，3月份议息会议耶伦又释放可能提前加息的计划。美联储货币政策方向的逐步调整，将对全球资金价格、流动性状况带来显著影响，与美国金融市场联系更为密切的欧元区或首当其冲。在此背景下，欧洲央行即使再推量化宽松，其效果将在多大程度被美联储货币政策转向所冲销目前尚未有定论，但可以预见，量宽措施对通缩风险的抑制效果可能远不如预期。

事实上，正如欧债危机并非是简单的一场主权债务危机，欧元区当前面临的通缩风险也不仅仅是通胀指数走低，而是对经济治理危机、竞争力危机等多重危机的综合反映。欧元区要避免陷入通缩困境，仅靠央行宽松货币政策是远远不够的，还需对长期以来形成的产业空心化等问题采取实质性措施，展开卓有成效的结构性改革，只有找到了增长的真正动力，并能破除既有制度下的瓶颈与阻碍，欧元区经济才能真正走向复苏之路。