

## ■ 大视野

欧债危机正进入关键时刻:一方面,西班牙、意大利债务成本大幅上升,欧元区经济难见起色,亟待资金和信心支持;另一方面,欧债危机解决方案继续推进,在统一银行联盟基础上,欧元区一体化进程继续前行,这有利于稳定市场预期,推动欧洲乃至世界经济复苏。

# 建立统一银行联盟 重塑欧元信心

□欧洲委员会主席 何塞·巴罗佐

欧洲债务危机的后果大部分都已显露无遗,与此同时,受困经济体纷纷试图重振增长。在过去几年中,欧盟作出过多项重要决定,但现实表明,我们需要更多努力应对欧元区面临的挑战。

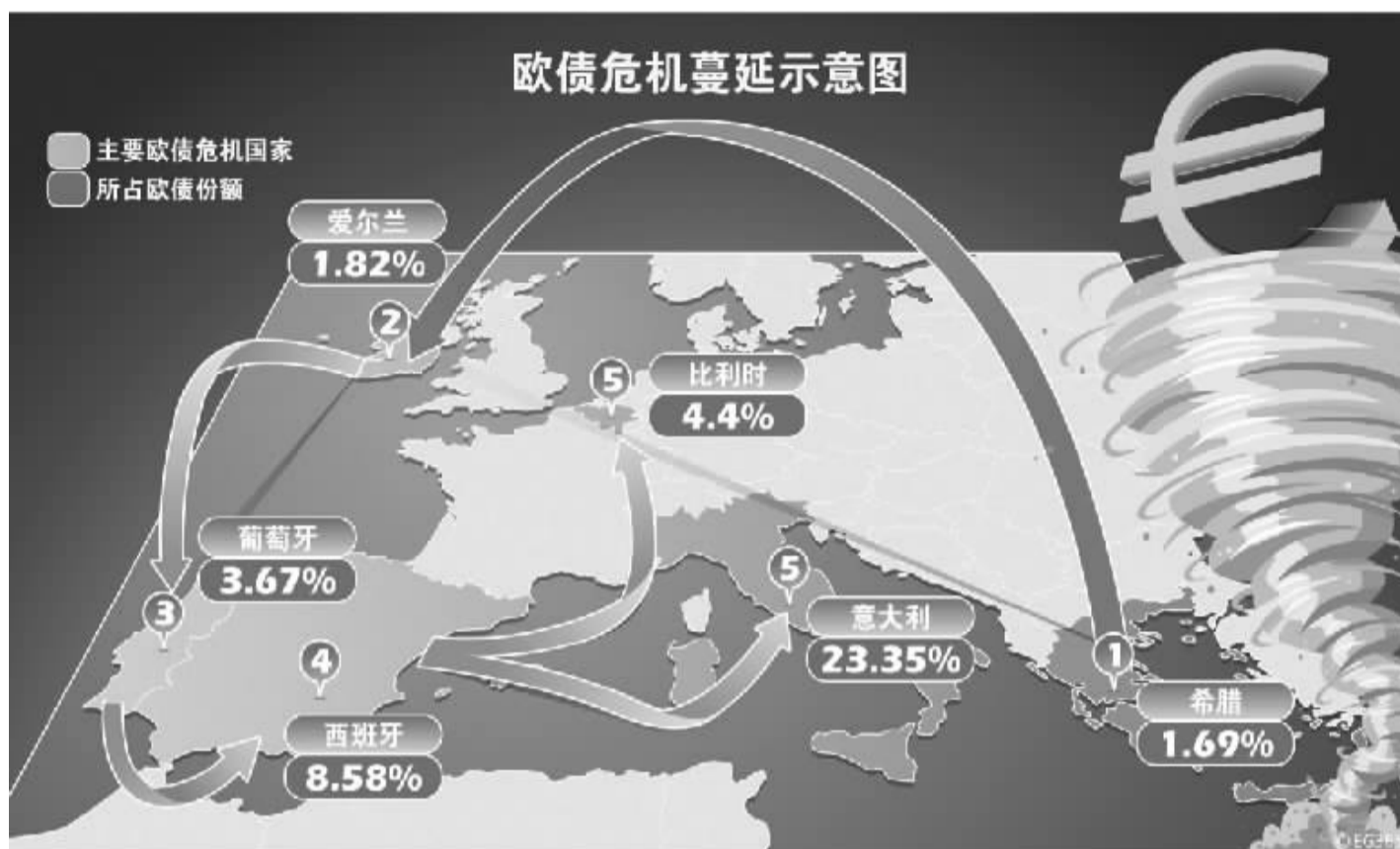
欧盟各国各部无不在实行改革和整合措施,联合金融防线已经打造成型,欧洲央行也不断表明将力挺欧元,但专家和战略伙伴常常低估了我们的决心。

到目前为止,我们所采取的措施都是在增加而不是减少欧洲的一体化。诚然,有时候我们的民主制度决策需要较长时间,但不能因此把我们一竿子打死——谈判是要决定如何进行制度安排,而不是仅仅要达成最后的结果。欧盟内部具有足够的诚意采取一切必要手段捍卫欧元,因为单一货币的未来决定了欧洲的一体化。

欧洲所需要的后续措施必须深深地植根于深入一体化的承诺中。主权国家债务水平高企,加上金融部门中某些部分的不当行为,放大了欧元区危机,也造成了市场信心的缺乏,如今需要系统性方案才能解决这一系列问题。

这就是为什么我们必须完成未竟的经济和货币联盟事业,也是为什么欧洲委员会长期以来认为建立银行联盟是迈向这一目标不可或缺的一步。欧洲委员会即将给出的新方案将是范围更广泛方案组合的一部分,这一方案组合将引导欧洲形成经济、财政和政治联盟,重写欧洲一体化边界。

欧债危机无情地揭露了现有银行监督体系的不充分。我们必须在合作的基础上更进一步,成立泛欧(特别是欧元区)监督当局,主权债务和银行债务之



CFP图片

间的联系必须一次性地予以彻底切断,用纳税人的钱(目前超过4.5万亿欧元)拯救银行会威胁政府预算,而对风险越来越厌恶的银行不再为企业提供必需的贷款资金,从而进一步破坏经济。我们必须终结这样的恶性循环。

欧洲可以从现在开始采取果断行动切断这一负向动态。目前,监管当局正在推出面向单一市场的单一金融服务规则。在此基础上,一个单一欧洲银行监督当局将扫清障碍,促进欧洲稳定性机制、共同存款保险以及单一破产框架对银行进行直接资本重组。

今年9月12日,欧洲委员会将提交关于单一银行监督机制(Single Banking Supervisory

Mechanism)的方案。该机制将基于以下三大关键原则:

建立单一监督者。在欧元区内部,仅有国家级监督机构的合作是不够的,产生于某一国的风险可能影响整个货币区。欧元区需要共同银行监督者,以增强正共用金融防线的国家的信心。

重塑信誉。欧元区的新银行监督机制将以欧洲央行为核心。欧洲央行将确保对欧元区银行进行严格、高质量且平等的审慎监督,从而维持银行间信心。国家级监督者之间的密切合作也将纳入这一框架。欧洲央行的监督职责将完全与其货币政策责任分离。与此同时,欧洲银行局(European Banking Authority)

将继续完成现有任务,即为整个单一市场制定单一规则并确保整个欧盟监督行动的一致性。

确保广泛的一致性。所有欧元区银行都将被纳入欧洲监督系统。我们需要解决欧元区成员国和不使用欧元的欧盟成员国之间的差异问题,后者中不少也愿意加入新的监督机制。

我们决定采取的道路将允许我们迅速行动起来。单一银行监督机制并不要求改动欧盟条约,可以在2013年1月就开始实施。共同和更佳一体化的监督是通向银行联盟的第一步。接着,欧洲委员会将继续发展当前的方案,将存款担保机制和银行破产机制纳入进方案中,从而向单一破产基金和单

一破产管理当局的方向迈进。一旦这些方案被实施,银行联盟也就完整了。

2013年成立银行联盟并不能赋予欧洲魔法,一下子就清除经济危机,但这是重建欧洲人民、国际合作伙伴和投资者信心的重要而关键的一步。这将确保金融稳定性,增加市场透明度,让银行部门可问责、并保护纳税人的钱。

此外,这也意味着欧洲一盘更大的棋刚刚起步。我想再次强调,欧元区正在从历史中吸取教训,并着眼于一体化的未来而不是过去。这是一个好消息,不仅对欧元是如此,对全球经济亦然。

(本文来自Project Syndicate)

## ■ 记者观察

## 寻底中积蓄新动能

□本报记者 倪铭媛

8月PMI回落至49.2%,跌破荣枯分界线,创9个月以来新低。分析人士认为,8月PMI超预期下行,显示“宏观底”尚未夯实。同时,PMI分类指标也透露出一些转暖迹象。从上市公司半年报和央企利润来看,微观层面也初现见底信号。一再推迟的底部能否在第三季度得到确认,最终将取决于稳增长政策的力度和节奏。

“宏观底”的确认比预期中更为艰难和缓慢。8月构成制造业PMI的5个分类指数4降1升,供给和需求均处于下行通道,加重悲观预期。

但具体来看,悲观中仍有希望。8月PMI比上月回落0.9个百分点,其中0.6个百分点是由生产指数和原材料库存指数下拉所致,尤其原材料库存指数比上月大幅下降3.4个百分点,降幅最大。

原材料去库存本身具有一定积极意义,目前该指数已处于2009年1月以来历史最低点(今年5月同值),不排除制造企业原材料补库存阶段随后而至,刺激采购。继上月大幅下降后,8月产成品库存指数增长0.2个百分点。在本轮已经大大长于历史平均水平的去库存周期中,去库存即使未到尾声,也已经获得较大推进。此外,新出口订单指数与7月持平、进口指数比上月回升,也表明外贸形势有望趋暖。

“微观底”方面,尽管各类数据显示的企业盈利情况整体不佳,但也开始释放一些利好信号。国资委数据显示,6月、7月央企净利润已连续两个月环比上升,其中6月环比增长8%。发改委最新数据也显示,6月、7月两个月,石化产业产值扭转了从去年四季度以来增速持续回落的态势,同比增速连续两个月回升。

面对8月数据显示的“底部谜团”,目前亟待出台新的稳增长政策,延续和强化经济的回暖势头。未来应在结构性减税、鼓励区域和民间投资、刺激消费、稳定出口等领域,继续出台新一轮的稳增长政策,尤其应更注重发挥财政政策和产业政策的作用,为经济回暖和长期持续增长积蓄新的动能。

## 经济仍在探底 趋稳信号犹存

□民族证券 陈伟

8月中国制造业PMI为49.2%,再次低于50%的荣枯分界线,也回落至今年以来的最低值。这表明此前市场预期的三季度经济走稳难以实现,三季度经济增速很可能继续在下行中筑底,但过度悲观也是不可取的,四季度经济仍有望在稳增长措施不断强化及经济内生力量修复下企稳回升。

### 8月PMI意外走低

5月PMI也曾大幅度走低,环比下降3个百分点,但在中央加大稳增长力度的作用下,6月以来PMI回落趋缓,环比降幅低于往年同期,这也一度让乐观者推测经济将很快企稳。但是8月PMI环比下降0.9个百分点,让人们认识到当前经济筑底过程中的曲折。

从PMI分项来看,需求不足仍在拖累本月PMI指数。8月新订单指数只有48.7%,比上月下降0.3个百分点,这也是该指数连续5个月持续下降。这主要是缘于内需订单率同时,长、短期息差缩小,引起国内长期投资吸引力减小,甚至造成实业资金转向金融投资。长期融资成本下降,又使企业融资成本提高,美国失业率居高企的状况难以得到根本改变。因此,与美元相比,欧元已接近均衡汇率,继续贬值的空间不大。

对于陷入欧债危机蔓延趋势的欧元区国家,中国已经是“心有餘而力不足”,更希望通过贸易往来实现与欧元区国家的相互支持,但做到这一点也很难。我注意到,原来中国准备购买100架空客飞机的,实际签约数量只有50架。因此,中国对欧洲施以援手会量力而行,不会“有求必应”。

### 经济趋稳信号犹存

虽然当前经济回落超出预期,

从上市公司业绩情况来看,据统计,剔除银行股后上市公司上半年的净利润同比下降15.8%,其中,一季度净利润同比下降15.89%,二季度净利润同比下降15.6%,从环比来看,二季度上市公司业绩回升态势更为明显,剔除银行股后上市公司二季度净利润环比一季度增长12.55%。剔除股市高权重的银行业扰动因素后,真正反映出实体经济盈利能力的指标有见底迹象。从目前已公布的上市公司三季度业绩预告中可看出,尽管多数上市公司预计三季度业绩同比仍下降,但从环比来看,不少上市公司预计三季度业绩相对二季度会出现回升。根据Wind统计,目前已公布三季度业绩预告的852家上市公司中,有444家预计三季度业绩出现增长,公司盈利占比为52.1%。在2451家上市公司披露的中报中,有1211家上市公司净利润为正值,公司盈利占比为49.4%。

目前来看,该轮经济周期中,衰退与萧条两个阶段的时间明显超过历史平均水平,预期。截至8月,宏观、微观都还在荣枯线和盈亏点之下挣扎。由于前期采取的稳增长政策发挥效力,宏观和微观层面均显示出一定的回暖迹象,但尚不稳固。目前主流观点对于三季度的经济预期比较悲观。有观点预测,由于7月短暂回暖,8月数据不佳,如果9月数据再得不到明显好转,三季度GDP增速甚至可能低于7.5%。

面对8月数据显示的“底部谜团”,目前亟待出台新的稳增长政策,延续和强化经济的回暖势头。未来应在结构性减税、鼓励区域和民间投资、刺激消费、稳定出口等领域,继续出台新一轮的稳增长政策,尤其应更注重发挥财政政策和产业政策的作用,为经济回暖和长期持续增长积蓄新的动能。

## 经济仍在探底 趋稳信号犹存

但看到经济在经历较长时间调整后,由价格回落刺激的经济内生增长动力会逐渐恢复,此外稳增长政策的累积效果也会不断显现。在当前原材料库存指数已经处于45.1%的低水平情况下,前期购进价格持续回落后的企稳回升已激发企业采购原材料——8月PMI采购量指数为48.3%,进口指数为47%,都较上月环比上升2个百分点。这意味着今后只要需求企稳,备货较多的企业生产也会容易扩张,目前来看,需求回升的条件也正逐渐具备。

首先,各地都顺应中央要求下半年加大稳增长力度的要求,因地制宜地向民间推出了较大规模的投资计划,这也使得今年4月以来新开工项目计划总投资增速持续反弹,1-7月同比增长23.6%,比1-6月提高0.4个百分点。

其次,当前稳增长处于关键时期,中央对于地产调控效果评价也比较积极,新一轮地产调控出台的可能性不大,房地产市场仍能保持温和复苏的局面,这有利于继续提振房地产企业的土地购买热情,推动三季度末房地产投资增速企稳,这又会改善地方融资平台的财务状况,刺激地方项目投资增速的回升。

第三,更为重要的是,8月后我国出口好转的可能性较大。新出口订单指数在经历连续三个月环比下滑后,8月为46.6%,与上月持平,而之后企稳回升的概率较大。7月之后美国经济无论是消费、产出还是房地产市场都呈现企稳回升的态势。欧洲虽然受欧债危机拖累,三季度GDP增速仍将继续衰退,但考虑到当前欧债危机解决方案推进已经一定程度上稳定了金融市场预期,欧洲民众对于经济环境的预期也不再恶化,一些领先的经济指标也有企稳的迹象,如欧元区综合PMI也仍处于50%下方,但从今年6月起已经连续三个月反弹,欧洲GDP增速四季度好转的可能性增大。此外,我国出口环境也正逐渐稳定。7月下旬以来,人民币兑欧元汇率不再延续前期强势,1个月贬值幅度近3%,这将有利于我国对欧洲的出口。我国政府也正在努力稳定出口环境,例如,近期中国与德国同意通过协商解决光伏产业的有关问题,避免反倾销影响出口。

因此,没有必要对于8月PMI走低过度悲观,当前经济展露的许多企稳迹象会不断显现,支持我国四季度经济迎来企稳回升。

# 欧洲走出经济低谷有待欧元稳定

□于建国

欧债危机的根本出路在于发展经济。就经济增长与汇率的关系而言,一方面,欧洲经济增长有助于欧元稳定,另一方面,欧元稳定也是欧洲经济增长的客观要求,可以减轻财政紧缩对经济的负面影响。

欧元区是一个以家庭消费为主要驱动力的经济体。以支出法核算的欧元区国内生产总值中,占首位的是私人消费,为57.4%;政府消费和固定资本形成,分别占21.6%和19.2%。欧元区家庭消费倾向高,也使得消费成为启动该地经济增长的引擎。按最终消费/可支配收入计算的欧元区家庭平均消费倾向,2011年为87.25%,比金融危机前的2007年高出0.49个百分点,比欧债危机的2009年高

出1.65个百分点。

欧元币值稳定有利于稳固和提升欧元区家庭的购买力水平,从而刺激消费品进口。2011年,欧元区消费品进口规模为投资品进口规模的1.54倍,分别为3641亿欧元和2363亿欧元。同期,消费品进口占欧元区家庭最终消费总支出的6.7%。

扩大消费品进口将对欧元区经济产生双重积极影响。一是刺激欧洲出口,提高欧洲出口企业的就业水平。欧元区出口与汇率的相关程度(正相关)远远小于进口与汇率的相关程度(负相关)。在汇率引导消费的情况下,国际收支平衡要求使得欧元区出口在更大程度上依赖于进口拉动。二是刺激区域内进口替代型企业增加生产,扩大就业规模。因此,在上述两种情况下,欧

元汇率稳定都将有助于欧洲经济增长。

欧元区非金融企业投资以直接融资为主。2011年四季度末,欧元区引进的直接投资占对外总负债的23.3%。2011年,股票发行和企业债占企业投资资金来源的67.8%(其中,发行股票和其他权益占56.6%,企业债占11.2%),企业净储蓄占20.0%,银行贷款仅占12.2%。欧元币值稳定和可以提高企业资产估值,从而可以提升企业的境外融资能力,降低企业融资成本。

从去年5月份起,欧元持续下跌。与2008年历史高点比较,欧元下跌幅度超过23%。从实体经济角度分析,根据欧元区固定资本增长率/GDP增长率,以及欧美劳动生产率差异等指标,可以证明欧元兑美

元比价已接近于均衡汇率水平,其与欧债危机爆发时汇价基本持平。

欧元如果继续大幅贬值,将有助于欧洲社会稳定和经济增长。当前,欧洲央行尤其不应复制“英镑贬值模式”。金融危机以来,英国央行奉行英镑贬值政策,不仅没能控制住贸易逆差规模,而且经济增长陷入停滞状态。

与欧元不同,美元汇价变动与实体经济背离现象加剧,美元泡沫增大。其一,外汇交易所美元指数与美国贸易权重美元指数严重背离,美元飙升更多地反映国际外汇市场上投机操作风险上升。美国ICE(美国洲际交易所)美元指数高于美联储公布的贸易权重美元指数。今年上半年,这两种指数差比2011年扩大20%,比2008-2009年扩大

170%。由于外汇交易所美元指数是固定权重指数,所以其偏离贸易权重指数越大,美元汇率水平与美国贸易结构的匹配程度就越差。外汇交易所美元指数严重扭曲既不利于美国贸易结构调整,也不利于美国政府制定的贸易倍增计划的实施。

其二,美联储“扭曲操作”使得短期投机和投资资金充斥外汇市场,掀起美元暴涨的阵阵狂澜。美联储卖短债、买长债,在压低长期利率同时,长、短期息差缩小,引起国内长期投资吸引力减小,甚至造成实业资金转向金融投资。长期融资成本下降,又使企业融资成本提高,美国失业率居高企的状况难以得到根本改变。因此,与美元相比,欧元已接近均衡汇率,继续贬值的空间不大。

## 增持欧债 中国会量力而行

□中国农业银行 何志成

德国总理默克尔高调访华的任务之一是希望中国继续增持欧元区国家债券,以带动全球投资者帮助欧元区渡过难关。而欧洲央行行长德拉吉因“工作繁忙”缺席在美国召开的全球央行行长会议,则是为了筹备将于9月6日召开的欧洲央行会议,该会议将讨论并将推出新一轮欧债危机解决方案,该计划的核心理念是“在严格的先决条件和EFSF/ESM计划基础上,找到干预短期债市的方法。”换言之,就是依靠发行货币购买问题国家债券。如果把上述两件事情关联起来看,欧债危机目前的焦点就是必

须抑制住西班牙、意大利两个国家发债成本的大幅度上升,阻止欧债危机向更多国家蔓延。

很显然,只有投资人在市场中大量买入西班牙、意大利的国债,这两个国家的债券收益率才能下降。谁来买?解铃还须系铃人,欧洲央行责无旁贷,必须带头买入问题国家债券。问题是,对此行为很多人反对,包括德国央行行长魏德曼。欧洲央行包括欧元区国家领导人希望得到来自欧元区外部国家的大力支持,毋庸置疑,默克尔访华带有这样的任务目标。

默克尔完成任务了吗?笔者认为恐怕难言成功,起码是没有“出色地”完成任务。笔者

注意到,中国总理温家宝8月30日与默克尔会谈时明确地表示,心里对欧债危机也有担忧,他直截了当地指出,解决欧债危机的前景取决于有关国家自身推进改革的决心和实效,也取决于德法等欧盟大国和“三驾马车”采取行动意愿和时机。温总理表示,中方希望欧方在落实欧盟峰会出台后的一系列重要措施方面取得实质性成效,这有助于增强国际社会对欧债问题前景的信心。中方愿在充分考虑风险防控前提下,继续投资于欧元区国债市场,并加强与欧盟、欧洲中央银行和基金组织,以及主要国家的沟通与协调,支持欧元区重债国走出困境。

笔者认为,中国已经前所未有地关注到欧债危机解决途径的艰巨性和长期性。作为欧债持有最多的国家之一,我们当然不希望欧债没有人买,但中国购买欧债的方式需要调整,即主要买入德、法等欧元区大国的国债和欧洲稳定基金。

至于是否会买入西班牙、意大利等问题国家债券,则需要看欧洲央行和国际货币基金组织是否出手带头买入这些问题债券。

现在全球经济尚未走出衰退,全世界很多国家都希望得到来自中国的资金支持。实事求是地讲,中国经济目前遭遇的困难一点不比别国少,尤其是由于出口额大

(本文仅代表作者个人观点)