

# 欧元区通胀差异及对经济失衡的影响

王玉柱

**内容提要:**由于经济结构差异及外部冲击的影响,欧元区成员国之间始终存在较大的通胀差异。导致通胀差异的因素既包括成员国自身因素,也包括欧元区机制设计的因素。长期看来,后者可能会继续推动和维持通胀差异。本文从通胀差异的影响机制出发,分析通胀差异对出口竞争力及贸易账户平衡、成员国债务构成、产业结构和就业市场失衡等方面的影响。在此基础上进一步总结得出,机制因素导致的欧元区持续通胀差异可能给欧元区经济失衡带来深远的影响,因此需要从机制改革着手,降低欧元区通胀差异对经济体系的冲击。

**关键词:**欧元区 通胀差异 竞争力 经济失衡

## 一 欧元区通胀差异的数据描述

欧元区通胀差异由来已久,在欧元引入初期,成员国之间的通胀差异曾一度出现缩小的迹象,但随后再次扩大。受经济低迷的影响,2012年欧元区通胀差异再度缩小,但差异依然存在。根据欧洲统计局(Eurostat)通常采用的经过加权的“调和消费者物价指数(HCPI)”指标,<sup>①</sup>2012年欧元区通胀最高的国家爱沙尼亚、斯洛伐克和意大利的通胀率分别达到4.2%、3.7%和3.3%,相比之下,最低的两个国家希腊、爱尔兰和德国分别为1%、1.9%和2.1%。<sup>②</sup> 本文根据国别经

① “Harmonized Consumer Price Index(HCIP)”一般译为“调和消费者价格指数”。

② 相关数据来自Eurostat和AMECO。

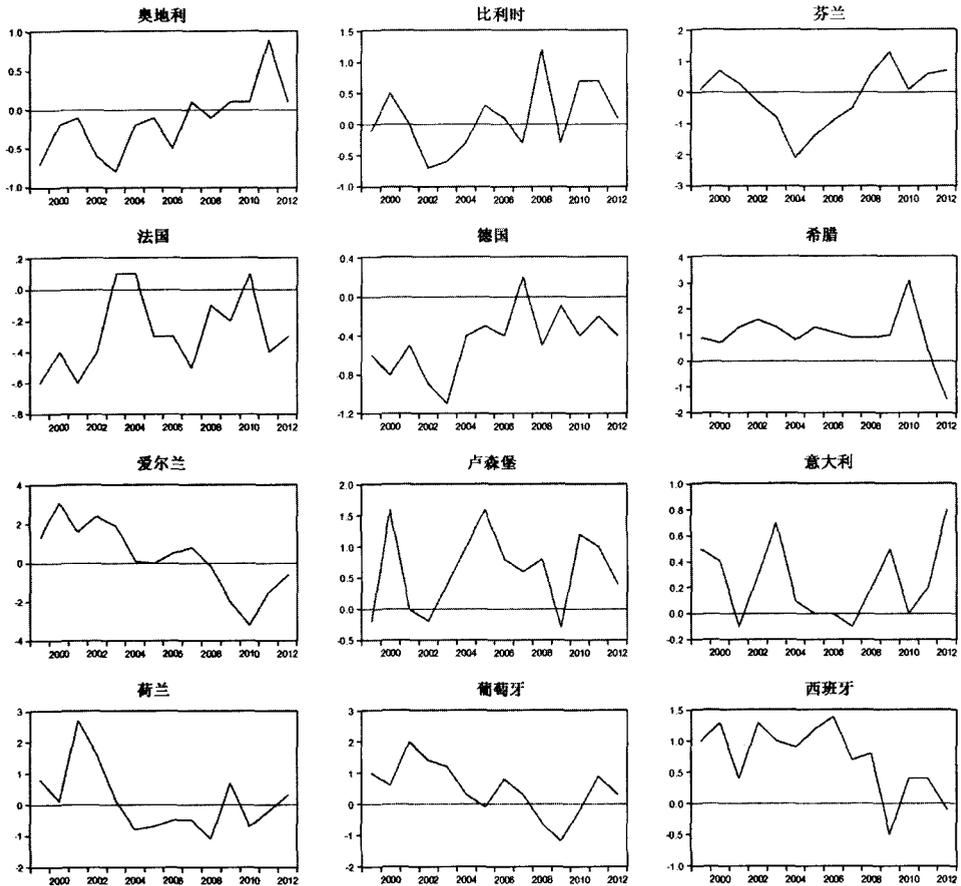
济特征,将欧元区重新划分为欧元区17国、5个债务危机国和5个新成员国,分别进行分析。5个债务危机国包括希腊、西班牙、葡萄牙、爱尔兰和意大利,5个新加入成员国包括塞浦路斯、斯洛文尼亚、马耳他、爱沙尼亚和斯洛伐克。

根据欧洲统计局数据分析,自1999年欧洲货币联盟建立以来,由于受到严格的货币及财政纪律约束,主要成员国通胀水平都处于较低的水准,通胀差异呈现下降之势。后来受到内外部宏观经济形势及欧元区扩大的影响,欧元区通胀差异再次扩大。从具体时间节点看,自欧元诞生一直到2003年,通胀差异呈现先扩大再缩小的态势,大约在2007年时达到最低。随着金融危机的爆发,2008年起通胀差异再次扩大。受欧债危机和紧缩政策的影响,当前欧元区通胀差异再次出现缩小的迹象。新加入的欧元区5国除了马耳他和爱沙尼亚波动幅度较大,其他3个成员国均呈现收敛的态势。

本文采用成员国通胀水平与欧元区平均水平差异反映通胀差异的变化情况。设 $\Delta\pi_{i,t} = \pi_{i,t} - \pi_{eu,t}$ ,其中 $\Delta\pi_{i,t}$ 表示成员国*i*在时间*t*和欧元区成员国平均通胀水平的差异, $\pi_{i,t}$ 表示成员国*i*在*t*时间的通胀, $\pi_{eu,t}$ 表示欧元区在*t*时间的平均通胀水平。图1反映了欧元区12国通胀水平与欧元区平均水平的偏离程度。总体而言,5个债务危机国和卢森堡的通胀水平较高,而德国、奥地利、芬兰、荷兰和法国等国通胀水平一直低于平均水平。

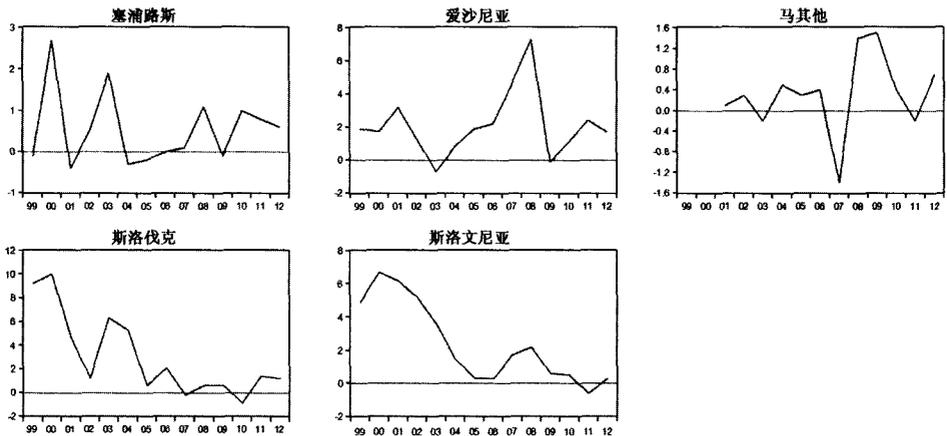
图2反映了5个新成员国通胀水平与欧元区平均水平的偏离程度。总体而言,5个新成员国与欧元区平均通胀水平呈下降势头。其中,斯洛文尼亚和斯洛伐克的下降形势最为明显;爱沙尼亚的波动最大,受2011年加入欧元区的影响,2008年通胀水平达到顶峰后迅速下降,但目前的通胀水平仍为欧元区最高;马耳他自2008年加入欧元区以来,通胀水平下降明显;塞浦路斯自2008年加入欧元区后通胀水平有所下降,但波动幅度明显,2012年高于欧元区1个百分点,到2013年5月甚至低于欧元区1.2个百分点。

图1 欧元区12国通胀差异



说明:作者采用欧洲统计局调和消费者物价指数 HCPI,并基于 Eviews7.0 软件绘制。其中,欧元区 HCIP 数据来自欧洲统计局(本文其他图表和数据若无特别说明均来自欧洲统计局),参见 <http://epp.eurostat.ec.europa.eu>,数据更新日期为 2013 年 6 月 27 日,访问日期为 2013 年 7 月 1 日。

图2 欧元区新加入5国通胀差异



说明:作者采用欧洲统计局调和消费者物价指数(HCPI),并基于 Eviews7.0 软件绘制。

## 二 欧元区通胀差异的构成因素分析

### (一) 研究综述

#### 1. 研究路径综述

目前国内外学者主要从两个路径研究欧元区通胀差异的形成机制。第一个路径以新凯恩斯模型为基础,分析可能导致通胀差异的微观经济因素对通胀差异的冲击效应。第二个路径是整合相关可能的影响因素,对相关变量进行重新组合,通过面板数据等统计学方法综合评估相关变量对通胀差异影响的显著性。

第一条路径中,安格洛尼和艾哈曼(Angeloni & Ehrmann)建立了基于欧元区12国的总供给(混合菲利普斯曲线[Hybrid Philips Curve])与总需求(产出缺口)方程式,通过1998年1季度到2003年2季度的数据分析发现,产出缺口(或需求冲击)是通胀差异形成的重要因素。<sup>①</sup>霍夫曼和里斯伯格(Hoffman & Remsperger)通过建立混合菲利普斯曲线和IS曲线的均衡模型,选择1999年1季度到2004年1季度数据对除卢森堡以外的欧元区国家进行了分析,认为欧元区

<sup>①</sup> Angeloni Ignazio and Ehrmann Michael, "Euro Area Inflation Differentials", *The B. E. Journal of Macroeconomics*, Vol. 7, Issue 1, 2007.

通胀差异主要来自实际有效汇率及商业周期等因素的影响,<sup>①</sup>其中实际有效汇率差异也被看做巴拉萨-萨缪尔森效应(Balassa-Samuelson Effect)。欧洲央行(ECB)也认为巴萨效应可以很好地解释欧元区非贸易部门和服务业部门通胀上升较快的现象。<sup>②</sup>此外,国际货币基金组织(IMF)基于新凯恩斯模型对10个欧元区国家1983-2007年的数据进行分析,得出劳动力保护和劳动市场刚性是导致通胀产生和持续的重要因素。<sup>③</sup>

第二条路径目前使用较为广泛,霍诺翰和莱因(Honohan & Lane)在这方面做出了开创性研究。<sup>④</sup>该研究路径的主要思路是,在前人研究的基础上将商业周期、财政政策、价格收敛、实际有效汇率等因素纳入面板数据中,通过最小二乘法(OLS)或广义矩方法(GMM)进行回归分析,在此基础上检验相关变量的显著性。安德森和扎德瑞克(Andersson & V Žd' árek)等学者也遵循此研究路径,将研究时间跨度拓展到2009年,认为产出缺口、欧元区扩大和非贸易部门是导致欧元区通胀差异的重要原因。<sup>⑤</sup>

第二条研究路径有利于系统地分析导致通胀差异的主要因素,尽管不同学者在研究通胀的构成因素时,对不同因素的显著性可能得出不一致的结论,但这并不能否定研究方法及变量本身的问题。第二条路径具有经验研究的特点,因此受到时间跨度及替代变量的影响较大。比如欧元区通胀差异自2007年达到最低位后再次扩大,将数据的时间跨度选择至2007年之前和2011年底则对实证结果可能产生不同的影响。此外,一些关联变量也会对实证结果产生影响,比如同时将劳动生产率和巴萨效应因素纳入模型中很可能使巴萨效应变得不显著。

## 2. 变量选择的文献综述

### (1) 巴拉萨-萨缪尔森效应

<sup>①</sup> Boris Hofmann and Hermann Remsperger, "Inflation Differentials among the Euro Area Countries: Potential Causes and Consequences", *Journal of Asian Economics*, Vol. 16, Issue 3, June 2005, pp. 403 - 419.

<sup>②</sup> ECB, "Monetary Policy and Inflation Differentials in a Heterogeneous Currency Area", *ECB Monthly Bulletin*, May 2005.

<sup>③</sup> Florence Jaumotte and Hanan Morsy, "Determinants of Inflation in the Euro Area: The Role of Labor and Product Market Institutions", *IMF Working Paper*, January 2012.

<sup>④</sup> P. Honohan and P. R. Lane, "Divergent Inflation Rates in EMU", *Economic Policy*, Vol. 18(37), CEPR & CES & MSH, 2003, pp. 358-394.

<sup>⑤</sup> Václav Žd' áreki and Juan Ignacio Aldasoro, "Euro Area and Inflation Differentials - Is There Anything New?", *EEFS Report*, May 2010, <http://www.eefs.eu/conf/Athens/Papers/612.pdf>, last accessed on 16 June 2013.

霍夫曼、莱因和里斯伯格等学者的研究表明,巴萨效应是解释通胀产生的一个重要因素。由于贸易部门劳动生产率的提升造成名义工资水平上升,在劳动力充分流动的背景下,非贸易部门也出现工资水平上升的现象,从而造成整体通胀水平的上升。但巴萨效应并非对所有国家都具有解释力,比如拉巴纳尔(Rabanal)认为巴萨效应在解释西班牙的通胀差异时说服力不如其他欧元区国家。<sup>①</sup>

### (2) 价格收敛效应

价格收敛效应是指欧元区成员国在货币一体化过程中发生的价格趋同现象。罗格(Roger)认为,由于经济一体化的作用,成员国之间物价趋同,新加入国家原有的价格体系需要重新调整,这种低物价向高物价靠拢形成的价格“追赶效应”将明显推高新加入国家的物价水平。<sup>②</sup> 相比之下,由于新加入国家的经济规模通常较小,对原货币区成员国的物价水平影响有限,因此这种非对称冲击将推动通胀差异的形成。安格洛尼和艾哈曼认为,由于初始价格存在一定差距,单一货币下成员国之间的价格趋同是一个渐进的过程,由此造成新加入国家的通胀高企和持续。

### (3) 欧洲央行因素

勒齐奥(Nechio)通过货币供应量的泰勒规则(Taylor Rule)分析认为,欧洲央行的基准利率政策不能有效反映欧元区外围国家的需要,<sup>③</sup>而是更符合核心国家的实际情况。单一货币政策的非对称冲击推动了经济增长、就业和通胀差异的形成。皮诺凡诺(Pirovano)认为,欧洲央行将物价稳定视为首要目标,强调维持欧元区内平均通胀水平接近但不超过2%的幅度。<sup>④</sup> 因此,通胀水平差异实际上受到了政策机制的允许,即便欧洲央行认识到通胀差异存在的危害性,对差异的治理也被置于次要的位置。换言之,在欧元区外围国家通胀高企的同时,欧洲央行的基准利率无法对高通胀产生抑制作用,因此一定程度上助长了通胀差

<sup>①</sup> Pau Rabanal, "Inflation Differentials between Spain and the EMU: A DSGE Perspective", *Journal of Money, Credit and Banking*, Vol. 41, Issue 6, 2009, pp. 1141-166.

<sup>②</sup> John H. Rogers, "Monetary Union, Price Level Convergence, and Inflation: How Close Is Europe to the United States?", *International Finance Discussion Papers*, No. 740, Board of Governors of the Federal Reserve System, October 2002.

<sup>③</sup> Fernanda Nechio, "Monetary Policy When One Size Does Not Fit All", *FRBSF Economic Letter*, 2011-18, <http://www.frbsf.org/economic-research/publications/economic-letter/2011/june/monetary-policy-europe/>, last accessed on 16 July 2013.

<sup>④</sup> Mara Pirovano and Andre Van Poeck, "Eurozone Inflation Differentials and the ECB", *Research Paper of University Antwerp*, 2011.

异。

#### (4) 商业周期因素

商业周期非同步性是通胀差异的另一重要影响因素。霍诺翰和莱因认为,通胀差异受到商业周期非同步的影响较为显著。<sup>①</sup>安格洛尼和艾哈曼对产出缺口与通胀关系的分析出发得出商业周期非同步性对通胀差异具有显著影响的结论。<sup>②</sup>艾格特(Egert)通过对欧元区主要成员国产出缺口研究发现,希腊、西班牙等高通胀国家的产出缺口为正,德国、芬兰等低通胀国家的产出缺口为负。<sup>③</sup>

#### (5) 财政政策因素

贝克(Beck)认为,成员国财政政策差异对通胀差异影响较大,高通胀国家往往都是高负债国家。<sup>④</sup>政府在财政扩张过程中通过发行债券形成了流动性供应,政府赤字实质上增加了社会总需求,从而推动通胀增长。多特(Duarte)还从税率对通胀影响角度进行分析,认为高税率有助于抑制通胀,反之低税率国家通胀水平相对较高。欧元区尚缺乏统一的财政政策,因此给通胀差异带来的冲击显而易见。<sup>⑤</sup>

#### (6) 劳动力成本因素

贝克等学者从劳动力成本角度分析通胀差异的导致因素,<sup>⑥</sup>认为欧元区劳动力市场刚性造成的劳动力价格差异将对通胀差异产生长期的影响。圣切斯(Sánchez)认为,服务行业由于受到不充分竞争的影响,劳动生产率提高速度较慢。但同时受制造业劳动生产率提升及工资上涨的影响,行业之间产生成本的价格传递效应,推动服务行业价格虚高,进而形成通胀压力。<sup>⑦</sup>

#### (7) 输入型通胀因素

输入型通胀主要从货币供给角度分析资金流入对通胀的影响,输入型通胀

① P. Honohan and P. R. Lane, "Divergent Inflation Rates in EMU", pp. 358-394.

② Angeloni Ignazio and Ehrmann Michael, "Euro Area Inflation Differentials".

③ Balázs Éger, "Real Convergence, Price Level Convergence and Inflation Differentials in Europe", *CEISifo Working Paper*, No. 2127, 2007.

④ Guenter W. Beck et al., "Regional Inflation Dynamics within and Across Euro Area Countries and A Comparison with the United States", *Economic Policy*, Vol. 24, Issue 57, 2009, pp. 141-184.

⑤ Margarida Duarte and Alexander L. Wolmanz, "Fiscal Policy and Regional Inflation in a Currency Union", *Working Paper, Federal Reserve Bank of Richmond*, April 2007.

⑥ Ibid..

⑦ Marcelo Sanchez, "Why is Services Inflation Higher than Goods Inflation in the Euro Area?", *ECB Working Paper*, January 16, 2009.

最早由原德国联邦银行提出,用以表示德国持续贸易盈余产生的外汇占款对通胀的影响。同样,欧元区区内因贸易和投资产生的经常账户或资本账户失衡对通胀结构也会产生较大影响。艾格特认为,国际能源价格的变化对不同能源需求结构的国家产生不对等的通胀冲击。<sup>①</sup>比博(Bibow)从当前欧元区资本流动角度分析认为,德国对欧元区的贸易盈余再通过资本项目流回欧元区南方国家,在加大南方国家通胀的同时,继续促成本国劳动成本紧缩的局面,因此推动了通胀差异的形成。<sup>②</sup>

#### (8)其他因素

圣切斯认为,一些结构性因素,如消费结构和产业结构等长期型结构性因素也是影响通胀差异的重要因素,比如西班牙等南欧国家房地产市场泡沫推动了国内通胀水平上升。<sup>③</sup>制造业比重较高的成员国往往属于低通胀国家,反之亦然。此外,一些非市场因素也是导致通胀差异的重要原因,比如政府管制价格,直接或间接的税收及市场竞争差异对通胀差异的影响都不容小觑。

#### (二)本文的研究方法及路径

以上分析表明,某一变量在不同时段对不同国家的通胀都可能产生一定的影响,但并不能有效解释欧元区区内通胀差异的形成。因此,若要系统分析通胀的影响因素,本文拟采用第二条路径研究,在霍诺翰和莱因经典模型的基础上将上述变量纳入面板数据模型,将时间跨度扩展至2012年,进一步分析和过滤相关变量。

#### 1. 模型选择

本文仍然采用霍诺翰和莱因提出的经典模型,将通胀差异表述如下:

$$\pi_{it} - \pi_t^{eu} = \beta(z_{it} - z_t^{eu}) + \delta([P_{i,t-1} - P_{i,t-1}^*] - [P_{t-1}^{eu} - P_{t-1}^{eu*}]) + \varepsilon_{it} \quad (1)$$

设 $\pi_{it}$ 和 $\pi_t^{eu}$ 分别为成员国和欧元区在年份 $t$ 时的通胀, $z_{it}$ 和 $z_t^{eu}$ 分别表示影响成员国和欧元区通胀水平的短期因素, $P_{it}$ 和 $P_t^{eu}$ 分别表示成员国和欧元区在时间 $t$ 时的物价水平, $P_{i,t}^*$ 和 $P_t^{eu*}$ 分别表示成员国和欧元区长期均衡价格水平, $\varepsilon_{it}$ 为

<sup>①</sup> Balázs Égert et al., "Inflation Differentials in Europe: Past Experience and Future Prospects", *Monetary Policy and the Economy*, May 2004, pp.47-72.

<sup>②</sup> Jürg Bibow, "The Euro Debt Crisis and Germany's Euro Trilemma", *Levy Economics Institute of Bard College Working Paper*, No.721, May 2012.

<sup>③</sup> Marcelo Sanchez, "Why is Services Inflation Higher than Goods Inflation in the Euro Area?", *ECB Working Paper*, January 16, 2009.

误差项。由于价格趋同效应,设长时间内欧元区成员国之间的物价水平趋于均等,因此(1)式可以写为:

$$\pi_{it} - \pi_t^{eu} = \beta(z_{it} - z_t^{eu}) + \delta(P_{i,t-1} - P_{t-1}^{eu}) + \varepsilon_{it} \quad (2)$$

(2)式所表示的经济含义是,引起欧元区通胀差异的影响因素包括由  $z_{it} - z_t^{eu}$  组成的短期因素和上一期物价指数差异因素  $P_{i,t-1} - P_{t-1}^{eu}$ 。(2)式可以进一步分解为如下两个方程式。

$$\pi_t^{eu} = \beta z_t^{eu} + \delta P_{t-1}^{eu} + \varepsilon_{it} \quad (3)$$

$$\pi_{it} = \beta z_{it} + \delta P_{i,t-1} + \varepsilon_{it} \quad (4)$$

(4)式将对通胀差异的分析进一步简化为影响成员国自身通胀水平的构成要素分析,  $z_{it}$  作为一个向量组,包括了影响通胀形成的所有可能变量,区别于霍诺翰和莱因在研究中仅考虑巴萨效应、商业周期和财政政策三个因素,本文拟将文献综述中的7个因素都纳入模型中。<sup>①</sup> 主要变量分别表示为巴萨效应(BS)、商业周期(GAP)、央行政策有效性(ECB)、输入型通胀(IIN)、劳动力成本(LABC)、财政政策(DEFI)和价格收敛效应(CONV)。将上述变量纳入上述模型得(5)式:

$$\begin{aligned} \pi_{i,t} = & \beta_1 BS_{it} + \beta_2 GAP_{it} + \beta_3 ECB_{it} + \beta_4 IIN_{it} \\ & + \beta_5 LABC_{it} + \beta_6 DEFI_{it} + \beta_7 CONV_{it} + \varepsilon_{it} \end{aligned} \quad (5)$$

## 2. 变量选择及数据说明

(1) 巴拉萨-萨缪尔森效应:反映贸易部门和非贸易部门劳动生产率趋同效应。设实际有效汇率为  $REER_{i,t}$ , 成员国劳动生产率为  $L_{i,t}$ , 同时考虑到通胀本身对劳动生产率的影响, 设 GDP 平减指数为  $Defl_{i,t}$ ,<sup>②</sup> 因此, 巴萨效应可以模拟为  $BS = REER_{i,t}/L_{i,t}/Defl_{i,t}$ 。<sup>③</sup>

(2) 商业周期数据: 本文拟以产出缺口占潜在产出的比率作为商业周期的替代变量, 表示为  $GAP_{it}$ , 数据取自国际货币基金组织数据库。<sup>④</sup> 产出缺口指实际产出与潜在产出的差额, 按照混合菲利普斯曲线模型, 当产出缺口为正时, 社

<sup>①</sup> 第八项包含的消费结构和产业结构等因素属于长期影响因素, 该模型中的其他七个因素均为短期因素。

<sup>②</sup> Eurostat 的劳动生产率数据一般表示为劳动者人均 GDP 产出, 并未扣除整体物价增长因素, 因此本文对劳动生产率数据除以 GDP 平减指数后得到的数据可以反映真实劳动生产率的变化。

<sup>③</sup> 来自 Eurostat, “Real Effective Exchange Rate-36 Trading Partners” Index (2005 = 100)。

<sup>④</sup> 数据来自 World Economic Outlook Database, April 2013, 其中 2012 年数据为 IMF 估算数据。

会存在过度需求进而推动通胀的形成。

(3) 央行政策有效性: 欧洲央行单一货币政策对不同地区可能存在不对称影响, 欧洲央行在制定货币政策时以欧元区平均通胀水平为依据, 因此相应货币政策对过高或过低的通胀水平并未能进行有效的治理, 本文以成员国通胀数据与平均水平的差异表示央行治理失灵的指标, 设央行政策变量为 ECB。<sup>①</sup>

(4) 输入型通胀: 本文采用年度经常项目余额占 GDP 的比重表示资本净流入或净流出对国别货币供应量的影响, 输入型通胀表示为 IIN。本文选取包括投资在内的经常项目盈余的年度差额为输入型通胀的替代变量, 数据来自欧洲统计局。出于数据平稳性考虑, 本文在数据选择时做了差分处理, 表现为年度经常账户余额的变动情况。

(5) 劳动力成本: 反映各国劳动力成本差异对国别通胀产生的影响。该变量数据来自国际货币基金组织的世界经济展望数据库 (World Economic Outlook), 设劳动力成本为 LABC, 采用年度增长率数据, 劳动力成本的上升会导致成本推动型通胀的产生。

(6) 财政政策: 本文采用政府年度财政赤字率作为财政政策的替代变量, 赤字率越高所产生的过度需求对通胀的形成有正面的刺激作用, 变量数据来自欧洲统计局, 设财政政策变量为 DEF1。为简化分析, 不考虑税率等因素的影响。

(7) 价格收敛效应: 本文设成员国价格指数与欧元区价格指数的比值  $Conv_{i,t} = Price_{i,t} / Price_{eu,t}$ , 在此基础上对  $Conv_{i,t}$  进行差分, 一方面反映年度之间成员国价格的收敛趋势, 另一方面保证序列数据的平稳性, 数据来源为欧洲统计局。

### (三) 回归结果及分析

本文采用面板数据方法, 分别对欧元区 17 国、欧债 5 国和新加入 5 国的通胀构成因素进行实证分析。上述变量均通过平稳性检验, 为零整变量, 可直接进行面板数据回归分析。通过构建 F 统计量, 选择不变系数模型, 在此基础上进一步分析, 结果如表 1 所示。<sup>②</sup>

<sup>①</sup> 根据上述推导结果, (5) 式进一步简化为单个成员国内通胀的要素构成, 此处央行治理并非针对成员国之间的差异, 而是作为成员国的通胀构成因素进行数据处理。

<sup>②</sup> 考虑到 17 国模型中部分解释变量表现不显著, 为增强比较性, 分别采用固定效应和随机效应进行分析。

表 1 回归结果

模型 变量	欧元区 17 国回归模型		新加入 5 国模型	欧债 5 国模型
	固定效应	随机效应	系数	系数
C	3.952333 **	3.855494 **	4.564158 **	20.27370 **
GAP	0.044870 **	0.047821 **	-3.029577 **	-17.52527 **
DEFI	0.026651 *	0.019017 *	0.099595 **	-0.360591 **
IIN	-0.019304	-0.019111	-0.254066 **	0.212361 *
ECB	1.052070 **	1.049860 **	0.016976 **	-0.066133 **
LABC	-0.022663	-0.021446	1.147818 **	1.172707 *
Conv	0.414313	0.421235	-0.144773 **	0.141628 **
BS	-1.756647 **	-1.682430 **	24.16305 *	5.693846 **
R-squared	0.881644	0.879870	0.718049	0.913446
Adjusted R-squared	0.868429	0.876082	0.653435	0.897030
Prob. (F-statistic)	0.000000	0.000000	0.000000	0.000000

说明：\* \* 和 \* 分别表示为在 5% 和 10% 水平上显著，表由作者自制。

回归结果显示,17 国模型中,劳动力成本、价格收敛效应和输入型通胀等三个因素影响不显著。欧洲央行政策有效性、巴萨效应、商业周期和财政政策对当前通胀差异影响显著。其中财政政策在 10% 水平下显著,其他变量均在 5% 水平下显著,并且固定效应和随机效应产生的结论相同。

新加入 5 国模型中,巴萨效应在 10% 置信区间内显著,其他变量在 5% 置信区间内均显著。欧债 5 国模型中,劳动力成本和输入型通胀因素在 10% 置信区间内显著,其余变量均在 5% 区间内显著。

17 国模型由于较大的样本容量,考虑到还存在其他变量未被有效纳入,因此劳动力成本、输入型通胀和价格收敛效应三个变量表现不明显。但这些变量对新加入 5 国和危机 5 国都有较高的解释力。因此可以说明,由上述因素导致的通胀差异对欧债 5 国和新加入 5 国的影响更大。

### 三 通胀差异对欧元区经济失衡的影响机制分析

上文分析表明,巴萨效应、央行政策有效性、商业周期和财政政策等因素对欧元通胀差异的形成起到决定性的作用。通胀差异作为这些因素的影响结果并非孤立的存在,其产生和持续还将从多个路径进一步催生欧元区内的经济失衡。经济失衡的概念最早由国际货币基金组织于2005年提出,用以衡量国家之间的经常账户的平衡状况,后来这一概念进一步扩展到政府收支、国际资本和产业转移、经济增长差异等领域。欧盟官方公布的“宏观经济失衡程序”(Macroeconomic Imbalance Procedure)进一步将经常账户余额、实际有效汇率、劳动力成本、私人和政府债务、失业率等因素都纳入经济失衡的统计评分中。<sup>①</sup>因此本文将从欧盟官方对经济失衡的定义出发,分析通胀差异对经济失衡相关指标的影响机制。

#### (一) 通胀差异对贸易账户失衡的影响

实际有效汇率是一个国家与主要贸易国之间双边实际汇率的加权平均数。该指数可以作为衡量一个国家与主要贸易伙伴的出口价格竞争力指数,数学公式如(6)式所示,其中 $e_i$ 表示双边名义汇率, $P$ 和 $P_i^*$ 分别表示本国和外国的物价水平, $e_i$ 表示间接标价的汇率水平。

$$REER_{i,t} = \sum_{i=1}^n \left[ e_i \cdot \frac{P_i^*}{P} \right]^{w_i} \quad (\text{算术加权法}) \quad s. t. \quad \sum_{i=1}^n w_i = 1 \quad (6)$$

上式表明通胀水平上升会推动一国实际有效汇率水平的上升。尽管欧元对外采用单一汇率体系,但由于欧元区国别间存在通胀差异,因此也存在实际有效汇率的差异(如图3),实际有效汇率的上涨一定程度上影响到该国的经常账户盈余。对于大部分欧元区成员国而言,对欧元区的出口是其出口贸易的主要部分,截至2012年,主要成员国对区内出口份额普遍在60%以上,葡萄牙、卢森堡和荷兰甚至超过70%。希腊对欧元区的出口份额近年来大幅下滑,从2008年的65%下降至2012年的42%。现有数据显示欧元区实际有效汇率失衡对贸易竞争力产生显著影响。<sup>②</sup>

<sup>①</sup> 欧盟及欧元区经济失衡评分体系参考Eurostat和European Commission的相关表述,2013年6月20日访问。

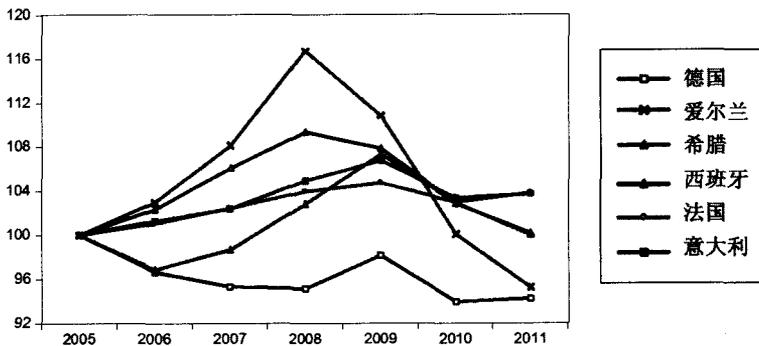
<sup>②</sup> 相关数据来自Eurostat。

假设影响商品出口竞争力的因素可以简化为产品自身的劳动生产率和实际有效汇率两个变量,本文采用 1999-2011 年的欧元区 12 国的国别数据,建立经常账户盈余(Balance)、实际有效汇率(REER)和劳动生产率(PROD)的面板数据回归模型。回归结果如(7)式所示,实证分析表明实际有效汇率对经常账户盈余的影响显著,实际汇率每上升 1 个单位,经常账户余额将发生 0.208 个单位的负向变动。对应的劳动生产率每上升一个单位,经常账户余额则发生 0.1772 个单位的正向变动。

$$Balance_{i,t} = -0.2080 * REER_{i,t} + 0.1772 * PROD_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (7)$$

结合欧元区各国经常账户余额情况,爱尔兰、希腊、西班牙、意大利和法国在加入欧元区以来出现的账户赤字与实际有效汇率上升的联系较为紧密。相比之下,德国、荷兰和奥地利的经常项目盈余则受较低的实际有效汇率的影响,德国实际汇率自 2004 年开始一直处于下降通道中。另外,受到欧元整体走弱的影响,2008 年以来欧元区主要国家实际有效汇率都出现下降,但在欧元区内部,西班牙、法国和意大利仍处于相对较高的水平。爱尔兰的实际有效汇率自 2008 年达到最高峰后开始迅速下降,2010 年起仅高于德国和葡萄牙,低于其他主要欧元区国家,2010 年出现 10 年以来的首次经常账户盈余。

图 3 欧元区部分国家实际有效汇率水平变化及比较



说明:作者根据 Eurostat 相关数据,基于 Eviews7.0 软件绘制。

## (二)通胀差异对产业结构和就业市场失衡的影响

### 1. 通胀差异对产业结构的影响

通胀差异对欧元区产业结构发展具有较强的导向作用,对低通胀国家来说则更有利于出口产业的形成和发展,对高通胀国家来说则更有利于房地产等行业的发展和扩张,同时对出口产业形成抑制。

低通胀国家由于实际有效汇率较低,出口导向型产业竞争优势明显。一般而言,这种竞争优势大都经历了较长时间的累积,菲特斯(Fitoussi)研究表明,原德国央行存续期间,德国严格的反通胀政策造成的“竞争性紧缩”使德国出口企业在低通胀背景下竞争力得到增强。<sup>①</sup>在欧洲货币体系内,德国周边国家亦以德国马克为“货币锚”,在货币政策上追随德国。因此这类国家的产业政策发展中也有“竞争性通缩”的影子,这一类国家主要以德国及周边国家为代表。在加入欧元区之前,这些国家的货币政策长期受制于德国央行,与此同时,欧洲央行的政策设计实际上以德国央行为模版,因此,在从“马克锚”过渡到欧元时,这些国家形成的出口型产业结构相比南方国家受到的实际冲击要小得多。<sup>②</sup>

与此同时,通胀差异对高通胀国家产业塑造也起到推波助澜的作用。传统高通胀国家,如西班牙和爱尔兰等国在较低基准利率的刺激下,信贷市场上的实际利率较低甚至为负,投资者出于保值需求将资金转移到固定产类投资,房地产市场的升温使得银行信贷迅速膨胀,最终带来巨大的房地产市场泡沫。据估计,2008年之前的十年内,西班牙房地产价格年均增长10%,最高年份甚至达到30%。房地产市场的虚假繁荣造成国内经济资源的长期错配,进而影响了国家的经济竞争力和健康产业结构的形成。

## 2. 产业结构对就业市场的影响

当前,欧元区南北就业市场出现巨大的差异,一方面,欧元区传统低通胀国家出现过度就业状况,德国2013年3月份失业率为4.8%,去年6月一度创下20年来最低失业水平记录。其他欧元区北方国家,如奥地利和荷兰等国的失业率水平也相对较低,同期分别为4.8%和5.6%,位于历史较低水平。相比之下,欧元区第三大经济体意大利和第四大经济体西班牙当前都出现严重的就业危机,意大利2013年1月份失业率达到11.7%,为有记录以来的最高水平,3月份稍有回落,但仅下降0.1个百分点。西班牙2013年一季度的失业率创下27.

<sup>①</sup> J. P. Fitoussi et al., *Competitive Disinflation: The Mark and Budgetary Politics in Europe*, Oxford: Oxford University Press, 1993, pp.20-55.

<sup>②</sup> Emmanuel Murlon-Druol, *A Europe Made of Money-The Emergence of the European Monetary System*, London: Cornell University Press, 2012, pp.258-284.

16%的历史记录,希腊的失业率水平也长期居高不下。

造成欧元区就业市场冰火两重天现象的直接原因可以归结为欧元区内产业结构的失衡。<sup>①</sup>从出口产业角度分析,欧元区北方国家出口经济在一枝独秀的同时,欧元区南方国家则遭受到转型之痛。欧元区南方国家劳动密集型产业一般占有较大比重,比如希腊的造船和旅游业;西班牙的农业、纺织和服装;意大利尽管有高度发达的工业体系,如先进的汽车制造业,但服装、皮革、原材料等低附加值产品在意大利出口中也占据较大比重。<sup>②</sup>这类劳动密集型产业由于较低的附加值,利润水平受市场价格波动敏感,由于实际汇率的上升,同时受欧盟新成员国及其他新兴经济体竞争的影响,南方国家正丧失这类产业的竞争优势,具体表现在该类产品出口份额的下降和相关领域失业率的增加;葡萄牙作为高通胀国家之一,除了金融危机期间,大部分年份通胀水平均高于欧元区平均水平,出口竞争力下滑,贸易赤字持续扩大,过度消费进一步压缩了国内的投资经济,无法创造新的就业机会,失业规模居高不下。<sup>③</sup>对于西班牙和爱尔兰等房地产主导的国家而言,金融危机爆发后,地产市场崩溃,短期内本国其他产业部门竞争力尚未形成,在房地产业尚未有效复苏之前,失业率高企在所难免。<sup>④</sup>换言之,高通胀导致的竞争力萎缩使得这些国家在短期内丧失创造新就业岗位的能力。

### (三)通胀差异对欧元区债务形成的影响

#### 1. 通胀差异对政府部门债务形成的影响

欧债危机爆发之前,尽管欧元区存在较大的通胀差异,但由于市场对欧元区通胀差异及成员国间潜在风险差异缺乏足够的认识,欧洲央行的单一货币政策使得成员国之间的政府债券发行利率差异甚小。换言之,高通胀国家政府债券的实际利率水平远低于其他低通胀国家,这对于重债国家的债务规模扩张起到了推波助澜的作用。由于较低的利率水平,政府债务负担比率相对较低,因而在决定债务上限方面采用了更为冒险的策略。欧洲重债国家在引入欧元后的几年内,债务占比总体迅速增长。欧元区12国债务比率最高的几个国家中,希腊、葡

① 王玉柱:“欧元区就业市场为何冰火两重天”,《新民晚报》2013年5月3日B3版。

② 笔者根据2010年数据粗略估算,低附加值产品占意大利出口比重超过40%,即便是一些机电设备中(占比53%)也有相当一部分为低附加值产品,相关信息参考中国商务部网站 [http://win.mofcom.gov.cn/yanjiu/view\\_study.asp?id=26629](http://win.mofcom.gov.cn/yanjiu/view_study.asp?id=26629),2013年7月10日访问。

③ 本文研究表明,高通胀只是葡萄牙出口竞争力下降的影响因素之一,劳动生产率的全面下滑才是葡萄牙赤字和出口下滑更为深层次的原因。

④ 余南平:“欧洲主权债务危机的理论挑战与现实警示”,《文汇报》2010年4月7日。

萄牙、意大利和西班牙的债务水平在金融危机发生之前就已经很高,其中意大利在2007年底的政府债务总额就达到2011年底的85.6%,希腊和葡萄牙也分别达到63.0%和63.3%。西班牙和爱尔兰债务水平上升则主要受到金融危机的影响,截至2007年底金融危机爆发前夕,两国债务规模分别仅占2011年底的52.3%和23.6%。<sup>①</sup>这两个国家债务水平的上升更多地受到国内房地产市场泡沫的影响,金融危机后政府增加的债务很大一部分用于挽救本国银行业。需要指出的是,债务危机的发生晚于金融危机,在金融危机的救助过程中,成员国政府决策受到低利率的影响更为明显,宽松的发债环境是政府债务扩张的必要条件,仅2010年内,爱尔兰的债务规模迅速增长了42%,总规模达到当年GDP总额的92%,超过90%危险警戒线水平。<sup>②</sup>

## 2. 通胀差异对私人部门债务形成的影响

除了政府部门负债以外,私人部门的负债受到低利率刺激的影响更为明显。除了上述西班牙个人住房市场贷款迅速增长外,大部分传统高通胀国家受较低基准利率的刺激,私人部门负债率迅速上升。本文分别选取加入欧元区之前的三年(1996-1998年)和金融危机之前的三年(2005-2007年)私人部门平均债务水平分析,结果显示债务增长水平较高的国家几乎全是高通胀国家,比如希腊私人债务增长了145%,西班牙增长了123%,葡萄牙增长了71%,意大利增长了55%,爱尔兰和卢森堡的数据暂缺。相比之下,低通胀国家,如比利时只增长了10%,德国增长了1%,奥地利增长了22%,法国增长了26%,明显低于高通胀国家的生长水平。私人部门负债率的上升直接导致国内经济结构的变化,资本更多的流向消费和房地产市场而非用于改善投资环境,因此造成相关国家经济竞争力下滑,比如葡萄牙在金融危机的前十年一直保持1%左右的低速增长,私人企业的债务比率远高于政府的债务比率,三驾马车中消费占比一直较高,投资和净出口的贡献度甚至为负。<sup>③</sup>

① 相关数据为作者根据Eurostat和AMECO数据重新整理计算。

② 王玉柱:“‘中澳对话:G20与地区倡议’国际学术研讨会综述”,《国际展望》2013年第2期,第142页。

③ 相关数据为作者根据Eurostat和AMECO数据重新整理计算。

#### 四 总结和进一步思考

欧元区通胀差异对欧元区经济失衡起到了重要的推动作用,是欧元区未来可持续发展的巨大挑战。首先,高通胀通过实际有效汇率路径抑制相关国家的商品竞争力,从而引起贸易账户失衡;其次,在市场缺乏风险意识的背景下,欧洲央行单一的基准利率大大降低了高通胀国家的融资成本,客观上刺激了政府和私营部门的债务膨胀,引发欧元区治理危机;再次,鉴于通胀差异对产业结构的影响,欧元区内受到产业结构失衡的冲击,就业市场失衡形势严峻。

本文所分析的通胀导致因素中,即有成员国自身因素,也有欧元区体制或外部因素。具体而言,自身因素包括劳动力成本、巴萨效应、财政政策等,而体制因素或外部因素则包括欧洲央行货币政策、输入型通胀、商业周期因素和价格收敛效应。<sup>①</sup> 这两类因素对通胀差异的影响不尽相同,本文进一步从如下四个方面进行分析。

第一,成员国自身因素的调整相对容易,比如受到强制的紧缩政策的影响,欧债国家在自身债务削减方面已经初见成效。此外,尽管欧元区普遍存在劳动力市场刚性的问题,但欧洲统计局最新数据显示,希腊、西班牙和葡萄牙等高通胀国家的劳动成本和劳动生产率数据都出现积极的调整。<sup>②</sup> 可预见的是,未来成员国自身因素对通胀差异的影响程度将逐步降低。

第二,欧元区内的机制性因素或外部因素将在中长期内进一步影响通胀差异,部分因素并非成员国自身能够解决。本文的分析显示,输入型通胀和价格收敛因素对欧债国家和新加入的成员国影响较大,对欧元区 17 国整体影响不显著,这两类因素和商业周期因素都受到了市场机制的驱使,成员国在政策应对方面较为被动。因此,未来欧债国家和新加入成员国还将受到这些因素的冲击。

第三,其他机制性因素中,欧洲央行货币政策对未来通胀差异的治理极为重要。当前欧洲央行设定的基准利率更接近德国等北方国家的水平,与南方国家和新加入成员国偏离甚远。2012 年德国、法国、荷兰、芬兰和奥地利五个欧元区

<sup>①</sup> 价格收敛效应可以看作欧元区成员国之间的价格互动效应,受到欧元区整体环境影响较大,非成员国自身可以控制。

<sup>②</sup> 2012 年及 2013 年上半年希腊等重债国家的通胀水平已经降至欧元区最低国之列,2013 年上半年的劳动力成本也出现显著回调。

低通胀国家 GDP 占整个欧元区的比重为 61%。<sup>①</sup> 欧洲央行以 GDP 份额作为调和消费者物价指数的权重估算欧元区通胀率,使得官方公布的通胀率更接近于低通胀国家的实际通胀水平,库尔通过泰勒规则验证欧洲央行的货币政策反应函数,得出欧洲央行的利率政策甚至仅以德国经济变动为依据。<sup>②</sup> 以平均通胀率作为欧洲央行货币政策的执行依据对高通胀国家而言很难起到应有的通胀抑制效果,甚至会进一步助长通胀的势头。

第四,本文通过欧债 5 国和新加入 5 国的模型分析得知,所有通胀差异的影响变量在这两个模型中均表现显著。因此,这些变量将在未来一段时期内对这两组国家保持重要影响力。随着其他成员国相关变量影响力减弱,由这上述两组国家组成的欧元区外围国家将不可避免地受到持续通胀差异带来的冲击,并很可能陷入较长时期的债务危机、贸易失衡、就业萧条甚至增长的困境中,这也预示着欧元区经济治理将面临更持久的挑战。因此,欧元区成员国之间应该加强有效的政策协调,避免一些机制性因素造成欧元区长期性通胀差异,给欧元区经济治理造成较大的风险隐患。

(作者简介:王玉柱,上海国际问题研究院助理研究员;责任编辑:孙莹炜)

① 作者根据 Eurostat 相关数据整理计算。

② 赵平:“欧元区统一货币政策的适应性及其高通胀成员国的调整机制”,《国际金融研究》2005 年第 8 期。