

# Chinese Review of Financial Studies (Bimonthly)

Vol. 8 No. 1 February, 2016

Central Bank Survey Data-based Inflation Expectations Conversion

..... ZHANG Chengsi DANG Chao(1)

Three Issues on the Socialist Political Economy with Chinese Characteristics

..... CAI Jiming JIN Weiping(13)

The Greek Tragedy ..... Hans-Werner Sinn(24)

An Study on the Divergence of Spot Exchange Rate from Base Rate

——With Comments on the 8.11 Base Rate Offer Reform

..... ZHOU Xianping CHEN Xuewen HUANG Yanfang(55)

The RMB Joining in SDR's Currency Basket and Its Impacts on China's Financial Reform

..... ZHENG Liansheng(67)

Monetary Policy and Financing Structure Change: A Perspective of Corporate Ownership and Size

..... XU Wenge BAO Qun(81)

Research on Dynamic Identification of Stock Funds Investment Style Drift and Causes Based on

TGARCH-M Model ..... XU Lin QIU Mengyuan WU Xu(99)

Comparison of Urban Land Price between the United States and Japan and Its Implication

..... GU Shugui(116)

## 《金融评论》编辑委员会

(以姓氏笔画为序)

编委会主任: 李 扬

编 委: 王 江 王广谦 朱 玲 朱武祥 刘锡良 李 平 李稻葵 吴志攀 吴晓灵

余永定 张 杰 张宇燕 张晓山 张健华 汪同三 陈雨露 金 碚 姜波克

洪银兴 贾 康 夏 斌 高培勇 盛松成 詹向阳 蔡 昉 裴长洪 潘家华

主 编: 王国刚

副主编: 何德旭 殷剑峰 程 炼

# 希腊悲剧\*

汉斯-维尔纳·辛恩

[摘要]截至2015年3月,希腊已经从欧盟、国际货币基金组织和欧洲中央银行的救助计划中获得了总额3250亿欧元的援助,但其经济状况却并未得到改观。本文对希腊债务危机的救助计划及其绩效进行了评估,认为当前希腊经济已经陷入“荷兰病”,救援资金的流入无助于降低其生产成本,提高其国际竞争力。文章还对希腊退出欧元区的前景和当前危机的解决方案进行了探讨。

关键词:欧元区 债务危机 中央银行

JEL 分类号:F33 F34 G01

## 一、公共救助信贷

早在2010年,“希腊退出欧元区”已引发热议。德国总理默克尔曾坚称,《马斯特里赫特条约》(《欧洲联盟运行条约》第125条)中的“不救助条款”需各国认真对待,德国不会为危机国家提供救助资金。她认为,“一个运行良好的欧洲不必急于求援,而会尊重欧洲现有的各项条约和相应的国家法律,有助于维护欧元区的稳定”<sup>①</sup>。

众所周知,事情却朝着相反的方向发展。2010年4月11日和5月10日,在美国、法国和国际货币基金组织(IMF)以及欧洲中央银行(以下简称“欧央行”)的重压下,欧盟决定向希腊提供公共信贷救助。2010年5月10日,欧央行管理委员会(ECB Governing Council)批准“证券市场计划”(Securities Markets Programme,简称SMP)。在该计划下,所有欧元区国家的中央银行需购入希腊公债<sup>②</sup>。随后,SMP计划的购债范围延伸到其它危机中的欧元区国家。

法国时任财政部长、现任IMF总裁拉加德女士认为,决策者们为拯救欧元已触犯了法律:“我们由于想提高信用级别、拯救欧元区,却疏忽了相关法律的规定”<sup>③</sup>。实际上,救助计划拯救的是所有在希腊有风险敞口的银行和投资者。如今,它们要求以“过桥贷款”(bridge loans)方式使希腊有朝一日偿还所欠债务。那时(2010年3月下旬),法国银行在希腊公、私部门中的风险敞口高达530

---

\* 汉斯-维尔纳·辛恩(Hans-Werner Sinn),德国慕尼黑经济研究所所长(IFO)。作者感谢中国社会科学院欧洲研究所曹慧博士的翻译工作,文中疏漏,由作者自负。

① 参见 A. Merkel, *Regierungserklärung: Griechenlandhelfen, den Euro sichern*, 5 May 2010, <http://www.bundesregierung.de/ContentArchiv/DE/Archiv17/Artikel/2010/05/2010-05-05-regerkl-gr-bk.html>。

② 参见 European Central Bank, *ECB Decides on Measures to Address Severe Tensions in Financial Markets*, Press Release, 10 May 2010, <http://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2010/html/pr100510.en.html>. Barclays Capital, “ECB SMP: Marking to Market”, *Interest Rates Research*, 6 January 2010。

③ 参见 B. Carney and A. Jolis, “Toward a United States of Europe”, *The Wall Street Journal*, Report on a conversation with Christine Lagarde, 17 December 2010, <http://online.wsj.com/article/SB10001424052748704034804576025681087342502.html>. See also C. Lagarde, “Wir werden bedingungslos sparen”, interview by M. Kl?sgen and S. <http://www.sueddeutsche.de/geld/christine-lagarde-ueber-deutschland-und-europa-wir-werden-bedingungslos-sparen-1.1039481>. Christine Lagarde said Ulrich, *Süddeutsche Zeitung*, 23 December 2010。

亿欧元。德、美、英等国在希腊的风险敞口则分别为 330 亿、100 亿和 90 亿欧元<sup>①</sup>。

在 2008 年危机爆发至实施财政救助计划之前这段时间里,希腊通过印钞,利用该国中央银行为商业银行提供信贷的方式进行“自救”。同时,这些商业银行又为希腊私有经济和政府开支提供融资。在正常情况下,一个国家的中央银行向当地经济提供的信贷规模与其所需的商业交易量相当。用于购买海外商品的融资是通过借入,或通过出售在其他国家的商品或资产来实现的。然而,在危机期间,欧央行放松了其对所辖成员国央行的信贷发授权,出现货币流动性过剩(monetary overhang)。过剩的货币被用来为这些国家的经常账户赤字提供融资,支付私人外债以及购买国外资产。

放松信贷发授权的关键手段是降低商业银行向该国央行提交的抵押品质量标准,使其更容易地获得新的再融资贷款。抵押品的信用评级要求曾一度被降低到 BBB- 级以下,即不建议投资的垃圾级债券。当惠誉(Fitch)以及标准普尔(Standard & Poor's)将希腊债券评为 BBB+ 并给予负面展望时,希腊的商业银行理应无法再向央行提供已不合规定的政府债券作为抵押品,获得新的再融资信贷,欧央行随即降低信用级别要求,使希腊公债得以继续被视为有效的抵押品。此外,欧央行管理委员会通过一系列政策,一再降低私人债券的评级要求,使希腊的商业银行有机会继续从该国央行获得再融资信贷。商业银行将这些债务打包成“资产担保型证券”(Asset-backed securities, 简称 ABS)。尽管这些证券无法在市场上进行交易,亦缺乏实际价值,但它依然可以成为商业银行获取再融资贷款的抵押品。通过这种方式,商业银行将持续增多的资产转变为有效的抵押品,使其在获取该国央行的再融资信贷中充当抵押品。甚至,商业银行可以通过延伸资产负债表的方式,与其它银行进行“场内交易”(ring-trading),将自身发行的债券变为有效的抵押品<sup>②</sup>。

2011 年秋,当希腊危机变得日益严重,并最终在 2012 年春出现第一次主权债务违约时,在该国执行的基于抵押品价值重估的减债行动使私人投资者损失规模达到了史无前例的 1050 亿欧元。“流动性紧急支持工具”计划(Emergency Liquidity Assistance, 简称 ELA)便成为决策者们的选择。ELA 计划是在紧急情况下启用的信贷,也是再融资信贷的一种。它和其它再融资信贷的唯一区别在于:其所要求的抵押品质量由各国的中央银行自行规定。这是因为,假设一家商业银行破产,其所提供的抵押品也失去实际价值,相应地,该国央行本身将承担这些损失。而在其它的再融资信贷产品中,如果出现上述情况,损失则将由所有欧元区国家的央行共同承担。大量的 ELA 信贷被投放到希腊,其规模远远超过了该国所能承兑的能力。通过 ELA 计划提供的资金大部分被希腊的商业银行用来购买该国政府新发行的公债。

希腊央行本该约束 ELA 信贷的发放量,欧央行管理委员会本可以通过 2/3 多数成员投票阻止 ELA 信贷的发放。由于六个危机国家(希腊、意大利、葡萄牙、西班牙、爱尔兰以及塞浦路斯)在委员会中均拥有一票,其份额超过了欧央行管理委员会中的 1/3,因此,阻止该行为所需的 2/3 多数永远也达不到。只有当拉托维亚和立陶宛加入欧元区后,现存的投票均势才会发生变化,阻止过度发放 ELA 信贷才会变得容易些。

希腊政府充分利用该国央行的货币供应,为自身获得更大的回旋余地。截至 2012 年 6 月,希

<sup>①</sup> 参见 Bank for International Settlements, *Consolidated Banking Statistics*, Table 9E, <http://www.bis.org/statistics/consstats.htm>. Sums converted into euro as per the exchange rate of 31 March 2010 (1 euro=1.3479 US dollars)。

<sup>②</sup> 参见 H.-W. Sinn, *The Euro-Trap. On Bursting Bubbles, Budgets, and Beliefs*, Oxford University Press, Oxford 2014, Chapter Five: “The White Knight”(中文版:汉斯-维尔纳·辛恩,《欧元陷阱 - 关于泡沫破灭、预算和信仰》,曹慧译,社会科学文献出版社,2016 年版,第五章“白骑士”部分)。

希腊央行通过信贷或公开市场操作等方式共“创造”了 1540 亿欧元的货币量<sup>①</sup>。如果按希腊经济规模计算的话,其货币发行量不应超过 500 亿欧元<sup>②</sup>。希腊过度发行货币是一种以其它国家为代价的透支行为,为在采购商品、偿还债务、购置海外资产等方面埋单。截至 2012 年 6 月,希腊需支付的账单已达 1050 亿欧元。支付委托书(Payment orders)有削减希腊基础货币量的功效,并可以迫使欧元区其它国家央行在没有收到其管辖范围内商业银行提供证券或权益的情况下发行新货币。而这些央行通过欧央行体系中收到附带利息的 Target 债权,获得对希腊央行的索赔权权益<sup>③</sup>。Target 债权与债务(Target claims and liabilities)是欧元区各央行之间由于不对称地发行货币而造成的付息信贷。它们(有时显得有些费解地)被计入欧元区各国央行的资产负债表。在欧洲整体的国际收支平衡统计表中,它们也被记为希腊的外债,以及其它国家的国外(境外)资产<sup>④</sup>。

图 1 中的曲线显示的是历年来 Target 信贷的变化过程。从图中可以看出,由于其它信贷方式的使用,Target 信贷自 2012 年达到峰值后有所回落。但在 2015 年 3 月,希腊的 Target 负债规模再次升至 960 亿欧元,到 4 月底,已几乎升至 1000 亿欧元。

希腊央行不仅将特别信贷尽可能地用于向其它国家支付账单,而且还将信贷用来满足该国民众的大量提现。如 2015 年 3 月,希腊央行超额发行了 140 亿纸币。超额是指超出了希腊在欧央行资本所占比例的份额。该份额是希腊在所有欧元区国家的人口与国内生产总值基础上计算而来的平均数。构成超比例发钞的特别信贷在希腊央行的资产负债表中被标注为对欧央行体系的一笔负债。

像 Target 信贷一样,建立在超比例发行纸币基础上发放的信贷被常常用于购买商品、海外资产,或偿还外债。实际上,有证据显示,希腊人把从国外获得的大量现金用于购买海外资产,如在保加利亚购置房地产。不过,现金也可能被囤积在希腊。鉴于数据的匮乏,依赖超比例发行纸币产生的信贷无法像 Target 债务一样,被计入欧盟官方的国际收支平衡统计表中,作为希腊净外债的一部分,这部分信贷在希腊央行的资产负债表中被列为负债项目。

① 参见 Bank of Greece, *Financial Statement*, 30th June 2012, [http://www.bankofgreece.gr/BogEkdoseis/financialstat201206\\_en.pdf](http://www.bankofgreece.gr/BogEkdoseis/financialstat201206_en.pdf); European Central Bank, *Consolidated financial statement of the Eurosystem as at 29 June 2012*, <http://www.ecb.europa.eu/press/pr/wfs/2012/html/fs120704.en.html>; same institution, *Annual Report 2011*, p. 215, <http://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/annrep/ar2011en.pdf?ade197949067667aef5bde055975da11>。

② 根据希腊在欧央行资本中所占份额乘以欧元区基础货币量计算得出(基于 2010 年 6 月底数据)。

③ 当希腊公民向欧元区其它国家的商业银行发出支付委托书时,这个国家的央行便发行新币,并转至该商业银行供其为支付委托书的受益者付款。通过执行支付委托书,该国央行暗中向希腊央行发放信贷,就欧元体系中各国央行的资产负债表来说,这笔交易相应地计为该国央行的 Target 债权和希腊央行的 Target 债务。Target 债权是一种镜像表述,它产生于希腊央行超比例发放的再融资信贷。只有引发希腊商业银行的流动性挤压,使其无法依靠及时注入的再融资信贷予以抵消,支付委托书才会得以执行。国际收支平衡表中统计的 Target 余额分别是一个国家的净外债和国外资产净额的一部分。它们大多以欧央行的再融资利率计息。有时,各国央行资产负债表中的 Target 余额不仅体现着欧元体系中的扭曲现象,而且还显示出各国央行之间的透支信贷规模。在美国,类似的余额出现在联邦储备体系内的 12 个地区性联邦储备银行之间用 SOMA 投资组合中的可交易资产进行结算时。Target 信贷可以无限期、不受限制地透支,作为债权人的各国央行亦无法到期兑现。按规定,Target 信贷不会引发欧元体系中基础货币的扩张。由于没有额外的流动性,接受国的商业银行只能用大致相当的再融资贷款偿付应付款。实际上,2012~2013 年期间,在德国央行资产中,从融资信贷或公开市场操作中产生的货币库存为零(有时甚至为负数)。那时,德国流通中的所有货币量是因其它欧元区国家的净支付而形成的。17 个国家的净支付业务“挤走”(crowded out)德国再融资信贷的全部库存。德国的 Target 债权于 2012 年 8 月达到峰值,为 7510 亿欧元。截至 2014 年 7 月,该指标回落至 4440 亿,如今(2015 年 4 月)已升至 5320 亿欧元。

④ 参见 Sinn, H.-W. and T. Wollmershäuser (2012): “Target Loans, Current Account Balances and Capital Flows: The ECB’s Rescue Facility”, *International Tax and Public Finance*, 19, 468–508, <http://www.cesifo-group.de/DocDL/sinn-itax-2012-target.pdf>; 以及 H.-W. Sinn, *The Euro-Trap. On Bursting Bubbles, Budgets, and Beliefs*, Oxford University Press, Oxford 2014, Chapter Five: “The White Knight”(中文版:汉斯-维尔纳·辛恩,《欧元陷阱 - 关于泡沫破灭、预算和信仰》,曹慧译,社会科学文献出版社,2016 年版)。

图 1 中浅灰色区域表示的是, 其它欧元区国家在“证券市场计划”(SMP)下通过各自央行、购买希腊公债, 向希腊政府提供的间接救助。在该计划下, 各国央行购入的希腊公债远远高于希腊央行购入其它危机国家(意大利、葡萄牙、西班牙、塞浦路斯以及爱尔兰)的公债。在 SMP 下, 各国的购债规模一度高达 390 亿欧元左右。如今, 经欧央行偿还和再次出售, 规模已回落近 140 亿欧元。由于发债规模大到足以使私人投资者失去兴趣(私人投资者通常希望得到较高的回报), 因此, 欧元区其它国家央行的公债购入行为相当于向希腊政府发放了一种公共信贷。希腊商业银行不得不从国内市场购买公债后、再卖给各国央行。所以, 公债购入活动也引导着私人资本流向希腊。资本流入推高了对希腊的净支出, 从而降低了该国一对一的 Target 债务。尽管这种资本流入以私人资本形式计入国际收支统计表中, 但实际上, 它是在欧央行的救助计划下其它国家向希腊提供的一种公共信贷。

图 1 中绿色区域描绘了流入希腊的财政救助资金。它包括两笔由欧元区国家和 IMF 共同提供给希腊的救助计划。在第一笔救助计划里, 希腊从其它国家以双边信贷的方式共接受了 529 亿欧元资金。第二笔救助计划仍尚未结束。时至今日, 欧洲金融稳定机制(European Financial Stability Facility, 简称 EFSF)提供了 1309 亿欧元, IMF 提供了 117 亿欧元。第一笔救助计划中 IMF 所提供的 115 亿欧元已于 2015 年 3 月得到了偿付。希腊本身也为欧盟的救助措施提供了资金, 如向“欧洲稳定机制”(ESM)提供 23 亿的资金。通过预算, 希腊在 EFSF 计划下向爱尔兰和葡萄牙提供了 7 亿欧元的救助资金。因此, 截至 2015 年 3 月, 希腊接受的救助净额已达 2013 亿欧元。

媒体曾三番五次地报道希腊到 2015 年 3 月接受的公共信贷已达 2400 亿欧元。不过, 该数字包括了已承诺、但尚未执行的那部分信贷。还有, 该数额也没有扣除希腊已偿付的、以及为他国提供的救助资金。表 1 显示, 这些扣除项是如何拉低图 1 所描述的财政救助总额的。

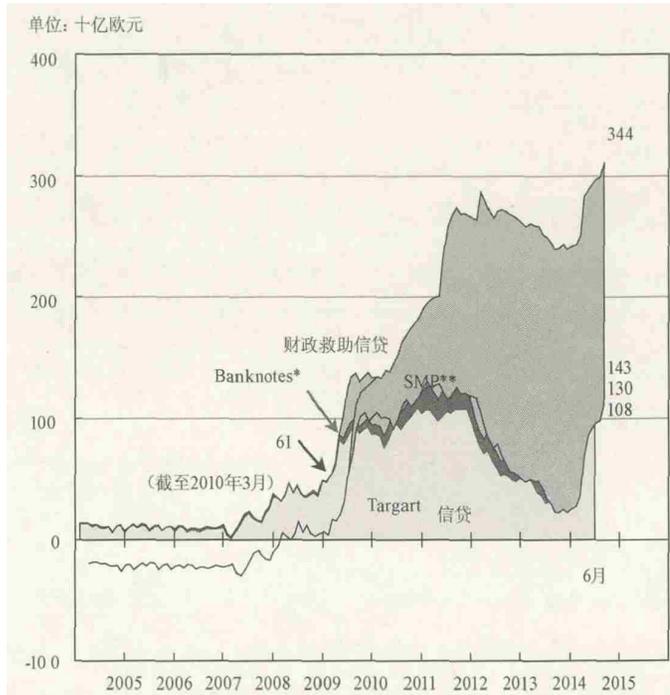


图 1 希腊的 Target 信贷

\* 希腊央行对欧元区体系通过超比例纸币发行产生的负债。

\*\* 欧元区体系中各国央行在“证券市场计划”(SMP)下购买的希腊公债, 减去该计划下希腊央行持有的其他欧元区国家发行的公债。该数据为账面价值。月度数据是在上述公债的年度库存调整基础上推算而来。假定有相应的跨境公债流入。

注: 财政救助信贷以净值计算, 其中包括欧元区国家和 IMF 组成的救助计划在每月底提供的资金额度。该数已减去到期已偿付的、以及希腊自身在救助计划的贡献部分。希腊的贡献部分包括希腊在欧盟预算资助的“欧洲金融稳定机制”(European Financial Stabilisation Mechanism)中的出资份额, 以及该国在“欧洲稳定机制”(European Stability Mechanism)中的出资。亦参见表 1。

资料来源: Bank of Greece, *Financial Statements*; European Central Bank, *Weekly Financial Statements*; same institution, *Capital Subscription*; European Financial Stability Facility, *Lending operations*; International Monetary Fund, *Financial Activities*; also IMF, *SDR Exchange Rate Archives by Month*; European Commission, *The Economic Adjustment Programme for Greece: Fifth Revue*; same institution, *EU Budget 2011*; European Stability Mechanism, *Governance, Shareholders*.

表 1 欧元区各国向希腊提供的公共信贷：总额与净额比较  
(截至 2015 年 6 月底；单位：十亿欧元)

	最初授权 总额 <sup>①</sup>	实际提供 总额 <sup>②</sup>	最终拨付 总额 <sup>③</sup>	IMF 提供的资金 (作为参考)
<b>A. 为希腊提供的信贷资金</b>				
第一次援助计划	110.0	73.2	73.2	
来自于欧元区国家	80.0	52.9	52.9	
来自于 IMF <sup>④</sup>	30.0	20.3	20.3	22.0
第二次援助计划	172.7	158.9	142.6	
来自于“欧洲金融稳定机制”(EFSF)	144.7	130.9	130.9	
来自于 IMF	28.0	28.0	11.7	
财政救助信贷(总额)	282.7	232.1	215.8	218.7
用于购买希腊政府公债资金 <sup>⑤</sup>			16.4	
希腊央行在欧元体系中形成的 Target 债务			107.7	
希腊央行因超比例发行纸币形成的债务			22.8	
<b>小计：国际社会为希腊提供的资金总额</b>			362.7	365.6
<b>B. 希腊的付款项目</b>				
偿还 IMF 在第一次援助计划中提供的贷款 <sup>⑥</sup>			12.6	13.7
向欧洲稳定机制(ESM)注入资金 <sup>⑦</sup>			2.3	
在 EFSM 下向爱尔兰和葡萄牙提供的资金 <sup>⑧</sup>			0.7	
希腊央行购入爱尔兰、葡萄牙、西班牙以及意大利等国的政府公债 <sup>⑨</sup>			3.4	
<b>小计：希腊共支出资金</b>			19.0	20.1
<b>为希腊提供的救助资金净额 = A - B</b>			343.7	345.5

注：①按计划数额；②第一次救助计划，在早期结束时，按计划拨付的金额。第二次救助计划，EFSF 份额，在 2015 年 6 月 30 日终止时，第二次计划的承诺金额。③2015 年 3 月 31 日的实际拨付金额。④IMF 提款权单位总量在各对应日期转换成欧元时的总额。⑤不包括希腊央行份额；2014 年 12 月 31 日当日的估算值。⑥假设在偿付不同时期的拨付信贷时使用了相同的汇率。⑦根据 ESM 条约。⑧与希腊投入欧盟预算的金额一致。⑨2014 年 12 月 31 日当日的估算值。

资料来源：希腊央行的金融报表；欧央行，金融每周报表；欧央行，资本购入；欧央行 2014 年金融报表，2015 年 2 月 19 日发布；“欧洲金融稳定机制”，借出部分；国际货币基金组织，IMF 国家报告 No. 12/57；以及 IMF，金融活动报告；IMF，“希腊的经济调整计划：第五幕”；IMF，“希腊的第二次经济调整计划”；IMF，欧盟预算 2011 年；“欧洲稳定机制”-“治理”、“股东”部分。

该表第一栏显示的是救助计划的承诺总额，第二栏是实际的执行总额。在前文提及第一笔救助计划时，已对两者之间的差异做过解释，其他影响因素还包括：斯洛伐克始终未加入计划，爱尔兰和葡萄牙因受困于金融危机而无法兑现各自承诺的计划金额，欧元区国家原本同意提供的、但无法完成的 800 亿欧元政府间救助等。有鉴于此，原本计划的救助规模缩至 773 亿欧元。此外，来自于政府间协议承诺的部分与来自 EFSF 机制的资金被融合在一起执行。而且，该资金规模中尚有约 9.5 亿欧元未予执行。如果将原有机制下执行的这笔金额、EFSF 机制下发放的新资金以及 IMF 按比例发放的资金，包括第一笔信贷中未执行而在第二次救助计划中继续执行的救助信贷，

加一起计算的话,希腊得到的救助信贷总额将达 2448 亿欧元。这也是常常被媒体引用的数额。

不过,值得注意的是,被执行的信贷资金背后都附带条件,即实际信贷的拨付情况视接受国对附加条件的完成程度而定。鉴于希腊落后于对承诺的履行,欧元区国家将第二次救助计划延期了两次(相比之下,IMF 计划于 2016 年结束)。截至 2015 年 3 月,救助计划中的承诺资金尚未全部拨付出去。以上对第二和第三栏之间为何出现差异做出解释。到 2015 年 3 月下旬,希腊从第一次救助计划中共接受 2158 亿欧元。在此方法下,IMF 资金以实际拨付当日的汇率计算而来,即最后一栏显示的,以 2015 年 3 月 31 日当日汇率计算得出的价值。如果将此前提到的欧央行体系发放的财政救助,尤其是 Target 债权以及除希腊央行以外、其他各国央行购入希腊公债数额计算在内的话,希腊接受的救助规模为 3435 亿欧元。

尽管这只是一个粗略估计的总数。希腊接受救助信贷的净值需扣除该国已偿还 IMF 的那部分、希腊向 ESM 的资本投入、在 EFSM 计划下希腊所占欧盟资金中的 1.6% 份额、以及希腊央行购入其他欧元区国家的公债部分等。这些项目加在一起为 181 亿欧元。将其从 3435 亿欧元中扣除,截至 2015 年 3 月 31 日,实际提供给希腊的公共信贷已达 3254 亿欧元(或以最新汇率计算为 3278 亿欧元),即如图 1 中灰色区域下方的数字所示。

从相对数看,希腊接受的公共信贷是该国 2014 年国民生产总值 GDP(1790 亿欧元)的 182%。有趣的是,该比例与希腊的债务对 GDP 比率大致相当(2014 年底希腊债务对 GDP 比率为 177%)。这些相似之处不会因测量方式的不同而受影响。图 1 中显示的总额是外国公共机构提供给希腊银行和希腊政府的公共信贷金额。这些外国公共机构包括除希腊以外其他欧元区国家央行。债务对 GDP 比率中包括国内外的公、私借出人向希腊政府提供的信贷,但不包括发放给希腊央行的那部分信贷。不过,数值相近也并非纯属偶然,因为希腊的外国私人债权人已经被公共债权人所替代(本文第三部分有更多讨论)。只有当购买政府债券达到一定规模后,希腊商业银行才可从该国央行获得再融资信贷、转移支付海外账单、形成 Target 债务。

在讨论减债计划时,希腊政府反复提到该国需对德国索要战争赔偿。该议题超出了本文所涉范围<sup>①</sup>,不过,大致上讲:希腊从其宣称的贷款<sup>②</sup>中应获得总计为 4760 亿德国金马克(Reichsmarks)的赔偿,相当于当时该国 GDP 总量的 5.5%;如果以目前希腊 GDP 总量计算的话,其应得赔偿金额接近 100 亿欧元。希腊本身欠付类似的战争信贷约 110 亿欧元。这里无法争论此类贷款是否具有法律基础<sup>③</sup>。总之,与发放给希腊的公共信贷相比,这只是一个小小数字。

向希腊发放超常规规模的信贷与希腊对由 IMF、欧盟以及欧央行组成的“三驾马车”的反复责难形成了鲜明对比。希腊指责“三驾马车”向该国提出实施财政紧缩、削减预算等要求,将其推向人道主义灾难。显然,真实情况恰恰相反,要求希腊采取紧缩政策的是市场,而不是“三驾马车”。实际上,通过“三驾马车”,掌控发放希腊贷款的国际社会将市场要求的财政紧缩措施已弱化到了史无前例的程度。

<sup>①</sup> 参见 F. Schorkopf, “Die Forderungen sind erfüllt”, *Der Spiegel* 12/2015, p. 36, and A. Ritschl, “Debatte um Zwangskredit ist Erbsenzählerei”, *Zeit Online*, 20 March 2015, <http://www.zeit.de/wirtschaft/2015-03/reparationen-griechenland-allbrecht-ritschl>.

<sup>②</sup> 参见 M. Martens, “Die Karriere einer Zahl”, *Frankfurter Allgemeine Zeitung*, No. 63, 16 March 2015, p. 2, [http://www.faz.net/aktuell/politik/ausland/europa/griechenlands-forderungen-warum-deutschland-zahlen-soll-13484948.html?printPagedArticle=true#pageIndex\\_2](http://www.faz.net/aktuell/politik/ausland/europa/griechenlands-forderungen-warum-deutschland-zahlen-soll-13484948.html?printPagedArticle=true#pageIndex_2).

<sup>③</sup> 1939 年,4.76 亿金马克相当于当时德国 GDP 总值的 0.435%。参见 German Statistical Office, *Bevölkerung und Wirtschaft 1872-1972*, 第 260 页。按照 Maddison 的算法,希腊 1939 年的 GDP 总值相当于德国 GDP 的 8%(以国际货币计价)。据此,德国在希腊的贷款份额为当年希腊 GDP 总值的 5.46%,即  $0.435\% \times 8.0\% = 5.46\%$ 。参见 A. Maddison, *Monitoring the World the World Economy 1820-1992*, OECD Publications Paris 1995, p.181-184。

## 二、钱有何用？

国际社会最终向希腊提供的巨额救助信贷净额已达 3250 亿欧元，该数比当初欧盟委员会和 IMF 实施第一次救助计划(1100 亿欧元)规模的 3 倍还多。有鉴于此，人们不禁会想，希腊经济一定在好转起来。毕竟，欧盟国家曾以为，向希腊提供救助可以为该国实施经济改革赢得时间，使其实现自救<sup>①</sup>。还有，德国总理再三强调了时限，保证救助计划不会延期<sup>②</sup>。

现实发人深省。如图 2 所示，希腊的失业率从 2010 年第 1 季度首次出现“希腊退出欧元区”争论时的 11% 上升到 2015 年第 1 季度的 26%，高出 1 倍多<sup>③</sup>。相应地，青年人失业率从 30% 上升到 50%。有一半在 15~25 岁之间，没有上学或大学的年轻人处于失业状态。如果这种局面无法马上加以改善的话，希腊将在劳动力市场上失去整整一代人。

作为一个整体，希腊的经济变化可以用灾难来形容。如图 3 所示，截至 2015 年第 1 季度，希腊的工业品产量比危机前(2008 年第一季度)降低了 26%，GDP 总量下降了 27%。

尽管在提供财政信贷之前经济已出现衰退，但救助依然没有起到明显的正面效果。希腊实际 GDP 总量在 2010 年第 1 季度和 2015 年第 1 季度之间下降了 21%，制造业产量下降了 10%。

图 4 显示，希腊的经济演变路径与 IMF 的期待和预测都相距甚远。作为参与救助的一方，IMF 显得过于乐观。这种纯粹依靠计算而来的乐观，即以为向希腊连续不断地提供救助信贷，就可使其债务具有可持续性的天真想法于 2013 年 6 月得到 IMF 代表的承认<sup>④</sup>，并招来批评。

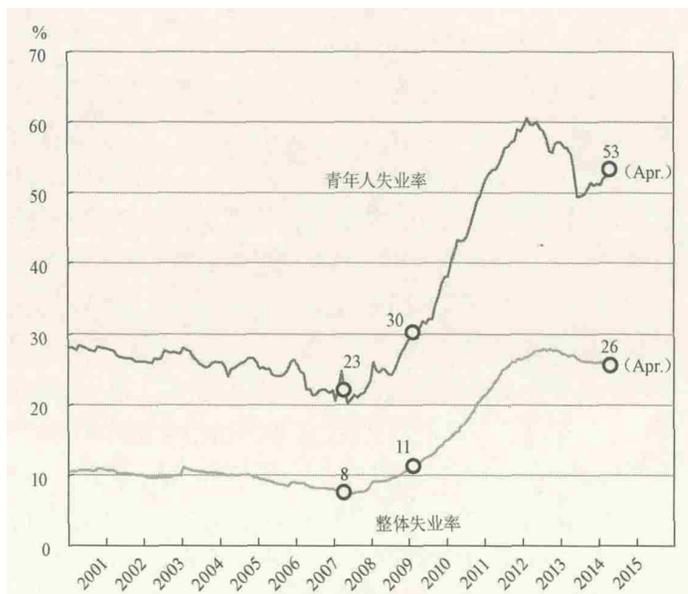


图 2 希腊失业率

资料来源: Eurostat, Database, *Population and Social Conditions*, Labour Market, Employment and Unemployment.

① 参见 A. Merkel: “The important thing is that with the rescue packages we have given the euro time for all countries to carry out the necessary budget consolidation— and, if necessary, to also carry out structural reforms”; A. Merkel, “Merkel: Anstehende Aufgaben überzeugend umsetzen”, *N24-Sommerinterview*, 7 July 2010, <http://www.bundesregierung.de/ContentArchiv/DE/Archiv17/Interview/2010/07/2010-07-07-n24-sommerinterview.html>。

② 参见 A. Merkel on 16 September 2010: “There won’t be any extension of the current rescue package with Germany.” (Own translation.) See H. Janssen, “Merkel und Sch?uble in der Euro-Krise: Die Schönredner-Teil 2: ‘Eine Verlängerung der jetzigen Rettungsschirme wird es mit Deutschland nicht geben’”, *Spiegel Online*, 19 November 2012, <http://www.spiegel.de/politik/deutschland/muenchhausen-check-merkel-und-schaeuble-ueber-die-euro-krise-a-867147-3.html>。

③ 2015 年的数字为当年 1 月份和 2 月份的平均值。

④ IMF, “Greece: Ex Post Evaluation of Exceptional Access under the 2010 Stand-By Arrangement”, IMF Country Report No. 13/156, June 2013, in particular p. 2, 21 and 33, <http://www.imf.org/external/pubs/ft/scr/2013/cr13156.pdf>。

从图 4 可以看出,在第一次预测失败后,2013 年之后的预测较为准确。如图 3 所示,希腊经济的确在 2013 年和 2014 年到达谷底。不过,考虑到希腊最近的危机导致该国经济在 2015 年前两个季度遭遇到新一轮衰退,这些预测依然显得过于乐观。

无论何种情况,救助信贷都没发挥作用。每当希腊政府把信贷资金用于政府开支时,救助信贷的确提振了凯恩斯主义所强调的内需,这也是为何 2014 年希腊经济得到了稍许改善。但希腊经济整体仍缺乏可持续性的复苏迹象。

也许是因为受制于“三驾马车”发放救助贷款的条件要求,希腊国内改革几乎毫无进展或根本没有进行。尽管该国已采取了削减养老金、提高税率等措施,但养老金平均水平仍高于德国<sup>①</sup>,征税方面也难言成功<sup>②</sup>。相反,希腊政府允许偷逃税者以每月百元的分期付款方式缴纳该国总值 700 亿欧元的拖欠税款<sup>③</sup>。希腊最低工资标准为 684 欧元/每月,高于大多东欧国家的平均月工资水平<sup>④</sup>。在制造业,希腊工人的平均小时工资(14.7 欧元)刚好是波兰工人的两倍(7.4 欧元)<sup>⑤</sup>。

回溯 2013 年,质疑希腊极力阻挠执行改革承诺的声音已经出现<sup>⑥</sup>。在“三驾马车”贷款附加条件中的 787 项要求中,实现的还不到一半。那时,希腊政府正在执行其中的 76 项,没有迹象表明它会为实现其他 357 项要求采取任何引入性措施<sup>⑦</sup>。尤其是,希腊政府在私有化方面毫无建树。2011

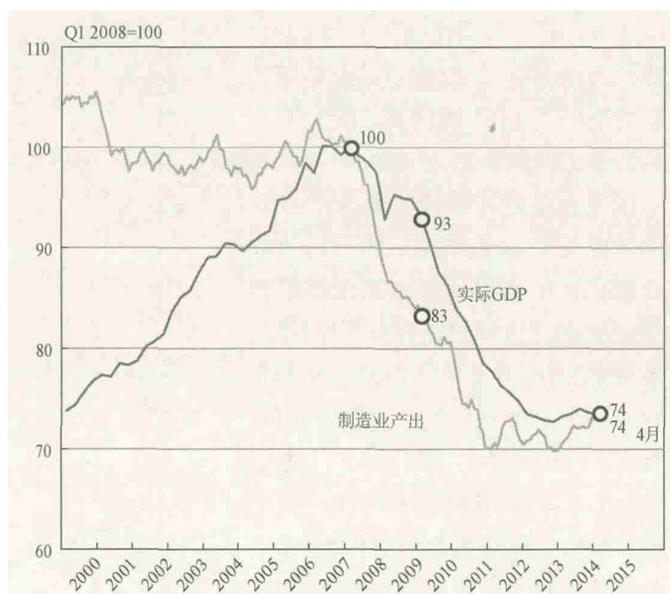


图 3 希腊 GDP 状况

资料来源: Eurostat, Database, Industry, Trade and Services, Short-term business statistics, Industry; same institution, Economy and Finance, National Accounts (ESA 2010), Quarterly Accounts, Main GDP aggregates; same institution, Press release 84/2015, Flash estimate for the first quarter of 2015, 13 May 2015; Production: Moving 5-month average.

<sup>①</sup> Spiegel Online, 23 March 2015, <http://www.spiegel.de/wirtschaft/soziales/warum-griechenland-kein-rentnerparadies-mehr-ist-a-1025159.html>.

<sup>②</sup> 参见 S. Vogt, “Unter Druck-Griechenland im wirtschaftlichen, politischen und sozialen Reformprozess”, *KAS Auslandsinformationen* 6, 2013; *Zeit Online*, “Griechenlandscheitert an Umsetzung der Sparauflagen”, 13 July 2012, <http://www.zeit.de/wirtschaft/2012-07/griechenland-sparauflagen-troika-bericht>.

<sup>③</sup> 参见 Handelsblatt, “Scharfe Kritik an Athener Steuerplänen”, 23 March 2015, <http://www.handelsblatt.com/politik/international/griechenland-scharfe-kritik-an-athener-steuerplaenen/11539706.html>; see also Hellenic Parliament, Legislative Work, Enacted Legislation, 20/03/2015, *Regulations for the Restart of the Economy*, [http://www.hellenicparliament.gr/en/Nomothetiko-Ergo/Anazitisi-Nomothetikou-Ergou?law\\_id=a3a50719-b333-4010-86c5-a45e015c2576](http://www.hellenicparliament.gr/en/Nomothetiko-Ergo/Anazitisi-Nomothetikou-Ergou?law_id=a3a50719-b333-4010-86c5-a45e015c2576).

<sup>④</sup> 参见 Eurostat, Database, Population and Social Conditions, Labour Market, Employment and Unemployment. Earnings, Minimum Wages.

<sup>⑤</sup> 参见 S. Vogt, “Unter Druck-Griechenland im wirtschaftlichen, politischen und sozialen Reformprozess”, *KAS Auslandsinformationen* 6, 2013; *Zeit Online*, “Griechenland scheitert an Umsetzung der Sparauflagen”, 13 July 2012, <http://www.zeit.de/wirtschaft/2012-07/griechenland-sparauflagen-troika-bericht>.

<sup>⑥</sup> 参见 K. Hope and P. Spiegel, “Greece and Lenders Fall out over Firings”, *ft.com*, 14 March 2013, <http://www.ft.com/intl/cms/s/0/3df71c6c-8c8b-11e2-aed2-00144feabdc0.html#axzz3YaTtuiJu>.

<sup>⑦</sup> 参见 European Commission, “The Second Economic Adjustment Programme for Greece, Fourth Review-April 2014”, *Occasional Papers* 192, April 2014, p.79.

年7月2日，希腊出售了价值500亿欧元的国有资产，以满足救助信贷的发放要求<sup>①</sup>。但到2014年12月，私有化进程仅实现了31亿欧元<sup>②</sup>。原本将比雷埃夫斯港口设施出售给中国投资者的行动被齐普拉斯领导的新政府阻止：由他领导的左翼激进联盟(Syriza)的竞选纲领是在公开反对“三驾马车”的改革要求基础上建立起来的。截至本文撰写之际，“三驾马车”与该政府所展开的谈判都无功而返。

乍看起来，这种局面似乎令人费解。除接受巨额救助信贷以外，希腊经济至今并未好转起来，甚至表现得较之前更糟。传统经济学将此现象解释为“荷兰病”<sup>③</sup>。在20世纪60年代，荷兰境内发现了储量丰富的天然气，很快造就了一批富人，该行业工资上涨幅度快于该国的生产率增长水平。这导致该国产业失去竞争力，经济进入衰退期。这种情况一直维持到天然气产量出现下降，劳资各方通过谈判、签署了被称之为“瓦森纳协定”(Wassenaar Agreement)的调整工资方案后，该国经济才有所好转。

希腊如今的局面与那时的荷兰情况相类似。无论是依靠卖天然气还是卖债券，两者都因过高工资水平而对竞争力产生负面影响。无论在信贷发放时附加多少改革条件，希腊获得的公共信贷越多，其竞争力丧失的时期越久。只有停止发放公共信贷，通过痛苦的工资和物价调整等手段，该国的竞争力才能得以恢复。

与其它危机国家相比，爱尔兰有力地证明了这个道理。在获得国际救助信贷之前，爱尔兰的经济泡沫已于2006年底破裂。因此，该国只能实行自救。当欧元区其它各国的工资水平仍处于持续拉高之际，爱尔兰在公、私部门均实行了降薪措施，从而引发物价水平的降低<sup>④</sup>。相对于其它各国，爱尔兰的物价(GDP平减指数，GDP deflator)在2006~2013年期间下降了13%。通过采取降低实际有效汇率的措施，该国产品再度变得具有竞争力，经济上升势头强劲。爱尔兰2014年第4季度



图4 希腊GDP实际值与IMF预测值之间的比较

注：①实际GDP总量包括；2005~2013年度数据；从2014年第1季度的季度数据。截至2015年5月。

②IMF预测值为每年各自的春季预测值。

资料来源：IMF-《世界经济展望数据库》，2010.4~2015.4；欧盟统计局-“经济与金融”、“国民经济核算账户”、“季度账户情况”、“主要国家的GDP累积”等数据库部分(ESA 2010)；欧盟统计局-“2015年第一季度的快速估算值”的新闻报道，2015年5月11日，84/2015。

① 参见 European Commission, “The Economic Adjustment Programme for Greece, Fourth Review-Spring 2011”, Occasional Papers 82, July 2011, p.16。

② 参见 Hellenic Republic Asset Development Fund, *Asset Development Plan-December 2014*, <http://www.hradf.com/sites/default/files/attachments/20141211-adp-december-2014-en.pdf>。

③ 参见 N. M. Corden and J. P. Neary, “Booming Sector and De-Industrialization in a Small Open Economy”, *Economic Journal* 92, 1982, p. 825 - 848。

④ 参见 H.-W. Sinn, *The Euro-Trap. On Bursting Bubbles, Budgets, and Beliefs*, Oxford University Press, Oxford 2014, Chapter 4: “The Competitiveness Problem”, Section “How Did Ireland Do It?” (中文版：汉斯-维尔纳·辛恩，《欧元陷阱 - 关于泡沫破灭、预算和信仰》，曹慧译，社会科学文献出版社，2016年版，第四章“竞争力问题”中的“爱尔兰是如何做到的”部分)。

的GDP总量比2010年第1季度提高了9%，制造业产量上升了43%(2015年第1季度)<sup>①</sup>。

这种发展之所以未出现在其它危机国家是因为这些国家都是在雷曼投资公司破产后才爆发了危机，比爱尔兰晚了两年。如在第一部分讨论的希腊那样，这些国家在借不到钱的情况下，倾向于依靠印钞度日。国际社会提供的公共信贷弥补了这些国家经常账户赤字和预算赤字的资金缺口，缓解了其进行经济改革的压力，使必要的结构性调整退居次要位置。这也是“荷兰病”的另一个症状。在接受救助信贷之际，爱尔兰已完成大部分“刮骨疗伤”式的经济调整。

希腊前经济部长赫里索希季斯(Michalis Chrysochoidis)在回答《法兰克福汇报》(Frankfurter Allgemeine Zeitung)就补贴政策是否击垮了该国经济时说，“是的。我们一手拿着欧盟的钱，另一手对新的、有竞争力的技术置若罔闻。人们只想着消费。其结果是制造商停止生产，转而从海外进口，以获取更高的利润。这正是这个国家的悲剧之所在。”即使在希腊，他的回答也已众所周知<sup>②</sup>。

### 三、谁从救助信贷中受益？

希腊财政部长瓦鲁法基斯(Yanis Varoufakis)最近宣称，希腊接受公共信贷中的90%已用于偿还国际借款人发放的私人贷款；换句话说，其中的大部分公共信贷被用于救助欧洲的银行<sup>③</sup>。金融救助根本没有帮到普通的希腊民众。进一步说，希腊人民正遭受着由“三驾马车”紧缩政策引发的人道主义灾难之苦。也有经济学家批评了欧元区实施的财政紧缩政策<sup>④</sup>，他们认为，救助资金主要帮助的是那些向希腊投资、可能血本无归的外国债权人<sup>⑤</sup>。

如图5所示，考虑到希腊公、私领域的消费总量与国民净收入之间的关系，很容易看出上述观点有失偏颇。以德国、法国、荷兰三国为例，其公、私消费与国民净收入之比徘徊在90%左右，希腊则从加入欧元区那年的95%攀升逾110%，并保持至今。2014年，希腊的累积消费达到国民



图5 希腊、法国、德国、荷兰消费占国民净收入百分比

资料来源: Eurostat, Database, *Economy and Finance, National Accounts (including GDP), GDP and Main Components—Current Prices, Final Consumption Expenditures; and Income, Saving and Net Lending/Borrowing, Gross National Income at Market Prices*; European Commission, Economic and Financial Affairs, Economic Databases and Indicators, AMECO—the annual macro-economic database, National Income.

① 参见 Eurostat, Database, *Economy and Finance, National Accounts (ESA 2010), Quarterly Accounts*; same institution, Database, *Industry, Trade and Services, Business Statistics, Industry*.

② 参见 M. Chrysochoidis, “Die Gesellschaft ist reifer als ihr System”, Interview by M. Martens, *Frankfurter Allgemeine Zeitung*, 9 February 2012, <http://www.faz.net/aktuell/politik/europaeische-union/griechischer-wirtschaftsminister-diegesellschaft-ist-reifer-als-ihr-system-11642768.html>.

③ 参见 Y. Varoufakis, “Schluss mit Schwarzer Peter”, *Handelsblatt*, 30 March 2015, p. 48.

④ 参见 M. Fratzscher, “Fünf Thesen, fünf Irrtümer: Targetsalden”, *Handelsblatt*, 16/17/18 January 2015, p. 53, as well as P. De Grauwe, “The Creditor Nations Rule in the Eurozone”, in: S. Tilford und P. Whyte, *The Future of Europe’s Economy—Disaster or Deliverance*, Centre for European Reform, London, p. 11–23, <http://www.lse.ac.uk/europeanInstitute/pdfs/CER-report-18.9.13.pdf>.

⑤ 参见 D. Dittmer, “Jahrelange Insolvenzverschleppung? Die Horror-Bilanz der Griechenland-Hilfen”, *n-tv*, 13 March 2015, <http://www.n-tv.de/wirtschaft/Die-Horror-Bilanz-der-Griechenland-Hilfen-article14690166.html>.

净收入的 113.7%，位居所有欧元区国家之首。在没有外汇储备的情况下，一个经济体的消费总量通常不能超过其国民净收入。希腊“惊人”的经济状况很难与“人道主义灾难”联系在一起。

引发过度消费的根本原因是：启用欧元后，希腊采取了较低的利率政策。如图 6 所示，希腊公债收益率从 25% 降到 5%。私营部门也呈现类似的情况。调控失误以及欧元体系采取的隐蔽性保护政策刺激了希腊利率的下降<sup>①</sup>。较低的利率意味着希腊公共债务人支付给外国债权人的利息少了，国民净收入得到相应的增加，降低了过度消耗。但降低的消耗被进一步刺激过度消费的借款增加而抵消。由于认定可以毫无顾忌地额外负债，降低的利率诱使人们从海外借更多的钱，提高生活水准。结果，希腊外债从欧元引入那一年（2001）的 680 亿欧元跳升至危机爆发前一年（2007）的 2140 亿欧元<sup>②</sup>，净外债对 GDP 之比翻了一倍，从 45% 上升至 92%。

希腊的公共部门不是造成这种状况的主要因素。在同一时期里，公共部门的债务对 GDP 比率仅从 105% 上升到 107%<sup>③</sup>。该国政府唯一受到责备的是，没有利用较低利率带来的巨大优势偿付该国所欠的公债，而是用来增加政府开支。如果与决定创立欧元的马德里峰会那年（1995）相比的



图 6 希腊与德国的公债收益率

资料来源：Source；Thomson Reuters Datastream，Germany：BDBRYLD，Greece GRBRYLD (as from 04/1999) GRESEFIGR (as from 01/1996) GRESEFIGR (Data last accessed on 10 February 2014；since 09/1992)。

<sup>①</sup> 希腊加入欧元区之前，由于用不断贬值的德拉克马偿付贷款具有较高的风险，因此，投资者购买该国公债的目的是获得高收益率。当希腊接近启用欧元之际，这种风险逐渐减弱，利差相应地下降，直至正式启用欧元时，利差已基本消失。由于希腊可供参考的统计信息仅始于 1993 年，目前尚不清楚希腊的利差何时开始出现缩减。尽管如此，1995 年 12 月在马德里峰会上达成关于 1999 年启用欧元的正式决定仍是一个重要的里程碑。这样，至少参与国之间的汇率不会出现进一步动荡。那时，还不知道希腊是否会随后加入进来，由投资者主导的密集性谈判期待该国的快速加入，这样，至少导致较低利差的趋势得以加强。对投资者而言，因主权违约风险而可能对希腊公债收取合理的利率溢价已不再重要。当 2011 年对希腊债务实行削减计划时，事实证明，这些做法是错误的。一直以来，投资者原以为希腊的金融市场可以获得新的流动性，商业银行能回购债券，或者为政府提供跟进融资信贷。类似地，无论何时何地，他们都会意识到希腊央行在其管辖内可以不断地用紧急流动信贷资金供其商业银行使用，如果需要，他们原以为希腊的欧元区成员国地位会为其资本退出提供选择出口。他们失算的是，希腊的资金缺口规模已超出了其它成员国和欧央行所能负担的能力。放弃收取风险溢价、发放信贷的做法也得到了巴塞尔体系中银行规则的“鼓励”，即允许银行不必在购买政府公债时预留资本准备金。然而，如果按照以风险权重分类为基础、所谓的“标准方法”计算风险的话，预留资本准备金是必须进行的一步。最重要的是，与巴塞尔规则一样令人疑惑，欧盟也在为银行提供便利，即如果以自有风险模式计算风险的话，银行甚至无需预留资本准备金。因此，银行可以从两个风险评价方法中“选取”对自己有利的因素。银行家们通常只做短期优化，只有在做决策时才对在保有期内的风险加以关注，因此，如果监管机构没有强制执行规定的话，他们可以收取最低风险溢价向希腊发放贷款的做法也不足为奇。相反，监管机构也在积极“鼓励”银行的这种行径。当银行出现违规操作时，当监管机构本身暗示希腊公债为零风险时，谁有资格指责这些银行的鲁莽行为？不仅是银行经理，甚至连保险公司的经理们都盯着短期利润，自《破产法》通过以来，银行和保险公司不得不满足购买希腊或其它欧元区国家主权债务零资本缓冲的需求。由此可见，利率趋同怂恿了希腊人生活在由金融机构大佬、以及“跛脚”体制所提供的超高水准上。仅仅指责希腊则显得过于简单而不公平。

<sup>②</sup> 参见 Eurostat, Database, *Economy and Finance, Balance of Payments-International Transactions (bop), International Investment Positions-Annual Data*。

<sup>③</sup> 参见 European Commission, *General Government Data, Part I, Spring 2014, p.33*。

话,这部分公债规模相当于该国 GDP 总量的 7%<sup>①</sup>。通过这种方式,希腊提高了公务员工资,扩大了公务员招募数量。该国债务对 GDP 比率上升的主要因素是,私营部门的大量借款被用于消费和房地产投资。由低利率节省出来的利息形成信贷融资,支撑着希腊人不断升高的工资开支。从 2001 年欧元启用之际到 2007 年危机爆发这段时间里,希腊人的工资上涨了 65%<sup>②</sup>。而同一时期里,该国名义 GDP 总量仅上升了 53%,实际上升了 28%<sup>③</sup>。值得注意的是,工资上涨与改善经济表现之间的实际差距肯定会更大。因为在国民经济核算账户中,GDP 指标中包括公务人员的工资部分,因此,它会随着工资的上涨而自动提高。还有,除了有损于对外竞争力以外,工资上涨通过刺激消费需求,扩大了国内经济泡沫。由此看来,依靠信贷融资拉动的国内需求上升导致了对上述不利状况的低估。

即使在全球爆发金融危机,希腊亦深陷其中之后,该国过高的消费对收入比率仍在持续上升。这种做法不仅是在经济失稳后蓄意保持消费水平不变的结果,而且在危机中通过借更多的债,支持工资的进一步上涨。希腊公务员工资在 2008 和 2009 年期间上涨了 19%,而该国的名义 GDP 总量仅增加了 2%,实际 GDP 则在两年期间缩减了 5%<sup>④</sup>。随后,工资的上升趋势被打破,并开始下降。

如果希腊从 2008 年以后只能从资本市场借钱、支付高额的风险溢价,人们会想,它还能从哪里找钱来资助国内的这种消费方式。答案可以从第一部分中的讨论中找到,即利用其央行印钞的方式为该国提供所需的信贷资金。一旦欧央行管理委员会同意大幅降低贷款抵押品的标准,希腊央行便不断创造新钱,在其管辖范围内为商业银行发放再融资信贷,这些商业银行转过头来购买希腊政府新发的公债,以及为私营部门提供贷款。尽管经济停滞不前,希腊政府还是将这些钱用于提高公务员工资,随后,持续上涨的工资导致更高的消费规模。私人个体也从银行贷款,以满足其较高的消费。如在第一部分所讨论的,购买国外产品的膨胀性消费是以对其它国家净支付的形式表现出来,即利用 Target 余额和付款委托书赎回该国的私人债务以及购买海外资产(参见图 1)。

希腊仅在最初阶段用 Target 信贷为其经济提供融资。在欧央行带头实施救助后,欧元区各国的议会在无路可走的情况下,选择以财政救助信贷的方式进行跟进融资。因此,希腊之前获得的信贷得以加强,尽管该国自 2008 年以来已被大多数国际资本市场拒之门外,其央行仍能将该国的消费对收入比率保持在 100%以上。

流入的公共信贷不单单被用于消费,它还被希腊民众和银行用来偿还私人债务,帮助借钱给希腊的投资者和资产所有者回笼资金。因此,虽然有夸大成分,但希腊财政部长瓦鲁法基思的话基本上是正确的。图 7 即是这一观点的体现。该图除再现了图 1 中的信息之外,还用浅灰色曲线补充描绘了希腊累积的经常账户赤字,用深灰色曲线描绘了该国的净外债规模(即负面的国际投资头寸)。

首先,关注一下反映累计经常账户赤字的那条曲线。从本质上看,经常账户赤字是指一国的贸易进口总额与国外利息支出之和超出贸易出口总额与转移支付(如外国工人汇款或欧盟资金)之和的部分。赤字规模等同于一国的资本进口量,即来自于公、私债权人的借款净额与将资产出售给外国人的收入净额之和。从公共债权人处获得的贷款净额形式多样,如以财政纾困信贷、或以欧元区各央行间提供的 Target 信贷等形式。

浅灰色曲线的坡度代表的是以 2008 年为参照基点,前后时期里经常账户赤字的变化情况。曲

① 在 1995 年,希腊将 GDP 的 11.3%用于偿付利息;在 2007 年,这一比例只有 4.5%。

② 工人收入的总体规模参见 Eurostat, Database, *Economy and Finance, National Accounts (ESVG 2010), Annual Accounts, Main GDP Aggregates*。

③ Eurostat, Database, *Economy and Finance, National Accounts (ESVG 2010), Annual Accounts*。

④ Eurostat, Database, *Economy and Finance, National Accounts (ESVG 2010), Annual Accounts*。

线水平方向代表的是，自参照点以来，每一个观测点计算的赤字数额。在负数区域里，累积经常账户赤字与零轴之间的距离代表的是从参照点到 2008 年起点之间的经常账户赤字总数。

图 7 清晰地显示出，在 2008 年之前，流入的私人资本为希腊经常账户赤字提供融资，那时的 Target 曲线走势平缓，接近于零轴；在 2008 年初至 2010 年初期间，赤字融资则全部来自于欧元体系的 Target 信贷，即希腊央行以超出国内经济所需的流动性、超比例发行货币。在此期间，私人资本进口量几乎减少到零。尚不清楚是何种原因导致此现象的发生。这可能是因为国际借款人想避开希腊，欧央行介入。也可能是因为欧央行允许希腊央行在其管辖范围内，以刺激投资人神经的低利率为该国商业银行提供信贷，从而抑制了希腊从国外借钱意愿。如上所述，在 2008 和 2009 年期间，该国公务员工资出现了上涨，年度经常账户赤字亦未出现下滑（从累积经常账户赤字曲线的坡度看）。这些因素显示，希腊央行依靠“造”钱、为其商业银行提供的信贷已多到足以弥补国外信贷的不足。

2008 年以前，Target 信贷根本无处可用，那时欧央行执行严格的货币政策，遏制个别国家利用基础货币的不对称扩张，防止出现利己行为。Target 信贷仅被视为一种临时性的透支工具，它需要欧元体系通过严格的货币发行予以实现。这样当国内储蓄过剩、需要流动性信贷时，市场参与者被迫直接、或间接地通过其银行向国外借钱<sup>①</sup>。

2008 和 2009 年，希腊 Target 债务上升幅度几乎与希腊的累积经常账户赤字上升幅度一样高。总体来说，在这两年里，希腊没有将国外公共信贷用于偿付外国投资人。因此，瓦鲁法基斯表态时提到的、用于偿还外国私人贷款的公共信贷部分在这一时期几乎为零。两年里，所有公共信贷均来自于欧央行系统，这些信贷只被用来为希腊的经常账户赤字提供融资，并进一步帮助希腊人提高生活水平。希腊央行通过造钱，为其商业银行提供贷款；接着，商业银行为个人和政府提供贷款。个人将钱用于消费和投资，其中部分来自于海外；政府则将钱用于支付公务员工资和其他支出。工薪族以及其他依靠政府资源的人用这些钱购买国外产品。这一图景简单但却准确地勾勒了危机头两年里发生了什么。

当 2010 年欧元体系内各国央行开始不对称性地购入希腊公债(SMP)以及欧元区成员国实施纾困方案时，这种局面出现了巨大改变，时至今日，公共信贷总额增长已超过累积的经常账户赤

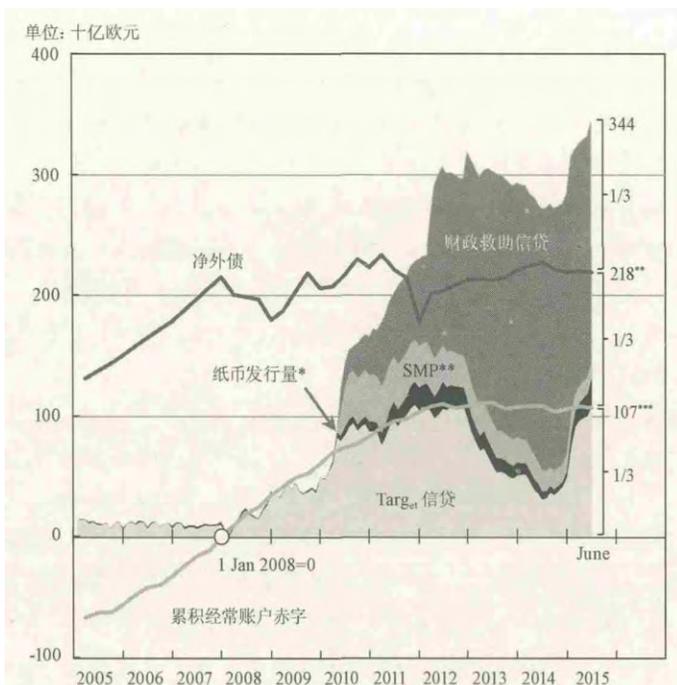


图 7 希腊的外债规模

\* 希腊央行相对于欧元体系因超比例发行纸币而形成的负债。

\*\* 欧元体系中的其它央行在“证券市场计划(SMP)下购买的希腊政府债券减去希腊央行在该计划下购买的其它国家的政府债券。

\*\*\* 估算时间：2015 年 1-3 月。

资料来源：See Figure 1, and also: Eurostat, Database, Economy and Finance, Balance of Payments-International Transactions.

① 参见 H. Schlesinger, “Die Zahlungsbilanz sagt es uns”, ifo Schnelldienst 64 (16), 2011, p. 9-11.

字。自2013年以来,一部分财政纾困资金被用于取代希腊央行为其商业银行发放的再融资信贷,以追溯的方式为该国之前形成的经常账户赤字提供融资,希腊 Target 债务规模下降就是证明。财政信贷的另一部分,即代表累积经常账户赤字的浅灰色曲线上方,被用来取代逃离的资本,因此,资本逃离出希腊首先成为可能。

逃离资本中的相当大部分是外国投资者带动的,其中主要是法国人,也有拒绝将到期贷款延期的德国银行。过去,它们常会将到期贷款进行延期<sup>①</sup>。但希腊投资者也将资金挪到海外,通过向国内银行出售资产或申请贷款,使资金在国外获得流动性。

截至2015年3月底,希腊自2008年初以来累计的经常账户赤字已达1080亿欧元,相对于多边以及政府间组织提供给希腊3250亿欧元贷款中的1/3。显然,公共信贷的2/3被用来资助资本逃离,1/3被用来资助希腊的经常账户赤字,最终,希腊民众的生活水平无法再靠薪资得以维持。因此,正如瓦鲁法基斯所言,在整个危机期间,无疑只有不到10%的公共信贷被用在希腊民众身上。除此以外,希腊债务人得益于国际社会提供的纾困行动,向外国债权人履行还债义务,才使她们有可能将财富带离该国。

总而言之,代表希腊2210亿欧元外债净额的深灰色曲线显示,该国从国际社会接受的那部分公共资金被用来帮助资本逃离和偿还外债。如果公共信贷总额低于两者之和,那么,仍可能会有一些私人投资者在希腊存在风险敞口。不过,3250亿欧元的规模仍比希腊外债净额高出近1000亿欧元。希腊在危机期间接受的公共信贷中有约1/3用于弥补该国的经常账户赤字,1/3被用来偿付外债,1/3被转化为希腊民众的私人财富,并被转移到海外。

关于后者,有很多坊间传闻可以佐证。现今,希腊投资者在伦敦、柏林的房地产市场发挥较大、且颇具争议性的作用<sup>②</sup>。在目前愈演愈烈的希腊危机中,大量报纸文章对希腊人大量提现、将资金转移到海外进行了报道。在图6中,希腊 Target 债务的大幅上扬是由于希腊个人和机构从本地银行业市场借钱、到海外购买资产形成的。假如有一天希腊退出欧元区,人们在讨论削减希腊政府和其央行的公债计划时,应记住希腊拥有的这部分海外资产。

现行的资本逃离风波可能是由在第一部分讨论的 ELA 信贷造成的,即希腊央行为其商业银行提供的“流动性紧急支持工具”信贷计划。截至2015年3月底,希腊央行为该国的商业提供了约685亿欧元的 ELA 信贷资金,随后持续增长。到5月中旬,有报道称,ELA 信贷规模已达800亿欧元<sup>③</sup>。如果不向希腊提供 ELA 信贷,资本外逃可能也不会出现,因为它需要向国外银行提供付款委托书,这意味着需要从希腊央行移出资金,在接受国开设一个相等金额的账户。如果从希腊转移出去的资金没有通过 ELA 信贷加以弥补的话,该国商业银行将很快遇到流动性不足问题,到时,希腊只能实行资本控制,以防止向国外付款。

欧央行在 ELA 计划上的做法使人以为,欧央行允许希腊央行向其商业银行提供这类信贷。不

<sup>①</sup> 参见 Bank for International Settlements, Statistics, Consolidated Banking Statistics, 以及 H.-W. Sinn, *The Euro Trap. On Bursting Bubbles, Budgets, and Beliefs*, Oxford University Press, Oxford 2014, in particular Chapter 5: “The White Knight”, Section “The Crash” (中文版: 汉斯-维尔纳·辛恩,《欧元陷阱 - 关于泡沫破灭、预算和信仰》,曹慧译,社会科学文献出版社,2016年版,第五章“白骑士”部分)。

<sup>②</sup> 参见 *Focus Online*, “Reiche Griechen fliehen nach London”, 4 November 2011, [http://www.focus.de/immobilien/kaufen/schuldenkrise-reiche-griechen-fliehen-nach-london\\_aid\\_681162.html](http://www.focus.de/immobilien/kaufen/schuldenkrise-reiche-griechen-fliehen-nach-london_aid_681162.html); as well as *faz.net*, “Reiche Griechen kaufen Wohnungen in Berlin”, 17 December 2012, <http://www.faz.net/aktuell/wirtschaft/steigende-immobilienpreise-reiche-griechen-kaufen-wohnungen-in-berlin-11996780.html>。

<sup>③</sup> 参见 “EZB erhöht Ela-Notkredite für Griechenland um 200 Millionen Euro”, *faz.net*, 20 May 2015, <http://www.faz.net/agenturmeldungen/adhoc/kreise-ebz-erhoeht-ela-notkredite-fuer-griechen>。

过,这仅仅猜对了一半。如在第一部分讨论的那样,ELA 信贷不是通过授权,而是通过宣布发放的。正是希腊央行本身,而非欧央行管理委员会,在其管辖范围内允许此类信贷的发放。后者只能以 2/3 多数通过的表决方式阻止这类信贷的发放。不过,欧央行管理委员会并没有这么做。因此,发放 ELA 信贷是合法的。通过融资,使资本外逃成为可能,鉴于其它国家的央行必须接受希腊公民开出的付款委托书,这就等于希腊央行迫使欧元区中的其它央行允许其向 Target 信贷透支。换句话说,在没有获得任何针对希腊商业银行索赔权益的情况下,其它成员国央行必须像处理正常业务一样,在其管辖范围内发行货币。

如前文所述,按规定,ELA 信贷的风险应由希腊央行承担。如果接受该信贷的商业银行破产,抵押品失去价值,欧元区其它国家的央行将不承担减记信贷利息收入的永久性损失。实际上,有关希腊央行继续向欧元区中其它国家支付利息的故事是虚构出来的。参照前文,这种说法毫无根据。至 2015 年 3 月 31 日,希腊央行的总资本,包括准备金在内,仅为 45 亿欧元,加上在欧元区基础货币的利息池中应支付的相应份额(央行货币总量减最低准备金)365 亿欧元后,它相对其他欧元体系的潜在债务达到 410 亿欧元。与虚构的故事相反,希腊央行截至 3 月底向给其商业银行提供的 685 亿欧元 ELA 信贷成为欧元区其它国家央行的负债<sup>①</sup>。

眼下,希腊央行的 ELA 信贷通过商业银行,向热心于资本外逃,将钱汇往国外的希腊公民额外提供的每一欧元是欧元区相应国家的央行向希腊央行提供的。因为其他央行需要替代希腊央行接受希腊公民的支付委托,在其辖区内为其开设账户。简单地说,希腊央行不可能承担全部信贷产生的负债。这些负债可能是其管辖区内的商业银行因破产及抵押品失去其价值而引起的。实际上这些负债根据“资本钥匙”份额,被其它欧元区中的央行所承担。

按规定扣除接受抵押品担保的部分信贷后,欧央行本身从 ELA 信贷可能承担的损失仅包括未接受抵押品的那部分。从这一点上,它支持了那些认为到 2015 年 5 月中旬已达 800 亿 ELA 信贷规模是安全的说法。不过,这些信贷的抵押品中充斥着大量的政府债券和由政府担保的银行债券,其安全性由一个被其财政部长描述为已经“破产”的政府来提供<sup>②</sup>。

#### 四、利息减免

希腊不仅获得了相当于该国 GDP 总量的 182%、价值 3250 亿欧元的公共贷款,而且还从国际机构所发贷款中获得大量的利息减免。2012 年秋,欧元区国家为纾困计划中部分发放的双边贷款利息降低了一个百分点,同期,贷款周期被延长 15 年,至 2041 年。欧洲金融稳定机制(EFSF)贷款周期也被延长 15 年,利息交付被推迟 10 年。另外,EFSF 贷款费用也被削减。以现值看,这些措施相当于实施了一项“一劳永逸”的、总值 430 亿欧元的债务削减计划<sup>③</sup>。

<sup>①</sup> 参见 H.-W. Sinn, *The Euro Trap, op. cit.*, in particular Chapter 5: “The White Knight”, Section “ELA Credit”(中文版:汉斯-维尔纳·辛恩,《欧元陷阱—关于泡沫破灭、预算和信仰》,曹慧译,社会科学文献出版社,2016 年版,第五章“白骑士”中“ELA 信贷”部分)以及 H.-W. Sinn, “Die EZB betreibt Konkursverschleppung”, *Süddeutsche Zeitung*, 10 February 2015, p. 18, [www.ifo.de/de/EZB\\_Konkursverschleppung\\_SZ/w/3LBbmg4mN](http://www.ifo.de/de/EZB_Konkursverschleppung_SZ/w/3LBbmg4mN). An abridged version was published as: “Impose Capital Controls in Greece or Repeat the Costly Mistake of Cyprus”, *Financial Times*, 16 February 2015, [www.ifo.de/de/Capital\\_Controls\\_Greece\\_FT/w/4Ai2ZqZUP](http://www.ifo.de/de/Capital_Controls_Greece_FT/w/4Ai2ZqZUP).

<sup>②</sup> 参见 Y. Varoufakis, “Greek finance minister: ‘It’s not about who will blink first’”, *BBC Newsnight*, 31 January 2015, <http://www.bbc.com/news/world-europe-31070329>.

<sup>③</sup> 参见“Bailing out Greece Means Haircuts Totaling 47 Billion Euros at the Expense of Public Creditors”, Ifo press release, 30 November 2012 ([http://www.cesifo-group.de/ifoHome/presse/Pressemitteilungen/Pressemitteilungen-Archiv/2012/Q4/press\\_20121130\\_griechenland.html](http://www.cesifo-group.de/ifoHome/presse/Pressemitteilungen/Pressemitteilungen-Archiv/2012/Q4/press_20121130_griechenland.html)), 以及“Further Relief Planned on Bailout Loans to Greece”, Ifo press release, 11 February 2014 ([http://www.cesifo-group.de/ifoHome/presse/Pressemitteilungen/Pressemitteilungen-Archiv/2014/Q1/press\\_20140211-Greece.html](http://www.cesifo-group.de/ifoHome/presse/Pressemitteilungen/Pressemitteilungen-Archiv/2014/Q1/press_20140211-Greece.html)).

此外,2012年春,对价值1050亿欧元的希腊政府债券进行债务重组(即债务削减计划)<sup>①</sup>。该规模达到了前所未有的水平。尽管尚未明确定义何为主权违约,即它既无法由商业法定义,也不属于哪个法庭的管辖范围,但鉴于此次计划中的“削债”特点,希腊无疑已触及主权违约问题。

公债被减记时的贷款利率为4.6%左右,1050亿欧元的债务减免为该国节约了相当于其GDP2.5%的预算开支<sup>②</sup>。值得注意的是,虽然政府公债的债权人中也包括希腊银行和希腊投资者,但减债计划中只有属于外国债权人的希腊所欠债务得到减免。希腊也从透支性的Target信贷低利率中受益。目前,该信贷收取的是欧央行再融资贷款标准利率,即0.05%。

图8显示的是利息削减后的债务减免效果。下方的曲线代表流向国外的投资收入,是希腊付给国外投资人扣除希腊海外投资收益后的净收入。为简化起见,将这部分收入称为“利息收入”。这是一个非常宽泛的定义,包括所有类型的跨境资本收入。如图表所示,加入欧元区时(2001年)希腊当年的利息支出为20亿欧元左右,到2008年危机爆发时上升至110亿欧元,到2014年却下跌到区区的30亿欧元。如图6所示,直到2012年,希腊经常账户赤字都在持续上升;危机期间,公债的市场利率比2001年加入欧元区时还高,其上升趋势一直延续到2012年。在这些背景下,希腊的利息支出应该呈爆炸式增长,而不是如2008以后的下降态势。

这种现象的出现主要可以解释为,希腊没有以市场利率支付利息。它是由三重效果造成的,即财政信贷的利息退税,希腊央行再融资信贷所提供的低息以及因减债计划为该国节省下来的利息。另外,从投资净收入的宽泛定义以及覆盖所有跨境资本收入类型看,在希腊的外国公司转汇给其母公司的较低利润也是投资净收益下降的原因。

这种现象的出现主要可以解释为,希腊没有以市场利率支付利息。它是由三重效果造成的,即财政信贷的利息退税,希腊央行再融资信贷所提供的低息以及因减债计划为该国节省下来的利息。另外,从投资净收入的宽泛定义以及覆盖所有跨境资本收入类型看,在希腊的外国公司转汇给其母公司的较低利润也是投资净收益下降的原因。

图8中上方的曲线代表的是,在上述效果下,希腊可能得到的好处。它显示,如果希腊以2007年(危机爆发前一年)实际利率履行还款义务的话,该国将承担的名义利息支出。在名义和实际利息支出之间存在一条明显的、不断扩大的“豁口”。在2008~2014年期间,阴影区域中的“豁口”增至90亿欧元。该数额大致



图8 利息削减后的债务减免效果

注:名义尺度值(The notional yardstick values)用来计算以2007年为基础的希腊总体利率,即该年希腊付给外国人的实际投资收入净额(93.2亿欧元)与该年年初(1782亿欧元)希腊的外债净额(负面净投资头寸)之比。2007年利率为5.2%。在第一个(名义)名义尺度计算的变量中,经定义的2007年利率用于虚构的外债净额上。该数值是此后数年中累积的经常账户赤字而产生的。假设名义利率不变,由于付给外国人的利息是经常账户赤字的一部分,因此经常账户赤字本身比实际规模要大出许多。或者,名义制度计算的变量是在2007年实际利率不变的情况计算而来,实际利率是名义利率减去欧元区调和消费者物价指数年度增长率。括号中数值是各自计算后得出的结果。注意,2014年的国际收支统计是按照新方法计算而来(《国际收支平衡和国家投资立场手册》,第6版,BPM6)。由于希腊仅在2009年按照新方法计算,该国在2009年之后,包括2008年的数据处理方式都是用旧方法计算而来。初步计算表明,它对结果产生的影响微不足道。

资料来源: Eurostat, Database, Economy and Finance, Balance of Payments-International Transactions (BOP) (up to 2008); Eurostat, Economy and Finance, Balance of Payments-International Transactions (BPM6) (as of 2009)。

① 共有价值2056亿欧元的债券被提交兑换,其中95.7%被实际兑换。参见 European Commission, Economic and Financial Affairs, Financial Assistance in EU Member States, Greece, [http://ec.europa.eu/economy\\_finance/assistance\\_eu\\_ms/greek\\_loan\\_facility/index\\_en.htm](http://ec.europa.eu/economy_finance/assistance_eu_ms/greek_loan_facility/index_en.htm)。总体折扣率为53.5%,相当于削减了1053亿欧元的债务。

② 基于希腊政府所有债务余额的平均利率计算。

表明,在危机七年中,希腊通过低利率、利息返还和债务减免等方式在减少利息支出上得到的好处。

低利率在改善希腊经常账户中发挥了重要作用。2007~2014年期间,希腊经常账户从负326亿上升到正16亿欧元。其他条件不变,如果利率维持在2007年水平,那么,2014年希腊经常账户赤字应为154亿欧元。

如果被迫从市场借钱的话,希腊的经常账户赤字甚至会更大。除2012年国际社会以免收保费投资人身份提供金融保护措施、使市场利率大幅下挫以外,几乎在整个危机期间,希腊公债(如图6)的市场利率都高于2007年水平。从这点看,用2007年的整体实际利率为参照值有助于理解希腊经济是如何从利息削减中得到好处的。

上述结果是以名义定义计算而来。另一种算法(如括号数值所示)是,将这一时期因欧元区通胀率略微下降、导致利息下滑的因素纳入进来。调整后,在2008~2014年的7年时间里,希腊节省下来的利息支出从690亿欧元缩减到520亿欧元。2014年节省下来的利息支出从170亿欧元缩至90亿欧元。

## 五、债权国的风险

其它欧元区国家发放给希腊的信贷使其自身背负了巨大风险,如果希腊政府宣布破产的话,这些国家将失去索赔权。如第一部分所述,截至目前,希腊接受了两笔分别为732亿欧元和1426亿欧元的纾困救助。上述金额中欧元区国家提供的资金分别为529亿和1309亿欧元,其余部分由IMF提供。如果希腊无法偿付债务,根据各国央行在欧央行所占资本份额计算的话,欧元区每个国家都因发放纾困信贷而受到不同程度的影响。

2009和2010期间,除希腊以外,其它欧元区国家在第一次纾困计划发放的信贷额度均以其各自在欧央行的“资本钥匙”(capital key,即各国在欧央行的资本份额)为参照<sup>①</sup>。欧央行的“资本钥匙”也是2011年1月至2013年6月期间EFSF框架下第二笔纾困信贷发放的参照基础。尽管如此,原来规定的资本份额也在发生变化。斯洛伐克没有包括在第一次纾困计划中。爱尔兰和葡萄牙也因其从EFSF和EFSM框架申请纾困资金而退出债权国地位(分别在第一和第四笔纾困计划之后)。这意味着,根据其157亿欧元的资本份额,德国需提供全部信贷计划中的27.8%,约529亿欧元<sup>②</sup>。类似地,法国根据其114亿欧元的份额,将提供信贷计划中的21.5%。在EFSF资金框架下,由于部分国家(希腊、爱尔兰、葡萄牙以及塞浦路斯)申请纾困资金,退出担保人地位,资本钥匙已进行了数次调整。目前,德国的资本份额比例为29.1%,法国为21.9%<sup>③</sup>。相比之下,如果考虑IMF提供的贷款,以及各国资本份额和投票份额的话,德、法应提供的纾困资金份额仅分别为总额的6.1%和4.5%<sup>④</sup>。

在“欧洲稳定机制”(ESM)这一新的永久性纾困资金机制下,德、法两国需提供资金比例分别为27.1%和20.3%。希腊至今还未从该机制申请信贷资金。在ESM机制下,为第三次纾困计划提供

<sup>①</sup> 欧央行的资本钥匙在原则上是每个欧元区成员国的人口和GDP份额的简单平均数。

<sup>②</sup> 参见 European Commission, *The Second Economic Adjustment Programme for Greece*, p. 6 ([http://ec.europa.eu/economy\\_finance/publications/occasional\\_paper/2012/pdf/ocp94\\_en.pdf](http://ec.europa.eu/economy_finance/publications/occasional_paper/2012/pdf/ocp94_en.pdf))。

<sup>③</sup> 参见 European Financial Stability Facility, *EFSF Investor Presentation*, p. 31 (<http://www.esm.europa.eu/pdf/EFSF%20ESM%20New%20Investor%20presentation%2024%20April%202015.pdf>)。

<sup>④</sup> 参见 IMF, *IMF Members' Quotas and Voting Power, and IMF Board of Governors*, <http://www.imf.org/external/np/sec/memdir/members.aspx#total>。

资金的谈判仍在进行中。这意味着,欧央行实施的“直接货币交易计划”(Outright Monetary Transactions)也将延长希腊政府债券周期。直接货币交易计划是欧央行承诺的、无限制地购入危机国家的政府债券、以便使其维持较低利率的一种保护性措施。希腊目前未涵盖在这项政策内。

其它欧元区国家的负债规模已超出其所能提供纾困资金的水平。如果希腊政府宣布资不抵债,在没有进一步救助措施的协助下,希腊银行可能会面临破产的巨大风险。这是因为它们所持有的巨额政府债券,以及从希腊央行收到的再融资信贷。这些再融资信贷是以希腊政府担保的私人债券为抵押品发放的。希腊央行破产直接影响欧元区体系中所有成员国央行。来自再融资信贷的收入,以及从购入“自制货币”性质的证券中获得的收入(即所谓的“铸币收入”)按其在欧央行的资本份额汇入于欧元区体系中各国的中央银行。资不抵债,也将间接影响那些有权接收铸币收入国家的财政收入来源,因此,最终将对这些国家的纳税人造成影响。

这种状态被“以欧元区主权不会对各国央行因可能出现的损失进行资本重组而负责”的观点予以反驳。不过,该观点没有“切中要害”。如果公司出现损失,即使不必为资本重组负责,股东也将承担资本损失<sup>①</sup>。如果央行在其管辖范围对所发放的贷款收取费用,或用这些钱从其它银行购入需要付息证券的话,利息则按其各自在欧央行的资本份额比例汇入欧元区体系中的其它央行。各国央行将利息收益汇入各自的财政部,纳入该国预算。如果商业银行或央行所购债券的发行机构宣布破产,无法履行还债义务时,贷款和证券带来的潜在损失将会以完全相同的方式汇集起来。基本上,这些损失也会影响到各国的财政部。根据目前的资本份额比例分配,德国将承担债务减记总额中的 25.6%,法国为 20.1%,意大利为 17.5%,西班牙为 12.6%。

由于商业银行不必向其央行支付任何利息,欧元区体系中各央行持有的贷款和资产中所得铸币利润现值刚好与央行货币总量与其商业银行最低准备金相减后的总额相等。2015 年 3 月底,该数字为 1.259 万亿欧元。如果将通胀以及未来经济增长导致基础货币量潜在上升等因素考虑在内的话,该数字的现值甚至可能达到 3 万亿欧元<sup>②</sup>。以欧元区的潜在铸币税而言,这是潜在收益的最大值。该数字大致相当于 6 个危机国家的年国内生产总值加总,或略高于德国一国的 GDP 总量(以 2014 年为例,分别为 3.23 万亿元和 2.904 万亿欧元)。

像往常一样,2015 年 1 月,欧央行再次允许希腊启用 ELA 资金计划,打开货币的供应阀门。到 2015 年 3 月底,ELA 信贷规模达 685 亿欧元。ELA 资金不属于欧元区体系中所规定的联合负债部分。首先,这限制了欧元区其它央行对其铸币受益的索赔权。

尽管如此,没有哪家机构的财富会比实际持有的更多。欧元区各成员国央行也是如此。如在第三部分所讨论的,如果一家央行不以印钞的方式向其他央行履行付款义务的话,就只能依靠从私营部门赚取利息收入这种被动的“造钱”方式,或以权益转移的方式履行转移支付义务。在实际操作中,希腊央行的负债规模受制于其所持权益,以及超出商业银行法定最低准备金以外的那部分基础货币上获取的利息收入,只有在欧元区利息“收入池”的那部分收入才能被用来向欧元区其它央行履行支付义务,以免其它各国的索赔权因货币发行而消失。不过,如果没有超比例发行纸币和出现“账面”货币的话,这些利息收入正是希腊央行应该赚取的。以 Target 余额计算,希腊只能通过

<sup>①</sup> 参见 H.-W. Sinn, *The Euro Trap. On Bursting Bubbles, Budgets, and Beliefs*, Oxford University Press, Oxford 2014, Chapter 1, “The European Central Bank”, Chapter 8, “No Risk to Taxpayers?” (中文版:汉斯-维尔纳·辛恩,《欧元陷阱 - 关于泡沫破灭、预算和信仰》,曹慧译,社会科学文献出版社,2016 年版,第一章中的“欧洲中央银行”部分以及第八章中“纳税人零风险?”部分)以及 H.-W. Sinn, “The Eurosystem Is Like a Corporation”, *Der Tagesspiegel*, 11 February 2015, p. 16; H.-W. Sinn, “The ECB’s Money Does Not Fall Like Manna from Heaven”, *Frankfurter Allgemeine Sonntagszeitung*, 15 March 2015.

<sup>②</sup> 参见 W. Buiter and E. Rahbari, “Looking into the Deep Pockets of the ECB,” Citi Economics, *Global Economics View*, 27 February 2012, <http://blogs.rftdata.co.uk/money-supply/files/2012/02/citi-Looking-into-the-Deep-Pockets-of-the-ECB.pdf>.

其央行超比例发行纸币和“账面”货币才能向该国履行净付款委托业务。实际上,再融资信贷的接受银行欠希腊央行的利息是欠其它国家央行的。不过,希腊央行可能不会支付这部分金额。这是因为,如果希腊商业银行濒临破产,其用于再融资信贷的抵押品或卖给希腊央行的证券将一文不值。希腊央行仅剩的收入来源可能是其从权益资本获取的,微不足道的收益。

也许,希腊政府将代替其央行承担商业银行的负债。不过,它不能也没有必要这么做。“不能”是因为,在这种情况下,希腊政府本身也资不抵债;“不必”是因为欧央行没有强制性召回资本的相关规定。

这就是为何欧元体系中其它央行的潜在损失也会延伸到希腊“造”出来的那部分货币。这些钱是依靠希腊在欧元体系中以高于其央行所有权益的,超比例方式发行货币方式“造”出来的。所以,相应地,希腊的全部 Target 债务(截至 2015 年 3 月底,共 964 亿欧元)以及因超比例发行纸币而形成的负债(140 亿欧元)扣除希腊央行资本权益(45 亿欧元)后的总额为 1059 亿欧元。德国将承担其中的 26.3%,或 279 亿欧元;法国承担其中的 20.7%,或 220 亿欧元。

表 2 提供的是其中欧元区国家可能出现的最大损失,假设希腊政府宣布资不抵债,并会影响到商业银行和出售证券的发行机构,或那些由希腊央行担保的机构时(在许多情况下,发行机构指的是商业银行本身)。

即使出现破产、银行继续获得 ELA 信贷,严格地讲,这些计算只适用于希腊仍留在欧元区这种情况。如果希腊退出欧元区,这种局面会变得更复杂。尽管因纾困资金损失而出现的潜在损失规

表 2 如果希腊政府和希腊商业银行宣布破产以及其用于获得再融资信贷的抵押品丧失价值时,其它欧元区国家可能遭受的最大潜在损失(截至 2015 年 6 月底;单位:十亿欧元)

	德 国	法 国	意 大 利	西 班 牙	荷 兰	比 利 时	奥 地 利	芬 兰	葡 萄 牙	斯 洛 伐 克	爱 尔 兰	斯 洛 文 尼 亚
第一笔来自欧元区国家的救助资金	15.2	11.4	10.0	6.7	3.2	1.9	1.6	1.0	1.1	0.0	0.3	0.2
第一笔来自 IMF 的救助资金(包括截至 2015 年 3 月的还款)	0.5	0.3	0.3	0.1	0.2	0.1	0.1	0	0	0	0	0
第二笔来自欧元区国家的救助资金	38.1	28.6	25.2	16.7	8.0	4.9	3.9	2.5	0	1.4	0	0.7
第二笔来自 IMF 的救助资金	0.7	0.5	0.4	0.2	0.3	0.2	0.1	0.1	0.1	0	0.1	0
欧洲中央银行(ECB)购入的希腊公债	4.3	3.4	3.0	2.1	1.0	0.6	0.5	0.3	0.4	0.2	0.3	0.1
Target 债务以及因超发纸币形成的债务	34.4	27.1	23.5	16.9	7.6	4.7	3.7	2.4	3.3	1.5	2.2	0.7
减:希腊中央银行的资本权益	-1.1	-0.9	-0.8	-0.5	-0.2	-0.2	-0.1	-0.1	-0.1	0	-0.1	0
小计	92.0	70.5	61.5	42.2	20.0	12.4	9.7	6.3	4.8	3.0	2.9	1.6

\* 在“证券市场计划”(SMP)下,欧元体系其他国家央行购入的希腊政府债券;截至 2014 年底的库存估算值。

注:每个国家在财政救助计划项目中的份额如下:第一次欧元区纾困计划-实际发放的资金;第一、第二次 IMF 救助计划-在 IMF 的资本份额;第二次欧元区纾困计划 - 希腊、爱尔兰、葡萄牙以及塞浦路斯退出之后欧元区其他各国在欧央行的资本份额;向“欧洲稳定机制”(ESM)注入的资本-假设希腊根据其资本份额需要为其它欧元区国家出资;其它欧元区国家购买的希腊政府债券、Target 债务、超比例发行的纸币、以及希腊央行在该国银行业上的索赔权益-在欧央行除希腊以外的权益资本中欧元区国家各自的资本份额。

资料来源:参见图 1,以及“IMF 成员国配额和投票权分配(IMF 管理委员会)”、“希腊的第二次经济调整计划(欧盟委员会)”、欧洲金融稳定机制(EFSF)-“EFSF 投资者演示”、欧洲稳定机制(ESM)-“ESM 条约”以及“立陶宛加入 ESM 后的整合版”、“资本认购(欧洲中央银行)”。

模会完全一致,但目前还不清楚如何进行货币转换。无论何种情况,尽管受困于 ELA 计划,但希腊商业银行和欧央行之间的商业关系将被终止。在以欧元计价的欧元体系中,各国针对希腊央行的 Target 债权将以希腊央行为其商业银行提供的再融资信贷形式保留下来。再融资信贷被用来购买商品、偿还外债或购置海外资产等。如果希腊央行无法结算这些索赔权,欧元体系中的其它央行将根据表 2 所示的、各自在欧央行的资本份额承担相应的损失。

在这种情况下,欧元纸币和在希腊央行开户的商业银行将怎么办?如果它们以德拉克马重新计价的话,其他国家将因最初发行欧元纸币而遭受再融资索赔权的损失。从这点看,对欧元体系整体而言,希腊退出是一种比较经济的选择。退出使其它各国避免继续向希腊提供不断增高的纾困资金,从长期看,这部分损失可能更大。

不过,如果欧元纸币没有转换为德拉克马,而是被保留在希腊民众手中,形成平行货币的话,欧元纸币将在德拉克马启用后被挤出希腊,用于在欧元区其它国家购物,贬值带来的损失将落在欧元区其它国家身上。从欧元区“消失”后,希腊在其它国家继续使用欧元将导致与“商品”相关的损失,或者,相当于欧元区其它国家以再融资信贷方式为希腊商业银行提供的资金遭到削减而出现的损失,以及两者对应的利息收入。反之,如果欧元纸币留在希腊流通,本身将不会导致欧元体系出现损失。

## 六、失去竞争力以及希腊面临的四种选择

其它国家也像希腊一样,加入欧元区后,因欧元引发信贷泡沫而陷入危机,如图 6 所示,希腊的贷款利率从 1992 的 25% 下降到 2001 年(即希腊加入欧元区那年)的 5%。正如前面所解释的,这是由于投资者不再注重希腊货币的贬值风险,受“跛脚”规制体系所诱惑,忽视该国可能破产的风险。流入希腊的信贷资金引发工资的大幅上涨,但自从工资上涨速度超过经济生产力的增长速度后,物价上升。这摧毁了希腊经济的竞争力,甚至还不如加入欧元区之前的状态。

一个国家的竞争力部分取决于生产率,其由当地条件如基础设施、地理位置、大众教育水平以及机构质量等因素决定。竞争力的高低也部分取决于要素成本,如花费在资本、土地、和劳动力等方面的成本。如果要素成本足够低,即使全球生产效率最低的国家也具有竞争力。因为资本成本是由国际资本市场决定,土地价格由其他外部条件决定,因此,劳动力成本往往成为决定竞争力高低的关键因素。在劳动力成本定价中,政治因素大于其它竞争性因素。如果劳动力远远高出其他要素成本,该国的物价会变得很贵,出现周期性的对外贸易逆差,外国直接投资将避走他乡。其留下的融资缺口须由国外私人投资者、或国外公共机构(包括其他国家的中央银行)提供贷款、予以填补。

图 9 描绘的是相对于其它欧元区国家,希腊物价水平(GDP 平减指数)在生产率和要素成本作用下发生演变的过程。相对价格指数以发生雷曼危机那一时刻为基准(100)。该数值显示,危机前,希腊物价水平比其他国家升幅快。在 1995 年初到雷曼危机爆发这段时间内,希腊的物价水平实际上涨了 16%。

相对价格指数包括希腊加入欧元区前对德拉克马采取的直接贬值,尤其是在 1995 和 1998 年。如果汇率没有出现波动,希腊的实际物价水平将上涨 31%。不过,汇率波动与狭义的价格变化一样与竞争力相互关联。

值得注意的是,希腊的相对物价水平于 2009 达到峰值,正好在危机爆发之后。这是因为,如第三部分所述,希腊政府提高了公务员工资,在 2008 和 2009 年进行了大幅涨薪。在 1995 年初至 2009 年底期间,希腊的实际物价水平上升了 18%。

直到 2012 年,相对物价水平才出现明显回落。在希腊实施大幅削债计划后,国际社会开始日

益关注该国的预算削减措施。相对物价指标从雷曼危机爆发到目前(2014年第4季度)下降了8%(比2009年第4季度峰值时下降了9%)。

需要知道的是,该图并没有标注希腊物价的绝对水平,而仅是相对于其它欧元区国家的相对物价水平。由于计算物价指标中口径不同,绝对物价指数很难被用作比较指标。还有,一旦其它欧元区国家的物价被用来比较,非欧元区国家的欧元价格则由欧元汇率联合决定。由于汇率由市场自由决定,作为一个整体,欧元区很难被认为存在“周期性竞争力问题”。在下面的讨论中,如果以整体计算的话,在某种程度上,欧元汇率被假设为保持竞争力而设计的。

再者,值得注意的是,GDP平减指数涵盖的是该国所产商品的物价水平,不是指消费品价格,因此,不应该将其包括在竞争力的评估体系中。消费品包括许多进口产品,对希腊而言尤其如此。

有时,人们干脆用单位劳动力成本替代相对物价水平,作为竞争力的参照指标。因为前者建立了小时工资成本与生产率之间的关系。在一个受大量失业冲击的经济体里,保留在统计数字上工作岗位的生产率通常较高,这是因为较低生产率的岗位或者已经被“理性化掉”,或者受低生产率所累,公司已经破产。这种建立在单位劳动力成本上的比较只在下列情况下起作用,即一旦生产率受到影响,公司即进行裁员。

对于相对物价水平的实际变化,图9显示的是希腊在20年时间内价格调整后的另一种估算值。这些调整是由高盛公司在不同时期、不同债务水平上计算而来的。这种换算的目的是为了与图中欧洲统计局的数值曲线具有可比性。据高盛公司模型计算,与雷曼发生危机时相比,希腊的相对物价需下降20%~30%才能保住该国经济竞争力,达到长期发债的可持续性。图9显示,由于受价格限制,或自2012年以来实施非通胀措施,希腊经济已开始步入正轨。不过,到2014年底,该国相对物价才下降了8个百分点。

由于缺乏竞争力,基本上,希腊只有四种无论如何都不乐观的应对措施。其中,三种选择代表着在相对价格调整方法时采取的不同回应,还有一种是对放弃这些方法时所做的选择。

选择一:如果其它国家接受希腊失去竞争力这个事实,它们必须得准备为其提供足够的财政救助。这是一条通往转移支付联盟(transfer union)之路。在这种情况下,由于国际社会源源不断地提供大幅攀升的公共信贷,希腊人的生活水平将保持不变。同时,通过延长债务周期,将利率降到

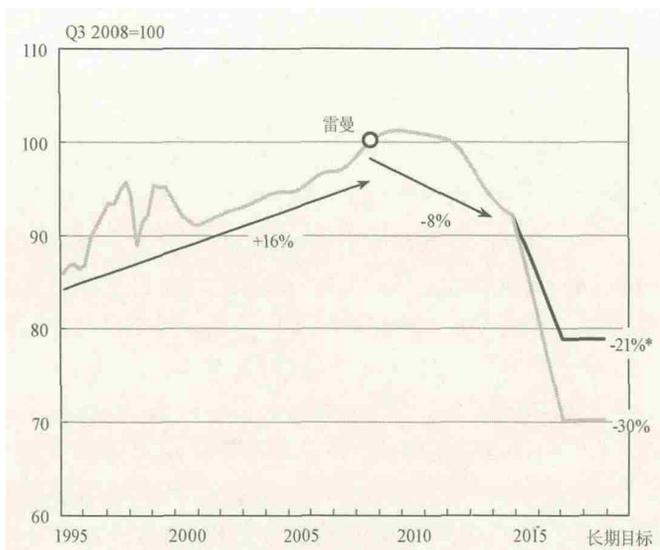


图9 希腊物价水平

\* 2012年春实施减债计划后的修正值。

注:该图显示的是实际有效汇率的初始价值,来自于欧盟委员会的已出版资料。这些数值基本上反映了国内生产总值的物价水平(GDP平减指数)相对于其他欧元区贸易伙伴国物价水平的贸易权重平均值,也包括欧元启用前出现的直接汇率浮动。图中的最后一组数据对应的是2014年第4季度数值。

资料来源:European Commission, Economic and Financial Affairs, *Economic Databases and Indicators*, Price and Cost Competitiveness, Quarterly Real Effective Exchange Rates Compared to the (Rest of) Euro Area, Price Deflator GDP, Market Prices; L. H. W. Nielsen, Goldman Sachs Global Economics, "Achieving Fiscal and External Balance (Part 1): The Price Adjustment Required for External Sustainability", *European Economics Analyst*, Issue No. 12/01, 15 March 2012; and in the same publication, "External Rebalancing: Progress, but a Sizeable Challenge Remains", *European Economics Analyst*, Issue No. 13/03, 17 January 2013.

几乎为零等方式,逐步将贷款变为单纯的转移支付。不过,即使对希腊而言,这条道路也缺乏吸引力,因为它将使该国感染上“荷兰病”,这已在第二部分有所讨论。

选择二:希腊可能会面临通货紧缩的局面。由于希腊债务人不再有能力履行还债义务,通缩将导致大量破产。最终,它会将希腊引入信贷泡沫的更尴尬境地。与那些实施了实际贬值措施的波罗的海国家不同,希腊的家庭、公司以及政府都已负债累累。对拥有长期合同的租户而言,这也是个头疼问题。还有,通过降薪实现实际汇率降低的政策将遭到工会的激烈反抗。

这种选择可能出现的问题与德国上世纪 20 至 30 年代初、遭遇全球经济危机时经历的情况类似。当时,英国于 1931 年脱离了金本位汇率体系,英镑开始贬值;德国因受“道维斯计划”(Dawes Plan)和“杨格计划”(Young Plan)束缚,只能用固定汇率的金马克(Reichsmarks)支付战争赔款,这迫使时任总理布吕宁采取财政紧缩政策,降低实际汇率。1929~1933 年期间,德国的物价实际下降了 23%<sup>①</sup>,同期工资降幅达 27%<sup>②</sup>。遗憾的是,正如历史学家波哈特<sup>③</sup>所强调的,这是没有办法的办法。财政紧缩政策将德国引向内战边缘,1933 年发生了更糟的事情。

选择三:北部欧洲国家可能出现通货膨胀。尤其是随着零利率政策以及量化宽松政策(QE)的实施,欧央行目前正试图助推通胀,使欧元区以年均 2% 的速度朝该方向发展。南部欧洲国家明智的对策应是,采取适当的财政紧缩政策,避免陷入通胀。如果它们这样做的话,德国通胀的速度会更快一些,即十年之内以每年 4% 的速度上升,同时,包括希腊在内的危机国家保持零通胀率,法国通胀率为 1%,其他欧元区国家的平均通胀率为 2%,必要的相对物价水平调整大多会在十年内完成。不过,难以预测的是,受危机影响国家的民众是否能忍受十年的经济停滞,反过来,在这一时期内,德国民众是否会接受 50% 的物价上涨。

选择四:希腊离开欧洲货币联盟(European Monetary Union),重新使用德拉克马,随后将其贬值。尽管这条道路可能会快些,但会导致银行受损以及大量资本外逃,正如在 2012 和 2013 年发生在塞浦路斯的情况那样。和塞浦路斯一样,希腊会实施资本管制,限制现金移向海外,防止银行账户上的资金被掏空。

诚然,上述方案中没有哪种引人入胜,但由于无他路可选,政治家们必须得做出选择。

## 七、希腊退出欧元区的损益

从上述所列的四种选择看,希腊退出欧元区、重启德拉克马的方案也许是痛苦较少的一种。如果进行货币转换,汇率实行自由浮动的话,资本外逃和像塞浦路斯那样实施的资本管控将会立刻停止。不可避免的货币贬值将吸引新鲜的私人资本流入希腊。德拉克马汇率越低,希腊的股票和房地产越廉价,投资者越多,特别是,那些躲到海外的希腊富人将会发现,在希腊投资依然具有吸引力。如果私人资本进、出规模均衡的话,希腊的货币市场将会实现新的平衡态势。

反对希腊退出方案的人认为,这样做将会动摇欧元的稳定性,使其它欧元区国家成为投机目标,使欧元体系承担更多针对共同货币而来的风险。当这种风险不会轻易消失时,其它危机国家政府债券的收益率也呈现着一个截然不同的结果。如图 10 所示,当希腊政府债券的收益率呈上升

<sup>①</sup> 参见 German Federal Statistics Office, *Fachserie 17, prices, series 7*, p. 2。

<sup>②</sup> 参见 J. H. Müller, *Nivellierung und Differenzierung der Arbeitseinkommen in Deutschland seit 1925*, Duncker & Humblot, Berlin 1954。

<sup>③</sup> 参见 K. Borchardt, “Zwangslagen und Handlungsspielräume in der großen Wirtschaftskrise der frühen dreißiger Jahre: Zur Revision des überlieferten Geschichtsbildes”, celebratory address given on 22 December 1978, *Jahrbuch der Bayerischen Akademie der Wissenschaften*, Beck, Munich 1979, p. 85–132。

时，其它危机国家的收益率已于最近出现回落。这表明，市场并没有看到这种特别的传染性风险。对此，希腊案例有太多的特点。

假如希腊没有离开欧元区，传染的实际风险在于政治层面。如图 1 所示，希腊已经接受相当于其国内生产总值 182% 的公共信贷。如果将这种救助规模给与其他受危机国家的话，如爱尔兰、葡萄牙、西班牙、意大利以及塞浦路斯等，按其 GDP 相加后总额 3.05 万亿欧元计算的话，用于救助的公共信贷规模将达到 5.5 万亿欧元。换句话说，额外的 5 万亿欧元将被用来救助这些国家。像在希腊案例中，假如额外救助信贷的 38% 由欧央行提供，其余部分由 ESM 出资，德国一国将担负 1.6 万亿欧元（几乎等于欧央行救助信贷中的 41% 与 ESM 中的 27% 相加之和），相当于该国目前公共债务的 75% 左右（2.17 万亿欧元）。类似地，法国将承担约 1.2 万亿欧元，或相当于该国目前公债规模的 61%（2.04 万亿欧元）。数额如此巨大，令人触目惊心，它甚至可能将整个欧洲推向深渊。

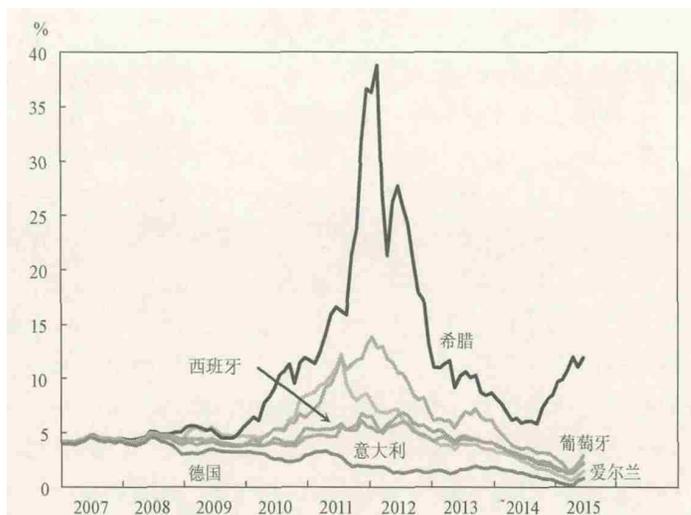


图 10 欧元区各国政府债券收益率

注：图中数值为 10 年期政府债券的有效利率。

资料来源：Datastream。

相反，如果希腊退出欧元区，相关各方将意识到，不会向其他危机国家提供类似希腊那样的救助，促使它们加倍努力推行改革，认真执行调整和财政紧缩政策，避免滑入像希腊那样的境地。那样，在欧元区不必进行相对价格调整的情况下，这些国家将迎来一个零通胀，或甚至通货紧缩过程。这种看法无法从文件和条约中找到任何蛛丝马迹，只能通过具体行动表现出来。如何对希腊危机做出反应将决定欧洲的未来发展方向。现在是做出决定的时候：到底是让欧元区成为一个为危机国家承担永久性支持的转移支付和债务同享联盟，染上“荷兰病”；还是使其成为一个经济运转良好、在全球、国内市场同样具有竞争力的货币联盟。

当国家过度借贷，利差依然保持在较低水平时，由希腊投资风险集中而引发的政治传染性是巨大的：因为投资者知道，每当危险迫近，他们都会得到救助。它也使债务本身具有的“刹车”功能失灵，使不断推高的过度借债行为在市场中畅行无阻。这可以从 2012 年实施救助计划后的几年中发现，尤其是在欧央行宣布实施 OMT 计划，建立 ESM 这种永久性救助资金之后。尽管政府与在野党在“财政契约”上达成共识，但采取较低利率以及对政府预算施以救济等措施，导致债务对 GDP 比率的升高。当风险不断堆积，所有调整手段失灵时，希腊的借债倾向则愈发强烈。而监督这种风险发展趋势所需的统一的欧洲国家以及建立中央政府权威的做法既不符合欧洲人民的愿望，也不会被其所容忍。

《稳定与增长公约》在很大程度上体现了条约的无效性：原有规定被打破百余次后，也没有启动哪怕一次的惩罚条款，这是因为，条款会被迅速、即时地修订，各项规定继续荒诞地存在着<sup>①</sup>。《财

① 参见 H.-W. Sinn, *The Euro Trap. On Bursting Bubbles, Budgets, and Beliefs*, Oxford University Press, Oxford 2014, Chapter 2, Section “The Lack of Fiscal Discipline” (中文版：汉斯-维尔纳·辛恩，《欧元陷阱 - 关于泡沫破灭、预算和信仰》，曹慧译，社会科学文献出版社，2016 年版，第二章“财政纪律缺失”部分)。

政契约》的命运也好不到哪里去。该契约是由德国推动,作为该国参与ESM永久救助资金机制的前提条件。契约原则上规定,每个欧盟国家应从2013年起,在三年内以超出60%上限部分1/20的平均数下调各自国家的债务对GDP比率。实际上,所有危机国家(除爱尔兰以外)和大多欧盟国家一样,其债务对GDP比率仍在继续升高。截至2011年底,即《财政契约》谈判之际,危机国家债务对GDP比率平均为104.4%。到2014年底,即三年之后,该比率上升至121.8%<sup>①</sup>。

欧洲滑向更深债务泥沼的风险远远大于金融危机带来的风险。在现有政策下,多国已陷入难以掌控的危机,欧洲国家人民之间的感情出现裂痕。在南北战争以前,美国在债务共同化的惨痛经历应该被视为一个警示,该危险不应被轻视,金融界和债权人呼吁短期救助的呼声应予以抵制。

为了“粘合”新生的联盟,美国第一任财政部长亚历山大·汉密尔顿(Alexander Hamilton)于1791年将州债券转为联邦债券,换句话说,他将州政府发行的债券共同化了。可惜,这种做法也没起到“粘合”的作用。由第一、第二次债务共同化引发的过度性借债行为“推动”了美国于1813年展开对英国的第二次独立战争。1837年,信贷泡沫破灭。在随后的五年里,29个联邦州和自治区中有9个出现破产。债务共同化只会引发各州之间的敌意、挑起事端<sup>②</sup>。正如普林斯顿大学经济历史学家詹姆斯所描述的,汉密尔顿的“粘合剂”到头来变成了“合成炸弹”<sup>③</sup>。他也认为,信贷泡沫的破灭与1861年发生的美国南北战争之间存在着直接联系。内战由奴隶问题而起,但被无法解决的债务问题刺激着。直到内战结束后,美国才引入了一套各州债务各司其责的体制,时至今日,这套体制依然是支撑美国联邦制稳定的基石。

希腊会从重启德拉克马行动中获得喜忧参半的结果。明显的劣势是,希腊无法再合理合法地像从前一样超比例地发行货币。这样会堵住该国在过去数月中获得资金的主要渠道。

更重要的是,此举将使希腊失去向国际社会进一步施压发放财政信贷的手段。鉴于希腊尚未实施资本管制以阻止资本外逃,转而以ELA信贷的方式为其商业银行提供再融资,这种做法可以解释为:希腊政府和希腊央行(以及其他处于类似境地的国家)在蓄意点燃潜在的威胁,以防该国退出欧元区。一方面,如第五节所述,如果希腊退出欧元区,通过降低抵押品标准为该国商业银行提供的,超过当地流通需求的那部分ELA信贷和再融资信贷将通过海外支付方式变为Target债

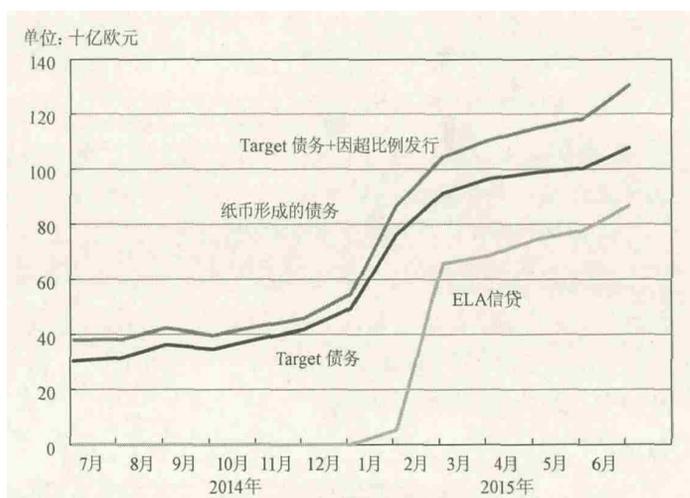


图 11 希腊的债务情况

资料来源: Bank of Greece, Financial Statements.

① 参见 Eurostat, Press Release 62/2012, 23 April 2012 or Eurostat, Press Release 72/2015, 21 April 2015.

② 参见 H.-W. Sinn, *The Euro Trap. On Bursting Bubbles, Budgets, and Beliefs*, Oxford University Press, Oxford 2014, Chapter 9, Section “Learning from the United States”(中文版: 汉斯-维尔纳·辛恩,《欧元陷阱 - 关于泡沫破灭、预算和信仰》,曹慧译,社会科学文献出版社,2016年版,第九章“以美国为鉴”部分);以及 B. U. Ratchford, *American State Debts*, Duke University Press, Durham 1941.

③ 参见 H. James, “Lessons for the Euro from History,” *Julius-Rabinowitz Center for Public Policy and Finance*, 19 April 2012, [http://www.princeton.edu/jrc/events\\_archive/repository/inaugural-conference/Harold\\_James.pdf](http://www.princeton.edu/jrc/events_archive/repository/inaugural-conference/Harold_James.pdf).

务。这部分 ELA 信贷和再融资信贷可能被减记处理。另一方面，希腊用这些信贷资金从海外购买的资产将永久地被希腊人持有，希腊人用其政府“造”钱还债这件事将会不了了之。相比之下，欧央行将不得不减记其对可能破产，资产以贬值的德拉克马计价的希腊央行的索赔权益。对此，大家心知肚明：国际社会通过提供新的财政救助信贷、以防止希腊退出欧元区的做法使 Target 债务和 ELA 信贷规模进一步扩大。

从 2015 年初到年中，希腊央行已经为其商业银行发放了 800 亿欧元 ELA 信贷。其中，一部分用于取代因抵押品不再符合欧央行要求的再融资信贷，另一部分用于弥补资本外逃带来的资金缺口（用 Target 余额计算），以及应付希腊人因保值而提取的现金等。最近，ELA 信贷规模正以每周新增 10~20 亿欧元的速度上升，金额相当于希腊 Target 债务和该国超比例发行纸币量的相加之和。在欧央行管理委员会中，阻止发放 ELA 信贷所需的 2/3 多数票至今也没有达到。

假设，希腊保留在欧元区，甚至为希腊注入更多公共信贷的话，不仅是希腊政府，甚至那些直接或间接通过欧央行向希腊提供信贷的国家都可从中受益。新的救助信贷取代那些通过“造”钱汇集起来的信贷，拉低 Target 余额，有助于安抚公众。进而，新的救助信贷可以使债权国的财政部长不必急于对之前发放给希腊的纾困资金做减记处理。否则，将在债权国预算中产生赤字，摧毁希腊“零成本”救助的幻想，使选民不安。即使更多的财政信贷可能导致欧元区陷入一个长期而危险债务漩涡，但也不会打消各国政府对重新举行大选、展开公共宣传的热心。

不过，让我们回到希腊的案例。退出欧元区的一个显著劣势是，由于德拉克马贬值，进口商品会变得更贵，希腊人的生活水平将有所降低。药品和能源出现短缺，迫使国际社会采取进一步救助行动。

进口商品，尤其是农产品价格的上升正好是希腊人转向国内产品的动力。由于高工资占据着希腊其他行业，迄今为止，农民已经被挤出市场。颇为讽刺的是，除拥有理想的天气和土壤这些优势以外，在欧元区，希腊已成为农产品净进口国。希腊最近（2013 年）的农产品进口量占其对应出口量的 1/4<sup>①</sup>。如果希腊退出欧元区的话，需求增加将会吸引农民雇佣更多购买国内产品的工人。甚至，过去常常为农业和纺织业提供劳动力的棉花产业也可能复苏。在欧元化浪潮中，棉花产业受高工资之害而一蹶不振。

乐观地看，与通过降低工资和物价等措施进行实际汇率贬值相比，直接进行货币贬值将会带来一个决定性的优势：它将避免债务人和长期合同租客的破产，因为他们的收入不仅将以德拉克马计价，而且其债务也是如此。换句话说，公司和家庭的资产负债表将保持不变。

这种优势当然不会延伸到持有外债的那部分人。因为外债仍以欧元计价，受希腊债务人影响的公司、银行或政府将身处困境。不过，这种经历将会和通过降低工资和物价进行实际汇率下降时遇到的困境一样，毫无区别。

为解决这个问题，希腊的外国债权人可能不得不再次像 2012 年那样，减记其所持的部分债务索赔权。想必，他们一定也是这么认为的。在第五部分中，相对于其它欧元区国家计算损失的方法与希腊机构是否在欧元区内或欧元区以外破产的关系不大。与 2012 年减债计划不同的是：如今，希腊的债权人几乎全是公共机构，包括欧央行在内。私人投资者在过去的五年中已将钱逐渐转移到了安全的地方。

必须强调的是，希腊货币贬值不是引发削债问题的原因，而是因为一个主权国家资不抵债。如果可以的话，外国债权人的损失将降低，而不是提升货币贬值的速度。尽管货币贬值拉高了相对于

<sup>①</sup> 参见 World Trade Organization, Statistics Database, Time Series on International Trade.

收入的债务价值,可能会立刻引起流动性和资产负债表问题,但在中长期内,货币贬值会改善希腊的外贸平衡。外贸平衡被用来测度希腊经济和世界其他国家之间的实际现金流。只有当现金流提高时,相当于公共预算出现初级财政盈余,希腊经济才会至少有能力偿还部分债务。这点应该让那些以提高外债问题作为反对货币贬值理由的人牢牢记住。

考虑到希腊经济较强的竞争力以及因货币贬值而带来的债务减免,与通过工资和物价削减达到实际货币贬值的方法相比,除进口商品变得更贵以外,希腊民众将会从货币的直接贬值中受益。尤其是,因欧元区采取实际汇率调整而被推入失业大军(参见图 2)的年轻一代希腊人将会从劳动力市场的复苏中受益。

在退出货币联盟以后,希腊经济会得以提振。2012 年,慕尼黑经济研究所(IFO)在对战后 70 多个违约国家以及随后执行货币贬值的案例分析后发现,在几乎所有案例中,在经历最初一两年的艰难困境后,大多国家经济出现上行趋势<sup>①</sup>。这与媒体最近引用的牛津经济研究所研究报告中的结果相一致<sup>②</sup>。

正如 IFO 研究报告所示,即使阿根廷在 2001 出现违约,并随后与美元脱钩的情况下,该国在货币贬值后经济也开始蓬勃发展,并在之后的整整十年里显示出强劲的增长势头。类似的情况也出现在 20 世纪 90 年代亚洲金融危机之后的部分国家。当时由于出现违约现象,这些国家随后对本国货币进行了贬值<sup>③</sup>。

## 八、退出程序

希腊退出欧元区将履行哪种程序?退出的导火索可能是欧央行拒绝希腊央行以“造”钱方式、向该国商业银行提供 ELA 信贷。如前文所述,这种否决方式需要欧央行管理委员会 2/3 多数同意,这种方式也可能用在决定希腊是否可以从 ESM 进一步接受资金这种情况。届时,希腊商业银行的破产将不可避免,而其与政府的紧密关系注定 ELA 信贷资金将随时变成损失。无论何种情况,鉴于希腊银行进行周期性的资本重组,运用令人生疑的会计技巧,因此反对发放 ELA 资金的声音愈发强烈。例如,那些约 40%~60%权益在资产负债表中作为递延纳税资产的银行,如果继续在税前损失的情况下开展业务,这些资产将一文不值<sup>④</sup>。应该记住的是,如在第三部分所示,由于希腊央行过度发放再融资信贷,欧央行认为其有能力偿还 ELA 信贷资金的假设缺乏经济基础。再融资信贷的过度发放也体现在该行的 Target 负债上。在评论希腊商业银行和希腊政府的糟糕境况时,德国央行行长魏德曼(Weidmann)近日指出,“在禁止成员国以印钞方式、为政府提供融资这件事上,我认为,这种向商业银行发放市场无法与之竞争的信贷,然后用这些信贷资金购买本国政府公债的做法是错误的”<sup>⑤</sup>。

① 参见 B. Born, T. Buchen, K. Carstensen, C. Grimme, M. Kleemann, K. Wohlrabe, T. Wollmershäuser, “Austritt Griechenlands aus der Europäischen Währungsunion: Historische Erfahrungen, makroökonomische Konsequenzen und organisatorische Umsetzung”, *ifo Schnelldienst* 65, 10, p. 9–37。

② 参见 “Lehren für Griechenland aus dem Scheitern von 70 Währungsunionen”, *Welt Online*, 13 May 2015, <http://www.welt.de/newsticker/bloomberg/article140879994/Lehren-fuer-Griechenland-aus-dem-Scheitern-von-70-Waehrungsunionen.html>。

③ 参见 B. Born, T. Buchen et al., op. cit. and similarly, R. Fernández and J. Portes, “Argentina’s Lessons for Greece”, *Project Syndicate*, 9 February 2015, <http://www.project-syndicate.org/print/greece-lessons-from-argentina-by-raquel-fernandez-and-jonathan-portes-2015-02>。

④ 参见 S. H. Hanke, “Yet another Greek Secret: The Case of Phantom Assets”, *Cato Library*, 5 May 2015, <http://www.cato.org/blog/yet-another-greek-secret-case-phantom-assets>。

⑤ 参见 J. Weidmann, “So weit hätte es nicht kommen müssen”, Interview, *Handelsblatt* No. 92, 15–17 May 2015, p. 7。

按规定,经济规模较大的国家,或一群规模较小的国家,可以阻止成立 ESM 资金机制,在欧央行管理委员会中获得 15%的少数票即可阻止纾困资金的发放,而不是像阻止 ELA 信贷资金那样需要 2/3 的多数通过。阻止发放 ELA 资金,通过间接路径阻止使用 ESM 信贷资金的做法将迫使希腊政府实施资本管制,否则,该国银行将很快陷入流动性危机。

不过,即使实施资本管制,希腊商业银行可能无法继续为该国政府提供融资信贷,因为部分资金不会流回银行。转而,银行会将其资金放在隐蔽的地方,或转移到国外,或用来购买进口商品。信贷资金的稀缺将迫使希腊政府以白条(I Owe You,简称 IOUs)形式支付公务员工资,向供应商付款。

类似的情况出现在 2009 和 2010 年的加利福尼亚。当时,该州处于破产边缘,无法从联邦政府或美联储得到任何支持。与欧央行不同,美国联邦储备银行(US Fed)不会从各州购买任何政府债券,仅允许地区性的联邦储备银行(在这里,仅指旧金山地区联邦储备银行)为提振当地经济,通过印钞的方式发放规模有限的额外信贷。如果额外信贷形成对其他地区联邦储备银行的净支出,Target 余额(在美国被称为 ISA 余额<sup>①</sup>)必须通过转移具有市场价值证券的所有权方式进行结算。这是加利福尼亚为何被迫重新启用白条(IOUs)的原因<sup>②</sup>。白条(IOUs)是钱的替代品,可以在一定范围内充当支付功能,如付电费。

加利福尼亚最终走出了困境,毕竟,它面对的只是流动性问题。即使在危机爆发的高峰期,加州政府的债务对 GDP 比率仍处于 10%以下。加州也没有竞争力问题,也不需要采取降低实际汇率的措施。

在希腊案例中,发行本票可能是希腊迈向重启德拉克马的第一步,这种通过换币方式、恢复竞争力的方式变得越来越可信。实际上,该方式值得向希腊推荐,因为只有当新货币进入法律程序,它才能和所有商业合同一起进行贬值。这在货币联盟体内几乎是不可能实现的。

特别是,启用新货币将意味着,所有银行账户、价格标签、工资合同、租房协议以及内部信贷合同将会以德拉克马计价。只有当德拉克马替代欧元时,数额才会出现变化。这种变化可能发生在第二天或在一个星期之内。

国际社会应通过减记那些不具有可持续性的主权债务,进一步帮助希腊。如果将所有希腊公债用德拉克马重新计价,新货币的贬值将自动削减外国债权人手中的债券规模。目前,由于债权人大多是公共机构,即使在 2012 年实施减债计划之后,债权人和债务人之间根据英美法系就希腊债务上达成新的协议,此举有望得以实现。一直以来,希腊无法偿还债务这个事实已经一目了然。现在正是债权国面对现实的时候。2015 年 4 月 24 日,在里加召开的欧元集团会议上,IMF 也把类似的债务削减纳入到考虑范围<sup>③</sup>。从某种程度看,商业银行和希腊央行的外债也将被减免。

欧元区内的财政部长们正在对该方案加以抵制,因为如果那样做的话,他们将不得不以扩大赤字的方式减记这部分损失。不过,最终,这也只会是无关痛痒的表面问题。如果当新货币取代旧货币时,为了不体现损失,负担将会增加而不是下降。鉴于欧元区因纾困计划造成的巨额灰色预算

① ISA 是“美联储地区银行之间清算账户”(Interdistrict Settlement Account)的缩写。

② 参见 H.-W. Sinn, *The Euro Trap. On Bursting Bubbles, Budgets, and Beliefs*. Oxford University Press, Oxford 2014, Chapter 9: “Rethinking the Eurosystem”(中文版:汉斯-维尔纳·辛恩,《欧元陷阱 - 关于泡沫破灭、预算和信仰》,曹慧译,社会科学文献出版社,2016 年版,第九章“对欧元体系的再思考”)。

③ 参见“iWF fordert von Eurozone Schuldenschnitt für Griechenland”, *FAZ.net*, 5 May 2015, <http://www.faz.net/agenturmeldungen/adhoc/iwf-fordert-von-eurozone-schuldenschnitt-fuer-griechenland-13575551.html>。

已与现实脱轨,现在是到了对此事加以澄清,还原公共财政真相的关键时刻了。

考虑到债务减免,我们也应将希腊人在海外持有的众多房地产考虑在内。如在第三部分所述,截至 2015 年 3 月底,希腊人的国外净资产规模达 1040 亿欧元。希腊公民持有的国外总资产当然会更高一些。希腊政府应该将对这部分国外资产征税和减免债务两件事联系起来考虑,特别是,由于购买国外资产的部分资金来源渠道不合法,外国政府也在帮助希腊政府追踪这些资金的去向<sup>①</sup>。

国际社会同样可以期待希腊政府兑现其在第一次接受救助时许下的承诺,即通过 500 亿欧元资产私有化、赎回部分债务。在关键进口商品上为希腊提供支持也是必要的<sup>②</sup>。这样,在德拉克马贬值后,这些进口品会变得更贵。在一定时期内,这些举措需要国际社会提供补贴。这就好比医院必须得购买救命药物一样,国际社会必须得承担起责任。

重新启用德拉克马以外,另一个重要的考虑因素是:应该允许希腊公民保留手中的欧元纸币。在转换货币这件事上,当欧元纸币兑换德拉克马时可能遇到一些技术难题:面对德拉克马贬值压力,每个人都会想方设法地隐藏欧元纸币,或将其转移到海外。

因此,将上述欧元纸币兑换成德拉克马时应考虑到印发新纸币需要时间。同时,欧元可以在希腊被用来现金支付,尽管它不再是法定货币,所有发票都应以德拉克马计价。希腊人也可以用德拉克马计价的信用卡和以欧元为现金,在每日市场汇率基础上进行支付交易。相应地,从德拉克马账户取出的现金将在即时汇率下以欧元取出,这类似于游客从 ATM 机上取出外币,但拿到的收据仍以本国货币计价。

德拉克马一旦成为法定货币,应严格禁止希腊人开设欧元账户,与侨胞签订欧元计价的合同,或者借入欧元贷款,以防在正式退出欧元区后,该国居民以任何形式保留欧元。否则,会减弱为恢复竞争力而实施的必要货币贬值带来的效果。加入欧盟后,许多东欧国家在允许本国申请外币贷款和外币账户这件事上犯了错误。这样做影响了货币贬值带来的效果。当贬值效果受到影响时,这些国家像匈牙利一样被迫向银行支付更高的赔偿。为避免遇到这种困境,应该像土耳其那样,禁止本国居民开设外币账户和签订外币合同。即使德国在使用德国马克时代,除非得到德央行的许可,该国居民和公司也不允许签订外币合同,这样,才不会影响货币政策的功能发挥。

待新德拉克马纸币发行时,银行便完全以德拉克马计价,用于日常业务支付需要。在这种情况下,部分欧元纸币将直接被德拉克马纸币取代。被取代的欧元纸币中的大部分将被用于购买其他欧元国家的商品。另一部分将会作为第二种货币在该国流通,正如部分东欧国家或土耳其那样。所有这些国家除了国内法定货币以外,都没有官方认定的平行货币体系。

流向海外的欧元纸币净额将以牺牲国际社会为代价,把资源实际转移到希腊。一方面,因为这些钱会被用来购买商品、房地产以及偿付债务;另一方面,它将限制其他国家央行,继续向当地商业银行发放新的信贷,引发通胀。如果以欧央行至 2015 年 3 月底纸币发行量的一半计算,假设有 410 亿欧元留在希腊,另一半继续在欧元区流通,国际社会将损失在希腊的那部分纸币存量,即 205 亿欧元,或相当于希腊 GDP 的 11.4%(即除希腊以外欧元区整体 GDP 总量的 0.2%)。如果以

<sup>①</sup> 参见“Athen-Reise: Bern will Steuerabkommen”, *Handelszeitung.ch*, 22 April 2015, <http://www.handelszeitung.ch/politik/athen-reise-bern-will-steuerabkommen-772389#>。

<sup>②</sup> 参见 European Commission, “The Economic Adjustment Programme for Greece, Fourth Review—Spring 2011”, *Occasional Papers* 82, July 2011, p. 16。

相当于希腊 GDP182%的 3250 亿欧元计算,即截至 2015 年 3 月底,为平衡希腊债务、流入该国的公共信贷规模,尽管国际社会将不得不放弃很大部分信贷的索赔权,但也在可控范围。

## 九、结束语

无论何种方式,依靠可疑的经济数据加入欧元区,印钞度日,接受给国家带来“荷兰病”的低效救助计划,希腊的欧元“传奇”已演化为一场悲剧。在 2010 年实施纾困政策以来的五年时间里,各方不顾《马斯特里赫特条约》(简称“马约”)规定,为希腊提供的公共信贷规模涨至 2640 亿欧元(至 2015 年 3 月),或相当于该国 GDP 的 174%,如今更升至 3250 亿欧元,相当于该国 GDP 的 182%。希腊经济濒临崩溃,失业率上升了一倍。

五年前,在是否对希腊的债权人施以援手这个问题上大家众说纷纭。或许,在美国施压和萨科齐威胁法国退出欧元区之后<sup>①</sup>,政治家们在犹豫中接受了救助方案。经济学家则提出了态度鲜明的警告<sup>②</sup>。德国央行前任行长韦伯(Axel Weber)以及欧央行前首席经济学家斯塔克(Jürgen Stark)也因此辞职。他们均认为,这些政策是在误导大众<sup>③</sup>。有人猜测,德国前总统科勒(Horst Köhler)的辞职也与此有关。科勒在担任财政部秘书长一职时参与了《马约》谈判。作为 IMF 前领导人,他可能被认为卷入了纾困计划的决策过程<sup>④</sup>。

那时,支持救助策略的人有理由认为,整个欧元区 and 英国银行在希腊均有较大的风险敞口。现在,他们中的大多数意识到,用时间换回希腊复苏的期望和期待已无法实现。

实际上,爱尔兰的经济已经复苏。不过,这可不是救助计划的功劳,而是因为该国经济泡沫破裂的时间较早(2006 年秋):那时,在缺少国际社会帮助的情况下,该国被迫实施严格的紧缩政策,通过下调对欧元区其他国家的实际汇率,使相对价格下降 13%(参见第二部分)。其中的 12 个百分点已在 2010 年,即爱尔兰开始接受纾困资金那一年完成。西班牙已实施劳动力市场改革,相对价格降低了 6%,但该国仍需要继续努力。葡萄牙和意大利的公债规模继续扩大,和欧元区其他国家一样,两国经济处于持续通胀态势,竞争力方面也毫无起色,但至少这两个国家已经开始在某些进行改革<sup>⑤</sup>。在希腊,即使采取了某些改革措施,显然,救助行动已遭遇失败。救助带来的成本开支将由欧元区的纳税人以及遭受着大量失业困扰的希腊人共同埋单。

通过砸钱弥补竞争力不足的尝试到头来只是一种低效策略,最终只能贻误解决问题的时间,引发希腊失业大军和其他国家纳税人越来越多的不满。这种氛围为极端势力向国际社会提过分需

<sup>①</sup> 参见 Casqueiro, “Zapatero: ‘Sarkozy amenazó con salirse del euro’”, *El País*, 14 May 2010, [http://elpais.com/diario/2010/05/14/espana/1273788002\\_850215.html](http://elpais.com/diario/2010/05/14/espana/1273788002_850215.html).

<sup>②</sup> 参见 W. Franz, C. Fuest, M. Hellwig and H.-W. Sinn, “Zehn Regeln zur Rettung des Euro”, *Frankfurter Allgemeine Zeitung*, 18 June 2010, No. 138, p. 10; Sinn, H.-W., “Euro-Krise: Die Bedeutung des Gewährleistungsgesetzes für Deutschland und Europa”, Sonderheft, ifo Schnelldienst 63, 2010, [http://www.cesifo-group.de/DocDL/SD-10-10\\_0.pdf](http://www.cesifo-group.de/DocDL/SD-10-10_0.pdf).

<sup>③</sup> 参见 A. Weber, “Kaufprogrammbirgerhebliche Risiken”, interview by J. Schaaf, *Börsen-Zeitung*, 11 May 2010, [http://www.bundesbank.de/Redaktion/DE/Downloads/Presse/Publikationen/interview\\_mit\\_bundesbankpraesident\\_axel\\_weber.pdf?blob=publication-File](http://www.bundesbank.de/Redaktion/DE/Downloads/Presse/Publikationen/interview_mit_bundesbankpraesident_axel_weber.pdf?blob=publication-File); 也见 “Brandbrief: Ex-Währungshüter Stark attackiert EZB-Kurs”, *Der Spiegel*, No. 3, 14 January 2012, <http://www.spiegel.de/wirtschaft/soziales/brandbrief-ex-waehrungshueter-stark-attackiert-ezb-kurs-a-809199.html>.

<sup>④</sup> 参见 Deutscher Bundestag, 17. Wahlperiode, Anfrage Peter Gauweiler, Drucksache 17/2223, pp. 56–57.

<sup>⑤</sup> 参见 H.-W. Sinn, *The Euro Trap. On Bursting Bubbles, Budgets and Beliefs*, Oxford University Press, Oxford 2014, p. 124, Fig. 4.8(中文版:汉斯-维尔纳·辛恩,《欧元陷阱 - 关于泡沫破灭、预算和信仰》,曹慧译,社会科学文献出版社,2016 年版,图 4.8)。

求、发表过激的公共言论提供了可乘之机。

现在是执行“备选计划”的时候到了。本文试图解释为何、以及如何执行该项计划。希腊人有权自己决定是否应该离开欧元区。没有人可以,或着企图将其驱逐出欧元区。希腊是欧盟不可分割的一部分,是欧洲文化的摇篮。无论从政治上还是从经济上看,它必须保留在欧洲共同体以内。

不过,希腊的成员国地位当然不能担保该国可以依靠其它国家不断注入的资金来“维持生命”,好像欧洲有花不完的财政资金,或已在《马约》下建立了联合负债的联邦制一样。希腊人那种“只要坚持不执行紧缩政策立场,债务就能得到减免,其它一切都好说”的心态削弱了该国提振生产力的雄心壮志。

如果欧元区持续存在不对称性通胀,希腊继续留在欧元区内,实际汇率下调措施只可能通过严格的、未来数年会给希腊社会带来沉重负担的财政紧缩政策得以实现。尽管国际社会提供了巨额救助资金,但鉴于希腊最近几年对国内出现“人道主义灾难”的抱怨,可以推断,执行这种政策的意愿是不存在的。

诚然,一个国家如果具备财政平衡计划、补偿资金缺口的话,其与竞争力不符的雄心壮志可以被接受。然而,这样的财政平衡计划就是一份建立在具有法律效力、互惠基础之上的保险合同。这种法律效力只能由一个统一的国家提供<sup>①</sup>。在欧洲各国中,没有哪个国家愿意这样做。

因此,在没有国际社会信贷帮助的情况下,即在无财政救助措施,希腊央行无法进一步通过印钞、发放贷款的情况下,希腊得自己决定是否有能力留在欧元区。

如果希腊选择退出欧元区,其它欧元区国家肯定不会反对,并会迅速对《里斯本条约》进行妥善修订。希腊也可能在不修改条约的情况下选择退出欧元区,但保留该国欧元区成员国地位,启用德拉克马。某些缺乏经济考量的政客坚持认为,即使希腊从欧元区退出,它不能、也不应退出欧盟。

新货币必须是法定货币,这样,租约合同和贷款合同才可以随之进行贬值。以“白条”(IOUs)形式引入的第二种货币将会解决希腊国内的流动性问题,不过,它既无法解决竞争力问题,也无法避免在实际汇率下调过程中出现破产潮的危险。与通过降价、下调实际有效汇率方法相比,采取货币直接贬值的优势只有在该货币成为法定货币时才能体现出来。有时,人们忽视了第二种货币发挥的作用。尽管如此,作为转型期,在没有足够的德拉克马用于流通之前,欧元本身会充当现金交易的第二种货币。

在经济复苏、汇率达到与其竞争力相符的水平之后,希腊应当有机会选择重新启用欧元。可以想象,也许在十年的等待期之后,假设希腊已经实施了结构性改革,得以重返欧元区。无论何种情况,欧元区的大门应永远向希腊敞开。

重返欧元区的可能性将有助于希腊人意识到,只要提振经济,他们并没有被排挤出欧元区。短暂的退出应被视为“在医院疗养”。病人短暂性地离开,复原后重新回到健康的状态。

选择重返欧元区的好处是,与货币贬值、提高竞争力、经济开始复苏(参见第七部分)一起,希腊将有动力进行必要的改革。那种用公共资金诱导希腊改革的策略已彻底失败。重返欧元区的可

<sup>①</sup> 参见 EEAG, *The EEAG Report on the European Economy: Rebalancing Europe*, CESifo, Munich 2013, <https://www.cesifogroup.de/DocDL/EEAG-2013.pdf>, 以及 H.-W. Sinn, *The Euro Trap. On Bursting Bubbles, Budgets, and Beliefs*. Oxford University Press, Oxford 2014, Chapter 9: “Rethinking the Eurosystem”(中文版:汉斯-维尔纳·辛恩,《欧元陷阱 - 关于泡沫破灭、预算和信仰》,曹慧译,社会科学文献出版社,2016年版,第九章“对欧元体系的再思考”)。

能性会成为弥补过去疏漏的愈发可信的动力。

选择重返欧元区也将有助于希腊免受俄罗斯的诱惑。这点尤其重要。当华盛顿提出“希腊退出欧元区将损害欧洲外交政策”的观点时，部分政治家显得有些慌乱。不过，针对俄罗斯的观点没有说服力，因为在离开欧元区后，希腊仍然是欧盟成员国，有些欧盟成员国也拥有自己的法定货币，不可能仅仅为了防止受俄罗斯诱惑而将所有这些国家都转入欧元区。

显然，希腊政府在谈判中拖延时间，各方应迅速做出必要的决定。时间流逝得越多，希腊财富被转移到海外的就越多，人们为规避退欧、新货币贬值等因素带来的资产损失而从银行账户中提取的欧元现金就越多，对其它国家而言，希腊国家破产的代价越高。截至 2015 年 4 月底，希腊人手中的欧元持有量为 430 亿，通过向海外支付、形成 Target 债务规模达 1000 亿欧元。目前，这两项都在以每周 10~20 亿欧元的速度增长，这相当于希腊年经济总产量的 1%。由此看来，希腊的谈判立场使该国政府得以把协议的达成时间拖得更久。为阻止这种策略，防止在其它欧元区国家累积更多的债务风险，只有一个办法：停止发放 ELA 信贷，迫使希腊政府实施资本管制。

最后，在反对“希腊退出”阵营中，有些人认为，如果希腊退出后大获成功，其它国家可能会效仿该国。这种观点有点奇怪，因为欧元区的目标就是为成员国带来经济繁荣。引入欧元就是要为欧洲国家带来和平与繁荣。它是欧洲经济政策的一个工具，但它本身不代表经济政策的目标。欧元已经为欧洲带来了足够多的好处，当然不必为一种类似意识形态的行为而变得不可信。

#### 参考文献

Corden, N. and J. Neary (1982): “Booming Sector and De-Industrialization in a Small Open Economy”, *Economic Journal*, 92, 825-848.

Maddison, A. (1995): *Monitoring the World the World Economy 1820-1992*, Paris: OECD Publications.

Müller, J. (1954): *Nivellierung und Differenzierung der Arbeitseinkommen in Deutschland seit 1925*, Berlin: Duncker & Humblot.

Ratchford, B. (1941): *American State Debts*, Durham: Duke University Press.

Sinn, H.-W. and T. Wollmershäuser (2012): “Target Loans, Current Account Balances and Capital Flows: The ECB’s Rescue Facility”, *International Tax and Public Finance*, 19, 468-508.

Sinn, H.-W. (2014): *The Euro-Trap. On Bursting Bubbles, Budgets, and Beliefs*, Oxford: Oxford University Press (中文版: 汉斯-维尔纳·辛恩, 《欧元陷阱 - 关于泡沫破灭、预算和信仰》, 曹慧译, 社会科学文献出版社, 2016 年版).

(翻译: 曹 慧 责任编辑: 程 炼)

## Central Bank Survey Data–based Inflation Expectations Conversion

ZHANG Chengsi DANG Chao

(School of Finance, Renmin University of China, Beijing, 100872, China)

**Abstract:** This paper investigates a seemingly technical problem when using the survey data of People’s Bank of China for the calculation of inflation expectation, which involves the choice of the real inflation statistics. We adopt both the balance approach and probability method to calculate inflation expectation series from 2000Q1 to 2014Q3 in China and prove that this problem is far from trivial since inflation expectation series derived from the application of quarter–over–quarter statistics is neither informative to real series nor in accord with the nature of survey data. Only if the base period of the statistics is set to be the same quarter of previous year instead of preceding quarter can we expect to get a meaningful inflation expectation series. Our findings provide important implications for related studies and policymaking in China.

**Key Words:** Inflation; Inflation Expectations; Survey Data; Inflation Forecast

**JEL Classification:** E22; E52; E58

## Three Issues on the Socialist Political Economy with Chinese Characteristics

CAI Jiming JIN Weiping

(Center for Political Economy, Tsinghua University, Beijing, 100084, China)

**Abstract:** The paper argues that we can exploit continuously the contemporary boundary of Marxist Political Economy, push on the research of the Socialist Political with Chinese Characteristics, and account scientifically for the Socialist Basic Economic Institution with Chinese Characteristics, guide theoretically the reform, opening–up, and economic development, only if we apply creatively the methodology of Marxist Political Economy, proceed from China’s actual conditions, and critically absorb all kinds of economic thought.

**Key Words:** Marxist Political Economy; Methodology; Socialism with Chinese Characteristics

**JEL Classification:** B12; B14; B24

## The Greek Tragedy

Hans–Werner Sinn

(Ifo Institute, München, 81679, Germany)

**Abstract:** By the end of March 2015, Greece had already received a total of 325 billion Euros in rescue credit from the measures instituted by the EU, the IMF and the ECB, and yet its unemployment has soared to more than double the rate of five years ago, when the fiscal rescue operations started. The reason is that Greece is suffering from a bout of Dutch Disease. The more money that flows in, the lower the incentives to rollback the excessive price increases of the early years of the euro, and the lower the disposition to set off on the stony path to restoring the country’s competitiveness. Contrary to assertions, the Greek population has also benefited from the rescue credit. Calculated from the onset of the crisis, in net terms one–third of the public credit has contributed to financing the Greek current account deficit, one–third to paying off private foreign debt, and one–third to capital flight by Greek people. Furthermore, the country has profited greatly from the lowering of interest rates on its foreign debt, an advantage that translated into around 50 billion Euros between 2008 and 2014. In 2014, overall Greek private and public consumption amounted to almost 114% of net national income. Greek banks have received some 80 billion Euros in ELA credit from the Greek central bank in the past few months. ELA credit, which can be blocked only by a two–thirds majority in the ECB Council, exceeds by far the recoverable assets of the Greek central bank in case commercial banks go bankrupt and the

collateral pledged by the banks loses its value. Thanks to ELA, the private capital fleeing to other countries has been replenished with public credit from the international community. This credit has strengthened Greece's negotiating position with the international community by increasing the other euro countries' potential losses in the case of Grexit. This could explain why the Greek government has played for time in the current negotiations. If it should come to a Grexit, it would be crucial to introduce as quickly as possible a new legal tender, in order for all price tags, as well as rent, credit and wage contracts to be redenominated and devalued simultaneously, restoring the competitiveness of the Greek economy. A creeping transition to a new currency by way of state-backed promissory notes (IOUs) that are not legal tender could buttress the solvency of the Greek government, but it would not solve the competitiveness problem. Econometric studies have shown that an economic upturn can make itself felt in as little as one or two years after a devaluation and a haircut on outstanding foreign debt have been carried out.

**Key Words:** Euro Zone; Sovereign Debt Crisis; Central Bank; International Credit

**JEL Classification:** F33; F34; G01

## An Study on the Divergence of Spot Exchange Rate from Base Rate —With Comments on the 8.11 Base Rate Offer Reform

ZHOU Xianping CHEN Xuewen HUANG Yanfang

(School of Finance, Zhongnan University of Economics and Law, Wuhan, 430073, China)

**Abstract:** The central bank has restrictions on the spot exchange rate volatilities around base rates. The divergences of spot rate from base rate contain lots of information. The statistical characteristics and driving factors of divergences are analyzed by using EGARCH-X models. We found that base rates are important tools for expectation management of exchange rates, but with a declining efficiency. The divergence of USD has an one-direction spill-over effects on other currencies' divergences. The policy intentions of central bank and USD/CNY NDF rate have significant effects on USD's divergence and its volatility. Policy suggestions are given finally, including more market-oriented base rate, improving market transparency, market opening-up, more direct quotations and supervision of cross-border capital flows.

**Key Words:** Spot Exchange Rate; Base Rate; Expectation Management

**JEL Classification:** E58; F31; G18

## The RMB Joining in SDR's Currency Basket and Its Impacts on China's Financial Reform

ZHENG Liansheng

(Institute of Finance and Banking, Chinese Academy of Social Sciences, Beijing, 100028, China)

**Abstract:** Special drawing rights (SDR) has the characteristics and institutional foundation of international reserve currency. It is very conducive to improve the stability of international monetary and financial system, however, its currency basket and pricing decision mechanism have not adapted to the dynamic changes in the global economic pattern. Adding the Renminbi to SDR's currency basket and adjustment of SDR's pricing mechanism has accomplished in November 2015. As to China, Adding the Renminbi to SDR's currency basket is very helpful for the internationalization of Renminbi, domestic financial reform and stability of the international monetary system. The related cost mainly lies in the potential risks of capital account liberalization and financial market openness. China also needs conduct related reforms to eliminate the technical and market barriers after Renminbi joining the SDR's currency basket. Becoming one of the SDR basket currencies is a great incentive for China to establish a more effective and efficient financial market in the near future.

**Key Words:** Special Drawing Rights; Currency Basket; Renminbi; Financial Reform

**JEL Classification:** E42; F02; F33