

■ 本版撰文 徐 映（作者系对外经济贸易大学副教授）

IMF 预期悲观 意大利经济在夹缝中喘息

国际货币基金组织(IMF)上周公布了对世界经济的最新预期,尽管石油价格下降,美国经济改善,IMF 仍然下调了3个月前对世界经济发展所做出的预期。据意大利《24小时太阳报》20日报道,IMF的预期报告中,对意大利的经济预期最为悲观。由于欧元区国家的货币政策反应缓慢,欧元区其他国家的形势也并不乐观。

欧元区经济增长预期又被调低

尽管石油价格下跌,“火车头”美国经济提速,但是IMF还是下调了对2015年和2016年全球经济增长的预期。IMF预计,全球经济在今后两年增长速度会下降0.3%,2015年的增长率为3.5%,2016年为3.7%。唯一的亮点是美国经济(预计2015年增长率为3.6%,2016年为3.3%,好于2014年10月份IMF的预期),因为美国内需强劲。而日本经济在2014年第三季度又重新进入了技术性倒退,日本当局采取的刺激措施没有发挥相应的作用。IMF认为,美国经济发展与欧元区及日本经济发展的差异会进一步加大。

对于新兴市场和发展中国家来说,今后两年的经济增长将基本保持稳定,但是预期也有所下调。IMF首席经济师奥利维尔·让·布兰查德认为,中国政府正在采取正确的措施。IMF预计俄罗斯2015年的经济增长率为-3%(去年10月还曾预期增长0.5%),由于石油价格的下跌以及所遭受的惩罚措施,俄罗斯经济在2016年仍将呈负增长。根据东欧银行19日的预计,俄罗斯经济2015年的增长率甚至会达到-4.8%,并拖累整个地区。

除了俄罗斯及其曾经的“卫星国”,IMF最悲观的下调是针对意大利。IMF对意大利的经济展望(2015年和2016年)下调了0.5%,其中,2015年预计增长0.4%(这与世界银行的预期相同),2016年预计增长0.8%(世界银行预计增长1.2%),而意大利2014年的增长率为-0.4%,2013年为-1.9%。

除了欧元贬值、货币政策的宽松和税收政策的放松,IMF认为欧元区要像其他工业国一样,今后应该利用石油价格下跌的机会。但是,奥利维尔·让·布兰查德分析说,石油价格的下跌和欧元、日元的贬值等有利于支持经济发展的新因素,被长期存在的消极力量,诸如金融危机的后遗症以及不同国家经济增长潜力的下降所抵消了,欧元区的增长还是会低于预期,预计2015年为1.2%,2016年为1.4%。欧元区的大国中,经济学家唯一看好的国家是西班牙,预计西班牙2015年经济增速将比上一年增加2%。

奥利维尔·让·布兰查德认为,曾经期待的欧元区投资增加并没有实现,这可能是新兴经济市场需求的放缓导致出口需求下降造成的。同时他也认为,石油价格下跌带来的积极影响可能被低估了。IMF的分析指出,欧元区的通货膨胀还在下降,新的、内部及外部的消极停滞现象,可能使通货膨胀下降情况持续下去,或者引起价格下降,因为货币政策总是反应缓慢。长期来看,IMF认为欧洲央行应该采取新的货币刺激政策,包括购买国家债券,这恰恰需要通过欧洲央行推行货币量化宽松政策才能最终实现。对此,上周四的欧洲央行投票表决行为意义非同小可。

机遇面前 意大利经济差强人意

随着上周四欧洲央行量化宽松政策的出台,目前的局势也出现了转机,欧元的贬值、石油价格的下跌、瑞郎与欧元脱钩,都给意大利经济的发展提供了向好的机遇。如何利用这些机遇,对意大利总理伦齐来说是一个挑战。

从宏观层面看,石油输出国组织(OECD)微弱的力量和以页岩气为基础的美国能源政策共同推动了石油价格的下跌,高耗能部门的成本降低了。由德拉吉领导的欧洲央行所设计的量化宽松政策,在一定时期内将保证美元对欧元的比例稳定在1:1,也让人无限向往。欧元疲软,石油价格低迷,让意大利实体经济似乎处在了完美风暴的受益中心,近两年来,意大利出口的结构性优势在巴西、印度、土耳其和日本等市场上得到了验证。

具体来说,首先看货币政策。据意大利圣保罗银行研究中心计算,欧元对美元下降10%,就能拉动实体经济出口1.5%。这个比例虽然不小,但是也要考虑两个因素,其一,意大利出口中只有10%用美元支付,其二,以欧元计价的产品要在美元区与其他国家的产品和服务竞争,这些国家的货币相对于美元来讲都是下降的,例如日元和巴西的里尔。

毫无疑问,意大利向美国出口产品和服务的企业应该是受益的,他们能更有力地渗透进有全球价值的北美连锁领域。意大利的机械和

汽车制造领域目前处在战略性有利地位,菲亚特-克莱斯勒以及该行业中的机械电子中小企业都迎来了机遇。

但是,与此同时,石油价格的波动也造成了意大利经济发展前景不明朗,且似乎具有潜在的爆炸性,因为原油价格如此迅速地下跌,意大利工业体系很难获得深刻而持续的收益。假如两年之内原油价格能保持在每桶50美元,那么对意大利经济复苏来说,就会有较大的刺激作用,能拉动GDP至少1%。但如果原油价格变成每桶60美元,那么只能从微观层面产生积极影响,如对那些能源成本占比较大的经济领域,净成本仍会有明显下降,纺织业成本降低1%,冶金制造成本降低2.5%,机械行业成本降低1.6%,农业成本降低1.5%。

当然,在正常情况下,原油价格的下跌是一个绝对的有利条件;能增加消费者的实际收入,增加像意大利及其他欧洲国家那样的石油进口国企业的利润,刺激内需,抵消对能源输出国出口下降的影响,然后拉动整体GDP。这样的事情在1986年曾发生了,但是2015年的情势与1986年不同,因为欧洲经济在近几年的发展不正常,如通货膨胀率为零,在欧元区有些国家甚至出现了通货紧缩;欧洲

央行的利率为零,这是利率的最低限度。另外,意大利以及欧元区的大部分国家正在削减国家和私人债务。如此一来,石油价格的下降会进一步拉低价格上涨的动力,然后出现降低通货膨胀的预期,最终导致出现消极的影响。



编者按:上周,欧洲版QE的靴子终于落地!虽属应对通缩和失业风险的无奈之举,欧洲央行孤注一掷、破釜沉舟的勇气还是大大超过了市场预期。不过,国际货币基金组织等机构对欧洲经济形势的悲观预期也超出了市场的承受能力。

意大利总理伦齐认为,欧洲央行能够“向欧洲发出一个经济新方向的信息”,并指出欧洲央行QE和欧盟预算的灵活性不会阻止欧盟进行改革,也不会阻止意大利进行改革。

伦齐对欧洲QE是有信心的,对欧洲经济的未来是有信心的,不过,眼下的意大利经济形势,还需要他多费心。

给德拉吉鼓一次掌 为意大利捏一把汗

上周四,欧洲央行行长马里奥·德拉吉宣布,欧洲央行将从今年3月份开始每月购买600亿欧元的欧元区国家和机构债券,直到2016年9月份为止,预计总量将超过1万亿欧元。他表示,此举可扩大欧洲央行的资产负债表规模,有助于推动通胀率重返2%的目标水平,但同时表示欧元区经济仍面临下行风险。他还预测称,欧元区通胀率应该会在今年晚些时候开始上升。

由德拉吉推动的这场量化宽松政策,并非“速效救心丸”,也不是欧元区危机的整体解决方案,能否完全奏效,还有待于时间考证,但这是欧洲央行行为维系欧元区继续存在付诸的重大努力,值得给予掌声。

欧版QE带来预期红利

所谓量化宽松政策,简称欧版QE,尽管决策艰难、过程漫长、行动迟缓,但德拉吉还是决定放手一搏。一旦做出决定,对欧洲央行而言,操作就成为一件相当简单的事:印钱,然后用这些“新钱”在金融市场上购买国债(或其它类型的债券)。

这项措施的第一个效果直接反映在汇率市场上:钱

印得越多,欧元就越贬值。事实上,这个效果在欧洲已经提前显现了,因为金融市场的敏感性远超前于欧洲央行的举措。从2014年6月开始,欧元兑美元已经贬值了16%,与欧洲其他19个最大的贸易伙伴国家的货币相比,也贬值了7.8%。货币贬值毫无疑问地支持了欧洲的出口,同时促进了外来旅游业。包括像意大利这样的国家,其出口已经占GDP的30%,旅游收入更成为意大利重要的收入来源。

另外一个积极效果反映在利率上,这个效果其实一部分也已经显示。如果欧洲央行购买国债,国债的利率就会越来越低。在等待量化宽松政策出台之前,许多欧洲国家的国债利率甚至已经被挤压至负数,意大利国债利率也已经到达了历史的低位。现在,量化宽松政策很可能让国债利率有所上升(美国曾发生过类似的情况),但各国也会因此获得利益。唯一不幸的是,由于实际的通货膨胀率低下,使得这些益处的大部分已经被抹去,而提高通货膨胀率,又是量化宽松政策的主要目标。如果国债利率降低,势必会导致金融市场上的其它债券,如银行债券或企业债券的利率下降。这样,银行和企业也会受益。这些债券的利率下降以后,其它利率也会下

降,这就会帮助到那些每月要付房贷的人。

由此来看,欧版QE的实施,对欧元区国家而言,确是一次强有力的利好。从今后,欧洲市场上的贷款利率会降低,欧元的贬值在理论上将有利于从事出口行业的企业。同样,存贷款利率、国债利率也会越来越低,有利于刺激市场投资与消费。欧元区各国国情各不相同,量化宽松政策在各国面对的经济形势也不尽相同,像意大利这样有代表性的欧元国家,尤其需要借此机会加快结构性改革,提升整体竞争能力,从经济增长缓慢的泥潭中摆脱出来。

信贷蒸发 预算难捱 QE效果恐打折

但是,对于意大利来说,从欧版QE中明显受益有点难。

量化宽松政策毫无疑问会使欧洲受益,但汇丰银行和苏格兰皇家银行经济学家们却认为,欧洲自身存在的问题会使这些收益小于美国量化宽松政策所带来的效果。货币政策传导给实体经济的效果在欧洲比不上美国,原因很简单,欧洲经济不同于美国经济。

美国有许多大企业,它们80%的资金来自金融市

场,所以美联储一旦投放资金,这些企业就会马上获益,而且几乎是直接获益。但是欧洲的情况不同,欧洲有大量的中小企业,它们从金融市场直接获得资金的量很少,一直被金融市场边缘化,它们的资金80%至90%来自银行,为了让量化宽松政策的益处传达到中小企业,银行就必须降低利率,加大资金供应。

很可惜的是,这一步至今还没有完成。2014年初,意大利10年期国债的利率已经从4.09%下降到了1.76%,但银行利率下降的速度却并没有同步,只是从3.80%下降到了现在的3.48%。问题的症结还不限于此,国债危机一开始,意大利就蒸发了1000亿欧元的信贷,这个空白很难在短时间内填平,因为银行业和经济都不稳定。

另外一个问题是,欧洲只能打量化宽松这张牌。而美国则一边印钱,一边把手放进了国家的钱包中,联邦赤字从2007年年底的2.8%飙升至2009年的12.4%。美联储的努力有美国政府撑腰。而在欧洲,各国的财政预算不仅“道不同”,而且还受到布鲁塞尔的限制。所有这一切都表明,欧洲的量化宽松政策与美国的不可同日而语。