



# 战略观察

第一财经研究院·中国战略思想库系列研究报告 第12期 2011年07月18日

内部资料 仅供参考

## 剖析欧洲主权债务危机 ——现状评估、原因分析及前景展望

中国战略思想库

作者：

周文 中国战略思想库研究员、中国人民大学国际货币研究所研究员

杨洋 中国战略思想库特约研究员

课题指导：

王家春 中国战略思想库成员、中国人保资产管理有限公司研究所所长



## 第一财经研究院·中国战略思想库

中国战略思想库（China Institute for Strategy, CIS）于2010年10月由第一财经研究院发起设立，致力于构建跨学科平台，推进中国中长期战略问题研究。

### 中国战略思想库理事会召集人：

秦 朔 上海东方传媒集团有限公司副总裁  
第一财经传媒有限公司总经理、《第一财经日报》总编辑

### 中国战略思想库学术委员会轮值主席：

王 建 中国宏观经济学会副会长兼秘书长

### 中国战略思想库成员（按姓氏笔画排列）：

马振岗 外交部外交政策咨询委员会委员、原中国国际问题研究所所长  
王永利 中国银行副行长  
王家春 中国人保资产管理有限公司研究所所长  
王湘穗 北京航空航天大学战略问题研究中心主任  
石小敏 中国经济体制改革研究会副会长  
刘军红 中国现代国际关系研究院全球化研究中心主任  
向松祚 中国人民大学国际货币研究所副所长  
李晓宁 北京大学中国战略研究中心特约研究员  
陈卫东 中国海油能源经济研究院首席能源研究员  
徐小杰 中国社会科学院世界经济与政治研究所研究员  
温铁军 中国人民大学可持续发展高等研究院执行院长

### 中国战略思想库秘书处：

秘书长 徐以升 第一财经研究院副院长、《第一财经日报》评论部主任  
副秘书长 陈晓晨 《第一财经日报》评论部  
秘书处 马俊、丁晓琴、李东超、马鑫、许钊颖

### 中国战略思想库特约研究员：

尹宏毅、华小戎、蔚华

### 联系方式：徐以升

电话： 010-58685706 手机： 18611850002 E-mail: zhanlue@yicai.com

地址：北京市朝阳区光华路2号阳光100大厦G座3层(西门)，100026

第一财经研究院中国战略思想库秉承开放、合作的建设理念，热忱期待与您合作



## 目 录

<b>第一部分：欧债危机现状评估之外围国：减赤与复苏的艰难前行</b> .....	<b>1</b>
一、救助三国：难以维系的减赤计划，逐步走向违约之路 .....	1
二、剖析西班牙：若发生危机则超出欧洲救助体系的能力范围 .....	3
三、聚焦意大利：债务危机从边缘国家向核心国家的质变 .....	6
<b>第二部分 欧债危机现状评估之出资国：已逼近救助极限，政治压力凸显</b> .....	<b>8</b>
一、欧元区救助体系回顾：EFSF 和 ESM 的诞生与运转 .....	8
二、救助资金出资国：已逼近救助极限，政治压力凸显 .....	10
三、欧洲救助体系的本质：“国家间转移支付”和“欧洲央行赤字货币化” .....	11
<b>第三部分 债务困境的原因探究：高福利制度是罪魁祸首</b> .....	<b>12</b>
一、高福利制度是主权债务困境的根本原因 .....	12
二、反复实施的刺激性财政政策是发达国家陷入债务困境的重要原因和本轮危机的触发因素 .....	13
三、财政和货币政策选择空间有限制约了发达国家应对危机的余地 .....	14
四、美国三大评级公司在对欧债危机的深化起到了推波助澜的作用 .....	15
<b>第四部分 前景判断：主权债务困境将是一个长期性问题</b> .....	<b>16</b>
一、通过实现长期稳定的财政盈余来偿还债务，是解决主权债务问题的最佳途径 .....	16
二、除非放弃高福利制度，否则主要高债务国大幅削减财政支出的空间有限 .....	17
三、受制于较高的宏观税负水平和难以扩大的税基，高债务国家依靠增加税收来缓解债务困境潜力有限 .....	17
四、长期来看，人口老龄化将带来政府开支的大幅增加和税收的持续缩减，从而使政府财政困境进一步加剧。 .....	18
<b>第五部分 美欧债务危机三段论：实体经济危机——主权债务危机——信用货币危机</b> .....	<b>19</b>
一、经济危机积累为政府债务危机 .....	20
二、政府债务危机导致债务货币化 .....	21
三、透支主权信用最终导致货币危机 .....	22
<b>第六部分 结语：主要观点回顾</b> .....	<b>23</b>



## 第一部分：欧债危机现状评估之外围国：减赤与复苏的艰难前行

### 一、救助三国：难以维系的减赤计划，逐步走向违约之路

至 2010 年初以来，占欧元区 GDP 总额仅 6.3% 的欧元区三国希腊、爱尔兰和葡萄牙被推向全球金融市场的风口浪尖，纷纷被迫接受外部救助。尽管 3-5 年可以在救助“庇护伞”下远离市场融资，但其因被迫以更严厉的财政紧缩为救助条件，经济重挫、民众抗议、政治动荡频频爆发，经历着痛苦且目前而言难以维系的减赤过程，逐步走向违约之路。本维度我们将透视上述外围国家经济基本面和债务压力。

	债务规模（10 亿欧元）			债务规模/GDP（%）		
	2010 年债务	2011 年预计	2012 年预计	2010 年债务	2011 年预计	2012 年预计
希腊	328.6	351.6	375.8	142.8%	157.8%	166.2%
爱尔兰	148.1	174.7	189.1	96.2%	112.0%	117.9%
葡萄牙	160.5	173.5	182.2	93.0%	101.7%	107.4%

数据来源：路透

#### 1、GDP 负增长短期内难以得到改善

如下图所示，据德意志银行和欧盟的预计，希腊、葡萄牙 2011、2012 年仍将继续保持负增长，而爱尔兰未来两年的经济增长也十分缓慢。

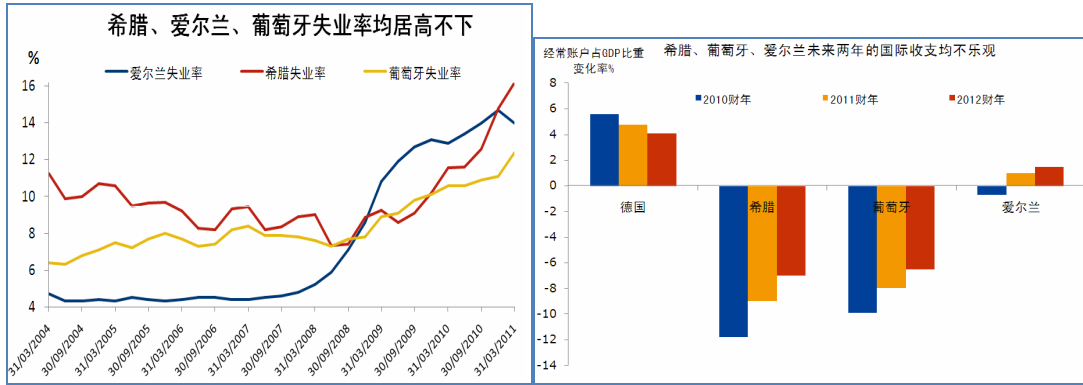
	GDP 增长率（%）		
	2010 财年	2011 财年	2012 财年
希腊	-4.5	-4.6	-1.5
葡萄牙	1.3	-1.9	-1.8
爱尔兰	-1	0.5	1.8

数据来源：德意志银行

#### 2、失业率持续走高，经常账户入不敷出

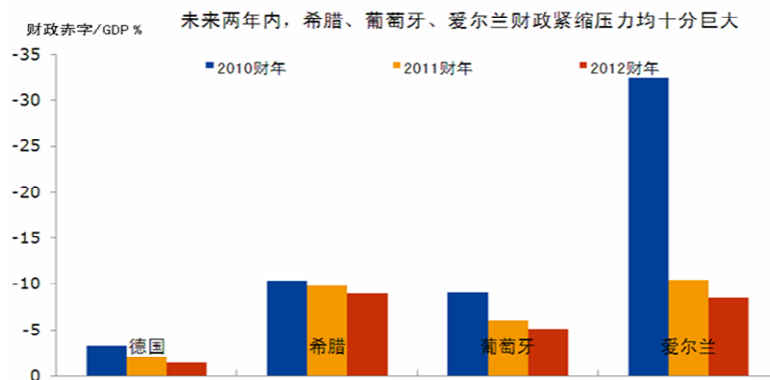
如下图所示，希腊、爱尔兰、葡萄牙等国的失业率近三年持续走高，分别高达 16.2%、14%、12%，无疑，每一次的紧缩政策都将使得经济活力大幅受挫，其直接结果就是企业削减投资计划，降低雇佣意愿，就业市场的前景将更为严峻。

此外，据欧盟估计，2011、2012 年希腊和葡萄牙的经常账户将入不敷出，负增长均在 6% 以上，相当不乐观，而爱尔兰的经常账户亦难有大起色。



### 3、财政紧缩政策压力巨大，如此羸弱不堪的经济恐怕难以承受

如下图所示，未来两年的财政紧缩幅度却都在 5%~10%之间。然而，低增长甚至是负增长、高失业、经常账户入不敷出之下，希腊、葡萄牙和爱尔兰的实体经济已是羸弱不堪，而紧缩政策在国内遭遇多次民众抗议和政治冲突，很难相信救助国家的实体经济能承受强度如此巨大的财政紧缩政策。



### 4、根据欧盟峰会草案，希腊国债私人部门债权人将承担近 20%的债券减值损失，欧元区首个信用违约事件难以避免

7月21日发布的欧盟峰会草案显示，私人部门的债权人将在这1090亿救助方案中承担约370亿欧元（近20%的债券减值损失），而目前待讨论的方案四个选项（包括新债换旧债、债券回购等），无论自愿与否，均被评级机构视为信用违约事件。这也意味着，欧元区创立12年以来的首次国家违约将难以避免。

而信用事件的发生影响深远，1)就希腊本国而言，国家信用的受损使得其2014年重返市场融资的难度依然很大，以史为鉴，俄罗斯在1998年发生主权债务违约后，于2010年方返回国际债券市场。2)对于投资者尤其是各国银行业而言，违约损失将使得其在资金拆借上更为谨慎和保守，流动性短缺隐患将进一步拖累欧元区整体复苏进程。3)对于其他外国国家而言，希腊的违约意味着欧元区救助资金，只能支持、而不能完全担保外围国家避免信用事件，使得其未来再次面临债市风险时，投资者的心理预期前景更为悲观，加大了其维护市场信心的难度。4)此事件也极大的暴露了欧元区整个救助计划体系的系统性风险，即为维护各国本身利益，资助国和欧洲央行本质上不愿持续的为外围国的财政失衡买单，类似的



救助机制越多，资金资助方的政治阻力就越大，欧元作为超主权货币的前景也就越危险。

**希腊国债私人部门投资者在此轮救助中将承担 370 亿欧元、近 20%的减值损失**

单位：十亿欧元	2011 年 1 季度末	占比%
希腊银行	59.07	17.9
其他希腊机构和居民	22.77	6.9
<b>希腊私人部门</b>	<b>81.84</b>	<b>24.8</b>
	0	
欧元区银行	56.43	17.1
其他希腊国债持有者（国外保险公司、共同基金等）	53.46	16.2
<b>非希腊私人部门</b>	<b>109.89</b>	<b>33.3</b>
<b>私人部门总计</b>	<b>201.3</b>	<b>61</b>
希腊央行	19.47	5.9
欧洲央行	58.08	17.6
担保贷款+IMF	61.05	18.5
<b>官方部门总计</b>	<b>138.6</b>	<b>42</b>

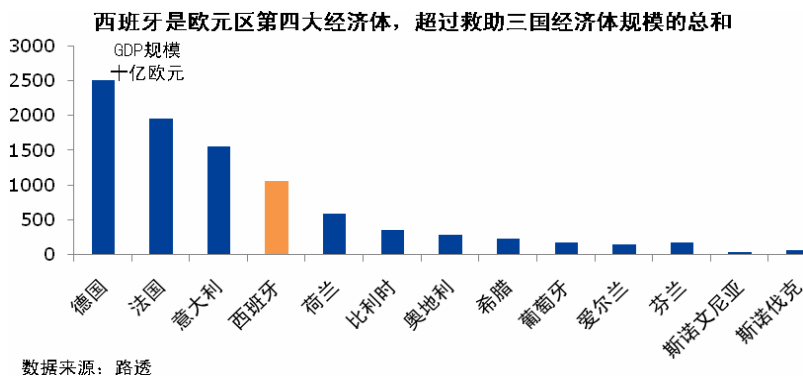
数据来源：希腊央行

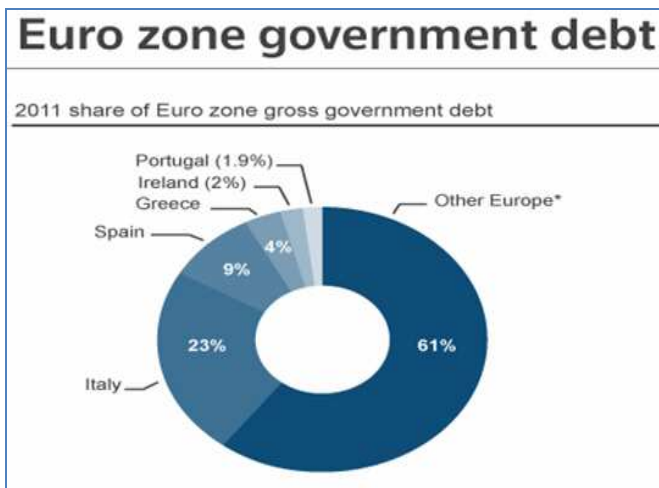
## 二、西班牙：下一个重大隐患

目前，欧元区另一个高债务国家西班牙经济复苏疲软、失业率位列欧元区之首、房地产行业持续低迷，极大的削弱了西班牙对于债务风险的防范能力，同时，西班牙也成为继救助三国后欧债投资者的最大关注国。考虑到其在欧元区的经济地位、债务规模、以及在各国银行业的巨大风险敞口，西班牙极有可能成为主导未来欧债走向的最关键变量。

### 1、欧元区第四大经济体和债务国，影响力举足轻重

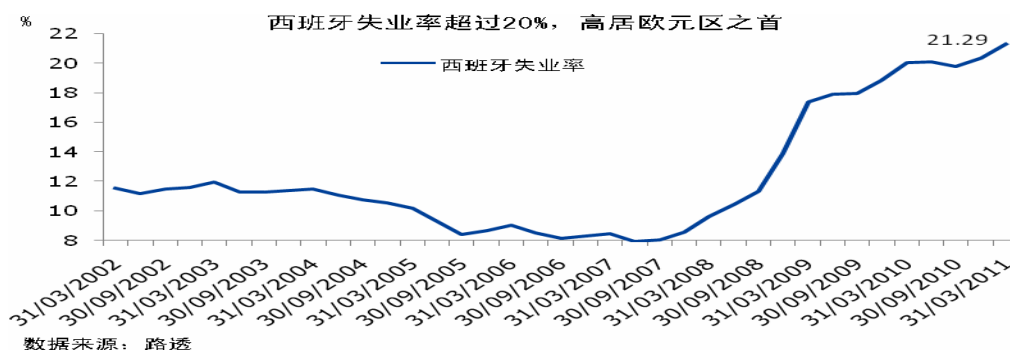
西班牙是欧元区第四大经济体和债务国。2010 年，西班牙 GDP 约为 1.06 万亿欧元，债务总额达 6370 亿欧元，均超过希腊、葡萄牙、爱尔兰三国 GDP 之和。因此，西班牙若爆发危机，对欧元区的破坏力和市场冲击力将远高于其他外围三国。





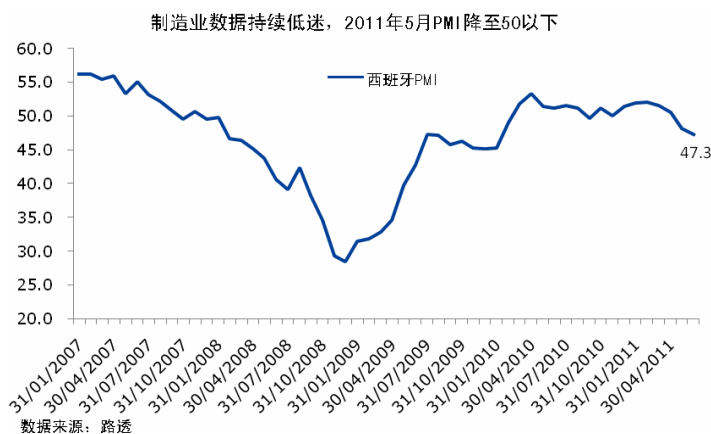
## 2、失业率居高不下，就业问题已经成为经济复苏头等难题

自金融危机爆发以来，西班牙失业率便一路攀升，在三年的时间里，失业率从不到 7% 攀升到 21.29% 的历史最高点，高居欧元区之首。长期居高不下的失业率一方面表明西班牙经济的疲软，另一方面也暗示政府财政紧缩计划将面临巨大的阻力，财政赤字压力很难在短期内解决。



## 3、经济增长缺乏动力，PMI 指数下降到 50 以下

自金融危机爆发以来，西班牙经济持续疲软，尤其至去年下半年开启财政紧缩以来，工业产出长期保持同比负增长，而制造业 PMI 指数今年 5 月再次下滑至 50 以下，经济复苏前景黯淡。





#### 4、房地产持续低迷拖累银行业

与爱尔兰类似，西班牙银行业的问题的根源是住宅市场抵押贷款的坏账，标准普尔估计在 2009 年到 2011 年期间，西班牙银行业在房地产的风险敞口为 14.5%，有约 6600 亿欧元的房地产住宅信贷，约占 2010 年 GDP 的 65%，这“绑架”了西班牙的银行业。

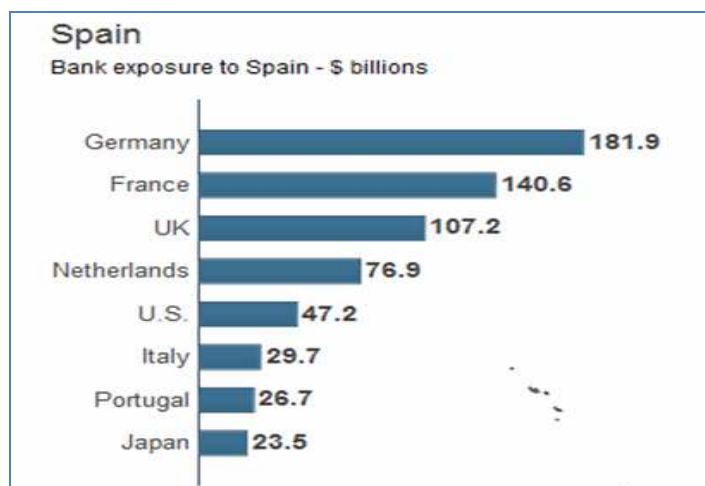
西班牙房价至 2011 年 2 月已较为金融危机前的峰值下跌 13.1%，而今年至今仍在下滑，幅度达 5.3%，由于更高的利率和抵押成本前景可能导致更多的房贷成为坏账，令市场预计银行重组的成本将上升。此外，西班牙目前失业高企，这意味着家庭支出能力和住房需求的进一步疲软，使得短期内房价难以仍难获得支撑。

根据高盛集团的预计，西班牙房价隐含的合理价值极易受到长期实际利率（以 10 年期国债收益率）以及主权债务风险溢价的影响，而目前的高收益率、外围国家的总体风险溢价高居不下、加息预期，使得住房价格仍有最大约 15-20% 的下跌空间。



#### 5、国外银行业对西班牙的风险敞口巨大，危机爆发可能促发全欧洲银行业危机

据国际清算银行的统计，截止 2010 年末，欧元区银行业在西班牙的风险敞口高达数千亿欧元，其中持有暴露头寸最大的德国高达 1819 亿欧元，约为其本国国债总额的近 10%。因此，西班牙若爆发债务危机，可能促发全欧洲银行业的动荡。





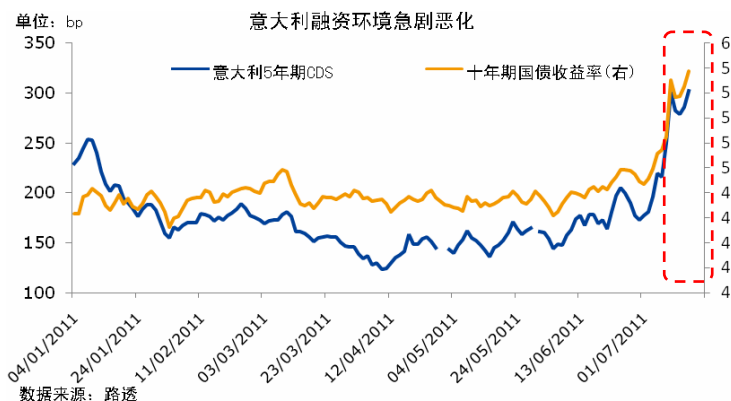


### 三、意大利：欧债危机不可承受之重

近日，意大利事件突成欧债危机的新焦点，全球风险资产遭遇重挫，其冲击力较希腊重组事件有过之而无不及。我们认为，若债务困境蔓延至意大利，将是欧债危机从边缘国家蔓延至核心国家的重大升级，因其国债规模巨大，牵涉主体众多，政治影响深远，将成为欧债危机不可承受之重。

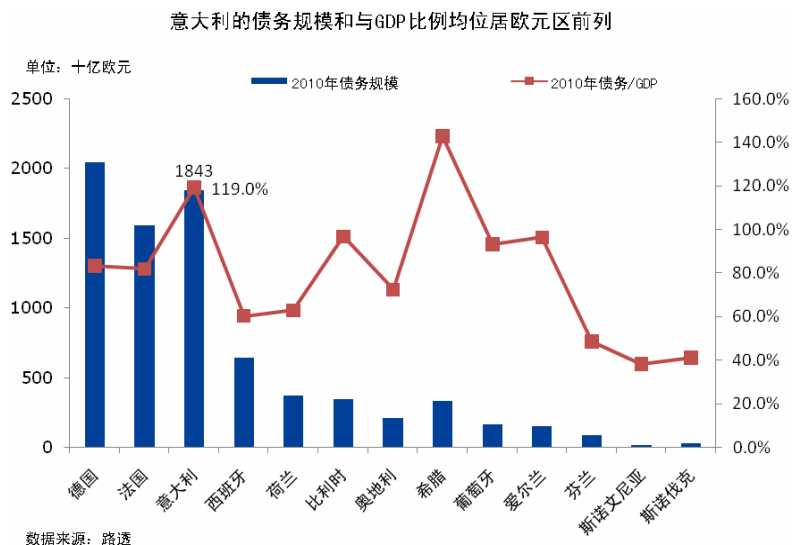
#### 1、目前国债收益率飙升，十年期国债收益率逼近 7% 的救助临界点

希腊债务危机的阴云远未散去，欧元区债务风险的担忧日前又转移到了意大利。至穆迪警告将可能下调意大利主权债务评级后，伴随着本国政治动荡及即希腊违约对其银行业的冲击，意大利银行股遭到抛售，国债收益率直线上升，7月中下旬以来5年期CDS跳涨至纪录高位，而十年期国债收益率也一度飙升至5.77%。考虑到希腊、爱尔兰和葡萄牙都是在十年期国债收益率上升至7%后数天内即开始请求国际援助，意大利的风险爆发概率不容忽视。



#### 2、意大利是欧元区第三大经济体，最大债务国，市场冲击力远大于希腊等边缘国家

意大利是欧元区第三、全球第八大经济体，2010年GDP总规模为1.55亿欧元，远高于其他外围国家（希腊、葡萄牙和爱尔兰三国GDP总规模也仅为5570亿欧元），在欧元区的经济和政治影响力举足轻重。



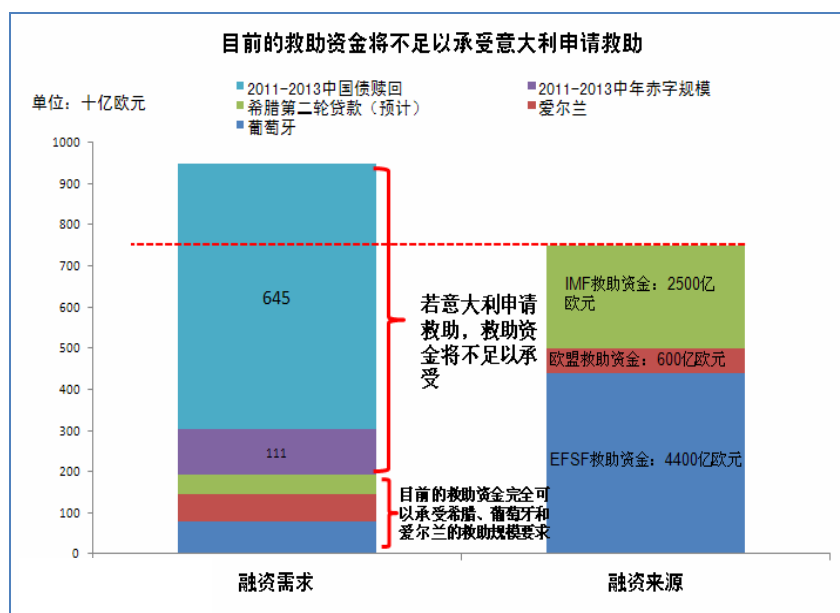


而就债券市场而言，意大利具有全球第三大的国债市场，仅次于美国和日本。截至 2010 年末，意大利的国债规模高达 1.843 万亿欧元，为欧元区之首，而与 GDP 之比也高达近 120%，在欧元区仅次于希腊。

因此，意大利的经济体和债务规模的“重量级”远高于希腊等边缘国家，对欧元区的冲击强度也更为剧烈，主要冲击有二。

### 3、市场冲击之一：未来 2 年融资压力巨大，目前的欧洲救助资金将面临“耗干”

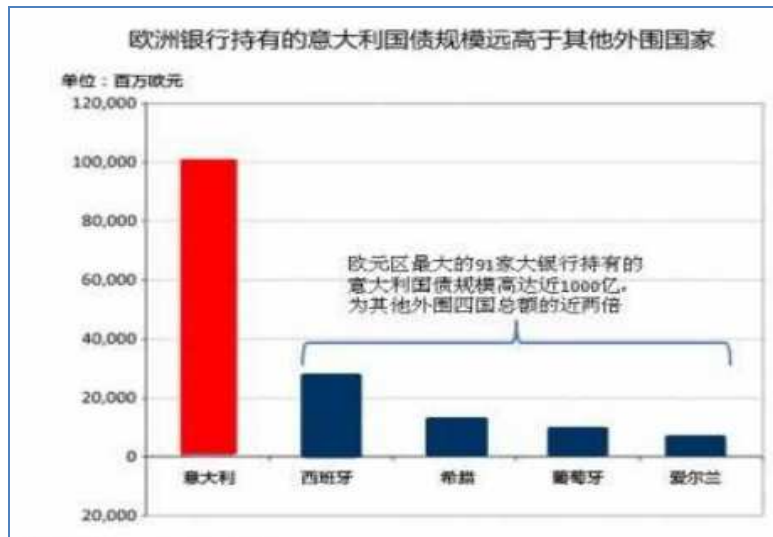
欧洲的救助资金一直被视为此轮欧债危机的最大“防火墙”，应付希腊等边缘国家尚有余力，目前仍有余额近 5600 亿欧元。然而，据统计，目前至 2013 年中期（EFSF 资金到期日期），意大利国债市场融资需求高达近 7560 亿欧元（赤字 1100 亿欧元，国债赎回和票息支付为 6450 亿欧元），这意味着，一旦意大利被迫接受救助，目前的救助资金将面临“耗干”，最直接的结果，即是诸多外围国家因失去资金支撑，主权债务违约的风险大增。



### 4、市场冲击之二：各国银行业对意大利国债风险敞口巨大，债务危机触发银行业危机

意大利国债市场此前因规模大，流动性相对较好而成为诸多欧元区银行的重要投资主体。如图所示，欧元区最大的 91 家银行（也是此轮银行业压力测试的银行）持有的意大利国债规模高达近 1000 亿欧元，为对其他欧猪四国债务总敞口的近 2 倍。

因此，一旦意大利国债市场遭遇困境，对欧洲银行业的冲击将远高于其他外围国家，债务危机将极可能触发银行业危机。这将导致银行坏账增加，流动性恶化，信贷萎缩、融资成本飙升等诸多重大隐患，欧元区的经济复苏也将再次蒙上阴影。



## 第二部分 欧债危机现状评估之出资国：已逼近救助极限，政治压力凸显

### 一、欧元区救助体系回顾

#### 1、希腊、葡萄牙、爱尔兰接受救助金额共计 2730 亿欧元

欧债危机至 2010 年初至今持续发展，已有三个国家接受救助，金额共计 2730 亿欧元：希腊 1100 亿欧元、爱尔兰 850 亿欧元，葡萄牙 780 亿欧元。贷款期限为 3 到 5 年不等，融资来源为欧元区各成员国（欧洲金融稳定基金 EFSF，由欧元区各成员国担保）、欧盟（EFSM 欧洲金融稳定机制）和 IMF，具体情况如下表。

**希腊、葡萄牙、爱尔兰接受救助金额共计 2730 亿欧元**

	接受救助时间	救助金额	贷款年限	融资利率	融资来源
希腊	2010-5-2	1100 亿欧	5	5.20%	欧元区 800 亿 IMF300 亿
爱尔兰	2010-11-18	850 亿欧	5	6%	自筹 175 亿 EFSF117 亿 EFSM、IMF 各 225 亿，其他 48 亿
葡萄牙	2011-5-3	780 亿欧	3	5.10%	EFSF、EFSM、IMF 各 260 亿欧元

**数据来源：IMF**

#### 2. 总体救助基金最高可达 1.25 万亿欧元

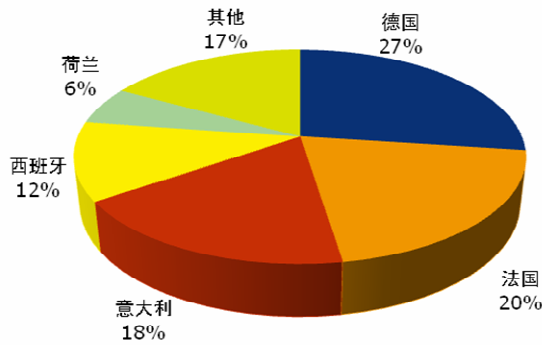
而目前的各国资金来源最高规模可达 1.25 万亿欧元，分别为：2010 年 5 月-2013 年 6 月推出的一揽子解决方案共计 7500 亿欧元，以及 2013 年 6 月后的永久稳定机制（ESM）5000 亿欧元。其中，两笔最大的资金项目的 EFSF 和 ESM 的有效放贷能力即高达 9400 亿欧元，且均可以在一级市场直接购买欧元区国债，而 2011 年 7 月下旬通过的欧盟峰会草案将扩充了 EFSF 的使用权限，使得其可以直接参与二级市场，避免国债收益率的更大幅度波动。



EFSF 和 ESM 的有效放贷能力共计高达 9400 亿欧元

	EFSF 欧洲金融稳定基金	ESM 欧洲永久稳定机制
时间	2010 年 6 月-2013 年 6 月	2013 年 7 月以后
融资额度	4400 亿欧元	7000 亿欧元

前五大出资国担  
保比例



数据来源：欧盟委员会

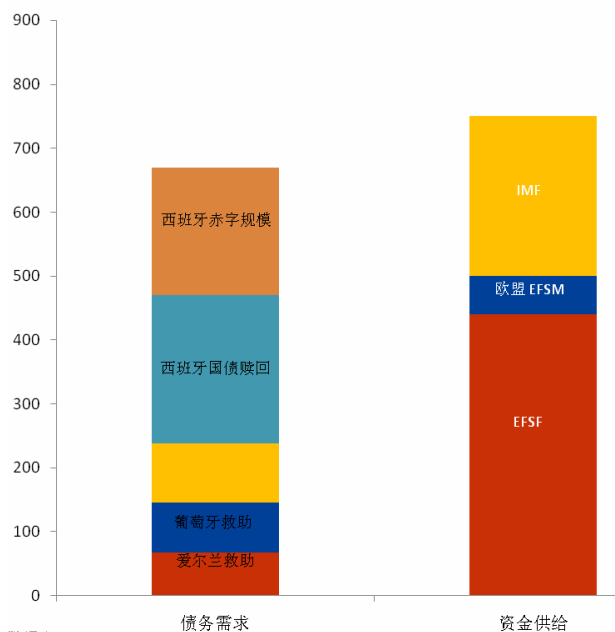
3. 现有救助基金将足以支撑和覆盖希腊的债务融资需求，但是不足以覆盖西班牙和意大利两国。所以，西班牙、意大利是决定欧债走向的关键

现有的救助基金，将足以承受救助三国、以及希腊第二轮救助新增的融资需求以及债务重组规模，西班牙、意大利才是决定未来欧债问题的关键。如下如所示，2013 年前，救助基金尚有近 6000 亿欧元的规模可供救援（希腊救助资金在 7500 亿救助方案出台前已融资完成），将能够充分抵御其债务重组和 2012 年返回市场融资，但不足以承受西班牙、意大利的救助申请。

希腊第二轮救助

救助资金应付希腊重组资金充沛，但不足以承受西班牙接受救援

单位：十亿欧元



数据来源：DB



## 二、出资国：已逼近救助极限，政治压力凸显

欧债危机体现为主权国家的“财政危机”、“银行业危机”，而其大规模的蔓延甚至失控，则源自于投资者预期所产生的“信心危机”。在短期内外围国家基本面难有实质性改观的情形下，目前维系欧洲债市信心的关键因素，在于救援计划的规模及贷款条件，能否为外围国持续的提供充足和稳定的政策和资金支持。

而影响决定救助方案施行的利益主体，无疑为救助资金的最大出资国——德国，以及外围国债券最大的持有和担保主体——欧洲央行，以及救助资金最大的出资机构——IMF，但我们认为，这三大资助方目前已逼近救助极限，难再承受大规模刺激方案的出台。

### 1、最大出资国——德法救助成本的再次扩大极可能将本国也拖入债务危局

就德国而言，其目前是 EFSF 资金的最大出资国，占比近 27%，若 EFSF 规模较目前扩大至 1 万亿欧元（即覆盖 2013 年中期前西班牙和意大利的融资需求），意味着德国的担保比例将增加 2700 亿欧元，约为其 GDP 的 11%，意味着其债务/GDP 将升至 95% 的高位。

为更为严峻的是，这将导致第二大出资国法国因救助成本上升，极有可能失去其 AAA 级评级（目前法国债市已因经济数据下滑和财政整顿乏力遭到评级公司警告，与德债收益率利差迅速走高），直接的结果，就是德国的救助成本更大规模的飙升，本国的政治阻力也将日益增大（这也是德国极力敦促私人部门参与重组的原因），导致欧债危机的更大规模的升级（为使 EFSF 资金达到 AAA 评级，评级公司目前只接受包括德法在内的欧元区共 6 个 AAA 级国家的担保，若法国评级遭下调，融资成本将转移至德国，进一步推高其债市压力）。

### 2、欧洲央行——对欧猪五国风险敞口近 4400 亿欧元，杠杆倍数高达 23 倍

就欧洲央行而言，其目前在欧猪五国的风险敞口近 4400 亿欧元（其中希腊国债约 1900 亿欧元），约占其全部资产的近 23%，主要来源为债券购买计划（SMP）和银行业低息流动性借款（以欧猪五国的国债作为担保）。

欧洲央行在欧猪五国国债敞口近 4400 亿欧元，其中希腊国债高达 1400 亿欧元

欧洲央行敞口（十亿欧元）	希腊	爱尔兰	葡萄牙	意大利	西班牙	总计
债券购买计划（SMP）	42	14.4	18			74.4
银行借款（以国债担保）	97.7	126	41	47.4	57.1	369.2
总计	139.7	140.4	59	47.4	57.1	443.6

数据来源：open europe

若其继续加大持有外围国债券，一方面，这意味着其重启债务货币化，将有损欧洲央行的稳定物价的政策原则和央行独立性，欧元的货币价值也将面临大幅缩水；另一方面，欧洲央行其目前的资本及储备（capital and reserves）仅为 820 亿欧元，约为 23 倍杠杆，而雷曼破产时杠杆约为 30 倍，一旦持有债券违约（据英国智库 open europe 预计，其持有的希腊国债抵押的银行支持票据若因国债违约缩水 50%，其资本储备将减少 445 亿欧元，意味着其杠杆倍数上升至近 50 倍），将导致其资本储备进一步缩水，杠杆倍数迅速放大，本身也将面临“破产危险”，欧元区银行业也将面临更大的流动性危机。



### 3、IMF——出资金额仍存变数，若兑现全部责任将使其面临财力枯竭的窘境

IMF 的支付能力和承担责任的意愿是救援机制中最重要的变数，7500 亿欧元

救助机制中包含 IMF 2500 亿欧元的援助份额，但 IMF 并没有对此作出正式承诺（市场隐认为其承担欧元区区和欧盟救助资金的的一半），希腊国债的被迫重组事件，不仅意味着其将承受巨大损失，也意味着对整个外围国家援助计划的失败，其决策能力和未来的救助方案也将倍受质疑。更为重要的是，目前 IMF 拥有的黄金和特别提款权约合 3300 亿欧元，若真正兑现救助机制中的全部责任，IMF 将会面临财力枯竭的窘境。

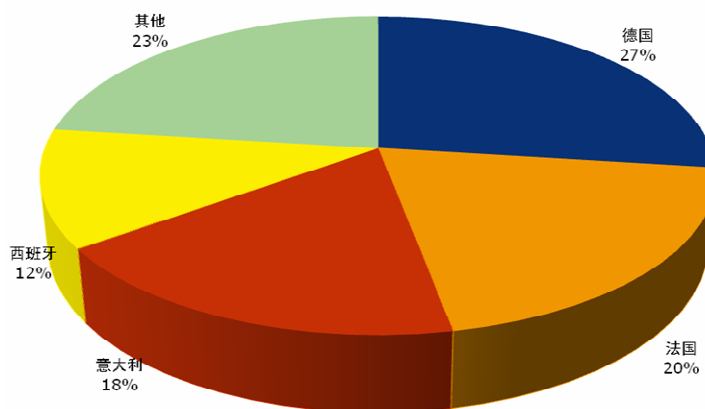
### 三、欧洲救助体系的本质：“国家间转移支付”和“欧洲央行赤字货币化”

欧洲救助体系的本质，是以德法为首的核心国家向外围国家的大规模财政支付转移的过程，为外围国财政失衡“买单”的过程，类似的救助机制越多，德法等出资国政治阻力就越大，欧元的前景也就越危险。

欧元作为全球唯一的超主权货币，政治因素，尤其是德法两国的政治博弈成为目前欧洲救助计划、未来决策制定的关键，也是欧元稳定的主导因素。而目前的欧洲救助体系的本质，乃是通过 EFSF 或 ESM 资金，以德法为首的核心国家像外围国家的大规模财政支付转移的过程（德法为最大出资国，占总出资规模的近一半）。随着外围国家的减赤前景日益恶化，救助资金被迫不断扩容，这一过程也逐渐演变为核心国家被迫为外围国财政失衡“埋单”的过程。因此，类似的救助机制越多，德法两国的政治阻力就越大，欧元的前景也就越危险。

由上面可知，若意大利和西班牙被迫接受救助，一方面将导致救助资金规模至少扩容至近 1 万亿欧元（意大利、西班牙本身即为救助资金第三、四大资助国），核心国家的经济负担大幅增加，救助阻力日益升级。另一方面，欧债危机正式由边缘国家扩大至欧元区第三、四大经济体，意味着整个欧元区内部结构面临着难以内部消化的系统性风险，欧元续存的根基将面临松动。

德法是救助方案的最大出资国，救助规模的扩大将使得其内部政治阻力日益增加



数据来源：路透



因此，欧元区目前的主要出资国目前已逼近救助的极限，难以承受 EFSF 资金的进一步大规模扩容，这也意味着，对于外围国家而言，未来救助资金的支持力度将日益有限，若不能利用此轮“喘息时间”顺利推行财政整顿政策，一旦危机爆发，更多欧元区国家的私人部门债市违约将难以避免。

### 第三部分 债务困境的原因探究：高福利制度是罪魁祸首

#### 一、高福利制度是主权债务困境的根本原因

第二次世界大战结束后，发达国家普遍开始实行高福利制度。这种以高税收支撑高开支的社会福利制度虽然在一定程度上缓解了社会矛盾，并且对经济增长产生了阶段性推动效应，但却产生了长远的负面影响。

然而，高福利意味着政府的高支出，而高支出必然伴随着高税收。高额的税收抑制了投资，抬高了劳动力成本，随着新兴市场快速发展和低廉劳动力的吸引，发达国家的产业资本不断流入新兴市场，发达国家传统制造业等产业不断萎缩，就业机会减少，税基缩小，税收增长不能跟上福利开支的增长。

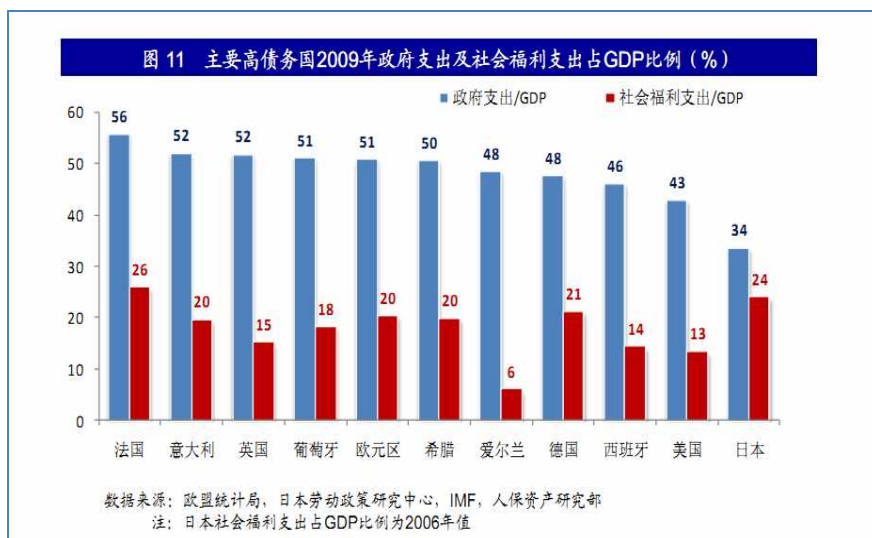
而发达国家福利支出究竟有多快？需要做一个增长倍数对比才能更加明确。以美国为例，1967至2010年，美国福利支出，主要是社保、医保、医疗救助三项支出增长了55.2倍，成为拖动美国赤字水平和债务规模大幅攀升的“罪魁祸首”，而同期内财政支出增长了21.9倍，GDP只增长了17.9倍。根据CBO的预测，未来十年这些项目的增长差异会进一步扩大，届时美国社保、医保、医疗救助三项支出增长106倍，财政支出增长36.4倍，同期GDP增长倍数仅为24.7倍。如此之大的增长速度差异，美国财政被拖入困境并不让人感觉诧异。



因此，发达国家高政府福利支出的背后，是政府债务规模的积重难返。而若一旦经济形势恶化，税收减少、财政刺激增加、利息支出增加等一系列因素将导致财政支持持续恶化，而目前美国以及欧元区外围国家疲弱的经济、以及频频爆发民众财政紧缩抗议已表明，财政



紧缩之路困难重重、任重而道远。

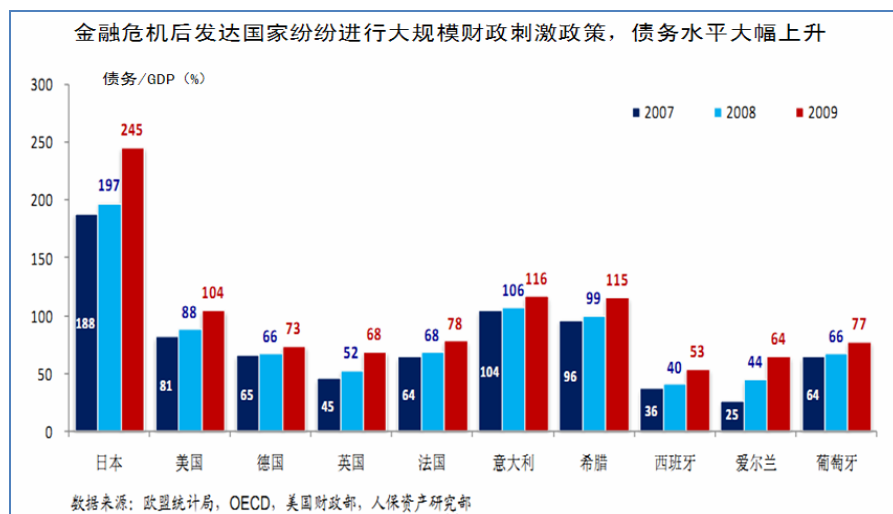


## 二、反复实施的刺激性财政政策是发达国家陷入债务困境的重要原因和本轮危机的触发因素

自二战结束以来，在凯恩斯主义经济思潮的影响下，政府倾向于在经济运行较为疲弱的时候采用刺激性的财政政策，却没有在经济景气的时候积累盈余，导致政府债务越滚越大。

日本在上世纪 90 年代陷入危机，在此之后，庞大的日本财政支出一直是防止经济出现大幅度衰退的重要手段，这导致日本政府债务占 GDP 的比重从 1990 年的 68%上升到了现在的 245%。

本轮百年不遇的金融危机爆发后，各国纷纷采取扩张性的财政政策来拯救金融机构和抑制经济衰退，其直接的结果就是政府负债水平激增。日本在 2007-2009 两年间公共债务占 GDP 比重由 188%大幅飙升至 245%，美国由 81%升至 104%，即使债务比重较低的爱尔兰也由 25%大幅升至 64%。

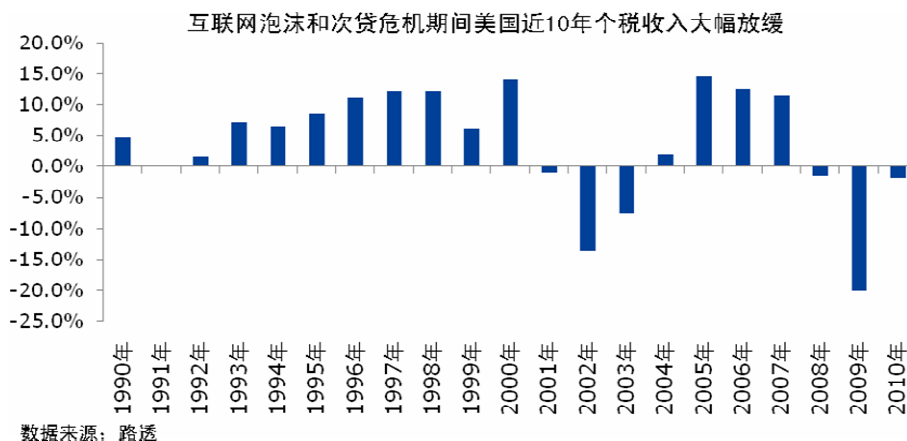


与此同时，经济的严重衰退又使得财政税收大幅缩水，一方面，经济活力的受挫使得企





业和个人的收入大幅减少，政府税收持续下滑，而于此同时，发达国家纷纷出台减税政策，以维持虚弱的消费者信心。同样以美国为例，布什政府 2000 年和 2003 年两次减税政策（主要是个税的改革）的影响。减税政策导致政府减少了近 2 万亿美元的收入，而财政税收占比最大的个税收入占 GDP 之比从 10.2% 降低到 6.2%。而据 CBO 预计，奥巴马政府 2010 年末对减税政策的延长，又将使得未来十年减少政府收入共计 2.9 万亿美元，这也将成为美国财政赤字持续的推动因素。



### 三、财政和货币政策选择空间有限，制约了发达国家应对危机时（尤其是外围国家）的经济调控余地

金融危机以来扩张性的货币和财政政策，极大的消耗了政府进一步政策刺激的空间和能量，若进一步举债融资，财政收支的不可持续性将进一步增加，而货币政策在大幅度降息、不断货币超发，流动性泛滥、资产泡沫迅速膨胀、货币贬值等负面效果已逐步显现，并遭遇巨大的政治阻力，政策调整余地更是有限。

这也意味着，未来的形势可能将比 2007-2009 年金融危机期间更为严峻，那时，任何一个冲击事件以及市场的下滑，都会被政府所颁布的政策所抵消，但如今，各国决策者可以说是“弹尽粮绝”了，许多发达经济体为避免财政失控已纷纷实施紧缩政策，政府没有“政策弹药”的现实足见一斑。

而这点在欧元区外围国家中体现的尤为明显，与此同时，他们所处的欧元区的特殊形式（统一的货币政策和不统一的财政政策），又使得他们政策整改的空间更为狭窄。摆脱目前经济和财政困境的前景也就更为渺茫。

货币政策方面，受制于欧元区统一货币政策带来的系统性风险所拖累：以德法等核心国的利益为主导的货币政策，在目前外围国家与核心国的经济发展的不平衡的情况下、将难以保证葡萄牙等外围国家政策调控的有效性、灵活性。例如目前，欧洲央行的利率相对于核心国家经济状况（通胀数年来处于高位）过低、而对外围国家（经济增速纷纷下调，通胀水平大多位于 1% 附近）过高，而迎合核心国家的加息操作，对外围国家的脆弱的银行、房地产业无疑是雪上加霜。

而财政政策方面，受制于经济与财政恶化积重难返，多方利益将更难权衡：一方面，外



围国内部经济疲弱，急需财政刺激支撑，而外部救援方案提出的多重大幅削减政府支出、提高企业税率等财政紧缩要求，无疑将是经济难以承受之重；另一方面，金融危机已导致政府财政收支急剧恶化，债务规模、融资成本迅速攀升，公民福利作为最大的财政支出项目，被迫削减已成为财政可持续化的必然选择。而公民的高福利、低储蓄、人口老龄化趋势已日益严重，对政府的依赖已成惯性，福利改革阻力极大。因此，外围国家的经济改革面临着多重两难，这在目前的葡萄牙财政紧缩被否、希腊、爱尔兰接受救助后的经济“后遗症”、多次的民众紧缩抗议等诸多事件可见一斑。

#### 四、美国三大评级公司在对欧债危机的深化起到了推波助澜的作用

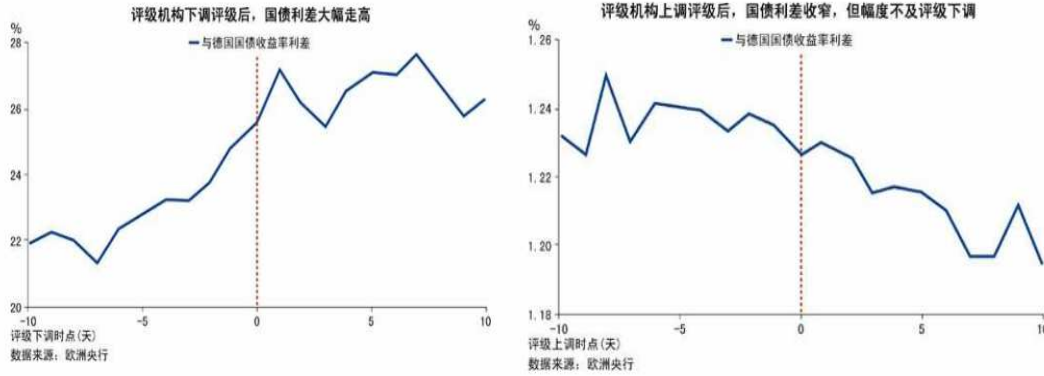
主权债务评级的下调既是引爆债务危机的导火索，同时又将令形势恶化加剧。公共债务状况恶化令主权债务评级被调低，从而导致融资难度上升、成本提高，这将反过来令公共债务状况更加恶化。这种恶性循环令陷入债务危机的国家更难走出困境。

一些大型的投资机构会卖出评级被调低的债券，而这些债券缺少买家。在欧洲市场上，欧洲央行正大量买入此类债券，但央行不能永远将这些债券放在自己的资产负债表中，在这些债券没有找到真正买家接手之前，动荡仍将继续。如下图的希腊 CDS 走势，可以看到评级公司在希腊救护中“推波助澜”的作用。



而据欧洲央行对三大评级机构至 1995 年至 2010 年的评级调整情况统计显示，1) 欧元区债券利差走势与评级机构调整“高度相关”。2) 大多情况下，主权债务评级的调整在之前 1-2 个月并不为市场所预期。3) 相对于正面的展望，“负面”展望对于市场的冲击更大。4) 近 6 月内评级被下调的国债收益率利差，要小于相同评级但近 6 月未被下调的国家。

这表明，评级机构评级调整已具备主导欧债危机走势的核心力量，而频频发布的“负面展望”、“评级下调”，客观上已对此轮欧债危机的加重而非缓解起到了“助推”作用，而这种“以邻为壑”的方式也成为增强美元、美国国债避险魅力的“重要支撑”。



#### 第四部分 前景判断：主权债务困境将是一个长期性问题

##### 一、通过实现长期稳定的财政盈余来偿还债务，是解决主权债务问题的最佳途径

主权债务危机是一个难以治愈的长期问题，发达经济体所背负巨额债务短时间内无法解决。一般压缩财政赤字只能缓解债务膨胀的速度，实现长期稳定的财政盈余才是解决债务问题的根本途径。

政府收支增减下限测算				
	意大利	希腊	爱尔兰	葡萄牙
债务/GDP	116%	115%	64%	77%
目标债务/GDP	60%	60%	60%	60%
目标减债额 (亿欧元)	8486	1309	65	275
清偿年数	10	10	10	10
年均偿债额 (亿欧元)	848.65	130.86	6.54	27.53
当前赤字/GDP	5%	14%	14%	9%
当前赤字额	806	323	234	154
目标盈余 (当前赤字 + 年偿债额)	1655	454	240	182
2009年收支差额 (亿欧元)	-806	-321	-234	-154
收入增加 (亿欧元)	35%	88%	85%	49%
支出削减 (亿欧元)	31%	65%	60%	40%
政府收支增减上限测算				
	意大利	希腊	爱尔兰	葡萄牙
债务/GDP	116%	115%	64%	77%
目标债务/GDP	60%	60%	60%	60%
目标减债额	8486	1309	65	275
清偿年数	10	10	10	10
2011年到期债务额 (亿欧元)	3637	550	321	281
当前赤字/GDP	5%	14%	14%	9%
当前赤字额	806	323	234	154
目标盈余 (当前赤字 + 年偿债额)	1655	454	240	182
2009年收支差额 (亿欧元)	-806	-321	-234	-154
收入增加 (亿欧元)	74%	136%	142%	86%
支出削减 (亿欧元)	66%	100%	100%	71%

数据来源：Bloomberg，欧盟统计局，人保资产研究部测算

然而，高负债国家实现长期稳定的财政盈余可能性很低。根据人保资产的测算，以希腊为例，假设其当前债务余额需10年还清，则每年应偿还约130亿欧元，依当前的财政赤字情况，2011年需实现约454亿欧元的盈余，这意味着在财政支出不变的情况下，财政收入需增长88%；或收入不变，支出需减少65%。事实上，希腊在2011年到期债务为1300多亿

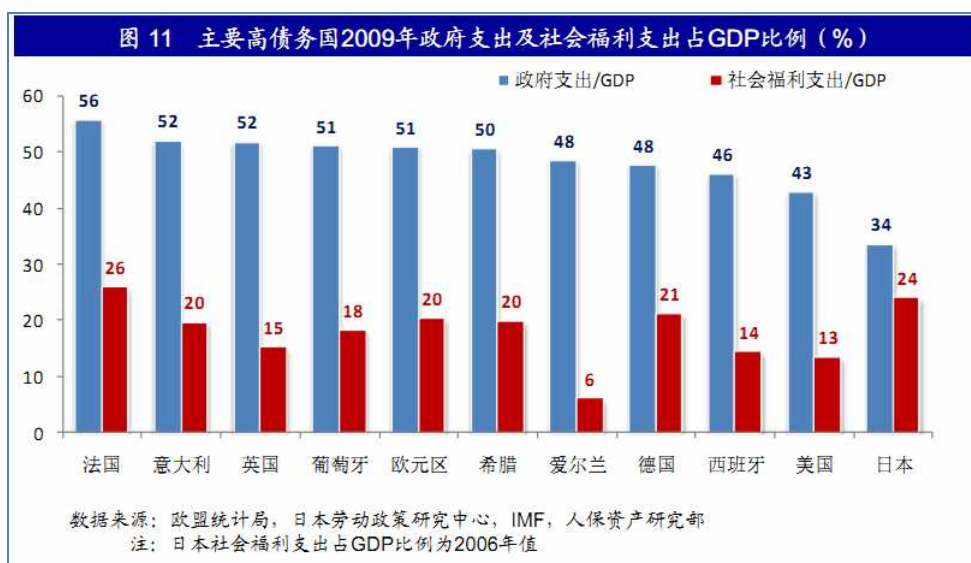


欧元，若希望出现盈余，则需要政府财政收入增长 136%或支出减少 100%。目前希腊政府的减赤计划以支出瘦身为主，根据测算，到 2011 年，其支出削减规模将相当于 GDP 的 33%。

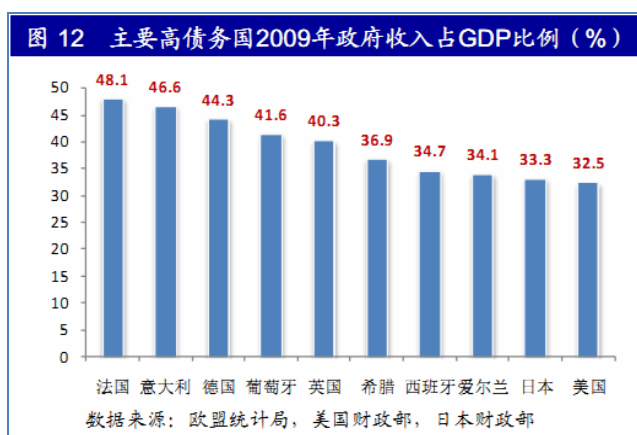
## 二、除非放弃高福利制度，否则主要高债务国大幅削减财政支出的空间有限

在现有社会福利体制下，高负债国大幅削减财政支出空间有限。如下图所示，主要高债务国家政府支出的 30%以上是社会福利方面的支出。在政府支出占 GDP 比重最高的法国，政府支出中将近一半是社会福利支出；在日本，社会福利支出占政府支出的比重更是超过 70%。

因此，中短期看，改变现有的社会福利制度将在政治层面面临重重阻力，甚至可能引发剧烈的社会动荡。长期来看，降低社会福利标准可能是一个趋势，但这将是一个曲折而漫长的过程。



## 三、受制于较高的宏观税负水平和难以扩大的税基，高债务国家依靠增加税收来缓解债务困境潜力有限



当前，主要高债务国的税负水平普遍较高。如下图所示，法国政府收入占 GDP 的比重已高达 48.1%，即使是在如美国、日本等税负水平相对较低的国家，政府收入占 GDP 的比重



也分别达到 32.5%和 33.3%，增加宏观税负的空间相当有限。提高税负势必加重经济衰退的压力，进而导致政府税收不增反减。

此外，高债务国家税基增长普遍缺乏动力，主要体现在如下方面：

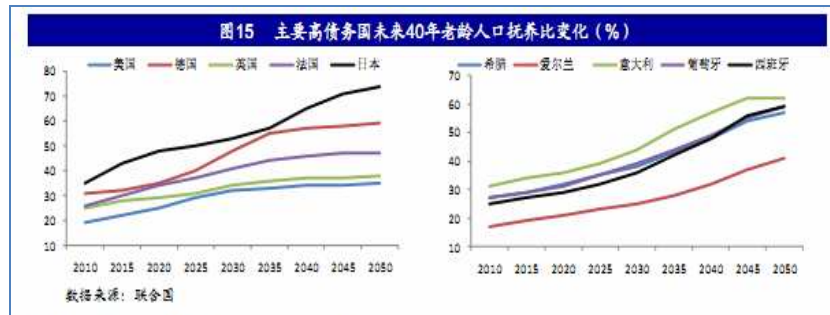
- 与新兴市场国家相比，高债务国家在传统行业没有竞争力。
- 全球经济依旧缺乏新的增长动力，即使在新能源等可能成为全球经济新增长动力的领域，也只有美国、德国等少数几个国家拥有领导权。
- 高债务国家通过削减实际工资水平重建经济竞争力空间不足。1990 年代末开始，德国经济曾依靠削减实际工资水平取得了成功。欧洲其他国家复制这种成功需要以下几个条件：1) 全球经济快速成长所创造的外部市场需求上升。2) 德国放弃经济节制主义开始大肆消费所创造的欧洲内部市场需求上升。3) 政府能够在出现实际工资水平下跌引发的经济衰退时维持政策的延续性。但目前，主要高债务国家并不具备这些条件。

#### 四、长期来看，人口老龄化将带来政府开支的大幅增加和税收的持续缩减，从而使政府财政困境进一步加剧。

人口老龄化对于各国政府而言都意味着庞大的社会保障支出压力。若维持现有的社会福利和社会保障制度，未来 40 年，高债务国公共养老金和医疗方面的开支占 GDP 的比重将持续上升。到 2050 年日本在这方面的开支将上升到 23.8%，而 2009 年日本财政收入也仅相当于 GDP 的 33.3%



与此同时，人口老龄化意味着社会抚养比的上升和税源的减少。以日本为例，到 2050 年日本每 100 个劳动力需负担的老龄人口将从 2010 年的 35 个上升到 74 个，而在 1990 年仅有 17 个。



此外，各国通过推迟退休年龄来减轻社会保障系统的压力，反而增加了年轻人的就业压力。



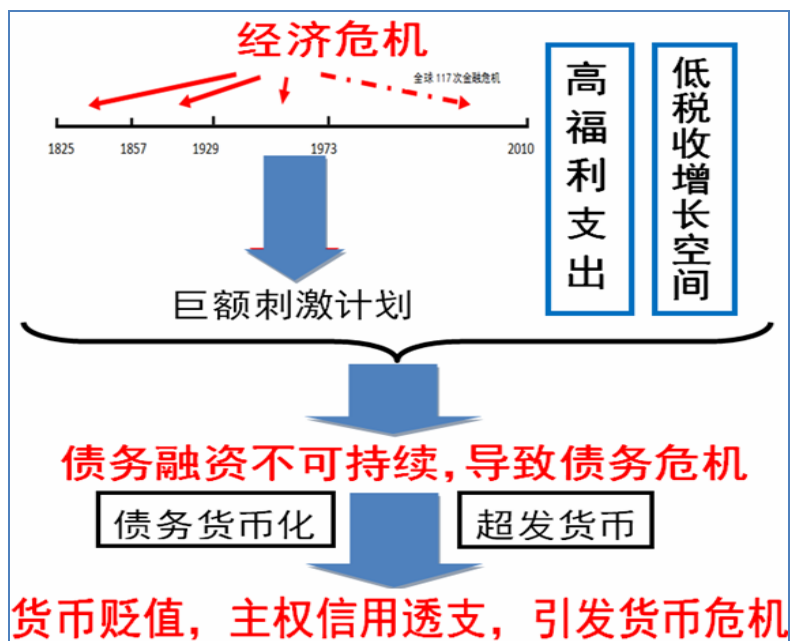
因此，随着发达经济体增长速度放缓、竞争力下降、人口老龄化等趋势日益明显，而民众高福利需求积重难返，整改乏力，政府财政极可能将陷入债务规模与财政赤字持续上升的恶性循环，财政紧缩之路将困难重重、任重而道远。

### 第五部分 美欧债务危机三段论：实体经济危机——主权债务危机——信用货币危机

世界银行 2003 年的统计结果显示，1970~2000 年，全球 93 个国家共发生了 117 次金融危机。可见，目前所全球发达经济体所面临的债务危机困境，并不是偶尔的现象。我们认为，可以总结为危机的三段论：经济危机——债务危机——货币危机。

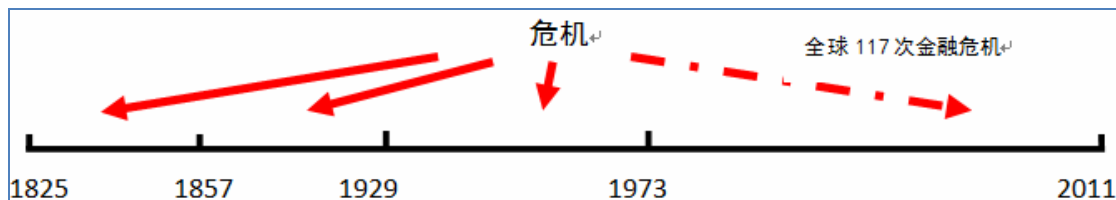
这种三段论的危机传导机制对于发达国家具有共性，而目前正处于有债务危机向货币危机的传导期，可以预见，主要高债务发达经济体随着债务困境的深化，主权货币的前景将日益严峻。

如下图所示，我们将详细阐述这一危机的传导机制，并以美国为例来说明这一点。



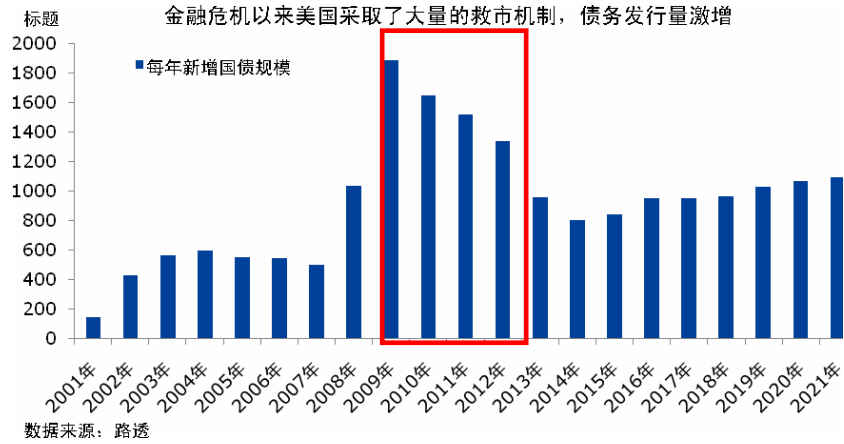
### 一、经济危机屡见不鲜，高福利制度和大规模刺激计划催生债务危机

西方国家按照亚当斯密“看不见的手”理论建立的高度自由化的经济体制，其本身就存在着经济的起伏，其经济发展的过程中，也一直伴随着经济危机。如下图所示，从 1825 年英国爆发经济危机开始，到 19 世纪遍及欧洲的经济危机，再到 1857 年美国的经济危机、始于 1929 年的大萧条，以及 1973 年的西方滞胀，以及 1973~2000 年的 117 次金融危机，无不说明了这一问题。



凯恩斯主义增加财政赤字的资金则主要来源于债务融资。每一次经济危机爆发后，随之而来的大量的刺激计划和巨额的债务融资，导致了发达经济体的财政状况每况愈下。

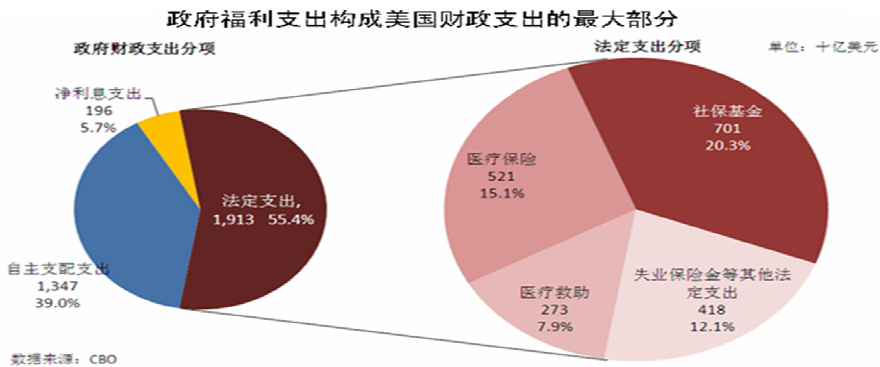
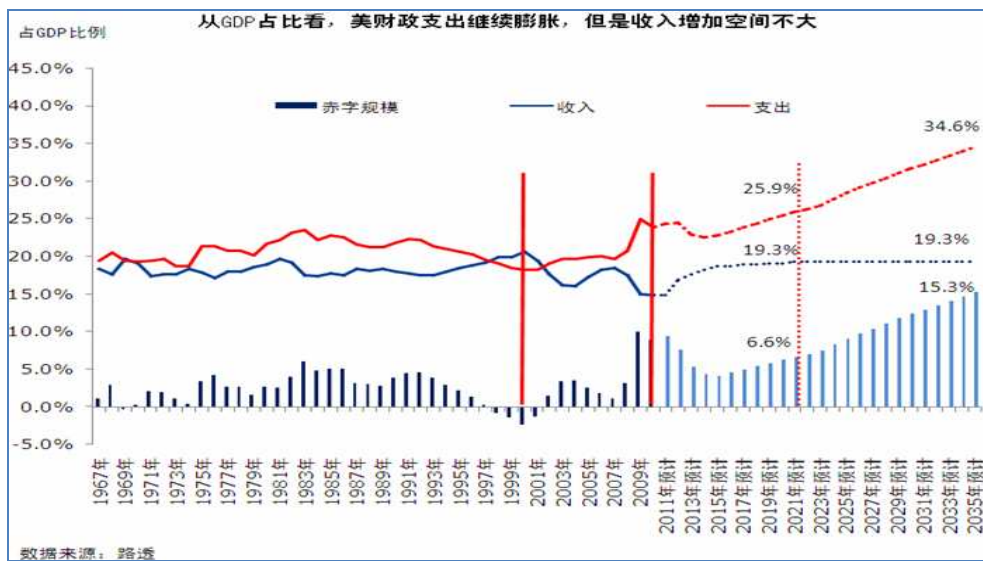
以美国为例，2007 年中以来，随着金融危机的爆发，政府采取了大量救助机制救市，包括奥巴马政府于金融危机期间推行的“2008 年经济刺激法案”（大约 1700 亿美元的税收减免）、7000 亿的问题资产救助计划，以及“2009 年美国复苏与再投资法案”（主要为增大基础设施建设以扩大投资和就业、增加失业和医疗保障的居民福利支出等，2010 年末累计约为 4000 亿美元）。由此政府被迫在 2008、2009 和 2010 年分别进行了高达 1.03 万亿、1.89 万亿和 1.65 万亿的国债融资，导致美国的赤字问题步入了大幅扩张且难以逆转的阶段，成为目前主权债务危局初显的促发因素。



## 二、制度压力下，债务危机催生债务货币化

如前所述，债务危机最稳妥的解决方法，是积累财政收支盈余用以偿还债务。然而，现行的政治制度下，政府财政赤字不能不压，但又压不动（压缩赤字意味着“去福利化”，民众无法接受，社会必然动荡）。这个难以调和的矛盾最终将把解决方案引向大规模的债务货币化。

以美国为例，高福利制度下，支出难降，收入难增，最终不得不寻求债务货币化。



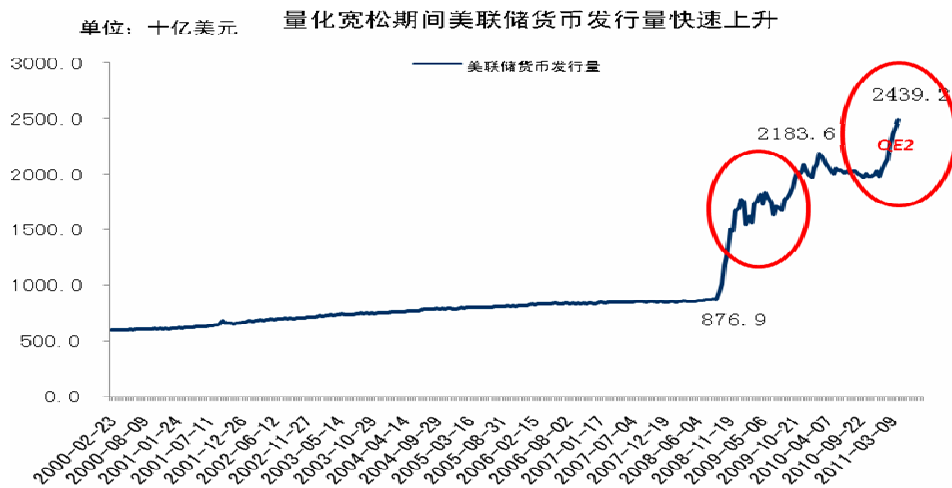
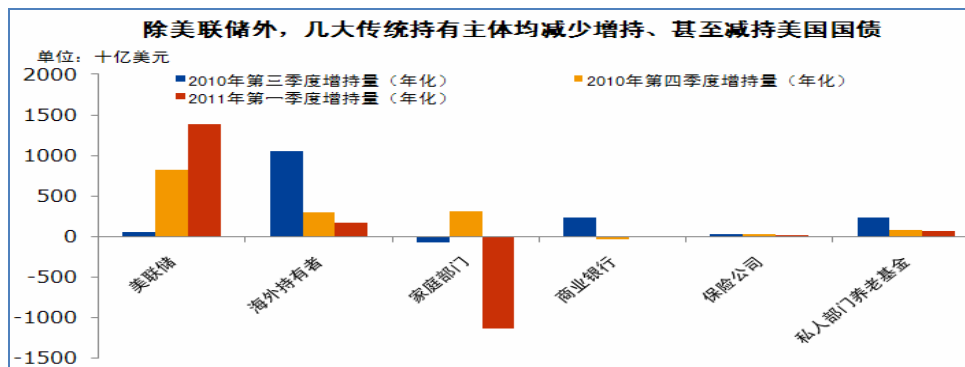




### 三、债务货币化之下，买入需求不足引发货币增发，透支主权信用最终导致货币危机

浮动汇率制之下，债务货币化意味着各国可以通过大量发行货币购买国债，其必然结果是货币竞相贬值。货币的不断贬值极大透支了主权信用，难以维系，最终将引发货币危机。

如下图所示，债务货币化及其不可持续性导致了美国的国债买入需求大幅萎缩，美联储被迫进行大规模资产购买计划来为国债融资托底，货币发行量在两轮量化宽松期间由 8800 亿美元激增至 2.5 万亿美元。



数据来源：美联储

大量发行货币的结果美元的迅速贬值，美元指数由 89.6 降至目前的 74 左右，逼近历史低位。尽管欧债危机引起避险资产回流对美元有所支撑，但美元的储备货币地位已岌岌可危。





## 第六部分 结语：主要观点回顾

1、目前接受救助外围三国希腊、爱尔兰、葡萄牙，尽管 3-5 年可以在救助“庇护伞”下远离市场融资，但其因被迫以更严厉的财政紧缩为救助条件，经济结构的系统性风险远未解除。救助计划只是为国家的经济改革赢得了更多时间而已。目前三国经济重挫、民众抗议、政治动荡频频爆发，正经历着痛苦且目前而言难以维系的减赤过程，改革之路任重而道远。

2、最近的欧盟峰会草案显示，希腊私人部门债权人参与救助并承担约 20% 的债券减值损失，预示着欧元区首个主权债务违约问题已成定局，爱尔兰和葡萄牙若不能利用此轮“喘息时间”顺利推行财政整顿政策，主权债务违约也将难以避免。

3、西班牙和意大利目前客观上已经具备了爆发债务危机的客观条件，因其国债规模巨大，牵涉主体众多，政治影响深远，将成为欧债危机不可承受之重。

4、影响决定救助方案施行的利益主体，为救助资金的最大出资国——德国，以及外国国债最大的持有和担保主体——欧洲央行，以及救助资金最大的出资机构——IMF，但这三大资助方目前已逼近救助极限，难再承受大规模刺激方案的出台。

5、欧洲救助体系的本质，是以德法为首的核心国家像外围国家的大规模财政支付转移的过程，外围国财政失衡“埋单”的过程，类似的救助机制越多，德法等出资国政治阻力就越大，欧元的前景也就越危险。

6、欧债危机乃至全球发达国家主权债务危局爆发的根本原因，乃是二战以来各国推行的高福利制度；反复实施的刺激性财政政策，是发达国家陷入债务困境的重要原因，而次贷危机正是此轮危机的直接促发因素；财政和货币政策选择空间有限制约了发达国家应对危机时（尤其是外围国家）的经济调控余地；而美国三大评级公司在对欧债危机的深化起到了推波助澜的作用。

7、主权债务困境将是一个长期性问题，目前仍处于全球主权债务爆发的初期。目前的债务危机有从边缘国家向核心国家迈进的趋势，美国、日本、英国、法国等重大经济体的主权债务危局渐行渐近。

8、一般压缩财政赤字只能缓解债务膨胀的速度，实现长期稳定的财政盈余才是解决债务问题的根本途径。受制于较高的宏观税负水平和难以扩大的税基，高债务国家依靠增加税收来缓解债务困境潜力有限，长期来看，人口老龄化将带来政府开支的大幅增加和税收的持续缩减，从而使政府财政困境进一步加剧。

9 主要解决之道，即是放弃高福利制度。但中短期看，改变现有的社会福利制度将在政治层面面临重重阻力，甚至可能引发剧烈的社会动荡。长期来看，降低社会福利标准可能是一个趋势，但这将是一个曲折而漫长的过程。

10、发达国家的危机总体分可分为三段：经济危机、债务危机和货币危机。三段论的危机传导机制对于发达国家具有共性，而目前正处于有债务危机向货币危机的传导期，可以预见，主要高债务发达经济体随着债务困境的深化，主权货币的危局也将逐步显现。



## 第一财经研究院·中国战略思想库

### 战略观察 01 期 2011 年 04 月 25 日

《危机深化与全球转型——阿拉伯地区动荡原因及走势研判》

执笔：王湘穗（中国战略思想库成员、北京航空航天大学战略问题研究中心主任）

### 战略观察 02 期 2011 年 05 月 02 日

《美国经济完成“金融化”》

执笔：华小戎（中国战略思想库研究员）

### 战略观察 03 期 2011 年 05 月 16 日

《中东北非局势的影响和全球能源展望》

报告人：吴康（美国东西方研究中心高级研究员）

### 战略观察 04 期 2011 年 05 月 23 日

《货币创造未转化为信用创造——美联储量化宽松政策评估与展望（1）》

执笔：周文（中国战略思想库研究员）

### 战略观察 05 期 2011 年 05 月 30 日

《全球外部性——美联储量化宽松政策评估与展望（2）》

执笔：周文（中国战略思想库研究员）

### 战略观察 06 期 2011 年 06 月 07 日

《美联储量化宽松政策评估与展望（1、2、3）》

执笔：周文（中国战略思想库研究员）

### 战略观察 07 期 2011 年 06 月 13 日

《超过 1 万亿的代价——中国央行对冲外汇占款机制及成本评估与展望》

执笔：徐以升（中国战略思想库研究员）

### 战略观察 08 期 2011 年 06 月 20 日

《上海合作组织成立十周年：应从战略高度规划上合发展》

执笔：许钊颖、陈晓晨、李东超（中国战略思想库研究员）

### 战略观察 09 期 2011 年 06 月 27 日

《美国财政收支与赤字可持续性评估（2011-2035）》

执笔：华小戎（中国战略思想库研究员）

### 战略观察 10 期 2011 年 07 月 04 日

《美国海外石油供应的战略收缩》

执笔：李东超（中国战略思想库研究员）

### 战略观察 11 期 2011 年 07 年 11 日

《沙特向东——沙特石油出口格局之变》

执笔：张抗（中石化石油勘探开发研究院原总工程师）

### 战略观察 12 期 2011 年 07 月 18 日

《剖析欧洲主权债务危机——现状评估、原因分析及前景展望》



执笔：周文（中国战略思想库研究员）

杨洋（中国战略思想库特约研究员）

课题指导：王家春（中国战略思想库成员、中国人保资产管理有限公司研究所所长）

### 战略参考 01 期 2011 年 04 月 25 日

《应对一个矛盾重重的中国》

作者：沈大伟（乔治·华盛顿大学政治学与国际事务教授、对华政策课题组主任）

译者：尹宏毅（清华大学公共政策研究中心研究员、中国战略思想库特约研究员）

### 战略参考 02 期 2011 年 05 月 02 日

《后华盛顿共识——金融危机在发展领域的五个后果》

作者：南希·伯索尔（Nancy Birdsall）（全球开发中心主席）

弗朗西斯·福山（Francis Fukuyama）（斯坦福大学弗里曼·斯波利国际问题研究所高级研究员）

译者：马俊（中国战略思想库秘书处、研究员）

### 战略参考 03 期 2011 年 05 月 16 日

《中国国家石油公司海外投资报告——对其动力和影响的评估》

作者：朱莉·江、乔纳森·辛顿（国际能源署研究员）

译者：李东超（中国战略思想库研究员）

### 战略参考 04 期 2011 年 05 月 23 日

《迈向亚洲新的中国秩序：俄罗斯的失败》

作者：斯蒂芬·布兰克（美国陆军战争学院战略问题研究所国家安全事务研究教授、国家亚洲研究局研究员）

译者：尹宏毅（中国战略思想库特约研究员）

### 战略参考 05 期 2011 年 05 月 30 日

《国家货币的终结》

作者：本·斯泰尔（Benn Steil）美国对外关系委员会国际经济主任

译者：尹宏毅（中国战略思想库特约研究员）

### 战略参考 06 期 2011 年 06 月 07 日

《新的食品地缘政治学》

作者：莱斯特·布朗（地球政策研究所所长）

译者：尹宏毅（中国战略思想库特约研究员）

### 战略参考 07 期 2011 年 06 月 13 日

《中国是负责任的利益攸关者吗？》

作者：阿米泰·埃泽奥尼（乔治·华盛顿大学社会学教授）

译者：尹宏毅（中国战略思想库特约研究员）

### 战略参考 08 期 2011 年 06 月 20 日

《上海如何建设全球金融中心》

作者：道格拉斯·埃利奥特（布鲁金斯学会研究员）

译者：李东超（中国战略思想库研究员）

### 战略参考 09 期 2011 年 06 月 27 日



《花旗：美元接近十年的熊市即将终结？》

作者：汤姆·菲茨帕特里克（Tom Fitzpatrick） 花旗集团驻纽约首席技术分析师  
希亚姆·德瓦尼（Shyam Devani） 花旗集团驻纽约外汇市场研究团队成员  
亚历克斯·古德（Alex Good） 花旗集团驻纽约外汇市场研究团队成员  
译者：蔚华（中国战略思想库研究员、中国人民大学国际货币研究所研究员）

#### 战略参考 10 期 2011 年 07 月 04 日

《美国的能源自由：经济复苏的基础》

作者：亚历山德拉·里迪·伯恩（美国能源自由中心执行主任）  
译者：尹宏毅（中国战略思想库特约研究员）

#### 战略参考 11 期 2011 年 07 月 11 日

《分裂的欧洲分——欧债危机能否推动欧洲走向联邦？》

作者：马科·帕皮克（美国“战略预测”智库——斯特拉特福研究员）  
译者：许钊颖（中国战略思想库研究员）  
桑雪琪（中国战略思想库助理研究员）

#### 战略参考 12 期 2011 年 07 月 18 日

《石油美元的回归》

作者：多米尼克·威尔逊（Dominic Wilson）高盛全球经济学家  
译者：蔚华（中国战略思想库研究员）  
田园、黄涛（中国战略思想库助理研究员）

#### 战略参考 13 期 2011 年 07 月 25 日

《全球智库精粹》

译者：陈晓晨、马鑫、许钊颖、李东超（中国战略思想库研究员）  
桑雪琪、梁健、刘湘怡、陈枫（中国战略思想库助理研究员）

---

### 免责声明

本研究为第一财经研究院“中国战略思想库”的内部刊物，仅供有关报送单位、理事会成员、思想库顾问、学术委员会成员、思想库成员等参考。本报告中的有关文章、观点仅代表作者个人观点，不代表其所在单位或机构意见。我单位对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本报告的版权为第一财经传媒股份有限公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表、上网或引用。