欧元区财政刺激的呼声

——看好欧洲经济复苏的胜率更高

报告要点：

- **欧元区原有财政政策亟待改良**

欧元区财政框架构造精密，但基本的假设却没有经过任何严密的论证。当前以 GDP 的特定比例设计财政赤字（而非财政支出）目标，不仅天生具有顺周期的特性，而且对于高赤字国家来说束手束脚。结构性赤字的设计在理论上美好，但在实际操作中面临过于保守和豁免范围太小的桎梏。今天欧元区期限利差又一次处在低位，而波动率无论是从德国信用利差来看，还是从意大利-德国国债利差来看，都已经远远高出 2012 年之前的中枢。从经济周期角度来看，欧洲此时亟需思考如何扩大期限利差，同时缩小信用利差。

- **欧元区改革的呼声一直存在**

由于财政目标的制订并没有经过严密的数字论证而是谈判所得，欧元区国家过去在遵守目标上就存在难度。而欧盟也无意执行过于严格的标准。而这实际上加剧了欧盟内部的分裂。 在 TSCG 在设立时候，期限利差正处在高位，欧盟似乎没有过多考虑到有一天需要用 TSCG 逆周期提高期限利差的情形，事实上，在 2014 年，欧央行副行长 Vitor Constancio 在 2014 年 6 月 19 号的演讲中甚至提到过欧央行担心宽松过度以至于需要提高通胀预期目标到 3-4%。这种误判导致今日欧盟在需要财政发力提高通胀预期时桎梏颇多。改革的呼声集中在实行宽松财政政策上，具体来说主要包括：

- 将赤字限制转化为对支出限制
- 增加赤字中的豁免部分，例如将就业相关的支出豁免在计算之外
- 在目前框架内调整，例如将 3%的限制放宽到 5%
- 增加灵活性，将 60%和 3%的目标变成 15 年内完成的目标
- 允许公共支出在更长的时间范围内折旧

- **未来欧元区潜在的走向以及对大类资产的影响**

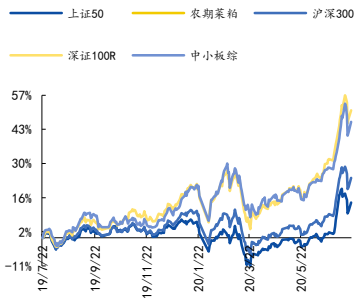
如前文所示，当前欧元区信用利差已经处在高位，而期限利差较低，为了应对潜在的风险事件，欧元区有必要提高自己的期限利差。而实现的手段有两种：降低短端利率和提高长端利率。可以想象，财政政策提高通胀预期继而推高长端利率是实现目标的手段之一。我们认为它大概率会生效，而美国和中国对于金融机构监管的放松也有可能会促使欧元区放松金融监管。这都是有利于通胀预期恢复和期限利差走高的方法。另一方面，如果财政政策失效，欧元区经济复苏迟缓直到下一次萧条周期或者黑天鹅事件发生，我们同样可以想象欧央行会打破当前对于负利率的排斥态度，降低短端利率以提高期限利差防止流动性危机。

风险提示：1）疫情超预期；2）欧元区政治风险超预期；3）经济下行幅度超预期

主要数据：

上证综指：	3314.15
深圳成指：	13448.85
沪深 300：	4680.30
中小盘指：	4500.15
创业板指：	2697.30

主要市场走势图



资料来源：Wind

相关研究报告

报告作者

分析师 房倩倩
执业证书编号 S0020520040001
邮箱 fangqianqian@gyzq.com.cn
电话 021-51097188-1892

联系人 陈大鹏
邮箱 chendapeng_sh@gyqz.com.cn
电话 02151097188

内容目录

1.欧元区原有的财政政策亟待改变 4
1.1 用波动率周期看欧元区症结 4
1.2 欧债危机后的欧元区财政框架，精密的结构不能掩盖底层逻辑的草率。 ... 5
2.历史上欧元区财政政策改革的呼声 6
2.1 缺乏可行性的目标导致两个结果 6
2.2 财政刺激能提振通胀预期或者期限利差么？ 8
3.欧元区未来走势预测及对于大类资产配置的影响 8
3.1 期限利差的扩大是大概率事件，无非实现的手段有区别 8

图表目录

图 1：降低的欧元区经济增速 3
图 2：欧元区经济周期在 2010 年之前依然是正常的 4
图 3：德国缩小信用利差的尝试非常艰难 5
图 4：并非每个国家都遵守了财政纪律 6
图 5：德国期限利差一路走低 7
图 6：QE 的效果存疑 8

2020 年 7 月 18-19 日，欧洲领导人聚集一堂，讨论针对冠状病毒的财政计划，会议中以荷兰，奥地利，芬兰，瑞典，丹麦为代表的鹰派国家要求降低 7500 亿欧元总计划中援助的部分，增加贷款的部分。而南欧国家则持有相反的意见，意大利总理孔蒂更是将这种做法斥责为“对于欧元区的绑架”。

事实上，双方的意见差距并没有看起来那么大，据彭博新闻社的报道，存在争议的部分仅为 500-1000 亿欧元。因此整个争论看起来似有隐情，本文意在对此情况进行分析。

对于中国的投资者来说，欧元区的保守有时候看起来难以理解。一如欧元区投资者对于中国的高速经济增长难以理解一样。

在进行正文的分析之前，我们可以通过一个小故事来窥探在低增速国家中，保守主义者的存在土壤：保罗-博古斯餐厅是位于法国的一家法餐厅，保罗-博古斯先生在上世纪中叶接手餐厅之后，将其改名成了自己的名字。其独树一帜的烹饪手法获得了全世界美食爱好者和餐饮业人士的盛誉，在保罗博古斯先生过世之后，现任主厨克里斯多弗-穆勒接手了餐厅，在接受采访的时候，他对于餐厅的运营看法是“我们很难对于餐厅的菜式做出改良，而客人们都已经非常熟悉原有的菜式，因此我们更多精力放在维持原有菜式的质量上”。

一如面对日益降低的经济增速，欧洲领导人们将更多精力放在了维持原有的社会秩序和体制上。

图 1：降低的欧元区经济增速



资料来源：Wind，国元证券研究所

但不确定性始终存在，2012 年欧债危机和 2020 年的冠状病毒危机是欧元区先后面临的两个挑战。而 2012 年为了应对危机而做出的锐意改革，在经过 8 年之后，已经变成了被提议改革的对象。

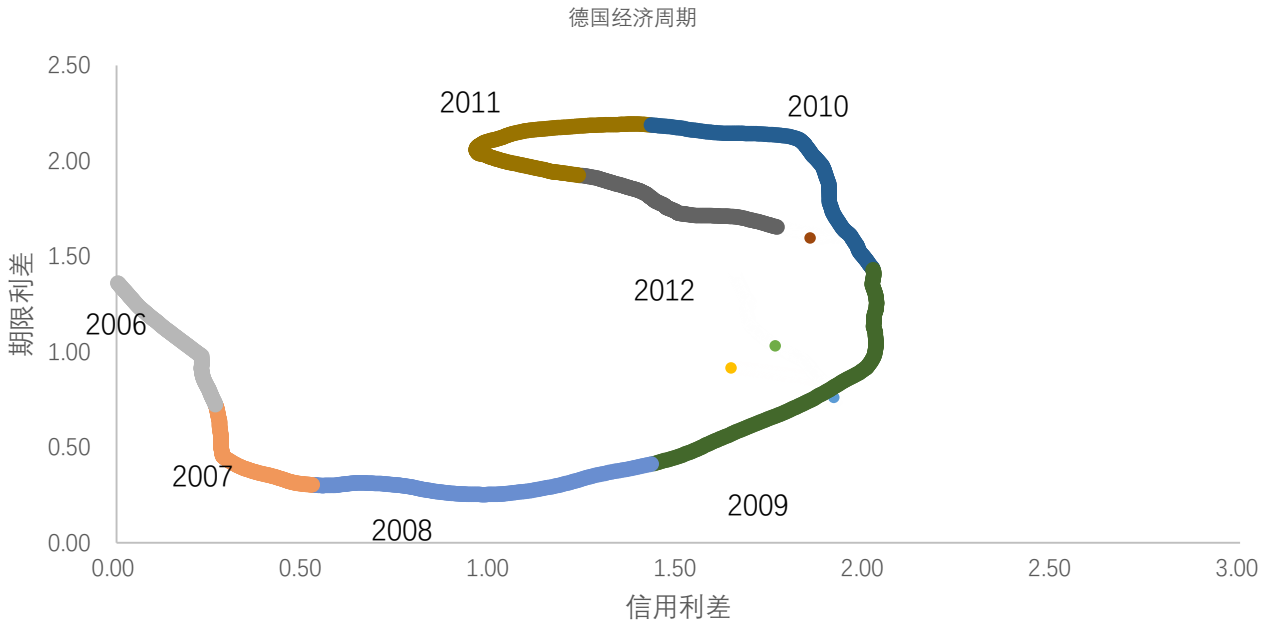
1.欧元区原有的财政政策亟待改变

1.1 用波动率周期看欧元区症结

2012 年欧债危机对于欧洲的影响是极其深远的，可以说至今欧元区都没有完全走出欧债危机的阴云。上文提到的欧元区财政政策是一方面的例子，另一方面我们可以从波动率周期上看这个问题。

考虑到并没有一个国家可以代表“欧洲”，这里用德国的周期来指代欧洲的周期。

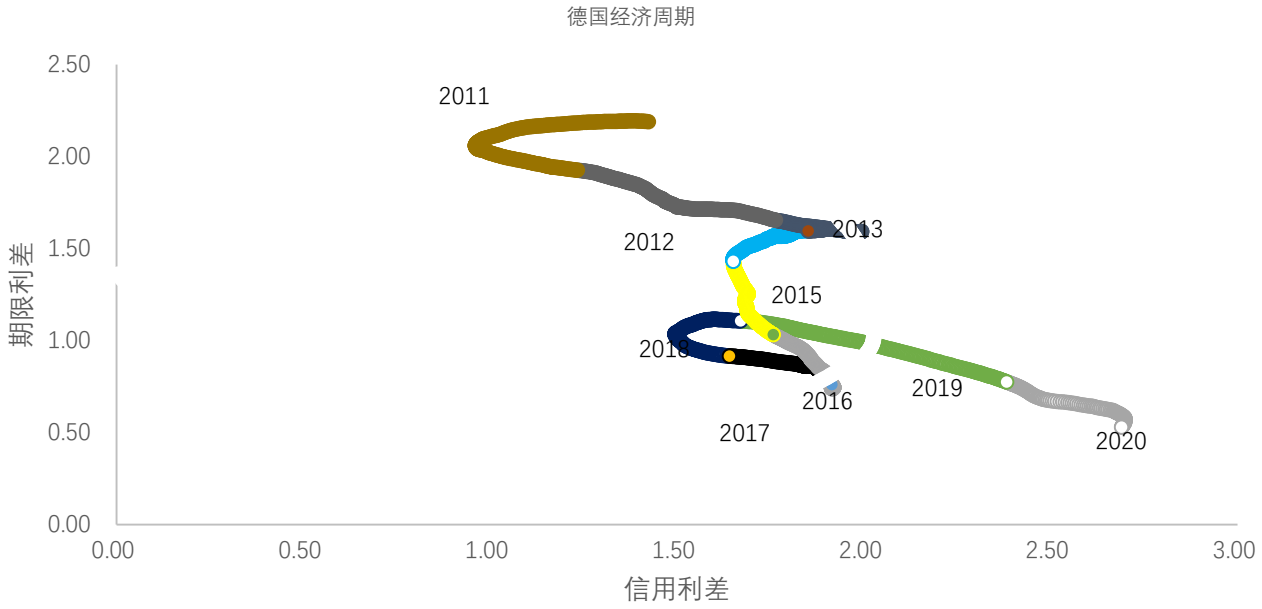
图 2：欧元区经济周期在 2010 年之前依然是正常的



资料来源：Wind,国元证券研究所

可以看到在 2010 年之前，德国或者说欧洲的经济周期依然在遵循着逆时针旋转的波动率周期，在 2008 年全球金融危机下，德国和美国一样，加大了期限利差开始了逆周期的过程。从 2008 年-2011 年，德国期限利差已经处在高位，然而此时爆发的欧债危机变得棘手起来，一方面期限利差继续扩大无力，而信用利差急剧升高。由于处在高位的期限利差难以继续扩大，德国必须在期限利差缩小的情况下缩小信用利差。如下图所示，这个过程进行的非常艰难。

图 3：德国缩小信用利差的尝试非常艰难



资料来源：Wind，国元证券研究所

时至今日，欧元区期限利差又一次处在低位，而波动率无论是从德国信用利差来看，还是从意大利-德国国债利差来看，都已经远远高出 2012 年之前的中枢。

从经济周期角度来看，欧洲此时亟需思考如何扩大期限利差，同时缩小信用利差。有鉴于此，我们不难理解当新上任的 IMF 总裁拉加德在一次记者会后说出“我们不是来这里缩小利差”时，市场上为什么会发生激烈的反应。

考虑到信用利差相对难以控制，扩大欧元区国家期限利差应该是当前欧盟的首要任务。在宽松货币政策下，期限利差的扩大亟需财政政策的配合。这是我们认为欧洲复兴基金成为焦点的原因之一。

而我们认为当前欧元区财政框架不足以完成该目标。

1.2 欧债危机后的欧元区财政框架，精密的结构不能掩盖底层逻辑的草率。

2012 年之后，，应对欧债危机的影响，欧元区实行了更严格的财政监管政策 -《Treaty on Stability, Coordination and Governance in the Economic and Monetary Union》，下文中简写为 TSCG。

TSCG 中主要的条款包括

- 预算赤字规则（Balanced Budget Rule）：国家的总预算赤字不能超过 GDP 的 3%，结构性赤字（Structural Deficit）不得超过中期债务目标，对于公共债务占 GDP 比重小于 60%的国家，结构性赤字不得超过 GDP 的 1%，对于公共债务占 GDP 比重大于 60%的国家，结构性赤字不得超过 GDP 的 0.5%，中期债务目标会每三年调节一次
- 对于公共债务占 GDP 比重超过 60%的国家，必须按照一定速度进行债务的缩减，具体来说，债务目标的计算方法为：

$$bb_{t+2} = 60\% + 0.95 \times \frac{b_{t+1} - 60\%}{3} + 0.95^2 \times \frac{b_t - 60\%}{3} + 0.95^3 \times \frac{b_{t-1} - 60\%}{3}$$

而上文中的 b 代表了的债务/GDP 目标，而在逆周期的时候，b 的计算方法更为复杂，如下所示

$$b_{tr} = \frac{b_t + C_t + C_{t-1} + C_{t-2}}{Y_{t-3} \times (1 + Y_{pot}) \times (1 + P_t) \times (1 + Y_{pot-1}) \times (1 + P_{t-1}) \times (1 + Y_{pot-2}) \times (1 + P_{t-2})}$$

其中 C 代表逆周期财政支出

Y 代表 GDP, Y_{pot} 代表潜在 GDP 增速，P_t 代表 GDP 平减指数

而潜在 GDP 增速和平减指数的确定由经济预测完成，根据 Andrew.C.Chang, Tyler J Hanson 在 2015 年的研究结果，联储作为货币当局在预测投资，通胀和政府支出上准确度较低。不难想象欧元区尝试用经济预测指导实际财政计划的尝试一样存在较大的不确定性。

更为关键地是：整个财政计划的基石，将 GDP 的 3%作为赤字目标，将 GDP 的 60%作为公共债务目标。实际上并非经过精密计算，而是各国领袖谈判妥协所得。

可以理解为，欧元区财政框架构造精密，但基本的假设却没有经过任何严密的论证。在当前的假设下，以 GDP 的特定比例设计财政赤字（而非财政支出）目标，不仅天生具有顺周期的特性，而且对于高赤字国家来说束手束脚。结构性赤字的设计在理论上美好，但在实际操作中面临过于保守和豁免范围太小的桎梏。

不难想象，在冠状病毒的冲击下，改革的呼声渐起。

2.历史上欧元区财政政策改革的呼声

2.1 缺乏可行性的目标导致两个结果

上文中提到，由于财政目标的制订并没有经过严密的数字论证而是谈判所得，欧元区国家过去在遵守目标上就存在难度。

图 4：并非每个国家都遵守了财政纪律

国家名	债务/GDP 比例（2018 年）
比利时	100%
法国	98%
希腊	181%
意大利	135%

资料来源：Wind,国元证券研究所

而欧盟也无意执行过于严格的标准。而这实际上加剧了欧盟内部的分裂，在 2020 年 7 月 18 日持有鹰派态度的国家（奥地利，芬兰，荷兰，瑞典，丹麦）相对都遵守了

目标。而南欧国家，意大利，西班牙则更多持有鸽派态度。

TSCG 在设立时候，期限利差正处在高位，欧盟似乎没有过多考虑到有一天需要在 TSCG 框架下逆周期提高期限利差的情形，事实上，在 2014 年，欧央行副行长 Vitor Constancio 在 2014 年 6 月 19 号的演讲中甚至提到过欧央行担心宽松过度以致于需要提高通胀预期目标到 3-4%。这种误判导致今日欧盟在需要财政发力提高通胀预期时桎梏颇多。

除了上文提到的对于规则的不遵守之外，另外一种呼声是修改规则。对于规则修改的呼声从没有停止，而且修改规则的提议方向非常多元化，下文简述了比较常见的几种

- 将赤字限制转化为对支出限制
- 增加赤字中的豁免部分，例如将就业相关的支出豁免在计算之外
- 在目前框架内调整，例如将 3%的限制放宽到 5%
- 增加灵活性，将 60%和 3%的目标变成 15 年内完成的目标
- 允许公共支出在更长的时间范围内折旧

可以发现，对于财政政策改革的诉求更多是向宽松方向改革，实际上在这个问题上即便是持有鹰派态度的欧元区成员国也没有太多异议。而投资者需要思考的问题在于，这种举措是否会有效果。实际上欧债危机之后，欧元区 GDP 增速和长端利率低迷已经形成了趋势，欧元的日元化也成为近几年讨论的焦点。

图 5：德国期限利差一路走低

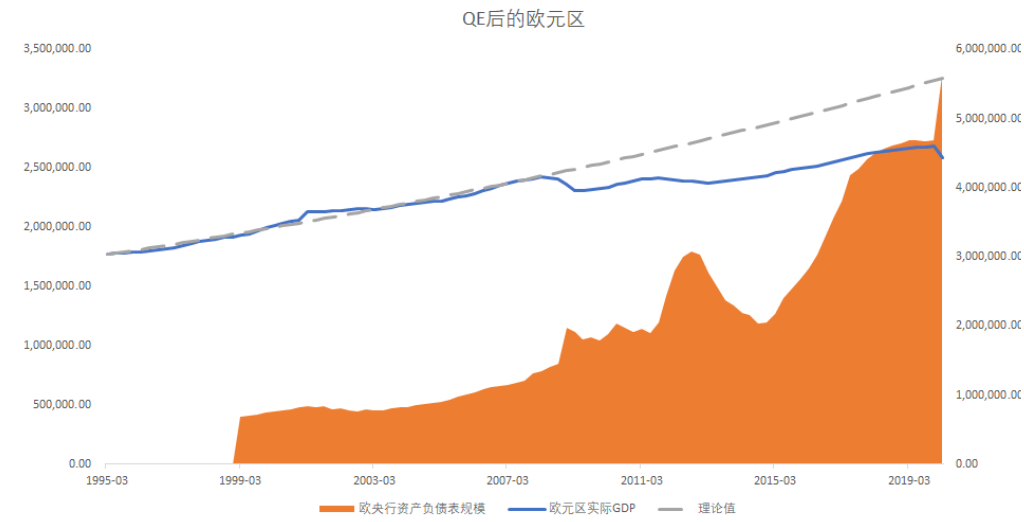


资料来源：Wind，国元证券研究所

关于这种现象的成因有较多的讨论，我们的看法是，宽松货币政策+金融监管导致宽信用存在难度。这是一个在全球普遍存在的问题，但欧元区尤为严重。一方面货币政策宽松导致货币市场流动性淤积，另一方面对于银行的监管让银行提供贷款的意愿不足。实际上自 2012 年之后，欧元区经济增速已经偏离了先前的轨道，而天量的量化宽松除了扩大欧央行的资产负债表之外，并没有产生预期中的效果。我们可以想象，

在冠状病毒危机之后，财政政策的重要性将被更多提及。

图 6：QE 的效果存疑



资料来源：Wind，国元证券研究所

2.2 财政刺激能提振通胀预期或者期限利差么？

准确来说，答案是不确定的。根据已有的研究表明，财政刺激，尤其是一次性的财政刺激，可以提高通胀的波动率，但不一定可以提高通胀。参考欧央行的工作论文《Fiscal Policy and Inflation Volatility》中的结论：“对于 OECD 国家来说，财政刺激提高一个标准差，可以将通胀的波动率提高 10%-17%左右。

但考虑到当前欧元区通胀预期处在较低的位置，期限利差较小，如果欧央行不准备执行大规模的负利率政策，那么通胀波动率放大之后通胀绝对值继续降低的概率较小。从这个角度出发，财政刺激在低通胀时期有更大的概率提振通胀。

3.欧元区未来走势预测及对于大类资产配置的影响

3.1 期限利差的扩大是大概率事件，无非实现的手段有区别

如前文所示，当前欧元区信用利差已经处在高位，而期限利差较低，为了应对潜在的风险事件，欧元区有必要提高自己的期限利差。实现的手段有两种：

- 降低短端利率
- 提高长端利率

可以想象，财政政策提高通胀预期继而推高长端利率是实现目标的手段之一。我们认为它大概率会生效，而美国和中国对于金融机构监管的放松也有可能会促使欧元区放松金融监管。这都是有利于通胀预期恢复和期限利差走高的方法。

另一方面，如果财政政策失效，欧元区经济复苏迟缓直到下一次萧条周期或者黑天鹅事件，我们同样可以想象欧央行会打破当前对于负利率的排斥态度，降低短端利率以提高期限利差防止流动性危机。

当前欧元区信用利差从高位回落，但依然高于长期均值，继续看多波动率的性价比不

高，反之看好欧元区复苏的胜率更高。实现路径存在分歧，简单来说：

- 如果看好欧元区财政计划通过并生效，提振通胀预期，那么欧元上行，美元指数下行，大宗商品价格向好，形成自我加强的循环，在这种情况下，欧洲复苏的概率更大。
- 如果不看好欧元区财政计划生效，那么欧央行货币政策可能超预期，欧元走软，美元指数上行，大宗商品价格承压，形成自我遏制的循环，在这种情况下，欧洲经济持续低迷。考虑到欧元区风险程度依然较高，这种情况下，经济形势可能倒逼财政政策加码。

综上所述，我们认为从长期的角度来看，没有必要在当前看空欧元区的通胀预期，实现路径可能曲折，但看涨欧元区通胀和经济复苏的逻辑更为通顺。

上述判断的风险在于：1）疫情超预期；2）欧元区政治风险超预期；3）经济下行幅度超预期

投资评级说明

（1）公司评级定义		（2）行业评级定义	
买入	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅优于上证指数 20%以上	推荐	预计未来 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
增持	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅优于上证指数 5-20%之间	中性	预计未来 6 个月内，行业指数表现介于市场指数±10%之间
持有	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅介于上证指数±5%之间	回避	预计未来 6 个月内，行业指数表现劣于市场指数 10%以上
卖出	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅劣于上证指数 5%以上		

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本人承诺报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业操守和专业能力，本报告清晰准确地反映了本人的研究观点并通过合理判断得出结论，结论不受任何第三方的授意、影响。

证券投资咨询业务的说明

根据中国证监会颁发的《经营证券业务许可证》（Z23834000),国元证券股份有限公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

一般性声明

本报告仅供国元证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。若国元证券以外的金融机构或任何第三方机构发送本报告，则由该金融机构或第三方机构独自为此发送行为负责。 本报告不构成国元证券向发送本报告的金融机构或第三方机构之客户提供的投资建议，国元证券及其员工亦不为上述金融机构或第三方机构之客户因使用本报告或报告载述的内容引起的直接或连带损失承担任何责任。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的信息、资料、 分析工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的投资建议或要约邀请。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取投资银行业务服务或其他服务。

免责条款

本报告是为特定客户和其他专业人士提供的参考资料。文中所有内容均代表个人观点。本公司力求报告内容的准确可靠，但并不对报告内容及所引用资料的准确性和完整性作出任何承诺和保证。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。本报告版权归国元证券所有，未经授权不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅，如需引用或转载本报告，务必与本公司研究中心联系。网址: www.gyzq.com.cn

国元证券研究中心

合肥

地址：安徽省合肥市梅山路 18 号安徽国际金融中心 A 座国元证券
邮编：230000
传真：（0551）62207952

上海

地址：上海市浦东新区民生路 1199 号证大五道口广场 16 楼国元证券
邮编：200135
传真：（021）68869125
电话：（021）51097188