



欧元区解体：远虑与近忧

欧债的必然性

欧元区财政政策和货币政策的二元结构矛盾是欧洲债务危机的制度基础，欧元区成员国货币政策是统一制定的，成员国只能更多地以财政政策来救援经济并促进增长和就业，欧洲债务问题更为内在，更具有必然性。欧洲债务危机暴露了欧洲一体化进程中的财政货币二元结构的制度性矛盾，如果不能实行及时而恰当的政策和改革加以应对，债务问题可能深刻地影响欧盟和欧元区的未来发展轨迹。

欧元区解体的担忧

欧洲债务危机引发了欧元区解体和欧元崩溃风险的担忧。欧洲债务危机是 1957 年《罗马条约》签署以来欧洲面临的重大考验，欧元则遭遇了正式面世 10 年来最为严重的生存危机，“欧元失败则意味着欧洲失败”。

欧元区的制度缺陷

欧盟和欧元区内部成员国之间，经济结构的差异性是非常大的，欧元区的货币政策虽然是统一的，但是政策的效果却是不平衡的。相对统一的货币政策框架，可能就会出现目标多元化倾向，从而会导致政策框架统一性受到一定的影响。随着债务问题的发展，欧元区的政策整体性和统一性可能受到一定的冲击。

个别国家退出欧元区的可能性存在，短期内不会发生

逐步建立欧元区成员国的退出机制，比起一味地针对没有清偿能力成员国的救援而言，或是一个较为合理的选择，未来风险可能相对更低，而且更有利于欧元区未来的稳定和扩大。为此，欧元区的退出机制的建立是具有较大合理性。一定意义上，退出机制的建立可以算是欧元区的“分裂”，但是可能是一种自我生存和发展的一次自救，与欧元区崩溃不是一个概念。但是，出于政治原因，中短期内希腊退出的欧元区的可能性不大。

个别国家可能退出欧元区的影响

诸如希腊等会员资格相对较差的国家退出欧元区，对于欧元区的稳定和发展在中长期内是有益的。但是，如果发生这样的事件，短期内会有比较明显的冲击，当然如果是通过退出机制而“自愿”退出的话，其冲击性相对要小。

海外宏观

郑联盛

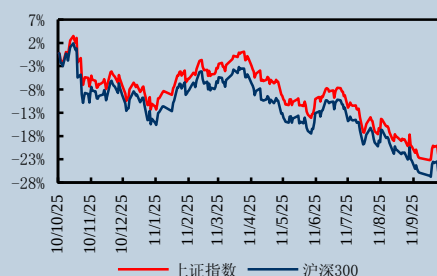
zhengliansheng@csc.com.cn

010-85130208

执业证书编号：S1440511080001

发布日期：2011 年 10 月 25 日

上证指数、沪深 300 走势图



沪深 300、深证成指走势图





目 录

引言	2
欧元区解体的担忧	2
欧元面临重大的制度性风险	3
退出欧元区的现实障碍	3
欧元没有崩溃风险，但有“分裂”风险	4
个别国家退出欧元区可能性存在	5
欧元区“分裂”的潜在冲击	5

引言

欧洲债务危机的冲击不断深化。从 2009 年年底，希腊由于财政收支赤字问题日益严重，国际三大评级机构先后调低希腊的主权信用评级，希腊债务危机爆发。随后，国际评级机构对葡萄牙、意大利、爱尔兰及西班牙等国（与希腊一起被称为“PIIGS”，欧猪五国）的主权信用评级提出警告或者负面评价，欧洲债务问题“普遍性”逐步显现。截止 2011 年 10 月，关于提高欧洲债务危机救援有效性的分歧仍然较大，欧洲债务危机仍然持续发酵，未来不确定较大。

欧洲债务问题存在进一步深化的风险，意大利和西班牙等债务问题不容乐观。欧洲债务危机已经从冰岛、希腊等国家逐步演化为若干个国家的普遍性问题，而且存在进一步深化的可能性，已经引发了整个欧洲的普遍性风险。同时，欧洲债务危机可能引发欧洲银行业的资产负债表危机，存在向银行业危机转化的可能性。全球最大的城市银行——法国-比利时合资的德克夏银行(Dexia)已经倒闭。

更重要的是，欧元区财政政策和货币政策的二元结构矛盾是欧洲债务危机的制度基础，欧元区成员国货币政策是统一制定的，成员国只能更多地以财政政策来救援经济并促进增长和就业，欧洲债务问题更为内在，更具有必然性。欧洲债务危机暴露了欧洲一体化进程中的财政货币二元结构的制度性矛盾，如果不能实行及时而恰当的政策和改革加以应对，债务问题可能深刻地影响欧盟和欧元区的未来发展轨迹。目前，欧元区的未来引发了市场的广泛担忧。

欧元区解体的担忧

欧洲债务危机引发了欧元区解体和欧元崩溃风险的担忧。德国总理默克尔指出，欧洲债务危机是 1957 年《罗马条约》签署以来欧洲面临的最大考验，欧元则遭遇了正式面世 10 年来最为严重的生存危机，“欧元失败则意味着欧洲失败”。作为货币联盟成功的代表，作为挑战美元霸权的有力替代货币，欧元如果崩溃了，将引发欧洲货币联盟和国际货币体系的重大转变。

现阶段是欧洲债务问题不断扩大并向大中型成员国蔓延，如西班牙和意大利，是债务危机内在的一种传染过程，也是偿付能力的进一步恶化，可能演化成为一种持续性的偿付危机。比如，根据 2011 年 7 月份希腊第二轮救助计划的内容与机制，以及债务问题解决的历史经验，第二轮救助计划只能暂时缓解希腊的偿付危机，而无助于希腊偿付能力的实质性提高，债务问题的最后解决可能需要借助于市场渠道才能完成，主权债务重组可能是希腊债务危机的最后归宿。为此，包括希腊等国的债务问题可能出现某种程度的重组，比如利率结构和期限结构调整的“软重组”，甚至是硬重组。

对于欧洲债务危机的未来，最为关注的问题具有两个方面。一是欧洲债务危机是否会演化为崩溃式的系统性债务危机或由银行业危机导致的系统性金融危机，并对全球经济和国际金融体系造成系统性冲击；二是欧元区会不会解体，欧元是否会崩溃甚至退出国际货币体系的历史舞台。

在欧洲债务危机的冲击下，欧元从 2009 年年底开始大幅贬值，至 2010 年 6 月，欧洲最大贬值幅度高达 25%。2010 年中期以来，欧元仍然处在疲态之中。由于债务危机不是一个短期能一蹴而就的问题，而且欧洲债务危机的平息取决于欧元区 and 欧盟的后续重大改革，为此，欧元的走势短期内难以扭转颓势。更重要的是，欧元区是否存在解体风险仍是市场的重大担忧，并且这一担忧在 2011 年中期以来不断升温。

欧元面临重大的制度性风险

欧洲债务问题深刻影响欧元区 and 欧盟发展，债务问题可能影响欧盟和欧元区的整体性。经过多次扩张，欧盟已经成为一个具有 27 个成员国的全球第一大经济体。但是，欧盟和欧元区内部成员国之间，经济结构的差异性是非常之大的，欧元区的货币政策虽然是统一的，但是政策的效果却是不平衡的。如果欧洲债务问题继续深化，即便是欧盟采取统一的措施，部分成员国可能难以承受巨大的压力而被迫退出欧元区，这将造成欧元区的分裂。

目前欧盟要求各成员国统一行动，正如已经出台的救援方案实行统一的救援政策，但实际上现在有能力有资源的国家只有德国等少数几个大国，统一的救援将造成这些承担救援责任的大国利益上的损失，比如让德国救援希腊，德国未必愿意（德国民众甚至采取游行反对德国出台的 800 亿欧元削减计划）。这就造成了欧洲内部的隐性“分裂”。不管是哪种情况出现，欧盟的整体性都可能受到一定的影响，欧元和欧盟的总体性框架受到潜在的威胁。

欧洲债务问题可能影响欧元区的统一货币政策框架。欧元区各成员国实行同一货币制度，具有统一的货币政策。在欧洲债务问题演化为债务危机之后，欧盟统一货币政策与成员国差异化的财政政策的二元矛盾受到较大的质疑。

由于各个国家经济周期、经济结构和发展阶段等都是存在差异的，一些研究认为在欧盟一体化进程中，统一货币政策需要保持一定的弹性，并考虑成员国的个体差异，同时必须加强财政政策的协调性，从而提高财政政策与货币政策的政策意图趋同性以及货币政策的普遍适用性（Wolf, 2010）。比如，以德国货币政策框架建立的欧洲央行是以通货膨胀目标制度作为政策制定框架的，但可以适当提高就业、出口、经济增长等宏观政策目标在政策制定中的权重。在这个过程中，相对统一的货币政策框架，可能就会出现目标多元化倾向，从而会导致政策框架统一性受到一定的影响。随着债务问题的发展，欧元区的政策整体性和统一性可能受到一定的冲击，这并非是说一定有国家会退出，但其内部分化的趋势可能被强化。

退出欧元区的现实障碍

实际上，早在 2007 年，著名的国际经济学家 Barry Eichengreen 就讨论了欧元区分裂和欧元崩溃的情景和可能性。Eichengreen 认为，欧元区分裂的不同情景将决定了其冲击性的大小，比如葡萄牙和德国的退出对欧元区和欧元的影响是完全不一样的，但是最后的结果可能都是一样的，即严重冲击欧元区和欧洲经济。

Eichengreen 教授认为欧元崩溃是一件不可思议的事情，将是一个灾难性事件，为此他认为欧元崩溃是小概率事件。一是退出欧元区存在巨大的经济成本（Economics Barriers），主要体现在四个方面：其一，退出欧元区的成员国通过重启一种新的主权货币，并对欧元大幅贬值，可能无法解决这个国家的竞争力减弱、失业高企和增长下滑等问题；其二，该成员国货币贬值幅度可能比较大，这是一种以邻为壑、违反单一市场原则的政策，可能引发欧元区其他国家的反对和反抗；其三，即便是短期内实现部分经济利益，但退出的成员国可能将面临中长期更大的损失，比如区内贸易壁垒、国债息差扩大、借贷成本提高等。最后是资产负债表的重估效应，如果是小国家退出欧元区，则小国家的金融机构、企业、家庭和政府的资产负债可能恶化，甚至破产；如果是大国家退出，则整个欧元区都面临资产负债表重估问题。

二是退出欧元区存在巨大的政治成本。一旦一个成员国退出欧元区，其在欧盟和欧洲的政治公信力将受到

极大的损害，因为货币联盟和货币合作是欧洲政治联盟和欧洲一体化的基础。比如，意大利退出欧元区，那意大利在讨论欧洲合作升级强化中将丧失发言权，意大利在其他事务的信誉将大打折扣。

三是技术和法律障碍。在法律障碍上，主要体现两个方面：第一，退出欧元区的成员国必须重新立法将所有的交易、计价和结算货币从欧元转为其主权货币，并要将家庭、企业和政府的债务、贷款等转化为新货币；第二，《马约》并没有成员国退出的法律规定，因此需要修改欧盟稳定与增长公约。在技术障碍方面，存在类似的“菜单成本”，比如企业合同必须重新签订，以适应新的计价货币。

欧元没有崩溃风险，但有“分裂”风险

由于欧洲债务问题的普遍性和长期性，以及欧元区存在的统一货币政策与分散财政政策的二元结构矛盾问题也难以短期解决，市场出现了长期看空欧元的情绪，甚至认为欧元将在未来不长时间发生系统性崩溃。

英国《经济学家》杂志曾经在 2010 年 5 月邀请全球的国际经济学领域的专家讨论未来 5 年内欧元是否会崩溃的问题。笔者做了简单的统计，大致有三分之一的学者认为欧元未来 5 年可能要崩溃，而三分之二则认为未来 5 年欧元不会崩溃。但是，2011 年 8 月份以来，对于欧元区的分裂，悲观情绪的占比大幅提高。美国布鲁金斯学会研究员 Lombardi 认为，欧元区任何成员的退出，都将打开一个“潘多拉盒子”，后果难以预测。他指出，一般地，可以设计一个有序的退出机制，但是由于欧洲陷入危机太深了，已经无法采取有序的方式，欧元区解体与否的可能性各占一半。

认为欧元会崩溃的经济学主要的根据在于欧盟和欧元区内部的矛盾及其带来的财政货币政策关系的扭曲是根本性缺陷，在政治上很难实现弥合。德国学者 John Makin 认为，5 年内欧元将崩溃，因为欧元区内部的结构性和制度性问题是难以解决的，比如德国现在是在为南欧地区竞争力下降和松散的财政纪律买单补贴，德国将会逐渐失去耐心。欧元创始人之一奥特马尔·伊辛（Otmar Issing）曾指出，欧元的设计宗旨就是成为一个货币联盟，而非政治联盟。在尚未建立一个政治联盟的情况下就创立货币联盟，是一种本末倒置的行为。因为完善的货币要求央行和财政部两者兼备。当金融体系面临崩盘危险时，央行能够提供流动性，但只有财政部才能处理偿付能力问题。

认为欧元将会继续存在并发挥重要作用的专家则主要从欧元崩溃的危害性作为基础的。欧洲经济一体化领域的专家 Richard E. Baldwin 指出，欧元区崩溃将极大地扭曲欧洲的银行和金融体系，极有可能导致欧洲的严重衰退。而且由于欧元的金融市场是全球信用市场和金融体系的主要组成部分之一，欧元区的动荡无疑将具有系统冲击力。至少在 5 年之内，退出欧元区对成员国和欧元区都不是好建议。“欧元之父”Mundell 和另一位诺贝尔经济学奖得主 Stiglitz 都认为欧元将继续生存并发挥积极作用，但是要进行一些实质性改革。Mundell 认为，部分国家需要进行“不可避免的”债务重组，而 Stiglitz 则认为紧缩政策是必要的。

目前学者研究的基本判断是，欧洲债务问题是一个长期而普遍的问题，这决定了欧元可能难以迅速反弹持续走高，欧元反而可能出现持续走弱的格局。Stiglitz 就认为欧元走弱是大概率事件，因为欧洲必须经历一个长期的紧缩过程。麻省理工学院 Caballero 教授和 Giavazzi 教授认为，欧元贬值是一个趋势性事件，而且进行相关的改革，可能是与继续进行的欧洲财政整固措施相匹配的一剂良方。

综合学者研究的结论，欧元短期内没有系统性的崩溃风险，但是可能有个别成员国主动退出的可能性，而且欧元区可能会逐步建立起成员国资格的动态调整机制和退出机制。如果德国和法国不退出欧元区，那欧元区



崩溃的可能性就极小，而法国和德国退出欧元区是小概率事件。德国是借助欧元区和欧盟放大了其在全球的重要性和公信力、促进了区域贸易的发展并提升了其全球竞争力，德国是欧元区的最大受益者，不可能退出欧元区。如果是希腊等小国退出欧元区，那相当于建立一种欧元区成员国的退出机制，反而是有利于欧元区的长期稳定与发展。当然，如果希腊退出欧元区，也是欧元区的“分裂”，但是与欧元区崩溃不可同日而语。

个别国家退出欧元区可能性存在，但中短期内不会发生

值得注意的是，如果欧元区成员国过度地被现实障碍所限制，对欧元区成员国的退出机制采取忽视态度，对于欧元区未来的发展是不利的。

逐步建立欧元区成员国的退出机制，比起一味地针对没有清偿能力成员国的救援而言，或是一个较为合理的选择，未来风险可能相对更低，而且更有利于欧元区未来的稳定和扩大。为此，欧元区的退出机制的建立是具有较大合理性。

一定意义上，退出机制的建立可以算是欧元区的“分裂”，但是可能是一种自我生存和发展的一次自救，与欧元区崩溃不是一个概念。如果希腊主动退出，反而对欧元区是制度性利好。花旗银行首席经济学家 William Buiter 就认为，希腊主动退出欧元区对欧元的发展稳定及职能都是利好。

2011 年以前，对于希腊退出的言论显得有点危言耸听，但是，2011 年中期以来，希腊退出欧元区却成为一种趋势性言论。由于现有的救援体系，没有改善希腊的偿付能力，而欧洲救援体系的资源受到日益明显的压力，所以欧盟和欧元区可能很难持续地对希腊进行救援。更重要的是，意大利目前也遭遇了债务困境，这将加大欧洲救援体系的资金压力。与其将资源投入一个无底洞，不如放弃不遵守纪律和不符合标准的成员国。为此，从近期的讨论看，希腊退出欧元区的可能性在加大。

但是，由于欧元区是经济联合和货币区域化的一个典型，出于政治的目的，中短期内个别国家退出的可能性不大，退出机制的建立和施行是更加现实的做法。

欧元区“分裂”的潜在冲击

随着欧元区“分裂”风险的加大，市场开始担忧如果一旦发生欧元区的解体，将会带来何种冲击。从目前的市场预期，希腊主动退出的可能性是存在的，但是中短期内可能不会出现。为此，讨论“分裂”的冲击更多在于对未来风险的一个防范。

2011 年 9 月以来，希腊国债收益率不断攀升，1 年期国债收益率甚至突破 100%，其债务重组的概率急剧飙升，市场认为希腊债务重组可能难以避免。一旦希腊债务重组，特别是硬重组发生的话，那希腊退出欧元区并非市场的过度担忧，概率将明显上升。

如果静态地看，希腊退出欧元区，其冲击可能不会很大，一是希腊的经济体规模很小，只占欧元区不足 3%。二是希腊主动退出，避免了欧元区实行被动的放弃政策，相当于建立起了一种成员国自动退出机制。三是希腊的债务规模不是特别大，政府债券规模约 2650 亿欧元，最大的债权人为欧洲央行，其余大部分为欧元区内部持有，欧央行预计不会抛售希腊的债券，为此，外溢效益可能相对有限。



如果动态地看，希腊退出欧元区可能引发一定程度的系统性冲击。希腊退出欧元区本身的冲击是相对有限的，但是，市场会预期希腊的悲剧可能发生在其他国家，比如意大利和西班牙。如果是这样的市场预期，对于意大利将是灾难性的。由于意大利是全球债券市场最重要的参与者之一，意大利债券市场规模（2010 年为 1.9 万亿欧元）为全球第三大债券市场，可能引发全球性的金融冲击。花旗银行首席经济学家 William Buiter 指出，从动态影响看，希腊的退出对希腊是一场金融经济灾难，对于欧元区、欧盟以及全球经济，都会产生严重的经济与政治冲击。

动态地看，希腊退出欧元区可能存在较为明显的外溢效应。一是由于全球金融市场的一体化，欧元区的系统性冲击可能引发其他市场的大幅下跌和波动。二是国际资本流动可能更加频繁而复杂，更多的资本将向安全资本和资产转移，比如流入美国和新兴经济体。三是可能对国际货币体系产生影响，短期内会削弱欧元国际货币的职能，同时也可能加速新兴经济体（比如中国）本币国际化的进程，以减少对主要储备货币的过度依赖以及承担相应的汇率波动风险。

不过，如果更长远地看，如果未来希腊退出欧元区可能是有利于欧元区的未来发展。其负面的系统性冲击可能是一种中短期的脉冲式冲击，随着信心的恢复和欧元区的自我修复，可能有利于欧元的长期发展。但是，如果希腊退出欧元区，在欧洲债务危机的持续影响下，欧洲经济和金融市场可能难以在中短期内明显复苏和恢复。这将给全球经济的复苏和金融市场的稳定带来新的不确定性。



分析师介绍

郑联盛：中国社会科学院经济学博士，策略分析师。主要从事宏观经济和市场趋势研究，在经济周期波动、产业结构变化以及工业化理论等方面有较为深入的研究，在经济史、货币政策以及金融稳定机制等领域具有浓厚兴趣。

研究服务

董事总经理 社保基金销售经理

彭砚苹 010-85130892 pengyanping@csc.com.cn

北京地区销售经理

张博 010-85130905 zhangbo@csc.com.cn

张明 010-85130232 zhangming@csc.com.cn

陈杨 010-85156401 chenyangbj@csc.com.cn

上海地区销售经理

杨明 010-85130908 yangmingzgs@csc.com.cn

朱律 010-85130231 zhulv@csc.com.cn

戴悦放 021-68825001 daiyuefang@csc.com.cn

姜东亚 010-85156405 jiangdongya@csc.com.cn

深圳地区销售经理

赵海兰 010-85130909 zhaohailan@csc.com.cn

任威 010-85130923 renwei@csc.com.cn

张娅 010-85130230 zhangya@csc.com.cn

周李 0755-23942904 zhouli@csc.com.cn

段佳明 010-85156402 duanjiaming@csc.com.cn

保险销售经理

付广华 010-85130681 fuguanghua@csc.com.cn

韩松 010-85130609 hansong@csc.com.cn

私募销售经理

钱宏伟 021-68805057 qianhongwei@csc.com.cn

地址

北京 中信建投证券研究发展部

中国 北京 100010

朝内大街 188 号 4 楼

电话：(8610) 8513-0588

传真：(8610) 6518-0322

上海 中信建投证券研究发展部

中国 上海 200120

世纪大道 201 号渣打银行大厦 601 室

电话：(8621) 6880-5588

传真：(8621) 6880-5010



评级说明

以上证指数或者深证综指的涨跌幅为基准。

买入：未来 6 个月内相对超出市场表现 15% 以上；

增持：未来 6 个月内相对超出市场表现 5—15%；

中性：未来 6 个月内相对市场表现在-5—5%之间；

减持：未来 6 个月内相对弱于市场表现 5—15%；

卖出：未来 6 个月内相对弱于市场表现 15% 以上。

重要声明

本报告仅供本公司的客户使用，本公司不会仅因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证本报告所包含的信息或建议在本报告发出后不会发生任何变更，且本报告中的资料、意见和预测均仅反映本报告发布时的资料、意见和预测，可能在随后会作出调整。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成投资者在投资、法律、会计或税务等方面的最终操作建议。本公司不就报告中的内容对投资者作出的最终操作建议做任何担保，投资者据此做出的任何决策与本公司和本报告作者无关。

在法律允许的情况下，本公司及其关联机构可能会持有本报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布本报告。任何机构和个人如引用、刊发本报告，须同时注明出处为中信建投证券研究发展部，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和/或修改。

本公司具备证券投资咨询业务资格，且本文作者为在中国证券业协会登记注册的证券分析师，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映了作者的研究观点。本文作者不曾也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

股市有风险，入市需谨慎。