

经济金融前沿译丛

欧元区 与金融危机

The Euro Area and the Financial Crisis

米罗斯拉夫·贝拉米 (Miroslav Beblavy)

大卫·科巴姆 (David Cobham) 编

卢多维特·奥多 (L'udovit Ódor)

张红地 译



中国金融出版社

经济金融前沿译丛

欧元区 与金融危机

The Euro Area and the Financial Crisis

米罗斯拉夫·贝拉米 (Miroslav Beblavý)

大卫·科巴姆 (David Cobham) 编

卢多维特·奥多 (L'udovit Ódor)

张红地 译



 中国金融出版社

责任编辑：马 杰

责任校对：刘 明

责任印制：丁淮宾

图书在版编目 (CIP) 数据

欧元区与金融危机 (Ouyuanqu yu Jinrong Wei ji) / 米罗斯拉夫·贝拉米等编; 张红地译. —北京: 中国金融出版社, 2013. 4

ISBN 978 - 7 - 5049 - 6836 - 4

I. ①欧… II. ①米…②张… III. ①金融危机—影响—欧元区—货币政策—研究 IV. ①F825. 00

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2013) 第 054170 号

出版 **中国金融出版社**
发行

社址 北京市丰台区益泽路 2 号

市场开发部 (010)63266347, 63805472, 63439533 (传真)

网上书店 <http://www.chinafph.com>

(010)63286832, 63365686 (传真)

读者服务部 (010)66070833, 62568380

邮编 100071

经销 新华书店

印刷 保利达印务有限公司

装订 平阳装订厂

尺寸 169 毫米×239 毫米

印张 20.5

字数 322 千

版次 2013 年 4 月第 1 版

印次 2013 年 4 月第 1 次印刷

定价 49.00 元

ISBN 978 - 7 - 5049 - 6836 - 4/F. 6396

如出现印装错误本社负责调换 联系电话(010)63263947

撰稿人

BIWAJIT BANERJEE, 哈弗福德学院

MIROSLAV BEBLAVÝ, 国立考门斯基大学

WENDY CARLIN, 伦敦大学学院, 欧洲政策研究中心

LAURENT CLERC, 法国中央银行

DAVID COBHAM, 赫瑞瓦特大学

BORIS COURNÈDE, 经济合作与发展组织

AURELIJUS DABUSINSKAS, 爱沙尼亚央行

DANIELE FRANCO, 意大利中央银行

VÍTOR GASPAR, 葡萄牙中央银行

ANGEL GAVILÁCH, 西班牙银行

STEFEN GERLACH, 歌德大学, 欧洲政策研究中心

FRANCESCO GIAVAZZI, 博科尼大学, 欧洲政策研究中心, 美国国家经济研究局

PABLO HERNÁNDEZ DE COS, 西班牙银行

THOMAS F. HUERTAS, 欧洲银行监管局, 金融服务局

JUAN F. JIMENO, 西班牙银行

DAMJAN KOZAMERBIK, 斯洛文尼亚央行

PHILIP R. LANE, 都柏林圣三一学院, 欧洲政策研究中心

JACQUES MÉLITZ, 赫瑞瓦特大学, 法国国家统计与经济研究所, 欧洲政策研究中心

DIEGO MOCCERO, 经济合作与发展组织

BENOÎT MOJON, 法国中央银行

EWALD NOWOTNY, 奥地利国家银行

L'UDOVÍT ÓDOR, 斯洛伐克财政部 (之前在斯洛伐克国家银行)

THORVARDUR TJÖRVI ÓLAFSSON, 爱尔兰中央银行, 丹麦奥胡斯大学

ATHANASIOS ORPHANIDES, 塞浦路斯中央银行, 欧洲政策研究中心

THÓRARINN G. PÉTURSSON, 爱尔兰中央银行

MARTTI RANDVEER, 爱沙尼亚中央银行

JUAN A. ROJAS, 西班牙银行

LUIGI SPAVENTA, 罗马大学, 欧洲政策研究中心

ZDENĚK TŮMA, 查尔斯特大学

DAVID VÁVRA, OGRESEARCH 公司

STEFANIA ZOTTERI, 意大利中央银行

缩略语

ABS 资产支持证券
AIB 爱尔兰联合银行
BCBS 巴塞尔银行监管委员会
BEA 经济分析局（美国）
BEPGs 经济政策大纲方针（欧盟）
BIS 国际清算银行
BLS 银行贷款调查系统（欧洲央行）
bp 基点
CBA 成本—收益分析
CCA 共同货币区
CDS 信用违约互换
CEBS 欧洲银行监管委员会
CEE 中东欧
CESEE 中东欧及东南欧
CPI 消费者物价指数
DGEFCFIN 经济和金融事务总司
DGSD 存款保障计划（欧盟）
DSGE 动态随机一般均衡
EBA 欧洲银行监管局
ECB 欧洲中央银行
ECOFIN 经济金融事务委员会
EDIRF 欧洲存款保险清算基金
EDP 过度赤字程序（欧盟）
EEA 欧洲经济区
EFSA 欧洲金融稳定机构

欧元区与金融危机

EFSF 欧洲金融稳定安排
EFSM 欧洲金融稳定机制
EIB 欧洲投资银行
EIU 经济学人智库
ELA 紧急流动性支持
ELG 合格债务担保（爱尔兰）
EMS 欧洲货币体系
EMU 欧洲货币联盟（经济与货币联盟）
EONIA 欧元隔夜平均指数
ERB 以汇率为基础的
ERM II 欧洲汇率机制 II（自 1999 年开始）
ESAs 欧洲监管当局
ESM 欧洲稳定机制
ESRB 欧洲系统风险委员会
ESRI 经济与社会研究所（爱尔兰）
EU 欧盟
FDI 外国直接投资
FDIC 联邦存款保险公司（美国）
FDICIA 联邦存款保险公司促进法案（美国）
FPC 财政政策委员会
FRB 联邦储备委员会
FSA 金融服务局（英国）
FSB 金融稳定委员会（欧盟）
FSC 财政稳定支出
FX 外汇
GDI 可支配收入总额
GDP 国内生产总值
HICP 消费者物价调和指数
HP Hodrick – Prescott 滤波
IADB 美洲开发银行
IFS 国际金融统计（IMF）

IMF 国际货币基金组织
INBS 爱尔兰全国建筑协会
INE 国家统计局（西班牙）
IPN 通胀持久性研究小组
IT 通货膨胀目标制
LIBOR 伦敦银行同业拆放利率
LOLR 最后贷款人
MAR 平均绝对评估
NAMA 国家资产管理局（爱尔兰）
NATO 北大西洋公约组织
NPR 拟议决策公告（联邦存款保险公司）
NPRF 国民养老储备基金（爱尔兰）
NTMA 国库管理局（爱尔兰）
OBR 预算责任办公室（英国）
OCA 最优货币区
OECD 经济合作与发展组织
OIS 隔夜指数掉期
OLG 迭代
ONS 国家统计局（英国）
PCAR 审慎资本评估
PCE 个人消费支出
PLT 价格目标制
PPF 生产可能性边界
PPP 购买力平价
PV 现值
REER 实际有效汇率
RFE 联邦计划局（比利时）
RPI 零售价格指数
RPIX 扣除利息支付的零售价格指数
RWAs 风险加权资产
SGP 稳定增长公约

SITC 国际贸易标准分类

SME 中小企业

SRR 特别处置机制（英国）

SVAR 结构向量自回归

TAF 定期资金招标工具（欧洲中央银行）

TARP 问题资产救助计划（美国）

TFEU 欧洲联盟运行条约

TFP 全要素生产率

TPO 临时国有化

UIP 非抵补利率平价

ULC 单位劳工成本

VAR 向量自回归

VAT 增值税

WPI 批发价格指数

目 录

1 序言	1
2 欧洲金融稳定的新构架	7

第一部分 危机的经验

3 经历金融风暴：基本理论和灵活应变的重要性	21
4 爱尔兰危机	56
5 西班牙危机：起源和发展	76
6 金融危机与波罗的海国家	90

第二部分 通往欧元区之路

7 欧元之路：斯洛伐克和斯洛文尼亚的比较	121
8 欧元真的是“贵欧元”吗？引入欧元对斯洛伐克 非贸易品价格的影响	145
9 欧元对中东欧、东南欧的贡献：欧元仍有吸引力吗？	168
10 欧元对中东欧国家是否仍有吸引力？	173

第三部分 欧元区的未来

11 经常账户为何对货币联盟产生影响：来自欧元区金融危机的 经验	183
12 欧盟框架下的国家财政准则	203
13 更好的处置之路：从纾困到自救	223
14 金融稳定和货币政策：来自欧元区的教训	244
15 通胀目标制？	266
16 欧元区的非均等性及其影响欧元区未来的原因	291
17 欧元区：如何重拾信心？	299

18 如何重塑欧元区的信心?	305
19 如何解救欧元? 来自美国的经验	309

图

图 4.1 私人信贷占 GDP 的比率, 1984—2008 年	59
图 4.2 对外净负债占爱尔兰银行危机的比率, 2003—2010 年	60
图 4.3 经常账户盈余, 1998—2010 年	61
图 4.4 10 年期债券收益率之差: 爱尔兰与德国, 2007—2010 年	65
图 5.1 回溯法计算的实际利率, 1995—2008 年	78
图 5.2 涌入移民的年龄分布	79
图 5.3 公共财政, 1995—2008 年	79
图 5.4 政府公共债务, 1995—2008 年	80
图 5.5 外部不平衡, 1995—2008 年	80
图 5.6 经常账户余额, 1995—2008 年	80
图 5.7 人口结构变化: 数据与模型, 1998—2008 年	82
图 5.8 人口结构和利率水平变化: 数据与模型, 1998—2008 年	84
图 6.1 与历史衰退的比较	94
图 6.2 波罗的海国家之间的比较, 2004 年 9 月或 2004 年 10 月	98
图 6.3 产出缺口和实际有效汇率指数: 波罗的海国家, 2004—2009 年	110
图 6.4 商品出口和实际有效汇率指数: 波罗的海国家, 2004—2009 年	110
图 6.5 产出缺口: 2010 年 7 月对波罗的海国家的估计, 2000—2011 年	112
图 6.6 2007 年产出缺口: 预测和估计, 2005—2010 年	113
图 7.1 12 个月的消费者物价调和指数和马斯特里赫特通胀标准, 2000—2010 年	125
图 7.2 单位劳动成本, 2000—2009 年	128
图 7.3 对斯洛伐克产出缺口的多种方法估计, 2000—2008 年	129
图 7.4 实际汇率: 斯洛文尼亚, 2000—2010 年	133
图 7.5 汇率变化和外汇干预: 斯洛伐克, 2004—2008 年	135

图 8.1	消费者物价调和指数 (HCIP): 欧元区、捷克共和国和斯洛伐克, 2001—2010 年	151
图 8.2	客运消费物价调和指数: 欧元区、捷克共和国和斯洛伐克, 2001—2010 年	152
图 8.3	餐馆、咖啡厅和类似企业的消费物价调和指数: 欧元区、捷克共和国和斯洛伐克, 2000—2010 年	153
图 8.4	理发和个人护理企业的消费物价调和指数: 欧元区、捷克共和国和斯洛伐克, 2000—2010 年	153
图 8.5	感受通胀: 欧元区、捷克共和国和斯洛伐克, 2001—2010 年	156
图 8.6	斯洛伐克消费者物价调和指数 (HICP) 的 12 个月移动平均与欧元区 and 捷克的相关性, 2001—2010 年	157
图 9.1	(a) 产出增长, 2006—2010 年; (b) 产出差异, 2003—2015 年: 中东欧和欧元区	170
图 10.1	人均 GDP: OECD 国家	174
图 10.2	实际汇率: 欧元区, 标准化, 1999—2009 年	174
图 10.3	贸易余额: 欧元区	175
图 10.4	加入欧洲货币联盟前后的通胀率	176
图 10.5	危机期间的汇率和 GDP 增长	176
图 10.6	政府债券的利差	177
图 11.1	生产可能性边界	192
图 11.2	建筑业增加值, 1999—2009 年, 占整体增加值的比重	195
图 14.1	非金融部门的负债: 美国和欧元区, 1999—2010 年	247
图 14.2	短期利率和泰勒基准利率: (a) 欧元区, 1999—2009 年; (b) 美国	249
图 14.3	消费者物价调和指数: 欧元区, 1999—2010 年	250
图 14.4	对信用标准的冲击 (第一排) 和货币政策的立场 (第二排) 的影响: 欧元区国家	252
图 14.5	信用标准冲击 (第一排) 和货币政策冲击 (第二排) 对利率方差的贡献: 欧元区国家	253
图 14.6	没有货币政策冲击的设想, 1985—2009 年	255

图 14.7	超额准备金每日平均值	257
图 14.8	欧洲中央银行核心利率	258
图 14.9	3 个月银行间利率和隔夜指数掉期之间的利差： 欧元区和美国，2007—2009 年	259
图 14.10	欧元系统的供给和流动性回收，2007—2010 年	261
图 14.11	资产担保债券相对于五年掉期利率的利差， 2008—2010 年	262
图 15.1	长期的价格水平：价格目标制和通胀目标制的模型效应 比较	274
图 15.2	价格指数和价格目标路径：指定国家，1998—2008 年	276
图 15.3	名义利率对负面需求冲击的反应	278
图 15.4	在实行价格目标制前后的瑞典 CPI 变化，1928—1938 年	285
图 15.5	汇率和贴现率：瑞典，1928—1938 年	286
图 16.1	实际有效汇率，1999—2009 年	296

表

表 3.1	国家/地区样本	24
表 3.2	产出萎缩程度的回归结果	30
表 3.3	消费萎缩程度的回归结果	32
表 3.4	产出萎缩持久度的回归结果	34
表 3.5	消费萎缩持久度的回归结果	36
表 3.6	发生银行危机可能性的 probit 估计	37
表 3.7	发生货币危机可能性的 probit 估计	39
表 3.8	发生银行、货币或者双重危机可能性的 probit 估计	39
表 3.A1	数据来源和定义	49
表 5.1	人口结构变化的作用，1998—2008 年	83
表 5.2	利率与人口结构变化的作用，1998—2008 年	83
表 5.3	财政政策的作用	85
表 5.4	劳动力和商品市场扭曲的效应	86
表 6.1	产出缺口与金融变量之间的相关性（相关系数）： 欧盟成员国，2004—2009 年	102

表 6.2	外国资本流入构成：波罗的海国家，2004—2009 年	103
表 6.3	信贷资产配置的变化：选取的北欧银行在集团和爱沙尼亚的 资产配置，2008 年第三季度至 2010 年第四季度	105
表 6.4	经周期调整的政府财政收支状况，2004—2010 年	107
表 6.5	欧盟基金对经周期调整后的政府财政收支状况的影响： 爱沙尼亚，2005—2010 年	107
表 6.6	欧盟新成员国的十大贸易伙伴进口的下降	109
表 6. A1	不同组别的国家和变量在危机中的变化	117
表 7.1	重要事件发生时期的指标，1998—2007 年	122
表 7.2	行政指导价和间接税对上年通胀的同比影响， 1999—2008 年	126
表 7.3	新成员国的政策困境	132
表 7.4	财政指标，2000—2009 年	138
表 8.1	欧元区被访者对问题的统一答案形式设计是：“在 × 区域 引入欧元时，对于以下项目，你切身体会到价格变化了 百分之几？”	146
表 8.2	选定区域的通胀率：欧元采用后和欧元采用前的 7 月	154
表 8.3	通向单一货币之路的名义升值/贬值	155
表 8.4	采用欧元前六个月和采用后十二个月的感受通胀和 实际 HICP	158
表 8.5	采用欧元时期的实际通胀和感受通胀：塞浦路斯、欧元区、 斯洛伐克和斯洛文尼亚	159
表 8.6	特定服务价格变化的统计数据：布拉迪斯拉发和布尔诺， 2008 年 7 月和 2009 年 7 月	160
表 8.7	肉片和煮土豆的价格变化分布：布拉迪斯拉发和布尔诺	161
表 8.8	女性理发的价格变化分布：布拉迪斯拉发和布尔诺	162
表 8.9	微观数据集的所有价格变化分布，2008 年 7 月— 2009 年 7 月	162
表 8.10	官方通胀数据与企业层面通胀数据的比较：布拉迪斯拉发、 布尔诺，与上年同比，2008 年 7 月—2009 年 7 月	163
表 8. A1	比较下列国家在欧元采用前 18 个月到前 6 个月的通胀	165

表 8. A2	比较下列国家在欧元采用前 30 个月到前 18 个月的通胀	166
表 8. A3	比较下列国家在欧元采用前 42 个月到前 30 个月的通胀	166
表 11.1	政府财政余额和债务, 2008—2009 年, 占 GDP 的比重	184
表 11.2	累计经常账户占 GDP 的比重, 1999—2008 年	185
表 11.3	人均收入和劳动生产率, 1998、2000 和 2008 年	187
表 11.4	潜在增长及构成, 1989—2008 年	189
表 11.5	增长的决定因素, 1995—2005 年	190
表 11.6	家庭单位, 占可支配收入的比重, 2000—2008 年	196
表 11.7	国内信贷, 占 GDP 的比重, 2000、2004 和 2008 年	196
表 11.8	四国的证券投资占总投资的比重, 2001 和 2008 年	197
表 12.1	欧盟各国财政框架的共同特征	207
表 13.1	救助办法综述	231
表 13.2	通过减记/逐步缓释以实现自我救助	236
表 13.3	通过将后备资金转为股东权益以实现自我救助	237
表 13.4	通过转换实现自我救助: 时间框架与转化率的决策者	239
表 15.1	瑞典的价格目标制	284
专栏表 15.1	通胀目标值和价格目标制的效应对比	271
专栏表 15.2	后视行为下的刺激效应	272
专栏表 15.3	较低的均衡通胀水平时的通胀目标制和价格目标制 之间的比较: 短期名义利率为负的时间占比	273

专栏

15.1	价格目标值与高通胀目标制, 以防止经济触碰零利率	270
15.2	通胀目标制和价格目标制下的再分配效应	277

1 序言

Miroslav Beblavý, David Cobham, L'udovit Ódor^①

本书汇集了2010年9月6日至8日在布拉迪斯拉发市召开的“欧元区金融危机”会议的学术成果。本次会议是由斯洛伐克国家银行主办，爱丁堡的赫瑞瓦特大学、布拉迪斯拉发市的国立考门斯基大学协办。会议期间，中央银行家、学者和欧洲政策制定者之间展开了激烈讨论，观点的集粹直接或间接地促进了本书的修订。本书所围绕的基本问题是：欧元区金融危机和未来经济大萧条的影响是什么？

本书自第二章开始切入正题。第二章，塞浦路斯的中央银行行长 Athanasios Orphanides 阐述了有关欧洲金融稳定的观点。本书的第一部分讲述了欧洲债务危机的经验。第三章，Thorvardur Olafsson 和 Thorarinn Petursson 分析了不同国家或地区的债务危机持续恶化的原因。第四章，Philip Lane 分析了爱尔兰的情形。第五章，Angel Gavilan、Pablo Hernandez de Cos、Juan F. Jimeno 和 Juan A. Rojas 对西班牙进行了研究。第六章，Aurelijus Dabusinskas 考察了波罗的海各国的情形。本书的第二部分主要涉及中东欧及东南欧国家加入欧元区。第七章，Biswajit Banerjee、Damjan Kozamernik 和 L'udovit Odor 分析了斯洛伐克和斯洛文尼亚两国加入欧元区的不同策略。第八章，Miroslav Beblavy 研究了斯洛伐克加入欧元区是否引起了该国物价的显著上涨（特别是非贸易的商品和服务价格）。奥地利央行行长诺沃特尼（Ewald Nowotny）和前捷克央行行长图马（Zdenek Tuma）、David Vavra 分别在第九章和第十章对中东欧和东南欧国家是否应该加入欧元区及如何加入的问题进行了探讨。^② 本书的第三部分对欧元区的未来进行了展望。

① 在此对会议的所有讨论者和参加者表示感谢，对斯洛伐克国民银行的 Martin Suster 对会议和对本书所作的贡献表示感谢。

② Tuma 博士未能参加会议但在之后不久友善地提交了自己的观点。

第十一章，Francesco Giavazzi 和 Luigi Spaventa 呼吁大家关注欧洲货币联盟内部（EMU）的经常项目赤字。第十二章，Daniele Franco 和 Stenfanía Zotteri 认为需通过国家财政制度来避免欧元区未来可能发生的危机。第十三章，Thomas F. Huertas 认为内部救助机制可以作为将来救助金融机构的一种备选方案。第十四章，Laurent Clerc 和 Benoit Mojon 回顾了自采用欧元以来欧元区货币政策实施的情况以及自危机发生以来欧元体系面临的挑战。第十五章，Boris Cournede 和 Diego Moccero 评估了价格目标制（相对于通胀目标制）对货币政策的操作及实施的贡献程度。随后，Wendy Cardin、Vitor Gaspar、Stefan Gerlach 和 Jacques Melitz（从第十六章到第十九章）对如何重新树立公众对欧元的信心作了论述。

本书各位作者的经历背景不同，但给出了一个共同认可的关键方案，除此之外，他们还提出五个重要观点。第一个论点就是重塑和加强欧盟的监管。在第二章，行长 Orphanides 认为，除了实施更好的审慎监管之外，监管的重点还应放在监管问题上，特别是危机的解决方案。经过此轮金融危机，欧元成员国及其金融体系暴露了自身的各种漏洞，直接导致了各国应对危机解决机制的混乱和低效，纳税人为此付出了巨大的代价。Orphanides 呼吁各国基于三大准则——限制道德风险、责任公平分担和成本效率——来建立统一的欧盟解决机制。

透视此轮危机可以发现，作为货币联盟的支柱之一的“不纾困”准则，仅是欧盟的一厢情愿，并不对金融机构和成员国形成可信的威胁。一些与会者认为这个问题需要解决，但并未对此达成一致。Huertas（第十三章）认为欧盟成员国不应救助大型金融机构，他提倡以内部救助代替外部救助：他提议以次级债务的形式为大型金融机构创造一种资本缓冲，次级债务可以在危机时自动转化为资本。这样，承担初级缓冲的就不是纳税人而是金融机构的债权人。在第十九章中 Melitz 认为，欧洲货币联盟的禁止救助计划已无存在必要。仿照美国的州政府的情形，欧盟成员国可进行政府违约，同时，政府政策应该限于制定和操作针对银行的审慎规则，这些政策的制定是以欧洲央行的最后贷款人职能为基础的。Gerlach 在第十八章认为，禁止救助原则是注定行不通的，同时他提出了一种会切实承诺救助但救助条件非常苛刻的机制。这一机制可暂时替代欧洲金融稳定安排（EFSF），有效地实现自动减记（20% ~ 30%），它的实现条件却十分苛