

银行和金融热点问题系列丛书

SERIES OF BANKING AND FINANCIAL INSTITUTIONS

主权债务危机

经济新常态与新型贫困



SOVEREIGN DEBT CRISIS

The New Normal and the Newly Poor



[美] 迪米特里斯·N.肖拉法◎著

胡恒松 马红 李静◎译



经济管理出版社

ECONOMY & MANAGEMENT PUBLISHING HOUSE

河北金融学院学术著作出版基金资助项目

2017年河北省社科基金项目：新常态下地方政府债务融资问题化解路径研究（HB17YJ050）

主权债务危机

经济新常态与新型贫困



SOVEREIGN DEBT CRISIS
The New Normal and the Newly Poor



[美] 迪米特里斯·N.肖拉法◎著
胡恒松 马红 李静◎译



经济管理出版社
ECONOMY & MANAGEMENT PUBLISHING HOUSE

北京市版权局著作权合同登记：图字：01-2017-9119 号

Sovereign Debt Crisis: The New Normal and the Newly Poor

© 2011 by Dimitris N. Chorafas

First published in English by Palgrave Macmillan, a division of Macmillan Publishers Limited under the title Sovereign Debt Crisis by Dimitris N. Chorafas. This edition has been translated and published under licence from Palgrave Macmillan. The author has asserted his right to be identified as the author of this Work.

Simplified Chinese translation © 2018 by Economy & Management Publishing House arranged with Palgrave Macmillan.

All rights reserved.

图书在版编目 (CIP) 数据

主权债务危机/(美) 迪米特里斯·N.肖拉法著; 胡恒松, 马红, 李静译. —北京: 经济管理出版社, 2017.6

ISBN 978-7-5096-5147-6

I. ①主… II. ①迪… ②胡… ③马… ④李… III. ①债务危机—研究 IV. ①F810.45

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2017) 第 126716 号

组稿编辑: 申桂萍

责任编辑: 杨国强 张瑞军

责任印制: 黄章平

责任校对: 雨 千

出版发行: 经济管理出版社

(北京市海淀区北蜂窝 8 号中雅大厦 11 层 100038)

网 址: www.E-mp.com.cn

电 话: (010) 51915602

印 刷: 玉田县昊达印刷有限公司

经 销: 新华书店

开 本: 720mm × 1000mm/16

印 张: 17.5

字 数: 275 千字

版 次: 2018 年 1 月第 1 版 2018 年 1 月第 1 次印刷

书 号: ISBN 978-7-5096-5147-6

定 价: 78.00 元

·版权所有 翻印必究·

凡购本社图书, 如有印装错误, 由本社读者服务部负责调换。

联系地址: 北京阜外月坛北小街 2 号

电话: (010) 68022974 邮编: 100836

序

当前，中国经济已由高速转至中高速增长阶段，结构性减速为转变经济发展方式、调整经济结构带来了新的动力与空间。与此同时，中国宏观经济的发展仍面临诸多问题，其中政府债务乱象尤为突出，亟待改善。胡恒松博士是河北金融学院副教授，中国人民大学经济学院博士后，先后任职于申万宏源、兴业证券等多家金融机构，对于政府债务融资相关领域拥有丰富的理论与实践经验。胡恒松的译著《主权债务危机——经济新常态与新型贫困》即将由经济管理出版社出版，旨在以欧债危机为鉴，为我国防范债务风险、规避金融危机提供参考，可谓是为必要与及时的。因此，当收到为之题写序言的邀请时，我便欣然命笔。

本书的原著作者迪米特里斯·肖拉法（Dimitris N. Chorafas）是国际知名管理咨询大师、美国天主教大学教员。自1961年开始，他就为金融机构和公司企业提供咨询建议，其著作多达150余本，在世界范围内均广受欢迎。本书的研究围绕欧洲主权债务危机展开，迪米特里斯将希腊危机作为切入点，进一步阐释债务危机的生成机制，同时对欧债危机的根源进行全面分析，进而获得对债务危机理论的有益补充。

世界经济受本次欧债危机的影响是不容小觑的。欧洲国家为了应对债务危机纷纷采取增加税收、缩减支出等财政政策，出口目的国需求的下降直接影响贸易伙伴国经济的发展，进而在全球范围内引发一系列经济后果。本书以时间为轴，将这些后果串联起来，引出“新常态”的概念。同时，作者阐述了“西方社会不再是全球富裕阶层”这一事实，即低迷的经济增长和过高的经济杠杆令西方各国逐渐转变为“新贫困阶层”，而一些发展中经济体却行驶在经济发展的快车道上，有望成为“新富裕阶层”。

全球新常态可以被称为是新平庸或长期停滞，中国经济新常态则并非如此悲观，其与我国经济转型升级的新发展阶段紧密相联，并伴随着经济总体质量和效益向中高端水平的迈进。不可否认的是，中国经济虽然在过去的30年中实现了高速增长，但也相应付出了结构失衡、产能过剩、效益低下、环境污染等等不容忽视的代价。因此，中国经济增速下滑的背后，可以说包含着经济朝向形态更高级、分工更细致、结构更合理的阶段演化的积极内容。

值得注意的是，我国经济运行长期以来仍隐藏着一些深层次的矛盾，新常态下这些问题也逐渐凸显，债务风险便是其中之一。自全球金融危机以来，我国非金融部门负债占GDP的比重已攀升了130个百分点，如此快的增速让政策制定者和投资者都深感忧虑。在此情形下，我国债务管控政策相应趋严，《国务院关于加强地方政府性债务管理的意见》（国发〔2014〕43号）、《国务院办公厅关于印发〈地方政府性债务风险应急处臵预案〉的通知》（国办函〔2016〕88号）、《财政部关于坚决制止地方以政府购买服务名义违法违规融资的通知》（财预〔2017〕87号）等一系列文件相继发布，这标志着决策层期望通过主动有序去杠杆的举措，力保“不发生系统性金融风险”的底线。

在我国债务形势较为严峻的大背景下，胡恒松博士该译著的出版可谓意义深远。随着经济全球化的逐步深入，经济活动日渐金融化，债务危机构成了经济危机的基本要素。胡恒松博士结合自身工作经验，在编译过程中切实表达出了原书作者的思想与深意。我们通过探究主权债务危机的成因和实质，认真从中汲取经验和教训，这对于我国防范主权债务风险、合理规避经济危机具有重要的现实意义。

我国经济正处于增长速度换档期、结构调整阵痛期、前期刺激政策消化期叠加的重要阶段。值此战略转型的关键点，希望本译著能为政府经济政策的制定贡献新的视角。

是为序。

乔宝云

中央财经大学教授、博士生导师

中央财经大学中国公共财政与政策研究院院长

2017年6月

前言

经济学和金融学的发展之路充斥着旧有理论的残渣碎片。比如，“新经济理论”（New Economy）曾经被捧上神坛，但“未来经济会带来财富增长和经济繁荣”的承诺却被现实推翻。同样，很多经济学家信服的“成熟的经济理论体系可以预防新的经济危机”，现在看来也只是妄言而已。再比如，经济杠杆曾经被视为激发个人、企业、国家发展的神器，现已被证明是一场无法弥补的灾难。

这本书的主题围绕着主权债务（Sovereign Debt）、财政赤字（Fiscal Deficit）、新贫困阶层（The Newly Poor）、国家超级市场（State Supermarket）及其中的养老保险（Endowments）和终生保障制度（Cradle-to-Grave Care）骗局展开。对于全球化经济中的经济体，尤其是对美国、欧洲、日本来说，现阶段出现的问题与两个因素紧密相关，一是这些国家缺乏社会和政治层面的领导力；二是它们缺乏可行性计划处理大量的主权债务、家庭债务、企业债务（尤其是银行债务）。

读者可以通过本书了解有关巨额主权债务、家庭负债、金融机构杠杆过度使用的种种问题（Financial Institutions Superleverage）。本书目标读者不是经济学家、分析学者，或者“沉闷科学”（凯恩斯语）的拥趸者。本书选用大量实例揭示了西方社会所处的经济困境，同时，书中还提出了如何走出困境的建设性意见：

- 如何维系耗资甚巨的养老保险系统；
- 如何保证政府救助产生效用；
- 如何处理有短期效益却无持续性的大额投资项目。

由于政府管理不当，美国和欧盟面临着严峻考验：人民对经济前景十分悲观、信用破产随处可见、恢复经济秩序遥遥无期。因此，本书从债务讲起，系统地指出了当今社会解决经济危机的内在能力。



现阶段，债务总量是资本总量的4倍。这么大体量的债务绝不可能凭空消失。如果现行政策不加改变的话，连偿还部分债务都成了奢望。此外，负债还会随着时间而增长。尤其是当公民和企业一再缺乏信心，并把所有希望寄托于国家救助时，负债更会大量增加。

西方国家正在巨额债务的泥潭中苦苦挣扎，由于在恢复经济、偿还债务方面缺乏先例，它们往往忽略了一些处理危机的常识：在这种困难境况下，人们要么继续沉浸于幻想中，要么彻底打破它。

2010年10月13日，美国财政部长Timothy Geithner在接受彭博社Charlie Rose采访时说道：“我们现有的资源并不能支撑我们对社会的种种承诺”。Geithner深谙其中原委，事实上，美联储和美国财政部早已成为了大银行的救生员和世界经济的灭火员。

这种现象不仅仅只在美国上演，全球各地尤其是西方国家，经济衰退形势十分明显。为了救助破产企业，一种激进而烧钱的制度——国家超级市场（State Supermarket）制度诞生了。很明显，这是西方政府领导力匮乏的产物，政客们似乎也不知道，也不在乎如何帮助人民群众了解这些制度。

然而，在民主社会里，公民是有知情权的，他们有权利了解为什么当今金融经济状况如此糟糕，他们有权利理解经济滑坡的元凶是谁，他们有权利知道如何改革制度才能使经济驶上正轨，他们尤其有权利知悉主权债务的危险性以及无视这种危险性的严重后果。理解这些，就要明白三个问题：经济环境的“新常态”究竟指的是什么（第一章）；究竟什么人属于“新贫困阶层”（第二章）；如何在经济崩盘前阻止颓势？

这本人手必备的书解答了这些问题，并且进一步解释为什么迄今为止大型银行仍在滥用金融工具，监管人员仍然畏首畏尾，各方利益的冲突仍在扰乱国家经济，经济危机仍在持续的现象没有任何改变。

2010年6月25日，金融网站CNBC曝光的美国银行的金融衍生品交易总量已经是美国GDP总量的90倍之多。几周之前，美国参众两院分析衍生品合同后估计，金融衍生品市场的市值约在1200万亿美元。

和平年代史无前例的巨额主权债务以及千万亿级别的金融衍生品对于美国、

欧洲、全球经济来说绝对是一个坏消息。曾几何时，强大的金融机构保证了经济的发展。可是现在，机构已经自身难保，政府一直在亡羊补牢，未能根本抑制危机。英格兰银行行长 Montagu Norman 认为，政府正在做着 20 世纪二三十年代大萧条之前英格兰银行做的事：“从穷人那里收钱，再用这些钱打水漂去。”

我们从爱尔兰和“安格鲁—爱尔兰”银行的悲剧中可以看出，信用机构的失职和政府的失职是高度相关的。在机构已经坠入风险深渊的情况下，大规模救助根本就是让聋哑人学说英语——不可能完成的任务。

就像第一次大萧条那样，这场金融经济危机不是凭空出现的。它是政府官员、货币政策制定者、投资家和广大公民决策失误的直接产物。有一些决策可以追溯到 20 世纪 90 年代，另一些则出现在 21 世纪前 10 年。这些决策失误的人有以下特征：

- 没有能力领导国家/中央银行；
- 缺乏独立决策的能力，必须向各方利益做出妥协；
- 向社会压力屈服，最终使西方经济在高杠杆和高负债的压力下失控。

反常的是，以纳税人的利益为代价，大银行集团（LCBGs）在 2008 年下半年以来被政府授予不受限的信用额度。可这种做法并不能够弥补高杠杆和决策失误带来的巨大损失。大银行集团用中央政府的拨款继续充实资本而不是放贷。

所以即便有了万亿元的投资，美国、英国、欧陆、日本等经济体仍然未能企稳向好。万亿元投资打水漂的结果无疑是个悲剧。信用是商业活动的氧气，可是政府并没有强制这些吸收公众存款的银行增加信用。没有信用，企业无法运转，家庭也失去了动力。如果银行没能力或没意愿放贷，经济就会出现断崖式下跌。

中央银行不会无休止地囤积无用的抵押品和增发货币。即便美联储、英格兰银行以及欧洲中央银行（ECB）这几年一直在这样做，也不能说明它们会永远这样做下去。比如，在 2010 年 11 月中旬，欧洲中央银行出台规定，对爱尔兰银行的短期救助金额下降到 ECB 向欧元区银行提供的流通量的 1/4。这一规定同样适用于葡萄牙银行、西班牙银行及其他银行。

如果考虑到政府与大银行在债务领域的“共生”（Symbiosis）关系，整件事情变得更加复杂棘手了。这对公共金融体系的长期稳定提出了挑战。和政府津贴



一样，减少政府债务的方式也是不成熟的。财政紧缩的政策如此不受公众欢迎，政客的政策也只为选票考虑。他们全然忘了当危机持续时需要决断的魄力与能力，也忘了想要执政的党派应该制定创造机遇的政策，把人民从失望和混乱的泥潭中拉出来。

* * *

本书共分为四部分。第一部分介绍了近 30 年来各种金融风险以及它们产生的后果。以时间为轴，笔者将这些金融决策失误联系起来，最终引入“新常态”的概念，以及这个概念对接下来 20 年经济、金融、社会的影响。

文中阐述了“西方社会不再是全球富裕阶层”这一事实。相反，低迷的经济增长和过高的经济杠杆使西方社会逐渐转变成“新贫困阶层”。同时，一些发展中经济体却行驶在经济发展的快车道上，有望成为新“富裕阶层”。

第二部分将重点放在风行欧美的宽松的货币政策上。过去这几十年间，日本最先栽倒在这项政策上。这类政策曾导致日本经济断崖式下跌，几近崩溃边缘。因此，“日本现象”这一说法被用来形容当今美国、英国、欧洲大陆面临的困境。

这一观点被定性、定量研究证据所证明。在此我们有责任提醒读者，引用的数据尽管客观真实，但并不十分精确。有时候为了展现大体经济趋势，我们只取 2~3 位有效数字（视情况而定）。

第三部分是对一些失败经济体的案例分析。我们首先聚焦欧洲金融一体化运动的失败，并寻找其中的原因。我们讨论了为什么希腊会一步步走到今日的境况。紧接着，我们又以德国、法国、英国、爱尔兰和所谓地中海俱乐部（Club Med）为例，生动地讲解了这些国家的政府是如何管理经济的。

作为总结，第四部分分析了“新常态”对西方经济的影响，并重点关注了其对曾经的世界最活跃经济体——美国的影响。有金融分析说，现在希腊就像贝尔斯登（Bear Stearns）银行和雷曼兄弟（Lehman Brother）银行一样破产了。2010 年 11 月末，爱尔兰也步入了贝尔斯登后尘。究竟谁会步雷曼后尘呢？有专家说可能是美国或英国。

* * *

以史为鉴，可以知得失。如果我们不理解历史中的成败得失，我们便会在经

济、金融、政治、社会领域重蹈覆辙。正确客观地解读历史十分重要，很多决策失误都是因为决策者误读了其他人的说法或做法。

比如左翼经济学家就把凯恩斯理论奉为箴言，以此为依据制订了耗资巨大的国家超级市场战略。先不管凯恩斯的理论正确与否，凯恩斯本人的观点也是相对极端化的。正如他曾经说的：“当一个国家进行赌博式的资本发展的时候，各项资本政策的真正效用是值得商榷的。”

* * *

在这里我要感谢许多学者和机构，感谢他们为本书出版所做出的努力。同时还要感谢几位官员和专家对本书提出了建设性的批评意见。特别感谢 Heinrich Steinmann 博士以及 Nelson Mohler 博士对本书做出的重要贡献。

借此机会，我还要感谢 Lisa von Fircks 推荐此项目，Renee Takken 在出版过程中的辛苦，以及 Keith Povey 和 Joy Tucker 的编辑工作。感谢 Eva-Maria Binder 整理研究结果，打印文献，订制附录并提出宝贵建议。

迪米特里斯·N.肖拉法

目 录

第一章 世界经济体系的新常态	001
第一节 新型经济出现的五大原因	001
第二节 经济危机的因和果	004
第三节 什么是经济新常态	007
第四节 前车之鉴：“一战”前的新常态	010
第五节 生活在混乱边缘	014
第六节 为什么一定要了解新常态	017
第二章 新贫困国家	021
第一节 穷人和他们的债务包袱	021
第二节 资产民主社会和债务民主社会有什么区别	023
第三节 债务是另一种税务	026
第四节 “前人挖坑，后人填”	030
第五节 巨额债务什么时候能还清	033
第六节 债务政策的管理缺位	036
第七节 西方社会财富的过山车式下降	039
第三章 权利和结构的脱轨	042
第一节 债务是条九头蛇	042
第二节 什么叫作没有义务的权利	045



第三节 福利制度	048
第四节 养老金和新常态	052
第五节 中产阶级困境	055
第六节 债务九头蛇的后面藏着什么	058
 第四章 日本化	 061
第一节 什么是日本化	061
第二节 日本化加大了公共财政的波动性	064
第三节 投资，是解决了问题还是带来了新的问题	067
第四节 强大的财政纪律需要强大的领导力	070
第五节 政府、中央银行和杰克逊霍尔研讨会	073
第六节 风险的相关性：希腊—贝尔斯登—雷曼兄弟	076
 第五章 中央银行的常规武器和非常规武器	 080
第一节 Souk——表示市场和混乱的多义词	080
第二节 黑天鹅和新经济理论	083
第三节 物价稳定与中央银行	086
第四节 流动性之墙	089
第五节 量化宽松	092
第六节 QE 和竞争性货币贬值	094
第七节 “坏银行”、沃克规则和“生前遗嘱”	097
 第六章 财政政策、支出政策及其间的矛盾	 102
第一节 政府的羊毛出在纳税人身上	102
第二节 财务整顿是最好的解决方案	104
第三节 财政政策对金融系统的影响	108
第四节 经常账户赤字	111
第五节 主权债务和其对银行业的影响	114

第六节 金融稳定性是民主的基石	117
第七章 重建国家财务平衡	121
第一节 去杠杆化	121
第二节 通缩风险还是通胀风险	124
第三节 社会的力量	126
第四节 紧缩政策也没有那么糟	129
第五节 削减财政以及 B/S 重建	133
第六节 “长发方案”和货币错觉	136
第八章 欧盟金融一体化之殇	139
第一节 强核心，弱边缘	139
第二节 金融稳定性和经济一体化	142
第三节 统一的货币政策是个危险的游戏	145
第四节 欧元区不对称的后果	148
第五节 欧元走强好还是走弱好	151
第六节 不应该忽视信用违约掉期风险	154
第九章 希腊的主权危机	157
第一节 希腊的危机只是一切的开始	157
第二节 华尔街帮助国家政府隐藏债务	160
第三节 经济学的课本解决不了当下的危机	163
第四节 引发救助的一系列事件	166
第五节 游行害的最终是自己	169
第六节 光靠欧盟的钱是不管用的	172



第十章	德国、法国、英国、爱尔兰、地中海俱乐部	175
第一节	德国经济	175
第二节	法国经济	179
第三节	英国经济	182
第四节	爱尔兰经济	185
第五节	爱尔兰、冰岛、葡萄牙、迪拜	188
第六节	地中海俱乐部	192
第十一章	欧美的相似性比我们想象得要高	196
第一节	想象不到的故事	196
第二节	巨额赤字像一部希腊悲剧	200
第三节	QE2：毒药还是解药	203
第四节	货币政策以及救助银行的问题出在哪里	206
第五节	美国中产阶级以及丢失的就业机会	209
第六节	多德—弗兰克华尔街改革及消费者保护法案	212
第十二章	欧盟银行业及银行业的压力测试	217
第一节	大型银行集团面面观	217
第二节	最终经济体会因为金融机构的强势而获益	219
第三节	银行不知道 IT 不能解决衍生品风险	222
第四节	压力测试可以让银行摸到石头再过河	226
第五节	欧洲银行监管委员会专家评估压力测试的不同方法	229
第六节	2010 年 11 月：压力测试的四个月之后	232
第十三章	2014 年的国际系统风险	236
第一节	不仅是经济，民主现在已经走到了十字路口	236
第二节	没人知道维持国际金融稳定性的方法	239

第三节 政府风险以及风险的传导效应	242
第四节 欧洲银行、美国银行以及长期融资战争	246
第五节 穷国不再穷，富国不再富	250
第六节 金融地震以及慢速撞车	253
后 记	257

第一章 世界经济体系的新常态

第一节 新型经济出现的五大原因

在 1994 年债务危机之后的沸腾年代 (Go-go Years)，时任美联储主席的格林斯潘 (Alan Greenspan) 发明了“新经济” (New Economy) 这个词。他认为新形势会持续创造财富，经济得以永远发展。但我们现在已经看到格林斯潘的这席话是痴人说梦罢了，2000~2007 年经济的高速发展只不过是越吹越大的泡沫而已。泡沫的来源有三个方面：①高度宽松的货币政策；②金融杠杆和其他工具的自由使用；③监管机构对金融系统风险的疏忽。

以上三方面互相促进，最终放大了对金融经济系统的影响。所以从原因来看，这场危机其实是可以预料到的。我们以 2007 年使全球经济遭受重创的金融危机为例。现在很多国家仍没走出它的阴影，但实际上西方国家过高的政府债务早已经预示了它的到来。政府的巨额花销养活了大银行和其他“战略”银行（虽然有的现在变成了僵尸企业）。这些花销掩盖了个人消费缩减的事实。事实上，数百万家庭早已在失业问题上苦苦挣扎，看不见未来的希望^①。

美国的公共财政赤字在金融危机伊始时（2007 年）只有 2.7%，到了 2009 年

^① 据圣路易斯联邦储备委员会统计，美国超过 95% 的 GDP 增长是由家庭消费以及政府支出贡献的。



这一数字达到了 11.2%。欧洲政府赤字同样高企：希腊和爱尔兰均在 14% 左右，英国是 11%，法国是 9%，德国是 6%。这些政府官员用借来的钱大肆挥霍，却忘了象牙塔外的民众已经入不敷出，对未来缺乏信心。

正如古希腊雄辩家德摩斯梯尼（Demosthenes）所说：“信心是生意的基石。”由此可见，哪怕人们对经济的信心只有一点点下降，对经济系统也会产生影响。在这种经济刚刚起暖回稳的时期更是如此。比如说，消费者一年会购买超过 70% 的工业品，所以消费者信心这一指数对工业产值有很深的影响。

UBS 前副主席海因策·斯特曼（Heinrich Steinmann）也曾说过：“真正邪恶的人不是银行业者，而是整个国家系统。”为了尽快走出财政赤字的阴影，英国、法国、德国、意大利、西班牙、希腊等国（不包括美国）都制定了相对紧缩的货币政策。有些经济学家指出，在经济衰退的环境下实施紧缩政策无利于恢复经济秩序，反而会破坏经济复苏脆弱的萌芽（可参考第五章以及第七章）。

与此同时，另一些经济学家则持完全相反的立场。他们认为此次的救市方式在西方经济历史中前所未见。2008~2011 年，人们一直在通过加印货币、输送现金流的方式救市，这种方法一度在雷曼兄弟破产，美国国际集团（AIG）、房利美、房地美破产时几近达到顶峰。可是专家指出，这种方法实际上是在饮鸩止渴（Unsustainable）。他们也强调，如果只是开足马力印钞，不对市场加以管制的话，商业信心会持续下跌，实际上无利于经济向好。

以上两种观点虽然针锋相对，但它们一起展现了一个不争的事实——现阶段还没有经济学家能提出一个完善的理论解释此次经济危机的因果关系（详见第二小节）。究竟什么是这场经济危机的根本原因呢？

（1）是逐渐累加的巨额债务本身？

（2）形成巨额债务的根本原因应该是当前世界金融机构格局吧？

（3）形成当前世界金融格局的根本原因好像是全球化和补贴机制带来的不可持续的经济政策？

（4）根本原因其实是政策层面的监管失位。这种失职最终助长了市场上盲目贪婪的风气？

（5）以上几种原因交织在一起协同作用，最终导致了经济危机？