■ 大视野

谁拖垮西班牙银行业

□中国社科院金融研究所 曾刚

不出多数人意料，欧洲主权债务危机终究没能止步于希腊。最近几周来，有关西班牙银行业的负面新闻频现，极大地动摇了市场信心，新一轮的欧债风暴再次席卷而来，几乎将欧元区逼到了无路可退的境地。如果说，希腊问题对全球市场的冲击更多在于心理层面的话（毕竟其经济规模较小），作为全球第十二大经济体和欧元区第四大经济体，西班牙如果出现大问题，后果恐怕就真的很严重了。

稍稍回溯下西班牙银行业过去十年的经历，不得不感叹风水转得实在是太快。在金融危机爆发之前，随着西班牙经济持续快速增长以及房地产价格的迅速飙升，西班牙银行业一路高歌猛进。在危机爆发前的2007年，西班牙银行业整体的资产收益率（ROA）为1.34%，资本收益率（ROE）为20.03%，拨备覆盖率超过500%，资本充足率超过10%，经营业绩领先全球，即使较之于2011年的中国银行业，也不遑多让。而且，还不单是经营状况良好，西班牙银行业的审慎监管也引领了国际潮流。该国在危机之前就已实施的逆周期监管制度（包括逆周期资本要求和逆周期拨备制度等），为后来新巴塞尔协议所采用，成为了国际通行的标准。即使最近，《经济学人》杂志在一个关于全球银行业转型的系列报道中，还以专文介绍了西班牙银行业的成功经验。

可惜的是，银行业始终是一个系统性风险很高的行业，西班牙不健康的经济结构，注定了其银行业今天的脆弱。与高度依赖房地产的经济相适应，在西班牙银行业的贷款结构中，与房地产市场相关的贷款一直占有极高比重。其中，对居民的住房贷款占比一直在35%以上。而在2003年之后，随着市场的繁荣，银行对房地产开发贷款逐渐增长到了15%以上，在2007年之后更是到了17%以上。两项相加，占银行业表内贷款的比重超过了50%，这还没计算各种可能的表外产品创新。这些数据看起来比美国次贷危机还要夸张，风险隐患也由此埋下。

随着欧洲主权债务危机的持续和升级，西班牙经济增长速度骤降。更严重的是，长期以来积累的房地产泡沫开始破裂，为房地产市场提供了大量信贷支持的银行业不得不承受坏账的飙升。据估计，目前西班牙银行业与房地产相关的损失超过了1800亿欧元，而其整体的不良贷款率也已达到8.73%。同时，银行业整体业绩急速下滑，危机前的风光转眼成为泡影，到2011年中，ROA较2007年下降超过一半，已跌至0.5%左右，ROE则降至7.5%左右。考虑到西班牙的宏观经济以及房地产市场还有进一步恶化的可能，目前的数字可能还低估了西班牙银行业未来的实际情况。这样的冲击，对业务集中于西班牙国内的那些中小型银行，显然很难承受。也正因此，在5月中旬以来，穆迪和标普均大幅调降了西班牙银行的信用评级。

不过，公允地讲，西班牙目前的问题虽然可算严重，但还是比希腊好得多。毕竟，目前出现问题的银行数量不多，而且其银行业的盈利能力虽在下降，但还没有到难以为继的地步。西班牙政府的财务状况也远好于希腊。不过，世事难料，事态发展究竟如何，还需进一步地观察。

具体而言，如何阻止西班牙银行危机的升级和扩散，是西班牙政府以及整个欧元区目前的头等大事。应该说，在欧洲央行推出LTRO（长期再融资计划）向市场无限制提供流动性的情况下，各国银行业基本已无流动性之虞，但由于坏账上升导致的资本损失，却是需要额外资金来进行弥补的。目前，欧洲银行业普遍都存在较大的资本缺口，如何补充，是让各国都很头疼的问题。一般说来，银行核心资本补充不外乎以下几种渠道：其一，公开或非公开地向私人投资者进行直接募集；第二，政府财政注资。但这两条路看起来都不那么容易。

首先，在过去一段时间里，由于市场的担忧不断升级，欧洲金融市场的融资环境不断恶化，融资成本迅速上升。在西班牙政府主权债务利率飙升的环境中，问题银行想通过市场来获取股权资本，显然不大可能。

其次，政府注资也是一种可能的选择。在过去几年的金融危机中，美国、英国曾多次采用这一手段来救助大型金融机构，并取得了不错的效果。不过，现今欧洲大多数国家深陷债务危机，政府财政入不敷出之时，又如何拿得出大笔的资金补充银行资本？西班牙的情况也不例外。据估计，2012年西班牙的公共债务占GDP比重将接近80%，其主动财务空间正在逐步减小。如果需要救助的银行数量继续增加，羸弱的财政将很快难以支撑。

总体来讲，西班牙银行业已然走到悬崖边缘。目前，关于Bankia银行的救助工作已经开始，但前景不甚乐观。未来的事态发展，不仅取决于西班牙银行业自身的情况，在很大程度上还取决于欧洲央行的态度，在合适的时候，还可能需要借助欧洲以外的力量，如欧洲稳定基金（EFSF）和IMF，方可能取得一定效果。但不管未来发展如何，西班牙银行业从辉煌跌落的经历提醒我们，作为经营风险的行业，银行业面对风险波动的脆弱性，或许超出我们大多数人的想象。

■ 观潮心语

重视“硬投资” 勿忘“软投资”

□国家信息中心预测部 张茉楠

从目前宏观经济政策走向来看，当前重视的还是“硬投资（基础设施投资）”，而忽略了“软投资（技术创新和研发投资）”。这很可能只关照了短期的经济增长，而导致长期经济竞争力和增长质量下降。

事实上，“中国制造”是实现经济增长的关键。然而，当前一个非常现实而严峻的问题是，“中国制造”面临低端“被锁定”的风险。许多中国企业面对外国竞争，不愿进行长远的创新投资，而是着眼于如何扩大投资规模，因此往往造成产能过剩，甚至投资无效。横向比较来看，同样是制造业大国，在过去十年时间，中国企业的研发支出占销售收入的比重比日本公司平均值低7倍。由于技术投资水平低，很少有中国企业能像当年的日本企业实现价值链攀升，从而在高端领域挑战美国公司。

“中国制造”的低成本与国际资本、技术相结合创造了全球化红利，也使中国极大受益于全球化红利。20世纪80年代以来，美、欧等国将传统制造业、高新技术产业中的生产制造环节，甚至部分低端服务业大规模向外转移到新兴市场地区，越来越多的发展中国家在经济全球化浪潮中被纳入由发达国家跨国公司主导的全球分工体系和生产链条中。

中国紧紧抓住这一全球化分工的机遇，大力推行“出口导向型”发展模式，迅速融入国际生产分工体系，日益成为全球生产制造基地和各类制成品出口基地，在全球贸易中的比重持续上升，靠庞大的出口制造出的贸易顺差不断扩大，中国也由此迅速崛起为全球贸易大国。

入世十年来，我国的货物贸易额由世界第六位上升到第二位。其中，出口规模增长了4.9倍，进口规模增长了4.7倍，2009年在世界贸易中的份额达到9.6%，成为全球第一出口大国并积累了大量的贸易顺差。但仔细分析来看，中国贸易顺差的最大制造者是海外跨国公司。最近十余年，中国对外贸易迅速扩大，很大程度上是外资企业拉动。以2008年为例，中国出口商品顺差为2954亿美元，其中外资企业商品出口的顺差为1706亿美元，占顺差总额的57.7%。另外，加工贸易顺差达2968亿美元。

由于资源丰富且价格低廉，中国等发展中国家的资本边际收益率通常高于发达国家的资本边际收益率，由此全球生产性资本根据资本收益率高低及利润极大化原则进行配置，压低要素价格提高资本利润率。中国目前的资本占劳动比只是国际平均水平的五分之一，是美国的十分之一。就劳动力成本而言，过去近30年，我国资本回报率上升迅速，而劳动力回报率增长缓慢。1998年到2008年，工业企业利润平均增长30.5%，劳动力报酬年均仅增长9.9%，劳动力成本的上升远远低于劳动生产率的增长，中国靠的是透支要素红利支撑的高增长。然而，未来中国的“人口红利”优势将会逐步衰减，劳动力供给增速下降、整体经济进入了生产要素成本周期性上升的阶段，这样制造业部门的利润可能越变越薄，资本回报率将持续下降，“中国制造”既往的成本优势正在逐步丧失。

归根到底，国与国之间、公司与公司之间的较量最终取决于创新能力。一般而言，技术进步对GDP的贡献率超过70%，创新生产率对GDP的增长贡献率超过50%，R&D经费占GDP的比重超过2%，对外技术依存度小于30%等是国际上比较共识的创新型国家的基本标准。尽管美国债台高筑，财政捉襟见肘，但在科技投入上却并不吝啬。以2007年为例，美国R&D经费3682.7亿美元，占GDP的比重达到2.68%，人均R&D经费1265.7美元。与之相比，中国目前R&D经费487.7亿美元，占GDP的比重仅为1.49%，人均R&D经费仅为37美元。

再从企业研发投入强度看，我国与发达国家和跨国公司的差距也非常大。根据欧盟统计局的抽样调查，2010年我国工业企业研发投入占销售收入比重为1.2%，分别低于美国、德国和日本3.5、2.6和1.7个百分点；人均研发投入为2900欧元，分别相当于美国、德国和日本的18%、22%和36%。

经历了金融危机的洗礼，转变发展方式、重建国际竞争优势和提升国际地位正成为许多国家和地区的重要战略任务。金融危机爆发以来，美国政府力推“再工业化”战略，但美国所指的“再工业化”绝不是简单的“实业回归”，而是在一次工业化基础上的二次工业化，实质是以高新技术为依托，发展高附加值的制造业，比如先进制造技术、新能源、生物医药、环保、信息等新兴产业，从而重新拥有强大竞争力的新工业体系。

同样深陷债务泥潭的欧洲，也在为提高竞争力做好战略储备。当前，欧洲已经深刻意识到，产业结构老化，缺乏创新能力和科技竞争力，生产率低下，未能适时建立以创新为基础的经济体，是导致“欧洲僵化症”长期化和欧洲债务危机的结构性根源，因此，需要尽快调整欧洲的经济增长方式。在这样的背景下，“欧盟2020战略”出台，其优先目标就是要提高欧洲高新技术产业的竞争能力。

总之，大国求变，如箭在弦。从基础研究、技术标准、知识产权等方面入手，加大科研和新技术领域投资，增强全产业链竞争优势，进而促进“中国制造”的整体升级和创新已经迫在眉睫。

IC图片

德国缘何对欧洲央行宽松政策不买账

□中国社科院世经所 何帆 邹晓梅 伍桂

原本不过是方便欧洲各国交易结算的一个机制，结果却成了一条结结实实的捆住顺差国的锁链。这就是欧洲的TARGET系统。TARGET是泛欧实时全额自动清算系统（the Trans-European Automated Real-time Gross settlement Express Transfer System）的简称。这是欧元区各国央行之间的一个交易结算机制，用于为欧洲各国央行提供实时清算服务。在第一代TARGET系统中，只有成员国间的大额交易或者交易净头寸才通过TARGET系统进行清算。2007年11月，欧洲央行启用了基于单一共享平台的第二代TARGET系统（即TARGET2），将小额交易的清算服务也纳入该体系，以提高交易效率，降低区内交易成本。

TARGET2系统的运作机制

不妨举一个例子说明TARGET2系统的具体清算过程。假设有一家希腊的进口商要从一家德国的出口商那里购买商品。希腊的进口商会向自己的开户银行发出付款指令，德国的出口商会向自己的开户银行发出收款指令。这两家开户行又将指令传递至希腊中央银行和德意志联邦银行，两家中央银行通过TARGET2系统完成交易清算。交易的最终结果是资金从希腊进口商的银行账户转移到德国出口商的银行账户，与此同时，希腊商业银行在希腊央行的超额存款准备金将减少，希腊央行在TARGET2系统中将计入一笔负债；另一方面，德国商业银行在德国联邦银行的超额存款准备金将增加，德国联邦银行在TARGET2系统中将计入一笔资产。类似的，如果两国存在资本和金融账户相关交易时，央行的TARGET2余额也会相应发生变化。

就像是会计制度一样，这不过是一个辅助性的机制。如果欧元区的某一个成员国与其他成员国的国际收支平衡，该国的TARGET2余额将保持不变；当一国对欧元区其他国家存在国际收支失衡时，该国的TARGET2余额会出现盈余或赤字。一国央行的TARGET资产必定对应于其他成员国央行的TARGET负债。因此，从整体来看，欧元体系的TARGET余额必定为零。对于单个成员国而言，情况则不然。欧元体系内的国际收支顺差国将逐渐累积起TARGET资产，而赤字国逐渐累积起TARGET债务。

这就是问题的所在。欧元区内部存在着严重的国际收支失衡，才导致了TARGET系统的失衡。在很长时间之内，欧元区的国际收支失衡问题被掩盖了起来。自欧元区成立到2007年上半年，欧元区各国的TARGET余额基本维持平衡。2006年底，德国TARGET盈余额只有50亿欧元。

如果从贸易差额来看，这一时期欧元区各国已经出现了明显的分化。德国的出口越来越多，南欧国家的进口也越来越多。2007年，德国的经常账户盈余占国内生产总值（GDP）的比重为7.4%，而希腊、西班牙和葡萄牙经常账户赤字占GDP的比重分别高达14.6%、10%和10.1%。但是，为什么这一时期欧元区看起来风平浪静呢？主要是资本的流动带来了表面上的国际收支平衡。欧元区成立以后，统一的货币及货币政策导致欧元区各国利率趋同，降低了希腊、西班牙等部分竞争力较差的外围国的融资成本，从而刺激这些国家大量借入外资。同时，巴塞尔银行监管协议允许商业银行以零风险持有政府债券，加上欧元区的成立给市场带来了乐观预期，大量资本从以德国为主的核心国流入希腊和西班牙等欧元区外围国，为这些国家的财政赤字和经常账户赤字融资，使得区内各国之间的国际收支基本保持平衡。

全球金融危机和欧洲主权债务危机的爆发暴露了欧元区的内在失衡。金融危机促使投资者进行风险重估，导致资本的避险情绪上升，投资者对外围国的资产丧失信心，区内经常账户盈余国的私人资本不愿意继续流入外围国为其经常账户赤字融资，南欧国家又出现了不同程度的资本外逃，更加重了这些外围国的国际收支逆差。

宽松货币政策成失衡催化剂

欧洲中央银行宽松的货币政策进一步成为TARGET失衡不断累积的催化剂。从理论上说，TARGET不可能永远失衡。私人部门融资意愿降低导致欧元区外围国的商业银行难以在金融市场上获得资金，这时候如果中央银行拒绝实施宽松的货币政策，那么外围国商业银行在中央银行的资产（例如存款准备金）将缩小，并最终陷入流动性危机，商业银行最终会破产，这意味着TARGET余额存在理论上限。但是，为了维持金融市场稳定，阻止危机进一步蔓延，欧洲中央银行连续向欧洲银行体系注入流动性，使得TARGET失衡不断加剧。

首先，ECB将再融资利率维持在1%的低位，使得商业银行向中央银行申请贷款的成本显著低于市场融资成本，促使危机国商业银行向中央银行申请贷款；其次，ECB陆续延长长期再融资操作（LRTO）的期限，不断放宽商业银行申请贷款所需提供的担保品范围，并扩大交易对手方的范围，使得商业银行从中央银行获得的贷款规模大幅上升。外围国商业银行利用从中央银行获得的贷款，支付到期债务，应对资本外逃，并为本国居民购买的商品和服务融资。

欧洲中央银行的宽松货币政策或许能够给逆差国带来喘息之机，却更紧地扼住了顺差国的喉管。德国是欧元体系TARGET最大的盈余方。欧债危机爆发以来，南欧国家通过再融资操作创造的货币借助TARGET系统涌入德国。与此同时，作为欧元区内主要的资金“安全岛”，德国成为区内的资本净流入国。这两方面的因素导致德国对欧元系统的TARGET债权持续快速增长。从2007年7月至2012年4月，德国TARGET盈余从206亿欧元增加至6441亿欧元，扩大了30倍，这一余额占德国GDP的比重将近25%。

TARGET失衡给德国造成了潜在的不利影响。首先，TARGET债权扩大意味着德国联邦银行被迫资助债务国的贸易逆差和资本外流，为此得到的不过是劣质担保。一旦以希腊为代表的外围国退出欧元区，德国将按照占欧洲央行实收资本的比例承担损失，必将导致德国经济元气大伤。其次，持续的TARGET失衡加剧了德国的通胀风险。南欧国家通过再融资操作创造的新货币随即大量流入德国，导致德国市场上流动性过多，德国商业银行及其顾客均不愿持有过多的流动性。因此，当资金通过TARGET体系流入时，德国商业银行要么减少向德国联邦银行的借款，要么将多余的流动性存入ECB，以获得利息收入。虽然这种操作目前尚未使得德国的基础货币偏离趋势值，但是德国商业银行的流动性已经越来越充裕。例如，德国商业银行可以随时从ECB提取存款，并将其转化为基础货币，这增加了中央银行进行冲销的难度。当前，德国的通胀风险虽未体现在消费者物价上，但已经体现在德国资产价格上，当前德国10年期国债收益率不足1.5%，而2011年德国的住宅价格与租金上涨了4.7%，创下1993年以来的最高涨幅。

正是由于TARGET失衡对德国有巨大的潜在不利影响，德国对欧洲中央银行的宽松货币政策一直持谨慎和怀疑的态度。德国希望让逆差国自己想办法解决问题，不断敦促危机国实施财政紧缩，加快实施结构改革。但是，TARGET系统已经将德国与其它欧元区国家捆绑在了一起，在这场应对危机的战役中，德国不可能独善其身。至少从短期来看，过度的紧缩政策反而会使得南欧国家陷入经济衰退和债务膨胀的恶性循环。德国和逆差国坐在一条船上，绑在同一条锁链上，挣不开、甩不掉，只能在抗议中继续妥协，在妥协中继续抗议，而欧洲这条船会在乘客们的争斗中，加快下沉的速度。

欧盟需实施更明智的税收政策

□汉斯·艾歇尔 杨·帕莱奥克拉萨斯

整个欧洲及世界各国政府都面临着一种类似于“第二十二条军规”这样进退两难的境地：他们背负着巨大的国家债务负担，必须通过削减开支和增加税收的方式来减少财政赤字，但这又会抑制推动经济活动和促进经济强劲增长所需的消费支出。随着辩论的焦点从通货紧缩转至旨在刺激经济增长的措施，实行更明智的税收政策对于维持当前经济的适度平衡至关重要。

在应对增加税收的艰巨任务时，政府通常考虑的是所得税、营业税和增值税，但也有其他税收。例如政府对电力和化石燃料征收的税收，这种方式在大量增加财政收入的同时，不会对经济产生过多的负面影响。

这种税收在削减导致气候变化的碳排放方面发挥着至关重要的作用。但最近的研究表明，它们还可以在提高政府收入方面发挥有益的作用——以低成本方式促进经济增长。

能源税和碳税对一个国家的经济、消费和就业产生的负面影响比所得税和增值税要小。例如，要增加同等数额的财政收入，提高直接税（如所得税）所减少的消费是能源税和碳税的两倍之多。

将消费维持在尽可能高的水平对于重振经济活动至关重要，这意味着创造条件让消费者自由消费同等重要。能源税和碳税可以增加财政收入，同时可以使经济复苏保持更强劲的状态。传统的税收当然也可以增加收入，但在这一过程中给经济增长带来了更大的风险。

现在人们更加密切关注能源税和碳税。这种做法并非无稽之谈，当然也不是唯一的原因。当前的能源税框架体系，尤其是在欧洲内部难以长久维系。在整个欧盟内部，不同燃料的税率差别超过50%，这给单一市场造成重大扭曲。在欧盟内部营造能源税收公平竞争的环境，将有助于协调经济激励措施，改善所有欧洲经济体的商业环境。

化石燃料成本上涨，受此驱动，整体能源成本也上涨，这在欧洲的许多国家和其他地区是一个严重的问题。美国的消费能源价格已成为今年总统大选中关注的主要议题。但是，相对于其他形式的税收而言，能源税趋于使整体消费者受益。从规避传统税收带来的负面影响中获得的收益会造福整个经济，特别是可以使那些最不富裕的人保持较高的水平家庭可支配收入。

大多数能源税和碳税是由国家政府征收的。但是在欧洲，提高收入有另一种选择，即欧盟排放交易计划（ETS）。就对国内生产总值和就业产生的影响而言，通过这种渠道来增加财政收入所投入的成本比通过提高所得税和附加税来增加财政收入的方式低1/3。

鉴于欧洲的财政赤字和减少这些财政赤字所带来的经济影响，这将可能是一项丰厚的回报。但是首先，压低碳价格的问题必须得到解决。

各国财政部长需要以更具想像力的方式考虑他们的财政选择。与传统的税收方式相比，能源税和碳税带来的经济上的痛苦更小，收益更大。欧洲需要巩固财政，减少二氧化碳排放，制定经济增长战略。我们应该更加依赖能源税，采取一种有效的欧盟排放交易计划予以实践。

（汉斯·艾歇尔是德国前财政部长，杨·帕莱奥克拉萨斯是希腊前财政部长，来自Project Syndicate）

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