■ 大视野

希腊走出困境须改变债务拯救方式

□银河证券首席总裁顾问 左小蕾

6月可看作希腊何去何从的重要时间窗口期。6月17日希腊将再次大选，6月底将决定希腊是否能获得下一笔国际援助以接续政府马上告罄的资金。尽管各方都不支持希腊退出欧元区，但当前希腊必须面对的问题是如何使已经严重破产的国家重生。我们认为，6月17日的希腊大选将是希腊决定自己命运的时候，选出合适的政治领导人，带领希腊走出“紧缩–援助–再紧缩–再援助”的死胡同，只有希腊人自己才能救自己。

国际社会已给予希腊巨大帮助。欧洲稳定机制顶住德国国内的强烈反对，并联手国际货币基金组织，分批给希腊提供了超过2000亿美元的援助资金。欧盟强制要求私人机构免去希腊53%的债务，加之下调债券利率，相当于免去了希腊总额72%的债务。

但拯救希腊债务已经过去两年，除了每到还债时点到来，因未达到国际社会要求的紧缩财政，希腊能否得到下一笔援助资金存疑，并引发新一轮国际金融、货币、大宗商品市场的动荡之外，至今没看到希腊走出危机的希望之路。

按照希腊的现况，退出欧元区只能是死路一条。出于经济前景的担忧，没人会对一个必然大幅贬值的货币持有信心。希望依靠退出欧元区宽松本国货币的政策拯救经济，只是理论上的愿望。希腊新的政治领导人其实也没有太多选择，希腊没有退路，走出困境必须依靠债务拯救方式的改变。

希腊债务拯救方式最应该改变的是救助资金的使用方式。两年来，希腊分批得到超过2000亿欧元的救助资金，每批资金都是救急性质，在希腊债务马上到期的火烧眉毛之时发放，以新债为希腊偿还旧债，剩余部分兑现福利发放。这样的救助相当于给一个垂死病人戴上氧气输送器，一旦拿掉输送器，病人就会断气而亡。而要让垂死病人起死回生，必须让病人自己正常呼吸，恢复自我供氧的机能。如何让希腊恢复自己供氧能力？笔者认为，必须实现以下几个方面。

新华社图片

首先，国际社会提供进一步的帮助。一方面，除了国际货币基金组织的救助资金外，私人部门尤其是持有希腊债务的银行，应尽可能免去希腊余下的债务，特别是减免未来五年的债务。这就等于给了希腊未来五年的“免死状”，让希腊有足够的时间和空间来恢复自我呼吸功能和自我调节能力。

其次，希腊必须立即改革福利体系。有数据显示，福利支出占希腊财政支出的60%以上。在经济连年负增长、税收不可能增长的情况下，发债成为支持高福利支出的主要来源。这种维持高福利支出的方式使希腊走到了今天国家破产的境地。希腊在很大程度上与其他高福利国家一样，需要从过高的福利水平降低到合适的福利水平。比如，每周工作40小时是正常水平，过高的福利水平使每周工作减少到30小时，现在回到40小时的工作应该不是过分的要求。每月500欧元退休金可能是合理的发放水平，1000欧元可能就超过经济承受力。当然政府的行政性开支也要受到更严格的控制和监督。希腊现在的所谓紧缩财政，并非是让希腊人“没有饭吃”和“勒紧裤带”，而是不要像过去那样靠发债来摄入过度的热量，导致国家入不敷出，带来整体经济肌体丧失造血功能。

所以，希腊新政府不能延续民粹主义的选票政治惯用思维，迎合反紧缩的所谓“民意”，与欧洲稳定机制和国际援助机制讨价还价，继续让希腊深陷不靠输氧不能活的窘境。希腊改革高福利制度，采取适当紧缩的政策是起死回生的必由之路。

第三，希腊必须善用国际援助资金。如果希腊使用国际援助资金只是还债和发放福利，只会累积更高的债务加剧无序违约风险。这就是为什么希腊危机拯救一年半以后，希腊的债务余额占GDP的比例从113%上升到146%。在希腊债务能够得到进一步减免，援助基金还债压力大减后，希腊应该改变思路，合理调整福利水平，援助资金大部分不应用来发放福利，而是应用来发放工资，结果就会非常不一样。

发放工资需要政府先创造就业，国际社会的援助资金作为工资发放，可以转化为消费支付能力和投资能力，恢复宏观经济运行的正循环。紧缩赤字也不是说没有赤字，只要希腊显示自我呼吸的迹象，国际社会会恢复对希腊的信心，希腊仍然可以恢复从国际市场上融资的能力。只要坚持赤字使用是推动经济恢复，不是为发放福利而发债，适度的赤字也是国际援助条款可以接受的。

从某种意义上来说，用援助资金发工资是救助希腊“处方”中最重要的一味“药”。当然，免债作为“药引”，紧缩作为辅助缺一不可。

最后，开放欧洲劳工市场。有建议认为，解救希腊应进一步开放欧盟的劳动力市场，也就是劳动力可以在欧盟各国之间自由流动。这样如果劳动力在希腊没有活路，可以到其他有工作机会的地方去。这个建议从国际贸易理论上来说是有道理的，而且原则上劳动力是可以在欧盟各国之间流动的，但前提是必须找得到工作。在这个“前提”下，真正意义上的劳动力自由流动很难实现，这也是欧洲一体化的难题之一。不过，欧洲已经形成经济一体化的雏形，虽然劳工市场在希腊危机的解救中突破的可能性不大，但货币、财政、劳工市场的统一，才能形成真正意义上的经济一体化。欧洲应通过危机深刻反思，并进行更深层次的改革，进一步完善一体化进程。

不管欧洲劳动力市场是否能够真正开放，只要国际社会在免债方面进一步施以援手，只要希腊正视现实，愿意果断采取福利体制改革，特别是改变国际援助资金的使用方式，创造就业恢复经济增长，希腊这个在历史上创造过最灿烂的文化的文明古国仍有焕发青春的希望。

希腊主动退欧得大于失

□何志成

希腊将于6月17日举行大选，很多人以为这是希腊退出欧元区的一个重要窗口期，其实未必。这个日子希腊不会选择退出，更可能继续讨价还价。希腊问题最终解决方案出台的最重要窗口期可能是德国大选。笔者认为，德国和欧洲最终会选择欧元的“缩小版”，不仅是踢出希腊，还将立法指出任何有恶意倾向的“赖债国”都不能留在欧元区。欧元强大的基础不是版图越来越大，而是必须保持竞争力和创造力，这是维持欧元信誉的关键。没有信誉，就没有欧元，而欧元区高债务国正一点点地将欧元的信誉度伤害殆尽。

希腊退出欧元区的确损失巨大，据初步测算，直接损失将超过1万亿欧元，包括被直接赖掉的3300亿欧元债务和全球几乎所有银行的债务损失。如果考虑到商业银行相继破产倒闭的间接损失，该数字还会扩大。

因为希腊“退欧”的损失很可能超出雷曼倒闭时的危机，很多人不相信欧元区其他国家包括美中日会容许希腊退出欧元区。但巨大的损失账目要用发展的眼光看，如果不紧急止损，未来的损失会更大；如果不主动挑破这个“脓包”，让它突然间破裂，损失将很难控制。因此，最好的办法是主动施压，让希腊自动地选择退出欧元区。

希腊主动退出欧元区方案的核心是希腊将重新使用“德拉马克”，有可能宣布重新启用该货币的次日（或者当日）立即宣布该货币兑欧元贬值60%以上。这等于变相赖债，而且是更大规模的赖债。该模式一旦被各债权国被迫承认，西班牙甚至意大利等国也将相继选择该方案。也就是说，希腊背信弃义之后还有会跟随者，由此使欧元严重失信，欧元因此将暴跌。但逼迫希腊自动选择退出欧元区，要比希腊突然间宣布退出欧元区要好，主要体现在以下几点。

一是有准备比没准备要好，所谓“有备无患”。最好的准备就是，债权国削减风险敞口，同时各国资本市场在希腊宣布退出前就主动地在全球市场禁止“做空”，包括禁止做空欧元等。在最恶劣的情况出现时，可以宣布关闭市场（包括外汇市场和股票市场，甚至包括大宗商品市场）。这可以切断欧元暴跌引发的连锁反应，降低间接损失。同时，各国央行要一起行动，释放“无条件流动性”，保证全球主要商业银行不发生挤兑，直至市场平复为止，这可以将希腊退出欧元区的损失降低到1万亿欧元以内。

二是切断希腊背信与欧元信誉之间的关联，主动宣布让希腊离开欧元区是为捍卫欧元信誉，其他欧元区国家包括商业银行将正常还贷，这将维持欧元区绝大多数银行信誉。

三是将有限资源用于西班牙、意大利等欧元区大国，竭力避免再有欧元区国家离开欧元区，同时为银行业提供救助，避免发生倒闭破产等连锁反应。

四是主动通过欧元贬值使欧元区的劳动力价值回归到合理比价水平，以提高欧元区竞争力，实现出口复苏，欧元得以生存并逐渐恢复信誉。

这个方案的最大好处是，希腊或其他欧元区国家虽然退出，但欧元区将得以保持，欧元将继续存在，而且有可能“重振雄风”。该计划对全球经济和实体经济的伤害度最小，尤其是对中国、德国这样的债权国和制造业大国，风险可控。必须看到，希腊退出是人民币走向世界的最好契机。对德国和法国来说也将“轻装上阵”，有望很快恢复在全球精细制造业中的领导地位。

如果选择“继续挽留希腊”的方案，实际是让其自生自灭，最后只能是退出。如果这样的事情发生，欧元区将进入“无序违约”的逻辑链。那时候，不仅世界货币体系缺乏信誉，很多国家的信用也将大幅下降。

如果这样的情况出现，所有的净债务国货币都将暴跌，包括美元、日元。债权国货币也不可能升值，商品货币也不能升值，因为没有人再买大宗商品，唯一可能升值的是黄金，但它也将呈现暴涨暴跌状，而黄金的信誉度最终也会被怀疑，因为它不再有真实的购买力。总之，世界货币体系在进入无序状态后，谁也占不到便宜。

希腊留在欧元区仍是大概率事件

□上海证券 胡月晓

希腊将于6月重新举行大选，届时代表劳工利益的左翼政党极有可能竞选成功，赢得议会最多席位。虽然外界普遍预测，左翼政党难以得到单独组阁的票数，但左翼政党在政府中已占据领导地位，其政治主张必然会对政府决策产生影响。由于希腊左翼政党的政治主张或使希腊得不到援助贷款，希腊债务危机问题再次将全球金融市场推入动荡境地。

欧元区解体担忧的逻辑

希腊左翼政党提出的应对危机方案是：取消紧缩计划，对剩余外债违约。左翼联盟相信，取消紧缩和对外违约，并不会导致希腊退出欧元区。对外违约后，希腊财政在债务负担减轻的情况下，将能正常运转，经济也将能进入正常增长轨道。若果真如此，那么“取消紧缩、对外违约”确实不会导致希腊退出欧元。但国际社会担心的是，希腊违约后，财政极有可能仍不能正常运转，而希腊这时的处境已是处在既得不到援助，又借不到钱的尴尬境地，借不到钱就只有搞通胀、变相收税，为搞通胀就要有货币发行权。这样，虽然欧盟条约中没有强迫不达标国家退出欧元区的条款，但希腊为搞通胀也只能选择主动退出欧元区。这就是当前市场在希腊将迎来左翼上台的强烈预期下，欧元区将面临解体的担忧逻辑。

若希腊对外国债务违约，希腊将立马自绝于国际债券市场；在希腊财政仍入不敷出情况短期无望改善，IMF和ECB等国际组织将因取消紧缩而拒绝继续救助的情况下，希腊将别无选择而唯有退出欧元区。但是，取消紧缩—对外违约—拒绝救助—退出欧元区这一链条的演变路径并不具有必然性，有可能中间改变或停止。当希腊真对外国债务违约，不论有序还是无序，国际金融市场受到的打击都很大。为维护市场稳定，ECB、FED等全球主要央行将被迫再次出手相救，再次“救水”将是无奈的选择。这样当希腊威胁要对外违约时，雅典在和布鲁塞尔间的讨价还价博弈过程中，将一改原先的劣势地位而占据上风，双方间原先拟定的救助条款将被重新修订，这或将是最有可能发生的希腊债务前景。

债务违约不一定导致货币退出

富人（金融机构）的不谨慎行为为什么要让穷人“埋单”？这不仅是在希腊、欧洲，即使在美国，也是一个不断被质疑、声讨的话题。因此，国际组织和欧盟机构要求希腊等国以紧缩为条件的援助行为，一直为广大民众所诟病。希腊民众示威反对紧缩，并非仅为自己私利而全然不顾国家、社会利益，而是质疑“富人闯祸、穷人埋单”式债务分担的公平性，以及担忧紧缩对增长的冲击。欧盟没有把不合格国家踢出欧元体系的条款。把希腊“逼”出欧元区，实际上是欧洲富人对希腊民众发出威胁，但这个威胁或许只是一个“纸老虎”而已。

首先，希腊退出欧元区无益于整个欧元区稳定，是“共输”格局。以金融机构为代表的欧洲富人阶层、希腊债券的主要投资者会因希腊违约受损。对希腊而言，无论希腊怎样努力，希腊货币都会立即贬值50%以上，导致希腊财富大幅缩水，这无论如何都是希腊不可承受之重。同时，民众前期挤兑银行存款的行为表明，相当程度的货币替代现象是必然会发生的，这意味着希腊想退出欧元也并不容易。因此，无论是希腊民调，还是5月19日召开的G8峰会，都支持希腊留在欧元区。希腊民众虽然反感国内政治精英、资本家代表和布鲁塞尔达成的“紧缩换贷款”协议，但仍希望希腊留在欧元区。

其次，为保住希腊，国际社会仍有“利器”可用。希腊不愿紧缩，IMF和EFSF等机构自然不愿给予纾困贷款，希腊只能自主融资。为将希腊留在欧元区，避免国际金融市场的震荡，ECB、IMF、ESM/EFSF，甚至FED将被迫为希腊创造一个良好的融资环境，降低希腊自主融资的难度。2011年12月和2012年2月，ECB的2次长期再融资操作（LTRO）说明，ECB在关键时刻仍能有效发挥央行的最后贷款人功能。FED通过和ECB等全球主要央行间轻车熟路的货币互换，也能为国际金融市场的流动性宽松再添一把力。在金融机构忙于修复资产负债表的“去杠杆化”时期，央行货币当局的资产扩张、货币投放，通常对通货膨胀影响不大（发展中国家例外）。这种情况下，对物价稳定有着强烈偏好的德国，也会支持ECB的再次货币扩张。

第三，欧元区长期目标的一致性。财政不统一被认为是欧元区经济体单一货币体制的重大缺陷。由于欧元区内部经济结构差异导致的经济周期不同步，货币统一、财政独立的体制，使得欧元区经济增长步伐无法协调。在欧债危机发生后，法、德借助危机在财政一体化领域取得了很大进步。2010年5月，欧洲金融稳定机制（ESM）建立；2010年9月，欧元公约形成；2011年2月，对各国有很大约束力的“竞争力公约”达成；2011年3月，欧元公约形成；2011年11月后，欧洲统一债券被提上议事日程。5月23日，法国新当选总统奥郎德在欧盟领导人会议上，再次呼吁发行欧元区共同债券，推动G8共同承担欧洲债务。奥郎德的呼吁，很好地印证了希腊民众和左翼反对紧缩的背后主张——债务共担。在推动欧洲财政一体化进程这点上，欧债危机可以说是一场“期待中的危机”。

总而言之，债务违约并不一定导致货币退出。鉴于希腊的债务严重状况和经济前景，债务重组（实际上是有序违约）是大概率事件，但留在欧元区内同样也是大概率事件。

■ 资本观察

妥善解决B股遗留问题

□中国人保资产管理公司 蔡红标

时至今日，中国B股市场已完成其历史使命，现在的问题是如何让B股体面而稳妥地退出历史舞台，但各方面对此尚存分歧。股权分置改革中老股东以让利换取流通权的方式解决不了B股问题，B股已有流通权；折价换股的方式也存在法理障碍；B股直接换成A股面临A股市场尚未开放问题。因此，如何提出可行方案是解决B股问题的重点所在。本文借鉴QFII、香港怡富基金的经验，提出一种解决思路。

B股退出历史舞台，需要解决如下问题：第一，汇率问题，主要是外资流出，这个相对好办。目前两市B股市值约1650亿人民币，占外汇储备的1.14%，因此即使B股完全退出，对外储影响甚微。况且2001年后，B股市场的主要参与者是国内个人投资者。第二，A股市场尚未对外开放问题，即B股投资者中的外国投资者怎么办。第三，B股改革是否会影响A股市场的“维稳”。这是能否妥善解决B股问题的要害所在。

笔者认为，针对以上几个问题，监管部门解决B股问题可以遵循以下步骤。

首先，监管部门可以先征集社会及业界意见，在形成正式方案后，公示期不少于三个月，以便所有的B股投资者知晓，也便于不接受该方案的B股投资者在市场自由套现。

其次，监管部门批准设立至少两只（上海、深圳因分别使用美元、港币为交易货币，因此分开是有必要的）B–QFII基金，额度上限不妨宽泛些。在事先三个月公示的登记日，B股投资者必须把所持B股申购B–QFII基金——当然完全可以允许B股投资者同时以一定比例的现金申购。这实际上是成立沪、深两市的B股ETF基金。

经一定的批准手续后，这些B–QFII基金正式成立，并立即成为上市LOF基金。这些基金在成立后不再接受申购，但可以在二级市场自由交易，封闭期后也允许赎回。为公平起见，赎回时应允许归还其原有的外币（美元或港币，下同），但二级市场交易在过渡期内可以外币交易，也可以人民币交易，也可以两者混合（如简单计，则只允许人民币交易）。境外投资者如在二级市场卖出，可以通过原托管券商/托管银行进行换汇。这些B–QFII基金，可以采用外资、大券商和前十大基金三方合作方式，但必须托管在大银行，以方便投资者。

再次，过渡期后，QFII可以把对应的B股直接转为A股。具体来说，可以有以下几个步骤。

一是过渡期不应少于3个月，甚至可以是一年，以便投资者充分了解，同时提供足够的自由选择。

二是有A股的上市公司，既可以以1:1的比例直接转为A股，理论上也可以分别过去20个交易日的加权价作为“合并日”的开盘价，当日可以考虑不设涨跌幅，这可以由该上市公司股东大会决定。

三是无A股的纯B股公司，以1:1比例转为A股，其开盘参考价则为停牌前的B股价乘以开盘前一交易日的外汇牌价。应该明确，纯B股公司如尚未进行股权分置，则最好在提出方案后再在A股复牌——当然也可以规定在3–6个月内解决，否则就是S股，这些S股按照现行制度规则管理即可。需要明确的是，B–QFII基金持有的由B股而来的A股，在过渡期结束、卖出原有A股后，即可自由买卖其他A股。与目前的QFII基金最大的区别是：一旦投资者赎回后，其份额不再增加。

四是关于B股账户的解决。对于国内的投资者，可以允许该账户直接投资A股，当然再投资必须以人民币。对于境外投资者，则可以继续保留B–QFII基金。以开放的精神看，这些账户未来可以允许其购买其他的QFII基金，甚至适当时候允许其购买A股公募基金，但在国家决定人民币完全自由可兑换前，不得直接购买A股股票。

五是为解决原有境外投资者的货币兑换问题，可以考虑一周兑换一次。事实上，这是个技术细节，不必讨论过多。

B股问题的解决，实质上也可作为A股市场进一步开放的契机，可以作为股市制度红利，增强投资者的信心，而这对于资本市场是至关重要的。

自主核电技术亟待发展

□新华都商学院 林伯强

很难想象没有核电的中国如何发展低碳清洁能源。日本福岛核电事故之后，我国暂停批准新的核电站，一些已经批准而未开工项目也处于停顿状态。反观其他清洁能源发展现状，为实现承诺的清洁能源发展目标和减排目标，我国亟需发展核电。

得益于欣欣向荣的国际核电发展大环境，我国在短短几年推出近3000万千瓦核电项目。然而，福岛核事故恶化了日益向好的全球核电发展环境，即使国家核电战略不受影响，但公众的忧虑足以对核电发展造成实质性的负面影响。

以日本为例。由于能源资源匮乏，日本经济发展和电力供应保障确实需要核电。但福岛事故以来，日本的核电发展充满不确定性。日本共有54座核反应堆，提供约30%的电力，事故后，其核电站都暂时停运接受压力测试。核事故的影响尚待评估，来自民众反核的声音日益高涨。今年5月5日，北海道电力公司关闭了泊核电站3号反应堆，使得日本的商用反应堆全部处于停运状态。

核电对于欧洲实现减排和保障能源供应至关重要，但日本福岛核电事故也影响了欧洲核电的发展。德国在去年关闭了8家核反应堆，欧洲目前剩有139个核反应堆，还有30个核反应堆在建、计划在建或正在申请。

美国核管理委员会日前批准了美国南方电力公司两台AP1000核电机组的建造和运行联合许可证。无论出于何种动机，近期美国重批核电项目对于在十字路口的国际核电发展都具有积极意义，有助于营造较好的国际核电发展环境，也有助于缓解反核压力。美国重批核电可以鼓励欧盟其他国家将核能安全和提高核电安全标准作为今后核能战略的主基调，而非简单废弃核电。紧随美国重启核电的步伐，在法英峰会上，英国首相卡梅伦和时任法国总统萨科齐均公布了更多核电的建造计划。

对我国而言，煤电提供了80%的电量，但气候问题将导致更为严格的环境法规，这将直接威胁煤电的进一步发展；水电规模受到资源供给的限制；目前太阳能和风能占电力供应的比重不到2%。这些清洁替代能源无法满足电力需求增量，而新能源的低效性、间歇性和弱经济性，使得我国保障能源供应和清洁发展的天平不得不向核电倾斜。日本福岛核事故会改变我国核电发展规划对核安全的关注度，但不会改变发展核电的决心和战略。

美国重批核电有利于三代核技术的肯定和推广。美国在福岛事故还没有处理完就重启核电，除了表明核能对于美国的重要性和美国官方对核电发展的支持态度外，更重要的是对AP1000安全性的肯定。对于我国核电发展而言，技术路径将更加确定。由于之前美国没有建设AP1000核电站，关于中国作为AP1000试验品的质疑一直不断。可以预期，美国重批核电后，我国今后审核批准的核电项目后续工程以及新批项目，很可能倾向于使用AP1000技术。近期国家能源局的《国家能源科技“十二五”规划》提出，将吸收消化AP1000技术，形成自主知识产权的堆型及相关设计、制造关键技术。以中国广阔的核电市场，如果可以对AP1000技术国产化，将有利于确立将来中国核电技术的国际领先地位。

地址：北京宣武门西大街甲97号 邮政编码：100031 电话：编辑部63070331 发行部63070326、63070324 广告部63072603 传真：编辑部63070483、63070480 广告部63071029 零售价格：2.00元 广告许可证：京西工商广字0019号