

欧债危机解决方案的“三大支柱”

目前解决欧债危机的方案框架已逐渐清晰，即包括银行增资、扩大救助基金的规模以及希腊债务重组“三大支柱”。任何一个方案都难说是“最终的”，解决欧债危机需要进行漫长的艰苦努力。当前，促使希腊违约有序进行，是各方力保的目标，否则，后果不堪设想。

刘菲 高占军

10月9日，欧洲著名的德克夏银行被分拆，这标志着历时近两年的欧债危机，已经从欧洲大陆的南部边缘区域，蔓延到欧洲大陆的中心。就在德克夏银行倒下的同一天，德国总理默克尔和法国总统萨科齐发表声明，誓言要在未来3周内，拿出一个解决危机的“最终方案”，并拟在11月3日的20国集团峰会上获得通过。自那时起，欧债危机的“最终方案”内容如何，其能否一举解决问题，引起了全世界的瞩目。

但谈判的过程一波三折，各方分歧巨大，决定关键要点的会议一再推迟，而全球金融市场也随着谈判的不顺利而剧烈波动。目前虽然该方案的框架已逐渐清晰，即包括银行增资、扩大救助基金的规模以及希腊债务重组“三大支柱”，但对其内容的谈判并不顺利，其关键细节的出炉仍有待最后敲定。

第一支柱: 银行增资

银行需要补充资本，让其能够承受损失并吸纳希腊破产的后续影响。相对而言，银行增资是“三大支柱”中较容易的一个。其关键是要确定银行核心一级资本的比例。前次欧洲银行业管理局

(EBA)的压力测试，采取的是核心资本比率5%的标准，该标准过低了。对本次银行增资，倾向于在2012年中期以前，将欧盟银行体系的核心一级资本提升至9%。但最终签署，还需要一些条件：西班牙、葡萄牙和意大利在欧洲金融稳定基金(EFSF)的规模确定前，不愿签此方案；西班牙并认为，9%的核心一级资本虽然合理，但还要取决于具体细节。

据英国《金融时报》报道，有关方面正就银行的新增资本规模进行最后谈判，可能需要1080亿欧元，较此前国际货币基金组织(IMF)认为的2000亿欧元要少。总体看，在资本的来源上，首要的是银行先面向市场融资，比如发行可换股债券等；其次对无法向市场融资的银行，政府出面注资；最后是启动EFSF资金。

第二支柱: 救助基金

对如何定位EFSF的功能，分歧较大。法国、欧盟和美国均希望EFSF能够在银行补充资本的过程中，发挥更加核心和积极的作用。德国则认为，应当让EFSF充当最后贷款人的角色，只有在银行自身以及本国政府不能提供必要的支持给有问题的银行时，才需要

EFSF出面。除了计划中的为银行注资及第二轮希腊救助措施外，还要防止债务危机演变成银行业危机。

新的EFSF将获更大授权，除通过给政府贷款以增资银行外，还有预防性的功能，即对那些基本面良好、政策健全且尚未发生融资困难的国家给予支持；另外，EFSF可以在一级市场标购债券，也可以从二级市场买入债券。笔者通过美国《华尔街日报》拿到了德国政府10月20日提交给本国立法机构审议的相关文件，内容已经十分详尽。但EFSF的规模太小，因此提高其杠杆很重要。最初考虑的方式包括提供担保、面对市场融资以及向ECB借款等。

法国希望将EFSF转变为银行，使其可以向欧洲央行(ECB)借款(美国也希望EFSF能够向ECB借款)，但德国和ECB反对。ECB主席特里谢虽然认为让EFSF贷款给各国政府对银行增资是可行的路径，同时，EFSF的规模应当开放、有弹性，并赋予其一定的杠杆，但他不愿意让ECB介入提高EFSF的杠杆，认为这违反“不得救助欧元区成员国政府”的盟约，希望该作用由各国政府自身承担。因向ECB借款不可能，所以最近对EFSF和欧洲稳定机制(即ESM)合并的讨论提速，准备在2012年中期提前实现合并(原方案是2013年启动ESM机制，同时EFSF到期)。

因通过ECB扩大杠杆的选择已被否定，所以目前担保方式是首要考虑。

除EFSF外，还有另外一个新的有关“救助基金”的方案，即成立一个特别目的公司SPV，吸引私人投资者及主权财富基金(包括中国)的资金，其目的单一、清晰，即只提供担保。但这个方案因只提供担保，市场担心其“弹药”不足，但目前并没有被否定，存在与EFSF并行的可能。

第三支柱: 希腊债务重组

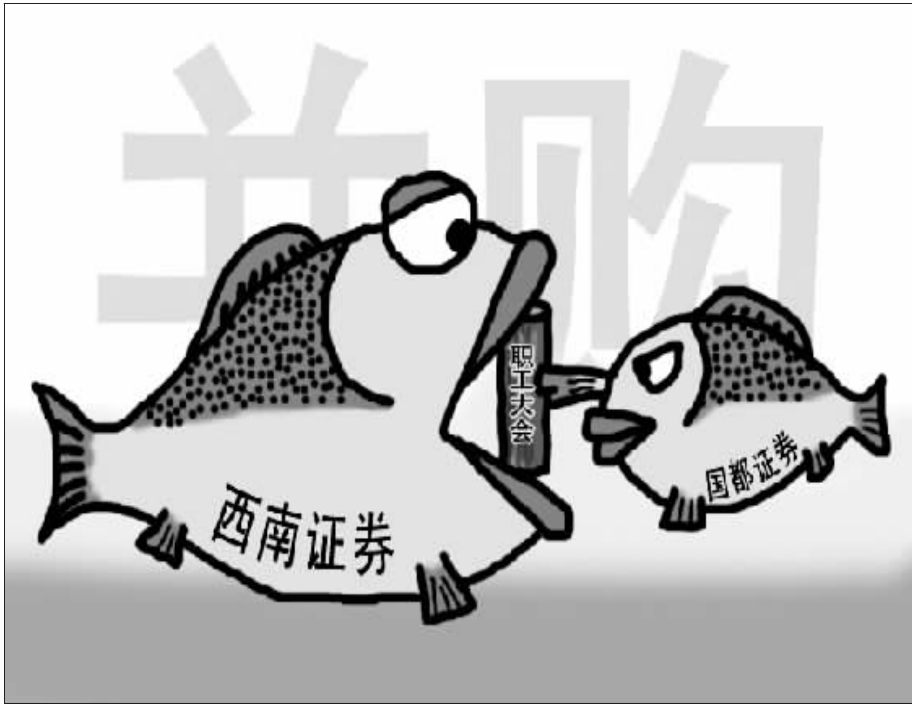
重组希腊债务的关键，在于对债权人持有的希腊政府债券进行适当减计，使希腊的债务可持续，并通过财政约束和经济增长来弥补。在7月21日的救助方案中，对银行持有的债券减计21%，按面值计算相当于将希腊债务减少了5%。但现在远远不够。法国最初反对大幅减计希腊债务，因法国是希腊债务最大的持有人。德国则建议大幅度削减希腊债务。

IMF、欧盟(EU)和ECB这“三驾马车”在10月20日发表报告，认为若私人部门不大幅减计，则希腊需要的援助将远远超出7月21日方案的1090亿欧元。此前，几乎所有人都知道希腊问题很严重，但“三驾马车”的报告仍令一些人大为震惊。此后，大幅削减债务的设想终于占据上风，预计可能达到50%。市场预计，少于700亿欧元会令人非常失望，1500亿欧元以上则较易被接受。

实际上，上述“三大支柱”之间是密切关联的。银行增资多少部分取决于债务减计的规模，而政府弥补银行资产负债表缺口的能力又依靠EFSF的弹药是否充足。但银行抵制大幅减计，ECB也担心若强制大幅减计，会导致资金逃离南部欧洲。所以，与银行所进行的谈判很吃力，结果仍然未知。该方案的出台是一个痛苦的过程，更重要的是，任何一个方案都难说是“最终的”，解决欧债危机需要进行漫长的艰苦努力。当前，促使希腊违约有序进行，是各方力保的目标，否则，后果不堪设想。

作者刘菲系中国社科院金融研究所副研究员，高占军系中信证券股份有限公司董事总经理)

焦点评论



西南证券并购国都证券

西南证券施并购，国都职工心事纠。补偿标准有争议，票决结果定去留。联袂有望能做强，双赢还得会善后。资本市场风雷急，券业格局酿重构。

肖波/漫画
孙勇/诗

地方自行发债“破冰”意义重大

陈伟

日前，财政部通知，上海、浙江、广东、深圳获准开展地方政府自行发债试点。我们认为，从2009年财政部代地方政府发债到近期财政部允许部分地方政府自行发债，这一举措不仅在当前经济弱势拖累各地债务压力下情况下，有着短期拓宽地方政府资金来源，化解债务风险的现实意义，更为重要的是可进一步推动地方政府自主发债的进程，从而成为加快我国财税改革、信用体系建设、金融市场改革等的推手。

今明两年将是地方政府偿债的高峰期，截至2010年底，全国地方政府性债务余额10.7万亿元；其中，43%的债务将在今明两年内集中到期，预计达4.6万亿元，而今年则达到2.6万亿元，是债务风险最大的一年；另一方面，2010年占地方财政收入76%的土地出让金收入今年以来随着地产调控的强化增速明显放缓，这无疑会使得地方政府今年在应付各种刚性支出方面捉襟见肘。

此时允许地方政府自行发债试点，无疑可以缓解地方财政的紧张，增强地方财政支出能力，如在此政策助力下，地方融资平台贷款的偿付能力有望提高，地方政府保障房投资可以加快，从而改变部分地方政府由于缺钱而使得保障房开工后难以施工的局面。

这次试点选择的都是经济发展较快、财政收入平稳增长、财政还款能力比较强的东南部省市，因此对于真正缓解中西部地区的债务风险实质意义有限。

尽管如此，它对于各方面的影响却十分重大。

首先，在此四地区试点发债完成后，还将有更多的地方政府可以通过金融市场发债来解决财政支出问题，而这对于规范地方政府的财政管理体系具有重要意义。

从经济信息泄密案看三种新型腐败

杨涛

去年5月以来，中国宏观经济数据多次被泄露，目前，该案件已立案侦查6件6人，有两副处级官员因此被判刑。国家统计局办公室秘书室原副主任孙振和中国人民银行金融研究所货币金融史研究室原副主任伍超明因故意泄露国家秘密罪分别被判刑5年和6年。

据报道，孙振、伍超明等人泄露的宏观数据主要包括工业增加值、城镇固定资产投资同比增长、国内生产总值(GDP)、居民消费价格指数(CPI)等9种。他们的行为，掀开了一些新型腐败的面纱，揭示了警惕。

其一，是“信息腐败”值得警惕。以往，官员们往往通过直接为他人办事而收受贿赂，现在，官员掌握的信息也成为权钱交易的对象了。温州市中西医结合医院院长姜春积在该院医疗设备采购过程中给别人透露一些内部信息，以此收受“报答费”；而广东省中山市前市长李启红更是透露内幕信息，通过其家族成员从事股票交易，获取大额利润。当然，孙振、伍超明等人将“信息腐败”又推向了一个更高层次，他们透露的是国家的宏观经济信息，让一些证券从业者事先做好筹划，牟取暴利，进而从中收受好处。

联系我们

本版文章如无特别声明，纯属作者个人观点，不代表本报立场，也不代表作者供职机构的观点。如果您想发表评论，请打电话0755-83501640；发电子邮箱ppl18@126.com。

廖保平

“天天喊调控房价，为啥政府从来不从土地供给，土地价格和税收减负上下点工夫呢？不从提高民众收入和减免个人购房税费，提高民众的购房可支付能力上下点工夫呢？政府到底是真想解决民众的住房，还是仅把房地产市场作为平衡经济增长与民众情绪的工具呢？”

任志强这话说得狠而准，所谓市场调控不能简单地理解为限制购买和价格打压，而是按市场规律办事。我想我们应该还能记得，在上世纪80年代的时候，我们也是以限制商品购买和打压商品价格来保持市场稳定，可是终究不是办法。假如我们现在对房地产市场的调控，仅仅是为了限制购买和打压价格，那么，一旦限购令放开，只会形成报复式的上涨。

这样对比是想说，我们目前的房地产市场调控，并不是理顺价格的调控，不是从根源进行调控，而是压制性的调控，是末端阻截的调控。从根源上进行调控，就要像任志强所说的那样，政府不与民争利，也不与企业争利，从土地供给，土地价格和税收减负上下点工夫，不要既当运动员又

当裁判员，那是搞不好的。

目前这种末端打压表面上看达到了一定的调控效果，一二线房屋量价齐跌，有报道说：“上海楼市引领全国降价潮”，沪上成交量跌至7年最低。但一二线城市房租大涨和三四线城市房价大涨也是事实，超发的货币总是要寻找出路，而且，大量的货币跑到三四线房市，没有全部跑到生活品市场来推高物价，已算是幸事，要不然，目前的消费者物价指数(CPI)将更加难看，公众的情绪更激烈。

在货币超发的前提下，中国经济已经像是一个跷跷板，一头是房价，一头是CPI，一头翘起，另一头就下去。房地产市场是一个可以融纳巨量资金的市场，资金进去，房价上涨，CPI较为平稳，一旦房地产市场对资金进行限入，海量的资金跑到生活品市场兴风作浪，必然推高CPI，让老百姓难以承受。

如果我们认可商品房是一个市场，就应该按市场规律办事，如果我们认可保障房是政府的职责所在，就应该把心思放在提供保障上面来，真正解决民众的住房问题，即市场的归市场，政府的归政府。把商品房市场作为平衡民众情绪的工具，就把简单问题复杂化了，由此引发的行政对市场的强行干预，在短期是有用的，但从长期来看，一定会弊大于利。

■拍岸涛声 | Wu Zhigang's Column |

欧债危机离我们生活并不遥远



吴智钢

最近几天，欧元区各国首脑正在为解决欧债危机而烦恼，最终的方案一直议而未决。有传闻说，最终方案可能在10月26日见分晓。

说起欧洲债务危机，以前总觉得是一件很宏观的事情，但是，最近两天和一些做实业的朋友聊了聊天，这才发现，欧债危机其实离我们的生活并不遥远，欧债危机对中国经济的影响不容小觑。

小雷大学毕业两年多，一直和他哥

哥合作做导航仪之类的电子产品。他哥在内地开工厂生产产品，而他则在深圳做销售，产品主要出口欧洲。小雷接到多少订单，他哥的工厂就生产多少产品。他们的企业虽然不大，但由于照单生产，没有库存积压，成本较低，所以也做得红红火火的。但是，小雷刚搬到龙华一年多的办公室，而今却又又要搬到公明等租金比较便宜的地方去了。原来，2010年虽然也有金融危机，经济的内外环境也不是十分好，但小雷的公司销往欧洲的产品仍然是产销两旺，但是，今年欧债危机蔓延，欧洲各国的紧缩政策导致经济更加疲软，导致消费需求减弱，小雷他们的产品即使小幅降价，也都很难卖出去了。小雷说：“今年前三季度的销售量，还比不上去年下半年的销售量。”

我女儿大学毕业后，曾经在一个手机厂工作过，后来，由于次贷危机引发的经济危机，被工厂裁员裁了出来，而最近，这个手机厂又再度裁员。工厂陈老板说：“咱们也不想裁员，

毕竟这些员工都是经过我们培训过的；如果以后我们再招工，还要对员工重新培训。不过，现在如果我们不裁员的话，企业就要倒闭了。”

看来，一些企业裁员也是无奈之举。通过和陈老板、小雷的这次对话，让我对欧债危机对中国经济的影响有了更加直观的了解，也让我能够从普通中小企业的角度，对欧债危机的冲击波有了直接的切肤之感。

欧元区峰会迟迟不能给出解救债务危机的最终方案是可以理解的。欧洲正在面临重重困难：经济复苏乏力、失业率高企、社会矛盾加深、信心危机加剧、救助希腊困难重重……面对这些困难，欧元区统一货币政策下各国实施各自财经政策的“两张皮”机制死穴，导致欧元区难以采取一致的措施来缓解债务和激活经济。

要真正走出债务危机的泥潭，欧洲只有推动经济增长、减少财务开支，才能真正地摆脱危机。但是，推动经济增长需要有宽松的货币政策和积极的财政政策作为引擎，而减少财务开支又和积极的财政政

策相抵触。采取紧缩政策虽然可以减少财政开支，但紧缩政策又将严重打击国民的消费愿望，降低国民的消费能力，这又将使经济增长更加无望。同时，紧缩的财政政策也导致了民众的不满和社会的动荡，“欧洲之夏”爆发的民众抗议浪潮至今未能平息，也为相关各国的政局不稳增加了火种。如何能够解开这些环环相扣的经济“死结”，将严重考验欧元区各国政府的智慧和胆识。此次欧元区峰会将为解决欧债危机开出什么样的药方，目前已经受到全球目光的关注。

即使目前能够找到解决欧债危机的良方，要到真正解决危机，使欧元区重新走上经济增长的复苏之路，还需要漫长的等待。在此期间，中国从事出口业务的中小企业如何才能度过严冬？对此，一方面需要政府减税、提供融资便利等多方面的政策支持；另一方面，也需要中小企业努力苦练内功，千方百计降低生产成本，提高劳动生产率，尤其是需要加强自主创新，提高产品的技术含量，才能驱走严寒，迎来曙光。