

欧美主权债务风暴来袭，你该怎么办？

透彻了解债务危机的现在与未来，看清你不能忽视的经济大趋势

THE ERA OF DEBT CRISIS: FROM WALL STREET TO EURO

大债时代

从华尔街到欧元区的债务危机

德国总理**默克尔**：“欧元区债务危机没有充足的解决方来。”
美国总统**奥巴马**：“不管某个评级机构说什么，美国一直是，而且将永远是AAA主权评级国家。”

《金融时报》首席经济评论员**马丁·沃尔夫**：“曾经，危机只局限在外围的小国，现在，它已发展为漫天大火。”

标准普尔公司全球主权评级负责人**大卫·比尔斯**：“此次调降评级是基于政治风险和公共债务负担攀升，党派间在财政政策上难以达成共识，从而削弱了政府管理公共财政的能力。”

THE ERA OF DEBT CRISIS:
FROM WALL STREET TO EURO

大债时代

从华尔街到欧元区的债务危机

袁熙 著



人民邮电出版社
北京

图书在版编目 (CIP) 数据

大债时代：从华尔街到欧元区的债务危机 / 袁熙著

—北京：人民邮电出版社，2012.1

ISBN 978-7-115-26920-1

I. ①大… II. ①袁… III. ①债务危机—研究 IV.
①F810.45

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2011) 第 233673 号

内 容 提 要

本书详细介绍了美国国债危机和欧洲五国债务危机的历史根源、发展历程、参与各方的利益诉求以及未来一段时间内的发展趋势和可能的结局。向读者呈现了涉及债务危机的国家在台前幕后的一系列斗争和行动细节，融汇了各方专家对这些问题的认识和看法。

本书适合对国际经济形势和金融问题感兴趣的读者参考阅读。

大债时代——从华尔街到欧元区的债务危机

◆ 著 袁 熙

责任编辑 王飞龙

◆ 人民邮电出版社出版发行 北京市崇文区夕照寺街 14 号

邮编 100061 电子邮件 315@ptpress.com.cn

网址 <http://www.ptpress.com.cn>

北京隆昌伟业印刷有限公司印刷

◆ 开本：787×1092 1/16

印张：16

2012 年 1 月第 1 版

字数：240 千字

2012 年 1 月北京第 1 次印刷

ISBN 978-7-115-26920-1

定 价：39.00 元

读者服务热线：(010) 67129879 印装质量热线：(010) 67129223

反盗版热线：(010) 67171154

广告经营许可证：京崇工商广字第 0021 号

序言

茅于軾，著名经济学家

袁熙写的这本书讨论了政府债务导致的金融危机的前因后果。政府债务会引发危机，这对中国人来讲有点不可思议。政府就是国家，国家就是全国的百姓、土地和财产。它怎么会欠债？因欠债而引发危机更是不可想象。但是现代社会中的政府是一个有人承担责任的机构，它的财务是有约束的。钱不够就得欠债，有欠债就得还债，还不起就得破产，破产后就不能再有财务行动，结果是什么事都做不成了。政府变成这样一个机构，国家也不成其为国家，后果将不堪设想。

这本书用翔实的资料分析了这种债务的成因、发展、结果以及前景。这对我们认识现代社会中的政府和整个金融业的运作有很大的帮助。对我来讲，我更关心一般金融业发生危机的根本性原因。2008年的金融危机爆发后，大家对市场经济的规则产生怀疑。人类是不是面临重大的制度改制，需要搞一个没有危机的经济制度？金融危机和市场制度之间有什么关系？能不能设计一个没有危机的金融系统？这是我想回答的问题。尽管我在这方面的知识非常有限，但还是想抛砖引玉，发起一次讨论。

能源危机、粮食危机、水危机等诸多危机，只要市场还在运作，这些“危机”都能被市场化解，不过价格可能会上涨。如果东西缺，价格也必须涨，缺而不涨价那才真是危机。

但是金融危机可是真危机，因为它破坏了市场。有没有避免金融危机的方法？照我看，没有。结论是我们不得不忍受金融危机的折磨。我们还没有能力发明一种不会发生金融危机的制度。大家享受惯了市场的自然安排，以为金融业也能够靠市场规则避免出问题。其实不然。金融之所以会发展成为危机，是因为有连锁反应，危机顺着债务链一个接一个传递开来。一个大型金融企业倒台，债务不能偿还，就会波及对它有债权的客户，使作为债权人的客户跟着倒台。所以依靠政府的力量迅

速切断债务链、防止其扩大，是限制金融危机发展的主要经验。

下面试图分析一下为什么金融危机不可避免。

第一个原因是市场的基本规则有时候会逆转。在正常的市场中，价格有平抑需求的功能。当发生供不应求时，商品会涨价，涨价后供给增加、需求减少，于是供需能够恢复平衡。但是在投机需求占主导时，投机者多半买涨不买落。东西越是涨价，投机者越是多买，所以涨价反而刺激了需求。这种违反市场基本规律的现象是造成泡沫的主要原因。泡沫一旦破裂，金融危机往往接着发生。

市场经济规则被突破的第二种情况是由于交换延长到未来，于是引入了不确定性。这也是产生金融危机的第二个原因。一般的交换是一手交钱一手交货，立刻就完成了。但是有不少交换会延长到未来，只有双方遵守合同，按期如约实现，交换才算完成。比如延期交货（收款）、借贷、投资、保险等。这种延长到未来的交换如果能够百分之百地如约实现，那就和立时完成的交换无异。但是既然有不确定性，就难免有爽约的可能。一旦发生违约，或情况变化，交换就变了样。受损的一方如果自己能够补偿损失，不再牵连他人，那么交换可以到此结束，也没有更多的不良后果。但是如果牵涉到第三方或更多的人，就有可能发展成为危机。

第三个原因是金融业中常用的杠杆放大作用，就是用一元钱做几元钱的生意。买一套住房不需要将房款一次付清，这就是杠杆的用场。杠杆放大能够使资源发挥更大的作用，原本是一件好事，但同时也是一件冒险的事。做的生意如果都能赚钱，当然很好。但是万一赔了，损失也放大了。限制这种危险就要限制杠杆的放大倍数，可是这又减少了盈利的机会。这里存在着风险和收益的矛盾。尤其在某些金融机构中，操作者负盈不负亏。赚了钱，他和投资者分成；赔了钱，完全由投资者承担。这种赏罚关系鼓励操作者去冒险，这种盈亏不对称的规则也使得市场发生扭曲。

第四个原因是纸币的发行。纸币在许多方面都远优于贵金属货币，但是它有一个最大的缺点，就是引诱有权发行货币的人或集团超发货币。这个引诱力太强了，很少有人能够抵挡住，其结果就是通货膨胀。激烈的通货膨胀会引发抢购和挤兑银行，造成金融危机。

第五个原因是监管不力，发生欺诈。像麦道夫案就是一例。小的欺诈经常发生，并不会引发金融危机。但是大的欺诈牵涉人数众多，而且会发生连锁反应，就能够形成金融危机。欺诈的事情被揭发之前好像一切都很正常，但是一旦被揭穿，许多

上当受骗的人都会遭受损失。如果其他金融机构也因牵涉其中而跟着倒台，就可能发展成为金融危机。

以上这些原因都可能引发金融危机。但是大多数情况下，单个的事端并不会造成危机。当许多事端由于某种宏观的原因同时发生时，危机就来了。所以危机是和“基本面”有关的。整个的经济形势很健康，单个事端不会引发危机。但是，如果宏观经济中有许多扭曲，本来就不稳定，危机就会乘虚而入。所以避免危机的根本方法是保持经济的自然发展，万万不可为了某种目的将外力强加于经济，导致经济扭曲。最常见的有：用货币政策或财政政策刺激经济增长，长期保持国际贸易的顺差或逆差，权势者长期负债不清偿，资金流通的渠道人为阻塞，信息不畅通导致谣言广为传播，强大的既得利益阶层的强力干预。

我认为，金融危机不可能自发地避免。但是只要宏观经济没有大的扭曲，顺乎自然，危机就不会发生。扭曲为什么会发生？因为过分贪婪，操作者想火中取栗，冒险从事，不计后果；也因为强势集团的外力干预，使得经济脱离正常轨道。金融危机既然不可避免，我们就应该更多地研究危机来临后的应急处理。这本书给了我们不少经验教训，值得我们深思。

前言

美国东部时间 2011 年 8 月 5 日，周五晚黄金时段，电视剧结束后，绝大多数美国人还沉浸在剧情的纠葛和薯条的香味之中。

标准普尔公司（Standard & Poor's Financial Services LLC）“不合时宜”地出现在了电视荧屏上，宣布将美国的长期主权信用评级由“AAA”降至“AA+”，评级展望负面。降级至“AA+”意味着美国的信用级别已经低于欧洲主要经济体，这是美国历史上首次失去 AAA 信用评级。标准普尔称，下调评级的原因主要是美国政府与国会达成的债务上限协议难以保证中期债务稳定。同时，标准普尔维持美国短期主权信用评级“A-1+”不变，评级展望负面。

主权信用评级是信用评级机构对一国政府作为债务人履行偿债责任的信用意愿与信用能力的评判。别小瞧了这个主权信用评级，在它背后，是数以万亿计的财富腾挪大转移。对于国家而言，主权信用评级的变动则意味着平息或制造一场大危机。也许，只有身临困境者才能深刻地体会到其中的疼痛。对于复苏乏力，只能通过发新债还旧债，以及量化宽松货币政策来挽救经济的美国而言，其信用在市场看来早就已经失去了 AAA 的高等级。标准普尔的做法只不过是捅破了最后一层窗户纸。同时，标准普尔维持 4 家美国公司的 AAA 评级不变。于是，自动数据处理公司（Automatic Data Processing）、埃克森美孚石油公司（Exxon Mobil）、强生公司（Johnson & Johnson）和微软公司（Microsoft）的信用评级暂时高于其本国政府。西方金融界传统上认为，政府才是市场中最安全的实体；实际上，美国国债收益率一直被视为“无风险”基准。因此，“山姆大叔”的评级低于其本国公司，看起来极其怪异。

标准普尔这回玩真的了。众所周知，信用评级机构被视为国际货币金融体系中至关重要的枢纽之一，掌控着全球债券市场和资本市场的定价权。美国在第二次世界大战后长达几十年的时间内，一直保持着全球最大资本输出国的地位，信用评级是美国评定投资风险、选择投资项目的重要参考依据。美国评级机构在国际评级业中处于壟

断地位。国际清算银行的报告显示，在全球所有参加信用评级的银行和公司中，穆迪涵盖了80%的银行和78%的公司，标准普尔涵盖了37%的银行和66%的公司，惠誉涵盖了27%的银行和8%的公司。这三家机构中，最“年轻”的惠誉也已有近百年的历史。

2011年8月这次“标准普尔降级”事件引发的全球市场动荡，显示了当今信用社会对评级的高度依赖，也再次证明评级机构的影响力和掌握国际评级话语权的重要性。标准普尔还表示，如果出现下列情况，美国长期债务评级可能在今后两年内降至“AA”：赤字削减数额小于预期，融资成本上升，出现新的财政压力。

抛开那些人云亦云的“传说”，我们可以仔细读一读标准普尔的分析。

这家评级机构指出，美国国内两党就提高债务上限展开长期辩论，这使开支改革无法进一步取得短期进展；该机构还担心，国会与政府达成的协议不足以使2015年之前的政府债务情况保持稳定。标准普尔预计，假设美国政府将支出削减2.1万亿美元，到2011年年底美国的债务占GDP的比率将升至74%，到2015年年底升至79%，2021年年底达到85%。2015年的债务占GDP的比率对国债收益率相当敏感：按标准普尔的模型估算，倘若10年期美国国债收益率上升50~75个基点，美国的债务占GDP的比率就会达到90%，而不是79%。此外，标准普尔划定的2015年债务占GDP的比率基准线为85%，高于“同类”信用评级的国家，如加拿大、法国、德国和英国。标准普尔预计，这些国家2015年的债务占GDP的比率将介于30%（加拿大）和83%（法国）之间。该机构还指出：“我们认为这些国家的净公共债务负担将在2015年之前或从2015年开始减少。”

这是美国历史上前所未有的事情，这也是美国政府主权信用评级首次被降低。金融世界应声倒地，一片狼藉。

第 1 章

聪明人走向破产的唯一途径

暴风雨来临 / 2

不堪重负的“国债钟” / 4

AAA 魔咒 / 5

切肤之痛 / 10

48 小时的交锋 / 12

市场更愿意相信标准普尔吗 / 13

措手不及 / 15

第 2 章

一个电话引发的全球惨剧

破产边缘的白宫 / 20

自杀之后该怎么办 / 23

决策前夜 / 26

子弹上膛 / 28

扣动扳机的瞬间 / 31

说干就干的标准普尔 / 33

第3章

解码美债

拯救是要付出代价的 / 40

强加给发展中国家的风险 / 43

历史的复仇来得很快 / 45

借钱救难 / 47

截然不同的救助标准 / 52

借债还债的日子不能维系 / 55

用直升飞机撒钱 / 57

第4章

捆绑全世界的虚假“繁荣”

转移的债务 / 62

恶化的经济 / 64

警报没有解除 / 68

新方案并没有彻底解决美国债务问题 / 69

第5章

主权评级公式

不一样的评级 / 74

不团结的“盟军” / 76

标准普尔公司的主权评级模式 / 78

标准普尔的算盘 / 80

穆迪公司的主权评级模式 / 85

惠誉公司的主权评级模式 / 88

第6章

标准普尔不妥协

历数逝去的过去 / 94

敌人的朋友是朋友 / 95

白宫想要“算账” / 97

欧洲有话要说 / 100

标准普尔的答辩词 / 102

第7章

失魂落魄的欧洲

早已焦头烂额的欧债 / 106

国家破产：从理论到现实 / 108

希腊悲剧 / 109

欧洲的“定时炸弹” / 113

希腊能解救自己吗 / 116

倒下的“欧洲五国” / 119

欧债四段论 / 121

第8章

欧债疫情

西班牙——赢弱的“斗牛士” / 124

爱尔兰——“黯淡”的都柏林 / 126

自由落体式的欧债市场 / 131

举足轻重的德国 / 133

第9章

欧元区会倒下吗

巴黎“沦陷” / 138

稳定债务/GDP 指标有多难 / 141

一场始于美国的危机，为何令欧盟遭受如此重创 / 143

欧元区不设防 / 147

欧盟总债务占 GDP 的 358%，可怕吗 / 150

第10章

脆弱的欧洲银行业

“飘摇”的银行业 / 154

被侵蚀的金融基础 / 156

美国货币市场基金的见死不救 / 161

欧洲银行业的筹资困境 / 163

第11章

欧元的危机

欧债会违约吗 / 170

欧债危机的制度之源 / 172

积重难返的欧债 / 176

走向深渊的欧元 / 179

解决方案的利益之争 / 182

欧元走向何处 / 183

第12章

评级机构真的“有恃无恐”吗

金融危机的风口浪尖 / 190

评级者的权杖 / 193

选择性“失明” / 195

第13章

摧毁世界的华尔街

是谁导演这场戏 / 200

出来混迟早是要还的 / 202

无人受罚 / 204

罪行的铭文 / 206

把欧洲拴在一起 / 208

国家敌人 / 211

华尔街与欧洲国家之间的较量没有完结 / 213

盛宴唯一的结局就是散场 / 216

第14章

谁是“白衣骑士”

发达国家的集体沦陷 / 220

美国不添乱就好了 / 222

国际货币基金组织、欧盟、日本，都指望不上 / 227

等待救助 / 233

欧洲“有限度”联手 / 234

结 语 / 239



第 1 章

聪明人走向破产的唯一途径

1929年股市大崩盘，拉开20世纪大萧条的序幕；1982年拉美债务危机，第三世界国家遭遇危机后的萧条；1991年日本经济泡沫破裂，其经济至今仍在萧条中徘徊；1997年亚洲金融危机爆发，诸多经济体深陷衰退；2007年美国次贷风波愈演愈烈，经济萧条再度袭来。

2011年，全球债务危机，给我们带来什么？

暴风雨来临

标准普尔下调美国主权债务评级的风险性及其对金融市场的潜在破坏着实让人胆战心惊。

在美债遭降级后的第一个交易日，美股遭到抛售，标准普尔 500 指数下跌 6.6%，创 2008 年 12 月以来单日最大跌幅。德国 DAX30 指数下跌 5%，法国 CAC40 指数下跌 4.7%，两者较峰值已下跌了 20%。英国 FTSE100 指数则下跌 3.4%。法国 CDS（信用违约掉期，即为证券违约承保的保险费）的价格创下新高。

新兴市场与大宗商品亦不能置身事外。香港恒指一度下跌 5%，收盘下跌 2.2%；俄罗斯 Micex 指数下挫 5.5%；巴西 Bovespa 指数下挫 5.5%；墨西哥 IPC 指数下挫 3%。MSCI 新兴市场的平均市盈率降为 11 倍，过去 4 年的平均值是 14.5 倍。大宗商品里，布伦特石油下跌 3.29 美元至 106 美元，铜价下跌 3.4%，铁矿石下挫 0.85%。随后的两周时间内，全球市场动荡局势席卷了纽约、伦敦、悉尼、上海、首尔甚至雅加达，全球股市总的损失很难确切说清楚。

显然，投资者错误地估计，或者说过于相信美国了。面对美国债务违约，风险投资者并无应急计划，资产管理公司的经理们也没有实质性的应急计划。他们也许正在玩一个高风险的游戏，而这并不是第一次。这突出表明，尽管经历了 2008 年雷曼兄弟破产以后的巨额亏损，投资界并不愿为那种小概率的尾部风险事件而积极寻求安全保障。

富时集团估计，2011 年 8 月第一周，全球股市市值大约损失了 3.785 万亿美元。摩根斯坦利（Morgan Stanley）估计所有国家世界指数反映出来的损失为 2.794 万亿美元。英国《卫报》（The Guardian）的报道为 2.5 万亿美元。彭博资讯（Bloomberg）的报道为超过 4 万亿美元。与此同时，罪魁美债作为避险天堂的属性却得以发挥，其收益率下降，10 年期美国国债收益率下行 24 个基点，至 2.32%。在 8 月 1 日—5 日这个交易周内，全球股票总市值损失估计从 2.5 万亿美元到逾 4 万亿美元不等，而全球范围内所有股票的估值在 30 万亿~55 万亿美元，具体取决于这个估

值有没有包括私人持股、政府所有的股票或者一般投资者无法获得的股票。

这些无疑是令人惊恐的数据，反映了许多投资者一直以来所感受到的黯淡前景。

下面再看看各类投资品种的反应（资料来自一份在评级事件后对投资者进行的调查）。

货币市场基金：“投资者没有就标准普尔的声明采取任何措施。美国短期评级仍为‘A-1+’，美国国债仍是货币市场基金的一类资产。短期评级是货币市场投资者的首要考虑因素。”

美国投资公司协会（Investment Company Institute）认为：“如果两家或两家以上的全国认可的数据评级机构给予一种证券最高（一类）评级或第二高（二类）评级，货币市场基金就可以购买该证券。”

美联储：“由于美国长期评级为‘AA+’，而不是‘AA’，几乎可以肯定美国国债市场仍将是主权债券领域流动性最强的市场。此外，可以预见的是今后几年还会有几个国家丧失‘AAA’评级。标准普尔认为，美国的财政前景不如‘同类’信用评级的国家，但这种局面可能发生变化，尤其是在欧元区财政状况明显恶化的情况下。”

对冲基金：“对冲基金的仓位调整确实更像实践（Real Money）投资者，而且可能在美国主权信用评级下降时更积极地买入美国国债和利差产品。在随后的调查中，36%的对冲基金表示会在美国评级下降时买入美国国债，45%的对冲基金表示不会调整持仓。只有19%的对冲基金称将卖出美国国债。它们还表示，将在美国利率下调时扩大利差产品仓位。”

资产管理公司和指数基金：“按投资级标准进行操作的资产管理公司和指数基金不会受到影响。大多数受访者表示不会因美国评级下降而调整仓位，这在意料之中。其他受访者表示可能买入美国国债。”

保险公司：“保险公司不会受到美国评级下降的影响。非正式接触及调查结果显示，保险商或者可能保持仓位不变，或者打算买入后备收益率投资对象。管理‘打包型’产品的投资组合经理表示，许多这样的产品都采用平均评级。如果投资组合中评级最高的信用资产的评级下降，这些经理人将通过抛售评级较低的资产来调整整个投资组合的平均信用评级。”

美国商业银行：“所有做出反馈的银行都表示，不会因美国评级下降而采取行动。8月5日，美联储在评估银行业形势时指出，‘风险资本方面，美国国债以及美国政府或政府出资实体发行或担保的其他证券的风险权重将保持不变’。”

形势非常严峻，标准普尔都干了些什么？他们为什么要这么做？美国政府怎么了？世界为什么如此脆弱？难道国家也赖账吗？

不堪重负的“国债钟”

从某种意义上说，债务是此次灾难的症结所在。自从20世纪80年代初以来，美国人的消费量远远超过他们生产的商品，于是就用借贷弥补这一亏空。这一现象存在于美国社会的各个层面。1974—2008年，美国人的家庭债务由6800亿美元飙升到14万亿美元，仅在最近的7年间就翻了一番。每个家庭平均持有13张信用卡，共欠下12万亿美元的抵押贷款。然而，按照某些标准来衡量，美国的家庭最节俭不过了，而且各州和地方的政治人物为了取悦选民，迫不及待地为他们新建篮球场，修建12车道的宽阔公路，却不增加任何税收，结果只能拿未来做抵押去贷款。他们发行债券以筹集这些民心工程的建设款项，但债券都以未来的税收和彩票收入做抵押。然而，就连这些大肆透支未来的政治人物，与借贷者的真正上帝——联邦政府相比，也相形见绌。1990年的美国国债余额为3万亿美元，但到2008年年底已经飙升到14万亿美元，越过了10万亿美元大关。

纽约市著名的“国债钟”（National Debt Clock）高悬于空中，显示着所有的国债数字。换言之，美国已经成了债务人的王国。

第一次世界大战后，美国联邦政府的债务从30亿美元暴增到260亿美元。哈丁和胡佛总统还了160亿美元，但是之后迎来了经济大萧条、罗斯福和第二次世界大战。到1945年，美国联邦政府的债务达到2600亿美元。然后又迎来了新的事情——战争没有结束，冷战开始，债务也没有减少，反倒增加了。在罗纳德·里根的统治之下，美国的债务好像运行在火星的轨道上。1980年，债务额已超1万亿美元；在里根离职前，这个数字已飙升到2.7万亿美元。有的人可能期望冷战结束后