



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

欧债的救赎

陈元 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

欧债的救赎

陈元 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

欧债的救赎/陈元, 钱颖一主编

北京: 中国经济出版社, 2012. 4

ISBN 978 - 7 - 5136 - 1462 - 7

I. ①欧… II. ①陈… ②钱… III. ①金融危机—研究—欧洲 IV. ①F835. 059

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2012) 第 040534 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 787mm × 1092mm 1/16

印 张 17.25

字 数 267 千字

版 次 2012 年 4 月第 1 版

印 次 2012 年 4 月第 1 次

书 号 ISBN 978 - 7 - 5136 - 1462 - 7/F · 9248

定 价 65.00 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



CHINA FINANCE 40 FORUM
中国金融四十人论坛

致力于夯实中国金融学术基础，探究金融界前沿课题，
引领金融理念突破与创新，推动中国金融改革与实践。

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

编 辑：欧阳觅剑 王 芳 耿丽颖 郭 峰

序 言

主权债危机并不是什么稀罕事。自主权债诞生以来，主权债危机就时不时会发生。2010年以来的欧洲主权债危机已持续两年多，它的冲击之所以那么大，影响之所以那么广，就在于这场危机关系到欧洲的命运和欧元的命运。

欧洲的命运、欧元的命运与欧洲的历史是密不可分的。

欧洲是一个复杂和奇妙的组合。古希腊人给欧洲带来了科学和民主，古罗马人给欧洲带来了法律，犹太人给欧洲带来了基督宗教的唯一真神，日耳曼人则把战士文化和对上帝的信仰奇怪地结合起来、演绎出了“骑士”及后来的“绅士”精神。这些组合构成了古典时期和中世纪欧洲文化的同一性。

近代以来，15世纪的文艺复兴开启了欧洲社会漫长的世俗化进程。16世纪的宗教改革则把欧洲分化为天主教欧洲和新教欧洲。文艺复兴和宗教改革彻底改变了欧洲的历史轨迹，但这两场运动都是往后看的，这是回归古典的运动。文艺复兴向往古希腊、古罗马的知识成就，渴望回到古典时期没有思想桎梏的非基督宗教的世界。宗教改革是要按照传教士保罗的解释把基督教带回到罗马化之前的世界。这两场要求回归古典的运动，有点像中国历史上春秋时期孔圣人提倡的“克己复礼”，回归周礼的运动，都是往后看、从历史上寻找思想源泉和精神高地。

但欧洲17世纪的科学革命、18世纪发端于法国的启蒙运动则是向前看、着眼未来、向往进步的运动。它使欧洲摆脱黑暗，以科学与理性取代宗教，重塑了欧洲的文明。在欧洲开始放眼未来、赋予文明新内涵并出版编撰了数部充满思想火花和科学精神的《百科全书》时，中国仍沉迷在古典中，在乾隆皇帝的皇恩浩荡下以编撰《四库全书》之名，行文字狱之实。这使中国与欧洲从近代开始走向了进步与落后的截然不同的不归路。

欧洲历史文化的多元发展在近代并没有出现逆转。当法国的启蒙运动进



行地如火如荼之际，德国的浪漫主义则大行其道。与崇尚理性的启蒙主义不同，浪漫主义崇尚的是情感、文化、民族主义和自由解放。

从文化脉络的演变可以清晰地看出，欧洲文化既有同一的基础（古希腊、古罗马文化与基督宗教），又有多元的传统（新教与天主教、理性主义与浪漫主义），这种对立与统一给欧洲带来了活力与生命力，但也带来了长期的分裂与战争。历史文化的演变注定了欧洲分裂与战争的宿命。

从政治意识及社会结构的演变来看，古希腊向欧洲输出了直接民主制，古罗马在全盛时期建立了共和制。罗马帝国覆灭之后，尽管日耳曼人在古罗马废墟上建立了封建制，但这种封建制从一开始就不同于东方的封建专制。在欧洲的封建制下，统治者与被统治者之间是一种不成文的契约关系，而不是东方的人身依附关系。正是这种契约关系奠定了欧洲的财产权保护制度，明确了统治者与被统治者间基本的财产关系，即“风可进、雨可进，国王不能进”。这与东方根深蒂固的“普天之下，莫非王土，率土之滨，莫非王臣”的帝王对国民财产权、人身权的绝对垄断是两个完全不同的版本。英国 1688 年的光荣革命之所以“光荣”，除了没有流一滴血以外，还因为这场革命强化了国王对债务承诺的信誉。

欧洲的这种财产关系确立了欧洲债权保护和财产权保护的历史基础。国王可以征税，在税收不够时还可以发债，还不起债时可以违约，但绝不能肆无忌惮、为所欲为地剥夺公民（包括贵族和平民）的财产权。这也是为什么在欧洲主权债危机最严重时，当境内的中国人在为欧洲债务危机寝食不安时，去欧洲旅游的国人却发现，当地人似乎过得挺安逸。即使在风暴中心的希腊，除了雅典街头的暴乱，其他地方也并没有强烈的危机气氛。这就要拜欧洲财产权保护之福了。主权债危机是政府的危机，并不是百姓的危机。政府破产，与百姓何干？在债务关系及财产关系上政府与百姓的分野是清楚的，正像圣经中讲的：“撒旦的归撒旦，天主的归天主”。政府与百姓在财产上可以井水不犯河水。

当代欧洲人建设的欧盟工程就像 17 世纪的科学革命、18 世纪的启蒙运动一样是向前看的工程。它是基于对欧洲历史的深刻认识和反省，希望通过这一巨大工程打破欧洲分裂与战争的宿命，实现欧洲的长期和平与繁荣。欧元是这一工程的一个重要组成部分。欧盟的建设从 1957 年的煤钢共同体开始，

到1999年欧元诞生——统一货币达到高潮。

从欧盟工程建设来看，统一货币并不是欧盟建设的终极目标。统一货币后，自然还需统一财政，统一财政又为统一政治打下了基础。欧盟如果沿着这条道路走下去并取得了成功，那么欧洲就可以走出分裂与战争的宿命，创造全新的欧洲历史。

然而在欧盟的工程还只进行到统一货币这一阶段时，欧债危机爆发了。欧债危机表面上是财政危机，本质上是欧盟的结构性危机。在统一的货币区内，天主教与新教的分野是清晰的，罗马化文化与日耳曼文化的差异也是明显的。这种内在的历史文化差异是本，制度安排上的缺陷是标。制度安排上的缺陷恶化了历史文化差异带来的竞争力的差异。在统一货币下，南欧人享受了北欧人的利率而增加了债务，北欧人享受了南欧人的汇率而增强了出口竞争力。市场定价的错误进一步鼓励了南欧人尽情举债消费，北欧人辛勤工作大量出口。财政不统一又为引爆危机埋下了导火线。因此，探讨欧债危机的成因很重要，只有找出成因，才能对症下药。欧元并不是引发欧债危机的根源，欧元解体也就不是解决欧债危机的良药。

欧债危机后，欧盟及欧洲央行采取了许多有效措施，包括设立救助基金、提供流动性支持、推动财政一体化等。救助基金救了希腊、爱尔兰、葡萄牙，欧洲央行的流动性安排（包括二轮三年期再融资操作）救了欧元区银行，财政一体化进程将挽救整个欧元工程。到目前为止，欧债危机已缓解，下一步的解决方案也逐渐清晰。

但欧债危机缓解并不意味着危机的彻底化解。因为欧元区成员国间几千年形成的文化差异及当前各国在竞争力上的差异难以在短期内弥合，目前化解危机的措施还不足以解决这些结构性问题。另外，历史的经验告诉我们债务的偿付除了违约外，就得靠经济增长。在人口老化、劳动生产率提升缓慢的欧元区，要在漫长的去杠杆化过程中实现经济的可持续增长是一项长期的工程。况且财政一体化的推进还有许多不确定性，政治一体化更是遥遥无期。因此，欧债危机短期将逐步缓解，但危机并未结束，前路仍然坎坷，欧洲要打破历史的宿命还有漫长的道路要走。

金融四十人论坛从欧债危机一开始就关注和跟踪欧债危机，对欧债危机的起源、影响及解决方案进行过许多有价值的探讨。欧债危机暴露了欧盟的



欧债的救赎

一些深层次问题，但并不表明欧洲的彻底没落。探讨欧债危机并不是多管闲事，也不仅仅是为了保护我们的欧元资产这种铜臭事。在债权保护和财产权保护、国富与民富、尊重历史与创造未来的辩证关系上，欧洲的很多经验与教训还需当今的中国人认真思考。在这个意义上，金融四十人论坛对欧债的探讨已超越了问题本身，是很有历史和现实意义的。

尹 弘

论坛理事、中国人寿资产管理有限公司董事长

2012年3月12日

目 录

序言	(1)
----------	-----

第一章 欧洲债务危机溯源

欧洲的问题究竟出在哪里	(3)
欧债危机凸显欧元区制度设计的根本缺陷	(11)
这次全球经济风险和 2008 年有何不同	(20)
欧元会否重蹈 1992 年欧洲汇率体系覆辙	(23)
CF40 双周圆桌：探析欧债危机爆发的原因	(37)

第二章 危机拖累世界经济

债务危机、金融危机和金融压抑	(47)
新一轮欧债危机的演进与潜在冲击	(58)
欧洲危机深化致全球经济低迷	(64)
警惕全球经济“二次探底”	(78)
CF40 双周圆桌：欧债危机下变化中的世界经济	(84)

第三章 欧洲深陷债务泥沼

2012：比 2009 更复杂的一年	(101)
欧元区的真正考验在 2013 年	(117)
欧洲危机恶化可能导致实体经济危机	(120)



欧债的救赎

欧元将“置之死地而后生”	(125)
CF40 双周圆桌：欧债危机背景下的二次衰退风险	(133)

第四章 未来能否绝处逢生

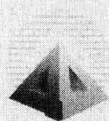
欧债危机的前景展望	(145)
欧债危机的解决方案	(161)
欧元区应有更多的危机反思意识	(164)
欧洲共同债权可行性分析	(167)
危机边缘徘徊 倒逼措施出台	(171)
CF40 双周圆桌：欧债危机的前景与出路	(183)

第五章 危机下的中国对策

2012，备战危机	(201)
增援欧洲恰逢其时	(217)
中国不会为欧元区纾困	(220)
美欧债务风险下的中国应对	(222)
金融危机后的中国金融基础性改革	(228)
CF40 双周圆桌：债务问题的演进及中国金融战略	(241)

附录一 中国金融 40 人论坛简介	259
-------------------------	-----

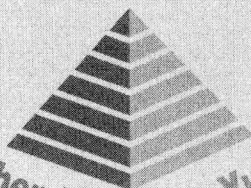
附录二 中国金融 40 人论坛组织架构与成员名单 (2012 年)	261
---	-----



中国金融四十人论坛
CHINA FINANCE 40 FORUM

第一章

欧洲债务危机溯源



Chen Yuan Chen Yuan
Wu Xiaoling Wu Xiaoling
Qian Yingyi Qian Yingyi
Yi Gang Xie Ping Yi Gang Xie Ping
Jiang Chaoliang Jiang Chaoliang
Zhu Min Qin Xiao Zhu Min Qin Xiao
Li Ruogu Lin Yifu Li Ruogu Lin Yifu
Huang Qifan Hu Huabang Huang Qifan Hu Huabang
Yu Yongding Lian Ping Yu Yongding Lian Ping
Gaolian Guan Tao Gaolian Guan Tao
Wei Hua Fan Wenzhong Wei Hua Fan Wenzhong
Ma Wei Hua Fan Wenzhong Ma Wei Hua Fan Wenzhong
Li Jiang Fang Xinghai Jia Kang Li Jiang Fang Xinghai Jia Kang
Liao Jinpu Li Fuan Liu Chunhang Qi Bin Liao Jinpu Li Fuan Liu Chunhang Qi Bin
Long Guoqiang Ba Shusong Bai Chongen Long Guoqiang Ba Shusong Bai Chongen
Zhang Tao Zhou Daoxu Lu Lei Zhang Tao Zhou Daoxu Lu Lei
Hongbin Chen Chao Hongbin Chen Chao
Liu Yong Liu Yong
Xu Gang Xu Gang

欧洲的问题究竟出在哪里

论坛理事 缪建民

2010年我去欧洲希腊、西班牙、葡萄牙三国进行了调研，回来后对欧债问题一直在跟踪，把握了基本脉络，后来又看了大量的参考文献，在此基础上写出了《欧元的使命与挑战》这本书。我们对欧洲、欧元问题不像对美国、美元问题关心那么多，因为自布雷顿森林体系以后，全球金融一直是由美国及美元主导，这驱使我们更多地关注美国、美元问题，关注华尔街的动态，对欧洲金融市场、金融体系，包括1999年后诞生的欧元关注得不够多。《欧元的使命与挑战》从文化、历史的角度比较完整地阐述了欧洲货币体系的演变。

2011年5月，我访问了法国和东欧的波兰、捷克，对欧洲问题又有一点新的认识。2010年我们去欧洲调研正好赶上欧债危机高峰期。抵达希腊的时候，正好赶上5月4日希腊工会大罢工。2011年5月8日到法国，也是欧债危机再次恶化、市场十分动荡的时候。在此，我把这次调研的一些新的体会与大家一同分享。

欧元区并不完全符合最优通货区理论

上世纪中叶之前的100年间，欧洲经历了三场大的战争，普法战争及第一次和第二次世界大战。这三场战争给欧洲带来了巨大灾难，给欧洲人民造成了巨大创伤，促使欧洲政治家和社会精英吸取历史教训，推动欧洲的政治、经济、货币一体化。以统一、和平、协调的欧洲来代替分裂、战争、复仇的欧洲。货币一体化是欧洲政治经济一体化的一部分。在某种意义上，货币一体化的实践走到了理论之前。以前关于货币一体化的理论主要是蒙代尔的最优通货区理论。最优通货区理论是以生产要素完全自由流动为前提，以要素



的自由流动代替汇率的浮动。但实际上欧盟内部生产要素并不能完全自由、充分流动，特别是劳动力——由于语言、文化、生活习惯、搬迁成本等因素——不能完全自由流动。现在德国的失业率已经低于金融危机之前的水平，但西班牙的失业率仍高达 20%。由于生产要素不能完全自由流动，在固定汇率下，只有通过内部要素价格调整来纠正外部的不平衡。但这个过程是十分痛苦的。这在欧债危机爆发后的一年多来暴露得十分充分。欧元区成员国竞争力的差异及要素并不能完全自由流动，使欧元区并不符合最优通货区的条件。但这并不能阻止欧元的诞生。

欧元的诞生带有重大政治使命。上世纪九十年代初东西德统一以后，法国人感觉到没有建立统一的货币联盟，就无法约束德国。当时马克是欧洲的锚定货币，如果没有统一的欧洲央行，德国央行就会变成事实上的欧洲央行。与其让德国央行变成欧洲央行，还不如建立真正的欧洲央行实行集体决策。在 1992—1993 年欧洲货币体系危机期间，德国央行的作用及风格充分印证了这个观点。

欧洲经济与货币联盟成立后，欧洲经济经历了一个趋同的过程，就是核心欧洲和非核心欧洲在经济上的趋同。最初发起成立欧元区的 11 国，及后来加入欧元区的成员国，按照《马斯特里赫特条约》的趋同要求做了很多工作，经济上的趋同得以实现。但随着欧元区的扩大，核心欧洲与非核心欧洲的分化又逐步显现了，在这次全球金融危机中得到了充分暴露，最终演变成了主权债务危机。

欧洲主权债危机：由流动性危机演变为债务可持续性问题

希腊债务危机在 2009 年底爆发，2010 年 4—5 月形势迅速恶化。2010 年 5 月 1 日由欧盟和国际货币基金组织给希腊提供 1100 亿欧元援助。在危机高峰期的 2010 年 5 月 6 日，道琼斯指数一度下跌 998.5 点，是华尔街历史上单日跌幅最大的一天。2010 年 5 月 7 日欧盟召开紧急峰会，经过紧张讨论，于 5 月 9 日宣布欧盟和国际货币基金组织建立 7500 亿欧元的欧洲金融稳定机制对债务危机国家进行救助，但同时要求希腊等国家紧缩财政。到 2010 年底，欧盟和国际货币基金组织又对爱尔兰进行了 850 亿欧元的救助，2011 年 5 月 16

日则批准了对葡萄牙的 780 亿欧元救助。2011 年是欧洲主权债务危机爆发一周年。2010 年的救助解决了主权债的流动性危机，但是没有解决产生危机的根源。一年来希腊尽管采取了紧缩措施，但经济连续三年衰退，债务占 GDP 比例在 2010 年底达到 143%，到 2012 年底将达到 159%。预算赤字在 2010 年底占 GDP 达 10.5%。紧缩了一年后，老百姓勒紧了裤腰带，但减少赤字和债务比例没有达到预期目标，使债务危机演变成债务的可持续性问题的，开始被市场高度关注。

希腊不会退出欧元区

2011 年 5 月 9 日，考虑到希腊债务的可持续问题，标普将希腊主权评级降到 B，危机之前希腊的主权评级是 A-。目前希腊两年期国债收益率超过 25%，十年期国债收益率超过 15%。在欧盟和国际货币基金组织对希腊进行救助时，希腊十年期国债收益率在 7% 左右。救助一年以后，国债收益率不是更低，而是更高了。2011 年 5 月 4 日德国《镜报》放风说希腊要退出欧元区，造成随后几天股市、汇市、大宗商品市场大幅度动荡。如果希腊真的退出欧元区，振荡会非常大，而且还会传染到西班牙、葡萄牙、爱尔兰。实际上希腊是不可能退出欧元区的。希腊退出欧元区，等于是政治和经济上的自杀。这意味着本币大幅度贬值，外债大幅度升值，银行被挤兑，银行体系甚至崩溃。但《镜报》放风造成的市场动荡对希腊有利。随后 5 月 6 日欧元区财长开会研究希腊债务问题时，市场动荡对这些财长构成了压力。希腊目前的要求是延长救助期限、增加新的救助、降低救助利率。欧盟和 IMF 最初救助希腊的贷款利率是 5%，现在降到 4%，希腊还要求进一步降低。欧元区核心国家，比如法国，认为降低利率是可以接受的。欧盟是通过欧洲金融稳定机制（EFSM）发债筹集救助资金。发债由六个 AAA 级欧盟国家担保，发债的市场利率百分之三点几，所以援助贷款的利率从 4% 降到 3% 多一点也是没有问题的，纳税人没有掏钱，政治上也就可行。

欧洲主权债危机本质上是欧盟货币一体化的副作用

以希腊为主的南欧国家主权债危机可以说是欧盟货币一体化的副作用。



第一，货币一体化之初，成员国之间利差大幅缩小。加入欧元区以后，南欧国家和德国同期限国债收益率之差在金融危机之前的相当长时间内都在 50 个基点以内，意大利与德国国债利差有一段时间几乎降至零。这表明市场定价发生了错误，把希腊、西班牙、爱尔兰、葡萄牙的信用等同于德国的信用。由于定价错误，在廉价资金下，南欧国家借债过度，造成债务泡沫和房地产泡沫。第二，实行单一货币，货币不能贬值，同时债务不能货币化。尽管这些南欧国家债务占 GDP 比例很高，但整个欧元区与美国相比债务占 GDP 的比例不算很高。但美国为什么没有债务危机？就是因为债务货币化。在量化宽松政策下，美国国债的 80% 是由美联储购买的，所以有人担心 QE2 结束以后，美国国债市场会有很大动荡，因为没有投资者可以替代联储。第三，南欧国家工资等要素价格调整缓慢。欧元区实行的是固定利率，按照最优通货区理论，要素自由流动可以代替汇率的调整，但是非核心区南欧国家不仅劳动力等要素不能完全自由流动，要素价格调整也很慢，导致这些国家加入欧元区后实际有效汇率上升，经常账户盈余状况及财政状况恶化。另外，成员国之间的文化差异、财政政策多样性和货币政策单一性之间难以协调，使成员国经济由最初的趋同转向分化。在债务不能货币化、财政支付不能转移、货币不能贬值的情况下，债务危机表现为流动性危机。欧元区成员国中，拉丁-地中海天主教欧洲和日耳曼-北方新教欧洲文化上差异很大，像希腊、西班牙、法国南部、意大利生活都很休闲，而北方新教地区则完全不一样。德国人家里厨房都要放一个时钟，做菜几点钟开始，几点做完，哪几道程序，不同菜用不同的锅，几点钟必须完成等等，这种严谨、有序的文化和地中海文化反差太大了。文化差异决定了竞争力差异，在固定汇率机制下造成了欧元区内部经济严重失衡。

要从经济和政治两个角度来看待欧债危机

在目前情况下，欧元区并不是一个最优通货区，债务危机是货币联盟结构性缺陷的暴露。但是，正因为债务危机是欧洲货币一体化的副作用，所以要从巩固政治及经济-货币联盟的角度对待债务危机，不能简单地仅从经济角度来分析。第一轮救助解决了流动性危机，推动了成员国结构性改革，加