



1300 亿欧元，希腊警报暂解 欧债仍处危局

■ 孙立坚

日前，欧盟终于批准了对希腊1300亿欧元的第二轮救助，缓解了市场对于希腊可能出现无序违约的担忧，但对整个欧元区而言，由于缺少财政联盟以及经济治理机构和政策协调机制，欧债危机继续发酵的风险仍然存在。

世行行长佐利克和IMF女总裁拉加德在不同的公开场合都有一番令人担忧的告诫：世界经济正在进入一个新的危险阶段，为此，所有国家都要成为“负责任的利益攸关者”，尤其是主要国家应该发挥政治领导力，形成合力，应对危机，否则世界将“输掉这场寻找增长和稳定的战役”。

这是美国信用评级公司标普宣布对欧元区除希腊以外9个国家的信用评级下调后欧洲的反应。在接下来“市场”和“政府”之间的新一轮博弈中，欧债问题的未来发展会让世界经济出现怎样的变化？中国经济又会受到哪些牵连？

欧债危机是否会触发国际金融市场流动性危机？

首先，最令人担心的是，欧洲主权债务危机是否会触发国际金融市场流动性危机，继而导致欧洲银行体系接二连三的违约事件，随之欧元暴跌引起国际货币体系动荡。

事实上，随着欧债问题的恶化，欧元区政府已经意识到问题的严重性，一致同意启动欧洲金融稳定基金(EFSF)来建立确保欧元机制稳定的安全网，不让债务问题发展到更严重的金融危机。为此，通过拥有最高3A级信用水平的发达国家来为信用评级较低、缺乏独立融资能力的债务国家提供担保和低成本的资金援助。

本来，在这次信用评级下调之前，EFSF能够拿出的最大规模的资金额度是4400亿欧元，现在由于法国和奥地利的“出局”，估计政府担保能力会下降到2600亿欧元。欧债主权债务问题已经从原来小规模希腊延伸到经济体超大的意大利，而欧洲政府整体的融资能力却在不断下降。

从这个意义上讲，标普触动了欧洲融资能力不断恶化这根最脆弱的神经。很显然，一旦意大利等债务大国陷入到孤立无援的违约境地，那么，欧元区出现的这场风暴一定会超过1997年在东南亚区域型金融危机，那时必然通过贸易、实物投资和资本流动以及市场信心等各个渠道重创世界经济，更何况目前世界经济本来就处于疲软和缓慢的复苏格局。

其次，欧洲银行业的资产结构在欧元区经济一体化过程中更多地集中在欧元计价的资产上，这使它们抗



衡目前欧债所带来的系统性风险能力十分低下。

2008年全球金融危机爆发后，德法等大型金融机构规避市场风险的做法是更多地互相持有信用级别最高的欧元区国家的政府债券和机构债券，随着欧债问题危及到欧元价值和主权债务信用级别，它们潜在的资产负债表中的资不抵债风险日益加大，再加上这两年美欧日等大国政府缺乏协调的“量化宽松”的货币政策，互相减持对方债券，吸收欧洲中央银行投放的流动性，破坏了国际金融市场资产组合再调整的环境，造成了越来越严重的“流动性恐慌”的市场格局，给本来就岌岌可危的欧债问题“雪上加霜”。

第三，国际货币基金组织和海外资金援助的动力和达成共识的可能性，随着欧债国家紧缩财政的压力加大和公共投资与创造就业机会能力的下降，变得越来越弱。

随着欧元区政府的信用担保和资助能力的下降以及欧洲银行业与民间资本的流动性恐慌情绪上升，欧债问题的解决和欧元机制的稳定就像当年亚洲金融危机的时候一样，越来越要落到国际货币基金组织和海外拥有大量世界货币的国家身上。

于是，信息透明化的要求，对债权人和纳税人负责的改革债务国经济运行机制的要求，各国政府放下私利齐心协力地进行“政策协调”的要求，就会变得越来越强烈。在这种情况下，出资的条件、规模和时机，很难会比现有的欧洲自身救助机制来得更为有效。即使这次IMF大度，采取先解决问题再说的策略，那么，IMF的成员国会不会也认这个理去慷慨解囊？

亚洲国家当年的问题主要是资产负债表上的货币不匹配和资金借贷上的期限不匹配的问题，即使有道德风险，也是民间层面上的问题，加强监管和当年IMF严厉的贷款条件很大程度上遏制了这一风险。但这次对欧债问题的宽容不仅会引发民间的道德风险，让这些国家的产业结构调整更加困难，而且，还会引发政府的道德风险，即这些国家的政府今后更会为了赢得不自己的政治地位而拿世界纳税人的钱来铺张浪费笼络人心。

欧债危机迫使中国无奈成为国际资本的“避风港”

标普的信用评级下调，不仅破坏了EFSF的信用基础，增加了欧债国家的市场融资成本，而且，更会触动欧

洲银行业的恐慌性资产组合的调整，尤其会减少对法国和奥地利债券的需求比例。随之而来美元和日元攀升，全球资本市场市值受到重挫并跟随它们资金的移动此起彼伏。

中国是美国的债权大国，也是国际收支的顺差大国，经济增长相对处于高位，可能会无奈的扮演起国际资本的“避风港”。香港等高岸市场人民币波动的迅速增加，会立刻影响到人民币整体的稳定，使中国人民银行干预外汇市场的频度和难度加大。

按照目前欧债的发展趋势，可能出现两种不同性质的影响，它完全取决于目前的欧债问题是否会发展到流动性危机的状态。

如果流动性危机爆发，短期内会影响中国外汇储备结构调整的步伐，人民币汇率的市场化进程，中国融入经济全球化环境的有利地位；而中长期内会影响中国企业生产的成本和走出去战略的实施，国内金融市场的稳定和创造财富的方式，中国社会大众的消费选择和消费意愿，中国政府改革开放的力度和 大国发展战略的方向。其中这里面有很多问题需要挖掘和深度的论证，但有一点我们必须清醒地认识到：“危”中有“机”，而“机”中藏“危”，丝毫来不得半点的大意和轻狂。

如果不会出现流动性危机的状态，中国更应该坚定不移地与欧洲的主要强国加强贸易和投资的往来，更应该在治理国际金融与货币体系的国际事务中加强与欧洲多方面的联手。

（作者系复旦大学经济学院副院长、金融学教授）

欧债危机将促使欧元进化



■ 宋鸿宾

如果我们将欧元比作一张桌子，17个欧元区国家的国债就是支撑这张桌子的17个桌腿，不断恶化的长短不齐现象，使得欧元的桌面出现了倾覆的危险。

欧债危机的结果不是欧盟的解体和欧元的崩溃，反而是欧盟的进一步集权，欧元将向前进化一大步。

欧元是早产儿

欧元并非一种进化完全的主权信用货币，虽然历经近半个世纪的“怀胎”，却仍然属于“早产儿”。目前正在越演越烈的欧债危机，充分暴露出欧元早产的弊病。尽管如此，欧元并不是造成危机的原因，而是欧洲南北经济发展模式错位的结果。

欧元背后的核心抵押资产，是17个欧元区国家的主权国债以及以这些国债为利率基准的金融资产。这些国家由于经济发展水平有别，财政税收情况各异，增长模式选择不同，结果必然导致各国主权信用的含金量存在着日益扩大的差异化。在欧元诞生的头十年中，这种差异逐步积累，最终形成了今天支撑欧元的核心资产出现了严重的良莠不齐的危机。

早在上世纪60年代，欧洲对于货币联盟就存在着两大阵营，以德国人为主的一派认为，统一货币是一个漫长的过程，各国经济深度整合是必要的前提，必须先有共同的贸易政策、财政税收政策以及民生政策，才谈得上统一的货币。以法国人为主的另一派则称，统一货币正是欧洲经济整合的杠杆，只有在统一货币的框架内，才能有效促成欧洲经济一体化的进程。归根到底，德法的分歧在于，欧元究竟是欧洲一体化的目标还是手段。在这一时期，法国人试图在欧洲同盟中扮演“驾车人”的角色，而德国只是“一匹拉车的马”。

德法财政稳定同盟

80年代中后期，德法实力此消彼长，强大的德国经济已远胜法国，两德统一即将实现，德国在政治上“韬光养晦”的隐忍态度开始逆转，于是骤然发力加速整合欧洲一体化的进程。在欧洲中央银行的权力角逐中，德国全面压倒法国，德国央行的制度与独立精神，被确立为欧洲央行的基石。

1995年，德国人在控制了欧洲央行大权之后，进一步发力，提出要搞一个财政的《稳定公约》，对于那些财政赤字超过GDP的3%的欧盟国家进行处罚，这其实就是德国版的“欧洲统一财政部”的雏形。坚持“法兰西至上”的“戴高乐主义”者法国总统希拉克，毫不犹豫地否决了德国人的建议，他绝不允许法国的财政主权被法兰克福所主宰。结果，德国人被迫降低了调门，把《稳定公约》改为《稳定与增长公约》，严厉惩罚的条款被削弱了，“财政法律”变成了“财政自律”。

其实，统一的货币势必要求统一的财政，否则欧元背后的各国国债资产价值将无法稳定，最终欧元也将无法稳定。问题出在到底由谁来主导欧洲统一的财政部。

1997年法国提出了由欧盟财长们组成的“欧元集团”设想，旨在制衡德国主导下的欧洲央行的势力膨胀，这就是法国版的“欧洲统一财政部”的雏形，结果效果欠佳。

2011年12月9日的欧盟峰会，是欧元进化道路上的一个关键性分水岭。德法已经形成了建立欧洲统一财政部的共识，目前被称为“财政稳定同盟”，关键就是恢复1995年德国人的《稳定公约》思路。法国人相信只要能够主导“财政稳定同盟”，法国将能够制约德国控制下的欧洲央行，同时管理欧元区国家的财政主权，法国仍然是欧盟的“驾车人”，虽然它不得不承认掌握着货币发行大权的德国人已不再是“马”。德国人会像以前一样，把“胜利者的花环”让给法国，自己则牢牢抓住驾车的缰绳。

危机倒逼改革

纵观60年欧盟历史上的德法博弈，德国在重大原则问题上从不让步，对于捍卫自己的核心利益坚定而执着，而在枝节问题上充分满足法国的虚荣心。可以说，德国是一个相当“拎得清”的国家。

问题在于，德法做着各自的好梦，欧盟其它国家未必就会心甘情愿地交出财政税收主权。于是，德法需要用“危机来倒逼改革”，欧债危机则提供了一个“危险、紧迫、刻不容缓”的理由，以迫使欧盟国家让步。这就是欧债危机的政治底牌。

如果德法如愿以偿地收缴了各国财政主权，则德国将加速欧洲央行的转型，“顺乎民意”地赋予其反通胀之外的“最后贷款人”的角色，欧元版的量化宽松战车将隆隆启动，大规模吃进意大利、希腊、西班牙等国的国债，压低其国债收益率，彻底碾碎欧洲的债务危机，全球金融市场将喜迎圣诞节的到来。

如果欧盟国家中存在着坚定的反对派，德法将启动“B计划”，在继续保持危机压力的同时，组建6—8个欧元核心国的“财政稳定同盟”，先把规矩定好，再逐渐吸纳愿意接受“救赎”的欧元区国家，德法手中的“胡萝卜”就是欧洲央行的印钞机。这样一来，速决战变成了持久战，欧债危机仍将持续一段时间，世界金融市场短期内会反复剧烈动荡，甚至不排除出现个别国家被踢出欧元区的结局。

德法对于欧洲统一财政部是势在必得，危机只是手中的大牌而已。

最终，欧债危机的结果不是欧盟的解体和欧元的崩溃，反而是欧盟的进一步集权，欧元将向前进化一大步。当欧债危机的急性病转为慢性病之后，欧元区国家仍不得不解决南欧经济发展模式破产后留下的长期困扰。

德法完全能够控制欧洲的局势，美国财政部并非欧洲央行的敌人，而是其盟友，它在幕后协调着欧洲央行与各国政治家的关系。蒙代尔提出的“欧美元”概念，如果不出所料，这可能正是美国希望看到的结局。

（作者系《货币战争》作者、知名经济学家）

欧债危机将为中国制造业升级提供契机

■ 鲁宁

现在的欧洲经济体有些像破落的地主。从格局上来说，自二战以后，整个欧洲板块，被捆绑在美国东西方冷战的战车上，中国改革开放之前的30年，欧洲本身经济发展的重心是机械制造，和北美板块并驾齐驱。在这个过程中，欧洲因为占据制造业和金融的先发优势，形成了较高的劳动力和社会高福利，加之欧洲采取民主政策主义，所以整个欧洲的福利水准较高。冷战结束以后，随着以中国为主的新兴经济体的快速崛起，欧洲越来越越的人力成本已经不能继续支持高福利，于是很多资本开始从西方向东方流动，中国的制造业开始迅速崛起。这个时候，欧洲在工业上的优势条件基本不存在了，欧洲必须要找到整个板块新的增长点。

20世纪80年代，日本开始研发机器人，美国开发互联网，但是，日本的机器人因为无法进行推广而在整个竞争中败下阵来，日元被迫大幅度升值，日本经济受到了很大的影响。而美国在克林顿执政的8年中，经济增长达到一个峰值，但是到2000年左右，才发现，这一轮互联网革命推动整个经济的发展有限。

小布什上台之后，美国找不到新的经济增长极，制造业空心化现象非常严重。这个时候，美国开始了房地产革命。但是，富人有钱买房，穷人便开



始“次级贷款”，两房危机出现。反过来再看欧洲，因为没有新的增长极，欧洲只能跟在美国后面做金融衍生品，所以，当美国经济出现问题之后，便连累了欧洲。加上欧洲的东扩导致欧洲内部经济结构出现东西经济落差，而在这10年当中，欧元出现了，那些欧洲的老牌富裕国家又不得不在财政上对欧元区的“小兄弟”妥协，这就拖累了整个欧洲的经济。

由于欧洲的制造业已经出现了空心化，没有资金让其继续发力，就导致了欧洲社会动荡，贫富差距加大，而执政者为了拉选票就瞄准了高福利，没有产出，而开支却越来越大。这就是欧债危机出现的深层次动因。

对于中国而言，应该正确处理欧债

危机。如果处理得好，对中国经济是非常有利的，如果处理不好，则会出现不利影响。从目前的格局来看，去年，法国、英国和德国等国家纷纷来华，请求中国拯救欧元，从中国政府的应对态度来看，能看出我们决策层的头脑是很清醒的。中国政府表示，不可能直接再去购买欧债，因为买债是市场行为，到最后很可能是竹篮打水一场空，我们对欧洲可以提供援助，但是欧洲必须向中国开放市场，中国可以去欧洲购买专业的设备，收购一些工业零部件先进的制造工厂，并购或者参股等。

另一个层面，中国政府也可以通过IFM的增资，并通过其购买欧元债务，并且通过对IFM的增资，中国可以提升在IFM的话语权和表决权。

总的来说，目前这种格局对提升中国制造业产业升级以及控股欧洲先进制造业来说都是有利的。近年来，中国的制造业，特别是资本，离开制造业而投向虚拟经济的现象是存在的，尤其在东部沿海地区更是严重。但就总现状而言，无论是国内还是国外媒体的报道实际上是言过其实的，有些夸大了。

东部沿海地区制造业的利润较低，资本就开始流向房地产、黄金、收藏等领域进行博弈，严格来说，并不是因为中国的税收太高，也不是制造业的利润低到其不能承受，最根本的原因就是劳动生产力太低，产业技术档次不够高，加上最



王利博制图