



# 目 录

|          |     |
|----------|-----|
| 序言 ..... | (1) |
|----------|-----|

## 第一章 欧债危机与全球衰退

|                             |      |
|-----------------------------|------|
| 危机的政治经济和欧洲一体化 .....         | (3)  |
| 欧洲危机、全球衰退以及中国和美国的不确定性 ..... | (12) |
| 中国已成为了一个真正的超级大国吗 .....      | (16) |

## 第二章 汇率与再平衡

|                              |      |
|------------------------------|------|
| 降低中美外部失衡 .....               | (27) |
| 新兴市场汇率政策与全球失衡 .....          | (35) |
| 消费复苏与中国经济再平衡 .....           | (41) |
| 实现中国经济再平衡:远非仅仅是人民币汇率政策 ..... | (57) |
| 对中国经常项目顺差中长期变动趋势的预测分析 .....  | (63) |
| 汇率管制下的人民币国际化 .....           | (76) |

## 第三章 人民币与美元的国际角色

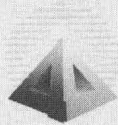
|                             |       |
|-----------------------------|-------|
| 利率市场化和人民币的国际角色 .....        | (97)  |
| 为何人民币会在未来十五年内成为国际储备货币 ..... | (102) |
| 升值预期与跨境贸易人民币结算 .....        | (110) |
| 全球失衡、储蓄不足与流动性过剩 .....       | (120) |
| 香港:下一步在哪 .....              | (125) |

## 第四章 货币和信贷政策

|                         |       |
|-------------------------|-------|
| 资本流入、信贷扩张及其风险 .....     | (133) |
| 常规或非常规货币政策的运用及局限性 ..... | (148) |



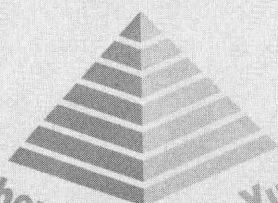
|                                           |       |
|-------------------------------------------|-------|
| 货币政策、资产负债表和资产价格 .....                     | (160) |
| 中国房地产价格泡沫:一个新的假设 .....                    | (180) |
| 盛筵难再:货币长周期的逻辑 .....                       | (185) |
| <b>第五章 危机之后的监管改革</b>                      |       |
| 危机后的金融监管及其改革 .....                        | (197) |
| 迈向一个更加均衡的国际货币体系 .....                     | (204) |
| 金融结构、系统脆弱性和金融监管 .....                     | (208) |
| 维护金融稳定需“既见树木又见森林” .....                   | (224) |
| 巴塞尔协议Ⅲ在中国的实施:差别与优势 .....                  | (230) |
| 金融监管改革:一个不断发展的再平衡过程 .....                 | (241) |
| <b>第六章 中美两国的责任与对策</b>                     |       |
| 中国与世界经济 .....                             | (255) |
| 人民币国际化对中国经济转型影响初探 .....                   | (259) |
| 中国金融改革:需要进一步放松管制 .....                    | (273) |
| <b>附录:中国金融四十人论坛组织架构与成员名单(2012年)</b> ..... | (281) |



中国金融四十人论坛  
CHINA FINANCE 40 FORUM

## 第一章

# 欧债危机与全球衰退



Chen Yuan  
Wu Xiaoling  
Qian Yingyi  
Yi Gang  
Jiang Chaoliang  
Zhu Min  
Li Ruogu  
Huang Qifan  
Yongding  
Gaolian  
Lian Ping  
Fang Xinghai  
Fuan Liu  
Ba Shusong  
Jianing  
Tao Zhou  
Ding Zhijie  
Chen Chao  
Xu Gang  
Mingchun



# 危机的政治经济和欧洲一体化

PIIE 研究员 雅各布·柯克加德<sup>①</sup>

**摘要:**在欧洲当前的多个危机中,其核心在于欧元区的错误制度设计以及需要在货币一体化的基础上配合经济和财政的一体化。因而解决欧洲问题最主要的障碍是政治方面的,主要围绕着欧元区成员国把更多的国家主权让出来,形成一个更为紧密的同盟体。自 2010 年初开始不断反复的金融危机显示,一旦欧洲处于灾难的边缘,那么向一体化靠近的政治意愿就会增强。当前的危机也有利于促进欧洲一体化进程。

当事情变得极为糟糕的时候……那些看来不可能的解决之道也变为可能了。正因为如此,危机其实也是一种机遇,欧洲总是在危机中向前行。有时候你需要为一些决策施加一些必要的压力。<sup>②</sup>

——德国财长 沃尔夫冈·朔伊布勒 (2011)

## 引言

欧洲一体化肇始于德法之间政治上的和平协议,这项体制产生于 20 世纪 50 年代,并逐渐扩展到欧洲经济体的每一方面,最终成为当今重要的欧洲经济区,在货币、贸易和竞争性政策上成为一体,欧盟(EU)本质上是一个政治项目。以政治为核心目的也意味着欧盟的运作以及欧盟区成员国在当前经济危机上的交互必须是在政治经济的框架下进行分析。以效率最大化理论如最优货币区<sup>③</sup>或宏观经济增长模型来评估欧盟的行动以及进程都可能导致错误的结论。实际并非如此,比如有人认为欧元区还远未达到最优的货

<sup>①</sup> 本文基于 PIIE 前期的一些出版物而成,特别是 Kirkegaard(2012a 和 2012b)、Bergsten 和 Kirkegaard(2012),还有大量在 2010—2012 年只发表于 RealTime Economics 网站的出版物,网址:<http://www.piie.com/realtime/>,由 Stete Weissmann 编辑。

<sup>②</sup> 发表于路透网评论,网址:<http://www.reuters.com/article/2011/12114/us-europe-merkel-schaeuble-idUSTRE7BD0IU20111214>。

<sup>③</sup> 这里的最优货币区理论与蒙代尔(1961)、麦金农(1963)、凯南(1969)的开创性贡献相关联,重要的先驱者是弗里德曼(1953)和米德(1957)。



币区,因而务实的政治选择不应该支持统一货币。

欧元区债务危机中显示,那些民选出来的欧盟领导人在面临巨大和紧迫的政治与经济失败压力时,仍支持欧元和保持欧洲一体化进程。为推动欧洲一体化,严重的经济和政治危机以及非凡的政治时期是很有必要的。

本文分为三个部分:第一部分强调说明现今的欧元区债务危机可以追溯到 20 世纪 90 年代的一场政治妥协,在那时签订了马斯特里赫特条约,组成了一个错误的经济和货币联盟;第二部分描述了欧洲的政策制定者如何在危机来临时做出一些边缘政策(political brinkmanship)的决定;第三部分简要提出了一些并未解决的改革议程,这些对于欧元区的领导人而言非常重要,如果他们想治理这些长期以来的制度缺陷。

### 危机诊断以及我们怎么走到这个地步

对欧元区债务危机的共识目前尚少,引发了对危机分析、研究和解决途径的不休争论。在某种程度上,这彰显了欧元区债务危机的复杂性和波及范围之广。事实上,欧元区债务危机是由一系列相互交错、相互加强的危机构成的。就赤字来说,希腊政府因无力偿债而面临严重的财政危机,但是却波及了所有欧元区南部国家。就贸易、货币和宏观经济来看,欧元区外围面临严重的竞争力危机,表现为危机前的大规模持续经常项目赤字。而欧元区内部的经常项目不均衡则更为严重。就金融层面看,爱尔兰最先出现银行业危机,随后危机通过资本不足的大型金融机构扩散开来。

然而,欧元区面临的首要危机是其制度设计造成的政治经济危机。因为在 20 世纪 90 年代建立之初,欧元区就缺乏维持金融稳定以及在危机中恢复信心的核心架构。此次危机暴露了欧元区建设的不完善性。

关于欧洲货币一体化的设想始于 1970 年,当时的维也纳公告<sup>①</sup>为 1980 年成立欧洲货币共同体提出了具体的三步构想。为了建立货币共同体,欧盟成员国需要逐渐增加经济和财政领域的合作,同时降低汇率波动并最终坚持这些决策。然而,后来布雷顿森林体系的崩溃和 20 世纪 70 年代的石油危机使维也纳公约中的计划化为泡影。随着 1979 年欧洲货币体系的建立和欧洲内部市场的繁荣,欧洲的政治家们于 20 世纪 80 年代中期重新将欧洲货币共同体的建立提上日程。1989 年的德洛尔公告<sup>②</sup>为 1999 年欧洲货币共同体的建立提出了设想,随后欧洲各国逐渐增进经济领域协调,通过签订各国的财政约束条款、统一货币和建立独立的欧洲央行实现了欧洲货币一体化。

虽然欧洲货币共同体的历史背景深厚,但是 1990 年 10 月德国的意外统一却推动了

<sup>①</sup> 详见 [http://aei.pitt.edu/1002/1/monetary\\_werner\\_final.pdf](http://aei.pitt.edu/1002/1/monetary_werner_final.pdf)。

<sup>②</sup> 经济货币联盟研究委员会,欧洲共同市场经济货币联盟报告,1989 年 4 月 17 日,详见 [http://aei.pitt.edu/1007/1/monetary\\_delors.pdf](http://aei.pitt.edu/1007/1/monetary_delors.pdf)。

马斯特里赫特条约<sup>①</sup>的签署,这一条约为今天的欧元区提供了法律基础并描绘了细致的框架。随着西德和法国政治、经济地位平等性的失去,法国总统密特朗和德国总理赫尔穆特·科尔共同提出了马斯特里赫特条约以促进包括德法在内的欧洲各国加入这个经济货币联盟,巩固欧洲统一。

欧元区希望能在1999年发行欧元。在这一政治意图的驱使下,欧元区架构的建立依赖于不断的政策妥协而并非理论严谨、严格的规章制度。之前维也纳和德洛尔公约中已经对欧洲货币共同体的架构有所规定,指出为了维持共同体的稳定,需要对成员国的行为进行必要限制。然而,受欧洲政治因素所限,这一目标付诸东流。

欧洲一些国家如保加利亚、德国、波兰和意大利等仍然按照本国的方式来行事<sup>②</sup>。因此,欧盟未能通过纳税的方式来建立统一的中央财政体系。欧洲各国也都不愿意将本国主权让与欧盟以实现欧盟内部的国家经济一体化。因此,欧元区的设计者们只能建立了一个缺乏应对区域经济问题和重振成员国信心的权威财政机构的货币区。

而欧元区建国之间的经济立场差异也使得欧元区未能建立一套强硬、客观的标准来约束其成员国。由于欧元区的建立不能没有欧洲第三大经济体意大利,虽然其负债累累,也不能没有欧盟总部所在地比利时,所以两国从建立伊始就成为了欧元区的成员国。因此,1999年欧元区正式成立时,其成员国间的经济差异巨大,其一体化程度也远不及当初维也纳和德洛尔公约中设想的那样。即便如此,欧洲的政客们还是背离了经济学法则,在完全不可行的情况下,于差异巨大的成员国之间建立了欧洲货币共同体。2003年—2004年,在德国和法国的政治斡旋中,欧元区成员国间本就缺乏的信用和财政政策间的协调被严重破坏。

由于不断地走捷径以实现政治目标,2005年,欧元区已经成了一个成员国间差异巨大、缺乏财政核心和预算约束条款,甚至没有实质性经济融合进程的庞大组织。起先,这些问题都不算问题,因为所有成员国的私人金融市场的融资成本都下降到了德国的低利率水平<sup>③</sup>。风险定价失败的严重后果是可想而知的,欧元区外围国家的政府可以不顾本国的经济状况,以低成本的方式融资。从此,公共和私人债务剧增,从欧元区建立之初一直增长到2008年全球金融危机的顶峰。欧元区成立的十几年来,对成员国风险的误评堆积如山。当全球金融危机到来、2009年希腊经济状况出现严重高估后,欧元区的设计框架也就真正成为了“只能同安乐不能共患难”的货币(fair-weather currency)。

① 马斯特里赫特条约:修订了建立欧洲经济联盟的条约并着力于建立欧共体的条款,1992年2月7日,详见 <http://www.eurotreaties.com/maastrichtec.pdf>。

② 该问题在 Kirkegaard(2010b)进行了深入讨论,详见 <http://www.pii.eu/publications/pb/pb10-25.pdf>。

③ 本文不对引入欧元后第一年,私人投资者对信用风险在欧元区主权债市场中做出持续、巨大错误定价的原因进行推测。



## 通过政治边缘政策解决欧元区危机

2008 年入秋以来,横亘在欧元区领导人面前的任务已经远不止于维持金融稳定性、财政可持续性和地区性经济增长。各国在应对危机的同时,还要忙于修正欧元区的制度缺陷。这一过程需要成员国将自身的主权部分让位于超过国家的欧盟水平,而这一让位已在欧洲一体化的 60 年中出现过。

尽管欧洲各国的主权让位程度已经远大于世界任何其他地区,但是除非形势所迫,欧洲各成员国并不想再将本国主权让与欧盟半点。

如第一部分所述,我们已经了解了欧元区是如何被不负责任的政治家们建立起来,又是在如何在缺乏有约束力的经济、财政和政治制度的前提下成为一个薄弱的货币体系的。我们也知道了,以为通过建立统一的货币体系就可以保障欧洲经济、财政和政治一体化稳固进行的“火车头理论”是多么的天真。未来欧洲的政治和实体经济的一体化并不能主动融合。欧洲各成员国无法自发就一个统一的规则达成一致,这一规则会进一步限制其财政权利,并且将欧洲债券的发行合法化或实现国家财政间的彻底转移。

事实上,2005 年欧洲宪章<sup>①</sup>的流产已经昭示着欧洲一体化深化并触及了主权国家的核心权利,欧洲民众已经提出以公投的方式来行使权利。因此,通过精英阶层主导的欧洲一体化进程已经结束<sup>②</sup>。

在全球金融危机和希腊违约的冲击下,单纯的货币统一已经不够完善,也不能在目前的欧洲一体化程度上继续维系。欧洲的各国领导现在要么放弃统一货币,要么实行“非常政治危机时期”的强硬手段来强行推进欧洲货币一体化制度的完善。欧洲的领导人被前面的所有结果推向了第二条路。

然而,即使是 2010 年以来的非常政治危机时期,欧洲各国仍旧不愿意将主权交出,也不愿意着手解决欧元区的问题(包括在加入欧元区前没能解决的本国经济问题)。即使在欧元区内部,代表们也不想将在主权国家中的财政权力移交他人。因此,已经有人再三强调通过边缘政策来迫使国家交出权力。

对于“边缘政策”的定义有多种,但是从本质上来说,这是一种通过将危险的处境推向灾难“边缘”以迫使反对者让步的政治策略。托马斯·谢林曾经将这一政策描述为“通过操纵战争的风险,一人越过危险的边界并拉着对手与他一道陷入危险。”可以看出,这种策略本身就伴随着风险,因此没有不可预见性的因素、危机和相应的市场动荡是不可能成功的。

从 2010 年开始欧盟领导人们在持续的危机和欧盟解体的潜在“灾难场景”下进行的

---

① 条约草案见:<http://european-convention.eu.int/docs/Treaty/cv00850.en03.pdf>。

② 虽然 2005 版的欧洲宪章已经进行了修订,但可能并没对全球金融或者随后的希腊主权债务危机在更宽泛的欧元区经济体内的影响进行专门的区分。欧元区在 2009 年后制度的缺乏并不是欧洲宪章失败的部分原因。

峰会已经将欧元的“财政一体化”、国家内部紧缩和系统改革项目推到了政治框架的可行范围之外。经过危机前的尝试,我们知道,从政治角度讲,欧洲委员会想要拥有现在这样的财政监督权利是不可能的。建立一套类似欧洲永久援助基金这样的财政稳定机制是不可行的,而西班牙和意大利的劳动力市场在过去数十年间也仍然毫无改善。正如 2008 年美国需要某天让道琼斯指数下跌 600 ~ 700 来促使不良资产援助计划获得通过一样,欧洲也需要借危机之机进行改革。

2010 年依赖欧债危机的风险管理俨然成了欧洲中央银行、欧洲边缘经济体(希腊、葡萄牙、爱尔兰,甚至也包括意大利和西班牙)、德国(以及其他 AAA 评级国家)以及世界其他地区通过 IMF 参与的一场博弈。为了弄清这些政治策略是如何在危机“边缘”相互作用的,首先要澄清以下几点:首先,欧洲的领导人都是实用主义者,他们深知欧元区的崩溃会给每个国家带来政治上与经济上的灾难,因此谁也不愿意看到欧元区走向毁灭;其次,欧洲本身的资源足以将自己从危机中解救出来,但是柏林、法兰克福、巴黎、罗马、雅典及其他政府的首脑总是希望在所有的对策中找到对自己最有力的那个,同时他们希望 IMF 作为世界其他地区的代理人可以尽可能多的为这次危机买单;最后,欧元区是一个独特的混合政治体,其所有成员国均是半主权国家,因此与之前经历过危机的主权国家面对着不同的约束条件。

尽管如此,欧债危机的解决对于欧洲央行这个 2010 年以来的危机管理者的意义远超过其他任何参与方。欧洲央行之前一直备受责难,人们指责它未能及时采取有效措施以稳定动荡的金融市场,并且也没能称职地成为欧洲各国政府的最后借贷人。

但是作为欧洲共同货币的管理者,欧洲央行并不像英格兰银行、日本银行或美联储那样是独立的中央银行。在欧洲范围内,没有一个政府与欧洲银行对应,其背后 17 国政府所有权给予了这家银行更大的政治自由度。这就是为什么在研究欧洲中央银行的时候需要抛开数百年来对国家中央银行研究的经典见解。

2008—2009 年的危机期间,美国和英国的中央银行(如 2001 年日本中央银行被迫扩张经常项目一样)被迫采取了鲍威尔准则这种大规模市场重振手段来恢复信心,并为其他政府和财政官员制定长期应对措施赢得时间。这已经是一种司空见惯的“中央银行危机应对法则”。中央银行总是在危机爆发时通过货币政策干预市场,然后坐等政府官员接手下一步的工作。

然而,欧洲央行面对的独特挑战使得它没有在特定政策背景下果断采取这种措施的条件。由于相应欧洲中央政府部门或财政机构的缺乏,欧洲中央银行只能在危机中充当桥梁的作用,指导合适的监管者能够接手长期对策。事实上,欧洲中央银行应该利用自身的这个权力优势扮成可靠的地区性危机行动者,迫使当选的欧洲领导人采取行动来改变欧洲的机制并应对长期的经济挑战。

欧洲中央银行的首要打算不应该是尽快结束危机求得稳定,而是借危机爆发的机会,通过市场恐慌和欧元区领导人所犯的错误,在欧元区面临崩溃、领导者们想法一致的背景下,迫使决策者们完成平时不愿完成的欧元区体制和架构改革。欧洲中央银行的领



领导者的首要担忧不应该是欧元区的短期增长或者就业情况,甚至不是欧元区中期的通货膨胀率,而是解决“政治道德风险”和对各国领导人的无作为的担忧。因此,只有当欧元区各国政府同时采取合适措施的时候,欧洲中央银行才能答应为欧元区金融市场的稳定赢取时间和买单。

这一让步条件首先出现在了2010年5月对希腊的首次紧急援助中。在标准的IMF形式的项目中,希腊要想获得财政援助,必须答应采取长期的经济改革。但是这并非博弈的关键所在,真正的关键在于欧洲中央银行和欧元区的各国政府。这一博弈中,欧洲中央银行可以在欧元区各国政府答应建立一套暂时性欧洲金融稳定援助计划<sup>①</sup>并着手稳固其金融系统的前提下,开始建立其市场保障项目并开始购买边缘国家的债券<sup>②</sup>。

2011年夏天,金融危机从希腊、葡萄牙和爱尔兰蔓延到欧元区具有系统重要性的西班牙和意大利,欧元区领导者在讨论削减希腊私人部门主权信用<sup>③</sup>时,让步条件再次出现。随着希腊和西班牙利率的飙升,欧洲中央银行主席特里谢及其接任者德拉吉分别于2011年8月4日和5日给意大利和西班牙首相写了两封密信<sup>④</sup>。在欧洲央行的两封密信中,只有一封到了贝卢斯科尼手中,随后公之于众<sup>⑤</sup>,但是我们从欧盟监察专员那里得知,还有一封信被送到了当时的西班牙首相萨派特罗手中<sup>⑥</sup>。两任欧洲中央银行主席均在信中直截了当地对意大利首相指出:“欧洲中央银行认为当前意大利政府的首要任务就是采取措施恢复投资者的信心”。在信中,两任主席为意大利提出了十余条可行的经济改革措施。与其他央行不同的是,欧洲中央银行的主席可以直接对当政的政治领导人提出自己的政治诉求。

更具深刻意义的是,在2011年意大利总理贝卢斯科尼没能有效实施欧洲央行的改革措施后,欧洲央行暂停了在二级市场对意大利政府债券的购买。这使得意大利国内利率不断上升,并最终造成了总理贝卢斯科尼失去支持并于2011年11月12日黯然辞职。在政府债券岌岌可危,欧元区濒临崩溃的背景下,2011年秋季欧洲央行通过拒绝援助的方式向欧洲各国政府表现了其迫使政府领导者采取行动的能力和决心。

2011年12月,欧洲央行和欧元区领导者之间的让步第三次出现,当时欧洲债务危机

---

① 见欧洲央行证券市场计划(SMP)成立新闻发布会:<http://www.ecb.int/press/pr/date/2010/html/pr100510.en.html>。欧洲央行管理委员会的让步条件十分明确:“这项决定的前提是欧元区各国政府采取一切可能措施来实现本年和未来数年的财政减赤目标,个别政府还需额外做出承诺以加快稳固财政和保持其稳定运行。”

② 见 Kirkegaard (2010a) 2010年5月大谈判的深度讨论。

③ 2011年7月21日的欧元区峰会上正式提出了债户互换。见峰会声明:[http://www.consilium.europa.eu/uedocs/cms\\_data/docs/pressdata/en/ec/123978.pdf](http://www.consilium.europa.eu/uedocs/cms_data/docs/pressdata/en/ec/123978.pdf)。

④ 欧洲央行并未公布证券市场计划(SMP)中购买的主权债券的崩溃,但是法兰克福在2011年8月5日到12日期间共买入220亿欧元主权债,为SMP期间单周买入最多,详见欧洲央行在两日的财政报告:<http://www.ecb.int/press/pr/wfs/2011/html/index.en.html>。

⑤ 信息源自意大利报纸 Corriere Della Sera,报道详见:[http://www.corriere.it/economia/11\\_settembre\\_29/trichet\\_draghi\\_inglese\\_304a5fle-ae59-11e0-ae06-4da866778017.shtml?fr=correlati](http://www.corriere.it/economia/11_settembre_29/trichet_draghi_inglese_304a5fle-ae59-11e0-ae06-4da866778017.shtml?fr=correlati)。

⑥ 见2012年3月12日西班牙报纸 El Mundo 刊登的欧盟监察员对西班牙国民质询的答复:<http://www.elmundo.es/elmundo/2012/03/12/economia/1331548808.html>。

已经病入膏肓,人们普遍担忧毁灭性的信贷紧缩,欧元区债务危机已经到了迫使各国政府对其体制进行大换血的紧急时刻。在2011年12月9日的多国峰会上<sup>①</sup>,欧元区各国首脑同意实行一项新的财政协议,以通过调整经常项目和加强中央财政监管力度<sup>②</sup>来迫使各国限制其财政政策,同时还提出要提升长久性紧急援助基金的规模<sup>③</sup>和其援助时间<sup>④</sup>。

这是一次长足的改革,可以在未来有效地抑制各成员国的财政主权,并且提供了财政稳定的长久政策工具(比如在危机中实施援助)。同时,作为对欧洲中央银行援助的报答,马里奥领导的意大利政府和马里亚诺领导的西班牙政府除了签订两个新的条约外,还应国会的要求开始紧缩财政并实行国民产值和劳动力市场的结构性改革。2011年12月8日,欧洲央行向欧洲各国央行发行了其3年期、1%的流动性援助,之后在2011年12月和2012年2月通过标售发行了一万亿欧元的长期债券<sup>⑤</sup>。

这可能是欧洲央行第一次如此全面地审视其资产负债表,以此重整欧元区的金融稳定。此举的金融和经济影响尚待观察。然而,确凿无疑的是,自2011年12月以来,欧债危机的严重性有所缓解,这说明欧洲央行的行动具有很强的稳定作用。

不同于美国和英国,当2008年9月雷曼兄弟这样的公司破产后有大量的央行援助,在欧洲政治经济体对长期欧元区危机采取有效的系统性解决方案前,欧洲央行并未给予危机以物质性援助<sup>⑥</sup>。因此,当前的欧洲央行只是为未来2~3年内欧洲银行系统获得足够的资本充足率和欧洲各国政府获得充足的流动率开启了“机会之窗”,并维系着未来欧元区长期的体制和框架的改革决心。

## 欧元区的未来出路

自2011年夏天开始,许多举足轻重的国家接连受到影响,在这一危急时期,欧元区危机可能已经成为自1989年以来欧洲地区影响最深远的政治事件。这场危机及其与政治边缘政策的相关进程,迫使欧元区政治领导人开始正视本国货币联盟基础设计上的缺陷,并且大力整顿本国僵化的国民经济。不管这些国家取得了怎样的实质性进展,在本文写作时,有一点是明确的:欧洲仍然面临着迫切且巨大的根本性改革需求。由于这些

① 见欧洲峰会声明:[http://www.consilium.europa.eu/uedocs/cms\\_data/docs/pressdata/en/ec/126658.pdf](http://www.consilium.europa.eu/uedocs/cms_data/docs/pressdata/en/ec/126658.pdf)。

② 见《经济货币联盟稳定、协调和治理条约》正文:[http://european-council.europa.eu/media/639235/st00tscg26\\_en12.pdf](http://european-council.europa.eu/media/639235/st00tscg26_en12.pdf)。

③ 文章写作时,欧元区领导人正计划在3月30~31日的财政部长会议上讨论欧洲稳定机制的合理规模(当前为5000亿欧元)。作者认为,各方会将稳定机制的规模提高到7000亿~7500亿欧元。

④ 见《欧洲稳定机制建立条约》:[http://www.european-council.europa.eu/media/582311/05-tesm2\\_en12.pdf](http://www.european-council.europa.eu/media/582311/05-tesm2_en12.pdf)。

⑤ 见2011年12月8日欧洲央行报告:<http://www.ecb.int/press/pressconf/2011/html/is111208.en.html>。

⑥ 应当注意,用GDP百分比衡量时,2008年欧洲央行、英格兰银行和美联储的资产负债表扩充规模是基本相同的。欧洲央行从欧元区GDP的16%扩充为31%,英格兰银行从7%到21%,美联储从6%到19%。共同点是2008年第三季度到2011年第四季度的季度GDP。



改革首先本质是政治改革,所以在很多方面,改革的后续结果依旧严峻。

有几项短期议程是不言而喻的。首先,欧元区显然需要完善其“金融防火墙”,首先在欧元区(扩大 EFSF/ESM 的规模)进行一系列的动作,G20 承诺向 IMF 组织额外资金才有望在 2012 年的夏天完成。其次,欧元区很有可能在 2012 年底向希腊提供额外资金(如授权第三救助),虽然顺利实施 IMF 目前的计划看来并不太可能。继 2012 年 2 月希腊债务充足发生以来,这个议题几乎成为全希腊纳税人和欧元区其他国家纳税人之间的矛盾,与相对有限的市场外溢有关。第三,欧元区需要敦促爱尔兰和葡萄牙回到私人市场融资上来,这个过程很可能需要欧元区给予这两国财政援助。爱尔兰采取的是利用国家救助银行承兑票据(白条)进行优惠再融资的形式,而葡萄牙则利用其他欧元区提供的资金扩展 IMF 项目,但是没有 PSI(希腊私人债权人参与计划)。第四,外围正在进行的结构性经济改革需要继续,并且明确首先扩大到法国。第五,欧元区银行系统的资本重组必须加快,以避免产生依赖欧洲央行流动性的“僵尸”银行。

更重要的是,欧元区就扩大其体制框架需要一个更长远的计划。有三点非常重要。一是欧元区需要深化银行业的整合,当前政府救助国家银行的潜在 ESM 资金间接解决系统以及仅仅通过欧洲银行业管理局(EBA)“协调”银行监管是远远不够的。需要有一个联邦欧元区存款保险计划(欧元 - FDIC)和单一的银行监管和决议权来替换原有的旧系统。二是欧元区需要继续推进债务双向化(例如:欧洲债券)。这需要非常精心地进行一系列筹划,全部欧元区成员国(或者至少那些希望加入未来欧洲债券的国家)必须递交一份严格的共同财政规则,毫不含糊地恢复本国的财政偿债能力以及努力向欧元区国家债务股票平均值靠近(这是新财政条约的意图所在)。欧元区成员必须提交一份更为全面的共同指导规则,指导其制定未来国家级支出和税收征管(这是新“欧洲学期”和“欧洲附加条约”的意图)。只有完善了这些国家财政主权的额外限制,加上他们一贯秉持的经验,在长远看来,债务连带责任制在政治上是可行的。最后也是最重要的一点就是,欧元区必须启动政治进程,额外的直接民主合法性将由各国转移到欧元区。如若不进行这样的转移,2010 年初开始的超国家欧元区权力大扩张将无法长期合法。此外,不赋予欧洲主要机构额外的民主合法性——也许通过泛欧洲议会直接普遍选举的形式选择欧盟委员会和欧盟理事会主席——想要实质性地扩大利用这些可用中央机构的资源也是不可能的。

总的来说,当前欧洲领导人所面临的经济和政治改革与一体化进程依然十分艰巨。然而,经历过 2010 年初的一切,混淆政治边缘政策并导致金融市场波动和共同货币的消亡是一个错误。正是因为完成欧洲一体化需要对成员国主权进行前所未有的转换,现今,此危机十分严峻,并且依然会是未来欧洲政治进程的一个重要组成部分。

### 【参考文献】

- [1] Bergsten, C. F. and J. F. Kirkegaard (2012) The Coming Resolution of the European

- Crisis. Peterson Institute Policy Brief 12 – 01, Washington, D. C.
- [2] Friedman M. (1953), Essays in Positive Economics, University of Chicago Press.
- [3] Kenen, P. B. (1969), The Optimum Currency Area: An Eclectic View, In Mundell and Swoboda, (eds.), Monetary Problems of the International Economy, Chicago: University of Chicago Press.
- [4] Kirkegaard, J. F. (2010a). In Defense of Europe's Grand Bargain. Peterson Institute Policy Brief 10 – 14, Washington, D. C.
- [5] Kirkegaard, J. F. (2010b). Will It Be Brussels, Berlin, or Financial Markets that Check Moral Hazard in Europe's Bailout Union? Most Likely the Latter! Peterson Institute Policy Brief 10 – 25, Washington, D. C.
- [6] McKinnon, R. I. (September 1963), Optimum Currency Areas. American Economic Review, Vol. 52 pp. 717 – 725.
- [7] Meade, J. E., (1957) The Balance of Payments Problems of a European Free Trade Area, The Economic Journal, Vol. 67, pp. 379 – 96.
- [8] Mundell, R. A. (1961), A Theory of Optimum Currency Areas. American Economic Review, Vol. 51, pp. 657 – 665.

*Note: All websites accessed on March 23rd 2012.*



## 欧洲危机、全球衰退以及 中国和美国的不确定性

CF40 理事 廖建民

**摘要:**2012年,世界经济形势仍将十分复杂和严峻。欧债危机形势仍可能不断反复,欧洲经济面临温和衰退。美国经济可能将会维持缓慢复苏态势,但经济的上行风险并不显著。新兴市场经济增速下降,全球经济整体面临一定下行的风险。中国经济有望逐步回稳,“硬着陆”的风险基本可以排除,地方政府债务问题也有望得到逐步化解。全球经济在缓慢复苏的过程中正在寻求新的平衡,各国政府应继续加强合作与协调,共同推动全球经济的复苏和发展。

2012年,世界经济形势仍将十分复杂和严峻。欧洲能否走出债务危机的阴影,全球经济能否实现较快增长,美国经济能否较强劲复苏,中国经济能否成功实现“软着陆”,这些都是市场十分关注的问题。下面主要从四个方面来谈一下我们对当前经济形势的一些看法和理解。

### 欧洲:从应对危机转向推动经济增长

从2011年10月份以来,有关希腊债务危机的第二轮救助方案迟迟未获通过,导致市场担忧情绪有所上升。近期,在确定了PSI条款等相关细节后,希腊政府、欧盟、IMF以及相关组织已经基本达成一致意见。经欧盟各成员国批准后,针对希腊的第二轮救助将会很快得到实施。在获得约1300亿欧元的救助后,希腊在短期内将避免出现名义上的违约。但由于希腊经济衰退,即使获得救助,其债务占GDP比例仍居高难下。因此,未来希腊或需要第三轮救助,甚至还会发生违约。

2012年2月29日,欧洲央行实施了第二轮LTRO操作,以1%的低利率向欧洲800家银行提供了近5300亿欧元的流动性。加之此前第一轮LTRO操作,欧洲央行已经累计向欧洲银行体系注入超过1万亿欧元的流动性。这不仅极大缓解了欧洲银行业流动性紧张的局面,同时也为债务危机的解决创造了有利的条件,并使得欧洲银行业出现系统性风险的可能性有所降低。

这些都是欧洲正在出现的积极变化,但欧洲经济本身却难以乐观。欧债问题对于欧洲经济的负面冲击不可避免,2012 年欧盟出现温和衰退将是大概率事件。欧债危机一方面直接导致相关国家财政状况恶化,政府的增收减支进一步加剧了经济的衰退。另一方面,欧洲银行业大量持有危机国家的国债,潜在的违约风险使得资产被大幅减记,并导致银行资本不足,信贷扩张受限,严重制约了整体经济的复苏。根据 Bloomberg 的预测,2012 年欧元区 17 国 GDP 将同比下滑 0.4%,这将是继 2009 年以来欧元区经济再次出现收缩。

欧债危机不仅暴露出欧元区在制度设计上的结构性缺陷,而且暴露了南欧国家竞争力不足的问题。2012 年 1 月,在欧盟峰会上的绝大多数国家对财政新约达成了基本共识,表明欧盟在推行制度性改革方面已经开始了新的努力和尝试,但制度的完善将是一个更加长期和复杂的过程。而债务问题的最终解决要靠经济增长,现在欧洲应把注意力从应对危机转向推动经济增长。

### 全球:原油价格上涨带来新的不确定

受到欧洲经济温和衰退,美国经济温和复苏,新兴市场增速下降的影响,2012 年全球经济增长面临一定下行的风险,对此大家已经有了比较充分的预期。但近期,全球原油价格的大幅上涨可能将给全球经济带来新的不确定因素,这一点值得我们保持高度关注。

2012 年以来,国际原油价格在较短时间内出现了较大上涨。截至 3 月 5 日,美国 WTI 原油价格为每桶 107 美元,2012 年以来的涨幅为 7.73%,英国北海 BRENT 原油价格为每桶 123 美元,2012 年以来的涨幅更是达到了 15.98%。其中,BRENT 油价在年内一度达到每桶 127 美元的水平,超过 2011 年日本大地震后的高点,创出一年以来的新高,并在逐步接近 2008 年危机前 147 美元的历史最高价。

国际原油价格的大幅上涨一方面受到美国经济回暖的影响,原油需求增长预期有所上升,发达国家连续实施的大规模定量宽松货币政策也对油价产生了推动作用,但更大的推动因素来自于地缘政治不稳定对原油供给的影响。2011 年初以来,北非部分国家出现社会动荡,并逐步波及包括中东在内的区域内其他国家,导致地区局势陷入不稳定。进入 2012 年后,地处中东核心区域的叙利亚,国家内部矛盾不断恶化,伊朗的局势也持续紧张。作为世界最大的产油区,中东地缘政治出现的不稳定局面使得全球原油供给面临重大不确定因素。未来,中东地区的紧张局势可能进一步上升,原油价格因此面临较大的上涨压力。

作为最重要的战略资源和大宗商品,原油价格的大幅上涨将对全球经济增长和通胀带来不可忽视的潜在压力。国际能源署(IEA)的研究结果表明,原油价格每上涨 10 美元,将导致 OECD 国家 GDP 增速降低 0.4 个百分点,而通胀水平提高 0.5~0.6 个百分点。由于新兴市场国家单位 GDP 原油耗费量更高,经济受到油价上涨的冲击更大。其



中,油价每上涨 10 美元将导致中国 GDP 增速下降 0.8 个百分点,而美国 GDP 增速仅下降 0.3 个百分点。

目前,全球经济正处于复苏阶段,原油价格大幅上升所产生的负面影响可能将更加明显。OECD 组织最新的研究结果显示,如果原油价格维持在目前的高位,2012 年 OECD 国家经济增速将下降 0.5 个百分点,而通胀水平将上升 0.75 个百分点。因此,对于油价上升带来的不利影响,市场应该做好充分的准备。

### 美国:经济缓慢复苏

近期,美国经济出现了一些积极的变化。2011 年第四季度,美国 GDP 增速达到 3.0%,经济增速逐季提高,经济回升的迹象趋于明显。2012 年 3 月份,美国失业率降至 8.2%,为 2008 年金融危机以来的最低水平。美国房地产市场也出现企稳的迹象,房地产市场的稳定将是美国经济复苏的重要因素。另外,银行信贷开始扩张,这也有利于经济复苏。

但是,在这些乐观的数字背后,美国经济的复苏还存在一些不确定的因素,主要有以下三个方面:

第一,私人部门的去杠杆化尚未结束。一方面,房地产市场和就业市场的低迷使得美国家庭部门收入和支出增长乏力,资产负债的调整相对缓慢。另一方面,美国非金融企业持有的现金规模已经超过危机前的水平,但企业扩张投资的意愿仍显不足,对经济前景缺乏信心。

第二,宽松货币政策的效果趋于减弱。尽管美联储曾经暗示将继续推出新的量化宽松政策,进一步刺激美国经济的增长,但观察前几轮政策的效果可以发现,定量宽松政策对美国经济刺激的边际作用趋于减弱,而其可能产生的负面影响正在被大家更多地关注。

第三,财政政策扩张的空间受到限制。财政政策通常被用作反周期的工具,但美国政府公共债务的大幅增加以及较高的财政赤字,使得财政政策扩张的空间受到限制,而政治方面的摩擦进一步制约了财政政策的作用。

总的来看,美国经济可能将会维持缓慢复苏的趋势,但未来几年可能处于一个相对较低的增长区间,经济的上行风险并不显著。

### 中国:经济增长趋稳

目前,国际上认为中国经济最大的不确定性在于中国经济是否能够实现“软着陆”。2011 年以来,有国外的学者提出中国经济“崩溃论”的观点,预言中国房地产市场泡沫即将破灭,地方政府即将出现债务危机,引起了广泛的关注。从 2011 年的数据来看,中国经济确实出现了一些回调。2011 年 GDP 增长 9.2%,较 2010 年的 10.4% 下降 1.2 个百