

## 国泰基金吴向军：欧洲需要“新马歇尔计划”

上周全球大部分市场继续上涨，美国标普 500 股票指数小幅上涨 0.4%，达到 2039.82 点的历史新高。纳斯达克综合指数则在苹果和微软两大股票带动下上涨 1.2% 之多。这已经是美国股市连续 4 周上涨。亚洲主要股市在中国“沪港通”即将开闸的消息下上涨较多。唯一下挫的市场就是欧洲。上周欧洲 Stoxx50 股票指数小幅下跌 0.2%，德国 DAX30 指数下跌 0.4%。

上周欧洲股市与全球其它市场表现相左的主要原因是欧洲各国发布 10 月通胀。结果均低于预期。欧洲滑向通缩的脚步似乎不可阻挡。德国 10 月通胀同比为 0.7%，环比为 -0.3%。法国通胀同比为 0.5%，环比为 0。意大利和爱尔兰的通胀均为同比 0.2%，接近通缩。西班牙的通胀率同比 -0.1%，正式进入通缩。葡萄牙通胀率同比为 -0.6%，早已进入通缩。

欧洲央行也同时下调欧元区今后 3 年的 GDP 增长 0.2%，下调欧元区今后三年的通胀 0.2%。

下图为欧洲最重要的国家德国过去 20 年的通胀走势图。我们可以看到，除了 1999 年欧元成立之前德国马克迅速升值和 2009 年全球金融危机使德国通胀低于 1% 以外，德国的通胀一直在 1% 至 3% 的理想区间内窄幅震荡，平均值为完美的 2%。我们知道，高通胀意味着物价飞涨。而通缩意味着人们收入水平下降，投资活动大幅下降，对经济的负面影响不比高通胀低。所以一般的经济体追求的是 2% 左右的低通胀。即使在 2010 年欧债危机肆虐的时候，欧洲各国的通胀率还比现在要高得多。德国当时的通胀率还是超过 2%，完全没有通缩危险。



图一：德国过去 20 年 CPI。数据来源：Bloomberg

欧洲为什么会陷入现在的境地？欧洲在战后持续几十年的高税收、高福利的政策确实保证了人民较高的生活水平和幸福指数，但其高昂的成本在欧元区成立 10 年以后逐渐显现。高福利一方面带来了沉重的政府债务压力和高税收，另一

方面使得企业成本和税收成本高企，大批人才流失美国。欧元区成立后，各国的经济发展不平衡无法再通过货币相对贬值来重新平衡。这种不平衡在积累了 10 年以后，终于在 2010 年爆发。欧洲央行及时转变职能，赋予自身购买各国国债的权力，挽救欧元于狂澜，但却不能够挽救本地区经济。各国为了减少债务而施行的大规模紧缩财政在另一方面不断拖累经济，并造成大规模失业。现在的欧洲正在为过去几十年的错误政策还债。这个过程将非常长久，并且伴随着高失业，经济停滞，甚至通缩。

应对欧洲即将来临的通缩，欧洲应该从两方面应对。

首先，欧洲央行需要尽快施行量化宽松（也就是印钱购买各国国债）。这一点已经是秃子头上的虱子，明摆着。但是德拉吉领导的欧洲央行似乎还是想吧其它可能的选项都用尽才会考虑使用量化宽松。现在，欧洲在不断地降息甚至达到负利率，持续长期逆回购，都没有阻止欧洲的经济增速下滑，反而有陷入通缩之势。现在，欧洲央行似乎只有大规模量化宽松一途。

其次，欧洲各国应该适当宽松自己的财政政策。欧元区国家发债量不同，债务负担不同，而这中间的差别还不能够由货币相对升值和贬值消除。这是 2010 年欧债危机的主要原因。德国作为欧洲最强大的国家，在欧债危机中要求其它几乎所有国家都大规模消减债务，减少债务负担，来维系欧元体制的稳定。但是这造成南欧诸国大规模财政紧缩，是这些国家失业率飙升、经济下滑、陷入通缩的罪魁祸首。要想把这些国家从通缩中拯救出来，适当的财政扩张政策是非常必要的。德国如果想削减国与国之间的债务差距，可以采取自己多发债的方法，而不是让所有其他国家都紧缩。德国 10 年期国债的收益率低于 1%，正是发债的好时机。德国发债的钱干嘛呢？中国政府已经给出来很好的答案。那就是“新马歇尔计划”。中国的“新马歇尔计划”是在亚洲国家投资，进行基础设施建设，为亚洲国家做贡献。而德国的“新马歇尔计划”应该是在欧洲其它国家投资，进行基础设施建设，为其它欧洲国家做贡献。毕竟，一个强大繁荣的欧洲也是德国的最终利益所在。二战德国战败之后，美国推行的“马歇尔计划”在短时间拯救了欧洲（包括德国）的经济。现在应该轮到德国了。