



蔡永雄  
高級經濟研究員  
Tel: 28266976  
rickychoi@bochk.com



歡迎關注「中銀香港研究」公眾號，經濟金融深度分析盡在掌握

聲明：  
本文觀點僅代表作者個人判斷，不反映所在機構意見，不構成任何投資建議。

## 經濟差異和政治問題是歐元區穩定發展的最大挑戰

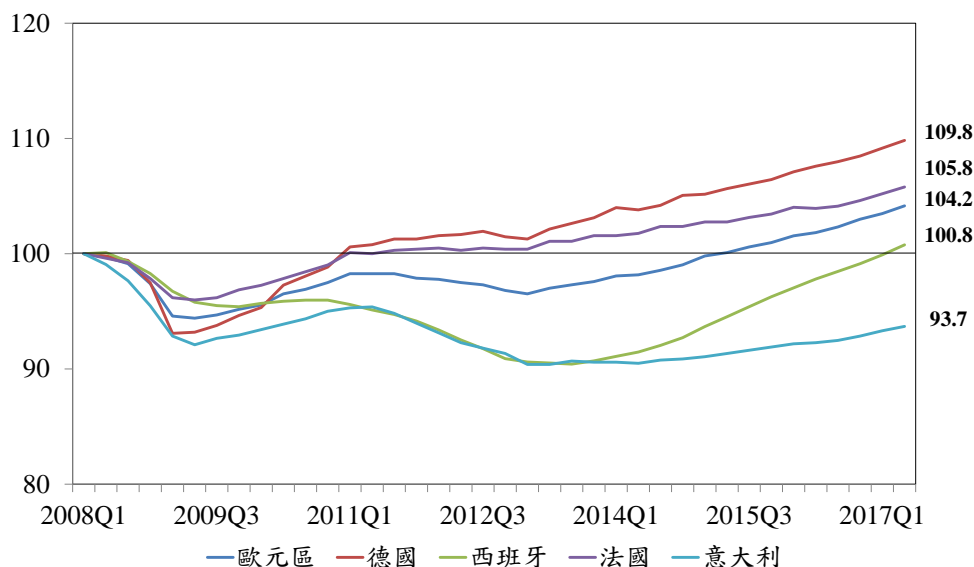
自全球金融危機以來，歐元區經歷了兩次衰退。第一次是受到美國次按危機和雷曼兄弟倒閉的直接衝擊，第二次是因其個別國家銀行體系脆弱，導致歐債危機的發生，令歐元區於 2011 至 2017 年間的年均實質經濟增長率只有 1.0%，較危機前 2000 至 2007 年間的年均 2.2% 增長率低 1.2 個百分點。然而，過去一、兩年間，歐元區經濟有較明顯改善，處於週期性復甦階段，其實質經濟增長分別於去年全年及今年上半年錄得 1.8% 及 2.1% 的升幅，高於歐盟估計的潛在增長率約 1.2%，而其製造業和非製造業採購經理指數，以及消費和經濟信心均創下十多年來的新高，失業率亦較快改善，自 2013 年見頂後每年平均下降近 0.75 個百分點至 9.1%，財赤佔本地生產總值比例亦降至約 1.5%，低於區內 3% 的財赤目標，可見歐元區經濟正處於金融危機以來的最佳水平，相信這是受到環球經濟復蘇、去年下半年歐元匯率貶值、政治風險略為減退、歐洲央行持續實施量化寬鬆和就業市場改善等所支持。

### 一、國與國經濟仍存在一定差異

無疑，過去一、兩年間歐元區經濟有較顯著改善，且若以經濟增長率計算，國與國之間的分歧有所收窄，如 2017 年二季度德國、法國、意大利、西班牙和歐元區經濟分別按年增長 2.1%、1.8%、1.5%、3.1% 及 2.3%，但若以整體經濟情況看，國與國之間的分歧仍然較大，如 2017 年 8 月德國、法國、意大利、西班牙和歐元區的失業率分別為 3.6%、9.8%、11.2%、17.1% 及 9.1%，四大經濟體只有德國是低於歐元區平均，並更低了 5.5 個百分點；以 2008 年一季度的高位為 100 計算，今年二季度德國、法國、意大利、西班牙和歐元區實質經濟規模分別為 109.8、105.8、93.7、100.8 及 104.2，意大利的經濟規模仍低於近十年前超過 6 個百分點，西

班牙則仍大致原地踏步；以歐元區為 100 計算，2016 年德國、法國、意大利和西班牙的人均生產總值分別為 120.2、105.0、87.4 及 76.0，德國與西班牙之間的差距達到 58%；2017 年一季度德國、法國、意大利、西班牙和歐元區的政府債務佔本地生產總值分別為 66.9%、98.7%、134.7%、100.4% 及 89.5%，意大利超出德國有關比率達一倍以上。

歐元區主要國家實質經濟規模 (2008 年一季度=100)



資料來源：歐盟統計局、中銀香港經濟研究

由此可見，即使現時歐元區經濟正在復甦之中，但各國卻不是一致地受惠，不少國家的發展和經濟改善程度仍較滯後，且一個國家的各個階層亦難以同步受惠，特別是近年資產價格急升，令有資產與無資產，以及高收入和低收入階層的生活狀況出現了明顯的差別，令不少國家的民眾生活狀況不單未有改善，甚至每況愈下，這將成為未來歐元區，以至歐盟能否持續穩定發展的重要影響因素。

## 二、個別國家的政治問題亦是歐元區穩定發展的一大挑戰

從上述各國經濟存在明顯差異的背景下，不難理解為何近年歐洲各國的反建制和反歐盟勢力受到越來越多的民眾支持。雖然今年法國和德國大選疑歐派人士未能成功上場，但僅可算是最壞的情況沒有出現，並不代表傳統建制派和支持歐盟的黨派大受支持，如德國聯盟黨的得票率較 4 年前大選下跌了 7.4 個百分點，反建制和反歐盟的另類選擇黨得票率則大幅上升 8.2 個百分點至

13.0%，並首次擠身國會，令德國或需要合組由三個黨派組成的執政聯盟，新政府或需要投放更多精力處理其國內事務，以挽回選民日後的支持；法國疑歐派候選人勒龐雖則未能勝出，但總統馬克龍在推出勞工改革等方案亦遇到較大阻力，令其支持度明顯下滑，也反映出法國的保護主義色彩甚為濃厚，未來能否推進歐元區的改革仍是未知之數。

另一方面，英國於去年 6 月正式通過了脫歐公投，與歐盟的談判路途漫長，而英國脫歐後，歐盟能否作出改革以使其未來變得更為強大和穩定則仍是未知之數；西班牙加泰隆尼亞則有 200 多萬人投票支持獨立，當地政府表明將會宣布獨立，將難免會與西班牙政府發生進一步衝突，且歐盟表明當地一旦獨立亦會同時脫離歐盟。即使最終加泰隆尼亞或難以真正脫離西班牙統治，但其帶來的不確定性或會影響近年復甦勢頭較佳的西班牙經濟表現，部份總部位於加泰隆尼亞的銀行和企業更表明有意遷冊，以減低受到當地政治情況的影響。

此外，意大利最遲將於明年 5 月份舉行大選，近年打著反建制和反歐盟旗幟的五星運動亦受到廣大民眾支持，支持度達三成左右，與最大主流派別民主黨的支持度旗鼓相當。雖然其他黨派均未有表態支持將與五星運動組成聯合政府，令五星運動難以上台執政，而意大利憲法亦規定無權舉行有約束力的公投以決定是否脫歐，故相信現階段意大利的五星運動尚未直接影響到歐元區的穩定性。然而，上述政治事態的發展卻反映出歐洲反建制和反歐盟的熱潮尚未平息，故未來數年歐洲地區的貧富懸殊、難民、反恐和改革等問題若未能得到改善的話，也不能完全排除或有一天將會出現反建制和反歐盟的政府在歐洲主要國家上場，屆時勢將對歐盟一體化和歐元區的穩定構成重大威脅，並對歐元區經濟能否持續復甦造成障礙。

## 近期報告

1. 中國經濟增長模式的改變與去槓桿	戴道華	10.06
2. 國務院重提定向降準 貨幣政策彈性增加	劉雅瑩	09.29
3. 獨角獸市場中美稱雄, 香港角色亟待彰顯	蘇傑	09.27
4. 縮表過後, 4大貨幣短線走勢分析	何國文	09.22
5. 縮表擔大旗 加息難急進	卓亮	09.21
6. 美國聯儲局縮表對港元息率和樓市的影響	蔡永雄	09.21
7. 環球去現金化經驗對香港的啟示	張文晶	09.18
8. 多重因素提升境外機構對人民幣債券熱情	劉雅瑩	09.15
9. 從統計看香港的國際投資回報	戴道華	09.15
10. 人民幣匯率走勢將以穩中偏強為主基調	應堅	09.13
11. 長息低企對美國貨幣政策的啟示	卓亮	09.13
12. 美國收緊貨幣政策對東盟主要債券市場的影響	黃思華	09.08
13. 承前啟後, 金磚合作邁向下一個“黃金十年”	蘇傑	09.06
14. 人行新規接連出臺 同業存單屬性進一步明確	劉雅瑩	09.01
15. 新股通—為兩地資本市場聯通升級	孔玲	08.31
16. 從細節看美國貨幣政策正常化的執行	戴道華	08.31
17. 美國加息週期會否導致亞洲新興市場另一場危機?	戴道華	08.29
18. 數字貨幣融資方興未艾, 機遇與風險並存	蘇傑	08.29
19. 有效控制「一帶一路」倡議推進中的地緣政治風險	柳洪	08.24
20. 混改去產能重組並進, 內地國企改革砥礪前行	蘇傑	08.24