



蒋飞：欧洲增长停滞——宏观经济专题报告



文/意见领袖专栏作家 蒋飞 等



核心观点

2008 年次贷危机以来，欧洲经济增长缓慢，陷入停滞。以美元计价的名义 GDP 来看，2008 年欧元区名义 GDP 为 14.16 万亿美元，之后一直低于这个数值，直到 2021 年才再创新高达到 14.49 万亿美元。

欧元持续贬值是欧洲陷入美元计价 GDP 增长停滞的主要原因。从劳动生产率来看，欧盟实际人均劳动生产率 2022 年第三季度比 2008 年第三季度增长了 1.08 倍，而美国增长了 1.22 倍，增速慢了 11.5%。从全要素生产率来看，欧元区各国与美国的全要素生产率比值从 2008 年开始下滑，反映了欧盟在次贷危机之后自身的技术进步和效率提高受到了极大限制。

从相对通胀来看，欧美货币供应量增速存在差异，欧洲通胀相对较弱的主要原因是信贷需求较弱，货币供给量增速较低。

欧元区经济增长停滞的深层次原因是生产率下降、老龄化和高杠杆。

第一，研发投入相对较少造成欧元区劳动生产率变慢。2010 年至 2020 年处于智能手机快速发展阶段，在这个阶段欧洲所处的产业链位置并不重要，参与程度不大，前期研发投入也不够。第二，欧元区的信贷创造能力减弱。劳动力增速下滑、老龄化加重造成欧元区偿债能力下降。欧洲的社会福利费用占 GDP 比重较高，造成劳动力成本较高。还有欧元区的宏观杠杆率大幅上升限制了继续加杠杆的空间。

欧元区内部国家之间的经济状况存在分化。经济学家斯蒂格里茨认为由于欧债危机中三巨头要求其他国家实施紧缩的财政政策，导致企业减少了研发投入，进而伤害到其长期增长潜力。如果希腊等国并未加入欧元区，在欧债危机发生时完全可以通过货币大幅贬值来实现自身的调整，而并不需要进行内部的财政收缩来达到平衡，效果可能更好。他认为，欧元是阻止外部重新平衡来达到内部平衡的主要障碍。

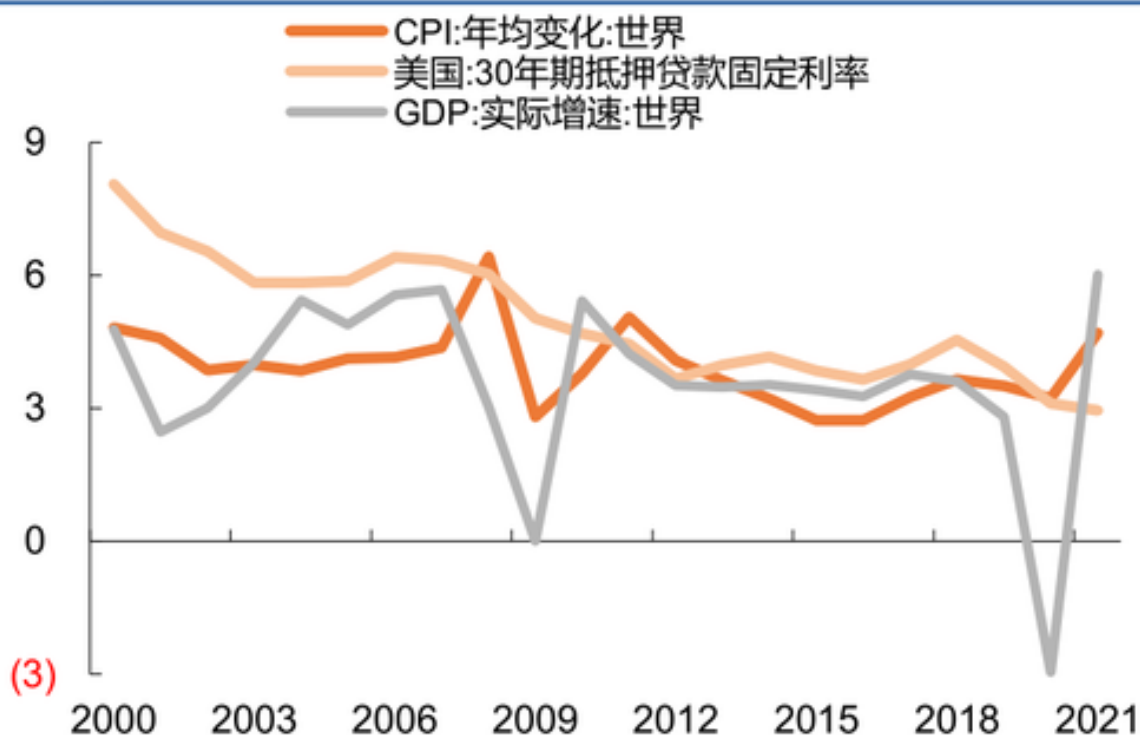
12 月 7 日，欧盟统计局公布了欧元区第三季度 GDP 环比增长 0.3%，比二季度的 0.8% 继续下滑。11 月 11 日，欧盟委员会发布的 2022 年秋季经济预测报告，预计欧元区 2023 年仅增长 0.3%，这些数据都表明欧洲经济增速在持续放缓。根据我们长城证券宏观团队预测，2023 年欧元区经济增速可能为负。这不仅暗含着欧洲将再次发生经济衰退，也预示着从 2008

年美国次贷危机以来欧洲的经济停滞仍在持续。

1 次贷危机以来欧洲增长停滞

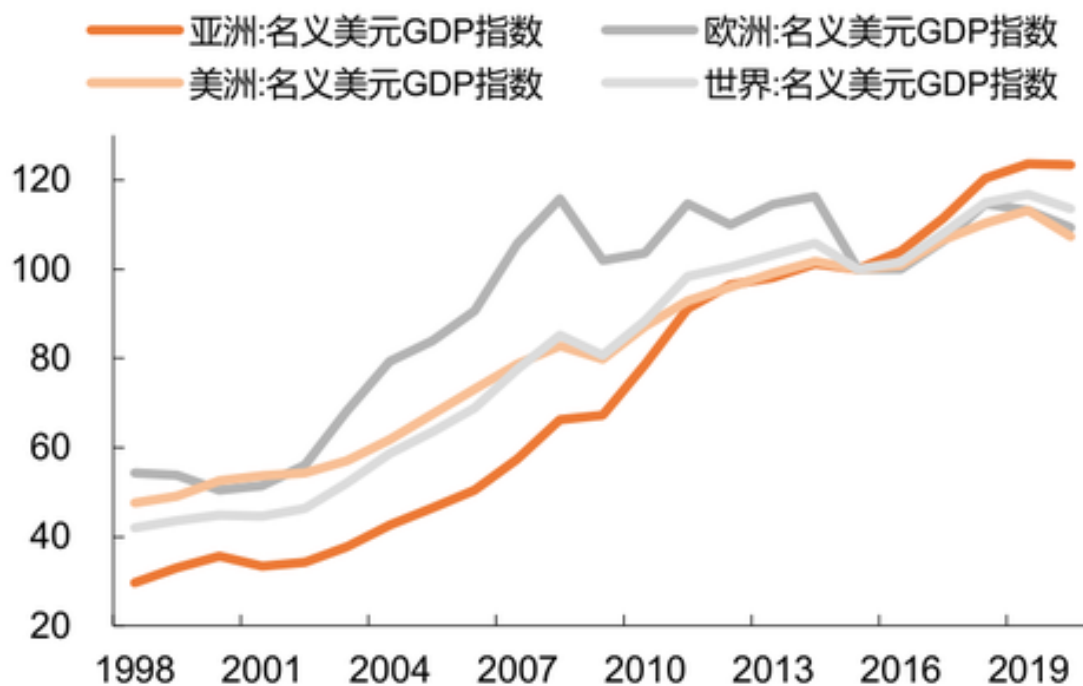
2008 年以来，全球宏观经济呈现出“低增长、低通胀和低利率”的新特征，不仅通胀持续下行，经济增速和利率也持续回落，全球经济似乎陷入了低速增长的泥沼。如果铺开世界地图，我们会发现欧洲是经济低速增长的重灾区。联合国统计司公布的数据显示，与 2010 年相比较，以美元计价的各大洲 GDP 指数中，美洲和亚洲都明显增长，只有欧洲基本停滞。

图 1：全球宏观经济



资料来源: IFIND、长城证券研究院

图 2: 欧洲经济增长基本停滞



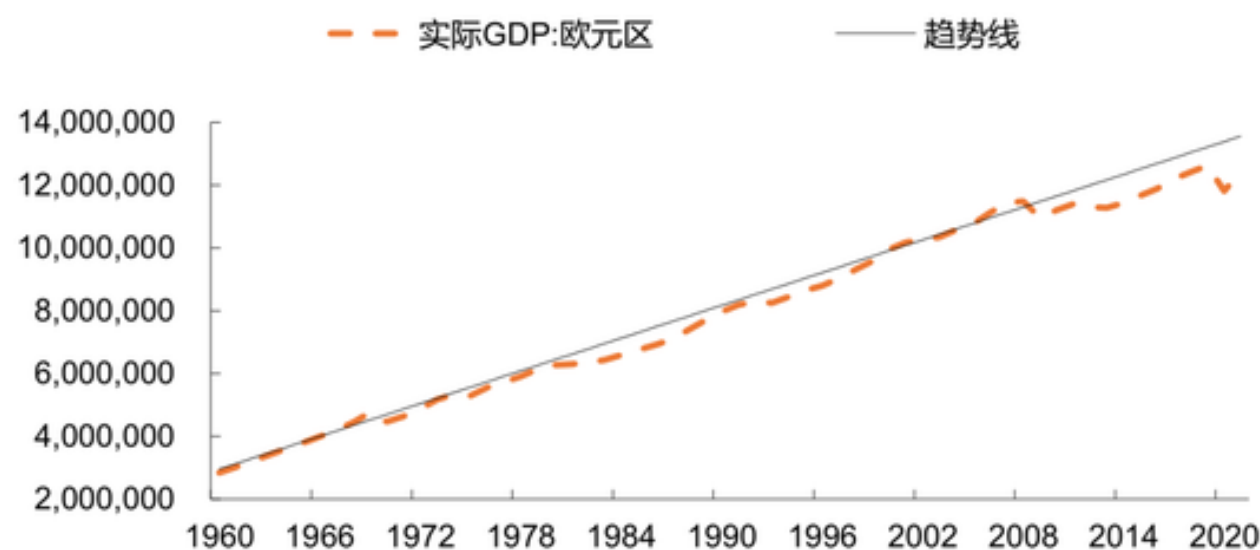
资料来源: IFIND、长城证券研究院

我们再近距离观察一下欧元区 2008 年以来的经济增速。欧盟统计局数据显示欧盟实际 GDP 从 2008 年的 9.64 万亿欧元持续上升至 2021 年的 10.6 万亿欧元, 累计增速接近 10%, 年均增速达到 0.77%。世界银行公布的数据显示欧元区实际 GDP 从 2008 年的 11.49 万亿美元持续上升至 2021 年的 12.45 万亿美元, 累计增速接近 8.36%, 年均增速达到 0.64%。从数据来看, 欧元区 13 年产出增加了 1 万亿欧元或者 0.96 万亿美元, 实现小幅正增。这看似与我们所说的增长停滞不一致。

经济学家斯蒂格里茨在其著作《欧元危机——共同货币阴影下的欧洲》中认为, “欧元区在成立之后就没有出现明显的增长”。书中数据显示, 2015 年的实际 GDP 比趋势值低 18%, 累计损失是 11 万亿欧元或 12.1

万亿美元。这本书发表于 2017 年，文章中的数据也只分析到 2015 年。实际上 2015 年之后欧元区的实际 GDP 已经开始增长了。

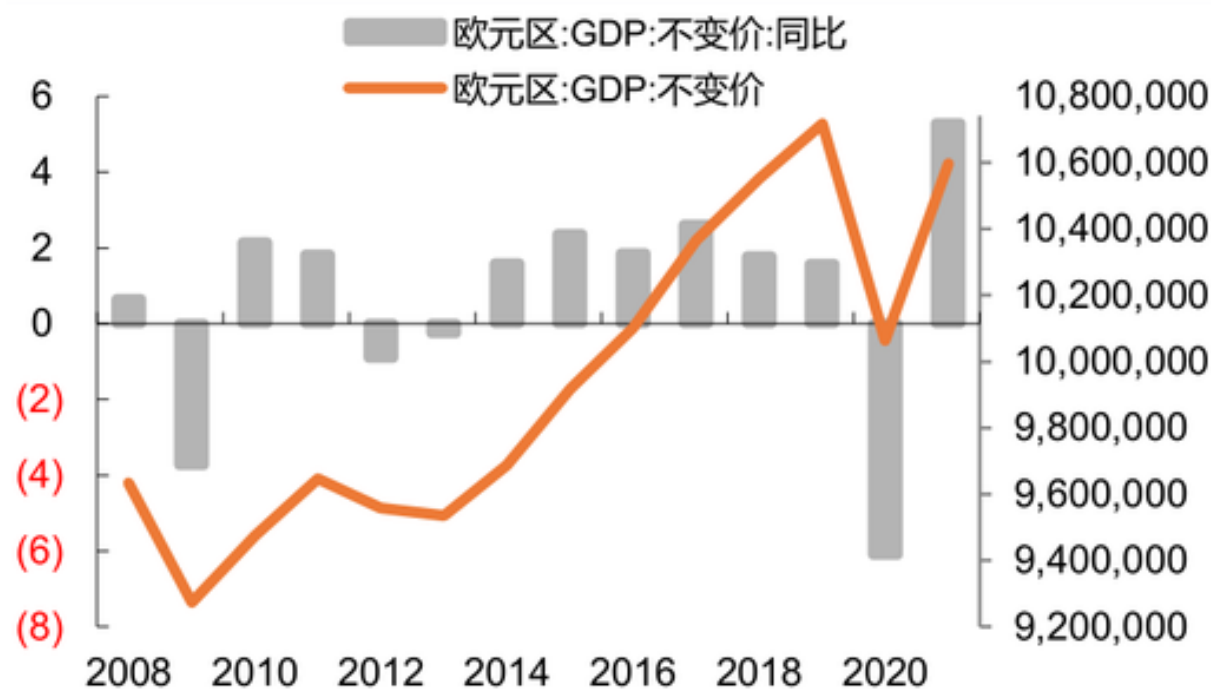
图 3: 欧元区实际 GDP 与趋势线



资料来源: IFIND、长城证券研究院

我们观察到的欧洲经济增长停滞,是以美元计价名义 GDP 增长的停滞: 2008 年欧元区名义 GDP 为 14.16 万亿美元, 之后一直低于这个数值, 直到 2021 年才再创新高达到 14.49 万亿美元。如果从季度来看, 单季名义 GDP 在 2008 年第二季度达到最高点之后一直到 2021 年第四季度才略有超越, 但随后进入 2022 年又再一次回落。2022 年下半年欧元仍在持续贬值, 甚至出现了 2003 年以来首次跌破 1 的现象, 估计今年下半年欧元区美元名义 GDP 仍在回落, 增长停滞仍在持续。

图 4: 欧元区实际 GDP 和增速



资料来源: IFIND、长城证券研究院

图 5: 欧元区名义 GDP（美元和欧元计价）

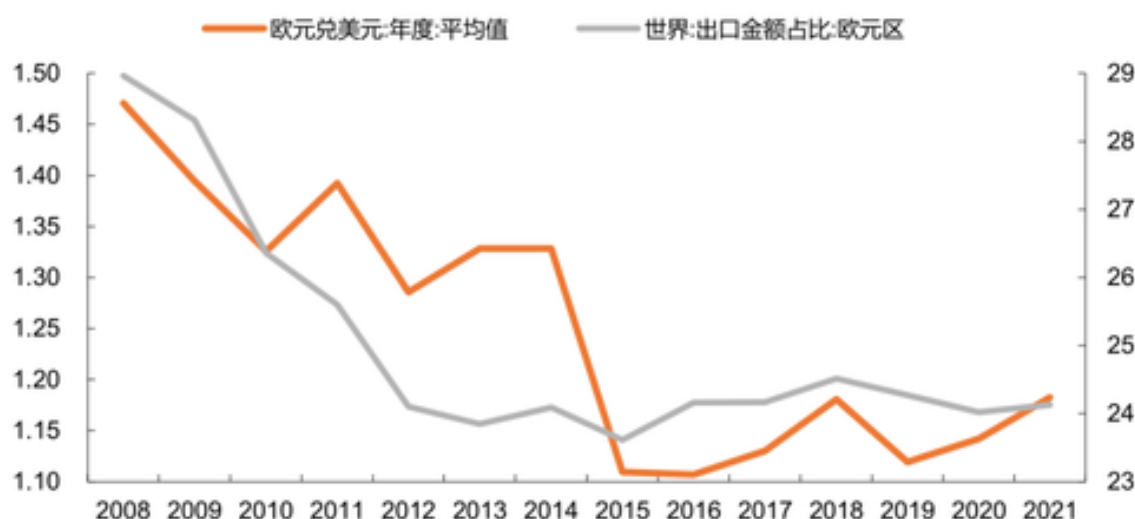


资料来源: IFIND、长城证券研究院

2 欧洲为何会陷入增长停滞？

欧元的持续贬值是欧洲陷入美元计价 GDP 增长停滞的主要原因。斯蒂格里茨也认为罪魁祸首就是欧元。根据购买力平价理论，名义汇率等于实际利率+相对通胀。一国实际汇率的长期决定因素是相对劳动生产率，如果相对于别国，本国生产出的商品没有竞争优势或者成本高昂，出口自然会下降，产出也会下降，货币也就会贬值。2008 年时欧元兑美元还有 1.47，到了 2021 年只有 1.18，甚至在今年跌破了 1。欧元区出口占世界的比重在 2008 年时还有接近 29%，到 2021 年就下滑至 24%左右。

图 6: 欧元汇率和欧元区出口占比



预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_49995

