

财政适度紧缩,货币积极宽松?

欧债危机新剧情:左翼上位后的政策悬疑

王虎 薛鹤翔

作为资本市场参与者,对欧债危机的评判自然不必如鲁比尼、克鲁格曼们那么悲观和愤世嫉俗,却也万万不可像德法大投行那样镇定自若——让我们走一步看一步。

3月,希腊最终获得欧盟和国际货币基金组织(IMF)第二轮援助贷款,私人债权人参与计划(PSI)参与率达到95%,一切似乎预示着欧债危机将尘埃落定,虽不敢言风平浪静,但大风大浪已过去。尽管索罗斯等做空欧元区的言论不绝于耳,然欧元区显得分外宁静。

可惜好景不长,新的风暴在酝酿。西班牙、意大利、法国、希腊都是这场风暴的主角,西班牙因其12年预算财政赤字率高于此前承诺而引发市场恐慌,穆迪可能会在下半年下调法国评级。而伴随着欧债危机风起云涌的,是欧洲大选。在本轮欧洲大选前,欧元区各国政府几乎清一色是中右翼党派,欧债危机爆发打破这一格局。在法国,奥朗德获得大选胜利成为法国17年之后首位左翼总统;在希腊,左翼激进联盟党领袖普拉斯主张放弃国际债权人强加给希腊的严苛的削减预算措施。

法德妥协 奥朗德须拿捏分寸

5月6日,社会党人奥朗德以51.7%的得票率当选为法国总统。奥朗德表示,将缩小财政紧缩政策,为欧债危机解决进程带来不确定性。但奥朗德上台后政策应该不会发生根本转向,对欧债解决进程影响有限,且更有利于欧债问题稳定。欧债危机的解决还要靠德、法两国的进一步合作。

奥朗德上台政策不会发生根本转向,对欧债解决进程影响有限。奥朗德政府本身对加强财政纪律和财政紧缩的必要性有足够的认识,如力争在2017

年实现财政收支平衡,2013年将财政赤字占国内生产总值(GDP)比重降到3%以下。奥朗德所属社会党温和和左派,政策注重实用性,且看重个人自由,不太会走激进路线。奥朗德要考虑德国的意见。德国是欧元区第一大经济体,是法国最重要的邻国,也是最大贸易伙伴;德国方面强烈要求财政紧缩的态度对于奥朗德的施政空间有相当的影响。

奥朗德不过度紧缩的财政观点,实际上有利于欧债问题稳定。欧债危机的根源并非仅是财政问题,也是欧元区核心国家和边缘国家竞争力差距不断拉大、经济发展不可持续的问题。奥朗德调整由德国推动的以财政紧缩为核心的危机应对策略,将增长摆在更加突出的位置,是欧洲当前最为需要的。

目前欧元区几大经济体除德国以外,经济状况堪忧,失业率严重。奥朗德倡导的经济刺激措施对整个欧洲经济的复苏都有推动作用,能够促进南欧国家竞争力,从源头解决欧债问题。如重新“定位”欧盟为缩小成员国经济发展差距而设立的投资基金,使之投向“高生产力的企业与研发”以创造就业、带动增长;扩大欧洲投资银行的资金规模、创立“项目债券”,为欧洲大型基础设施项目提供融资。

此外,德国坚称“紧缩是走出债务危机、重建信心的唯一途径”。奥朗德更可能促使德国做出妥协,从而达成协议,增强市场对欧债危机解决的信心与预期。

法德的合力仍是解决欧债的关键。欧债危机有欧元区深层次结构原因:欧元区国家产业结构不平衡,一些国家实体经济空心化,经济发展脆弱;欧元制度设计有缺陷,各国无法有效弥补赤字。



吴比较/制图

德国和法国是欧元区中最大的两个经济体,并分别代表欧元区中两种不同的格局:北欧制造,南欧消费;北欧储蓄,南欧借贷;北欧出口,南欧进口;北欧经常账户盈余,南欧赤字。只有通过德国和法国的合作,双方各自妥协让步,求同存异,努力达成中间协议,才能从长远解决欧债危机,维持欧元区稳定。

希腊左翼兴起 主张激进

当希腊议会第一大党新民主党组阁失败后,左翼基金联盟党继续组阁,党魁普拉斯提出了激进的政治主张,包括放弃国际债权人强加给希腊的财政削减计划,这意味着希腊将无法获得援助,也意味着希腊可能因此退出欧元区。

希腊左翼的兴起实际上也反映出过度紧缩的危害。希腊高企的债务率有两个原因,一是政府赤字以满足国民高福利,二是经济缺乏增长动力。从静态角度看,德国提出的让私人债权人承担损失的方法可以快速将希腊债务率降低至120%的水平,但是在未来10年里,为稳定债务率,德国要求希腊实行严格的财政紧缩,但问题在于即便希腊能够不惜代价完成财政紧缩,所带来的经济萎缩也足以抵消财政紧缩的效果。更为重要的是,过度财政紧缩带来的社会动荡对希腊经济和社会转型尤为不利。

左翼的强势无疑会使希腊在与德国、欧盟谈判时显得更为强硬。希腊对私人投资者以及IMF、欧洲央行等公共机构的负债达到4000亿欧元,其中2500亿欧元由官方机构持有。希腊国民要求政府重新对救助方案的条款进行协商,如果谈判最终破裂,那么4000亿负债将最终违约,而这几乎相当于瑞

士一年的GDP将蒙受损失,这是整个欧元区绝对不能承受的。尽管这一最差的局面尚不会发生,但希腊债务危机实质上仍在深化,希腊以紧缩的承诺换援助的承诺,但双方都施加了严格的条件,目前看来都很难做到。

过度财政紧缩势必将欧债危机推向深渊,但过高的财政赤字率和债务率也意味着欧元区国家无法依靠财政宽松来刺激经济,那么货币政策将是最终的手段,而欧洲央行也必须向美联储看齐,成为欧元区金融系统最终的贷款人。当然,两轮长期再融资计划(LTRO)之后,4月调和消费者物价指数(HICP)上升到2.3%,德国人担心的通胀压力是若隐若现的。但是,对欧洲央行而言,对德拉吉而言,面对欧债危机,欧洲央行实际上也是别无选择。

希腊会不会退出欧元区是一个不可回避的问题,但最终结局难以预测。而在当下,左翼上位已成事实,那么财政适度紧缩、货币积极宽松,这或许是左翼上位后欧债危机的新演化。而正如拿破仑所说的,在最危急的关头,欧洲人还是应该充分相信自己解决问题的能力。(作者系国泰君安宏观研究员)

观点 | Point |

“

目前来看,欧债危机的风险较前期也就是今年2、3月份有所恶化。恶化的主因是:不确定性出现。

法国新政府对于财政契约的负面言论,使得原本可以正常前进的财政契约进程出现小波折,可能会使市场波动加剧。尽管个人认为只依靠紧缩财政来解决欧债危机并不足够,但是在目前的情况下必须要一个类似财政契约的东西让市场相信欧洲国家会管好自己的财政,重建信心是非常重要的。对于今后的观点,需要关注奥朗德和默克尔的会面。

其次,希腊危机再次恶化。但就实质来说,我个人仍然相信这一次仍可能延续前几次剧情:危机恶化——各方妥协——危机暂缓。从议会政党席位来看,支持“欧盟-希腊备忘录”的政党依旧占据50%以上,因此在最后关头继续按照备忘录进行的可能依旧存在。

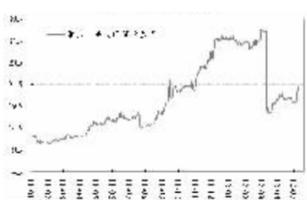
对于欧洲债务的前景来看,我依旧坚持认为欧元不倒,但至于是否出现希腊或者其它小国退出欧元区的可能性不能完全排除。

就债务危机的溢出效应来看,目前市场对于西班牙、意大利、葡萄牙的情况并不是特别悲观。从债券收益率、信贷违约掉期(CDS)数据来看,希腊问题的传播性应该会比2011年的情况略好。

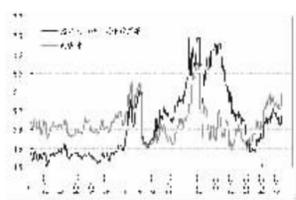
——平安证券宏观研究员 王成

”

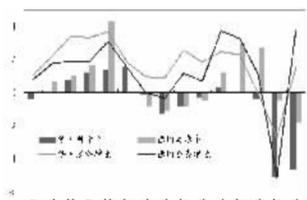
希腊十年期国债收益率



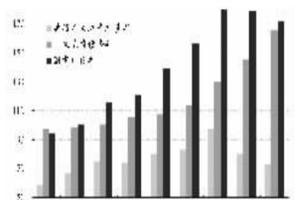
西、意十年期国债收益率



德法财政赤字率、经济增长率



希腊债务率



政治分歧重燃忧虑 西葡意将向希腊看齐

闻岳春

表面上看,希腊平安度过了3月份的一波偿债高峰,避免了无序违约风险,但救助并未从根本上解决欧元区高负债成员国经济增长乏力、债务负担高企等深层次问题,反而凸显了欧元区内部的政治分歧。

矛头再指西班牙

西班牙4月4日国债拍卖几乎失败。西班牙在4日通过拍卖发售了25.9亿欧元(约合34亿美元)国债,资金筹集规模大幅低于目标区间上限35亿欧元,且逼近下限25亿美元。

西班牙首相拉霍伊直言西班牙财政状况严峻,加上4月5日法国国债拍卖收益率飙升,欧债危机忧虑重燃。继希腊成功进行债务互换后,欧盟领导人和国际货币基金组织已正式签署第二轮救援计划,但援助希腊仅仅是为其问题国家争取了宝贵时间,危机下半场随时可能爆发。谁将是下一个希腊?越来越多的人担心西班牙。

4月4日法国拍卖了84.4亿欧元

国债,接近目标区间上限,但当天法国的10年期国债收益率与德国同类型国债收益率差扩大至125个基点,是自2月份以来最高水平,表明市场对欧洲国家融资状况仍存较大担忧。受此影响,西班牙10年期国债收益率突破5.7%,创下自去年12月份以来的新高。欧洲股市也掉头向下,德国和法国股市盘中跌幅一度超过1%。

西班牙国债收益率不断走高,随着还债高峰期的到来,西班牙的债务形势也让投资者越来越担心。西班牙财政状况严峻,如果有人说西班牙财政状况并不严峻,只是自欺欺人。他说,西班牙的情况相当严峻,因为西班牙拍卖国债的反应欠佳,有融资无门之困。国际货币基金组织(IMF)发言人赖斯曾在例行新闻发布会上表示,西班牙经济正面临严峻的挑战,政府需要进行持续改革。早在2月初,拉霍伊就宣布,2012年西班牙财政赤字占国内生产总值(GDP)的比率将达到5.8%,完不成其之前向欧盟成员国承诺的4.4%的目标。西班牙也成为欧洲央行行长德拉吉最担忧的国家。

葡萄牙意大利危机四伏

葡萄牙被认为可能成为第二个希腊,该国将有970亿欧元国债在2013年9月到期,而此前葡萄牙获得的780亿欧元救助贷款并不足够覆盖这一风险。

意大利的债务问题同样堪忧。意大利是西方七国集团首脑会议(G7)国家之一,也是欧元区德国、法国后的第三大经济体,2010年末的国债余额1.84万亿欧元多,被认为是“太大了,不能倒”,现有的国际救助机制实际上很难救助;2012年全年的到期债务为3371亿欧元,超过“欧猪五国”中其他四国(希腊、葡萄牙、西班牙和爱尔兰)到期国债的总和,在2012年欧元区约1万亿欧元到期债务总额中,占比超过三成。欧洲债务问题是随时可能引爆的“炸弹”,在推出多项措施以确保市场有足够的流动性之外,欧洲各国需要面对的一个更大的问题是:如何扭转经济颓势、实现稳定增长,如何提振投资者疲弱的信心。在这一问题未能得到根本性解决之前,欧洲债务问题始终是影响全球经济的不确定因素。

(作者系浙商证券宏观研究员)

希腊退出欧元区?没门!

Stephane Deo

希腊退出欧元区可能性极低

我们一直都认为,希腊退出欧元区不在选择之列,希腊退出欧元区的可能性极低出于以下几个原因。

首先是退出成本。很多分析师都将欧元区视为一个固定利率地区,但实际上并非如此——它是一个共同货币地区。这就意味着退出会产生巨大的法律问题,但更重要的是其经济后果将是灾难性的。惊讶的是,部分市场评论人士对于希腊退出欧元区采取宽松态度。我们认为,如果希腊退出欧元区,希腊国内生产总值(GDP)可能会因此损失一半,这也是阿根廷货币脱钩后所遭受损失的规模。

第二个原因是从货币贬值中获得的收益值得怀疑。对于大宗商品出口型国家而言,货币贬值无疑会有所帮助。不过对以往情况的分析表明,在很多情况下大幅贬值会在短期内带来同样重大的扰乱:在大宗商品进口成本较为重要情况下尤为如此。希腊恰恰是这种情况。如果希腊没有硬通货来进口能源和食品,经济就将陷于停滞。国际货币基金组织(IMF)也作出了类似评判,称“围绕退出欧元区的另一个解决方式将带来极高的成本。”

从局外人视角分析:希腊退出欧元区对欧洲其他国家也可能产生巨大影响。退出欧元区肯定会造成新货币50%的贬值——如果幅度不是更大。这种情况下,要保护银行在其他欧洲国家的存款将非常困

难。出现银行挤兑的风险将非常大。在与欧洲几家央行交流后,我们得到的印象是,如果希腊退出欧元区,风险的确非常高,而欧元区体系内的央行对此也心知肚明,且对这一风险非常担忧。

最后,值得强调的是希腊约80%的投票人仍然支持欧元。很多评论人士认为希腊面临的困境会使普通民众寻求方便的解决方式。到目前为止,这种情况尚未出现。如果IMF的确取消对希腊的支持,那么对于希腊投票人来说,局面很可能更为清楚:没有外部支持,形势只能变得更糟。我们倾向于怀疑事态会朝着退出欧元区的方向发展。

对市场的危险

即使我们认为希腊退出欧元区的可能性微乎其微,但随着希腊与官方贷款人之间的关系日趋紧张,市场对于这种情况显然会有更多猜测。机构投资者对于外国国家债券的结构需求已经很低,而对于希腊能否保留欧元区成员国的担忧只能使情况变得更糟。

市场的担心程度将取决于希腊新政府在第二份谅解备忘录中承诺并实施必要调整的幅度与速度。在最为乐观的情景中,两个主要党派组成联合政府并获取多数席位,迅速放弃大选前的许诺,实施承诺的支出削减并详细制定一个可信的中期支出评估计划,这样最快在6月份可以获得官方贷款。如果是这种情况,则市场反应很可能有限。

但目前的情况是希腊政府近期内难以实现支出削减。如果市场愈发感

觉到可能会出现某个欧元区成员国退出欧元区的先例,至少会使债券投资者整体上购买其他外围市场新发债的意愿下降,从而使这些国家的收益率上升、欧元汇率下降。

进一步来看,如果压力升高到足以令希腊退出欧元区的担忧蔓延到金融市场以外,那么存款进一步外逃的风险——从希腊和其他外围成员国外逃自然也会增加。

这种情况绝非不可能发生。尽管我们认为希腊退出欧元区的可能性极低,但政策制定者讨论这一话题的禁忌已经在11月被打破——当时德国和法国领导人称帕潘德里欧(时任希腊总理)关于第二份谅解备忘录举行全民公投的提议实际上也触及了是否继续保持欧元区成员国的问题。

从边际上看,可能具有良性影响的一个风险要素就是快速出台措施对希腊银行业进行资本重整,因为这或将对中止可用信贷的下滑之势,并提振经济增长。

银行资本重整是希腊面临的一个艰难而关键的问题。很多人注意到信贷活动基本上已经停止,而企业甚至都难以对已有贷款进行展期,更不用说获得新贷款了。

欧盟已经承诺将提供500亿欧元左右的资金,计划将于9月到10月完成,据信欧洲金融稳定基金(EFSF)为此目的已经发行了250亿欧元的债券。不过,当前这一项目似乎已暂停,而有关具体机制甚至是整体方式的很多问题依然存在。在这方面达成解决方案的任何进展都可能缓解信贷紧缩,并提升经济增长的短期前景。

(作者系瑞银欧洲经济研究主管)