



中国金融四十人论坛书系
CHINA FINANCE 40 FORUM BOOKS

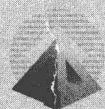
美债与欧债

拖累全球经济的孪生兄弟

陈元 谢平 钱颖一 ◎主编



中国经济出版社
CHINA ECONOMIC PUBLISHING HOUSE



中国金融四十人论坛书系
CHINA FINANCE 40 FORUM BOOKS

美债与欧债

拖累全球经济的孪生兄弟

陈元 谢平 钱颖一 ◎主编



中国经济出版社
CHINA ECONOMIC PUBLISHING HOUSE

北 京

图书在版编目 (CIP) 数据

美债与欧债：拖累全球经济的孪生兄弟/陈元，谢平，钱颖一主编

北京：中国经济出版社，2011.9

ISBN 978 - 7 - 5136 - 1019 - 3

I. ①美… II. ①陈… ②谢… III. ①债务危机—研究—世界 IV. ①F811.4

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2011) 第 185988 号

责任编辑 乔卫兵 李祥柱 徐品泓

责任印制 石星岳

封面设计 华子图文

出版发行 中国经济出版社

印刷者 三河市佳星印装有限公司

经销者 各地新华书店

开 本 710mm × 1000mm 1/16

印 张 24.5

字 数 330 千字

版 次 2011 年 9 月第 1 版

印 次 2011 年 9 月第 1 次

书 号 ISBN 978 - 7 - 5136 - 1019 - 3/F · 9016

定 价 48.00 元

中国经济出版社 网址 www.economyph.com 社址 北京市西城区百万庄北街 3 号 邮编 100037

本版图书如存在印装质量问题，请与本社发行中心联系调换 (联系电话：010 - 68319116)

版权所有 盗版必究 (举报电话：010 - 68359418 010 - 68319282)

国家版权局反盗版举报中心 (举报电话：12390)

服务热线：010 - 68344225 88386794

中国金融 40 人论坛书系编委会

- 主 任：**陈 元 国家开发银行董事长
谢 平 中国投资有限责任公司副总经理
钱颖一 清华大学经济管理学院院长
- 主 编：**管 涛 国家外汇管理局国际收支司司长
黄益平 北京大学国家发展研究院教授
魏加宁 国务院发展研究中心宏观经济部副部长
阎庆民 中国银行业监督管理委员会主席助理
袁 力 中国人寿保险股份有限公司董事长
钟 伟 北京师范大学金融研究中心主任
- 执行主编：**王海明 中国金融 40 人论坛秘书长
- 编 委：**廉 薇 欧阳觅剑
- 编 辑：**耿丽颖 郭 峰 姜 磊

目 录

第一章 美债困局

美国怎么了 / 3

巨额美债何去何从 / 9

美国债务问题的演进 / 16

理解美国联邦政府债务 / 29

第二章 欧债风云

欧债危机与欧元的生死考验 / 41

欧债问题是目前全球经济最大风险 / 56

欧债危机是典型的结构性危机 / 62

新一轮欧债危机的演进趋势与潜在冲击 / 75

CF40 双周圆桌：欧债危机的影响与前景 / 82



第三章 全球风险

- 美国主权信用评级下调的影响 / 105
- 美欧主权信用风暴折射深层次社会问题 / 113
- 疲弱的复苏、印刷的繁荣与扭曲的市场 / 116
- 全球经济复苏之路 / 134
- 警惕全球经济“二次探底” / 168
- 美联储推出 QE3 的可能性 / 175
- SFI 闭门研讨会：全球金融系统危与机 / 192

第四章 中国对策

- 认清风波性质 调控审慎平衡 / 207
- 不要低估美欧债务危机及对中国的影响 / 213
- 中国如何摆脱“美元陷阱” / 220
- 难以承受的外汇储备之重 / 222
- 外汇储备分散化不可冒进 / 228
- 中国开放格局面临调整 / 231
- CF40 双周圆桌：美欧债务困局与中国战略 / 243

第五章 长期战略

- 顶层设计和金融体制改革 / 265
- 中国的崛起和全球治理格局的新均衡 / 271

未来十年中国的国际责任 / 279

金砖国家国际金融实力提升对国际金融及治理的影响 / 288

将金融安全提升到国家安全战略层面 / 313

大国的挑战：2011—2020 年的中国 / 318

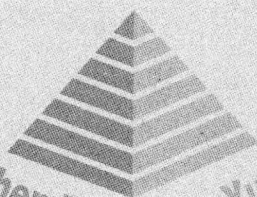
CF40 双周圆桌：国际金融新秩序与人民币国际化 / 348



中国金融四十人论坛
CHINA FINANCE 40 FORUM

第一章

美债困局



Chen Yuan Chen Yuan
Wu Xiaoling Wu Xiaoling
Qian Yingyi Qian Yingyi
Yi Gang Xie Ping Yi Gang Xie Ping
Zhu Min Qin Xiao Zhu Min Qin Xiao
Jiang Chaoliang Jiang Chaoliang
Li Ruogu Lin Yifu Li Ruogu Lin Yifu
Huang Qifan Hu Huaibang Huang Qifan Hu Huaibang
Yongding Lian Ping Yongding Lian Ping
Gaolian Guan Tao Gaolian Guan Tao
Fang Xinghai Jia Kang Fang Xinghai Jia Kang
Liu Chunhang Ba Shusong Bai Chongen
Shusong Bai Chongen Shusong Bai Chongen
Jianing Yan Qingmin Jianing Yan Qingmin
Zhou Daoxu Lu Lei Zhou Daoxu Lu Lei
Chen Chao Chen Chao
Liu Yong Liu Yong

美国怎么了

论坛特邀研究员 沈建光

在经历了长期的“拉锯战”之后，2011年8月2日美国总统奥巴马终于签署了提高美国债务上限和削减赤字法案，持续数月的美国债务上限和政府违约风险讨论看似告一段落。但是，短短几天之后，世界三大评级机构之一标准普尔将美国主权信用评级从AAA下调至AA+，又将全球金融市场与投资者信心拉向谷底。笔者认为，应该高度关注美国国债危机对中国的影响，从政策层面上，充分防范海外动荡对中国经济带来的风险。

政治斗争的悲剧

早在2008年美国总统选举前夕，美国诺贝尔奖得主、主流经济学家保罗·克鲁格曼推出了大作《美国怎么了？——一个自由主义者的良知》。

作为民主党政府的偏袒者，克鲁格曼将美国社会存在的问题归因于共和党人被保守派操持而变得极端右倾，背离了多数民众的福利诉求，造成了社会重心不断偏向极少数的富豪群体，加剧了社会阶层的两极分化。克鲁格曼认为，美国政府的主要作用是维护好社会稳定和社会公正，治愈美国病的药方便是向富人征税和建立覆盖全社会的医疗保障制度。

是的，克鲁格曼追求的“美国梦”令人向往。显然，他的主张在奥巴马当政期间，也得到了最为广泛的实施，医疗改革正是奥巴马在



任期间致力推进的重要改革。然而，时至今日，我们看到的却是，伴随着社会保障、医疗保险和社会福利等方面支出的迅速增长，美国社会正在面临高赤字带来的巨大困扰。过去十年中，美国债务与 GDP 之比直冲 90%。这样高的负债，对于一个国家、作为一个民族，是不可持续的。

如果正如克鲁格曼所言，过去美国社会存在的问题是共和党人被保守派操持而显得极端右倾，那么如今奥巴马推行的高福利政策，过度开支所造成的巨额的财政赤字问题，又何尝不带有“极端左倾”的倾向呢？奥巴马总统自就任以来，便一直立志于推行医疗法案，并加大了相关的财政开支。而在如今美国经济下滑、财政已入绝路之际，奥巴马并未在缩减医疗支出上作出承诺，这也意味着其将失去更多的政治资源。近期，奥巴马医疗保险改革法案中强制个人投保的关键条款已被美国一家联邦上诉法院裁定违反宪法。此时的民主党，已经从奥巴马入主白宫时控制参众两院，到其后失去了众议院的掌控权，现在来看，奥巴马 2012 年大选前景将变得不明朗。

可以想见，在面对 2012 年大选这场政治斗争中，国会两党为了获得各自利益团体的支持，将财政预算作为各自利益博弈的最主要平台，将缩减开支与税收政策是看作是关系到两党是否能获得大选的政治选票。“极左”与“极右”的斗争之下，2011—2012 年美国面临的具体问题，如国债上限上调问题、财政赤字能否缩减等经济问题，掺杂的政治色彩将会更加浓烈。而两党互不相让的态度使得财政问题无法寻得合理可行的解决之道，一再拖延之下，可以预见，未来关于债务上限的争论仍会频繁发生。

美国式“滞胀”

在经历了长期的“拉锯战”之后，2011 年 8 月 2 日美国总统奥巴马终于签署了提高美国债务上限和削减赤字法案，持续数月的美国债

务上限和政府违约风险讨论似乎暂告一段落。

这一法案内容包括：提高美国债务上限至少 2.1 万亿美元，在 10 年内削减赤字 2 万亿美元以上。法案分两部分执行，第一部分先提高债务上限 9000 亿美元，削减赤字 9170 亿美元。国会将成立一个特别委员会，在 2011 年 11 月底以前负责就第二部分债务上限与削减赤字额度与具体内容提出建议。

美国国会两党在最后关头通过上调债务上限，美国债务违约风险暂时解除。但在方案中，人们并未看到两党对于债务问题的根本解决之法，法案没有就如何缩减等实质内容达成一致，两党也没有看到双方妥协与共同努力，只是一种拖延的方式。这也就是为何两党即使在最后时刻达成提高债务上限的协议，标普仍然下调了美国主权信用评级的原因。

笔者认为，缓解美国债务问题，无疑只有两种选择，即削减赤字以及促进经济增长。但从经济增长方面来看，最近数据着实不太乐观。早前，美国商务部公布了美国 2011 年第二季度 GDP 仅增长 1.3%，同时将 2011 年第一季度 GDP 增长率由预估的 1.9% 大幅向下修正为 0.4%。二季度消费支出增幅仅 0.1%，达到两年来的最低水平。其中，美国汽车销量比前一季度下降 12.1%。虽然这一数据受到了日本地震引发全球供应链中断的滞后效应、汽油价格上升等原因的影响，无需过度悲观，但对于消费主导的美国社会来讲，国内消费不旺，失业率居高不下，房地产市场持续低迷，都显示了美国缺少经济增长动力的事实。

在削减赤字方面，显然一定的开源节流是必须的。但是，从“开源”来看，个人所得税、社会保险税和企业所得税对财政的贡献位列三甲，直接影响到美国年度财政收入总额。而金融危机以后，美国经济复苏缓慢，不太乐观的经济形势使得未来两年政府在个人所得税与企业所得税方面难以取得较大增长，财政收入出现迅速攀升的可能性不大。



美债与欧债——拖累全球经济的孪生兄弟

“节流”方面，如果美国在全球军事战略不变，军费开支很难削减。而社保与医保支出几乎占据了财政法定支出的全部份额，但由于保障制度一直是美国引以为傲之处，奥巴马上台后推出更多涉及医疗保障制度改革的支出，缩减面临来自民主党方面的较大阻力。因此，财政失衡是美国社会极严重的问题，就美国来讲，需要的不仅仅是提高债务上限，而是一场认真的、引导完全复苏的方向性改变。

总之，美国疲软的经济与财政状况相互影响，加之财政问题的解决又面临国内政治障碍，2011—2012 年美国前景十分悲观。笔者认为，未来美国经济的走向有两种可能。第一，美国由于大幅缩减财政开支，对经济增长造成严重冲击。美国存在“二次衰退”的风险，但由于经历过 2008 年金融危机以后，此时美国银行业与实体的抗风险能力好于当年，发生类似于 2008 年金融危机的可能性也不会很大；第二，美国更有可能出现“滞胀”的局面。2011 年 8 月 9 日，美联储召开新一轮议息会议，联储表态将长时间维持零利率。笔者认为，虽然美联储本次议息会议没有明确提及要进一步实施 QE3，但由于美国在财政政策方面，看不到其自救的其他方法。美国未来推出第三轮量化宽松，或者变相量化宽松政策的可能性仍然较大。这样看来，预计美

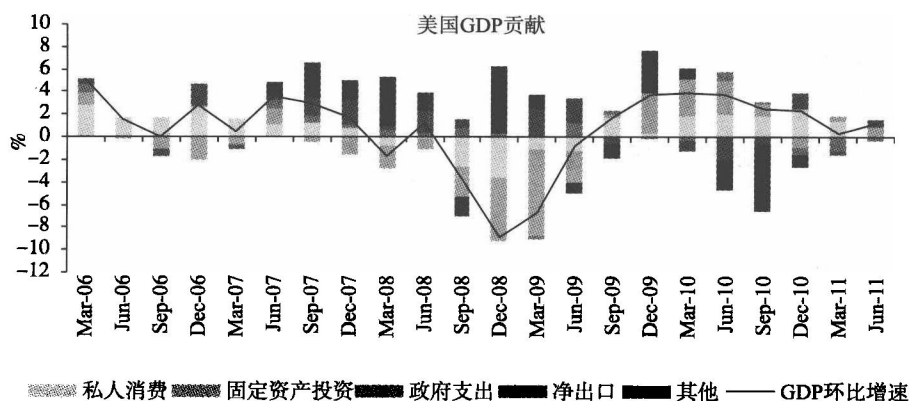


图 1 美国经济增长缺乏动力

资料来源：CEIC，瑞穗证券

国未来经济增长基本保持在1%~2%的水平，国内通胀压力加大之下，2011—2012年美国将处于“滞胀”阶段。

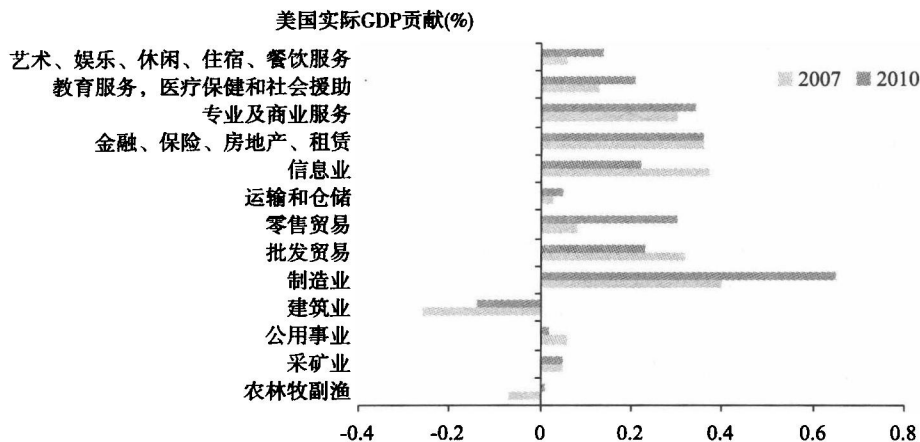


图2 制造业对美国经济的贡献显著提升

资料来源：CEIC，瑞穗证券

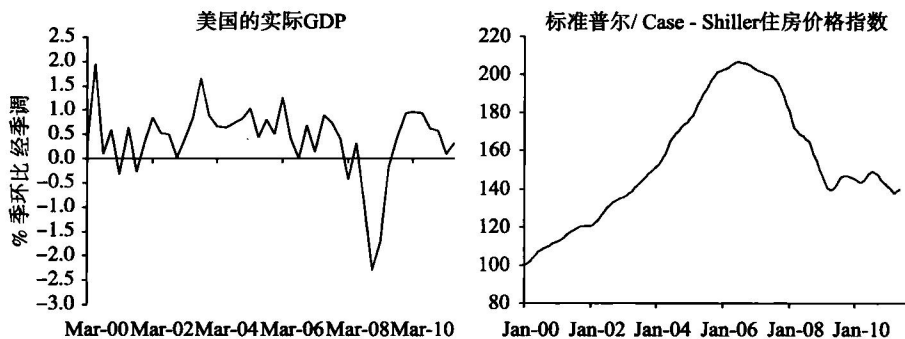


图3 美国第二季度GDP仅增长1.3%，房地产市场持续低迷

资料来源：CEIC，瑞穗证券



美债与欧债——拖累全球经济的孪生兄弟

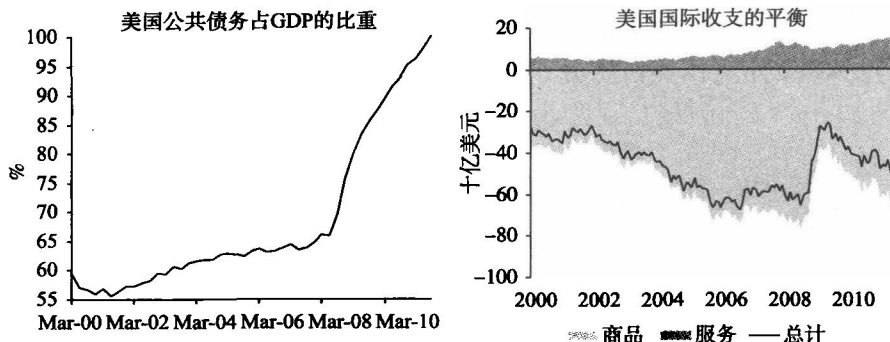


图4 过去十年中，美国债务与GDP之比直冲100%

资料来源：CEIC，瑞穗证券

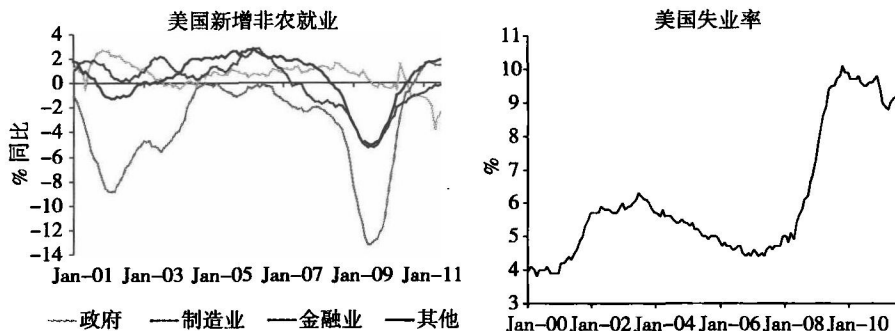


图5 美国失业率居高不下，主要分类中以制造业的就业改善较为明显

资料来源：CEIC，瑞穗证券

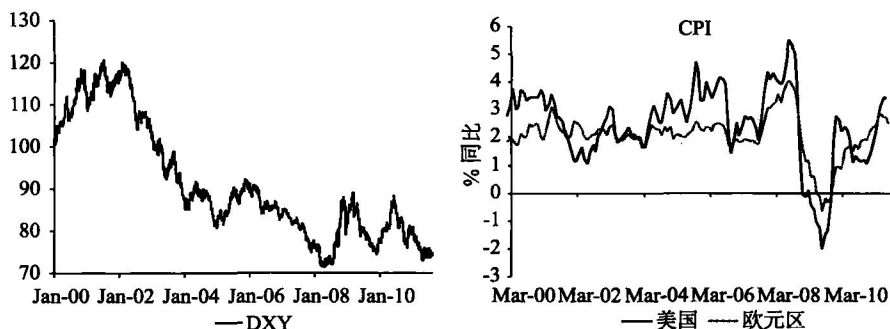


图6 美元持续走弱，通胀再攀新高

资料来源：CEIC，瑞穗证券

(2011-08-19)①

① 本书所有文尾标注时间皆为作者提供文稿的时间。

巨额美债何去何从

论坛特邀研究员 张 明

一波未平，一波又起。当金融市场仍纠结于卷土重来的欧债危机之时，美国国债也逐渐成为市场焦点。

2011年8月2日，美国总统奥巴马签署法案上调美国债务上限，这也是本轮提高美国政府债务上限的最后期限。如果在8月2日之前，美国政府与国会之间依然不能达成提高上限的协议，那么从理论上而言，美国政府将不能继续通过发债为财政支出融资，美国国债可能陷入技术性违约的局面。这无疑将对美国政府形象、全球金融市场稳定与世界经济增长造成重大冲击。

从经济层面来看，美元作为全球储备货币的地位足以帮助美国延缓甚至避免直接违约的结局。毕竟，美国政府举借的债务大多是以美元计价的，一旦美联储开动印钞机，再高水平的债务也都能迎刃而解。当然，通过印钞来稀释债务水平也并非是没有成本的，美国政府因此而付出的代价将包括：美国国内可能出现显著的通货膨胀、美联储实施独立货币政策的声誉受损、相应的美元大幅贬值将削弱美元地位、美国国债对全球投资者的吸引力下降等。然而，在全面权衡各方面利弊之后，美国政府仍有可能选择在中期内通过印钞来稀释政府债务。

因此，近期美国政府债务问题浮出水面，并非经济层面上高债务水平已经难以为继，而是由于政治方面的党派纷争所致。为限制美国政府过度举债，美国国会在特定时期内均会设置一个联邦债务上限，在本次提高之前，该上限为14.29亿美元。当联邦政府债务接近该上限时，美国政府就必须和国会达成协议以提高上限。自然，国债上限的



提高通常伴随着附加条件，占据了国会多数席位的党派就可以向政府施压，以贯彻自身的政治意图。

传统上来讲，在政治谱系上，美国民主党是中间偏左的，他们重视平民阶层的利益，并寻求通过建立一个“大政府”来保障平民阶层的利益。从财政收支方面来看，他们重视教育、医疗与社会保障等公共产品的供给，并号召通过“劫富济贫”式的税收体系来为财政支出融资。相比之下，美国共和党是中间偏右的。他们更加信奉自由市场的作用，认为政府应该仅仅扮演市场经济“守夜人”的角色，过度增税与过于优厚的社会福利会挫伤美国人的劳动积极性与创造力，因此应该通过削减财政支出来压缩政府规模。

当前民主党控制着美国政府与参议院，而共和党在众议院占据了多数席位。这就营造了两党在联邦债务问题上陷入僵局的环境。事实上，两党人士都承认，当前居高不下的财政赤字与政府债务未来将难以为继，必须通过努力降低财政赤字与政府债务的规模。争论的焦点在于究竟通过何种方式来压缩财政赤字。民主党认为应该通过增税，尤其是增加对富裕阶层的税收来平衡财政预算，他们反对大规模削减财政支出，尤其是养老与医疗方面的支出。与之针锋相对的是，共和党反对任何形式的增税，声称必须通过削减财政支出来平衡预算。而在社会保障、老年人医保（Medicare）与低收入阶层医保（Medicaid）等方面的应享权益支出，恰恰是美国财政赤字高居不下的罪魁祸首，必须予以削减。而在美国次贷危机爆发后突然崛起的茶党（Tea Party），更是成为当前国债问题的搅局者。作为政治谱系的极右方，他们反对任何企图扩大政府角色及影响力的努力，并不惜以损害美国经济复苏为代价。

为避免党派纷争损害国家利益，两党议员已就如何削减财政赤字问题展开了多轮紧锣密鼓的谈判。权衡成本收益之后，美国政府与国会最终在8月2日达成短期内提高国债上限的临时协议。虽然这一做法很难从根本上缓解市场对美国债务问题的担忧，美国政府债务上限问