

拯救欧元

最新欧盟峰会通过的欧洲救助基金直接参与银行业重组，预示着拯救欧元行动正式启动

唐纳文

联盟失灵

犹如枫丹白露峰会的翻版，欧盟峰会的运作方式随意、不可预测，且意味着权利高度集中于几名关键人物手中

旨在拯救欧元的欧盟峰会，显然已同意采取措施以努力拯救欧元。上周举行的峰会，其整体情形和结论勾起了一些观察人士对往事的回忆：幻想提前破灭，成员国领导人坚持绝对不会有牺牲的论调，消息人士”和不具名官员不断散布消息，深夜制定边缘政策，然后各国政府首脑之间通过高度个人化的程序敲定协议。这就是欧盟峰会的运作方式——随意、不可预测，且意味着权利高度集中于几名关键人物手中。这犹如枫丹白露峰会的翻版，不过此次商讨协议的会议室想必因为健康法规的缘故而不再像以往那样烟雾缭绕。

走进本次峰会，我们发现了一个以前明显没有发挥作用的欧洲货币联盟。走出本次峰会，我们发现了一个现在也没有发挥作用的货币联盟。然而，化解联盟失灵的尝试似乎确实一直没有中断。与往常一样，在这样的场合比较重要的是细节，且失望的可能性也仍存在。谈及欧元完全抛弃怀疑情绪不太现实，但鉴于欧盟成员国政策首脑已在某些重要领域取得的进展，我们应对未来抱有信心。

欧元区的缺陷

如今的欧元区结构存在两个致命的缺陷。一是缺乏财政联盟或财政一体化。二是缺乏一个最终借款人，即通常所谓的“银行业联盟”

评价欧元区不会或没有发挥作用的话，20年来经济学家一直在说。经济学家为探究欧元区作为货币联盟如此运转不灵的原因，已作出了巨大努力。如今的欧元区结构存在两个致命的缺陷。一是缺乏财政联盟或财政一体化。二是缺乏一个最终借款人，即通常所谓的“银行业联盟”。欧盟峰会在解决这两个问题上取得了一些进展。

峰会已同意形成一个“真实的货币联盟”，为此目的的一体化路线图预计于10月份提交。这引发了一个问题——如果欧元区并非“真实的”联盟，那它是什么？当然，这是欧元区的财政一体化标准，是朝正确方向迈出的第一步——尽管并非全然意料之外。这是否会演变为现代版的马斯特里赫特条约尚有待观察；也许不会，或至少在10月份之前不会。马斯特里赫特条约是精心筹备的结果，目前没有充足的时间提出一个条约。而且全国性的政治争论表明现阶段也许难以接受进一步签署一体化条约。

对于可信贷款人最后求助对象的功能，明显已有更大进展。欧元区共同基金（欧洲金融稳定基金和欧洲稳定机制）向银行直接注资的能力，是向前的重要一步。当然，欧元区在共同的银行监管结构到位的情况下才会允许这种情况发生。在无法对国家银行体系发挥银行监管的“公用大棒”及极端封闭的情况下，建立汇集起来的欧元区资产重组基金的“公用胡萝卜”，将造成无法接受的道德风险。

欧元区建立共同监管的目标今年年底前会解决。请记住，欧洲央行多年来一直倡导共同的银行监管机构。筹备工作可能相对更先进。这取决于幕后实际进行了多少筹备工作，我们对于今年年底的公共监管应有个时间概念。

公共银行结构运行的关键条件

最有意义的条件条件是，主权和银行体系负债之间的关联，需令人信服地打破。若不打破关联，那么银行体系会导致主权风险，主权风险会导致更大的银行体系风险。这样的恶性循环必须打破

对于公共银行结构运行正常的经

编者按：最近一次欧盟峰会，一系列经过长期讨论的举措达成一致，这其中包括承诺最终允许欧洲救助基金直接参与银行业资本重组，批准1200亿欧元经济刺激计划等核心内容，全球资本与资源市场对本次峰会取得的成果反应强烈。那么，欧洲给市场带来的这个惊喜是流星短暂绽放，还是能引导欧洲再度回归正确航线的灯塔呢？启动拯救欧元的举动，展示出全新的欧元区力量博弈的格局，让我们从核心问题和细节处考量本次体制上的突破。

■特写 | Feature |

奥朗德改变欧洲政治博弈格局

周金涛

不管是对处于债权地位的核心国，还是处于危机之中的债务国而言，欧债危机是一场各方都输不起的既需同舟共济，但又存在激励利益博弈的马拉松游戏。复杂的债权债务关系与密切交织的经济联系决定了，无论是经济实力较强的核心国，还是处境艰难的债务国，一旦危机失控，后果是灾难性的。

因而在这场不能触及欧元区崩溃底线的博弈中，之前的“默科奇”组合组成的欧盟强势领导核心迫使处于相对势



济性，有些关键条件。

银行监管和银行救助选择，必须完全符合欧元区特点。一个国家不多，一个国家不少。这种符合要求最大化货币政策的有效性。英国央行拥有的优势是，它可以通过影响货币成本（利率）以及货币传导机制（银行贷款意愿）来管理货币政策。欧洲央行迄今还没有后者的权威性。欧洲央行，或同伴机构，应对银行有充分的权威，这样才能影响货币传导机制。

主权和银行体系负债之间的关联，需令人信服地打破。若不打破关联，那么银行体系导致主权风险，主权风险导致更大的银行体系风险。迄今为止，银行流动性已被市场否认，但银行则能够从欧洲央行那里获得流动性。不过，作为银行担保人的主权国家还没有能力获得欧洲央行的流动性。因此，当银行体系出现问题，市场只有拿主权国作为问题的解决出口。这意味着银行体系流动性问题已演变成主权国的流动性问题。若打破这种链条，那么政府债券市场的风险溢价可被移除，实际收益率因此应会下降。

向银行注入资本的任何过程，都需要从政治过程中剔除。开展另一场无休止的欧洲峰会来批准注资的想法，并不令人满意。处在压力之下的银行体系非

单力薄，有求于人被动局面的重灾国处于政治博弈的弱势地位。在危机的重压之下，重灾国被迫接受了“默科奇”强势组合制订的严苛财政紧缩与经济改革条款。严苛紧缩方案应对危机的效果和对欧洲经济产生的负面作用已经显现无遗，至今欧洲经济仍处于深不见底的衰退深渊，单一紧缩方案也备受各方诟病，甚至萨科奇的连任失败都与此有密切联系。

奥朗德早在竞选期间就已经提出，欧盟不能仅由德国说了算，应对欧债危机不能一味地实施德国人的严苛财政紧缩，必须重视欧洲的增长问题。从奥朗德上任以来欧洲各国围绕危机治理博弈的情况来看，当前的法国已经逐渐地站到了危机国的一边，法国、意大利、西班牙三个主要国家在行动上已经达成了一定的默契，德国有被逐渐孤立的状况。

因而在当前国际社会和欧盟内部诸国都不断向德国施压，之前的盟友法国也已经站到了其对立面的情况下，欧洲的政治势力格局已经出现了变化，除了妥协德国也没有足够的博弈资本了。德国若退出欧元区将会损失巨大，其代价将会远远超过救援重债国的成本。

常脆弱。反应要迅速，若在不增加风险溢价或危及其他金融机构的情况下能够解决问题，就不要政治干预。

银行系统能力的远景设想

就流动性注入而言，事实上它们并没有改变当前银行的偿债能力。有所改变的是谁来为银行的偿债能力最终买单以及银行与主权国之间的关联

让经济学家来对长期前景做一番幻想：如果这一方案能正常运转，支付机制（Target II）失衡问题就会变得越来越无关紧要。在英国就没有类似 Target II 的机制来调和约克郡（Yorkshire）和萨里郡（Surrey）之间的资本流动平衡，因为这根本没有必要。英国银行自身就负责资本周转，即 Yorkshire 的存款人为 Surrey 的贷款提供资金。如果经过多年演进，欧元区出现真正一体化的银行业解决方案，那么各国间的资本失衡就会内部化而集中在私营部门，央行协调银行间系统转移的角色也会逐渐消失。

当下的状况对欧洲央行意味着什么？显然，峰会上传达的欧洲金融稳定基金（EFSF）和欧洲稳定机制（ESM）

离开欧盟的德国算不上一个一流的大国，缺少德国的欧盟虽不是完整的欧盟，但是它至少还是一个欧洲的联盟。在欧洲政治博弈势力格局逐渐偏向意大利和西班牙等危机国家的情况下，未来的欧洲已经不能任由德国按照自己的设想来改造，更多的是双方的妥协和相互适应，德国不能再刻板地坚持欧洲各国必须进行严格的紧缩和改革才能获得救援，也不能再像以往那样不断的提醒欧洲央行要保持自身的“独立性”，而是要在“建议”欧洲各国如何改革才能改善其长期竞争力的同时，还要照顾到欧洲各国的短期需求，“建议”治本之策的同时，还要帮着它们解燃眉之急。

欧洲政治博弈势力格局的改变，意味着需要救援的重灾国以后得到救援的条件将会相对宽松，个别国家不堪忍受严苛紧缩条款而退出欧元区的概率降低，欧元区解体的风险会进一步下降。这次欧盟峰会给市场带来的成果，也是奥朗德上台以来法国与德国围绕欧盟领导权之争第一回合的胜利，未来德国为了不致成为孤家寡人，必然要在危机救援方面做出更多的妥协。

（作者系中信建投宏观策略分析师）

能够在二级市场购买政府债的信息，将会降低欧洲央行进一步采取对称处理（SMP）操作的机率。公平地说，在收益率能持续降低的情况下，债券收益率的下滑也降低了这一风险。我们不应完全排除 SMP，因为欧洲央行在混乱的市场中也能灵活地采取行动。而 EFSF 或 ESM 操作则不太可能具有灵活性。因此，如果收益率由于市场失序而上升，但并非仅仅保持在高位，则 SMP 就是必要的。

就流动性注入而言，事实上它们并没有改变当前银行的偿债能力。有所改变的是谁来为银行的偿债能力最终买单以及银行与主权国之间的关联。尽管到目前为止银行信用违约互换（CDS）已经做出部分积极反应，但尚不清楚这是否会突然使货币市场变得更富成效。货币市场正常化需要的不仅仅是欧元区雄心壮志的口号。因此，流动性主人的经济效用很可能仍然较低。

因此，对欧洲央行而言，问题并不在于额外的货币宽松政策是否能在真正的经济意义上富有成效，而是银行系统未来是否对额外的流动性具有需求。如果答案是肯定的，则欧洲央行就必须提供流动性，再次推出长期再融资计划（LTRO）。如果答案是否定的，则欧洲央行就不太可能改变其政策立场。

（作者系瑞银投资银行环球经济研究部副主管、高级环球经济师）



翟超/制图

银行业联盟共识已成 四大问题亟待解答

唐纳文

如往常一样，欧盟第19次峰会对有些重要细节没有做出解释。此次峰会的重要成果是对形成银行业联盟的共识已经形成，那么还有哪些问题亟待解答呢？

银行业监管者是否拥有实权？

尤其是银行业监管机构能否关闭问题银行，即使那些银行是成员国银行业的翘楚？它们应该有这种权力，否则基本上无法构成什么威胁。最终，我们必须看到该监管机构迫使银行做出改变，即使它们没有提出注资的要求（所有其他运行良好的货币联盟所具有的职能）。欧元区成员国是否做好了准备“允许外国人关闭我们的银行/取消我们的抵押赎回权”？

银行业重组条件如何设置？

德国总理默克尔宣布，必须有条件允许银行业直接资本重组。这并不令金融市场感到意外，因为默克尔总理对条件非常热衷。但条件该如何设置呢？如果机制要正常运作，就必须有一组“常设条件”，而非针对个案一个个设定——满足上述与政治无关的注资程序的要求。

此前已经接受了欧元区救助的国家该怎么办？

假设今年年底之前银行业直接资本重组尚不会发生，那么名单上则有希腊、爱尔兰、葡萄牙、西班牙和塞浦路斯等已利用或将利用欧洲金融稳定基金（EFSF）的资金来拯救其银行体系的国家。其他国家救助银行使用的是国内资金。这些援助方案该如何中止？这绝对是必须解决的关键问题，而且对主权债务市场可能会带来巨大的影响，因为这影响到个别国家主权债务占国内生产总值（GDP）的比重。

谁为存款提供担保？

这一点并未明确说明。如果存款由某国进行担保，而银行监管机构是超国家的，那么为什么某个主权国需要承担超国家层面的决定，如关闭某家银行带来的成本呢？不过，显然如果从泛欧元区层面面对银行存款进行担保，也会带来成本负担——肯定会有人质疑，“为什么我们缴的税要用来给国外那些不负责任的银行的存款人作担保”？

（作者系瑞银投资银行环球经济研究部副主管）

欧洲惊喜：找到前行的明灯

周金涛

欧盟在应对欧债危机方案上的每一次升级，都是对现有体制框架的一次突破。

本次欧盟峰会所带给市场的惊喜，标志着欧洲政治博弈的势力格局已不再是德国一家独大，未来问题国家不堪忍受严苛救援条件而选择退出欧元区的风险进一步降低；欧洲救助基金可以直接参与银行业重组，既使各国政府甩掉了救助本国银行业的沉重负担，又使银行业在面对一国财政状况恶化冲击时有足够的保障可以依靠。

银行和主权财政之间相互拖累的恶性循环机制，将会因为欧洲救助机制的直接参与而打破。虽然1200亿欧元的经济刺激方案，对于推动欧洲经济复苏有杯水车薪之嫌，但是至少在一定程度上有助于缓解“紧缩—衰退—财政恶化—紧缩”的恶性循环，表明欧洲在应对主权债务危机的选择上，似乎正要踏上一条更有希望之路，因而有助于安抚市场的恐慌情绪。

“200亿”缓解恶性循环

面对欧债危机，由于在统一货币而财政独立的体制框架下，为了应对危机的冲击各国政府无货币政策可用，而只能过度倚重财政政策来救援和刺激本国经济，进而造成了各国赤字与债务规模急剧攀升。

而之前“默科奇”制订的严苛财政紧缩计划，虽然本意是为了强制改善各国的财政状况，从而改善市场对欧债的信心，但是实际情况却造成了各国经济的进一步衰退，失业的进一步增加，进而政府需要支出的福利支出更多，财政状况进一步恶化的恶性循环。因而，进入2012年之后，市场对欧债各国的担心，已经从去年的短期违约转变到了对长期增长问题，进而对债务问题能否可持续的担忧。从拉美债务危机的演变经验来看，从最初的紧缩方案到后来重视经济增长转变，是缓解各国主权债务危机的关键和治本之策。

因而，对于仍处衰退泥潭的欧洲来讲，1200亿欧元（约占欧盟GDP的1%）的增长刺激方案虽是杯水车薪，但他至少代表着欧洲政治家们对经济增长问题的重视，对紧缩与增长并重危机治理模式的探索。虽然1200亿欧元的经济刺激方案很难使欧洲走出衰退泥潭，但是至少在一定程度上有助于缓解“紧缩—衰退—财政恶化—紧缩”的恶性循环，也有助于安抚市场的恐慌情绪。

救助基金”切断风险强化机制

欧盟峰会给市场带来的惊喜，不是提前已经为市场所知的1200亿欧元经济刺激计划达成共识，而是意大利和西班牙以欧盟短期不出台降低两国融资成本举措，两国就不批准欧洲长期经济刺激计划为要挟，迫使德国做出重大让步的欧洲救助基金（EFSF和ESM）可以直接参与银行业重组，和放宽对西班牙及其他国家救助条件的决定。

这是因为在欧债危机发酵酝酿的过程中，除了存在前面已经存在的“紧缩—衰退—财政恶化—紧缩”的恶性循环之外，由于欧盟对银行业救助实行谁家的孩子谁来抱的模式，因而还存在一个“银行业资产恶化—政府财政压力加剧—国债收益率攀升—银行资产进一步恶化”的相互强化机制。而且市场之所以担心个别国家的债务违约会演化成雷曼倒闭所造成的金融风暴，也是基于个别国家债务违约会造成欧洲银行业大范围倒闭的恐惧，而这种担忧本身又会在危机中产生自我实现的效应。

欧盟峰会最新达成的救助基金可以直接参与欧洲银行业重组的协议，就像是在政府财政和银行之间竖起一道防火墙，既使各国政府甩掉了救助本国银行业的沉重负担，又使银行业在面对一国财政状况恶化冲击时有足够的保障可以依靠。银行和主权财政之间相互拖累，相互强化的恶性循环机制将会因为欧洲救助机制的直接参与而打破。

虽然本次峰会所取得的重要进展仍不足以使欧债危机就此平息，但是它标志着欧洲是在朝着解决危机正确航线上的进一步探索和前进，此次欧盟峰会取得的重要体制突破所给市场带来的惊喜应不是一颗流星那样短暂，而更像是欧洲这条在惊涛骇浪中前行的巨轮所找到的一盏灯塔，虽然它并不意味着航行已经接近终点，但是它至少在引导欧洲不致偏离航线。

（作者系中信建投宏观策略分析师）