

## 国泰基金吴向军：欧洲央行如期开启 QE，希腊极左派上台是否会退出欧元？

上周四，欧洲央行如期宣布将施行历史上第一次量化宽松（QE），即发行钞票购买市场上的国债和信用债，以提高欧元区的货币供应量，降低欧元区利率。消息传出，欧洲股市大涨（欧洲 Stoxx50 指数连续第二周上涨超过 5%）。欧元兑美元大跌 3.2%。今年以来仅仅 3 周欧元兑美元已经下跌达 7.4%！与强劲美元相联系各类大宗商品如原油、铜等持续大幅下跌。而黄金价格却比较坚挺，因为投资人认为全球货币这些泛滥下去纸币总要一天会贬值。

欧洲央行要在 1 月 22 日施行量化宽松是这个世界上被保守得最差的秘密。过去 3 个月来，意大利、西班牙等国的 10 年期国债利率下跌超过 1 个百分点。一周以前，瑞士央行宣布瑞郎和欧元脱钩。这些都显示欧洲央行量化宽松越来越近。大家所不知道的是到底规模有多大，怎样具体施行。周四答案揭晓。欧洲央行从 3 月开始每月将购买 600 亿欧元的各国国债和信用债。购债时间将持续到通胀达到 2%或明年 9 月，购债总额约 1 万亿欧元。这个数字超过市场每月 500 亿欧元，持续到年底的预期。当然，如果量化宽松持续到年底效果并不如意，欧洲央行一定会继续施行量化宽松。所以欧洲央行宣布的 1 万亿欧元的购债计划确实超过预期的 5000-6000 亿购债计划，但是也并不是超过预期 1 倍的量级。

欧洲央行公布的购债计划有两处让人感到并不如意。第一，量化宽松购买的各国国债和信用债必须按照各国在欧洲央行的出资比例来。这样问题就来了。德国出资比例最高，达 17.9%。但是德国经济没有什么问题，购买国债，超发货币对经济反而有害无益。而最需要救助的希腊在欧洲央行出资比例只有 2%，每月 12 亿欧元的购债量对希腊来说是杯水车薪。这显示欧洲 1 万亿欧元的量化宽松并没有完全用在刀刃上。这也显示欧洲不同国家之间还是没有相互分担的意愿。第二，欧洲央行这次决定并没有经过各成员国的表决。欧洲央行行长德拉吉的解释是绝大多数成员国都支持，所以没有必要表决。事实是德国一直就不同意欧洲量化宽松，但是如果投反对票一定会成为众矢之的，所以不表决也是一个折中的表态。

量化宽松对欧洲经济是必要的。它能够减缓欧洲经济下滑的速度。但是任何货币政策都不是解决经济危机的万灵药。一个大的经济体经济要恢复健康要靠自己慢慢地恢复。美国经济经过三轮量化宽松，耗时 5 年，直至去年底才最终结束量化宽松。而使美国经济走出衰退的其实还是它自己缓慢疗伤的能力。大量公司和个人破产，大量坏账被缓慢地消化。优胜劣汰，各种创新层出不穷。这些才是一个经济体恢复健康的途径。日本施行量化宽松已经十多年，现在仍然没有任何走出衰退的痕迹。这就是一个经典的反面例子。

欧洲的问题是欧元区成立第一天就埋下的。不同竞争力、不同社会福利、不同经济特点的国家在社会政策上没有统一之前强行进行经济统一，各国之间完全抛弃了货币相对升值或贬值这样最重要的稳定机制，必然造成整个系统的不平衡。现在欧元区为了找平衡强制各国国家减少甚至平衡赤字，就好象让不同的脚穿统一的鞋子，当然会出问题。

欧洲央行刚刚公布量化宽松 3 天，欧元的问题就又来了。今天（1 月 25 日），希腊进行大选。大选的结果有可能将决定希腊在欧元区的未来，甚至欧元的未来。

我们知道希腊一直是高福利，高赤字，低竞争力的国家。当年希腊和高盛合谋作弊降低财政赤字，以达到进入欧元区的要求。但是进入欧元区却成了希腊的梦魇。希腊失去了货币贬值这一重要武器，不断发行国债填补高福利的窟窿当然无法持续。这是 2010 年开始的欧债危机的之间开始。希腊无法偿债，债务危机就像传染病一样传染给了意大利、西班牙、葡萄牙等国家。为了帮助希腊等国度过债务危机，欧洲央行、IMF、欧盟等不断向这些国家注入救助资金，同时这些国家也大幅削减财政支出，以减少债务幅度。但是财政支出大幅减少势必会造成大量失业和经济萎缩。其中，希腊问题最大，失业率也最高，一度达到 28%。现在虽然小幅下跌至 25.8%，还是远远高于加入欧元区以前的 7-8%的水平。

在长期高失业率和经济衰退中，一个国家的国民的忍耐力是有限的。传统的社会党和新民主党由于一直主张和欧盟合作，减少赤字以换取救助，越来越遭到选民的唾弃。而极左派 Syriza 和极右派 Golden Dawn 趁机获得了大量选民支持。尤其在今天举行的大选之前，形象较好的 Syriza 获得的支持率一直超过第二的新民主党政党约 7 个百分点。获得第一已经是既成事实。希腊议会有 300 席，获得第一的政党将自动获得 50 席，而任何不能获得超过 3%选票的政党将不会获得任何席位。这种体系很有造成获得选票第一的政党只要获得超过 34%的选票就有可能获得超过 50%席位获得组阁权。Syriza 在选前的民调支持率非常接近 34%，自己组阁或者联合某个小政党组阁的可能性非常大。Syriza 一旦组阁，首先就会要求修改当初接受欧盟 2400 亿欧元救助的条款，增加支出和赤字。德国已经反复强调绝不会接受已经谈好的条件。一方面德国人的性格无法接受出尔反尔的做法，另一方面如果同意希腊修改救助条款，当初同样接受救助的意大利、西班牙、葡萄牙等国也会要求修改救助条款，欧洲各国优惠重新回到发债不受控制的状态，下一轮欧债危机在所难免。Syriza 在竞选中一直强调并不会积极推动希腊退出欧元区。但是如果 Syriza 组阁后和欧盟谈崩之后，希腊必将会选择退出欧元区。欧元区的动荡在所难免。